



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

2018 年中國政府工作報告 解讀

- 中國政府將 2018 年經濟增長目標保持在 6.5%左右，與 2017 年相同。然而，今年的政府工作報告去掉了去年“在實際工作中爭取更好結果”的表述，說明當前中央當局更注重增長的質量而非增長的速度，更強調控制金融風險、去杠杆以及環境保護。
- 隨著去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及中美貿易摩擦升溫，我們預期 2018 年中國經濟增長或由 2017 年的 6.9%略微放緩至 6.6%。
- 2018 年消費物價通脹目標仍為 3.0%，與 2017 年相同。有見于食品價格可能回升以及較低的基數效應，CPI 通脹或由 2017 年的 1.6%反彈至 2018 年的 2.0%。
- 政府工作報告表示 2018 年將維持穩健中性的貨幣政策，印證我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以降低杠杆率以及防範金融風險。
- 2018 年財政預算赤字占 GDP 的比重由 2017 年的 3.0%下調至 2.6%，顯示今年中央政府將繼續控制宏觀杠杆率以及維持金融穩定。
- 2018 年城鎮新增就業目標維持在 1100 萬人以上不變，而城鎮登記失業率及調查失業率目標分別控制在 4.5%及 5.5%以內。儘管當前的就業市場并非毫無擔憂，但鑒于城市勞動力市場仍然供不應求，我們相信上述三個目標可以實現。

中國實現 2017 年增長目標

2018 年 3 月 5 日中國總理李克強在第十三屆全國人民代表大會第一次會議上宣讀了本年度政府工作報告。報告對過去 5 年及 2017 年的經濟工作進行了回顧，并對 2018 年的若干經濟指標設定了目標。

如圖 1 所示，2017 年中國經濟增長 6.9%，超過 6.5%左右的增長目標。另一個重要的經濟指標城鎮新增就業亦圓滿實現目標，去年全年新增就業 1351 萬人。

圖 1：2017 年中國經濟指標—目標 VS 實際

經濟指標	目標	實際
實質 GDP 增長, %	6.5 左右	6.9
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	13.5
城鎮登記失業率, %	4.5 以內	3.9
財政赤字占 GDP 比重, %	3.0	3.0(e)
消費物價通脹, %	3.0 左右	1.6
M2 增長, %	12.0 左右	8.2

來源: 2018 政府工作報告, 農銀國際證券

(e) 代表農銀國際證券估計

2018 年 GDP 增長目標維持于 6.5%左右不變

中國政府將 2018 年經濟增長目標保持在 6.5%左右，與 2017 年相同（圖 2）。然而，今年的政府工作報告去掉了去年“在實際工作中爭取更好結果”的表述，說明當前中央當局更注重增長的質量而非增長的速度，更強調控制金融風險、去杠杆以及環境保護。隨著去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及中美貿易摩擦升溫，我們預期 2018 年中國經濟增長或由 2017 年的 6.9%略微放緩至 6.6%。

農銀國際研究部

2018 年 3 月 5 日

**圖 2：中國 2018 年經濟增長目標**

經濟指標	目標	農銀國際預測
實質 GDP 增長, %	6.5%左右	6.6%
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	13.0
城鎮登記失業率, %	4.5 以內	4.0
城鎮調查失業率, %	5.5 以內	5.0
財政赤字占 GDP 比重, %	2.6	3.0
消費物價通脹, %	3.0 左右	2.0

來源: 2018 政府工作報告, 農銀國際證券估計

消費物價通脹目標仍為 3.0%，與 2017 年相同。然而，我們相信消費物價通脹更多屬軟性指標而非硬性指標。有見于食品價格可能回升以及較低的基數效應，CPI 通脹或由 2017 年的 1.6%反彈至 2018 年的 2.0%。由于低基數效應減退及大宗商品價格走勢回軟，PPI 通脹或由 2017 年的 6.3%下跌至 2018 年的 2.5%。

政府工作報告表示 2018 年將維持穩健中性的貨幣政策，印證我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以降低杠杆率以及防範金融風險。我們預期 2018 年廣義貨幣供給（M2）增長 9.0%，而新增人民幣貸款與社會融資規模增量或分別達至 14.5 萬億人民幣及 22.0 萬億人民幣。

2018 年財政預算赤字占 GDP 的比重由 2017 年的 3.0%下調至 2.6%，顯示今年中央政府將繼續控制宏觀杠杆率以及維持金融穩定。2018 年稅收及收費的減免規模計劃達至 1.1 萬億人民幣，較去年計劃的 5500 億人民幣為高。地方專項債券的安排由 2017 年的 8000 億人民幣提高至 1.35 萬億人民幣。由于財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2018 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占 GDP 的 3.0%。

2018 年城鎮新增就業目標維持在 1100 萬人以上不變，而城鎮登記失業率及調查失業率目標分別控制在 4.5%及 5.5%以內。我們相信上述三個目標可以實現，因為 2017 年城鎮新增就業人數實際達到 1351 萬人，而城鎮登記失業率及調查失業率僅為 3.9%及 5.0%。此外，勞動力市場仍然偏緊缺，2017 年第 4 季城鎮勞動力供求比仍保持在 1.2 的高位。

為順利實現上述經濟目標，報告呼籲深化供給側結構性改革、農村土地改革、國企改革、金融改革及財政體制改革等等。中國計劃在 2018 年再壓減鋼鐵產能 3000 萬噸左右，退出煤炭產能 1.5 億噸左右。李克強總理在報告裏高度強調了環境保護的重要性，計劃 2018 年將單位 GDP 能耗下降 3%以上。



	2017												2018	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---
以美元計出口增長 (同比%)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9	12.3	10.9	10.9	---
以美元計進口增長 (同比%)	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7	17.2	17.7	4.5	4.5	---
貿易餘額 (美元/十億)	51.3	(9.1)	23.9	38.0	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5	38.2	40.2	54.7	54.7	---
零售額 (同比%)	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	9.4	---	---
工業增加值 (同比%)	6.3	6.3	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	---	---
製造業 PMI (%)	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3
非製造業 PMI (%)	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4	54.3	54.8	55.0	55.3	54.4
固定資產投資 (累計同比%)	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	---	---
消費物價指數 (同比%)	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	---
生產者物價指數 (同比%)	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	---
廣義貨幣供應量 (同比%)	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	---
新增貸款 (人民幣/十億)	2030	1170	1020	1100	1110	1540	826	1090	1270	663	1120	584	2900	---
總社會融資 (人民幣/十億)	3740	1150	2120	1390	1060	1780	1220	1480	1820	1040	1600	1140	3060	---

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品				債券收益率及主要利率							
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)						
美國			能源				美國聯邦基金目標利率							
道瓊斯工業平均指數	24,538.06	0.00	24,538.06	0.00	19.82	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	61.82	0.93	645,390	1.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,691.25	0.00	2,691.25	0.00	21.73	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	64.95	0.90	185,877	4.50	0.00		
納斯達克綜合指數	7,257.87	0.00	7,257.87	0.00	33.67	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.70	0.11	122,825	2.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,564.36	0.00	2,564.36	0.00	22.23	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	1.4817	0.00	
歐洲			普通金屬				美國 5 年期國債							
富時 100 指數	7,098.63	0.41	7,098.63	0.41	13.53	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	2,138.75	0.00	24,004	2.5980	(3.03)		
德國 DAX30 指數	11,908.68	(0.04)	11,908.68	(0.04)	15.90	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	2,149.00	0.00	45,018	2.8315	(3.28)		
法國 CAC 40 指數	5,148.52	0.23	5,148.52	0.23	16.32	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,871.00	0.00	14,916	美國 10 年期國債	0.0430	(2.50)	
西班牙 IBEX 35 指數	9,557.10	0.27	9,557.10	0.27	14.01	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,898.00	0.00	42,244	日本 10 年期國債	3.8610	(3.60)	
意大利 FTSE MIB 指數	21,776.74	(0.62)	21,776.74	(0.62)	12.25	貴金屬			歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00			
Stoxx 600 指數	368.21	0.32	368.21	0.32	16.05	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,328.10	0.36	306,378	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.6905	5.93	
MSCI 英國指數	2,047.59	0.00	2,047.59	0.00	13.56	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	16.58	0.69	78,537	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.0252	6.89	
MSCI 法國指數	148.16	0.00	148.16	0.00	16.07	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	969.20	0.42	20,592	隔夜上海同業拆借利率	2.6520	(12.1)	
MSCI 德國指數	148.02	0.00	148.02	0.00	15.95	農產品			1 月期上海同業拆借利率	4.0726	2.75			
MSCI 意大利指數	60.2	0.00	60.2	0.00	12.08	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	384.50	(0.19)	290,279	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.0274	(2.73)	
亞洲			外匯				公司債券 (穆迪)							
日經 225 指數	21,042.09	(0.66)	21,042.09	(0.66)	15.45	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	497.25	(0.55)	121,975	Aaa	3.82	(7.00)	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,895.03	(0.57)	5,895.03	(0.57)	17.28	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	13.39	(0.22)	90,251	Baa	4.53	(3.00)	
恒生指數	29,886.39	(2.28)	29,886.39	(2.28)	13.00	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,071.50	0.05	168,271	附注:			
恒生中國企業指數	11,991.79	(1.74)	11,991.79	(1.74)	9.37	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期			1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)					
滬深 300 指數	4,018.10	0.04	4,018.10	0.04	16.56	匯率			2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格					
上證綜合指數	3,256.93	0.07	3,256.93	0.07	16.71	歐元/美元	1.2308	1.3785	0.7742	105.51	0.9376	6.3414	7.8316	6.4720
深證綜合指數	1,830.84	0.47	1,830.84	0.47	29.94	英鎊/美元	1.3785	0.7742	0.23	(0.02)	0.06	(0.01)	(0.03)	
MSCI 中國指數	92.95	0.00	92.95	0.00	18.07	澳元/美元	0.7742	105.51	0.9376	6.3414	7.8316	6.4720		
MSCI 香港指數	16,075.79	0.00	16,075.79	0.00	12.31	美元/日元	105.51	0.9376	6.3414	7.8316	6.4720			
MSCI 日本指數	1,011.80	0.00	1,011.80	0.00	13.27	美元/瑞郎	0.9376	6.3414	7.8316	6.4720				

1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)
2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格



權益披露

分析員，姚少華，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq$ 180 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq$ 180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 2.6
中等	$1.0 \leq$ 180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 $<$ 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等于最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由于使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息采集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決于投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2018 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址: 香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話: (852) 2868 2183