




農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED



农银国际中国/香港证券研究  
2014年下半年中国经济展望

经济转折点



众分析员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 ≥ 市场回报
持有	市场回报 - 6% ≤ 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 ≤ 180 天波动率/180 天基准指数波动率
高	1.5 ≤ 180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	1.0 ≤ 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使用者的投资目标，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其任何附属机构、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 2013 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

## 目录

2014 年下半年中国经济展望 .....	4
2014 年下半年中国的政策展望 .....	5
货币政策: 定向货币宽松政策 .....	5
财政政策: 积极应对经济改革 .....	6
人民币走势: 预期汇率走势将出现持续波动, 但是下跌趋势将会停止 .....	7
2014 年下半年经济主题 .....	8
1. 基建投资上涨将支持固定资产投资增长回稳 .....	8
2. 服务业将支持消费增长 .....	9
3. 对外贸易已经探底, 服务贸易不断扩大 .....	10
4. 继续开放金融市场 .....	11
2014 年下半年香港经济展望 .....	12

林樵基, 研究部联席主管

[bannylam@abci.com.hk](mailto:bannylam@abci.com.hk)

出版日期: 2014 年 6 月 25 日 (数据更新至 6 月 20 日)

## 2014 年下半年中国经济展望

2014 年上半年全球整体市场波动，中国经济活动亦有所放缓，其主要经济指标都明显出现了倒退迹象。尽管中国长远前景依然稳固，但是实施经济改革期间难免会出现颠簸。随着经济增长模式转变，2014 年上的 GDP 增长将会放缓。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政策试验，而结构性上的放缓亦在所难免。政府将继续致力推行改革及实施各种迷你刺激措施以提振市场信心，当中包括定向降准和鼓励对战略性行业的投资。虽然大部分经济指标的增速将会放缓，但是整体宏观经济状况将保持稳定。

展望 2012 年下半年，私人消费、投资、出口的逐渐改善将令中国 GDP 有较平衡的增长。我们认为宏观经济将极有可能出现好转，大部分经济指标，包括对外贸易、投资及工业产值等的跌势将放缓。更多大胆的改革措施将会支持基建支出及定向放松流动性政策，从而使中国经济在 2014 年下半年出现温和复苏。因此，我们预期 2014 年上半年经济会见底，同比增长 7.5%；随着投资者信心复苏，中国经济将于下半年将同比增长 7.7%。我们预计下半年通胀率将低于 3%，而 2014 年全年的通胀率将为 2.6%。我们重申，GDP 增速已于 2014 年上半年见低，GDP 会于下半年稳步回升。因此，我们预测 2014 年 GDP 将同比增长 7.6%；考虑到经济复苏放缓，我们预测 2015 年的 GDP 将同比增长 7.3%。

图表 1: 中国经济指标预测

(同比增长率%，除非另有说明)	2012	2013	1Q14	2Q14F	2H14F	2014F	2015F
实际 GDP	7.7	7.7	7.4	7.6	7.6	7.6	7.3
固定资产投资 (年初至今)	20.6	19.6	17.6	17.5	17.5	17.5	17.5
零售销售	14.3	13.1	12.0	12.4	13.0	12.6	14.0
CPI	2.6	2.6	2.3	2.3	2.9	2.6	3.0
PPI	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(1.5)	(0.2)	(1.0)	1.0
出口	7.9	7.9	(3.4)	5.4	9.6	5.6	8.5
进口	4.3	7.3	1.6	2.0	6.7	4.3	7.5
贸易盈余 (十亿美元)	231.1	259.8	16.6	85.8	196.9	299.3	345.1
M2	13.8	13.6	12.1	13.4	13.3	13.3	13.5
汇率 (美元/人民币)	6.2306	6.0543	6.2255	6.2255	6.1000	6.1000	6.000

来源:中国的统计数据、彭博、农银国际证券预测

## 2014 年下半年中国的政策展望

2014 年第 1 季度中国的 GDP 仅同比增长 7.4%，低于政府目标。为推动经济发展，中国推出了包括针对性削减农村金融机构和符合条件的银行的存款准备金率、加快铁路投资、推动投资和国内消费的一系列刺激措施。中国的宏观经济政策将偏向调整经济结构和控制风险。由于中国 2014 年 GDP 的同比增长目标为 7.5%，政府已实行一系列的小型刺激措施者，其中包括加强对小企业的支持，加快预算执行进度，以抵御经济放缓及恢复增长势头。由于中国正处于扭转经济下行趋势的转折点，我们预计政府将加大其政策支持力度，并于 2014 年下半年推出以下各项货币和财政措施。

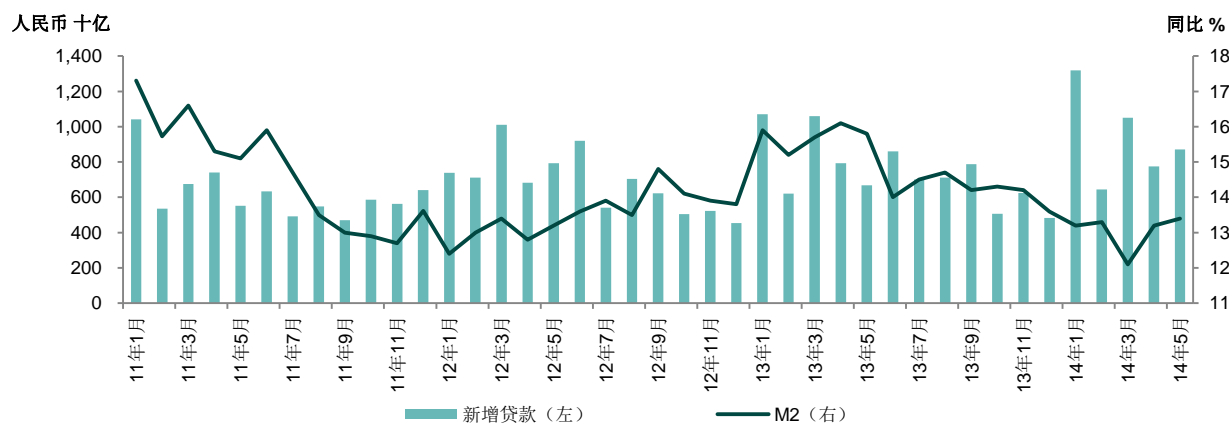
### 货币政策：定向货币宽松政策

今年 6 月，中国人民银行（央行）宣布了新一轮的定向降准措施。该政策将会削减全国三分之二的城市商业银行、80% 的非县级农村商业银行，以及 90% 主要从事贷款给农业部门和小微企业的非县级农村合作银行存款准备金率 50 个基点。这是今年自 4 月以来第二次进行的定向降准措施。我们认为，此次降准将会带来大约人民币 600 亿元的新增借贷，并将加快借贷发展的势头、降低市场的风险、改善市场情绪及刺激经济活动。

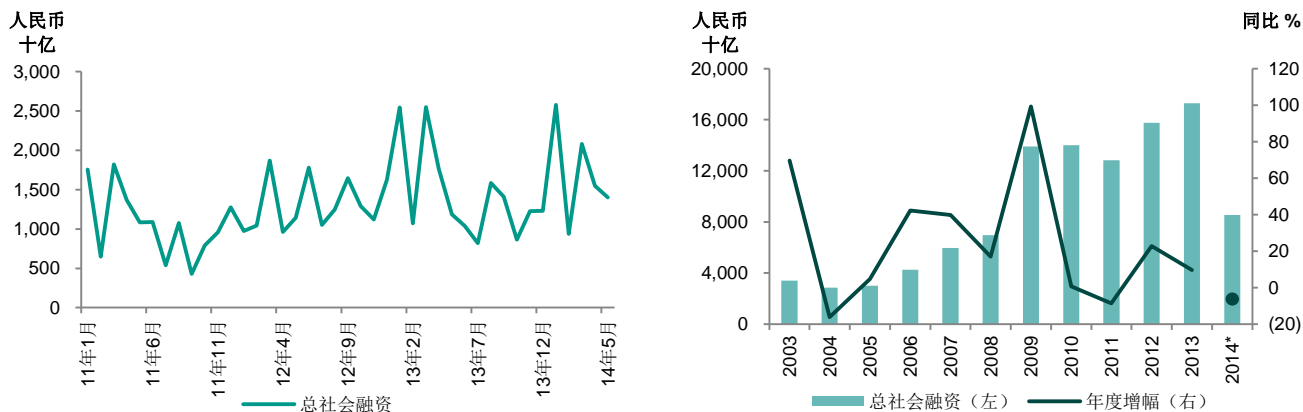
中国在 2014 年下半年所面临的挑战是保持健康的信贷增长，加快经济结构调整，同时将 GDP 增长率维持在 7% 以上。在针对农业部门和小微企业下调存款准备金率后，我们相信将会有更多的定向信贷放宽措施陆续推出，以稳定经济。随着利率市场化改革加深，我们预计存款利率的浮动区间或会进一步扩大。央行将保持货币供应和社会融资规模的合理增长速度，同时优化融资和信贷结构。

流动性管理将继续是 2014 年下半年货币政策的重点。考虑到美国及其他发达经济体正在复苏，我们认为国际资本将继续流入中国市场，令央行管理流动性的需求增大。因此，央行将继续通过货币政策工具，包括回购操作、短期流动性操作及常备借贷操作来满足资金需求及管理银行体系流动性的临时性波动。

图表 2: 新增贷款和 M2 的增长稳定



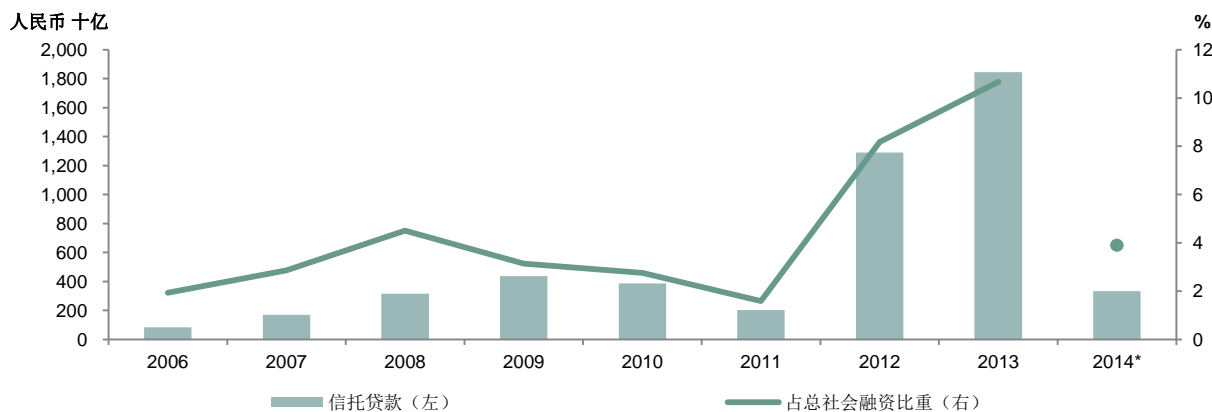
来源: 中国人民银行、农银国际证券

**图表 3: 2014 年实体经济融资总额转稳**


\*1 月至 5 月

来源: 中国人民银行、农银国际证券

来源: 中国人民银行、农银国际证券

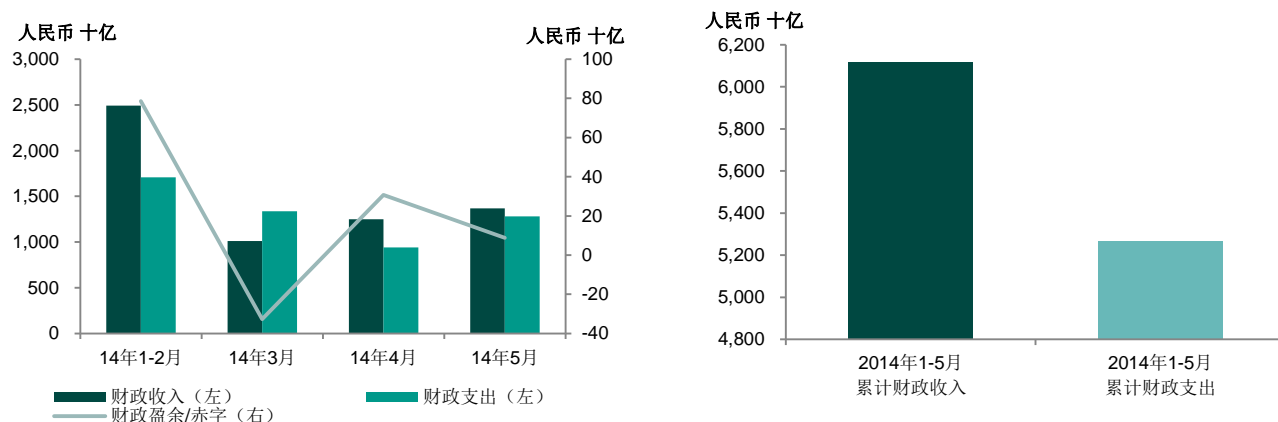
**图表 4: 信托贷款比例正在减少**


\*1 月至 5 月

来源: 中国人民银行、农银国际证券

### 财政政策: 积极应对经济改革

2014 年下半年的财政政策应以为深化改革为目标, 尤其要加大转化政府职能及简化行政审批程序这两方面的改革力度。积极的财政政策将会支持经济可持续增长。至于具体的财政措施, 政府将继续调整财政支出结构, 投资基础设施, 并以增值税 (VAT) 取代营业税以改善税制结构。目前的经济系统改革的主要目的是要降低政府在经济发展过程中的干预度, 让市场在资源配置中发挥决定性的作用。此外, 政府将会支持在中西部地区发展高速公路、高铁、电网升级和资源开发等基建项目。同时, 中央将继续监督保障房建设。在今年下半年, 我们预期政府将会更积极地推出经济刺激措施。这些措施将针对 (1) 加快基建项目审批, (2) 提高地方政府债券发行量, (3) 加大对节能消费产品的补贴, (4) 引导更多的民间资本投资到国有企业垄断的且具有高行业壁垒的大型工业部门, (5) 优化税制从而支持更多服务性行业发展, (6) 停止政府对消费必需品以及部分需求正在上涨产品的价格干预, (7) 改革能源行业的定价机制。

**图表 5: 健康的财政状况有助于抵御经济放缓的影响**


来源: 中国财政部、农银国际证券

**人民币走势: 预期汇率走势将出现持续波动, 但是下跌趋势将会停止**

中国人民银行在上半年来遏制热钱流入的措施以及低于预期的中国经济增长都使人民币在今年上半年出现贬值。同时, 中国金融业暴露出的问题, 以及人民银行加快扩大人民币兑美元汇率浮动区间, 都对人民币汇率造成负面影响。适度的贬值和汇率波动幅度加大, 都将使人民币汇率变动更能反映经济基本面的变动, 并减少投机性交易的影响。我们预期汇率的自由化将会让市场机制在货币和资本市场中发挥更大的作用。我们认为, 随着经济在下半年回稳, 人民币将会受到经济活动加快而回升。因此, 我们预期人民币将会在中长期缓慢升值。展望今年下半年, 我们预期人民币汇率将会从目前的水平 (1 美元=6.2255 人民币) 上涨 2%, 并在年末达到 1 美元兑 6.1 人民币的水平。

**图表 6: 在 2014 年, 人民币汇率浮动区间扩大后呈现更大的波幅**


来源: 彭博、农银国际证券

## 2014 年下半年经济主题

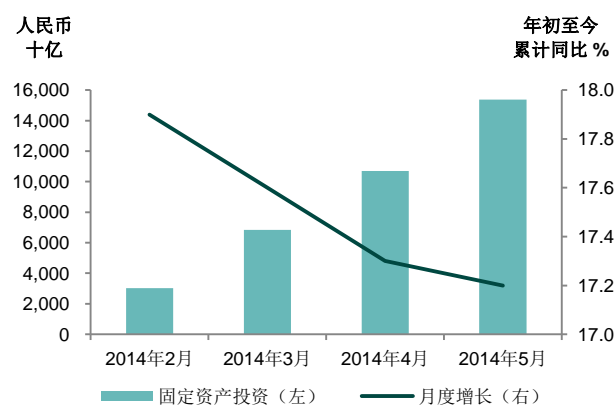
三中全会和人大会议为中国的政策制定者实行改革措施提供了清晰的指引。尽管经济改革将会在短期内降低经济增长，但是却会对未来中国经济的可持续性且高质量增长起到关键的作用。在目前宏观经济形势相对恶劣的情况下，我们预期结构性改革和经济发展措施都将促进中国发展新经济增长模型。

### 1. 基建投资上涨将支持固定资产投资增长回稳

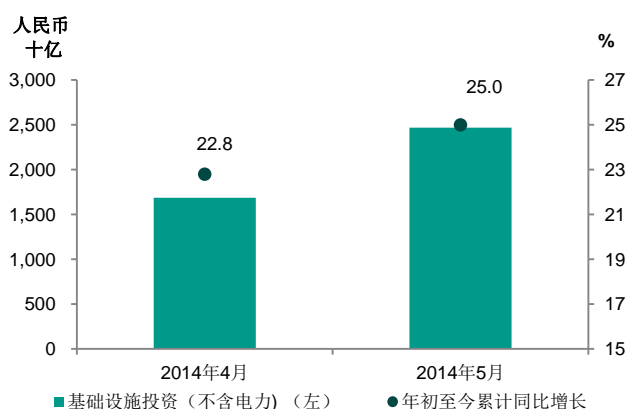
自 2013 年第 3 季度以来，固定资产投资增长逐渐放缓。但是最近的数据显示，固定资产投资增长出现回稳的迹象。今年头 5 月固定资产投资累计同比增长为 17.2%，比 4 月值（17.3%）略低。我们认为增长回稳的主要原因是政府主导的基建投资项目在 5 月份累计同比增长在今年 5 月达到 25%，比 4 月值高 2.2%。

中国铁路总公司在 4 月宣布了将 2014 年的铁路基建预算从人民币 6300-6500 亿元增加到人民币 8000 亿元。为配合新增的基建计划，各地方政府将要尽早开始进行已经计划的基建项目，这将会使今年下半年的基建投资量增加。这些项目都是由中央政府、地方政府和银行资助，因此，我们相信，这些项目的融资将会通过发行地方政府债券以及地方基建债券来完成。

图表 7: 固定资产投资趋稳及基础设施投资上升

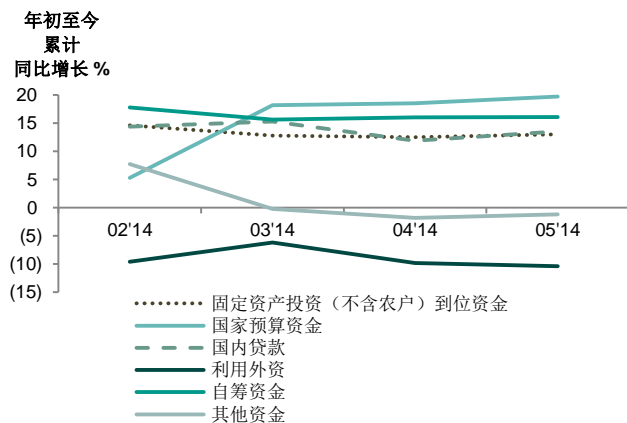


来源: 国家统计局、农银国际证券

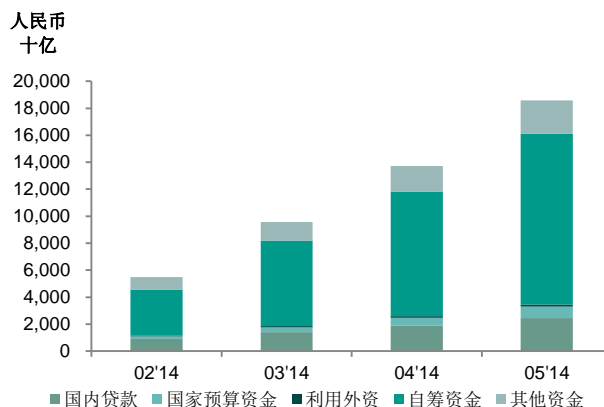


来源: 国家统计局、农银国际证券



**图表 8: 固定资产投资各资金来源增长渐趋稳定**


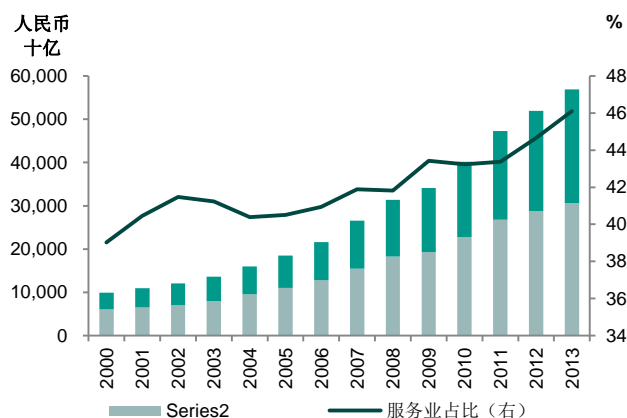
来源:国家统计局、农银国际证券



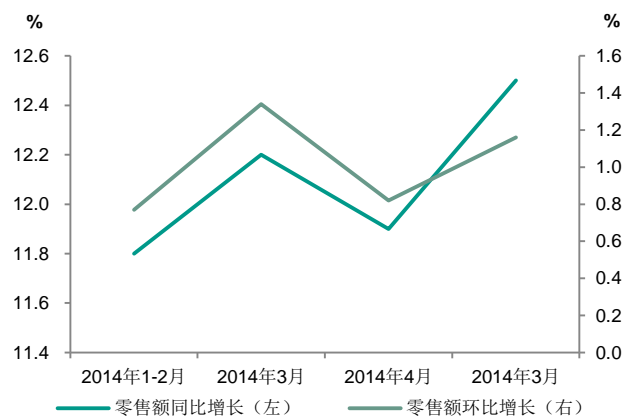
来源:国家统计局、农银国际证券

## 2. 服务业将支持消费增长

服务业产出在 2013 年占 GDP 比例为 46.1%，比制造业要高（制造业在 2012 年是中国雇用人数最多的行业）。中国服务业 PMI 指数从 4 月额 54.8 上升到 5 月的 55.5，维持在荣枯线 50 以上。该指数显示，中国的服务业仍然保持较快的增长。在本次经济改革中，中国政府希望提高消费对经济的贡献度并降低经济对出口和投资的依赖程度，并提升服务业将会在驱动经济增长中所继续扮演的角色。服务行业的管制放松将是经济可持续发展的关键。我们预计服务业中的医疗保健业、金融业、科技、传媒和电信业将会对非国企背景的投资者开放，以通过提高行业竞争来改善这些行业的效率。

**图表 9: 服务业对 GDP 贡献比重高速增长**


来源: 国家统计局、农银国际证券

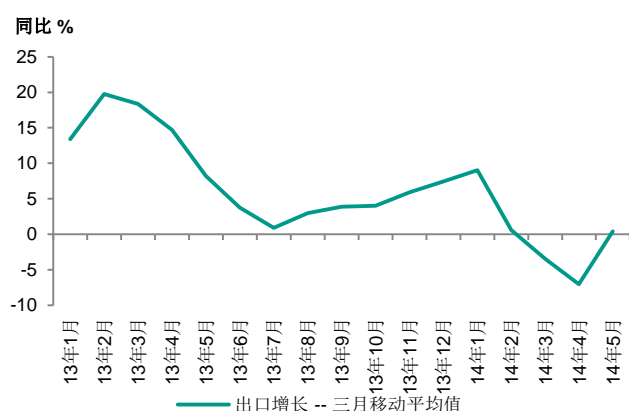
**图表 10: 消费增长回稳**


来源: 国家统计局、农银国际证券

### 3. 对外贸易已经探底，服务贸易不断扩大

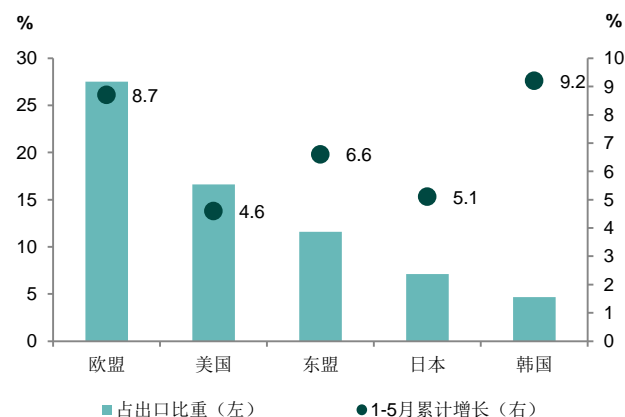
作为中国经济的其中一根顶梁柱，对外贸易在今年的第 1 季度的增长却不尽人意。第 1 季度的出口出现负增长，主要是受到上年高基数效应以及中国主要贸易伙伴的经济放缓影响。尽管如此，出口在 4 月和 5 月重回正增长。对主要贸易伙伴（美国、欧盟、日本、东盟）的出口也出现反弹，显示外国经济的持续复苏使对外贸易环境好转。我们相信，随着上年高基数效应逐渐消退，中国出口业将重获增长势头，并在今年下半年出现更加明显的改善。

图表 11: 出口增长出现回升



来源: 彭博、农银国际证券

图表 12: 对主要贸易伙伴出口仍保持高增长



来源: 彭博、农银国际证券

针对服务贸易的贸易改革将会是保持对外贸易增长势头的关键。最近政府开始重点发展服务贸易的主要目的，是为了在严峻的国内外经济大环境中保持对外贸易的持续增长。今年第 1 季度的服务贸易同比增长 15.6%，达到人民币 1388 亿元；占总贸易额 12.8%，比上年同期值上升 1.6%。服务业出口和进口分别同比增长 14% 和 16.6%，显示跨境服务贸易的发展迅猛。我们相信，由于目前中国服务业的渗透率相对较低，而且政府将会对服务业提供更多的支持，所以服务贸易将会成为对外贸易的主要增长点。

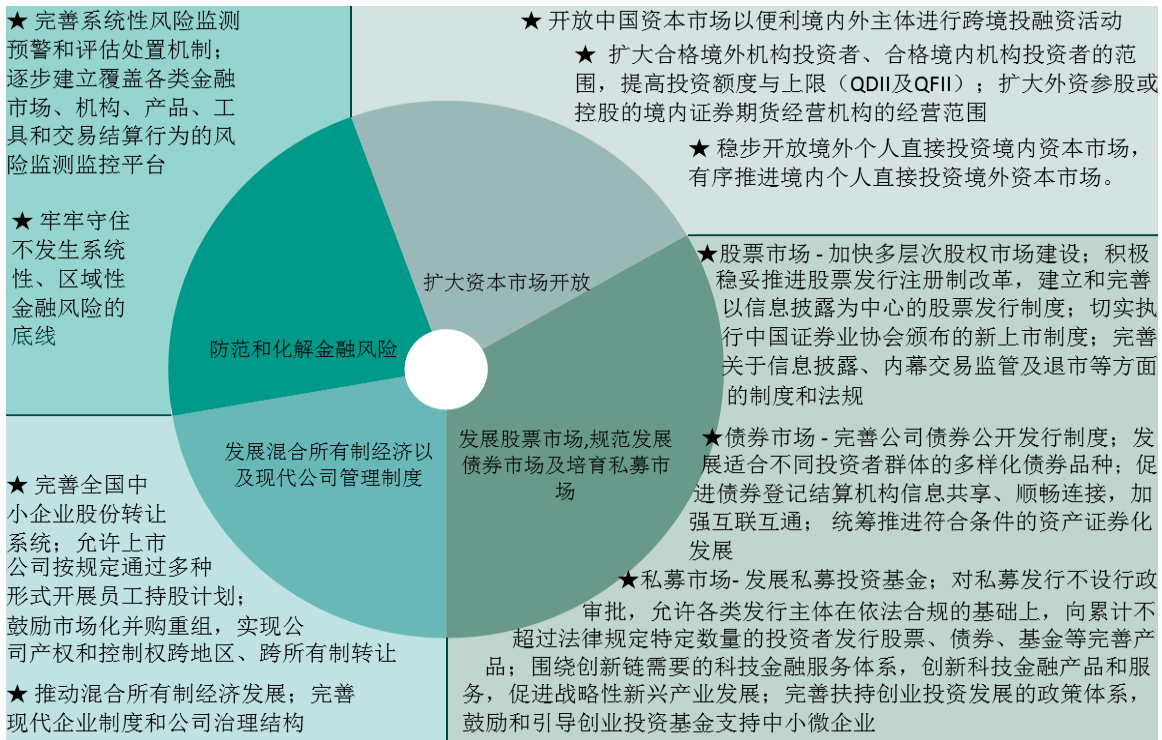


### 4. 继续开放金融市场

今年下半年中国继续推进金融业改革。在今年五月，国务院就表示将会继续深化资本市场改革并公布了在未来几年改革的大纲。国务院的改革大纲将金融改革的目标定为发展多层次的、高效的、高度包容的资本市场，以及在 2020 年前建立成熟的市场架构、职能分布、法规制度。为了促进资本市场健康发展，改革大纲设定了九大目标，从而更好地解决政府与市场关系、创新、混合所有制等问题。针对股票市场，目前的审核制将会被注册制取代，而退市制度也将逐渐完善。针对债券市场，可发行的债券品种将会更多元化，从而满足不同的投资需求，同时相关机构将会加大市场监管的力度。此外，私募基金的发行审批将会有所放宽，而将会鼓励通过私募筹集的资本投入到小企业。期货市场将会推进产品多元化，并将会推出资源性大宗商品的期货合约。因此，相关的部门将会加强系统性风险的监管，并加强打击相关的违法违规行为。

我们认为中国将放宽对上市公司对外投资的限制，扩大资本流入的配额及发展大宗商品衍生交易工具。这些改革也将包括允许民间资本投资于银行业，推出存款保险，推进存款利率市场化及资产证券化的发展，发行地方政府债券，资本账户自由化，及以市场主导的汇率机制自由化发展。随着参与金融行业的障碍逐步消除，中国将进一步走上金融自由化的道路，在长远而言，中国的金融体系会更健康、更稳健。

图表 13: 中国资本市场改革大纲 - 四大主要改革领域



来源: 国务院、农银国际证券

## 2014 年下半年香港经济展望

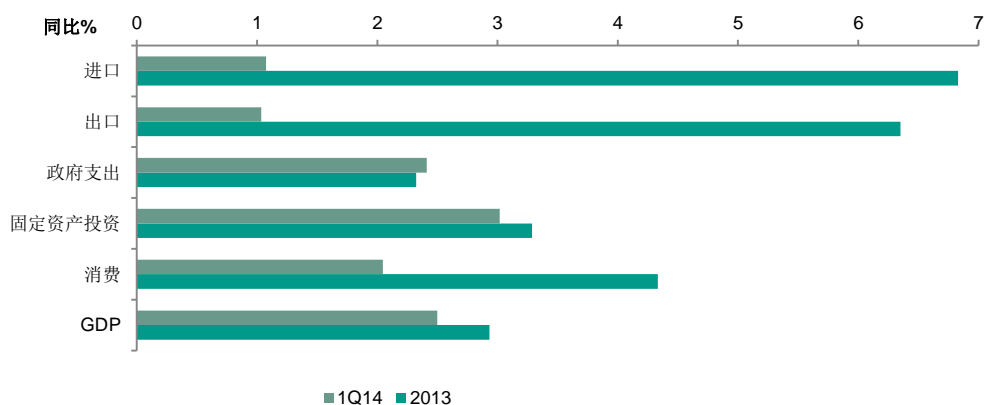
今年第 1 季度香港的 GDP 同比增长 2.5%，而失业率维持在 3.1% 的低位。今年头 5 个月的通胀率回落到 4%，显示价格上涨压力有所缓解。私人消费支出在第 1 季度仅上涨 2%，低于 2013 年的 4.2%。由于香港的私人消费很大部分是靠游客，特别是内地游客的带动，因此受到中国经济增长下滑和人民币贬值的影响，香港的私人消费占 GDP 的比重有所下降。我们预计香港的零售业在今年下半年只会轻微增长。在基建项目的推动下，投资在今年第 1 季度的增长率达到 3%。我们预期投资在下半年将继续保持目前强劲的增长势头。中国疲弱的贸易状况以及仍在复苏的全球经济使香港商品和服务的出口在今年第 1 季度仅录得 1% 的增长。随着中国以及其他发达经济体重回增长轨道，香港对外贸易在今年下半年将会出现明显的反弹。在房地产市场方面，价格和交易量的疲弱反映紧缩性政策对该行业仍然有较大的影响。我们预计，香港房地产市场的跌势在下半年仍将持续，香港政府在未来几年将会继续执行紧缩性的房地产政策。因此房地产供应量将会上涨，并促进香港房地产市场的健康发展。总体来说，我们预期香港经济在今年下半年将会呈现更加均衡的增长，带动 2014 年 GDP 同比增长率回升到 3%。

图表 1: 香港 2014 年经济数据预测

(同比增长率%，除非另有说明)	2012	2013	1Q14	2014F
实际 GDP	1.5	2.9	2.5	3
消费	4.1	4.2	2	2
投资	6.8	3.3	3	3.1
政府开支	3.6	2.7	2.4	2.4
出口	1.9	6.5	1	2
进口	2.9	6.9	1.1	2.1
失业率 (%)	3.3	3.4	3.1	3
CPI	4.1	4.4	4.1	3.8

来源: 香港政府统计处、农银国际证券预测

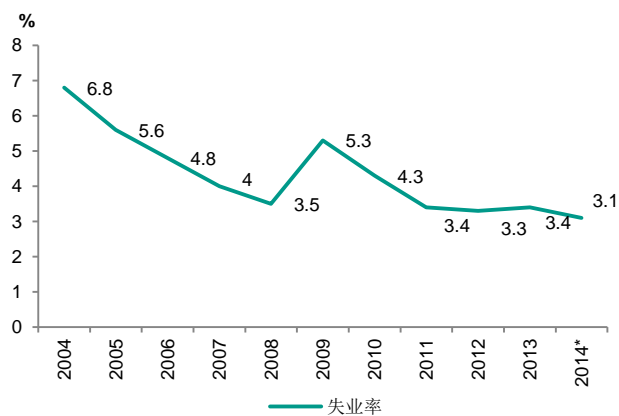
图表 2: 香港 GDP 增长放缓



来源: 香港政府统计处、农银国际证券预测

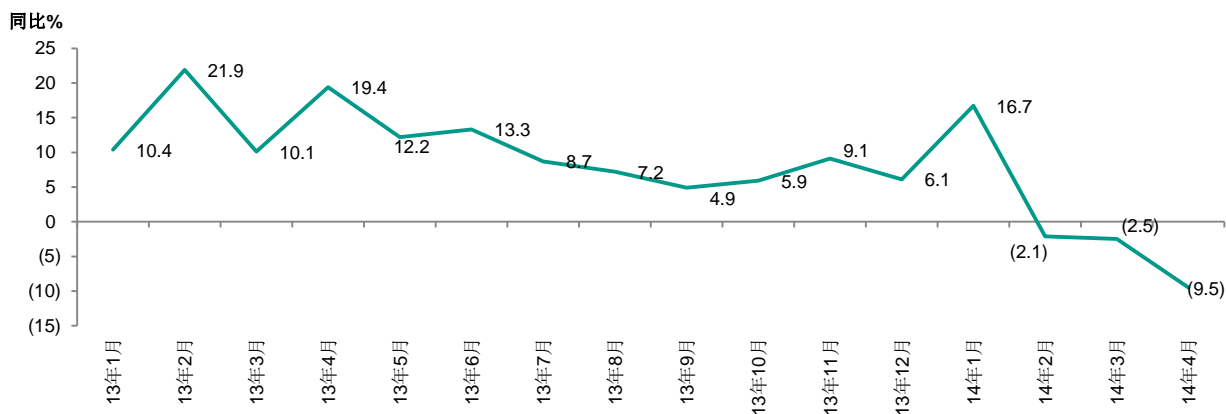
**图表 3: 香港通胀压力有所缓解**


来源: 彭博、香港政府统计处、农银国际证券

**图表 4: 香港目前处于充分就业状态**


\* 3-5 月累计值

来源: 彭博、香港政府统计处、农银国际证券

**图表 5: 香港零售额增长出现持续下降**


来源: 香港政府统计处、农银国际证券