



恒生銀行  
HANG SENG BANK

# 中国宏观月刊

2021年10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 (%)	8.5	2.3	6
CPI (%)	1.6	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.2	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 1-8 月经济表现

2021年1-8月经济表现				
	2019 1-8月	2020 1-8月	2021 1-8月	2020-2021 1-8月两年年化增长率**
规模以上工业增加值*	5.6%	0.4%	13.1%	6.6%
国有及国有控股企业	4.7%	0.1%	10.3%	5.1%
私营企业	8.2%	1.3%	14.7%	7.8%
出口（美元）	0.4%	-2.6%	33.7%	14.1%
消费	8.2%	-8.6%	18.1%	3.9%
投资	5.5%	-0.3%	8.9%	4.2%
房地产	10.5%	4.6%	10.9%	7.7%
基建	4.2%	-0.3%	2.9%	1.3%
制造业	2.6%	-8.1%	15.7%	3.1%

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

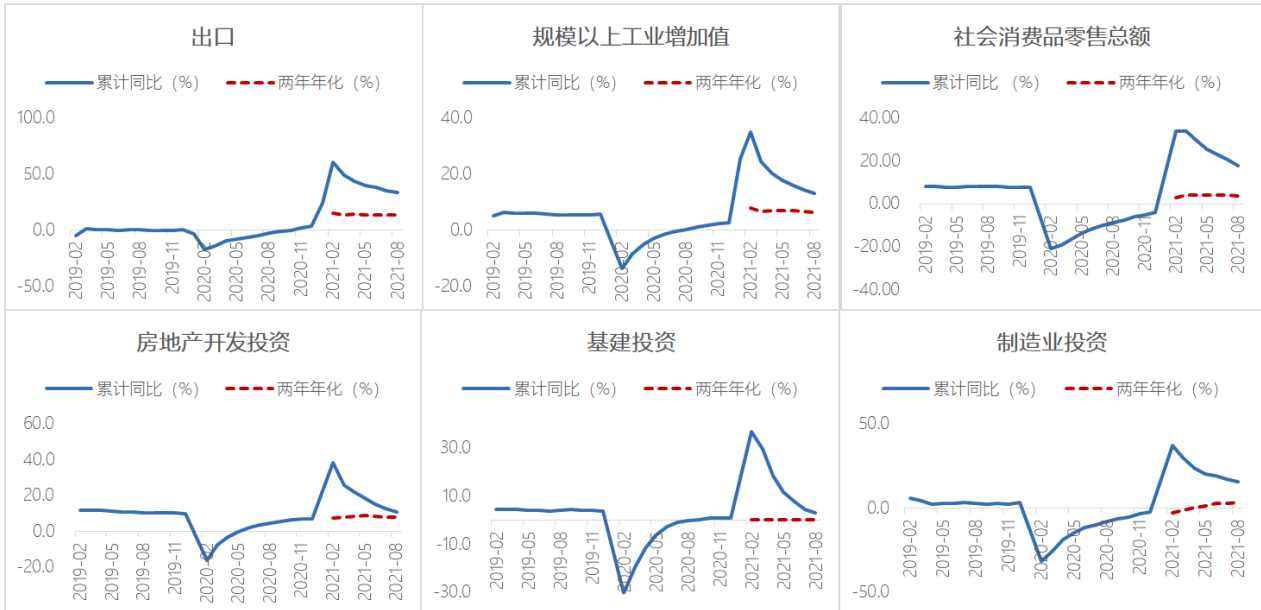
注：\*规模以上工业增加值的统计除了包括“国有及国有控股企业”和“私营企业”之外，还包括集体企业、股份合作企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业。\*\*图中“2020-2021 1-8月年化增长率”为以2019为基期计算的2020-2021两年的几何增长率。

## 8 月宏观数据减速在预期内

8 月份的实体经济数据延续了前几个月的下行态势。由于去年的基数效应较高，进入下半年后宏观指标减速明显。我们仍然维持在年初对全年经济“前高后低，利率下行”的判断。由于 2020 经济的大幅收缩，只看 2021 年的反弹数据是没有意义的，更有指向性的是 2020-2021 两年年化增速相对于 2019 年的变化。尽管中国消费、投资同比增速大幅下滑，但其两年年化增速走平，出口和制造业投资甚至加速了。这体现了中国供应链的优势，随着疫情在多个亚洲、南美国家再度蔓延，中国供给的稳定性给工业生产带来保障。全球对于中国出口的依赖性继续上升。制造业投资是经济周期的重要先行指标，增长提速预示着未来工业周期上行。和制造业投资上升的趋势相比，房地产投资和基建投资双双减速，但均在预期内。自从去年监管机构对房地产企业的融资提出“三条红线”的要求以来，房地产政策无放松迹象。上半年政府债发行速度偏慢，由于金融数据是实体经济的先行指标，随后的基建投资减速也在预期内。



中国宏观经济表现



数据来源：万得；国家统计局；海关总署；恒生中国。

注：图中“两年年化”是以2019为基期计算的2020-2021两年的几何增长率。

但经济复苏的结构性问题仍在。出口一枝独秀，是增长的主要引擎。美国和欧洲同属中国最大的贸易伙伴，随着疫苗接种率提高和宽松的政策，二者的国内消费和投资提速，对于中国产品的需求增加。规模以上工业增加值受出口拉动，增速表现远超过 2019 年同期。相比之下，内需依旧疲软。服务业生产指数在 8 月大幅下挫，这与国内局部疫情再起、河南洪水对区域经济的冲击、以及房地产政策收紧密切相关。8 月，社会消费品零售总额的两年年化增长率为 3.9%，仅为 2019 年增速的一半。冬奥会将于 2022 年 2 月 4 日至 20 日在北京举行，疫情防控预计在冬奥会召开期间及前后会相应收紧。严控疫情传播有助于保生产，对消费和服务业的影响要考虑在内。

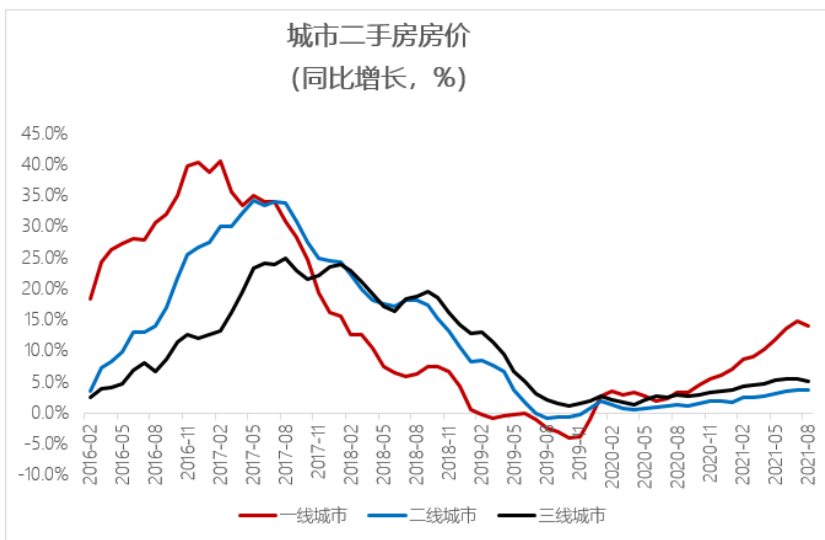
近期多地电力短缺，政府采取限电或错峰用电等方法试图降低影响。电力短缺的直接原因是煤电不足。2020 年，中国煤电发电量占总发电量的 60.8%，在“双碳”背景下煤炭限产和煤电厂关闭影响了供电能力。煤炭进口下降也加剧了供能短缺。2019 和 2020 两年，煤炭进口都占煤炭消费的 7.5%，今年上半年这个比例降低至 6.6%。今年年初，中国停止从澳大利亚进口煤炭，同时从印尼、俄罗斯、美国、南非等国进口了更多煤炭，但并未能完全弥补澳煤缺口。年初至今，煤价大幅上涨，但是下游电力价格并不能灵活调节，挤压了火电厂利润和生产。2021 年 1-8 月，全国电力市场中长期电力直接交易电量占全社会用电量比重为 34.8%，其余 65%的电力价格仍然是固定价格机制。由于中国仍然希望降低企业的用电成本，价格机制不能发挥作用。疫情前，中国的服务业比工业增长速度快，



因此经济整体上能耗在下降，因为工业是能源密集型的。然而，疫情后，中国工业生产增速远超服务业，迄今没有减速的迹象，这使得实现减排目标变得困难。有些省市实施了激进的政策限制高耗能产业，加大了区域经济下行压力。但积极的一面是，生态环境质量显著改善了。

电力短缺对工业生产形成了巨大压力，尤其是重化工等高耗能行业，但对于全年经济增速的影响仍然是有限的。我们并不会因此下调 GDP 预测。限电的影响将更多是局部的，对于北方省份影响更大，因为冬季供暖期将至。碳减排具有极高的政策优先级，但随着工业活动减速，对于煤炭和煤电企业生产的政策可能会有边际上的放松，尽管不可能逆转。未来电力市场化改革将允许更灵活的定价，企业和居民电价可能上调。

## 房地产



数据来源：万得；恒生中国。

房地产市场两极分化局面加剧。国家统计局的数据显示二手房市场价格在 70 个主要城市都有所上涨，但主要集中在一线城市。房贷发放速度进入下半年之后明显放慢，定金与期房预售款增速也大幅放缓，这将给房企带来更大的流动性压力。

房地产企业的流动性困境将对一些地方性银行造成冲击，但对于整体金融市场的影响很小。政府将优先保证购房者、建筑公司及其员工的利益，9 月的央行会议也明确提出要“维护住房消费者合法权益”。近期杭州等城市的土地流拍率上升，但我们认为这是短期现象，不代表长期趋势。在房地产严监管的背景下，房企对流动性的需求大大提高。长期的房地产市场仍然取决于当地经济增长和人口流入情况。最近出台的“共同富裕”方针意味着在未来一段时间内，政府保障房和廉租房将代替

一部分市场化的房地产建设，城市住房成本将下行。房产税立法框架有望在“十四五”期间出台，但由于征税成本很高（房屋估值尤其困难），短期内不会影响住房市场。

## 宏观政策走向

我们预期下半年的经济增长将大幅减速，下行压力主要来自基数效应和对房地产的限制。上半年 GDP 增长率高达 11.9%，预期三、四季度的增长率将降低至 6.1%和 4.5%。但即使如此，全年 GDP 增速仍能达到 8.5%，远超 6%的官方目标。在此背景下，年底前宏观政策没有大幅放松的必要。财政政策今年一直偏紧，政府债券发行量和财政支出皆低于去年同期，二者占 GDP 的比例下行。货币政策是支持实体经济的主要手段。未来几个月，如果经济出现明显下滑迹象，央行公开市场操作力度将会加大，年底前再次降准甚至降息都有可能发生。央行对货币政策的态度不变，要做好宏观政策“跨周期调节”，保持政策的连续性、稳定性和可持续性，不会为了短期增速而大水漫灌。

人民币汇率近期表现平稳，我们预期波动区间在 6.4-6.5 之间。目前人民币并没有明显升值或者贬值的趋势，但是不能排除未来几个月国际突发事件影响人民币走势。中美关系近期在某些领域有所缓和，比如中美双方首脑在 9 月 10 日的电话沟通。但在同月，美国、英国和澳大利亚结成全新的安全伙伴关系并开展核潜艇合作。美国总统拜登对中国开启了新一轮 301 调查，这并非完全是坏事，因为调查结果将为可能的关税减免提供依据。我们认为年底前美国有可能下调对中国进口的关税，因为目前主要的关税成本都由美国国内消费者和企业承担，导致美国国内通胀居高不下。

尽管金融市场在加强监管的背景下有所波动，中国金融开放的步伐仍在加快。迄今为止，资本流入中国已无制度障碍，但流出政策仍有限制。疫情后，资本流入中国的动能很强，事实上是推升资本双向开放的窗口期。最近，相关政策密集出台，包括浦东、横琴、前海等地都推出了跨境人民币服务和金融开放试点。9 月，粤港澳大湾区正式启动“跨境理财通”，允许大湾区内地居民在规定范围内投资港澳的理财产品。在内地严控房地产的背景下，居民需要更多元化的投资渠道，“跨境理财通”将是促进资本双向流动的关键一步。同月，债券“南向通”落地，允许更多资金出海。中国市场对外资吸引力巨大，而且随时间推移会不断增长。但金融开放不等于资本账户的完全开放。国际游资常有潜在的金融风险，对于发展中国家的汇率和货币稳定常常有难以控制的后果。所以资本账户开放的过程必然是缓慢而有序的。





## 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。