



日期：2021 年 12 月 27 日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyueyao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

相关报告：

中国通胀全景分析

起伏之年 繁荣始点

——2022 年宏观经济、金融展望

■ 主要观点

展望 2022，中国经济增长或落与 5.5-6.0 间、M2 在 7.5-8.5 间，CPI 在维持低位平稳的同时，PPI 将逐级回落；同时公债净发行或达 9-10 万亿。降息、对冲性降准下央行或开启直购资产模式，货币内生体系认识渐为市场认识，货币中性偏紧无碍利率下降通道开启；楼市调控引导全社会资产配置结构重塑，资本市场在波动分化中股债双暖来临。

2022 年宏观环境展望

后疫情时代到来，主要经济体宏观政策的转变：美国货币政策或转向 YCC，即着重压制远期利率的收益率曲线控制策略；欧洲延续宽松+统一基金，新兴市场、非主流西方，加息声声低。国际政经环境，科技竞争或重启。

2022 年中国经济预期：起伏之年

先涨后缩，CPI 重回主角地位。“宏观稳、微观差”状态延续，债务约束财政激励力度，楼市债务风险或从海外扩展到国内。经济增速或再微降：首先，外贸高光时刻将过去；其次，作为第一增长动力的投资增速偏弱；第三，消费增长在疫情和楼市泡沫的影响下，增长疲软态势未改。最后，工业经济将在出口回落、消费和投资下行带动下，较当前增速小幅下降。

2022 年中国金融展望：繁荣的起点

开启利率下降周期，开启资金向股市大迁移时代。治理楼市泡沫必然挤出楼市里的资金，导致居民资产配置结构的改变；而楼市里流出来的资金将流向资本市场。通胀和结构变动带来中观层面利润的变化，2021 年集中在上游的行业利润分布格局将发生改变，中下游利润或在 2022H2 呈现恢复性增长态势，资本市场分化中热点或有轮换规律。

2022 年大事件展望-六大有利事件

新冠病毒溯源和特效药取得进展，概率低。中美关系好转渐入蜜月期，开始取消加征关税，概率低。中欧全面贸易协定重启并成功落地，概率中。中国央行开启直购资产模式，概率中。楼市调控政策不放松，概率较高。大宗商品价格大幅下行，概率最高。

2022 年大事件展望-六大风险事件

疫情再起，概率低。退出过速，概率低。远东地缘政治冲突，概率中。供应链不顺恶化，概率中高。科技竞争重起，概率高。退出过慢，概率较高。

■ 风险提示

疫情延续时间超出预期，楼市政策突变，其它引发经济运行节奏改变因素。

目 录

一、2021 年世界经济：复苏续低迷	4
1. 疫情下的经济高波动	4
2. 物价上涨中现国别分化	5
3. 欧美货币持续扩张	7
二、2021 年中国经济：收获抗疫红利	8
1. 经济复苏中平稳前行	8
2. 外贸发展的“高光”时刻	9
3. 结构调整和改革持续推进	10
三、2022 年宏观环境展望	10
1. 后疫情时代到来	10
2. 救助退出的政策过渡期	13
3. 主要经济体宏观政策的转变	14
4. 国际政经环境：科技竞争或重启	15
四、2022 年中国经济预期：迎压力、战风险	17
1. 经济增速或再微降	17
2. “宏观稳、微观差”状态延续	21
3. 债务约束财政激励力度	21
4. 楼市债务风险或从海外扩展到国内	23
5. 先涨后缩，CPI 重回主角地位	23
6. 地缘政治风险上升	25
五、2022 年中国金融展望：繁荣的起点	25
1. 开启利率下降周期	25
2. 开启资金向股市大迁移时代	27
3. 寻找节点，踏准节奏	28
4. 央行或直购资产	29
六、2022 年大事件展望	29
1. 六大有利事件	29
2. 六大风险事件	30
风险提示	31

图

图 1	全球主要经济体 GDP 增速变动：发达国家（当季实际，%）	4
图 2	全球主要经济体 GDP 增速变动：新兴市场（当季实际，%）	5
图 3	发达国家通胀的分化表现（CPI 同比/月，%）	6
图 4	发展中国家通胀的分化表现（CPI 同比/月，%）	6
图 5	欧洲央行资产规模的变化（季度，百万欧元）	7
图 6	美国央行资产规模的变化（季度，百万欧元）	8
图 7	中国经济消除噪音后的运行态势（累计增速，月/%）	8
图 8	中国经济进入平稳运行的态势（当期同比，月/%）	9
图 9	中国进出口增速变化（当月同比，%）	10
图 10	新冠疫苗接种进展	11
图 11	新冠疫苗接种人数占比(完全接种)（2021 年 11 月 6 日）	12
图 12	后疫情时代的经济前景预测.....	13
图 13	金融危机后 FED 货币政策的操作历史	14
图 14	国际经济循环体系的改变	16
图 15	国际经济竞争的发展趋势	17
图 16	中国进出口数量指数（HS2）的变化	17
图 17	中国进出口价格指数（HS2）的变化	18
图 18	中国固定资产投资增速的变化（同比/月，%）	19
图 19	疫情前中国消费增速逐年下台阶（同比/月，%）	20
图 20	高房价→低储蓄→低投资——低增长.....	20
图 21	中国财政收支和地方债务（年度，亿元）	22
图 22	中国财政收支变化（%）	22
图 23	产业周期依次演化带来信用违约变化.....	23
图 24	MB 铁矿石价格指数:62%粉矿:CFR 青岛港(MBIOI-62%)	25
图 25	中国货币乘数的持续扩张态势.....	26
图 26	中国利率曲线期限结构变化.....	27
图 27	流动性分布结构改变带来的市场长期性趋势.....	28
图 28	中国 2022 年资本市场演化逻辑猜想.....	28
图 29	中国债券市场的划时代前景.....	29

表

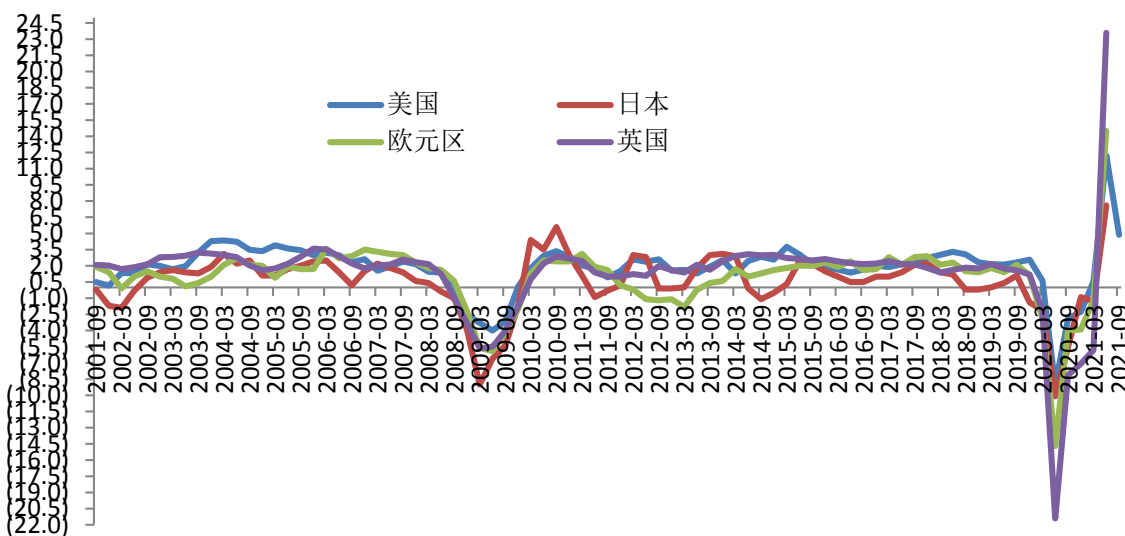
表 1	疫情影响主要经济体 GDP 增长波动倍数.....	4
表 2	中国中期进出口预测（季度）	19
表 3	中国经济主要指标预测（当期同比）	21
表 4	中国通胀指标预测（中性场景）	24
表 5	中国货币环境指标预测（中性场景）	27

一、2021 年世界经济：复苏续低迷

1. 疫情下的经济高波动

疫情给世界经济带来的扰动超越了二战后的任何一次危机冲击：全球主要经济体的经济增速无一例外都经历了深 V 形波动。除了抗疫最为成功的中国外，全球主要经济体 GDP 增速均在 2020 年 2Q 达到最低点，并在基数效应影响下于 2021 年 2Q 达到峰值。中国由于抗疫成功，在全球经济体中经济增速率先触底，率先反弹，自然也是率先恢复正常。

图 1 全球主要经济体 GDP 增速变动：发达国家（当季实际，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

此轮各国经济增速在波动幅度看，美国为 21.3，日本 17.7，欧元区 29.2，英国 47.9；就新兴市场而言，中国为 25.1，印度为 44.6，巴西为 23.3，俄罗斯为 18.3。结合各国危机前的经济增速，以 2019 年 4Q 的当季增速平均为标准，从各国波动倍数的比较中显然可见，中国受疫情的影响最为有限。其中，日本由于本身经济处于停滞状态，故疫情扰动的倍数超出正常值，并不具有特别意义；就其它国家看，英国、巴西、欧元区经济受到的疫情扰动比较显著，美、俄、印处于同一水平，而中国影响显然只有美等国家的一半。

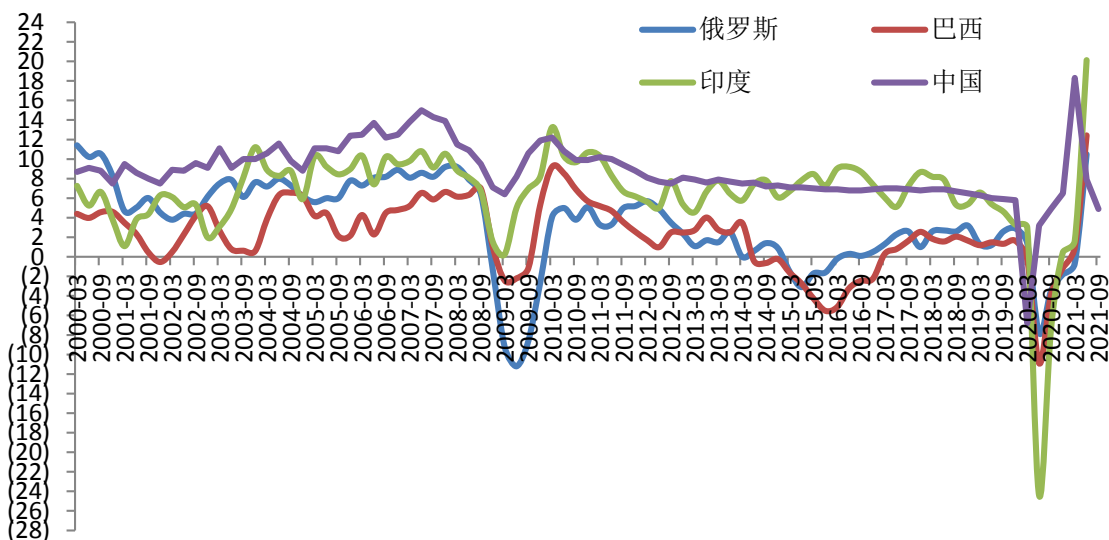
表 1 疫情影响主要经济体 GDP 增长波动倍数

	美国	欧元区	日本	英国	俄罗斯	中国	巴西	印度
振幅	21.3	29.2	17.7	47.0	18.3	25.1	23.3	44.6
疫前	2.3	1.6	0.03	1.7	2.0	6.0	1.4	5.0
倍数	9.3	18.3	590	27.6	9.1	4.2	16.6	8.9

数据来源：Wind，上海证券研究所

显然，从经济增速下降之“坑”的深度看，当前经济失速的程度超过了 2008 年金融危机，不仅发达国家如此，新兴经济体同样如此。

图 2 全球主要经济体 GDP 增速变动：新兴市场（当季实际，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从各国现有经济增速水准看，除了中国外，各国经济增速仍受益于低基数而处高位，未来仍会继续回落。

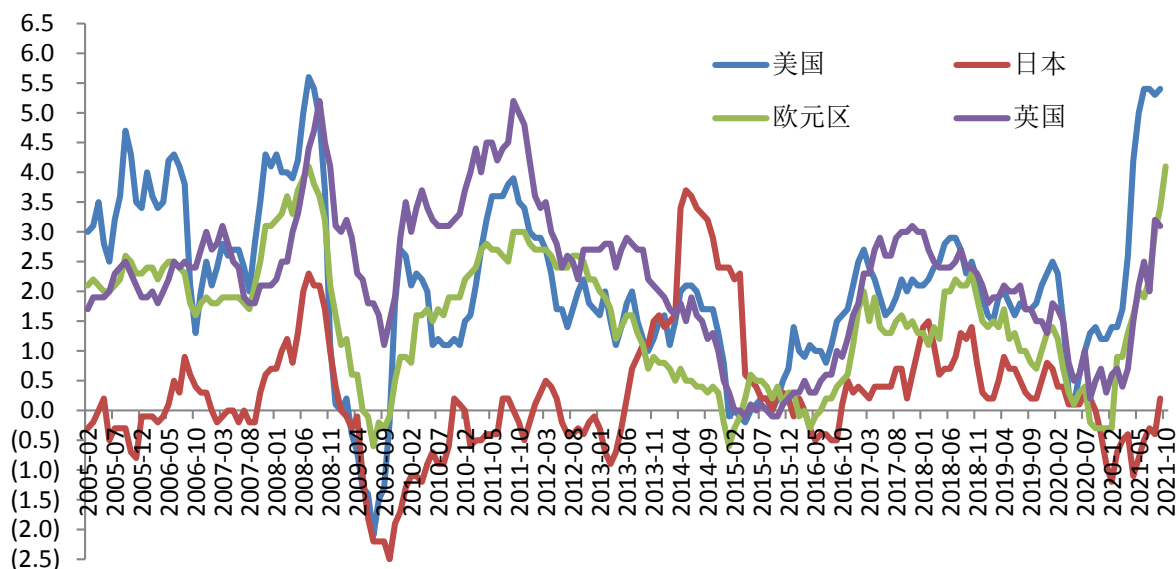
2. 物价上涨中现国别分化

2021 年的宏观经济表现总体上属于疫情后特有的复苏表现：经济、社会有限解封后增速在低基数效应下快速反弹。由于疫情仍未完全得到控制，疫情源头仍未溯清，疫情控制措施仍在，社会活动仍是疫情下的谨慎开放。各国经济活动状况均是供需两端均受到影响，但各国受到的影响结构存在差异：作为疫情控制优等生的中国，供需两端受到的影响均较少；相对而言，海外两端受到的影响均较大，但欧美需求端有救助对冲而影响较少，而供给端受到的影响较大，故而各国在供求不同的变化结构下，物价表现也不一样。

首先，西方主要经济体中，欧美经济体价格反弹严重，通胀态势初现。但由于经济需求疲弱，且存在可预见的未来货币收缩和救助减缩的情况，市场和决策机构对未来通胀的持续性存疑，机构间对通胀前景的预期较为明显。美国 2020 年底的 CPI=1.4，2021 年 9 月上升到 5.4；英国同期变化则从 0.6 上升到了 3.1；欧元区 2020 年 12 月为-0.3，2021 年 10 月则为 4.1。

其次，由于经济低迷，部分西方经济体物价仍然表现低迷。日本经济显然没有受到奥运会刺激，在 2021 年上半年又再度陷入了通缩状态，2020 年 10 月-2021 年 8 月间 CPI 持续为负，直到 2021 年 9 月才上升为正，但也只有微弱的 0.2，还只是在低基数状态下的表现。

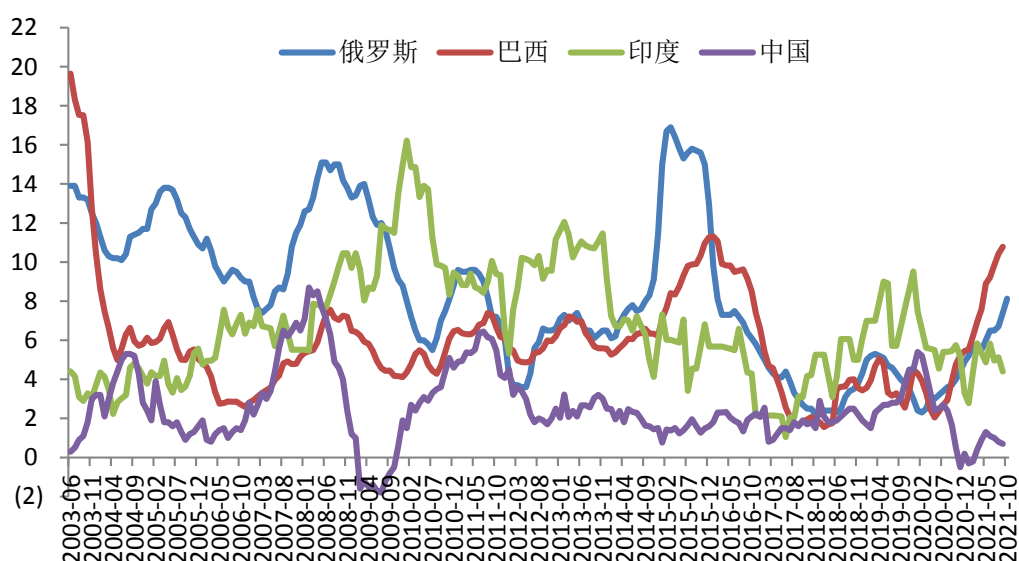
图 3 发达国家通胀的分化表现（CPI 同比/月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

新兴市场、发展中国家的物价表现，也如同发达国家，整体反弹中呈现分化态势：中国、印度表现平稳，俄罗斯和巴西则反弹迅速。

图 4 发展中国家通胀的分化表现（CPI 同比/月，%）



数据来源：Wind，上海证券研究所

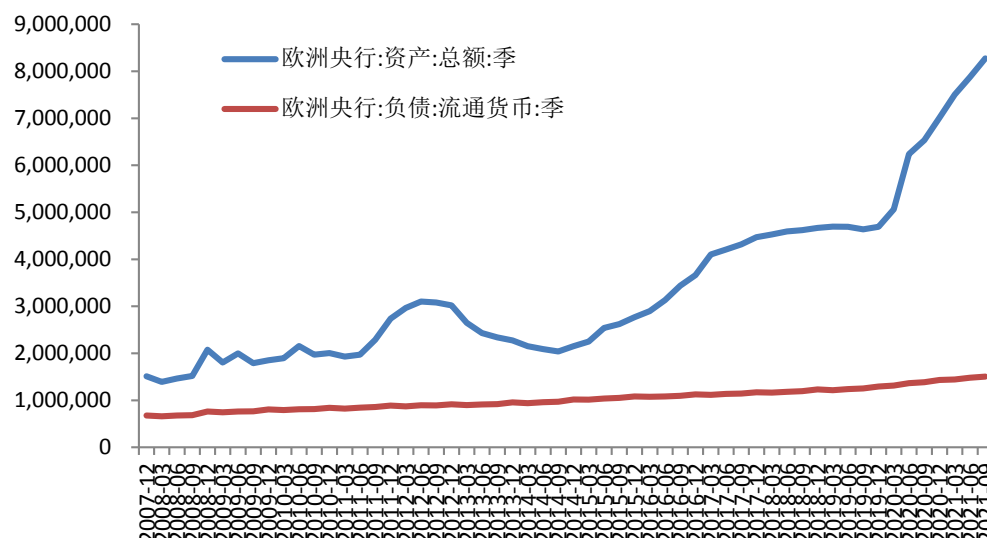
消费品物价在不同国家的不同表现态势，显然和疫情持续下国际经济环境仍受到限制有关系：由于国际贸易和产业链运转不畅，消费品进口国的物价大都上涨，而国内供给较为充分的国家，则在经济低迷影响下，物价整体表现低迷。因此，当前许多国家存在通胀现象，并不是经济周期现象，因而也并不能持续。

3. 欧美货币持续扩张

对于西方发达经济体而言，虽然债务经济时代，货币效应已趋中性，但西方国家央行却仍对货币持续扩张有偏好——在自由主义和自由经济思想成为社会主潮思想下，决策机构总要做点什么，而能做的又只剩货币“放水”单一手段了。

2019 年末，欧洲央行资产规模为 46920 亿欧元；2020 年末，欧洲央行资产规模为 70146 亿欧元，增加 49.5%；2021 年 9 月，欧央行资产规模再度上涨到了 82732 亿欧元，年内累计增幅为 17.9%。

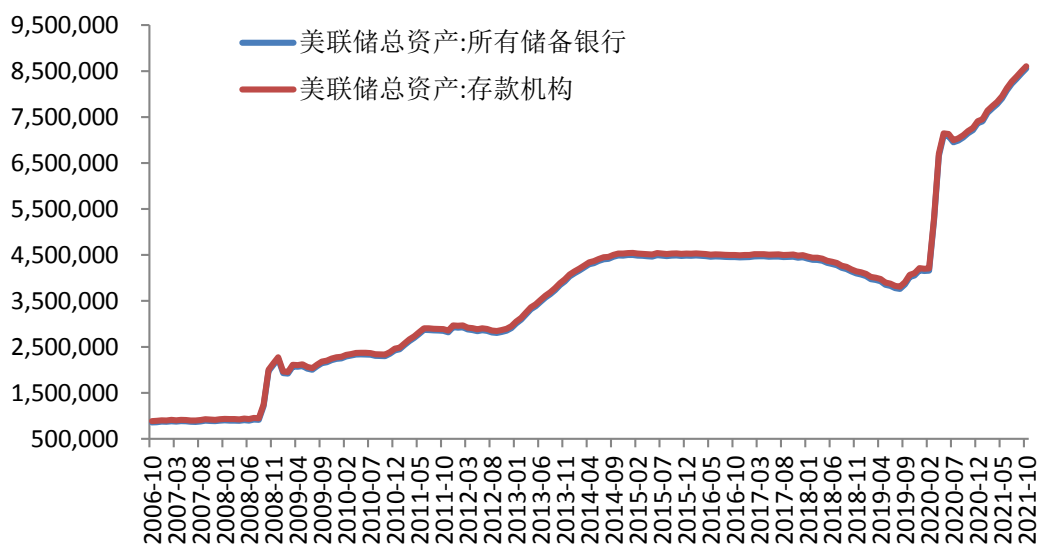
图 5 欧洲央行资产规模的变化（季度，百万欧元）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

美国是本次疫情中货币扩张最为激烈的国家，美国央行报表规模的扩张对全球流动性和资产价格，都产生了重要影响，直接推动了大宗商品价格的集体上涨，抬升了全球制造业的成本。2019 年末，美国央行资产规模为 41656 亿美元；2020 年末，美国央行资产规模为 73633 亿美元，增加 76.8%；2021 年 10 月，美国央行资产规模再度上涨到了 85562 亿美元，年内增幅为 16.2%。美元的扩张，直接稳住了美国金融体系，加上美国经济相对欧洲表现平稳，因而美元指数持续表现较好。

图 6 美国央行资产规模的变化（季度，百万美元）



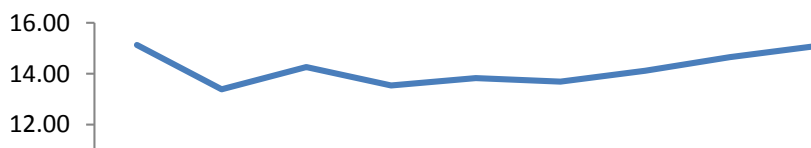
数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、2021 年中国经济：收获抗疫红利

1. 经济复苏中平稳前行

中国在全球中率先控制住了疫情，经济社会生活率先恢复，不仅自身经济领先全球企稳并反弹，还为其它国家生产了大量其它抗疫物质，支持了全球抗疫和为世界经济复苏提供了基础。从中国经济三架马车的 2 年平均累计增速看，中国经济运行相当平稳；进程上看，上半年仍是延续恢复态势，下半年后进入企稳阶段。

图 7 中国经济消除噪音后的运行态势（累计增速，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_35198

