



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

今年下半年及明年中国经济增长或略微放缓

农银国际研究部

2017年5月17日

- 由于去杠杆持续推进、融资成本上升以及金融监管加强，中国经济在第2季开局开始放缓。
- 4月份工业产出、固定资产投资、零售销售以及进出口数据均弱于市场预期，亦继3月份强劲增长后回落。
- 尽管2017年第1季GDP录得强劲增长，但我们相信未来数季中国经济或略微放缓。有见于去杠杆持续推进、PPI通胀放缓以及房地产调控措施收紧，我们维持中国经济2017年及2018年分别增长6.7%及6.4%的预测不变。
- 我们预期2017年及2018年人民银行将维持基准利率稳定，但有见于通胀压力较温和以及外汇占款减少，人民银行每年或下调RRR两次，每次50个基点。

经济增长动力开始减弱

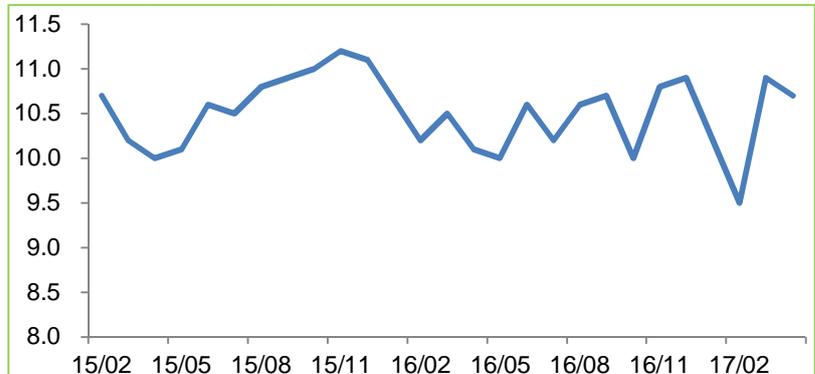
由于去杠杆持续推进、融资成本上升以及金融监管加强，近期经济数据显示中国经济在第2季开局开始放缓。4月份工业产出、固定资产投资、零售销售以及进出口数据均弱于市场预期，亦继3月份强劲增长后回落。

工业产出继第1季及3月份分别增长6.8%¹及7.6%后，4月份放缓至6.5%。4月份发电量增速亦由第1季及3月份的6.7%及7.2%回落至5.4%。此外，涵盖31个行业大类的制造业PMI指数亦由3月份的51.8放缓至4月份的51.2。

内需方面，消费支出及固定资产投资增速均减慢。4月份零售销售增长由3月份的10.9%略微回落至10.7%，主要因为汽车销售在购置税优惠减少下放缓（图1）。由于制造业固定资产投资在信贷条件收紧下减慢，4月份整体城镇固定资产投资增速由3月份及第1季的9.4%及9.2%回落至8.3%（图2）。

外需方面，4月份出口及进口增速均回落（图3）。以美元计价，4月份出口增长8.0%，虽然与第1季8.2%的增速相若，但明显低于3月份16.4%及市场预期11.3%的增速。4月份进口显著减慢，仅增长11.9%，而3月份及第1季则分别增长20.3%及24.0%。随着进口显著放缓，4月份贸易盈余由3月份的239亿美元上升至380亿美元。

图 1: 中国零售销售增长 (%)

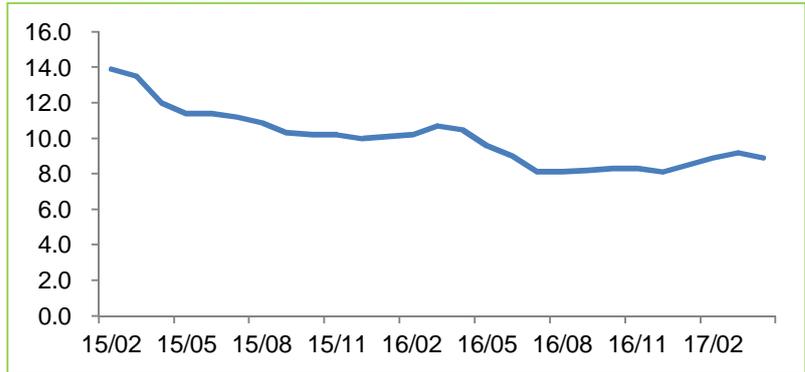


来源: 国家统计局, 农银国际证券

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

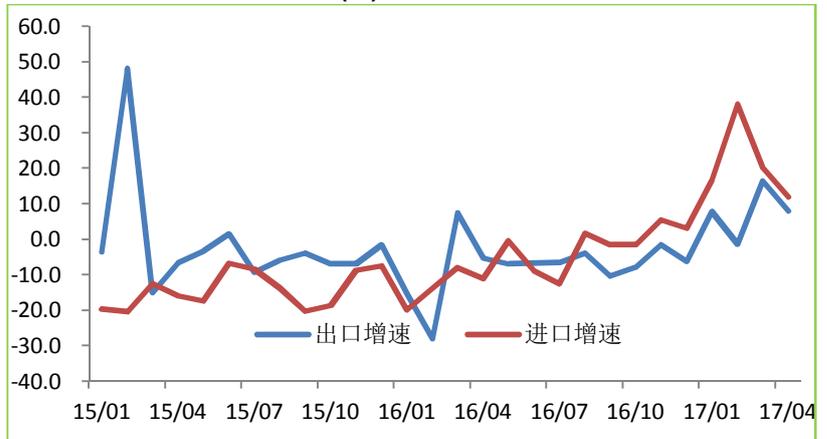


图 2: 中国城镇固定资产投资年初至今增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

图 3: 中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

通胀在 4 月份维持温和态势。由于食品价格跌幅收窄, 4 月份 CPI 由 3 月份的 0.9% 略微反弹至 1.2%。此外, 4 月份 PPI 则由 3 月份的 7.6% 回落至 6.4%, 主要因为大宗商品价格下跌, 特别是石油和黑色金属相关产品的价格。

货币政策方面, 4 月份人民银行维持中性偏紧的态势, 以期降低杠杆率。银监会亦加强了金融监管, 特别在影子银行方面。4 月份广义货币供给 (M2) 的增速由 3 月份的 10.6% 回落至 10.5%, 同期衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从 2.12 万亿人民币下跌至 1.39 万亿人民币。

今年下半年及明年经济增长或略微放缓

尽管 2017 年第 1 季 GDP 录得强劲增长, 但基于以下原因, 我们相信未来数季中国经济或略微放缓。

首先, 去杠杆的持续推进以及金融监管的强化将继续对银行间市场利率施加上行压力, 此举或推高商业银行的贷款利率。根据人民银行 2017 年第 1 季货币政策执行报告, 今年 3 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.53%, 高于 2016 年 12 月份的 5.26%。此外, 银监会颁布一系列金融监管措施, 债券融资的条件或偏紧。



其次，有见于低基数效应逐步减退及大宗商品价格走势回软，未来数季 PPI 通胀或放缓，此将降低制造业部门的投资回报和削弱制造业的投资意欲。

第三，在房地产调控措施升温下，房地产销售或放缓，这将拖累与房屋装修相关的零售销售增长。实际上，4 月份房地产销售面积和销售金额分别仅上升 7.7% 及 10.0%，而 3 月份分别上升 14.7% 及 24.4%。

整体来说，随着去杠杆持续推进、PPI 通胀放缓以及房地产调控措施收紧，我们维持中国经济 2017 年及 2018 年分别增长 6.7% 及 6.4% 的预测不变。此外，我们重申 2017 年及 2018 年人民银行将维持基准利率稳定，但有见于通胀压力较温和以及外汇占款减少，人民银行每年或下调 RRR 两次，每次 50 个基点。

图 4: 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	9.0	8.0
零售销售增长, %	10.4	10.0	10.0
以美元计出口增长, %	-7.7	4.0	3.0
以美元计进口增长, %	-5.5	10.0	5.0
工业产出增长, %	6.0	6.5	6.0
消费物价通胀, %	2.0	2.0	2.0
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	7.100	7.300

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券



中国经济数据

	2016												2017	
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---
以美元计出口增长 (同比%)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0
以美元计进口增长 (同比%)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9
贸易余额 (美元/十亿)	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0
零售额 (同比%)	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7
工业增加值 (同比%)	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5
制造业 PMI (%)	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2
非制造业 PMI (%)	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0
固定资产投资 (累计同比%)	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9
消费物价指数 (同比%)	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2
生产者物价指数 (同比%)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4
广义货币供应量 (同比%)	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5
新增贷款 (人民币/十亿)	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100
总社会融资 (人民币/十亿)	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390

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	20,979.75	0.40	18.47	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	48.30	0.96	659,087	1.00	0.00	
标准普尔 500 指数	2,400.67	0.41	21.39	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	51.36	1.02	332,167	4.00	0.00	
纳斯达克综合指数	6,169.87	0.79	32.92	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.23	(5.81)	183,668	1.50	0.00	
MSCI 美国指数	2,286.31	0.41	21.80	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	0.6847	2.54
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,520.20	1.14	34.71	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,920.75	1.87	18,018	1.8087	(3.81)	
德国 DAX30 指数	12,747.67	(0.18)	20.15	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,923.00	1.69	22,844	2.2871	(3.86)	
法国 CAC 40 指数	5,378.01	(0.51)	19.92	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,598.25	0.92	7,279	0.0460	(0.10)	
西班牙 IBEX 35 指数	10,906.70	0.09	19.47	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,611.00	0.93	19,364	3.6280	(2.40)	
意大利 FTSE MIB 指数	21,583.23	0.04	N/A	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)		
Stoxx 600 指数	394.47	(0.29)	25.77	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,243.50	1.29	205,149	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,189.03	1.22	35.46	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	16.86	2.76	71,439	1.0008	0.83	
MSCI 法国指数	154.34	0.10	19.73	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	941.00	2.56	13,047	1.1794	(0.01)	
MSCI 德国指数	158.57	0.02	20.60	农产品					隔夜上海同业拆借利率		
MSCI 意大利指数	60.74	1.08	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	368.50	(0.67)	141,759	2.7525	(3.86)	
亚洲								1 月期上海同业拆借利率			
日经 225 指数	19,814.88	(0.35)	18.97	小麦期货合约	美元/蒲式耳	426.00	(1.56)	66,972	4.0495	0.27	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,786.03	(0.87)	19.78	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	16.09	3.74	46,430	0.8018	(1.89)	
恒生指数	25,288.97	0.53	14.23	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	978.25	1.58	95,142	公司债券 (穆迪)		
恒生中国企业指数	10,372.02	0.87	8.74						Aaa	3.87	1.00
沪深 300 指数	3,409.97	0.73	15.05						Baa	4.59	1.00
上证综合指数	3,104.44	0.68	16.85								
深证综合指数	1,867.68	2.61	27.40								
MSCI 中国指数	70.84	1.39	15.56								
MSCI 香港指数	14,088.13	(0.13)	14.44								
MSCI 日本指数	945.23	0.18	16.56								

附注:

- 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)
- 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

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	1.1089	1.2929	0.7402	112.44	0.9842	6.8890	7.7877	7.0730
周变化 (%)	1.45	0.30	0.20	0.84	1.70	0.15	0.08	0.26



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