



# 中国宏观月刊

2022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				
	2022预测	2021	2020	2019
实际GDP (%)	3.7	8.1	2.3	6
CPI (%)	3	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.5	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	1.5	12.5	-3.9	8
出口 (%)	11	29.9	3.6	0.5
人民币兑美元汇率 (期末)	7.1	6.36	6.5	6.9

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。



2022年1-8月经济表现

	2019年1-8月	2020年1-8月	2021年1-8月	2020-2021年1-8月 两年平均增速**	2022年1-8月	2022年8月***
规模以上工业增加值*	5.6%	0.4%	13.1%	6.6%	3.6%	4.2%
国有及国有控股企业	4.7%	0.1%	10.3%	5.1%	3.4%	5.6%
私营企业	8.2%	1.3%	14.7%	7.8%	3.3%	1.1%
出口（美元）	0.4%	-2.6%	33.7%	14.1%	13.5%	7.1%
社会消费品零售总额	8.2%	-8.6%	18.1%	3.9%	0.5%	5.4%
固定资产投资	5.5%	-0.3%	8.9%	4.2%	5.8%	6.4%
房地产	10.5%	4.6%	10.9%	7.7%	-7.4%	-13.8%
基建	4.2%	-0.3%	2.9%	1.3%	8.3%	14.2%
制造业	2.6%	-8.1%	15.7%	3.1%	10%	10.6%

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年1-8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8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。

## 8月经济微弱复苏

8月的国内经济数据有所改善。工业增加值、消费和投资的表现均好于7月。工业部门中表现最好的是电力和汽车行业，工业增加值增速分别达到15%和31%。国企的表现显著优于私企，且二者的剪刀差在扩大。这和PMI数据展现的趋势是一致的：中小企业的新订单、采购和就业分项数据持续位于收缩区间。由于国内的刺激政策依赖财政扩张，主要需求集中在基建和能源项目，因此受益者大多是国有企业及其供应商。私营部门普遍面临流动性短缺的问题，长达数月的内需不振打击了投资和生产。

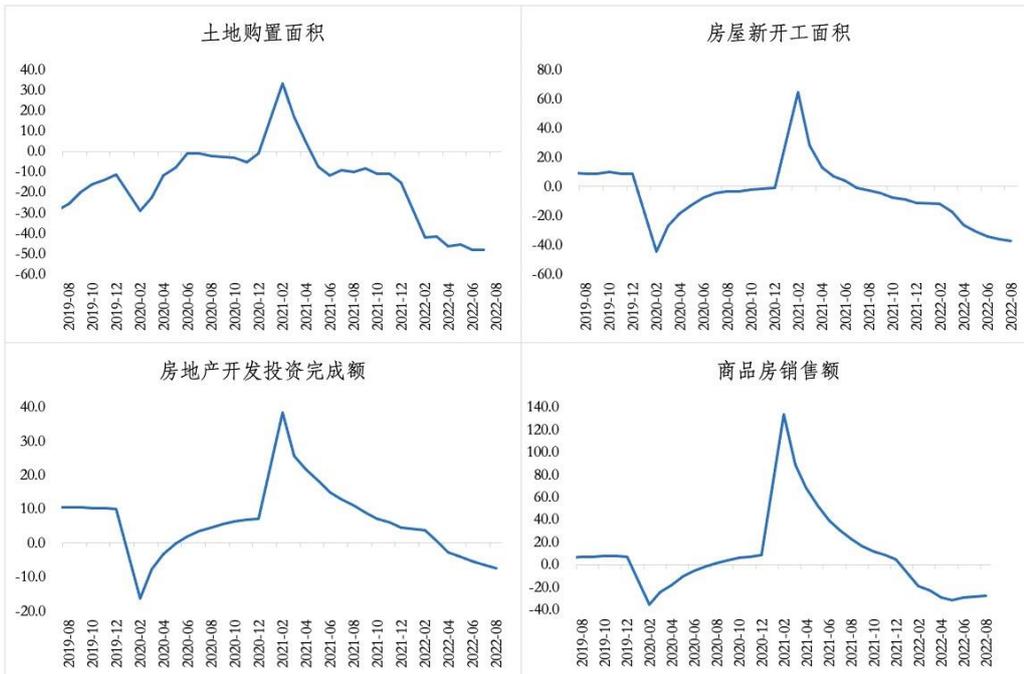
由于热浪袭击，电力消费在8月大幅反弹。居民用电量同比增长33.5%，工业用电量增长3.7%。四川、重庆等地有较为严重的电力短缺。当地政府优先保证居民、医院和超市等涉及民生的电力供应，高耗能企业则按照一定的标准限制用电，尤其是建材、化肥、玻璃等产业。由于这些高耗能产业对于生产工业中间品至关重要，产能受限将会在未来几个月影响下游制造业产出。

房地产市场持续低迷，并没有好转的迹象。除了一线城市，大部分地区都放宽了限购限贷政策，并且普遍降低了首付比例和房贷利率。目前中国的房贷利率为4.3%，低于美国最新的7%。但是市场并没有出现好转的迹象，房地产预期仍在走弱。1-8月商品房住宅销售下降26.8%，仍在收缩。事实上，今年房贷利率已经降低过三次，分别是1月下调0.05个百分点、5月下调0.15个百分点和8月



下调 0.15 个百分点，但对于提高购房积极性收效甚微。地方政府普遍也在推动开发商竣工，至少要完成在建项目，但效果有限。1-8 月住宅新开工面积同比下降 38%。由于销售不旺，房地产开发商的流动性逐渐枯竭，没有足够的资金和动力投入新项目。

房地产各项指标增速（%，累计同比）



数据来源：国家统计局；恒生中国。

自 2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，出口一直是中国经济增长的支柱。2020 年，中国率先控制住疫情蔓延，全球对中国产业链的依赖程度上升，当年出口贡献了 25% 的 GDP 增长。2021 全年和 2022 年上半年，出口分别贡献了 21% 和 36% 的 GDP 增长。目前的出口额仍处在历史高位，但进入二季度以来开始出现减速迹象，8 月增速进一步下降至 7.1%。由于大部分国家仍然在疫情后的复苏阶段，我们预期海外需求在年底前保持强劲。由于疫情后的补偿性复苏将告一段落，同时美联储和欧央行加息的负面作用将逐渐显露，明年的出口下行压力将会非常明显。发达国家的房贷利率已经随着加息水涨船高，房地产减速，消费者需求放缓。2023 年，美国、欧洲和主要新兴市场（不包括中国）的经济增长预计将明显回落，届时将抑制对中国的出口需求。

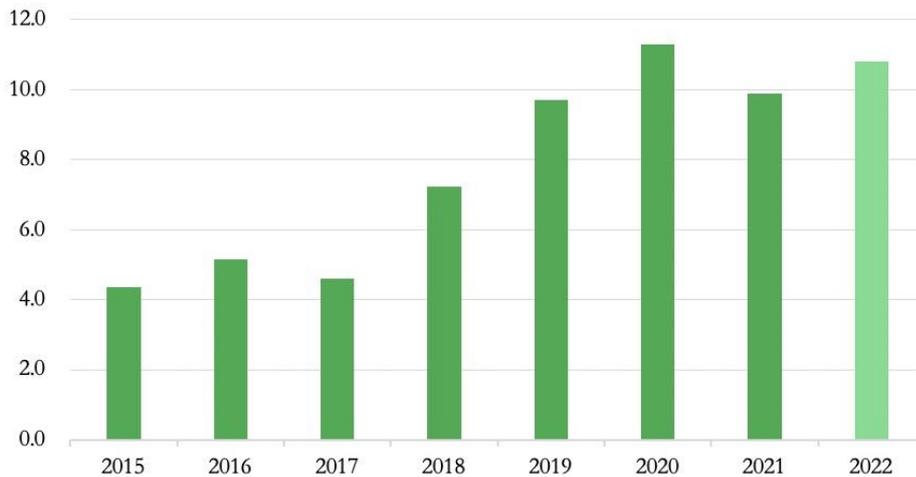
## 通缩的风险

8 月宏观数据中，最令人担忧的是通胀下降。物价是总需求的直接反映。CPI 和 PPI 同比增速回落，环比均已下降。目前内需疲软，外需转弱，货币政策偏紧，未来几个月总需求很可能进一步下降，



进入通缩恶性循环的可能性在上升。居民储蓄增量在今年前八个月达到 10.8 万亿，已经超过 2021 年全年的数量，这是对经济增长预期转弱的直接体现。另外，企业存款大幅上升，经营性资金下降。对经济增长前景的悲观预期已经影响到企业的长期投资。

居民储蓄增量（万亿元）



数据来源：中国人民银行；恒生中国。  
注：2022年为1-8月数据。

近期最大的下行风险仍然来自疫情。尽管动态清零政策更加灵活，但是并未放松。8月以来，疫情仍在蔓延，叠加极端炎热气候引发的能源短缺，给区域经济增长和消费带来额外的压力。四川、贵州、广西、西藏、新疆等旅游大省的疫情形势尤其严峻，但是鉴于这些省份在产业链中所处的地位，所幸对于全国经济增长影响较小。“十一”黄金周期间，跨省旅游将有较严格的管控，这对服务业复苏有较大冲击。我们预期严格的旅行管控措施将至少持续至 10 月底。

去年 12 月的中央经济工作会议精准总结了我国面临的三重压力：供给冲击、需求收缩和预期转弱。今年 7 月后的投资和消费复苏均不及预期，且宽松政策仍以稳健为主，并不追求短期增速。上半年地方专项债额度基本用尽，之后中央又批准发行了 5000 亿元的地方专项债额度，但只能拉动信贷增长 0.2%，并不足以扭转信贷周期。由于房地产低迷，地方政府的财政赤字均大幅上升，未来几个月财政继续发力的空间很小。因此需要依赖货币政策来保增长。然而，由于货币政策的基调仍是稳健而非积极，未来的货币宽松步伐恐怕会很慢，导致经济下行压力进一步增大。

## 人民币汇率下行



央行并不愿意看到人民币大幅贬值，但也没有表现出强烈的捍卫人民币汇率的意愿。九月底，人民币汇率已经跌破了 7.2，创 2008 年以来新低。之后央行部署了两大工具稳定币值，包括降低外汇存款准备金 2 个百分点，以及对银行代客外汇远期售汇交易征收 20% 的风险准备金，但这些手段没能扭转下跌趋势。这是因为人民币目前的贬值压力主要来自美元升值，而非国内的经济情况。只要美联储加息不停止，美元走强的趋势就难以转向。

我们认为无需对目前人民币走势进行过度解读。因为国内通胀水平极低，近期的资本外流并未激增，而且中国巨大的贸易顺差仍将在未来几个月对人民币币值形成有力支撑。这意味着央行无需过度干预外汇市场。另外，相对于其他主要货币，人民币仍然是升值的。2022 年初至今（截止 9 月 28 日），人民币兑美元汇率下降了 13.7%，同期日元、欧元和英镑兑美元汇率则分别下跌了 24.2%，15.7% 和 20.5%。人民币兑日元和英镑的汇率事实上已经创下了 1994 年汇改以来的历史新高。

未来几个月，中美货币政策将会继续分化。美联储将会持续加息直到通胀有明显的下降，我们预期加息至少将持续至明年二季度。中国国内的经济下行压力明显，保证合理增速意味着货币政策需要进一步宽松。年底前，我们认为央行会再次降息。降准的可能性也在升高，因为未来几个月 MLF 到期量大，降准可以有效降低 MLF 的续作成本。



## 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[2022]「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。