



恒生銀行  
HANG SENG BANK

# 中国宏观月刊

2023年1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估算	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5	3	8.1	2.2	6
CPI (%)	2.5	2	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	6.5	5	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	6	1	12.5	-3.9	8
出口 (%)	2	11	21	4	5
人民币兑美元汇率 (期末)	6.9	6.95	6.37	6.54	6.97

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国。

注：2022年期末人民币兑美元汇率为实际值，其余为根据前11月数据的估计值；出口是以人民币计价。



2022年1-11月经济表现

	2019年1-11月	2020年1-11月	2021年1-11月	2020-2021年1-11月 两年平均增速**	2022年1-11月	2022年11月***
规模以上工业增加值*	5.6%	2.3%	10.1%	6.1%	3.8%	2.2%
国有及国有控股企业	4.6%	1.8%	8.5%	5.1%	3.5%	2.2%
私营企业	7.8%	3.2%	10.9%	7%	3.2%	1.6%
出口（美元）	-0.2%	2.1%	31.1%	15.7%	9%	-8.9%
社会消费品零售总额	8%	-4.8%	13.7%	4%	-0.1%	-5.9%
固定资产投资	5.2%	2.6%	5.2%	3.9%	5.3%	0.8%
房地产	10.2%	6.8%	6%	6.4%	-9.8%	-19.8%
基础设施	4%	1%	0.5%	0.7%	8.9%	10.6%
制造业	2.5%	-3.5%	13.7%	4.7%	9.3%	6.2%

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，因此私营企业和国有及国有控股企业的增速可能均低于工业增加值的整体增速。\*\*图中“2020-2021年1-11月两年平均增速”是以2019年为基期计算的两年平均增长率。\*\*\*由于国家统计局从2018年起固定资产投资额的统计方法发生变化，因此固定资产投资及其分项在2022年11月的增长率是以2017年为基期，由累计同比增长率倒算而得。基建投资按照国家统计局官方口径，因此不包括电力投资。

## 重建市场信心

2022年，中国的经济和社会生活经历了巨大的挑战。上半年，国民经济经历了广泛的疫情封控后，经济大幅减速、消费市场疲软，房地产进一步走弱，市场信心受挫。年末，动态清零政策转向，全国范围内新冠感染人数大幅上升，入境限制也将于2023年1月8日取消。新冠政策不可能再次逆转，放开疫情防控标志着中国经济正常化的开始。然而，2023年开局将面临严峻考验。实体经济受到广泛的打击，市场信心受挫，大量中小企业出清。同时，疫情在冬季蔓延迅速，公共卫生专家预测要到今年二月以后全国大部分地区感染才能完成达峰，这意味着至少到第二季度才能恢复正常的经济秩序。

预期转弱是目前内需复苏最大的障碍。2022年的国内外局势和政策变化较快，市场很难形成稳定预期，因此消费者和企业支出上日趋谨慎。12月底召开的中央经济工作会议强调要从战略角度提振信心。防疫政策松动本身并不意味着经济自然而然的反弹。疫情在很短时间内扩散，将对经济活动造成巨大冲击。根据高频数据，2022年12月的电影票房消费仅为2019年同期的30%，今年元旦假期的零售额为2019年同期的35%，地铁客运量则恢复至2019年同期的60%。



提振市场信心需要有重大的改革开放措施。在 1998 年和 2008 年的经济衰退期，中国分别推出了商品房改革和应对国际金融危机的一揽子计划，在短短几个月内扭转了市场预期。现在中国处在新的历史阶段，二十大强调安全与发展并重，这意味着防风险的优先级要高于短期增长。市场仍然期待三月份两会出台重磅政策提振市场，但需对政策连贯性做好心理准备，经济政策大概率延续之前的基调——注重解决供给侧问题，如产业链安全、科技自主创新和金融风险防范，而非大规模刺激需求。

## 经济增长引擎仍为房地产

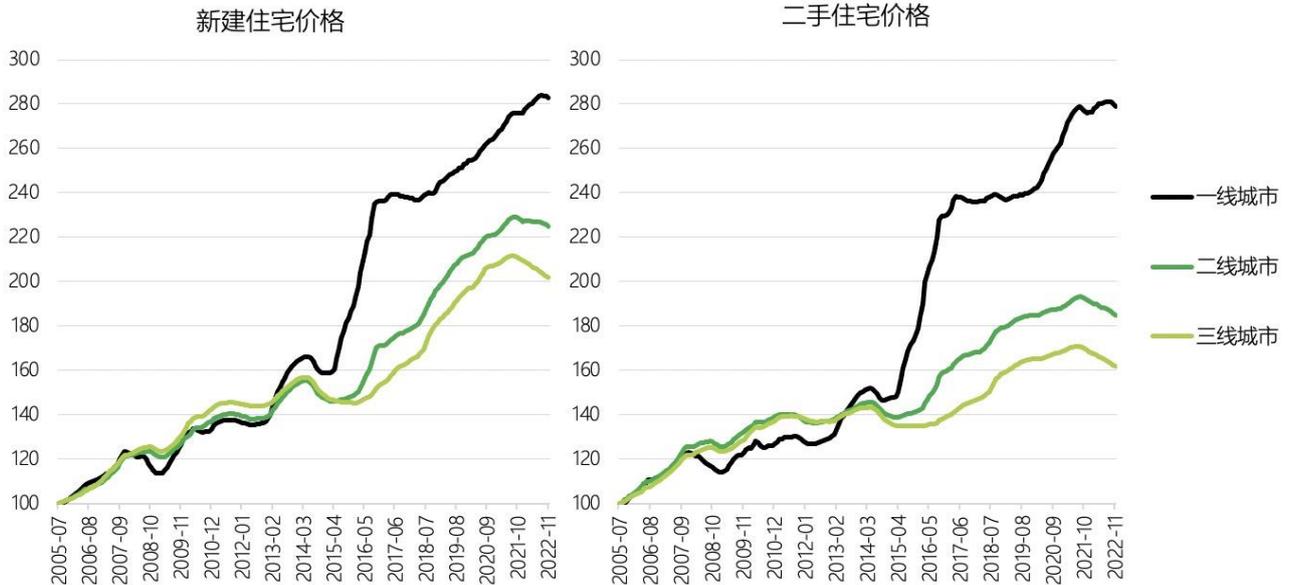
欧美的经济减速给全球出口造成压力。亚洲各国出口均已大幅减速，中国也难独善其身。出口减速将打击制造业投资。尽管全球对于中国产业链的依赖在疫情后上升，但是高科技领域脱钩已经开始。由于地缘冲突带来的关税和制裁风险，面向国际市场的企业通常会认真考虑重新布局全球产业链，至少把部分生产线从中国本土转移至其他市场。中国在世界出口的份额估计会下降。

消费反弹将会非常显著，并将一定程度上推高进口。但是，消费的提速可能要到今年二季度之后，而且可能要到 2024 年之后才能回归至疫情前的趋势水平。居民人均可支配收入在 2022 年前三季度增速仅为 3.2%，而 2019 年的增速为 5.8%。新能源车消费在 2022 年末减速，尽管政策补贴之下仍然实现了超过 80% 的同比增长。从国民经济核算的角度，由于 2022 年基数过低，2023 年的消费增速将大概率超过 GDP 增速。但因为居民收入和财富都已大幅缩水，且政策仍然没有针对消费者的直接补贴，消费难以真正拉动内需。2022 年的居民存款增长高达 50%，总量约 15 万亿。储蓄增长是消费和投资意愿降低的结果，因为增加的储蓄中有相当一部分是为了买房，房地产市场下行导致居民不敢投资，但这并不意味着这部分资金会转化为消费。

2023 年最重要的经济引擎将是房地产。12 月，中央为房地产开发商提供了数额庞大的救助计划。可以预期，商品房销售和房价都将比 2022 年显著改善，这将有利于恢复消费者信心。一线城市房地产已经平稳，并显示出安全资产属性。在 2022 年末，一线城市住宅价格稳定并有所上升，而二三线房价仍在下降。中央强调房住不炒，虽然政策有所松动。12 月的中央经济工作会议着重指出要“解决好新市民、青年人”等住房问题，探索“长租房市场”建设。政府支持的安居房和保障房建设将在未来几年替代商品房建设，以辅助城市化和都市圈建设。



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。

由于 2022 年基数较低，在房地产回暖、消费反弹的前提下，我们预测 2023 年全年 GDP 增速将达到 5%。12 月央行并未降息，可能是考虑到疫情管控放开后，病毒短期内扩散过快，即使放松也难以对经济活动有明显提振。目前，国内通缩压力很大，11 月的通胀仅有 1.6%。企业库存高企，汽车、家电等行业库存积压问题明显，如果不能广泛地扩大需求，库存资金占用成本过高，企业资金链将承受更大压力。疫情管控放开后经济活动再次陷入暂停，企业的流动性负债显著增加。我们预期，经济将在今年 2 月后明显好转，届时政策利率大概率下调。这将有助于信贷扩张、降低偿债成本并改善企业和居民的资产负债表。基建投资是 2022 年稳增长的最重要动力，但财政继续大幅发力的空间已经不大。

2023 年的人民币汇率预期将有较大波动，方向不明，但下行压力尚未解除。2022 年，人民币下行压力主要来自美元升值，并始终是被动的。然而和其他的主要货币相比，人民币仍属于强势货币。美联储持续加息推高了美元指数。最近由于美国通胀暂时缓和，美元有短暂的下行，但这并不代表美联储政策将有重大转向。美国通胀压力主要来自上涨的工资和租金，短期内难以消除。另外，全球不确定性上升，对于美元资产需求升高。美联储加息收回的流动性被部分对冲，加息抗通胀的效果可能不及预期。我们仍然认为美联储加息至少要持续至 2023 年二季度，因此美元升值压力有望持续。2023 年，中国的净出口或有较大收缩，将带来额外贬值压力，但目前难以得出人民币将在



2023 年持续贬值的结论。G20 峰会中美元首会面后，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。这些会议发出了积极信号，即中美对商业和贸易问题的讨论持开放态度。而地缘政治关系的缓和通常伴随人民币升值。



## 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。