



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年6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 (%)	5.1	8.1	2.3	6
CPI (%)	2.5	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	8.5	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	7	12.5	-3.9	8
出口 (%)	11	29.9	3.6	0.5
人民币兑美元汇率 (期末)	6.55	6.36	6.5	6.9

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。



2022年1-4月经济表现

	2019年1-4月	2020年1-4月	2021年1-4月	2020-2021年1-4月 两年平均增速**	2022年1-4月	2022年4月***
规模以上工业增加值*	6.2%	-4.9%	20.3%	7%	4%	-2.9%
国有及国有控股企业	4.9%	-4.2%	14.8%	4.9%	3.1%	-2.9%
私营企业	9.1%	-5.6%	23.9%	8.1%	5.1%	-1.1%
出口（美元）	0.3%	-9.3%	44%	14.3%	12.5%	3.9%
社会消费品零售总额	8%	-16.2%	29.6%	4.2%	-0.2%	-11.1%
固定资产投资	6.1%	-10.3%	19.9%	3.7%	6.8%	2.3%
房地产	11.9%	-3.3%	21.6%	8.4%	-2.7%	-10.1%
基建	4.4%	-11.8%	18.4%	2.2%	6.5%	3%
制造业	2.5%	-18.8%	23.8%	0.3%	12.2%	6.4%

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“2020-2021一季度两年平均增速”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

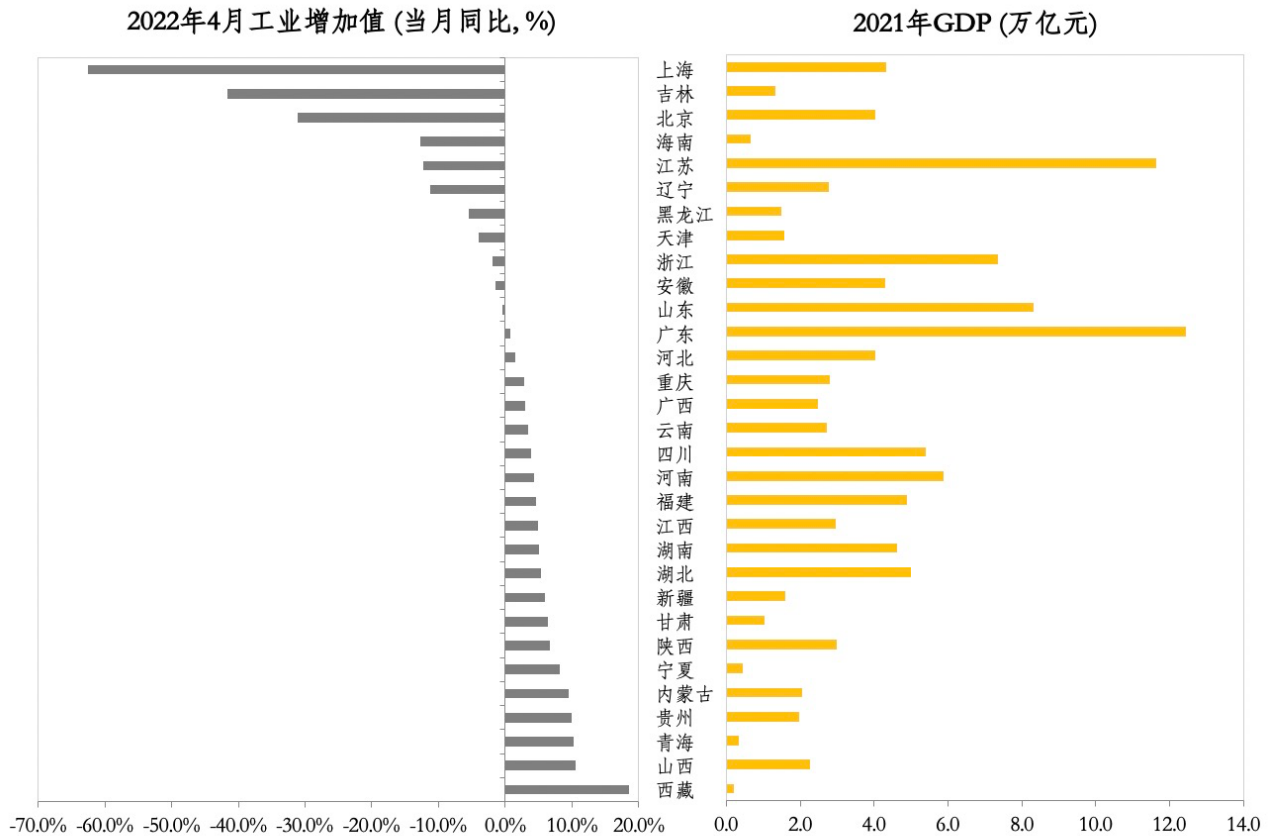
***由于国家统计局从2018年起固定资产投资额的统计方法发生变化，因此固定资产投资及其分项在2022年3月的增长率是以2017年为基期，由累计同比增长率倒算而得。基建投资按照国家统计局官方口径，因此不包括电力投资。

经济状况

4月以来，经济下行压力主要来自于新冠肺炎疫情防控，主要的宏观经济指标都在减速。降幅最大的是零售和房地产投资，收缩幅度均超过10%。基建投资增速也在4月回落。疫情过后，基建投资将加速，但高质量的新项目数量有限，而且地方政府债务压力偏高，将会限制未来几个月基建扩张的空间。尽管出口仍然保持正增长，但其增速已经从3月的14.7%降至4月的3.9%。未来几个月的出口增速并不乐观，因为全球经济普遍放缓，同时亚洲其他国家的产业链逐步恢复，对中国出口形成了一定的替代效应。而且伴随高通胀，欧美进入加息周期，这将会抑制对中国商品的需求。

制造业投资仍然保持了高增长态势。4月制造业投资同比增长6.4%，较前几个月有所回落，但仍远超疫情前的水平。中国的区域差异为工业生产提供了缓冲。本轮疫情主要影响长三角和东部沿海地区，内陆受到的冲击很小。中西部省份的GDP占全国的2/3，其工业增加值在4月同比增长7%，而同期东部省份平均下跌幅度超过了15%。尤其是湖北、湖南和江西等中部省份大幅提高了在基建、产业园和高新制造业的投资，带动了当地的工业生产。另外，中西部地区的资源大省众多。山西、内蒙古和陕西均受益于高涨的煤炭价格。相比之下，广东和山东两个外贸大省均受到疫情的冲击，前者工业增加值微弱增长，后者则略有萎缩。天津和东三省工业增加值则持续下跌，部分是由于疫

情管控，另一个重要原因是当地经济结构过度依赖重工业，居高不下的能源价格给工业增长带来压力。



数据来源：国家统计局；恒生中国。

政策应对

根据 4 月 29 日中共中央政治局会议传达的信号，全年的经济增长目标仍是 5.5%。疫情防控决定稳增长政策的力度不能过大，只能随着疫情的缓解逐步释放。2020 年一季度，受武汉等地封城影响，中国 GDP 收缩 6.8%；考虑到本轮疫情影响的经济体量远大于 2020 年，预计第二季度的 GDP 将受到更大冲击，甚至可能会抵消一季度的增长。从 PMI 走势看，5 月的工业生产比 4 月有所恢复，然而整体仍处收缩区间。目前货币政策仍然保持了极强的定力，但如果全年仍要实现既定增速目标，下半年的增量政策则必须格外强劲。

5 月，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，包括了区县一级官员，规模空前。该会议对国常会已经推出的经济政策进行解释，并督促地方执行。上海也出台了经济恢复方案，在现有疫情防控的要求下，为企业最大限度地提供流动性和经营便利，以提高企业存活率。具体措施包括减税降费、



贷款延期、推迟或减免房租社保等。相应的，风险和压力将部分转移至商业银行和地方政府，长期坏账率和负债率将有所上升。6月1日在上海全面恢复正常生产生活秩序后，不应期待需求报复性反弹，因为企业重新进入扩张周期需要时间，收入增长不会立即恢复。

尽管“房住不炒”的基调不变，房地产对经济的拉动作用不可忽视。截至5月底，全国已有100多个城市出台了包括取消限购在内的楼市调控政策。本次的“上海50条”中关于房地产的举措主要包括旧城区改造、土地价款的延期分期缴付和适当增加建设用地，并未放松限购限售政策。本轮疫情发生前，上海仍处于人口净流入的状态，对住房需求旺盛。上海作为“总部经济”的典范，也吸引了大量外地公司在上海买楼、建立研发中心或者制造基地，因此对于商用写字楼的需求始终保持高位，甚至在2020年的疫情后都保持了增长势头。然而，今年房地产的市场预期转弱，对于疫情反复的疑虑并未消除，商品房市场需求受到打击。我们预期房地产建设的重点将转移至保障性和租赁性住房投资，主要依赖国有企业和政策支持。

从历史经验看，中国经济每次从底部反弹都离不开强劲的信贷扩张。尽管央行近期已经降息降准、并有结构性支持工具，然而力度不大。中小微企业的贷款实际利率偏高，企业长期贷款的意愿不强。提振融资需求需要降低贷款成本，因此我们预期在疫情稳定后，第三季度降息概率较高。目前，中国的通胀环境良好，以CPI衡量的消费品通胀水平仍处低位。前四个月的消费品通胀仅为1.4%。随着猪肉价格回升，下半年有可能上升，但全年平均仍将低于官方3%的目标。以PPI衡量的工业品通胀也开始回落，给货币宽松留下空间。

近期人民币释放了部分贬值压力，主要压力来自于美元指数的升值。然而，人民币兑美元的贬值幅度仍然低于美元指数的上升幅度。和其他主要货币相比，人民币贬值幅度并不大。支撑人民币币值的因素是巨大的贸易盈余。尽管出口减速，但是进口减速更快，甚至从3月开始收缩，因此贸易顺差仍处于历史高位。另外，跨境旅游很少，服务贸易逆差极低，这也有助于提高贸易盈余。短期内人民币仍处于温和贬值区间，但是下半年有可能反弹。假如届时中国经济基本面改善，将会支撑人民币币值。同时，假如美国经济由于美联储加息陷入衰退，美元指数也很难持续保持强势。



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。