

2021 年 05 月 07 日

# 海外：疫情复杂化与通胀显性化

——海外宏观关键假设月度更新 · 第 2 期

## 主要内容：

### 相关研究

《狼来了？——FOMC 会议令  
Taper 时点不确定性上升》  
2021.04.29

《脆弱螺旋-全球宏观展望 2021》  
2021.01.27

### 证券分析师

秦泰 A0230517080006  
qintai@swsresearch.com

### 研究支持

王茂宇 A0230119110001  
wangmy2@swsresearch.com

### 联系人

秦泰  
(8621)23297818×7368  
qintai@swsresearch.com

- **海外疫情迅速复杂化，疫苗接种暂遇挫折。**整体来看，海外疫情的复杂化和疫苗接种进程近期的暂时性受挫相互强化，均指向一个弱于此前市场乐观预期的、步履蹒跚的全球服务消费恢复路径；我们从已经公布的一季度美国、欧元区经济数据中，看到比较明显的分化情况：应当看到美国前期较快的疫苗接种情况令我们本月倾向于谨慎上调美国的 GDP 增速预测，但欧元区的情况相对仍较悲观，整体上发达经济体今年服务消费恢复的路径预计将不会非常强劲，不建议基于这种脆弱的假设而轻易得出对包括主要大宗商品价格在内的过于乐观的推论。
- **美国零售峰值将现，通胀预期行将升温。**1) 预计 21 年美国居民可支配收入在 8-9% 之间。3 月 1400 美元/人支票再度推高美居民收入，预计 4 月居民收入大幅回落，但预计 21 年美国居民可支配收入增速仍可能达到 8%-9% 的罕见高位。2) **美国零售、个人消费 (PCE) 全年高峰即将出现。**由于 1400 美金/人支票发放延续到 4 月，预计美 4 月居民消费环比也将维持较强态势，同时由于基数断崖，预计 4 月 PCE 同比或将接近 30%，零售同比或将接近 60%。3) **供需撕裂强化美国进口依赖，通胀压力持续发酵。**随着后续几个月高额失业周薪的持续发放，以及延续到 4 月的 1400 美金/人直接补贴，美国供需缺口大幅改善的可能性较小，叠加基数效应的持续发酵、对华关税短期难以减免，以及疫情缓和下服务消费的逐步修复，均将强力推升美核心通胀走高。我们预计，美国核心 PCEPI 同比或在 21H2 持续高于 3%，导致 2020-2021 平均核心通胀略超 2% 的美联储目标水平。
- **耶伦适时引发通胀讨论，全球货币政策分化浮出水面。**1) **地产过热加拿大率先 Taper，欧日疫情反复宽松持续。**当地时间 4 月 21 日，加拿大央行召开议息会议，在主要发达经济体央行中首个开启 Taper，并明确加息指引。21 年以来持续高涨的房价是加拿大央行开启缩减 QE 的核心原因。欧元区和日本疫情反复，经济恢复受阻，货币宽松延续。整体而言，由于经济恢复持续偏弱，欧日年内货币政策边际收紧的概率较小。2) **耶伦言论“偏鹰”，金融风险或驱使美联储年内 Taper，美指趋于上行。**5 月 4 日，美国财长耶伦接受采访时提及可能需要通过加息的方式防止美国经济过热，或对当前美联储偏鸽的政策立场形成一定压力。同时，耶伦表态后市场动荡的表现也侧面印证美联储更应当关注金融风险，从而年内 Taper。虽然在 4 月 FOMC 会议中，美联储对于美国经济前景展望的不确定性由于全球疫情反复而有所上行，且试图弱化市场对于通胀上行的担忧，但对金融风险的关注仍将驱动美联储年内 Taper，美元指数趋于上行，预计年底在 95 左右。值得关注的是，若拜登加税计划通过，可能导致美国需求迅速收缩，Taper 时点可能面临推迟。
- **温和上调美国经济增速预测，下调欧元区预测。**1) **温和上调美国 21 年全年 GDP 增速预测至 5.2%。**美国前期较快的疫苗接种情况令我们本月倾向于谨慎上调美国的 GDP 增速预测，但在当前印度疫情失控爆发、变种病毒变化繁多以及接种意愿边际下降的情况下，我们仍然对美国年内服务消费恢复强度保持一定程度的谨慎，我们温和上调美 21 年经济预测，Q2-Q4 实际 GDP 同比更新为 12.4%/4.8%/4.0%，21 年经济增速上调至 5.2%。2) **下调欧元区 21 年全年 GDP 增速预测至 3.5%。**虽然 4 月以来欧元区疫情出现一定缓解，但根据欧洲疫苗完全接种人口比例仍然相对较低的现状，预计后续经济恢复将较为缓慢。同时，欧盟在一季度暂停了 20 年底和我国达成的“中欧全面投资协定 (CAI)”的审议，这一举动将延缓中欧经贸发展，无疑也将对欧洲长期经济复苏形成阻碍。我们下调欧元区 21 年全年经济增速至 3.5%，Q2-Q4 实际 GDP 同比更新为 13.2%/1.2%/2.4%。
- **文末包括本月更新的全球宏观关键假设表。**



申万宏源研究微信服务号

## 目录

<b>1.海外疫情迅速复杂化，疫苗接种暂遇挫折 .....</b>	<b>4</b>
<b>2. 美国零售峰值将现，通胀预期行将升温 .....</b>	<b>5</b>
2.1 预计 21 年美国居民可支配收入在 8-9%之间.....	5
2.2 美国零售、个人消费（PCE）全年高峰即将出现.....	6
2.3 供需撕裂强化美国进口依赖，通胀压力持续发酵 .....	7
<b>3. 耶伦适时引发通胀讨论，全球货币政策分化浮出水面.....</b>	<b>9</b>
3.1 地产过热加拿大率先 Taper，欧日疫情反复宽松持续.....	9
3.2 耶伦言论“偏鹰”，金融风险或驱使美联储年内 Taper，美指趋于上行.....	10
<b>4.温和上调美国经济预测、下调欧元区预测 .....</b>	<b>12</b>

## 图表目录

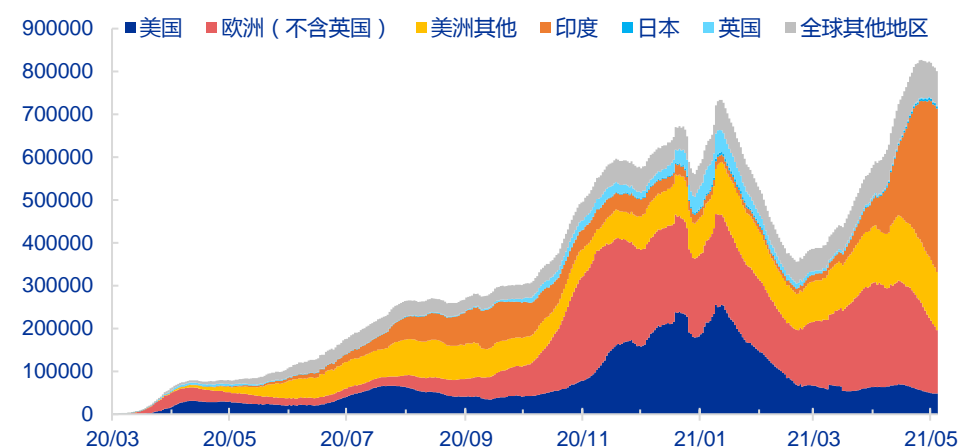
图 1：印度疫情失控令全球抗疫进程蒙上阴影（新增确诊病例，7DMA）	4
图 2：各国每日接种疫苗剂量（针/百人）	5
图 3：代表性经济体接种疫苗人数（针/百人）	5
图 4：美国实际 GDP 增速及其贡献结构	5
图 5：欧元区 GDP 同比仍然处于负区间	5
图 6：美国 21 年居民可支配收入预计将在 8-9% 之间	6
图 7：PCE 中耐用品消费同比及拉动结构	6
图 8：PCE 中服务消费同比及拉动结构	6
图 9：美国 PCE 同比及拉动结构	7
图 10：美国零售同比及拉动结构	7
图 11：3 月美国工业生产指数同比 1.0%，环比 1.4%	7
图 12：美国 3 月供需缺口再度拉大	7
图 13：美国对华出口增速远高于全球，但仍未达到第一阶段协议目标	8
图 14：3 月美核心 PCEPI 同比 1.8%	8
图 15：核心商品和核心服务双轮推动核心通胀上行	8
图 16：21 年 2、3 月 PCEPI 中商品消费价格同比	9
图 17：21 年 2、3 月 PCEPI 中服务消费价格同比	9
图 18：预计美国核心 PCEPI 同比在下半年持续高于 3%	9
图 19：加拿大购房需求由疫情激发（4Q20）	10
图 20：加拿大 3 月房价同比已经超过 17 年高点	10
图 21：美元指数在耶伦表态后大幅上行	11
图 22：主要发达经济体实际 GDP 同比及预测（%）	12
图 23：海外宏观关键假设表	13

## 1. 海外疫情迅速复杂化，疫苗接种暂遇挫折

印度疫情失控，变种病毒向全球传播，令全球抗疫进程蒙上阴影。4月以来全球疫情出现令人担忧的分化格局：一方面，前期疫苗接种进展顺利的美英两国新增病例数得到较好的控制，欧洲再度防控升级后也取得一定成效，本应令全球服务消费的复苏迎来希望；但另一方面，印度疫情陡然失控，暴露出其政府对于公共卫生事件的管理和控制能力的巨大缺陷，目前印度单日新增病例已经突破40万人，成为全球新增病例最多的国家，WHO更质疑印度实际病毒传播情况可能20-30倍于其官方数据。

**印度失控的疫情爆发情况，令全球各国不得不退回比2020年下半年更为严峻的选择：如果想要尽量避免已经在印度形成的极其复杂的变种病毒在本国更为广泛地传播，就必须一定程度上重新强化边境封锁，而这又意味着服务消费恢复之路又再度蒙上阴影。**

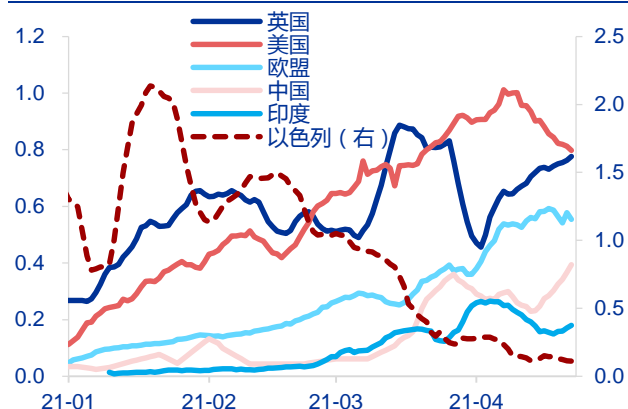
图1：印度疫情失控令全球抗疫进程蒙上阴影（新增确诊病例，7DMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

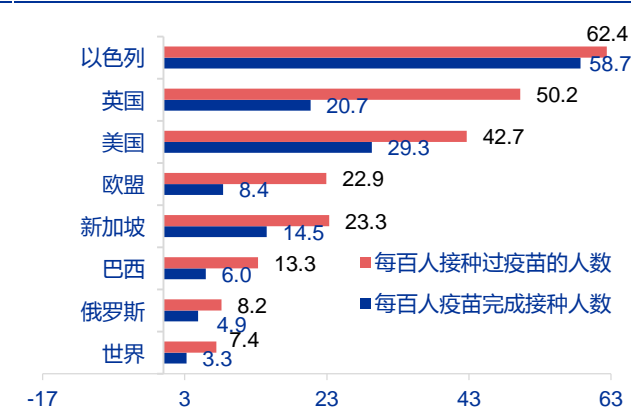
**疫情的复杂化开始导致海外疫苗接种进度一定程度的放缓。**随着疫情的快速复杂化，全球市场对于现有疫苗能否抵御变化繁多的变种病毒的担忧之声日渐升温，加之疫苗接种至中后期不可避免的会遇到接种意愿边际下降的约束，我们已经看到4月以来美国疫苗接种的放缓和英国接种速度的波动，其中初期接种极快的以色列，在完成接种人员比例接近60%之后所遭遇的明显瓶颈现象可能领先于其他发达国家，因而值得格外注意。印度疫苗接种进度较慢，叠加防疫工作不力是其疫情爆发核心原因，截止4月30日，仅1.9%印度人口实现对新冠疫情完全免疫，相比之下英国已达到20.7%，美国已接近30%。整体来看，海外疫情的复杂化和疫苗接种进程近期的暂时性受挫相互强化，均指向一个弱于此前市场乐观预期的、步履蹒跚的全球服务消费恢复路径。

图 2：各国每日接种疫苗剂量（针/百人）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

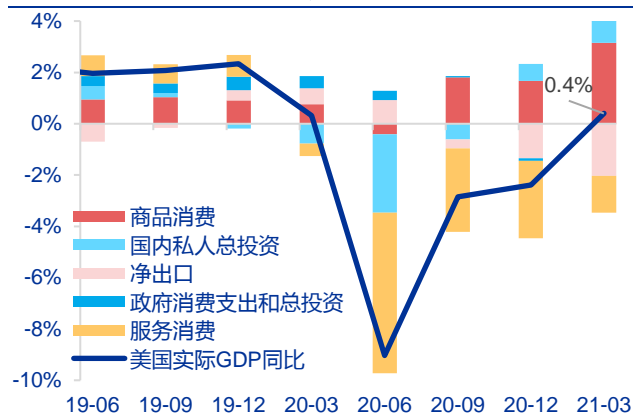
图 3：代表性经济体接种疫苗人数（针/百人）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

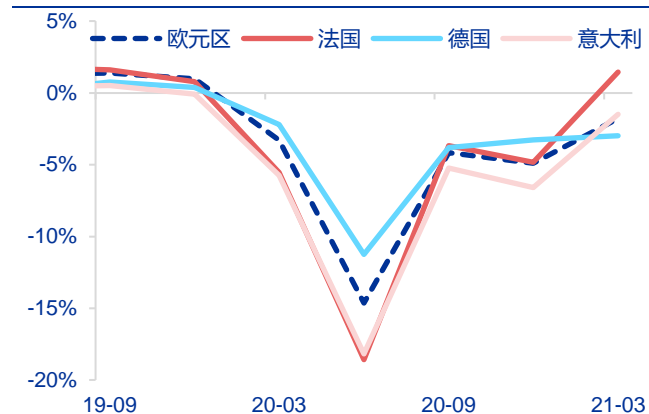
我们从已经公布的一季度美国、欧元区经济数据中，看到比较明显的分化情况：应当看到美国前期较快的疫苗接种情况令我们本月倾向于谨慎上调美国的 GDP 增速预测，但欧元区的情况相对仍较悲观，整体上发达经济体今年服务消费恢复的路径预计将不会非常强劲，不建议基于这种脆弱的假设而轻易得出对包括主要大宗商品价格在内的过于乐观的推论。美国、英国由于疫苗接种较快，得以率先逐步解除前期对服务业形成压制的严格防控措施，进而带动经济恢复，欧元区则由于疫情再度反弹而经济恢复较慢。本月公布的美国一季度 GDP 数据虽然略低于市场预期，但同比、环比增速已经进入正区间，而欧元区增速仍处于负区间。但考虑到上述全球疫情的迅速复杂化和疫苗接种进程的波折，我们仍建议对全球（除中国）年内的服务消费恢复强度保持一定程度的谨慎。

图 4：美国实际 GDP 增速及其贡献结构



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：欧元区 GDP 同比仍然处于负区间



资料来源：CEIC，申万宏源研究

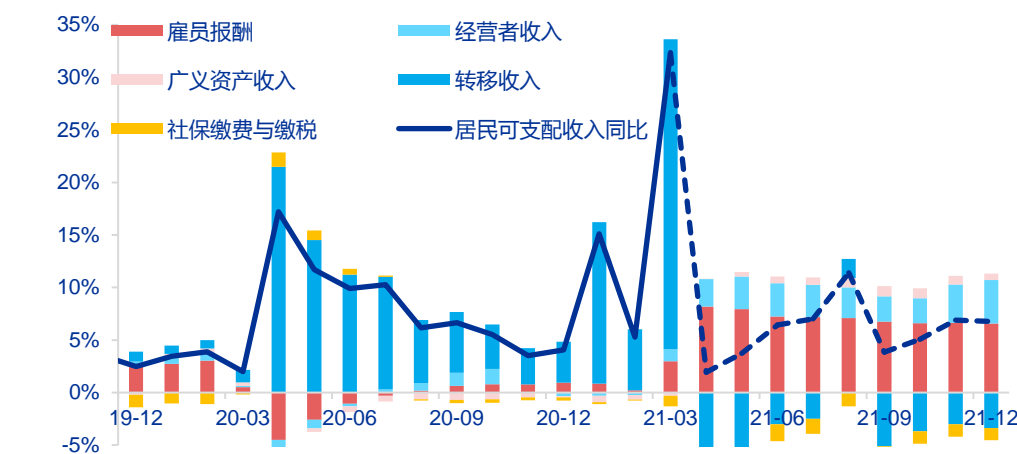
## 2. 美国零售峰值将现，通胀预期行将升温

### 2.1 预计 21 年美国居民可支配收入在 8-9%之间

3 月 1400 美元/人支票再度推高美居民收入，预计 4 月居民收入大幅回落，但预计 21 年美国居民可支配收入增速仍可能达到 8%-9%的罕见高位。在 2 月居民收

入暂时性回落后，随着 3 月美国援助法案中 1400 美金/人支票开始发放，转移支付再度推升可支配收入同比高达 32.3%，环比 23.6%，均为疫情以来高点。虽然 1400/人支票在 4 月仍然在发放，但由于基数原因，预计 4 月美国居民可支配收入同比将大幅回落至 2% 左右，预计全年增速在 8-9% 之间。

图 6：美国 21 年居民可支配收入预计将在 8-9% 之间

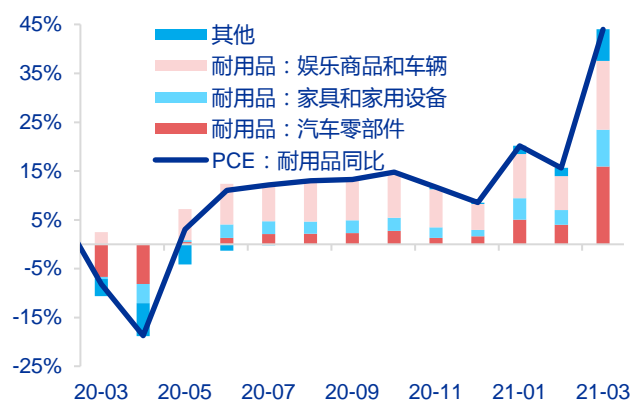


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.2 美国零售、个人消费（PCE）全年高峰即将出现

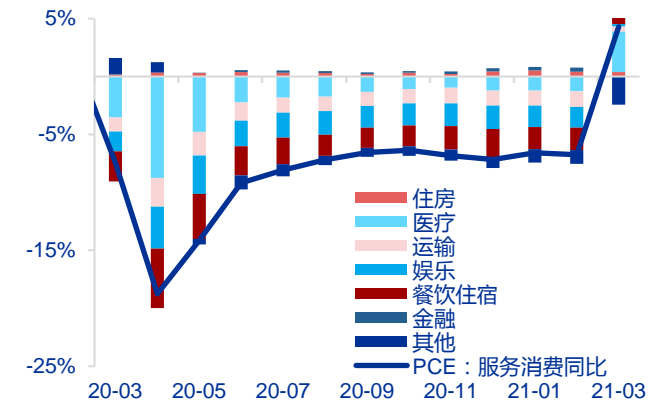
随着美国居民可支配收入再被财政补贴推高，以及疫情缓和，美国 3 月消费强势反弹。1) 个人消费支出（PCE）角度，3 月 PCE 同比 8.5%，环比 3.6%。商品消费和服务消费双轮推动 PCE 高增，耐用品中主要为汽车零部件以及娱乐商品和车辆，非耐用品为服装鞋类，而服务消费主要为医疗及餐饮住宿推动，显示财政补贴+疫情缓和和对消费全方面的强劲推动效果；2) 零售消费角度，美 3 月零售销售同比 27.7%，环比 9.8%，服务消费方面，疫苗接种加速下疫情防控措施的逐步放开使得餐饮服务消费改善显著；商品消费方面，3 月体育娱乐用品、服装鞋帽、建筑材料消费有较大改善，耐用品、非耐用品共同驱动商品消费旺盛。

图 7：PCE 中耐用品消费同比及拉动结构



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：PCE 中服务消费同比及拉动结构

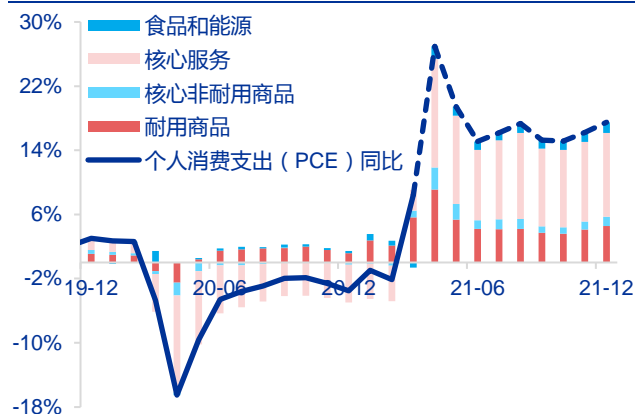


资料来源：CEIC，申万宏源研究



预计美国零售、个人消费支出 4 月同比为全年高点。由于 1400 美金/人支票发放延续到 4 月，预计美 4 月居民消费环比也将维持较强态势，同时由于基数断崖，预计 4 月 PCE 同比或将接近 30%，零售同比或将接近 60%。

图 9：美国 PCE 同比及拉动结构



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 10：美国零售同比及拉动结构

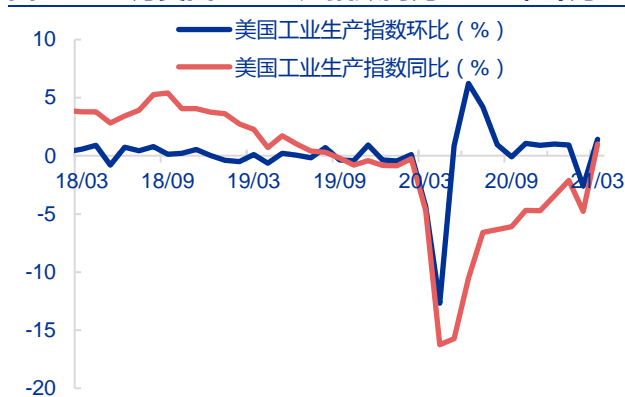


资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 2.3 供需撕裂强化美国进口依赖，通胀压力持续发酵

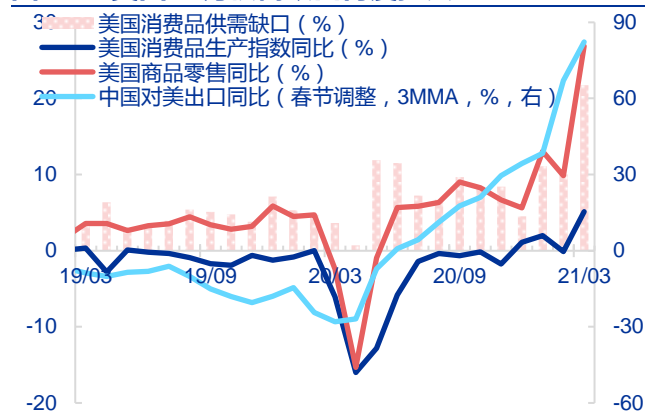
美国商品需求飙升而生产持续受到大规模财政补贴的挤出，美国经济结构问题凸显，供需撕裂再度加剧。3 月零售数据已经体现了美国财政刺激对于需求端的拉升作用，而在供给端，在去年 3 月基数大幅走低（同比-4.7%），今年 3 月美国工业生产同比仅为 1.0%，3 月的环比在 2 月工业生产环比-2.6%的基础上下也仅小幅回暖，环比仅为 1.4%，工业生产恢复情况与美国零售大幅分化，导致 3 月美国供需缺口再度拉升，也远大于正常年份缺口大小。而美国一季度较大的供需缺口直接拉动了我国对美出口，全年我国对美出口高峰在一季度的格局已然明确。

图 11：3 月美国工业生产指数同比 1.0%，环比 1.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：美国 3 月供需缺口再度拉大

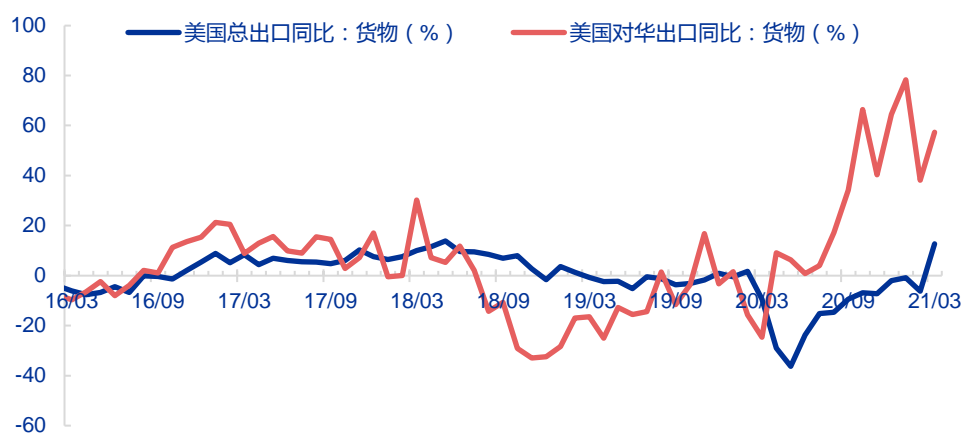


资料来源：CEIC，申万宏源研究

中美即将进行第一阶段协议评估，但预计如何看待疫情冲击所导致的美国供需扭曲问题在中美进出口贸易关系中的投影可能引发中美之间的新一轮分歧，我们建议维持当前中美关税结构作为基准假设。当地时间 5 月 5 日，美国贸易代表戴琦（Katherine Tai）表示近期将和中方对第一阶段协议进行评估，是否会取消特朗普

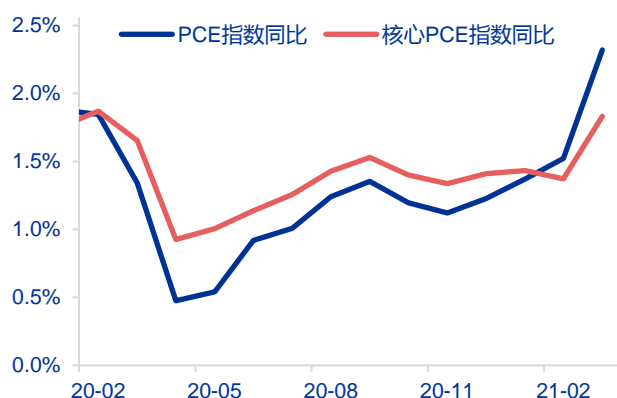
时期对华加征的关税则取决于“与中国的对话”以及“对中美经贸协议有效性的评估”。2020年1月15日签署的中美第一阶段经贸协议中，中国承诺在2020年和2021年自美进口制成品、农产品、能源和服务在2017年的基础上增加767亿美元和1233亿美元。2020年美国货物对中国出口同比高达17.1%，但相较2017年减少4.1%。尽管表见增速低于协议预期，但主要原因实际上在于美国受疫情冲击之后供给能力的大幅削弱，可以说中国在执行协议方面已经展现了巨大的诚意。但由于第一阶段协议签署时无法预料到疫情所带来的巨大冲击，在事后的评估过程中，预计中美两国对如何归因疫情冲击这一不可抗力因素所导致的协议执行困难问题可能陷入各执一词的局面，评估过程可能耗时日久，我们预计试图保护美国制造业的拜登政府短期内不会减免对华加征的关税。

图 13：美国对华出口增速远高于全球，但仍未达到第一阶段协议目标



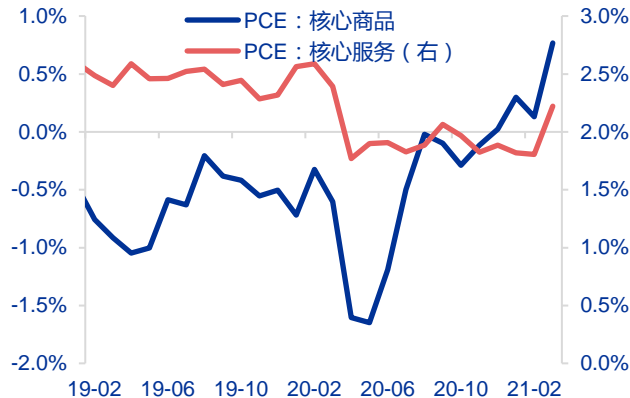
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：3月美核心 PCEPI 同比 1.8%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 15：核心商品和核心服务双轮推动核心通胀上行



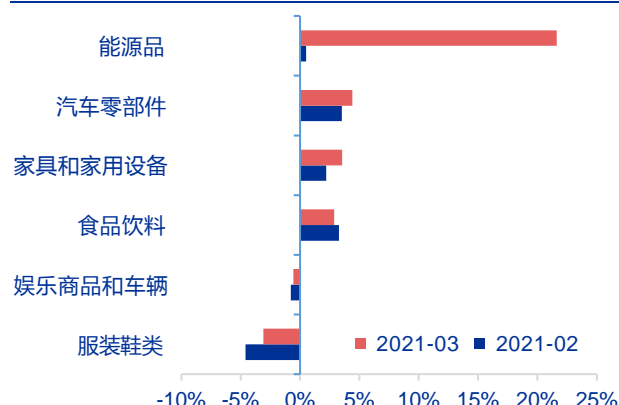
资料来源：CEIC，申万宏源研究

而2020年下半年我国的出口结构已经凸显出，即使在当前中美双边关税框架下，美国对自华进口商品的依赖度也在全面提升，这意味着美国年内通胀预期仍将持续发酵。3月美PCEPI同比2.3%，核心PCEPI同比1.8%，较2月大幅走强，特别是核心PCEPI即将突破2%。能源品和运输价格3月同比大幅上升，再加上去年3月低基数影响，导致3月整体PCEPI同比大幅上升；核心通胀与居民消费结构基本一致，



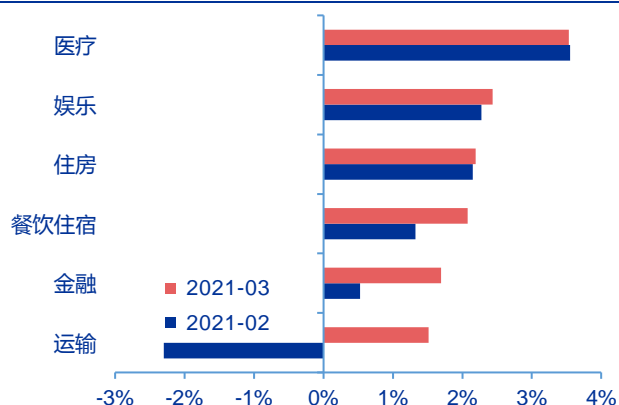
商品消费中耐用品（汽车零部件、家具和家用设备）走强，非耐用品中服装鞋类小幅改善，而服务消费中娱乐、住房、餐饮住宿价格均改善明显。

图 16：21 年 2、3 月 PCEPI 中商品消费价格同比



资料来源：CEIC，申万宏源研究

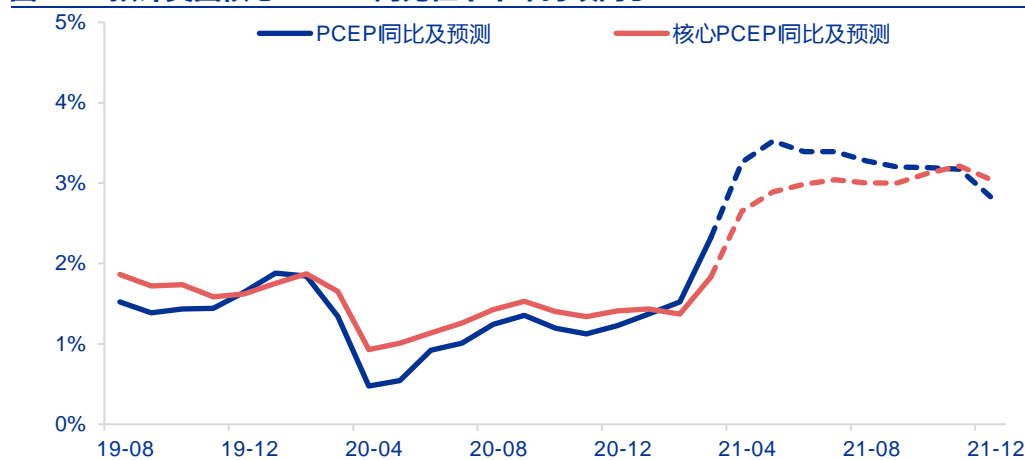
图 17：21 年 2、3 月 PCEPI 中服务消费价格同比



资料来源：CEIC，申万宏源研究

我们认为，随着后续几个月高额失业周薪的持续发放，以及延续到 4 月的 1400 美金/人直接补贴，美国供需缺口大幅改善的可能性较小，叠加基数效应的持续发酵、对华关税短期难以减免，以及疫情缓和下服务消费的逐步修复，均将强力推升美核心通胀走高。我们预计 美国核心 PCEPI 同比或在 21H2 持续高于 3%，导致 2020-2021 平均核心通胀略超 2% 的美联储目标水平。

图 18：预计美国核心 PCEPI 同比在下半年持续高于 3%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

### 3. 耶伦适时引发通胀讨论，全球货币政策分化浮出水面

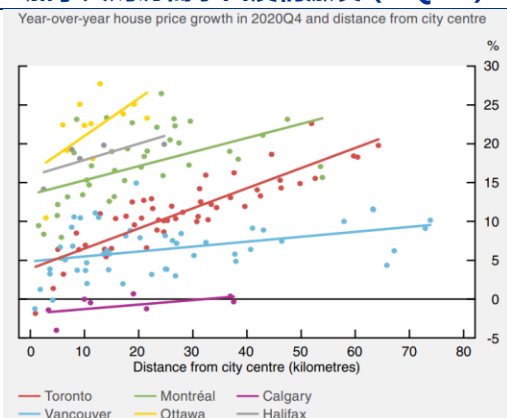
#### 3.1 地产过热加拿大率先 Taper，欧日疫情反复宽松持续

当地时间 4 月 21 日，加拿大央行召开议息会议，在主要发达经济体央行中首个开启 Taper，并明确加息指引。加拿大央行宣布自 4 月 26 日开始将购债规模从 40

亿加元/周缩减为 30 亿加元/周，并将预期实现 2% 通胀目标的时间从 3 月议息会议时预测的 2023 年提前至 2022 年下半年，实现通胀目标后将调整政策利率。

**21 年以来持续高涨的房价是加拿大央行开启缩减 QE 的核心原因。**在疫情激发下，加拿大 20 年以来购房需求井喷式增长，对于生活隔离的需求使得偏远地区房价涨幅高于大城市，而地产销售火爆下住房库存持续走低，进而更加推升地产价格。21 年 3 月，加拿大房价同比达到 20.1%，已经超过 17 年同比高点，在本周加央行新闻发布会上，央行行长也表示地产市场已经出现了过热的投机迹象（*extrapolative expectations and speculative behaviour*），所以，过热的地产市场才是加央行选择 QE Taper 的核心原因。而由于央行宽松政策引发的地产市场过热，也恰恰印证了我们《脆弱螺旋-全球宏观展望 2021》（2021.1.27）中对海外经济体宽松货币政策只会催生泡沫的论述。

图 19：加拿大购房需求由疫情激发（4Q20）



资料来源：Bank of Canada，申万宏源研究

图 20：加拿大 3 月房价同比已经超过 17 年高点



资料来源：CEIC，申万宏源研究

**欧元区和日本疫情反复，经济恢复受阻，货币宽松延续。**4 月下旬欧央行和日本央行先后公布议息决议，欧央行维持 PEPP 购债计划上限在 1.85 万亿欧元不变，并表示将动态调整 PEPP 的资产购买节奏以保证有利的融资条件；日本央行则分别维持 ETF 和 J-REITS 购买上限 12 万亿日元和 1800 亿日元的规模不变，从日本央行对 2020 财年（20Q2-21Q1）GDP 同比-4.9%的经济预测来看，21Q1 实际 GDP 同比在-2%左右，而去年同期同比已经处在-2.1%的低位，反映 GDP 受到疫情反弹的冲击而再次收缩。整体而言，由于经济恢复持续偏弱，欧日年内货币政策边际收紧的概率较小。

### 3.2 耶伦言论“偏鹰”，金融风险或驱使美联储年内 Taper，美指趋于上行

“It may be that interest rates will have to rise somewhat to make sure that our economy doesn't overheat”

5月4日,美国财长耶伦接受采访时提及可能需要通过加息的方式防止美国经济过热,虽然当日耶伦随即在另一场活动中澄清其言论并不构成对美联储的建议,且再次表明她不认为会出现高通胀问题,但还是直接导致了近日美国金融市场的波动,以及美元指数的上行,印证了市场对通胀持续上行的担忧。

**耶伦“偏鹰”表态或对美联储形成一定压力。**我们认为,耶伦近日言论主要传递了两条信息:1)一方面,耶伦“偏鹰”的最初表态实际更多反映了其对美国通胀走高的担忧;2)另一方面,从实际操作角度,加息的时点应当在QE Taper之后,当前市场预期也更多集中在美联储缩减QE的时点,所以耶伦此次“偏鹰”表态的确不构成建议,但或对当前美联储偏鸽的政策立场形成一定压力。同时,耶伦表态后市场动荡的表现也侧面印证美联储更应当关注金融风险,从而年内Taper。

图 21: 美元指数在耶伦表态后大幅上行



资料来源:CEIC, 申万宏源研究

虽然在4月FOMC会议中,美联储对于美国经济前景展望的不确定性由于全球疫情反复而有所上行,且试图弱化市场对于通胀上行的担忧,但对金融风险的关注仍将驱动美联储年内Taper,美元指数趋于上行。全球疫情反复、变种毒株传播加大了美国经济恢复的不确定性,且将通胀上行解释为“暂时性”的以试图弱化市场对于通胀上行触发紧缩的担忧,但鲍威尔首次承认美国资本市场存泡沫(Froth),而2013年5月伯南克首次提出Taper时也对金融风险表达了类似的关注。我们认为,出于对金融风险的关注,美联储年内采取Taper的概率仍较大,虽然加拿大率先Taper使得美元指数短期承压,但年内美元指数仍趋于上行,预计年底在95左右。

**值得关注的是,若拜登加税计划通过,可能导致美国需求迅速收缩,Taper时点可能面临推迟。**4月28日,美国总统拜登也公布了“美国家庭计划”及配套的加税计划,提升最高个税边际税率和富人群体的资本利得税率,可能触发美国富人阶层长期持有股票意愿的下降,从而可能在未来某些时刻对美国资本市场带来短期下跌的风险,继而又借由广义资产收入途径形成对美国中等收入群体的负向的收入和财富冲击,可能引发行生性的需求收缩。此时若美联储继续强行实施Taper,可能进一步加大美国资本市场下行风险,导致需求的螺旋式收缩,最终冲击美国实体经济。若拜登

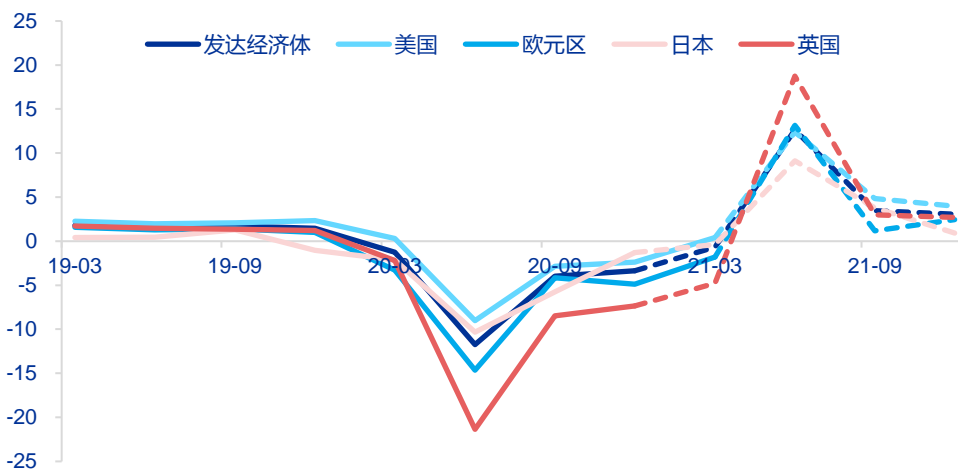
加税计划成功实施,或将导致美联储 QE Taper 的时点有所推迟。详细分析可参见《狼来了? ——FOMC 会议令 Taper 时点不确定性上升》(2021.4.29)。

## 4.温和上调美国经济预测、下调欧元区预测

**温和上调美国 21 年全年 GDP 增速预测至 5.2%。**美国前期较快的疫苗接种情况令我们本月倾向于谨慎上调美国的 GDP 增速预测,但在当前印度疫情失控爆发、变种病毒变化繁多以及接种意愿边际下降的情况下,我们仍然对美国年内服务消费恢复强度保持一定程度的谨慎,我们温和上调美 21 年经济预测,Q2-Q4 实际 GDP 同比更新为 12.4%/4.8%/4.0%,21 年经济增速上调至 5.2%。

**下调欧元区 21 年全年 GDP 增速预测至 3.5%。**由于欧元区疫情在一季度出现第三轮爆发,欧元区 21Q1 GDP 环比-0.6%,再度出现收缩,虽然 4 月以来欧元区疫情出现一定缓解,但根据欧洲疫苗完全接种人口比例仍然相对较低的现状,预计后续经济恢复将较为缓慢。同时,欧盟在一季度暂停了 20 年底和我国达成的“中欧全面投资协定(CAI)”的审议,这一举动将延缓中欧经贸发展,无疑也将对欧洲长期经济复苏形成阻碍。我们下调欧元区 GDP 增速预测,Q2-Q4 实际 GDP 同比更新为 13.2%/1.2%/2.4%,21 年全年经济增速下调至 3.5%。

图 22 : 主要发达经济体实际 GDP 同比及预测 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 23：海外宏观关键假设表

指标分类及国别	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2020年	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	2021年
实际GDP同比 (%, 当期)										
全球	-1.7	-9.4	-2.6	-1.2	-3.7	2.8	11.1	4.5	4.0	5.3
发达经济	-1.3	-11.8	-4.0	-3.4	-5.1	-0.7	12.6	3.5	3.1	4.4
美国	0.3	-9.0	-2.8	-2.4	-3.5	0.4	12.4	4.8	4.0	5.2
欧元区	-3.3	-14.6	-4.1	-4.9	-6.7	-1.8	13.2	1.2	2.4	3.5
日本	-2.1	-10.3	-5.8	-1.3	-4.9	-0.4	9.1	3.8	0.9	3.2
英国	-2.2	-21.4	-8.5	-7.3	-9.8	-4.8	18.7	3.0	2.7	4.2
通胀 (%, 同比)										
POEPI	1.3	0.9	1.4	1.2	1.2	2.3	3.4	3.2	2.8	2.8
核心POEPI	1.7	1.1	1.5	1.4	1.4	1.8	3.0	3.0	3.0	3.0
宏观杠杆率 (%)										
美国	263.8	285.4	290.2	295.6	295.6	305.5	302.9	303.1	305.7	305.7
日本	379.7	404.1	413.6	419.0	419.0	426.8	425.6	425.7	429.0	429.0
汇率 (期末)										
美元指数 (1973.3=100)	98.96	97.38	93.85	89.96	89.96	93.20	94.00	95.00	95.00	95.00
欧元兑美元 (USD/EUR)	1.10	1.12	1.17	1.22	1.22	1.17	1.16	1.15	1.15	1.15
美元兑日元 (JPY/USD)	107.60	107.90	105.50	103.30	103.30	110.70	112.00	113.00	113.00	113.00
QNY中间价 (RMB/USD)	7.10	7.07	6.81	6.54	6.54	6.57	6.45	6.40	6.40	6.40
美联储总资产规模同比 (%)	32.80	85.10	82.90	76.80	76.80	46.30	12.90	18.30	15.80	15.80

资料来源：CEIC，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swsresearch.com">chentao1@swsresearch.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swsresearch.com">lidan4@swsresearch.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swsresearch.com">chenzuoxi@swsresearch.com</a>

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。