



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国宏观月刊

2023年4月

王丹 恒生中国首席经济学家



主要宏观指标预测

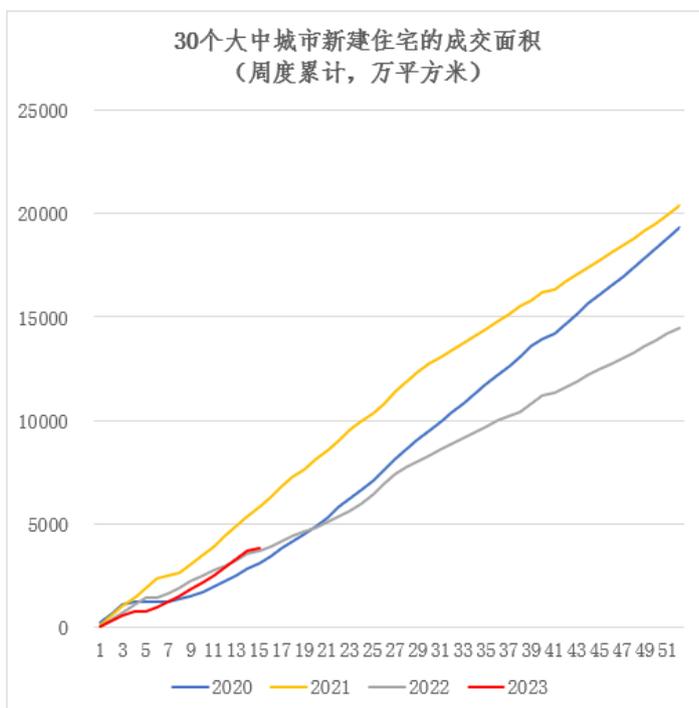
主要宏观指标					
	2023预测	2022	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5	3	8.4	2.2	6
CPI (%)	2.5	2	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.5	5.1	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	6	-0.2	12.5	-3.9	8
出口 (以人民币计价, %)	2	10.5	21	4	5
人民币兑美元汇率 (期末)	6.6	6.95	6.37	6.54	6.97

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

一季度的经济形势较为复杂。由于去年第四季度的基数很低，今年开年的优势明显，每个月的整体经济表现都在好转，但是尚未恢复至疫情前趋势。尽管基本面全面改善，但需谨慎评估复苏的幅度。边际好转不代表持续复苏，经济景气程度取决于政策。对当前形势的认识是判断政策选择的基础。目前，市场预期向好，但受到国内外风险因素的影响，观望情绪普遍，信心尚未修复。宏观政策偏谨慎，尤其是在经历美国硅谷银行危机后，防风险的重要性提高了。

我们预期 2023 年全年经济增长 5%，和两会的目标一致。市场观点倾向于认为全年实际增速将会超过 5%，但这将是极其困难的。随着全球经济减速，出口下行已经不可避免。增长的关键取决于房地产和消费。观察城市数据和高频数据，二者均有回暖迹象，但持续复苏仍需政策支持。

房地产的复苏程度



数据来源：国家统计局；万得；恒生中国。
注：2023年数据截至4月7日。

根据 30 个大中城市周度数据，房地产交易在 3 月后恢复明显。新建住宅交易累计同比增速在 3 月的最后一周由负转正。这一方面体现了房地产开发商保交楼的进程提速，另一方面也反映了居民对房地产的预期有所好转。一季度，新房成交面积比 2022 年同期上涨了 1%，尽管绝对值仍比 2021 年同期低 30%，比 2019 年同期低 10%。由于房地产复苏集中于大城市，因此住宅交易增量有 80%来自二手房，而新房仅占增量交易的

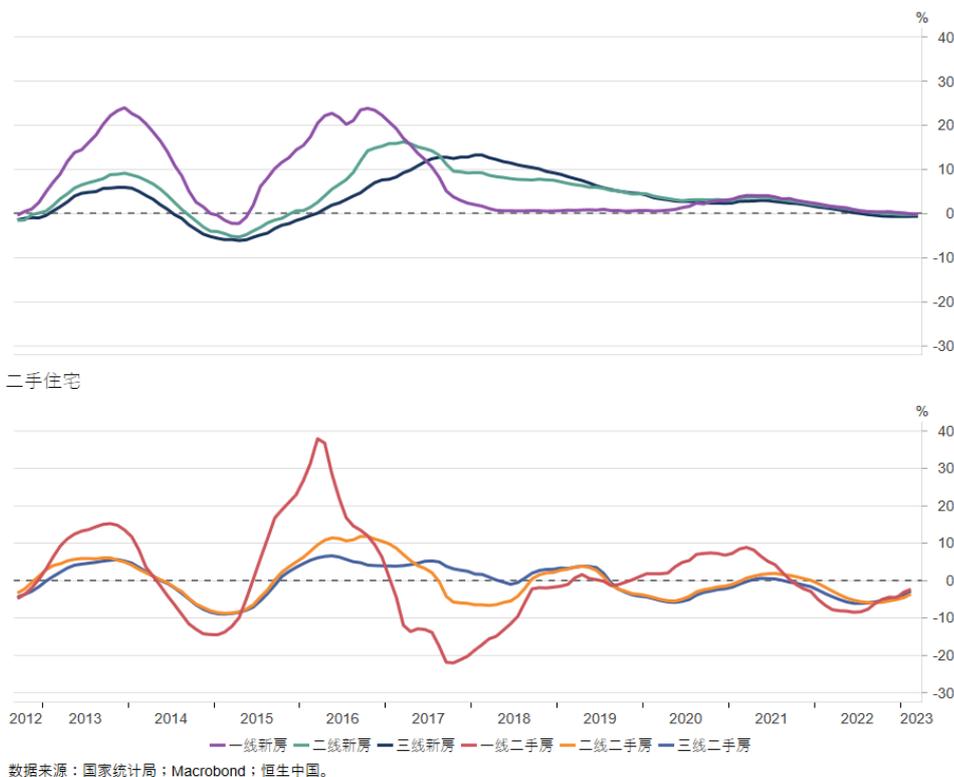


20%。中国最大的 100 家房企的表现也呈现出同样的趋势：一季度，商品房销售额同比增长 8.2%，是 2022 年初以来首次实现正增长（但仍比 2019 年低了 20%）。

根据 30 个大中城市的交易数据，目前房地产的恢复仍处于对疫情的补偿阶段。3 月，大城市的住宅交易较去年大幅上升，但如果排除去年的低基数效应，反弹并不那么显著。一季度，北京和上海的表现最为稳健，新房和二手房交易均大幅增长，且交易面积都超过了 2019 年的水平。二线城市中，成都、南京、青岛和扬州的二手房市场表现最好，交易面积远超疫情前；新房交易表现最好的是厦门、南京和杭州。

我们预计房地产表现会显著好于去年。预期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抱过高期待。今年两会报告提到房地产要“防止无序扩张”。这意味着短期内政策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。各地的房贷利率已经有不同程度的下降。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显著升高。

各线城市住宅价格（同比，%）
新建商品房住宅



疫情后，房地产市场分化加剧：大城市房产的安全资产属性增强，而小城市由于人口流失，房价承受较大的下行压力。然而，观察近五年的房价数据，会发现尽管新房交易量收缩，价格却很稳定。2022年尤其如此：由于疫情的特殊情况，当年大量看房、购房需求无法满足，全国住宅交易额下降28%，最大的100家房企的房屋交易额下降40%，但是新房价格并没有跌。政府担心房价下跌会引发连锁反应，导致更多房企资不抵债，所以

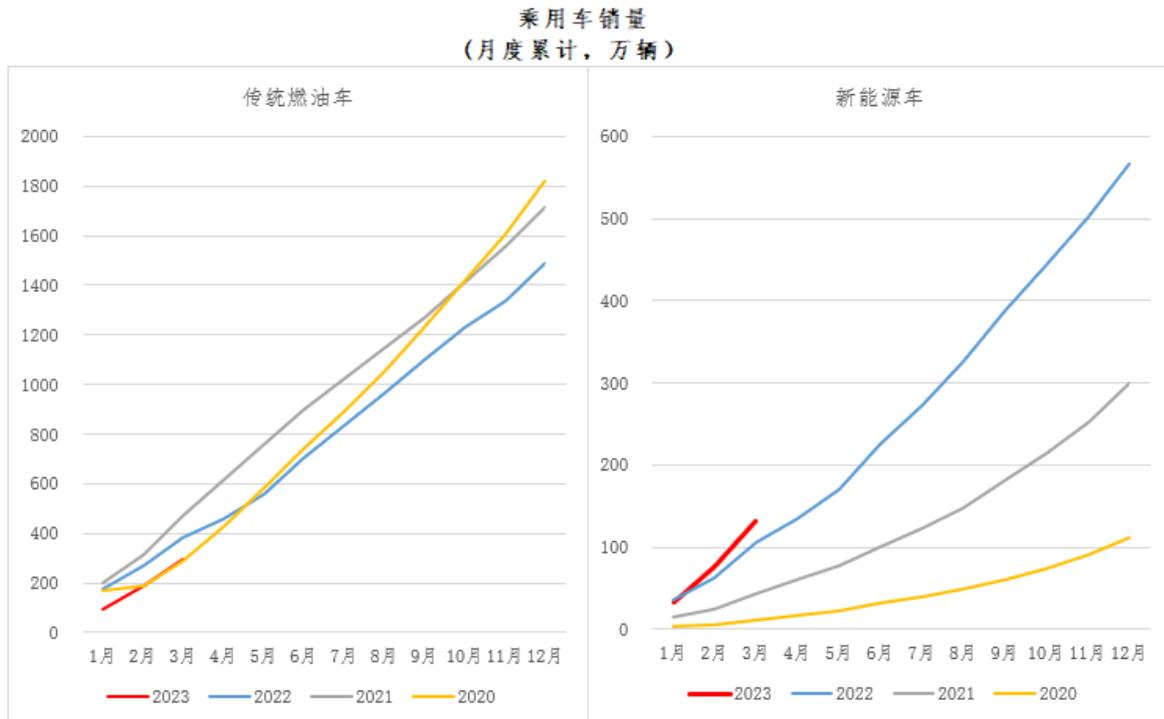


限制新房的最低价格。但是二手房不受类似限制。春节后，主要城市的二手房交易活跃，部分区域房价甚至开始上涨。这给政策调控提出新的挑战。如果房地产交易持续恢复，可能需要容忍房价再度上涨。

房地产税是复苏的一大制约因素。由于房产是长期资产，房产税无论何时征收，都将对区域房价产生长期影响。政府2011年在上海、重庆推出房地产试点，税基很窄，基本只对独栋别墅收税，绝大部分住宅未受影响。2021年10月，尽管面临房地产企业去杠杆的巨大压力，中央仍将更多城市纳入房地产税试点。然而，由于2022年经济下行压力过大，政策并未实际推行。今年复苏略有起色，但由于市场信心重建需要较长时间，年内推行房地产税的可能性不大。土地财政结束后，房地产税是地方财政的长期解决方案。因此在“十四五”期间，我们预期房地产税会有进展。

消费的复苏程度

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，然而消费水平距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，一季度，乘用车累计销量同比下降13%（降低64万辆）。其中，传统燃油车下降23%（降低89万辆），新能源车增长23%（增长25万辆）。



数据来源：乘联会；恒生中国。



新能源车销售在过去三年一直保持高速增长，2020-2022年的年均增速高达36%。但新能源车在2022年末占全部乘用车的比例只有28%，还不足以支撑汽车市场。2022年底受补贴政策推动，不少消费者提前购买了新能源车。今年新能源车销售增速预计仍将超过两位数，但增幅将不及去年。

传统车企今年将面临较大考验。由于传统燃油车销量下降快，而先期固定投资成本高，导致车企利润以更大的幅度下跌。不少企业想通过降价促销的方式提高销量，但面临房地产和收入下行的双重压力，汽车下行周期很难逆转。降价宣传本身也加重了消费者的观望情绪。正常年份中，汽车销售约占社会商品零售总额的10%。假如目前的下降趋势持续，预计将会拖慢全年消费增长约2个百分点。

关于消费市场，高频数据传达了一些积极的信号。一季度，国内航班数量比去年同期增加了20%，国际航班涨了三倍。根据携程数据，截止4月7日，五一假期国内游订单已和2019年持平，同比增长7倍。地铁客运量已经超过了疫情前同期的水平，累计至4月7日的电影票房恢复至2019年水平的85%。中国消费者信心指数已经连续三个月上升。

然而，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%，2022年跌至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2.3%，三线城市为1.7%，而农村居民的实际收入增长为4.2%。对于零售企业来说，城市是更重要的市场，因为城市的人均消费约为农村地区的两倍。城市收入下滑直接影响消费市场。



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。