

內憂外患 大行潑冷水 羊年內地經濟 低處未算低



香港文匯報訊（記者 涂若奔）羊年來臨喜氣洋洋，人人心情振奮，期望今年風調雨順賺大錢。不過，中國內地最新公布的一系列經濟數據，無論是進出口貿易還是物價指數，都大大遜於市場預期。不少分析指出，內地經濟正面對「內憂外患」，在內部結構調整步伐艱難的同時，又恰逢外部環境持續惡化，2015年將會是新一屆中央政府掌舵以來最困難的一年。綜合多家大行的最新評估，今年內地GDP增幅僅為7%—7.1%，勢必再創新低。

■ 中信銀行國際首席經濟師廖群。
資料圖片



■ 人民銀行研究局首席經濟學家馬駿。
資料圖片



■ 國務院發展研究中心副主任劉世錦。
資料圖片



內地去年未能實現「保7.5」的目標，但相差幅度輕微，尚算在市場預料之內。不料今年1月份的最新數據驟然急轉直下，進出口總值按年跌10.9%，其中出口額跌3.3%，較市場預期的最低下限更差。1月的CPI指數更跌至不足1%，令不少人擔憂「通縮時代」將會來臨，令內地經濟雪上加霜。雖然官方尚未公布2015年的經濟增長目標，但各界普遍預測，中央政府將會進一步下調目標，將之降至7%左右。

新常態下確保「六可」指標

事實上，一些官方或「準官方」人士近日已開始頻頻放風。國務院發展研究中心副主任劉世錦表示，「不要光盯着速度，要看經濟增長的質量」。內地經濟的主要問題是過度依賴投資和外需，新常態下要轉變觀念和思維方式，讓質量決定速度。他認為，只要確保就業可充分，企業可盈利，財政可增收，風險可控制，民生可改善，資源環境可持續這「六可」指標，讓速度指標成為因變量，就可用量指標倒推增長速度。

馬駿：今年GDP放緩至7.1%

人民銀行研究局首席經濟學家馬駿近日也在報告中預料，2015年內地實際GDP增幅將放緩至7.1%。中國國

家信息中心最新報告亦預計，2015年內地經濟將穩中緩降，GDP增幅料放緩至約7%。該中心高級研究員祁京梅甚至稱，只要結構向好的方向轉化，經濟增幅降到6%也能接受。多家大行最新預測也基本一致，恒生預料今年的GDP增幅為7%，中銀國際預測為7.1%。

中信銀行國際首席經濟師廖群日前接受本報訪問時亦認為，官方的目標將下調至7%，而實際的增幅將會是7.1%。他笑稱，這主要是由於去年未能完成目標，以官方的思維來推測，今年將目標定得更低一點，才能「漂亮圓滿、甚至略微超額地實現它」。

對於今年經濟進一步放緩的原因，廖群稱是由「內外憂慮」共同導致的。從內部看，由於內地經濟在進行結構性調整，產能過剩和內需不振並存的現象仍將持續，中央政府加強打擊貪腐，也在很大程度上打擊了高端市場的消費。此外，房地產去年下半年雖然略有回暖，但很可能是暫時現象，今年的房價總體仍將處於下行通道。這些因素都對經濟有負面影響。

從外部看，日本、歐洲近期爭相「放水」，顯示外圍環境比此前預期的更差，嚴重影響內地的出口狀況。雖然有分析指1月份出口負增長，是「春節因素」導致的，但廖群相信，即便撇除這一因素，真實出口數字也差強人意，預計今年全年僅會增長5%左右。

防範通縮應早綢繆

香港文匯報訊（記者 涂若奔）內地今年1月的物價指數（CPI）僅為0.8%，連「1字頭」也沒能保住，不少分析驚呼「通縮時代」已來臨。中國國際經濟交流中心諮詢研究部副部長王軍甚至未雨綢繆，率先提出了「反通縮」的預警。他近日撰文指出，如何防範經濟下行與物價下行齊頭並進、相互影響，如何做好價格調控並做好應對全面通貨緊縮的政策儲備，是2015年宏觀調控新的挑戰和重要任務。

工業PPI轉正遙遙無期

王軍在文中指出，綜合宏觀、微觀以及向上、向下影響價格運行的因素來看，2015年物價漲幅收窄、下跌的壓力將大於2014年。預計2015年居民消費價格CPI漲幅將繼續小幅走低，落在1.5%—2.5%這一較低區間內，工業品價格指數PPI轉正更是遙遙無期，其漲幅將落在負1.5%至負2.5%這一區間內，「全面通貨緊縮的風險不斷加大」。

對於造成通縮的原因，王軍將之歸納為四大因素。首先是總需求不足制約物價上漲，由於物價一般是總需求的滯後指標，因此，總需求的線中趨降、降中趨穩將加大通貨緊縮壓力。再從貨幣條件看，法定存款準備金率仍處於歷史高位，M2增速預計在12%—13%之間，與前幾年相比屬低增長，故儘管當前貨幣存量較大，但2015年顯然不具備物價大幅反彈所需的貨幣條件。

大宗商品大跌輸入通縮

其次，國際大宗商品價格大幅下跌將輸入全球通縮風險。王軍預料，受需求萎縮和供應增加的雙重打擊，2015年的國際大宗商品價格預計仍將維持頹勢，由此會直接影響到包括成品油、鐵礦石、金屬在內的上游原材料價格，進而影響PPI探掘、化工類工業價格以及CPI交通類的燃料價格、居住類的水電燃氣價格的調整。這些經濟運行成本的下降會降低CPI上升壓力，特別是油價快速下跌可能進一步加劇內地經濟通縮的風險。

此外，中央「八項規定」從嚴實施將導致公款消費繼續下降，商業用房、高檔汽車價格出現一定幅度理性回歸，短期明顯降低了市場需求，壓制物價上漲。最後，在上游大宗商品價格大幅下跌的年份，勞動力成本對CPI的影響明顯減弱，「服務項目的上漲幅度大幅低於消費品價格上漲幅度」，基於此，我們認為2015年勞動力成本上升對CPI影響有限。

廖群接受本報訪問時也認為，內地確實出現了通縮的風險，以經濟增長為7%計，合理的CPI指數應在2%—3%之間，若長期維持於不足1%的水平，雖然對老百姓有益，但卻會刺激「現金為王」的觀念，導致消費者不想消費，投資者不想投資。不過他相信，內地尚不至於真正陷入通縮，估計今後幾個月的CPI將會恢復至1%—1.5%水平。

A股仍將震盪上行

香港文匯報訊（記者 涂若奔）A股去年牛氣衝天，今年截至目前雖然不盡人意，但市場氣氛仍較為樂觀。券商普遍看好全年走勢，預計不久後滬指將突破3,500點高位。但與此同時，A股的波動性也會大幅增加，風險將較此前更甚。

滬指勢破3500點阻力

路透社引述國盛證券董事長袁強表示，內地股市已經展開了新一輪的上升行情，不久後滬指必將突破3,500點第二個阻力位，展開新一輪跨年度的上升行情。聯訊證券副總經理曹衛東也認為，制度紅利的進一步釋放帶來市場偏樂觀的預期，總體上2015年股市仍將是資金推動的行情。

事實上，據中金公司估算，中國居民持有地產規模約110萬億元（人民幣，下同），是居民家庭單一最大資產；相比之下，居民家庭持有股票資產規模比例過小，未來仍有擴張空間。國泰君安首席宏觀分析師任澤平相信，大量資金將繼續從房市、理財、信託，從各種影子銀行的渠道流入A股，「股市就進入了一個增量資金的市場，不再陷入存量的困境」。

不過也有分析警告，內地經濟正進入結構轉型時期，未來改革的不確定性等多重因素博弈帶來的市場大起大落將成為新常態，2015年A股市場的波動性或顯著擴大。經濟不振下大批公司面臨業績壓力，信用風險暴露或形成「黑天鵝」，加上全球市場在牛市後進行的系統性

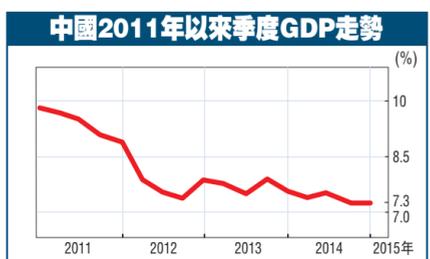


調整也將給市場投資者信心造成一定衝擊，從而加劇A股市場的震盪幅度。

大起大落為主要特徵

申萬研究報告指出，內地的融資餘額上限為12,592億元，兩融餘額在突破一萬億元後，2015年融資餘額將結束單邊上行開始隨指數波動，融資餘額波動將加大指數的波動。華鑫證券報告指出，根據A股指數波動特徵，2015年滬綜指和深綜指的波動率將從2012年—2014年的25%和34%擴大到35%和44%左右，2015年A股或以大起大落為主要特徵。

瑞銀證券則預計，2015年大小盤股票的股價表現將出現明顯差異，持續湧入的資金將更青睞中大市值股票，而小市值股票在業績無法得到驗證後，估值將普遍回落；市場熱點切換造成的資金流動也將造成指數的大幅波動。同時，今年A股IPO節奏將明顯加快，擴容或對市場短期資金面和投資者情緒產生負面影響，加劇指數的波動。



兩大政策搭配更靈活

香港文匯報訊（記者 涂若奔）要確保內地經濟企穩回升，內地的各項政策能否「恰到好處」，將會是最重要的決定因素。不少分析預料，中央政府在保持積極財政和穩健貨幣的同時，將會強調財政政策更有力度，貨幣政策更注重新緊適度，兩大政策搭配更具靈活度。

逐步降準成中長期趨勢

在貨幣政策方面，各界一致預期2015年內地將步入降準降息通道，因實體經濟融資難、融資貴問題久拖未決，此舉有助降低資金成本。中國社科院金融研究所貨幣理論與貨幣政策研究室主任彭興韻撰文稱，逐步降準將是未來貨幣政策調整的中長期趨勢，目前內地適時降準的條件已經成熟，可考慮每次降0.2或0.25個百分點。

廖群接受香港文匯報訪問時也表示，中央政府的寬鬆力度將會超出此前預期，但不會達到歐洲、日本的程度。人行將會繼續減息和下調

存款準備金率，今年全年還將各有2次調整，其中減息的幅度為每次25點子，降準的幅度為每次50點子。

需擴「營改增」實施範圍

在財政政策方面，財稅改革和地方政府問題受到最多關注。路透社引述一位不具名的財稅部門官員預計，2015年內地赤字規模和赤字率會比上年提升，赤字率可能控制在2.5%左右，仍然在國際公認的3%安全線以內。根據財稅改革方案，內地要擴大「營改增」實施範圍，這意味著包括建築業房地產業、金融業以及生活服務業領域2015年都將納入「營改增」。

中國國家信息中心宏觀經濟研究室主任牛犁也認為，若按2.5%左右赤字率計算，2015年赤字規模有可能在1.7萬億元人民幣左右，「這是包括新預算法實施後允許地方政府發債後的總規模，畢竟地方政府發債仍需報國務院批准。」

人民幣匯率穩字當先

香港文匯報訊（記者 涂若奔）人民幣匯率今年以來連續貶值，引起不少憂慮。展望2015年前景，有分析指出，在內地經濟放緩及全球經濟復甦不確定性仍較大的前提下，「穩字當先」的人民幣匯率或成為監管層今年最可能的政策選項，既可穩定出口和鼓勵戰略層面的資本輸出，亦能促進國際收支更趨平衡。

中國社會科學院全球宏觀經濟研究室主任張斌認為，2015年人民幣匯率可能維持雙向波動，不會大升或大貶。一方面，從經常項目看，人民幣將保持升值態勢；另一方面，資本項下可能不會有實質性的政策放鬆，私人部門持有外匯資產仍將面臨較多限制，在中國資本管制「寬進嚴出」的背景下，人民幣

貶值壓力將不會太大。從目前信息判斷，中國外匯管理政策與美聯儲貨幣政策出現超預期調整的概率均不高，在2015年上半年美聯儲加息之前，總體不看跌人民幣。

資本市場長線具吸引

人行副行長易綱近期亦表示，完全有理由相信，人民幣匯率可以在合理均衡的水平上保持基本穩定。從經濟基本面看，內地貨物貿易順差與服務貿易逆差相抵，經常項下總體順差佔GDP將會是較小的比重；而資本項下，內地資本市場對全世界從長期看仍具有吸引力。

北京師範大學金融研究中心主任鍾偉表示，在美聯儲加息預期升溫的背景下，內地並不會出現資本大量外逃

料跌破6.3概率並不大

對於人民幣匯率全年表現，路透社引述某大型金融機構金融市場部博士張濤預料，2015年人民幣可能還是和2014年一季度和四季度走法差不多，比如在6-6.3的區間內來回雙向波動，但真的跌到6.3或6.35的概率並不大，因為「現在沒有很強烈的政策環境允許它（大幅貶值）」。