



宏观研究

【粤开宏观】2022 年全球经济展望：供给复苏、政策转舵

2022 年 1 月 6 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】城投之变—2022 年城投债展望与投资策略》2021-12-21

《【粤开宏观】解密“货币超发”：本质、原因、影响与防范》2021-12-25

《【粤开宏观】全国财政工作会议释放九大政策信号》2021-12-27

《【粤开宏观】广州深圳“双城记”：经济、财政、民生全面比较与城市发展之道》2022-01-02

《【粤开宏观】税收公平：从查账征收与个税优惠延续谈起》2022-01-06

导读

2021 年全球经济受益于欧美财政货币刺激，发达市场经历了罕见的高增长与高通胀。而疫情反复、供给冲击使得全球经济复苏走走停停，供需错配直接引发了滞胀的担忧。2022 年全球经济能否迎来全面开放？整体复苏动能是弱是强？宏观政策是紧是松？全球不同经济体是否继续呈现不均衡复苏和两个世界的格局？

本文聚焦疫情和供应链两条线索，展望 2022 年的全球经济形势。2022 年劳动市场的恢复、供应链的恢复将成为全球经济增长保持韧性的关键，而政策转向的节奏变化将是资本市场波动的主要来源。

摘要

一、走出疫情的曙光已现？发达市场全面开放的可能性上升，疫情不对称冲击、复苏分化仍将持续，全球经济体接力开放国门

2021 年疫情对全球经济产生了不对称冲击，从供给、需求、贸易流通三个方面改变了全球经济的格局。一是疫情导致就业市场摩擦加剧，结构性缺工人多发，疫情对中老年劳动力和低收入人群的冲击巨大；二是疫情对商品消费的影响逐步消退，但对服务消费需求仍产生抑制；三是全球疫苗生产和接种差距、开放差距导致供需缺口，推动了国际贸易需求。中国出口国际份额提升，源于发达经济体份额下降，而新兴经济体份额停滞。

新一轮疫情对经济的边际影响下降。随着疫苗整体接种水平提升，变异病毒导致的重症率和死亡率并未出现明显抬升。

未来全球经济将继续沿着分化的路径走出疫情影响。2022 年发达经济体特效药“兜底”疫情风险，配合疫苗接种或将实现“与病毒共存”，发达市场将率先全面开放。疫苗资源分配整体仍不均衡，尽管疫苗接种差距出现收窄，但发展中经济体仍将落后于发达经济体，新兴经济体复苏周期仍将面临疫情冲击，未来将随着免疫屏障的建立逐步接力开放。

二、供应链瓶颈如何演绎？能源、芯片等中上游瓶颈将于 2022 年缓解，但下游港口运输问题持续性或超预期

2021 年全球供应链上中下游都暴露出脆弱的一面，全球经济循环受阻。美国缺工、中国缺柜、欧洲缺电、日本缺芯的表象背后，供应链的症结在于能源转型压力、产业链条复杂、港口效率低下。**2022 年能源供应恢复、芯片产能复苏确定性较大，而港口运输渠道的恢复难度较大。**供应链上中下游密切相关，一旦港口运输供应链持续恶化，或将拖累芯片等关键原材料供应恢复。

2021 年全球减碳导致了通胀压力加剧和能源供应短缺问题。2022 年能源“不可能三角”面临重新平衡，能源供应安全目标重要性上升，能源价格将



回归稳定、中枢下行，将减轻通胀压力。

2021 年芯片关键原材料短缺问题制约制造业生产。疫情后全球半导体周期超预期上行，而芯片厂商预期不足。全球半导体产业链条复杂，而疫情冲击下，半导体制造商的产能在电子芯片和汽车芯片之间的分配也出现紊乱，导致汽车生产受到制约。而芯片关系到未来的科技创新地位和碳中和战略实现，2021 年下半年以来各大半导体厂商积极扩大生产计划，随着汽车芯片产能落地、供给修复，缺芯有望缓解。2022 全球汽车制造有望迎来景气度修复，二手车引发的通胀也有望缓解。

2021 年复苏错位导致美国、欧洲、东南亚相继出现港口拥堵。经济错位复苏，欧美需求对中国出口形成单向路径依赖，是本轮港口拥堵的周期性因素。但美国的港口拥堵更深层次原因在于港口基建落后、管理制度低效、卡车运力不足、劳资矛盾持续。**2022 年周期性因素会缓解，但是美国港口物流制度性的问题难以解决，可能将导致补库存节奏拉长。**

三、2022 年全球经济与金融市场大势判断

经济增长方面，2022 年全球经济滞胀风险小，增长节奏前高后低。全球经济长期处于“三低一高”的格局，高通胀已经较为罕见，考虑到未来供应链效率提升，通胀大概率回落。**分地区结构来看，中美相继完成复苏周期，后续韧性可能还将引领全球增长。分需求结构来看，增长的动力将从消费切换到投资。美国机械设备类工业产出和库存投资有较大提升空间，2022 年资本开支提速或成为最大亮点。**

宏观政策方面，2022 年美联储转向加息，财政支出预期转弱。美联储可能在 2022 年提前加息，由于短期经济增长和通胀预期高，货币正常化可能加快推进。而欧央行同样面临通胀压力，但欧元区经济复苏滞后是货币政策不急于收紧的原因。2022 年海外主要经济体面临政治周期更迭，财政继续发力的可能性降低。受制于高通胀风险和中期选举政治矛盾，2022 年美国财政加码预期转弱，财政对经济增长支持力度减弱。

金融市场走势方面，2022 年全球面临美元加息周期，警惕两重风险。一是流动收紧后风险偏好下行，带来股债再平衡。债券收益率曲线平坦化，期限溢价收窄导致短端利率上行高于长端利率；股市估值整体承压，估值偏离盈利增速幅度高的板块面临的压力更大。二是警惕实际利率上行的风险，美元的超预期走强带来资本回流美国的压力。2022 年流动性投放从放缓到收紧可能引发实际利率的中枢抬升，美元的持续走强将使得经济增长基本面落后的市场，面临更大的资本流出压力。

风险提示：疫情恶化可能导致的尾部风险包括供给瓶颈无法缓解，拖累经济动能；通胀持续超预期、央行加息节奏加快，全球流动性超预期收紧。美国政治周期变化可能带来中美摩擦升级，导致市场避险。



目 录

一、2022 年走出疫情的曙光已现？发达经济体全面开放的可能性上升，疫情不对称冲击仍将持续.....	5
（一）疫情加剧全球经济分化，除中国外的新兴经济体复苏相对滞后.....	5
1、疫苗接种与群体免疫慢于预期，疫苗差距有收窄迹象，但整体仍不均衡.....	5
2、特效药“兜底”疫情风险，发达经济体率先受益.....	6
（二）供需缺口驱动国际贸易增长.....	7
1、劳动力结构性短缺，供给制约生产.....	7
2、供需缺口驱动国际贸易增长.....	8
（三）疫情走势：发达市场率先全面开放，发展中经济体逐步接力.....	11
二、2022 年供应链风险如何演绎？全球能源短缺、芯片生产紧张阶段性缓解，港口物流拥堵影响长期化.....	12
（一）全球减碳让位于能源安全，供应链上游受阻有望改善.....	12
（二）缺芯即将缓解，半导体、汽车中游生产将企稳恢复.....	14
1、缺芯源于半导体市场供需错配.....	15
2、缺芯导致了短期通胀压力，工业生产下滑.....	16
（三）港口运输拥堵难解，可能长期拖累供应链下游.....	18
1、美国、欧洲、东南亚相继出现港口拥堵，运输瓶颈多发.....	18
2、美国港口拥堵根源在于港口码头基建与疏运体系落后.....	20
三、2022 年全球经济与金融市场大势判断.....	23
（一）经济增长：滞胀风险不大，2022 年前高后低.....	23
（二）财政货币政策：加息周期开启，财政支出预期转弱.....	25
（三）金融市场：发达市场再平衡，新兴市场有风险.....	26

图表目录

图表 1：全球不同地区每百人接种疫苗数量.....	5
图表 2：发达地区新冠接种率普遍较高，加强针仍有较大提升空间（2021 年 12 月末）.....	5
图表 3：当前主要品种的新冠特效药进展对比.....	6
图表 4：美国就业持续复苏，但职位空缺率大幅走高.....	7
图表 5：欧美发达国家劳动成本上涨压力加剧.....	8
图表 6：55 岁以上人群提前退休导致劳动参与率缺口.....	8
图表 7：新兴经济体 2021 年制造业生产受到疫情冲击.....	9
图表 8：疫情后全球贸易增速大幅加快.....	9
图表 9：各个地区商品进出口金额的增速.....	10
图表 10：各个地区出口金额的国际份额变化.....	10
图表 11：全球经历第四波疫情，致死率并未上升.....	11
图表 12：全球减碳 2021 年导致了通胀压力和能源安全问题.....	12
图表 13：欧美 2021 年天然气价格在 10 月份创下历史新高.....	13
图表 14：2020 年主要经济体的电力结构.....	13
图表 15：发达经济体制造业景气度受到供给因素影响高位回落.....	14
图表 16：美国耐用品生产企业原材料供应不足的占比大幅提升.....	14
图表 17：全球半导体市场复苏，芯片需求激增.....	15



图表 18：芯片交付时间延长	15
图表 19：德日韩 2021 年乘用车产量受供应链限制，11 月有边际回升迹象.....	16
图表 20：美国二手车价格攀升导致通胀压力.....	16
图表 21：日本企业部门三季度投资拖累 GDP 增长	17
图表 22：日本电子设备、运输设备行业工业产出受到供应链冲击.....	17
图表 23：美国港口 40 寸集装箱可用指数.....	18
图表 24：欧洲港口 40 寸集装箱可用指数.....	19
图表 25：美国洛杉矶港口集装箱处理效率下降，延误比例增加.....	19
图表 26：东南亚地区 11 月集装箱运价高涨体现其港口运力紧张.....	20
图表 27：出口空箱占比远高于进口空箱	20
图表 28：美国水路交通基建投资占比很低	21
图表 29：洛杉矶-长滩港的集装箱运输车架的占用率达到 90%的高位	21
图表 30：美国水路运输、卡车运输 PPI 同比增速高于铁路运输	22
图表 31：美国物流经理人指数 LMI 筑顶.....	22
图表 32：2022 年全球经济增速将放缓	23
图表 33：企业设备类工业产出距疫情前还有较大差距	24
图表 34：机械设备类补库存相对滞后.....	24
图表 35：美国终端零售商库存大幅落后于与制造商和批发商	25
图表 36：美联储 2022 年 3 月或 5 月加息的概率均快速上升	26
图表 37：2021 年度大宗商品、欧美股市、美元领涨大类资产	27
图表 38：实际利率处于历史低位，警惕上行风险.....	27
图表 39：发达市场与新兴市场股指表现分化.....	28



一、2022 年走出疫情的曙光已现？发达经济体全面开放的可能性上升，疫情不对称冲击仍将持续

2021 年疫情对全球经济产生了不对称冲击。疫苗资源差距与政策应对差异导致了本轮经济复苏的不平衡。经济体内部，疫情对供给的冲击大于需求，由于美欧等发达市场普遍政策刺激力度大，商品需求领先于生产投资恢复；在不同经济体之间，中国率先控制疫情经济率先复苏，而欧美发达市场经济复苏起步晚节奏慢，而其他新兴市场受疫情冲击更大、复苏节奏更滞后。

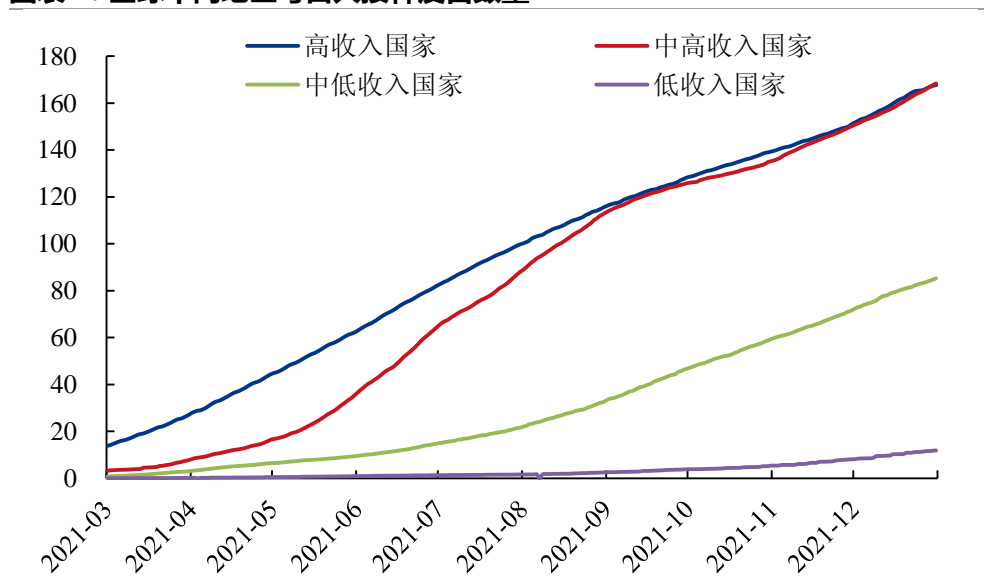
2022 年全球经济面临最大的不确定因素依然是疫情。疫苗接种和特效药是促进经济开放的有力保障。未来全球经济将继续沿着分化的路径逐步走出疫情影响，发达市场与中高收入新兴经济体有望完成复苏周期，而中低收入新兴经济体可能同时面临疫情与外部冲击。

（一）疫情加剧全球经济分化，除中国外的新兴经济体复苏相对滞后

1、疫苗接种与群体免疫慢于预期，疫苗差距有收窄迹象，但整体仍不均衡

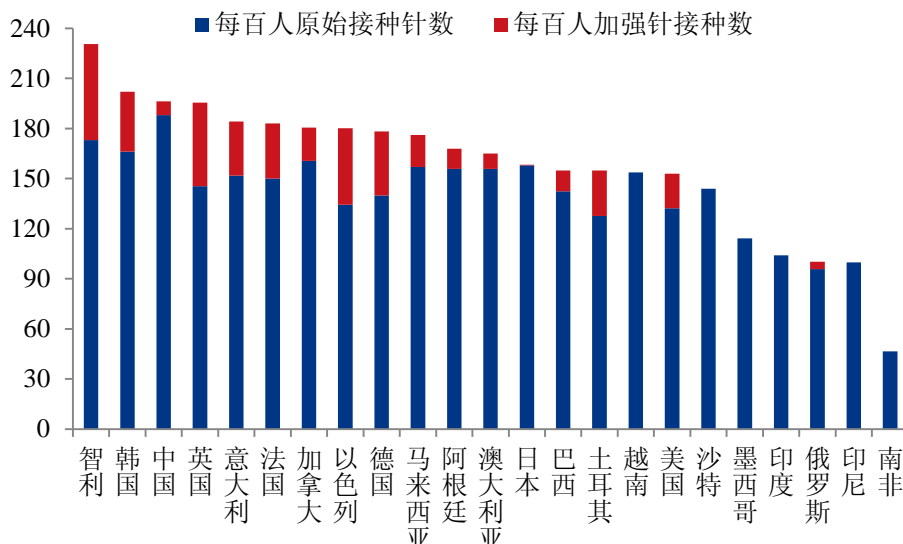
疫苗接种高度不均衡的格局短期难以扭转，发达经济体和新兴经济体在疫苗接种以及加强针接种上都存在较大差距。发达经济体疫苗产能足、订货多，而发展中经济体疫苗产能低、订货少。据世卫组织的统计，截至 12 月，发达国家的人均接种疫苗数量普遍超过 150%，而大多数发展中国家的接种数量还在 100%以下。发达国家疫苗接种率普遍较高，加强针仍有较大的提升需求。部分中高收入新兴经济体如中国、马来西亚等有迎头赶上，但非洲、南亚和东南亚地区的接种率不容乐观。

图表 1：全球不同地区每百人接种疫苗数量



资料来源：WHO、粤开证券研究院

图表 2：发达地区新冠接种率普遍较高，加强针仍有较大提升空间（2021 年 12 月末）



资料来源：WHO、粤开证券研究院

2、特效药“兜底”疫情风险，发达经济体率先受益

特效药缓解疫情担忧，促进公平分配。2021 年全球有 5 款抗体类注射特效药品获批上市使用，临近年末又有美国辉瑞以及默沙东研发的 2 款口服特效药获批上市。特效药除了降低住院风险与重症风险，还对新的变异病毒 Omicron 有效，大大缓解了市场对疫情的担忧。并且联合国药品专利储备机构 MMP 通过与药企签署协议，免费授权给仿制药厂生产特效药提供给低收入国家。这有助于压降低收入国家获取新冠特效药的成本，促进医疗资源公平分配，弥补疫苗分配不平衡的问题。

图表3：当前主要品种的新冠特效药进展对比

特效药商品名	研发企业	药物类型	审批进展	临床效果	适用人群	使用特点
Sotrovimab	英国葛兰素史克 /Vir Biotech	大分子单抗疗法，单次静脉滴注	5 月 26 日获美国 FDA 紧急使用授权；12 月 2 日获英国 MHRA 批准上市	降低患者住院或死亡风险 79%	轻中度症状的成人及青少年（12-17 岁，不低于 40 公斤）	优点：安全性好，对 Omicron 病毒有效 缺点：注射不够方便
安巴韦/罗米司韦	腾盛博药	大分子双抗体疗法，单次静脉滴注	12 月 8 日，获中国药监局上市批准；美国 FDA 审批中	降低高风险新冠门诊患者住院和死亡风险 80%	轻中度伴高风险成人及青少年（12-17 岁，不低于 40 公斤）	优点：安全性好 缺点：注射不够方便，对抗变异病毒活性下降
帕罗维德 Paxlovid	美国辉瑞	小分子化学药物口服 5 天	12 月 22 日，获美国 FDA 紧急使用授权	降低患者住院或死亡风险 89%	轻中度症状的成人及青少年（12-17 岁，不低于 40 公斤）	优点：对 Omicron 等变异病毒有广谱作用，可大规模生产易普及 缺点：潜在副作用不明
莫努匹韦 Molnupiravir	美国默沙东 /Ridgeback	小分子化学药物口服 5 天	11 月 4 日，获英国 MHRA 批准上市；12 月 23 日，获美国 FDA 紧急使用授权	降低轻中度的患者住院和死亡风险约 50%（最终有效率降至 30%）	轻中度伴高风险的成人	优点：对 Omicron 等变异病毒有广谱作用，可大规模生产易普及 缺点：潜在副作用不明，有效率略低

资料来源：FDA、各药企网站、粤开证券研究院



特效药起到“兜底”疫情风险的作用，配合疫苗接种可能实现所谓的“与病毒共存”，各国疫情防控距离全面开放更近一步。但特效药并不是终结疫情的救世主，特效药只是救治的补充手段，不是防疫的前置手段。正如 2020 年末全球憧憬疫苗带来群体免疫的希望，疫苗发挥了降低重症率和死亡率的作用，但并未能有效阻止变异病毒的传播。这给我们的启示是，“病去如抽丝”，防控疫情是个系统工程，无法毕其功于一役，只能通过不断丰富应对疫情的工具箱，持续降低对经济的影响。

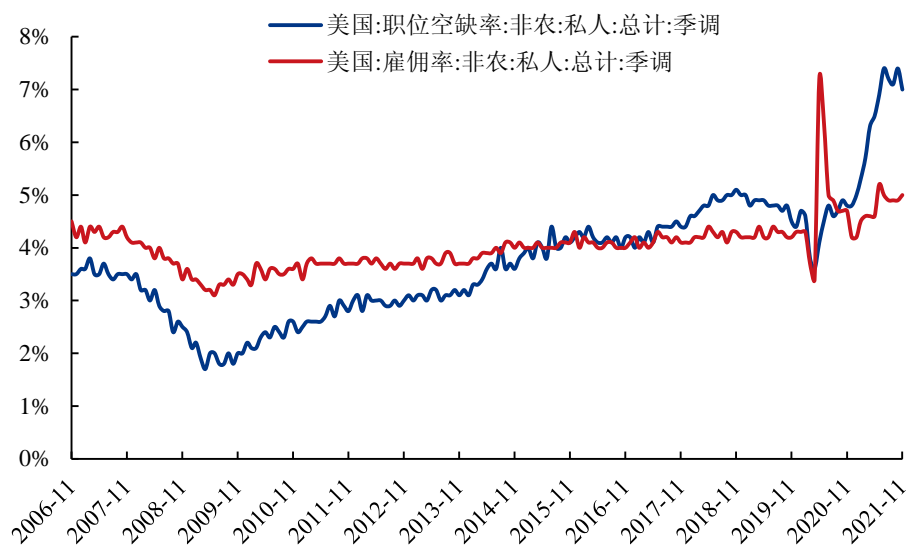
（二）供需缺口驱动国际贸易增长

疫情从供给、需求、贸易流通三个方面改变了全球经济的格局。发达市场面临劳动力短缺，而发展中国家经济生产受到防疫封锁的制约，整体供给恢复速度较慢。发达经济体与发展中经济体的经济修复分化导致全球供需错配，促进了国际贸易的高增长。

1、劳动力结构性短缺，供给制约生产

疫情的反复扰动下，发达市场出现劳动力结构性短缺问题。尽管整体失业率持续下行，但欧美劳动力成本不断攀升，印证了劳动力结构性短缺。美国和英国的劳动力平均周薪涨至近年来最高水平；欧盟国家如德国、意大利、法国等同样面临劳动力成本快速增加的压力。美国财政补贴与疫情冲击导致劳动参与率低迷，部分人群提前退休，美国 55 岁以上的劳动力参与率产生了约 2 个百分点永久性损伤。

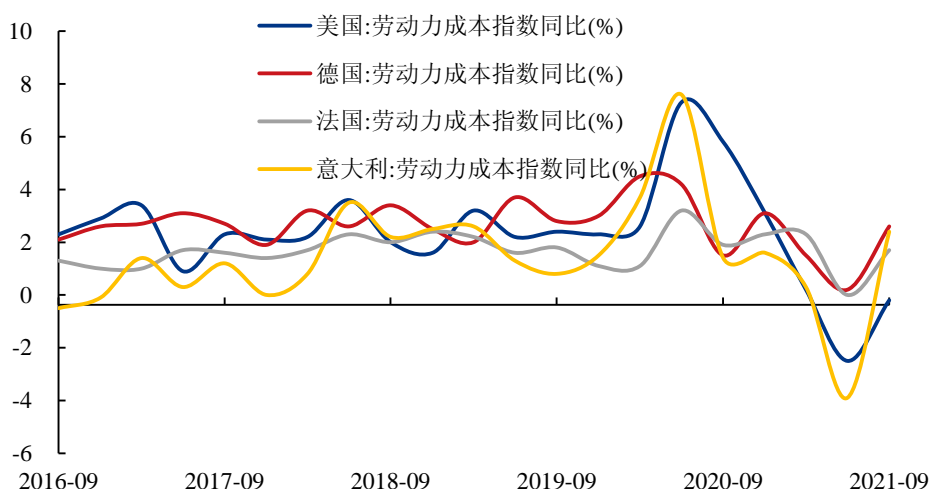
图表4：美国就业持续复苏，但职位空缺率大幅走高



资料来源：wind、粤开证券研究院

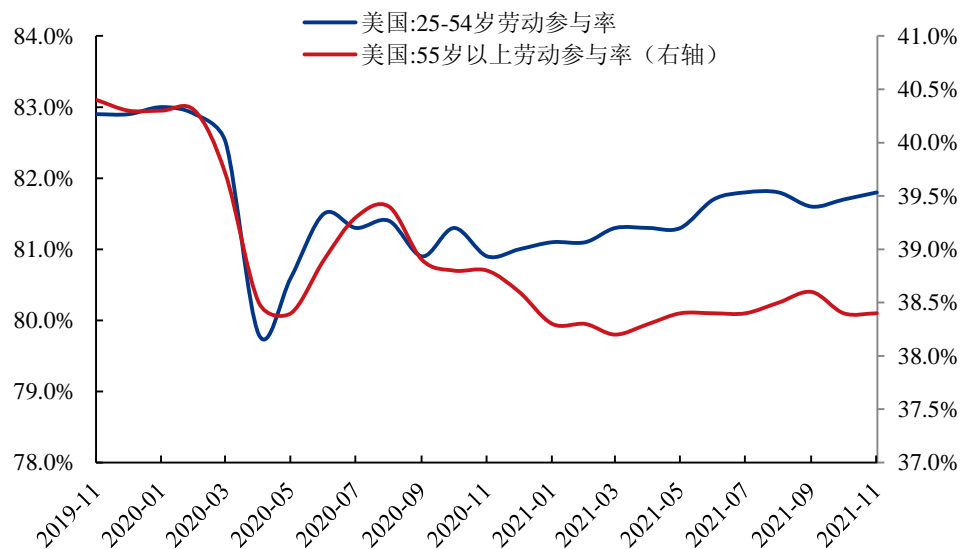


图表5：欧美发达国家劳动成本上涨压力加剧



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表6：55岁以上人群提前退休导致劳动参与率缺口



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_35658



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn