



## 经济透视

分析员:姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshao-hua@abci.com.hk

## 2018 年中国经济展望

农银国际研究部

2017 年 11 月 29 日

- 受益于外需改善以及供给侧结构改革有效推进,今年年初以来中国经济增长略微反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国今年前 3 季经济增长 6.9%, 快过去年全年 6.7% 的增速。
- 尽管供给侧结构改革将继续支持经济增长,但有见于经济去杠杆持续推进、环保政策趋严以及房地产市场收紧,我们相信 2018 年中国经济增长或略微放缓。我们预期 2018 年中国 GDP 增长 6.6%, 略低于 2017 年 6.8% 的预估增速。
- 由于食品价格可能回升以及较低的基数效应, CPI 通胀或由 2017 年预计的 1.5% 反弹至 2018 年的 2.0%。有见于低基数效应减退及大宗商品价格走势回软, PPI 通胀或由 2017 年预计的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%。
- 货币政策方面,我们预期人民银行将继续维持中性偏紧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。有见于经济增长动力稳定以及通胀压力较温和,我们预期 2018 年人民银行将维持基准利率以及基准 RRR 不变。
- 我们预期 2018 年中央政府将维持积极的财政政策,政策措施主要集中于精准扶贫、环保、减税、地方债务置换以及民生投资方面。我们预期 2018 年政府会再录得小幅财政赤字,约占国内生产总值 3.5%。
- 随着中共十九大领导层换届顺利完成,为支持经济增长及改善环境,我们相信 2018 年中国经济改革将加速。预料获得广泛支持的改革措施会加快推行,包括绿色发展、农村土地改革、收入分配改革、国企改革、财政体制改革及金融改革等。
- 随着空气污染加剧以及中国政府强调可持续发展以及经济增长的质量,我们相信 2018 年环保、清洁能源以及医疗保健行业将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外,我们预期新经济行业将继续展示其优异的盈利能力和盈利质量。

### 中国经济增长首 10 月略微加快

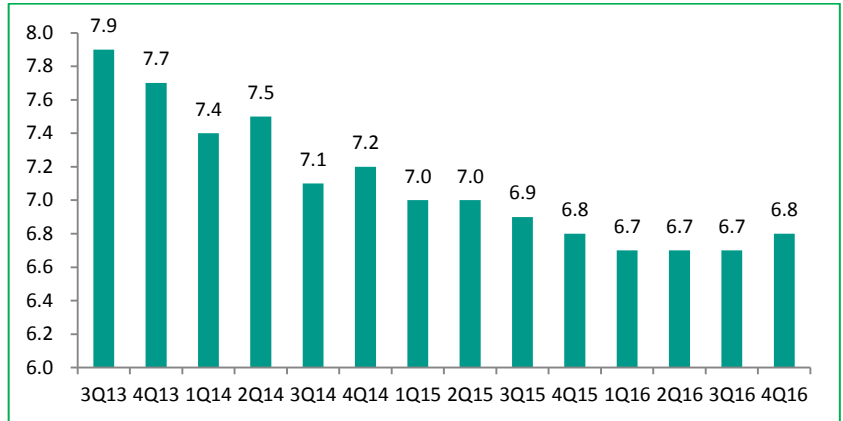
受益于外需改善以及供给侧结构改革有效推进,今年年初以来中国经济增长略微反弹。官方数据显示位列世界第 2 大经济体的中国今年前 3 季经济增长 6.9%<sup>1</sup>,快过去年全年 6.7% 的增速(图 1)。值得注意的是,中国经济结构继续优化,今年前 3 季最终消费支出对经济增长的贡献率为 64.5%,服务业增加值占国内生产总值的比重达到 52.9%。今年前 3 季货物及服务净出口为整体经济增长贡献 0.2 个百分点,而 2016 年货物及服务净出口拖累整体经济增长减少 0.4 个百分点。

与 2016 年相比,2017 年首 10 个月内需表现较疲弱,投资及社会消费品零售销售增速均放缓。城镇固定资产投资继 2016 年增长 8.1% 后,2017 年首 10 个月回落至 7.3% (图 2)。同期社会消费品零售销售亦由 10.4% 放缓至 10.3% (图 3)。经通胀调整后,2016 年实质零售销售增长为 9.6%,而 2017 年首 10 个月为 9.2%。从供给侧看,受益于 PPI 通胀大幅回升,内地实质工业产出增长由 2016 年的 6.0% 反弹至 2017 年首 10 个月的 6.7%。

<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



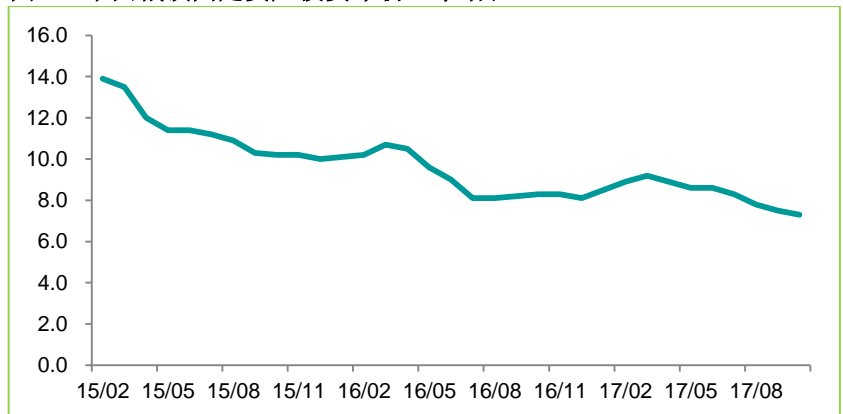
图 1: 中国 GDP 增长



来源: 国家统计局, 农银国际证券

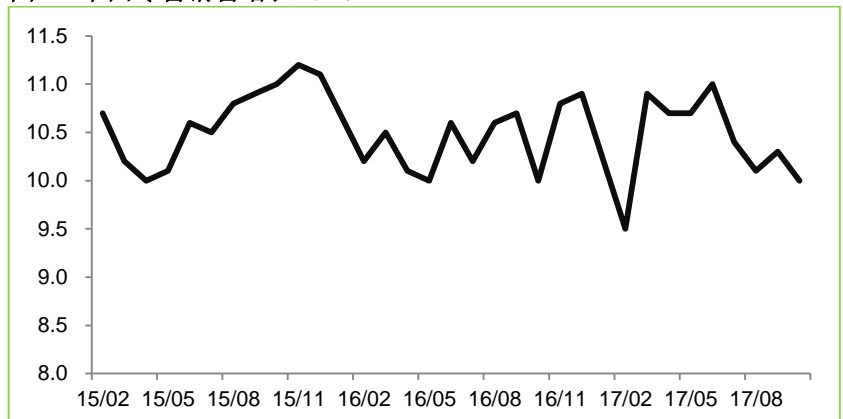
外需方面, 2017 年首 10 个月出口与进口均显著反弹。以美元计价, 随着全球经济改善, 2017 年首 10 个月出口增长 7.4%, 而 2016 年出口下跌 7.7% (图 4)。同期进口急增 17.2%, 远高于 2016 年进口 5.5% 的跌幅。由于进口大幅回升, 2017 年首 10 个月贸易盈余由 2016 年同期的 4416 亿美元收窄至 3348 亿美元。

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

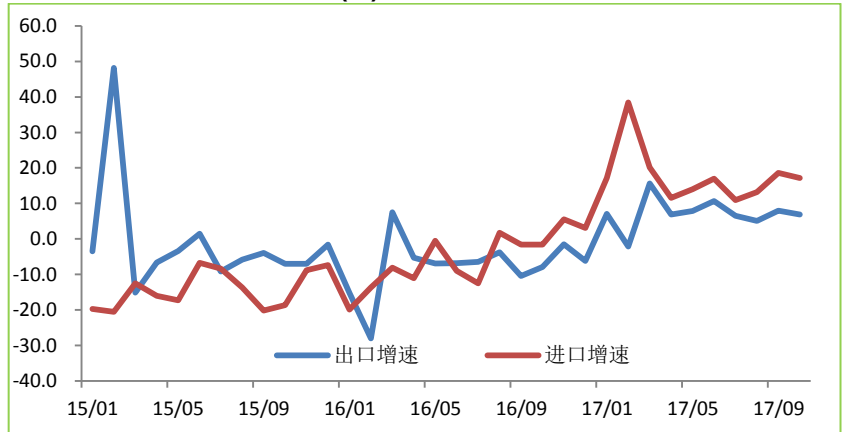
图 3: 中国零售销售增长 (%)



来源: 国家统计局, 农银国际证券



图 4：中国出口及进口增长 (%)



来源：国家统计局，农银国际证券

2017 年首 10 个月通胀出现偏离。由于食品价格下跌，今年前 10 个月 CPI 通胀由去年的 2.0% 回落至 1.5%。然而，同期 PPI 通胀则由去年的 -1.3% 大幅回升至 6.5%，主要因为去产能持续推进、大宗商品及原材料价格回升以及较低的基数效应。

货币政策方面，人民银行维持中性偏紧的态势，以期降低杠杆率。银监会亦加强了金融监管，特别在影子银行方面。2017 年 10 月份广义货币供给 (M2) 的增速由 2016 年 12 月份的 11.3% 回落至 8.8%。政府国债利率以及衡量短期融资成本的银行间 7 天回购利率均趋于上升。

## 2018 年中国经济展望

尽管供给侧结构改革将继续支持经济增长，但有见于经济去杠杆持续推进、环保政策趋严以及房地产市场收紧，我们相信 2018 年中国经济增长或略微放缓。强劲的外需以及平稳的消费增速将是经济增长的主要动力。相反，较高的债务负担以及潜在的地缘政治冲突或拖累经济增长。

内需方面，尽管制造业及民间投资或保持稳定增长，但整体固定资产投资料小幅放缓，主要因为中央政府将严格执行房地产调控措施以及金融市场利率上升或拖累房地产投资增速，财政收入增长放缓亦或导致基建投资放缓。受惠于居民稳定的收入及就业增长，消费料保持平稳增长。外需方面，虽然全球需求仍强劲，但在高基数效应下出口增长或放缓。综合以上因素，我们预期 2018 年中国 GDP 增长 6.6%，略低于 2017 年 6.8% 的预估增速 (图 5)。

由于食品价格可能回升以及较低的基数效应，CPI 通胀或由 2017 年预计的 1.5% 反弹至 2018 年的 2.0%。有见于低基数效应减退及大宗商品价格走势回软，PPI 通胀或由 2017 年预计的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%。

货币政策方面，我们预期人民银行将继续维持中性偏紧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。有见于经济增长动力稳定以及通胀压力较温和，我们预期 2018 年人民银行将



维持基准利率以及基准 RRR 不变<sup>2</sup>。为支持普惠金融及实体经济，2018 年年初符合资格的商业银行的定向降准将开始生效。人民银行料继续采用包括公开市场操作、短期流动性调节工具、常备借贷便利、以及中期借贷便利在内的诸多措施维持适度的流动性。2018 年广义货币供给 (M2) 预计增长 9.0%，而新增人民币贷款与社会融资规模增量或分别达至 14.5 万亿人民币及 22.0 万亿人民币。汇率方面，由于美国或继续加息，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 2017 年年底预计为 6.5500。

图 5: 经济预测

经济指标	2016 年	2017 年预测	2018 年预测
实质 GDP 增长, %	6.7	6.8	6.6
固定资产投资增长, %	8.1	7.5	7.0
零售销售增长, %	10.4	10.5	10.5
以美元计出口增长, %	-7.7	8.0	3.0
以美元计进口增长, %	-5.5	14.0	5.0
工业产出增长, %	6.0	6.5	6.0
消费物价通胀, %	2.0	1.5	2.0
生产物价通胀, %	-1.4	6.0	2.5
M2 增长, %	11.3	9.0	9.0
社会融资规模, 十亿人民币	17,800	20,000	22,000
新增人民币贷款, 十亿人民币	12,600	13,500	14,500
年底每美元兑人民币在岸现货价	6.9450	6.5500	6.8500

来源: 国家统计局, 中国人民银行, 农银国际证券估计

我们预期 2018 年中央政府将维持积极的财政政策，政策措施主要集中于精准扶贫、环保、减税、地方债务置换以及民生投资方面。由于财政支出较财政收入的增长为高，我们预期 2018 年政府会再录得小幅财政赤字，约占国内生产总值 3.5%。

中共在 10 月 18 日至 24 日期间成功召开第 19 次全国代表大会。随着中共十九大领导层换届顺利完成，为支持经济增长及改善环境，我们相信 2018 年中国经济改革将加速。预料获得广泛支持的改革措施会加快推行，包括绿色发展、农村土地改革、收入分配改革、国企改革、财政体制改革及金融改革等。

随着空气污染加剧以及中国政府强调可持续发展以及经济增长的质量，我们相信 2018 年环保、清洁能源以及医疗保健行业将较其它大多数行业获得更快的增长和更好的盈利能力。此外，我们预期利用互联网技术创造新产品和服务的新经济行业将继续展示其优异的盈利能力和盈利质量。

<sup>2</sup>此处指基准存款准备金率，不是实施定向降准后的实际存款准备金率



## 中国经济数据

	2016				2017									
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	6.9	---	---	6.8	---
以美元计出口增长 (同比%)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9
以美元计进口增长 (同比%)	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8	17.2	11.0	13.3	18.7	17.2
贸易余额 (美元/十亿)	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5	38.2
零售额 (同比%)	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0
工业增加值 (同比%)	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2
制造业 PMI (%)	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.7
非制造业 PMI (%)	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4	54.5
固定资产投资 (累计同比%)	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3
消费物价指数 (同比%)	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9
生产者物价指数 (同比%)	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9
广义货币供应量 (同比%)	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8
新增贷款 (人民币/十亿)	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	1110	1540	826	1090	1270	663
总社会融资 (人民币/十亿)	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	1060	1780	1220	1480	1820	1040

## 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	23,836.71	1.18	20.02	美元/桶	57.69	(2.14)	651,208	1.25	0.00		
标准普尔 500 指数	2,627.04	0.95	22.15	美元/桶	63.16	(1.10)	204,933	4.25	0.00		
纳斯达克综合指数	6,912.36	0.34	43.22	美元/百万英热单位	3.14	11.52	87,459	1.75	0.00		
MSCI 美国指数	2,502.32	0.91	22.56	中国秦皇岛环渤海动力煤价格指数 <sup>2</sup>	61.80	N/A	N/A	美国 1 年期国债	1.1391	1.28	
<b>欧洲</b>			<b>普通金属</b>				美国 5 年期国债				
富时 100 指数	7,460.65	0.69	22.22	美元/公吨	2,088.25	(1.37)	7,994	2.0561	(0.75)		
德国 DAX30 指数	13,059.53	(0.00)	19.15	美元/公吨	2,102.50	(1.38)	26,070	2.3241	(1.77)		
法国 CAC 40 指数	5,390.48	0.00	18.52	COMEX 铜期货合约	6,782.75	(2.91)	19,039	美国 10 年期国债	3.9990	2.60	
西班牙 IBEX 35 指数	10,144.40	0.90	15.28	伦敦金属交易所铝期货合约	6,805.00	(2.81)	29,366	日本 10 年期国债	0.0300	0.10	
意大利 FTSE MIB 指数	22,291.77	(0.56)	482.2	COMEX 黄金期货合约	1,298.90	0.55	123,239	中国 10 年期国债	3.9990	2.60	
Stoxx 600 指数	387.02	0.10	20.66	COMEX 银期货合约	16.93	(0.95)	43,337	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,160.87	0.68	22.73	纽约商品交易所钨金期货合约	951.40	0.65	18,061	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	1.3468	0.92	
MSCI 法国指数	154.69	0.06	18.63	小麦期货合约	430.50	(0.98)	74,015	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.4773	0.96	
MSCI 德国指数	161.22	0.02	19.01	11 号糖期货合约	15.04	(2.65)	54,704	隔夜上海同业拆借利率	2.6830	(11.4)	
MSCI 意大利指数	61.26	(0.60)	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	349.75	(1.48)	205,347	1 月期上海同业拆借利率	4.0370	(0.09)	
<b>亚洲</b>			<b>农产品</b>				香港 3 月期银行同业拆借固定利率				
日经 225 指数	22,553.05	0.01	19.35	美元/蒲式耳	430.50	(0.98)	74,015	公司债券 (穆迪)	Aaa	3.53	0.00
澳大利亚 S&P/ASX 指数	6,011.10	0.48	17.80	美元/蒲式耳	990.75	(0.25)	94,624	Baa	4.25	1.00	
恒生指数	29,669.84	(0.66)	13.88	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
恒生中国企业指数	11,678.92	(1.93)	9.28	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
沪深 300 指数	4,029.09	(1.83)	16.64	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
上证综合指数	3,322.27	(0.94)	16.76	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
深证综合指数	1,909.64	(0.68)	31.99	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
MSCI 中国指数	90.35	(1.18)	17.44	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
MSCI 香港指数	15,669.65	(0.94)	13.06	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				
MSCI 日本指数	1,050.74	(0.47)	15.78	美元/蒲式耳	15.04	(2.65)	54,704				

附注:

- 数据来源: 彭博, 中国国家统计局, 农银国际证券 (数据更新于报告发布日期)
- 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	1.1853	1.3373	0.7590	111.54	0.9847	6.6007	7.8052	6.7635
周变化 (%)	(0.67)	0.27	(0.35)	(0.01)	(0.53)	0.02	0.03	(0.30)



## 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