



恒生銀行  
HANG SENG BANK



恒变 ∞ 生无限  
Ever Growing Ever Innovating

# 中国宏观月刊

2023年6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	3	8.4	2.2	6
CPI (%)	1.5	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, %)	3.5	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。

5月经济数据即将公布，预期大多数关键指标—零售、工业产出、固定资产投资和房地产投资—将保持正增长，但可能不及预期。目前，物价水平较低，人民币贬值压力较高。

## 内需有待提振

进入5月后，消费表现持续改善。演唱会等娱乐活动明显增加，带动了相关城市的旅游和餐饮消费。电影和演出票价明显上涨。食品价格环比连月下降，对餐饮需求形成一定支撑。疫情后，由于政府对粮食安全和农资补贴极为重视，中国粮食产量连年丰收，并没有出现许多国家粮价飞涨的局面。我们预期下半年的餐饮、娱乐消费会保持强势。这一方面是消费正常化的结果，另一方面是由于疫情后居民情绪和信心需要时间修复，就业市场压力居高不下，因此放松性的大众娱乐消费上升。

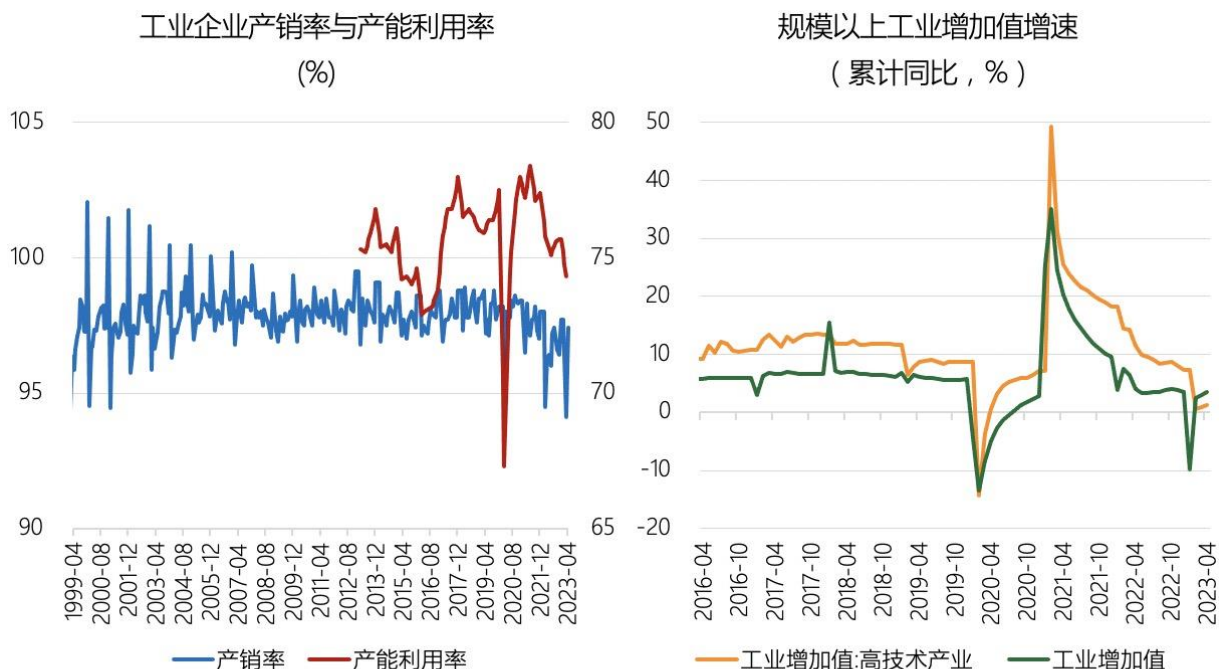
与此相对，整体汽车消费很难反弹。年初车企的价格战并没有起到预期的效果，目前居民的汽车消费仍低于疫情三年的平均水平。但是新能源车销售保持了良好的增势。尽管新能源车销售的增长在2022年12月31日补贴终止后有所下滑，但预期2023年的销量仍有两位数的增长。6月的国务院常务会议提出延续新能源车购置税减免政策。同时，中国本土品牌的竞争力愈发强劲。4月，比亚迪成为中国市场份额最高的汽车制造商，超越了所有的外资品牌。本土电动车制造商在质量、AI应用、品类多样化和售后服务等方面有巨大进展。外资传统车企的竞争力下降了，这也是福特等外资品牌决定减少在华投资的原因之一。

房地产市场再度呈现下降迹象。前五个月，中国30个大中城市的房地产销售比疫情之前降低了11%。城市两极分化明显：一线城市的销售面积比疫情前同期高15%，但是二三线减少了16%。对于大部分的小城市，由于人口流失，房地产需求没有支撑。地方政府对新房价格有限制，并不允许随意降价出售，但很多楼盘事实上有价无市。在保交楼的政策下，各地房屋竣工面积增加，然而需求不旺导致许多房地产开发商流动性承压。

## 工业生产承压

4月以来，出口额逐月下行。这意味着，一季度的出口飙升主要来自于旧订单的回填，而非新增需求。工业产能利用率下跌至2016年以来的最低点（2020年初疫情刚爆发时除外，当时许多企业无法开工）。工业产销比位于1999年以来的最低点。当前工业仍在去库存，新增投资动能减弱。另外，从4月开始，高技术产业的工业增加值增速开始低于传统行业，意味着高新产业在经历了三年多的高速增长后，过剩产能的问题也逐步显露出来。

衡量工业通胀的PPI已经连续8个月负增长，并且预期下半年仍将下行。今年大部分大宗商品供应充足，而除了新能源等少数行业的需求上涨，其余工业需求都随着经济周期下行。海外市场下半年的经济下行压力不减。美联储和欧央行仍然在加息抗通胀，房地产和劳动力就业市场已有收缩迹象。这意味着欧美市场对中国出口的需求降低。5月数据表明，俄罗斯和非洲是仅剩的仍有出口增长的市场。然而，二者加总仅占中国出口的8%，不足以扭转整体出口下行的趋势。除非中国大幅加码刺激政策，否则工业通胀不会上扬。



## 政策预期不明

今年以来的投资数据反映了谨慎的投资情绪。房地产投资尤其如此，且目前仍处于收缩区间。由于始终没有实质性的刺激政策出台。有一种可能性是，政府认为即使没有逆周期调节，5%的GDP增长目标也能实现，只要消费和房地产投资有自然恢复即可。年初至今，市场主要预测机构对中国经济增速的预期通常在5.5-6.5区间，远高于官方目标。接下来央行仍然没有必要出台大幅的刺激政策。按照银行法规定，央行的首要目标是保证价格稳定，包括物价和汇率稳定，然而需求走弱已经影响到就业前景和金融稳定，宏观政策仍需要有所表示。

我们仍然认为六月是较好的降息窗口，也是较好的货币扩张窗口。目前经济呈现出流动性陷阱的特征，即，利率下降也不能刺激需求。然而，由于宏观指标不尽人意，降息仍会提振市场信心、改善资产负债表、并提振股市。另外，增加货币供应量将有利于改善通胀预期，鼓励企业生产和居民消费。给居民直接发放货币补贴将是有效的方式。

当前大部分的民营企业仍面临融资难的局面，房地产价值下行导致抵押贷款获批的难度上升。原来城投公司承担了第二金融的角色，只要基建项目开工，就可以为民营企业提供流动性。目前，新开工项目数量减少，地方政府财政压力增大，新项目不多，民营企业存续困难。财政扩张和公共工程投资在抗衰退上仍有重要作用。尽管地方财力受限，我们仍预期地方政府将利用中央转移支付或者公开市场发债来支持公共项目建设。

央行近期的几个举措致力于支持实体经济、防范金融空转并提高银行的抗风险能力。由于居民储蓄意愿增强，同时消费和买房的投资需求下降，银行的存款成本负担迅速上升。6月，五大国有银行在央行指导下再次下调了存款利率，这是今年的第二次。央行此举意在降低银行负债成本、稳定息差，同时降低金融套利风险，为贷款市场利率下行创造空间。

5月初，中央财经委员会在领导换届后举行首次会议，讨论重点强调经济安全 and 国家建设，重申要加强产业链优势、建立绿色智能的工业体系并实现技术突破。预期今年国家支持的战略产业仍将获得充足的投资，重点行业的国企以及研发能力强的私企将获得更大的市场份额。政策大方向仍然优先供给侧而非需求侧，因此不应对刺激政策抱有过高期待。

## 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。