

一、2022年走出疫情的曙光已现？发达经济体全面开放的可能性上升，疫情不对称冲击仍将持续

2021年疫情对全球经济产生了不对称冲击。疫苗资源差距与政策应对差异导致了本轮经济复苏的不平衡。经济体内部，疫情对供给的冲击大于需求，由于美欧等发达市场普遍政策刺激力度大，商品需求领先于生产投资恢复；在不同经济体之间，中国率先控制疫情经济率先复苏，而欧美发达市场经济复苏起步晚节奏慢，而其他新兴市场受疫情冲击更大、复苏节奏更滞后。

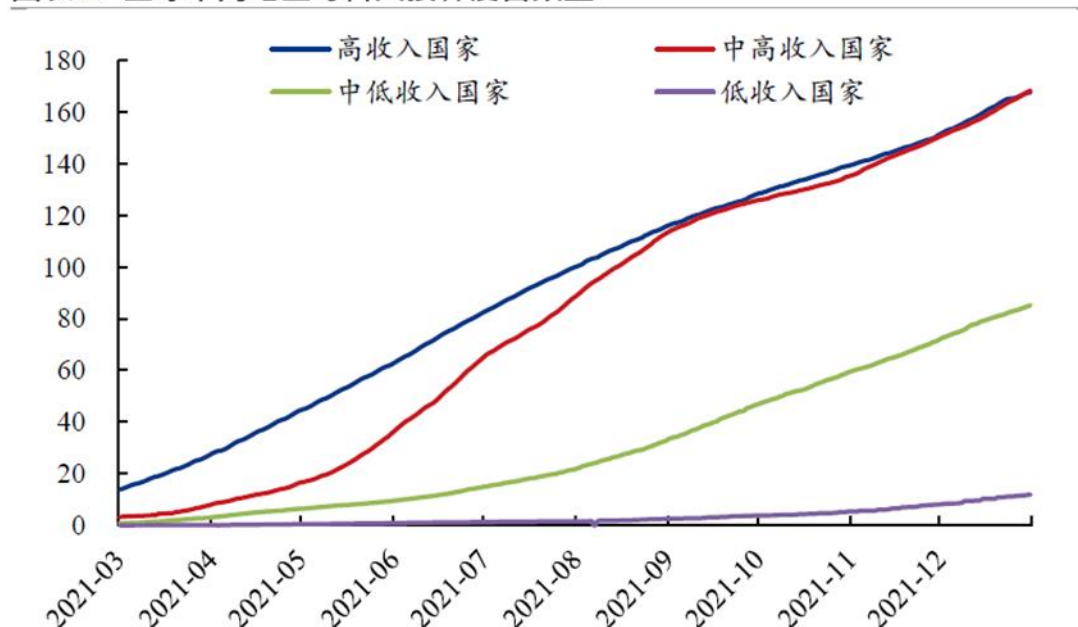
2022年全球经济面临最大的不确定因素依然是疫情。疫苗接种和特效药是促进经济开放的有力保障。未来全球经济将继续沿着分化的路径逐步走出疫情影响，发达市场与中高收入新兴经济体有望完成复苏周期，而中低收入新兴经济体可能同时面临疫情与外部冲击。

（一）疫情加剧全球经济分化，除中国外的新兴经济体复苏相对滞后

1、疫苗接种与群体免疫慢于预期，疫苗差距有收窄迹象，但整体仍不均衡

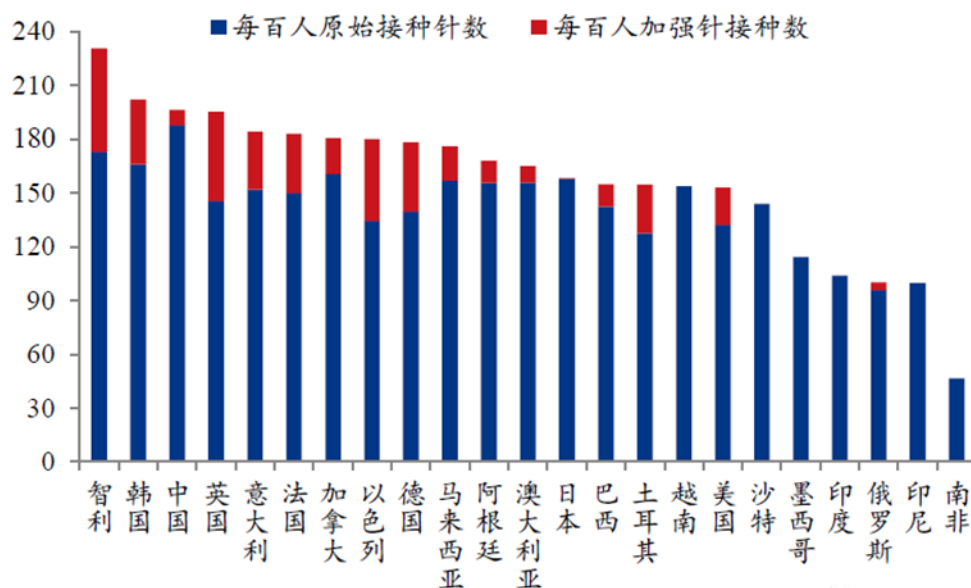
疫苗接种高度不均衡的格局短期难以扭转，发达经济体和新兴经济体在疫苗接种以及加强针接种上都存在较大差距。发达经济体疫苗产能足、订货多，而发展中经济体疫苗产能低、订货少。据世卫组织的统计，截至12月末，发达国家的人均接种疫苗数量普遍超过150%，而大多数发展中国家的接种数量还在100%以下。发达国家疫苗接种率普遍较高，加强针仍有较大的提升需求。部分中高收入新兴经济体如中国、马来西亚等迎头赶上，但非洲、南亚地区的接种率不容乐观。

图表1：全球不同地区每百人接种疫苗数量



资料来源：WHO、粤开证券研究院

图表2：发达地区新冠接种率普遍较高，加强针仍有较大提升空间（2021年12月末）



资料来源：WHO、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

2、特效药“兜底”疫情风险，发达经济体率先受益

特效药缓解疫情担忧，促进公平分配。2021年全球有5款抗体类注射特效药品获批上市使用，临近年末又有美国辉瑞以及默沙东研发的2款口服特效药获批上市。特效药除了降低住院风险与重症风险，还对新的变异病毒Omicron有效，大大缓解了市场对疫情的担忧。并且联合国药品专利储备机构MPP通过与药企签署协议，免费授权给仿制药厂生产特效药提供给低收入国家。这有助于压降低收入国家获取新冠特效药的成本，促进医疗资源公平分配，弥补疫苗分配不平衡的问题。

图表3：当前主要品种的新冠特效药进展对比

特效药商品名	研发企业	药物类型	审批进展	临床效果	适用人群	使用特点
Sotrovimab	英国葛兰素史克 /Vir Biotech	大分子单抗疗法，单次静脉滴注	5月26日获美国FDA紧急使用授权；12月2日获英国MHRA批准上市	降低患者住院或死亡风险79%	轻中度症状的成人及青少年（12-17岁，不低于40公斤）	优点：安全性好，对Omicron病毒有效 缺点：注射不够方便
安巴韦/罗米司韦	腾盛博药	大分子双抗体疗法，单次静脉滴注	12月8日，获中国药监局上市批准；美国FDA审批中	降低高风险新冠门诊患者住院和死亡风险80%	轻中症伴高风险成人及青少年（12-17岁，不低于40公斤）	优点：安全性好 缺点：注射不够方便，对抗变异病毒活性下降
帕罗维德 Paxlovid	美国辉瑞	小分子化学药物口服5天	12月22日，获美国FDA紧急使用授权	降低患者住院或死亡风险89%	轻中度症状的成人及青少年（12-17岁，不低于40公斤）	优点：对Omicron等变异病毒有广谱作用，可大规模生产易普及 缺点：潜在副作用不明
莫努匹韦 Molnupiravir	美国默沙东 /Ridgeback	小分子化学药物口服5天	11月4日，获英国MHRA批准上市；12月23日，获美国FDA紧急使用授权	降低轻中度的患者住院和死亡风险约50%（最终有效率降至30%）	轻中症伴高风险的成人	优点：对Omicron等变异病毒有广谱作用，可大规模生产易普及 缺点：潜在副作用不明，有效率略低

资料来源：FDA、各药企网站、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

特效药起到“兜底”疫情风险的作用，配合疫苗接种可能实现所谓的“与病毒共存”，各国疫情防控距离全面开放更近一步。但特效药并不是终结疫情的救世主，特效药只是救治的补充手段，不是防疫的前置手段。正如2020年末全球憧憬疫苗带来群体免疫的希望，疫苗发挥了降低重症率和死亡率的作用，但并未能有效阻止变异病毒的传播。这给我们的启示是，“病去如抽丝”，防控疫情是个系统工程，无法毕其功于一役，只能通过不断丰富应对疫情的工具箱，持续降低对经济的影响。

（二）供需缺口驱动国际贸易增长

疫情从供给、需求、贸易流通三个方面改变了全球经济的格局。发达市场面临劳动力短缺，而发展中国家经济生产受到防疫封锁的制约，整体供给恢复速度较慢。发达经济体与发展中经济体的经济修复分化导致全球供需错配，促进了国际贸易的高增长。

1、劳动力结构性短缺，供给制约生产

疫情的反复扰动下，发达市场出现劳动力结构性短缺问题。尽管整体失业率持续下行，但欧美劳动力成本不断攀升，印证了劳动力结构性短缺。美国和英国的劳动力平均周薪涨至近年来最高水平；欧盟国家如德国、意大利、法国等同样面临劳动力成本快速增加的压力。美国财政补贴与疫情冲击导致劳动参与率低迷，部分人群提前退休，美国55岁以上的劳动力参与率产生了约2个百分点永久性损伤。

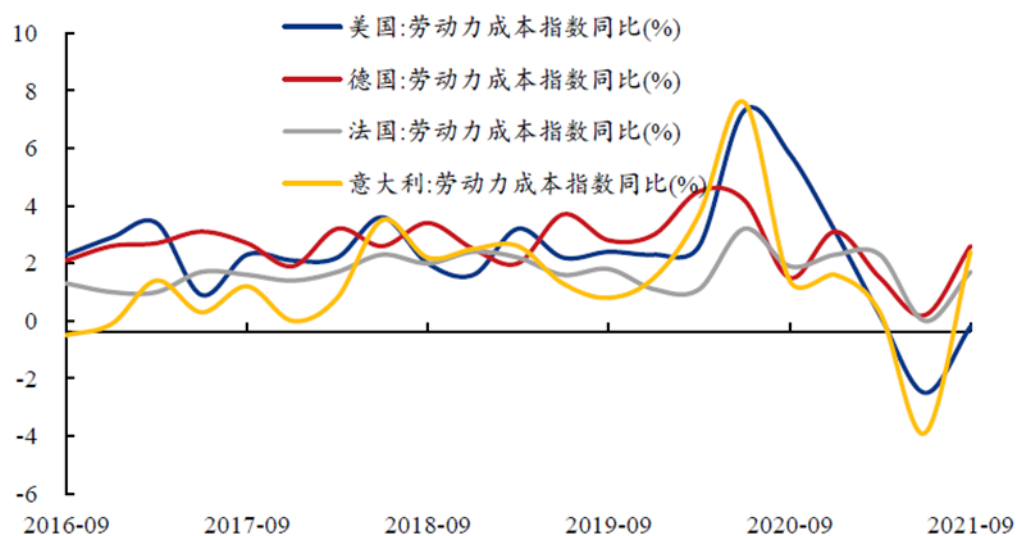
图表4：美国就业持续复苏，但职位空缺率大幅走高



资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

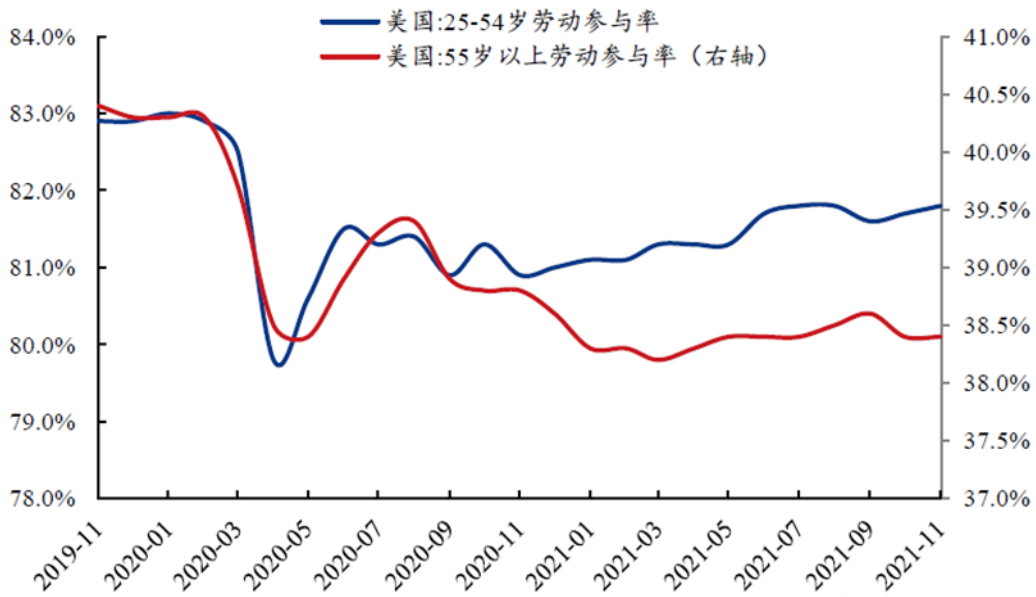
图表5：欧美发达国家劳动成本上涨压力加剧



资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表6：55 岁以上人群提前退休导致劳动参与率缺口



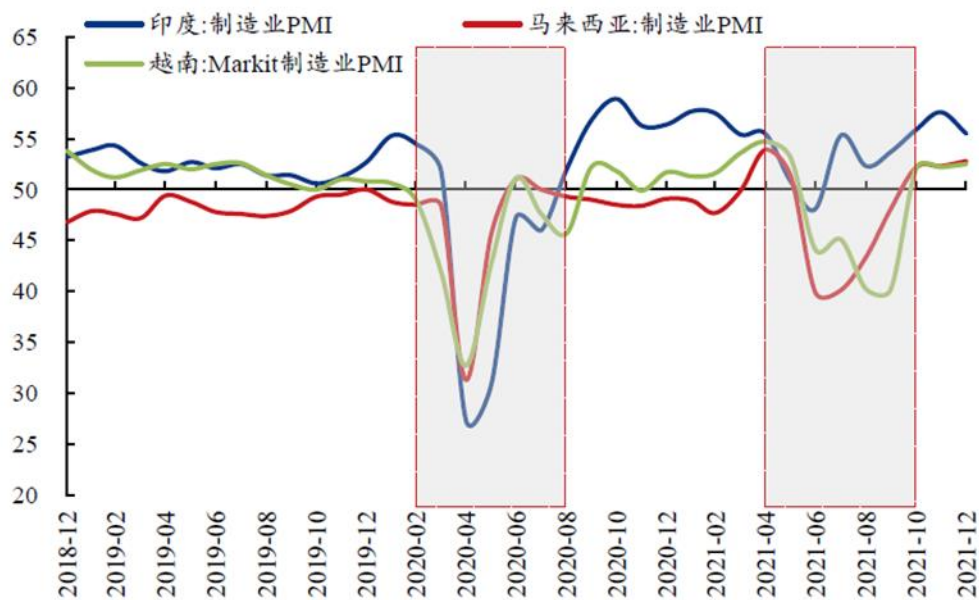
资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

2、供需缺口驱动国际贸易增长

欧美政策刺激与经济重启导致消费需求大幅飙升，而新兴经济体生产受疫情影响中断，供需缺口支持了全球贸易的增长。世贸组织 10 月最新预测 2021 年全球商品贸易同比增速 10.7%，较上次预测的 8.0% 明显上升，预计 2021 年全球货物贸易量将达创新高的 22 万亿美元。

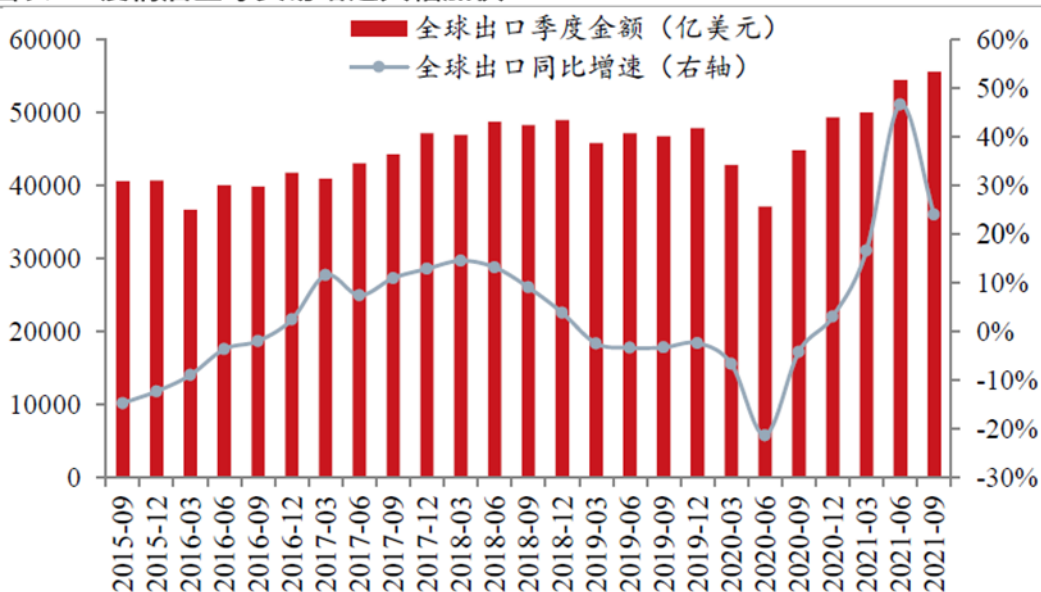
图表7：新兴经济体 2021 年制造业生产受到疫情冲击



资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表8：疫情后全球贸易增速大幅加快



资料来源：WTO、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

疫情控制较好的经济体贸易增速快，而疫情控制较差的经济体贸易增速低。根据 UNCTAD 监测数据，2021 年前三季度中国、越南、澳大利亚、韩国等地区贸易增速领先，而英国、日本、美国、欧盟等发达国家贸易额增速相对落后。2021 年全年中国的货物进出口有望达到 6 万亿美元，同比增速超过 20%。支撑 2021 年外贸高增长的订单回流、价格上涨等阶段性因素难以持续，预计 2022 年全球贸易增速将回落。

图表9：各个地区商品进出口金额的增速



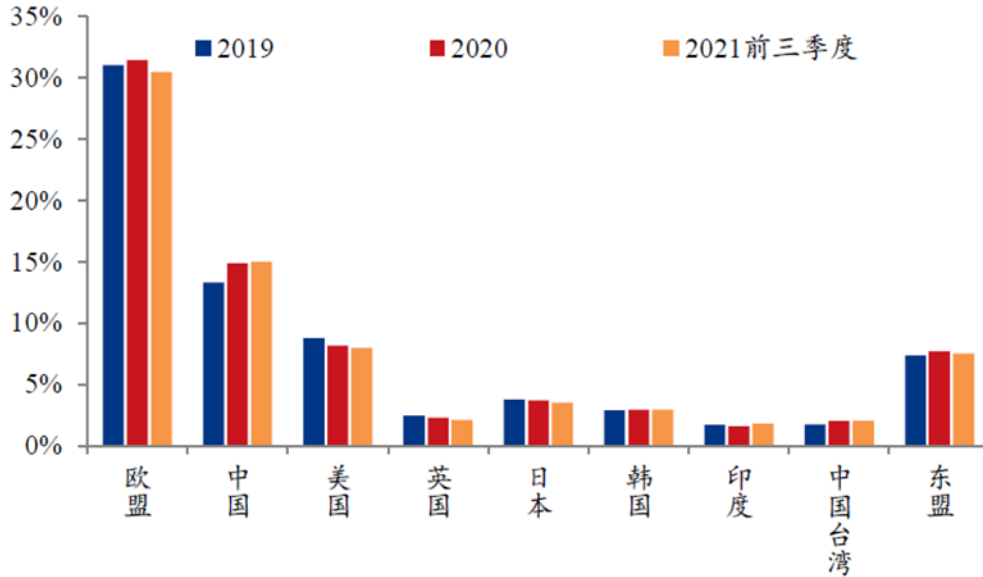
资料来源：UNCTAD、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

中国出口国际份额提升，主要源于发达经济体份额的下降，以及新兴市场经济体份额的停滞。从全球出口份额来看，根据 WTO 统计，2021 前三季度，中国出口

的国际份额已达到 15.0%，较 2019 年的 13.3% 扩大了 1.7 个百分点。而同期美国、欧盟、英国、日本的出口份额分别下降了 0.8、0.6、0.4、0.3 个百分点；印度、东盟 2021 年的份额则基本停滞，维持了前两年的平均水平。

图表10：各个地区出口金额的国际份额变化



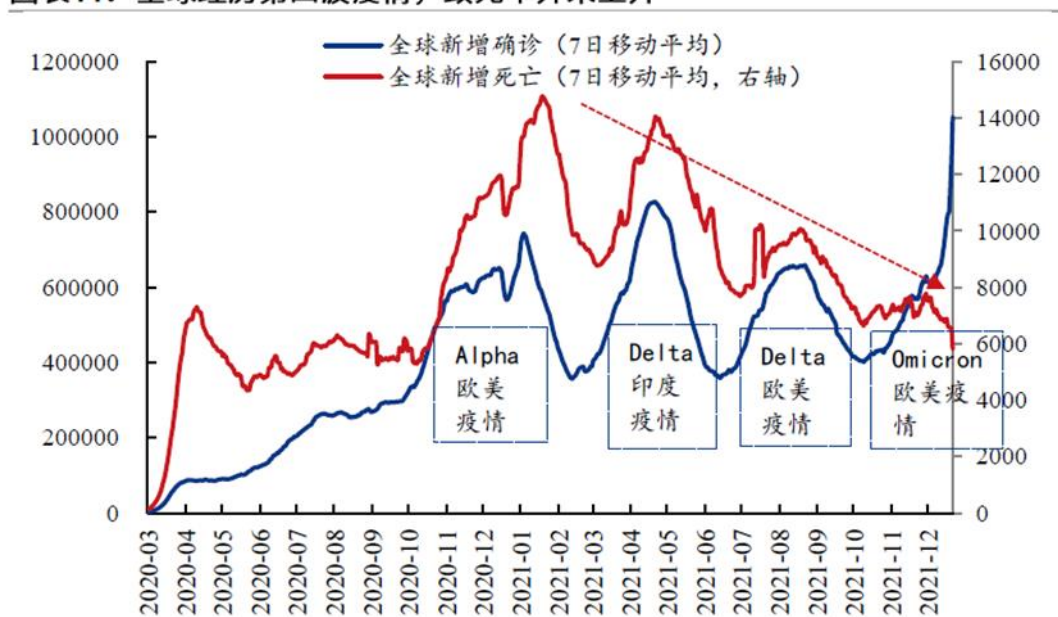
资料来源：WTO、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

（三）疫情走势：发达市场率先全面开放，发展中经济体逐步接力

新一轮疫情对经济的边际影响下降。全球疫情基本在每个季度都有个小波峰，震中不断切换，从欧美发达市场切换到新兴市场，再切换回欧美发达市场。目前 Omicron 由于传染性强、免疫逃逸强，在全球快速传播，并成为主要毒株。全球单日新增确诊突破百万、再创新高。而随着疫苗整体接种水平提升，变异病毒导致的重症率和死亡率并未出现抬升，12 月西班牙、意大利甚至放宽了隔离规定。目前，本轮疫情并未导致经济封锁升级，相对积极的信号使得全面开放的可能性上升。

图表11: 全球经历第四波疫情, 致死率并未上升



资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

经济复苏的轨道仍然受到疫情发展的干扰, 2022 年疫情仍可能出现两幅情景。上行情景: Omicron 病毒传播快, 但并未加重医疗体系负担; 全球经济增长超预期, 服务消费快速复苏; 发达经济体通胀见顶回落, 就业将更快恢复, 率先全面开放, 而发展中经济体开放将随着免疫屏障的建立逐步接力。下行情景: Omicron 新冠病毒突破免疫屏障, 欧美发达经济体再度实施严格的封锁措施; 新兴市场疫苗和特效药资源不足, 经济增长差距拉大; 局部供应链断裂加剧通胀, 全球经济增长下行面临滞胀风险。

我们认为 2022 年发生上行情景的可能性较大, 疫苗接种普及初具效果, 特效药兜底疫情风险, 供应限制得以缓解, 这会继续支持经济基本面。

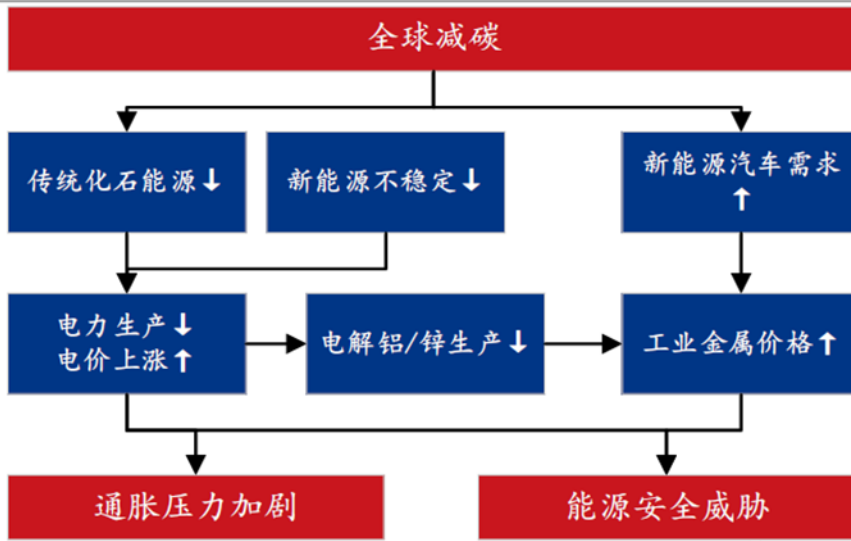
二、2022 年供应链风险如何演绎? 全球能源短缺、芯片生产紧张阶段性缓解, 但港口物流拥堵影响长期化

2021 年全球经济复苏遭遇了供给收缩的风险。供应链的风险来自三个方面, 一方面是由于减碳限产助推的能源危机, 冲击了供应链上游; 二是由于半导体、汽车产业链预期紊乱导致的中游生产受阻; 三是港口运输的拥堵, 加剧了供应链不畅。预计 2022 年能源价格难以继续上涨, 芯片新增产能有望扩大, 供给瓶颈将阶段性缓和, 但港口物流的拥堵可能仍将持续到下半年。

(一) 全球减碳让位于能源安全, 供应链上游受阻有望改善

2021 年全球减碳导致了经历了通胀压力加剧和能源供应短缺问题。能源体系变革中存在能源“不可能三角”, 即无法同时实现能源安全供应、清洁低碳、价格便宜的三重目标。碳中和对生产是个长期约束, 但 2021 年短期执行节奏过快, “不可能三角”倾向于单一目标。全球碳中和的背景下, 传统化石能源逐渐淡出, 但清洁能源难以保障稳定供应, 尤其供给的弹性难以匹配激增的需求, 再叠加极端天气的扰动、疫情的封锁、地缘政治的影响, 中国集中表现为缺煤、欧洲集中表现为缺电缺气, 最终演变为能源价格大涨和能源安全威胁。

图表12: 全球减碳 2021 年导致了通胀压力和能源安全问题

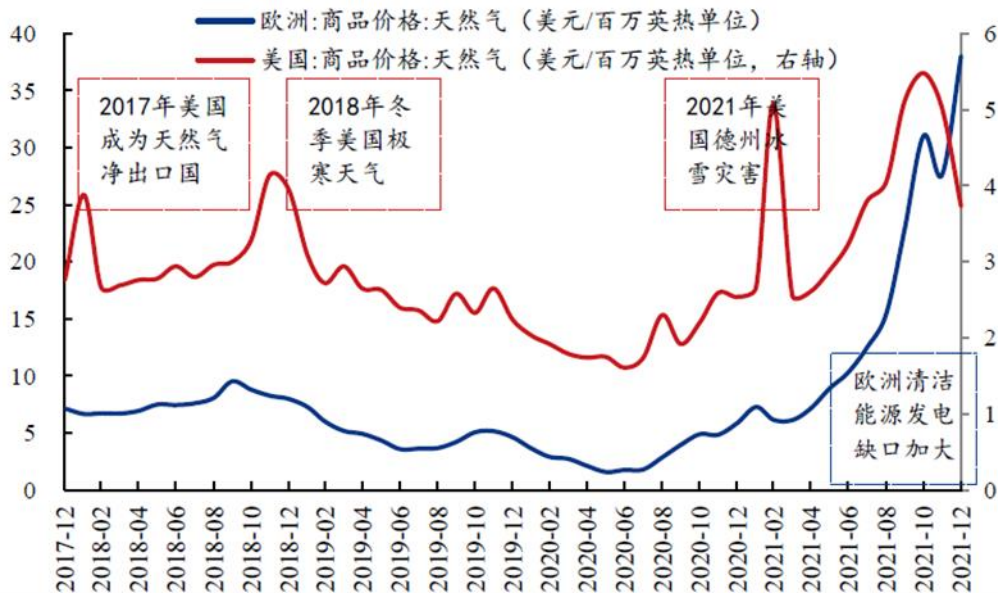


资料来源: 粤开证券研究院

粤开志恒宏观

欧洲整体能源自给率低，低碳转型、极端天气、地缘政治共同导致了能源危机。欧洲在电力结构上倚重清洁能源，碳中和背景下，壳牌、英国石油、道达尔等欧洲油气公司，都制定了降低上游业务的碳强度目标，承诺到 2050 年前净零排放企业，削减了对上游业务的投资。但 2021 年海上风力减小导致欧洲风力发电不足，并导致电力价格大幅上涨。为填补清洁能源发电的供给缺口，欧洲对天然气供电需求上升。而俄罗斯出于乌克兰地缘政治考虑，反而减少输送到欧洲的天然气量。欧洲电力价格传导至天然气价格，缺电演变为缺气。

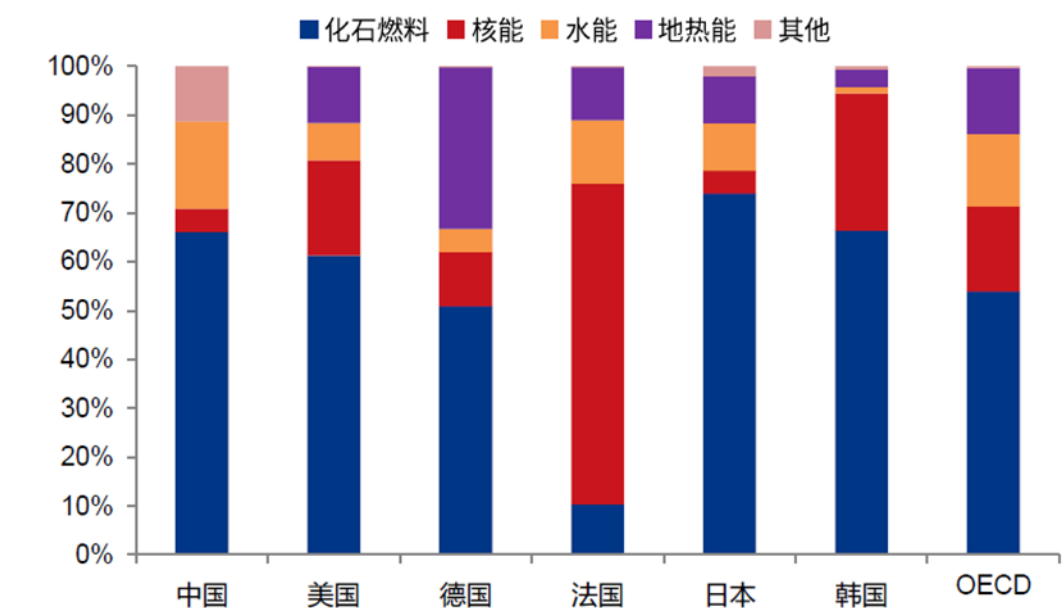
图表13: 欧美 2021 年天然气价格在 10 月份创下历史新高



资料来源: 世界银行、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表14：2020年主要经济体的电力结构



资料来源：IEA、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

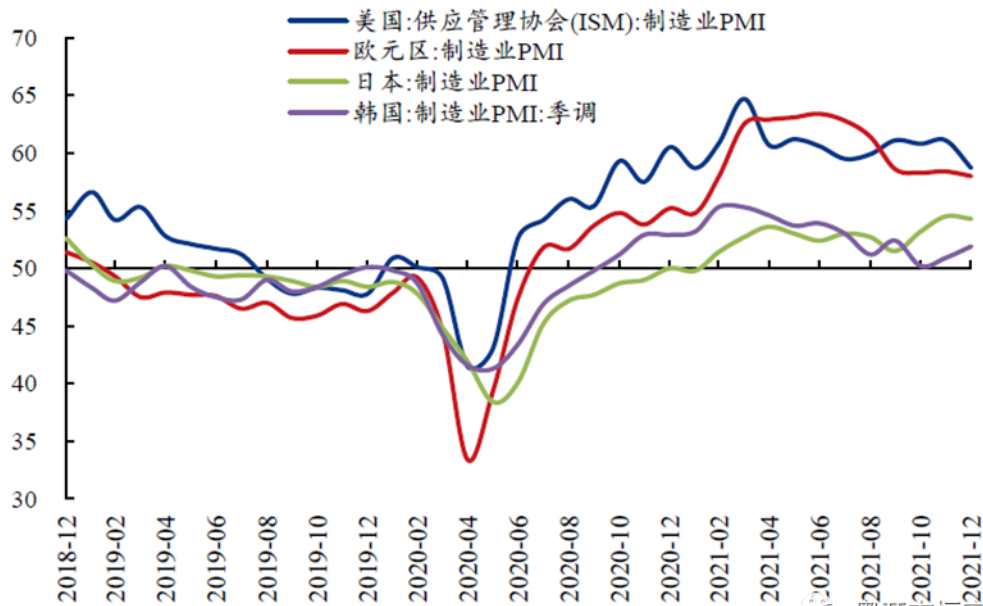
本次欧洲能源短缺的经验显示，新旧能源体系切换须建立在能源安全的基础之上。随着气候合作与能源安全逐渐成为全球各国共识，保障能源供应、稳定油气价格的举措生效，2022年全球供应链上游环节的制约将减弱。

2022年能源“不可能三角”面临重新平衡，能源供应安全目标重要性上升，能源价格将回归稳定。2021年11月，中美共同达成《强化气候行动的联合宣言》，明确“共同但有区别的责任”。拜登政府11月提出，要联合石油需求国释放原油储备，稳定能源供应的信号明显，有力打压金融市场的投机交易。欧委会12月提出，欧盟成员国共同购买天然气形成战略储备的制度计划，以应对天然气供应不足和价格上涨。法国、意大利等国政府也宣布采取补贴和减税措施来保护消费者免受能源价格冲击的影响。中央经济工作会议提出，“传统能源逐步退出要建立在新能源安全可靠的替代基础上”。随着全球能源目标与执行层面的重心调整，预计2022年全球能源价格中枢将下台阶，能源上游供应链制约将得到缓解。

（二）缺芯即将缓解，半导体、汽车中游生产将企稳恢复

2021年原材料短缺拖累制造业。全球制造业景气度在高位放缓，供给瓶颈是主要原因。美国制造业多个行业都受到原材料供应短缺和商品价格上涨的压力。疫情以来，地产相关的家具、木制品以及生产需求的能源、机械设备短缺的企业占比大幅上升。美国制造业企业库存低的行业也集中在木制品、石油和煤炭等初级原材料，以及电气设备、电子产品等机电类制成品。

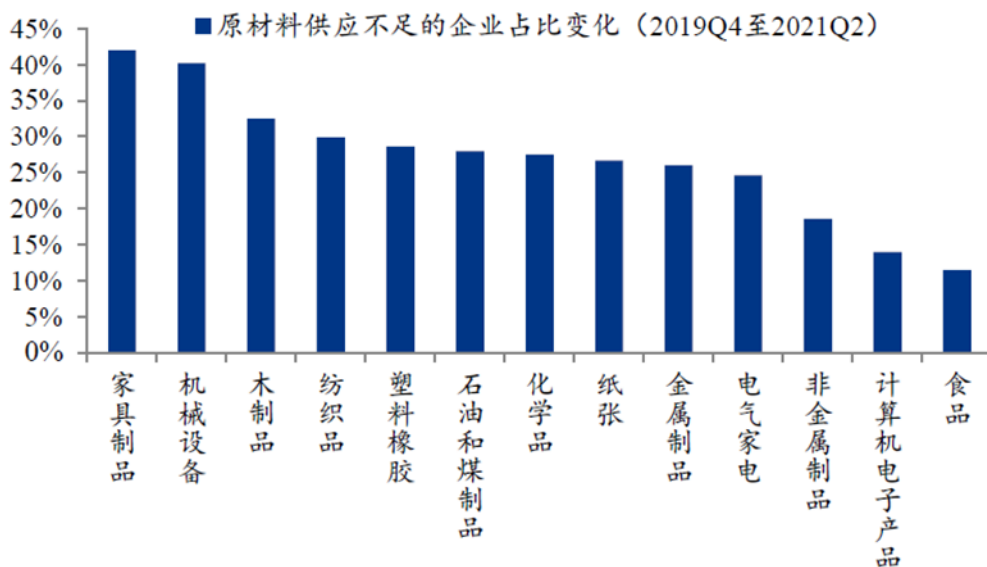
图表15: 发达经济体制造业景气度受到供给因素影响高位回落



资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表16: 美国耐用品生产企业原材料供应不足的占比大幅提升



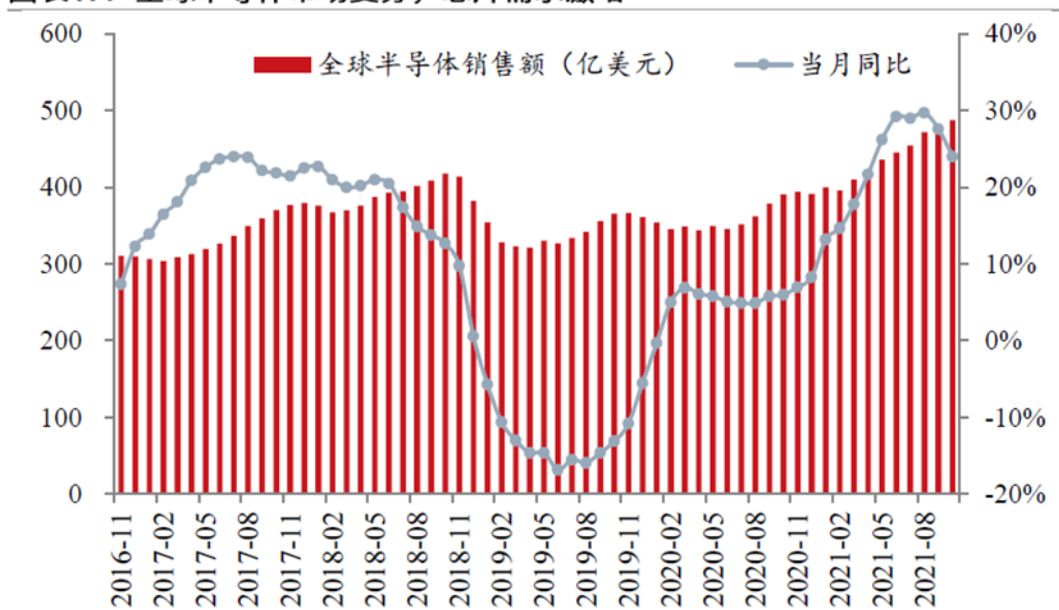
资料来源: 美国劳工部、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

1、缺芯源于半导体市场供需错配

芯片短缺,一方面源于半导体需求的景气周期。经历了 2017-2019 的下行周期后,全球半导体市场受到 2020 年疫情需求的拉动迎来正增长。一是宅经济扩大了对平板电脑等办公娱乐需求,二是汽车、家电智能化对芯片需求提升。2021 年在全球经济复苏的背景下,全球半导体销售规模维持两位数以上的同比增长。

图表17: 全球半导体市场复苏, 芯片需求激增

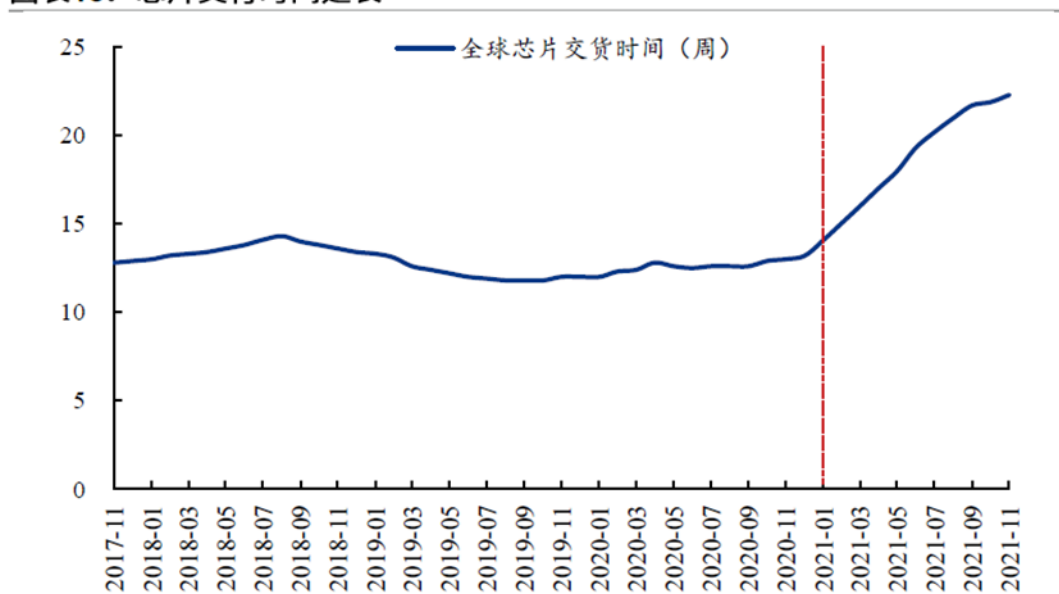


资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

另一方面是由于疫情冲击产业链导致供给不足。芯片制造的产业链长、涉及到跨国供应链环节多, 供需错配容易沿着产业链传导引发连锁反应。2021年初, 美国半导体工厂聚集地德州暴雪、日本瑞萨电子工厂火灾等意外事故, 导致多家芯片厂商减产或者停产。东南亚地区 Delta 病毒蔓延, 马来西亚洪水等冲击导致芯片封装无法交付, 芯片交货周期不断延长。根据 Susquehanna Financial Group 数据, 截至 2021 年 11 月, 芯片从订货到交货的周期 (chip lead times) 达 22.3 周, 而 2019 年末仅需要 12 周。

图表18: 芯片交付时间延长

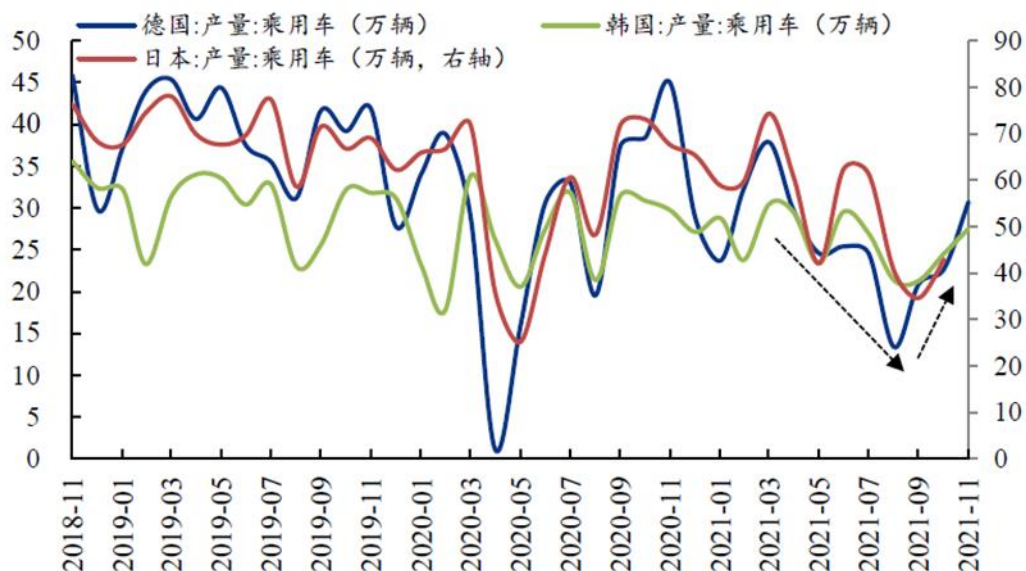


资料来源: Susquehanna Financial Group、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

半导体制造商的产能在电子芯片和汽车芯片之间的分配也出现紊乱。新能源汽车渗透率快速提升，加大汽车芯片的供需缺口。缺芯导致汽车生产短期停滞，美、德、日、韩汽车产量同比负增长。芯片关系到未来的科技创新地位和碳中和战略实现，2021 年下半年以来各大半导体厂商积极扩大生产计划，随着半导体制造环节的产能释放、封测环节的恢复，供应链延误的趋势已明显缓解，并有望继续好转。

图表19：德日韩 2021 年乘用车产量受供应链限制，11 月有边际回升迹象



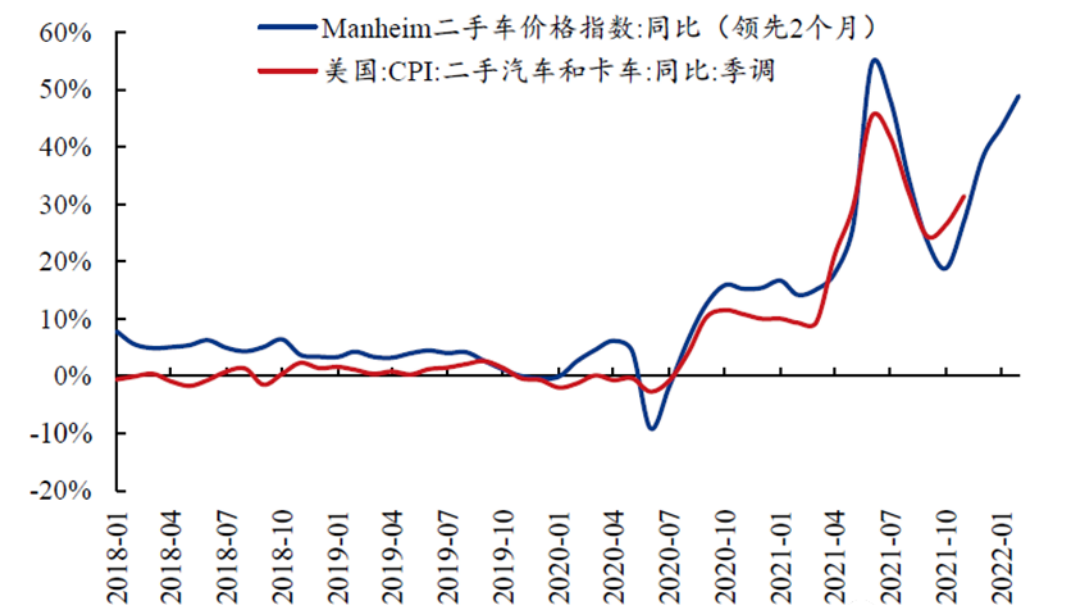
资料来源：德、日、韩汽车行业协会、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

2、缺芯导致了短期通胀压力和工业生产下滑

美国汽车供需缺口助推了二手车市场繁荣，并推高了通胀价格。从曼海姆（Manheim）二手车价格指数来看，最新 11、12 月份的二手车指数还在攀升，同比增速扩大。由于 Manheim 二手车价格指数领先 CPI 二手车价格同比 2 个月左右，预计未来二手车的通胀因素要持续到 2022 年初，后续新车产能恢复将推动通胀回落。

图表20: 美国二手车价格攀升导致通胀压力

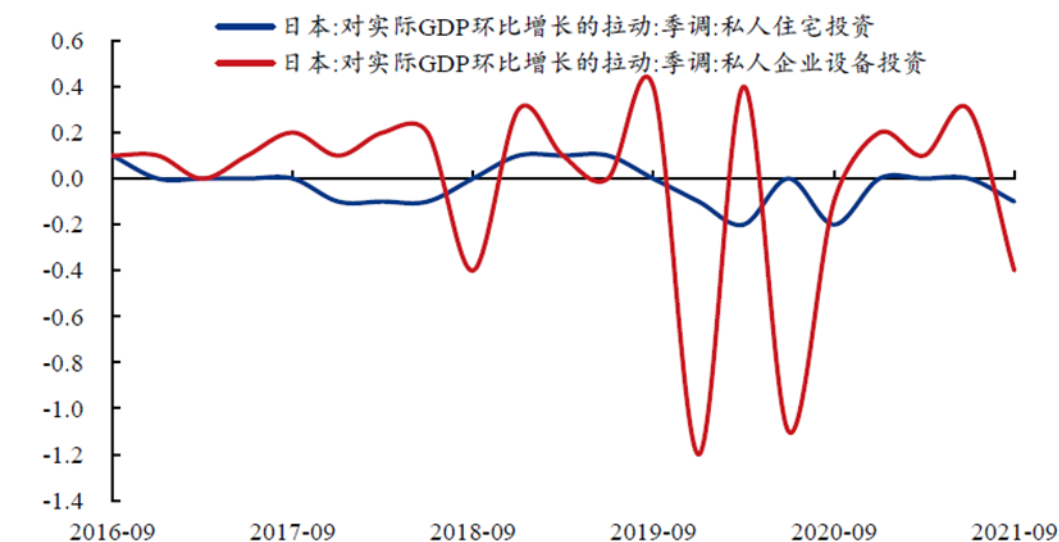


资料来源: Manheim、美国劳工部、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

日本汽车行业工业产出下滑,供给企稳迹象初现。东南亚汽车零部件及芯片生产停滞,导致日本汽车厂商大规模减产。日本2021年三季度实际GDP环比下降0.9%,折年率为-3.6%。全球性的芯片短缺打击企业信心,汽车、电子行业的产销都受限,由此引发的企业投资收缩成为GDP的主要拖累。日本制造业的工业生产指数自2021年4月见顶以来下滑,特别是汽车、电子行业生产大幅下滑,受损程度接近疫情爆发初期的水平。进入四季度,芯片供应瓶颈边际缓解,日本11月工业生产指数环比增7.2%,汽车等运输设备环比大涨28%,制造业修复前景向好。

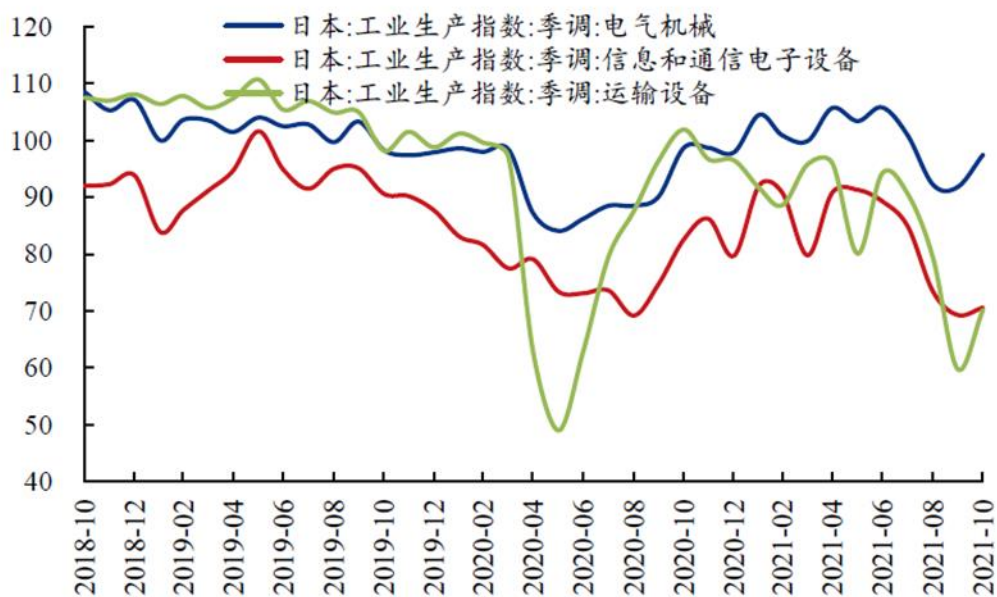
图表21: 日本企业部门三季度投资拖累GDP增长



资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表22: 日本电子设备、运输设备行业工业产出受到供应链冲击



资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

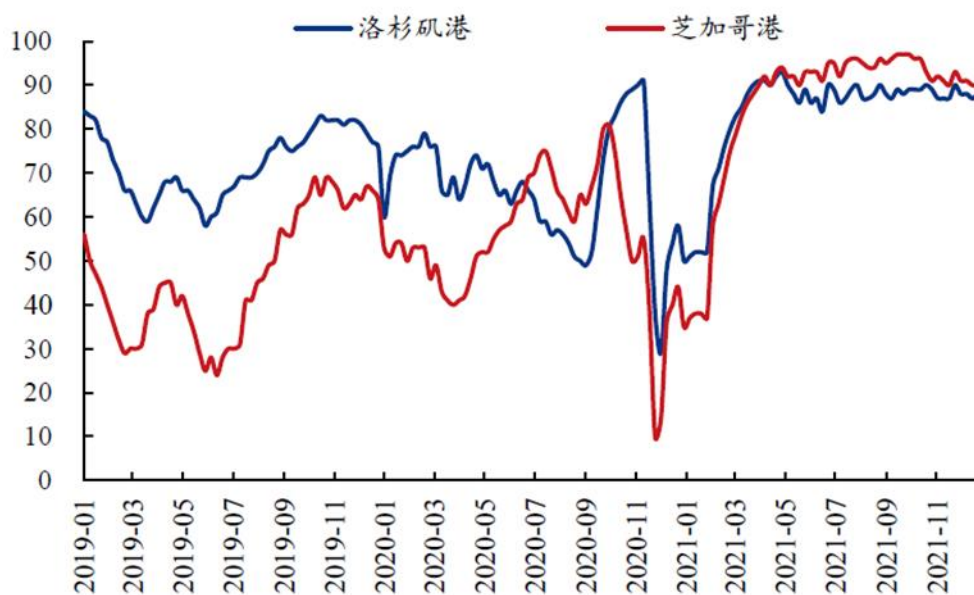
(三) 港口运输拥堵难解，可能长期拖累供应链下游

2021 年全球经济的错位复苏，导致东亚出口欧美方向的货物航运激增，国际航运出现历史性拥堵。2021 年航运瓶颈从海上逐渐转移到陆上，先是海运拥堵，体现为班轮运力不足、航线运费涨价、集装箱短缺；后是港口陆运拥堵，体现为港口作业效率低下，转运运力不足，集装箱滞留严重。美国港口尤其严重，源于进口与出口货物量的失衡，更源于港口公共设施体系的落后。

1、美国、欧洲、东南亚相继出现港口拥堵，运输瓶颈多发

欧美经济率先复苏，港口出现长时间拥堵。Container xChange 发布的集装箱可用指数 (CAx)，可衡量全球主要港口的集装箱进出口变化。2021 年初以来，欧美需求对中国出口形成单向路径依赖，集装箱迅速涌入欧美港口，集装箱进口大于出口，美国长滩港、洛杉矶港以及欧洲安特卫普、汉堡港 CAx 指数攀升。特别是美国洛杉矶-长滩港集装箱积压严重，根据太平洋商船协会 PMSA 的统计，港口集装箱滞留 5 天以上的占比从 4 月的 13.1% 大幅上升至 11 月的 50%，显示港口拥堵程度加剧，集装箱处理效率降低。

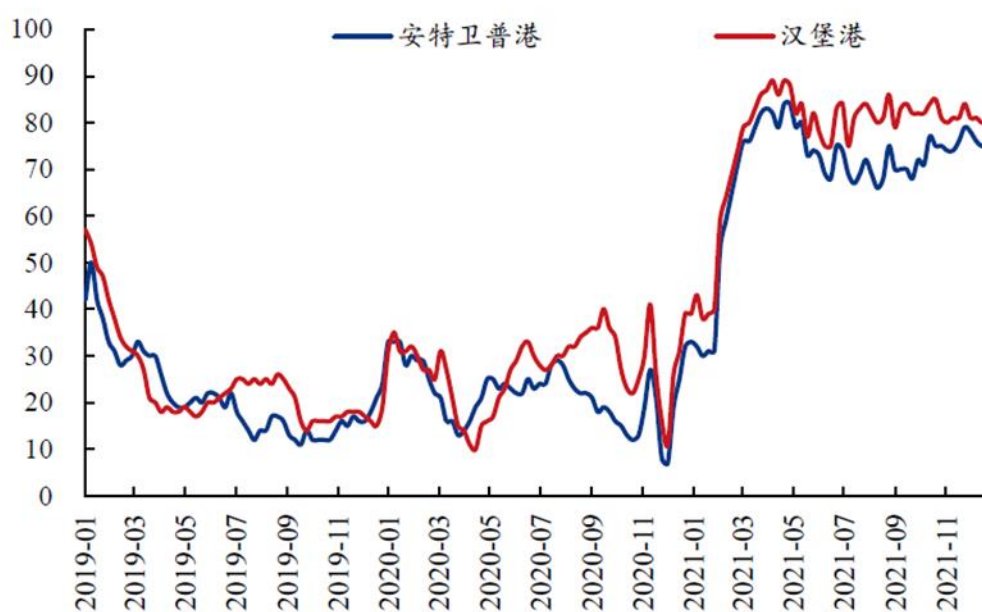
图表23: 美国港口 40 寸集装箱可用指数



资料来源: Container xChange、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

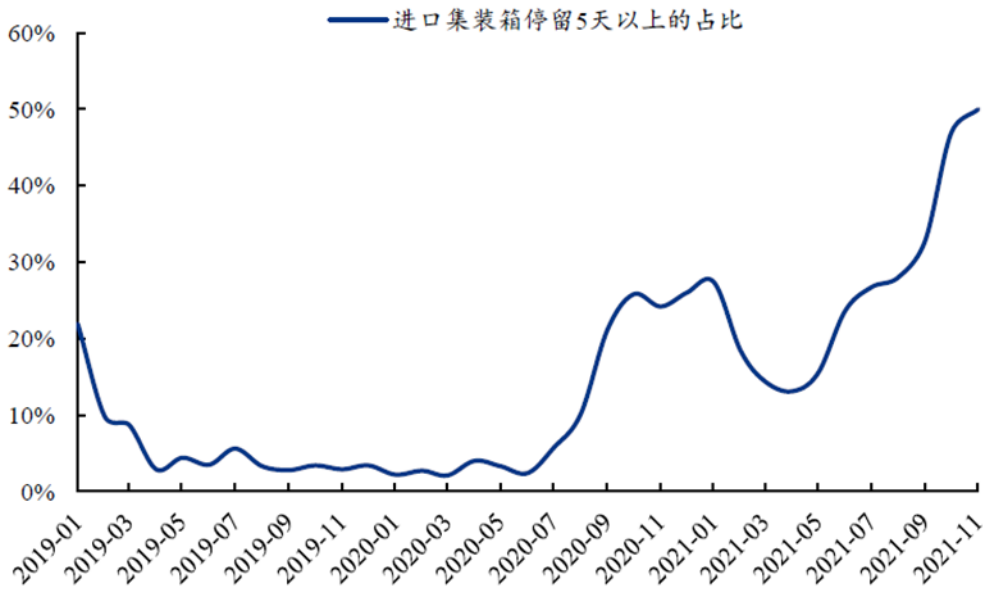
图表24: 欧洲港口 40 寸集装箱可用指数



资料来源: Container xChange、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表25：美国洛杉矶港口集装箱处理效率下降，延误比例增加

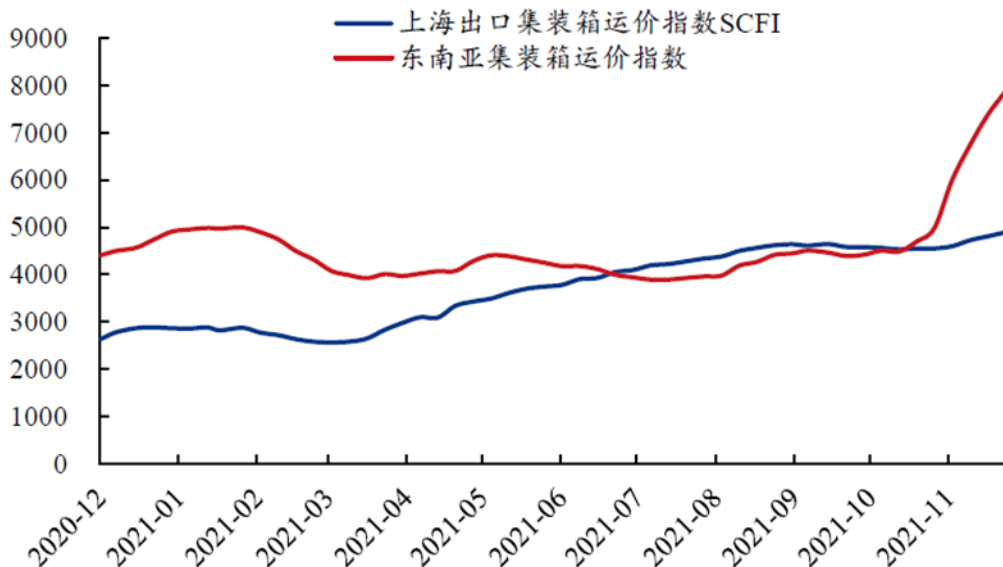


资料来源：PMSA、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

东南亚地区也出现了港口拥堵问题。2021年二季度以来，印度、越南、马来西亚等新兴经济体受到疫情爆发影响拖累，目前疫情高峰过去后，经济封锁与港口限制解除，贸易需求恢复带动了航运货运需求，11月开始东南亚集装箱运费开始大幅上涨。并且由于新增国际航运运力目前主要投向美国，加剧了东南亚地区运力短缺。而新加坡港在积极扩大自动化码头建设，补强港口配套物流设施；马来西亚、泰国也在积极扩建码头与泊位，主动解决港口运输难题。

图表26：东南亚地区11月集装箱运价高涨体现其港口运力紧张



资料来源：wind、粤开证券研究院

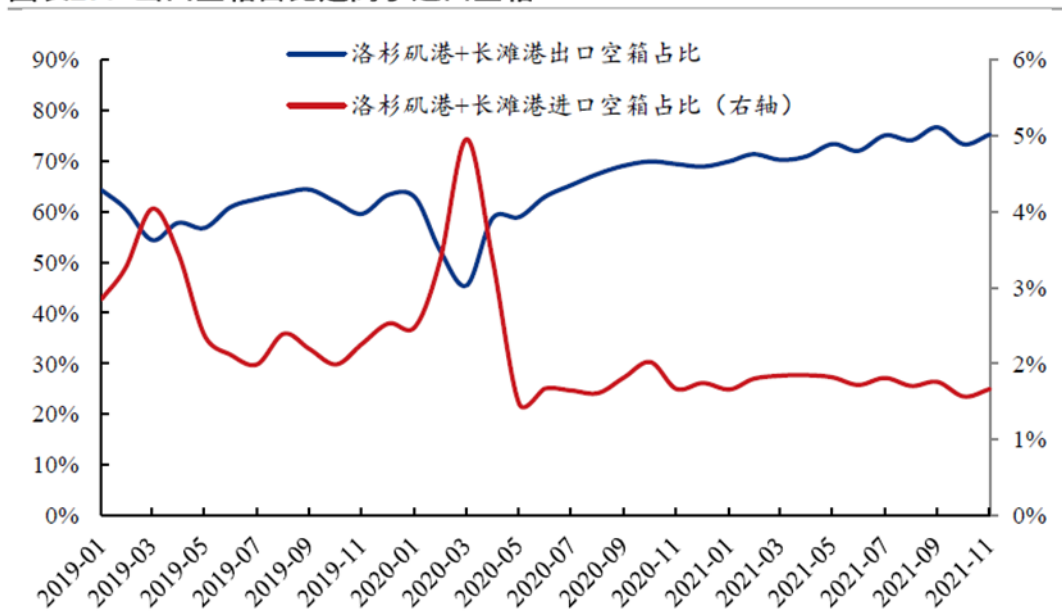
粤开志恒宏观

2、美国港口拥堵根源在于港口码头基建与疏运体系落后

国际集装箱运输环节多、链条长，利益主体多，欧美港口运输拥堵起因有周期性因素，也有长期性体制性因素。疫情后货运需求激增与劳动力短缺，是本轮港口拥堵的周期性因素。而欧洲航线内的港口众多，集装箱船可选择跳港，拥堵状况相对好于美国。并且欧洲港口疏运网络较为发达，如鹿特丹港的港口公路系统，汉堡港的中欧班列线路等。但美国港口基建落后、管理制度僵化等长期性问题难以修正，美国洛杉矶-长滩港（POLA/LB）成为全球最为拥堵的港口。

一是空箱压港导致港口处理效率下降。亚洲到美国西海岸的航线持续火爆，贸易不平衡导致流入美国集装箱数量多，空箱滞留多而回流少。班轮公司出于利益考虑选择弃箱和空航，造成美国积压的空箱更多，挤占了仓储空间，降低港口作业效率。

图表27：出口空箱占比远高于进口空箱

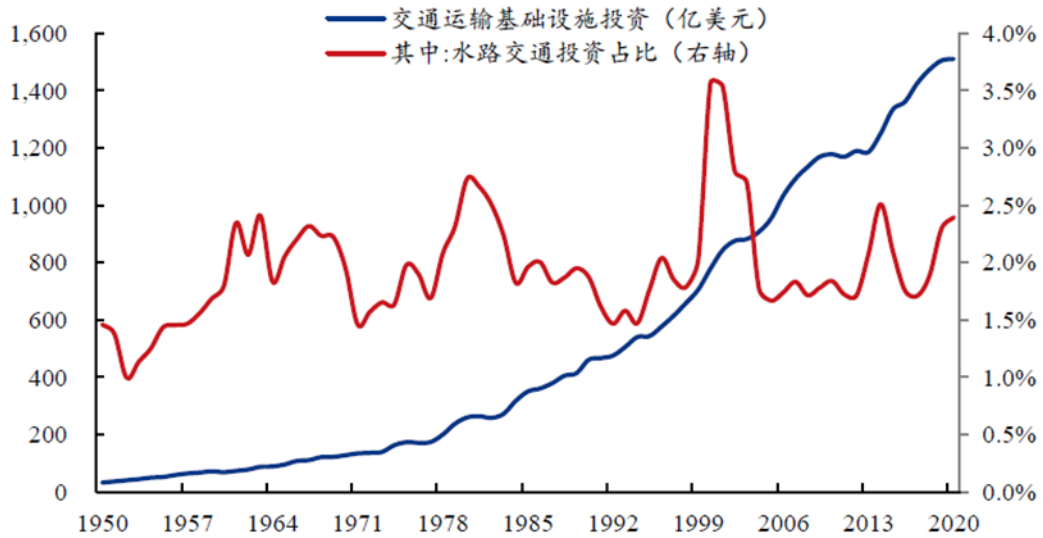


资料来源：POLA、POLB、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

二是美国港口的投资和建设不足。1950年以来，美国交通基础设施投资额复合增速 5.6%，但主要集中在高速公路等陆运设施，用于港口和水上设施建设的投资占比仅 2%左右。根据美国土木工程师学会评估，美国港口 37%设施处于较差的状态，亟需新增投资提升运力和效率，采用新技术减少码头等待时间。

图表28: 美国水路交通基建投资占比很低

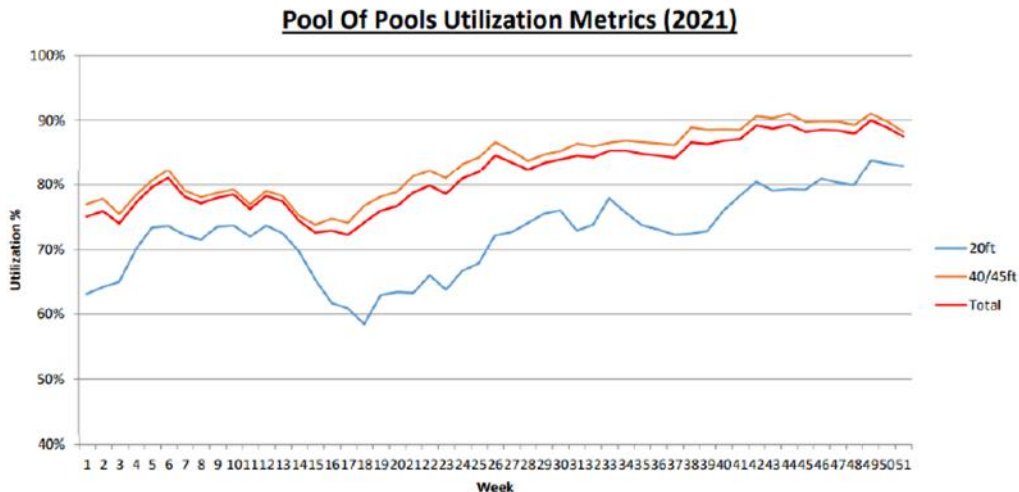


资料来源: BEA、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

三是港口管理制度相对低效。美国港口实行全球独有的拖车(trailer)、车架(chassis)相分离的制度,拖车司机必须通过租赁车架才能提取和归还集装箱。而随着洛杉矶-长滩港集装箱增加,运输集装箱占用的车架增加,目前 40 寸集装箱车架占用率约 90%, 接近饱和。并且,港口车架的租赁及运营由三大租赁公司形成寡头垄断(pool of pools),不同时间段码头规定运行的车架的型号也不同。而码头提取和归还集装箱采用双预约制度(dual transaction),司机必须要等到与车架匹配的集装箱提取时,再去赴约完成归还和提取,等待会耽误大量时间,进一步降低港口处理效率。

图表29: 洛杉矶-长滩港的集装箱运输车架的占用率达到 90%的高位



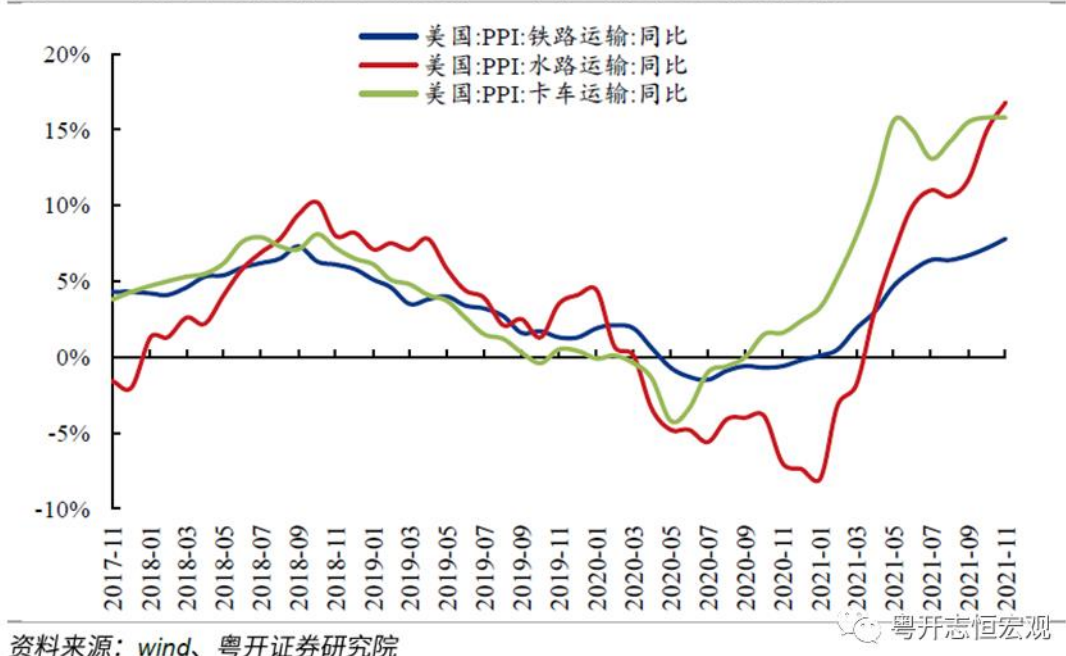
资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

四是卡车运力和卡车工人不足。美国加州是民主党深蓝州,对环保议题的立场较为激进,对港口运行的拖车、卡车环保要求高。有关规定禁止高排放的老旧卡车

进入港口运输，再度人为降低了码头运力。根据洛杉矶港执行董事披露，2021年洛杉矶港的集装箱总量比2020年增长了30%，但卡车运力只增长了8%。美国货车运输协会称，美国卡车司机当前缺口高达8万人。运力不足使得卡车运输价格快速上行，11月，美国卡车运输PPI同比15.8%，创历史新高。

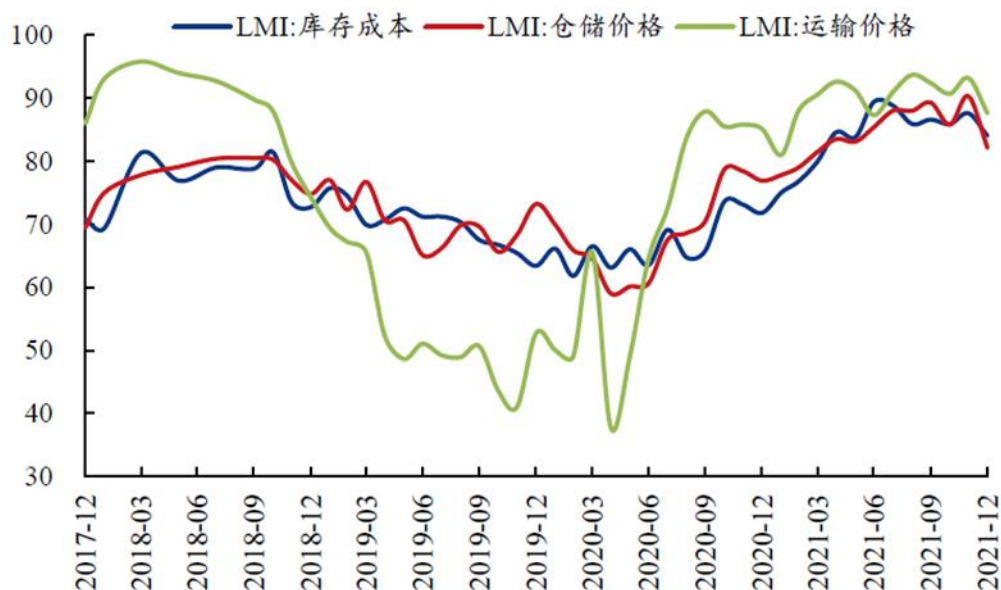
图表30：美国水路运输、卡车运输PPI同比增速高于铁路运输



五是劳资纠纷持续干扰港口运转效率。早在2014年，美国港口就爆发过持续性的拥堵，洛杉矶港、长滩港平均滞留时间大幅抬升。代表码头工人利益的国家码头仓储工会ILWU，与其雇主太平洋海运协会PMA，历经多轮谈判无果直接导致港口作业延误。直至2015年2月，前总统奥巴马派出谈判特使斡旋，双方达成妥协合同有效期6年，港口运转恢复正常。2021年，双方就续约问题再度陷入僵持。本轮劳资纠纷争议焦点在于码头的自动化进程。目前洛杉矶港、长滩港仅各有1个全自动化码头。工会要求协议约定，2023年之前都不能新增港口自动化项目，但这将制约港口的现代化发展。2022年双方的谈判注定是场激烈的拉锯战，劳资纠纷还将干扰港口秩序的恢复。

拥堵问题短期难以解决，或将持续到2022全年。目前拜登政府已经成立了“供应链中断行动小组”，采取了一系列措施。一是积极调动政府力量协调港口各大利益相关方，包括与多方谈判达成了“90天冲刺”计划，推行24/7工作制，增加夜间作业。二是增加卡车运力，加快发放卡车驾照，增加拖运司机的供给。三是推行基建计划，争取企业的支持改建港口设施。但是“冰冻三尺非一日之寒”，美国港口硬件设施与疏运网络体系长期落后，新增运力和新增基建投资生效都需要时间，而由于美国公共设施运营主体的私有制属性，会削弱政府干预的力度。从历史经验来看，美国运价高位运行有一定的持续性。代表美国供应链紧张程度的物流经理人指数LMI显示，仓储价格指数都达到历史最高水平，运输价格指数与历史高点接近，2018年运输指数在顶部运行了一年多后逐渐回落，预计本轮港口拥堵或将持续到2022年底。

图表31：美国物流经理人指数 LMI 筑顶



资料来源：LMI、粤开证券研究院

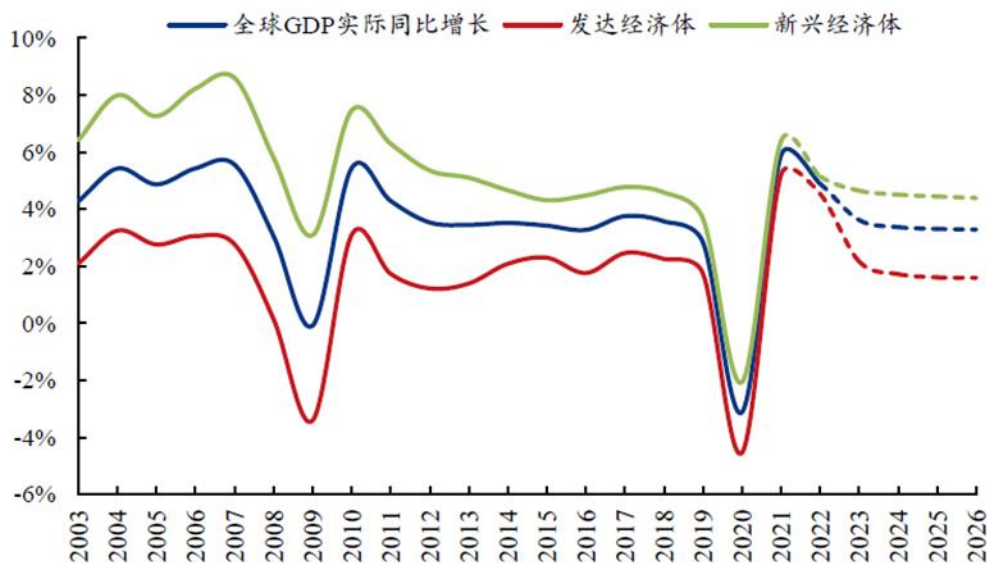
粤开志恒宏观

三、2022 年全球经济与金融市场大势判断

(一) 经济增长：2022 年增速放缓，节奏前高后低，中美引领、其他偏弱

展望 2022 年，发达经济体的疫后复苏将基本达成，全球经济增长将放缓。IMF 预测 2022 年全球经济增速 4.9%，较 2021 年下滑 1 个百分点。疫苗普及差距以及供应链瓶颈，导致各国间的经济增长前景分化。IMF 预计，发达国家经济体的 GDP 有望在 2022 年回归到疫情前水平。相较之下，除中国以外的发展中经济体 GDP 到 2024 年或仍旧较疫情前水平低出 5.5 个百分点。

图表32：2022 年全球经济增速将放缓



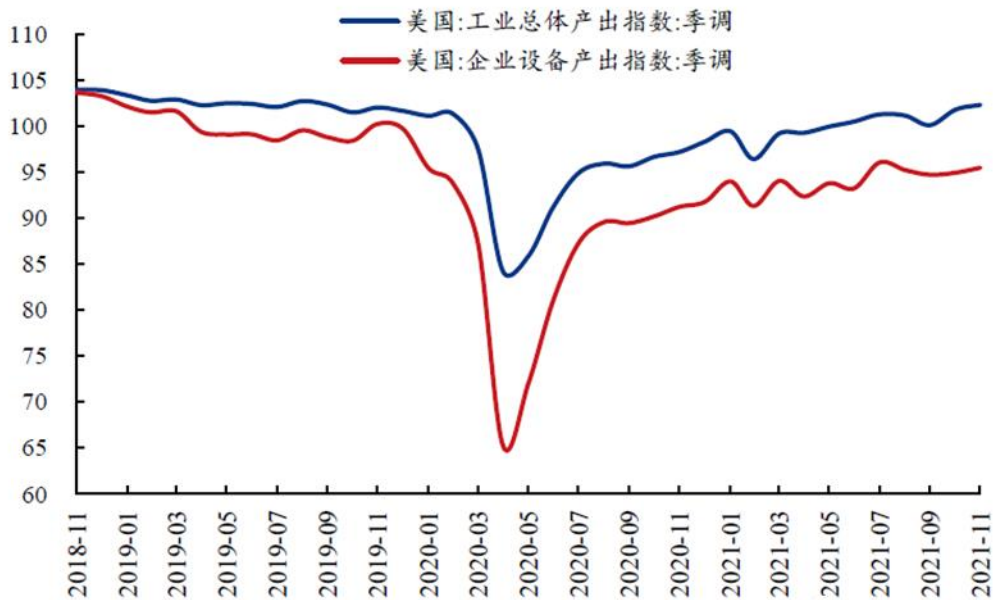
资料来源：IMF、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

目前中美相继完成复苏周期，后续韧性可能还将引领全球增长。2022年美国在繁荣的定点之后面临再平衡，仍具有一定的韧性。供给瓶颈的缓解，也需要基建投资、设备投资发力，2022年基建、制造业投资可能接力消费，成为美国经济增长的动力。而2022年中国稳增长宽信用的发力，缓解需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。

美国机械设备类工业产出和库存投资有较大提升空间，2022年资本开支提速或成为最大亮点。从工业产出和库存角度来看，当前美国工业产出整体基本接近疫情前水平，但是设备类的投资依然大幅落后，并且差距尚未收窄。从库存角度看，美国机械设备补库存依然慢于整体，未来仍有较大的提升空间。另一方面，疫情以来的货币宽松，企业从金融市场融资扩张了资产负债表，账面现金充裕，创出历史新高。未来美国、英国、德国非金融企业可能将迎来新一轮资本开支的周期。

图表33：企业设备类工业产出距疫情前还有较大差距



资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

图表34：机械设备类补库存相对滞后

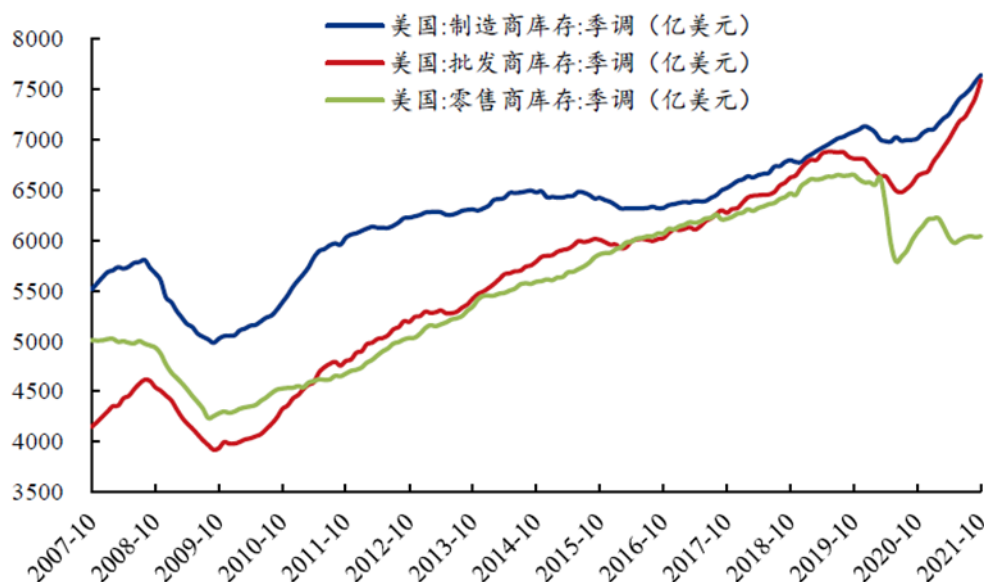


资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

美国商品消费需求降温，补库存还将在 2022 年上半年延续。一方面，在财政刺激缺位和超额储蓄高位回落的背景下，当美国商品消费已经明显降温，特别是房地产和耐用品消费已从高位回落，当然绝对水平依然强劲。另一方面，补库存还有动能。当前制造商和批发商的名义库存都已回到疫情前趋势线，但终端零售库存依然偏低，因此从补库角度还将延续一段时间。

图表35：美国终端零售商库存大幅落后于与制造商和批发商



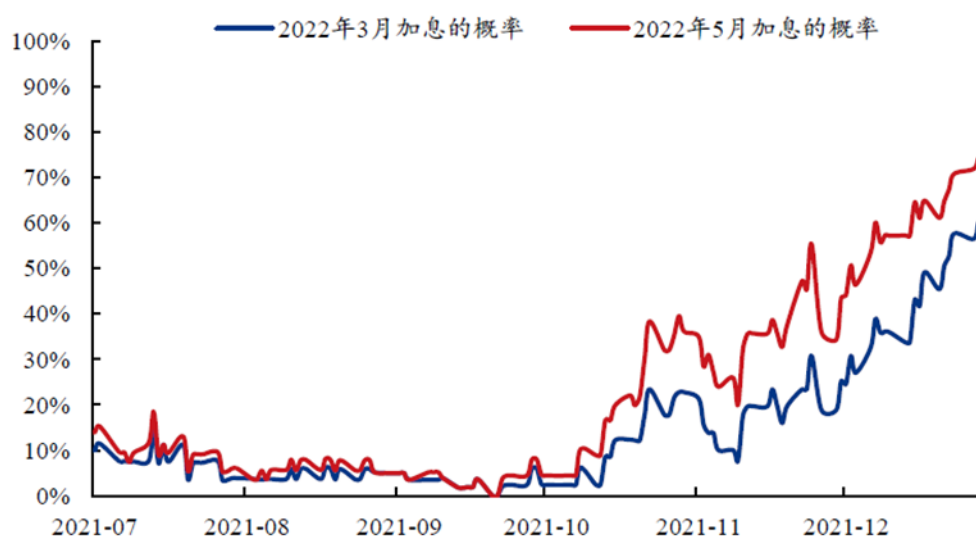
资料来源: wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

(二) 财政货币政策：加息周期开启，财政支出预期转弱

美联储货币收紧节奏可能加快，原因不仅仅在于短期的通胀压力，更在于中长期要恢复正常的货币政策空间。短期而言，美国 11 月个人消费支出价格指数 PCE 同比增长 5.7%，创 1982 年 6 月以来新高。一旦出现通胀高企持续、就业率虽未达目标而通胀预期锚定脱钩风险加剧的情况，美联储可能在 2022 年提前加息。长期而言，美联储还要未雨绸缪，防范金融投机与资产泡沫风险，避免政策“托底”转变为“拖累”。并且，美联储已经开始讨论缩表的条件和时机，货币正常化或将提速。从历史上来看，美联储进入货币政策紧缩周期后，新兴市场与发展中国家都会面临短期资本大量外流、本币汇率面临贬值压力、国内风险资产价格下跌、本国经济增速放缓的不利冲击。

图表36：美联储 2022 年 3 月或 5 月加息的概率均快速上升



资料来源：CME、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

相比美联储，欧央行收紧货币政策节奏偏慢。欧央行紧急抗疫购买计划（PEPP）正在逐步放缓，但欧央行原本的资产购买计划（APP）仍将继续。尽管面临能源价格高企带来的通胀压力，考虑到欧元区本轮复苏弹性弱于美国，工业生产受到供给的制约较强，欧央行的加息时点很可能会大幅滞后于美联储。如果欧元区 2022 年能源供应安全性大幅提升，可能加快短期经济动能，会导致短期加息的预期的升温。

2022 年海外主要经济体面临政治周期更迭，财政刺激的预期逐渐消退。

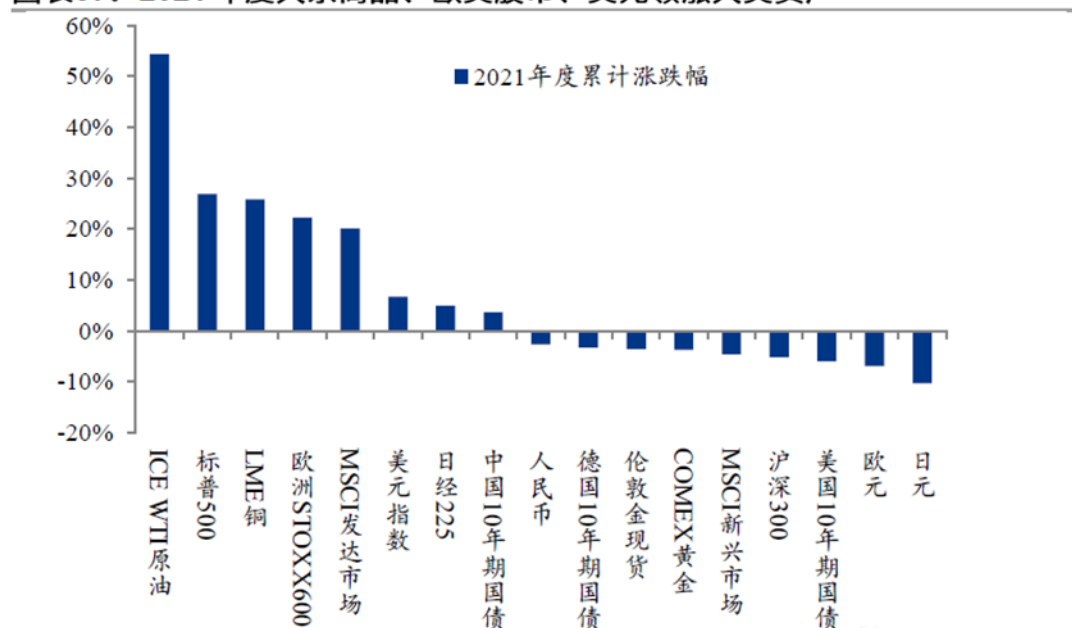
2022 年美国中期选举，国内政治压力加剧，或将导致财政加码不及预期。拜登的重建美好法案从最初的 3.5 万亿美元大幅缩减到 1.75 万亿美元，当前仍未能 在民主党内达成一致。尽管国会将联邦政府债务上限调高 2.5 万亿美元，避免了短期债务违约的风险。但中长期来看，高赤字高债务透支美元信用，而财政赤字货币化则助推了高通胀，美国财政刺激进一步加码的空间减小。借鉴历史经验，在总统支持率较低的情况下，拜登的民主党面临丢失国会席位的风险大。若中期选举后民主党失去参议院控制权，财政对经济增长支持力度将进一步减弱。

2022年德国迎来新政府执政第一年，三党联合组阁后的财政基调更加保守，避免加税和大规模支出。新政府将加速新能源投资，包括2045年实现碳中和目标，而同时对传统能源中天然气投资较为重视。

（三）金融市场：发达市场再平衡，新兴市场有风险

脆弱的供给与流动性宽松是2021年大类资产的核心逻辑，大宗商品、欧美股市、美元领涨。减碳限产的供给冲击则推动大宗商品大涨。美国财政货币刺激引领发达市场经济复苏，欧美股市整体涨幅居前。而中国以外的新兴市场反复受到疫情冲击，经济周期与政策周期均落后于发达市场，股票表现落后。汇率方面，经济复苏与美联储Taper预期带动强美元，人民币汇率则受到强劲出口支撑。

图表37：2021年度大宗商品、欧美股市、美元领涨大类资产

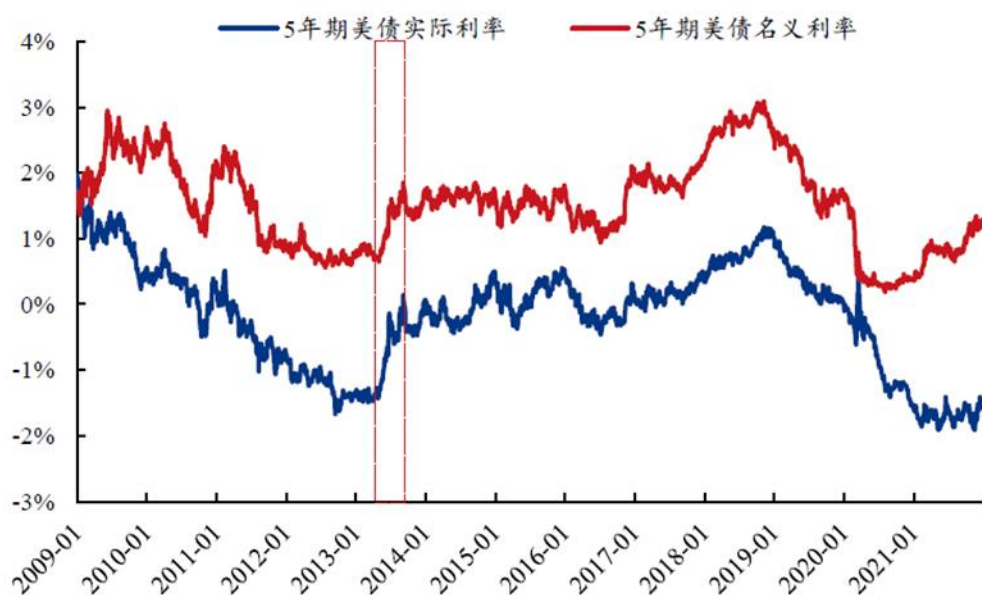


资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

2022年全球面临增长回落和加息周期，警惕两重风险。一是流动收紧后风险偏好下行，带来股债再平衡。债券收益率曲线平坦化，期限溢价收窄导致短端利率上行高于长端利率；股市估值整体承压，估值偏离盈利增速幅度高的板块面临的压力更大。二是警惕实际利率上行的风险，美元的超预期走强带来资本回流美国的压力。目前美联储宣布Taper将于2022年3月结束，英国央行已经率先加息，而欧盟、日本的货币收紧路径则较为缓慢。鉴于疫情后美国实际利率已降历史低位，2022年流动性投放从放缓到收紧可能引发实际利率的中枢抬升，美元的持续走强将使得经济增长基本面落后的市场，面临更大的资本流出压力，或将重现2013年金融市场Taper恐慌的风险。

图表38：实际利率处于历史低位，警惕上行风险

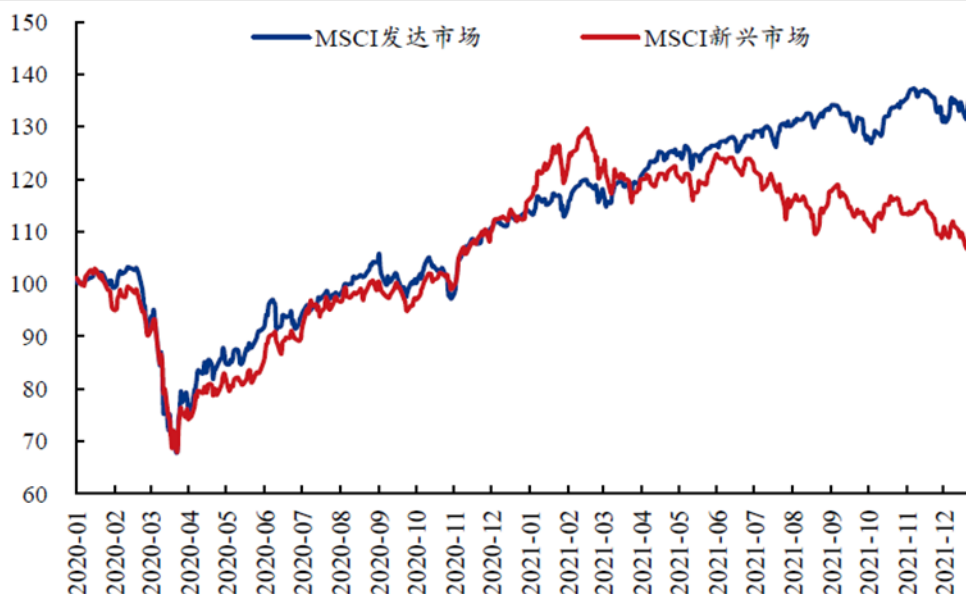


资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

2022年，增长周期与政策周期错位或将压制新兴市场股市进一步走弱。2021年全球股市表现整体向上，但是发达市场与新兴市场分化，反映了疫情不对称冲击下经济增长的差距。自2021年2月见顶以来，MSCI新兴市场指数一直处于明显的中期下行趋势。2022年，受美国实际收益率上升和美元走强的压力，新兴市场整体承压。但疫苗接种快且复苏预期较强的市场如越南，增长周期或将对冲一部分政策周期的外部压力。

图表39：发达市场与新兴市场股指表现分化



资料来源：wind、粤开证券研究院

粤开志恒宏观

2022年疫情与内外债务压力严峻的新兴市场风险较大。新兴经济体医疗资源较弱，疫苗接种水平明显落后于发达国家，疫情对经济的影响更为持久。当前新兴

经济体经济恢复尚不充分，同时，受制于高通胀压力，以及欧美国家收紧货币政策后面临的资本外流引发的潜在金融市场风险，债务压力较大的新兴市场如土耳其、俄罗斯、巴西已经提前开启加息周期。