

转型、回归与再平衡——2022 年宏观经济展望

报告日期：2021-11-01

主要观点：

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

2021 年各国逐渐走出疫情的阴霾，但复苏也并非一帆风顺。在各国疫情周期错位、全球供需错位、供应链和物流危机，以及病毒变异和疫情反复的影响下，全球经济跌跌撞撞走到了 11 月。如果说 2021 年的关键词是不平衡的回归，那么 2022 年将逐渐走向平衡的回归。陡峭的复苏斜率将回归平稳甚至下降，供需缺口有望弥合，超宽松的政策预计退坡。本文就后疫情中国经济的长远走势，以及 2022 年的全球和中国经济、通胀、政策等方面进行展望。

总体看，全球经济可能从差异化的复苏、以及美国为代表的类滞胀状态走向衰退，各国也有望于 2022 年下半年逐渐缩小节奏差，走向统一。国内看，经济稳中求进，可保持平稳增长，在稳健货币政策的呵护下逐渐去杠杆，总体上名义 GDP 和社融增速可能均是前高后低，从而带来利率的逐渐回落，可关注债市行情，以及受益于低利率的科技、消费等板块。

● 后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有

借鉴东亚国家经济发展规律和学术层面对潜在增速的测算，中国未来 10 年的潜在经济增速将降至 4.7% 左右，从而对债市和股市的结构性配置产生深远影响。长期趋势之下，我们进一步探讨 2022。

● 全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，从分化到统一

1) 疫情：疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化。

2) 全球经济：2022 年全球经济增速趋于回落，各国节奏从分化到统一，经济见顶回落顺序可能是美国-欧洲-新兴市场。

3) 全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，美联储逐步收紧，欧央行和日央行仍偏宽松，部分新兴市场国家已开始“抢跑”来应对通胀和货币贬值。

4) 全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，预计全球本轮通胀明年下半年有所缓解，但长远看未来价格波动中枢或有抬升。

● 国内经济和通胀：经济平稳增长，通胀压力有望逐步缓解

1) 经济面：综合潜在增速、疫情和基数因素，预计 2022 年实际 GDP 同比在 5.5% 左右。分项看，预计制造业投资维持平稳，房地产投资延续回落，基建投资稳定回升，消费内生改善，出口前高后低。由此判断全年 GDP 同比波动可能不大。考虑今年四季度财政后置、宽信用逐渐兑现；明年财政前置、信贷开门红，今年四季度和明年一季度经济景气度可能较好。

2) 价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导（正文就猪价、油价、电价对 CPI 的影响，以及 PPI 向 CPI 的三个维度传导有详细测算）。综合 CPI 和 PPI 看，广义通胀和 GDP 平减指数当季同比四季度仍趋上升见顶，2022 年逐季下降。

● 国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；逐步从重量到重质转变

1) 潜在经济增速存在下行压力，预计政策基调整体偏稳，其中稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，结构性降息可期；积极的财政政策要提升政策效能，赤字率（3% 以下）和专项债可能下降，继续推进减税降费，稳妥化解地方政府隐性债务。总体看，货币维稳，财政收缩，今年四季度信用阶段性宽松之后明年仍趋紧，社融存量同比可能回落至 9%-10%。

2) 防风险、调结构、促改革，重公平。关注房地产、地方融资平台、信托等收紧；打击垄断和防止资本无序扩张等领域的防风险；创新驱动、新经济、硬科技发展；消费模式转变和结构升级；双碳目标下的能源转型；共同富裕要求下的缓解收入、城乡、区域不平衡问题配套政策。

● 资产配置建议

1) 全球来看，预计随着美联储收紧货币政策、财政刺激退坡，美国经济景气度逐渐回落，美股可能承压；全球通胀同比可能有所缓解，预计实际美债收益率将上行，从而打压黄金；原油先涨后跌；美欧经济和货币政策增速差对比将促进美元升值，从而给人民币汇率带来贬值压力。

2) 国内看，鉴于广义通胀、名义 GDP 同比、信贷社融增速可能前高后低，预计 10 年期国债收益率一季度维持高位，后续趋下行，但空间可能较为有限。国内权益市场则可能逐渐从受益于经济复苏的周期板块向受益于低利率环境的科技、消费板块切换。

注：正文结尾附中国各项宏观指标预测和全球经济预测。

● 风险提示

货币政策收紧力度超预期、经济增速不及预期、模型测算有偏差。

正文目录

1 后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有	8
1.1 中国未来 10 年 GDP 增速中枢将下行至 4.7%左右	8
1.2 疫情可能对供给、需求造成部分的长期结构性拖累	10
2 全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，各国从分化到逐步统一	12
2.1 疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化	12
2.2 全球经济：2022 年复苏动能预计走弱，各国从分化到统一	13
2.3 全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，各国节奏分化	15
2.4 全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，总体看，2022 年下半年全球通胀有望得到缓解	16
3 国内经济：经济平稳增长，通胀将趋缓解	19
3.1 经济面：地产出口下、基建消费升、制造稳，预计 GDP 同比季度波动不大，全年 5.5%左右	19
3.2 价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导	23
4 国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；潜在增速向下，逐步从重量到重质转变	35
4.1 货币稳，财政收，信用阶段性走宽后再收紧	35
4.2 防风险、调结构、促改革，重公平	39
5 资产配置建议和宏观预测概览	43
风险提示：	46

图表目录

图表 1 西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛	8
图表 2 东亚国家（地区）经济收敛较快	8
图表 3 未来十年我国经济增长中枢或降至 4.7%-5.1%	9
图表 4 供给侧测算显示，中国未来 10 年 GDP 增速将下行至 4.7%	9
图表 5 2021-2050 年中国潜在经济增速测算	10
图表 6 社零增速仍处于较低水平	11
图表 7 餐饮增速恢复比商品更慢	11
图表 8 居民收入信心拖累居民消费意愿	11
图表 9 消费者信心逐渐下降	11
图表 10 疫后居民储蓄意愿占比提升，消费占比下降	11
图表 11 2020 年居民储蓄率有明显抬升，2021 年有所回落	11
图表 12 美国新增确诊快速回落，欧洲大幅反弹	12
图表 13 欧美疫苗接种稳步推进，新兴经济体快速追赶	12
图表 14 新冠死亡率呈波动下行	13
图表 15 摩根大通全球综合 PMI 已经见顶回落	14
图表 16 9 月美国景气度边际回升	14
图表 17 美国消费者信心指数趋于下行	14
图表 18 欧洲经济景气度边际下行	15
图表 19 德国商业景气指数趋于下行	15
图表 20 巴西和印度经济仍未显著恢复	15
图表 21 印度三季度经济景气度上行	15
图表 22 美欧日英基准利率	16
图表 23 部分经济体已开始加息	16
图表 24 美欧日 CPI 回升	17
图表 25 美欧核心 CPI 大幅攀升	17
图表 26 美欧日 PPI 同比大幅攀升	17
图表 27 大宗商品价格持续走高	18
图表 28 油价持续走高	18
图表 29 低库存支撑铜价	18
图表 30 全球供需缺口高位震荡盘整	19
图表 31 全球加权 M2 增速年初以来有所下行	19
图表 32 4 月以来，出口量价趋势发生分化	20
图表 33 美国在内的全球景气度下行可能拖累明年出口	20
图表 34 PMI 新出口订单下行预示未来订单量可能下降	20
图表 35 销售、新开工、竣工数据全面回落	21
图表 36 地产投资增速趋势下滑	21
图表 37 2017 年之后，政府专项债对基建投资是重要支撑	22
图表 38 企业盈利对制造业投资有支撑	23
图表 39 中下游制造业占比较大	23
图表 40 2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表	24
图表 41 国外市场煤价高企	25

图表 42 国内进口煤及褐煤数量没有明显变化	25
图表 43 我国原煤产量当月同比震荡下行	25
图表 44 动力煤的期货收盘价上涨态势不减	25
图表 45 PPI 同比测算值	26
图表 46 2022 年下半年猪价可能回升	26
图表 47 猪肉价格相关系数表	27
图表 48 电价影响行业与 CPI 对应关系	28
图表 49 CPI 同比测算值	29
图表 50 PPI 与 CPI 剪刀差走阔	30
图表 51 PPI 向 CPI 传导能力测算	30
图表 52 领先一期的 PPI 向 CPI 传导依然不强	31
图表 53 上中下游 PPI 同比波动对比	31
图表 54 PPI 生产资料向 CPI 传导不畅	31
图表 55 PPI 生活资料向 CPI 传导较好	31
图表 56 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（未调整）	33
图表 57 PPI 细项向 CPI 细项传导能力测算（调整后）	34
图表 58 广义通胀和 GDP 平减指数当季同比预测值	35
图表 59 广义通胀和 GDP 平减指数累计同比预测值	35
图表 60 央行 10 月加大公开市场操作投放	36
图表 61 资金面维持平稳	36
图表 62 财政赤字率测算	37
图表 63 M2、信贷、社融增速测算	38
图表 64 信贷、社融同比增速预测	38
图表 65 “三新经济”增长强劲	39
图表 66 技术进步对经济增长贡献率快速上行	39
图表 67 研发投入加码培育原始创新能力	40
图表 68 高技术制造业投资产出活动连年优于制造业	40
图表 69 高技术产品保持高额贸易顺差	40
图表 70 最终消费率和资本形成率此长彼消	41
图表 71 非必需消费支出占比稳步增长表征消费“提质”	41
图表 72 网络零售发展助推新兴消费业态	41
图表 73 城乡消费水平走向弥合	41
图表 74 单位 GDP 能耗和碳排放量增速呈下降趋势	42
图表 75 清洁能源快速替代煤炭消费	42
图表 76 “十一五”以来我国单位 GDP 能耗显著降低	42
图表 77 单位 GDP 能耗和碳排放量增速呈下降趋势	43
图表 78 清洁能源快速替代煤炭消费	43
图表 79 2021 年四季度-2022 年宏观主要指标预测	44
图表 80 主流经济机构对全球经济预测对比	44
图表 81 IMF 对全球经济预测	45
图表 82 OECD 对全球经济预测	45
图表 83 WORLD BANK 对全球经济预测	46

引言和核心观点：

2021 年各国逐渐走出疫情的阴霾，但复苏也并非一帆风顺。在各国疫情周期错位、全球供需错位、供应链和物流危机，以及病毒变异和疫情反复的影响下，全球经济跌跌撞撞走到了 11 月。如果说 2021 年的关键词是不平衡的回归，那么 2022 年将逐渐走向平衡的回归。陡峭的复苏斜率将回归平稳甚至下降，供需缺口有望弥合，超宽松的政策预计退坡。本文就后疫情中国经济的长远走势，以及 2022 年的全球和中国经济、通胀、政策等方面进行展望。

总体看，全球经济可能从差异化的复苏、以及美国为代表的类滞胀状态走向衰退，各国也有望于 2022 年下半年逐渐缩小节奏差，走向统一。国内看，经济稳中求进，可保持平稳增长，在稳健货币政策的呵护下逐渐去杠杆，总体上名义 GDP 和社融增速可能均是前高后低，从而带来利率的逐渐回落，可关注债市行情，以及受益于低利率的科技、消费等板块。

具体看，主要结论如下：

1. 疫情带给我们什么，后疫情时代会是什么样的？——后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有。

1) 疫情后的一个长期趋势在于中国潜在经济增速将趋下行，后续大概率难以回到 6% 以上的增速。从东亚国家经济发展规律和供给侧角度的潜在经济增速测算均能得到类似的结论，即中国中长期潜在经济增速趋于收敛，“十四五”期间将逐步降至 5.2% 左右，至 2030 年降至 4.7% 左右，至 2050 年进一步降至 2.9% 左右。

2) 疫情可能对供给、需求造成长期的结构性拖累，例如对全要素生产率和劳动投入的负向冲击；消费恢复缓慢等，使得潜在经济增速较疫情前测算有所降低。

这个大前提将对资本市场产生较为深远的影响，例如长期利率的下行，并由此引发的对股市的结构性影响。此外，鉴于总量增速趋下行，政策可能整体难大幅收紧，并将注重防风险、促改革、调结构。在这一长期趋势之下，下面我们探究 2022 年全球、中国经济的可能形态。

2. 全球展望：疫情稳定，经济走弱，政策退坡，通胀缓解，各国从分化到逐步统一。

1) 疫情：疫情周期波幅有所收窄，对经济拖累作用逐步弱化。新增确诊美国回落、欧洲反弹；欧美疫苗稳步推进、新兴经济体快速追赶。国内疫情周期明显与海外错位，疫苗普及率和效率远超海外。

2) 全球经济：2022 年全球增长增速趋于回落，各国回落节奏从分化到统一。疫情和疫苗节奏很大程度上决定了各国经济复苏和衰落节奏，由此看经济见顶回落顺序可能是美国-欧洲-新兴市场。其中：美国复苏步伐日渐趋缓，存在阶段性“类滞胀”风险，明年上半年将看到见顶回落。欧洲经济景气拐点预计晚于美国，但受疫情、供应链断裂等影响，复苏进程受阻，复苏力度也可能弱于美国。新兴经济体当前经济仍趋复苏，明年可能滞后中美欧，迎来回落。

3) 全球政策：2022 年宽松逐渐退坡，各国节奏分化。随着全球经济修复带来就业情况好转，通胀压力升温，全球货币政策宽松程度逐渐退坡，其中美联储逐步收紧，欧央行和日央行仍偏宽松，部分新兴市场国家已开始“抢跑”来应对通胀和货币贬值。

4) 全球通胀：暂时性和长期性问题共存，国家和商品间存差异，总体看，预计本轮通胀明年下半年有所缓解，但长远看未来价格波动中枢或有抬升。大宗商品方面：原油年内维持强势，明年可能逐步回落。铜价当前已处于顶部区间，增长空间或已有限，但新能源相关需求的抬升和短期铜矿产能增长有限也会限制铜价下行空间。

3. 国内经济和通胀：经济平稳增长，通胀压力有望逐步缓解。

1) 经济面：根据潜在经济增速，2022 年实际 GDP 同比应在 5.6% 左右，在此基础

上，综合考虑疫情对经济的抑制和基数等因素，我们预计 2022 年实际 GDP 同比在 5.5% 左右。分项看：

- 出口：综合量价分析：数量趋于下滑，价格短稳长跌，预计 2022 年出口增速总体下行，二季度之后下行速度可能加快。
- 房地产：政策短期纠偏以支撑存量项目完工，但“房住不炒”的总基调下，新增项目扩张仍难，再结合销售、拿地、新开工、施工等增速趋于下行，预计地产投资将延续内生性下行。
- 基建：财政支撑下，预计基建投资平稳抬升，但幅度可能有限。
- 制造业：上游产能扩张继续受限，下游利润传导可能提升扩张意愿，预计制造业投资增速维持稳定。
- 消费：消费继续回升，但可能难以回到疫情前的增速。

总体看，我们判断全年 GDP 同比波动可能不大。考虑到今年四季度财政后置、宽信用逐渐兑现；明年财政前置、信贷开门红，今年四季度和明年一季度经济景气度可能较好。

2) 价格面：CPI 升、PPI 降，广义通胀逐季下行，关注能耗双控、猪油波动节奏、以及 PPI 向 CPI 的传导（正文就猪价、油价、电价对 CPI 的影响，以及 PPI 向 CPI 的三个维度的传导有详细测算）。综合 CPI 和 PPI 看，广义通胀和 GDP 平减指数当季同比四季度仍趋上升见顶，2022 年逐季下降。

- PPI：12 月将逐渐回落，但绝对值 2022 年上半年仍高，全年同比可能较今年回落 3 个百分点，关注国际大宗商品走势和国内能耗双控的影响。
- CPI：预计 CPI 同比今年 11 月、明年 2 月阶段性冲高，2022 年总体前低后高，全年同比将从今年的 1% 以下升至 2% 左右，关注猪价、油价、电价，以及疫后服务业 CPI 上行等的影响（正文有详细测算）。
- PPI 向 CPI 的传导：总体看 PPI 对 CPI 传导不佳；其中 PPI 生活资料向 CPI 传导较好；一对一细项传导效果存在差异（正文分 7 类进行了一对一传导效果检验）。

4. 国内政策：稳货币、降杠杆、防风险、促改革；潜在增速向下，逐步从重量到重质转变。

1) 货币稳，财政收，信用阶段性走宽后再收紧。潜在经济增速存在下行压力，预计政策基调整体偏稳。

- 货币政策：预计货币政策整体维持稳健，年内降准预期降温，但 9 月新增 3000 亿元支小再贷款额度将对小微企业形成支持，并将通过碳减排支持工具进行结构性降成本，也会注重对小微企业、绿色、科技、新经济的支持。房地产方面仍坚持“房住不炒”，但在“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”的要求下，会对按揭、开发贷等收紧情况进行预调微调和纠偏。
- 财政政策：积极的财政政策要提升政策效能，赤字率（3% 以下）和专项债（可能 3.5 万亿以下）规模预计下降，继续推进减税降费，持续稳妥化解地方政府隐性债务，实现隐性和显性合并。
- 信用政策：预计 2022 年信贷、社融、M2 同比较 2021 年继续回落，但回落幅度较 2021 年收窄，其中社融存量同比回落 1 个百分点左右（即落在 9%-10% 之间，三种测算方法分别为 9.4%、10.1%、9.7%，正文附详细月度测算）。

2) 防风险、调结构、促改革，重公平。后疫情时代中国潜在经济增速将逐渐下降，与之伴随的是新动能培育和高质量发展，以及防范化解风险，关注：（1）继续防风险，应主要体现在房地产、地方融资平台、信托等收紧以及打击垄断和防止资本无序扩张；（2）关注实施创新驱动战略、“三新经济”发展、研发投入加码、高技术产业投资高增；（3）消

费模式转变和结构升级；(4) 双碳目标下的能源转型；(5) 共同富裕要求下的缓解收入、城乡、区域不平衡问题。

5. 资产配置建议

综合以上对全球宏观以及国内政策、经济、通胀等的展望：全球来看，我们认为随着美联储收紧货币政策、财政刺激退坡，美国经济景气度逐渐回落，美股可能承压；全球通胀同比可能有所缓解，预计实际美债收益率将上行，从而打压黄金；原油维持前述判断，即四季度至 2022 年上半年波动向上，下半年可能承压；鉴于美国经济复苏强度可能整体好于欧洲，美国货币政策收紧力度也强于欧元区，预计美元可能上行，从而给人民币汇率带来贬值压力。

国内来看，鉴于四个季度经济增速可能维持平稳波动、通胀方面 PPI 前高后低、CPI 前低后高，整体名义 GDP 同比可能前高后低，叠加货币政策维持稳健，社融和信贷增速也可能前高后低，预计 10 年期国债收益率一季度维持高位，后续趋下行，但空间可能较为有限。国内权益市场则可能逐渐从受益于经济复苏的周期板块向受益于低利率环境的科技、消费板块切换。

注：正文结尾附中国各项宏观指标预测和全球经济预测

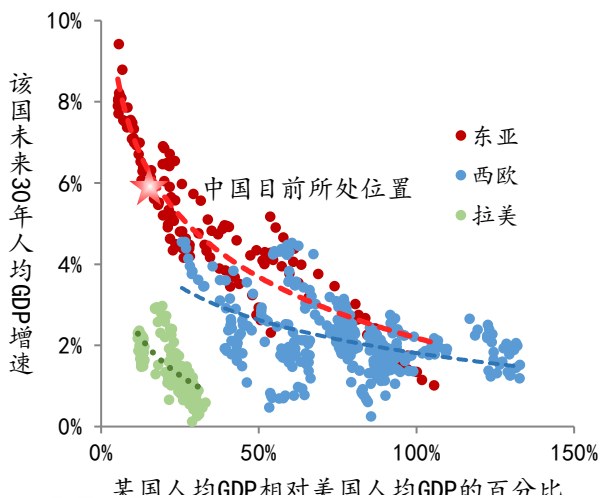
1 后疫情时代的中国经济：潜在增速趋下行，6%以上增速或难再有

1.1 中国未来 10 年 GDP 增速中枢将下行至 4.7% 左右

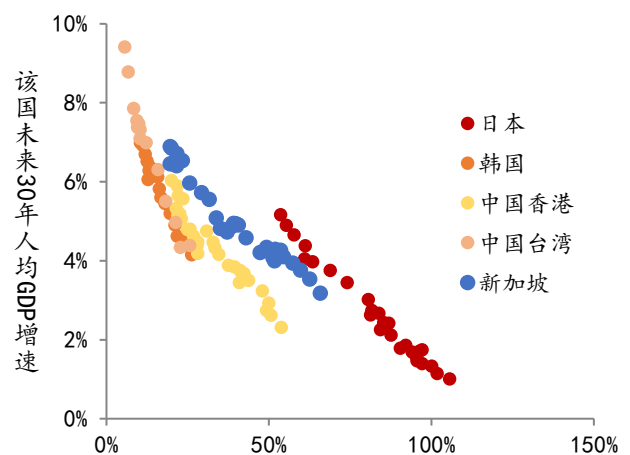
1. 借鉴东亚国家经济发展规律，中国未来 10 年 GDP 增速趋于收敛，且可能逐步下行至 4.7%-5.1%

“收敛俱乐部”理论认为相似条件经济体发展增速趋于收敛，这为中国经济发展可借鉴东亚经济收敛经验提供了理论依据。“收敛俱乐部”理论指出，不同地区依其初始条件差异会在发展上形成不同的俱乐部，俱乐部内部条件相似的地区在发展中出现收敛。借鉴白重恩和张琼（2017）论文¹，我们挑选了三类具有代表性的经济体，着重考察本国相对美国人均 GDP 比值与该国未来人均 GDP 增速的关系。西欧“俱乐部”经济发展程度较高、收敛速度明显放缓；东亚“俱乐部”发展路径相似、收敛速度较快；而拉美“俱乐部”均衡水平较低。因此，东亚经济收敛的历史经验对研判我国经济降速趋势具有较大借鉴意义。此外，Eichengreen et al.（2011）的研究也认为当人均 GDP 达到某一特定水平时，高速增长将结束，经济增速趋于收敛。

图表 1 西欧、东亚和拉美经济发展呈俱乐部收敛



图表 2 东亚国家（地区）经济收敛较快



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_28549

