



## 中国经济月报

薛俊升

高级经济师

thomasshik@hangseng.com

# 人行货币政策对经济的成效如何？

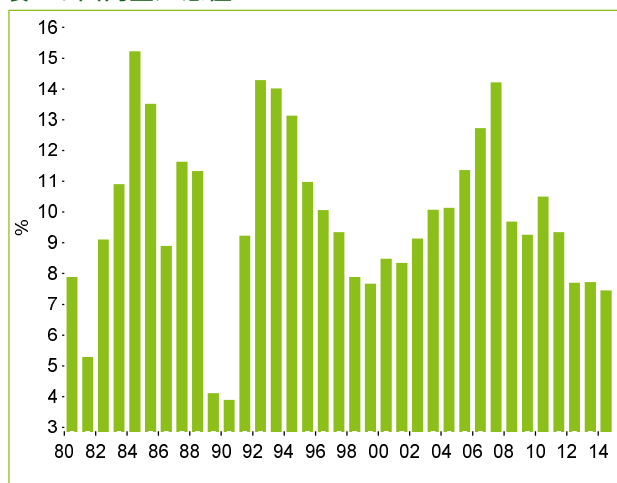
- 内地经济增长由 2013 年的 7.7% 放缓至去年的 7.4%，为自 1990 年以来的最低年增长率。
- 中国人民银行（「人行」）最近透过调低存款准备金率、减息及向银行体系注资，支持经济增长。
- 不过，房地产市道不振，加上经济放缓，银行放贷或因而转趋审慎。
- 另一方面，住宅供应不缺，人行政策对整体房地产市场帮助不大。
- 固定资产投资增长减慢，将减少对经济增长的贡献。我们预期今年整体经济增长会进一步放缓至 7%。



## 内地经济增长放缓

内地经济增长由 2012 年及 2013 年的 7.7% 放缓至去年的 7.4% (表 1)。增幅虽然符合中央政府所订定 7.5%「左右」的目标，但仍是自 1990 年以来录得的最低增幅。

表 1：国内生产总值



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 2：M2 及贷款增长



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

## 去杠杆化趋势持续

仅数年之前，内地经济仍常以双位数字增长，但受去杠杆化因素影响，经济增长速度自 2007 年以来已减去近半。

环球金融风暴以后，中央政府于 2008 年 11 月推出 4 万亿刺激经济措施。货币供应及银行贷款因此于 2009 年显著上升，金额增幅比中央政府推出的计划还要庞大。广义货币供应 (M2) 急升，2009 年 11 月录得达 29.7% 或相当于 13.6 万亿人民币的最高按年增长。于同年 6 月初，贷款余额按年增长跃升至 34.4%，相当于 12.6 万人民币 (表 2)。

随着大量资金流入经济体系，经济增长于 2009 年至 2011 年间维持大约 10%。期间，房地产市道亦畅旺。于 2009 年、2010 年及 2011 年，住宅销售以金额计分别上升 80%、15% 及 11%。



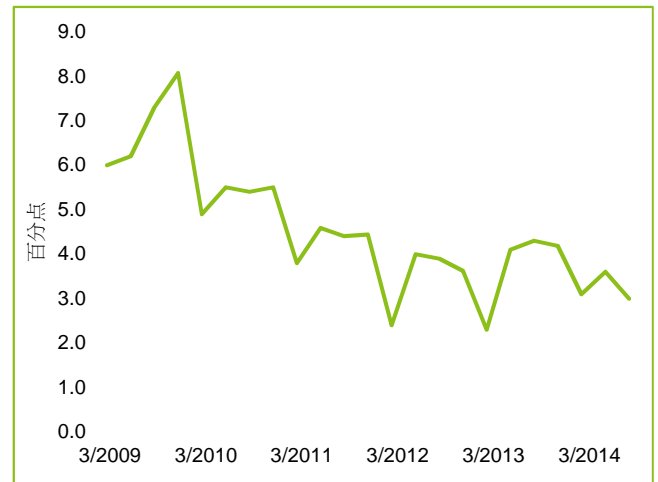
不过，贷款经过时日累积，日后终究需要偿还。银行贷款占国内生产总值的比例已由 2008 年的 97%，上升至 2013 年的 128% 的近年高位（表 3）。货币供应及贷款以高速度增长，不能年复年持续，否则只会带来通胀急升失控的风险。因此，当近年信贷增长减慢，投资及房地产开发的增长也相继回落。

表 3：银行贷款占国内生产总值的比例



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 4：投资对经济增长的贡献



数据源：CEIC，恒生银行

## 投资减慢经济增长速度

此去杠杆化的过程导致投资增长回落及住宅市况调整，从而令经济增长减慢。资本形成总额于 2009 年曾最高带动经济增长 8.1 个百分点，但迄今对经济增长的贡献已减去近半（表 4）。我们的计算显示，假若资本形成总额于 2012 年及 2013 年分别以 2009 年至 2011 年间的平均速度上升，国内生产总值应比现今的规模大约 5.7%。以往投资是经济增长的最大动力来源，但其减慢正导致经济增长放慢。

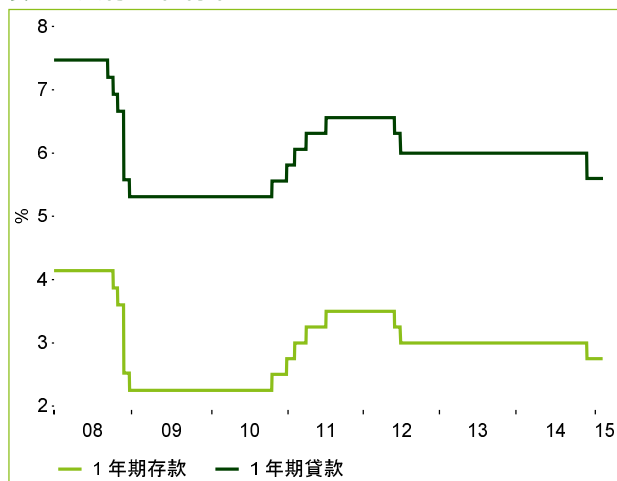
过去一年，中央当局已推出不少措施支持经济。中央政府加快审批基础建设项目，多个地方政府亦放宽限制购买住房措施，而中国人民银行已调低存款准备金率（RRR）、减息及向银行体系注入资金。



## 人行货币政策的成效如何？

人行分别于 2014 年 4 月及 6 月实行「定向降准」，调低专向农业及小型企业放贷的银行的存款准备金率。及后人行于 9 月及 10 月通过新设货币政策工具「中期借贷便利」(MLF) 向银行体系分别注资 5,000 亿人民币及 2,695 亿人民币。人行再于 11 月调低 1 年期贷款基准利率 0.4 个百分点至 5.6% 及 1 年期存款基准利率 0.25 个百分点至 2.75%，另于今年 2 月全面降低存款准备金率 (表 5)。

表 5：人行基准利率



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 6：中国国债息率



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

从定向降准到较为明显放宽银根的货币政策措施，反映内地经济增长正显著放缓及人行致力避免经济急速下滑。不过，人行货币政策对经济所起的成效如何？

随着人行注资、定向降准及减息，信贷利率普遍下跌。10 年期国债息率由 2014 年初的 4.6% 跌至今年 1 月末约 3.4% (表 6)。同期企业融资成本亦下降，3 年期 AA 评级企业债券利率由 7.4% 降至 5.4%。利率下降，有助企业增加投资，从而带动经济加快增长。



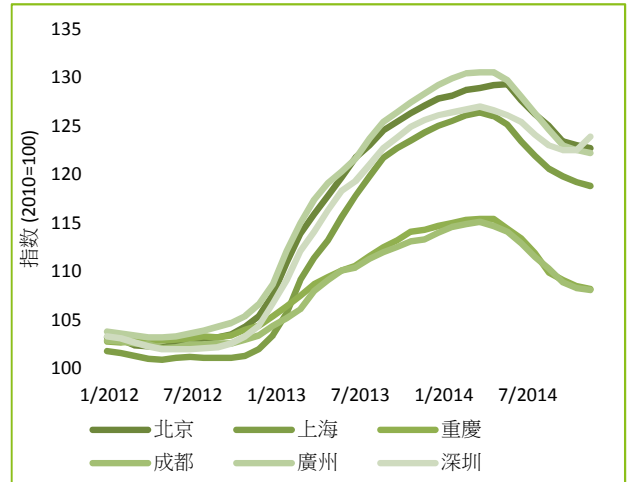
不过，利率下跌不代表银行会放宽贷款审批标准、较愿意放贷或满足贷款需求。目前房地产市场不振，加上经济放缓，银行放贷反而会转趋审慎。去年尽管人行放宽货币政策，但银行贷款金额未见明显增加，货币供应（M2）增长仍处于偏低水平（表7）。信贷增长较慢，或显示资金尚未经银行流向实体经济。

表 7：新增人民币贷款及 M2 增长（2014 年）



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 8：一手住宅价格



数据源：CEIC，恒生银行

## 房地产市道不振

房地产开发投资占内地固定资产投资约 20%，但人行减息及注资银行的举措对整体房地产市场的帮助亦可能不大。住宅价格自去年 4 月起下跌（表 8）。潜在买家假若预期房价短期内进一步下挫，或会延迟置业的决定。虽说利率下跌有助按揭利率下降，但具体减幅最终仍取决于银行愿意承担风险的意欲。

当下住宅供应不缺，房地产市场复苏仍未可期。按新动工面积计算，新建住宅已然减少，于 2014 年下跌 14.4%，但住宅落成量仍然上升（表 9）。鉴于住宅销售下降，我们的分析显示可供出售住宅数量仍然偏多（表 10）。解决当下住宅供应充裕问题仍需时日。



表 9：新屋动工



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 10：住宅可供销售量 (12 个月移动平均)



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

## 油价下挫未能扭转乾坤

去杠杆化的趋势持续，意味信贷、投资及整体经济增长可能进一步放缓。虽然内地为石油净进口国，理应受惠于油价下挫，但这亦未足以扭转乾坤。

布兰特原油价格自去年夏天以来已下跌近半，相当于每桶原油下跌约 50 美元 (表 11)。2014 年内地净进口原油 307.8 百万吨，即平均每日 6.2 百万吨。每桶原油下跌 50 美元意味内地消费者每年可节省 7,000 亿人民币的原油成本。假若油价今年维持现水平不变，内地消费者将所节省的金钱尽数用于消费，每年名义国内生产总值增长可因而提高 1.1 个百分点。

不过，内地储蓄率高，消费者未必会用尽全部节省所得的金钱。部分研究显示，内地储蓄率为收入的 40%。如果属实，油价下跌节省所得对经济增长的贡献便会下降至 0.66 个百分点<sup>1</sup>。

另外，值得注意的是，部分进口原油是作为国家战略石油储备之用。因此，消费者真正能从油价下跌节省得到的金钱或会比为上述的计算为少。

<sup>1</sup> Guonan Ma and Wang Yi. (2010) *China's High Saving Rate: Myth and Reality*. BIS Working Paper No. 312 (Jun).  
Yang, Zhang, and Shaojie Zhou. (2011) *Why Are Saving Rates so High in China?* NBER Working Paper No. 16771 (Feb).



内地已经完成建立国家石油储备第一期工程，现时原油储备估计为 12.43 百万吨。在 2020 年之前，第二及第三期工程亦会分别完成，届时原油储备总量可达 68 百万吨。这意味从现在到 2020 年间，内地每年平均进口原油 9.3 百万吨作为储备，亦即相当于每年原油净进口量的 3%。计及此等因素，油价下跌对经济增长的额外贡献便会降至仅稍高于 0.6 个百分点。

如果考虑到以下两个因素，油价下跌对经济的额外得益会更少。首先，油价下跌，与石油相关的投资可能减少。2014 年石油及天然气开采的固定资产投资达 4,023 亿人民币，相当于国内生产总值的 0.6% (表 12)。假若油价下降 50% 同样会导致相关的投资减少 50%，油价下跌对经济增长的额外贡献会进一步降至稍为高于 0.3 个百分点。

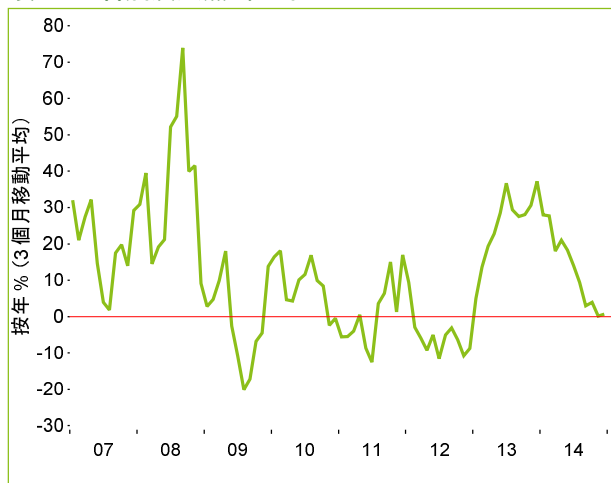
其次，国际油价下跌的幅度未必会完全反映于内地运输成本之上，部分因为内地零售能源价格由国家所厘订。虽然过去数月国家发展和改革委员会几乎每两周便调低成品油价格一次，但同期成品油的销售税亦被调高数次。

表 11：原油期货



数据源：Reuters EcoWin，恒生银行

表 12：石油及天然气开采



数据源：CEIC，恒生银行

## 2015 年内地经济增长或放缓至 7%

总体而言，我们认为去杠杆化为剖析内地经济前景的关键。去杠杆化的影响已经浮现，并反映于信贷、投资及整体经济增长放缓。虽然人行及其他政府机关已采取措施支持经济，但银行承受风险意欲下降、房地产市场的结构性问题，均会削弱当局措施的效用。近期油价下挫亦未必会对经济增长带来太大帮助，因为内地储蓄率高、石油相关投资可能减少，以及原油价格的跌幅不会完全反映于零售能源价格之上。

我们预期固定资产投资增长由 2014 年的 15.7% 放缓至 2015 年的 14%，其对经济增长的贡献亦会随之下降（表 13）。即使按社会消费品零售总额衡量的消费开支增长稳定、对外贸易稍为改善，亦难以避免整体经济增长由去年的 7.4% 进一步减慢至 2015 年的 7%。

表 13：恒生经济预测

	2014	2015 预测
国内生产总值	7.4%	7.0%
社会消费品零售总额	12.0%	12.0%
固定资产投资	15.7%	14.0%
工业产出	8.3%	8.0%
出口	6.1%	8.0%
进口	0.4%	4.0%
贸易差额	3,820 亿美元	4,960 亿美元





#### 中国经济统计资料

2015年2月

	国内生产总值		工业产出	固定资产投资	社会消费品零售总额	对外贸易			居民消费价格		
	名义	实质	实质	名义	名义	出口	进口	贸易差额	按年 (%)	食品	非食品
	10 亿人民币	按年 (%)	按年 (%)	累计 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿美元		按年 (%)	按年 (%)
2010	40,151	10.4	15.7	24.5	18.4	31.3	38.7	183.1	3.3	7.2	1.4
2011	47,310	9.3	13.9	23.8	17.1	20.3	24.9	155.1	5.4	11.8	2.7
2012	51,947	7.7	10.0	20.6	14.3	7.9	4.3	231.1	2.6	4.9	1.6
2013	58,802	7.7	9.7	19.6	13.1	7.9	7.3	259.7	2.6	4.7	1.6
2014	63,646	7.4	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
<b>2015 预测</b>	<b>NA</b>	<b>7.0</b>	<b>8.0</b>	<b>14.0</b>	<b>12.0</b>	<b>8.0</b>	<b>4.0</b>	<b>496.0</b>	<b>2.0</b>	<b>3.0</b>	<b>1.5</b>
2013 第 2 季	12,915	7.5	9.1	20.1	13.0	3.7	5.0	65.7	2.4	4.0	1.6
第 3 季	13,875	7.8	10.1	20.2	13.3	4.0	8.4	61.5	2.8	5.3	1.6
第 4 季	18,208	7.7	10.0	19.6	13.5	7.4	7.2	90.5	2.9	5.5	1.6
2014 第 1 季	12,821	7.4	8.7	17.6	12.0	-3.4	1.6	16.7	2.3	3.5	1.7
第 2 季	14,083	7.5	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	15,086	7.3	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	21,656	7.3	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2014 8 月	NA	NA	6.9	16.5	11.9	9.4	-2.4	49.8	2.0	3.0	1.5
9 月	NA	NA	8.0	16.1	11.6	15.3	7.0	30.9	1.6	2.3	1.3
10 月	NA	NA	7.7	15.9	11.5	11.6	4.6	45.4	1.6	2.5	1.2
11 月	NA	NA	7.2	15.8	11.7	4.7	-6.7	54.5	1.4	2.3	1.0
12 月	NA	NA	7.9	15.7	11.9	9.7	-2.4	49.6	1.5	2.9	0.8
年初至今	63,646	7.4	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5

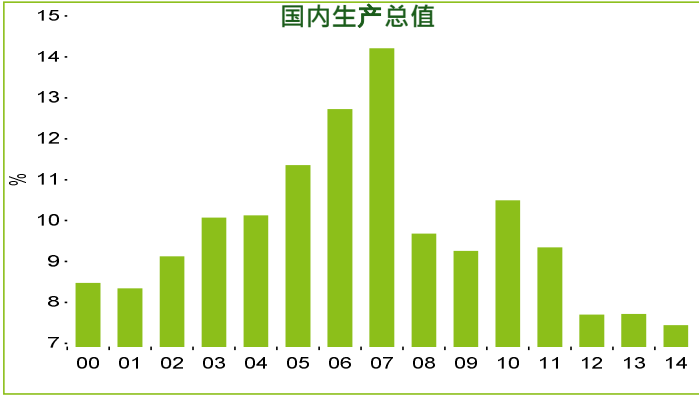
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)	按年 (%)	10 亿人民币
	2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	62,990	15.0	8,200	6.0	13.8	3,312	-3.7	6.2303	15,760
2013	104,380	13.8	71,900	14.1	8,890	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0539	17,290
2014	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	16,460
<b>2015 预测</b>	<b>122,969</b>	<b>8.0</b>	<b>91,680</b>	<b>12.2</b>	<b>10,000</b>	<b>5.2</b>	<b>12.0</b>	<b>3,800</b>	<b>2.0</b>	<b>6.30</b>	<b>17,000</b>
2013 第 2 季	100,910	14.3	68,080	14.2	2,321	6.0	14.0	3,500	4.9	6.1376	3,980
第 3 季	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.0	14.2	3,663	6.2	6.1220	3,808
第 4 季	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0539	3,322
2014 第 1 季	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.0	12.1	3,948	5.5	6.2180	5,600
第 2 季	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.0	14.7	3,993	2.2	6.2050	4,920
第 3 季	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1395	2,280
第 4 季	113,860	9.1	81,680	13.6	2,098	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	3,503
2014 8 月	111,730	10.1	78,720	13.3	703	6.0	12.8	3,969	-1.8	6.1432	957
9 月	112,660	9.3	79,580	13.2	857	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1395	1,050
10 月	112,470	9.5	80,130	13.2	548	6.0	12.6	3,853	-1.2	6.1135	663
11 月	113,140	9.6	80,980	13.4	853	5.6	12.3	3,847	0.7	6.1450	1,150
12 月	113,860	9.1	81,680	13.6	697	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	1,690
年初至今	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2040	16,460

NA: 不详; (A)= 实际数字; (F)= 恒生预测数字; yoy= 按年变幅; ytd= 累计年初至今变幅

数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Reuters EcoWin, CEIC, 恒生银行



中国经济月报



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



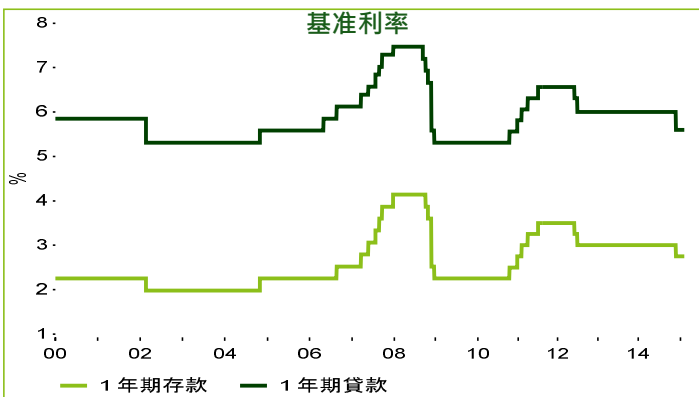
数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



数据源：Reuters EcoWin, 恒生银行



## 免责声明

本档由恒生银行有限公司(「恒生」)提供,内含之资料,乃从相信属可靠之来源搜集,而当中之意见仅供参考之用,意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见,乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见,而有关分析员过去、现在或未来之报酬,并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性,并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见,或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺,亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估,并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖,可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定,并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见,因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险,投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌,而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。