



2022 年宏观经济展望： 全球喜忧并存，中国稳中求进

- **乐观的前景，现实的问题：**市场一般预期，全球经济在 2022 年将完成复苏并恢复常态，2023 年世界重回开放。如果对疫情的预测是对的，我们没有理由不相信宏观前景是乐观的。可是过去一年经历告诉我们，新冠疫情对经济的冲击并非一次性的。因此，我们给出两个情景分析。情景（一）新冠疫情逐渐减弱，全球 GDP 增速在高基数效应下有序地趋缓，通胀到 2022 年下半年有所缓解。情景（二）新冠变种病毒在全球暴发，各国再次实施严格的封锁隔离措施，供应链中断导致通胀恶化，这将是全球经济最悲观的情形，但中国经济将会相对乐观。
- **后疫情时代，中国经济展示更强韧性：**中国是 G20 经济体中进口占 GDP 比例最低的国家之一，这意味着它将不太容易受到供应冲击和进口通胀的影响。同样，中国也是外债占 GDP 比例最低的国家之一，这意味着它将更不容易受到全球流动性条件逆转的影响。同时，与其它国家相比，中国稳健的货币政策避免了潜在的、由流动性驱动的资产泡沫。事实上，我们估计经过一年的去杠杆后，中国的宏观杠杆率减少约 10 个百分点，与其他国家的杠杆率在疫情期间大幅上升形成强烈对比。因此，中国在刺激经济方面的政策空间也比其它国家多。
- **2022 将是中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年：**我们认为中国对于逆周期宏观调控的把握和操作已经比发达国家更为成熟，目前中国经济正在进入财政及货币政策回归常态的拐点，总体宏观政策将比今年宽松。固定资产投资增长经过低迷的一年后，将在明年有望抬头，特别是绿色经济和高端制造相关的基础投资，这不但局部抵消房地产下行的拖累，也是配合“十四五”的长远发展目标。我们预计中国经济将在 2022 年一季度触底，在下半年有较明显的复苏，先下后上。
- **美国经济继续复苏但过热风险逐渐增加：**2022 年很大部分的复苏动力来自补库存，我们预测，至少需要两年时间才能使美国接近历史低点的库存销售比恢复至趋势水平。但预期美国经济 2022 年先上后下，这不纯粹是基数效应，也是因为政策极速修复了产出缺口，导致经济提早出现过热风险。虽然供应链的复苏将减低通胀压力，但工资增长及财富效应带来的需求增长不会让通胀下滑太快。为了防止通胀预期中枢上移，我们不能排除美联储加快收紧政策。最大的风险依然是反复的疫情，因为这会导致滞胀，让美联储陷入两难的局面。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 12 月 03 日

相关报告：

《QE 缩减落地——SPDBI 全球央行观察（2021 年 11 月刊）》（2021-11-22）

《2021 年中期宏观经济展望：聚焦高质量和结构性的复苏》（2021-06-07）

《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》（2020-12-08）



扫码关注浦银国际研究

浦銀國際

主题研究

2022 年宏观经济展望

目录

2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进.....	6
（一）乐观的前景，现实的问题.....	11
2022 年，乐观的前景.....	11
2022 年，现实的问题.....	18
（二）中国进入稳增长拐点.....	26
2022 年，中国经济稳增长之年.....	26
双引擎复苏的特征将延续.....	29
货币政策迎来边际宽松，通胀压力可控.....	35
人民币的汇率前景.....	38
（三）美国复苏强劲，需关注过热风险.....	40
美国经济的前景如何？.....	40
浅析美联储 2022 年货币政策路径.....	50
美元将延续“美元微笑理论”的走势.....	53

图表目录

图表 1: 美国联邦基金实际利率仍然处于深度负区间	8
图表 2: 2020 年, G20 经济体进口占 GDP 比例	9
图表 3: 2020 年, G20 经济体外债占 GDP 比例	9
图表 4: 对比两个时间段, 部分发达经济体在疫情期间的房价增速涨幅较大	9
图表 5: 2021 年 1-11 月, G20 经济体股票市场收益率	10
图表 6: 全球名义 GDP 规模和实际 GDP 增速趋势	12
图表 7: IMF 2021 年 4 月和 10 月对实际 GDP 增速预测的调整幅度 (百分点)	12
图表 8: 发达市场和新兴市场部分经济体的平均产出缺口预测	12
图表 9: 经济水平较高的国家或地区将更早地为其大部分人口接种疫苗	12
图表 10: 就名义 GDP 的趋势而言, 中美已基本恢复, 欧元区 and 日本的恢复较慢	13
图表 11: 中国、美国、欧元区、日本的实际 GDP 增速预测	13
图表 12: 疫情暴发时间不同, 导致中国实际 GDP 增速的变动较美欧日领先约一个季度	14
图表 13: 基数效应不同, 导致 2022 年实际 GDP 增速呈现: 中国“先下后上”, 美欧日“先上后下”	14
图表 14: 中国、美国、欧元区、日本的综合 PMI 趋势	14
图表 15: 就制造业 PMI 同比增速而言, 中国制造业趋稳, 美国制造业复苏将经历拐点	14
图表 16: 全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况	15
图表 17: 全球新冠肺炎病死率已降至 1.6% 的水平	15
图表 18: 2021 年, 全球新冠疫苗接种情况	15
图表 19: 全球综合、制造业、服务业 PMI 趋势	15
图表 20: 就两年年均增速而言, 全球工业仍未恢复至疫情前水平	16
图表 21: 2022 年, 全球汽车产量预测值约为 6,414 万辆, 两年年均增速将达到 14.0%	16
图表 22: 就两年年均增速而言, 全球消费已基本恢复至疫情前的高位	17
图表 23: 新冠疫情期间, 发达市场的经济刺激方案占 GDP 比重普遍更高	17
图表 24: 2021 年 10 月, OECD 消费者信心指数有所回落, 但仍处于高位	17
图表 25: 2021 年, 部分经济体的累计超额储蓄 (预期储蓄的百分比)	17
图表 26: 全球进出口贸易总额的同比增速和两年年均增速趋势	18
图表 27: 波罗的海干散货指数创新高后回落, 上海出口集装箱运价指数维持高位	18
图表 28: 美国港口面临严重的装卸压力, 集装箱堵塞港口加剧了全球供应链危机	19
图表 29: 当前为运输端导致的供应链危机	19
图表 30: 航运支出增长的供需驱动因素	19
图表 31: 美欧日央行资产年度增量 (亿美元) 与全球整体股市表现	20
图表 32: 美欧日央行资产年度增量占 GDP 的比例	20
图表 33: 全球利率水平开始上升, 2022 年各国央行将开启加息进程	21
图表 34: 全球 CPI 中位数趋势	22
图表 35: 发达市场和新兴市场 CPI 中位数趋势	22
图表 36: 以美英为代表的发达市场工资增速出现明显上涨	22
图表 37: 疫情期间, 全球房地产价格出现整体性上涨	22
图表 38: 全部商品、非能源、能源价格指数的同比增速	23
图表 39: 中国煤炭存量 (亿吨)	23
图表 40: 欧洲天然气存量 (亿立方米)	23
图表 41: 以美国为例, 消费复苏有较大的分化	23

图表 42: 能源改革的投资需求可能带来金属价格通胀	24
图表 43: 伴随出生率的下降, 长期通胀延续下行趋势	25
图表 44: 债务水平与长期通胀有明显的反向关系	25
图表 45: 名义 GDP 同比增速与三大产业增加值	27
图表 46: 名义 GDP 与三大产业增加值的两年年均增速	27
图表 47: 实际 GDP 同比增速与各项目拉动作用	27
图表 48: 各项目对实际 GDP 同比增速的贡献率	27
图表 49: 中国地方政府新增专项债额度 (亿元)	28
图表 50: 中国地方政府新增专项债中, 新增债券与再融资债券的构成	28
图表 51: 11 月, 制造业 PMI 重回扩张区间	29
图表 52: 11 月, 制造业生产指数大幅回升	29
图表 53: 当前的制造业产能利用率仍高于疫情前的大部分时间	30
图表 54: 制造业投资仍保持较高增速	30
图表 55: 中国进口和出口的两年年均增速	30
图表 56: 中国货物出口的全球市场份额仍高于疫情前的水平	30
图表 57: 多数 G20 经济体的制造业 PMI 在最近两个月仍维持在扩张区间	31
图表 58: 11 月, 制造业新出口订单指数回升	31
图表 59: 美国经济持续复苏将带动中国出口维持高增速	31
图表 60: 出口带动人均收入的增长	31
图表 61: 2021 年 1-10 月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况	32
图表 62: 2021 年中国新冠肺炎新增确诊病例详情	32
图表 63: 中国股市表现回落压低了消费动力	33
图表 64: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数的同比增速: 二、三线城市房价增速低于 4%	33
图表 65: 疫情导致人均储蓄 (元) 显著增长	33
图表 66: 疫情期间, 年化额外储蓄占 GDP 比例大幅上升	33
图表 67: 中国个人存款在疫情后出现显著增长, 高于 2015-2019 年的趋势	33
图表 68: 中国信贷脉冲将降至拐点	35
图表 69: 新增社融 (万亿元) 将回到 2015 年以来的增长轨道	35
图表 70: 2021 年二季度和三季度央行货币政策执行报告对比	36
图表 71: 中国的猪粮比目前已降至历史低位	36
图表 72: 能源价格上涨, 带动交通和居住的燃料价格上行	36
图表 73: 中国 CPI 同比增速及各分项贡献率	37
图表 74: CPI 与 PPI 的剪刀差目前已反向走阔至 12.0 个百分点	37
图表 75: 高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体, 国内通胀因此并未出现大幅上涨	37
图表 76: CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率的历史趋势	38
图表 77: 疫情期间, CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率有小幅背离	38
图表 78: 中国经常账户差额、货物贸易顺差与服务贸易逆差 (亿美元)	39
图表 79: 中美国债利差	39
图表 80: 根据美联储预测, 美国经济衰退的概率进一步下降	40
图表 81: 美国实际 GDP 年化环比增速及各分项贡献率	40
图表 82: 美国制造业和非制造业 PMI 指数仍处于高位	41
图表 83: 美国制造业存货的同比增速和两年年均增速	41
图表 84: 美国的库存销售比处于历史低位	41
图表 85: 根据美联储测算, 2021 年三季度美国的产出缺口仍为负值 (-1.6%)	41

图表 86: 火爆的股市带来的财富效应提高了零售增速, 房地产的财富效应和收入效应也支持了零售的复苏	42
图表 87: 美国自住住宅闲置率处于历史低位, 租赁住宅闲置率也处于较低水平	43
图表 88: 美国住宅市场新房和二手房售价中位数的增速都有所上升	43
图表 89: 美国 30 年期房贷利率维持较低水平	43
图表 90: 美国住宅房屋开工量持续上升, 同比保持高增速	43
图表 91: 伴随储蓄率的回落, 美国零售同比增速仍维持在高位	44
图表 92: 目前美国家庭的资产负债水平非常健康	44
图表 93: 根据美联储预测, 非农就业人数在 2022 年三季度将回升至 2019 年四季度的水平	45
图表 94: 美国非农职位离职率和空缺率均出现显著上升	45
图表 95: 美国制造业、交通和公共事业的非农职位离职率显著上升, 但金融业仍处于正常水平	46
图表 96: 当前, 美国劳动人口参与率依然偏低	46
图表 97: 美国 CPI 同比增速及各分项贡献率	47
图表 98: 美国交通运输分项的 CPI 同比增速及各项目贡献率	48
图表 99: 美国汽车进口和生产的增速仍处在低位	48
图表 100: 美国制造业积压订单和交货时间尚未得到改善	48
图表 101: 美国住房分项的 CPI 同比增速及各项目贡献率	48
图表 102: 美国 10 年期 TIPS 的隐含通胀预期	49
图表 103: 根据密歇根大学的调查结果, 美国居民对长期 (5 年) 通胀率的预期变化并不高	49
图表 104: 美国国债收益率曲线 (10 年期-3 月期)	50
图表 105: 美联储持有美国国债的比例	50
图表 106: 美联储 FOMC 投票权变动情况	51
图表 107: 美国利率期货所隐含的美联储加息概率	51
图表 108: 美联储点阵图利率预测均值变化趋势	52
图表 109: 美联储点阵图利率预测中位数变化趋势	52
图表 110: 2009 年初至 2010 年中的美元指数走势	53
图表 111: 根据“美元微笑理论”的美元指数走势	53
图表 112: 美元微笑理论——各增长情况下年均广义美元指数变动 (%)	54
图表 113: 美国与欧元区和日本的制造业 PMI 差值 (百分点)	55
图表 114: 美元投机性仓位有所回升, 但目前的做空压力并不大	55

2022 年宏观经济展望：

全球喜忧并存，中国稳中求进

2020 年，新冠疫情席卷全球。2021 年，全球经济从疫情中逐渐恢复。展望未来，我们预计，全球经济在 2022 年将完成复苏并恢复常态，2023 年世界将重回开放。这是我们，也是市场的基准假设，虽然听起来偏乐观，但只要我们用科学的眼光去看待疫情，就不会出现偏颇。然而，就在本文即将完稿之时，新的变种病毒 Omicron 出现了，它的尖峰突变数量前所未有。消息一出，全球股市和原油价格便出现暴跌。

过去一年经历告诉我们，新冠疫情对经济的冲击并非一次性的，我们所处的经济复苏阶段仍然不稳定。目前，在科学家们尚未对 Omicron 的传播能力、致死率以及现有疫苗的有效性给出结论的情况下，经济学家们预测明年的增长前景可能是徒劳的。当新冠大流行的轨迹发生改变时，可预测性将大幅下降。因此，我们给出了两种情景假设：

(一) **基准假设**。新冠疫情的严重程度逐渐减弱，局部疫情可能仍然出现，但不影响经济开放。在这种情况下，全球 GDP 增速在高基数下有序趋缓，中国的经济增速将在 2022 年下半年逐步改善。通胀仍将高企，直到 2022 年底才会有所缓解。

i. 根据 IMF 的预测，全球 GDP 同比增速将从今年的 5.9% 放缓至 2022 年的 4.9%。我们认为，发达市场和除中国以外的新兴市场之间的分化将继续存在，并可能在明年进一步扩大。在去年发布的 [2021 年宏观经济展望报告](#) 中，我们指出：由于获得新冠疫苗较难、财政刺激空间较小、技术创新能力偏弱的原因，新兴市场（除中国）2021 年的增长将明显走弱，其中技术创新是在新冠大流行的封锁隔离期间保持经济持续增长的关键。我们认为，新兴市场（除中国）上述方面的短板在短期内将不会改变。事实上，我们认为新冠大流行会进一步加强中国和发达国家的竞争力，新兴市场（除中国）由于资源有限和定价能力偏弱而将进一步落后。

ii. 我们预计，中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%。由于基数过高，GDP 同比增速将大概率在 2022 年一季度见底。但我们相信，因为货币政策边际宽松和内需改善的原因，GDP 环比增速也将在一季度后回升并实现持续性的增长。由于中国 GDP 同比增速在今年四季度和明年一季度将低于 5-6% 的潜在目标，我们认为货币政策逆周期调节的条件已成熟，特别是今年货币政策收紧为明年宽松的货币政策立场留足了空间。事实上，最近中国央行官员的表态也显示，货币政策基调已明显转向“稳增长”。我们预计，

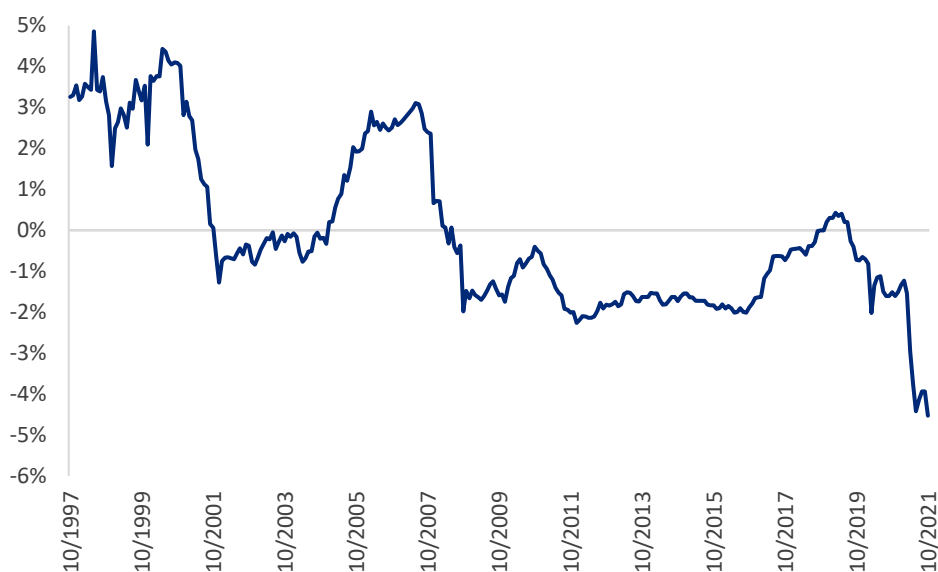
降准和降息将大概率出现在 2022 年上半年。出口同比增速可能受高基数拖累而有所放缓，此外，伴随全球贸易回归正常化，因疫情停产的其它经济体将恢复出口，中国出口的替代效应将逐渐消失。尽管如此，我们依然认为，中国在疫情期间获得的部分出口份额将不会下降，而将转变为永久性的份额。

同时，对于绿色经济和基础设施建设的投资需求回升，将抵消房地产投资疲软。实现“碳中和”的过程是漫长的，中国目前仍处于开始阶段，相关政策是在不断的试验中实现改进的。鉴于今年 9 月“限电”措施导致电力供应紧张，我们相信政府将进一步扩大对新能源的投资，而不会通过压缩旧能源的方式，实现“碳中和”的目标。今年 10 月，国务院在印发的《2030 年前碳达峰行动方案》中提到，将利用税收政策、绿色金融和碳定价的组合来加强对绿色产业的投资，而实现“去碳化”则需要有序的方式，即“梯次有序推进碳达峰”、“避免‘一刀切’限电限产或运动式‘减碳’”。我们相信，中短期内，中国对新能源的投资将超过对旧能源的撤资，从而在保持经济增长的同时实现“碳中和”。

- iii. **美国经济将在 2022 年继续扩张，特别是制造业领域，以重建库存。**根据我们对于补库存的预测，至少需要两年时间才能使接近历史低点的库存销售比恢复至趋势水平。此外，工资增长和扩张性财政政策的共同支撑下的消费将持续走强，美国经济 2022 年的增长将超过趋势水平。在后疫情时代，美国可能是率先缩小产出缺口（即，实际和潜在 GDP 增速的差值）的经济体之一。产出缺口由负转正，意味着经济正式进入过热的阶段，需采取紧缩的货币政策。11 月 30 日，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）在参议院听证会的演讲出现重大政策转变的表述，其对于通胀和 QE 缩减的言论已经转为鹰派。他表示，现在是放弃通胀预测中“过渡性（transitory）”一词的时候，并且可以考虑“提前几个月”结束 QE 缩减进程。

在基准假设下，我们认为美联储将在 2022 年四季度开始加息。然而，如果 2022 年上半年美联储提前加息，我们也并不会感到惊讶。但是，如果美联储提前加息，我们认为这应被理解为具有象征意义的一次性加息，而不是持续性加息周期的开始。锚定通胀预期是管理通胀前景的关键，否则通胀预期可能会自我实现，酿成“工资—物价”的螺旋式上升。但目前，我们不认为美联储会提早开始一个持续的加息周期，因为：第一，通胀率可能在 2022 年下半年因基数效应和供应链恢复而得到缓解；第二，新冠疫情的不确定性导致的经济下行风险同样需要被重视；第三，在当前的经济周期，货币数量对资产价格的影响比货币价格的影响更显著，因此，在开始一个明确的加息周期之前，美联储需要时间来评估 QE 缩减的影响。在我们的基准假设中，美国货币政策走向不会改变美国经济复苏的格局。实际借贷成本仍处于深度负区间，这对经济增长仍有支持作用。

图表 1: 美国联邦基金实际利率仍然处于深度负区间



资料来源: Macrobond, 浦银国际

(二) **备选假设**。新冠变种病毒在全球范围内暴发, 各国再次实施严格的旅行限制和封锁隔离措施, 尽管程度较 2020 年更温和。全球供应链中断导致通胀持续, 需求则有所放缓, 导致滞胀出现。这将是全球将经济最悲观的情景, 但中国的经济却会相对乐观。

- 1) 在这种假设下, **通胀将是最大的威胁**。正如我们在去年和今年所见证的, 新冠大流行可以对通胀造成下行/上行风险, 取决于疫情是否显著地扰乱了需求/供应。单纯从新冠变种病毒 Delta 的影响来看, 它对通胀的冲击似乎超过了对经济增长的冲击。虽然商品和货物的供应中断可能是暂时的, 但如果疫情的持续时间超过预期, 就业市场的供应中断则可能是永久性的, 因为部分劳动力将永久性地从就业市场中退休, 这将会加剧出生率下降所引致的人口问题、以及对劳动力供应的长期影响。如果通胀持续时间更长, 通胀预期将上升, 那么全球央行将面临比现在更大的挑战。在经济复苏中收紧货币政

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_31166

