



中国宏观月刊

2021年5月

王丹 恒生中国首席经济学家



主要宏观指标预测

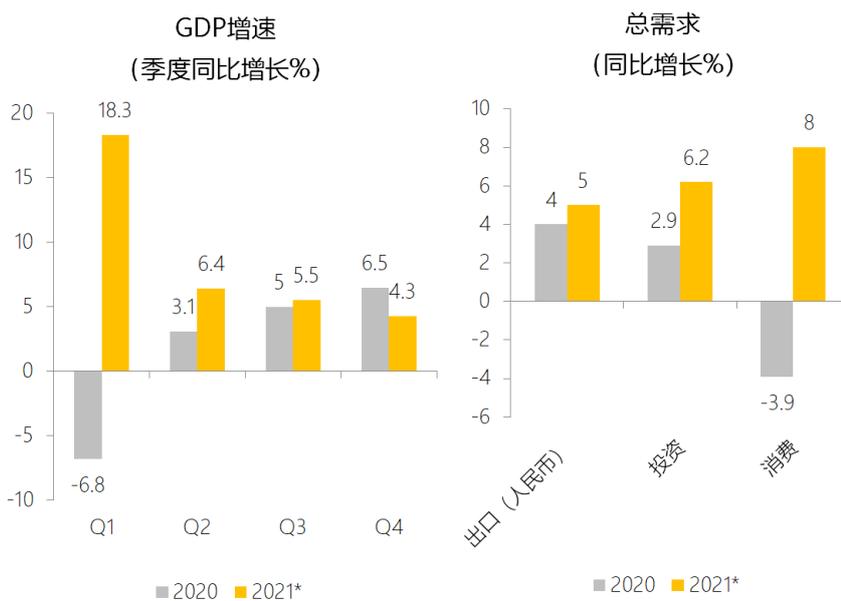
国家统计局在4月16日公布了2021年一季度的初步宏观数据。一季度GDP增速18.3%，比我们先前的预期16%略高，但是低于市场平均预期。事实上，中国的工业复苏尽管极为强劲，但主要是外需驱动的，内需不足的问题并未有根本性的改变。由于2020年数据的特殊性，仅看同比增长无法反映真实复苏状况，因此我们的分析都基于2020-2021两年的平均增长率，并将其与2019年同期比较。

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。

第一季度的数据有三个方面值得注意。第一，外需仍然好于内需，工业生产增速强劲主要由外需推动；第二，消费在3月份明显加速，基建和房地产投资略有加快；第三，工业品价格加速上升，大幅推高PPI。

我们认为这三个趋势会至少持续至第三季度末。主要原因是国际的尤其是来自美国需求的上升。欧美多数国家计划在三季度实现全民免疫，在此之前对于中国出口的医疗用品和生活用品的需求会持续高位。此外，美国已经在发放第三轮刺激计划的补贴，1.9万亿美元中大约有1万亿美元将以现金的形式发放至个人手中。根据纽约美联储对疫情后三次刺激计划的最新研究，美国人拿到补贴后，消费、存款、还债分别占了1/3。本轮刺激数额最大，将会把美国经济推向短暂过热的状态，持续2-3个季度。



注：*是我们的预测。

数据来源：国家统计局；恒生中国。

本月，IMF 已将其对美国 2021 的 GDP 增速预期上调至 6.4%（IMF 对中国的预期是 8.4%）。但美国目前三轮的刺激计划都是针对消费，多为一次性补贴，对于中长期增长影响不大。加入拜登总统超两万亿的就业和基建法案获得国会批准，才会推高美国中长期的增长预期。但由于该计划中有相当部分是支持绿色环保工程的，共和党的反对将会拉低最终刺激计划的规模。此外，全球宽松政策对于总需求的拉升作用仍未充分显现。由于需求扩张是逐步加速的，中国面临的外需高峰会持续至下半年。最后，本月印度疫情再度大规模爆发，将会中断其国内重要工业原材料和药品产业链，部分产能必须移至包括中国在内的其他地区，如纺织和电子产品。印度作为最重要的疫苗原料提供国之一，其国内的药品产业链会受到重大干扰，降低全球的新冠疫苗接种。

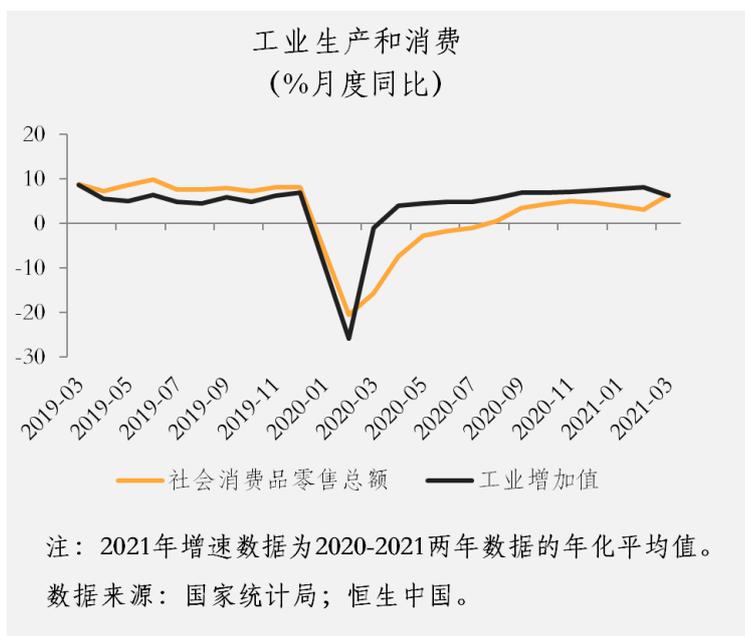
目前，中国货币政策稳健，政策性利率没有改变。三月的流动性增速有所放缓，主要受去年高基数的影响。央行对于防控金融风险的重视提高，影子银行规模和公司债券的增速都在减速。

我们对货币政策的基本判断不变，仍然认为大致呈现“前紧后松”的态势。下半年的经济减速将非常明显，届时货币政策（如 LPR）将有放松的空间。但是假如 PPI 过高，根据历史经验货币政策也不会宽松。我们预期 PPI 高位会持续到第三季度。

2021 年一季度的需求分析

GDP 一季度增速 18.3%，两年平均为 5%，低于上年第四季度的增速 6.5%。季节性调整后，GDP 环比增长仅为 0.6%，创 10 年新低。由于基数效应，2021 年环比增长率的高点将在第二季度出现。

按美元计算，进口增长 38.1%，大大超过出口增速（30.6%）。进口涨幅主要来自大宗商品涨价的推动，尤其是原油、铜和铁矿石。我们预期大宗商品涨价趋势至少要持续到第三季度，之后的下降也会相对缓慢，因此大宗进口的强势将保持。出口产品中，增长最快的包括集成电路和电脑。最大的出口目的地仍为美国，但对新兴市场国家尤其是东盟涨幅最高。



工业增加值 3 月增长 14.1%，两年年化增长 6.2%。最大的增长来自于工业机器人、电脑、半导体元器件、钢铁和有色金属。由于春节期间（2 月）倡导就地过年，生产和物流受到假期的影响较小，生产增速很高，所以 3 月的增速有所放缓是正常的。因为国企通常是政策驱动的，做出的生产和雇佣决定常常逆周期，所以私营部门的表现更能代表实体经济复苏的趋势。私营部门的工业增加值 3 月份再度加速，延续了从去年下半年的复苏势头。



零售在 3 月显著加速，两年平均增长率达到 6.3%，远高于 1-2 月的 3.2%，也超过了工业增加值的增速。餐饮消费增长从去年以来首次转正（两年年化增长 1%），继续复苏仍有空间。根据机票酒店等预定数量，在即将到来的“五一”假期，旅游和服务业需求将达到两年最高峰。根据我们对 289 个地级市的追踪，小城市的消费复苏有所加快：2020 年，三、四线城市在全国零售市场占比跌至 44%，远低于疫情前 53% 的水平，但根据最新数据，2021 年 1-2 月该比例已经上升至 48%。

固定资产投资在 3 月显著上扬，但两年平均仍远低于疫情前几年的趋势。基建和地产的投资金额超过了疫情前的水平，制造业略低，但也在疫情前均值水平附近。制造业产能利用率显著回升，对于高新制造业以及自动化的前景看好。

房地产投资是内需的支柱。3 月的两年平均增速达到 7.7%，高于 1-2 月。商品房销售额在一季度增长 88.5%，两年年化增长 19.1%，远超过 2019 年的 5.6% 的增速。尽管商业银行给地产开发商放贷受到政策限制，开发贷 3 月份走低，但是由于房地产销量高，开发商手中的流动性仍然相当充裕，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为 86.1%（两年平均 20.2%），个人按揭贷款增速 50%（两年平均 17.9%），均显著高于疫情之前的水平。

中国疫苗接种有所提速，但是仍落后于发达国家的接种速度。截止 4 月 23 日，中国有 2.2 亿人接种，平均每天接种大约 420 万人。按照目前的速度，要到 2022 年才能达到群体免疫。这意味着中国边境开放不会太快。在 2021 年，在疫苗互认的前提下，中国对于国际旅游者进入中国的隔离要求会放宽，各地区也会根据各自情况出台针对外国人的政策。4 月底，COVEX（世界卫生组织牵头的抗击新冠倡议，中国于 2020 年底加入）将会宣布对国药和科兴疫苗的安全性评估，这将会影响其他国家是否承认中国疫苗。



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。