



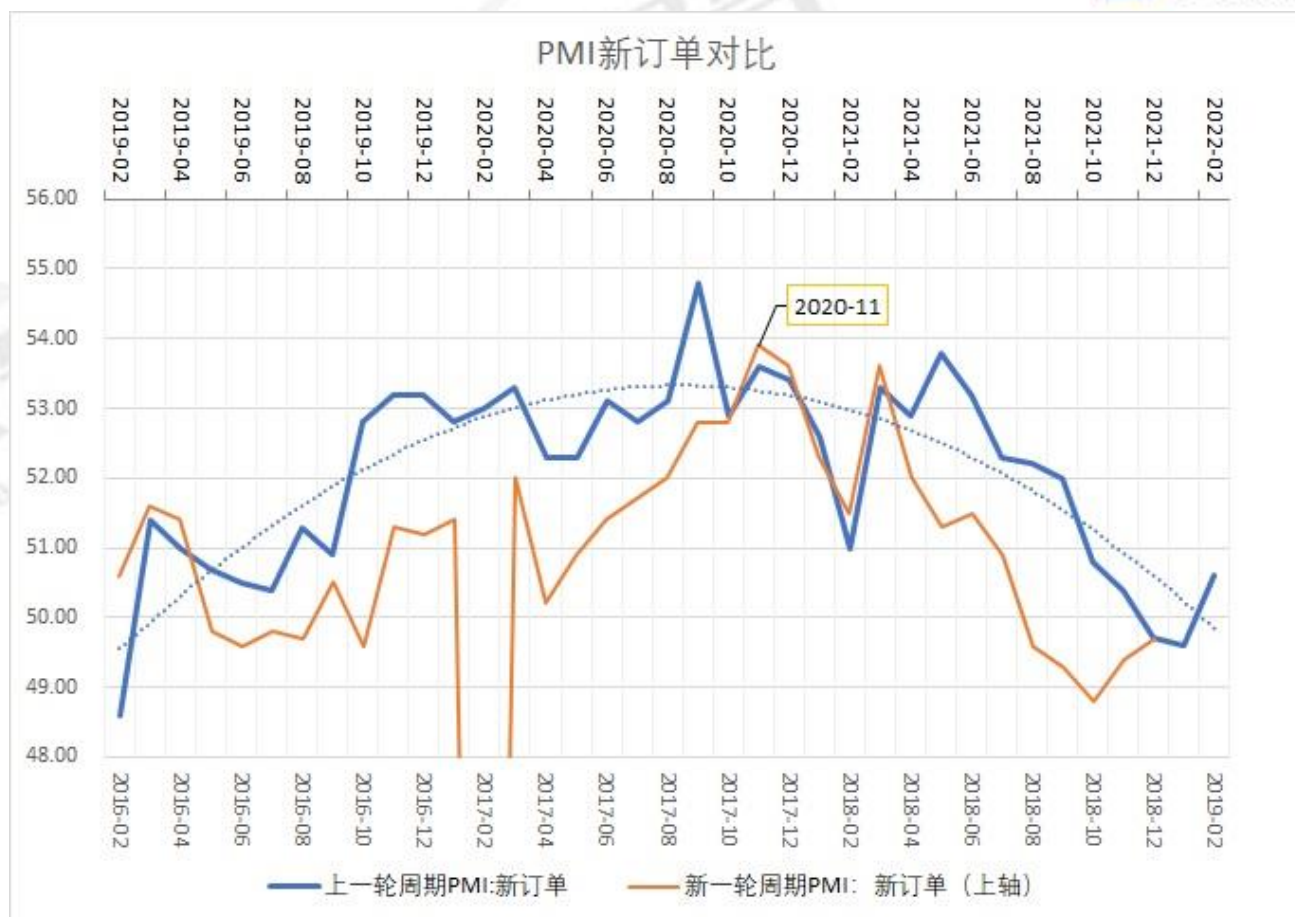
2022：宏观经济的确确定性与不确定性



当前中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。这些压力有复杂的阶段性、结构性原因，也有周期性原因。从短期来看，周期性是主要因素。目前经济处在短周期下行阶段的后半部分，在接下来一系列的“稳增长”措施下，经济下行势头有望受到遏制并且触底反弹，进入新一轮短周期的上行通道。尽管如此，经济还面临着三大不确定因素，需要格外关注。

2021年中国经济增速逐季放缓，下行压力增大。特别是三季度实际GDP同比增速4.9%，突破5%，远超出公众预期。下半年经济之所以走弱，部分受汛情、新一轮疫情、部分地区“运动式减碳”等因素的影响，消费、生产活动受到阻碍，但也还有重要的周期因素：经济处在短周期的下行阶段。

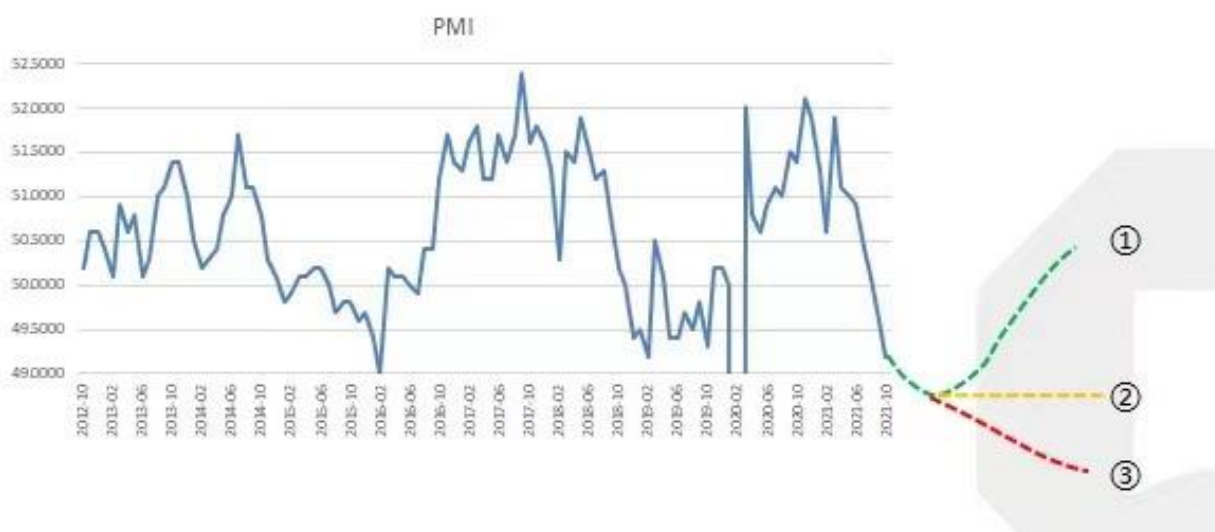
所谓经济短周期主要指小时间尺度上需求的周期性波动，周期长度大致3-4年。PMI新订单指数是观测需求短周期的良好指标。马克吐温说，历史不会重演细节，过程却总重复相似。从PMI新订单指数的变化来看，尽管疫情扭曲了经济增长行为，但是本轮短周期（2019.Q1至今）还是与上一轮短周期（2016.Q1-2019.Q1）变化趋势表现出了高度的相似性。也可以发现，自2020年4季度（更准确地说是2020年11月份左右）中国经济需求增长就已触顶，之后持续处在短周期下行趋势通道内（注：2021年11与12两个月份的回升应该理解为对前期过度快速下行的修复而不能理解为经济已复苏），这是2021年下半年中国经济走弱的非常重要的原因。



根据周期率的历史经验，需求的趋势性下行预计将持续到 2022 年一
季度。

面对经济增速超预期下滑，中央经济工作会议 25 次提到“稳”，释
放出强烈的稳增长信号。

因此，经济触底回升的内在动力叠加积极的“稳增长”宏观政策是
2022 年经济走势的重要推手。对 2022 年经济展望的话，经济增长大概率
一季度触底，二季度经济增长有所恢复，下半年增长加快。



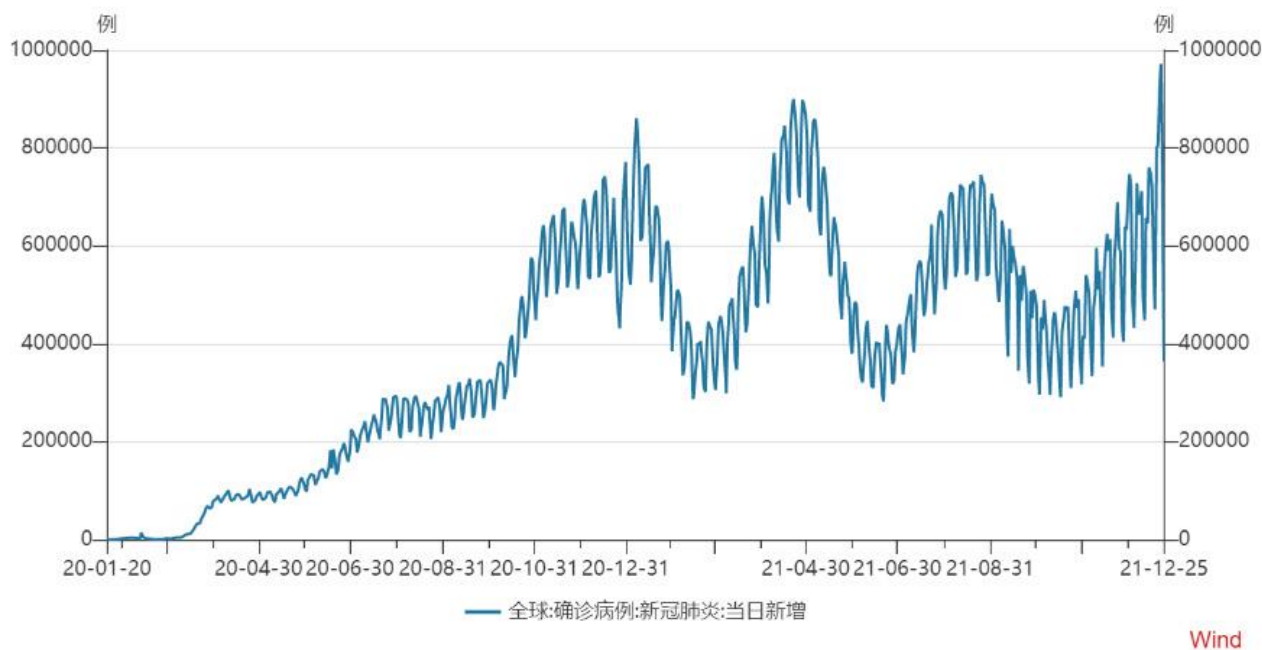
在“稳增长”宏观政策下,2022年中国经济预计将大概率呈“前低后高”态势,实现触底回升,如路径①所示。

但中国宏观经济仍面临复杂多变的阶段性、结构性问题,比如疫情反复对供应链的冲击、“房住不炒”以及“遏制新增地方隐性债务”政策可能带来的信用创造约束以及中美货币政策正常化进程错位对“以我为主”货币宽松的形成掣肘等,都将给经济增长带来不确定性。若处理应对不当,经济则可能继续在下行区间徘徊甚至进一步下行,扭曲经济的周期性行为,如路径②、路径③所示。

不确定性之一:全球疫情反复可能给供应链带来新的冲击。

2022年是疫情暴发后的第三年,从历史上的大规模疫情中总结的规律来看,疫情的持续时间一般在2-3年,世卫组织日前也呼吁新冠疫情要在2022年结束。但新变异毒株奥密克戎又开始在全球肆虐,近期每日新增病例仍居高不下,在美国等大国“佛系”防疫、全球疫苗接种率仍较低

的情境下，2022 年结束疫情恐怕是极其困难的事情。新冠疫情依然是一个重要的、需要关注的风险和影响增长的外生因素。



新冠肺炎疫情发生以来，对全球产业链稳定和供应链畅通带来空前挑战。从防疫物资短缺、生产停摆，到疫苗供应不足、制造业“缺芯”，供应链风险问题正在世界范围内愈发凸显。

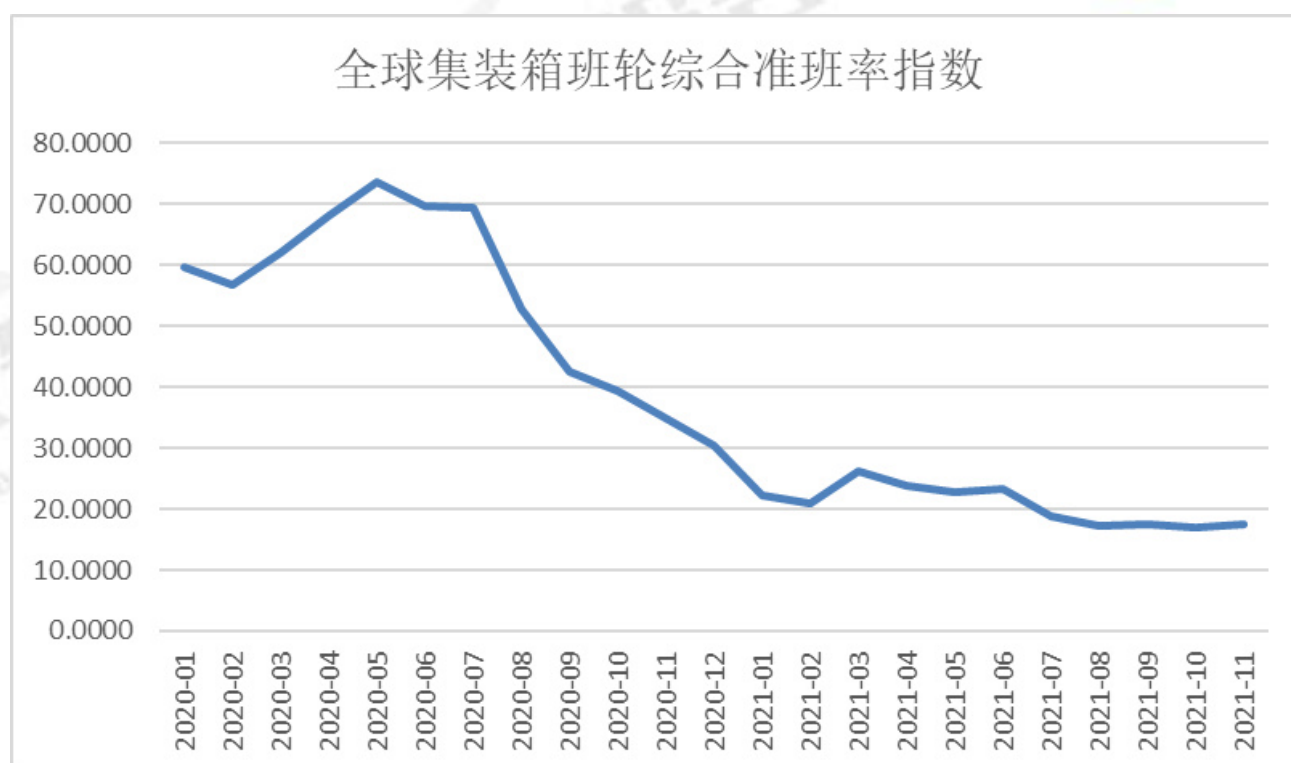
从 2021 年疫情经历来看，疫情反复对原料产地、加工地、航运业等关键环节均造成不同程度的冲击，导致全球供应链瓶颈问题进一步加剧。

一方面，疫情冲击下，供应链中的中东欧、拉美、非洲、中东等原材料供给国受制于疫苗和防疫政策等原因，生产恢复缓慢，原材料价格也因此持续攀升，加剧了全球通胀压力。2021 年年初以来，中美 PPI 指数均持续攀升，连续数月处于高位。



Wind

另一方面，受疫情反复影响，供应链的不同生产环节受到冲击。2021年7月被誉为全球“半导体封测重镇”的马来西亚疫情反弹，对汽车芯片产业链造成重大冲击，加剧了全球的“芯片荒”。同时，随着海外疫情反复变化，全球货运运力紧张，在运输能力的限制下，供应链状况会不断恶化。以全球集装箱班轮准班率为例，自2020年7月以来，综合准班率指数持续走低，近期持续处于低位。



假若 2022 年全球疫情依旧得不到有效控制，中国作为全球价值链中的重要组成部分将继续遭受冲击。全球供应链紧张带来原材料价格飙升、物流成本上升、周转率下降；此外，从手机、电视、电脑、汽车等行业，到 5G、人工智能、物联网、自动驾驶领域会受“工业粮食”芯片短缺的影响，阻碍中国制造业的生产和发展。

此外，疫情导致的供应链瓶颈问题也使得很多发达国家更加重视自身供应链的稳定问题，开始倾向于将供应链向内收缩；同时，全球价值链将在新冠疫情叠加中美摩擦作用下加速调整，中美之间在高技术领域的价值链将出现很大程度的分离，并引起全球价值链逐步分裂为两个体系甚至多个体系，中国经济产业链供应链发生断点堵点风险也将加大。

不确定性之二：信用创造条件变化可能约束信用扩张。

实体经济的增长离不开金融的支持，经济的“稳增长”离不开商业银行的信用创造支持。

过去数十年间，房产、土地作以及政府（隐性）关联担保等作为重要的抵押担保品，在中国信用创造过程中扮演着极其重要的作用。

首先，房产和土地作为优质抵押品是信用扩张的最重要推手。依赖于土地房产的信用扩张路径主要有两个：1、房价上涨-抵押品价值上升-信贷扩张；2、房产土地抵押-信用创造。由于土地和房地产具有抵押物所应具备的三个良好条件：易估值、易控制、易处置，信用创造的过程十分顺畅。伴随房产价格持续上涨以及房地产开发面积不断增加，以房地产为抵押物的信贷押品也是越积越大，因此，银行信贷规模也不断扩张。事实上，以可得数据 1997 年为基数，房地产开发投资累计完成额与贷款余额高度正相关，特别是 2013 年起，这种相关性更是出奇的密切。

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_35555

