



经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

中国第 1 季 GDP 增长继续加快

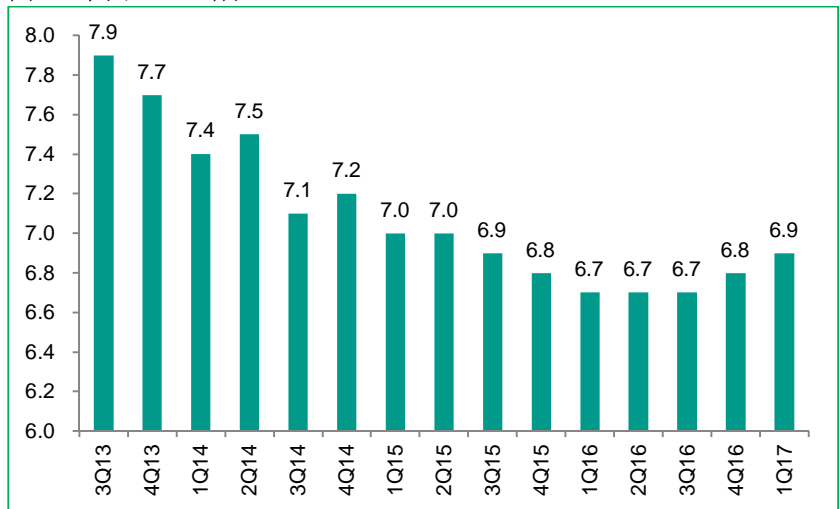
农银国际研究部

2017 年 4 月 19 日

- 中国 2017 年第 1 季经济增速由 2016 年第 4 季的 6.8% 略微反弹至 6.9%，主要因为工业产出与投资增速加快，以及进出口明显改善。
- 尽管首季 GDP 录得强劲增速，但我们相信未来数季中国经济增长将小幅放缓，一方面因为去杠杆的持续推进或抑制经济扩张，另一方面则因为美国总统特朗普签署行政令要求 90 天以内彻底调查美国巨额贸易逆差的原因，此举或令中美潜在贸易争端升级，拖累中国出口增长。
- 有见于 2017 年第 1 季录得强劲增长，我们将 2017 年全年 GDP 增速预测由之前估计的 6.5% 上调至 6.7%。
- 未来数月我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策，以降低整体经济的负债率水平。此外，鉴于今年首季经济增速好于预期，为降低金融领域风险，人民银行和银监会或加大宏观审慎措施力度。

中国 2017 年第 1 季经济增速由 2016 年第 4 季的 6.8%¹ 略微反弹至 6.9%，为 6 个季度来最快增速，主要因为工业产出与投资增速加快，以及进出口明显改善（图 1）。令人鼓舞的是，3 月份的经济数据好于预期，投资、零售销售、出口以及工业产出的增速均快过市场预测。从按季增长看，2017 年第 1 季中国经济增长 1.3%，而 2016 年第 4 季则增长 1.7%。

图 1: 中国 GDP 增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

经济结构的调整继续取得积极进展。国内生产总值各个组成部分的分析显示，2017 年第 1 季消费开支仍是经济增长的主要推动力，为整体经济增长贡献 5.3 个百分点，而投资仅贡献 1.3 个百分点（图 2）。2017 年第 1 季货物及服务净出口为整体经济增长贡献 0.3 个百分点，而 2016 年货物及服务净出口拖累整体经济增长减少 0.4 个百分点。此外，今年首季第三产业增加值占国内生产总值的比重达到 51.6%，高于去年 51.6% 的比重以及今年首季第二产业 38.7% 的比重。

¹除另有指明外，本报告列示的变动比率均为按年变化

**图 2: 中国实质 GDP 增长各项目贡献率 (百分点)**

经济指标	2015	2016	1Q2017
消费开支 (家庭 + 政府)	4.1	4.3	5.3
投资 (私人 + 公共)	2.9	2.8	1.3
货物及服务净出口	-0.1	-0.4	0.3
实质 GDP 增长 %	6.9	6.7	6.9

来源: 国家统计局, 农银国际证券

尽管零售销售在今年首季略微放缓, 但内需仍维持稳健增长, 主要得益于投资强劲反弹。城镇固定资产投资继去年第 4 季增长 7.9% 后, 今年第 1 季大幅回升至 9.2%, 而同期消费品零售销售则由 10.6% 放缓至 10.0%。零售销售增长回落主要因为今年首季汽车销售增速在购置税优惠减少下减慢。从供给侧看, 受益于生产物价通胀上升及外需改善, 2017 年第 1 季实质工业产出增长由 2016 年第 4 季的 6.1% 反弹至 6.8%。

受益于全球经济复苏, 2017 年第 1 季外需显著改善。以美元计价, 今年首季出口上升 8.2%, 而去年第 4 季则下跌 4.8%。随着进口飙升 24.0%, 首季贸易盈余由去年第 4 季的 1345 亿美元收窄至 656 亿美元。

货币政策方面, 今年首季人民银行维持偏紧的态势, 主要表现为数次提高逆回购及各类借贷便利的利率水平。今年 3 月份广义货币供给 (M2) 的增速由去年 12 月份的 11.3% 回落至 10.6%。此外, 2017 年第 1 季新增人民币贷款为 4.2 万亿人民币, 而去年同期则达 4.6 万亿人民币。

展望未来, 尽管今年第 1 季 GDP 录得强劲增速, 但我们相信未来数季中国经济增长将小幅放缓, 一方面因为去杠杆的持续推进或抑制经济扩张, 另一方面则因为美国总统特朗普签署行政令要求 90 天以内彻底调查美国巨额贸易逆差的原因, 此举或令中美潜在贸易争端升级, 拖累中国出口增长。有见于今年第 1 季录得强劲增长, 我们将 2017 年全年 GDP 增速预测由之前估计的 6.5% 上调至 6.7%。

未来数月我们预期人民银行将继续维持中性偏紧的货币政策, 以降低整体经济的负债率水平。此外, 鉴于第 1 季经济增速好于预期, 为降低金融领域风险, 人民银行和银监会或加大宏观审慎措施力度。

图 3: 经济预测

经济指标	2015 年	2016 年	2017 年预测
实质 GDP 增长, %	6.9	6.7	6.7
固定资产投资增长, %	10.0	8.1	9.0
零售销售增长, %	10.7	10.4	10.0
以美元计出口增长, %	-2.8	-7.7	4.0
以美元计进口增长, %	-14.1	-5.5	10.0
工业产出增长, %	6.1	6.0	6.5
消费物价通胀, %	1.4	2.0	2.0
M2 增长, %	13.3	11.3	10.5
社会融资规模, 十亿人民币	15,400	17,800	19,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	11,700	12,600	13,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.4937	6.9450	7.100

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券



中国经济数据

	2016												2017		
	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	3月	
实际国民生产总值 (同比%)	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	
以美元计出口增长 (同比%)	(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)	16.4	
以美元计进口增长 (同比%)	(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	20.3	
贸易余额 (美元/十亿)	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)	23.9	
零售额 (同比%)	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	10.9	
工业增加值 (同比%)	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	7.6	
制造业 PMI (%)	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	51.8	
非制造业 PMI (%)	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	55.1	
固定资产投资 (累计同比%)	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	9.2	
消费物价指数 (同比%)	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	0.9	
生产者物价指数 (同比%)	(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	7.6	
广义货币供应量 (同比%)	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	10.6	
新增贷款 (人民币/十亿)	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	
总社会融资 (人民币/十亿)	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	

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	20,523.28	0.34	18.88	纽约商品交易所轻质低硫原油实物期货合约	美元/桶	52.28	(1.69)	445,007	1.00	0.00	
标准普尔 500 指数	2,342.19	0.57	21.57	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	54.74	(2.06)	314,265	4.00	0.00	
纳斯达克综合指数	5,849.47	0.76	113.9	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	3.15	(2.32)	167,774	1.50	0.00	
MSCI 美国指数	2,231.95	0.58	22.02	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	0.7406	(1.00)
欧洲				普通金属				美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,147.50	(2.46)	37.77	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,875.50	(1.03)	24,864	1.7063	(6.28)	
德国 DAX30 指数	12,000.44	(0.90)	19.40	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,892.00	(0.89)	35,432	2.1771	(6.03)	
法国 CAC 40 指数	4,990.25	(1.59)	19.28	COMEX 铜期货合约	美元/磅	5,553.00	(2.15)	18,598	日本 10 年期国债	0.0040	(0.60)
西班牙 IBEX 35 指数	10,264.50	(0.60)	19.03	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	5,572.00	(2.11)	46,550	中国 10 年期国债	3.4130	4.20
意大利 FTSE MIB 指数	19,442.71	(1.67)	N/A	贵金属				欧洲央行基准利率 (再融资利率)			
Stoxx 600 指数	376.35	(1.11)	26.12	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,288.90	0.03	248,725	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,083.22	(2.43)	38.66	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	18.24	(1.49)	82,362	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.9944	0.44
MSCI 法国指数	142.43	(1.49)	19.02	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	980.00	0.27	15,731	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.1584	0.08
MSCI 德国指数	151.31	(0.87)	19.56	农产品				隔夜上海同业拆借利率			
MSCI 意大利指数	54.18	(1.71)	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	368.25	(2.58)	164,886	2.4860	5.70	
亚洲				小麦期货合约	美元/蒲式耳	436.50	(1.41)	83,932	1 月期上海同业拆借利率	3.9978	0.06
日经 225 指数	18,400.11	0.35	21.28	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	16.83	1.57	69,601	香港 3 月期银行同业拆借固定利率	0.9081	(0.13)
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,807.20	(1.40)	19.97	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	959.00	(0.75)	97,377	公司债券 (穆迪)		
恒生指数	23,740.45	(2.15)	13.23					Aaa 3.86 3.00			
恒生中国企业指数	9,944.24	(2.55)	8.37					Baa 4.55 3.00			
沪深 300 指数	3,440.13	(1.31)	15.83								
上证综合指数	3,165.47	(2.48)	18.34								
深证综合指数	1,921.51	(3.28)	39.08								
MSCI 中国指数	66.42	(0.90)	14.64								
MSCI 香港指数	13,588.05	(1.16)	13.98								
MSCI 日本指数	880.97	0.74	18.01								

附注:

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)
2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格

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	1.0719	1.2821	0.7526	108.51	0.9975	6.8829	7.7744	7.0725
周变化 (%)	0.95	2.38	(0.70)	0.12	0.80	0.04	(0.02)	(0.04)



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