



## 經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

## 今年下半年及明年中國經濟增長或略微放緩

農銀國際研究部

2017年5月17日

- 由于去杠杆持續推進、融資成本上升以及金融監管加強，中國經濟在第2季開局開始放緩。
- 4月份工業產出、固定資產投資、零售銷售以及進出口數據均弱于市場預期，亦繼3月份強勁增長後回落。
- 儘管2017年第1季GDP錄得強勁增長，但我們相信未來數季中國經濟或略微放緩。有見于去杠杆持續推進、PPI通脹放緩以及房地產調控措施收緊，我們維持中國經濟2017年及2018年分別增長6.7%及6.4%的預測不變。
- 我們預期2017年及2018年人民銀行將維持基準利率穩定，但有見于通脹壓力較溫和以及外匯占款減少，人民銀行每年或下調RRR兩次，每次50個基點。

### 經濟增長動力開始減弱

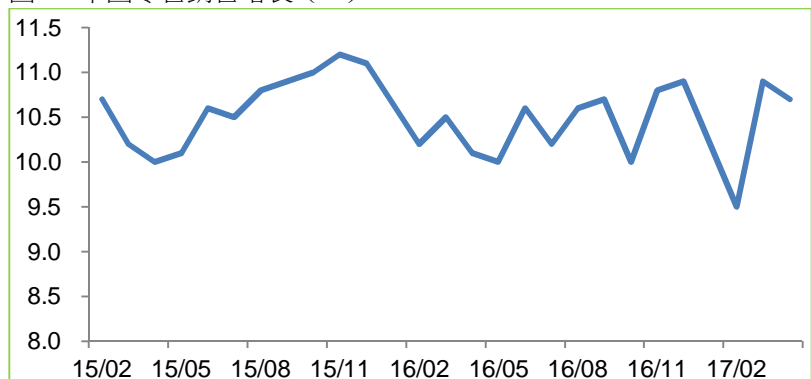
由于去杠杆持續推進、融資成本上升以及金融監管加強，近期經濟數據顯示中國經濟在第2季開局開始放緩。4月份工業產出、固定資產投資、零售銷售以及進出口數據均弱于市場預期，亦繼3月份強勁增長後回落。

工業產出繼第1季及3月份分別增長6.8%<sup>1</sup>及7.6%後，4月份放緩至6.5%。4月份發電量增速亦由第1季及3月份的6.7%及7.2%回落至5.4%。此外，涵蓋31個行業大類的製造業PMI指數亦由3月份的51.8放緩至4月份的51.2。

內需方面，消費支出及固定資產投資增速均減慢。4月份零售銷售增長由3月份的10.9%略微回落至10.7%，主要因為汽車銷售在購置稅優惠減少下放緩（圖1）。由于製造業固定資產投資在信貸條件收緊下減慢，4月份整體城鎮固定資產投資增速由3月份及第1季的9.4%及9.2%回落至8.3%（圖2）。

外需方面，4月份出口及進口增速均回落（圖3）。以美元計價，4月份出口增長8.0%，雖然與第1季8.2%的增速相若，但明顯低于3月份16.4%及市場預期11.3%的增速。4月份進口顯著減慢，僅增長11.9%，而3月份及第1季則分別增長20.3%及24.0%。隨著進口顯著放緩，4月份貿易盈餘由3月份的239億美元上升至380億美元。

圖 1: 中國零售銷售增長 (%)

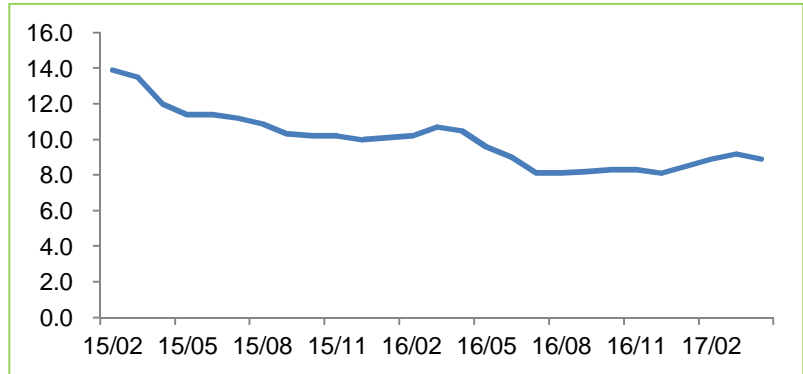


來源: 國家統計局, 農銀國際證券

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化

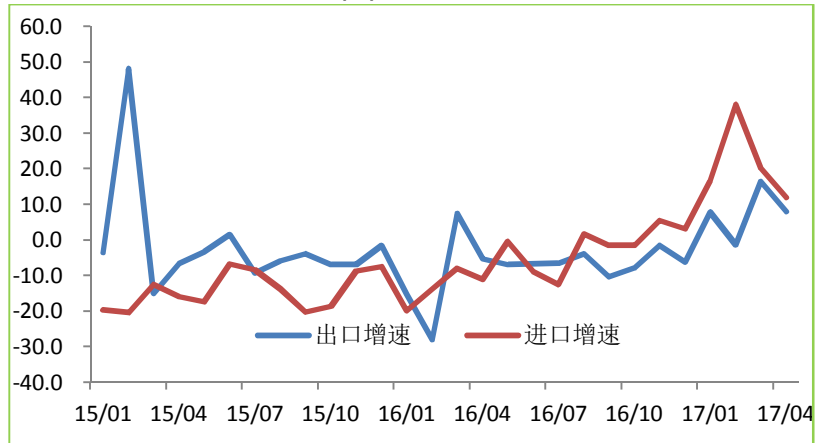


圖 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長（%）



來源：國家統計局，農銀國際證券

圖 3：中國出口及進口增長（%）



來源：國家統計局，農銀國際證券

通脹在 4 月份維持溫和態勢。由於食品價格跌幅收窄，4 月份 CPI 由 3 月份的 0.9% 略微反彈至 1.2%。此外，4 月份 PPI 則由 3 月份的 7.6% 回落至 6.4%，主要因為大宗商品價格下跌，特別是石油和黑色金屬相關產品的價格。

貨幣政策方面，4 月份人民銀行維持中性偏緊的態勢，以期降低杠杆率。銀監會亦加強了金融監管，特別在影子銀行方面。4 月份廣義貨幣供給（M2）的增速由 3 月份的 10.6% 回落至 10.5%，同期衡量實體經濟從金融體系獲得資金多寡的社會融資規模增量亦從 2.12 萬億人民幣下跌至 1.39 萬億人民幣。

今年下半年及明年經濟增長或略微放緩

儘管 2017 年第 1 季 GDP 錄得強勁增長，但基於以下原因，我們相信未來數季中國經濟或略微放緩。

首先，去杠杆的持續推進以及金融監管的強化將繼續對銀行間市場利率施加上行壓力，此舉或推高商業銀行的貸款利率。根據人民銀行 2017 年第 1 季貨幣政策執行報告，今年 3 月份非金融企業及其他部門貸款加權平均利率為 5.53%，高於 2016 年 12 月份的 5.26%。此外，銀監會頒布一系列金融監管措施，債券融資的條件或偏緊。



其次，有見于低基數效應逐步減退及大宗商品價格走勢回軟，未來數季 PPI 通脹或放緩，此將降低製造業部門的投資回報和削弱製造業的投資意欲。

第三，在房地產調控措施升溫下，房地產銷售或放緩，這將拖累與房屋裝修相關的零售銷售增長。實際上，4 月份房地產銷售面積和銷售金額分別僅上升 7.7% 及 10.0%，而 3 月份分別上升 14.7% 及 24.4%。

整體來說，隨著去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊，我們維持中國經濟 2017 年及 2018 年分別增長 6.7% 及 6.4% 的預測不變。此外，我們重申 2017 年及 2018 年人民銀行將維持基準利率穩定，但有見于通脹壓力較溫和以及外匯占款減少，人民銀行每年或下調 RRR 兩次，每次 50 個基點。

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	9.0	8.0
零售銷售增長, %	10.4	10.0	10.0
以美元計出口增長, %	-7.7	4.0	3.0
以美元計進口增長, %	-5.5	10.0	5.0
工業產出增長, %	6.0	6.5	6.0
消費物價通脹, %	2.0	2.0	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	7.100	7.300

來源: 國家統計局, 中國人民銀行, 農銀國際證券



### 中國經濟數據

	2016												2017			
	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月		
實際國民生產總值 (同比%)	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---		
以美元計出口增長 (同比%)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0		
以美元計進口增長 (同比%)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9		
貿易餘額 (美元/十億)	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0		
零售額 (同比%)	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7		
工業增加值 (同比%)	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5		
製造業 PMI (%)	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2		
非製造業 PMI (%)	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0		
固定資產投資 (累計同比%)	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9		
消費物價指數 (同比%)	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2		
生產者物價指數 (同比%)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4		
廣義貨幣供應量 (同比%)	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5		
新增貸款 (人民幣/十億)	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100		
總社會融資 (人民幣/十億)	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390		

### 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	20,979.75	0.40	18.47	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	48.30	0.96	659,087	1.00	0.00	
標準普爾 500 指數	2,400.67	0.41	21.39	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	51.36	1.02	332,167	4.00	0.00	
納斯達克綜合指數	6,169.87	0.79	32.92	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.23	(5.81)	183,668	1.50	0.00	
MSCI 美國指數	2,286.31	0.41	21.80	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>	美元/公噸	61.80	N/A	N/A	美國 1 年期國債	0.6847	2.54
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債			
富時 100 指數	7,520.20	1.14	34.71	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,920.75	1.87	18,018	2.2871	(3.81)	
德國 DAX30 指數	12,747.67	(0.18)	20.15	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,923.00	1.69	22,844	美國 10 年期國債	2.2871	(3.86)
法國 CAC 40 指數	5,378.01	(0.51)	19.92	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,598.25	0.92	7,279	日本 10 年期國債	0.0460	(0.10)
西班牙 IBEX 35 指數	10,906.70	0.09	19.47	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,611.00	0.93	19,364	中國 10 年期國債	3.6280	(2.40)
意大利 FTSE MIB 指數	21,583.23	0.04	N/A	貴金屬					歐洲央行基準利率 (再融資利率)		
Stoxx 600 指數	394.47	(0.29)	25.77	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,243.50	1.29	205,149	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,189.03	1.22	35.46	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	16.86	2.76	71,439	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	1.0008	0.83
MSCI 法國指數	154.34	0.10	19.73	紐約商品交易所鈀期貨合約	美元/金衡盎司	941.00	2.56	13,047	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.1794	(0.01)
MSCI 德國指數	158.57	0.02	20.60	農產品					隔夜上海同業拆借利率		
MSCI 意大利指數	60.74	1.08	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	368.50	(0.67)	141,759	2.7525	(3.86)	
亞洲			農產品					1 月期上海同業拆借利率			
日經 225 指數	19,814.88	(0.35)	18.97	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	426.00	(1.56)	66,972	4.0495	0.27	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,786.03	(0.87)	19.78	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	16.09	3.74	46,430	香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.8018	(1.89)
恒生指數	25,288.97	0.53	14.23	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	978.25	1.58	95,142	公司債券 (穆迪)		
恒生中國企業指數	10,372.02	0.87	8.74						Aaa 3.87 1.00		
滬深 300 指數	3,409.97	0.73	15.05						Baa 4.59 1.00		
上證綜合指數	3,104.44	0.68	16.85								
深證綜合指數	1,867.68	2.61	27.40								
MSCI 中國指數	70.84	1.39	15.56								
MSCI 香港指數	14,088.13	(0.13)	14.44								
MSCI 日本指數	945.23	0.18	16.56								

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/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	1.1089	1.2929	0.7402	112.44	0.9842	6.8890	7.7877	7.0730
周變化 (%)	1.45	0.30	0.20	0.84	1.70	0.15	0.08	0.26



## 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他附屬機構、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