



恒生銀行
HANG SENG BANK

恒变 ∞ 生无限
Ever Growing Ever Innovating

中国宏观月刊

2024年1月

王丹 恒生中国首席经济学家



主要宏观指标

主要宏观指标					
	2023	2022	2021	2020	2019
实际GDP (%)	5.2	3	8.4	2.2	6
CPI (%)	0.2	2	0.9	2.5	2.9
固定资产投资 (%)	3	5.1	4.9	2.9	5.4
社会消费品零售总额 (%)	7.2	-0.2	12.5	-3.9	8
出口 (以人民币计价, %)	0.6	9	21	4	5
人民币兑美元汇率 (期末)	7.09	6.95	6.37	6.54	6.97

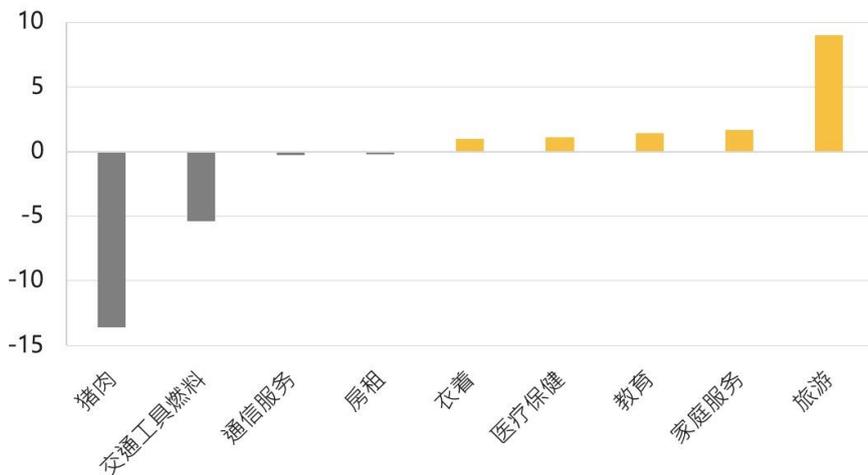
数据来源：万得；国家统计局；恒生中国

2024 继续转型调整

2023年GDP增速5.2%，超过了政府年初制定的目标。主要的经济增长动力来自消费的自然反弹（2022年基数过低），以及政府主导的项目和基建投资。净出口对GDP增长的贡献为负。然而，由于疫情后的反弹效应已经消失、房地产仍将调整以及新的增长点仍在培育中，我们预期2024年的经济增速将放缓。假如经济结构和2023年一致，那么预期2024年的GDP增长为4.5%。

2023年，国内物价偏低。减价压力主要集中在食品。2023年12月，食品价格比年初低了近4%，其中猪肉价格低了26%。猪肉是通胀篮子中权重最大的单一商品，猪周期决定了通胀。目前市场上猪肉供给仍显著高于需求，母猪存栏高，仔猪价格低，这意味着未来1-2个季度的猪肉价格仍有下行趋势。相比之下，旅游、娱乐、教育、医疗等服务行业的价格则普遍上升。疫情后，服务消费升级、日常商品消费降级的趋势有所加强。除了收入增长放缓的因素，房地产和股市下行也导致了消费行为愈发谨慎。

2023年各消费类别通胀（%）



数据来源：国家统计局；恒生中国

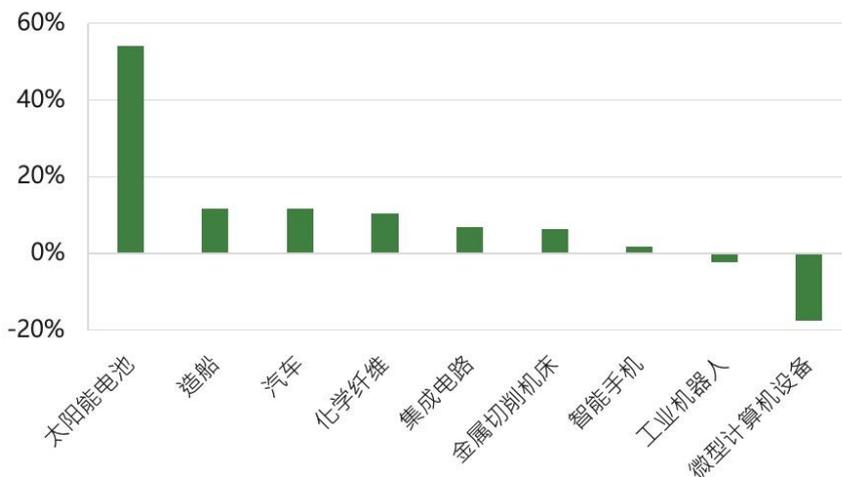
稳定金融市场将成为贯穿2024年全年的主线。2023年召开的中央金融工作会议（每五年召开一次）传达出强烈的防风险信号。目前中国境内银行有四千多家，其中90%以上是中小银行。根据央行12月公布的2023年第二季度央行金融机构评级结果，高风险银行数量有300余家（资产占全部银行的不到2%）。预期2024年会有更多的城商行兼并重组。这些银行的主要问题是资本金不足而非流动性不足，因此解决问题的关键也就从央行转移至财政部。2023年，中小银行资本补充专项债发行规模超过了2000亿元，是2022年全年630亿元的3倍多。同时，由于银行业出清，更多借贷业务会集中至大银行，因此信贷发放总量会受限。

企业出海的步伐将加快。国内消费市场复苏滞后于工业生产，产能过剩问题突出，企业需要寻找新的海外市场。另外，随着美国大选（2024年11月将进行美国总统选举）的推进，美国对中国的制裁可能加码。这意味着企业需要提前进行海外布局，即使目前尚未受到影响。越来越多的西方国家对进口商品提出“原产地要求”（即部分甚至全部零部件都必须在中国以外生产才可以得到政府补贴或者被允许进口），这导致中国境内的工厂需要把部分生产线移至海外。一旦某个主要的厂商开始转移，上游供应商也需要跟随。尽管没有能力转移产能的企业可能被淘汰，但能够做到全球交付的企业就会实现逆势增长。在此过程中，中国各行业将会产生新的具有国际竞争力的企业，而且不局限于电商和互联网行业。

我们预期中欧贸易冲突或将在2024年加剧。由于中国新能源产品难以进入美国，因此光伏、风电和电动车等新能源产品的增量市场均在欧洲。但是中国生产的光伏、风电组件、电池和电动车的成本优势过于突出，已经引起了欧洲各国的警惕。目前中国的光伏组件制造成本比欧洲低35%，风电产品成本低20%。另外，电动车还涉及到消费者数据安全等问题。今年，中国企业可能面临更大规模的投资审查和反补贴调查。

上升行业

2023年主要工业行业产量增速



数据来源：国家统计局；中国汽车工业协会；中国船舶工业行业协会；恒生中国

2023年，中国增长最快的行业是汽车制造。全年出口汽车491万辆，同比增速58%，首次超越日本成为全球最大汽车出口国。出口汽车中，67%为燃油车。俄罗斯、阿联酋、墨西哥和吉尔吉斯斯坦等“一带一路”国家是中国燃油车出口增长最快的国家。新能源车最大的出口目的地是比利时和泰国，前11月的增速分别为3%和121%。国内的销售情况尽管比不上出口，但受价格战和政府补贴推动，仍有相当数量的增长。国内新售汽车中，32%为新能源车，增速38%。传统燃油车也实现了3%的增长。

中国芯片产业进步迅速。2023年，华为的麒麟芯片9000s（用于华为Mate 60手机）实现小规模量产，超出市场预期。尽管良品率有待提升，但是技术上已经实现重大突破。另外，受国内数字化转型推动，数字电视、监控等逐步普及，对于存储芯片需求大幅增长。以中芯国际为代表的芯片企业迅速扩张。政府通过政策引导和产业资金扶持，鼓励本土存储芯片企业自主研发，加快国产替代。按照多家半导体研究机构的数据，2011-2023年间，中国大陆的芯片自给率上升了大约5%，但是2023年芯片自给率不到25%，距离国务院提出的“2025年国产芯片自给率要达到70%”的目标还有较远的距离。

中国造船业强势增长，部分支持了铁矿石价格和钢铁行业。2023年，中国造船完工量、新接订单量和手持订单量，以载重吨计分别占世界总量的50%、67%和55%，均居世界第一。中国是全球唯一实现三大造船指标全面增长的国家，在散货船、集装箱船、汽车运输船等细分领域均实现接单的大幅增长。

出海电商是中国海外企业最大的亮点，尤其是Shein、Temu（拼多多海外版）、速卖通（阿里巴巴）和TikTok Shop（抖音）。在最新的iOS全球购物类APP排行版上，中国这几大电商分列2-4名（第一名是亚马逊）。此外，2023年11月，中国的Reel Short短视频APP在美国iOS下载量排名第3，这体现出中国企业强大的移植能力。在面向大众市场的电商领域，中国企业已具备科技、人才和市场经验的多重优势。

中国光伏行业已经占据全球产能的90%以上，但竞争力仍在提升。2023年前11个月，国内光伏装机量增速为50%，太阳能电池出口数量同比增加42%。然而，光伏行业扩张过快，产能过剩带来价格下行。例如2023年，太阳能电池出口的价格同比下降了33%。国内市场正在出清，龙头企业纷纷减员增效，以应对激烈的国内竞争和国外制裁。

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[2024]「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。