



## 经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

## 今年下半年及明年中国经济增长或略微放缓

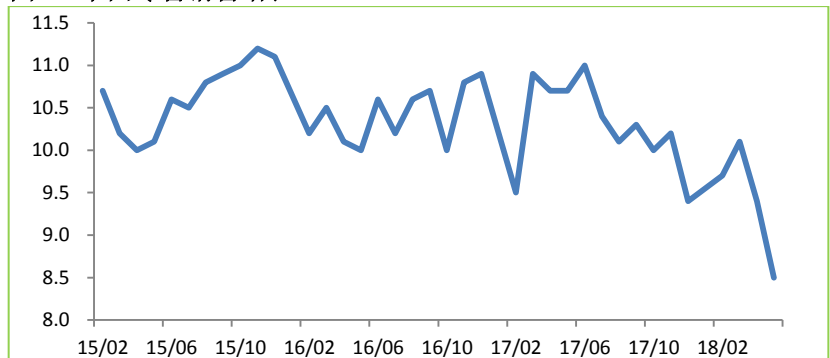
- 近期经济数据显示中国经济在 2Q18 开始放缓, 主要因为去杠杆及防风险持续推进、融资成本上升以及金融监管加强
- 尽管 4 月份与 5 月份生产端及外需依然保持强韧, 对短期经济增速形成支撑, 但同期内需则显著回落。4 月份与 5 月份固定资产投资及零售销售增速不仅明显低于 1Q18, 亦低于市场预期
- 尽管 1Q18 的 GDP 录得强劲增长, 但我们相信未来数季中国经济或略微放缓, 但不确定性上升。有见于中美贸易摩擦增多、房地产融资成本上升以及基建投资增速继续承压, 我们维持中国经济 2018 年及 2019 年分别增长 6.6% 及 6.4% 的预测不变
- 我们预期 2018 年及 2019 年人民银行将维持基准利率稳定, 但有见于通胀压力较温和以及经济下行压力增加, 人民银行在今年下半年及明年或再分别宣布定向下调 RRR 两次以及三次

### 经济增长动力开始减弱

近期经济数据显示中国经济在 2Q 开始放缓, 主要因为去杠杆及防风险持续推进、融资成本上升以及金融监管加强。尽管 4 月份与 5 月份生产端及外需依然保持强韧, 对短期经济增速形成支撑, 但同期内需则显著回落。4 月份与 5 月份固定资产投资及零售销售增速不仅明显低于 1Q, 亦低于市场预期。

工业生产受益于 PPI 高企而保持平稳增长。工业产出继 1Q 增长 6.8%<sup>1</sup> 后, 4 月份及 5 月份分别增长 7.0% 及 6.8%。4 月份与 5 月份发电量分别增长 6.9% 及 9.8%, 而 1Q 增长 8.0%。涵盖 31 个行业大类的制造业 PMI 指数由 1Q 平均的 51.0 加速至 4 月份及 5 月份的 51.4 及 51.9。此外, 4 月份及 5 月份工业企业实现利润增速亦由 1Q 的 11.6% 分别加快至 21.9% 及 21.1%。

图 1: 中国零售销售增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券

内需方面, 消费支出及固定资产投资增速均显著减慢。4 月份及 5 月份零售销售增长由 1Q 的 9.8% 分别回落至 9.4% 及 8.5%, 主要因为居民住房贷款激增挤压了消费, 以及有部分消费品关税降低将于下半年生效导致消费推迟(图表 1)。由于基建固定资产投资在财政支出收紧下减慢, 4 月份与 5 月份单月整体城镇固定资产投资增速由 1Q 的 7.5% 分别回落至 6.1% 与 3.9%(图表 2)。受房地产市场销售理想及工业企业

农银国际研究部

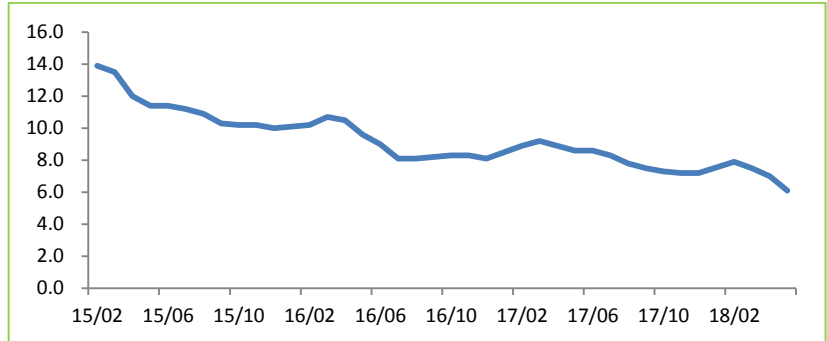
2017 年 6 月 29 日

<sup>1</sup>除另有指明外, 本报告列示的变动比率均为按年变化



利润增速较快支持，4 月份及 5 月份房地产及制造业投资增速保持稳健。

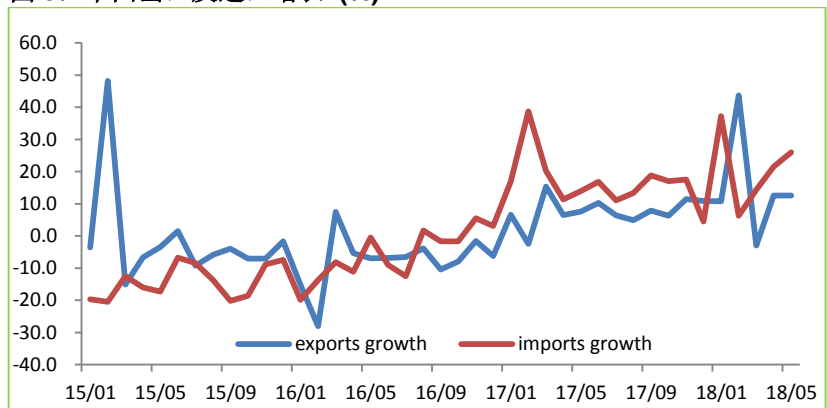
图 2：中国城镇固定资产投资年初至今增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

外需方面，4 月份与 5 月份出口及进口增速均保持高位(图表 3)。以美元计价，4 月份与 5 月份出口分别增长 12.9%与 12.6%，与 1Q 的 14.1% 增速相若。4 月份与 5 月份进口增速则加快，分别增长 21.5%与 26.0%，而 1Q 增长 18.9%。随着进口明显反弹，4 月份与 5 月份贸易盈余维持在相对较低水平，分别达至 288 亿美元与 249 亿美元。

图 3：中国出口及进口增长 (%)



来源：中国海关，农银国际证券

通胀在 4 月份与 5 月份维持温和态势。由于食品价格疲弱，4 月份与 5 月份 CPI 由 1Q 的 2.1%回落至 1.8%。此外，4 月份与 5 月份 PPI 分别维持在 3.4%及 4.1%的较高水平，与 1Q 的 3.7%的涨幅相若，主要因为大宗商品价格维持强势，特别是石油和黑色金属相关产品的价格。

货币政策方面，虽然 4 月 25 日人民银行对部分金融机构降准 1 个百分点以及置换中期借贷便利 (MLF) 的操作，但在去杠杆、防风险持续推进以及金融监管加强下，4 月份与 5 月份信贷条件维持偏紧态势。4 月份与 5 月份广义货币供给(M2)的增速维持在 8.3%的较低水平，同期衡量实体经济从金融体系获得资金多寡的社会融资规模增量亦从 1Q 平均每月 1.85 万亿元人民币分别下跌至 1.56 万亿元人民币与 0.76 万亿元人民币。

### 2H18/2019 年经济增长或略微放缓

尽管 1Q18 GDP 录得强劲增长，但基于以下原因，我们相信未来数季



中国经济或略微放缓，但不确定性上升。

首先，近期中美贸易摩擦再度升温或拖累出口增速。经过几轮谈判后，美国总统特朗普仍然决定对从中国进口的约 500 亿美元产品加征 25% 的关税，同时威胁将对额外 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税。如果上述极端的情况发生的话，我们假定中国出口到美国的商品价格弹性为中性，即价格弹性系数为 1，中国大约会减少对美国 325 亿美元的商品出口，或令出口增速减少 14.4 个百分点。

其次，去杠杆的持续推进以及金融监管的强化将继续对银行间市场利率施加上行压力，此举或推高商业银行的贷款利率。根据人民银行 1Q18 货币政策执行报告，今年 3 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 5.96%，高于 2017 年 12 月份的 5.74%。此外，银监会颁布一系列金融监管措施，加上近期债券信用违约事件时有发生，债券融资的条件或偏紧。

第三，在房地产调控措施升温下，房地产融资成本上升。不仅从商业银行获得贷款更为困难，而且境内外发债利率水平录得明显上升，或拖累未来房地产投资增长。此外，预算财政赤字率调低、PPP 项目清理，以及地方政府投融资监管收紧均导致基建投资增速继续承压。

整体来说，随着中美贸易摩擦增多、房地产融资成本上升以及基建投资增速继续承压，我们维持中国经济 2018 年及 2019 年分别增长 6.6% 及 6.4% 的预测不变。

货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏松的货币政策以平衡去杠杆、防范金融风险以及稳定经济增长三大重要目标。人民银行货币政策委员会在 2018 年第二季度例会表示“保持流动性合理充裕”，不同于第一季度货币政策执行报告里“保持流动性合理稳定”的表述。我们预期 2018 年及 2019 年人民银行将维持基准利率稳定，但有见于通胀压力较温和以及经济下行压力增加，人民银行在今年下半年及明年或再分别宣布定向下调 RRR 两次以及三次。汇率方面，由于美国或加快加息步伐，我们预期 2018 年年底美元兑人民币在岸现货价或为 6.8500 左右，而 2019 年年底预计为 6.9000。

图 4: 经济预测

经济指标	2017 年	2018 年预测	2019 年预测
实质 GDP 增长, %	6.9	6.6	6.4
固定资产投资增长, %	7.2	6.0	5.5
零售销售增长, %	10.2	10.0	10.0
以美元计出口增长, %	7.9	8.0	5.0
以美元计进口增长, %	15.9	15.0	12.0
工业产出增长, %	6.6	6.5	6.2
消费物价通胀, %	1.6	2.0	2.0
生产物价通胀, %	6.3	3.5	2.5
M2 增长, %	8.2	8.5	8.5
社会融资规模增量, 十亿人民币	19,445	20,000	20,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	13,523	14,500	15,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.5068	6.8500	6.9000

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计



	2017										2018				
	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	5月	
实际国民生产总值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	
以美元计出口增长 (同比%)	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9	12.3	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	
以美元计进口增长 (同比%)	11.9	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7	17.2	17.7	4.5	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	
贸易余额 (美元/十亿)	38.0	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5	38.2	40.2	54.7	20.3	33.7	-5.0	28.8	24.9	
零售额 (同比%)	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	9.4	9.7	9.7	10.1	9.4	8.5	
工业增加值 (同比%)	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	7.2	7.2	6.0	7.0	6.8	
制造业 PMI (%)	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	
非制造业 PMI (%)	54.0	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4	54.3	54.8	55.0	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	
固定资产投资 (累计同比%)	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	
消费物价指数 (同比%)	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	
生产者物价指数 (同比%)	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	
广义货币供应量 (同比%)	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	
新增贷款 (人民币/十亿)	1100	1110	1540	826	1090	1270	663	1120	584	2900	839	1120	1180	1150	
社会融资规模增量 (人民币/十亿)	1390	1060	1780	1220	1480	1820	1040	1600	1140	3060	1170	1330	1560	761	

### 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)			
<b>美国</b>			<b>能源</b>					美国联邦基金目标利率			
道琼斯工业平均指数	24,216.05	(1.48)	18.07	纽约商品交易所轻质低硫原油期货合约	美元/桶	73.37	6.71	855,068	2.00	0.00	
标准普尔 500 指数	2,716.31	(1.40)	20.71	ICE 布伦特原油现金结算期货合约	美元/桶	77.65	2.78	250,330	5.00	0.00	
纳斯达克综合指数	7,503.68	(2.46)	23.14	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	2.94	(0.31)	71,439	2.50	0.00	
MSCI 美国指数	2,591.69	(1.45)	21.14	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	1.7411 (7.85)	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>					美国 5 年期国债			
富时 100 指数	7,615.63	(0.87)	13.62	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	2,170.50	(0.41)	10,156	2.7294 (3.74)		
德国 DAX30 指数	12,177.23	(3.20)	13.56	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	2,155.00	(0.92)	30,717	2.8401 (4.39)		
法国 CAC 40 指数	5,275.64	(2.07)	16.62	COMEX 铜期货合约	美元/磅	6,640.50	(2.32)	10,596	美国 10 年期国债	2.8401 (4.39)	
西班牙 IBEX 35 指数	9,589.00	(2.07)	13.68	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	6,623.00	(2.45)	41,479	日本 10 年期国债	0.0380 0.30	
意大利 FTSE MIB 指数	21,432.34	(2.08)	11.82	<b>贵金属</b>					中国 10 年期国债	3.5370 (4.90)	
Stoxx 600 指数	376.87	(2.11)	15.87	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,250.30	(1.61)	226,451	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00 0.00	
MSCI 英国指数	2,200.38	(0.78)	13.69	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	16.09	(2.71)	55,905	美国 1 年期银行同业拆借固定利率	2.0935 (0.43)	
MSCI 法国指数	152.77	(1.83)	16.84	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	849.00	(2.97)	20,332	美国 3 年期银行同业拆借固定利率	2.3344 (0.45)	
MSCI 德国指数	147.51	(3.28)	14.38	<b>农产品</b>					隔夜上海同业拆借利率	2.6280 4.20	
MSCI 意大利指数	58.67	(1.82)	11.35	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	367.00	(2.91)	156,339	1 月期上海同业拆借利率	4.0310 (12.0)	
<b>亚洲</b>			<b>外汇</b>					香港 3 年期银行同业拆借固定利率			
日经 225 指数	22,194.21	(1.43)	17.01	小麦期货合约	美元/蒲式耳	485.25	(3.77)	66,363	公司债券 (穆迪)	Aaa 3.93 (6.00)	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	6,216.00	(0.15)	18.39	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	12.25	(1.29)	69,494	Baa 4.81 (6.00)		
恒生指数	28,497.32	(1.81)	11.40	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	885.00	(3.41)	104,954	附注:		
恒生中国企业指数	10,868.45	(2.87)	8.39	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)							
沪深 300 指数	3,423.53	(3.85)	13.00	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格							
上证综合指数	2,786.90	(2.58)	13.56								
深证综合指数	1,582.72	(0.92)	25.66								
MSCI 中国指数	85.52	(5.66)	14.42								
MSCI 香港指数	15,265.41	(1.89)	10.34								
MSCI 日本指数	1,023.00	(0.99)	13.88								

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	1.1633	1.3104	0.7375	110.72	0.9950	6.6307	7.8473	6.7445
周变化 (%)	(0.15)	(1.18)	(0.87)	(0.68)	(0.69)	(1.89)	(0.01)	(1.80)



## 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(10%)
持有	负市场回报 (-10%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注: 股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率 (恒指总回报指数於 2005-17 年间的年复合增长率为 10%)

目标价的时间范围: 12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离, 原因包括但不限于: 公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

## 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 2018 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