



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

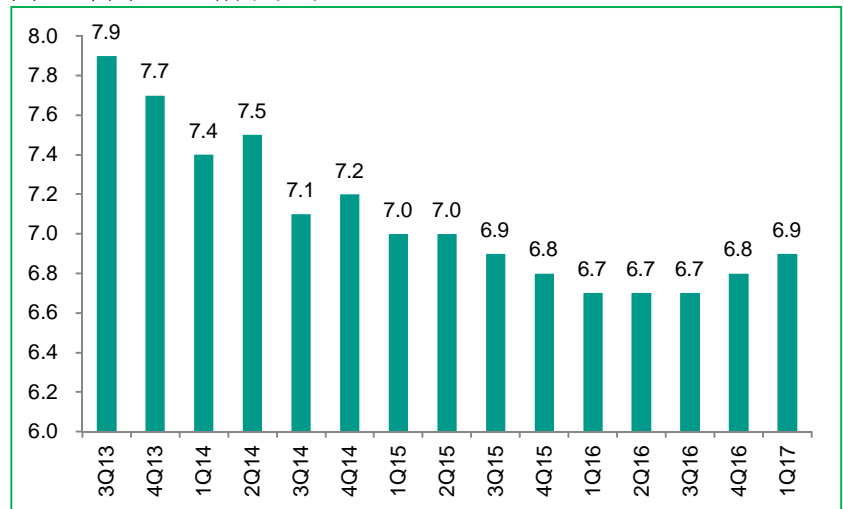
電郵: yaoshaohua@abci.com.hk

中國第 1 季 GDP 增長繼續加快

- 中國 2017 年第 1 季經濟增速由 2016 年第 4 季的 6.8% 略微反彈至 6.9%，主要因為工業產出與投資增速加快，以及進出口明顯改善。
- 儘管首季 GDP 錄得強勁增速，但我們相信未來數季中國經濟增長將小幅放緩，一方面因為去杠杆的持續推進或抑制經濟擴張，另一方面則因為美國總統特朗普簽署行政令要求 90 天以內徹底調查美國巨額貿易逆差的原因，此舉或令中美潛在貿易爭端升級，拖累中國出口增長。
- 有見於 2017 年第 1 季錄得強勁增長，我們將 2017 年全年 GDP 增速預測由之前估計的 6.5% 上調至 6.7%。
- 未來數月我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策，以降低整體經濟的負債率水平。此外，鑒於今年首季經濟增速好于預期，為降低金融領域風險，人民銀行和銀監會或加大宏觀審慎措施力度。

中國 2017 年第 1 季經濟增速由 2016 年第 4 季的 6.8% 略微反彈至 6.9%，為 6 個季度來最快速度，主要因為工業產出與投資增速加快，以及進出口明顯改善（圖 1）。令人鼓舞的是，3 月份的經濟數據好于預期，投資、零售銷售、出口以及工業產出的增速均快過市場預測。從按季增長看，2017 年第 1 季中國經濟增長 1.3%，而 2016 年第 4 季則增長 1.7%。

圖 1: 中國 GDP 增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

經濟結構的調整繼續取得積極進展。國內生產總值各個組成部分的分析顯示，2017 年第 1 季消費開支仍是經濟增長的主要推動力，為整體經濟增長貢獻 5.3 個百分點，而投資僅貢獻 1.3 個百分點（圖 2）。2017 年第 1 季貨物及服務淨出口為整體經濟增長貢獻 0.3 個百分點，而 2016 年貨物及服務淨出口拖累整體經濟增長減少 0.4 個百分點。此外，今年首季第三產業增加值占國內生產總值的比重達到 51.6%，高于去年 51.6% 的比重以及今年首季第二產業 38.7% 的比重。

農銀國際研究部

2017 年 4 月 19 日

¹除另有指明外，本報告列示的變動比率均為按年變化



圖 2：中國實質 GDP 增長各項貢獻率（百分點）

經濟指標	2015	2016	1Q2017
消費開支（家庭 + 政府）	4.1	4.3	5.3
投資（私人 + 公共）	2.9	2.8	1.3
貨物及服務淨出口	-0.1	-0.4	0.3
實質 GDP 增長 %	6.9	6.7	6.9

來源：國家統計局，農銀國際證券

儘管零售銷售在今年首季略微放緩，但內需仍維持穩健增長，主要得益於投資強勁反彈。城鎮固定資產投資繼去年第 4 季增長 7.9% 後，今年第 1 季大幅回升至 9.2%，而同期消費品零售銷售則由 10.6% 放緩至 10.0%。零售銷售增長回落主要因為今年首季汽車銷售增速在購置稅優惠減少下減慢。從供給側看，受益於生產物價通脹上升及外需改善，2017 年第 1 季實質工業產出增長由 2016 年第 4 季的 6.1% 反彈至 6.8%。

受益於全球經濟復蘇，2017 年第 1 季外需顯著改善。以美元計價，今年首季出口上升 8.2%，而去年第 4 季則下跌 4.8%。隨著進口飆升 24.0%，首季貿易盈餘由去年第 4 季 1345 億美元收窄至 656 億美元。

貨幣政策方面，今年首季人民銀行維持偏緊的態勢，主要表現為數次提高逆回購及各類借貸便利的利率水平。今年 3 月份廣義貨幣供給 (M2) 的增速由去年 12 月份的 11.3% 回落至 10.6%。此外，2017 年第 1 季新增人民幣貸款為 4.2 萬億人民幣，而去年同期則達 4.6 萬億人民幣。

展望未來，儘管今年第 1 季 GDP 錄得強勁增速，但我們相信未來數季中國經濟增長將小幅放緩，一方面因為去杠桿的持續推進或抑制經濟擴張，另一方面則因為美國總統特朗普簽署行政令要求 90 天以內徹底調查美國巨額貿易逆差的原因，此舉或令中美潛在貿易爭端升級，拖累中國出口增長。有見於今年第 1 季錄得強勁增長，我們將 2017 年全年 GDP 增速預測由之前估計的 6.5% 上調至 6.7%。

未來數月我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策，以降低整體經濟的負債率水平。此外，鑒於第 1 季經濟增速好於預期，為降低金融領域風險，人民銀行和銀監會或加大宏觀審慎措施力度。

圖 3：經濟預測

經濟指標	2015 年	2016 年	2017 年預測
實質 GDP 增長, %	6.9	6.7	6.7
固定資產投資增長, %	10.0	8.1	9.0
零售銷售增長, %	10.7	10.4	10.0
以美元計出口增長, %	-2.8	-7.7	4.0
以美元計進口增長, %	-14.1	-5.5	10.0
工業產出增長, %	6.1	6.0	6.5
消費物價通脹, %	1.4	2.0	2.0
M2 增長, %	13.3	11.3	10.5
社會融資規模, 十億人民幣	15,400	17,800	19,000
新增人民幣貸款, 十億人民幣	11,700	12,600	13,500
年底每美元兌人民幣在岸現貨價	6.4937	6.9450	7.100

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		
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
實際國民生產總值 (同比%)	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	
以美元計出口增長 (同比%)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	
以美元計進口增長 (同比%)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	
貿易餘額 (美元/十億)	32.6	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	
零售額 (同比%)	10.2	10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	
工業增加值 (同比%)	5.4	6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	
製造業 PMI (%)	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	
非製造業 PMI (%)	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	
固定資產投資 (累計同比%)	10.2	10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	
消費物價指數 (同比%)	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	
生產者物價指數 (同比%)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	
廣義貨幣供應量 (同比%)	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	
新增貸款 (人民幣/十億)	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	
總社會融資 (人民幣/十億)	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	

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	20,523.28	0.34	18.88	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	52.28	(1.69)	445,007	1.00	0.00		
標準普爾 500 指數	2,342.19	0.57	21.57	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	54.74	(2.06)	314,265	4.00	0.00		
納斯達克綜合指數	5,849.47	0.76	113.9	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.15	(2.32)	167,774	1.50	0.00		
MSCI 美國指數	2,231.95	0.58	22.02	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	0.7406	(1.00)	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	7,147.50	(2.46)	37.77	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,875.50	(1.03)	24,864	1.7063	(6.28)		
德國 DAX30 指數	12,000.44	(0.90)	19.40	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,892.00	(0.89)	35,432	2.1771	(6.03)		
法國 CAC 40 指數	4,990.25	(1.59)	19.28	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	5,553.00	(2.15)	18,598	美國 10 年期國債	0.0040	(0.60)	
西班牙 IBEX 35 指數	10,264.50	(0.60)	19.03	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	5,572.00	(2.11)	46,550	日本 10 年期國債	0.0040	(0.60)	
意大利 FTSE MIB 指數	19,442.71	(1.67)	N/A	貴金屬					中國 10 年期國債	3.4130	4.20	
Stoxx 600 指數	376.35	(1.11)	26.12	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,288.90	0.03	248,725	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,083.22	(2.43)	38.66	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	18.24	(1.49)	82,362	美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.9944	0.44	
MSCI 法國指數	142.43	(1.49)	19.02	紐約商品交易所鈀期貨合約	美元/金衡盎司	980.00	0.27	15,731	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	1.1584	0.08	
MSCI 德國指數	151.31	(0.87)	19.56	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.4860	5.70	
MSCI 意大利指數	54.18	(1.71)	N/A	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	368.25	(2.58)	164,886	1 月期上海同業拆借利率	3.9978	0.06	
亞洲			農產品					香港 3 年期銀行同業拆借固定利率				
日經 225 指數	18,400.11	0.35	21.28	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	436.50	(1.41)	83,932	公司債券 (穆迪)	Aaa	3.86	3.00
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,807.20	(1.40)	19.97	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	16.83	1.57	69,601	Baa	4.55	3.00	
恒生指數	23,740.45	(2.15)	13.23	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	959.00	(0.75)	97,377	附注:			
恒生中國企業指數	9,944.24	(2.55)	8.37	1. 數據源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (資料更新于報告發布日期)								
滬深 300 指數	3,440.13	(1.31)	15.83	2. 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格								
上證綜合指數	3,165.47	(2.48)	18.34									
深證綜合指數	1,921.51	(3.28)	39.08									
MSCI 中國指數	66.42	(0.90)	14.64									
MSCI 香港指數	13,588.05	(1.16)	13.98									
MSCI 日本指數	880.97	0.74	18.01									

外匯

	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	1.0719	1.2821	0.7526	108.51	0.9975	6.8829	7.7744	7.0725
周變化 (%)	0.95	2.38	(0.70)	0.12	0.80	0.04	(0.02)	(0.04)



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