



恒生銀行
HANG SENG BANK



恒变 ∞ 生无限
Ever Growing Ever Innovating

中国宏观月刊

2023年11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 (%)	0.4	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, %)	-1	10.5	21	4	5
人民币兑美元汇率 (期末)	7	6.95	6.37	6.54	6.97

数据来源：万得；国家统计局；恒生中国

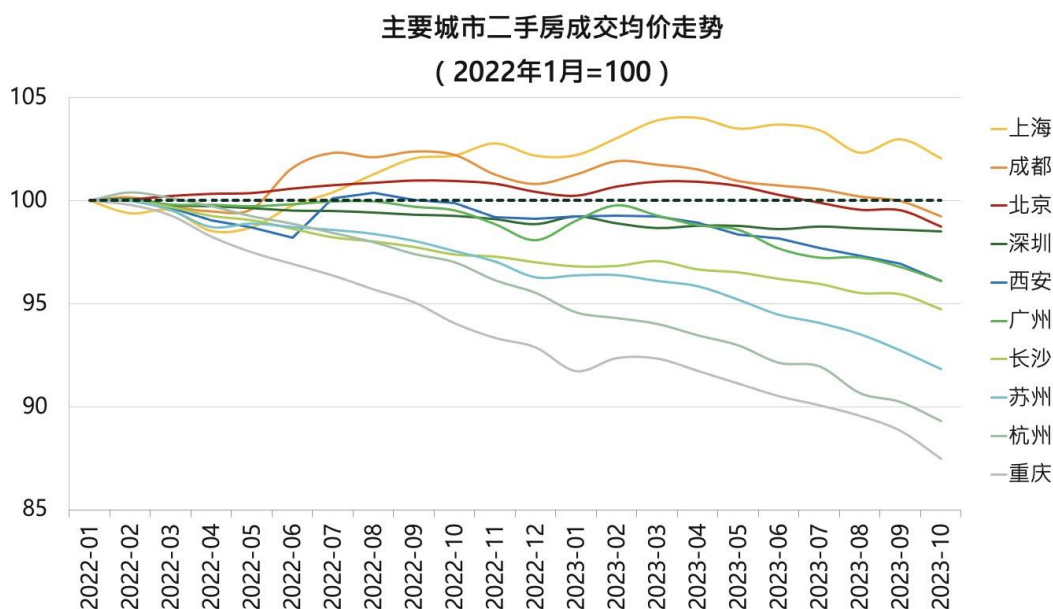
中国宏观经济的转型特征愈发明显。国内工业投资和生产逐步趋于高端、低碳和绿色转型。10月的宏观经济数据中，最大的亮点仍为新能源产业链和高科技行业，产销均延续高速增长势头。10月，集成电路产量同比增长35%。新能源汽车和太阳能电池产量分别上升28%和63%。本周，中美发表气候变化联合声明，明确在能源转型、温室气体排放、低碳发展和循环经济等方面加强合作。中国的绿色产业链在技术、生产和投资方面均居于国际领先水平，然而国内市场需求赶不上产能的增长。中美在气候变化方面的合作将有利于中国企业开拓海外市场。

政策预期走弱

在“认房不认贷”等利好政策下，个别地区的房地产交易量有所上升，但全国平均状况并未改善。从2022年1月至今，仅上海的二手房价格略有上涨，其他城市均下跌。今年1-10月，新房开工量下降24%，投资下降9.3%。尽管新房价格在托底政策下跌幅较小，但成交量不高。境内外投资者开始重新布局中国房地产，但避开了住宅，而是集中于公寓、写字楼等商业地产项目，且集中于一线和大二线城市。例如，今年上半年，外资地产基金Silkroad（新加坡）和铁狮门（美国）在深圳分别收购了社区商业和长租公寓项目。

目前，市场对后续政策的预期减弱，因为达到全年5%的增长目标已无悬念。10月的消费品通胀再度转负，尽管主要原因是猪肉价格下跌，但是减弱的通胀预期已经成为经济复苏的一大障碍。家庭和投资者普遍认为未来价格会进一步降低，从而会推迟房地产投资和大件商品消费。货币政策受制于人民币汇率和国内风险防控等考虑，似乎不能够大幅宽松。然而，我们仍然预期年末前降息至少一次。由于经济内生动力并未恢复，因此需要降息以降低政府、企业和家庭的债务负担，即使降息本身对于刺激内需用处不大。

即将在12月举行的中央经济工作会议将会明确明年的宏观政策。我们认为基建投资仍然是唯一可控的增长点，项目将集中于水利、光伏、电网和城市更新改造等工程。制造业投资会有更多的政策支持，至少能够保持类似今年的增长势头。但是，受制于收入增长和就业压力，房地产销售、投资以及居民消费表现可能不及今年。



数据来源：万得；恒生中国

中央金融工作会议

五年一次的中央金融工作会议在10月底召开，传达出强烈的防风险信号，尤其是对风险要“早识别、早预警、早暴露、早处置”。2019年以来，已经重组了包商银行、锦州银行、恒丰银行等不良资产高企的城商行。2020年后出现地方性银行合并重组潮，包括山西银行、四川银行、中原银行等新设银行，接管原有区域内的多家银行。目前，全国银行一共四千多家，其中90%以上是中小银行，为预防不良贷款和隐性债务暴雷，预期在未来几年内将会经历大范围的合并重组。

未来几年，政府债务结构将从地方向中央转移，这也是化解地方债务风险最重要的方式。截止2023年6月，中央政府债务仅占显性政府债务的41%（2022年末，欧盟为80%以上；美国90%），信用评级高，加杠杆空间大。地方政府举债成本越来越高，周期短，在经济减速和疫情巨额开支后普遍面对财政收入不足、债务积累过快的问题。10月24日，全国人大常委会批准国务院增发国债并提高财政赤字，中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，全国财政赤字率也将由年初制定的3%上升到3.8%。此前，今年赤字规模比去年高5100亿元，也都是通过中央政府的国债增发实现。我们预期未来几年中央债务占比将继续上升，并在基建项目中承担更大份额的财政支出。

会议强调了资本市场支持实体经济、科技创新和国企转型的功能。这意味着国有大型金融机构将会占据更大市场份额，国企和各行业的头部企业也将会得到更多金融资源。中国最大的6家大型国有银行和3家政策性银行是执行国家产业政策和一带一路等海外项目等的主要资金提供方。截止2023年三季度，这9家银行的总资产占银行业金融机构总资产的比重达到50%以上。未来银行服务实体经济的功能将会强化，银行业利润可能受损。资本市场也将成为产业升级转型的主要融资渠道。政策指引资本流向高新产业的目标明确，国内各渠道的融资成本需要在相当长的时间内保持低位。由此我们也预期央行将保持较低的利率环境来支持产业发展。

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。