



恒生銀行
HANG SENG BANK



恒变 ∞ 生无限
Ever Growing Ever Innovating

中国宏观月刊

2023年9月

王丹 恒生中国首席经济学家



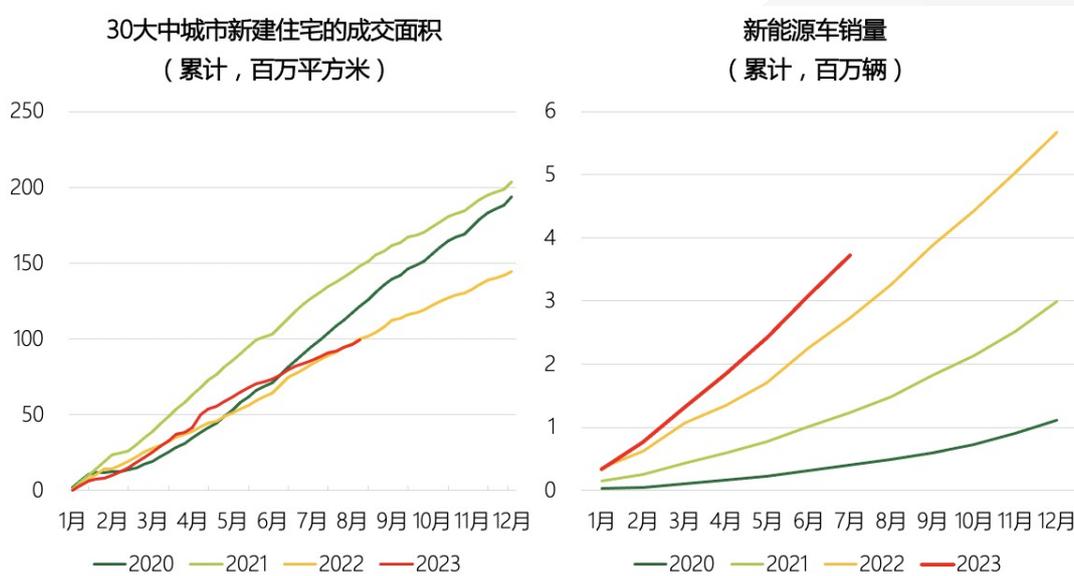
主要宏观指标预测

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)	6.85	6.95	6.37	6.54	6.97

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国

内需的恢复情况

目前，最主要的复苏压力来自内需不足，而不是出口。尽管受到欧美加息影响，外需也在下降，但从绝对值上看，前8个月出口额仍然比2019年同期高了38%，处于1995年以来的历史高位，仅低于去年。内需受到收入减速、预期转弱和政策的影响，仍未恢复至疫情前的历史趋势。



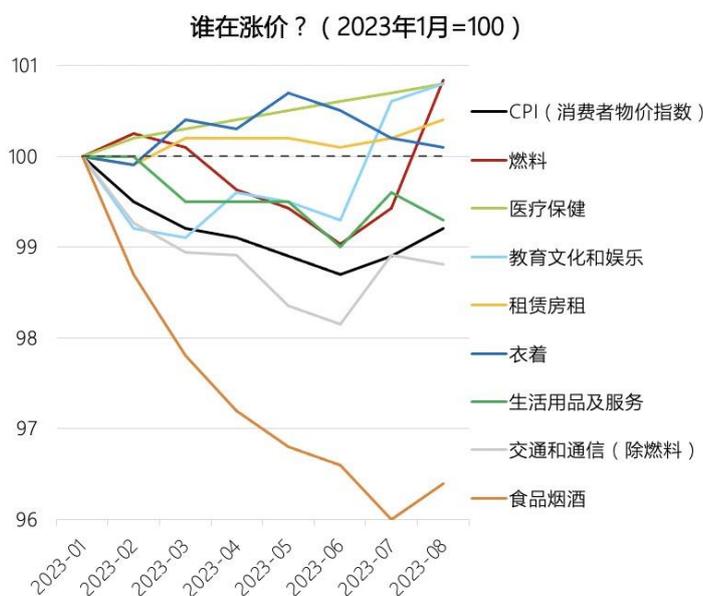
数据来源：国家统计局；乘联会；恒生中国。
注：2023年的30大中城市新建住宅成交面积数据截至9月3日。

房地产是内需复苏最大的拖累。住房市场目前面临两大问题：交易量增长停滞，开发商资金枯竭。近期多项举措放宽了限购政策，甚至放松了一线城市的购房要求。但由于新房价格不能够自由下调，在目前的市场预期下仍显著偏高，因此住房交易量并没有显著改善，当前的政策应对仅在边际上缓和了市场的紧张情绪。决策部门并不愿意重新推高房地产周期，而是偏重于长期稳房价和保证金融安全。

今年7月的政治局会议指出中国房地产“供求关系已经发生深刻变化”，这意味着对于新增住房的需求已不如前。中国需要寻找到新的增长点来代替房地产。目前，新能源产业链是唯一一个具有较大规模、研发能力较强、具有国际竞争力、并且仍在扩张的产业。前7个月，电动车产量增速高达33%，销售额增长42%，其中超过五分之一销往国外。

我们将电动车（包括锂电池）、充电桩、光伏、风电设备这四个项目算作新能源产业链，其2022年总产值超过2.8万亿，增速为65%，占GDP的比重为2.3%。同期，房地产占GDP比重为6.1%，加上关联紧密的上下游产业，带动GDP可达到15%以上。保守估计，假如新能源产业链产量能够每年增长15%，那么在2030年可达到GDP比重的7%，可以部分抵消掉房地产减速带来的冲击。

物价分化



数据来源：国家统计局；恒生中国。



数据来源：农业农村部；恒生中国。

国内物价从2021年后便显著偏低。疫情管控放开后，价格不升反降。目前的减价压力主要集中在食品和能源。8月，食品价格比年初低了3.6%，其中猪肉价格低了15.4%。猪肉是通胀篮子中波动最大的单一商品，猪周期决定了通胀周期。目前母猪存栏处于2015年的高位，仔猪价格处于2015年以来的低位，而消费的复苏较为缓慢，这意味着年末之前猪肉市场都将供大于求。极端天气推高了某些农产品的价格。进入8月后，东三省和河南等粮食主产区洪涝灾害频繁，推高了蔬菜鲜果价格，但对于主粮（水稻、玉米、小麦）的影响很小。这一方面由于中国对主粮收购价有较严格的控制，另一方面是收储量充足。三大主粮的国家收储量均可以支持国内半年以上的消费，超过国际上通行的3个月左右的粮食储备标准。大米价格和年初比略涨了0.7%，但小麦和玉米分别降价了6.8%和0.3%。因此从粮食供给的角度，中国不存在粮食安全问题。

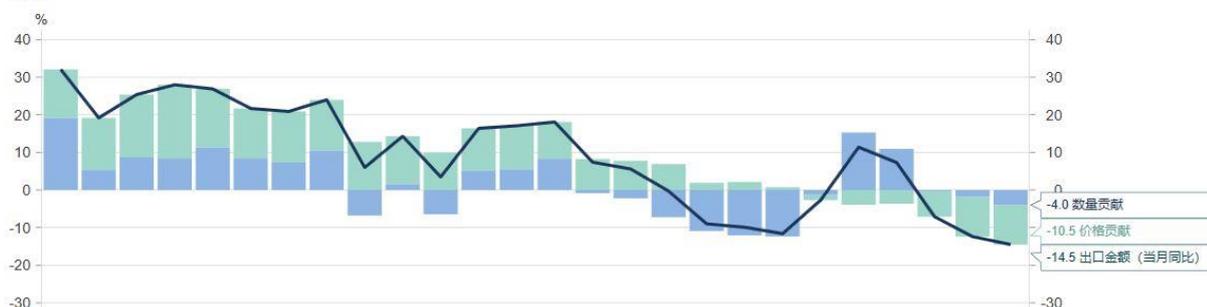
能源是另一个价格下行因素。中国能源不能够自给自足，石油有71%依赖进口，天然气的依赖度是40%。OPEC在最新6月的协议中决定减产，之后原油价格上升，8月后小幅下行。年初至今，国际石油和天然气价格分别上升了10%和下降了47%，而国内汽油和天然气价格分别上升了4.5%和下降了43%。这也是因为油气价格受政府管控，波动幅度便低于国际价格。国内工业生产受国内外需求影响，对能源的需求放缓，也一定程度上拖累了能源价格。钢铁、水泥、玻璃等传统制造业受房地产冲击较大。新能源制造业方兴未艾，但产能建设暂时超过了市场消化能力。根据前十大电动车企数据估算，今年前4个月，电动车产能大约有30%闲置。上游金属和稀土等价格较年初均有不同程度的下降：硅、锂价格分别下降了55%和62%。这给电动车厂商一定的利润空间，然而由于大件消费品的需求不足，造车企业纷纷陷入价格战。

与商品价格的普遍下降相比，服务业在进入下半年后普遍涨价，尤其是医疗保健、教育文化和娱乐。疫情后，对于医疗保健的需求明显提升。交通通信的价格尽管仍然低于年初，但6月后受暑期旅行推动，价格反弹明显。另外，房租价格也在上涨，但由于房价下行压力较大，全国人口流动减慢，房租难以持续上涨。

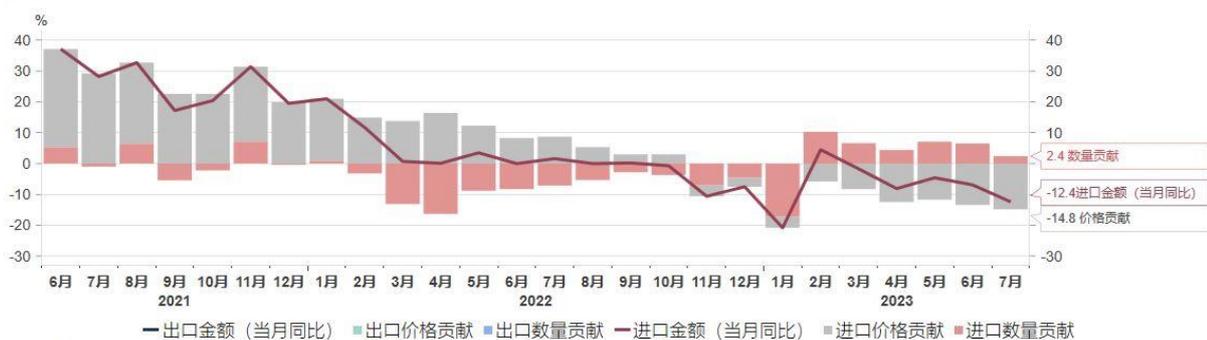
进口的恢复情况

进出口量价贡献

出口



进口

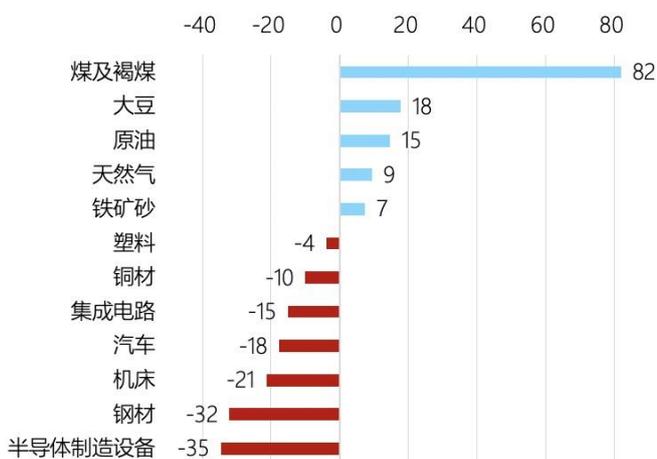


数据来源：海关总署；MACROBOND；恒生中国。

中国进口的实际情况要比出口额显示的好一些。低通胀掩盖了外贸的真实复苏状况。事实上，进口量从今年2月份开始就进入正增长，但由于商品价格下跌太快，进口额一直在下跌。最新的7月贸易数据显示，进口额下降12.4%，但其中价格下行拉低了15个百分点，进口量是增长的。这表明，需求的确有所好转，尽管尚未达到2019年的趋势水平。出口下跌14.5%，但其中11个点的下跌来自价格，实际出口量的下降要小得多。

2023年前8月主要进口产品数量变化

(同比, %)



数据来源：海关总署；恒生中国。

注：由于数据可得性，半导体制造设备为前7月数据。

具体的产品进口数据显示，进口量中，增长的品类主要是原材料，尤其是煤炭。煤炭进口量在前8个月增速高达82%，进口量达到1995年以来的最高点。部分原因是澳大利亚煤从今年2月份解禁，其动力煤对华出口此后一路飙升，但前7个月澳煤加总只占煤进口的14%，因此不是煤炭进口飙升的主要原因。更重要的原因是由于国内环保要求加强，煤炭成本上升，计入运输成本后，沿海煤炭用户有很强的动力从国产煤转向进口煤。

同时，中国集成电路和半导体制造设备进口量均大幅下降。尽管国产替代和美国出口管制都对进口量有影响，但大部分的相关产品并不涉及敏感技术，相关进口下跌主要由于全球需求下降。机床进口量在前8个月下降了21%。2018年，进口机床在中国机床消费中占1/3，之后国内厂商竞争力有较大提升，疫情后进口海外机床受阻，也给国内厂商提供了替代的窗口期。2020-2022年，进口机床数量占比降低了5个百分点。但不同行业的进口比例差异较大，高新产业严重依赖进口数控机床，国产数控机床仍然相对低端。这从进出口数控机床的价格就能看出差距：根据海关总署数据，2022年进口数控机床均价为17.7万美元/台，出口数控机床为1.4万美元/台，进口价约为出口价的13倍。

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。