



恒生銀行  
HANG SENG BANK

# 中国宏观月刊

2023年5月

王丹 恒生中国首席经济学家



## 主要宏观指标预测

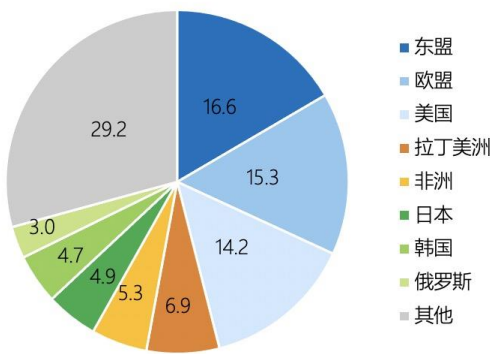
主要宏观指标					
	2023预测	2022	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5.3	3	8.4	2.2	6
CPI (%)	1.5	2	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.5	5.1	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	6	-0.2	12.5	-3.9	8
出口 (以人民币计价, %)	3.5	10.5	21	4	5
人民币兑美元汇率 (期末)	6.6	6.95	6.37	6.54	6.97

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

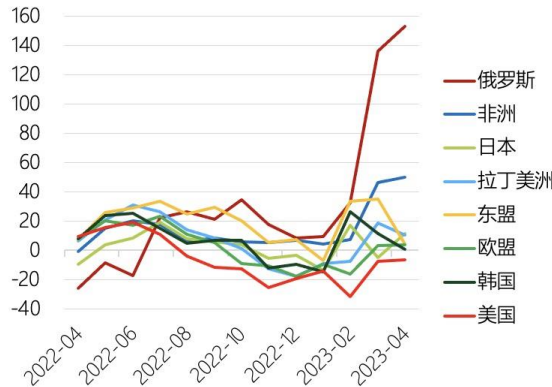
年初至今，经济基本面全面好转，但内需不足的问题逐步显现。4月，以CPI衡量的消费品通胀仅为0.1%，远低于3%的政策目标，这是内需疲软的体现。新房开工面积仍在收缩，房地产开发商的流动性问题尚未解决。尽管消费在春节和五一假期期间反弹明显，但持续性存疑。我们从年初即对消费复苏持谨慎态度，因为国内收入增速从疫情后显著放缓，市场信心的重建难以一蹴而就，也需要更多的政策支持。但迄今为止，政策应对以稳为主，货币和财政均未发力。前四个月，消费和投资的表现和我们预期一致，唯一超预期的表现来自出口，这将推高GDP增速。由此，我们将全年GDP增速的预测值由5%上调至5.3%。

## 出口的超预期表现

2023年1-4月中国对各地区出口份额  
(美元计价)



中国对各地区出口额增速  
(美元计价, 当月同比%)



数据来源：海关总署；恒生中国。

前四个月，中国出口增长2.5%（按美元计价）。主要的增长来自东盟和俄罗斯，分别贡献了2.1和1.2个百分点。同时，面向欧美的出口下降。在美国的关税制裁和科技限制下，贸易和投资加速从中国分散至东盟等其他地区。中国工业更多聚焦于产业的中上游，出口产品中有更高的份额是工业中间品，而非最终制成品。俄罗斯在美国制裁下无法进行正常的国际贸易，该国许多原先来自欧美的进口转移至中国，尤其是机械和交通设备。

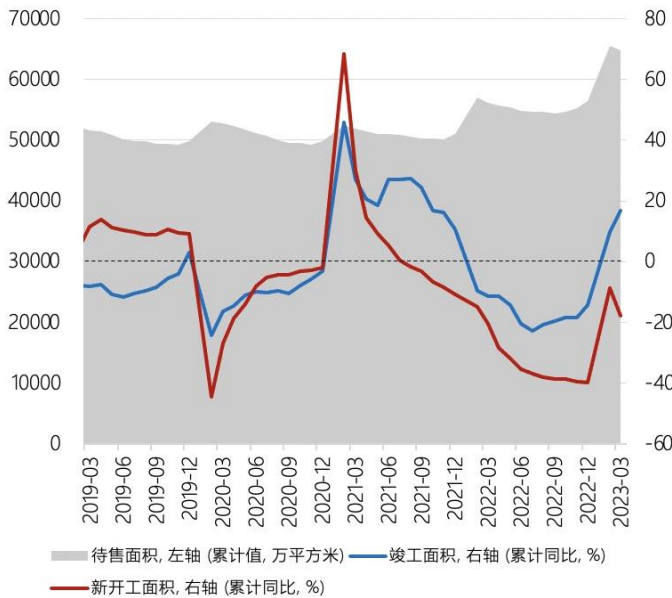
但4月的最新数据显示，中国对东盟出口的增速也在下降，主要由于欧美订单的下滑。下半年欧美的经济衰退会加深，因为通胀仍未降低到理想的水平，美联储和欧洲央行仍有加息压力，这将拖累增长并带来额外的金融风险，也意味着对中国出口的需求将会降低。

新能源产品是出口中最大的亮点。锂电池、太阳能光板和新能源车的出口加总占中国出口总额的5%，前四个月增速高达55%。欧洲是中国新能源产品最大的海外市场。欧盟计划在2035年停售燃油车，全面转向纯电动车。但截至2022年，欧盟的纯电动车渗透率仅为12%，距离目标仍有很大空间。这意味着当地的新能源车产业需要继续扩张。中国企业进入美国市场受限较多，因此欧洲成为中国新能源企业海外投资的主要目的地。我们预期面向欧洲的新能源产品贸易和绿地投资将持续增长。



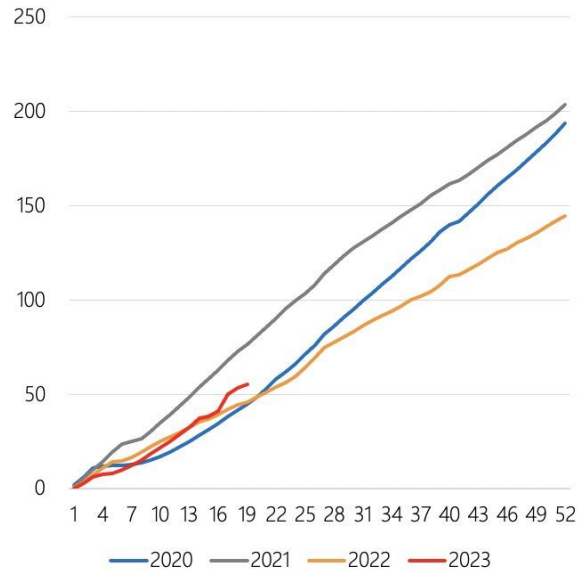
## 房地产复苏不尽人意

商品房住宅库存、新开工和竣工情况



数据来源：国家统计局；恒生中国。  
注：右图中，2023年的成交面积数据截至5月7日。

30大中城市新建住宅的成交面积  
(周度累计, 百万平方米)



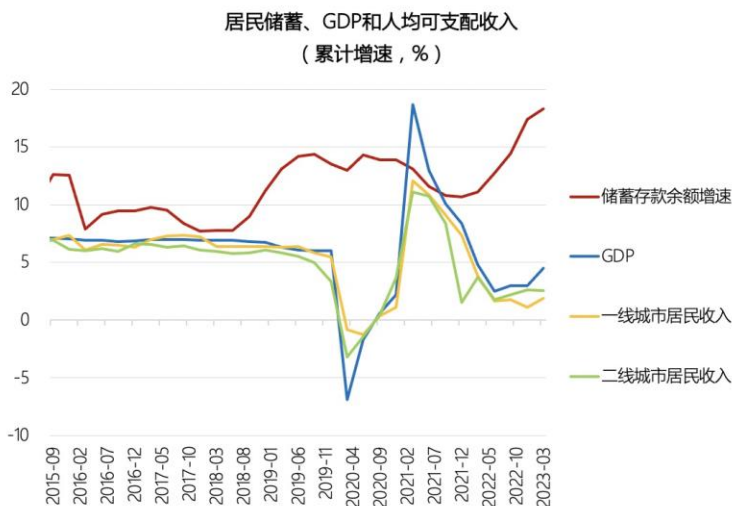
根据 30 个大中城市周度数据，新建住宅交易累计同比增速在 3 月的最后一周由负转正。一季度，房屋竣工面积增长 14.7%，是“保交楼”政策的直接成果。然而，新开工的住宅面积仍在下降，房地产企业对于市场预期不乐观，开工积极性弱。4 月销售有所好转，但住宅库存居高不下，仍有滞销的倾向。

房地产税将是复苏的一大制约因素。4 月 25 日，中国实现全国不动产统一登记，为开征房产税扫除了技术上的障碍，但也会一定程度上打击购房者信心。由于房产是长期资产，无论房产税何时征收，都对区域房价产生长期影响。今年经济复苏较弱，年内推行房产税的可能性不大。然而，房产税是地方财政的长期解决方案，预期在“十四五”期间将有更多城市被纳入试点。

我们预计今年房地产表现显著好于去年，未来会有更多针对首套房和刚需住房的政策出台，但不应该对刺激政策期待过高。今年两会报告提到房地产“防止无序扩张”，这意味着短期内不会通过刺激房地产来实现增长。低利率环境将帮助房地产市场复苏。多地的房贷利率已经有了不同程度的下降。同时，国内以 CPI 和 PPI 衡量的通胀连月走低，通缩风险显著上升，地方政府债务负担沉重，未来几个月降息的概率升高。

## 消费复苏受限于收入

2023年春节以来，商超、餐饮、旅游、交通运输等相关消费迅速恢复。居民商旅出行的意愿明显增强，然而消费水平较疫情前仍有较大距离。对消费景气程度最具指示意义的是汽车消费。作为大件耐用品，汽车消费在经济周期中扮演重要角色。根据乘用车市场信息联席会数据，前四个月，乘用车累计零售销量同比下降1.4%（减少8.5万辆）。其中，传统燃油车下降12%（减少58万辆），新能源车增长36%（增加49万辆）。新能源车销售延续了高增长态势，但由于其仅占乘用车总销量的1/3，尚不足以支撑整体市场复苏。



数据来源：中国人民银行；国家统计局；恒生中国。

疫情后，居民储蓄明显上升。2022年新增居民储蓄为18万亿元，增幅达80%。今年前四个月，新增居民储蓄已经达到8.7万亿元。年初至今，居民的消费倾向并未显著增长。4月，居民存款有所减少，主要流向了房贷和理财。在春节和五一假期期间，全国出现了大范围的补偿性消费，旅游出游人数和收入均超过了2019年，但平均人均消费降低了10%。

消费最终取决于收入。2019年居民人均可支配收入实际增长5.8%，而2022年增速跌至2.9%。去年的疫情管控措施主要影响城市居民，对广大农村和县城地区影响较小。同时由于粮食价格较高，因此农村地区收入增速远高于城市。根据城市层面数据估算，2022年一线城市居民的实际收入增长仅为0.7%，二线城市为2.1%，三线城市为2%，均低于实际GDP增速（3%）。同期，农村居民的实际收入增长为4.2%。但由于城市的人均消费约为农村地区的两倍，因此城市收入下滑对零售市场的影响更大。短期内，如果没有直接的现金补贴，消费很难反弹。



## 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。