



經濟透視

分析員: 姚少華, PhD

電話: 852-2147 8863

電郵: yaoshao-hua@abci.com.hk

2018 年中國經濟展望

農銀國際研究部

2017 年 11 月 29 日

- 受益于外需改善以及供給側結構改革有效推進,今年年初以來中國經濟增長略微反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國今年前 3 季經濟增長 6.9%,快過去年全年 6.7%的增速。
- 儘管供給側結構改革將繼續支持經濟增長,但有見于經濟去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及房地產市場收緊,我們相信 2018 年中國經濟增長或略微放緩。我們預期 2018 年中國 GDP 增長 6.6%,略低于 2017 年 6.8%的預估增速。
- 由于食品價格可能回升以及較低的基數效應,CPI 通脹或由 2017 年預計的 1.5%反彈至 2018 年的 2.0%。有見于低基數效應減退及大宗商品價格走勢回軟,PPI 通脹或由 2017 年預計的 6.0%下跌至 2018 年的 2.5%。
- 貨幣政策方面,我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以平衡去杠杆、防範金融風險以及穩定經濟增長三大重要目標。有見于經濟增長動力穩定以及通脹壓力較溫和,我們預期 2018 年人民銀行將維持基準利率以及基準 RRR 不變。
- 我們預期 2018 年中央政府將維持積極的財政政策,政策措施主要集中于精準扶貧、環保、減稅、地方債務置換以及民生投資方面。我們預期 2018 年政府會再錄得小幅財政赤字,約占國內生產總值 3.5%。
- 隨著中共十九大領導層換屆順利完成,為支持經濟增長及改善環境,我們相信 2018 年中國經濟改革將加速。預料獲得廣泛支持的改革措施會加快推行,包括綠色發展、農村土地改革、收入分配改革、國企改革、財政體制改革及金融改革等。
- 隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展以及經濟增長的質量,我們相信 2018 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外,我們預期新經濟行業將繼續展示其優異的盈利能力和盈利質量。

中國經濟增長首 10 月略微加快

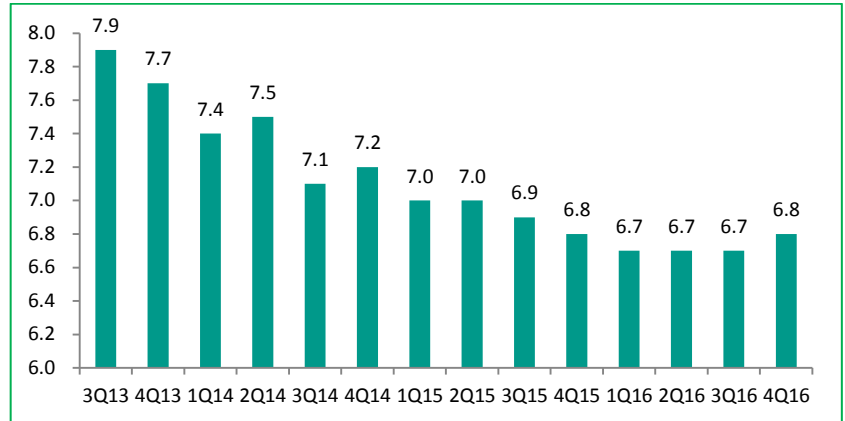
受益于外需改善以及供給側結構改革有效推進,今年年初以來中國經濟增長略微反彈。官方數據顯示位列世界第 2 大經濟體的中國今年前 3 季經濟增長 6.9%¹,快過去年全年 6.7%的增速(圖 1)。值得注意的是,中國經濟結構繼續優化,今年前 3 季最終消費支出對經濟增長的貢獻率為 64.5%,服務業增加值占國內生產總值的比重達到 52.9%。今年前 3 季貨物及服務淨出口為整體經濟增長貢獻 0.2 個百分點,而 2016 年貨物及服務淨出口拖累整體經濟增長減少 0.4 個百分點。

與 2016 年相比,2017 年首 10 個月內需表現較疲弱,投資及社會消費品零售銷售增速均放緩。城鎮固定資產投資繼 2016 年增長 8.1%後,2017 年首 10 個月回落至 7.3%(圖 2)。同期社會消費品零售銷售亦由 10.4%放緩至 10.3%(圖 3)。經通脹調整後,2016 年實質零售銷售增長為 9.6%,而 2017 年首 10 個月為 9.2%。從供給側看,受益于 PPI 通脹大幅回升,內地實質工業產出增長由 2016 年的 6.0%反彈至 2017 年首 10 個月的 6.7%。

¹除另有指明外,本報告列示的變動比率均為按年變化



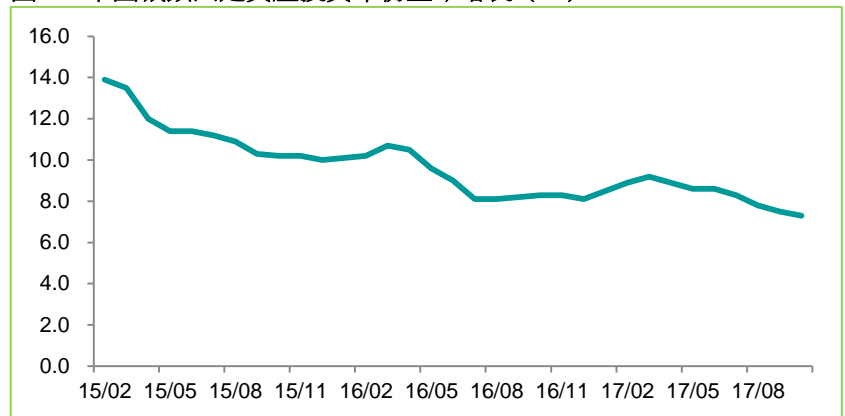
圖 1: 中國 GDP 增長



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

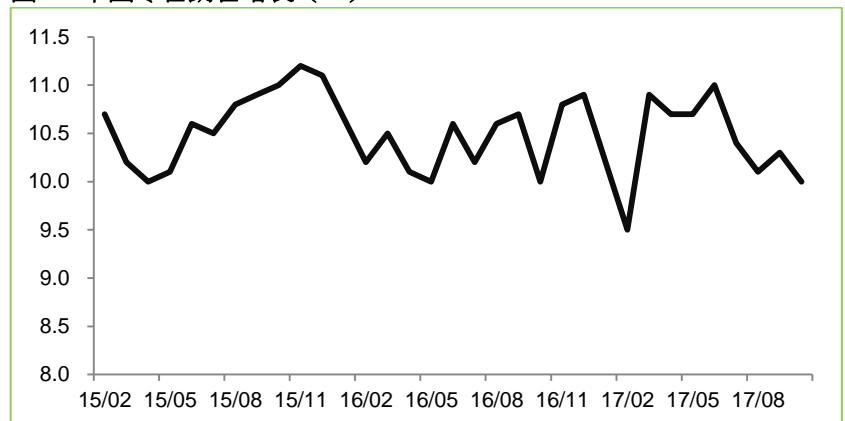
外需方面, 2017 年首 10 個月出口與進口均顯著反彈。以美元計價, 隨著全球經濟改善, 2017 年首 10 個月出口增長 7.4%, 而 2016 年出口下跌 7.7% (圖 4)。同期進口急增 17.2%, 遠高于 2016 年進口 5.5% 的跌幅。由于進口大幅回升, 2017 年首 10 個月貿易盈餘由 2016 年同期的 4416 億美元收窄至 3348 億美元。

圖 2: 中國城鎮固定資產投資年初至今增長 (%)



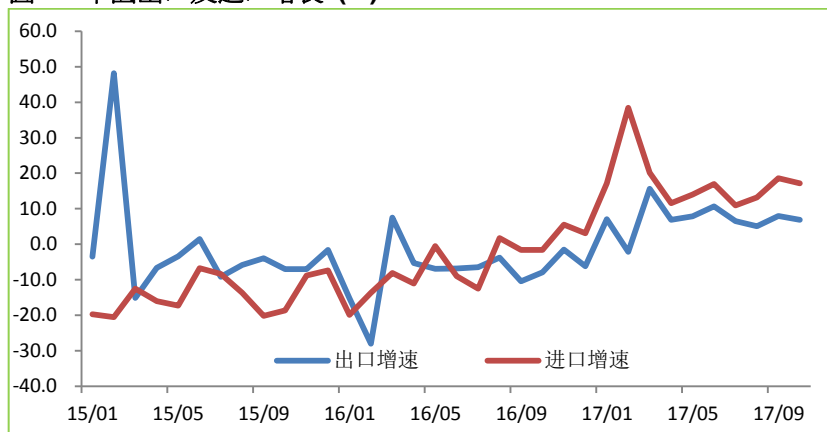
來源: 國家統計局, 農銀國際證券

圖 3: 中國零售銷售增長 (%)



來源: 國家統計局, 農銀國際證券

圖 4：中國出口及進口增長 (%)



來源：國家統計局，農銀國際證券

2017 年首 10 個月通脹出現偏離。由于食品價格下跌，今年前 10 個月 CPI 通脹由去年的 2.0% 回落至 1.5%。然而，同期 PPI 通脹則由去年的 -1.3% 大幅回升至 6.5%，主要因為去產能持續推進、大宗商品及原材料價格回升以及較低的基數效應。

貨幣政策方面，人民銀行維持中性偏緊的態勢，以期降低杠杆率。銀監會亦加強了金融監管，特別在影子銀行方面。2017 年 10 月份廣義貨幣供給 (M2) 的增速由 2016 年 12 月份的 11.3% 回落至 8.8%。政府國債利率以及衡量短期融資成本的銀行間 7 天回購利率均趨于上升。

2018 年中國經濟展望

儘管供給側結構改革將繼續支持經濟增長，但有見于經濟去杠杆持續推進、環保政策趨嚴以及房地產市場收緊，我們相信 2018 年中國經濟增長或略微放緩。強勁的外需以及平穩的消費增速將是經濟增長的主要動力。相反，較高的債務負擔以及潛在的地緣政治衝突或拖累經濟增長。

內需方面，儘管製造業及民間投資或保持穩定增長，但整體固定資產投資料小幅放緩，主要因為中央政府將嚴格執行房地產調控措施以及金融市場利率上升或拖累房地產投資增速，財政收入增長放緩亦或導致基建投資放緩。受惠于居民穩定的收入及就業增長，消費料保持平穩增長。外需方面，雖然全球需求仍強勁，但在高基數效應下出口增長或放緩。綜合以上因素，我們預期 2018 年中國 GDP 增長 6.6%，略低于 2017 年 6.8% 的預估增速 (圖 5)。

由于食品價格可能回升以及較低的基數效應，CPI 通脹或由 2017 年預計的 1.5% 反彈至 2018 年的 2.0%。有見于低基數效應減退及大宗商品價格走勢回軟，PPI 通脹或由 2017 年預計的 6.0% 下跌至 2018 年的 2.5%。

貨幣政策方面，我們預期人民銀行將繼續維持中性偏緊的貨幣政策以平衡去杠杆、防範金融風險以及穩定經濟增長三大重要目標。有見于



經濟增長動力穩定以及通脹壓力較溫和，我們預期 2018 年人民銀行將維持基準利率以及基準 RRR 不變²。為支持普惠金融及實體經濟，2018 年年初符合資格的商業銀行的定向降準將開始生效。人民銀行料繼續採用包括公開市場操作、短期流動性調節工具、常備借貸便利、以及中期借貸便利在內的諸多措施維持適度的流動性。2018 年廣義貨幣供給 (M2) 預計增長 9.0%，而新增人民幣貸款與社會融資規模增量或分別達至 14.5 萬億人民幣及 22.0 萬億人民幣。匯率方面，由於美國或繼續加息，我們預期 2018 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 6.8500 左右，而 2017 年年底預計為 6.5500。

圖 5：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	6.8	6.6
固定資產投資增長, %	8.1	7.5	7.0
零售銷售增長, %	10.4	10.5	10.5
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	1.5	2.0
生產物價通脹, %	-1.4	6.0	2.5
M2 增長, %	11.3	9.0	9.0
社會融資規模, 十億人民幣	17,800	20,000	22,000
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	6.5500	6.8500

來源：國家統計局，中國人民銀行，農銀國際證券估計

我們預期 2018 年中央政府將維持積極的財政政策，政策措施主要集中於精準扶貧、環保、減稅、地方債務置換以及民生投資方面。由於財政支出較財政收入的增長為高，我們預期 2018 年政府會再錄得小幅財政赤字，約占國內生產總值 3.5%。

中共在 10 月 18 日至 24 日期間成功召開第 19 次全國代表大會。隨著中共十九大領導層換屆順利完成，為支持經濟增長及改善環境，我們相信 2018 年中國經濟改革將加速。預料獲得廣泛支持的改革措施會加快推行，包括綠色發展、農村土地改革、收入分配改革、國企改革、財政體制改革及金融改革等。

隨著空氣污染加劇以及中國政府強調可持續發展以及經濟增長的質量，我們相信 2018 年環保、清潔能源以及醫療保健行業將較其它大多數行業獲得更快的增長和更好的盈利能力。此外，我們預期利用互聯網技術創造新產品和服務的新經濟行業將繼續展示其優異的盈利能力和盈利質量。

²此處指基準存款準備金率，不是實施定向降準後的實際存款準備金率



中國經濟數據

	2016				2017									
	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
實際國民生產總值 (同比%)	6.7	---	---	6.8	---	---	6.9	---	---	6.9	---	---	6.8	---
以美元計出口增長 (同比%)	(10.0)	(7.3)	0.1	(6.1)	7.9	(1.3)	16.4	8.0	8.7	11.3	7.2	5.5	8.1	6.9
以美元計進口增長 (同比%)	(1.9)	(1.4)	6.7	3.1	16.7	38.1	20.3	11.9	14.8	17.2	11.0-	13.3	18.7	17.2
貿易餘額 (美元/十億)	42.0	49.1	44.6	40.8	51.3	(9.1)	23.9	38.0	40.8	42.8	46.7	42.0	28.5	38.2
零售額 (同比%)	10.7	10.0	10.8	10.9	9.5	9.5	10.9	10.7	10.7	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0
工業增加值 (同比%)	6.1	6.1	6.2	6.0	6.3	6.3	7.6	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2
製造業 PMI (%)	50.4	51.2	51.7	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.7
非製造業 PMI (%)	53.7	51.2	50.9	51.9	54.6	54.2	55.1	54.0	54.5	54.9	54.5	53.4	55.4	54.5
固定資產投資 (累計同比%)	8.2	8.3	8.3	8.1	8.9	8.9	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3
消費物價指數 (同比%)	1.9	2.1	2.3	2.1	2.5	0.8	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9
生產者物價指數 (同比%)	0.1	1.2	3.3	5.5	6.9	7.8	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9
廣義貨幣供應量 (同比%)	11.5	11.6	11.4	11.3	11.3	11.1	10.6	10.5	9.6	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8
新增貸款 (人民幣/十億)	1220	651	795	1040	2030	1170	1020	1100	1110	1540	826	1090	1270	663
總社會融資 (人民幣/十億)	1720	896	1740	1630	3740	1150	2120	1390	1060	1780	1220	1480	1820	1040

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	23,836.71	1.18	20.02	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	57.69	(2.14)	651,208	1.25	0.00	
標準普爾 500 指數	2,627.04	0.95	22.15	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	63.16	(1.10)	204,933	4.25	0.00	
納斯達克綜合指數	6,912.36	0.34	43.22	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.14	11.52	87,459	1.75	0.00	
MSCI 美國指數	2,502.32	0.91	22.56	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	1.1391	1.28	
歐洲			普通金屬				美國 1 年期國債				
富時 100 指數	7,460.65	0.69	22.22	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	2,088.25	(1.37)	7,994	2.0561	(0.75)	
德國 DAX30 指數	13,059.53	(0.00)	19.15	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	2,102.50	(1.38)	26,070	2.3241	(1.77)	
法國 CAC 40 指數	5,390.48	0.00	18.52	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	6,782.75	(2.91)	19,039	0.0300	0.10	
西班牙 IBEX 35 指數	10,144.40	0.90	15.28	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	6,805.00	(2.81)	29,366	3.9990	2.60	
意大利 FTSE MIB 指數	22,291.77	(0.56)	482.2	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	1,298.90	0.55	123,239	0.00	0.00	
Stoxx 600 指數	387.02	0.10	20.66	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	16.93	(0.95)	43,337	1.3468	0.92	
MSCI 英國指數	2,160.87	0.68	22.73	紐約商品交易所鈀期貨合約	美元/金衡盎司	951.40	0.65	18,061	1.4773	0.96	
MSCI 法國指數	154.69	0.06	18.63	農產品				隔夜上海同業拆借利率	2.6830	(11.4)	
MSCI 德國指數	161.22	0.02	19.01	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	349.75	(1.48)	205,347	1 月期上海同業拆借利率	4.0370	(0.09)
MSCI 意大利指數	61.26	(0.60)	N/A	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	430.50	(0.98)	74,015	香港 3 月期銀行同業拆借固定利率	1.1893	19.43
亞洲			外匯				公司債券 (穆迪)				
日經 225 指數	22,553.05	0.01	19.35	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	990.75	(0.25)	94,624	Aaa	3.53	0.00
澳大利亞 S&P/ASX 指數	6,011.10	0.48	17.80	匯率	歐元/美元	1.1853	1.3373	0.7590	Baa	4.25	1.00
恒生指數	29,669.84	(0.66)	13.88	周變化 (%)	英鎊/美元	0.27	(0.35)	(0.01)			
恒生中國企業指數	11,678.92	(1.93)	9.28		澳元/美元	0.7590	(0.35)	(0.01)			
滬深 300 指數	4,029.09	(1.83)	16.64		美元/日元	111.54	(0.01)	(0.53)			
上證綜合指數	3,322.27	(0.94)	16.76		美元/瑞郎	0.9847	(0.53)	0.02			
深證綜合指數	1,909.64	(0.68)	31.99		美元/人民幣	6.6007	7.8052	6.7635			
MSCI 中國指數	90.35	(1.18)	17.44		美元/港幣	7.8052	(0.30)				
MSCI 香港指數	15,669.65	(0.94)	13.06		美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期						
MSCI 日本指數	1,050.74	(0.47)	15.78								

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



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，分析員並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並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並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