中国银行 BANK OF CHINA 研究院

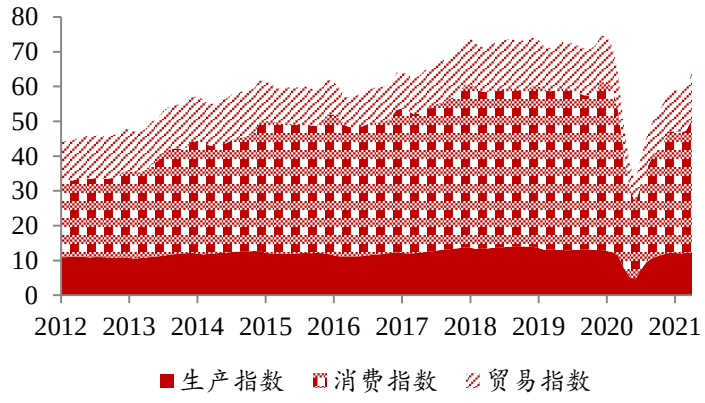
全球经济金融展望报告

2021 年第 3 季度（总第 47 期）　　报告日期：2021 年 7 月 5 日

要点

- 2021 年上半年，全球经济在波动中延续复苏势头，生产端逐渐接近恢复至疫情前水平。全球金融市场流动性整体充裕，市场利率保持低位。美元指数触顶回落，大宗商品价格大幅上涨。
- 展望下半年，全球经济增长有望进一步提速，发达经济体复苏步伐继续领先新兴经济体，但病毒变异会增加全球疫情控制的不确定性。全球通胀上行，带动主要经济体货币政策正常化预期升温。
- 美国经济复苏加快，货币政策转向节点将至，下半年可能开始讨论缩减 QE，潜在影响值得关注。
- 主要国家加大对高新技术投入力度，广泛使用产业政策措施以达到战略目的，大国间科技竞争博弈更趋激烈。

全球经济月度追踪指数分项变化情况



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院
全球经济金融研究课题组

组　长：陈卫东
副组长：钟　红
　　王家强
成　员：廖淑萍
　　边卫红
　　熊启跃
　　王有鑫
　　赵雪情
　　王若兰
　　曹鸿宇
　　邹子昂
　　蒋效辰
　　王　淳
　　黄小军（纽约）
　　陆晓明（纽约）
　　瞿　亢（伦敦）
　　张明捷（法兰克福）
　　张　琰（东京）
　　丁　孟（香港）
　　黄　晓（首尔）

联系人：廖淑萍
电　话：010-66594052
邮　件：liaoshuping@bankofchina.com

全球经济复苏提速，货币政策调整压力加大

——中国银行全球经济金融展望报告（2021 年第 3 季度）

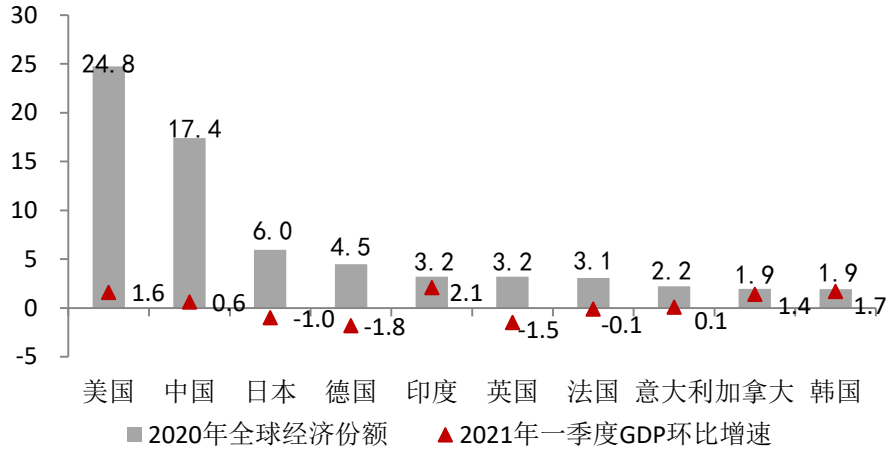
2021 年上半年，欧美疫情缓和、疫苗接种加快，但亚洲疫情有所反复，全球经济在波动中延续复苏势头。其中，生产端逐渐接近疫情前水平，消费端加快复苏，商品和服务贸易持续稳定增长。全球金融市场流动性整体充裕，市场利率保持低位。美元指数触顶回落，大宗商品价格大幅上涨。展望下半年，全球经济增长有望进一步提速，发达经济体复苏步伐继续领先新兴经济体，但病毒变异会增加全球疫情控制的不确定性。全球通胀上行，带动主要经济体货币政策正常化预期升温。本期报告分别对美联储货币政策转向的时间节点、操作路径和潜在影响，以及主要经济体产业政策动向、影响及应对进行专题分析。

一、全球经济上半年回顾与下半年展望

（一）2021 年上半年全球经济在波动中稳步复苏

2020 年下半年以来，全球经济陆续重启，产业链、物流、消费、工业生产等活动逐渐恢复，叠加各国普遍采取的财政货币刺激政策，带动全球经济开始复苏。然而，2021 年第一季度，日本、德国、法国等发达经济体疫情再度反复，拉美、非洲、亚洲主要新兴经济体疫情仍在扩散。受此影响，全球经济复苏势头有所放缓，全球前十大经济体中有 4 个国家实际 GDP 环比负增长（图 1），3 个国家经济同比负增长（日本、德国和英国）。

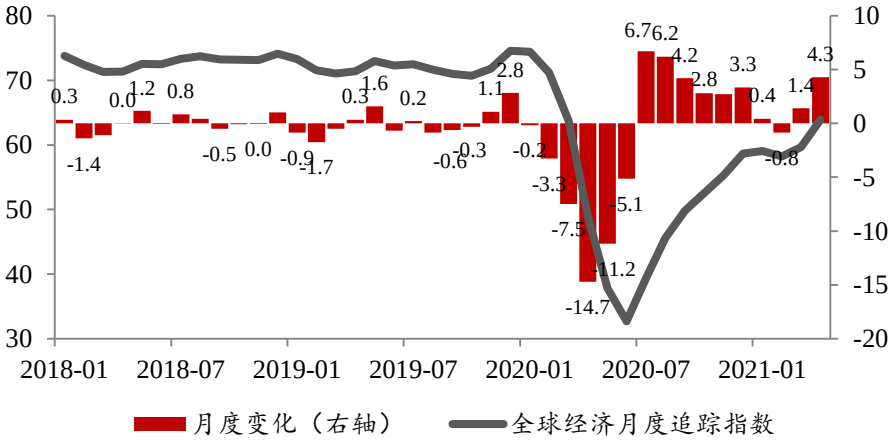
图 1：全球前十大经济体 2021 年第一季度 GDP 环比增速（%）



资料来源：IMF，Wind，中国银行研究院

我们构建的全球经济月度追踪指数在2021年1月延续复苏势头，2月下滑，3月回归正增长，4月大幅提高4.3个点，为去年9月以来最大增幅（图2）。从趋势水平看，虽然一季度复苏有所波动，但今年前4个月该指数月度均值（60.2）仍然明显高于去年四季度（55.5）和去年下半年（50.2），复苏动力不断增强。目前，该指数逐渐朝疫情前水平收敛，缺口不断收窄。

图 2：全球经济月度追踪指数变动趋势



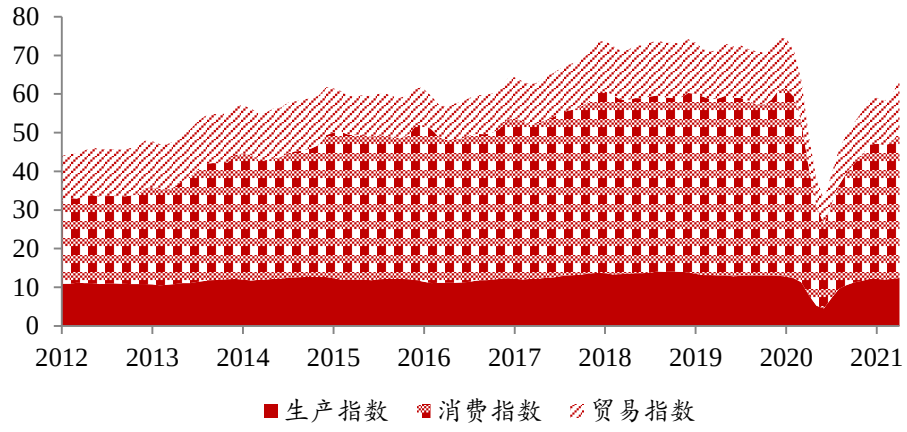
注：指数越大说明全球经济复苏势头越好。

资料来源：中国银行研究院

2021 年上半年，全球经济复苏呈现以下特点。

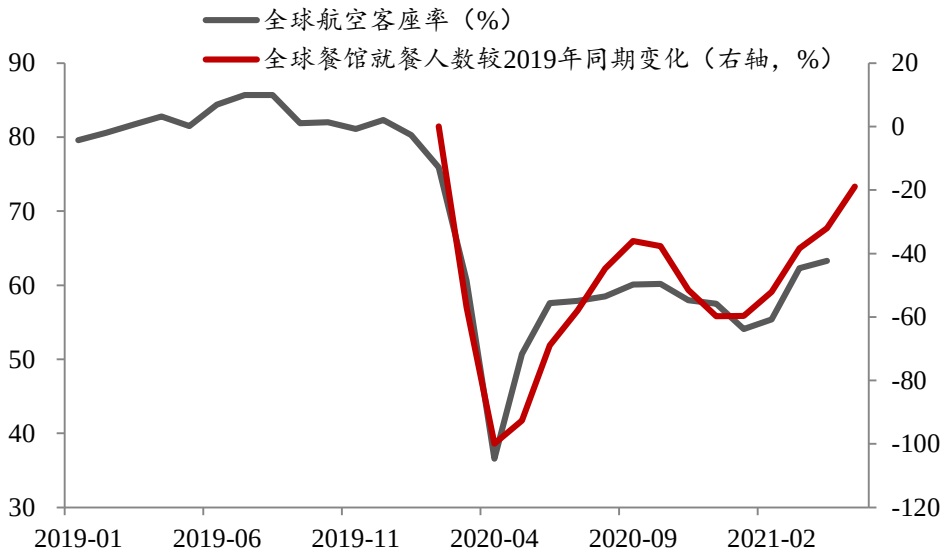
一是全球生产端逐渐接近疫情前水平，消费端加快复苏，供需复苏不同步情况有所缓解。全球经济月度追踪指数主要包括三个分项：全球生产指数、全球消费指数和全球贸易指数。截至 2021 年 4 月，三个分项指数全部实现增长，分别较去年 12 月增长 0.2、3.6 和 1.5 个点（图 3），对总指数增长的贡献度分别为 4.3%、67.7%和 28.0%，消费端成为拉动全球经济复苏的重要动力。今年以来，占全球家庭消费支出比重 49%的 OECD 国家消费者信心指数快速走高，4 月该指数超过 100，为近 14 个月最高，仅次于疫情发生初期。其中，美国零售和食品服务销售额 3 月以来连续三个月超过 6000 亿美元，不断创历史新高。5 月全球餐馆就餐人数较 2019 年同期下降 18.9%，但明显好于去年底（下降 59.8%，图 4）。随着疫苗接种率增加，全球户外消费活动逐渐回暖。虽然消费端复苏加快，但与疫情前相比仍然低 10 个点左右，缺口远高于生产端（0.6 个点）。目前全球生产端复苏相对稳固，摩根大通全球制造业 PMI 指数、OECD 综合领先指标、全球粗钢产量等指标均超过疫情前水平，中国、美国、日本、德国、韩国、意大利等制造业增加值全球占比排名前十的国家，工业生产/增加值指数快速从底部恢复。

图 3：全球经济月度追踪指数分项变化情况



资料来源：中国银行研究院

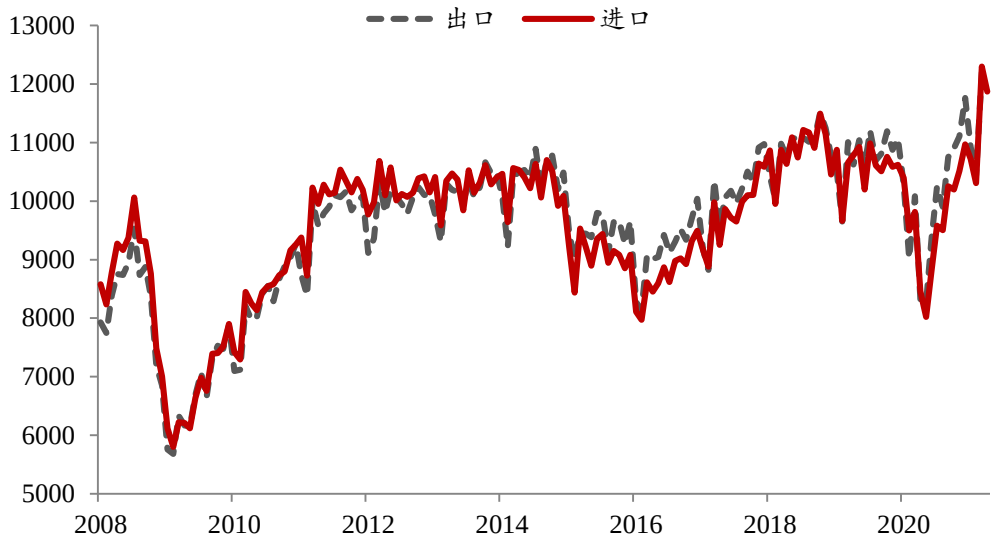
图 4：全球航空客座率和餐馆就餐人数变化趋势



资料来源：Wind，Opentable 网站，中国银行研究院

二是全球商品贸易复苏快于服务贸易。受工业生产和产业链、供应链、物流快速恢复的带动，全球商品贸易强势复苏。联合国贸发会议报告显示，得益于商品贸易推动，2021 年第一季度全球商品和服务贸易同比增长 10%，环比增长 4%。我们加总计算了中国、美国、欧盟、日本、加拿大、澳大利亚、韩国、新加坡、俄罗斯、印度、南非、巴西、土耳其、印尼、泰国、马来西亚、菲律宾、越南、墨西哥、阿根廷等 20 个主要经济体的月度商品进口和出口数据（上述经济体 2020 年商品贸易总额约占全球 70%左右，代表性较强），结果发现今年前 4 个月 20 个主要经济体的累计商品进口和出口额均创历史记录，分别达到 4.52 和 4.56 万亿美元，环比分别增长 7.8%和 2.5%（图 5）。鉴于全球产业链和供应链逐渐走上正轨，下半年贸易对全球经济复苏的支撑作用将更加明显，预计全年商品和服务贸易将持续稳定增长，全年增速有望达到 16%。

图 5：全球 20 个主要经济体月度商品进口和出口金额（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

贸易复苏存在分化。从地区看，大多数经济体进口贸易都实现增长，但出口主要依靠新兴经济体特别是东南亚地区拉动。**从产品类别看，**矿石产品、办公设备、通信设备等需求持续反弹。根据联合国贸发会议统计，今年第一季度上述产品贸易规模分别同比增长 42%、38%、37%。机械设备、服装、医疗产品等贸易规模也增长较快。**从贸易类型看，**受制于各国依然实行入境和旅游限制，服务贸易复苏相对缓慢。4 月全球航空客座率为 63.3%，尽管较疫情期间有所恢复，但仍远低于疫情前 80%以上的趋势水平（图 4），侧面反映了服务贸易的低迷复苏，跨境旅游和商务等活动持续遭受影响。**从价格方面看，**大宗商品价格快速上涨，带动波罗的海干散货指数和 RJ/CRB 商品价格指数快速上涨。这虽然改善了整体贸易数据，但同时也伤害了大宗商品进口国，目前很多国家制造业厂商同时面临原材料价格上涨、运费提高、汇率升值等多重冲击，出口盈利空间明显收窄，生产积极性受到打击。

三是区域方面，欧美等发达经济体开始加速复苏，部分新兴经济体复苏乏力。目前，美国受益于大规模的量化宽松政策和不断推出的积极财政政策，经

济复苏形势较好，一季度与中国共同引领全球增长。英、德、法、意等欧洲主要发达经济体虽然一季度受疫情冲击经济复苏疲软，但二季度疫情形势明显改观，每百人的疫苗接种剂次均超过 65%，逐渐接近群体免疫标准，生产和消费活动加快恢复。而非洲和拉美大部分新兴经济体疫情仍在蔓延，印度疫情未得到有效控制且向周边国家蔓延，对各国经济活动带来负面影响。新兴经济体复苏前景不如发达经济体乐观。

四是全球经济复苏所面临的风险状况有所改善，但美联储货币政策转向的潜在风险抬升。2021 年 4 月，全球经济风险指数为 36.4，较去年底下降 0.6 个点，主要得益于生产、贸易和金融领域风险有所下降。全球经济政策不确定性指数和美国贸易政策不确定性指数分别较去年底下降 106 和 83.3 个点，标准普尔 500 波动率指数也较去年底明显下降，金融市场波动有所缓解。不过，受疫情仍在蔓延、经济复苏放缓影响，新兴经济体证券资本净流入金额保持在低位，今年前五个月月度净流入金额不足 100 亿美元，远低于去年 12 月 306 亿美元的规模。随着美国经济复苏加快，大宗商品价格抬升，美国通胀风险快速上行，最近两个月连续处于高风险区域，未来美联储货币政策提前转向的风险加大（表 1）。

展望 2021 年下半年，全球经济复苏将进一步提速。5 月以来全球新冠疫情每日新增病例趋势性下降，目前每百人疫苗接种已超过 30 剂次，预计疫情将进一步改善。全球生产和贸易将逐渐恢复至疫情前水平，餐馆、旅客出行等消费活动将继续加速反弹，经济复苏加快。不同区域的复苏进程将进一步分化，考虑到发达经济体政策支持力度更大，疫苗普及速度更快，预计复苏步伐继续领先新兴经济体。在 6 月的 G7 领导人峰会上，发达经济体虽然表示将在明年年底前为全球提供 10 亿剂新冠疫苗，但仅占低收入和中等收入国家人口比例的 10%左右，疫苗覆盖率远远不足，将加大发展中国家经济复苏难度，拉长复苏周期。而且病毒变异将导致全球疫情控制再次增加不确定性因素。随着美联储

货币政策正常化预期不断升温，全球金融市场波动将显著增大，下半年新兴经济体可能将再次面临资本外流、汇率贬值等冲击，外债偿还压力提高，金融市场风险将逐渐向实体领域外溢，影响复苏进程。因此，对于未来全球经济走势，我们保持谨慎乐观判断，预计 2021 年全年增长 5.8%左右，较 3 月预测提高 0.1 个百分点。

表 1：全球经济风险热图

	全球经济政策不确定性指数	花旗十国集团经济意外指数	花旗新兴市场经济意外指数	美国贸易政策不确定指数	美国通胀风险（CPI，%）	标准普尔 500 波动率指数（VIX）	新兴经济体证券资本净流入（10 亿美元）
2020-01	226.5	5.4	1.6	646.8	2.5	13.9	2.0
2020-02	228.4	16.1	21.6	463.0	2.3	19.6	-13.6
2020-03	356.8	24.2	-25.0	194.8	1.5	57.7	-55.3
2020-04	358.0	-62.3	1.7	239.9	0.3	41.5	1.7
2020-05	430.0	-112.3	7.2	161.5	0.1	30.9	1.9
2020-06	328.8	-9.5	11.0	57.1	0.6	31.1	12.5
2020-07	351.5	101.2	-17.7	89.8	1.0	26.8	4.0
2020-08	301.1	164.3	14.4	150.9	1.3	22.9	3.6
2020-09	290.1	121.3	38.4	96.6	1.4	27.7	-13.7
2020-10	307.0	85.9	45.1	331.2	1.2	29.4	-5.2
2020-11	367.0	75.4	57.5	204.6	1.2	25.0	50.5
2020-12	294.9	95.9	66.8	123.6	1.4	22.4	30.6
2021-01	276.1	90.6	63.6	72.4	1.4	24.9	16.7
2021-02	213.1	89.5	64.1	52.4	1.7	23.1	7.0
2021-03	213.0	67.8	41.0	47.7	2.6	21.8	6.8
2021-04	195.1	79.7	32.4	72.8	4.2	17.4	13.6
2021-05	188.8	81.3	57.0	40.3	5.0	19.8	4.0

注：红色、粉色、黄色、淡绿色、绿色分别代表高风险、中高风险、中风险、中低风险和低风险，图中数字为指标实际值或月度均值；花旗经济意外指数数值越大，表明经济复苏形势越好。

资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）重点国别/地区经济形势研判

1.美国经济回顾与展望

2021 年上半年，美国经济延续复苏势头。随着疫苗广泛接种，美国疫情得

到缓解，经济活动逐步恢复正常，加速经济复苏。一季度，美国实际 GDP 季度环比折年率达到 6.4%。

从需求侧来看，上半年美国经济增长的主要贡献来自消费者支出。一季度个人收入和支出环比分别增长 12.4%和 7.2%。3 月美国零售销售增长 9.8%，创去年 5 月来新高；娱乐、旅行、酒店住宿等服务消费增长较快，达到 10.7%。随着拜登第三轮救助计划的落实，4 月美国个人收入环比大增 10.5%，带动 5 月个人支出环比增长 8.1%，创有数据统计以来的最大月度增速。私营部门固定投资快速增长，一季度企业非住宅类固定资产投资增长 10.8%，其中，预示未来产能及生产率增长的设备和知识产权类投资增速远高于历史水平。

从供给侧来看，上半年美国制造业和非制造业复苏均较为明显。5 月，工业总体产出指数环比升 0.67%，产能利用率升至 74.87%，已接近疫情前 77%水平。4 月和 5 月，美国 Markit 制造业 PMI 分别为 60.5 和 62.1，ISM 非制造业 PMI 分别为 62.7 和 64，均高于一季度均值。圣路易斯联储预测美国二季度 GDP 环比折年率将达到 8.24%，6 月蓝筹经济指标调查的经济学家甚至预计二季度 GDP 增速将达到 9.6%。

失业率下降，就业需求旺盛。1-5 月美国失业率（经季调）分别为 6.3%、6.2%、6%、6.1%和 5.8%，呈下降趋势，但仍高于疫情前的 3.6%。4 月和 5 月新增非农就业人数分别为 27.8 和 55.9 万人，不及预期。但从细分数据来看，实际情况可能略好于数据表现。失业率上升，主要因劳动参与率提升，表明劳动力正在重回就业市场；小时薪资增速和工时的环比上涨，显示劳动力市场需求仍旺盛。休闲和酒店业就业近期也出现快速增长。

通胀水平持续攀升。能源、交通出行、服务业价格大涨和低基数效应，推动通胀超预期上行。一季度美国 GDP 平减指数达到 4.3%，远高于 2020 年四季度的 1.9%。4 月和 5 月，美国 CPI 同比分别增长 4.2%和 5%，为 2008 年以来新

高；核心 CPI 同比分别增长 3.0%和 3.8%，创 1992 年 5 月以来新高；PPI 同比分别增长 6.2%和 6.6%，核心 PPI 同比分别增长 4.1%和 4.8%，均创有记录以来最高水平。

展望下半年，美国经济增长的潜力仍然很大。随着政府财政转移支付减少，个人支出将会下降。5 月和 6 月，密歇根大学消费者信心指数分别为 82.8 和 86.4，较 4 月有所下降，表明消费者下调了对当前状况和短期前景的评估。但私营部门投资（包括库存投资）将持续增长，成为驱动 GDP 增长的主要因素。随着旅行增加和娱乐场所的重新开放，服务业有望成为增长动力。从景气调查来看，原材料供应不足和劳动力短缺是通胀上行的重要因素。前者短期内难以明显改善，通胀仍有上行空间。6 月蓝筹经济指标调查的经济学家预测三、四季度美国实际 GDP 将分别增长 7.3%和 5.2%，2021 全年可达 6.7%；美国失业率季度平均值可能在四季度下降到 4.8%，全年平均值为 5.5%。

2.欧元区经济回顾与展望

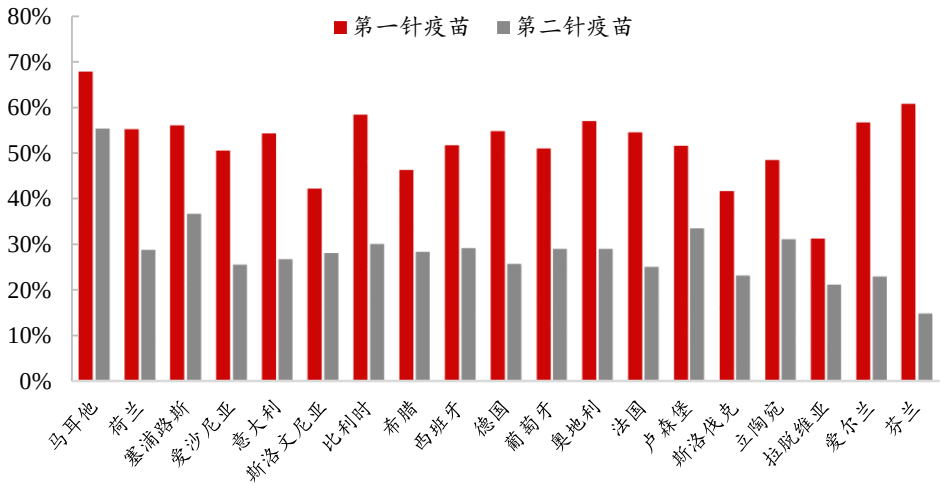
欧元区经济在一季度末开始复苏。为了控制第三波疫情的扩散，欧洲大部分国家在 2021 年第一季度实施了不同程度的封锁措施，导致实际 GDP（经季调）环比收缩 0.3%，同比下降 1.3%，连续第二个季度出现下滑，但降幅较上季度有所趋缓。一季度末，随着疫苗接种提速，工业生产和消费均有所修复。欧盟统计局数据显示，3 月和 4 月，欧元区工业生产指数同比分别上升 4.3%和 7.6%，制造业产出和零售贸易额在持续两个月下降后于 3 月出现反弹。通胀小幅上升，欧元区通胀率从 1 月的 0.9%跃升至 5 月的 2.0%，其中能源价格涨幅显著。就业市场复苏迟滞，前 4 个月失业率（经季调）维持在 8%以上的高位。

展望下半年，疫苗接种进程提速和复苏基金逐步到位将成为推动欧元区经济复苏的两大有利因素。

随着疫苗接种进程提速，服务业复苏将加快。根据欧洲疾病预防和控制中

心数据，截至 6 月 14 日，欧盟 18 岁以上居民完成首针疫苗接种的比例已超过 50%，疫苗接种完成率逾四分之一。目前欧元区内完成第二针疫苗接种率位居前三的国家分别是马耳他（55.1%）、塞浦路斯（36.6%）和卢森堡（33.4%）（图 6）。欧盟正加紧生产疫苗，以确保实现今年 7 月疫苗接种人数达到欧盟成年人口 70%这一目标。欧委会称，随着疫苗接种计划提速，欧盟有望逐步放松限制政策，开放旅游业等服务业。

图 6：欧元区疫苗接种率



资料来源：欧洲疾病预防和控制中心，中国银行研究院

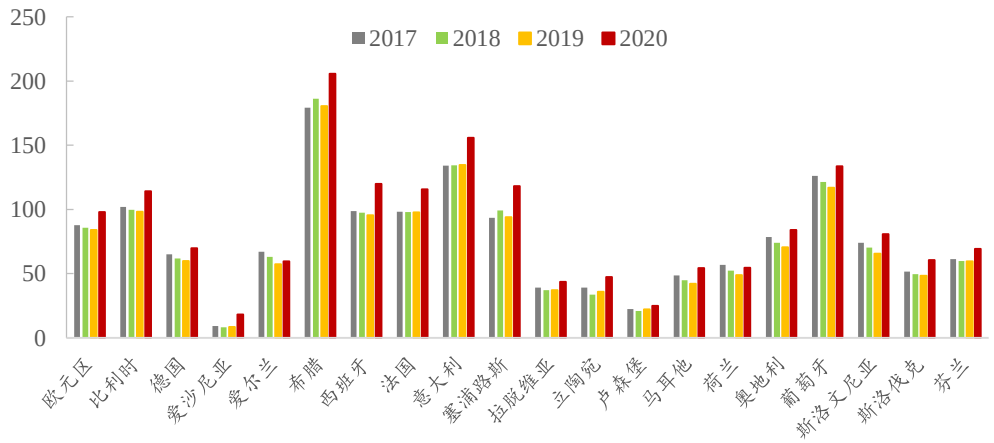
复苏基金逐步到位，为欧元区经济复苏增添动力。2020 年 7 月，欧盟各国领导人就“下一代欧盟”复苏计划达成协议。根据协议，欧盟将设立规模为 7500 亿欧元的新冠肺炎疫情复苏基金，其中将有 3900 亿欧元作为直接拨款，另外 3600 亿欧元以贷款形式用于各成员国恢复经济。为了能够享受欧盟资金救助，每个成员国必须提前向欧盟委员会提交一份本国的复苏计划，详细说明资金用途，并且必须承诺开展结构性改革、投资环保和数字化领域。经过欧盟委员会两个月的审核调整以及欧洲理事会批准后，各国方可获得相关资金。为力求在今年夏季发放第一批复苏基金，欧委会一直敦促成员国在 4 月 30 日之前提交国别计划。截至 6 月 14 日，除保加利亚、荷兰、爱沙尼亚和马耳他，已有 23 个

成员国向欧盟提交了本国复苏计划。在经过欧洲理事会批准后，预计将有至少400亿欧元的首批资金陆续在三季度内到位。

公共债务大幅增加，成为制约欧元区国家经济增长的不利因素。2018和2019年，欧元区政府债务占GDP的比例连续两年下降，但受疫情影响，这一指标已由2019年末的83.9%飙升至2020年末的98.0%，其规模和增速均创历史新高。债务占比最高的三个经济体为希腊（205.6%）、意大利（155.8%）和葡萄牙（133.6%），债务占比较低的国家有爱沙尼亚（18.2%）、卢森堡（24.9%）和拉脱维亚（43.5%）（图7）。

综合来看，欧元区经济下半年有望强劲反弹，预计三季度GDP环比增速为3.2%，全年增长4.4%。

图7：欧元区政府债务占GDP比重（%）



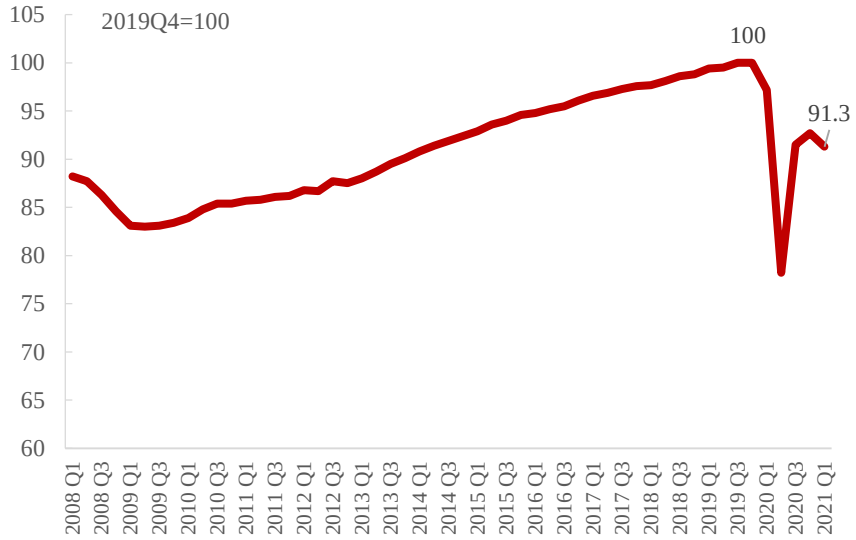
资料来源：欧盟委员会，中国银行研究院

3.英国经济回顾与展望

一季度英国政府实施大规模封锁，经济再度萎缩。今年3月8日之前，英国实施大规模封锁以遏制新冠病毒传播，工厂被迫停工停产，商铺关闭，居民居家办公，经济受到严重冲击，前两个月GDP分别下降2.2%和0.4%。尽管3月8日开始逐步解封、学校复课、放松社交限制，但受居民消费萎缩的影响，

今年第一季度英国经济同比下滑 1.5%，经济产出水平为 2019 年四季度的 91.3%（图 8），其中，服务业、生产业和建筑业分别是 2019 年四季度的 91.3%、96.4%和 96.6%。一季度，英国进出口分别下滑 5.0%和 9.4%，贸易逆差 21 亿英镑。受脱欧和疫情的双重影响，英国与非欧盟国家的贸易总量为 934 亿英镑，超过与欧盟国家的 828 亿英镑，为 1997 年 1 月以来的首次。

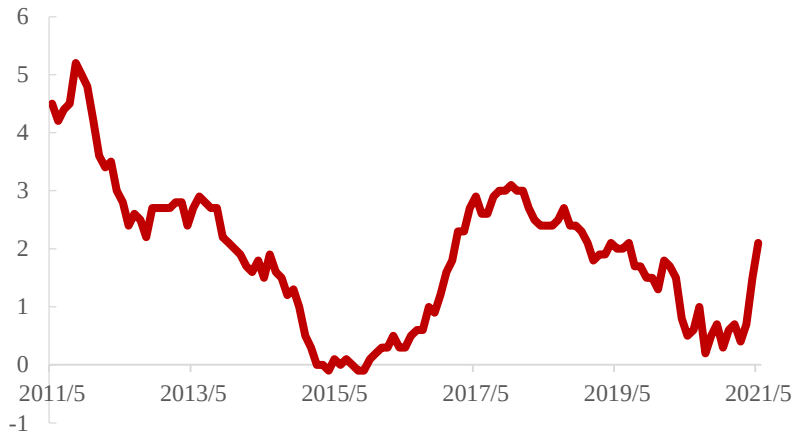
图 8：英国经济产出水平变化



资料来源：英国国家统计局，中国银行研究院

解封推动英国经济快速复苏，CPI 升至央行货币政策目标之上。5 月英国消费者价格指数（CPI）同比增长 2.1%，高于 4 月的 1.5%，创 2019 年 7 月以来最高（图 9）。CPI 增长的主要原因是燃油大幅上涨推动交通价格上涨，其次是服装、娱乐用品等价格上涨。部分 CPI 涨幅被食品和非酒精饮料价格的大幅下降所抵消。CPI 升至央行 2%的货币政策目标之上，引发了市场对英国央行货币政策行动的密切关注。

图 9：过去十年英国 CPI 同比增速（%）



资料来源：英国国家统计局，中国银行研究院

英国政府应对印度变异病毒，疫苗接种有序进行。受印度变异病毒（Delta）的影响，英国新增病例迅速上升，英国政府推迟原定于 6 月 21 日全面解封的计划至 7 月 19 日。该措施有助于保障居民生命安全，以及确保更多民众接种两剂新冠疫苗，从而实现集体免疫。截至 6 月 15 日，英国接种第一剂疫苗的成年人占比为 79.4%，完成全部两剂疫苗接种的占比为 57.4%。后续不排除出现病毒变异能力增强、现有新冠疫苗作用减弱、解封日期进一步延长的可能性。

展望未来，影响英国经济的有利因素包括：**一是英欧达成自贸协议，英国硬脱欧风险消除。**尽管如此，该协议的达成很大程度上是为了缓解疫情对双方经济的负面影响，一些核心问题仍未得到妥善解决。近期，英欧在北爱尔兰贸易安排和渔业问题的争端升级，能否妥善解决这些问题取决于双方的政治意愿。英国还将继续与欧盟就金融服务的市场准入展开谈判，但受疫情影响，欧盟并未将评估英国金融服务等同原则作为优先事项处理。**二是后脱欧时代，英国积极拓展对外关系，并提升自身金融服务竞争力。**英国开始启动加入 CPTPP 的谈判，与澳大利亚达成自贸协议，展现出“全球化英国”的意愿。完善上市制度，吸引高科技及高成长的公司赴英融资。公布 Kalifa 审查报告，从政策法规、技能、投资等五个方面继续巩固自身的金融服务，促进金融科技发展。在今年 3

月公布的财政预算案中，政府还宣布“科技人才签证”快速通道计划，为科创企业提供所需人才，并为初创企业提供资金支持。

主要不利因素为疫情，但推迟解封对英国经济的负面影响有限。推迟解封并未严重影响当前的解封范围，仅有餐饮等部分服务业受到影响。夏季原本是居民外出旅游的旺季，但由于疫情原因，居民进行长途旅行的意愿下降，对旅游业产生了负面影响。如果 7 月 19 日如期全面解封，预计二季度和三季度英国经济增长将达到 3.0%-3.5%。**通胀率上升引发加息预期，英央行收紧货币政策面临制约。**英国通胀率上升的主要原因是解封释放了居民消费，以及近期大宗商品及原材料价格上涨。但这些因素并不能代表经济动能的持续增长，仍需进一步观察就业市场及企业盈利的改善程度。由于政府将停止对企业的救助计划，部分企业可能因为经营不善以及结构性等问题面临经营压力，甚至出现倒闭的情况。企业也可能通过裁员降低经营成本，导致就业市场恶化。企业和政府在疫情期间大量举债，利率上升将导致违约风险。因此，英央行收紧货币政策面临较大程度的制约，很可能继续维持目前 0.1%的低利率，直至经济出现明显好转。预计英国通胀率在年底达到 2.5%，随后逐步回落至 2%的目标值。

4.日本经济回顾与展望

上半年，日本经济复苏缓慢，内需疲软，外需强劲。2021 年 1 月和 4 月，日本核心经济区域两度进入紧急事态并持续到 6 月 20 日，人员流动减少，餐饮店等大规模停业，居民消费回暖压力较大。一季度，日本实际 GDP 环比下降 1.0%，折年率下降 3.9%，时隔一个季度再次出现负增长。其中，居民消费环比下降 1.5%，企业设备投资环比下降 1.2%。外需方面，受中国及欧美经济恢复的带动，出口上升趋势明显，特别是汽车、半导体制造设备等出口表现良好。4 月出口额 6.8 万亿日元，同比增长 38%；贸易顺差达 2895 亿日元，与 2020 年 4 月的 9304 亿日元逆差形成鲜明对比。

行业方面，日本产业恢复持续分化。制造业复苏强于非制造业，生产机械等制造业恢复较快，4 月工矿业生产指数初值为 99.6，环比上升 2.5%，连续 2 个月走高，超过疫情前水平，达到 2019 年 9 月以来的最高值。而服务业特别是餐饮、住宿等行业持续低迷，经营状况恶化，失业增加，劳动力市场形势严峻。

展望下半年，疫苗接种是日本经济能否复苏的关键因素。当前日本疫苗接种率在发达国家中垫底，为了确保奥运会的顺利召开，日本政府将着力加大疫苗接种力度，疫苗接种人群从高龄者扩大到 18 岁以上人口，为人员流动全面重启和社会秩序恢复正常做好准备。

《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）若能尽快生效，将对日本经济产生重大利好。4 月 28 日，RCEP 在日本参议院全体会议上通过并获批，完成了日本国会的批准程序。这是日本首个与包含中韩两国的地区缔结的经济伙伴关系协定，成员国对日本工业产品征收的关税最终撤销率约为 92%，将对出口企业带来利好。据估算，RCEP 生效给日本带来的经济效应可推高实际 GDP 约 2.7%，就业人数增加约 57 万人。

绿色经济和社会数字化改革将成为经济新的增长点。日本政府以立法的形式明确了到 2050 年实现碳中和目标，构建“零碳社会”，希望以此促进日本经济的持续复苏。政府发布了“绿色增长战略”，将在海上风力发电、电动车、氢能源、航运业、航空业、住宅建筑等 14 个重点领域推进温室气体减排。今年 6 月，日本政府进一步提出将绿色战略和强化供应链等定位为今后日本经济的增长支柱。政府除积极运用专项基金外，还将通过税收等制度，促进企业向“碳中和”相关产品和设备投资。日本政府还大力推动社会数字化改革，日本企业也纷纷加大数字化转型力度，推出节约人力成本以及自动化生产相关举措。

奥运经济的影响力缩小和对外关系不确定性增加，成为影响日本经济复苏的不利因素。日本政府坚持今年如期举办东京奥运会，并决定不接待海外普通

观众。东京奥运相关赴日人员预计减半至 9 万人以下，海外访日游客对消费的拉动作用大大降低，制约奥运经济规模。受中美摩擦和中日关系不确定性的影响，日本众多企业认为贸易风险增加，也会对经济产生一定影响。

5.亚洲新兴市场经济回顾与展望

相比欧美发达国家，亚洲新兴经济体疫苗接种率低，疫情导致经济封锁程度高，影响了经济反弹的力度。**一方面，疫情封锁严重影响社会要素流动。**根据 Google 数据，5 月印度社会流动指数降幅一度高达 70%；近期为应对疫情而重启严格社交限制措施的马来西亚、越南和泰国社会流动指数降幅最高时分别达 65%、40%和 32%。根据牛津大学估算的政府应对疫情严格程度指数，截至 6 月 9 日，印度、马来西亚和越南的严格指数分别高达 81.9、80.6 和 77.3，远远高于英美的 62.5 和 46.8，甚至高于同是疫情重灾区的巴西（60.7）。严格的封锁制约了当地消费和投资需求增长。**另一方面，上述国家的疫苗接种率低。**除新加坡外的东盟国家和印度等国疫苗接种率普遍低于 20%，控制病毒扩散的难度加大，经济受到冲击。

东盟经济反弹料将放缓，印度增长面临更大考验。近期越南、马来西亚、泰国、印度等国疫情反复，可能使得上述地区经济增速有所放缓。参考 2020 年初的情况，当时疫情第一波暴发使得 IMF 大幅下调东盟国家的经济增长预测，其中尤以菲律宾、老挝、马来西亚和泰国经济增速下调程度最大。2021 年 5 月以来，柬埔寨、老挝、马来西亚、菲律宾、泰国、越南的确诊病例数均远超 2020 年初，印度的情况则更加悲观。预计新一轮疫情扩散将显著抬升封锁成本和医疗支出，制约经济复苏进程。

出口中国对东盟国家愈发重要。对中国出口的持续增长和大宗商品价格上升仍利好东盟国家出口。5 月中国从东盟的进口额为 331 亿美元，再次刷新历史新高，相比 2019 年 5 月增长 45%。在新一波疫情对东盟地区消费和出口造成

较大冲击的情况下，对中国出口的增长成为东盟国家恢复经济的关键。

经济中闲置产能多，通胀压力低。尽管上述疫情出现反复的国家供应链受到重创，但相比之下，其需求下滑更加严重。东盟国家失业率仍远高于疫情前水平，经济中通胀压力小。2021 年 3 月，东盟五国核心 CPI 创五年来新低，4 月略有上升，但也仅为 1.28%。PPI 在不同国家间分化明显，4 月新加坡、泰国、马来西亚的 PPI 同比增速分别为 8.8%、5%和 10.6%，接近五年来高位，但菲律宾和印尼的通胀率仅分别为-3%和 2.3%，大幅低于 2018 年的水平。4 月印度 CPI 同比增长 4.3%，仍远低于去年同期 7.2%的水平。

表 2：2021 年全球主要经济体关键指标预测（%）

地区/国家		GDP 增长率			CPI 涨幅			失业率		
		2019	2020	2021f	2019	2020	2021f	2019	2020	2021f
美洲	美国	2.3	-3.5	6.7	1.8	1.2	3.4	3.7	8.1	5.5
	加拿大	1.9	-5.4	5.0	1.9	0.7	2.6	5.7	9.6	7.5
	墨西哥	-0.1	-8.2	5.0	3.6	3.4	4.7	3.5	4.4	4.2
	巴西	1.4	-4.1	3.7	3.7	3.2	5.5	11.9	13.4	14.1
	智利	2.3	-6.0	6.7	2.6	3.1	3.3	7.2	10.6	9.1
	阿根廷	-2.1	-10.0	6.1	56.2	42.0	46.7	9.8	11.6	11.1
亚太	日本	0.3	-4.8	3.3	0.5	0.0	0.1	2.4	2.8	2.9
	澳大利亚	1.9	-2.4	4.5	1.6	0.9	2.0	5.2	6.5	5.4
	印度	5.8	-8.0	8.3	3.7	6.6	—	—	—	—
	韩国	2.0	-1.0	3.6	0.4	0.7	1.7	3.8	3.2	4.0
	印尼	5.0	-2.1	4.3	2.8	2.0	2.2	5.1	7.2	6.4
欧非	欧元区	1.3	-6.6	4.4	1.2	0.3	1.8	7.6	8.0	8.3
	英国	1.5	-9.9	5.3	1.8	0.9	1.6	3.8	4.4	5.2
	俄罗斯	1.8	-2.6	3.5	4.5	3.4	5.3	4.6	5.8	5.2
	土耳其	0.9	1.8	5.7	15.5	12.3	11.2	13.7	13.4	12.9
	尼日利亚	2.2	-5.4	2.0	11.4	13.2	17.4	—	33.3	—
	南非	0.2	-7.0	3.8	4.1	3.3	4.2	28.7	29.2	32.5
全球		2.5	-3.3	5.8	3.5	3.2	3.3	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融上半年回顾与下半年展望

（一）国际金融市场运行特征

1.货币市场：主要央行资产继续扩张，市场利率保持低位

（1）央行资产持续扩张，流动性整体宽裕。2021 年第二季度，全球主要央行延续了前期宽松货币政策基调，资产负债表持续扩张。2021 年 5 月末，美联储、欧洲央行和日本央行的资产规模分别达到 79843.5 亿美元、76576.3 亿欧元和 724.64 万亿日元，分别较去年同期增长 25%、36.8%和 13.5%（表 3）。虽然由于基数效应，主要央行资产增速有所放缓，但整体扩张态势依然延续。从推动原因看，美联储资产扩张主要基于证券购买（特别是美国国债）规模上升。2021 年 5 月末，美联储资产中各类证券占比已达 92.8%。其中，美国国债占比为 64.5%。欧洲央行资产扩张的推动因素与美联储类似，2021 年 5 月末，其资产中欧元区居民欧元证券占比达到 56.4%。日本央行资产扩张主要基于对金融机构和实体企业贷款增多，其在日本央行资产中的占比由 2020 年 3 月的 9%升至 2021 年 5 月末的 17.8%。值得注意的是，2021 年第二季度以来，美联储隔夜回购资产规模快速上涨，由 2021 年 3 月末的 3522 亿美元升至 2021 年 6 月 9 日的 7209 亿美元，增幅达 104.7%。

表 3：主要央行资产规模及增速

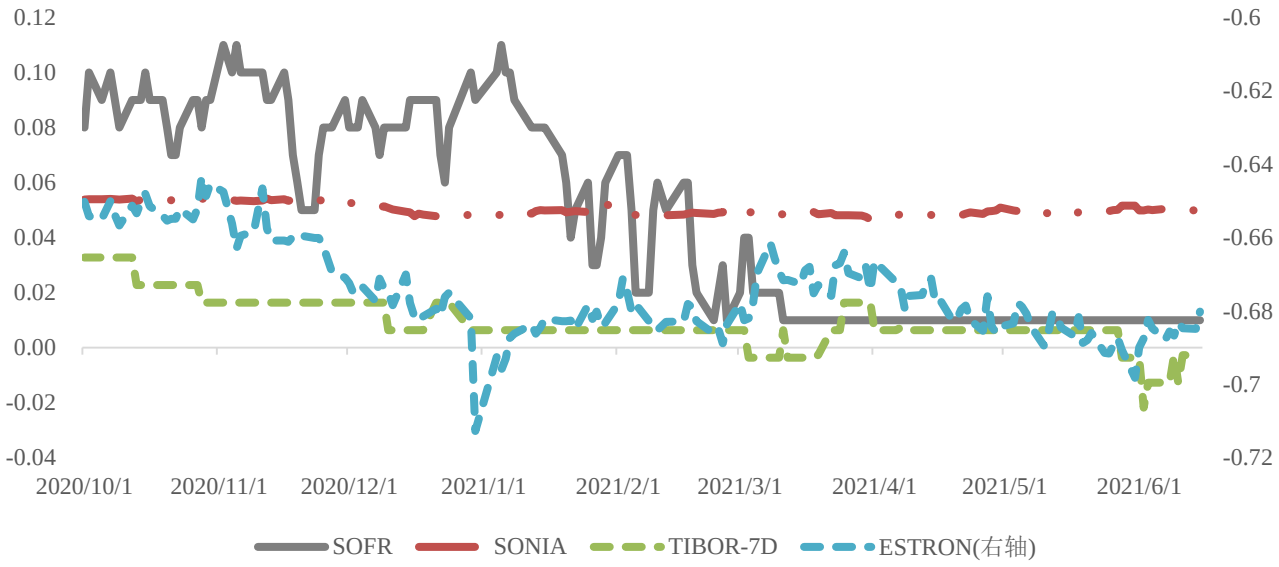
		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1[1]	2021M5
美联储	余额（亿美元）	63859.2	70570.2	71036.3	74114.0	77369.3	79843.5
	同比增速（%）	60.3%	82.8%	77.9%	75.6%	32.1%	25.0%
欧洲央行	余额（亿欧元）	55960.7	62889.7	67051.1	70146.6	74941.1	76576.3
	同比增速（%）	19.2%	34.0%	42.8%	50.4%	44.1%	36.8%
日本央行	余额（万亿日元）	638.59	648.95	690	702.58	714.23	724.64
	同比增速（%）	14.6%	14.9%	20.6%	22.6%	18.2%	13.5%

资料来源：Wind，中国银行研究院

[1] 日本和英国央行数据截至 2021 年 2 月末。

（2）货币市场利率持续走低，泰德利差降至历史低位。2021 年第二季度以来，主要经济体货币市场利率继续处于低位，并呈现下探趋势。截至 6 月 15 日，美元 SOFR 为 0.01%，较 2020 年年底下降 9 个基点；欧元 ESTER 为-0.68%，较 2021 年第一季度末下降 0.6 个基点；日本 7 天 TIBOR 为-0.002%，较 2021 年第一季度末下降 1.8 个基点；英镑 SONIA 为 0.05%，较 2020 年年底提高 1 个基点（图 10）。

图 10：主要经济体基准利率走势[2]（%）

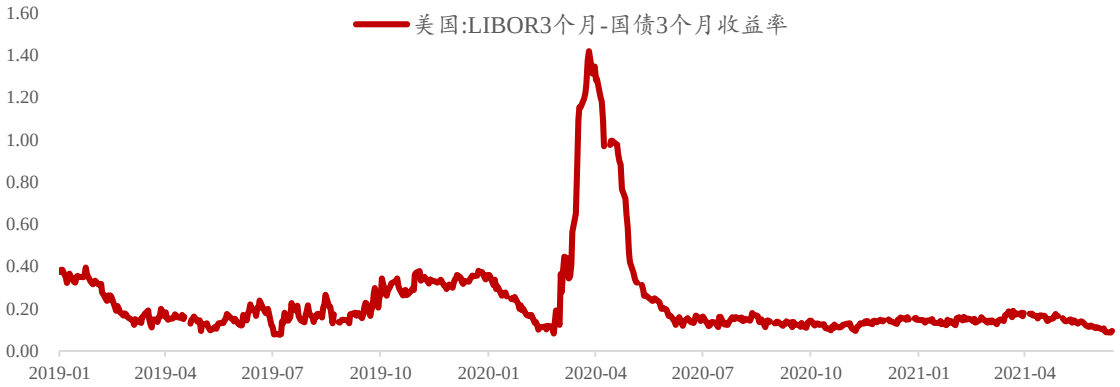


资料来源：彭博，中国银行研究院

2020 年新冠疫情暴发后，泰德利差[3]一度飙升至 1.42%。2020 年 5 月以来，境外美元流动性趋于好转，泰德利差快速下降。2021 年第二季度，泰德利差持续走低。截至 6 月 15 日，泰德利差已降至 0.09%的历史低位，境外美元流动性处于极度宽松状态（图 11）。

[2] 由于日本尚未公布 TONAR，用东京银行间 7 天同业拆借报价利率 TIBOR-7D 进行替代。
[3] 泰德利差等于 3 个月伦敦银行间市场美元拆借（LIBOR）报价利率与 3 个月美国国债收益率的差。泰德利差上行（下行），意味银行间拆借信用溢价升高（降低），市场资金趋紧（趋松），信用状况萎缩（改善）。

图 11：泰德利差变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 外汇市场：美欧分化局面收敛，美元指数触顶回落

（1）美元指数先强后弱。2021 年上半年，美元指数呈现先强后弱两个阶段走势。第一季度，随着疫情形势改善，美国经济加速反弹，复苏节奏快于欧洲，美元指数由 89 低位波动上行，一度突破 93 水平。进入第二季度，复苏利好逐渐消化，市场流动性过剩局面进一步显现，美欧差距收敛，美元指数随之走弱。截至 2021 年 6 月 15 日，美元指数跌至 90.5，较 4 月初贬值 2.56%（图 12）。

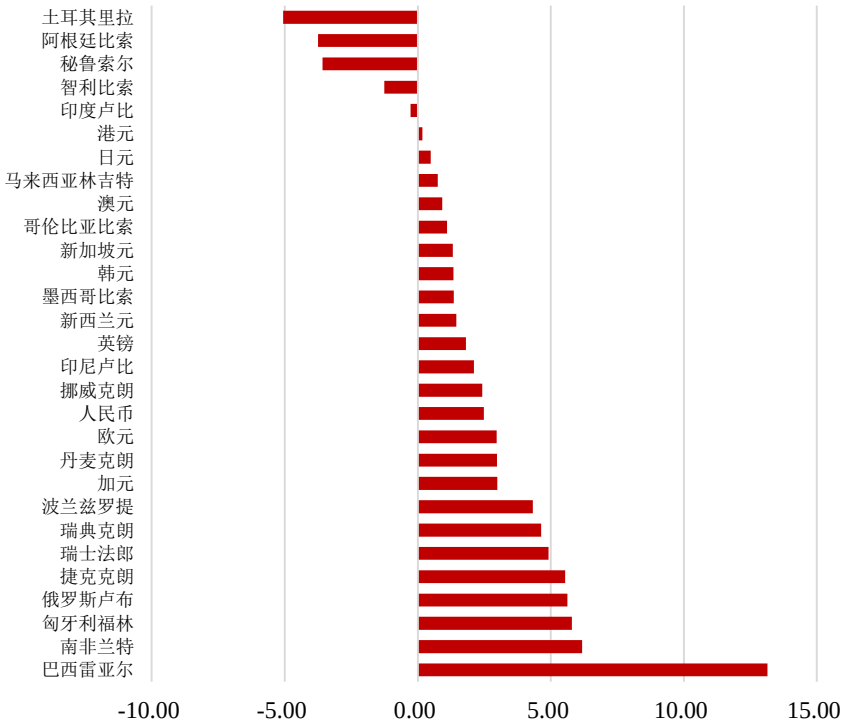
图 12：2021 年以来美元指数走势



资料来源：彭博，中国银行研究院

（2）非美货币不同程度回升。随着疫苗接种重返正轨，经济复苏步伐加快，市场信心受到提振，2021 年上半年欧元汇率出现 V 型反转。欧元兑美元汇率从年初的 1.24 高位，一度探底至 1.17，而后反弹到 1.21。英国疫苗接种进程领先，经济复苏节奏较为强劲，货币政策正常化预期上升，带动英镑持续保持强势，兑美元汇率升值 1.81%。在美元走弱、通胀攀升的大环境下，大宗商品出口国货币获得支撑，加元、澳元、俄罗斯卢布分别兑美元升值 2.99%、0.92%和 5.62%。随着美元指数触顶下行，新兴市场货币出现不同程度回升。截至 6 月 15 日，彭博 JP 摩根拉美货币指数与亚洲美元指数分别较 4 月初上升了 3.5%和 1.6%。然而，部分国家疫情形势恶化，内部脆弱性与外部失衡相互交织，货币价值与信心受到打击。二季度以来，土耳其里拉、阿根廷比索、秘鲁索尔、智利比索、印度卢比兑美元汇率分别下跌了 5.07%、3.75%、3.58%、1.26%和 0.27%（图 13）。

图 13：主要货币兑美元汇率较 2021 年 4 月初变动（%）



注：数据截至 2021 年 6 月 15 日。

资料来源：彭博，中国银行研究院

（3）主要货币汇率波动幅度继续回落。2021 年第二季度，主要货币汇率波动幅度呈下降态势。美元指数加权平均历史波动率（3 个月）为 5.87%，欧元、英镑、日元兑美元汇率历史波动率分别为 5.72%、6.46%和 5.10%。部分新兴市场货币呈现高波动特征。土耳其金融形势依然严峻，里拉兑美元汇率波动率高达 21.31%。巴西雷亚尔、秘鲁索尔、哥伦比亚比索、智利比索、南非兰特波动率均超过 11%。但从总体来看，主要货币汇率波动幅度较 2020 年同期与 2021 年第一季度已显著下降。

3.股票市场：发达经济体股市波动上扬，消费、能源等板块凸显亮点

（1）全球股市在通胀压力与政策转向预期中震荡上行。2021 年上半年，全球股市总体波动上行。第二季度，全球股票市场走势呈现两个阶段：2021 年 4 月至 5 月中旬，全球股市宽幅整荡，单日涨幅和跌幅分别达 1.42%和 1.47%，期间五天累计跌幅达到 3.2%；2021 年 5 月中下旬以来，美欧疫情逐渐转好，经济基本面支撑股市，美联储多次声明收紧政策为时尚早，稳定市场情绪，全球股市波幅收窄、持续上行。截至 2021 年 6 月 15 日，MSCI 全球指数收于 826.59，较一季度末上升 6.02%（图 14）；美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数分别上涨了 4.0%、6.89%和 6.24%；欧洲股市波动上行，英国富时 100 指数、法国 CAC40 指数和德国 DAX 指数分别较一季度末上涨 6.83%、9.43%和 4.81%。

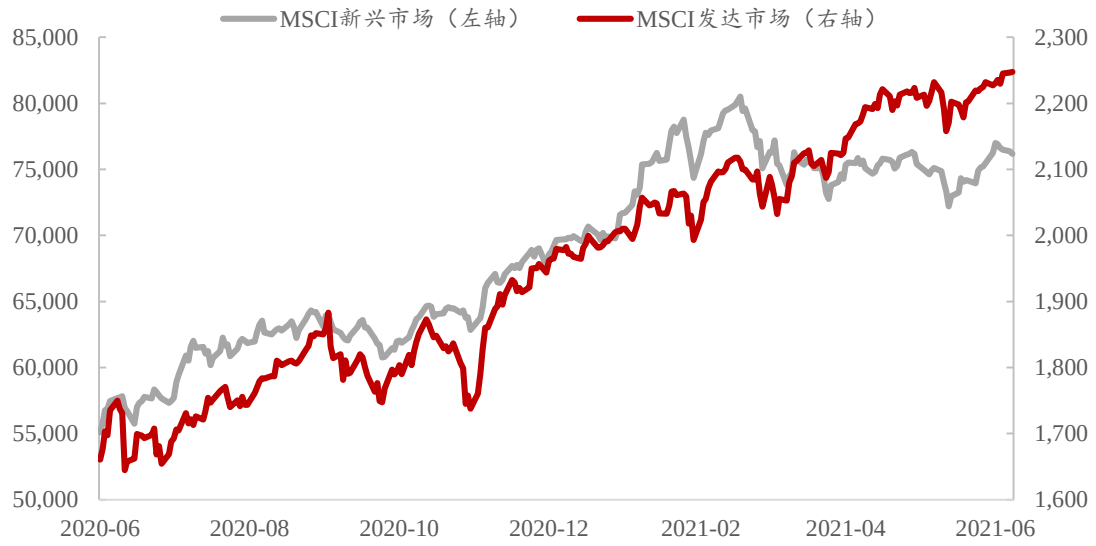
图 14：全球 MSCI 指数趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

（2）亚洲疫情反复导致部分新兴市场股市承压。截至 2021 年 6 月 15 日，MSCI 新兴市场指数收于 76412.74，较一季度上涨 2.85%，MSCI 发达市场指数收于 2263.24，较一季度上涨 6.49%，发达市场股市上涨幅度明显大于新兴市场（图 15）。随着欧美国家疫情基本得到控制，经济不断恢复，发达国家股市在小幅波动中上行。新兴市场疫情出现反复，特别是亚洲国家疫情反扑，严重阻碍经济复苏步伐。截至 2021 年 6 月 15 日，香港恒生指数、印尼综指、马来西亚吉隆坡指数分别较一季度上涨 0.92%、1.73%、0.5%，涨幅明显不及发达国家。

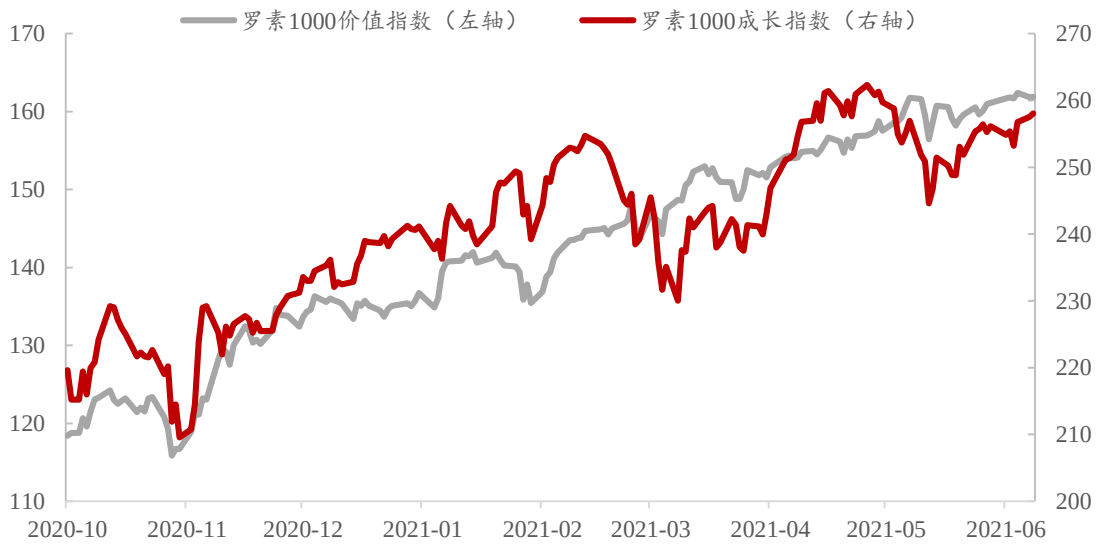
图 15：MSCI 发达市场与新兴市场指数趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

（3）消费、金融和上游行业成为股市亮点。2021 年第二季度，罗素 1000 价值指数上涨 5.9%，罗素 1000 成长指数上涨 4.5%（图 16）。相较于 2021 年第一季度，价值股表现明显偏弱。以成长股为主的美国纳斯达克指数回升，接近年内峰值，较一季度上涨 6.21%，以周期性股票为主的美国道琼斯工业指数则表现坚挺。利率上升和通胀上升前景侵蚀了固定收益产品的价值，促使投资者卖出相关产品，购买与经济复苏相关的资产，提振消费、能源以及银行等板块。

图 16：罗素 1000 指数趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

（4）全球股市发行与并购呈下降态势。2021 年第二季度，全球股市发行 799 只，总金额达 1087.5 亿美元，发行量较一季度下降了 31%。其中，非周期性消费品股票发行量最多，占比为 23.3%。在并购方面，2021 年第二季度，全球并购 193 起，总金额达 8348 亿美元，数量同比下降 12.7%。从行业与地区来看，金融业成为整合重点，并购 38 起，占全球并购总量的 19.6%。从地区来看，北美地区并购活跃，并购数量达到 101 起，并购总金额达到 4846 亿美元。

4.债券市场：国债收益率上行趋缓，信用债违约率不断改善

（1）国债余额保持较快增速，长期国债收益率小幅下行。2021 年 5 月末，美国国债余额达到 28.2 万亿美元，同比增长 9.7%，增速下降的主要原因是去年同期基数较大。2021 年 4 月末，欧元区和日本国债余额分别为 9.01 万亿欧元和 1068.6 万亿日元，同比增速分别为 14.6%和 8.5%，整体保持较快增速（表 4）。随着主要经济体国债规模不断上升，其偿付压力开始凸显。

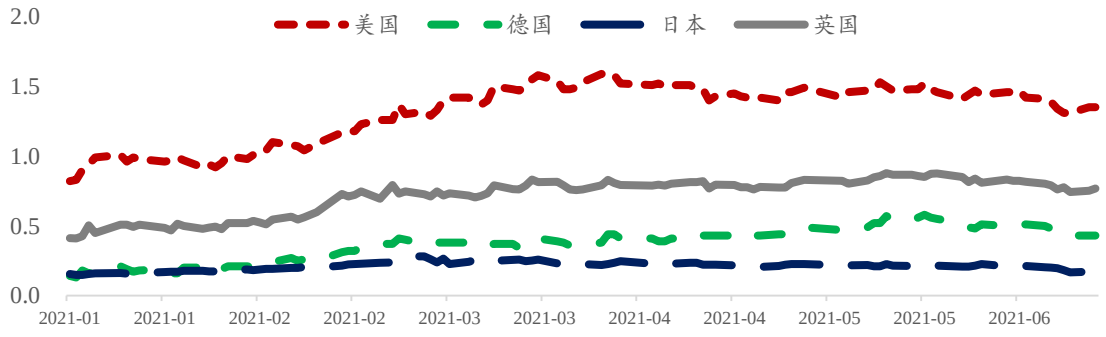
表 4：主要经济体国债余额及增速

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1[4]	2021M5[5]
美国	余额（万亿美元）	23.69	26.48	26.95	27.75	27.99	28.20
	同比增速	7.5%	20.2%	18.6%	19.6%	18.2%	9.7%
欧元区	余额（万亿欧元）	7.73	8.24	8.76	8.72	9.00	9.01
	同比增速	2.2%	8.2%	14.7%	14.9%	16.4%	14.6%
日本	余额（万亿日元）	977.6	981.6	995.3	1031.3	1065.1	1068.6
	同比增速	1.2%	1.1%	2.4%	5.6%	8.9%	8.5%

资料来源：Wind，中国银行研究院

2021 年第二季度以来，主要经济体长期国债收益率呈小幅下行趋势。截至 6 月 15 日，美国 10 年期国债收益率为 1.51%，较 2021 年第一季度末下降 23 个基点；德国 10 年期国债收益率为-0.27%，与 2021 年第一季度末持平；日本 10 年期国债收益率为 0.056%，较 2021 年第一季度末下降 4.8 个基点；英国 10 年期国债收益率为 0.85%，较 2021 年第一季度末下降 6 个基点。2021 年第二季度以来，主要经济体国债收益率曲线陡峭化趋势有所放缓。以 10 年期和 2 年期国债收益率价差为例，截至 6 月 15 日，美国、德国、日本和英国国债收益率价差分别为 135 个基点、43 个基点、18.3 个基点和 76.8 个基点，分别较 2021 年第一季度末下降 23 个基点、1 个基点、5.1 个基点和 3.8 个基点（图 17）。

图 17：主要经济体国债收益率期限溢价[6]（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

[4] 美国为 2021 年 2 月末数据，日本和欧元区为 2021 年 1 月末数据。
[5] 欧元区和日本国债余额为 2021 年 4 月末数据。
[6] 用 10 年期国债收益率减去 2 年期国债收益率。

（2）企业债规模增长平稳，信用溢价有所收窄。2021 年第一季度末，美国企业债余额达 10.65 万亿美元，同比增长 7.6%；4 月末，欧元区企业债余额为 1.57 万亿欧元，同比增长 5.2%，增速较 2021 年第一季度末下降 3.7 个百分点；同期，日本企业债规模为 77.25 万亿日元，同比增长 9.8%，创 2020 年第二季度以来新高（表 5）。

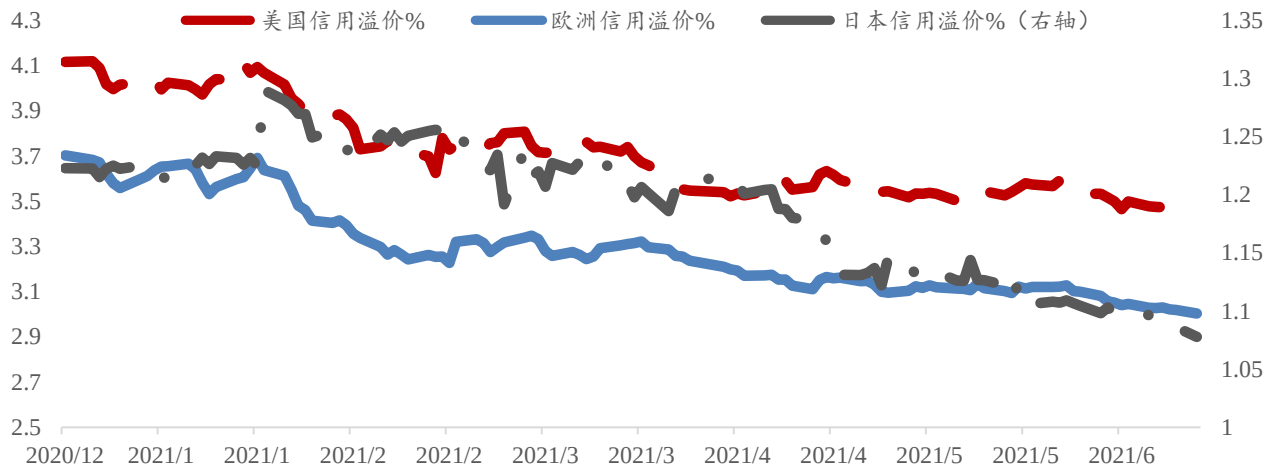
表 5：主要经济体企业债余额及同比增速

		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021M4
美国	余额（万亿美元）	9.90	10.46	10.50	10.56	10.65	n.a
	同比增速（%）	5.7	10.3	9.4	10.3	7.6	n.a
欧元区	余额（万亿欧元）	1.44	1.55	1.57	1.55	1.57	1.57
	同比增速（%）	4.5	11.5	10.5	10.0	8.9	5.2
日本	余额（万亿日元）	70.43	71.17	73.42	75.96	76.38	77.25
	同比增速（%）	11.9	9.1	8.6	9.1	9.2	9.8

资料来源：美国证券业协会，欧央行，日本证券业协会

2021 年第二季度以来，随着实体经济向好，主要经济体企业债信用溢价收窄，高收益企业债融资成本有所下降。6 月 15 日，美国、欧元区和日本高收益企业债与 AAA 级企业债信用价差为 3.42%、3%和 1.08%，较 2021 年第一季度末分别下降 13 个基点、25 个基点和 13 个基点（图 18）。在信用溢价收窄的背景下，主要经济体企业债违约率整体保持平稳。同期，美国企业债违约率为 2.63%，较 2021 年第一季度下降 38 个基点，高收益债违约率降幅达 55 个基点；欧元区与日本企业债违约率分别为 0.47%和 0.34%，与 2021 年第一季度末持平。

图 18：主要经济体高收益企业债与 AAA 企业债信用利差（%）



资料来源：彭博，中国银行研究院

5.大宗商品市场：工业原料指数上涨，避险商品退潮

2021 年第二季度，大宗商品市场延续一季度震荡上行走势，主要大宗商品甚至出现了局部过热的现象，反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数在经历 4 月初的短期盘整后持续拉升。截至 2021 年 6 月 15 日，RJ/CRB 指数为 210.17，创 2018 年以来新高（图 19）。

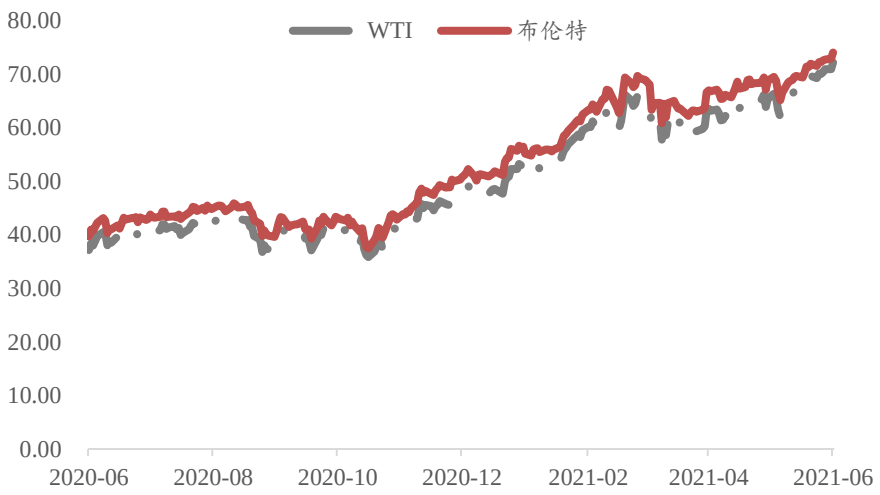
图 19：RJ/CRB 商品价格指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

（1）原油价格创两年新高。2021 年第二季度，全球经济复苏预期进一步上升，OPEC+严格执行减产计划，伊朗核问题谈判尚无突破性进展，成为推动原油价格持续反弹的主要动因。在一季度已获得较高涨幅的基础上，4-5 月原油价格呈现在 60-70 美元/桶平台震荡的态势。布伦特原油期货价格和 WTI 原油期货价格分别在 2021 年 6 月 1 日和 6 月 8 日突破 70 美元/桶大关。截至 6 月 15 日，WTI 原油期货报收 72.12 美元/桶，布伦特原油期货报收 73.99 美元/桶（图 20），创 2019 年 4 月以来新高，二季度累计涨幅分别达到 17%和 16%。

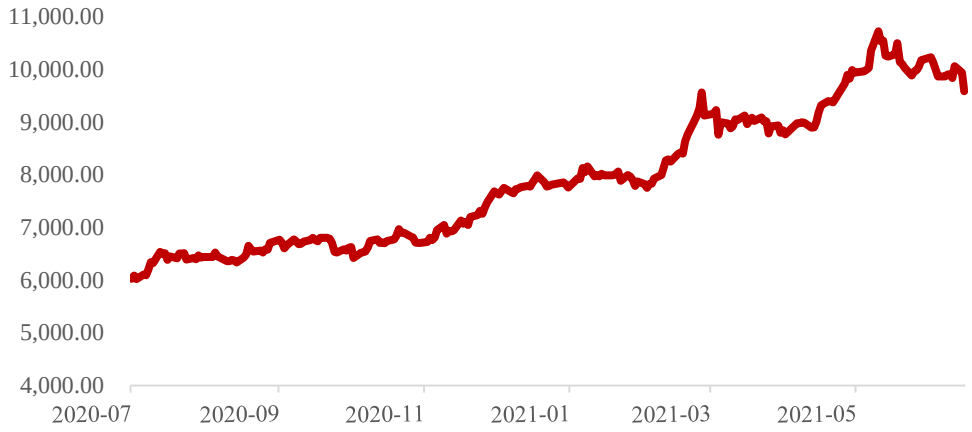
图 20：原油期货结算价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（2）铜价创新高后回落。2021 年第二季度，工业原料类大宗商品继续伴随经济复苏预期升温而大幅上涨，CRB 工业原料指数逼近 20 年以来高位。铜价突破 10000 美元/吨，于 5 月 9 日创下 10720 美元/吨的历史新高，之后受到中国投放铜、铝等金属国家储备等消息扰动，市场投机情绪受到一定抑制，铜价承压并震荡回调。截至 2021 年 6 月 15 日，LME 铜期货报收 9587 美元/吨（图 21），二季度累计上涨 9%。

图 21：LME 铜期货价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（3）黄金价格大幅反弹。2021 年 4-5 月，美国 CPI、PPI 等数据均大幅高于市场预期，通胀避险情绪持续升温，黄金避险属性持续发酵，二季度走出大幅反弹行情。2021 年 6 月 2 日，日内最高突破 1909 美元/盎司，较一季度低位反弹超过 231 美元。随后，伴随着美联储 6 月议息会议临近，市场对美联储政策转向预期抬头，导致黄金回调。截至 2021 年 6 月 15 日，COMEX 黄金价格报收 1849.70 美元/盎司（图 22），二季度累计上涨 7.4%。

图 22：COMEX 黄金期货价格走势（美元/盎司）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）国际金融市场运行影响因素分析

1.宏观经济政策

2021 年以来，全球整体呈现疫情好转、经济修复主基调。5 月，摩根大通全球综合 PMI 指数连续五个月攀升，达 58.4，创十年来新高。经济前景改善，带动市场延续乐观情绪，金融资产价格普遍上涨。值得特别关注的是，宏观经济政策对于金融市场的传导效应出现新变化。在基本面上，疫后经济复苏的利好效应基本得到消化，资产价格将更多地反映增长的可持续性及分化格局，加剧地区、板块以及资金流向变动。在政策面上，财政货币政策维持宽松立场，但力度边际收紧，纾困效应减弱，重返正常化轨道将从预期转化为行动，金融市场将随之迎来新一轮调整。

2.通胀预期

2021 年 5 月，美国 CPI 同比增长 5%，核心 CPI 同比上升 3.8%，创下 1992 年以来最大涨幅。5 月 Markit 制造业 PMI 为 62.1，创 2007 年 5 月有记录以来新高。欧洲方面，欧盟统计局初步估计 5 月欧元区消费者通货膨胀率将达到 2.0%，为 2018 年 11 月以来最高。随着欧美疫情好转，经济逐渐复苏，前期超宽松的经济政策引发通胀水平上涨的迹象逐渐显现，市场参与者越来越担心各国央行由于通胀压力考虑提前退出宽松政策，这成为近期全球股票市场震荡的重要原因。

3.投资者行为调整

2021 年第二季度，全球延续了极度宽松货币政策，市场利率处于低位，流动性极度宽裕，实体经济呈复苏态势。上述因素推动了投资者风险偏好的提高，全球资金增配新兴市场、房地产、股票、高收益债、大宗商品等风险资产的趋势较为明显。近年来，全球金融结构发生了深刻变化，依靠期限错配业务模式的商业银行、保险公司面临较大经营压力，而共同基金、货币市场基金及各类

交易投资基金发展迅猛。这些变化带来了市场主体行为的调整，增加了市场中的风险资产投资者。监管政策也是影响投资者行为的重要因素，部分监管政策实施对投资者行为乃至市场走势产生了一定影响。例如，2021 年 3 月，美国颁布《外国公司问责法案》实施细则，要求在美上市的企业（中概股）应满足美国公众公司会计监督委员会（PCAOB）的审计监管要求。美国政府出于国家安全考虑禁止美国人参与部分军工背景中概股交易。上述政策是导致 2021 年以来中概股股价出现大幅波动的重要原因。

（三）国际金融市场展望

1.货币市场：流动性将保持宽裕，货币市场利率低位运行。2021 年第三季度，主要经济体货币政策立场发生大规模变化的概率较低，央行资产将延续扩张走势，货币市场利率仍将保持低位运行态势。2021 年四季度，在经济复苏确认与通胀压力下，美联储有可能会采取缩减 QE 的政策取向，其对货币市场利率及市场流动性会产生一定影响，但整体不会改变年内资金流动性整体充裕的局面。

2.外汇市场：美元重拾上行动能，外汇市场面临新一轮调整。2021 年下半年，随着疫情渐次退潮，全球经济与政策节奏分化，外汇市场在利率与流动性牵引下将迎来新一轮调整。**美元指数阶段性回升。**欧洲经济反弹，扭转前期“美强欧弱”局面，一定程度上压制美元指数走势。但是，随着疫苗接种跨过群体免疫门槛，服务业得到实际修复，美国经济增长动能较欧洲更为强劲。特别是，在经济复苏与通胀压力下，美联储或将于第四季度开始缩减 QE，利率抬升与资金回流，将带动美元指数阶段性由弱转强。**欧元兑美元先强后弱。**随着疫苗接种与限制政策放开，欧洲经济快速修复，国际资金回流，带动欧元兑美元汇率攀升。但是，内部复苏差异、财政刺激偏弱、货币政策延续宽松以及德国等主要国家政局的不确定性，将对欧元走势形成一定的抑制作用。**新兴市场货币表现分化。**从整体上，新兴市场疫苗接种、复苏节奏与政策空间均不及发达国家，

在美元流动性收紧的背景下汇率承受较大压力。具体来看，制造型国家、大宗商品出口国受益于全球产业链修复与发达国家需求回暖，汇率表现相对具有韧性；疫情恶化以及国际收支失衡严重的国家，可能面临汇率暴跌、资金外流的困境，甚至催生系统性危机。

3.股票市场：在通胀压力和政策变动的短期波动中继续上行。随着经济复苏，企业盈利能力改善，基本面向好支撑股市发展。根据彭博预测，2021 年第三季度全球股市营业收入将同比增加 48.18%，盈利同比增加 41.73%。但全球政策变动、通胀预期变化以及利率风险等多重因素将深刻影响股市的发展。虽然市场对美联储退出量化宽松的担忧增加，但目前美联储注重与市场沟通的重要性，市场普遍预期美联储政策调整将以缓慢、渐进的方式推进。预计未来股市大概率在窄幅震荡中上行，但需警惕政策变动引发的股市调整风险。

4.债券市场：市场主体偏好长期利率品种，收益率大幅跳升的概率不高。在全球低利率及金融市场发展整体较快的背景下，债券市场是市场主体重要的资金获取渠道。2021 年下半年，全球国债、企业债融资环境整体良好，市场利率大幅上升的概率不高。市场主体仍将偏好发行长期利率品种，企业债违约率将保持稳定，信用溢价有望继续收窄。

5.大宗商品市场高位震荡。2021 年下半年，疫情在全球范围的控制情况、经济复苏对需求端影响以及各国经济政策调整变化将继续成为大宗商品价格走势的主要决定因素。

原油价格仍有上行空间。第一，OPEC+调整增产步调，支撑油价。通过遵守减产协议（表 6），OPEC+成员国在 2021 年第一季度实现了控制油价下跌的目标，这将进一步减少 OPEC+成员国之间在维护供应纪律问题上的分歧。OPEC+将在 5-7 月逐步增加 200 万桶/日的石油供给。这一增产速度将匹配全球经济复苏的进程，促使原油库存进一步下降，从而对当前油价形成一定支撑。

第二，美国重返核协议问题或成不确定性因素。2021 年 4 月以来，美伊两国就核协议进行了深度交流，谈判各方已经同意解除对伊朗在石油、石化产品等领域的制裁，并力促尽快达成最终协议。根据 S&P Global Platts 预测，美国重返伊核协议后，伊朗的原油产量最高可达 390 万桶/日，如果需求端边际改善无法吸收该部分增量，将对原油价格造成一定压力。

表 6：OPEC+减产实施计划（万桶/日）

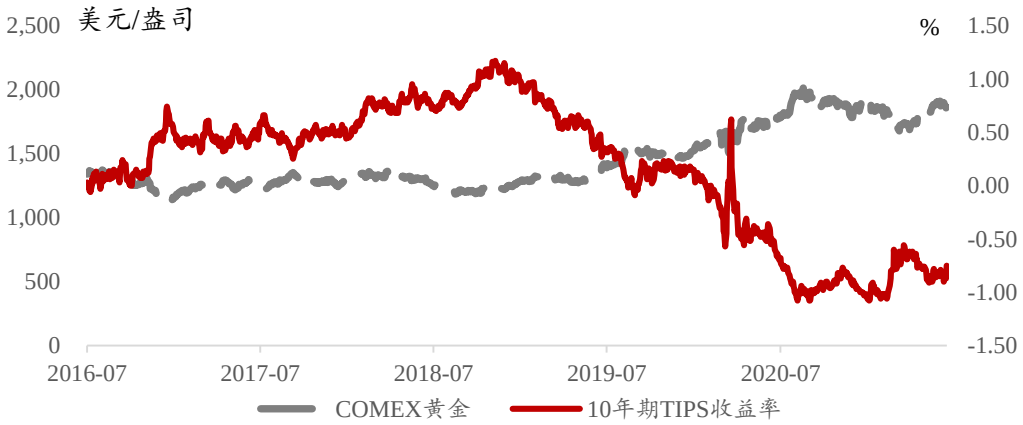
减产时间	减产份额
2020 年 5 月至 2020 年 6 月	970
2020 年 7 月至 2020 年 12 月	770
2021 年 1 月	720
2021 年 2 月	812.5
2021 年 3 月	805
2021 年 4 月	790
2021 年 5-7 月	580

资料来源：作者根据公开资料整理

铜价将在多方因素主导下承压。从需求端看，发达市场需求的边际改善和经济刺激措施的持续，仍然有助于铜价持续上涨。但是，2021 年上半年铜价的大幅上涨后，短期内已对全球制造业成本造成较大冲击，高铜价的负效应开始显现。各国开始采取措施应对铜价继续上涨，例如，6 月 16 日中国国储局宣布将分批次投放包括铜在内的工业金属储备，持续至 2021 年年底。在此大环境下，铜价在 2021 年下半年上涨动能将显著减弱。

黄金价格大概率高位回落。2021 年下半年，由基数效应导致的通货膨胀数据高企的现象将得到缓解，美国国债收益率有望触底反弹，黄金价格的支撑力度逐渐减弱（图 23）。同时，经济进一步复苏，市场风险偏好有望持续回升，对黄金价格进一步形成利空。

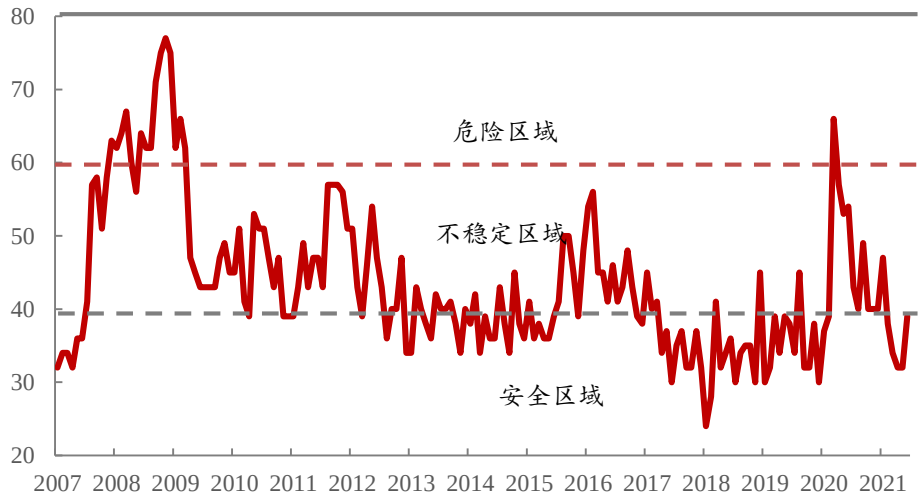
图 23：黄金价格和美债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

6. 美国的金融市场整体风险下降并维持平稳，但潜在风险不可忽视。我们编制的美国金融危机风险指标（ROFCI）显示，2021 年上半年，美国金融市场整体风险从不稳定区域下降并维持在安全区域；半年平均值为 37，处于安全区域（图 24）。风险指标的改善主要集中在市场风险、银行系统性风险、流动性风险、宏观经济风险，但公司信用风险改善有限，与货币政策执行效果相关的风险也有上升趋势。

图 24：美国金融危机风险指标 ROFCI 走势图



资料来源：Wind，中国银行研究院

美联储在2021年5月发布的《金融稳定报告》中确定了美国的四项金融不稳定风险和关键脆弱性：资产估值过高、企业和消费者过度借贷、非银行金融部门杠杆过高以及过度依赖短期融资，这些可能形成下半年影响美国金融市场稳定性的主要风险因素。美联储6月议息会议提升了对通胀的预期值，并且投票成员关于首次升息时机的倾向性预期从2024年提前到2023年，并可能在2021年年下半年开始讨论并发布缩减QE的计划安排和步骤，这将加剧美国和全球股市、债市、汇市动荡。但由于美联储提升了准备金利率和隔夜逆回购利率，这有助于稳定和提升短期利率，加强货币政策实施效果。由于美联储正在采取更加谨慎、有步骤、有准备的方式开启缩减QE程序，因此美国再次出现2013年“缩减恐慌”的可能性不大。预计下半年美国金融危机风险指标将在安全和不稳定区域边缘波动。

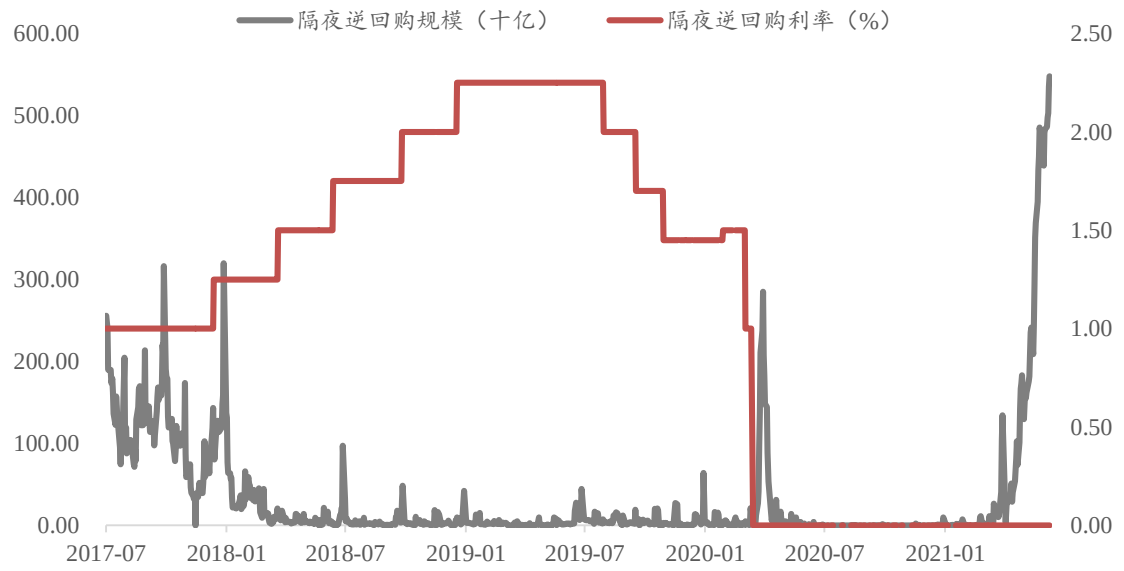
三、专题研究

专题一：美联储逆回购协议规模攀升，货币政策转向之路渐行渐近

2021年5月以来，美联储隔夜逆回购工具（ONRRP）使用规模大幅走高，6月17日达到7560亿美元（图25），连续7个交易日突破5000亿美元，不断刷新历史新高。当前，ONRRP工具的重新大规模使用，进一步推升市场对于美联储货币政策转向的预期。

回顾2013年，纽约联储开启每日隔夜逆回购操作，通过对存款机构超额准备金利率（IOER）精确调整，帮助调控短期利率，维持有效联邦基金利率不低于FOMC目标区间。ONRRP使用激增，意味着资产购买对市场的边际效用大幅下降，市场短期流动性充裕，甚至呈现过剩局面。参考历史经验，2013年9月ONRRP工具使用活跃、规模较高，美联储随后于2013年年末开始缩减QE。

图 25：美国隔夜逆回购规模变化及利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

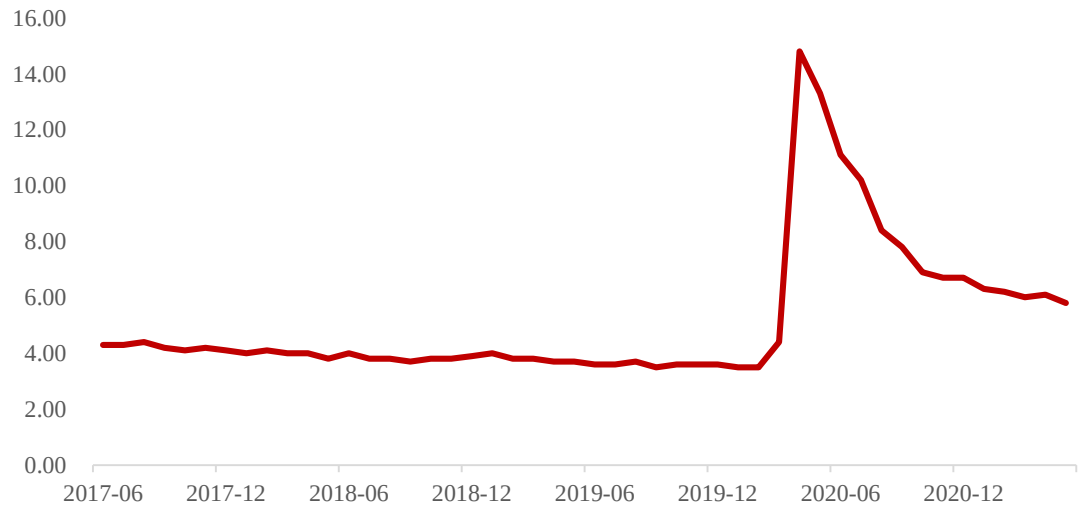
1.美联储货币政策转向节点将至

2020 年 8 月，美联储调整了货币政策框架。当前货币政策框架目标致力于实现充分就业和长期平均 2%的通货膨胀双重目标，且优先关注就业目标。

第一，现阶段就业复苏谨慎乐观，就业目标实现需要进一步确认。首先，美国当前非农数据可能存在一定程度失真。2021 年 5 月，美国非农就业人数增加 55.9 万人，低于预期的 67.5 万人。值得注意的是，非农数据大幅低于预期和劳动力市场的旺盛需求形成鲜明对比。美国劳工局 JOLTS 数据显示，5 月美国职位空缺数目达 736.7 万，接近历史最高水平，其中以薪资低、就业灵活的中小企业为主。对于职位空缺数目与非农就业数据的背离，我们认为，一方面，从历史经验来看，就业数据往往在危机及复苏时期呈现不稳定、波动较大的特点，尤其是在劳动力供需两端出现结构性问题时，出现异常值属于合理现象；另一方面，疫情后产生的新就业形态没有被纳入非农就业统计口径之中，导致非农就业数据出现一定程度的失真。**其次，美联储对就业改善预期持有充分信心。**美联储 6 月议息会议对 2021 年失业率维持 4 月议息会议以来 4.5%的判断，

在二季度非农就业数据不及预期的背景下，美联储没有上调失业率预测，对就业改善持充分信心。**再次，美联储曾在失业率降至目标前就开始调整货币政策的先例。**参照 2013 年，美联储释放缩减 QE 信号时，失业率高达 7.5%，远高于当时 5.2%-5.5%的长期失业率目标。由于统计数据出炉具有一定滞后性，与美联储掌握的实际情况存在一定时间差，美联储有可能在统计数据达到就业目标前开始采取行动。2021 年 4 月和 5 月，美国失业率分别为 6.1%和 5.8%（图 26），表现均好于市场预期。随着经济复苏进程稳步推进，疫苗接种达到“群体免疫”后经济开放程度上升，也有助于失业率进一步下降。**如果 6 月美国劳动力供给不足的问题得以解决，非农就业情况有望得到显著改善，预计美联储可能在 2021 年第三季度开始正式讨论缩减 QE。**

图 26：美国失业率变化趋势（%）

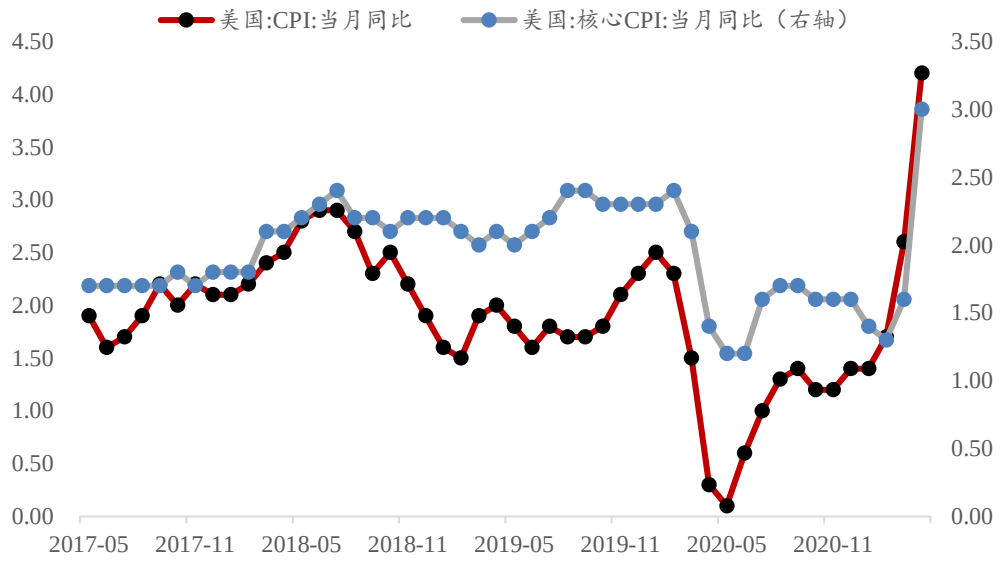


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，美联储 “暂时性通胀论”受到考验。首先，通胀数据超市场预期成为近期常态，美联储可能低估了通胀涨幅。根据最新统计，继 4 月大幅超市场预期之后，2021 年 5 月美国 CPI 同比大幅增长 5%，核心 CPI 同比增长 3.8%（图 27），两项数据均再次高于市场预期 0.3 个百分点，连续三个月超过美联储通胀目标。美国 4 月 PCE 物价指数同比大幅上升 3.6%，核心 PCE 物价指数同比增

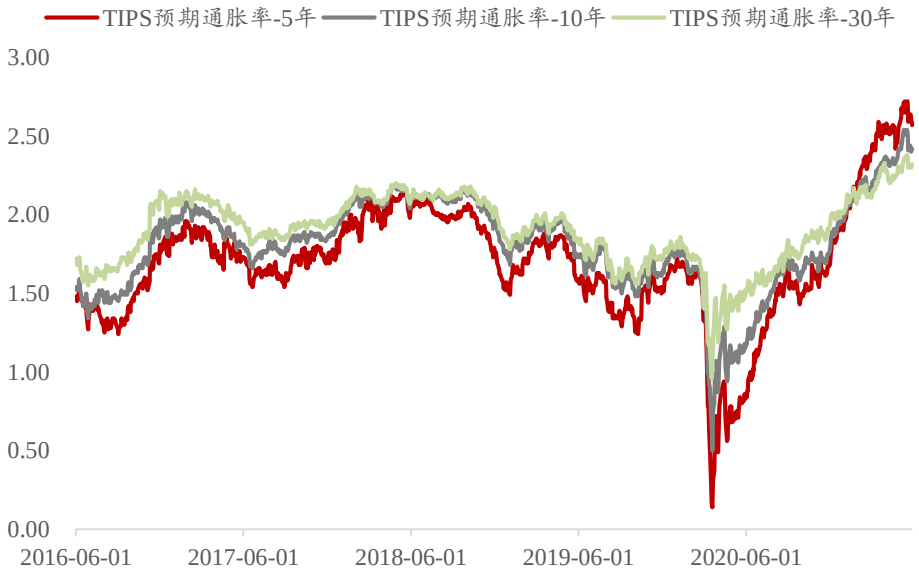
长 3.1%，同样高于市场预期（3.5%和 2.9%），创 2008 年以来最大增速；TIPS 隐含通胀预期上升至 2016 年以来最高水平（图 28）；花旗意外通胀指数创下历史新高。

图 27：美国 CPI 同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 28：美国 TIPS 预期通胀率



资料来源：Wind，中国银行研究院

其次，美联储认为通胀是“暂时性”现象的依据并不充分。美联储在2021年6月议息会议之前一直对外宣称，当前面临的通货膨胀高企是“暂时性”现象，是2020年同期美国通胀数据基数较低、经济重启后的报复性消费、供给侧瓶颈等“暂时性”因素叠加共同导致的结果。但是，这一论点在2021年6月议息会议上“不攻自破”，美联储大幅上调了通胀预期，将2021年PCE通胀预期由2.4%上调至3.4%、核心PCE通胀预期由2.2%上调至3.0%。此外，在6月初发布的褐皮书中，美联储承认了供给侧瓶颈可能会持续更长时间，称建筑和制造业原材料的价格急剧上涨，货运、包装和石化产品的价格上升，持续的供应链中断也加剧了成本压力等，导致物价上涨的压力在未来数月将持续上升。**当前美国通货膨胀已接近美联储政策转向既定目标。2021年第三季度，当基数效应有所缓解的情况下，如果通胀数据依然大幅高于2%，或促使美联储开始货币政策转向的具体行动。**

第三，疫苗接种持续稳定推进。随着新冠疫苗接种数量持续增加，美国疫情控制效果显著提高，确诊人数大幅下降。圣路易斯联储主席布拉德表示，75%的美国人接种新冠肺炎疫苗，是疫情危机即将结束的关键节点，也是美联储考虑缩减债券购买计划的必要条件之一。据美国疾病控制与预防中心（CDC）统计，2021年1月14日至6月12日，美国已有1.73亿人至少完成一剂疫苗接种，其中1.43亿人完成全部两剂疫苗接种。按当前美国3.31亿人口测算，美国目前已有近50%的人口接种至少一剂疫苗，近42%人口彻底完成了疫苗接种。若按1-6月平均接种速度测算，美国总体疫苗接种率将在第三季度达到75%临界值。不过，5月以来美国疫苗接种速度出现了较大幅度滑坡，完成全部两针疫苗接种人数占比的增速由4月15%下降至10%，6月有进一步下滑的趋势。因此，疫苗接种能否持续稳定推进尤为重要，**若无法维持当前接种速度，美国达成75%人口完成两剂疫苗目标的时间或将推迟至2022年。**

2. 美联储货币政策转向的潜在操作路径

回顾上一轮美联储调整货币政策过程，2008 年全球金融危机之后，美联储通过三轮 QE 将其资产负债表规模推高至 4.5 万亿美元，基本完成其恢复经济和就业的既定目标。2013 年 5 月 22 日，在国会听证会的问答环节中，时任美联储主席伯南克释放了将缩减资产购买规模的信号，造成美债长端利率快速上行，进而引发全球流动性预期转紧、新兴市场大幅调整，造成“缩减恐慌”；2013 年 12 月，美联储议息会议正式决定自 2014 年开始缩减 QE；2014 年 10 月，缩减 QE 维持了 10 个月后，美联储正式结束 QE；2015 年 12 月，美联储开启了历时三年的加息周期。

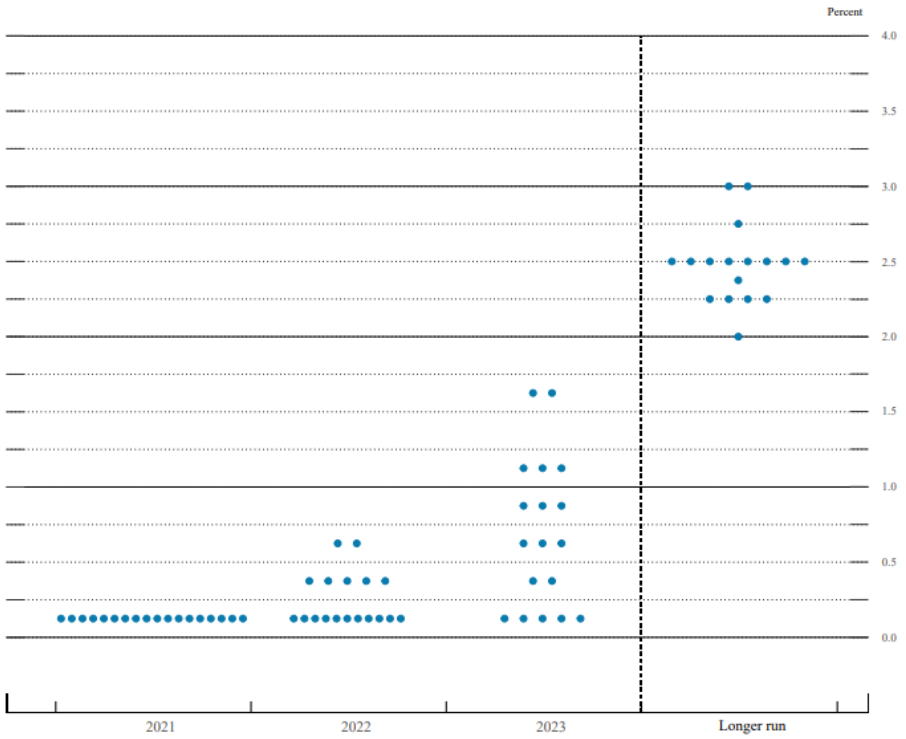
我们认为，现阶段，美联储宽松货币政策转向大趋势已经确立，缩减 QE 路径逐渐明朗化，加息进程有望提前，总体表现出比上轮调整周期节奏更紧凑的特征。

第一，缩减 QE 预计将分“两步走”。首先， 缩减 QE 前瞻指引阶段（2021 年第三季度—2022 年第一季度）。在 2021 年 6 月议息会议上，美联储仍然维持其每月 1200 亿美元资产购买速度不变，资产负债表规模继续处于扩张阶段。随着经济恢复进展逐渐接近美联储政策转向阈值，美联储议息会议重点将专注于讨论“QE 何时退出”的问题，并将不同阶段讨论结果通过会议声明和会议纪要的形式向市场传递，给市场较为明确的前瞻指引，直至最终宣布缩减 QE 的具体执行方案。**其次，逐步减少资产购买阶段（2022 年第二季度—2022 年第四季度）。**美联储将逐步退出疫情以来启用的各项资产购买计划。为了减少对市场的直接冲击，该阶段可能是一个持续数个季度的循序渐进过程，预计到 2022 年年底前结束本轮 QE。

第二，加息周期有望在缩减 QE 结束后迅速开始（2022 年第四季度起）。上一轮货币政策调整中，加息预期从缩减 QE 完全结束后才开始发酵，14 个月后才正式加息，而本轮调整美联储有意识地提前向市场传达了加息信号。2021 年 6 月议息会议上，18 名 FOMC 委员中有 7 名预测 2022 年底前至少加息一次

（3 月份点阵图显示仅有 4 人）；有 13 名委员预测 2023 年底前至少加息一次（3 月份为 7 人）（图 29）。如果经济复苏进展沿着美联储当前指引前进，本轮缩减 QE 结束后可能迅速转入加息周期。

图 29：2021 年 6 月议息会议联邦基金利率预测点阵图



资料来源：美联储

3. 美联储货币政策转向的潜在影响

第一，美债收益率在年初剧烈波动后趋于稳定，货币政策转向预期或已部分反映在美债定价中。2021 年 1 月以来，在经济复苏预期和通胀预期的共同驱动下，美债收益率快速上行，3 月 19 日美国 10 年期国债收益率达到 1.74%的年内高点，年内上涨 81bps。此后，美债收益率进入了长达三个月的横盘走势，自身波动率逐渐下降，对外部信息的敏感度同时下降。考虑到市场对“缩减恐慌”可能做出更早应对，部分货币政策转向的预期已经反映在年初的这轮上涨之中。

第二，美股出现恐慌式下跌的概率较小。一方面，美股的走势将很大程度受美债收益率影响，呈现波澜不惊的态势。不会出现历史高位的各个股指断崖式下跌的情形。甚至可能会伴随“靴子落地”，不确定性消弭的逻辑，在短期震荡之后继续上涨。另一方面，如果美联储缩减 QE 的节奏过快，市场流动性环境快速由宽裕转紧张，美债收益率快速拉升，将有可能出现美股泡沫破裂的潜在风险。

第三，美元长期升值须待加息周期确认。美元指数在新冠疫情暴发后持续震荡下行，始终维持较弱的走势，并未表现出与货币政策转向预期之间的显著相关性。参考上一轮美联储加息周期，美元指数在伯南克释放缩减 QE 信号之后出现转弱走势，直至 2014 年下半年，缩减 QE 进入后期，美联储加息预期逐渐增强后，美元指数才得以逆转，走出一轮牛市周期。预计在美联储缩减 QE 阶段，美元指数仍将维持弱势。加息周期进一步确认后，美元指数有望迎来周期性逆转机会。

专题二：主要经济体产业政策动向、影响及应对

近年来，新一轮科技革命迎来多点突破，5G、人工智能、区块链、量子技术、信息革命、能源科技等高新技术加速发展，在推动全球经济增长与转型中的作用初露端倪。新冠疫情暴发对全球经济带来重创，各国除了采用短期刺激手段熨平经济波动外，亟需通过培育结构性力量来修复长期增长动能，这进一步凸显产业创新的关键作用。为此，世界主要国家纷纷加大对高新技术投入力度，广泛使用产业政策措施以达到战略目的，大国间科技竞争博弈更趋激烈。

1.主要经济体产业政策趋势

梳理近两年全球技术领先经济体高科技产业政策的变化情况（表 7），可以归纳出如下特点。

第一，政府干预色彩趋于强化。美国拜登政府重拾民主党“大政府”理念，

出台规模超过2500亿美元的《2021年美国创新和竞争法案》，主要涉及人工智能、量子计算、清洁能源、生物技术以及5G等前沿技术，旨在通过扩大政府在科研中的作用，提升美国在科技产业领域的全球领导地位。欧盟提出被称为“欧洲版五年计划”的《战略规划2019-2024》，首次将产业政策列为重点内容，加大公共基金支持科技创新的力度。德国和法国共同发布《德法共同产业政策宣言》，强化政策干预立场，通过加大创新投资、给予行业财政补贴、牵头组建垄断性企业等方式重构欧盟国际竞争优势。

第二，关注经济绿色转型。后疫情时期“绿色复苏”已成为全球发展主流趋势。《2021年美国创新和竞争法案》将清洁能源作为主要投资领域，2021年3月拜登政府公布的《过渡时期国家安全战略指南》也认为清洁能源是美国国内经济复兴的抓手。2019年欧盟委员会发布《欧洲绿色新政》，提出通过绿色化和数字化实现2050年碳中和目标。疫情后欧盟提出的1.85万亿欧元复兴计划中，有30%直接用于气候变化相关项目，其他投资也与2050年碳中和目标相一致。日本政府发布“绿色增长战略”，将在海上风力发电、电动车、氢能源、航运业、航空业、住宅建筑等14个重点领域推进温室气体减排，对于企业在绿色经济方面的投资给予税制方面的支持，同时积极制定碳排放税等相关碳定价机制，促进技术创新和投资发展。

第三，强调产业链供应链安全。新冠疫情暴发后，全球跨境供应链严重受阻，各国均暴露出不同程度的产品短缺问题，维护产业链供应链安全可控成为各国产业政策的重要逻辑。特朗普政府时期美国已采取多种手段吸引跨国公司回流，重建国内制造部门。拜登上台后，对内签发“购买美国货”行政令，命令审查美国供应链脆弱性问题，对外将科技问题“国家安全化”，打压外国竞争对手高科技发展，同时提出与理念相似的民主国家组成联盟，共同保卫关键供应链技术链安全。日本、印度和澳大利亚在2020年9月发起“供应链弹性倡议”，声称旨在增强印太地区供应链弹性，并呼吁包括东盟国家在内的域内国家积极

参与，开展区域合作。韩国提出2030年之前建成全球最大的半导体产业供应链的战略愿景，通过扩大对基础设施建设支持、稳固产业供应链等方式推进战略远景落地。

表7： 全球主要经济体产业政策最新进展

国家或地区	时间	项目	领域
欧盟	2021年3月	《2030数字罗盘：欧洲数字十年之路》	计算机、量子通信
	2020年3月	《欧洲新工业战略》	清洁能源、人工智能、数字化
美国	2021年5月	《美国创新与竞争法案（USICA）》	人工智能、半导体、量子计算、通信、生物技术、能源
韩国	2021年5月	减税政策	芯片、半导体
	2021年4月	《2021年至2035年核心技术计划》	高科技军事领域、人工智能、军事技术自主
	2020年4月	《2019年至2033年国防科学技术振兴政策书》	
日本	2021年2月	科技创新“六五计划”（拟定）	数字化转型、碳中和、可持续发展
	2019年	登月（Moonshot）型研发制度	人工智能、可持续发展
英国	2020年1月	英国研究与创新基金会(UKRI)	数字技术应用
	2019年6月		量子技术
德国	2020年12月	《人工智能战略》	人工智能
	2020年11月	《国家生物经济战略》	生物经济
	2020年7月	电池研究计划	电池研究
	2020年6月	《国家氢战略》	氢能生产与利用
法国	2021年1月	量子技术国家战略	量子领域
	2020年8月	法国复兴计划	未来工业技术

资料来源：中国银行研究院整理

2.各国强化产业政策使用的潜在影响

第一，政府角色转变引导国际国内治理理念变革。过去很长时间里，国家主导的产业政策并非传统发达国家的主流实践。目前各国在应用产业政策方面

的立场强化，反映出政府角色的深层次转变，政府与市场边界被重新定义。在新一轮产业格局以及国际竞争格局演变的大背景下，各国政府对待产业政策已经脱离“是与非”问题，而是如何在“有形之手”与“无形之手”间达到新平衡。可以推测，与产业政策紧密相关的国家安全政策、国内市场监管、国际经贸规则等也将随之出现更加激进的变革。

第二，加速经济民族主义思潮在全球的扩散。通过产业政策重塑技术主权，需要政府强化决策权威及效力，因而各国将更倾向于强调自身利益主体性，强化对外负面态度，这将进一步激化经济民族主义在全球特别是西方发达国家的再回归势头。竞争与对抗将取代合作与共赢，成为各国处理对外关系时的优先考虑因素。例如，拜登政府上台后并未回归经济自由主义的全球化秩序，反而颁布购买美国货、收紧技术出口管制、审查和重塑国内产业链等政策，延续了特朗普时期“以我为主”的立场；欧盟一再强调要确立自主掌控的“经济主权”与“技术主权”，2020 年以来颁布了涵盖产业战略、贸易政策、金融架构等领域的全方位政策体系。

第三，中国成为各国产业政策的冲击对象。中国在科技创新领域的快速发展，引发了传统发达国家广泛的“竞争力焦虑”。各国频繁出台的产业政策将会给中国带来更大的外部竞争压力。美国为打压中国 5G 技术在海外应用，提出向不使用中国制造电信设备的国家提供财政激励，帮助其他国家构建 5G 网络以取代华为和中兴。欧盟多次指出中国是“制度性竞争对手”，强调要摆脱对中国的依赖，实现“供应链多元化”。日本、印度和澳大利亚发起“供应链弹性倡议”，通过抱团的方式“排挤”中国。诸如此类政策毫不避讳地声明针对中国，未来类似的对华竞争性产业政策可能会在发达经济体层出不穷地出现，对此中国需做好长期准备。

3.应对之策

面对全球各国重拾、强化产业政策应用的趋势，主要经济体不能仅通过传统的产业规划模式或临时性政策部署作出反应，而应提出战略性、系统性的应对思路，帮助相关产业有效应对复杂多变的竞争环境。

第一，以创新政策统领产业政策体系，重视绿色转型与产业政策的协调。公共资源的支持目标应从促进产业规模化发展转向推动产业高质量发展。对于优先发展的战略性产业，政府应将有限的产业扶持政策有效导向通用技术的创新活动。将促进绿色技术创新与应用作为产业政策核心环节，明确经济社会绿色转型的时间表与路线图，为企业创造稳定、可预期的产业扶持环境，降低企业在转变发展方式过程中面临的不确定性。

第二，提升产业政策系统性管理能力，构建前瞻性政策工具箱。加强部门间协调配合，完善产业政策工具配合机制，提升产业政策的实施效果。建立全新的产业安全管理体系和工作流程，明确产业链安全管理作为产业政策优先事项。建立跨部门产业政策对话机制和外部突发重大事件临时协调机制，及时应对外部国家产业政策调整的挑战。

第三，产业政策目标应强调发展与合作并重，关注重点行业领域的突破。基于“有所为、有所不为”的原则，确定优先突破的战略性产业和领域。加快培育形成非对称竞争优势，稳固全球产业链“你中有我、我中有你”的国际分工合作格局，同时确保核心产业安全，降低在全球产业体系被边缘化的威胁，推动各国共赢发展。

第四，确保产业政策措施适应国际经贸规则演变趋势。为更好地融入新的国际贸易投资体系，有必要对照 WTO 改革和其他新的区域贸易协定规则要求，重新审视产业政策。强化在基础技术和基础设施领域的投入力度，从基础教育和技能培训层面提升劳动力技能。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院
中国北京市复兴门内大街**1**号
邮编：**100818**
电话：**+86-10-66592780**
传真：**+86-10-66594040**