



# 丁安华谈 2022 年宏观经济 主线：“类滞胀” 演进与政 策分化



意见领袖 | 招商银行研究院

作者：丁安华（招商银行首席经济学家）



从今天起，我们将分章节为您推送招商银行研究《不惧未来——2022年宏观经济与资本市场展望》。

本篇为文章第一部分，2022年宏观经济主线：“类滞胀”演进与政策分化。

■ 展望 2022，全球经济将在“类滞胀”的约束下继续修复。疫苗与特效药的积极进展将进一步增强全球经济的内生动能。随着经济活动继续向常态回归，美国供需缺口有望收敛，修复重心将倾向服务业，商品需求

外溢相应收敛，内外供给约束有望内生性修复，至明年中显著改善。相应地，美国通胀短期内或将维持高位，至明年年中可能进入下行通道。但仍需警惕变异毒株冲击和“工资-物价”螺旋式推升通胀的尾部风险。尽管美联储希望容忍通胀在一定时间内“超调”以达成就业市场“广泛而包容”的修复，但鲍威尔也开始承认美国通胀的时长和强度都超出了预期，并表示通胀已满足加息条件。美联储很可能将于明年年中开始加息。

- 中国经济仍将受到“滞”的困扰，“胀”的压力将有所减轻。增长方面，明年我国经济“稳增长”压力依然较大，尽管当前所面临的多重供给约束有望边际缓解，但需求总体疲弱，结构显著切换，外需和房地产投资增速回落将更加明显，消费大概率仍将处于弱复苏状态，制造业投资动能边际衰减，基建投资有望发挥托底作用。通胀方面，随着国内外供给约束缓解，我国结构性通胀压力将显著减轻，PPI 同比增速有望稳步下行，CPI 受猪周期反转影响，同比增速中枢上升。值得注意的是，若明年原材料价格居高不下，导致 PPI 向 CPI 传导的力度和广度超出预期，CPI 通胀幅度可能显著扩张。

- 宏观政策将加强逆周期调节力度，财政政策和货币政策相配合，发挥托底经济的作用。由于经济下行压力加大，财政政策将保持积极姿态，政府新增债务限额或将保持稳定，发行节奏前置，但地方政府债务偿还迎来高峰、土地出让收入下滑拖累财政收入将制约财政政策的空间。货币政策在“稳增长”中的重要性将上升，继续以稳为主，保持政策连续性，结

结构性特征进一步凸显，发挥对经济发展重点领域的“精准滴灌”作用。狭义流动性保持平稳，上半年或受到政府债券供给扰动。广义流动性在“结构性宽信用”导向下，修复态势有望延续至明年上半年，而后缓慢收敛。

■ 大类资产配置策略建议降低进攻性并增强防御。固收整体胜率相较权益来说更高，同时权益内部也可发掘结构性机会以寻求反击。具体有三点判断：第一，维持境外市场优于境内的基本判断；第二，对于境外资产来说，由于美国进入加息窗口，利率敏感型资产趋于弱势，预计境外固收、黄金相较权益市场来说胜率更低；第三，对于境内资产来说，由于国内仍面临“滞”的风险，固收资产的胜率相较权益资产来说将有所提高。具体资产配置建议如下：中高配美元、中国国债、港股（科技）、A股成长风格；标配中国信用债、A股、A股消费风格、美股；中低配欧元、人民币，低配黄金、美债、A股周期风格。

## 2022年中国经济预测表

指标	2019	2020	2021F	2022F
实际 GDP	6.1	2.3	8.0	5.2
社会消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	5.2
全社会固定资产投资	5.4	2.9	6.1	3.4
房地产投资	9.9	7.0	5.8	1.3
基建投资	3.3	3.4	2.1	5.5
制造业投资	3.1	-2.2	9.6	3.5
出口 (以美元计)	0.5	3.6	28.4	4.7
进口 (以美元计)	-2.7	-0.7	29.0	1.0
CPI*	2.9	2.5	0.9	2.0
PPI*	-0.3	-1.8	7.8	3.9
新口径社融	10.7	13.3	10.5	10.5
M2	8.7	10.1	8.5	8.6
人民币贷款	12.3	12.8	11.5	11.0
目标赤字率	2.8	3.6	3.2	3.0
新增地方政府专项债 (万亿元)	2.15	3.75	3.65	3.55
降准预期	次数	3	3	2
	幅度 (bp)	150	50	100
利率	1 年期基准存款	1.5	1.5	1.5
	1 年期基准贷款	4.35	4.35	4.35
	10 年期国债*	3.2	2.9	3.0
	1 年期 LPR: 年末	4.15	3.85	3.85
	5 年期 LPR: 年末	4.80	4.65	4.65
上证综指*	2,920	3,128	3,500	3,500
美元兑人民币*	6.9	6.9	6.45	6.55
伦敦金 (美元/盎司) *	1,394	1,770	1,800	1,750

资料来源: Wind, 招商银行研究院

注: 以上经济指标除专门标注外, 均为增速, 单位为%; 带\*指标为年

度均值。

## 一、2022 年宏观经济主线：“类滞胀”演进与政策分化

“滞胀”（stagflation）是“停滞”（stagnation）和“通胀”（inflation）的合成词，用来描述经济衰退和价格上涨同时出现的现象，以上世纪七十年代的美国经济为典型。多数经济学家认为现在全球经济的基本面与上世纪七十年代不同，全球经济复苏与通胀上行方向一致，不能称为滞胀。但是今年下半年，中国经济增长明显走缓，而价格特别是 PPI 大幅上行。我们不应迂腐地执着于现在的中国与上世纪七十年代的美国之异同，当观察到经济下行与通胀上扬同时出现时，就可以用“滞胀”或“类滞胀”（quasi-stagflation）来描述这种经济运行的状态。当前全球经济显然陷于“类滞胀”格局之中。

对宏观政策而言，这是一种极不理想的经济形态，因为它束缚了政策的应对空间。要解决“胀”的问题，就要付出“滞”的代价；要解决“滞”的问题，就要付出“胀”的代价。因此，全球“类滞胀”格局的演化，将成为理解明年宏观经济与政策的主线。

### （一）“滞”：供需缺口内生收敛

展望 2022，疫苗与特效药的积极进展将进一步增强全球经济的内生动能。随着经济活动继续向常态回归，美国供需缺口有望收敛，修复重心将倾向服务业，商品需求外溢相应收敛。中国经济下行压力加大，尽管当前

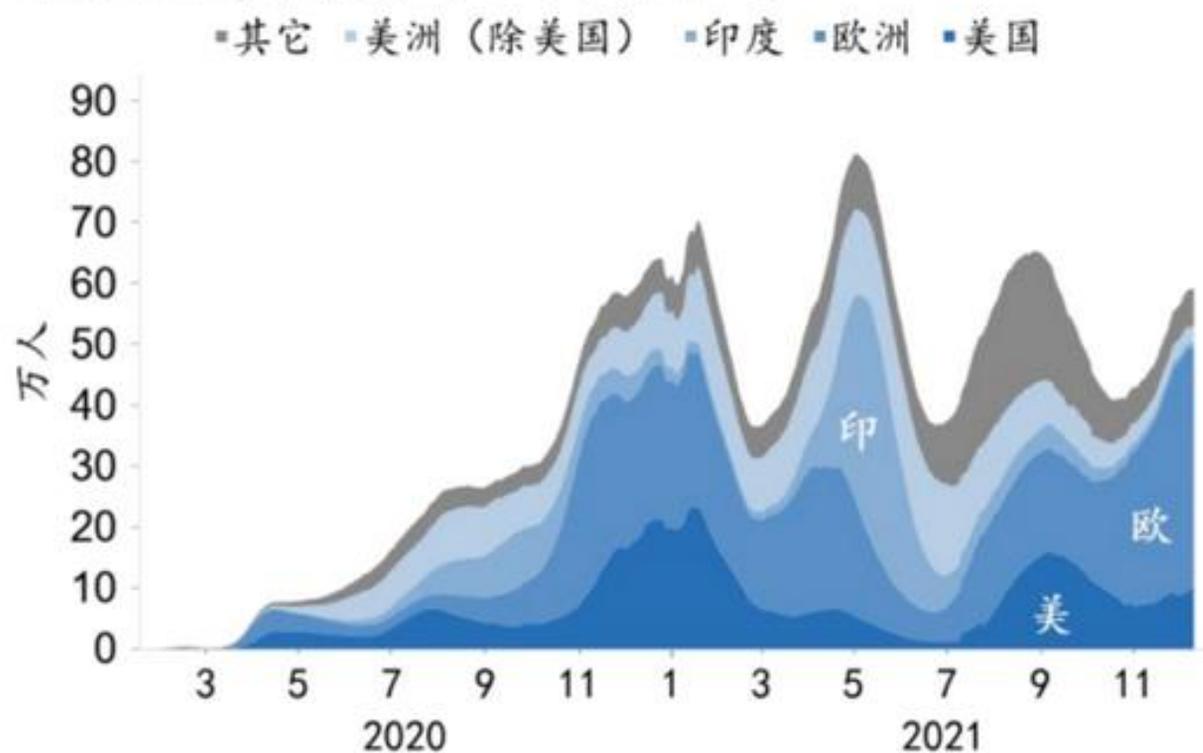
所面临的多重供给约束有望边际缓解，但需求总体疲弱，结构显著切换，出口、投资、消费均承压，对增长形成制约。

### 1. 内生动能：疫苗与特效药

新冠疫情“全球大流行”已持续近两年，给人类社会造成了深重创伤。今年 Delta 毒株对全球再度造成了严重冲击（图 1）。截至 11 月 30 日，全球感染人数超过 2.6 亿，死亡人数超过 5 百万。

图 1：Delta 毒株造成美欧疫情反弹

#### 新冠新增感染构成（七日移动平均）



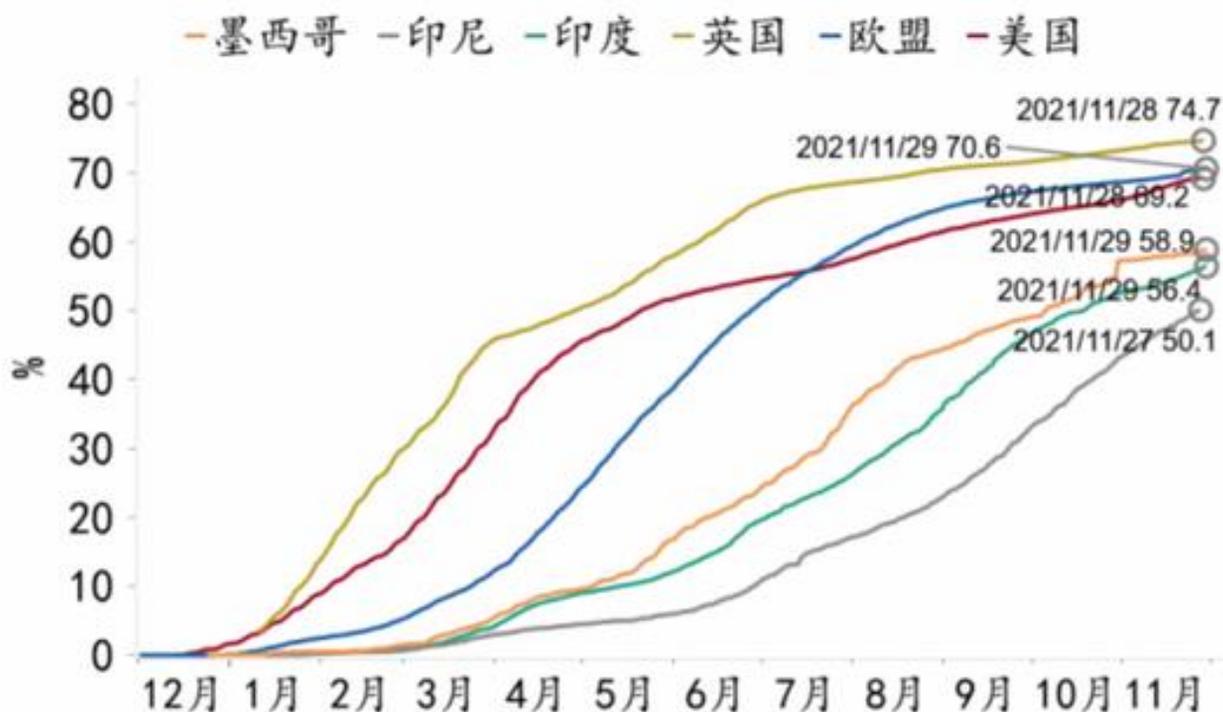
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

好消息是，随着疫苗接种率的提升（图 2），全球经济增长的内生动力

不断增强。从数据上看，疫苗有效地保护了接种人群，降低了感染者的重症率和死亡率，当前全球疫情的蔓延主要由未接种人群驱动。这很大程度上意味着疫苗接种率与经济增长正相关。高接种的发达国家防疫管控将进一步放松，经济率先修复；发展中国家由于疫苗可得性受限，经济活动仍将受到疫情制约。

图 2：发达经济体疫苗接种率趋于饱和

### 主要国家地区疫苗单剂以上接种率



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\\_31375](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31375)

