



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年2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				
	2022预测	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5.3	8.1	2.3	6
CPI (%)	2.5	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	7.5	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	10.5	12.5	-3.9	8
人民币兑美元汇率 (期末)	6.35	6.36	6.5	6.9

数据来源：国家统计局；恒生中国。



2021年经济表现				
	2019	2020	2021	2020-2021 两年平均增长率**
GDP增速	6%	2.2%	8.1%	5.1%
规模以上工业增加值*	5.7%	2.8%	9.6%	6.1%
国有及国有控股企业	4.8%	2.2%	8%	5.1%
私营企业	7.7%	3.7%	10.2%	6.9%
出口（美元）	0.5%	3.6%	29.9%	16%
消费	8%	-3.9%	12.5%	3.9%
投资	5.4%	2.9%	4.9%	3.9%
房地产	9.9%	7%	4.4%	5.7%
基建	3.8%	0.9%	0.4%	0.6%
制造业	3.1%	-2.2%	13.5%	5.4%

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“2020-2021两年平均增长率”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

2022年“稳增长”考验政策应对

1月17日，国家统计局公布2021年国民经济的初步统计结果。实际GDP增长8.1%，比官方6%的目标高了许多，然而第四季度4%的增速仍然处于前所未有的低位。统计局之前对2020年GDP水平有所调整，否则2021年第四季度的增速数据也许会更低。中国的经济增长仍为出口驱动，主要反映在工业生产的扩张。年末的能源短缺并未对经济造成重大影响。然而，疫情前作为经济支柱的消费仍未完全复苏。2021年，消费的两年平均增速为3.9%，仅为2019年增速的一半。12月零售额同比名义增速降至1.7%，实际增速为负。

房地产面临的挑战更为严峻。12月，房地产销售额连续5个月下降，新房开工数量同比下降31%。1月份房地产并没有复苏的迹象：在前半个月，30个大中城市的房屋销售同比下降了27%。土地拍卖持续收缩，然而几乎没有地方政府放松了购房限制或者房贷要求。房地产融资在边际上有所改善，然而房贷同比增速仍在放缓。

内需的疲软也反映在通胀水平上：2021年全年消费通胀仅为0.9%。尽管工业通胀全年平均达到8.1%，但第四季度增速已见顶。因此，货币政策放松的空间在扩大。1月，央行已经降低了MLF、7天逆回购利率、以及1年期和5年期的LPR，旨在提振经济信心。五年期LPR主要针对中长期贷款，其中最重要的组成部分是个人房贷。央行再次强调因城施策的重要性，我们预期中小城市的房



地产市场会有所宽松。但是，由于“房住不炒”的指导思想并未改变，在过去两年最困难的时期里也没有放松过房地产政策，因此不应该对降低五年期 LPR 的效果寄予过高的期望。

由于本次降息幅度很小，我们预期央行可能会在美联储加息之前再次降息，并使用其他的量化宽松工具，来帮助上半年的经济复苏。基建是推动 2022 年增长的关键因素。然而，政策中仍然要求，地方的主要融资方式是发行地方政府债券，同时不能扩大隐性债务。今年地方政府债券的发行已经提前，可能会帮助之后的信贷增长。我们仍然认为由于控制债务具有政策优先级，目标是形成有效的“实物工作量”，今年财政支出并不会大幅扩张。

12 月底，奥密克戎病毒在中国几个大城市传播开来，其危害尚未反映在统计数据中。我们需要做好一季度经济微弱增长（甚至收缩）的准备，这一方面是因为 2021 年一季度的基数效应过高（GDP 增速 18.3%），同时疫情再度反弹带来的管控对于消费和服务业复苏有相应影响。尽管 12 月的中央经济工作会议已经发出明确的稳增长信号，地方也会随即出台相关政策，但大都难以立竿见影，因此 2022 年全年增速将呈现逐渐加速的态势。

外资进入中国的动能未减

疫情后很长时间里人们都在讨论产业链搬离中国的问题，然而这种情况没有发生，中国在贸易或者投资上与世界仍然紧密相连。事实上，外资对中国的兴趣不降反增。商务部数据显示，2021 年全年，外商直接投资（FDI）总额为 1735 亿美元，同比增长 20%。我们预期今年趋势将会延续。这是由中国经济的基本面决定的：中国的长期经济增长预期和经济稳定性高于其他新兴市场国家，中国境内市场成为跨国公司战略布局中越来越重要的目的地。2021 年前 11 个月（最新数据），外资企业利润超过 2 万亿元，同比增长 24%，是过去十年的最高点。因此外资在中长期布局中国的动能在增强。

疫情以来，中国产业链展现了比其他国家更好的适应性和灵活性。由于能够有效控制疫情蔓延，中国境内的公司，无论是内资还是外资，经历的产业链中断都比其他国家少得多，并展现出强大的控制成本的能力。2021 年，特斯拉全球产能吃紧，在德国等地的工厂经历多次延误，然而上海的超级工厂每月的产量反而翻番了。因此，在汽车零配件、工程机械投入品和工业中间品等多个行业，都出现了产业链回流中国的现象。外商在服务业中的投资增速高于工业部门。2021 年，服务业中 FDI 同比增长 16.7%，其中高技术服务业增长 19.2%。外资大部分流向信息和高科技领域，对房地产涉足较少。



中国刚加入 WTO 的前十年，外资进入中国主要是为了较为便宜的土地和劳动力做出口加工贸易，但现在是为了中国的市场。这意味着外企在中国的投资规划会更加长远，也会更愿意将技术从母公司转移至子公司，甚至从子公司转移到国内的合作伙伴。在中国建立研发中心的跨国企业数量迅速增长，就是由于中国本土市场容量大，可以轻易地分摊研发成本。疫情结束后，全球产业链将会进入新一轮调整期。一些外资生产线会回流到母国或分散至其他工业国，以避免过度依赖中国所带来的风险，但同时也会有更多外企进驻中国，为境内的消费者和企业服务。



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。