



# 2022 年宏观经济展望： 全球喜忧并存，中国稳中求进

- 乐观的前景，现实的问题：**市场一般预期，全球经济在 2022 年将完成复苏并恢复常态，2023 年世界重回开放。如果对疫情的预测是对的，我们没有理由不相信宏观前景是乐观的。可是过去一年经历告诉我们，新冠疫情对经济的冲击并非一次性的。因此，我们给出两个情景分析。情景（一）新冠疫情逐渐减弱，全球 GDP 增速在高基数效应下有序地趋缓，通胀到 2022 年下半年有所缓解。情景（二）新冠变种病毒在全球暴发，各国再次实施严格的封锁隔离措施，供应链中断导致通胀恶化，这将是全球经济最悲观的情形，但中国经济将会相对乐观。
- 后疫情时代，中国经济展示更强韧性：**中国是 G20 经济体中进口占 GDP 比例最低的国家之一，这意味着它将不太容易受到供应冲击和进口通胀的影响。同样，中国也是外债占 GDP 比例最低的国家之一，这意味着它将更不容易受到全球流动性条件逆转的影响。同时，与其它国家相比，中国稳健的货币政策避免了潜在的、由流动性驱动的资产泡沫。事实上，我们估计经过一年的去杠杆后，中国的宏观杠杆率减少约 10 个百分点，与其他国家的杠杆率在疫情期间大幅上升形成强烈对比。因此，中国在刺激经济方面的政策空间也比其它国家多。
- 2022 将是中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年：**我们认为中国对于逆周期宏观调控的把握和操作已经比发达国家更为成熟，目前中国经济正在进入财政及货币政策回归常态的拐点，总体宏观政策将比今年宽松。固定资产投资增长经过低迷的一年后，将在明年有望抬头，特别是绿色经济和高端制造相关的基础投资，这不但局部抵消房地产下行的拖累，也是配合“十四五”的长远发展目标。我们预计中国经济将在 2022 年一季度触底，在下半年有较明显的复苏，先下后上。
- 美国经济继续复苏但过热风险逐渐增加：**2022 年很大部分的复苏动力来自补库存，我们预测，至少需要两年时间才能使美国接近历史低点的库存销售比恢复至趋势水平。但预期美国经济 2022 年先上后下，这不纯粹是基数效应，也是因为政策极速修复了产出缺口，导致经济提早出现过热风险。虽然供应链的复苏将减低通胀压力，但工资增长及财富效应带来的需求增长不会让通胀下滑太快。为了防止通胀预期中枢上移，我们不能排除美联储加快收紧政策。最大的风险依然是反复的疫情，因为这会导致滞胀，让美联储陷入两难的局面。

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

2021 年 12 月 03 日

## 相关报告：

《QE 缩减落地——SPDBI 全球央行观察（2021 年 11 月刊）》（2021-11-22）

《2021 年中期宏观经济展望：聚焦高质量和结构性的复苏》（2021-06-07）

《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》（2020-12-08）



扫码关注浦银国际研究

# 目录

<b>2022 年宏观经济展望：全球喜忧并存，中国稳中求进</b> .....	6
<b>(一) 乐观的前景，现实的问题</b> .....	11
2022 年，乐观的前景.....	11
2022 年，现实的问题.....	18
<b>(二) 中国进入稳增长拐点</b> .....	26
2022 年，中国经济稳增长之年.....	26
双引擎复苏的特征将延续.....	29
货币政策迎来边际宽松，通胀压力可控.....	35
人民币的汇率前景.....	38
<b>(三) 美国复苏强劲，需关注过热风险</b> .....	40
美国经济的前景如何？.....	40
浅析美联储 2022 年货币政策路径.....	50
美元将延续“美元微笑理论”的走势.....	53

## 图表目录

图表 1: 美国联邦基金实际利率仍然处于深度负区间	8
图表 2: 2020 年, G20 经济体进口占 GDP 比例	9
图表 3: 2020 年, G20 经济体外债占 GDP 比例	9
图表 4: 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	9
图表 5: 2021 年 1-11 月, G20 经济体股票市场收益率	10
图表 6: 全球名义 GDP 规模和实际 GDP 增速趋势	12
图表 7: IMF 2021 年 4 月和 10 月对实际 GDP 增速预测的调整幅度 (百分点)	12
图表 8: 发达市场和新兴市场部分经济体的平均产出缺口预测	12
图表 9: 经济水平较高的国家或地区将更早地为其大部分人口接种疫苗	12
图表 10: 就名义 GDP 的趋势而言, 中美已基本恢复, 欧元区和日本的恢复较慢	13
图表 11: 中国、美国、欧元区、日本的实际 GDP 增速预测	13
图表 12: 疫情暴发时间不同, 导致中国实际 GDP 增速的变动较美欧日领先约一个季度	14
图表 13: 基数效应不同, 导致 2022 年实际 GDP 增速呈现: 中国“先下后上”, 美欧日“先上后下”	14
图表 14: 中国、美国、欧元区、日本的综合 PMI 趋势	14
图表 15: 就制造业 PMI 同比增速而言, 中国制造业趋稳, 美国制造业复苏将经历拐点	14
图表 16: 全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况	15
图表 17: 全球新冠肺炎病死率已降至 1.6% 的水平	15
图表 18: 2021 年, 全球新冠疫苗接种情况	15
图表 19: 全球综合、制造业、服务业 PMI 趋势	15
图表 20: 就两年年均增速而言, 全球工业仍未恢复至疫情前水平	16
图表 21: 2022 年, 全球汽车产量预测值约为 6,414 万辆, 两年年均增速将达到 14.0%	16
图表 22: 就两年年均增速而言, 全球消费已基本恢复至疫情前的高位	17
图表 23: 新冠疫情时期, 发达市场的经济刺激方案占 GDP 比重普遍更高	17
图表 24: 2021 年 10 月, OECD 消费者信心指数有所回落, 但仍处于高位	17
图表 25: 2021 年, 部分经济体的累计超额储蓄 (预期储蓄的百分比)	17
图表 26: 全球进出口贸易总额的同比增速和两年年均增速趋势	18
图表 27: 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	18
图表 28: 美国港口面临严重的装卸压力, 集装箱堵塞港口加剧了全球供应链危机	19
图表 29: 当前为运输端导致的供应链危机	19
图表 30: 航运支出增长的供需驱动因素	19
图表 31: 美欧日央行资产年度增量 (亿美元) 与全球整体股市表现	20
图表 32: 美欧日央行资产年度增量占 GDP 的比例	20
图表 33: 全球利率水平开始上升, 2022 年各国央行将开启加息进程	21
图表 34: 全球 CPI 中位数趋势	22
图表 35: 发达市场和新兴市场 CPI 中位数趋势	22
图表 36: 以美英为代表的发达市场工资增速出现明显上涨	22
图表 37: 疫情时期, 全球房地产价格出现整体性上涨	22
图表 38: 全部商品、非能源、能源价格指数的同比增速	23
图表 39: 中国煤炭存量 (亿吨)	23
图表 40: 欧洲天然气存量 (亿立方米)	23
图表 41: 以美国为例, 消费复苏有较大的分化	23

图表 42: 能源改革的投资需求可能带来金属价格通胀 .....	24
图表 43: 伴随出生率的下降, 长期通胀延续下行趋势 .....	25
图表 44: 债务水平与长期通胀有明显的反向关系 .....	25
图表 45: 名义 GDP 同比增速与三大产业增加值 .....	27
图表 46: 名义 GDP 与三大产业增加值的两年年均增速 .....	27
图表 47: 实际 GDP 同比增速与各项目拉动作用 .....	27
图表 48: 各项目对实际 GDP 同比增速的贡献率 .....	27
图表 49: 中国地方政府新增专项债额度 (亿元) .....	28
图表 50: 中国地方政府新增专项债中, 新增债券与再融资债券的构成 .....	28
图表 51: 11 月, 制造业 PMI 重回扩张区间 .....	29
图表 52: 11 月, 制造业生产指数大幅回升 .....	29
图表 53: 当前的制造业产能利用率仍高于疫情前的大部分时间 .....	30
图表 54: 制造业投资仍保持较高增速 .....	30
图表 55: 中国进口和出口的两年年均增速 .....	30
图表 56: 中国货物出口的全球市场份额仍高于疫情前的水平 .....	30
图表 57: 多数 G20 经济体的制造业 PMI 在最近两个月仍维持在扩张区间 .....	31
图表 58: 11 月, 制造业新出口订单指数回升 .....	31
图表 59: 美国经济持续复苏将带动中国出口维持高增速 .....	31
图表 60: 出口带动人均收入的增长 .....	31
图表 61: 2021 年 1-10 月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况 .....	32
图表 62: 2021 年中国新冠肺炎新增确诊病例详情 .....	32
图表 63: 中国股市表现回落压低了消费动力 .....	33
图表 64: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数的同比增速: 二、三线城市房价增速低于 4% .....	33
图表 65: 疫情导致人均储蓄 (元) 显著增长 .....	33
图表 66: 疫情期间, 年化额外储蓄占 GDP 比例大幅上升 .....	33
图表 67: 中国个人存款在疫情后出现显著增长, 高于 2015-2019 年的趋势 .....	33
图表 68: 中国信贷脉冲将降至拐点 .....	35
图表 69: 新增社融 (万亿元) 将回到 2015 年以来的增长轨道 .....	35
图表 70: 2021 年二季度和三季度央行货币政策执行报告对比 .....	36
图表 71: 中国的猪粮比目前已降至历史低位 .....	36
图表 72: 能源价格上涨, 带动交通和居住的燃料价格上行 .....	36
图表 73: 中国 CPI 同比增速及各分项贡献率 .....	37
图表 74: CPI 与 PPI 的剪刀差目前已反向走阔至 12.0 个百分点 .....	37
图表 75: 高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体, 国内通胀因此并未出现大幅上涨 .....	37
图表 76: CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率的历史趋势 .....	38
图表 77: 疫情期间, CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率有小幅背离 .....	38
图表 78: 中国经常账户差额、货物贸易顺差与服务贸易逆差 (亿美元) .....	39
图表 79: 中美国债利差 .....	39
图表 80: 根据美联储预测, 美国经济衰退的概率进一步下降 .....	40
图表 81: 美国实际 GDP 年化环比增速及各分项贡献率 .....	40
图表 82: 美国制造业和非制造业 PMI 指数仍处于高位 .....	41
图表 83: 美国制造业存货的同比增速和两年年均增速 .....	41
图表 84: 美国的库存销售比处于历史低位 .....	41
图表 85: 根据美联储测算, 2021 年三季度美国的产出缺口仍为负值 (-1.6%) .....	41



图表 86: 火爆的股市带来的财富效应提高了零售增速, 房地产的财富效应和收入效应也支持了零售的复苏 .....	42
图表 87: 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 .....	43
图表 88: 美国住宅市场新房和二手房售价中位数的增速都有所上升 .....	43
图表 89: 美国 30 年期房贷利率维持较低水平 .....	43
图表 90: 美国住宅房屋开工量持续上升, 同比保持高增速 .....	43
图表 91: 伴随储蓄率的回落, 美国零售同比增速仍维持在高位 .....	44
图表 92: 目前美国家庭的资产负债水平非常健康 .....	44
图表 93: 根据美联储预测, 非农就业人数在 2022 年三季度将回升至 2019 年四季度的水平 .....	45
图表 94: 美国非农职位离职率和空缺率均出现显著上升 .....	45
图表 95: 美国制造业、交通和公共事业的非农职位离职率显著上升, 但金融业仍处于正常水平 .....	46
图表 96: 当前, 美国劳动人口参与率依然偏低 .....	46
图表 97: 美国 CPI 同比增速及各分项贡献率 .....	47
图表 98: 美国交通运输分项的 CPI 同比增速及各项目贡献率 .....	48
图表 99: 美国汽车进口和生产的增速仍处在低位 .....	48
图表 100: 美国制造业积压订单和交货时间尚未得到改善 .....	48
图表 101: 美国住房分项的 CPI 同比增速及各项目贡献率 .....	48
图表 102: 美国 10 年期 TIPS 的隐含通胀预期 .....	49
图表 103: 根据密歇根大学的调查结果, 美国居民对长期 (5 年) 通胀率的预期变化并不高 .....	49
图表 104: 美国国债收益率曲线 (10 年期-3 月期) .....	50
图表 105: 美联储持有美国国债的比例 .....	50
图表 106: 美联储 FOMC 投票权变动情况 .....	51
图表 107: 美国利率期货所隐含的美联储加息概率 .....	51
图表 108: 美联储点阵图利率预测均值变化趋势 .....	52
图表 109: 美联储点阵图利率预测中位数变化趋势 .....	52
图表 110: 2009 年初至 2010 年中的美元指数走势 .....	53
图表 111: 根据“美元微笑理论”的美元指数走势 .....	53
图表 112: 美元微笑理论——各增长情况下年均广义美元指数变动 (%) .....	54
图表 113: 美国与欧元区和日本的制造业 PMI 差值 (百分点) .....	55
图表 114: 美元投机性仓位有所回升, 但目前的做空压力并不大 .....	55

# 2022 年宏观经济展望： 全球喜忧并存，中国稳中求进

2020 年，新冠疫情席卷全球。2021 年，全球经济从疫情中逐渐恢复。展望未来，我们预计，全球经济在 2022 年将完成复苏并恢复常态，2023 年世界将重回开放。这是我们，也是市场的基准假设，虽然听起来偏乐观，但只要我们用科学的眼光去看待疫情，就不会出现偏颇。然而，就在本文即将完稿之时，新的变种病毒 Omicron 出现了，它的尖峰突变数量前所未有的。消息一出，全球股市和原油价格便出现暴跌。

过去一年经历告诉我们，新冠疫情对经济的冲击并非一次性的，我们所处的经济复苏阶段仍然不稳定。目前，在科学家们尚未对 Omicron 的传播能力、致死率以及现有疫苗的有效性给出结论的情况下，经济学家们预测明年的增长前景可能是徒劳的。当新冠大流行的轨迹发生改变时，可预测性将大幅下降。因此，我们给出了两种情景假设：

(一) **基准假设**。新冠疫情的严重程度逐渐减弱，局部疫情可能仍然出现，但不影响经济开放。在这种情况下，全球 GDP 增速在高基数下有序趋缓，中国的经济增速将在 2022 年下半年逐步改善。通胀仍将高企，直到 2022 年底才会有所缓解。

i. 根据 IMF 的预测，全球 GDP 同比增速将从今年的 5.9% 放缓至 2022 年的 4.9%。我们认为，发达市场和除中国以外的新兴市场之间的分化将继续存在，并可能在明年进一步扩大。在去年发布的 [2021 年宏观经济展望报告](#) 中，我们指出：由于获得新冠疫苗较难、财政刺激空间较小、技术创新能力偏弱的原因，新兴市场（除中国）2021 年的增长将明显走弱，其中技术创新是在新冠大流行的封锁隔离期间保持经济持续增长的关键。我们认为，新兴市场（除中国）上述方面的短板在短期内将不会改变。事实上，我们认为新冠大流行会进一步加强中国和发达国家的竞争力，新兴市场（除中国）由于资源有限和定价能力偏弱而将进一步落后。

ii. 我们预计，中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%。由于基数过高，GDP 同比增速将大概率在 2022 年一季度见底。但我们相信，因为货币政策边际宽松和内需改善的原因，GDP 环比增速也将在一季度后回升并实现持续性的增长。由于中国 GDP 同比增速在今年四季度和明年一季度将低于 5-6% 的潜在目标，我们认为货币政策逆周期调节的条件已成熟，特别是今年货币政策收紧为明年宽松的货币政策立场留足了空间。事实上，最近中国央行官员的表态也显示，货币政策基调已明显转向“稳增长”。我们预计，

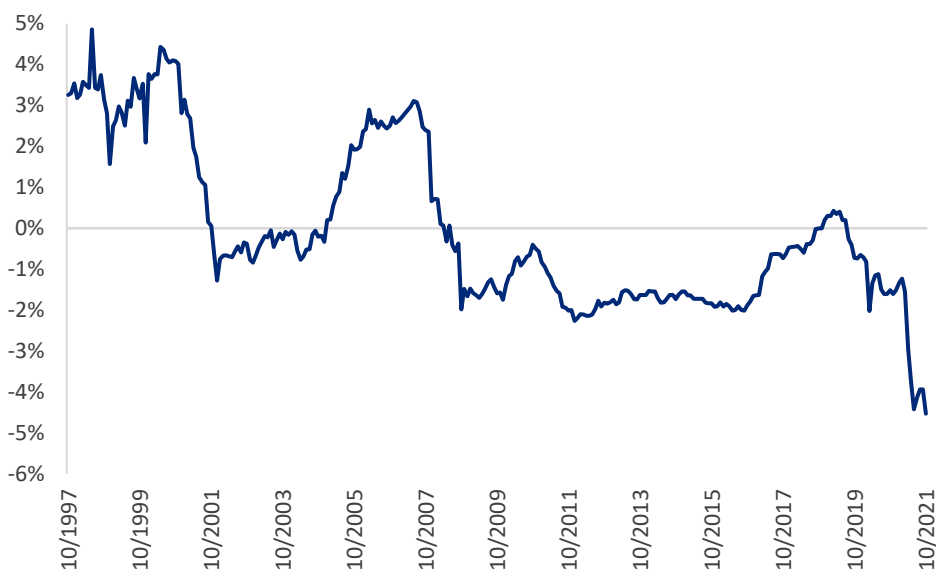
降准和降息将大概率出现在 2022 年上半年。出口同比增速可能受高基数拖累而有所放缓，此外，伴随全球贸易回归正常化，因疫情停产的其它经济体将恢复出口，中国出口的替代效应将逐渐消失。尽管如此，我们依然认为，中国在疫情期间获得的部分出口份额将不会下降，而将转变为永久性的份额。

同时，对于绿色经济和基础设施建设的投资需求回升，将抵消房地产投资疲软。实现“碳中和”的过程是漫长的，中国目前仍处于开始阶段，相关政策是在不断的试验中实现改进的。鉴于今年 9 月“限电”措施导致电力供应紧张，我们相信政府将进一步扩大对新能源的投资，而不会通过压缩旧能源的方式，实现“碳中和”的目标。今年 10 月，国务院在印发的《2030 年前碳达峰行动方案》中提到，将利用税收政策、绿色金融和碳定价的组合来加强对绿色产业的投资，而实现“去碳化”则需要有序的方式，即“梯次有序推进碳达峰”、“避免‘一刀切’限电限产或运动式‘减碳’”。我们相信，中短期内，中国对新能源的投资将超过对旧能源的撤资，从而在保持经济增长的同时实现“碳中和”。

- iii. **美国经济将在 2022 年继续扩张，特别是制造业领域，以重建库存。**根据我们对于补库存的预测，至少需要两年时间才能使接近历史低点的库存销售比恢复至趋势水平。此外，工资增长和扩张性财政政策共同支撑下的消费将持续走强，美国经济 2022 年的增长将超过趋势水平。在后疫情时代，美国可能是率先缩小产出缺口（即，实际和潜在 GDP 增速的差值）的经济体之一。产出缺口由负转正，意味着经济正式进入过热的阶段，需采取紧缩的货币政策。11 月 30 日，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）在参议院听证会的演讲出现重大政策转变的表述，其对于通胀和 QE 缩减的言论已经转为鹰派。他表示，现在是放弃通胀预测中“过渡性（transitory）”一词的时候，并且可以考虑“提前几个月”结束 QE 缩减进程。

在基准假设下，我们认为美联储将在 2022 年四季度开始加息。然而，如果 2022 年上半年美联储提前加息，我们也并不会感到惊讶。但是，如果美联储提前加息，我们认为这应被理解为具有象征意义的一次性加息，而不是持续性加息周期的开始。锚定通胀预期是管理通胀前景的关键，否则通胀预期可能会自我实现，酿成“工资—物价”的螺旋式上升。但目前，我们不认为美联储会提早开始一个持续的加息周期，因为：第一，通胀率可能在 2022 年下半年因基数效应和供应链恢复而得到缓解；第二，新冠疫情的不确定性导致的经济下行风险同样需要被重视；第三，在当前的经济周期，货币数量对资产价格的影响比货币价格的影响更显著，因此，在开始一个明确的加息周期之前，美联储需要时间来评估 QE 缩减的影响。在我们的基准假设中，美国货币政策走向不会改变美国经济复苏的格局。实际借贷成本仍处于深度负区间，这对经济增长仍有支持作用。

图表 1: 美国联邦基金实际利率仍然处于深度负区间



资料来源: Macrobond, 浦银国际

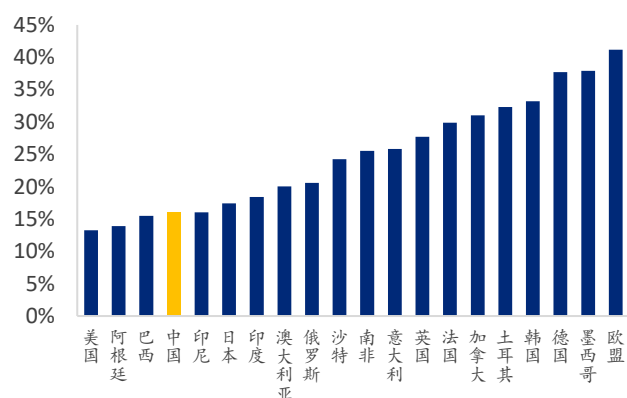
(二) **备选假设**。新冠变种病毒在全球范围内暴发, 各国再次实施严格的旅行限制和封锁隔离措施, 尽管程度较 2020 年更温和。全球供应链中断导致通胀持续, 需求则有所放缓, 导致滞胀出现。这将是全球将经济最悲观的情景, 但中国的经济却会相对乐观。

- 1) 在这种假设下, **通胀将是最大的威胁**。正如我们在去年和今年所见证的, 新冠大流行可以对通胀造成下行/上行风险, 取决于疫情是否显著地扰乱了需求/供应。单纯从新冠变种病毒 Delta 的影响来看, 它对通胀的冲击似乎超过了对经济增长的冲击。虽然商品和货物的供应中断可能是暂时的, 但如果疫情的持续时间超过预期, 就业市场的供应中断则可能是永久性的, 因为部分劳动力将永久性地从就业市场中退休, 这将会加剧出生率下降所引致的人口问题、以及对劳动力供应的长期影响。如果通胀持续时间更长, 通胀预期将上升, 那么全球央行将面临比现在更大的挑战。在经济复苏中收紧货币政策与在经济放缓中收紧货币政策是完全不同的故事, 后者将变为资产价格上涨的终结者。
- 2) 如果全球经济再次陷入动荡, 中国也不能幸免, **但我们认为中国的情况将优于其它国家**。首先, 中国实行严格的“清零”政策, 而西方多个国家采取“与病毒共存”的方针, 因此, 中国的疫情失控的可能性非常小。第二, 如果新冠变种病毒导致其它国家的生产停滞, 中国可能会因此受益, 部分原因是在疫情稳控的情况下工业生产被抑制的可能性较小, 同时也因为中国在争夺出口市场份额过程中培养的结构性竞争力。第三, 我们认为中国经济在以下几个方面更加健全和富有韧性, 这将使其比其它国家更好地应对疫情冲击。



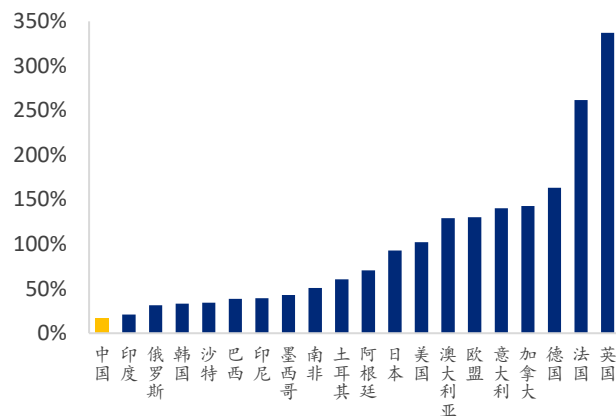
i) 中国是 G20 经济体中进口占 GDP 比例最低的国家之一，这意味着它将不太容易受到供应冲击和进口通胀的影响。同样，中国也是外债占 GDP 比例最低的国家之一，这意味着它将更不容易受到全球流动性条件逆转的影响。因此，中国经济无论在商品和资金需求方面都具有较强的自我维持能力。

图表 2：2020 年，G20 经济体进口占 GDP 比例



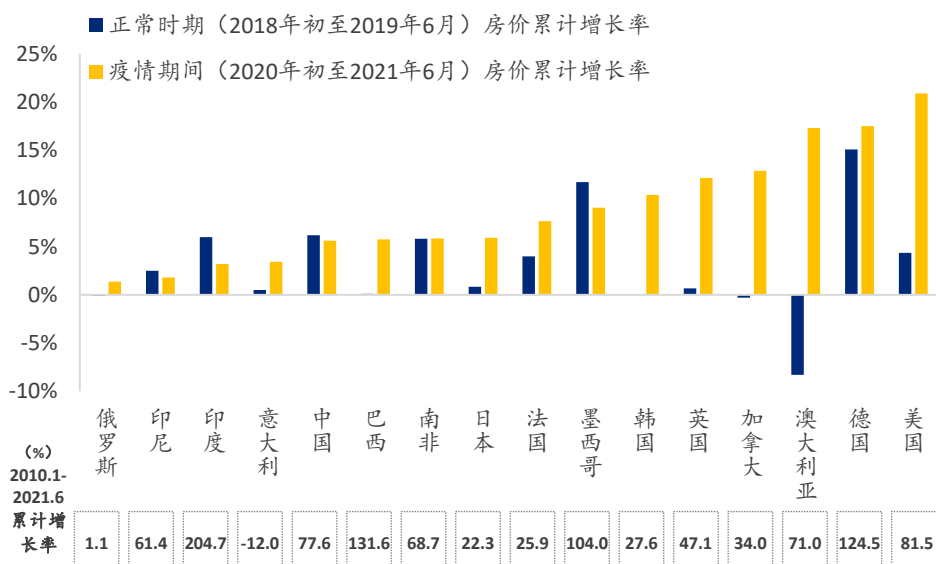
注：日本为 2019 年数据  
资料来源：Macrobond, World Bank, 浦银国际

图表 3：2020 年，G20 经济体外债占 GDP 比例



资料来源：CEIC, 美联储, 浦银国际

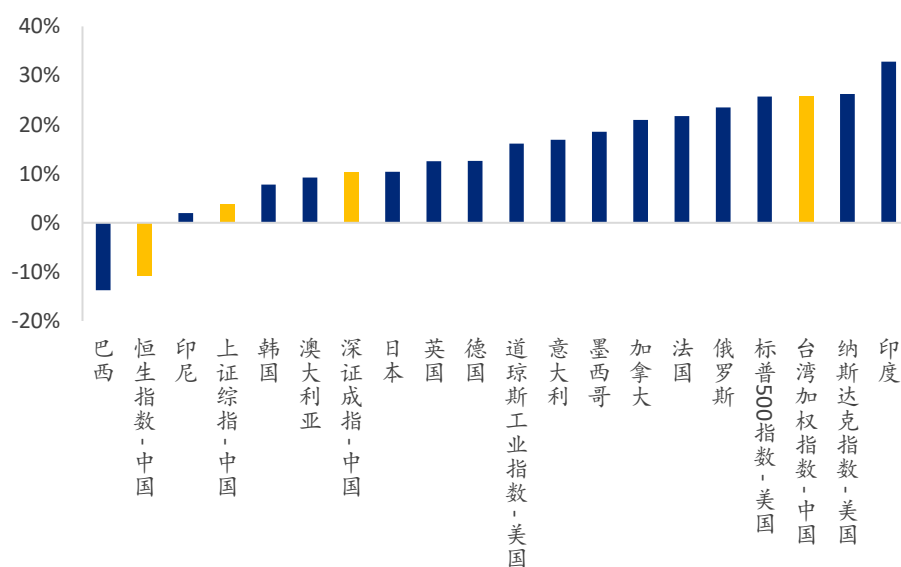
图表 4：对比两个时间段，部分发达经济体在疫情期间的房价增速涨幅较大



资料来源：Macrobond, 浦银国际

- i) 同时，与其它国家相比，中国稳健的货币政策避免了潜在的、由流动性驱动的资产泡沫，不论是在房地产还是股票市场。事实上，今年出口增长强于预期，支撑了经济增长，为中国进行结构性改革和去杠杆化提供了机会窗口。根据我们的估计，今年中国的总债务占 GDP 比例（即，宏观杠杆率）将减少约 10 个百分点。根据 BIS 的数据和我们自己的估算，在 2020 年一季度至 2021 年第二季度的政策支持期间，中国的宏观杠杆率只上升了 6 个百分点，而英国（20 个百分点）、美国（24 个百分点）、印度（26 个百分点）和日本（42 个百分点）的宏观杠杆率在同期大幅跃升。如果短期内再发生任何经济冲击，中国在刺激经济方面有比其它国家更多的空间。

图表 5：2021 年 1-11 月，G20 经济体股票市场收益率



注：除中美之外，各经济体的股票市场收益率基于 Bloomberg 大中盘指数计算所得

资料来源：Bloomberg，浦银国际

## （一）乐观的前景，现实的问题

展望 2022 年，全球经济面临乐观的前景和现实的问题。通过分析生产端和消费端的恢复程度，我们预计 **2022 年全球经济仍将继续复苏**，发达市场经济体的复苏进程快于除中国以外的新兴市场经济体，中美将继续引领全球经济，但风险点有所分化，中国经济稳中求进，美国经济则面临过热风险。疫情对经济和社会的影响仍在，全球供应链危机、收回流动性、通胀高企将是三个亟待处理的问题。

### ● 2022 年，乐观的前景

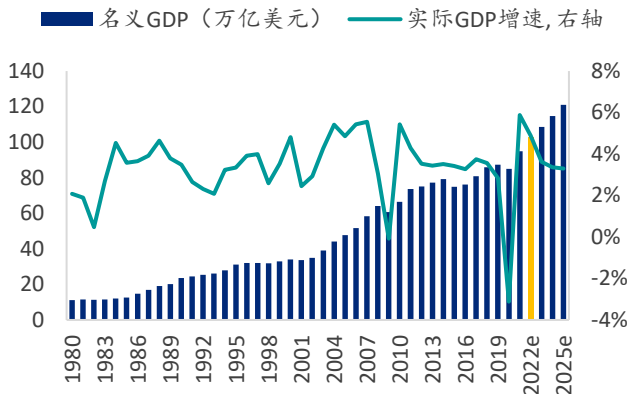
**2022 年，全球经济将继续复苏**。根据 IMF 的预测，2022 年全球名义 GDP 约为 102.4 万亿美元，较 2019 年的三年年均增速将达到 5.4%。剔除价格因素后，实际 GDP 的同比增速为 4.9%，高于 2011-2020 年历年增速。虽然基数效应和疫情不确定性因素存在，但是我们认为 2022 年全球经济仍将继续复苏，前景较为乐观。

#### 发达市场的经济复苏依旧向好

发达市场经济体的复苏进程快于除中国以外的新兴市场经济体。在全球经济整体复苏的背景下，2022 年发达市场和新兴市场（除中国）都将延续复苏趋势，但程度略有不同。通过从实际 GDP 增速差、经济预期调整、产出缺口三个角度分析，我们重申：**经济复苏分化，发达市场整体好于新兴市场（除中国）。**

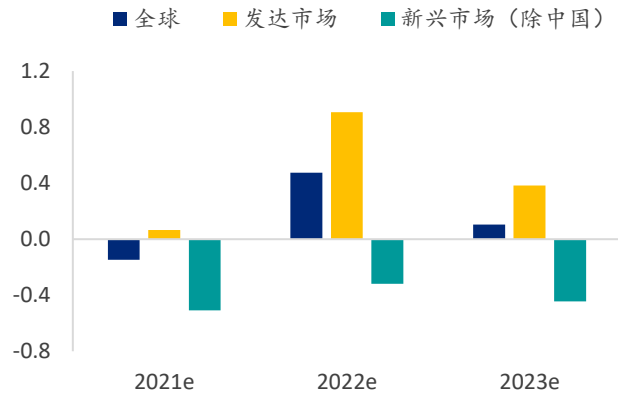
- 从实际 GDP 增速差来看，发达市场保持高增速，新兴市场（除中国）反弹幅度小。根据 IMF 的预测，2022 年新兴市场（除中国）和发达市场的实际 GDP 增速分别为 5.2% 和 4.5%，差值仅为 0.7 个百分点，为 2000 年以来最低；发达市场 2022 年的增速（4.5%）为 1989 年以来第二高增速，仅次于 2021 年（5.2%）。
- 从经济预期调整来看，发达市场被上修，新兴市场（除中国）被下调。通过比较 IMF 2021 年 4 月和 10 月的经济预测，发达市场 2022 年实际 GDP 增速上修 0.9 个百分点；新兴市场（除中国）则被下调 0.3 个百分点，显示经济复苏过程中韧性不足。
- 就产出缺口而言，发达市场整体小于新兴市场。相较于 2021 年，发达市场经济体 2022 年的产出缺口将明显收窄，其中美国（3.16%）的产出缺口将由负转正，中国的产出缺口仍未负，其它新兴市场经济体整体的产出缺口仍较大。

图表 6: 全球名义 GDP 规模和实际 GDP 增速趋势



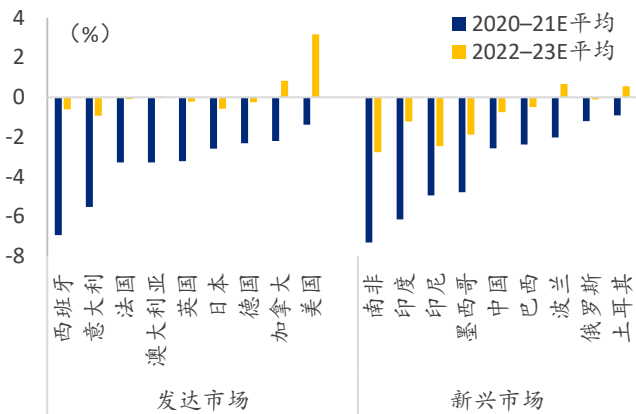
注: 2021-2025 年数据为 IMF 预测  
资料来源: IMF, 浦银国际

图表 7: IMF 2021 年 4 月和 10 月对实际 GDP 增速预测的调整幅度 (百分点)



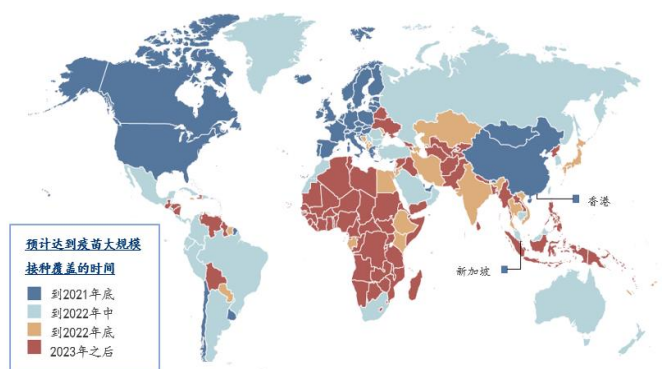
注: 2021-2023 年数据为 IMF 预测  
资料来源: IMF, 浦银国际

图表 8: 发达市场和新兴市场部分经济体的平均产出缺口预测



资料来源: IMF, 浦银国际

图表 9: 经济水平较高的国家或地区将更早地为其大部分人口接种疫苗



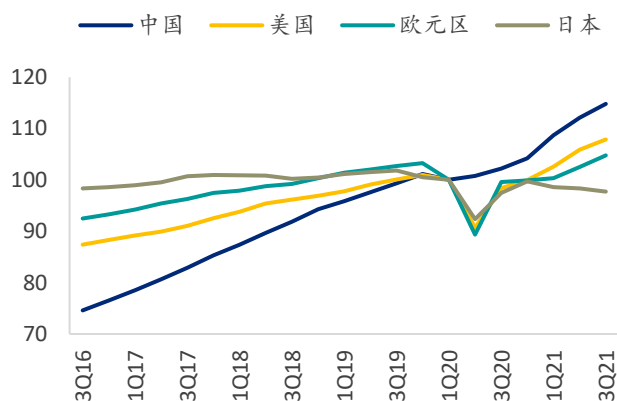
注: 预测截至 2021 年 7 月 28 日  
资料来源: EIU, 浦银国际



## 中美引领全球经济，但复苏路径不一致

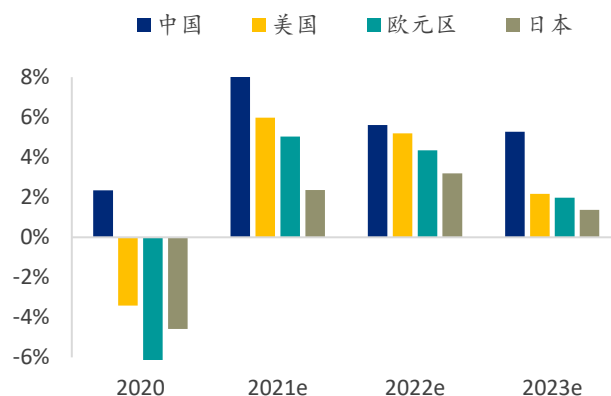
对于主要经济体（中国、美国、欧元区、日本），我们认为中美将继续引领全球经济。此外，2021年经济复苏进程的差异，导致中国和其它三个经济体2022年面临的基数效应有所不同。2022年，中国的经济增长将呈现“先下后上”的特征，美欧日则会出现“先上后下”的趋势。

图表 10: 就名义 GDP 的趋势而言，中美已基本恢复，欧元区和日本的恢复较慢



注：2020年一季度为100；欧元区2021年三季度数据为浦银国际估算  
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 11: 中国、美国、欧元区、日本的实际 GDP 增速预测

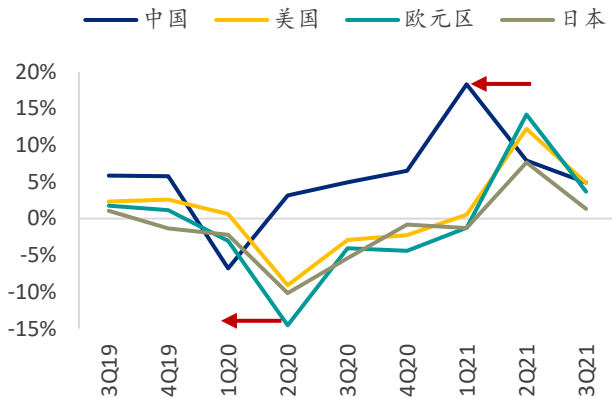


注：2021-2023年数据为IMF预测  
资料来源：IMF，浦银国际

- 就恢复进程而言，中美领先于欧元区和日本。通过比较名义 GDP 的趋势，我们发现：中国和美国分别在 2021 年一季度和三季度回归了经济增长的正常轨道；而欧元区和日本仍未回到疫情前的增长轨道。2022 年，中美经济将延续增长趋势；欧元区和日本则将继续恢复，我们预计 2022 年中旬欧元区和日本将先后回归经济增长的正常轨道。
- 就经济增速而言，中美好于欧元区和日本。根据 IMF 的预测，中国和美国 2022 年的实际 GDP 增速分别为 5.6% 和 5.2%，高于欧元区（4.3%）和日本（3.2%）；2023 年，中国仍将以 5.3% 的实际 GDP 增速引领经济复苏，美国（2.2%）和欧元区（2.0%）的增速有所回落，日本的增速将降至 1.4%。
- 基数效应不同，导致 2022 年实际 GDP 增速呈现：中国“先下后上”，美欧日“先上后下”。受疫情暴发时间不同的影响，2021 年四个经济体的恢复进程有所差异：相比较早复工的中国，美欧日的经济复苏起步较晚，这直接导致中国实际 GDP 增速的变动较美欧日领先约一个季度。基数由高到低，使得中国 2022 年实际 GDP 增速将逐步上升，呈现“先下后上”的特征；基数由低到高，叠加流动性逐步收紧的因素，美欧日 2022 年实际 GDP 增速则会出现“先上后下”的趋势。

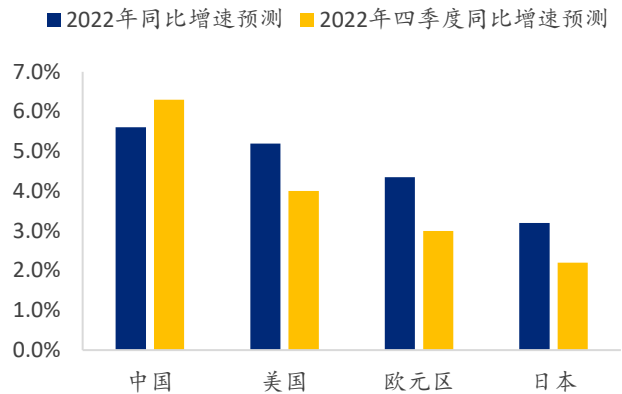
根据综合 PMI 指数的趋势，我们认为中国和美国在疫情后的复苏较欧元区更富韧性，日本的经济复苏较脆弱。此外，根据制造业 PMI 同比增速的趋势，我们认为：中国制造业增速在 2021 年已触顶，2022 年将趋于稳定；美国制造业复苏仍在上行区间，预计 2022 年将经历同比增速的拐点。

**图表 12: 疫情暴发时间不同，导致中国实际 GDP 增速的变动较美欧日领先约一个季度**



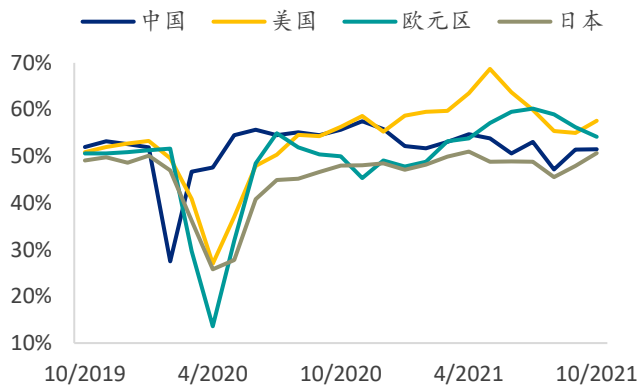
资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 13: 基数效应不同，导致 2022 年实际 GDP 增速呈现：中国“先下后上”，美欧日“先上后下”**



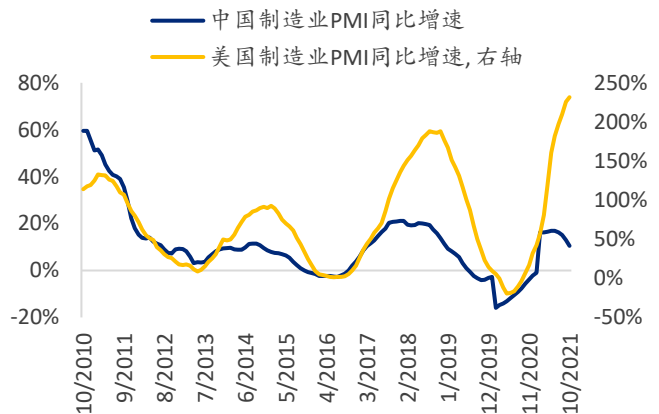
资料来源: IMF, 浦银国际

**图表 14: 中国、美国、欧元区、日本的综合 PMI 趋势**



资料来源: Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

**图表 15: 就制造业 PMI 同比增速而言，中国制造业趋稳，美国制造业复苏将经历拐点**

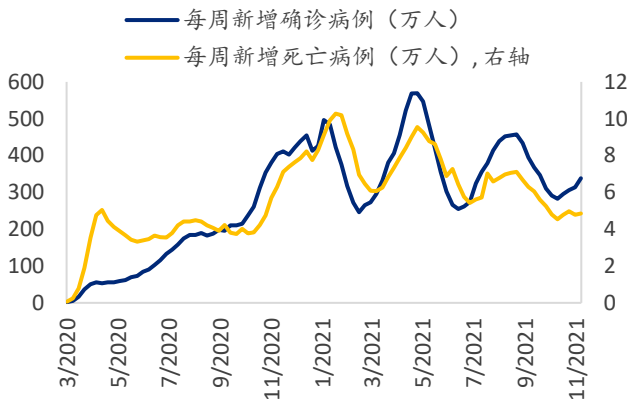


注: 按照“环比连乘法”计算得出  
资料来源: Macrobond, 浦银国际计算

## 疫情影响减弱，生产端上升空间较大，消费端波动趋缓

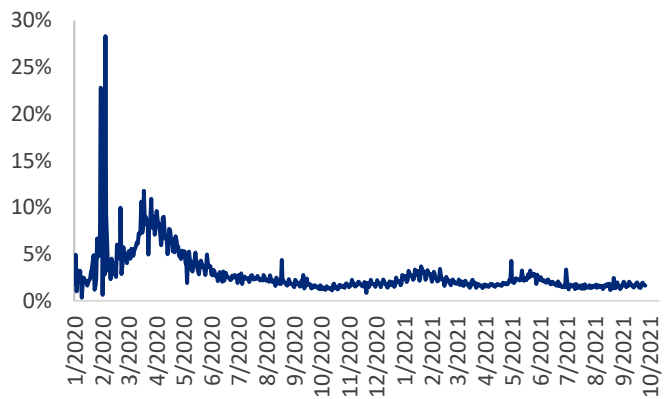
2022年，疫情影响减弱是大概率事件。自2020年3月11日，世界卫生组织宣布新冠疫情为“全球大流行”以来，全球每周新增确诊病例数出现过三次局部顶点，分别是2021年1月初（496.4万人），4月末（569.2万人），8月中（457.2万人）。这三个新增确诊病例数顶点所对应的新增死亡病例数顶点却逐渐降低，依次为10.3、9.6、7.1万人。这侧面证明了疫苗和特效药的推出对抑制疫情影响的作用。目前，全球新冠肺炎病死率已从最高时期的28.3%降至1.6%的水平，叠加疫苗接种比例的不断上升，我们认为2022年疫情对经济复苏的影响将大幅减弱。

图表 16：全球每周新增新冠确诊和死亡病例情况



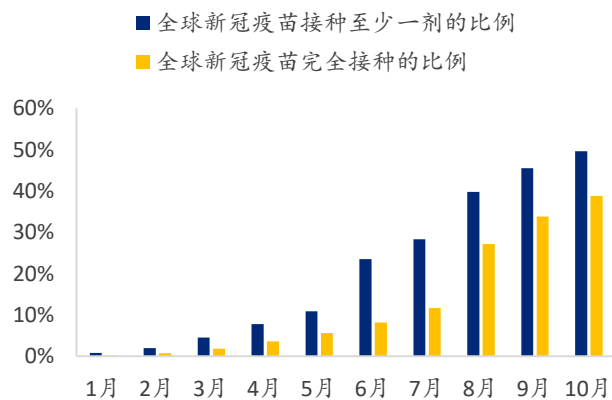
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 17：全球新冠肺炎病死率已降至 1.6% 的水平



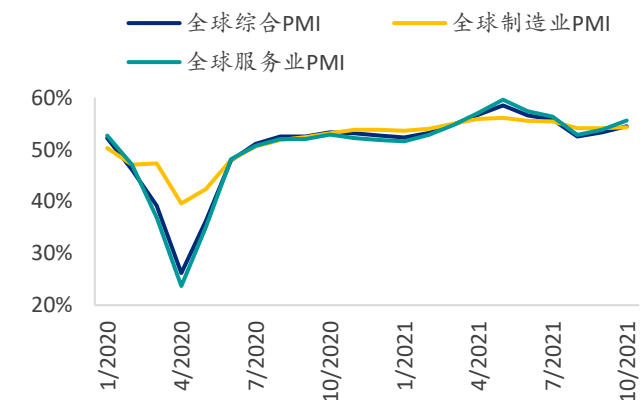
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 18：2021 年，全球新冠疫苗接种情况



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 19：全球综合、制造业、服务业 PMI 趋势



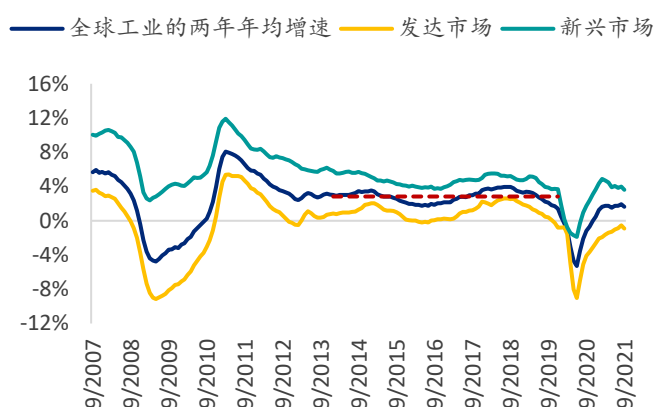
资料来源：Macrobond，IHS Markit，浦银国际

**全球制造业 PMI 扩张趋势稳定。**2021 年，中国率先“复工复产”，带动全球工业生产逐渐恢复。2021 年 2 月，全球制造业 PMI 回升至 54.0%，并连续 9 个月保持在该水平之上，扩张趋势稳定。**全球服务业 PMI 波动较大。**2021 年，新冠变种病毒的出现使得各国不断调整封锁隔离措施，导致服务业的恢复并不稳定，全球服务业 PMI 在扩张区间出现较大波动：2021 年 1-5 月，PMI 持续上升至年内高位（59.6%）；此后 PMI 转而下降直至 8 月的 52.8%。2021 年 9-10 月，全球服务业 PMI 有所回升，分别升至 53.8% 和 55.6% 的水平，扩张前景向好。

**供应链危机影响下，生产端尚未完成恢复。**就两年年均增速而言，全球工业尚未恢复至疫情前水平：2021 年所达到的最高增速为 2.0%，远低于 2014-2019 年的均值（2.8%）。其中，新兴市场的恢复更快。2021 年 9 月，新兴市场工业的两年年均增速达到 3.6%，而发达市场仍为负增长（-0.9%）。相较于发达市场，新兴市场的工业结构相对简单、对产业链的依赖程度更低，因此，当前的全球供应链危机对新兴市场的影响更小，其恢复程度也相对更好。

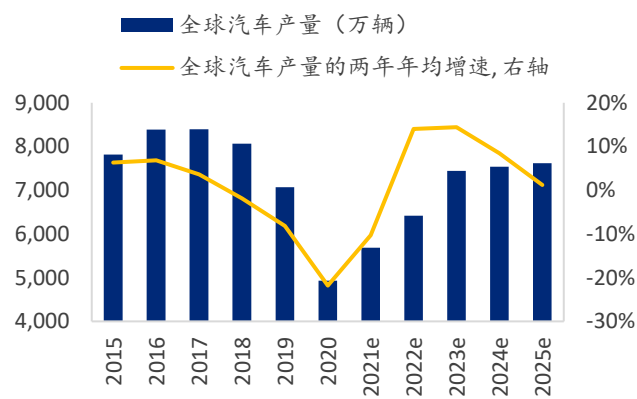
**2022 年，生产端上升空间较大。**如果以 2014-2019 年的均值为目标（发达市场为 1.1%，新兴市场为 4.7%），发达市场和新兴市场工业生产的两年年均增速分别有 2.0 和 1.1 个百分点的上升空间。此外，2022 年全球汽车产量预计将回升至 6,414 万辆，虽然仍低于 2019 年（7,071 万辆）的水平，但较 2021 年（5,686 万辆）有大幅回升，两年年均增速达到 14.0%。汽车工业的拉动下，我们预计 2022 年全球制造业将出现整体的回升。

**图表 20: 就两年年均增速而言，全球工业仍未恢复至疫情前水平**



注：3 个月移动平均；红色虚线为 2014-2019 年全球工业两年年均增速的均值（2.8%）  
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 21: 2022 年，全球汽车产量预测值约为 6,414 万辆，两年年均增速将达到 14.0%**



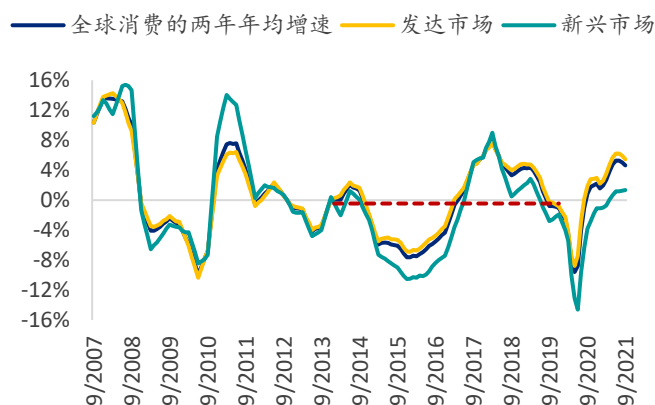
注：e 为 Statista 预测值  
资料来源：Statista，浦银国际



财政纾困政策推动消费端恢复。就两年年均增速而言，全球消费的恢复程度较好，接近疫情前高位：2021年1-9月增速的均值为4.2%，远高于2014-2019年的均值(-0.5%)，略低于2019年的最高增速(4.4%)。其中，发达市场因财政纾困政策的影响，消费恢复较新兴市场更快。2021年9月，发达市场消费的两年年均增速达到5.4%，而新兴市场的增速仅为1.6%。

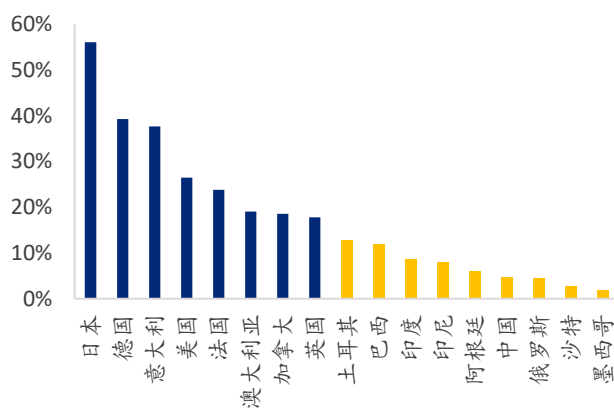
疫情影响减弱，消费端波动趋缓，消费信心维持高位，储蓄变为消费动力。随着全球疫情有所缓解，叠加疫苗的大规模接种，各国逐步取消封锁隔离措施，消费端波动将趋缓。2021年10月，OECD消费者信心指数回落至99.6%的水平，但仍处于高位，显著高于金融危机后2010-2013年的水平。此轮经济周期，家庭累计超额储蓄有大幅增长。疫情期间所增加的额外储蓄都还没真正释放，可以说这次的需求复苏将是真金白银，而非依赖信贷。

图表 22：就两年年均增速而言，全球消费已基本恢复至疫情前的高位



注：3个月移动平均；红色虚线为2014-2019年全球消费两年年均增速的均值(-0.5%)  
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 23：新冠疫情期间，发达市场的经济刺激方案占GDP比重普遍更高



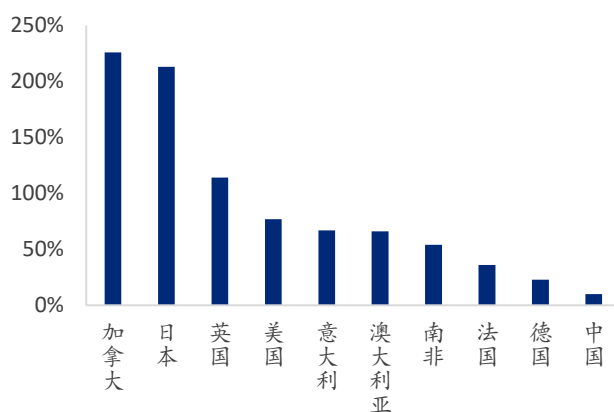
注：蓝色为发达市场国家，黄色为新兴市场国家；数据截至2021年5月31日  
资料来源：Statista，浦银国际

图表 24：2021年10月，OECD消费者信心指数有所回落，但仍处于高位



资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 25：2021年，部分经济体的累计超额储蓄(预期储蓄的百分比)



资料来源：IMF，浦银国际

## ● 2022 年，现实的问题

2022 年，虽然全球经济的前景乐观，但是新冠大流行所遗留的问题对经济增长造成了潜在的下行风险：应对疫情的封锁隔离措施降低了航运效率，导致**全球供应链危机**；疫情期间，美联储为代表的发达市场央行推出无限量 QE，如今将面临**收回流动性**的操作；供应链遇阻和央行“放水”导致**通胀高企**，对 2022 年的资产价格将产生持续影响。

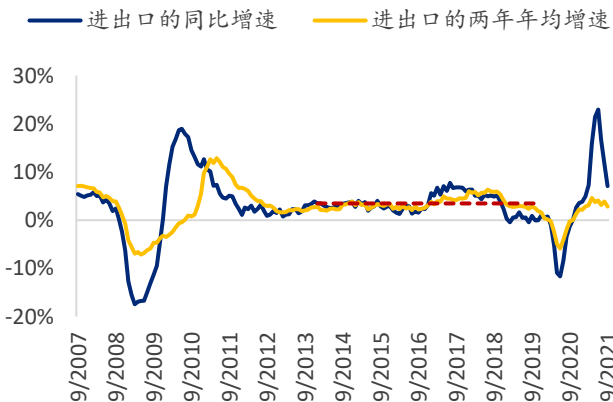
### 全球供应链危机将渐进式地恢复

**进出口贸易的恢复一波三折。**为应对疫情的传播，各国对港口和码头都实施了不同程度的封锁隔离措施，降低了航运的整体效率，叠加苏伊士运河堵塞的影响，今年全球进出口贸易受供应链拖累恢复并不强劲：2021 年 1-9 月增速的均值为 3.3%，略低于 2014-2019 年的均值（3.5%）。

**需求驱动下运价走高，供应链危机突显。**由于全球经济开始共振复苏，消费需求回升拉动航运需求。在需求驱动下，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，都升至历史高位。今年 9 月，波罗的海干散货指数升至 2009 年以来新高（5,167 点），上海出口集装箱运价指数升至 2011 年有记录以来的最高点（4,614 点）。

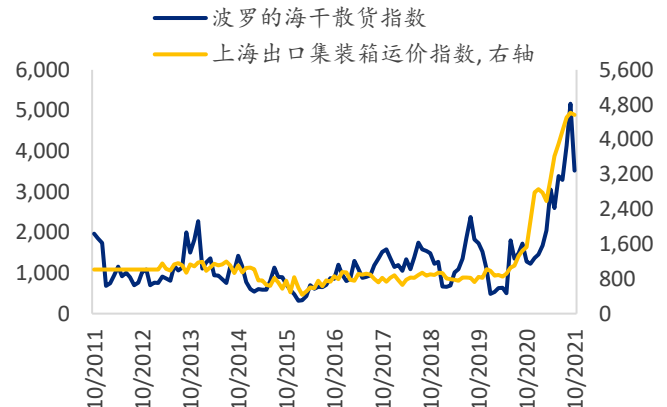
**港口堵塞加剧了供应链危机。**以美国洛杉矶港为例，今年 9 月港口停泊的集装箱船数量升至历史高位（372 艘），比去年同期多出约 28.8%；集装箱船的平均停泊天数达到 147 日。新冠疫情和就业不充分的影响下，港口装卸能力不足；而高昂的航运价格，使得集装箱船卸货后、不等装载空箱便选择离港返航，导致集装箱堆积、港口严重堵塞，并最终加剧了全球供应链危机。

图表 26: 全球进出口贸易总额的同比增速和两年年均增速趋势



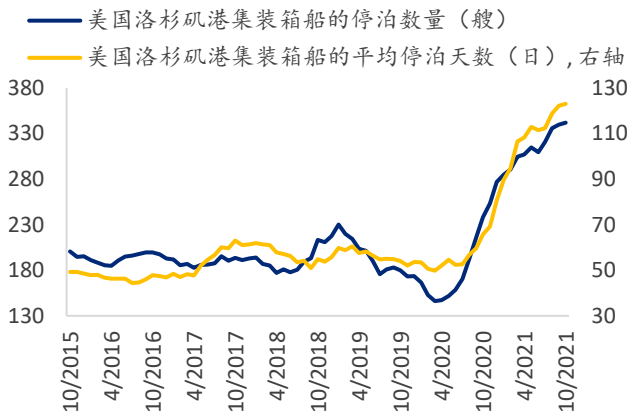
注：3 个月移动平均；红色虚线为 2014-2019 年进出口两年年均增速的均值（3.5%）  
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 27: 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



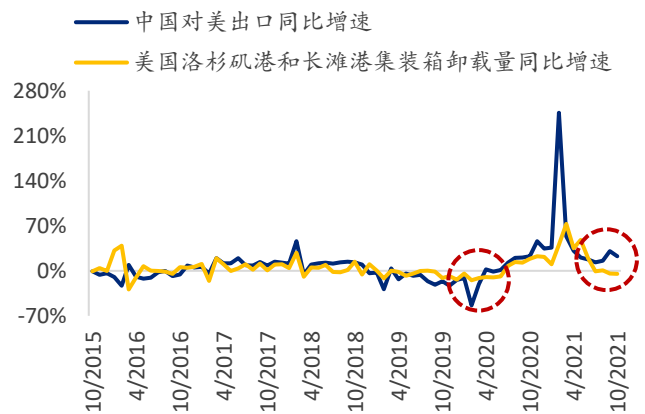
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 28：美国港口面临严重的装卸压力，集装箱堵塞港口加剧了全球供应链危机**



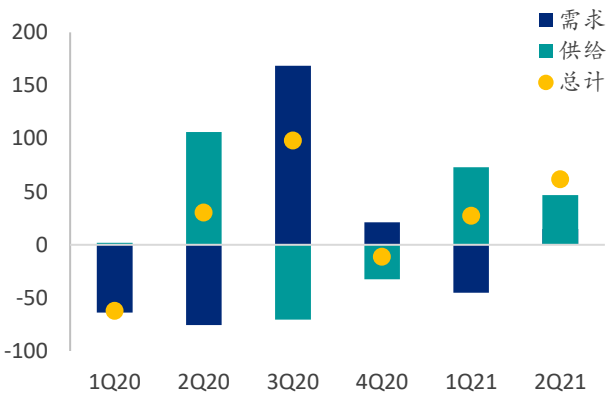
注：6个月移动平均  
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 29：当前为运输端导致的供应链危机**



资料来源：IMF，浦银国际

**图表 30：航运支出增长的供需驱动因素**



资料来源：IMF，浦银国际

**运输端导致的供应链危机，或进一步推高通胀。**通过比较中国对美出口和美国两大集装箱港口(洛杉矶和长滩)卸载量的同比增速，我们发现：除了2020年2月和2021年9月两个时间节点外，中国对美出口增速和美国港口卸载量增速基本一致：2020年供应链问题发生在生产端，生产中断导致中国对美出口增速远低于美国港口卸载量增速；当前的供应链问题则发生在运输端，港口堵塞导致中国对美出口增速远高于美国港口卸载量增速。

运输端导致的供应链危机若得不到解决，不仅拖延货物贸易的恢复、进一步推高全球通胀，还将令航运价格继续飙升、造成供应链的恶性循环。展望2022年，我们认为全球供应链危机将渐进式地恢复，港口堵塞程度将逐渐好转，但是航运价格短期内仍将保持在高位，航运价格主要由供给端驱动。

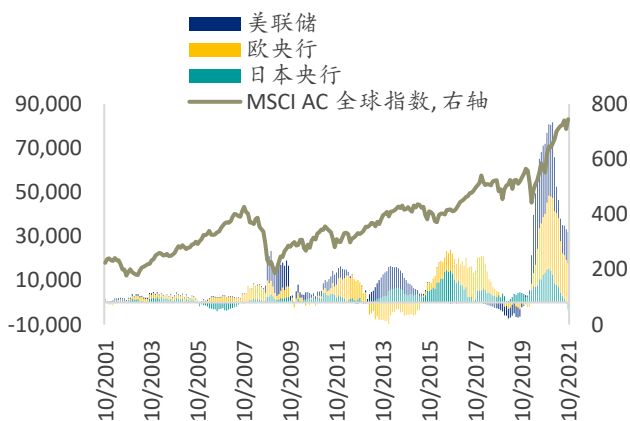
## 流动性逐季收紧

**美欧日央行扩表速度趋缓。**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。美欧日央行推出了史无前例的 QE，资产年度增量在 2021 年 2 月增至 GDP 的 20.1%，扩表速度远超金融危机时期的 6.9%。伴随全球经济复苏，通胀和就业出现积极信号，美欧日央行购债速度有所调整。10 月，美欧日央行资产年度增量回落至 6.8%，接近金融危机时期。

**2022 年，流动性边际收紧是确定的。**当前，包括美联储在内的多数发达市场央行已开启货币正常化的进程。11 月，美联储宣布开始缩减 QE，如果缩减速度不变的情况下，2022 年中旬便可结束 QE 缩减进程，下半年则将开始加息进程。11 月 30 日，美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）一改过去偏鸽的立场，提出应放弃通胀为“暂时性”的表述，甚至考虑可以“提前几个月”结束 QE 缩减进程。此外，澳洲、加拿大央行也已开始 QE 缩减进程；新西兰、韩国、挪威央行已开始加息进程。我们预计，除欧央行和日本央行之外，多数发达市场央行 2022 年将继续缩减 QE 并随后加息，流动性将逐季收紧。

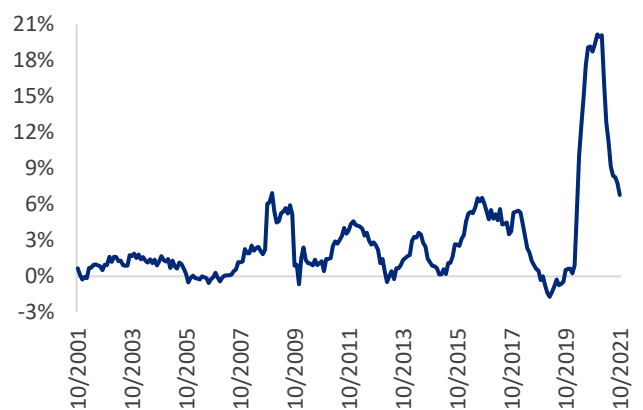
**全球利率水平开始上升，斜率将是关键。**2020 年 6 月至 2021 年 6 月，全球利率下调幅度减少，上调幅度有所增加，但全球央行货币政策利率中位数仍处于低位（0.5%）。7 月起，伴随部分发达市场和新兴市场（如巴西、俄罗斯等）央行加息，全球央行货币政策利率中位数开始上行，10 月已升至 1.25%。主要央行货币政策利率仍维持不变。随着各国央行的进一步加息行动，我们预计 2022 年全球利率水平将继续上行，上行斜率将会是市场的关注重点。

图表 31: 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

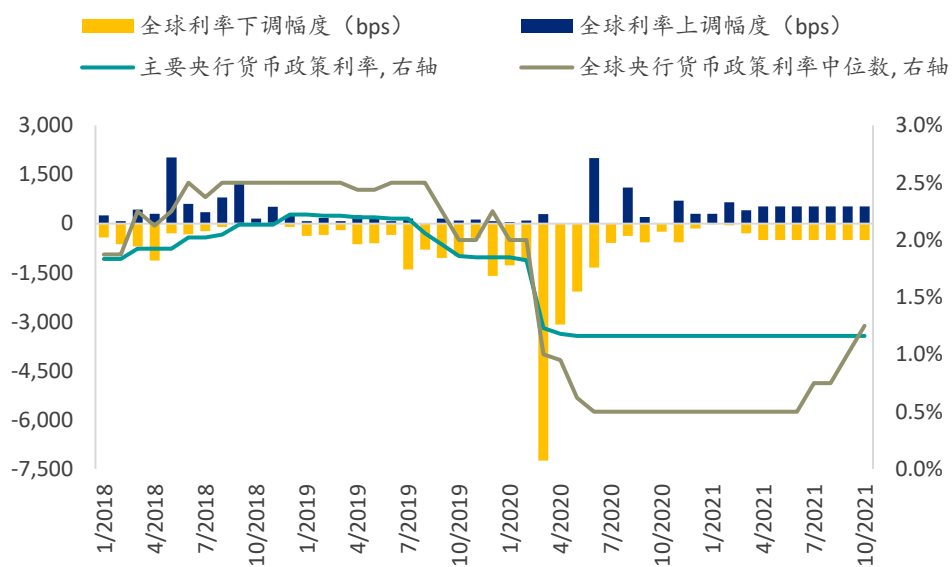
图表 32: 美欧日央行资产年度增量占 GDP 的比例



资料来源: FactSet, 浦银国际



图表 33：全球利率水平开始上升，2022 年各国央行将开启加息进程



注：主要央行货币政策利率为美国、欧元区、中国、日本、英国、印度 6 家央行货币政策利率按 GDP 加权求和计算得出  
资料来源：BIS, FactSet, 浦银国际

## 全球通胀走势，短期看 CapEx、供应链、消费，长期看结构性因素

经济复苏带动 CPI 回升，幅度大、斜率陡。伴随经济共振复苏，全球 CPI 中位数从 2021 年初开始回升，10 月份已升至 4.6% 的水平，为 2011 年 9 月以来新高。从绝对水平来看，4.6% 的全球 CPI 中位数已攀升至金融危机后复苏阶段的水平；从上行斜率来看，全球 CPI 中位数年初至今上涨约 3.1 个百分点，为 1992 年有记录以来最大涨幅。

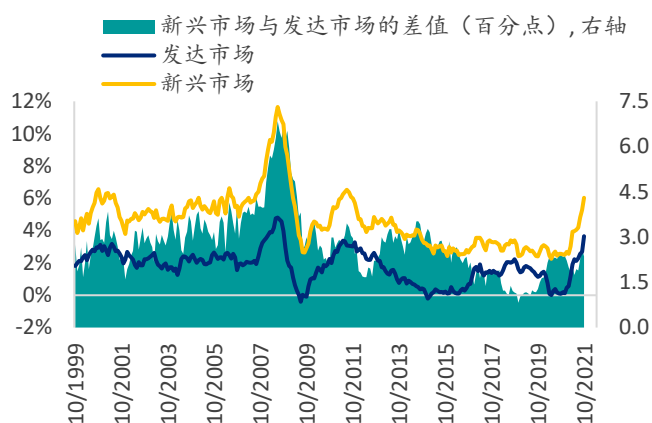
通胀仍将稍高于央行目标，但高基数导致明年下半年通胀大概率回落。经济恢复势头强劲，通胀压力也会随之而来，尤其是全球供应链危机尚未解决的时期。供应端的压力不仅来自商品和制造业，还因用工紧缺导致的工资增长疫情期间，全球房地产价格上涨也进一步推升的通胀。我们预计通胀短期内将稍高于央行的目标，但仍是可控的。考虑到基数效应由低变高，明年下半年的 CPI 同比增速大概率将出现回落。

图表 34：全球 CPI 中位数趋势



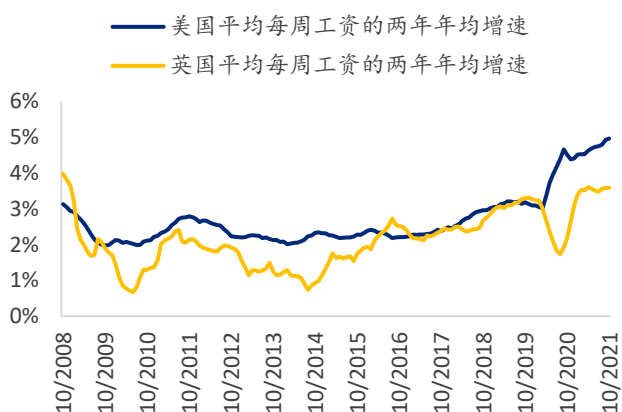
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 35：发达市场和新兴市场 CPI 中位数趋势



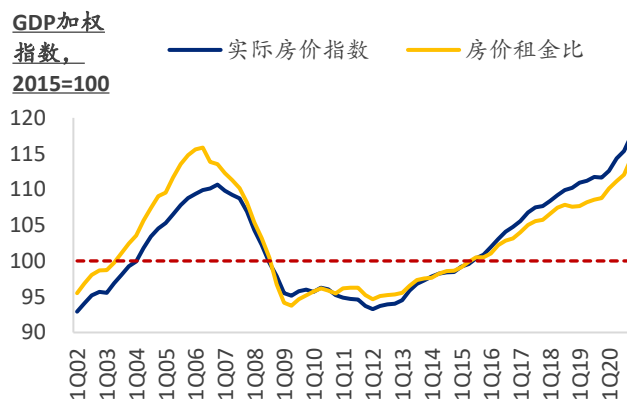
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 36：以美英为代表的发达市场工资增速出现明显上涨



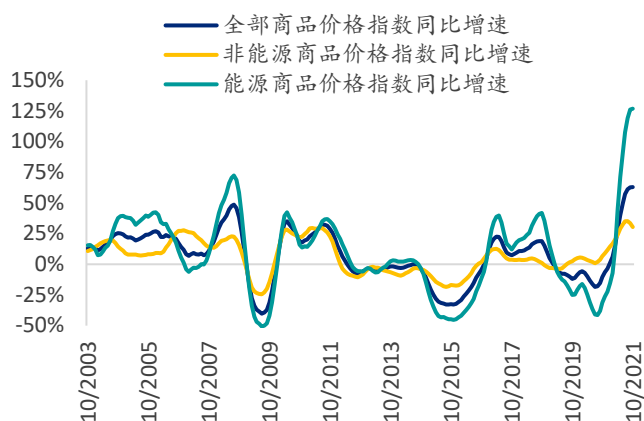
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 37：疫情期间，全球房地产价格出现整体性上涨



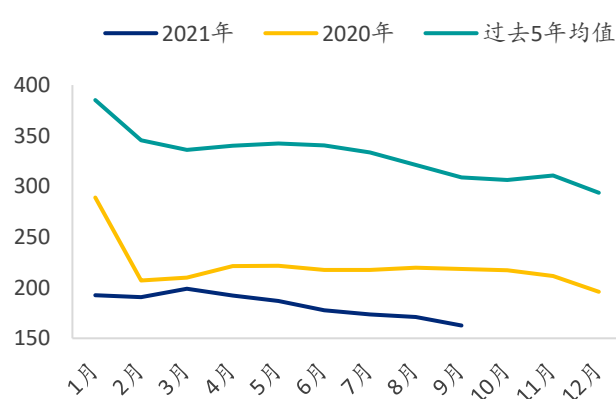
资料来源：IMF，浦银国际

**图表 38：全部商品、非能源、能源价格指数的同比增速**



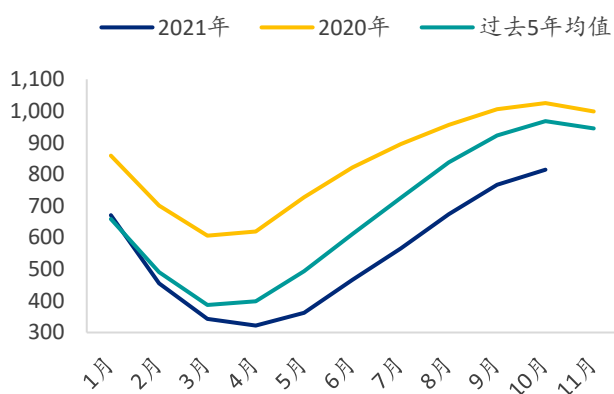
注：6个月移动平均  
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 39：中国煤炭存量（亿吨）**



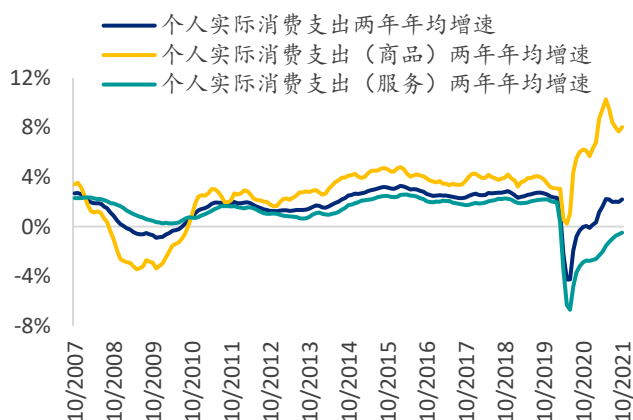
资料来源：World Bank，浦银国际

**图表 40：欧洲天然气存量（亿立方米）**



资料来源：World Bank，浦银国际

**图表 41：以美国为例，消费复苏有较大的分化**



注：3个月移动平均  
资料来源：Macrobond，浦银国际

经济复苏向好，固定资产投资需求回暖，短期/长期带动价格上行/下行。2021年，全球非金融企业的资本支出同比增长13.0%，我们预计，2022年资本支出仍将保持11.0%的高增速。投资需求的上升，短期将带动价格上行；之后，随着投资后产能的提升，将带动价格下行。

供应链恢复将缓解短期通胀压力。2021年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。考虑到目前全球供应链正逐渐恢复，我们预计2022年能源和芯片的价格将有所回落，并缓解整体通胀压力。

明年的疫情将决定消费复苏进而影响短期通胀。疫情期间，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，如果疫情减弱、经济重新开放，服务消费迎来复苏，商品消费回落，将大大缓解短期的通胀压力。

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。

图表 42：能源改革的投资需求可能带来金属价格通胀

金属	交易	能源转型使用				2020年产量 (十亿美元)
		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
钨	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

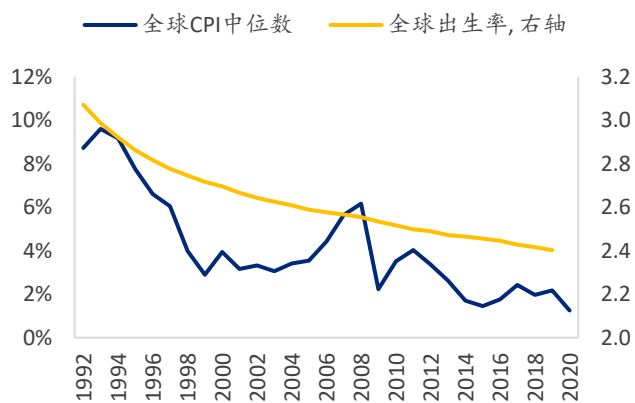
资料来源：IEA, World Bank, 浦银国际

结构性因素导致通胀长期将走低。在 [2021年宏观经济展望报告](#) 和 [2021年中期宏观经济展望报告](#) 中，我们反复重申一个观点，即新冠疫情事实上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。



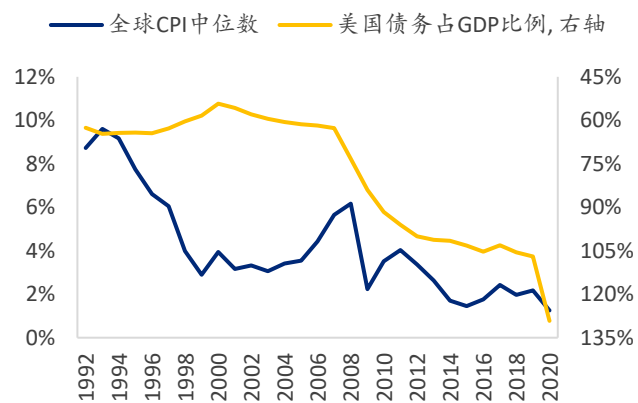
此外，全球生育水平下降和债务水平上升也将导致通胀长期走低。过去近 30 年的数据显示，全球 CPI 中位数的整体下行趋势，与全球出生率较为一致，与债务水平（以美国为例）的趋势相反。我们相信，未来人口规模下降和债务比例上升的趋势将会成为新常态，叠加数字经济的兴起，共同成为通胀长期走低的主要原因。

**图表 43：伴随出生率的下降，长期通胀延续下行趋势**



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 44：债务水平与长期通胀有明显的反向关系**



资料来源：Macrobond，浦银国际

## (二) 中国进入稳增长拐点

我们对于明年的中国经济展望是相对乐观的。**2022年将是中国经济稳增长叠加长期高质量发展之年，是难得的一年。**我们认为，中国对于逆周期宏观调控的把握和操作上已经比发达国家更为成熟，目前中国经济正在进入财政及货币政策回归常态的拐点，总体宏观政策将比今年宽松。固定资产投资增长经过低迷的一年后，将在明年有望抬头，特别是绿色经济和高端制造相关的基础投资，这不单会局部抵消房地产下行的拖累，也是配合“十四五”的长远发展目标。

疫情中累积的额外储蓄将会是消费的一大动能，一旦疫情完全受控，消费将会加快回暖。出口增长受高基数影响可能会有所回落，但绝对出口收入依然保持强劲。对于中国经济来讲，疫情并不是最大风险，房地产的硬着陆才是最让市场担忧的，也因为如此，我们才更加相信政策会积极调整，适度开发按揭贷款，保证房地产开发企业的再融资等，而不是对流动性“一刀切”。我们预计中国**2022年GDP增长5.3%**，保持在潜在增长5-6%的区间，经济将在明年一季度触底，在下半年有较明显的复苏，趋势先下后上。

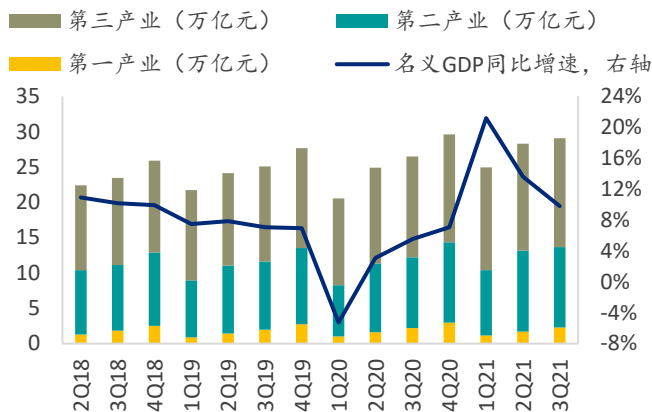
### ● 2022年，中国经济稳增长之年

展望明年，中国经济增速“先下后上”，逐步回归疫情前水平。剔除价格因素后，今年前三季度的实际GDP同比增速依次为18.3%、7.9%、4.9%，高基数对明年实际GDP增速的影响将逐渐减弱。我们预计，2022年，由绿色经济和高端制造相关的基础投资驱动下，叠加出口和消费双引擎的带动，明年实际GDP增速将保持5.3%的水平，保持潜在增长水平。

**第二产业拉动经济增长，复苏结构仍需均衡。**今年前三季度，就累计增加值的两年年均增速而言，第一产业（9.4%）的恢复程度最好；代表制造业与建筑业的第二产业（8.4%）恢复次之；代表服务业的第三产业恢复最慢，增速（7.0%）低于整体经济（7.7%）。

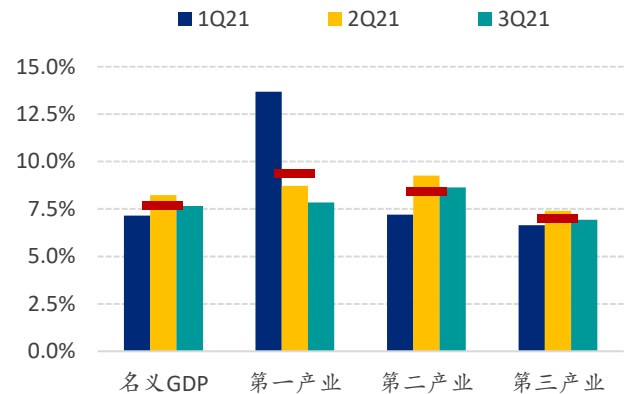
**最终消费作用显著，出口韧性强，低迷的投资有望抬头。**今年前三季度，最终消费支出对经济增长的“压舱石”作用显著，对实际GDP同比增速的贡献率逐季提升，依次为53.5%、77.1%、78.8%。出口韧性较强，在最终消费不强的一季度和投资偏紧的三季度，其贡献率分别达到24.1%和21.7%，推动经济持续增长。2021年，最终消费支出和净出口偏强，一定程度上印证了我们在[2021年宏观经济展望报告](#)中所提出的双引擎复苏概念。2021年，中国货币政策明显收紧，流动性的边际趋紧，资本形成对实际GDP增长的贡献率偏低。

图表 45：名义 GDP 同比增速与三大产业增加值



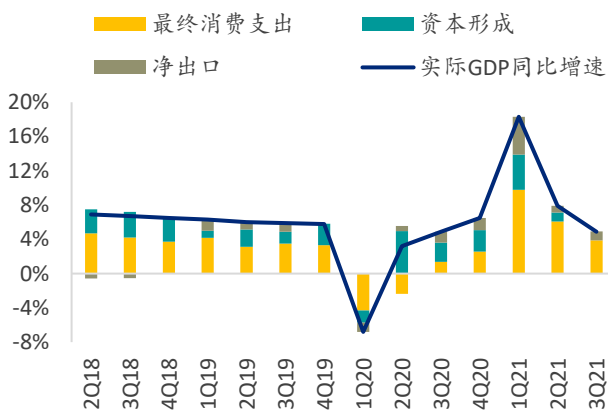
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 46：名义 GDP 与三大产业增加值的两年年均增速



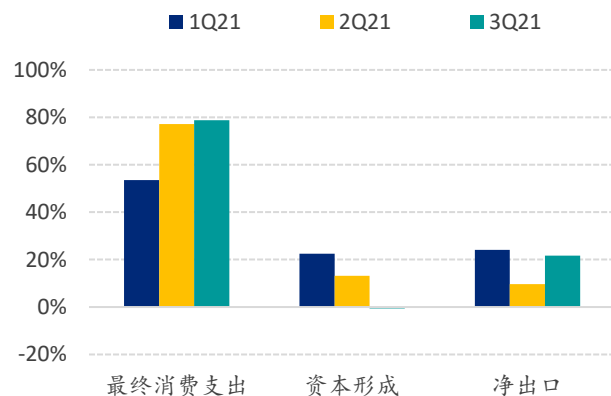
注：红线为前三季度累计值的两年年均增速  
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 47：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 48：各项目对实际 GDP 同比增速的贡献率

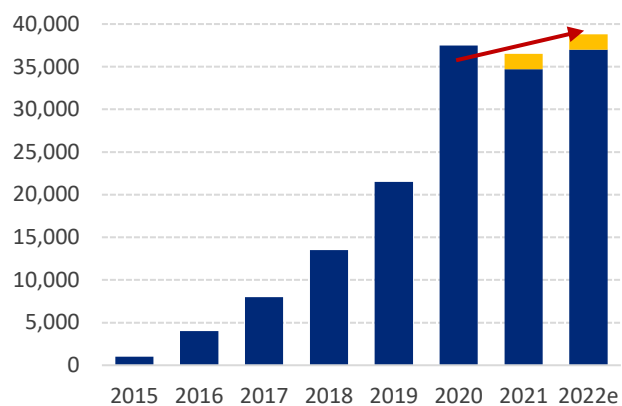


资料来源：CEIC，浦银国际

2022 年，专项债发行进度将先上后下，重点领域的投资力度将加大。2021 年，专项债发行进度明显迟滞，发行逐季而升，四季度发行速度明显加快。明年上半年，专项债发行将延续今年四季度的发行速度，这也符合 11 月国常会提出的“明年初形成更多实物工作量”。在“碳中和”目标下，与绿色能源相关的基础设施建设将成为投资重点。此外，明年中国央行边际宽松货币政策，也将降低再融资专项债的比重，扩大有效投资。

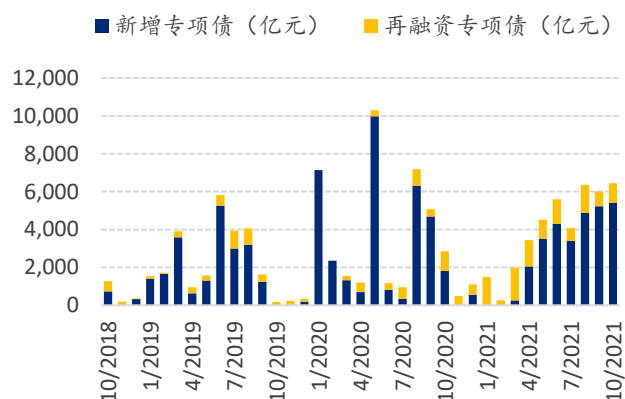
地方专项债新增额度上升，有助于 2022 年的投资回升。2021 年，中国地方政府专项债新增额度为 3.65 万亿元，因疫情反复影响专项债发行进度，我们估计，今年结转至 2022 年的额度约为 1800 亿元。对于 2022 年的专项债新增额度，我们的估算是 3.7 万亿，加上结转额度后，合计将达到 3.88 万亿元，超过了 2020 年的新增额度（3.75 万亿元）。

图表 49：中国地方政府新增专项债额度（亿元）



注：黄色为 2021 年结转的额度；e 为浦银国际估算  
资料来源：Macrobond，浦银国际

图表 50：中国地方政府新增专项债中，新增债券与再融资债券的构成



资料来源：Macrobond，浦银国际

## ● 双引擎复苏的特征将延续

展望 2022 年，我们依旧坚持此前的观点，即中国的经济增长将由出口和消费两个引擎共同带动。在海外需求带动下，强劲的制造业促进出口引擎持续运转，这不仅会促进经济的复苏，也将间接放大消费对经济增长的促进作用。储蓄仍未释放，2022 年的消费引擎将迎来继续复苏。

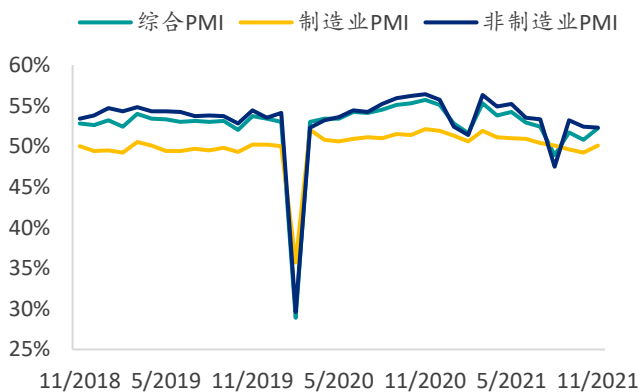
### 强劲的制造业促进出口引擎持续运转

制造业 PMI 重回扩张区间，生产指数大幅回升。今年 1-8 月，制造业 PMI 稳定维持在扩张区间，同比增速均保持在 15.0% 以上的水平。9 月，受到“限电”措施的影响，制造业 PMI 连续 2 个月处于荣枯线以下，其中的制造业生产指数受拖累严重。11 月，制造业 PMI 反弹至 50.1%，重回扩张区间，好于市场预期的 49.7%；其中，制造业生产指数升至 52.0%，较前期大幅上涨 3.6 个百分点。此外，政策方面开始强调“保供稳价”，因此今年 9-10 月出现的严格“限电”措施明年出现的可能性预计较小。

制造业的产能利用率处于较高水平。今年三季度，制造业的产能利用率从第二季度的历史高位（78.8%）小幅回落至 77.3%，仍高于疫情前的大部分时间且高于工业整体的利用率（77.1%），说明制造业产能并不存在过剩问题。

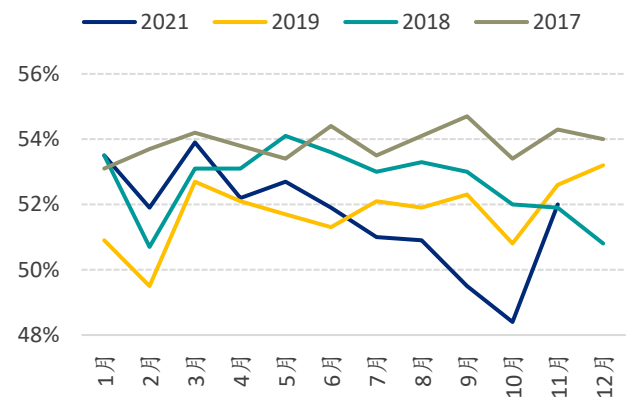
展望 2022 年，对制造业，尤其是高端制造业的投资将提升。2022 年，不仅是疫情后的经济复苏之年，也是属于“十四五”的开局阶段，全国各地出台的高端制造业规划将加快落地，我们认为这将极大推动明年高端制造业的投资。当前，对制造业的整体投资热度仍不减，10 月制造业投资的同比增速达到 8.8%，显著高于疫情前 2019 年的同期水平（3.5%）。

图表 51：11 月，制造业 PMI 重回扩张区间



资料来源：CEIC，浦银国际

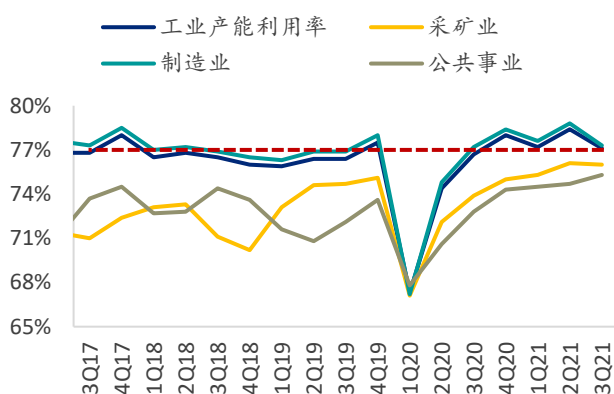
图表 52：11 月，制造业生产指数大幅回升



资料来源：CEIC，浦银国际

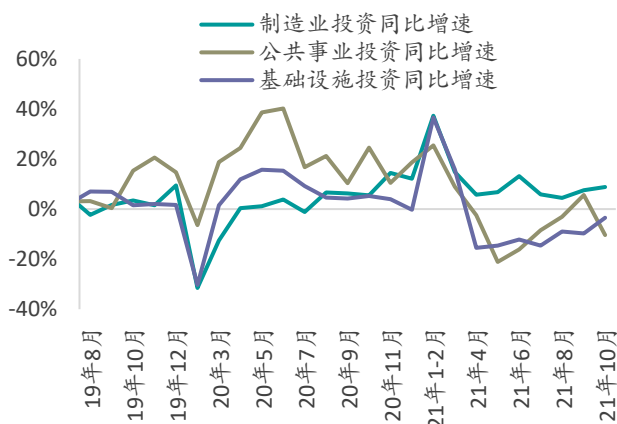


**图表 53: 当前的制造业产能利用率仍高于疫情前的大部分时间**



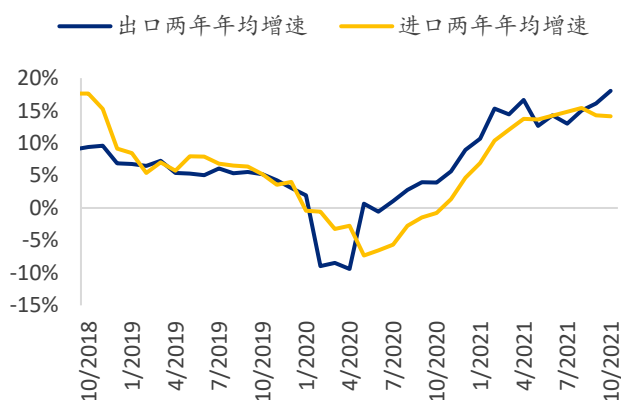
资料来源: CEIC, 浦银国际

**图表 54: 制造业投资仍保持较高增速**



资料来源: CEIC, 浦银国际计算

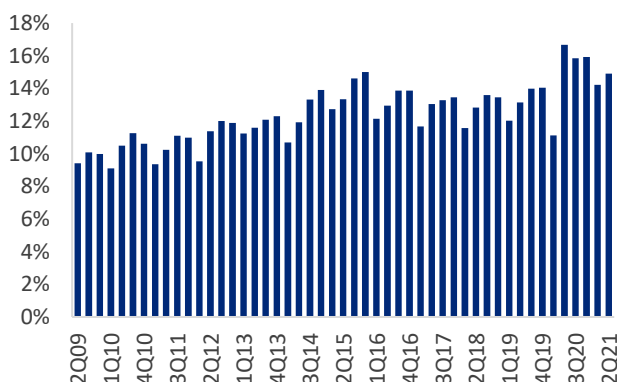
**图表 55: 中国进口和出口的两年年均增速**



注: 3个月移动平均

资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 56: 中国货物出口的全球市场份额仍高于疫情前的水平**



资料来源: WTO, 浦银国际

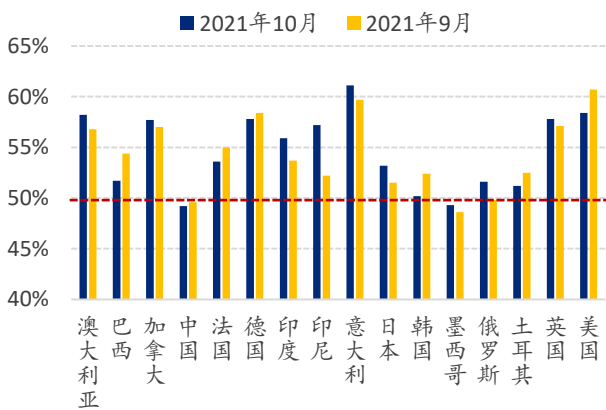
出口延续增长势头, 今年 1-10 月表现亮眼, 增速边际加快。今年 1-10 月, 出口 (美元计) 累计同比增长 32.3%, 较 2019 年同期的两年年均增速达到 15.1%, 显著高于以往水平 (2019 年 1-10 月的出口较 2017 年同期的两年年均增速仅为 6.0%), 出口表现亮眼。10 月, 出口两年年均增速升至 18.7%, 较前期上涨 0.3 个百分点, 边际增速有所加快。

目前, 中国出口的全球份额仍高于疫情前的水平。2020 年疫情暴发后, 中国因为率先“复工复产”而获得了更多的全球市场份额: 2020 年二季度, 中国货物出口的全球份额升至 16.7% 的历史新高。伴随全球经济复苏, 各国出口逐渐恢复, 中国出口的全球份额有所回落, 2021 年二季度降至 14.9%, 但是仍高于疫情前的水平 (2014-2019 年历年第二季度的均值为 12.6%)。虽然中国出口的替代效应将逐步消退, 但我们依然认为, 中国在疫情期间获得的部分出口份额将不会下降, 而将转变为永久性的份额。

全球经济共振复苏，海外需求仍强劲。从全球来看，多数 G20 经济体（除墨西哥和俄罗斯外）制造业 PMI 在最近两个月均处于荣枯线上，中国制造业出口订单水平在 11 月也出现回升。因此，我们预计，海外需求强劲将推动中国出口持续向好。此外，在美国经济持续复苏的背景下，其制造业和消费的高增速都将带动中国的出口。因此，我们认为，中国出口增长受高基数影响可能会有所回落，但绝对出口收入依然保持强劲。

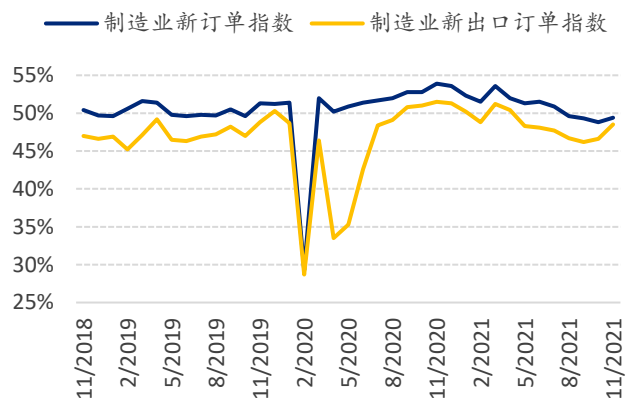
作为出口导向型经济体，中国出口贸易的表现间接影响消费的复苏。就两年年均增速而言，出口的上升和下降，基本对应了城镇人均收入的增长及下跌。2020-2021 年，中国出口增速上升，城镇人均收入也出现一定程度的增长。在上述出口贸易维持较高增速、出口质量进一步提高、外部贸易环境改善等因素的影响下，出口带动人均收入上升的趋势将在 2022 年继续实现，这将间接为消费引擎提供支持。

图表 57：多数 G20 经济体的制造业 PMI 在最近两个月仍维持在扩张区间



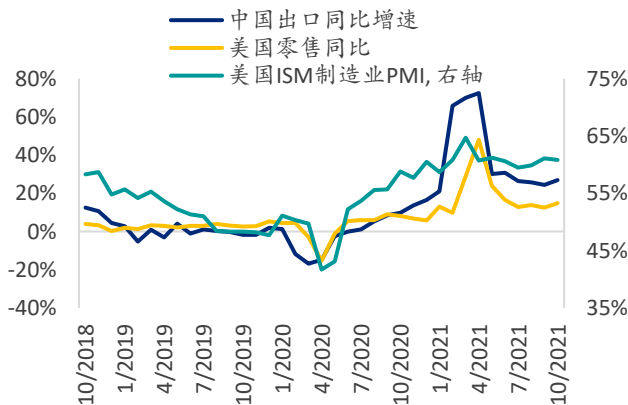
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 58：11 月，制造业新出口订单指数回升



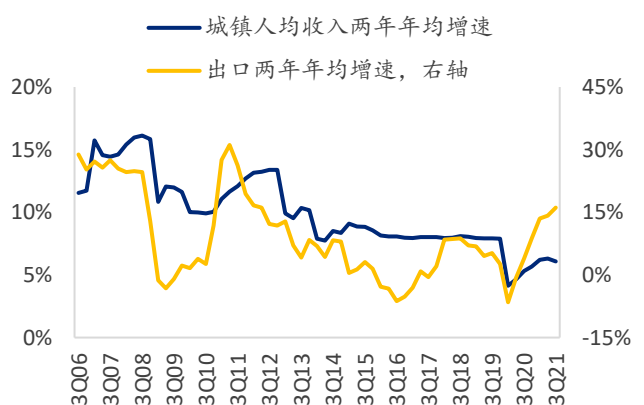
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 59：美国经济持续复苏将带动中国出口维持高增速



资料来源：CEIC，Macrobond，浦银国际

图表 60：出口带动人均收入的增长



资料来源：CEIC，浦银国际

## 严格的疫情管控措施对消费复苏影响显著，额外储蓄仍未释放

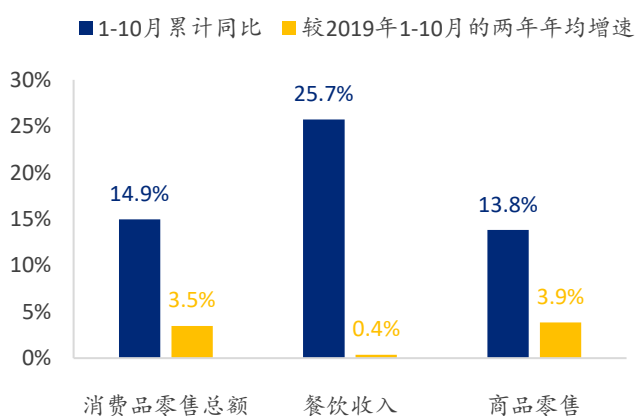
消费复苏不均衡。今年 1-10 月，社会消费品零售总额累计同比增长 14.9%，较 2019 年同期的两年年均增速仅为 3.5%。其中，餐饮收入 1-10 月累计同比增长 25.7%，较 2019 年同期的两年年均增速为 0.4%；商品零售 1-10 月累计同比增长 13.8%，较 2019 年同期的两年年均增速为 3.9%。

严格的疫情管控措施虽然托住了消费下限、但也限制了消费上限。当前，中国实行严格的“清零”政策，这使得疫情失控的可能性非常小。虽然各地仍有疫情反弹，但是整体的商品消费恢复稳定，消费下限得以保证。但是，本土疫情的多次反复导致多地封锁和隔离，客观上减少了消费支出和消费意愿，尤其是在餐饮、娱乐、旅游等方面的支出，使得服务消费难以实现真正复苏，消费难以突破复苏上限。

除了疫情管控措施的因素，财富效应减弱也导致消费疲软。2021 年，中国股市表现平平，上证指数 7 月（2.6%）和 8 月（4.4%）的同比增速显著下降，历史数据显示股市增速与网上零售增速相关性较大，股市表现回落一定程度上压低了消费动力。此外，2021 年二、三线的房价低迷，同比增速低于 4%。对于二、三线居民来说，不动产占总资产的比例较高，房地产价格增速放缓所造成的财富效应下降是显著的，导致消费减弱。

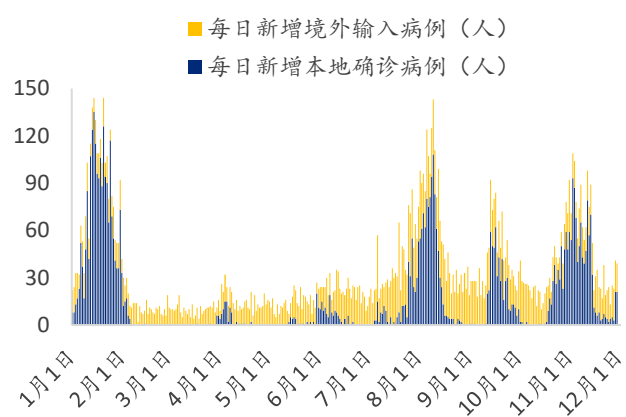
消费复苏不均衡的背景下，人均储蓄显著增长，推动额外储蓄上升。如果以 13.93 亿人口进行估算的话，年化额外储蓄占 GDP 的比例在疫情期间出现大幅上升：2020 年全年的额外储蓄约占当年 GDP 的 3.53%，相当于一份体量可观的经济刺激计划。最新的数字是，2021 年第三季度的 2.26%，仍高于疫情前的水平。

图表 61：2021 年 1-10 月消费品零售总额、餐饮收入、商品零售的恢复情况



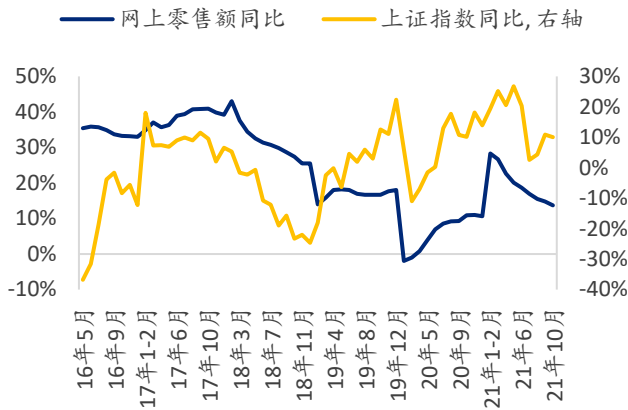
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 62：2021 年中国新冠肺炎新增确诊病例详情



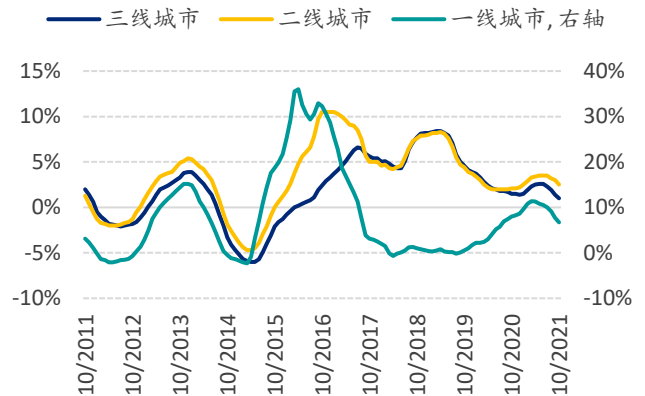
资料来源：Wind，浦银国际

图表 63: 中国股市表现回落压低了消费动力



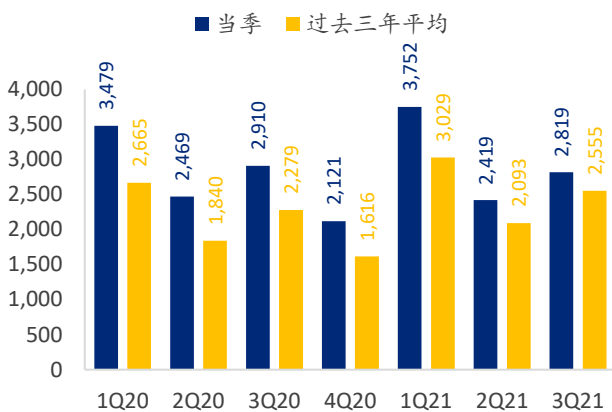
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 64: 中国 70 个大中城市二手住宅价格指数的同比增速: 二、三线城市房价增速低于 4%



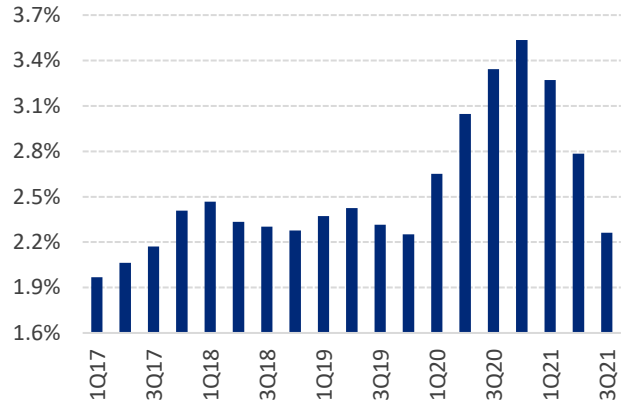
资料来源: Wind, 浦银国际

图表 65: 疫情导致人均储蓄 (元) 显著增长



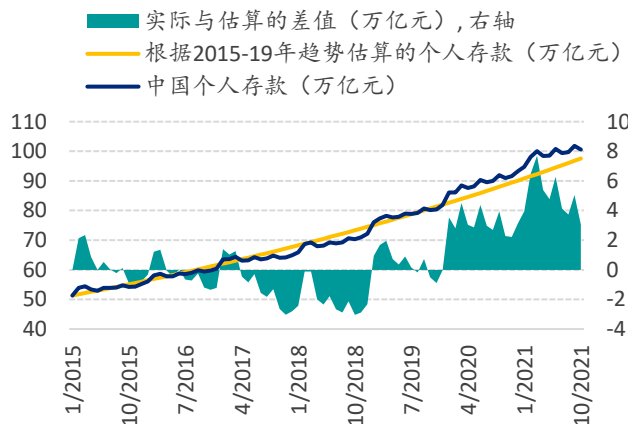
资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 66: 疫情期间, 年化额外储蓄占 GDP 比例大幅上升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 67: 中国个人存款在疫情后出现显著增长, 高于 2015-2019 年的趋势



资料来源: Macrobond, 浦银国际计算

额外储蓄增长也导致疫情期间个人存款水平的上升。消费疲软的情况下，额外储蓄转化为了居民存款。根据我们的估算，10月的额外存款约为3.05万亿元，较今年3月的历史高点（7.71万亿元）有所下降。疫情期间存款增速的阶段性上升并非是可持续的，在国民总储蓄率下降的大背景下，多出的存款在经济稳定后将成为推动经济复苏的动力，尤其是通过增加消费的方式。因此，我们预计，在疫情影响逐渐减弱的预期下，2022年中国的消费引擎复苏将延续，额外储蓄、存款的释放将成为消费动能。



## ● 货币政策迎来边际宽松，通胀压力可控

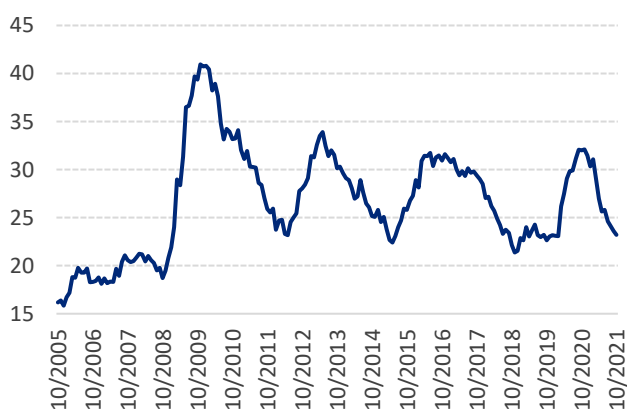
**社融增速和信贷脉冲双双见底。**10月，社融存量升至309.5万亿元，同比增长10.0%，增速与前期持平，为2021年最低值。10月，中国信贷脉冲降至23.21，为2020年3月以来的最低值，略高于2019年12月的水平(23.17)，继续下行的空间有限。

**新增社融已降至趋势线上，明年大概率将回升。**今年1-9月，新增社融累计达24.8万亿元，考虑到2018-2020年第四季度新增社融的均值为4.9万亿元，由此我们估算出2021年全年新增社融将达到29.7万亿元，回归2015年以来的线性趋势。展望2022年，社融增速将迎来回升，即使是延续线性增长趋势，新增社融也将超过今年。此外，考虑到中国央行可能边际放松货币政策，我们预计2022年新增社融可能升至线性趋势以上。

**政策层面传递出边际放松的信号。**通过对比今年二、三季度中国央行货币政策执行报告，我们对2022年的流动性偏乐观：文中删掉了“管好货币总闸门”的表述，传达出边际放松的信号，并强调“增强信贷总量增长的稳定性”。因此，信贷投放边际宽松、社融增速触底回升将是2022年的趋势。

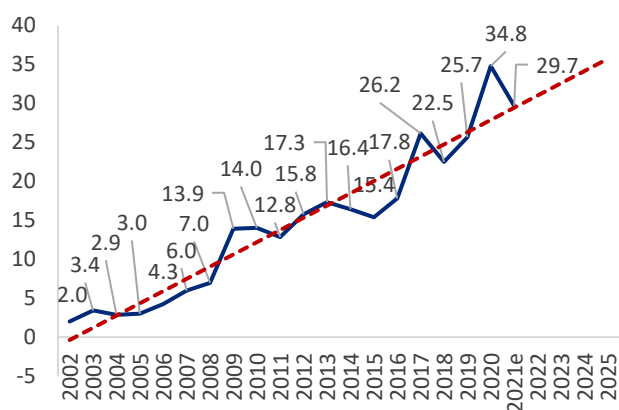
**2022年上半年，可能出现一次降准和一次降息。**由于中国GDP同比增速在今年四季度和明年一季度将低于5-6%的潜在目标，我们认为货币政策逆周期调节的条件已成熟，特别是今年货币政策收紧为明年宽松的货币政策立场留足了空间。我们预计，降准和降息将大概率出现在2022年上半年。

图表 68：中国信贷脉冲将降至拐点



资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 69：新增社融（万亿元）将回到2015年以来的增长轨道



注：e为浦银国际预测：1-9月累计新增社融加过去三年同期均值；虚线为线性趋势  
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 70: 2021 年二季度和三季度央行货币政策执行报告对比

	2021 年二季度	2021 年三季度
总定性	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <b>稳字当头，坚持实施正常的货币政策，搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性，根据国内经济形势和物价走势把握好政策力度和节奏</b> ，处理好经济发展和防范风险的关系，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度， <b>以我为主，稳字当头，把握好政策力度和节奏</b> ，处理好经济发展和防范风险的关系， <b>做好跨周期调节</b> ，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。
流动性和货币供应量	保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。	保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
信贷和社融	完善货币供应调控机制， <b>健全中央银行调节银行货币创造的流动性、资本和利率约束的长效机制，管好货币总闸门</b> ，保持宏观杠杆率基本稳定。	完善货币供应调控机制， <b>保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性</b> ，保持宏观杠杆率基本稳定。
社会融资成本	健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革潜力， <b>完善央行政策利率体系，持续优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低</b> 。	健全市场化利率形成和传导机制，继续释放贷款市场报价利率改革效能， <b>优化存款利率监管，推动小微企业综合融资成本稳中有降</b> 。

资料来源：中国人民银行，浦银国际

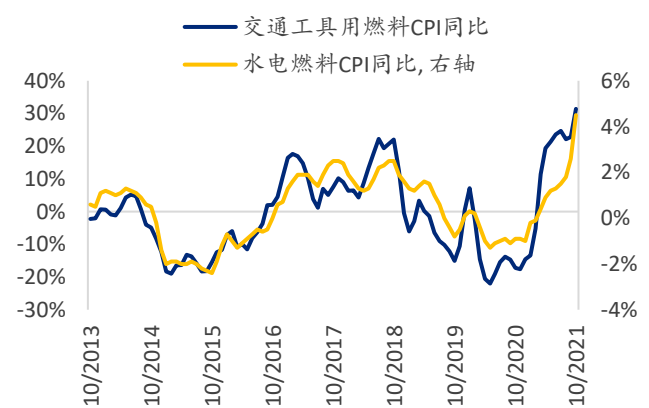
**通胀压力正逐渐增加。**今年 1-10 月，CPI 同比增速从 1 月的-0.3%逐渐升至 10 月的 1.5%，整体通胀压力不大，月均增速仅为 0.7%。其中，食品价格受猪周期影响持续下行，1-10 月食品烟酒分项对 CPI 同比增速的贡献基本为负；能源价格是 2021 年 CPI 同比增速的主要推动力，10 月交通通信分项对 CPI 同比增速贡献了 1.0 个百分点，贡献率达到 67.7%。考虑到 10 月猪粮比已降至历史低位 (5.34)，猪周期 2022 年将迎来反弹，叠加能源价格持续回升的影响，我们预计 2022 年的通胀压力将逐渐增加。

图表 71: 中国的猪粮比目前已降至历史低位



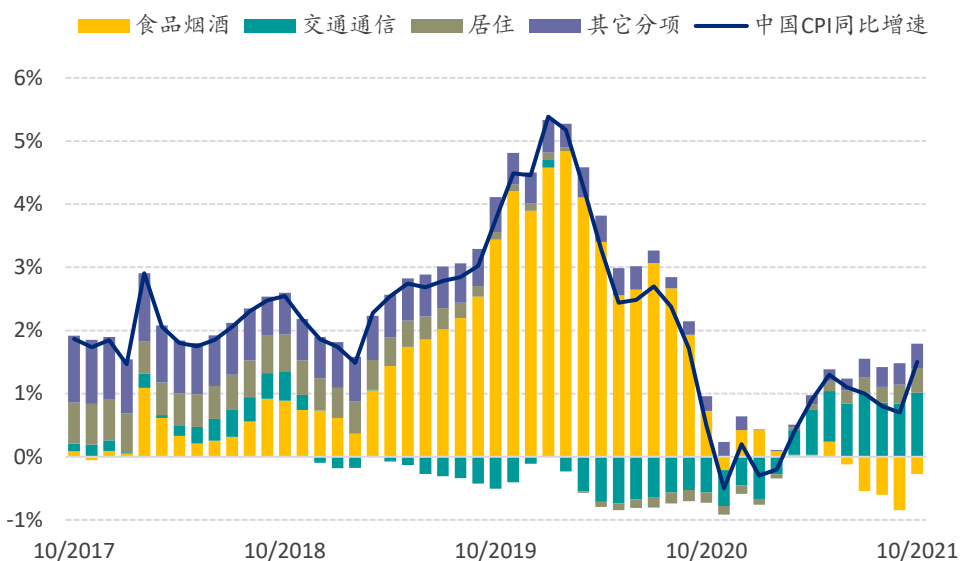
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 72: 能源价格上涨，带动交通和居住的燃料价格上行



资料来源：CEIC，浦银国际

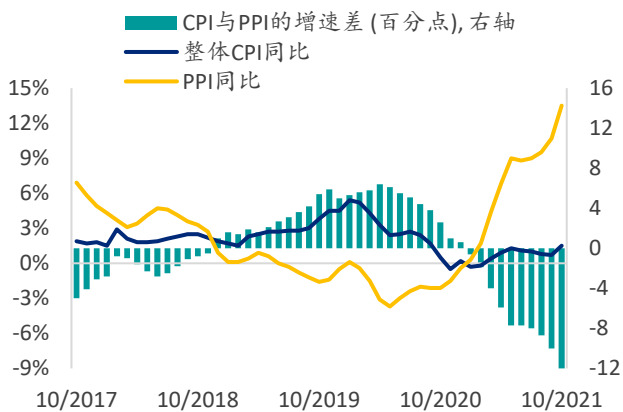
图表 73：中国 CPI 同比增速及各分项贡献率



资料来源：Macrobond，浦银国际

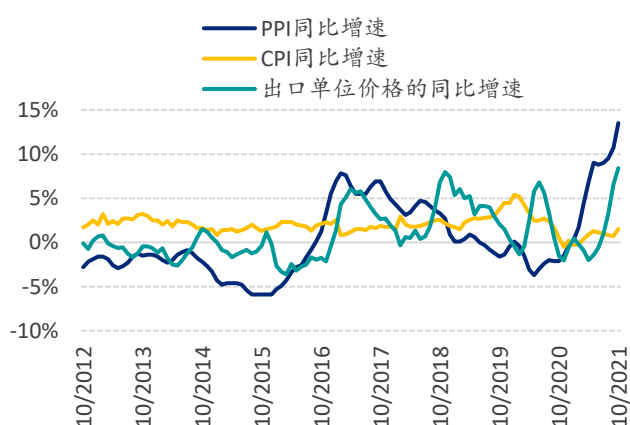
从出口单位价格增速和严格的疫情管控措施的影响来看，通胀压力可控。2021 年，商品价格大幅上涨，推动 PPI 连续冲高。受此影响，CPI 与 PPI 剪刀差反向走阔至 12.0 个百分点。但是，考虑到目前中国的出口向好、定价能力较强，通胀并未由生产端传导至国内消费端，而是通过出口传向了海外，PPI、CPI、出口单位价格的增速趋势很好地解释了这一原因。通过出口，生产端的利润空间并未被压缩，而高企的原材料价格也并未造成国内通胀高企。此外，当前严格的疫情管控措施，虽然压制了需求端复苏，但在一定程度上保证了供给端复苏，造成国内市场“供大于求”，因此价格上行压力并不大。此外，限价政策和储备肉制度也保证了 CPI 增速不会大幅上跳。

图表 74：CPI 与 PPI 的剪刀差目前已反向走阔至 12.0 个百分点



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 75：高企的 PPI 通过出口提价传递至海外经济体，国内通胀因此并未出现大幅上涨



注：出口单位价格的同比增速为 3 个月移动平均

资料来源：Macrobond，浦银国际

## ● 人民币的汇率前景

多角度看待人民币汇率。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。

根据“美元微笑理论”，美元在疫情开始后经历了“先升后贬”两个阶段，这与人民币兑美元汇率走势相一致：2020 年 1 月至 5 月，美元相对人民币大幅升值；2020 年 6 月后，美元与人民币汇率基本稳定。与此不同的是，CFETS 人民币汇率指数则是稳步上升，因此与人民币兑美元汇率出现了小幅背离。

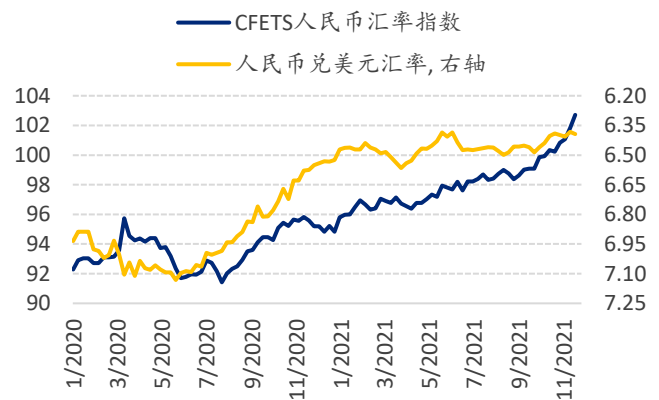
因此，对于人民币的汇率前景，我们倾向于从 CFETS 人民币汇率指数和人民币兑美元汇率两个角度进行分析。鉴于 2022 年全球经济复苏过程中，中国仍领先于其它经济体，我们因此认为 CFETS 人民币汇率指数将继续上行，人民币相对于其它经济体货币将继续升值。对于人民币兑美元汇率，我们认为，根据“微笑美元理论”的判断，2022 年美元将走强，因此人民币相对美元将有小幅贬值。此外，对于贸易差额和中美利差的分析也支撑了这一判断。

图表 76：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：Macrobond，中国外汇交易中心，浦银国际

图表 77：疫情期间，CFETS 人民币汇率指数与人民币兑美元汇率有小幅背离



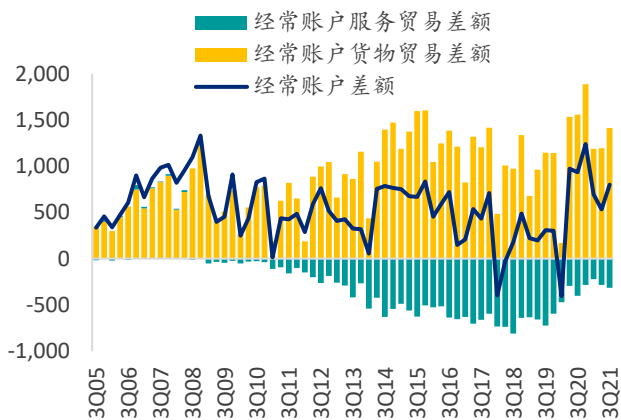
资料来源：Macrobond，中国外汇交易中心，浦银国际

疫情期间，贸易顺差的持续扩大，带动人民币升值。自去年 6 月开始，人民币兑美元汇率从 7.13 的水平持续向下，今年 5 月底已达到 6.36 左右，这与货物贸易顺差持续扩大的走势相一致的。此外，疫情导致全球旅行被限制，显著减小了服务贸易逆差。货物贸易顺差的扩大和服务贸易逆差的缩小，共同扩大了贸易顺差，并导致人民币的升值。

贸易顺差减小，人民币对美元的升值动力减弱。2022年，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，货物贸易顺差也因进口额回升而逐渐收窄，这将使得中国贸易顺差有所下降，并导致人民币对美元的升值动力减弱。

中美利差回落，减弱人民币对美元升值动力。2022年，美国经济复苏前景向好，美联储的QE缩减进程已开启，加息预期也随之而来，美债收益率曲线预计将会继续上行，并导致中美国债利差的持续下行。事实上，目前10年期中美国债利差已从去年7月的高位（2.52个百分点）收窄至今年11月末的1.40个百分点，2年期中美国债利差也从去年11月的高位（2.91个百分点）收窄至今年11月末的1.97个百分点。

图表 78：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 79：中美国债利差



资料来源：FactSet，浦银国际



### (三) 美国复苏强劲，需关注过热风险

2022 年，美国经济的前景如何？消费复苏能否持续？就业市场的恢复程度如何？通胀是否依旧高企？在收紧货币政策已成定局的情况下，2022 年美联储是否会加息、何时加息、加息几次将成为市场关注的重点。最后，2022 年的美元走势是否能够延续“美元微笑理论”呢？

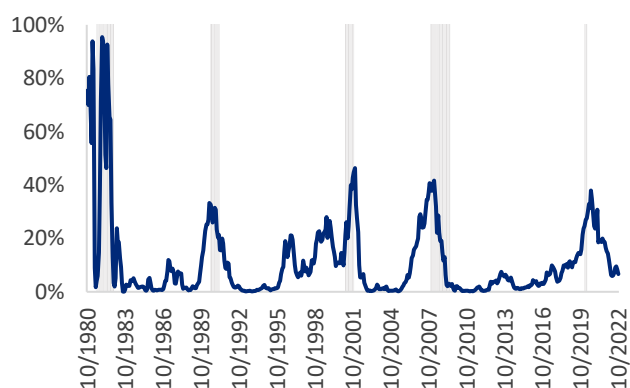
#### ● 美国经济的前景如何？

经济衰退的概率进一步下降。美联储的经济衰退概率指标在美国疫情高峰时（2020 年 8 月）达到 37.9%。伴随美国经济复苏向好，衰退概率进一步下降，2022 年 10 月美国经济陷入衰退的概率只有 6.7%，低于疫情暴发前的水平。

美国 GDP 延续同比正增长，经济复苏向好。2021 年三季度，美国实际 GDP 同比增长 4.9%，基数回升导致同比增速较前期下降 7.3 个百分点，但仍保持较高增速，明显高于 2014-2019 年的均值（2.4%）。实际 GDP 的年化环比增速从二季度的 6.7% 回落至三季度的 2.1%，略低于 2014-2019 年的均值（2.3%）。美国经济的复苏在 2021 年二季度开始后，下半年整体向好。

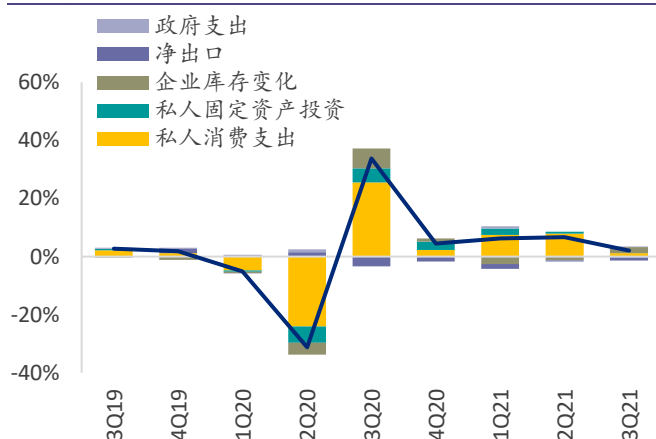
消费和出口仍有上升空间。今年三季度，企业库存变化对实际 GDP 的年化环比增速贡献了 2.1 个百分点。相比之下，私人消费支出仅贡献了 1.2 个百分点，显著低于一季度（7.4 个百分点）和二季度（7.9 个百分点）；净出口则拖累了 1.2 个百分点。展望 2022 年，随着封锁隔离措施逐步防宽，消费和净出口仍有上升空间，并将推动美国经济持续增长。

图表 80：根据美联储预测，美国经济衰退的概率进一步下降



资料来源：FactSet，美联储，浦银国际

图表 81：美国实际 GDP 年化环比增速及各分项贡献率



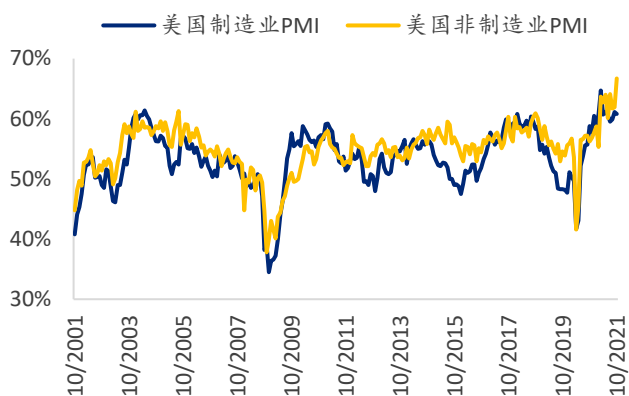
资料来源：Macrobond，浦银国际

美国经济当前的扩张趋势明显。2021年，美国制造业和非制造业 PMI 均在荣枯线上，最低值均在 1 月份（分别为 59.7% 和 68.2%）。10 月，制造业 PMI（63.6%）和非制造业 PMI（75.6%）均处于历史高位，经济扩张趋势明显。

补库存的趋势明显。2021 年，美国制造业在劳动力短缺和供应链危机的双重阻碍下仍实现复苏。10 月，制造业存货同比增速升至 8.2%，两年年均增速回升至 3.6%，继续上升的空间仍在。我们预计：2022 年，美国制造业仍将持续复苏，并推动整体经济的增长。

需关注经济过热的可能性。2021 年三季度，美国的产出缺口为 -1.6%，虽然仍为负值，但上行斜率陡峭。金融危机爆发大约 10 年后，产出缺口才回升至 0% 的水平，但是此次疫情暴发一年多后，产出缺口即接近 0% 的水平。因此，我们认为，需关注美国经济过热风险，产出缺口短期内可能由负转正。

图表 82: 美国制造业和非制造业 PMI 指数仍处于高位



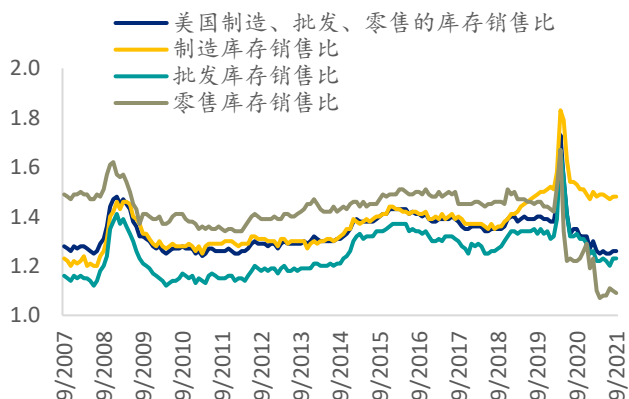
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 83: 美国制造业存货的同比增速和两年年均增速



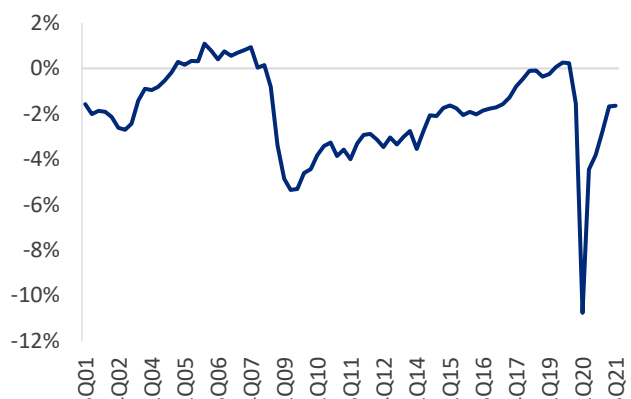
资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 84: 美国的库存销售比处于历史低位



资料来源: Macrobond, 浦银国际

图表 85: 根据美联储测算，2021 年三季度美国的产出缺口仍为负值 (-1.6%)



资料来源: 美联储, 浦银国际

## 2022年，美国消费复苏稳健，需关注财富效应的不确定性

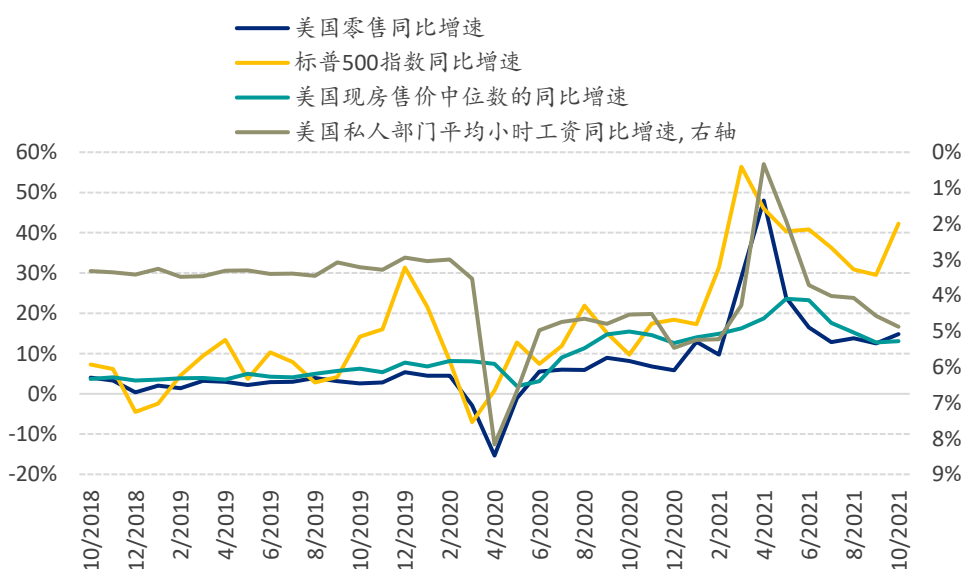
服务消费尚未完成复苏，商品消费仍有上升空间。2021年10月，美国个人消费支出的两年年均增速升至2.2%，仍低于2014-2019年的均值(2.6%)。其中，商品消费支出的两年年均增速为8.0%，服务消费支出的增速仍为负(-0.5%)。

疫情期间收入效应提升，助力消费持续复苏。新冠疫情期间，美国私人部门平均小时工资不降反升，2021年1-10月的增速均值为3.8%，高于疫情前2019年的均值(3.3%)。受此影响，美国消费零售也经历了持续复苏，2021年实现8个月的双位数增长，同比增速一度升至48.0%的历史高位。

刺激消费的财富效应主要来自股市，房地产市场火热也带动了零售的增长。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。其中，以标普500指数为代表的股市同比增速较高，且拉动零售同比增速上升的趋势明显，房地产的同比增速相对较低，刺激消费的动力次之。

考虑到2022年美联储将逐步收紧货币政策，流动性趋紧利空股市，而高估值更是增加了美股的不确定性，减弱了股市的财富效应，进而抑制消费复苏。但是房地产带来的财富效应以及就业市场偏紧导致的收入效应提升，都将有助于美国消费稳健复苏。2022年，我们认为美国房地产市场年依旧向好，预计房价的继续上行将推动消费不断释放。

图表 86：火爆的股市带来的财富效应提高了零售增速，房地产的财富效应和收入效应也支持了零售的复苏

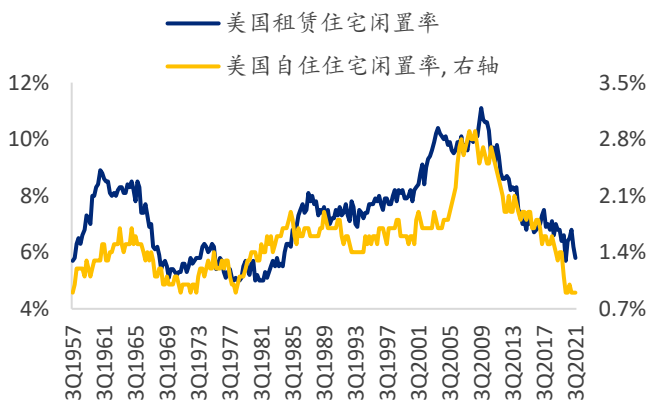


资料来源：Macrobond，浦银国际

需求拉动下房价持续上行。2021年三季度，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（0.9%），租赁住宅的闲置率也处于较低水平（5.8%）；住宅市场新房和二手房的价格均出现持续上涨，2021年10月的同比增速分别达到17.5%和13.1%。

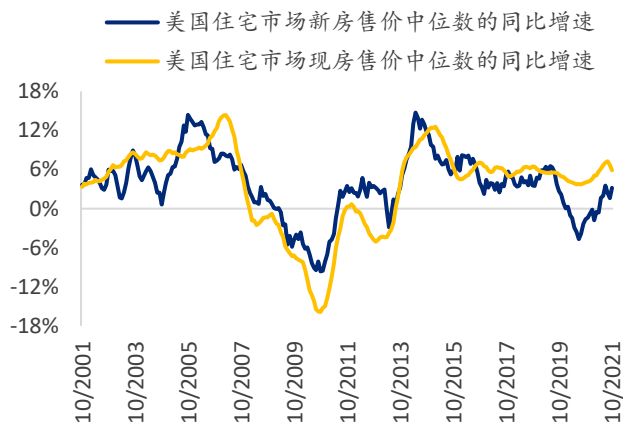
美国房贷利率虽然较去年有所回升，但仍维持在较低水平。2021年10月，30年期房贷利率为3.14%，较2020年12月（2.67%）有所回升，但仍处于历史低位。房屋开工量维持高位。从供给端来看，美国住宅市场的房屋开工量稳步上升，2021年1-10月平均开工量为157.5万套，显著高于2019年的同期水平（126.1万套），同比增速和两年年均增速分别达到16.2%和11.8%。我们预计，2022年美国房地产市场仍然向好，将成为推动消费持续上行的动力之一，还将带动建筑业相关下游产业的持续复苏。

**图表 87：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**



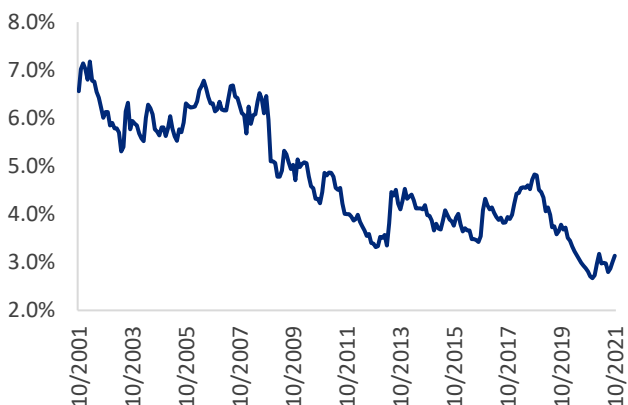
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 88：美国住宅市场新房和二手房售价中位数的增速都有所上升**



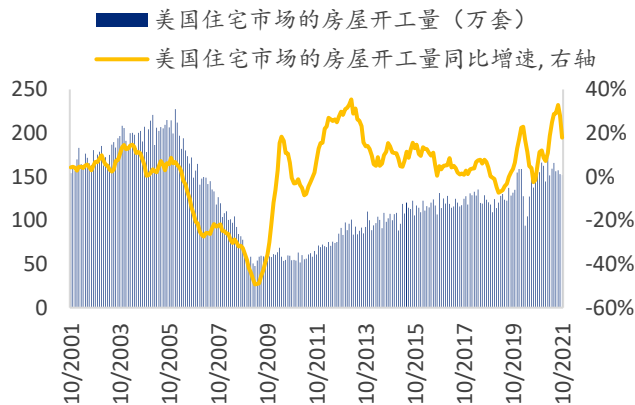
注：6个月移动平均  
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 89：美国 30 年期房贷利率维持较低水平**



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 90：美国住宅房屋开工量持续上升，同比保持高增速**

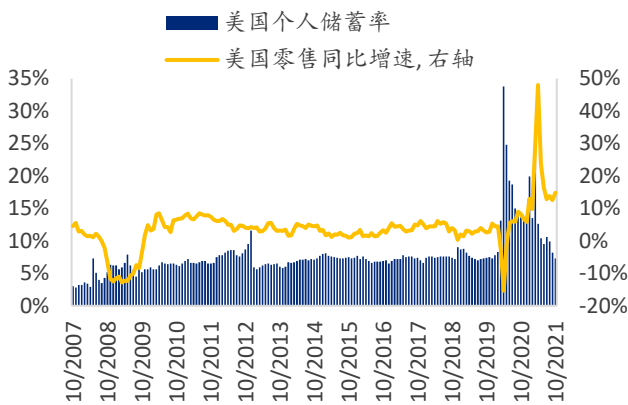


注：同比增速为 6 个月移动平均  
资料来源：Macrobond，浦银国际

高储蓄率保证了消费的持续复苏。疫情期间的封锁隔离措施导致财政刺激无法转化为消费，使其转变为了储蓄。伴随经济持续复苏，作为消费动能的储蓄将逐步释放。10月，美国个人储蓄率已降至7.3%，略低于2014-2019年的均值（7.4%）。2022年，消费动能的持续释放，将推动消费继续复苏。

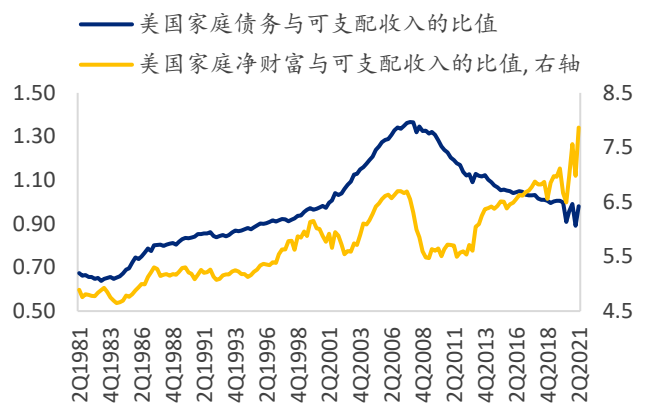
目前美国家庭的资产负债水平非常健康。今年二季度，美国家庭的债务水平在疫情期间不升反降，财富水平达到历史高点，两者的反向趋势明显。美国健康的家庭资产负债水平，对于消费的长期复苏将起到决定作用。

**图表 91: 伴随储蓄率的回落，美国零售同比增速仍维持在高位**



资料来源: Macrobond, 浦银国际

**图表 92: 目前美国家庭的资产负债水平非常健康**



资料来源: CEIC, 浦银国际



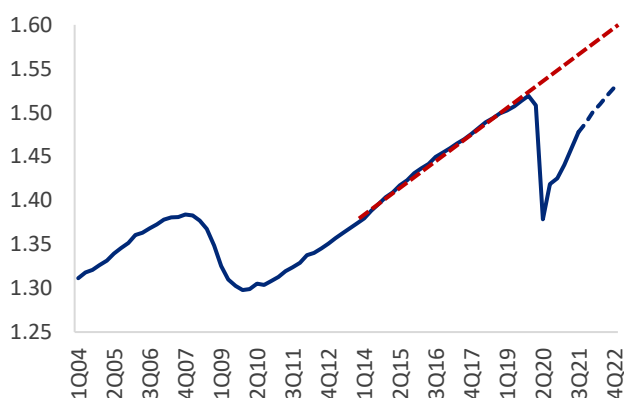
## 2022 年，劳动力市场逐渐回归充分就业

当前美国劳动力市场的情况是，失业率持续下降，而非农就业恢复较慢。2021 年 10 月，失业率已降至 4.6%，按照当前失业率的下降速度，我们预计失业率在 2022 年一季度便会降至 4.0% 的目标值，充分就业在指标层面上便已达到。但是，相比之下非农就业的数据恢复缓慢。2021 年 1-10 月，平均每月新增非农就业约 58.2 万人，如果按此增长幅度，非农就业人数在 2022 年 7 月可恢复至疫情前的水平（1.52 亿），这一估算也符合美联储的预测数据，即 2022 年第三季度的非农就业人数将回升至 2019 年四季度的水平。但是，非农就业距离回归 2014-2019 年的增长趋势差距仍较大。

财政纾困政策间接推高了非农职位离职率，尤其是中低收入行业。2021 年，在经济复苏带动下，劳动力市场的需求增长显著，非农职位空缺率在 9 月升至 6.6%，为历史高位。但是，疫情期间外出工作增加了病毒感染的风险，而财政补贴使得部分劳动力能够选择暂时离开就业市场，导致了非农职位离职率的飙升。2021 年 9 月，离职率升至 3.0%，为历史最高值。分行业来看，离职率上升主要来自中低收入行业（例如，制造业、交通和公共事业等），因为财政补贴对中低收入劳动者的效用更大，并且短暂离开就业市场并不影响长期的职业规划。相比之下，金融业的离职率并未在疫情期间出现上升，甚至还低于疫情开始前的水平。

劳动人口参与率的回升将决定就业市场的恢复。当前，美国劳动人口参与率依然偏低，10 月保持在 61.6% 的低位，较疫情开始前（2019 年 12 月，63.3%）仍有较大差距，劳动人口参与率的回升只是时间问题。随着财政纾困政策的结束，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。我们预计，这一过程可能将持续 1 年左右，因此，2022 年美国的就业市场将依旧偏紧。

图表 93：根据美联储预测，非农就业人数在 2022 年三季度将回升至 2019 年四季度的水平



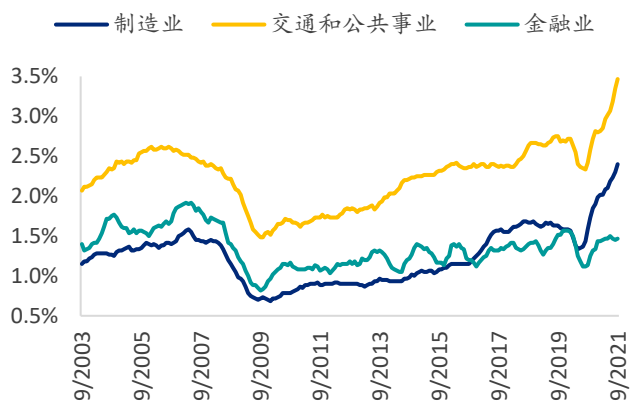
注：蓝色虚线为美联储预测  
资料来源：Macrobond，美联储，浦银国际

图表 94：美国非农职位离职率和空缺率均出现显著上升



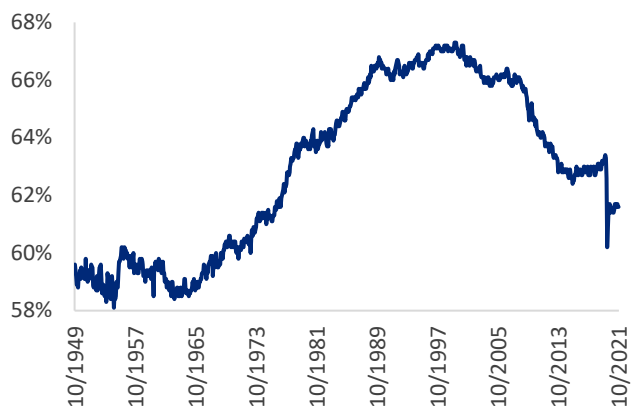
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 95：美国制造业、交通和公共事业的非农职位离职率显著上升，但金融业仍处于正常水平**



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 96：当前，美国劳动人口参与率依然偏低**



资料来源：Macrobond，浦银国际

## 通胀短期内仍将保持高企，下半年或将迎来回落

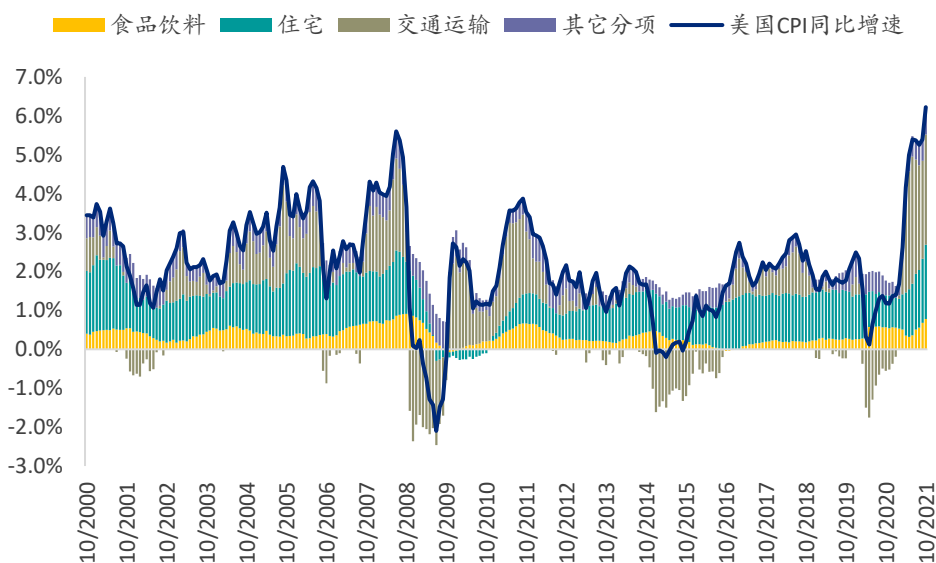
**美国通胀回升超预期。**2021年10月，美国CPI同比增长6.2%，远超预期（5.9%），较前期增长0.8个百分点，创1990年12月以来新高；CPI环比增长0.9%，超出预期（0.6%），较前期增长0.5个百分点。今年1-10月，美国CPI累计同比增长4.2%，为2009年以来10月CPI累计同比增速新高。

**交通运输通胀推动美国CPI同比增速创新高。**考虑权重因素后，10月美国CPI同比增速中，交通运输贡献2.8个百分点，住宅贡献1.9个百分点，食品饮料贡献0.8个百分点，其它分项（包括服装、医疗保健、娱乐、教育与通信、其它商品与服务）合计贡献0.7个百分点。

**新车和二手车的价格上升成为本轮通胀的特点。**10月，交通运输分项CPI同比上涨18.7%，连续7个月双位数增长。考虑权重因素后，新车和二手车、机动车燃料对交通运输CPI同比增速的贡献分别为8.1和9.4个百分点，其它项目合计贡献1.2个百分点。与历史相比，最近半年新车和二手车的价格上升对交通运输通胀的推动作用尤为显著，成为本轮通胀高企的一大特点。

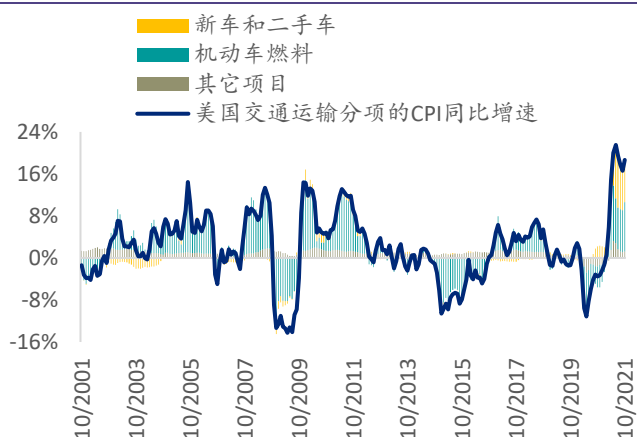
**供应链危机是当前通胀高企的主要原因。**应对疫情的封锁隔离措施降低了航运的整体效率，叠加东南亚芯片工厂因疫情多次停工，造成全球芯片短缺。受此影响，美国汽车生产量持续下滑，今年三季度仅生产34.9万辆，大幅低于2017-2019年同期平均值（65.1万辆）。此外，全球供应链危机也限制了汽车贸易，2021年1-9月美国汽车进口的两年年均增速均为负值，9月的增速更是跌至-18.6%。如果供应链危机得到缓解，高企的通胀将出现回落。

图表 97：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 98：美国交通运输分项的 CPI 同比增速及各项贡献率**



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 99：美国汽车进口和生产的增速仍处在低位**



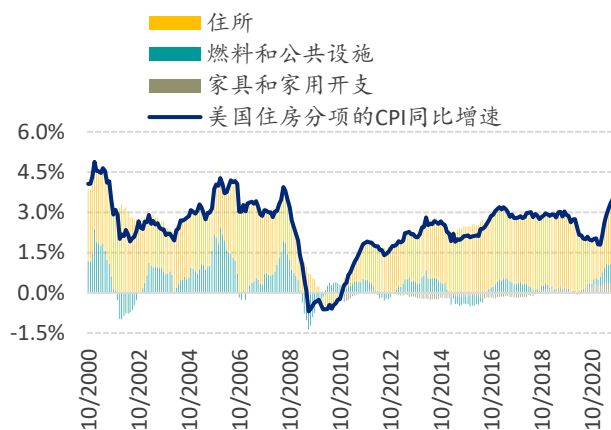
资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 100：美国制造业积压订单和交货时间尚未得到改善**



资料来源：Macrobond，浦银国际

**图表 101：美国住房分项的 CPI 同比增速及各项贡献率**

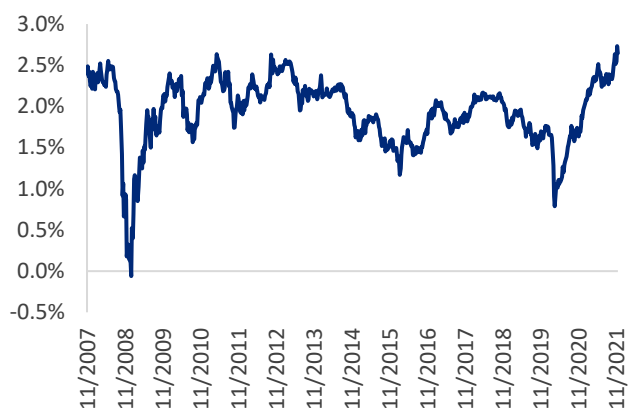


资料来源：Macrobond，浦银国际

**住房通胀预计将保持当前的水平。**10月，住房分项CPI同比上涨4.5%，较前期增长0.6个百分点。考虑权重因素后，代表租金的住所项目贡献了2.7个百分点，燃料和公共设施、家具和家用开支分别贡献了1.1和0.7个百分点。由此可见，房地产市场火热和能源价格上升是推动住房通胀的主要原因。考虑到美国房地产前景向好、能源价格仍将维持高位，我们预计2022年住房通胀仍将保持当前的水平。

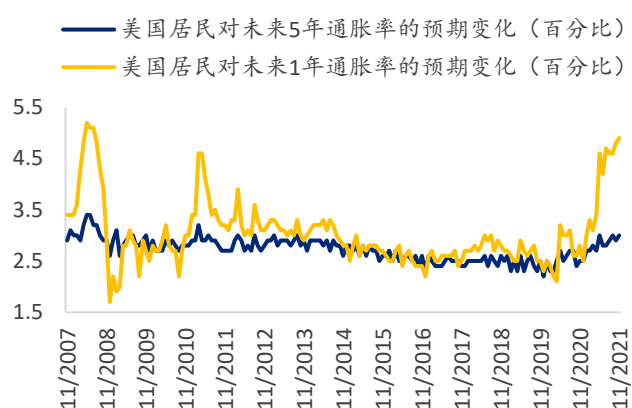
很显然，上述都不是结构性原因导致的长期通胀压力，当全球供应链逐渐恢复，叠加基数逐渐走高的因素，我们预计2022年下半年美国CPI同比增速将回落。截至11月26日，美国10年期通胀保值国债（Treasury Inflation-Protected Security, TIPS）的隐含通胀预期已达到2.55%，处于历史较高水平。不过，对美国居民的调查结果显示，长期的通胀预期仍将是稳定的，短期通胀预期上升幅度略高于金融危机后的复苏阶段。

图表 102: 美国 10 年期 TIPS 的隐含通胀预期



资料来源: FactSet, 浦银国际

图表 103: 根据密歇根大学的调查结果, 美国居民对长期 (5 年) 通胀率的预期变化并不高



资料来源: Macrobond, 密歇根大学, 浦银国际



## ● 浅析美联储 2022 年货币政策路径

美联储开始缩减，预计 2022 年中旬结束 QE 缩减进程。2021 年 11 月，在就业和通胀取得重大进展后，美联储宣布自 11 月开始每月削减 100 亿美元美国国债和 50 亿美元按揭抵押债券（Mortgage Backed Security, MBS）的购买量。目前，美联储每月的购买量为 800 亿国债和 400 亿 MBS，如果保持当前的缩减节奏，缩减 QE 将于 2022 年 6 月底结束。

市场关注点从 QE 缩减转向首次加息时点。相较于按部就班缩减 QE 的 2022 年上半年，明年下半年美联储货币政策的不确定性则相对更大。美联储的货币政策正常化路径通常为：QE 缩减—维持利率不变—加息—缩表。因此，2022 年市场的关注点开始从 QE 缩减切换至首次加息的时点。

政策的敏感点从就业转向通胀，高通胀或将推动加息进程。正如我们此前所论述的：2022 年，虽然美国就业市场的恢复较缓慢，但是高企的通胀可能增加美联储继续收紧货币政策的压力。此外，伴随美国经济的持续复苏，美债收益率持续上行，10 年期美债收益率在今年 8 月后继续回升，截至 11 月 26 日已升至 1.48%，接近年内的高点（1.71%）。疫情期间无限量 QE 导致美联储持有的美国国债比例已上升至历史高位，10 月末达到 19.0% 的水平。

图表 104：美国国债收益率曲线（10 年期-3 月期）



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 105：美联储持有美国国债的比例



资料来源：FactSet，浦银国际

2022 年，美联储官员调整会增加政策不确定性。11 月 22 日，美国总统拜登提名现任美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）连任下一届四年任期，提名现任联储理事布雷纳德（Lael Brainard）为下一届副主席，而目前的副主席克拉里达（Richard Clarida）和理事夸尔斯（Randal Quarles）将分别于明年 1 月和今年 12 月结束任期，因此美联储理事会中仍将有两个理事职位空缺。此外，FOMC 投票权也将在 2022 年发生变动：两位偏鸽派成员将失去投票权，偏鹰派则将多出一个投票权。

图表 106: 美联储 FOMC 投票权变动情况

人名	当前职务	货币政策倾向	2021 年 FOMC 投票权	2022 年 FOMC 投票权
埃文斯 (Charles Evans)	芝加哥联储主席	偏鸽	有	无
戴利 (Mary Daly)	旧金山联储主席	偏鸽	有	无
克拉里达 (Richard Clarida)	美联储副主席	偏鸽	有	无
夸尔斯 (Randal Quarles)	美联储理事	中间派	有	无
梅斯特 (Loretta Mester)	克利夫兰联储主席	中间派	无	有
巴尔金 (Thomas Barkin)	里士满联储主席	偏鹰	有	无
博斯蒂克 (Raphael Bostic)	亚特兰大联储主席	偏鹰	有	无
哈克尔 (Patrick Harker)	费城联储主席	偏鹰	无	有
乔治 (Esther George)	堪萨斯联储主席	偏鹰	无	有
布拉德 (James Bullard)	圣路易斯联储主席	偏鹰	无	有

资料来源: 浦银国际

市场预期偏向 2022 年加息, 与点阵图 and 美联储加息的历史经验相左。根据 CME 联邦基金利率期货数据所隐含的加息概率, 市场认为美联储在 2022 年 6 月加息的概率已高于 50%, 在 2022 年 9 月的加息概率已经超过 80%。然而, 通过比较今年三次 FOMC 点阵图, 我们发现: 虽然美联储官员对于 2022 年底的利率预期中位数上移, 但尚不足以构成一次加息, 加息大概率发生在 2023 年。此外, 参考金融危机后的历史经验, 2014 年 10 月美联储结束 QE 缩减直至 2015 年年底首次加息, 中间间隔约 14 个月。如果美联储在 2022 年年中结束 QE, 14 个月后应为 2023 年的三季度。

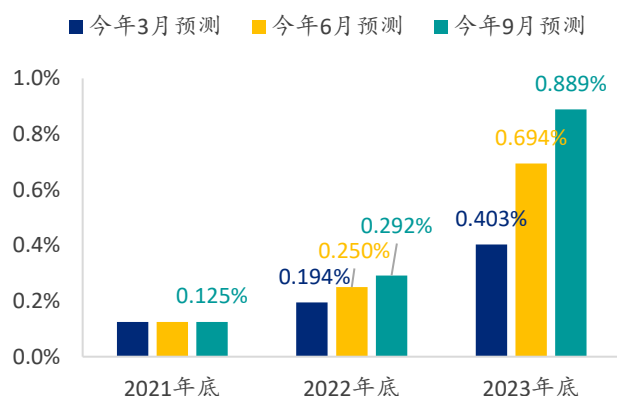
图表 107: 美国利率期货所隐含的美联储加息概率

会议日期 (年/月/日)	降息概率	维持概率	加息概率
2021/12/15	0.00%	100.00%	0.00%
2022/1/26	0.00%	95.20%	4.80%
2022/3/16	0.00%	73.80%	26.20%
2022/5/4	0.00%	53.26%	46.74%
2022/6/15	0.00%	28.96%	71.04%
2022/7/27	0.00%	21.61%	78.39%
2022/9/21	0.00%	12.19%	87.81%
2022/11/2	0.00%	9.13%	90.87%
2022/12/14	0.00%	3.64%	96.36%
2023/2/1	0.00%	2.76%	97.24%

注: 数据截至 12 月 2 日

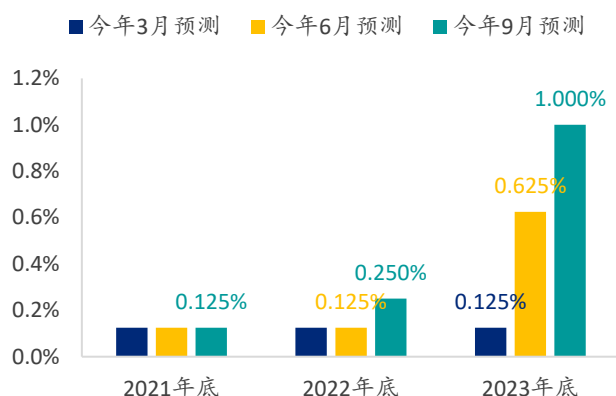
资料来源: CME Group, 浦银国际

图表 108: 美联储点阵图利率预测均值变化趋势



资料来源: 美联储, 浦银国际

图表 109: 美联储点阵图利率预测中位数变化趋势



资料来源: 美联储, 浦银国际

综合考虑之后, 我们认为: 在基准假设下, 美联储将在**2022年四季度开始加息**。即便如此, 我们所预计的首次加息时点也晚于市场的普遍预期(2022年年中)。

首先, 全球供应链逐渐恢复, 叠加基数逐渐走高的因素, 明年下半年高企的通胀将有所缓解, 一定程度上缓解了美联储收紧货币政策的压力;

其次, 新冠疫情的不确定性仍在, 在经济复苏不稳定时期加息风险较高, 美联储将会重视因疫情变化而导致的经济下行风险;

最后, 在当前的经济周期, 货币数量对资产价格的影响比货币价格的影响更显著, 因此, 在开始一个明确的加息周期之前, 美联储需要时间来评估 QE 缩减的影响。

## ● 美元将延续“美元微笑理论”的走势

2022年，随着美国经济的持续复苏和市场对加息预期的情绪回升，美元未来的走势成为市场关注的焦点。在[2021年宏观经济展望报告](#)中，我们提出了与市场预期不同的观点，通过采用“美元微笑理论”分析美元整体走向，我们做出了美元在2021年上旬维持下行、2021年中旬逐渐升值的判断。

目前来看，今年的美元走势很好地验证了我们一年之前所做出的判断：今年1-6月，美元整体维持贬值趋势，美元指数虽然在3月末有所回升，但之后延续下行，5月末降至89.6点；此后，美元指数持续回升，11月底已升至96.9点。

图表 110：2009年初至2010年中的美元指数走势



资料来源：FactSet，浦银国际

图表 111：根据“美元微笑理论”的美元指数走势



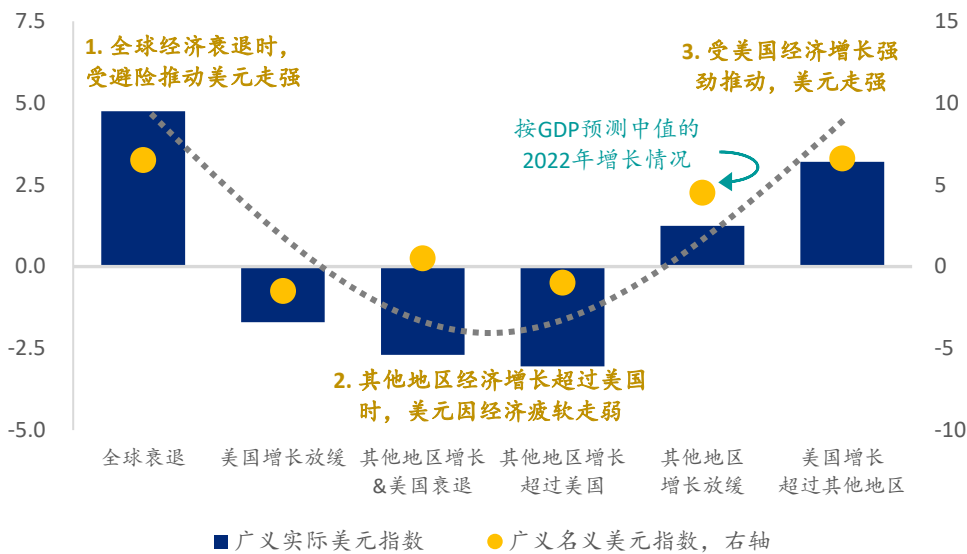
资料来源：FactSet，浦银国际

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月至今年年中，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。

图表 112：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

展望2022年，全球经济复苏、货币政策收紧、疫情的不确定性三个因素都将影响美元走势。但是，基于“美元微笑理论”的分析框架，我们认为美元都将在2022年上半年继续升值，只是所处阶段可能有所不同。按照基准假设，“美元微笑理论”将进行到第三阶段，美元继续升值；但是，如果全球经济复苏受阻，亦或是新冠变种病毒再次出现，美元都将作为避险资产而迎来升值，此时则会回到“美元微笑理论”的第一阶段。

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对美元的影响也最大。根据我们对2022年全球经济的展望，我们认为美国的复苏较欧元区和日本更富韧性，美国与欧元区和日本的PMI差值上升也反映了这一事实。此外，老龄化和负利率也拖累了欧元区和日本的经济复苏。复苏的差异将导致美元相对于欧元、日元存在升值的空间。

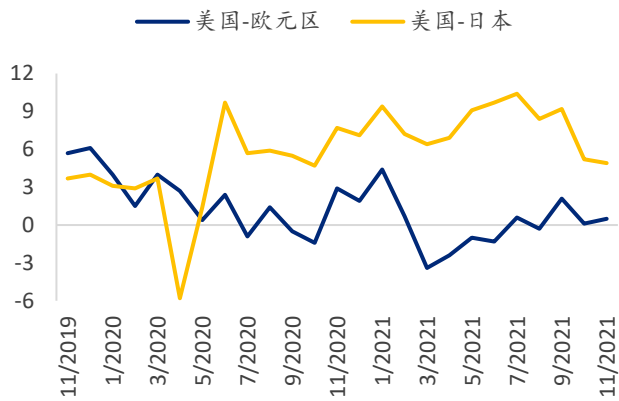
相比欧央行和日本央行，美联储将更快收紧货币政策。虽然紧急抗疫购买计划（Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP）正在逐步放缓，但欧央行原本的资产购买计划（Asset Purchase Programme, APP）仍将继续，距离加息更是遥遥无期。考虑到欧元区内在复苏动能较美国偏弱，我们认为欧央行



的加息时点很可能会大幅滞后于美联储。目前，日本央行还无意考虑缩减购债，加息进程则将更晚。

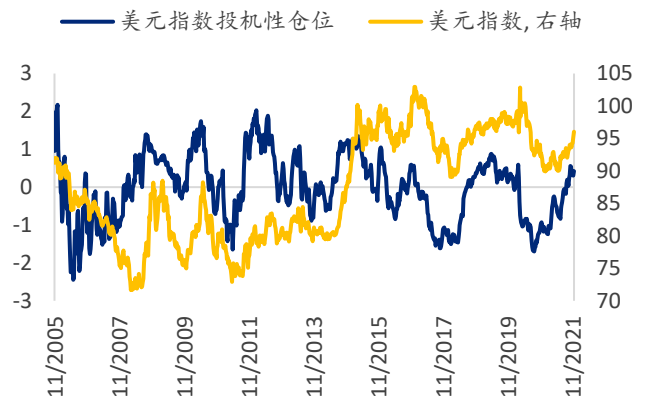
美元投机性仓位回升，但做空美元的压力并不大。市场情绪方面，今年美元的投机性仓位有所回升，目前刚回升至较高水平，投机性仓位并不高，做空美元的压力不大。我们预计，如果美元投机性仓位持续保持当前水平，2022年底做空美元的压力将值得关注。

**图表 113: 美国与欧元区和日本的制造业 PMI 差值 (百分点)**



资料来源: Macrobond, IHS Markit, 浦银国际

**图表 114: 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团 - 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,日后可作修改而不另通知,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个人。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

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

