



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

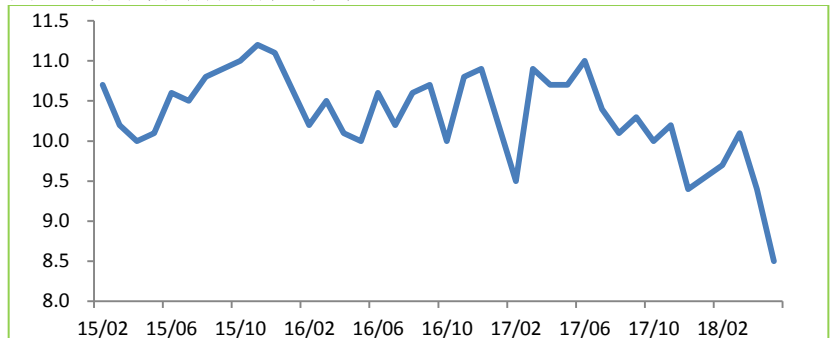
- 近期經濟數據顯示中國經濟在 2Q18 開始放緩，主要因為去杠杆及防風險持續推進、融資成本上升以及金融監管加強
- 儘管 4 月份與 5 月份生產端及外需依然保持強韌，對短期經濟增速形成支撐，但同期內需則顯著回落。4 月份與 5 月份固定資產投資及零售銷售增速不僅明顯低於 1Q18，亦低於市場預期
- 儘管 1Q18 的 GDP 錄得強勁增長，但我們相信未來數季中國經濟或略微放緩，但不確定性上升。有見于中美貿易摩擦增多、房地產融資成本上升以及基建投資增速繼續承壓，我們維持中國經濟 2018 年及 2019 年分別增長 6.6% 及 6.4% 的預測不變
- 我們預期 2018 年及 2019 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經濟下行壓力增加，人民銀行在今年下半年及明年或再分別宣布定向下調 RRR 兩次以及三次

經濟增長動力開始減弱

近期經濟數據顯示中國經濟在 2Q 開始放緩，主要因為去杠杆及防風險持續推進、融資成本上升以及金融監管加強。儘管 4 月份與 5 月份生產端及外需依然保持強韌，對短期經濟增速形成支撐，但同期內需則顯著回落。4 月份與 5 月份固定資產投資及零售銷售增速不僅明顯低於 1Q，亦低於市場預期。

工業生產受益于 PPI 高企而保持平穩增長。工業產出繼 1Q 增長 6.8%¹ 後，4 月份及 5 月份分別增長 7.0% 及 6.8%。4 月份與 5 月份發電量分別增長 6.9% 及 9.8%，而 1Q 增長 8.0%。涵蓋 31 個行業大類的製造業 PMI 指數由 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 月份工業企業實現利潤增速亦由 1Q 的 11.6% 分別加快至 21.9% 及 21.1%。

圖 1: 中國零售銷售增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

內需方面，消費支出及固定資產投資增速均顯著減慢。4 月份及 5 月份零售銷售增長由 1Q 的 9.8% 分別回落至 9.4% 及 8.5%，主要因為居民住房貸款激增擠壓了消費，以及有部分消費品關稅降低將于下半年生效導致消費推遲(圖表 1)。由于基建固定資產投資在財政支出收緊下減慢，4 月份與 5 月份單月整體城鎮固定資產投資增速由 1Q 的 7.5% 分別回落至 6.1% 與 3.9%(圖表 2)。受房地產市場銷售理想及工業企業利潤增速較快支持，4 月份及 5 月份房地產及製造業投資增速保持穩

農銀國際研究部

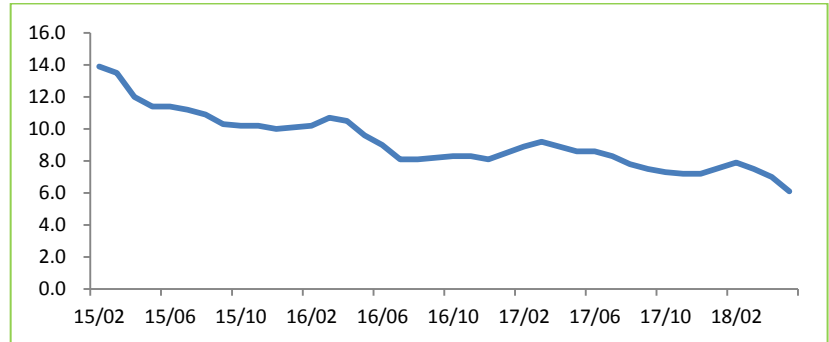
2017 年 6 月 29 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



健。

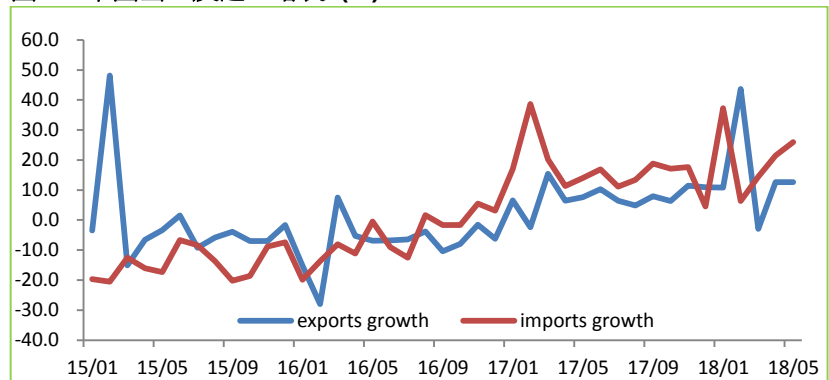
圖 2：中國城鎮固定資產投資年初至今增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

外需方面, 4 月份與 5 月份出口及進口增速均保持高位(圖表 3)。以美元計價, 4 月份與 5 月份出口分別增長 12.9%與 12.6%, 與 1Q 的 14.1% 增速相若。4 月份與 5 月份進口增速則加快, 分別增長 21.5%與 26.0%, 而 1Q 增長 18.9%。隨著進口明顯反彈, 4 月份與 5 月份貿易盈餘維持在相對較低水平, 分別達至 288 億美元與 249 億美元。

圖 3：中國出口及進口增長 (%)



來源: 中國海關, 農銀國際證券

通脹在 4 月份與 5 月份維持溫和態勢。由于食品價格疲弱, 4 月份與 5 月份 CPI 由 1Q 的 2.1% 回落至 1.8%。此外, 4 月份與 5 月份 PPI 分別維持在 3.4% 及 4.1% 的較高水平, 與 1Q 的 3.7% 的漲幅相若, 主要因為大宗商品價格維持強勢, 特別是石油和黑色金屬相關產品的價格。

貨幣政策方面, 雖然 4 月 25 日人民銀行對部分金融機構降准 1 個百分點以及置換中期借貸便利 (MLF) 的操作, 但在去杠桿、防風險持續推進以及金融監管加強下, 4 月份與 5 月份信貸條件維持偏緊態勢。4 月份與 5 月份廣義貨幣供給 (M2) 的增速維持在 8.3% 的較低水平, 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 1Q 平均每月 1.85 萬億元人民幣分別下跌至 1.56 萬億元人民幣與 0.76 萬億元人民幣。

2H18/2019 年經濟增長或略微放緩

儘管 1Q18 GDP 錄得強勁增長, 但基于以下原因, 我們相信未來數季



中國經濟或略微放緩，但不確定性上升。

首先，近期中美貿易摩擦再度升溫或拖累出口增速。經過幾輪談判後，美國總統特朗普仍然決定對從中國進口的約 500 億美元產品加征 25% 的關稅，同時威脅將對額外 2000 億美元的中國商品加征 10% 的關稅。如果上述極端的情況發生的話，我們假定中國出口到美國的商品價格彈性為中性，即價格彈性係數為 1，中國大約會減少對美國 325 億美元的商品出口，或令出口增速減少 14.4 個百分點。

其次，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 1Q18 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 5.96%，高於 2017 年 12 月份的 5.74%。此外，銀監會頒布一系列金融監管措施，加上近期債券信用違約事件時有發生，債券融資的條件或偏緊。

第三，在房地產調控措施升溫下，房地產融資成本上升。不僅從商業銀行獲得貸款更為困難，而且境內外發債利率水平錄得明顯上升，或拖累未來房地產投資增長。此外，預算財政赤字率調低、PPP 項目清理，以及地方政府投融資監管收緊均導致基建投資增速繼續承壓。

整體來說，隨著中美貿易摩擦增多、房地產融資成本上升以及基建投資增速繼續承壓，我們維持中國經濟 2018 年及 2019 年分別增長 6.6% 及 6.4% 的預測不變。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏松的貨幣政策以平衡去杠杆、防範金融風險以及穩定經濟增長三大重要目標。人民銀行貨幣政策委員會在 2018 年第二季度例會表示“保持流動性合理充裕”，不同于第一季度貨幣政策執行報告裏“保持流動性合理穩定”的表述。我們預期 2018 年及 2019 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經濟下行壓力增加，人民銀行在今年下半年及明年或再分別宣布定向下調 RRR 兩次以及三次。匯率方面，由于美國或加快加息步伐，我們預期 2018 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.8500 左右，而 2019 年年底預計為 6.9000。

圖 4: 經濟預測

經濟指標	2017 年	2018 年預測	2019 年預測
實質 GDP 增長， %	6.9	6.6	6.4
固定資產投資增長， %	7.2	6.0	5.5
零售銷售增長， %	10.2	10.0	10.0
以美元計出口增長， %	7.9	8.0	5.0
以美元計進口增長， %	15.9	15.0	12.0
工業產出增長， %	6.6	6.5	6.2
消費物價通脹， %	1.6	2.0	2.0
生產物價通脹， %	6.3	3.5	2.5
M2 增長， %	8.2	8.5	8.5
社會融資規模增量， 十億人民幣	19,445	20,000	20,000
新增人民幣貸款， 十億人民幣	13,523	14,500	15,500
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.5068	6.8500	6.9000

來源: 國家統計局， 中國人民銀行， 農銀國際證券估計



	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			
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---	6.8	---	---			
以美元計出口增長 (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			
以美元計進口增長 (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			
貿易餘額 (美元/十億)	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			
零售額 (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			
工業增加值 (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			
製造業 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			
非製造業 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			
固定資產投資 (累計同比%)	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			
消費物價指數 (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			
生產者物價指數 (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			
廣義貨幣供應量 (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			
新增貸款 (人民幣/十億)	1100	1110	1540	826	1090	1270	663	1120	584	2900	839	1120	1180	1150			
社會融資規模增量(人民幣/十億)	1390	1060	1780	1220	1480	1820	1040	1600	1140	3060	1170	1330	1560	761			

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	24,216.05	(1.48)	18.07	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	73.37	6.71	855,068	2.00	0.00		
標準普爾 500 指數	2,716.31	(1.40)	20.71	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	77.65	2.78	250,330	5.00	0.00		
納斯達克綜合指數	7,503.68	(2.46)	23.14	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.94	(0.31)	71,439	2.50	0.00		
MSCI 美國指數	2,591.69	(1.45)	21.14	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	1.7411	(7.85)	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	7,615.63	(0.87)	13.62	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	2,170.50	(0.41)	10,156	2.7294	(3.74)		
德國 DAX30 指數	12,177.23	(3.20)	13.56	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	2,155.00	(0.92)	30,717	2.8401	(4.39)		
法國 CAC 40 指數	5,275.64	(2.07)	16.62	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,640.50	(2.32)	10,596	美國 10 年期國債	0.0380	0.30	
西班牙 IBEX 35 指數	9,589.00	(2.07)	13.68	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,623.00	(2.45)	41,479	日本 10 年期國債	0.0380	0.30	
意大利 FTSE MIB 指數	21,432.34	(2.08)	11.82	貴金屬					中國 10 年期國債	3.5370	(4.90)	
Stoxx 600 指數	376.87	(2.11)	15.87	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,250.30	(1.61)	226,451	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,200.38	(0.78)	13.69	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	16.09	(2.71)	55,905	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	2.0935	(0.43)	
MSCI 法國指數	152.77	(1.83)	16.84	紐約商品交易所鈾金期貨合約	美元/金衡盎司	849.00	(2.97)	20,332	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	2.3344	(0.45)	
MSCI 德國指數	147.51	(3.28)	14.38	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.6280	4.20	
MSCI 意大利指數	58.67	(1.82)	11.35	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	367.00	(2.91)	156,339	1 月期上海同業拆借利率	4.0310	(12.0)	
亞洲			外匯					香港 3 年期銀行同業拆借固定利率				
日經 225 指數	22,194.21	(1.43)	17.01	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	485.25	(3.77)	66,363	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.93	(6.00)
澳大利亞 S&P/ASX 指數	6,216.00	(0.15)	18.39	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	12.25	(1.29)	69,494		Baa	4.81	(6.00)
恒生指數	28,497.32	(1.81)	11.40	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	885.00	(3.41)	104,954	附注:			
恒生中國企業指數	10,868.45	(2.87)	8.39	1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新於報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,423.53	(3.85)	13.00	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格								
上證綜合指數	2,786.90	(2.58)	13.56									
深證綜合指數	1,582.72	(0.92)	25.66									
MSCI 中國指數	85.52	(5.66)	14.42									
MSCI 香港指數	15,265.41	(1.89)	10.34									
MSCI 日本指數	1,023.00	(0.99)	13.88									

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



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(10%)
持有	負市場回報 (-10%) \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2005 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數于 2005-17 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限于：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司于相應行業的競爭優勢等。

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 2018 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