



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

2017 年中國政府工作報告 解讀

- 中國政府將 2017 年經濟增長目標調低至 6.5% 左右，說明中央當局正將工作重心從之前的促進增長轉為強調控制金融風險、去杠杆以及供給側結構性改革。隨著去杠杆以及去庫存的持續推進，我們預期今年中國經濟增長略為放緩至 6.5%。
- 消費物價通脹目標仍為 3.0%，與 2016 年相同。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。今年上半年生產物價通脹或在低基數效應下持續反彈。
- 政府將 M2 和社會融資規模增速目標從 2016 年的 13.0% 下調至 12.0%，表明今年的貨幣政策將較去年稍緊，整體經濟的負債率或逐步下降。
- 財政預算赤字率維持在 3.0% 不變，顯示今年中央政府將保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、減稅降費以及地方債務置換。
- 城鎮新增就業目標提高至 1100 萬人以上，而城鎮登記失業率目標則控制在 4.5% 以內。鑒於勞動力市場仍然偏緊缺，我們相信上述兩個目標可以實現。

中國實現 2016 年增長目標

2017 年 3 月 5 日中國總理李克強在第十二屆全國人民代表大會第五次會議上宣讀了本年度政府工作報告。報告對 2016 年的經濟工作進行了回顧，並對 2017 年的若干經濟指標設定了目標。

如圖 1 所示，2016 年中國經濟增長 6.7%，雖然達到了 6.5%-7.0% 的增長目標區間，但卻是 1990 年最慢增速。另一個重要的經濟指標城鎮新增就業亦圓滿實現目標，去年全年新增就業 1310 萬人。

圖 1：2016 年中國經濟指標—目標 VS 實際

經濟指標	目標	實際
實質 GDP 增長, %	6.5-7.0	6.7
城鎮新增就業, 百萬	10.0 以上	13.1
城鎮登記失業率, %	4.5 以內	4.0
財政赤字占 GDP 比重, %	3.0	3.8(e)
消費物價通脹, %	3.0 左右	2.0
M2 增長, %	13.0 左右	11.3

來源: 2017 政府工作報告, 農銀國際證券

(e) 代表農銀國際證券估計

令人鼓舞的是，經濟結構的調整繼續取得積極進展。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，2016 年消費開支仍是經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 4.3 個百分點，投資僅貢獻 2.8 個百分點（圖 2）。相反，貨物及服務淨出口則拖累整體經濟增長減少 0.4 個百分點。

農銀國際研究部

2017 年 3 月 7 日



圖 2：中國實質 GDP 增長各專案貢獻率（百分點）

經濟指標	2014	2015	2016
消費開支（家庭 + 政府）	3.6	4.1	4.3
投資（私人 + 公共）	3.4	2.9	2.8
貨物及服務淨出口	0.3	-0.1	-0.4
實質 GDP 增長 %	7.3	6.9	6.7

來源：國家統計局，農銀國際證券

中國下調 2017 年 GDP 增長目標至 6.5% 左右

中國將 2017 年經濟增長目標設定為 6.5% 左右，與 2016 年 6.5%-7.0% 的增長目標相比略有下調，亦低於去年 6.7% 的實際增速。同時，報告指出在實際工作中爭取更好的增長結果。我們認為經濟增長目標調低說明中央當局正將工作重心從之前的促進增長轉為強調控制金融風險、去杠杆以及供給側結構性改革。隨著去杠杆以及去庫存的持續推進，我們預期今年中國經濟增長略為放緩至 6.5%。

圖 3：中國 2017 年經濟增長目標

經濟指標	目標	農銀國際預測
實質 GDP 增長, %	6.5% 左右	6.5%
城鎮新增就業, 百萬	11.0 以上	13.0
城鎮登記失業率, %	4.5 以內	4.0
財政赤字占 GDP 比重, %	3.0	3.5
消費物價通脹, %	3.0 左右	2.0
M2 增長, %	12.0 左右	10.5

來源：2017 政府工作報告，農銀國際證券

消費物價通脹目標仍為 3.0%，與 2016 年相同。我們相信消費物價通脹屬於軟性指標而非硬性指標，因為中國人民銀行副行長易綱近期表示今年消費物價通脹或位於 2%-3% 的黃金區間。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，但今年上半年生產物價通脹或在低基數效應下持續反彈。

儘管報告表示將維持穩健中性的貨幣政策，但政府將 M2 和社會融資規模增速目標從 2016 年的 13.0% 下調至 12.0%，表明今年的貨幣政策將較去年稍緊，整體經濟的負債率或逐步下降。在去杠杆的背景下，我們預期今年 M2 和社會融資規模的增速分別達 10.5% 及 12.0%。此外，我們預期 2017 年中國人民銀行將維持利率穩定，但有見於通脹壓力較溫和以及外匯占款減少，人民銀行或下調 RRR 兩次，每次 50 個基點。

財政預算赤字率維持在 3.0% 不變，顯示今年中央政府將保持積極的財政政策來支持增長。稅收及收費的減免或令財政收入減少約 5500 億人民幣。地方專項債券的安排由 2016 年的 4000 億人民幣提高至 8000 億人民幣。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%。

城鎮新增就業目標由 2016 年的 1000 萬人提高至 1100 萬人以上，而城鎮登記失業率目標則控制在 4.5% 以內，與 2016 年相同。我們相信上述兩個目標可以實現，因為 2016 年城鎮新增就業人數實際超過 1300 萬人，而城鎮登記失業率僅為 4.0%。另一個原因則是勞動力市場仍然偏緊缺，2016 年第 4 季城鎮勞動力供求比仍保持在 1.1 的高位。



報告呼籲深化供給側結構性改革，包括在鋼鐵、煤炭及煤電行業去產能，房地產因城施策去庫存，積極穩妥去杠杆以及加快國有企業混合所有制改革等等。此外，報告指出需對不良資產、債券違約、影子銀行、互聯網金融四個領域的累積風險高度警惕。

李克強總理在報告裡高度強調了環境保護的重要性。隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展，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，我們維持原材料及工業行業或繼續改善的預期不變。



中國經濟資料

	2015		2016										2017	
	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	1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%)	(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)	7.9
以美元計進口增長 (同比%)	(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	16.7
貿易餘額 (美元/十億)	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	51.3
零售額 (同比%)	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%)	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 (%)	49.7	49.4	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3
非製造業 PMI (%)	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	54.6
固定資產投資 (累計同比%)	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%)	1.6	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5
生產者物價指數 (同比%)	(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	6.9
廣義貨幣供應量 (同比%)	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	11.3
新增貸款 (人民幣/十億)	598	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030
總社會融資 (人民幣/十億)	1815	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740

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	20,954.34	(0.24)	19.36	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	53.27	(0.11)	532,728	0.75	0.00	
標準普爾 500 指數	2,375.31	(0.33)	21.89	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	56.08	0.32	222,622	3.75	0.00	
納斯達克綜合指數	5,849.18	(0.37)	42.23	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.87	1.52	176,780	1.25	0.00	
MSCI 美國指數	2,261.21	(0.33)	22.33	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	0.5325	0.00
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,357.88	(0.22)	39.21	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,865.75	(0.96)	14,391	2.0241	1.51	
德國 DAX30 指數	11,957.95	(0.58)	18.24	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,876.50	(0.82)	46,651	美國 10 年期國債	2.4998	2.18
法國 CAC 40 指數	4,964.01	(0.62)	19.41	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,845.75	(1.05)	17,181	日本 10 年期國債	0.0760	(0.20)
西班牙 IBEX 35 指數	9,789.90	(0.09)	18.19	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,858.00	(1.00)	36,387	中國 10 年期國債	3.3640	(3.90)
義大利 FTSE MIB 指數	19,401.20	(1.34)	N/A	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)		
Stoxx 600 指數	372.74	(0.66)	25.38	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,225.10	(0.11)	251,002	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,138.21	(0.34)	40.61	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.74	0.00	73,947	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.8344	5.39
MSCI 法國指數	141.18	(0.41)	19.35	紐約商品交易所鈀金期貨合約	美元/金衡盎司	976.10	(1.81)	19,048	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	1.1017	4.77
MSCI 德國指數	150.98	(0.51)	18.87	農產品					隔夜上海同業拆借利率		
MSCI 義大利指數	54.14	(1.06)	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	378.00	(0.72)	187,332	2.4041	3.51	
亞洲			農產品					1 月期上海同業拆借利率			
日經 225 指數	19,344.15	(0.64)	22.74	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	458.75	1.16	68,758	4.1016	1.65	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,761.39	0.55	19.85	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	18.98	(2.77)	48,825	香港 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.9403	(0.08)
恒生指數	23,681.07	0.54	13.13	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365	公司債券 (穆迪)		
恒生中國企業指數	10,229.68	0.84	8.43						Aaa 3.95 10.00		
滬深 300 指數	3,453.96	0.76	15.46						Baa 4.65 11.00		
上證綜合指數	3,242.41	0.75	18.53								
深證綜合指數	2,031.63	1.48	44.91								
MSCI 中國指數	64.64	0.19	14.17								
MSCI 香港指數	13,186.57	(0.05)	13.86								
MSCI 日本指數	930.94	(0.26)	18.92								

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	1.0591	1.2213	0.7602	113.84	1.0119	6.8983	7.7646	7.1165
周變化	(0.29)	(0.63)	0.08	0.18	(0.40)	0.02	(0.02)	0.19



(%)

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 ≤ 180 天波動率/180 天基準指數波動率
高	1.5 ≤ 180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	1.0 ≤ 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