

2021年10月25日

全球“大割裂”下的市场展望

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaowei1@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

疫情期间，全球经济“割裂”的现象越发显著。伴随着疫后经济与政策的加快正常化，潮水逐步退去之后，全球经济会如何演绎，是一个值得思考的话题。

● 新冠疫情的出现，加剧了全球经济的“割裂”

疫情背景下，全球经济的“割裂”程度明显加深。全球经济走势以往大体维持同步，疫情期间“割裂”程度明显加深。发达经济体，在充裕的疫苗供给、快速的疫苗推广下，疫情对经济的压制不断减弱；大部分新兴经济体，受制于疫苗供应的短缺与低效的防控手段，疫情不断反复的过程中，对经济活动的拖累持续存在。

主要经济体政策立场不同，进一步加剧了全球经济大“割裂”。疫情期间，欧美发达经济体，普遍采用较大力度的财政、货币刺激方案。以美国为例，财政刺激规模占疫前正常年份70%以上（2009年约10%），利率水平降至0-0.25%且持续维持低位，还不断量宽扩表。受制于“滞胀”压力，新兴经济体却相继实施加息。

● 全球大“割裂”下，部分市场表现有别于过往

疫情背景下的供需失衡、供应链冲击，以及“大放水”之后商品市场“金融”属性的显著抬升，导致商品价格持续显著上涨。近年来，传统行业资本开支增速持续低迷的背景下，疫情进一步加快了相关行业出清；供应链冲击，以及“大放水”之后商品定价中“金融”属性的增强，进一步放大了商品涨价的幅度与速度。

基本面分化下，美元汇率持续保持相对强势；全球“大放水”的背景下，主要市场表现良好。疫情期间，美国与非美经济体的经济表现，导致了美元汇率的相对强势、部分新兴经济体的汇率贬值。全球“大放水”下，尽管主要经济体基本面表现迥异，但受益于流动性支持，大多股票市场表现强劲、债市收益率低位震荡。

● 流动性“潮水”渐退是中期趋势，市场影响需要加强关注

美国经济的韧性或将强于大多预期、通胀形势不是“暂时性”的认识，或很快会成为新的共识，进而使得美联储货币政策正常化未来将有所加快。美国9月ISM制造业PMI重回60%以上，就业市场与消费也持续加速修复，均显示经济内生动能韧性十足。通胀及通胀预期持续大幅抬升，则指向通胀大概率不是“暂时的”。美联储货币政策正常化加快，不仅表示年内启动Taper，还吹风2022年加息。

经验显示，Taper对市场走势的实际影响相对有限，加息预期的升温对市场的影响更值得关注。历史回溯来看，2013年底宣布Taper、次月实施，美股、美债等主要资产反应略显平淡；但随着加息预期升温，主要市场的调整加快。综合考虑，未来2-3个季度内，需要重点跟踪美联储加息预期的变化对市场情绪的影响。

● 风险提示：全球爆发“黑天鹅”事件。

相关研究报告

《宏观经济专题-降温的土地市场》-2021.10.18

《宏观经济点评-9月经济数据透露的“信号”》-2021.10.18

《宏观经济专题-全球能源危机，历次政策应对与市场影响》-2021.10.17

目 录

1、 周度专题：全球“大割裂”下的市场展望.....	4
1.1、 新冠疫情的出现，加剧了全球经济的“割裂”.....	4
1.2、 全球大“割裂”下，部分市场表现有别于过往.....	6
1.3、 流动性“潮水”渐退是中期趋势，市场影响需要加强关注.....	9
2、 大类资产回溯：主要国家 10Y 国债收益率普遍上行.....	12
3、 重点关注：美国 9 月新屋销售.....	13
4、 数据跟踪：美国 9 月工业产出环比创 7 个月来最大降幅.....	14
4.1、 美国数据.....	14
4.1.1、 美国 9 月工业产出环比创 7 个月以来最大降幅，各分项产出环比全面为负.....	14
4.1.2、 美国 9 月新屋开工、营建许可总数均不及预期，成屋销售总数高于预期.....	14
4.1.3、 当周 EIA 原油库存小幅下降，当周初请失业金人数低于预期.....	15
4.2、 欧洲数据.....	15
4.2.1、 欧元区 10 月制造业 PMI 高于预期，德、法 10 月制造业 PMI 表现分化.....	15
4.2.2、 欧元区 9 月 CPI 同比创 2008 年 9 月以来新高.....	15
5、 风险提示.....	16

图表目录

图 1： 历史上，全球经济走势大体维持同步.....	4
图 2： 疫情爆发后，不同经济体之间的“割裂”大幅加深.....	4
图 3： 美欧等疫苗接种率高，印度、越南等疫苗接种率低.....	4
图 4： 相比印度、越南等，美欧线下活动更早得到修复.....	4
图 5： 2009 年，美国财政刺激规模占财政支出约 10%.....	5
图 6： 2020 年，美国财政刺激规模占财政支出超 70%.....	5
图 7： 美、欧央行维持基准利率不变.....	5
图 8： 美、欧央行维持量宽扩表.....	5
图 9： 疫情反复等，严重拖累巴西、智利的采矿生产.....	6
图 10： 油气厂商资本支出意愿低企，影响原油产量.....	6
图 11： 2021 年，以 CCFI 为代表的运价指数大涨.....	7
图 12： 2021 年，主要经济体的进口物价指数大幅抬升.....	7
图 13： 全球主要经济体 M2 同比领先 CRB 指数同比.....	7
图 14： 本轮 CBR 大宗商品指数的上涨斜率远超以往.....	7
图 15： 美国工业生产修复情况优于德国、法国等.....	8
图 16： 美国居民收入修复情况优于德国、法国等.....	8
图 17： 2021 年，美元指数走强、欧元走弱.....	8
图 18： 2021 年，多个新兴经济体本币汇率持续贬值.....	8
图 19： 全球主要权益市场的估值多升至历史高位.....	8
图 20： 2021 年，主要发达市场股指表现远超历史均值.....	8
图 21： 2021 年，主要新兴市场股指表现远超历史均值.....	9
图 22： 2021 年，全球主要经济体债市收益率低位震荡.....	9
图 23： 美国 ISM 制造业 PMI 指数维持高位.....	9
图 24： 美国居民薪酬收入维持高位.....	9
图 25： 美国因疫情减少的就业人数已修复至 78%.....	9

图 26: 美国 CPI 同比、1 年期通胀预期双双升至高位	9
图 27: 美联储预计将于 2021 年年底正式启动 Taper	10
图 28: 美联储 9 月会议中, 一半官员预计 2022 年将加息.....	10
图 29: 回溯历史, 加息预期对美股走势的影响较大	11
图 30: 回溯历史, 加息预期对 10Y 美债走势的影响较大.....	11
图 31: 当周, 美元下跌, 英镑、欧元上涨	12
图 32: 当周, 美元指数下跌	12
图 33: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率普遍上行.....	12
图 34: 当周, 10Y 美债收益率震荡上行	12
图 35: 当周, 全球主要股指涨跌分化	13
图 36: 当周, 纳斯达克、恒指双双上涨	13
图 37: 当周, WTI、Brent 原油价格双双上涨.....	13
图 38: 当周, COMEX 黄金价格上涨.....	13
图 39: 美国 9 月工业产出环比创 7 个月来最大降幅	14
图 40: 各分项产出环比全线下降	14
图 41: 美国 9 月新屋开工、营建许可总数均不及预期.....	14
图 42: 美国 9 月成屋销售总数高于预期	14
图 43: 美国当周 EIA 原油库存小幅下降.....	15
图 44: 美国当周初请失业金人数低于预期	15
表 1: 据 Wind 不完全统计, 2021 年以来, 加入到“加息阵营”的经济体数量已增加至接近 20 个.....	6
表 2: 美联储官员集体支持尽快启动 Taper, 并开始讨论加息时点.....	10
表 3: 海外重点数据发布日期情况	13

1、周度专题：全球“大割裂”下的市场展望

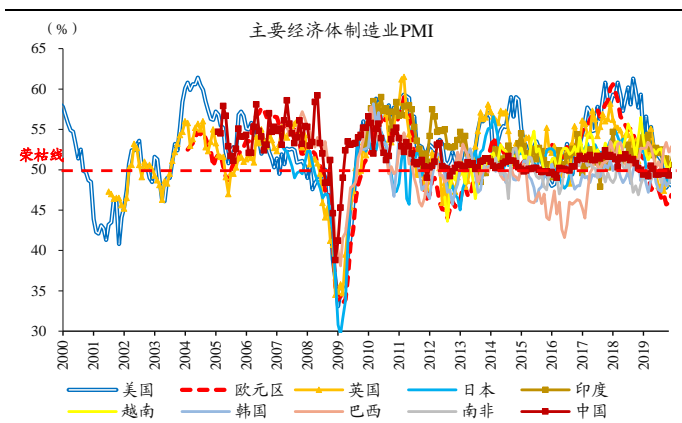
事件：2021年，以往大体维持同步的全球经济，“割裂”程度明显大幅加深。

资料来源：Wind

1.1、新冠疫情的出现，加剧了全球经济的“割裂”

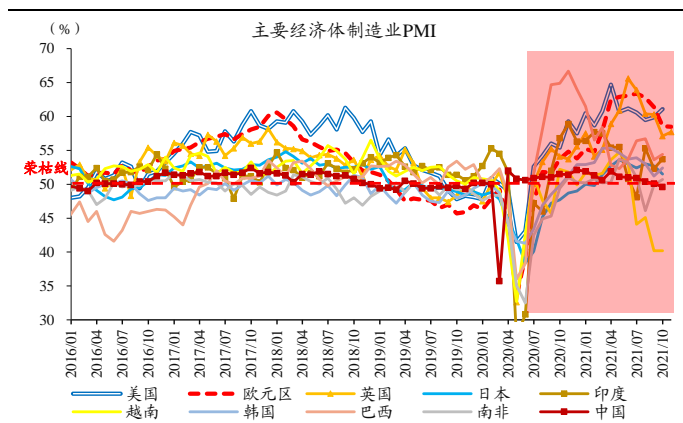
历史上，全球经济走势大体维持同步，但近期，不同经济体之间的“割裂”程度明显大幅加深。回溯历史来看，在全球一体化过程中，不同经济体经济走势大体一致。但疫情爆发以来，全球经济出现了明显分化。最新的制造业PMI显示，美国、欧元区、英国表现更优，均维持在60%附近的历史高位；中国、日本等表现平平，都在50%的荣枯线上下徘徊；越南等经济更是持续回落。

图1：历史上，全球经济走势大体维持同步



数据来源：Wind、开源证券研究所

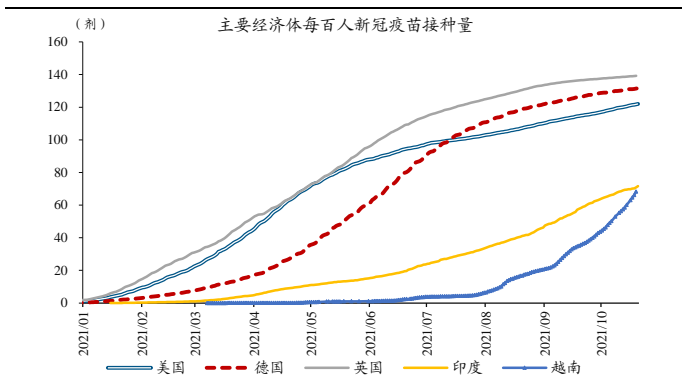
图2：疫情爆发后，不同经济体之间的“割裂”大幅加深



数据来源：Wind、开源证券研究所

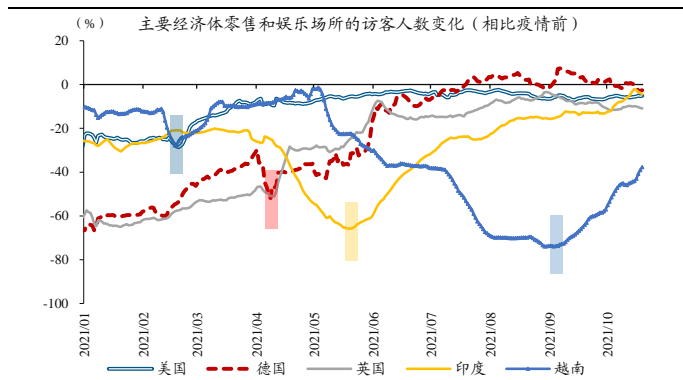
全球经济“大割裂”的根源在于，疫情背景下，主要经济体疫苗供给能力、疫情防控水平大不相同。疫情形势的变化，一直是影响经济走势的核心变量。发达经济体，在充裕的疫苗供给、快速的疫苗推广下，疫情对经济的压制不断减弱；大部分新兴经济体，受制于疫苗供应的短缺与低效的防控手段，疫情不断反复的过程中，对经济活动的拖累持续存在。从某种意义上讲，疫情的出现加剧了逆全球化。

图3：美欧等疫苗接种率高，印度、越南等疫苗接种率低



数据来源：Wind、开源证券研究所

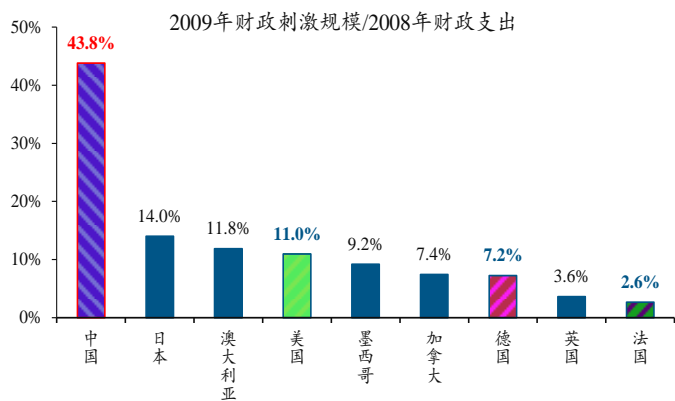
图4：相比印度、越南等，美欧线下活动更早得到修复



数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

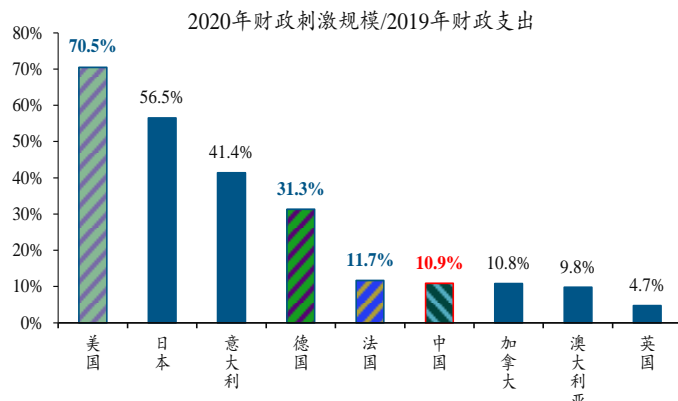
主要经济体政策立场迥异，进一步加剧了全球经济“大割裂”；多数发达经济体政策持续维持宽松，“滞胀”压力较大的背景下，多个新兴经济体相继加息。疫情期间，欧美发达经济体，普遍采用较大力度的财政、货币刺激方案。以美国为例，财政刺激规模占疫前正常年份70%以上（2009年约10%），利率水平降至0-0.25%且持续维持低位，同时不断量宽扩表。与发达经济体不同，因普遍面临着更大的“滞胀”压力，巴西、俄罗斯等近20个新兴经济体相继宣布加息。

图5：2009年，美国财政刺激规模占财政支出约10%



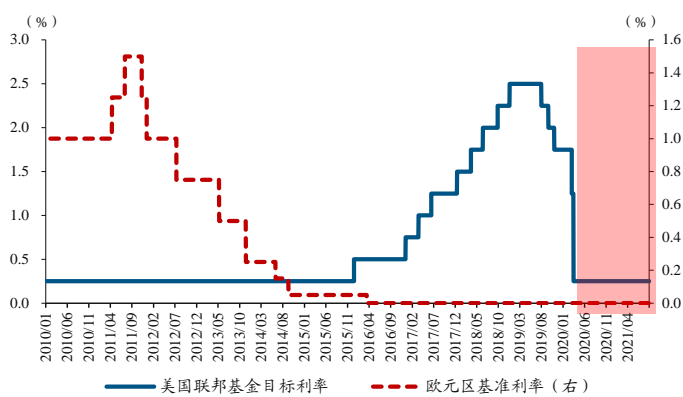
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020年，美国财政刺激规模占财政支出超70%



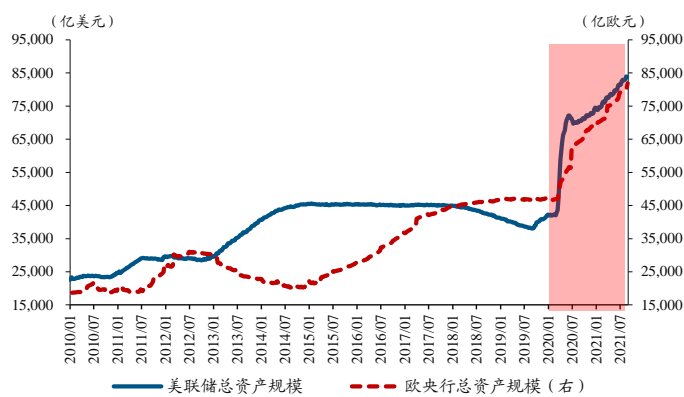
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：疫情期间，美、欧央行维持基准利率不变



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：疫情期间，美、欧央行维持量宽扩表



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 据 Wind 不完全统计, 2021 年以来, 加入到“加息阵营”的经济体数量已增加至接近 20 个

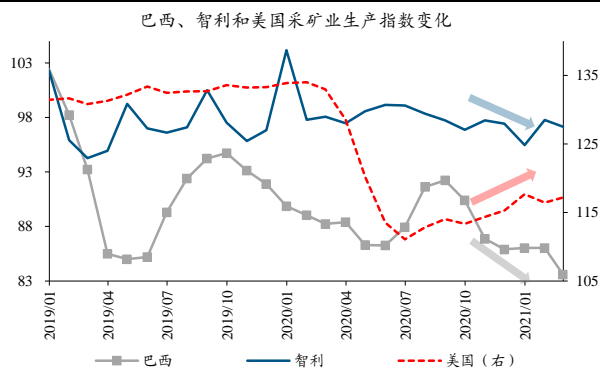
国家	日期	调整幅度(基点)	调整后基准利率	国家	日期	调整幅度(基点)	调整后基准利率
新西兰	10月6日	25	0.50%		9月10日	25	6.75%
罗马尼亚	10月6日	25	1.50%		7月23日	100	6.50%
乌拉圭	10月6日	25	5.25%	俄罗斯	6月11日	50	5.50%
	8月21日	50	5.00%		4月23日	50	5.00%
	10月1日	25	4.75%		3月19日	25	4.50%
墨西哥	8月12日	25	4.50%	秘鲁	9月10日	50	1.00%
	6月24日	25	4.25%		8月13日	25	0.50%
挪威	9月23日	25	0.25%	乌克兰	9月9日	50	8.50%
土耳其	9月、10月	-300	16.00%		7月22日	150	8.00%
	3月18日	200	19.00%	智利	9月1日	75	1.50%
	9月22日	100	6.25%		7月15日	25	0.75%
	8月4日	100	5.25%	韩国	8月26日	25	0.75%
巴西	6月16日	75	4.25%		8月24日	30	1.50%
	5月6日	75	3.50%	匈牙利	7月27日	30	1.20%
	3月23日	75	2.75%		6月22日	30	0.90%
匈牙利	9月21日	15	1.65%	捷克	8月5日	25	0.75%
巴基斯坦	9月20日	25	7.25%		6月23日	25	0.50%
哈萨克斯坦	9月13日	25	9.50%	冰岛	5月19日	25	1.00%
	7月26日	25	9.00%	刚果	4月16日	-500	10.50%

资料来源: Wind、开源证券研究所

1.2、全球大“割裂”下，部分市场表现有别于过往

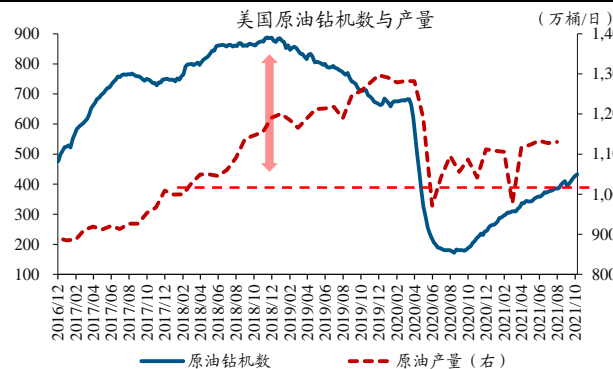
全球“大割裂”下，商品供需失衡加剧，持续放大涨价压力。需求端，疫情影响趋弱背景下，美国等消费国的商品需求快速释放。但同时，商品供给端弹性大幅受限、放大供需缺口，导致价格大涨。近年来，传统行业资本开支增速持续低迷的背景下，疫情进一步加快了相关行业出清；供应链冲击等，也通过运费上涨等推升供给成本。因对进口的依赖度较高，高涨的商品价格，已加速反映在美欧等的通胀读数中。

图9: 疫情反复等，严重拖累巴西、智利的采矿生产



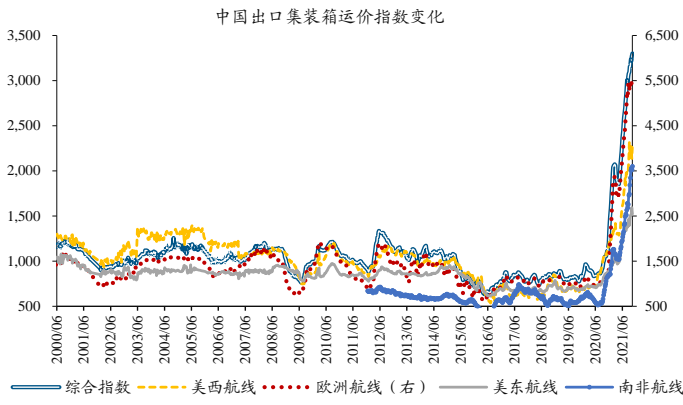
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 油气厂商资本支出意愿低企，影响原油产量



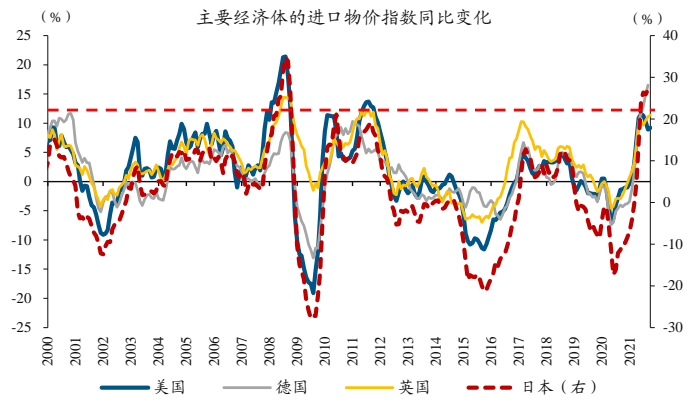
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2021年, 以 CCFI 为代表的运价指数大涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

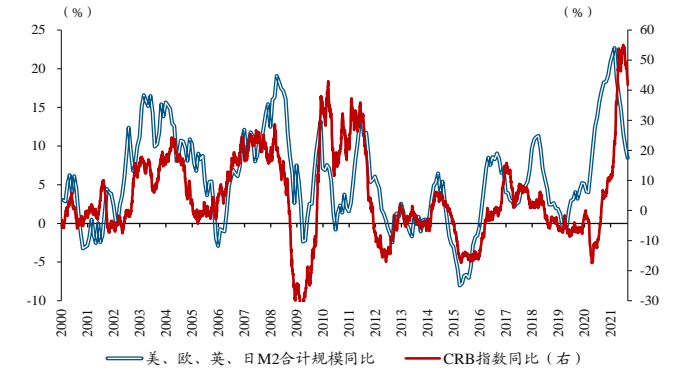
图12: 2021年, 主要经济体的进口物价指数大幅抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

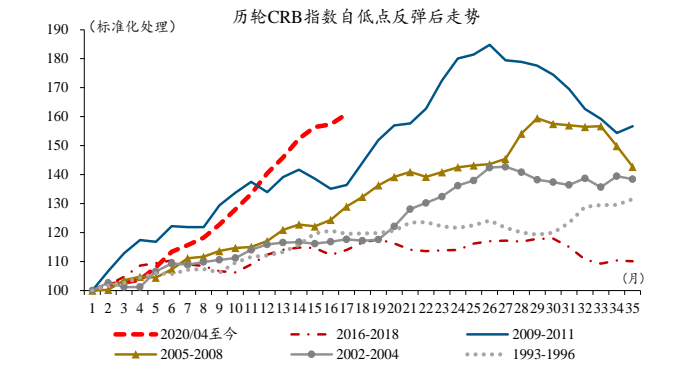
“大放水”之后商品定价中“金融”属性的增强，进一步放大了商品涨价的幅度与速度。除了供需关系外，商品价格还容易受到货币流动性环境的影响。以史为鉴，历轮全球主流央行大放水后，商品价格往往随之大幅上涨。此次疫情爆发后，美、欧、日、英均实施了货币“大放水”，M2 合计规模同比一度刷新历史新高。流动性过剩的背景下，“金融”属性的增强，使得本轮 CBR 商品指数的上涨斜率远超以往。

图13: 全球主要经济体 M2 同比领先 CRB 指数同比



数据来源: Wind、开源证券研究所

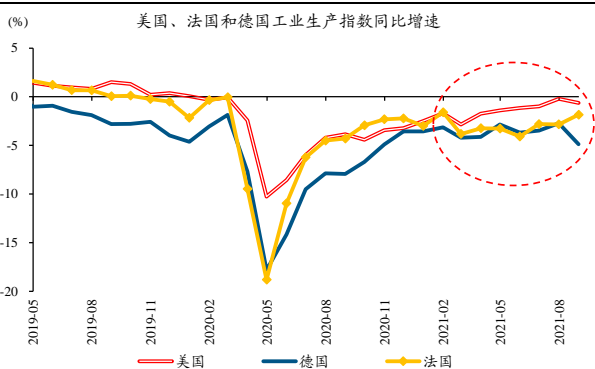
图14: 本轮 CBR 大宗商品指数的上涨斜率远超以往



数据来源: Wind、开源证券研究所

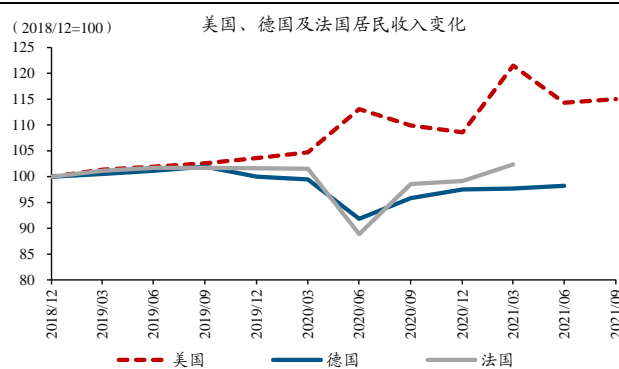
美国与非美经济体的经济表现，导致了美元汇率的相对强势、部分新兴经济体的汇率贬值。从经济数据的最新表现来看，无论是工业生产等的修复程度、还是居民收入等的改善情况，美国均远远好于德国、法国等欧元区核心成员国。受此影响，美元指数大幅走强、欧元汇率则表现偏弱。强势美元的背景下，土耳其、阿根廷、泰国等主要新兴经济体本币汇率承压，均出现不同程度的贬值。

图15: 美国工业生产修复情况优于德国、法国等



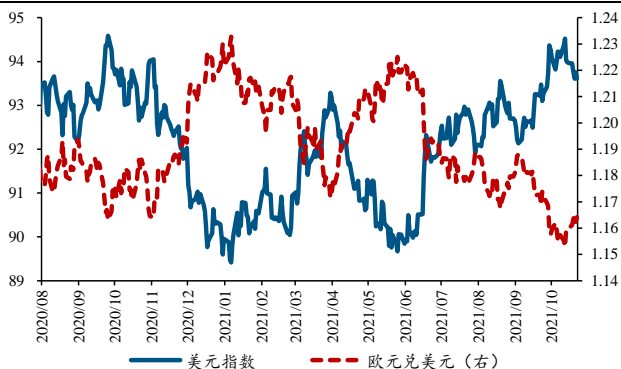
数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 美国居民收入修复情况优于德国、法国等



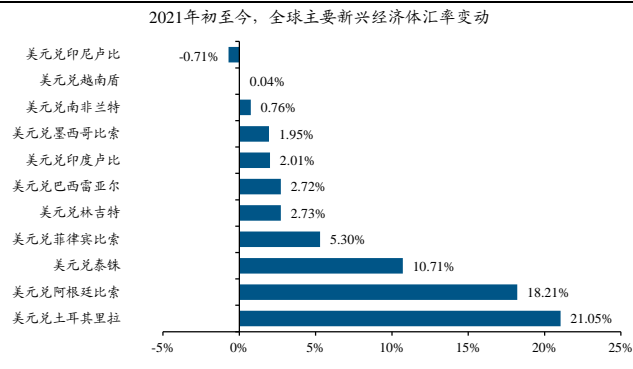
数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2021年, 美元指数走强、欧元走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2021年, 多个新兴经济体本币汇率持续贬值



数据来源: Wind、开源证券研究所

全球“大放水”下, 尽管主要经济体基本面表现迥异, 但受益于流动性支持, 大多股票市场表现强劲、债市收益率低位震荡。受益于全球货币流动性环境的极度宽松, 全球主要权益市场的估值大幅扩张。其中, MSCI 发达、MSCI 新兴分别被推升至 89%、79%的历史分位数水平。尽管基本面存在较大差异, 但在估值提升的带动下, 主要发达、新兴股指齐齐上涨, 债市收益率低位波动。比如, 标普 500、俄罗斯 RTS 等年内上涨均超 20%、远超历史均值水平; 10Y 美、德债收益率维持低位运行。

图19: 全球主要权益市场的估值多升至历史高位

全球主要股指估值分位数水平 (2010年以来)

图20: 2021年, 主要发达市场股指表现远超历史均值

25% 7 22.6%

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_28109



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn