



中国宏观月刊

2021年7月

王丹 恒生中国首席经济学家

主要宏观指标预测

| 主要宏观指标预测 | | | |
|---------------|--------|------|------|
| | 2021预测 | 2020 | 2019 |
| 实际GDP (%) | 8 | 2.3 | 6 |
| CPI (%) | 1.6 | 2.5 | 2.9 |
| 固定资产投资 (%) | 6.2 | 2.9 | 5.4 |
| 社会消费品零售总额 (%) | 9.8 | -3.9 | 8 |
| 人民币兑美元汇率 (期末) | 6.4 | 6.5 | 6.9 |

数据来源：国家统计局；恒生中国。

2021 年前五个月的经济表现

| 2021年1-5月经济表现 | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------------------------|
| | 2019 1-5月 | 2020 1-5月 | 2021 1-5月 | 2020-2021 1-5月 两年年化增长率** |
| 规模以上工业增加值* | 6% | -2.8% | 17.8% | 7.0% |
| 国有及国有控股企业 | 4.7% | -3.0% | 13.4% | 4.9% |
| 私营企业 | 8.8% | -1.4% | 20.4% | 9.0% |
| 出口（美元） | 0.5% | -8.0% | 40.2% | 13.6% |
| 消费 | 8.1% | -13.5% | 25.7% | 4.3% |
| 投资 | 5.6% | -6.3% | 15.4% | 4.0% |
| 房地产 | 11.2% | -0.3% | 18.3% | 8.6% |
| 基建 | 4% | -6.3% | 11.8% | 2.4% |

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前两年年化增长率”为复合增长率，和国家统计局公布的两年平均增长率在计算方法上有差异。

由于 2020 年数据的特殊性，仅看同比增速无法反映真实复苏状况，因此我们的分析主要基于 2020-2021 两年的年化平均增长率，并将其与 2019 年同期数据比较。中国 5 月的宏观数据和 4 月差别不大：工业生产稳定在高位，出口保持强势，国内需求复苏步伐加快。但内需的主要推动力仍来自房地产，消费的改善速度相对缓慢。

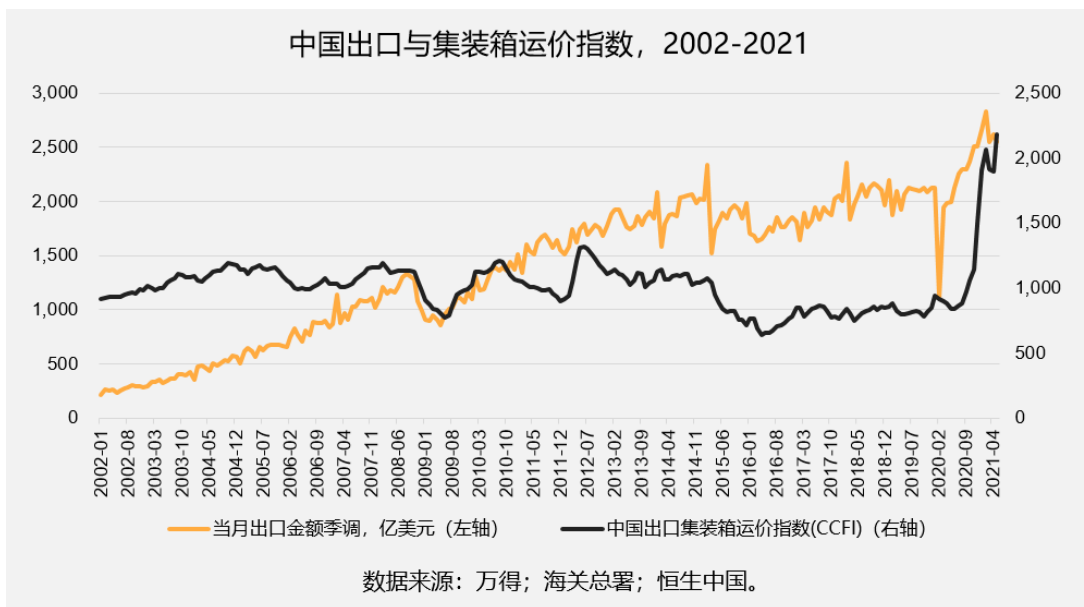
5月工业增加值8.8%，两年年化增长率6.6%，比4月有所放缓，但仍然高于2019年。从产量来看，增速排名前十的工业品不仅包括高新科技产业，如新能源车、工业机器人、光伏电池和集成电路，也包括生产型器械，如大型拖拉机和金属切削机床。这些产品和机器后续会用来制造其他工业品，它们的强劲增长预示着未来工业产能的进一步扩张。汽车产量下降 4%，这主要是高基数和芯片短缺叠加的结果，事实上市场需求并没有那么弱，体现在乘用车库存水平居于十年最低。

今年前五个月，中国的零售消费较 2019 年同期增长 8%，相比之下，美国零售额比疫情前高了 18%。这种差异来自于两国补贴政策的侧重点不同：中国主要补贴企业部门以保证就业和生产，而美国直接补贴住户部门以保证消费。经济逐步正常化后，美国失业率大幅下降，甚至出现了劳动力市场供



不应求的局面：四月份市面上超过九百万工作岗位，但是求职人数远低于预期。疫情后慷慨的消费者补贴、大涨的股市和房地产让使得许多居民可以承受一段时间不工作的成本，因此美国工人工资上涨压力也在集聚。

供给瓶颈



美国的超额消费对应的是中国的超额供给。5月，出口同比增长28%（按美元计价），两年年化增长率为11%。中国向美国出口达到449亿美元，占中国总出口的17%，超过了向东盟和欧盟的出口额，给人民币升值带来压力。但需要注意到，出口增速在下行。这背后并非是由于海外需求不足导致出口减缓，而是由于两个供给瓶颈造成的。首先，海运能力达到上限，反映在中国出口集装箱运价指数持续上涨，且没有下行趋势，但出口量在高位震荡、增长减缓。因此有限的海运运力限制了中国出口，同时推高了出口价格。

第二，对工业生产至关重要的投入品供给不足，包括芯片、大宗商品和电力。由于各国政策集体向新能源科技转向，导致全球性的芯片短缺，同时芯片是中国的“卡脖子”技术，国内不具备大规模生产能力。大宗商品产量赶不上需求恢复的速度，国内限价也加剧了短缺的局面。电力短缺主要来自地方政府对煤电的限产。5月中国用电量增长13%，但是发电量仅增长8%，火电占发电量的2/3，其增长只有6%。在“双碳”政策下，地方政府积极对煤炭行业去产能，降低了煤电生产。在中国最大的出口省份广东，电力短缺导致地方政府要求企业减缓生产。受供给瓶颈和大宗商品涨价的推动，制造业的利润总额创17年来的历史新高，近半年上升斜率陡峭。今年前五个月，工业利润总额累计



同比增长 83%，国企利润飙升 170%，央企利润上升 130%。中国企业利润明显改善，将会对下半年股市形成支撑。

与供给不足相对应，全球经济复苏的确定性在增强，主要来自新冠疫苗接种的加速。以色列 60%的人口已经接种两针，是第一个通过疫苗到全员免疫的国家，最近每天新增病例约为 300 人且有下降趋势。中国的新冠疫苗接种速度大幅提升，每日接种人数超过一千万。截至 7 月 1 日，全国接种两针疫苗的人口已占总人口的 40%，北京和上海分别超过了 80%和 70%，广东约为 30%。但是，主要的亚洲出口国仍受疫情困扰，包括印度、越南、马来西亚在内的工业大国难以短期内恢复产能，全球工业品进口仍然依赖中国产能。2020 年中国出口占全球出口的比例上升至 15%，2021 年有望再创新高。明年随着全球疫苗普及，将有部分产能回流其他工业出口国，市场供需缺口将得到缓解。

通胀和货币政策

但是，中国的限产仍然将对通胀产生长期影响。从中国的进口占美国总进口的 14%，进口价格对美国的核心通胀率有极大影响。过去十年，由于中国的产能过剩，美国从中国的进口价格大部分时期为负增长，但最近几个月明显跳升。由于中国的“双碳”政策具有长期性，对部分工业品产量的影响也将是长期的。因此美国通胀并非是几个月短期的现象，而将变成未来一两年的长期问题，这种物价水平的普遍上涨会引发货币政策转向。中美在今年年底前将就一阶段贸易协定进行审核，届时美国将有较大动力下调关税。中国内地的通胀压力也有所上升，但由于猪肉价格下行，消费品通胀并不明显。涨价主要集中在工业投入品上。我们预期中国下半年通胀会环比快速增长，但全年平均仍会在官方的 3.5%目标以下。

尽管有工业品涨价压力，货币政策并没有收紧的信号。央行近期提到因为低基数效应，要看去年、今年和明年的变化综合判断。这表明央行不认为明年工业品价格会持续保持高位，因此货币无需提前收紧。这个判断和美联储的平均通胀目标很像。另外，央行希望稳定人民币汇率，而加息会引发人民币升值预期。下半年根据实体经济恢复进度，货币政策可能会有结构性调整。近期，企业融资需求在上升。央行季度调查的“中国银行业指数：贷款需求强度”显示，最近几个月银行家感知到的贷款需求强度很高。我们预期下半年 1 年期 LPR 可能下调 5-10 个点，支持实体经济的融资需求，但是和房贷紧密相关的 5 年期 LPR 不会下调。

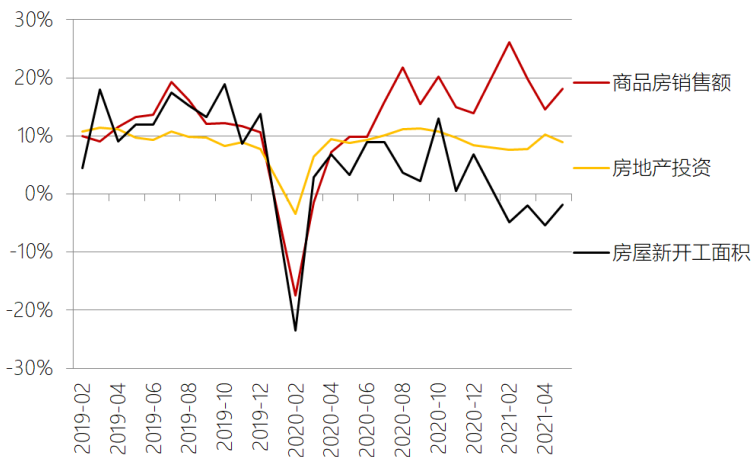
中国电力价格可能会有所调整，大方向是居民电价上调而工业电价下调。和世界主要的经济体相比，中国的居民电价处于较低水平，比美国低 25%，但是工业用电价格居于世界前列。居民电价上涨对



于消费和通胀的影响几乎可以忽略，因为根据国家统计局最新数据，2018 年居民电力消费只占居民总消费的 2%，且总发电量中只有 15%被居民使用，其他大都用于工业部门。农村电价和中西部落后地区的电价补贴预期将会持续。因此调整电价对于宏观经济的影响有限。

房地产

中国房地产市场表现
(%同比增长率，两年年化)



数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

5月房地产销售同比增长9.1%，两年年化9.4%，比4月份高。房地产投资增长9.8%，两年年化9%。建筑开工量两年同比下降1.9%，但下降幅度比前几个月低。一线城市收紧购房政策，但是房地产市场交易仍在升温。30个大中城市的房地产成交面积的增速比前几个月大大降低了，但5月份的两年年化增速仍然高达15%。在监管“房住不炒”的基调下，开发贷增速走低，个人按揭贷款两年年化增速9.5%，也比前几个月放缓。尽管如此，房地产开发商现金流充裕，可以支撑今年地产投资的增长。在房地产开发资金来源中，定金以及预收款增速在五月份加快，两年年化增速为20%，显著高于疫情之前的水平。

年初至今，地价快速上涨。由于土地集中供应制度，地产企业的土地购置面积明显下降，同时土地购地费用大幅度上升。集中供地本意是想平抑地价，但由于造成了土地供应短缺，反而会增大未来的房价上涨压力。由于今年中国整体宏观杠杆率会下降，需要在未来几个月密切关注住房地产市场走势。房地产市场下行将预示着大宗商品市场的拐点，中国经济增长也将承压。中国下一步的经济增长需要立足于城市化和创新，房地产对于经济增长的重要性将会下降。



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。