

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

稳中求进 吐故纳新

— 2022 年国内宏观经济展望

分析师:

杜征征

执业证书编号: S1380511090001

联系电话: 010-88300843

邮箱: duzhengzheng@gkzq.com.cn

2021 年 12 月 10 日

内容提要:

前期刺激效应减弱叠加疫情反复, 全球经济在 2021 年二季度达到复苏阶段性峰值后趋于回落, 疫苗接种、刺激政策、内生动力的不平衡性导致经济复苏并非一帆风顺。为了应对持续高位的通胀, 主要央行刺激政策或逐步退出, 未来全球金融市场及流动性将面临一定考验。

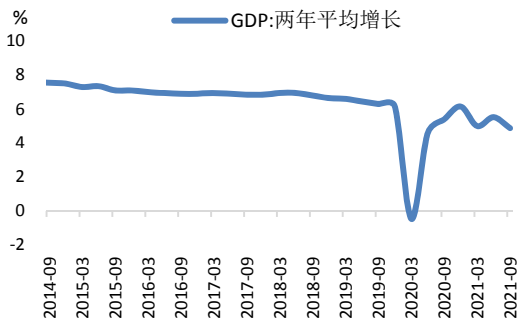
2021 年国内经济仍在复苏进程中, 工业、出口是亮点, 消费受疫情等因素拖累。下半年部分领域调控增强, 拖累经济增长。2022 年上半年经济下行压力有所增大, 宏观政策将适度加大对冲力度, GDP 或增长 5.5% 左右。

2022 年通胀剪刀差收敛。预计 CPI 前低后高, 中枢或上行至 2.2% 左右, 峰值 (超过 3%) 出现在下半年; PPI 趋势性回落, 中枢或在 3.7% 左右。

当今世界正经历百年未有之大变局, 新一轮科技革命和产业变革深入发展, 国际力量对比深刻调整, 来自国际政治环境的考验呈现长期性、复杂性和严峻性。进入新发展阶段, 不稳定不确定因素明显增多, 外部输入性风险上升。这就需要我们稳中求进, 在稳定经济、社会发展的基础上, 加快改革与转型, 促进共同富裕, 推进科技自立自强, 尽早形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

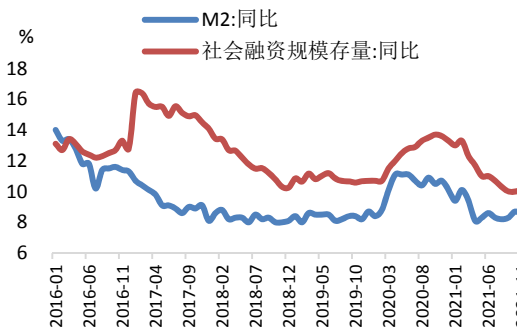
风险提示: 央行超预期调控, 通胀超预期, 贸易摩擦升温, 金融市场波动加大, 经济下行压力增大, 国内外疫情超预期变化风险, 疫苗进展不及预期, 中美关系全面恶化风险, 国际经济形势急剧恶化, 海外黑天鹅事件等。

GDPG



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

M2&社融



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

相关报告

1. 《生产小幅回暖 需求仍需夯实—10 月宏观经济数据点评》
2. 《PPI 或见顶回落 CPI 筑底回升—10 月物价数据点评》
3. 《经济复苏分化 政策延续稳健—2021 年中期国内宏观经济展望》

目录

一、疫情尾部阶段的全球经济—复苏峰值已过且不平衡性加大	3
1、全球经济持续复苏但峰值或已过去	3
2、通胀水平持续高企，逼迫央行逐步收紧政策	5
二、2022 年国内稳字当头，稳增长政策适度加大发力	7
1、2021 年经济复苏弱于预期，全年或增长 8.1%左右	7
2、2022 年经济仍有下行压力，政策加大对冲下或增长 5.5%左右	8
3、2021 年宏观政策稳健，为 2022 年适度发力留有余地	18
三、2022 通胀总体温和，剪刀差大幅收敛	21
1、2021 年通胀整体温和但分化严重	21
2、2022 年 CPI 中枢上行与 PPI 中枢下行推动剪刀差收敛	22
四、稳中求进，吐故纳新	23
1、潜在增速下行影响中长期经济增速	23
2、坚持科技创新，加快发展先进制造业	24
3、推动共同富裕，完善国内国际双循环新发展格局	26
4、落实双碳战略，推动绿色转型发展	29
五、2022 年主要经济数据预测	31

图表目录

图 1：截至 11 月底全球新冠疫苗接种近 80 亿剂	3
图 2：全球疫苗接种阶段性峰值已过	3
图 3：全球综合 PMI 高位回落	3
图 4：美欧消费者信心在 6 月后趋于下行	3
图 5：部分主要经济体 GDP 两年平均增速尚未转正	4
图 6：部分新兴市场国家 GDP 勉强接近疫情前	4
图 7：CRB 指数均值自 2021 年 2 月后大幅上涨	6
图 8：美欧 CPI 均创下近年新高	6
图 9：2021 年下半年 GDP 趋于下行	8
图 10：2021 年下半年 PMI 走弱	8
图 11：2021 年工业增加值前高后低	9
图 12：2021 年下半年 PMI 生产指标回落较多	9
图 13：2021 年出口交货值保持较快增长	10
图 14：2021 年下半年粗钢产量同比转负	10
图 15：2021 年下半年固定资产投资累计增速趋于回落	11
图 16：2021 年三季度投资对 GDP 贡献率转负	11
图 17：2021 年基建投资复苏不及预期	12
图 18：2021 年财政支出节奏偏慢	12

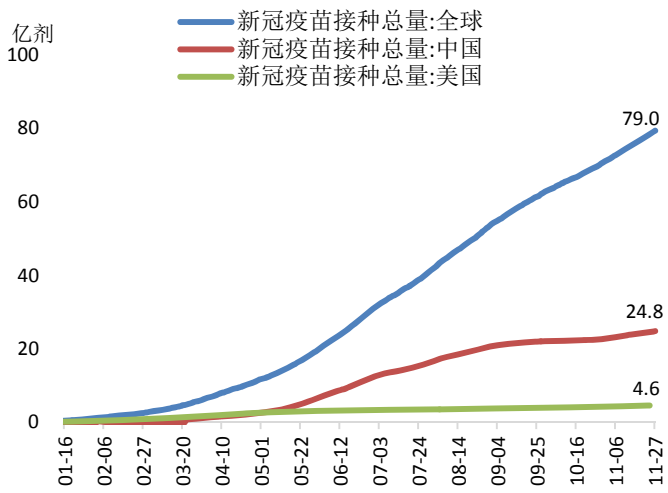
图 19: 房地产投资增速快速下行	14
图 20: 房地产新开工面积同比转负	14
图 21: 近两年高基数制造业投资拉动效应显著	15
图 22: 民间投资稍有起色但仍未恢复至疫情前六成	15
图 23: 2021 年消费复苏不及预期	16
图 24: 居民收入与就业信心有所回落	16
图 25: 新能源汽车或持续成为消费亮点之一	17
图 26: 居民服务消费增速有望缓慢修复	17
图 27: 2021 年出口韧性较强	17
图 28: 进出口价格指数升至近 9 年新高	17
图 29: 2020 年 MLF 净投放, 2021 年总体均衡	18
图 30: 2021 年 9-10 月公开市场加大投放力度	18
图 31: 2021 年 DR007 相对平稳	19
图 32: 2021 年 R007-DR007 的波动性趋缓	19
图 33: 2021 年财政收支矛盾有所缓和	20
图 34: 2021 年财政支出呈现明显的滞后特征	20
图 35: 2021 年财政刚性支出增加较快	20
图 36: 2021 年专项债发行节奏偏慢	20
图 37: 2021 年多数时间 CPI 低位徘徊	21
图 38: 猪肉价格同比大降拖累 CPI	21
图 39: 今年以来核心 CPI 较弱	22
图 40: 剔除肉类的 CPI 同比增速有所回升	22
图 41: 2021 年 PPI 持续超预期上行	22
图 42: 2021 年原油价格大涨助推全球通胀	22
图 43: 2022 年 CPI 或前低后高	23
图 44: 2022 年 PPI 或趋势性回落	23
图 45: 2020 年新出生人口数量仅为建国后峰值的 40%	24
图 46: 我国老龄化率进程将加速	24
图 47: 中国 2020 年 R&D 占 GDP 比重升至 2.4%	25
图 48: 近年来高技术产业专利申请保持两位数增长	25
图 49: 我国基尼系数长期在 0.45 之上	27
图 50: 近年来城镇居民收入增速始终低于 GDPG	27
图 51: 居民财产性收入与工资性收入的差距拉大	28
图 52: 我国高净值人群数量持续较快增加	28
图 53: 2020 年全球平均温度比工业化前升高约 1.2°C	29
图 54: 中国各部门碳排占比 (2018 年)	29
表 1: IMF 与世界银行对 2020-2021 年全球经济展望 (单位: %)	4
表 2: 2021 年国内主要经济指标预测	31

一、疫情尾部阶段的全球经济—复苏峰值已过且不平衡性加大

1、全球经济持续复苏但峰值或已过去

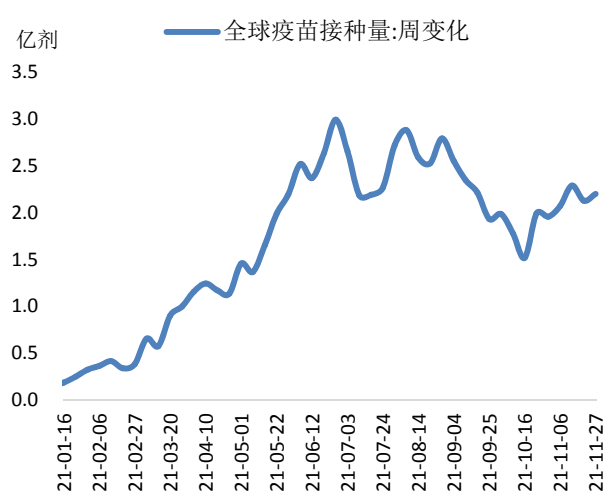
疫苗加速接种叠加宽松政策共同推动全球经济持续复苏。自2020年12月部分国家启动新冠疫苗接种以来，全球疫苗接种呈加速态势并在今年6-8月形成峰值，随后有所回落。

图 1：截至 11 月底全球新冠疫苗接种近 80 亿剂



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

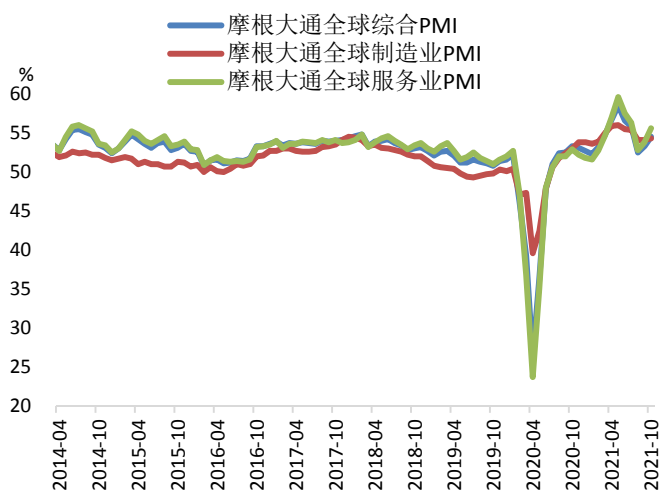
图 2：全球疫苗接种在 6-8 月达到阶段性峰值



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

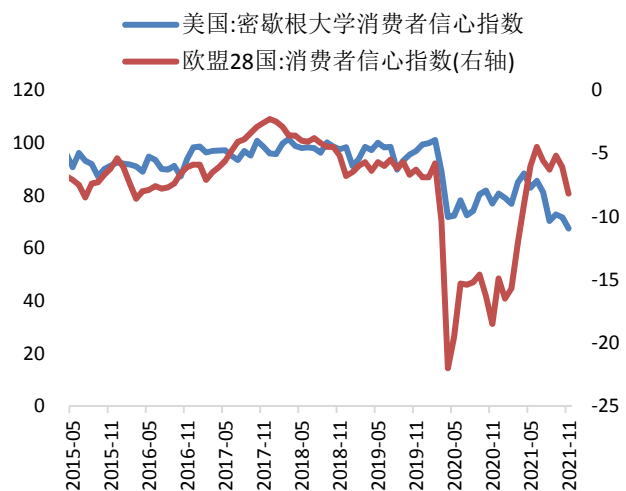
前期刺激效应的减弱叠加疫情反复，全球经济在二季度达到复苏阶段性峰值后趋于回落，虽然9-10月在服务业反弹支撑下有所回升但仍低于前期高点。与此相对应，美欧消费者信心指数在今年二季度达到高位后趋于下行。

图 3：全球综合 PMI 高位回落



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 4：美欧消费者信心在 6 月后趋于下行



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

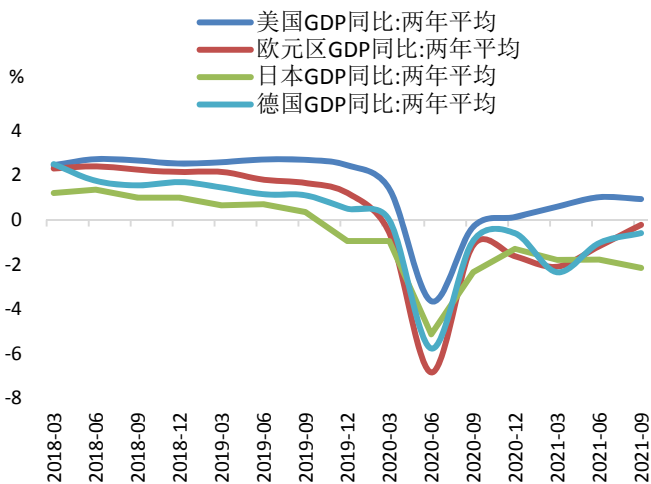
虽然全球经济仍在复苏进程中，但疫苗接种、刺激政策、内生动力的不平衡性导致经济复苏并非一帆风顺。国别分化依然存在，增长仍然不是太理想。部分国家已经恢复或接近恢复至疫情前经济总量，但 GDP 增速离疫情前尚有差距。IMF 在 2021 年 10 月的最新预测中，将 2021 年全球经济增速从 7 月的 6.0% 下调 0.1 个百分点至 5.9%。全球经济虽然持续复苏，但新冠疫情卷土重来，经济复苏势头已经减弱。疫情造成的“断层”可能将持续更长时间，这是因为各国短期经济走势的分化将对中期经济表现产生持久影响。

表 1: IMF 与世界银行对 2021-2022 年全球经济展望 (单位: %)

经济体	IMF			世界银行		
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
全球	-3.1	5.9	4.9	-3.5	5.6	4.3
发达经济体	-4.5	5.2	4.5	-4.7	5.4	4.0
美国	-3.4	6.0	5.2	-3.5	6.8	4.2
欧元区	-6.3	5.0	4.3	-6.6	4.2	4.4
日本	-4.6	2.4	3.2	-4.7	2.9	2.6
新兴经济体	-2.1	6.4	5.1	-1.7	6.0	4.7
中国	2.3	8	5.6	2.3	8.5	5.4

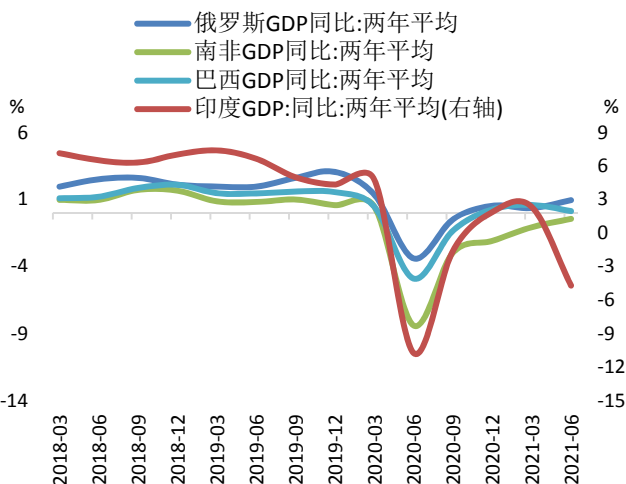
资料来源: IMF, 世界银行, 国开证券研究与发展部

图 5: 部分主要经济体 GDP 两年平均增速尚未转正



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 部分新兴市场国家 GDP 勉强接近疫情前



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

同时, IMF 还指出, 发达经济体的总产出预计将在 2022 年恢复至疫情前的趋势水平, 在 2024 年将超出疫情前趋势水平的 0.9%。相反, 到 2024 年, 新兴市场和发展中经济体 (不包括中国) 的总产出预计仍将比疫情前的预测值低 5.5%, 这意味着这些国家在提高生活水平方面的进展将出

现更严重的倒退。上述分化是由疫苗接种的不平衡性和刺激政策支持巨大差异所导致的。在发达经济体，超过 60% 的人口已经完成疫苗接种，并且一些人正在接种加强针，但低收入国家仍有约 90% 的人口没有接种疫苗。此外，尽管新兴和发展中经济体的产出缺口更大，但由于融资环境趋紧，通胀预期变动风险增大，其可能将更快取消政策支持。

在疫情冲击面前，各国相继推出宽松政策，取得了一定的效果。但在当前总体依然宽松的融资环境下，一些部门的金融脆弱性持续增加，后者一定程度上被极度宽松政策所掩盖。决策者现在面临两难，一方面他们要在短期内持续为全球经济提供支持，另一方面又必须在中期努力防范金融稳定风险的累积。维持经济复苏当然需要在较长时间保持极度宽松的融资环境，但这导致了资产估值持续过高。如果这个问题不能妥善，则可能会加剧金融脆弱性。一些令人警惕的迹象已经出现，如金融风险承担行为增加、非银行金融机构部门脆弱性加剧等，这表明金融稳定的底层基础正在恶化。未来如果不加以控制，这些脆弱性问题可能会长期存在，并演变成结构性的遗留问题。

在部分国家或经济体常规货币政策失效、财政政策支出空间受限、老龄化现象突出的情况下，全球债务余额持续上升，中长期看债务推动经济的增长模式或难以为继。国际金融研究协会发(IIF)布的数据显示，2021 年二季度全球债务总额达到 296 万亿美元，相比 2017 年全球债务 230 万亿美元，快速增长 28.7%。与此同时，2020 年全球债务总额占 GDP 比重攀升至 355%，远超 2008 年金融危机时期，2021 年一季度更是创下 362% 的纪录。

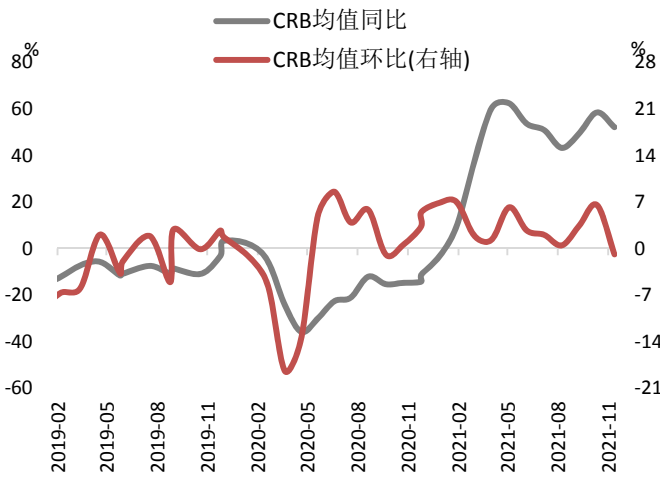
2、通胀水平持续高企，逼迫央行逐步收紧政策

极度宽松的货币政策叠加供给受限推高全球通胀水平。2021 年 4 月至 11 月，CRB 大宗商品指数日均值同比涨幅在 40% 以上，5 月创下 62.4% 的记录后有所回落，但 10 月又快速反弹至 58.5%，其中布伦特原油价格上涨 101.7%。

美欧等国家 CPI、PPI 均出现不同程度的大幅上涨。美国方面，10 月 CPI 同比上涨 6.2%，创近 31 年以来最高记录；PPI 上涨 8.6%，创有数据以来最高。欧洲方面，10 月欧元区 HICP 同比上涨 4.1%，持平历史最高水平；9 月 PPI（欧元区 19 国）同比上涨 16%，创近 40 年以来最高。新兴市场国家亦普遍较高，其中 10 月巴西、俄罗斯 CPI 同比分别上涨 10.7%、8.1%，均创下近 5 年新高。

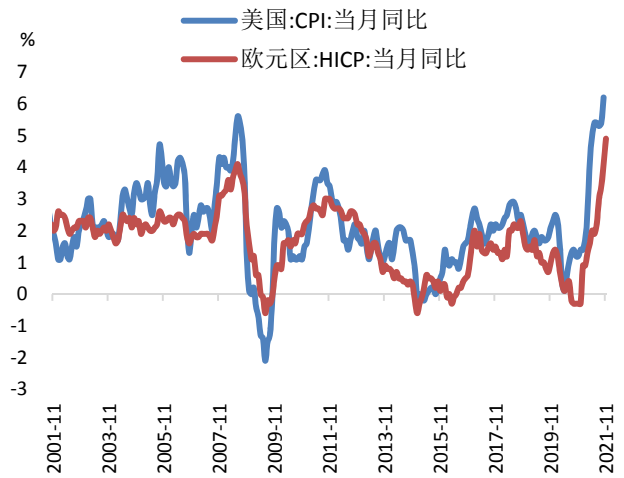
对此，IMF 在 10 月的《世界经济展望》中指出通胀是全球摆脱疫情影响实现复苏的障碍之一，全球经济正在进入通胀风险阶段，其特别点名了美联储，并呼吁包括美联储在内的发达经济体央行，要准备好随时收紧货币政策。对于未来通胀走势，IMF 指出，对比较富裕的国家而言，整体通胀将在 2021 年最后几个月触顶，然后在 2022 年年中降至 2% 左右；对于新兴和发展中经济体，通胀将从 2021 年年底触顶的 6.8% 降至 4%。不过，IMF 提醒上述预测存在不确定性，各国政府应保持警惕，防止“通胀风险雪上加霜——单个考虑时相对温和，但是同时发生则可能导致远超预测的通货膨胀”。

图 7: CRB 指数均值自 2021 年 2 月后大幅上涨



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 美欧 CPI 均创下近年新高



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

为了应对持续高位的通胀，美联储首先出手。美联储 11 月初宣布开始正式缩减购债规模 (Taper)，每月减购 150 亿美元资产，其中包括 100 亿美元国债和 50 亿美元的机构抵押证券。在通胀和就业数据没有出现信号之前，美联储将维持此 Taper 节奏，预计将在 2022 年年中结束购债。不过，此后不到一个月美联储主席鲍威尔又表示，预计高通胀将持续到明年年中，是时候放弃“暂时性”通胀的说法了，美联储将在控制通胀方面保持警惕，将在未来的会议上讨论加快缩减购债速度，可考虑提前几个月结束缩减购债计划。从全球三大央行政策动向看，2022 年美联储进一步收紧可能性较大，下半年或重启加息；欧洲央行或滞后尾随，2022 年上半年结束紧急抗疫购债计划 (PEPP)，2023 年加息；虽然日本央行或晚于欧洲央行行动，但部分刺激政策也将陆续退出。主要央行刺激政策或逐步退出，全球金融市场及流动性将面临一定考验。

从推动本轮通胀的动因来看，极度宽松的货币政策是主因，供应链紧张

以及脆弱供需平衡下的能源价格大涨是推手，随之而生的劳动力成本上升进一步加剧通胀上行。展望未来，首先，2022年主要央行宽松货币政策收敛进而紧缩，有利于抑制通胀上行；其次，无论是就业市场供需矛盾还是供应链矛盾在近期均有所缓和；此外，包含原油在内的部分大宗商品价格若缺少供给或者需求端的超预期刺激很难继续大涨，短期调整的可能性上升。上述因素对于2022年通胀均有一定的缓和作用，但全球通胀拐点可能需要到2022年全球生产瓶颈和供应链压力较大程度缓和后才会出现，后者高度取决于与疫苗研制、接种提速与新冠病毒变异的抗衡结果。从中长期看，全球供给的新变化或导致通胀中枢上移，但人口老龄化、贫富差距加大等因素引致的需求不足使得通胀很难长时期保持高位水平。

二、2022年国内稳字当头，稳增长政策适度加大发力

国内经济仍在复苏进程中，工业、出口是亮点，消费受疫情等因素拖累。2021年前三季度GDP同比增长9.8%，其中工业与出口表现较好、房地产投资保持韧性、制造业投资平稳增长是支撑经济的主要力量。不过，下半年部分领域调控增强，拖累经济增长，三季度GDP降至4.9%。一是双碳执行力度增强，工业增加值超预期回落。二是地产调控增强，房企资金链紧张，商品房新开工减速，房地产投资回落幅度较大。三是教育双减对教培行业影响巨大，相关服务业需求萎缩。此外，上半年消费逐步复苏，但在年中以来散发疫情的不间断扰动下，消费乏力迹象显现。预计2021年四季度GDP大概率跌破4%，2022年上半年经济下行压力有所增大，宏观政策或适度加大对冲力度，2022年GDP或增长5.5%左右。

1、2021年经济复苏弱于预期，全年或增长8.1%左右

受多重因素影响，2021年经济复苏弱于市场预期。2020年底至2021年初，市场普遍给出9%以上的增长预期，动力主要来自于消费与制造业的复苏、出口与工业高位以及房地产投资保持韧性。从前11个月实际运行

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_31231

