



姚少华, PhD

高级经济师

shaohuayao@hangseng.com

2015年经济展望： 内地经济延续新常态

经济研究

2015年1月

- 去年10月及11月份的数据显示，内地经济在第3季增长7.3%后保持平稳。尽管工业生产量出现较明显的下滑，但内需及净出口有回暖迹象。我们维持2014年第4季国内生产总值增长7.4%及2014年全年增长7.4%的预测不变。
- 展望2015年，内地经济将呈现更多的新常态特征。经济增长或略有放缓，但经济结构将继续优化，通胀及就业亦将保持稳定。我们预计2015年国内生产总值增长7.0%，与2014年估计的7.4%相比略有回落。另外，我们预计2015年消费物价通胀平均为2.0%，与2014年相若。
- 我们预期今年货币政策将较去年宽松。虽然经济增长放缓压力仍大，但由于通胀处于较低水平，我们预期人民银行今年会不对称地减息一次，其中贷款利率减40个基点，而存款利率则会下调25个基点，以及会两度调低银行法定存款准备金率，每次50个基点。汇率方面，我们预计今年人民币兑美元汇率略有贬值，双向波动会更加明显，年底美元兑人民币在岸现货价或为6.30。
- 今年的财政政策对经济增长的支持力度将更大，我们预期财政预算赤字或由2014年的2.1%上升至2.5%或以上。中央政府一方面将严格限制政府经费开支的增长，另一方面将继续实行结构性减税及扩大营业税改增值税试点行业，并进一步加大铁路、水利及能源等基础设施的投资。

第4季经济或增长7.4%¹

内地将于1月20日公布2014年第4季及全年实质国内生产总值增长数字。10月及11月份的数据显示经济在第3季增长7.3%后保持平稳。尽管受APEC会议期间部分工业企业停产拖累，工业产出出现较明显的下滑，但内需及净出口有回暖迹象。10月份的城镇地区固定资产投资增长维持于第3季的14.4%水平，而11月份则略微反弹至14.9%，私人消费亦在「双十一」网购热潮及收入稳步增长下轻微回升，特别是11月份实质零售销售增长回升至11.2%，为2014年来最高。

10月及11月份净出口亦持续提高。由于出口继续保持增长而进口低迷，贸易顺差于两月均保持高位，其中11月份更高达545亿美元，创下历史新高。由于贸易顺差不断扩大，预计第4季进出口对经济增长的贡献率在第3季由负转正后继续提高。因此，我们预计第4季国内生产总值将增长7.4%（图1），较第3季的7.3%略有反弹。

回顾2014年，消费及出口增长保持稳定，但固定资产投资出现明显放缓。尽管在政府稳增长政策支持下，基础设施投资保持了较高速增长，但房地产投资在市场出现调整下大幅下滑，而制造业投资亦在产能过剩、融资成本高企及工业品出厂价格持续下跌而显著放缓。整体而言，我们预计2014年全年内地经济增长7.4%左右，较2013年7.7%的增速放缓0.3%，基本上完成全年增长目标。此外，全年消费通胀平均上涨2.0%，较2013年2.6%的通胀稍为回落。

图1：2014年经济预测

按年增长%	2014年第1季	2014年第2季	2014年第3季	2014年第4季预测	2014年预测
国内生产总值(实质)	7.4	7.5	7.3	7.4	7.4
固定资产投资	17.6	17.3	14.4	15.0	16.0
零售销售	12.0	12.3	11.9	11.7	12.0
出口	-3.4	5.0	13.0	8.0	6.0
进口	1.6	1.6	1.2	-2.0	0.5

资料来源：国家统计局、恒生银行

¹ 除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



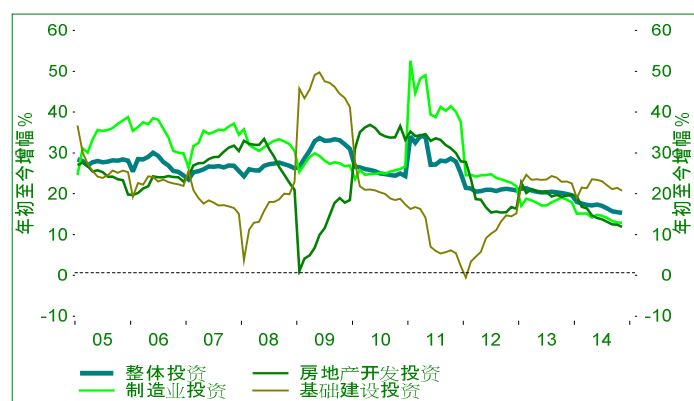
尽管2014年经济增速较2013年略有回落，但亦不乏亮点和一些积极变化。首先是经济结构继续优化，第三产业以及消费占国内生产总值的比重显著上升，增强了经济增长的可持续及均衡性。其次，中央政府最关注的就业情况保持稳定。受惠于第三产业较高的就业弹性，今年前9个月城镇新增就业达1,082万人，提前完成全年目标。此外，以互联网金融、电子商务以及节能环保产业为代表的「新经济」获得了较快的发展，一定程度上弥补了传统经济的放缓。

2015年经济展望

展望2015年，内地经济将继续面临「增长速度换档期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期」的三期迭加阶段，料呈现更多的新常态特征。经济增长或略有放缓，但经济结构将继续优化，通胀及就业亦将保持稳定。我们预计2015年国内生产总值增长7.0%，与2014年估计的7.4%相比略有回落。外需改善、消费增速保持平稳及改革红利逐步释放将是经济增长的主要动力。但房地产市场调整、过剩产能的淘汰、去库存以及总体债务水平高企将是今年内地经济面对的主要挑战。

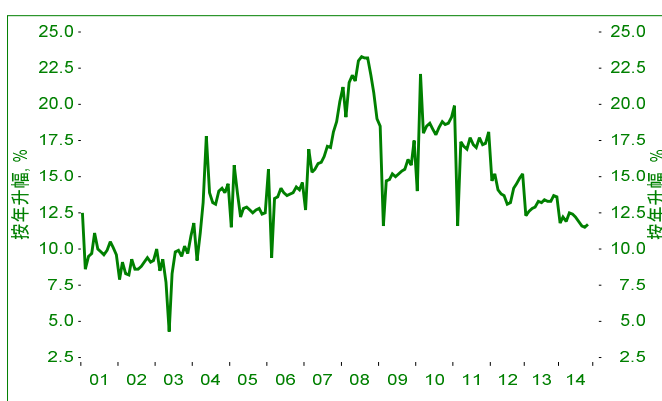
2015年固定资产投资料继续放缓。受惠于2014年下半年各地房地产限购及限贷等调控政策相继放松，以及人民银行意外减息，近期部分城市的房地产销售有所回暖，今年房地产投资增长或低位企稳。虽然外需改善以及内地政府推出「一带一路」战略，但制造业投资增长可能继续放缓，因部份制造业如钢铁、水泥、造船和电解铝等要处理产能过剩问题，以及融资成本仍偏高。另外，在内地政府承诺加快石油和天然气管道、铁路、节能环保及信息产业等基础设施建设下，我们预期2015年基建固定资产投资增长将保持高位。最近有报道指，为稳定经济增长，内地政府决定于今年加快推进300个基础设施建设项目，总投资额达7万亿元人民币。总体而言，我们预计整体固定资产投资增长由2014年预计的16.0%降至2015年的14.0%（图2）。

图2：城镇固定资产投资增长



资料来源：Reuters EcoWin、恒生银行

图3：零售销售增长



资料来源：Reuters EcoWin、恒生银行

受惠于稳定的就业状况以及居民收入增长较快，我们预料2015年消费将保持平稳增长。随着内地经济总规模增加，以及服务业比重不断提升，内地就业将保持良好状况，并将带来稳定的居民收入增长，有助居民实际消费能力的提高。2014年前3季，内地城乡居民人均可支配收入实质增长8.2%，较同期经济增速高0.8%。政策方面，国务院常务会议于10月份推出扩大消费的六大举措，财政支出料将更多向社会保障、医疗等民生领域倾斜，有助减少居民的谨慎消费动机。我们预期2015年零售销售增长约12.0%，与2014年相若（图3）。随着投资拉动经济增长动力减弱，消费将成为未来内地经济可持续发展的关键。

外需方面，全球经济温和复苏将带动内地出口增速略有加快。国际货币基金组织于10月份的最新展望报告中预计今年全球经济将从2014年的增长3.3%加快至3.8%。作为内地两大海外市场，美国经济有望继续强劲反弹及欧罗区将继续实施宽松货币政策，亦将为内地出口提供支持。国际货币基金组织预测美国经济增长由2014年预计的2.2%加快至2015年的3.1%，而欧罗区经济则由增长0.8%反弹至1.3%。经济合作及发展组织亦于11月份作出类似预测（图4）。同时，随着中韩自贸区与中澳自贸区成立，以及中国与东盟打造自贸区升级版，内地对上述国家或地区的出口将保持较快增长。虽然全球及欧美经济增长加快有利内地出口增长，但内地生产成本上升令发达经济体转向低成本国家进口，美国货币政策正常化亦令新兴市场需求疲弱，均可能遏抑内地出口的增长。整体而言，我们预计内地出口增幅由2014年估计的6.0%上升至2015年的8.0%。此外，随着油价和大众商品价格下跌，以及国内需求减弱令进口增速难于明显加快，今年贸易顺差将继续创造历史高位。

图 4: 全球及欧美经济增长预测 (%)

经济体	国际货币基金组织 (2014年10月)		经济合作与发展组织 (2014年11月)	
	2014	2015	2014	2015
美国	2.2	3.1	2.2	3.1
欧罗区	0.8	1.3	0.8	1.1
全球	3.3	3.8	3.3	3.7

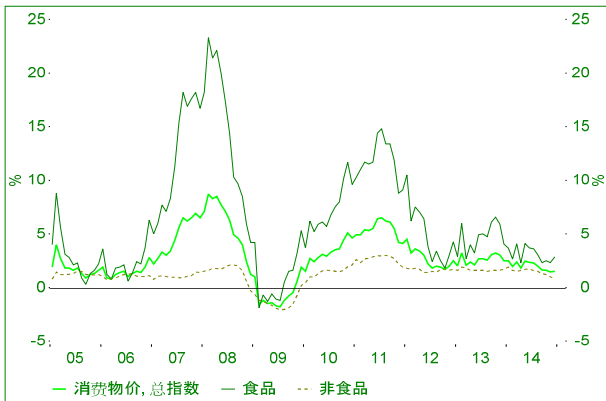
资料来源：经济合作与发展组织、国际货币基金组织、恒生银行



物价方面，我们预期2015年通胀仍将处于较温和水平，主要原因有以下三点。首先，今年内地经济仍面临下行压力，内需增长放缓以及房地产价格持续走软。其次，国际粮价及包括石油在内的大众商品价格持续低迷，导致输入性通胀压力不大。根据国际货币基金组织的最新预测，2015年国际粮价及大众商品价格指数仍继续保持下行趋势。第三，从货币供应来看，2014年广义货币供应（M2）及社会融资规模增长持续放缓，虽然我们预期2015年货币政策较去年宽松，但在去杠杆的背景下整体仍属稳健，因此通胀缺乏上升的货币基础。然而，水、电等公共事业产品价格或因市场化改革而上调，以及劳动力成本持续上升，亦令通胀有一定上涨压力。总体我们预计2015年消费物价通胀平均为2.0%，与2014年相若（图5）。

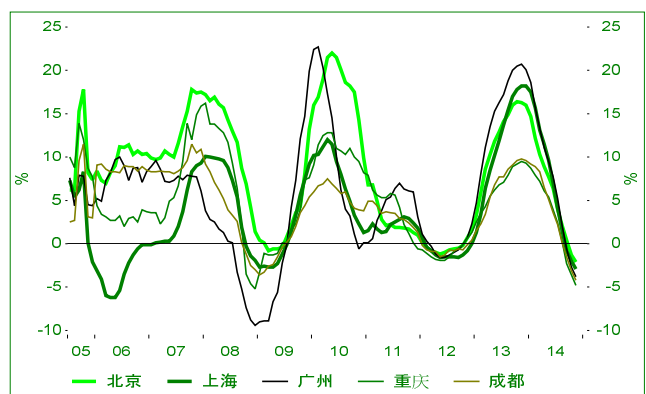
房地产市场在2014年进入调整周期，无论是房地产投资，还是房地产销售、价格及新动工面积等指标，均出现显著的放缓。展望2015年，虽然政府已放松限购、放宽首套房贷款认定标准和减息，但房地产市场供过于求的现状短期无法转变，我们预期2015年整体房地产市场仍将继续调整。房价料继续面临分化，一线城市房价或因库存较低而略有下跌，但二、三线城市房价或因库存较高而面临较大的调整（图6）。整体房地产销售在房价预期下行下难于出现明显反弹。

图5：消费物价通胀



资料来源：Reuters EcoWin、恒生银行

图6：主要城市一手房屋价格增长



资料来源：Reuters EcoWin、恒生银行

此外，我们预期今年内地政府将在行政审批制度改革、投融资体制改革、要素价格市场化改革以及国有企业改革上加快步伐，而金融改革、财政改革、土地改革以及户籍制度改革方面亦将稳步推进。

宏观政策料适度放宽

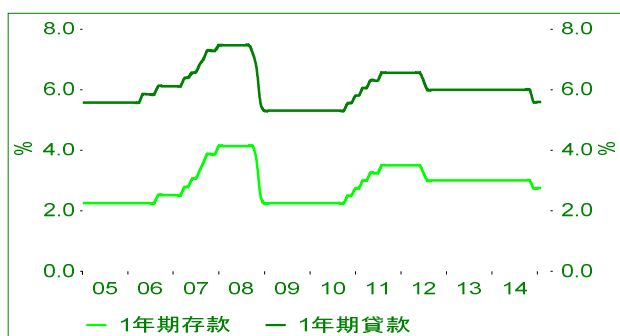
12月份召开的中央经济工作会议提出今年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。但特别指出积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度。

货币政策要更加注重松紧适度，说明今年货币政策将较去年宽松。实际上，人民银行在去年第4季已开始适度放松货币政策，继11月21日宣布不对称降息后，12月底又发文确认非银行金融机构的同业存款纳入存款统计口径，并暂时免交存款准备金，此举相当于3次调低法定存款准备金率。虽然经济增长放缓压力仍大，但由于通胀处于较低水平，我们预期人民银行今年会不对称地减息一次，其中贷款利率减40个基点，而存款利率则会下调25个基点（图7），以及会两度调低银行法定存款准备金率，每次50个基点（图8）。人民银行亦将继续采取包括抵押补充贷款、中期借贷便利、常备借贷便利等定向数量型工具来降低实体经济融资成本。我们预期今年M2增长约为12.0%，新增人民币贷款或为10万亿人民币，社会融资规模约17万亿人民币。此外，当局或将于今年上半年建立存款保险制度以进一步推进利率市场化。

2014年底美元兑人民币在岸现货价报6.2055，意味人民币较2013年底贬值约2.5%。受惠于美国经济增速回升及美联储或开启加息周期，今年美元料延续强势。美元走强料对人民币构成一定贬值压力，但人民币国际化持续推进及贸易顺差有望再创新高，对人民币提供一定上升动力。我们预计今年人民币兑美元汇率略有贬值，双向波动会更加明显，年底美元兑人民币在岸现货价或为6.30。

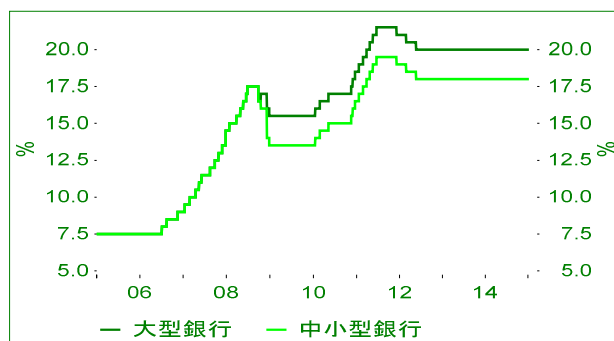
积极的财政政策要有力度，说明今年的财政政策对经济增长的支持力度将更大，我们预期财政预算赤字或由2014年的2.1%上升至2.5%或以上。我们预期中央政府一方面将严格限制政府经费开支的增长，另一方面将继续实行结构性减税及扩大营业税改增值税试点行业，并进一步加大铁路、水利及能源等基础设施的投资。

图7：内地存款及贷款基准利率



资料来源：Reuters EcoWin、恒生银行

图8：内地银行法定存款准备金率



资料来源：Reuters EcoWin、恒生银行



中国经济统计数据

2015 年1月

	国内生产总值		工业生产	固定资产投资		零售销售		对外贸易					消费物价			上海新住宅价格
	名义值 10亿人民币	按年实质 增长(%)	按年实质 增长(%)	按年名义 增长(%)	按年实质 增长(%) (e)	按年名义 增长(%)	按年实质 增长(%)	出口		进口		贸易差额 10亿美元	按年增长(%)	食品 按年增长(%)	非食品 按年增长(%)	按年增长(%)
								按年名义 增长(%)	按年实质 增长(%)	按年名义 增长(%)	按年实质 增长(%)					
2009年	34,080	9.2	11.0	30.5	33.7	15.5	16.9	-16.0	-10.6	-11.2	3.1	196.1	-0.7	0.8	-1.4	1.0
2010年	40,151	10.4	15.7	24.5	20.2	18.4	14.8	31.3	28.5	38.7	22.0	183.1	3.3	7.2	1.4	7.4
2011年	47,310	9.3	13.9	23.8	16.1	17.1	11.6	20.3	9.4	24.9	9.6	155.1	5.4	11.8	2.7	2.2
2012年	51,947	7.7	10.0	20.6	19.3	14.3	12.1	7.9	5.6	4.3	4.8	231.1	2.6	4.9	1.6	-1.0
2013年	58,802	7.7	9.7	19.6	19.2	13.1	11.5	7.9	8.7	7.3	9.3	259.7	2.6	4.7	1.6	11.8
2014年预测	63,767	7.4	8.5	16.0	15.4	12.0	10.7	6.0	6.5	0.5	2.6	382.5	2.0	3.5	1.5	NA
2015年预测	68,901	7.0	8.0	14.0	13.4	12.0	10.7	8.0	8.5	4.0	6.1	491.6	2.0	3.5	1.5	NA
2013年第1季	11,886	7.7	9.5	20.9	20.7	12.4	10.8	18.4	18.5	8.4	10.4	43.1	2.4	3.9	1.8	3.7
第2季	12,915	7.5	9.1	19.7	19.9	13.0	11.9	3.7	4.3	5.0	8.1	65.7	2.4	4.0	1.6	10.2
第3季	13,875	7.8	10.1	20.3	20.2	13.3	11.4	4.0	5.2	8.4	9.5	61.5	2.8	5.3	1.6	15.4
第4季	18,208	7.7	10.0	18.2	17.1	13.5	11.7	7.4	8.2	7.2	8.8	90.5	2.9	5.5	1.6	18.1
2014年第1季	12,821	7.4	8.7	17.6	16.3	12.0	10.9	-3.4	-1.6	1.6	7.1	16.7	2.3	3.5	1.7	15.4
第2季	14,083	7.5	8.9	17.3	16.5	12.3	10.8	5.0	7.1	1.6	2.8	86.0	2.2	3.4	1.7	9.4
第3季	15,086	7.3	8.0	14.4	14.2	11.9	10.6	13.0	12.4	1.2	2.7	128.0	2.0	3.0	1.5	1.6
2014年7月	NA	NA	9.0	15.7	15.2	12.2	10.5	14.5	15.4	-1.6	0.4	47.3	2.3	3.6	1.6	4.1
8月	NA	NA	6.9	13.8	13.3	11.9	10.6	9.4	8.9	-2.4	-0.4	49.8	2.0	3.0	1.5	1.5
9月	NA	NA	8.0	13.8	13.3	11.6	10.8	15.3	12.9	7.0	8.1	30.9	1.6	2.3	1.3	-0.8
10月	NA	NA	7.7	14.4	NA	11.5	10.8	11.6	9.5	4.6	7.4	45.4	1.6	2.5	1.2	-2.0
11月	NA	NA	7.2	14.9	NA	11.7	11.2	4.7	5.2	-6.7	-2.3	54.5	1.4	2.3	1.0	-2.9
年初至今	41,991	7.4	8.3	15.8	NA	12.0	10.8	5.7	6.6	0.8	3.7	332.5	2.0	3.1	1.5	6.8

	人均收入				存款余额 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率 1年期 (期末)	货币供应 (M2)	外汇储备 (期末)	外商直接投资	每美元兑人民币 中间价 (期末)	社会融资规模	
	城镇		农村		10亿人民币	按年增长(%)	余额		10亿人民币	%	按年增长(%)	10亿美元	按年增长(%)	人民币	10亿人民币	按年增长(%)
	人民币	按年实质 增长(%)	人民币	按年实质 增长(%)			10亿人民币	按年增长(%)								
2009年	17,175	9.8	6,270	9.6	59,770	28.2	39,970	31.7	9,590	5.31	27.7	2,399	-13.2	6.8271	13,911	99.3
2010年	19,109	7.8	7,089	9.1	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.81	19.7	2,847	12.4	6.6070	14,019	0.8
2011年	21,810	8.4	8,639	15.2	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.56	13.6	3,181	9.7	6.2950	12,829	-8.5
2012年	24,565	9.6	9,787	10.5	91,740	13.3	62,990	15.0	8,200	6.00	13.8	3,312	-3.7	6.2306	15,760	22.9
2013年	26,955	7.0	10,983	9.3	104,380	13.8	71,900	14.1	8,890	6.00	13.6	3,820	5.3	6.0543	17,290	9.7
2014年预测	29,651	6.9	12,440	9.3	114,818	10.0	81,400	13.2	9,500	5.60	12.5	4,050	0.0	6.20	16,000	-7.5
2015年预测	32,616	6.8	14,008	9.2	125,152	9.0	91,400	12.3	10,000	5.20	12.0	4,250	3.0	6.30	17,000	6.3
2013年第1季	7,427	6.7	2,871	9.3	97,930	15.6	65,760	14.9	2,760	6.00	15.7	3,440	1.4	6.2689	6,160	58.4
第2季	6,222	6.4	1,946	8.9	100,910	14.3	68,080	14.2	2,321	6.00	14.0	3,500	6.9	6.1787	3,980	2.4
第3季	6,520	7.3	2,810	10.3	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.00	14.2	3,663	9.4	6.1480	3,808	-3.5
第4季	6,786	7.4	3,356	8.3	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.00	13.6	3,820	2.3	6.0969	3,322	-17.8
2014年第1季	8,155	7.2	3,224	10.1	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.00	12.1	3,948	5.5	6.1521	5,600	-9.2
第2季	6,804	6.9	2,172	9.4	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.00	14.7	3,993	-1.0	6.1528	4,920	23.6
第3季	7,085	6.5	3,131	9.5	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.00	12.9	3,888	-9.7	6.1525	2,280	-40.1
2014年7月	NA	NA	NA	NA	111,620	10.9	78,020	13.4	385	6.00	13.5	3,966	-17.0	6.1675	273	-66.6
8月	NA	NA	NA	NA	111,730	10.1	78,720	13.3	703	6.00	12.8	3,969	-14.0	6.1647	957	-39.5
9月	NA	NA	NA	NA	112,660	9.3	79,580	13.2	857	6.00	12.9	3,888	1.9	6.1525	1,050	-25.5
10月	NA	NA	NA	NA	112,470	9.5	80,130	13.2	548	6.00	12.6	NA	1.3	6.1461	663	-23.3
11月	NA	NA	NA	NA	113,140	9.6	80,980	13.4	853	5.60	12.3	NA	22.2	6.1345	1,150	-6.9
年初至今	22,044	6.9	8,527	9.7	113,140	9.6	80,980	13.4	9,086	5.60	12.3	3,888	0.7	6.1345	14,760	-8.4

NA= 没有或无有关数字; (A)= 实际数字; (e)恒生银行预测数字; (1H)= 上半年

*每年首两月平均值

资料来源: 国家统计局、中国统计年鉴、CEIC