



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年12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 (%)	3.5	8.1	2.2	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1-10月经济表现

	2019年1-10月	2020年1-10月	2021年1-10月	2020-2021年1-10月 两年平均增速**	2022年1-10月	2022年10月***
规模以上工业增加值*	5.6%	1.8%	10.9%	6.3%	4%	5%
国有及国有控股企业	4.7%	1.4%	9.1%	5.2%	3.7%	4.4%
私营企业	7.7%	2.8%	11.8%	7.2%	3.4%	3.1%
出口（美元）	-0.1%	0.1%	32.3%	15.1%	11.1%	-0.3%
社会消费品零售总额	8.1%	-5.9%	14.9%	4%	0.6%	-0.5%
固定资产投资	5.2%	1.8%	6.1%	3.9%	5.8%	5%
房地产	10.3%	6.3%	7.2%	6.7%	-8.8%	-16.1%
基础设施	4.2%	0.7%	1%	0.8%	8.7%	9.4%
制造业	2.6%	-5.3%	14.2%	4%	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、外商及港澳台投资企业和混合所有制企业等，因此私营企业和国有及国有控股企业的增速可能均低于工业增加值的整体增速。**图中“2020-2021年1-10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10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。

两大新政点燃市场情绪

二十大后，市场对政策的预期很高。中央推出了“优化疫情防控二十条”和“金融支持房地产 16 条措施”这两大新政，点燃了市场的乐观情绪，引起了金融市场的波动。风险较高的股票投资重新受到青睐，同时资金从风险和回报都较低的国债投资撤出，导致股市反弹，债市下行。然而，由于疫情形势的复杂性，对于新政的短期效果不应过度解读。

防疫新政推出后，多地防疫政策调整。各地实施了不同的执行方法。最初，石家庄较为积极地调整防疫措施，但后期因疫情蔓延过快而不得不及及时收紧。北京、重庆、成都等地的防疫措施都有技术细节上的优化，但从未完全放开。11 月 30 日，广州多区宣布解除临时管控区域。防疫新政侧重于整治执行上的层层加码，加强管理能力建设，并坚持“动态清零”的基本方针。因此，不应将防疫政策优化调整误解为动态清零政策的转向。

11 月 11 日推出的 16 条金融支持房地产新政，旨在改善行业流动性。这些措施包括放宽对银行发放贷款的要求，对开发商贷款展期，并允许开发商从房屋预售中获得更多资金。11 月 28 日，证监会也优化了房企股权融资方面的措施，允许在内地和香港上市的开发商增发股票，旨在帮助开发商补充营运资金或者偿还债务。这些措施是今年政府应对房地产行业流动性危机最重大的举措，然而房



地产活动不太可能短期内反弹。新政从过去强调保交楼，到现在强调保行业和保市场。头部房企将会得到更大的信贷支持，但中小房企仍将面临融资难的困境。房地产政策基调并未改变，“房住不炒”、“租售并举”和房企去杠杆仍然占据核心地位。新政对于如何发放房地产企业纾困资金、总量等尚未公布细节。但总体融资定调是“合理适度”而非大力支持，也并未表示要接管房企。房地产行业的最终改善取决于居民和企业的需求。目前经济预期偏弱，居民购房动力不足。尽管房贷利率处在 4.3% 的历史低点，以房贷为主的住户中长期贷款在 10 月的增速仍然降低至 6.2%，为历史最低水平。

目前经济不确定性较高，需要等待年底的中央经济工作会议、金融工作会议（尚未确定时间），以及明年 3 月的两会后，才能最终确定经济政策的走向。但可以肯定的是，经济政策将具有较高的持续性。根据二十大精神，中国未来的发展将把安全放在首位，并从高速发展转向高质量发展。

经济复苏放缓

10 月后，经济景气程度下行。制造业 PMI 连续两个月位于收缩区间，内外需均对工业生产形成制约，企业家的预期转弱。从产量上看，发电设备、电机设备和工业机器人的产量增速超过工业整体增长率，而半导体和计算机设备的产量增速大幅下滑。工业生产放缓是出口走弱的结果，但整体表现仍远好于服务业。住宿、餐饮、交通运输等消费相关服务活动指数均位于深度收缩区间。随着经济下行压力的持续，私营部门融资贵、融资难的问题在恶化。前十个月，国内私营部门投资同比增长仅 1.6%，同期国内固定资产投资总额增长 5.8%。主要的投资动力仍然来自国企，创造就业的动力不足。

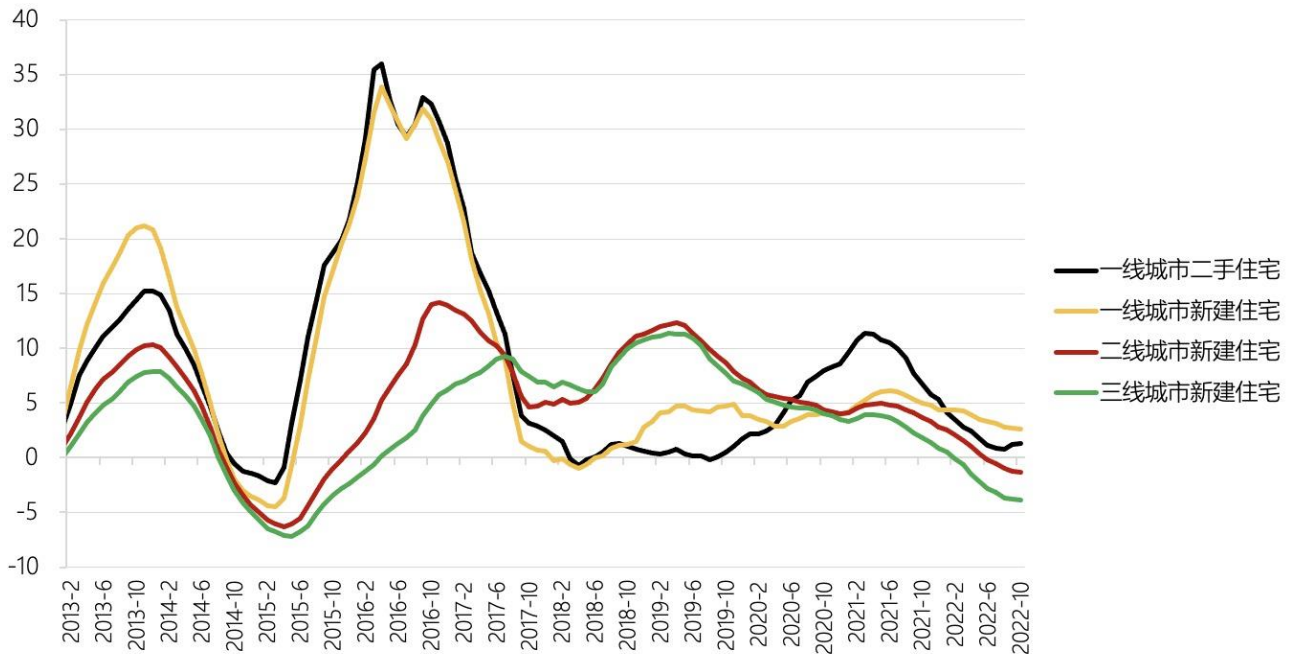
10 月，社会零售总额负增长，同比下降 0.5%。智能手机制造商承受巨大压力。工信部数据显示，第三季度智能手机销售额同比下降 20.8%，是 2015 年以来最差的表现。10 月通讯设备销售额同比下降 8.9%；“双十一”期间，智能手机销量同比下降 35%，创三年新低。新能源车仍然是消费中的亮点。前十个月，新能源车的生产量和销售额增速均超过了 110%。由于供应短缺，生产动力电池的关键原材料碳酸锂的价格上涨超过了 80%。为了确保电池供应链不中断，工信部 18 日发布工作通知，指示各地的行业主管部门确保关键电池组件的平稳供应，并对价格波动和产能短缺状况进行统计和监控。当前新能源车销售旺盛主要受益于政府补贴，但这种状况不可持续。

房地产市场没有触底的迹象。房地产投资、销售、个人房贷和土地拍卖持续大幅收缩。前十个月，商品房住宅销售下降 25.5%，是连续第八个月收缩。10 月，70 个主要城市中新房和二手房价格环比下降的分别有 58 和 62 个，均比上月增加。然而，一线城市二手房住宅价格略有上涨，体现了大



城市房产较高的安全性。长期来看，房地产市场中的改善性需求仍然存在，因为按照国际标准，中国人均住房面积偏小。然而，短期对房地产开发商破产违约的担忧，以及对房地产税出台的预期，限制了居民的购房动力。

主要城市商品房住宅价格（月度同比增长，%）



数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

2023 年，需求不足将是最大的下行压力。海外主要央行都在加息周期中，2023 年全球经济衰退风险上升，因此海外需求将随之放缓。国内消费将有所恢复，但由于收入增速放缓，避险情绪将会压抑消费复苏。目前还没有迹象表明政府将会直接给居民发现金以刺激消费，因此明年消费难以成为增长的主要动力。基建投资有可能保持较高增速，然而地方财政扩张的空间不大，难以支持更大规模的投资。制造业投资在过去三年中得到巨大的政策支持，然而继续高速增长最终需要市场需求改善。房地产投资仍然是最有希望的经济增长动力。

年底前，央行可能再次降息，因为这是降低实体经济融资成本最有效的办法。11 月 25 日，央行宣布降准 25 个基点，是继今年 4 月以来的第二次降准，这将降低 12 月 MLF 的续作成本，并边际改善实体经济的流动性。但此次降准额外释放的流动性很小，不足以提振企业和家庭贷款。目前国内通胀压力很小，PPI 已经下行，货币政策扩张有较大空间。



另外，央行同时也意识到国内预期转弱的现实，单纯降息可能不足以扭转信贷下行的现状，因此采用结构性工具来鼓励银行放贷。其中一种方式是抵押补充贷款（PSL），央行向政策性银行提供廉价资金以间接支持地方建设项目。该方式通过货币扩张支持财政支出，曾经在 2014 年之后用来支持棚户区改造并推高了房地产周期。另一种方式是再贷款。央行向商业银行提供低息贷款，支持长期的农村发展项目、小微企业融资、碳减排、科技创新和产业链升级。最近央行通过该方式向商业银行提供了 2000 亿元的无息专项贷款，以帮助房地产开发商的项目交付。

年底前，人民币汇率仍面临下行压力。今年以来人民币下行压力主要来自美元升值，始终是被动的。美联储持续加息推高了美元指数。最近由于美国通胀暂时缓和，美元有短暂的下行，但这并不代表美联储政策将有重大转向。美国通胀压力主要来自上涨的工资和租金，短期内难以消除。另外，全球不确定性上升，对于美元资产需求升高。美联储加息收回的流动性被部分对冲，加息抗通胀的效果可能不及预期。我们仍然认为美联储加息至少要持续至明年一季度，因此美元升值压力有望持续。中国的净出口预期将在 2023 年有较大收缩，带来额外贬值压力。但是，目前难以得出人民币将在 2023 年持续贬值的结论，因为 G20 峰会中美元首会面后，两国双边紧张局势似乎有所缓解。随后举办的 APEC 和东盟峰会也意味着 2023 年将会有更多双边、地区和全球性问题讨论的重启。这些会议发出了积极信号，即中美对商业和贸易问题的讨论持开放态度。而地缘政治关系的缓和通常伴随人民币升值。



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。