



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2021年11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。

下调 2021 年经济增长预期

根据国家统计局公布的第三季度数据，我们下调了对 2021 年全年实际 GDP、通胀和投资的预期增速。实际 GDP 增速由原先的 8.5% 调整至 8.2%，主要是由于投资减速幅度较大。第四季度经济下行压力将会上升，尽管出口仍将保持高位，但是居高不下的海运价格限制了出口增量，同时电力短缺也会影响工业部门生产。我们预期第四季度的经济增速将降至 4.3% 以下。通胀水平由原先预测的 1.6% 下调至 1.3%。猪肉价格在第三季度下行较快，拉低了第三季度通胀水平。这一方面是由于猪肉供给产能的快速扩张，另一方面反映了内需不足的现状。第四季度猪肉价格将会出现季节性反弹，同时能源价格上涨，但由于前三季度通胀水平仅为 0.7%，全年通胀平均水平将很难超过 2%，远低于官方 3% 左右的目标。固定资产投资的预期增速由原来的 6.3% 下调至 5.5%，主要原因是房地产和基建投资减速。目前发展中国家疫苗接种率仍偏低，全球产业链复苏需要更长时间，因此明年中国仍将保持较高的出口水平。同时，国内消费也将加速恢复。我们预计实际 GDP 增速在 2022 年将达到 5.3%。

2021 年前三季度经济表现

| 2021年1-9月经济表现 | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|----------------------------|
| | 2019 1-9月 | 2020 1-9月 | 2021 1-9月 | 2020-2021 1-9月两年年化增长率** |
| GDP增速 | 6% | 0.9% | 9.8% | 5.2% |
| 规模以上工业增加值* | 5.6% | 1.2% | 11.8% | 6.4% |
| 国有及国有控股企业 | 4.7% | 0.9% | 9.6% | 5.2% |
| 私营企业 | 8% | 2.1% | 13.1% | 7.5% |
| 出口（美元） | 0% | -1.2% | 33% | 14.7% |
| 消费 | 8.2% | -7.2% | 16.4% | 3.9% |
| 投资 | 5.4% | 0.8% | 7.3% | 3.8% |
| 房地产 | 10.5% | 5.6% | 8.8% | 7.2% |
| 基建 | 4.5% | 0.2% | 1.5% | 0.8% |
| 制造业 | 2.5% | -6.5% | 14.8% | 3.6% |

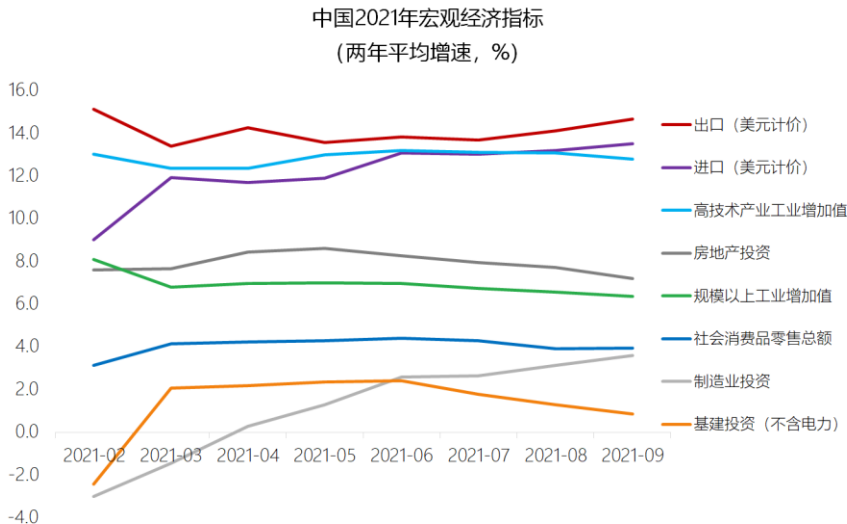
数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

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前两年年化增长率”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

第三季度的经济增长大幅减速，从上半年的 12.7% 降低到 4.9%，但我们认为对此经济数据的解读无需悲观。从更长期的历史数据看，该增速仍然落在正常范围内。疫情前的 2019 年，经济减速趋势已经较为明显，四个



季度的 GDP 增速分别为 6.3%，6%，5.9%和 5.8%，假如新冠肺炎疫情没有发生，按照历史趋势，GDP 在本季度的增速也将回落至 5%左右。



数据来源：万得；国家统计局；海关总署；恒生中国。
注：图中“两年平均增速”是以2019为基期计算的2020-2021两年的几何增长率。

另外，由于 2020 年经济的大幅收缩，单纯分析 2021 年的数据是没有意义的，更有指向性的是 2020-2021 两年平均增速相对于 2019 年的变化。从两年平均增长率可看出，经济增长放缓的主要是房地产、基建投资和消费，而出口、制造业投资和工业生产增速都已经大幅超过了疫情前的水平。而前三项指标的减速并不代表经济基本面在恶化，而是宏观调控政策的效果在日益显现：房地产去杠杆影响了房地产投资和交易，基建投资逐步放慢，对新冠肺炎疫情的防控政策一定程度上影响了消费复苏。由于达到全年 6%以上的经济增长目标毫无悬念，可以看到今年的政策重心转移至关乎更长期的国计民生的改革，包括教育、医疗、互联网和房地产。即使经济减速在预期范围内，但假如四季度的经济增速降至 4%左右甚至更低，仍可能引发国内外投资者的恐慌。因此我们认为届时货币政策将有所回应，第四季度可能会有一次降准和一次降息。

在第三季度，电力短缺对整体工业生产的影响不大，主要打击的是高耗能产业。比如，9 月粗钢产量同比下降 21.2%，是改革开放以来的最低增速。尽管减碳的要求导致煤炭产量受限，但事实上由于海外的旺盛需求，工业生产水平远超过往年，因此电力生产量已经超过了历史趋势。今年前三季度，工业用电量同比增长 12.2%，两年平均增长率为 6.2%，远超 2019 年同期增长率 2.8%。工业用电量的绝对数量在 2021 年前三季度超过了 4 万亿千瓦时，比 2019 年同期高了 14%。所以电力短缺是由大幅增长的海外需求以及国内煤炭限产共同导致的。

四季度北方供暖季节开始后，可能会对煤电供给和工业生产造成更大压力。煤电厂仍然面临煤炭短缺的压力，但是通过调峰、调价、行政命令等手段，区域性供电已经有所缓解。海外经济整体呈复苏态势，但供应链的重建和投资需要更长时间，因此中国工业生产和出口增速仍将在未来 6-12 个月内保持较高水平，难以降低电力



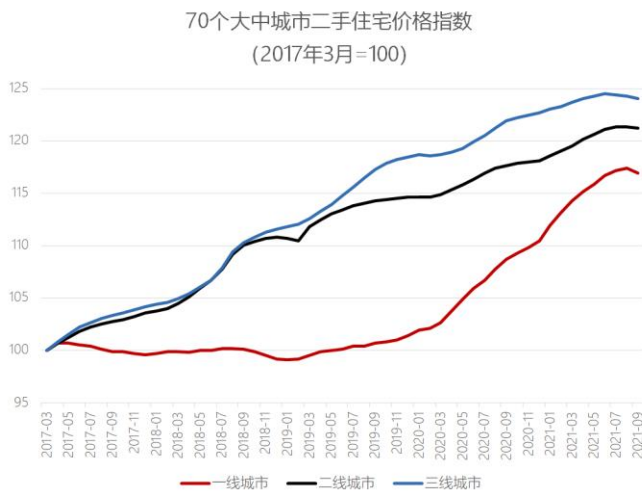
需求。预期企业购买价格更高的风电和水电的积极性将上升，也更有动力使用能耗更低的生产方式，从而加速工业的能源转型。当全球疫情得到控制、产业链和运输正常化之后，中国的工业生产和用电量将会回落。因此我们并不认为电力短缺将是长期现象。

房地产周期下行和房地产税试点出台

从 2005 年以来，中国房地产市场出现过大约 4 个完整的周期。上一轮周期从 2017 年初进入下行阶段，“房住不炒”和“因城施策”成为地产调控的指导思想。但是 2020 年初的疫情之后，受宽松的货币政策影响，房地产似乎又进入了上行周期。大城市的房产被普遍认为是安全资产，而大城市新房建造不多，主要是存量房产买卖，因此二手房价上涨速度更快。进入 8 月份之后，房价增速进入下行周期。

和之前几轮周期不同，本轮的下行是从供给侧开始的。新房开工面积同比增速从 2 月份之后开始逐月下降，早于房价增速的下行。2020 年中央设定了“三条红线”以降低房地产开发商的债务水平，直接影响了开发商融资。多个城市甚至出现土地流拍现象。

事实上，房地产销售的数据并不差：在 2021 年前三季度，商品房销售额的同比增速为 10%，30 个大城市房产销售面积上升 16.5%，都超过了实际 GDP 的增速，但是同期房屋新开工面积下降了 4%，土地购置面积降低了 5.7%（以上数据都为两年平均增长率）。房地产开发商优先保证足够的现金流，以应付可能出现的“挤兑”。过去开发商现金流充裕，海内外融资都相当便利，但在目前的政策环境下，融资渠道变窄，不仅银行的开发贷在降低，定金、预收款、个人房贷的增速都在放慢。流动性不足成为房地产行业最大的问题，因此开发商拿地和造新房的积极性都不高。



房地产税改革试点于 10 月 23 日正式出台，快于市场预期，体现了中央改革房地产市场的决心。本次试点改革为期五年，将对试点城市的存量房地产进行全面征税，农村宅基地不在本次试点的征收范围内。之前在重庆和



上海的试点仅对独栋别墅等大户型住宅征税，税基很小；这次试点涵盖了所有的城市房产，影响广泛。由于房地产税试点的出台，近期买房者可能会延迟购买，而卖方则希望加速交易进程，对房价有下行压力。但是，房地产税的长期的影响取决于房产税的税率和相关的产权改革，对于房价的影响并非是单一的。房地产税也不会改变中国大、小城市之间的市场分化：大城市能提供更高的收入和现代的生活方式，仍将吸引源源不断的人口流入，房地产需求稳定上升，而许多小城市经济结构单一，人口持续收缩，房价难有上涨空间。



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。