



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

中国经济首两月维持增长动力

农银国际研究部

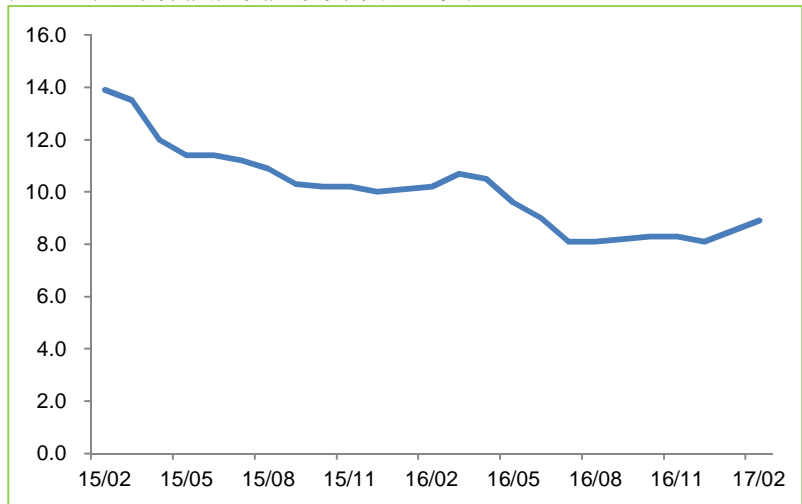
2017年3月16日

- 中国经济今年首两月在投资、进出口及工业产出均有反弹，惟零售销售受累于汽车销售下跌而放缓。
- 2017年首两月的宏观数据显示中国经济受益于投资及工业产出全面改善而维持相对较强的增长动力，我们预期今年首季中国GDP增长6.7%。
- 然而，展望未来，经济前景仍有不小的挑战。由于缺乏强劲的汽车销售支持，今年的零售销售增长或减慢。首两月固定资产投资到位资金按年下跌8.0%，而2016年全年则增长5.8%，这显示投资增长可能在未来数月放缓。此外，与美国潜在的贸易争端或拖累出口增长。
- 随着去杠杆以及去库存的持续推进，我们维持2017年中国经济增长6.5%的预测不变。

中国经济在今年首两月继续稳健的增长，主要得益于投资、进出口以及工业产出均有反弹。相反，由于汽车销售下跌，零售销售增长放缓。

城镇固定资产投资继2016年增长8.1%¹后，今年首两月加快至8.9%，主要因为工业盈利预期改善以及生产物价通胀升温（图1）。尽管不少城市推出房地产限制措施，但首两月房地产投资增长由2016年的6.9%回升至8.9%。同期制造业投资增长由2016年的4.2%略微加快至4.3%。此外，受益于政府加快基建项目及政府和社会资本合作（PPP）项目的推进，首两月基建固定资产投资急升27.3%，而2016年去年增长17.4%。令人鼓舞的是，随着投资回报率提高，首两月民间投资增长由2016年的3.2%反弹至6.7%。

图 1：中国城镇固定资产投资年初至今增长（%）



来源: 国家统计局, 农银国际证券

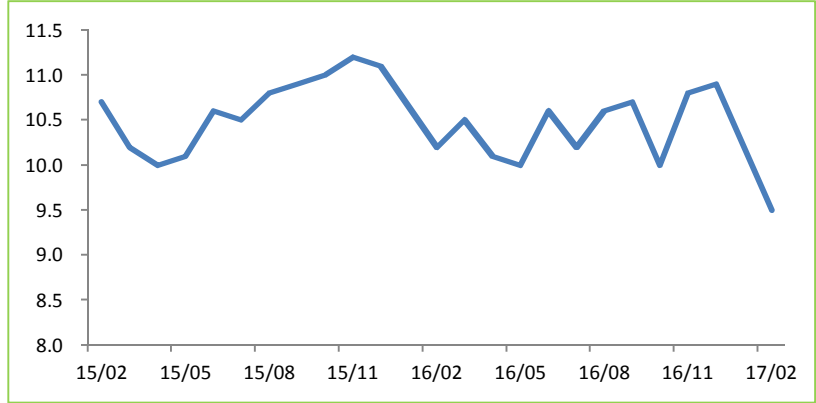
今年首两月房地产销售亦保持强劲，特别是三、四线城市。首两月房地产销售面积和销售金额分别上升25.1%及26.0%，而2016年全年分别上升22.5%及34.8%。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化



今年首两月零售销售增长由 2016 年 10.4% 放缓至 9.5%，主要因为汽车销售在购置税优惠减少下下跌（图 2）。首两月汽车销售下跌 1.0%，而 2016 年全年增长 10.1%。经通胀调整后，首两月零售销售实质增长由去年全年 9.6% 放缓至 8.1%。

图 2: 中国零售销售增长 (%)

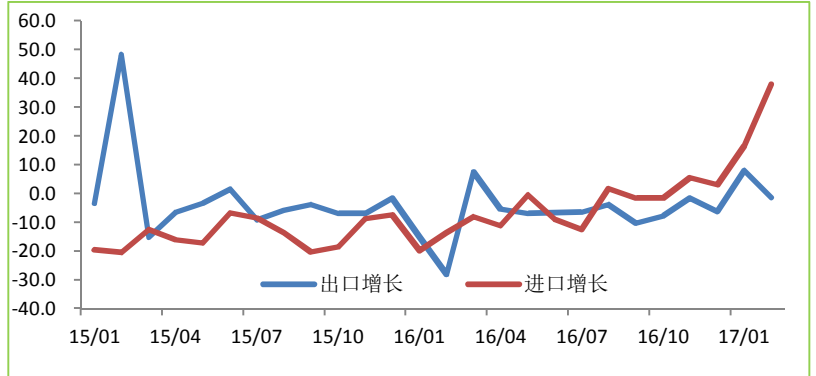


来源: 国家统计局, 农银国际证券

在生产物价通胀上升及外需改善下，生产端亦显示温和反弹。今年首两月工业产出增长由 2016 年 6.0% 回升至 6.3%。首两月发电量增长 6.3%，较 2016 年全年 4.5% 的增幅加快。

受益于全球经济复苏，今年首两月中国贸易显著改善。以美元计价，首两月出口平均增长 4.0%，进口则飙升 26.4%，而 2016 年全年出口和进口分别下跌 7.7% 及 5.5%。此外，由于进口大幅上升，首两月贸易盈余由去年同期的 9590 亿美元收窄至 4210 亿美元。

图 3: 中国出口及进口增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

今年首两月通胀维持温和态势。1 月和 2 月作为整体来看，消费物价通胀平均上升 1.7%，较 2016 年全年 2.0% 的通胀水平回落。消费通胀放缓主要因为天气较温暖导致食品供给上升，价格回落。此外，由于去年同期基数较低以及供给侧改革导致大宗商品和原材料价格上升，首两月生产物价通胀由去年全年下跌 1.3% 转为上涨 7.3%。尽管今年首季生产物价通胀将因较低库存及重新补库存维持在高位，但我们预期 2017 年全年生产物价通胀或在疲弱总需求下受控。



整体而言，2017年首两月的宏观数据显示中国经济受益于投资及工业产出全面改善而维持相对较强的增长动力，我们预期今年首季中国GDP增长6.7%。然而，展望未来，经济仍有不小的挑战。由于缺乏强劲的汽车销售支持，今年零售销售增长或减慢。值得注意的是，消费已是中国经济增长的主要动力，2016年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率达64.1%。首两月固定资产投资到位资金按年下跌8.0%，而2016年全年则增长5.8%，这显示投资增长可能在未来数月放缓。此外，与美国潜在的贸易争端或拖累出口增长。总体而言，随着去杠杆以及去库存的持续推进，我们维持2017年中国经济增长6.5%的预测不变。



中国经济数据

	2016												2017	
	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	2月
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---
以美元计出口增长 (同比%)	(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	(1.3)
以美元计进口增长 (同比%)	(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	38.1
贸易余额 (美元/十亿)	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	(9.1)
零售额 (同比%)	10.2	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5
工业增加值 (同比%)	5.4	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3
制造业 PMI (%)	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	51.6
非制造业 PMI (%)	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	54.2
固定资产投资 (累计同比%)	10.2	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9
消费物价指数 (同比%)	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	0.8
生产者物价指数 (同比%)	(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	7.8
广义货币供应量 (同比%)	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	11.1
新增贷款 (人民币/十亿)	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170
总社会融资 (人民币/十亿)	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150

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)			
美国			能源					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	20,950.10	0.23	19.33	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	49.14	1.34	797,065	1.00	25.00	
标准普尔 500 指数	2,385.26	0.53	21.79	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	52.13	1.48	374,352	美国基准借贷利率	3.75	0.00
纳斯达克综合指数	5,900.05	0.65	42.96	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.95	(1.99)	151,583	美国联邦储备银行贴现窗口借款率	1.25	0.00
MSCI 美国指数	2,271.66	0.58	22.27	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	0.5325	0.00
欧洲			普通金属					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,368.64	0.35	38.79	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,873.50	0.31	26,092	2.0014	(10.0)	
德国 DAX30 指数	12,009.87	0.39	19.77	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,887.00	0.37	38,125	2.4931	(8.14)	
法国 CAC 40 指数	4,985.48	(0.16)	19.13	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,856.00	2.31	17,488	日本 10 年期国债	0.0710	(1.80)
西班牙 IBEX 35 指数	9,983.20	(0.23)	18.64	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,864.00	2.30	36,453	中国 10 年期国债	3.3410	(8.00)
意大利 FTSE MIB 指数	19,774.02	0.59	N/A	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)		
Stoxx 600 指数	375.10	0.50	26.11	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,226.20	2.06	222,665	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,144.47	0.37	39.84	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	17.48	3.26	62,684	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.9283	3.78
MSCI 法国指数	141.57	(0.19)	19.06	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	970.30	3.42	17,040	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.1373	1.61
MSCI 德国指数	151.55	0.39	20.16	农产品					隔夜上海同业拆借利率		
MSCI 意大利指数	55.07	0.64	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	365.25	0.27	164,658	2.4410	3.91	
亚洲								1 月期上海同业拆借利率			
日经 225 指数	19,590.02	(0.07)	22.99	小麦期货合约	美元/蒲式耳	438.50	(0.45)	58,029	4.2218	10.65	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,785.79	0.18	19.93	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	18.23	0.05	48,998	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.9384	(0.58)
恒生指数	24,138.08	2.42	13.36	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	1,004.50	(0.20)	99,960	公司债券 (穆迪)		
恒生中国企业指数	10,447.51	3.76	8.60						Aaa	4.13	2.00
沪深 300 指数	3,477.48	1.45	15.57						Baa	4.78	2.00
上证综合指数	3,265.14	1.63	18.63						附注:		
深证综合指数	2,043.23	1.47	44.55						1. 数据源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (资料更新于报告发布日期)		
MSCI 中国指数	65.65	1.52	14.46						2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格		
MSCI 香港指数	13,272.83	0.13	13.78								
MSCI 日本指数	940.96	(0.10)	19.10								

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	1.0731	1.2272	0.7692	113.26	0.9990	6.8928	7.7643	7.0900
周变化 (%)	0.54	0.86	1.99	1.35	1.19	0.24	0.00	0.68



权益披露

分析员, 姚少华, 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 2017 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