



# 中国宏观月刊

2022年11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				
	2022预测	2021	2020	2019
实际GDP (%)	3.5	8.1	2.2	6
CPI (%)	3	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.5	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	1.5	12.5	-3.9	8
出口 (%)	11	29.9	3.6	0.5
人民币兑美元汇率 (期末)	7.1	6.36	6.5	6.9

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。



2022年前三季度经济表现

	2019年 前三季度	2020年 前三季度	2021年 前三季度	2020-2021年前三季 度两年平均增速**	2022年 前三季度	2022年9月***
GDP增速	6%	0.6%	9.8%	5.2%	3%	-
规模以上工业增加值*	5.6%	1.2%	11.8%	6.4%	3.9%	6.3%
国有及国有控股企业	4.7%	0.9%	9.6%	5.2%	3.6%	4.9%
私营企业	8%	2.1%	13.1%	7.5%	3.4%	4.4%
出口（美元）	0%	-1.2%	33%	14.7%	12.5%	5.7%
社会消费品零售总额	8.2%	-7.2%	16.4%	3.9%	0.7%	2.5%
固定资产投资	5.4%	0.8%	7.3%	4%	5.9%	6.5%
房地产	10.5%	5.6%	8.8%	7.2%	-8%	-12.1%
基础设施	4.5%	0.2%	1.5%	0.8%	8.6%	10.5%
制造业	2.5%	-6.5%	14.8%	3.6%	10.1%	10.7%

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、外商及港澳台投资企业和混合所有制企业等，因此私营企业和国有及国有控股企业的增速可能均低于工业增加值的整体增速。\*\*图中“2020-2021年前三季度两年平均增速”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9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。

## 第三季度宏观数据大幅改善

中国宏观经济数据在第三季度大幅改善，GDP增长3.9%，超出市场预期。第二季度，中国经济由于疫情防控等原因仅增长了0.4%。经济数据的结构和过去一年的趋势完全相同：出口表现好于进口，工业好于消费，国企好于私企，房地产市场萎缩；主要的增长引擎为制造业投资、基建投资和出口。由于第三季度的数据改善，前三个季度中国GDP增速达到3%。然而，这个数字远低于年初政府制定的5.5%的增长目标。在改革开放40年的历史中，这样大的偏差极为罕见，反映了新冠疫情的严峻性以及房地产预期的根本性走弱。

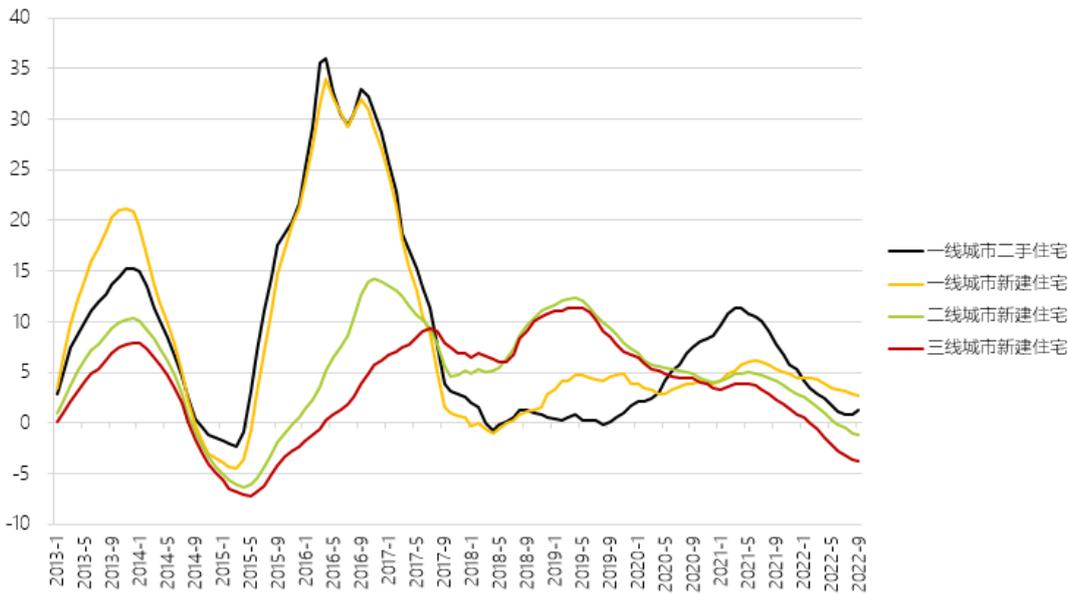
前三季度，制造业投资同比增长高达10.1%，远超2020-2021两年平均增速（3.6%），也超过2019年同期增速（2.5%）。基建投资（不含电力）在水利项目的拉动下，增幅达到8.6%。出口尽管逐月减速，前三季度仍有12.5%的增长（按美元计价），绝对值居历史高位。工业增长结构明显偏重于重工业，增长最快的是煤炭、钢铁和电气机械。在去年收缩的基础上，汽车制造、有色金属采矿业、计算机、通信和其他电子设备制造业也有大幅反弹。前三季度新能源汽车产量较去年同期翻倍，是表现最好的行业。



消费继续疲软。9月零售额同比增长仅为2.5%。考虑到通胀上涨了2.8%，实际零售额增速为负。餐饮、服装鞋帽以及家电销售都在收缩，主要的零售增长来自汽车，因为政府在年中出台了电动车退税等补贴政策。但这只是提前了居民购车的时间，增长难以持续。9月成都等地疫情反弹，固然是重要的消费限制因素，但更大的影响恐怕仍然来自低迷的房地产市场。对于普通的城市居民来说，除了购房，很难发生大件商品消费。

7月以来，工业景气复苏程度低于预期。在9月短暂的工业扩张后，10月PMI重回收缩区间。大企业仍有微弱扩张，但中小企业的生产、新订单、采购和就业数据都在下降。国企的表现好于私企，而且剪刀差在扩大。由于国内的刺激政策依赖财政扩张，主要需求集中在基建和能源项目，受益者大多是国有企业及其供应商。私营部门流动性短缺的问题没有解决，长达数月的内需不振打击了投资和生产。

主要城市商品房住宅价格（月度同比增长，%）



数据来源：国家统计局；万得；恒生中国。

房地产市场没有触底的迹象。房地产投资、销售、个人房贷和土地拍卖持续低迷。1-9月全国商品房住宅销售面积下降了25.7%；9月，70个主要城市中有54个城市房价下跌。除了一线城市，大部分地区放宽了限购限贷政策，并普遍降低了首付比例和房贷利率，但对于提高购房积极性收效甚微。目前中国的房贷利率为4.3%，已经低于美国最新的7.3%。长期来看，房地产市场中的改善性需求仍然存在，因为按照国际标准，中国人均住房面积偏小。然而，短期内对房地产开发商破产违约的担忧，以及对房地产税出台的预期限制了居民的购房动力。



自 2020 年新冠疫情爆发以来，出口一直是中国经济增长的支柱。2020 年，中国率先控制住疫情蔓延，全球对中国产业链的依赖程度上升，当年出口贡献了 25% 的 GDP 增长。2021 全年和 2022 年前三季度，出口分别贡献了 21% 和 32% 的 GDP 增长。由于大部分国家仍然在疫情后的复苏阶段，我们预期海外需求在年底前保持强劲。然而，2023 年美联储和欧央行加息的负面作用将逐渐显露，出口下行压力将会非常明显。

财政扩张基本达到了极限。由于地方政府的卖地收入大幅减少（前九个月同比下降了 28.3%），为城投债支付的利息升高，疫情控制方面的支出大幅增加，财政赤字达到创纪录的水平。截止第三季度末，政府赤字高达 7.1 万亿，是一年前的三倍。2022 年前三季度，卖地收入占到地方政府收入的 30.6%（测算口径为国有土地使用权出让收入/（地方本级财政收入+地方本级政府性基金收入）），较去年全年的 42% 明显下滑。房地产市场低迷，意味着短期内地方财政将需要依赖中央的转移支付。政府仍然可以通过公开市场发债来支付项目支出，然而仍需找到长期的可依赖的收入来源，房产税可能是最终的解决方案。

## 二十大后的经济政策

10 月中旬召开的二十大标志着中国新发展阶段的开始。未来 5-10 年内，产业链安全和科技创新将享政策优势，制造业至关重要。二十大报告强调建设现代化产业体系，加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国、数字中国。载人航天、探月探火、深海深地探测、超级计算机、卫星导航、量子信息、核电技术、新能源技术、大飞机制造、生物医药等战略性高新科技产业预期将得到更多来自国家的支持。绿色转型和发展低碳产业也是发展重点，预示着新能源和清洁能源产业链的进一步扩张。房地产行业的政策也没有转向，强调“租购并举”，即未来房地产结构将会更多侧重于发展租赁市场。

目前还没有迹象表明，针对低于预期的经济表现，政策会有任何转变。针对疫情防控政策，二十大强调坚持动态清零政策不动摇。随着天气逐渐寒冷干燥，国际入境航班增多，发生新一轮疫情的潜在风险上升。我们预期严格的旅行管控措施将至少持续至明年 3 月。新冠肺炎病毒的变异性仍然很强，相关疫苗和特效药的开发不能一蹴而就，因此疫情防控相关的基建，包括核酸检测亭、医务人员、产业链等，将会长期保留以预防疫情再度大规模传播。



去年 12 月的中央经济工作会议精准总结了我国面临的三重压力：供给冲击、需求收缩和预期转弱。今年 12 月的中央经济工作会议可能会针对就业等关乎社会稳定的事务出台托底措施，但基调仍将是延续之前的稳增长政策。

中美关系紧张的局势预计将会加剧。美国在 10 月大幅扩大了对中国半导体的出口管制，包括出口范围、数量和人员方面的限制。半导体行业拥有美国公民身份或者美国绿卡的管理和技术人员，如果不放弃美国身份，将无法合法为中国公司工作。新的制裁手段将会冲击中国半导体制造业，加速高科技行业的去美国化，包括重大人事调整。需要注意到，其他地区的人并未受到新规影响，包括来自欧洲、日本、韩国、中国台湾的高管和技术人员仍然可以为他们的中国半导体客户服务。我国对最新制裁的反应非常低调，尚未出台任何直接的反制措施。

二十大会议结束后，资本和外汇市场有短期的过度反应，不能代表人民币的长期走向。10 月，人民币汇率已经跌破了 7.3，创 2008 年以来新低。央行并不愿意看到人民币大幅贬值，但也没有表现出强烈的捍卫人民币汇率的意愿。央行在 9 月部署了两大工具稳定币值，包括降低外汇存款准备金 2 个百分点，以及对银行外汇远期售汇业务征收 20% 的风险准备金，10 月又将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25，提高企业和金融机构跨境融资的上限，增加境内美元供给。但这些手段没能扭转下跌趋势。这是因为人民币目前的贬值压力主要来自美元升值。未来几个月，美联储将会持续加息直到通胀有明显的下降，预期将持续至明年二季度。只要美联储加息不停止，美元走强的趋势就难以转向。我国在年底前仍然可能降息降准为实体经济提供流动性，因此中美货币政策的差异将增大。我们认为无需对目前人民币走势进行过度解读。

二十大强调要推进高水平的对外开放，稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放。我们预期未来针对外资准入的负面清单会继续缩短，扩大海外投资者的市场准入。尽管二十大报告没有提到金融，但金融系统仍然处于开放的前沿地带。10 月中旬银保监会发布新规，允许外资直接在我国境内设立财务公司。现行规则要求跨国公司必须首先在我国建立外商独资企业，而后再申请设立内部财务公司。新规简化了外资在我国开展业务的手续，符合条件的跨国企业将可以更加方便快捷地投资国内的厂房和机器设备等生产活动。



## 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[2022]「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。