



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年8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				
	2022预测	2021	2020	2019
实际GDP (%)	4	8.1	2.3	6
CPI (%)	3	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 (%)	2	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1-6月经济表现

	2019年1-6月	2020年1-6月	2021年1-6月	2020-2021年1-6月 两年平均增速**	2022年1-6月	2022年6月***
GDP增速	6.1%	-1.6%	12.7%	5.3%	2.5%	-
规模以上工业增加值*	6%	-1.3%	15.9%	7%	3.4%	3.9%
国有及国有控股企业	5%	-1.5%	11.9%	5%	2.7%	3.1%
私营企业	8.7%	-0.1%	18.3%	8.7%	4%	3%
出口（美元）	0.1%	-6.5%	38.6%	13.8%	14.2%	17.9%
社会消费品零售总额	8.4%	-11.4%	23%	4.4%	-0.7%	3.1%
固定资产投资	5.8%	-3.1%	12.6%	4.5%	6.1%	5.8%
房地产	10.9%	1.9%	15%	8.3%	-5.4%	-9.7%
基建	4.1%	-2.7%	7.8%	2.4%	7.1%	8.2%
制造业	3%	-11.7%	19.2%	2.6%	10.4%	9.9%

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年1-6月两年平均增速”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6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。

经济在6月后好转

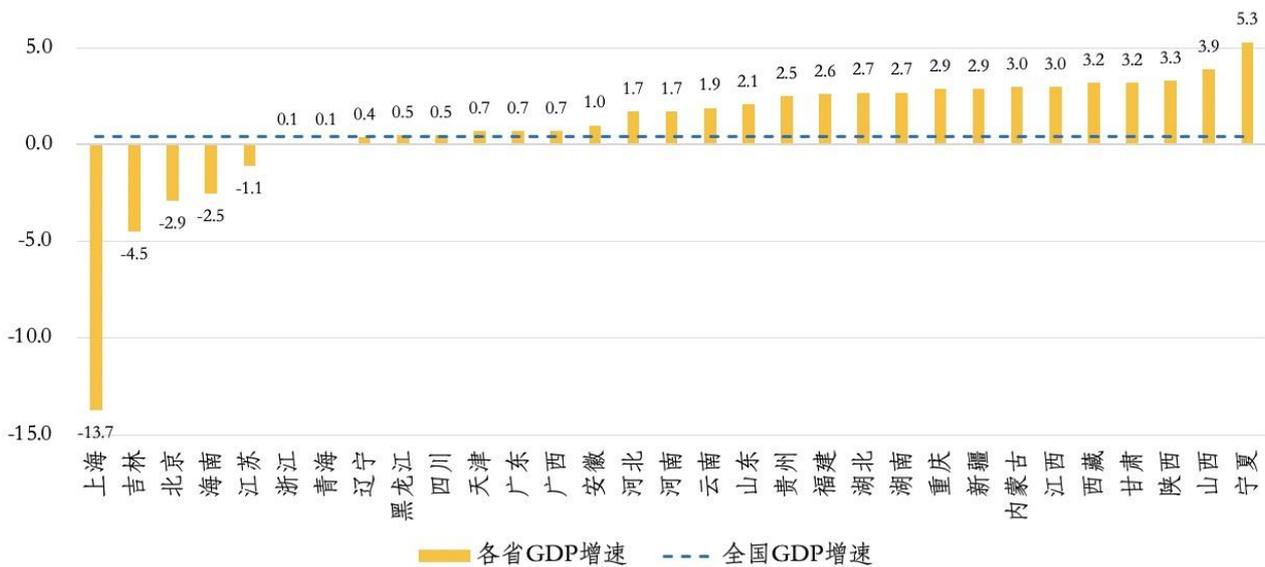
6月后，中国工业数据明显改善。随着疫情防控措施调整，停工停产的现象大幅改善。6月，工业增加值增速加速至3.9%。工业利润增速由负转正，增长0.8%。工业利润的改善来自于需求复苏和成本控制，能源涨价压力也有所缓解。其中最大的反弹来自于汽车制造业，是各部门中增长最快的：其6月的工业增加值增速达16.2%。总体看，工业生产对于经济增长的贡献持续上升。上半年，工业对GDP增长的贡献率高达43%，为2012年以来历史同期最高值。

主要的需求复苏来自海外市场。6月，出口表现继续超出市场预期。6月出口额同比增长17.9%（按美元计价），其中部分原因可能是在处理4、5月份积压的订单，但即使以三月移动平均计算，出口也同比增长了13%，接近2020-2021年的平均增速，并远超疫情前的水平。美国仍为中国产品出口的第一大目的地，其次为东盟。出口项目中，增长最快的是稀土、铝材和汽车，反映了全球建筑和机械制造市场的繁荣。全球仍然在疫情后的加速复苏阶段，我们预期海外需求在年底前保持强劲。然而2023年，疫情后的补偿性复苏将告一段落，各国央行加息的负面作用将逐渐显露。美国、欧洲和主要新兴市场（不包括中国）的经济增长预计将有明显回落，届时将抑制中国出口需求。

能源行业表现不俗。6月，原煤产量同比增长15.3%，创2008年6月以来最大当月涨幅。上半年原煤产量创1986年有相关数据以来的最高值。由于全球各国都受到能源短缺的限制，国际煤价居高不下。包括德国、法国在内的多个欧洲国家重启或者推迟了关闭煤电厂。为了保证国内电力供应、避免再现去年的缺电状况，中国从年初放宽煤炭限产要求。碳减排要求也没有降低，清洁能源行业生产提速。6月，光伏电池产量增长38.2%，产量达到历史最高峰。上半年，太阳能、风能以及水力发电量均创历史新高。

各地区的经济增长情况和疫情防控紧密相关。封控最严重的三个地区——上海、吉林和北京——增速最低。长三角和珠三角的增长受到上海影响，均出现不同程度的减速。江苏和浙江的GDP在二季度增速下降，广东增速仅为0.7%。相比之下，中西部省份受疫情影响很小，表现良好。煤炭大省山西、内蒙古、陕西等在上半年的增速均远超全国GDP增速（上半年为2.5%）。其中，山西上半年GDP增长率高达5.2%。

2022年二季度各省GDP增速 (%)



数据来源：国家统计局；恒生中国。

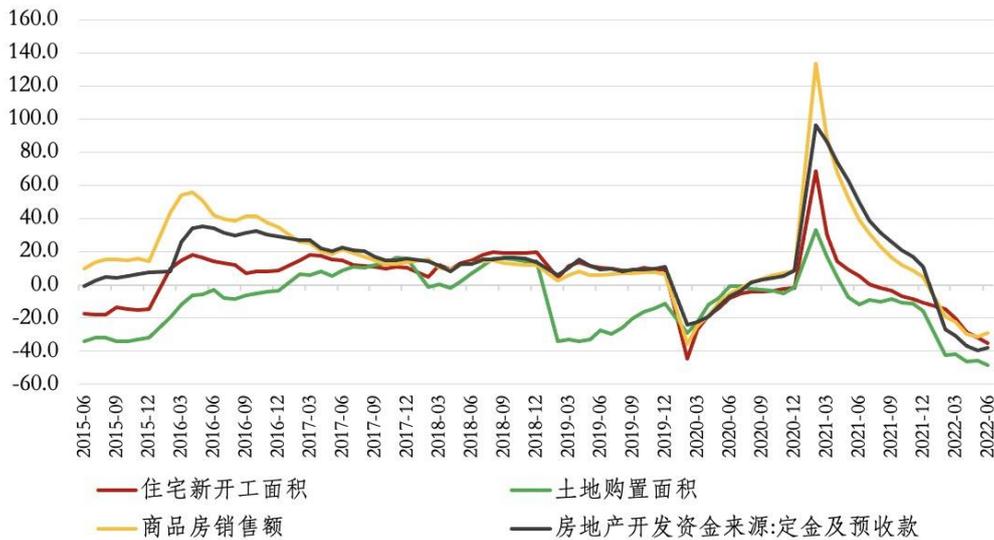
下行风险

上半年，服务业表现分化明显。金融业和信息产业保持强劲扩张，对GDP增长的贡献率分别达到了19%和16%，而交通运输业和住宿餐饮业的贡献率为负。房地产行业正在经历90年代以来最严重



的衰退。未来几个月可能有更多支持房地产销售的政策，然而由于行业去杠杆的目标没有改变，预期央行和商业银行将会提供更多计划支持行业稳定。

房地产各项指标增速 (%)



数据来源：国家统计局；恒生中国。

房地产新房销售的降幅在 6 月收窄，但仍然下降了 18%。房屋新开工面积同比降幅扩大至 45%，为过去 30 年最大单月收缩，甚至超过了 2020 年初第一波新冠疫情的影响。房地产开发商的首要任务是完成在建项目，然而并没有足够的资金开建新项目。房地产的不景气抑制了对钢铁、水泥和玻璃的需求。6 月，房地产投资下滑 9.7%，同期基建投资增速为 8.2%，难以抵消房地产下滑的影响。

尽管工业复苏很快，内需疲软的情况并没有改善。疫情前，消费是中国增长的主要动力。2019 年，消费支出贡献了 60% 的 GDP 增长，投资贡献了 30%，净出口贡献了余下的 10%。疫情后，消费大幅下滑。2020-2021 两年，消费仅仅贡献了 30% 的 GDP 增长。2022 年一季度消费短暂回升之后，二季度疫情再起导致其重回收缩区间。

上半年，城镇居民人均可支配收入的实际增速仅为 1.9%，低于 GDP 增长率。城镇人均消费支出实际下降 0.9%。低收入增长和高储蓄倾向导致明显的消费下滑，且短期内趋势难以逆转。上半年居民消费中收缩最大的部分是教育文化娱乐服务（收缩 11.6%）以及服装（收缩 4.9%）；与此同时，食品和居住的消费支出分别增长了 3.1% 和 5.2%。根据中原地产数据，北京和上海在进入 2022 年后的租金仍在持续增长，尽管涨幅低于 2021 年，但远高于疫情前的增长水平。其余城市租金均有不同程度的下降，反映了国内人口流动放缓。

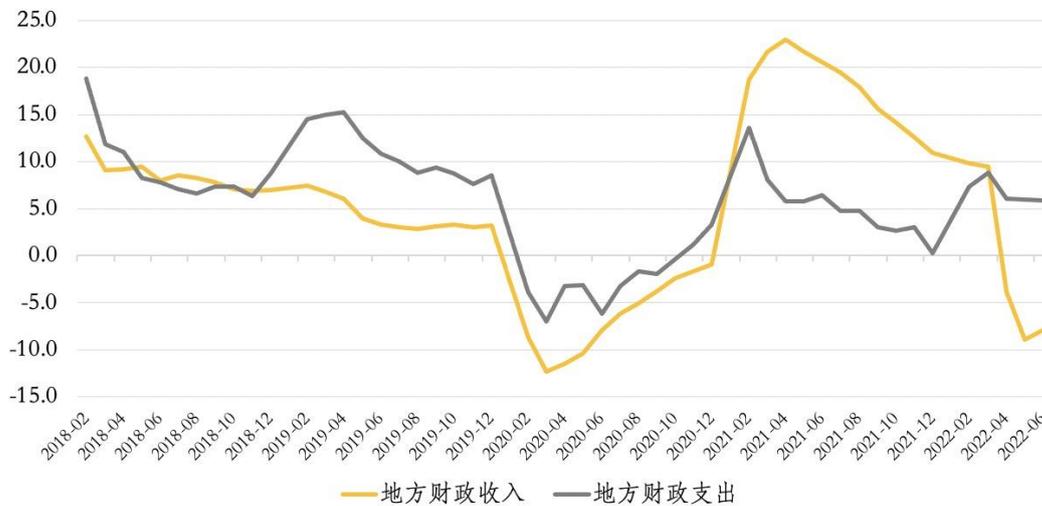


内需疲软也反映在较弱的进口数据中。6 月进口同比增长 1%，但该增长主要源自能源和原材料涨价，进口量事实上在下降。其中，原油进口额增长了 42%，但是进口量同比下降 10.6%。强劲的出口和疲软的进口导致了创纪录的 980 亿美元月度贸易顺差，支持了人民币的相对强劲。6 月，人民币贬值幅度仅为 0.55%，表现远好于其他新兴市场货币。

下调经济增长预期

7 月底召开的中共中央政治局会议表明，对全年 5.5% 的 GDP 增长目标预期有改变，且新冠肺炎疫情防控是长期和重要的。稳就业和防风险处在突出重要的位置。决策者对于经济的下行压力有充分的认识，并不追求过度的刺激政策。我们预期全年经济增速将在 4% 区间。

地方政府财政收入和支出（%，累计同比）



数据来源：财政部；恒生中国。

财政继续扩张的空间不大。6 月，地方专项债发行已经达到全年的 93%。在此基础上，国务院调增政策性银行 8000 亿元信贷额度并设立 3000 亿元金融工具支持基建，并允许地方政府在第四季度动用明年的地方债额度。但是基建投资的增速存在上限，因为好的项目有限，地方政府和国企去杠杆的压力也意味着商业性债务不能够无限扩张。土地出让金下滑也拖累了地方财政。因此对于基建投资持续高速增长不能有过高预期。

迄今为止，以 CPI 衡量的通胀压力很低，我们全年预期为 3%。尽管猪周期有所上行，但内需较弱，加之国家猪肉储备的积极投放，食品价格预期涨幅有限。同时，以 PPI 衡量的工业通胀已经见顶，因此我们认为 8 月后央行仍有空间降息，这将有助于降低私营部门借贷成本和债务负担。但也应该



认识到，货币扩张的效果在下降。由于市场需求不足，信心受挫，私营企业不愿意轻易负债。6月信贷总额增速比5月有小幅上升，同比增长10.8%，主要增量仍然为地方债和国企信贷发放。私营部门借贷没有根本性好转，企业长期贷款和房贷仍在下降。

就业市场情况并不乐观。城镇失业率从5月的5.9%降低至6月的5.5%，然而年轻人失业率（18-24岁）创19.3%的历史最高值，并超过同期欧美年轻人的失业率水平。7月是大学生毕业季，预计届时失业率将进一步上升。然而，因为2022年是退休的高峰年份，中期的就业市场压力相对较小。1962年的婴儿潮新增人口2400万，大部分将在今明两年退休，且其中许多职位分布在政府、高校和国企。这将会逐步化解至少部分就业压力。



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。