



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国经济月报

薛俊升

高级经济师

thomasshik@hangseng.com

第 2 季经济增长前瞻

经济研究

2015年7月

- 我们调低对 2015 年一些经济指标预测，但中国人民银行（「人行」）的宽松货币政策或有助经济于下半年回稳，因此我们维持全年国内生产总值增长为 7% 的预测不变。
- 人行或推出更多措施支持经济增长。我们预期今年底前人行会再调低存款准备金率 2 个百分点至 16.5% 及减息 1-2 次。



4 至 5 月份内地经济数据普遍较市场预期逊色，我们调低对 2015 年多个主要经济指标的预测，但中国人民银行（「人行」）的宽松货币政策或有助经济于第 3 及第 4 季回稳，因此我们维持全年国内生产总值增长为 7% 的预测不变。

数据显示经济增长放缓

近期经济数据显示内地经济下滑风险增加。虽然早前内地股市上涨及全球油价下跌，但被视作量度政府及居民消费指标的社会消费品零售总额于 4 月及 5 月份仅分别按年增长 10% 及 10.1%，两者均低于第 1 季的 10.6% 增幅（表 1）。

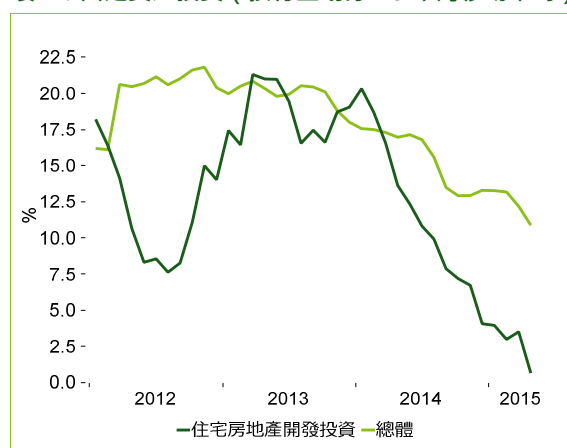
4 月及 5 月份的固定资产投资分别按年增长 9.6% 及 9.9%，两者同样低于第 1 季的 13.5% 增幅（表 2）。¹ 当下房屋库存仍处于较高水平，我们估算住宅房地产开发投资增长更减慢至接近零。

表 1：社会消费品零售总额



数据源：Macrobond，恒生银行

表 2：固定资产投资 (按行业划分、3 个月移动平均)



数据源：Macrobond，恒生银行

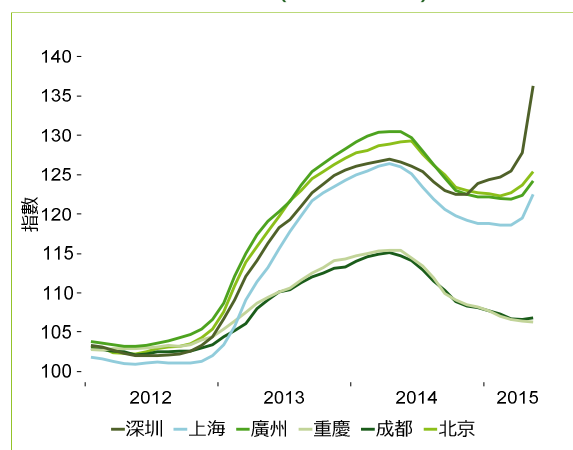
过去一年，多个地方政府放宽限制购买住房措施。随着人行连番减息，地方政府的举措令不少市场人士憧憬房地产市道快将复苏。

¹ 目前固定资产投资累计按年增长 11.4%，低于首 3 个月的 13.5%。



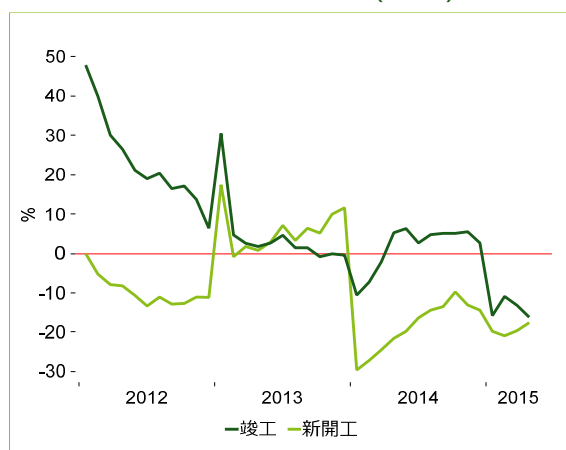
表面上，复苏的迹象已经涌现。近月深圳及上海等一线城市的住房价格再度上扬，而二、三线城市房价的跌幅亦已收窄（表 3）。房屋供应回落加上需求回稳，似乎显示市场秩序正逐步恢复平衡。今年首 5 个月，住宅房屋新开工面积及竣工面积分别按年下跌 17.6% 及 16.2%，但住宅商品房销售面积则持平（表 4）。

表 3：新建住宅价格指数（2010=100）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 4：住宅房屋新开工及竣工面积（累计）



数据源：Macrobond，恒生银行

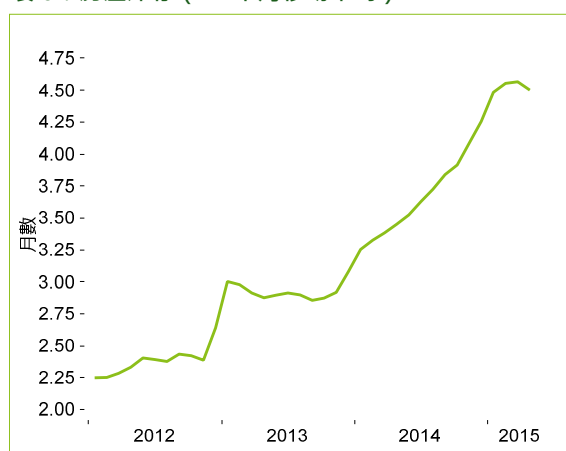
但值得注意的是，待售房屋数量仍然庞大，甚至继续上升。虽然目前住宅商品房销售面积已高于住宅房屋竣工面积，但前者仍低于住宅房屋新开工面积（表 5）。相对需求计算并以月数作单位，房屋库存仍处于约近年的高位（表 6）。解决房屋供应过剩的问题或仍需时日。

表 5：住宅房屋新开工、竣工及销售面积

(平方米)	2015 年 1 至 5 月
住宅房屋新开工面积	35,091
住宅房屋竣工面积	19,599
住宅房屋销售面积	31,935

数据源：国家统计局，恒生银行

表 6：房屋库存（12 个月移动平均）



数据源：Macrobond，恒生银行

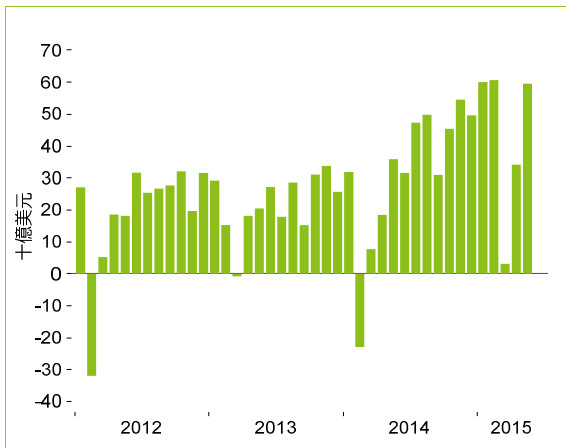


今年首 5 个月，内地贸易盈余上升至 2,173 亿美元，为去年同期的三倍（表 7）。自 2007/08 年环球金融风暴以后，净出口对内地经济增长贡献甚微，甚至为整体经济增长步伐带来负面影响。近月贸易盈余增加，意味净出口或会再次带动经济增长加快。

不过，贸易盈余增加的其中一个主因是原油及铁矿砂价格大幅下挫。原油及铁矿砂共占内地进口总额约 12%，两者的价格按年跌约 46%。假若两者价格不变，我们推算首 5 个月内地进口总额按年仅下跌 8.8%，而非当前的 17.3%，贸易盈余亦会减少约 1/3。最近原油价格回稳，相信今年稍后时间内地贸易盈余可能会下降。

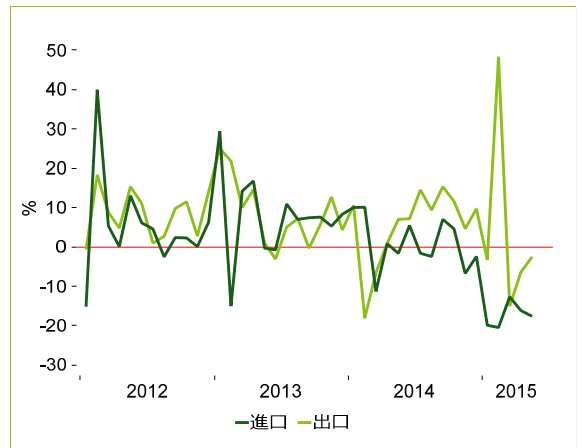
更重要的是，环球经济复苏步伐仍然较慢，内地外贸前景短期难以乐观。年初至今，内地出口总额按年仅升 0.7%（表 8）。虽然内地运往美国及东盟的出口上升，但运往欧盟、日本及香港的出口却全面下跌。

表 7：贸易收支



数据源：Macrobond，恒生银行

表 8：进出口



数据源：Macrobond，恒生银行

综合而言，第 2 季国内生产总值年增长势跌至 7% 以下。我们预计增长为 6.8%，低于第 1 季的 7%，亦是自 2009 年第 1 季以来的最低水平（表 9）。当时受环球金融风暴影响，内地经济增长急降至 6.6%。我们认为第 2 季内地经济放缓，主要由于固定资产投资及反映政府及居民消费的社会消费品零售总额增长减慢所致，即使外贸改善令贸易盈余增加，亦只能部分抵销前述的负面影响。



表 9：恒生经济预测

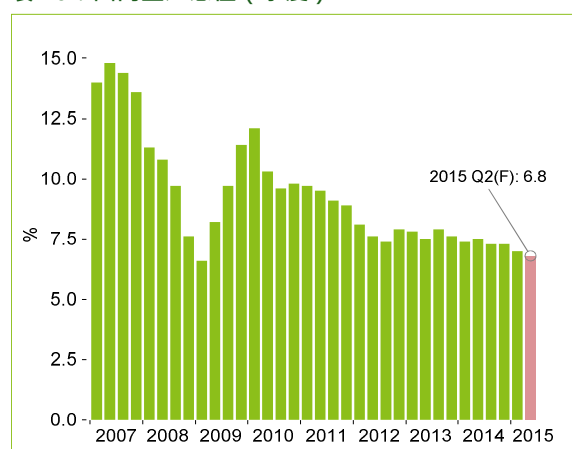
	2014 年	2015 年第 1 季	2015 年第 2 季预测	2015 年预测 (之前预测)
国内生产总值	7.4%	7.0%	6.8%	7.0% (7.0%)
社会消费品零售总额	12.0%	10.6%	10.2%	10.5% (12.0%)
固定资产投资 (累计)	15.7%	13.5%	11.0%	12.0% (14.0%)
出口	6.1%	4.7%	-3.0%	3.0% (8.0%)
进口	0.4%	-17.6%	-16.0%	-10.0% (4.0%)
贸易收支 (亿美元)	3,825	1,237	1,460	6,530 (4,960)

数据源：恒生银行

今年 2 月，我们指出过去几年贷款不断累积，货币供应及贷款的增长率于 2009 年曾升至约 30%，而这趋势不能持续。我们认为由此引起的去杠杆化过程或导致投资增长回落及住宅市况调整，从而令整体经济增长减慢。当下我们看法不变，相信去杠杆化仍是剖析内地经济前景的关键。

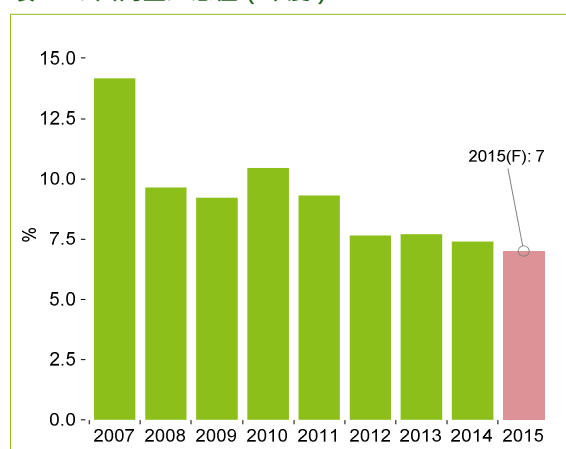
基于这些原因以及年初至今内地经济数据欠佳，我们调低对 2015 年社会消费品零售总额、固定资产投资及对外贸易增长的预测。社会消费品零售总额及固定资产投资的增长预测分别由之前的 12% 及 14% 降至 10.5% 及 12%。我们同时调低出口增长预测，但由于进口下跌，贸易盈余或增加至 6,530 亿美元。我们相信中国人民银行（「人行」）的宽松货币政策或有助整体经济于第 3 及第 4 季回稳，因此维持全年国内生产总值增长为 7% 的预测不变（表 10 及 11）。

表 10：国内生产总值 (季度)



数据源：Macrobond，恒生银行

表 11：国内生产总值 (年度)



数据源：Macrobond，恒生银行



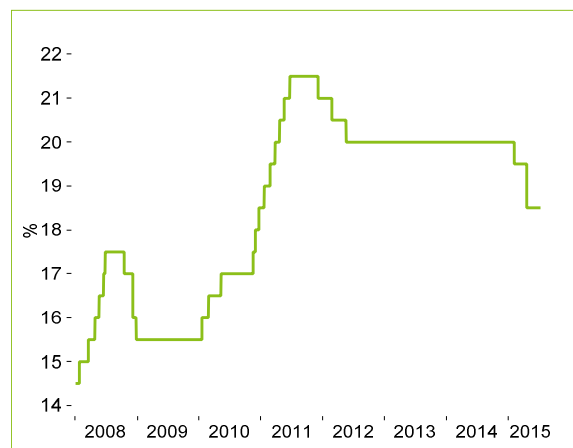
自去年 11 月起，人行已调低存款准备金率两次至目前的 18.5%，并前后 4 次减息，将一年期存贷款基准利率分别降至目前的 2% 及 4.85%（表 12 及 13）。

人行的宽松货币政策带动市场利率下降及贷款需求上升。7 日债券回购利率向来被广泛视为内地货币市场资金是否充裕的指标。较早前该利率跌至约 2%，为 2011 年以来的最低水平，直至近期才稍为回升。另一方面，虽然货币供应及贷款增长偏低，但今年首 5 个月新增人民币贷款仍然达 5.3 万亿人民币，高于去年同期的 4.7 万亿人民币，显示当下已有较多资金流入实体经济。

我们于 2 月份的报告曾指出，整体而言，人行的宽松货币政策对于解决住房供应过剩问题，或鼓励银行于经济放缓时增加借贷，成效可能甚微。惟我们相信宽松的货币政策或有助经济于下半年维持接近 7% 的增长。

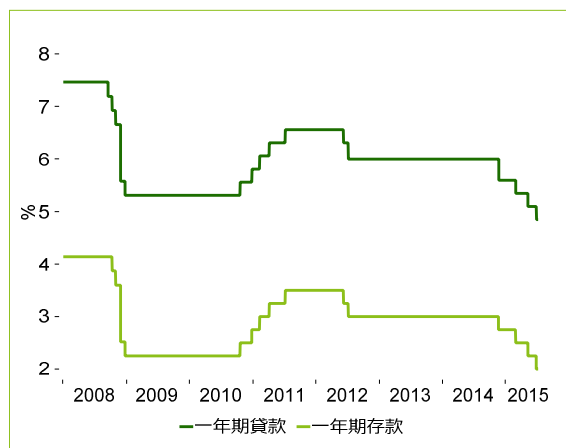
诚然，我们预期人行或推出更多措施应对经济放缓及资金流走。² 我们预期今年底前人行会再调低存款准备金率 2 个百分点至 16.5% 及减息 1-2 次。我们对第 2 季经济增长的基本预测是 6.8%，而第 3 季及第 4 季则约为 7%。

表 12：存款准备金率



数据源：Macrobond，恒生银行

表 13：基准利率



数据源：Macrobond，恒生银行

² 恒生银行，中国经济月报，2015 年 6 月。



中国经济统计资料

2015年7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	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 (%)
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
2015 预测	NA	7.0	6.5	12.0	10.5	3.0	-10.0	653.0	1.5	2.5	1.0
2013 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
2015 第 1 季	14,067	7.0	6.4	13.5	10.6	4.7	-17.6	123.7	1.2	1.9	0.8
2015 1 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	-3.3	-19.9	60.0	0.8	1.1	0.6
2 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	48.3	-20.5	60.6	1.4	2.4	0.9
3 月	NA	NA	5.6	13.5	10.2	-15.0	-12.7	3.1	1.4	2.3	0.9
4 月	NA	NA	5.9	12.0	10.0	-6.4	-16.2	34.1	1.5	2.7	0.9
5 月	NA	NA	6.1	11.4	10.1	-2.5	-17.6	59.5	1.2	1.6	1.0
年初至今	14,067	7.0	6.2	11.4	10.4	0.7	-17.3	217.3	1.3	2.0	0.9

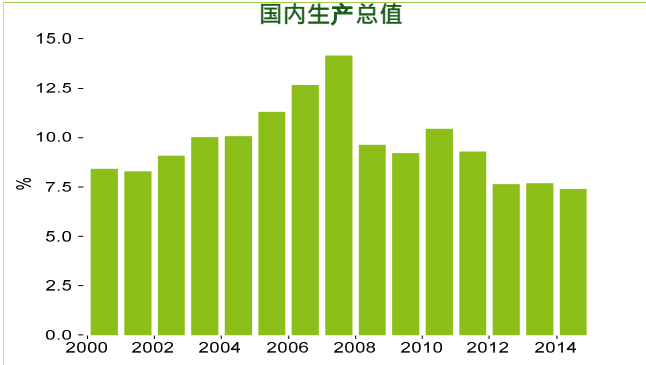
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)		10 亿人民币
2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897	14,019
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	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	6.0543	17,290
2014	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2055	16,460
2015 预测	122,969	8.0	91,680	12.2	10,000	4.6	12.0	3,800	2.0	6.20	17,000
2013 第 3 季	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.0	14.2	3,663	6.2	6.1209	3,808
第 4 季	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	3,322
2014 第 1 季	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.0	12.1	3,948	5.5	6.2171	5,600
第 2 季	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.0	14.7	3,993	2.2	6.2031	4,920
第 3 季	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1394	2,280
第 4 季	113,860	9.1	81,680	13.6	2,098	5.6	12.2	3,843	1.7	6.2055	3,503
2015 第 1 季	124,887	14.5	85,907	14.7	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	4,602
2015 1 月	122,406	18.3	83,699	14.3	1,471	5.6	10.8	3,813	29.4	6.2506	2,047
2 月	122,325	16.0	84,722	14.7	1,020	5.6	12.5	3,802	16.4	6.2694	1,357
3 月	124,887	14.5	85,907	14.7	1,180	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	1,239
4 月	125,758	16.0	86,615	14.4	708	5.4	10.1	NA	10.5	6.2032	1,050
5 月	128,990	17.5	87,520	14.3	901	5.1	10.8	NA	NA	6.1976	1,220
年初至今	128,990	17.5	87,520	14.3	5,280	5.1	10.8	3,730	10.5	6.1976	6,913

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

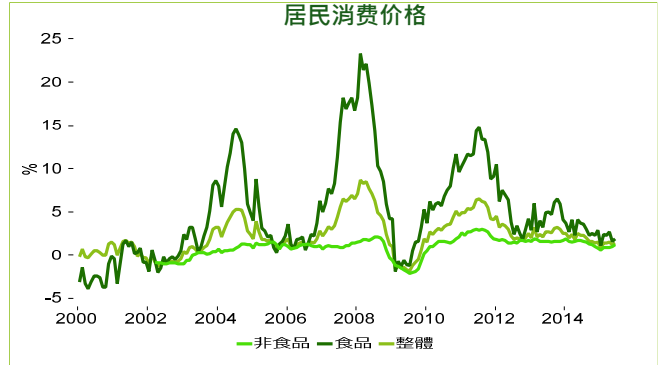
数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行



中国经济月报



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



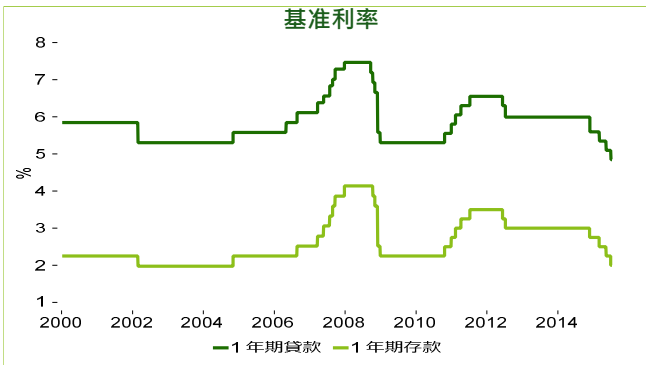
数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 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。