



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

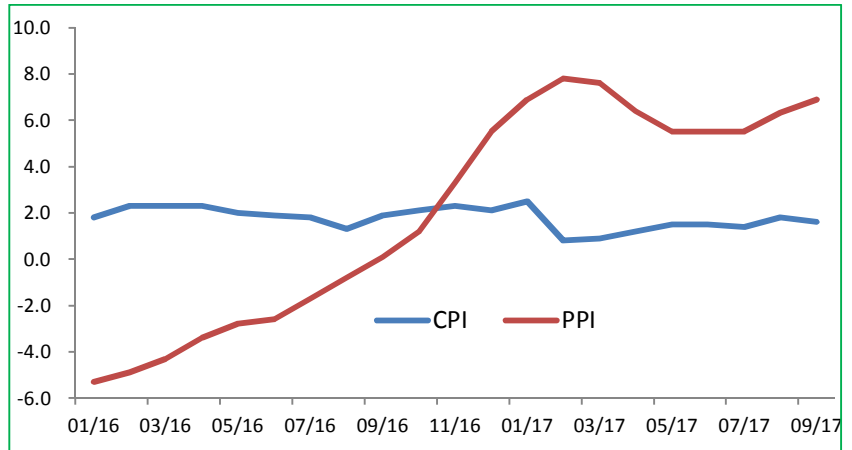
电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国 9 月份 CPI 与 PPI 再次偏离

- 中国 9 月份 CPI 涨幅由 8 月份的 1.8% 略微放缓至 1.6%，主要因为食品价格回落以及去年同期 CPI 基数较高。
- 由于去产能持续推进以及环保政策收紧，9 月份 PPI 涨幅由 8 月份的 6.3% 大幅反弹至 6.9%。
- 展望未来数月，CPI 通胀或保持温和。我们预期 2017 年全年消费物价通胀平均为 1.5%，低于 2016 年 2.0% 的通胀水平。尽管 PPI 通胀在 9 月份由于大宗商品及原材料价格回升保持高位，但有见于低基数效应逐步减退，我们预计未来数月 PPI 通胀或放缓。我们预期 2017 年全年 PPI 通胀或在 6.0% 左右。
- 9 月份通胀数据显示通胀压力仍较温和及经济增长动力维持稳定，尽管房地产市场出现降温迹象。我们预期今年第 3 季中国 GDP 增长 6.7%。
- 未来数月我们预期人民银行将继续维持中性的货币政策。近期人民银行宣布将于 2018 年开始实施的定向降准料为金融体系在明年初注入 7000 亿至 8000 亿人民币的流动性。有见于通胀压力较温和，我们重申 2017 年人民银行将维持基准利率稳定。

中国 9 月份 CPI 涨幅由 8 月份的 1.8%¹ 略微放缓至 1.6%，主要因为食品价格回落以及去年同期 CPI 基数较高（图 1）。整体食品价格继 8 月份下跌 0.2% 后，9 月份下跌 1.4%，而同期非食品价格则由 8 月份 2.3% 的涨幅略微反弹至 2.4%。食品分项来看，9 月份猪肉与鲜果的价格分别下跌 12.4% 及 3.0%，而当月羊肉与蛋类的价格则分别上升 6.2% 及 3.7%。按月来看，9 月份 CPI 按月上涨 0.5%，而 8 月份按月上涨 0.4%。今年首 9 个月 CPI 较去年同期上涨 1.5%。

图 1: 中国 9 月份 CPI 与 PPI (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

由于去产能持续推进以及环保政策收紧，9 月份 PPI 涨幅由 8 月份的 6.3% 大幅反弹至 6.9%。9 月份生产资料价格涨幅由 8 月份的 8.3% 回升至 9.1%。分行业看，9 月份采掘工业、原材料工业及加工工业的价格分别上涨 17.2%、11.9% 及 7.3%，而 8 月份上述工业分别上涨 18.2%、11.0% 及 6.4%。9 月份 PPI 中的生活资料价格涨幅温和，按年仅上涨 0.7%，8 月份按年亦仅上涨 0.6%。此外，按月来看，9 月份 PPI 按月

农银国际研究部

2017 年 10 月 16 日

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



上升 1.0%，而 8 月份上升 0.9%。今年首 9 个月 PPI 较去年同期上涨 6.5%。

展望未来数月，CPI 通胀或保持温和。我们预期 2017 年全年消费物价通胀平均为 1.5%，低于 2016 年 2.0% 的通胀水平（图 2）。尽管 PPI 通胀在 9 月份由于大宗商品及原材料价格回升保持高位，但有见于低基数效应逐步减退，我们预计未来数月 PPI 通胀或放缓。我们预期 2017 年全年 PPI 通胀或在 6.0% 左右。

9 月份通胀数据显示通胀压力仍较温和及经济增长动力维持稳定，尽管房地产市场出现降温迹象。我们预期今年第 3 季中国 GDP 增长 6.7%。

未来数月我们预期人民银行将继续维持中性的货币政策。近期人民银行宣布将于 2018 年开始实施的定向降准料为金融体系在明年初注入 7000 亿至 8000 亿人民币的流动性。有见于通胀压力较温和，我们重申 2017 年人民银行将维持基准利率稳定。

图 2: 经济预测

经济指标	2016 年	2017 年预测	2018 年预测
实质 GDP 增长, %	6.7	6.7	6.4
固定资产投资增长, %	8.1	8.5	8.0
零售销售增长, %	10.4	10.5	10.0
以美元计出口增长, %	-7.7	8.0	3.0
以美元计进口增长, %	-5.5	14.0	5.0
工业产出增长, %	6.0	6.5	6.0
消费物价通胀, %	2.0	1.5	2.0
生产物价通胀, %	-1.4	6.0	2.5
M2 增长, %	11.3	10.5	10.0
社会融资规模, 十亿人民币	17,800	19,000	20,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	12,600	13,500	14,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.9450	6.5500	6.8500

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计



	2016					2017								
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	6.9	---	---	---
以美元计出口增长 (同比%)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1
以美元计进口增长 (同比%)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7
贸易余额 (美元/十亿)	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5
零售额 (同比%)	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	---
工业增加值 (同比%)	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	---
制造业 PMI (%)	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4
非制造业 PMI (%)	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4
固定资产投资 (累计同比%)	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	---
消费物价指数 (同比%)	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6
生产者物价指数 (同比%)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9
广义货币供应量 (同比%)	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2
新增贷款 (人民币/十亿)	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	1110	1540	826	1090	1270
总社会融资 (人民币/十亿)	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	1060	1780	1220	1480	1820

世界经济/金融数据

股指			大宗商品					债券收益率及主要利率				
收市价	周变化 (%)	市盈率	计价单位/货币	价格	周变化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周变化 (基点)				
美国			能源					美国联邦基金目标利率				
道琼斯工业平均指数	22,871.72	0.00	19.50	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	52.08	0.93	643,727	1.25	0.00		
标准普尔 500 指数	2,553.17	0.00	21.80	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	57.76	1.03	314,752	4.25	0.00		
纳斯达克综合指数	6,605.80	0.00	42.94	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.97	(0.97)	217,770	1.75	0.00		
MSCI 美国指数	2,430.63	0.00	22.19	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	0.9574	1.39	
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债				
富时 100 指数	7,550.27	0.07	25.17	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	2,109.75	0.00	7,503	1.9164	1.66		
德国 DAX30 指数	13,004.33	0.17	18.19	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	2,133.50	0.00	26,632	2.2891	1.61		
法国 CAC 40 指数	5,361.38	0.04	18.59	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,859.50	0.00	10,777	0.0640	0.00		
西班牙 IBEX 35 指数	10,188.60	(0.68)	15.63	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,882.00	0.00	39,055	3.6810	5.80		
意大利 FTSE MIB 指数	22,454.43	0.18	N/A	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)			
Stoxx 600 指数	391.90	0.12	21.67	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,307.20	0.20	264,516	0.00	0.00		
MSCI 英国指数	2,188.58	0.00	25.86	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.44	0.14	69,759	1.2367	0.17		
MSCI 法国指数	153.73	0.00	18.80	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	948.20	0.03	14,719	美国 1 年期银行同业拆借固定利率	1.3533	0.31	
MSCI 德国指数	160.08	0.00	18.20	农产品					美国 3 年期银行同业拆借固定利率			
MSCI 意大利指数	61.94	0.00	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	351.50	(0.35)	175,698	隔夜上海同业拆借利率	2.5940	(1.10)	
亚洲			贵金属					1 月期上海同业拆借利率				
日经 225 指数	21,255.56	0.47	19.21	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,307.20	0.20	264,516	4.0427	(0.63)		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,846.76	0.56	17.68	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.44	0.14	69,759	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.7752	1.07	
恒生指数	28,660.42	0.71	14.27	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	948.20	0.03	14,719	公司债券 (穆迪)	Aaa	3.58	(5.00)
恒生中国企业指数	11,574.70	0.65	9.50	农产品					Baa			
沪深 300 指数	3,913.45	(0.19)	16.70	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	351.50	(0.35)	175,698	4.30	(5.00)		
上证综合指数	3,378.47	(0.36)	17.71	小麦期货合约	美元/蒲式耳	439.25	(0.06)	62,347	附注:			
深证综合指数	2,005.95	(1.52)	35.49	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	14.39	(0.14)	35,706	1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)			
MSCI 中国指数	86.62	0.00	17.45	2 号平价黄大豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	996.00	(0.42)	188,929	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格			
MSCI 香港指数	15,313.34	0.00	13.28									
MSCI 日本指数	1,012.28	0.00	15.76									

外汇

	欧元/美元	英镑/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民币	美元/港币	美元/人民币-12个月无本金交割远期
汇率	1.1790	1.3303	0.7882	111.74	0.9752	6.5852	7.8093	6.7310
周变化 (%)	(0.25)	0.14	(0.06)	0.07	(0.07)	(0.09)	(0.03)	(0.14)



权益披露

分析员, 姚少华, 作为本研究报告全部或部分撰写人, 谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点, 均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明, 就研究报告内所做出的推荐或个人观点, 分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外, 分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益, 并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险; 基准指数恒生指数波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用, 并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标, 财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠, 准确, 完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上, 我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动, 以及由于使用不同的假设和标准, 造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备, 为市场信息采集、整合或诠释, 或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制, 阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入, 但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动, 历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询, 请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理, 都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2017 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发;

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183