

## 2022 宏观策略年报：稳中求进，协调联动

### 摘要：

2021 年全球进入疫后修复阶段，虽然疫苗覆盖率的不断扩大，但海外疫情反复，变异病毒层出，尽管各经济体经济出现复苏但仍不均衡，海外产业链修复仍慢于复苏后需求的上涨，致使海外供需错配愈演愈烈，大宗商品价格暴涨，国内受能耗双控政策出台的影响，缺煤少电带来的工业生产端的供给约束不断恶化，煤炭化工等高耗能行业相关商品价格不断飙升，后在发改委出台煤炭保供稳价政策组合拳，煤价腰斩，短期上游工业品供给约束或边际缓解。2022 年，中国经济与政策将出现何种变化？

增长方面，2022 年在高基数下，前低后高，全年增速预计将降至 5.2%。结构上，预计受政策支持，基建投资将成为托底经济的主要力量，出口及制造业仍取决于疫情修复的成色，预计明年上半年仍表现不弱，消费或受制于疫情反复及居民消费意愿低迷，向上空间较为有限。

政策上，当前，国内经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，与此同时，明年迎接党的二十大胜利召开，因此 2022 年政策将围绕“稳字当头、稳中求进”展开，除了要继续推进“六稳六保”，还要“把握时度效、先立后破、跨周期和逆周期要有机结合”。“财政政策和货币政策要协调联动”，财政政策上，要“保证财政支出强度，加快支出进度”，货币政策上，要“灵活适度、合理充裕”，房地产政策，要“因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。整体来看，2022 年在稳增长的基调下，将呈现货币财政双宽松的局面，房地产严控政策边际缓和。

展望 2022 年，疫情的演化仍是影响全球经济的主要因素，目前，新型变异病毒奥密克戎仍在全球蔓延，强传染性、部分免疫逃逸能力、疫苗保护下低重症率是其特征令市场预测其对全球经济的冲击较为中性，在此前提下，全球经济增速将在高基数的背景下出现回落，预计 IMF2022 年全球经济增速将回落至 4.9%。供应链修复不足带来的供给不足将出现好转，全球通胀压力将逐步好转。然而，2022 年，美联储加息时点和节奏将成为资本市场的最大关注点。

作者：

研究所 宏观研究中心

华丽

电话：

010-59321239

邮箱：

Hual@hrrdqh.com

## 目录

1、2021 年疫苗复苏下的中国经济环境回顾 .....	3
1.1 疫情：2021 年海外疫情反复，国内局部点状爆发.....	3
1.2 经济：2021 年国内经济从过热走向类滞涨.....	4
2、2022 年中国宏观环境展望：稳中求进，协调联动.....	5
2.1 增长：2022 年经济增速受高基数影响，全年前低后高.....	5
2.2 内需：2022 年积极财政支持基建托底经济.....	6
2.3 外需：2022 年受高基数及全球产业链复苏影响，出口增速将较今年出现回落.....	9
2.4 通胀：2022 年国内 PPI 将高位回落，CPI 或在低位渐进抬升.....	10
2.6 小结 .....	13
3、2022 年海外经济与政策展望 .....	14
3.1 增长：2022 年全球经济增速在高基数背景下将出现回落.....	14
3.2 通胀：2022 年全球通胀上行压力或将缓和.....	17
3.3 政策：2022 年海外货币环境将逐步收紧，美联储最快将于 2 季度末开启加息.....	19
3.4 小结 .....	21

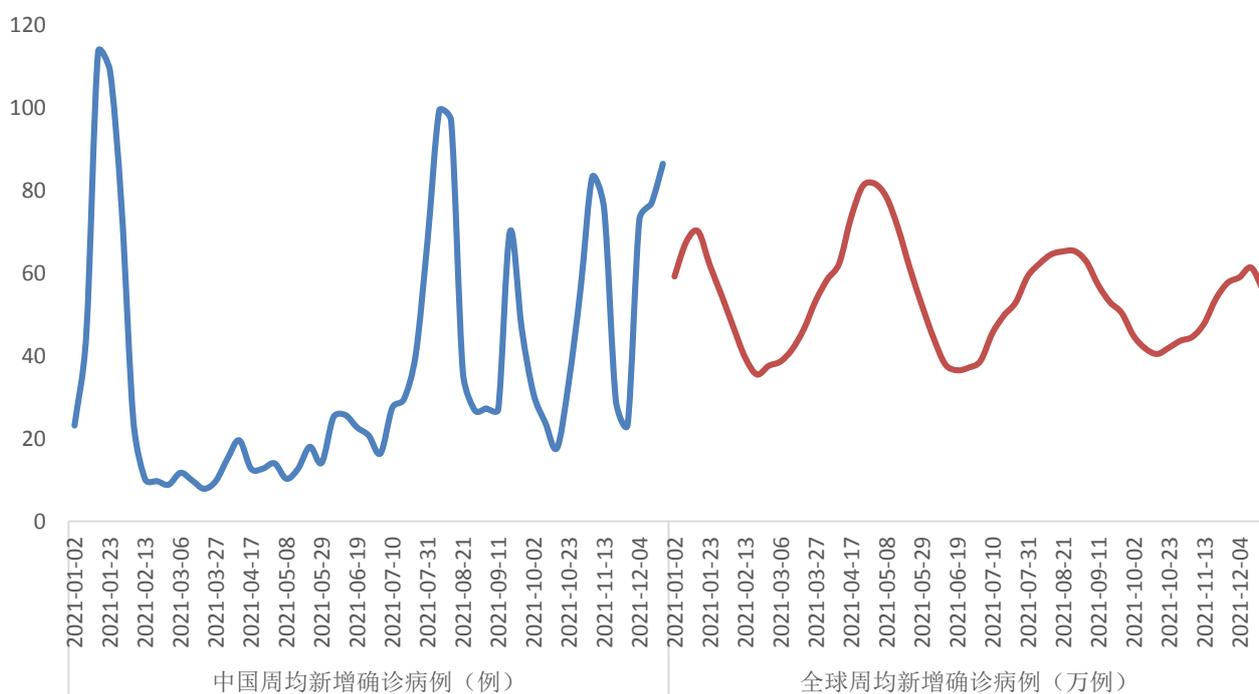
## 1、2021 年疫苗复苏下的中国经济环境回顾

### 1.1 疫情：2021 年海外疫情反复，国内局部点状爆发

今年 1 月以来，受病毒多次变异以及海外防控松动的影响，海外疫情不断反复，变异病毒 B.1.117、Delta、Omicron 分别于 3 月、7 月、11 月引发全球新一轮的疫情扩散。相对于海外的三轮大流行，今年国内疫情呈点状局部爆发，今年 1 月、4 月、5 月、6 月、7 月、8 月、9 月、10 月、11 月及 12 月，国内疫情分别发生于黑龙江、云南、安徽、广州、南京、河南、福建、内蒙古、辽宁及陕西，不同于海外选择“与疫情共存”，为了防止疫情扩散，国内地方政府纷纷出台“清零举措”，重点仍是防范输入性疫情，防控思路也是以疫苗和加强针为主。

关于疫苗接种情况，截至 12 月 17 日，全球疫苗累计接种 86.7 亿剂次，至少接种 1 剂次人数比例达到 56.8%，中国累计报告接种新冠病毒疫苗 26.6 亿剂次。截至 11 月 19 日数据，中国疫苗接种已经覆盖 12.25 亿人，完成全程接种 10.76 亿人，人群覆盖率分别达到 86.9% 和 76.3%。广泛的疫苗接种及国内严格的防控政策使得国内疫情整体可控。

【图】2021 年国内外每日新增确诊病例



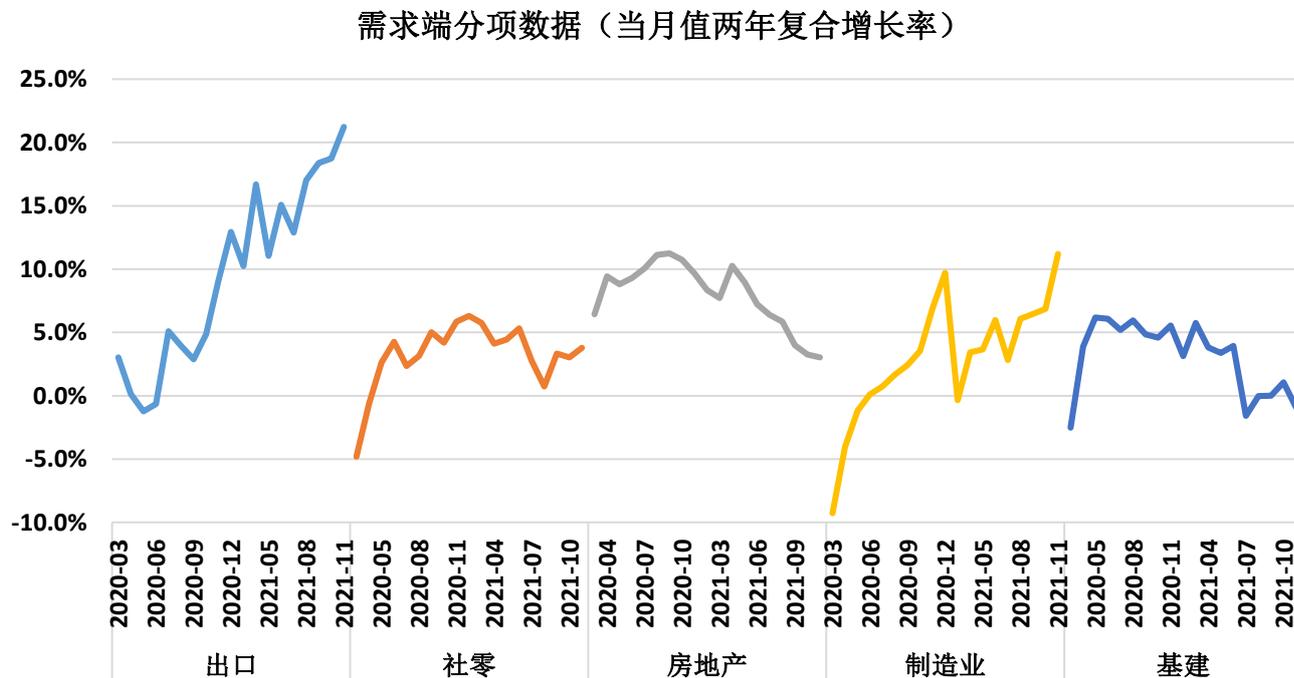
资料来源：wind，华融融达期货

## 1.2 经济：2021 年国内经济从过热走向类滞涨

2020 年新冠疫情发生以来，疫情成为了一个我们逃不开的关键变量，也是影响着经济和政策的底层逻辑。我们必须明确，未来疫情的走势很难给予确定性预测，我们政策只能事后应对，此外，疫情冲击下带来的基数效应，也使得我们需要用新的视角去观测经济数据，目前市场多用两年均值或者环比去观测数据变化趋势，为此，我们在行文过程中也多采用经济数据单月值的两年复合增长率去观测经济数据的变化趋势。

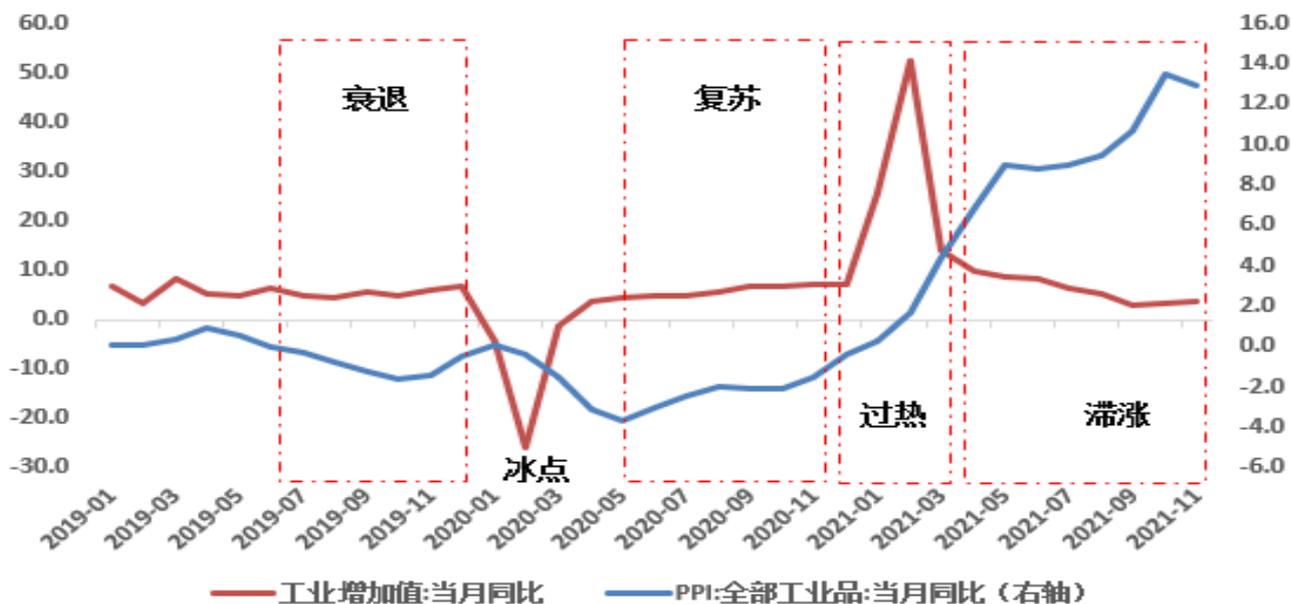
2021 年国内经济从过热走向类滞涨。回顾 2021 年，全球进入疫后修复阶段，虽然全球疫苗覆盖率的不断扩大，但海外疫情反复，变异病毒层出，尽管各经济体经济出现复苏但仍不均衡，海外产业链修复仍慢于复苏后需求的上涨，致使海外供需错配愈演愈烈，大宗商品价格暴涨，在国内政策强压下，6-7 月份短暂缓和，8 月国内商品受能耗双控政策出台的影响，缺煤少电带来的工业生产端的供给约束不断恶化，煤炭、化工、铝和水泥等高耗能行业相关商品价格不断飙升，后在发改委出台煤炭保供稳价政策组合拳，煤价腰斩，短期上游工业品供给约束或边际缓解。在供给端引发商品价格大涨的同时，国内生产（工业）及内需（消费及地产和基建投资）不断走弱，经济类滞涨的特征不断增强。

【图】2020 年 3 月-2021 年 11 月中国经济动能需求端表现



资料来源：wind，华融融达期货

【图】2020 年 3 月-2021 年 11 月中国经济动能需求端表现



资料来源: wind, 华融融达期货

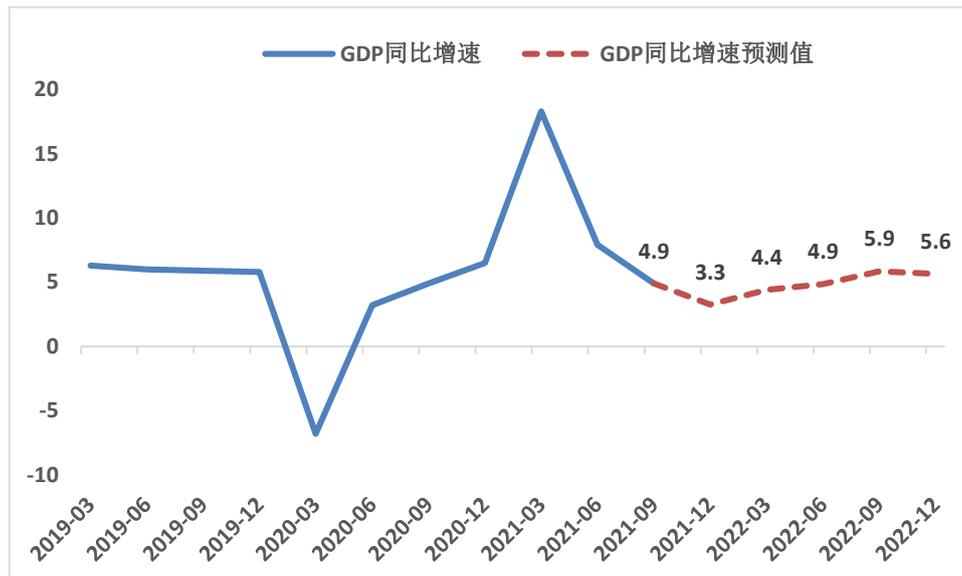
## 2、2022 年中国宏观环境展望：稳中求进，协调联动

### 2.1 增长：2022 年经济增速受高基数影响，全年前低后高

经济增速方面，受高基数影响，2022 年 1 季度 GDP 同比增速将为全年低点，警惕数据幻觉。数据预测上，2021 年四季度 GDP，同比增速 3.3%，2021 年全年 GDP 同比增速或为 8%。2022 年，预计 2021 年 1-4 季度 GDP 同比增速分别为 4.4%、4.9%、5.9%和 5.6%，全年增速 5.2%。

结构上，预计受政策支持，基建投资将成为托底经济的主要力量，出口及制造业仍取决于疫情修复的成色，预计明年上半年仍表现不弱，消费或受制于疫情反复及居民消费意愿低迷，向上空间较为有限。

【图】2021 年 1 季度 GDP 同比增速将为全年高点



资料来源：华融融达期货

【表】海外投行及机构对 2022 年中国 GDP 预测

实际 GDP 预测 (同比%)	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	22 年全年
Barclays	2.8	4.3	4	4.8	5.4	4.7
Blomberg Economics	4.1	4.4	5.8	6.5	5.8	5.2
Deutsche Bank	2.9	3.9	4.4	5.8	5.9	5.1
Credit Suisse	3.9	5.8	6.5	5.7	5.5	5.9
Goldman Sachs Group	3.1	4.3	4.3	5.4	5	4.8
JPMorgan Chase	3.2	3.9	3.8	6	5.6	4.9
Margan Stanley	3.3	4.9	5.3	6.3	5.6	5.5
UBS	2.7	3.8	4.7	6.3	6.3	5.4

资料来源：Bloomberg、华融融达期货

## 2.2 内需：2022 年积极财政支持基建托底经济

### 投资：2022 年稳增长倒逼财政发力，基建投资再度成为重要抓手

2021 年，固定资产投资三大重要分项中，制造业投资表现一枝独秀，基建投资在稳增长诉求下降的背景下表现疲弱，房地产受“房住不炒”“三条红线”等政策指引影响，投资增速持续下行。

制造业投资方面，2021 年中国经济从过热走向滞涨，海外经济尤其是美国经济显著复苏，在此过程中，作为顺周期的制造业投资在今年表现一枝独秀，制造业投资单月值两年复合增长率从今年 3 月的-0.3%一路上涨至 11 月的 11.2%，一方面，疫情以来，我国制造业优势凸显，在欧美疫情较为严重产能不足之时，承担了部分产业链补缺口的作用，由此带来了今年的显著增长，另一方面，“十四五”规划和“双循环”及“绿色转型”发展战略均对制造业尤其是先进制造业提出了更高的要求 and 诉求，政策上将对制造业的发展形成有力支持。2022 年，全球经济增速预计将较今年有所放缓，美国经济预计也将见顶回落，中国外需受全球经济走弱及海外产业链恢复

影响将较今年走弱，我国制造业景气与否多与出口相关，因此受外需支撑的部分制造业投资将逐步走弱，但值得关注的是，在国内“双碳”政策的推进过程中，设备改造和产业链更新或将推动制造业投资继续向上修复。

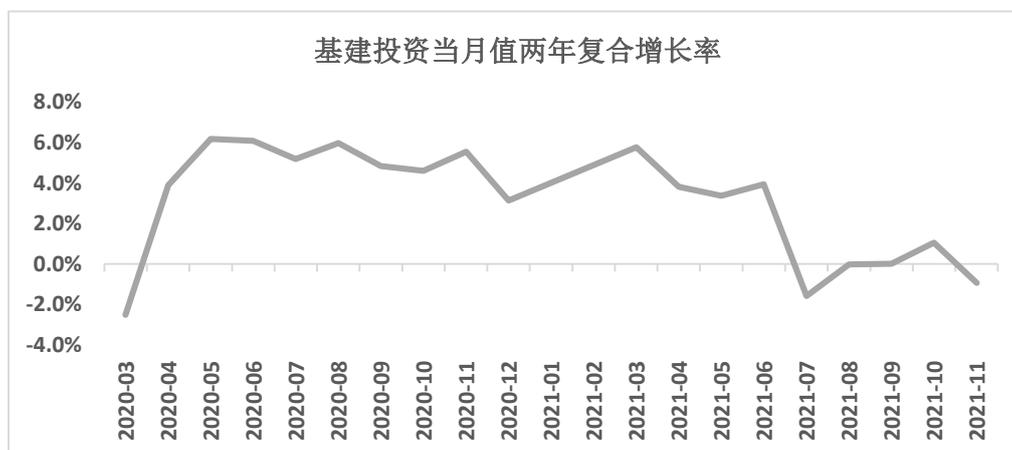
【表】制造业投资单月值两年复合增长率



资料来源: wind, 华融融达期货

基建投资方面，2021 年基建投资整体表现较为疲弱，一方面经过了 2020 年强有力的逆周期调节，中国经济在生产端快速恢复，致使 2021 年中国经济稳增长的压力不大，今年 4 月，中央政治局会议表示我们正处于“稳增长压力最小的窗口期”，表明当局对当时国内经济较为乐观，无需政策刺激，对基建稳增长的诉求不大，是的整体基建表现较弱，基建投资单月值两年复合增长率从 2021 年 3 月的 5.8%持续回落。下半年，7-8 月受汛情影响，基建项目进展放缓，7 月基建投资单月值两年复合增长率跌入负区间，为-1.6%。受此影响 730 政治局会议，表态对稳增长的诉求加大，会议要求今年底明年初形成实物工作量，此后专项债投资加速。在稳增长及专项债加速的背景下，基建投资才有所修复。展望 2022 年，稳增长的诉求将倒逼积极财政发力支持基建投资，基建投资将成为逆周期调节的重要抓手，节奏上预期全年前高后低，明年 1 季度或将有突出表现。

【表】基建投资单月值两年复合增长率

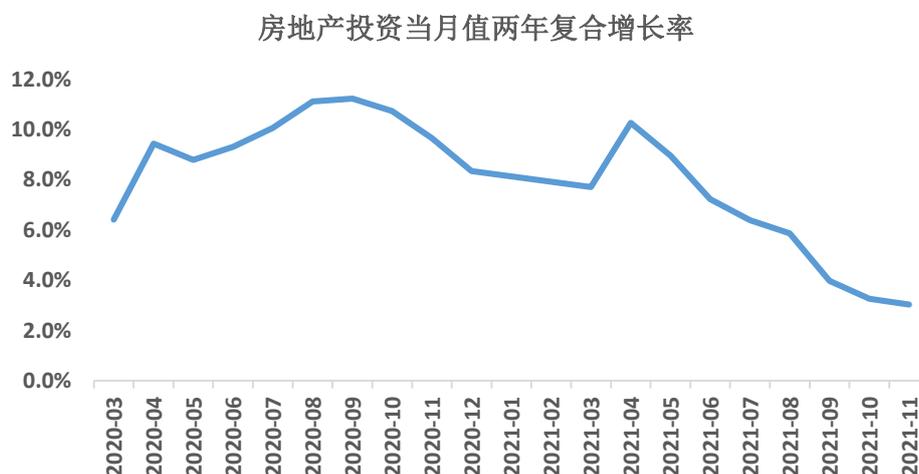


资料来源: wind, 华融融达期货

地产投资方面，回顾疫情以来，实际上，2020 年房地产投资及消费整体表现超预期，在疫情最严重的时候，地产和基建强势托底经济，随着国内疫情的稳定，2020 年下半年房地产监管政策再度收紧“房住不炒”及“三条红线”，令房地产市场景气度降低，2020 年房地产投资单月值两年复合增长率均在 9% 以上。进入 2021 年以来，在房住不炒的总方针下，地产融资与消费端双双预冷，叠加头部房企暴雷，房地产税试点工作开展，房地产投资、新开工、施工、竣工、消费及融资各项数据纷纷回落，2021 年房地产投资单月值两年复合增长率从 4 月的 10% 的高点，一路下滑至 11 月的 3%。

不过，随着 2021 年下半年国内经济下行压力加大，房地产政策严控氛围在边际略有缓和，12 月中央经济工作会议虽然强调“房住不炒”，但提出了“支持合理的住房需求、因城施策促进”，使得房地产市场紧绷的情绪得到些许缓和，不过虽然政策边际纠偏，但在“房住不炒”的大前提下，2022 年房地产投资整体改善较为有限。

【表】地产投资单月值两年复合增长率

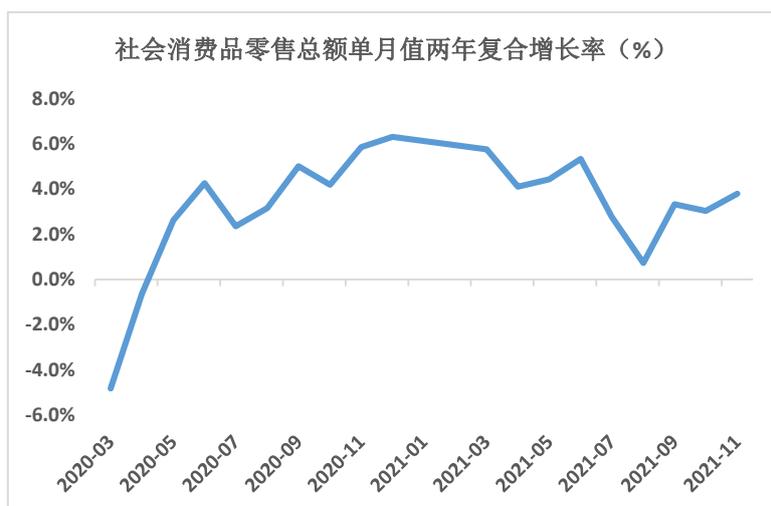


资料来源：wind，华融融达期货

### 消费：2022 年消费修复空间有限，较难恢复至疫情前水平

2020 年新冠疫情给居民消费带来深重打击，但疫情之后居民消费并未快速修复，虽然中国在本轮疫情发生后先进先出，生产活动得到快速恢复，但 2021 年以来，国内疫情在局部地区反复，国内防控限制了居民线下活动范围半径和消费能力，在一定程度上限制了消费需求，截止 2021 年 11 月我国社会消费品零售总额数据两年复合增长率仅为 3.8%。

【图】我国社会消费品零售总额单月值两年复合增长率



资料来源: wind, 华融融达期货

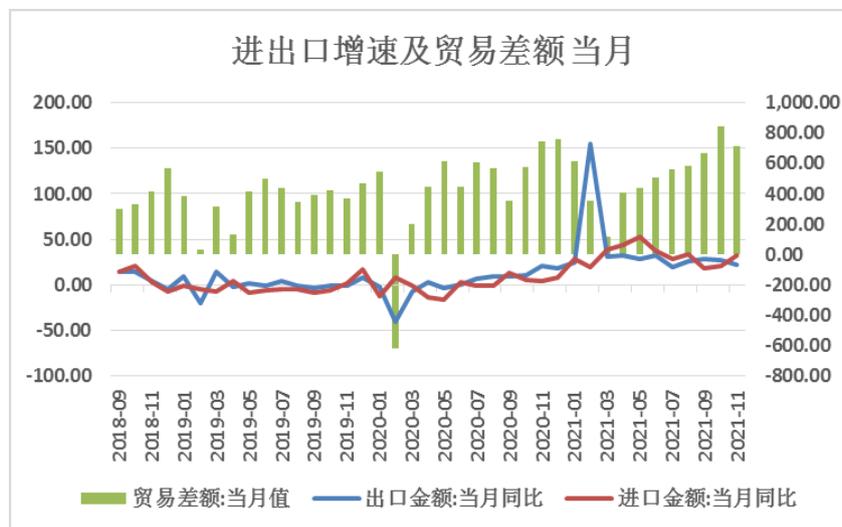
2022 年消费将何去何从? 从目前的预期看, 市场对 2022 年的消费展望并不乐观, 一方面, 目前国内疫情仍成散点状爆发, 未来新型变异病毒对国内影响仍在观察期, 加之国内疫情防控政策较国外更加严格, 在此背景下, 势必对居民出行及消费产生影响; 另一方面, 政策支持力度或有所减弱, 12 月中央经济工作会议删掉了“促进消费持续恢复”的描述, 但也未见细化部署; 此外, 12 月中央经济工作会议表示, 当前中国经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”压力, 在此背景下, 居民收入(居民消费能力)及居民消费意愿都将下降, 这从根源上阻碍了消费的增长。不过, 我们对于消费也不要过度悲观, 目前, 国内外疫情的进展是影响消费的关键变量, 随着国内外疫苗覆盖率上升, 疫苗加强针的广泛注射, 特效药研发的推进, 以及各国及个人对疫情防控加强, 明年疫情或较今年有所缓和, 如若疫情出现明显好转, 受疫情压制的相关消费, 如餐饮和旅游将会明显回升, 或带动消费出现修复。总体上看, 受疫情变量的不确定的影响, 我们对 2022 年消费预期中性偏弱, 继续向上修复的空间有限, 恢复至疫情之前的水平难度较大, 预计 2022 年社会消费品零售总额同比增速均值为 6.5%。

### 2.3 外需: 2022 年受高基数及全球产业链复苏影响, 出口增速将较今年出现回落

回顾疫情发生以来, 我国出口增速持续大超预期, 2020 年 3-6 月, 出口高增速主要来源于医疗及防疫物资出口的拉动, 2020 年下半年海外疫情愈演愈烈, 中国在疫情之中先进先出, 为疫情防控及经济恢复争取了更多的时间, 中国经济率先复苏, 与海外疫情及经济恢复产生错位, 为欧美刺激政策带来的需求提供了供给, 承担了全球产业链补缺口的重任, 为此我国出口增速持续大超预期。进入 2021 年, 随着全球主要发达经济体广发接种疫苗, 经济显著复苏, 但受德尔塔等变异病毒反复影响, 供给端恢复受到阻碍, 在需求恢复供给不足背景下,

2021 年全球大宗商品出现暴涨，与此同时，国内能耗双控，在一定程度上助涨了相关商品价格。受上游价格上涨影响，我国出口出现了量减价升的局面，其中出口量的贡献从 6 月的 31.2% 下降到 7 月的 16.3%，近乎减半，而价格的贡献快速上升，才使得出口增速保持了平稳。

【表】出口单月同比增速及贸易差额情况



资料来源：wind，华融融达期货

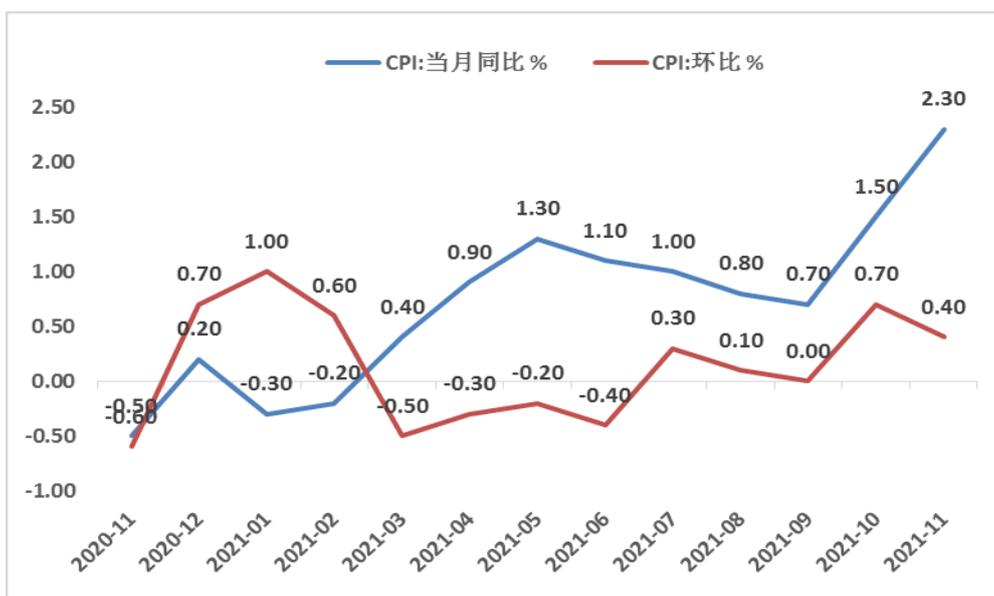
展望 2022 年，由于海外疫情仍存在较大的不确定性，尤其变异病毒奥密克戎的出现，将使得海外对中国出口商品仍存依赖，但不可否认的是，疫后全球复苏最快的时间已经过去，全球贸易增速将随之放缓，此外，“去全球化”的步伐自 2018 年以来并未停止，这对中国未来出口增速也将形成阻碍。此外，随着产业链的不断修复，全球大宗商品价格的高位回落，我国出口或将面临量价齐跌的局面，但此局面是否迅速到来，仍取决于未来海外疫情的变化趋势，初步预计 2022 年国内出口增速将较 2021 年出现回落，节奏上前高后低。

从更加长远的角度看，此次疫情可能对全球的供需格局产生长期影响，例如中国在一些竞争优势较大的领域，出口份额可能获得永久性的提升。此外，未来中国与世界各国摩擦不会减弱，并且未来供应链产地选择标准也发生变化，根据麦肯锡报告显示，过去都是以成本低为基准，但从有记录以来，自然灾害导致的产业链中断达到 37 次，所以现在变成了在低成本和安全之间平衡，既有国家因素，也有企业因素。

## 2.4 通胀：2022 年国内 PPI 将高位回落，CPI 或在低位渐进抬升

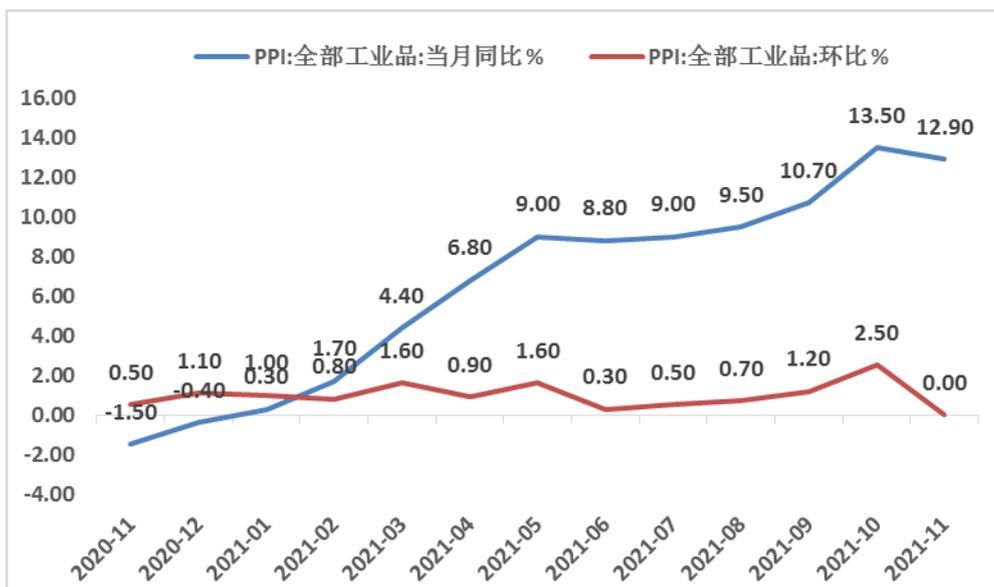
2021 年，我国国内通胀指标 CPI 及 PPI 分化严重，剪刀差不断扩大。

【图】CPI 同比及环比走势



资料来源: wind, 华融融达期货

【图】PPI 同比及环比走势

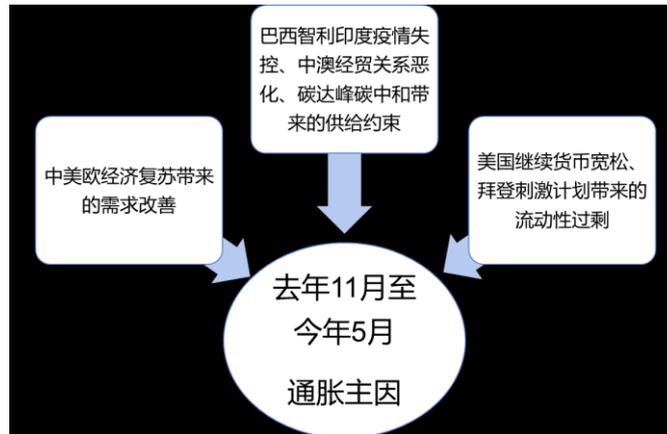


资料来源: wind, 华融融达期货

其中代表居民消费的 CPI，在今年猪价回落及高基数的背景下，小幅回升，全年平均增速在 2%以内。而代表工业品价格的 PPI 涨势极为刺眼，从去年 11 月开始，受中美欧经济复苏带来的需求改善、巴西智利印度疫情失控、中澳经贸关系恶化、碳达峰碳中和等带来的供给约束，以及美国继续货币宽松、拜登刺激计划等带来流动性过剩等多重因素的影响，海外供需错配愈演愈烈，国内 PPI 同比增速从去年 20 年 11 月份的-1.5%一路飙升至 21 年 5 月份的 9%，其背后是以有色黑色为代表的大宗商品的急速上涨，为此，国常会及交易所纷纷喊话为大宗商品市场降温，今年 5 月 12 日、19 日，国常会提出，“要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对

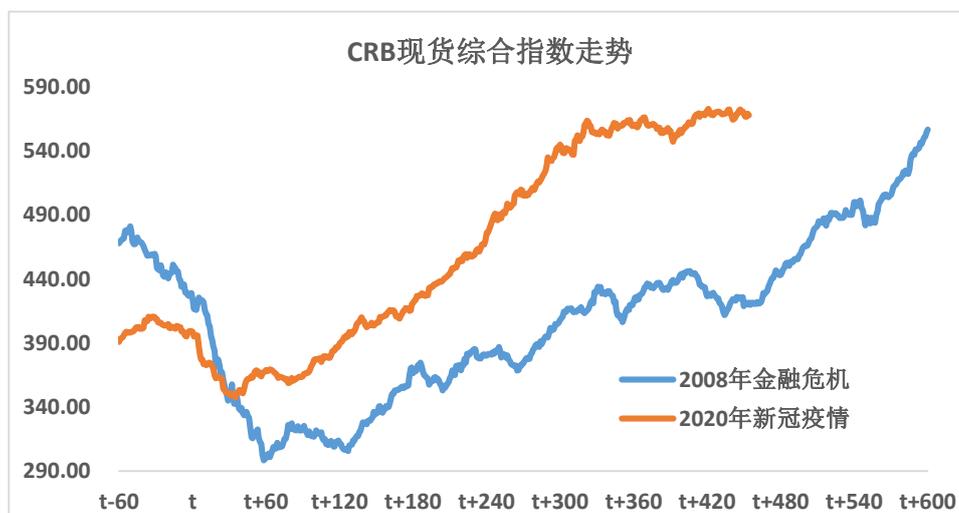
大宗商品价格过快上涨及其连带影响”，此外，上期所、郑商所以及大商所从 5 月 10 日开始共计发布了 9 道“调控令”，拟通过调整涨跌停板幅度，交易保证金水平以及交易手续费等政策，对大宗商品市场进行降温。此后，相关商品过热的情况得以缓和，叠加海外德尔塔病毒影响复苏节奏、美联储退出量化宽松预期升温推升美元指数等因素，上游商品价格在 6 月-7 月整体进入震荡期。

【图】21 年 11 月至 22 年 5 月通胀上涨的主要影响因素



资料来源: wind, 华融融达期货

【图】2008 年金融危机及 2020 年新冠疫情下 CRB 现货综合指数走势



资料来源: wind, 华融融达期货

8 月以来，受能耗双控政策出台的影响，国内缺煤少电带来的工业生产端的供给约束不断恶化，煤炭、化工、铝和水泥等高耗能行业相关商品价格不断飙升，上游原材料价格上涨推升 PPI 同比增速从 8 月的 9.5% 一路上升至 10 月的 13.5%。近期，发改委出台煤炭保供稳价政策组合拳，煤价迅速回落，短期上游工业品供给约束或边际缓解，PPI 高增速得以缓和，或在年底接近尾声。

展望 2022 年，全球经济回落、供应链修复、美联储进入紧缩周期及今年的高基数，均将使得 PPI 同比增速出现回落，市场预计 2022 年 PPI 增速均值在 3.5% 左右；CPI 或因猪价见底及消费低位修复等因素逐步回暖。

## 2.6 小结

2020 年新冠疫情突然来袭，全球经济遭受重击，美国史无前例的超强刺激带来了巨大的市场需求，但囿于疫情防控不利，经济恢复效果欠佳。中国得益于强大的动员能力和体制优势，在疫情中先进先出，为疫情防控及经济恢复争取了更多的时间。中国经济率先复苏，与海外疫情及经济恢复产生错位，为欧美刺激政策带来的需求提供了供给，承担了全球产业链补缺口的重任。2021 年全球进入疫后修复阶段，虽然全球疫苗覆盖率的不断扩大，但海外疫情反复，变异病毒层出，尽管各经济体经济出现复苏但仍不均衡，海外产业链修复仍慢于复苏后需求的上涨，致使海外供需错配愈演愈烈，大宗商品价格暴涨，在国内政策强压下，6-7 月份短暂缓和，8 月国内商品受能耗双控政策出台的影响，缺煤少电带来的工业生产端的供给约束不断恶化，煤炭、化工、铝和水泥等高耗能行业相关商品价格不断飙升，后在发改委出台煤炭保供稳价政策组合拳，煤价腰斩，短期上游工业品供给约束或边际缓解。2022 年，中国经济与政策将出现何种变化？

增长方面，2022 年在高基数下，前低后高，全年增速预计将降至 5.2%。结构上，预计受政策支持，基建投资将成为托底经济的主要力量，出口及制造业仍取决于疫情修复的成色，预计明年上半年仍表现不弱，消费或受制于疫情反复及居民消费意愿低迷，向上空间较为有限。

【图】国内外重要投行及机构对 2022 年中国部分重要经济指标预测

指标	JPMorgan Chase	Morgan Stanley	Goldman Sachs	Bank of America Merrill Lynch	Deutsche Bank	Credit Suisse	HSBC Holdings	wind 预测
GDP (%)	4.9	5.5	4.8	4	5.1	5.9	5.6	5.3
CPI (%)	2.2	1.6	2.7	2	2.1	2.4	1.4	2
PPI (%)	6.3	8	4.5	5			3.7	3.2
社会消费品零售 (%)		6.5	6.7	5.2	9		7.2	6.4
工业增加值 (%)		5		4.2	5.5	6.5	5.4	5.2
出口 (%)		8	12	6		9.5	1.3	6
进口 (%)		8	14	5.5		13.5	1.9	5.1
固定资产投资 (%)		4.5		3.6	5		5.7	5
M2 (%)	8.5	9				9.1	8.5	8.6
美元/人民币	6.55	6.4	6.2					6.35

资料来源: wind, Bloomberg, 华融融达期货

## 3、2022 年海外经济与政策展望

### 3.1 增长：2022 年全球经济增速在高基数背景下将出现回落

展望 2022 年，疫情的演化仍是影响全球经济复苏的主要因素，随着全球对疫情防控加强及疫苗研发加速推进，我们在对抗新型变异病毒时，有更多的经验和更高的胜率。目前全球德尔塔病毒已经出现拐点，新型变异病毒奥密克戎接力出现。目前奥密克戎已扩散至全球 89 个国家，从变异病毒的三个主要变量（传染性、重症及死亡率、疫苗有性）看，奥密克戎有强传染性、部分免疫逃逸能力、疫苗保护下低重症率是变异株可能的特征，但具体仍需进一步观察。目前市场多预测奥密克戎类似于德尔塔，在全球形成新一轮大范围传播，但疫苗的及时开发仍能降低重症及死亡率。

从疫苗及特效药的角度看，全球已经取得多方面积极进展，一方面，全球疫苗的研发与接种一直在积极推进，后发国家尤其是新兴市场国家快速追赶，与此同时，多国已经开始广泛注射加强针，对疫情防控形成多重保障。另一方面，新冠特效药不断推出，今年 11 月初，默沙东新冠口服药获得了英国药品和保健产品监管局的上市批准；辉瑞口服药的临床试验结果显示将新冠的住院或死亡率降低 89%。因此，相较于德尔塔疫情爆发时的背景，我们在对抗奥密克戎中有更多的经验和胜率。在此背景下，疫情对 2022 年全球经济影响大概率将有所减弱，各经济体再度陷入全面封锁的可能性降低，不过在高基数的背景下，2022 年经济将较 2021 年放缓。

2021 年作为全球经济疫后复苏之年，各国经济在上半年显著复苏，全球 PMI 在 2021 年均处在荣枯线之上，其中欧元区及美国复苏强劲，今年 2-3 季度 PMI 均在 60 之上。不过进入 3 季度以来受德尔塔病毒的影响，全球 PMI 高位回落，但仍在荣枯线之上。

【表】全球 PMI 2021 年走势热力图

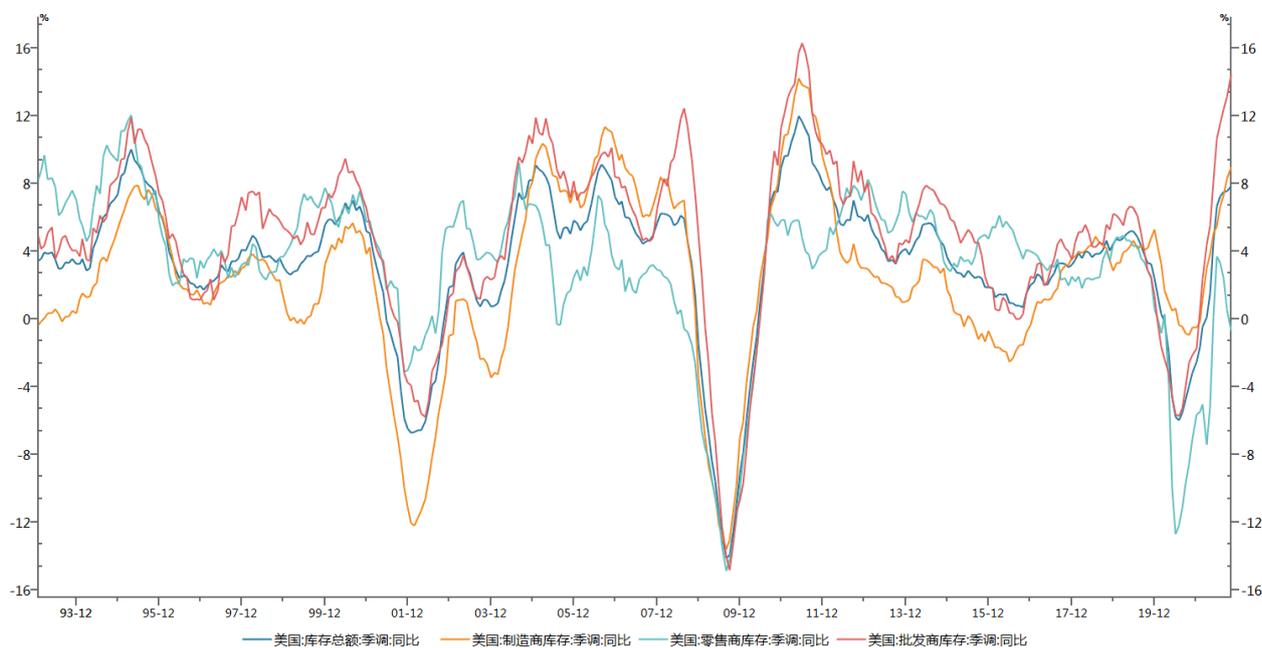
	21年1月	21年2月	21年3月	21年4月	21年5月	21年6月	21年7月	21年8月	21年9月	21年10月	21年11月
全球	53.6	53.9	55.0	55.9	56.0	55.5	55.4	54.1	54.1	54.3	
美国:Markit	59.2	58.6	59.1	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	59.1
日本	49.8	51.4	52.7	53.6	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5
欧元区	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.6
中国台湾	65.1	63.2	62.7	68.7	66.0	64.0	65.2	62.1	57.8	58.3	59.5
韩国	53.2	55.3	55.3	54.6	53.7	53.9	53.0	51.2	52.4	50.2	50.9
印尼	52.2	50.9	53.2	54.6	55.3	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9
印度	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6
英国	54.1	55.1	58.9	60.9	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1
法国	51.6	56.1	59.3	58.9	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9
德国	57.1	60.7	66.6	66.2	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4
俄罗斯	50.9	51.5	51.1	50.4	51.9	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7
墨西哥	43.0	44.2	45.6	48.4	47.6	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4
澳大利亚	55.3	58.8	59.9	61.7	51.5	63.2	60.8	51.6	51.2	50.4	54.8
中国	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1
越南	51.3	51.6	53.6	54.7	53.1	44.1	45.1	40.2	40.2	52.1	52.2
意大利	55.1	56.9	59.8	60.7	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8
马来西亚	48.9	47.7	49.9	53.9	51.3	39.9	40.1	43.4	48.1	52.2	52.3

资料来源：Wind、华融融达期货

2021 年美国宏观经济显著修复，美国经济增长的一大引擎来自于企业补库存，制造业库存缺口快速修复，带动全球需求增长，目前，美国制造、零售和批发三大供应商库存同比增速均已经恢复至疫情前的水平，后续拉动美国经济及全球需求的动将有所放缓。从结构上看，受疫情反复影响，呈现“弱就业，强通胀”特征，后续，如若疫情不断好转，“弱就业，强通胀”也将转变为“强就业、弱通胀”。

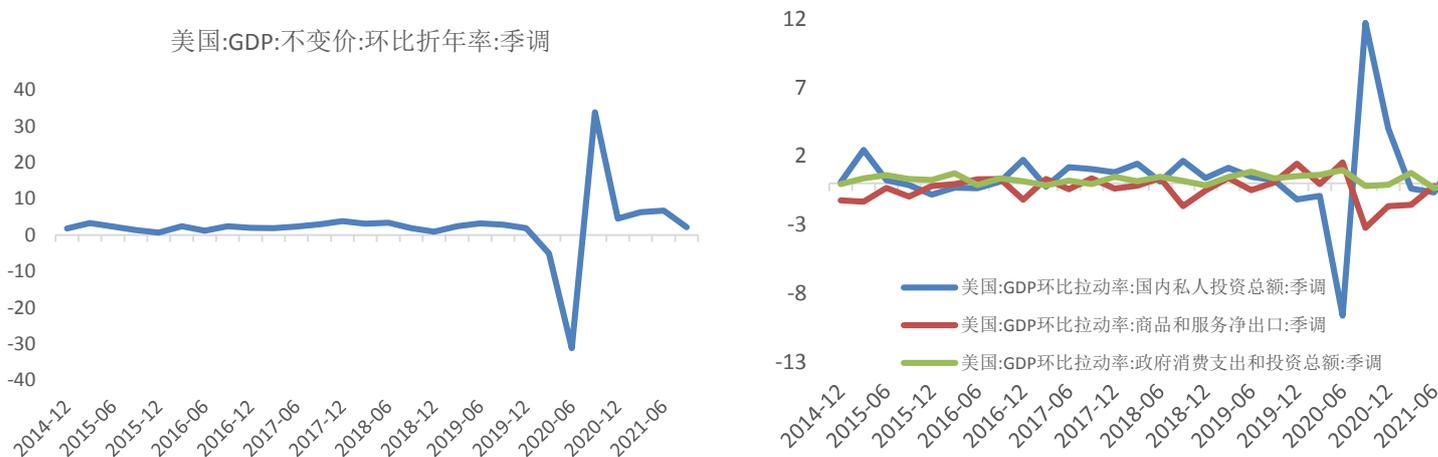
对于美国经济未来增长预测，12 月议息会议中，美联储在经济预测中下调了 2021 年 GDP 预测至 5.5%（9 月预测值 5.9%），上调 2022 年 GDP 预期至 4%（9 月预期值 3.8%），这个数据相较于 IMF 的预测（2021 年美国 GDP 预计为 6%，2022 年 GDP 预计为 5.2%）相对保守。

【图】美国制造、零售和批发三大供应商库存同比增速均已经恢复至疫情前的水平



资料来源：Wind、华融融达期货

【图】2021 年美国 GDP 增速及分项、就业市场及通胀数据表现





资料来源：Wind、华融融达期货

【图】2021年12月美联储对美国未来经济增长、通胀及失业率数据预测

**Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2021**

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.5	4.0	2.2	2.0	1.8	5.5	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	5.3-5.8	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
September projection	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8	5.8-6.0	3.4-4.5	2.2-2.5	2.0-2.2	1.8-2.0	5.5-6.3	3.1-4.9	1.8-3.0	1.8-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	4.3	3.5	3.5	3.5	4.0	4.2-4.3	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	4.0-4.4	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
September projection	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0	4.6-4.8	3.6-4.0	3.3-3.7	3.3-3.6	3.8-4.3	4.5-5.1	3.0-4.0	2.8-4.0	3.0-4.0	3.5-4.5
PCE inflation	5.3	2.6	2.3	2.1	2.0	5.3-5.4	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2.0	5.3-5.5	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
September projection	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0	4.0-4.3	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.4-4.4	1.7-3.0	1.9-2.4	2.0-2.3	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.4	2.7	2.3	2.1		4.4	2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		4.4-4.5	2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.3	2.2	2.1		3.6-3.8	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0-2.2		3.5-4.2	1.9-2.8	2.0-2.3	2.0-2.4	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.9	1.6	2.1	2.5	0.1	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.1	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5	0.1	0.1-0.4	0.4-1.1	0.9-2.1	2.3-2.5	0.1	0.1-0.6	0.1-1.6	0.6-2.6	2.0-3.0

资料来源：美联储、华融融达期货

在经济增速预测方面，IMF 在其 10 月发布的预测报告中显示，预计 2021 年全球经济增速将为 5.9% 以上，2022 年全球经济增速预计为 4.9%，不同经济体复苏节奏或有差异，但在今年高基数基础上，全球主要经济体经济增速均较 2021 年出现下滑，但仍能实现正增长。

【表】IMF 及 OECD 对全球主要经济体 GDP 增速预测

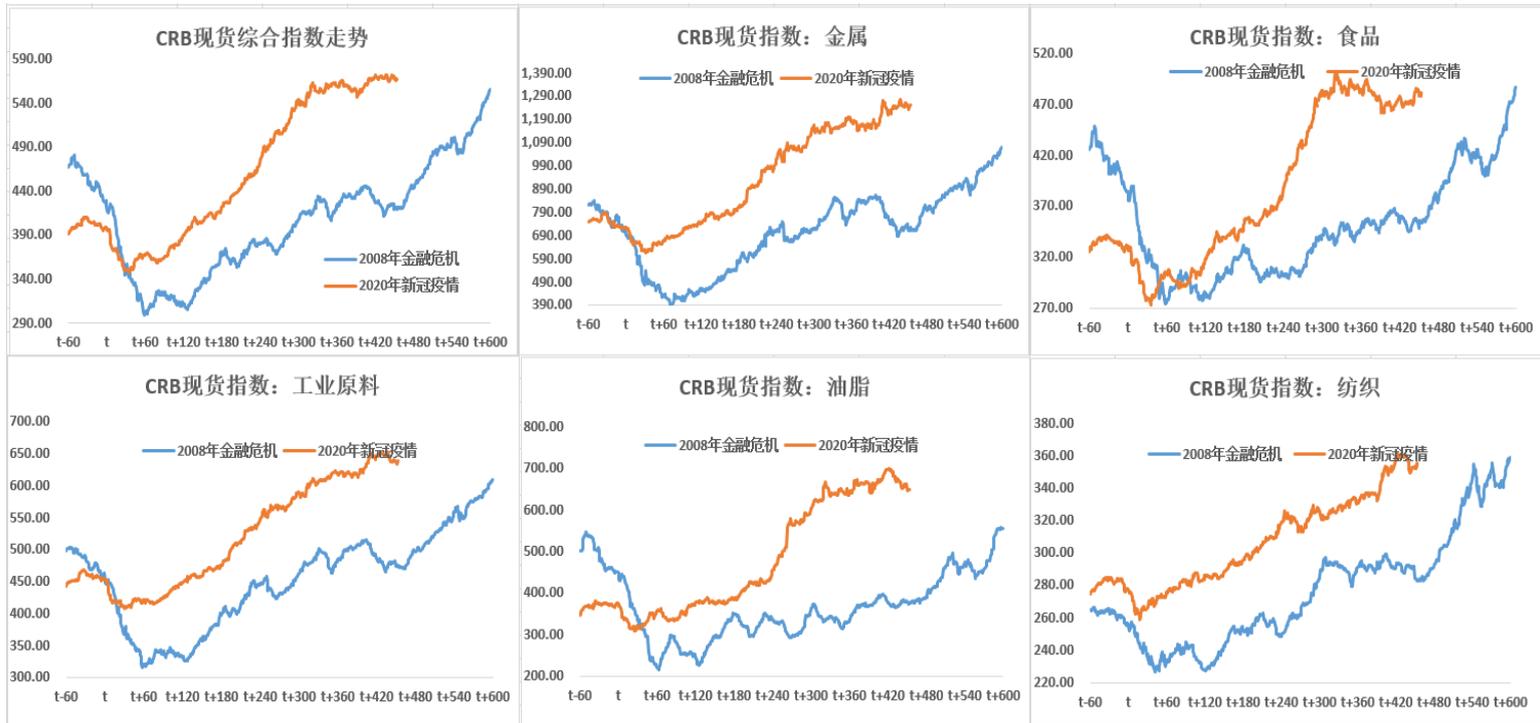
单位：%	2020	IMF 预测	
		2021E	2021E
全球	-3.1	5.9	4.9
美国	-3.4	6	5.2
欧元区	-6.3	5	4.3
中国	2.3	8	5.6
日本	-4.6	2.4	3.2
新兴经济体	-2.1	6.4	5.1
德国	-4.6	3.1	4.6
法国	-8	6.3	3.9
意大利	-8.9	5.8	4.2

资料来源：IMF、华融融达期货

### 3.2 通胀：2022 年全球通胀上行压力或将缓和

2021 年，随着在全球经济复苏，尤其在美国带动的强大补库需求的背景下，全球需求回升，但与此同时，供给端受疫情反复影响，供给恢复严重不足，在供给缺口不断加大的背景下，全球大宗商品价格出现大幅上涨。与 08 年金融危机后经济复苏带动的商品价格上涨不同，本次价格上涨的主要原因来自于供给端的不足，而 08 年金融危机背后有诸如中国四万亿带动的强劲需求。目前，中美欧通胀指标及多国核心通胀指标都处于历史高位，通胀风险的加大也使得美联储加快货币收缩，对于中国来说，目前经济面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力，如果稳增长及降通胀问题不得已解决，中国将面临滞涨风险。但通胀何时缓和，跟疫情的进展有较大关系，如若 2022 年全球疫情迎来拐点，通胀问题将得以解决。就目前情况看，我们认为，相较于德尔塔疫情爆发时的条件，我们在对抗奥密克戎中有更多的经验和胜率。在此背景下，疫情对 2022 年全球经济影响大概率将有所减弱，各经济体再度陷入全面封锁的可能性降低，

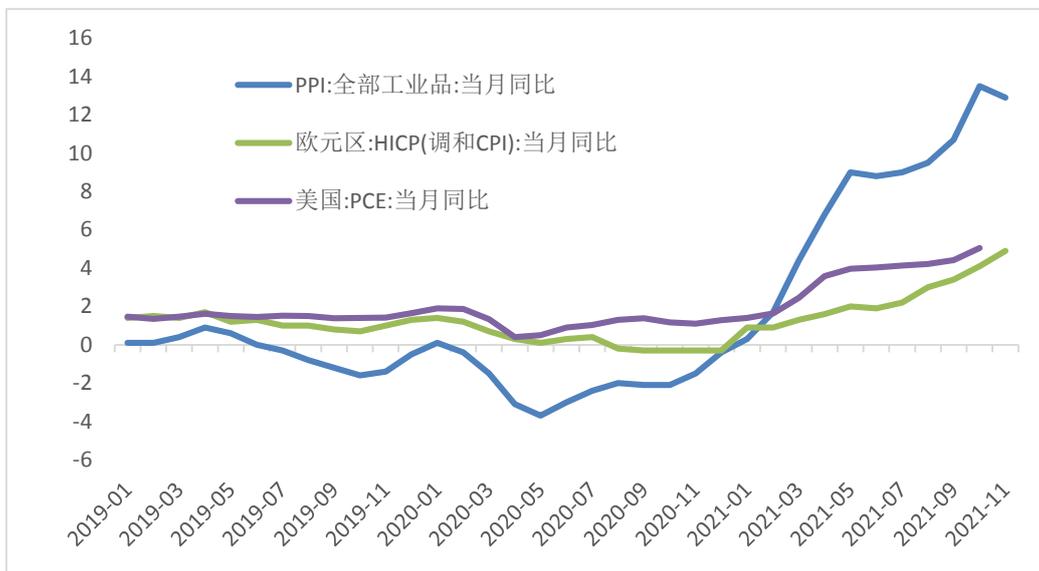
【图】2008 年金融危机及 2020 年新冠疫情下 CRB 现货综合及分项指数走势



资料来源: wind, 华融融达期货

注: 图片中横坐标“t”表示两次危机开始的时点

【图】2021 年中美欧日通胀走势出现分化



资料来源: wind、华融融达期货

【表】2021 年全球部分国家核心 CPI 同比增速

2021年全球主要国家核心CPI增速(%)											
	2021-11	2021-10	2021-09	2021-08	2021-07	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
中国	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3	0.9	0.9	0.7	0.3	0.0	-0.3
美国	5.0	4.6	4.0	4.0	4.2	4.5	3.8	3.0	1.6	1.3	1.4
欧盟	2.9	2.4	2.1	1.8	1.0	1.2	1.3	1.2	1.3	1.5	1.7
日本		0.1	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.6	-0.9	-0.3	-0.5	-0.7
台湾	1.3	1.3	1.6	1.2	1.2	1.3	1.7	1.5	1.1	1.9	-0.2
韩国	2.3	2.8	2.0	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4	1.0	0.8	0.9
泰国	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.5	0.5	0.3	0.1	0.0	0.2
菲律宾	3.3	3.4	3.3	3.3	2.9	3.0	3.3	3.3	3.5	3.5	3.4
英国	4.0	3.4	2.9	3.1	1.8	2.3	2.0	1.3	1.1	0.9	1.4
法国	2.1	1.8	1.7	1.3	0.3	1.3	1.1	1.1	1.0	0.6	1.1
德国	4.1	2.8	2.5	2.1	1.8	1.2	1.6	1.1	1.6	1.7	2.0
意大利	1.3	1.2	1.4	0.8	-0.9	0.3	0.2	0.3	0.7	1.5	1.3
加拿大	3.6	3.8	3.7	3.5	3.3	2.7	2.8	2.3	1.4	1.2	1.6

资料来源: wind、华融融达期货

### 3.3 政策：2022 年海外货币环境将逐步收紧，美联储最快将于 2 季度末开启加息

2022 年海外货币政策，尤其是美国的货币政策变动是市场关注的重中之重。从 12 月美联储议息会议释放的信号看：美联储收紧货币步伐加快，关注美国就业市场变动趋势

(1) **QE 减量翻倍，按此速度，明年 3 月结束购债计划，符合市场预期。** 美联储宣布加快退出 QE，每月缩债规模由 150 亿提高到 300 亿，将于 2022 年 3 月结束购债（此前计划是 2022 年 6 月）。鲍威尔称通胀和就业进展是加快 Taper 的主因，尚未决定结束购债和加息之间的间隔，但预计不会太久；可能在实现最大就业之前加息，若经济放缓加息速度也将放缓。

#### (2) “抛弃”平均通胀目标，通胀已达到目标水平，加息节奏重心转向充分就业

会议声明中，对通胀的表述删掉了“暂时性因素”和“允许通胀在一段时间适度高于 2%”，反映出美联储认为通胀目标已经达成，加息只需满足最大就业目标。

#### (3) 点阵图显示明年预期 3 次加息，与会议前市场预期一致

美联储官员预计，2022、2023、2024 年将分别加息 3 次、3 次、2 次；此外，所有官员均认为 2022 年会加息。相比之下，9 月的点阵图显示，2022 年底前将加息 0 次或 1 次，2023 年底前将加息 3 次或 4 次，2024 年底前将加息 6 次或 7 次。

根据 CME FedWatch（市场预期），会议前市场预期 2022 年加息 2 次、3 次、4 次的概率分别为 24.2%、30.0%、21.6%，鲍威尔发布会结束后分别变为 25.8%、29.9%、20.2%，反映出加息预期变化不大。节奏上看，根

据 CME 提供的利率期货最新变化，2022 年加息时点分别是 5 月一次、7 月一次、12 月一次。

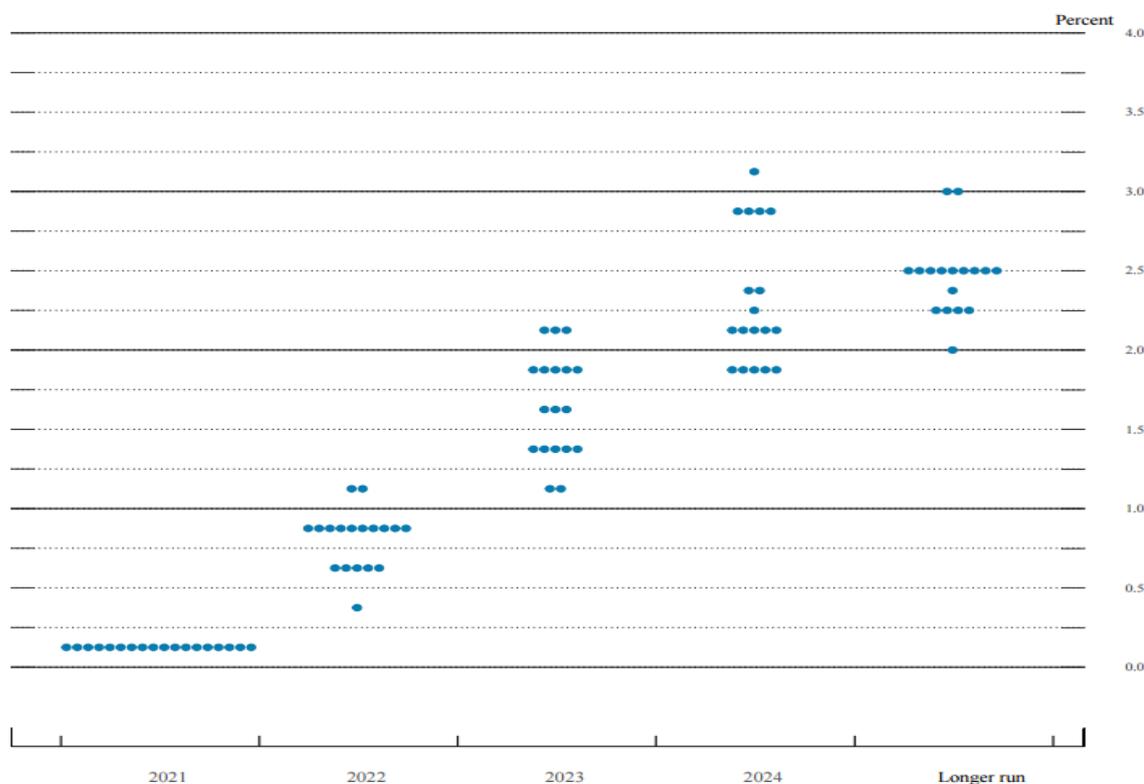
【表】2022 年美联储议息会议时间

2022 FOMC Meetings	
January	25-26
March	15-16*
May	3-4
June	14-15*
July	26-27
September	20-21*
November	1-2
December	13-14*

资料来源：美联储、华融融达期货

【表】美联储 2020 年 12 月议息会议未来利率点阵图

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



资料来源：wind、华融融达期货

## 3.4 小结

展望 2022 年，疫情的演化仍是影响全球经济的主要因素，目前，新型变异病毒奥密克戎仍在全球蔓延，强传染性、部分免疫逃逸能力、疫苗保护下低重症率是的特征令市场预测其对全球经济的冲击较为中性，在此前提下，全球经济增速将在高基数的背景下出现回落，预计 IMF2022 年全球经济增速将回落至 4.9%。供应链修复不足带来的供给不足将出现好转，全球通胀压力将逐步好转。然而，2022 年，美联储加息时点和节奏将成为资本市场的最大关注点。

## 【免责声明】

本分析报告由华融融达期货股份有限公司提供，仅作为所服务的特定企业与机构一般用途而准备，未经许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发本报告的全部或部分内容给其它任何人士。如引用发布，须注明出处:华融融达期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告引用的信息和数据均来自于公开资料及其它合法渠道，力求报告内容、引用资料和数据客观公正。尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性，本报告所提供的信息仅供参考，不作为投资决策的依据，客户应自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果。