



中国2022经济展望

2021年12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估计	2020	2019
实际GDP (%)	5.3	8.2	2.3	6
CPI (%)	2.5	1.3	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	7.5	5.5	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	10.5	10.3	-3.9	8
人民币兑美元汇率 (期末)	6.35	6.4	6.5	6.9

数据来源：国家统计局；恒生中国。



2021年1-11月经济表现

	2019 1-11月	2020 1-11月	2021 1-11月	2020-2021 1-11月两年平均增长率**
规模以上工业增加值*	5.6%	2.3%	10.1%	6.1%
国有及国有控股企业	4.6%	1.8%	8.5%	5.1%
私营企业	7.8%	3.2%	10.9%	7.0%
出口（美元）	-0.2%	2.1%	31.1%	15.7%
消费	8.0%	-4.8%	13.7%	4.0%
投资	5.2%	2.6%	5.2%	3.9%
房地产	10.2%	6.8%	6.0%	6.4%
基建	4.0%	1.0%	0.5%	0.7%
制造业	2.5%	-3.5%	13.7%	4.7%

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前两月平均增长率”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

2022 年经济正常化

根据前 11 个月的经济表现，我们预期今年四季度 GDP 增速将达到 4.3%（第三季度增速为 4.9%），全年 GDP 增速达到 8.2%（两年平均值为 5.2%）。即使第四季度 GDP 增速跌落至 3.7%，GDP 全年增速仍会超过 8%。主要的增长引擎为出口和制造业投资，基建投资几乎没有增长，消费复苏也不及预期。即使工业原材料价格居高不下，但由于内需不足，消费品通胀压力仍然很小。全年通胀率预期将达到 1.3%，远低于政府 3% 的官方目标。

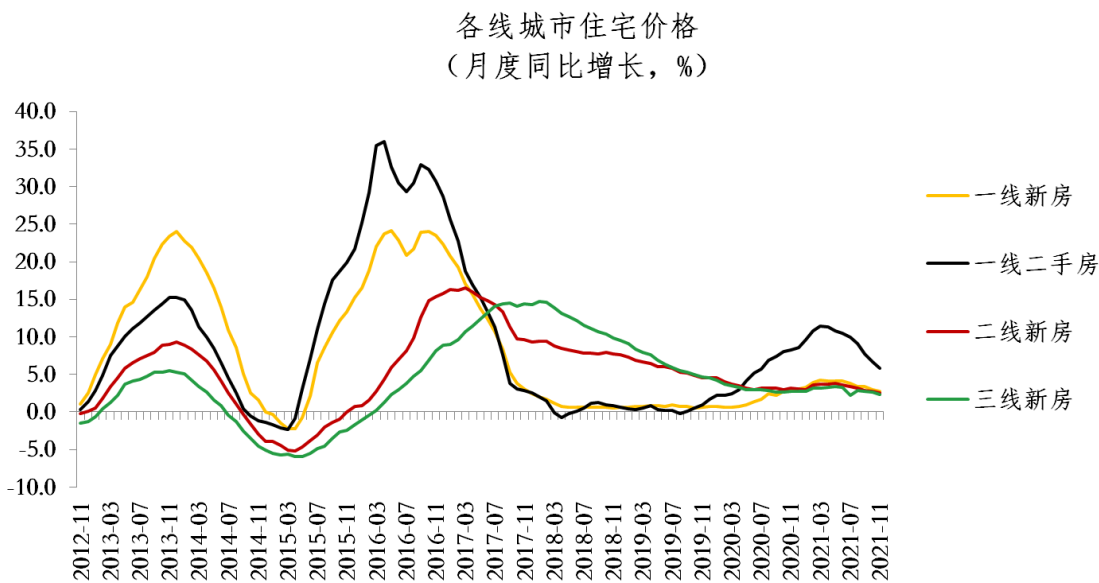
我们预期 2022 年 GDP 增速将达到 5.3%，落在中国潜在经济增长率的区间内。制造业投资的表现将最为出众。能源转型和产业链升级将会持续数年，未来两三年将是加速投资的阶段。房地产投资将持续低迷。商业地产建设的减速将会被政府保障房和廉租房建设部分抵消。小城市的消费复苏将略有加速。然而，由于今年一季度的高基数效应（GDP 增速 18.3%），我们需要对明年一季度经济微弱增长（甚至收缩）做好准备。尽管 12 月的中央经济工作会议已经发出明确的“稳增长”信号，地方政府也会随即出台相关政策，但大多数都难以立竿见影，因此 2022 年全年增速将呈现逐渐加速的态势。



疫情后，全球对中国产业链的依赖性增强。由于疫情的反复性，我们预期中国出口将在 2022 年保持强势。除中国以外的新兴市场国家和大部分发展中国家疫情控制得并不好，同时面临来自债务、财政、货币等方面的压力，产业链重建至少需要 1-2 年。假如美联储明年真如市场预期一般加息 2-3 次，将很可能把多国拖入债务危机，从而进一步影响产业链重建。欧美等发达国家都有意将部分制造业本地化，但在全球疫情消退前也很难推进。中国仍然是全球经济稳定器，保证了大量工业中间品和消费品的供给。RCEP 将在 2022 年正式启动，强化中国作为亚洲制造业中心的地位，因此中国和东盟国家的贸易有望再创新高。最后，世界各国正在展开基建投资计划以提振经济，中国作为机械、劳保用品和工业中间品的主要出口国，将会从全球财政扩张中受益。

政策需要保增长

我们预期明年房地产市场将会继续下行。过去几个月，房价下跌趋势明显，土地拍卖和新房开工持续收缩。如果没有明确的放松信号，该趋势不会逆转。在三、四线小城市，房地产政策将有较为明显的宽松预期，尤其是针对首套房购买者，但大城市的房地产交易和房价仍会受到限制。房产税试点可能开始推进，包括明确试点城市和税收涵盖范围。房地产减速意味着对上游重工业产品的需求下降，包括钢铁和水泥。在碳减排的政策框架下，这些高耗能产业事实上已经在收缩产能了，房地产这个最大需求方的萎缩在一定程度上缓解了大宗商品的涨价压力。



数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。



2022 年工作的一大难点是如何扶持中小企业。疫情已经持续了两年，中小企业普遍存在流动性问题，银行和资本市场提供的支持也十分有限。近期的政策已经在向支持服务业企业倾斜，包括对于小微企业的贷款展期和减税降费等。相关政策在努力打破电商和直播平台中头部企业和主播垄断的状况，这将有利于广大中小商家的复苏。《中华人民共和国个人信息保护法》和《中华人民共和国数据安全法》已经开始实施，数据交易规则也将逐步清晰。明年将会有更多政策出台来促进数据流动性，比如要求科技巨头开放生态系统、开发数据交易平台等，以帮助公司将数据资产货币化，这也会让消费者和中小企业受益。

然而，帮助中小企业的根本解决方案还是扩大内需，尤其是提振消费。春节前，消费难有大幅反弹。冬奥会（2月4日-20日）前，料疫情管控会相应加强，部分城市将可能提出“就地过年”的倡议，这将打击消费和服务业。提升消费最为直接的方式是直接补贴消费者。央行数字货币此前已在深圳罗湖等地试点，向公众发放数字红包。我们预期明年央行数字货币的应用场景将逐步扩大。

今年中央经济工作会议的关键词是“稳”。会议提出要加快财政支出，并适度超前进行基建投资。然而，会议也提出要严防地方政府隐性债务增长。今年基建投资几乎没有增长，我们认为 2022 年也不会重启基建周期，适度超前的基建项目将主要集中在碳减排和与人民群众生活质量紧密相关的公共设施上。产业园区和交通等大项目很难再密集上马。目前房地产下行，土地财政难以维系，大部分地方政府是没有能力背负额外债务。过去，大规模的基建项目的确刺激了经济增长，但支持此类项目的资金占用了大量银行贷款，推高了实际利率，也挤出了本可以贷给实体经济的资本。这和中央支持实体经济的精神背道而驰。事实上，在中央经济工作会议召开后的第二周，财政部就在国务院会议上强调从严遏制新增隐性债务。

货币政策上看，2020 年中央提出社融增速要和名义 GDP 增速相匹配，但今年的中央经济工作会议并没有重申这一点。这可能意味着明年货币宽松幅度有望增大。和美国不同，中国的通胀环境是良性的，消费品通胀极低。尽管工业品通胀很高，但近两个月 PPI 涨幅已经在放缓。假如 PPI 在未来 1-2 个月继续下行，降低政策利率的可能性就会大大上升。我们预期明年一季度央行可能会降息，通过降低 MLF 拉低 LPR，支持实体经济。包括银行贷款和公司债发行在内的信贷增长将会提速，房地产开发商的融资环境也将有所改善。



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。