



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2021年9月

王丹 恒生中国首席经济学家

主要宏观指标预测

主要宏观指标预测			
	2021预测	2020	2019
实际GDP (%)	8.5	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 (%)	10.3	-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1-7月经济表现

2021年1-7月经济表现				
	2019 1-7月	2020 1-7月	2021 1-7月	2020-2021 1-7月两年年化增长率**
规模以上工业增加值*	5.8%	-0.4%	14.4%	6.7%
国有及国有控股企业	4.8%	-0.7%	11.2%	5.1%
私营企业	8.5%	0.6%	16.3%	8.2%
出口（美元）	0.6%	-4.4%	35.2%	13.7%
消费	8.3%	-9.9%	20.7%	4.3%
投资	5.7%	-1.6%	10.3%	4.2%
房地产	10.6%	3.4%	12.7%	7.9%
基建	3.8%	-1%	4.6%	1.8%
制造业	3.3%	-10.2%	17.3%	2.6%

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前两月年化增长率”为复合增长率。

全年 GDP 增速 8.5%悬念不大

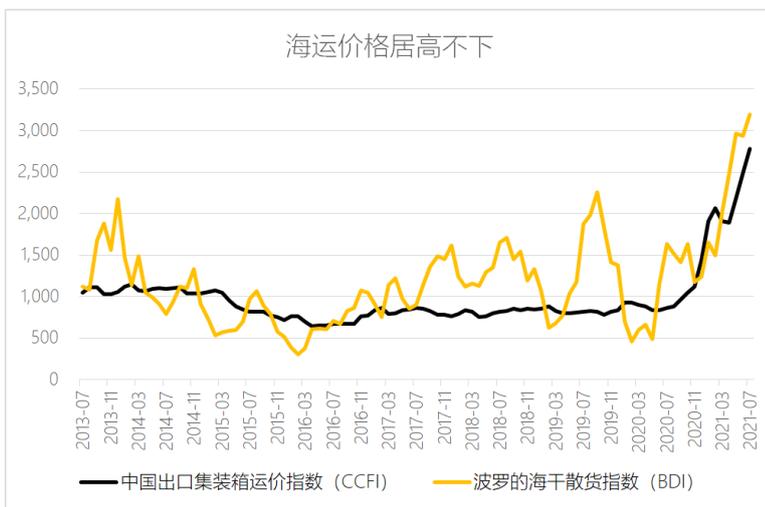
7月份实体经济较之前几个月减速明显。按两年年化增长率来看，除了网络零售比上月加速，制造业投资增速持平，大部分宏观指标都在减速。在严控地方政府债务金融风险 and 双碳政策背景下，基建投资和采矿业的工业增加值减速尤其剧烈。由于之前几个月的货币供应量和社融增速已在下行，经济减速在预料之中。而且需要注意到，尽管增速放缓，但经济绝对值水平仍保持高位。7月出口达到有历史记录以来的最高值。同时，经济应对政策已经出台。7月央行降准，年底之前根据经济运行状况将可能再次降准甚至降息。财政政策也将有所宽松，政府发债速度会略有加快。因此我们保持全年8.5%的GDP增长率预测不变。

经济复苏的结构性问题

7月经济增长主要由外需推动，即出口，尽管出口增速比6月有所放缓，但快于5月。7月当月出口额高达2827亿美元，是历史最高水平。受出口拉动，主要工业部门表现出众。集成电路和工业机器



人的同比产量继续大幅增长 40%以上。Delta 病毒蔓延对于除中国以外的亚洲工业国的打击巨大，供应链中断延误了交货，推高了全球通胀，并加剧了经济的不确定性。有部分生产线持续回流中国，包括手机和汽车零配件。但受到海运运力瓶颈限制，中国工厂无法按时将海外订单出货。中美航线的海运价格在过去一年半上涨超过三倍。随着全球疫情反复，贸易将继续受到困扰，航运价格甚至可能跳升至更高水平。由于欧美经济复苏提速，我们预期年末前中国出口将持续打破历史高位。由于集装箱船运价格居高不下，中国出口商面临的主要问题是海运运力瓶颈。



数据来源：交通部；万得；恒生中国。

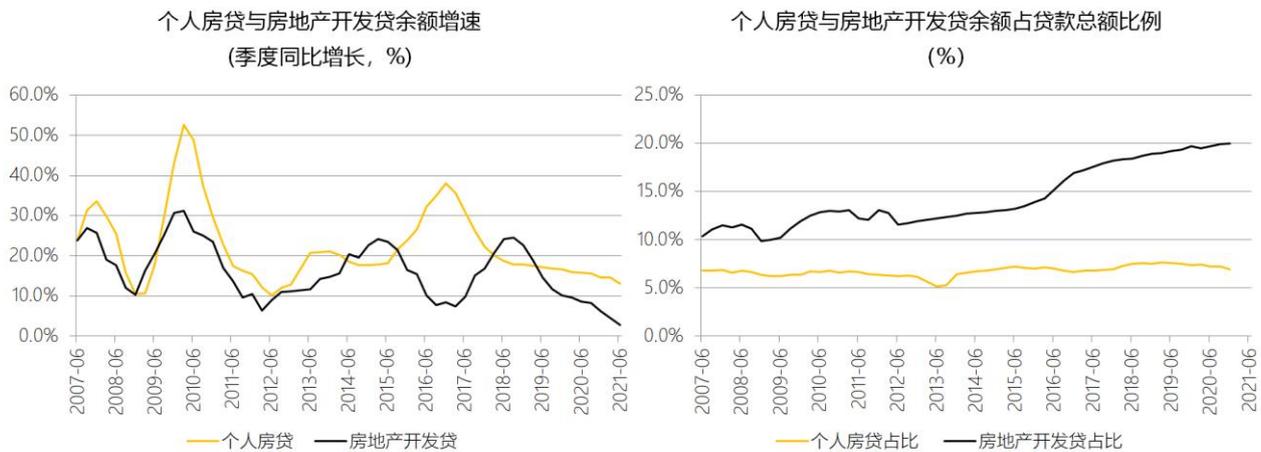
前七个月，规模以上工业增加值两年年化增长率减速至 6.7%，但仍然高于疫情前水平。汽车生产总体降幅加深，主要限制来自芯片短缺。高端制造业增长突出，尤其是新能源汽车、工业机器人和光伏电池的产量增速皆超过 50%，集成电路、大型拖拉机和金属切削机床增速超过 40%。以上这些投资对于固定资本形成具有领先性。因此，未来几年中国有望进入新一轮工业景气扩张阶段，在环保减排的背景下，实现制造业的升级。

中国碳排放最高的产业是发电和金属冶炼，主要的排放源是煤炭和钢铁。原煤、焦炭和粗钢的 7 月产量都低于去年同期。双碳政策下，地方政府迅速推进碳排放大户的减产计划。钢铁价格在未来几个月将面临上行压力，因为钢铁主产区河北计划下半年同比减产 16%，而山东计划减产 24%。

消费受疫情冲击再度减速，零售两年年化增长在 7 月仅有 3.6%。河南洪灾以及之后的新冠疫情导致当地的消费和旅游停滞，省内公共交通瘫痪。政府对于疫情坚持“零容忍”政策，另外考虑到广大农村地区的疫苗接种才刚刚开始，未来一段时间对疫情的严防死守将会持续。这意味着消费复苏将是缓慢的过程，因为不可能排除下一波疫情的发生。



7月房地产销售额下降8.5%，是去年4月以来首次下降，两年年化增长率为0。新房开工量下降21.5%，是去年2月以来降幅最大的一个月。房地产投资1.4%，也是过去15个月以来的最低点。房地产减速拉低了对钢铁和水泥的需求，对持续高涨的原材料价格起到一定降温作用。



数据来源：中国人民银行；万得；恒生中国。

尽管宏观经济有下行压力，房地产的限购等政策并未放松，反而有收紧的迹象。主要城市的房贷利率持续上升。比如在上海、苏州、南京和杭州，首套房和二套房房贷利率都有所上行，上调幅度在20-65个基点。由于前几个月迅速上升的土地价格，8月自然资源部对土地拍卖政策进行了调整，并决定在深圳、沈阳、天津和青岛试点中止第二轮集中供地计划。地方在严格执行中央为房地产降温的决议。房地产开发贷占贷款总额比例在去年未达到历史峰值20%以后开始降低，在今年二季度降至19.7%。个人房贷占人民币贷款的比例在今年二季度仅为6.6%，是2015年以来的最低值。

“房住不炒”的政策将会严格坚持下去，限购、限贷政策在长效机制出台之前都难以放松。中央严控房地产的态度如此坚决，一个原因是假如房价下跌，个人和开发商债务恐怕会引发系统性金融危机。第二，房地产相关债务的快速累积，挤占了资本流向其它更重要的用途，比如芯片制造和新能源产业。第三，房地产是财富不平等的主要根源。根据复旦大学万广华教授的最新研究，中国70%的财富不平等来自房地产。最近出台的“共同富裕”方针意味着在未来一段时间内，政府保障房和廉租房将代替一部分市场化的房地产建设，城市住房成本将下行。房产税立法框架有望在“十四五”期间出台，但由于征税成本很高（包括房屋估值和建立全国联网的房地产数据库等），短期内不会对住房市场有大的影响。



“跨周期”的货币政策

7月宏观经济数据发布后，央行重申了货币政策的几条原则。央行行长易纲强调货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。7月份，M2和社融同比增长率分别为8.3%和10.7%，均明显低于上半年16.6%的名义GDP增速。因此，货币政策在未来几个月放松仍有较大空间。然而，扩张不会过度。央行重申要做好“跨周期设计”，“衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作”。与以前的“逆周期调节”不同，“跨周期”的政策设计将着眼于长期目标，并对短期的经济波动做出更迅速但相对小幅度的反应。7月份降准就是针对6月的实体经济减速。假如实体经济未来几个月减速幅度加深，降准甚至降息政策将可能出台，市场只需要保持耐心。在目前的时点，利率水平已经见顶，有更大的下行空间。

货币政策将是主要的宏观政策，财政政策放松的边际不大。前七个月，财政收入累计同比增速高达20%，但财政支出增长仅有3.3%，政府债券发行量也低于去年同期。财政支出在未来几个月将有所提速但很难有大幅增加，因为控制地方政府债务、严控金融风险仍具有政策优先级。这意味着未来几个月的政府债券发行不会追求速度和总量，而将重点着眼于提高财政资金的使用效率。我们认为下半年的财政政策不会冒进，而将放眼长远。



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。