



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年9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)	6.7	6.36	6.5	6.9

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。



2022年1-7月经济表现

	2019年1-7月	2020年1-7月	2021年1-7月	2020-2021年1-7月 两年平均增速**	2022年1-7月	2022年7月***
规模以上工业增加值*	5.8%	-0.4%	14.4%	6.7%	3.5%	3.8%
国有及国有控股企业	4.8%	-0.7%	11.2%	5.1%	3.1%	5.4%
私营企业	8.5%	0.6%	16.3%	8.2%	3.6%	1.5%
出口（美元）	0.6%	-4.4%	35.2%	13.7%	14.6%	18%
社会消费品零售总额	8.3%	-9.9%	20.7%	4.3%	-0.2%	2.7%
固定资产投资	5.7%	-1.6%	10.3%	4.2%	5.7%	3.6%
房地产	10.6%	3.4%	12.7%	7.9%	-6.4%	-12.1%
基建	3.8%	-1%	4.6%	1.8%	7.4%	9.1%
制造业	3.3%	-10.2%	17.3%	2.6%	9.9%	7.5%

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1-7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7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。

7月经济再次放缓

由于需求疲软，7月经济再次放缓。几乎所有的宏观指标都低于预期，显示了经济复苏的脆弱性。7月工业增加值增速仅为3.8%，低于6月值，也低于疫情前的趋势。工业部门中表现最好的是能源和汽车行业，二者均实现了两位数的增长。国企的表现显著优于私企，且二者的投资增速差值从今年3月开始不断扩大。PMI数据也体现了同样的趋势：私营部门的新订单、采购、生产和就业分项数据都在收缩，尤其是中小企业。由于经济复苏的主要动力来自基建和能源项目，主要受益者是国有企业及其供应商。私营部门融资成本较高，长达数月的内需不振打击了投资和生产。

受极端高温天气影响，7月居民用电量同比大幅上升了27%，是自2009年以来的最高增速。缺电省份，如四川、重庆等在用电安排上均优先住户部门、医院、超市等民生部门，能源密集型行业的用电优先级靠后。因此，尽管复工复产形势好于6月，工业用电在7月仍同比降低了0.1%。钢铁、化工、化肥等高能耗行业普遍收缩产能。由于这些高耗能产业的产品是下游农业、制造业和消费品的主要工业投入品，其产量下滑将加剧供应短缺和全球通胀压力。我们预期极端天气将会把第三季度GDP拉低至少一个百分点，并将持续拖累第四季度的增长。



7月，社会零售总额名义增长率为2.7%，远低于市场预期。其中主要的增长来自于汽车销售，如果剔除汽车销售，名义零售增长率仅为1.9%。7月多地出台政策提振汽车消费，然而在总收入没有增加的情况下，类似政策的可持续性有待观望，因为消费者只是提前了汽车消费，以享受优惠政策。另外，由于7月CPI为2.7%，实际零售增长事实上为零。市场普遍预期7月复工复产后消费将有大幅反弹，然而数据表明，受疫情防控和房地产市场下行的影响，消费者信心处于低位。跨省旅游仍然受限，国内旅游市场较低迷。尽管国内执行航班数在今年3、4月经历超70%的下滑后迅速复苏，但7月数据仍低于去年同期水平。

出口和外资仍然强劲

7月出口额增速18%，超过2020-2021年的平均水平，也远超新冠疫情前的增长趋势值。美国仍为中国产品出口的第一大目的地，其次为欧盟和东盟国家，但后两者的增速显著高于美国。出口产品中，增速最快的是汽车、太阳能电池、半导体和钢材，反映了全球建筑和机械制造市场的繁荣。大部分国家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。2023年的出口将面临下行压力，原因是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。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，届时将抑制中国出口需求。

中国的外商直接投资（FDI）在前七个月增长17.3%（按人民币计价），总额创历史新高。高科技产业吸引的FDI同比增长32.1%。主要的外资流入来自韩国、美国、日本和德国，分别增长了45%，36%，27%和24%。中国西部和中部省份吸引的外资增速高于东部，主要是由于新能源上游采矿业和金属行业集中在中西部地区。高新制造业吸引的外商投资在一定程度上抵消了资本外流的风险。

7月进口同比增长2.3%，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，这是内需不足的一个表现。其中，原油进口额增长了37.5%，但是进口量同比下降9.5%。强劲的出口和疲软的进口导致了创纪录的1013亿美元月度贸易顺差，支持了人民币的相对强劲。尽管在美联储加息预期下，人民币走弱，但人民币在7月的贬值幅度仅为0.65%，表现仍好于其他新兴市场货币。由于中国的经济增长预期下行，国际投资者对于人民币资产的需求也会相应降低，中美货币政策的背离也增大了金融市场资本流出的压力。因此我们下调年末的人民币汇率预期至6.7。



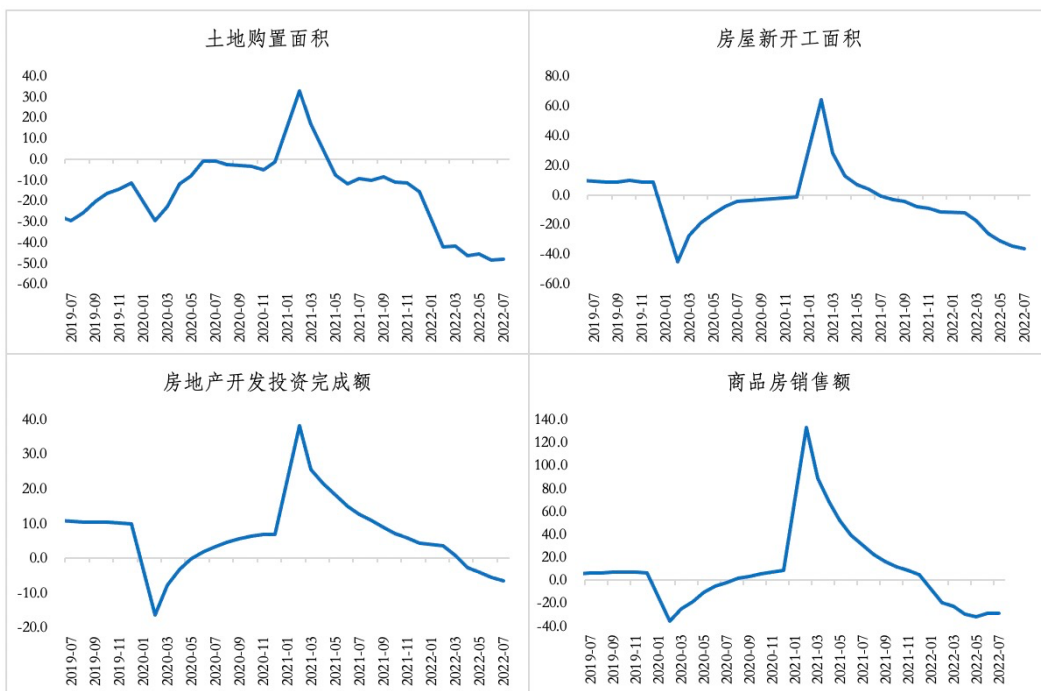
政策应对

中国的货币政策和西方国家及新兴市场的背离在加剧。美联储在 8 月举行的杰克逊霍尔年会中继续发出货币紧缩信号，表明抗击通胀的决心。美国通胀预期下降，最新 7 月的通胀已经下降至 8.5%，但这个数字仍然显著高于美联储“一段时期内平均通胀为 2%”的目标。美国实际利率仍然为负，并不能有效拉低通胀。因此我们预期美联储会持续加息到至少明年二季度。即使如此，未来 3 年内，在美国工资上涨和消费品生产供给不足的双重压力下，平均通胀降至 2% 以下的目标仍然很难实现。

在中国，为了避免实体经济的流动性陷阱，央行在 8 月降息 10 个基点。这是今年 1 月以来首次降低政策利率，一年期中期借贷便利（MLF）和 7 天逆回购利率分别下调至 2.75% 和 2%。针对实体经济借贷成本的一年期 LPR 下调 5 个基点，针对房贷利率的五年期 LPR 下调了 15 个基点。

然而，此次降息幅度很小，并不足以扭转信贷周期。信贷投放在 7 月放缓，社会融资总额增量为过去 6 年最低。地方政府债务额度几乎用尽，债券发行放缓，企业和居民部门贷款疲软。在政策利率下调之前，银行贷款利率事实上已在下行，然而这并未提振私营部门借贷。疫情防控措施也限制了货币政策的有效性。

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。



房地产市场仍然处于 90 年代以来最大的衰退中。房地产行业进一步收缩。新房销售同比下降 29%。新房开工率同比下降 45%，创历史新低。银行无法向陷入困境中的房地产开发商提供足够的贷款，因为有许多已经违约。多地购房者在 7 月宣称要断供房贷，削弱了潜在购房者的买房信心。针对烂尾楼问题，住建部、财政部和央行表示将通过政策性银行的专项借款来支持逾期住宅项目。由于疫情防控仍具有第一优先级，加之房地产下行势头不减，目前货币宽松的力度是偏弱的。工业通胀 PPI 已经出现见顶下落的趋势，年末前再次降息仍有空间。



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[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。