



## 每周经济视点 2016年8月19日

研究部联席主管

陈宋恩

电话: 852-21478805

电邮: philipchan@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

## 中国经济向更高效方向发展

- 名义工业产值增长持续回升意味着制造业的盈利能力获得改善
- 网上零售销售增长和市场份额不断扩大
- 私营和公共部门都热衷于投资农林牧渔业、电力公用事业、供水业、电气机械业、通信设备业、道路交通过业、教育和医疗保健业
- 资本配给过程将导致 M2 增速的放缓，但它反映了增长的质量更好

出厂价的通缩压力缓解，实际工业产出增长稳定，工业企业盈利改善。在过去四个月，实际工业增加值增长稳定在 6% 左右。自 2016 年初，生产者出厂价格指数 (PPI) 显示通缩压力缓解，PPI 从一月份的 -5.3%，收窄至四月份的 -3.4% 和七月份的 -1.7%。PPI 的跌幅收窄和实际工业产出增长稳定均有助改善名义工业产值增长。我们估计名义工业总产值同比增速由一季度的 2.21% 增加至上半年的 3.44%，再增至首七个月的 4.20% (图表 1)。由于收入增长加快，工业企业利润出现了改善的空间。据国家统计局，制造企业的利润率从去年上半年的 5.29% 提升到今年一季度的 5.50%，再增至今年上半年的 5.71%。据财政部，非金融国有企业的利润率从今年一季度的 4.35% 提高到上半年的 5.27%。利润率得到改善将鼓励制造企业和非金融国有企业增加产出。

线上零售商继续领跑，同时小型零售商增长较大型零售商快。今年首七个月，社会消费品零售总额同比增长 10.3%，其中线下零售销售同比增长 8.5%。然而，数据显示线上零售商对于全国零售销量增长的贡献更大。首七个月，线上实物消费品的零售额同比激增 26.1%，占社会消费品零售总额 11.6% (首季度占比 10.6%)。同期，线上非实物消费品的零售额同比激增 27.5% (图表 3)。此外，小型零售商零售总额增长较大型零售商快。首七个月，小型零售商的消费品和餐厅经营销售货值分别同比增长 12.7% 和 12.9%；大型零售商的消费品和餐厅经营销售货值分别同比增长 7.6% 和 6.5%。上市零售商的上半年度经营业绩反映了这两种趋势。网上电子商务平台运营商阿里巴巴 (BABA US) 和京东 (JD US) 上半年录得营收同比增长 49.6% 和 44.4%；而连锁超市运营商高鑫零售 (6808 HK) 上半年录得营收同比增长 4.4%。大型线下零售商的经营状况可能比国统局披露的统计数据更糟。

公营与私营部门均对固定资产投资变得更加谨慎。民间固定资产投资在 7 月的累计同比增速下降到 2.1%，比整体固定资产投资和国有企业的固定资产投资的增速分别低 6 个百分点和 19.7 个百分点。市场认为，固定资产投资增速的持续放缓将拖累经济增速。尽管如此，我们认为固定资产投资增速放缓显示投资者的目光变得更加敏锐；私营和公营部门对投资项目更有选择性；同时投资者（特别是受利润驱动的私营部门）为了获得更高的投资回报，在投资时采取更加理性的资本分配。投资者应该将投资重点放在公营和私营部门都有投资的领域 (图表 4)，同时回避私营部门投资较少的领域 (图表 5、7)。公营和私营部门都重点投资的领域有农林牧渔业、电力公用事业、供水业、电气机械业、通信设备业、道路交通过业、教育和医疗保健业 (图表 4)。如此有选择性的固定资产投资策略对经济有带动作用。基于统计局的数据，我们估计，大型工业企业的年化资产周转率从一季度的 1.02 倍上升到上半年的 1.06 倍，而年化资产收益率则从一季度的 5.5% 上升到上半年的 6.0%。此外，基于财政部的数据，我们估计，国有非金融类企业的年化资产周转率从一季度的 0.325 倍上升到上半年的 0.340 倍，而年化



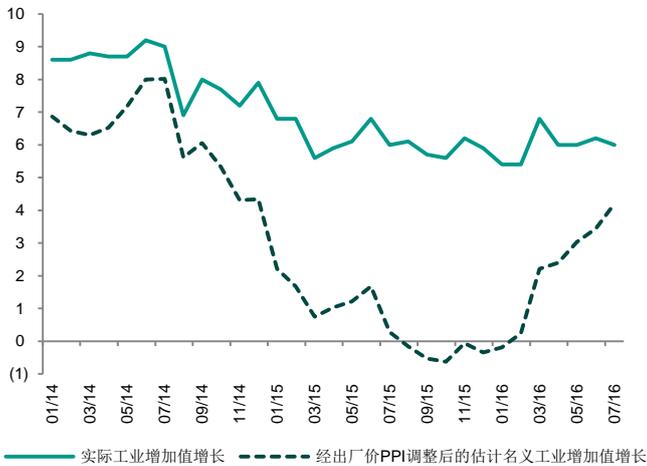
资产收益率则从一季度的 1.41% 上升到上半年的 1.79%。这些数据都显示资金正流入资本利用率更高的资产中，且企业的盈利能力也正在上升。

**住宅房地产供应过剩情况有所缓解，但是商业房地产供应过剩问题仍日趋严重。**房地产投资的累计同比增速在 7 月仅达到 5.3%，比 6 月的 6.1% 低。住宅、办公楼和商业营业用房的投资增速均有所下滑。我们认为，房地产开发商正采取措施防止供应过剩。住宅、办公楼和商业营业用房的房屋竣工面积在 7 月末是以上三类房地产各自月销售量的 3.2 倍、9.4 倍和 16.8 倍。而住宅、办公楼和商业营业用房的施工面积在 7 月末是以上三类房地产各自月销售量的 35.0 倍、89.8 倍、103.1 倍。（图表 8）商业营业用房的供应过剩问题仍较严重。商业和办公楼房地产开发商目前仍有大量的资金套在未出售和在建的项目中。同时，商业和办公楼房地产开发商九龙仓集团（4 HK）也在其最近举行的半年业绩发布会中表示中国的商业和办公房地产市场仍面临巨大的挑战。

**M2 增长放缓从另一个侧面显示资产分配回归理性。**实际和名义 M2 增长速度的放缓重燃市场对于经济增速下降的担忧。但是，我们认为 M2 增速放缓的主要原因是投资者在投资固定资产时采取更理性的资本配置。名义 M2 同比增速在过去四个月连续下降，从 3 月的 13.4% 分别下降到 4 月的 12.8%、5 月的 11.8%、6 月的 11.8%、7 月的 10.2%。而实际 M2 增速也从 3 月的 10.85% 下降到 6 月的 9.72% 和 7 月的 8.25%。而 7 月 M2 增速的放缓将有可能拖累第三季度的经济增速。但鉴于经济目前正转向更加有效和理性的方向，我们对于中国经济仍持谨慎乐观的态度。

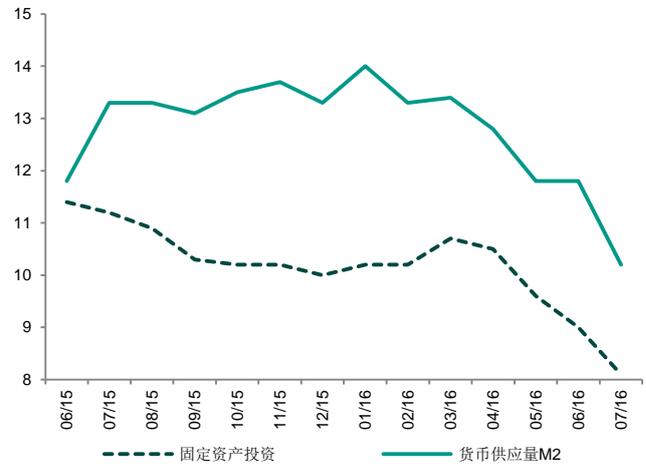


图表 1: 名义和实际工业生产增长 (同比%)



来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 2: 固定资产投资 (累计同比 %) 和 M2 增速(同比%)



来源: 国家统计局、人民银行、农银国际证券

图表 3: 中国零售销售业摘要

	2016 年首七个月 (十亿元人民币)	同比 变化 (%)	占比 (%)	2016 年一季度 (十亿元人民币)	同比 变化 (%)	占比 (%)
<b>社会消费品零售总额</b>	<b>18,297</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0</b>	<b>7,802</b>	<b>10.5</b>	<b>97.4</b>
网下消费品的零售额	16,173	8.5	88.4	6,777	5.8	86.9
网上实物消费品的零售额	2,124	26.1	11.6	824	25.9	10.6
<b>网上实物及非实物零售额</b>	<b>2,627</b>	<b>27.5</b>	<b>100.0</b>	<b>1,025</b>	<b>27.8</b>	<b>100.0</b>
网上实物消费品的零售额	2,124	26.1	80.9	824	25.9	80.4
网上非实物消费品的零售额	503	33.8	19.1	201	36.2	19.6
<b>社会消费品零售总额</b>	<b>18,297</b>	<b>10.3</b>	<b>100.0</b>	<b>7,802</b>	<b>10.5</b>	<b>97.4</b>
大型零售商	8,292	7.5	45.3	3,462	8.0	44.4
小型零售商	10,005	12.7	54.7	4,340	12.3	55.6

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 4: 首七个月, 私营和公共部门都看好及均增加投资行业

固定资产投资 (分行业)	民间 同比变化 (%)	非民间 同比变化 (%)	总体 同比变化 (%)
农林牧渔业	15.6	29.4	19.1
电力、热力生产和供应业	35.4	16.4	22.8
水利管理业	25.0	23.7	23.9
电气机械和器材制造业	8.6	34.9	11.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	4.4	20.4	9.8
道路运输业	7.1	14.9	13.7
教育	16.7	25.7	23.2
卫生和社会工作	17.2	27.9	23.6

来源: 国家统计局、农银国际证券



图表 5: 首七个月, 私营和公共部门均减少投资行业

固定资产投资 (分行业)	民间 同比变化 (%)	非民间 同比变化 (%)	总体 同比变化 (%)
煤炭开采和洗选业	-30.5	-40.2	-34.7
石油和天然气开采业	-20.7	-28.8	-28.1
非金属矿采选业	-3.3	-31.0	-4.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-7.0	-26.3	-12.8

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 6: 首七个月, 私人部门热衷于投资, 但公共部门在减少投资的行业

固定资产投资 (分行业)	民间 同比变化 (%)	非民间 同比变化 (%)	总体 同比变化 (%)
汽车制造业	13.0	-7.8	7.7

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 7: 首七个月, 公共部门热衷于投资, 但私人部门在减少投资的行业

固定资产投资 (分行业)	民间 同比变化 (%)	非民间 同比变化 (%)	总体 同比变化 (%)
黑色金属矿采选业	-37.4	14.7	-30.5
有色金属矿采选业	-3.4	17.8	1.8
通用设备制造业	-2.2	9.7	-1.4
专用设备制造业	-4.7	18.4	-2.7
建筑业	-12.8	12.3	0.6
铁路运输业	-30.4	11.4	9.5
文化、体育和娱乐业	-2.7	30.8	10.9
公共管理、社会保障和社会组织	-23.0	21.6	7.5

来源: 国家统计局、农银国际证券

图表 8: 全国房地产开发投资和销售情况

2016年 1-7月	住宅	办公楼	商业营业用房
销售额 (百万元)	4,927,300	262,200	458,000
同比增长 (%)	41.2	65.3	17.6
销售面积 (百万平方米)	671.53	17.95	46.12
同比增长 (%)	26.7	41.3	15.5
销售均价 (元/平方米)	7,337	14,607	9,931
同比增长 (%)	11.4	17.0	1.8
待售面积 (百万平方米)	431.83	33.83	154.59
同比增长 (%)	0.3	9.8	23.3
待售面积/月均销售面积 (月销售)	3.2	9.4	16.8
期间新开工面积 (百万平方米)	641.0	38.2	125.7
同比增长 (%)	13.1	15.8	4.1
期末房屋施工面积 (百万平方米)	4,701.4	322.5	950.8
同比增长 (%)	3.1	10.7	7.7
期末房屋施工面积/月均销售面积 (月销售)	35.0	89.8	103.1

来源: 国家统计局、农银国际证券



中国经济数据

	2015							2016						
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
实际国民生产总值 (同比%)	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---
出口增长 (同比%)	2.8	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)
进口增长 (同比%)	(6.1)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)
贸易余额 (美元/十亿)	46.6	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31
零售额 (同比%)	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2
工业增加值 (同比%)	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0
制造业 PMI (%)	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9
非制造业 PMI (%)	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9
固定资产投资(累计同比%)	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1
消费物价指数 (同比%)	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8
生产者物价指数 (同比%)	(4.8)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)
广义货币供应量 (同比%)	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2
新增贷款 (人民币/十亿)	1,280.6	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6
总社会融资 (人民币/十亿)	1,833	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9

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)			
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	18,597.70	0.11	17.91	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	48.16	8.25	480,336	0.50	0.00	
标准普尔 500 指数	2,187.02	0.14	20.50	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	50.72	7.98	294,099	3.50	0.00	
纳斯达克综合指数	5,240.15	0.14	32.36	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.66	2.86	120,866	1.00	0.00	
MSCI 美国指数	2,083.16	0.11	21.15	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	人民币/公吨	466.00	2.19	N/A	美国 1 年期国债	0.2745	1.59
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	6,856.21	(0.86)	56.91	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,670.00	1.64	29,395	1.1233	2.59	
德国 DAX30 指数	10,522.51	(1.78)	23.91	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,683.00	1.69	36,533	1.5407	2.72	
法国 CAC 40 指数	4,395.09	(2.34)	22.65	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,799.00	1.01	16,303	1.5407	2.72	
西班牙 IBEX 35 指数	8,458.00	(2.96)	21.00	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,809.00	1.01	28,462	日本 10 年期国债	(0.078)	2.40
意大利 FTSE MIB 指数	16,341.41	(3.86)	36.93	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,352.00	0.66	184,229	中国 10 年期国债	2.7150	4.00
Stoxx 600 指数	340.61	(1.58)	29.15	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	19.56	(0.75)	68,596	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00
MSCI 英国指数	2,001.01	(0.73)	60.60	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	1,120.10	(0.81)	13,267	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.5141	0.75
MSCI 法国指数	125.77	(1.38)	20.80	<b>农产品</b>					美国 3 月期银行同业拆借固定利率	0.8113	(0.70)
MSCI 德国指数	135.44	(1.01)	24.24	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	341.00	2.40	167,456	隔夜上海同业拆借利率	2.0230	0.20
MSCI 意大利指数	47.43	(1.80)	38.00	小麦期货合约	美元/蒲式耳	442.75	0.63	63,008	1 月期上海同业拆借利率	2.6960	(0.90)
<b>亚洲</b>			<b>贵金属</b>					香港 3 月期银行同业拆借固定利率			
日经 225 指数	16,545.82	(2.21)	20.55	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	20.04	1.67	35,850	公司债券 (穆迪)		
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,526.68	(0.08)	23.97	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1,003.25	2.19	105,110	Aaa	3.31	3.00
恒生指数	22,937.22	0.75	11.91						Baa	4.25	3.00
恒生中国企业指数	9,606.17	0.54	7.54						附注:		
沪深 300 指数	3,365.02	2.15	14.68						1. 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日日期)		
上证综合指数	3,108.10	1.88	17.17						2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格		
深成指	10,872.71	3.27	31.98								
MSCI 中国指数	62.31	1.70	12.40								
MSCI 香港指数	12,841.40	(0.63)	14.36								
MSCI 中国指数	781.55	(2.22)	16.39								

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	1.1321	1.3124	0.7619	100.10	0.9568	6.6525	7.7534	6.7990
周变化 (%)	1.42	1.58	(0.43)	1.20	1.84	(0.25)	0.04	(0.22)



## 权益披露

分析员, 陈宋恩以及潘泓兴, 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。

### 权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司, 可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

### 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

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

### 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; 基准指数指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 2016 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