



2021 年中期宏观经济展望： 聚焦高质量和结构性的复苏

- **不要只看同比增长，质量更重要：**随着低基数效应减退，经济同比增长确实会开始明显减速，但这不应该被视为复苏的终结。事实上，我们相信，经济仍处于全面复苏的进程中，疫情期间所增加的额外储蓄，无论是企业或家庭的，都还没真正释放，可以说这次的需求复苏将是真金白银，而不是依赖信贷。另外，本就处于低位的库存水平将促使制造商积极补库存，资本投资的需求也将随之上升。而资本开支增加将令工资水平增长，从而进一步支撑需求，形成正向循环让复苏变得更持久。加上疫情期间还涌现出一些强劲的长期增长机遇，尤其是在科技、环境和社会领域，在这些结构性机遇的助推之下，此轮经济复苏更具活力、更健康。
- **通胀短期内将超过央行目标，但恶性通胀的可能性不高：**恢复势头强劲，通胀压力也会随之而来，尤其是在供应链中断问题未完全解决的这段期间。供应端的压力不仅来自大宗商品和制造业，另一方面还因用工紧缺导致工资增长。尽管如此，因产出缺口仍为负值，经济远未过热，我们预计通胀水平仅会在一段时间内稍高于央行的目标，但仍将处于可控水平。一些通缩性质的长期结构性趋势仍在，包括人口老龄化、债务水平高企和降成本的科技进步，长期而言，通胀将被这些趋势所抵消。
- **美国经济的三大关注点：**在经济刺激和疫苗接种的双重利好下，美国经济逐渐摆脱衰退风险、逐步完成“V型”复苏，但仍然存在的产出缺口说明，美国经济并未出现过热问题。强通胀和弱就业的格局，导致美联储在缩减QE的问题上仍需更多实际数据的证明，我们预计，缩减QE或将于明年一季度开始，而加息预期则提前至2023年。美元的走势，继续贬值、抑或是升值？根据“微笑美元理论”，叠加对美元指数分析，我们维持2021年中旬美元逐渐升值的判断。
- **中国的双引擎复苏：**全球经济共振复苏，叠加中国出口的全球份额维持高位，出口引擎的韧性依旧充足；仍未释放的额外储蓄拖延了国内消费的复苏，我们认为2021年下半年，出口和消费双引擎复苏的特征将更加明显。此外，CPI与PPI的剪刀差，流动性拐点后的走势，人民币升值前景将是下半年值得关注的议题。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年6月7日

相关报告：

《[各国央行QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察（2021年5月刊）](#)》（2021-05-14）

《[2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定](#)》（2020-12-08）

目录

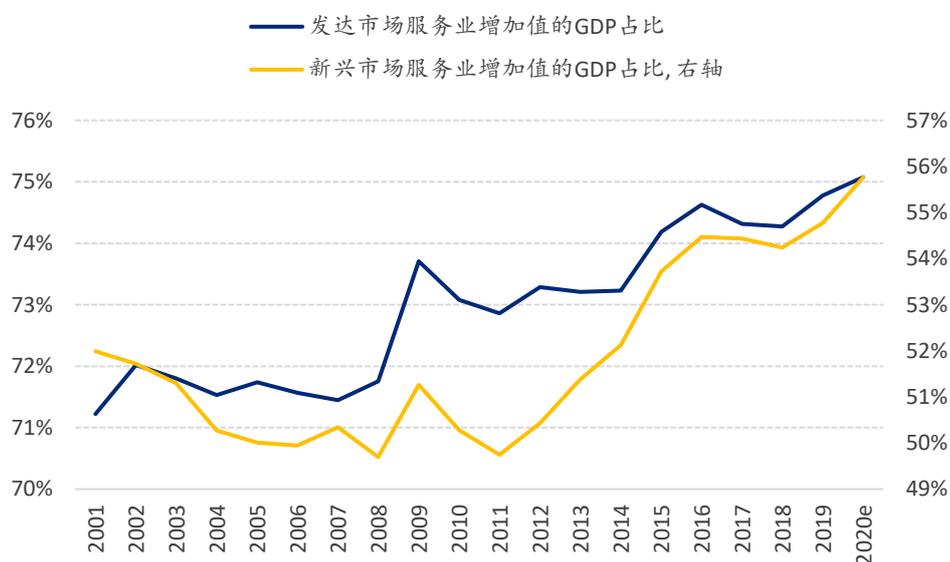
(一) 全球经济强势且分化的复苏	8
2021 年, 强势的复苏	8
2021 年, 分化的复苏	20
(二) 美国经济的三大关注点	24
美国的经济复苏前景如何? 会出现经济过热吗?	24
美联储何时缩减 QE? 何时加息?	30
美元的走势, 继续贬值、抑或是升值?	32
(三) 中国的双引擎复苏	36
今年一季度的复苏如何?	36
双引擎复苏的特征将更加明显	38
CPI 与 PPI 的剪刀差	42
流动性拐点后的走势	44
人民币升值前景	46

2021 年中期宏观经济展望： 聚焦高质量和结构性的复苏

目前来看，“V”型复苏已得到确认，而极低的基数效应已经或近乎完全消退。因此，经济增速预计将逐步放缓。而陆续公布的宏观经济数据走势不一，比如中国的消费复苏慢于预期，美国的整体失业率居高不下，令市场的乐观情绪逐渐消退。全球金融危机后的数年里，人们一度担忧经济会出现停滞，而如今，这种担忧又卷土重来，甚至人们担忧这次将不再是经济停滞，而是滞胀。我们认为，市场的担忧不无道理，但同时也是过虑的。

相比一年前，此前众人所担忧的全球经济大崩溃如今并未出现，经济复苏反而意外地强劲。随着低基数效应减退，经济同比增长确实会开始明显减速，但这不应该被视为复苏的终结。事实上，我们相信，经济仍处于全面复苏的进程中，因为服务业（占发达市场 GDP 的大部分比重，同时新兴市场的比重也不断提高）和贸易及旅游等跨境活动并未完全恢复。

图表 1：发达市场（G7 国家）与新兴市场服务业的 GDP 占比



注：2020 年数据为浦银国际预测

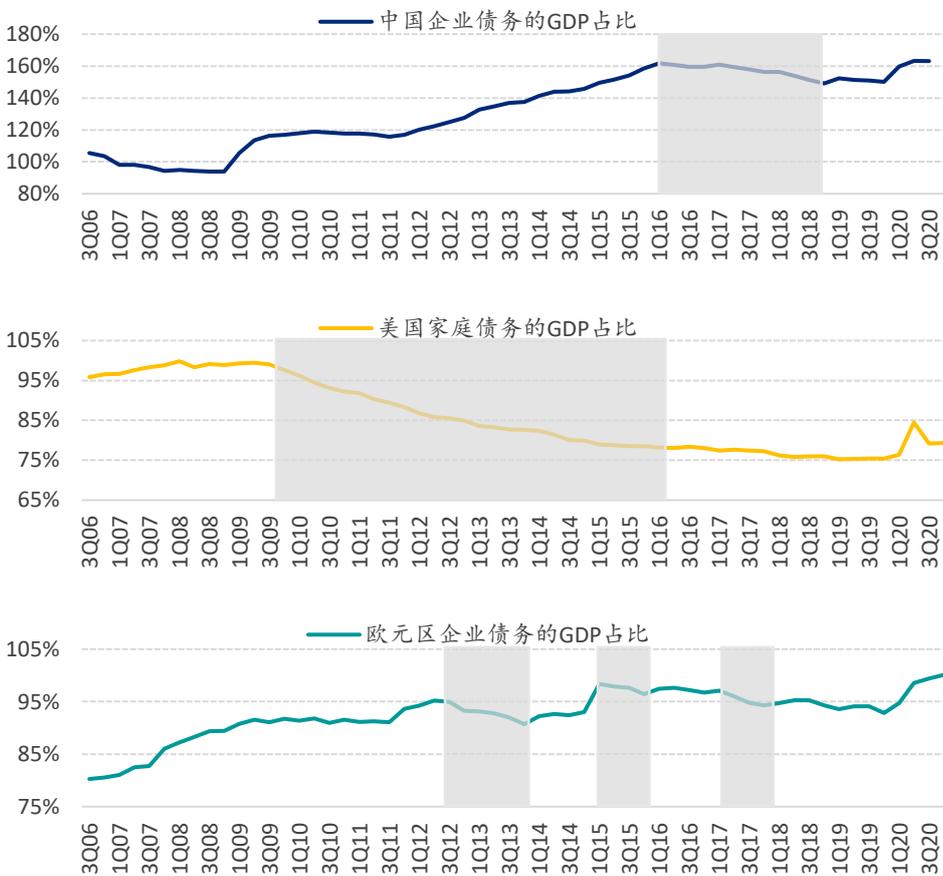
资料来源：联合国，浦银国际

相比后金融危机时代的复苏，后疫情时代的复苏则有所不同，也更加强劲。

1. 全球金融危机是由内生性冲击引起的，而新冠疫情则属于外生性冲击。这意味着，金融危机时期的经济衰退问题来自于经济内部，因此解决需时更久。外生冲击则是由总需求模型之外的因素引起的，尽管难以通过宏观政策来控制，但它并不意味着经济基本面的走弱。因此，一旦外生变量消退，复苏的步伐就会加速。

全球金融危机的内生冲击来自金融体系本身，为解决内生问题，各经济体开展了长达数年的去杠杆，从2009年开始的美国的家庭部门，到2011年欧洲金融和主权债务部门，再到2016-2018年期间的中国的非金融部门，每一次去杠杆，都对经济增长造成了影响，因而，后金融危机时代的经济复苏道阻且长。反观这次新冠疫情引起的经济衰退，对策则是疫苗，而宏观政策则是为了在疫情消失前平抑经济的波动。一旦经济重启，增长就会步入正轨，实际上，疫情期间还涌现出一些强劲的长期增长机遇，尤其是在科技领域。因此，相较于后金融危机时期，在这些机遇的助推之下，此轮经济复苏更具活力。

图表 2: 金融危机后，中国、美国、欧元区在不同阶段的去杠杆拖延了全球的经济复苏



资料来源: Macrobond, 美联储, CEIC, 浦银国际

2. 这次经济衰退中，私营部门的情况改善了很多。全球金融危机后，信贷收紧，贷款意愿低下。根据美国高级贷款官员意见调查结果，全球金融危机爆发后，银行大幅收紧企业贷款，一共持续了五个季度，而去年仅持续了两个季度。另外，彼时直到金融危机后近两年，信贷才出现明显放松，而这次，当前信贷就已有所放松。

与此同时，这一次企业的现金流也很充裕。部分是由于一些企业的盈利未受疫情影响，部分也因为企业削减开支和政府发放补贴。去年年末，美国非金融企业存款的年增长接近此前三年均值的四倍，这与全球金融危机时形成了巨大反差，彼时，危机爆发后的四个季度，企业存款都出现了下滑。中国也是如此，去年年底中国非金融企业银行存款的年增长达到前三年均值的两倍。

此轮经济周期中，家庭超额储蓄亦有大幅增长，在中国，家庭超额储蓄占到 GDP 的 4.3%，在美国则占到 GDP 近 10%。这与后金融危机期间家庭部门首先开始去杠杆化相比，形成了又一巨大的反差。

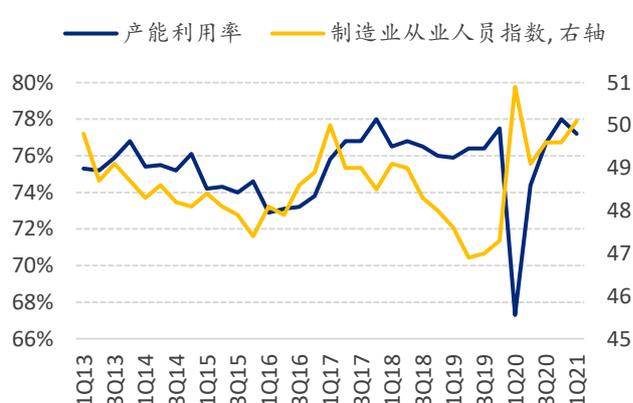
3. 相比全球金融危机时，当前周期则较少受到金融过剩的影响，商品和产能的过剩也相对更少。2021 年 3 月，美国制造业的库存与销售比降至历史低点，ISM 客户库存水平也同样处于历史低位，且仍未见反弹迹象。我们认为，未来几个月，制造业库存与销售比将进一步下降，由于客户库存同样很低，需求畅旺，制造商或将加快销售，更需要进一步补库存。与此同时，中国方面，目前工业产能利用率保持在 77.2%，接近历史高位，远高于 2009 年全球金融危机后的 73%，也同样远超 2016 年的 73%（因担忧产能过剩而导致当年中国非金融企业开始去杠杆）。此轮周期中，中国经济更为稳健。

图表 3：美国库存零售比和 ISM 客户库存指数



资料来源：CEIC, Macrobond, 浦银国际

图表 4：中国产能利用率和制造业用工景气度



资料来源：Macrobond, 浦银国际

基于以上，我们判断 2021 年下半年的全球经济复苏将保持强势：

1. 与金融危机后不一样，这次的供需恢复并不会受阻于基本面或资金流有关的阻碍。待经济全面重启，被抑制的需求，特别受疫情冲击最大的服务业需求将得以释放。需求的恢复，不仅受消费意愿驱动，更重要的，还有来自稳健的财务状况和超额储蓄的支撑。随着需求回暖，本就处于低位的库存水平将促使制造商积极补库存，资本投资的需求也将随之上升。而资本开支增加将令工资水平增长，从而进一步支撑需求。显然，维持这种正向循环的关键在于资本开支。如上所述，公司拥有充沛的现金流，将有助于推动资本支出。
2. 疫情前的经济基本面韧性十足，因此需求恢复势头强劲，通胀压力也会随之而来，尤其是在供应链中断问题未完全解决的这段期间。供应端的压力不仅来自大宗商品和制造业，另一方面还因用工紧缺导致工资增长。这种通胀只是过渡性的，还是持续性的？关于这个问题，市场讨论十分热烈。我们倾向于认为这是一种过渡性的通胀，未来仍将持续一段时日，直至供应完全恢复，需求也在起初的一波热潮退去之后趋于温和。尽管如此，因产出缺口仍为负值，经济远未过热，我们预计通胀水平仅会在一段时间内稍高于央行的目标，但仍将处于可控水平，也不会影响到复苏的势头。

我们不认为未来会出现恶性通货膨胀，因为一些通缩性质的长期结构性趋势仍在，包括人口老龄化、债务水平高企和降成本的科技进步，长期而言，通胀将被这些趋势所抵消。经济衰退后，出现通胀要好于通缩，因为通缩可能演变成一个难以逆转的螺旋式下降，日本就是典型的例子。当前各国的货币政策更容易对付通胀而不是通缩，因为再降息的空间有限，抑或几乎不存在。

3. 在新冠疫情引发的经济衰退期间，财政政策和货币政策更加及时、有效和协调。如今，经济衰退已成过去式，我们认为，在收回疫情期间的支持性政策，政策正常化方面，政府将更具战略性。这是由于：
 - 1) 已有前车之鉴，过早收回经济刺激措施会抑制市场情绪；
 - 2) 不同于全球金融危机，这次没有道德风险问题。彼时，因担心宽松政策会引发道德风险，央行犹豫不让宽松政策保持太久，因为害怕导致危机的风险偏好重燃；
 - 3) 此次周期下，财政政策更加高瞻远瞩，加大科技投入以促进生产力，加强环境和社会投资以提高生活水平。

因此，虽然高企的债务将进一步增加，但这次财政政策旨在保持长期增长力，而不是像金融危机后部分经济体选择加大基建投入，最后导致产能过剩。支持性的财政政策至少将在今年下半年维持，美国有拜登政府的大规模刺激措施，而中国的政府支出也从上半年推迟到下半年。货币政策也没有进入紧缩的区域，只是逐渐正常化和反周期。

因此，由于总需求会自然回升，货币政策并不会阻碍经济复苏的步伐。我们并不认为当前通胀会导致加息早于预期，因为目前来看，美联储倾向于认为目前是过渡性通胀，而中国央行面对的是 PPI 通胀可以透过稳定供应来对应而不是加息。

总体而言，我们认为 2021 年下半年的复苏势头不改。低基数效应减退后，同比增速将有所放缓，而经济增长的质量才是我们更应该关注的。下半年经济增长的引擎，将是盈利和储蓄驱动的需求增长，而不是信贷。此外，资本支出增长强劲也将延长复苏周期。企业加大资本开支，不仅仅是出于周期性的补货，也在于加强生产力以保证长期增长力。

图表 5: 发达市场与新兴市场合并政府预算余额的 GDP 占比，财政支持将保持宽裕

年份	美国	欧元区	英国	日本	巴西	俄罗斯	印度	中国
2008	-6.6%	-2.2%	-5.1%	-4.5%	-1.5%	4.5%	-9.0%	0.0%
2009	-13.2%	-6.2%	-10.0%	-10.1%	-3.2%	-5.9%	-9.5%	-1.8%
2010	-11.0%	-6.3%	-9.2%	-9.5%	-3.8%	-3.2%	-8.6%	-0.4%
2011	-9.7%	-4.2%	-7.5%	-9.3%	-2.5%	1.4%	-8.3%	-0.1%
2012	-8.0%	-3.7%	-7.6%	-8.5%	-2.5%	0.4%	-7.5%	-0.3%
2013	-4.6%	-3.0%	-5.5%	-7.9%	-3.0%	-1.2%	-7.0%	-0.8%
2014	-4.1%	-2.5%	-5.5%	-5.9%	-6.0%	-1.1%	-7.1%	-0.9%
2015	-3.5%	-2.0%	-4.5%	-3.9%	-10.3%	-3.4%	-7.2%	-2.8%
2016	-4.3%	-1.5%	-3.3%	-3.8%	-9.0%	-3.7%	-7.1%	-3.7%
2017	-4.6%	-0.9%	-2.4%	-3.3%	-7.9%	-1.5%	-6.4%	-3.8%
2018	-5.4%	-0.5%	-2.2%	-2.7%	-7.1%	2.9%	-6.3%	-4.7%
2019	-5.7%	-0.6%	-2.3%	-3.1%	-5.9%	1.9%	-7.4%	-6.3%
2020	-15.8%	-7.6%	-13.4%	-12.6%	-13.4%	-4.1%	-12.3%	-11.4%
2021e	-15.0%	-6.7%	-11.8%	-9.4%	-8.3%	-0.8%	-10.0%	-9.6%
2022e	-6.1%	-3.3%	-6.2%	-3.8%	-7.2%	-0.3%	-9.1%	-8.7%

注：2021-2022 年数据为 IMF 预测

资料来源：Macrobond, IMF, 浦银国际

（一）全球经济强势且分化的复苏

展望 2021 年下半年，经济复苏仍是最受关注的话题。通过分析供需和供应链的变化，我们预计 **2021 年全球经济将强势复苏**。疫情影响下，就业和通胀在短期与长期的变化将有所不同。流动性仍将是确定的，而疫情的不确定性将逐渐减少。此外，**2021 年全球经济也将面临分化复苏**，我们维持此前的判断：中美将引领经济复苏，发达市场整体好于新兴市场。

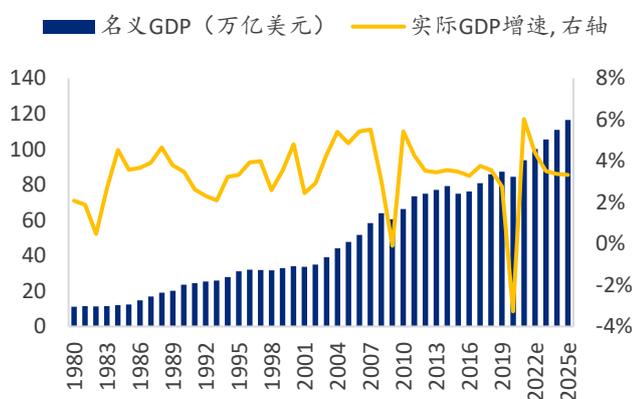
● 2021 年，强势的复苏

2020 年，新冠疫情冲击全球经济，衰退显著。全球经济受新冠大流行的影响深陷衰退，2020 年名义 GDP 仅为 84.54 万亿美元，低于 2018 年的水平（85.89 万亿美元），实际 GDP 增速降至 -3.3%，为 1980 年有记录以来最大降幅，降幅远超金融危机最严重的 2009 年（-0.1%）。

低基数，叠加疫苗接种和政策支持的影响，全球经济预计将强势复苏。根据 IMF 今年 4 月的预测，2021 年全球名义 GDP 预计为 93.86 万亿美元，实际 GDP 增速将达到 6.0%，为 1980 年有记录以来最大增幅，较 2019 年的两年年均增速也达到 3.7% 的水平，疫情后的全球经济将出现强势反弹。

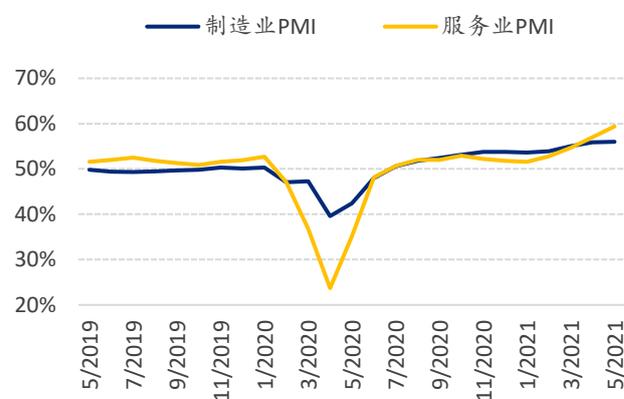
目前，全球制造业和服务业 PMI 已回归扩张区间。受新冠疫情冲击，全球制造业 PMI 一度跌至 39.6%，疫情导致的封锁隔离对服务业打击更大，全球服务业 PMI 在去年 4 月降至 23.7% 的低点。随着全球疫情有所缓解，叠加大规模疫苗接种的影响，2021 年 5 月的全球制造业和服务业 PMI 已回归荣枯线以上，分别升至 56.0% 和 59.4%，扩张趋势明显。

图表 6：全球名义 GDP 的趋势



注：2021-2025 年数据为 IMF 预测
资料来源：IMF，浦银国际

图表 7：全球制造业和服务业 PMI 回归荣枯线以上



资料来源：Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

供给端和需求端的复苏仍有空间

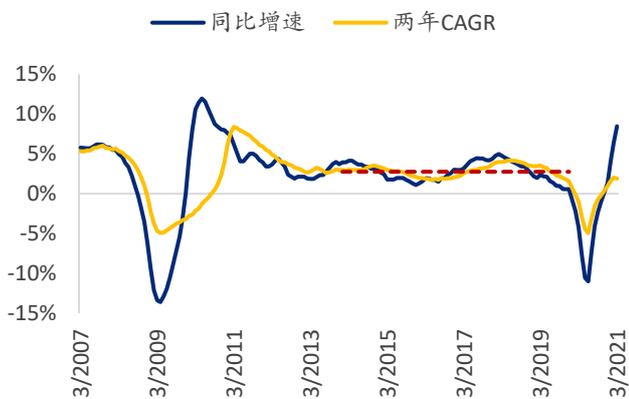
疫情对工业和消费的影响较金融危机时期更短暂。受疫情影响，工业(-14.5%)和消费(-23.5%)的同比增速在去年4月降至低点，并在5月维持了同比双位数下跌(工业和消费均为-12.1%)，6月起同比降幅便逐渐收窄。相比金融危机时期，工业出现连续6个月的同比双位数下跌，消费的同比双位数下跌则持续了12个月。疫情影响相对短暂的原因，一是疫情对经济的冲击方式不同，二是工业自动化和数字经济减弱了疫情对工业和消费的冲击。

随着疫情缓解，全球经济恢复将带动供给端和消费端的复苏。今年3月，工业(8.5%)和消费(20.0%)的同比增速已有显著回升，较2019年的两年年均增速分别回升至1.4%和4.4%。通过对存货水平和消费信心的分析，我们认为供给端和消费端仍未完全恢复，未来供需两端的复苏仍有空间。

存货整体处于较低水平，供给端增长仍有空间。新冠大流行暴发前的两个季度(2019年四季度和2020年一季度)，发达市场存货增量较少，存货变动占GDP的比例分别为0.04%和0.17%。疫情暴发后，大规模的封锁隔离造成供给端受限，发达市场存货出现连续两个季度的大幅下降，降幅分别达到0.45%(2020年二季度)和0.31%(2020年三季度)。虽然供给端在去年四季度有所恢复，但存货仅回升0.05%，存货整体仍处于较低水平。因此，我们预计，较低的存货水平为供给端的增长提供了潜在空间。

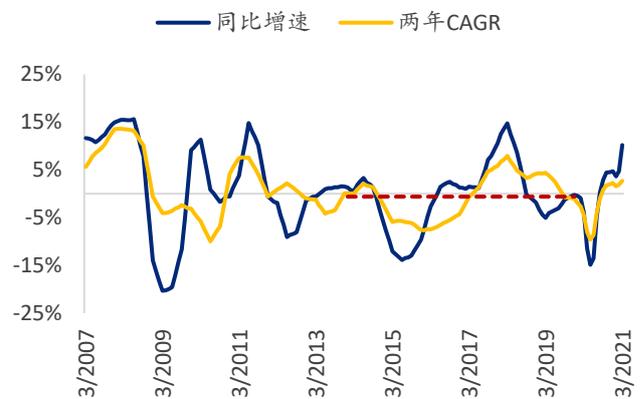
信心回升，消费复苏将加快。随着全球疫情有所缓解，叠加疫苗接种的影响，各国逐步取消封锁隔离措施，直接推动了消费者信心的回升。截至2021年5月，OECD消费者信心指数回归至100.1的正常水平，且上行斜率陡峭，显示消费者信心的恢复速度较快。我们认为，消费者信心指数的回升预示消费动能的释放，并将带动需求端继续复苏。

图表 8: 全球工业生产的同比增速和两年 CAGR 趋势



注：3个月移动平均；红色虚线为2014-2019年同比增速均值(2.8%)
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 9: 全球零售额的同比增速和两年 CAGR 趋势



注：3个月移动平均；红色虚线为2014-2019年同比增速均值(-0.6%)
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 10: 发达市场存货变动占 GDP 的比例



资料来源: IMF, 浦银国际

图表 11: OECD 消费者信心指数已回升至 100.1 的正常水平



资料来源: Macrobond, 浦银国际

全球供应链逐步恢复, 需求驱动下运价走高

全球供应链受疫情冲击程度弱于金融危机时期。虽然新冠大流行对全球贸易带来的负面影响较直接, 但是疫情蔓延过程中的“时间差”(发达市场的疫情整体上早于新兴市场)导致贸易受影响程度较金融危机时更轻, 进出口同比增速的降幅小于金融危机时期、且持续时间更短。新冠疫情期间, 全球进出口同比最大降幅分别为-15.6%和-20.0%, 同比双位数下跌只有 2 个月; 而金融危机时期, 进出口同比最大降幅分别为-19.7%和-21.0%, 同比双位数下跌则持续了 8 个月。

全球供应链逐步恢复。今年 3 月, 全球出口 (5.3%) 和进口 (6.4%) 的同比增速已有显著回升, 较 2019 年的两年年均增速也分别回升至 2.8%和 8.1%。虽然印度的新冠疫情在今年上半年再度暴发, 但考虑到印度进出口贸易的全球份额并不高 (2020 年年均进出口全球份额为 2.0%左右), 对全球供应链的恢复影响甚微, 叠加低基数的影响, 我们预计全球进出口的同比增速将延续上行的趋势, 全球供应链将与经济同步恢复。

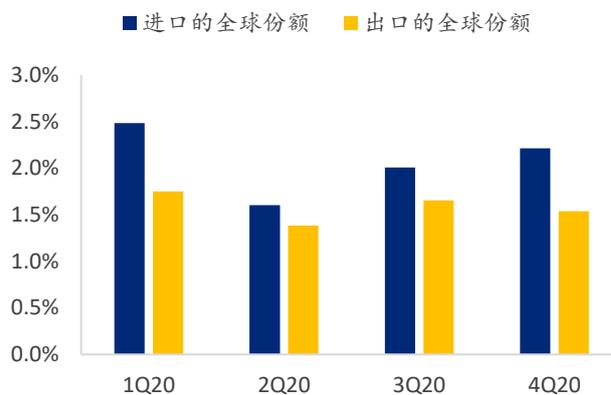
需求驱动下运价走高。由于疫情缓解, 全球经济共振复苏, 贸易回暖导致航运需求回升。在需求驱动下, 不论是衡量原材料运价的波罗的海干散货指数 (BDI), 还是衡量产成品运价的全球集装箱运价指数, 都上升至历史较高水平。其中, BDI 指数在今年 4 月升至 2011 年来新高 (3,053 点), 全球集装箱运价指数在今年 2 月升至有记录以来的最高点 (110 点)。考虑到运价指数是经济的领先指标, BDI 指数上行意味着供给端复苏向好, 全球集装箱运价指数到达历史高位则预示需求端复苏潜力巨大。供需两端的复苏向好, 也将促进全球供应链的加速恢复。我们认为, 全球供应链的恢复程度将影响 2021 年整体经济的复苏, 值得持续关注。

图表 12: 全球进出口贸易总额的同比增速和两年 CAGR 趋势



注: 3 个月移动平均; 红色虚线为 2014-2019 年同比增速均值 (3.3%)
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 13: 印度进出口贸易的全球份额并不高



资料来源: WTO, 浦银国际

图表 14: 波罗的海干散货指数升至 2011 年来新高, 集装箱运价升至有记录以来的高点



资料来源: Macrobond, 浦银国际

疫情对就业市场的直接影响有限, 但所导致的结构性变化值得关注

疫情导致全球失业率较大幅度波动。2020 年初, 新冠疫情逐渐蔓延各国, 全球失业率从 3 月的 6.3% 飙升至 4 月的 8.0%, 并在 5 月升至 2001 年有记录以来的最高点 (8.1%)。2020 年中旬, 就业市场有所改善, 失业率逐渐下降。截至 2021 年 1 月, 全球失业率已降至 7.1% 的水平, 虽然较疫情前仍高约 1 个百分点, 但下降斜率陡峭, 显示就业市场恢复速度较快。

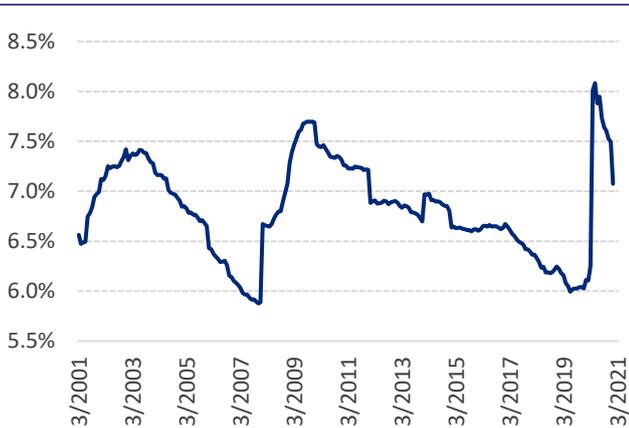
疫情对就业的直接影响有限。与金融危机不同, 疫情对就业市场的冲击体现在兼职工作, 而非全职。以美国为例, 全职与兼职失业率的差值在金融危机期间约为 5.0 个百分点, 而在新冠疫情期间则为 -11.7 个百分点, 显示出兼

职（全职）失业率在新冠疫情（金融危机）期间更高。疫情冲击质量较低的兼职工作，而非质量较高的全职工作，因此对就业市场的直接影响有限。

疫情导致的就业市场结构性变化值得关注。疫情对不同行业就业市场的影响是异质化且深远的。行业自动化程度越高，疫情对其就业的结构性影响就越明显。更易受自动化影响的行业（例如，贸易/住宿）在疫情期间的就业率降幅更大，疫情客观上推动该行业的自动化转型，并造成疫情后就业岗位的永久性减少。相反，更不易受自动化影响的行业（例如，信息/通讯）在疫情期间的就业率回升较快，就业岗位并不会因疫情而永久性减少。

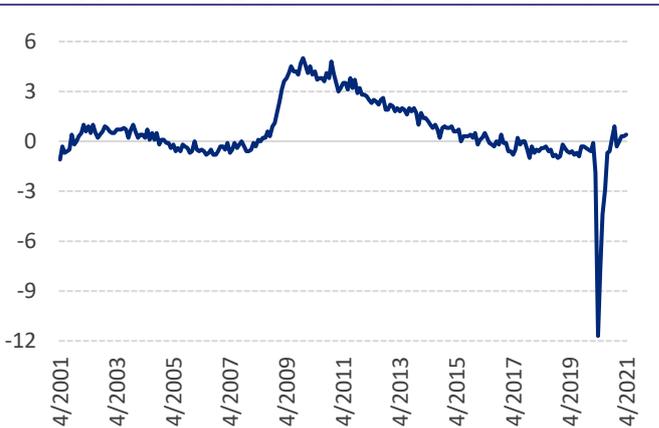
整体来看，我们预计今年下半年的就业市场将继续回暖，失业率会随着疫情缓解而不断下降。但是，对于自动化程度高的行业，就业岗位永久性减少的幅度值得关注，就业结构性变化的影响会在中长期显现。

图表 15：全球失业率下降较明显



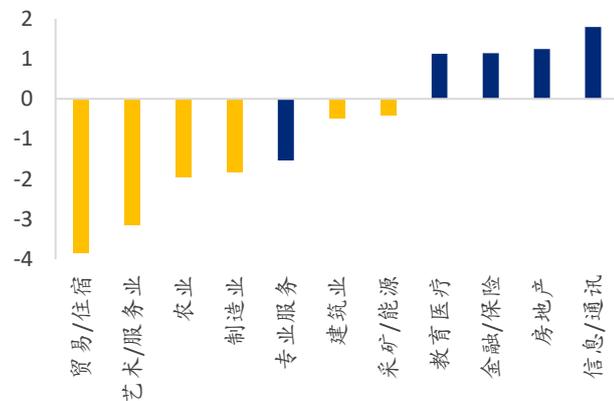
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 16：以美国为例，全职与兼职失业率的差值（百分点）显示疫情导致的失业以兼职岗位为主



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 17：2020 年，全球各行业就业率同比百分比变化的平均值，受自动化程度影响较为明显



注：蓝色为更不易受自动化影响的行业，黄色为更易受自动化影响的行业
资料来源：IMF，浦银国际

通胀短期走高，长期走低

疫情期间，能源价格下跌导致通胀回落。2020年，新冠疫情蔓延世界各国，经济增长因封锁隔离而放缓，能源价格出现大幅下降。受此影响，全球CPI中位数从2020年1月的2.0%回落至6月的1.6%，并在2020年末继续下降至1.3%的水平，为2017年以来的最低水平。

经济复苏带动CPI回升，幅度不大、斜率陡峭。伴随全球经济共振复苏，全球CPI中位数从2021年初开始回升，4月份已升至2.4%的水平，为2019年6月以来新高。从绝对水平来看，2.4%的全球CPI中位数并不高，且大幅低于金融危机后的复苏阶段。但是，全球CPI中位数的上升斜率陡峭，四个月的时间内上升约1个百分点。考虑到经济复苏仍处于开始阶段，美联储缩减QE的时间表尚未公布，我们预计短期内通胀仍将延续上行趋势。

图表 18：全球 CPI 中位数趋势



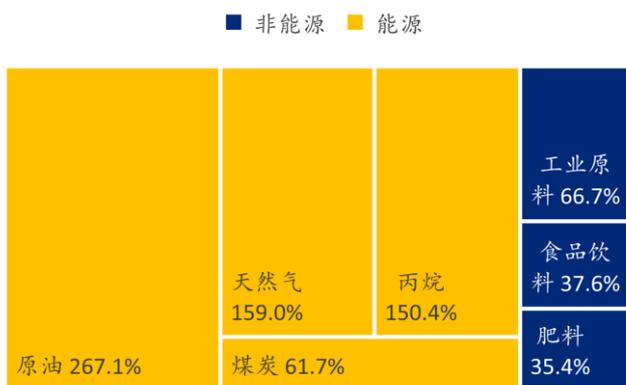
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 19：全球全部商品、非能源、能源价格指数趋势



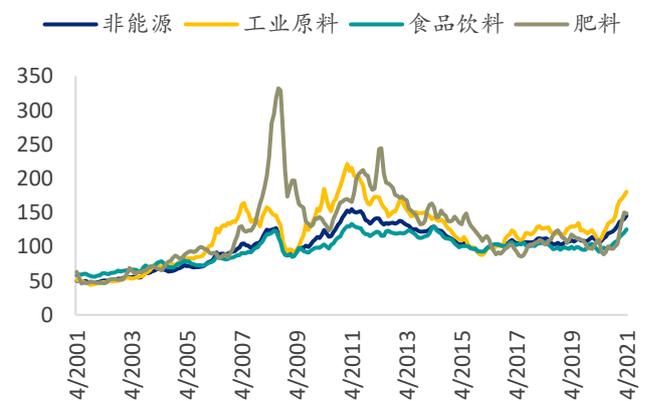
资料来源：Macrobond，IMF 初级商品价格，浦银国际

图表 20：今年年初至 4 月，全球非能源与能源各项价格涨幅



资料来源：Macrobond，IMF 初级商品价格，浦银国际

图表 21：全球非能源各项价格指数趋势

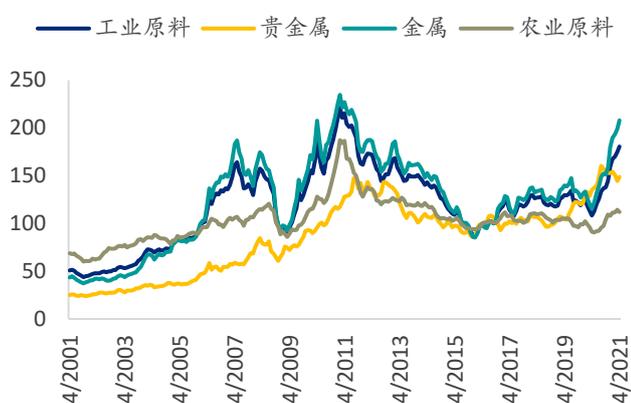


资料来源：Macrobond，IMF 初级商品价格，浦银国际

通胀压力来自需求驱动的工业原料价格上升，而非能源价格上涨。年初至今，能源价格出现大幅回升，其中原油价格4月末同比上涨267.1%。虽然能源价格涨幅较大，但其绝对值（143.3点）仅回升至2019年同期，大幅低于金融危机前后的水平（2008年7月历史最高312.4点；2011-2014年的均值为226.2点）。全球经济共振复苏带动工业向好，需求回升拉动工业原料价格指数上行，4月末已升至180.7点，为2011年10月以来新高。

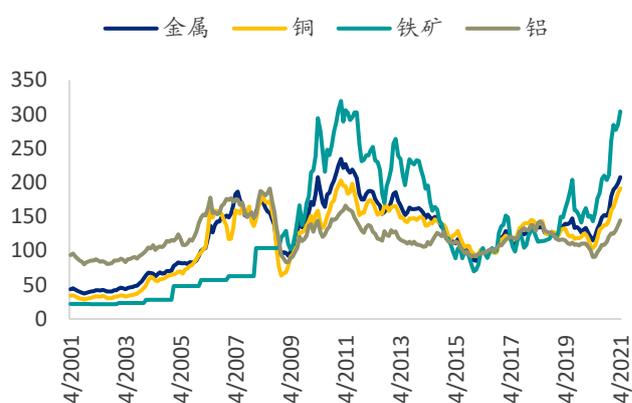
工业原料中，铁矿石价格涨幅最大，需求型通胀特征明显。今年4月，铁矿石价格指数升至304.4点，略低于2011年2月的历史最高（319.6点）。供给端，主要产地的铁矿石出口并未下降，相反出口值已创历史新高。从历史维度看，铁矿石价格趋势与工业增速较一致，显示其受需求驱动较明显。

图表 22：全球工业原料各项价格指数趋势



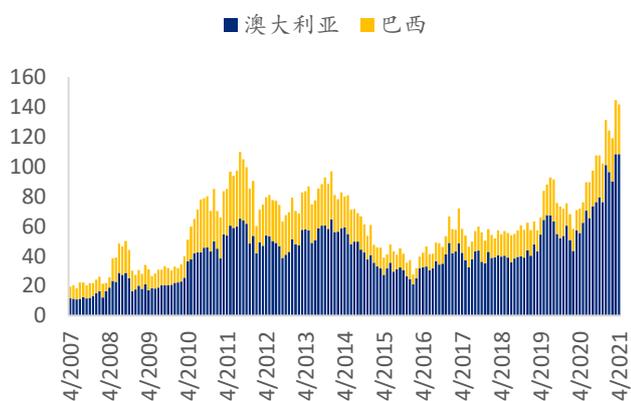
资料来源：Macrobond, IMF 初级商品价格, 浦银国际

图表 23：全球金属各项价格指数趋势



资料来源：Macrobond, IMF 初级商品价格, 浦银国际

图表 24：主要产地的铁矿石出口（亿美元）已创历史新高



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 25：需求驱动下，铁矿石价格走高



资料来源：Macrobond, Wind, 浦银国际

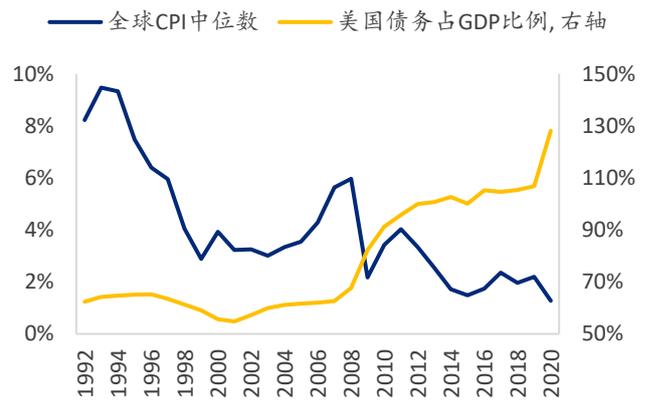
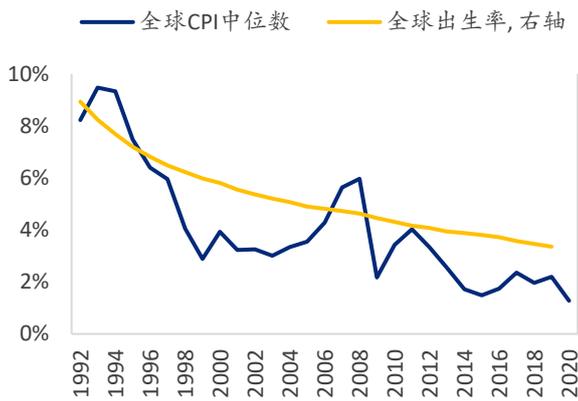
供需共同推动通胀短期走高，但上行空间有限。短期来看，全球经济复苏初期的需求型通胀，以及工业产品短缺所导致的供给型通胀（例如，芯片短缺造成电子产品价格上涨），共同推动了通胀走高。但考虑到全球经济目前仍处于恢复阶段、并非过热的情况，通胀大幅上涨的几率不大、上行空间有限。

但是，结构性变化导致通胀长期将走低。在 2021 年宏观经济展望报告中，我们提出：新冠疫情事实上使得数字经济这一结构性放缓通胀的力量被不断强化。技术帮助企业节流、自动化使规模经济得以实现、库存控制也越发容易，企业节省下来的成本又能够传递给消费者，使得通胀长期走低。

此外，全球生育水平下降和债务水平上升也将导致通胀长期走低。1992-2020 年的数据显示，全球 CPI 中位数的整体下行趋势，与全球出生率较为一致，与债务水平（以美国为例）的趋势相反。我们相信，未来人口规模下降和债务比例上升的趋势将会成为新常态，叠加数字经济的兴起，共同成为通胀长期走低的主要原因。

图表 26：伴随出生率的下降，通胀延续下行趋势

图表 27：债务水平与通胀有明显的反向关系



资料来源：Macrobond，浦银国际

资料来源：Macrobond，CEIC，浦银国际

流动性拐点已出现但总量仍对经济有支撑

2021 年下半年，流动性仍将是确定的。对于流动性，我们维持在 2021 年宏观经济展望报告判断。流动性虽然不是经济复苏的主要推动力，但其对于经济复苏的支撑作用仍将存在。展望未来，QE 的逐步缩减和利率的逐渐回升将不会影响经济的复苏。我们预计，流动性的趋紧将可能开始于 2022 年下半年。

美欧日央行扩表速度趋缓，但仍超金融危机时期。新冠疫情蔓延全球后，各国央行通过扩大资产负债表向市场注入流动性。美欧日央行推出了史无前例的QE，资产年度增量在2021年2月增至GDP的20.1%，扩表速度远超金融危机时期的6.9%。伴随全球经济复苏，通胀和就业出现积极信号，美欧日央行购债速度有所调整。4月，美欧日央行资产年度增量回落至12.9%，但仍超过了金融危机时期。

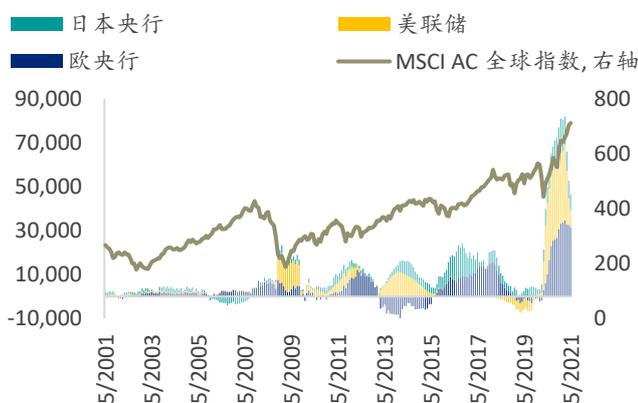
整体缩减QE的时点尚不清楚，但2021年全面缩减QE的可能性不大。根据我们的报告（详情请见[《各国央行QE缩减面面观——SPDBI全球央行观察（2021年5月刊）》](#)），虽然加拿大央行率先在今年4月开展缩减QE，但其它央行并未随之跟进。我们认为，美联储最早将于9月宣布缩减QE的时间表，欧央行则要到下半年方才开始讨论缩减QE的问题，缩减QE对于日本央行则显得遥遥无期。

此外，在缩减QE的问题上，美联储早于欧央行和日本央行将对美元指数产生深刻影响，这将一定程度上推动美元的升值。

利率水平有所上升，但回升空间有限。去年7月至今，全球利率下调幅度出现缩减，上调幅度有所增加，但整体的利率水平仍处于低位。据计算，主要央行货币政策利率从去年5月的低点（1.04%）升至今年4月的1.29%，但是仍大幅低于疫情开始前的水平（2020年2月为1.87%），我们预计今年下半年的利率水平仍将维持低位。

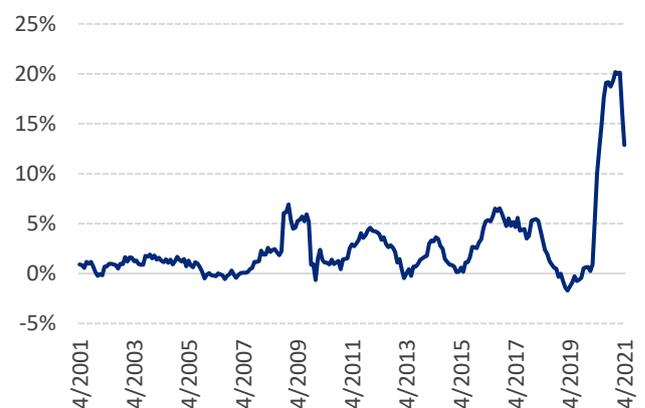
在目前QE存续和低利率的双重影响下，充裕的流动性仍将是2021年经济复苏阶段最大的确定性。充裕的流动性不仅能有效缓解疫情所导致的实体经济脆弱，也将对今年下半年的强势复苏起到推动作用。

图表 28：美欧日央行资产年度增量（亿美元）与全球股市表现



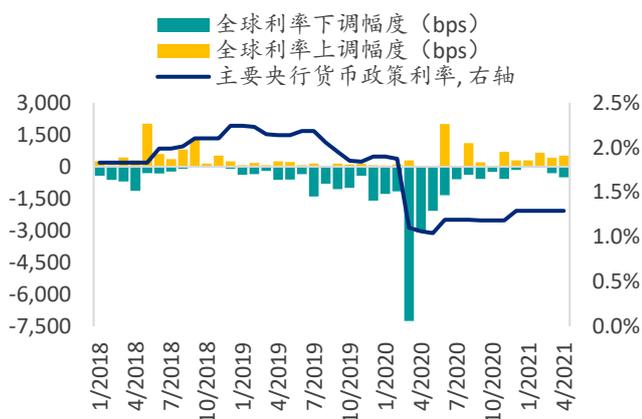
资料来源：FactSet，浦银国际

图表 29：美欧日央行资产年度增量占 GDP 的比例



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 30：全球利率水平仍维持低位



注：主要央行货币政策利率为美国、欧元区、中国、日本、英国、印度 6 家央行货币政策利率按 GDP 加权求和计算得出
资料来源：BIS, FactSet, 浦银国际

图表 31：全球各国 M2 增速中位数



资料来源：Macrobond, 浦银国际

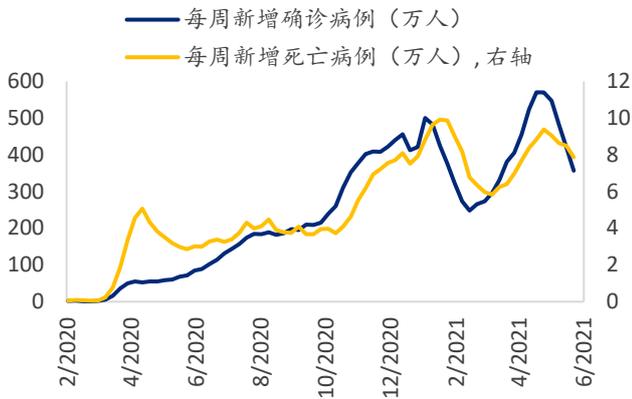
全球第四波疫情概率较低，疫情分化影响发达市场和新兴市场股市表现

新冠大流行持续一年有余，前三波疫情的特征不同。通过分析新冠确诊和死亡病例的趋势，我们发现，自世界卫生组织于 2020 年 3 月 11 日宣布疫情定性为全球大流行之后，有三波蔓延趋势明显的疫情。

- **第一波疫情为 2020 年 3 月至 9 月期间。**由于初期核酸检测准确度不高，新增确诊病例未出现峰值。但是，新增死亡病例的峰值侧面说明，第一波疫情的实际确诊病例要明显高于检测出的确诊病例。这一波属于疫情的扩散阶段，确诊和死亡病例并不集中。
- **第二波疫情为 2020 年 10 月至 2021 年 2 月期间。**这一波疫情集中暴发在美国和欧洲，核酸检测准确度的提升使得确诊病例的增长曲线被识别。这一波疫情对全球经济的影响最严重，造成的感染及死亡病例总数也相对较多。
- **第三波疫情为 2021 年 3 月至今。**这一波为欧洲和印度的疫情反弹，新增确诊病例的上升斜率陡峭，显示感染人数增长迅猛。由于疫情的防治经验相比前期更完善，每周新增死亡病例也略低于第二波疫情。5 月末，第三波疫情有所缓解，新增确诊病例开始下降。

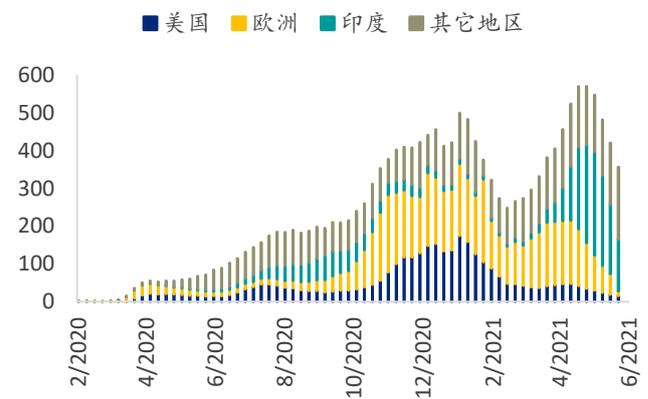
全球应对新冠疫情已有一年多的时间，各国防疫物资和经验更加完善，叠加疫苗的大规模接种，我们认为第四波疫情出现的概率并不大。5 月底，全球新冠疫苗的单日接种量已上升至 3,292.3 万剂，完全接种新冠疫苗的比例达到 5.6%，接种至少一剂新冠疫苗的比例达到 10.9%，接种比例仍有待提高。

图表 32: 全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 33: 主要地区每周新增新冠确诊病例(万人)情况



资料来源: Macrobond, 浦银国际

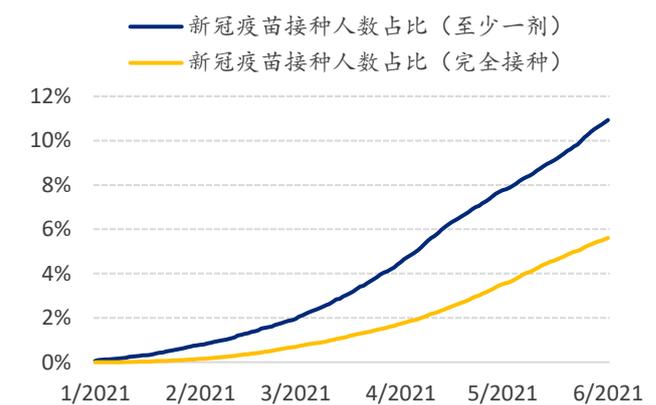
图表 34: 全球新冠疫苗每日接种量(万剂)



注: 7日移动平均

资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 35: 全球新冠疫苗接种比例仍较低



资料来源: Macrobond, 浦银国际

疫情分化影响发达市场和新兴市场股市表现。第三波疫情导致新兴市场 and 发达市场的疫情严重程度出现反转，叠加发达市场疫苗接种好于新兴市场的影响，全球股市也随之出现分化。MSCI 发达市场指数从3月初的 2,783.7 点升至 5 月末的 2,982.0 点，增长约 7.1%；相比之下，MSCI 新兴市场指数变动不大，3月初至 5 月末仅增长 2.1%。综合来看，新兴市场的疫情严重程度上升，推动国际资本回流发达市场，全球股市也出现相应的分化。

图表 36: 2021 年, 发达市场和新兴市场股市表现出现分化



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 37: 疫情是导致发达市场、新兴市场股市表现分化的原因之一



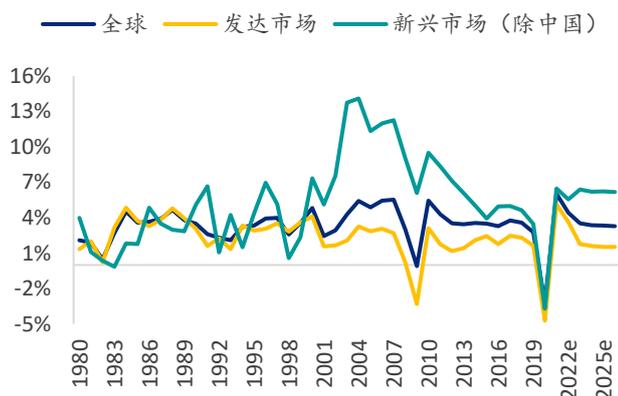
注: 新冠病例数据为 7 日移动平均; 指数相对差值 2021 年 1 月 1 日为 100
资料来源: FactSet, Macrobond, 浦银国际

● 2021 年，分化的复苏

根据我们 2021 年宏观经济展望报告，未来两年的经济复苏，中国>美国>发达市场>新兴市场。通过进一步从历史维度、经济预期调整、产出缺口三个角度分析，我们重申：经济复苏呈现分化，发达市场整体好于新兴市场。

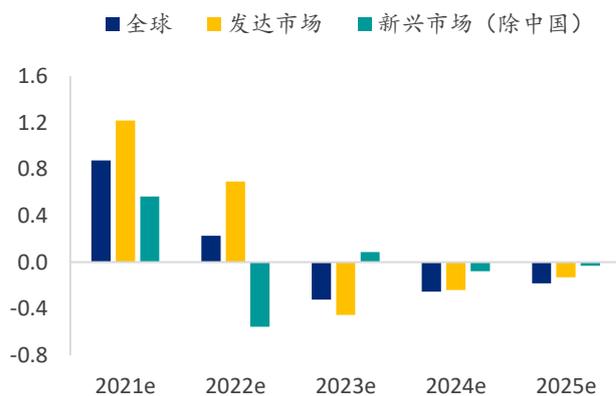
- 从历史维度来看，发达市场经济增速创新高，新兴市场反弹幅度小。根据 IMF 预测，发达市场 2021 年的实际 GDP 增速将达到 5.1%，为 1980 年有记录以来新高；相比之下，新兴市场 2021 年的实际 GDP 增速为 6.5%，为 2013 年以来的最高增速，反弹幅度相对较小。
- 从经济预期调整来看，发达市场的上修幅度较大。通过比较 IMF 去年 10 月和今年 4 月的经济预测，我们发现，发达市场 2021 年（1.2 个百分点）和 2022 年（0.7 个百分点）实际 GDP 增速的上修幅度较大；新兴市场 2021 年的上修幅度仅为 0.6 个百分点，低于整体水平（0.9 个百分点），而 2022 年则出现 0.6 个百分点的下修，显示经济复苏过程中韧性不足。
- 发达市场中长期产出缺口更小。相较于 2008 年金融危机（-8.7%），新冠大流行（-2.9%）造成的中长期产出缺口更小。金融危机时期，发达市场受影响较大，其产出缺口（-10.1%）明显大于新兴市场（-7.0%）。然而，新冠大流行对防疫物资更充足、医疗资源更完善的发达市场冲击较弱，受此影响，此次发达市场（-0.9%）的产出缺口要明显小于新兴市场（-4.2%）。

图表 38：发达市场和新兴市场的实际 GDP 增速



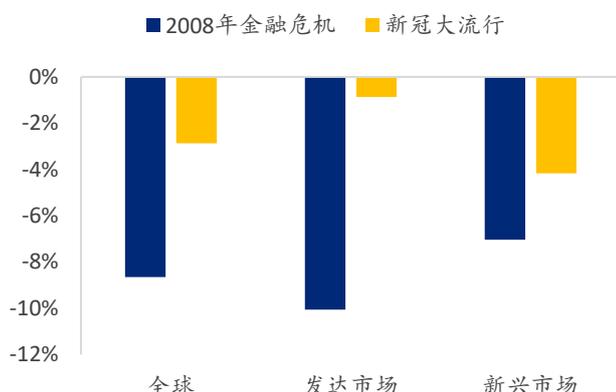
注：2021-2025 年数据为 IMF 预测
资料来源：IMF，浦银国际

图表 39：IMF 今年 4 月与去年 10 月对实际 GDP 增速预测的调整幅度（百分点）



注：2021-2025 年数据为 IMF 预测
资料来源：IMF，浦银国际

图表 40: 新冠大流行对中长期产出缺口的影响更轻, 发达市场受影响更小

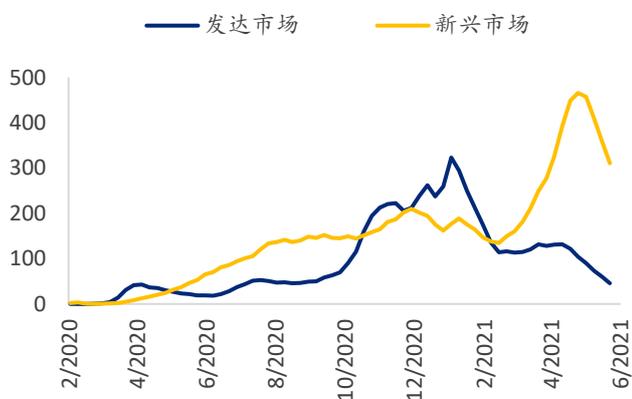


资料来源: IMF, 浦银国际

疫情、疫苗、经济刺激导致发达市场的经济复苏好于新兴市场。伴随第三波疫情的蔓延, 新兴市场的疫情严重程度整体上超过发达市场。2020年5月第四周, 新兴市场新增确诊病例达到310.6万人, 显著高于发达市场(45.8万人)。新兴市场的新增确诊病例占比达到87.1%。与新兴市场高确诊数相对应的是较低的疫苗接种比例。发达市场的新冠疫苗接种速度显著高于除中国之外的新兴市场。截至5月31日, 发达市场的新冠疫苗接种比例达到60.3%, 显著高于新兴市场(除中国)的16.6%。

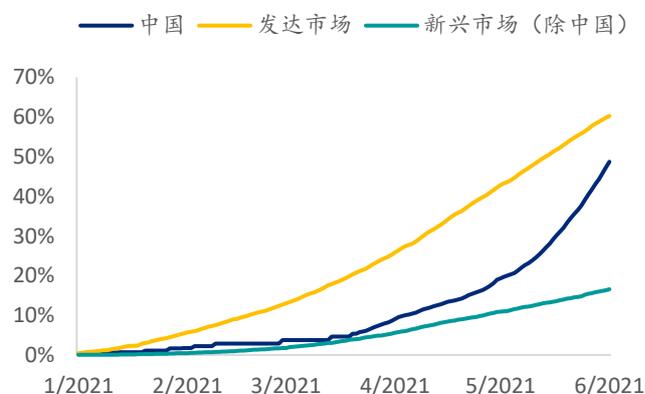
更多的经济刺激保证了发达市场的经济复苏。就经济刺激占GDP的比例而言, 发达市场明显高于新兴市场。截至5月31日, 以G20国家为例, 发达市场中经济刺激比例最低的英国(17.8%)也明显高于新兴市场中经济刺激比例最高的土耳其(12.7%)。

图表 41: 发达市场和新兴市场每周新增新冠确诊病例(万人)趋势



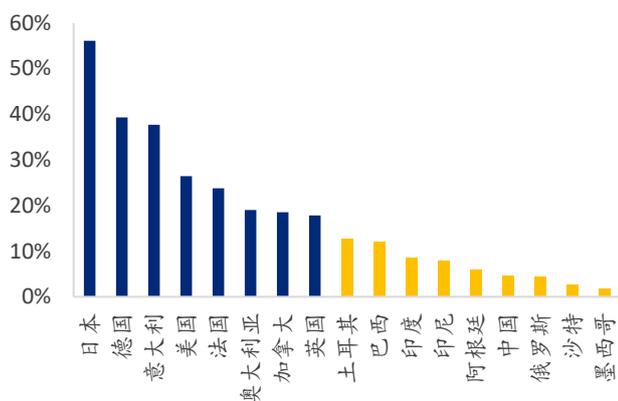
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 42: 主要地区新冠疫苗接种比例



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 43：新冠疫情时期，发达市场的经济刺激方案占 GDP 比重普遍更高



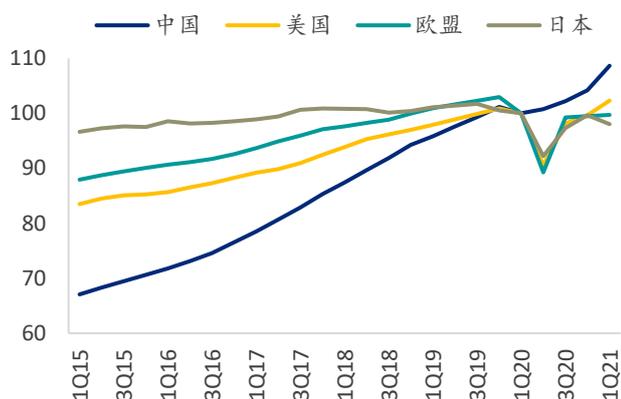
注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家；数据截至 2021 年 5 月 31 日
资料来源：Statista，浦银国际

对于主要经济体（中国、美国、欧盟、日本），我们认为中美仍将引领经济复苏，中国的恢复程度较快、而美国经济的上行空间较大。

- 就恢复进程而言，中国领先，美国优于欧盟和日本。通过比较名义 GDP 的趋势，我们发现，2021 年一季度，中国已回归经济增长的正常轨道，美国经济只恢复到疫情前的水平，而欧盟和日本较疫情开始前仍有一定差距。恢复进程的差异说明，全球经济共振复苏过程中，中美将快于欧盟和日本。中国的复苏已基本完成，经济增速将回归正常化；美国经济仍有上行空间，预计 2021 年下半年的增长将加快。
- 就经济增速而言，中美好于欧盟和日本。根据 IMF 的预测，中国和美国 2021 年的实际 GDP 增速将分别达到 8.4% 和 6.4%，高于欧盟（4.4%）和日本（3.3%）。2022 年，中国仍将以 5.6% 的实际 GDP 增速引领经济复苏，美国（3.5%）和欧盟（3.9%）的增速有所回落，日本的增速将降至 2.5%。
- 主要经济体的综合 PMI 指数趋势，也佐证了我们上述的判断。中国的 PMI 指数最早（2020 年 5 月）回升至荣枯线以上，并一直维持在扩张区间。美国和欧盟的 PMI 指数均于 2020 年 7 月回归扩张区间。但是，欧盟因第二波疫情的影响，PMI 指数于同年 10 月再次降至荣枯线以下。相比之下，美国经济的韧性较强，PMI 指数一直维持在扩张区间，2021 年 5 月一度升至 68.1%，经济上行趋势明显。日本经济复苏较缓慢，PMI 指数在疫情后基本维持在收缩区间（仅在 2021 年 4 月回归至扩张区间，51%）。

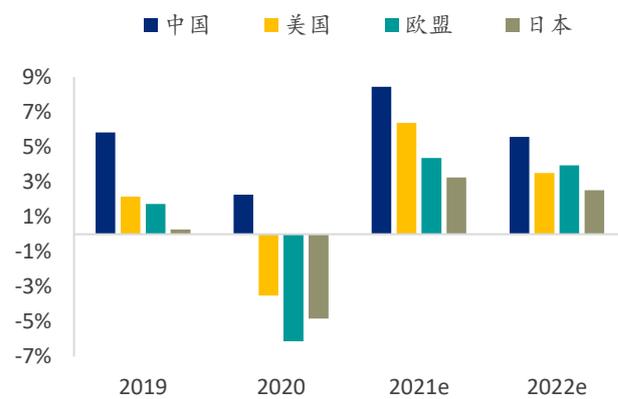
展望 2021 年下半年，复苏分化将是全球经济的一大特征。发达市场整体好于新兴市场；主要经济体中，中美仍将引领经济复苏，中国的恢复程度较快、而美国经济的上行空间较大。

图表 44: 就名义 GDP 的趋势而言, 中国的恢复程度较快, 美国经济的上行空间较大



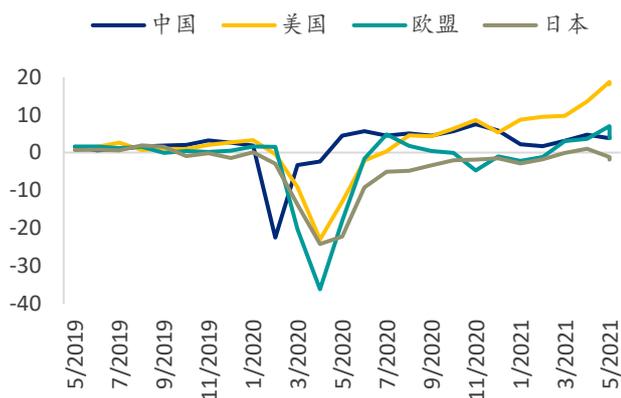
注: 2020 年一季度为 100; 欧盟 2021 年一季度数据为浦银国际估算
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 45: 新冠疫情前后, 主要经济体的实际 GDP 增速变化



注: 2021-2022 年数据为 IMF 预测
资料来源: IMF, 浦银国际

图表 46: 疫情前后, 主要经济体综合 PMI 偏离荣枯线幅度 (百分点)



资料来源: Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

(二) 美国经济的三大关注点

2021 年下半年，我们认为美国经济存在三大关注点。首先，**美国经济是否存在过热风险**。在经济刺激和疫苗接种的双重利好下，美国经济逐渐摆脱衰退风险、逐步完成“V 型”复苏，但是经济的上行风险变得惹人关注。此次，**经济上行风险是否会推动美联储收紧货币政策**，何时缩减 QE、何时加息成为市场的关注点。最后，**美国经济的强劲复苏是否会带动美元的升值**。

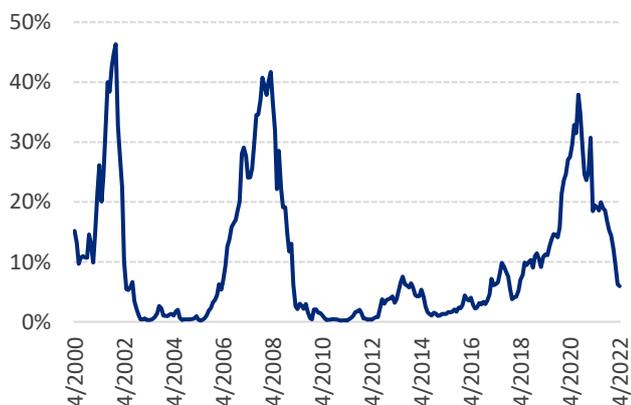
● 美国的经济复苏前景如何？会出现经济过热吗？

美国经济复苏进程已开启。2021 年初，美国经历了大选后的政治调整，在封锁隔离和疫苗接种等措施的帮助下，美国疫情程度逐渐趋缓，叠加 1.9 万亿美元经济刺激计划的帮助，美国经济开启复苏进程。

伴随经济的持续复苏，美国经济陷入衰退的概率已大幅下降。美联储的经济衰退概率指标在美国疫情高峰时（2020 年 8 月）达到 37.9%，但仍然低于科网泡沫（2001 年 12 月，46.3%）和金融危机（2008 年 3 月，41.7%）时期。根据美联储的最新预测，2021 年 5 月美国经济衰退概率已下降至 19.1%，2022 年 4 月则继续下降至 6.0%，下行趋势明显。

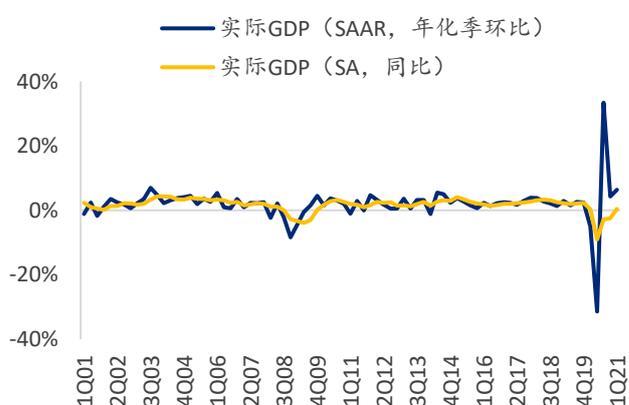
美国 GDP 回归同比正增长。2021 年一季度，美国实际 GDP 环比增速升至 6.4%，较去年四季度增长 2.1 个百分点，实际 GDP 同比增速由负转正(0.4%)。虽然第二季度的 GDP 数据尚未公布，但可以确定的是美国经济复苏进程已开启，“不完整”的 V 型复苏在 2021 年上半年已基本完成。

图表 47：美联储预测显示，美国经济衰退概率已大幅下降



资料来源：CEIC，美联储，浦银国际

图表 48：美国 GDP 的“不完整”V 型复苏



资料来源：Macrobond，浦银国际

美国经济当前的扩张趋势明显。自去年7月以来，美国综合 PMI 指数回归扩张区间，2021年5月综合 PMI 已高出荣枯线 18.1 个百分点，ISM 制造业和非制造业 PMI 指数分别升至 61.2% 和 64.0%，为 2000 年以来的高位，经济扩张趋势明显好于金融危机后的水平。

美国经济的产出缺口仍在。虽然经济复苏向好，美联储预测的衰退概率、GDP 增速、PMI 指数都显示出积极信号，但是由于产出缺口仍然存在，因此美国经济目前不存在过热的问题。2021 年一季度，美国的产出缺口为 -2.1%，我们预计，今年下半年产出缺口将继续收窄，但仍将处于负区间。

图表 49：美国 ISM 制造业和非制造业 PMI 指数



资料来源：Macrobond, ISM, 浦银国际

图表 50：美国 2021 年一季度的产出缺口为 -2.1%



资料来源：美联储, 浦银国际

居民收入好于预期，就业与工资增长之间存在脱节

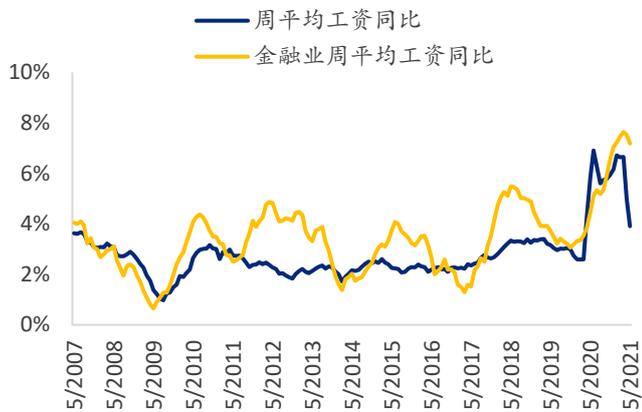
在两轮财政刺激的帮助下，美国平均工资水平未出现下滑、反而逆势增长，与金融危机时期大不相同。金融危机时期，周平均工资同比增速降至低位（0.7%），尤其是金融业（0.6%）。但新冠疫情期间，周平均工资同比增速不降反升，基本维持在 6.0% 以上的水平。平均工资的增长保证了美国家庭收入水平不会因疫情而过度下降，为疫情后消费的复苏提供了支撑。

与工资增长相比，就业的复苏缓慢。疫情期间，美国失业率大幅上升，去年 4 月升至 14.8% 的高位，远超金融危机时期的 10.0%。伴随疫情程度趋缓和经济重启，失业率在去年下半年有所下滑，2021 年 5 月已降至 5.8%，但仍高于疫情开始前的水平（2020 年 2 月，3.5%）。今年 5 月的非农就业数据也不理想，新增非农就业人口 55.9 万，低于预期（67.5 万），复苏较缓慢。

就业市场存在结构问题。虽然周平均工资大幅上涨，但是就业复苏缓慢，工资增长与就业之间存在脱节，显示出就业市场存在两种可能的结构问题。

- 经济复苏过程中，行业间复苏进程不同导致就业市场不均衡，部分高技能岗位（例如，技术研发等）的需求与供给不匹配，引致**结构性失业**上升，并导致失业率高于正常时期。
- 疫情期间推出的经济援助，维持了低技能、中低收入群体的收入水平，使得他们短期内不急于就业，导致**摩擦性失业**上升。数据显示，低技能工作的保留工资和中低收入群体的期望工资水平出现明显上升，是造成了制造、运输、建筑等行业“用工荒”的原因。

图表 51: 不同于金融危机时期, 美国平均工资(尤其是金融业)并未出现增速下滑



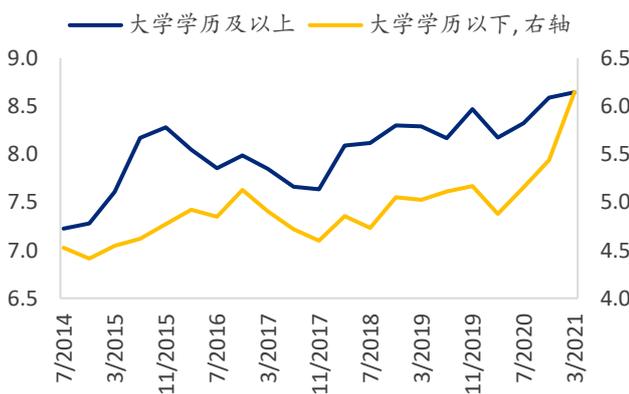
注: 3个月移动平均
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 52: 疫情以来, 美国平均工资增速上升明显, 失业率也已显著降低



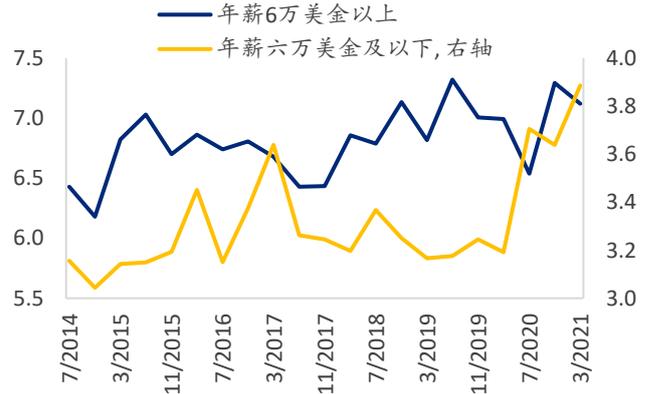
注: 周平均工资同比为3个月移动平均
资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 53: 美国保留工资(万美元)出现分化, 低技能工作的最低工资水平上升



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 54: 美国工作机会的期望工资(万美元)出现分化, 中低收入的期望工资明显上升



资料来源: Macrobond, 浦银国际

消费成为推动经济复苏的主要动力

疫情导致储蓄率创新高。快速回落的失业率和高速增长的平均工资，维持了美国家庭的收入水平。然而，疫情期间的封锁隔离措施导致收入和财政刺激无法转化为消费，而是成为了储蓄的一部分。受此影响，美国个人储蓄率在去年4月飙升至33.7%，创历史新高。

经济重启之后，消费者信心回暖，储蓄成为经济复苏阶段的消费动能。伴随美国的经济重启，消费者信心指数从去年4月的85.7点上升至今年4月的117.5点，虽然距离疫情前的水平（132.6点）仍有差距，但已有显著提高。

图表 55: 疫情期间美国个人储蓄率上升，疫情后储蓄转化为消费动能



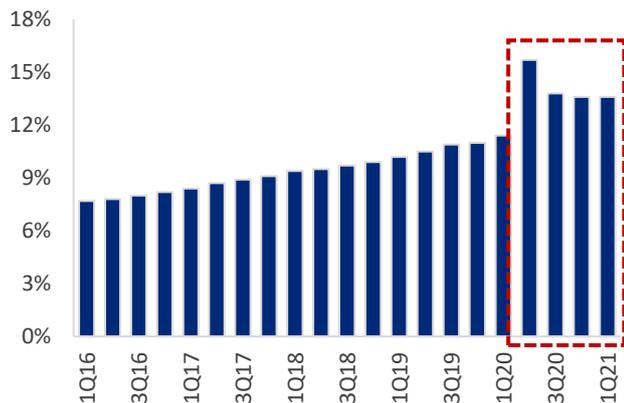
注：个人储蓄率为3个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 56: 美国消费者信心恢复加快消费的复苏



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 57: 美国线上零售占比维持较高水平，保证疫情期间的消费复苏



资料来源：FactSet，浦银国际

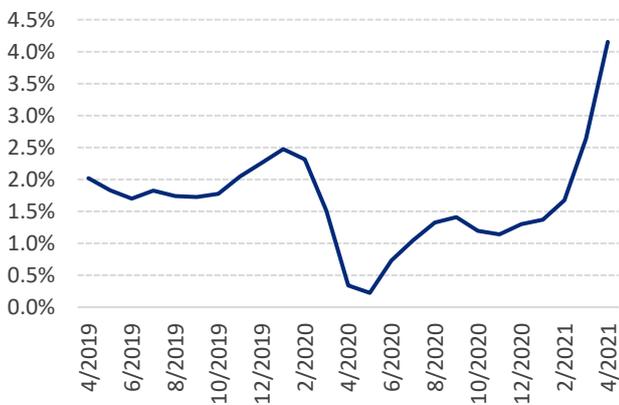
随着消费者信心的回升，消费在储蓄的推动下加速恢复。今年4月，个人储蓄率下降至14.9%，同比下降18.8个百分点。低基数的影响下，4月消费的同比增速升至46.1%，较2019年的两年年均增速也达到11.2%，显示消费的复苏强劲。

线上零售保证后疫情时代的消费复苏。疫情导致的封锁隔离措施，使得零售业出现较大改变，线上零售异军突起，其所占零售总额的比例从去年一季度的11.4%，增至今年一季度的13.6%，同比增加2.2个百分点。较高的线上零售比例成为后疫情时代消费复苏的亮点，并保证短期内消费的持续复苏。

美国通胀回升，供需两端因素皆有

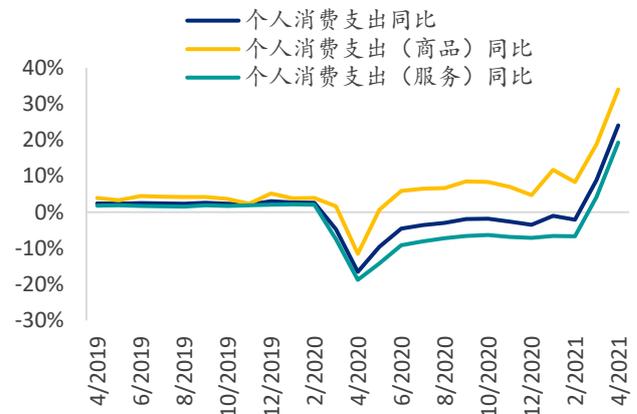
美国通胀回升超预期。2021年4月，美国CPI增速远超预期，同比增长4.2%（市场预期3.6%），较前期增长1.6个百分点，创2008年9月以来新高；环比增长0.8%，显著超预期（0.2%），较前期增长0.2个百分点。4月，美国CPI今年累计同比增长2.4%，为2017年以来4月的累计同比增速新高。

图表 58：年初至今，美国 CPI 指数大幅上升



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 59：伴随经济复苏，美国物价出现全面上涨



资料来源：Macrobond，浦银国际

通胀回升既受能源价格推动，也受供需不均衡的影响。年初至今的通胀回升，主要源自能源价格的反弹，而低基数也导致通胀上升更为显著。此外，交通运输、食品的价格增长则既有供应端因素、也有需求端因素。

- 大规模疫苗接种后，民众复工复课使得交通运输价格4月累计同比增长4.7%，其中，私人交通（5.8%）的价格上涨较显著，尤其是新车和二手车价格（5.4%）。我们认为这些都是直接受复工复课需求影响所带来的通胀。

- 今年3月开始，美国多家大型肉类加工厂因疫情无限期关闭，导致肉类供应受限、价格猛增。据统计，截至4月美国25个州已有超过74家肉类加工厂因新冠疫情暴发而关闭。受此影响，肉价4月累计同比增长5.1%，并推动食品与饮料价格(3.2%)的上涨。我们预计因供应受限而催生的价格上涨还会在短期内持续。
- 此外，旅游相关的价格也在大幅修复。4月，机票(-15.6%)、酒店(-8.1%)价格的累计同比降幅分别收窄7.9和5.5个百分点，反映了接种疫苗后美国旅游业的快速复苏。我们认为，这些疫情后的需求所带来的通胀将会在今年维持相对高的增长，直到商品和服务的供应端与需求相匹配为止。

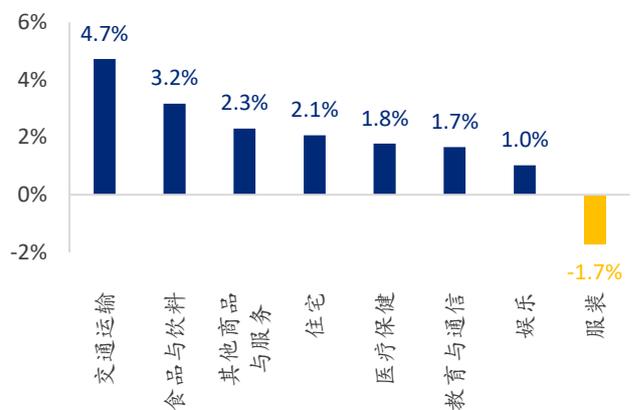
虽然综上都不是结构性原因导致的长期通胀压力，但也不是一两个月的短期问题。通胀的回升不仅将推动经济的进一步复苏，也将导致美联储加快收紧货币政策的步伐，这将进一步影响权益类资产的价格。考虑到美国的产出缺口短期内仍将存在，目前的高通胀并不意味着美国经济过热，但经济的上行风险值得关注。

图表 60: 历年4月，美国 CPI 累计同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 61: 2021 年 1-4 月，美国 CPI 各分项累计同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

● 美联储何时缩减 QE？何时加息？

长端利率上行，美联储今年缩减 QE 的可能性增加。2021 年，疫苗大规模接种带动美国经济重启，叠加财政刺激等因素的共同驱动，美债收益率连续上行，10 年期美债收益率在上半年连续飙升，从 1 月初的 0.9% 升至 5 月末的 1.6%，上行斜率陡峭。

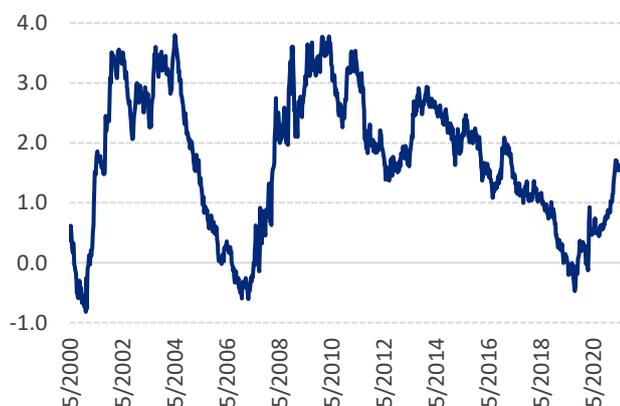
通胀和就业恢复并不均衡，成为缩减 QE 的阻碍。今年 4 月，美国 CPI 同比增长 4.2%，远超预期（3.6%）。经济复苏也带动通胀预期的回升。10 年期 TIPS 隐含通胀预期从去年 3 月的低位（0.8%）升至今年 5 月末的 2.4%，上行斜率陡峭。与通胀不同，5 月的非农就业数据显著低于预期，新增非农就业 55.9 万人，低于预期（67.5 万人）；非农就业总数达 1.45 亿人，较疫情前的 1.53 亿人仍有差距，充分就业仍需时日。

根据我们此前的报告（详情请见[《各国央行 QE 缩减面面观——SPDBI 全球央行观察（2021 年 5 月刊）》](#)），美联储决策面临两难格局：通胀强（促使货币收紧），就业弱（促使货币延续宽松）。考虑到：

- 根据 2020 年货币政策新框架，相比于通胀，美联储更关注就业；
- 通胀或因结构性因素而导致短暂超预期强劲；
- 美联储不因短期数据驱动，其需要更多通胀数据才会做出滞后应对。

我们认为美联储很可能对通胀继续保持高包容度。如果今年 5-8 月的就业与通胀数据持续向好，美联储大概率会在 9 月 FOMC 会议上宣布缩减 QE 的时间表。我们预计，美联储缩减 QE 或将于明年一季度开始。

图表 62：美国国债收益率曲线（10 年期-3 月期）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 63：美国 10 年期 TIPS 隐含通胀预期



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 64：美国就业仍不充分



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 65：美联储持有美国国债的比例

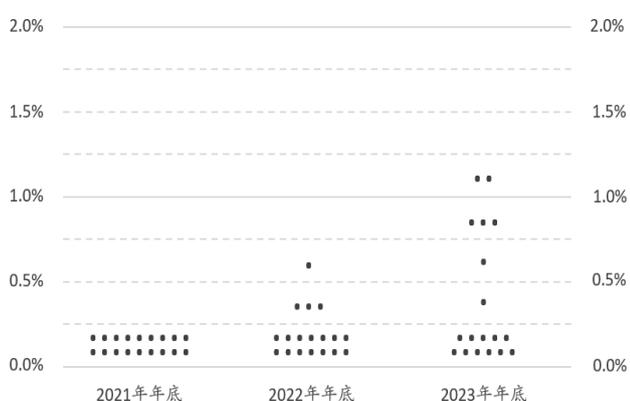


资料来源：FactSet，浦银国际

“2024 年之前不加息”的判断，并未将二季度的强势复苏和提前缩减 QE 的可能性考虑在内。目前，最新的点阵图来自今年 3 月的 FOMC 会议。相较于大幅上调的经济数据预测，3 月的 FOMC 利率预测仅微升。点阵图显示，利率预测的中位数没有大变化，0.125% 的利率将至少维持至 2023 年末，其内部结构仅出现微弱调升，其中，2021 年的预期不变。对 2022、2023 年预测的均值较去年 12 月分别微升 5bps、15bps。但是，鉴于 3 月 FOMC 的预测并未将二季度经济实际上的强势复苏考虑在内，叠加 QE 缩减或将于今年四季度开始的可能性，我们认为，加息预期应提前至 2023 年。

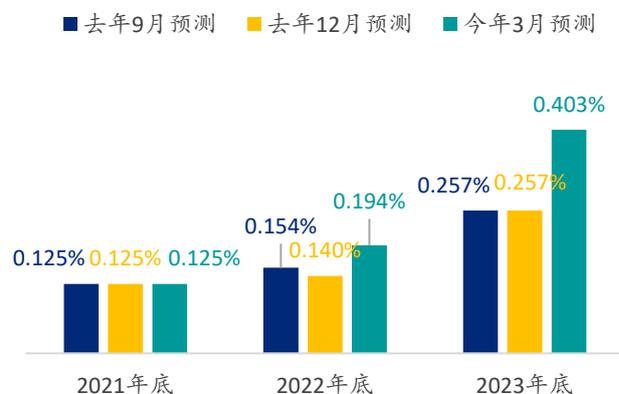
在经济刺激和疫苗接种的双重利好下，美国经济在今年上半年加快复苏。我们认为需关注今年 6 月和 9 月的 FOMC 会议动向。尤其是，今年 9 月的 FOMC 会议将更新对 2024 年的经济展望，这将直接反应出加息幅度的预期。

图表 66：2021 年 3 月 FOMC 的点阵图



资料来源：美联储，浦银国际

图表 67：去年 9 月至今年 3 月，FOMC 的利率预测均值



资料来源：美联储，浦银国际

● 美元的走势，继续贬值、抑或是升值？

2020 年末，美元是否将会继续贬值、抑或是由贬转升，成为市场关注的焦点。在 [2021 年宏观经济展望报告](#) 中，我们提出了与市场预期不同的观点。我们采用“美元微笑理论”分析美元整体走向，并做出美元在 2021 年上半旬维持下行、2021 年中旬逐渐升值的判断。

此后，美元整体维持贬值趋势，美元指数虽然在 3 月末有所回升，但之后延续下行，5 月末已降至 89.7 点。由此可见，我们对于 2021 年上半年美元走势的预测是基本正确的。对于 2021 年下半年，我们继续采用“美元微笑理论”和美元指数分析，并维持 2021 年中旬美元将逐渐升值的观点。此外，美联储在缩减 QE 上将早于其它主要央行（例如，欧央行和日本央行），这也将推动美元的逐步升值。

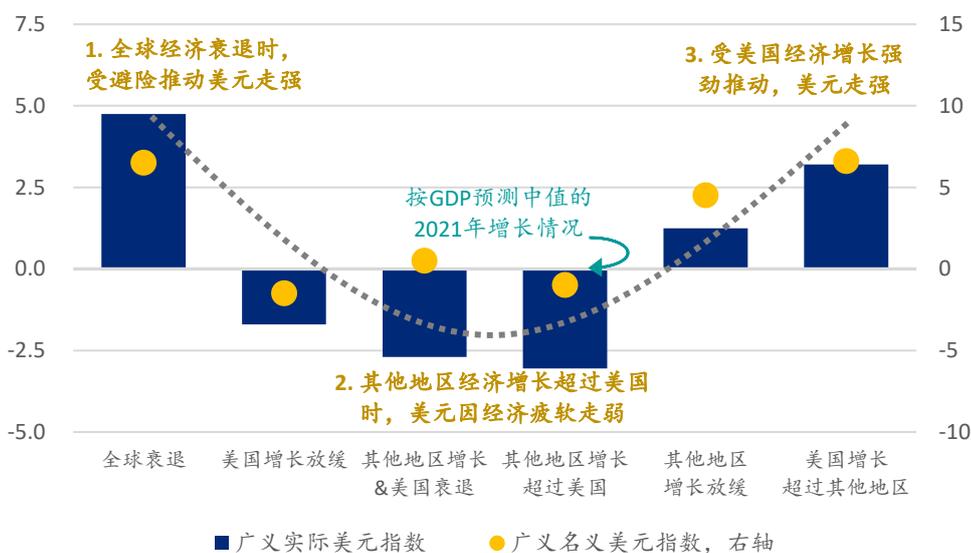
“美元微笑理论”

作为全球性避险货币，美元具有“国际”和“国内”的双重属性。当全球危机事件（例如，金融危机或新冠疫情）发生时，美元会出现先升值、后贬值、最后再次升值的三个阶段，并构成一个类似微笑的“U”型曲线。具体来说，

- **第一阶段：**全球危机事件发生，避险情绪导致投资者由持有风险资产转而持有美元，美元“国际”属性突显、美元走强；
- **第二阶段：**全球危机事件趋缓，经济复苏开始，资金流向经济增速更快的地区，市场开始规避美元，美元恢复其“国内”属性、美元走弱；
- **第三阶段：**全球经济整体复苏，美国经济升温且经济增长领先，乐观情绪以及加息预期使得投资者再次转向美元，美元的“国内”与“国际”属性共同恢复、美元再次走强。

新冠疫情下，美元将再一次呈现“美元微笑理论”的“U”型曲线。去年疫情暴发后，“美元微笑理论”的第一阶段（2020 年 1 月至 5 月）开始，美元因避险情绪上升而走强，充分发挥了美元的“国际”属性。2020 年 6 月至今年年中，是“美元微笑理论”的第二阶段。疫情对美国经济的冲击、美国大选的不确定性以及中国经济的率先复苏，都导致美元恢复其“国内”属性，美元持续走弱。在消费拉动下，我们预计 2021 年下半年美国经济将持续升温，叠加缩减 QE 和加息预期的影响，2021 年中旬将开始“美元微笑理论”的第三阶段，美元将开始走强。

图表 68：美元微笑理论——各增长情况下年均广义美元指数变动（%）



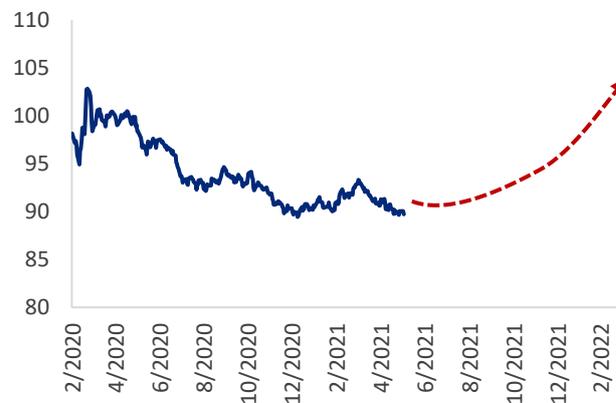
注：增速差值基于美国 GDP 减去 25 个主要经济体加权 GDP（美联储广义美元指数货币篮子所包含的经济体）；1985-2019 年
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 69：疫情暴发后，人民币持续升值、美元指数下行



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 70：“美元微笑理论”的美元指数走势



资料来源：FactSet，浦银国际

对于美元指数的分析

从美元指数的角度，考虑到美元指数中欧元的权重最高（58%），欧元区的经济复苏对美元的影响也最大。相比经历了第三波疫情的欧元区，美国的疫情程度相对较好，疫苗接种程度也高于欧元区（截至今年5月31日，美国疫苗接种比例为50.2%，欧元区接种比例为38.0%）。此外，老龄化和负利率也拖累了欧元区的经济复苏。美国与欧元区 PMI 的差值上升也反映了这一事实。复苏的差异将导致美元相对于欧元存在升值的空间。

此外，欧央行存在推动欧元贬值的动机。欧元升值对于通缩严重的欧元区经济并非好事，欧央行官员今年 1 月曾直言不讳地指出有措施应对欧元升值对通胀的压制。此外，对于欧元区中的出口型经济体（例如，德国、法国、意大利），欧元升值将对出口造成负面影响，更加不利于经济复苏。在此基础上，我们认为不能排除欧央行有动机采取结构性措施来直接/间接推动欧元贬值。

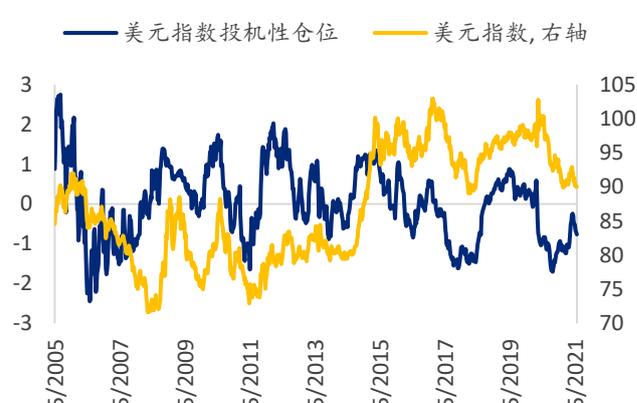
美元投机性仓位仍较低。市场情绪方面，美元的投机性仓位虽然在今年 1 月有所回升，但相较 2005 年以来的历史数据，当前的仓位仍在较低水平，做空美元的下行区间有限。

图表 71：美国与欧元区 PMI 差值（百分点）



资料来源：Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

图表 72：美元投机性仓位仍在较低水平



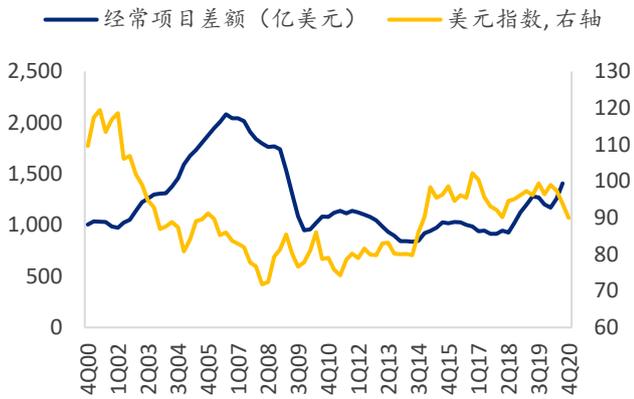
资料来源：FactSet, 浦银国际

国际收支对美元走势的分析并不理想

不同于其他经济体，美国经常项目逆差对美元汇率影响的机制不同。虽然，疫情期间美国经常项目逆差与美元走势较一致，并且经常项目逆差导致的国际收支赤字推动本币贬值的说法符合逻辑。但是，我们并不认同用这种方法解释疫情期美元下行。对于其他国家，进口商品以美元计价（而非本币），国际收支逆差导致本国外汇市场上外汇供给减少、需求增加，从而推动外汇升值、本币贬值。但对美国来说，进口商品是按本币（美元）计价，因此不存在上述货币供需的问题。

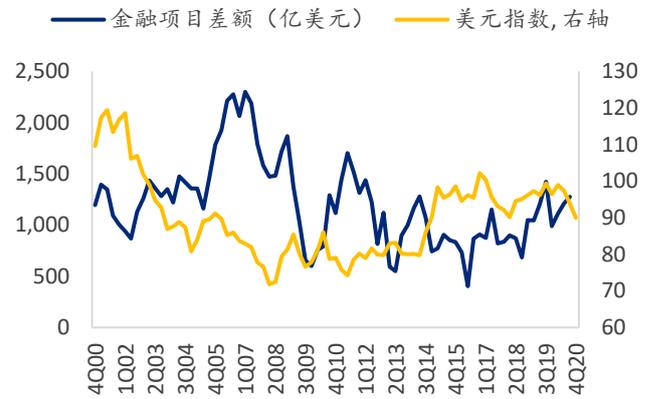
美国金融项目顺差对美元走势的解释程度相对更好，但目前的走势相悖。按照金融项目顺差扩大、国际资本流入美国从而导致美元升值的说法，虽然更符合逻辑，但是却与目前的美元走势相悖。疫情期间，美国金融项目顺差不断扩大，但美元却并未走强。因此，通过分析金融项目顺差从而判断美元走势的方法也不理想。

图表 73: 美国经常项目逆差与美元指数



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 74: 美国金融项目顺差与美元指数



资料来源: Macrobond, 浦银国际

(三) 中国的双引擎复苏

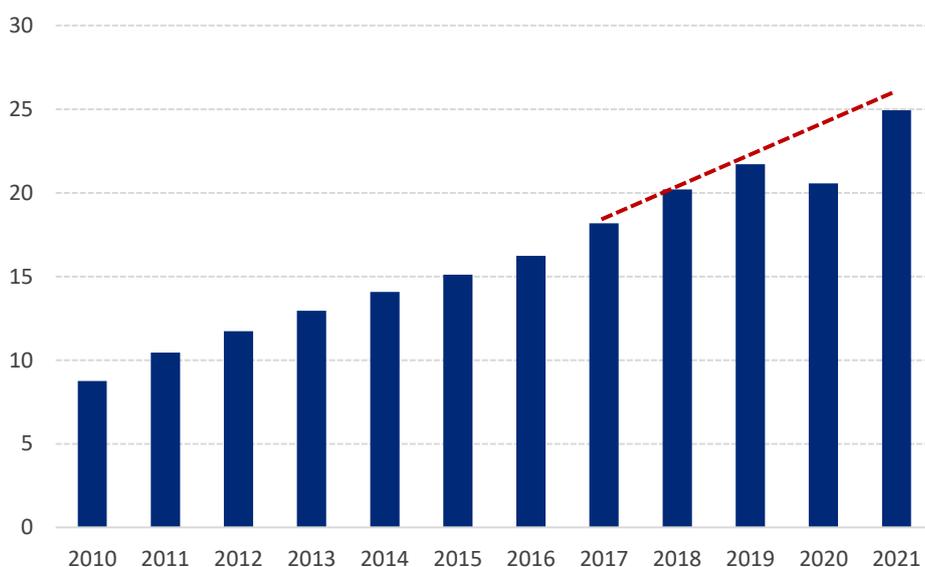
在 2021 年宏观经济展望报告中，我们预计中国 2020 年 GDP 增速为 2.2%，仅比实际值低 0.1 个百分点。2021 年上半年，出口和消费双引擎复苏的格局并不明显。这主要是由于部分地区疫情反弹、以及春节期间“就地过年”政策导致消费引擎恢复缓慢。因此，我们更新对 2021 年的 GDP 增速预测，从去年末 2021 年宏观经济展望报告所预测的 9.0% 下调为 8.8%。

展望 2021 年下半年，我们认为出口和消费双引擎复苏的特征将更加明显。此外，CPI 与 PPI 的剪刀差，流动性拐点后的走势，人民币升值前景将是今年下半年值得关注的议题。

● 今年一季度的复苏如何？

经济复苏势头延续，边际增速有所放缓。2021 年一季度，中国经济延续了去年的复苏势头，实际 GDP 同比增长 18.3%，略低于预期（18.5%），较 2019 年的两年年均增速为 7.1%，经济复苏势头向好。但是，季调后 GDP 环比增速有所下降，从去年四季度的 3.2% 降至今年一季度的 0.6%，呈现边际放缓的趋势。就绝对值而言，今年一季度名义 GDP 约为 24.9 万亿元，创一季度名义 GDP 的历史新高，但根据 2017-2019 年一季度名义 GDP 的增长趋势，24.9 万亿并不算高，经济增长空间仍存在。

图表 75：中国 2010-2021 年历年一季度名义 GDP（万亿元）

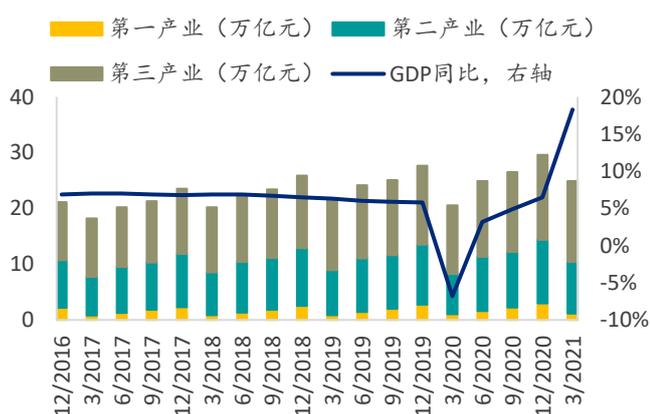


资料来源：CEIC，浦银国际

疫情的滞后影响仍在，经济复苏结构尚不均衡。2021年一季度，受疫情影响较小的第一产业GDP同比增长8.1%，较2019年的两年年均增速为13.7%，恢复程度最好；代表制造业与建筑业的第二产业同比增速为24.4%，两年年均增速为7.2%，与整体经济复苏步伐一致；代表服务业的第三产业同比增速为15.6%，两年年均增速为6.6%，仍慢于整体经济复苏。

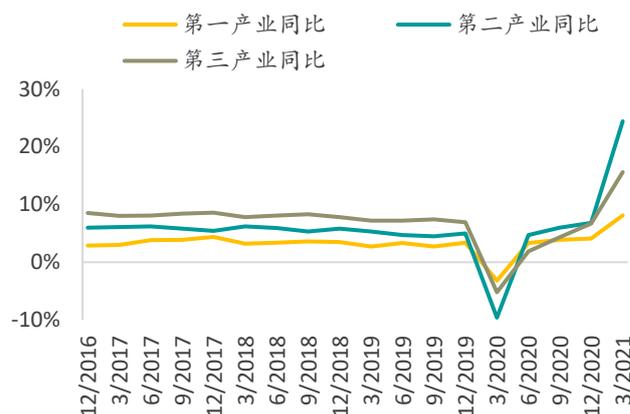
正如我们在2021年宏观经济展望报告中所论述的，疫情造成消费“堵点”，使得消费动力暂时转化为居民的额外储蓄。如果以13.93亿人口进行估算，2020年的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了3.59万亿元（约占2020年GDP的3.53%），而今年一季度的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了1.01万亿元，显示额外储蓄仍未完全释放。随着中国经济的持续复苏，额外储蓄的存在将保证消费提升的潜力。我们预计，2021年下半年中国双引擎复苏的特征将更加明显。

图表 76：实际 GDP 同比增速与三大产业增加值



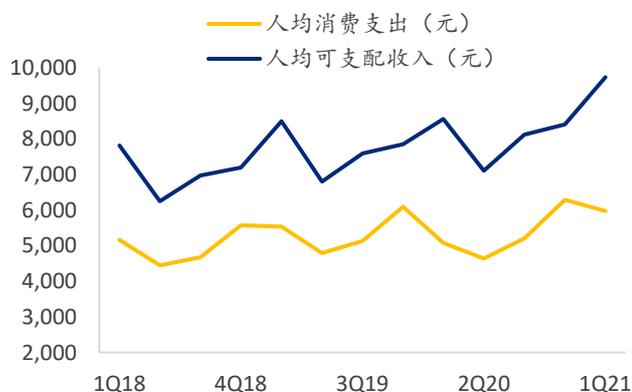
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 77：三大产业增加值的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 78：人均可支配收入与人均消费支出的差距仍然较大



资料来源：CEIC，浦银国际

● 双引擎复苏的特征将更加明显

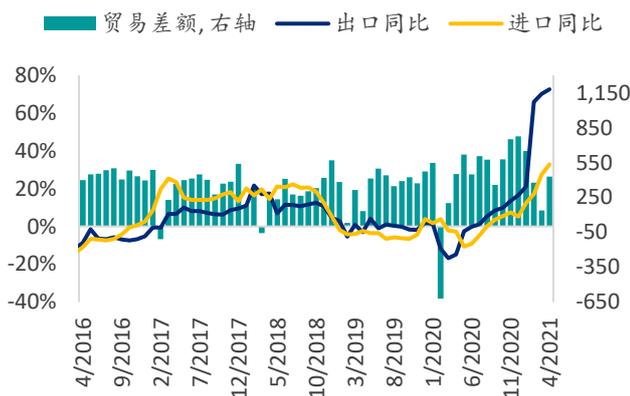
疫情后，中国经济的复苏将由出口和消费两个引擎共同带动。出口贸易持续回暖，不仅会促进经济的复苏，也将间接放大消费对经济增长的促进作用。在双引擎带动下，中国经济复苏将更快完成，复苏前景也将会更好。

出口引擎韧性十足

延期去年增长势头，2021年1-4月进出口表现依旧亮眼。今年1-4月，出口（美元计）累计同比增长44.0%。其中，4月出口同比增速为32.3%，显著好于预期（24.1%），较2019年的两年年均增速为16.8%，显示出口边际增速的韧性十足。考虑到中国出口的全球市场份额仍处于历史最高水平，我们预计下半年的出口前景依然向好。今年1-4月，进口（美元计）累计同比增长31.9%。其中，4月进口同比增速为43.1%，与预期持平（44.0%），较2019年的两年年均增速为10.7%，显示进口边际增速加快。

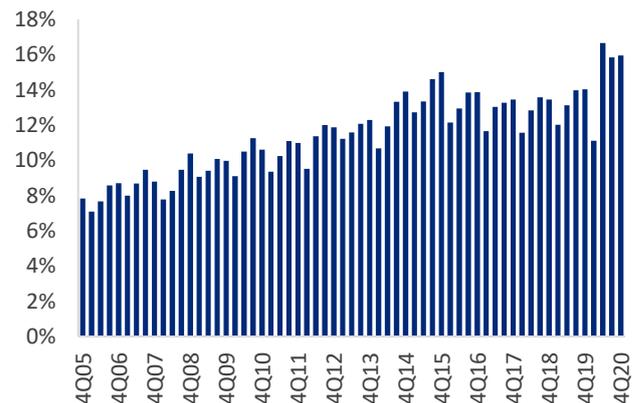
全球经济复苏带动消费品、电子产品出口全面向好。1-4月，主要消费品（服装、家具、玩具）的累计出口额较2019年的两年年均增速均有所增长，增速分别达到6.6%、19.2%、15.3%；以手机和液晶显示板为代表的电子产品实现较大幅度增长，4月累计出口额较2019年的两年年均增速分别达到14.1%和10.4%。高技术产品延续高增长。4月，高技术产品出口额累计同比增长41.7%，较2019年的两年年均增速为15.1%。

图表 79：进出口同比增速与贸易差额（亿美元）



注：同比增速为3个月移动平均值
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 80：中国货物出口的全球市场份额在2020年升至高位



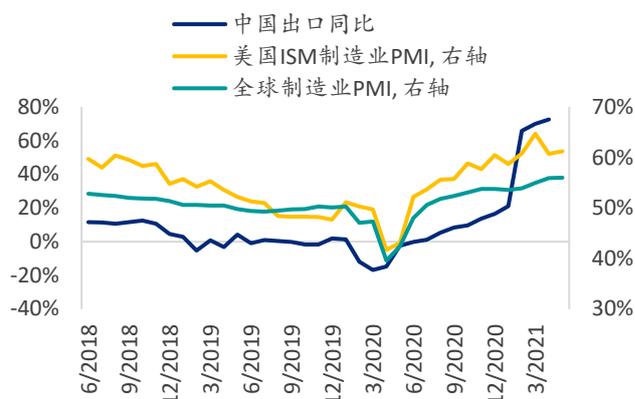
资料来源：WTO，浦银国际

图表 81: 消费品和高新技术产品的出口额整体恢复较好

单位: %	较 2019 年 1-4 月 两年年均增速	年初至今累计 同比增长
服装	6.6%	51.7%
鞋类	-0.4%	35.3%
玩具	19.2%	70.1%
家具及其零件	15.3%	66.8%
手机	14.1%	46.0%
液晶显示板	10.4%	51.7%
高新技术产品	15.1%	41.7%

资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 82: 能源和工业设备进口量同比增速稳定



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 83: 出口带动人均收入的增长



资料来源: CEIC, 浦银国际

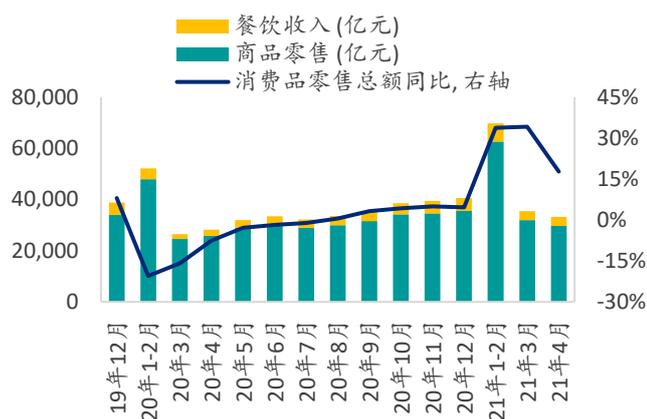
作为出口导向型经济体,中国出口贸易的表现间接影响消费的复苏。出口同比增速的上升和下降,基本对应了城镇人均收入的增长及下跌。2020年中国出口增速上升,城镇人均收入也呈现出类似的增长。在上述出口贸易增速上升、出口质量进一步提高、外部贸易环境改善等因素的影响下,出口带动人均收入上升的趋势将在 2021 年实现,这将间接为消费引擎提供支持。

消费引擎仍待加强

消费引擎延迟启动。今年1-4月，社会消费品零售总额累计同比增长29.6%，较2019年的两年年均增速仅为4.2%，显示消费复苏整体趋缓。其中，餐饮收入4月累计同比增长67.7%，较2019年的两年年均增速为-0.7%，显示服务业仍未恢复至疫情开始前的水平；商品零售4月累计同比增长26.4%，较2019年的两年年均增速为4.8%，商品零售仍有较大的复苏潜力

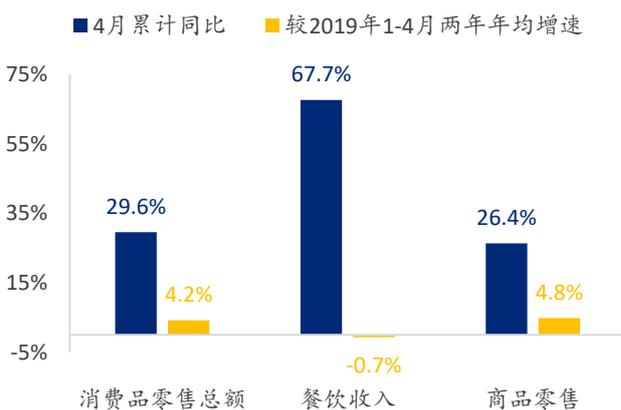
疫情压缩的消费将在2021年释放，这会成为促进消费的另一个推动力。在新冠疫情的冲击下，人均可支配收入和人均消费支出均出现显著下跌，但相比较之下，消费支出的下跌幅度要远远大于可支配收入。疫情导致的隔离和封锁，客观上减少了部分消费支出，尤其是在餐饮、娱乐、旅游等方面的支出。这些被压缩的消费就体现在人均可支配收入与人均消费支出之间扩大的距离，当然，也体现在人均储蓄和存款增速的上升。

图表 84：消费品零售总额同比增速下滑



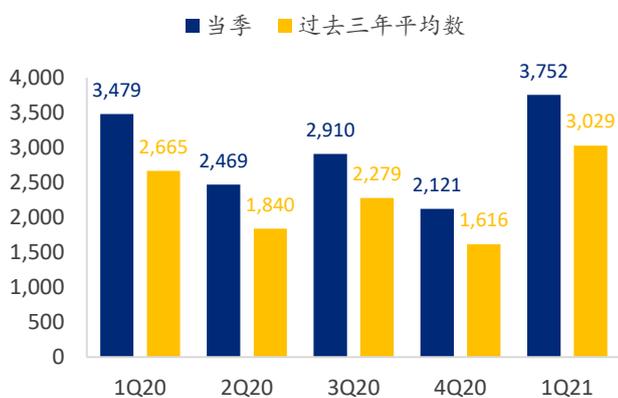
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 85：2021年4月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



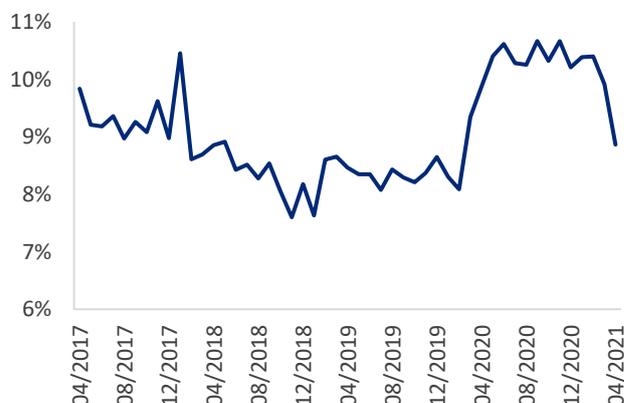
资料来源：CEIC，国家统计局，浦银国际

图表 86：疫情导致人均储蓄（元）显著增长



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 87：存款的同比增速开始下降



资料来源：CEIC，浦银国际

通过比较 2020 年每个季度的储蓄与过去三年间各季度储蓄的平均数，我们发现疫情导致储蓄显著增长。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，2020 年的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 3.59 万亿元，约占 2020 年 GDP 的 3.53%，相当于一份体量可观的经济刺激计划。而今年一季度的总储蓄比之前三年的平均值额外多出了 1.01 万亿元，显示额外储蓄仍未完全释放。

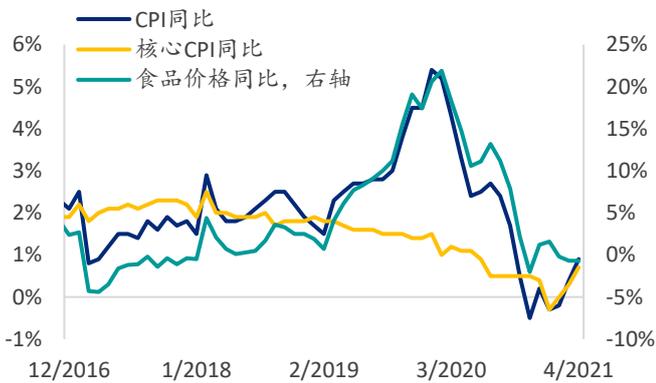
疫情期间大幅上升的存款增速，目前也已回落。2020 年，存款的同比增速从 2 月的 8.1% 直线上升至 5 月的 10.4%，并在 6 月至 10 月间维持了 10% 以上的增速。2021 年初，伴随中国经济整体复苏，消费动能释放，存款同比增速大幅下滑，4 月已下降至 8.9%，与疫情前的水平相当。

疫情期间，储蓄和存款的阶段性的上升并非是可持续的，在国民总储蓄率下降的大背景下，多出的储蓄和存款在经济稳定后将成为推动经济复苏的动力，尤其是通过增加消费的方式。换句话说，充足的储蓄和存款为 2021 年的经济复苏提供了持续的动力，并在一定程度上扩大国内市场的需求。

● CPI 与 PPI 的剪刀差

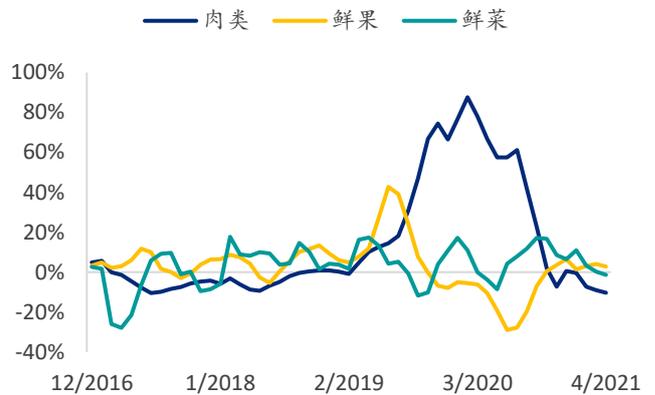
CPI 价格上涨动力不大。今年 4 月，CPI 同比增速由前期的 0.4% 回升至 0.9%，略低于预期（1.0%），累计同比增速为 0.2%。扣除食品和能源的价格影响，4 月核心 CPI 同比增速回升 0.4 个百分点至 0.7%，累计同比增速为 0.2%。高基数影响下，食品价格走低。4 月，食品价格同比增速为 -0.7%，累计同比增速为 0.0%，主要原因是猪周期下行、鲜菜和鲜果的季节性供需改善。

图表 88: CPI 同比增速回升，食品价格同比负增长



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 89: 肉类、鲜菜、鲜果价格的同比增速



资料来源: CEIC, 浦银国际

大宗商品价格上升带动 PPI 显著增长。今年 4 月，PPI 同比增幅显著扩大，从前期的 4.4% 上升至 6.8%，高于预期（6.5%），累计同比增速为 3.3%。

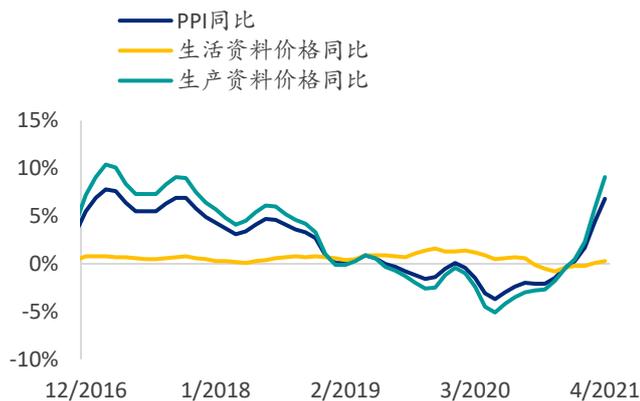
大宗商品价格维持高位，生产资料价格显著修复。受能源、有色和黑色金属矿石价格带动，4 月生产资料价格同比增速升至 9.1%，累计同比增速为 4.4%，是推动 PPI 上行的主要动力。自上而下的价格修复过程更加明显。4 月，就累计同比增速而言，采掘（10.7%）、原材料（6.7%）、加工（2.8%）的价格修复受大宗商品通胀驱动，延续“上游快、下游慢”的特征。

生活资料价格缓慢修复。4 月，生活资料价格同比增速缓慢修复，从前期的 0.1% 升至 0.3%，累计同比增速为 0.0%。其中，食品资料价格呈现增速趋缓，同比增速从前期的 2.0% 降至 4 月的 1.8%，累计同比增速为 1.7%，显示食品通胀回升仍面临压力。

CPI 与 PPI 剪刀差的趋势不会长期维持。4 月，CPI 与 PPI 的同比增速之差继续扩大，从前期的 4.0 个百分点扩大至 5.9 个百分点。伴随新冠疫苗的大规模接种，全球经济复苏加速，叠加低基数的影响，大宗商品价格走高，这是推动 PPI 上行的主要动力。但随着基数效应结束，商品价格增速放缓，PPI 的上行趋势将有所转变。

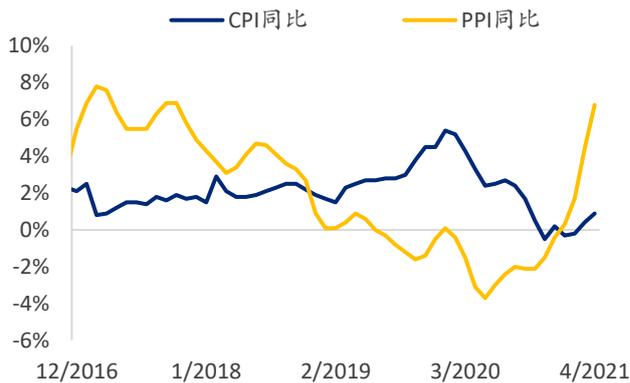
此外，中国央行的政策也不会受 PPI 影响。在 2010 年和 2017 年，中国央行没有采取提高贷款利率的措施来应对 PPI 指数的上行。但是，当 CPI 指数上升时（比如，2007-2008 年和 2010-2011 年），中国央行采取了加息的措施来抑制通胀。由于此次的 PPI 指数上行主要受能源价格上涨的影响，因此，采取非货币政策来保证供需的短期均衡是更有效的。

图表 90：生产资料价格修复，PPI 同比增速扩大



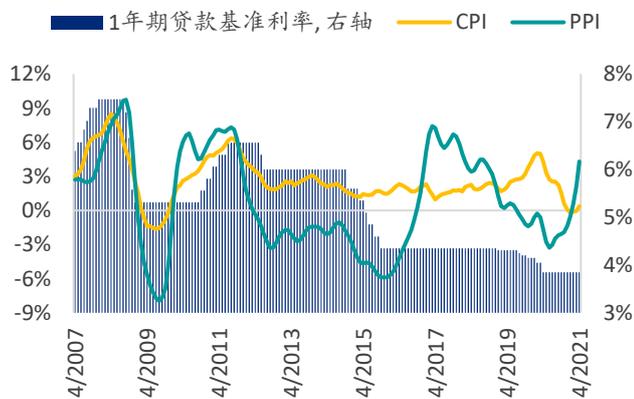
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 91：4 月 CPI 与 PPI 的剪刀差继续扩大



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 92：中国央行 1 年期贷款利率与 CPI、PPI 的趋势对比



资料来源：CEIC，浦银国际

● 流动性拐点后的走势

社融增速继续下降，新增社融温和回落。4月，社融存量升至296.16万亿元，同比增长11.7%，低于3月的增速（12.3%），为去年4月以来最低增速。4月，新增社融1.85万亿元，低于预期（2.29万亿元）和去年同期（3.10万亿元），但仍高于2019年同期的1.67万亿元。社融增速下降主要受基数效应和财政支出慢于预期的影响，并不是因为央行加速收紧货币政策。

政策层面，通过对比去年四季度与今年一季度央行货币政策执行报告，我们维持对流动性审慎的观点。按照央行“管好货币总闸门”的说法，我们认为，下一阶段的货币政策方向，“防风险”与“稳经济”将同样重要。社融增速仍有下降空间，预计年内将回落至10.5%的水平（详情请见[《各国央行QE缩减面面观——SPDBI全球央行观察（2021年5月刊）》](#)）。

图表 93: 2020年四季度与2021年一季度央行货币政策执行报告对比

	2020年四季度	2021年一季度
总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <u>坚持稳字当头，不急转弯</u> ，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <u>把服务实体放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间</u> ，处理好恢复经济和防范风险的关系。
关于流动性、货币供应量	保持流动性合理充裕， <u>保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。</u>	保持流动性合理充裕， <u>保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。</u>
流动性与经济	<u>把好货币供应总闸门，将经济保持在潜在产出附近。</u>	<u>完善货币供应调控机制，管好货币总闸门。</u>
社会融资成本	<u>巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。</u>	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力， <u>推动实际贷款利率进一步降低。</u>

资料来源：中国人民银行，浦银国际

短期贷款回落导致信用扩张趋缓。4月新增人民币贷款1.47万亿元，同比减少2,300亿元，低于预期（1.60万亿元）和2019年同期（1.70万亿元），信用扩张趋缓变得明显。

新增信贷结构优化，居民、企业中长期贷款同比增加。4月，新增居民中长期贷款4,918亿元，同比多增529亿元；企业中长期贷款6,605亿元，高于去年同期的5,547亿元。

基数效应下，企业短期贷款同比减少。去年疫情期间，央行推出普惠型小微企业贷款等政策工具缓解企业融资困难，导致去年4月企业短期贷款同比多增1,355亿元。高基数的影响下，今年4月新增企业短期贷款为-2,147亿元，同比少增2,085亿元。

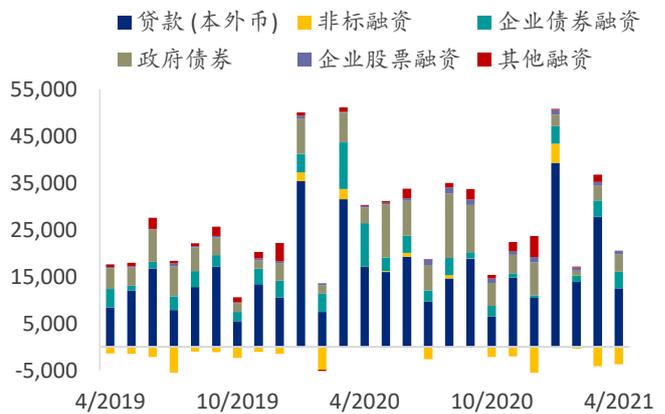
M2、M1 双双回落。信用扩张趋缓的影响下，4月M2同比增长8.1%，低于预期（9.2%），较前期下降1.3个百分点。M2增速显著下降主要受基期扰动的影响。M1同比增速由3月的7.1%继续滑落至4月的6.2%，低于预期（7.1%）。M1的明显下降显示出，流动性拐点确认后企业流动性出现一定程度的收紧。上半年财政支出慢于预期，4月新增财政存款5,777亿元，同比多增5,248亿元，预计下半年财政支出将集中投放，流动性的释放将带动M2增速回升。

图表 94：中国信贷脉冲呈现下降趋势



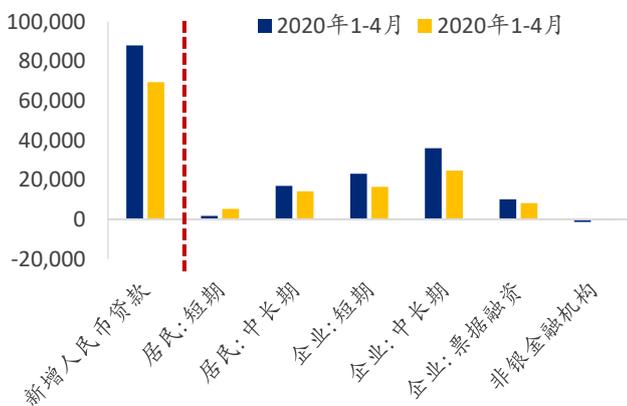
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 95：新增社融结构（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 96：新增信贷结构对比（亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 97：M2、M1 增速延续边际下降



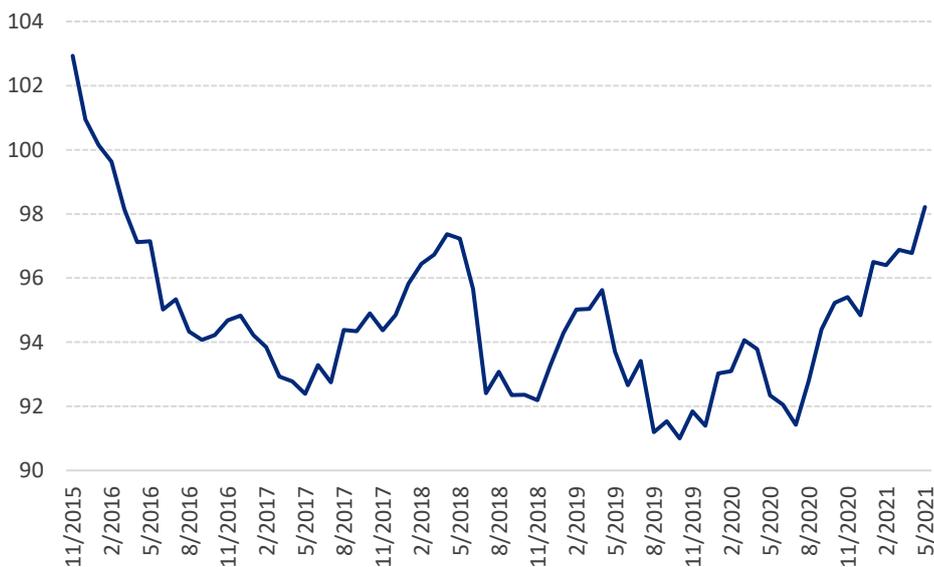
资料来源：CEIC，浦银国际

● 人民币升值前景

疫情期间，贸易顺差的持续扩大，带动人民币升值。自去年6月开始，人民币兑美元汇率从7.13的水平持续向下，今年5月底已达到6.36左右，这与货物贸易顺差持续扩大的走势相一致的。此外，疫情导致全球旅行被限制，显著减小了服务贸易逆差。货物贸易顺差的扩大和服务贸易逆差的缩小，共同扩大了贸易顺差，并导致人民币的升值。

大部分投资者关心的是人民币对美元走势，但从政策角度我们认为人民币兑一篮子货币的汇率CFETS也很重要。中国外汇交易中心的图表显示，CFETS在2016年去杠杆化和2018-19年贸易战期间有所贬值，但自2020年以来又开始逐步升值。我们预计，人民币将继续对一篮子货币升值，因为我们已提到，中国经济是第一个复苏的，其增长率明显高于其他国家。

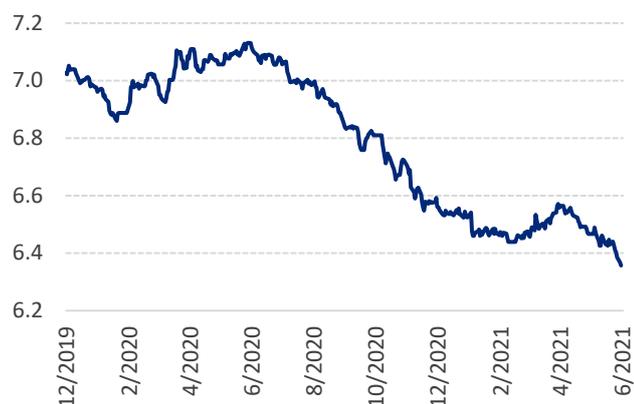
图表 98：中国 CFETS 人民币汇率指数



资料来源：CEIC，中国外汇交易中心，浦银国际

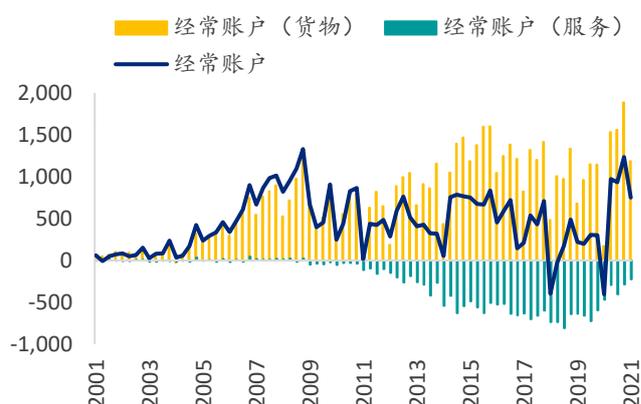
然而，在分析人民币兑美元时，我们也需要考虑到美元的变动，而不是单纯分析人民币的变动。正如我们根据“微笑美元利率”所分析的，美元将在2021年中旬开始走强。受此影响，我们预计，人民币兑美元的汇率将在今年年底前小幅走软至6.45-6.55的区间。

图表 99：疫情期间，人民币兑美元汇率走势



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 100：中国经常账户货物顺差与服务逆差（亿美元）



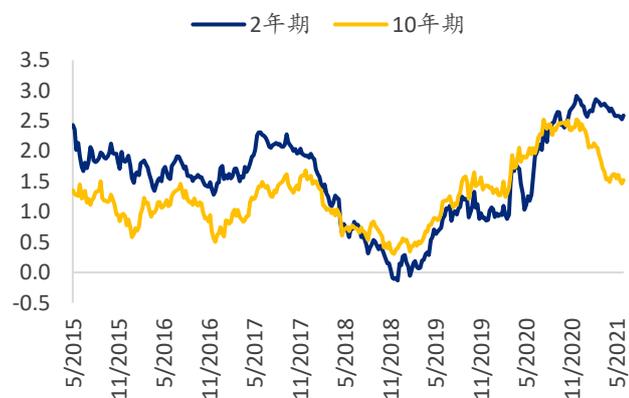
资料来源：CEIC，浦银国际

贸易顺差减小，人民币升值动力减弱。2021 年下半年，全球贸易与旅行将逐渐恢复，因疫情而压低的中国服务贸易逆差将有所扩大，货物贸易顺差也因进口回升而逐渐缩小，这将使得中国贸易顺差减小，并导致人民币升值速度边际减弱。

利率债供需不平衡推动利率下行。2020，中国债券市场中信用债违约事件频发，这在一定程度上导致债券市场投资人从信用债转向利率债，并导致利率债的需求增加。而供给方面，2021 年的政府债券的发行量因财政刺激下降

而减少。在需求增加和供给减少的双重作用下，利率面临下行压力。美债收益率曲线上行。2021 年，美国经济复苏前景向好，美联储缩减 QE 的步伐加快，美债收益率曲线预计将会继续上行。

图表 101：中美国债利差



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 102：中国金融机构外汇存款准备金(亿美元)



资料来源：Wind，浦银国际计算

考虑中美利率的双重影响，我们预计 2021 年中美利差将有所回落，并减弱人民币的升值动力。事实上，目前 10 年期中美利差以从去年 7 月的高位（2.52 个百分点）收窄至今年 5 月末的 1.53 个百分点。

政策层面，中国央行时隔十四年再次调整外汇存款准备金率，应对人民币升值。5 月末，中国央行发布公告称，上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由现行的 5% 提高至 7%。这是中国央行第三次调整外汇存款准备金率，而上一次调整则要追溯到 2007 年。

自 2005 年，中国央行将金融机构外汇存款准备金率统一调整为 3% 后，仅上调过三次：第一次是 2006 年 9 月 15 日，提升 1 个百分点，执行 4% 的存款准备金率；第二次是 2007 年 5 月 15 日，提高 1 个百分点，执行 5% 的外汇存款准备金率；而第三次就是今年 5 月末的调整。

与 2006-2007 年的两次调整相比，此次外汇存款准备金率的调整，力度将更加显著。

- 首先，提高的幅度不同。2006-2007 年，面对人民币的大幅升值，中国央行分两次提高外汇存款准备金率，一年内合计提高 2 个百分点。而此次，中国央行是一次性提高 2 个百分点，幅度更大、调整更快。
- 其次，锁定的外汇存款准备金体量不同。2007 年 5 月，金融机构外币存款余额约为 1,670 亿美元，即使上调 2 个百分点的准备金率，也仅能锁定 33.4 亿美元。今年 4 月，外币存款余额为 1 万亿美元，上调 2 个百分点的外汇存款准备金率则将锁定约 200 亿美元。

调整外汇存款准备金率的政策举措表明，中国央行想要遏制人民币的单向投机，但这不是央行希望人民币贬值的信号，更不是逆转开放资本市场政策取向的信号。当前，中国央行正逐步推进人民币汇率市场化改革，允许人民币汇率双向波动。因此，当市场预期单向押注人民币汇率时，中国央行理应有所干预。但是，我们不认为中国央行会恢复已于 2018 年停止的直接干预外汇市场的行为。尤其是在当下，出口表现良好，中国没有促使人民币贬值以帮助出口厂商的动机。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼