

凤凰浴火

2022 年宏观经济与大类资产配置展望

- 2022 年海外复苏前景差异较大。疫情依然是全球复苏的扰动因素，疫苗接种进度的差异加剧全球复苏的分化。对发达国家和地区来说，首要问题是通胀和收紧货币政策，美国经济复苏基础较好，需求复苏叠加能源价格上涨，通胀压力将维持在较高水平，预计美联储加息大概率不止一次，最早在 2022 年 4 月加息预期就会开始明显反应在资产价格当中；欧洲复苏基础不如美国牢固，且当前重新受到新冠疫情困扰，但欧央行在货币政策指引方面有望与美联储保持方向上一致；日本 2021 年三季度实际 GDP 环比下行，经济复苏乏力，但通胀压力整体不大，预计货币政策仍将维持宽松。对新兴国家和地区来说，2022 年风险因素出现的概率较大，冲击主要来自美国加息、美元指数不弱等外在因素，以及新兴国家与发达国家经济增速差明显收窄、自身负债率偏高等内在因素叠加。
- 中国 2022 年经济增速较 2021 年回落，但从季度增速看，呈逐步抬升趋势，从节奏上看更像复苏而非市场所担忧的“滞胀”。供给端约束有望减轻，工业增加值增速逐步抬升；受疫情扰动和收入回升缓慢影响，消费复苏斜趋缓；在需求复苏和货币信贷支持背景下，制造业投资稳步增长；限制基建和房地产投资的政策约束有望边际松动，基建投资仍对经济托底，地产投资下半年企稳；出口上半年维持强势，下半年增速回落。CPI 稳步上行，三季度或触及 3% 的政策目标，但全年通胀压力依然可控；PPI 震荡回落，PPI-CPI 剪刀差收窄，有利于中下游企业盈利复苏。
- 宏观经济易松难紧，更重视有的放矢。财政政策方面，地方政府债发行可能放量，同时有望出台进一步稳定中小微企业经营的减税降费政策；货币政策方面，稳货币宽信用的大方向不变，但宽信用的结构性特征更加明显，特别是支持中小微企业、碳减排等方向，降准降息都是央行可以采取的货币政策工具，但具体操作要视中国和全球疫情和经济复苏形势变化而定。
- 上半年在美国基建计划落地和冬季能源需求较高的影响下，大宗商品价格表现更好，大类资产配置顺序：大宗商品>债券>A 股>货币；下半年随着美联储加息预期升温，大宗商品价格有望回落，大类资产配置顺序调整为：A 股>债券>大宗商品>货币。A 股的亮点或在于资产管理业务规模超预期上升，但盈利增速回落的拖累明显，出现结构性行情的可能性更大。债券则基本受到供需和经济基本面以及货币政策调整的双向牵引，全年大概率维持波动。
- 风险提示：全球疫情反弹，政策不及预期，通胀上行超预期。

相关研究报告

《美国高通胀的持续性》20211202

《疫情反复与投资迟滞风险》20211202

《2022 年度大类资产定量展望：时光不语，静待花开》20211204

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

目录

海外：疫情就业供应链，加息美元高杠杆	5
全球疫情依然是 2022 年宏观经济的扰动因素	5
美国：不确定的疫情和确定的通胀	6
欧洲：被迫跟随	9
日本：经济复苏乏力，通胀求而不得	11
新兴国家和地区：高杠杆，复苏慢，谨防外债冲击	13
中国经济：“滞涨”？复苏！	15
需求复苏与供给约束	15
通胀魅影	20
宏观政策：大处着眼，细处着手	23
大类资产配置：“滞涨”预期持续扰动全球大类资产配置	27
追求增长还是回避通胀	27
A 股：选赛道，难普涨	28
债券：多重制约	31
大宗商品：供给、需求、美元、价格泡沫	32
货币：向下比向上容易	34
结论和预测	35

图表目录

图表 1. 全球疫情在 2021 年多次反弹	5
图表 2. 全球死亡病例明显下降	5
图表 3. 全球疫苗接种进度（截至 2021 年 11 月 30 日）	6
图表 4. 美国制造业和非制造业 PMI 显示复苏持续向好	7
图表 5. 美国三季度 GDP 消费拉动下降投资上升	7
图表 6. 美国国债利差有走阔趋势	8
图表 7. 美元指数走强，美元流动性保持宽松	8
图表 8. 美国失业率持续下降但职位空缺数维持高位	9
图表 9. 美国通胀维持在较高水平	9
图表 10. 欧盟及主要成员国二季度实际 GDP 同比增速	10
图表 11. 欧洲主要国家制造业 PMI 走势	10
图表 12. 欧央行跟随美联储边际收紧货币政策	10
图表 13. 欧央行继续扩表空间缩小	10
图表 14. 欧洲通胀上行趋势明确	11
图表 15. 秋冬季欧洲新冠疫情再度上行	11
图表 16. 日本三季度实际 GDP 增速明显回落	12
图表 17. 三季度日本经济距疫情前水平仍有明显差距	12
图表 18. 低通胀和输入型工业品通胀困扰日本货币政策	13
图表 19. 日本宽松的货币政策难收紧	13
图表 20. 新兴市场杠杆率处于历史较高水平	14
图表 21. 新兴市场金融机构短期外债上升趋势明显	14
图表 22. 2021 年前三季度 GDP 环比走低	15
图表 23. 2021 年三季度工业增加值环比低于历史同期	15
图表 24. 历年三季度工业对 GDP 贡献	16
图表 25. 三季度工业增加值通常高于出口交货值实际增速	16
图表 26. 工业增加值与出口交货值的回归结果	16
图表 27. 社零增速下行明显	17
图表 28. 人均收入增速走低压制消费	17
图表 29. 居民收入信心下降	17
图表 30. 居民就业预期转冷	17
图表 31. 2021 年固定资产投资增速逐月下行	18
图表 32. 需求端压制制造业投资	18
图表 33. 2021 年三季度地方政府杠杆率升至新高	18
图表 34. 2021 年广义财政支出进度偏慢	18

图表 35. 金融机构房地产贷款增速持续走低	19
图表 36. 土地供应面积和新开工面积下降	19
图表 37. 商品房销售增速持续下降	19
图表 38. 商品房销售面积领先房地产投资	19
图表 39. 2021 年出口强势	20
图表 40. 核心 CPI 抬升	21
图表 41. 食品价格走低，非食品走高	21
图表 42. 能繁母猪存栏增速下行	21
图表 43. 生猪存栏数量仍在高位	21
图表 44. 大宗商品价格上行往往伴随美债收益率走高	22
图表 45. PPI-CPI 剪刀差与工业企业盈利	22
图表 46. 央行通过调整公开市场投放量保持利率波动稳定	24
图表 47. 边际宽信用存在空间	24
图表 48. 地方政府债发行有望增量	25
图表 49. 2021 年 1-10 月财政支出结构与过去两年相比	25
图表 50. 国有土地使用权收入在地方财政中作用明显	25
图表 51. 2022 年中国实际 GDP 增速依然领先	28
图表 52. 2022 年中国通胀中枢上移但可控	28
图表 53. 2021 年前三季度各行业分类可比口径归母净利润同比增速(截取-50%-50%)	28
图表 54. 各行业估值的历史分位数(截取-50%-50%)	29
图表 55. 2021 年信用账户增量边际下降	30
图表 56. 2021 年 A 股赚钱效应减退	30
图表 57. 资产管理规模增速持续上升	30
图表 58. 2021 年股市融资总量维持在较高水平	30
图表 59. 当前利率水平偏低	31
图表 60. 信用利差处于较低水平	31
图表 61. 美联储加息预期借中美利差影响中国	32
图表 62. 地方政府债发行放量可能影响利率上行	32
图表 63. 2021 年美元指数和供需格局分别影响黄金和原油	33
图表 64. 2021 年国内主要大宗商品价格表现	33
图表 65. 货币基金收益率全年平稳波动	34
图表 66. 2022 年投资者风险偏好或进一步降低	34
图表 67. 2022 年主要经济指标预测	35

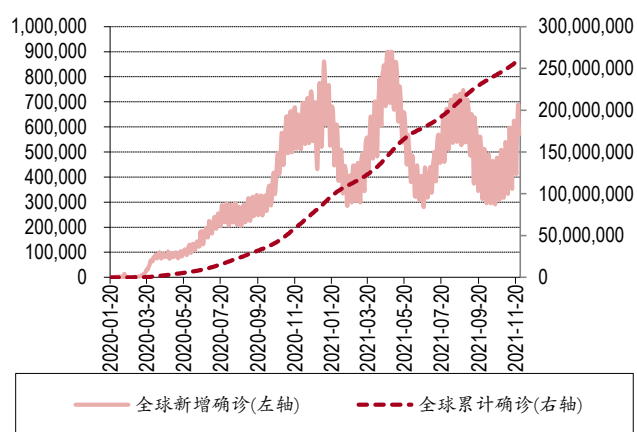
海外：疫情就业供应链，加息美元高杠杆

2022 年新冠疫情对全球经济复苏和国际贸易的影响仍在，但由于经济总量和宏观政策空间差异，发达国家和发展中国家面临的问题差异较大。发达国家和地区经济复苏趋势依然向好，在需求复苏强劲的支撑下，就业和供应链是复苏过程的扰动因素，通胀和加息则是资本市场的扰动因素；新兴和发展中国家和地区复苏过程明显落后，不仅内部受疫情和供给端修复程度的影响，外部冲击因素还包括美元指数波动和加息预期的影响。

全球疫情依然是 2022 年宏观经济的扰动因素

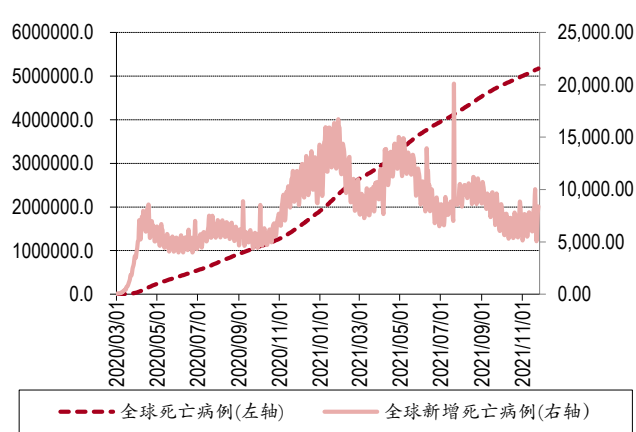
2020 年新冠疫情对全球经济造成了严重冲击，2021 年，全球经济逐步从疫情中复苏，但病毒的不断变异下，疫情的反弹依然对全球经济不断造成影响。截至 2021 年 11 月底，全球累计确诊人数已经超过 2.6 亿人。在 2021 年，全球先后经历了三波明显的疫情反弹。尽管全球疫苗接种进度仍在推进，死亡病例明显较此前有所下降，但疫情对宏观经济的冲击预计在 2022 年仍将延续。

图表 1. 全球疫情在 2021 年多次反弹



资料来源：万得，中银证券

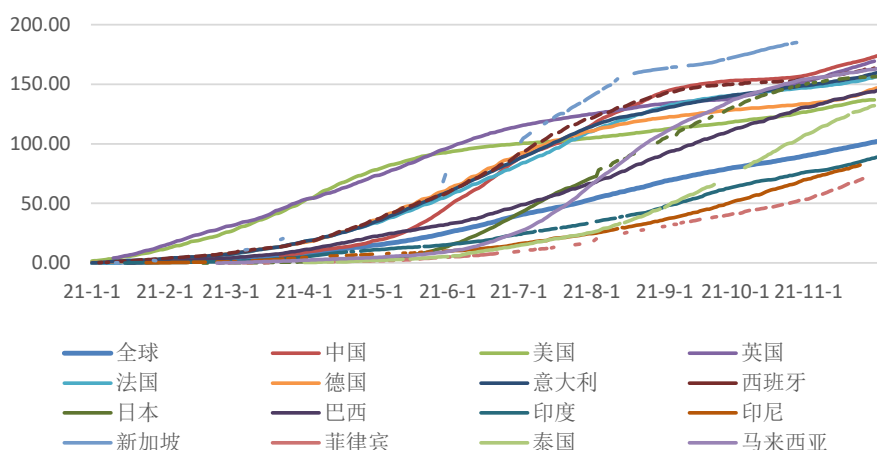
图表 2. 全球死亡病例明显下降



资料来源：万得，中银证券

截至 2021 年 11 月 30 日，全球百人接种疫苗 101.93 剂次。从不同国家看，中国百人接种超过 170 剂次，英国、法国、意大利、西班牙、日本等国百人接种均超过 150 剂次，美国百人接种超过 130 剂次；总体上，发达经济体疫苗接种明显领先，发展中国家疫苗接种相对落后，印度、印尼、菲律宾等国接种进度均低于全球平均水平。

图表 3. 全球疫苗接种进度 (截至 2021 年 11 月 30 日)



资料来源: 万得, 中银证券

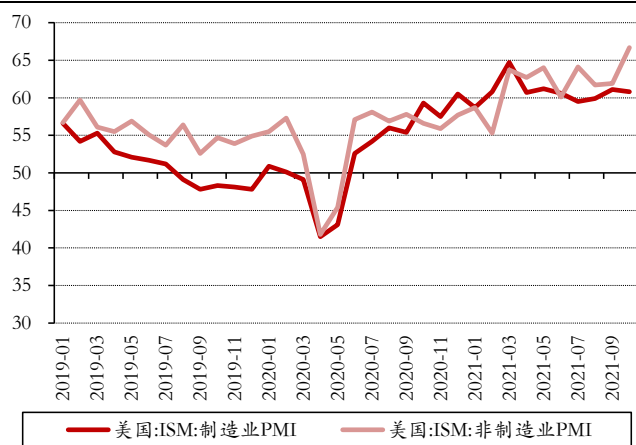
疫苗接种进度的差异加剧了全球经济分化。得益于较高的疫苗接种率, 发达经济体经济受疫情反弹冲击相对可控。新兴经济体由于疫苗接种相对有限, 疫情反弹冲击较为严重, 生产受阻, 经济复苏放缓。IMF 在 2021 年 10 月《世界经济展望》中, 上调 2022 年发达经济体增速 0.1 个百分点至 4.5%, 下调新兴市场与发展中经济体 2022 年增速 0.1 个百分点至 5.1%。我们预计, 2022 年全球供需缺口的恢复依然相对缓慢。

美国: 不确定的疫情和确定的通胀

美国经济复苏趋势持续向好。2021 年年内美国经济延续复苏趋势, 制造业 PMI 自在 2021 年 3 月触及复苏以来的高点 64.7 之后虽然出现下行, 大截至 10 月仍处于 60.8 的较高水平, 相较之下非制造业 PMI 指数表现更为强劲, 2021 年 10 月升至 66.7, 不仅创下年内新高, 而且达到历史次高水平。与中国制造业自疫情后修复的过程相似的是, 美国自 2020 年 6 月制造业 PMI 指数回升以来, 已经连续 17 个月位于荣枯线上方, 其中制造业 PMI 指数上行 10 个月到达阶段性修复的顶点, 较中国多 1 个月, 不同的是, 中国制造业 PMI 在 18 个月的复苏之后落入荣枯线下方, 美国目前仍位于较高水平。从历史经验看, 四季度美国制造业 PMI 指数以波动为主, 但一季度则明显走高, 加之非制造业 PMI 当前处于较强的复苏趋势, 一定程度上表明美国经济至少在接下来半年当中复苏趋势比较明确。

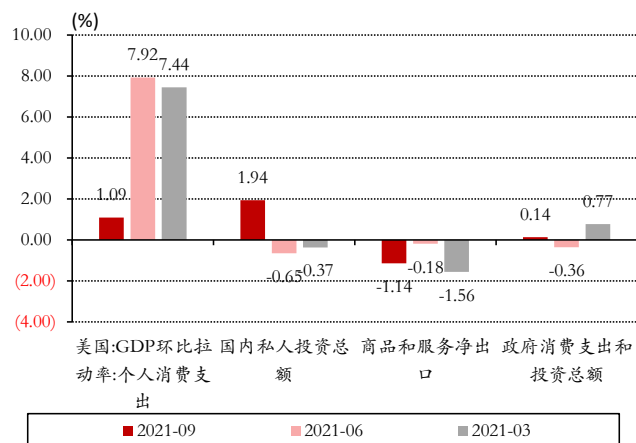
内需对美国三季度 GDP 贡献最大。三季度美国实际 GDP 环比折年率为 2%, 从构成上看, 贡献最大的是私人投资, 拉动 1.94 个百分点, 其次是个人的消费支出拉动 1.09 个百分点, 与上半年相比, 个人消费支出的拉动明显下降, 主要受到财政补贴到期影响, 但私人投资拉动率大幅转正。从不变价折年数结构看, 三季度个人消费支出占比仍处于较高水平, 但耐用消费品支出占比明显下降, 服务消费占比上升, 私人投资的结构相对稳定, 其中住宅投资占比连续两个季度小幅下行。三季度政府消费支出和投资的拉动率较二季度转升且上行至 0.14 个百分点, 考虑到近期美国总统拜登签署了 1 万亿美元基建法案, 预计政府消费支出和投资将在 2022 年对实际 GDP 维持正贡献。从不变价的折年数看, 美国经济在 2021 年一季度已经回到了 2019 年同期水平, 并且在二三季度当中维持住了经济复苏的趋势, 但由于美国的需求端复苏相对更加领先, 因此商品和服务净出口的拖累比较明显, 特别是商品贸易逆差创新高。根据 IMF 预测, 2022 年美国实际 GDP 增速较 2021 年小幅下降至 5.2%, 经常项目逆差将进一步放大, 总投资率较 2021 年有所上升, 预计内需仍将是支撑美国经济复苏的首要因素, 基建计划影响下, 政府支出对经济的贡献边际上升, 私人投资增长也维持在较高水平, 但新冠疫情影响下就业数据变化的不确定性和商品贸易逆差可能对经济增速构成拖累。

图表 4. 美国制造业和非制造业 PMI 显示复苏持续向好



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 美国三季度 GDP 消费拉动下降投资上升

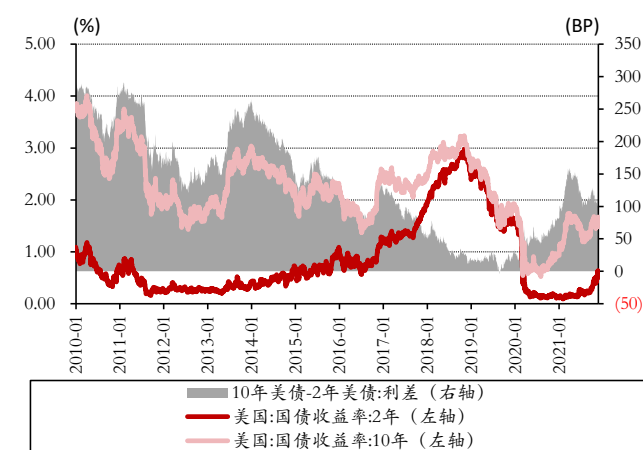


资料来源: 万得, 中银证券

当前美联储的态度依然鸽派, 但政策边际收紧是大趋势。11月议息会议美联储宣布维持基准利率不变, 并将于11月晚些时候启动缩减购债计划, 每月资产购买规模减少150亿美元。美联储如期落地缩减购债, 符合市场预期, 此前早在8月初美国债券市场就已经开始反映美联储紧缩货币政策了, 因此三个月当中, 2年美债收益率的波动中枢从0.2%上行至0.5%, 10年美债的收益率也从8月初的1.2%左右上行至1.6%左右, 美债期限利差随之拉大。虽然在经济数据持续向好的支持下, 美联储已经落实了缩减购债政策, 但在紧缩货币政策方面, 美联储的表态维持鸽派, 特别是对于加息预期, 美联储主席鲍威尔在会后表态减码购债的时机对加息没有直接信号意义, 引导市场不要预期2022年加息, 但即便如此, 市场依然预期2022年中期加息概率超过70%, 年底前加息概率超过90%。市场一直以来将新冠疫情的影响定性为“冲击”而非类似次贷的“危机”, 因此新冠冲击过后, 美联储超宽松的货币政策更迅速的回归常态化也就顺理成章成为市场的一致预期。特别是对美联储来说, 无论是国内经济数据持续向好、通胀压力有攀升的趋势、失业率稳步回落, 还是全球主要国家和地区央行的货币政策本轮复苏过程中已经开始同步收紧, 都支持美联储货币政策收紧。反观延后收紧货币政策的理由则有两个, 一是难以预测的新冠疫情卷土重来, 二是2022年美国中期选举在即。综合判断, 我们预计, 美联储2022年加息不止一次是大概率事件。

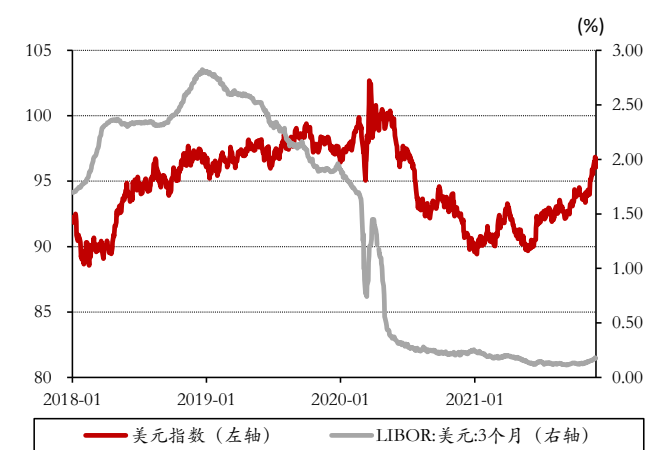
受经济强劲和加息预期支撑, 美元指数易强难弱。虽然美联储已经落地缩减购债政策, 并且美债收益率也出现了明显上行, 但从货币拆借利率看, 美联储依然维持着流动性宽松的格局。3个月美元LIBOR在2021年中稳步下台阶, 从年初的0.2%上方逐步下行至当前在0.15%上下波动。但宽松的货币环境没有改变美元指数走强的趋势。美元指数的走势, 主要受到三个因素影响: 美国经济基本面、美联储货币政策、以及美国经济的全球比较优势, 特别是较欧洲经济的相对优势。从美元指数年内走势看, 上半年先上后下, 先后受到美国经济增速大幅走高和欧洲二季度新冠疫情缓解, 与美国经济复苏差异收窄影响, 下半年则在美联储收紧货币政策的预期主导下, 美元指数从90持续上行, 并在缩减购债落地后突破96。2022年全球经济复苏仍是大趋势, 发达国家之间经济增速差难以持续拉大, 但是考虑到经济复苏的基础和各地区内部经济分化情况不同, 欧央行难以跟随美国实施进一步的货币政策紧缩, 货币政策优势支持下, 2022年美元指数难以走弱。

图表 6. 美国国债利差有走阔趋势



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 美元指数走强，美元流动性保持宽松



资料来源：万得，中银证券

美国的问题之一：就业。美国就业数据当中有一项背离：从失业率看，2020年4月冲高至14.8%之后持续下行，截至2021年10月已经回落至4.6%，低于2015年美联储采取加息措施时的失业率，且与新冠疫情前的失业率水平相当；另一方面，从非农就业数据的职位空缺数看，2021年7月达到创纪录的1109.8万人之后虽然连续两个月下行，但9月仍有1043.8万人的职位空缺，大幅高于2015年的5000-6000万人，和新冠疫情前的7000万人左右。我们认为随着财政补贴的到期，劳动力有望回到就业市场，届时失业率继续下行，非农职位空缺数也将明显回落。随着就业市场逐步恢复到常态水平，企业层面劳动力短缺的问题得以解决，美国本土生产端复苏将加速修复，同时考虑到三季度私营企业薪资同比增速创下2001年以来新高，个人消费支出有望获得支撑。但就业恢复的问题在于新冠疫情的变化和疫苗接种率提升，数据显示2021年7月美国每百人新冠疫苗接种量超过100之后上升速度明显减缓，截至11月中旬仅为每百人接种131.42剂次。另外根据美国劳工部公布的数据显示，9月美国辞职人数达到440万人，创历史新高，其中辞职人数增幅最大的领域是艺术、娱乐和一些服务行业，以及地方、州政府中的岗位。因此仍需警惕2022年新冠疫情对经济就业结构调整的持续影响，以及由此对经济供求结构产生的间接影响。

美国的问题之二：通胀。相较就业复苏进程的不确定性，通胀走高是更为确定性的影响。2021年10月美国CPI同比增速达到6.2%，创下1991年以来的新高，核心CPI同比增长4.6%，同样创下1992年以来新高，PPI同比增长22.2%，创下1975年以来新高。从CPI构成来看，美国的通胀上升主要推动来自能源价格上行，10月能源同比增长30%，受能源影响较大的交通运输价格同比增长18.7%，但其他项目的增速也处于较高水平，包括食品、住宅、娱乐、信息技术、以及计算机周边等，价格同比增速均创下次贷危机以来同比最高水平。2022年随着通胀基数走高，CPI同比增速将有所回落，其中最早的能源和交通运输价格在2022年1月就会出现下行压力，偏晚的食品和住宅在6月

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_30648

