



## 每周經濟視點

2016年10月24日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

### 以往報告

中國房地產市場進入新一輪下行周期

2016年10月13日

<http://sec.abci.com.hk/medias/TC%20ABCI%20Economics%20Weekly%20-%20China%E2%80%99s%20resident%20property%20market%E5%BC%A%20a%20new%20down-cycle%20en-sues.pdf>

2017年美國利率展望

2016年9月29日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%202017%E5%B9%B4%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E5%88%A9%E7%8E%87%E5%B1%95%E6%9C%9B.pdf>

持續增長的醫療開支成爲新常态

2016年9月26日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%20%E6%8C%81%E7%BA%8C%E5%A2%9E%E9%95%B7%E7%9A%84%E9%86%AB%E7%99%82%E9%96%8B%E6%94%AF%E6%88%90%E7%88%B2%E6%96%B0%E5%B8%B8%E6%85%B.pdf>

宏觀政策利好中國醫藥行業

2016年9月14日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%20%E5%AE%8F%E8%A7%80%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%88%A9%E5%A5%BD%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E9%86%AB%E8%97%A5%E8%A1%8C%E6%A5%AD.pdf>

中國製造業 PMI 顯示中國經濟仍高度依賴內需的推動

2016年9月5日

<http://sec.abci.com.hk/medias/FT%20%E5%86%9C%E9%93%B6%E5%9B%BD%E9%99%85%E6%AF%8F%E5%91%A8%E7%BB%8F%E6%B5%8E%E8%A7%86%E7%82%B9%20-%2020160905.pdf>

## 中國四季度經濟仍面臨不確定性

- 中國 GDP 同比增速在三季度達到 6.7%，但是因爲企業基本面仍未有改善，香港股指的估值水平偏高，我們預期股票市場將會繼續調整
- 零售銷售和固定資產投資繼續改善，但是這兩大經濟數據體現出較爲複雜的經濟形勢；工業產值仍較疲弱
- 固定資產投資和金融貨幣數據顯示房地產市場走強，但是我們預期最近的房地產限制政策將會爲該市場降溫
- 製造業 PMI 保持穩定，但仍只有大型企業出現漲勢
- 9 月的貿易數據倒退，PMI 下的新出口訂單指數顯示外貿將會在短期內有好轉
- 通脹在 9 月實現里程碑式改善，PPI 出現自 2012 年 3 月以來的首次增長

中國 GDP 增速維持在 6.7%的水平。儘管中國今年第三季度的 GDP 同比增速維持在 6.7%的水平，但是資本市場的反應顯示投資者對該數據並不滿意。就在數據公布的當天，上證綜指僅上漲 0.03%，而深成指、恒指和國指則分別下跌 0.36%、0.38%和 0.81%。此外，中國優先級美元 5 年期信用違約掉期（CDS）自從 9 月 8 日到 10 月 19 日上升 12.33%，意味著市場正在上調中國市場的風險溢價，從而反映市場預期今年企業基本面將不會有好轉。根據彭博數據，市場預期恒指和國指的每股收益在今年將分別下降 10.9%和 14.2%。此外，估值較高也是指數下降的原因。在 23,340 的水平，恒指的 16 年預測市盈率則達到 12.84 倍，而在 2011-2014 年間恒指的市盈率不超過 12 倍且在 2015 年的峰值水平市盈率也僅爲 14 倍。因此，我們認爲市場的調整將會繼續維持一段時間。

通脹在 9 月實現里程碑式改善。在 9 月，CPI 同比漲幅從 8 月的 1.3%飆升到 1.9%。食品價格的上漲是重要的原因。食品 CPI 同比漲幅從 8 月的 1.3%上升到 9 月的 3.2%，而非食品 CPI 同比漲幅則從 8 月的 1.4%上升到 9 月的 1.6%。食品通脹的上升主要是由蔬菜 CPI（從 8 月的同比下跌 3.9%上升到 9 月的同比增長 7.5%）和水產品 CPI（從 8 月的同比上漲 5.39%上升到 9 月的同比上漲 6.1%）導致。此外，PPI 在 9 月也錄得了 0.1%的同比增長，是自 2012 年 3 月的首次。石油和金屬大宗商品的價格上升推動了中國相關產品價格上漲，從而使 PPI 在 9 月扭轉之前的跌勢。

零售銷售持續改善。在 9 月，零售銷售同比上升 10.7%，比 8 月值高 0.1 個百分點。儘管 1-9 月的網上零售銷售額同比增速下降 0.6 個百分點到 26.1%，但是實物商品網上銷售勢頭強勁，導致 9 月當月的網上零售銷售額同比增速飆升到 114.51%。綜合分析以上數據和全國零售銷售數據，我們發現線上零售渠道正進一步取代傳統線下零售渠道。在零售銷售的各行業中，“汽車”、“石油與相關產品”、“日用品”在過去的幾個月增速持續爬升，在



9月的零售同比增長分別為13.1%、2.9%、12.5%。但是，通脹率的上升或是導致零售銷售的增速上升的原因，這意味著零售銷售量在9月可能下降。展望今年四季度，我們相信，11月和12月的多項促銷活動將會使網上零售銷售成為推動零售銷售增長的主要動力。

**固定資產投資和外商直接投資顯示不同的投資偏好。**在9月，固定資產投資的累計同比增速微升至8.2%。但是，固定資產投資和外商直接投資的數據顯示，國內和國外投資者對中國經濟持有不同的看法。在“信息傳輸、軟件和信息技術服務業”、“醫藥製造”、“交通運輸、倉儲和郵政業”這些行業的外商直接投資累計同比增速在8月分別為187.50%、57.12%、96.32%，顯示外國投資者看好這些行業。而在固定資產投資方面，除了“電力、熱力、燃氣及水的生產和供應業”，大部分的行業都需要公共投資來彌補非公共投資的不足。我們相信，較低的流動性和低迷的投資情緒在四季度仍將左右投資者的決策。

**疲弱的工業產值顯示經濟復蘇仍面臨挑戰。**在9月，工業產值同比增長6.1%，比8月的6.3%低0.2%。日均電力產出增速從8月的7.8%下降到9月的6.8%。受到強勁的零售銷售推動，汽車的產出量同比大幅上升31.5%。工業機器人的產量也同比大幅上升35.1%。展望四季度，我們認為工業產出則增速將會受到疲弱的全球經濟基本面以及年末節假日效應的影響而出現一定的波動。

**房地產仍是推動增長的重要引擎。**房地產投資在9月的累計同比增速達到5.8%。同期土地購置面積的累計同比跌幅收窄至6.1%，但是土地成交價款的累計同比增速則上升至13.3%。此外，房地產的庫存量仍較大。在今年的首九個月，住宅房屋的待售面積同比下降2.6%，但是辦公樓和商業營業用房的待售面積則同比上升11.1%和17.4%。房地產市場的火熱程度也反映在金融貨幣數據上。9月的新增人民幣貸款達到1.22萬億元人民幣，其中新增的房屋抵押貸款則達到4,759億元人民幣，占新增人民幣貸款比例達到39%。儘管如此，我們相信10月初新推出的限購政策將會幫助管理房地產需求方的熱度，並降低房地產價格上漲的幅度。

**PMI數據并不一致指向復蘇。**9月的製造業PMI保持在50.4%。大型企業的PMI為52.6，保持強勁的漲勢；中型企業PMI從8月的48.9下降到9月的48.2，小型企業PMI則從8月的47.4下降到9月的46.1。儘管各類企業的表現不一，但是大型企業和小型企業的新增出口訂單指數都有所上升，顯示小型企業可能在四季度迎來轉機。同時，製造業PMI下的新增出口訂單指數也從8月的49.7上升到9月的50.1，顯示出口業將會有所好轉。

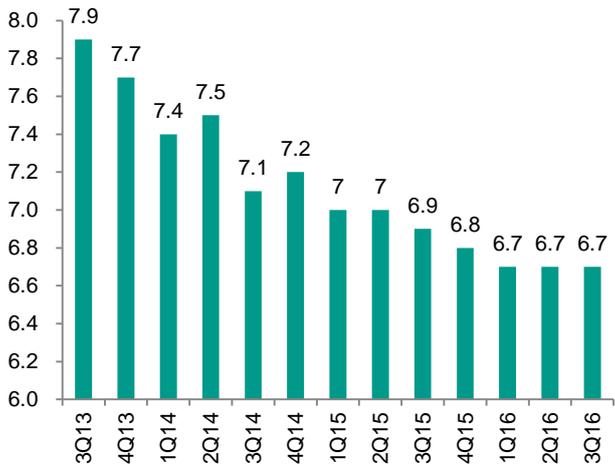
**外部環境不利于對外貿易。**9月中國的外貿數據均有所倒退。出口同比跌幅從8月的2.8%擴大到9月的10%，進口在9月同比下



跌 1.9%，而貿易餘額則從 9 月的 520.5 億美元下降 9 月的 419.9 億美元。更令人擔憂的是，中國對主要貿易夥伴（美國、歐盟、日本和東盟）的出口均出現下跌。但值得注意的是，9 月玩具的出口累計同比增長 9.9%，顯示全球範圍內的消費升級在；煤炭的出口在 9 月累計同比增長 20.4%，顯示低迷的油價并不是導致全球能源價格下降的唯一原因；大米的出口也錄得 15.8% 的累計同比增長。我們預期四季度的貿易數據將繼續受壓，但 PMI 數據顯示出口將會有輕微改善。

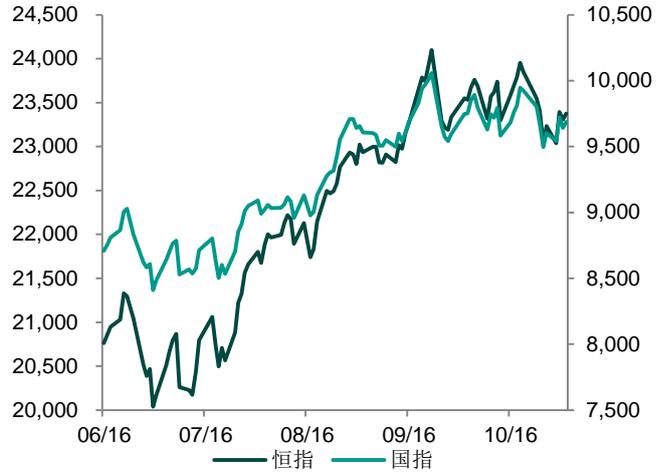


### 圖表 1: 中國 GDP 增速 (同比%)



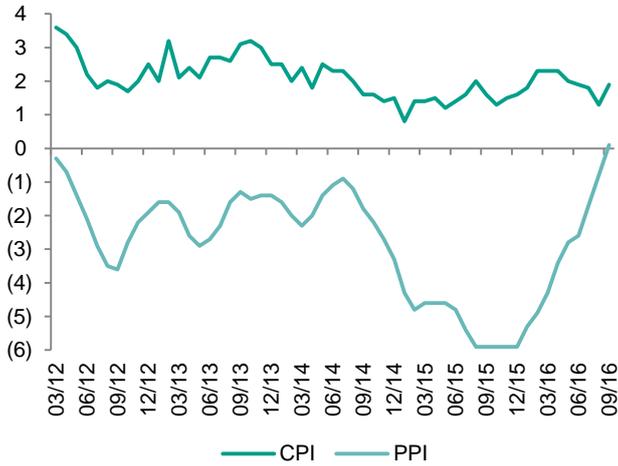
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

### 圖表 2: 恒指和國指表現



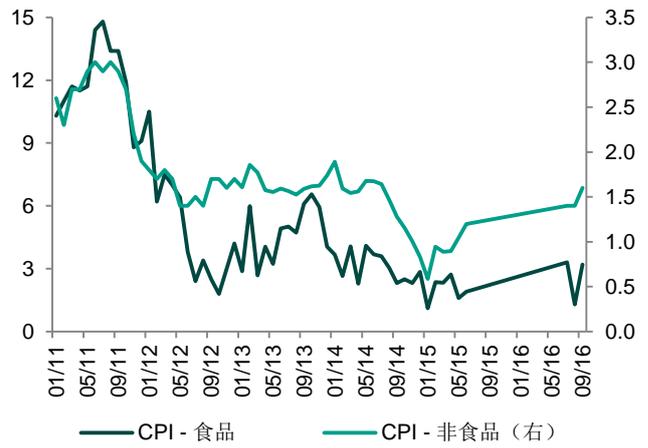
來源：彭博、農銀國際證券

### 圖表 3: CPI 和 PPI (同比%)



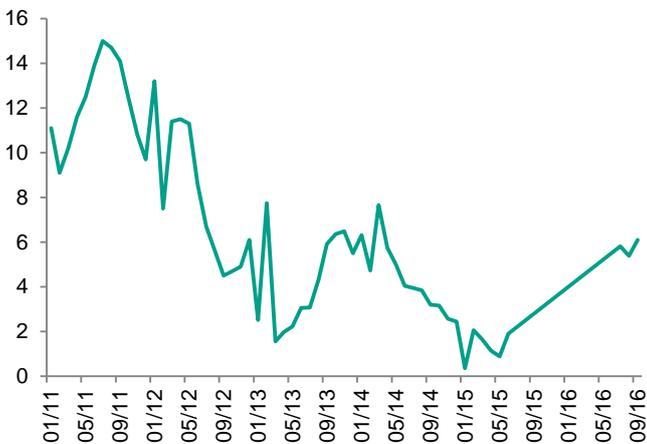
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

### 圖表 4: 食品和非食品 CPI (同比%)



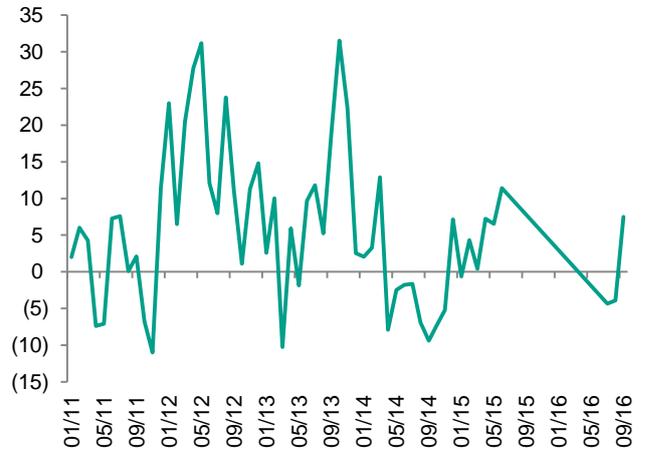
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

### 圖表 5: CPI - 水產品 (同比%)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

### 圖表 6: CPI - 蔬菜 (同比%)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券



圖表 7: 零售銷售 (YoY %)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 8: 零售銷售 - 石油及相關產品 (同比%)



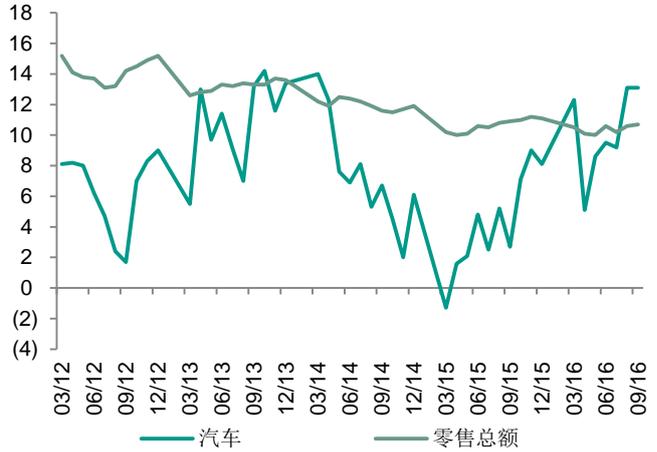
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 9: 零售銷售 - 日用品 (同比 %)



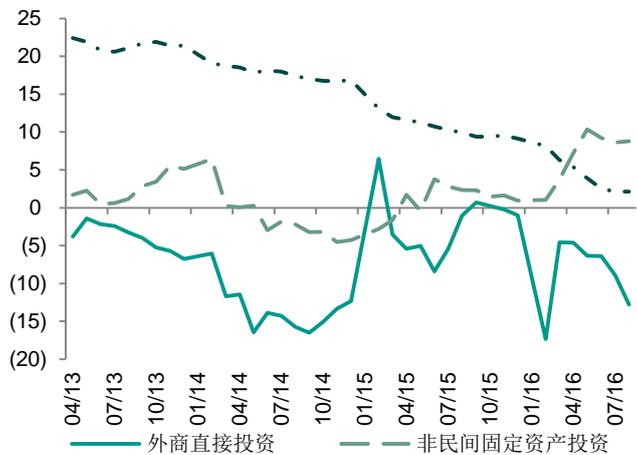
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 10: 零售銷售 - 汽車 (同比%)



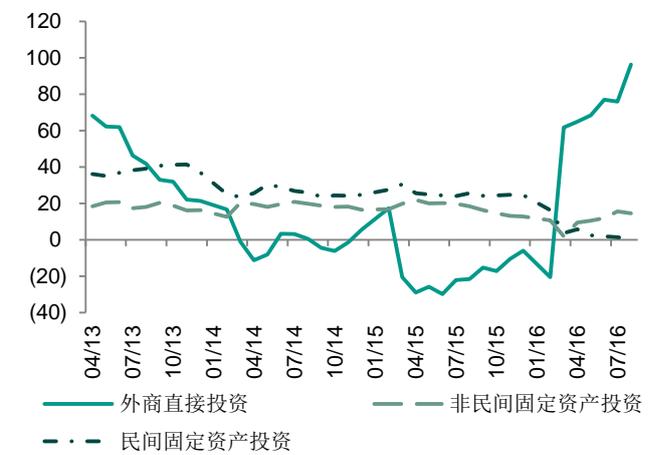
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 11: 固定資產投資和外商直接投資(累計同比%)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

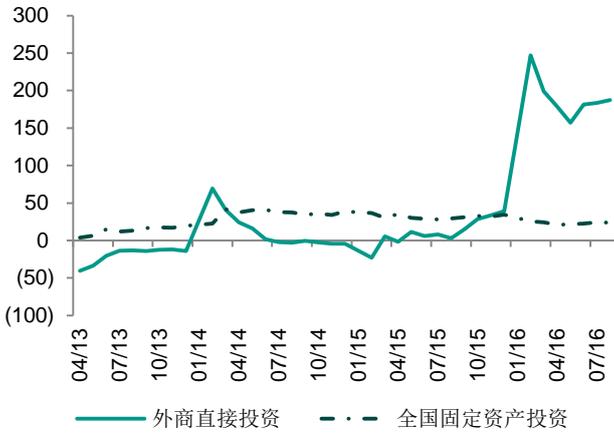
圖表 12: 固定資產投資和外商直接投資-交通運輸、倉儲和郵政業 (累計同比%)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券



圖表 13: 固定資產投資和外商直接投資 - 信息傳輸、軟件和信息技術服務業(累計同比%)



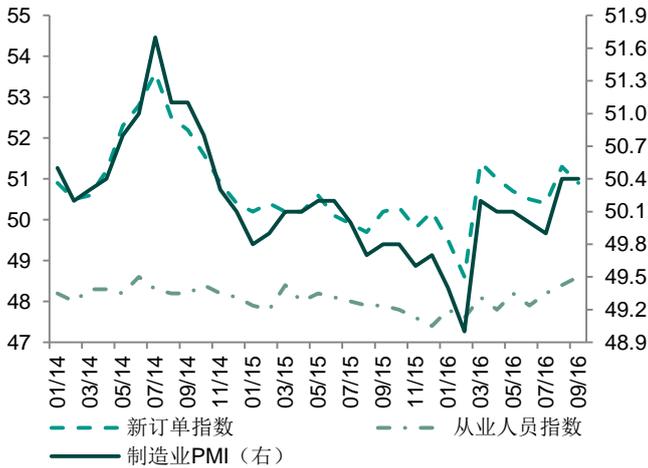
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 14: 固定資產投資和外商直接投資 - 醫藥製造業(累計同比%)



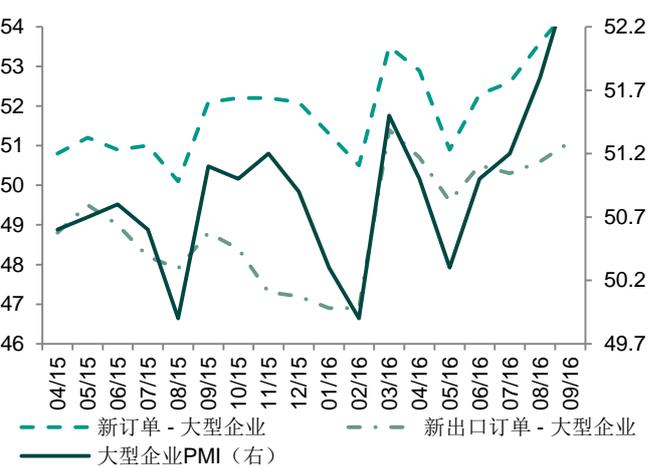
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 15: 製造業 PMI 及分項指數 (%)



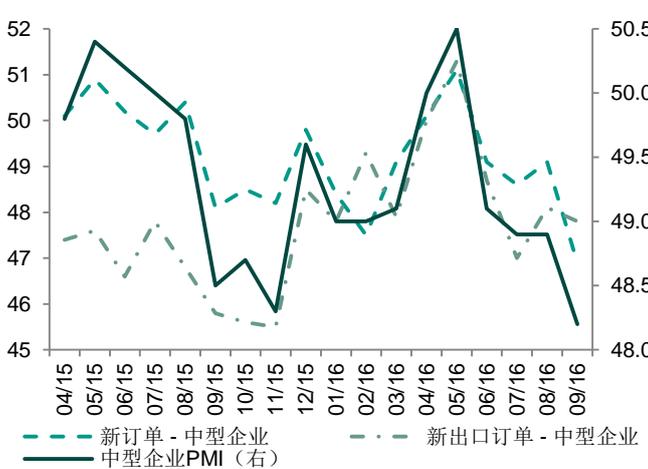
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 16: 大型企業 PMI 及分項指數(%)



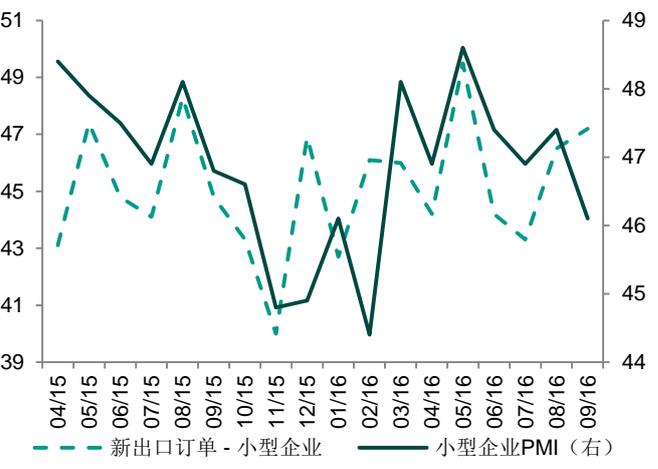
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 17: 中型企業 PMI 及分項指數 (%)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

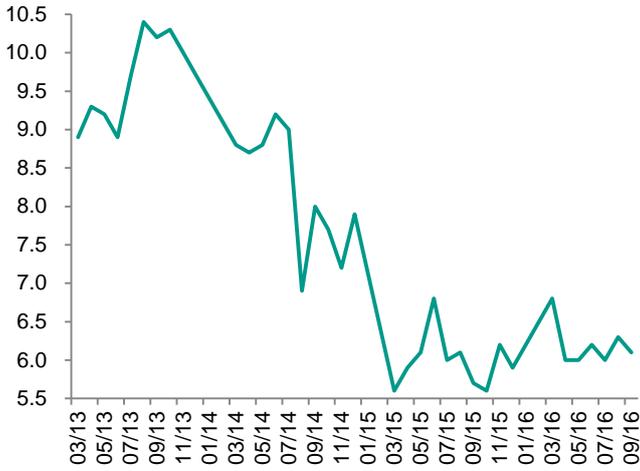
圖表 18: 小型企業 PMI 及分項指數 (%)



來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

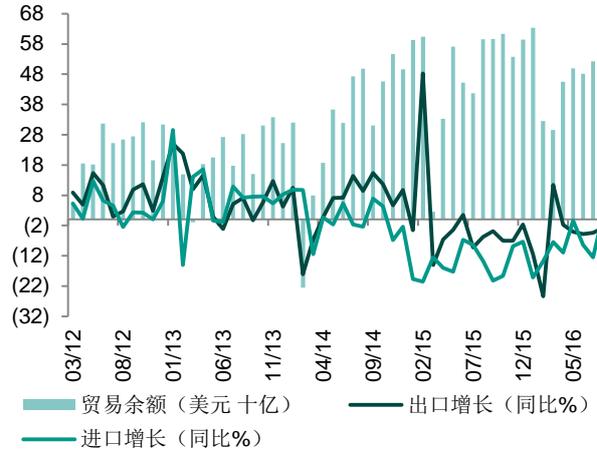


圖表 19: 工業產值 (同比%)



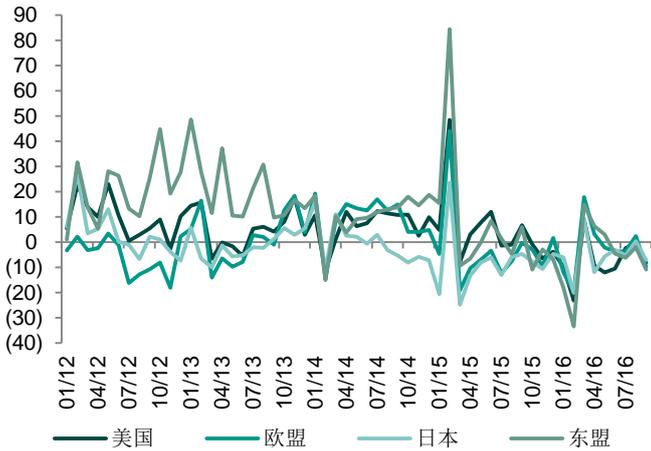
來源：國家統計局、彭博、農銀國際證券

圖表 20: 對外貿易數據



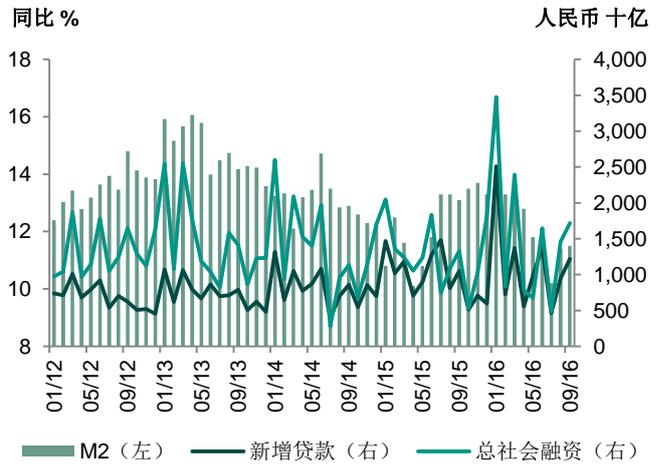
來源：中國海關、彭博、農銀國際證券

圖表 21: 向主要貿易夥伴出口 (同比 %)



來源：中國海關、彭博、農銀國際證券

圖表 22: 貨幣金融數據



來源：人民銀行、彭博、農銀國際證券



### 中國經濟數據

	2015					2016								
	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
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7
出口增長 (同比%)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)
進口增長 (同比%)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)
貿易餘額 (美元/十億)	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31	52.05	41.99
零售額 (同比%)	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7
工業增加值 (同比%)	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1
製造業 PMI (%)	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4
非製造業 PMI (%)	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7
固定資產投資(累計同比%)	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2
消費物價指數 (同比%)	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9
生產者物價指數 (同比%)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1
廣義貨幣供應量 (同比%)	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5
新增貸款 (人民幣/十億)	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6	948.7	1,220
總社會融資 (人民幣/十億)	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	1,470.0	1,720

### 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)			
<b>美國</b>			<b>能源</b>					美國聯邦基金目標利率			
道瓊斯工業平均指數	18,145.71	0.00	17.23	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	50.94	0.18	264,022	0.50	0.00	
標準普爾 500 指數	2,141.16	0.00	20.11	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	51.96	0.35	268,524	3.50	0.00	
納斯達克綜合指數	5,257.40	0.00	31.30	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.01	0.67	146,936	1.00	0.00	
MSCI 美國指數	2,040.11	0.00	20.70	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>	美元/公噸	609.00	3.92	N/A	美國 1 年期國債	0.2282 (0.50)	
<b>歐洲</b>			<b>普通金屬</b>					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,037.59	0.24	59.58	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,619.50	0.00	23,686	1.2429	0.01	
德國 DAX30 指數	10,797.50	0.81	24.38	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,625.00	0.00	48,235	美國 10 年期國債	1.7295 (0.52)	
法國 CAC 40 指數	4,567.00	0.68	23.34	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,623.50	0.00	9,872	日本 10 年期國債	(0.051) 0.10	
西班牙 IBEX 35 指數	9,210.80	1.21	22.76	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,635.00	0.00	39,142	中國 10 年期國債	2.6570 (5.10)	
意大利 FTSE MIB 指數	17,277.77	0.65	37.35	<b>貴金屬</b>					歐洲央行基準利率 (再融資利率)		
Stoxx 600 指數	345.98	0.49	27.32	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,265.70	(0.16)	128,420	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,043.00	0.00	62.63	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.63	0.75	43,933	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.5340 (0.17)	
MSCI 法國指數	128.66	0.00	21.42	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	938.60	0.68	10,914	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.8818 0.01	
MSCI 德國指數	136.53	0.00	24.39	<b>農產品</b>					隔夜上海同業拆借利率		
MSCI 意大利指數	48.66	0.00	40.32	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	353.75	0.35	149,753	2.2310	0.90	
<b>亞洲</b>			<b>外匯</b>					1 月期上海同業拆借利率			
日經 225 指數	17,234.42	0.29	21.65	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	415.50	0.24	55,877	2.7245	0.03	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,408.49	(0.40)	24.27	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	22.93	0.97	41,795	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.6086 0.75	
恒生指數	23,604.08	0.98	12.77	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,003.00	1.08	67,377	公司債券 (穆迪)		
恒生中國企業指數	9,852.90	1.72	8.45						Aaa 3.46 (10.0)		
滬深 300 指數	3,367.58	1.20	15.50						Baa 4.35 (8.00)		
上證綜合指數	3,128.25	1.21	18.29								
深證綜合指數	10,842.64	0.87	32.26								
MSCI 中國指數	63.46	0.00	14.18								
MSCI 香港指數	13,172.67	0.00	15.18								
MSCI 中國指數	820.14	0.00	17.47								

附注:

- 數據來源: 彭博·中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)
- 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格

### 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	1.0889	1.2228	0.7636	103.92	0.9942	6.7710	7.7574	6.9400
周變化 (%)	0.05	(0.05)	0.37	(0.12)	(0.05)	(0.06)	0.01	0.06



## 權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，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 2016 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