



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

去杠杆、去库存 与达致经济平衡

- 目前内地去杠杆进程相对缓慢。
- 近年社会融资规模存量增多，而商业银行不良贷款比率则进一步上升。
- 钢铁及水泥产量直到去年初才见回落。以需求计算并以月数作单位的房屋库存，则仍接近其近期高位。
- 不过，投资以至经济增长持续放缓，却为当局提供机会改变经济增长模式，由投资及出口为主转为倾向服务及消费行业。
- 我们相信经济转型见效需时，预测 2016 年经济增长为 6.7%，略低于 2015 年的 6.9%。

经济研究

2016年2/3月



2015 年第 4 季内地国内生产总值按年增长 6.8%，为自 2009 年第 1 季以来最低水平（表 1），当时内地经济受环球金融风暴影响而显著放缓。

去年全年国内生产总值增长则为 6.9%，是自 1990 年以来最低水平（表 2）。去年增长不及 2007 年 14.2% 的一半，亦较 2014 年低 0.4 个百分点。

内地经济放缓，使人不期然相信增长或年复年减慢。经济师平均预测今年内地经济增长为 6.5%，明年则为 6.3%。¹ 国际货币基金组织更预测今明两年增长仅分别为 6.3% 及 6%。²

然而，部分人却认为内地经济或呈「L 型」发展，即增长放缓后于现水平企稳。

究竟我们应怎样评估内地经济未来走向？

约一年前我们指出内地经济正经历去杠杆过程。³ 此前数年贷款不断累积，货币供应及贷款增长于 2009 年曾升至约 30%，然而这趋势却不能持续。由此引起的去杠杆过程导致投资增长回落、住宅市况调整以及整体经济增长减慢。现时或许是再次评估内地去杠杆进程的适当时机。

去杠杆

货币供应及贷款增长自近年高位回落，至今已逾 6 年（表 3）。不论名义或实质国内生产总值增长，亦已从 2010 – 2011 年的高位显著减慢（表 4）。

不过，去杠杆的进程似乎仍然缓慢。反映非金融业信贷情况的社会融资规模存量近年持续上升，于 2016 年 1 月升至逾 141 万亿人民币，相当于国内生产总值的 209%（表 5）。⁴ 对比美国经历金融风暴后，经济于 2009 年回复增长之时，企业及居民债务经已下跌（表 6）。

不仅内地社会融资规模存量上升，贷款的质量亦似乎正在转差。中国银行业监督管理委员会的数据显示去年第 4 季商业银行不良贷款率为 1.67%，虽然可以说仍属低位，但这却是自 2009 年以来的最高水平（表 7）。此外，反映借款人将来或无力偿还本息的关注类贷款，占整体贷款的比率则更高，目前为 3.79%。

¹ Consensus Economics 统计调查，2016 年 2 月 8 日。

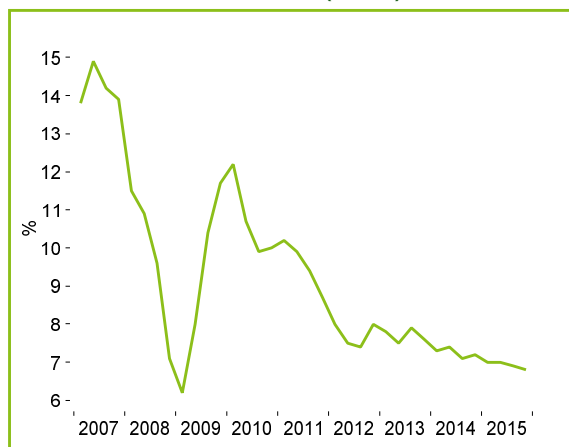
² 国际货币基金组织，*World Economic Outlook Update*，2016 年 1 月。

³ 恒生银行，*中国经济月报*，2015 年 2 月。

⁴ 表 5 显示季度数据；当局自 2016 年 1 月起发布月度数据。

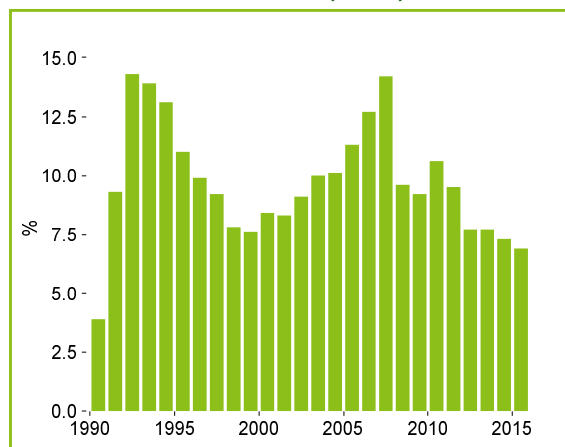


表 1：国内生产总值按年增长（季度）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 2：国内生产总值按年增长（年度）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 3：内地货币供应及贷款增长



数据源：Macrobond，恒生银行

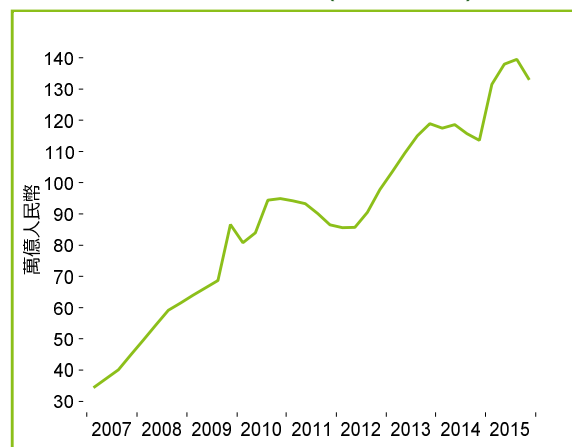
表 4：内地经济指标

(增长·%)	高位	目前
名义国内生产总值	19.6% (2011 年第 2 季)	6.0%
实质国内生产总值	12.2% (2010 年第 1 季)	6.8%
货币供应	29.7% (2009 年 11 月)	14.0%
贷款余额	33.9% (2009 年 11 月)	15.3%

数据源：Macrobond，中国人民银行，恒生银行

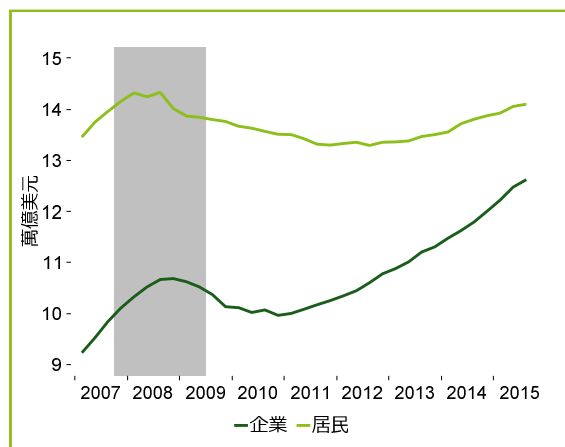


表 5：内地社会融资规模存量（4 季度平均）



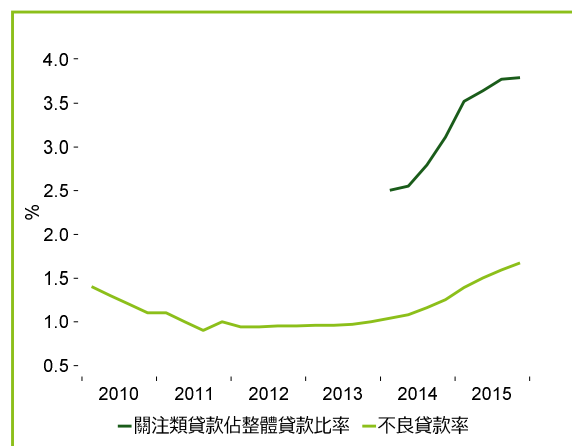
数据源：Macrobond，恒生银行

表 6：美国企业及居民债务



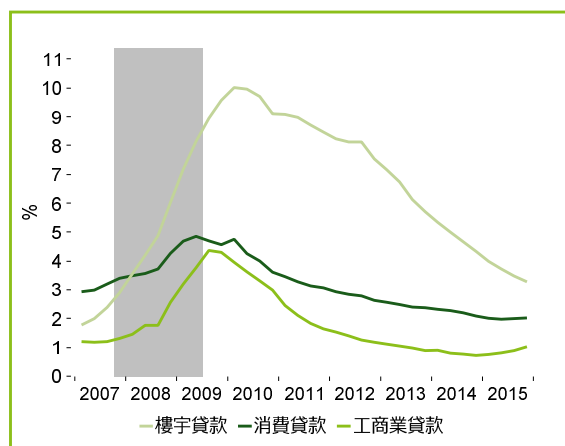
数据源：Macrobond，恒生银行
注：阴影部分为衰退期

表 7：内地商业银行指标



数据源：Macrobond，恒生银行

表 8：美国拖欠还款比率



数据源：Macrobond，恒生银行
注：阴影部分为衰退期

再对比美国的情况，当其经济走出金融风暴回复增长时，不同类别贷款的拖欠比率（即逾期还款 30 日或以上的比率）已开始下跌，只有与楼宇相关并受金融风暴影响较大行业的贷款属于例外（表 8）。

去库存

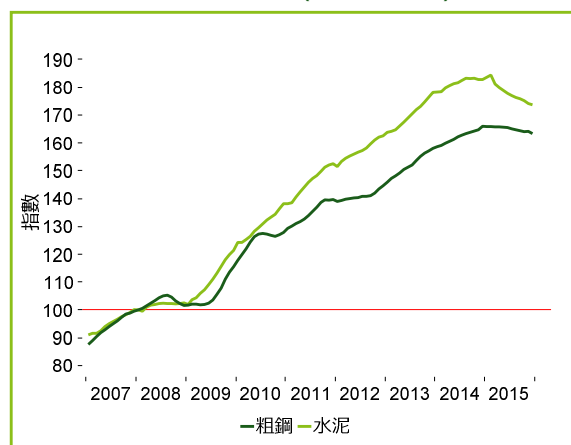
此前数年内地信贷增长迅速，除造成杠杆问题外，还导致工业产能过剩。与缓慢的去杠杆过程相似，去库存进展亦较慢及费时，显示两者同样解决需时。



钢铁及水泥被视为供过于求的行业，两者产量于 2008 至 2014 年间增长近倍，直至去年初才开始回落（表 9）。近至今年 2 月，当局仍表示要化解产能过剩的问题。⁵

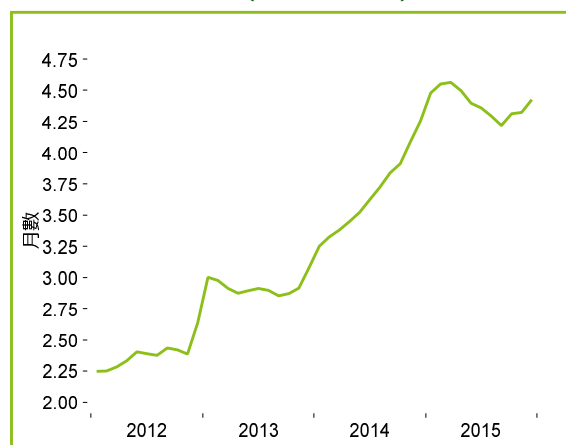
房屋同样供过于求。我们的计算显示，以需求计算并以月数作单位的房屋库存仍接近其近期高位（表 10）。从另一角度看，作为需求指标的住宅商品房销售面积于 2015 年 12 月才首次高于作为潜在供应指标的住宅房屋新开工面积。近月当局已推出措施进一步支持房屋市场发展，包括调低房地产交易税项，但成效有待观察。⁶

表 9：内地钢铁及水泥产量（2008=100）



数据源：Macrobond，恒生银行

表 10：内地房屋库存（12 个月平均）



数据源：Macrobond，恒生银行

达致经济平衡

上述分析显示，总体上内地去杠杆进程较慢。投资增长放缓或于来年继续拖累经济增长减慢。我们预测 2016 年国内生产总值增长 6.7%，低于去年的 6.9%。

不过，投资以至经济增长放缓恰好为当局提供机会改变经济增长模式，由侧重投资及出口转为倾向消费及服务业，但我们认为一如去杠杆及去库存，经济转型见效需时。

第三产业占国内生产总值比重由 2008 年的 43% 升至现时逾 50%，但当中原因是制造业增长放缓速度较服务业为快所致。第二产业增长由 2008 年的 9.8% 下降至 2015 年的 6%，同期第三产业增长则由 10.5% 跌至 8.3%。经济转型为一持久过程，未来一段时间当局或仍致力于去杠杆及转向由消费及服务主导的经济增长模式。

⁵ http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-02/04/content_5039353.htm

⁶ http://szs.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/zhengcefabu/201602/t20160219_1760645.html



中国经济统计资料

2016年3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 (%)	按年 (%)	按年 (%)
2011	48,412	9.5	13.9	23.8	17.1	20.3	24.9	155.1	5.4	11.8	2.7
2012	53,412	7.7	10.0	20.6	14.3	7.9	4.3	231.1	2.6	4.8	1.6
2013	58,802	7.7	9.7	19.6	13.2	7.9	7.3	259.7	2.6	4.7	1.6
2014	63,591	7.3	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
2015	67,671	6.9	6.1	10.0	10.7	-2.8	-14.1	603.5	1.4	2.3	1.0
2014 第 2 季	15,520	7.4	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	16,347	7.1	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	17,873	7.2	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2015 第 1 季	14,796	7.0	6.4	13.5	10.6	4.7	-17.6	123.9	1.2	1.9	0.8
第 2 季	16,622	7.0	6.3	11.4	10.2	-2.2	-13.6	140.2	1.4	2.1	1.0
第 3 季	17,360	6.9	5.9	10.3	10.7	-5.8	-14.1	163.6	1.7	3.0	1.1
第 4 季	18,937	6.8	5.9	10.0	11.1	-5.0	-11.8	175.8	1.5	2.3	1.0
2015 9 月	NA	NA	5.7	10.3	10.9	-3.7	-20.4	60.3	1.6	2.7	1.0
10 月	NA	NA	5.6	10.2	11.0	-6.9	-18.8	61.6	1.3	1.9	0.9
11 月	NA	NA	6.2	10.2	11.2	-6.8	-8.7	54.1	1.5	2.3	1.1
12 月	NA	NA	5.9	10.0	11.1	-1.4	-7.6	60.1	1.6	2.7	1.1
2016 1 月	NA	NA	NA	NA	NA	-11.2	-18.8	63.3	NA	NA	NA
年初至今	NA	NA	NA	NA	NA	-11.2	-18.8	63.3	NA	NA	NA

	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 (%)		
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	135,702	12.4	93,954	14.3	11,720	4.4	13.3	3,330	5.6	6.4937	15,294
2014 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
第 3 季	133,734	12.6	92,134	15.4	3,341	4.6	13.1	3,514	8.6	6.3560	3,157
第 4 季	135,702	12.4	93,954	14.3	1,820	4.4	13.3	3,330	5.6	6.4937	3,368
2015 9 月	133,734	12.6	92,134	15.4	1,051	4.6	13.1	3,514	8.6	6.3560	1,303
10 月	134,312	12.7	92,647	15.4	514	4.4	13.5	3,526	8.1	6.3174	530
11 月	135,739	13.1	93,356	14.9	709	4.4	13.7	3,438	7.3	6.3984	1,022
12 月	135,702	12.4	93,954	14.3	598	4.4	13.3	3,330	5.6	6.4937	1,815
2016 1 月	137,750	12.5	96,460	15.3	2,510	4.4	14.0	3,231	3.2	6.5760	3,420
年初至今	137,750	12.5	96,460	15.3	2,510	4.4	14.0	3,231	3.2	6.5760	3,420

NA: 不详

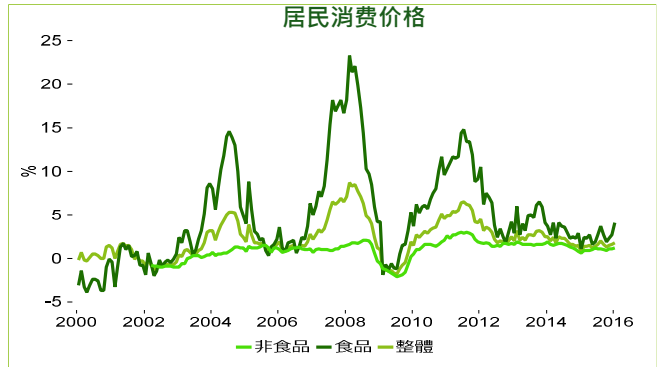
数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行



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



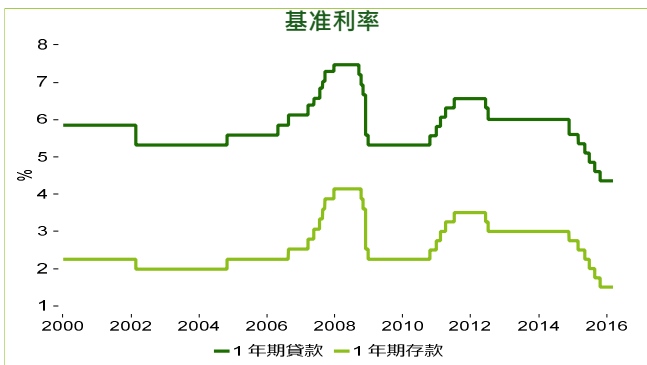
数据源：Macrobond, 恒生银行



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。