

# 宏观经济指标和经济运行分析

人保资产投资研究部

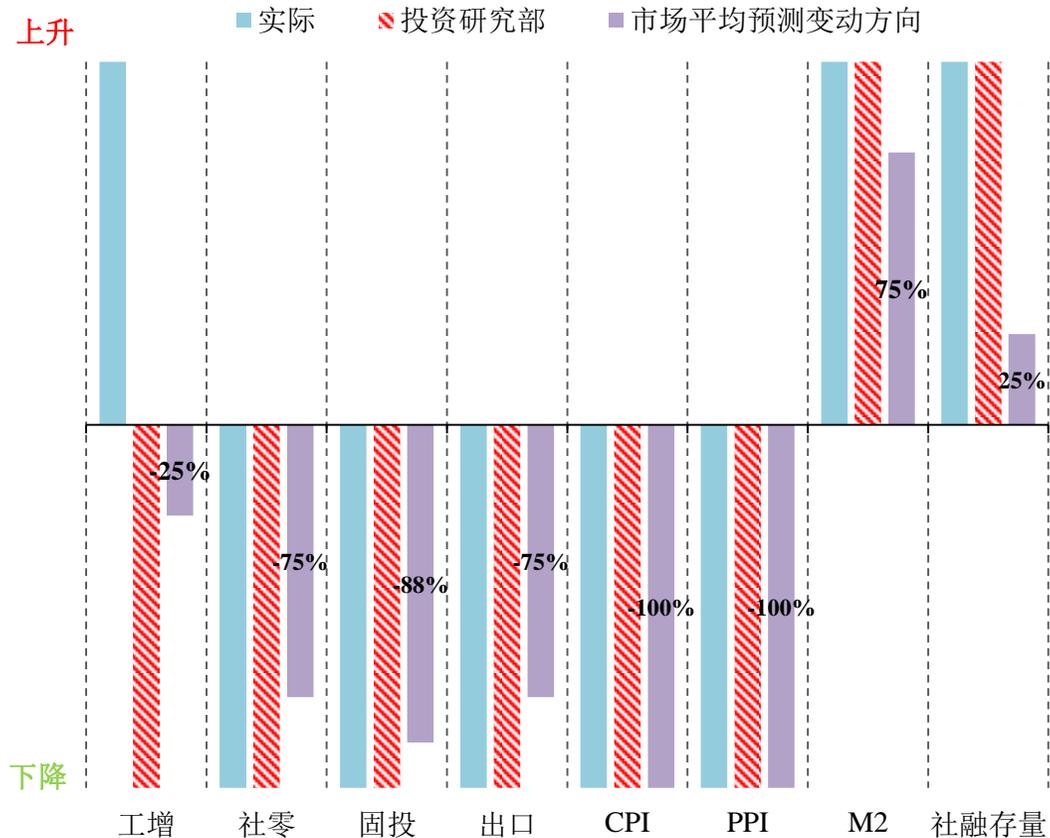
2022年1月21日

# 宏观经济指标预判基本符合实际经济运行

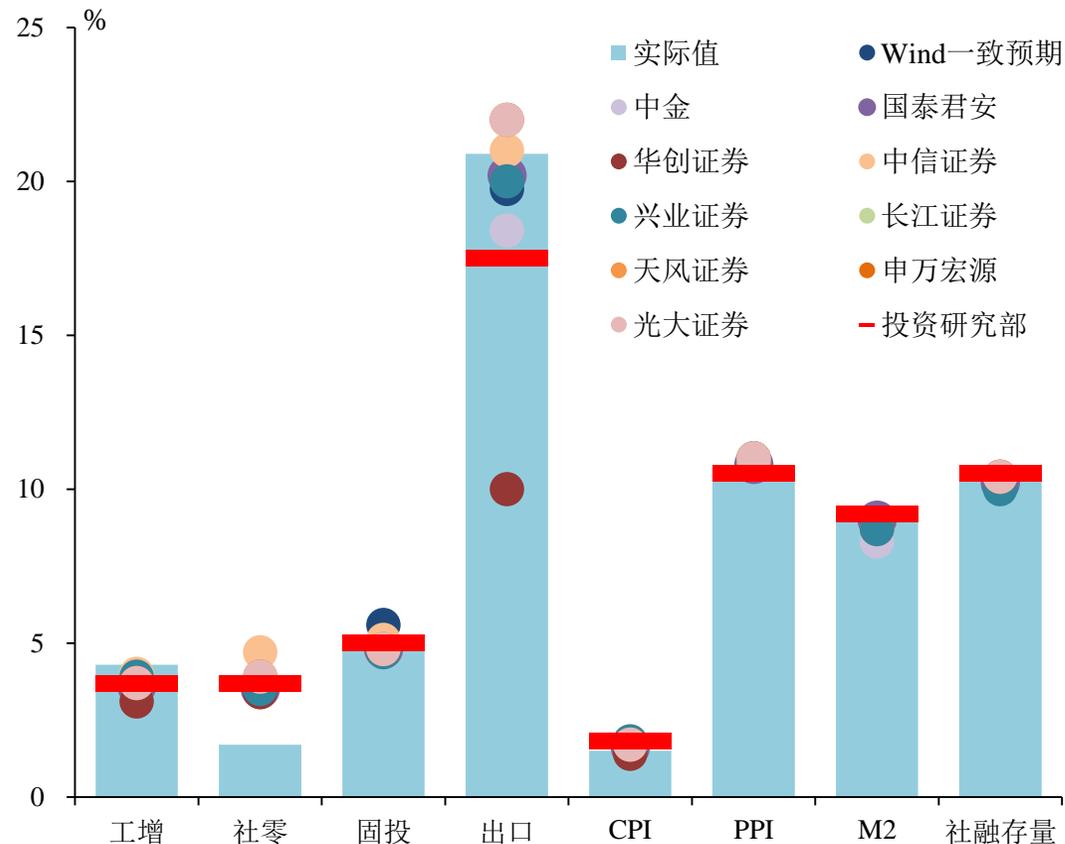


- ◆ 投资研究部准确预测了大部分主要经济指标的变动方向，好于市场主流机构
- ◆ 对于社零的超预期下滑，投资研究部的预测好于多数券商

主要经济指标环比变动方向



投资研究部与主流券商12月主要经济指标预期情况对标



数据来源：Wind、人保资产投资研究部

# 宏观经济与总量指标监测表



		环比变动	两年复合当月同比增速/当月同比增速				2019年同期	过去5年历史分位数	21年同期当月同比	趋势	
			2021-12	2021-11	2021-10	2021-09					
总量	GDP(实际)	0.3	5.2			4.9	5.8	52.1%	4.0		
	GDP(名义)	-0.15	8.0			8.6	9.6	54.5%	9.4		
消费	社会零售总额	-1.3	3.1	4.4	4.6	3.8	1.5	40.5%	1.7		
投资	固定资产投资	0.4	3.9	3.6	3.4	2.8	4.3	48.3%	2.0		
	主要分项	地产	-5.7	-2.6	3.1	3.0	3.9	6.2	1.6%	-13.2	
		制造业	-0.2	11.0	11.2	6.9	6.4	6.1	82.1%	11.8	
		基建	4.9	4.0	-0.9	1.1	0.0	0.0	60.7%	3.8	
	基建(不含电力)	-0.2	-0.3	-0.1	0.9	-1.8	-1.7	35.2%	-0.6		
贸易	出口(美元计)	-1.8	19.5	21.3	18.7	18.4	17.0	83.3%	20.9		
	进口(美元计)	-4.0	13.4	17.3	12.4	15.5	14.4	71.2%	19.5		
金融	社融存量规模	0.2	10.3	10.1	10.0	10.0	10.3	7.1%			
	M1	0.5	3.5	3.0	2.8	3.7	4.2	22.7%			
	M2	0.5	9.0	8.5	8.7	8.3	8.2	45.7%			
工业	工业增加值	0.4	5.8	5.4	5.2	5.0	5.4	56.3%	4.3		
	发电量	-0.1	3.3	3.4	3.8	5.1	3.4	32.8%	-2.1		
服务业	服务业生产指数	-0.2	5.3	5.5	5.6	5.3	4.4	43.5%	3.0		
价格	CPI	-0.8	1.5	2.3	1.5	0.7	0.8	24.4%			
	PPI	-2.6	10.3	12.9	13.5	10.7	9.5	99.98%			
景气	PMI	0.2	50.3	50.1	49.2	49.6	50.1	51.3%			
	主要分项	PMI生产	-0.6	51.4	52.0	48.4	49.5	50.9	45.1%		
		PMI新订单	0.3	49.7	49.4	48.8	49.3	49.6	38.3%		
		PMI出口	-0.4	48.1	48.5	46.6	46.2	46.7	58.8%		
		PMI进口	0.1	48.2	48.1	47.5	46.8	48.3	51.2%		
		PMI库存	0.6	48.5	47.9	46.3	47.2	47.7	94.1%		
	建筑业PMI	-2.8	56.3	59.1	56.9	57.5	60.5	33.2%			
服务业PMI	0.9	52.0	51.1	51.6	52.4	45.2	44.6%				
就业	城镇调查失业率	0.1	5.1	5.0	4.9	4.9	5.1	35.4%			

- 注: 1. 消费、投资、贸易、工业、服务业等指标为两年复合同比增速  
 2. 金融、价格、就业指标为当年同比增速  
 3. 景气指标为当期值  
 4. 投资类指标的当月增速为投资研究部自行测算  
 5. 贸易指标为海关总署新闻公告数据  
 6. 调查失业率2018年公布, 故而为18-19年均值  
 7. 环比变动是指最近两期同比增速或复合同比增速之差, 景气指标则为两期值之差  
 8. 数据条绿色代表下降, 红色代表上升  
 9. 历史分位数计算假设服从正态分布  
 10. 单元格色阶红色代表高, 蓝色代表低

数据来源: Wind、人保资产投资研究部

# 目 录

01

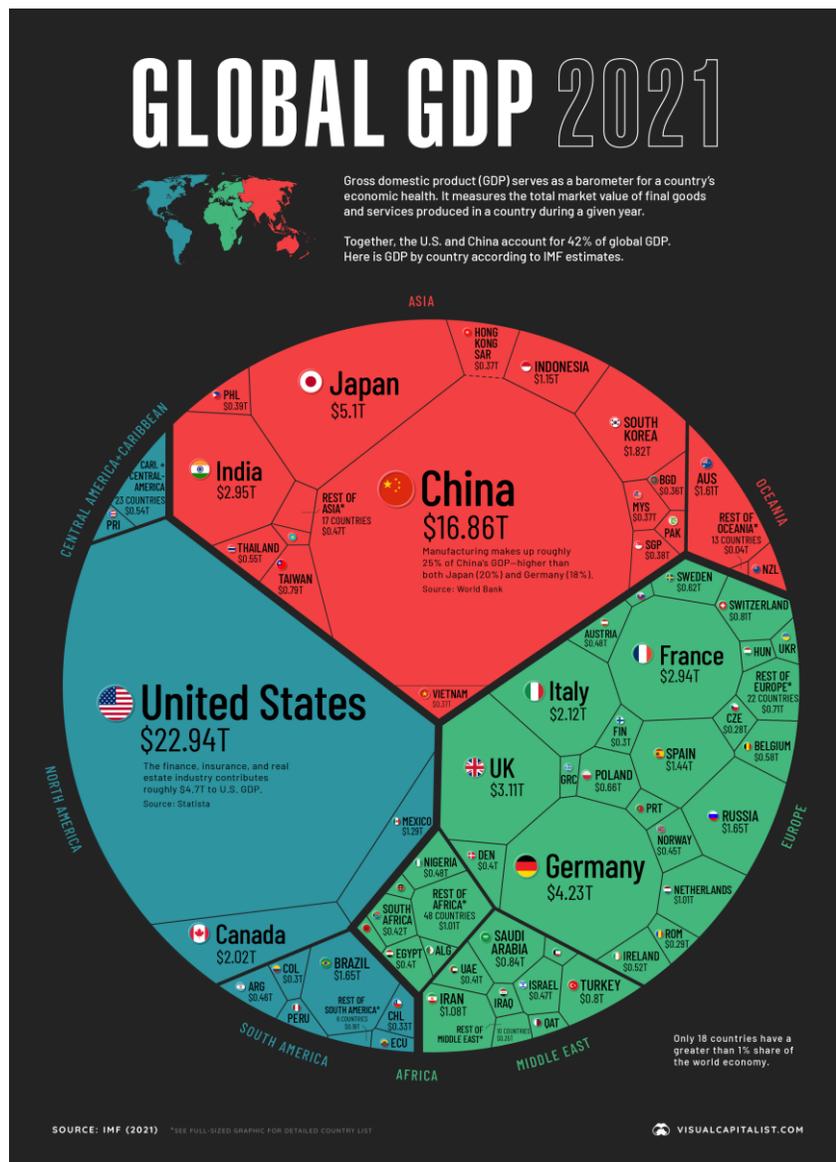
2021年中国  
经济年报

02

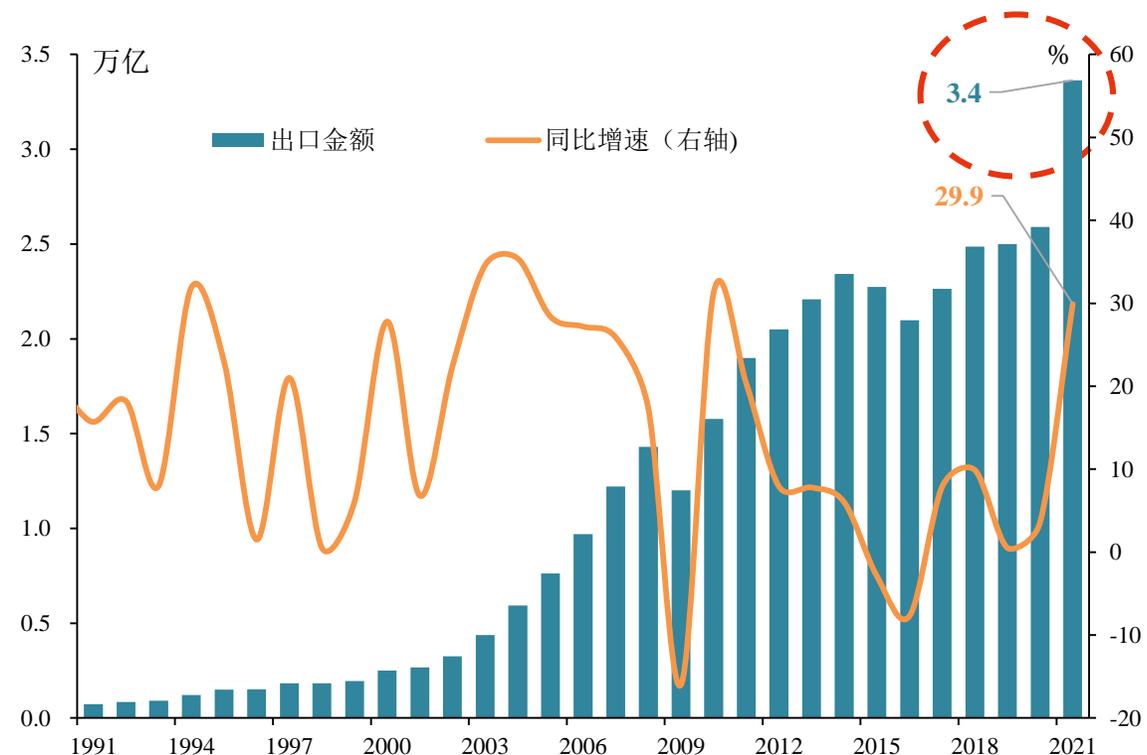
经济下行压力  
与对冲手段

03

大势研判



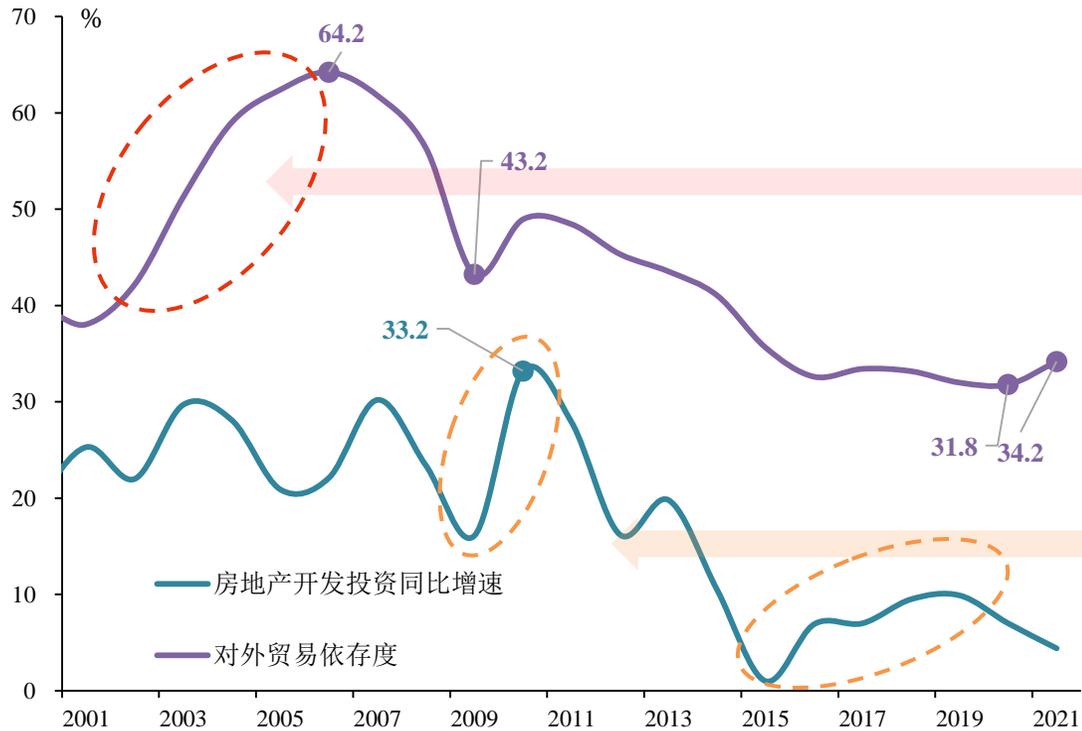
2021年我国出口金额首次超过3万亿美元，同比增速高达29.9%，成为拉动经济主引擎



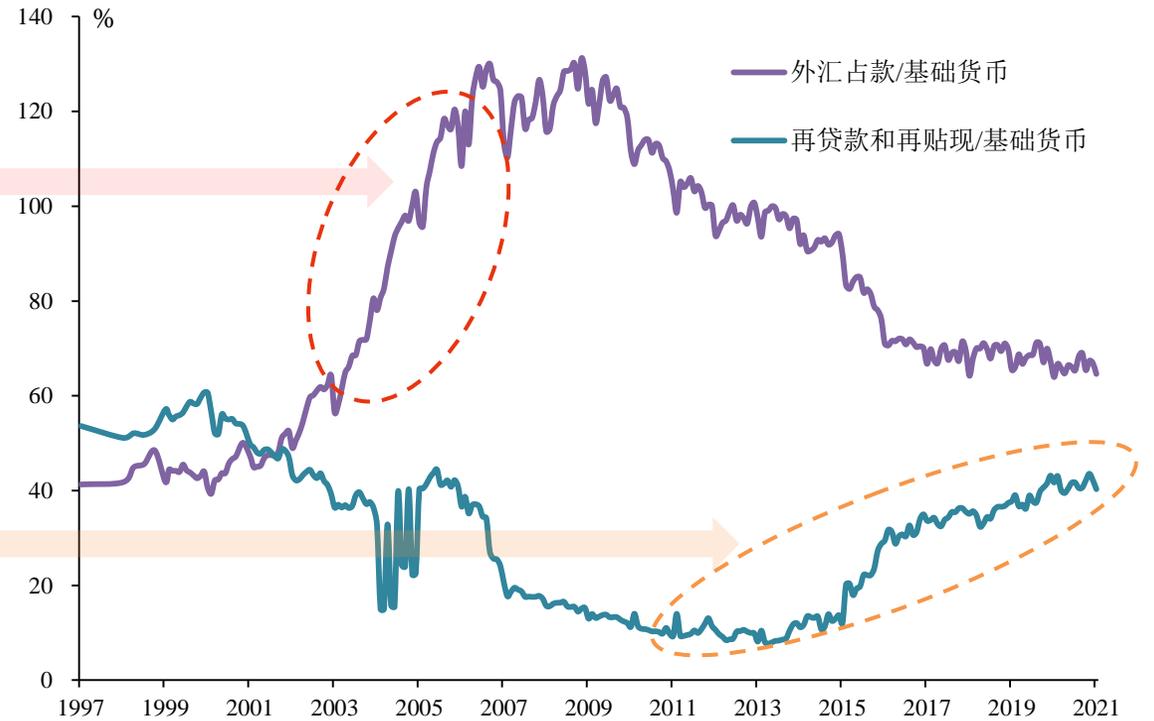
# 过去二十余年中国经济增长依靠“出口+地产”的双轮驱动

- ◆ 2001年中国加入WTO后，对外贸易成为驱动经济增长的主引擎，美元资本巨量涌入中国，带来经济的高速发展，2006年对外贸易依存度甚至达到创纪录的64.2%，2008年金融危机后外需大幅下滑，2009年外贸依存度回落至43.2%，为了应当冲击，地产投资大幅提升，2010年地产投资甚至高达33.2%，成为接棒对外贸易的驱动产业。
- ◆ 与贸易产业链相关的外汇占款/基础货币在加入WTO后快速上升（人民币外部锚），危机后与地产产业链相关的再贷款和再贴现/基础货币开始快速上升（人民币内部锚）

出口和房地产为中国经济增长的主引擎



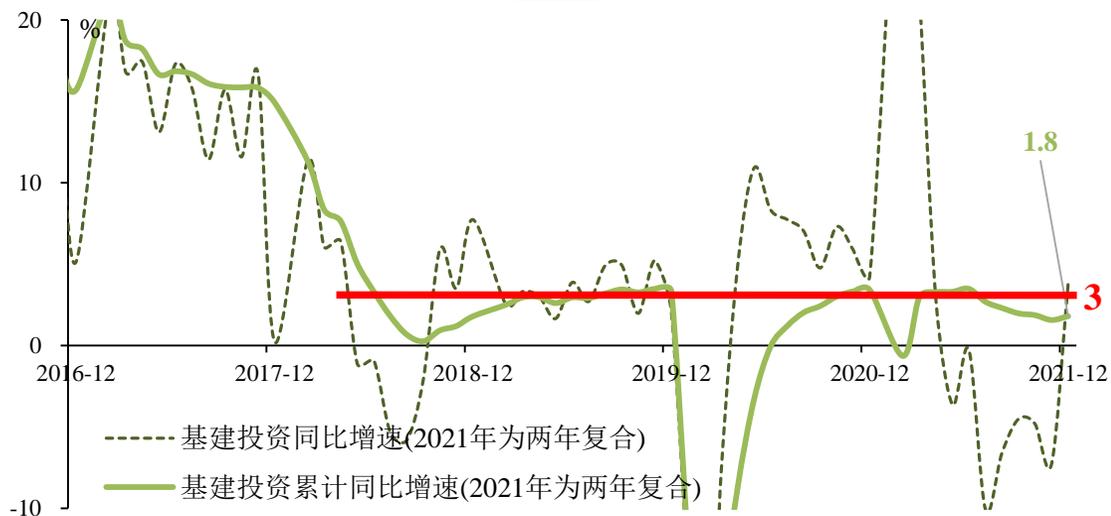
出口创汇的美元资本+地产链创造信用的成为人民币的信用根基



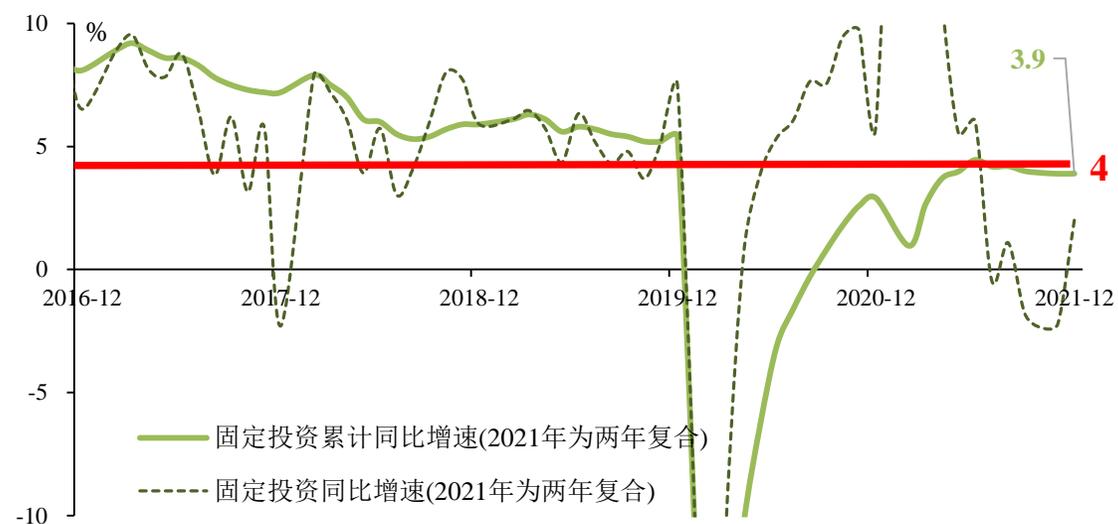
# 当前中国经济面临“保卫三四五六七八九十宏观临界”



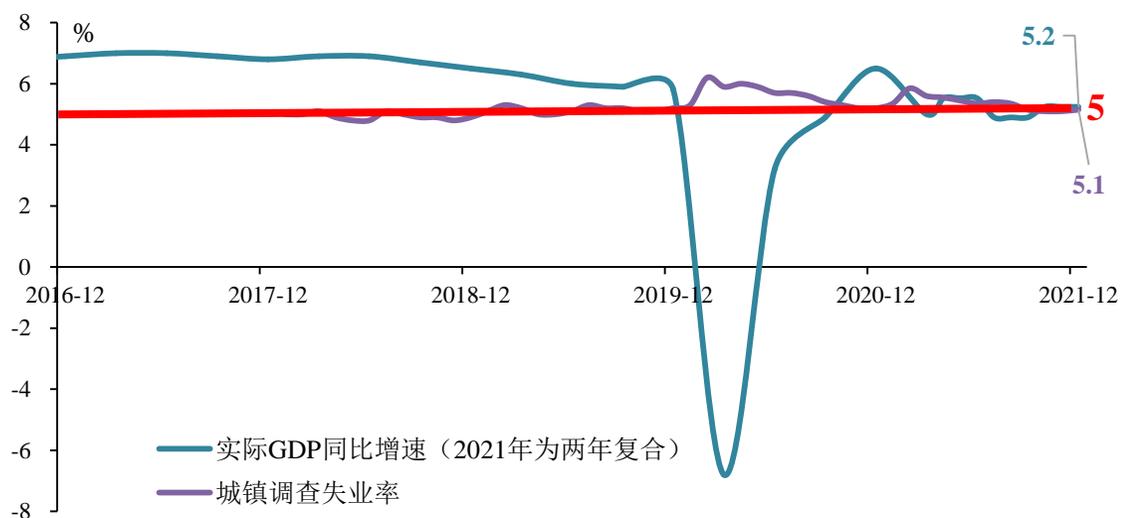
### 基建投资增速跌破2018年以来3%的中枢



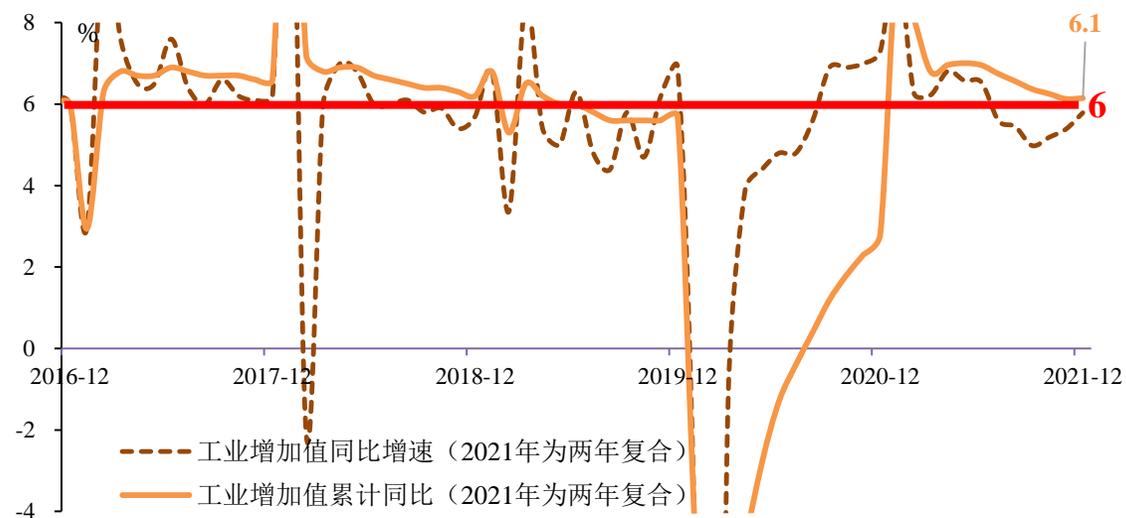
### 固定资产投资增速累计同比接近4%左右，低于疫情前中枢



### 实际GDP增速和失业率维持在5%左右



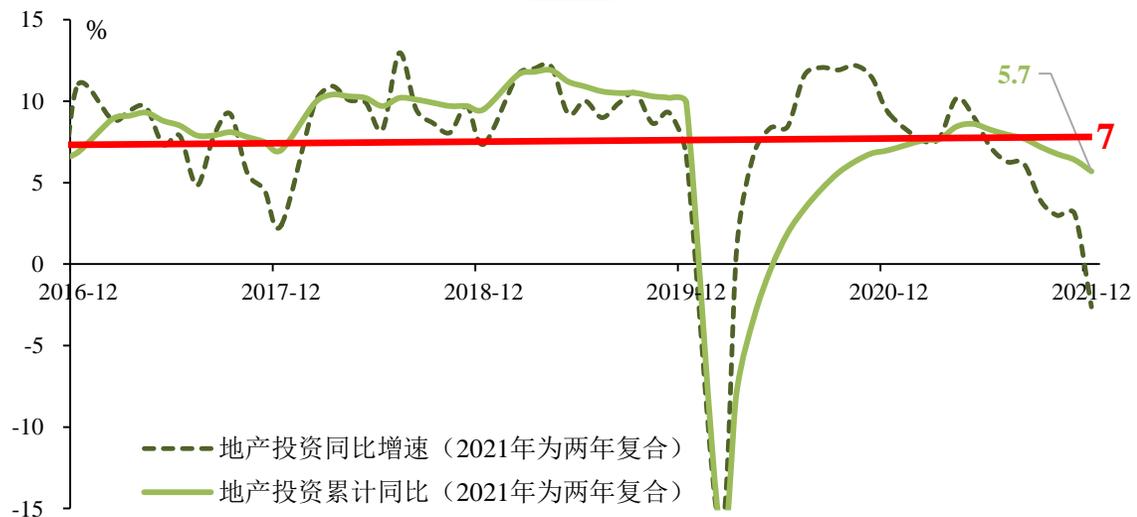
### 工业增加值增速接近6%下限



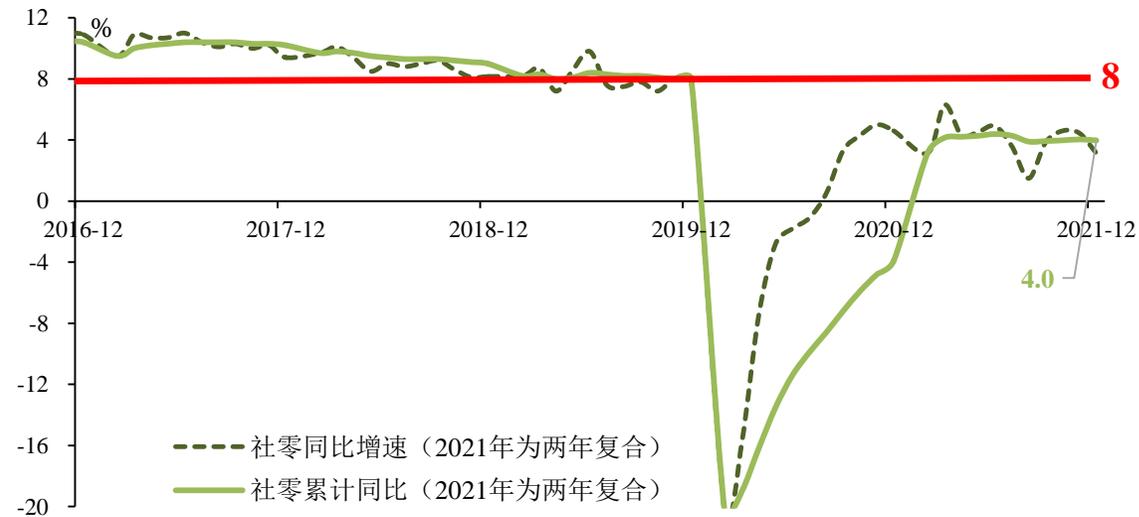
# 当前中国经济面临“保卫三四五六七八九十宏观临界”



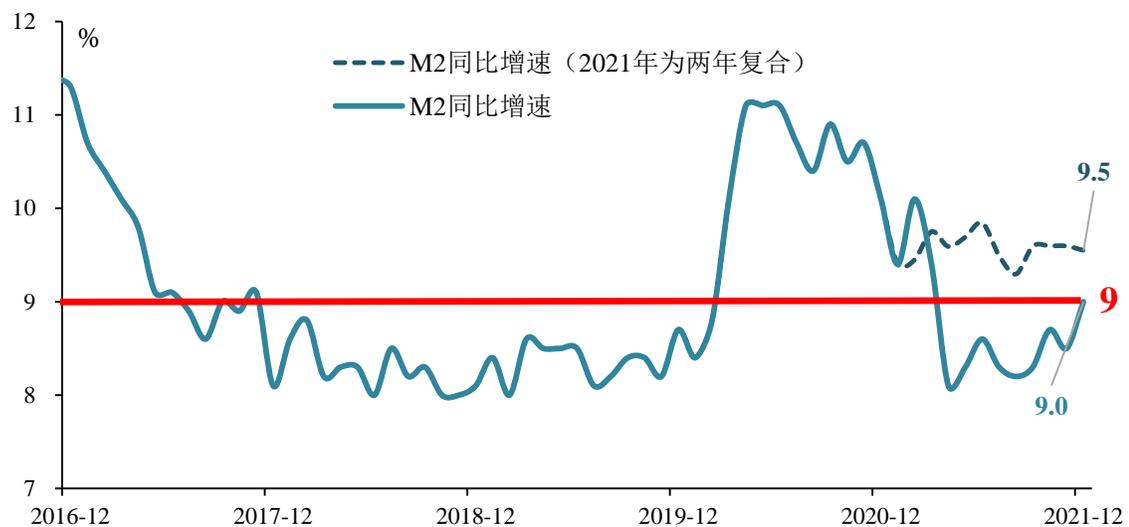
### 地产投资增速跌破近五年来7%的中枢



### 社零增速跌破疫情前8%的中枢



### M2维持9%的疫情前增速中枢



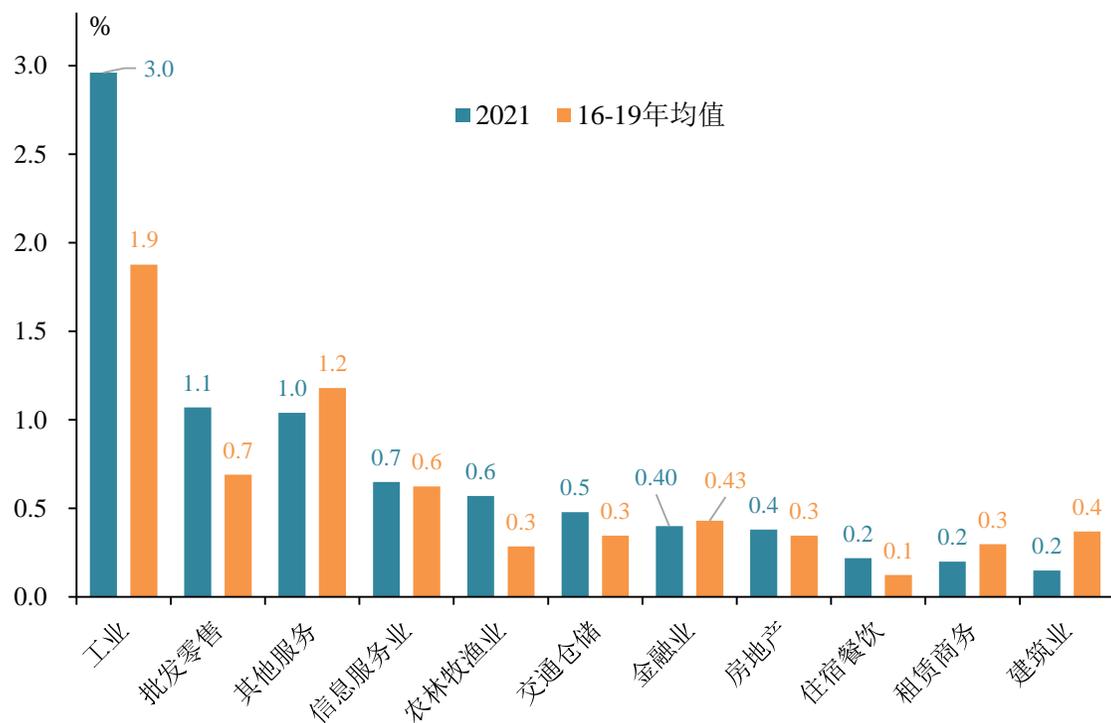
### 社融维持10%的疫情前增速中枢



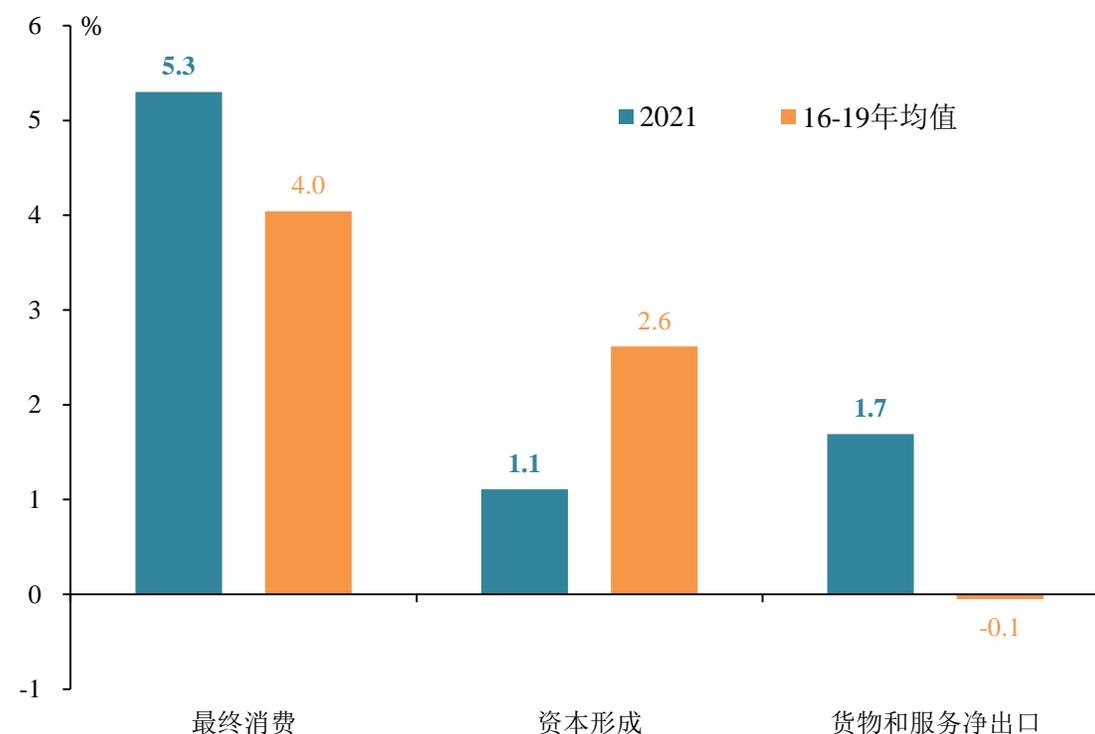
数据来源: Wind、人保资产投资研究部

- ◆ 2021年我国实际GDP增长8.1%，两年复合同比增长5.1%（统计局初步核算）；四季度实际GDP增长4.0%，较上季度下降0.9个百分点；两年复合同比增长5.2%，较上季度上升0.3个百分点（2020年四季度的高基数效应）
- ◆ 从生产法角度看，工业是主要拉动项；从支出法角度，最终消费和净出口是主要拉动项

### 不同产业对GDP的拉动率



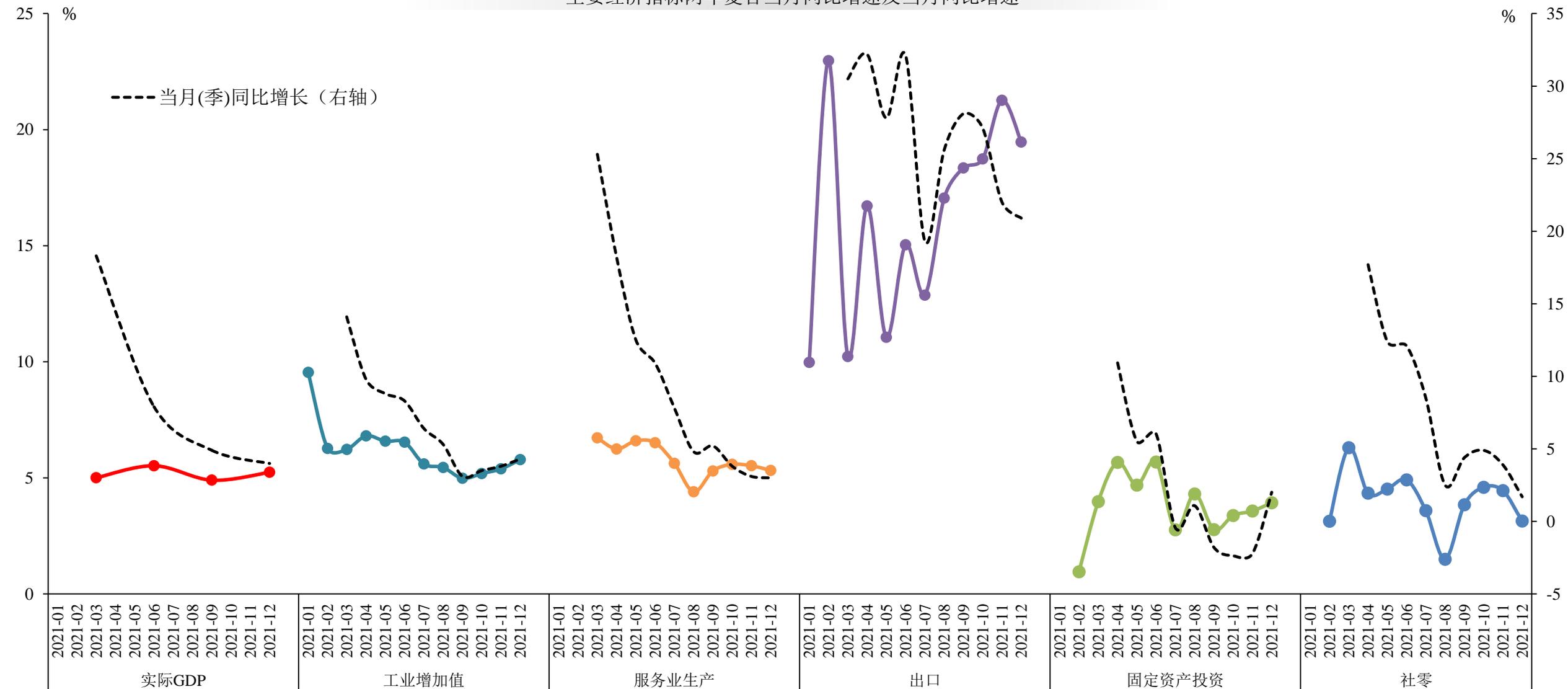
### 三大需求对GDP的拉动率



# 2021年主要经济指标变动趋势



主要经济指标两年复合当月同比增速及当月同比增速

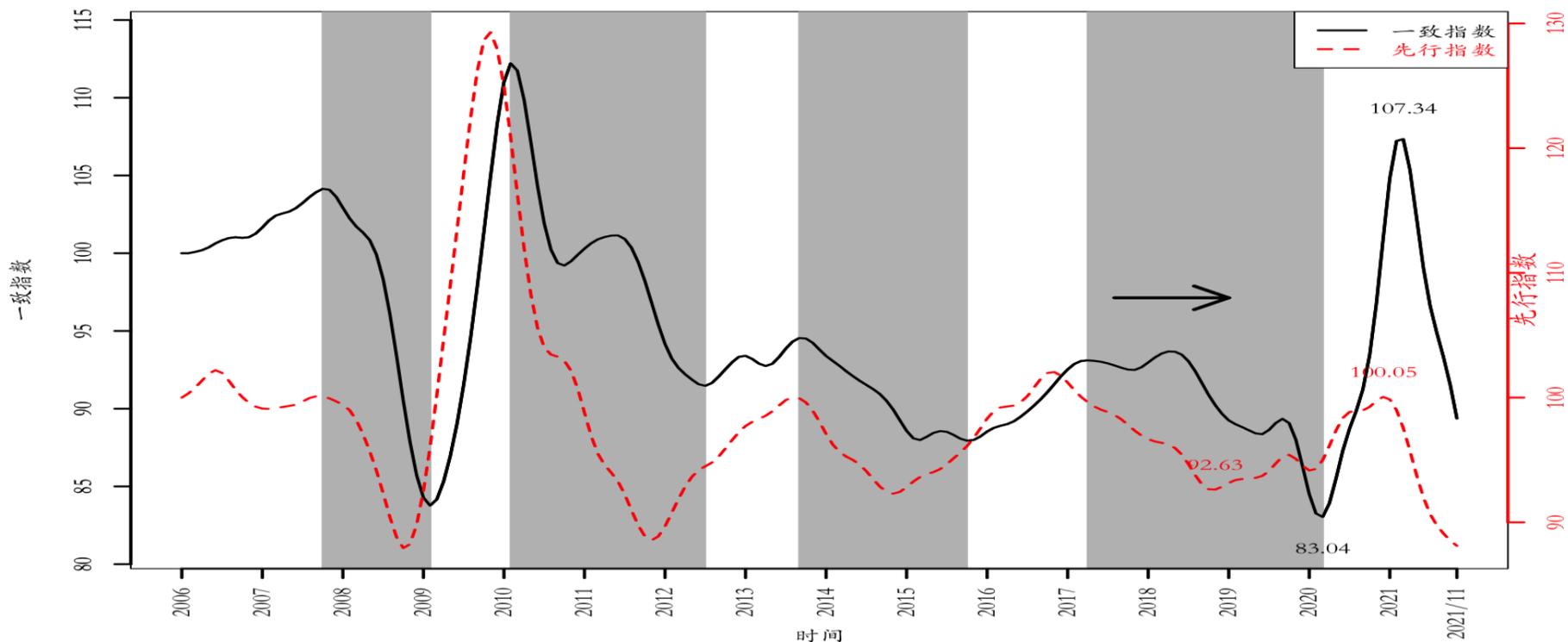


数据来源: Wind、人保资产投资研究部, 注: 固定资产投资增速为投资研究部测算

# 宏观经济景气度模型显示经济景气加速回落

- ◆ 先行指数：高点在2020年12月，持续下行
- ◆ 一致指数：高点在2021年3月，受疫情冲击，本轮反弹力度较大，与2009年“四万亿”相当，目前回落力度也较大

基于新克强指数的一致和先行合成指数



# 月度信号灯：景气水平处于绿灯下沿，11月份综合值为近一年新低



◆ 监测预警信号系统显示近一年以来整体经济呈深“倒V”型走势，当前我国经济景气度位于绿色正常区域下沿，综合判断创近一年来新低，回落速度较快

月度监测预警信号图

指标名称	2020		2021											
	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
工业增加值增速	🟢	🟡	🔴	🔴	🔴	🟡	🟢	🟢	🟢	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡
铁路货运量增速	🟢	🟢	🟡	🔴	🔴	🟡	🟡	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢
工业用电量增速	🟢	🟡	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🟡	🟡	🟡	🟡	🟢	🟢
金融机构中长期贷款余额增速	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢
M2月末数同比增速	🟢	🟢	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡
国家财政收入增速	🟢	🟢	🟢	🟢	🟡	🟡	🟢	🟢	🟢	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡
进口金额增速	🟢	🟢	🟡	🟡	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🟡	🟡	🟡	🟢	🟢
发电量增速	🟢	🟡	🟡	🟡	🟡	🟡	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢
PMI增速	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🟡	🟢	🟢	🟢	🟡	🟡	🟡	🟡
工程机械挖掘机销量增速	🟡	🟡	🟡	🟡	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟡	🟡	🟡	🟡
房屋竣工面积增速	🟢	🟢	🟢	🟡	🟡	🟡	🔴	🔴	🔴	🔴	🟡	🟡	🟢	🟢
工业企业利润总额增速	🟡	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🔴	🟡	🟡	🟢	🟢
工业企业产成品库存增速-逆转	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢
综合判断	🟢	🟢	🟢	🟢	🟡	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢	🟢
	58	65	71	75	77	73	67	63	60	54	44	42	33	

🔴 过冷
🟡 趋冷
🟢 正常
🟡 趋热
🔴 过热

# 目 录

01

2021年中国  
经济年报

02

经济下行压力  
与对冲手段

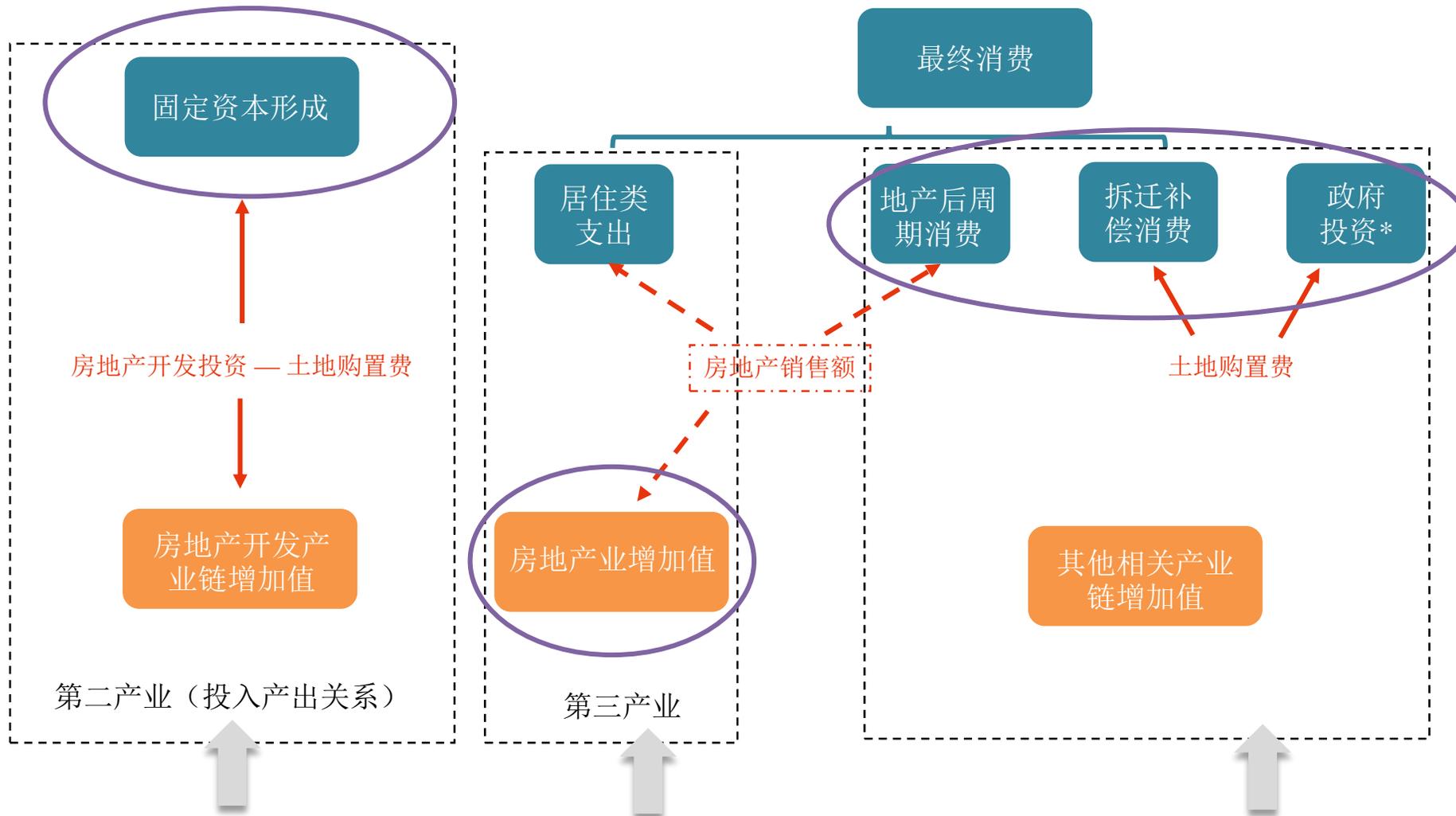
03

大势研判

## 地产经济结构分解

支出法

生产法



房地产经济 = 房地产投资形成的固定资本 (GDP占比8%) + 房地产业生产 (GDP占比6%) + 间接影响 (GDP占比2%+3%)

\*注：政府投资最后通过基建投资等计入固定资本形成

权威文献支撑：许宪春《房地产经济对中国国民经济增长的作用研究》，《中国社会科学》（2015年第一期第一篇论文）

数据来源：人保资产投资研究部

# 2022年房地产投资、销售和土地购置费增速约为1%，-2.5%和0.5%（中性预测）

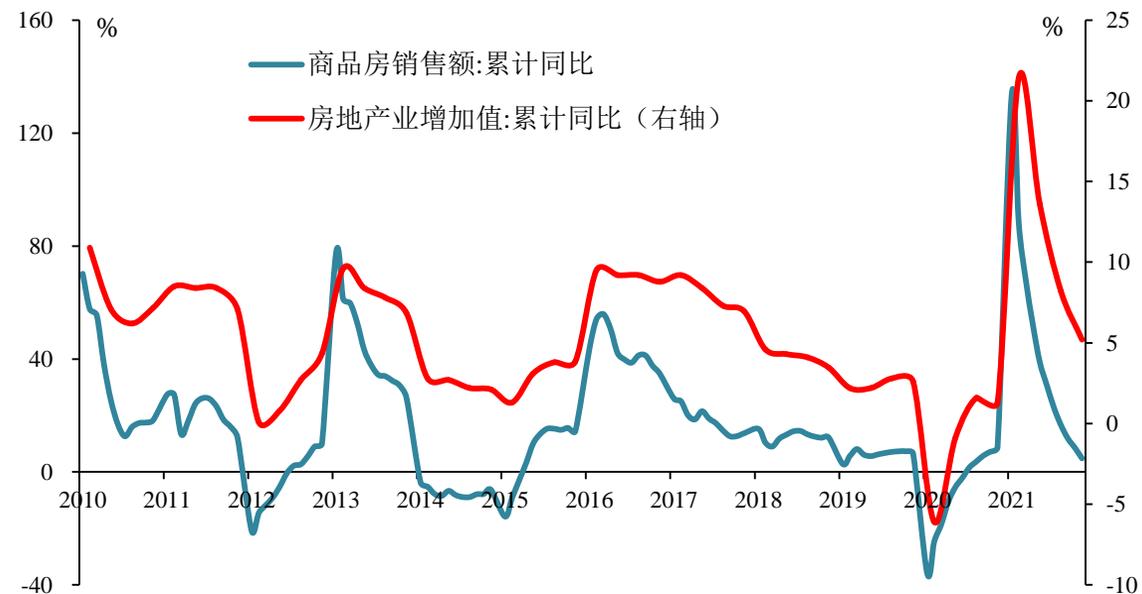


- ◆ 地产商目前基本是“以销定产”的发展模式，2021年销售下行；结合上次下行周期（2018/2019年）的增速低点落在-3.6%；同时我国产业升级转型和维护“房住不炒”底线的决心强烈，目前三四线城市需求也不佳，判断2022年地产销售增速可能落入-5%至0%的区间，中性预测为-2.5%（进一步地，鉴于销售增速÷房地产生产增速为3倍左右，可推测出2022年房地产生产增速位于[-1.67%,0%]区间内）
- ◆ 历史上土地购置费增速的变化滞后土地成交价款增速12个月左右，土地成交款增速2021年呈现先低后高态势，截止2021年12月累计同比已转为正增速，报2.8%；通过ADL模型拟合，2022年土地购置费增速或为-2%到2%，中性预测为0.5%
- ◆ 房地产开发投资≈土地购置费（占比30%）+建安投资（占比70%），建安投资方面，施工大概滞后拍地半年，2021年下半年以来，土地成交面积增速平均维持在-30%左右，且目前已边际改善，在中央经济工作会议明确“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求”，土拍预计将持续改善；同时原材料价格上升或将带动施工成本上升3.5%作用。从而综合来看，2022年房地产投资增速预计为-3%到3%，中性预测为1%

土地购置费增速的变化滞后土地成交价款增速12个月

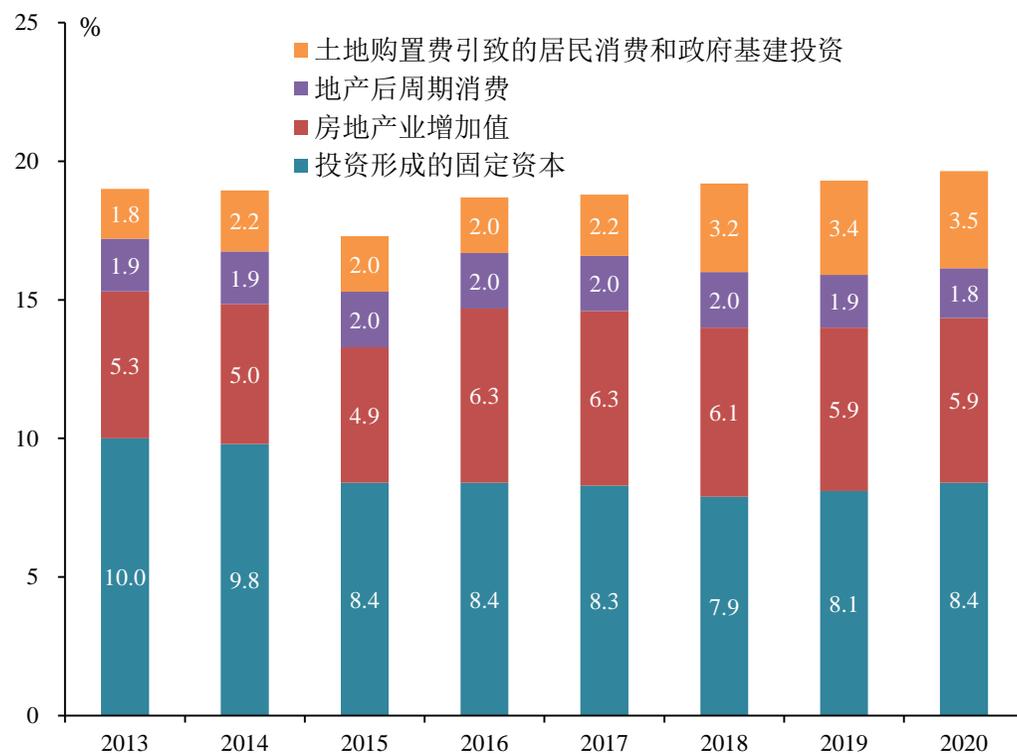


房地产增加值增速与商品房销售额增速密切相关



- ◆ 预计2022年房地产经济对GDP的拉动率约为-0.47%到0.36%，中性预测为0%，相较2021年下降0.76个百分点
- ◆ 中央经济工作会议提出“推进保障性住房建设”，保障性租赁住房针对的是人口净流入城市的新市民、青年人的暂时性住房需求，经测算和梳理各省“十四五”披露的保障房建设计划，预计“十四五”期间将建设1600万套保障房（含棚改），2022年或将建设516万套左右（2021年建设305万套），新增投资约3000亿，影响有限

房地产经济不同结构的GDP占比



2022年房地产经济对GDP增速影响测算（%）

	GDP占比	2021年增速	2022年增速预测值		
			悲观	中性	乐观
房地产投资	8%	4.40	-3.00	1.00	3.00
房地产业生产	6%	5.20	-1.67	-0.83	0.00
房地产销售 (地产后周期)	/ (2%)	4.80	-5.00	-2.50	0.00
土地购置费	3%	0.00	-1.00	0.50	4.00
<b>GDP拉动率</b>		<b>0.76</b>	<b>-0.47</b>	<b>0.00</b>	<b>0.36</b>
<b>较2021年的变动</b>		<b>/</b>	<b>-1.23</b>	<b>-0.76</b>	<b>-0.40</b>

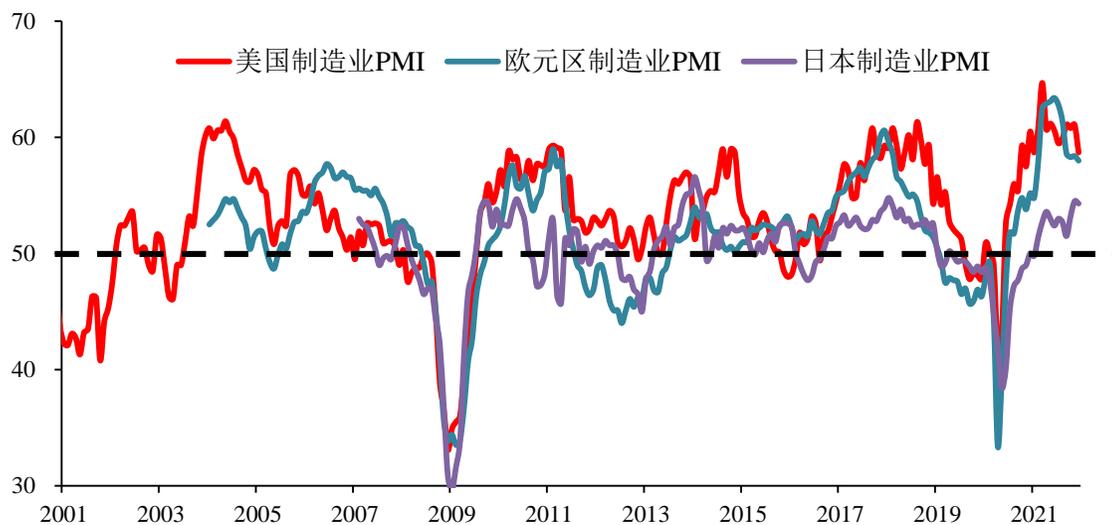
# 下行压力二：出口下行或将导致GDP增速下降约1.2个百分点

- ◆ 美欧日等国制造业扩张周期约为2年，海外需求虽边际下行，但仍维持扩张态势，同时RCEP生效实施，利好出口
- ◆ 2021年疫情多次反复的情况很可能在2022年延续，全球贸易在曲折中复苏，中国产业链仍有相对优势，应会表现出较强的韧性，出口同比增速预计在5-8%
- ◆ 出口放缓，必将拖累工业生产，**2022年工业增加值预计为5%到6%**，考虑到工业生产GDP占比约为30%，**或将导致GDP增速较2021年下降1.2到1.5个百分点**
- ◆ 从支出的角度看，净出口对GDP的拉动率也将逐渐向疫情前回归，**预计2022年对GDP拉动率为0.5%左右**，中性预计下降1.2个百分点

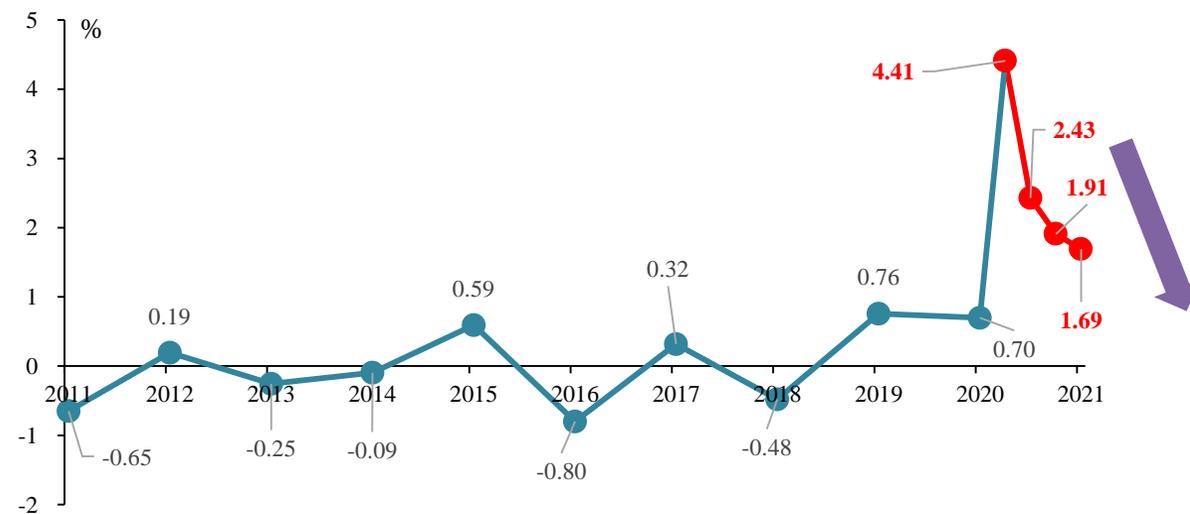
### 出口增速与工业增速密切相关



### 美欧日等国制造业扩张周期约为两年



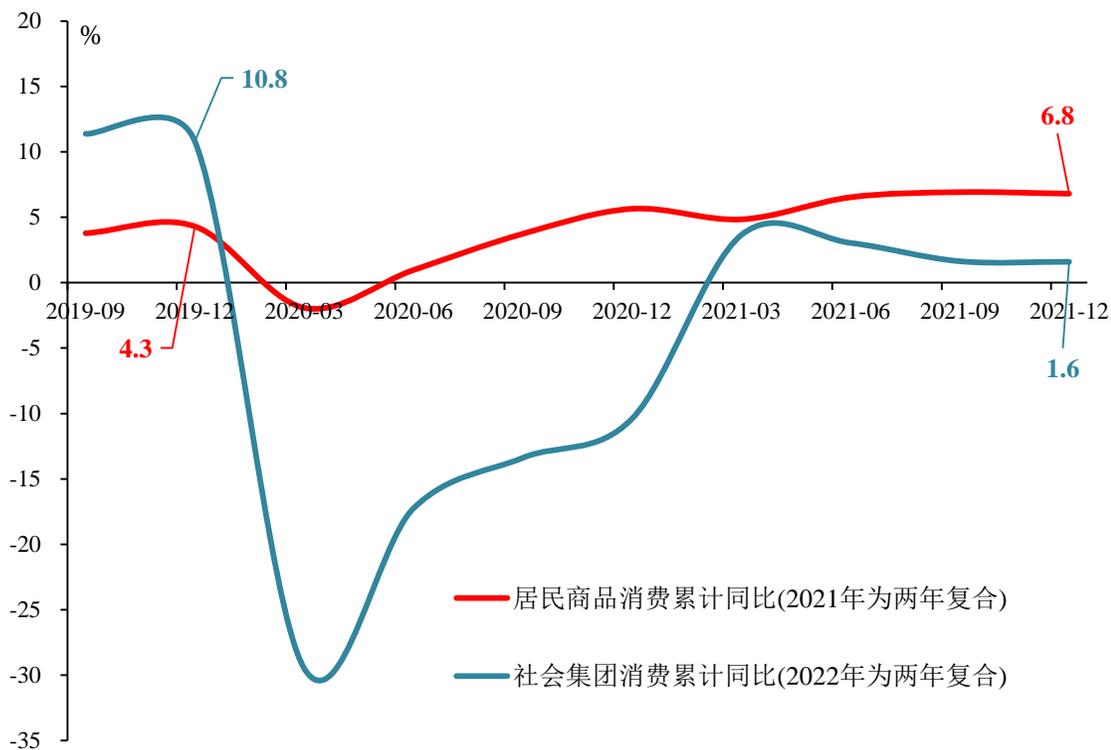
### 净出口对GDP的拉动率将逐渐向疫情前回归



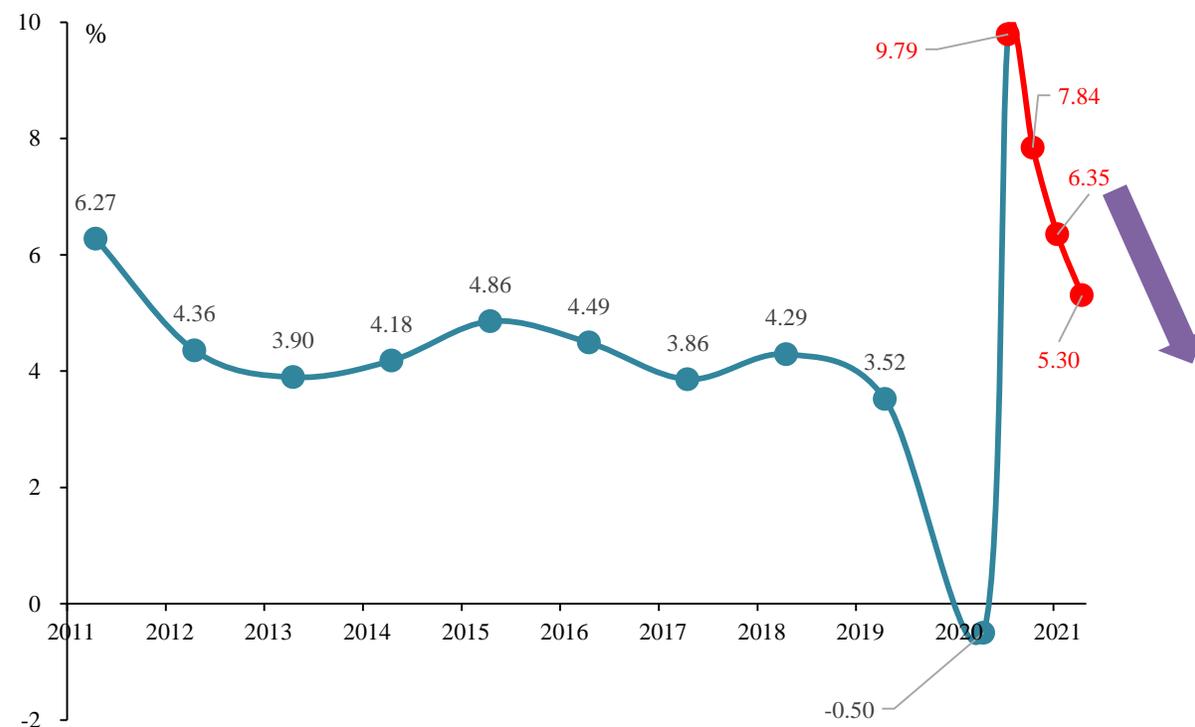
# 下行压力三：最终消费回归均值，对GDP拉动率下降1.3个百分点

- ◆ 根据投资研究部的测算，2021年居民商品消费增速为8.0%，两年复合为6.8%，显著高于疫情前水平
- ◆ 受到2020年低基数效应，2021年最终消费对实际GDP的拉动率高达5.30%，远高于疫情前中枢水平；2022年最终消费对GDP的拉动将逐渐向均值回归，预计2022年最终消费对GDP的拉动率为3.8%到4.2%，中性预计为4.0%，较2021年下降1.3个百分点

### 居民商品消费增速依旧高于疫情前水平



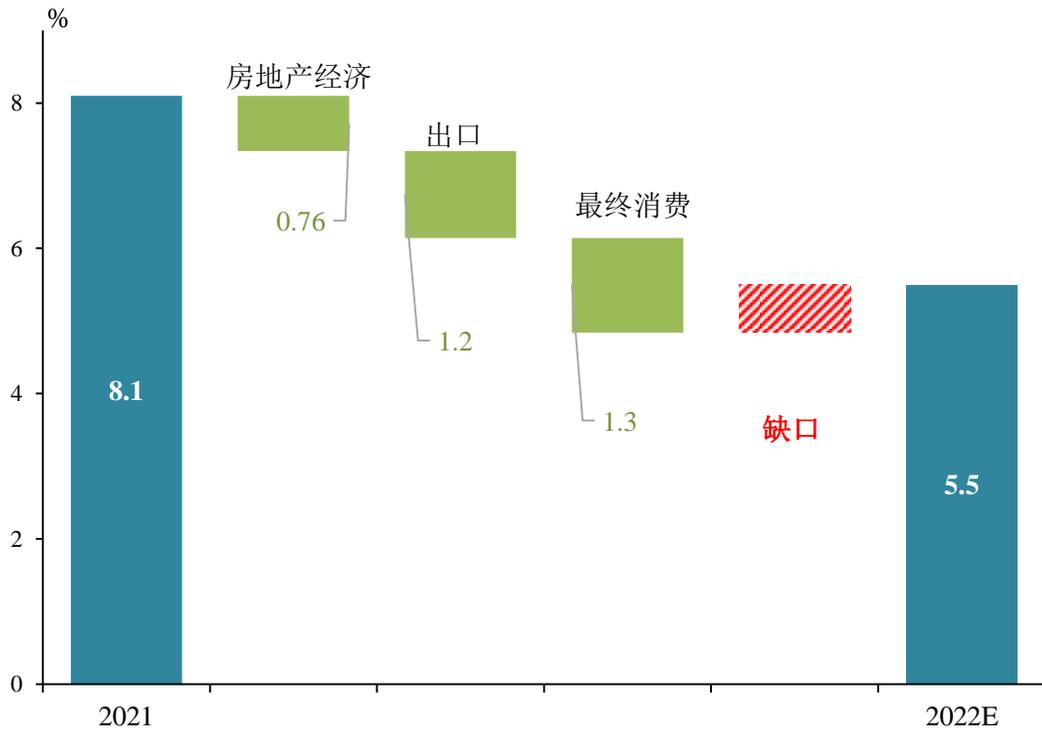
### 最终消费对GDP的拉动率将逐渐回归均值



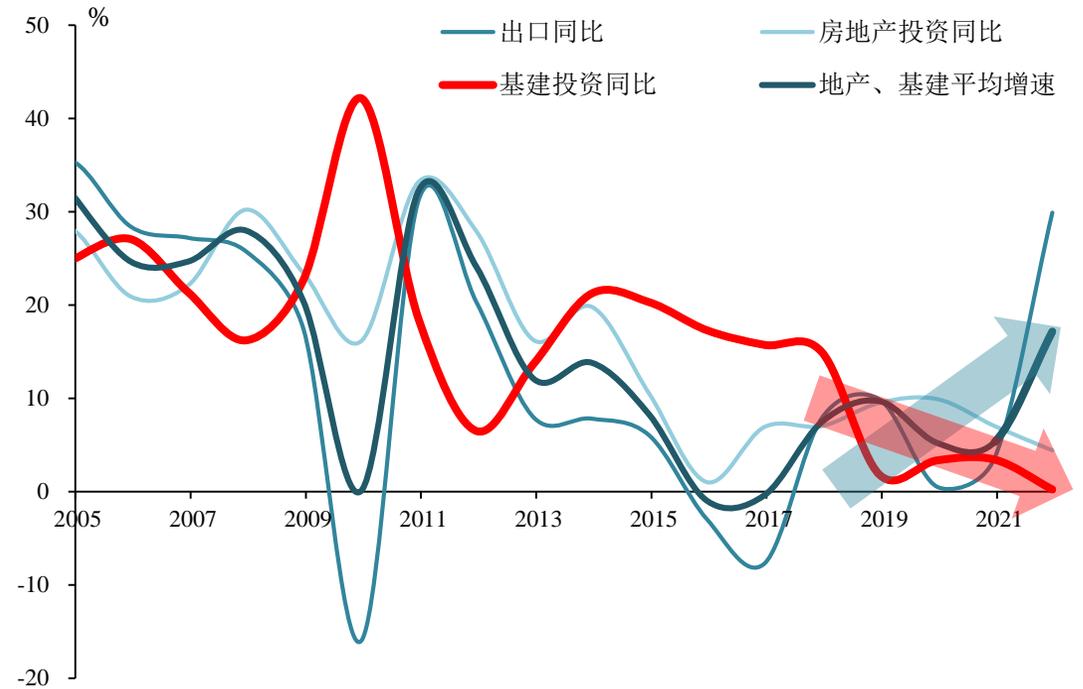
# 基建投资是政府对冲经济下行的主要手段

- ◆ 若要实现2022年实际GDP5.5%的增速，尚存在缺口
- ◆ 从历史上看，基建投资增速与出口和地产增速总体呈现负相关性；可见基建投资是政府对冲经济下行的主要手段

若要实现GDP5.5%的增速，尚有缺口

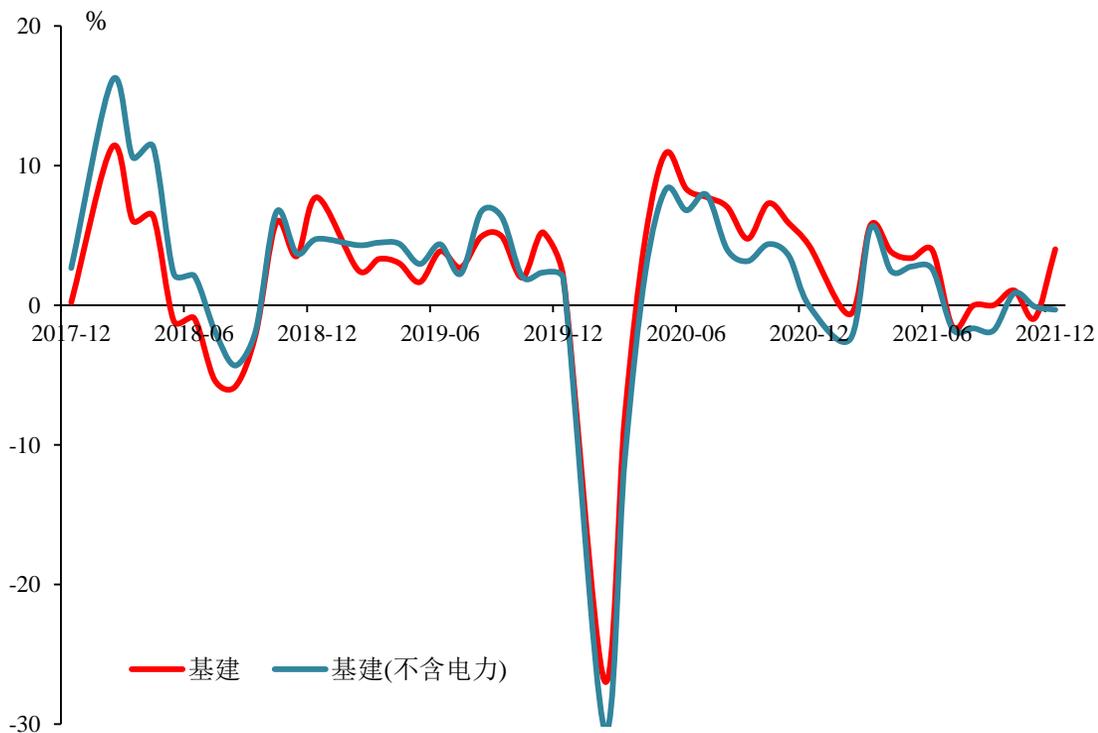


基建投资增速与出口和地产增速总体呈现负相关性



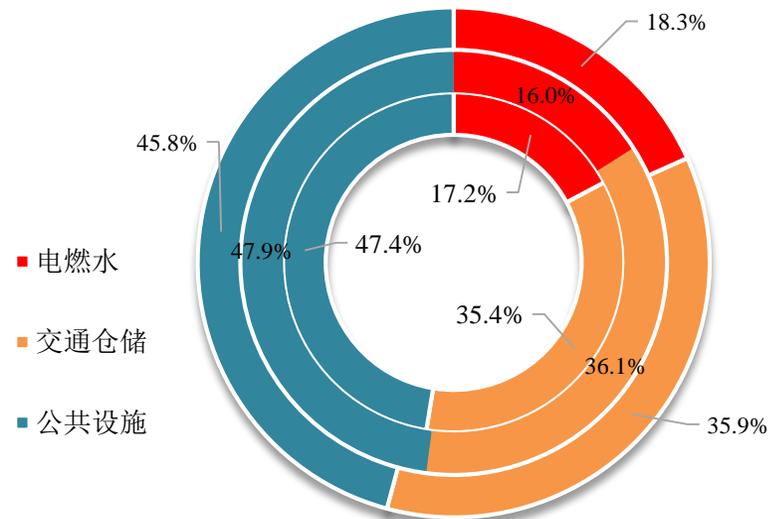
- ◆ 双碳约束下，电力相关基建投资增速加快：从增速看，广义基建增速领先狭义基建（不含电力）增速；从结构看，电燃水产业占比逐渐上升
- ◆ 在特高压、轨交、充电桩、5G、数据中心、工业互联网、人工智能等七大新基建领域，电力相关产业占比最高，约37%

广义基建和狭义基建当月同比增速（2021年为两年复合）

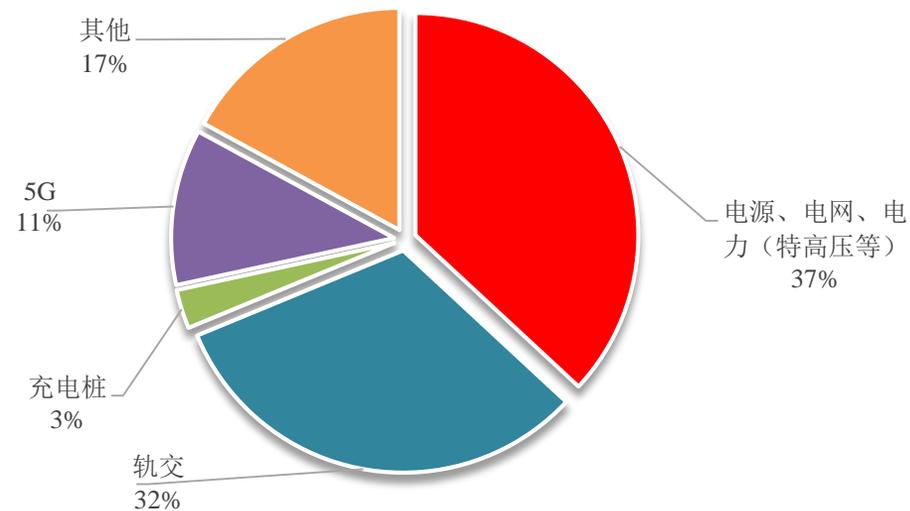


数据来源：Wind、人保资产投资研究部

基建三大项占比（从内到外分别为2017、2019和2021年）



新基建存量比重

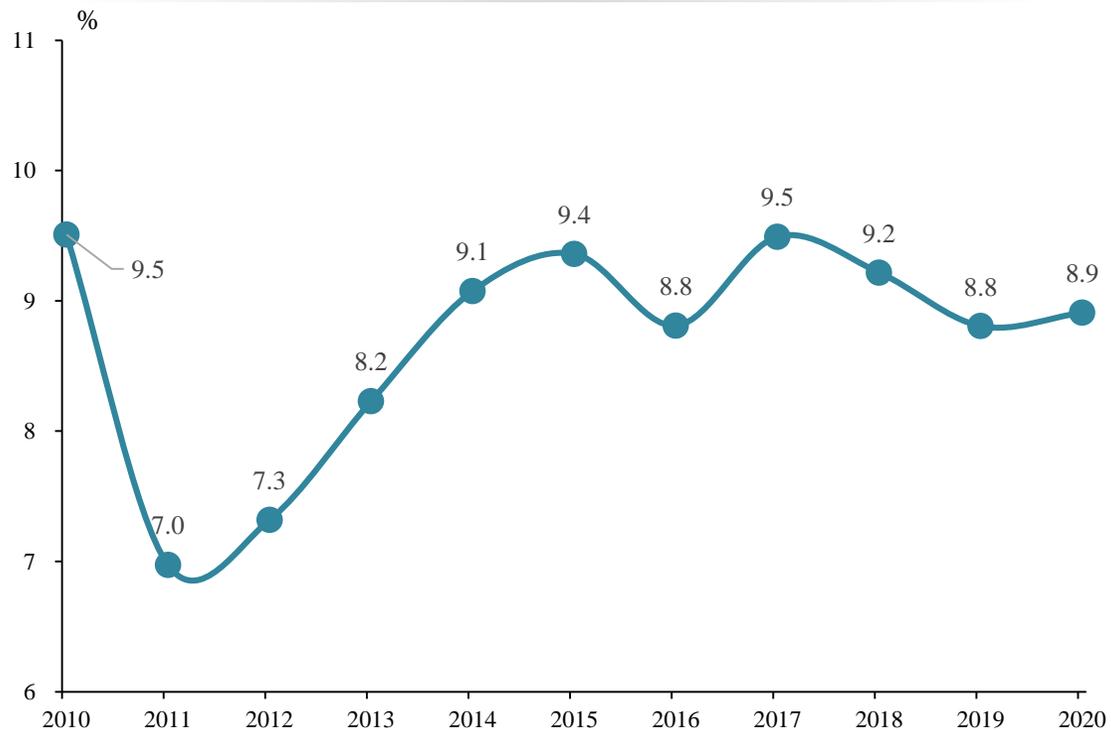


# 2022年基建投资对GDP的拉动率提升0.5到0.8个百分点



- ◆ 从中央经济工作会议后，各省及部委会议提及基建方向，对应“十四五”重大工程的具体项目，新基建低碳转型、传统基建补短板等是重点投资方向，投资增量合计预计约3.75万亿元，2022年预计将完成30%-35%的工作量。可以推测出**2022年基建总体同比增长约6%到7%**
- ◆ 新基建占比低（占比约10%），增速快，预计2022年同比增长20-30%；传统基包括交通运输，水利和环境、公共设施管理等（占比约90%），预计2022年同比增长5%
- ◆ 基建形成的固定资本GDP占比约为9%，**基建对GDP拉动率约为0.55%，较2021年提升0.52个百分点**
- ◆ 若要完全对冲地产经济下行压力，**基建对GDP拉动力度需进一步提升（若基建投资增速提升至9%，拉动GDP增速近0.8个百分点）**

基建投资形成的固定资本占GDP的比重

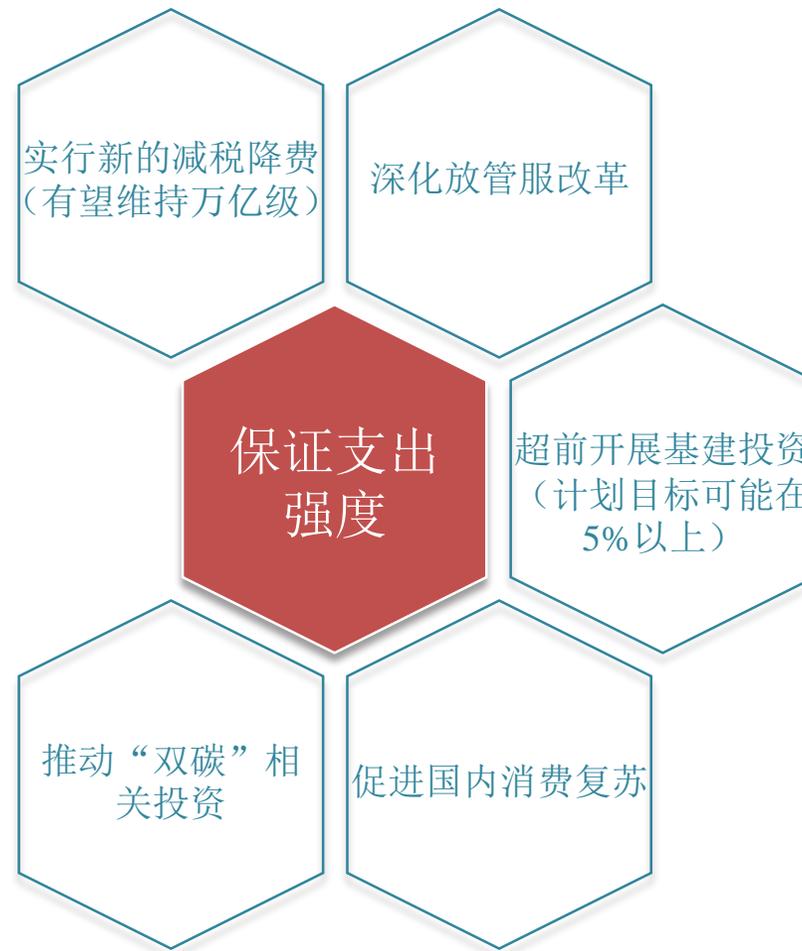
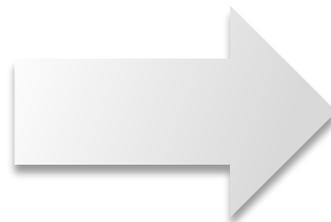
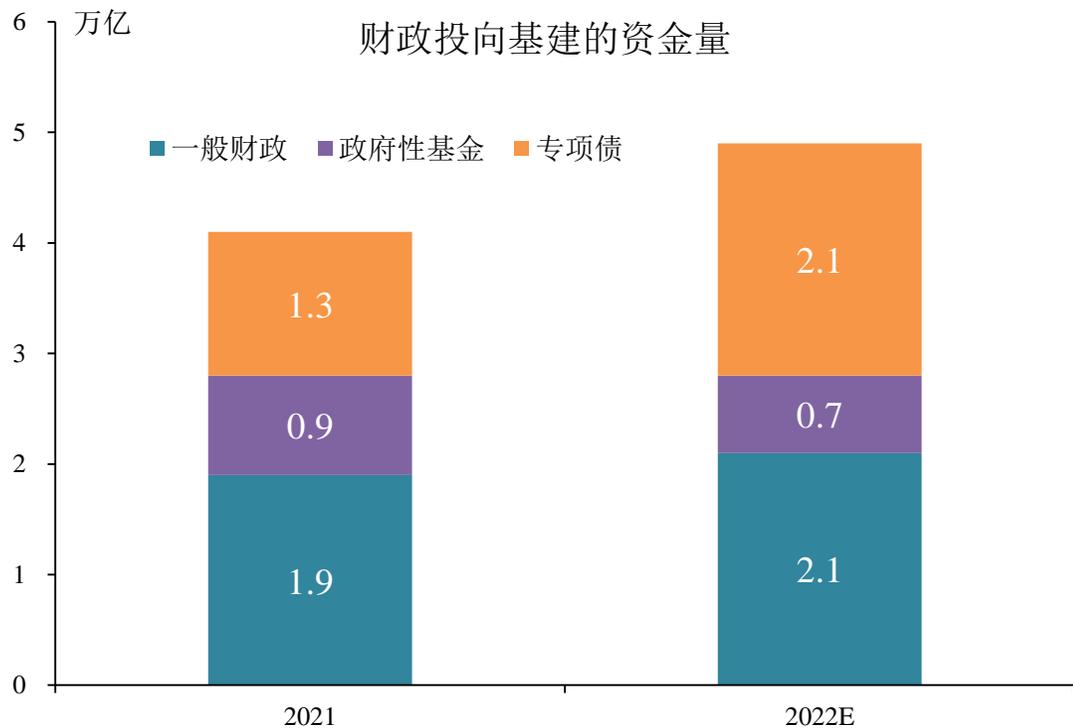


“十四五”规划102项重大工程涉及基建的具体方向和增量规模

省部委重点提及方向		“十四五”规划102项重大工程涉及具体方向	投资规模 (亿元)	细分投资规模 (亿元)	
新基建低碳转型	煤电油气运保障	油气勘探开发、战略基地建设、坚强局部电网、油气管道储备、智能升级	11,600	煤制油气基地	3,600
				电力安全保障	6,000
	清洁能源	水电、西北清洁能源基地、海上风电、抽水蓄能、光伏	5,700	油气储运能力	2,000
				水电	1,200
清洁能源基地 (含光伏)				1,200	
海上风电	3,000				
储能 (抽水蓄能、电化学储能)	300				
传统基建补短板	生态屏障	湿地、植被修复、沙化土地治理、营造防护林	6,000	青藏、海岸带、黄河长江生态区	6,000
	都市圈	轨交、机场、港口、旅游	5,190	轨交	3,600
				机场	940
				港口	650
	物流 (含冷链物流)	普通铁路物流、国家物流枢纽建设、粮食物流枢纽、骨干冷链物流基地	4,540	普通铁路	2,100
				战略骨干通道	2,100
				物流枢纽	240
				骨干冷链物流基地	100
	农业种业	种业、高效节水灌溉、农业机械化、污染治理	3,200	农田直机化改造	2,400
				高标准农田	800
水利工程				1,200	
水利工程	防洪工程、水利枢纽、水资源配置、大型水库、智慧水利	1,200	防洪减灾	400	
			重大引调水	720	
			供水灌溉	80	

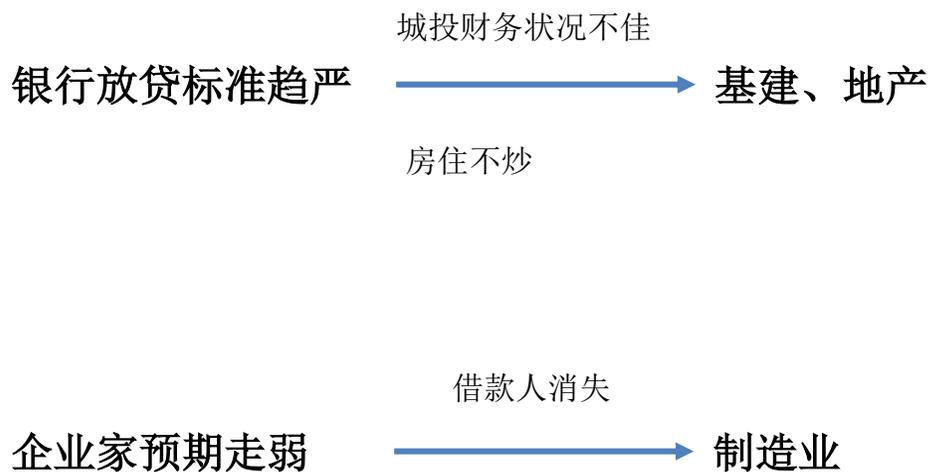
数据来源: Wind、政府网站、人保资产投资研究部

- ◆ 一般公共预算赤字率明降实升：截至2021年11月，全国一般公共预算累计赤字2.27万亿元，仅为年度预算赤字的43.2%，2022年决算赤字率预计3.0%及以下
- ◆ 专项债额度充裕：预计2022年新增额度略有下调至3.5万亿元，但2021年已发未用资金较多，仅11月就新增发行5760亿元，相关资金形成实物工作量主要应在2022年

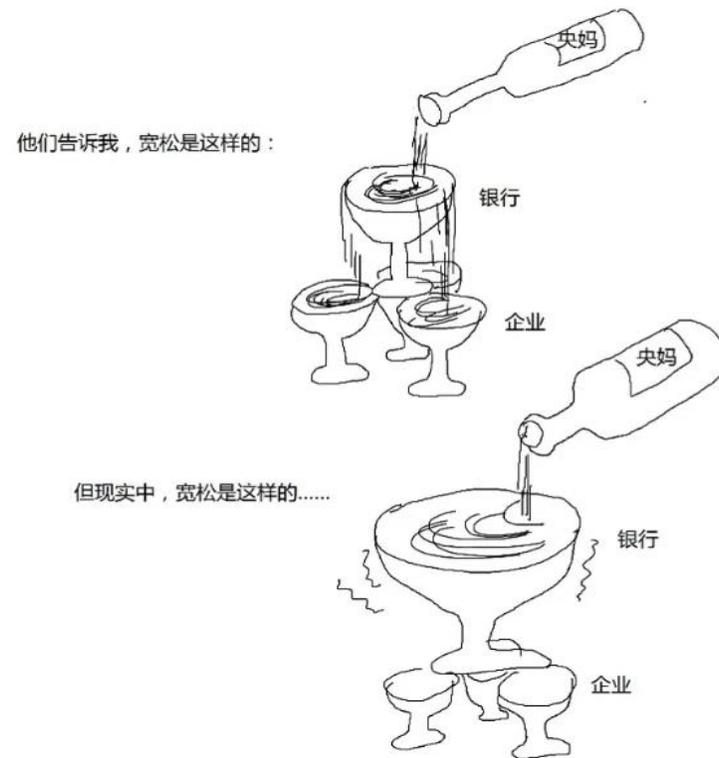


- ◆ 乘数效应（需求收缩）—巡视效应（金融机构）—奥运效应（环保压力）—监管效应（对上负责）—滞后效应（政策落地）
- ◆ “宽信用”起不来的关键：经济微观主体预期转弱的背景下，借款人消失（日本、欧洲及危机后的美国），同时2017年金融业严监管后，放贷标准也提高了（讲规矩）

## 守规矩宽信用生效需要时间



## 宽信用起不来



# 目 录

01

2021年中国  
经济年报

02

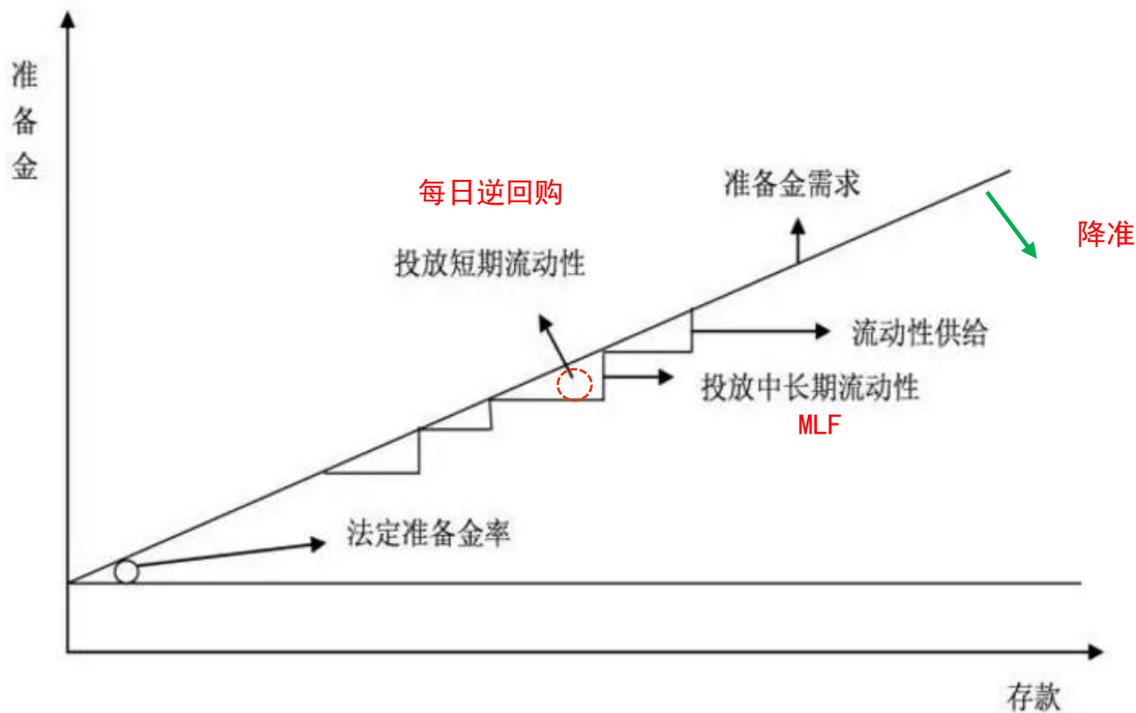
经济下行压力  
与对冲手段

03

大势研判

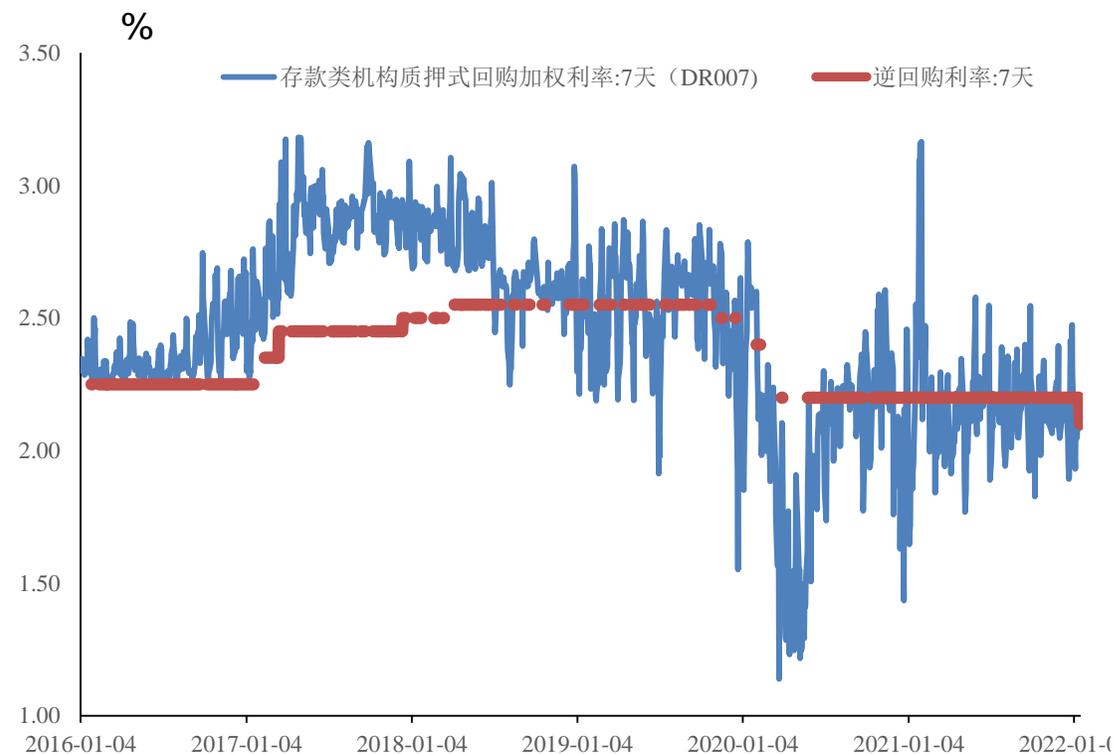
- ◆ 1月17日央行下调MLF、逆回购利率10个基点，调降**政策利率**发力稳增长。采用“一长一短”两个期限工具来调节流动性，这次是“真降息”！标志货币政策取向宽松
- ◆ 结构性流动性短缺框架：以法定存款准备金为基础，制造银行体系的流动性（准备金）刚性需求，央行处于有利的“贷方”地位，通过MLF提供中长期流动性，通过逆回购调节短期的流动性冲击。如果出现较大的流动性冲击，则通过调整法定存款准备金率来稳定这一框架

结构性短缺的流动性管理框架示意图



数据来源：孙国峰（2017）《比较》、人保资产投资研究部

DR007围绕7天逆回购利率波动



# 稳增长政策落地前的过渡期，市场难买单，后期密切关注节奏和力度

- ◆ 元旦以来，A股风格大切换，回调显著，而债市表现较强
- ◆ 货币政策是根“绳”，财政政策发力才是关键

**稳增长**  
(中央经济工作会议定调)

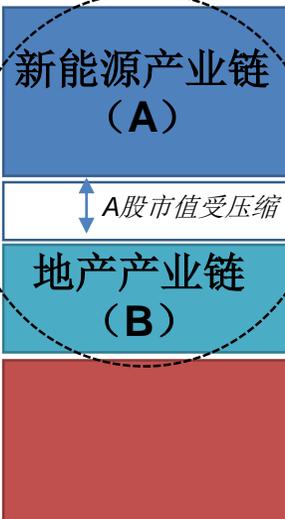
宽货币+宽信用

整个金融系统

资产端

负债端

股市



利空

利好

流动性偏好

市场分歧

目前共识

卖B、买A (革新派)  
买B、卖A (保守派)  
观望增多 (骑墙派)

风险偏好

经济景气度  
景气板块数量  
产业政策  
财政政策  
监管政策

贷款  
非标  
股债  
其他

实体经济  
中存款  
非银负债

当前宽信用  
并未显现

宽货币开启

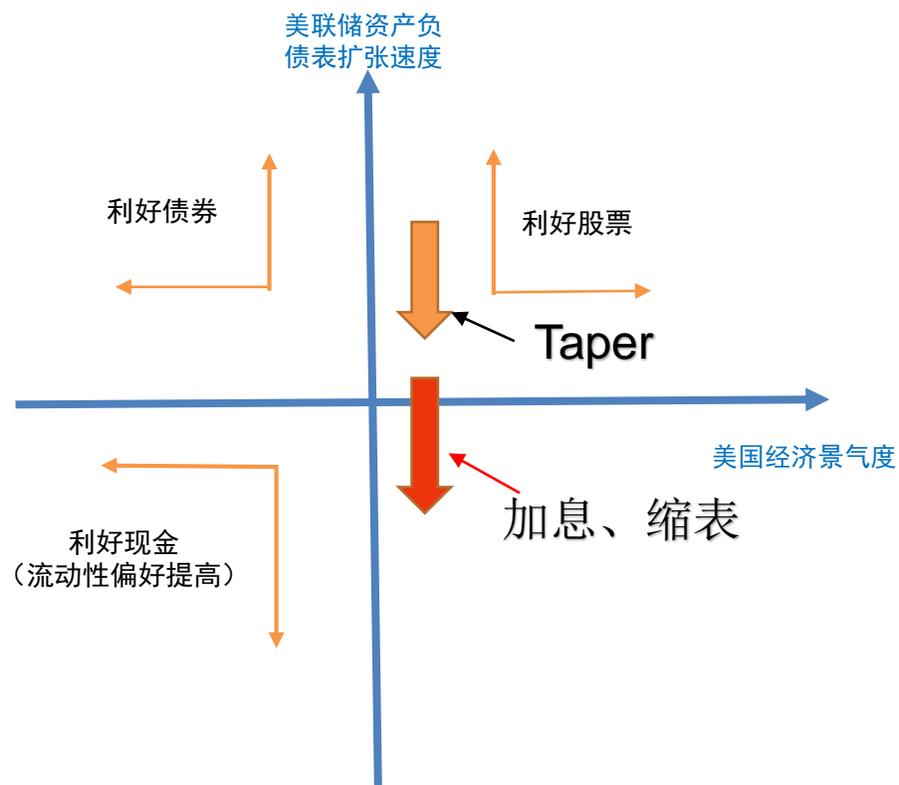
利好债市

当前负债端相对膨胀  
速度快于资产端

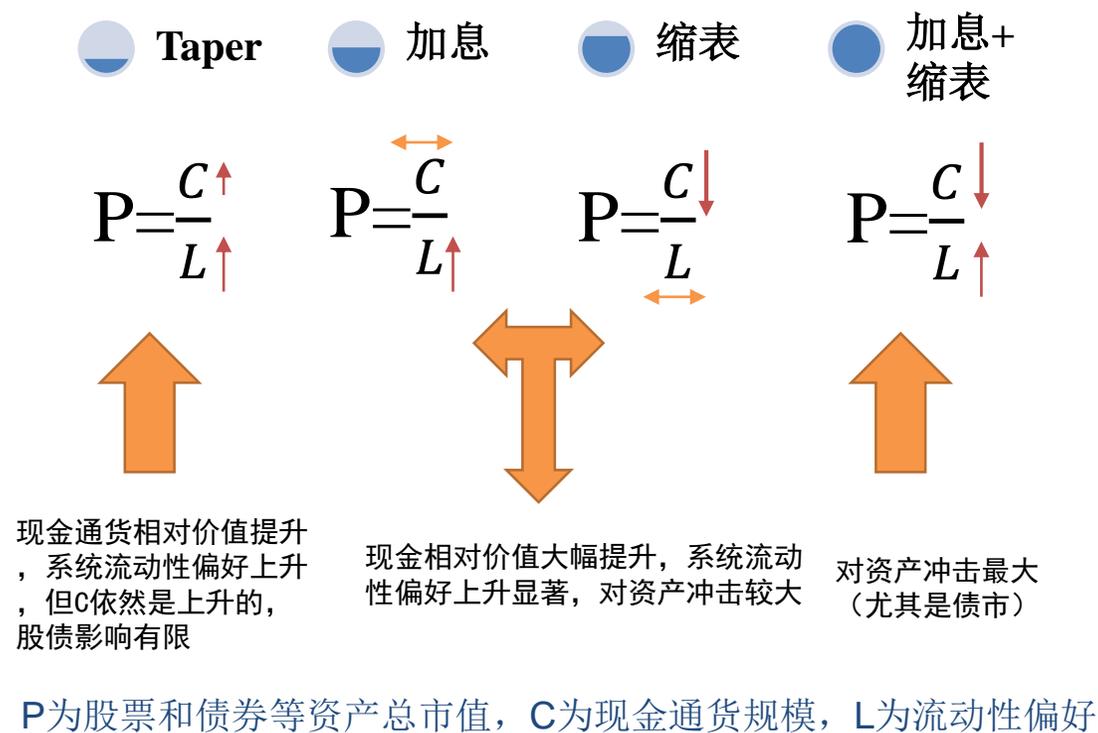
后期需密切关注宽信用效果，意味着经济基本面走强，债券收益率有上行可能

- ◆ 2022年1月5日公布的12月美联储会议纪要显示美联储货币政策显著转鹰，对加速Taper、加息和缩表都进行深入讨论，或将于2022年3月完成Taper、2022年3-4月启动加息（市场预计全年加息3-4次），同时在加息启动之际将很快启动缩表，以改变上一轮货币政策正常化周期所带来的利率曲线平坦化困境
- ◆ 加息和缩表意味着流动性偏好即将进入快速变动区域。大类资产表现：美元升值、债券收益率中枢上行、美股高位震荡
- ◆ 后续需密切关注27号FOMC会议对未来政策路径信号

当前美国货币政策与大类资产关系的象限图



Taper+加息+缩表（及预期）对股债资产影响



数据来源：人保资产投资研究部

# Taper、加息及缩表预期对美国资本市场产生了分层影响



- ◆ 首先，美元作为世界货币，会冲击他国货币，汇率变动会吸收一大部分紧缩工具影响，近半年以来美元指数从91抬升至最高近97
- ◆ 其次，债市影响也很大，由于债券票息是固定的，债券价格变动反馈机会成本，也需要抗一大块“伤害”，10年美债收益率上行至1.9%附近
- ◆ 最后，美股“伤害”程度相对较小，DCF估值下分子受益于经济景气度向好影响，而紧缩性货币政策取决于良好的经济基本面，即盈利能对冲掉估值（无风险利率上升）回落，更多地是情绪面波动

### 美股高位震荡



### 美元指数整体走强



### 10年期美债收益率抬升显著



做有温度的人民保险