



恒生銀行  
HANG SENG BANK

## 中国经济月报

薛俊升

署理首席经济师

thomasshik@hangseng.com

# 通胀前景与放宽银根

经济研究

2015年8/9月

- 尽管 7 月份消费物价通胀连续两个月上升，内地通胀基本走势仍然疲弱。
- 食品价格升幅放缓、油价回落、经济增长减慢及早前人民币升值俱有助抑制未来数月物价上升的压力。
- 我们预计 2015 年全年通胀为 1.5%，略高于今年首 7 个月的 1.3%，但仍低于中央政府 3% 的通胀目标。
- 通胀压力温和，意味中国人民银行（「人行」）或会进一步放宽银根振兴经济。
- 我们预期年底前人行会调低存款准备金率 150 点子及再减息一至两次。

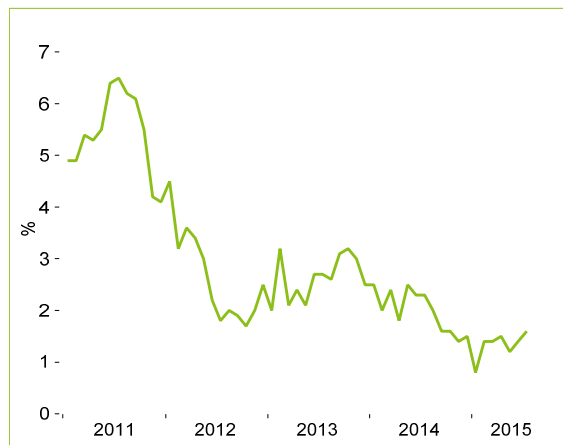


内地消费物价通胀连升两个月，7月份达 1.6%（表 1），为自 2014 年 10 月以来最高水平。当中部分原因是当月猪肉价格按年急升 16.7% 所致。不过，由于整体食品价格升幅放缓、油价回落、经济增长减慢及早前人民币升值，我们认为通胀基本走势仍然疲弱。

目前上述因素仍然存在。虽然早前油价回落导致通胀下跌的影响开始减退，但最近原油价格又再度回落。另一方面，在中国人民银行（「人行」）决定参考市场汇率制定人民币中间价后，人民币兑美元随即下挫约 3%，但人行于 8 月 13 日表示人民币并无持续贬值的基础，之后人民币汇率已转趋稳定。

我们预计 2015 年内地全年消费物价通胀为 1.5%，略高于今年首 7 个月的 1.3%，但仍远低于中央政府 3% 的通胀目标。由于通胀压力温和，人行或会进一步放宽银根振兴经济。我们预期年底前人行会调低存款准备金率 150 点子及再减息一至两次。

表 1：消费物价通胀



数据源：Macrobond，恒生银行

## 消费物价指数组成部分及其权重

在详述上述因素如何影响整体消费物价通胀之前，我们要知道消费物价指数由八大类别组成。当局并无公布各类别的权重，但我们却可以参考城镇居民家庭消费支出数据及其他官方信息作出可靠的估算。



在估算各类别的权重后，我们可以由八大类别的加权平均物价升幅得出整体消费物价通胀。据此作出之估计与近年官方公布的消费物价通胀走势相当吻合，显示我们可以根据对组成消费物价指数各类别权重的估算作以下通胀走势分析（表 2、3）。

表 2：消费物价指数分类权重

食品	33.8%
居住	15.0%
娱乐教育文化用品及服务	13.6%
交通和通讯	12.5%
衣着	9.6%
医疗保健和个人用品	7.2%
家庭设备用品及维修服务	5.3%
烟酒及用品	3.0%
总计	100.0%

数据源：中国统计年鉴，Macrobond，恒生银行

表 3：消费物价通胀（恒生估算与官方公布值）



数据源：中国统计年鉴，Macrobond，恒生银行

## 通胀基本走势疲弱的原因

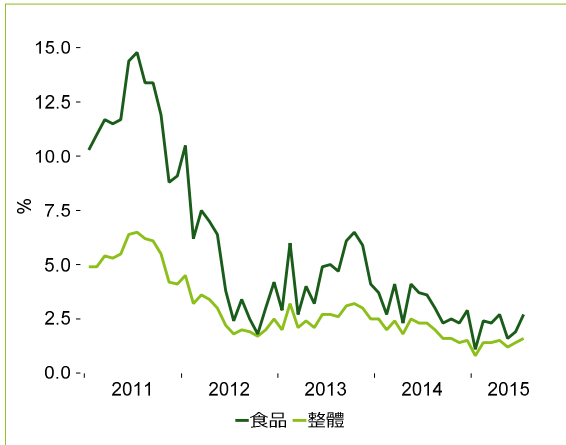
### 1. 食品价格升幅放缓

食品价格占消费物价指数约三分之一。食品价格通胀由 2011 年 7 月的 14.8% 高位下降至今年 7 月的 2.7%（表 4），因此整体通胀亦随之放缓。

今年 7 月猪肉价格急升 16.7%，是自 2012 年 1 月以来单月最高升幅，同时带动 7 月份通胀上升 0.48 个百分点，而 7 月份整体通胀则为 1.6%。部分评论指猪肉价格升势持续或会增加未来通胀上升的压力，但我们却认为猪肉价格的影响不应被夸大。毕竟猪肉价格占消费物价指数的权重不足 3%。其次，猪肉产出虽于今年首 6 个月按年下跌 4.9%，但整体仍然处于甚高水平（表 5）。即使猪肉价格升势才刚开始，我们的计算显示假若猪肉价格持续急升，例如于 2011 年按年升幅达 57.1%，但非猪肉价格通胀维持于当前水平不变，整体通胀亦只会升至 2.8%。

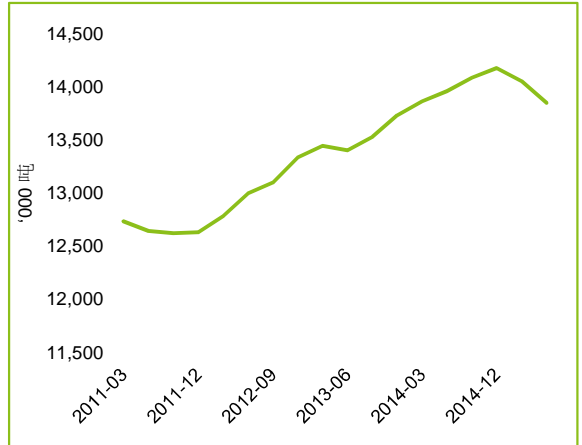


表 4：消费物价通胀及食品价格通胀



数据源：Macrobond，恒生银行

表 5：猪肉产出 (12 个月移动平均)



数据源：Wind，恒生银行

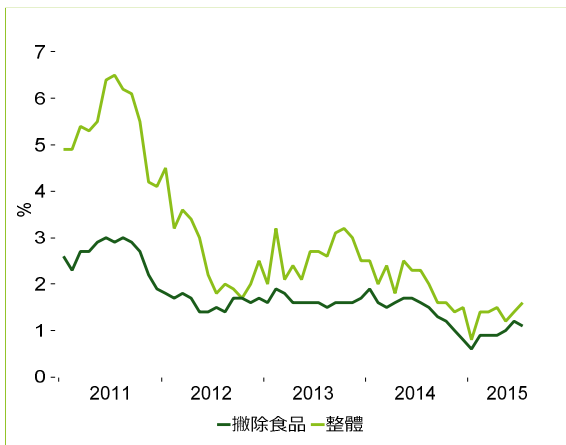
## 2. 油价回落

撇除食品价格，通胀跌势依然，反映其他因素亦导致通胀走势疲弱 (表 6)。

环球原油价格下跌，明显带动包括内地在内的多个经济体通胀回落。布伦特原油价格从 2014 年中开始下跌，按年跌幅已达约 50% (表 7)。因此，占内地消费物价指数 12.5% 的交通和通讯价格，按年变化亦由约为零跌至零以下 (表 8)。

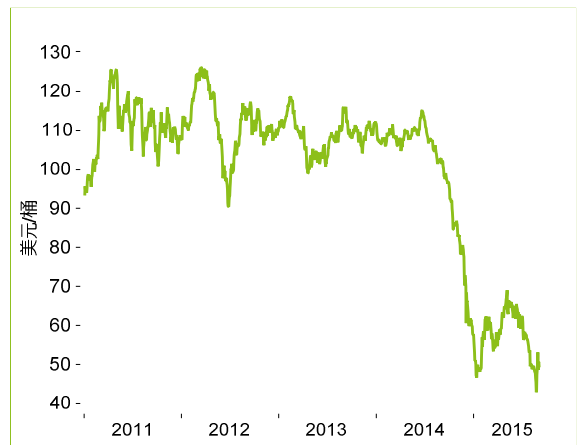
环球油价对内地通胀的影响或许已较部分人士的预期轻微，原因是内地零售能源价格乃由国家制定。虽然国家发展和改革委员会于过去一年屡次调低成品油价格，但期间亦数次调高成品油消费税。总计过去一年内地零售能源价格跌幅为 25% 以下，较布伦特原油的 50% 跌幅为低 (表 9)。

表 6：消费物价通胀及撇除食品价格通胀



数据源：Macrobond，恒生银行

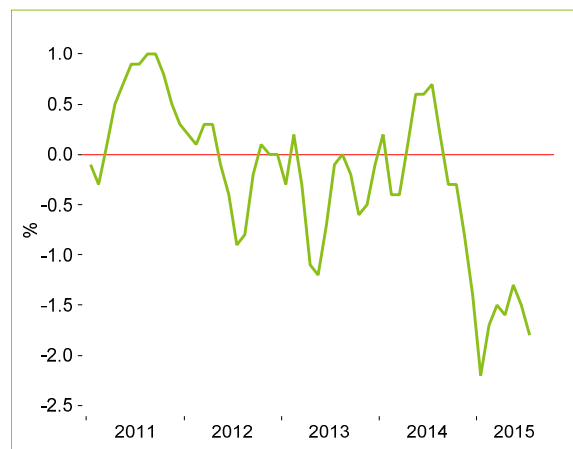
表 7：布伦特原油价格



数据源：Macrobond，恒生银行

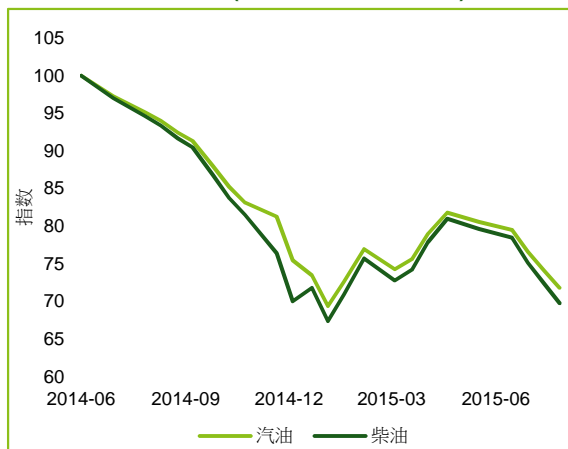


表 8：交通和通讯通胀



数据源：Macrobond，恒生银行

表 9：零售能源价格 (2014 年 6 月= 100)



数据源：Wind，恒生银行

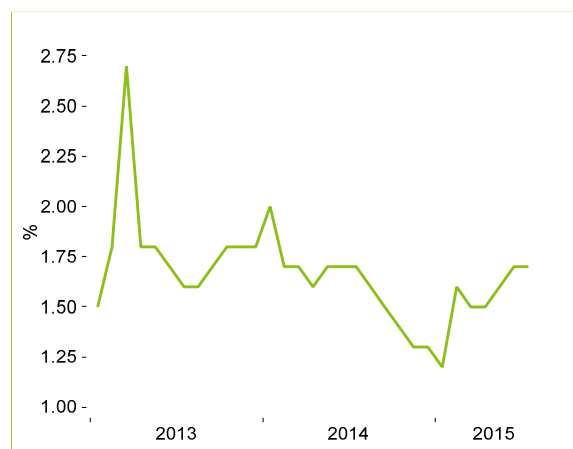
### 3. 经济增长减慢

如果撇除食品及能源价格，当下内地消费物价通胀仅为 1.7% (表 10)。我们认为基本通胀偏低主要反映经济增长放慢及早前人民币升值的影响。

内地经济由数年前双位数字的增长放缓至现时的 7%，货物及服务的消费增长亦有所减慢，后者导致整体消费物价通胀回落。

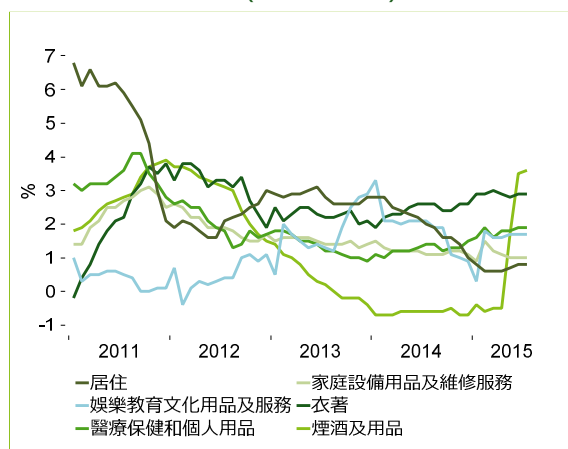
除了前述的食品价格升幅收窄及能源价格下跌之外，组成消费物价指数的其余六大类别的通胀走势亦持平或趋降 (表 11)。其中，居住的价格按年升幅由 2011 年 1 月的 6.8% 跌至 2015 年 7 月的 0.8%。至于烟酒及用品的价格，则主要由于中央政府自今年 5 月 10 日起提高相关物品的税项而于近月上升。

表 10：撇除食品及能源价格的消费物价通胀



数据源：Macrobond，恒生银行

表 11：消费物价通胀 (按类别划分)



数据源：Macrobond，恒生银行



#### 4. 较早前人民币升值

直至不久以前，人民币还跟随美元兑其他主要货币升值。国际清算银行（BIS）的数据显示人民币名义有效汇率指数，即人民币兑一篮子货币的汇率，自 2010 年初起已升约 30%，单计过去一年亦已升约 15%。人民币升值或导致进口至内地的货品价格下降，而近年数据亦反映两者关系密切（表 12）。

进口货品价格下降，连带消费品的价格亦会下跌，后者占消费物价指数的权重 75%。过去数年的数据亦显示消费品的价格走势与进口货品价格的走势接近（表 13）。

表 12：人民币与进口货品价格



数据源：Macrobond，恒生银行

表 13：进口货品价格与消费品价格



数据源：Macrobond，恒生银行

### 通胀前景与放宽银根

上述因素或会继续存在，因此我们预期未来基本通胀上升的压力温和。当下环球食品价格已跌至 6 年低位。最近联合国粮食及农业组织的食品价格指数下挫至自 2009 年 9 月以来最低水平，过去一年指数的跌幅亦约达 20%（表 14）。近年该指数与内地食品价格通胀有颇大关联，指数趋跌或意味未来内地食品价格走势疲弱（表 15）。

另一方面，近期数据显示内地经济继续放缓。7 月份固定资产投资、工业生产及社会消费品零售总额增长均较之前减慢。市场对货物及服务的需求减弱，意味通胀会保持于温和水平。



表 14：联合国粮食及农业组织食品价格指数



数据源：Macrobond，恒生银行

表 15：食品价格通胀 ( 环球与内地 )



数据源：Macrobond，恒生银行

环球油价于 2014 年中开始下跌并于年底回稳，因此油价下滑导致通胀减慢的影响应于今年中以后逐步消退。不过，最近油价跌势再现，其对通胀的影响或较原先估计的长久。

布伦特原油价格由 2014 年 7 月约每桶 110 美元开始回落，至今年 2 月至 7 月徘徊于每桶 55 至 65 美元之间。最近布伦特原油价格又再下挫，一度跌至每桶 43 美元以下。我们的计算显示，假若油价维持于每桶 45 美元，油价以至交通运输价格的按年变幅会维持于零以下，直至约一年后为止 ( 表 16 )。

一直以来，人民币可于中间价上下 2% 自由浮动。在 8 月 11 日，人行完善中间价的定价方式，指日后将参考前一日银行间外汇市场收市价，以制定人民币中间价。人行发出声明后，人民币兑美元于两日内急跌 3%。其后人行于 8 月 13 日指出人民币并无持续贬值的基础，人民币汇价才见回稳 ( 表 17 )。

我们认为，除非人民币持续下跌，否则人民币贬值难以导致进口价格急升。毕竟相对于人民币于过去一年升值 15%，当下的 3% 贬值幅度尚算轻微。

我们预期未来数月内地通胀基本走势仍然疲弱，估计 2015 年全年通胀为 1.5%，较今年首 7 个月的 1.3% 略高，但仍远低于中央政府的 3% 目标。通胀压力温和，意味人行可考虑进一步放宽银根刺激经济。我们预期人行于年底前会调低存款准备金率 150 个基点及再减息一至两次。

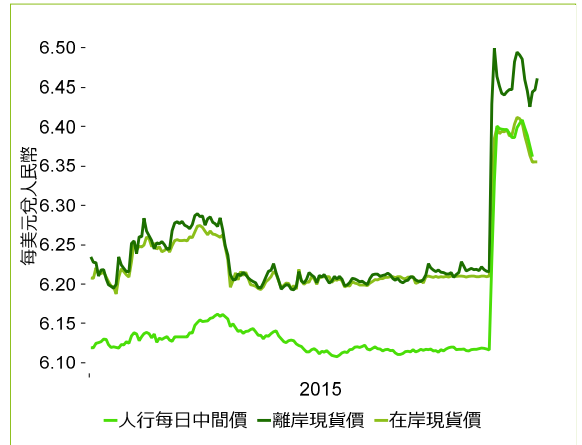


表 16：油价按年变幅（假设未来每桶 45 美元）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 17：人民币中间价及现货价



数据源：Macrobond，恒生银行





#### 中国经济统计资料

2015年8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	63,614	7.3	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>6.5</b>	<b>12.0</b>	<b>10.5</b>	<b>3.0</b>	<b>-10.0</b>	<b>653.0</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>1.0</b>
2013 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
第 2 季	15,620	7.0	6.3	11.4	10.2	-2.2	-13.6	139.5	1.4	2.1	1.0
2015 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	58.9	1.2	1.6	1.0
6 月	NA	NA	6.8	11.4	10.6	2.8	-6.1	46.5	1.4	1.9	1.2
7 月	NA	NA	6.0	11.2	10.5	-8.3	-8.1	43.0	1.6	2.7	1.1
年初至今	29,687	7.0	6.3	11.2	10.4	-0.8	-14.6	306.3	1.3	2.1	0.9

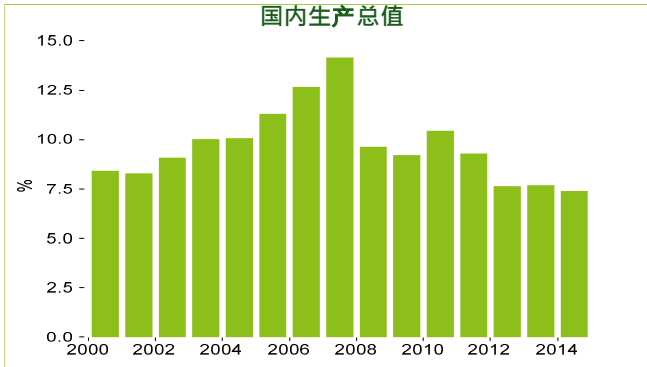
	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)		10 亿人民币
2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897	14,019
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	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
<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>4.6</b>	<b>12.0</b>	<b>3,800</b>	<b>2.0</b>	<b>6.50</b>	<b>17,000</b>
2013 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	10.1	85,907	14.0	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	4,644
第 2 季	131,829	10.7	88,795	13.4	2,880	4.9	11.8	3,694	8.0	6.2010	4,125
2015 3 月	124,887	10.1	85,907	14.0	1,180	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	1,241
4 月	125,758	9.7	86,615	14.1	708	5.4	10.1	3,748	10.5	6.2032	1,056
5 月	128,990	10.9	87,520	14.0	901	5.1	10.8	3,711	10.1	6.1976	1,236
6 月	131,829	10.7	88,795	13.4	1,271	4.9	11.8	3,694	8.0	6.2010	1,833
7 月	134,000	13.4	90,273	15.5	1,480	4.9	13.3	3,651	7.7	6.2097	719
年初至今	134,000	13.4	90,273	15.5	8,030	4.6	13.3	3,651	7.7	6.3790	9,488

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

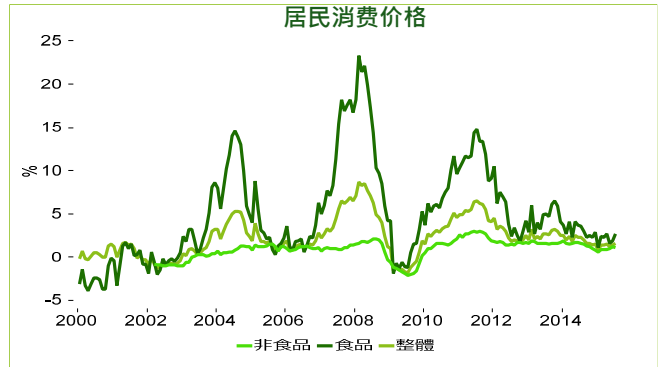
数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行



### 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



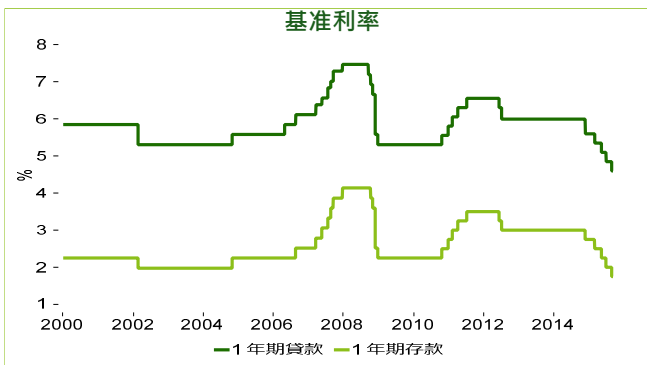
数据源：Macrobond, 恒生银行



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。