



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

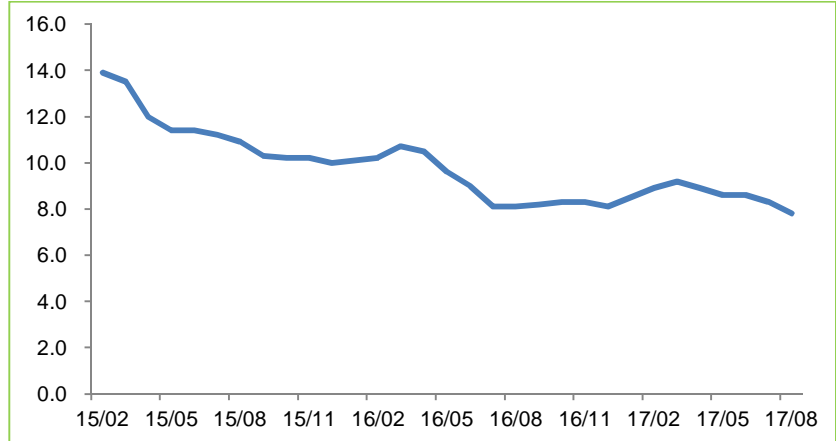
中國 8 月份經濟增速持續放緩

- 8 月份中國經濟增速繼續放緩，主要因為去產能持續推進、環保督察力度加大以及人民幣升值過快影響了經濟活動。當月全國大範圍持續高溫多雨亦拖累了工業產出。
- 整體而言，8 月份的宏觀數據顯示中國經濟增長動力轉弱，但有見于全球經濟復蘇持續以及有包括抑制人民幣過快升值在內的政策支持，我們維持中國經濟 2017 年第 3 季及全年均增長 6.7% 的預測不變。
- 人民銀行料將繼續維持中性的貨幣政策以降低整體經濟的負債率水平及預防金融風險。我們預期 2017 年基準利率和 RRR 或維持不變。人民銀行料繼續採用包括常備借貸便利、中期借貸便利以及抵押補充貸款在內的諸多措施降低融資成本。匯率方面，有見于近期人民幣兌美元大幅升值，我們將 2017 年年底美元兌人民幣在岸現貨價預測由之前估計的 6.85 調整為 6.55。

8 月份中國經濟增速繼續放緩，主要因為去產能持續推進、環保督察力度加大以及人民幣升值過快影響了經濟活動。當月全國大範圍持續高溫多雨亦拖累了工業產出。8 月份固定資產投資、零售銷售、工業產出以及出口數據均弱于市場預期，亦繼 7 月份放緩後持續回落。

8 月份城鎮固定資產投資增長由 7 月份的 6.8%¹ 回落至 4.9%，主要因為融資成本上升及環保政策收緊（圖 1）。分行業看，由于房地產銷售仍穩健，8 月份房地產投資增長由 7 月份的 4.7% 反彈至 7.9%。8 月份製造業投資增長由 7 月份的 1.5% 略微回升至 2.7%，但同期基建固定資產投資增長由 20.0% 放緩至 13.9%。此外，8 月份民間投資增長由 7 月份的 5.4% 下跌至 3.5%。

圖 1：中國城鎮固定資產投資年初至今增長（%）



來源：國家統計局，農銀國際證券

儘管房地產政策收緊，但 8 月份房地產銷售略微反彈。8 月份房地產銷售面積和銷售金額分別上升 4.3% 及 6.4%，而 7 月份則分別上升 2.2% 及 4.7%。此外，8 月份房屋新開工面積上升 4.9%，而 7 月份下跌 5.1%。

農銀國際研究部

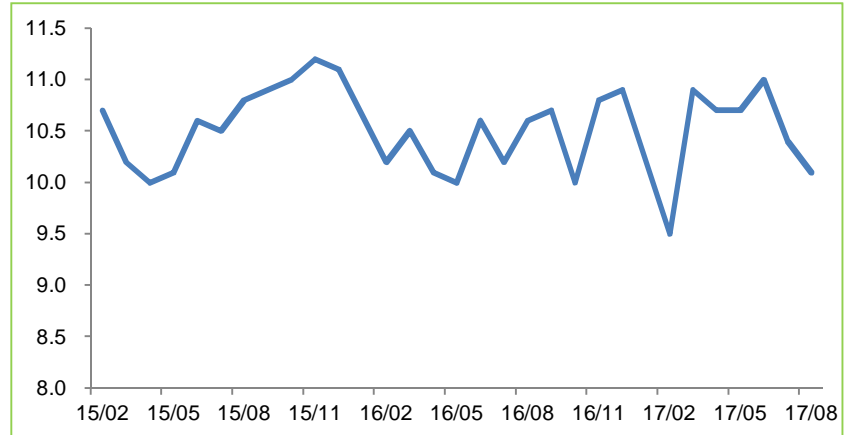
2017 年 9 月 14 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



由于餐飲、飲料類及房地產相關的零售消費減慢，8月份社會消費品零售銷售增速由7月份的10.4%回落至10.1%（圖2）。經通脹調整後，8月份零售銷售實質增長8.9%，而7月份增長9.6%。

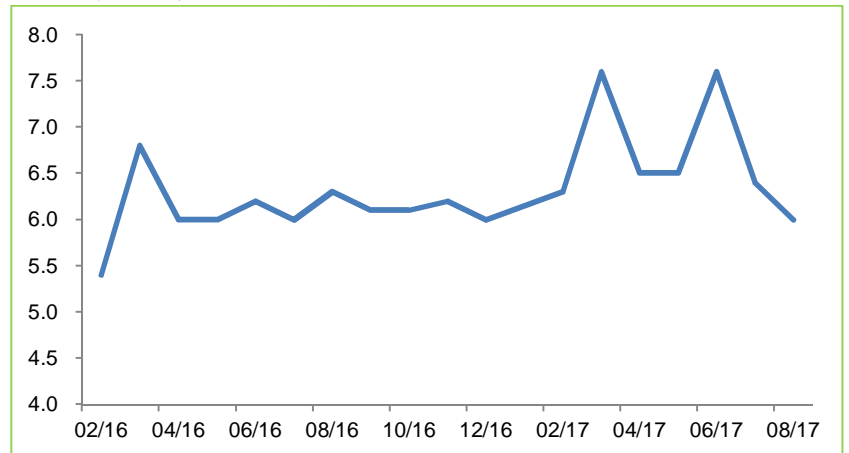
圖2：中國零售銷售增長（%）



來源：國家統計局，農銀國際證券

生產方面，8月份工業產出增長由7月份的6.4%回落至6.0%（圖3）。8月份發電量增長4.8%，而7月份增長8.6%。然而，8月份醫藥、設備製造、電氣機械及計算機和通信等行業仍錄得低雙位數增長。

圖3：中國工業產出增長（%）



來源：國家統計局，農銀國際證券

整體而言，8月份的宏觀數據顯示中國經濟增長動力轉弱，但我們維持中國經濟2017年第3季及全年均增長6.7%的預測不變，主要因為全球經濟復蘇持續以及國內政策支持，比如為抑制人民幣過快升值人民銀行將外匯風險準備金率由20%下調至0%（圖4）。

人民銀行料將繼續維持中性的貨幣政策以降低整體經濟的負債率水平及預防金融風險。我們預期2017年基準利率和RRR或維持不變。人民銀行料繼續採用包括常備借貸便利、中期借貸便利以及抵押補充貸款在內的諸多措施降低融資成本。匯率方面，有見于近期人民幣兌美元大幅升值，我們將2017年年底美元兌人民幣在岸現貨價預測由之前估計的6.85調整為6.55。



圖 4: 經濟預測

經濟指標	2016 年	2017 年預測	2018 年預測
實質 GDP 增長, %	6.7	6.7	6.4
固定資產投資增長, %	8.1	8.5	8.0
零售銷售增長, %	10.4	10.5	10.0
以美元計出口增長, %	-7.7	8.0	3.0
以美元計進口增長, %	-5.5	14.0	5.0
工業產出增長, %	6.0	6.5	6.0
消費物價通脹, %	2.0	1.5	2.0
生產物價通脹, %	-1.4	5.5	2.0
M2 增長, %	11.3	10.5	10.0
社會融資規模, 十億人民幣	17,800	19,000	20,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	12,600	13,500	14,500
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.9450	6.5500	6.8500

來源: 國家統計局, 中國人民銀行, 農銀國際證券估計



	2016						2017							
	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	8月
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	6.9	---	---
以美元計出口增長 (同比%)	(4.4)	(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
以美元計進口增長 (同比%)	(12.5)	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
貿易餘額 (美元/十億)	52.3	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
零售額 (同比%)	10.2	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
工業增加值 (同比%)	6.0	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
製造業 PMI (%)	50.4	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
非製造業 PMI (%)	53.5	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
固定資產投資 (累計同比%)	8.1	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
消費物價指數 (同比%)	1.3	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
生產者物價指數 (同比%)	(0.8)	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
廣義貨幣供應量 (同比%)	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	---
新增貸款 (人民幣/十億)	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	1110	1540	826	---
總社會融資 (人民幣/十億)	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	1060	1780	1220	---

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	22,158.18	1.65	18.87	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	49.33	3.90	740,741	1.25	0.00	
標準普爾 500 指數	2,498.37	1.50	21.38	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	55.10	2.45	292,282	4.25	0.00	
納斯達克綜合指數	6,460.19	1.57	40.83	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.06	5.78	189,199	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.75	0.00
MSCI 美國指數	2,380.23	1.50	21.83	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	0.9702	4.70
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,373.94	(0.04)	24.96	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	2,078.25	0.33	9,363	美國 10 年期國債	2.1883	13.93
德國 DAX30 指數	12,522.74	1.74	17.44	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	2,110.00	0.52	35,835	日本 10 年期國債	0.0500	4.60
法國 CAC 40 指數	5,210.05	1.87	18.56	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,513.75	(2.20)	13,569	中國 10 年期國債	3.6350	(0.10)
西班牙 IBEX 35 指數	10,313.20	1.81	15.83	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,555.00	(2.06)	43,205	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00
意大利 FTSE MIB 指數	22,210.98	1.99	N/A	貴金屬					美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.2367	0.06
Stoxx 600 指數	380.88	1.43	21.15	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,327.50	(1.75)	329,532	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.3192	0.88
MSCI 英國指數	2,143.36	(0.01)	25.54	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.81	(1.73)	79,998	隔夜上海同業拆借利率	2.6810	4.50
MSCI 法國指數	149.94	1.91	18.34	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	982.40	(2.95)	16,859	1 月期上海同業拆借利率	3.9361	(0.09)
MSCI 德國指數	154.7	1.98	17.56	農產品					香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.7546	(0.24)
MSCI 意大利指數	61.51	1.87	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	353.25	(0.98)	160,231	公司債券 (穆迪)		
亞洲			農產品					Aaa			
日經 225 指數	19,807.44	2.76	17.90	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	445.00	1.66	63,597	Baa	3.66	6.00
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,738.68	1.16	17.34	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	14.73	0.61	65,768		4.33	10.00
恒生指數	27,777.20	0.39	13.83	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	963.75	0.18	119,748			
恒生中國企業指數	11,101.14	(0.43)	9.11								
滬深 300 指數	3,829.96	0.10	16.40								
上證綜合指數	3,371.43	0.18	17.68								
深證綜合指數	1,993.53	0.89	35.21								
MSCI 中國指數	83.88	2.47	16.92								
MSCI 香港指數	15,210.20	0.62	13.22								
MSCI 日本指數	970.75	2.81	15.07								

附注:

- 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)
- 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格

外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12個月無本金交割遠期
匯率	1.1898	1.3204	0.8003	110.42	0.9673	6.5560	7.8117	6.6905
周變化 (%)	(1.15)	0.03	(0.71)	(2.34)	(2.39)	(0.94)	0.02	(0.87)



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並沒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 2017 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