

宏观经济指标和经济运行分析

人保资产投资研究部

2022年2月

目 录

01

观点回顾

02

形势分析

03

政策前瞻

机构	分析师	关于稳增长	关于基建	关于地产	关于货币	关于信用
广发	郭磊	政策的短期逻辑就是稳增长。增速压力在上半年，所以年底定调稳增长，明年初启动稳增长比较合适。	基建投资需再度回归均衡增速。	地产政策亦需要边际企稳，在“房住不炒”、中期地产政策不变的大背景下，货币金融政策、微观执行环境存在一定边际改善空间。	降息的意义在于放松利率约束，目前看概率偏低，仍需进一步观察。	2022年流动性环境特征之一预计是社融企稳。预计全年社融增量大约是32-34万亿元，年末存量增速为10.3%-10.8%。
兴业	王涵	2022年初或有财政前置适度托底，但高质量发展阶段大幅托底或难再有。	基建投资方面，从稳经济角度看，如果2022年经济不出现明显恶化，政府用基建投资来稳经济的必要性较低。	地产投资方面，预计2021年整体偏紧的地产政策的大方向在2022年延续，不会有地产政策的转向或明显放松。	债务问题处置过程中，相对确定的是货币政策“易松难紧”。	
浙商	李超	投资强稳增长，全年GDP实际增速5.6%。	Q1基建有望发力，节奏上呈现出前高后低特征，Q1至Q4分别是6%、3.8%、5.8%和1%。	地产投资走势仍取决于监管政策变化，预计按揭贷款政策将迎来边际放松，销售的边际改善将拉动地产投资。	随着CPI中枢抬升，全面降息概率不大。	重点提示，2022年一季度受“四箭齐发”宽信用影响，即便在没有专项债额度提前下达的情况下，社融当季新增规模仍可达11.3万亿，达历史社融季度增量峰值，超2020年同期水平。

机构	分析师	关于稳增长	关于基建	关于地产	关于货币	关于信用
国盛	熊园	2022年是换届之年，是党第二个百年的开局之年。稳将成为主基调，稳增长最重要。	我国当前经济模式正逐步摆脱对传统基建和房地产的依赖，二十大换届应不会鼓励基建，尤其是传统基建投资难以大幅加码。	地产可能进一步边际松动。	展望2022年，我国货币政策保持稳健，节奏上先松后稳，明年Q1之前仍可能降准降息。	社融增速：21Q4-22Q1有望企稳回升（10-11%），22Q2之后可能缓降，预计2022年全年社融增速可能10%左右。
华创	张瑜	明年稳增长的诉求或是具有战略意义层面的提升，且推动力是自上而下的，年度增速大概率需要跑赢美国。	“债在今年，投在明年”使财政对明年投资的影响前倾，支撑明年上半年基建投资。	第一，全年增速低于今年。第二，增速节奏上，上半年低，下半年高。第三，需要重视保障性租赁住房建设带来的投资拉动。	2022年，降息落地值得期待。	上半年宽货币与宽信用共同努力，下半年宽信用逐渐有所成效，预计货币信用数据逐渐触底走稳或回升值得期待，但大幅反弹仍难。

机构	分析师	关于稳增长	关于基建	关于地产	关于货币	关于信用
中信建投	黄文涛	稳增长重要性阶段性提升背景下，财政支出在今年底和明年初的提速值得期待。	基建提速将成为今年底明年初的主要脉络。	房地产一季度前政策边际放松有望，二季度或将触底企稳。	经济增速中枢面临下滑趋势，人民银行货币政策取向是易松难紧。	宽信用将是2022年重要特征。
海通	梁中华	考虑到稳增长压力，预计政策上会更加全面的转向稳增长。	预计2022年基建投资增速会有加码，对冲房地产投资的下行。	短期内的房地产政策调整是融资政策调整，后续压力较大城市的“因城施策”政策或也会逐渐调整。	在货币政策上，短期以定向宽信用为主，后续降准降息可能较大。	2022年社融增速有望维持在10%附近。
投资研究部		2021年四季度为政策“预热期”，2022年一季度稳增长政策加码可期。	2022年春节后有望看到基建显著发力。	稳字当头的形势下，放任地产下行并非最优解，期待行业政策继续逐步放宽，若能扭转销售颓势，2022年房地产投资仍有望实现正增长。	货币与信用均进入边际宽松阶段。预计M2与社融增速在2022年出现温和回升。	

目 录

01

观点回顾

02

形势分析

03

政策前瞻

制造业PMI季调修正的幅度较大

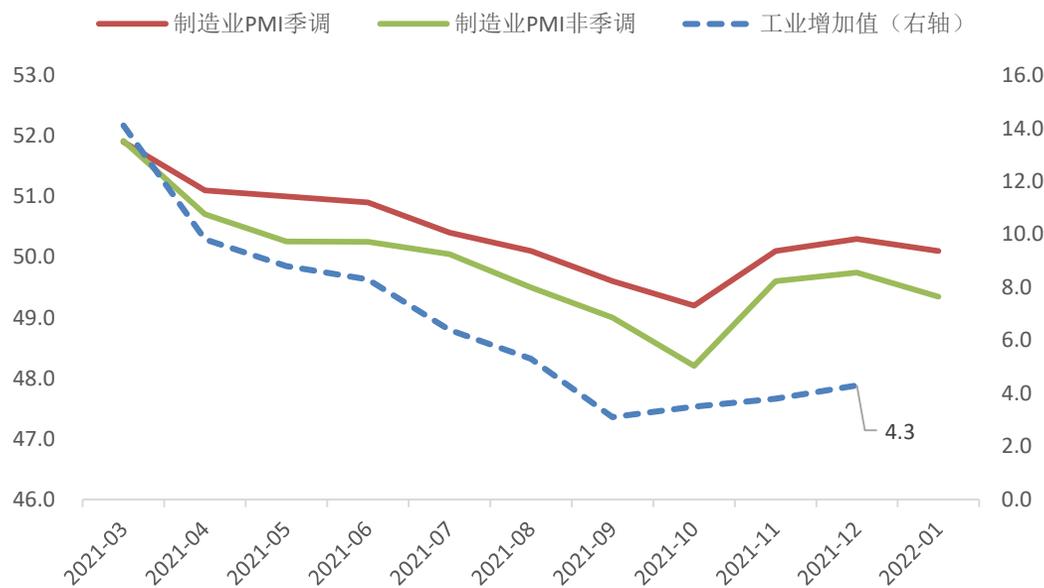
- ◆ 2021年初以来，制造业PMI季调修正的幅度逐步增大，至2022年1月达到0.8个百分点。
- ◆ 制造业PMI的1月季调数值仍有50.3，而非季调数值已降至49.3，低于荣枯线水平，显示制造业整体增长放缓。



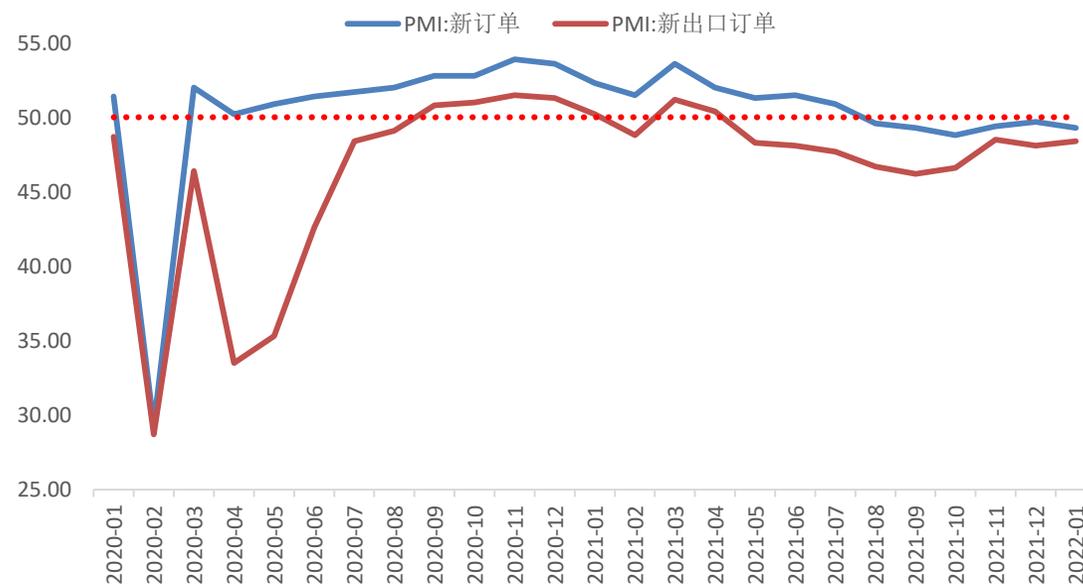
制造业订单仍然偏向外需， 内需亟待提振

- ◆ 运动式减碳缓和后，生产端约束减轻，未来数月关键变量在需求端。
- ◆ 当前订单数据显示，需求端在结构上仍偏向于外需，内需不足是主要问题。
- ◆ 显而易见，提振内需是当前政策目标的核心。

运动式减碳缓和后，生产端约束减轻



制造业外需订单好于内需订单

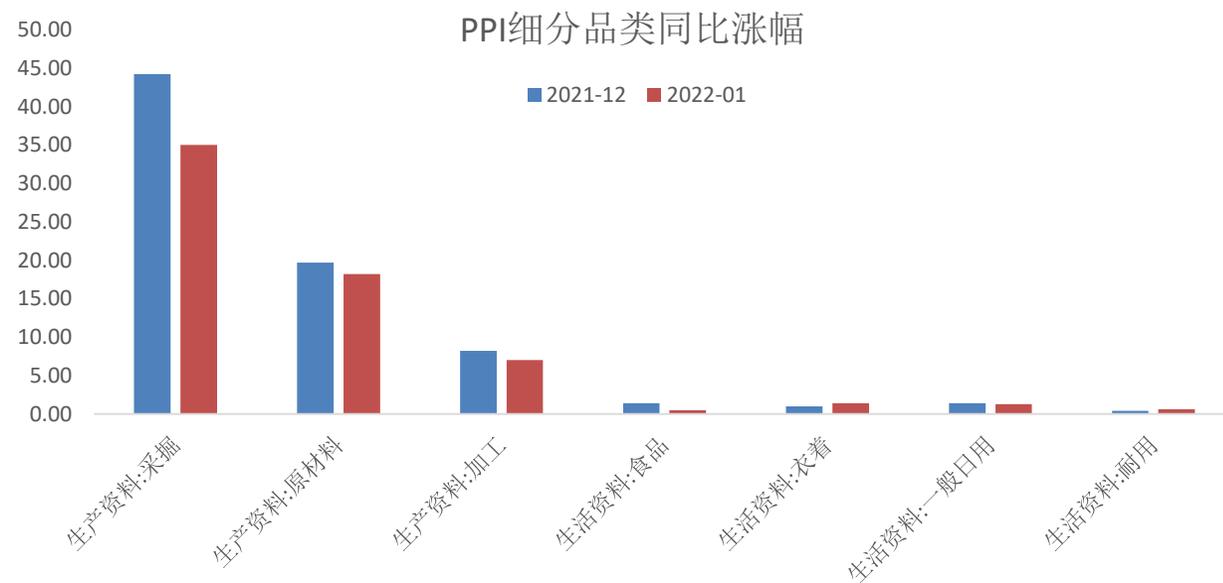


- ◆ PPI环比涨幅-0.2%，价格下降幅度尚不显著。
- ◆ PPI同比涨幅9.1%，回落1.2个百分点，其中1个百分点源于翘尾因素（基数变化）。
- ◆ 工业品价格涨幅回落，生产资料产生主要贡献，采掘业尤甚，代表如煤炭、石油。

PPI环比小幅下跌，基数抬升下同比回落更显著

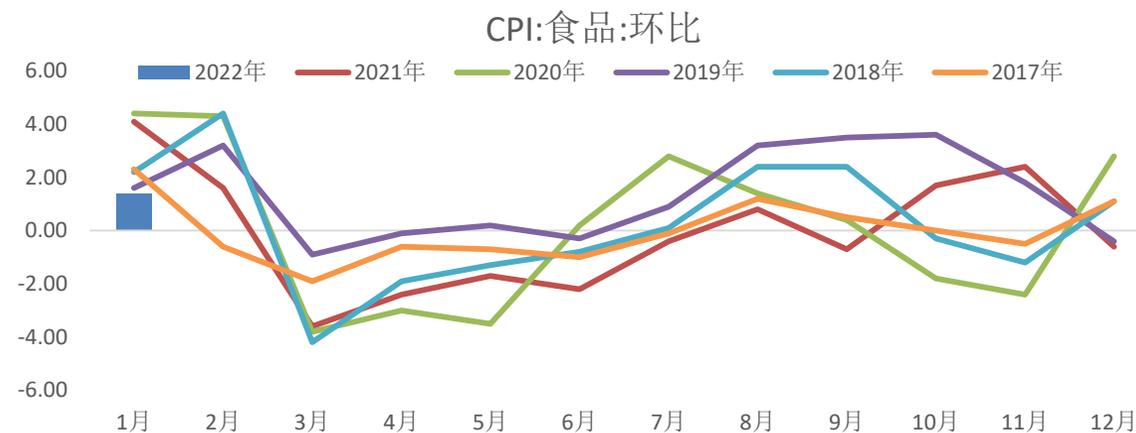


工业品涨幅回落始于最上游

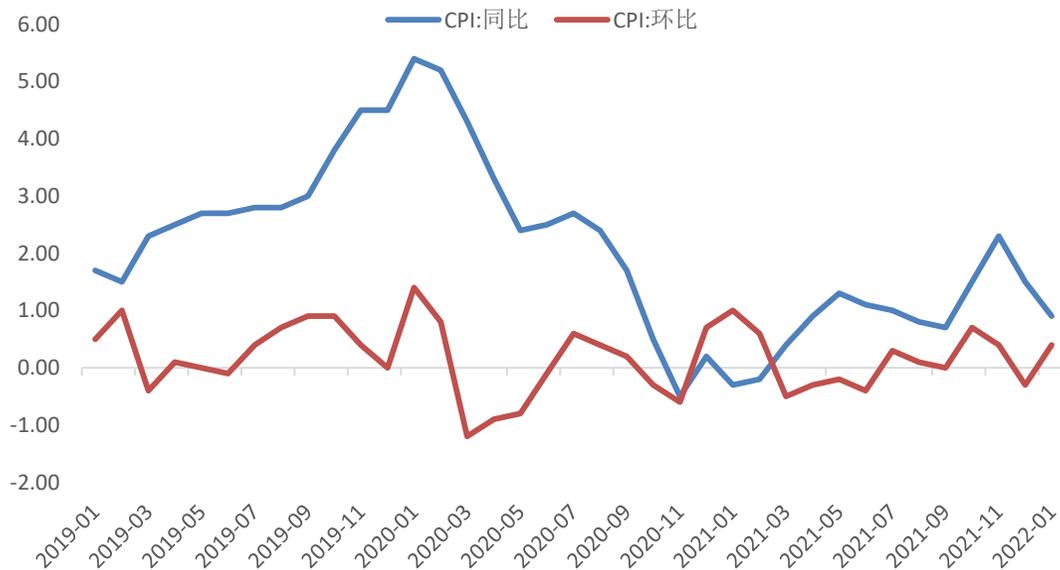


- ◆ 与海外不同，当前国内CPI对货币政策基本不构成压力。
- ◆ 然而，1月食品与非食品价格表现出的低于季节性，即旺季不旺，显示出终端消费需求依然不理想。

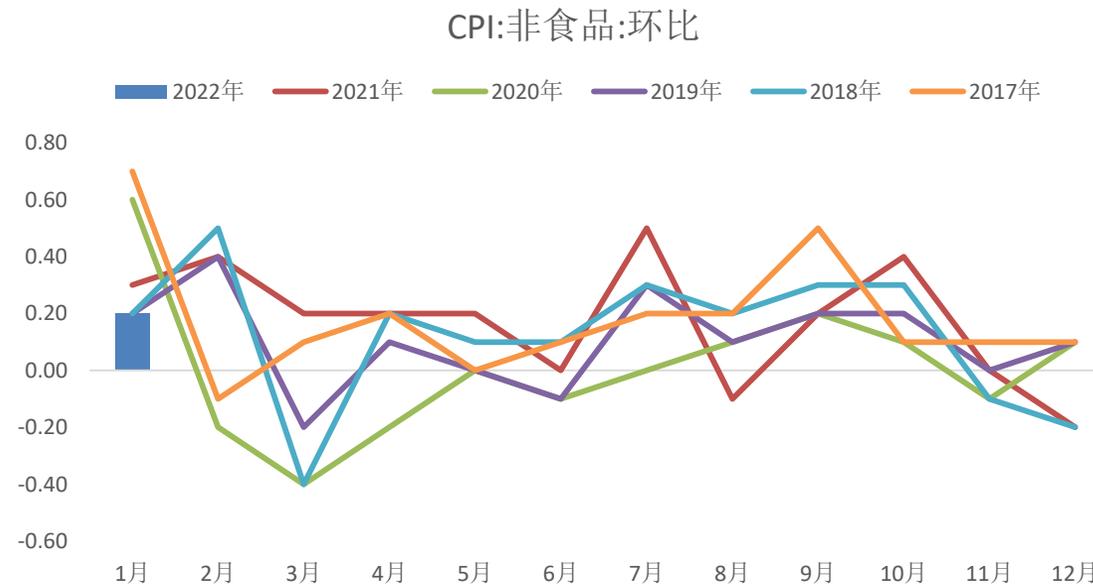
1月食品价格涨幅远低于季节性



春节前价格涨幅偏低

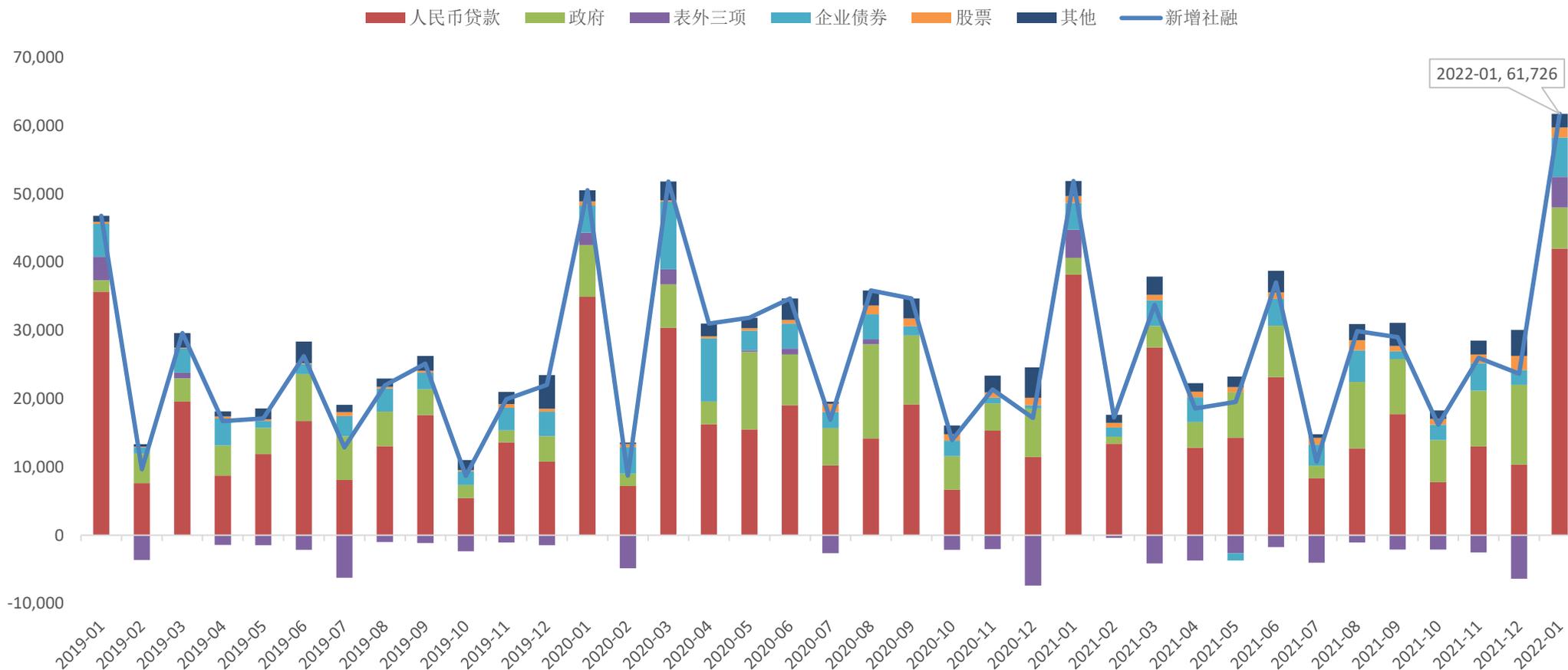


1月非食品价格旺季不旺



◆ 1月新增社融6.17万亿元，创下单月历史新高，同比多增近1万亿元。

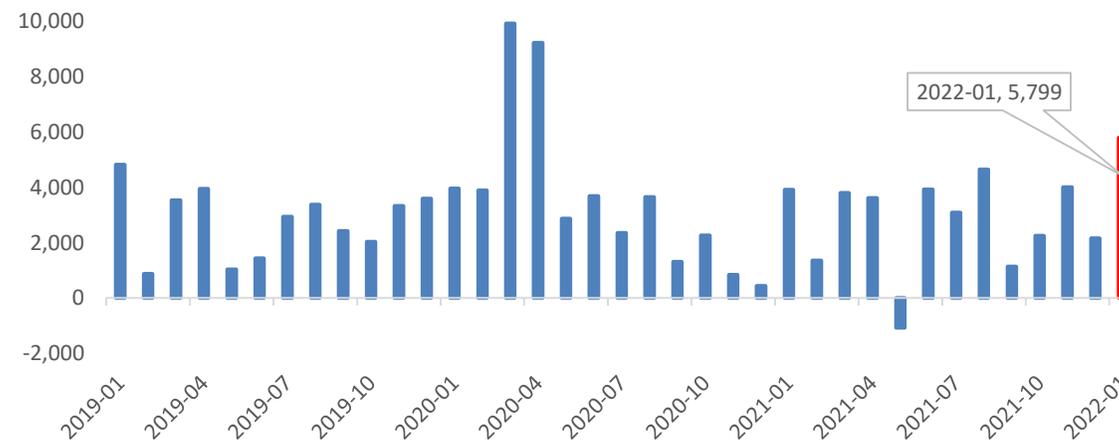
1月社融在信贷放量支撑下首次单月超过6万亿元



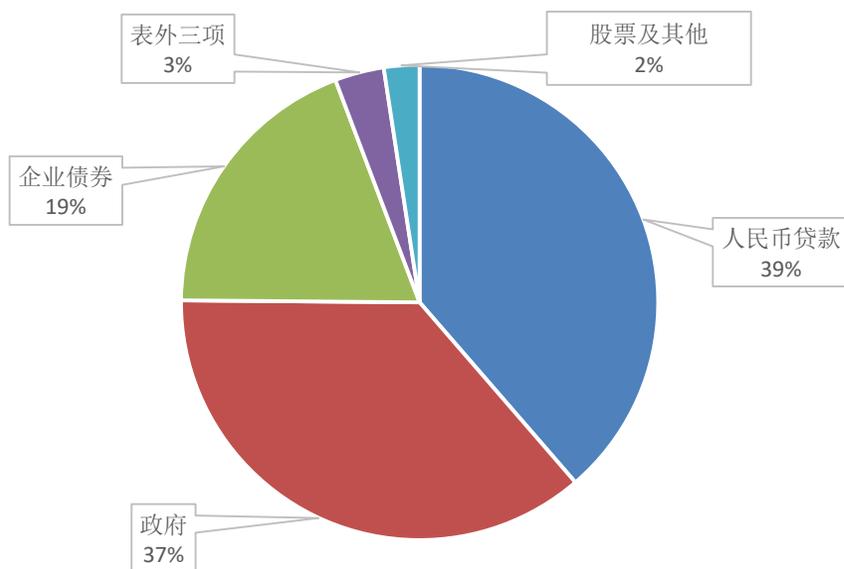
数据来源：人保产投资研究部

- ◆ 1月新增社融同比多增的9742亿元中，信贷其实仅贡献了39%。
- ◆ 政府债券贡献了37%，企业债券贡献了19%，常年为拖累项的表外三项实现正贡献。

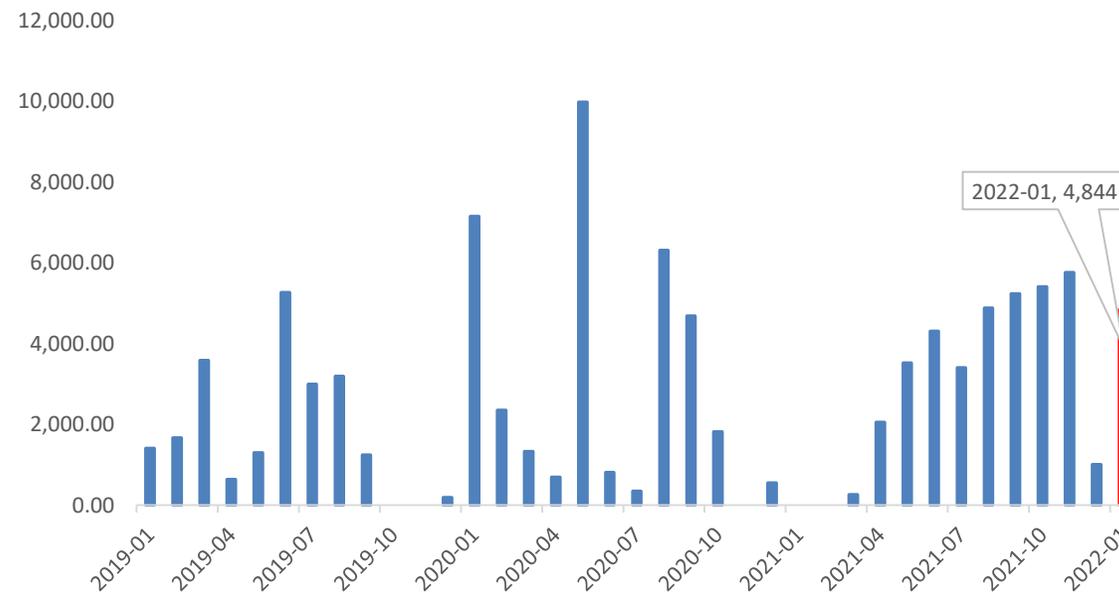
企业债券融资渠道显著放松



1月近万亿元社融同比多增规模的结构拆解

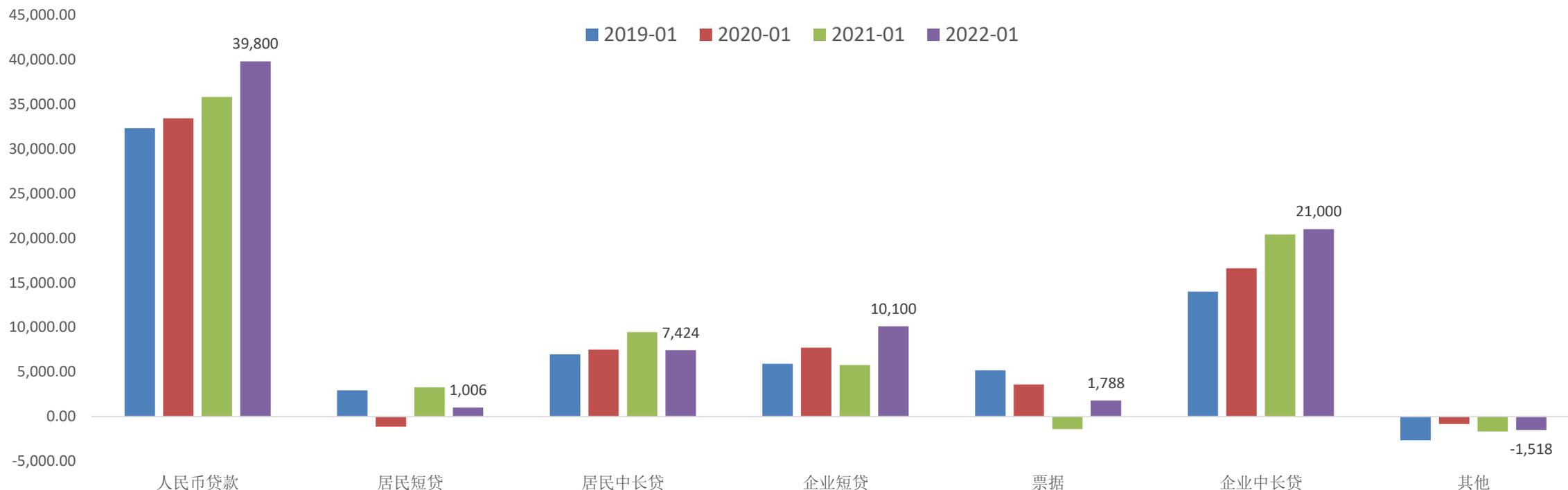


零基数下，专项债前置带动政府融资规模多增



- ◆ 居民贷款整体偏弱，短贷同比少增2272亿元，显示个体经济偏弱；中长贷同比少增2024亿元，主要由于按揭需求下降。
- ◆ 企业一般贷款（不含票据）整体偏强，中长贷能在2021年高基数基础上同比略有多增已属不易；短贷同比多增4345亿元，为主要发力点。
- ◆ 商业银行对票据冲量的依赖性已有所降低。

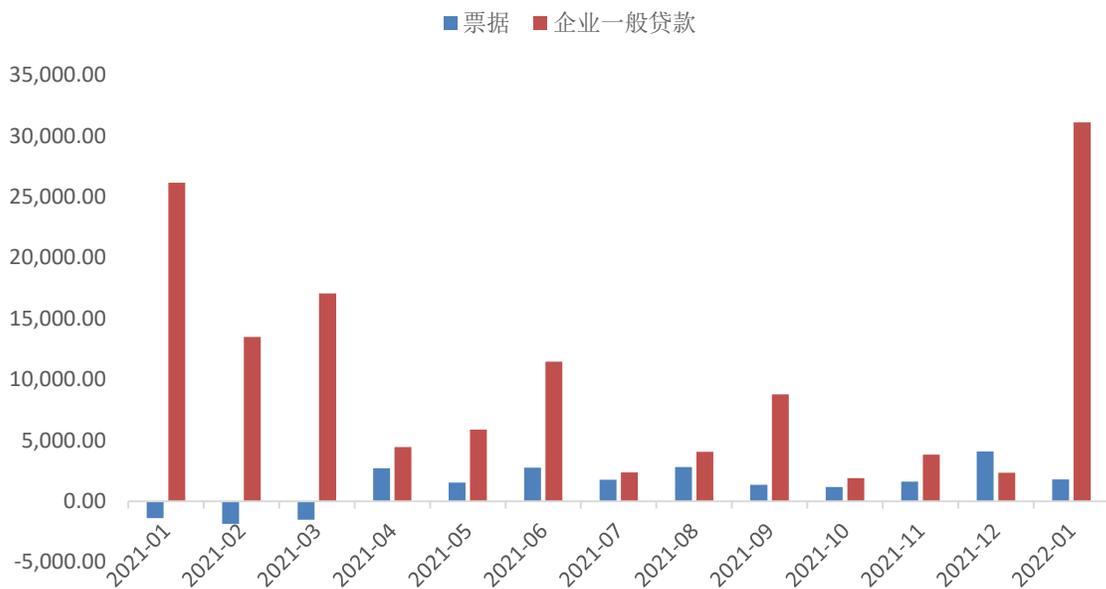
1月企业贷款成为拉动新增贷款同比多增规模的主力



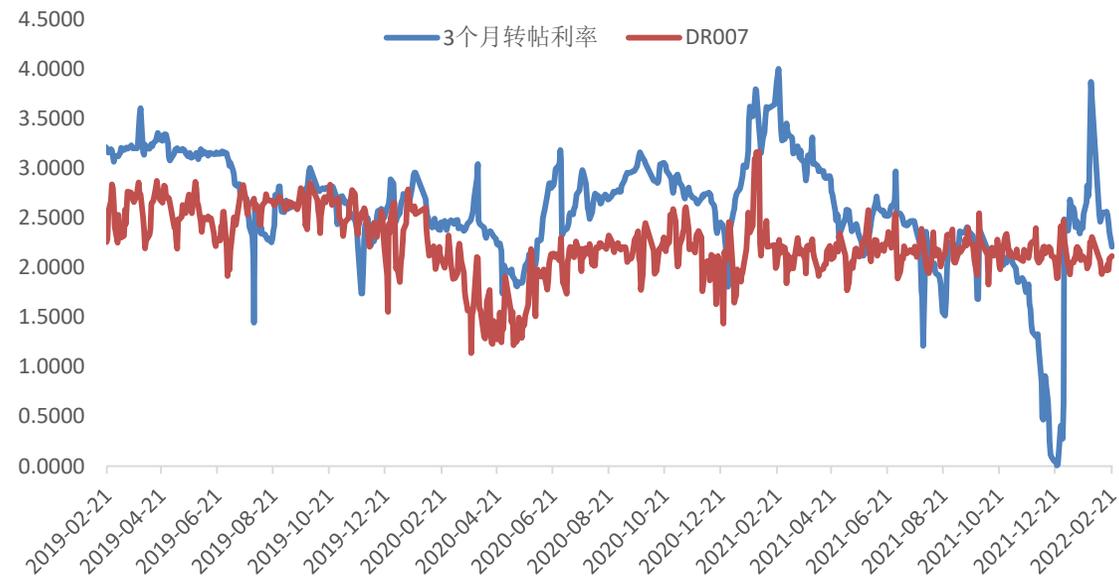
数据来源：Wind、人保资产投资研究部

- ◆ 票据净投放规模较大的月份往往一般贷款净投放规模较小，极端情况下为完成广义贷款指标会出现冲量现象，典型案例如2021年12月。
- ◆ 冲量现象的另一个特征是转贴利率与资金价格的倒挂，即牺牲利润换规模。
- ◆ 2022年1-2月，3个月转贴利率与DR007之差已回归正溢价，不过近期该利差收窄显示2月一般贷款投放节奏可能再度放缓。

12月票据冲量的现象在1月已经不显著



转贴利率较资金价格 (DR007) 已回归正溢价



目 录

01

观点回顾

02

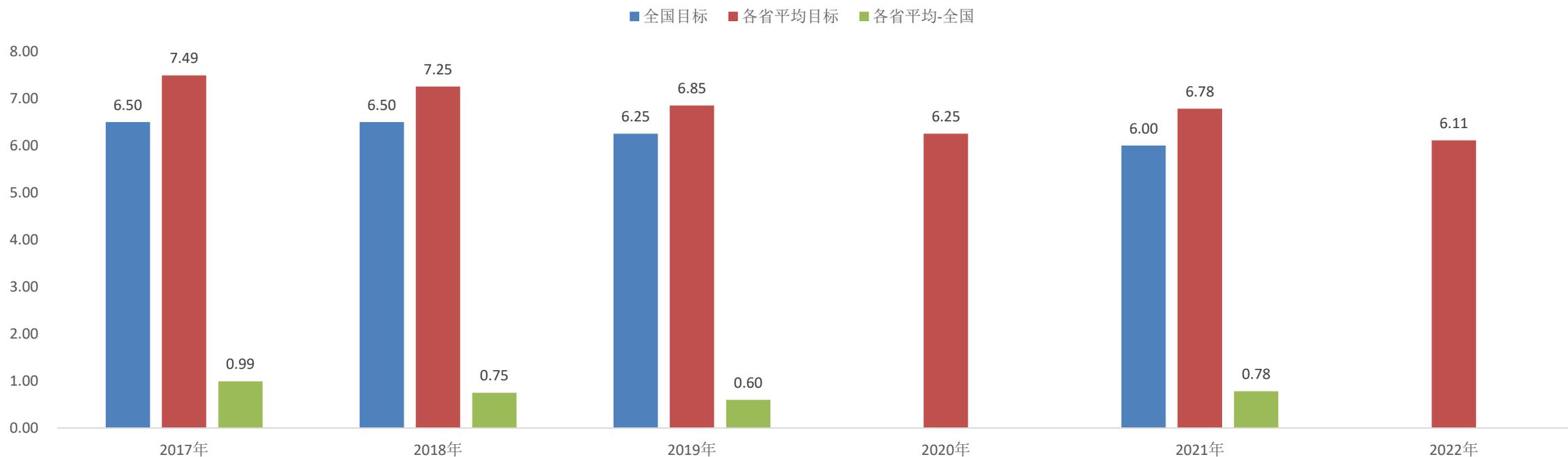
形势分析

03

政策前瞻

- ◆ 从各省两会制定的GDP目标来看，稳增长决心普遍较强，平均水平向疫情前看齐。
- ◆ 根据历史经验，为保留一定余地，全国目标通常低于各省平均目标0.6-1个百分点。
- ◆ 考虑到2022年各省平均目标为6.11%，全国目标定在5.5%的可能性非常高。

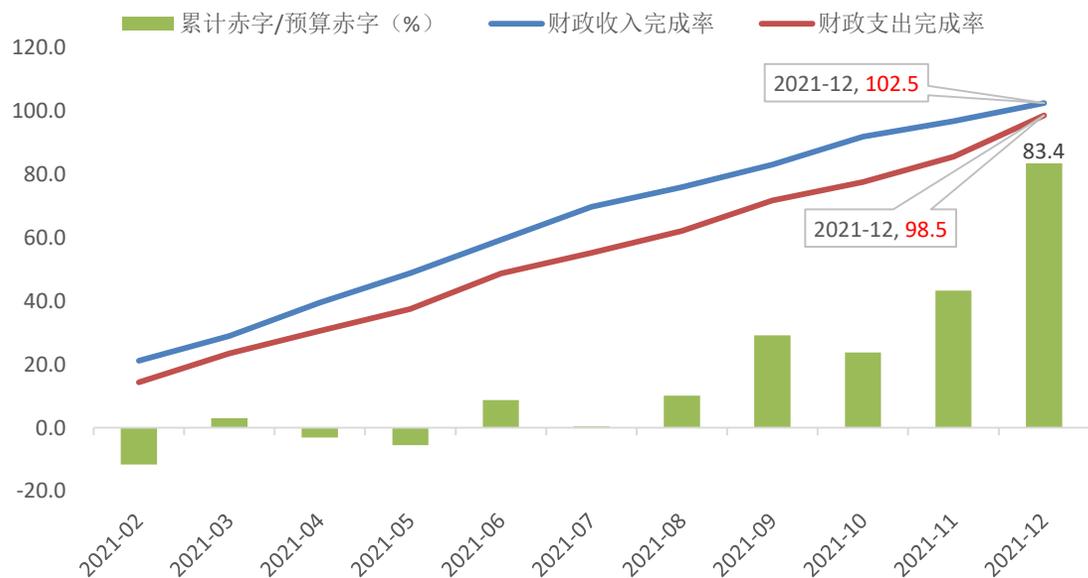
GDP目标：各省平均目标通常高于全国目标0.6-1个百分点



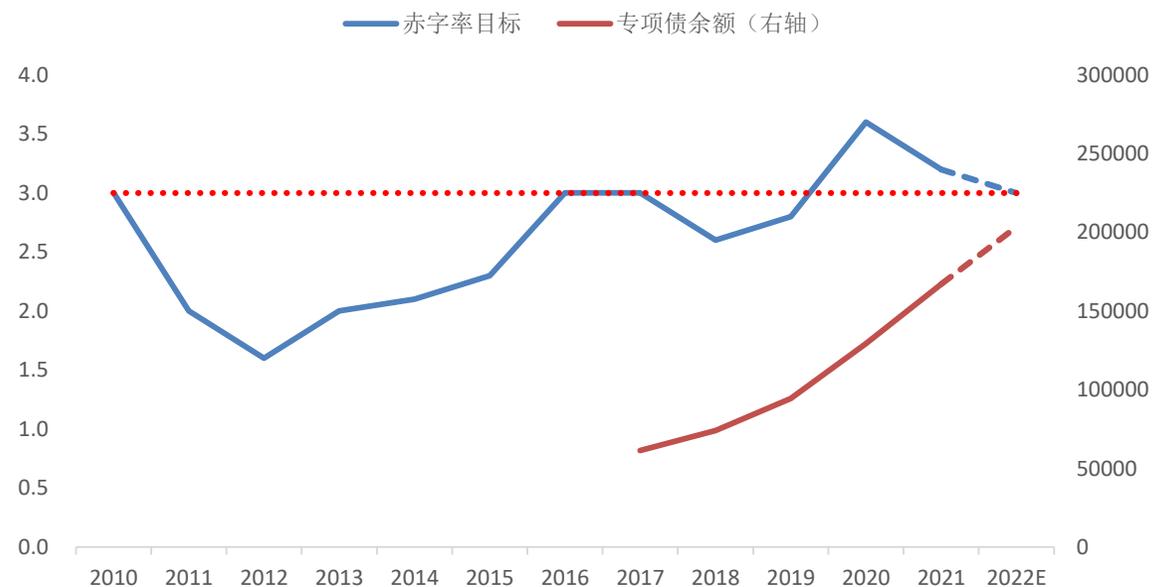
2021年财政结余资金充裕，2022年赤字率预计回归3.0%

- ◆ 2021年全年，全国财政（一般公共预算）实际比预算超收2.5%，超收规模达4889亿元；实际比预算少支1.5%，少支规模达3798亿元。结余资金较为充裕。
- ◆ 疫情后政策向正常化回归，赤字率降至3%红线以内的可能性较大。
- ◆ 2022年，0.2个百分点的赤字率大约对应规模为2400-2500亿元，边际影响有限。

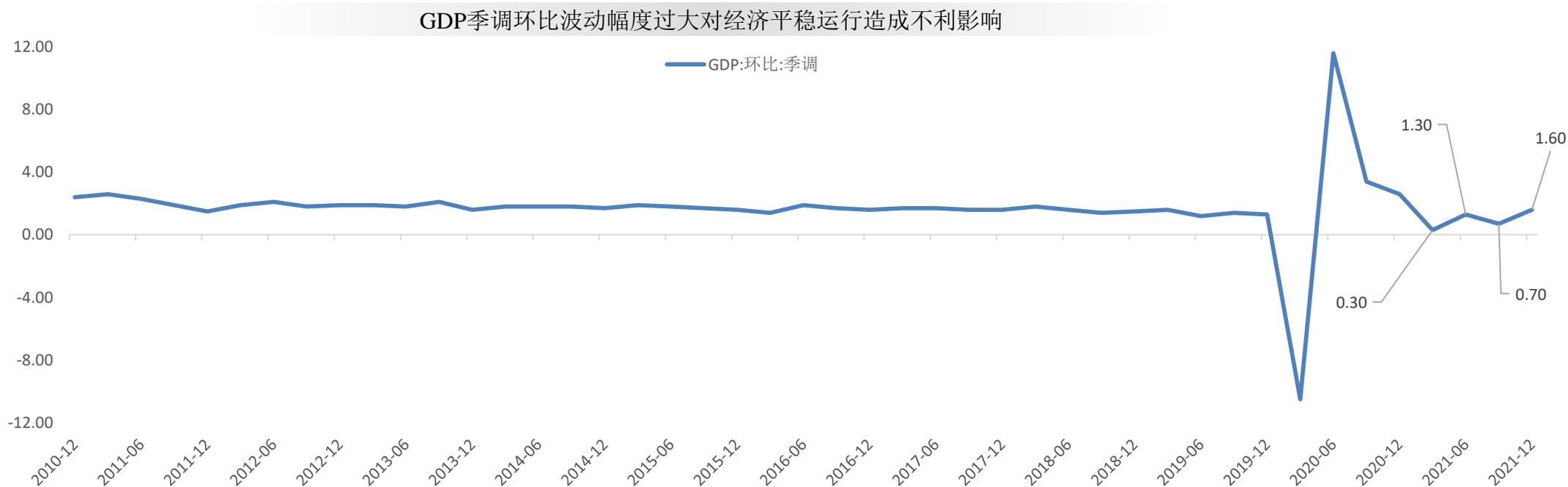
2021年全年，财政实际比预算超收2.5%，少支1.5%



预计2022年财政一般公共预算赤字率目标回归3%



- ◆ 即使已从疫情极端影响中修复，2021年四个季度的GDP季调环比仍出现较大的异常波动。
- ◆ 2021年一季度GDP环比较低，受到出口“旺季转淡季”的影响；而三季度受到生产端约束的影响，环比增长同样较慢。
- ◆ 2022年要实现增长稳定性，必须通过政策发力前置拉动内需；供给端约束需要放宽，以降低增长阻力。
- ◆ 如果环比增长重回稳定，那么从同比角度，下半年增速较上半年上台阶，一二季度相差不大，三四季度相差不大。



数据来源：Wind、人保资产投资研究部

政策节奏：上半场基建发力，下半场地产修复

	一季度	二季度	三季度	四季度
货币政策	降息	可能降准	偏松	偏松/回归中性
信用扩张	持续提速，一季度最快，至四季度趋缓			
基建投资	发力前置，上半年快速上行		三季度视情况可能调整节奏	
地产投资	上半年调控政策逐渐放松		投资修复，有望回归正增长	
减税降费	两会确定大体规模	明确细则，推进实施		

做有温度的人民保险