



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2022年3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。

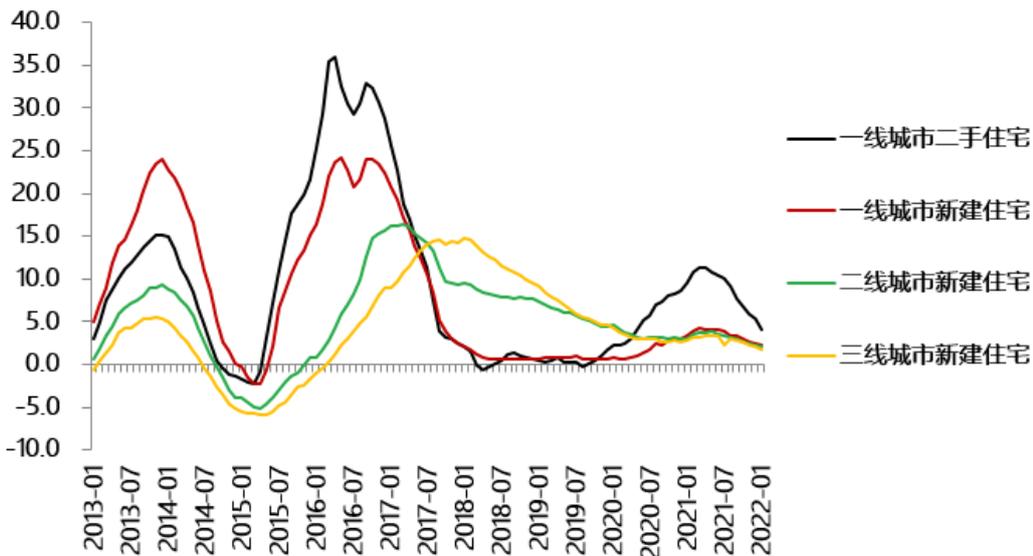


信贷持续扩张面临挑战

1 月份，中国信贷发放增速加快。社融存量同比增长 10.5%，增量历史上首次超过 6 万亿，同比多增 9,842 亿。然而，这种增长恐怕难以持续。尽管总量超出预期，结构上看，增长的信贷主要集中在人民币贷款、政府债（包括政府融资平台）和企业债（主要是国企）。人民币贷款中，约有 1/3 是票据，1/4 是短期贷款，这两个项目波动性很大，只反映了流动性资金的需求。相比之下，反映企业真实投资需求的中长期贷款的新增反而有所减少。

居民中长期贷款（主要是房贷）的增量也低于去年同期。房地产从去年三季度开始出现较为明显的拐点，各线城市的新房和二手房房价均出现回调。政策上对于房企债务规模的“三道红线”，以及去年 10 月宣布即将实施的房地产税试点，均显著限制了房地产占用的金融资源。市场的预期也发生了较大变化，房地产投资和销售均明显放缓。两会后可能会出台房地产税试点城市的相关政策和细则，届时房价仍可能会回调。但我们仍然认为，由于人口持续流入的预期，一、二线大城市的房价有长期上涨的趋势。而对于人口流出的小城市和县城，房价下跌的压力将增大。

各线城市住宅价格(月度同比增长, %)



数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

民营实体的资金需求较弱。尽管央行数据显示，去年四季度民营经济对应的名义利率是过去 40 年最低的，加权平均值仅为 4.76%，但在实践中，大部分企业面临的名义利率远高于这个点位。同时中国经济增速放缓显著，国际局势复杂，企业投资的风险在上升，实际的投资回报率预期下降。民营



经济的信贷需求将持续疲软。虽然政策支持的高科技行业融资需求旺盛，但是主要的投资资金并不来自银行信贷。因此，今年信贷需求的进一步扩张将主要依赖政府和国企的需求。

1月，通货膨胀剪刀差加大：以CPI衡量的消费通胀仅为0.9%，但是以PPI衡量的工业通胀达到了9.1%。中国消费通胀水平和其他主要经济体形成鲜明对比，体现了疫情后内需弱、外需强的现状并没有太大改变。根据我们对全国292个地级市的数据追踪，中国三、四线城市的消费尽管在去年有所复苏，但仍低于2019年的水平。

新冠肺炎疫情的“动态清零”政策仍然是服务业和消费复苏的主要限制因素。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年一季度的高基数效应（GDP增速18.3%），另一方面，因为疫情的持续严格管控，对消费和服务业复苏有很大的打击。2021年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。俄乌局势加剧了大宗商品市场供不应求的局面，也可能会加快欧美国家货币政策收紧的进程。随着全球通胀走高，中国产业链在全球经济中的重要性会进一步上升。

政策展望

2022年，各省宣布的GDP增长目标平均为6.3%。我们预期3月份的两会将把全国增长目标定在5%以上。历史经验显示，各省通常达不到自己设定的增长目标。中国31个省中，海南省设定的增长目标最高，达到了9%，反映了海南自贸港建设投资和国内旅游带来的经济拉动。北京设定目标5%，为最低，体现了北京在剥离非首都功能上的努力，如将所有央企总部迁出市中心等举措。

保就业将是各省最重要的政策目标。今年，有14个省设立了家庭收入增长目标，所有的省都设立了失业率目标。2022年计划新增就业岗位的各省目标加总为1,500万个，远高于去年1,100万个的目标（去年实际新增就业为1,300万个）。

碳减排节奏有所放缓。去年下半年多省缺电的问题，让地方政府在制定碳减排目标时更加谨慎。即便如此，河北省仍然制定了明确的减排目标，而其他大部分省仅仅是承诺了中央分配的目标。钢铁仍是中国碳排放最大的工业来源，而河北作为最大的钢铁产地，将面临巨大的脱碳压力。我们仍然认为中央会坚持双碳政策，但哪怕是短期内的减碳放缓，也会给新能源产业带来压力。



我们认为长期政策不会转向，包括严控房地产、防止资本无序扩张和共同富裕。短期的宏观政策会相对宽松，以提振增长。由于 1 月降息幅度很小，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 年生长的关键因素。然而，政策中仍然要求地方以发行地方政府债券作为主要融资方式，同时不能扩大隐性债务的规模。今年地方政府债券发行已经提前，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”，因此今年财政支出并不会大幅扩张。



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。