



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

2017 年中國經濟增長料小幅放緩

農銀國際研究部

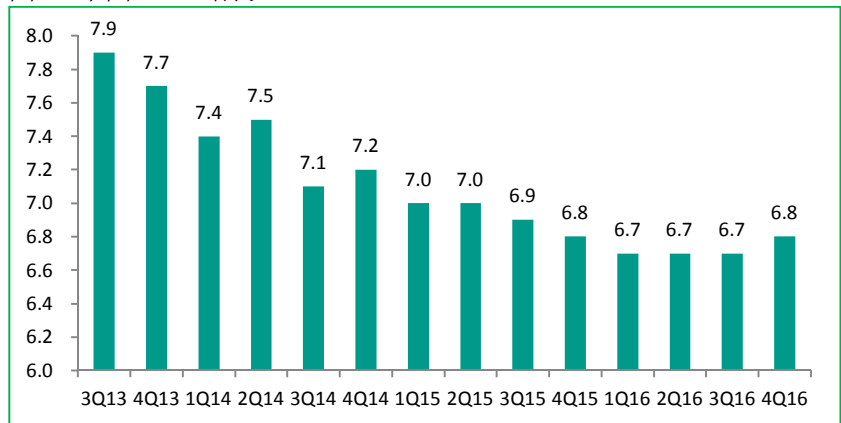
2017 年 1 月 25 日

- 受服務業增速加快及寬鬆信貸條件支持，2016 年第 4 季中國經濟增長略為反彈至 6.8%。2016 年全年中國經濟增長 6.7%。
- 儘管 2017 年中國經濟前景仍面臨挑戰，但我們相信在供給側改革逐見成效下，今年中國經濟將維持相對平穩的增長態勢。我們預期 2017 年中國經濟增長 6.5%。
- 有見於經濟增速放緩以及更多城市房價或回落，我們預期 2017 年消費物價通脹保持在 2.0% 水準。
- 貨幣政策方面，我們預期 2017 年中國人民銀行將維持利率穩定，但有見於銀行存款準備金率（RRR）仍處於相對較高水準及通脹壓力較溫和，人民銀行或下調 RRR 兩次，每次 50 個基點。
- 今年中央政府將維持積極的財政政策來支持增長，由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2017 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占國內生產總值 3.5%。
- 隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展的重要性，我們相信 2017 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。

2016 年中國經濟放緩至 6.7%¹

受服務業增速加快及寬鬆信貸條件支持，2016 年第 4 季中國經濟增長略為反彈。官方資料顯示世界第 2 大經濟體去年第 4 季增長 6.8% (圖 1)，稍高於去年第 3 季 6.7% 的增速。從按季增長看，2016 年第 4 季中國經濟增長 1.7%。2016 年第 3 季增長 1.8%。2016 年全年中國經濟增長 6.7%，較 2015 年 6.9% 的增速略有放緩。值得注意的是，中國經濟結構繼續優化，全年最終消費支出對經濟增長的貢獻率為 64.6%，服務業增加值占國內生產總值的比重達到 51.6%。

圖 1: 中國 GDP 增長



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

與 2015 年相比，2016 年內需較疲弱，投資及消費品零售銷售增速均放緩。城鎮固定資產投資繼 2015 年增長 10.0% 後，2016 年回落至 8.1%，同期消費品零售銷售亦由 10.7% 放緩至 10.4%。經通脹調整後，2016 年實質固定資產投資及零售銷售增長分別

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



為 8.8 % 及 9.6%，而 2015 年則分別為 12.0 % 及 10.6%。從供給側看，內地實質工業產出增長由 2015 年的 6.1% 略微放緩至 2016 年的 6.0 %。

外需仍維持疲弱態勢，以美元計價，2016 年出口下跌 7.7%，2015 年則下跌 2.8%。隨著進口下跌 5.5%，去年全年貿易盈餘由 2015 年的 5950 億美元收窄至 5100 億美元。

2017 年經濟展望

儘管 2017 年中國經濟前景仍面臨挑戰，但我們相信在供給側改革逐見成效下，今年中國經濟將維持相對平穩的增長態勢。基建投資維持強勁增速、工業部門適度改善以及消費增速保持平穩將是經濟增長的主要動力。相反，與美國貿易摩擦升溫以及房地產市場降溫或拖累經濟增長。

內需方面，儘管製造業及基建投資或保持穩定增長，但在中央政府將嚴格執行房地產調控措施下，整體固定資產投資料小幅放緩。受惠于居民穩定的收入及就業增長，消費將保持平穩增長。外需方面，由於潛在的貿易爭端以及疲弱的全球需求，出口料維持負增長。綜合以上因素，我們預期 2017 年中國經濟增長 6.5%，較 2016 年 6.7% 的增速略為放緩。

圖 2: 經濟預測

經濟指標	2015 年	2016 年	2017 年預測
實質 GDP 增長, %	6.9	6.7	6.5
固定資產投資增長, %	10.0	8.1	7.0
零售銷售增長, %	10.7	10.4	10.5
以美元計出口增長, %	-2.8	-7.7	-2.0
以美元計進口增長, %	-14.1	-5.5	2.0
工業產出增長, %	6.1	6.0	6.0
消費物價通脹, %	1.4	2.0	2.0
M2 增長, %	13.3	11.3	10.5
社會融資規模, 十億人民幣	15,400	17,800	19,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	11,700	12,600	13,500
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.4937	6.9450	7.200

來源: 國家統計局, 中國人民銀行, 農銀國際證券

有見於經濟增速放緩以及更多城市房價或回落，我們預期 2017 年消費物價通脹保持在 2.0% 水準。

貨幣政策方面，我們預期 2017 年中國人民銀行將維持利率穩定，但有見於銀行存款準備金率 (RRR) 仍處於相對較高水準及通脹壓力較溫和，人民銀行或下調 RRR 兩次，每次 50 個基點。為支援實體經濟，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維持較低的融資成本。2017 年廣義貨幣供給 (M2) 預計增長 10.5%，而新增人民幣貸



款或達至 13.5 萬億人民幣。匯率方面，由於美國或繼續加息，我們預期 2017 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 7.20 左右，而 2016 年年底為 6.9450。

根據 2016 年 12 月舉行的中央經濟工作會議，今年中央政府將維持積極的財政政策來支持增長，政策措施主要集中於加速基建投資專案、減稅、地方債務置換以及鼓勵私人投資方面。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2017 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占國內生產總值 3.5%。

隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展的重要性，我們相信 2017 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，隨著供給側改革將進一步改善生產物價通脹，我們亦預期原材料及工業行業或繼續改善。



中國經濟資料

	2015		2016											
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8
以美元計出口增長 (同比%)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)
以美元計進口增長 (同比%)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1
貿易餘額 (美元/十億)	54.1	60.9	63.3	32.6	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8
零售額 (同比%)	11.2	11.1	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	
工業增加值 (同比%)	6.2	5.9	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	
製造業 PMI (%)	49.6	49.7	49.4	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4
非製造業 PMI (%)	53.6	54.4	53.5	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9
固定資產投資(累計同比%)	10.2	10.0	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	
消費物價指數 (同比%)	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1
生產者物價指數 (同比%)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5
廣義貨幣供應量 (同比%)	13.7	13.3	14.0	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3
新增貸款 (人民幣/十億)	709	598	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040
總社會融資 (人民幣/十億)	1020	1815	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630

世界經濟/金融資料

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	19,912.71	0.43	18.58	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	52.95	1.01	271,321	0.75	0.00	
標準普爾 500 指數	2,280.07	0.39	21.22	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	55.44	(0.09)	312,258	3.75	0.00	
納斯達克綜合指數	5,600.96	0.82	34.65	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.29	2.75	123,844	1.25	0.00	
MSCI 美國指數	2,172.01	0.43	21.81	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	0.4615	1.02
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,150.34	(0.67)	62.37	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,870.75	0.97	10,772	1.9215	(1.50)	
德國 DAX30 指數	11,594.94	(0.30)	18.11	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,867.00	1.19	48,886	美國 10 年期國債	2.4523	(1.45)
法國 CAC 40 指數	4,830.03	(0.43)	23.96	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,932.00	3.40	6,273	日本 10 年期國債	0.0660	0.00
西班牙 IBEX 35 指數	9,387.20	0.08	21.18	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,943.00	3.39	29,598	中國 10 年期國債	3.2740	0.40
義大利 FTSE MIB 指數	19,499.54	0.10	55.75	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)		
Stoxx 600 指數	361.92	(0.18)	26.84	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,211.50	0.31	31,574	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,080.16	(0.61)	64.42	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.10	0.37	61,034	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.7711	(0.42)
MSCI 法國指數	137.69	(0.34)	22.28	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	996.90	2.14	15,731	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.0379	(0.56)
MSCI 德國指數	147.13	(0.22)	18.79	農產品					隔夜上海同業拆借利率		
MSCI 義大利指數	54.68	(0.16)	36.44	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	363.25	(1.76)	181,099	2.1640	(21.2)	
亞洲			農產品					1 月期上海同業拆借利率			
日經 225 指數	19,066.92	(0.37)	24.34	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	426.75	(0.35)	58,929	3.8142	(0.54)	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,665.60	0.19	26.81	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	20.58	1.98	62,411	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.9961	1.04
恒生指數	22,949.86	0.28	12.73	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,058.50	(0.84)	109,163	公司債券 (穆迪)		
恒生中國企業指數	9,759.26	0.45	8.06						Aaa 3.91 (6.00)		
滬深 300 指數	3,364.45	0.29	15.10						Baa 4.62 (7.00)		
上證綜合指數	3,142.55	0.62	18.04								
深證綜合指數	1,896.45	0.57	42.56								
MSCI 中國指數	62.13	1.24	13.71								
MSCI 香港指數	12,679.58	0.48	14.72								
MSCI 日本指數	905.83	(1.85)	19.80								

附注:

- 資料來源: 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/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	1.0729	1.2528	0.7549	113.75	1.0012	6.8590	7.7569	7.1270
周變化 (%)	0.24	1.24	(0.08)	0.76	0.04	0.26	0.00	0.10



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，分析員並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，並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 > 市場回報
持有	市場回報 - 6% ≤ 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 ml 180 天波動率/180 天基準指數波動率
高	1.5 ml 180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	1.0 ml 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差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等資訊不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等資訊的全部或部分可靠，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，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何資訊或觀點的變動，以及由於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，為市場訊息採集、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資訊的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的資訊進行控制，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。分析員薪酬不取決於投行的收入，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資訊所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的資訊可應要求而提供。

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