

稳增长压力再现，政策面转向宽松

——2022 年宏观经济展望

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

2021 年 12 月 17 日

主要观点：

- 2022 年，疫情及病毒变异依然将是影响全球经济运行的最重要因素。但伴随疫苗接种范围扩大、特效药研发推进以及疫情防控经验成熟，未来疫情冲击有望减弱，全球经济将延续复苏势头，通胀冲高现象会有所缓和；而以美联储可能启动加息为标志，2022 年全球金融环境将整体收紧。
- 在疫情散发继续抑制居民消费、房地产行业处于“寒潮期”背景下，2022 年国内经济面临一定下行压力，经济增长韧性面临考验，预计在 2022 年两会政府工作报告中，GDP 增长目标将设定在 5.0%-5.5% 之间。
- 2021 年 12 月召开的中央经济工作会议释放强烈稳增长信号，2022 年宏观政策将向适度宽松方向调整。其中，货币政策取向将稳中偏松，信贷、社融增速有望小幅加快，上半年降准将会延续，降息也有可能；2022 年财政赤字率和新增地方政府专项债发行规模会分别小幅下调至 3.0% 和 3.5 万亿元左右，但考虑到上年资金结转等因素，实际财政支出力度会再度增强。
- 2022 年 GDP 同比增速有望达到 5.5% 左右，下行风险较大。其中，消费将延续温和修复势头；固定资产投资增速与上年基本持平，但内部分化剧烈，全年房地产投资将出现历史上首度负增长，稳增长诉求下基建投资将再度提速，制造业投资有望延续较快增长势头；2022 年我国出口将保持正增长，但增速会显著回落，外需（净出口）对经济增长的拉动率或将再度转负。
- 2022 年疫情冲击将进一步减弱，国际大宗商品价格上冲势头不再，“保供稳价”下国内煤、钢价格趋于稳定，PPI 同比将前高后低，大幅回落，年末可能出现同比负增长；2022 年 CPI 同比涨幅中枢将小幅上移，其中猪肉价格将继续回升，但涨势将较为温和，“猪油共振”风险不大。
- 2022 年需要密切关注全球疫情反复、中美关系波动以及国内房地产市场超预期下行的风险。

2022 年宏观经济指标预测

指标	单位	2019 年	2020 年	2021 年 四季度 F	2021 年 全年 F	2022 年 全年 F
全球 GDP	实际同比, %	2.8	-3.1	4.5	5.9	4.9
中国 GDP	实际同比, %	6.0	2.3	4.1	8.1	5.5
工业增加值 (规模以上)	实际同比, %	5.7	2.8	3.5	9.6	5.1
社会消费品零售总额	名义同比, %	8.0	-3.9	4.5	12.6	6.5
固定资产投资	名义同比, %	5.4	2.9	-2.0	5.4	4.3
基建投资 (不含电力)	名义同比, %	3.8	0.9	-3.0	1.0	6.0
房地产开发投资	名义同比, %	9.9	7.0	-5.0	5.8	-3.0
制造业固定资产投资	名义同比, %	3.1	-2.2	9.0	12.5	7.0
出口金额 (美元)	名义同比, %	0.5	3.6	18.0	28.5	5.0
进口金额 (美元)	名义同比, %	-2.7	-0.6	20.0	30.0	4.5
CPI	同比, %	2.9	2.5	1.7	0.8	2.0
PPI	同比, %	-0.3	-1.8	11.0	7.8	3.5
1 年期 MLF 利率(年末)	%	3.25	2.95	2.95	2.95	2.90
M2 (年末)	同比, %	8.7	10.1	8.8	8.8	9.0
新增人民币贷款规模	万亿	16.8	19.6	4.0	20.2	22.0
各项贷款余额 (年末)	同比, %	12.3	12.8	11.7	11.7	11.4
新增社融规模	万亿	24.3	35.8	6.2	31.0	34.0
社融存量 (年末)	同比, %	10.7	13.8	10.3	10.3	11.0
目标财政赤字率	%	2.8	3.6	---	3.2	3.0
新增地方政府专项债限额	万亿	2.15	3.75	---	3.65	3.5

注: F 代表预测值;

数据来源: WIND, IMF, 东方金诚

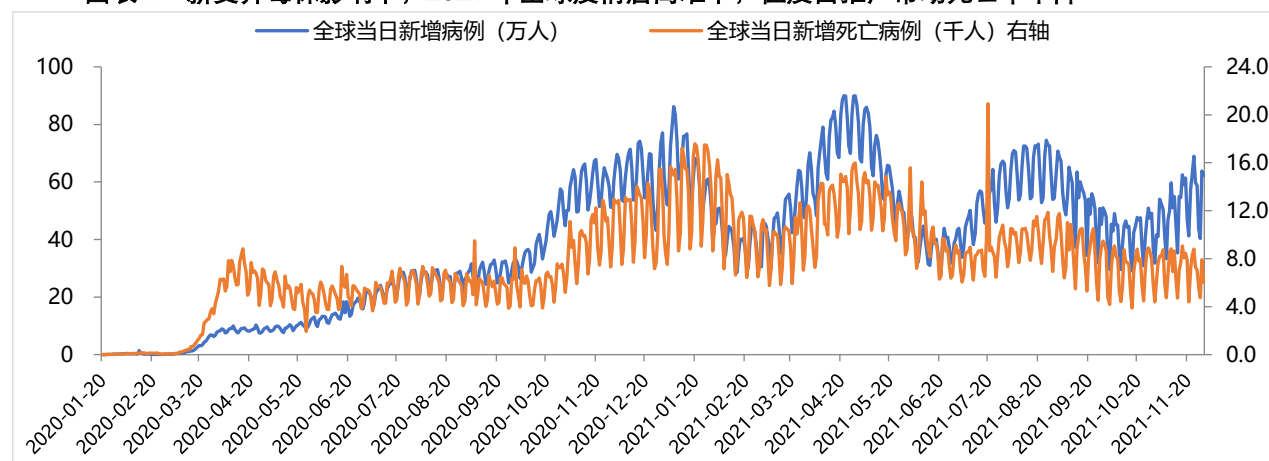
一、当前宏观经济运行环境及 2022 年经济发展目标

1. 2021 年，病毒变异导致全球疫情居高难下，但疫苗接种带动死亡率显著下降。2022 年病毒变异仍存在很大不确定性，全球疫情短期内难以根除，或将向“流感化”方向演变。

当前全球疫情有两个主要特征和演化趋势：一是新冠病毒出现德尔塔变异并成为主流毒株。该变异毒株传染性更强，导致 2021 年全球疫情高峰在印度、美国、欧洲及东南亚等国家和地区轮番出现，单日新增确诊病例数屡创新高。截至 11 月末，2021 年全球新增新冠确诊病例数共计 1.79 亿，而 2020 年全年新增确诊病例数合计为 0.83 亿。临近年末，另一变异毒株奥密克戎由南非首度报告，并迅速成为南非“主流”变异毒株，使得 2022 年全球疫情仍存在重大不确定性；同时，伴随多国迫于经济重启压力而实施“与病毒共存”模式，短期内全球疫情将难以根除。

二是新冠疫苗大范围接种带动死亡率显著下降。德尔塔变异毒株影响下，疫苗广泛接种虽未能实现群体性免疫，但以色列、美国等国数据表明，疫苗接种对降低新冠重症率和死亡率有显著效果。根据国际卫生组织公布的数据，截至 11 月末，2021 年全球新冠病毒感染者死亡率为 1.9%，其中 11 月降至仅 1.4%，而 2020 年该数据为 2.4%。展望 2022 年，随疫苗接种范围继续扩大、特效药研发推进以及疫情防控经验成熟，医学专家普遍预计感染病例死亡率将进一步下降，新冠疫情有望向“流感化”方向演变。

图表 1 新变异毒株影响下，2021 年全球疫情居高难下，但疫苗推广带动死亡率下降



数据来源：WIND，东方金诚

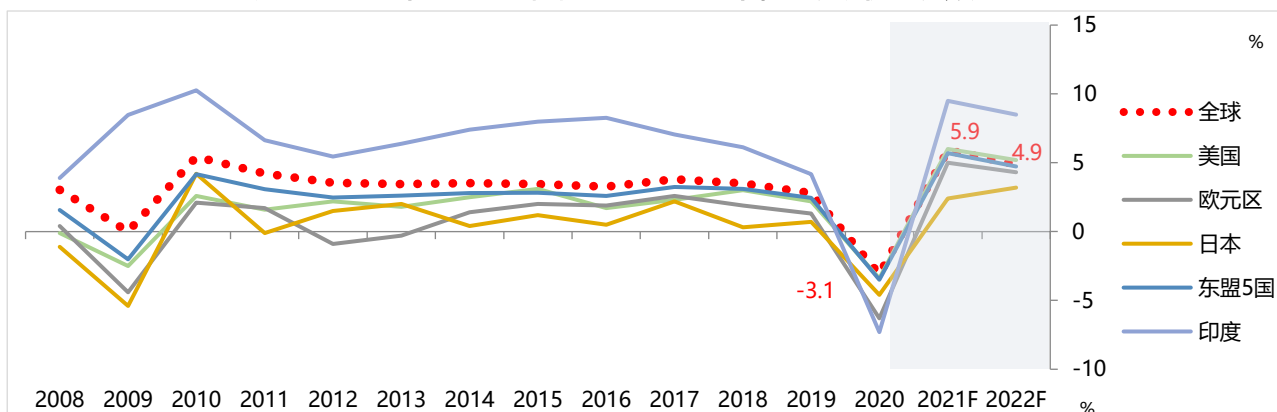
2. 继 2021 年经济增速大幅反弹之后，2022 年全球经济将延续修复，同时美欧等国通胀急升势头有望缓解；而以美联储可能启动加息为标志，全球货币政策环境将进一步收紧。

根据国际货币基金组织（IMF）预测，2021 年全球 GDP 增速有望达到 5.9%。这在很大程度上源于上年疫情冲击下全球经济收缩 3.1% 的低基数。另外，各国普遍实施的疫情救助措施和经济刺激政策也是经济大幅反弹的重要动力。不过，伴随德尔塔变异毒株导致美、欧、日等主要经济体疫情大规模反复，2021 年下半年以来全球经济修复已出现放缓态势，其中四季度全球 GDP 同比增速将降至 4.5% 左右。2021 年全

球经济的另一个主要特征是，受以原油、天然气为代表的能源价格暴涨，政策刺激下欧美消费需求强劲以及疫情造成全球及各国内部供应链紊乱等因素影响，全球范围内通胀率大幅走高，其中美、欧等主要经济体出现通胀急升现象，CPI 同比均创下近三十年以来新高。

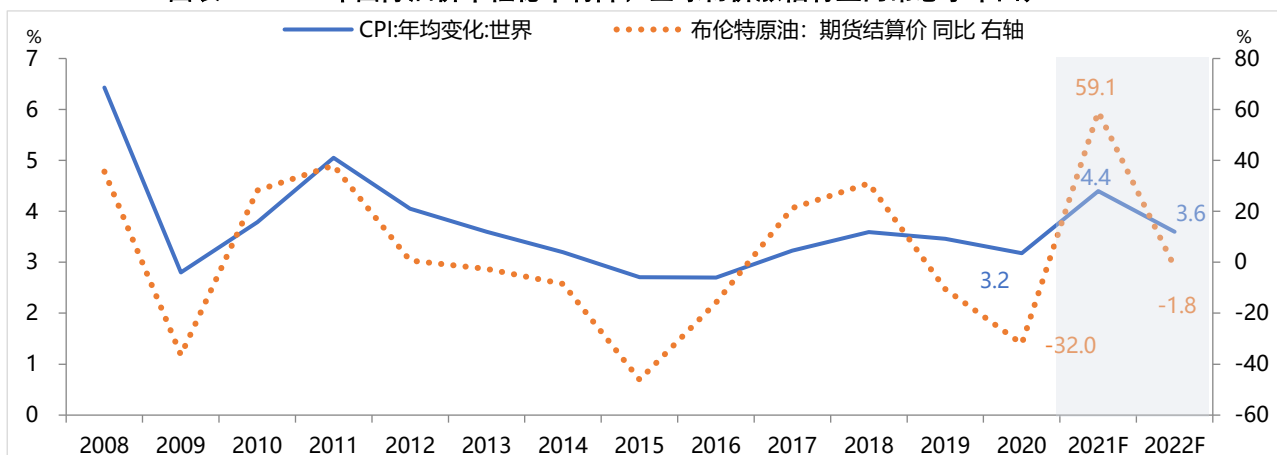
展望 2022 年，疫情对全球经济的冲击会进一步缓和，更多劳动力将重返工作岗位，供应链将逐步恢复，美、欧、日等发达经济体以及印度、东盟等新兴经济体经济均存在较大修复空间，全球 GDP 增速有望达到 4.9%。同时，随着全球大宗商品重返疫情前的供需平衡格局，2021 年国际大宗商品价格大幅上涨的现象将在 2022 年得到显著缓解，其中国际油价中枢有望稳中略降。加之全球供应链紊乱现象将得到改善，以及政策刺激下的高消费需求退潮，2022 年美、欧等经济体高通胀现象有望显著缓和。我们认为，在资本市场吸纳流动性增强的背景下，全球通胀机理与上世纪 70 年代的“大通胀”时期已有明显不同，2022 年通胀回落的方向较为确定，不确定的是节奏和幅度。

图表 2 2021 年全球经济低位反弹，2022 年将延续较快增长势头



数据来源：IMF，东方金诚；阴影部分为预测值

图表 3 2022 年国际油价中枢稳中有降，全球物价涨幅有望向常态水平回归



数据来源：IMF，东方金诚；阴影部分为预测值

值得注意的是，在快速反弹过程结束后，“后疫情”时代的全球经济增速将比疫情前“下一个台阶”，年均增速将从疫情前二十年的年均 3.8% 降至 3.3% 左右。其中，国际产业链重组带来的全球贸易增速下降

是一个主要原因。继此前的国际贸易战之后，本轮疫情将进一步驱动全球产业链转向本地化、区域化和分散化。这会阻碍经济资源的全球优化配置，其标志就是国际贸易增速将会下降。这与 2001 年中国加入 WTO 后，对全球经济增长产生重大推动作用的效果正相反。此外，目前尚未看到疫后可能出现能够明显提升全球劳动生产率的重大技术进步迹象，这一点与疫情前二十年的情形基本相同。最后，疫情后全球主要经济体仍将不可逆转地加快老龄化步伐，这也会对全球经济增长起到抑制作用。

2022 年全球经济延续修复背景下，以美联储有可能启动加息为标志，全球金融环境会进一步收紧。2021 年下半年，伴随经济反弹、通胀冲高，已有诸多经济体实施加息；11 月美联储公布了缩减购债规模计划，12 月又宣布将从 2022 年 1 月开始加速缩减购债规模。2022 年，在全球经济将延续修复，劳动力市场有望持续改善，以及美、欧等经济体会更加关注通胀背景下，全球金融环境将进一步收紧。从 2021 年 12 月公布的利率预测点阵图来看，2022 年美联储将启动加息并将加息 3 次，进而带动全球货币政策向常态化回归。不过，未来疫情多变，仍将对经济复苏和劳动力市场修复产生扰动，美联储及其他全球主要央行的政策收紧进程也会随之灵活调整，不排除收紧节奏放慢、力度偏缓的可能。

值得一提的是，作为 2018-19 年对国内宏观经济冲击最大的外部因素，中美贸易战随美国前任总统特朗普任期结束而告一段落，疫情期间中美经贸关系进入一段“冷静期”。美国现任总统拜登多次表示，贸易战不是解决中美经贸争端的有效方式，一些美国官员也声称有可能在 2022 年下调部分我国输美商品关税。由此，2022 年中美经贸争端再起的可能性不大。不过，拜登政府上台后，中美已进入全面战略对峙格局。接下来若全球疫情得到根本性缓和，中美经贸关系逐步冷却、部分脱钩的潜在风险仍不容低估。

3. 2022 年国内经济运行进一步向常态化回归，稳增长压力再现，GDP 增长目标有可能设定在“5.0-5.5%”区间；控制房地产风险，推进高质量发展将在政策议程中占据核心位置。

2022 年国内疫情有望继续得到稳定控制，经济运行将进一步向常态化回归。不过，在局部疫情散发难以完全避免，房地产市场下行的背景下，经济面临一定下行压力。我们估计 2022 年两会政府工作报告中会设定“5.0-5.5%”的 GDP 增速区间目标。这样一方面能够与上年“6.0%以上”的目标相衔接，同时也能保障我国经济继续处于中高速增长区间。

回顾疫情之前的十年，我国 GDP 增速分别在 7.0%以上和 6.0%以上的平台上保持了 4 年时间，即 2012-15 年经济增速为 7.86%-7.04%，2016-2019 年经济增速为 6.95%-6.0%。2020 年疫情突袭，GDP 增速骤降至 2.3%，2021 年随之出现大幅反弹。以两年平均增速衡量，2020-21 年年均 GDP 增速将为 5.2%左右，即到目前为止，经济增速在 5.0%以上的平台上仅保持了 2 年时间。在 2020 年发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二零三五年远景目标的建议》中，提出了 2021-35 年我国 GDP 再翻一番的目标，即未来 15 年年均增速需要达到 4.7%。由此我们认为，2022 年 GDP 增长目标设定在 5.0-5.5%

的可能性较大，实际增速直接滑下 5.0% 平台的概率极小。

我们判断，在 2022 年宏观经济管理目标中，除要保持经济运行处于合理区间外，还将着力推进结构性改革，推进高质量发展。高质量发展主要包括两个含义：一是结构要优，经济增长结构方面要更多依靠内循环，重点是通过促进共同富裕来带动国内消费，同时支持高端制造业和服务业投资，增长动力则主要由要素扩张转向创新引领，通过自主创新来解决关键技术领域的“卡脖子”问题；二是风险要降，重点是要防范个别头部房企风险向整个行业转移，防范房地产行业风险向金融系统传导。此外，预计 2022 年“双碳”目标将有序推进，以平衡好“减碳”与稳定经济运行之间的关系。

二、2022 年宏观政策走向

着眼于稳定宏观经济大盘，2022 年宏观政策的整体方向将是稳中向宽，这与 2021 年的边际收紧恰成对比。我们注意到，2021 年 12 月中央经济工作会议在对当前的经济形势判断以及 2022 年的经济工作部署中强调，“在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。为此，会议要求，“明年经济工作要稳字当头、稳中求进，各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”。这意味着会议已释放出强烈的稳增长信号。

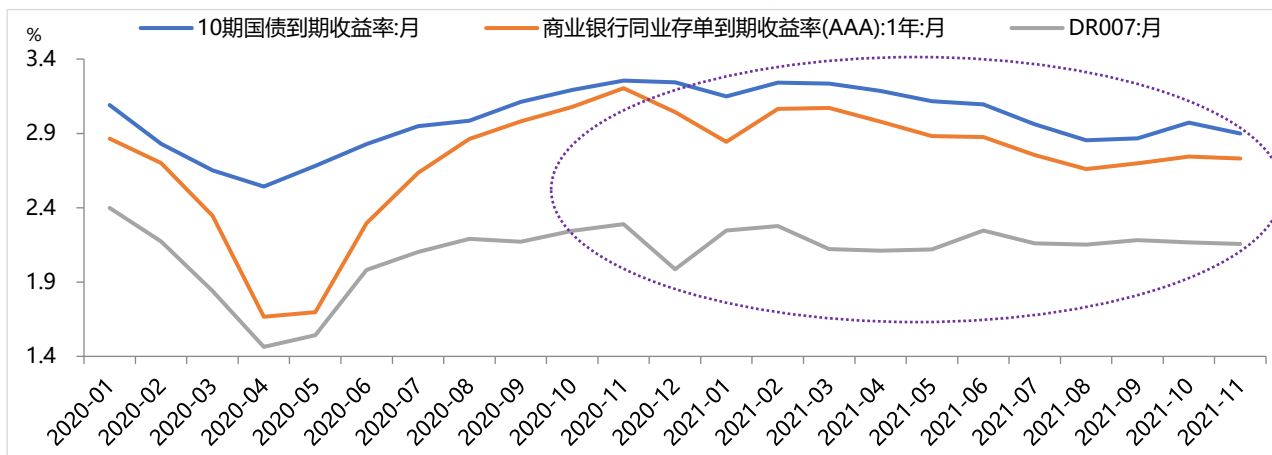
我们判断，“三重压力”主要是指受全球疫情波动，国内消费修复偏缓，以及房地产市场下行等因素影响，当前及未来一段时间国内宏观经济面临新的下行压力。而 2022 年将召开党的二十大，需要保持平稳健康的经济环境。为此，2022 年的经济工作将坚持稳字当头，顶住经济下行压力，稳定宏观经济大盘，避免经济增速滑出“合理区间”。“政策发力适当靠前”则主要源于受房地产市场处于“寒潮期”等因素影响，明年经济下行压力主要集中在上半年。这样来看，2022 年宏观政策整体取向将是稳中向宽，其中上半年靠前发力特征将会比较明显；下半年经济转强后，不排除货币政策边际收紧、市场利率掉头向上的可能。

1. 2022 年货币政策整体取向稳中向宽，上半年降准将会延续，降息也有可能，信贷、社融和 M2 增速有望小幅扩大，房地产融资环境也将继续回暖；下半年伴随经济转强，货币政策有可能边际收紧；2022 年市场利率走势将“先下后上”，利率中枢将“前低后高”。

2021 年宏观经济整体进入反弹期，金融环境收紧，表现在两个方面：一是尽管在政策“不急转弯”背景下，2021 年政策利率没有上调，但市场利率中枢普遍上移。从 DR007、商业银行（AAA 级）1 年期同业存单到期收益率和 10 年期国债收益率三个主要市场利率来看，中枢均有所上移。其中，2021 年 1-11 月，前述三个主要市场利率均值分别为 2.18%、2.85% 和 3.05%，分别较上年同期上行 14bps、27bps 和

13bps。从全年走势来看，2021 年市场利率中枢“前高后低”态势明显，与宏观经济实际增长动能（以季度 GDP 两年平均实际增速衡量）“前高后低”的大背景完全一致。下半年市场利率走低，主要源于在多重因素作用下，下半年经济下行压力再现，7 月央行意外降准，带动市场宽松预期升温。

图表 4 2021 年市场利率中枢上行，走势“前高后低”



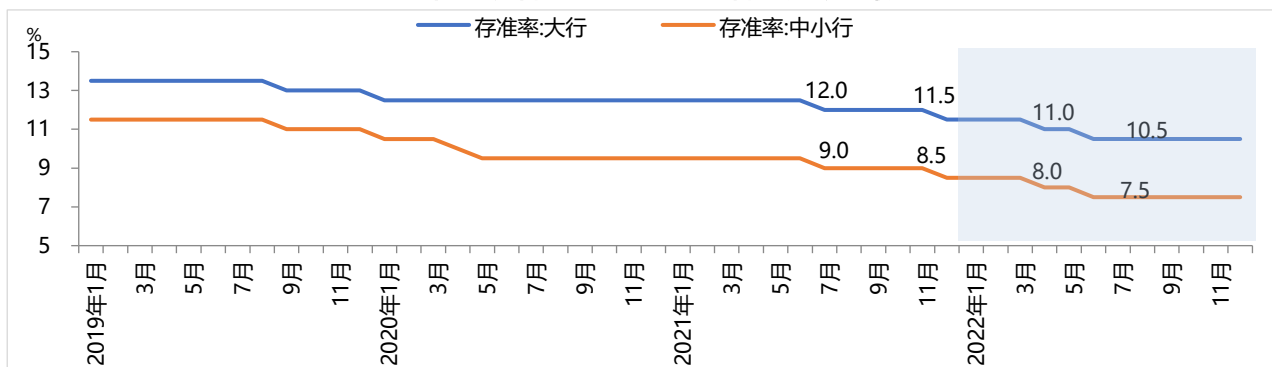
数据来源: Wind, 东方金诚

二是尽管 2021 年实施了两次全面降准，但整体货币信贷环境仍然趋紧。这集中体现在人民币贷款余额、社融存量及 M2 同比增速持续下行，10 月末以上指标均已低于 2019 年末疫情前的水平。这体现了经济反弹期稳增长需求减弱，监管层更加重视遏制宏观杠杆率的政策意图。

展望 2022 年，我们认为在疫情散发将继续抑制居民消费，以及至少在上半年房地产市场仍将处于“寒潮期”的背景下，稳增长需求会再度上升，全年货币政策将稳中向宽。具体表现就是：

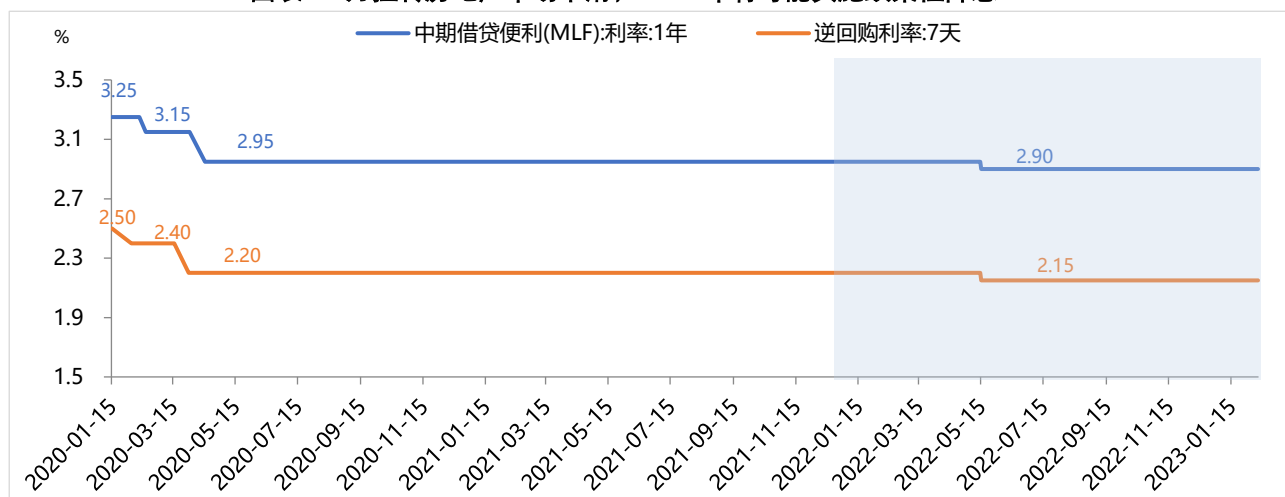
(1) 2022 年降准将会延续，降息也有可能。我们判断，由于 2022 年经济下行压力主要集中在上半年，央行还会实施 1 次 0.5 个百分点的全面降准，二季度有可能实施政策性降息，即小幅下调央行 7 天期逆回购利率和 MLF 操作利率各 0.05 个百分点。我们认为，2022 年上半年房地产市场持续下滑将是促使央行实施政策性降息的主要驱动力。

图表 5 2021 年 12 月降准可能不是本轮降准周期的最后一次



数据来源: Wind, 东方金诚; 阴影部分为预测值

图表 6 为扭转房地产市场下滑，2022 年有可能实施政策性降息

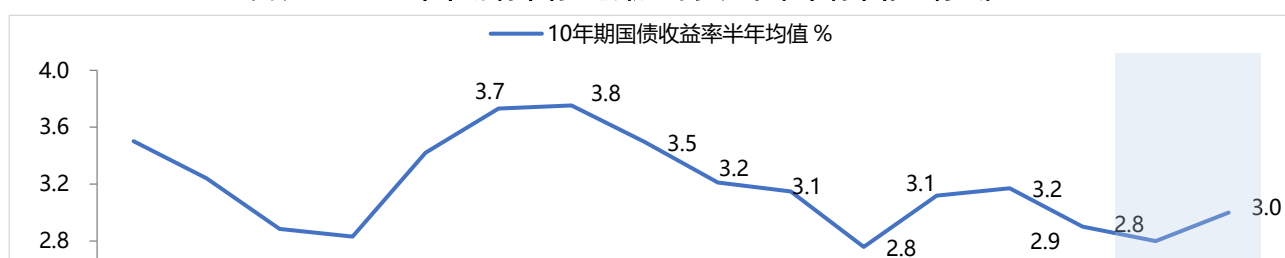


数据来源: Wind, 东方金诚; 阴影部分为预测值

综合近十年来三轮政策性降息过程，我们判断，2022 年上半年两个季度 GDP 增速是否逼近 5.0%，以及 2022 年二季度房价环比是否仍在持续下跌，将是决定央行是否下调 MLF 利率的两个关键指标。

(2) 2022 年三个主要市场利率中枢将趋向下移。其中，10 年期国债收益率年均值有可能降至 2.90%，较 2021 年（截至 12 月 15 日）均值下降 14bps。从年内走势看，2022 年市场利率将“先下后上”、中枢“前高后低”，其中上半年 10 年期国债收益率低点有望向 2.60% 靠拢。在整体市场利率走低的背景下，2022 年 LPR 报价、企业贷款利率和居民房贷利率均将更大幅度下行。其中，居民房贷利率走低，将成为楼市摆脱“寒潮期”的关键因素。

图表 7 2022 年市场利率将“前低后高”，下半年利率存上行风险



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_31798

