



## 经济透视

分析员: 姚少华, PhD

电话: 852-2147 8863

电邮: yaoshaohua@abci.com.hk

## 2017 年中国政府工作报告 解读

农银国际研究部

2017 年 3 月 7 日

- 中国政府将 2017 年经济增长目标调低至 6.5% 左右, 说明中央当局正将工作重心从之前的促进增长转为强调控制金融风险、去杠杆以及供给侧结构性改革。随着去杠杆以及去库存的持续推进, 我们预期今年中国经济增长略为放缓至 6.5%。
- 消费物价通胀目标仍为 3.0%, 与 2016 年相同。有见于经济增速放缓以及更多城市房价或回落, 我们预期 2017 年消费物价通胀保持在 2.0% 水平。今年上半年生产物价通胀或在低基数效应下持续反弹。
- 政府将 M2 和社会融资规模增速目标从 2016 年的 13.0% 下调至 12.0%, 表明今年的货币政策将较去年稍紧, 整体经济的负债率或逐步下降。
- 财政预算赤字率维持在 3.0% 不变, 显示今年中央政府将保持积极的财政政策来支持增长, 政策措施主要集中于加速基建投资项目、减税降费以及地方债务置换。
- 城镇新增就业目标提高至 1100 万人以上, 而城镇登记失业率目标则控制在 4.5% 以内。鉴于劳动力市场仍然偏紧缺, 我们相信上述两个目标可以实现。

### 中国实现 2016 年增长目标

2017 年 3 月 5 日中国总理李克强在第十二届全国人民代表大会第五次会议上宣读了本年度政府工作报告。报告对 2016 年的经济工作进行了回顾, 并对 2017 年的若干经济指标设定了目标。

如图 1 所示, 2016 年中国经济增长 6.7%, 虽然达到了 6.5%-7.0% 的增长目标区间, 但却是 1990 年最慢增速。另一个重要的经济指标城镇新增就业亦圆满实现目标, 去年全年新增就业 1310 万人。

图 1: 2016 年中国经济指标—目标 VS 实际

经济指标	目标	实际
实质 GDP 增长, %	6.5-7.0	6.7
城镇新增就业, 百万	10.0 以上	13.1
城镇登记失业率, %	4.5 以内	4.0
财政赤字占 GDP 比重, %	3.0	3.8(e)
消费物价通胀, %	3.0 左右	2.0
M2 增长, %	13.0 左右	11.3

来源: 2017 政府工作报告, 农银国际证券  
(e) 代表农银国际证券估计

令人鼓舞的是, 经济结构的调整继续取得积极进展。国内生产总值各个组成部分的分析显示, 2016 年消费开支仍是经济增长的主要推动力, 为整体经济增长贡献 4.3 个百分点, 投资仅贡献 2.8 个百分点(图 2)。相反, 货物及服务净出口则拖累整体经济增长减少 0.4 个百分点。



图 2: 中国实质 GDP 增长各项目贡献率 (百分点)

经济指标	2014	2015	2016
消费开支 (家庭 + 政府)	3.6	4.1	4.3
投资 (私人 + 公共)	3.4	2.9	2.8
货物及服务净出口	0.3	-0.1	-0.4
实质 GDP 增长 %	7.3	6.9	6.7

来源: 国家统计局, 农银国际证券

### 中国下调 2017 年 GDP 增长目标至 6.5% 左右

中国将 2017 年经济增长目标设定为 6.5% 左右, 与 2016 年 6.5%-7.0% 的增长目标相比略有下调, 亦低于去年 6.7% 的实际增速。同时, 报告指出在实际工作中争取更好的增长结果。我们认为经济增长目标调低说明中央当局正将工作重心从之前的促进增长转为强调控制金融风险、去杠杆以及供给侧结构性改革。随着去杠杆以及去库存的持续推进, 我们预期今年中国经济增长略为放缓至 6.5%。

图 3: 中国 2017 年经济增长目标

经济指标	目标	农银国际预测
实质 GDP 增长, %	6.5% 左右	6.5%
城镇新增就业, 百万	11.0 以上	13.0
城镇登记失业率, %	4.5 以内	4.0
财政赤字占 GDP 比重, %	3.0	3.5
消费物价通胀, %	3.0 左右	2.0
M2 增长, %	12.0 左右	10.5

来源: 2017 政府工作报告, 农银国际证券

消费物价通胀目标仍为 3.0%, 与 2016 年相同。我们相信消费物价通胀属于软性指标而非硬性指标, 因为中国人民银行副行长易纲近期表示今年消费物价通胀或位于 2%-3% 的黄金区间。有见于经济增速放缓以及更多城市房价或回落, 我们预期 2017 年消费物价通胀保持在 2.0% 水平, 但今年上半年生产物价通胀或在低基数效应下持续反弹。

尽管报告表示将维持稳健中性的货币政策, 但政府将 M2 和社会融资规模增速目标从 2016 年的 13.0% 下调至 12.0%, 表明今年的货币政策将较去年稍紧, 整体经济的负债率或逐步下降。在去杠杆的背景下, 我们预期今年 M2 和社会融资规模的增速分别达 10.5% 及 12.0%。此外, 我们预期 2017 年中国人民银行将维持利率稳定, 但有见于通胀压力较温和以及外汇占款减少, 人民银行或下调 RRR 两次, 每次 50 个基点。

财政预算赤字率维持在 3.0% 不变, 显示今年中央政府将保持积极的财政政策来支持增长。税收及收费的减免或令财政收入减少约 5500 亿人民币。地方专项债券的安排由 2016 年的 4000 亿人民币提高至 8000 亿人民币。由于财政支出较财政收入的增长为高, 我们预期 2017 年政府会再录得小幅财政赤字, 约占国内生产总值 3.5%。

城镇新增就业目标由 2016 年的 1000 万人提高至 1100 万人以上, 而城镇登记失业率目标则控制在 4.5% 以内, 与 2016 年相同。我们相信上述两个目标可以实现, 因为 2016 年城镇新增就业人数实际超过 1300 万人, 而城镇登记失业率仅为 4.0%。另一个原因则是劳动力市场仍然偏紧缺, 2016 年第 4 季城镇劳动力供求比仍保持在 1.1 的高位。



报告呼吁深化供给侧结构性改革，包括在钢铁、煤炭及煤电行业去产能，房地产因城施策去库存，积极稳妥去杠杆以及加快国有企业混合所有制改革等等。此外，报告指出需对不良资产、债券违约、影子银行、互联网金融四个领域的累积风险高度警惕。

李克强总理在报告里高度强调了环境保护的重要性。随着空气污染加剧以及中国政府强调可持续发展，我们相信 2017 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，随着供给侧改革将进一步改善生产物价通胀，我们维持原材料及工业行业或继续改善的预期不变。



### 中国经济数据

	2015		2016										2017	
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---	6.8	---
以美元计出口增长 (同比%)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)	(2.8)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9
以美元计进口增长 (同比%)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)	1.5	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7
贸易余额 (美元/十亿)	60.9	63.3	32.6	29.9	45.6	50.0	48.1	52.3	52.1	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3
零售额 (同比%)	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6	10.7	10.0	10.8	10.9	---
工业增加值 (同比%)	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3	6.1	6.1	6.2	6.0	---
制造业 PMI (%)	49.7	49.4	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9	50.4	50.4	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3
非制造业 PMI (%)	54.4	53.5	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9	53.5	53.7	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6
固定资产投资 (累计同比%)	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1	8.2	8.3	8.3	8.1	---
消费物价指数 (同比%)	1.6	1.8	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8	1.3	1.9	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5
生产者物价指数 (同比%)	(5.9)	(5.3)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)	(0.8)	0.1	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9
广义货币供应量 (同比%)	13.3	14.0	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2	11.4	11.5	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3
新增贷款 (人民币/十亿)	598	2510	727	1370	556	986	1380	464	949	1220	651	795	1040	2030
总社会融资 (人民币/十亿)	1815	3425	825	2404	751	660	1629	488	1470	1720	896	1740	1630	3740

### 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	20,954.34	(0.24)	19.36	美元/桶	53.27	(0.11)	532,728	0.75	0.00		
标准普尔 500 指数	2,375.31	(0.33)	21.89	美元/桶	56.08	0.32	222,622	3.75	0.00		
纳斯达克综合指数	5,849.18	(0.37)	42.23	美元/百万英热单位	2.87	1.52	176,780	1.25	0.00		
MSCI 美国指数	2,261.21	(0.33)	22.33	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	0.5325	0.00	
欧洲			普通金属				美国 5 年期国债				
富时 100 指数	7,357.88	(0.22)	39.21	美元/公吨	1,865.75	(0.96)	14,391	2.0241	1.51		
德国 DAX30 指数	11,957.95	(0.58)	18.24	美元/公吨	1,876.50	(0.82)	46,651	2.4998	2.18		
法国 CAC 40 指数	4,964.01	(0.62)	19.41	美元/公吨	5,845.75	(1.05)	17,181	美国 10 年期国债	2.0760	(0.20)	
西班牙 IBEX 35 指数	9,789.90	(0.09)	18.19	美元/公吨	5,858.00	(1.00)	36,387	日本 10 年期国债	0.0760	(0.20)	
意大利 FTSE MIB 指数	19,401.20	(1.34)	N/A	美元/磅	378.00	(0.72)	187,332	中国 10 年期国债	3.3640	(3.90)	
Stoxx 600 指数	372.74	(0.66)	25.38	美元/蒲式耳	458.75	1.16	68,758	欧洲央行基准利率 (再融资利率)	0.00	0.00	
MSCI 英国指数	2,138.21	(0.34)	40.61	美元/蒲式耳	11 号糖期货合约	18.98	(2.77)	48,825	美国 1 月期银行同业拆借固定利率	0.8344	5.39
MSCI 法国指数	141.18	(0.41)	19.35	美元/蒲式耳	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	378.00	(0.72)	187,332	美国 3 月期银行同业拆借固定利率	1.1017	4.77
MSCI 德国指数	150.98	(0.51)	18.87	美元/蒲式耳	11 号糖期货合约	18.98	(2.77)	48,825	隔夜上海同业拆借利率	2.4041	3.51
MSCI 意大利指数	54.14	(1.06)	N/A	美元/蒲式耳	2 号平价黄玉米及其替代品期货合约	378.00	(0.72)	187,332	1 月期上海同业拆借利率	4.1016	1.65
亚洲			贵金属				香港 3 月期银行同业拆借固定利率				
日经 225 指数	19,344.15	(0.64)	22.74	美元/金衡盎司	1,225.10	(0.11)	251,002	公司债券 (穆迪)	Aaa	3.95	10.00
澳大利亚 S&P/ASX 指数	5,761.39	0.55	19.85	美元/金衡盎司	17.74	0.00	73,947	Baa	4.65	11.00	
恒生指数	23,681.07	0.54	13.13	美元/金衡盎司	976.10	(1.81)	19,048	附注:			
恒生中国企业指数	10,229.68	0.84	8.43	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365	1. 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日期)			
沪深 300 指数	3,453.96	0.76	15.46	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365	2. 为发热量 5500 大卡/千克动力煤的价格			
上证综合指数	3,242.41	0.75	18.53	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365				
深证综合指数	2,031.63	1.48	44.91	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365				
MSCI 中国指数	64.64	0.19	14.17	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365				
MSCI 香港指数	13,186.57	(0.05)	13.86	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365				
MSCI 日本指数	930.94	(0.26)	18.92	美元/蒲式耳	1,036.00	(0.14)	121,365				

### 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	1.0591	1.2213	0.7602	113.84	1.0119	6.8983	7.7646	7.1165
周变化 (%)	(0.29)	(0.63)	0.08	0.18	(0.40)	0.02	(0.02)	0.19



## 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