

中國經濟脈搏

財資處



梁祥煊
高級經濟師
billleung@hangseng.com

嚴愛群
首席經濟師
joanneyim@hangseng.com

2011年3月

內地經濟依然強勁

- 內地近期調整多項價格指數，但並未真正改變宏觀經濟的面貌，其中通脹及住房價格 1 月份依然繼續上升。然而，前景仍有一線曙光。信貸雖然繼續高企，但增長較預期低。由於央行及地方政府實施遏抑樓價上漲的措施，房地產市場亦可望降溫。
- 消費物價及住房價格持續攀升，加上信貸增長強勁，促使中國人民銀行 2 月 18 日作今年以來第 2 次上調銀行法定存款準備金率。目前大型銀行的法定存款準備金率為 19.5%，小型銀行則為 17.5%。較早前，人民銀行亦於 2 月 8 日調高利率，為今年以來首次，調幅 0.2-0.45 個百分點。
- 我們預期內地將推出更多緊縮措施，包括可能進一步調高利率 3 次及上調法定存款準備金率兩次。今年底前，一年期貸款利率或會從目前的 6.06% 上調至 6.81%，而大型銀行的法定存款準備金率則可能達 20.5%。

表 1：經濟預測

按年增長%	2009	2010	2011 預測
實質國內生產總值	9.1	10.3	9.0
固定資產投資（實質）	33.7	20.2	17.0
零售銷售（實質）	16.9	14.8	13.0
人民幣貸款餘額	31.7	19.9	15.7
消費物價	-0.7	3.3	4.5
出口	-16.0	31.3	18.0
每美元兌人民幣	6.83	6.62	6.25

資料來源：國家統計局、恒生銀行



恒生銀行

滙豐集團成員

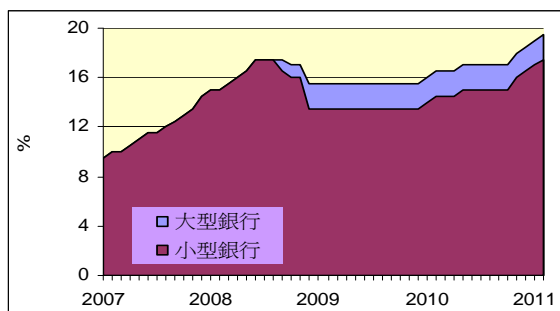
中國經濟脈搏

財資處



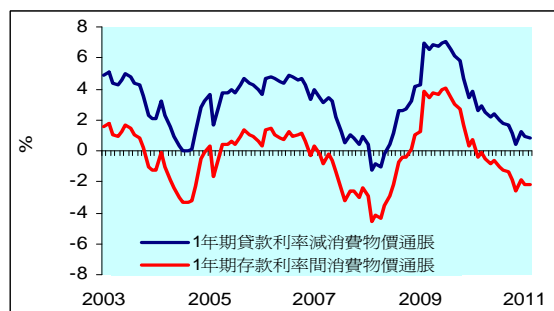
為進一步顯示政府打擊通脹及遏抑信貸增長的決心，中國人民銀行（人民銀行）2月18日作今年以來第2次上調銀行法定存款準備金率，調幅0.5個百分點，2月24日生效。調整後，大型銀行的法定存款準備金率為19.5%，小型銀行則為17.5%（表2）。

表2：銀行法定存款準備金率



資料來源：中國人民銀行、恒生銀行

表3：中國實質利率



資料來源：中國人民銀行、恒生銀行

較早前，人民銀行亦於2月8日調高利率，為今年以來首次，調幅0.2-0.45個百分點，2月9日生效。然而，即使利率經過最近一次調整，實質利率仍然低企。例如，經通脹調整後的一年期貸款利率仍低於1%。同樣，一年期實質存款利率仍低於零（表3）。

人民銀行自2010年10月20日推出最新一輪貨幣緊縮政策起，已5度上調法定存款準備金率（共2.5個百分點），及3度調高利率（共0.75個百分點）。通脹上揚、住房價格高企及信貸強勁增長，是人民銀行自2010年第4季起加速收緊貨幣政策的原因。最新數字顯示，有關因素依然存在。

通脹在食品及非食品價格急升下加速

消費物價通脹由2010年12月的4.6%上升至1月份的4.9%¹。雖然月內食品價格攀升10.3%繼續是導致通脹上升的主因，但非食品價格的影響亦越趨顯著。1月份，非食品價格攀升2.6%，佔消費物價整體升幅36%。

然而，與過往的數據不同，1月份的通脹率是根據消費物價指數內各項目經調整後的全新權數計算。在各項調整中，食品一項在消費物價的權數減少了2.2個百分點至31%左右（表4），以致市場懷疑政府正試圖減輕食品價格持續上升對整體通脹率的影響。

然而，權數的調整是時間上的巧合。自2001年起，國家統計局每五年檢視消費物價指數權數一次，以期更準確在消費物價指數內反映住戶消費模式的變化。當社會日益富裕，食品等必需品在消費者的整體消費中的比重傾向減少，但其他項目如住房及服務等的開支則相對增加。這樣的消費模式在內地的消費者中亦相當明顯，表現在消費物價指數中食品一項的權重佔整體權重的比例呈跌勢，而住房一項的權重佔比則上升（表4）。

¹除另有指明外，所有增長率均為按年增長。



恒生銀行

中國經濟脈搏

財資處



表 4：消費物價指數中各項目的估計權數重

	權數 (%)		
	調整前 (恒生銀行估計)	變動 (百分點)	調整後 (恒生銀行估計)
食品	33.0	-2.21	30.8
非食品	67.0	2.21	69.2
- 成衣	9.0	-0.49	8.5
- 家居設施、用品等	6.0	-0.36	5.6
- 醫療、保健等	7.0	-0.36	6.6
- 交通	12.0	-0.05	12.0
- 娛樂、教育等	12.0	-0.25	11.8
- 住屋有關	15.0	4.22	19.2
- 其他	6.0	-0.50	5.5
總計	100.0		100.0

資料來源：國家統計局、恒生銀行

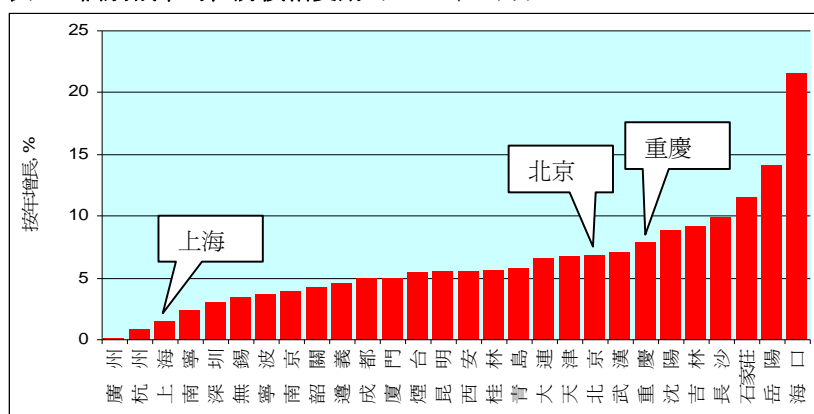
我們估計，權數的變動僅輕微影響 1 月份的通脹率。以調整前的權數計算的通脹率僅較以新的權數計算所得的 4.9% 高出 0.03 個百分點。

展望未來，由於食品及其他價格如能源及工資等仍持續上升，通脹率料會從 2010 年的 3.3% 逐漸上升至今年全年的 4.5%。

住房價格亦持續攀升

儘管政府不斷努力為房地產市場降溫，住房價格 1 月份仍持續上揚。在政府監測的 70 個主要城市中，僅有兩個城市的住房價格於 1 月份按年下跌。大部份城市的住房價格呈 5-10% 的升幅（表 5）。但 1 月份的住房價格升勢是否較 12 月份放緩，則難以判斷。

表 5：個別城市的住房價格變動（2011 年 1 月）



資料來源：國家統計局、恒生銀行



恒生銀行

滙豐集團成員



今年 1 月，內地開始以新的方式收集數據以編製其住房價格指數，試圖更準確反映住房價格走勢，但這亦使調整前的房價指數作廢。根據新的方式，國家統計局將直接從市級房屋管理部門收集交易記錄，而非如過往般向發展商收集數據。今年起，政府亦將停止發表全國平均住房價格指數，以避免公眾因內地不同城市的房價參差極大而生誤解。

然而，即使住房價格升勢未有於 1 月份放緩，但基於以下兩個原因，估計未來數月房價升勢料會減慢：

1. 地方政府將推出更多緊縮措施

繼中央政府 1 月 26 日推出新的冷卻房地產市場的措施（即所謂「新(國八條)」）後，已有最少 10 個城市頒佈實施細則²。

例如，根據新規則，北京的非永久居民必須連續五年支付每月的社保供款或所得稅，才可取得於該市購買首套住房的資格（表 6）。持有北京戶籍的人士亦將僅限於購買兩套住房，而合資格非本地人士則僅限於購買一套住房。當有更多城市推出緊縮措施時，市場上將有更多潛在買家抱持觀望態度。

表 6：主要城市近期宣佈的房地產市場緊縮措施

城市	非永久居民就取得購買住房的資格而支付所得稅或社保供款的所須年數	2011 年新增住房供應目標	住房價格目標
北京	連續 5 年	20 萬套保障房以上	保持房價於合理水平
上海	超過 1 年	約 22 萬套保障房	將於 3 月底前公佈
廣州	超過 1 年	-	保持房價於合理水平
南京	超過 1 年	600 萬平方米經濟適用房	將於 3 月底前公佈
成都	零	400 萬平方米保障房	保持房價大致穩定
哈爾濱	超過 1 年	42,000 套保障房	合理控制房價

資料來源：新華社、恆生銀行

2. 信貸增長放緩

儘管 1 月份的新增人民幣貸款依然達 10,400 億元，但已較去年同期的 13,900 億元新增貸款少 25%（表 7）。

內地銀行慣於在年初批出較多信貸額。例如 2001 至 2010 年間，每年 1 月份批出的人民幣貸款平均佔全年貸款的 14.4%。倘若過往的趨勢可作參考，則今年的新增人民幣貸款可能有 72,000 億元，遠低於去年 80,000 億元的水平。

² 「新(國八條)」包括將第二套住房的首付款比例由 50%調高至 60%，及就於購入後五年內出售的所有住宅物業的銷售收入（而非資本收益）徵收銷售稅（5.5%）。

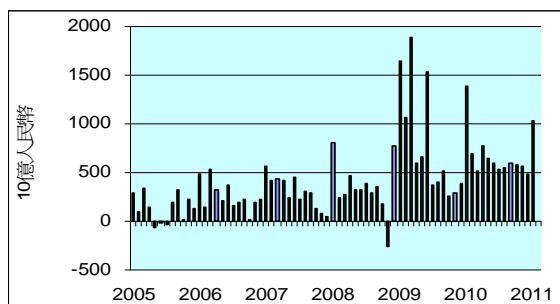


中國經濟脈搏

財資處

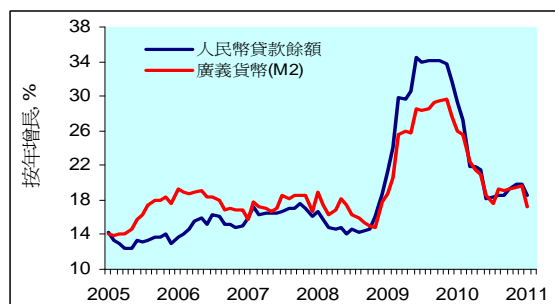


表 7：新增人民幣貸款



資料來源：中國人民銀行、恒生銀行

表 8：貨幣供應及信貸的增長



資料來源：中國人民銀行、恒生銀行

更多緊縮政策料會出台

總括而言，政府今年調整多項價格指數，並未有真正改變宏觀經濟的面貌，其中通脹及住房價格均於 1 月份繼續攀升。然而，內地經濟前景仍有一線曙光。1 月份信貸雖然繼續高企，但增長較預期低，貨幣供應增長亦回復至較穩定的水平（表 8）。

展望未來，由於住房價格及通脹仍持續上升，加上實質利率低企，估計利率還會進一步上調。未來數月，人民銀行可能會再度調高利率 3 次，每次 0.25 個百分點，及上調法定存款準備金率兩次，合共 1 個百分點。今年底前，一年期貸款利率或會上調至 6.81%，而大型銀行的法定存款準備金率則可能達 20.5%。

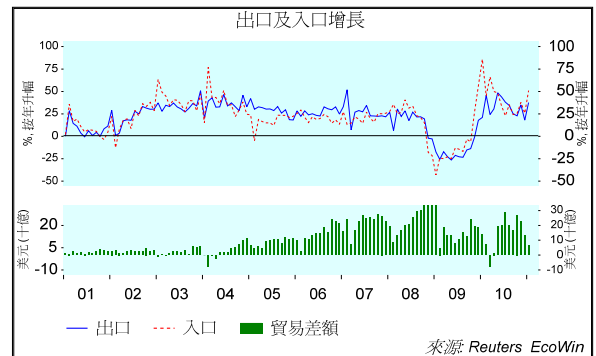
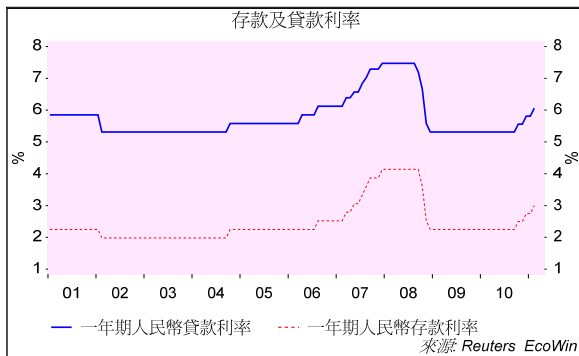
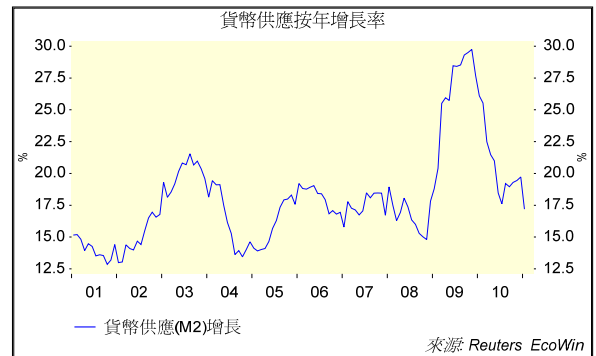
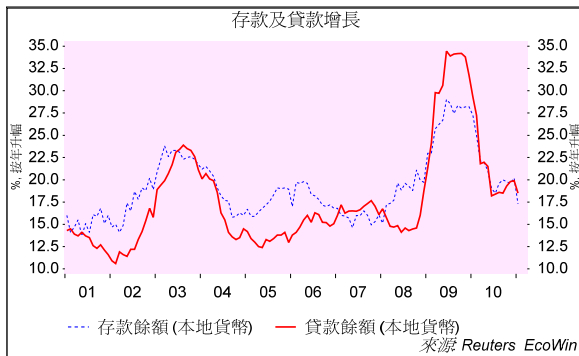
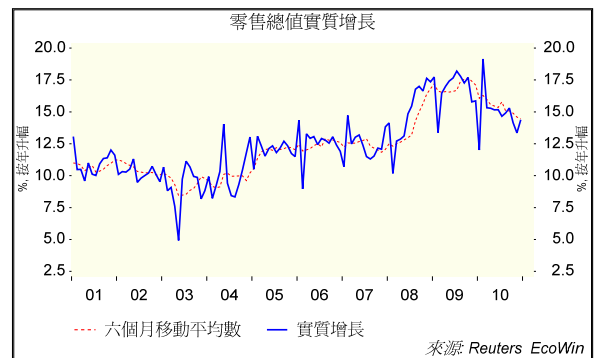
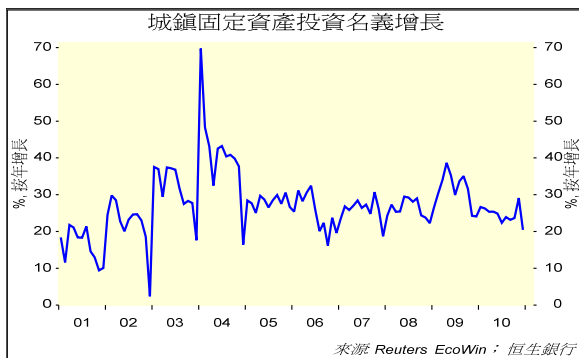
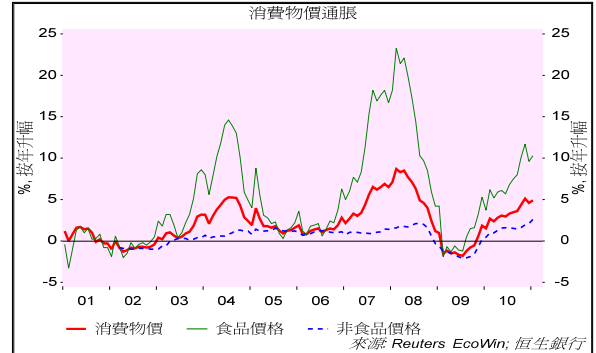
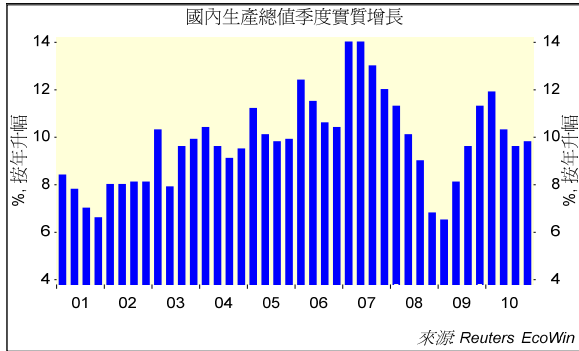


恒生銀行

滙豐集團成員

中國經濟脈搏

財資處



恒生銀行

滙豐集團成員

中國經濟脈搏

財資處



中國經濟統計數據

2011年3月

	國內生產總值		工業生產*	固定資產投資**		零售銷售		外商直接投資	對外貿易					消費物價
	名義值 人民幣億元	按年實質 增長(%)	按年實質 增長(%)	按年名義 增長(%)	按年實質 增長(%) (e)	按年名義 增長(%)	按年實質 增長(%)		出口		進口		貿易差額 億美元	
									按年增長(%)	按年實質 增長(%)	按年名義 增長(%)	按年實質 增長(%)		
2006年	216,310	12.7	16.6	24.5	22.7	13.7	12.6	4.5	27.2	24.0	20.0	16.8	1,775	1.5
2007年	265,810	14.2	18.5	25.8	21.5	16.8	12.5	18.6	25.7	19.1	20.8	13.4	2,622	4.8
2008年	314,050	9.6	12.9	26.6	16.3	21.6	14.8	23.6	17.5	8.1	18.5	3.2	2,955	5.9
2009年	340,507	9.2	11.0	30.5	33.7	15.5	16.9	-3.1	(16.0)	-10.6	(11.2)	3.1	1,961	-0.7
2010年	397,983	10.3	15.7	24.5	20.2	18.4	14.8	-1.8	31.3	28.5	38.7	22.0	1,831	3.3
2011年預測	460,000	9.0	12.0	23.0	17.0	18.0	13.0	10.0	18.0	14.0	22.0	13.0	1,600	4.5
2012年預測	531,500	9.0	12.0	21.0	16.0	18.0	14.0	10.0	18.0	13.5	20.0	11.0	1,550	4.0
2009年第2季	78,330	8.2	9.1	35.9	41.5	15.0	17.3	-14.7	(23.5)	-19.9	-20.0	-3.5	341	-1.5
第3季	83,060	9.7	12.4	32.9	37.9	15.3	17.8	-5.6	-20.4	-13.0	-11.9	6.9	389	-1.3
第4季	109,370	11.4	18.0	24.8	26.0	16.6	16.7	40.8	0.2	7.3	22.3	25.1	615	0.7
2010年第1季	81,620	11.9	19.6	26.4	24.0	17.9	15.4	6.3	28.7	33.0	64.6	42.5	145	2.2
第2季	91,220	10.3	15.9	25.2	20.8	18.5	15.2	31.5	40.9	38.7	43.7	21.0	408	2.9
第3季	95,820	9.6	13.5	23.1	19.0	18.5	15.2	8.9	32.3	25.9	27.1	14.5	656	3.5
第4季	129,320	9.8	13.3	23.9	17.6	18.7	13.9	18.1	25.0	18.0	29.4	18.1	625	4.7
2010年9月	NA	NA	13.3	23.2	19.0	18.8	15.3	5.0	25.1	19.3	24.1	13.3	169	3.6
10月	NA	NA	13.1	23.7	17.3	18.6	14.1	9.1	22.9	17.3	25.3	13.5	271	4.4
11月	NA	NA	13.3	29.2	22.6	18.7	13.4	38.9	34.9	25.4	37.7	26.4	229	5.1
12月	NA	NA	13.5	20.4	14.2	19.1	14.4	12.6	17.9	12.4	25.6	14.1	131	4.6
2011年1月	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	23.4	37.7	24.1	51.0	35.2	65	4.9
年初至今	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	23.4	37.7	24.1	51.0	35.2	65	4.9

	人均收入				存款餘額 (本地貨幣)#		貸款 (本地貨幣)#		貸款利率 1年期 (期末) %	貨幣供應 (M2) (期末)	外匯儲備 (期末)	每美元兌人民 幣中間價 (期末)	70城市物業銷 售價格	
	城鎮		農村		人民幣億元	按年增長(%)	餘額							
	人民幣	按年 實質增長(%)	人民幣	按年 實質增長(%)			人民幣億元	按年增長(%)						新增貸款 人民幣億元
2006年	11,760	10.4	3,587	8.7	335,460	16.8	225,347	15.1	30,660	6.12	16.9	10,663	7,8087	5.5
2007年	13,786	12.2	4,140	9.5	389,370	16.1	261,690	16.1	36,350	7.47	16.7	15,282	7,3046	7.6
2008年	15,781	8.4	4,761	8.0	466,200	19.7	303,400	18.8	41,800	5.31	17.8	19,460	6,8400	6.3
2009年	17,175	9.8	5,153	8.6	597,700	28.2	399,700	31.7	95,900	5.31	27.7	23,992	6,8270	1.5
2010年	19,109	7.8	5,919	10.9	718,230	20.2	479,200	19.9	79,500	5.81	19.7	28,470	6,6200	10.0
2011年預測	21,320	7.0	6,760	9.0	833,150	16.0	554,200	15.7	75,000	6.81	16.0	32,000	6,25	NA
2012年預測	23,680	7.0	7,620	8.0	966,450	16.0	629,000	13.5	74,800	6.81	16.0	35,500	6,00	NA
2009年第2季	4,022	11.0	NA	NA	566,320	29.0	377,450	34.4	27,800	5.31	28.5	21,316	6,8319	-0.5
第3季	4,117	9.9	NA	NA	583,900	28.4	390,400	34.2	12,830	5.31	29.3	22,726	6,8290	1.9
第4季	4,117	9.9	NA	NA	583,900	28.4	390,400	34.2	12,830	5.31	29.3	22,726	6,8290	1.9
2010年第1季	5,308	7.5	NA	NA	638,200	22.1	425,800	21.8	26,010	5.31	22.5	24,471	6,8263	10.6
第2季	4,449	7.6	NA	NA	674,100	19.0	446,100	18.2	20,290	5.31	18.5	24,543	6,7909	12.2
第3季	4,577	7.5	NA	NA	700,936	20.0	462,754	18.5	16,764	5.31	19.0	26,483	6,7011	9.6
第4季	4,775	8.7	NA	NA	718,233	20.2	479,196	19.9	16,324	5.81	19.7	28,473	6,6247	7.6
2010年9月	NA	NA	NA	NA	700,936	20.0	462,754	18.5	5,955	5.31	19.0	26,483	6,7011	9.1
10月	NA	NA	NA	NA	702,800	19.8	468,700	19.3	5,877	5.56	19.3	27,609	6,6908	8.6
11月	NA	NA	NA	NA	708,700	19.6	474,300	19.8	5,640	5.56	19.5	27,678	6,6553	7.7
12月	NA	NA	NA	NA	718,233	20.2	479,196	19.9	4,807	5.81	19.7	28,473	6,6247	6.4
2011年1月	NA	NA	NA	NA	712,300	17.3	483,500	18.5	10,400	5.81	17.2	NA	6,5891	NA
年初至今	NA	NA	NA	NA	712,300	17.3	483,500	18.5	10,400	6.06	17.2	NA	6,5706	NA

NA= 並無有關數字; (A)= 實際數字; (e)= 恒生銀行預測數字; (1H)= 上半年
 *包括國企及年產銷逾人民幣5,000,000元的非國企之生產, 佔全國工業生產約88%。
 **僅包含城鎮地區的固定資產投資, 佔全國固定資產投資約85%。
 @ 2008年1月起, 數字包括金融領域的外商直接投資
 # 佔所有存款及貸款約95%

資料來源: 國家統計局, 中國統計年鑑; CEIC



恒生銀行

滙豐集團成員



免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資專案之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本檔的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本檔所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯系公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯系公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資專案的交易收取經紀佣金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本檔並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資專案可能涉及的所有風險。

