

内忧外患 大行泼冷水

羊年中国经济

低处未算低



防范通缩应早绸缪

香港文汇报讯（记者 涂若奔）羊年来临喜气洋洋，人人心情振奋，期望今年风调雨顺赚大钱。不过，中国最新公布的一系列经济数据，无论是进出口贸易还是物价指数，都大大逊于市场预期。不少分析指出，中国经济正面对“内忧外患”，在内部结构调整步伐艰难的同时，又恰逢外部环境持续恶化，2015年将会是新一届中央政府掌舵以来最困难的一年。综合多家大行的最新评估，今年中国GDP增幅仅为7%-7.1%，势必再创新低。

新报告亦预计，2015年中国经济将稳中缓降，GDP增幅放缓至约7%。该中心高级研究员祁京梅甚至称，只要结构向好的方向转化，经济增幅降到6%也能接受。多家大行最新预测也基本一致，恒生预料今年的GDP增幅为7%，中银国际预测为7.1%。

中信银行国际首席经济师廖群日前接受香港文汇报访问时亦认为，官方的目标将下调至7%，而实际的增幅将会是7.1%。他笑称，这主要是由于去年未能完成目标，以官方的思维来推测，今年将目标定得更低一点，才能“漂亮圆满、甚至略微超额地实现它”。

对于今年经济进一步放缓的原因，廖群称是由“内外隐忧”共同导致的。从内部看，由于中国经济在进行结构性调整，产能过剩和内需不振并存的现象仍将持续，中央政府加强打击贪腐，也在很大程度上打击了高端市场的消费。此外，房地产去年下半年虽然略有回暖，但很可能是暂时现象，今年的房价总体仍将处于下行通道。这些因素都对经济有负面影响。

从外部看，日本、欧洲近期争相“放水”，显示外围环境比此前预期的更差，严重影响中国的出口状况。虽然有分析指1月份出口负增长，是“春节因素”导致的，但廖群相信，即便撇除这一因素，真实出口数字也差强人意，预计今年全年仅会增长5%左右。

香港文汇报讯（记者 涂若奔）中国今年1月的物价指数（CPI）仅为0.8%，连“1字头”也没能保住，不少分析惊呼“通缩时代”已来临。中国国际经济交流中心咨询研究部副部长王军甚至未雨绸缪，率先提出了“反通缩”的预警。他近日撰文指出，如何防范经济下行与物价下行齐头并进、相互影响，如何做好价格调控并做好应对全面通货紧缩的政策储备，是2015年宏观调控新的挑战 and 重要任务。

工业PPI转正遥遥无期

王军在文中指出，综合宏观、微观以及向上、向下影响价格运行的因素来看，2015年物价涨幅收窄、下跌的压力将大于2014年。预计2015年居民消费价格CPI涨幅将继续小幅走低，落在1.5%-2.5%这一较低区间内，工业品价格指数PPI转正更是遥遥无期，其涨幅将落在负1.5%至负2.5%这一区间内，“全面通货紧缩的风险不断加大”。

对于造成通缩的原因，王军将之归纳为四大因素。首先是总需求不足制约物价上涨，由于物价一般是总需求的滞后指标，因此，总需求的缓冲趋降、降中趋稳将加大通货紧缩压力。再从货币条件看，法定存款准备金率仍处于历史高位，M2增速预计在12%-13%之间，与前几年相比属偏低增长，故尽管当前货币存量较大，但2015年显然不具备物价大幅反弹所需的货币条件。

大宗商品大跌输入通缩

其次，国际大宗商品价格大幅下跌将输入全球通缩风险。王军预料，受需求萎缩和供应增加的双重打击，2015年的国际大宗商品价格预计仍将维持颓势，由此会直接影响到包括成品油、铁矿石、金属在内的上游原材料价格，进而影响PPI采购、化工类工业价格以及CPI交通类的燃料价格、居住类的水电燃气价格的调整。这些经济运行成本的下降会降低CPI上升压力，特别是油价快速下跌可能进一步加剧经济通缩的风险。

此外，中央“八项规定”从严实施将导致公款消费继续下降，商业用房、高档汽车价格出现一定程度理性回归，短期明显降低了市场需求，压制物价上涨。最后，在上游大宗商品价格大幅下跌的年份，劳动力成本对CPI的影响明显减弱，“服务项目的上涨幅度大幅低于消费品价格上涨幅度，基于此，我们认为2015年劳动力成本上升对CPI影响有限”。

廖群接受香港文汇报访问时也表示，中国确实出现了通缩的风险，以经济增长为7%计，合理的CPI指数应在2%-3%之间，若长期维持于不足1%的水平，虽然对老百姓有益，但却会刺激“现金为王”的观念，导致消费者不想消费，投资者不想投资。不过他相信，中国尚不至于真正陷入通缩，估计今后几个月的CPI将会恢复至1%-1.5%水平。

中国去年未能实现“保7.5”的目标，但相差幅度轻微，尚算在市场预料之内。不料今年1月份的最新数据骤然急转直下，进出口总值按年跌10.9%，其中出口额转跌3.3%，较市场预期的最低下限更差。1月的CPI指数更跌至不足1%，令不少人担忧“通缩时代”将会来临，令中国经济雪上加霜。虽然官方尚未公布2015年的经济增长目标，但各界普遍预测，中央政府将会进一步下调目标，将之降至7%左右。

新常态下确保“六可”指标

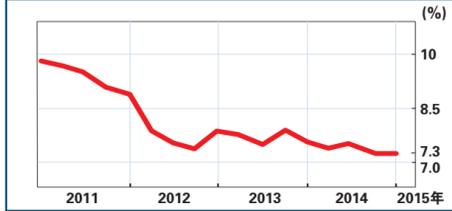
事实上，一些官方或“准官方”人士近日已开始频频放风。国务院发展研究中心副主任刘世锦表示，“不要光盯着速度，要看经济增长的质量”。

中国经济的主要问题是过度依赖投资和外贸，新常态下要转变观念和思维方式，让质量决定速度。他认为，只要确保就业充分，企业可盈利，财政可增收，风险可控制，民生可改善，资源环境可持续这“六可”指标，让速度指标成为因变量，就可用质量指标倒逼增长速度。

马骏：今年GDP放缓至7.1%

人民银行研究院首席经济学家马骏近日也在报告中预料，2015年中国实际GDP增幅将放缓至7.1%。中国国家信息中心最

中国2011年以来季度GDP走势



上证综指较去年低位升63%



人民币兑美元较去年高位贬值3.35%



A股仍将震荡上行

香港文汇报讯（记者 涂若奔）A股去年牛气冲天，今年截至目前虽然不尽人意，但市场气氛仍较为乐观，券商普遍看好全年走势，预计不久后沪指就将突破3,500点高位。但与此同时，A股的波动性也会大幅增加，风险将较此前更甚。

沪指势破3500点阻力

路透社引述国盛证券董事长袁强表示，中国股市已经展开了新一轮的上升行情，不久后沪指必将突破3,500点第二个阻力位，展开新一轮跨年度的上升行情。联讯证券副总经理曹卫东也认为，制度红利的进一步释放带来市场乐观的预期，总体上2015年股市仍将是资金推动的行情。

事实上，据中金公司估算，中国居民持有地产规模约110万亿元（人民币，下同），是居民家庭单一最大资产；相比之下，居民家庭持有股票资产规模比例过小，未来仍有扩张空间。国泰君安首席宏观分析师任泽平相信，大量资金将继续从房市、理财、信托，从各种影子银行的渠道流入A股，“股市就进入了一个增量资金的市场，不再陷入存量的困境”。

大起大落为主要特征

不过也有分析警告，中国经济正进入结构转型时期，未来改革的不确定性等多重因素博弈带来的市场大起大落将成为新常态，2015年A股市场的波动性或显著扩大。经济不振下大批公司面临业绩压力，信用风险暴露或形成“黑天鹅”，加上全球市场在牛市后



进行的系统性调整也将给市场投资者信心造成一定冲击，从而加剧A股市场的震荡幅度。

申万研究报告指出，中国的融资余额上限为12,592亿元，两融余额在突破一万亿元后，2015年融资余额将结束单边上行开始随指数波动，融资余额波动将加大指数的波动。华鑫证券报告指出，根据A股指数波动特征，2015年沪指和深指指数的波动率将从2012年-2014年的25%和34%扩大到35%和44%左右，2015年A股或以大起大落为主要特征。

瑞银证券则预计，2015年大小盘股票的股价表现将出现明显差异，持续涌入的资金将更青睐中大市值股票，而小市值股票在业绩无法得到验证后，估值将普遍回落；市场热点切换造成的资金流动也将造成指数的大幅波动。同时，今年A股IPO节奏将明显加快，扩容或对市场短期资金面和投资者情绪产生负面影响，加剧指数的波动。

两大政策搭配更灵活

香港文汇报讯（记者 涂若奔）要确保中国经济企稳回升，中国的各项政策能否“恰到好处”，将会是最重要的决定因素。不少分析预料，中央政府在保持积极财政和稳健货币的同时，将会加强财政政策更有力度，货币政策更注重松紧适度，两大政策搭配更具灵活性。

逐步降准成中长期趋势

在货币政策方面，各界一致预期2015年中国将步入降准降息通道，因实体经济融资难、融资贵问题久拖未决，此举有助降低资金成本。中国社科院金融研究所货币理论与货币政策研究室主任彭兴韵撰文称，逐步降准将是未来货币政策调整的中长期趋势，目前中国适时降准的条件已经成熟，可考虑每次降0.2或0.25个百分点。

廖群接受香港文汇报访问时也表示，中央政府的宽松力度将会超出此前预期，但不会达到欧洲、日本的程度。人行将会继续降息和下调存款准备金率，今年全年

还将各有2次调整，其中减息的幅度为每次25点子，降准的幅度为每次50点子。

需扩“营改增”实施范围

在财政政策方面，财税改革和地方债问题受到最多关注。路透社引述一位不具名的财税部门官员预计，2015年中国赤字规模和赤字率会比上年提升，赤字率可能控制在2.5%左右，仍然在国际公认的3%安全线以内。根据财税改革方案，中国要扩大“营改增”实施范围，这意味着包括建筑业房地产业、金融业以及生活服务业领域2015年都将纳入“营改增”。

中国国家信息中心宏观经济研究室主任牛犁也认为，若按2.5%左右赤字率计算，2015年赤字规模有可能在1.7万亿元人民币左右，“这是包括新预算法实施后允许地方政府发债后的总规模，毕竟地方政府发债仍需报国务院批准。”

人民币汇率稳字当先

香港文汇报讯（记者 涂若奔）人民币汇率今年以来连续贬值，引起不少忧虑。展望2015年前景，有分析指出，在中国经济放缓及全球经济复苏不确定性仍较大的前提下，“稳字当先”的人民币汇率或成为监管层今年最可能的政策选项，既可稳定出口和鼓励战略层面的资本输出，亦能促进国际收支更趋平衡。

中国社会科学院全球宏观经济研究室主任张斌认为，2015年人民币汇率可能维持双向波动，不会大升或大贬。一方面，从经常项目看，人民币将保持升值态势；另一方面，资本项下可能不会有实质性的政策放松，私人部门持有外汇资产仍将面临较多限制，在中国资本管制“宽进严出”的背景下，人民币贬值压力将不会太大。

从目前信息判断，中国外汇管理政策与美联储货币政策出现超预期调整的概率均不高，在2015年上半年美联储加息之前，总体不看跌人民币。

资本市场长线具吸引

人行副行长易纲近期亦表示，完全有理由相信，人民币汇率可以在合理均衡的水平上保持基本稳定。从经济基本面看，中国货物贸易顺差与服务贸易逆差相抵，经常项下总体顺差占GDP将会是较小的比重；而资本项下，中国资本市场对全世界从长期看仍具有吸引力。

北京师范大学金融研究中心主任钟伟表示，在美联储加息预期升温的背景下，中国并不会出现资本大量外逃进而令人民币汇率承

压。不过，从维持中国外贸的比较优势来看，人民币亦难以大幅上扬。

他称，继续维持人民币强势，“很大程度上有损于中国经济转型的虚张声势”，由于制造业产业升级进展并不快，因此中国产品和日韩产品在品质上的差距并没有明显缩小，但价格优势却基本丧失了。

料跌破6.3概率并不大

对于人民币汇率全年表现，路透社引述某大型金融机构金融市场部博士张涛预料，2015年人民币可能还是和2014年一季度和四季度走法差不多，比如在6-6.3的区间内来回双向波动，但真的跌破到6.3或6.35的概率也不大，因为“现在没有很强烈的政策环境允许它（大幅贬值）。”