



## 經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

### 5 月份中國經濟增長動力維持穩定

農銀國際研究部

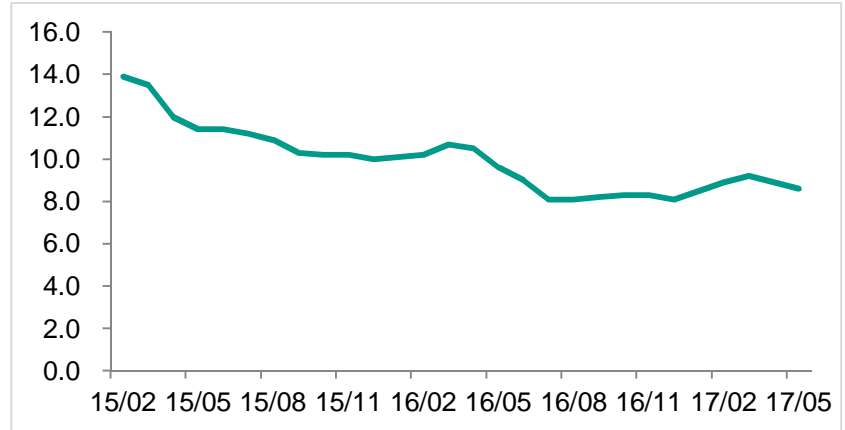
2017 年 6 月 14 日

- 5 月份中國經濟增長維持穩定勢頭，主要得益于進出口、零售銷售以及工業產出保持不俗增長，惟投資增長在融資成本上升及房地產政策收緊下略微放緩。
- 結合 4 月份及 5 月份的宏觀數據，我們預期今年第 2 季中國 GDP 增長 6.7%。
- 隨著去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊，我們維持中國經濟 2017 年增長 6.7% 的預測不變。
- 我們預期人民銀行將力求在去杠杆與維持相對穩定的流動性條件之間取得良好平衡。儘管未來數月流動性或偏緊，但我們相信類似 2013 年 6 月份的錢荒將不會重演，主要因為人民銀行承諾在 2017 年維持穩健中性的貨幣政策。

5 月份中國經濟增長維持穩定勢頭，主要得益于進出口、零售銷售以及工業產出保持不俗增長，惟投資增長略微放緩。

5 月份城鎮固定資產投資增長由 4 月份的 8.3%<sup>1</sup> 回落至 7.9%，主要因為融資成本上升及房地產政策收緊（圖 1）。由于不少城市加強房地產限購措施，5 月份房地產投資增長由 4 月份的 9.8% 下跌至 7.4%，同期製造業投資增長則由 3.3% 加快至 5.6%。5 月份基建固定資產投資增長由 4 月份的 22.9% 大幅下滑至 15.5%，主要因為同期中央財政收入增長由 7.8% 放緩至 3.7%。此外，隨著投資回報率提高，5 月份民間投資增長由 4 月份的 5.4% 反彈至 6.6%。

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

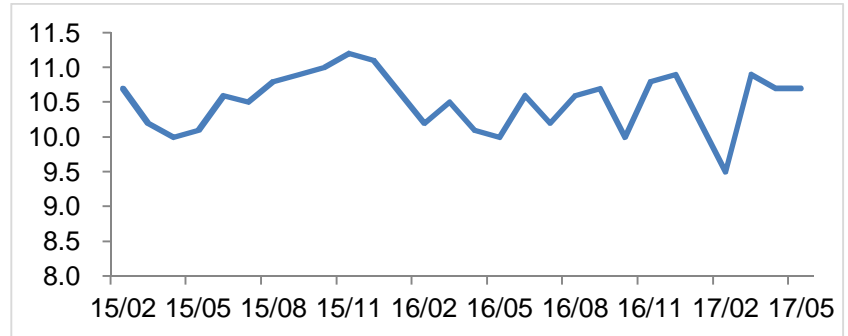
5 月份房地產銷售保持相對強勁，特別是三、四綫城市。5 月份房地產銷售面積和銷售金額分別上升 10.2% 及 14.1%，而 4 月份分別上升 7.7% 及 10.0%。

5 月份零售銷售維持在 10.7% 的增速不變，與市場預期一致（圖 2）。5 月份汽車銷售增長略微反彈至 7.0%，而 4 月份增長 6.8%。經通脹調整後，5 月份零售銷售實質增長 9.5%，而 4 月份增長 9.7%，部分原因在於按揭利率上升削弱了消費者情緒。

<sup>1</sup>除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



圖 2：中國零售銷售增長（%）



來源：國家統計局，農銀國際證券

生產端亦顯示穩定的增長步伐。5 月份工業產出增長 6.5%，與 4 月份相同。5 月份發電量增長 5.0%，而 4 月份增長 5.4%。此外，5 月份醫藥、設備製造及電氣機械等行業錄得低雙位數增長。

整體而言，5 月份的宏觀數據顯示中國經濟增長動力仍維持穩定，儘管房地產市場開始出現降溫迹象。結合 4 月份及 5 月份的宏觀數據，我們預期今年第 2 季中國 GDP 增長 6.7%。隨著去杠杆持續推進、PPI 通脹放緩以及房地產調控措施收緊，我們維持中國經濟 2017 年增長 6.7%的預測不變（圖 3）。

我們預期人民銀行將力求在去杠杆與維持相對穩定的流動性條件之間取得良好平衡。儘管未來數月流動性或偏緊，但我們相信類似 2013 年 6 月份的錢荒將不會重演，主要因為人民銀行承諾在 2017 年維持穩健中性的貨幣政策。

圖 3：經濟預測

| 經濟指標           | 2016 年 | 2017 年預測 | 2018 年預測 |
|----------------|--------|----------|----------|
| 實質 GDP 增長, %   | 6.7    | 6.7      | 6.4      |
| 固定資產投資增長, %    | 8.1    | 8.5      | 8.0      |
| 零售銷售增長, %      | 10.4   | 10.5     | 10.0     |
| 以美元計出口增長, %    | -7.7   | 8.0      | 3.0      |
| 以美元計進口增長, %    | -5.5   | 14.0     | 5.0      |
| 工業產出增長, %      | 6.0    | 6.5      | 6.0      |
| 消費物價通脹, %      | 2.0    | 1.7      | 2.0      |
| M2 增長, %       | 11.3   | 10.5     | 10.0     |
| 社會融資規模, 十億人民幣  | 17,800 | 19,000   | 20,000   |
| 新增人民幣貸款, 十億人民幣 | 12,600 | 13,500   | 14,500   |
| 年底每美元兌人民幣在岸現貨價 | 6.9450 | 6.9000   | 7.1000   |

來源：國家統計局，中國人民銀行，農銀國際證券



### 中國經濟數據

|                | 2016   |       |       |        |       |        |       |      |       |      |       |      | 2017 |      |  |
|----------------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|------|-------|------|-------|------|------|------|--|
|                | 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%) | ---    | ---   | 6.7   | ---    | ---   | 6.7    | ---   | ---  | 6.8   | ---  | ---   | 6.9  | ---  | ---  |  |
| 以美元計出口增長 (同比%) | (1.8)  | (4.1) | (4.8) | (4.4)  | (2.8) | (10.0) | (7.3) | 0.1  | (6.1) | 7.9  | (1.3) | 16.4 | 8.0  | 8.7  |  |
| 以美元計進口增長 (同比%) | (10.9) | (0.4) | (8.4) | (12.5) | 1.5   | (1.9)  | (1.4) | 6.7  | 3.1   | 16.7 | 38.1  | 20.3 | 11.9 | 14.8 |  |
| 貿易餘額 (美元/十億)   | 45.6   | 50.0  | 48.1  | 52.3   | 52.1  | 42.0   | 49.1  | 44.6 | 40.8  | 51.3 | (9.1) | 23.9 | 38.0 | 40.8 |  |
| 零售額 (同比%)      | 10.1   | 10.0  | 10.6  | 10.2   | 10.6  | 10.7   | 10.0  | 10.8 | 10.9  | 9.5  | 9.5   | 10.9 | 10.7 | 10.7 |  |
| 工業增加值 (同比%)    | 6.0    | 6.0   | 6.2   | 6.0    | 6.3   | 6.1    | 6.1   | 6.2  | 6.0   | 6.3  | 6.3   | 7.6  | 6.5  | 6.5  |  |
| 製造業 PMI (%)    | 50.1   | 50.0  | 49.9  | 50.4   | 50.4  | 50.4   | 51.2  | 51.7 | 51.4  | 51.3 | 51.6  | 51.8 | 51.2 | 51.2 |  |
| 非製造業 PMI (%)   | 53.1   | 53.7  | 53.9  | 53.5   | 53.7  | 53.7   | 51.2  | 50.9 | 51.9  | 54.6 | 54.2  | 55.1 | 54.0 | 54.5 |  |
| 固定資產投資 (累計同比%) | 10.5   | 9.6   | 9.0   | 8.1    | 8.1   | 8.2    | 8.3   | 8.3  | 8.1   | 8.9  | 8.9   | 9.2  | 8.9  | 8.6  |  |
| 消費物價指數 (同比%)   | 2.0    | 1.9   | 1.8   | 1.3    | 1.9   | 1.9    | 2.1   | 2.3  | 2.1   | 2.5  | 0.8   | 0.9  | 1.2  | 1.5  |  |
| 生產者物價指數 (同比%)  | (2.8)  | (2.6) | (1.7) | (0.8)  | 0.1   | 0.1    | 1.2   | 3.3  | 5.5   | 6.9  | 7.8   | 7.6  | 6.4  | 5.5  |  |
| 廣義貨幣供應量 (同比%)  | 11.8   | 11.8  | 10.2  | 11.4   | 11.5  | 11.5   | 11.6  | 11.4 | 11.3  | 11.3 | 11.1  | 10.6 | 10.5 | ---  |  |
| 新增貸款 (人民幣/十億)  | 556    | 986   | 1380  | 464    | 949   | 1220   | 651   | 795  | 1040  | 2030 | 1170  | 1020 | 1100 | ---  |  |
| 總社會融資 (人民幣/十億) | 751    | 660   | 1629  | 488    | 1470  | 1720   | 896   | 1740 | 1630  | 3740 | 1150  | 2120 | 1390 | ---  |  |

### 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       | 21,328.47 | 0.27   | 18.76   | 紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約                        | 美元/桶      | 45.80    | 0.07   | 859,208    | 1.00              | 0.00   |        |  |
| 標準普爾 500 指數     | 2,440.35  | 0.35   | 21.68   | ICE 布倫特原油現金結算期貨合約                          | 美元/桶      | 48.17    | 0.04   | 366,274    | 4.00              | 0.00   |        |  |
| 納斯達克綜合指數        | 6,220.37  | 0.20   | 32.96   | 紐約商品交易所天然氣期貨合約                             | 美元/百萬英熱單位 | 2.96     | (2.70) | 182,270    | 1.50              | 0.00   |        |  |
| MSCI 美國指數       | 2,324.94  | 0.38   | 22.13   | 中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>               | 美元/公噸     | 61.80    | N/A    | N/A        | 0.8522            | 6.10   |        |  |
| 歐洲              |           |        | 普通金屬    |  |           |          |        | 美國 1 年期國債  |                   |        |        |  |
| 富時 100 指數       | 7,518.99  | (0.13) | 32.65   | 倫敦金屬交易所鋁期貨合約                               | 美元/公噸     | 1,878.50 | (1.20) | 7,792      | 1.7731            | 0.67   |        |  |
| 德國 DAX30 指數     | 12,833.68 | 0.12   | 20.10   | 倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約                      | 美元/公噸     | 1,889.00 | (0.94) | 31,735     | 2.2004            | (0.18) |        |  |
| 法國 CAC 40 指數    | 5,309.44  | 0.21   | 19.64   | COMEX 銅期貨合約                                | 美元/磅      | 5,690.00 | (1.63) | 8,859      | 0.0700            | 1.40   |        |  |
| 西班牙 IBEX 35 指數  | 10,925.90 | (0.48) | 17.25   | 倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約                      | 美元/公噸     | 5,717.00 | (1.50) | 42,961     | 3.5850            | (2.20) |        |  |
| 意大利 FTSE MIB 指數 | 21,157.95 | 0.17   | N/A     | 貴金屬  |           |          |        |            | 歐洲央行基準利率 (再融資利率)  | 0.00   | 0.00   |  |
| Stoxx 600 指數    | 391.06    | 0.17   | 25.12   | COMEX 黃金期貨合約                               | 美元/金衡盎司   | 1,269.30 | (0.17) | 208,821    | 美國 1 年期銀行同業拆借固定利率 | 1.1393 | 1.22   |  |
| MSCI 英國指數       | 2,180.00  | (0.32) | 33.56   | COMEX 銀期貨合約                                | 美元/金衡盎司   | 16.90    | (1.90) | 82,826     | 美國 3 年期銀行同業拆借固定利率 | 1.2417 | 0.52   |  |
| MSCI 法國指數       | 150.51    | (0.79) | 19.22   | 紐約商品交易所鈀金期貨合約                              | 美元/金衡盎司   | 927.60   | (1.35) | 18,302     | 隔夜上海同業拆借利率        | 2.8250 | (0.25) |  |
| MSCI 德國指數       | 157.55    | (0.41) | 20.52   | 農產品  |           |          |        |            | 1 月期上海同業拆借利率      | 4.6826 | 9.72   |  |
| MSCI 意大利指數      | 58.74     | 0.09   | N/A     | 2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約                          | 美元/蒲式耳    | 384.75   | (0.77) | 361,981    | 香港 3 年期銀行同業拆借固定利率 | 0.7635 | 1.42   |  |
| 亞洲              |           |        | 外匯      |  |           |          |        | 公司債券 (穆迪)  |                   |        |        |  |
| 日經 225 指數       | 19,883.52 | (0.65) | 19.02   | 小麥期貨合約                                     | 美元/蒲式耳    | 450.25   | 1.01   | 119,730    | Aaa               | 3.76   | 2.00   |  |
| 澳大利亞 S&P/ASX 指數 | 5,833.90  | 2.75   | 19.87   | 11 號糖期貨合約                                  | 美元/蒲式耳    | 13.82    | (4.49) | 61,948     | Baa               | 4.43   | 1.00   |  |
| 恒生指數            | 25,875.90 | (0.59) | 13.94   | 2 號平價黃豆及其替代品期貨合約                           | 美元/蒲式耳    | 943.75   | (0.47) | 72,175     | 附注:               |        |        |  |
| 恒生中國企業指數        | 10,514.91 | (0.73) | 8.67    | 1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期) |           |          |        |            |                   |        |        |  |
| 滬深 300 指數       | 3,535.30  | (1.14) | 15.53   | 2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格                    |           |          |        |            |                   |        |        |  |
| 上證綜合指數          | 3,130.67  | (0.88) | 16.80   |  |           |          |        |            |                   |        |        |  |
| 深證綜合指數          | 1,852.79  | (0.24) | 27.05   |  |           |          |        |            |                   |        |        |  |
| MSCI 中國指數       | 72.80     | (1.02) | 15.67   |  |           |          |        |            |                   |        |        |  |
| MSCI 香港指數       | 14,518.43 | (0.35) | 14.69   |  |           |          |        |            |                   |        |        |  |
| MSCI 日本指數       | 948.13    | 0.04   | 16.57   |  |           |          |        |            |                   |        |        |  |

1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)

2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格

|         | 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      | 1.1211 | 1.2763 | 0.7576 | 110.18 | 0.9686 | 6.7954 | 7.8002 | 6.9766                |
| 周變化 (%) | 0.14   | 0.13   | 0.65   | 0.13   | 0.08   | 0.04   | (0.04) | (0.14)                |



## 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               |
| 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 天的價格波動率等于最近的 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，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，為市場信息采集、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 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