



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年5月

王丹 恒生中国首席经济学家



主要宏观指标

主要宏观指标				
	2022预测	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5.1	8.1	2.3	6
CPI (%)	2.5	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 (%)	7	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。

一季度的复苏与减速

2022年一季度经济表现						
	2019 一季度	2020 一季度	2021 一季度	2020-2021 一季度 两年平均增速**	2022 一季度	2022年3月***
规模以上工业增加值*	6.5%	-8.4%	24.5%	6.8%	6.5%	5%
国有及国有控股企业	4.5%	-6%	16.9%	4.8%	5%	3.3%
私营企业	10.6%	-11.3%	29.7%	7.3%	7.6%	6%
出口（美元）	1.4%	-13.6%	48.9%	13.4%	15.8%	14.7%
社会消费品零售总额	8.3%	-19%	33.9%	4.1%	3.3%	-3.5%
固定资产投资	6.3%	-16.1%	25.6%	2.7%	9.3%	7.1%
房地产	11.8%	-7.7%	25.6%	7.7%	0.7%	-1.1%
基建	4.4%	-19.7%	29.7%	2.1%	8.5%	8.8%
制造业	4.6%	-25.2%	29.8%	-1.5%	15.6%	11.9%

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“2020-2021一季度两年平均增速”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3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。

2022年一季度的GDP增速为4.8%，高于去年四季度，但是回升势头并不稳固。主要的增长来自工业部门，其中一部分来自出口拉动，另一部分来自基建投资的带动。另外，限产放松也推动了经济回暖。从高频数据中可看出，焦化企业开工率和生铁日均产量均在一季度显著上升。尤其是对小于100万吨的焦化企业的限产明显放松：其开工率从去年12月的34%上升到今年4月份的76%。

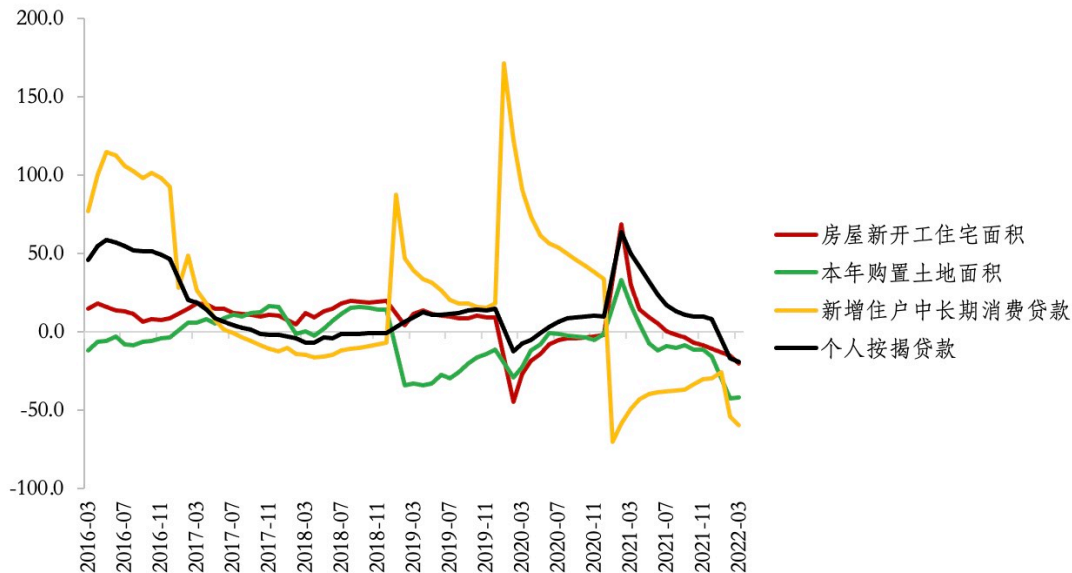
3月份的数据已经体现出下行风险。其中消费表现最差：名义社会消费品零售总额下降3.5%，是两年以来的最大降幅。考虑到通胀率为1.5%，实际零售额下降超过5%。根据我们对292个地级市的消费追踪，今年前两个月，中国三、四线小城市的消费复苏已经在放缓。消费仍然占据国民经济的55%，但是在收入没有显著增长的情况下，消费重启是很困难的。深圳、宁波、福州等地本周已经开始发放消费券或者利用数字货币补贴消费者。我们预期将会有更多针对中小城市和低收入家庭的直接补贴政策出台。

规模以上工业增加值在3月减速至5%（1-2月增速为7.5%）。钢铁、水泥、汽车和集成电路产量同比都在下降。产量上升的行业集中于上游，比如能源开采和金属采矿业。工业增长的推动力主要来自海外市场需求。一季度的出口仍然快于过去两年的平均增速，并且来自美国的需求仍然强劲。尽管存在加息压力，美国目前仍然处于经济过热的阶段，其国内消费品、餐饮、旅游和房地产市场



大幅反弹，对中国商品的进口需求仍处高位。但欧美在本年内都会加息来遏制通货膨胀，从而影响到中国商品的需求。因此，预期下半年中国的出口将会有明显放缓，从而影响到工业生产。

房地产市场下行（累计同比，%）



数据来源：国家统计局；中国人民银行；恒生中国。

房地产是一季度表现最差的行业。从去年四季度开始，房地产预期已经转为悲观，地产商信用风险上升，投资者和消费者信心下降。三月，房地产销售额、新房开工和房地产投资都有超过两位数的下降。前三个月，土地购置面积同比下降了 42%。因为买地数量是房地产市场 6-12 个月的前瞻指标，因此可以预期年内房地产投资将持续低迷。今年有超过 80 个城市出台了宽松政策，包括降低首付和房贷利率。然而，疫情防控期间，居民会普遍推迟购房计划。另外，尽管今年暂缓推出房产税，然而作为房地产调控的长效机制，预期明年仍将继续推进，这也将影响购房积极性。目前的宏观政策要兼顾稳定房价和对整体宏观经济的情绪管理。

第二季度的下行风险

新一轮疫情防控对生产和消费有一定影响。3 月以来，新冠肺炎病例数已经超过了 2020 年第一波疫情的峰值水平。由于奥密克戎病毒的强传染性，各地采用了更为迅速的管控措施，对消费、投资、物流和生产有一定影响。疫情的影响并不局限于个别城市，而是波及全国，所有的中国城市都比原来更迅速地实施防控政策。从高频数据来看，除了成都，中国九大城市的地铁日均客流量均下降了一半。



物流行业受到重创。四月，全国的货运流量同比下降 35%，长三角地区下降了 52%。物流停滞影响了工厂的产量和产能。电商物流在 3 月已经有下滑迹象，4 月开始影响明显。对于许多消费品来说，江浙沪不但是最大的消费地也是最大的发货地。汽车制造受到影响，因为其供应商遍及全国。四月，由于零部件短缺，包括蔚来的合肥工厂、三菱和特斯拉的上海工厂都有不同的产能表现。政府尝试解决物流和生产问题，期待恢复正常的交通和生产，将对于经济的影响降至最低。

政策应对

政策目前需要权衡两个目标：遏制新冠疫情蔓延和保证经济增长。现在的政策优先级是疫情动态清零。四月，股市下行压力增大，房地产市场疲软，期待强力的宏观政策支持保证二季度经济增速。我们认为中央并不会轻易放弃全年 5.5% 的经济增长目标，实际数字可能可能会略低，估计不会低于 5%。

随着经济下行压力上升，政策应对必然需要更加宽松。两会定下的政策思路是以财政发力为主，货币政策为辅。一季度的基建投资和政府债发行已经大幅超过了过去两年的增速，也抵消掉了大部分房地产减速带来的损失。4 月 26 日，中央提出全面加强基础设施建设的意见，包括交通、能源、水利和数字基建等大型项目。然而，债务持续扩张的空间不大，地方政府对于上马大型项目相当谨慎。该意见中涉及到的大部分项目事实上已经在建设中，新的发力点有可能集中在城市的储备项目，如防洪、医院、库房等应急设施的建设。

迄今为止，货币政策仍然稳健。4 月中旬，央行下调存款准备金率 25 个基点，低于市场预期。同时，政策利率没有下调。这可能是由于美国进入加息周期，宽松的货币可能会加剧人民币的贬值预期，另外降息也可能会推升资产泡沫。然而，由于目前货币政策偏紧，消费品通胀偏低，因此私营企业尤其是小微企业面临的实际贷款利率过高，对整个经济形成了巨大制约。降准尽管会帮助补充银行间市场的流动性，然而对于减轻居民的房贷负担、刺激消费或者小微企业借贷并没有直接的推动作用。目前中国的通胀环境仍然是良性的，三月 CPI 同比上涨仅为 1.5%，远低于官方 3% 的目标，PPI 涨幅也在逐月回落。我们认为降息是拉动内需的必要手段，五月的降息窗口并没有关闭。

4 月下旬以来，人民币贬值压力明显上升，主要是美元指数走强导致的。然而，今年以来美元指数上涨了 5.5%，但是人民币兑美元仅贬值了 3%，如果按照过去几年美元指数和人民币之间的关系，人民币兑美元汇率应该跌至接近 7，而非现在的 6.6。近两年来，人民币韧性确实有所增强。即使在俄乌冲突之后，许多人担心的资本外逃并未出现，中国国债成了事实上的安全资产。最近几周，资本



流出有所加速，但政策应对也在加强。央行近期下调了外汇存款准备金率，旨在增加外汇流动性，调节外汇市场供求关系，从而有助于稳定人民币汇率。美联储在 5 月的加息预期强烈，人民币届时贬值压力将更大，央行此举也释放了要加强人民币预期管理的信号，避免市场形成单边贬值预期。

支撑人民币币值的有利因素是巨大的贸易盈余。尽管出口减速，但是进口减速更快，在 3 月甚至在收缩，因此贸易顺差仍处于历史最高水平。由于中国尚未开放边境，跨境旅游很少，服务贸易逆差极低，这也有助于提高贸易盈余。短期内人民币仍将处于温和贬值区间，但是下半年走势并不明朗。假如届时中国经济基本面改善，将会支撑人民币币值。同时，假如美国经济由于美联储加息陷入衰退，美元指数也很难持续保持强势。



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。