

宏观经济指标和经济运行分析

人保资产投资研究部

2021年11月

目 录

01

回顾监测

02

宏观热点

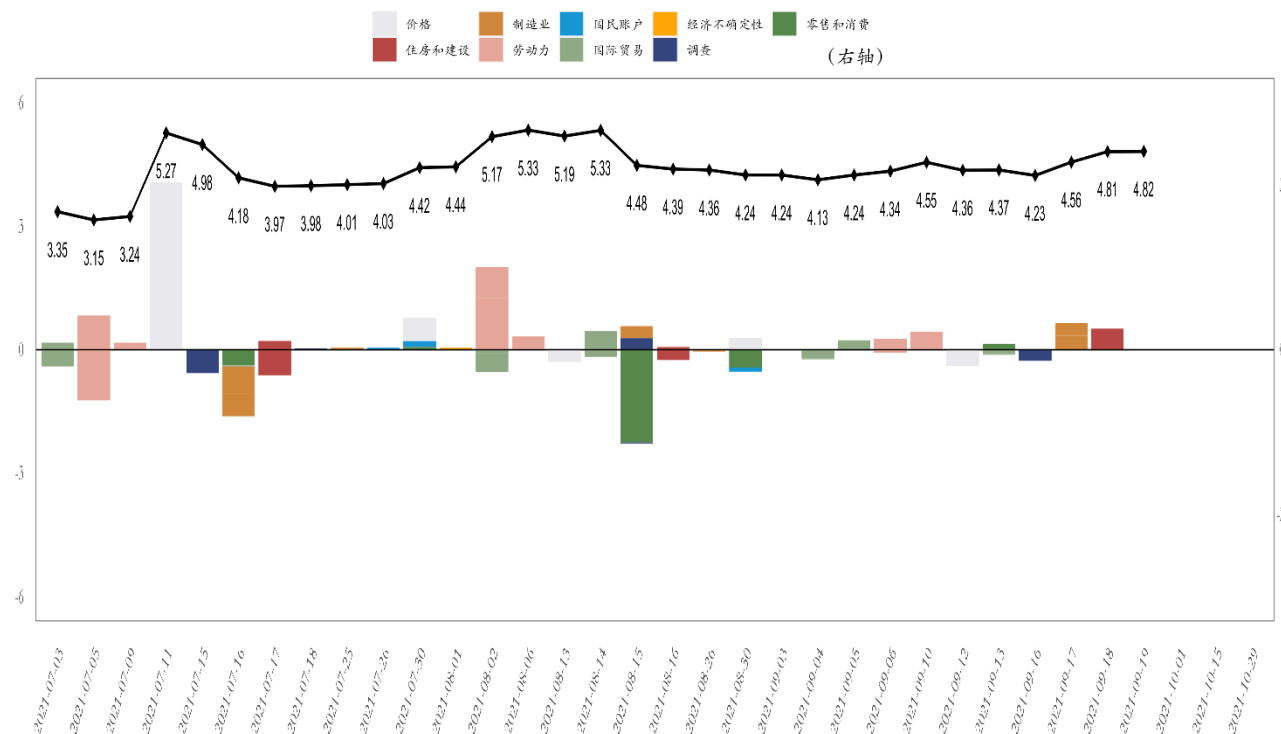
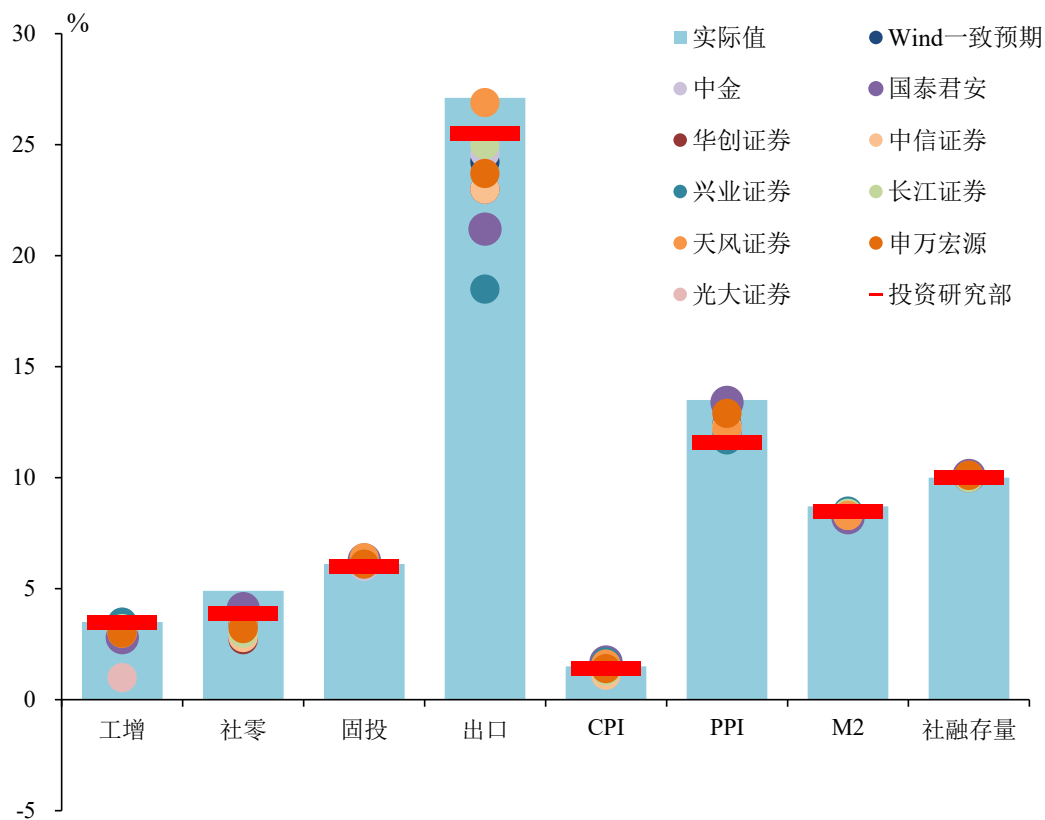
03

大势研判

- ◆ 对于出口增速预测好于绝大部分券商
- ◆ 投资研究部构建的GDP Nowcasting模型较为准确地预测了美国三季度GDP增速，预测值4.82%，真实值4.87%
- ◆ 投资研究部基于全月大宗价格测算PPI应为11.6%左右（而PPI仅统计到10月20日左右，未能准确反映月末大宗价格大跌）

投资研究部与主流券商10月主要经济指标预期情况对标

投资研究部对美国三季度GDP增速的预测值为4.82%，真实值为4.87%



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
			2021-10	2021-09	2021-08	2021-07				
消费	社会零售总额	0.8	4.6	3.8	1.5	3.6	4.9	47.9%	4.9	
投资	固定资产投资	0.6	3.4	2.8	4.3	2.8	5.7	44.0%	-1.8	
	主要分项									
	地产	-0.9	3.0	3.9	6.2	6.3	7.2	13.3%	-3.6	
	制造业	0.4	6.9	6.4	6.1	2.8	6.0	68.4%	10.0	
	基建	1.0	1.1	0.0	0.0	-1.6	3.9	38.6%	-4.5	
	基建(不含电力)	2.7	0.9	-1.8	-1.7	-1.7	2.6	38.5%	-6.5	
贸易	出口(美元计)	0.4	18.7	18.4	17.0	12.9	15.1	83.3%	27.1	
	进口(美元计)	-3.1	12.4	15.5	14.4	12.8	18.9	68.0%	20.6	
金融	社融存量规模	0.0	10.0	10.0	10.3	10.7	11.0	5.2%		
	M1	-0.9	2.8	3.7	4.2	4.9	5.5	16.5%		
	M2	0.4	8.7	8.3	8.2	8.3	8.6	34.8%		
工业	工业增加值	0.2	5.2	5.0	5.4	5.6	6.5	51.5%	3.5	
	发电量	-1.3	3.8	5.1	3.4	5.7	6.9	40.1%	3.0	
服务业	服务业生产指数	0.3	5.6	5.3	4.4	5.6	6.5	45.3%	3.8	
价格	CPI	0.8	1.5	0.7	0.8	1.0	1.1	22.8%		
	PPI	2.8	13.5	10.7	9.5	9.0	8.8	100.0%		
景气	PMI	-0.4	49.2	49.6	50.1	50.4	50.9	34.0%		
	主要分项									
	PMI生产	-1.1	48.4	49.5	50.9	51.0	51.9	19.8%		
	PMI新订单	-0.5	48.8	49.3	49.6	50.9	51.5	29.0%		
	PMI出口	0.4	46.6	46.2	46.7	47.7	48.1	45.8%		
	PMI进口	0.7	47.5	46.8	48.3	49.4	49.7	41.7%		
	PMI库存	-0.9	46.3	47.2	47.7	47.6	47.1	20.8%		
	建筑业PMI	-0.6	56.9	57.5	60.5	57.5	60.1	36.9%		
	服务业PMI	-0.8	51.6	52.4	45.2	52.5	52.3	40.6%		
就业	城镇调查失业率	0.0	4.9	4.9	5.1	5.1	5.0	18.0%		

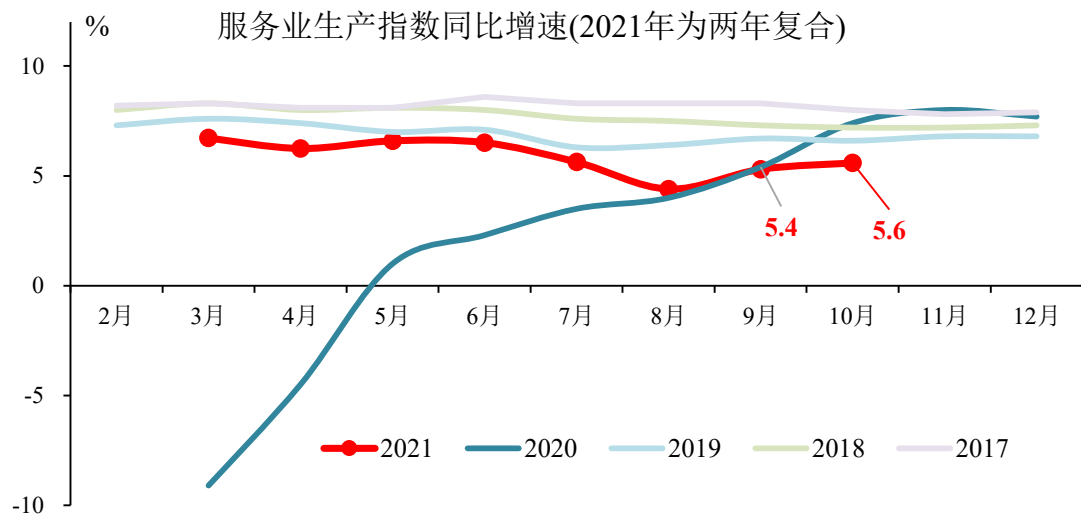
- 注：1. 消费、投资、贸易、工业、服务业等指标为两年复合同比增速
 2. 金融、价格、就业指标为当年同比增速
 3. 景气指标为当期值
 4. 投资类指标的当月增速为投资研究部自行测算
 5. 贸易指标为海关总署新闻公告数据
 6. 调查失业率2018年公布，故而为18-19年均值
 7. 环比变动是指最近两期同比增速或复合同比增速之差，景气指标则为两期值之差
 8. 数据条绿色代表下降，红色代表上升
 9. 历史分位数计算假设服从正态分布
 10. 单元格色阶红色代表高，蓝色代表低

数据来源：Wind、人保资产投资研究部

服务业生产止跌企稳，工业产出边际回暖



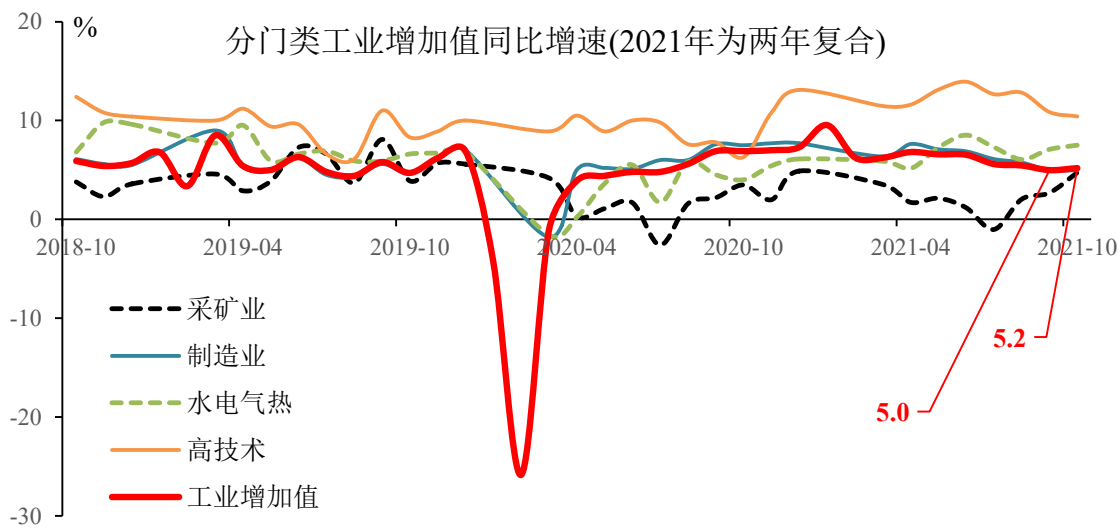
服务业生产止跌企稳



新能源汽车、发电、机械制造相关工业产品产量增速上升

	环比变动	两年复合同比增速(%)			19年同期当月同比	过去5年历史分位数
		2021-10	2021-09	2021-08		
新能源汽车	19.4	110.3	90.9	82.1	-39.7	94.99%
发电设备	25.3	32.4	7.1	19.7	-21.0	83.16%
工业机器人	10.7	23.8	34.5	44.4	1.7	58.58%
集成电路	2.4	21.3	18.9	25.0	23.5	78.25%
风电	3.6	19.0	15.4	12.7	10.0	76.38%
金属切削机床	5.3	16.3	11.0	17.3	-13.5	78.50%
微型计算机	5.5	14.0	8.5	12.2	9.4	66.31%
乙烯	-0.9	10.1	10.9	11.9	4.2	72.30%
天然气	-1.3	6.0	7.3	7.4	8.2	20.54%
水电	-5.5	5.1	10.6	1.9	-4.1	52.56%
氢氧化钠	0.9	5.0	4.1	6.9	-3.2	68.17%
太阳能	-0.1	4.2	4.2	5.3	3.0	24.18%
发电量	-1.3	3.8	5.1	3.4	4.0	40.05%
十种有色金属	0.3	3.0	2.8	3.6	4.6	30.36%
平板玻璃	-0.3	2.7	3.0	6.2	4.0	46.84%
原煤	3.6	2.7	-0.9	0.3	4.4	52.75%
天然原油	-0.6	2.2	2.8	2.3	0.0	82.76%
火电	-1.1	1.8	2.9	3.2	5.9	34.96%
汽车	1.8	0.9	-0.9	-6.7	-2.1	53.46%
智能手机	-2.1	0.8	2.8	5.8	-1.9	43.89%
布	5.9	-0.2	-7.1	-6.3	-13.7	75.42%
硫酸	0.5	-0.5	-1.0	2.1	-2.9	35.94%
化学纤维	-0.9	-0.7	0.2	5.7	16.9	6.10%
钢材	0.8	-1.4	-2.2	0.0	3.5	3.64%
水泥	-0.9	-4.7	-3.8	0.5	-2.1	11.54%
焦炭	-1.1	-4.8	-3.7	-1.1	1.2	15.81%
生铁	-0.8	-6.1	-5.3	-3.4	-2.7	1.84%
粗钢	-0.5	-7.0	-6.5	-3.0	-0.6	0.47%

采矿和水电气热产业拉动工业增加值提速

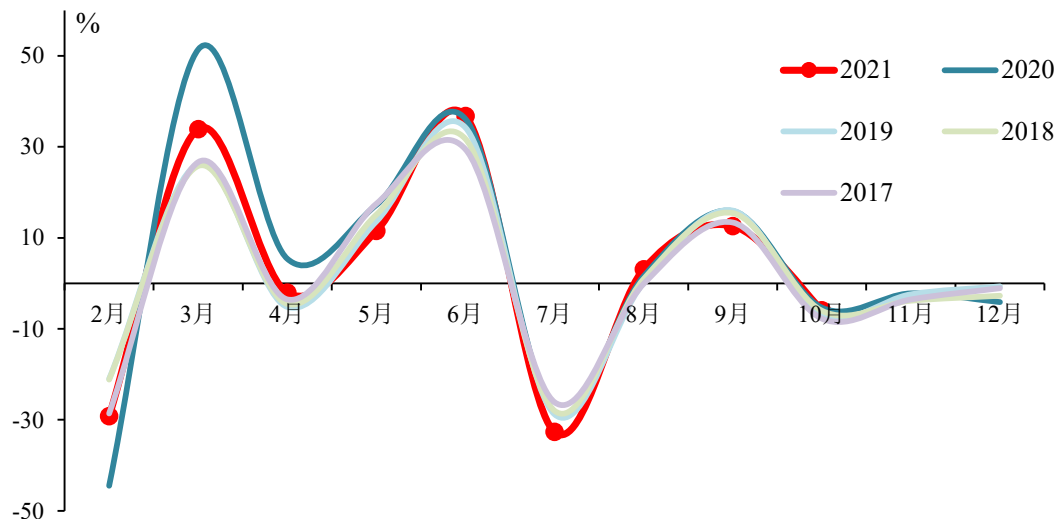


数据来源: Wind、人保资产投资研究部

投资整体趋稳， 交运仓储投资拉动基建增速



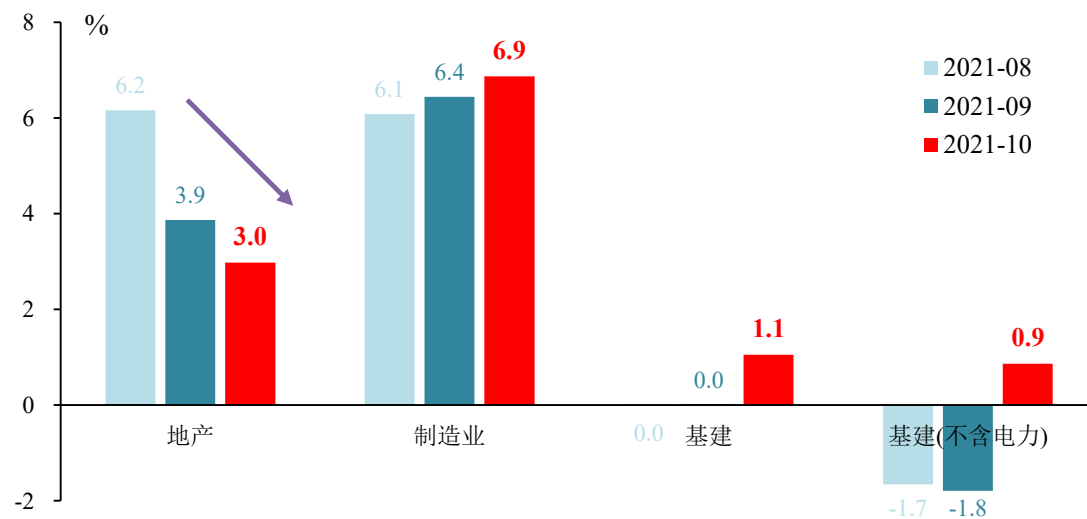
投资两年复合同比上升3.4%，较上月变动0.6pct；环比为-5.9%，强于季节性



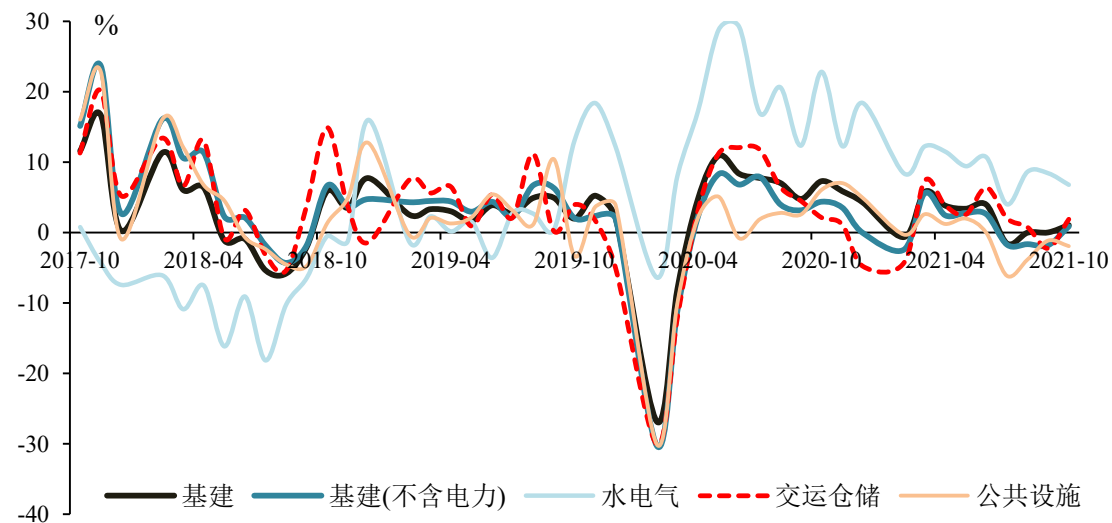
汽车投资增速底部反弹

	环比变动	两年复合同比增速(%)				19年同期 当月同比	过去5年历 史分位数	2021年同 期当月同
		2021-10	2021-09	2021-08	2021-07			
医药制造	-5.1	19.4	24.5	16.7	14.7	14.9	65.8%	6.1
电气机械	6.9	15.5	8.6	6.4	5.1	-6.8	88.1%	45.1
农副食品加工	4.8	15.0	10.2	10.4	8.8	-4.3	92.2%	15.5
专用设备	5.6	12.5	6.9	12.8	7.2	17.3	67.8%	30.1
计算机通信	-4.3	12.2	16.5	19.9	14.5	28.4	37.4%	10.5
通用设备	8.6	11.1	2.5	1.9	1.5	-4.2	80.8%	23.4
食品制造	-0.6	7.6	8.1	2.3	3.7	-9.4	78.4%	4.2
化学	4.7	6.0	1.4	1.8	3.4	-0.9	61.7%	7.2
金属	-1.3	5.0	6.3	-2.7	-2.9	5.5	63.8%	16.2
纺织	-5.9	3.4	9.3	16.1	4.7	-11.1	66.3%	10.8
有色	1.7	2.2	0.5	-3.1	2.8	17.7	52.3%	-17.8
汽车	7.7	-1.1	-8.9	-12.8	-12.0	-15.4	59.8%	2.0

制造业和基建企稳， 地产持续拖累



交运仓储产业投资拉动基建投资增速上行

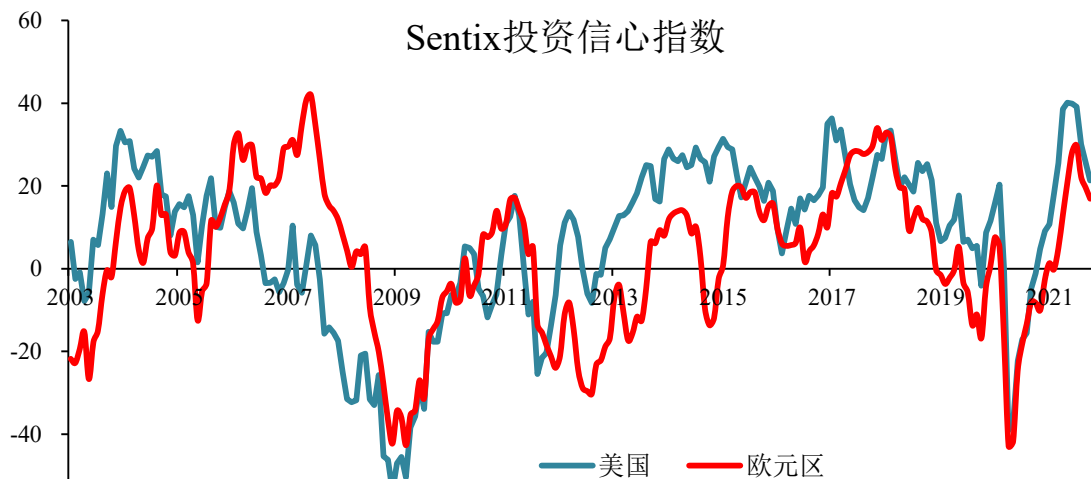


数据来源: Wind、人保资产投资研究部

出口持续强劲，对欧盟出口、鞋服类出口增速显著上升



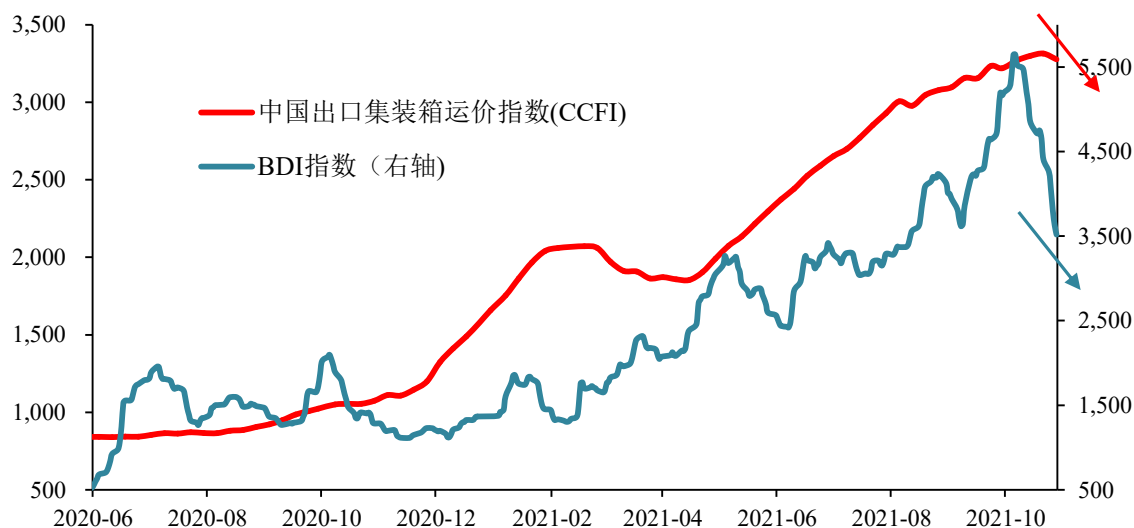
海外经济景气度仍处于历史高位



对欧盟出口、鞋服类出口增速显著上升

	环比变动	两年复合同比增速(%)			19年同期 当月同比	过去5年历 史分位数	2021年同期 当月同比	
		2021-10	2021-09	2021-08				
出口目的地	拉美	2.8	25.9	23.1	25.8	-2.6	83.25%	35.0
	美国	-2.9	22.6	25.5	17.7	-16.2	82.30%	22.7
	欧盟	6.9	15.8	8.9	10.0	3.1	80.68%	44.3
	韩日	2.4	14.4	12.3	15.9	-2.3	84.70%	23.9
	东盟	-3.4	12.5	15.9	14.7	15.8	52.29%	18.0
	港台	-2.6	12.2	14.8	11.4	-10.8	77.11%	21.5
出口产品	轻工制品	-0.3	25.8	26.2	22.4	5.3	73.62%	17.3
	机电	-0.3	18.1	18.4	17.3	-2.4	80.52%	23.5
	高技术产品	-2.6	13.2	15.8	15.5	-3.4	68.49%	23.0
	鞋服	6.4	12.7	6.3	5.3	-4.4	79.85%	26.8
	纺织	-1.8	10.9	12.7	11.8	4.2	48.70%	7.2
	农产品	-1.8	4.4	6.1	4.9	0.6	62.83%	14.8
进口来源地	美国	-2.5	18.1	20.6	16.5	-14.6	77.65%	4.6
	港台	-7.8	15.5	23.3	21.0	-6.3	60.89%	7.8
	东盟	-2.8	12.4	15.2	13.4	2.3	53.58%	23.1
	拉美	-13.3	9.4	22.7	22.8	-0.7	41.24%	12.8
	韩日	-3.0	9.3	12.3	10.6	-12.8	66.10%	16.1
	欧盟	-1.9	4.1	6.0	3.5	-3.5	48.52%	-0.7
进口产品	铁矿	-8.5	20.0	28.5	36.2	36.3	47.32%	-1.8
	农产品	-5.6	16.1	21.7	22.7	7.3	57.75%	10.3
	高技术产品	-3.5	11.6	15.1	13.0	-11.5	60.29%	13.5
	机电	-3.3	9.3	12.6	10.2	-11.4	58.54%	6.0
	原油	-7.6	0.1	7.7	9.8	-9.6	39.68%	56.3

供应链边际好转，出口周转加快（BDI和CCFI在10月均已出现拐点）

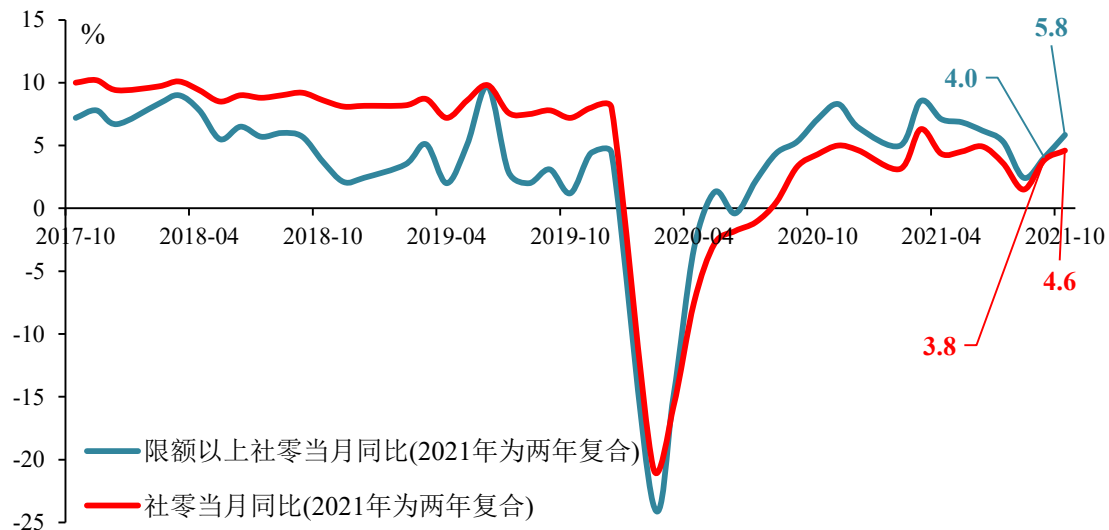


数据来源: Wind、人保资产投资研究部

消费小幅回暖，涨价叠加双十一促销



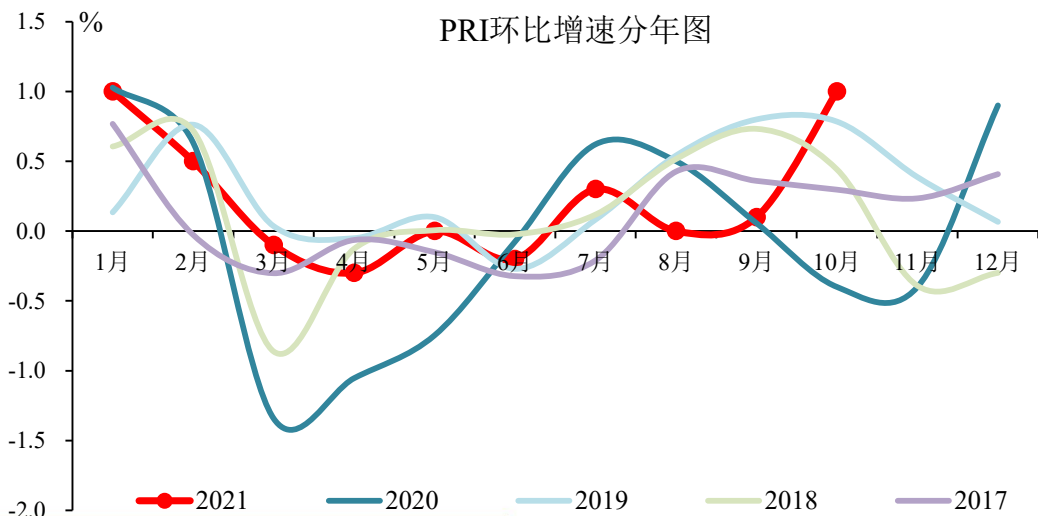
消费金额增速表现提升，较上月变动0.8pct



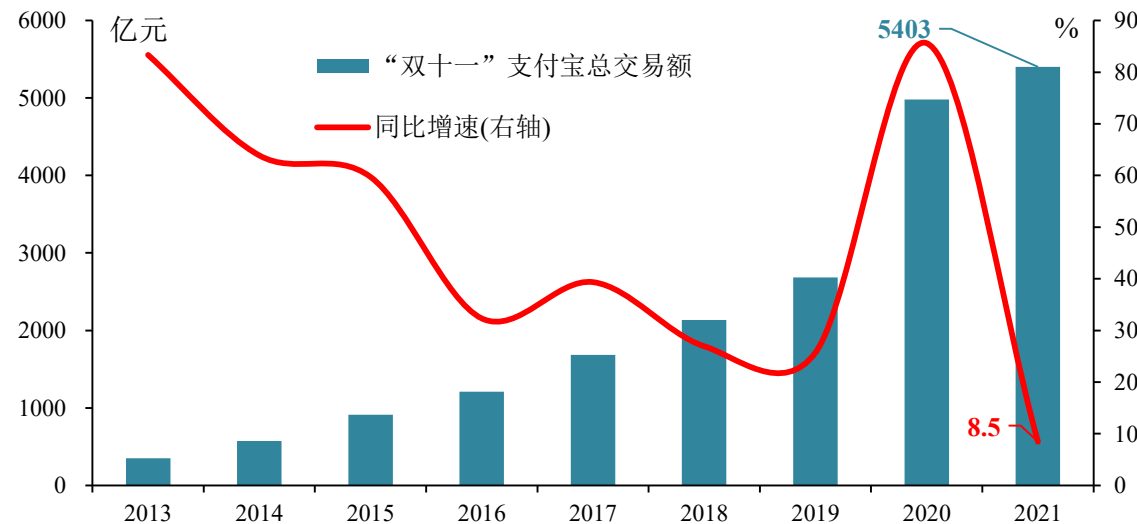
电商重点促销品类（化妆品、服装、通信）增速改善明显

	环比变动	两年复合同比增速(%)				19年同期 当月同比	过去5年历 史分位数	2021年同 期当月同
		2021-10	2021-09	2021-08	2021-07			
必需消费								
烟酒	2.1	14.7	16.8	8.6	9.9	4.4	83.2%	14.3
饮料	3.1	12.8	15.9	12.3	15.6	9.5	53.9%	8.8
化妆品	3.9	12.6	8.7	9.1	6.0	6.2	56.3%	7.2
粮油食品	0.9	9.3	8.5	6.8	9.1	9.0	37.7%	9.9
中西药品	0.9	8.2	9.1	8.2	6.9	5.1	36.8%	5.6
日用品	2.0	7.5	5.5	5.4	10.0	12.0	20.8%	3.5
服装纺织	2.6	4.2	1.5	-1.0	2.4	-0.8	55.8%	-3.3
可选消费								
通讯器材	2.5	20.7	8.2	3.2	5.6	22.9	85.0%	34.8
金银珠宝	1.9	14.6	16.5	11.3	10.8	-4.5	80.6%	12.6
办公	5.7	11.6	17.3	14.8	7.4	-3.4	76.4%	11.5
建筑装潢材料	1.3	8.0	6.7	5.0	4.3	2.6	70.7%	12.0
石油及制品	5.6	7.3	1.7	-1.7	2.8	-4.5	71.3%	29.3
家电	3.1	6.0	3.0	-0.5	2.9	0.7	60.4%	9.5
家具	0.5	1.8	1.4	1.1	3.3	1.8	40.8%	2.4
汽车	0.5	-0.4	-1.0	1.7	5.0	-3.3	46.5%	-11.5

RPI环比上升1%，食品分项上涨1.3%



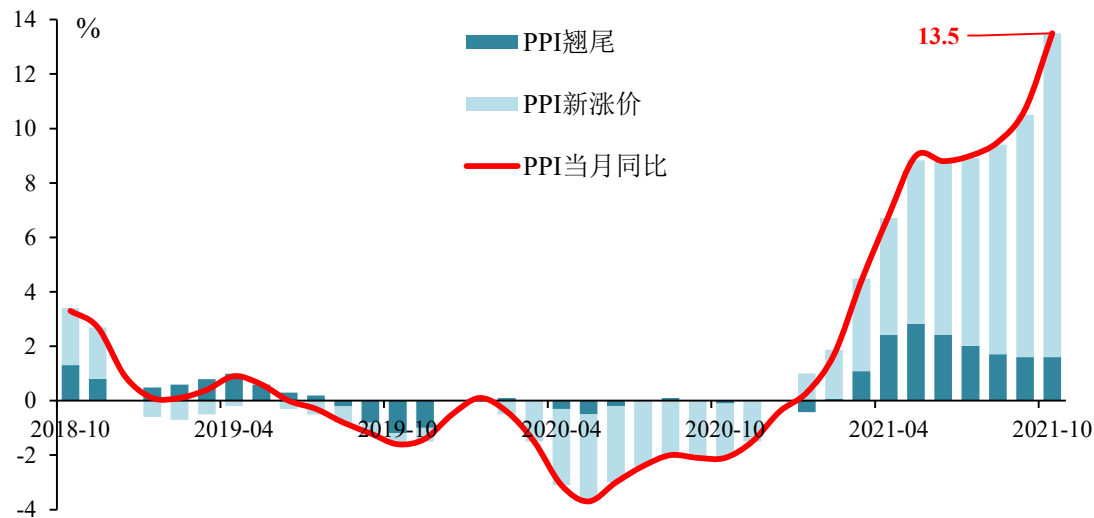
“双十一”消费放缓，支付宝交易额同比增速首次低于两位数



数据来源: Wind、人保资产投资研究部

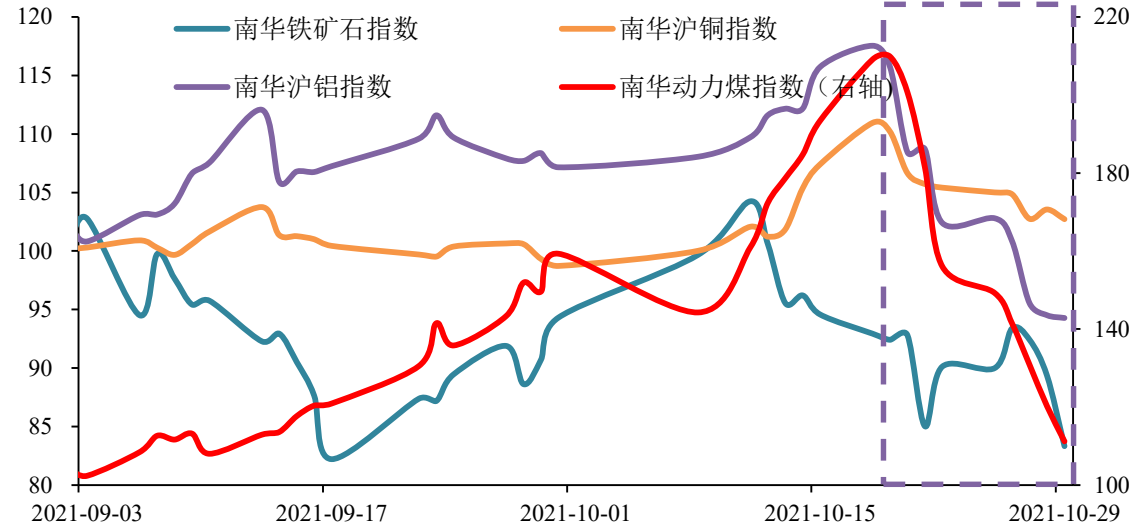
PPI虽再创历史新高，但十月下旬价格回落未及统计

PPI当月同比增速再创历史新高

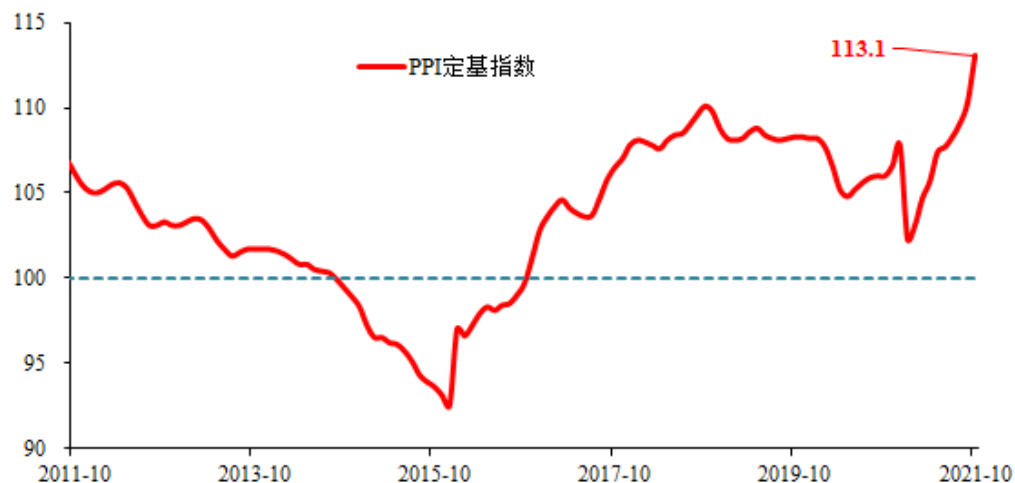


长期来看PPI涨幅有限

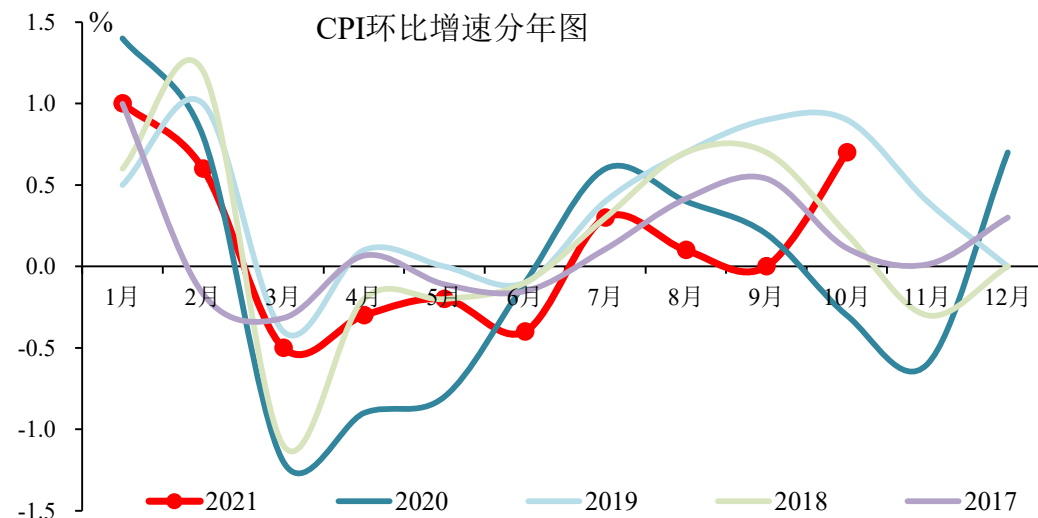
10月下旬大宗商品价格大幅下降 (2021年9月1日=100)



CPI环比上升，PPI正逐渐向CPI传导



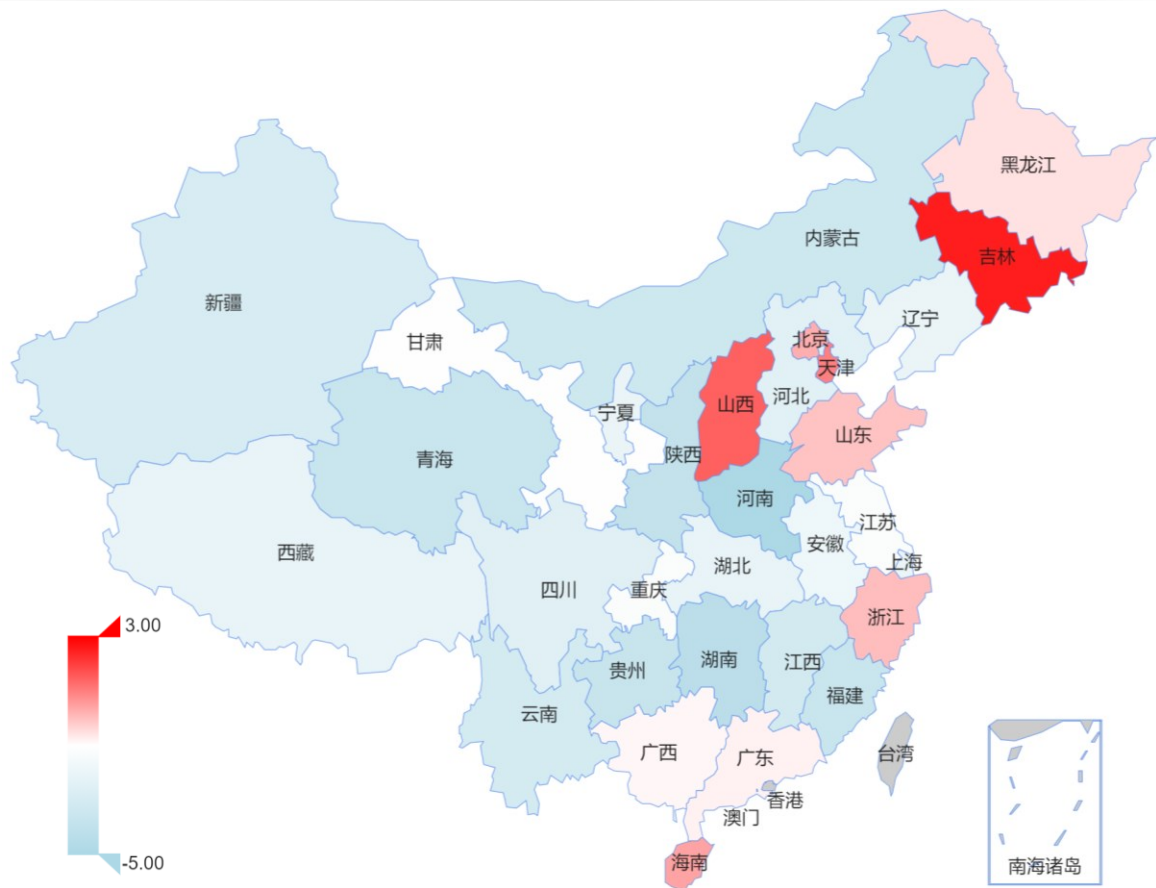
CPI环比增速分年图



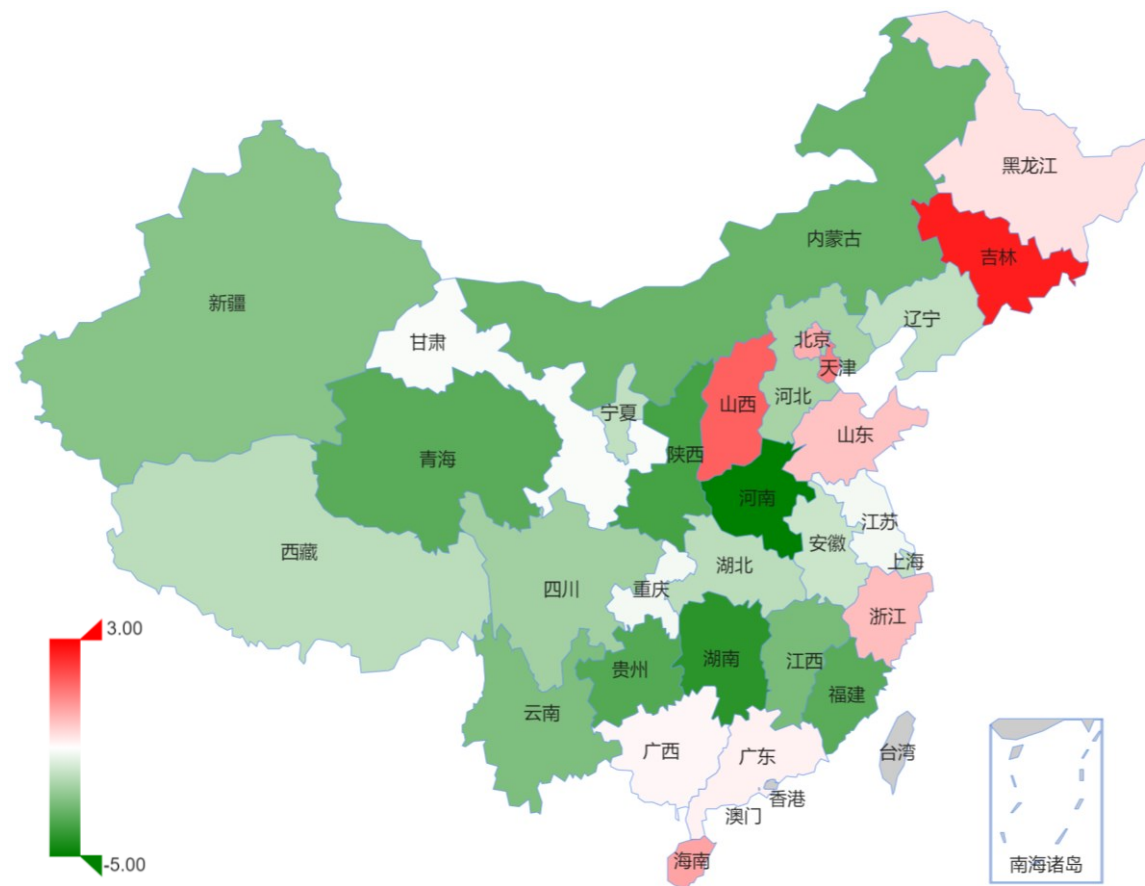
三季度各省市GDP增速分化，仅少数省份恢复到疫情前水平

- ◆ 疫情依旧是GDP增速的重要制约因素
- ◆ 三季度山东、广东、浙江等工业制造大省两年复合GDP增速超过2019年同期

各省市三季度GDP两年复合同比增速（%）



仅少数省份恢复到疫情前水平



目 录

01

回顾监测

02

宏观热点

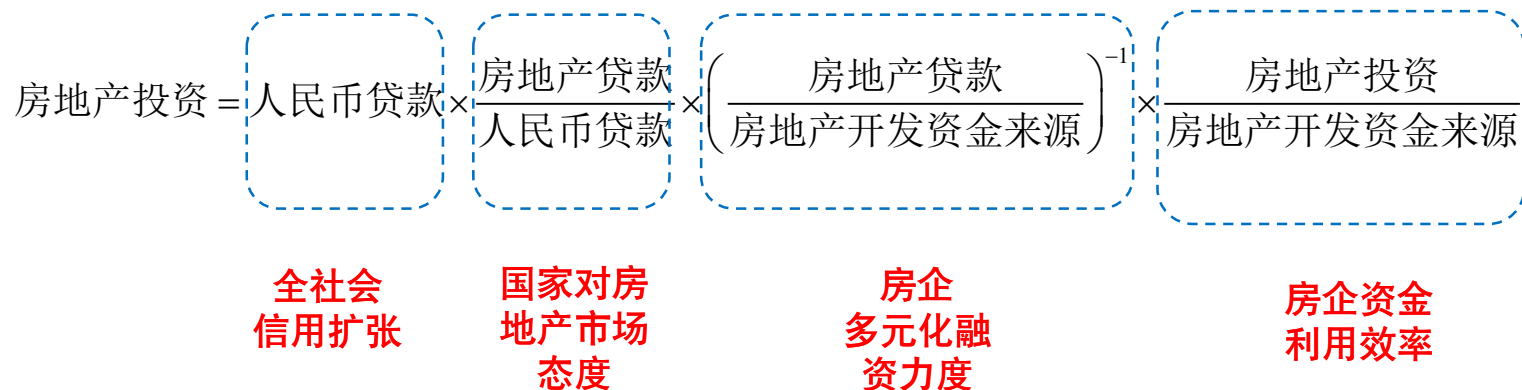
03

大势研判

地产投资未来重点关注信用扩张回暖程度

- ◆ 2016年以来，虽然政府对地产行业持续调控，但全社会信用扩张、房企多元化融资和资金利用率上升是地产投资韧性来源
- ◆ 今年政策和信用趋紧后，房企多元化融资力度和资金利用率持续上升，是前三季度地产投资未发生断崖式下降的主因
- ◆ 未来重点关注信用扩张回暖程度

房地产投资完成额的“杜邦分析”（单位：%）

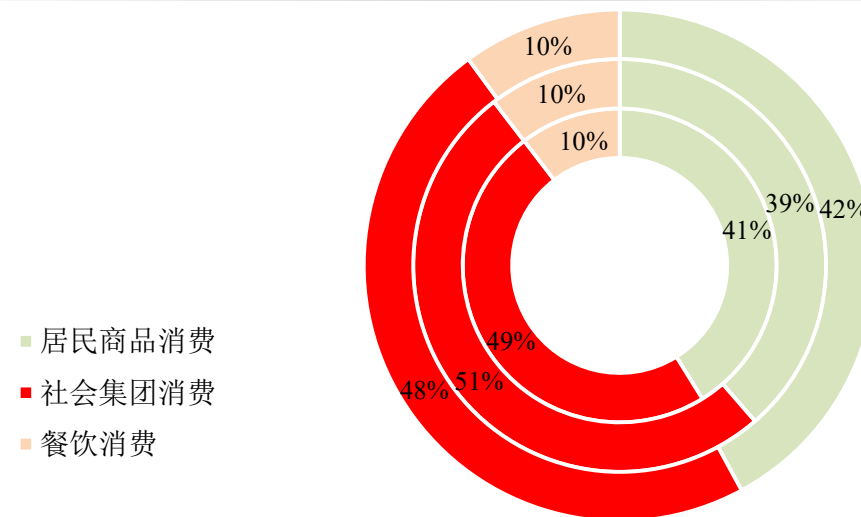


		2016	2017	2018	2019	2020		2021Q3	
全社会信用扩张	新增人民币贷款增速	7.9	7	19.5	4	16.8		2.8	↓
国家对房地产市场态度	新增贷款中房地产贷款占比	44.8	40.8	40.2	34	26.3		10.9	↓
房企多元化融资力度	房地产开发融资中的贷款占比	39.3	35.4	39.2	32	26.8		12	↑
房企资金利用率	房地产开发到位资金利用率	71.1	70.4	72.5	74	73.2		74.3	↑
	房地产开发投资完成额增速	6.9	7	9.5	9.9	7		8.8	

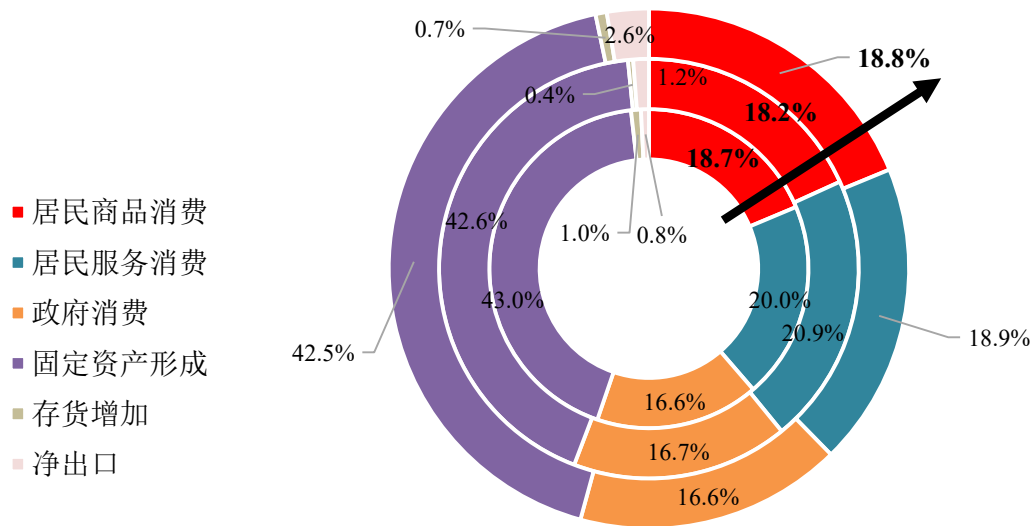
社会集团消费不振是拖累社零指标的主因

- ◆ 投资研究部将社零指标拆分为居民商品消费、餐饮服务及社会集团消费三部分，经测算居民商品消费两年复合增速已超过疫情前水平
- ◆ 社会集团消费不振：由于公务活动、商务活动萎缩带来消费需求大幅下降（政府要过紧日子的导向、疫情冲击、小微企业盈利承压等）

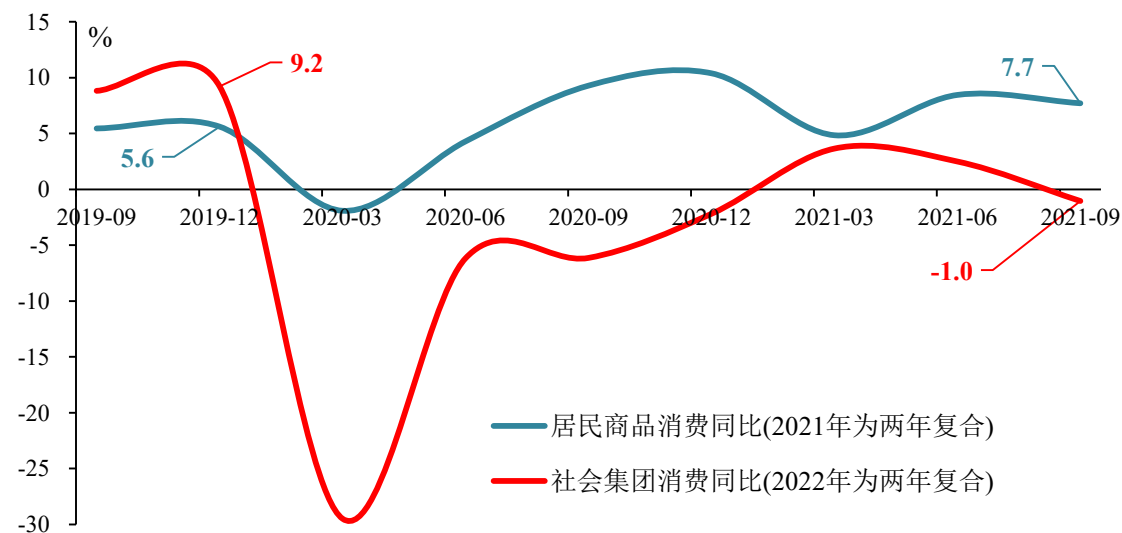
社会集团消费占社零总量50%左右



我国GDP结构（支出法）：从内到外分别为18/19/20年



社会集团商品消费是拖累社零指标的主因

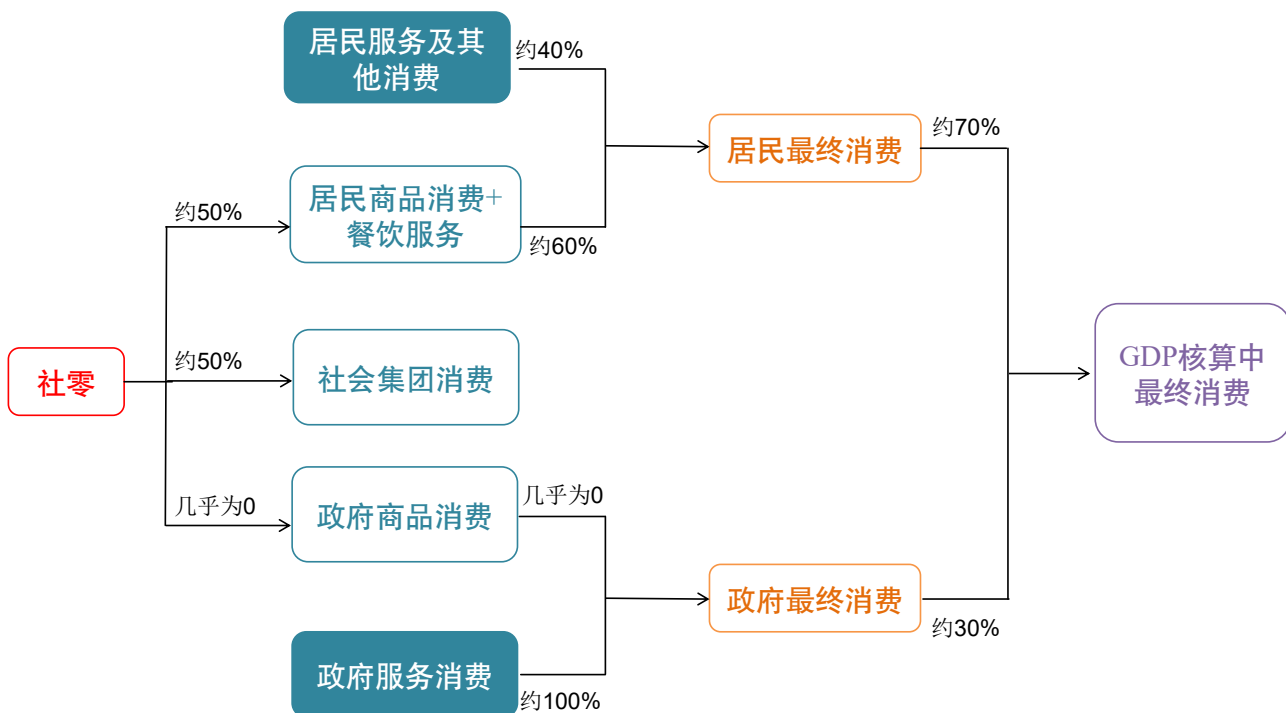


数据来源：Wind，人保资产投资研究部

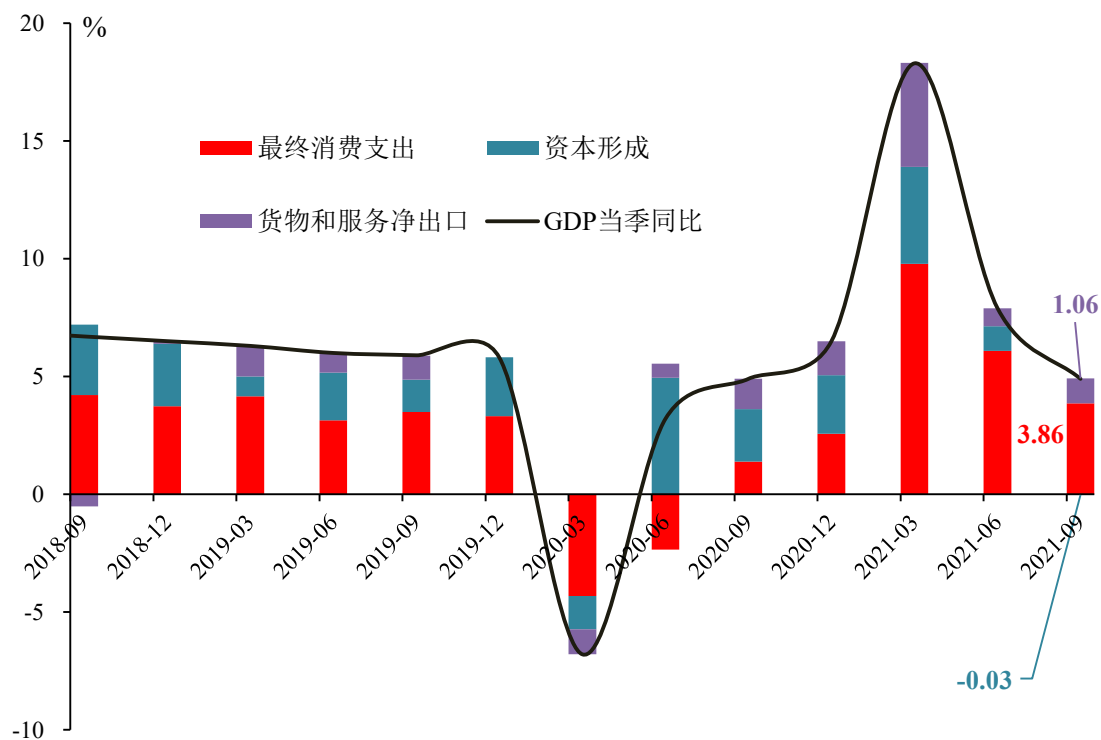
社零疲弱 ≠ 最终消费对GDP的贡献下降

- ◆ 考虑到社会集团消费属于企业支出，应纳入资本形成总额指标，因此GDP核算中最终消费的贡献仍然不会低
- ◆ 最终消费支出是拉动GDP的核心驱动力

社零向最终消费的转化率不高（不足三成）



三大需求对GDP当季同比增速的拉动力



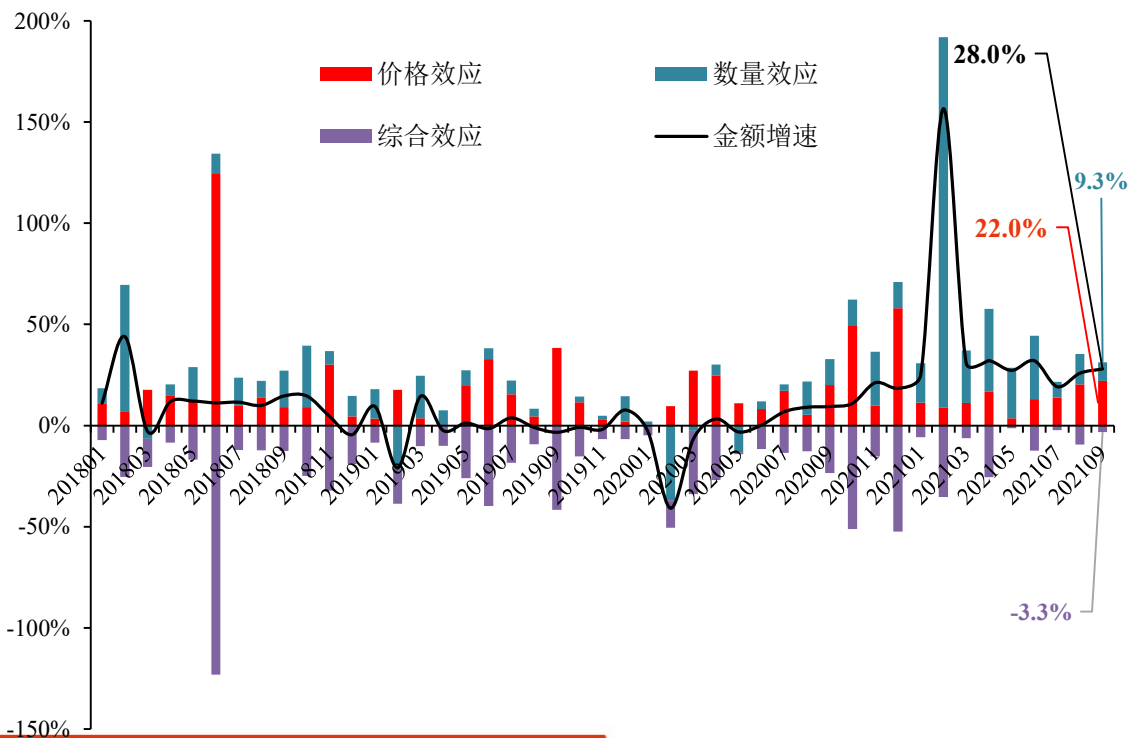
基于44万条数据，6040种商品分析出口形势



- ◆ 投资研究部借助2017年1月至今的44万余条海关总署数据（包含6040种商品，占全部出口商品的98%以上）将出口增速拆分为三种效应
- ◆ 三季度以来，**出口商品弹性趋刚**，在价格较大上涨的同时数量也不会萎缩，说明我国出口商品国际竞争力提升，也意味着中短期出口份额维持稳定

$$\text{出口金额同比} = \underbrace{\sum_{i=1}^N \omega^i \frac{p_t^i - p_{t-1}^i}{p_{t-1}^i}}_{\text{价格效应}} + \underbrace{\sum_{i=1}^N \omega^i \frac{q_t^i - q_{t-1}^i}{q_{t-1}^i}}_{\text{数量效应}} + \underbrace{\sum_{i=1}^N \omega^i \frac{q_t^i - q_{t-1}^i}{q_{t-1}^i} \bigg/ \frac{p_t^i - p_{t-1}^i}{p_{t-1}^i}}_{\text{价格弹性效应}}$$

出口的三种效应分解



三种效应对应的不同外需形势

情形	价格效应	数量效应	价格弹性效应	外需形势
(1)	高	低	负数	正常
(2)	低	高		弹性大
(3)	和小于价格弹性的绝对值			萎缩
(4)	高	低	弹性小	扩张
(5)	低	高		萎缩
(6)	存在负数			极端扩张
(7)	高	高	正数	极端萎缩
(8)	负数	负数		极端萎缩

数据来源：海关总署、人保资产投资研究部

目 录

01

回顾监测

02

宏观热点

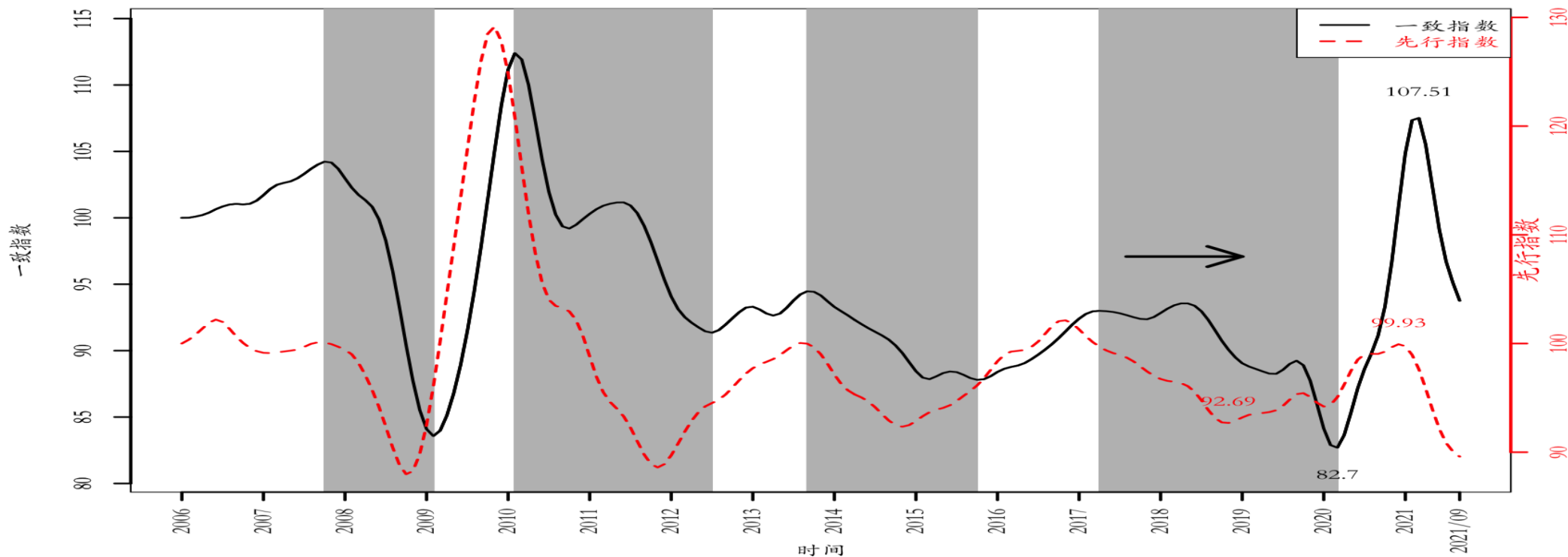
03

大势研判

宏观经济景气度模型显示经济景气仍处回落阶段

- ◆ 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：景气水平仍处正常区域，但9月份综合值创近一年新低



◆ 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，但综合判断创了近一年来新低，回落速度较快

月度监测预警信号图

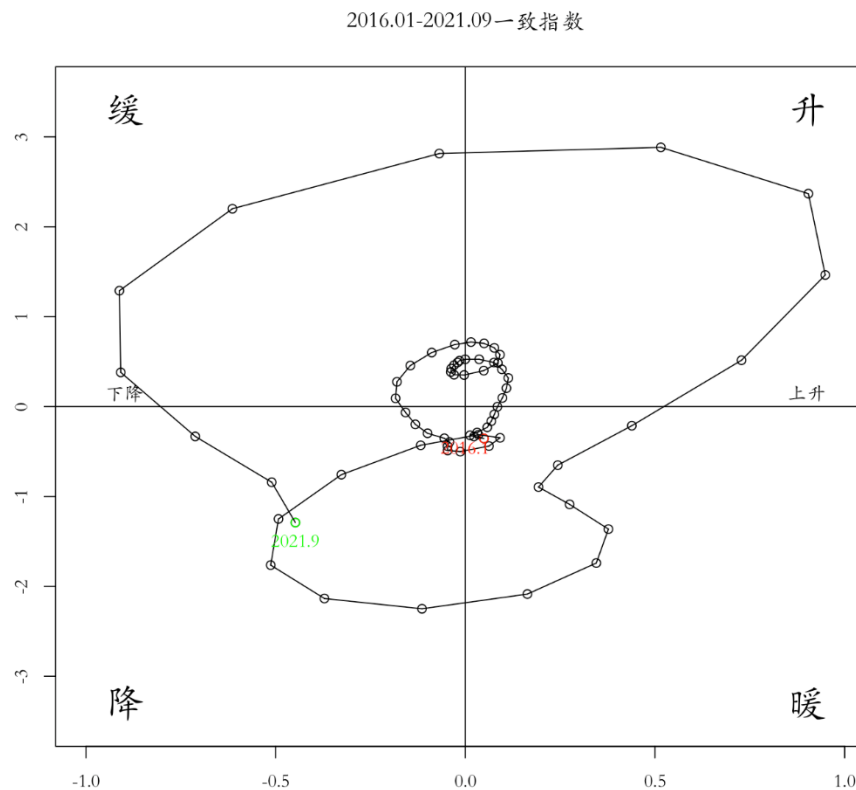
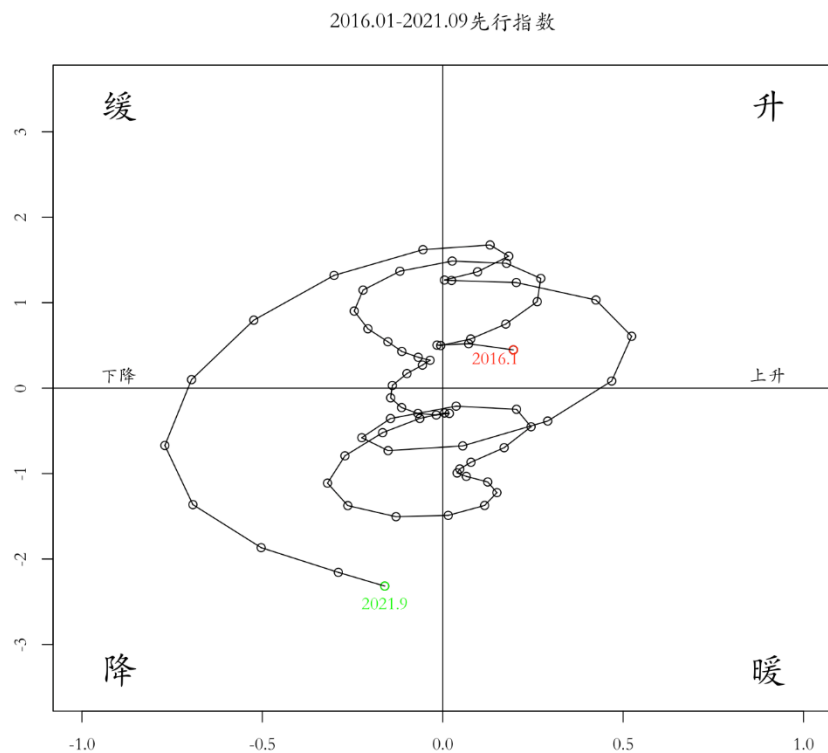
指标名称	2020				2021										
	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
工业增加值增速	○	○	○	●	●	●	●	●	●	○	○	○	○	⊗	⊗
铁路货运量增速	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
工业用电量增速	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
金融机构中长期贷款余额增速	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
M2月末数同比增速	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
国家财政收入增速	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
进口金额增速	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
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	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	50	54	58	63	69	77	77	73	67	63	60	52	46		

⊗ 过冷
○ 趋冷
○ 正常
○ 趋热
● 过热

景气跟踪图：一致和先行合成指数均处于“降”区域

- ◆ 一致指数：连续3个月处于“降”区域
- ◆ 先行指数：连续5个月处于“降”区域

景气跟踪图



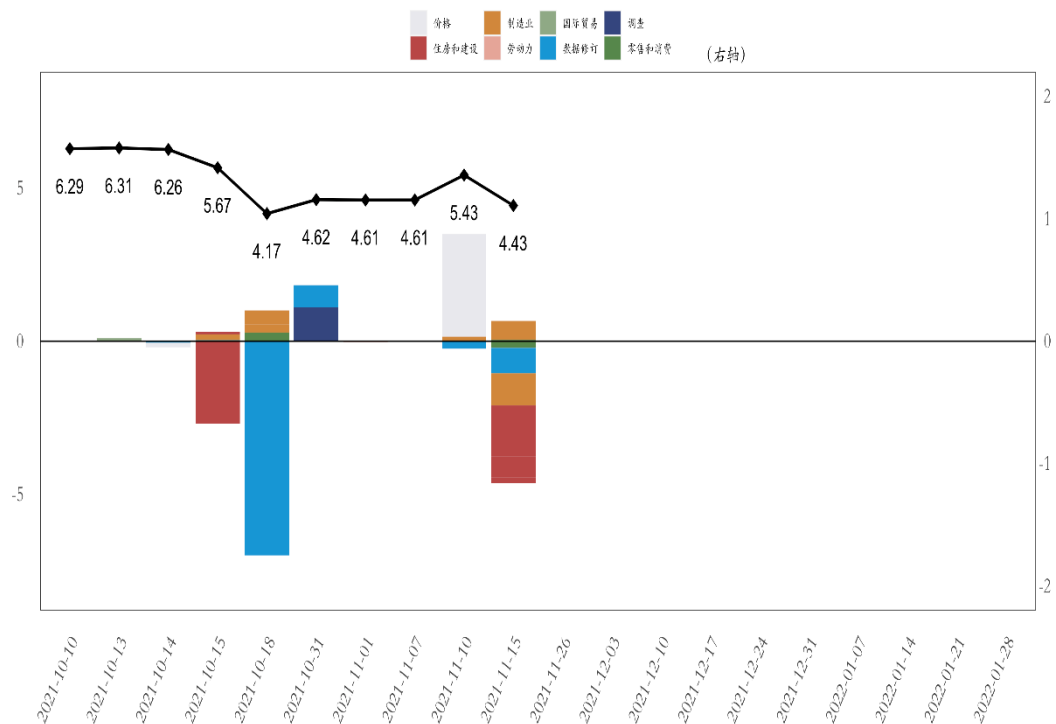
数据来源：人保资产投资研究部

GDP Nowcasting模型实时监测四季度中国GDP下行压力犹存



- ◆ 2021年10月初预测四季度GDP实际同比增速为6.29%，11月15日公布10月经济数据后，四季度GDP实际同比下降至4.43%，当前万得一致预期为3.71%
- ◆ 注意：国家统计局公布GDP数据为未经季调，而GDP Nowcasting模型输出的结果为季调值

中国GDP预测结果(截止11月15日，为季调结果)

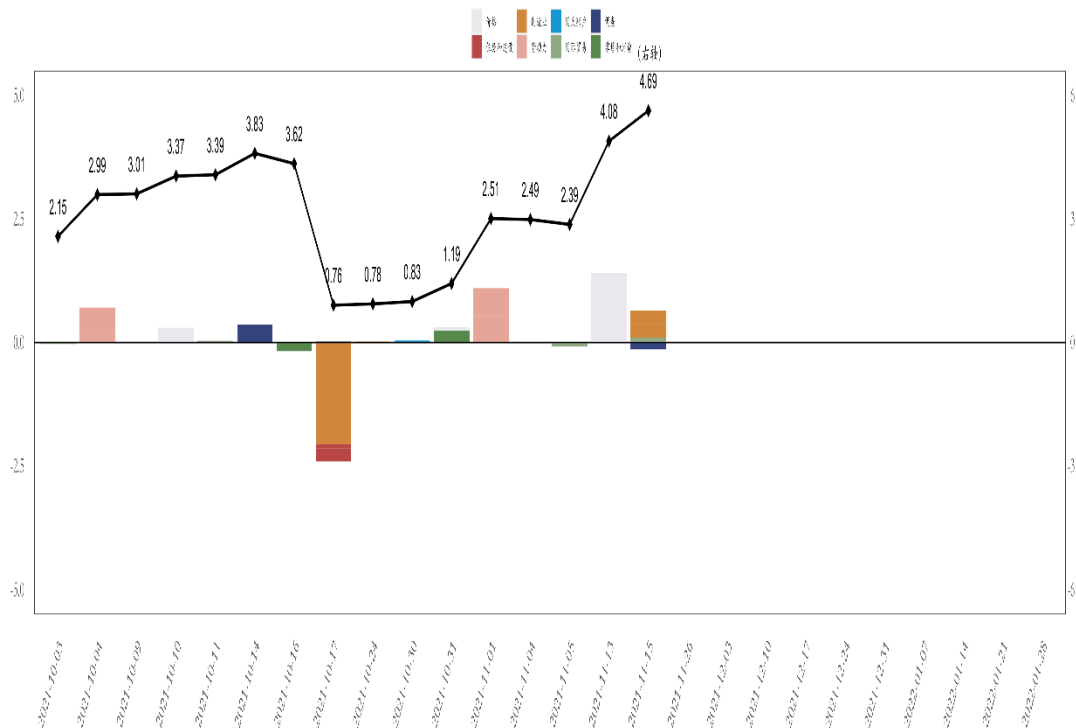


GDP预测日期	新公布指标	影响	Nowcast-GDP
2021-10-10			6.289
	房地产开发投资完成额	-0.718	
	工业增加值	-0.197	
	就业搜索指数: 招工信息	-0.007	
	就业搜索指数: 失业金领取条件	-0.004	
	克强指数	-0.002	
	城镇登记失业率	0.001	
	出口金额	0.007	
	RPI	0.012	
	社会消费品零售总额	0.015	
	进口金额	0.018	
	销量: 挖掘机: 工程机械行业	0.035	
	工业企业: 利润总额	0.048	
	财新制造业PMI	0.135	
	财新服务业PMI	0.141	
	固定资产投资完成额	0.271	
2021-11-15	数据修订	-1.843	4.432

数据来源: 人保资产投资研究部

- ◆ 2021年10月初预测四季度GDP实际同比增速为2.15%，陆续公布10月经济数据后，四季度GDP实际同比抬升至4.69%，当前彭博一致预期是4.9%
- ◆ 一定程度上说明，中美经济基本面处于背离阶段，横向对比，我国GDP增速压力增大，作为“追赶国”优势缩小（预期明年情况类似）

美国三季度GDP预测结果(截止11月15日，为季调结果)



GDP预测日期	新公布指标	影响	Nowcast-GDP
2021-10-03			2.148
	工业产出指数	-0.946	
	产能利用率	-0.856	
	建筑许可证	-0.314	
	零售和食品服务	-0.192	
	房屋开工	-0.107	
	出口：商品和服务	-0.096	
	商业库存	-0.053	
	个人实际可支配收入	-0.014	
	建筑支出	-0.004	
	非农单位劳动力成本	-0.003	
	所有就业职位空缺	0.01	
	费城联储制造业展望：当前活动	0.023	
	制造业新订单：耐用消费品	0.026	
	进口价格指数	0.04	
	核心个人消费支出	0.042	
	GDP	0.048	
	个人消费支出	0.049	
	出口价格指数	0.084	
	国家制造业调查：一般企业状况	0.27	
	实际个人消费支出	0.288	
	所有非农就业者	0.817	
	居民消费价格指数CPI	0.86	
	核心CPI	1.186	
2021-11-15	市民失业率	1.35	4.69

数据来源：人保资产投资研究部

Q3货币政策执行报告调整表述，保增长政策呼之欲出

- ◆ 在跨周期调节思路下，年初以来我国货币政策力度回归常态，流动性合理充裕，经济景气度从绿色上沿回落至中枢意味着前三季度货币政策整体是稳中略紧
- ◆ “略紧”证据：超储率较低（前三季度末分别为1.5%、1.2%和1.4%，相较高点2.4%有差距）+贷存比较高（大型银行80%，中小型银行逾100%）+三季度（单季）宏观杠杆率下降0.6个百分点（从二季度末的265.4%下降至264.8%，在三季度GDP偏弱情况下，债务缩减更多）
- ◆ 删除“坚决不搞‘大水漫灌’”+“管好货币总闸门”主要是给出未来货币政策预期方向。李克强总理提“顶住经济下行压力”，二十大前保增长政策呼之欲出

央行2021Q3货币政策执行报告“关键词”

今年前三季度经济处于冲高回落的绿色正常区域，货币政策稳中略紧

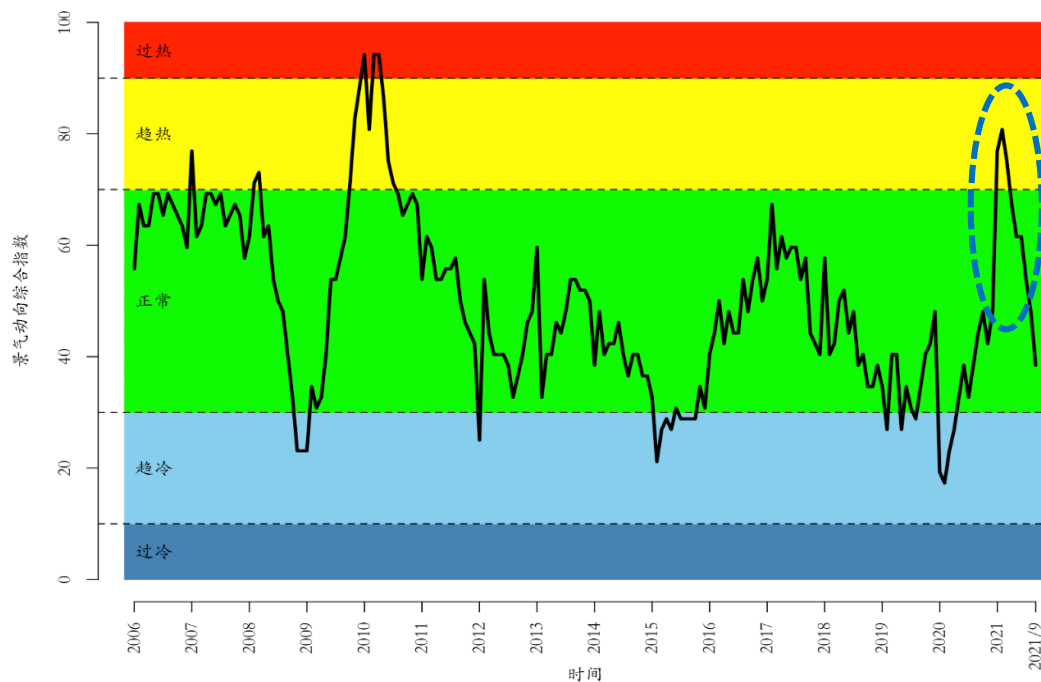
- ✓ 保持**经济**平稳运行的难度加大，通胀压力总体可控
- ✓ 世界经济动能放缓，各国货币政策开始调整，对我国影响不大

- ✓ 增强**信贷**总量增长的稳定性
- ✓ 把服务实体经济放到更加突出的位置

以我为主

- ✓ 保持**流动性**合理充裕，发挥好结构性货币政策工具牵引带动作用
- ✓ 加大对科技创新、小微企业、绿色发展、制造业等领域的政策支持力度

- ✓ 以经济高质量发展化解**金融风险**
- ✓ 防止在处置其他领域风险过程中发生次生风险



数据来源：人保资产投资研究部

美国财政部Taper操作“领先”美联储



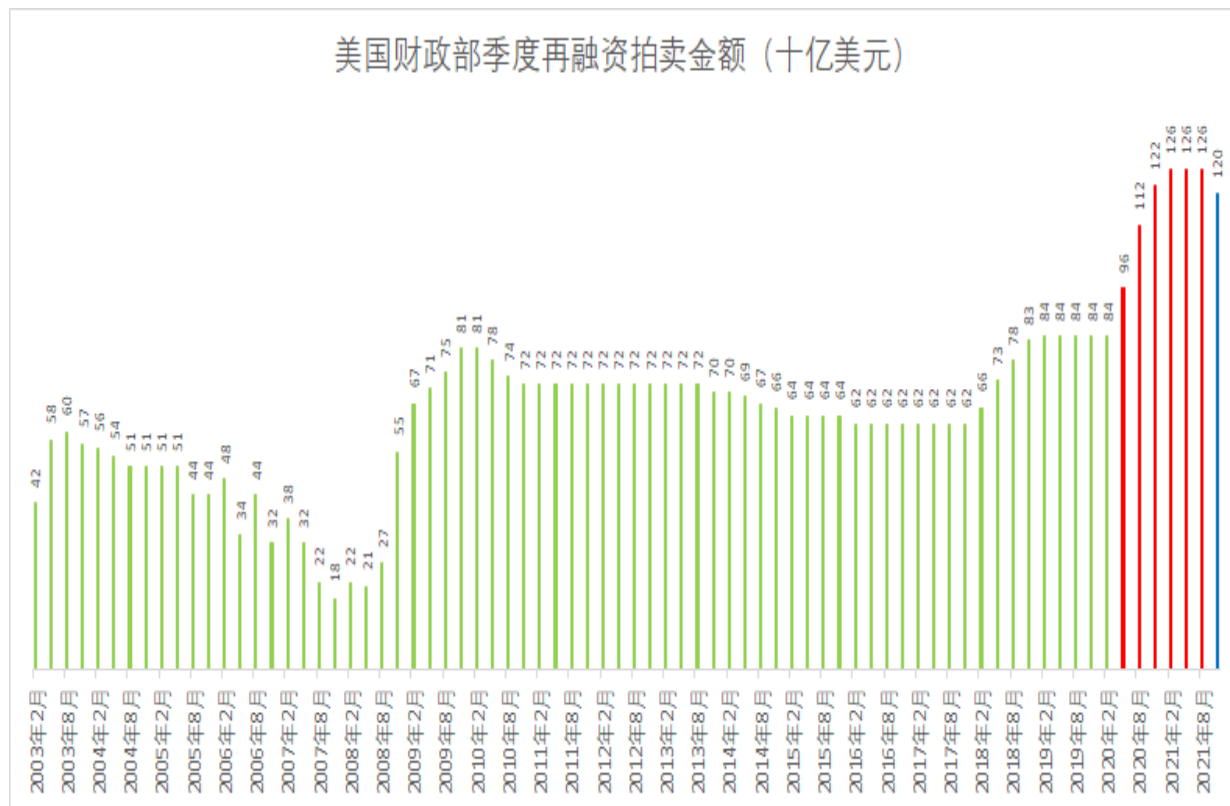
- ◆ 美国通胀“爆表”背景下，在议息会后（11月4日）美国国债收益率超市场预期出现下跌
- ◆ 美国财政部减少发债，抵消联储Taper的影响（类似2013年缩减对市场负面冲击重演概率较小）
- ◆ 短期边际购买力量大于新增供应（美联储+8家全球系统重要性银行是购买美债的最大主力）

2021-2022年美国财政部月度拍卖额（亿美元）

	2年期	3年期	5年期	7年期	10年期	20年期	30年期	5年期TIPS	10年期TIPS	30年期TIPS	2年期浮动利率票据	合计
2021年1月	600	580	610	620	380	240	240	0	150	0	280	3700
2021年2月	600	580	610	620	410	270	270	0	0	90	260	3710
2021年3月	600	580	610	620	380	240	240	0	130	0	260	3660
2021年4月	600	580	610	620	380	240	240	180	0	0	280	3730
2021年5月	600	580	610	620	410	270	270	0	130	0	260	3750
2021年6月	600	580	610	620	380	240	240	160	0	0	260	3690
2021年7月	600	580	610	620	380	240	240	0	160	0	280	3710
2021年8月	600	580	610	620	410	270	270	0	80	0	260	3700
2021年9月	600	580	610	620	380	240	240	0	140	0	260	3670
2021年10月	600	580	610	620	380	240	240	190	0	0	280	3740
2021年11月	580	560	590	590	390	230	250	0	140	0	240	3570
2021年12月	560	540	570	560	360	200	220	170	0	0	240	3420
2021年合计	7140	6900	7260	7350	4640	2920	2960	700	850	170	3160	44050
2022年1月	540	520	550	530	360	200	220	0	160	0	260	3340
2022年2月	520	500	530	510	370	210	230	0	0	100	220	3190
2022年3月	500	480	510	490	340	180	200	0	140	0	220	3060
2022年4月	480	460	490	470	340	180	200	200	0	0	240	3060
2022年5月	460	440	470	460	350	190	210	0	140	0	200	2920
2022年6月	450	420	450	450	320	160	190	180	0	0	200	2820
2022年7月	440	400	430	430	320	160	190	0	170	0	230	2770
2022年8月	440	400	430	420	350	190	210	0	0	90	200	2730
2022年9月	440	400	430	410	320	160	190	0	150	0	200	2700
2022年10月	440	400	430	400	320	160	190	210	0	0	230	2780
2022年11月	440	400	430	400	350	190	210	0	150	0	200	2770
2022年12月	440	400	430	400	320	160	190	190	0	0	200	2730
2022年合计	5590	5220	5580	5370	4060	2140	2430	780	910	190	2600	34870
22年-21年	-1550	-1680	-1680	-1980	-580	-780	-530	80	60	20	-560	-9180

数据来源：美国财政部、Wisburg、人保资产投资研究部

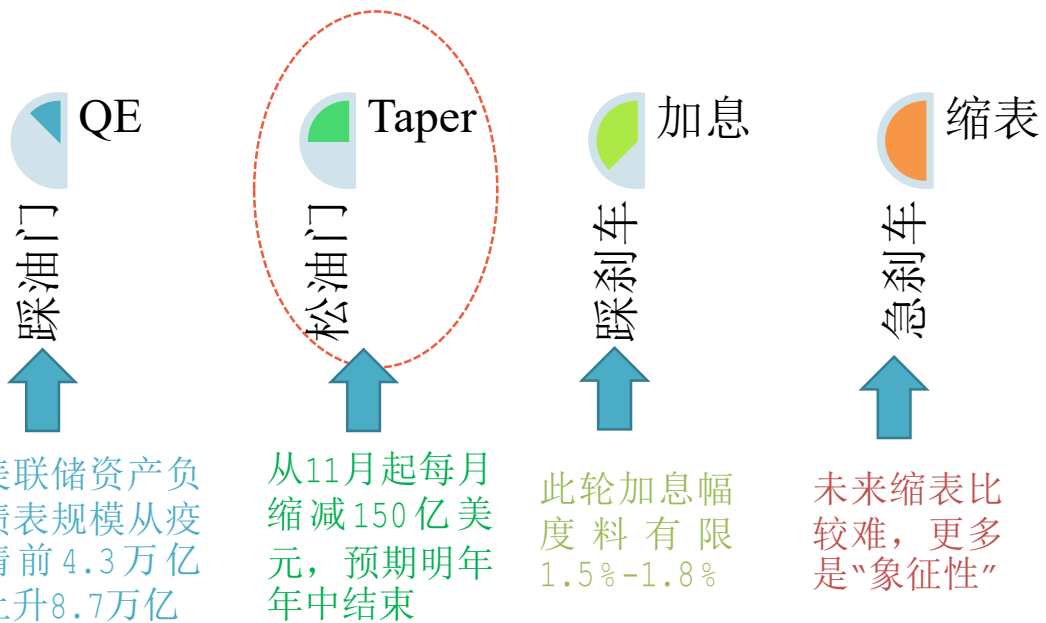
美国财政部公布四季度再融资声明：从创纪录1260亿降至1200亿美元



投资研究部预计美联储货币政策将“边走边看”

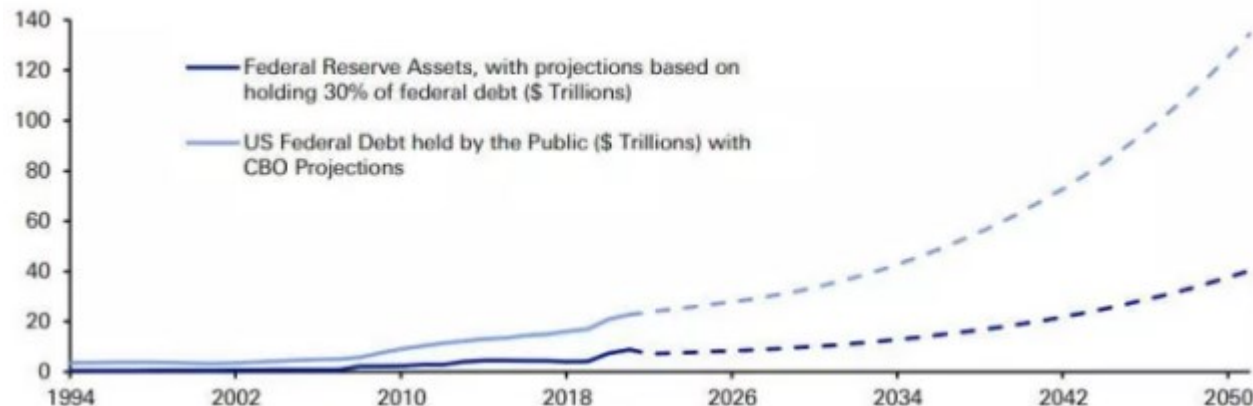
- ◆ 美联储修订新政策框架下的“2%的平均通胀目标”，提高通胀容忍度，明确放弃沃克-格林斯潘时代的“逆风而行”货币政策规则；
- ◆ 鲍威尔获得拜登提名美联储主席，联储政策将保持连续性。投资研究部认为美联储实际在践行20世纪70年代伯恩斯的“顺风而行”货币政策规则

美国货币政策正常化的步骤

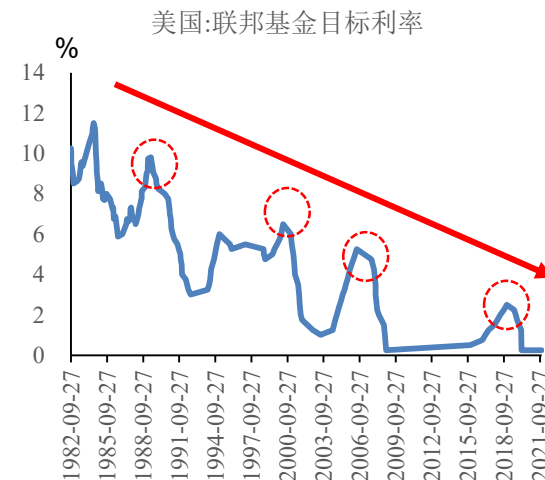
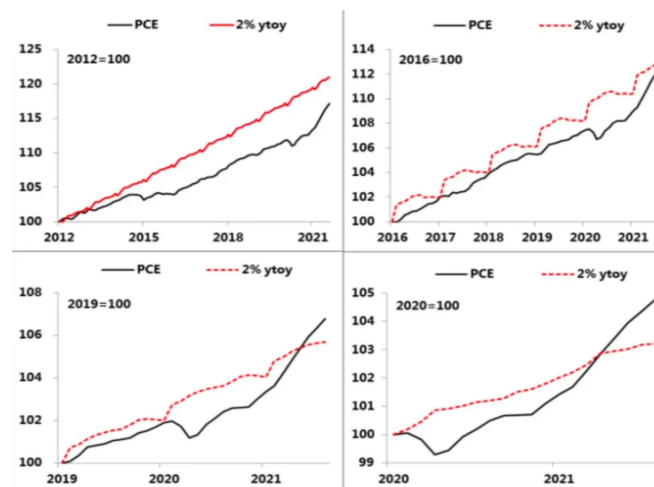


数据来源：Wind、Deutsche Bank，人保资产投资研究部

美联储资产负债表及美国联邦债务预测



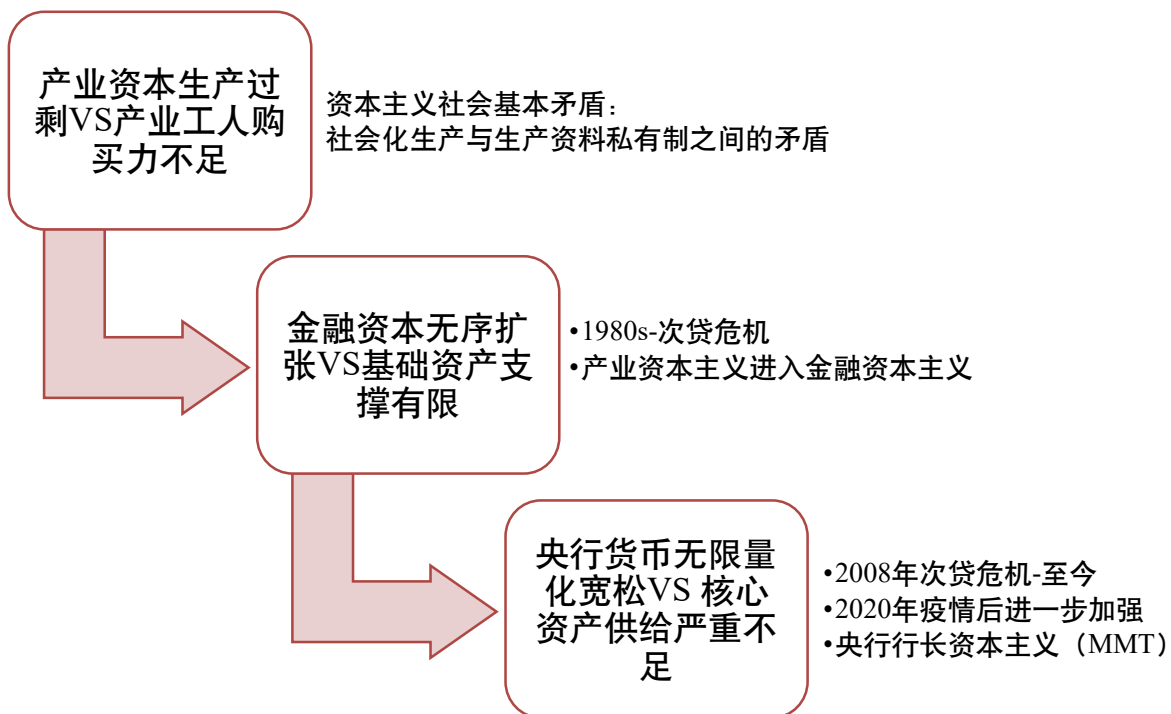
美联储本轮加息幅度料有限



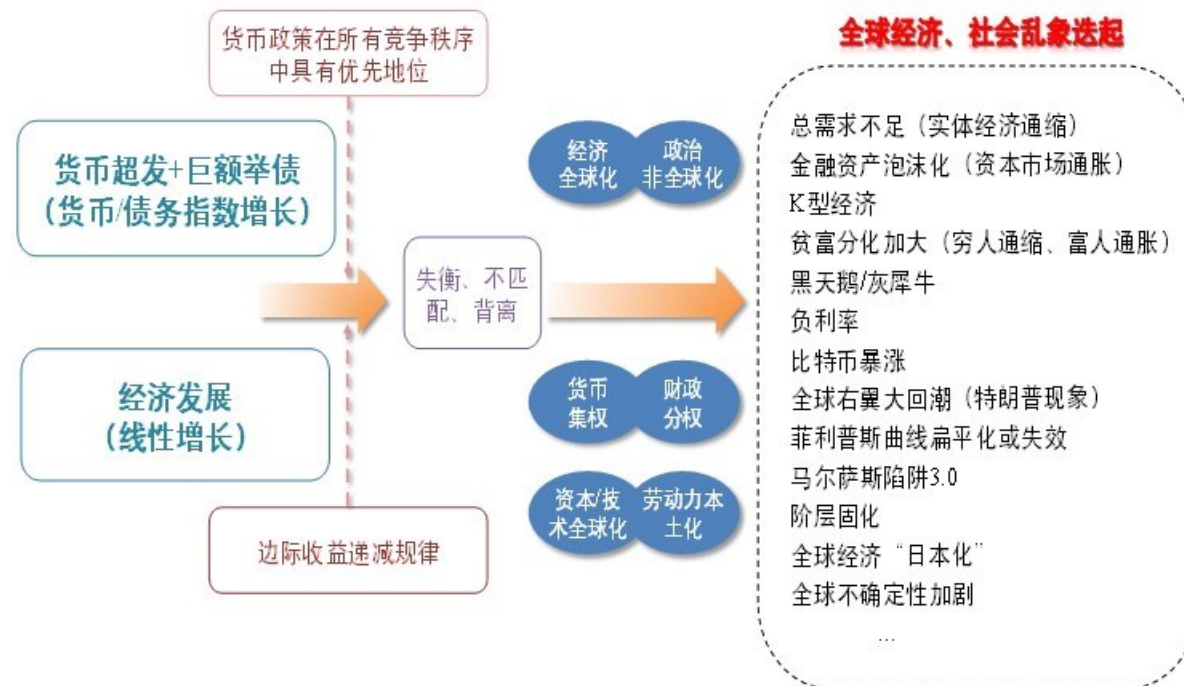
从当前欧美经济体冲突根源出发把握宏观大趋势的红利 β

- ◆ 当前欧美发达经济体冲突根源：经济增长是线性型增长 + 货币/债务是指数型增长
- ◆ 宏观大趋势的红利 β ：坚持跟随美联储做多，赚央行的钱，抓住预期能跑赢货币超发的核心资产，传统价值投资有效性降低，资本市场的K型特征或将长期演绎

欧美经济体近半个世纪三大冲突



央行货币超发与实体经济增长相背离



数据来源：人保资产投资研究部

做有温度的人民保险