

宏观动态报告

2021 年 12 月 18 日

范式变化之年：美联储收紧与中国经济变革

宏观经济 2022 年年报

核心内容：

- **2022 年仍然与新冠疫情共存，但新冠疫情的影响下滑** 2022 年战胜新冠疫情仍然充满不确定性，但新冠疫情对于全球的影响会逐步减弱。
- **全球通胀仍然可控，关注点是物流发达国家通胀上行，部分新兴市场通胀平稳，全球通胀失控风险较低。** 物流仍然阻碍全球商品流动。美国通胀到达高点，预计会逐步回落。中国通胀预期加速，但工业品价格上行贡献较弱，仍然与猪周期相关。
- **美联储 2022 年加息，发达国家市场货币收紧，发展中国家黑天鹅事件爆发加速** 美联储、发达国家加息会改变全球各国利差，带来全球资金流动变化。新兴市场国家受到疫情、通胀、加息的多重困扰，黑天鹅爆发更为频繁，关注阿根廷、土耳其、巴西和埃及。
- **中国经济增长目标转变** 经济稳定的情况下，更多的资源向减少贫富差距、推动科技创新、推动三新经济、降低社会能耗方向倾斜。传统房地产引领经济模式被政策层抛弃，房地产行业作为支撑经济的传统行业需要健康发展，决定房地产行业根本变化的土地制度和房地产税试点已经开始。
- **碳中和是基本国策，但供给冲击弱化** 中央经济工作会议解释碳中和碳达峰是一个长期的过程。未来我国仍然有总体的能耗控制，但供给冲击会大幅缓解，市场价格的极端波动 2022 年可能不会出现。产能受到持续低强度限制，价格中枢整体上移，如螺纹钢、煤炭、铝等。
- **中国新的稳增长** 稳增长重回主位，利率回落、货币放行成为必然的选择，但资金重回传统行业渠道受阻，社会资源分配会秉承新的发展理念。我们面临新的房地产弱化下的经济托底，新型基建、三新产业成为重点。
- **“类滞胀”担忧仍然过早** 通胀有上行预计，但仍然显得较为温和。我国经济会在 2022 年保持平稳，从增速上来看，下半年增速快于上半年。经济下行与物价上行并不同步，类滞胀担忧过早。
- **2022 年经济：底部反弹** 经济增速可能已经在底部，略宽松的货币和财政环境为经济发展创造了良好的条件，2022 年是受到政策层的呵护的监管友好期，2022 年会看到经济企稳回升。2022 年经济处于前低后高的态势，社会融资增速和 M2 增速会在 1 季度好转，GDP 增速在 2 季度逐步好转。2021 年基数水平较高，工业生产增速上行，社会零售消费平稳，制造业投资高位回落，房地产投资低位回升，基建投资增速快速上行。出口仍然延续高景气度，基数作用下下半年出口增速回落。

主要风险：新冠疫情再暴发以及新冠疫苗失效的风险、通胀不受控制的风险

分析师

许冬石

✉: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢：

于金潼

目录

一、2022年是适应变化的一年	3
二、范式变化：新冠疫情消退	3
(一) 全球对新冠疫情的抗击能力增强	4
(二) 新冠疫情对经济的影响	5
三、范式变化：通胀决定因素的变化	6
(一) 全球通胀并未失控	6
(二) 全球通胀的痛点：物流	8
四、范式变化：美联储收缩	10
(一) 美联储官员态度转变：更早加息提上日程	10
(二) 美国通胀可能高点已至	11
(三) 美国经济继续上行	12
(四) 美联储选择：加息 VS 经济、通胀下行	14
(五) 黑天鹅频发	16
五、范式变化：中国经济增长变化	17
(一) 经济发展主要目标变化	18
(二) 持续存在的供给侧	20
(三) 2022年经济：触底反弹	22
(四) 无需担忧的“类滞胀”	26

一、2022年是适应变化的一年

2022年是新冠疫情影响全球的第三年，也是全球经济适应疫情的第三年。全球疫情注射率已经达到了每百人百剂的水平，经过了2021年Delta变种病毒的洗礼，全球已经更能适应新冠疫情出现新的变化，如2021年12月对Omicron变种病毒的应对。现阶段新冠疫情对全球经济的影响仍然没有结束，2022年仍然是与病毒共存的一年。疫情已经在缓慢的改变整个世界经济，更明确的影响需要继续观察，2022年仍然是我们适应变化的一年。

其一，新产业蓬勃发展。基因药品、居家远程办公、智能化设备、电子产品可穿戴设备以及扑面而来的元宇宙都预示着下一次科技爆发的方向，同时带动了相关产品产业链的研发、生产的加速。其二，新冠疫情下全球思潮变化以及孤立主义的兴起。世界各国为了应对新冠疫情危机，政府、社会和个人的关系正在出现重大的历史性调整。以强化政府干预能力和资源配置能力的“新国家主义”在全球各地都在纷纷抬头，保护主义更加盛行。全球化时代相互开放、自由和以全球主义为导向的跨国家、跨地区的社会性交往正在面临前所未有的打击和限制。其三，新冠疫情下全球大宽松带领全球渡过经济危机，而2022年这种进程开始反转。美联储确定2022年开始收紧，其他国家也开始了货币正常化进程。在此情况下，饱受新冠疫情影新兴经济体和发展中国家脆弱性开始体现，黑天鹅发生更加频繁。其四，中美仍然是经振兴关系，中美摩擦在特定领域持续。新冠疫情下中国出口大增，与全球各国的经济联系更加紧密。持续不断地外交冲突与更宽阔的外贸空间并行，2022年是继续角力的一年。

对于我国来说，新冠疫情加强了全国联动和国家主义，同时外贸的大幅上行给与我国经济发展新的动力，使得2021年政策层更多的实践了其政策管理理念。2022年政策层会对过激的政策进行纠偏，政策操作会更加细节化，对经济的冲击从爆发到缓释。

更加明确的是，“十四五”的第一年已经展示了政策层的理念，经济稳定的情况下，更多的资源向减少贫富差距、推动科技创新、推动三新经济、降低社会能耗方向行进。传统的房地产引领经济模式被政策层抛弃，房地产行业作为支撑经济的传统行业需要健康发展，决定房地产行业根本变化的土地制度和房地产税试点已经开始。决策层抛弃了房地产拉动短期经济增长意味着我们面临新的房地产弱化的经济托底，这种转变需要时间，也是我国经济增长范式变化的重要内容。

中国深刻的增长模式变革是伴随着其人口结构的深层变化而来。2021年我国进入人口负债期，而2026年进入劳动人口负债期，尤其是劳动人口在2026年之后可能以每年1个百分点的速度下滑。这也就意味着我国利率水平、消费水平、投资水平以及人均GDP水平会处于压力状态下。所以“十四五”期间可以说是我国经济过渡时期，也是我国经济增长动力快速变化的时期。日本的经验启示着我国，应对劳动人口老龄化、外贸条件恶化、经济稳定增长需要我国更深入的改革，及早创造新的发展模式。

2022年全球仍然是适应变化的一年，美联储政策的转变，新兴市场国家的激荡以及中国发展模式的变化都使得全球资产价格变化逻辑发生转变。对于全球来说，美联储、发达国家加息会改变全球各国利差比，带来全球资金流动变化。新兴市场国家受到疫情、通胀、加息的多重困扰，黑天鹅爆发更为频繁。对于中国来说，稳增长重回主位，利率回落、货币放行成为必然的选择，资金重回传统行业渠道受阻，社会资源分配会秉承新的发展理念。中国央行不仅需要负担资金合理稳定的责任，也要时刻注意内外资金流的变动。

二、范式变化：新冠疫情消退

2019年12月在湖北发现新冠疫情感染，2020年3月开始新冠疫情在全球流行，全球范围内与新冠疫情的战斗已经持续两年。2020年全球各国在应对新冠疫情的态度上出现了变化。2020年5月开始欧洲各国开始宣布取消旅行限制，随着疫苗接种率的提高，欧盟各国开始有条件开放边境。希腊、奥地利、比利时、克罗地亚、捷克、法国、德国相继开放边境。英国和澳洲在12月份对留学生开放。亚洲的新加坡也于2021年10月重新对东南亚各国旅客开放。11月8日美国允许国际游客重新入境。

尽管新的变种病毒再次袭击全球，但这并不能阻止全球范围内经济的重启。2021年全球经历了Delta变种病毒袭击后，对于新的新冠变种病毒的应对措施更加完善。2022年可以肯定的是，虽然战胜新冠疫情仍然充满不确定性，但新冠疫情对于全球的影响会逐步减退。

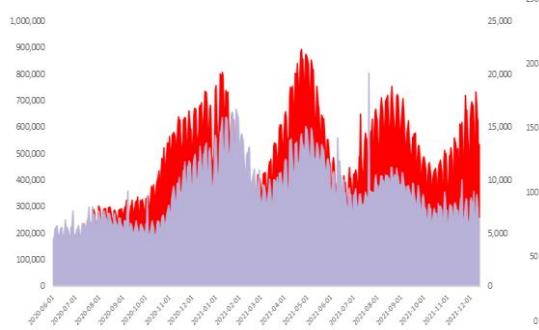
（一）全球对新冠疫情的抗击能力增强

12月份新的变种病毒Omicron受到舆论关注。这种新型变种病毒的传播速度更快，并且有可能出现疫苗逃逸，给已经完成较高水平注射的经济体带来新的风险。对新的变种病毒的确切结论仍然没有完成，并且未来仍然有可能出现新的变异病毒，2022年仍然是与病毒共存的一年。

新的变异病毒对经济的影响仍然较为轻微，全球金融市场在紧张了2个星期以后对新病毒的关注度下滑。主要原因在于虽然新的疫情带来了部分地区感染人口数的大幅上行，比如欧洲每日新增病毒感染人口快速回升，但死亡率并没有出现较大的变化。全球来看，新增新冠病毒人数出现回升，但死亡人数显得较为平稳。从南非来看，新的变种病毒引起的死亡人数仍然较少。欧洲新增确诊人数的上行主要是因为欧洲人员流动没有太多的障碍，使得欧洲发病人数较多。

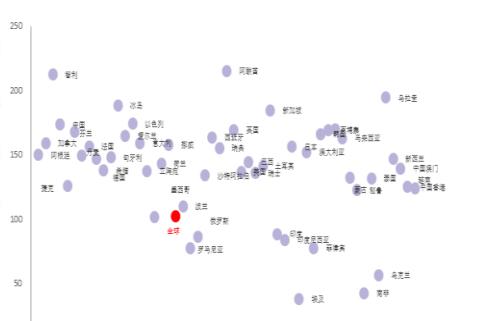
图1：全球新冠疫情每日新增和死亡人数（例）

■WHO全球·确诊病例·新冠肺炎·当日新增 ■WHO全球·死亡病例·新冠肺炎·累计值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：每百人新冠疫苗注射剂次

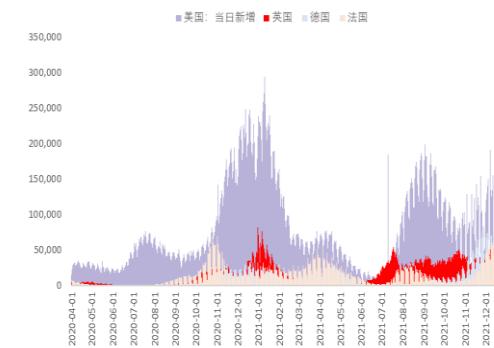


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

另一个方面，各国的新冠疫苗注射仍然稳步上行，全球新冠疫苗注射率已经达到了每百人百剂的水平，发达国家新冠疫苗注射速度更快。截止12月10日，全球新冠疫苗注射率在106%左右，美国、西欧、中国等国的新冠疫苗注射率在160%-180%之间，东欧、韩国、日本等国的疫苗注射率在150%-160%左右，其他发展中国家的疫苗注射率在80%左右。各国疫苗注射剂次

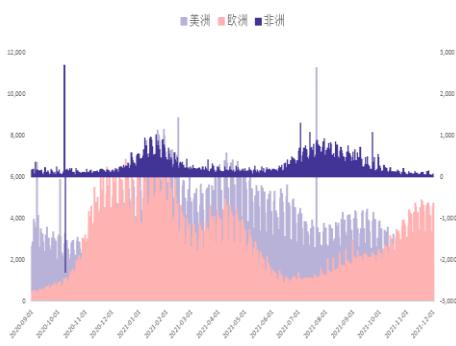
不同，对新冠疫情冲击的抵抗力就有较大的差别，尤其是针对 Delta 病毒的第三针疫苗即将推广的时候，疫苗注射率高的国家经济增长的速度会远高于疫苗注射率低的国家。

图 3：欧美新冠疫情每日新增



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4：美洲、欧洲、非洲新冠疫情每日新增死亡



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

（二）新冠疫情对经济的影响

新冠疫情对经济的影响分为两个阶段：经济停滞阶段和物流阻碍阶段。新冠疫情对经济的影响是深远并持续的，我们分为这两个阶段不意味着在第二个阶段新冠疫情对经济的阻碍已经停滞，只是代表关注重点的不同。

第一阶段是新冠疫情刚刚爆发阶段，全球经济几乎停滞。由于传染力较强、重病率较高，新冠疫情高发使得各地的医疗系统陷入瘫痪，迫使各国采用减少居民外出的方式阻断新冠疫情的传播。中国经济 2020 年 1 季度快速下滑，录得 -6.8% 的增速，创下来了 1978 年以来的最低经济增速。美国 GDP 增速在 2 季度录得了 -9.08% 的极低值，欧元区 GDP 和日本 GDP 在 2 季度分别录得 -14.8% 和 -10.1%。全球经济经受了前所未有的考验，全球消费和生产几乎处于停滞。

第二阶段全球经济受到各国财政货币双刺激逐步回升，新冠疫情在各国受到不同程度的控制，物流阻断渐渐成为世界经济的主要问题，也即是通胀成为更受重视的问题。造成这种情况的主要原因在于全球分工已经到达比较细致的程度，各行业的生产链条遍布全球。但是新冠疫情的影响下，各国恢复程度各有不同，全球主要需求和供给的恢复速度并不平衡，主要是需求的恢复速度快于供给的恢复的速度。随着供给速度的恢复，新冠疫情下各国物流的阻断并未停歇，全球产品流动受到了不同程度的阻断。这也是现阶段新冠疫情对全球的主要影响，人员复工程度的不同使得各地物流速度出现差异，侧面抬升了通胀。从原材料到农产品，从产成品到物流费用均出现了不同程度的上涨，并且个别产品的短缺以及物流的不畅可能要到 2022 年下半年才会有所缓解。

对于全球经济来讲，2022 年新冠疫情影响的消退对经济会有直接的促进作用。首先各国边境的逐步开放会使得全球的人员流动得到恢复，这会直接带动全球消费上行，也会带动相关的航空、旅游、住宿酒店行业的恢复。其次阻断全球的物流紧张会有所缓解，也会促进各国生产和消费的回升。但同时也要注意到，随着新冠疫情影响的下降，各国央行会逐步回归货币正常化，这会直接压制各国经济的上行进程。

图 5：全球主要国家 GDP 增速（%）

图 6：欧洲和美国消费增速（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、范式变化：通胀决定因素的变化

(一) 全球通胀并未失控

新冠疫情以来，全球经济经历了封闭到重启，现阶段全球经济仍然处于不均衡的状态。同时疫苗注射率的不同以及疫情防控的不同，新冠疫情对于通胀的影响仍然存在。

全球货币财政大宽松后，全球需求回升速度加快，带来了大宗商品的普遍上行，这种上行在2021年达到高点，全球通胀的走高有基数上的原因。2020年布伦特原油和WTI原油平均价格分别为43.25美元/桶和39.74美元/桶，2021年需求恢复、供给短缺使得原油价格逐步回升至70.68美元/桶和67.83美元/桶，分别上行了63.4%和70.7%。2020年大宗商品走势均为低位回升，2021年即使没有供给原因，商品价格恢复至疫情前的水平也会使得价格涨幅加大。

另一方面，大宗商品的产地多为新兴市场国家，受到疫情影响人员复工困难与物流阻断更为严重，生产的恢复速度偏缓。2021年COMEX铜期货平均价格4.24美元/盎司，比2020年的2.81美元/盎司上行了50.9%。农产品方面，CBOT大豆和CBOT玉米的价格2021年平均价格分别上行了44.8%和59.9%。而生产恢复比较好的铁矿石价格2021年平均价格上行了27.9%。

图7: 原油期货价格(美元/桶)

图8: 大豆、铜和铁矿石(%)

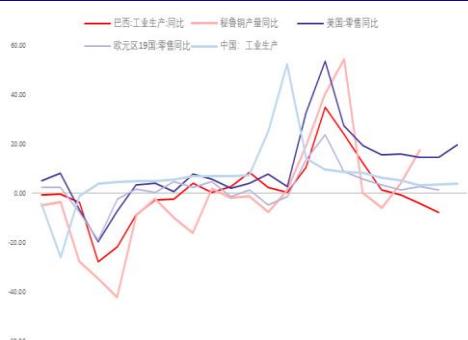


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

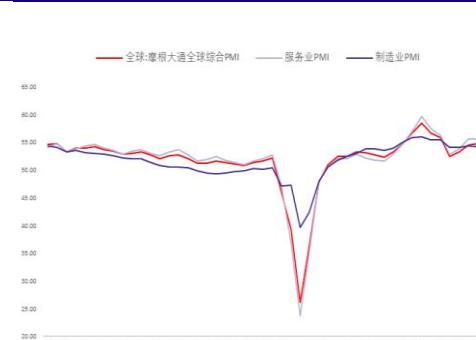
尽管供给侧面临困难使得大宗商品价格上行，引发通胀走高，我们仍然认为全球性的通胀并没有失控，也即是说生产的修复速度较快，同时需求的持续上行并没有那么牢固。原材料生产国巴西和秘鲁的生产在2020年下半年才回到正值，并且2021年除去基数影响回升速度仍然偏缓。全球主要消费地区美国和欧盟的消费在2020年4月份以后就快速回正。美国消费受到财政刺激的影响11月份仍然保持了19.5%的增速，但欧洲的消费增速10月份仅录得1.4%。更为重要的是，全球主要生产基地的中国生产并没有因为疫情而停滞，并且最新的生产增速高位回落至3.8%，显示中国生产仍有余力。

图9：主要国家生产和需求（%）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图10: 全球PMI指数走平(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

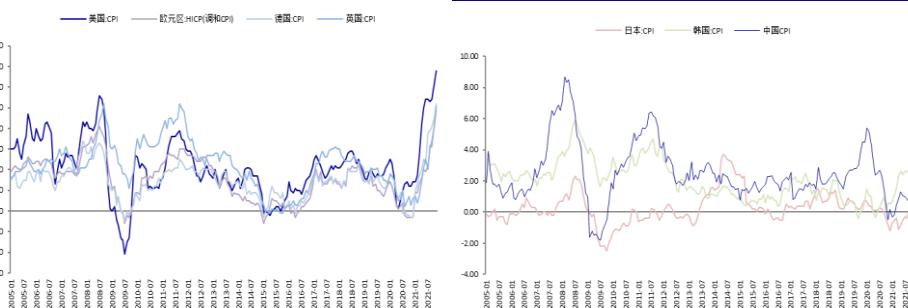
全球主要央行如美联储、加拿大央行均认为全球通胀是一次性原因带来的，也就是说通胀现阶段已经处于高位阶段。但是由于本次引起通胀的原因较为复杂，全球新冠疫情带来的物流阻断也拉高了全球通胀，所以本次高通胀的持续时间不确定。2022年上半年仍然需要密切观察全球通胀的形势，这种观察包括发达国家也包括发展中国家，并且对于通胀的判断以发展中国家的通胀形势为主。

各国通胀普遍处于高位或者向上运行（除日本等），美国通胀水平超过了2008年，欧洲和英国的通胀水平持续走高，部分新兴市场国家通胀快速上行，东南亚国家通胀水平稍显稳定。

虽然通胀指标出现了普遍上行的，但其各国上行的原因仍然较为不同。发达国家通胀上行进较快，但其相应的货币政策应对也较快。首先从发达国家来看，美国经济受到政府救助最多，美联储货币发行速度最快，而美国疫情期间的经济救助直接给与消费者补贴。美国通胀上行有产业链、物流以及人工不足的原因，但持续上行的美国经济也在刺激美国通胀走高。美联储基于此判断，即使通胀受到物流缓解有一定程度的下行，但更为担忧经济快速上行下物价的走高，美联储已经确定要在2022年开启加息以遏制通胀。其次欧洲通胀也在上行，但是欧洲的救助措施弱于美国，欧洲的消费增速较为缓慢。同时欧洲各国人员流动较快，新冠疫情的每日新增病例仍然在上行。欧央行并未过分担忧通胀水平，仍然强调加息需要看到经济切实好转。最后，发达国家并未对通胀过分紧张，日本通胀11月份只有0.1%，加拿大、英国通胀也在走高，但其货币政策同时面临收紧。

图11: 欧美主要国家通胀(%)

图12: 亚洲国家通胀(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

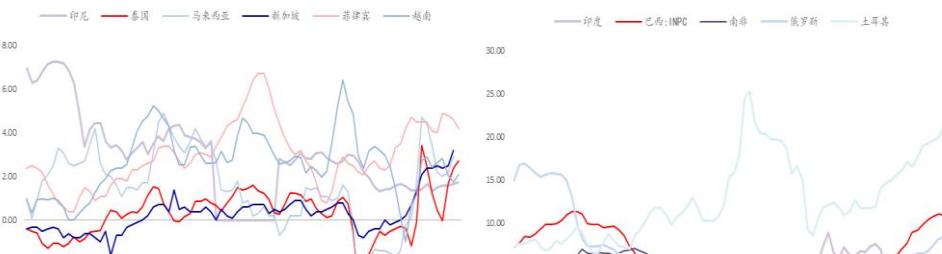
发展中国家通胀水平更为分化。亚洲的生产国中国和韩国的通胀水平走高，但其走高原因不同。中国最新 CPI 水平达到 2.3%主要是因为猪周期下猪肉价格上行以及“双峰拉尼娜”极端天气带动了短期蔬菜价格的走高，中国的核心 CPI 在小幅下滑。韩国经济受益于新冠疫情下全球经济的复苏，11 月份韩国 CPI 录得 3.7%，韩国自 8 月份后已经加息两次。东南亚各国新冠疫情控制相对较好，通胀水平年内小幅走高，但仍然相对平稳，其中菲律宾 CPI 连续 3 个月下滑，越南、泰国、印尼等国通胀保持中等。

新冠疫情控制相对较差的国家通胀水平上升速度较快。巴西疫情控制不力，巴西通胀水平已经达到 10.9%，巴西已经连续加息 725bps。土耳其是由于疫情以及错误的国内金融政策导致其通胀水平持续处于高位，并且汇率暴跌。俄罗斯也受到疫情、物流等影响，在自身生产水平较低的情况下，通胀水平上升较快。在新冠疫情持续阶段，印度表现的相对较好，印度通胀 11 月份录得 4.9%，印度自 Delta 病毒推高通胀，6 月份以来通胀水平持续下滑。

中国通胀在 11 月份也出现了大幅的上行，但中国通胀并不是由于普遍的商品价格走高带动，高基数是一个原因，猪肉价格上行和极端天气是第二个原因。中国通胀水平即使上行也仍然处于相对低位，中国央行处于货币宽松的区间。

图 13: 东南亚国家 CPI (%)

图 14: 新兴市场国家 CPI (%)



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_31599

