

首席经济评论

世界经济将面临滞胀或衰退吗？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **一、世界经济是否会陷入滞胀或衰退？** 地缘政治冲突后，全球“滞胀”压力进一步上升。在极端情形下，货币政策可能需要激进紧缩以遏制通胀，但代价可能是经济衰退。但我们认为，这一次美国“滞胀”的程度或许弱于1970-80年代“大滞胀”时期。今年美国经济衰退的风险相对有限，这一轮“经济底”或在2023年。美联储在今年下半年或适度放缓加息进程，以尽量弱化美国经济“硬着陆”的风险。相比美国，欧元区“滞胀”风险更高，欧央行的货币政策空间也更狭窄，欧洲经济衰退可能性更大。
- **二、大宗商品周期如何演绎？** 全球“滞胀”压力下，大宗商品市场面临“供需双紧”格局，这使商品价格走势存在变数。不过中期看，当前处于高位的商品价格，将引导商品供给趋于增长。以原油为例，随着油价高企于100美元/桶上方，美国企业短期更有动力增产。此外，美国已启动新一轮石油抛储，积极与伊朗、委内瑞拉接触，欧盟围绕俄罗斯的能源制裁更加谨慎和分化，未来国际原油供给可能“易松难紧”。需求方面，今年两大因素或将打压商品需求：一是海外央行紧缩，二是美国补库需求见顶。
- **三、全球资产价格会否退潮？** 今年，以股票为代表的风险资产收益可能有限，但是否会发生深度调整还有待观察。2022年一季度，全球主要地区股票市场表现不佳。不过在经历调整后，目前美股的估值水平更趋合理。美债市场比较充分地计入了美联储激进加息（和缩表）的可能性，10年美债收益率已升破2.9%；美元指数轻松升破100大关，新兴市场国家资本外流迹象明显，“美元回流”的外溢风险需要高度警惕。
- **四、全球经贸秩序面临哪些变化？** 俄乌冲突后，西方国家实施了较极端的金融制裁手段，经济金融“全球化”之路布满荆棘。今年以来，有两个现象或给予我们启发。一是海外中概股的波动加剧，折射出加强国内外监管联动、加快发展国内多层次资本市场的紧迫性。二是人民币汇率一度的强势，我们认为这与近年来人民币国际化取得平稳推进有关。即使人民币汇率出现阶段性贬值，也是汇率调节内外均衡作用的体现，不必过度解读。
- **五、中国经济如何在变局中开新局？** 一是，提升产业链“自主可控”能力。二是，推进迈向“共同富裕”，激发内生经济活力。三是，促进城市群、都市圈发展，撬动新增投资需求。
- **风险提示：** 地缘政治冲突影响超预期，美欧滞胀与衰退压力超预期，金融市场波动超预期等。

2022 年以来，以美联储为代表的海外央行紧缩表态更加坚决，地缘政治冲突使得包括大宗商品在内的国际市场动荡不已，中国等地区仍在奋力抗击疫情，种种变数为世界经济前景增添疑云。近期，主流机构纷纷下调全球经济增长预期，有关“滞胀”乃至“衰退”的讨论甚嚣尘上。世界经济是否将步入滞胀和衰退？大宗商品周期如何演绎？全球资产价格会否退潮？全球经贸秩序面临哪些变化？中国经济如何在变局中开新局？

一、世界经济会否陷入滞胀或衰退？

近期世界银行对 2022 年全球经济增长的预期从 1 月份的 4.1% 下调至最新的 3.2%，调整幅度不可谓不大。其背景在于，2022 年以来，尤其俄乌冲突后，以美欧为代表的全球“滞胀”压力进一步上升。在极端情形下，货币政策可能需要激进紧缩以遏制通胀，但代价可能是经济衰退。今年 3 月，美债收益率曲线快速变平甚至短暂倒挂，正反映出市场对美国经济的担忧。历史上，10 年与 2 年美债收益率倒挂后，美国经济衰退大多在 1-2 年内到来。

但我们认为，这一次美国“滞胀”的程度或许弱于 1970-80 年代“大滞胀”时期。从“滞”的角度看，当前美国经济仍处疫后复苏阶段，2021 年美国实际 GDP 两年平均增速仅 1%，不及 2% 左右的潜在增长水平。今年美国服务消费料将保持增长，主要因为疫情影响减弱，且其对货币政策紧缩相对不太敏感。从“胀”的角度看，美国消化供给冲击的能力亦将强于上世纪。美国石油产量在页岩油革命后有巨大提升，且美国能源支出占 GDP 比重较当时已经下降近一半。此外，2022 财年美国财政支出预算较上一财年减少 1.2 万亿美元，亦可辅助缓和通胀。

我们预计，今年美国经济衰退的风险相对有限，这一轮“经济底”或在 2023 年，但经济增长放缓（或衰退）幅度将取决于货币政策。虽然美联储需要一定程度的“滞”以换取“胀”的缓和，但若“滞胀”压力可控，或许也就谈不上“重症当用猛药”后的突然折戟。预计本轮美联储紧缩节奏可能“前快后慢”，今年下半年或适度放缓加息进程，以尽量弱化美国经济“硬着陆”的风险。相比美国，欧元区“滞胀”风险更高，因为欧盟与俄罗斯、乌克兰的经贸合作更紧密，在能源方面的对外依赖性更高，更难消化因地缘冲突引发的供给冲击。同时，欧央行的货币政策空间也更狭窄，在货币政策正常化过程中，更易引发欧洲经济衰退。

二、大宗商品周期如何演绎？

全球“滞胀”压力下，大宗商品市场面临“供需双紧”格局，这使商品价格走势存在变数。但我们或许可以大致判断，从供给方面来看，当前处于高位的商品价格，将引导商品供给趋于增长。以“大宗商品之王”原油为例，随着油价高企于 100 美元/桶上方，美国企业即使面对能源转型压力，短期也更有动力增产。截至今年 4 月中旬，美国原油钻机数为 548 部，同比增长 60%，已恢复至疫情前水平的 80%。此外，在高油价背景下，美国已启动新一轮石油抛储、积极推动伊朗石油出口回归，也在试探接触委内瑞拉，欧盟围绕俄罗斯的能源制裁更加谨慎和分化，未来国际原油供给可能“易松难紧”。

从需求方面来看，今年两大因素或将打压商品需求。一是海外央行紧缩。继而，与大宗商品相关的耐用品和地产需求或受明显抑制。参考 1960-80 年代美联储对抗通胀的时期，美国耐用品消费名义增速与美联储加息明显负相关。当前，美国 30 年期住房抵押贷款利率已逼近 5%，为近三年新高。二是，美国补库需求见顶。2021 年下半年，美国补库需求上升是商品价格上涨的重要背景。截至 2022 年 2 月，美国库存总额两年平均增速达 5.9%，超过 2019 年 4% 左右的平均水平，未来补库需求或难持续高速增长。

目前，美联储已经转向更加关注通胀风险。即便如此，美联储还是受到众多指摘，认为其已经落在曲线后面（behind the curve）。美联储可能被其新的货币政策框架（平均通胀目标制）所“误导”，即追求让经济多“过热”一段时间，让物价多“超调”一段时间，以弥补过去一度落下的通胀缺口。毕竟，美联储可能坚信，货币政策对大宗商品市场的影响相对有限，因其难以直接解决供给问题；而且，只要通胀预期稳定，就不会有通胀失控的风险。但现在美国通胀和通胀预期的自我实现，其势能都在高位，令美联储不得不遽然转身。而且，正如美国财长耶伦所言，在这么高的通胀水平上，通过货币政策紧缩来实现美国经济的“软着陆”，可能是一个巨大的挑战。

三、全球资产价格会否退潮？

今年以股票为代表的风险资产收益可能有限，但是否会发生深度调整还有待观察。2022年一季度，在俄乌战争爆发、全球滞胀压力加剧、美联储鹰派程度超预期等背景下，全球主要地区股票市场均受冲击。美国纳斯达克指数、德国 DAX 指数、俄罗斯 RTS 指数、中国沪深 300 指数等，在一季度均出现两位数跌幅。不过，在经历 2022 年一季度的调整后，目前美股的估值水平更趋合理。截至 4 月中旬，美股标普 500 市盈率为 21.7 倍，处于近十年以来的中位数水平；标普 500 风险溢价（ $1/PE - 10y$ ）为 1.76%，处于 1990 年以来历史分位的 63%，仍高于历史中位数 50bp 左右。截至 4 月初，席勒超额 CAPE 收益率仍超过 2%，意味着美股相对于美债的配置性价比仍高。

但是，美债市场比较充分地计入了美联储激进加息（和缩表）的可能性，近期美债收益率快速上行，“美元回流”的外溢风险需要高度警惕。2022 年 3 月上旬以来，10 年美债收益率在一个月左右上升了 1 个百分点，4 月 19 日升破 2.9%，创 2019 年以来新高。与此同时，非美经济体面临更大的资本外流压力。2022 年 3 月，10 年期美债、欧债、英债和日债分别上行 49bp、42bp、13bp 和 2.7bp。随着国债利差走阔，非美地区货币贬值压力凸显，连传统“避险货币”日元都难以幸免，而美元指数在 4 月中旬轻松升破 100 大关。据国际金融协会（IIF）统计，3 月新兴市场国家的股票和债券市场已分别流出 67 亿美元和 31 亿美元。

四、全球经贸秩序面临哪些变化？

俄乌冲突后，西方国家实施了较极端的金融制裁手段（金融核武），背后不乏一些长期性的地缘政治考量。这再一次提醒我们，未来经济金融“全球化”之路将布满荆棘。但辩证来看，机遇往往与挑战并存。我国自身的金融体系建设需要加速发展，以应对多变复杂的国际金融环境。

今年以来，有两个现象或给予我们启发。一是海外中概股的波动加剧。俄乌冲突后，市场对国际金融合作信心更显不足。截至 3 月 10 日，280 家赴美上市中概股过去一年的平均跌幅超过 50%。未来，加快发展国内多层次资本市场，吸引更多优质企业在本土上市，同时，加强与国外监管当局互动沟通，在规则机制上谋求更多共识基础，以更好地保障企业和投资者尽量免于地缘风险冲击，或有更强的紧迫性与必要性。

二是人民币汇率一度的强势。2022 年以来截至 4 月中旬，在美元走强的背景下，人民币汇率显现出十足韧性，美元兑人民币中间价保持在 6.31-6.38 之间，处于 2018 年 2 月（中美贸易摩擦前）以来最强水平。撇开人民币是否更多具备了避险属性这一争议不论，我们认为这与近年来人民币国际化取得平稳推进有关。2022 年初，SWIFT 国际支付系统中，人民币的市场份额已超越日元，成为继美元、欧元和英镑后的第四大国际支付货币。本轮美欧动用 SWIFT 作为制裁手段后，美元信誉或更不如原来坚实，未来人民币国际化有望更进一步。

近期，人民币汇率出现阶段性贬值，这是中美货币政策“错位”之下，人民币汇率更好地发挥调节内外均衡作用的体现。有中国经济的行稳致远“打底”，有中国积极融入全球市场的“护航”，有人民币资产的未来收益前景“加持”，对近期人民币汇率的波动不必也不宜给予过度解读。

五、中国经济如何在变局中开新局？

我们认为，于变局中开新局的战略和手段包括以下三点：一是提升产业链“自主可控”能力。中美经贸冲突的本质在于中国经济崛起过程中，美国对自身霸权地位的维护。因而，随着中国经济持续发展、国际影响力进一步增强，美国对中国的战略遏制将具有长期性，一如上世纪 60-80 年代的美日贸易摩擦。中美互加关税三年有余，并未对中国出口形成明显遏制，反而在全球新冠疫情背景下，对美国通胀起到了雪上加霜的作用，这与中国产业链供应链的弹性和韧性不无关系。美国政府近期的一系列举动表明，中美之间在高科技领域的竞争趋于白热化，可能成为中美经贸博弈的新战场。俄乌冲突后，中国面临的

地缘政治局势更趋复杂，从而对中国核心技术领域的“自主可控”能力提出更高要求。我国在突破“卡脖子”工程、提升制造业核心竞争力的过程中，有望带动制造业投资加速增长，对于提升当前中国经济增长的内生动能也大有裨益。

二是推进迈向“共同富裕”，激发内生经济活力。除了北欧奉行社会民主主义模式的少数国家，以及 1945-1980 年这段全球不平等降低的特殊时期之外，西方发达经济体很少能在经济发展过程中挣脱贫富差距扩大的桎梏。2008-2015 年间，中国曾经历过连续 7 年的基尼系数下行，但事后来看只是暂时的、阶段性的回落。其主要原因在于，随着城镇化和工业化发展，进城务工人员增加，导致城乡居民收入差距缩小，并在短期内掩盖了财富向顶部聚集的趋势。然而，随着城镇化、工业化进程放缓，2016 年以来，中国基尼系数再调头爬升，2020 年新冠疫情爆发加剧了不同行业之间的分化，基尼系数回到 0.47 的近年来高点。

由于富人的边际消费倾向要低于穷人，贫富分化加剧意味着全社会平均消费倾向的降低，也成为目前中国消费复苏乏力的原因之一。因此，通过推进基本公共服务的均等化、农业转移人口的市民化、以及乡村振兴等战略支持，提升对中低收入群体的权益保障水平；以建设全国统一大市场为契机，促进生产要素的自由流动与优化配置，促进全社会公平竞争、劳有所得，均将有助于激发内生经济活力，夯实中国经济“内循环”的基础。

三是促进城市群、都市圈发展，撬动新增投资需求。“十四五”规划专章论述了“完善城镇化空间布局”的顶层设计框架。包括：推动城市群一体化发展，全面形成“两横三纵”城镇化战略格局；建设现代化都市圈，提高 1 小时通勤圈协同发展水平。同时，规划围绕京津冀、长三角、粤港澳大湾区都给出了进一步大规模扩展的轨道交通规划图。在提升“城市群”、“都市圈”人口承载能力的过程中，将创造出可观的基础设施建设需求和房地产购买需求，产生显著的集聚效应和扩散效应，因此有望成为中国经济看得见、摸得着、落得了地的新增长点，在缓解当前房地产市场调整压力的同时，加快推进中国经济的转型发展。

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_40674

