



每周经济视点

2015年12月22日

研究部联席主管

林樵基

电话: 852-21478863

电邮: bannylam@abci.com.hk

分析员

潘泓兴

电话: 852-21478829

电邮: paulpan@abci.com.hk

2015年中央经济工作会议：更多改革措施出台

通过化解过剩产能、去房地产库存、降低企业融资成本、去金融杠杆和采取措施防范金融风险减轻经济再平衡所带来的影响和促进经济复苏成为2015年12月召开的中央经济工作会议主题。今年会议重点放在一系列的供给侧结构改革，加上通过扩张性的财政政策和适度宽松的信贷政策刺激新需求和生产力，利用扩大内需和经济结构调整的手段保持经济平稳健康发展。虽然会议上没有公布2016年国内生产总值目标，但我们认为中国将维持经济增长在一个合理范围，并持续提升长期增长动力，为十三五规划开局之年打好基础。要改革中国经济，提升其质量及效益，政府将会对投资、国际贸易、土地权及定价机制方面进行改革，而结构性上的放缓亦在所难免。中国正面临经济再平衡形势下增长放缓的“新常态”，我们预计2016年GDP目标将放缓至6.8%。

实施更有力财政政策支持经济增长。中央经济工作会议提出逐步提高赤字率来支持经济复苏。中国在2014年和2015年中国财政赤字占GDP的比例分别为1.8%和2.3%（预期），大幅低于美国（10%）和欧元区（6%）的水平，显示中国扩大财政支出空间依然充裕，加上2016年政府目标的财政赤字占GDP比例将上升，我们相信通过增加财政支出，政府可令国内需求回升。整体财政刺激政策在2016年将继续实施。为了进一步促进经济的复苏，我们预期政府将出台更多的刺激性政策，如：（1）加快基础设施和建筑项目的审批；（2）额外补贴高效节能产品的消费；（3）鼓励私人资金流入通常由国有企业主导的高门槛大型工业；（4）进行税制改革以支持服务业发展。我们认为刺激性政策不会取代中国需长期进行的结构性改革，后者将引领中国经济走向本土消费主导的模式和可持续性发展，但短期而言，刺激性政策将能够重振中国的经济增长。

更多振兴房地产市场的措施。在2016年，房地产市场整合，作为政府即将推出的一项救市措施，将会使行业出现新一轮的并购活动以及规模较小的公司退出市场。同时，政府刺激房地产租赁市场发展的措施将会帮助消化房地产市场库存和改变目前房地产市场的业务结构。但是，我们认为，政府直接扩大廉租房的适用人群以及改革户口制度以扩大潜在购房人群方面的措施将会对房地产市场造成更直接的影响。

去除过剩产能仍具有挑战性。技术创新所导致的国内外需求下降、大宗商品价格继续走低并导致工业部门对未来预期的降低以及中国经济下行导致营商重点有所改变，都加大去除过剩产能的难度。在2016年，工业部门将会面临更多的公司破产以及并购活动。而政府将会推出更多的政策和法规以处理相关的资产清算、公司重组和失业人员安置等问题。同时，我们相信政府将会通过此次机会，来加快工业部门的技术革新，以加快中国制造业的升级并发展中国的高新技术产业。

系统性去杠杆化将会有利于金融系统的长期稳定。本次会议重点提出通过地方政府减少债务比例和防止债务违约以减少系统性金融风险。我们相信，政府将会继续允许部分国内公司债务违约有序进行，从而协助达成其他的经济目标。同时我们预期，只要政府继续为地方政府提供相关的支持，地方政府债务的违约将不会在2016年出现。但是，



随着经济持续进行结构性调整，地方政府的财政状况将会继续受压，因此我们预期更多金融衍生工具（如资产证券化）将会被利用，从而帮助地方政府来度过这一艰难时期。

政府将协助私营部门发展。为协助私营部门度过难关，政府将会推出更多的政策性工具。除了传统的货币政策工具以外，我们预期政府将会更积极地进行税制改革以减少企业的财政负担。除此以外，政府大力推动创业和创新的主张将会继续支持第三产业的发展，从而解决就业问题并加快中国经济的升级。



中国经济数据

	2014					2015										
	8月	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	11月
实际国民生产总值 (同比%)	---	7.3	---	---	7.3	---	---	7.0	---	---	7.0	---	---	6.9	---	---
出口增长 (同比%)	9.4	15.3	11.6	4.7	9.7	(3.2)	48.3	(15.0)	(6.4)	(2.5)	2.8	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)
进口增长 (同比%)	(2.4)	7.0	4.6	(6.7)	(2.4)	(19.7)	(20.5)	(12.7)	(16.2)	(17.6)	(6.1)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)
贸易余额 (美元/十亿)	49.8	30.9	45.4	54.5	49.6	60.0	60.6	3.1	34.1	59.49	46.6	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1
零售额 (同比%)	11.9	11.6	11.5	11.7	11.9	10.7	10.2	10.0	10.1	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.0	11.2
工业增加值 (同比%)	6.9	8.0	7.7	7.2	7.9	6.8	5.6	5.9	6.1	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	
制造业 PMI (%)	51.1	51.1	50.8	50.3	50.1	49.8	49.9	50.1	50.1	50.2	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6
非制造业 PMI (%)	54.4	54.0	53.8	53.9	54.1	53.7	53.9	53.7	53.4	53.2	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6
固定资产投资(累计同比%)	16.5	16.1	15.9	15.8	15.7	13.9	13.5	12.0	11.4	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	
消费物价指数 (同比%)	2.0	1.6	1.6	1.4	1.5	0.8	1.4	1.4	1.5	1.2	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5
生产者物价指数 (同比%)	(1.2)	(1.8)	(2.2)	(2.7)	(3.3)	(4.3)	(4.8)	(4.6)	(4.6)	(4.6)	(4.8)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)
广义货币供应量 (同比%)	12.8	12.9	12.6	12.3	12.2	10.8	12.5	11.6	10.1	10.8	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7
新增贷款 (人民币/十亿)	702.5	857.2	548.3	852.7	697.3	1,470.0	1,020	1,180	707.9	900.8	1,280.6	1,480.0	809.6	1,050	513.6	708.9
总社会融资 (人民币/十亿)	957.7	1,135.5	662.7	1,146.3	1,690	2,047	1,356	1,241	1,056	1,236	1,833	742	1,082	1,300	476.7	1,020

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	17,251.62	0.72	15.41	美元/桶	36.06	3.83	243,335	0.50	0.00		
标准普尔 500 指数	2,021.15	0.78	18.05	ICE 布伦特原油期货合约	美元/桶	36.57	(0.84)	137,187	3.50	0.00	
纳斯达克综合指数	4,968.92	0.93	31.16	纽约商品交易所天然气期货合约	美元/百万英热单位	1.93	9.22	175,314	1.00	0.00	
MSCI 美国指数	1,927.27	0.75	18.70	澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格 ²	美元/公吨	61.80	N/A	N/A	0.1220	(2.54)	
欧洲			普通金属					美国 1 年期国债			
富时 100 指数	6,078.80	0.44	27.20	伦敦金属交易所铝期货合约	美元/公吨	1,520.75	0.95	21,794	1.6663	(0.99)	
德国 DAX30 指数	10,617.31	0.09	22.68	伦敦期货交易所铝期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	1,513.00	0.50	33,182	2.1916	(1.24)	
法国 CAC 40 指数	4,604.79	(0.44)	21.11	COMEX 铜期货合约	美元/磅	4,741.00	1.09	8,525	0.2750	0.50	
西班牙 IBEX 35 指数	9,451.20	(2.74)	18.05	伦敦金属交易所铜期货 3 个月转递交易合约	美元/公吨	4,738.00	1.13	48,469	2.9400	(11.0)	
意大利 FTSE MIB 指数	21,274.70	0.15	1595.	贵金属					欧洲央行基准利率 (再融资利率)		
Stoxx 600 指数	359.94	(0.36)	23.03	COMEX 黄金期货合约	美元/金衡盎司	1,077.60	1.18	134,313	0.05	0.00	
MSCI 英国指数	1,758.19	(0.30)	27.74	COMEX 银期货合约	美元/金衡盎司	14.23	0.95	45,012	0.4130	8.25	
MSCI 法国指数	129.08	(1.25)	21.13	纽约商品交易所钯金期货合约	美元/金衡盎司	877.60	1.95	17,801	0.5855	7.35	
MSCI 德国指数	137.49	(1.08)	21.98	农产品					隔夜上海同业拆借利率		
MSCI 意大利指数	60.27	(0.66)	N/A	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	372.00	(0.67)	168,417	1.8750	5.90	
亚洲			农产品					1 月期上海同业拆借利率			
日经 225 指数	18,886.70	(0.53)	19.68	小麦期货合约	美元/蒲式耳	479.75	(1.44)	59,786	2.9440	12.20	
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,116.69	0.20	18.42	11 号糖期货合约	美元/蒲式耳	14.97	(0.86)	52,963	0.3915	0.01	
恒生指数	21,830.02	0.34	9.60	2 号平价黄豆及其替代品期货合约	美元/蒲式耳	892.00	(0.08)	106,408	公司债券 (穆迪)		
恒生中国企业指数	9,731.53	1.01	7.21						Aaa	3.91	0.00
沪深 300 指数	3,876.73	2.89	16.37						Baa	5.44	7.00
上证综合指数	3,651.77	2.03	19.20								
深证综合指数	2,379.63	1.88	55.55								
MSCI 中国指数	59.49	0.54	10.46								
MSCI 香港指数	11,960.36	0.03	9.98								
MSCI 中国指数	929.77	(0.35)	15.92								

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)
- 澳洲纽卡斯尔港煤炭离岸价格为麦克洛斯基出版的以澳大利亚纽卡斯尔港的发热量为 6700 大卡(高位空干基)(GAD)的动力煤离岸合同价格为基准的报价

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	1.0915	1.4897	0.7242	121.07	0.9931	6.4785	7.7530	6.7697
周变化 (%)	0.43	0.01	0.92	0.07	(0.09)	0.04	(0.00)	0.14



权益披露

分析员, 林樵基以及潘泓兴, 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

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

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 2015 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