

宏观研究报告

证券分析师

钟正生（首席经济学家）

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



首席宏观点评

全球经济复苏的前景、变数和冲击

平安观点:

- **全球经济拐点可能何时出现？复苏具有怎样特点？** 2020 年底到 2021 年初，随着新冠疫苗在各国陆续投入使用，全球经济复苏预期强烈。但对于全球疫情发展与经济复苏之路不可盲目乐观。现阶段看，疫情仍在显著阻碍经济活动。此外，病毒变异、疫苗效用与副作用、疫苗产能与分配等问题仍有不确定性。2021 年全球经济可能会比预期得慢，从而呈现“耐克型”（反弹较慢、持续时间较长）复苏。2021 年美国经济复苏可能超预期，而欧洲经济复苏前景相对黯淡，美欧经济复苏可能“脱钩”。
- **一波持续的通胀是否已伺机而动？** 2021 年美国可能成为全球通胀的“震源”。首先，美国政策刺激力度可能“有过之而无不及”。其次，美国或面对消费快反弹与工资快上涨的压力。最后，由于去年的低基数，美国通胀指标在今年很高并不困难。从大宗商品来看，站在全球角度，疫情以来并持续至今的大宗商品价格上涨，亦是全球通胀预期提高的重要原因。未来商品价格将主要反映真实的供需关系，人为的供给限制、市场情绪等因素可能淡化甚至褪去，商品价格过快上涨而引发的通胀风险可能并没有想象中严峻。
- **在防通胀和盼复苏之间如何权衡？持续通胀何时会带来美联储加息和全球利率拐点？** 对于美联储的政策权衡而言，当下确保经济复苏可能比预防通胀走高更重要。此外，需注意新兴经济体的加息压力。我们近期观察到，土耳其、巴西、俄罗斯等国已经开始加息，为全球加息“打前站”。新兴经济体央行更可能“按捺不住”加息冲动，以期巩固疫情后一度大量流入的外资。
- **在变数中走向复苏的全球经济将如何影响中国？** 一方面，今年全球经济复苏的节奏和特点，对于中国的出口是非常有利的。另一方面，外部环境可能对中国施加中长期影响。中国在“外循环”的构建上面临新的机遇。应积极主动参与或引领区域贸易协定的建立，扩大“朋友圈”，巩固“外循环”，并为“内循环”赋能。与此同时，也要更加注重自身的高质量发展。这十四五规划启航之际，我们期待中国经济的高质量发展迈向新的台阶。

问题一：全球经济拐点可能何时出现？复苏具有怎样特点？

现阶段看，全球经济复苏之路有两个特点值得关注：

一是，全球经济复苏更可能呈现“耐克型”，而不是“V型”。新冠疫情作为“自然灾害”冲击，相比金融经济危机而言，经济本身应该能够较快修复。2020年底到2021年初，随着新冠疫苗在各国陆续投入使用，全球经济复苏预期强烈。但对于全球疫情发展与经济复苏之路不可盲目乐观。现阶段看，疫情仍在显著阻碍经济活动，近期欧洲疫情第三次反扑、多国重新加大封锁力度，持续封锁下至少今年一季度经济恢复是不及预期的。此外，病毒变异、疫苗效用与副作用、疫苗产能与分配等问题仍有不确定性。例如，巴西变异病毒可能威胁疫苗效用、近期多国暂停使用阿利斯康疫苗等，而发展中国家的疫苗获取量仍堪忧。今年二季度后，美国和英国以及其他少部分国家有可能实现大范围接种，但包括欧洲在内的发达国家可能仍然与群体免疫有差距，发展中国家与欠发达地区更落后。2021年全球经济能否呈现显著的“V型”复苏仍不确定，可能会比预期得慢，从而呈现“耐克型”（反弹较慢、持续时间较长）复苏。

二是，美国经济复苏可能超预期，且美欧经济复苏可能“脱钩”。今年以来美国复苏超预期，很大程度上来自去年的“低于预期”。疫情以来特朗普政府防疫不力，美国成为全世界疫情最严重的国家之一，且去年下半年还经历美国大选风波，最终美国在2020年经历了二战以来最严重的经济衰退，这也表现在去年美元指数的持续走弱上。相比之下，欧洲在去年下半年推出总额达1.8万亿欧元的复苏计划，且制造业快速恢复，市场在去年年底对欧洲经济较有信心，欧元兑美元升值较明显。但故事在2021年似乎有所反转。随着拜登上台，美国疫情防控加严、疫苗推广加速，叠加1.9万亿美元法案顺利通过，美国在复苏赛道上有所提速，IMF、OECD等国际组织在今年都大幅上调了美国经济增长预测。反观欧洲，一是疫苗推广远不及美国和英国，二是由于统筹困难其复苏计划很难快速落地，三是德国意大利等国家还将面临大选等政治不稳定因素，这些均使欧洲经济复苏前景变得相对黯淡。

问题二：一波持续的通胀是否已伺机而动？

第一、美国通胀的演绎。2021年美国可能成为全球通胀的“震源”。从很多角度看，美国今年的通胀压力都不小。首先，美国政策刺激力度可能“有过之而无不及”。我们测算，2020年美国财政刺激规模占当年GDP的18.4%，而OECD预测2020年美国产出缺口为6%；2021年1.9万亿美元法案占美国2020年GDP比重为9%，而OECD预测2021和2022年美国产出缺口分别为4.6%和3%。其次，美国或面对消费快反弹与工资快上涨的压力。一方面，在大规模财政补贴下，美国居民比疫情前更“有钱”了。然而，目前消费暂未快速反弹，居民储蓄率畸高。未来一旦消费场景恢复，可能出现消费的快反弹，加剧通胀压力。另一方面，美国或面临一个“慢就业”困境。目前美国就业市场恢复偏慢，一个可能原因是，财政补贴过度，导致居民就业意愿不足。这或意味着，美国企业可能不得不提高工资，继而抬升生产成本与物价中枢，加剧通胀压力。最后，由于去年的低基数，美国通胀指标在今年很高并不困难。美联储刚刚上调了2021年美国通胀预测，全年PCE同比由1.8%提高至2.4%。假设今年PCE匀速增长（平均月环比为0.185%），美国PCE月同比将在4、5月达到2.7-2.8%的全年高点，且11月还可能小幅窜高至2.5%以上。要知道，2012年以来美国全年PCE同比再未超过2%，月同比再未超过2.5%。这样看，2021年美国通胀水平至少可能是近十年来最高的。

第二、大宗商品周期的演绎。站在全球角度，疫情以来并持续至今的大宗商品价格上涨，亦是全球通胀预期提高的重要原因。面对商品价格急涨，人们容易下意识“线性外推”，并找一些新的“故事”

（例如“绿色经济”）来佐证市场的热情。但冷静思考下，我们认为判断未来整体商品价格持续上涨的风险不大。**首先，需注意需求侧的边界，疫情对全球经济造成的冲击或没那么快恢复。**IMF 最新预测，发达经济体在 2021 年第 3 季度时的经济水平（不是增速）仍恢复不到 2019 年第 4 季度时的水平。**其次，需注意供给侧的弹性。**以原油为代表的能源品，其产能的自我调节能力是较强的。EIA 数据显示，欧佩克在 2021 年第 1 季度的闲置产能预计仍有每日 700 万桶，远高于 2009 年 400 万桶的历史高位。此外，全球地缘政治博弈（例如当前趋于紧张的美俄关系）亦可能促使产油国战略性增产。**再次，需注意美元的变数。**2021 年以来，随着美国经济“超预期”复苏，10 年美债收益率急速上行，美元走弱的逻辑正在变化，意味着以“弱美元”撬动商品超级周期的概率很小。**最后，需注意“绿色泡沫”的风险。**对于以铜为代表的“新能源金属”，前期市场乐观预期较满，未来价格或经历波动和下挫。而且，绿色经济发展本身意味着对传统能源的挤出。总结而言，未来商品价格将主要反映真实的供需关系，人为的供给限制、市场情绪等因素可能淡化甚至褪去，商品价格过快上涨而引发的通胀风险可能并没有想象中严峻。

问题三：在防通胀和盼复苏之间如何权衡？持续通胀何时会带来美联储加息和全球利率拐点？

首先，美联储政策天平如何权衡？确实，通胀与经济复苏是美联储及大部分央行都需要平衡、也是极难平衡的。美联储最希望看到伴随着美国经济平稳复苏，通胀能够温和上升至 2% 附近。但很多时候，政策天平无法做到绝对的平衡。如果一定要有所侧重，我们认为，**确保经济复苏可能比预防通胀走高更重要。**这可从三方面理解：**一是，当前通胀压力更可能是短期的。**商品目前的供需矛盾可能是阶段性的，物价上涨自然会引导供需迈向新的平衡。美联储最新预测，虽然 2021 年美国 PCE 通胀率或明显超过 2%，但 2022 年、2023 年和长期的通胀预测保持在 2% 左右，说明美联储认为通胀压力可能不会持续太久。**二是，经济复苏的难度更大。**经济衰退可能具有惯性。如果过早收紧政策以抑制通胀，那么美国可能又回到近十年以来的“低通胀、低增长”状态，即通胀可能长期不及目标水平，而这是美联储更不希望看到的。而且，经济指标的下滑，对应的可能是百万人失业、百万个家庭的悲欢离合。换言之，经济未能复苏的“杀伤力”非常大，在贫富鸿沟悬殊、社会撕裂凸显的当下更是如此。**三是，通胀走高更易应对。**正如鲍威尔不断强调的，美联储有充足的工具来应对通胀走高。我们说，各国央行虽在推升通胀上黔驴技穷（“强马饮水难”），但在抑制通胀上可谓招数满满（“牵马河边易”）。

其次，需注意新兴经济体的加息压力。美联储最新点阵图显示，大部分委员仍然不认为 2022 年会加息，且目前仍未开始缩减 QE 的讨论，这意味着美国加息拐点还有一段距离，而政策转向的拐点可能最早在今年下半年。不过，我们近期观察到，土耳其、巴西、俄罗斯等国已经开始加息，为全球加息“打前站”。为什么新兴经济体加息可能提前？近期美债收益率快速走高，10 年美债收益率在 3 月 18 日收于 1.71%，再创疫情以来新高。背后原因是，美国经济复苏预期加强，继而美国加息预期也正在提前。同时，美债与其他国家主权债利差正在缩窄，目前欧债、日债、中债等与美债利差均降至疫情前水平。若利差持续收窄，则可能引发新一轮“Carry Trade”（套息交易）。事实上，这也是助推近期美元阶段走强的一个重要诱因。对新兴市场而言，美国加息预期提前，美债利率加速攀升，均意味着美元回流风险加大。新兴经济体央行更可能“按捺不住”加息冲动，以期巩固疫情后一度大量流入的外资。

问题四：变数中走向复苏的全球经济将如何影响中国？

首先，外部经济复苏对今年中国出口的影响值得关注。外部经济复苏将主要通过两条路径影响中国经济——金融市场和商品市场。在此我们主要谈谈实体经济（即商品市场）的部分，这部分的溢出效应又主要体现在中国出口上。我们认为，今年全球经济复苏的节奏和特点，对于中国的出口是非常有利的：一是，美国大规模财政刺激与房地产投资将显著提振需求，预计这部分需求的上行有望维持 1-2 个季度。二是，欧洲等国目前仍处于封锁状态，但需求势能仍足，因此即使经济复苏可能落后于美国，仍有望在今年下半年以后逐步复苏，接力拉动中国的外需。三是，除中国以外的新兴经济体，由于新冠疫苗接种落后，预计在今年三季度以后经济活动才能逐步恢复。这意味着在今年大部分时间里，中国出口面临的竞争相对较小。四是，美元在 2021 年贬值空间有限、还可能阶段性走强，这对中国出口竞争力来说也是一件好事。

其次，外部环境对中国的中长期影响。一是，以“区域合作”继续赋能中国的双循环格局。中美乃至全球贸易摩擦以来，叠加新冠疫情冲击，传统的全球化模式持续受到挑战。例如，疫情后，各国愈发重视经济安全和韧性，鼓励部分供应链尤其制造业回流本土。又如，虽然拜登上台以来表现出参与国际合作的热情，但这并非意味着全球经贸合作能“回到从前”。需注意，美国支持的国际合作是有“圈子”的，其核心是团结盟友、恢复美国领导力，并在此基础上制衡中国、俄罗斯等竞争对手。我们认为，未来全球化的退潮可能还会继续，但这并非意味着国际合作的终结。事实上，随着 RCEP、中欧投资协定等重量级协议签署，中日韩协定加速推进，中、美、英等国对加入 CPTPP 持开放态度，对中国乃至世界而言，区域性合作或将扮演更重要角色。这也意味着，中国在“外循环”的构建上面临新的机遇。应积极主动参与或引领区域贸易协定的建立，扩大“朋友圈”，巩固“外循环”，并为“内循环”赋能。二是，更加注重自身的高质量发展。“以不变应万变”，这句老话在今天来看，可能仍是一种应对不确定世界的智慧。中国向外界学习、与外界合作，也时刻提醒自己、敦促自己，中国有自身的国情、有自己的问题需要解决。这些事情可能包括：激发市场主体活力、创新驱动发展、全面实施乡村振兴战略、完善新型城镇化战略、继续推动资本市场改革、实行高水平对外开放等。十四五规划启航之际，我们期待中国经济的高质量发展迈向新的台阶。

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_18622

