



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年4月

王丹 恒生中国首席经济学家



主要宏观指标预测

主要宏观指标预测				
	2022预测	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5.3	8.1	2.3	6
CPI (%)	2.5	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	7.5	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	10.5	12.5	-3.9	8
人民币兑美元汇率 (期末)	6.35	6.36	6.5	6.9

数据来源：国家统计局；恒生中国。

1-2 月的经济复苏

2022年1-2月经济表现					
	2019 1-2月	2020 1-2月	2021 1-2月	2020-2021 两年平均增速**	2022 1-2月
规模以上工业增加值*	5.3%	-13.5%	35.1%	6.1%	7.5%
国有及国有控股企业	4.4%	-7.9%	23.0%	5.1%	5.9%
私营企业	8.3%	-20.2%	43.8%	6.9%	8.7%
出口（美元）	-4.5%	-17.4%	60.5%	16.0%	16.3%
消费	8.2%	-20.5%	33.8%	3.9%	6.7%
投资	6.1%	-24.5%	35.0%	3.9%	12.2%
房地产	11.6%	-16.3%	38.3%	5.7%	3.7%
基建	4.3%	-30.3%	36.6%	0.6%	8.1%
制造业	5.9%	-31.5%	37.3%	5.4%	20.9%

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

注：*规模以上工业增加值的统计除了包括“国有及国有控股企业”和“私营企业”之外，还包括集体企业、股份合作企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业。**图中“2020-2021两年平均增速”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

今年前两个月，内需复苏明显快于去年四季度。其中，投资是主要拉动力，基建同比增长 8.1%，制造业投资增长 20.9%，均远超 2020-2021 两年的平均增速，也远超 2019 年同期水平。两会报告中强调今年宏观政策以财政扩张为主，因此地方项目在年初积极开工。同时，产业链转型升级深化，对于高科技企业和中小企业的减税降费力度扩大。房地产投资继续下行，增速仅为 3.7%。尽管地方已经放宽了买房的限制，中央“房住不炒”的基调并没有改变，社会对于房地产的预期已经转弱。社会消费品零售总额上涨 6.7%，显著超过过去两年的表现，尽管仍然低于 2019 年水平。餐饮、旅游和城市服务业都有更多复苏迹象。

规模以上工业增加值持续强劲增长，私营工业部门的表现好于国企。然而，私企的工业利润却下降了 1.7%，同时国企工业利润增长了 16.7%，这表明大部分原材料价格上涨的成本是由下游私营部门承担了。制造业内部的分化也在加剧。前两个月，大中型企业的 PMI 上升，表明生产和信心向好，小型企业的 PMI 却下行。而在过去 20 年里，通常三类企业的 PMI 是同涨同跌的。这种 PMI 剪刀差的扩大体现了大企业控制成本的能力，同时也反映了小企业融资难的现状。



出口增速高于过去两年的平均增速，表明外需仍然强劲。我们预期出口的优势会持续至下半年。主要的下行风险来自两方面。第一，西方主要央行加息。由于欧美通胀风险持续上升，央行加息节奏加快，有可能将经济拖入新一轮衰退，从而影响对中国商品的需求。第二，亚洲其他出口国的 PMI 迅速上升，反映了加速恢复的工业生产，这对中国出口形成了一定的替代性。

尽管实体经济数据良好，社会融资总额的数据却呈现出截然不同的趋势。一月新增社融高达 6.2 万亿，但事实证明这是昙花一现，二月的新增社融出现断崖式下跌，仅为 1.2 万亿。二月的新增人民币贷款比一月降低了近 4/5，体现了企业内生需求的疲软。贷款的结构性问题仍然存在：国企债和政府平台债是贷款的主要增长来源，私营经济贷款并不活跃。同时，企事业的中长期贷款也下降了。社融是反映中国经济周期最敏感的指标，通常在社融低迷时，后续的经济增长也会乏力。过去中国高速增长和通胀会拉低实际贷款的成本，而今年中国经济减速明显，企业运营风险上升，私营经济面临的实际贷款利率仍然过高，不足以覆盖风险。

3 月的下行风险

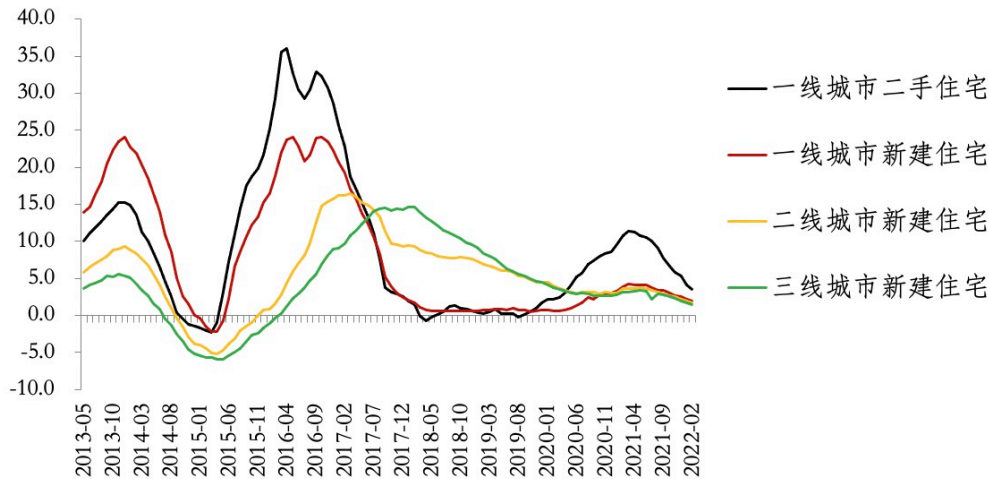
两会将今年的经济增长目标定在 5.5%，意在“稳就业，保民生，防风险”。这是因为只有经济增速足够高，才能够拉动就业和保证基层生活质量。进入 3 月后，国内经济新增两大风险。

一是俄乌战争。战争推涨了能源和食品价格，大幅挤压了工业企业的盈利能力。由于消费需求受到疫情压制，因此消费品通胀压力并不明显。然而，如果上游原材料价格居高不下，将最终部分转化为居民的生活成本。

二是疫情管控。奥密克戎病毒高传染性和低致死率的特性为经济发展带来了阻滞。按行业看，疫情后就业受到最大冲击的都是下游部门，大多是私营和中小微企业。国企和大型股份制公司集中在供应链的中上游，并不直接面向消费者，受到的影响很小。最新的行业就业数据来自 2020 年，在批发零售、住宿餐饮、租赁和商业服务、居民服务修理等城市服务业中，私企占比最高，在疫情中受到的冲击也最大。上海本轮疫情的蔓延速度和管控程度均超过了 2020 年，今年 3 月底，上海地铁客运量是 3 月初的十分之一，电影院和包括迪士尼在内的游乐园均已关闭。目前上海的防控政策预期将持续至四月中旬。由于疫情爆发仍然集中于几个大城市，对于全国的经济增长影响有限。但如果疫情反复，不排除将对产业链安全形成挑战。



各线城市住宅价格
(月度同比增长, %)



数据来源：国家统计局；恒生中国。

另外，房地产市场的风险并未消散。两年前开始的房地产去杠杆，加上去年年末推出的房产税已经改变了社会对房地产市场的预期。居民购房需求明显转弱，2月居民中长期贷款（主要是房贷）出现过去20年以来的首次下降。从去年四季度开始，中国各线城市的新房与二手房房价全部下行，是过去20年少见的趋势。尽管市场仍然认为一线城市房产为安全资产，但是房价上涨的空间已经大大缩小了。由于中国大约三分之一的GDP增长和房地产行业相关联，年初以来，有更多中小地产商出现了流动性困难。我们预期会有更多针对性措施出台，如鼓励银行为开发商提供贷款以及保证开发商的债券续发不受疫情等外因影响。

针对市场的悲观预期，国务院金融稳定发展委员会在3月16日召开了一次临时会议，由刘鹤主持。会议选择在此节点召开是为了提振市场信心，表明中央政府理解当前经济发展和资本市场的压力。会议释放了一些积极信号，包括为房地产市场注入流动性、谨慎出台针对平台企业的监管、加强中美双方监管的交流以及稳定香港金融市场等。之后几天市场反应良好，股市反弹。然而由于国内外宏观风险仍未消除，提振市场信心需要宏观政策更大幅度的宽松，尤其是更大幅度的货币宽松。目前货币政策仍然偏紧，轻度宽松只会利好国企和信用良好的头部私企，很难渗透至中小微企业。预期未来几个月会有更大幅度的降息。

人民币的走势并不明朗。目前，中国的贸易盈余仍处历史高位，结汇压力始终存在，人民币短期内难以贬值。俄乌冲突推高了对人民币资产的需求，人民币国债变成实质上的安全资产，推高了升值压力。美联储本月加息造成了人民币短暂的贬值。然而，由于中国的贸易盈余太大，其他的因素似



乎不足以扭转人民币强势。随着美联储加息速度加快和中国的降息周期开启，净资本外流可能会在下半年造成一定贬值压力。

能源转型放缓

俄乌战争后，各国重新强调能源安全，清洁能源转型暂时处于次要地位。中国绿色转型的速度也有所放缓。去年 9 月的能源短缺表明，煤电仍然是确保电力供应的最佳方案。今年两会报告中没有设定削减能源消耗的目标；发改委宣布提高火电价格，并计划在 2025 年前增加火电装机容量以及适度扩大煤矿产能。然而，这种改变只是步伐调整，并不代表中国“双碳”政策方向的改变。因为减碳符合中国能源安全的需要。中国目前进口 70% 的石油和 40% 的天然气，高度依赖国际市场。俄乌战争凸显了这种依赖的脆弱性。

今年的政策将重点支持新能源车并提高光伏发电能力。中国目前是新能源车最大的市场，2021 年销量为 350 万辆，2022 年前两个月同比增长 195%。未来对新能源产业的支持将集中在动力电池和充电站建设上。在可再生资源中，光伏则比风能更具有优先级。这是因为中国控制全球光伏供应链的 70%，具有技术优势以及最大的消减成本的潜力。而沿海工业区土地稀缺，风电占地面积大，没有成本优势，因此光伏发电是替代煤电的最佳方案。



免责声明

本文件由恒生银行（中国）有限公司（“恒生中国”）发布。本文所载信息乃基于恒生中国认为可靠的资料来源，但该等资料来源未经独立核证。并且，本文包含的预测及意见只作为一般的市场评论，仅供参考。该等预测及意见为恒生中国或撰写本文件的（一位或多位）投资顾问于本文件刊发时的意见，可作修改而毋须另行通知。本文件并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为有关投资于本文提及的任何证券或投资产品的投资建议，要约、要约邀请或推荐。

关于本文所含信息、预测或意见的公平性、准确性、完整性或正确性，以及任何该等预测或意见所依赖的基础，恒生中国不作任何明示或暗示的保证、陈述、担保或承诺，恒生中国亦不会就任何人使用或依赖本文所载任何该等信息、预测或意见而承担任何责任。阁下须自行评估本文所载信息、预测或意见的相关性、准确性及充足性，且如阁下认为必要或恰当，阁下可为该等评估开展相关独立调查。

恒生中国及其关联公司可能自营、承销本文提及的全部或任何证券和/或投资产品，或已经就此等交易建立头寸。恒生中国及其关联公司亦可能因进行本文提及的全部或部分证券和/或投资产品赚取佣金或费用。

本文提及的证券或投资产品可能并不适合所有投资者，且并未考虑各收件人的任何特定投资目标、财务状况或其他需要。在作出任何投资决定前，阁下须基于自身的投资目标、财务状况及特定需要而作出投资决定，如有需要，阁下应于作出任何投资前咨询阁下的专业顾问。

投资有风险。阁下应当注意投资价值可能向上或向下波动，且投资过去的表现不代表其未来表现。本文并不旨在识别相关证券或投资产品涉及的所有风险。

©版权[2021]「恒生中国」保留所有权利。未经「恒生中国」事先书面许可，不得将本文件之任何部分复制、储存于检索系统，或以任何形式或途径（包括电子、机械、复印、录制或其他）传送。