



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：全球喜忧并存，中国稳中求进》(2021-12-03)



扫码关注浦银国际研究

目录

2022 年中期宏观经济展望：全球完美风暴，中国韧性突显	7
（一）全球经济的担忧由“胀”转“滞”	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
（二）中国——期待稳增长的后半程	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
（三）美国——调整过热的经济	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
图表 33: 未来 12-18 月的通胀情景分析	23
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 and 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

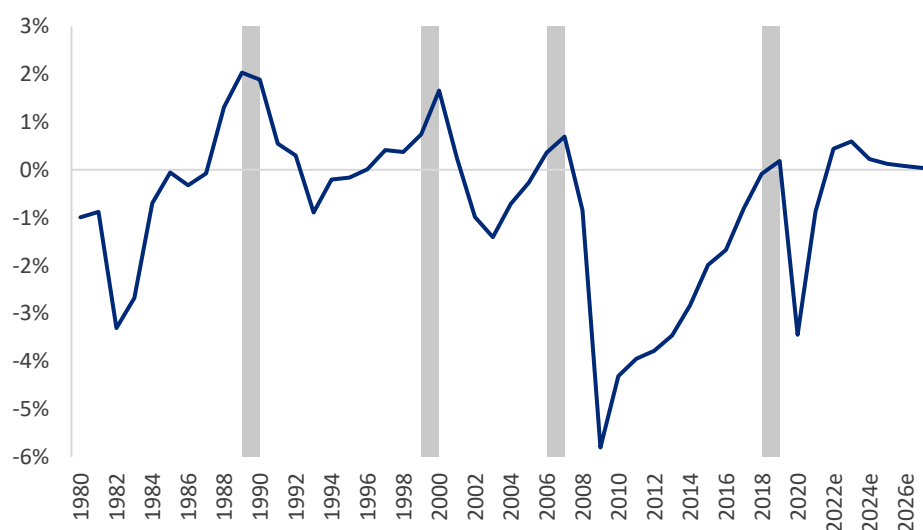
2022 年中期宏观经济展望： 全球完美风暴，中国韧性突显

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

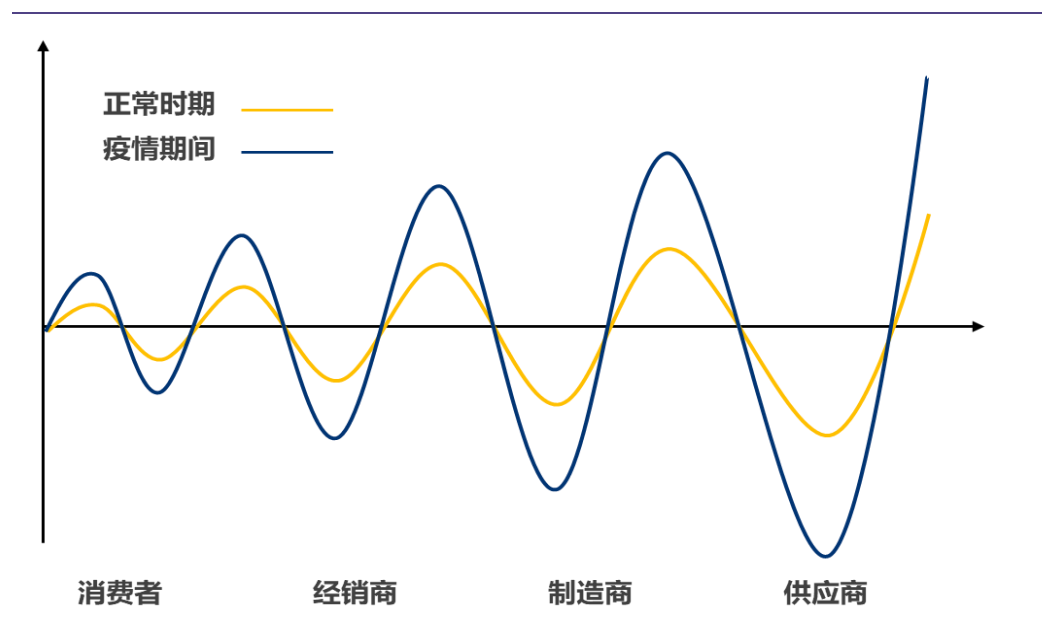
发达经济体——去库存及去金融泡沫风险

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。

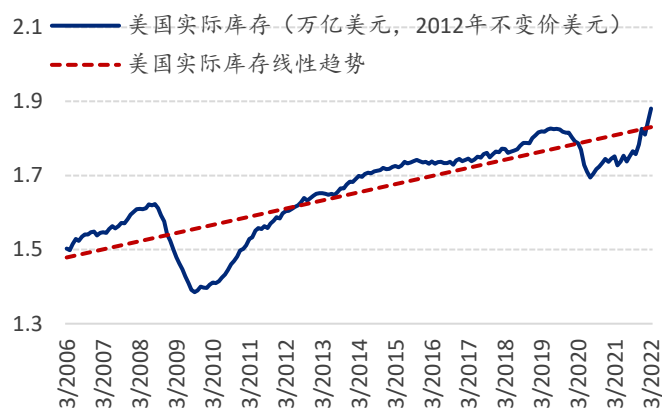
剔除价格通胀因素后，今年年初以来，美国的制造、批发和零售的库存合计升至长期趋势之上的水平。站在当前时点，就绝对值而言，暂时没有出现过高的情况，但是，其增长速度却令人担忧。2008年金融危机后，库存恢复至长期趋势水平需要四年，但新冠疫情后只用了两年。

图表 2：长鞭效应示意图



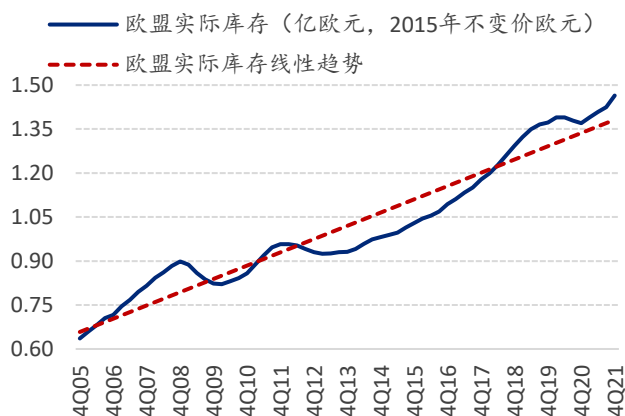
资料来源：浦银国际

图表 3: 美国实际库存（制造商、批发商、零售商）及线性趋势



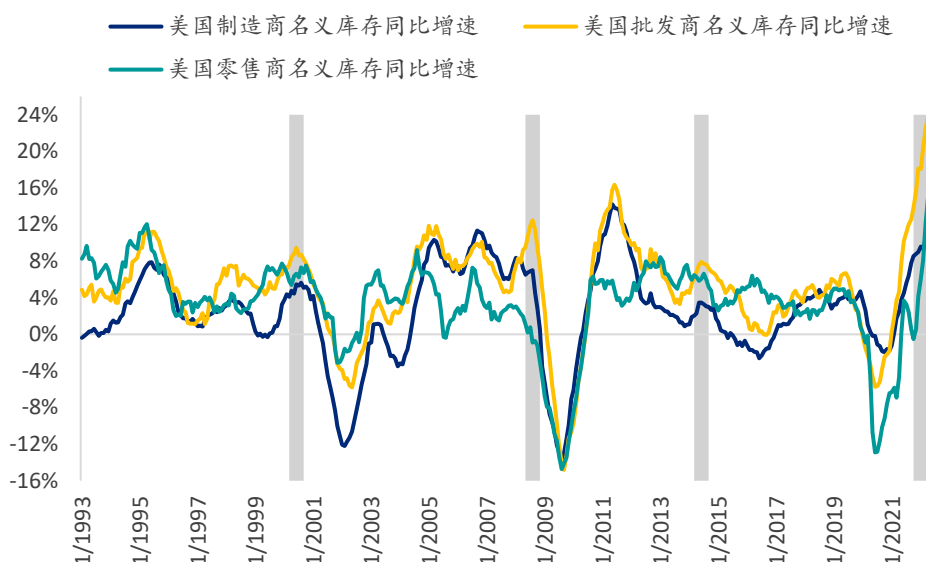
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 4: 欧盟（27 国）实际库存及线性趋势



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 5: 美国制造商、批发商、零售商的名义库存同比增速

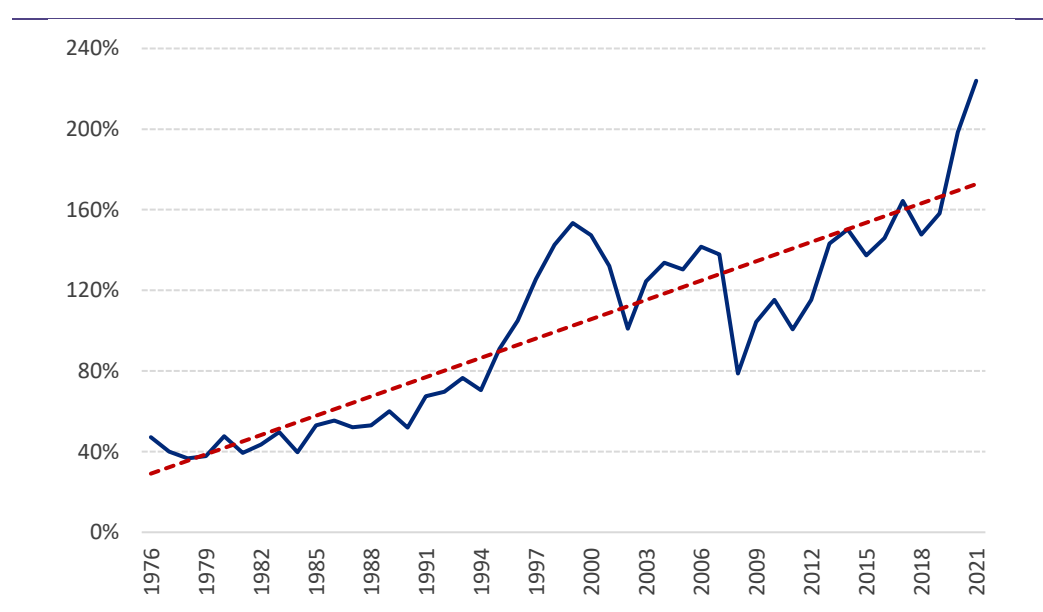


资料来源：Macrobond，浦银国际

更重要的是，当前，美国的批发库存增速达到了 1980 年有数据以来新高，甚至超过了制造和零售库存的增长。历史来看，我们发现，当批发库存增速超过制造或零售库存增速时，经济放缓通常随之而来。当中间环节受到压力时，会试图转嫁给上游或下游。同理，当批发商不得不削减库存时，便会减少制造商订单（导致生产下降），或降价以向零售商出售产品（导致盈利下降）。令我们担忧的，是这次批发库存以前所没有的攀升的幅度远远超过了制造和零售端。因此，我们预计，未来几个月甚至几个季度内，生产和盈利都将有所下降。

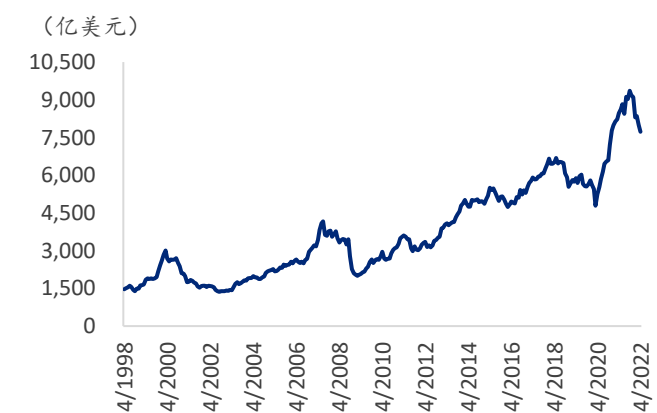
- 2) 金融过剩则会造成资产泡沫，一旦破灭，会导致整体经济的连锁反应。股票市值占 GDP 比重似乎表明，发达市场权益资产的价格被高估，并正在修正。当前美股被高估的程度，可与 2001 年的科技泡沫破裂相匹敌。此外，这一次，零售和机构投资者的证券保证金账户大幅攀升。当前保证金借款人受到资产价格下降的冲击，面临着追加保证金和利率上升的风险。货币宽松政策还令发达市场的房地产价格飙升。在美国，房产价格的飙升与抵押贷款的增长同时发生。但好在这次的问题可能在于估值面，而非实体的库存，因为这次美国的住房空置率并未像次贷危机时那般上升。

图表 6：美国股票市场总市值的 GDP 占比



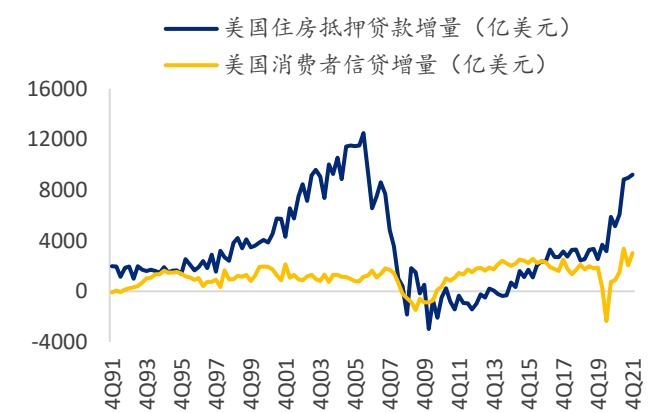
资料来源：Macrobond，浦银国际

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



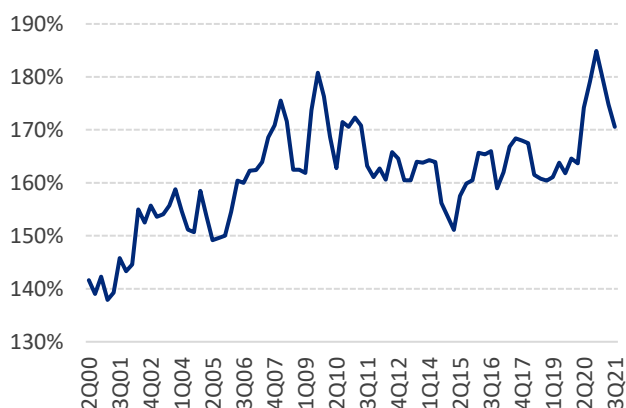
资料来源：FINRA，浦银国际

图表 8：美国住房抵押贷款和消费者信贷的增量



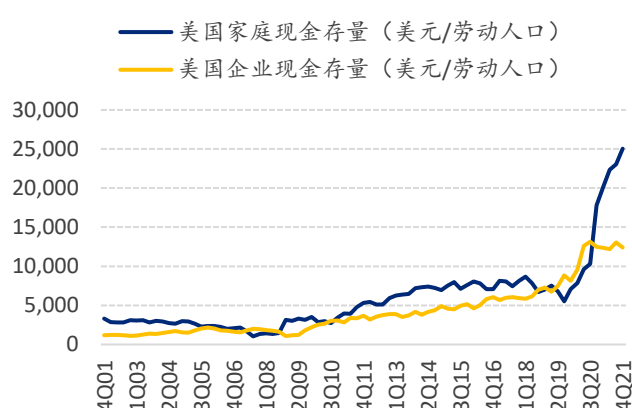
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 9: 发达市场私营部门杠杆率已在 2021 年出现大幅下降



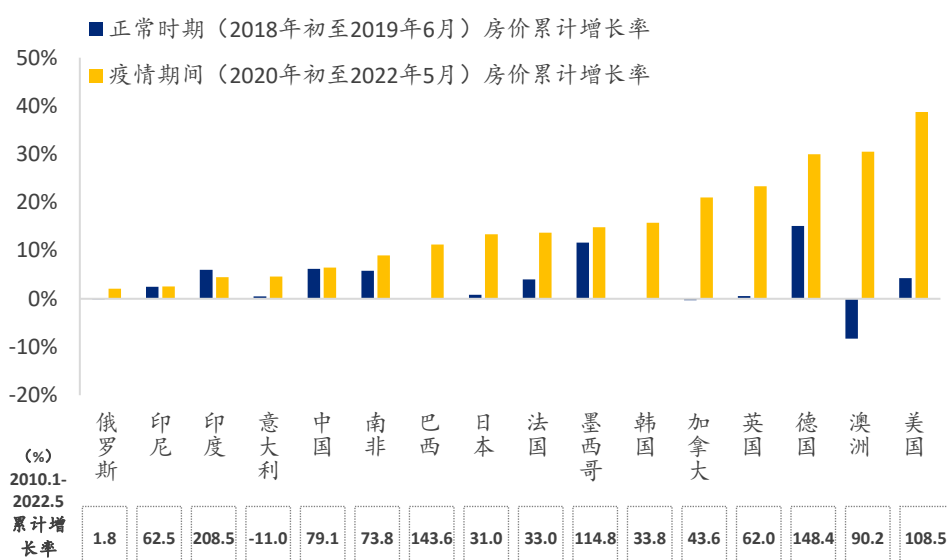
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 10: 美国家庭、企业的现金存量水平在疫情后大幅攀升



资料来源: Macrobond, 浦银国际

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

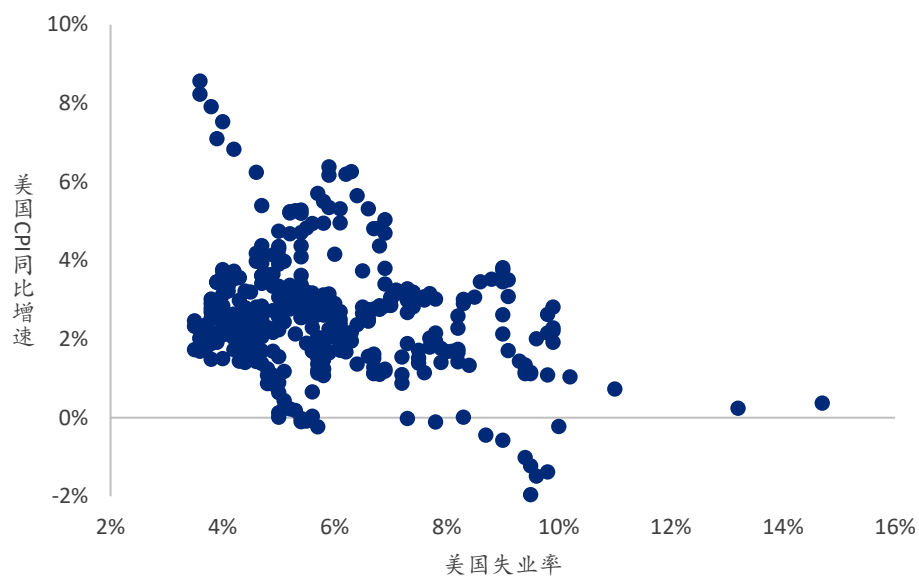


资料来源: Macrobond, 浦银国际

综上所述, 我们认为, 即将到来的这一场经济衰退, 幅度不会很小, 因为商品和金融的过剩都需要消化。但也不会严重到危机级别, 因为相比 2008 年金融危机, 这次私营部门的杠杆率相对可控。当前企业和家庭的现金状况都较为稳健, 这将一定程度上缓冲借款成本上升带来的偿债负担增加。

但是, 对于消费的冲击必在未来 18 个月能明显感受到。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等如 170 万人加入失业, 这对消费必然有影响。去库存导致的盈利影响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消费展望。

图表 12：1990-2022 年，美国菲利普斯曲线（Phillips Curve）

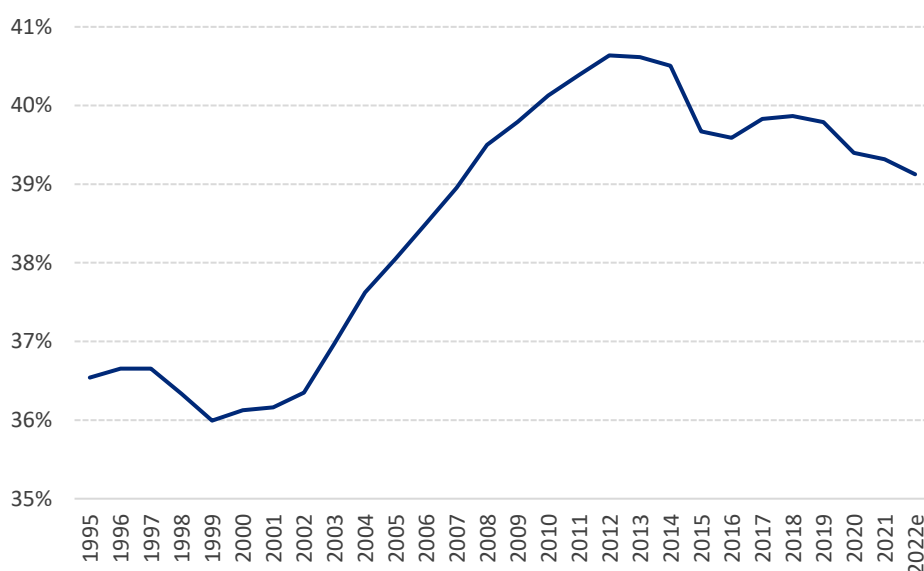


资料来源：Macrobond，浦银国际

除中国以外的新兴市场经济——失落的十年

与发达市场不同，除中国以外的新兴市场经济并没有过热，因此，所面临的问题也不尽相同。除中国以外的新兴市场同时面临着周期性和结构性的挑战，正经历着“失落的十年”。经历了 21 世纪初期的快速增长期之后，2014 年，中国以外的新兴市场在全球 GDP 中的比重达到 26.2% 的峰值，2021 年，该比重回落至 23.6%。21 世纪初，新兴市场成为全球化的受益者，出口的盈利经投资而转化为国内增长。而 2014 年后，美联储缩表令这些新兴经济体受到来自美元升值和美债收益率上升的冲击，资本加速流出，国际收支恶化。之后，新冠疫情来袭，又进一步冲击这些新兴经济体，再度扩大了与发达市场和中国的差距。除中国以外的新兴市场缺乏抗击疫情的医疗基础设施，也缺少在疫情封锁期间能够保证经济正常运转的技术手段。

图表 13：新兴市场（除中国）GDP 的全球占比趋势及预测



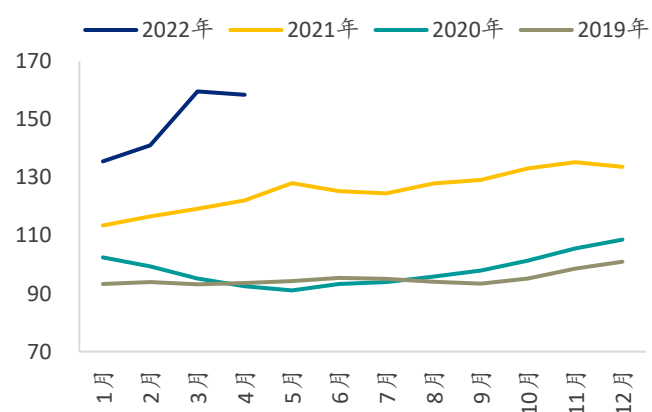
注：e 为 IMF 预测

资料来源：IMF, Macrobond, 浦银国际

如今，2015 年的情景再度上演，他们又一次受到美元和美债收益率上升的冲击，然而，对部分新兴经济体而言，这次的挑战可能较当年更加严峻，主要因为：1) 加息速度更快；2) 他们已经受到了高债务水平的困扰；3) 当下的通胀是一个更为严重的问题，并在货币出现贬值时加剧。其中，防御性较强的新兴经济体，是那些受益于涨价的大宗商品出口国，然而，他们也未必能充分受益于此次大宗商品的涨价，因为随着资源不断消耗，他们也必须实施出口限制以保障本国的使用。东欧是大宗商品净进口地区，因而所受冲击最大；亚洲新兴市场的大宗商品外贸总体而言较为均衡；拉美、中东和北非则为大宗商品净出口地区。

更严重的是，今年新兴市场国家还将遭受食品价格上涨的重创。今年以来，全球食品价格增长 23%。食品在新兴市场的家庭支出中所占比重接近 25% 显著高于发达市场的 10%。当四分之一的家庭支出的价格以超过 20% 的速度上涨时，新兴市场的消费者将不得不大幅削减非食品项目的支出，且不论非食品项目的价格也在上涨。而货币贬值加剧了通胀以及资本加速外流，又会影响就业的前景。这一切看起来都不太乐观。

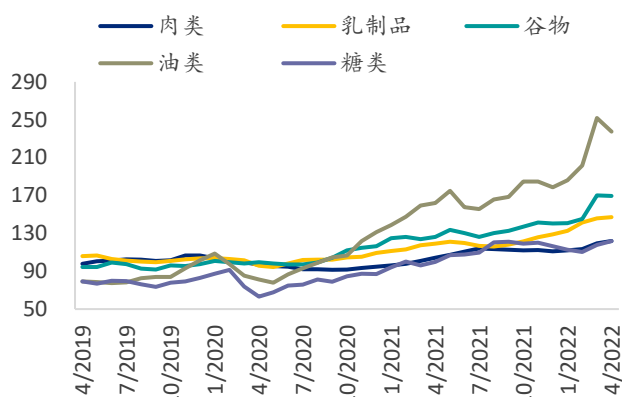
图表 14：2019-2022 年，联合国粮农组织食品价格指数



注：2014-2016 年为 100

资料来源：United Nations，浦银国际

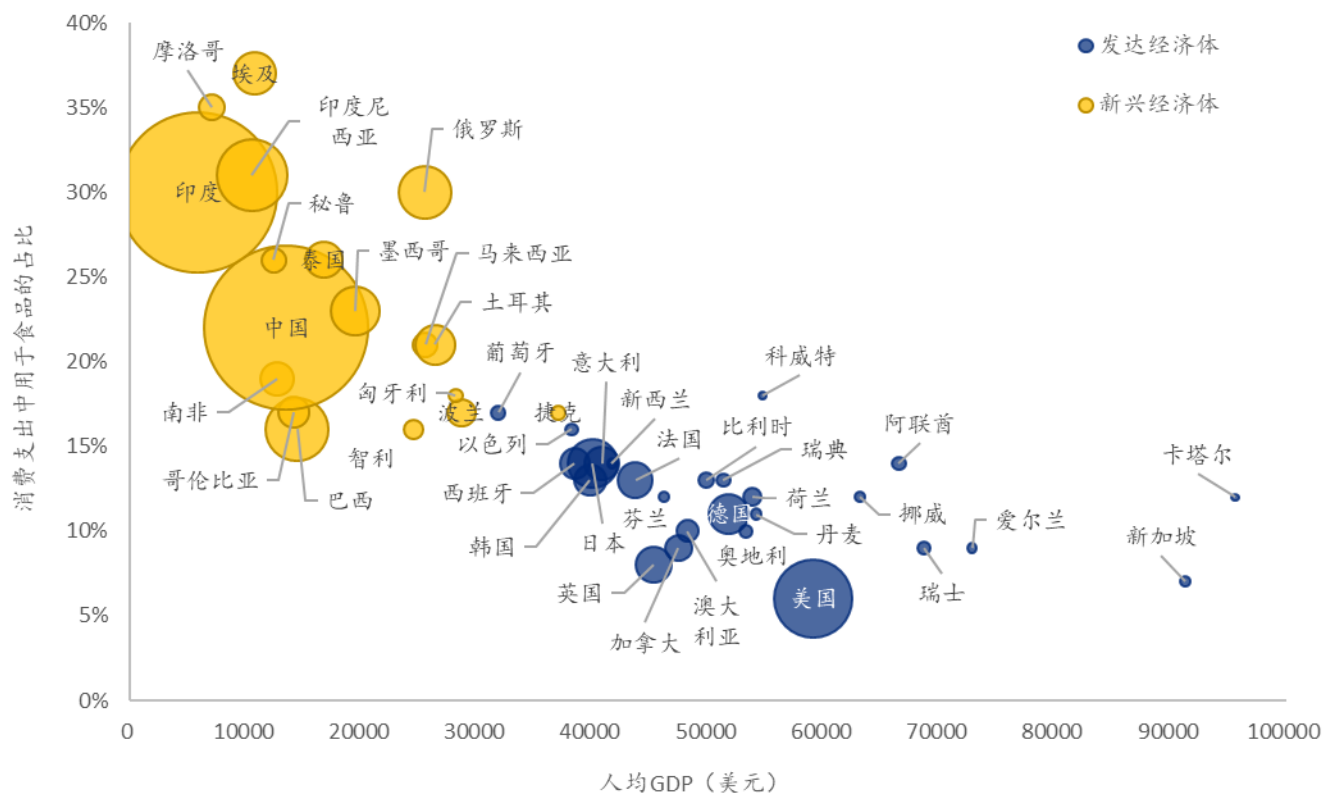
图表 15：联合国粮农组织食品价格指数细分项目



注：2014-2016 年为 100

资料来源：United Nations，浦银国际

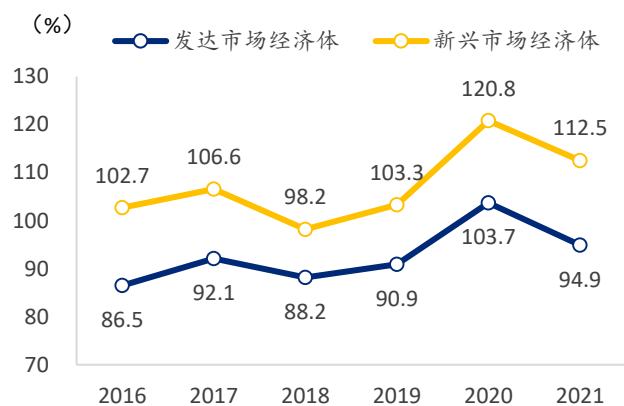
图表 16：2016 年，发达经济体与新兴经济体居民的消费支出中用于食品的占比



注：气泡大小代表对应经济体的人口数量

资料来源：USDA，浦银国际

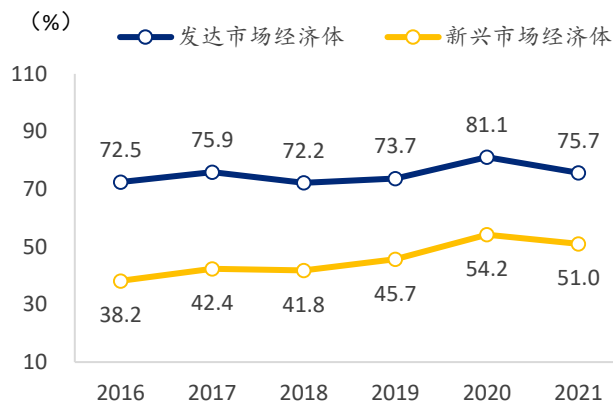
图表 17: 发达市场与新兴市场经济体, 非金融债务占 GDP 比例



注: 2021 年末包含第四季度数据

资料来源: BIS, 浦银国际

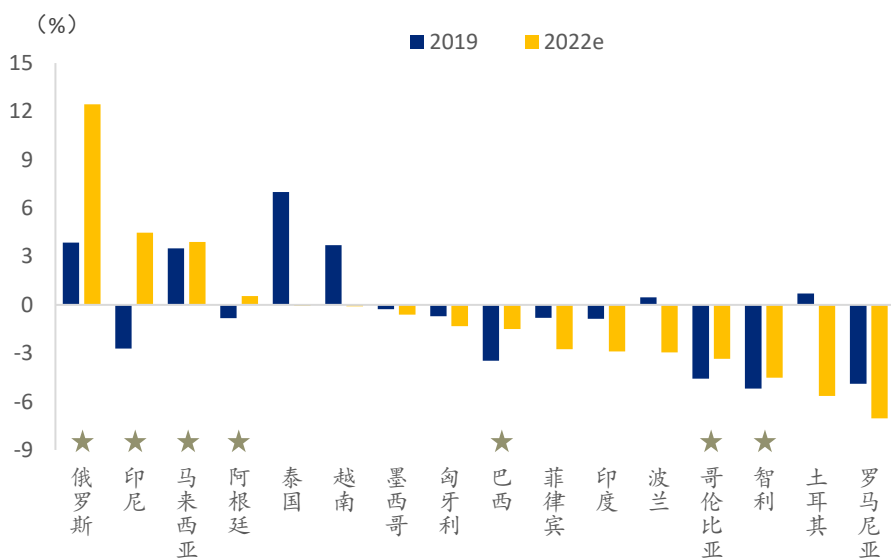
图表 18: 发达市场与新兴市场经济体, 家庭债务占 GDP 比例



注: 2021 年末包含第四季度数据

资料来源: BIS, 浦银国际

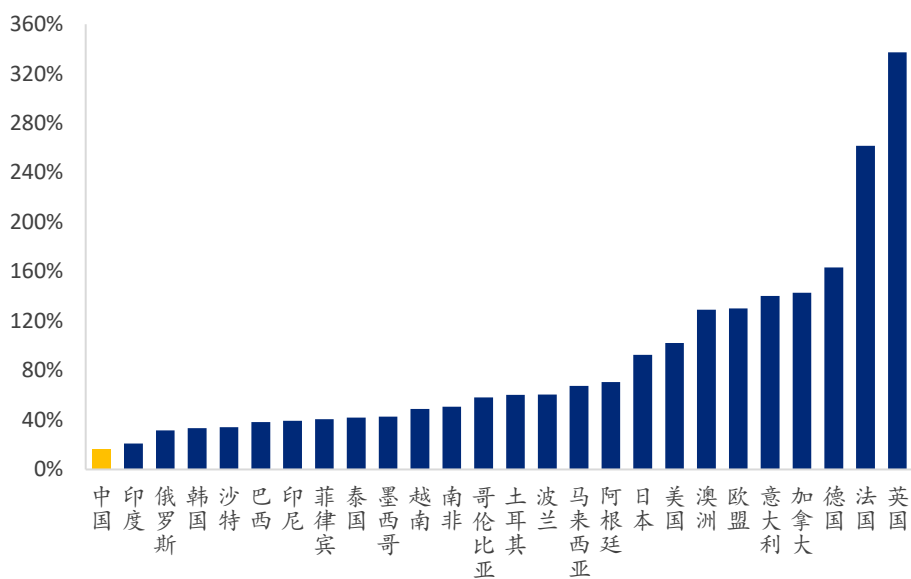
图表 19: 疫情前后相比, 新兴经济体 (除中国) 经常账户余额占 GDP 比例变化



注: ★表示该经济体为商品净进口国, 否则为商品净出口国; e 为 IMF 预测

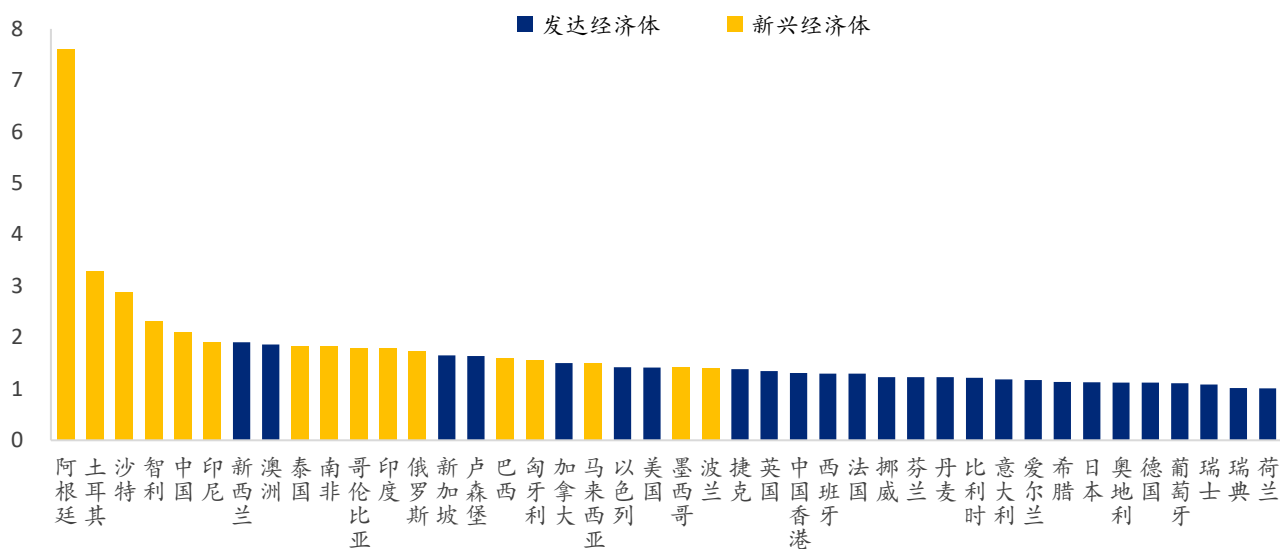
资料来源: IMF, Macrobond, 浦银国际

图表 20：2020 年，全球主要经济体政府外债占 GDP 的比例



资料来源：美联储，CEIC，Macrobond，浦银国际

图表 21：2016-2021 年，各经济体政府债务增长倍数



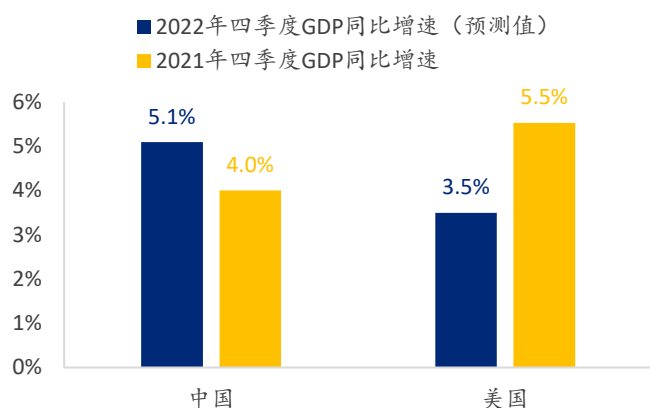
资料来源：BIS，浦银国际

中国经济为何会脱颖而出？

分化、分化、还是分化！第一个分化点是增长周期，第二个分化点是政策周期，第三个分化点则是经济的抗风险能力。

- 1) 中国与其它经济体处于 GDP 周期的不同阶段。目前，主要经济体大多处于经济放缓的初期，而中国经济在 2022 年上半年就已经见底。上半年的疫情封控导致我们下调了对中国经济增速的预期，但这并不会改变我们所预计的增长轨迹。最初，我们预计中国经济将在 2022 年一季度见底，现在推迟至二季度，但这并没有改变我们下半年经济增长强于上半年的预期。无论如何，疫情后经济活动的自然反弹和更多地政策支持都倾向于我们对下半年经济增长抱有信心的观点。相比美国，中国今年四季度的同比 GDP 增长将会高过去年同期。我们重申，全年的增速水平并非是最重要的因素，而是增长轨迹。中国将是少数主要经济体能在今年实现复苏，而其它经济体正在进入衰退期。

图表 22: 中国和美国 2021 年四季度和 2022 年四季度 GDP 同比增速

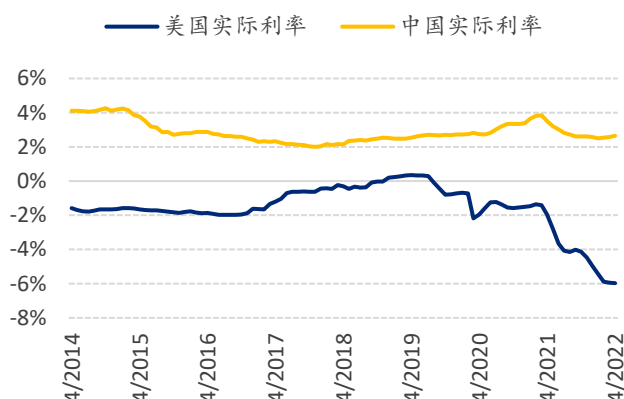


注：数据为 IMF 预测

资料来源：IMF, Macrobond, 浦银国际

- 2) 中国是 2020 年第一个从新冠疫情所导致的经济暴跌中复苏的经济体，并率先在 2021 年实现了货币财政政策的正常化，从而在全球流动性空前泛滥的情况下避免了国内资产泡沫的形成。正如我们在此前报告中所写，中国政府甚至比发达国家政府更善于执行逆周期的货币政策调节。全球多数央行在执行宽松的货币政策时往往落后于经济周期，并且时常以不对称的货币政策结束；换句话说，其它央行往往在宽松期采取快速、大幅度的政策支持，而在需要收紧货币的时候却带着犹豫、步伐较慢，这导致了资产价格错配。在收紧货币政策的过程中，经济恶化是不可避免的，但货币政策正常化拖得越久，过程就会越痛苦。2021 年，中国不仅比其他国家更早完成了政策正常化，并且所用时间更短（大约一年左右）；相比之下，我们预计其它经济体因收紧货币政策而出现的经济恶化将更加混乱和漫长，影响将会从今年一直蔓延至起码 2023 年。

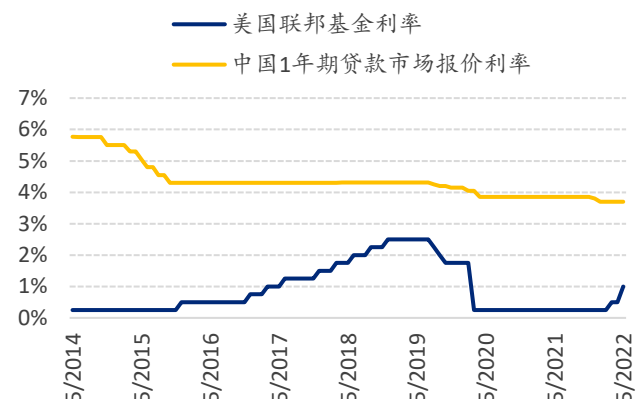
图表 23：中美两国的实际利率走势



注：实际利率 = 政策利率 - 核心 CPI 同比增速（3 个月移动平均）

资料来源：Macrobond，浦银国际

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

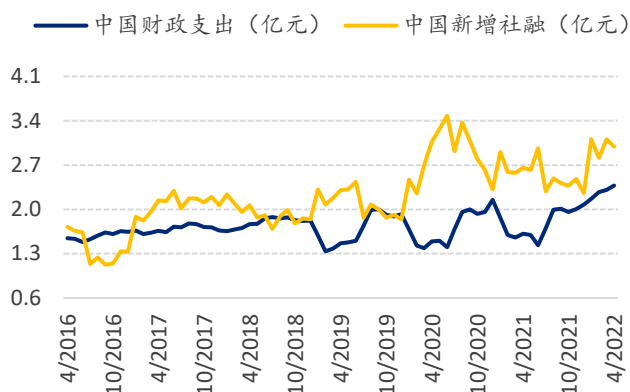


资料来源：Macrobond，浦银国际

如我们所预期，去年年底，中国货币政策立场的拐点到来。我们此前预计，2022 年上半年会分别降息和下调存款准备金率一次，目前这个预期已兑现。我们预计，今年下半年还有 1-2 次降息。我们并不认为，中美国债利率倒挂是最大的担忧。在我们看来，中国的资本流动并不像成熟经济体那样与利率紧密关联，因为中国的长期结构性的投资机遇要超过固定收益投资。这一点，也是去年年底时，我们给出降息这一有别于市场共识的预测的基础，因为我们不认为，对于中国央行而言，利率差和汇率比扩内需的优先级更高。与此同时，我们认为货币的价与量至少应是同等重要。目前贷款意愿仍疲弱，因此信贷扩张最终或会变成流动性陷阱。当前时点，降低存量债务人的借贷成本比创造新需求更重要。

同时，我们认为，这一次财政政策将会且应该扮演更重要的角色。由于失业和经济活动放缓，私营部门面临着现金流问题带来的流动性不足，提供信贷和降低借贷成本，仅能提供暂时的缓冲，因为未来这些融资仍需要偿还，因而，本质上这是在下注私营部门的收入增长将来会有所改善。我们认为，财政政策的介入，提供直接补贴纾困更加有效，只有收入和现金流问题解决之后，才能创造新的需求，否则投资和消费的意愿将持续疲弱，降低政策的效力。毫无疑问，政府公布的“一揽子措施”及一系列稳经济会议以确保支持性措施全面而迅速地执行，释放了加强财政支持的强烈信号。通常，财政政策对实体经济的影响有 3-6 个月的滞后期，在看见实际效果前，市场预期一般都较波动，与市场的沟通变得更为重要。如下图显示，今年 4 月的财政支出和新增社融组合已是 2020 年疫情以来最高。

图表 25：中国实际财政支出和新增社融的趋势



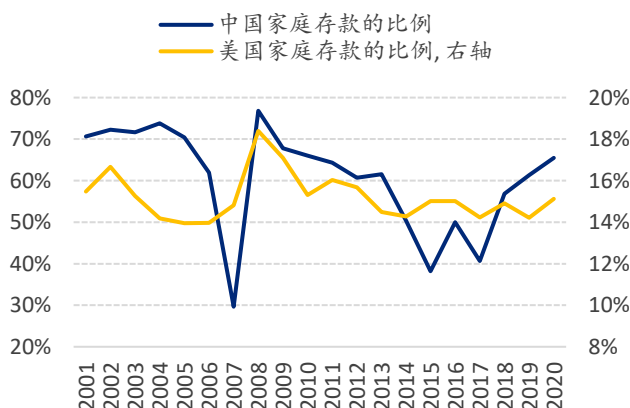
注：6个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

3) 我们上文所提到的发达和新兴场所面临的问题，目前在中国并未出现。

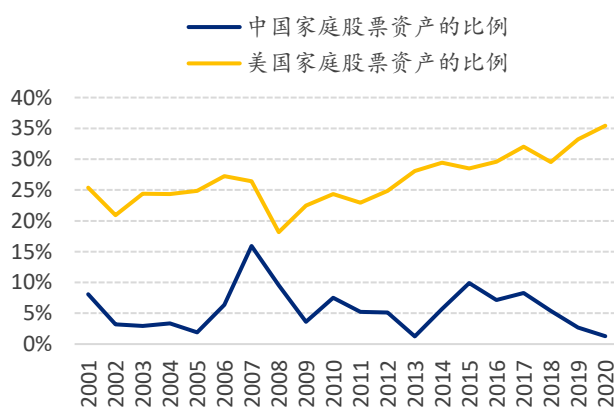
i) 目前中国的通胀水平仍在可控范围内。主要经济体中，中国是CPI最低的国家之一，PPI也早于其他国家见顶（4Q21）。保供稳价政策和进口在GDP中的低比重所展现出的经济自给自足，在当中起到了重要作用。因此，当需要实施财政扩张时，通胀不会成为绊脚石。ii) 中国没有库存过剩问题，实际上，在复工复产以及内需扩大之后，企业可能还需要进行补库存。iii) 中国股市和房地产并未过热，估值无需回调。iv) 尽管出口增长放缓，进口价格上涨，中国的经常账户盈余仍然稳健，1Q22为895亿美元，去年同期为709亿美元，因此对货币贬值及资本外流的防御性更强。v) 中国是世界上食品供应量（潜在产量加库存）最高的国家之一，仅次于新加坡，因而受短期食品价格上涨的影响较小。但这需要与长期食物自给率分开来看，中国的长期食物自给率已从2000年的101.8%降至2020年的76.8%。尽管近80%的水平尚属稳健，并且高于一些主要国家，如瑞士（54%）和日本（40%），但提高食物自给率，符合中国的长期安全利益。

图表 26：中美两国的家庭存款比例对比



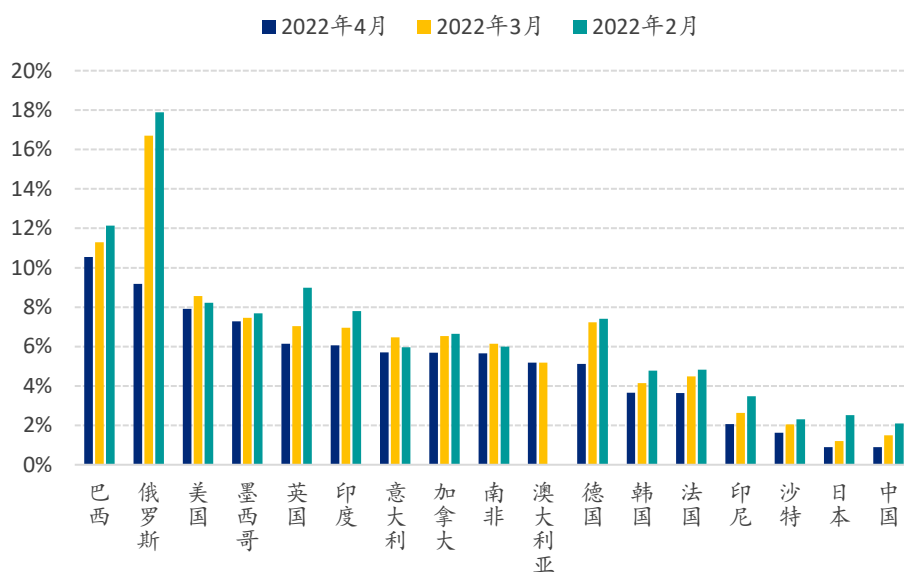
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 27：中美两国家庭股票资产的比例对比



资料来源：Macrobond，浦银国际

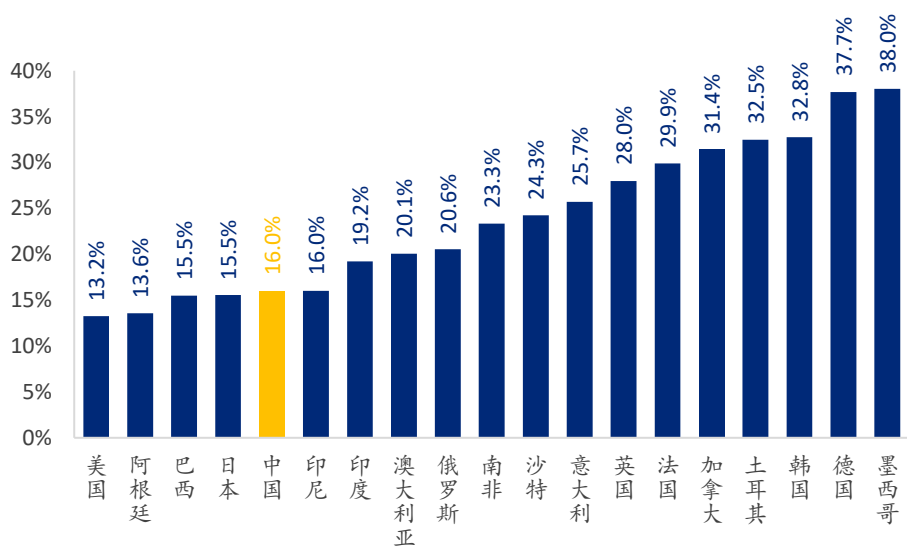
图表 28：2022 年 2-4 月，G20 经济体的 CPI 同比增速趋势



注：未包含欧盟，以及陷入恶性通胀的土耳其和阿根廷，2022 年 4 月 CPI 同比增速分别达到 54.4%和 52.3%

资料来源：Macrobond，浦银国际

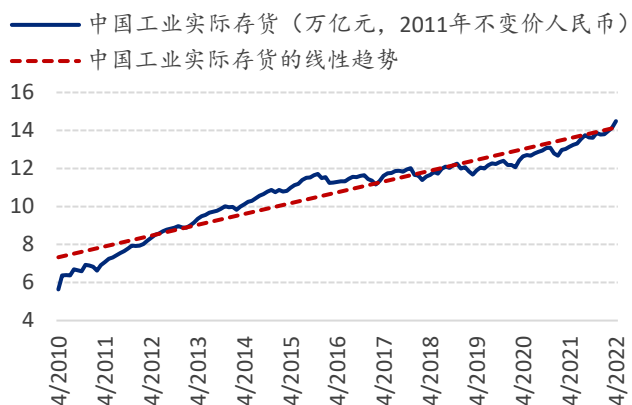
图表 29：2020 年，G20 经济体进口占 GDP 比例



注：未包含欧盟

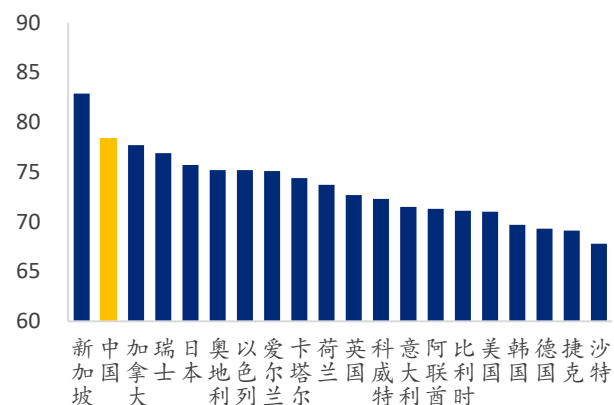
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 30：中国工业实际库存趋势



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 31：2021 年，全球食品供应量排名前 20 的经济体



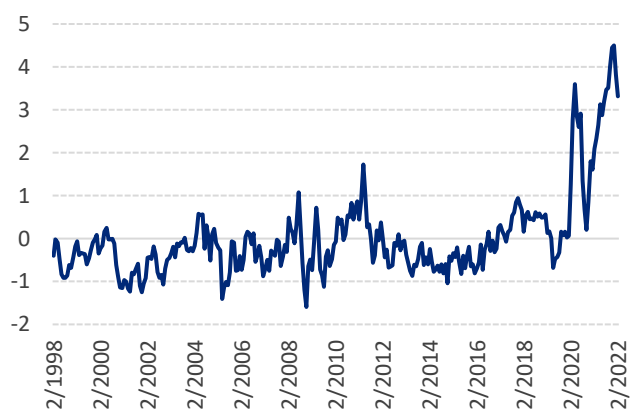
注：排名依据全球粮食保障指数中各国食品供应项得分展开

资料来源：Economist Impact，浦银国际

当前经济形势对通胀的影响

很多学者和各大央行都曾研究过，在本轮周期中，通胀上行更多是受供给端驱动，大过需求端。当通胀下行时，我们认为则将更多受需求端驱动，而非供给端。通胀率下行的速度，取决于全球经济放缓的程度。衰退程度越深，通胀率下行速度就越快。同时，纽约联储的全球供应链压力指数显示，供应链压力正在见顶，这也意味着，随着供应增加，通胀价格也将有所缓解。我们在下方呈现了通胀走势的不同情景，我们的结论是：未来价格降幅与价格涨幅相对称的概率更大，这表示我们认为未来通胀将相对可控。同时，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，这有别于市场一般观点。一旦供应链的压力释放以及堵在港口的货物随着物流端的改善而进入到经济里，库存量将比现在更高，我们不排除价格快速下行的可能性。

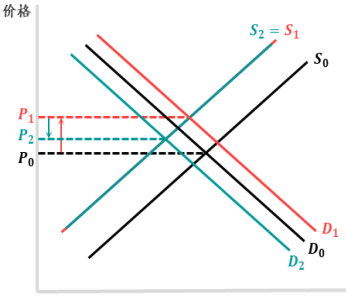
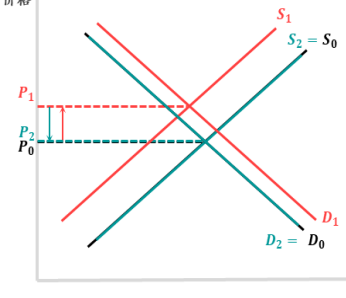
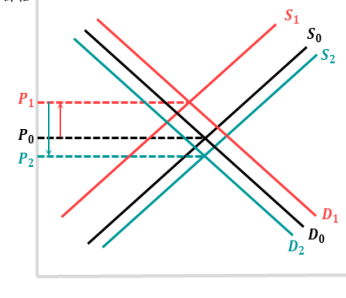

图表 32: 纽约联储, 全球供应链压力指数(GSCPI)
较均值的标准差



资料来源: Federal Reserve Bank of New York, 浦银国际

在下方的供需关系图中，黑线表示 2021 年通胀上升前的均衡状态， p_0 为当时的价格水平。红线表示 2021 年起至目前令通胀上升的供需状态， p_1 为此时的价格水平。目前已知的是， p_0 到 p_1 期间，价格上升时，供给要比需求上升幅度更大，因而供给曲线的变动幅度要大于需求曲线。绿线代表未来的供应和需求的变动，以及由此得到价格水平 (p_2)。在所有情景下，由于上文所提到的经济衰退，未来需求 (D_2) 都会低于当前需求 (D_1)。供应的变化 (S_2) 则有着不同的情景假设。

图表 33：未来 12-18 月的通胀情景分析

情景		概率	通胀展望
场景1	 <p>供应链问题未解决，因而供给未能增加。经济放缓导致总需求下降。此情况下，未来价格的跌幅将少于此前的价格涨幅，即整体通胀率将保持相对较高。我们认为，这种情况的概率较小，因为经济放开以及物流和生产瓶颈消除，都会带动供给的增加。</p>	低	
场景2	 <p>供给增加，但未恢复到供应链瓶颈前水平。需求减少，但幅度不大。此情况下，未来价格的跌幅将低于价格涨幅。通胀仍维持相对较高。我们认为，这种情况的概率同样很低，正如我们上文所讨论的，发达市场和除中国以外的新兴市场都收到来自诸多方面的挑战，因而经济放缓的程度幅度将不会很小。</p>	低	
场景3	 <p>供给增加，但不会恢复至供应链瓶颈前水平。尽管未达到危机级别，全球经济显著下行，导致需求减少，且幅度较大。我们认为这种情景发生的概率较高，是我们的基本情景假设。此情况下，未来价格的跌幅与此前的价格涨幅基本对称。通胀因此得到控制。</p>	高	
场景4	 <p>供给恢复至供应链瓶颈前水平。因经济下行，需求减少至通胀前水平。我们认为，这种情景发生的概率也较高，因为生产者都在努力恢复供应，自然他们目标是想要回到瓶颈前水平。这种情况下，未来价格的降幅也将与价格涨幅基本对称。通胀因此得到控制。</p>	高	
场景5	 <p>由于长鞭效应，供应链瓶颈完全消除后，库存已累积过多，并流通到整体经济中。由于快速的库存去化，需求会像深度衰退时期那般下降。我们认为，此种情景的发生概率为中等，如我们前文所论证的，库存过剩相当严重。这种情况下，未来价格的降幅将超过此前的价格涨幅。因而通胀消退的速度远快于市场预期。</p>	中	

资料来源：浦银国际

（一）全球经济的担忧由“胀”转“滞”

2021 年末，在展望全球宏观经济时，我们认为：2022 年全球经济将会面临乐观的前景和现实的问题（请见 [《2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进》](#)）。2022 上半年，供应链危机、通胀高企、流动性收紧三个现实问题依然困扰着全球经济。当全球供应链尚未完全恢复之时，上海等地区疫情反弹拖累了公路运输和港口航运。意料之外的俄乌冲突，进一步推高了通胀、并导致发达市场央行加快收紧货币政策。

在俄乌冲突、中国经济增长放缓、美国经济见顶回落的综合影响下，全球正经历经济放缓和通胀加剧的过程，当前的滞胀威胁为 1970 年代以来最严峻的一次。但我们认为接下来要担忧的不是滞胀，而是经济衰退的风险。全球经济在下半年或将迎来经济增速回落和通胀压力回落的双拐点。但在双拐点来临之前，全球经济将暂时忍受滞胀所带来的负面影响。

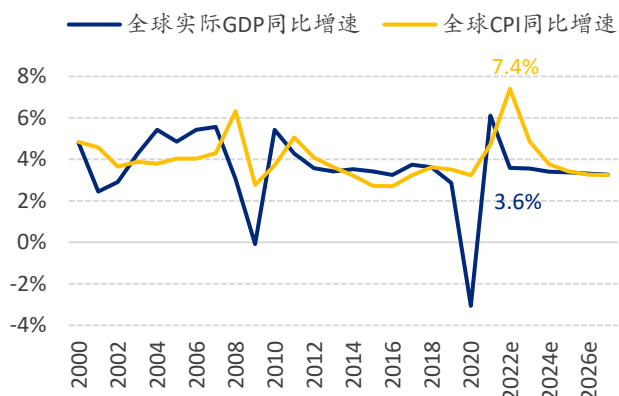
● 全球将面临 L 型增长，并一直持续至 2023 年底

全球经济下行风险呈现，但发达市场好于新兴市场

全球经济增速放缓，全年 GDP 增速呈现 L 型。根据 IMF 今年 4 月的最新预测，2022 年全球实际 GDP 同比增速预计为 3.6%，较年初的预测下调了 0.8 个百分点，我们认为下调全年经济增速反映了对俄乌冲突等因素持续拖累全球经济的担忧。2022 年一季度，全球实际 GDP 同比增长 4.1%（较前期下降 0.4 个百分点），环比增速为 0.6%（较前期下降 0.9 个百分点），显示全球经济已出现增长放缓迹象。除了增长放缓的原因，今年二季度基数走高，也使得全年 GDP 增速突然快速下行，但这并不是暂时的，IMF 预测今年四季度全球 GDP 同比增速是 3.9%，而明年四季度是 3.4%，经济增长路线将呈现出 L 型，情况类似于 2011-2015 年。

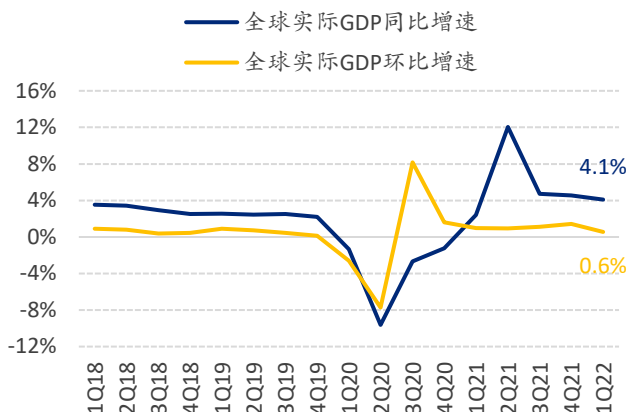
经济领先指标持续下行，全球 PMI 扩张回落，均反映经济增速放缓的现实。上半年，OECD 综合领先指标持续下行，4 月（100.1 点）已回落至去年 3 月（100.2 点）的水平。2022 年 4 月，全球制造业 PMI 延续下行趋势、回落至 52.2%，为 2020 年 9 月以来最低值，显示全球制造业扩张乏力；全球服务业 PMI 因疫情反弹而出现较大波动，2022 年 1 月（51.0%）和 4 月（51.9%）出现两次显著下行，服务业恢复并不稳定。综合影响下，2022 年 4 月全球综合 PMI 降至 51.0%，为 2020 年 7 月以来最低值，全球经济扩张放缓、经济增速出现新冠大流行以来最明显的放缓。

图表 34: 全球历年实际 GDP 增速和 CPI 增速的趋势及预测



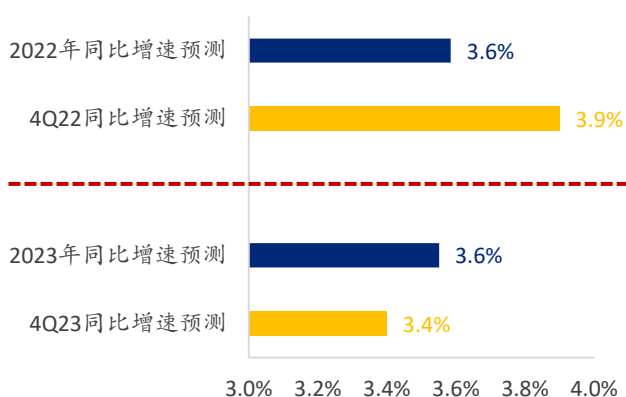
注: e 为 IMF 预测, 数据标签为 2022 年 资料来源: IMF, Macrobond, 浦银国际

图表 35: 全球实际 GDP 同比、环比增速的趋势



注: 数据标签为 2022 年一季度 资料来源: World Bank, Macrobond, 浦银国际

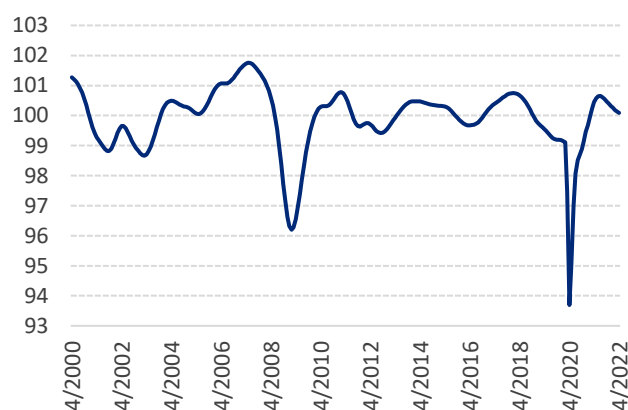
图表 36: 2022 年至 2023 年, 全球实际 GDP 同比增速预测



注: 数据为 IMF 预测

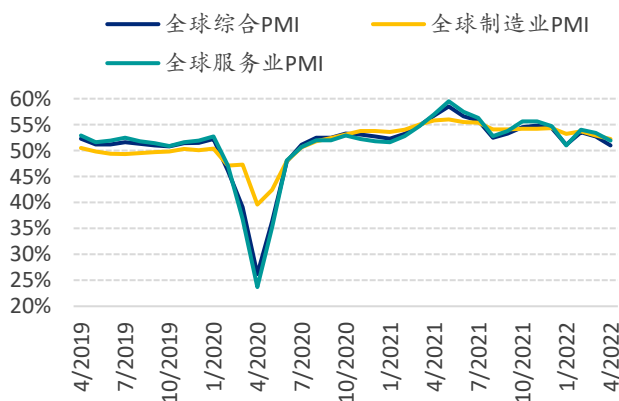
资料来源: IMF, Macrobond, 浦银国际

图表 37: 2022 年, OECD 综合领先指标持续下行



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 38: 2022 年, 全球综合、制造业、服务业 PMI 边际回落

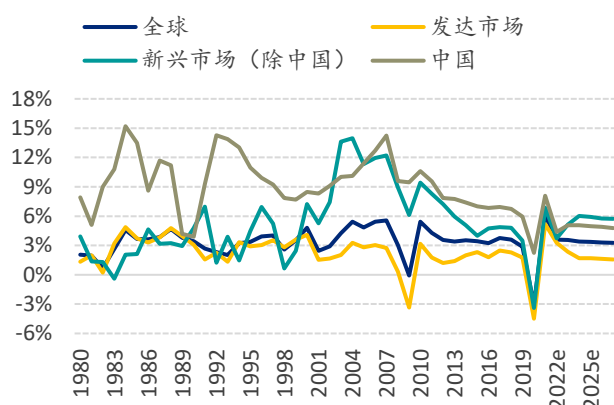


资料来源: IHS Markit, Macrobond, 浦银国际

发达市场好于中国以外的新兴市场，增速放缓存在分化。在全球经济增速放缓的背景下，2022 年发达市场和新兴市场（除中国）的经济增速边际走弱程度略有不同。通过实际 GDP 增速预测和经济预期调整两个角度分析，我们认为：全球经济复苏仍存在分化，发达市场整体好于新兴市场（除中国）。对于分化的原因，我们认为：除了外部因素外，经济增长内生动力的差异是造成发达市场和新兴市场（除中国）复苏分化的内部因素。

- **从实际 GDP 增速预测的角度看**，发达市场将保持相对高增速，新兴市场（除中国）的增速放缓幅度较大。根据 IMF 的最新预测，2022 年新兴市场（除中国）和发达市场的实际 GDP 增速将分别达到 3.7% 和 3.3%，增速差值仅为 0.47 个百分点，为 2000 年以来最低，反映发达市场的复苏进程仍将领先于中国以外的新兴市场。对于发达市场而言，2022 年实际 GDP 增速的预测值（3.3%）为 2005 年以来第二高增速，仅次于 2021 年的 5.2%。此外，发达市场 2022 年实际 GDP 增速预测值较去年实际 GDP 增速回落 1.9 个百分点，而新兴市场（除中国）今年实际 GDP 增速较去年预计将回落 3.1 个百分点，增速放缓幅度的差异显示出新兴市场（除中国）的复苏韧性不够。
- **从经济预期调整的角度看**，发达市场的增速下调幅度小于新兴市场（除中国）。通过比较 IMF 今年 1 月和 4 月的经济预测调整，就 2022 年实际 GDP 增速而言，发达市场被下调 0.6 个百分点，新兴市场（除中国）则被下调 1.5 个百分点，显示今年一季度外部因素（俄乌冲突、发达市场央行加息等）对新兴市场（除中国）冲击较大。一方面，俄乌冲突导致的能源和粮食价格走高，加大了部分新兴经济体（土耳其、阿根廷）持续恶性通胀的可能；另一方面，美联储等发达市场央行加息造成全球流动性逆转，对经常账户逆差的新兴经济体（巴西、土耳其等）造成经济冲击。

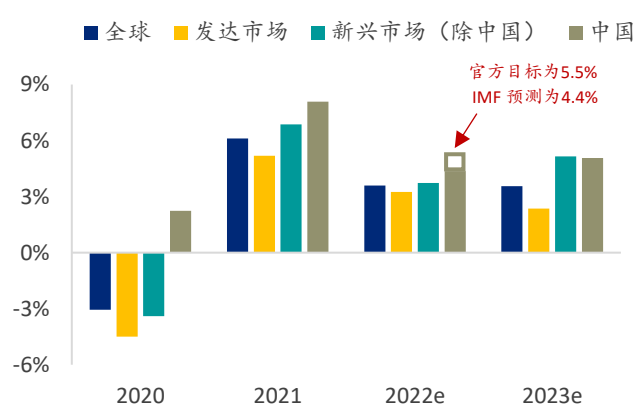
图表 39：全球、发达市场、新兴市场（除中国）、中国的历年实际 GDP 增速趋势和预测



注：e 为 IMF 预测

资料来源：IMF, Macrobond, 浦银国际

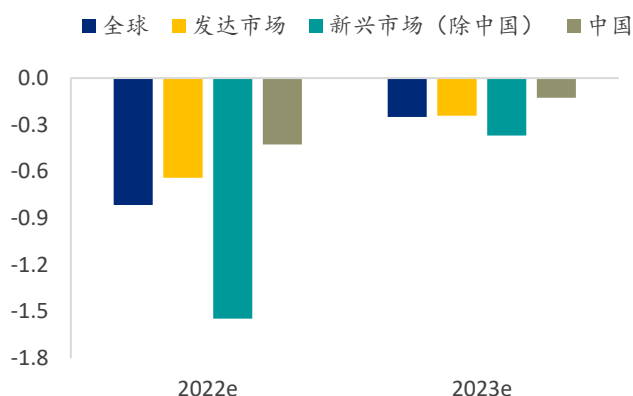
图表 40：2020 年至 2023 年，全球、发达市场、新兴市场（除中国）、中国的实际 GDP 增速预测



注：e 为 IMF 预测

资料来源：IMF, Macrobond, 浦银国际

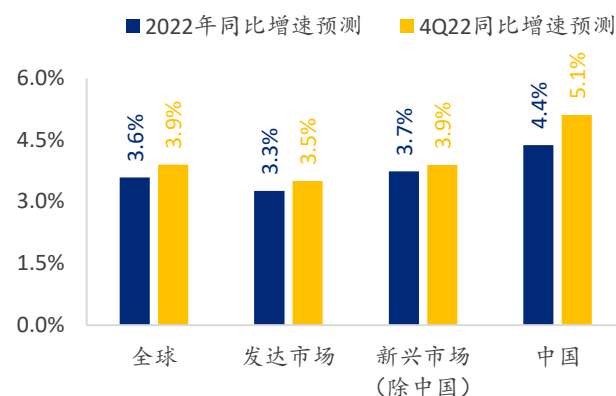
图表 41: 2022 年 1 月和 4 月, IMF 对全球实际 GDP 增速预测的调整幅度 (百分点)



注: 数据为 IMF 预测

资料来源: IMF, Macrobond, 浦银国际

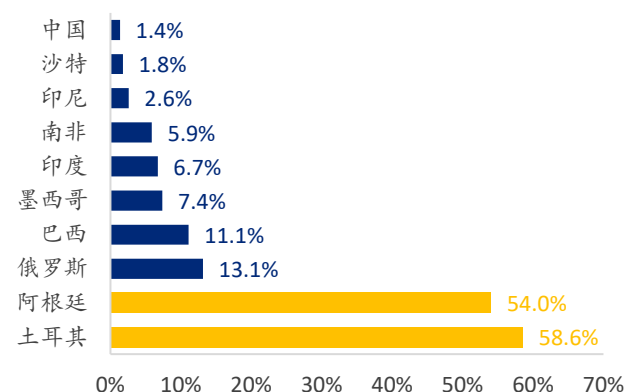
图表 42: 2022 年, 全球、发达市场、新兴市场 (除中国)、中国的实际 GDP 同比增速预测



注: 数据为 IMF 预测

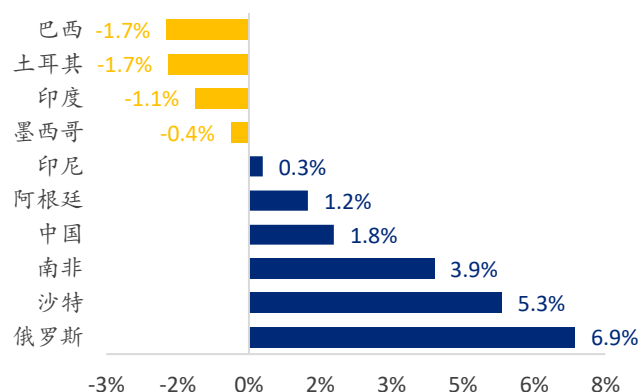
资料来源: IMF, Macrobond, 浦银国际

图表 43: 2022 年 1-4 月, 主要新兴经济体 CPI 同比增速均值



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 44: 2021 年, 主要新兴经济体经常账户收支占 GDP 的比例



资料来源: Macrobond, 浦银国际

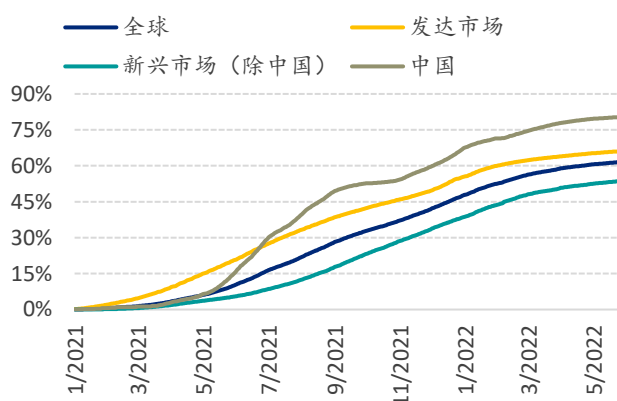
相比 2020 年疫情的直接冲击造成了发达市场和新兴市场 (除中国) 经济增长分化, 现阶段的分化则是受到疫情的间接影响。当前, 新冠变种病毒的重症率和死亡率并不高, 疫情本身对经济的直接冲击不再那么明显, 但是疫情管控压制消费、疫情后期投资增速回落对新兴市场 (除中国) 的经济造成显著冲击。虽然发达市场的经济增长内生动力好于新兴市场 (除中国), 但是通胀高企成为了拖累发达市场经济增速的主要因素。

严格的疫情管控措施会抑制消费复苏和生产恢复。新兴市场 (除中国) 因为新冠疫苗接种比例较低、公共卫生系统相对较弱, 其疫情管控水平仍较严格: 根据牛津大学的测算, 截至 5 月 24 日, 新兴市场 (除中国) 疫情管控指数均值为 33.8%, 高于发达市场的 25.3%。此外, 防疫造成的财政负担限制了新兴市场 (除中国) 在疫情后期维持投资增长: 根据 IMF 的最新预测, 2022 年发达市场的投资同比增长 7.4%, 较去年回落 4.7 个百分点; 新兴市场 (除中国) 的投资同比增长 8.1%, 较去年回落 10.8 个百分点。

通胀高企拖累发达市场经济增速。在经济复苏、供应链受阻、财政货币政策刺激的多重影响下，发达市场的通胀水平不断攀升，2022 年 4 月发达市场 CPI 同比增速中位数达到 7.2%，高于 2008 年金融危机时期的最高值(4.8%)。当前，通胀高企抑制了疫情后期的需求持续复苏，使得经济增速放缓。如果高通胀持续时间更长，导致通胀预期上升，那么发达市场央行将面临比现在更大的挑战。

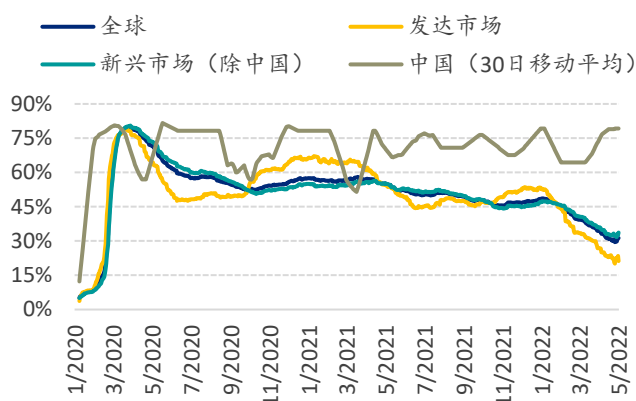
综合来看，疫情的间接影响压制了消费和投资所代表的内需，造成经济增长内生动力差异，导致发达市场和新兴市场（除中国）经济复苏再度分化。发达市场虽然仍好于新兴市场（除中国），但是高通胀问题成为拖累发达市场经济增速的主要因素。

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



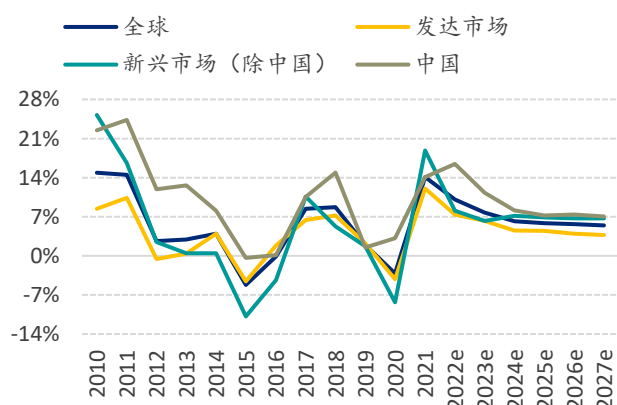
注：数据截至 2022 年 5 月 24 日
资料来源：Macrobond，浦银国际计算

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



注：数据截至 2022 年 5 月 24 日
资料来源：University of Oxford，Macrobond，浦银国际

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



注：e 为 IMF 预测
资料来源：IMF，Macrobond，浦银国际

图表 48：2022 年 4 月，发达市场 CPI 同比增速中位数攀升至 7.2%



注：数据标签分别对应 2008 年 7 月和 2022 年 4 月
资料来源：Macrobond，浦银国际

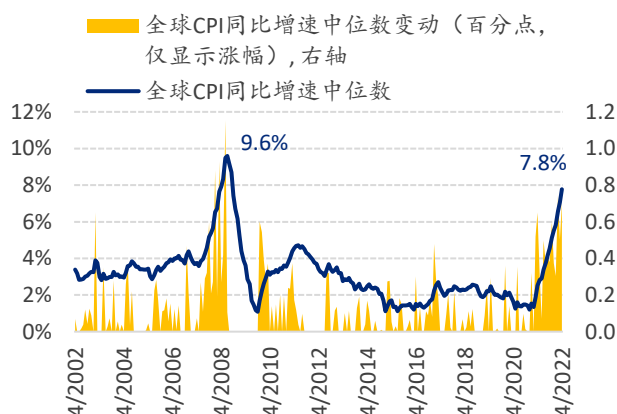
全球通胀压力加剧，预期今年暑假见顶，长期看结构性因素

通胀压力加剧，幅度大、斜率陡。根据 IMF 的最新预测，2022 年全球 CPI 增速预计将达到 7.4%，为 1997 年以来最高值。2021 年，经济共振复苏带动全球 CPI 同比增速中位数开始回升，12 月已升至 5.5% 的水平。今年的俄乌冲突则进一步推高了全球通胀：2022 年 4 月，全球 CPI 同比增速中位数达到 7.8%，为 2008 年 10 月以来新高。从上行斜率来看，这次的通胀幅度与 2008 年的相似，但从时间上看，这次的通胀上升期已经超过了一年，而 2007-2008 只维持了一年。

俄乌冲突导致的能源、粮食、金属多方面价格上涨。自 2020 年起，俄罗斯成为 OPEC+ 的主要协议国，占 OPEC+ 协议产量的 25%。此外，俄罗斯天然气出口的全球占比更是达到 21%。除了原油和天然气，俄乌两国是全球粮食和肥料的主要出口国：小麦占全球出口的 25.7%，大麦占全球出口的 23.9%，玉米占全球出口的 14.4%，肥料占全球出口 13.6%。另外，俄乌两国也是初级铁/钢（28.4%）、镍和镍矿（27.1%）、制造用铁/钢（14.1%）等金属的重要出口国（请见《[俄乌冲突，对当前的全球经济复苏有何影响](#)》）。

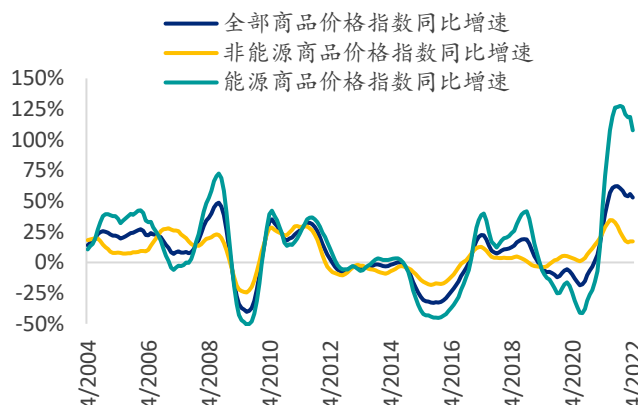
新一轮供给型通胀，“工资—物价”螺旋式通胀。2021 年，在全球供应链危机的影响下，能源和芯片短缺催生了供给型通胀。其中，短期供需不匹配推动煤炭和天然气价格显著上涨。2022 年，在芯片仍短缺的情况下，俄乌冲突造成了新一轮的供给型通胀，导致能源和非能源商品价格指数同比增速探顶：今年年初至 4 月，原油（47%）、煤炭（56%）、肥料（46%）价格涨幅显著，其中肥料价格上涨预计将带动食品价格回升，推高消费端通胀。如果说 2021 年的工资增长是由于劳动力短缺，那么 2022 年的工资上涨则反映出消费端通胀的直接推动，我们认为“工资—物价”螺旋式通胀的特征已经在部分经济体出现，但全球深陷长期通胀的可能性并不高。由于全球旅游和服务业复苏，我们预计通胀会在今年暑假冲高后见顶，下半年将逐渐回落。

图表 49：全球 CPI 同比增速中位数



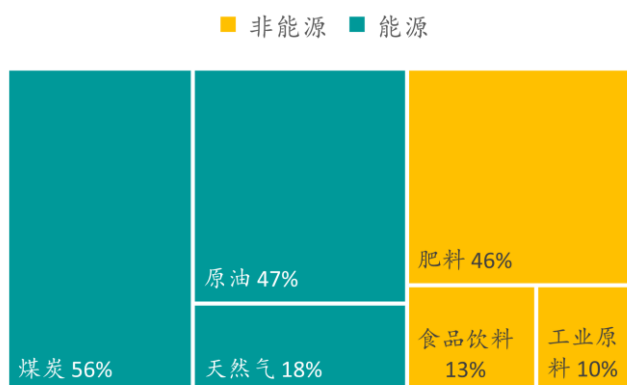
注：数据标签分别对应 2008 年 7 月和 2022 年 4 月
资料来源：World Bank, Macrobond, 浦银国际

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



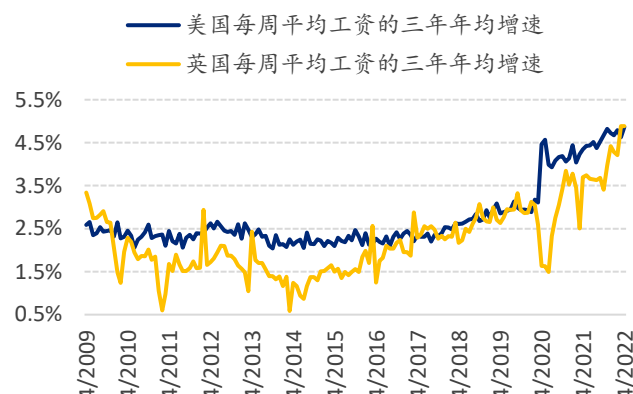
注：6 个月移动平均
资料来源：Macrobond, 浦银国际

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



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 52: 以美英为代表的发达市场工资增速出现明显上涨



资料来源: Macrobond, 浦银国际

经济增速放缓压低需求, 供应链逐渐恢复, 去库存压低价格和发达市场央行加息的影响, 下半年通胀将逐渐回落。2022 年, 全球经济增速放缓, 叠加高通胀的影响, 使得疫情后期需求有所回落, 一定程度上缓解了通胀的上升趋势。2020 年疫情暴发后, 各国实施严格的封锁隔离措施, 导致消费不均衡: 商品消费增加, 服务消费则被压制。商品需求向好带动价格上涨, 进而推高了通胀。2022 年, 疫情趋缓使得全球各国都不同程度地放松了疫情管控措施, 经济重新开放使得消费结构调整, 服务消费迎来复苏、商品消费则边际回落, 这将大大缓解短期的通胀压力。此外, 全球供应链逐渐恢复也将缓解供需不均衡导致的价格上升, 叠加发达市场央行加息的影响, 我们认为下半年通胀大概率将逐渐回落。

能源改革驱动下, 由传统能源转向新能源的过程为通胀带来不确定因素。伴随新能源产业的崛起, 投资需求增加将带动价格上升, 尤其是与新能源相关的金属商品 (镍、钴、锂)。新能源的需求增加, 替代了传统能源的部分需求, 按道理会导致传统能源的价格下降、并带动通胀下行。但是, 由于传统能源企业限产、或因投资不足导致产能受限无法匹配需求的短期波动, 使得传统能源价格并未下降、反而有所上升, 进一步拉高了通胀。在从传统能源过渡至新能源的阶段, 两方面的力量互相影响, 为通胀带来了不确定因素。

长期来看, 结构性因素将导致通胀走低。在此前的报告中, 我们反复重申一个观点, 即新冠疫情使得数字经济这一结构性放缓通胀的力量被不断强化。技术帮助企业节流、自动化使规模经济得以实现、库存控制也越发容易, 企业节省下来的成本又能够传递给消费者, 使得通胀长期走低。此外, 全球出生率下降和债务水平上升也将导致通胀长期走低。过去近 30 年的数据显示, 全球 CPI 中位数的整体下行趋势, 与全球出生率较为一致, 与债务水平 (以美国为例) 的趋势相反。我们相信, 全球人口规模下降和债务比例上升的趋势将会成为新常态, 叠加数字经济的兴起, 共同成为通胀长期走低的原因。

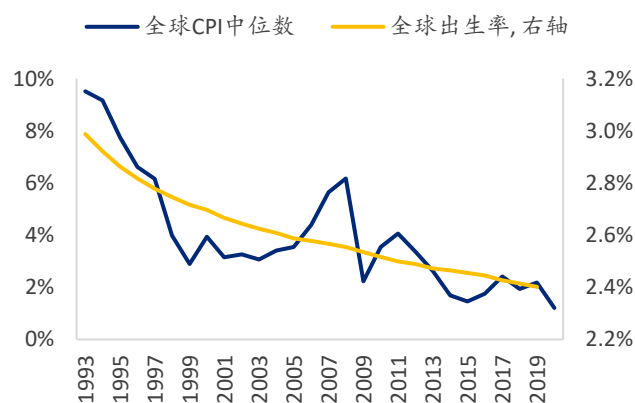
图表 53：能源改革的投资需求可能带来金属价格通胀

金属	能源转型使用					2020 年产量 (十亿美元)
	交易	可再生能源	电网	电池	氢能	
铜	✓	✓	✓	✓		123.0
铝	✓	✓	✓	✓	✓	107.0
镍	✓	✓		✓	✓	28.0
锌	✓	✓				28.0
铅	✓	✓		✓	✓	26.0
银	✓	✓				13.0
锰	无	✓		✓	✓	25.0
铬	近期	✓				19.0
硅	无	✓				14.0
钼	近期	✓			✓	5.0
钴	近期			✓		4.1
锂	近期			✓		1.8
钒	无			✓		1.3
石墨	无			✓		1.3

注：产量为是精炼和未精炼的采矿产量值

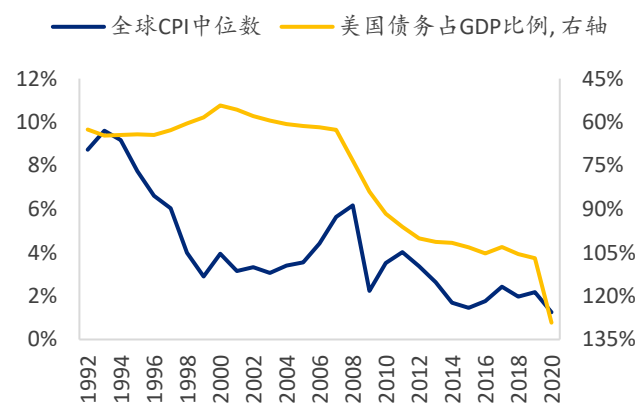
资料来源：IEA, World Bank, 浦银国际

图表 54：伴随出生率的下降，全球长期通胀延续下行趋势



资料来源：Macrobond, 浦银国际

图表 55：债务水平与全球长期通胀有明显的反向关系



资料来源：Macrobond, 浦银国际

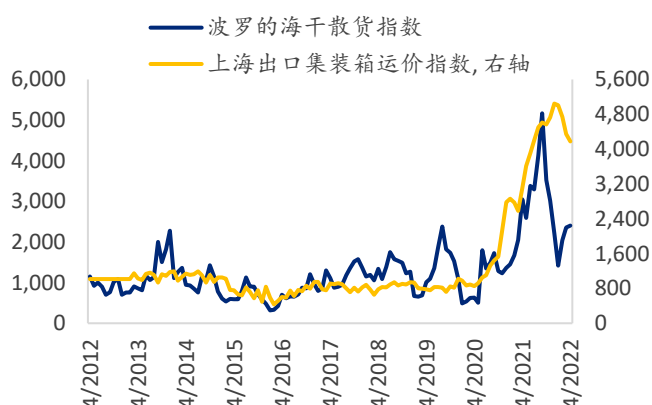
● 下半年，全球经济的三个特征

2022 年，全球经济面临增速放缓和通胀加剧的逆境，展望下半年，不确定性中存在三个较为确定的特征。1) 在新冠疫情严重程度逐渐减弱的假设下，我们预计疫情管控将延续放松态势，全球航运效率将继续恢复、港口堵塞状况将有所好转，全球供应链危机将逐渐平息，但这不完全是好消息，虽然能缓解通胀，当积压的订单一下子涌进库存已过高的经济体，会加大库存问题，从而加速减产和减价。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，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) 2022 年上半年，美联储等部分发达市场央行开启加息周期、采取“先高后低”的节奏收紧货币政策，在经济边际走弱的情况下，政策紧缩拐点已经浮现。中国央行在复杂、严峻和不确定的宏观环境下，仍将延续宽松、定向发力。因此，我们预计：2022 年下半年，全球流动性逆转程度整体趋缓。

全球供应链危机将逐渐平息

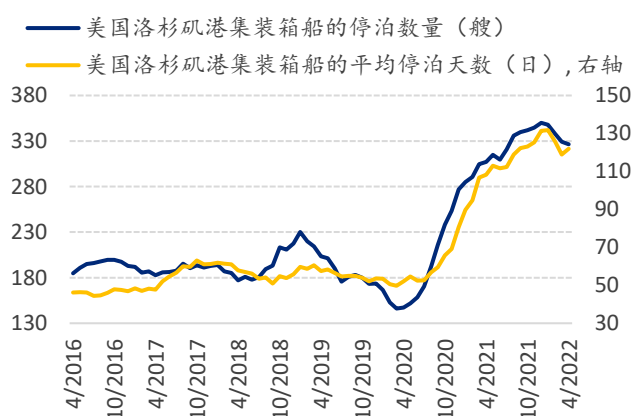
疫情趋缓、叠加需求回落，供应链压力略有减轻。在全球经济增速放缓带动需求趋势性回落的背景下，不论是衡量原材料运价的波罗的海干散货指数，还是衡量产成品运价的上海出口集装箱运价指数，都从疫情期间的高点逐渐回落。2022 年 4 月，波罗的海干散货指数降至 2,404 点，虽然较年初略有回升，但仍大幅低于 2021 年 9 月的疫情期间高位（5,167 点）；上海出口集装箱运价指数也从 2021 年 12 月有记录以来最高值（5,047 点）降至 2022 年 4 月的 4,177 点。

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



资料来源：Macrobond，浦银国际

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



注：6 个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

港口堵塞状况边际好转。以美国洛杉矶港为例，2022 年 4 月港口停泊的集装箱船数量已降至 323 艘，大幅低于 2021 年 9 月的历史高位（372 艘），年初至今已下降 8.5%；2022 年 4 月集装箱船的平均停泊天数回落至 135 天，较 2021 年 12 月的最长时间（149 天）明显减少。伴随疫情管控继续放松、回岗持续改善，港口装卸能力逐渐恢复，我们预计港口堵塞状况将继续改善。

全球供应链恢复，将影响库存和通胀。全球贸易中超过 80% 的货物通过海运，因此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的走势高度相关、趋势基本一致。2020 年疫情暴发后，全球供应链危机导致集装箱吞吐量增速与进出口贸易额增速出现偏离。我们预计，伴随全球供应链的恢复，积压订单的释放将从港口传递至整体经济，进一步推高库存压力。供应链的逐渐恢复，也将从推高通胀的驱动力转变为缓解通胀的驱动力。

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



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

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

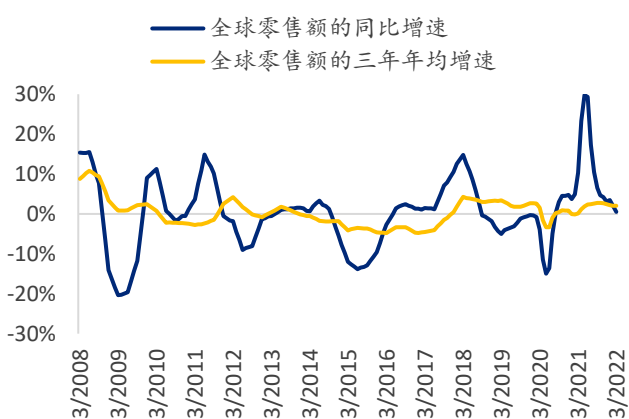


注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

消费端由拉动经济变成拖累经济，去库存让生产端雪上加霜

消费端已充分恢复，疫情后支撑消费增长的因素反转。2022 年 3 月，全球零售额的三年年均增速为 2.3%，过去 6 个月三年年均增速的均值为 2.3%、显著高于 2014-2019 年的均值 (-0.6%)。不论是发达市场 (2.6%)、还是新兴市场 (0.9%)，零售额的三年年均增速都回升至了过去十年以来的相对高位，继续上行的空间有限。此外，支撑消费增长的因素（例如，财政刺激、低利率、收入增加、就业机会、财富效应等）已逐渐减弱，而成本上升型通胀会进一步挤压家庭可支配收入导致消费支出的下降。

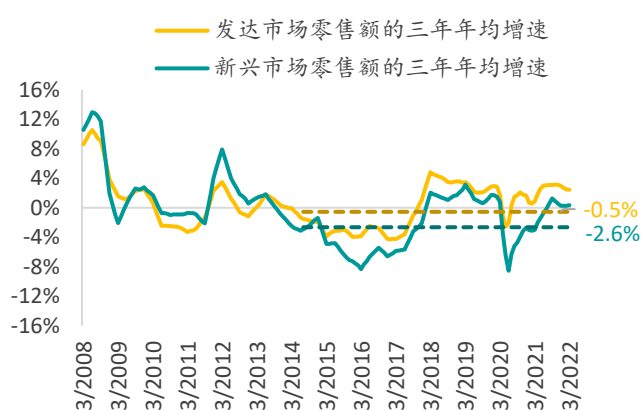
图表 60: 全球零售额的同比增速和三年年均增速趋势



注：3 个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

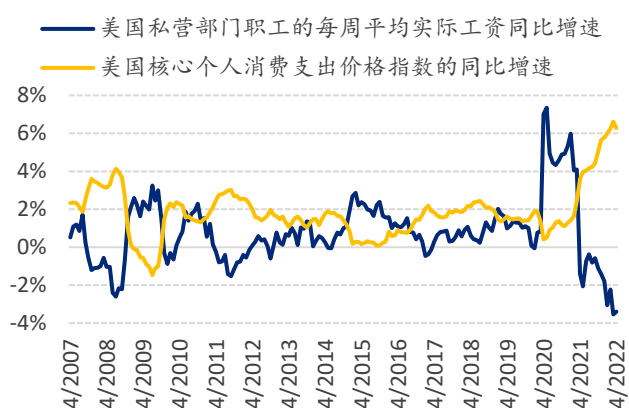
图表 61: 发达市场和新兴市场零售额的三年年均增速趋势



注：3 个月移动平均；虚线为 2014-2019 年三年年均增速的均值

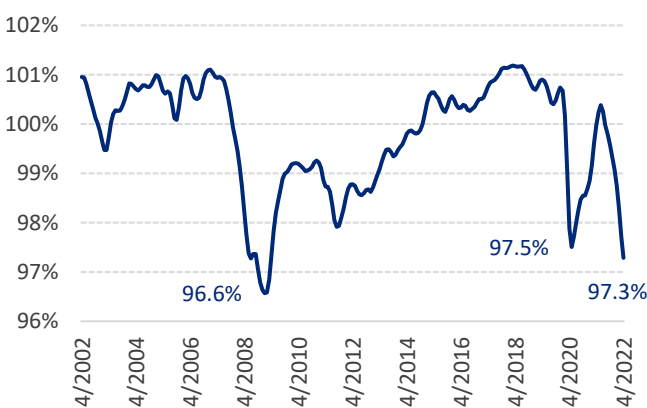
资料来源：Macrobond，浦银国际

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



资料来源：Macrobond，浦银国际

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



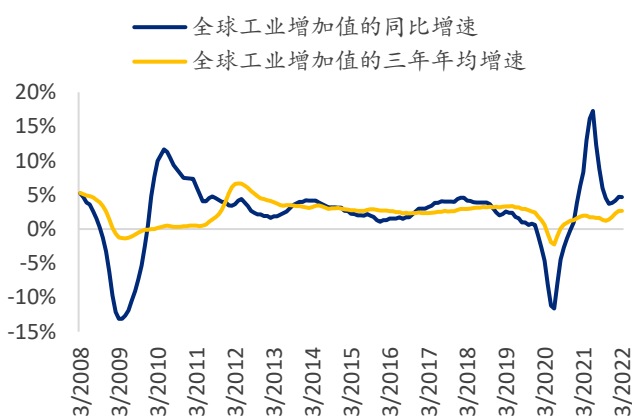
注：数据标签分别对应 2009 年 2 月、2020 年 5 月、2022 年 4 月

资料来源：Macrobond，浦银国际

消费走弱已反映在消费者信心指数上，或将抑制储蓄转变为消费动力。2022 年 4 月，OECD 消费者信心指数大幅下行至 97.3%的水平，已经低于疫情最严峻的 2020 年 5 月（97.5%）、也接近 2008 年金融危机时期。纵然此轮经济周期，家庭累计超额储蓄有大幅增长，但是高通胀导致的消费信心下降，会抑制储蓄转变为消费动力，消费端复苏预计将出现放缓。

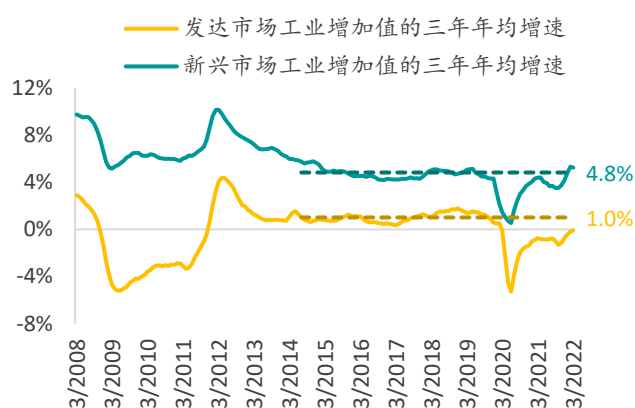
去库存让生产端雪上加霜。2022 年 3 月，全球工业增加值的三年年均增速为 2.3%，虽然仍低于 2014-2019 年的均值（2.8%），但我们并不认为生产端会继续恢复至疫情之前的增速水平。其中，最重要的原因是去库存让生产端承压加剧。此外，全球供应链恢复使得积压订单进一步释放，推高库存压力，使得生产端恢复放缓。

图表 64：全球工业增加值的同比增速和三年年均增速趋势



注：3 个月移动平均
资料来源：Macrobond，浦银国际

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

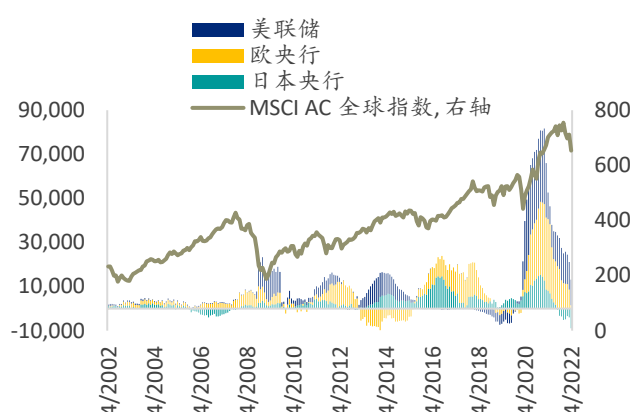


注：3 个月移动平均；虚线为 2014-2019 年三年年均增速的均值
资料来源：Macrobond，浦银国际

全球流动性逆转程度整体趋缓

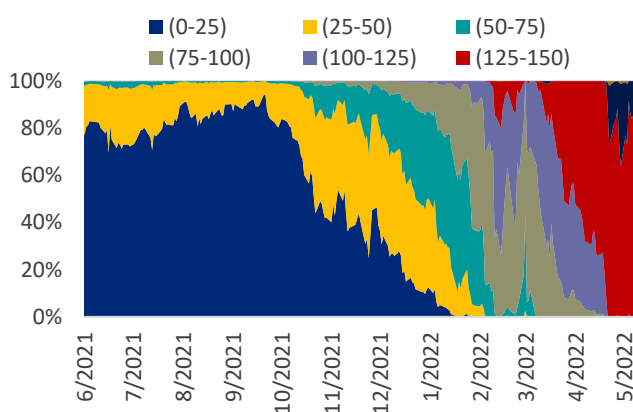
2022 年，全球流动性开始逆转，下半年整体趋缓。新冠疫情蔓延全球后，各国央行通过扩大资产负债表向市场注入流动性，2020-2021 年是全球流动性宽松之年，2022 年则是全球流动性收紧之年。如果再细分的话，我们认为 2022 年全球流动性收紧将会呈现“先高后低”的特征，即上半年流动性收紧节奏快、幅度大；下半年流动性收紧节奏趋缓、幅度降低。虽然全球经济仍面临滞胀风险，但下半年通胀逐渐回落将是大概率事件，叠加经济增速放缓的因素，我们预计下半年全球央行的紧缩步伐将有所放缓。

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



资料来源：FactSet，浦银国际

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



资料来源：Bloomberg，浦银国际

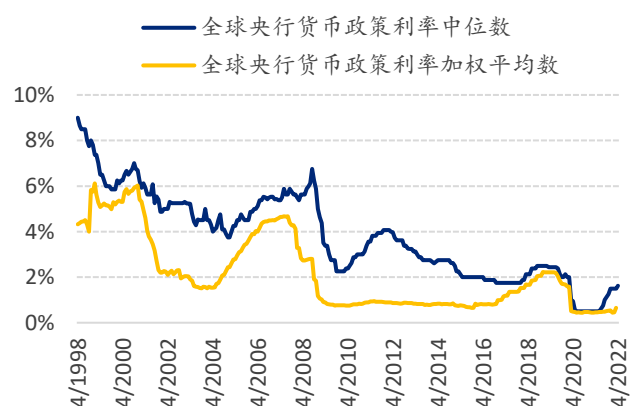
全球政策紧缩拐点已经浮现。在 2022 年 3 月正式开启加息周期后，美联储在 5 月 FOMC 会议宣布将基准利率上调 50 个基点至 0.75%-1.00%，但对于接下来的加息幅度，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）已明确表示未考虑 75 个基点的选项，市场加息预期随之下降。2022 年 5 月，英国央行（25 个基点）、澳洲央行（25 个基点）、瑞典央行（25 个基点）宣布将继续加息。整体来看，美联储等发达市场央行开启加息周期、采取“先高后低”的节奏收紧货币政策。目前，通胀压力较大、加息幅度和频次已经相应提升，对于下半年，在经济边际走弱和通胀回落的情况下，叠加美联储加息节奏边际放缓，我们预计其它发达市场央行的紧缩进程也将一定程度趋缓。我们认为市场仍未充分预期经济下行风险，当“滞”的问题取代“胀”的时候，美联储有机会暂停加息。我们预计，美联储今年三至四季度只加息 25 个基点，而明年上半年会暂停加息。

全球利率水平已显著上升，中国和欧元区的货币政策走向值得关注。2022 年 4 月，全球央行货币政策利率中位数升至 1.6%，较疫情期间的低位（0.5%）上升 1.1 个百分点，接近疫情前 2019 年 12 月的水平（2.1%）。随着发达市场央行紧缩拐点来临，我们预计 2022 年全球利率水平上行斜率将趋缓。对于中国央行，在复杂、严峻、不确定的宏观环境下，我们认为其货币政策整

体延续宽松、侧重结构性工具的定向发力。对于**欧央行**，现有信息都指向2022 年三季度结束资产购买、并随后加息（请见《[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）](#)》）。

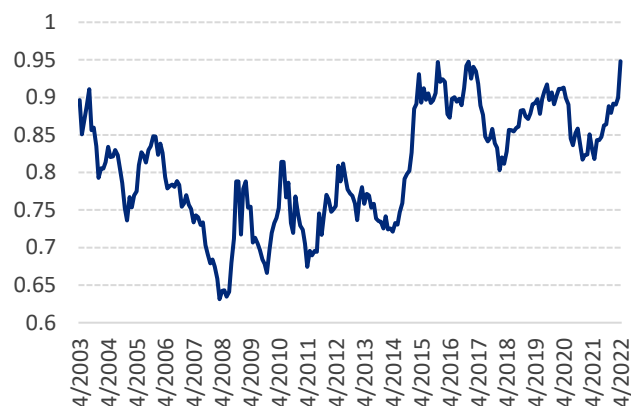
面临通胀分化和输入型通胀，欧央行下半年货币政策不确定性较大。2022 年，俄乌冲突进一步推高了欧元区的能源价格，4 月欧元区 HICP 同比增速升至创纪录的 7.4%。相比上移的通胀中枢，欧元区内部的通胀分化加剧同样令人担忧：2022 年 4 月，爱沙尼亚（19.0%）为当月欧元区通胀增速最高的成员国；法国和马耳他（5.4%）是当月欧元区通胀增速最低的。此外，欧央行相对较晚的货币正常化进程，导致利差扩大、对欧元造成下行压力，而欧元走弱会进一步加剧输入型通胀。我们认为，通胀分化和输入型通胀将可能影响接下来欧央行货币政策收紧的路径和节奏。

图表 68：全球央行货币政策利率中位数与加权平均数



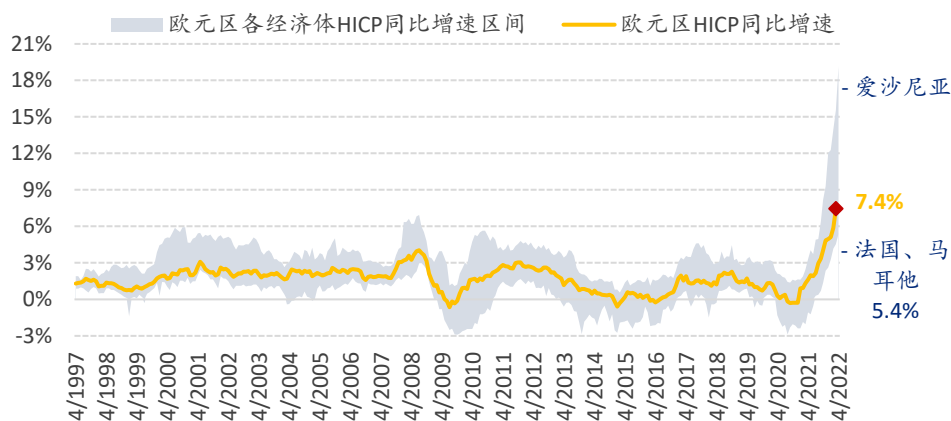
注：按各国 GDP 加权平均
资料来源：BIS, Macrobond, 浦银国际

图表 69：美元兑欧元汇率持续上行



资料来源：Macrobond, 浦银国际

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



注：数据标签为 2022 年 4 月

资料来源：Macrobond, 浦银国际

（二）中国——期待稳增长的后半程

对于下半年，我们认为需更多关注中国经济增长路径，而通胀则无需多虑。对于经济增长，我们认为将更多依赖投资驱动，尤其是以基建为主、高技术制造为辅的固定资产投资增长。在需求转弱、竞争回升的双重考验下，出口将边际回落，去库存压力大的行业出口增速下滑更严重。疫情因素、财富效应减弱、就业压力加大都拖累了消费复苏，但在疫情稳控后，我们预计额外储蓄释放和减税降费将有助于下半年消费回暖，可选消费和服务消费仍有反弹的空间。

● 下半年的中国经济，增长路径可期、通胀无需多虑

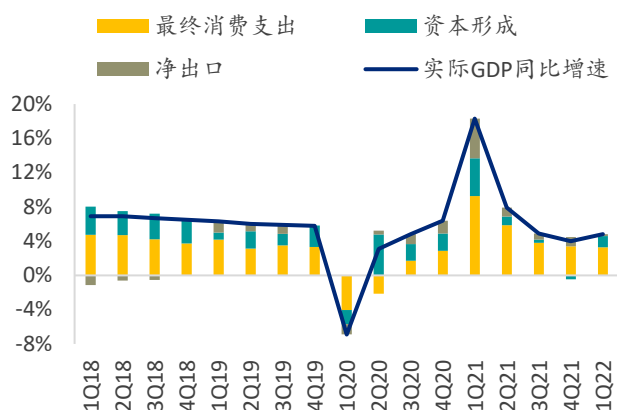
中国经济进入稳增长的关键时期

回顾上半年，内外部因素共同制约中国经济增长。就内部因素而言，中国经济面临的“三重压力”（需求收缩、供给冲击、预期转弱）依旧存在，上海等地区疫情反弹进一步压低了接触型消费和部分领域投资，停工停产和供应链效率下降制约了经济增长。就外部因素而言，海外高通胀并未出现缓解迹象，意料之外的俄乌冲突进一步推高了通胀、并导致发达市场央行加快收紧货币政策，对中国经济造成扰动。

上半年喜忧参半，下半年看增长路径。2022年一季度，中国实际GDP同比增长4.8%；环比增速为1.3%，较去年四季度下降0.3个百分点，显示出经济复苏具有一定韧性、但整体呈现出放缓趋势。2022年二季度，中国的疫情反弹冲击了上海等地区的经济恢复，造成生产停滞、消费下降、供应链受阻。但是，经济受短期冲击，并不会影响我们对中国经济增长路径的判断。根据我们的调研，3月疫情反弹前，1-2月的GDP增长是在潜在目标5-5.5%区间，证明经济韧性较强，疫情影响只是暂时的。在基数效应的影响下，即使今年二季度实际GDP增速大概率降至低于潜在增长区间，但在疫情后经济自然反弹和政策支持力度加码的作用下，下半年实际GDP同比增速有望超过潜在目标，完成政府工作报告所定的增速目标（5.5%）并非不可能。

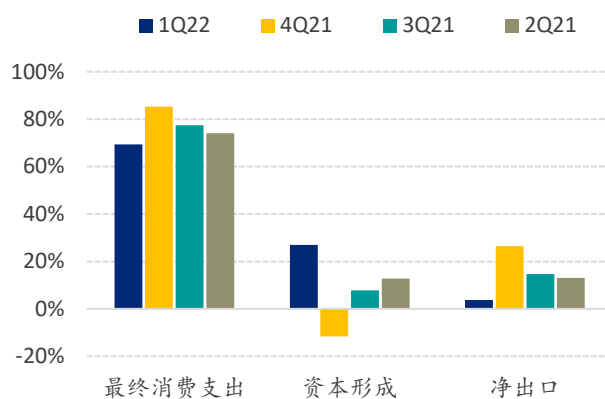
从经济增长结构来看，经济三驾马车将更多依赖投资驱动。在经济学上，消费（最终消费支出）、投资（资本形成）、出口（净出口）是拉动GDP增长的三驾马车。2022年一季度，最终消费支出（3.3%）、资本形成（1.3%）、净出口（0.2%）对实际GDP同比增速的贡献率出现分化，其中最终消费支出和净出口较去年四季度分别下降2.0和1.5个百分点，资本形成较去年四季度回升0.2个百分点。目前，消费受疫情反弹所制约、出口被海外需求回落所制约；而在货币政策边际宽松、财政政策“靠前发力”的推动下，投资成为拉动中国经济主要动力。展望下半年，消费仍有改善机会，但经济增长仍将更多地依赖投资驱动。

图表 71：中国实际 GDP 同比增速与各项目拉动作用



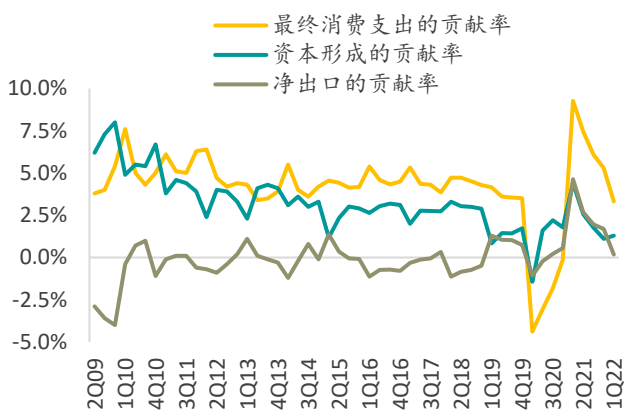
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 72：各项目对中国实际 GDP 同比增速的贡献率



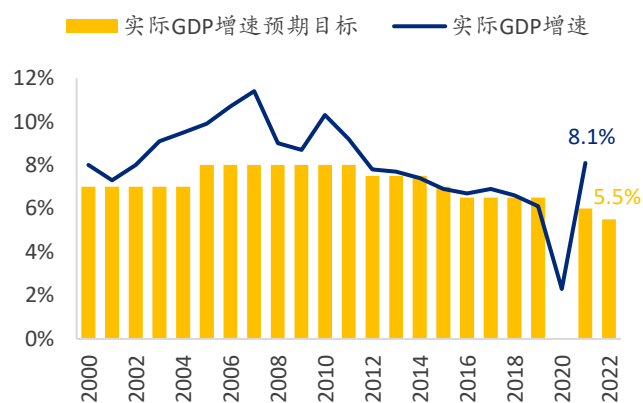
资料来源：CEIC，浦银国际

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



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 74：中国实际 GDP 增速与当年预期目标



注：2020 年末设定经济增长目标

资料来源：Wind，浦银国际

消费端通胀温和回升、生产端通胀压力缓解，中国通胀预期可控

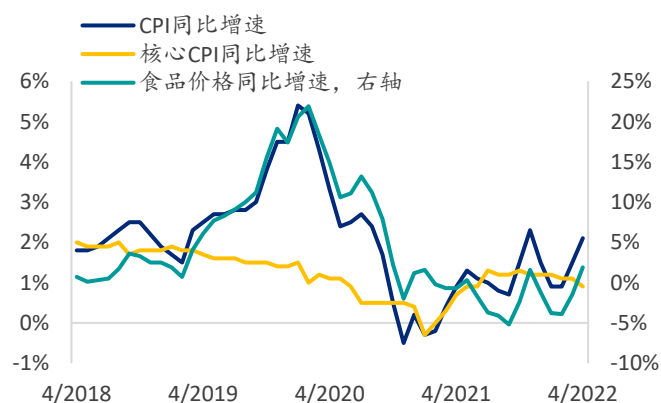
内外部因素推动下，消费端通胀回升。2022 年 4 月，中国 CPI 同比增速为 2.1%，较前期增加 0.6 个百分点，高于 Bloomberg 市场预期（1.8%）。中国 4 月 CPI 同比增速大幅上行是受到了外部（俄乌冲突推高粮食和能源价格）、内部因素（物流效率下降、猪肉供给主动回落）的共同影响。

长期来看，食品和能源价格的上行空间有限，消费端通胀预期可控。尤其是食品端猪肉价格的回升，是受到冻猪肉多批次集中收储（4 月合计收储 16 万吨，5 月预计收储 12 万吨）和生猪养殖边际回落（一季度末，生猪存栏量 4.2 亿头，为 2021 年 6 月以来最低；能繁母猪存栏量 4,185 万头，为 2021 年以来最低）的共同影响，并未出现供给缺口。同时，国内疫情反弹推迟了需求复苏、拖累消费品和服务的价格修复。因此，我们认为中国不会出现消费端价格的整体提升，更不会出现“工资—物价”螺旋式通胀的情况，当前中国的通胀预期是可控的。

通过出口传递至海外，生产端通胀压力已逐渐回落。2021 年，商品价格大幅上涨，推动中国 PPI 同比增速连续冲高，CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔至 12.0 个百分点（2021 年 10 月）。受益于复苏进程快于其它经济体，中国货物出口的全球市场份额不断攀升，从 2020 年的 14.9% 升至 2021 年的历史最高位（15.3%），叠加中国出口定价能力较强的影响，这使得中国生产端通胀并未传导至国内消费端，而是通过出口传向海外。2022 年 4 月，PPI 与 CPI 剪刀差已收窄至 5.9 个百分点，生产端通胀压力已经大幅减弱。

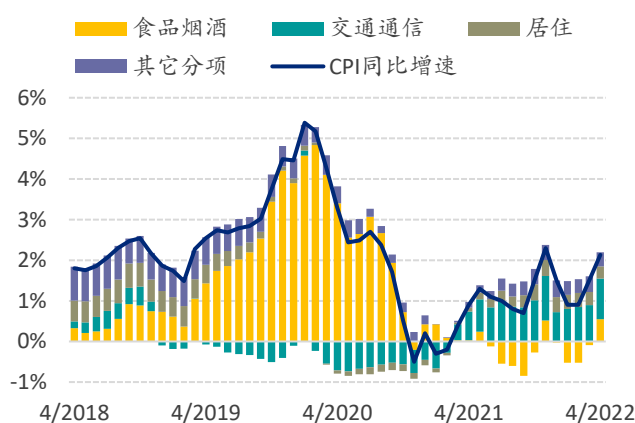
生产端通胀压力可控。虽然下半年出口受海外需求回落将边际走弱，但中国目前的出口单位价格仍保持较高增速，即使大宗商品价格再度攀升，我们预计生产端的通胀也仍可通过出口传递至海外，不会对国内消费端通胀造成太大负担。

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



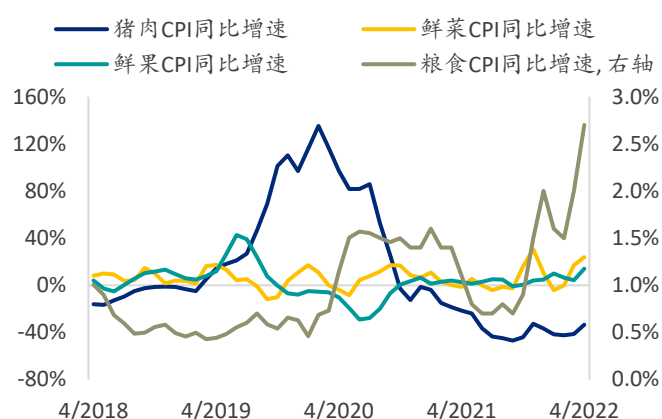
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 76：中国 CPI 同比增速及各分项贡献率



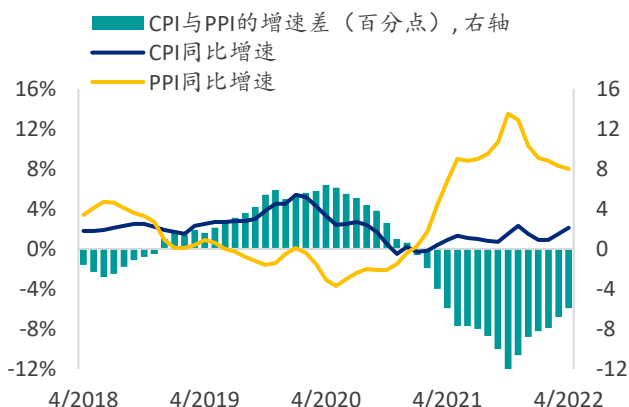
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 77：中国主要食品的 CPI 同比增速



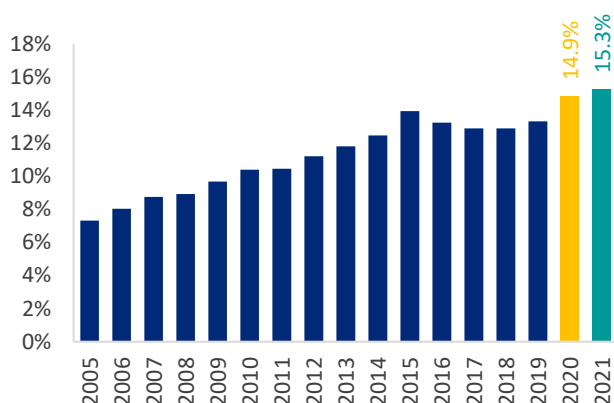
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 79：2022 年 4 月，中国 PPI 与 CPI 剪刀差收窄至 5.9 个百分点



资料来源：CEIC，浦银国际

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



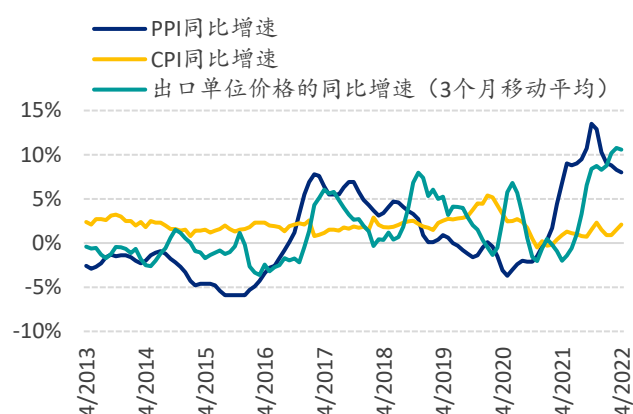
资料来源：WTO，浦银国际

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

收储批次	收储总量	交易日期
第一批	4 万吨	3 月 3 日至 3 月 4 日
第二批	3.8 万吨	3 月 10 日
第三批	4 万吨	4 月 2 日至 4 月 3 日
第四批	4 万吨	4 月 14 日
第五批	4 万吨	4 月 22 日
第六批	4 万吨	4 月 29 日
第七批	4 万吨	5 月 13 日
第八批	4 万吨	5 月 20 日
第九批	4 万吨	5 月 26 日至 5 月 27 日

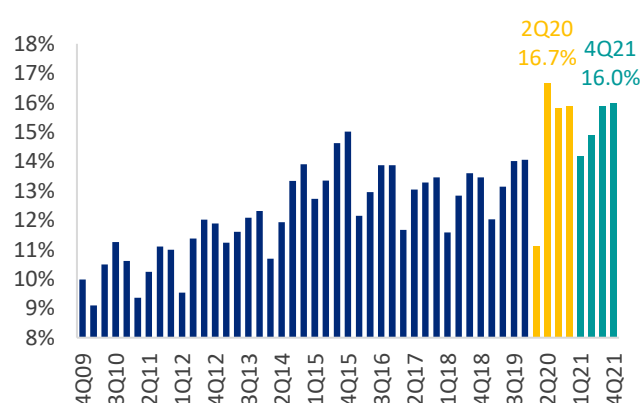
资料来源：华储网，浦银国际

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



资料来源：Macrobond，浦银国际

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



资料来源：WTO，浦银国际

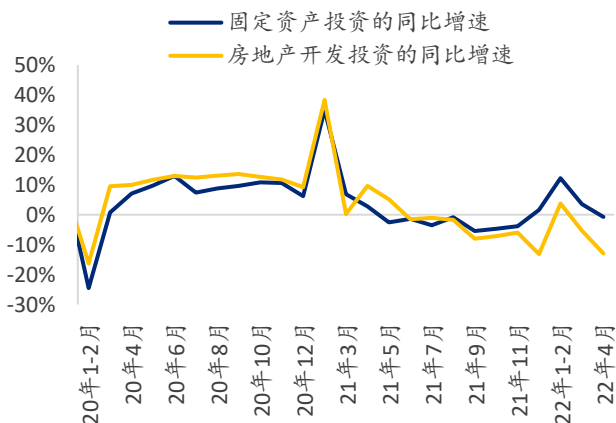
● 经济三驾马车的前景如何？

展望下半年，我们认为：以基建为主、高技术制造为辅的投资增长将会是推动中国经济增速回升的着力点；在需求转弱、竞争回升的双重考验下，出口将延续边际回落的趋势，海外去库存压力大的行业出口增速下滑更严重；疫情因素、财富效应减弱、就业压力加大都拖累了消费复苏，但在疫情稳控后，我们预计额外储蓄释放和减税降费将有助于下半年消费回暖，可选消费和服务消费仍有反弹的空间。

以基建为主、高技术制造为辅的投资增长方向

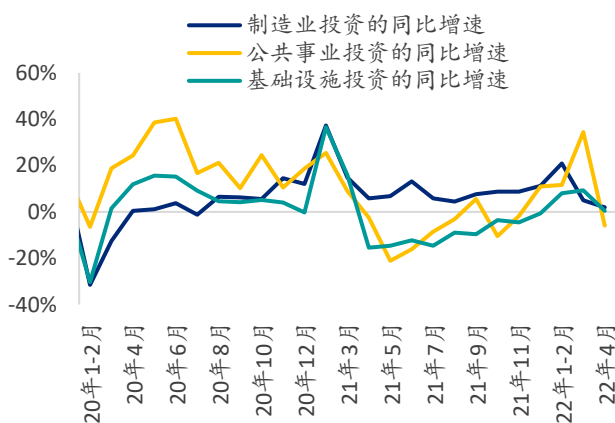
上半年投资高开低走，下半年回升在即。2022 年上半年，不论是固定资产投资（12.2%）还是房地产开发投资（3.7%），在 1-2 月出现短暂高增速后，都延续了下行趋势。2022 年 4 月，固定资产投资（-0.7%）和房地产开发投资（-12.9%）均出现同比负增长，但降幅均有所收窄（固定资产投资降幅收窄 4.5 个百分点，房地产开发投资降幅收窄 1.4 个百分点）。在消费受疫情制约、出口因海外需求回落而走弱的背景下，我们认为投资（尤其是固定资产投资）将成为拉动中国经济主要动力。

图表 83：中国固定资产和房地产开发投资的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际计算

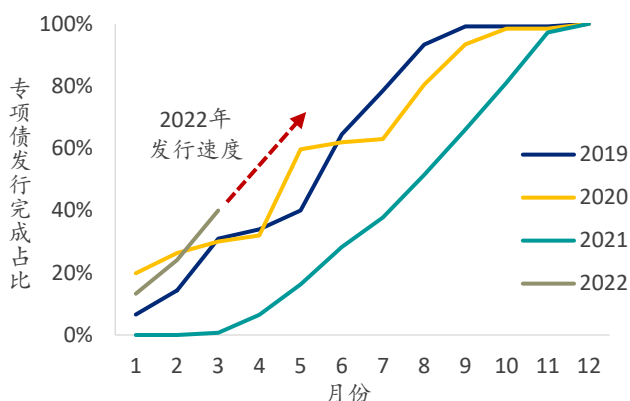
图表 84：中国固定资产投资中，主要项目的同比增速



资料来源：CEIC，浦银国际计算

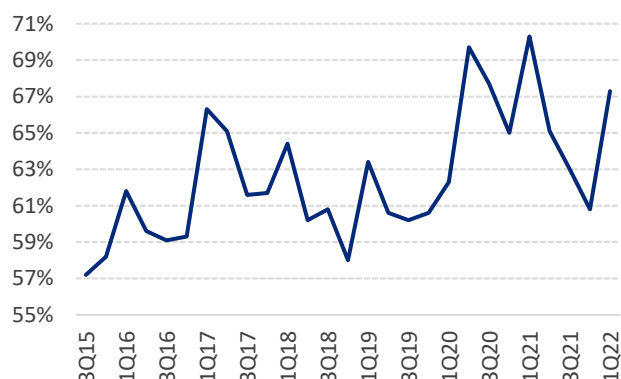
固定资产投资中，基建为主。当前，在预期转弱、信心不足的情况下，对于基础设施和公共事业的投资是政策支持最直接的抓手。从资金来源划分，我们认为地方政府专项债和基建融资扩张将分别成为财政端和货币端的政策发力点。2022 年，专项债的发行额度（3.65 万亿元）较高，叠加去年发行后置的因素，今年专项债的投资效能将更大。2022 年，银行业信贷投放压力较高，在居民信贷需求低迷的情况下，基建贷款投放相对轻松（一季度，基础设施贷款需求指数大幅反弹）。我们认为，基建投资将是下半年推动中国经济增速回升的着力点（请见《[两条主线理解稳经济的抓手——基建](#)》）。

图表 85：2022 年，中国地方政府专项债发行速度快于往年



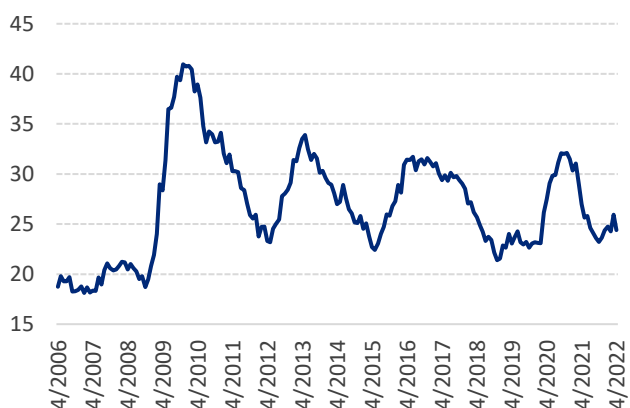
资料来源：Wind，浦银国际

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



资料来源：Wind，浦银国际

图表 87：中国信贷脉冲已触底回升



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 88：中国新增社融与社融存量同比增速的变化



资料来源：CEIC，浦银国际

“十四五”开局，政策引导下高技术制造业投资仍有回升空间。2022 年，上半年的疫情反弹大大拖累了高技术制造业生产，并导致投资落地缓慢：2022 年 4 月，中国高技术制造业 PMI 回落至荣枯线左右的水平（50.1%），高技术制造业固定资产投资完成额的同比增速降至 5.5% 的低位。2022 年，属于“十四五”的开局阶段，被疫情拖累的全国各地高技术制造业规划将在下半年加快落地，我们预计高技术制造业投资增速将触底回升，并带动高技术制造业的进一步复苏。

“房住不炒”的政策指导下，房地产开发投资增速回升有限。2022 年开始，全国多个城市相继放松房地产调控政策（包括下调首付比例、下调房贷利率、提高公积金贷款额度等），但在疫情反弹影响购房意愿的客观条件下，销售端表现低迷：4 月，新房销售额（-48.6%）和销售面积（-42.4%）的同比增速继续下行，降幅超过了 2020 年 1-2 月的水平（销售额的同比增速为 -34.7%，销售面积的同比增速为 -39.2%）。

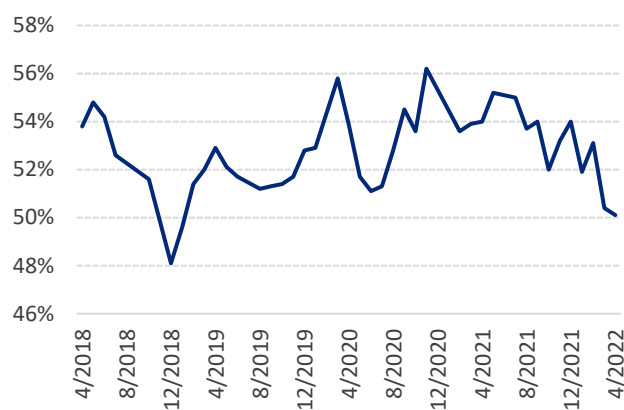
展望下半年，房地产开发投资的反弹空间不大。作为房地产开发投资的领先指标，100 大中城市成交土地面积的同比增速在 2022 年持续下行，4 月已降至-58.03%。在土地成交下行的情况下，我们预计房地产开发投资增速的反弹空间不大。

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



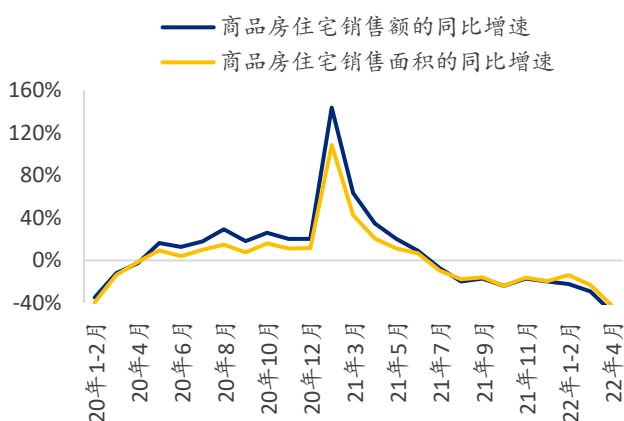
资料来源：Wind，浦银国际计算

图表 90：2022 年 4 月，中国高技术制造业 PMI 已降至 50.1% 的低位



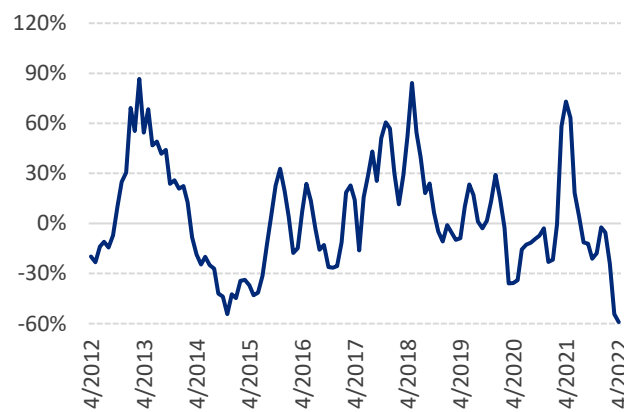
资料来源：Wind，浦银国际

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



资料来源：CEIC，浦银国际

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



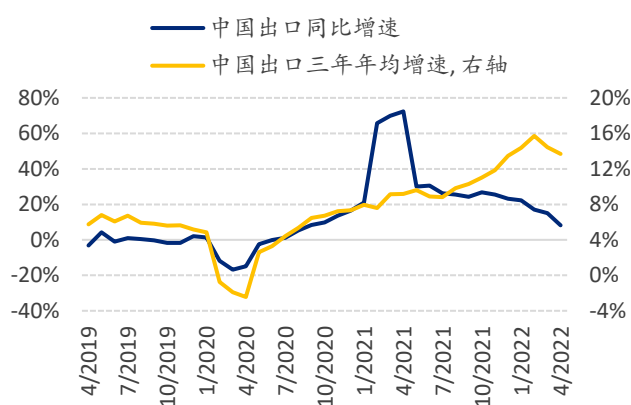
注：3 个月移动平均

资料来源：Wind，浦银国际

出口整体走弱，海外去库存压力大的行业出口增速下滑更严重

下半年，出口同比增速延续边际回落。2022 年，海外需求回落带动出口走弱：以 2019 年 1-4 月出口（美元计）为基准，2022 年 1-4 月的三年年均增速（13.7%）低于 2021 年 1-4 月的两年年均增速（14.2%），出口走弱的趋势明显。2022 年 4 月，出口（美元计）同比增速降至 3.9%，显著低于过去 6 个月的均值（15.3%）。考虑到 2021 年出口逐月递增，在基数走高的背景下，我们认为下半年中国出口同比或将下行至负增长区间。

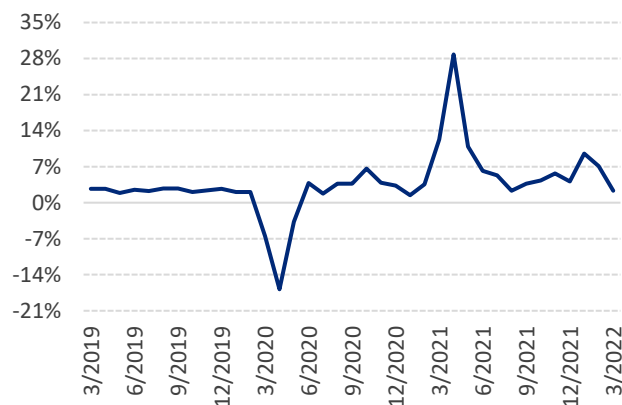
图表 93：中国出口同比增速和三年年均增速边际回落



注：3 个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

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



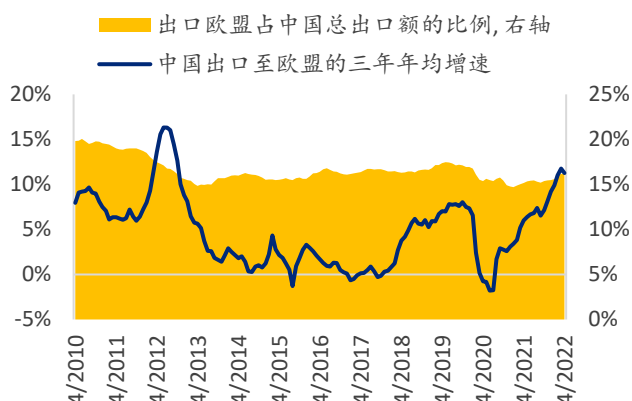
注：G20 中发达经济体包括澳、加、法、德、意、日、韩、英、美、欧盟

资料来源：Macrobond，浦银国际

出口面临需求转弱、竞争回升的双重考验。目前，作为中国出口的主要推动力，发达市场经济复苏动能有所减弱，尤其是消费回落，对中国主要消费品（服装、鞋类、家具、玩具）的出口造成下行压力。2022 年 3 月，G20 中发达经济体的零售额同比增速中位数下行至 2.3% 的低位。其中，欧盟通胀高企抑制消费，将导致中国对欧盟的出口额下滑（约占总出口的 15.7%）。同时，新兴市场（尤其是印度和东盟六国）逐步恢复生产，挤压中国在疫情期间获得的出口份额，对中国的出口增长带来压力。2022 年 1-4 月，在中国出口增速回落的同时，印度和东盟的出口增速持续回升、趋势向好。2022 年春节假期后，中国与东盟六国的出口额差距并未出现明显收窄：4 月，中国与东盟六国出口额的比值（1.73），显著低于 2021 年（1.95）和 2020 年（2.11）的水平。

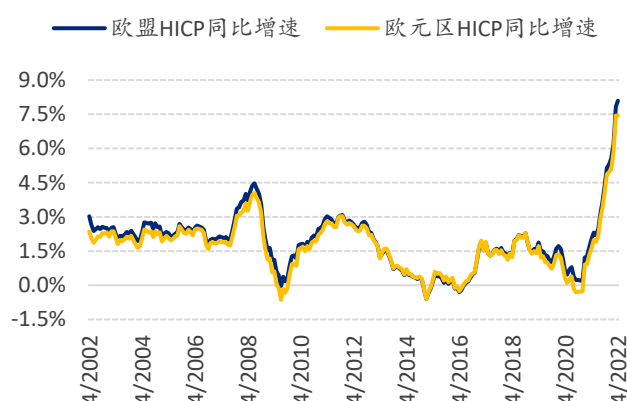
去库存压力大的行业出口增速下滑更严重。从全球维度来看，消费将从拉动经济转为拖累经济，而去库存导致生产承压。我们预计，外部因素对中国出口的负面影响将在下半年逐渐体现。我们认为，如果中国出口商品所属行业存在较大库存压力的话，该商品下半年的出口将有更加明显的回落。

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%



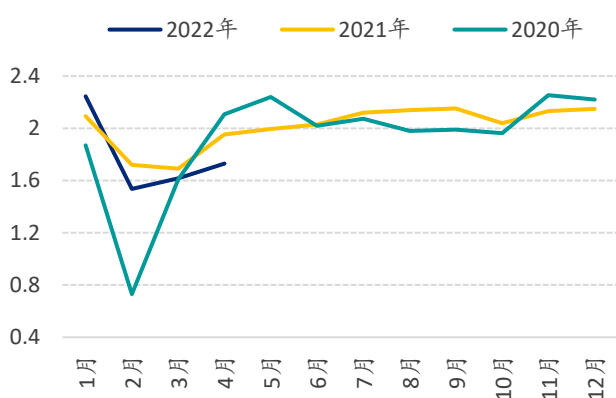
资料来源: Macrobond, 浦银国际

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



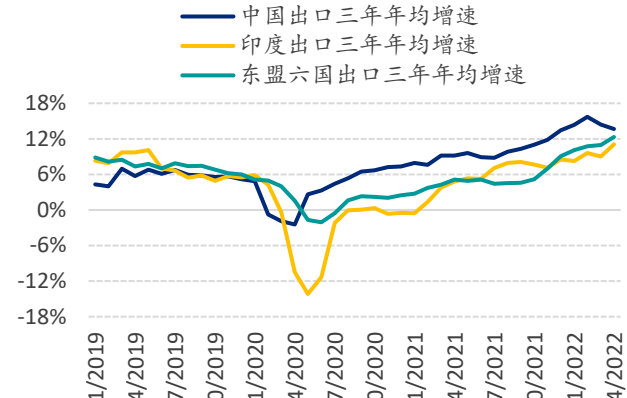
资料来源: Macrobond, 浦银国际

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



资料来源: Macrobond, 浦银国际

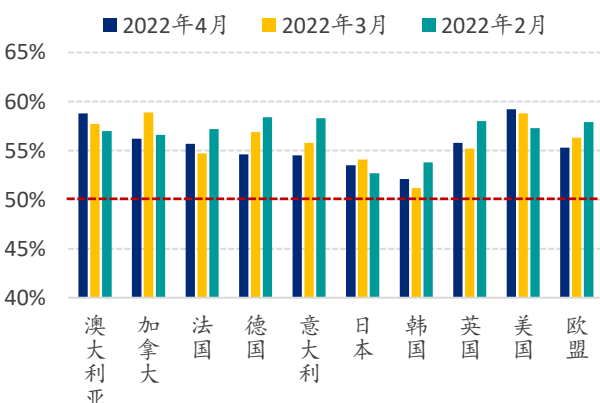
图表 98: 中国出口增速回落的同时, 印度和东盟的出口增速回升



注: 3 个月移动平均

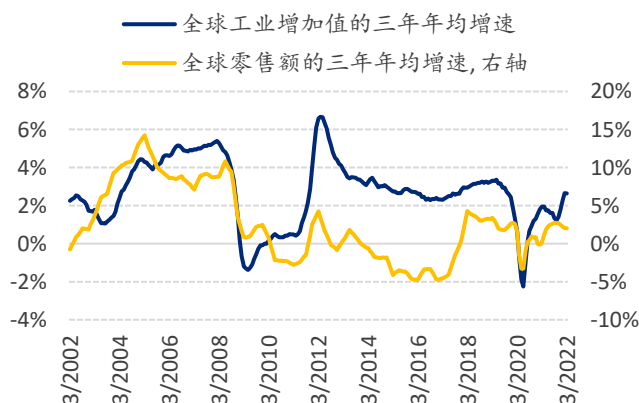
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 99: G20 中发达经济体的制造业 PMI 边际走弱



资料来源: Macrobond, 浦银国际

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



注: 3 个月移动平均

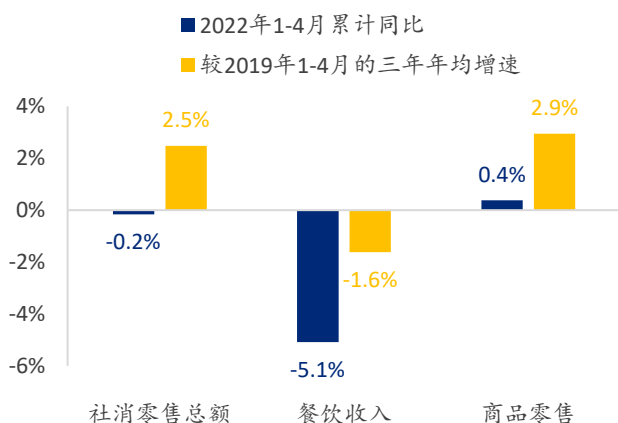
资料来源: Macrobond, 浦银国际

消费整体疲软，疫情后仍有反弹空间

上半年，消费增速持续下行，不同场景的消费均出现疲软。今年1-4月，社消零售总额累计同比增速为-0.2%，三年年均增速为2.5%。其中，餐饮收入1-4月累计同比负增长（-5.1%），三年年均增速为-1.6%，显示服务消费复苏不及疫情前水平、且降幅边际加大；商品零售1-4月累计同比实现正增长（0.4%），增速低于三年年均增速（2.9%），反映出商品零售的增长边际放缓。

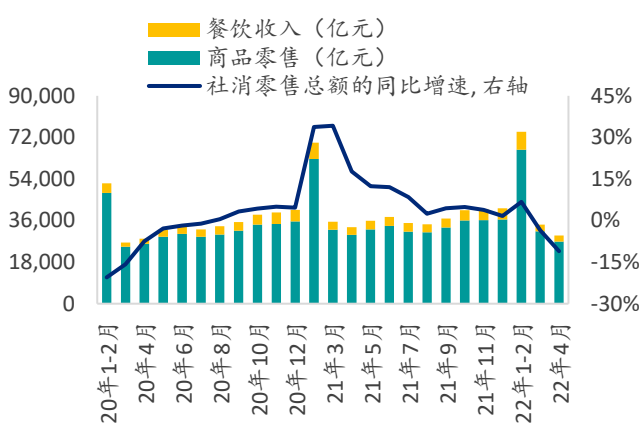
上半年，疫情管控措施直接/间接拉低了接触型/非接触型消费，导致整体消费低迷。当前，中国实行严格的疫情管控政策，上海等地区的疫情反弹导致较大范围、较长时间的封控，客观上减少了消费支出和消费意愿，尤其是在接触型消费方面。此外，2022年的疫情反弹对消费的影响与2020年疫情暴发时期不同。两年前，线上消费等创新经济受惠于疫情封锁；但现在的疫情管控措施使得物流效率下降，导致基于创新经济的消费因物流受阻而减少，从而拉低了商品零售等非接触型消费，导致整体消费低迷。

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



资料来源：CEIC，浦银国际

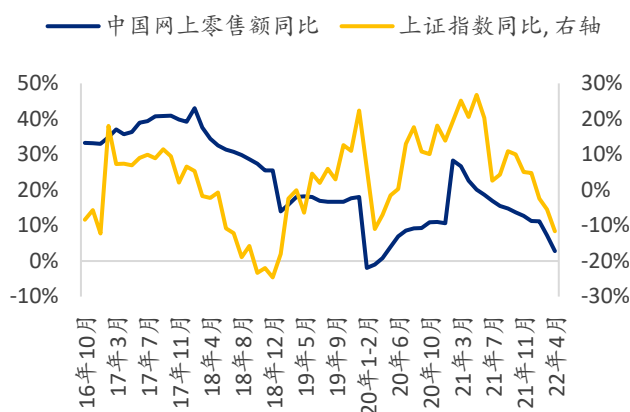
图表 102：2022 年 4 月，中国社消零售总额的同比增速明显下滑



资料来源：CEIC，浦银国际

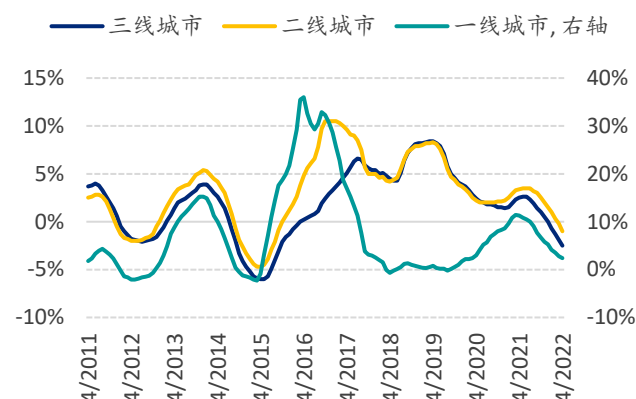
除了疫情因素，财富效应减弱和就业压力加大也导致消费疲软。2022 年，中国股市整体下行，上证指数同比降幅从1-2月的-2.4%扩大至4月的-11.6%，年初至今下跌约 13.3%。历史数据显示，股市表现与网上零售具有较高的相关性，股市表现回落导致财富效应减弱一定程度上压低了消费复苏。2022 年，中国一线城市房价增速放缓，同比增速从1月的 4.1%降至4月的 2.4%；二、三线城市房价下跌明显，其中二线城市房价的同比增速从1月的 1.0%降至4月的-1.0%。考虑到中国家庭不动产占总资产的比例较高，房地产价格增速放缓、甚至由涨转跌所造成的财富效应减弱是更加显著。此外，今年中国的就业压力加大：经济增速放缓减少劳动力市场需求，高校毕业生规模破千万则大幅增加了劳动力市场供给。2022 年 4 月，毕业季尚未到来，中国城镇调查失业率已飙升至 6.1%的高位。失业率上升叠加就业压力加大会推高预防性储蓄，从而导致整体消费意愿、能力下降。

图表 103：中国股市表现回落压低了消费动力



资料来源：CEIC，浦银国际

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



资料来源：Wind，浦银国际

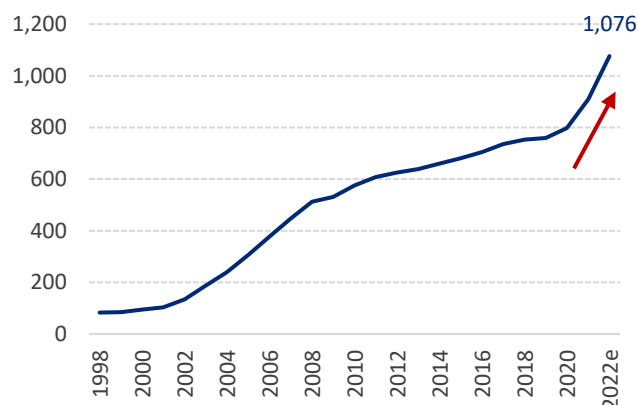
图表 105：2022 年 4 月，中国城镇调查失业率较前期继续上升



注：数据标签分别对应 2020 年 2 月和 2022 年 4 月

资料来源：CEIC，浦银国际

图表 106：2022 年，中国普通高校高校毕业生数（万人）预计将首次超千万

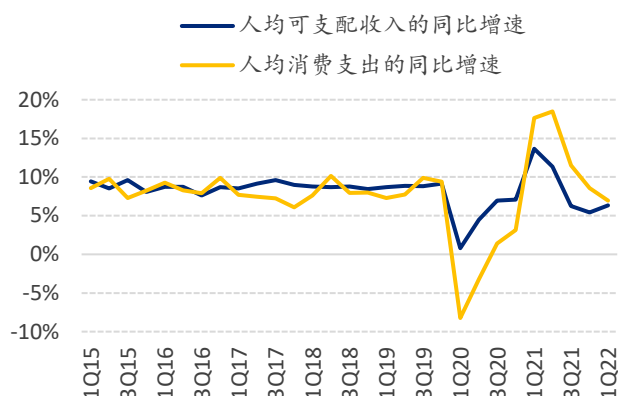


注：e 为教育部预测

资料来源：Wind，浦银国际

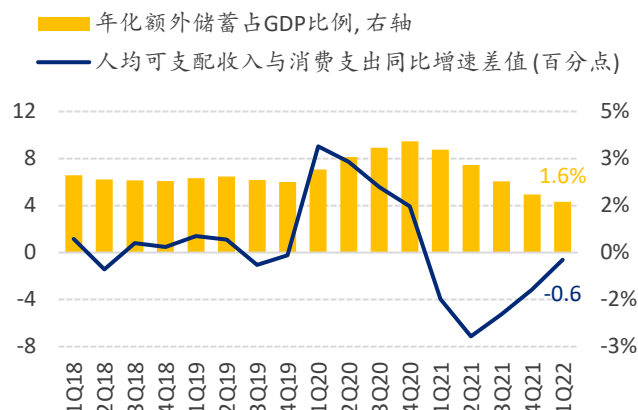
额外储蓄释放和减税降费，有助于下半年消费回暖。2022 年一季度，受年初经济复苏较好的影响，人均可支配收入同比增速回升 0.9 个百分点至 6.3%，但疫情反弹导致消费走弱，人均消费支出同比增速下降 1.7 个百分点至 6.9%。受此影响，人均储蓄从 2021 年四季度的 2,038 元小幅回升至 2022 年一季度的 3,952 元，较过去三年同期平均值多出约 557 元（人均额外储蓄）。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，过去四个季度（2021 年二季度至 2022 年一季度）的额外储蓄约为 1.88 万亿元，占四个季度 GDP 的 1.6%。我们预计，在疫情得到有效稳控后，额外储蓄的持续释放将有助于下半年的消费回暖。此外，减税降费措施也将有助于人均可支配收入的增速回升，对因疫情反弹受到抑制的可选消费（化妆品、通讯器材、汽车等）复苏起到推动作用。我们认为，当前的消费低迷并非可持续的，当疫情稳控后消费仍有反弹的空间：服务消费因弹性更大、将出现比商品零售更明显的回升。

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



资料来源: CEIC, 浦银国际

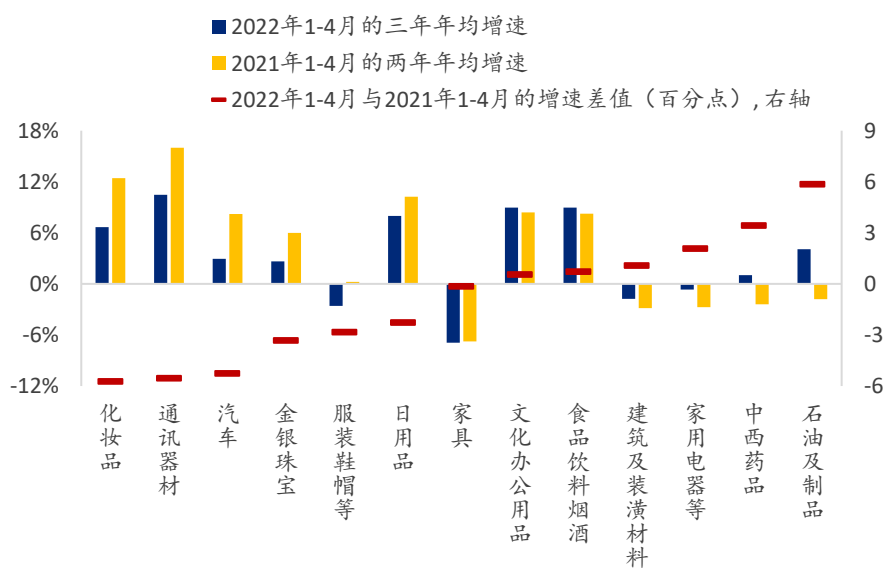
图表 108: 中国收入和消费的增速差值收窄; 高基数下, 额外储蓄仍达到 GDP 的 1.6%



注: 额外储蓄 = (人均可支配收入 - 人均消费支出) × 总人口

资料来源: CEIC, 浦银国际

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

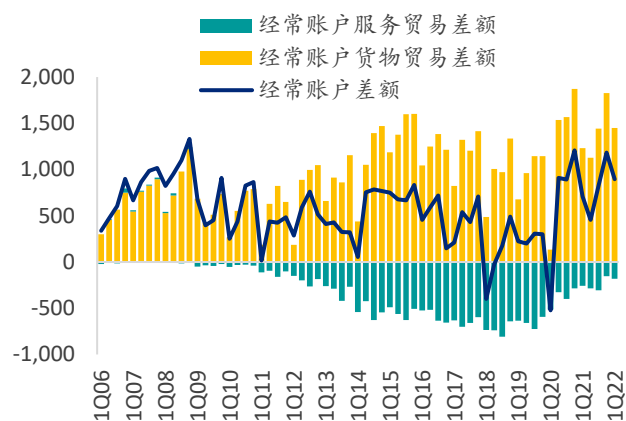


资料来源: CEIC, 浦银国际

● 人民币的汇率前景

贸易顺差收窄、中美利率倒挂，支撑疫情期间人民币升值的动力减弱。2020年疫情暴发后，中国出口向好、凸显韧性，货物贸易顺差扩大带动人民币不断升值。进入2022年，年初出口韧性较好，继续推动人民币升值，人民币兑美元汇率在3月1日降至6.3的低位。考虑到下半年出口边际走弱，货物贸易顺差将不断收窄；全球贸易与旅行有望逐渐恢复，因疫情而压低的中国服务贸易逆差将走阔；共同影响下，贸易顺差收窄将减弱人民币的升值动力。2022年，美债利率延续上行趋势，中美2年期和10年期国债利率均出现倒挂（为12年以来首次），人民币汇率下行压力逐步显现。截至5月31日，美元兑人民币已从升至6.66的水平。

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）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 111：中美国债利率倒挂



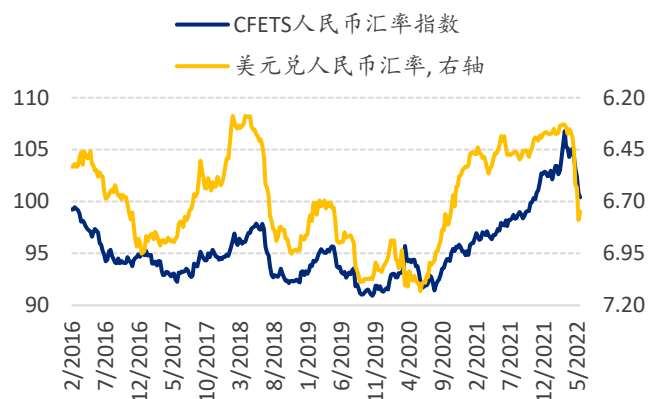
资料来源：FactSet，浦银国际

不同角度下，人民币汇率下行压力都将减弱。大部分投资者关心的是人民币兑美元走势，但从政策角度我们认为人民币兑一篮子货币的汇率CFETS也很重要。中国外汇交易中心的图表显示，CFETS在2016年去杠杆化和2018-19年贸易摩擦期间有所贬值，但自2020年以来又开始逐步升值，与人民币兑美元的走势相同、但存在小幅背离。

2022年上半年，俄乌冲突爆发后，卢布大幅贬值、做空压力加大，推动CFETS人民币汇率指数大幅上行；地缘政治风险导致避险情绪上升，叠加美联储加息的影响，人民币对美元并未出现大幅升值。

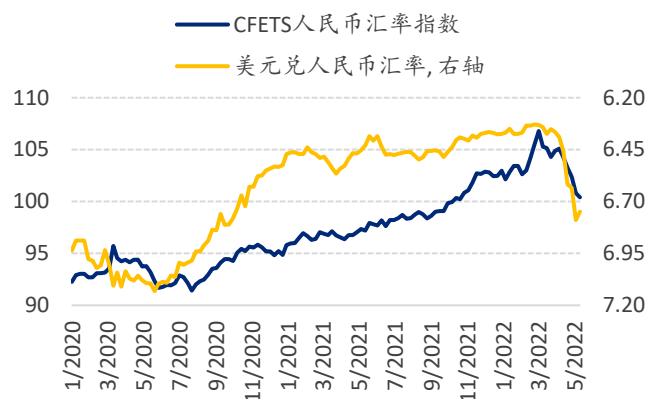
2022年下半年，全球经济由“胀”转“滞”，中国经济增长路径相对更好，中国将再次领先其它经济体复苏，我们认为CFETS人民币汇率指数继续下行的压力较小。根据“微笑美元理论”的判断，2022年下半年美元将逐渐走弱，一定程度上抵消中国贸易顺差收窄和中美利率倒挂的影响，人民币对美元贬值的压力将有所减弱。

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



资料来源：中国外汇交易中心，Macrobond，浦银国际

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



资料来源：中国外汇交易中心，Macrobond，浦银国际

（三）美国——调整过热的经济

2022 年，我们认为美国的经济增速和通胀压力都将出现放缓。经济见顶回落过程中，库存的结构性问题和消费的回落幅度将是美国经济的主要关注点。在全球供应链逐渐恢复的情况下，叠加经济增速放缓、美联储开启加息周期的影响，我们认为美国通胀将逐渐回落，通胀失控的风险并不高。通胀的缓解代表着的是失业率走高；快速上升的融资成本大大减低增加了消费者的债务负担资产价格的调整也冲击了财富效应，我们认为美国消费市场将在今年下半年及明年明显收缩。

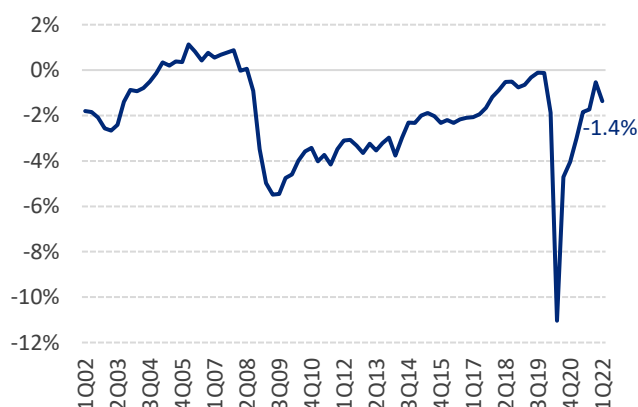
● 经济见顶回落过程中，关注库存和消费的走向

经济增速放缓，补库存出现结构性问题

经济过热可能性降低，下半年经济衰退概率边际回升。2021 年，美国产出缺口持续上行、斜率陡峭，从一季度的-3.0%升至四季度的-0.5%。虽然产出缺口仍为负值，但考虑到金融危机爆发大约 10 年后、产出缺口才回升至 0% 的水平，此次疫情暴发一年多后，产出缺口即接近 0% 的水平，使我们在展望 2022 年美国时，不得不关注其经济过热的可能性。

2022 年一季度，伴随美国的经济增长放缓，产出缺口回落至-1.4%，美国经济过热可能性有所降低，但衰退风险边际回升。2022 年上半年，美国经济衰退概率均值为 7.9%，三季度出现边际回升（均值为 9.0%）。

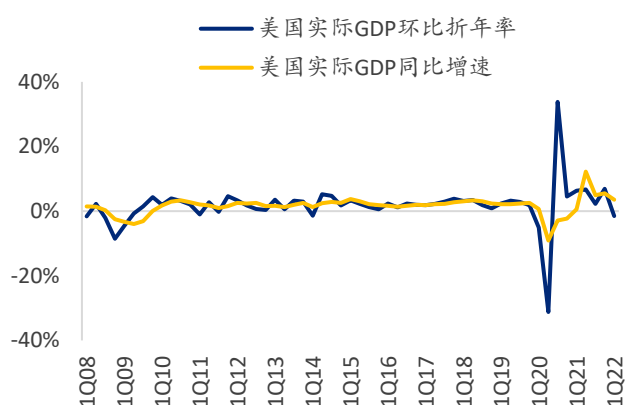
图表 114：根据美联储测算，2022 年一季度美国的产出缺口仍为负值（-1.4%）



资料来源：美联储，Macrobond，浦银国际

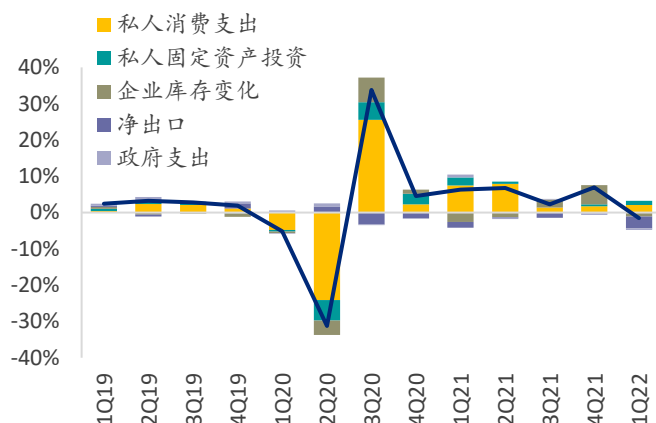
美国 GDP 增速边际回落,净出口和企业存货变动拖累较大。2022 年一季度,美国实际 GDP 同比增长 3.5%,较去年四季度回落 2.0 个百分点;实际 GDP 的环比折年率从去年四季度的 6.9%回落至今年一季度的-1.5%,经济增速出现明显回落。分项来看,私人消费支出(2.1 个百分点)和私人固定资产投资(1.2 个百分点)仍是拉动经济增长的主要项目,贡献率较去年四季度分别回升 0.3 和 0.7 个百分点;进口激增、出口下降,贸易逆差扩大导致净出口拖累经济 3.2 个百分点;企业库存投资回落(-1.1 个百分点)、政府支出大幅下滑(-0.5 个百分点)也对实际 GDP 环比折年率造成拖累。

图表 115: 美国实际 GDP 环比折年率和同比增速均出现回落



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 116: 美国实际 GDP 环比折年率以及各分项贡献率

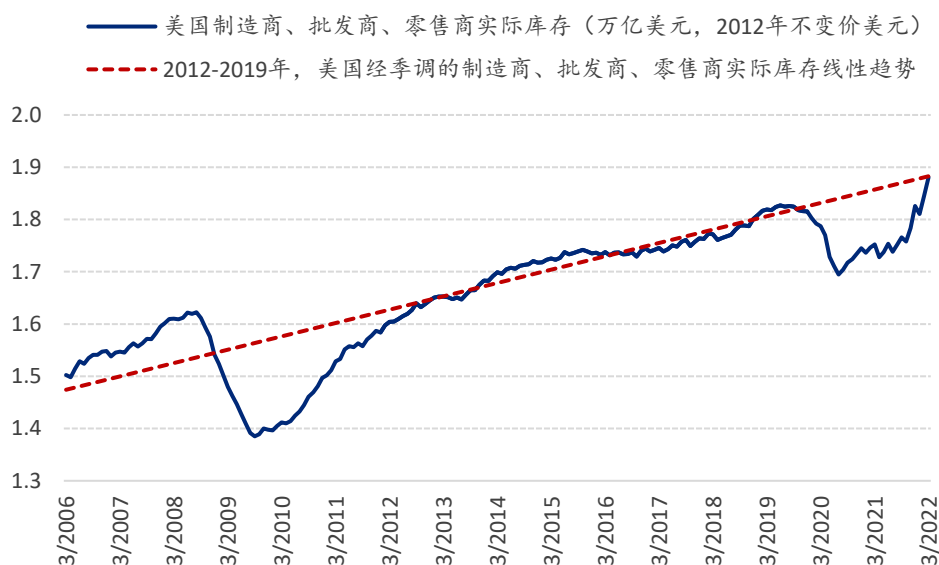


资料来源: Macrobond, 浦银国际

美国实际库存已回归疫情前的趋势。2021 年下半年,补库存推动了美国经济的复苏。进入 2022 年,补库存的节奏继续加快,3 月美国实际库存总量(包括制造商、批发商、零售商)达到 1.9 万亿美元,恢复至疫情开始前的线性趋势上,速度超出我们的预期。虽然整体库存水平大幅上升,但是物流效率较低、叠加上游工业生产旺盛、下游消费需求转弱的影响,美国库存结构出现问题:制造商、批发商、零售商补库存趋势出现分化,批发商实际库存出现总量和增速的大幅上行。

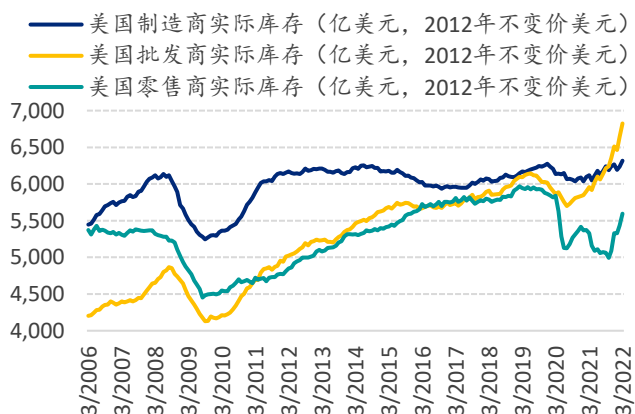
上游热、下游冷,批发商库存激增。2022 年 3 月,批发商实际库存(6,825 亿美元)显著高于上游制造商(6,317 亿美元)和下游零售商(5,594 亿美元)的库存水平;就实际库存的同比增速而言,批发商(14.6%)补库存速度明显高于制造商(3.3%)和零售商(5.0%)。我们认为,批发商库存激增是受到上游工业生产旺盛和下游消费需求转弱的双重影响。在这种结构性问题下,我们预计:批发商一方面会减少对上游制造商的订单、一方面会减价向零售端分销库存。受此影响,制造商订单减少会带动生产回落、造成经济增速继续放缓;而零售端的价格下行则会带动消费端通胀回落。综合来看,库存的结构性问题将会导致下半年美国经济和通胀回落。

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



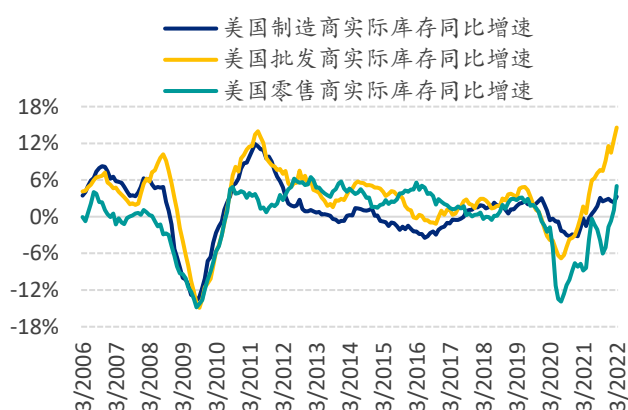
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 118: 美国制造商、批发商、零售商实际库存



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 119: 美国制造商、批发商、零售商实际库存同比增速



资料来源：Macrobond，浦银国际

当前，美国经济扩张趋势放缓。2022 年 4 月，美国制造业（55.4%）和非制造业（57.1%）PMI 均在扩张区间，但较前期分别回落 1.7 和 1.2 个百分点。对于制造业，下游库存激增的信号已经出现：2022 年，美国制造业 PMI 客户库存指数大幅上行，4 月已经升至 37.1% 的水平，显示下游客户库存去化边际放缓。在进口激增影响下，上游供应商交货指数在 2022 年 4 月升至 67.2% 的高位，而积压订单指数持续下行（2022 年 4 月降至 56.0%），反映出订单增量有所减少。综合影响下，我们预计制造业扩张趋势放缓将带动美国经济增速继续回落。对于非制造业，我们认为，美国房地产市场热度将温和回落，但仍将支撑下半年美国经济增长。

图表 120: 美国制造业和非制造业 PMI 指数仍处于高位



资料来源: Macrobond, 浦银国际

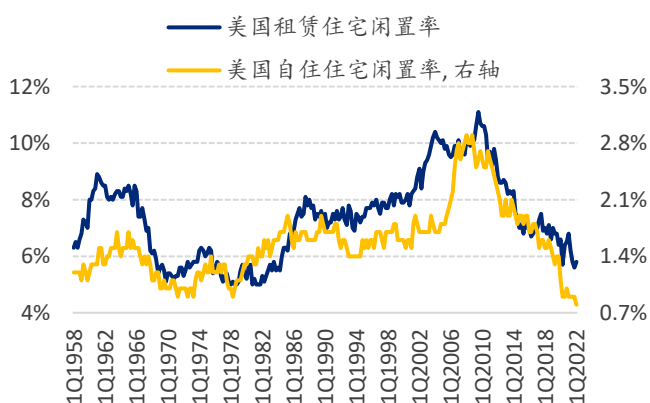
图表 121: 美国制造业 PMI 积压订单、客户存货、供应商交货指数



资料来源: Macrobond, 浦银国际

需求驱动下, 美国房地产价格保持较高增速。2022 年一季度, 美国住宅市场的需求依旧强劲, 自住住宅的闲置率降至历史低位 (0.8%), 租赁住宅的闲置率也处于较低水平 (5.8%)。需求驱动下, 住宅市场新房和二手房的价格均保持较高增速: 2022 年 4 月, 新房售价中位数的同比增速达到 19.6%, 二手房售价中位数同比增速达到 14.8%。目前, 房地产价格增速已出现边际回落的迹象, 考虑到贷款利率大幅攀升的影响, 我们认为下半年美国房地产市场热度将温和回落。

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



资料来源: CEIC, 浦银国际

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



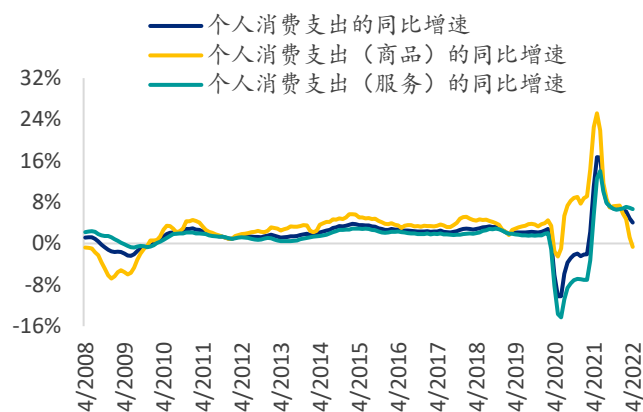
注: 6 个月移动平均

资料来源: Macrobond, 浦银国际

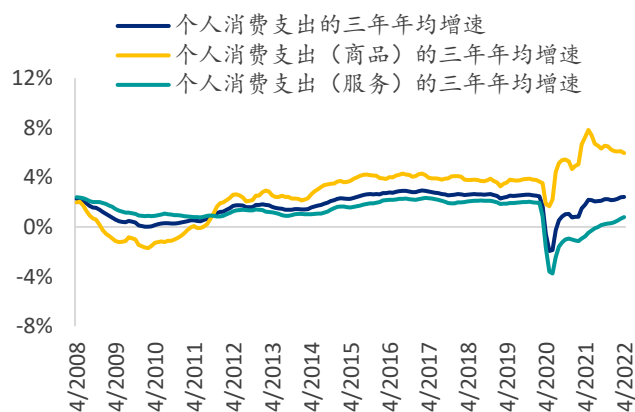
美国消费复苏回落，需关注实际工资增速下行、财富效应减弱和房贷利率回升对消费回落的影响

商品消费回落带动美国消费整体走弱，服务消费短期仍有回升空间。在经济增速放缓的背景下，2022 年 4 月美国个人消费支出的同比增速降至 2.8%，显著低于 2021 年的增速均值（8.2%）。其中，商品消费支出同比负增长（-2.9%），下行趋势明显。从三年年均增速的角度看，2022 年 4 月，商品消费支出的恢复程度远超疫情前的水平（5.9%），服务消费支出则刚刚回到 2019 年同期的水平（0.9%）。我们认为，随着旅游开放，今年暑假将迎来强劲的服务消费增长，但由于实际工资增速下行、财富效应减弱以及债务负担增加三个因素，服务消费的复苏也将是短暂的，并会加速商品消费的下滑。

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



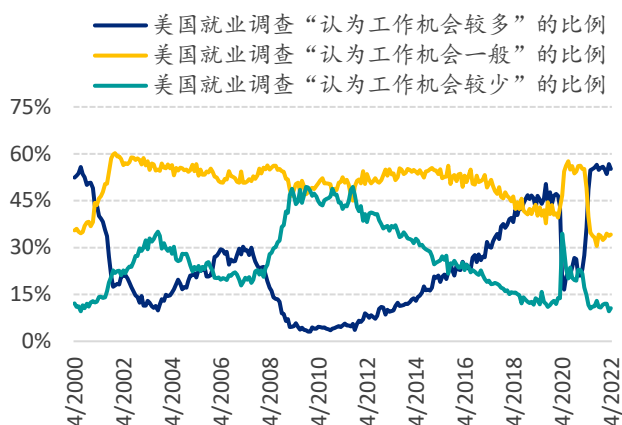
图表 125：美国商品消费复苏上行空间有限，服务消费短期仍有上行潜力



实际工资增速下行带动消费边际回落。经济放缓对消费冲击最直接体现在收入下降。新冠疫情期间，美国私营部门职工的每周平均工资保持较高增速保证了消费的持续复苏。进入 2022 年，美国私营部门职工的每周平均工资持续负增长，4 月的降幅扩大至-3.4%的水平。我们预计，在当前通胀高企的情况下，叠加美国经济增速放缓的影响，实际工资增速将持续下行、导致整体消费边际回落。

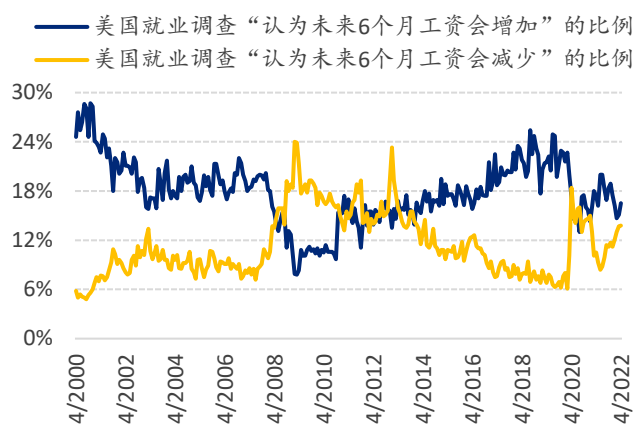
就业市场的调查反映出收入预期的下降。下半年，随着财政补贴政策的结束，最易受补贴影响的中低收入劳动力在补贴用尽后将重返就业市场，并推动非农职位离职率的下降和劳动人口参与率的回升。在劳动人口参与率回升的背景下，经济增速放缓可能导致非农职位空缺率的下降和失业率的小幅反弹，但是非农就业人数将延续边际恢复的趋势，美国就业市场的紧张程度将有所缓解，但就业市场将出现“就业机会增多、但收入增长下降”的特征。美国就业调查显示，“认为未来 6 个月工资会减少”的比例大幅上升，收入预期下降也对消费起到负面作用。

图表 126: 美国就业调查显示, 工作机会仍然是偏充裕的



资料来源: CEIC, 浦银国际

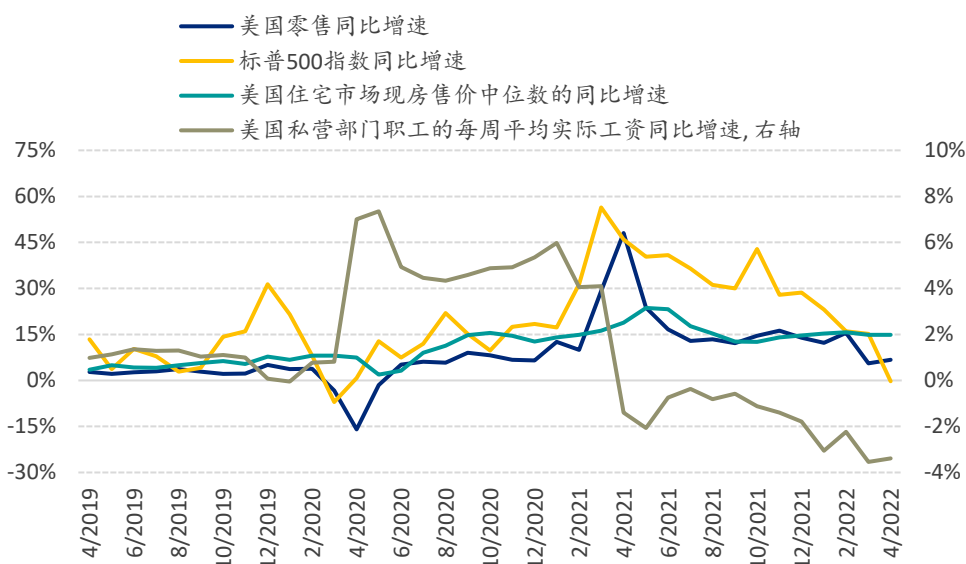
图表 127: 美国就业调查显示, 认为未来工资下降的比例有所上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

股市下行部分抵消了房地产市场火热带动的财富效应, 支撑零售增长的作用逐渐减弱。2021 年, 宽松的货币政策推高了包括股市和房地产在内的资产价格, 带来财富效应的提升。进入 2022 年, 美联储加快收紧货币政策, 流动性趋紧令股市承压, 以标普 500 指数为代表的股市同比增速大幅下行, 部分抵消了现阶段房地产温和增长带来的财富效应, 导致消费增速回落。对于下半年, 我们预计货币政策仍将趋紧, 叠加经济增速放缓的因素, 美国股市不会出现大幅上涨、房地产市场增速将温和回落, 财富效应支撑零售增长的作用走弱。

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



资料来源: Macrobond, 浦银国际

美国房贷利率大幅攀升，将对消费造成挤压。2022 年，30 年期房贷利率从 1 月的 3.6% 大幅攀升至 5 月的 5.1%，为 2009 年 8 月以来最高值。房贷利率大幅攀升导致还贷家庭的利息负担加重，在实际工资增速下行的情况下，消费能力将大幅下降。此外，房贷利率攀升、叠加美联储继续加息的预期，美国家庭选择提前还贷的情况增多，一定程度上压低了储蓄。2022 年 4 月，美国个人储蓄率降至 4.4%，为 2008 年 10 月以来的最低值。个人储蓄率降至 10 年来低位，也反映出疫情期间过度消费严重。我们此前预计，伴随经济复苏，作为消费动能的储蓄将逐步释放，并支撑零售持续恢复。但是，疫情期间的过度消费导致下半年支撑消费的动能不足，叠加实际工资增速下行、房贷利率攀升的影响，都对消费造成挤压。

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



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 130：美国个人储蓄率大幅下行至 4.4% 的低位



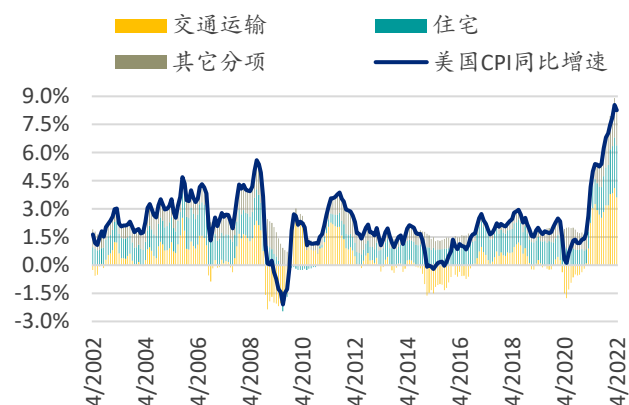
资料来源：Macrobond，浦银国际

● 通胀已边际见顶

美国通胀升至拐点，能源价格、租金价格、机动车（新车和二手车）价格涨幅有所分化。2022 年 4 月，美国 CPI 同比增速回落 0.3 个百分点至 8.2%，为 2021 年 9 月以来 CPI 同比增速首次回落。分项来看，能源价格合计贡献了 3.4 个百分点，租金价格贡献了 1.7 个百分点、机动车价格贡献了 1.6 个百分点；其中，能源价格和机动车价格的贡献率较前期分别回落 0.1 和 0.4 个百分点，租金价格则回升 0.1 个百分点。

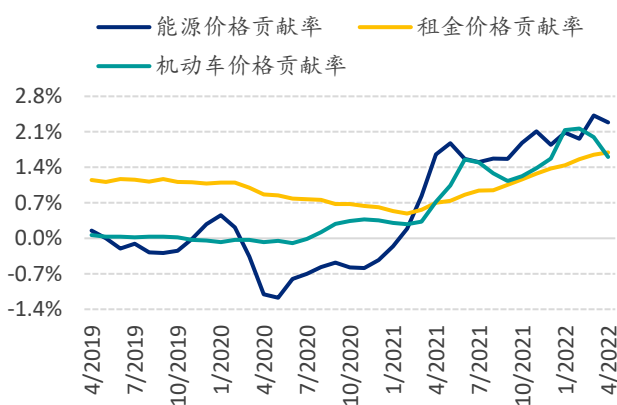
去库存将加快通胀下行。在美国经济增速边际放缓的背景下，需求下降将缓解通胀的上行压力。对于美国补库存趋势，我们预计批发商面对库存去化放缓的压力、将减价向零售端分销，零售端价格增速的上行空间有限。美联储开启加息周期，贷款利率大幅攀升导致房地产市场热度温和回落，租金价格也将相应下降。此外，根据 OECD 的预测，原油价格在 2022 年将有所回落，这将缓解原油价格高企所推动的美国能源通胀。

图表 131：美国 CPI 同比增速及各分项贡献率



资料来源：Macrobond，浦银国际

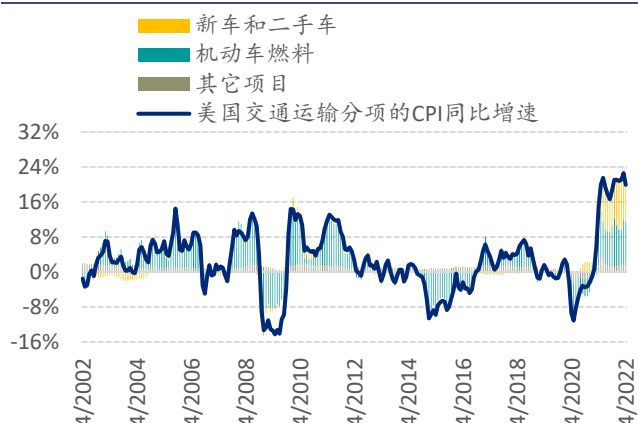
图表 132：美国能源价格、租金价格、机动车价格对 CPI 同比增速的贡献率



资料来源：Macrobond，浦银国际

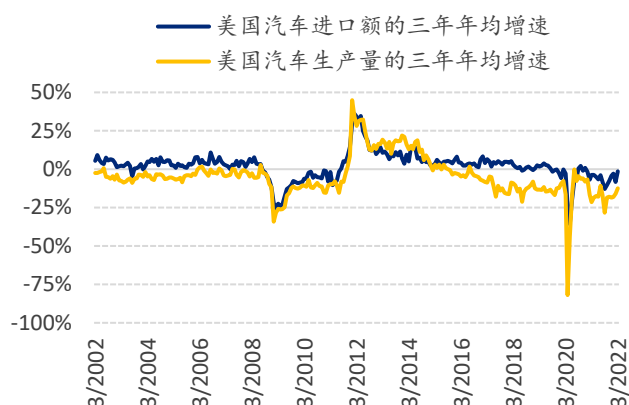
全球供应链逐渐恢复，机动车价格上涨压力有所缓解。与历史相比，本轮通胀中机动车价格的推动作用尤为显著，造成这一结果的原因是新冠大流行造成全球供应链危机，这使得需求未出现显著回落的情况下供给明显减少、进而造成价格飙升。2022 年，伴随全球供应链逐渐恢复，美国汽车生产量有所回升，一季度生产 39.5 万辆，环比增长 2.1%，显著高于供应链受阻最严重时期的 34.6 万辆（2021 年三季度）。此外，全球供应链恢复保证了整车进口贸易实现复苏，美国汽车进口的三年年均增速降幅不断收窄，从 2021 年三季度的-8.1%收窄至 2022 年一季度的-4.2%。我们预计，全球供应链危机逐渐平息的过程中，机动车价格上涨压力将继续缓解。

图表 133: 美国交通运输分项的 CPI 同比增速及
各项目贡献率



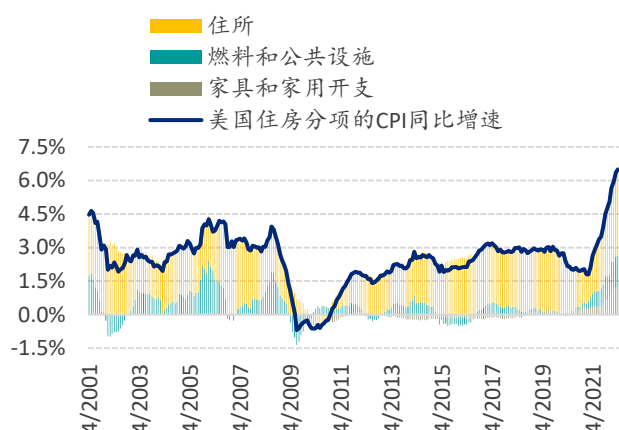
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 134: 美国汽车进口和生产的增速有所回升



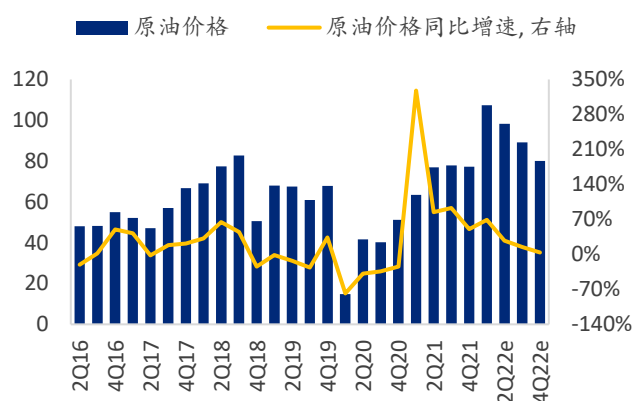
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 135: 美国住房分项的 CPI 同比增速及各项
目贡献率



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 136: 根据 OECD 预测, 2022 年底原油价格将
回落至 80 美元/桶



注: e 为 OECD 预测

资料来源: OECD, Macrobond, 浦银国际

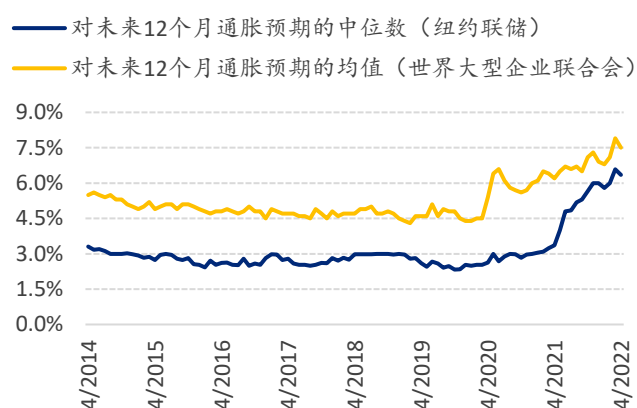
虽然美国已出现“工资—物价”螺旋式通胀的特征,但我们认为美国通胀失控的风险并不大。2022 年 4 月,当美国 CPI 同比增速首次回落后,美国 10 年期通胀保值国债 (Treasury Inflation-Protected Security, TIPS) 的隐含通胀预期也有所回落,从 4 月的 2.98% 降至 5 月末的 2.63%。此外,不论是纽约联储、还是世界大型企业联合会的调查结果都显示,美国居民对未来 12 个月的通胀预期有所下降,中位数和均值分别从 3 月的 6.6% 和 7.9% 降低至 4 月的 6.3% 和 7.5%。在全球供应链逐渐恢复的情况下,叠加经济增速放缓、美联储开启加息周期的影响,我们认为通胀预期继续走高的概率不大,美国通胀失控的风险并不高。

图表 137: 美国 10 年期 TIPS 的隐含通胀预期



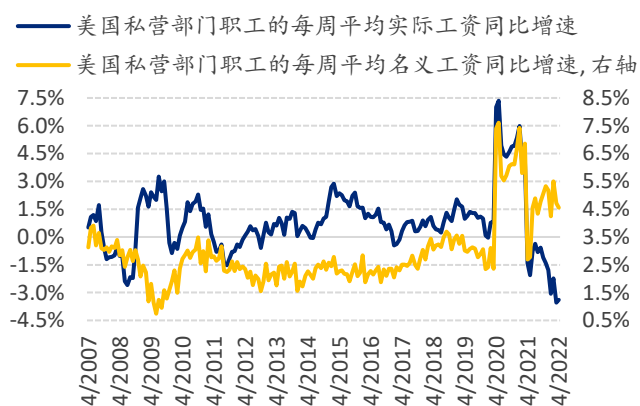
资料来源: FactSet, 浦银国际

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



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 139: 美国私营部门实际工资和名义工资出现增速分化



资料来源: Macrobond, 浦银国际

● 美元走势仍可参照“美元微笑理论”

疫情期间美元指数复刻了 2009-2010 年的走势。从 2020 年末开始，我们在三次展望报告中都采用了“美元微笑理论”来分析美元指数走向，并做出了“美元在 2021 年上半旬维持下行、2021 年中旬逐渐升值、2022 年上半旬继续回升”的判断。目前来看，过去一年半的时间里美元指数的历史趋势很好地验证了我们一年之前所做出的判断。下半年，美国经济将经历经济和通胀渐进式放缓的过程，全球经济也将经历由“胀”转“滞”，在这种情况下，我们能否继续用“美元微笑理论”来预测美元指数的走势呢？

图表 140：2009 年初至 2010 年中的美元指数走势



资料来源：FactSet，浦银国际

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



资料来源：FactSet，浦银国际

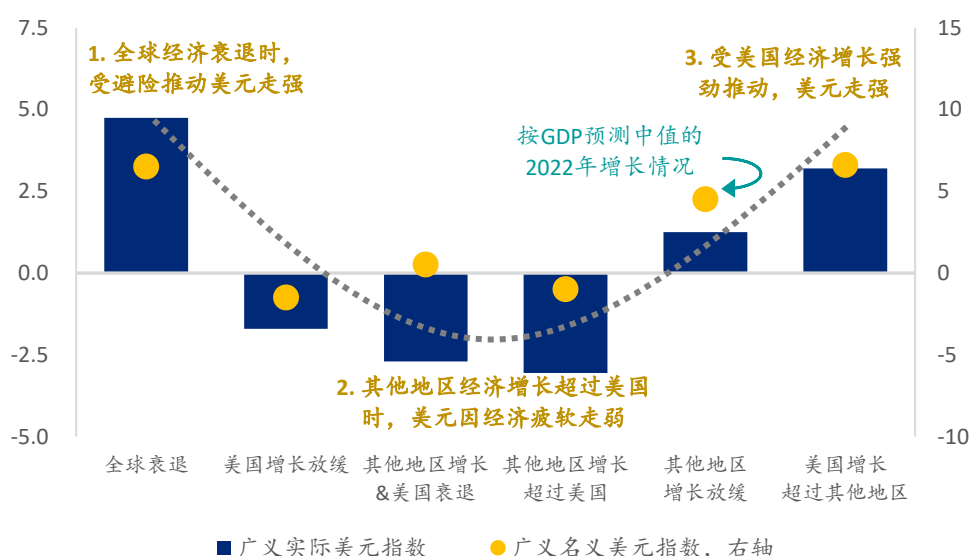
从 2021 年单一阶段分析，到 2022 年上半年的双阶段分析。对于 2021 年的美元走势，我们是完全按照“美元微笑理论”框架进行分析。作为全球性避险货币，美元具有“国际”和“国内”的双重属性。当全球危机事件（例如，金融危机或新冠疫情）发生时，美元会出现先升值、后贬值、最后再次升值的三个阶段，并构成一个类似微笑的“U”型曲线。具体来说，

- **第一阶段：**全球危机事件发生，避险情绪导致投资者由持有风险资产转而持有美元，美元“国际”属性突显、美元走强。去年疫情暴发后（2020 年 1 月至 5 月）“美元微笑理论”的第一阶段开始，美元因避险情绪上升而走强，充分发挥了美元的“国际”属性。
- **第二阶段：**全球危机事件趋缓，经济复苏开始，资金流向经济增速更快的地区，市场开始规避美元，美元恢复其“国内”属性、美元走弱。2020 年 6 月至 2021 年 6 月，是“美元微笑理论”的第二阶段。疫情对美国经济的冲击、美国大选的不确定性以及中国经济的率先复苏，都导致美元恢复其“国内”属性，美元持续走弱。

- **第三阶段：**全球经济整体复苏，美国经济升温且经济增长领先，乐观情绪以及加息预期使得投资者再次转向美元，美元的“国内”与“国际”属性共同恢复、美元再次走强。2021 年中旬将开始“美元微笑理论”的第三阶段，直到 2022 年中旬。在消费拉动下，今年下半年美国经济持续升温，叠加缩减 QE 和加息预期的影响，美元恢复“国际”属性、美元开始走强。

对于 2022 年上半年，我们判断美元可能处于双阶段（第一阶段/第三阶段）：一方面，全球经济复苏、美联储率先加息，“美元微笑理论”将进行到第三阶段，美元继续升值；另一方面，俄乌冲突造成全球避险情绪上升，美元作为避险资产的属性而迎来升值，此时则符合“美元微笑理论”的第一阶段。对于 2022 年下半年，我们认为，美元双阶段的过程将逐渐结束：一方面，美国经济增速放缓，美元再次回流高增速经济体，美元从第三阶段转至第二阶段；另一方面，俄乌冲突趋缓，市场避险情绪走弱，美元从第一阶段转至第二阶段。因此，两种情况下，美元都将延续第二阶段的特征，美元指数将逐渐下行。

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（%）

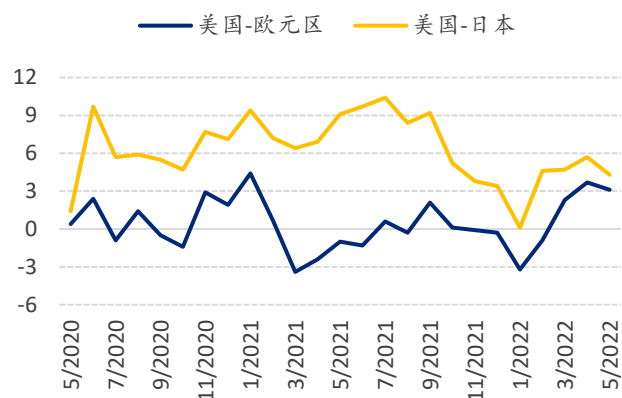


注：增速差值基于美国 GDP 减去 25 个重要经济体加权 GDP（美联储广义美元指数货币篮子所包含的经济体）；1985-2019 年
资料来源：Bloomberg，浦银国际

考虑到美元指数中欧元（57.6%）和日元（13.6%）的权重最高，欧元区和日本的经济复苏、货币政策对美元的影响也最大。目前，美国与欧元区和日本的 PMI 差值出现回落，我们预计美国经济增速与欧元区、日本的差距将有所收窄。此外，欧元区通胀风险上升导致欧央行收紧货币政策的概率提高。美联储和欧央行本就在货币正常化议题上存在时间差，下半年美联储的紧缩将趋缓、欧元区的紧缩将在三季度正式开始，这将导致欧元对美元的升值动力边际加大。

美元投机性仓位回升，但做空美元的压力并不大。市场情绪方面，2022 年 1-2 月，美元的投机性仓位有所回升，但是 3-5 月又出现回落，整体的投机性仓位并不高，做空美元的压力不大。我们预计，如果美元投机性仓位持续保持当前水平，2022 年底做空美元的压力将值得关注。

图表 143：美国与欧元区 and 日本的制造业 PMI 差值（百分点）



资料来源：Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

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



资料来源：FactSet, 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

