

低基数致全球二季度 GDP 大涨 三季度下行压力较大

作者：宏观经济组 李彦森 史家亮 陈臻

执业编号：F3050205（从业） Z0013871（投资咨询）

F3057750（从业） Z0016243（投资咨询）

F3084620（从业）

联系方式：010-68578820 / chenzhen@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2021年9月4日星期六

摘要：

去年二季度全球疫情大规模爆发，经济下滑幅度最大。得益于去年同期基数较低，全球绝大多数国家都在今年二季度取得了较高的 GDP 增速，美国、欧元区、英国、日本、印度、俄罗斯分别达到 12.5%、13.6%、22.2%、7.5%、20.1%、10.3%。但是，除了中国在 2020 年同期取得 3.2% 的增速之外，几乎其他所有经济体都在去年二季度遭遇“经济滑铁卢”。因此，绝大多数经济体的高增速含有极大的“水分”。单论 GDP 绝对值，英国、日本、菲律宾等诸多国家并未恢复至疫情前水平。

8 月新增新冠确诊病例累计达到 2000 万，疫情复燃对于全球经济的影响十分明显。7 月摩根大通全球制造业 PMI 为 55.4，连续两个月出现回落。限行令将使户外消费大幅缩水，美国、日本等国家均是消费驱动型的经济体，对于经济复苏带来极大的影响。整届东京奥运会和残奥会均是在紧急状态情况下召开的，仅门票收入就损失 890 亿日元。欧元区经济景气指数从 5 月的 84 下滑至 8 月的 42.7，几乎腰斩。英国制造业和服务业 PMI 均遭遇连续三个月下跌。

由于通胀严重以及美联储 Taper 预期，土耳其、巴西、俄罗斯、乌克兰等新兴经济体已从去年 9 月至今年 7 月先后采取多次加息政策，韩国在今年 8 月宣布加息 0.25%，成为疫情期间首个加息的发达国家及亚洲国家。英国和欧元区出现通胀增速和失业率双降的情况，暂时缓解了两大央行缩减购债规模的压力，英欧央行的货币转向政策将明显滞后于美联储。

新冠疫情依然是未来几个月最大的不确定因素。德尔塔和拉姆达变异毒株在全球迅速传播，多国重启封锁措施。当前不少国家的疫苗接种率偏低，数十亿人类处于被感染风险之中。此外，病毒多次变异，已对疫苗产生抗体，已经出现接种两针疫苗的人群出现被感染的病例。一旦疫苗失效，那么原来的努力都会化作徒劳，各国被迫再度大规模封城，全球经济又将陷入低谷。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

请务必阅读最后重要事项

目 录

第一部分 全球经济二季度大幅回升 三季度下行压力较大.....	1
一、低基数促使全球经济二季度大幅上涨.....	1
二、疫情卷土重来 三季度下行压力较大.....	1
三、多国已有收紧货币政策的决议或意向.....	2
四、美国经济已恢复至疫情前水平 前景喜忧参半.....	3
第二部分 美国货币政策转向在即 多项法案力助经济发展.....	4
一、鲍威尔中性偏鸽言论的原因及后期货币政策预测.....	4
二、预算和基建法案推进顺畅及对经济作用.....	6
三、为打通外贸痛点和降低物价 美国国会提出《航运改革法案》.....	7
第三部分 欧洲经济前景出现回落 货币政策调整为时尚早.....	8
一、欧洲二季度经济复苏强劲 三季度出现回落.....	8
二、物价增速趋缓失业率下降 英欧央行对应货币政策将更从容.....	9
三、未来4个月欧洲经济潜力与风险并存.....	9
第四部分 2021年韩国经济增速将高于日本.....	10
一、日本经济在二季度实现增长 但前景不容乐观.....	10
二、韩国成为首个疫情期间加息的亚洲国家.....	13
第五部分 新兴经济体发展前景有喜有忧.....	14
一、印尼经济恢复至疫情前水平.....	15
二、骚乱致南非经济大幅回落.....	15
三、拉美经济大幅回暖但风险犹在.....	16
第六部分 全球宏观综合展望及资产配置分析.....	17
一、全球宏观经济综合展望.....	17
二、2021年资产配置分析.....	17

第一部分 全球经济二季度大幅回升 三季度下行压力较大

一、低基数促使全球经济二季度大幅上涨

去年二季度全球疫情大规模爆发，经济下滑幅度最大。得益于去年同期基数较低，全球绝大多数国家都在今年二季度取得了较高的 GDP 增速。

秘鲁今年二季度同比增速达到 41.9%，领衔全球经济增速。英国、新加坡、欧元区、美国、加拿大、日本、韩国等主要经济体的今年二季度增速分别达到 22.2%、14.7%、13.6%、12.5%、11.6%、7.5%和 7.1%。印度、墨西哥、菲律宾、俄罗斯、中国、泰国、印尼等主要新兴经济体的今年二季度增速分别为 20.1%、19.6%、11.8%、10.3%、7.9%、7.5%、7.1%。

除了中国在 2020 年同期取得 3.2% 的增速之外，几乎其他所有经济体都在去年二季度遭遇“经济滑铁卢”。以今年二季度增速最快的秘鲁为例，去年二季度同比下降 30.3%；英国去年同比下滑 22.8%，下降比率高于今年二季度的增速；印度去年二季度下滑 23.9%，同样比今年二季度增速低了 3.8 个百分点。因此，绝大多数经济体的高增速含有极大的“水分”。单论 GDP 绝对值，英国、日本、菲律宾等诸多国家并未恢复至疫情前水平。

表 1 全球主要经济体 2021 和 2020 年二季度同比增速

	2021年二季度同比增速	2020年二季度同比增速
秘鲁	41.9%	-30.3%
英国	22.2%	-22.8%
印度	20.1%	-23.9%
墨西哥	19.6%	-18.7%
新加坡	14.7%	-13.2%
欧元区	13.6%	-14.9%
美国	12.5%	-9.5%
菲律宾	11.8%	-16.5%
加拿大	11.6%	-12.0%
俄罗斯	10.3%	-8.0%
中国	7.9%	3.2%
日本	7.5%	-9.9%
泰国	7.5%	-12.2%
印尼	7.1%	-5.0%
韩国	5.9%	-2.7%

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

二、疫情卷土重来 三季度下行压力较大

欧美国家从今年 5 月逐步放宽“禁足令”，6-8 月在全球范围内先后举办了欧洲杯、奥运会等大型赛事，虽然最大程度促进了消费复苏，但导致疫情迅速扩散。从 6 月下旬起，“德尔塔”和“拉姆达”变异毒株肆虐全球，各国单日新增人数迅速回升。7 月 30 日全球累计确诊

人数为 1.98 亿，8 月 31 日达到 2.18 亿，仅仅 8 月新增病例达到 2000 万。美国、巴西、伊朗、印度、英国是新增确诊病例最多的五个国家，美国、印尼、巴西、墨西哥、俄罗斯是新增死亡病例最多的五个国家。

随着变异病毒不断扩散，不少国家加强了防疫措施。美国佛罗里达州在开学前至少有 10384 名学生和 338 名工作人员因新冠疫情被隔离，纽约市要求餐饮业主仅对已接种疫苗的顾客提供用餐服务。日本对东京都和冲绳县在 7 月 12 日至 9 月 14 日期间实施了第四次紧急状态令，政府要求当地餐饮业主停止提供酒类饮品。新西兰从 8 月 17 日开始封国，解封时间视疫情防控情况而定。泰国延长对包括首都曼谷在内的全国 29 个最高级别疫情管控区的“封城”和宵禁等防控措施至 8 月 31 日。缅甸曼德勒省政府要求，除了已宣布的“防疫居家限行令”以外，还需在 8 月 16 日-8 月 29 日实施“日间防疫封城令”。

疫情复燃对于全球经济的影响十分明显。7 月摩根大通全球制造业 PMI 为 55.4，连续两个月出现回落。限行令将使户外消费大幅缩水，美国、日本等国家均是消费驱动型的经济体，对于经济复苏带来极大的影响。整届东京奥运会和残奥会均是在紧急状态情况下召开的，包括开闭幕式在内 95% 以上的比赛均不允许有观众入场，门票收入从预计的 900 亿日元骤降至数 10 亿日元；延期举办导致增加的疫情防控及会场租赁等费用共计近 3000 亿日元。欧元区经济景气指数从 5 月的 84 下滑至 8 月的 42.7，几乎腰斩。英国制造业和服务业 PMI 均遭遇连续三个月下跌。

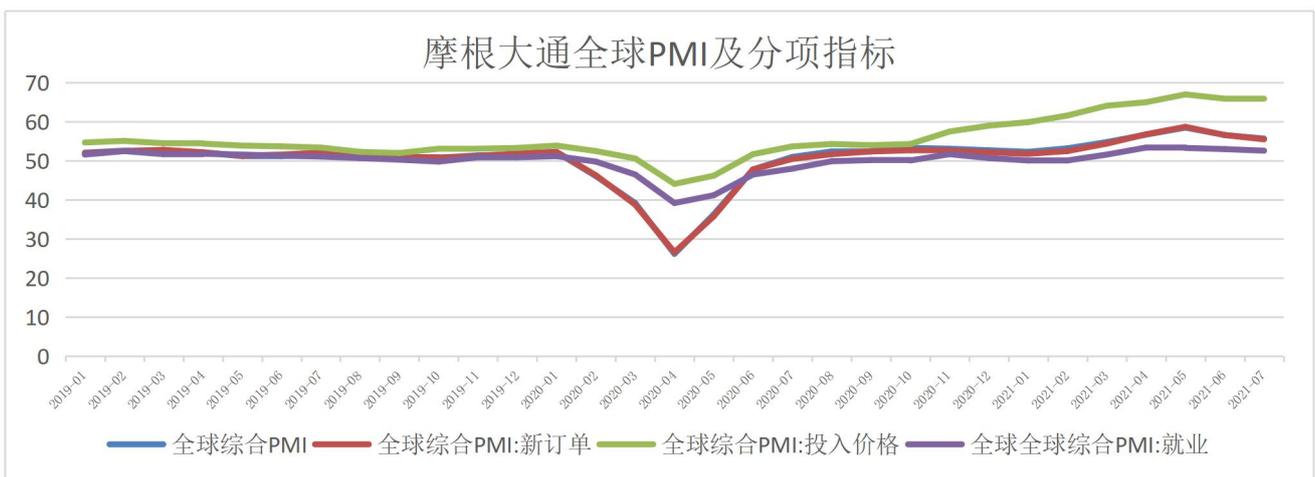


图 1：摩根大通全球 PMI 及分项指标
数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

三、多国已有缩紧货币政策的决议或意向

随着美联储逐步退出 QE 政策的预期愈发强烈，不少发展中国家为了防止资产外流，同时也为了遏制国内较高的通胀率，率先采取了加息政策。土耳其通胀情况十分严重，是最早在疫

情期间采取加息的国家，从去年9月至今年3月期间，先后4次上调2%利率，才将CPI环比从6月的1.94%下降至8月的1.12%。巴西和俄罗斯均从今年3月起，先后4次加息，加息幅度从0.25%-1%不等。乌克兰在今年3-4月分别加息0.5%和1%。智利在今年7月加息0.25%。韩国在8月宣布加息0.25%，成为疫情期间首个加息的发达经济国家和亚洲国家。

除了已加息的国家之外，美国、欧元区和英国在采取了量化宽松政策之后，也遭遇到了高通胀的棘手问题。美国极有可能在9月或11月的利率决议会上宣布Taper政策，英国和欧元区也有可能在明年年初逐步缩减购债规模。印度7月CPI同比上涨5.6%，莫迪政府同样在考虑上调利率。

全球货币政策正在从疫情爆发期的量化宽松逐步向疫情常态化的收紧政策转向。从今年年底至明年上半年，各国将逐步调整货币政策，减少购债规模，甚至采取加息措施。

四、IMF 批准史上最大规模 SDR 促进全球经济复苏

8月2日IMF批准新一轮特别提款权（SDR）普遍分配方案，总规模达到6500亿美元，是IMF历史上规模最大的SDR。本轮SDR旨在提升全球流动性，给予经济复苏一针强心剂，加强长期处于疫情低谷中的世界经济的抗风险能力和稳健性。本轮SDR会让所有IMF成员受益，具体金额按照IMF成员所占份额比重进行分配，其中发达经济体将获得3750亿美元，占57.7%；新兴市场和发展中国家将获得2750亿美元，占42.3%。同时，IMF积极支持发展中国家的发展，鼓励较富裕经济体向较贫穷和较脆弱成员转借特别提款权，以支持经济复苏，促进有韧性且可持续的增长。IMF上一轮SDR还要追溯至2009年9月，目的是帮助各国应对次贷危机引发的国际金融风暴。

此前IMF预计今年全球经济增长有望达到6%，其中发达经济体增长预期被上调0.5个百分点至5.6%，下调新兴市场和发展中经济体增长预期0.4个百分点至6.3%。出现分化的重要原因是疫苗分配不均衡，此笔SDR也有利于经济落后国家加快疫苗接种以及防疫物资采购，推动全球抗疫步伐。

值得一提的是，由于阿富汗发生政权更迭，原本在8月23日分配给该国的3.1亿SDR（折合4.4亿美元）被中止。阿富汗是全球最贫困的国家之一，2020年GDP为198.07亿美元，仅占全球0.0234%，人均GDP仅为508美元。受西方国家制裁，阿富汗今后的发展道路注定不会平坦。

第二部分 美国货币政策转向在即 多项法案力助经济发展

受各方面因素影响，美联储主席最新表态略显偏鸽，但并不妨碍 Taper 的实施，可能推行进度有所延缓。3.5 万亿美元预算方案和 1 万亿美元基建方案进展顺利，若能在 2022 年顺利实施，有望提升美国经济在明年 1.5 个百分点的 GDP 增速。航运改革法案可以一定程度可以保障美国出口，降低进口商品运输成本，对于美国制造的发展和降低 CPI 起到一定作用，但是该法案尚处于构想之中，对于未来正式在参众议院得到通过仍有较长时间。

一、鲍威尔中性偏鸽言论的原因及后期货币政策预测

北京时间 8 月 27 日 22 时，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会会议上发表演讲时指出，美联储有可能今年开始缩减购债规模，但将仔细评估德尔塔毒株带来的风险。他强调变异毒株对于经济的影响以及就业修复不充分，并指出只有经济修复符合预期，尤其是“向实现充分就业的方面继续取得进展”，今年年底前实施 Taper 才是合适的。相比 7 月联储决议“受疫情不利影响最重的部门已经出现好转，但还没有完全复苏”的表述，鲍威尔关于疫情影响的表述更为谨慎。鲍威尔多次强调通胀是暂时性的判断，但同时指出不要预期短期通胀压力马上会褪去。他解释引发通胀的重要原因是自美国经济复苏开始以来，耐用品支出激增，比疫情前水平高出约 20%。此外，鲍威尔还明确 Taper 并不是直接传递加息时机的信号，并且通过援引 1950 年代货币政策的经验教训发出警告，如果贸然采取了遏制暂时通胀的“不合时宜的政策”，可能具有极大的伤害性。

在鲍威尔当天发表完演讲后，美国股市出现上涨，标准普尔 500 指数（SPX）创下历史新高，同时由于没有任何新的迹象表明美联储何时可能开始削减债券购买，导致国债收益率和美元走低。鲍威尔略显偏鸽派言论遭到了多位美联储官员的围攻。达拉斯联储主席卡普兰称，美联储应该尽快开始资产购买调整，缩减购债规模应该在大约 8 个月的时间内完成。圣路易斯联储主席布拉德在鲍威尔讲话开始前 20 分钟重申希望现在就开始减码，并于 2022 年第一季度完成，他支持每月缩减 200 亿美元的国债，缩减 100 亿美元的住房抵押贷款支持证券。费城联储主席哈克在鲍威尔讲话结束后表示，通货膨胀的风险明显高于美联储所预计的水平，而且持续时间可能比我们想象的要长。

鲍威尔中性偏鸽的言论与美国当下基本面有着直接关系。

(1) 就业水平远未达到疫情前水平。虽然美国 8 月季调非农就业人数达到 1.47 亿，创近 17 个月以来新高，但是与疫情前相比仍然少了 533 万个就业岗位。8 月美国季调失业率为 5.2%，同样创造了近 17 个月以来新低，然而相比疫情前的 3.5%，依然高出了 1.7 个百分点。8 月 21

日当周持续领取失业金季调人数为 274.8 万，比 2019 年底的 180.4 万同样高出 94.4 多万。数据显示，美国就业情况的确大幅好转，但是远未恢复至疫情前水平。

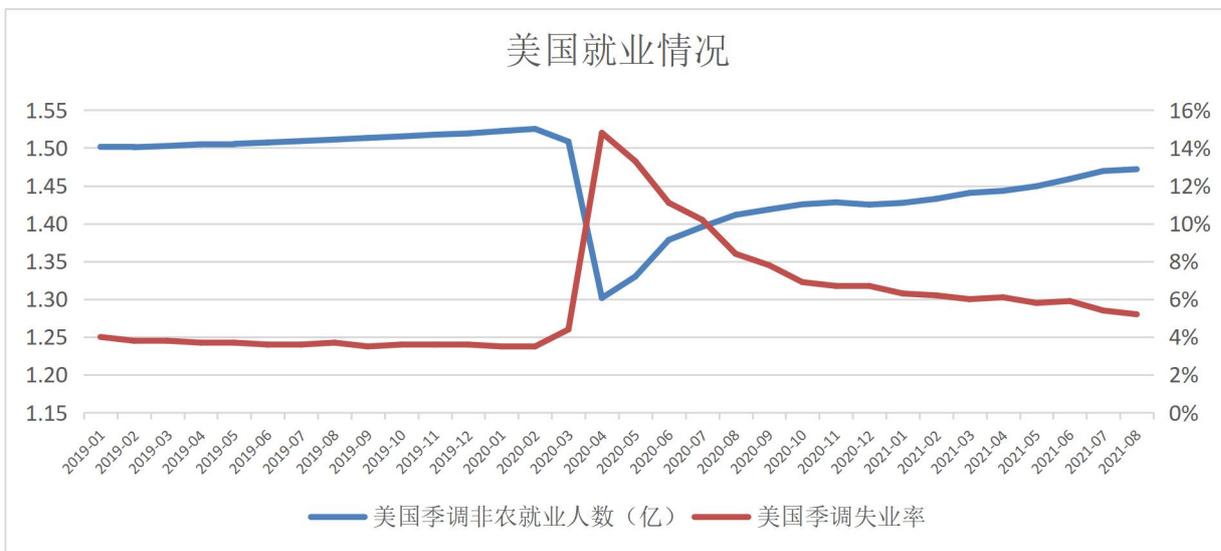


图2：美国疫情前与疫情后就业情况对比

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

(2) 经济复苏势头有所减弱，消费预期下滑。虽然美国上半年 GDP 同比增长达到 5.8%，但很大程度得益于去年同期基数较低以及无限量化宽松政策。8 月美国 ISM 非制造业 PMI 为 61.7，低于前值 64.1，创近半年新低；制造业 PMI 为 59.9，终于在连续回落两个月后止跌回涨，但仍低于今年 2 月。美国是消费驱动型经济体，美国 8 月消费者信心指数为 70.3，远低于前值的 81.2，创近 9 年来新低。德尔塔病毒扩散对于服务业打击更大，一旦量化宽松这个源动力遭到限制，美元经济复苏趋势将进一步减缓。

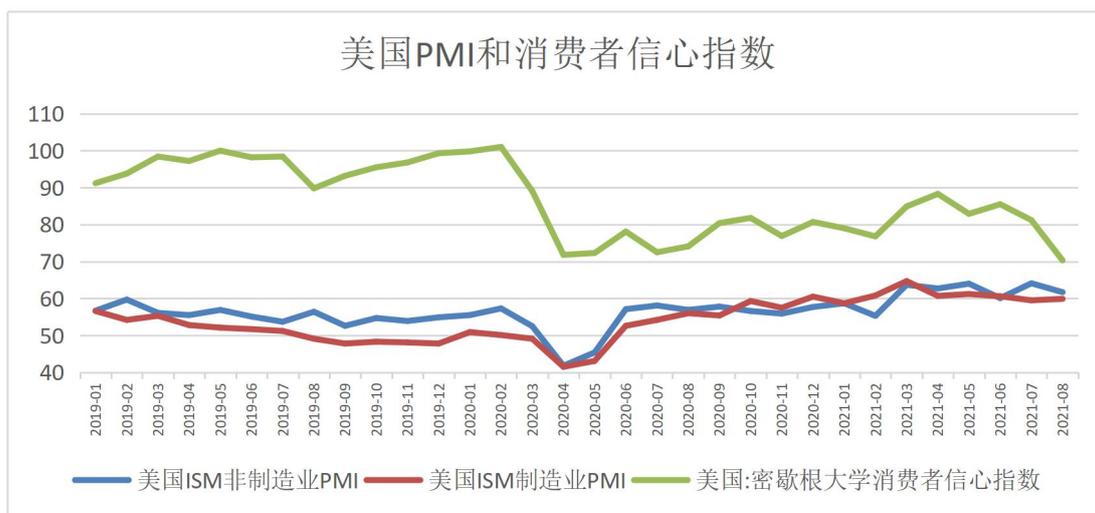


图3：美国 PMI 和消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

(3) 疫情大幅反弹，疫苗完全接种率仅为一般。截至 9 月 3 日，美国单日新增确诊人数达到 15.3 万，新增 1304 个死亡病例，现有确诊 877 万。新冠病人住院人数超过 10 万例，创近 8 个月以来新高。更令人担忧的是美国疫苗完全接种率并不高，截至 9 月 1 日美国完全疫苗接种占比仅为 51.91%，依然有高达 1.7 亿美国公民以及常住人口处于被感染的风险之中；并且多州爆发反戴口罩和反限制抗议活动，导致防疫措施举步维艰。

(4) 通胀水平出现回调，并存在进一步下降趋势。虽然美国 7 月通胀水平依然较高，但均未超过前值。美国 7 月季调 CPI 同比增长 5.3%，与前值相同；环比增长 0.5%，低于前值 0.9%。其中，季调核心 CPI 同比增长 4.2%，低于前值 4.5%；环比增长 0.3%，低于前值 0.9%。随着通胀水平回调，略微缓和了美联储退出 Taper 的急迫性。从通胀根源来看，此轮通胀是消费驱动型，而消费源动力是美联储无限量化宽松政策。从美国消费潜力来看，美国今年二季度季调私人净储蓄为 2.86 万亿美元，环比今年一季度下降了 2 万亿美元。随着各州纾困计划逐步退出，美国近期零售消费总额和消费信心指数均出现下降，私人储蓄将有继续下调趋势，消费潜能难有保证，供需矛盾将有所缓解。



图 4：美国物价水平

数据来源：Wind、方正中期期货研究院整理

鉴于通胀水平出现回调，略微缓和了美联储改变货币政策的迫切性。同时，由于就业水平

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26703

