

中国: 2014 年第三季度 GDP 增速放缓

- 2014 年第三季度中国 GDP 增长 7.3%，略高于预期的 7.2%，环比增长 1.9%，低于第二季度的 2.0%，这一环比增长势头表明经济增速仍然保持平稳。这意味着目前正在实施的“定向”的宽松政策可能会持续。
- 虽然 2014 年第三季度的数据总体表明经济增长普遍放缓，然而，第三季度出口和贸易差额创下新高，外贸数据表现突出。更进一步的分析表明，出口“高开发票”的情况可能再次出现，因此无法实质性提升经济的总体增长。
- 从数据上看，中国的经济情况基本符合预期，我们维持中国 2014 年全年经济增长 7.4%和 2015 年经济增长 7.5%的预测，此外，我们预测 2014 年底美元兑人民币汇率为 6.10。

2014 年第三季度经济实现适度增长

10 月 21 日，中国发布了 2014 年第三季度经济增长数据，总体 GDP 同比增长 7.3%，略高于我们的预期和市场普遍认为的 7.2%。这一 GDP 增速较 2014 年上半年 7.4-7.5%水平有所下降。值得注意的是，虽然经季节性调整后环比增长了 1.9%，且与 2014 年第二季度 2.0%的环比增速相比保持相对稳定，但比 2014 年第一季度的 1.5%的增速要高很多。这表明，经济放缓或温和增长仍然保持在可控的范围内，同时也应当反映出中国政府希望实现 7.5%的经济增速，仅仅是一个指导性水平，而并不是全年的增长目标。

无论如何，2014 年第三季度的经济表现在很大程度上体现在月度数据上，其中的多项指标下滑，表现出较为广泛的经济放缓，具体包括消费物价指数、工业产值、采购经理人指数、信贷和零售销售额。对外贸易数据方面，出口“高开发票”的现象似乎又卷土重来，因而这一数据存在被高估的可能性。因此，即使第三季度贸易顺差（1,280 亿美元）和货物出口额（6,350 亿美元）双双创下新高，但却无法有效拉动第三季度总体经济增长。有关出口“高开发票”的更多详细情况解释如下。

对外贸易可能被高估

尽管第三季度实现了较为乐观的出口数据，但是这一数据可能被高估，因为“热钱”的流入很可能以出口“高开发票”的形式进行伪装，从而夸大了整体出口数据，进而造成贸易差额和总体 GDP 增速被高估。我们简要回顾一下，中国 9 月份对外公布的经济数据高于预期，特别是出口实现同比增长 15.3%，高于此前预期的 12%，也高于 8 月份 9.4%的增速，创下 2,136.9 亿美元的新高。同样，中国大陆与香港贸易走廊的数据之间存在一定的差异，这也表明了这些积极的总体数据可能是被高估的。

更详细的情况是，9 月份中国大陆向香港的出口额从 8 月份的 295 亿美元跃升至 376.05 亿美元，而今年 1 月至 8 月中国大陆向香港的出口额月平均值仅为 270 亿美元。香港公布的 2014 年 1 月至 8 月从中国大陆进口额月平均值为 210 亿美元（香港贸易数据于 10 月 27 日对外公布）。这意味着中国大陆的数据与香港的数据之间平均每月存在约 70 亿美元的贸易差异，中国大陆的数据反映的贸易额更高。理论上来说，贸易差异应该很小，而且这一差异会随着时间的推移而逐渐消失。

香港 9 月份的经济数据尚未公布，但根据平均值推算，9 月份中国大陆高于香港的贸易差异（中国大陆出口至香港的贸易额和香港公布的从中国大陆的进口额之间的差异）似乎会达到 140 亿美元，甚至更大，为平常的二倍。上一次出现 100 亿以上贸易差异是在 2012 年末至 2013 年初，当时“高开发票”现象在中国较为泛滥，导致后来官方的集中打击。对于中国大陆来说，如果 9 月份的贸易数据是“正常化”的，那么与公布的 15.3% 的增长相比，9 月份的出口增长应当仅为 10% 左右，与 8 月份持平。

维持我们的增长预测

2014 年第三季度的经济数据基本符合预期，且季度环比增速保持稳定增长势头，这表明，中国目前面临的经济增长放缓仍然是可控的。然而，除非 2014 年第四季度的总体增长率达到 7.8% 左右，否则政府 7.5% 的增长目标在 2014 年是不太可能实现的，此外，由于目前仍然推行“定向”的而非更广泛的宽松措施，考虑到 2013 年第三季度相对较高的基数水平，要实现这一目标是一个较大的挑战。然而，央行 9 月 30 日发布的针对首套房按揭贷款的宽松措施，相当于对房地产行业实施了定向降息。与此同时，在刚刚过去的一周，以常备借贷便利等方式向国有和地区性银行注入流动性高达 2,000 亿人民币，相当于又一次定向降准，尽管期限有限。从目前来看，只要不造成总体经济活动的大幅下跌，这些定向的宽松措施可能会持续。

我们仍然维持中国 2014 年全年经济增长 7.4% 和 2015 年经济增长 7.5% 的预测。对于人民币，虽然我们预计未来人民币会经历更多的波动，并且可能会出现类似于 2014 年初发生的人民币贬值情况，但我们仍然维持 2014 年底美元兑人民币汇率为 6.10 的预测，并预计在 2015 年底美元兑人民币汇率小幅上升至 6.00-6.05，因为我们认为人民币单向升值的趋势已经结束。

中国主要宏观经济指标												
	2011	2012	2013	2014 年第一季度			2014 年第二季度			2014 年第三季度		
实际 GDP 增速% (同比)	9.3	7.7	7.7	7.4			7.5			7.3		
实际 GDP 增速% (季度环比)				1.5			2.0			1.9		
% 同比变化	2011	2012	2013	2014 年 1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月
工业产值	13.7	10.8	9.7	-	-	8.8	8.7	8.8	9.2	9.0	6.9	8.0
国家统计局采购经理人指数	50.3	50.6	51.0	50.5	50.2	50.3	50.4	50.8	51.0	51.7	51.1	51.1
汇丰采购经理人指数	48.7	51.5	50.5	49.5	48.5	48.0	48.1	49.4	50.7	51.7	50.2	50.2
消费物价指数	5.4	2.7	2.6	2.5	2.0	2.4	1.8	2.5	2.3	2.3	2.0	1.6
生产者价格指数	6.1	-1.7	-1.9	-1.6	-2.0	-2.3	-2.0	-1.5	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8
出口	20.3	7.9	7.9	10.6	-18.1	-6.6	0.8	7.0	7.2	14.5	9.4	15.3
进口	24.9	4.4	7.3	10.8	10.4	-11.3	0.7	-1.7	5.5	-1.5	-2.4	7.0
贸易差额 (单位: 十亿美元)	\$ 157.9	\$ 232.8	\$ 261.4	\$ 31.9	-\$ 23.0	\$ 7.7	\$ 18.5	\$ 35.9	\$ 31.6	\$ 47.3	\$ 49.8	\$ 30.9
新增贷款 (单位: 十亿元人民币)	7,471.5	8,203.8	8,891.9	¥1,319.0	¥644.8	¥1,049.7	¥774.5	¥870.8	¥1,079.3	¥385.2	¥702.5	¥854.0
融资总量 (单位: 十亿元人民币)	12,828.6	15,760.5	17,290.0	¥2,597.7	¥937.0	¥2,093.4	¥1,525.9	¥1,401.3	¥1,967.3	¥273.7	¥957.4	¥1,050.0
M2	13.6	13.8	13.6	13.2	13.3	12.1	12.2	13.5	14.7	13.5	12.8	12.9
年初至今城镇固定资产投资	23.8	20.6	19.6	17.9	17.9	17.6	17.3	17.2	17.3	17.0	16.5	16.1
零售销售额	17.2	14.4	13.1	-	-	12.2	11.9	12.5	12.4	12.2	11.9	11.6

资料来源：中国经济数据库、彭博社、国家统计局；大华银行经济财政研究部预测。除另有说明的外，所有数据均为月度数据。

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，中文版本为大华银行集团内部翻译版本且仅供参考。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。