

增长承压通胀无碍 创新工具跨期调节

——2022 年宏观经济报告

分析师：周喜

SAC NO: S1150511010017

2021 年 12 月 06 日

证券分析师

周喜

022-28451972

相关研究报告

- 就外部环境而言，疫情发展、欧美等国货币正常化节奏仍是我们的关注重点。在疫情方面，尽管日新增病例数抬升及奥密克戎毒株强化了市场对疫情的担忧，但是疫苗接种后死亡率的下行则令放松人流管控的可行性不断提升。在经济方面，随着刺激政策边际趋缓以及供需恢复进入后程，全球经济扩张动能逐步弱化，而高通胀压力则将在供需缺口闭合缓慢的影响下维持较长时间。在政策方面，鉴于美国经济大概率将于 2022 年下半年进入滞涨期，经济扩张动力回落和通胀压力趋缓使得美联储持续加息的必要性显著弱化，上半年对流动性前景的审慎判断有望在下半年得以改善。
- 就国内经济而言，增长动能承压显然是焦点所在。在外需方面，全球供需缺口持续闭合及高基数冲击将令商品出口同比增速面临相当大的下行压力，而得益于内需呵护政策及相对较弱的基数冲击，商品进口增速将高于出口，叠加服务贸易逆差抬升，净出口将对经济增长形成小幅拖累。在内需方面，调控方向难改令房地产投资增速明显走低，产能利用率回落及营收增速下行则制约了制造业投资增速的改善空间，收入增速触顶回落及降低的消费意愿令社零同比增速改善仍显缓慢，基建投资则成为 2022 年补位需求的重要看点。
- 就通胀前景而言，在翘尾已成既定事实的情况下，环比增速将成为预判 CPI 和 PPI 同比增速演变的关键所在：在翘尾方面，2022 年 CPI 翘尾将从年初开始逐步抬升至 6 月份，随后缓慢走低；而 PPI 的翘尾则自年初开始逐月回落，并在四季度完全消失。在新涨方面，猪周期将主导 CPI 环比增速大多落于正值区间，而基于对全球供需缺口逐步弥合的假设，PPI 环比增速则可能大多落于负值区间。迥异的翘尾演变趋势及环比增速水平将推动 PPI 和 CPI 同比增速剪刀差持续弥合，中下游企业的成本压力由此明显缓和。
- 就调控政策而言，“稳中求进”的辩证关系意味着，在经济增长动力得到有效企稳前，政策呵护仍会继续发力，但是对于政策呵护力度的预期则不应过于激进：在货币方面，鉴于做好宏观政策跨周期设计的需要，相较于全面性政策，如再贷款等创新型工具仍将是维稳货币、提振信用的着力点；在财政方面，支出同比增速有望在 2022 年一季度逐步回升，但回升幅度依旧受限，而且财政支持方式除了将延续并完善直达机制外，新的创新方式同样值得期待，如对普惠金融的财政支持等。

风险提示：国际疫情发展超预期、国内房地产投资下行超预期

宏观研究

证券研究报告

宏观年报

目 录

1. 疫情反复无碍放松管控 通胀演化主导调控强度	5
1.1 疫苗接种依旧差异明显 低死亡率加持放松管控	5
1.2 全球经济增速放缓 通胀水平冲高回落	6
1.3 货币回转审慎推进 财政刺激总体退潮	9
2. 经济增长承压 通胀异化缓解	11
2.1 供需缺口终将弥合 出口增速明显承压	11
2.2 房地产调控方向难改 跟踪基建补位需求	12
2.3 通胀异化明显缓解 猪周期强度总体和缓	16
3. 财政加力呵护需求 货币支持重在创新	19
3.1 降低全面刺激预期 重点关注工具创新	19
3.2 财政呵护持续加力 关注刺激方式创新	20

图 目 录

图 1: 全球日新增新冠肺炎确诊及死亡病例.....	5
图 2: 全球主要经济体疫苗接种情况.....	5
图 3: 新冠肺炎疫情死亡率季度变动趋势.....	6
图 4: 全球主要地区新冠肺炎疫情死亡率变动趋势.....	6
图 5: 2022 年全球经济增长前瞻.....	6
图 6: 美国通胀情况.....	7
图 7: 欧洲通胀情况.....	7
图 8: 美国劳动参与率.....	7
图 9: 美国失业率.....	7
图 10: 私人非农企业员工平均时薪环比.....	8
图 11: 非农就业职位空缺数.....	8
图 12: 美国当月零售数据.....	8
图 13: 美国当月零售同比增速.....	8
图 14: 2022 年美国 CPI 和 PPI 翘尾预判.....	9
图 15: 9 月美联储利率点阵图.....	9
图 16: 2022 年发达经济体财政赤字/GDP.....	9
图 17: 2022 年发达经济体公共债务/GDP.....	9
图 18: 摩根大通全球制造业额 PMI 分项指标.....	11
图 19: 主要发展中经济体景气低位徘徊.....	11
图 20: 中国出口份额演变趋势.....	11
图 21: IMF 对中国进出口同比增速预测.....	11
图 22: 房地产销售同比增速.....	12
图 23: 房地产建设面积分类同比增速.....	12
图 24: 房地产开发资金来源同比增速.....	13
图 25: 房地产开发投资具有明显季节效应.....	13
图 26: 2022 年房地产开发投资情景分析.....	13
图 27: 制造业投资累计同比增速.....	14
图 28: 工业企业营收增速滞涨回落.....	14
图 29: 制造业投资同比增速和产能利用率对比.....	14
图 30: 分行业产能利用率相对高点变动.....	14
图 31: 基建投资增速仍远低于疫情前水平.....	15
图 32: 2021 年经济增长目标基已实现.....	15
图 33: 人均可支配收入中位数实际累计同比增速.....	15
图 34: 人均可支配工资性收入实际累计同比增速.....	15
图 35: 城镇储户就业预期及收入信心指数.....	16
图 36: 城镇储户储蓄存款及消费意愿比例.....	16
图 37: PPI 与 CPI 当月同比.....	16
图 38: PPI 与 CPI 环比增速.....	16
图 39: 南华商品分类指数.....	16
图 40: 农产品批发价格 200 指数.....	16

图 41: 2022 年 CPI 和 PPI 翘尾影响.....	17
图 42: 近年 CPI 环比增速年度平均.....	17
图 43: PPI 环比增速年内平均值对比.....	17
图 44: 2022 年 CPI 及 PPI 当月同比增速情景模拟.....	17
图 45: Shibor 利率走势.....	19
图 46: 央行公开市场操作.....	19
图 47: 社融及 M2 同比增速.....	19
图 48: 10 年期国债收益率走势.....	19
图 49: 一般公共财政收支同比增速.....	21
图 50: 公共财政支出分项数据同比变化.....	21
图 51: 公共财政支分项支出累计同比增速变化.....	21
图 52: 政府性基金支出累计同比增速.....	21
图 53: 政府部门杠杆率.....	22
图 54: 国有控股工业企业资产负债率持续回落.....	22
图 55: 国有控股工业企业营收及利润累计同比增速.....	22
图 56: 国有控股工业企业财务费用率.....	22

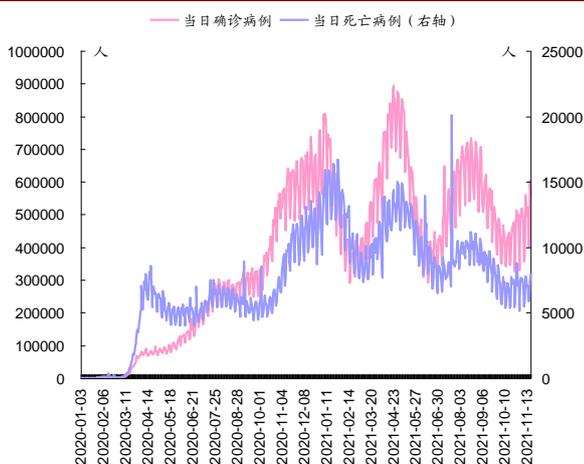
回顾 2021 年，一再反复的疫情令海外供给恢复缓慢，而美国大力度的财政刺激不仅令需求快速膨胀，而且也对其国内劳动力供给形成持续抑制，疫情及政策影响下闭合缓慢的供需缺口令全球通胀压力逐月抬升，并先后迫使欧美央行开启货币正常化。国内方面，偏紧的财政政策、相继落地的产业调控以及疫情散发令需求扩张动能持续弱化，然而全球供需缺口闭合缓慢在提供强劲外部需求的同时也极大强化了国内的供给压力，逐月凸显的结构性通胀令中下游企业的成本压力持续强化；虽然进入下半年稳增长政策陆续出台，但是出于对长短期利益的综合考量，“逆周期调节”被“跨周期调节”所替代，内需改善的力度仍显缓慢。

对于即将到来的 2022 年，疫情发展、欧美等国货币正常化节奏仍是我国经济运行中的重要外部干扰；在国内，房地产投资萎缩显然是关键的不确定因素，在制造业投资增长承压且消费恢复缓慢的背景下，基建投资补位的必要性进一步增强；为此，政策呵护不可或缺，但是在共同富裕的方针下，在“跨周期调节”替代“逆周期调节”的语境下，“调结构”和“防风险”始终是宽松政策的制约项，在“稳”和“进”的目标配伍中，前者是战术手段，而后者才是战略导向。

1. 疫情反复无碍放松管控 通胀演化主导调控强度

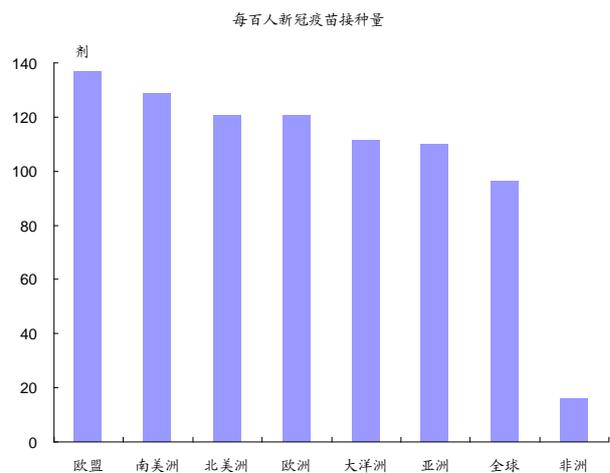
1.1 疫苗接种依旧差异明显 低死亡率加持放松管控

图 1：全球日新增新冠肺炎确诊及死亡病例



资料来源：iFinD，渤海证券研究所

图 2：全球主要经济体疫苗接种情况



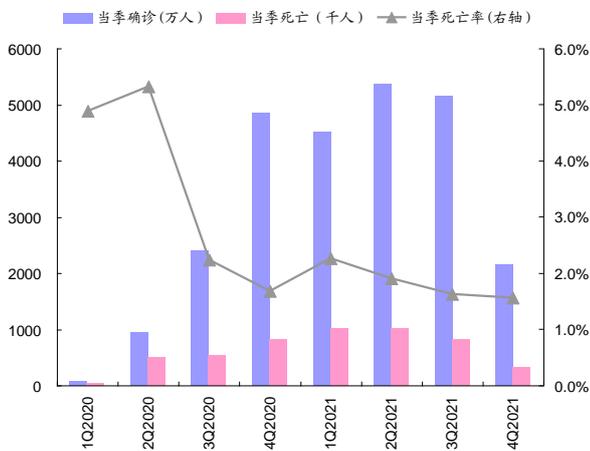
资料来源：iFinD，渤海证券研究所

自 2020 年初新冠疫情爆发以来，全球先后经历了三次疫情高峰，且近期日新增
请务必阅读正文之后的声明

病例数再现抬升迹象，奥密克戎毒株更是强化了市场对疫情的担忧，由此可见，疫苗接种率提升下病毒变异仍可能导致疫情反复波折，然而疫苗接种后死亡率的下行则令放松人流管控的可行性不断提升。

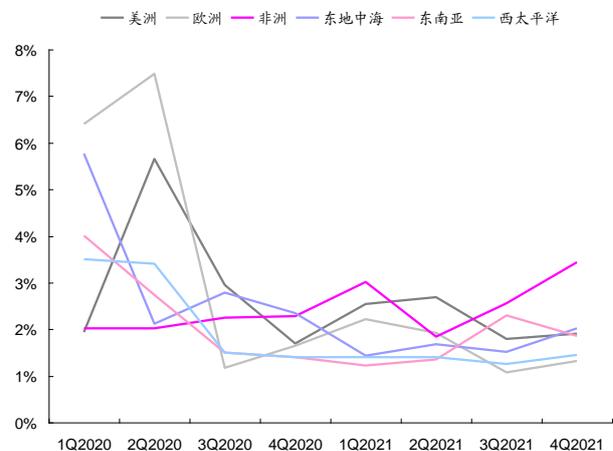
数据显示，全球范围内疫情死亡率在此前三轮高峰的过程中持续回落，特别是进入 2021 年，死亡率数据持续下降，但是医疗资源全球分配的不均衡，疫苗接种显著的区域差异依旧明显，相较于发达经济体，新兴市场和不发达地区疫苗接种水平明显偏低，且死亡率相对较高，这为该类地区放松管制，以及 2022 年与全球经济的融通造成了困难，本就严峻的全球财富分化在疫情的冲击下进一步加剧。

图 3: 新冠肺炎疫情死亡率季度变动趋势



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

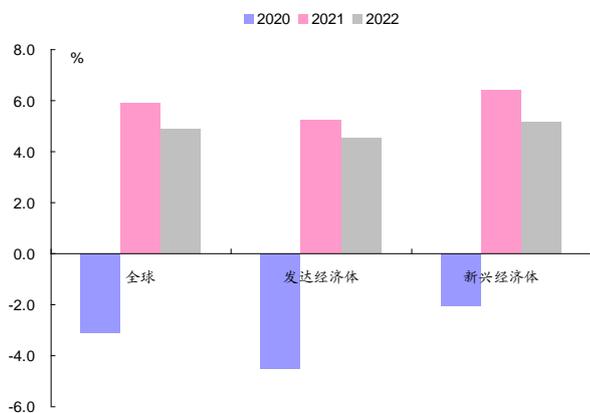
图 4: 全球主要地区新冠肺炎疫情死亡率变动趋势



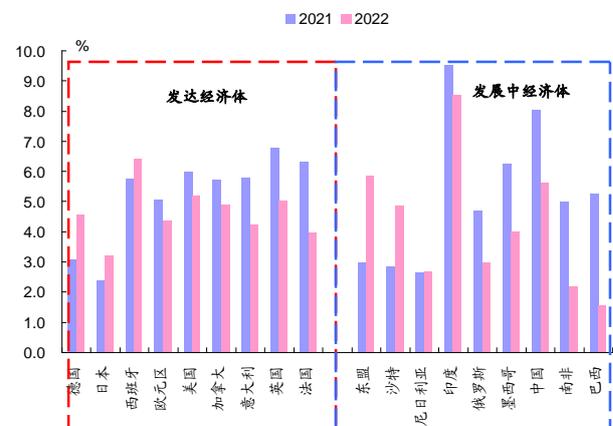
资料来源: WHO, 渤海证券研究所

1.2 全球经济增长放缓 通胀水平冲高回落

图 5: 2022 年全球经济增长前瞻



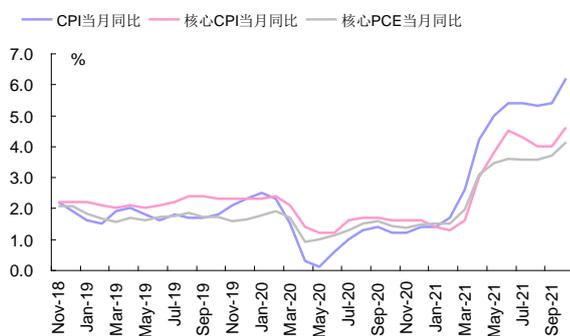
资料来源: IMF, 渤海证券研究所



望。随着刺激政策边际趋缓以及供需恢复进入后程，经济扩张动能逐步弱化，2022年全球GDP同比增速将从2021年的5.9%下行至4.9%，其中发达经济体和新兴经济体分别由2021年的5.2%和6.4%下行至2022年的4.5%和5.1%；发达经济体中的德国、日本和西班牙，以及新兴经济体中的东盟和沙特的GDP增速则有望在2022年有所抬升。

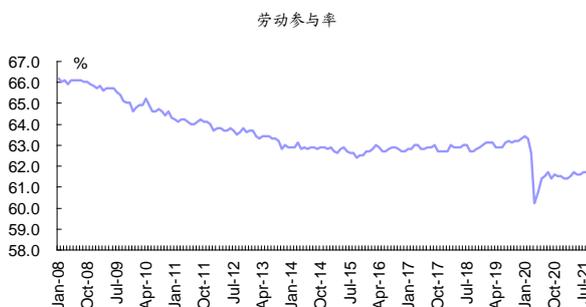
在经济增速面临下行压力的同时，市场对2022年的通胀担忧则有增无减，美联储主席鲍威尔称“是时候放弃‘暂时性’通胀”这一说法了，但是其仍认为通胀有望于明年年中得到缓和，这与IMF有关“通胀冲高回落”的判断相吻合。尽管市场对通胀的担忧不断强化，但是我们依旧倾向于认为此次供给主导下的通胀高涨将逐步趋缓，或许持续时间较长，但终究难以持久，其理由如下：其一，全球贫富差异的固有格局并未扭转，总需求扩张乏力依旧难改；其二，劳动力市场短缺在财政刺激退出后有望逐步改善；其三，美国和中东的博弈仍有望以OPEC增产告终，源自原油的成本推动有望趋缓；其四，中美关税的部分减免也有望对美国的CPI形成压制。

图 6: 美国通胀情况



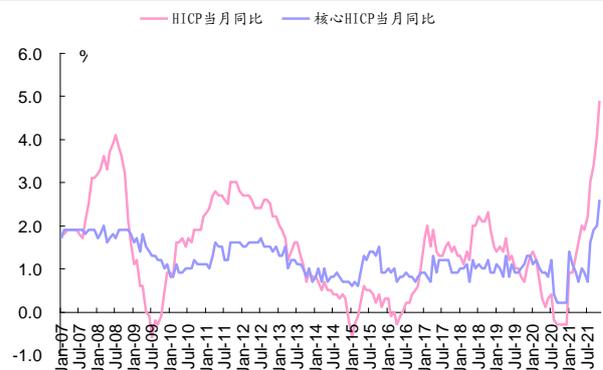
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 8: 美国劳动参与率



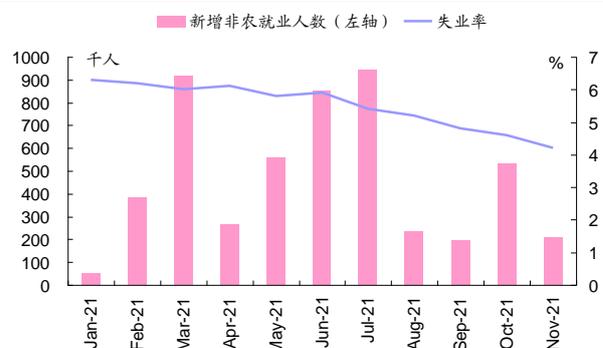
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 7: 欧洲通胀情况



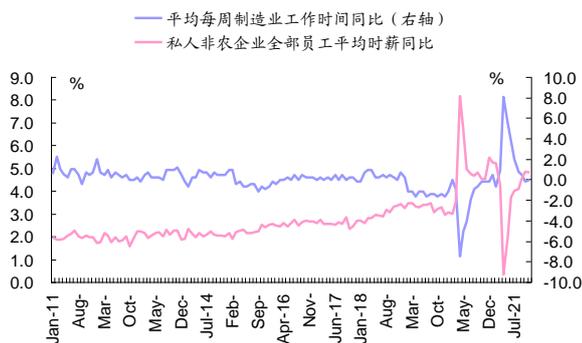
资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 9: 美国失业率



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 10: 私人非农企业员工平均时薪环比



资料来源: Wind, 渤海证券研究所

图 11: 非农就业职位空缺数



资料来源: iFinD, 渤海证券研究所

以上判断潜在的风险点来自一个因素的两个方面,即美国劳动力供需缺口的演变:疫情以来,美国直达居民部门的财政刺激不仅激发了强劲的终端需求,同时也令美国劳动力供给意愿大幅走低,截止2021年10月美国劳动参与率仍仅为61.6%,远低于2019年63.1%的均值水平,这恰恰是美联储认为就业市场改善质量不高的核心所在,在劳动力市场供需缺口持续扩大的推动下,非农就业员工的薪酬水平持续走高,其一方面强化了美国通胀水平螺旋上升的风险,同时也意味着美国居民部门消费能力在财政刺激终结后仍有望保持相当韧性,从而延续对国内经济扩张的拉动。展望来看,若劳动参与率在未来一段时期仍恢复缓慢,且非农就业职位空缺数继续维持高位,那么工资仍会保持较高的增长态势,从而强化美国通胀水平螺旋式抬升的风险,于是劳动参与率、职位空缺数以及工资增速等将成为通胀风险分析、美联储政策预判的重要跟踪指标。

图 12: 美国当月零售数据

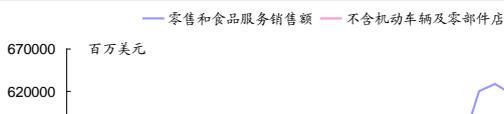
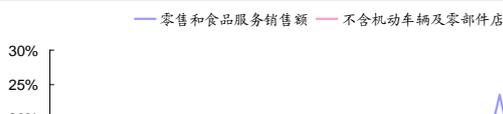


图 13: 美国当月零售同比增速



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_30637

