

首席经济评论

世界经济将面临滞胀或衰退吗？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **一、世界经济是否会陷入滞胀或衰退？** 地缘政治冲突后，全球“滞胀”压力进一步上升。在极端情形下，货币政策可能需要激进紧缩以遏制通胀，但代价可能是经济衰退。但我们认为，这一次美国“滞胀”的程度或许弱于1970-80年代“大滞胀”时期。今年美国经济衰退的风险相对有限，这一轮“经济底”或在2023年。美联储在今年下半年或适度放缓加息进程，以尽量弱化美国经济“硬着陆”的风险。相比美国，欧元区“滞胀”风险更高，欧央行的货币政策空间也更狭窄，欧洲经济衰退可能性更大。
- **二、大宗商品周期如何演绎？** 全球“滞胀”压力下，大宗商品市场面临“供需双紧”格局，这使商品价格走势存在变数。不过中期看，当前处于高位的商品价格，将引导商品供给趋于增长。以原油为例，随着油价高企于100美元/桶上方，美国企业短期更有动力增产。此外，美国已启动新一轮石油抛储，积极与伊朗、委内瑞拉接触，欧盟围绕俄罗斯的能源制裁更加谨慎和分化，未来国际原油供给可能“易松难紧”。需求方面，今年两大因素或将打压商品需求：一是海外央行紧缩，二是美国补库需求见顶。
- **三、全球资产价格是否会退潮？** 今年，以股票为代表的风险资产收益可能有限，但是否会发生深度调整还有待观察。2022年一季度，全球主要地区股票市场表现不佳。不过在经历调整后，目前美股的估值水平更趋合理。美债市场比较充分地计入了美联储激进加息（和缩表）的可能性，10年美债收益率已升破2.9%；美元指数轻松升破100大关，新兴市场国家资本外流迹象明显，“美元回流”的外溢风险需要高度警惕。
- **四、全球经贸秩序面临哪些变化？** 俄乌冲突后，西方国家实施了较极端的金融制裁手段，经济金融“全球化”之路布满荆棘。今年以来，有两个现象或给予我们启发。一是海外中概股的波动加剧，折射出加强国内外监管联动、加快发展国内多层次资本市场的紧迫性。二是人民币汇率一度的强势，我们认为这与近年来人民币国际化取得平稳推进有关。即使人民币汇率出现阶段性贬值，也是汇率调节内外均衡作用的体现，不必过度解读。
- **五、中国经济如何在变局中开新局？** 一是，提升产业链“自主可控”能力。二是，推进迈向“共同富裕”，激发内生经济活力。三是，促进城市群、都市圈发展，撬动新增投资需求。
- **风险提示：** 地缘政治冲突影响超预期，美欧滞胀与衰退压力超预期，金融市场波动超预期等。

2022 年以来，以美联储为代表的海外央行紧缩表态更加坚决，地缘政治冲突使得包括大宗商品在内的国际市场动荡不已，中国等地区仍在奋力抗击疫情，种种变数为世界经济前景增添疑云。近期，主流机构纷纷下调全球经济增长预期，有关“滞胀”乃至“衰退”的讨论甚嚣尘上。世界经济是否将步入滞胀和衰退？大宗商品周期如何演绎？全球资产价格会否退潮？全球经贸秩序面临哪些变化？中国经济如何在变局中开新局？

一、世界经济会否陷入滞胀或衰退？

近期世界银行对 2022 年全球经济增长的预期从 1 月份的 4.1% 下调至最新的 3.2%，调整幅度不可谓不大。其背景在于，2022 年以来，尤其俄乌冲突后，以美欧为代表的全球“滞胀”压力进一步上升。在极端情形下，货币政策可能需要激进紧缩以遏制通胀，但代价可能是经济衰退。今年 3 月，美债收益率曲线快速变平甚至短暂倒挂，正反映出市场对美国经济的担忧。历史上，10 年与 2 年美债收益率倒挂后，美国经济衰退大多在 1-2 年内到来。

但我们认为，这一次美国“滞胀”的程度或许弱于 1970-80 年代“大滞胀”时期。从“滞”的角度看，当前美国经济仍处疫后复苏阶段，2021 年美国实际 GDP 两年平均增速仅 1%，不及 2% 左右的潜在增长水平。今年美国服务消费料将保持增长，主要因为疫情影响减弱，且其对货币政策紧缩相对不太敏感。从“胀”的角度看，美国消化供给冲击的能力亦将强于上世纪。美国石油产量在页岩油革命后有巨大提升，且美国能源支出占 GDP 比重较当时已经下降近一半。此外，2022 财年美国财政支出预算较上一财年减少 1.2 万亿美元，亦可辅助缓和通胀。

我们预计，今年美国经济衰退的风险相对有限，这一轮“经济底”或在 2023 年，但经济增长放缓（或衰退）幅度将取决于货币政策。虽然美联储需要一定程度的“滞”以换取“胀”的缓和，但若“滞胀”压力可控，或许也就谈不上“重症当用猛药”后的突然折戟。预计本轮美联储紧缩节奏可能“前快后慢”，今年下半年或适度放缓加息进程，以尽量弱化美国经济“硬着陆”的风险。相比美国，欧元区“滞胀”风险更高，因为欧盟与俄罗斯、乌克兰的经贸合作更紧密，在能源方面的对外依赖性更高，更难消化因地缘冲突引发的供给冲击。同时，欧央行的货币政策空间也更狭窄，在货币政策正常化过程中，更易引发欧洲经济衰退。

二、大宗商品周期如何演绎？

全球“滞胀”压力下，大宗商品市场面临“供需双紧”格局，这使商品价格走势存在变数。但我们或许可以大致判断，从供给方面来看，当前处于高位的商品价格，将引导商品供给趋于增长。以“大宗商品之王”原油为例，随着油价高企于 100 美元/桶上方，美国企业即使面对能源转型压力，短期也更有动力增产。截至今年 4 月中旬，美国原油钻机数为 548 部，同比增长 60%，已恢复至疫情前水平的 80%。此外，在高油价背景下，美国已启动新一轮石油抛储、积极推动伊朗石油出口回归，也在试探接触委内瑞拉，欧盟围绕俄罗斯的能源制裁更加谨慎和分化，未来国际原油供给可能“易松难紧”。

从需求方面来看，今年两大因素或将打压商品需求。一是海外央行紧缩。继而，与大宗商品相关的耐用品和地产需求或受明显抑制。参考 1960-80 年代美联储对抗通胀的时期，美国耐用品消费名义增速与美联储加息明显负相关。当前，美国 30 年期住房抵押贷款利率已逼近 5%，为近三年新高。二是，美国补库需求见顶。2021 年下半年，美国补库需求上升是商品价格上涨的重要背景。截至 2022 年 2 月，美国库存总额两年平均增速达 5.9%，超过 2019 年 4% 左右的平均水平，未来补库需求或难持续高速增长。

目前，美联储已经转向更加关注通胀风险。即便如此，美联储还是受到众多指摘，认为其已经落在曲线后面（behind the curve）。美联储可能被其新的货币政策框架（平均通胀目标制）所“误导”，即追求让经济多“过热”一段时间，让物价多“超调”一段时间，以弥补过去一度落下的通胀缺口。毕竟，美联储可能坚信，货币政策对大宗商品市场的影响相对有限，因其难以直接解决供给问题；而且，只要通胀预期稳定，就不会有通胀失控的风险。但现在美国通胀和通胀预期的自我实现，其势能都在高位，令美联储不得不遽然转身。而且，正如美国财长耶伦所言，在这么高的通胀水平上，通过货币政策紧缩来实现美国经济的“软着陆”，可能是一个巨大的挑战。

三、全球资产价格会否退潮？

今年以股票为代表的风险资产收益可能有限，但是否会发生深度调整还有待观察。2022年一季度，在俄乌战争爆发、全球滞胀压力加剧、美联储鹰派程度超预期等背景下，全球主要地区股票市场均受冲击。美国纳斯达克指数、德国 DAX 指数、俄罗斯 RTS 指数、中国沪深 300 指数等，在一季度均出现两位数跌幅。不过，在经历 2022 年一季度的调整后，目前美股的估值水平更趋合理。截至 4 月中旬，美股标普 500 市盈率为 21.7 倍，处于近十年以来的中位数水平；标普 500 风险溢价（ $1/PE - 10y$ ）为 1.76%，处于 1990 年以来历史分位的 63%，仍高于历史中位数 50bp 左右。截至 4 月初，席勒超额 CAPE 收益率仍超过 2%，意味着美股相对于美债的配置性价比仍高。

但是，美债市场比较充分地计入了美联储激进加息（和缩表）的可能性，近期美债收益率快速上行，“美元回流”的外溢风险需要高度警惕。2022 年 3 月上旬以来，10 年美债收益率在一个月左右上升了 1 个百分点，4 月 19 日升破 2.9%，创 2019 年以来新高。与此同时，非美经济体面临更大的资本外流压力。2022 年 3 月，10 年期美债、欧债、英债和日债分别上行 49bp、42bp、13bp 和 2.7bp。随着国债利差走阔，非美地区货币贬值压力凸显，连传统“避险货币”日元都难以幸免，而美元指数在 4 月中旬轻松升破 100 大关。据国际金融协会（IIF）统计，3 月新兴市场国家的股票和债券市场已分别流出 67 亿美元和 31 亿美元。

四、全球经贸秩序面临哪些变化？

俄乌冲突后，西方国家实施了较极端的金融制裁手段（金融核武），背后不乏一些长期性的地缘政治考量。这再一次提醒我们，未来经济金融“全球化”之路将布满荆棘。但辩证来看，机遇往往与挑战并存。我国自身的金融体系建设需要加速发展，以应对多变复杂的国际金融环境。

今年以来，有两个现象或给予我们启发。一是海外中概股的波动加剧。俄乌冲突后，市场对国际金融合作信心更显不足。截至 3 月 10 日，280 家赴美上市中概股过去一年的平均跌幅超过 50%。未来，加快发展国内多层次资本市场，吸引更多优质企业在本土上市，同时，加强与国外监管当局互动沟通，在规则机制上谋求更多共识基础，以更好地保障企业和投资者尽量免于地缘风险冲击，或有更强的紧迫性与必要性。

二是人民币汇率一度的强势。2022 年以来截至 4 月中旬，在美元走强的背景下，人民币汇率显现出十足韧性，美元兑人民币中间价保持在 6.31-6.38 之间，处于 2018 年 2 月（中美贸易摩擦前）以来最强水平。撇开人民币是否更多具备了避险属性这一争议不论，我们认为这与近年来人民币国际化取得平稳推进有关。2022 年初，SWIFT 国际支付系统中，人民币的市场份额已超越日元，成为继美元、欧元和英镑后的第四大国际支付货币。本轮美欧动用 SWIFT 作为制裁手段后，美元信誉或更不如原来坚实，未来人民币国际化有望更进一步。

近期，人民币汇率出现阶段性贬值，这是中美货币政策“错位”之下，人民币汇率更好地发挥调节内外均衡作用的体现。有中国经济的行稳致远“打底”，有中国积极融入全球市场的“护航”，有人民币资产的未来收益前景“加持”，对近期人民币汇率的波动不必也不宜给予过度解读。

五、中国经济如何在变局中开新局？

我们认为，于变局中开新局的战略和手段包括以下三点：一是提升产业链“自主可控”能力。中美经贸冲突的本质在于中国经济崛起过程中，美国对自身霸权地位的维护。因而，随着中国经济持续发展、国际影响力进一步增强，美国对中国的战略遏制将具有长期性，一如上世纪 60-80 年代的美日贸易摩擦。中美互加关税三年有余，并未对中国出口形成明显遏制，反而在全球新冠疫情背景下，对美国通胀起到了雪上加霜的作用，这与中国产业链供应链的弹性和韧性不无关系。美国政府近期的一系列举动表明，中美之间在高科技领域的竞争趋于白热化，可能成为中美经贸博弈的新战场。俄乌冲突后，中国面临的

地缘政治局势更趋复杂，从而对中国核心技术领域的“自主可控”能力提出更高要求。我国在突破“卡脖子”工程、提升制造业核心竞争力的过程中，有望带动制造业投资加速增长，对于提升当前中国经济增长的内生动能也大有裨益。

二是推进迈向“共同富裕”，激发内生经济活力。除了北欧奉行社会民主主义模式的少数国家，以及 1945-1980 年这段全球不平等降低的特殊时期之外，西方发达经济体很少能在经济发展过程中挣脱贫富差距扩大的桎梏。2008-2015 年间，中国曾经历过连续 7 年的基尼系数下行，但事后来看只是暂时的、阶段性的回落。其主要原因在于，随着城镇化和工业化发展，进城务工人员增加，导致城乡居民收入差距缩小，并在短期内掩盖了财富向顶部聚集的趋势。然而，随着城镇化、工业化进程放缓，2016 年以来，中国基尼系数再调头爬升，2020 年新冠疫情爆发加剧了不同行业之间的分化，基尼系数回到 0.47 的近年来高点。

由于富人的边际消费倾向要低于穷人，贫富分化加剧意味着全社会平均消费倾向的降低，也成为目前中国消费复苏乏力的原因之一。因此，通过推进基本公共服务的均等化、农业转移人口的市民化、以及乡村振兴等战略支持，提升对中低收入群体的权益保障水平；以建设全国统一大市场为契机，促进生产要素的自由流动与优化配置，促进全社会公平竞争、劳有所得，均将有助于激发内生经济活力，夯实中国经济“内循环”的基础。

三是促进城市群、都市圈发展，撬动新增投资需求。“十四五”规划专章论述了“完善城镇化空间布局”的顶层设计框架。包括：推动城市群一体化发展，全面形成“两横三纵”城镇化战略格局；建设现代化都市圈，提高 1 小时通勤圈协同发展水平。同时，规划围绕京津冀、长三角、粤港澳大湾区都给出了进一步大规模扩展的轨道交通规划图。在提升“城市群”、“都市圈”人口承载能力的过程中，将创造出可观的基础设施建设需求和房地产购买需求，产生显著的集聚效应和扩散效应，因此有望成为中国经济看得见、摸得着、落得了地的新增长点，在缓解当前房地产市场调整压力的同时，加快推进中国经济的转型发展。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033