

11月中國經濟評論——總體平穩，全年實現6.7%增速基本無虞

統計局今日公布的數據顯示，11月中國經濟表現較為平穩。工業繼續築底企穩，增速小幅回升；在製造業投資復蘇的帶動下，累計固定投資增速與上月持平，但房地產投資和基建投資放緩；消費增速在網購和汽車消費的帶動下較上月明顯回彈。近幾周在美元加息和國內通脹預期升溫、保險業加強資金運用監管等因素綜合作用下，資本市場出現較大波動。但整體而言，我們認為2016年末中國經濟風險可控，預計全年能夠實現6.7%的經濟增長。

丁文捷, Ph.D.
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

工業產出同比增速小幅提升至6.2%。11月規模以上工業增加值同比增長6.2%，比上月提升0.1個百分點。采礦業產出跌幅擴大至2.9%（10月為2.2%）；製造業增速6.7%，與上月持平；公用事業明顯改善，同比增長9.9%（10月份增長7.9%），主要受到製造業生產復蘇（PMI生產指數逐月回升）、氣候寒冷等因素的影響。我們預計未來工業生產將繼續企穩，增速維持在6.0%以上小幅波動，但應密切關注原材料價格走高催生生產成本、人民幣貶值導致進口成本增加、中小企業持續萎靡等因素對製造業發展帶來的負面影響。

累計投資增速與上月持平，製造業投資加快步伐，房地產和基建投資放緩。1-11月城鎮固定資產投資同比增長8.3%，增速與1-10月持平。對應生產活動復蘇、企業利潤好轉等驅動因素，製造業投資增長3.6%，比1-10月加快0.5個百分點。房地產調控政策的影響正在逐漸顯現：儘管去年底基數較低，1-11月房地產開發投資增速較1-10月回落0.1個百分點至6.5%。基建投資累計同比增長17.2%，較1-10月回落0.4個百分點，其中公用事業、水利、鐵路等投資均有不同程度回落。對應製造業投資反彈以及房地產投資回落幅度有限，1-11月民間投資增長3.1%，連續3個月實現增速回升。未來，隨著房地產調控深化、住房銷售進一步放緩、開發商資金來源渠道收緊，房地產投資增速將持續面臨下行壓力。我們預計全年城鎮固定資產投資增速為8.0%左右。

消費品零售增速回升，汽車消費、網購功不可沒。11月社會消費品零售總額30,959億元，同比名義增長10.8%，增速較上月提升0.8個百分點，超出市場預期。我們認為汽車消費、網上購物是帶動11月消費增速回升的主要因素。儘管上年基數仍較高，但11月限額以上單位汽車消費同比增長13.1%，比上月提升4.4個百分點，對消費品零售增速的貢獻近1.64個百分點。“雙十一”購物狂歡普及面逐年擴大，有更多的電商和綫下商鋪參與，也在一定程度上造成消費10月回落，11月回升的現象（消費者選擇推遲消費、等待“雙十一”打折）。11月實物商品網上零售額5,730億元，同比增長29.8%，占整體消費品零售總額的18.5%。未來一個月，我們認為在去年較高基數、汽車銷售放緩、房地產銷售降溫住房類消費下滑等因素的影響下，整體消費增速將承受一定的下行壓力。我們預計全年社會消費品零售總額增速為10.4%。

人民幣貶值壓力有望階段性緩和。匯率方面，近期隨著市場對美聯儲加息預期趨於一致，美元可能進入高位盤整甚至回落態勢，人民幣貶值壓力可能得到階段性緩和。此外，監管機構進一步收緊資本管制，落實跨境資本流動本外幣一體化管理，對境內企業的人民幣境外直接投資業務和境外放款業務加強限制，亦將部分緩和人民幣貶值壓力。據此，我們保持原先預測，今年年底在岸人民幣兌美元匯率將維持在6.90附近。明年特朗普上任後，國際政治經濟形勢面臨較大不確定性，人民幣貶值壓力繼續存在，我們預測明年年底人民幣兌美元匯率將達7.10。

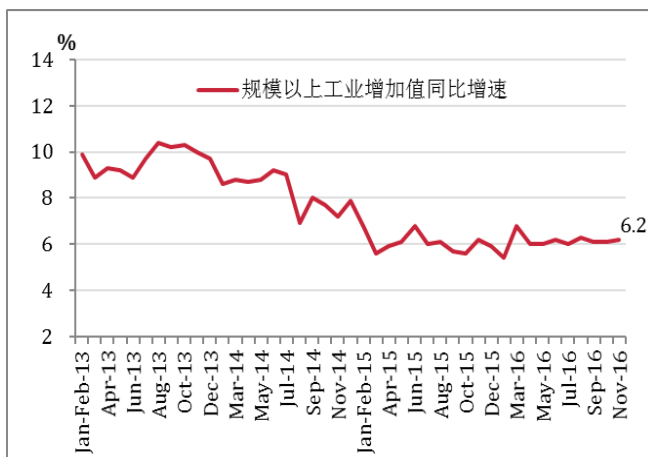
關注年末中央經濟工作會議

料總體基調不變，更強調抑制資產泡沫和防範經濟金融風險。料于 12 月中旬召開的中央經濟工作會議將部署 2017 年經濟工作的主要任務。我們預計總體政策將延續 2016 年的基調，以穩中求進為原則，淡化經濟增速目標，深入推進結構性改革，推動“三去一降一補”。抑制資產泡沫和防範經濟金融風險將成為 2017 年新的工作重點。

穩增長仍是首要目標。12 月 9 日中央政治局會議著重強調穩中求進的重要原則，對 2017 年的經濟工作具有特別重要的指導意義。我們預計 2017 年政府將保留 6.5% 至 7% 的 GDP 合理增速目標區間。財政政策預計將更為積極，政府預算赤字可能由 3.0% 提高到 3.5% 左右，並加快推進財稅制度改革，實現部分企業降稅減費，同時推進地方政府債務置換。貨幣政策料更趨穩健謹慎，在保持合理流動性的同時，央行亦肩負防範金融風險、降杠桿、抑制資產泡沫等目標，加之人民幣貶值壓力和國內通脹預期升溫，我們維持人行 2017 年不會降准降息、以避免釋放過強的寬鬆信號的預測。

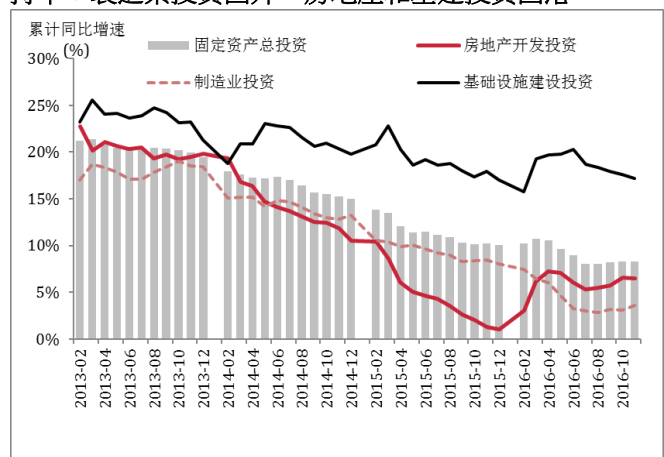
房地產是抑制資產泡沫的重點領域之一。一方面，我們認為自 2016 年 9 月起各熱點城市推出的限貸限購等調控政策將維持。但另一方面，限購限貸更多意義上是短期應急的政策手段，12 月 9 日中央政治局會議提出“加快研究建立房地產平穩健康發展長效機制”，由此推測，未來將推出更多政策從制度上完善城市土地供應、減輕地方政府對土地出讓金的依賴，並在合適的時機推出房產稅，處理好住房消費和投資之間的關係。

圖 1：11 月規模以上工業增加值同比增速升至 6.2%

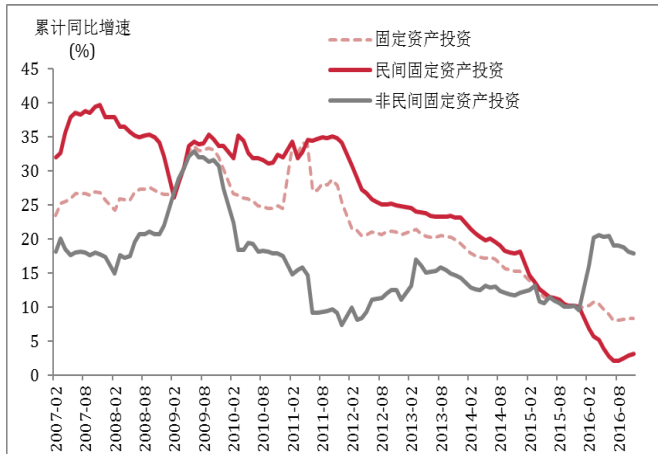


來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券

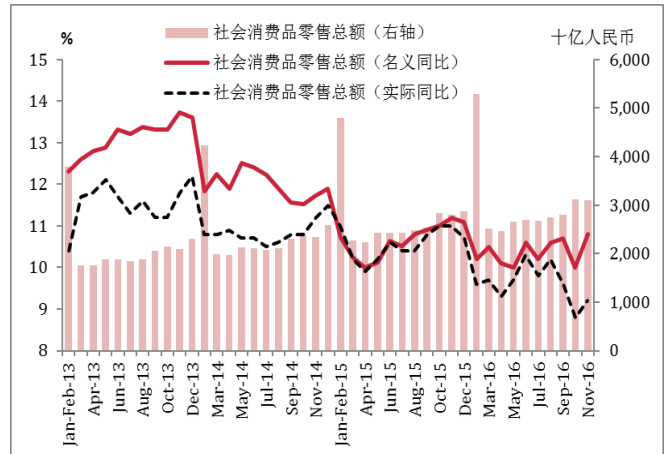
圖 2：1-11 月城鎮固定資產投資增速為 8.3%，與 1-10 月持平；製造業投資回升，房地產和基建投資回落



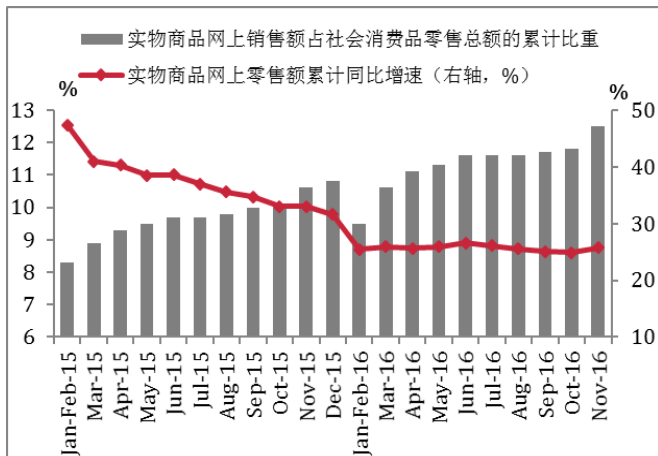
來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券

圖 3：民間固定資產投資增速連續 3 個月回升


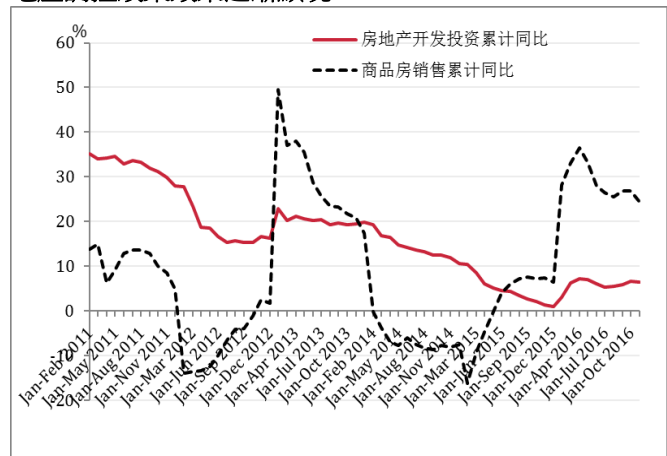
來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券

圖 4：11 月份消費品零售總額同比增速回升至 10.8%


來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券

圖 5：“雙十一”推動下，11 月網上零售同比大增 29.8%


來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券

圖 6：11 月房地產開發投資及商品房銷售增速回落，房地產調控政策效果逐漸顯現


來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。