

二零二二年一月十七日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 中国政府对新冠疫情迅速且有力的反击，以及坚持“清零”政策，帮助中国经济在 2021 年延续稳健复苏的态势，全年经济增速达到 8.1%，高于市场预计的 8%，并较 2020 年 2.2% 的增速大幅提高。
- 但从季度环比来看，全球经济环境正快速变化，而市场不确定性增加、新冠疫情复燃、气象灾害频发、供应链危机加剧、个别行业监管力度加强、能源短缺、地产行业债务危机等因素接踵而至，经济活动在四季度渐趋温和，环比增速从第三季度的 4.9% 放缓至 4%。
- 展望 2022 年，中国经济经济将面临需求收缩、供给冲击、预期转弱这三重压力。中国当局已经协调各部门力量，确保电力供应和恢复生产活动正常化，对抗当前的经济下行压力，同时在严控疫情扩散的情况下，恢复供应链的弹性。中国的政策制定者预计将进一步加大刺激措施力度，以提振增长动力，应对动荡多变的外部环境。
- 中国将继续在扩大内需和科技创新两方面着力，2022 年国民经济将继续恢复，并保持中高速增长，GDP 年增长率预计将达到 5%。

2021 年中国经济延续稳健复苏

中国政府对新冠疫情迅速且有力的反击，以及坚持“清零”政策，帮助中国经济在 2021 年延续稳健复苏的态势，全年经济增速达到 8.1%，高于市场预计的 8%，并较 2020 年 2.2% 的增速大幅提高。主要经济指标从 2020 年的低谷走出，固定资产投资、工业生产、零售消费及对外贸易均录得不同程度的增长。但从季度环比来看，全球经济环境正快速变化，而市场不确定性增加、新冠疫情复燃、气象灾害频发、供应链危机加剧、个别行业监管力度加强、能源短缺、地产行业债务危机等不利因素接踵而至，经济活动的复苏势头在四季度渐趋温和，环比增速从第三季度的 4.9% 放缓至 4%。展望 2022 年，中国经济经济将面临需求收缩、供给冲击、预期转弱这三重压力。中国当局已经协调各部门力量，确保电力供应和恢复生产活动正常化，对抗当前的经济下行压力，同时在严控疫情扩散的情况下，恢复供应链的弹性。中国的政策制定者预计将进一步加大刺激措施力度，以提振增长动力，应对动荡多变的外部环境。中国经济增速预计将在 2022 年上半年有所放缓，但消费及投资领域的好转，连同各项宏观经济政策的支持，将有助于缓解经济下行风险，同时为下半年的经济增长打好根基，确保经济实力的可持续复苏。我们认为，中国将继续在扩大内需和科技创新两方面着力，2022 年国民经济将继续恢复，并保持中高速增长，GDP 年增长率预计将达到 5%。

2021 年固定资产投资保持稳定增长。2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，高于市场预期的 4.8% 和 2020 年的 2.9%。其中，制造业投资从 2020 年的收缩 2.2% 转为增长 13.5%，是拉动整体固定资产投资增长的主要原因。不过，基础建设投资仅增长 0.4%，低于 2020 年的 0.9%，房地产投资增速亦从 2020 年的 7% 放缓至 4.4%，反映房地产开发商的债务问题削弱了地产项目的投资前景。展望 2022 年，中国的疫情防控工作仍在持续，全球经济增长的不确定性亦在增加，中国的政策制定者预计将发展重点继续放在如何保持经济的可持续复苏。中国当局近期采取的多项稳定经济发展的措施将进一步促进基础建设投资，帮助延续固定资产投资的扩张势头。

2021 年中国规模以上工业增加值强劲反弹。2021 年 12 月，中国工业增加值同比增长 4.3%，高于市场预期的 3.7% 和 11 月的 3.8%。2021 年全年来看，工业生产扩张势头强劲，工业增加值同比增长 9.6%，大幅高于 2020 年 2.8% 的增速。多个主要工业板块在 2021 年表现亮眼，包括“医药制造业”（12 月同比增 8.6%，2021 年同比增 24.8%），“电气机械和器材制造业”（12 月同比增 5.8%，2021 年同比增 16.8%），“计算机、通信和其他电子设备制造业”（12 月同比增加 12%，2021 年同比增加 15.7%），“专用设备制造业”（12 月同比增 7.4%，2021 年同比增 12.6%），这些板块成为 2021

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

年工业生产持续扩张的主要驱动力。展望未来，随着经济活动的持续复苏，中国工业新订单将进一步增加，为 2022 年工业活动的可持续增长创造有利条件。

2021 年零售消费市场大幅好转。2021 年 12 月，全国社会消费品零售总额同比增长 1.7%，低于市场预期的 3.8% 和 11 月的 3.9%。2021 年全年，社会消费品零售总额同比上升 12.5%，2020 年则为同比收缩 3.9%。2021 年全国网上零售总额同比上升 14.1% 至 13.08 万亿元，反映网络消费仍保持较强的增长动力。整体来看，“金银珠宝类”（12 月同比跌 0.2%，2021 年同比增 29.8%），“石油及制品类”（12 月同比增 16.6%，2021 年同比增 21.2%），“烟酒类”（12 月同比增 7%，2021 年同比增 21.2%），“饮料类”（12 月同比增 12.6%，2021 年同比增 20.4%），以及“建筑及装潢材料类”（12 月同比增 7.5%，2021 年同比增 20.4%）的强劲表现支撑了 2021 年整体零售销售市场的发展。展望未来，我们认为，中国会继续将促进居民消费摆在重要位置，当中服务消费和网络消费料将继续保持高速增长，带动整体消费市场在 2022 年稳步向上。

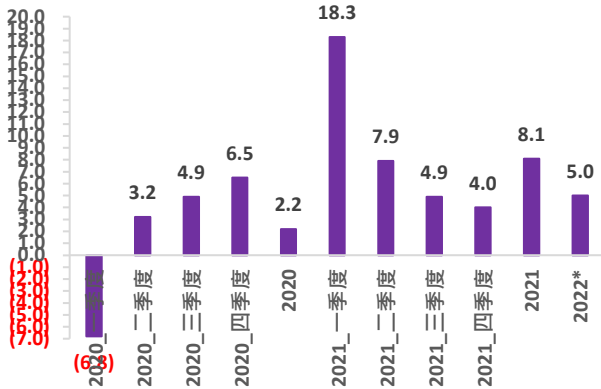
2021 年通胀保持温和走势。2021 年 12 月，中国居民消费价格指数（CPI）同比升幅回落至 1.5%，略低于市场预期的 1.7% 和 11 月的 2.3%，12 月 CPI 环比亦温和下滑 0.3%，这主要由于食品价格由 11 月的同比上升 1.6% 转为下降 1.2%，非食品价格的同比升幅则由 11 月的 2.5% 放缓至 2.1%。可以看出，食品供应充足、能源零售价格涨幅放缓，正帮助稳定中国的总体价格水平。2021 年全年来看，中国居民消费价格指数同比上涨 0.9%，低于政府 3% 的目标。12 月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上升 10.3%，低于市场预期的 11.3%，亦较 11 月 12.9% 的升幅进一步放缓。PPI 升幅下降主要得益于当局采取适当的政策措施，保证原材料的正常供应及解决能源短缺问题。2021 年全年来看，PPI 同比升幅达 8.1%，2020 年则为同比下降 1.8%。PPI 录得显著升幅，主要由于能源及原材料价格出现大幅波动，特别是“石油和天然气开采业”、“黑色金属冶炼和压延加工业”和“石油、煤炭及其他燃料加工业”的价格水平，全年升幅分别达 38.7%、28.5% 和 28.2%。展望未来，消费及工业价格水平正出现企稳回落的迹象，有助于缓解中国经济面临的通胀压力。温和的通胀水平亦令市场原本对充裕的流动性可能推高通胀的担忧进一步消散，也为国家实施灵活的货币政策奠定基础，从而抵御经济下行风险。考虑到政策制定者仍在抑制大宗商品价格、恢复稳定的电力供应以及确保供应链弹性方面继续发力，整体消费及工业价格水平预计将保持稳定，为中国的经济复苏创造有利条件。

全球对中国产品需求强劲，2021 年中国对外贸易加速增长。2021 年，中国对外贸易经历一番蓬勃发展，以人民币计价出口额同比增长 21.2%，大幅高于 2020 年的 4%，进口额则同比增长 21.5%，扭转了 2020 年下降 0.2% 的跌势。2021 年全年进出口总额从 2020 年的 2.1% 大幅增长至 21.4%，贸易顺差扩大 20.2% 至 4.37 万亿元。单计 2021 年 12 月，出口额同比增长 17.3%，高于市场预期的 16.3% 和 11 月的 16.6%，进口额则同比增长 16%，逊于市场预期的增长 23.6% 和 11 月的 26%。全球范围内对汽车、稀土、肥料和钢材的需求强劲，带动 12 月海外出货量激增。12 月中国对美国、欧盟和东盟国家的出口增长保持在两位数，这表明疫情持续和大宗商品价格飙升并没有抑制他们对中国产品的需求。此外，中国为缓解能源短缺问题，加大对煤炭和能源产品的购买量，带动进口表现向好。展望 2022 年，全球疫情反复，继续对供应链构成压力，中国出口商正面临零部件短缺、物流瓶颈、原材料及运费成本飙升等多重挑战。

我们认为，全球贸易活动的复苏根基仍不稳固，与此同时，最新公布的中国官方12月新出口订单指数及进口指数——两项制造业PMI的分项指标，分别录得48.1和48.2，反映海外新订单减少，国内对进口商品的需求也在减弱，进一步削弱中国对外贸易活动的增长势头。中国整体贸易的发展态势将在未来数月经历一番波动。

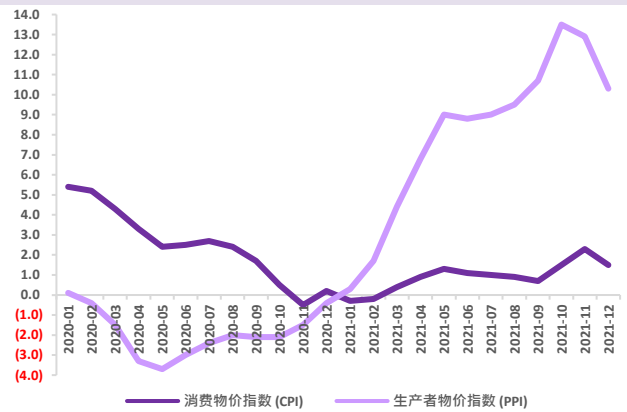
2021年信贷需求保持平稳。2021年12月广义货币(M2)保持稳步增长的势头，同比上升9%，高于市场预期的8.6%及11月的8.5%。12月新增人民币贷款1.13万亿元，低于市场预期的1.25万亿元和11月的1.27万亿元。纵观2021年全年，人民币贷款累计增加19.94万亿元，较2020年全年多增加3150亿元。12月新增社会融资总额2.37万亿元，低于市场预期的2.4万亿元和11月的2.61万亿元。2021年全年，社会融资规模增量累计为31.35万亿元，较上年减少3.4万亿元。总的来说，中国身处复杂多变的全球经济环境中，中国人民银行正不余遗力地引导资金流入实体经济，以支撑经济发展。我们认为，中国人民银行将继续实施审慎的流动性管理，以确保金融市场的长期稳定及维持较低的社会融资成本，满足企业的资金需求，从而稳固2022年的经济增长势头。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比%)



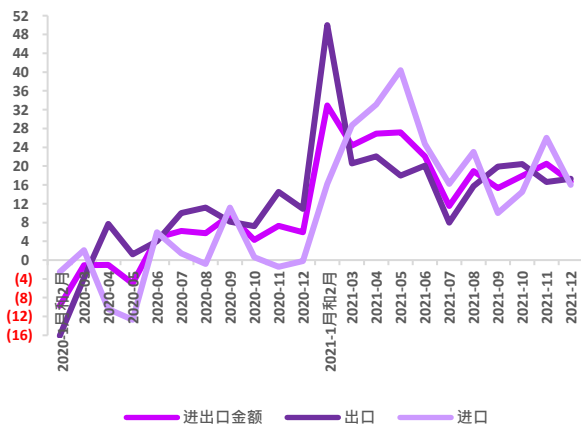
来源: 彭博
*光银国际预测

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



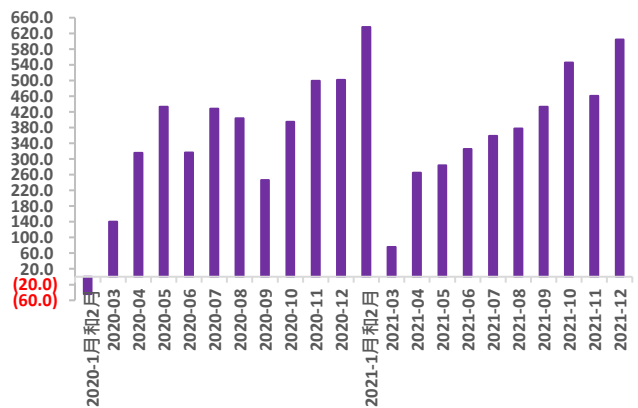
来源: 彭博

图.3: 进出口 (同比%) (按人民币)



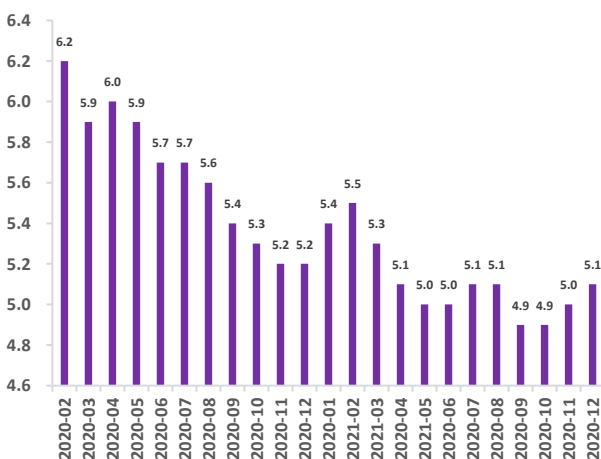
来源: 彭博

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



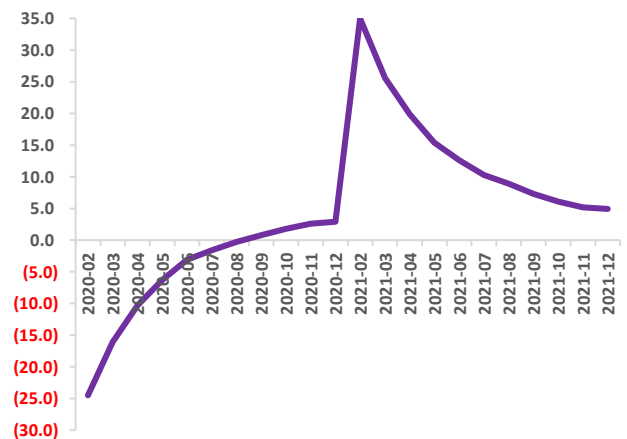
来源: 彭博

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



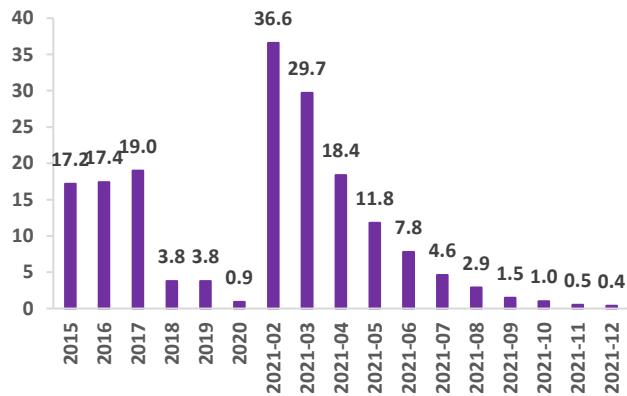
来源: 彭博

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



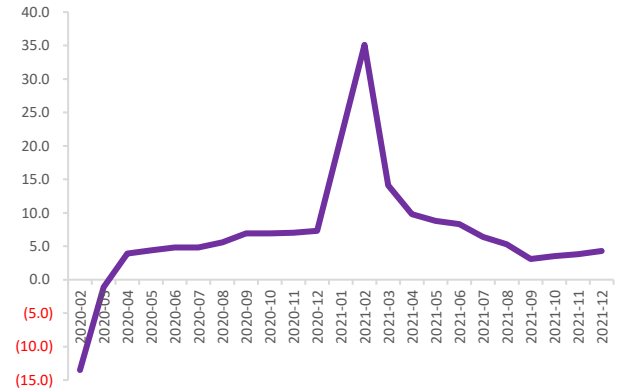
来源: 彭博

图.7: 基础设施投资(累计同比%)



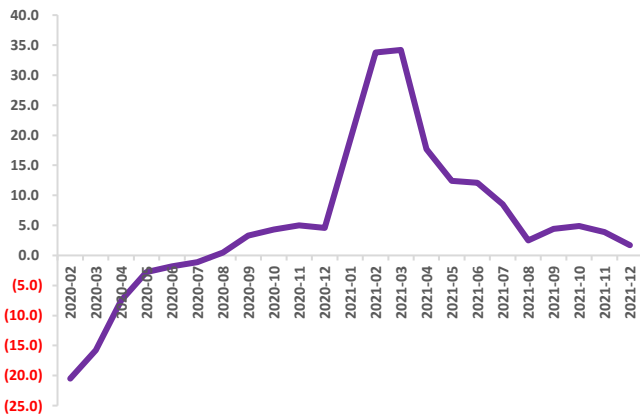
来源: 彭博

图.8: 工业增加值(同比%)



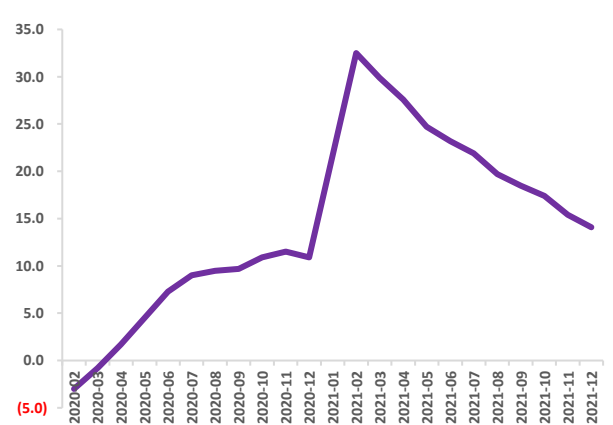
来源: 彭博

图.9: 社会消费品零售总额(同比%)



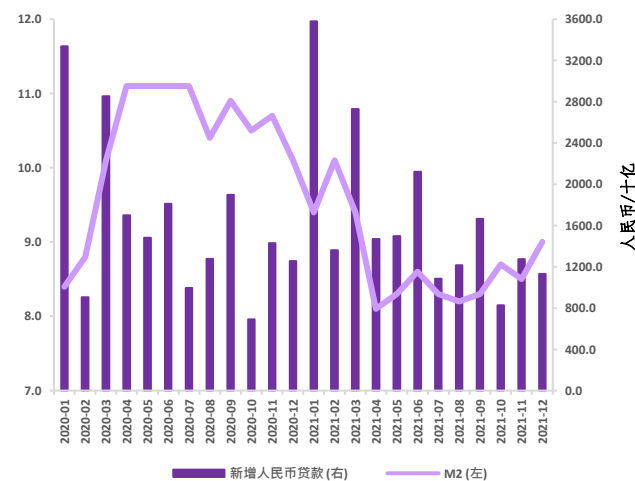
来源: 彭博

图.10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



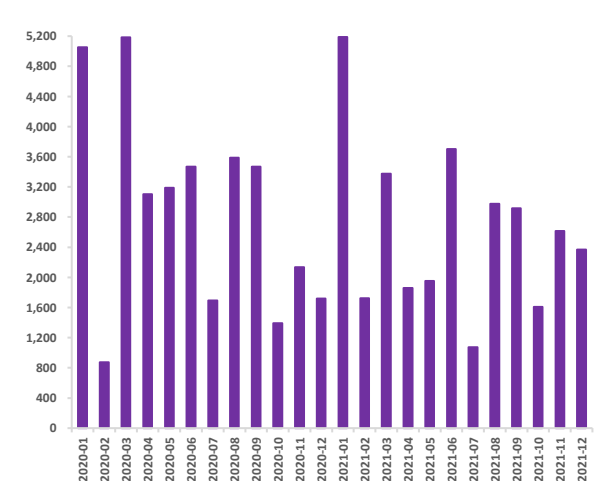
来源: 彭博

图.11: 新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速(%)



来源: 彭博

图.12: 社会融资总额(人民币十亿)



来源: 彭博

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.5	18.0	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.3	16.1	18.9	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	711.7	874.0	1170.1	1611.2	4368.7
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.7	24.3	24.3	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.9	23.9	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	109.0	135.1	181.4	250.7	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3229.4	19943.3
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.7	7510.2	6966.1	6591.4	31356.4

	12/20	1/21	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21
实际国民生产总值 (同比%)	6.5	-	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0
制造业 PMI (%)	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3
非制造业 PMI (%)	55.7	52.4	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7
出口(人民币/同比%)	10.9	16.5	139.2	20.6	22.1	18.0	20.1	8.0	15.7	19.9	20.4	16.6	17.3
进口(人民币/同比%)	(0.2)	20.2	11.8	28.7	33.1	40.4	24.7	16.2	23.0	10.0	14.5	26.0	16.0
贸易余额 (人民币/十亿)	509.2	405.0	231.2	75.5	265.0	283.7	325.3	359.2	377.4	433.4	545.9	460.7	604.7
出口增长 (美元/同比%)	18.1	24.6	154.6	30.5	32.2	27.8	32.1	19.3	25.6	28.1	27.1	22.0	20.9
进口增长 (美元/同比%)	6.5	28.7	18.9	39.2	44.0	52.0	37.3	28.3	33.0	17.5	20.6	31.7	19.5
贸易余额 (美元/十亿)	75.8	61.8	35.4	11.9	41.1	43.7	50.4	56.1	58.5	66.8	84.5	71.7	94.5
消费物价指数 (同比%)	0.2	(0.3)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5
生产者物价指数 (同比%)	(0.4)	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3
固定资产投资 (年初至今/同比%)	2.9	-	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.0	-	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4
工业增加值 (同比%)	7.3	-	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3
零售额 (同比%)	4.6	-	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7
新增贷款 (人民币/十亿)	1255.2	3578.3	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1130.0
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	1647.6	5187.8	1724.3	3376.6	1856.9	1952.2	3701.1	1075.2	2974.4	2916.5	1607.3	2614.1	2370.0
全国城镇调查失业率(%)	5.2	5.4	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.2	5.1	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	35,911.81	19.95	(0.88)
标准普尔 500 指数	4,662.85	25.59	(0.30)
纳斯达克综合指数	14,893.75	126.06	(0.28)
欧洲			
富时 100 指数	7,542.95	18.09	0.77
德国 DAX 30 指数	15,883.24	15.33	(0.40)
法国 CAC 40 指数	7,143.00	21.65	(1.06)
斯托克 600 价格指数	481.16	20.47	(1.05)
亚洲			
香港恒生指数	24,383.32	9.74	3.79
恒生中国企业指数	8,554.79	7.57	3.93
上海深圳沪深 300 指数	4,726.73	17.09	(1.98)
上海证券交易所综合指数	3,521.26	15.06	(1.63)
深证综合指数	2,435.40	36.85	(0.71)
日经 225 指数	28,124.28	15.94	(1.28)
韩国 KOSPI 指数	2,921.92	13.56	(1.12)
台湾证交所加权股价指数	18,403.33	14.92	1.29
标普/澳证 200 指数	7,393.86	23.08	(0.80)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,173.12	22.78	(0.14)
MSCI ACWI 指数	744.41	21.31	0.17
MSCI 新兴市场指数	1,257.46	14.24	2.56
MSCI 美国指数	4,471.60	26.37	(0.39)
MSCI 英国指数	2,136.45	17.61	0.98
MSCI 法国指数	203.17	22.21	(1.20)
MSCI 德国指数	171.77	15.38	(0.10)
MSCI 中国指数	85.15	14.60	2.75
MSCI 香港指数	15,030.91	21.56	1.94
MSCI 日本指数	1,222.64	15.00	(1.15)

*所有市场根据 2022/01/14 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.25	0.00
美国最佳利率	3.25	0.00
联储贴现率	0.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.0355	(0.003)
美国综合国债 1 年收益率	0.4756	0.066
美国综合国债 5 年收益率	1.5577	0.059
美国综合国债 10 年收益率	1.7841	0.022
美国综合国债 30 年收益率	2.1219	0.006
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.1033	(0.002)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.2413	0.005
日本综合国债 1 年收益率	(0.104)	(0.005)
日本综合国债 10 年收益率	0.143	0.003
德国综合国债 1 年收益率	(0.647)	(0.001)
德国综合国债 10 年收益率	(0.046)	(0.002)
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.80	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.146	(0.026)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.571	(0.046)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.793	(0.026)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.209	0.37
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.429	(0.001)
香港基本利率(贴现率)	0.5	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.1049	0.061
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1471	0.017
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.9282	0.891
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.5110	0.522
公司债(穆迪)		
Aaa	2.83	0.02
Baa	3.50	(0.01)

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	83.82	6.24
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	86.06	5.27
天然气期货	美元/百万英	4.26	8.84
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,976.20	2.48
铜期货	美元/磅	442.05	0.24
LME 钢筋期货	美元/吨	700.00	(2.10)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,363.10	3.07
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,817.94	1.19
黄金期货	美元/盎司	1,816.50	1.06
现货银	美元/盎司	22.96	2.66
现货铂	美元/盎司	974.53	1.28
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	596.25	(1.73)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	741.50	(2.24)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.31	1.44
大豆期货	美元/蒲式耳	1,369.75	(2.87)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	95.17	(0.58)
欧元/美元	1.1411	0.45
英镑/美元	1.3675	0.64
澳大利亚元/美元	0.7208	0.38
美元/加拿大元	1.2552	(0.72)
美元/日元	114.19	(1.19)
美元/瑞士法郎	0.9140	(0.52)
人民币中间价指数	6.3677	(0.10)
美元/人民币	6.3527	(0.39)
美元/人民币-交割远期	6.4928	(0.48)
美元/中国境外即期汇率	6.3578	(0.39)
美元/港币	7.7846	(0.16)
人民币/港币	1.2255	0.22
中国境外即期汇率/港币	1.2244	0.22
美元/韩元	1,187.30	(1.19)
美元/新台币	27.62	(0.25)
美元/新加坡元	1.3477	(0.59)
美元/印度卢比	74.15	(0.21)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600