



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2023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					
	2023预测	2022	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5	3	8.4	2.2	6
CPI (%)	2.5	2	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.5	5.1	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	6	-0.2	12.5	-3.9	8
出口 (以人民币计价, %)	2	10.5	21	4	5
人民币兑美元汇率 (期末)	6.6	6.95	6.37	6.54	6.97

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。



2022年全年经济表现			
	2019年	2020-2021年 两年平均增速**	2022年
规模以上工业增加值*	5.7%	6.1%	3.6%
国有及国有控股企业	4.8%	5.1%	3.3%
私营企业	7.7%	6.9%	2.9%
出口（美元）	0.5%	16%	7%
社会消费品零售总额	8%	4%	-0.2%
固定资产投资	5.4%	3.9%	5.1%
房地产	9.9%	5.7%	-10%
基础设施	3.8%	0.6%	9.4%
制造业	3.1%	5.4%	9.1%

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。**图中“2020-2021年两年平均增速”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。

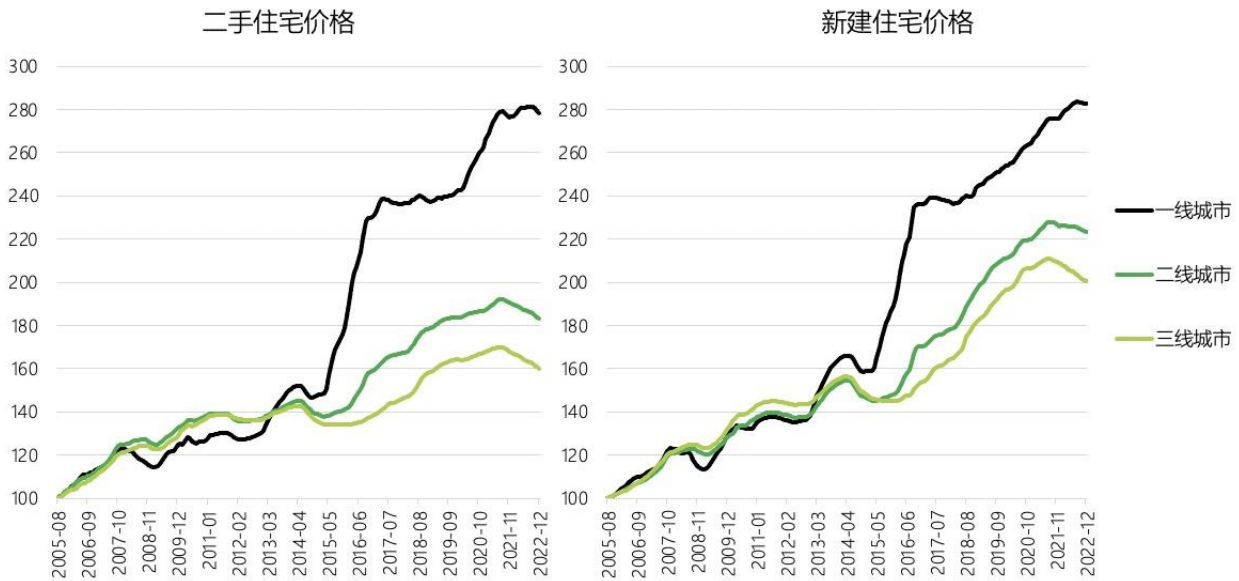
经济景气度有所改善

目前，经济政策大都为去年的延续，但在边际上有所宽松。房地产开发商得到更多资金和政策支持，包括国有和民营房企。为了鼓励买房需求，央行授权地方政府，如果新建商品住宅价格环比和同比连续三个月下跌，可以自行降低房贷利率。国务院副总理刘鹤在达沃斯论坛公开表示，房地产业是中国国民经济的支柱产业。但由于春节前后通常是房地产销售低谷，目前政策效果并不明显，预期三月的“两会”之后销售额会有所反弹。

房地产内部也出现更明显的分化。2022年末，小城市房价继续下降，一线城市房价企稳，甚至有所回升。大城市房产的安全资产属性愈发突出。“房住不炒”的政策基调没有改变，但是新的政策方向侧重于解决新市民和青年人的住房问题。预期今年安居房和廉租房建设将提速。



城市住宅价格指数 (2005=100)



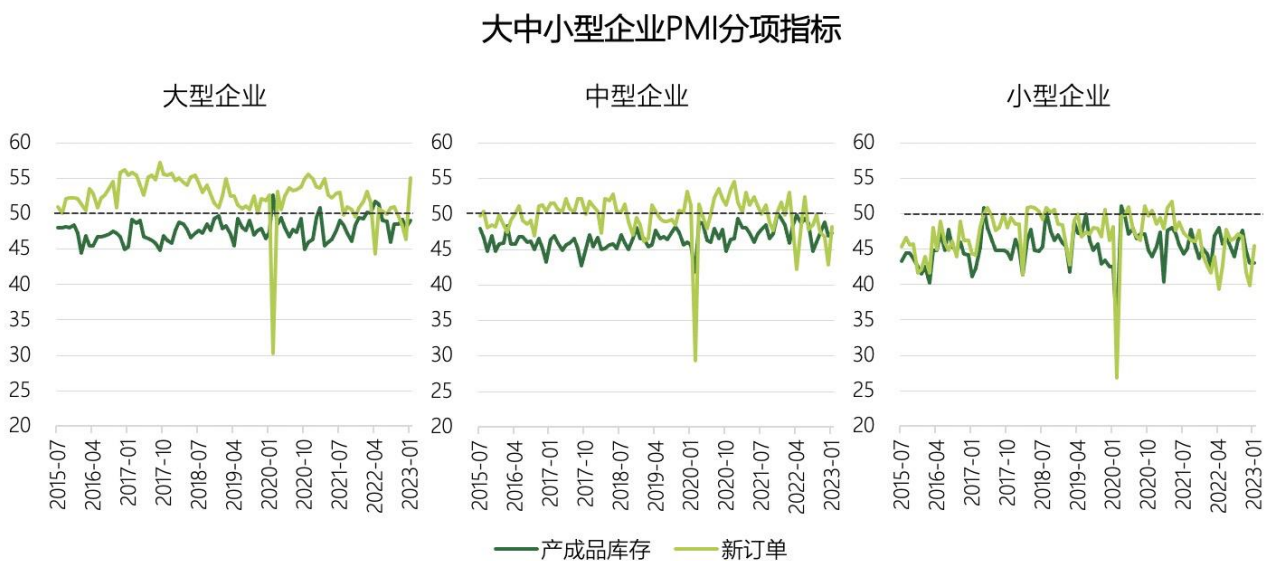
数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

注：计算是基于70大中城市的住宅价格；由于2018年后城市的新建住宅价格指数停止发布，所以2018年前的计算使用新建住宅价格，2018年后的计算使用新建商品房住宅价格。

在 2023 年 1 月 8 日中国出入境往来措施优化后，国内和跨境经济活动明显增加。多家线上出行平台的数据显示，出入境机票和海外订单量增幅均超过 500%。根据高频数据，春节期间国内的消费、交通和旅游均显著好于 2022 年，恢复至 2019 年的 60%-80%左右的水平。按照目前的增长趋势，消费到年底前可以恢复至 2019 年水平。但是一个不可忽视的下行风险是疫情反复。假如新冠病毒变种再次大规模传播，仍然会打击消费者信心。北京大学国家发展研究院的报告显示，截止 2023 年 1 月 11 日，国内已有 64%的人口已经感染过至少一次奥密克戎病毒，感染率最高的甘肃省达到了 91%。大众心态普遍乐观，许多人认为疫情已经结束，对于新一轮传播可能心理准备不足。

年初开局，第一要务是恢复信心。最有领先性的景气指标是制造业采购经理人指数 (PMI)。它通过调查问卷体现制造业的主观感知，是每个月宏观数据中最快发布的指标，对经济周期的变化反应灵敏。最新数据显示，一月的经济景气重回扩张区间。然而，这在历史上是很少见的。因为在春节所在月份，工人通常有两周假期，工业活动会低于上月。在一月 PMI 各分项指标中，明显上升的只有两个：第一是“生产经营活动预期”，显示了生产者信心的改善，大型企业的预期显著好于中小企业；第二是“主要原材料购进价格”，反映了生产端的通缩压力有所缓解。但二者都是供给侧指标，并不反映需求。

走出经济低谷最终依赖的是需求，因此更需要关注 PMI 分项中的“产成品库存”和“新订单”。从总体上来看，库存下降，新订单增多（由于“新出口订单”大幅收缩，说明订单增长都来自国内），总需求在改善。但不同规模的企业差异极大。所有的新增订单都流向大企业，中小企业新订单仍在收缩。由于中小企业的库存和新订单在同步下降，说明这些企业在主动去库存，且没有进行新的生产。在过去十年中，制造业企业主动压降产成品库存的情况是极为罕见的，这反映了中小企业的悲观预期尚未扭转。



数据来源：国家统计局；恒生中国。

注：50为PMI荣枯线，PMI高于50表示经济活动在扩张，低于50表示经济活动在收缩。

居民储蓄从另一个角度反映了内需弱化。2022 全年新增储蓄比上年增长约 50%。然而，这部分增额储蓄并不能轻易转化为消费。因为第一，储蓄倾向增加是收入预期转弱的结果；第二，增量储蓄中很大一部分资金本来是用来买房的，然而房地产市场持续下行，居民投资意愿下降；第三，储蓄增量主要集中在高收入家庭，但高收入者边际消费倾向很低，而低收入家庭受疫情影响大，且没有额外收入来源，增量储蓄很少。目前尚未出现针对低收入消费者的财政支持。消费券在许多地方推行，但根据过去几年的经验，消费券并没有拉动消费，而是对某些企业和行业的补贴。



就业问题

疫情以来，大企业和中小企业的分化持续加剧，至今未有根本性的转变。疫情管控期间，时常被打断的经济活动造成流动性短缺，大部分的经济成本是中小企业在承担。大企业得到的政策支持更加稳健，包括退税和贷款方面的优惠。这种分化对于劳动力市场并不是好消息。今年企业关注的重点已经从保增长转为保利润和降成本，几乎所有的行业都在减员增效。中小企业是创造就业的主力军，因为大型制造业企业通常自动化程度较高，新增就业空间不大。

2023 年，就业问题最突出的将会是建筑业和制造业。2020 年，IT 业创造就业 1130 万人，占中国总就业的 1.7%。制造业和建筑业提供的就业分别是它的 9 倍和 6 倍，三个行业总占中国就业的 29%。这两个行业的平均教育水平较低，制造业中有 62% 的雇员教育水平低于初中，建筑业则有 76%。这意味着一旦行业收缩，大部分工人培训转行的难度很大。低技能劳动者可能陷入长期失业或者低收入状态。大量农民工不得不滞留农村，从而加剧农村的隐性失业。发改委最新的《国家以工代赈管理办法》将于 2023 年 3 月 1 日施行，政策中要求各地“能用人工尽量不用机械，能组织当地群众务工尽量不用专业施工队伍”。这是针对建筑业可能造成失业的直接反应。

相比之下，IT 互联网行业的就业问题就小得多。市场夸大了互联网大厂裁员的影响。IT 产业（包括互联网、电信、软件和信息技术等行业）在国民经济中占比很小。中国互联网协会最新数据显示，2021 年中国互联网百强企业的员工数为 164 万，仅占全国就业的 0.3%。互联网行业对于经济的直接影响也有限。2021 年，中国 500 强企业中，只有 12 家互联网企业，占 500 强企业总收入的 2.8%，对 GDP 的直接贡献为 2.2%。假如按照 30% 的裁员规模估算，受影响的劳动力数量大约有 50 万。这其中多为高学历人才。2020 年，IT 业就业人员中有 71% 具有大专及以上学历，是教育水平最高的行业之一，和金融业不相上下。事实上，IT 仍是目前中国人才最稀缺的领域。裁员的压力是暂时的。

人民币汇率

最新的美联储会议中，持续加息的意图转弱。美国经济减速较快，通胀压力放缓，导致近期美元走弱，人民币走强。然而，全年来看，人民币总体方向不明。人民币的贬值压力将主要来自出口。由于去年基数很高，且全球经济放缓，今年出口将呈现持续下降的趋势。中国出入境有序恢复后，进口恢复更快，这意味着净出口将会更快下降。由于贸易余额仍然决定了人民币币值中期的基本面，短期的跨境资本流动不足以持续支持人民币的强势。另外，全球经济放缓将推高投资者的避险情绪。



假如出现新兴市场国家的债务、能源、或者粮食危机，对于美元资产的需求会短期内迅速走高，给人民币造成被动贬值压力。

2022年12月的G20峰会中美元首会面后，中美两国双边紧张局势似乎有所缓解。随后举办的APEC和东盟峰会也意味着2023年更多双边、地区和全球问题讨论的重启。美国国务卿布林肯即将访华，这将是拜登上任以来访问中国级别最高的官员。这些会议发出了积极信号，即中美对重启对话通道持开放态度。而地缘政治关系的缓和通常伴随人民币升值。

2022年货币政策十分稳健，全年降息频率低且力度小。货币政策最重要的目标是稳定价格，包括物价和汇率。目前，国内通胀压力仍低，人民币升值压力上升，同时保就业压力增大。在经济正常化的过程中，企业和个人都需要更多资金支持，我们预期两会后政策利率会下调以适应经济复苏的需求。



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[2023]「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。