



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

中國經濟首兩月維持增長動力

農銀國際研究部

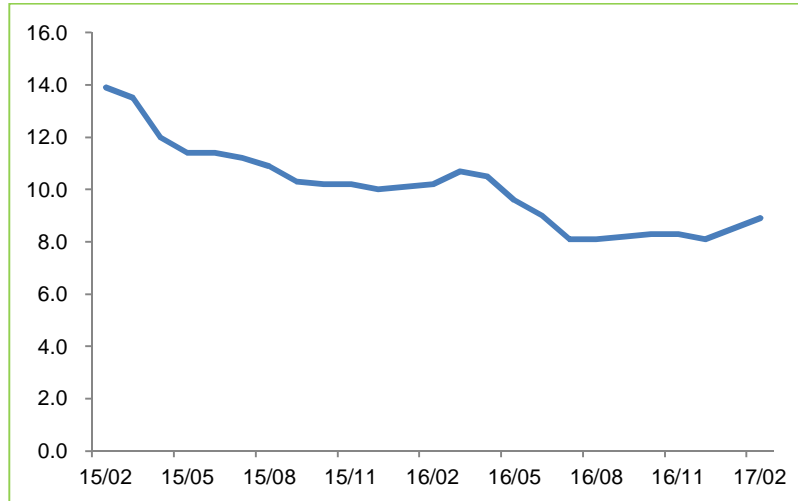
2017年3月16日

- 中國經濟今年首兩月在投資、進出口及工業產出均有反彈，惟零售銷售受累於汽車銷售下跌而放緩。
- 2017年首兩月的宏觀數據顯示中國經濟受益於投資及工業產出全面改善而維持相對較強的增長動力，我們預期今年首季中國GDP增長6.7%。
- 然而，展望未來，經濟前景仍有不小的挑戰。由於缺乏強勁的汽車銷售支持，今年的零售銷售增長或減慢。首兩月固定資產投資到位資金按年下跌8.0%，而2016年全年則增長5.8%，這顯示投資增長可能在未來數月放緩。此外，與美國潛在的貿易爭端或拖累出口增長。
- 隨著去杠杆以及去庫存的持續推進，我們維持2017年中國經濟增長6.5%的預測不變。

中國經濟在今年首兩月繼續穩健的增長，主要得益於投資、進出口以及工業產出均有反彈。相反，由於汽車銷售下跌，零售銷售增長放緩。

城鎮固定資產投資繼2016年增長8.1%¹後，今年首兩月加快至8.9%，主要因為工業盈利預期改善以及生產物價通脹升溫（圖1）。儘管不少城市推出房地產限制措施，但首兩月房地產投資增長由2016年的6.9%回升至8.9%。同期製造業投資增長由2016年的4.2%略微加快至4.3%。此外，受益於政府加快基建項目及政府和社會資本合作（PPP）項目的推進，首兩月基建固定資產投資急升27.3%，而2016年去年增長17.4%。令人鼓舞的是，隨著投資回報率提高，首兩月民間投資增長由2016年的3.2%反彈至6.7%。

圖1：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

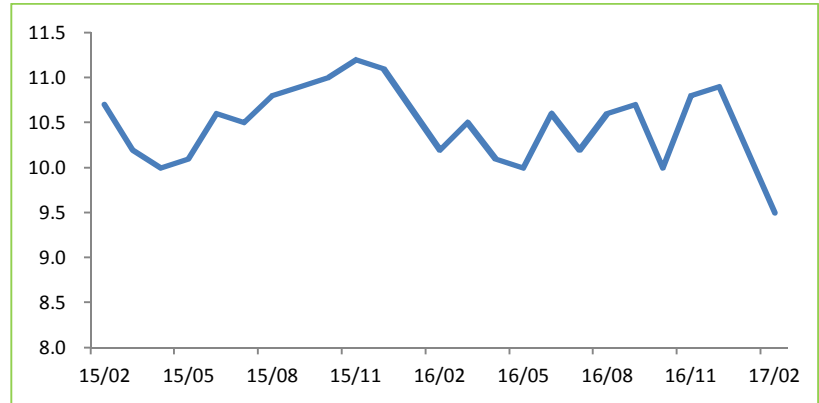
今年首兩月房地產銷售亦保持強勁，特別是三、四線城市。首兩月房地產銷售面積和銷售金額分別上升25.1%及26.0%，而2016年全年分別上升22.5%及34.8%。

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



今年首兩月零售銷售增長由 2016 年 10.4%放緩至 9.5%，主要因為汽車銷售在購置稅優惠減少下下跌（圖 2）。首兩月汽車銷售下跌 1.0%，而 2016 年全年增長 10.1%。經通脹調整後，首兩月零售銷售實質增長由去年全年 9.6%放緩至 8.1%。

圖 2：中國零售銷售增長 (%)

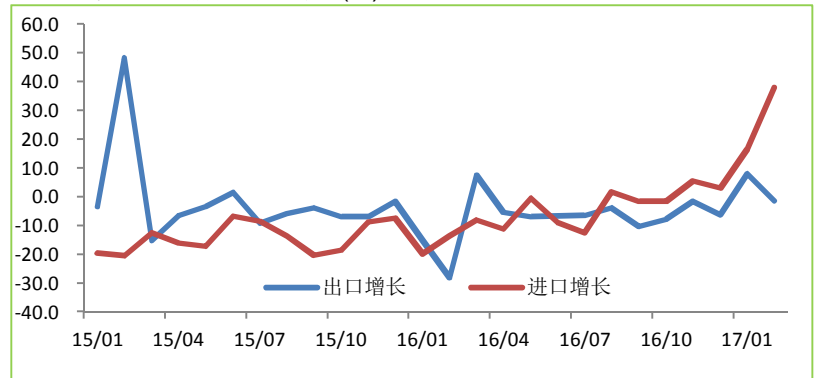


來源：國家統計局，農銀國際證券

在生產物價通脹上升及外需改善下，生產端亦顯示溫和反彈。今年首兩月工業產出增長由 2016 年 6.0%回升至 6.3%。首兩月發電量增長 6.3%，較 2016 年全年 4.5%的增幅加快。

受益於全球經濟復蘇，今年首兩月中國貿易顯著改善。以美元計價，首兩月出口平均增長 4.0%，進口則飆升 26.4%，而 2016 年全年出口和進口分別下跌 7.7%及 5.5%。此外，由於進口大幅上升，首兩月貿易盈餘由去年同期的 9590 億美元收窄至 4210 美元。

圖 3：中國出口及進口增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

今年首兩月通脹維持溫和態勢。1 月和 2 月作為整體來看，消費物價通脹平均上升 1.7%，較 2016 年全年 2.0%的通脹水平回落。消費通脹放緩主要因為天氣較溫暖導致食品供給上升，價格回落。此外，由於去年同期基數較低以及供給側改革導致大宗商品和原材料價格上升，首兩月生產物價通脹由去年全年下跌 1.3%轉為上漲 7.3%。儘管今年首季生產物價通脹將因較低庫存及重新補庫存維持在高位，但我們預期 2017 年全年生產物價通脹或在疲弱總需求下受控。



整體而言，2017年首兩月的宏觀數據顯示中國經濟受益於投資及工業產出全面改善而維持相對較強的增長動力，我們預期今年首季中國GDP增長6.7%。然而，展望未來，經濟仍有不小的挑戰。由於缺乏強勁的汽車銷售支持，今年零售銷售增長或減慢。值得注意的是，消費已是中國經濟增長的主要動力，2016年最終消費支出對國內生產總值增長的貢獻率達64.1%。首兩月固定資產投資到位資金按年下跌8.0%，而2016年全年則增長5.8%，這顯示投資增長可能在未來數月放緩。此外，與美國潛在的貿易爭端或拖累出口增長。總體而言，隨著去杠杆以及去庫存的持續推進，我們維持2017年中國經濟增長6.5%的預測不變。



中國經濟數據

	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
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---
以美元計出口增長 (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)
以美元計進口增長 (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
貿易餘額 (美元/十億)	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)
零售額 (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
工業增加值 (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
製造業 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
非製造業 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
固定資產投資 (累計同比%)	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
消費物價指數 (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
生產者物價指數 (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
廣義貨幣供應量 (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
新增貸款 (人民幣/十億)	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170
總社會融資 (人民幣/十億)	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150

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	20,950.10	0.23	19.33	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	49.14	1.34	797,065	1.00	25.00	
標準普爾 500 指數	2,385.26	0.53	21.79	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	52.13	1.48	374,352	3.75	0.00	
納斯達克綜合指數	5,900.05	0.65	42.96	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.95	(1.99)	151,583	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.25	0.00
MSCI 美國指數	2,271.66	0.58	22.27	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	7,368.64	0.35	38.79	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,873.50	0.31	26,092	2.0014	(10.0)	
德國 DAX30 指數	12,009.87	0.39	19.77	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,887.00	0.37	38,125	2.4931	(8.14)	
法國 CAC 40 指數	4,985.48	(0.16)	19.13	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,856.00	2.31	17,488	美國 10 年期國債	0.0710	(1.80)
西班牙 IBEX 35 指數	9,983.20	(0.23)	18.64	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,864.00	2.30	36,453	日本 10 年期國債	0.0710	(1.80)
意大利 FTSE MIB 指數	19,774.02	0.59	N/A	貴金屬					中國 10 年期國債	3.3410	(8.00)
Stoxx 600 指數	375.10	0.50	26.11	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,226.20	2.06	222,665	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00
MSCI 英國指數	2,144.47	0.37	39.84	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.48	3.26	62,684	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.9283	3.78
MSCI 法國指數	141.57	(0.19)	19.06	紐約商品交易所鈀期貨合約	美元/金衡盎司	970.30	3.42	17,040	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.1373	1.61
MSCI 德國指數	151.55	0.39	20.16	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.4410	3.91
MSCI 意大利指數	55.07	0.64	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	365.25	0.27	164,658	1 月期上海同業拆借利率	4.2218	10.65
亞洲			農產品					香港 3 年期銀行同業拆借固定利率			
日經 225 指數	19,590.02	(0.07)	22.99	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	438.50	(0.45)	58,029	0.9384	(0.58)	
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,785.79	0.18	19.93	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	18.23	0.05	48,998	公司債券 (穆迪)		
恒生指數	24,138.08	2.42	13.36	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,004.50	(0.20)	99,960	Aaa	4.13	2.00
恒生中國企業指數	10,447.51	3.76	8.60						Baa	4.78	2.00
滬深 300 指數	3,477.48	1.45	15.57								
上證綜合指數	3,265.14	1.63	18.63								
深證綜合指數	2,043.23	1.47	44.55								
MSCI 中國指數	65.65	1.52	14.46								
MSCI 香港指數	13,272.83	0.13	13.78								
MSCI 日本指數	940.96	(0.10)	19.10								

附注:

- 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發佈日期)
- 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	1.0731	1.2272	0.7692	113.26	0.9990	6.8928	7.7643	7.0900
周變化 (%)	0.54	0.86	1.99	1.35	1.19	0.24	0.00	0.68



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 \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偏差計算所得。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偏差。

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。我等並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，我等並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，為市場信息採集、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