

全球经济金融展望报告

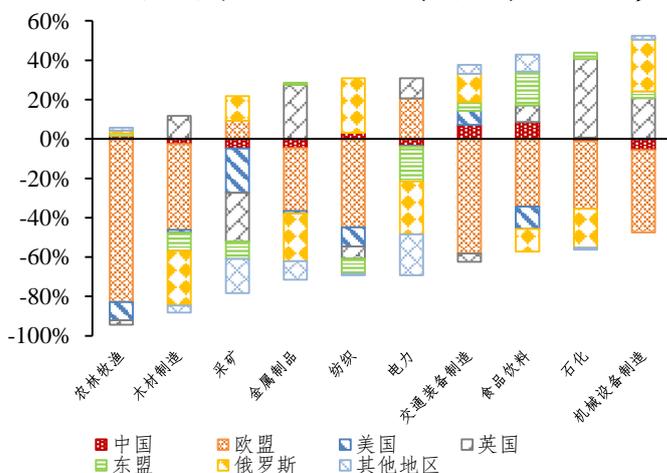
2021 年第 4 季度（总第 48 期）

报告日期：2021 年 9 月 28 日

要点

- 2021 年三季度，全球疫情再度恶化，欧美、亚太地区经济增速有所放缓，全球经济复苏动力减弱。全球贸易保持快速增长态势，主要受大宗商品价格上涨、物流运输成本上升、供应链短缺等因素推动。
- 展望四季度，全球经济增速将略有回升。美欧央行货币政策即将调整，全球金融市场流动性面临收紧，相关市场波动和金融风险值得关注。
- 美联储超宽松货币政策对不同收入群体的财富分配效应具有非对称性，将加剧社会贫富分化，对经济社会发展产生深远影响。
- 欧盟碳关税对全球经济存在负面外溢影响，引发全球广泛担忧，后续推进将面临较大阻力。

碳关税对各国家和地区不同行业产出的影响



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

曹鸿宇

邹子昂

王淳

李颖婷

吕昊旻

黄小军（纽约）

陆晓明（纽约）

李振龙（伦敦）

张明捷（法兰克福）

张琰（东京）

联系人：廖淑萍

电话：010-66594052

邮件：liaoshuping@bankofchina.com

全球经济复苏的可持续发展前景

——中国银行全球经济金融展望报告（2021年第4季度）

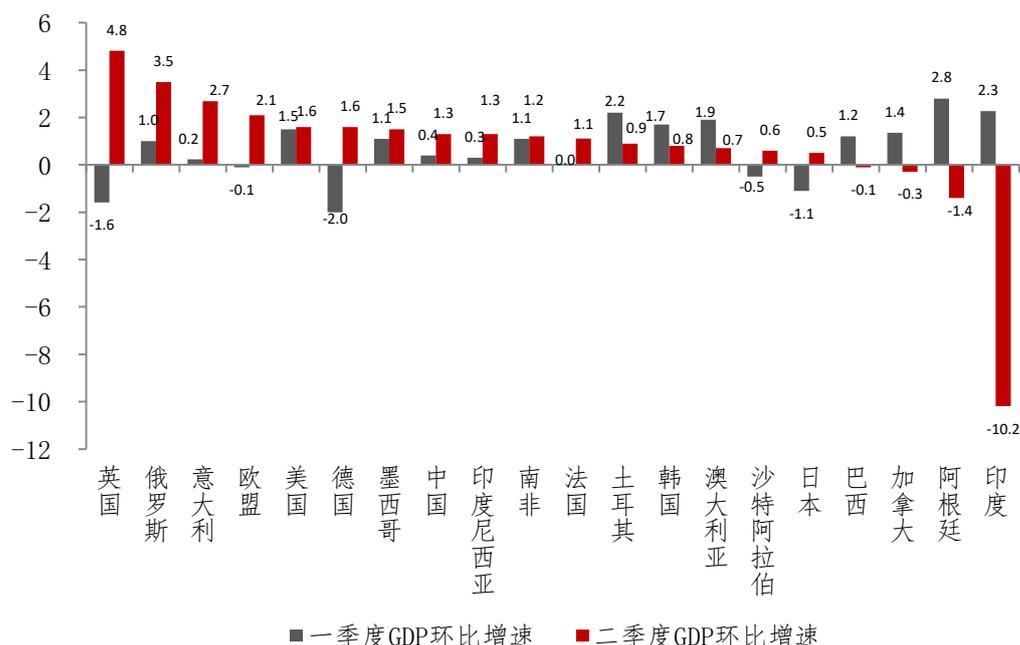
2021年三季度，全球疫情再度恶化，欧美、亚太地区经济增速有所放缓，全球经济复苏动力减弱。全球贸易保持快速增长态势，主要受大宗商品价格上涨、物流运输成本上升、供应链短缺等因素推动。全球金融市场流动性整体充裕，美元指数波动盘整，大宗商品价格大幅波动，全球通胀上行。展望四季度，全球经济增速将略有回升。美欧央行即将缩减QE规模，全球金融市场流动性面临收紧，国际资金流向调整可能引发市场波动和金融风险。本期报告分别对美联储超宽松政策的不平等效应，欧盟碳关税内涵、实施前景及宏观外溢影响进行专题分析。

一、全球经济季度回顾与展望

（一）2021年三季度全球经济复苏动力有所减弱

今年上半年，全球经济复苏形势逐渐好转，但发达经济体和新兴经济体复苏逐渐分化。一季度，受全球疫情在发达经济体反复、在新兴经济体持续蔓延等因素影响，全球经济复苏势头放缓。二季度，随着疫苗接种加速，欧美等发达经济体疫情防控形势逐渐好转，消费、工业生产、投资等活动加速回暖，经济复苏提速。美国一、二季度经济环比增速分别为1.5%和1.6%，保持较好表现；欧盟经济环比增速由一季度的-0.1%大幅提高至二季度的2.1%，经济逐渐走上正轨。而新兴经济体疫情持续蔓延，特别是印度疫情逐渐向亚太地区扩散，导致亚太产业链遭受严重破坏，企业破产和失业增加，拖累了经济增长。印度一季度GDP环比增速为2.3%，二季度降至-10.2%（图1）。

图 1: G20 经济体一、二季度实际 GDP 环比增速对比 (%)



资料来源：OECD，中国银行研究院

进入三季度，全球经济增速放缓。6月底以来，欧美地区疫情再度反弹，对消费、劳动力市场和产业链供应链产生一定影响。2021年8月摩根大通全球制造业和服务业 PMI 指数分别为 54.1%和 52.9%，均连续 3 个月下降，分别较 5 月的年内高点下降 1.9 和 6.7 个点。7 月，中国、美国、日本、韩国、俄罗斯、土耳其、南非、菲律宾、马来西亚、泰国等经济体的工业生产指数均出现不同程度下滑，中国、德国、法国、意大利、英国、澳大利亚、印尼、越南、南非等经济体的社会零售品销售金额或零售指数均有所回落。无论是从生产端还是消费端来看，三季度全球经济复苏动力均有所弱化。

三季度全球经济复苏主要特点如下：

一是发达经济体复苏放缓。在疫苗快速接种和积极财政政策刺激下，上半年发达经济体复苏加快，OECD 整体经济环比增速从一季度的 0.6%增至二季度的 1.7%。但是，随着三季度欧美地区疫情反复，经济复苏进程有所放缓。6 月

中旬以来，花旗十国集团经济意外指数快速回落，8月中旬以来再次降至0以下，而过去一年均为正值，说明市场对发达经济体三季度经济增长预期下降。美联储公布的褐皮书显示，美国8月经济增速放缓，美国经济仍受困于疫情后的物价上涨、供应链短缺和劳动力短缺。

二是贸易额增长很大程度是价格因素推动。在大宗商品价格上涨、物流运输成本提高、供应链短缺等因素影响下，贸易对于实体经济的带动作用减弱。目前，从规模上看全球贸易复苏较快，2021年前7个月，全球20个主要经济体¹累计加总的商品进口和出口额均创历史记录，分别达到8.29和8.14万亿美元，同比分别增长26.4%和26%（图2）。但对于大多数出口企业来说，虽然订单不断增加，但盈利改善有限，部分企业甚至陷入“出口越多，亏损越多”的境地，主要是原材料和运输成本提高，导致出口利润下降。2021年7月，IMF测算的全球大宗商品价格指数达166.2，较去年底提高40.7点，为2014年7月以来最高。其中，农产品、金属、能源价格指数分别较去年底上涨18.6%、16.7%和54.1%。此外，由于主要航运港口不时发生疫情，全球航运运力紧张，集装箱一箱难求，运费大幅上涨，进一步挤压企业利润空间。目前全球交货时长为近20年来最高。7月全球主要经济体合计的出口和进口规模环比分别下降0.9%和0.1%。如果扣除价格因素，2021年6月全球贸易指数（2010年=100）为130.4，较3月下降0.3%，其中进口贸易指数下滑0.5%。国际贸易的良好表现可能很大程度上掺杂了价格“虚火”，随着大宗商品价格逐渐企稳甚至有所回落，国际贸易复苏可能已接近触顶。

¹ 20个主要经济体包括：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，上述经济体2020年商品贸易总额约占全球70%左右。

图 2：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

三是美联储货币政策转向风险抬升，全球经济复苏面临的风险环境有所恶化。2021 年 7 月，全球经济风险指数为 42.0，较 3 月份提高 5.6 个点，主要受全球新增确诊病例增加、发达经济体经济增长预期弱化、美国通胀抬升、新兴经济体资本流入减少等因素影响。特别是随着美国通胀快速上行，美联储货币政策转向预期不断升温。美联储 9 月议息会议表示，最早可能于今年 11 月宣布缩减 QE，明年年中结束购债。其点阵图显示，半数官员预计明年加息，半数以上预计到后年至少加息三次。由此可见，三季度不仅全球经济增长的硬指标有所回落，经济增长预期、货币政策环境等软指标也逐渐收紧，增加了经济复苏的难度。

展望四季度，全球经济复苏力度有望回升，但疫情演变的不确定性将影响复苏进程。三季度全球经济增长回落很大程度上是由疫情反复所导致的，对工业生产、供应链、劳动力市场和消费恢复带来了一定扰动。自 7 月以来，全球新增确诊病例居高不下，单日新增病例一度高达 74 万，其中美国单日新增病例一度接近 29 万，仅次于年初 30 万的高点。与此同时，全球疫苗分配和接种进度高度不平衡。英国调查公司的报告指出，目前发达国家富余的疫苗超过 3 亿剂，预计到 2021 年底将超过 12 亿剂。而发展中国家受疫苗获取途径缺少、疫

苗生产能力有限、医疗基础设施不完善等因素影响，疫苗接种进度缓慢，部分国家甚至尚未开始疫苗接种。据统计，目前全球完成全部两剂次疫苗接种的人数占比仅为 31.57%，远未达到 60%-70% 的群体免疫标准。其中，欧洲、北美洲、南美洲、亚洲接种率分别为 50.89%、45.48%、37.21%、34.36%，高于全球平均水平；大洋洲接种率为 27.71%，略低于全球平均水平；而非洲接种率仅为 3.82%，严重滞后于其他地区。

展望未来，考虑到欧美主要经济体加快疫苗接种甚至提供第三针加强针，每日新增病例逐渐下降，四季度有望降至可控水平，从而提振生产和消费活动。此外，新兴经济体特别是亚太新兴经济体经济复苏形势将逐步好转，今年 6 月，除中国外的亚洲新兴经济体工业生产指数和出口贸易指数月度增速分别达到 3.8% 和 7.9%，增速远高于其他地区，表明亚太新兴经济体正逐渐从疫情冲击中恢复，四季度随着工业生产和贸易反弹，将成为全球经济增长重要推动力。不过，考虑到目前疫情已出现多轮反弹，未来演变依然存在较大不确定性，复苏周期将大大拉长。特别是随着全球财政支持力度逐渐减弱，货币政策逐渐收紧，利率中枢上移，可能会对投资、居民消费、企业债务维持和金融市场稳定等产生冲击，使复苏再次出现反复。总体上，预计 2021 年全球经济增长 5.3% 左右，较 6 月预测下调 0.5 个百分点。

（二）重点国别/地区经济形势研判

1. 美国经济复苏趋缓

由于德尔塔毒株的快速传播，美国疫情每日新增新冠病例数再次攀升至高点，拖累经济活动复苏步伐。二季度，美国实际 GDP 环比折年率为 6.5%。

美国消费在经历大幅上升后逐渐回归长期趋势，三季度复苏势头趋缓。二季度美国零售销售同比增长 15.63%，继续保持强劲。6 月个人服务消费支出的两年复合同比增速为 0.9%，仍低于疫情前水平，表明服务消费尚有进一步复苏

空间，未来娱乐、旅行、酒店住宿等服务消费有望增长。但另一方面，面向居民的经济救助政策已在9月初完全退出，伴随失业补贴停止发放，居民收入增长将有所下降。虽然二季度末美国个人储蓄率仍处在较高水平，达到9.4%，但高储蓄对居民消费的支撑效应将呈现边际递减趋势。预计美国居民消费支出增速将趋于下行。

生产瓶颈改善和企业补库存带动生产持续扩张，但产出扩张已迎来拐点。8月，工业总体产出指数环比升0.4%，产能利用率升至76.7%，基本恢复至疫情前77%的水平。7月和8月，美国制造业PMI分别为63.4%和61.1%，非制造业PMI分别为64.1%和61.7%，呈见顶回落趋势。劳动力短缺和供应链冲击对美国产出扩张形成制约。8月美国非农就业仅增加23.5万人，远低于市场预期的75万人；CPI同比增长5.3%，较上月下降0.1个百分点，通胀势头略有放缓但仍保持高位。

新基建协议对经济拉动作用有限。8月美国参议院通过为期8年、总额1万亿美元左右的基建投资协议，新增支出5500亿美元。该计划重点投资交通运输、电力、宽带和水务等领域，有望于2021年四季度落地实施。据测算新增投资将拉动美国GDP增长0.1个百分点，对经济短期刺激作用有限。

展望未来，美国经济复苏预期有所下调。美联储发布的每周经济指数（WEI）在4月下旬达到高点后开始缓慢下降，预计美国GDP环比折年率在二季度已达到年内高点，三四季度将有所放缓，全年经济增速为6.2%左右（表1）。

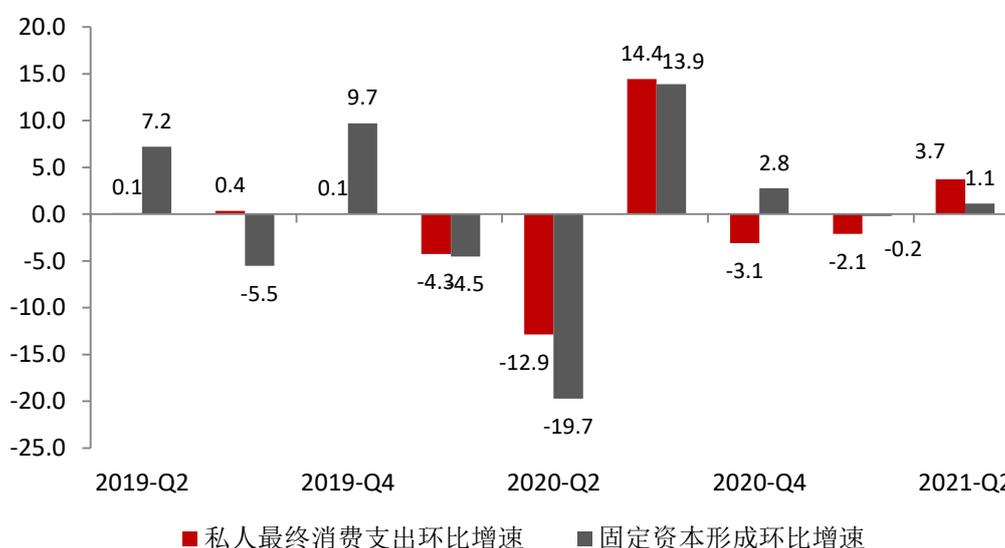
2. 欧洲经济增速见顶回落

二季度，欧元区和英国GDP环比增长率分别为2%和4.8%，同比增长率分别为14.3%和22.2%，均创下有记录以来最大增幅。

需求侧方面。欧元区零售数据在6月达到高点，零售额环比上涨1.5%，7月环比下滑2.3%；消费者信心指数在6月升至-3.3的3年最高值后下滑，8月

降至-5.3。英国零售数据自5月以来连续四个月环比下滑。在内需略显疲软的情况下，外需成为驱动欧元区经济复苏的重要力量。作为欧元区经济火车头的德国工业新订单数量在7月份创30年来最高水平，其中国外新订单环比增加8%，来自欧元区以外的新订单环比增加15.7%。英国的贸易差额持续恶化，7月贸易逆差达到31亿英镑，为2021年以来的最大值。投资方面，欧元区企业固定资本投资小幅改善，二季度环比增长1.14%（图3）；英国固定资本投资继续萎缩，二季度环比下滑0.5%。

图3：欧元区私人消费和固定资本形成环比增速变化趋势（%）



资料来源：OECD，中国银行研究院

供给侧方面。三季度欧洲制造业和服务业复苏势头良好，但增速有所放缓。8月欧元区制造业PMI为61.4%，虽然继续处于扩张状态，但增速连续第二个月放缓，服务业PMI由7月59.8%的15年高位回落至59%。从主要国家看，8月德国、英国、法国等国制造业PMI均保持在较高水平，但较上月均有不同程度回落。行业方面，受外需带动，欧元区产能利用率持续上升，三季度达到82.9%，旅游、餐饮和酒店业等消费行业以及商业和金融服务同样实现快速复苏。

展望四季度，疫情反复和供应瓶颈等因素为欧洲经济复苏带来诸多不确定

性。欧洲国家疫情在 8 月底再次反弹，塞浦路斯、法国、西班牙、爱尔兰等国单日新增病例数居高不下，部分欧洲国家重新加强疫情防控措施，拖累零售行业和服务业增长。供应链瓶颈不断推高企业生产成本和商品销售价格，8 月欧元区 CPI 达到 3%，创 10 年新高；德国为 3.4%，是 2008 年以来最高值；英国为 3.2%，创 9 年新高；法国的 CPI 数据也为近三年来最高，欧洲各国普遍面临较大通胀压力。预计四季度欧元区和英国经济增速将有所减缓，全年 GDP 增速分别为 4.8%和 8.1%左右。

3.日本经济复苏缓慢

日本二季度实际 GDP 环比下降 0.39%，内需与外需增长均较为乏力，显示复苏动力不足。

日本消费、投资与出口均呈下降趋势。二季度居民消费和固定资产投资均环比下降 0.22%。全球经济逐步开放，但日本疫情反弹影响其制造业，导致出口减少。8 月日本出口额 6.6 万亿日元，贸易逆差达 2718 亿日元，相较于 7 月的 59 亿日元逆差大幅扩大，原因主要为出口环比下降 10.2%并且进口环比增加 4.7%。

日本制造业和服务业下滑。7 月日本工业生产指数环比下降 1.3%，产能利用率指数从 6 月的 100.3 降至 98.9，相较于二季度高点回落。7 月和 8 月，日本制造业 PMI 指数分别为 53.0%和 52.7%，服务业 PMI 指数分别为 47.4%和 42.9%，呈下降趋势。受防疫封锁政策影响，日本餐饮、住宿等行业持续低迷。

奥运经济事与愿违，日本政府面临巨额赤字。东京奥运会的经济提振效应不足以弥补其损失。据估算，东京奥运会和残奥会为日本带来了约合 557.5 亿美元的经济收入。然而，受疫情影响，日本不接待外国游客、场馆不接待国内观众，仅门票损失就高达约 10 亿美元，使得奥运经济收益远低于预期。同时，奥运场馆建造、疫情防控等巨额支出，进一步增加了日本政府的财政压力，形

成超过 210 亿美元的赤字。其中，东京都政府和日本中央政府赤字分别约 128 亿和 78 亿美元。

展望四季度，日本国内政治变化和全球经济形势发展将是决定日本经济复苏的关键因素。一方面，日本即将选举新首相，新任日本首相热门候选人岸田文雄、河野太郎和高市早苗在疫情应对措施、经济刺激政策以及对华态度上大相径庭，加剧未来日本国内经济的不确定性。另一方面，疫情持续扩散，国际形势不确定性增加，使得全球供应链恢复缓慢，不利于日本优势产业复苏。二季度，芯片短缺和汽车零部件供应链断裂，迫使日本汽车企业减产。若国际经贸环境无法得到改善，全球供应链将难以恢复并阻碍日本出口增长。总体上，预计四季度日本经济复苏将放缓，全年增速约为 2.8% 左右。

4. 新兴经济体保持复苏，地区分化明显

亚洲新兴经济体受疫情影响供应链放缓。二季度，东盟最大经济体印尼实际 GDP 环比增长 3.3%，其中，居民消费涨势显著，自疫情爆发以来首次恢复正增长，达 7.8%，固定资产投资同比增长 10.5%。但三季度受疫情影响，供应链持续面临压力，7 月和 8 月制造业 PMI 指数分别为 40.1% 和 43.7%，不仅低于荣枯线，也低于上半年水平。印度疫情失控，导致二季度居民消费和固定资产投资环比分别下降 15.0% 和 21.3%，实际 GDP 环比下降 10.2%。三季度延续下滑态势，8 月制造业 PMI 指数为 52.3%，低于 7 月的 55.3%。

资源出口类新兴经济体复苏态势好转。今年以来，受石油、天然气等大宗商品价格上升推动，俄罗斯、巴西、沙特等资源出口类国家复苏好转。俄罗斯二季度工业生产和劳动力市场均有所恢复，带动固定资产投资和居民消费，实际 GDP 环比增长 15.3%。预计今年俄罗斯经济增速将达到 3.9%，为 2012 年以来的最快增长。巴西上半年受疫苗接种加快、国内局势稳定、出口需求回暖等带动，经济复苏势头强劲，三四季度有望延续复苏势头，逐步走出过去几年的

低迷态势。但巴西目前输入性通胀压力较大，央行已连续四次加息，未来经济复苏可能放缓，全年经济增速预计为 5.2%。随着油价上升增加出口收入以及非石油经济活力增强，沙特经济复苏迹象明显，二季度实际 GDP 环比增长 1.1%、同比增长 1.5%，自疫情以来首次实现正增长。但由于周边疫情形势不明朗、产能存在缺口，对未来沙特增长前景保持谨慎乐观。

其他新兴经济体总体复苏良好，但也存在差异。欧洲地区方面，波兰经济复苏态势良好，二季度实际 GDP 环比增长 6.0%。工业生产保持韧性，7 月和 8 月制造业 PMI 指数分别为 57.6%和 56%，高于荣枯线水平。拉美地区方面，阿根廷经济增长趋势明显，疫情缓解带动投资和出口，二季度实际 GDP 环比增长 10.3%。预计未来有望保持复苏态势，近期阿根廷政府已上调其今年增速预期。中东地区方面，土耳其国内经济复苏强劲，二季度居民消费和固定资产投资同比分别增长 44%和 59.1%，带动实际 GDP 同比增长 21.7%，创 1999 年以来最高值，但通胀高企、货币贬值仍是其当前最大挑战。非洲地区方面，南非二季度复苏强劲，实际 GDP 同比增速达 19.3%，创近年来最高值，但三季度以来已明显下滑；尼日利亚受益于石油出口，经济保持增势，但国内债务不断攀升、政府财政收入下滑等问题影响其未来增长前景。

展望四季度，外部风险制约新兴经济体增长动力。新冠病毒频现新变种，新兴经济体疫情小高峰交替爆发，供应链难以恢复。鉴于新兴经济体多为出口国，隔离封锁、停工停产、边境口岸限制措施等防疫政策大幅增加了贸易成本，阻碍全球供应链复苏，抑制新兴市场经济增长。与此同时，随着美联储明确缩表加息时间表，欧洲央行开始放缓购债，全球市场流动性收紧将对新兴经济体金融市场产生较大外溢影响，资本外流、货币贬值、通胀和债务压力等问题将制约新兴经济体复苏动力。

表 1：2021 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	2021 ^f	2019	2020	2021 ^f	2019	2020	2021 ^f
美洲	美国	2.3	-3.5	6.2	1.8	1.2	4.3	3.7	8.1	5.5
	加拿大	1.9	-5.4	3.8	1.9	0.7	3	5.7	9.6	7.6
	墨西哥	-0.1	-8.2	6	3.6	3.4	5.4	3.5	4.4	4.2
	巴西	1.4	-4.1	5.2	3.7	3.2	7.2	11.9	13.4	14.1
	智利	2.3	-6	9.5	2.6	3.1	3.8	7.2	10.6	9.5
	阿根廷	-2.1	-10	6.8	56.2	42	48	9.8	11.6	11.1
亚太	中国	6.1	2.3	8.1	2.9	2.5	1.1	5.2	5.6	5.2
	日本	0.3	-4.8	2.8	0.5	0	-0.1	2.4	2.8	2.9
	澳大利亚	1.9	-2.4	4.4	1.6	0.9	2.4	5.2	6.5	5.3
	印度	5.8	-8	8.7	3.7	6.6	—	—	—	—
	韩国	2	-1	4.6	0.4	0.7	2	3.8	3.2	3.9
	印尼	5	-2.1	3.6	2.8	2	1.8	5.1	7.2	6.4
欧非	欧元区	1.3	-6.6	4.8	1.2	0.3	2.2	7.6	8	8
	英国	1.5	-9.9	8.1	1.8	0.9	2.1	3.8	4.4	5
	俄罗斯	1.8	-2.6	3.9	4.5	3.4	5.9	4.6	5.8	5.3
	土耳其	0.9	1.8	7.5	15.5	12.3	17.1	13.7	13.4	12.8
	尼日利亚	2.2	-5.4	2.5	11.4	13.2	16.7	—	33.3	—
	南非	0.2	-7	4.5	4.1	3.3	4.4	28.7	29.2	33
全球		2.5	-3.3	5.3	3.5	3.2	3.5	—	—	—

资料来源：中国银行研究院。注：f 为预测。

二、国际金融季度回顾与展望

（一）国际金融市场运行特征

1. 货币市场

（1）欧美央行资产延续扩张，市场流动性依然宽松。2021 年三季度，全球主要央行延续了宽松货币政策基调，资产负债表持续扩张。截至 2021 年 8 月末，美联储、欧洲央行和日本央行的资产规模分别达到 83981 亿美元、81913 亿欧元和 726.7 万亿日元，同比分别增长 20%、27.2%和 6.4%（表 2）。虽然欧美央行资产增速二季度出现不同程度放缓，但快速扩张态势依然强劲。

表 2：主要央行资产规模及增速

		2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021M8
美联储	余额（亿美元）	70570	71036	74114	77369	81269	83981
	同比（%）	82.8	77.9	75.6	32.1	15.2	20.0
欧洲央行	余额（亿欧元）	62890	67051	70147	74941	76576	81913
	同比（%）	34.0	42.8	50.4	44.1	36.8	27.2
日本央行	余额（万亿日元）	649.0	690.0	702.6	714.2	724.6	726.7
	同比（%）	14.9	20.6	22.6	18.2	13.5	6.4
中国央行	余额（亿元）	363931	374728	387676	382778	389897	380502 ²
	同比（%）	0.0	3.5	4.5	4.8	7.1	6.3

资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 货币市场利率低位回升，泰德利差继续收窄。2021 年三季度以来，主要经济体货币市场利率继续维持低位震荡态势。截至 9 月 14 日，美元 SOFR 为 0.05%，与二季度末持平；欧元 ESTER 为 -0.65%，较二季度末上升 0.3 个基点；日本 7 天 TIBOR 为 0.06%，较二季度末提高 7 个基点；英镑 SONIA 为 0.05%，较二季度末提高 1 个基点。泰德利差³持续走低，截至 9 月 14 日，泰德利差为 0.07%，较二季度末下降 3 个基点（图 4），离岸美元流动性处于极度宽松状态。

图 4：泰德利差变化趋势（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

² 中国央行为 2021 年 7 月末数据。

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）。

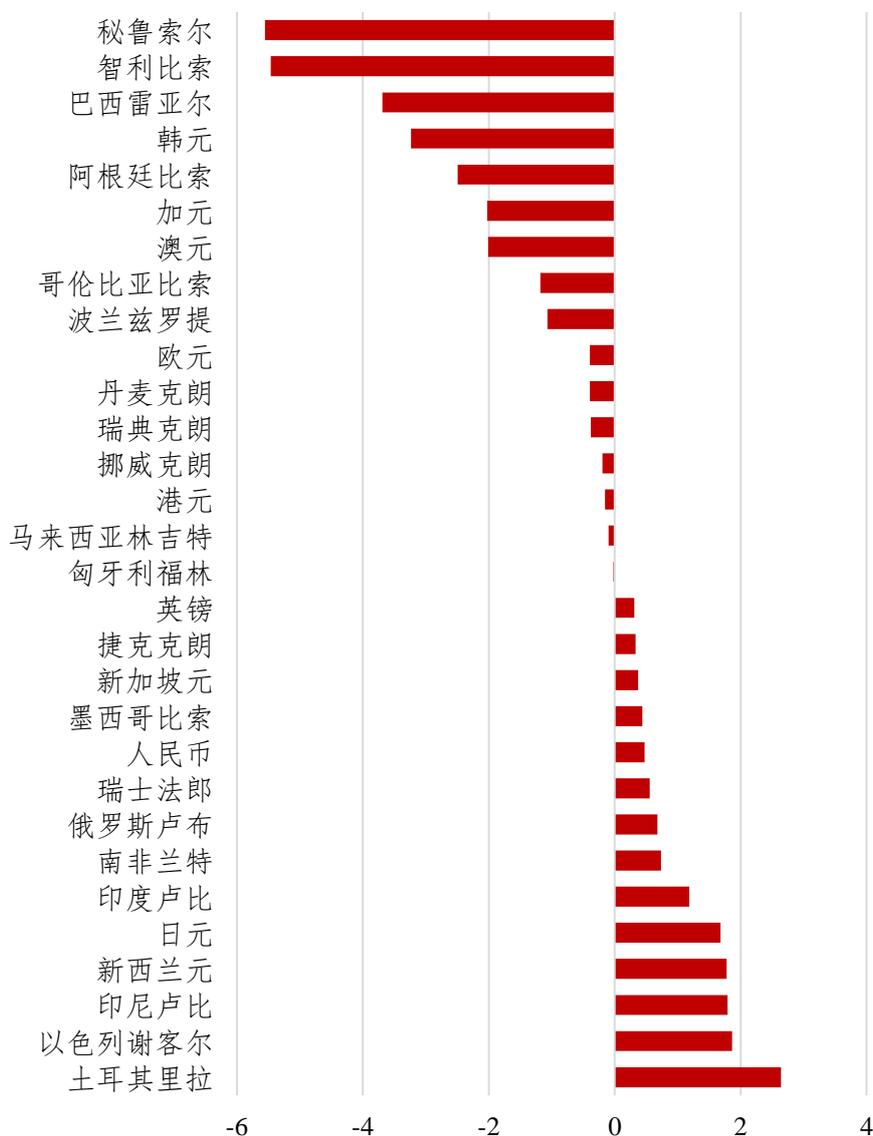
2. 外汇市场：美元指数波动盘整，非美货币表现分化

(1) 美元指数在多空交织下波动徘徊。2021年三季度，德尔塔变异毒株扩散传播，美国经济喜忧参半，美联储货币政策在鹰鸽信号之间切换，美元指数步入盘整阶段。7月以来，美元指数先扬后抑，先攀升至年内新高93.7278，然后在93左右波动。

(2) 非美货币表现分化。2021年三季度，欧元区经济持续修复，通胀快速抬升，欧洲央行维持宽松货币政策立场，但先于美联储行动，放缓PEPP购债，助推欧元兑美元汇率自8月触底反弹至1.18水平。日元维持区间震荡格局，兑美元汇率较7月初小幅回升1.68%。随着美联储货币政策转向预期升温，新兴市场货币总体承压，但部分国家提前加息或多次加息，推动汇率走势上扬。截至9月14日，彭博JP摩根拉美货币指数与亚洲美元指数分别较7月初下跌2.5%和0.2%。其中，土耳其里拉、俄罗斯卢布、墨西哥比索兑美元汇率分别小幅回升2.64%、0.68%和0.44%（图5）。

(3) 主要货币汇率波动幅度继续回落。2021年三季度，主要货币汇率波动幅度呈现下降态势。美元指数加权平均历史波动率（3个月）为5.2%，环比下降0.7个百分点，欧元、英镑、日元兑美元汇率波动率分别为4.4%、6.2%和4.9%。部分新兴市场货币呈现高波动特征，巴西雷亚尔、南非兰特、哥伦比亚比索、智利比索、秘鲁索尔汇率波动率均超过10%，但较上年同期水平显著下降。

图 5：主要货币兑美元汇率较 2021 年 7 月初变动 (%)



注：数据截至 2021 年 9 月 14 日。

资料来源：彭博，中国银行研究院

3. 股票市场

(1) 全球股市在通胀压力与政策转向预期中震荡上行。2021 年三季度，全球股票市场总体波动上行，但经历两次较大跌幅。2021 年 7 月，德尔塔变异毒株扩散引发全球投资者的不安情绪，股市一度出现了修正，7 月 19 日 MSCI 全球指数较前日下跌了 1.53%，创下半年以来的最大跌幅。随后，全球股市在

波动中上行。第二次较为明显的股市下跌于 2021 年 8 月 16 日开始，MSCI 全球指数连续下跌 4 日，日均跌幅达 0.46%，最高跌幅达 0.56%。此次股市下跌主要与全球疫情再度恶化、经济前景再度悲观以及美联储政策转向临近有关。截至 2021 年 9 月 14 日，MSCI 全球指数收于 849.99，较二季度末上涨 2.24%（图 6）。

图 6：全球 MSCI 指数趋势



资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 全球股市“西升东降”，新兴市场表现欠佳。全球股市自 2021 年年初以来呈现“西升东降”态势，欧美股市上涨，亚洲股市缓慢增长或出现停滞。三季度欧美股票市场迅速反弹。美国股市持续表现较好，美国道琼斯工业指数、标普 500 指数、纳斯达克指数较二季度分别上涨了 0.22%、3.39%和 3.68%；欧洲股市同样表现良好，FTSEEurofirst 300 指数上涨 3.73%，法国 CAC40 指数和德国 DAX 指数分别较二季度末上涨 2.23%、1.24%。

新兴市场疫情出现反复，严重阻碍经济复苏步伐，导致新兴市场的股市表现不及发达市场。截至 9 月 14 日，MSCI 新兴市场指数收于 72743.68，较二季度末下跌 5.13%（图 7）。在主要的新兴市场国家中，虽然马尼拉综指、印尼综指、吉隆坡指数分别较二季度末上涨 0.26%、2.4%、1.49%，但涨幅明显不及发

达国家，而韩国股市较二季度末下跌 4.48%，拖累了新兴市场股市的整体发展。

图 7：MSCI 新兴市场与发达市场指数比较



资料来源：Wind，中国银行研究院

(3) 全球 IPO 下降。截至 9 月 14 日，2021 年三季度全球股票发行 550 只，总金额达 692.4 亿美元，与二季度相比新股发行数量和总金额出现明显下降，分别为二季度的 47%和 42%。其中，综合经营股票发行量最多，金额占比为 20.4%。

4. 债券市场

(1) 国债增速整体放缓，10 年期国债收益率下行。截至 2021 年 8 月末，美国国债余额为 28.43 万亿美元，同比增长 6.4%，增速较二季度进一步放缓。同期，中国国债余额为 21.53 万亿元，同比增长 15.4%。2021 年 7 月末，欧元区和日本国债余额分别为 9.2 万亿欧元和 1058.9 万亿日元，同比增速均为 6.7%，较二季度明显放缓（表 3）。

表 3：主要经济体国债余额及增速

		2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021M8
美国	余额（万亿美元）	26.48	26.95	27.75	27.99	28.53	28.43
	同比增速	20.2	18.6	19.6	18.2	7.7	6.4
欧元区	余额（万亿欧元）	8.24	8.76	8.72	9.00	9.17	9.20 ⁴
	同比增速	8.2	14.7	14.9	16.4	14.6	6.7
日本	余额（万亿日元）	981.6	995.3	1031.3	1065.1	1057.5	1058.9 ⁵
	同比增速	1.1	2.4	5.6	8.9	7.7	6.7
中国	余额（万亿元）	17.63	19.10	20.69	20.79	21.23	21.53
	同比增速	14.6	20.3	24.3	23.8	20.4	15.4

资料来源：Wind，中国银行研究院

2021 年三季度以来，主要经济体 10 年期国债收益率呈现下降趋势。截至 9 月 14 日，美国 10 年期国债收益率为 1.28%，较二季度末下降 17 个基点；欧元区 10 年期公债收益率为-0.33%，较二季度末下降 13 个基点；日本 10 年期国债收益率为 0.051%，较二季度末下降 1.9 个基点；中国 10 年期国债收益率为 2.89%，较二季度末下降 19 个基点。

(2) 企业债规模增速趋缓，美国企业债违约率攀升。截至 2021 年 8 月末，美国企业债余额为 11.66 万亿美元，同比增长 6%，增速较二季度下降 4.6 个百分点；欧元区企业债余额为 8.95 万亿欧元，与去年同期规模持平，增速较二季度末下降 5.8 个百分点；日本企业债规模为 148.8 万亿日元，同比增长 8.8%，增速较二季度末下降 9.3 个百分点（表 4）。2021 年 8 月末，美国企业债违约率为 3.03%，较二季度末提高 10 个基点；欧元区企业债违约率为 1.11%，较二季度末下降 5 个基点；日本企业债违约概率为 0.41%，与二季度末基本持平。

⁴ 欧元区政府债券余额为 2021 年 7 月末数据。

⁵ 日本国债余额为 2021 年 7 月末数据。

表 4：主要经济体企业债余额及同比增速

		2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021M8
美国	余额（万亿美元）	11.00	11.11	11.10	11.42	12.17	11.66
	同比增速（%）	12.2	12.1	11.1	10.9	10.6	6.0
欧元区	余额（万亿欧元）	8.99	8.89	8.85	8.92	9.50	8.95
	同比增速（%）	0.0	0.0	0.0	1.4	5.8	0.0
日本	余额（万亿日元）	125.0	130.7	131.9	144.2	147.6	148.8
	同比增速（%）	-5.1	-2.4	-2.6	6.1	18.1	8.8

资料来源：彭博，Wind，中国银行研究院

5.大宗商品市场

2021 年三季度，大宗商品市场整体延续上半年强劲走势，但不同品种价格驱动逻辑逐步分化。主要上涨品种由上半年的强周期性品种（原油、铜、铁矿石等）向供给端受限品种（煤炭、有色金属等）切换。反映国际大宗商品期货市场总体价格变化的 RJ/CRB 指数持续震荡上行，9 月初突破 220，创 2015 年 6 月以来新高（图 8）。

图 8：RJ/CRB 商品价格指数

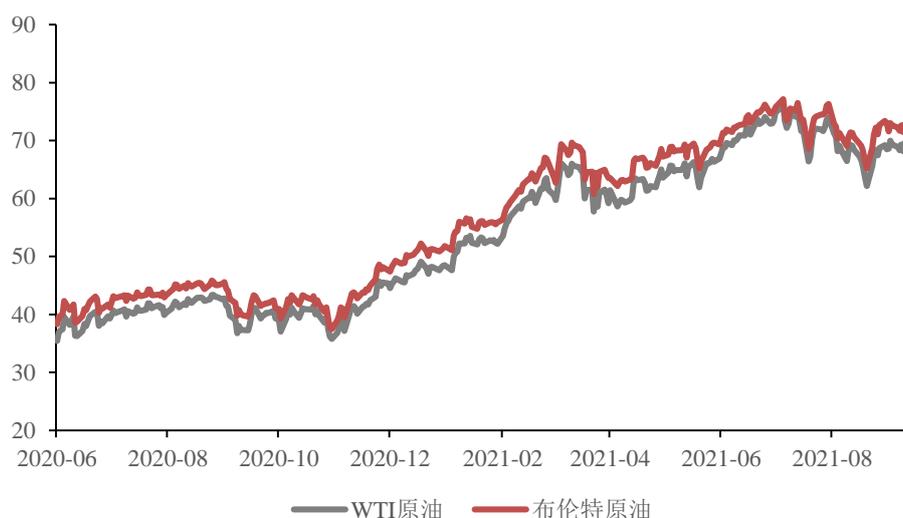


资料来源：Wind，中国银行研究院

(1) 原油价格“大落大起”。2021 年三季度，原油价格高位震荡，波动更加

剧烈。具体走势可分为两个阶段：第一阶段为7月初至8月下旬，德尔塔毒株在全球加速传播，使原油整体需求降温，叠加 OPEC+ 的增产计划通过，原油价格从高位回调。这一阶段，WTI 原油期货价格从7月初高位 76.1 美元/桶下跌 18.8% 至 61.3 美元/桶；布伦特原油期货价格从7月初高位 77.8 美元/桶下跌 15.8% 至 64.9 美元/桶。第二阶段为8月下旬至9月中旬，全球极端气候灾害频发，飓风艾达、热带风暴尼古拉斯等严重影响了北美地区原油产能，支撑了原油价格小幅反弹。这一阶段，WTI 原油期货价格由 61.0 美元/桶上涨至 72.4 美元/桶，涨幅达 16.8%，布伦特原油由 64.6 美元/桶上涨至 76.1 美元/桶，涨幅达 15.8%（图 9）。

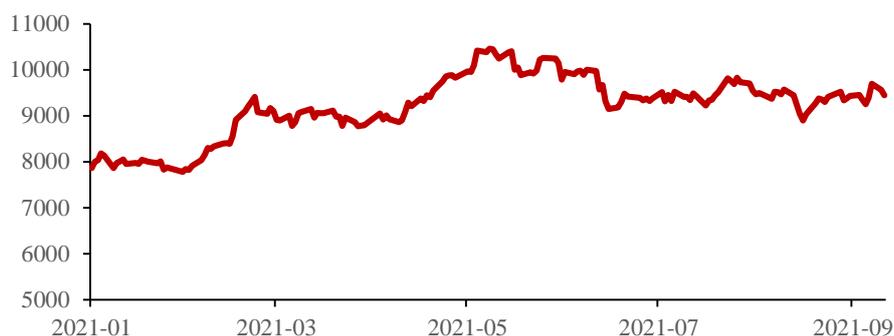
图 9：原油期货结算价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，中国银行研究院

(2) 铜价高位震荡。2021 年三季度，多空因素交织，铜价在 9000 美元/吨附近持续震荡前行。全球经济复苏进程放缓导致铜的需求放缓，制约工业属性较强的铜价向上突破。不过，占全球铜供应 5% 的全球最大铜矿 Escondida 罢工事件导致供需缺口仍然存在，对铜价形成一定支撑。截至 9 月 14 日，LME 铜期货价格收报 9442 美元/吨，三季度内微涨 1.29%（图 10）。

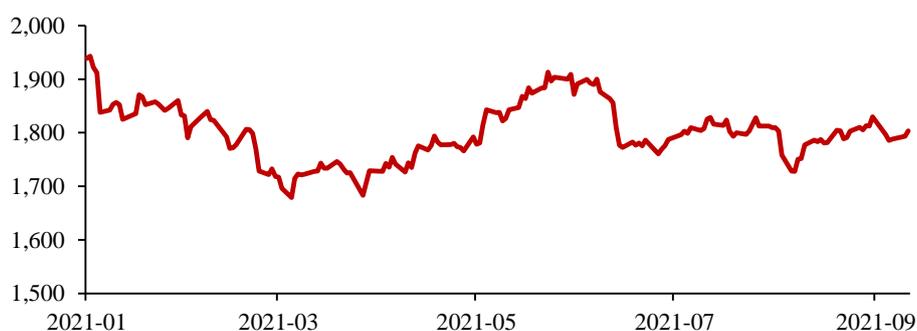
图 10: LME 铜期货价格走势 (美元/吨)



资料来源: Wind, 中国银行研究院

(3) 黄金价格持续承压。2021 年三季度, 黄金价格继续受美联储货币政策转向预期因素扰动。8 月上旬, 美国强劲非农就业数据直接引发黄金价格连续下挫, 一度逼近 1700 美元/盎司关口。随着德尔塔毒株在全球加速传播, 避险情绪重新升温, 黄金价格自 8 月中旬小幅反弹, 截至 9 月 14 日, COMEX 黄金期货价格报收 1806.5 美元/盎司, 三季度微涨 1.25% (图 11)。

图 11: 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. 宏观经济政策调整与资产价格变化

2021 年三季度, 国际金融市场关注的主要焦点仍是美国宏观经济复苏进展

和前景，以及美联储货币政策转向的时间节点。第一，受到德尔塔毒株感染病例大幅增加的影响，美国经济复苏动能有所减弱。美国制造业 PMI、商品消费、耐用品新增订单和消费者信心均在三季度整体趋于下行，依靠大额财政补贴支撑的经济增长趋于回归理性。国际金融市场中顺周期资产受到较大影响。第二，美国经济复苏减缓和就业数据起伏并未逆转美联储货币政策转向节奏。一方面，通货膨胀水平已达货币政策转向目标。截至 2021 年 7 月，美国 CPI 与核心 CPI 分别为 5.4%和 4.3%，连续两个季度大幅高于美联储政策目标，美联储 7 月议息会议中已确认通胀水平已达到货币政策转向临界值。另一方面，9 月 6 日纾困财政补贴结束后，非农数据短期内有望得到大幅改善，推动美联储加速货币政策转向进程。综上所述，影响国际金融市场的宏观经济政策因素在三季度尚存较大不确定性，市场在观望情绪下表现出以震荡为主的行情。

随着企业盈利水平向好，特别是二季度财报季结束后，高企的年内回购计划以及散户资金流入，共同推升了股市和债市。受天气以及低碳目标的影响，供给短缺和需求旺盛直接推升能源价格。

2. 避险情绪阶段性回升与资产配置结构性调整

2021 年三季度，全球货币政策维持宽松立场，流动性极度宽裕。市场情绪高涨，大量散户入市，投资者追逐收益，资金增配股票、大宗商品、新兴市场、另类资产等。随着变异病毒扩散，全球货币政策转向节点临近，地缘政治冲突爆发，风险偏好受到一定抑制，避险情绪阶段性回升。全球资金开始回流发达市场，股票等风险资产调整，日元、黄金价格小幅回升，资产配置结构快速调整。与此同时，监管政策也是影响投资者行为的重要因素，美国对于中概股监管政策调整，助推 7 月在美中概股价格大幅波动。

（三）国际金融市场展望

1. 国际金融市场未来走势

第一，货币市场流动性将有所趋紧。2021年四季度，美联储将大概率推行缩减QE政策，欧洲央行也可能放缓PEPP的步伐，并于12月讨论退出PEPP。三季度以来，部分国家已开启加息步伐，四季度全球货币市场流动性存在收紧可能，但考虑到各国央行已做好预期引导，货币市场流动性大幅收紧概率不高。其中，美国、欧元区收紧的可能性较大，日本仍将保持较为宽松态势。

第二，货币政策走向将主导外汇市场波动。2021年四季度，全球货币政策转向前景进一步确认，外汇市场将波动调整。**美元指数先扬后抑。**随着美联储政策转向从预期到行动，利率抬升与资金回流，美元指数将突破盘整区间，重拾上行动能。但是，考虑到美国经济反弹态势放缓，美联储极力分割缩表与加息操作，美元指数在充分消化政策调整预期后将有所回落。**欧元上行动能不足。**尽管欧洲央行减少购债规模，但货币政策总体延续宽松周期，且复苏力度、政策空间弱于美国，欧元兑美元汇率受到一定程度抑制。**新兴市场货币表现分化。**美联储政策转向将带来较大外溢影响。部分新兴市场货币政策同步转向或提前加息，对于外汇市场具有支撑作用，经济基本面良好、政策空间相对充足的国家拥有更强的风险抵御能力。但是，部分新兴市场疫情形势严峻，国际收支过度失衡，金融脆弱性上升，需要警惕“缩减恐慌”再现。

第三，全球股市面临高位回调的风险。展望未来，随着经济增长动能逐渐减弱，全球股市面临一定的下行风险。**一是**全球范围内货币和财政支持将逐渐较少，成为未来抑制经济的重要因素，影响全球股市的发展。9月议息会议欧央行表示，虽然PEPP将至少持续到2022年3月底，但PEPP的购债速度与前两个季度相比将适度降低，表明欧美政策将逐渐趋同，开始减慢资产购买的步伐。**二是**目前数据表明，美国经济复苏可能正在失去动力。拜登政府推行的加税政策，将企业最高税率从21%上调至26.5%，资本利得最高税率从20%提高到25%，将提高全球范围内的企业税收，影响企业未来的盈利收入。**三是**变异病毒防控效果将显著影响疫情后经济重建和恢复的信心，从而影响股市的发展。现阶段，

市场需要警惕未来股市下调的风险。

第四，债券市场发债规模进一步放缓，国债收益率有望上行。2021年四季度，随着疫情防控形势的常态化，主要经济体前期大规模主权债务刺激计划将进一步趋缓。在偿债压力不断加大背景下，美国将更加重视平衡发债节奏和债务偿还的可持续性。随着货币政策的微调，主要经济体长期国债收益率进一步下行的概率较低。企业债发行规模仍将保持较高水平，部分企业债务偿还能力或将受到经济下行和货币政策调整的影响，企业债违约率面临上升的可能。

第五，大宗商品市场上行空间有限。2021年四季度，德尔塔毒株在全球范围的影响、美联储货币政策转向、极端天气的影响是否延续成为大宗商品价格走势的主要决定因素。**原油价格继续承压。**墨西哥湾原油产能尚未恢复，对原油价格形成短期支撑。但长期来看，需求端见顶、供给端增量逐步释放等因素致使原油价格下行压力较大。需求端来看，据IEA预测，2021年四季度，原油产品的整体需求将恢复至新冠疫情前水平，需求端增长空间有限。供给端来看，油价在80美元/桶附近时，来自OPEC+减产自律性下降。同时，伊朗原油供应或在四季度恢复，也将带来最高达390万桶/日的供给增量。**铜价大涨概率较低。**需求端来看，全球经济复苏速度放缓，制约了铜价继续上涨的空间。供给端来看，铜矿罢工对供给端的影响将渐弱，铜价继续上行的动力不足。**黄金价格持续下行。**受政策转向影响，作为美债和通胀对冲资产的黄金价格将承担巨大压力，极大限制了黄金上涨空间。

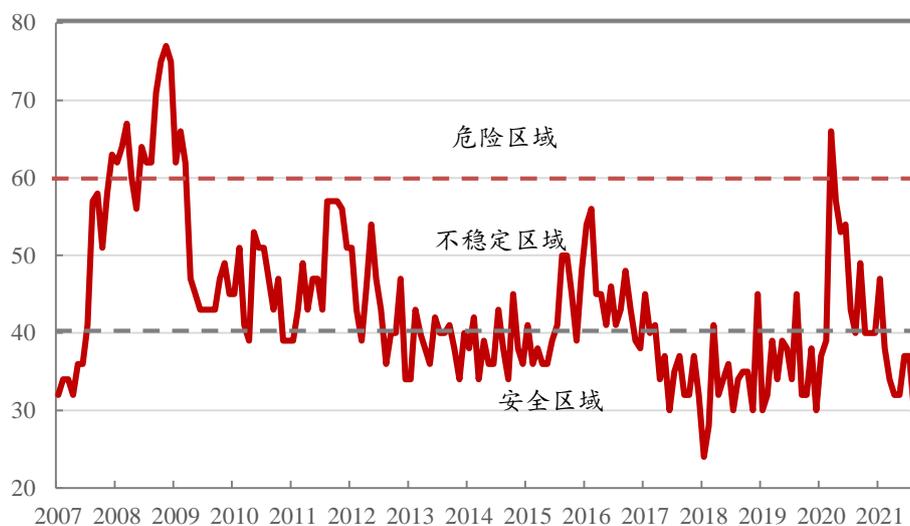
2.美国金融危机预警指标仍然维持在安全区域，但未来潜在风险不可忽视

2021年四季度，美国金融市场继续维持稳定，以正面因素仍然为主，但风险犹存（图12）。首先，美国新的预算年度即将到来，联邦债务上限也已被触及，而财政部在过去几个月不断从美联储提取和使用现金，如果债务上限不能及时提升或再次暂停执行，或不采取应急措施暂停某些支出，在新的财年伊始

可能出现财政部现金用尽的状态，并使美国主权债务违约风险上升。

其次，美国流动性波动的风险也在上升。2021 年一、二季度，由于美国流动性充足曾导致短期利率（包括联邦基金利率）大幅下降。为此，美联储放宽了逆回购资产购买限制，并提升逆回购利率及超额准备金利率。此举曾迅速稳定了短期利率，联邦基金利率一度从 0.06% 回升到 0.1%，更加接近联邦基金目标区间中值 0.125%。但由于流动性持续充足，市场对短期资产的需求不减，其供应却一直在减少，尤其是财政部削减短期债务发行，以在债务上限之下创造更多借贷空间，这进一步促使投资者争相寻找地方存放现金，导致 8 月美国的短期利率再度下降，弱化了美联储对短期利率的调节能力及利率政策的执行效果。

图 12：美国金融危机风险指标 ROFCI 走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

三、专题研究

专题一：美联储超宽松政策的不平等效应

2021 年 8 月，美联储公布 7 月议息会议纪要，明确释放年内缩减 QE 信号。当前，通货膨胀率持续高位运行和非农就业水平进一步提高，促使美联储货币

政策转向渐行渐近。回顾疫情以来美联储的操作，史无前例的超宽松货币政策为金融市场注入了充裕流动性，但也给经济发展带来了一系列负效应，尤其是社会不平等更加突出。

（一）美联储在资产价格泡沫滋生中的角色及财富分配不平等效应

疫情以来，美联储货币政策框架发生了调整，可归纳为如下特点。

第一，资产规模翻了一番，结构上以国债和抵押支持债券（MBS）为主。疫情暴发后，美联储通过“降息+无限量资产购买”方式，向金融市场大规模注入流动性，导致资产负债表发生结构变化。从规模看，截至2021年9月美联储资产规模达到8.35万亿美元，比疫情前的2020年1月增长4.18万亿美元，扩张超过一倍。从结构看，美联储资产由国债、联邦债券和MBS、回购协议、央行流动性互换、贷款及其他资产构成，其中，国债、联邦债券和MBS规模增幅最大，分别高达130.5%、73.0%，其他项变动较小（表5）。

表5：美联储资产变动趋势（万亿美元）

	国债	联邦债券和MBS	回购协议	央行流动性互换	贷款	其他资产	总资产
2020/01/01	2.33	1.41	0.26	0.00	0.00	0.17	4.17
2020/03/04	2.50	1.37	0.20	0.00	0.00	0.17	4.24
2020/06/24	4.20	1.95	0.07	0.28	0.21	0.38	7.08
2020/09/30	4.45	1.99	0.00	0.02	0.20	0.40	7.06
2020/12/30	4.69	2.04	0.00	0.02	0.20	0.41	7.36
2021/03/31	4.94	2.19	0.00	0.00	0.14	0.41	7.69
2021/06/30	5.18	2.32	0.00	0.00	0.16	0.41	8.08
2021/08/25	5.35	2.44	0.00	0.00	0.14	0.41	8.33
2021/09/01	5.37	2.44	0.00	0.00	0.13	0.41	8.35

资料来源：美联储，中国银行研究院

第二，充当“最后做市商”直接为资本市场提供流动性。从方式看，美联储提供流动性的方式更加直接，通过在资本市场直接参与交易提供市场流动性。

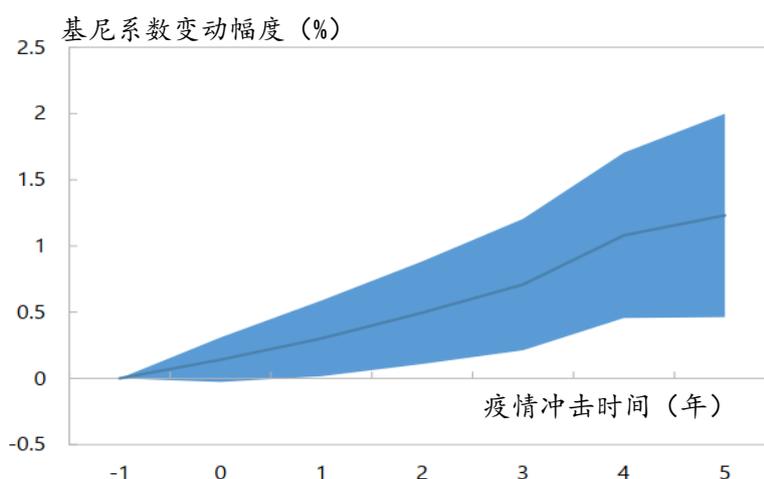
从规模看，信贷支持计划史无前例，为家庭、企业及地方政府提供 2.3 万亿美元 的纾困贷款。从结构看，针对企业和家庭的纾困贷款规模最大，其中，通过主 街贷款计划、一级和二级市场公司信贷工具以及定期资产支持证券贷款工具为 企业和家庭提供 1.45 万亿美元的纾困贷款，通过市政流动性工具为地方政府提 供 0.5 万亿美元的信贷支持。

第三，对通货膨胀的容忍度上升。2021 年 8 月，美国 CPI 同比增长 5.3%， 已连续第 4 个月同比增长超过 5%，美联储通过寻求一段时期内平均 2% 的通胀， 以刺激需求上升。疫情以来，美联储货币政策框架发生调整，货币政策决策根 据由“对最大水平就业的偏离程度”转向“对最大水平就业不足的评估”，货币 政策最终目标由“双目标制”转向就业优先的灵活“平均通胀目标制”。

（二）货币政策对就业市场的结构调节作用有限

疫情冲击下，美国就业市场呈现结构性失衡。美国失业率大幅攀升，2020 年 4 月一度高达 14.8%，导致以工资和薪酬收入为生活来源的家庭资产负债表 恶化，尤其是年轻工人、妇女和低收入家庭，加剧了居民收入不平等（图 13）。

图 13：疫情冲击后的居民收入不平等变动趋势⁶



⁶ Furceri et al. (2020) 研究了 SARS (2003 年)、H1N1 (2009 年)、MERS (2012 年)、埃博拉 (2014 年) 和寨卡 (2016 年) 五种流行病冲击后全球 175 个国家基尼系数平均值的演变趋势。

资料来源：Furceri et al. (2020)、IMF

第一，就业的行业结构失衡严重，失业集中于劳动密集型行业。从行业结构看，疫情加剧了以从事体力劳动的低收入群体为主的行业失业率（表6）。根据美国劳工部数据，2020年6月休闲酒店业、采矿业、其他服务业、运输及公用事业、批发零售业的失业率分别飙升至28.9%、17.8%、14.5%、12.9%、11.2%，随后缓慢降低，但仍高于其他行业。劳动密集型行业由于无法通过远程操作完成，必须依赖接触性劳动提供服务，受疫情冲击最为严重。相反，资本密集型行业失业率波动最小，例如，金融业、专业和商业服务业，而高收入群体主要聚集于该行业。疫情冲击通过失业率的行业结构失衡对低收入群体的负面影响远高于高收入群体，收入差距被拉大。

表6：美国各行业失业率变动趋势（%）

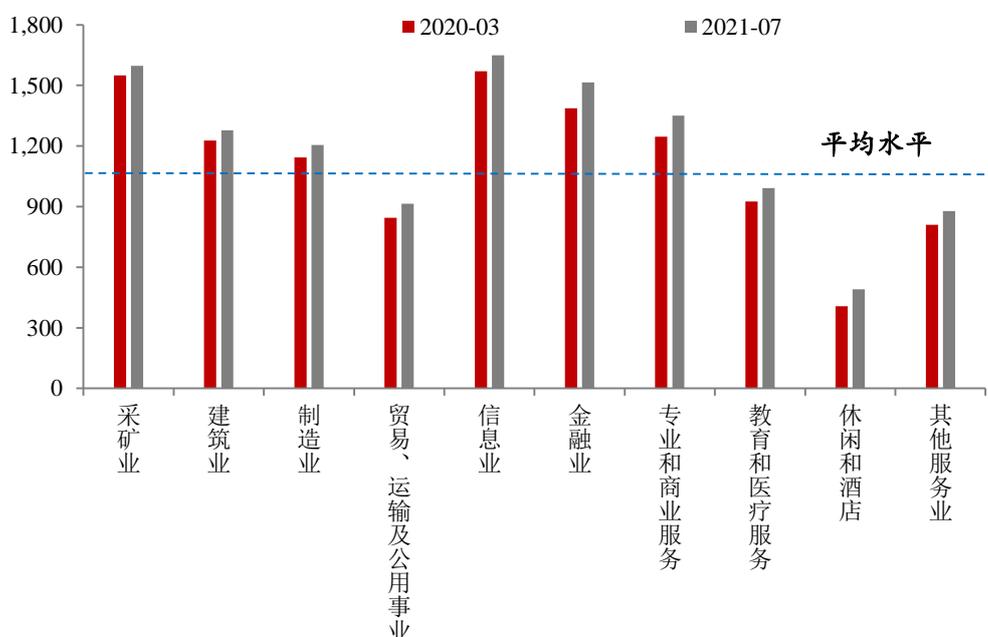
	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-07
采矿业	6.2	17.8	14.9	13.1	15.0	10.3	8.9
建筑业	6.9	10.1	7.1	9.6	8.6	7.5	6.1
制造业	4.1	9.1	6.2	4.3	5.2	5.4	4.2
批发零售 贸易业	5.0	11.2	7.8	5.5	6.7	6.2	6.0
运输及 公用事业	5.1	12.9	9.8	8.4	8.3	6.0	6.8
信息业	1.8	12.0	8.6	6.4	6.6	6.1	5.6
金融业	2.2	5.1	4.4	3.1	3.4	3.4	3.0
专业和商业 服务业	4.7	8.6	6.7	6.1	6.7	5.2	5.1
教育和医疗 服务业	3.1	8.6	5.1	4.1	3.8	4.4	4.4
休闲和酒店	8.1	28.9	19.0	16.7	13.0	10.9	9.0
其他服务业	3.9	14.5	9.2	7.4	6.7	5.4	4.9
农业及相关部门 工资劳动者	8.3	5.4	5.0	11.0	7.3	7.5	7.6

资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，就业的薪酬结构失衡严重，穷者越穷、富者越富的“马太效应”愈发凸显。劳动密集型行业平均周薪显著低于非农就业总体平均线。特别是，休闲酒店业、其他服务业、贸易运输及公用事业的平均周薪最低。与疫情前（2020年3月）相比，疫情后（2021年7月）美国非农企业全部员工名义平均周薪上涨3.1%，同期CPI涨幅约为6.0%，实际上非农企业员工实际平均周薪反而下降约3%（图14）。依靠出卖劳动力为生的低收入群体在社会财富分配中所占比重下滑，贫富差距进一步拉大。

货币政策主要是总量调控政策，具体作用于总需求的周期性波动，但对总供给，特别是就业市场的结构调节能力有限。疫情下，低收入群体所在的劳动密集型行业失业率高且薪酬水平低，而高收入群体所在的资本和技术密集型行业失业率低且薪酬水平高，宽松货币政策推动了经济的总体复苏，但难以对就业结构的失衡进行纠偏。

图 14：疫情前后美国私人非农企业各行业平均周薪（美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）超宽松货币政策通过收入构成渠道导致不平等效应

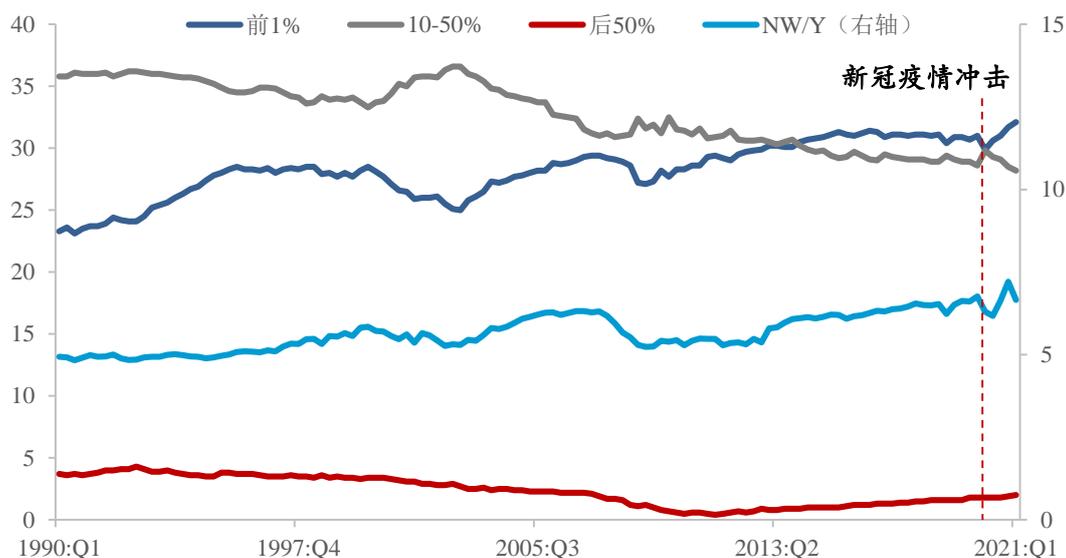
对于居民家庭而言，不同群体的收入构成存在巨大差异。宽松货币政策对工资收入和资产收入呈现非对称影响，导致居民收入不平等。

第一，居民工资收入占比越高，受宽松政策刺激下的通胀影响越强烈。在低收入家庭，工资和薪酬构成占总收入的比重高于 50%，而资产收入占比较低。低利率与超宽松货币政策背景下，住房和商品等必需品价格持续上涨，导致与疫情相关的通胀加剧了最底层 10%的家庭压力，低收入人群的财务压力陡升。而富有家庭收入渠道更加多元化，工资收入占比较低，资产收入占比较高。低利率水平虽然降低了存款和其他生息资产的利息收入，表面上看不利于高收入家庭，但实质上高收入家庭通过灵活的资产配置规避了低利率的潜在负面影响，甚至通过持有海外资产，使财富免受国内货币贬值冲击，一定程度规避了通胀引致的收入缩水。

第二，资产估值的快速上升，促使资产收入占比更高的家庭更富有。比较顶层 1%、前 10%-50%和底层 50%家庭的财富份额与资产净值相对于收入的估值比率⁷发现，顶层 1%家庭的财富与该比率同步变动，呈现正相关性。相比之下，底层 50%家庭的财富份额变化几乎没有对该比率的变化作出反应。美联储超宽松货币政策推高了资产价格，促进资产估值上升，导致前 10%家庭财富份额上升，扩大了财富差距。截至 2021 年一季度，美国顶层 1%家庭财富占社会总财富比重上升至历史高位 32.1%，而底层 50%财富占比仅为 2%（图 15）。

⁷ 资产净值/收入 (NW/Y) 比率衡量了给定时间的资产估值水平，定义为家庭资产扣除负债后除以个人可支配收入。该比率反映了范围广泛的、一系列资产的估值，包括债券、股票和房地产，按家庭持仓的比例加权计算。

图 15：美国各收入群体财富份额与估值比率走势（%）



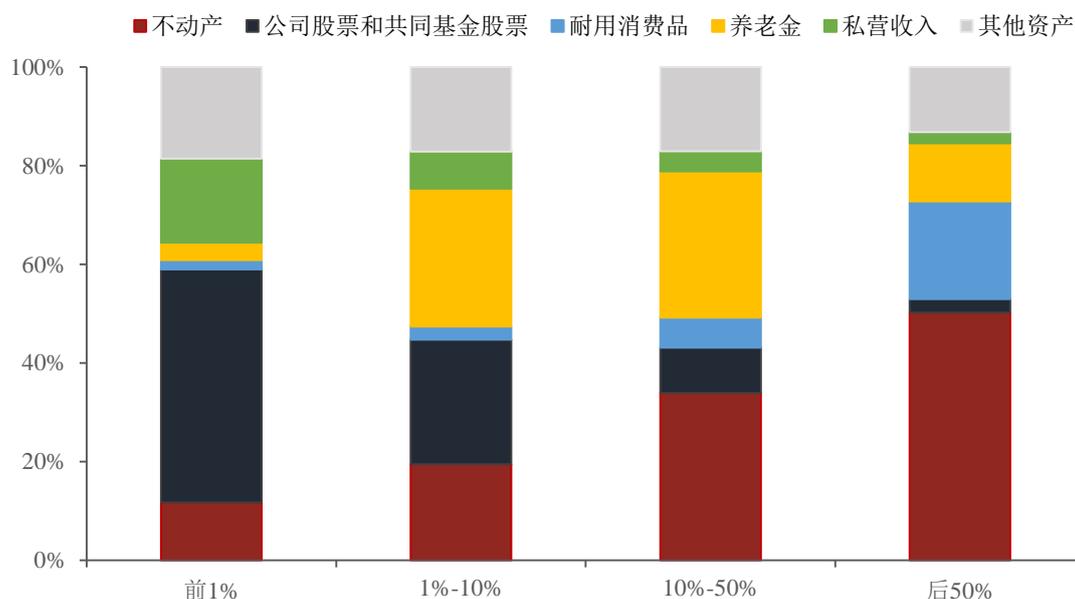
资料来源：美联储，Wind，中国银行研究院

（四）超宽松货币政策通过资产组合渠道加剧不平等效应

第一，股票价值相对于房地产价值的更快增长，导致居民财富不平等扩大。

2021 年一季度，美国顶层 1%家庭的投资组合几乎有一半是公司股票和共同基金，仅有 12%为房地产；而底层 50%家庭的股票资产只占极小份额，房地产却占其财富的一半以上（图 16）。2020 年 3 月疫情暴发至今，美联储低利率和量化宽松政策助推资产价格不断上涨，促使美国股票估值不断攀升，道琼斯工业指数累计上涨 32.1%，远高于同期美国 20 个大中城市房地产价格平均涨幅 20.0%，股票估值相对于房地产估值的更快增长，导致宽松货币政策的财富不平等效应加剧。

图 16：美国各阶层家庭财富的资产组合



资料来源：美联储，中国银行研究院

第二，房地产资产价值与债务负担同步攀升，导致底层家庭财富净值相对保持不变，加剧财富不平等。在超宽松货币政策刺激下，房地产估值不断上涨，对于顶层 1%、前 1-10%和前 10-50%家庭来说，杠杆率稳定保持在低位，但底层 50%家庭的杠杆率稳步上升，这一群体严重依赖债务融资，其房地产资产和负债的同步扩张，导致财富或净值相对保持不变。因此，房地产提供的资产净值贡献，实际上对底层 50%家庭财富份额的提振效应有限。

不平等问题既是一个社会问题，也是一个经济问题，既表现为增量维度上的收入不平等，也对应于存量维度上的财富不平等。疫情冲击下，美联储非常规货币政策的分配效应可能对未来社会、经济发展产生深远的影响，愈演愈烈的收入与财富不平等也将制约货币政策目标的实现。

专题二：欧盟碳关税内涵、实施前景及宏观外溢影响

2021 年 7 月，欧盟委员会公布“Fit for 55”一揽子减排计划提案，包括实施更严格的碳交易体系并扩展碳交易实施范围、为防止“碳泄露”建立碳边境

调节机制（以下简称碳关税）等 13 项措施。

1. 欧盟碳关税推出的时代背景和内涵

2019 年 12 月，欧盟委员会公布《欧洲绿色协议》，提出温室气体减排目标，计划到 2030 年温室气体排放量比 1990 年水平减少 55%，在 2050 年成为第一个实现碳中和的大陆。此次公布的“Fit for 55”提案即为落实该目标的具体举措。欧盟碳关税是指欧盟进口商在进口商品时需向欧盟专门管理机构登记注册，申报进口产品总量和产品所含碳排放量，为超限排放量购买证书，价格以欧盟碳市场配额拍卖价格为参考。

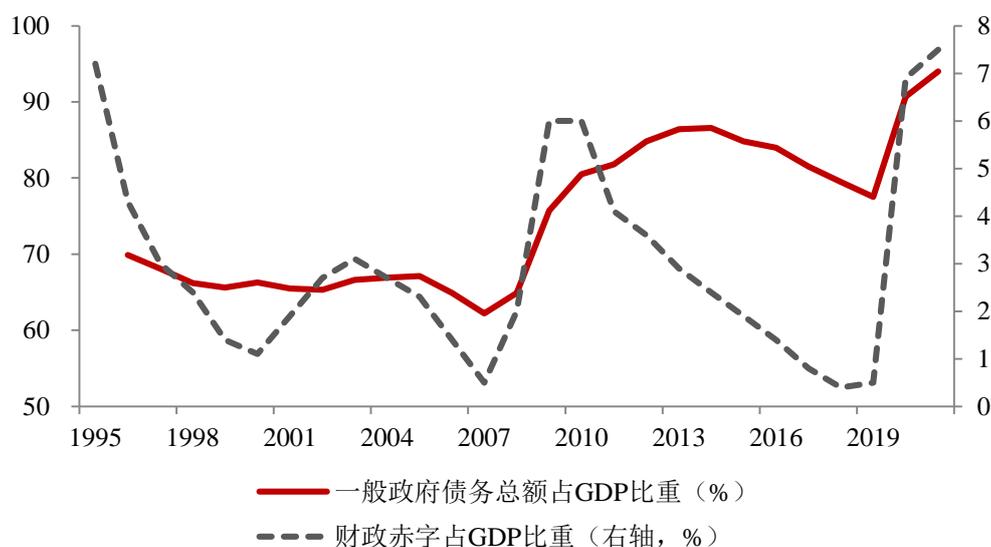
从征收范围看，碳关税初期将主要覆盖碳排放高、“碳泄漏”风险高、实施可行性高的 5 个行业，即钢铁、水泥、化肥、铝和电力，而且只针对此 5 类产品生产过程中的直接排放，近期不会涉及上述 5 类原材料的下游终端产品（例如汽车、机械零件、铝制品等）及间接排放。除已经参与欧盟碳排放交易机制或拥有与欧盟相关联的碳排放交易系统的第三国或地区外，从其他非欧盟国家进口上述产品都将包含在碳关税征收范围内。

从征收方式看，欧盟进口商在每年 5 月 31 日之前需申报上一年进口到欧盟的产品总量和这些产品所含的碳排放量，碳排放信息由非欧盟生产商告知欧盟进口商，由进口商按规定报告碳排放量，并购买相应份数的碳关税证书。每份证书价格将根据欧盟碳排放交易机制每周平均拍卖价格计算。

从征收时点看，2023-2025 年是过渡阶段，产品进口商仅需履行产品碳排放报告义务，欧盟不征收任何费用。欧盟各成员国将设立相关业务主管部门，建立第三国制造商排放数据库，明确成员国进口商参与资格。从 2026 年开始，欧盟将逐年减少生产企业 10%的碳排放交易机制免费配额，直至 2035 年完全取消免费配额，同期成员国主管部门开始出售碳关税证书，进口商将根据进口产品生产过程中产生的超限排放量支付碳关税。

欧盟计划征收碳关税主要有四方面考虑：一是希望巩固全球气候行动领导者地位。欧盟是全球气候领域先行者，在推动全球气候谈判、内部碳排放交易制度建设、提供全球绿色减排资金、对发展中国家开展气候援助等方面长期扮演重要角色。随着全球绿色经济兴起，欧盟希望继续维持在全球气候治理和规则制定领域的领导地位。二是希望避免“碳泄漏”，改变产业竞争劣势。欧盟委员会认为，随着欧盟提高气候目标，非欧盟国家实行相对宽松的环境和气候政策，会产生巨大的“碳泄漏”风险。此外，欧盟成员国减排成本增加，导致制造业生产成本上升，部分欧盟企业将碳密集型生产转移至国外环保政策宽松地区，或更多进口境外低成本碳密集型产品，将导致欧盟相关产品市场份额下降。为了避免因大力减缓气候变化而导致欧盟企业面临不公平价格竞争，欧盟试图通过征收碳关税提高相关进口产品价格，改变不对等环境约束对欧盟企业竞争力造成的影响。三是贸易保护新手段，欧盟希望抢占规则制定权。目前欧盟正在积极引领全球绿色发展规制建设，包括推出《欧洲气候法》、碳关税、碳税、碳交易机制等。欧盟希望把碳关税纳入 WTO 改革进程，将国际贸易跟环境、劳工、人权、ESG 等议题挂钩。碳关税究竟是环境保护方式，还是贸易保护主义新手段，值得关注。四是缓解财政紧张状况，补贴低碳产业发展。为缓解疫情对经济影响，欧盟各国加大了对企业和家庭的财政支持，导致成员国财政赤字和债务水平快速上升。预计 2021 年欧盟财政赤字总额将达到 GDP 的 7.5%，较 2019 年提高 7 个百分点，为 1995 年以来最高（图 17）。在此背景下，碳关税可以成为欧盟一项新的财政收入来源，缓解财政紧张状况。根据欧盟委员会测算，碳关税每年大约可以为欧盟带来 50-140 亿欧元额外收入。碳关税收入将用于支持欧盟 7500 亿欧元恢复基金，帮助欧盟成员国在新冠疫情后恢复经济，推动低碳产业发展。

图 17：欧盟财政赤字和政府债务总额占 GDP 比重变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

2. 欧盟碳关税实施前景

碳关税引发全球广泛担忧，后续推进面临较大阻力。WTO、联合国等国际组织对碳关税持保留态度，认为其违反 WTO 规则，诸多法律事项需进一步研究。2021 年 7 月 5 日，WTO 上诉机构前任主席、美国 WTO 专家 James Bacchus 教授发文表示，欧盟的这项提议可能导致新的贸易对抗，要符合 WTO 相关规则仍有许多法律事项需要解决。联合国贸发会议代理秘书长迪朗表示：“气候和环境考虑是政策关注重点，贸易也不能例外。欧盟碳关税是其中选项之一，但它对发展中国家影响需要认真考虑”。从 WTO 规则一致性、适用范围及正当性三方面看，碳关税的生产足迹属性和贸易限制属性使其难以符合 WTO 的核心原则。中国、沙特、菲律宾、巴西、印度等发展中经济体也普遍反对欧盟征收碳关税，认为其是绿色贸易壁垒，未体现“共同但有区别的责任”，会扭曲包括商品、服务和就业在内的整个贸易价值链。

欧盟可能面临贸易报复，成为“低碳孤岛”。碳关税本质上是一种单边措施，无原则地把气候问题扩大到贸易领域，既违反 WTO 规则，冲击自由开放的多

边贸易体系，也不符合《联合国气候变化框架公约》和《巴黎协定》的原则和要求，将助长单边主义、保护主义，伤害各方应对气候变化的积极性和能力。对于欧盟来说，此举可能招致各国贸易报复。各国可能降低相关产业对欧盟出口，与欧盟进行贸易切割，或者对自欧盟进口产品采取更加严厉的报复性关税举措。届时，欧盟将不但难以成为国际低碳经济中心，甚至可能成为“低碳孤岛”。

此外，欧盟实施碳关税还需要解决碳足迹测算的准确性、与欧盟碳排放交易机制对接、避免对实施碳税的国家二次征税、存量排放和当前排放、生产和消费责任划分等技术性问题。发展中国家生产的工业品很大部分是由发达国家消费，在国际产业分工格局下，发展中国家替发达国家消费“买单”。其中责任如何厘清，需要进一步探讨。

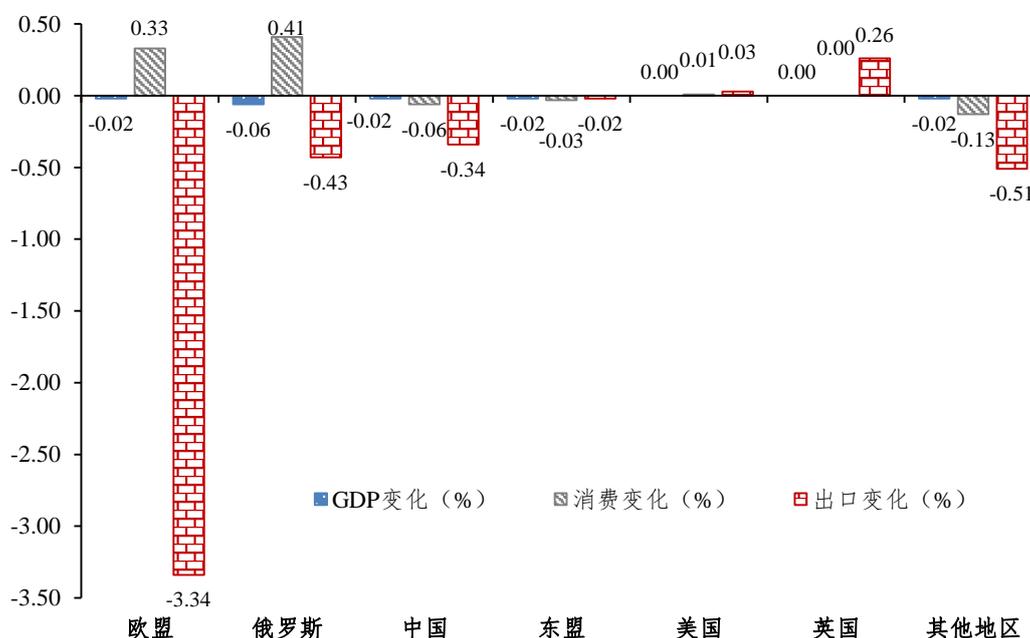
3.碳关税对全球经济造成负面影响

以亚洲开发银行公布的 2019 年全球多区域投入产出表为基础数据，运用全球多区域静态可算一般均衡模型对碳关税的经济影响进行预测分析，可以得到碳关税政策实施情况下，各个国家和地区在 GDP、消费、出口等方面的变化。

俄罗斯、英国、东盟、中国对欧盟相关行业出口较多，所受影响大于其他国家和地区。从对各经济体 GDP 影响看，受负面冲击最大的是俄罗斯，在碳关税政策实施情景下 GDP 将下降 0.06%，欧盟、东盟和中国 GDP 也将出现 0.02% 的降幅，而美国和英国 GDP 几乎不受影响。从对各国出口影响看，受负面冲击最大的是欧盟，出口降幅为 3.34%，碳关税无法实现欧盟提升产业竞争力的目的。其次是俄罗斯、中国和东盟，降幅分别为 0.43%、0.34%和 0.02%。出口方面的最大受益方是英国，由于环境规制标准与欧盟类似，将获得部分转移替代生产，使得出口增加 0.26%，其次是美国，出口将增加 0.03%。从对各国消费影响看，受负面冲击较大的是中国和东盟，国内消费降幅分别为 0.06%和 0.03%。

俄罗斯和欧盟消费将分别增加 0.41%和 0.33%（图 18）。

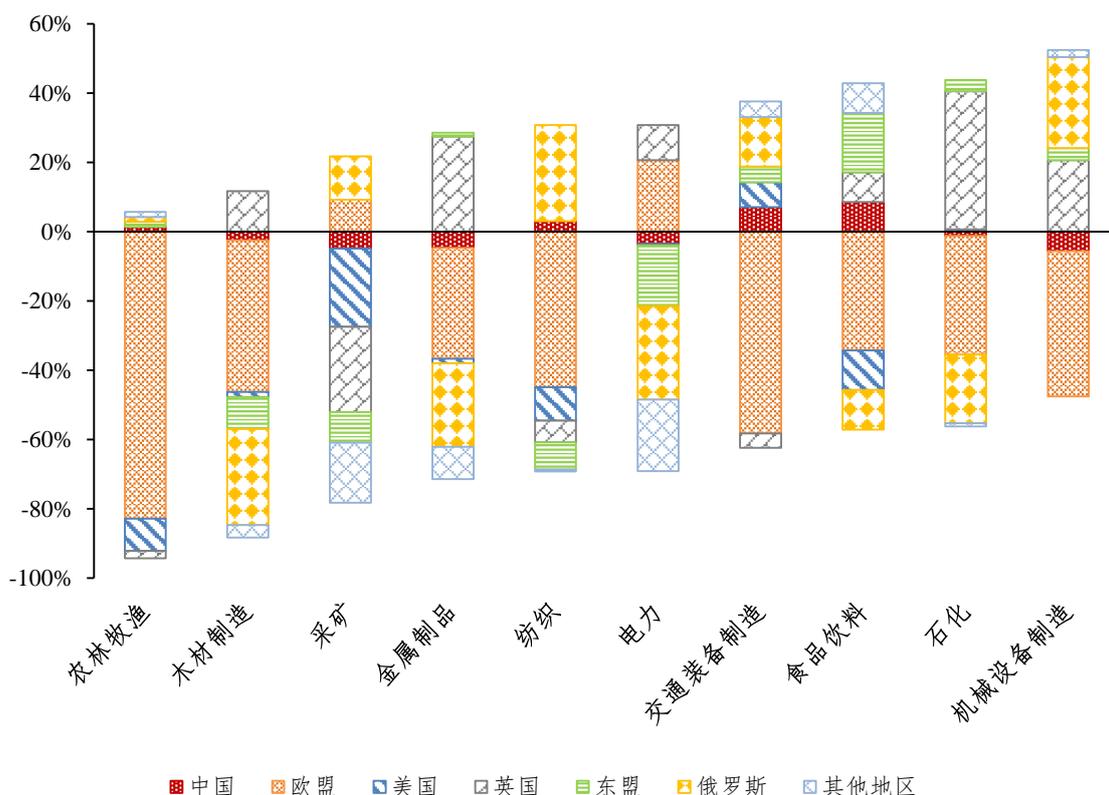
图 18：碳关税对各国家和地区整体经济的影响



资料来源：中国银行研究院

在碳关税影响下，各国家和地区不同行业产出也会受到影响。从行业角度看，农林牧渔、木材制造、采矿、金属制品等能源和资源密集型行业产出下降幅度较大。机械设备制造、交通装备制造、食品饮料等行业在不同国家间的替代效应较明显。从国家角度看，碳关税对欧盟各行业产出负面影响最大。可能是因为碳关税导致进口产品价格上升，进而导致欧盟物价水平上涨，抑制了生产。作为欧盟重要的能源资源供应国，俄罗斯相关行业的产出水平也有较大幅度下降。对中国来说，机械设备制造、采矿、金属制品、电力产出将遭受负面冲击，而食品饮料、交通装备制造、纺织等行业可能会承接一些转移生产（图 19）。

图 19：碳关税对各国家和地区不同行业产出的影响



资料来源：中国银行研究院

短期看，碳关税会对中国高碳行业对欧盟出口造成一定负面影响。但是，在碳达峰、碳中和目标下，中国经济社会将实现广泛而深刻的绿色低碳转型，高碳排放、高耗能行业正在积极制定低碳发展战略，相关降碳行动正有条不紊开展，全国碳排放权交易市场逐渐发展完善，碳定价机制将更加成熟有效，将弱化碳关税影响。

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