



# 2022 年中期宏观经济展望： 全球完美风暴，中国韧性突显

- 全球将进入 L 型增长，2022 年下半年经济三大特征：**相对市场，我们认为对“胀”的问题已无需多虑，而是要担心“滞”的问题。1) 市场对于供应链边际改善的讨论集中在如何解决通胀问题，但我们认为不能忽视其带来的经济下行风险。因长鞭效应 (Bullwhip Effect)，当供应链瓶颈被打通，制造商可能发现之前的需求预测已大幅偏离当前经济状况，大量积压的订单一下子涌进经济体只会恶化库存问题，从而加速减产和减价。我们认为通胀下行快于预期的概率，比通胀保持高位的概率更高，这有别于市场多数观点。2) 经济增速放缓带动需求回落，叠加疫情相关的财政刺激收紧的影响及快速上升的融资成本，我们预计发达市场消费增速将快速回落，消费端由拉动经济变为拖累经济，去库存让生产端雪上加霜。3) 由于宏观不确定性及经济衰退风险增加，2022 年下半年，全球流动性逆转程度整体趋缓，我们不排除美联储在 2023 年上半年暂停加息。
- 发达经济体——去库存及去金融泡沫风险：**正如我们年初预期，发达经济体将面临过热风险。经济过剩包括商品过剩和金融过剩。而深度衰退，将是两者的结合。如果菲利普斯曲线依然存在，央行的紧缩政策必会推高失业率，虽然美国失业率从 3% 区间到 4% 区间看起来经济依然稳健，但毕竟调整的过程是痛苦的，失业率增加一个百分点约等于 170 万人失业，这对消费必然有影响。去库存导致的盈利下降也会间接影响劳动市场；叠加金融资产价格的调整，无论是货币政策、收入端或财富端的效应都不利于消费展望。
- 中国以外的新兴市场经济——失落的十年：**中国以外的新兴市场同时面临着周期性和结构性的挑战。美元升值让已受高债务及国际收支不平衡的新兴经济变得更艰难。粮食价格大幅上涨对新兴经济的影响也远大于发达国家。疫情也暴露了新兴经济的基建和创新能力不足。2015 年起，中国以外的新兴经济占全球的比例一直下降。
- 中国经济为何会脱颖而出？**第一个分化点是增长周期，中国经济估计今年二季度筑底，而其他经济无论是发达或新兴国家都在下行中。第二个分化点是政策周期，中国将在今年保持宽松政策，我们预计下半年仍有降息机会，当前财政政策比货币政策可能更为直接有效。第三个分化点则是经济的抗风险能力，无论从通胀、库存、资产价格、负债表、经常帐、外债、粮食供应看，中国经济韧性突显。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管  
sharon\_lam@spdbi.com  
(852) 2808 6438

王彦臣, PhD

宏观分析师  
yannson\_wang@spdbi.com  
(852) 2808 6440

2022 年 06 月 02 日

## 相关报告：

《[两条主线理解稳经济的抓手——基建](#)》(2022-05-26)

《[美联储紧缩拐点隐现，欧央行最快 7 月加息——SPDBI 全球央行观察](#)》(2022 年 5 月刊) (2022-05-23)

《[2022 年政府工作报告——“主动作为”，稳住的不只是增长](#)》(2022-03-27)

《[俄乌冲突，对当前的全球经济复苏有何影响](#)》(2022-02-25)

《[2022 年宏观经济展望：全球喜悦并存，中国稳中求进](#)》(2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

# 目录

<b>2022 年中期宏观经济展望：全球完美风暴，中国韧性突显</b> .....	7
<b>(一) 全球经济的担忧由“胀”转“滞”</b> .....	24
全球将面临 L 型增长，并一直持续至 2023 年底.....	24
下半年，全球经济的三个特征.....	32
<b>(二) 中国——期待稳增长的后半程</b> .....	38
下半年的中国经济，增长路径可期、通胀无需多虑.....	38
经济三驾马车的前景如何？ .....	42
人民币的汇率前景.....	50
<b>(三) 美国——调整过热的经济</b> .....	52
经济见顶回落过程中，关注库存和消费的走向.....	52
通胀已边际见顶.....	59
美元走势仍可参照“美元微笑理论” .....	62

## 图表目录

图表 1: G7 经济体的产出缺口水平及预测	7
图表 2: 长鞭效应示意图	8
图表 3: 美国实际库存（制造商、批发商、零售商）及线性趋势	9
图表 4: 欧盟（27 国）实际库存及线性趋势	9
图表 5: 美国制造商、批发商、零售商的名义库存同比增速	9
图表 6: 美国股票市场总市值的 GDP 占比	10
图表 7: 美国金融业监管局成员企业所设的客户保证金证券账户中贷款总额	10
图表 8: 美国住房抵押贷款和消费者信贷的增量	10
图表 9: 发达市场私营部门杠杆率已在 2021 年出现大幅下降	11
图表 10: 美国家庭、企业的现金存量水平在疫情后大幅攀升	11
图表 11: 对比两个时间段，部分发达经济体在疫情期间的房价增速涨幅较大	11
图表 12: 1990-2022 年，美国菲利普斯曲线（Phillips Curve）	12
图表 13: 新兴市场（除中国）GDP 的全球占比趋势及预测	13
图表 14: 2019-2022 年，联合国粮农组织食品价格指数	14
图表 15: 联合国粮农组织食品价格指数细分项目	14
图表 16: 2016 年，发达经济体与新兴经济体居民的消费支出中用于食品的占比	14
图表 17: 发达市场与新兴市场经济体，非金融债务占 GDP 比例	15
图表 18: 发达市场与新兴市场经济体，家庭债务占 GDP 比例	15
图表 19: 疫情前后相比，新兴经济体（除中国）经常账户余额占 GDP 比例变化	15
图表 20: 2020 年，全球主要经济体政府外债占 GDP 的比例	16
图表 21: 2016-2021 年，各经济体政府债务增长倍数	16
图表 22: 中国和美国 2021 年四季度和 2022 年四季度 GDP 同比增速	17
图表 23: 中美两国的实际利率走势	18
图表 24: 美国联邦基金利率与中国 1 年期贷款市场报价利率（LPR）的走势	18
图表 25: 中国实际财政支出和新增社融的趋势	19
图表 26: 中美两国的家庭存款比例对比	19
图表 27: 中美两国家庭股票资产的比例对比	19
图表 28: 2022 年 2-4 月，G20 经济体的 CPI 同比增速趋势	20
图表 29: 2020 年，G20 经济体进口占 GDP 比例	20
图表 30: 中国工业实际库存趋势	21
图表 31: 2021 年，全球食品供应量排名前 20 的经济体	21
图表 32: 纽约联储，全球供应链压力指数（GSCPI）较均值的标准差	22
<b>图表 33: 未来 12-18 月的通胀情景分析</b>	<b>23</b>
图表 34: 全球历年实际 GDP 增速和 CPI 增速的趋势及预测	25
图表 35: 全球实际 GDP 同比、环比增速的趋势	25
图表 36: 2022 年至 2023 年，全球实际 GDP 同比增速预测	25
图表 37: 2022 年，OECD 综合领先指标持续下行	25
图表 38: 2022 年，全球综合、制造业、服务业 PMI 边际回落	25
图表 39: 全球、发达市场、新兴市场（除中国）、中国的历年实际 GDP 增速趋势和预测	26
图表 40: 2020 年至 2023 年，全球、发达市场、新兴市场（除中国）、中国的实际 GDP 增速预测	26
图表 41: 2022 年 1 月和 4 月，IMF 对全球实际 GDP 增速预测的调整幅度（百分点）	27

图表 42: 2022 年, 全球、发达市场、新兴市场 (除中国)、中国的实际 GDP 同比增速预测 .....	27
图表 43: 2022 年 1-4 月, 主要新兴经济体 CPI 同比增速均值 .....	27
图表 44: 2021 年, 主要新兴经济体经常账户收支占 GDP 的比例 .....	27
图表 45: 全球、发达市场、新兴市场 (除中国)、中国接种三剂新冠疫苗的人口比例 .....	28
图表 46: 2020 年至今, 全球、发达市场、新兴市场 (除中国)、中国的疫情管控指数均值 .....	28
图表 47: 全球、发达市场、新兴市场 (除中国)、中国的历年投资增速趋势和预测 .....	28
图表 48: 2022 年 4 月, 发达市场 CPI 同比增速中位数攀升至 7.2% .....	28
图表 49: 全球 CPI 同比增速中位数 .....	29
图表 50: 全球全部商品、非能源商品、能源商品价格指数的同比增速 .....	29
图表 51: 今年年初至 4 月, 全球非能源商品与能源商品各项价格涨幅 .....	30
图表 52: 以美英为代表的发达市场工资增速出现明显上涨 .....	30
图表 53: 能源改革的投资需求可能带来金属价格通胀 .....	31
图表 54: 伴随出生率的下降, 全球长期通胀延续下行趋势 .....	31
图表 55: 债务水平与全球长期通胀有明显的反向关系 .....	31
图表 56: 波罗的海干散货指数创新高后回落, 上海出口集装箱运价指数维持高位 .....	32
图表 57: 美国港口仍面临严重的装卸压力, 集装箱堵塞港口导致供应链仍未完全恢复 .....	32
图表 58: 全球进出口贸易额同比增速与全球集装箱吞吐量指数同比增速走势一致 .....	33
图表 59: 全球进出口贸易额的同比增速和三年年均增速趋势 .....	33
图表 60: 全球零售额的同比增速和三年年均增速趋势 .....	34
图表 61: 发达市场和新兴市场零售额的三年年均增速趋势 .....	34
图表 62: 以美国为例, 成本上升型通胀趋势严峻, 实际工资增速出现大幅下行 .....	34
图表 63: 2022 年 4 月, OECD 消费者信心指数大幅下行至 97.3% 的水平 .....	34
图表 64: 全球工业增加值的同比增速和三年年均增速趋势 .....	35
图表 65: 发达市场和新兴市场工业增加值的三年年均增速趋势 .....	35
图表 66: 美欧日央行资产年度增量 (亿美元) 与全球整体股市表现 .....	36
图表 67: 市场预期的美联储 6 月加息 75 个基点 (累计 150-175 个基点) 的概率下降 .....	36
图表 68: 全球央行货币政策利率中位数与加权平均数 .....	37
图表 69: 美元兑欧元汇率持续上行 .....	37
图表 70: 欧元区通胀中枢显著上移, 2022 年 4 月 HICP 同比增速升至 7.4%; 欧元区内部的通胀分化加剧 .....	37
图表 71: 中国实际 GDP 同比增速与各项目拉动作用 .....	39
图表 72: 各项目对中国实际 GDP 同比增速的贡献率 .....	39
图表 73: 各项目对中国实际 GDP 同比增速的贡献率中, 仅资本形成出现边际回升 .....	39
图表 74: 中国实际 GDP 增速与当年预期目标 .....	39
图表 75: 食品和能源价格驱动下, 中国 CPI 同比增速继续上行; 核心 CPI 的同比增速有所回落 .....	40
图表 76: 中国 CPI 同比增速及各分项贡献率 .....	40
图表 77: 中国主要食品的 CPI 同比增速 .....	41
图表 78: 2022 年, 第一批至第九批中央储备冻猪肉收储工作详细信息 .....	41
图表 79: 2022 年 4 月, 中国 PPI 与 CPI 剪刀差收窄至 5.9 个百分点 .....	41
图表 80: 高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体, 中国国内通胀因此并未出现大幅上涨 .....	41
图表 81: 2021 年, 中国货物出口的全球市场份额升至历史最高位 .....	41
图表 82: 2021 年四季度, 中国货物出口的全球市场份额接近单季最高位 .....	41
图表 83: 中国固定资产和房地产开发投资的同比增速 .....	42
图表 84: 中国固定资产投资中, 主要项目的同比增速 .....	42



图表 85: 2022 年, 中国地方政府专项债发行速度快于往年 .....	43
图表 86: 2022 年一季度, 中国央行的银行家问卷调查显示, 基础设施贷款需求指数大幅反弹 .....	43
图表 87: 中国信贷脉冲已触底回升 .....	43
图表 88: 中国新增社融与社融存量同比增速的变化 .....	43
图表 89: 2022 年 4 月, 中国高技术制造业固定资产投资完成额的同比增速已降至低位 .....	44
图表 90: 2022 年 4 月, 中国高技术制造业 PMI 已降至 50.1% 的低位 .....	44
图表 91: 中国商品房住宅销售额和销售面积的同比增速继续下降 .....	44
图表 92: 中国 100 大中城市住宅用地成交土地规划建筑面积的同比增速 .....	44
图表 93: 中国出口同比增速和三年年均增速边际回落 .....	45
图表 94: G20 中发达经济体的零售额同比增速中位数延续下行 .....	45
图表 95: 2022 年 4 月, 出口欧盟占中国总出口额的比例达到 15.7% .....	46
图表 96: 2022 年 4 月, 欧盟 (8.1%)、欧元区 (7.4%) 的通胀压力不断攀升 .....	46
图表 97: 中国与东盟六国 (泰国、马来西亚、新加坡、菲律宾、印尼、越南) 出口额的比值 .....	46
图表 98: 中国出口增速回落的同时, 印度和东盟的出口增速回升 .....	46
图表 99: G20 中发达经济体的制造业 PMI 边际走弱 .....	46
图表 100: 全球消费已出现下滑, 去库存导致生产雪上加霜, 都不利于下半年中国出口 .....	46
图表 101: 2022 年 1-4 月, 中国社消零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况 .....	47
图表 102: 2022 年 4 月, 中国社消零售总额的同比增速明显下滑 .....	47
图表 103: 中国股市表现回落压低了消费动力 .....	48
图表 104: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数的同比增速持续下行 .....	48
图表 105: 2022 年 4 月, 中国城镇调查失业率较前期继续上升 .....	48
图表 106: 2022 年, 中国普通高校毕业生数 (万人) 预计将首次超千万 .....	48
图表 107: 中国人均可支配收入的增速小幅回升, 人均消费支出的增速继续下行 .....	49
图表 108: 中国收入和消费的增速差值收窄; 高基数下, 额外储蓄仍达到 GDP 的 1.6% .....	49
图表 109: 2022 年 1-4 月, 国内疫情反弹使得中国可选消费增速受到明显抑制 .....	49
图表 110: 中国经常账户差额、货物贸易顺差与服务贸易逆差 (亿美元) .....	50
图表 111: 中美国债利率倒挂 .....	50
图表 112: CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率的历史趋势 .....	51
图表 113: 2022 年 4 月开始, CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率均出现下行 .....	51
图表 114: 根据美联储测算, 2022 年一季度美国的产出缺口仍为负值 (-1.4%) .....	52
图表 115: 美国实际 GDP 环比折年率和同比增速均出现回落 .....	53
图表 116: 美国实际 GDP 环比折年率以及各分项贡献率 .....	53
图表 117: 美国实际库存总量 (制造商+批发商+零售商) 已经恢复至疫情前的线性趋势 .....	54
图表 118: 美国制造商、批发商、零售商实际库存 .....	54
图表 119: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速 .....	54
图表 120: 美国制造业和非制造业 PMI 指数仍处于高位 .....	55
图表 121: 美国制造业 PMI 积压订单、客户存货、供应商交货指数 .....	55
图表 122: 美国自住住宅闲置率处于历史低位, 租赁住宅闲置率也处于较低水平 .....	55
图表 123: 美国住宅市场新房和二手房售价中位数保持较高增速 .....	55
图表 124: 服务消费温和增长、商品消费增速下行, 美国消费整体走弱 .....	56
图表 125: 美国商品消费复苏上行空间有限, 服务消费短期仍有上行潜力 .....	56
图表 126: 美国就业调查显示, 工作机会仍然是偏充裕的 .....	57
图表 127: 美国就业调查显示, 认为未来工资下降的比例有所上升 .....	57
图表 128: 股市下跌抵消了房价走高带来的财富效应, 叠加实际工资增速下行的影响, 美国零售增	

速仍有下行空间 .....	57
图表 129: 美国信用卡借款利率变动不大, 但是 30 年期房贷利率大幅攀升 .....	58
图表 130: 美国个人储蓄率大幅下行至 4.4% 的低位 .....	58
图表 131: 美国 CPI 同比增速及各分项贡献率 .....	59
图表 132: 美国能源价格、租金价格、机动车价格对 CPI 同比增速的贡献率 .....	59
图表 133: 美国交通运输分项的 CPI 同比增速及各项目贡献率 .....	60
图表 134: 美国汽车进口和生产的增速有所回升 .....	60
图表 135: 美国住房分项的 CPI 同比增速及各项目贡献率 .....	60
图表 136: 根据 OECD 预测, 2022 年底原油价格将回落至 80 美元/桶 .....	60
图表 137: 美国 10 年期 TIPS 的隐含通胀预期 .....	61
图表 138: 不同机构的调查结果都显示, 美国居民对未来 12 个月的通胀预期有所下降 .....	61
图表 139: 美国私营部门实际工资和名义工资出现增速分化 .....	61
图表 140: 2009 年初至 2010 年中的美元指数走势 .....	62
图表 141: 根据“美元微笑理论”, 我们在 2021 年 6 月、12 月的展望报告中论述美元指数将继续上升 .....	62
图表 142: 美元微笑理论——各增长情况下年均广义美元指数变动 (%) .....	63
图表 143: 美国与欧元区和日本的制造业 PMI 差值 (百分点) .....	64
图表 144: 美元投机性仓位有所回升, 但目前的做空压力并不大 .....	64

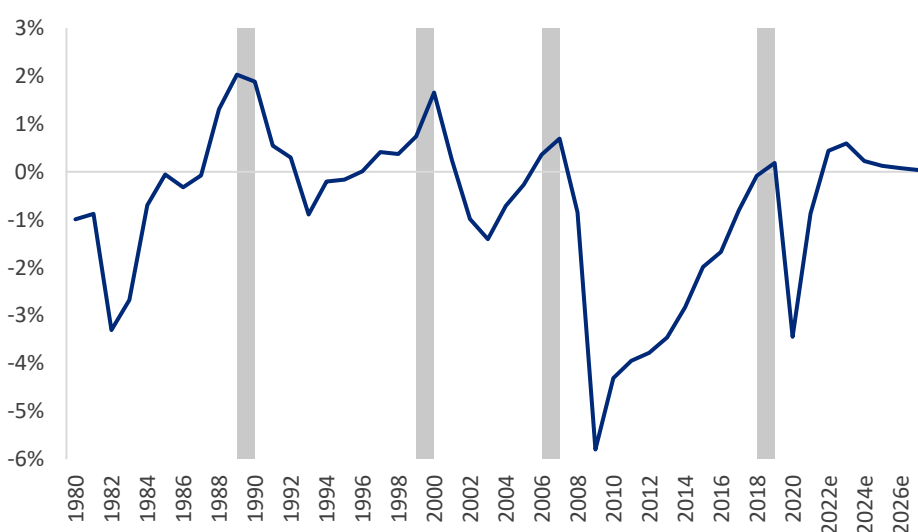
# 2022 年中期宏观经济展望： 全球完美风暴，中国韧性突显

距我们发布 2022 年展望报告已过去近半年，在这半年间，俄乌冲突和疫情的反复，的确给我们带来了冲击，受此影响，中国和西方经济的增长都出现了下行。今年上半年，我们关于中西方经济增长差异的主题——“东边日出西边雨”或许尚未凸显，但站在当下时点，我们比半年前更加坚信这一趋势。西方经济体增长的乏力已愈发显著，但我们现在担忧的，不仅是发达市场，还有中国以外的新兴市场，今年下半年到 2023 年，中国以外的新兴市场或将面临经济下行甚至衰退的风险。而在未来一年，中国将是唯一一个仍保持韧性的主要经济体。

过去两年中，如我们预期，发达市场和新兴市场出现分化，发达市场在更强的经济刺激措施、技术创新和疫苗供应的支撑下，表现会优于新兴市场。而现在，我们认为，区分孰好孰坏已不再那么重要，因为两个市场都面临着不尽相同却又一样严峻的问题。而同样地，中国仍会是一个例外。

发达经济的问题始于过度生产和消费导致经济过热。每当产出缺口 $>0$ ，就是实际 GDP 比潜在 GDP 更高，证明经济过热。2008 年金融危机后，发达经济体用了 10 年才回到平衡的产出缺口；2020 年疫情后只用了 2 年。历史上看当产出缺口 $>0$ 后，随之而来的一定是经济下行，因为经济需要作出调整。

图表 1：G7 经济体的产出缺口水平及预测



注：e 为 IMF 预测

资料来源：IMF, Macrobond, 浦银国际

## 发达经济体——去库存及去金融泡沫风险

发达市场当前面对的，是一场紧缩带来的周期性经济衰退。这是一轮典型的经济周期，以货币宽松推动的经济扩张开始，以紧缩结束。但从幅度来看，却并非那么典型。此轮周期始于发达市场前所未有的货币和财政刺激，这令通胀增长率飙升至1983年以来新高。那么，问题在于，本轮周期会否也以更深度衰退而结束？要回答这个问题，我们需要研究经济过剩的现象，经济过剩包括物质过剩和金融过剩。而深度衰退，将是两者的结合。在这种情况下，我们认为，发达市场即将出现的衰退，幅度不会很小，但也不会达到危机的程度因为目前资金流仍属于充裕。

1) 这一次，由于库存水平上升过快，商品过剩成为最主要的问题之一。2021年的“V”型复苏，补库存是推动力之一，但却有些过犹不及。根据长鞭效应理论（Bullwhip theory），在供应链传递过程中，需求预测可能会被扭曲，从而导致库存出现波动以应对变化了的需求预测，从图像上看，这种信息扭曲的放大作用就像一根甩起的长鞭。疫情期间，长鞭效应被进一步放大，这并不意外，因为生产停顿、物流不畅、服务业不定期的开关，都令准确预测需求变得愈发困难，最终导致了现在库存积压过多的局面。

剔除价格通胀因素后，今年年初以来，美国的制造、批发和零售的库存合计升至长期趋势之上的水平。站在当前时点，就绝对值而言，暂时没有出现过高的情况，但是，其增长速度却令人担忧。2008年金融危机后，库存恢复至长期趋势水平需要四年，但新冠疫情后只用了两年。

图表 2：长鞭效应示意图



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\\_42692](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42692)

