



恒生銀行  
HANG SENG BANK

# 中国宏观月刊

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

数据来源：国家统计局；恒生中国。



2021年1-10月经济表现

	2019 1-10月	2020 1-10月	2021 1-10月	2020-2021 1-10月两年年化增长率**
规模以上工业增加值*	5.6%	1.8%	10.9%	6.3%
国有及国有控股企业	4.7%	1.4%	9.1%	5.2%
私营企业	7.7%	2.8%	11.8%	7.2%
出口（美元）	-0.1%	0.1%	32.3%	15.1%
消费	8.1%	-5.9%	14.9%	4%
投资	5.2%	1.8%	6.1%	3.9%
房地产	10.3%	6.3%	7.2%	6.7%
基建	4.2%	0.7%	1.0%	0.8%
制造业	2.6%	-5.3%	14.2%	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前两月年化增长率”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

## 宏观经济减速，但仍在合理区间

10月，经济减速程度继续加深，主要压力来自房地产减速。由于土地购买量是未来6-12个月房地产建设的先行指标，我们预期2022年商业地产的投资与开工仍将低迷。前10个月，房地产销售额平均增速为8.8%，尽管减速较快，但仍高于2019年的水平。房地产投资的减速相对来说更为明显，6.7%的增速比2019年同期低了4个百分点。与此对应，新房开工面积和土地购置面积持续收缩，反映了市场对商业地产前景的担忧。

最近几个月，房企流动性迅速恶化了。在房企的资金来源中，收缩最大的是开发性贷款。根据国家统计局的数据，前10个月开发贷的绝对数量比2019年同期下降了5.4%。相比之下，其余几个主要资金来源的水平都远高于2019年同期。其中，个人按揭贷款比2019年同期高了21%，但近期减速明显，在10月已经滑落至9.7%，低于2019年的增长水平。定金及预收款比2019年同期高了26%，增速仍超过了2019年同期。海外融资比2019年同期下降了45%，但由于外资仅占房地产开发资金的不到0.1%，对行业整体的流动性影响很小。

为了解决开发商的流动性困境，政策在边际上有所放松。央行在10月份首次公布了个人房贷的月度数据，比9月增长了1013亿元，尽管增速还不到0.3%。根据贝壳研究院的检测，从9月开始，90个主要城市的房贷利率略有下调，其中大多为三四线城市。一线城市中，北京、上海的房贷利率没有调整，深圳、广州略微下行。

11月，成都宣布加快房贷投放速度，要保障房地产企业和刚需购房人群的需求，并给重点企业开发贷展期或者降息。广州下调地价并取消房屋销售限价。这些政策会部分缓解相关城市开发商的债务压力，但是由于“三



条红线”对于降低房企债务的要求并没有改变，未来几年内将有更多低效房企出清，商业地产建设也将相应减速。与此同时，政府支持的廉租房和保障房建设将会提速，部分程度上弥补商业地产减速带来的冲击。

## 宏观政策不会过度发力

新冠肺炎疫情前，中国 GDP 增速已在下降，大约每年下降 0.5 个百分点。2019 年四个季度的增速分别为 6.3%、6%、5.9% 和 5.8%。假如 2020 年未发生新冠肺炎疫情，2021 年的增速按照历史趋势会落在 5-5.5% 的上升区间内。尽管第三季度经济减速至 4.9%，但并未过度偏离正常范围，这意味着宏观政策在年底前不必过度发力。另一个需要注意的事件是 12 月中的中央经济工作会议，届时国务院将制定 2022 年经济计划，在此之前也很难有重大的政策转向。

目前的宏观政策要兼顾经济下行风险（房地产减速）、疫情防控（奥密克戎病毒变种）和外部环境风险（如美国货币政策和中美贸易），保证宏观环境稳定是第一位的考虑。政府更重视长期的经济目标，如能源转型和共同富裕，而不是短期的经济增长。财政政策比上半年略有宽松，但地方政府重视提高财政资金使用效率，对于债券发行并不追求速度和总量。前九个月的政府债券发行量一直低于去年同期水平，十月终于略有超越。整体上看，财政支出仍然极为谨慎。前 10 个月，公共财政收入增速为 14.5%，然而财政支出增速仅为 2.4%。

由于国内消费品通胀水平很低，货币政策有宽松空间，但飙升的生产资料价格限制了宽松幅度。因此，央行转向结构性的政策工具，着眼于为重点产业增加贷款而非普遍性地降低政策利率。11 月，央行推出碳减排支持工具。在该机制下，银行可发放碳减排贷款，而后通过提供合格质押品向央行申请资金支持，央行随即按照贷款本金的 60% 提供资金，年利率为 1.75%。对银行来说，这个成本优于中期贷款便利（MLF，目前年利率为 2.95%）。按照目前绿色信贷的增速，碳减排支持工具将成为央行最大的结构性货币政策工具。今年前三季度全国新增绿色贷款约 2.8 万亿元人民币，如果按照碳减排支持工具的安排，相当于 1.7 万亿元人民币的货币扩张，有望缓解社融增速持续下行的局面。

近期人民币保持强势，出乎市场意料，因为这和中国宏观经济放缓、货币政策略有宽松的势头并不一致。这种强势受到中美贸易顺差的推动，也和近期对中美贸易关系的乐观展望有一定关系。中美双方领导人的视频通话给市场注入了信心，年底关税下调的可能性在上升。我们预期人民币今年年底前将保持强势。然而明年的汇率趋势并不明朗。由于中美利差已经在缩小，美国面临通胀威胁可能会提前加息，资本流入中国的压力略有降低。我们预期贸易顺差水平仍将较高，但是增速会下降。同时，中美竞争中的分歧并没有解决，双边关系有多重不确定因素。这些因素将构成人民币汇率的下行风险。



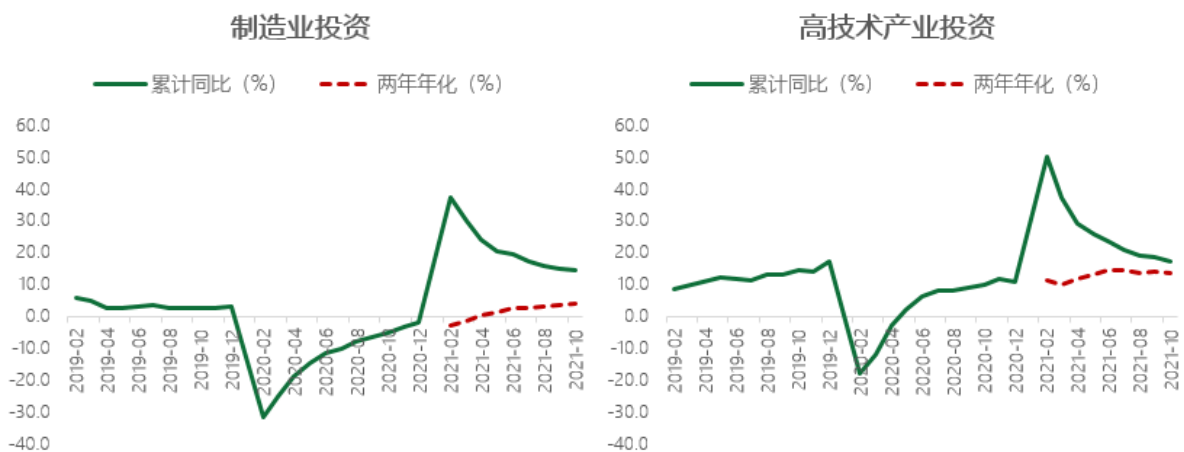
## 制造业上行周期

前 10 个月出口强劲，对所有主要出口国的出口都达到历史最高水平。这一方面反映了全球新冠肺炎疫情下对中国制造的依赖度上升，另一方面是由于产品价格上涨。海外需求随假期临近和疫苗普及而迅速上涨。相对应，中国国内的工业生产增速仍保持在高位。钢铁、水泥等能源密集型行业产量受限，这其中有电力短缺和原材料涨价的因素，也受到冬季环保限产的影响。房地产减速进一步打击了对相关原材料的需求。自从国务院 10 月大力干预能源市场后，缺电的情况已经改善。煤炭产量和库存都在上升，推动煤价下行。同时，政府允许更多企业用户的煤电价格上涨。目前，煤电占企业用电总量的 60%。未来几个月电价上涨将会非常显著。但中国的工业生产和出口整体上并没有受到限电的影响，来自供给侧最大的瓶颈仍然是海运价格和集装箱的供不应求。

消费并没有实质性的好转。名义上增速有所提高，但实际增速比 9 月要低。疫情在多地的局部爆发持续打击了旅游业，黄金周假期也没有带来预期的提振。疫情对于小微企业的影响甚至超过了去年。因为疫情刚开始时，税收和房租方面都有补贴或延迟交付的安排，今年类似政策都已过期。最新的奥密克戎病毒变种给疫情防控增加了新的变数。我们预期春节前的消费市场都将保持低迷。

经济中最大的亮点来自制造业投资。按两年平均增速看，今年制造业投资持续加速，结构上更偏重于中高附加值的产业、能源环保相关以及高科技相关投资。这种增长主要由两方面因素推动。第一，和美国在高科技行业的脱钩让中国加速投资高新科技产业，对于“卡脖子”技术的投资大幅增长，对于可能被断供的技术和产品也在国内建立备份生产线。第二，中国实现碳减排的目标，需要加大新能源上下游产业的投资。这类投资对于资金要求极高，尤其是半导体、新材料相关产业，初始的固定投资要远高于传统行业。

### 中国制造业投资进入上行周期



数据来源：国家统计局；恒生中国



2022 年，我们预期实际 GDP 增速将达到 5.3%。主要的增长引擎仍为出口和制造业投资。随着疫苗普及，世界主要工业国的需求会加速恢复，但生产的复苏会滞后。这是由于疫情期间生产的中断导致很多工厂投资、维护不足，重建生产能力需要至少 1-2 年的时间。另外，包括美国在内的许多国家都推出了大型基建计划，相关需求也会利好中国出口部门。因此我们预期明年中国的消费品和工业中间品出口仍将保持高位。制造业投资会随着更多减碳政策的落地提速。另外，国内消费也将随着收入提高而加速恢复。



## 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。