

宏观经济指标和经济运行分析

人保资产投资研究部

2022年3月25日

目 录

01

回顾与监测

02

大势研判

宏观经济的预判基本符合实际经济运行

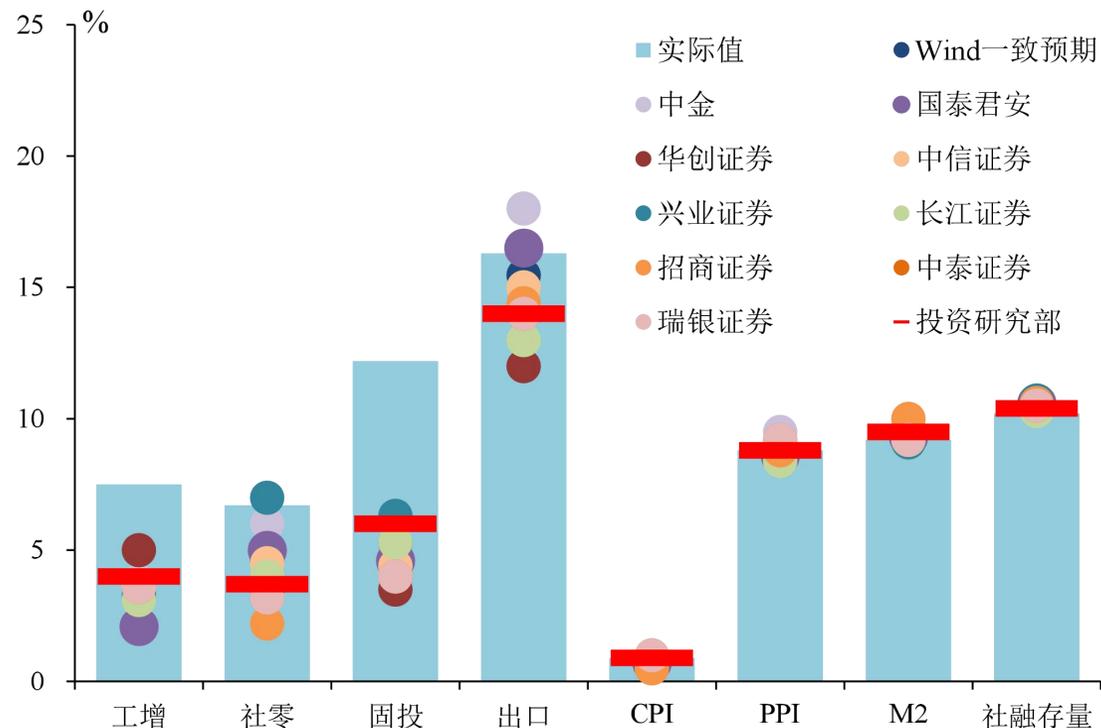


- ◆ 投资研究部对宏观经济和政策的预判基本符合事实
- ◆ 投资研究部准确预测了主要经济变量的变动方向，对大部分指标的预测精度好于市场主流机构
- ◆ 对于工业生产、消费、投资的超预期上升，投资研究部的预判好于多数券商

投资研究部主要观点回顾

	投资研究部的主要观点	实际经济运行或经济政策
经济目标	2022年全国GDP目标定在5.5%的可能性非常高；赤字率降到3%以内的可能性非常大	GDP增长目标为5.5%左右，赤字率为2.8%
工业	“专精特新”等新兴产业将成为拉动工业生产的主要方向	1-2月工业增加值超市场预期回升，战略性新兴产业快速增长
基建	基建将成为2022年政府对冲经济下行的主要抓手	1—2月份，基础设施投资同比增长8.1%，增速比2021年全年加快7.7个百分点
消费	消费将逐渐向疫情前中枢回归	1-2月社零同比增长6.7%，比2021年12月份加快5.0个百分点，比2021年两年平均增速加快2.8个百分点
出口	出口将表现出较强韧性，同比增速将稳步回落	1-2月出口同比增16.3%，较2021年12月回落4.5个百分点
宏观政策	政府将通过扩张性财政政策刺激经济，供给端约束需要放松，以降低增长阻力	2022年财政支出大幅增加；316金融委会议强调积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。
海外宏观	美国通胀将维持高位，美联储大概率将在3月加息25BP，年内将启动缩表	美国2月CPI同比升7.9%，为1982年以来新高；3月17日美联储加息25BP，并声明将在最早再5月宣布缩表

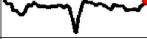
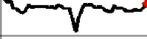
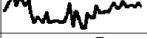
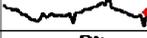
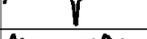
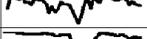
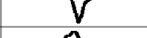
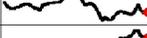
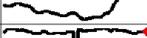
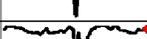
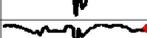
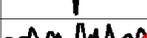
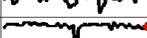
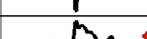
投资研究部与主流券商2月主要经济指标预测情况对标



注：工业增加值、社零、固定投资、出口增速均为1-2月累计同比

注：红色表示较为准确预判，黄色表示部分准确预判，绿色表示预判错误

数据来源：Wind、人保资产投资研究部

		环比变动	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	过去5年历史分位数	趋势	
消费	社会零售总额	3.6	6.7	/	3.1	4.4	63.3%		
投资	固定资产投资	8.3	12.2	/	3.9	3.6	92.4%		
	主要分项	6.3	3.7	/	-2.6	3.1	19.3%		
	地产	9.9	20.9	/	11.0	11.2	97.5%		
	制造业	4.6	8.6	/	4.0	-0.9	84.0%		
	基建	8.4	8.1	/	-0.3	-0.1	80.6%		
	基建(不含电力)								
贸易	出口(美元计)	-3.2	16.3	/	19.5	21.1	76.0%		
	进口(美元计)	2.1	15.5	/	13.4	17.2	79.9%		
金融	社融存量规模	-0.3	10.2	10.5	10.3	10.1	6.6%		
	M1	6.6	4.7	-1.9	3.5	3.0	43.8%		
	M2	-0.6	9.2	9.8	9.0	8.5	52.0%		
工业	工业增加值	1.7	7.5	/	5.8	5.4	70.6%		
	发电量	0.7	4.0	/	3.3	3.4	42.9%		
服务业	服务业生产指数	-1.1	4.2	/	5.3	5.5	31.2%		
价格	CPI	0.0	0.9	0.9	1.5	2.3	12.3%		
	PPI	-0.3	8.8	9.1	10.3	12.9	99.4%		
景气	PMI	0.1	50.2	50.1	50.3	50.1	50.5%		
	主要分项	PMI生产	-0.5	50.4	50.9	51.4	52.0	36.9%	
		PMI新订单	1.4	50.7	49.3	49.7	49.4	50.1%	
		PMI出口	0.6	49.0	48.4	48.1	48.5	66.9%	
		PMI进口	1.4	48.6	47.2	48.2	48.1	57.8%	
		PMI库存	-0.7	47.3	48.0	48.5	47.9	57.1%	
	建筑业PMI	2.2	57.6	55.4	56.3	59.1	43.4%		
服务业PMI	0.2	50.5	50.3	52.0	51.1	31.5%			
就业	城镇调查失业率	0.2	5.5	5.3	5.1	5.0	74.6%		

- 注：1. 消费、投资、贸易、工业、服务业等指标为1-2月累计同比
 2. 金融、价格、就业指标为同比增速
 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

- ◆ 许宪春（2010）曾在《经济研究》撰文《准确理解中国经济统计》阐述当时部分国内外学者对中国经济统计方法和统计结果的质疑
- ◆ 国家统计局数据屡遭质疑，但是大多都是对统计指标缺乏准确理解，建立一些“似是而非”观点造成的

大部分质疑都是对中国经济统计缺乏准确理解造成

二、关于对中国经济统计方法的质疑

2009年8月份，美国的一家网站发表了一位学者的文章，题目是：《中国：虚假的繁荣》(Makin, 2009)。文章认为，中国经济统计方法造成了中国经济虚假的繁荣。针对中国经济统计方法，这篇文章提出以下基本观点：

中国8%的经济增长目标肯定会实现，因为中国的经济统计数据是基于对生产活动的记录，而不是像美国那样，基于对支出增长的计算，即基于对消费、投资、政府开支和净出口之和增长的计算。

中国一揽子刺激计划针对公共建设工程项目的投资资金，在拨款时就被算作已经发生的支出，被计为GDP的增长。这种统计方法使政府可以通过控制一揽子刺激计划的资金释放速度，轻而易举

(C)1994-2019 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.>

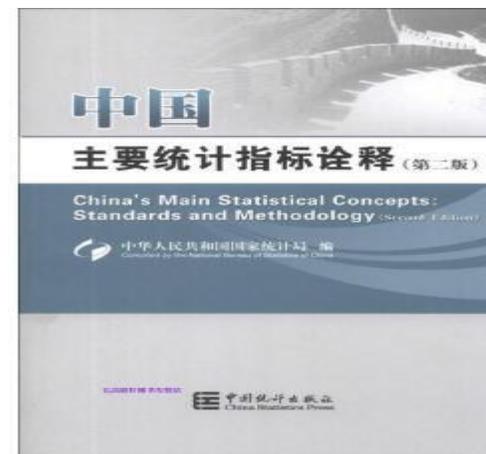
许宪春：准确理解中国经济统计

举地控制经济增长速度。

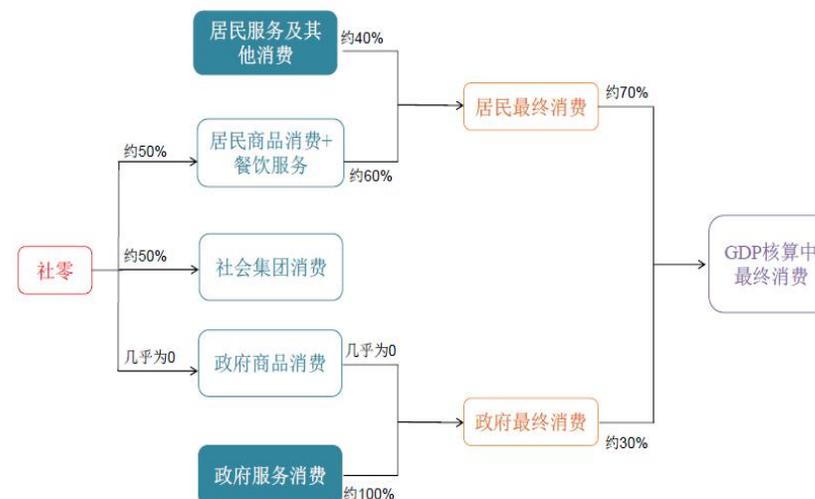
中国把对零售单位的供货计为零售额，即把生产和发运计为最终用户的实际支出。2009年上半年，中国的零售额名义增长率约为15%，这是发往零售单位的货物增长率。

上述观点与GDP核算理论和实践、中国经济统计制度和实际数据表现都是相背离的，说明文章的作者对GDP核算，特别是对中国经济统计并不熟悉。

质疑之前请仔细翻阅这本书



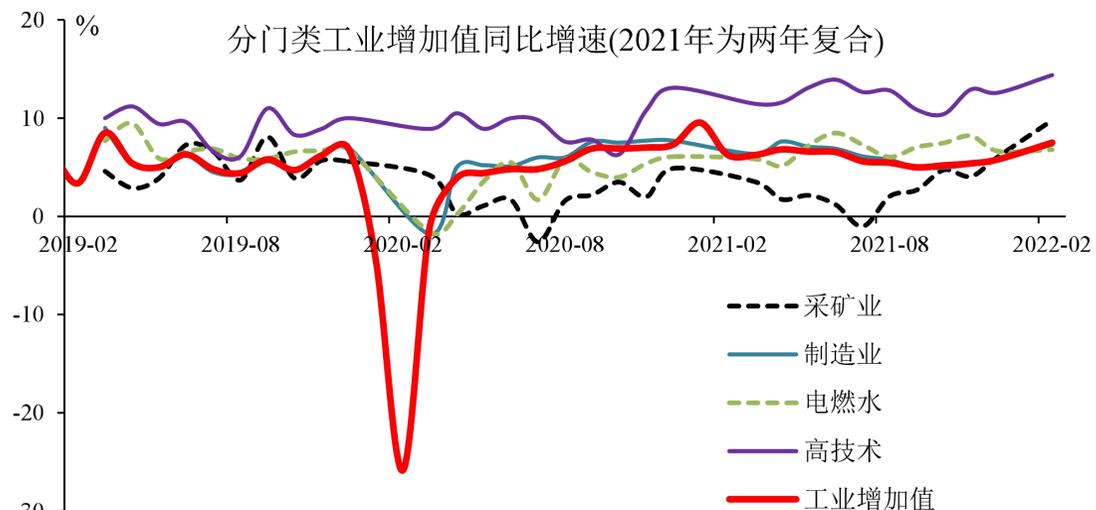
例如：社零向最终消费的转化率不足三成



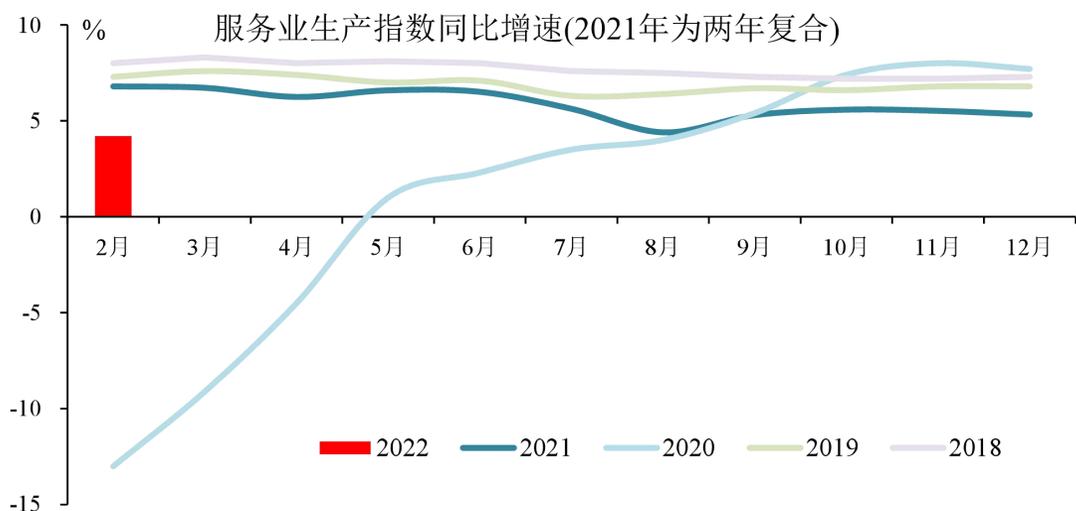
工业生产态势向好，服务业生产有待进一步恢复



工业增加值同比增长7.5%，较2021年两年平均增速加快1.4个百分点



全国服务业生产指数1-2月份累计同比增长4.2%，低于疫情前水平



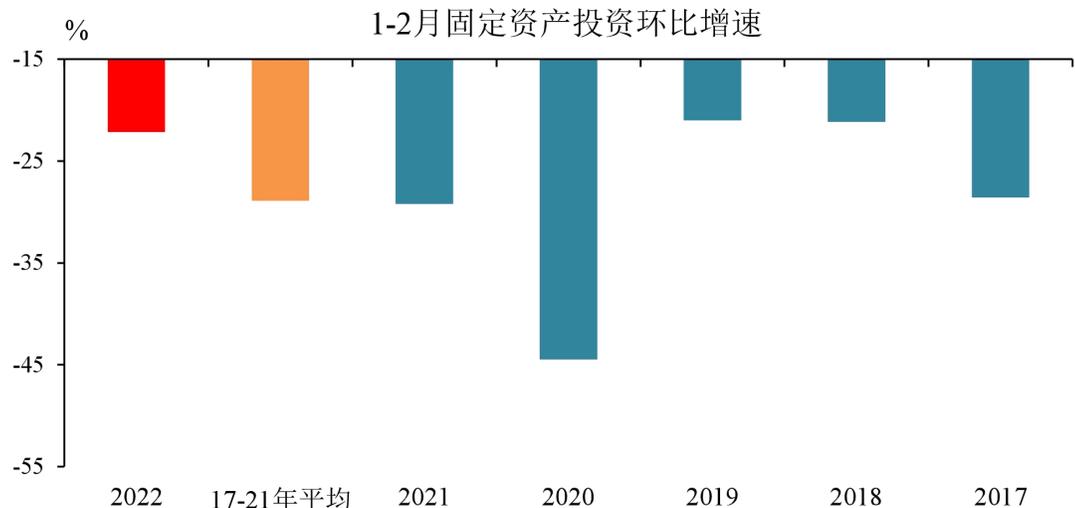
- ◆ 经济发展新动能持续增强，计算机通信和其他电子设备制造业、电气机械和器材制造业、医药制造业、仪器仪表制造业均实现两位数增长
- ◆ 消费品制造业加快恢复，同比增9.7%，较2021年两年平均增速加快5.2个百分点
- ◆ 出口产业链依旧保持较快增长，汽车制造业、专用设备制造业等主要装备行业出口交货值同比分别增长38.9%、37.0%

新动能、消费品制造业、出口产业链表现良好

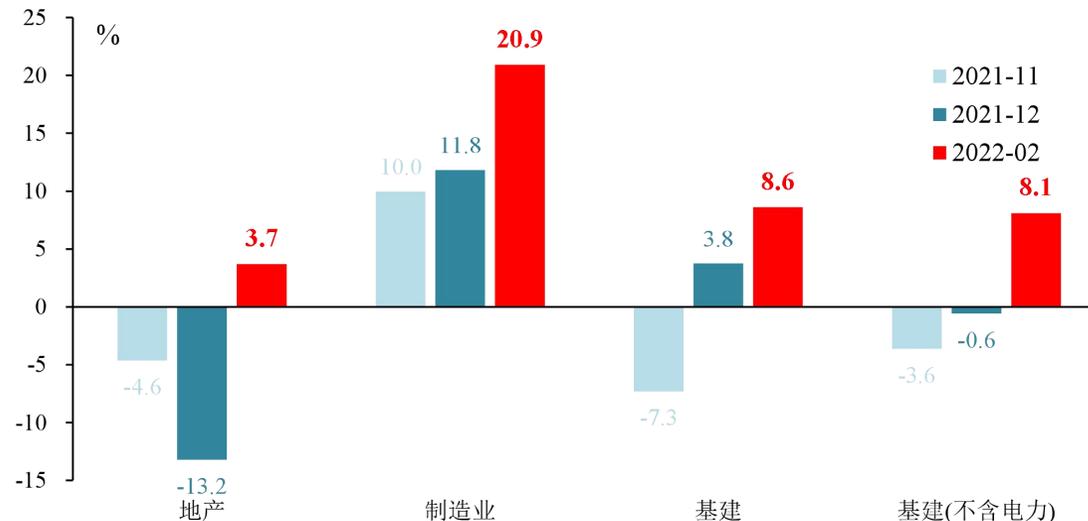
	环比变动	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	过去5年历史分位
电气机械	3.0	13.6	10.6	13.6	11.3	77.11%
医药	0.2	12.9	12.7	15.3	12.2	78.79%
计算机通信	1.0	12.7	11.7	11.4	9.4	76.94%
专用设备	0.8	8.8	8.0	7.2	7.6	50.46%
食品制造	1.7	7.4	5.7	5.6	5.9	88.97%
汽车	1.0	7.2	6.2	2.9	2.8	60.20%
金属制品	-1.9	6.8	8.7	8.5	10.3	48.99%
农副食品加工	2.9	6.5	3.6	4.9	4.0	89.70%
电力热力	-0.6	6.0	6.6	7.6	7.1	45.15%
化学	1.6	5.9	4.3	4.0	4.7	69.32%
通用设备	-1.2	5.0	6.2	6.4	6.9	31.16%
纺织	3.6	4.9	1.3	1.4	1.5	88.27%
有色	2.9	4.4	1.5	1.4	2.3	32.18%
交运	1.0	4.2	3.2	3.1	2.8	50.54%
橡胶塑料	-0.9	2.0	2.9	2.7	2.7	24.17%
非金属	-2.3	1.3	3.6	1.7	2.4	9.54%
黑色	-6.8	-2.9	3.9	-1.3	-1.5	0.56%

数据来源: Wind、人保资产投资研究部

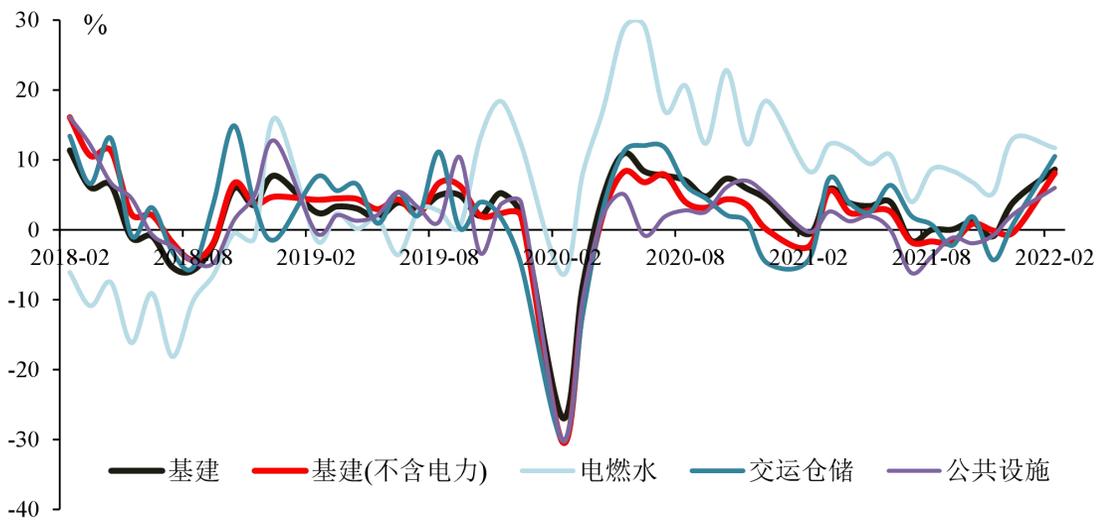
固投同比增12.2%，比2021年两年复合增速加快8.3个百分点，环比增速改善



低基数下（2021年1-2月两年复合同比为-3.0%）制造业投资增速大幅回升



交运仓储产业带动基建增速上升



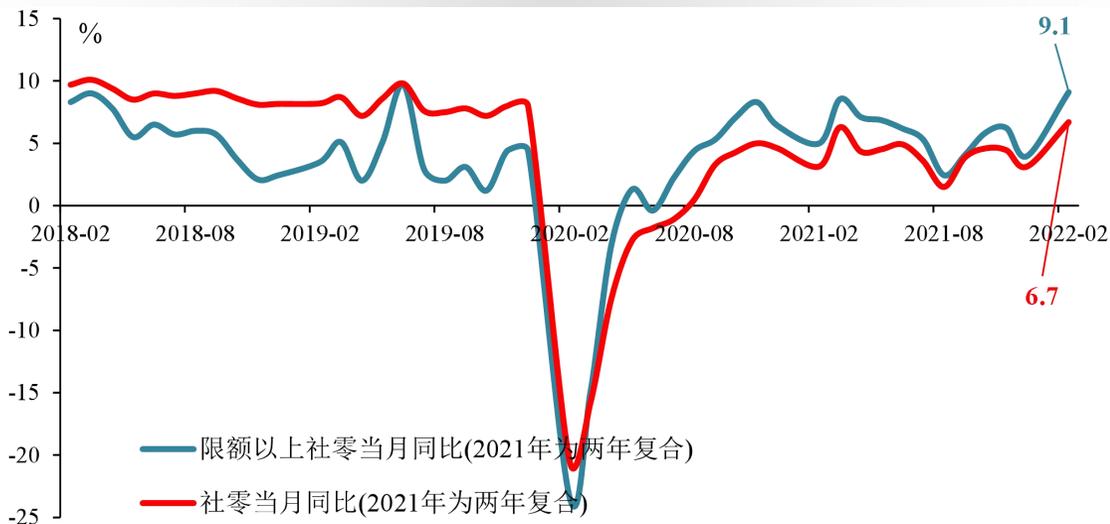
电气、纺织、通讯等产业投资持续高景气，汽车产业投资低位回升

	环比变动	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	过去5年历史分位
电气机械	42.86	56.40	13.54	20.14	45.09	99.98%
纺织	29.22	36.30	7.08	6.92	10.76	99.48%
金属	30.05	35.30	5.25	-1.32	16.24	99.29%
计算机通信	4.32	35.10	30.78	13.49	10.52	94.54%
专用设备	13.63	30.20	16.57	21.15	30.05	95.08%
农副食品加工	15.86	29.50	13.64	16.89	15.50	98.92%
通用设备	29.83	28.30	-1.53	13.45	23.37	98.47%
医药制造	24.79	27.20	2.41	-0.38	6.14	77.21%
食品制造	-4.93	26.70	31.63	5.32	4.23	99.00%
有色	42.06	19.60	-22.46	13.30	-17.78	88.63%
化学	8.02	16.20	8.18	8.76	7.21	82.95%
汽车	19.33	11.30	-8.03	18.84	1.99	89.88%

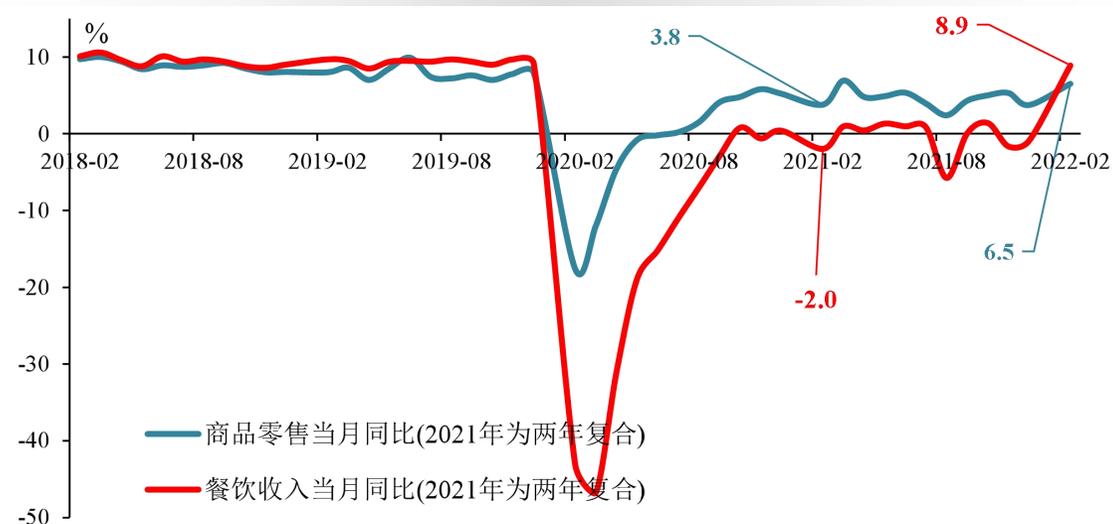
消费回升向好，消费升级类商品销售活跃



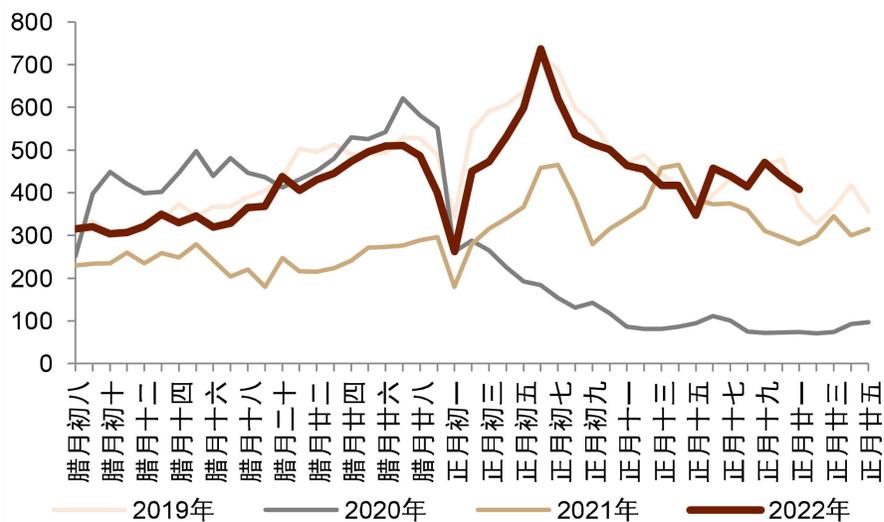
消费回升向好，限额以上表现突出



低基数下餐饮消费收入大幅上升



百度迁徙指数显示春节出行情况已大体恢复到2019年水平



金银珠宝、家电后等消费升级类商品销售活跃

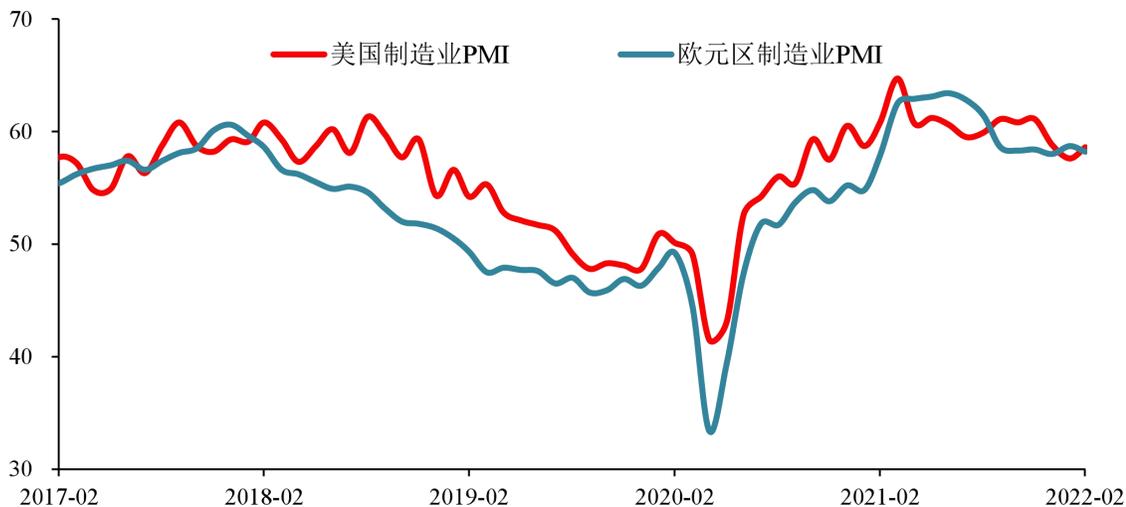
		环比变动	2022-02	2021-12	2021-11	2021-10	19年同期 当月同比	过去5年 历史分位
必需消费	烟酒	6.6	13.6	7.0	13.3	14.3	4.6	76.20%
	饮料	-1.2	11.4	12.6	15.5	8.8	8.0	38.50%
	日用品	-8.1	10.7	18.8	8.6	3.5	15.9	41.56%
	粮油食品	-3.4	7.9	11.3	14.8	9.9	10.1	19.23%
	中西药品	-1.9	7.5	9.4	9.3	5.6	10.3	28.31%
	化妆品	1.5	7.0	2.5	8.2	7.2	8.9	30.67%
	服装纺织	7.1	4.8	-2.3	-0.5	-3.3	1.8	60.53%
可选消费	石油及制品	9.0	25.6	16.6	25.9	29.3	2.5	98.44%
	金银珠宝	19.7	19.5	-0.2	5.7	12.6	4.4	88.28%
	家电	18.7	12.7	-6.0	6.6	9.5	3.3	84.54%
	办公	3.7	11.1	7.4	18.1	11.5	8.8	73.39%
	建筑装饰材料	-1.3	6.2	7.5	14.1	12.0	6.6	60.18%
	通讯器材	1.5	4.8	0.3	0.3	34.8	8.2	26.63%
	汽车	11.3	3.9	-7.4	-9.0	-11.5	-2.8	65.92%
家具	-2.9	-6.0	-3.1	6.1	2.4	0.7	14.59%	

数据来源: Wind、中金公司、人保资产投资研究部

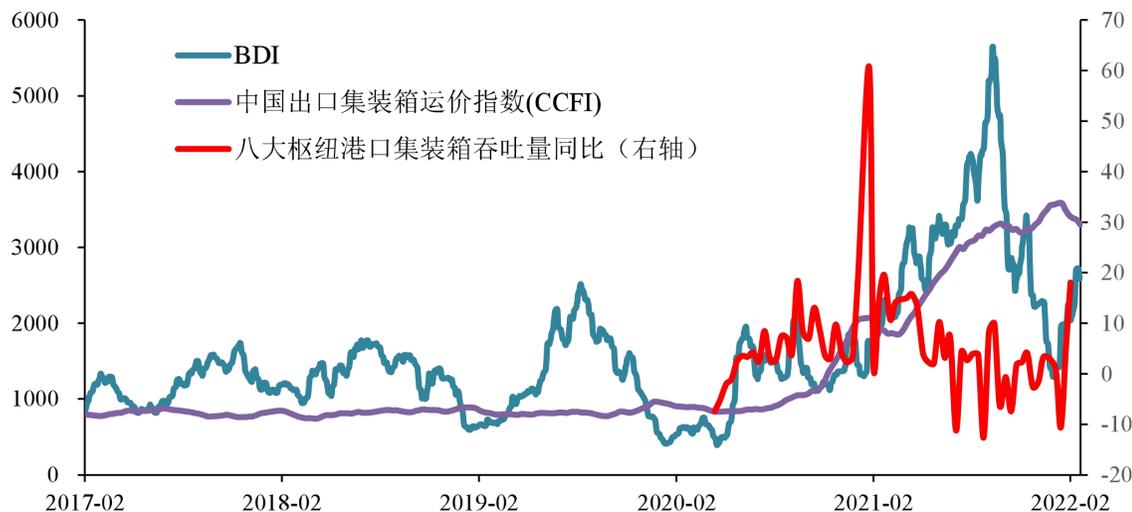
海外需求依旧旺盛，出口继续保持韧性



欧美制造业PMI仍处于高位



海运价格仍处高位，国内港口集装箱吞吐量仍稳步增长

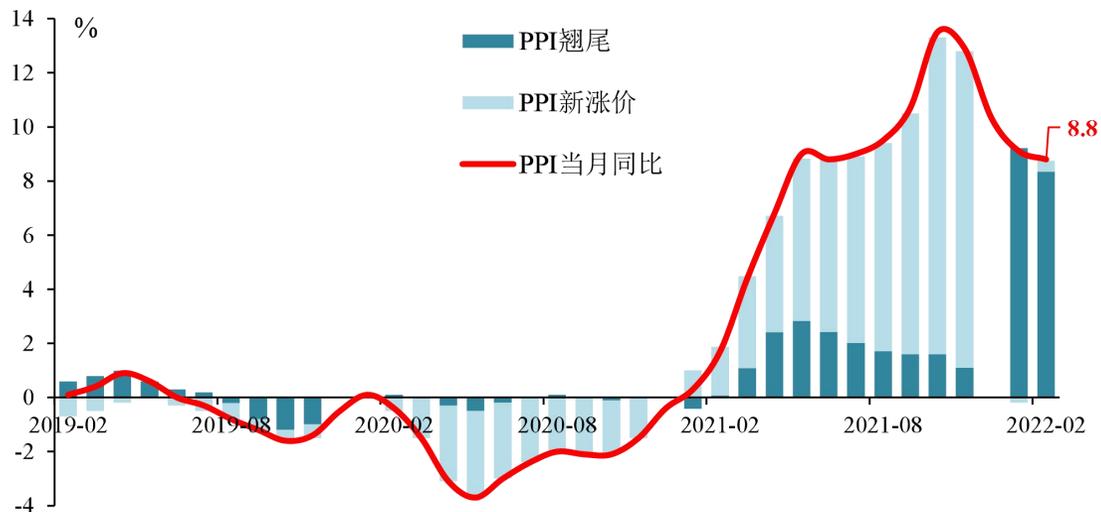


1-2月出口累计同比增速为16.3%，高基数下，出口仍居韧性

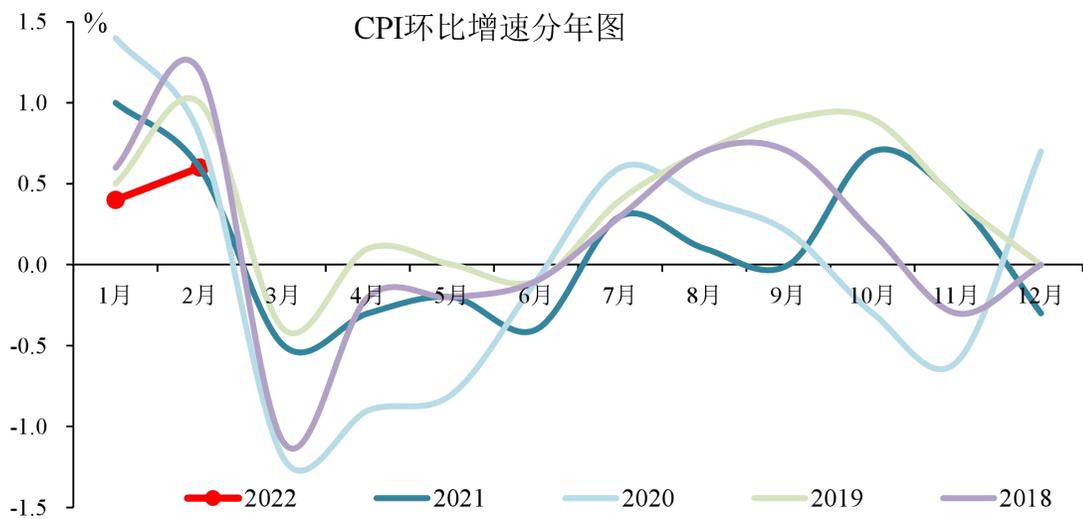
		环比变动	1-2月平均 较12月变动	2022-02	2022-01	2021-12	2021-11	5年历史 分位数
总量	出口	-17.9	-5.7	6.2	24.1	20.8	21.7	45.4%
	进口	-9.4	-4.4	10.4	19.8	19.5	31.3	63.7%
出口目的地	欧盟	-15.8	-2.3	15.4	31.2	25.6	33.5	77.2%
	美国	-7.2	-7.9	9.7	16.9	21.2	5.3	57.8%
	东盟	-12.3	0.0	5.9	18.2	12.0	22.3	26.2%
	拉美	-25.8	-22.2	5.8	31.7	41.0	38.5	40.4%
	韩日	-22.9	-6.7	-0.7	22.1	17.3	24.1	30.0%
	港台	-14.7	-9.7	-3.7	10.9	13.2	20.7	25.7%
进口来源地	港台	-4.6	3.6	17.0	21.6	15.7	20.5	65.3%
	东盟	-4.6	-9.4	10.8	15.5	22.5	35.7	50.3%
	韩日	-6.0	2.7	8.7	14.7	9.0	21.4	66.5%
	拉美	-8.4	-14.5	7.3	15.7	26.0	36.2	39.6%
	欧盟	1.3	2.7	0.5	-0.8	-2.9	4.2	42.6%
	美国	-17.7	4.4	-1.1	16.6	3.3	22.0	42.3%
出口产品	高技术产品	-5.9	-8.8	11.3	17.2	23.1	14.2	61.8%
	农产品	-19.0	1.9	10.0	29.1	17.7	12.8	80.8%
	机电	-13.9	-6.6	4.5	18.4	18.1	17.0	38.6%
	轻工制品	-22.1	5.6	-0.7	21.3	4.7	8.0	22.9%
	鞋服	-26.4	-10.0	-5.3	21.1	17.9	27.1	43.9%
	纺织	-37.2	-7.8	-10.2	27.0	16.2	10.0	18.9%
进口产品	原油	-46.0	-63.9	27.4	73.3	114.2	80.0	72.8%
	农产品	-3.2	-5.6	8.3	11.5	15.5	24.3	32.9%
	高技术产品	-6.6	-5.7	7.3	13.9	16.4	20.0	48.6%
	机电	-4.6	2.0	6.4	11.0	6.8	15.8	52.2%
	铁矿	-13.0	-2.6	-33.9	-20.9	-24.8	1.9	1.2%

数据来源: Wind、人保资产投资研究部

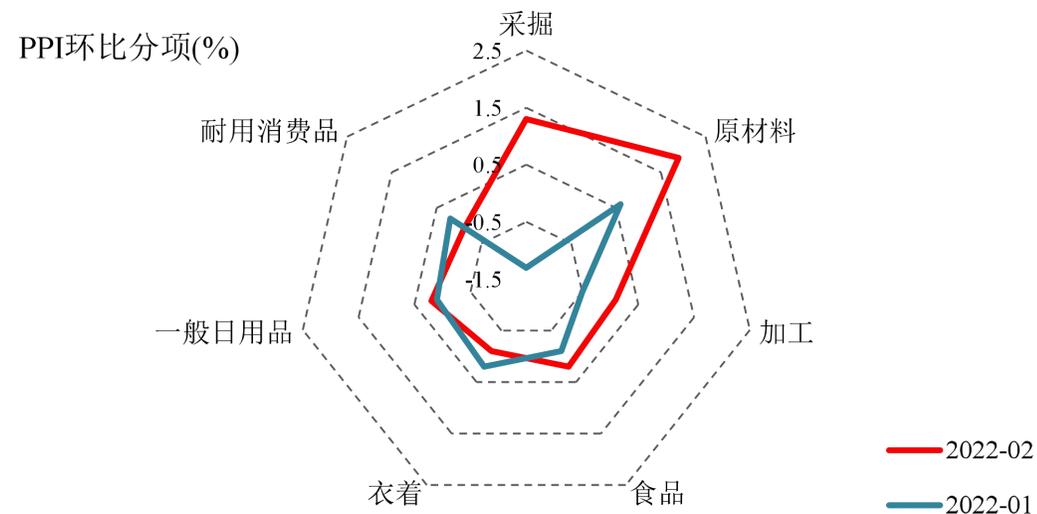
高翘尾下PPI稳步回落



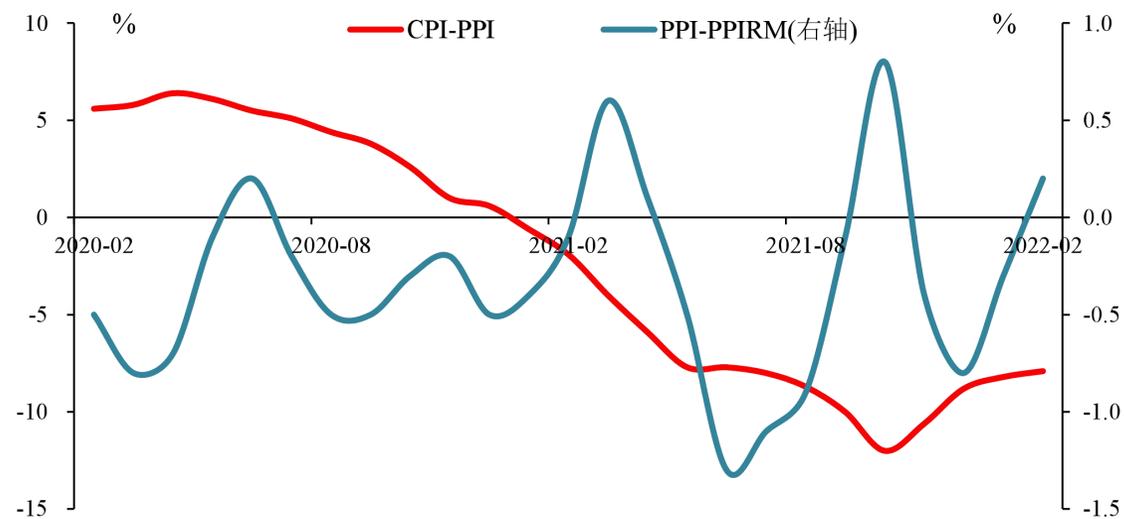
CPI同比增0.9%，环比增速低于季节性



油价高企带动上游原材料价格上涨

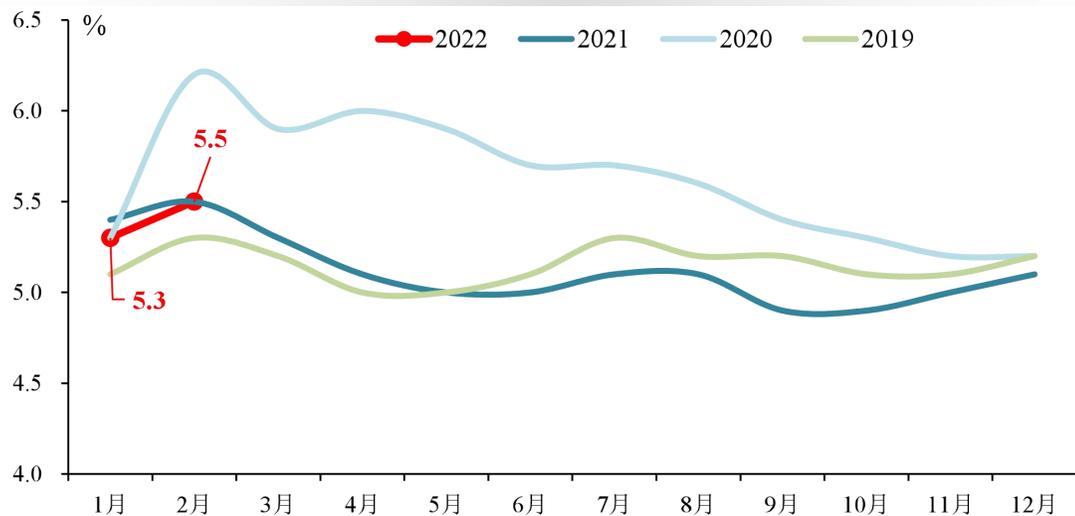


CPI-PPI剪刀差收窄，工业品价格上涨逐渐向下游传导

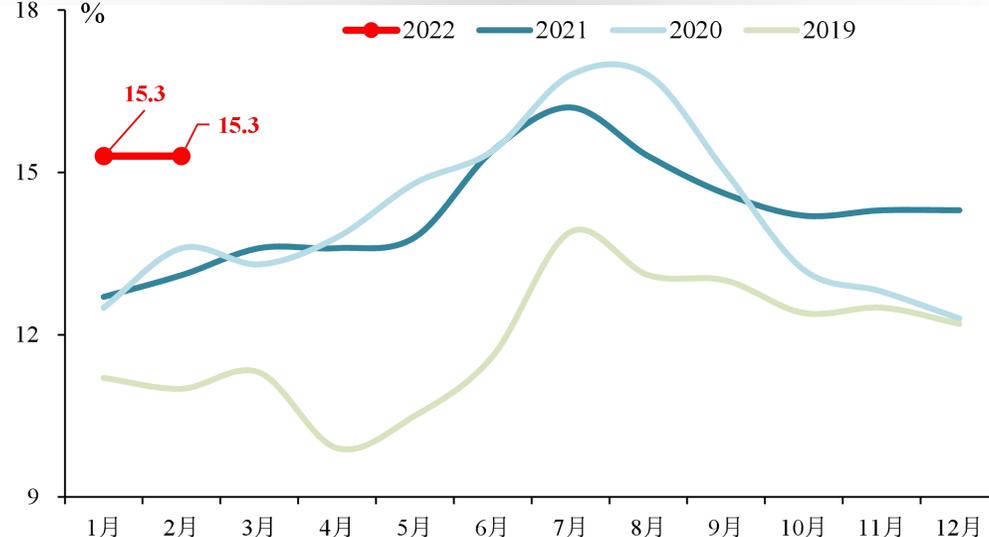


就业压力持续加大，“两会”再次强调就业优先

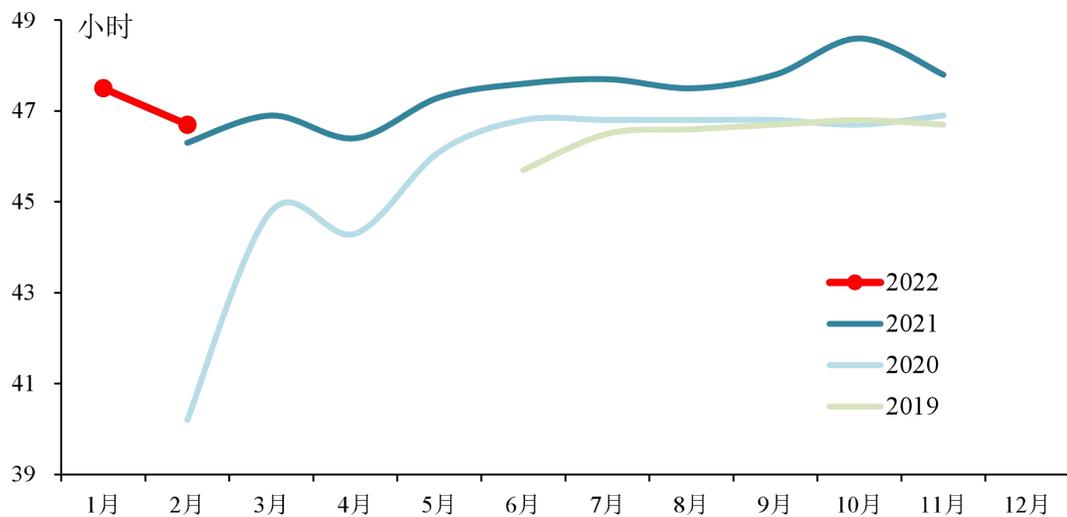
城镇调查失业率上行至5.5%，高于疫情前水平



1月和2月青年人口失业率均为15.3%，远高于历史同期



周平均工作小时数高于历史同期水平



近期网上求职破记录（智联招聘）

单日求职人数突破 500万

单日求职量突破 1600万

本周流量连续4日突破历史

数据来源：Wind、智联招聘、人保资产投资研究部

目 录

01

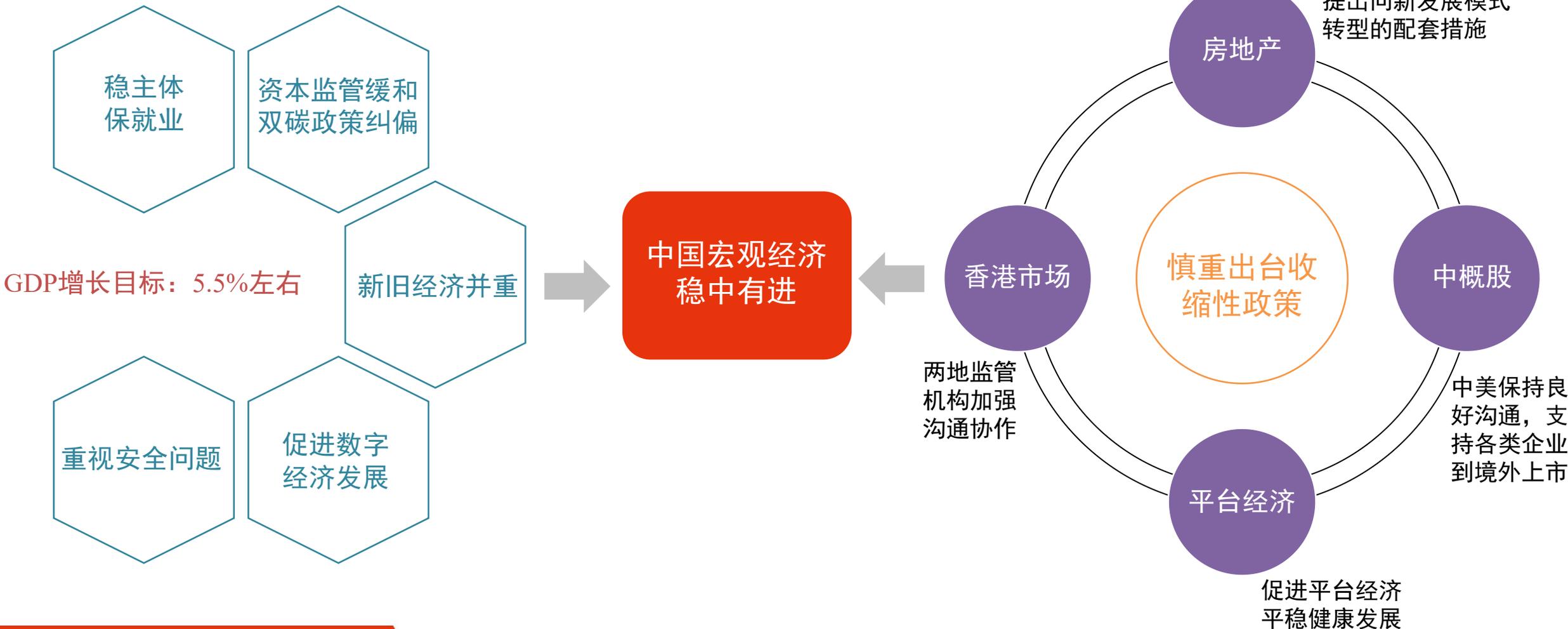
回顾与监测

02

大势研判

2022年政府工作报告

316金融委会议

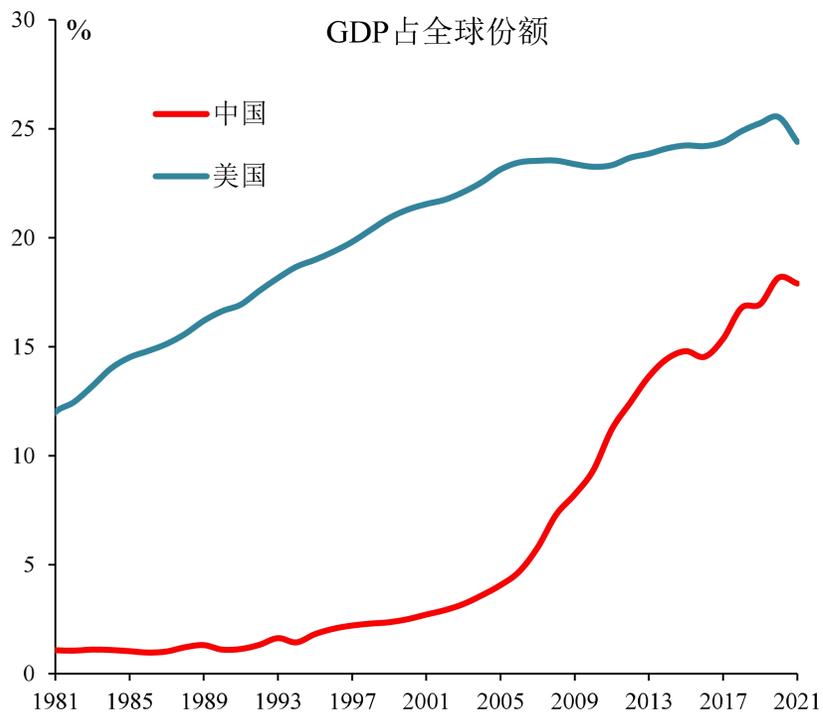


俄乌战争+疫情反复：加速全球政治经济格局变化，推动重塑世界秩序

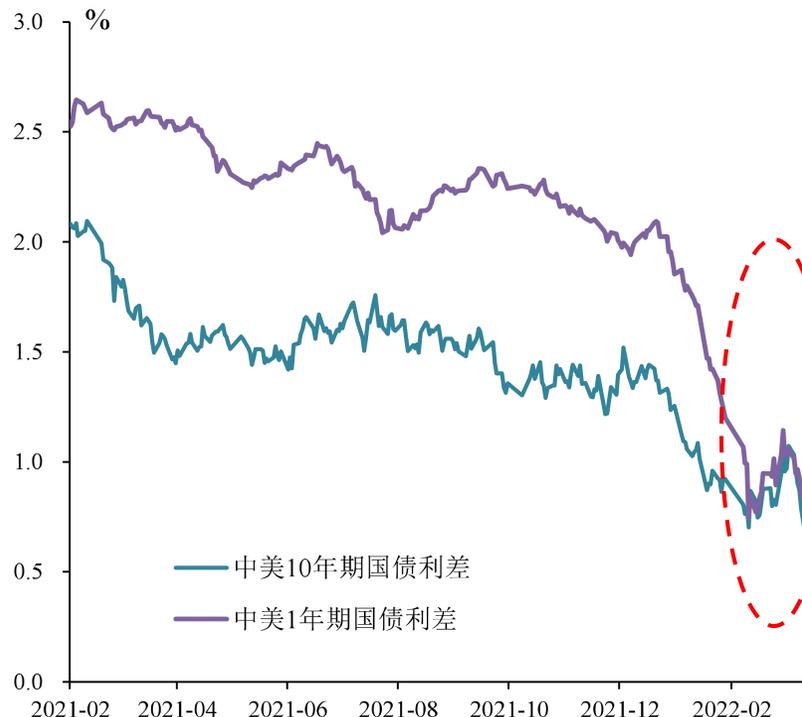


- ◆ 百年未有之大变局，世界经济“东升西降”
- ◆ 新冠防疫政策差异加剧中美经济周期背离，中国旨在稳增长，美国重在防通胀
- ◆ 俄乌冲突导致欧美与俄罗斯全面脱钩，能源价格高涨和能源安全将改变欧洲社会对低碳就是政治正确的共识，对新能源产业存在边际利空
- ◆ 沙特正在考虑用人民币结算对华石油贸易（1974年基辛格说服沙特使用美元作为唯一结算货币，“谁控制了石油,就控制了所有国家”）

中国占全球经济总量的份额日益扩大



中美利差持续缩小



近期全球油气价格大幅上升



本次美联储加息：通胀 & 战争 & 石油

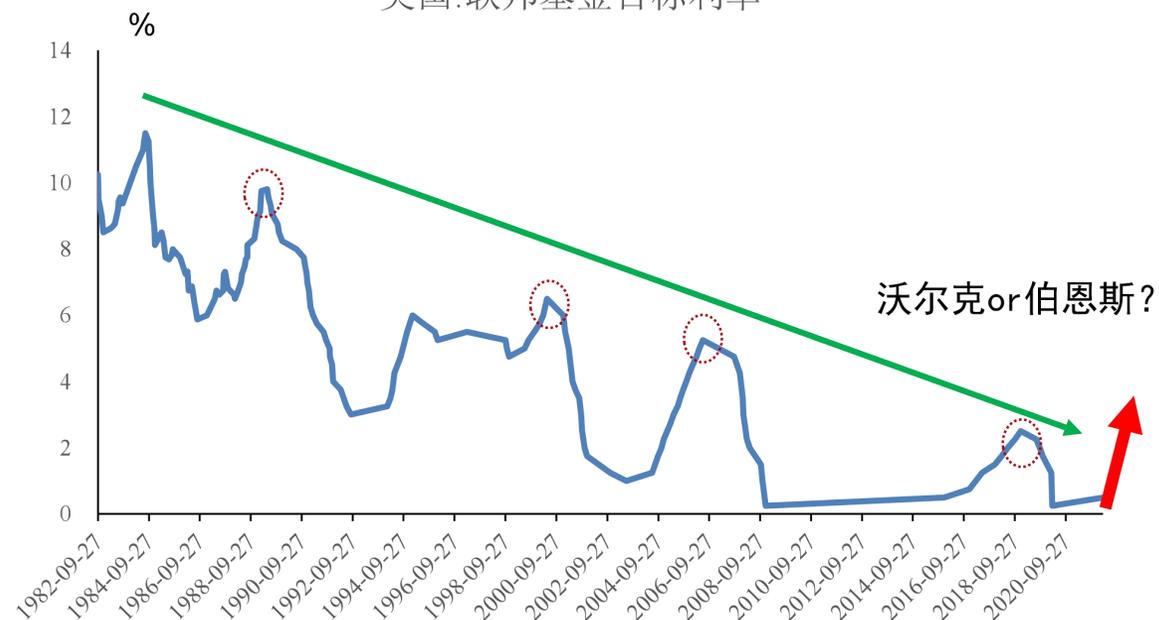
- ◆ 石油危机以来的四十年间，历任联储主席从未面临如此之高的通胀，2月美国CPI达7.9%
 - ◆ 美联储如期加息25个基点，鲍威尔主要针对前期货币超发因素，俄乌战争走向、制裁、供应链紧张以及金融市场走势将影响后期加息缩表进程
 - ◆ 上世纪70年代两次战争引发两次石油危机，加上布雷顿森林体系解体引发美元信用坍塌，大滞胀发生
 - ◆ 解决之道：沃尔克时刻，先抗击通胀，保护自由价格，再重启市场
- 当前美国CPI通胀高企，非常类似上世纪70年代两次石油危机时期

美国本轮加息周期是否能超预期？

美国:CPI:当月同比



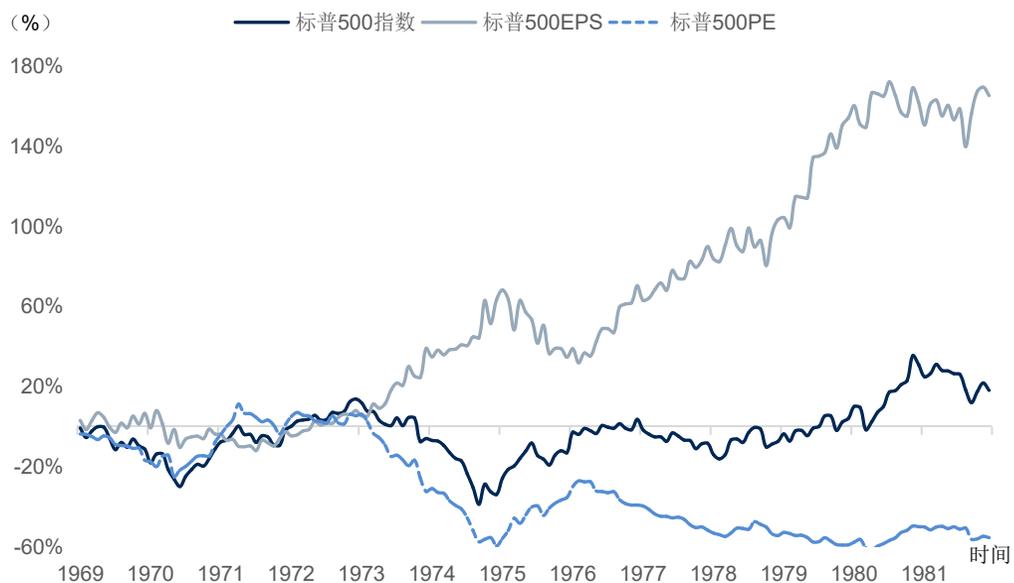
美国:联邦基金目标利率



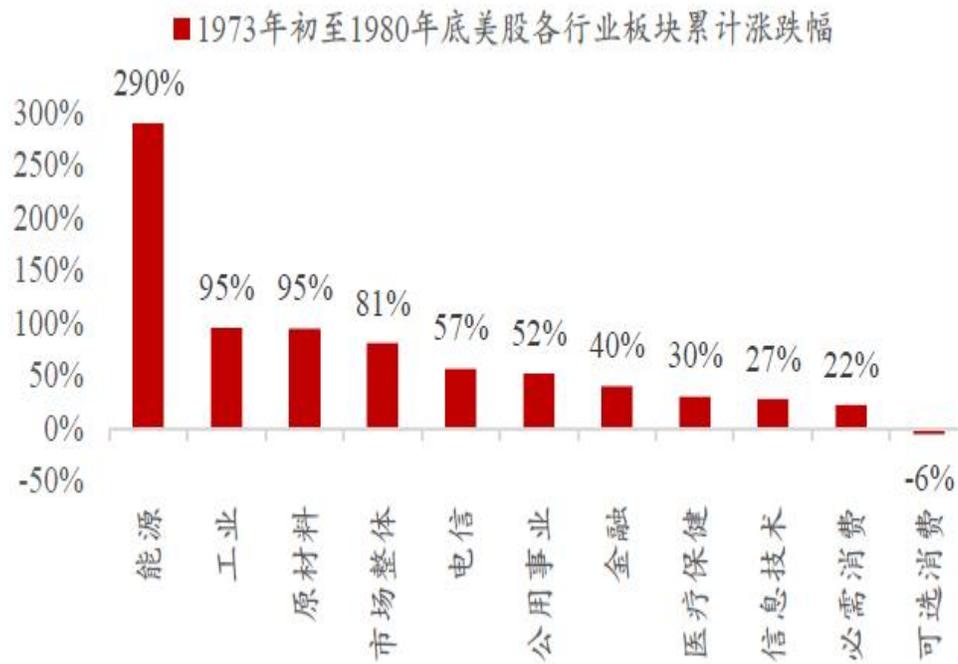
“战争+油价上涨”组合对股市影响：基于70年代美股经验

- ◆ 如果考虑剔除通货膨胀后的实际收益率的话，70年代标普500的真实收益率为亏损41.8%，是1920年以来美股最差的十年
- ◆ 周期类行业板块（包括能源、工业、原材料）表现是最好的，收益率都是高于市场整体的，这其中表现最好的是能源板块
- ◆ 消费股不抗通胀+“漂亮50”行情结束+史上最强小盘股行情

1970s美国“大滞胀”时代，美股十余年未涨，“杀估值”成主逻辑

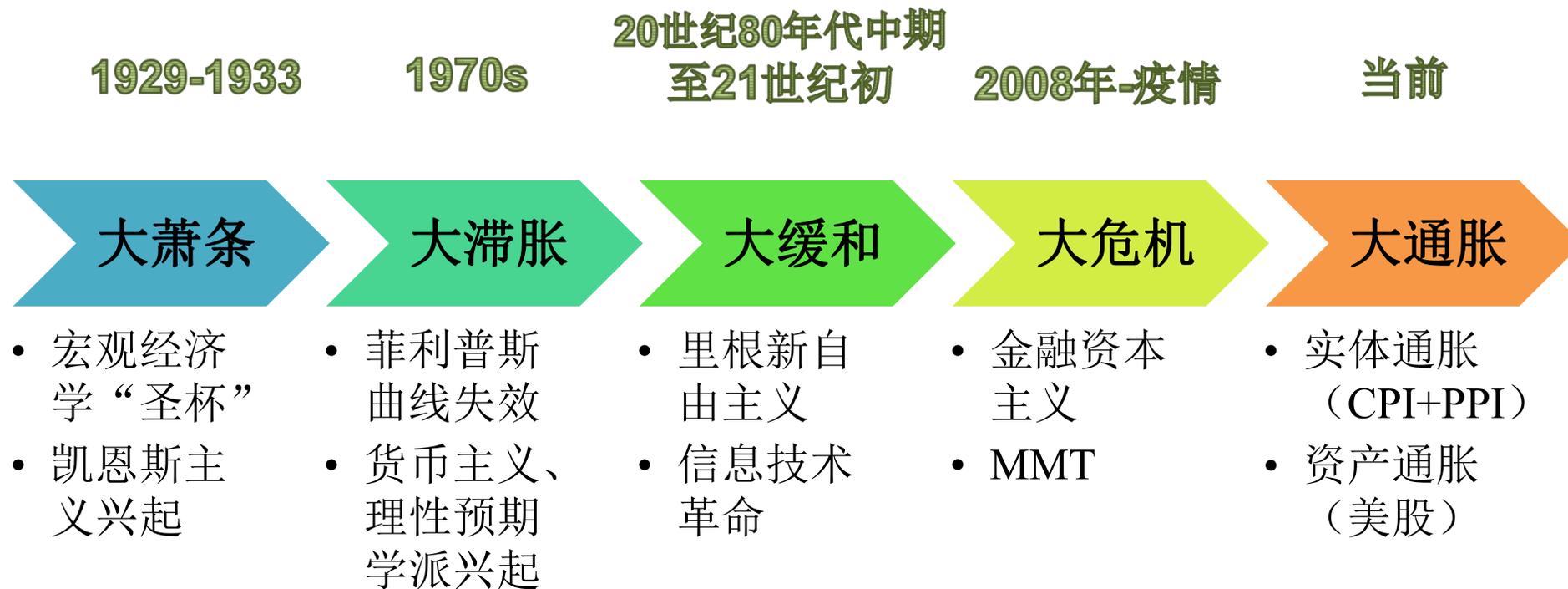


两次“石油+战争”期间美股各行业板块累计收益率



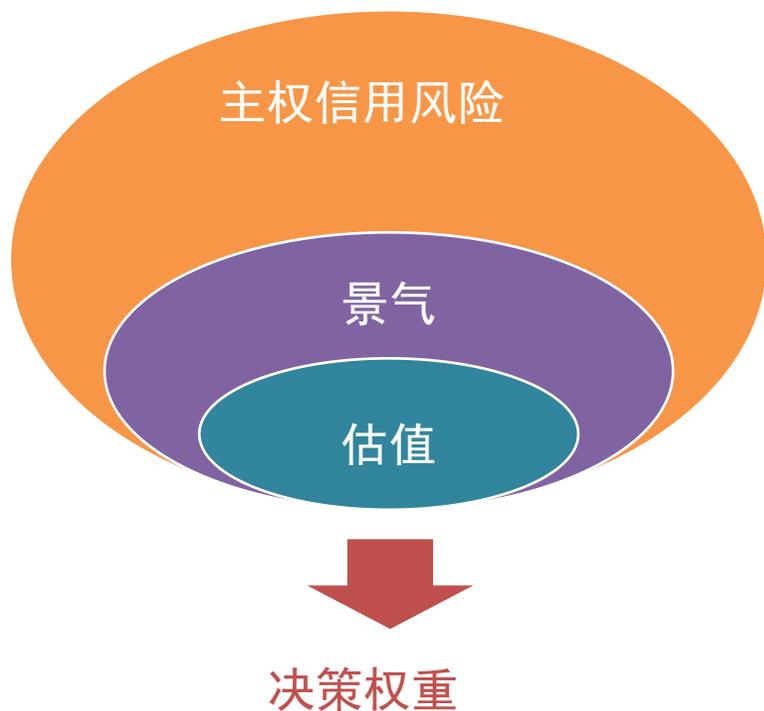
- ◆ 宏观经济百年史：政府 VS 市场、需求调节VS供给侧改革
- ◆ 大萧条：市场优先 »» 大滞胀：政府干预 »» 大缓和：重启市场 »» 大危机：货币超发 »» 大通胀：市场回归？（右翼大回潮、供给侧改革）
- ◆ 历史即是未来学！

从美国宏观经济发展百年史，看当前美国经济与政策选择



- ◆ 俄乌事件造成新兴市场基金风险暴露，海外资金先赎回流动性最好的港股和A股，加上对中美关系担忧，尤其是港股受到主权信用风险冲击力度较大
- ◆ A股下跌是典型的滞胀型下跌：下游需求弱，上游材料又涨价，作为制造业大国的中国经济可能上半年受损程度较大，一、二季度的上市公司业绩增速难以乐观
- ◆ 前两个月跌幅基本上已经体现了这个宏观面的利空，“政策底”出现后，待市场稳定之后，必然要交易稳增长见效的逻辑

港股投资者决策权重



年初以来A股风格切换，市值凹性特性，导致总市值大幅下滑

流动性是市值的凹性函数，根据詹森不等式原理，流动性发生调整，市值收缩

举例

$$P_0 = 100^2 = 10000 > P_1 = 50^2 + 50^2 = 5000$$

沪深300指数采用派许加权综合价格指数公式进行计算，计算公式如下：

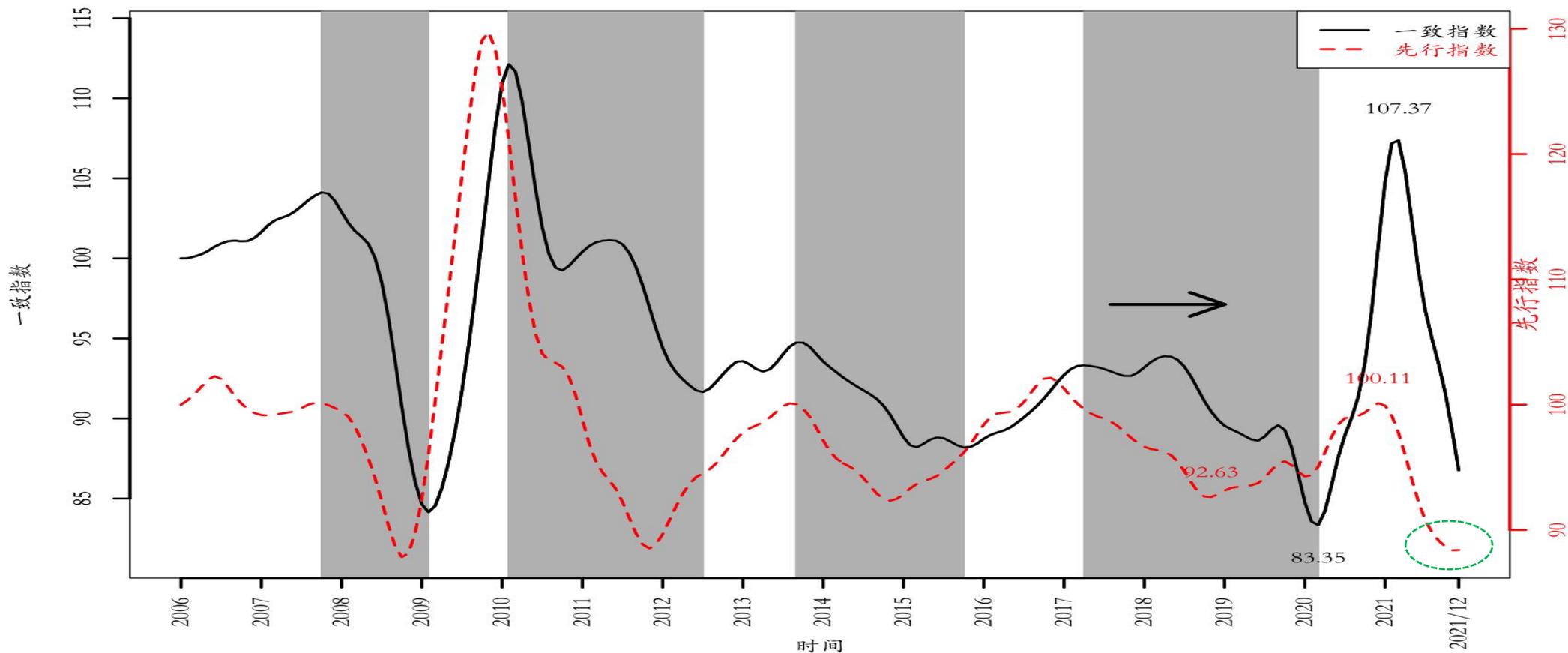
$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期成份股的调整市值}}{\text{除数}} \times 1000$$

其中，调整市值 = $\sum(\text{股价} \times \text{调整股本数})$

宏观经济景气度模型显示先行指数有企稳迹象

- ◆ 先行指数：高点在2020年12月，持续下行，但2月份数据公布后有企稳迹象
- ◆ 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

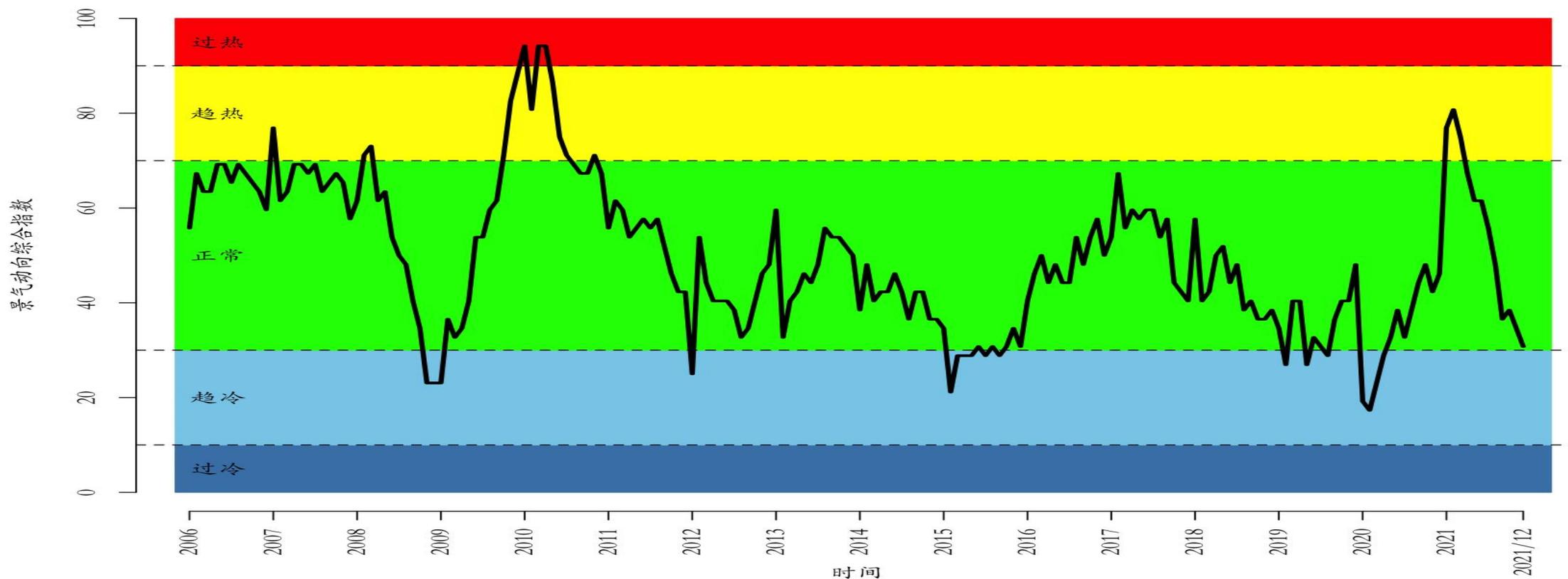
基于新克强指数的一致和先行合成指数



景气动向综合指数：再次回落至正常和趋冷临界，凸显逆周期调节必要性



中国景气动向综合指数



数据来源：人保资产投资研究部

月度信号灯：景气水平处于绿灯下沿，12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震荡走低态势，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

月度监测预警信号图

指标名称	2021												2022	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2
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	●	●	●	●	○	○	○	○	○	○	○	⊗		
P M I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	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○		
	71	75	75	73	67	63	60	52	44	40	35	27		

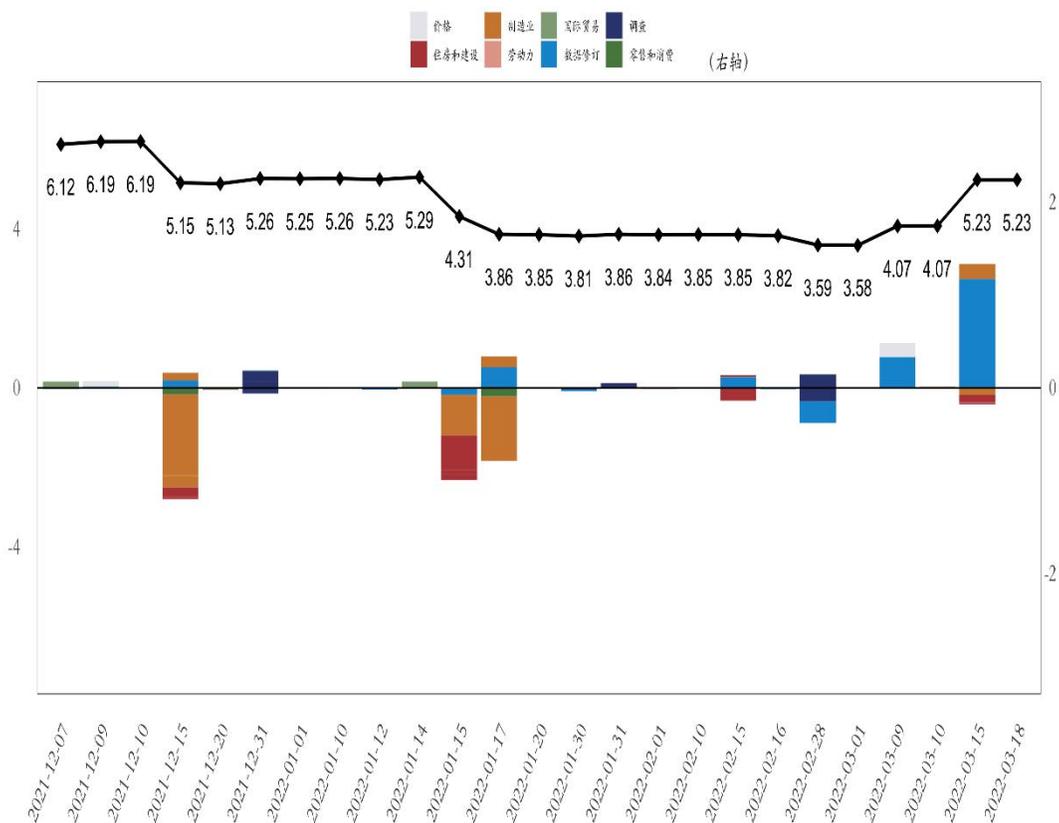
⊗ 过冷
○ 趋冷
○ 正常
● 趋热
● 过热

GDP Nowcasting模型实时监测今年一季度中国GDP为5.18%



- ◆ 2021年12月初预测2022年一季度GDP实际同比增速（未季调）为6.12%，3月15日公布前2月经济数据后，一季度GDP实际同比触底反弹至5.23%（季调），（万得一 致预期为5.18%）

图： 中国GDP预测结果(截止3月15日，为季调结果)



GDP预测日期	新公布指标	影响	Nowcast-GDP
2021-12-07			6.116
	工业增加值	-1.402	
	工业企业: 利润总额	-0.543	
	房地产开发投资完成额	-0.524	
	社会消费品零售总额	-0.162	
	克强指数	-0.023	
	就业搜索指数: 招工信息	-0.022	
	出口金额	-0.022	
	工业用电量	-0.019	
	RPI	-0.005	
	就业搜索指数: 失业金领取条件	-0.003	
	城镇登记失业率	0.007	
	财新服务业PMI	0.009	
	销量: 挖掘机: 工程机械行业	0.026	
	固定资产投资完成额	0.127	
	进口金额	0.132	
	财新制造业PMI	0.2	
2022-03-15	数据修订	1.55	5.227

做有温度的人民保险