



## 每周经济视点

2016年10月13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

### 近期报告

#### 2017年美国利率展望

2016年9月29日

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

#### 持续增长的医疗开支成为新常态

2016年9月26日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/2016%8C%81%E7%BB%AD%E5%A2%9E%E9%95%BF%E7%9A%84%E5%8C%BB%E7%96%97%E5%BC%80%E6%94%AF%E6%88%90%E4%B8%BA%E6%96%B0%E5%B8%B8%E6%80%81.pdf>

#### 宏观政策利好中国医药行业

2016年9月14日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-/2016%5E%AE%8F%E8%A7%82%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%88%A9%E5%A5%BD%E4%B8%AD%E5%9B%BD%E5%8C%BB%E8%8D%AF%E8%A1%8C%E4%B8%9A.pdf>

#### 中国制造业 PMI 显示中国经济仍高度依赖内需的推动

2016年9月5日

<http://sec.abci.com.hk/medias/CHI%20ABCI%20Economics%20Weekly%20-%20China%20PMI%20shows%20reliance%20on%20domestic%20demand.pdf>

## 中国房地产市场进入新一轮下行周期

- 土地供应减少、2015年限购政策的放宽、银行信贷政策的改变使房市在2016年出现上涨行情
- 抵押贷款在今年上半年上升2.37万亿元人民币，达到16.55万亿元人民币，相当于金融系统总贷款的16.1%
- 超过23个城市已经开始实施相关政策，从而达到管理需求侧和防止房市过热的目的
- 房价下行周期将持续到2018年
- 中国的房价将会在2017年受到美国加息的影响

**下降的土地供应导致可以预售的新房减少。**可供房地产发展的土地供应自2011年以来一直处于下降趋势。根据建筑周期的特征，2016年预售新住宅的供应将主要由2014至2015年度的土地供应量和住宅房屋新开工面积决定。2014年、2015年和2016年前8个月的土地供应分别同比下降14.0%、31.7%和8.5%。2014年和2015年住宅房屋新开工面积分别同比下降14.4%和14.6%。前几年减少新房建设的措施导致今年可以预售新房的供应减少。虽然住宅房屋新开工面积2016年前8个月反弹11.7%，其相应地在2017年的预售可能会受到最近发起的新一轮限购购房政策压抑住宅房屋需求的不利影响。(图表1-3)

**一线城市和二线城市的房价暴涨导致地方政府推出新一轮的需求侧管理政策，从而抑制需求。**根据国家统计局，2016年前8个月，全国新住宅房屋平均价格为每平方米7362元人民币，同比增长11.5%。尽管全国平均价格看起来还不高，但是深圳、北京和上海等主要城市的新房价格已经超过每平方米5万元人民币，相当于超过全国平均房价的6.8倍。到目前为止，已有23个城市采取了各种措施抑制或推迟需求，以抑制房价上涨。(图表4)

**新住宅房屋库存保持在相对较低的水平。**八月末，已完成待售的新住宅房屋库存总建筑面积同比下降0.7%，达425.4百万平方米，这相当于4.4个月的月均房屋销售量。八月末，住宅房屋施工面积同比上升2.9%达4799.54百万平方米，这相当于50个月的月均房屋销售量。我们认为，当需求侧管理政策生效时，需求受到抑制，地产开发商的资产周转率将在未来12个月放缓。(图表5-6)

**房价调整的深度取决于银行的态度。**近期，新一轮的需求侧管理政策的有效性将取决于银行对住户发放人民币长期贷款的态度。自2015年中期以来，银行更加积极地向住户发放长期贷款。自2015年中期以来，银行通过向住户发放住房按揭贷款将银行流动性注入房地产市场促进了房价的上涨。住房按揭贷款净增加在第一季度和第二季度分别同比增长74%和150%。住房按揭贷款余额于6月末同比增长30.9%，也较2015年末增加16.7%至165,500亿元人民币(约占金融体系未偿还人民币贷款总额的16.1%)。因此，最近的需求侧管理政策将导致银行收紧对住房按揭贷款的贷款要求，并随后减少流动性进入房地产市场。当今



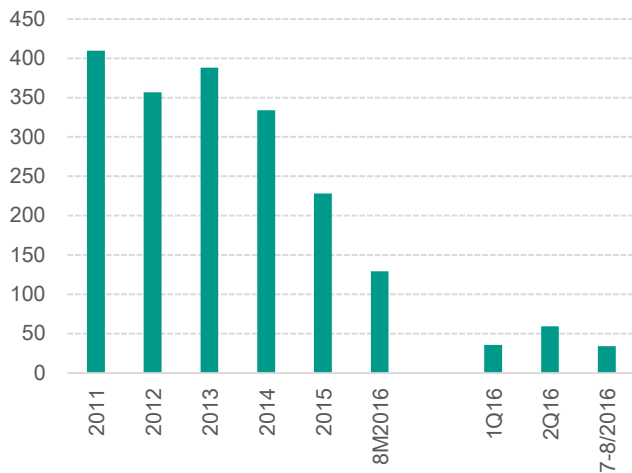
年年底房价开始下调时，银行将进一步收紧贷款要求，以避免明年出现呆帐风险。在上半年，住房按揭贷款净增加 23700 亿元人民币（约占金融体系未偿还人民币贷款总额的 2.3%）。这部分新的按揭贷款将在房价开始疲软时具有较高的违约风险。（图表 7-9）

**以前的住宅物业周期表明，目前的房价下跌趋势可能持续一年多，直到 2018 年初。**在以往的房地产周期中，房价变化在 2009 年 1 月，2012 年 6 月和 2015 年 3 月触底，并在 2007 年 10 月，2010 年 3 月，2013 年 11 月和 2016 年 4 月达到顶峰。在上一个周期，地方政府实施各种需求侧管理政策以约束需求。上个周期，下跌趋势的持续时间是 16 个月。（图表 10）

**美国利率周期可能对中国住宅市场产生间接影响。**我们观察到 2008 - 2015 年期间美国和中国的房价变化之间存在强烈的统计相关性。由于两个不同大陆的两个不同市场，这种统计关系是不寻常的。我们认为美国利率周期不仅影响美国的房地产周期，而且也影响中国的利率周期，从而影响中国的房地产周期。如果美联储在 2016 年 12 月和明年提高利率，中国的利率周期可能在未来 12 个月内受到影响，房价的下行压力将在 2017 年上升。（图表 11）

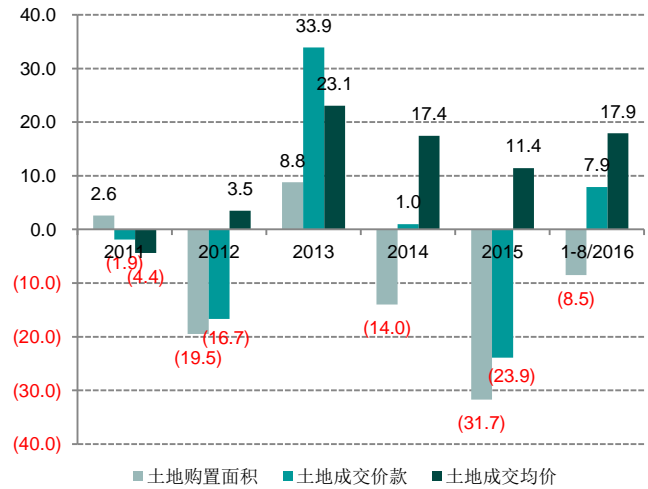


### 图表 1: 土地购置面积 (百万平方米)



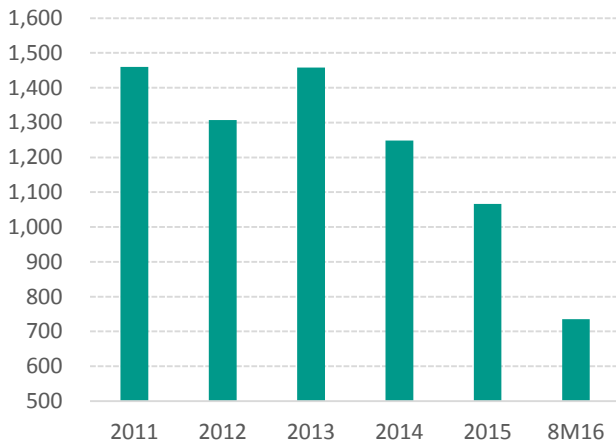
来源: 国家统计局、农银国际证券

### 图表 2: 土地购置 (%同比)



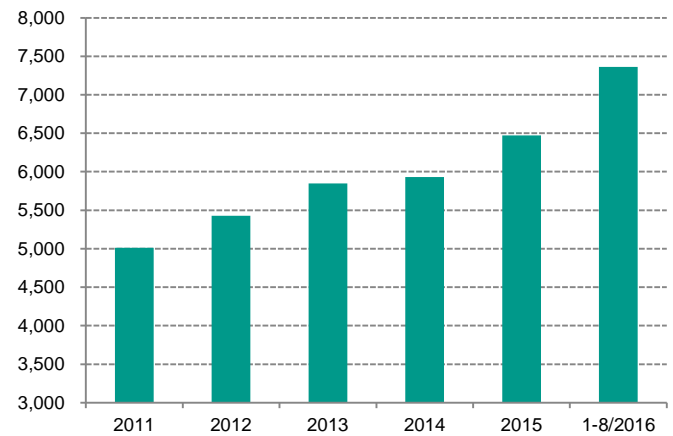
来源: 国家统计局、农银国际证券

### 图表 3: 住宅房屋新开工面积 (百万平方米)



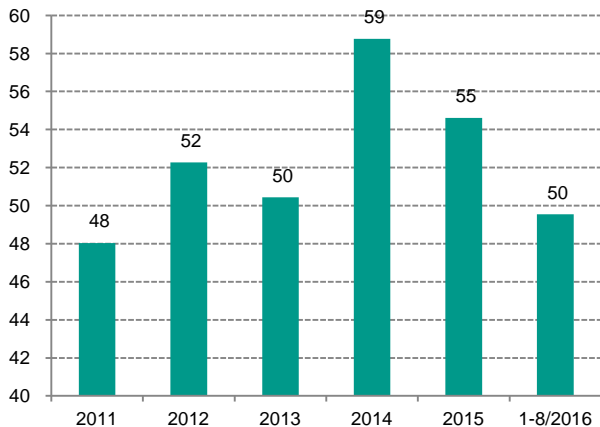
来源: 国家统计局、农银国际证券

### 图表 4: 全国住宅商品房销售均价 (元/平方米)



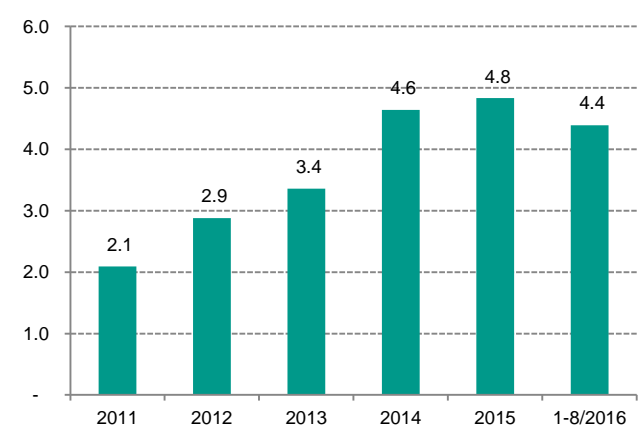
来源: 国家统计局、农银国际证券

### 图表 5: 住宅房屋施工面积 / 月均销售面积 (月)



来源: 国家统计局、农银国际证券

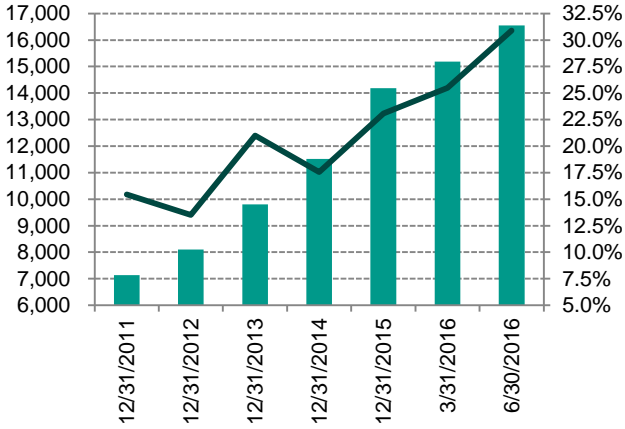
### 图表 6: 住宅商品房待售面积 / 月均销售面积 (月)



来源: 国家统计局、农银国际证券

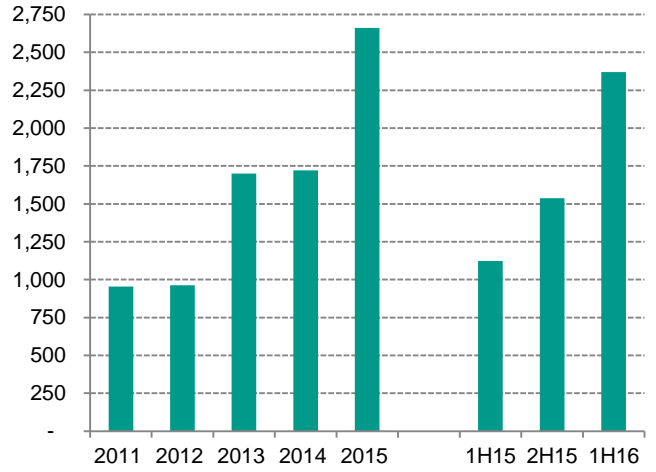


图表 7: 个人购房贷款余额, (十亿元人民币) vs (同比变化)



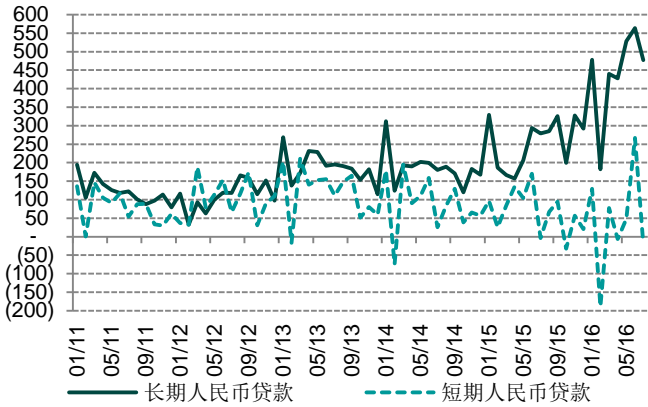
来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

图表 8: 新增住房按揭贷款 (十亿元人民币)



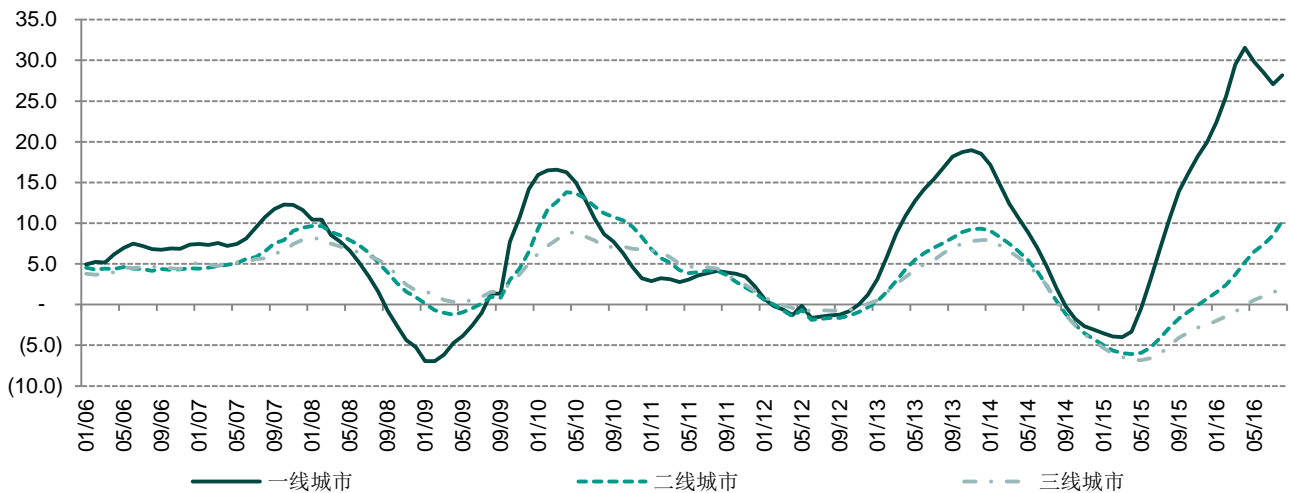
来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

图表 9: 月度新增住户人民币贷款 (10 亿元人民币)



来源: 中国人民银行、彭博、农银国际证券

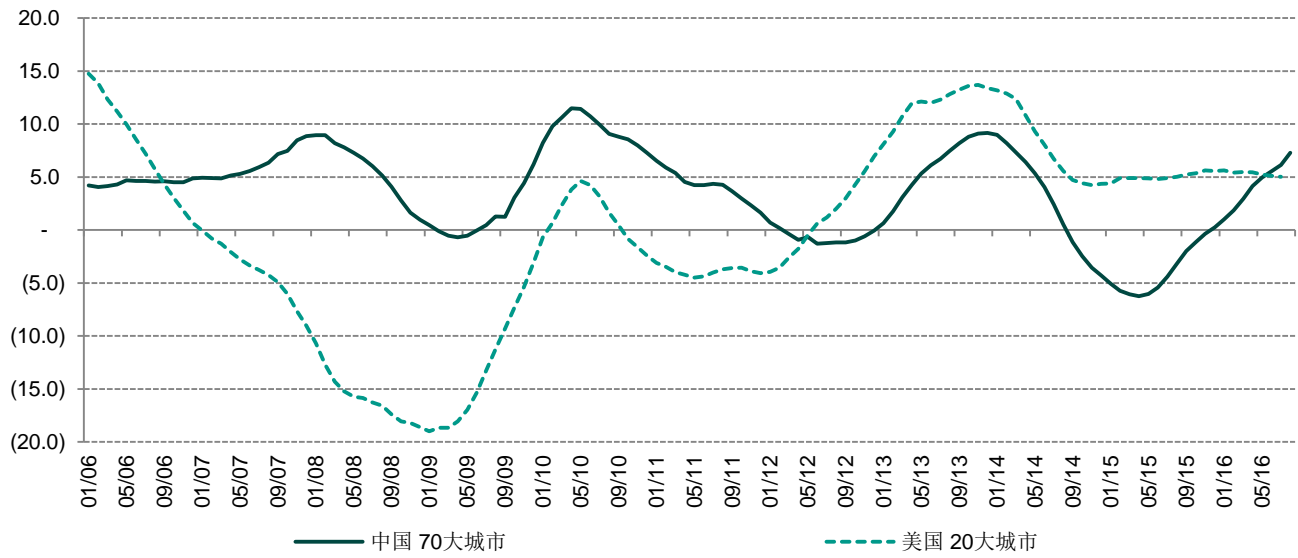
图表 10: 中国的新住房价格(同比变化%)



来源: 国家统计局、彭博、农银国际证券



图表 11: 住房价格(同比变化%): 中国 vs 美国



来源: 国家统计局、S&P/Case-Shiller 20 City City Home Price Index、彭博、农银国际证券



## 中国经济数据

	2015						2016							
	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
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增长 (同比%)	(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)	(2.8)
进口增长 (同比%)	(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)	1.5
贸易余额 (美元/十亿)	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	52.05
零售额 (同比%)	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
工业增加值 (同比%)	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
制造业 PMI (%)	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	50.4
非制造业 PMI (%)	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	53.5
固定资产投资(累计同比%)	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
消费物价指数 (同比%)	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	1.3
生产者物价指数 (同比%)	(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)	(0.8)
广义货币供应量 (同比%)	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	11.4
新增贷款 (人民币/十亿)	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	948.7
总社会融资 (人民币/十亿)	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	1,470.0

## 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	18,144.20	(0.53)	17.46	美元/桶	49.75	(0.12)	623,568	0.50	0.00			
标准普尔 500 指数	2,139.18	(0.68)	20.15	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	51.42	(0.98)	313,348	美国基准借贷利率	3.50	0.00	
纳斯达克综合指数	5,239.02	(1.01)	31.30	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.22	0.72	207,103	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	1.00	0.00	
MSCI 美国指数	2,038.50	(0.70)	20.76	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	美元/公吨	569.00	3.08	N/A	美国 1 年期国债	0.2491	1.08	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>				美国 5 年期国债					
富时 100 指数	7,024.01	(0.29)	59.47	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,680.75	0.63	8,323	美国 10 年期国债	1.2667	1.16	
德国 DAX30 指数	10,523.07	0.31	23.80	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,685.00	0.60	41,647	日本 10 年期国债	1.7393	2.12	
法国 CAC 40 指数	4,452.24	0.05	22.75	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,793.75	0.69	5,352	中国 10 年期国债	(0.058)	0.10	
西班牙 IBEX 35 指数	8,686.50	0.72	21.52	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,814.00	0.75	29,439	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
意大利 FTSE MIB 指数	16,470.28	0.40	35.74	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,261.80	0.79	173,720	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.5307	0.17	
Stoxx 600 指数	338.56	(0.32)	27.05	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.66	1.61	64,496	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	0.8775	0.14	
MSCI 英国指数	2,046.11	(0.33)	62.73	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	950.40	(1.27)	14,261	隔夜上海同业拆借利率	2.1510	(17.6)	
MSCI 法国指数	126.25	0.25	21.02	<b>农产品</b>				1 月期上海同业拆借利率				
MSCI 德国指数	134.51	0.29	24.06	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	338.50	(0.37)	163,080	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.5936	(0.38)	
MSCI 意大利指数	46.55	0.26	38.57	小麦期货合约	美元/蒲式耳	398.25	0.89	75,131	公司债券 (穆迪)	Aaa	3.52	2.00
<b>亚洲</b>			<b>贵金属</b>				公司债券 (穆迪)					
日经 225 指数	16,806.13	(0.32)	21.10	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	23.15	(1.15)	48,468	Baa	4.37	1.00	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,429.60	(0.69)	24.36	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	946.50	(1.07)	157,820	附注:			
恒生指数	23,144.06	(2.97)	12.52	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)								
恒生中国企业指数	9,552.26	(3.74)	8.19	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格								
沪深 300 指数	3,299.82	1.43	15.20									
上证综合指数	3,058.74	1.80	17.87									
深证综合指数	10,787.78	2.08	32.44									
MSCI 中国指数	63.45	(1.73)	13.83									
MSCI 香港指数	13,125.55	(1.69)	15.15									
MSCI 中国指数	807.80	(0.60)	17.21									

## 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	1.1024	1.2187	0.7534	103.82	0.9890	6.7270	7.7576	6.9095
周变化 (%)	(1.58)	(1.99)	(0.63)	(0.81)	(1.16)	(0.82)	0.01	(0.46)



## 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。

### 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