

中国：2015 年第一季度经济增速进一步放缓

- 中国 2015 年第一季度国内生产总值同比增速放缓至 7%，为 2009 年第一季度以来最低，而 2014 年第四季度及 2014 年全年增速分别为 7.3% 和 7.4%。
- 然而，乐观的整体经济数据与 2015 年第一季度发布的数据并不一致，意味着中国经济下行压力持续加大，并存在进一步定向政策支持空间。
- 考虑到未来存在的下行风险，我们预期中国经济 2015 年全年增速为 6.8%，并预期政府至少还会进行一轮利率和存款准备金率下调。我们同时仍认为人民币兑美元汇率目前将保持相对稳定，但未来可有大幅波动。

经济增速进一步放缓

中国政府在周三（2015 年 4 月 15 日）上午发布了 2015 年第一季度国内生产总值报告，并同时发布了三月份其他数据。总体而言，2015 年第一季度国内生产总值同比增速放缓至 7%，为 2009 年第一季度以来最低（2009 年第一季度同比增速 6.6%），而 2014 年第四季度及 2014 年全年同比增速分别为 7.3% 和 7.4%。环比而言，中国经济增速同样放缓，降至有数据记录以来的最低点，2015 年第一季度按季调整后的季度环比增速降到了 1.3%（2014 年第四季度环比增速为 1.5%），甚至低于 2012 年第一季度 1.4% 的历史最低水平。

虽然 2015 年第一季度整体数据与官方全年目标增速 7% 相符，但 2015 年第一季度发布的月度经济数据却似乎有些不够乐观。三月份工业总产值低于预期的 6.9%，实际同比增速为 5.6%，为 2008 年 11 月以来最低，不到 1995 至 2013 年期间 13% 同比平均月增速的一半，这是由于在目前中国经济“新常态”中，制造业正面临土地和劳力成本上涨以及人民币升值等挑战。

此外，三月份零售总额数据也令人大跌眼镜，同比增速为 10.2%，为 2006 年以来最低水平，与一月至二月期间的 10.7% 增速相当，意味着除了春节的季节性因素之外，零售总额表现不佳背后还有其他更多潜在原因。虽然这一系列数据并不能真实反映消费支出，但持续的下行趋势显然会引起担忧。

早前，中国的对外贸易报告也描绘了中国经济下行的前景，概括而言，相较二月份出口预期增速 9%，实际增速 48.3%，中国三月份出口增速下滑超出预期，同比下降逾 15%（按美元计）。同时，较二月份进口预期降幅 10%，实际降幅 20.5%，三月份进口同比增速大幅下滑近 13%（按美元计），贸易顺差为 30.8 亿美元，较早前预测贸易顺差 401 亿美元以及二月份贸易顺差 606.2 亿美元大幅缩减。最新的中国贸易报告反映出外需疲软以及内需（进口）增长缓慢这一经济新常态。二月份出口数据猛增的其中

一个原因是2014年出口基数较低（2015年二月份出口总额为1691.9亿美元，而2014年2月份则只有1140.5亿美元）。就2015年一月份而言，中国出口总额与2014年相当一致，为2002.6亿美元。而三月份的出口数据则显然令人失望，只有1445.7亿美元，较2014年三月份1700亿美元的出口总额，不仅未见增长，反而比去年表现来得差强人意。

中国主要宏观经济数据

	2012	2013	2014	2014		2014		2014		2015		2015一	
				三季度	四季度	三季度	四季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度	
实际GDP同比增速 %	7.7	7.7	7.4			7.3				7.3			7.0
实际GDP季度环比增速（待调整）						1.9				1.5			1.3
同比变化幅度%（除另有注明外）	2012	2013	2014	14年七月	14年八月	14年九月	14年十月	14年十一月	14年十二月	15年一月	15年二月	15年三月	
工业总产值	10.8	9.7	8.3	9.0	6.9	8.0	7.7	7.2	7.9	-	6.8		5.6
国家统计局采购经理人指数	50.6	51.0	50.1	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3	50.1	49.8	49.9		50.1
汇丰银行采购经理人指数	51.5	50.5	49.6	51.7	50.2	50.2	50.4	50.0	49.6	49.7	50.7		49.6
消费者物价指数	2.7	2.6	2.0	2.3	2.0	1.6	1.6	1.4	1.5	0.8	1.4		1.4
生产者物价指数	-1.7	-1.9	-1.9	-0.9	-1.2	-1.8	-2.2	-2.7	-3.3	-4.3	-4.8		-4.6
出口额	7.9	7.8	6.1	14.5	9.4	15.1	11.6	4.7	9.5	-3.3	48.3		-15.0
进口额	4.3	7.2	0.5	-1.5	-2.1	7.2	4.6	-6.7	-2.3	-20.0	-20.8		-12.9
贸易差（单位：10亿美元）	\$ 230.3	\$ 259.0	\$ 382.5	\$ 47.3	\$ 49.8	\$ 31.0	\$ 45.4	\$ 54.5	\$ 49.6	\$ 60.0	\$ 60.6		\$ 3.1
新增贷款（单位：人民币10亿元，变化幅度）	8,203.8	8,891.7	9,781.5	¥ 385.2	¥ 70.2	¥ 85.7	¥ 54.8	¥ 852.7	¥ 697.3	¥ 1,47.0	¥ 1.0		¥ 1,180.0
融资总量（人民币10亿元，变化幅度）	15,763.1	17,316.8	16,460.0	¥ 273.7	¥ 95.7	¥ 1.1	¥ 68.0	¥ 1,14.5	¥ 1,69.4	¥ 2,06.3	¥ 1.3		¥ 1,180.0
货币供应量（M2）	13.8	13.6	12.2	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3	12.2	10.8	12.5		11.6
城镇固定资产投资（年初至今）	20.6	19.6	15.7	17.0	16.5	16.1	15.9	15.8	15.7	13.9	13.9		13.5
零售总额	14.4	13.1	12.0	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7	11.9	-	10.7		10.2

资料来源:中国经济数据库、彭博社、国家统计局；大华银行环球经济与市场研究部预测。除另有注明外，所有数据均为单月数据。

经济数据背后的含义

纵观上述发布的高频数据，中国整体经济增速若放缓至7%以下并不足以为奇，因此，2015年第一季度国内生产总值数据成功企稳7.0%更令人惊讶，这与市场预期相符但远高于我们预测的6.7%~6.8%。其中一个原因可能是服务业在中国经济中所占比重加大，约占48%，同时服务业是政府着力中国经济改革、促平衡、调结构以寻求经济增长和促进就业之新常态的一个重点。

尽管如此，考虑到各个行业的不利因素，如何应对近期挑战仍是政府达成本年度7%增长目标及实现新增就业岗位1000万个的关键因素。我们预期当前的政策支持将会持续，但力度与规模不可能与全球金融危机时期相提并论，并更为倾向于延续目前的定向措施和加快基础设施建设投入。

正如我们之前所说的，即使中国经济增速只有6.5%-7%，在假设跟过去二十年相同（即1994-2004年期间）的前提下，即GDP每增长1个百分点能够产生120-150万个就业岗位，则政府新增就业岗位1000万个的年度目标应该能够达成。这意味着中国政府将会容忍较低的经济增长趋势，但与此同时会寻找快速扭转目前经济增长放缓趋势的途径。在考虑2015年第一季度经济数据和国内生产总值报告后，我们对中国2015年全年经济增速预测维持6.8%不变，并同时强调在今年第二季度和第三季度经济下行压力风险将可能会增强。

中国：实际GDP



考虑到上述因素，我们仍认为政府在本季度（2015年第二季度）至少还会进行一轮利率和存款准备金率下调，将一年期贷款利率从目前的5.35%下调至5.10%，将一年期存款基准利率从目前的2.50%下调至2.25%，并将存款准备金率从目前的19.50%下调至19.00%。另外需要注意的是，中国将会从五月一日起实施存款保险制度，这意味着，随着中国全面实现利率市场化，在完全放开利率上限之前，我们将仅会看到一到两次的存款利率上限上调（关于这一方面的更多信息，请参考大华银行2015年第二季度全球经济展望文章《中国聚焦：放开存款利率上限迫在眉睫》(China Focus: Deposit Interest Rate Liberalisation Looming)）。

就人民币而言，我们认为美联储将会在六月份的美联储公开市场委员会会议上开始利率正常化，因此，目前的美元强势将会持续，但在接近年末的时候会逐渐走弱。与此同时，美元兑人民币汇率在2015年末将会微降至6.22并在年终时降至6.20，这与2014年末的数据相同。我们对人民币汇率在此期间发生大幅波动的可能性仍持谨慎态度（人民币汇率在2015年前三个月已显示出波动趋势），并认为在年内人民币汇率波动幅度仍有可能扩大。但我们认为，由于中国政府持续推动人民币国际化进程并着力于将人民币纳入国际货币基金组织特别提款权货币篮子（国际货币基金组织应该会在2015年末做出这一决定），人民币发生大幅贬值的风险相当低。

免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。