

## 2015 年中国经济形势展望

2015 年 1 月 12 日

### 核心观点

- ❖ **经济增速明显放缓。**2014 年中国经济和物价双双回落，经济周期处于低迷状态。在继续深化改革的背景下，预计 2015 年中国经济将延续出清，GDP 增长率维持在 7.1% 左右的较低水平。
- ❖ **三驾马车中，投资增长将持续下滑，房地产增速的下滑需要基建来对冲。**消费增长将维持稳定，消费结构逐渐改变。外贸则保持弱增长状态，预计个位数增长将成为常态。政府将继续深化结构调整，投资拉动的增长时代已终结，消费将成为经济增长新引擎。
- ❖ **“松紧适度”的财政政策和货币政策。**2015 年中央仍将维持积极的财政政策和稳健的货币政策，但稳中偏松，各项改革加快推进，更注重发现和培育新增长点。同时，央行重新启动降息周期。从 2014 年初回购利率封顶，年中回购利率下调，到年底存贷款利率下调，均可看出降息周期已经逐步展开。
- ❖ **金融资产需求快速增长。**居民资产中，不动产占比持续下降，“去存款化”趋势也逐渐明显。越来越多居民选择更高收益的风险资产，金融资产将成为居民资产配置的首选。



### 基金管理总部

#### 基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

#### 基金经理 袁波

电话：021-68591620

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

#### 基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

#### 主笔研究员 曹扬

电话：021-68591601

邮箱：caoyang@zongyiholding.com

#### 联络人 刘莉华

电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

## 2015 年中国经济形势展望

### 1. 经济增速明显放缓

2015 年经济增长目标仍面临考验，需求处于动力衰减时期，经济政策的刺激不足以抵消经济内在的回落压力。中央经济工作会议明确表示 2015 年将降低经济增长速度目标，同时指示，将调速不减势，努力保持经济的稳定增长。在政府提出的新常态下，经济增长将从高速转为中高速。中高速说明经济增速已没有可能重回 8-10%，“调速不减势”说明经济增速不会大幅下滑至 6% 以下。我们认为，明年中国经济增长速度可能在 7.1% 左右，甚至略低于 7.1%。

图表 1：预计 2015 年中国经济增长维持 7.1%



资料来源: wind

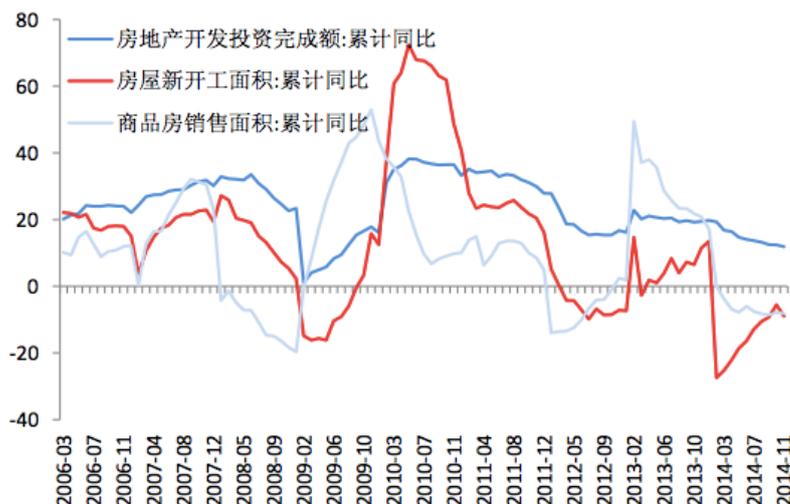
### 2. 投资方面：投资增速持续下滑

2015 年投资增速将下滑，但下行幅度将更为平缓，预计增速将在 13.5% 左右。2014 年中国经济持续放缓的最主要原因在于投资增速的不断回落，总体投资增速已经降至 14 年新低，制造业投资已经降至有统计数据以来的最低点，地产投资持续下滑，以往逆周期托底的基建投资也节节下滑。“调结构、促改革”是未来中国经济的必然方向，但如果投资不稳，那么中央经济工作会议提出的“努力保持经济稳定增长”的目标便无从落实，经济的过快回落也不利于为改革营造适宜的空间，因此，加大投资力度稳增长将会是 2015 年政府施政的重点，这从发改委年末密集批复项目中已见端倪。

目前，产能过剩与地产持续低迷，预计 2015 年制造业投资难见起色，同时大宗商品价格的下跌将加剧上游工业部门的困境。基建投资将成为 2015 年稳增长的关键所在，有望触底反弹，铁路、公路等基础设施、市政基建、保障房等投资开工都有望上升。考虑到中央已大幅收紧地方政府的融资权限，未来地方政府通过负债扩张加大基建力度的空间有限，因此基建投资托底将面临资金来

源的严峻问题。预测 2015 年融资职能将向中央政府集中，中央政府赤字率将会上升，或会调整至 2.5%，国债与政策性金融债的发行力度预计也将显著加大，全年有望超过 35000 亿元。虽然自发自还地方政府债可以加大融资规模以支持地方经济建设，但在新一轮中央与地方利益关系调整中，中央将事权上收，地方发债额度也由中央控制。因此，预计中央政府不会允许地方政府债务继续维持大规模的膨胀，地方发债规模更多是对贷款的替代，可能不会对供给端带来压力。

图表 2：房地产投资继续放缓,新开工面积增速跌幅再度扩大(%)

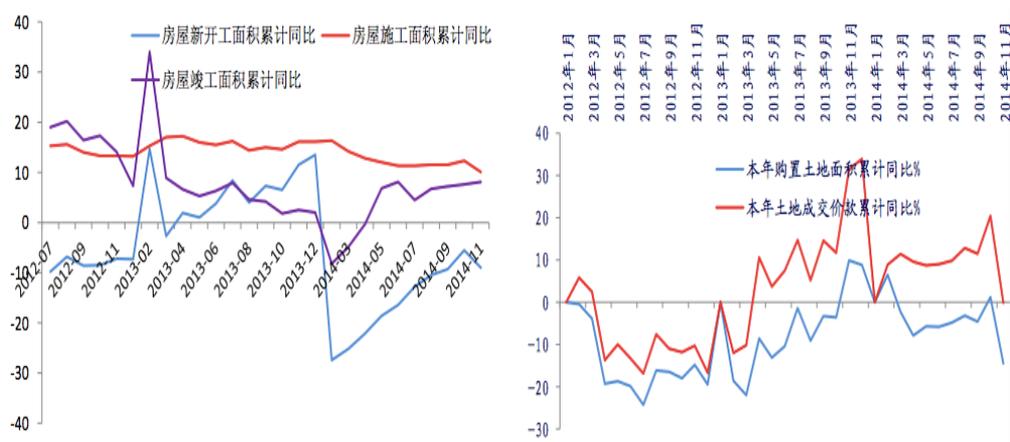


资料来源: wind

2015 年，房地产将是投资方面最有可能有下行风险的版块。十八大以来中央政府提出让市场在资源配置中起决定性作用，让市场规律主导地产行业，近期政策也并未过多提及刺激房地产。2014 年 9 月 30 日，央行和银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，对首套房贷的认定以及开发商的融资政策做了较大调整，随后地产销售端出现回暖，但销售回暖尚未传导至投资端，投资与购地数据继续下滑。造成房地产投资继续下滑的重要原因是库存压力。目前地产库存处于 10 年来的高位，融资难度持续加大，大大限制了企业拿地的积极性。若楼市销售回暖势头能够持续，预计到明年 2、3 季度，库存压力将有所减轻，地产投资或将重新启动。但是，考虑到中国城镇化进程以及人口结构的变化，即使地产进入新一轮景气周期，也很难复制前两轮的景气程度，配置性的机会只能等待下一轮经济周期。地产回暖及投资重启或将更加温和，而弱回暖能否有效对冲总体投资的下滑仍是一个未知数。

因此，若地产投资强劲重启,2015 年宏观经济有望维持稳定发展；若地产投资弱势重启，可避免硬着陆所产生的风险，但无法对冲总体经济下行压力。

图表 3: 新开工面积降幅再度扩大, 土地购置面积增速大幅放缓(%)

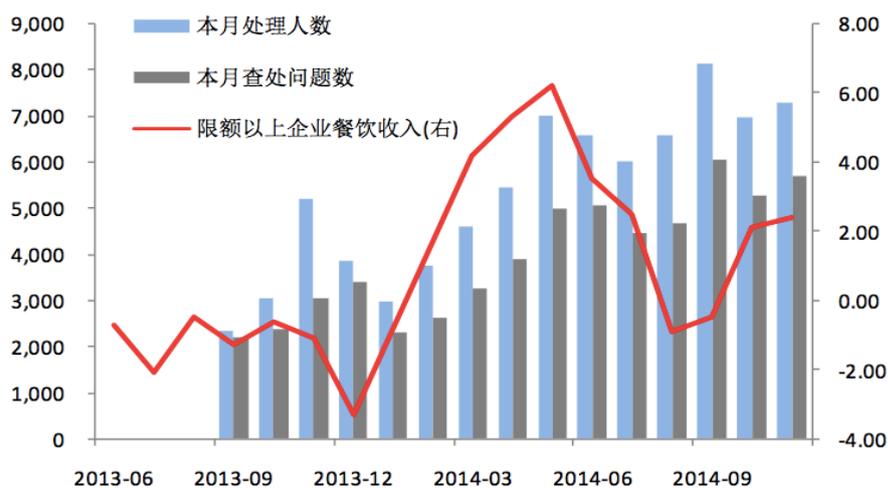


资料来源: wind

### 3. 消费方面: 消费增长维持稳定

2014 年, 中央“八项规定”、“六项禁令”等反腐政策的深入推进, 狠刹党政部门的三公经费, 并继续打击高档餐饮业的消费。对公务经费的严格控制几乎全面压制了政府的消费活动, 对社会消费总量产生了巨大影响。2014 年社会消费比 2013 年下降 1%, 全年单月消费保持平稳。其中, 餐饮业消费 9.7%, 比 2013 年 9% 的消费增速有所回升, 恢复正增长; 商品零售类消费增速 12.2%, 比 2013 年的 13.6% 下滑 1.4 个百分点, 2014 年社会零售消费下滑主要是由于商品零售类下滑导致。

图表 4: 查处违反八项规定与餐饮业收入

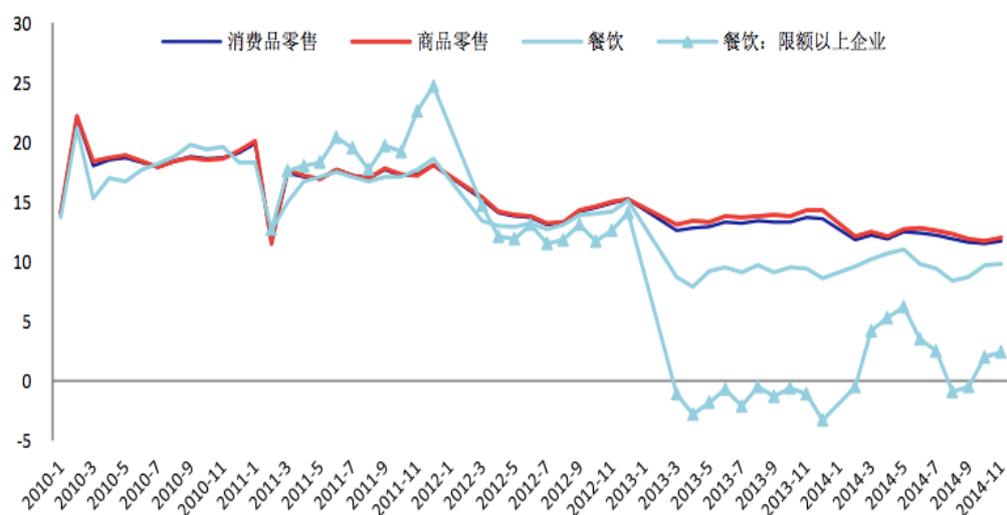


资料来源: wind

我们注意到, 社会消费在结构上已经发生了缓慢变化, 主要存在居民食品消费、消费升级产业、房地产相关消费、汽车类消费、石油制品类消费等方面。虽然 CPI 在 2014 年大幅下降, 但是居民在食品饮料烟酒的消费处于上升, 占比

为 12.9%，比 2013 年增加 0.42%。消费升级产业中，仅有通讯器材类消费占比回升 0.26% 至 1.97%，其他如体育娱乐用品、文化办公用品等消费占比均出现下滑。与房地产相关消费只有家具类出现微弱回升，占比达到 1.7%，而家用电器音像制品和建筑装潢材料的消费均有所下滑，家用电器的消费下滑 0.11%，可能与家用电器价格不断下滑有关。占消费最大的汽车类消费在 2014 年比 2013 年有小幅回升，但是与 2012 年之前相比，整体趋势仍处于下滑状态。石油制品类消费占总消费比例下滑 0.25%，石油制品类消费近年来均保持在 15.0%~15.5% 范围内，但考虑到今年四季度石油价格的大幅回落，石油消费占总体消费比例应加大。

图表 5：社会消费增速平稳



资料来源: wind

从增速上来看，除通讯器材消费在 2014 年回升外，其他产品消费增速均出现回落：粮油食品的消费增速回落速度快于服装鞋帽的消费；有关产业升级的消费如体育娱乐快速回落，文化办公用品消费增速小幅下滑，而通讯器材消费增速回升；与房地产相关消费增速出现快速下滑，如家具类消费增速比 2013 年回落 7%，建筑装潢材料增速回落 8.4%，体育娱乐用品消费增速回落 3.9%；汽车和石油消费均出现回落，分别下滑 2.5% 和 2.7%。

由于劳动力结构的变化以及服务业对劳动力的需求量仍在增大，就业市场和劳动力价格尚未受到经济下滑的明显冲击。因此，只要经济不出现硬着陆，劳动力市场的景气局面将持续，且有望推动劳动力价格继续维持较快增长，从而利于总体消费的稳定。

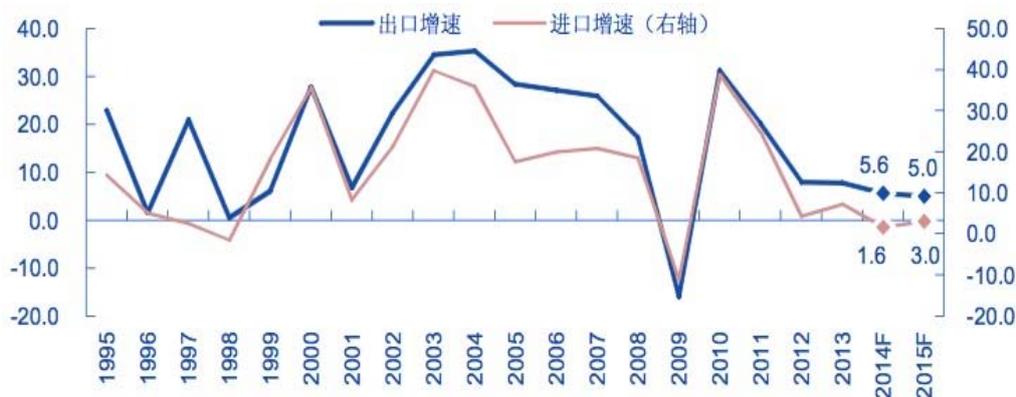
我们预计，2015 年全年消费额约 29.4 万亿，消费增速维持在 12% 左右。

#### 4. 外贸方面:弱增长是常态

2014 年 7 月以来，月均出口额都在 2000 亿美元以上，出口数据明显反弹，净出口对经济的拉动作用有所上升。但是，外贸数据的反弹与实际环境并不符合。目前海外市场除美国外，其他经济体复苏缓慢，需求难见强劲增长，新兴

市场仍面临下行压力，不支持出口数据的高速增长。其次，作为外贸晴雨表，广交会无论是到会客商还是成交金额，从2011年起都呈下滑势头，仅从广交会数据来看，外贸的加速增长显得不太合理。我们认为，进出口数据以及净出口对GDP的贡献率在一定程度上被夸大。

图表6：2015年进出口增速将维持个位数增长

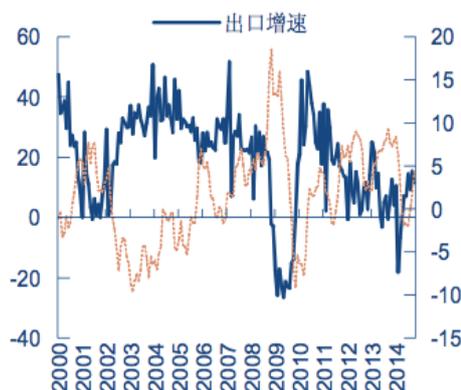


资料来源：CEIC

2015年的进出口形势仍会延续弱增长的态势，高增局面恐怕不会出现，个位数的增长将成常态。弱增长的原因包括：（1）外需市场增长力度有限，不能有效拉动出口数据；（2）人民币实际有效汇率大幅攀升，对出口造成不利因素；（3）人民币波动幅度增大，加大了套利风险，从而抑制企业的套利业务，减少对外贸数据的贡献因素；（4）大宗商品的价格下滑，拉低进口金额。

总体而言，2015年净出口对GDP难有贡献，弱增长将成为今后发展的趋势性，在中国制造业占全球份额已经超过美国的情况下，净出口数据上升空间非常有限，外贸数据维持个位数增长将成为常态。

图表7：发达经济体GDP和全球贸易增速 图表8：实际有效汇率上升抑制中国出口



资料来源：CEIC

## 5. 增长动力切换，消费成新引擎

由于人口结构变化和第三产业蓬勃发展，2014年就业市场显示出繁荣状态。

截至2014年6月底,全国31个大城市城镇失业率为5.05%,连续4个月下跌。就业市场供不应求,求人倍率持续上升。2014年前三季度,全国城镇新增就业1082万,已提前完成全年1000万人的目标。就业市场的繁荣,加之独生子女政策引起的劳动人口占比下降,导致工资水平上升,居民人均可支配收入增速高于GDP增速,农民工月收入持续上升。

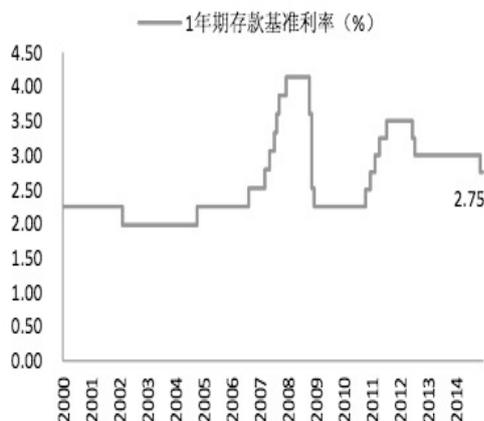
就业的繁荣与居民收入的增长,为消费增长奠定了坚实的基础。40-50岁人口比例上升造成的人口结构变化则为消费带来了强劲动力。另一方面,政府民生支出不断增加,降低了居民的预防性储蓄,从而推动消费增长。因此,2015年增长动力将切换,消费将成为经济增长的新引擎。

## 6. 货币政策“新常态”

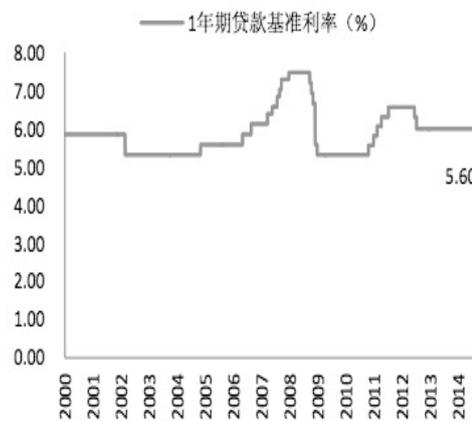
2015年,中国将实行“松紧适度”的财政政策和货币政策。由于国际油价大幅下以及近两年深化改革开始显现效果,明年中国经济将是需求萎缩、供给扩张的走势。同时,通货膨胀率下滑也会使市场对中国经济预期持悲观态度。为了防止通缩,实行以“松”为主的货币政策势在必行。积极的财政政策则表现在三个方面:“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略以及城镇化发展都需要财政支出来推动,因此赤字和债务规模将进一步扩大;全行业推行“营改增”税制改革、对小微企业的税收政策扶持等结构性税制改革将继续推进;继续优化财政支出结构,尤其是民生支出,同时促进财政投融资机制的创新,鼓励社会资本参与公共投资领域并获取合理回报,为民间资本开辟新领域,使更多资金投向重点民生项目和科技创新领域。

我们认为,新一轮降息周期已经开始。由于房价下跌等因素,2014年11月21日,央行宣布降息,这是2012年以来的首次降息。降息作为中性货币政策,意味着未来基准利率仍有望再度下调。从年初回购利率封顶,到年中的回购利率下调,再到年底的存贷款利率下调,均预示降息周期已逐步展开。预计2015年全年至少有两次降息和一次降准,考虑到美联储收紧货币政策的潜在影响,较佳的降息窗口是2015年上半年。如果经济形势差于预期且融资成本下降不明显,则降息次数可能会更多。

图表9: 1年期存款基准利率走势



图表10: 1年期贷款基准利率走势

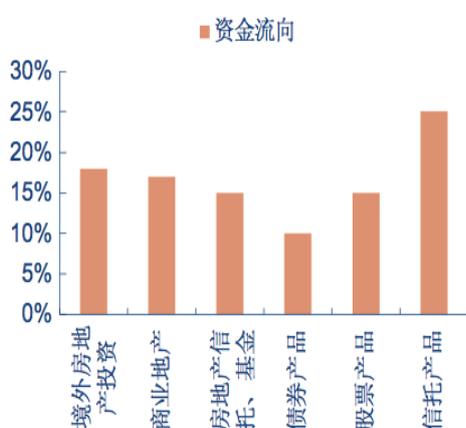


资料来源: Wind

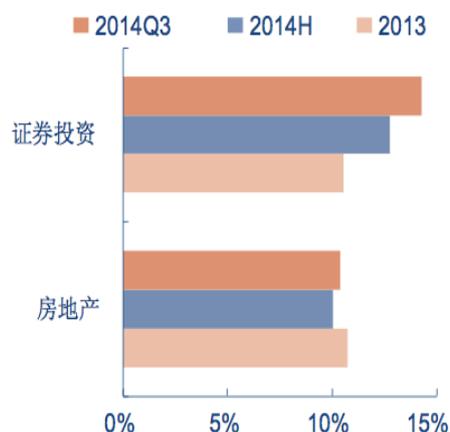
## 7. 金融资产需求快速增长

预计 2015 年房地产配置将不断下行，金融资产有望迎来新的增量资金。根据《安联 2014 全球财富报告》中的亚洲国家/地区金融资产数据，中国大陆居民的金融资产占 GDP 的比重仍显著落后于日本等国家，但在 2013 年中国大陆居民金融资产的同比增速已达到 22.7%，这一数据远远高于亚洲平均水平 12.2% 和全球平均水平 9.9%，预计未来金融资产占比将继续保持高增长的状态。同时，数据显示 2013 年存款占中国居民金融资产的比重首次降至 60% 以下，越来越多的中国居民选择将存款置换为收益更高的风险资产，包括投资股市、购买基金产品、资管产品等。根据统计数据，2014 年以来个人投资者进入 A 股数量明显增加，50 万市值以上账户中，个人投资者占比由原来的 2.7% 增加至 5.5%。因此，金融资产有望成为中国居民资产配置的首选。

图表 11: 减少不动产配置后的资金流



图表 12: 信托资金流向发生变化



资料来源: CEIC, OECD

主要参考报告:

20141222-银河证券-银河证券 2015 年宏观报告: 延续出清-154768

20141219-平安证券-平安证券年度猜新猜心系列报告之 2015 年宏观十大畅想: 经济稳向下改革渐推进, 市场预期与资产重定价的博弈

20141229-招商银行-招商银行 2015 年宏观经济及债市、汇市展望: 牛仍在, 但牛排不再

20141210-中信证券-中信证券 2015 年中国经济展望: 经济蓄势-599947

---

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受到汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与综艺控股其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若综艺控股以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.**

---