



恒生銀行  
HANG SENG BANK

# 中国宏观月刊

2021年8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 年上半年的经济表现

2021年上半年经济表现				
	2019 1-6月	2020 1-6月	2021 1-6月	2020-2021 1-6月两年年化增长率**
GDP增速	6.1%	-1.6%	12.7%	5.3%
规模以上工业增加值*	6%	-1.3%	15.9%	7%
国有及国有控股企业	5%	-1.5%	11.9%	5%
私营企业	8.7%	-0.1%	18.3%	8.7%
出口（美元）	0.1%	-6.5%	38.6%	13.8%
消费	8.4%	-11.4%	23.0%	4.4%
投资	5.8%	-3.1%	12.6%	4.4%
房地产	10.9%	1.9%	15.0%	8.2%
基建	4.1%	-2.7%	7.8%	2.4%
制造业	3%	-11.7%	19.2%	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。

央行预计，在“十四五”期间（2021-2025），中国经济潜在产出（在不引起通胀的前提下，宏观经济能够获得的最大产出）增速在 5-5.7%之间。今年 GDP 增速在一、二季度分别为 18.3%和 7.9%（对应两年年化增长率 5%和 5.5%，落在央行预期区间内），总体表现良好。二季度，除了局限性的新冠肺炎病例和出行管制，全国范围内旅游基本完全放开，6月消费比前几个月明显好转。因为内需重启的速度仍然落后于工业生产，加之基数效应，下半年经济放缓将会较显著。但我们预期三、四季度的增速将降为 6.1%和 4.5%（对应两年年化增长率 5.5%），仍会落在潜在产出增速的“合理区间”内。因为 6月消费表现高于预期，近期央行降准以及对下半年更宽松的政策环境的预期，我们将全年 GDP 增速预测由原先的 8%上调至 8.5%。

## 外需旺盛和内需不足

上半年出口表现良好，两年年化增速 13.8%，是 GDP 增速的将近三倍。六月深圳盐田港的新冠肺炎疫情小规模爆发，造成了几天的港口运输中断，但几乎没有影响出口。上半年盐田港集装箱吞吐量



增长了 21%。预计下半年增长的主要动力仍将来自出口。最新变异病毒 Delta 毒株传染性极强，对于印度、马来西亚、印尼等主要工业出口国影响将会持续至明年。尽管中国出口的绝对值或已见顶，但是在高位震荡可能会持续至明年。这体现了世界对于中国生产的依赖性。与此同时，受到海运运力瓶颈和“双碳”限产政策的影响，国内工业产能受到一定程度的抑制，这将继续拉高国内出口产品的价格，从而推高美国等主要出口目的地的通胀水平。

工业生产和工业利润在上半年创下历史新高，工业增加值两年年化增长率高达 7%，已经超过了 2018-2019 的历史趋势，其中相当一部分也由出口拉动的。表现最好的行业包括医疗、装备制造、半导体和工业机器人，增速都超过两位数。相比之下，汽车、钢铁和煤炭产量在下降。汽车行业和高新制造业由于缺乏芯片无法大面积增产。在“双碳”政策下，钢铁和煤炭都有限产，推高了大宗商品价格。旺盛的工业生产导致多省用电负荷创新高，七月份河南甚至限制电煤跨省销售，以保证其省内的优先供应。我们预期下半年工业生产持续保持旺盛态势，煤炭等大宗商品的需求缺口短时间难以填补，这将导致相关大宗商品和工业投入品价格持续走高。

然而，内需不足的局面并没有根本性的改变。上半年，收入和消费增长显著低于 GDP 增速。扣除价格因素之后，全国人均消费两年年化增长 3.2%，城市消费增速只有 1.5%，均远低于 GDP 增速 5.3%。国内消费增长在 6 月有所加快，但增速只有疫情前的一半。消费重启困难主要是由于疫情后收入受到巨大冲击。上半年，居民可支配收入两年年化增速为 5.1%，低于疫情前趋势水平。农民工收入两年年化增速仅为 2.3%。年轻人就业压力增大，根据国家统计局对 31 个大城市的调查，6 月份 16-24 岁人口失业率为 15.4%，远高于 2019 年同期的 11.6%。

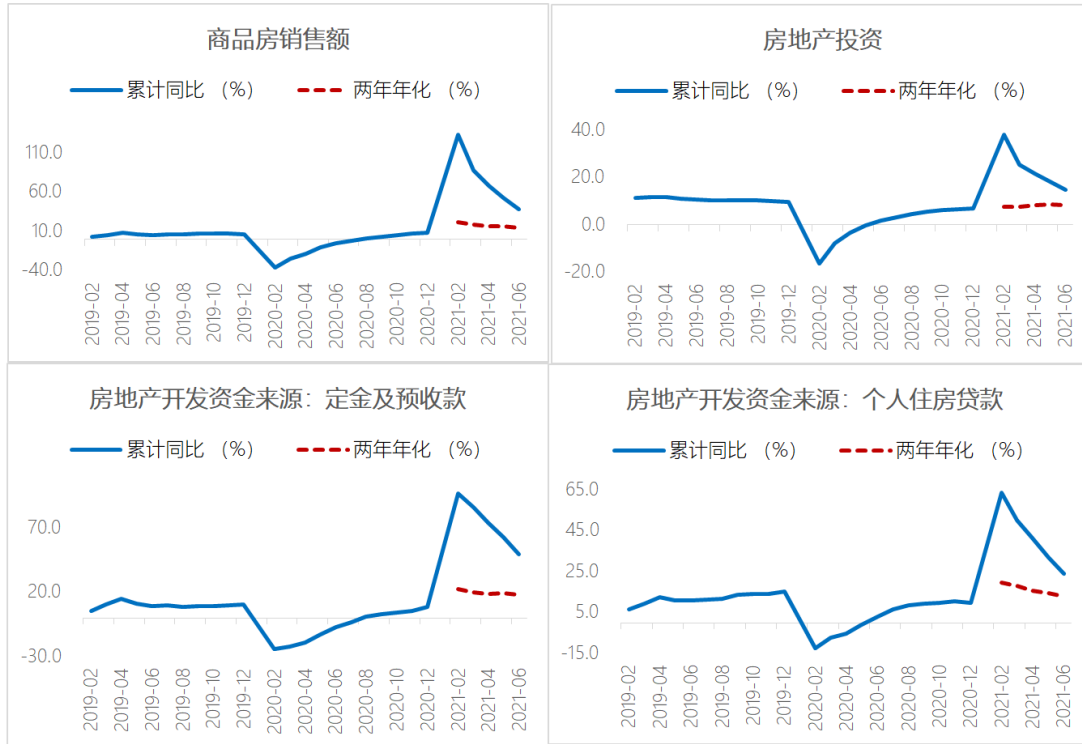
长期持续的疫情已经改变了消费者行为。即使没有跨省旅行的限制，很多人仍在尽量避免长途旅行和外出就餐。中国的疫苗接种增长迅速，但中国政府对于疫情“零容忍”的立场近期不会改变，在未来几个季度，消费仍将处于被抑制的状态。小城市的消费增长尤其滞后。根据我们对 289 个地级市零售数据的追踪，三、四线城市在 2021 年前五个月的消费占比为 44%，低于 2020 年的 48%，更远低于 2019 年的 54%。

投资的三大支柱中，只有房地产表现稳健，上半年两年年化增速为 8.2%。基建和制造业投资持续疲软，增速仅为 2.4%和 2.6%，远低于 GDP 增速。由于对地方债务风险的重视，基建投资走弱恐怕是长期趋势。我们预期“十四五”期间，城市化将为重点城市群、区域一体化带来新的基建投资机会，包括给外来人口的政府保障房和廉租房建设；但是对于大部分的中国城镇，基建新增投资空间很低。



## 房地产增长稳健，但有减速迹象

房地产市场有减速迹象



数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

注：图中“两年年化”是以2019为基期计算的2020-2021两年的几何增长率。

房地产仍是内需支柱。上半年，商品房销售额累计同比增长 39%，两年年化增长率 14.6%，显著高于 2019 年的趋势。但是由于房贷政策收紧，房屋销售变慢，6 月份的商品房销售额增长 7.5%，两年年化仅为 4.8%，为今年以来最低水平。若干个沿海大城市的商业银行近期提高了房贷利率，同时延长了贷款审批时间，以降低房价上涨压力。由于大城市的房产更加安全，国有银行限制房地产贷款额度之后，直接导致了银行房贷向大城市的集中，而小城市的贷款很难获得批准。下半年，我们预期大城市房价（尤其是二手房）仍将上涨，尽管增速可能有区域性差异。

相比之下，房地产投资保持了稳健增速，按两年年化增长率看，二季度甚至比一季度有所加速。从房地产开发商的资金来源看，个人房贷减速较快、定金和预收款略有减速，但二者均高于 2019 年水平。真正减速的是房屋新开工面积，今年以来一直处于收缩状态。这主要是由于供地方式改变造成的。从年初至今，土地购置面积明显下降，同时购地费用大幅上升，反映在地价的快速上涨。土地



供应不足的情况将长期存在，大城市将在中长期存在更大的房价上涨压力。相比之下，内陆大部分中小城市房地产市场持续低迷，人口增长停滞，房价有下行压力。

## 通胀、货币政策和汇率

中国上半年通胀率为 0.5%，除去食品和能源之后的核心通胀率仅为 0.4%，没有通胀压力。下半年价格会有所反弹，因为去年食品的基数较低，同时国内区域性暴雨等自然灾害会推高食品价格。但由于内需不足的局面没有根本性的改变，同时商品和服务供给又较为充足，消费品价格的上行将较为缓慢。大宗商品价格持续攀升，但主要的原材料成本由产业链中下游的企业承担了，消费者能够感知到的商品价格涨幅很小。即使考虑到下半年政策将更为宽松，通胀压力也不大。我们预期全年通胀率为 1.6%，远低于 3% 的官方目标。

下半年，货币和财政政策将比上半年宽松。7 月 15 日央行全面降准开始生效，释放长期资金约 1 万亿元。未来几个月内，央行也有可能降低 MLF 利率，引导 LPR 利率下行，以支持实体经济，预期降幅在 10-30 个基点范围内。货币政策整体保持“灵活适度”原则，根据实体经济数据随时调整。四季度利率下调的概率更大，因为届时经济增速大概率降至 5% 以下，需求放缓将更加明显。由于消费和基建的重启非常困难，一旦房地产或者出口失去动力，政策将会进一步放松。

下半年汇率波动风险增大，人民币贬值力量会占据主导性，但具体的点位要看货币政策和市场的具体情况决定。我们预期今年人民币兑美元的汇率波动区间在 6 到 7 之间。短期内影响汇率波动的因素主要来自对美国经济复苏的预期、中国贸易盈余的变化和对中国货币政策走势的判断，因为汇率是由两种货币的相对价格决定的。美国通胀预期上升，美联储提前退出宽松货币政策的预期抬头，同时财政刺激导致的经济过热，都将推动美元指数上涨并对人民币造成贬值压力。由于海运运力瓶颈，中国出口在高位震荡，同时进口额随着大宗商品的涨价而居高不下，这会导致中美贸易顺差走低。

长期来看，人民币仍然面临升值压力，因为中国的实际生产力增速预期远高于美国。中长期的美元弱势不可避免，一方面由于美联储长期的货币宽松，另一方面由于美国国际货币地位的下降。疫情以来，美元相对于包括欧元、日元、英镑和人民币在内的所有主要货币均处于贬值态势。许多国家减持美元作为外储货币，转而依赖多元化储备，这也将降低对美元的长期需求。一个需要注意到的下行风险是中国生产力近年的减速，这是国内经济结构由制造业向服务业转变所导致的。因为服务业的生产力水平低于制造业，这本身就拉低了生产力水平。中国未来的生产力仍有巨大潜力，但是前景取决于如何扭转生产力增速下滑的趋势。



## 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。