

蓄势待发，稳中求进

——2017年中国经济展望

经济增速恐放缓至 6.5%

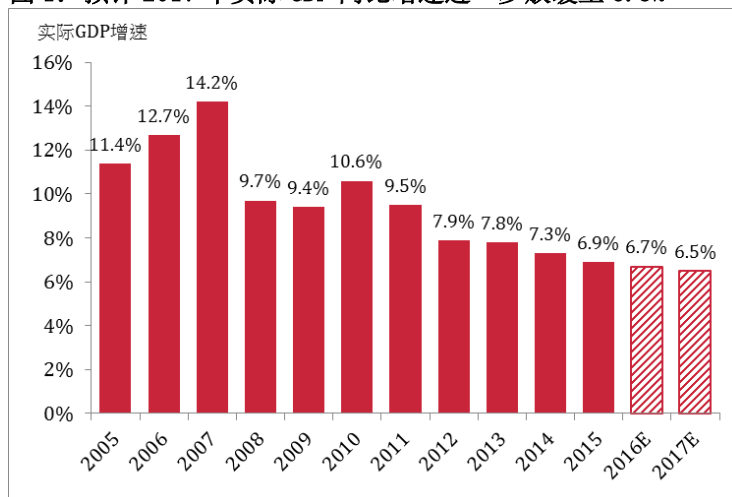
2016年即将进入尾声，这一年中全球经济和政治局势风云变幻，“黑天鹅”事件层出不穷，中国经济自身也面临供给侧结构性改革的种种挑战。在如此复杂的局面下，中国经济在前三个季度均实现了6.7%的增长，且经济结构发生着积极的变化，质量效益稳步提高，可谓在平稳的主基调下孕育着蜕变。

展望2017年，全球经济和政治仍面临着巨大的不确定性。美国大选后各项政策可能发生改变甚至转向，欧洲政治局势动荡，英国或启动脱欧进程；货币政策方面，美联储加息、欧洲量化宽松到期等因素可能掀起新一轮对全球流动性收紧的担忧。而中国自身在未来较长时间内将处于转型升级的过程中，供给侧结构性改革任重道远，需求不振和产能过剩等矛盾依然突出，近期热点城市房地产政策全面收紧使得2017年经济下行压力增大，经济稳定运行的基础并不牢固，难以轻言“拐点”。

虽然消费的贡献率逐年提升，但中国经济在短期内难以改变稳增长依赖投资的局面。我们预计投资放缓将是2017年中国经济面临的最大风险之一。2016年支撑经济增长的几个重要因素，如房地产和汽车销售的高增长预计在2017年难以为继。货币政策趋于谨慎，将更注重降杠杆、去资产泡沫，可能会使房地产等行业面临流动性收紧的风险。此外，中国出口行业可能将面对来自欧盟和美国贸易保护主义者更多的挑战。人民币贬值压力仍较大，汇率环境不稳定、投资者信心下降亦将是未来中国经济面对的风险之一。

我们预计2017年中国经济仍将砥砺前行，稳中求进，实际GDP增速恐进一步放缓至6.5%。

图1：预计2017年实际GDP同比增速进一步放缓至6.5%



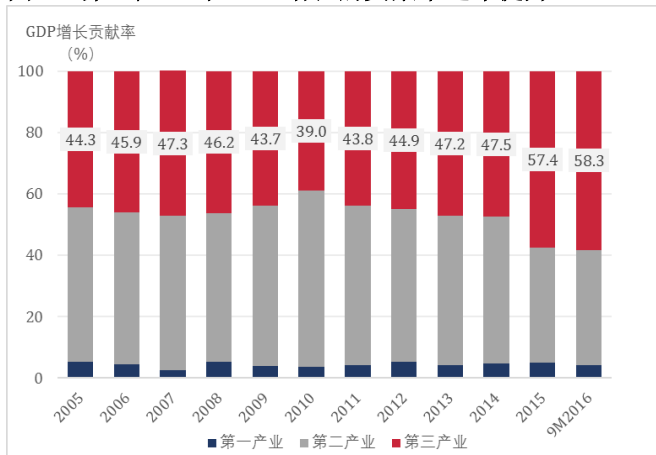
来源：国家统计局，招银国际预测

经济结构不断改善

服务业较快发展对经济稳定发挥重要作用。2016 年前三季度，第三产业增加值同比分别增长 7.6%、7.5% 和 7.6%，高于同期第二产业增加值增速 5.9%、6.3% 和 6.1% 以及第一产业增加值增速 2.9%、3.1% 和 4.0%。前三季度，第一、二、三产业对经济增长的贡献率分别为 4.1%、37.4% 和 58.5%。第三产业在保持自身平稳较快增长的同时，对经济增长的贡献率逐年稳步提升，并于近年来稳定在 60% 左右。预计未来几年，服务业仍将保持平稳的发展势头，为稳定经济增长发挥重要作用。

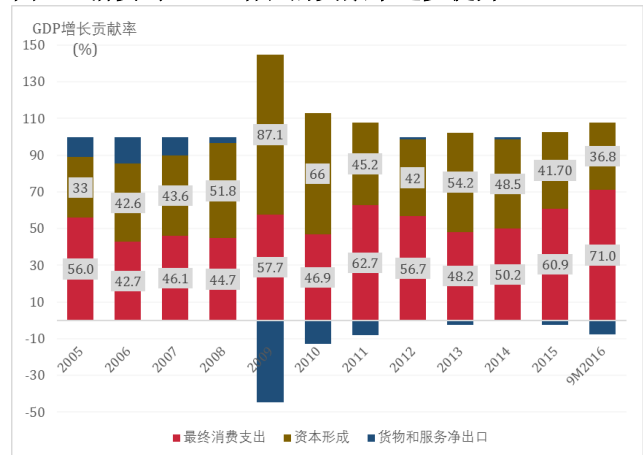
消费是促进经济增长的主要动力。从三大需求驱动因素来看，2016 年前三季度，消费对经济增长的贡献率达到 71%，比 2015 年提高 10.1 个百分点；资本形成和净出口对经济增长的贡献率分别为 36.8% 和 -7.8%。消费已经成为经济增长最主要的贡献力量。同时，消费对经济增长贡献的提升也有助于改善经济结构，进一步提高经济增长的稳定性。预计 2017 年“三驾马车”将延续消费稳中有进、投资缓中趋稳、进出口继续承压的变化趋势。

图 2：第三产业对 GDP 增长的贡献率逐年提升



来源：万得数据，招银国际证券

图 3：消费对 GDP 增长的贡献率逐步提升



来源：万得数据，招银国际证券

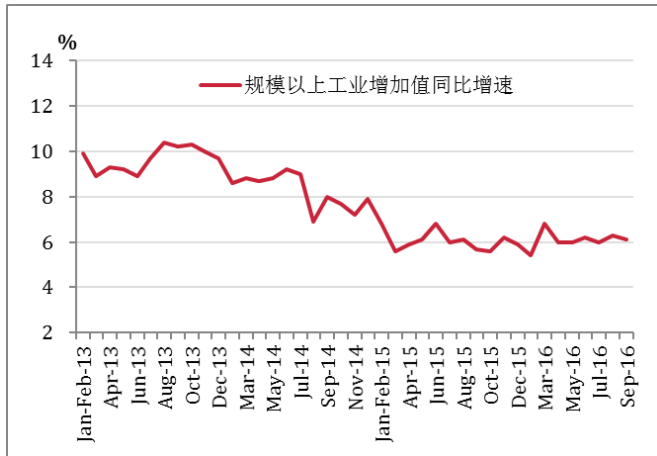
工业筑底企稳，活力提升

工业筑底企稳迹象不断显现。自 2016 年 3 月份以来，工业增速保持在 6.0% 以上小幅波动，趋于稳定，工业用电量、货运量有所回暖。前三季度，全国工业用电量同比增长 2.0%，增速较上半年和一季度分别加快 1.5 和 1.8 个百分点。制造业采购经理人指数（PMI）自 8 月起重回 50 荣枯线以上，已连续 3 个月持续回升。在国内去产能、去库存的政策作用下，工业产品供需矛盾有所缓解，工业品价格回升明显。自二季度以来，PPI 降幅持续收窄，9 月份同比由负转正，终止了 54 个月连跌的态势。

但工业整体回升任重道远。虽然工业领域积极因素增多，但也不难发现工业增速的趋稳亦受到去年低基数效应和大宗商品价格回升的助推，其回弹的基础仍比较薄弱，缺乏持久的动力。国际和国内市场总体需求仍较为疲软，“三去一降一补”需要较长的过程，传统产业转型升级仍面临艰巨的挑战，未来应当警惕因暂时回暖出现过度生产、过度投资、结构性改革出现倒退的现象。此外，我们也观察到，在本轮工业企稳的过程中，很多中小型企业尚未摆脱困境，PMI 中小型企业分项指数持续位于 50 荣枯线以下（尽管整体 PMI 指数逐月上升）。据此，我们预计

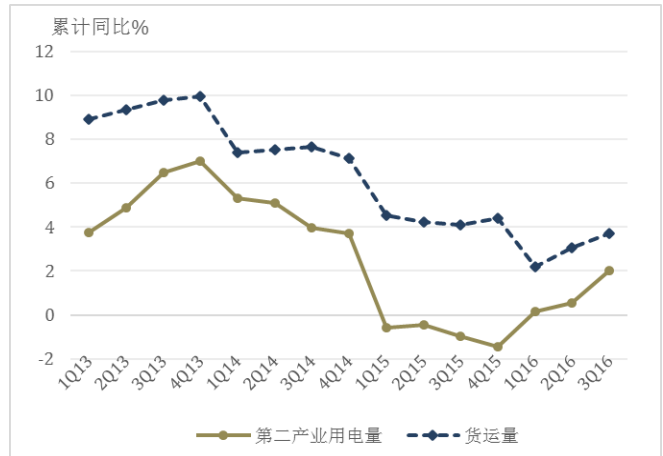
2017 年工业将呈现持续企稳、小幅波动的态势，全年规模以上工业增加值同比增速预计为 6.2%。

图 4: 2016 年 3 月以来工业增速保持在 6.0% 以上小幅波动



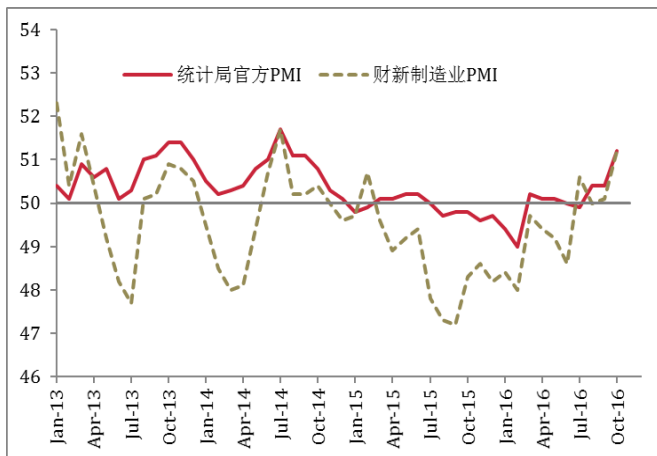
来源: 国家统计局, 招银国际证券

图 5: 第二产业用电量、货运量增速有所回升



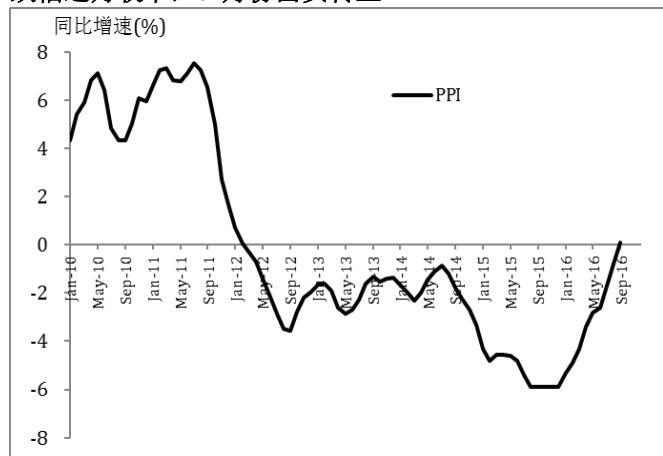
来源: 万得数据, 招银国际证券

图 6: 统计局制造业 PMI 指数自 2016 年 8 月起连续回升



来源: 国家统计局, Markit, 招银国际证券

图 7: 工业品价格回升带动工业企稳——2016 年以来 PPI 跌幅逐月收窄, 9 月份由负转正



来源: 国家统计局, 招银国际证券

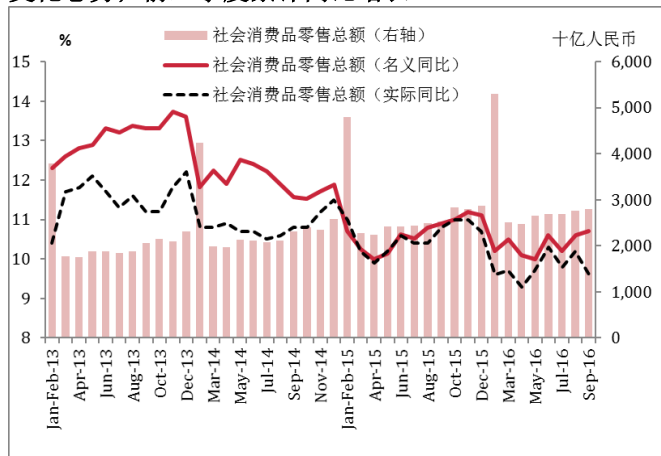
消费望稳中有进

2016 年消费呈稳中有升的变化态势。前三季度，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，较去年同期下降 0.1 个百分点，但比上半年加快 0.1 个百分点，其中 8 月和 9 月当月同比增速分别达到 10.6% 和 10.7%。汽车和住房类相关商品销售形势较好是带动三季度消费回升的重要因素之一。受到消费升级、购置税优惠政策即将到期等因素带动，前三季度限额以上单位类汽车零售额同比增长 9.1%，较上年同期加快 1.4 个百分点，拉动整体消费品零售总额同比增速约 1 个百分点。2016 年前三季度商品房销售面积按年增长 26.9%，带动了居住类商品的消费。限额以上家具、建筑及装潢材料类商品同比增速分别达到 13.9% 和 15.4%，拉动整体消费增速约 0.25 个百分点。

2017年消费增速恐承压。(1) 房地产销售放缓影响居住类商品消费，例如家具、家用电器、建筑及装潢材料等；(2) 若房地产调控政策导致部分城市房价下降、购房者财产缩水，在短期内可能通过财富效应抑制家庭消费倾向；(3) 由于汽车购置税减半优惠政策将于2016年底到期，明年汽车类销售可能会出现一定下滑，对整体消费品零售额增长的拉动效果可能明显减弱；(4) 收入增速放缓可能拖累消费。从失业率数据看，中国就业情况保持稳定：9月份31个大中城市城镇调查失业率自2013年6月以来首次低于5.0%，全国城镇新增就业1067万人，提前一个季度完成全年新增就业目标。然而自2016年以来，城镇居民实际可支配收入同比增速连续三个季度低于GDP增速。收入增速放缓在未来可能会对居民消费造成不利的影响。

稳中有进的“进”主要体现为消费升级和新业态的蓬勃发展。(1) 随着移动支付、网络平台的不断发展，网络消费维持快速增长，其在整体消费中的比重也不断提升。前三季度全国网上零售额同比增长26.1%，其中实物网上零售额增长25.1%，在社会消费品零售总额中占比为11.7%，比2015年提高0.9个百分点，增速高于社会消费品零售总额增速14.7个百分点，拉动后者增速约2.9个百分点。(2) 近年来，五大“幸福产业”——旅游、文化、体育、健康、养老的相关消费不断增加，代表着消费升级过程中的新增长点，2016年前三季度五大幸福产业的营业收入均实现同比两位数增长。

图 8：2016 年前三季度社会消费品零售总额呈稳中有升的变化态势；前三季度累计同比增长 10.4%



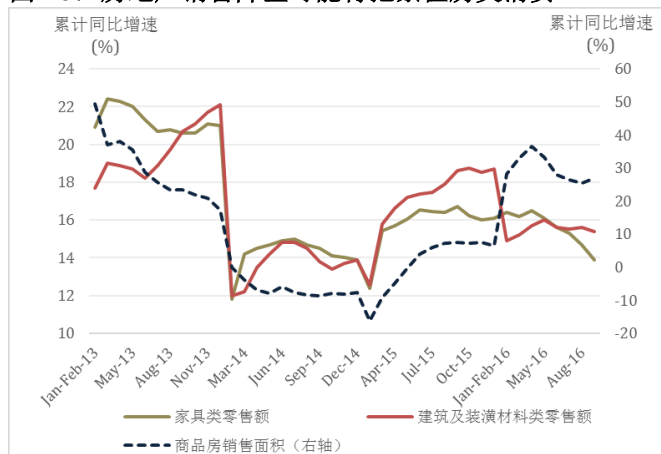
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 9：2016 年前三季度汽车销售额同比增长 9.1%，对社会消费品零售总额增速贡献率近 10%



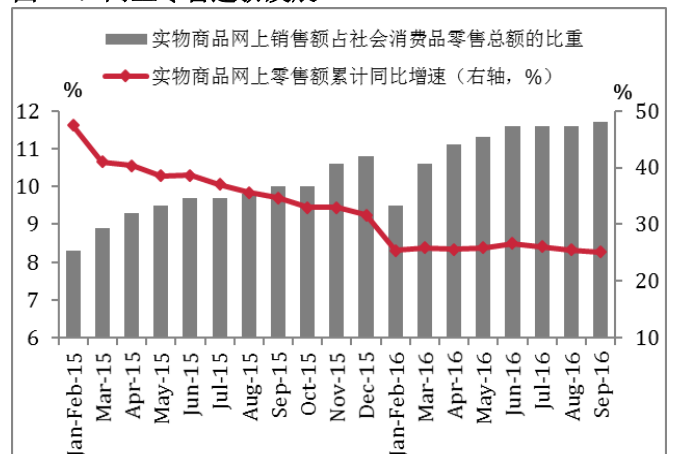
来源：万得数据，招银国际证券

图 10：房地产销售降温可能将拖累住房类消费



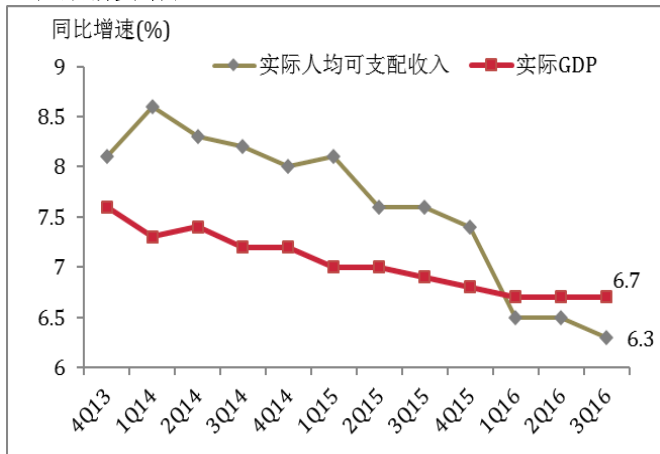
来源：国家统计局，招银国际证券

图 11：网上零售蓬勃发展



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 12: 人均可支配收入增速连续三个季度低于 GDP 增速, 恐拖累消费增长



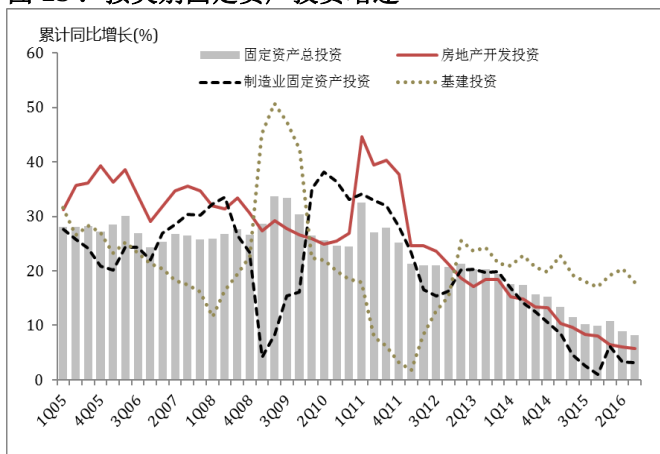
来源: 国家统计局, 招银国际证券

投资增速恐缓中趋降

2016 年投资增速放缓, 9 月份有企稳迹象。2016 年前三季度全国城镇完成固定资产投资 42.69 万亿元, 同比增长 8.2%, 增速较去年同期回落 2.1 个百分点, 但 9 月当月投资增长 9%, 连续两月出现当月增速回升。民间投资增速今年遭遇“滑铁卢”, 前三季度民间投资同比增速仅为 2.5%, 比去年同期下滑 7.9 个百分点, 但 9 月份当月同比增长 4.5%, 结束了自去年以来持续回落的走势。

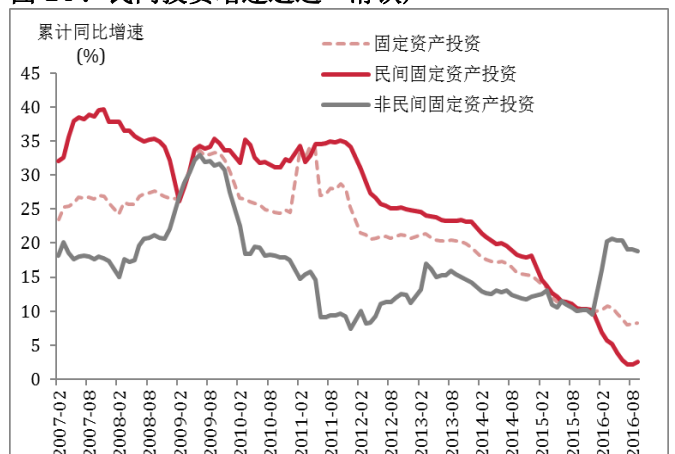
稳投资靠基建。从固定资产投资的各项构成来看, 基建投资仍是稳投资的关键。我们预计 2017 年仍将延续稳增长靠投资、稳投资靠基建的发展趋势。制造业固定资产投资预计将继续筑底企稳, 而房地产投资增速恐受调控政策影响出现明显降温。

图 13: 按类别固定资产投资增速



来源: 国家统计局, 万得数据, 招银国际证券

图 14: 民间投资增速遭遇“滑铁卢”



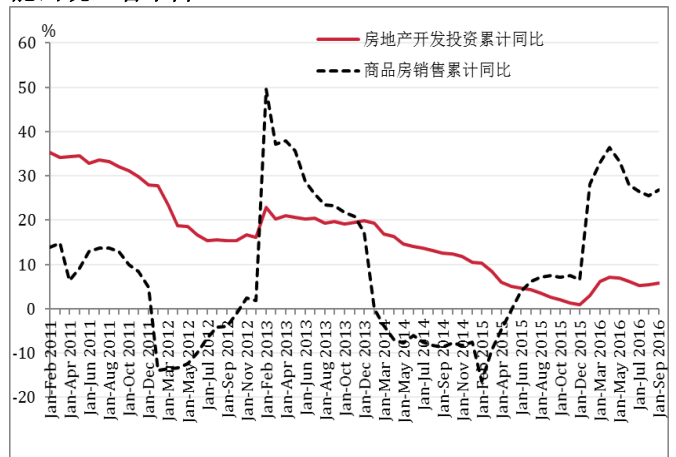
来源: 国家统计局, 万得数据, 招银国际证券

图 15：剔除辽宁省数据后，全国固定资产投资尚能维持两位数同比增速



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 16：随着调控政策陆续推出，房地产投资和销售增速可能出现显著下降



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

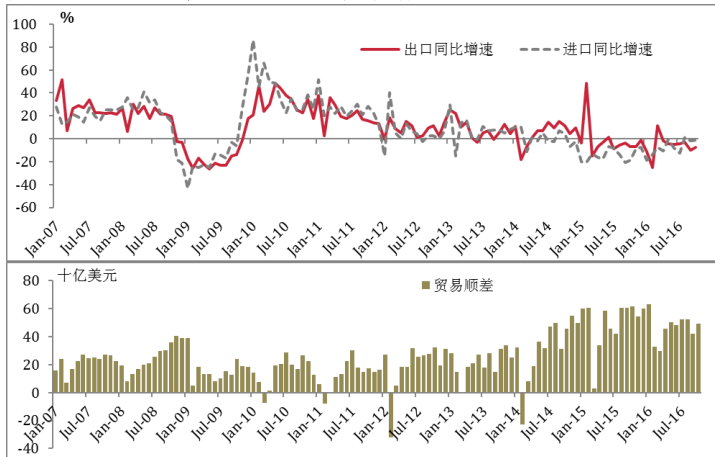
未来有一定的积极因素稳投资。(1) 2016 年固定资产投资增速下滑，除去基本面因素，亦受到辽宁投资数据“挤水分”效应的拖累。前三季度辽宁省固定资产投资同比削减 63.5%，剔除辽宁省数据后，全国固定资产投资增速尚能维持在 10% 以上。考虑到数据修正的时点和 2016 年的低基数，我们认为辽宁对全国投资数据造成的负面影响从 2016 年四季度开始会逐渐减弱，明年的投资数据将更贴近实际情况；(2) 我们认为前期稳增长、稳投资的措施正在逐渐体现出效果。比如上半年国务院开展民间投资专项督查，梳理民间投资中存在的问题，对于促进政策落地速度，激发民间投资活力，提振民间投资信心都有着积极的作用；(3) 我们认为 2017 年财政政策继续加码，专项建设基金继续推进、PPP 合作模式进一步落地，将为基建投资的增长提供较为持续的动力。

恐受到房地产调控政策的负面影响。2016 年十一黄金周期间，包括北京、上海、南京、厦门、杭州、深圳、苏州等 18 个一二线城市出台了房地产调控政策，大幅提高限购或限贷标准，并提高首付比例。统计局随后公布的数据显示，调控后出现量价降温——有 15 个一线和热点二线城市新建商品住宅价格在 10 月上半月的环比涨幅较 9 月份有所下降；多数城市 10 月上半月的网签成交量比 9 月下半月明显下降。调控政策还陆续扩展到土地市场和信贷市场。随着房地产销售降温、开发商融资渠道收紧，我们预计明年房地产投资增速将出现明显下滑。

综上，我们预计 2017 年投资增速将缓中趋降，城镇固定资产投资同比增速预计为 7.5%。

进出口继续承压

在全球经济复苏缓慢、需求萎靡、贸易衰退的大背景下，中国的出口恐继续承压。此外，国际经济和政治不确定性较大，英国脱欧公投、特朗普当选新一届美国总统后，欧盟和美国对于中国出口产品的政策可能更为严苛，对中国的出口形势产生不利影响。我们预计 2017 年出口仍呈同比下降态势，降幅为 4.5%。尽管国际大宗商品价格有回升迹象，但国内经济深度调整、需求有限，我们预计 2017 年进口同比下降 2.0%，降幅较 2016 年收窄。

图 17：2017 年进出口恐继续下滑


来源：海关总署，招银国际证券。

人民币有贬值压力，但空间有限

2016 年至今人民币兑美元贬值约 6.0%。人民币兑美元大致经历了三个急速贬值期，分别为今年年初、英国脱欧公投后和国庆黄金周后，在其余的时间段内可谓正常波动，有升有降。如果说年初第一周人民币兑美元的急贬是央行通过调低中间价的主动性贬值，那后两次更多意义上则是被动的贬值，主要由美元的急速上涨所带动。比如在 10 月初的三周左右时间内，美元指数受到美联储加息预期升温的影响攀升近 3.4%，同期人民币兑美元贬值 1.6%左右，但人民币兑一篮子货币保持稳定。CFETS 汇率指数自年初贬值约 6.3%，自 7 月起保持在 94-95 的区间内小幅波动。

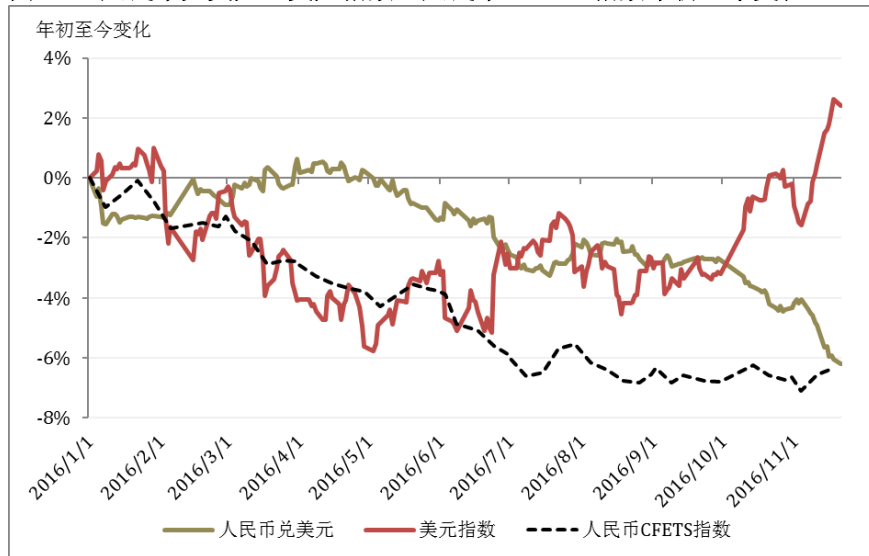
未来贬值压力仍存在，但整体可控。我们认为，2017 年人民币在两大背景下仍面临一定的贬值压力：（1）美联储加息，美国经济平稳向好，使得美元继续走强；（2）国内家庭及企业担心资产价格泡沫，海外资产配置需求日渐强烈，从而带来资本流出的压力。然而，这我们认为两大因素最终对人民币造成的贬值幅度是可控的：

首先，在美联储加息的背景下，美元不一定持续走强，也不一定走得太强。观察上一次即 2015 年 12 月的加息进程不难发现，美元走强主要发生在加息预期逐渐消化的前期，而在真正加息之后，美元指数则开启了一轮跌势，由 100 左右的高位一度下跌至 93 左右。另外，美元的走势是影响美国自身经济和外交关系的重要因素之一。从主观上来说，美国自身并不希望美元过于强势以至于影响本国出口和本国经济，更不希望美元强到“没有朋友”。

其次，我们认为有一些积极因素会缓解资本外流，减轻人民币贬值压力。境外机构和个人持有人民币金融资产的规模虽然较 2015 年二季度末 4.59 万亿有所回落，但 2016 年前三季度一直保持在 3.3 万亿左右。从资产结构来看，主要减少的是人民币存款，对债券的需求则连续 7 个月增加。截至 2016 年 9 月末，境外机构和个人持有人民币债券的规模达到近 8,060 亿元，创历史新高。随着境内债券市场向境外投资者加大开放力度，预计未来外资对人民币债券的需求将持续增长。人民币正式加入 SDR 后境外主体配置人民币资产的需求提升也将促进跨进资本均衡流动。

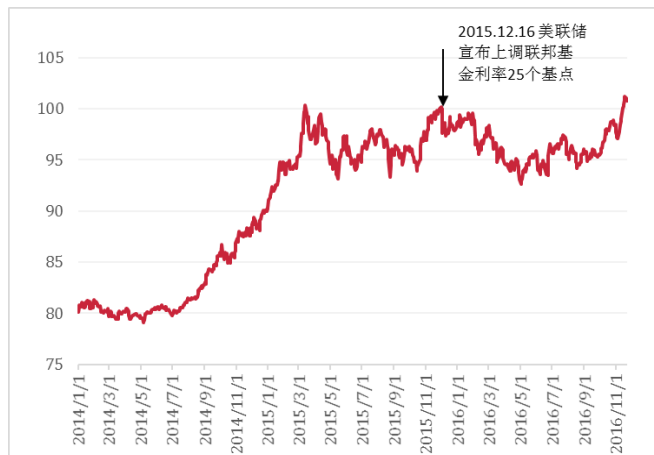
我们认为 2017 年人民币兑美元贬值空间在 3%左右。自今年 10 月起，人民币已开启宽幅波动态势。尽管市场猜测人民币将开启新一轮大规模贬值，但我们认为贬值的幅度是有限的。除前述分析之外，我们认为人民币兑美元相对汇率的走势亦取决于两国货币当局及政府的态度。中国经济的发展需要一个较为稳定的汇率环境，而处于加息大背景下的美国也不希望美元过于强势影响本国经济和外交。所以，美元“稍”强、人民币“稍”弱很可能是两方博弈的最终结果。我们预计今年人民币兑美元继续贬值的空间在 1%左右，明年可能还有 3%左右的贬值空间。相应的，我们对于 USDCNY 在 2016 年年末的预测值为 6.90，2017 年年末预测值为 7.10。

图 18：人民币兑美元、美元指数、人民币 CFETS 指数年初至今变化



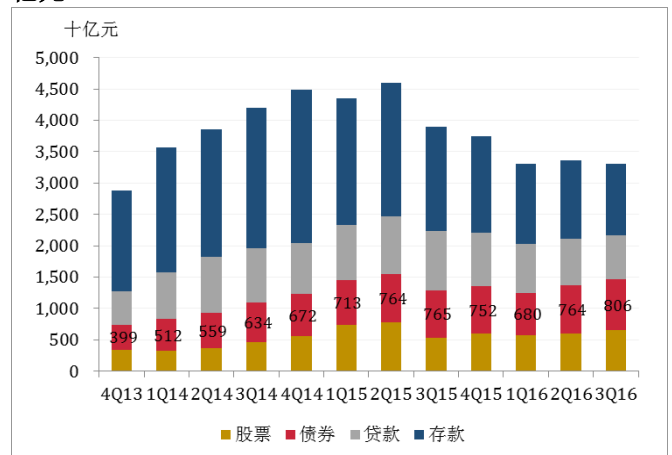
来源：彭博，中国外汇交易中心，招银国际证券

图 19：2015 年 12 月加息后，美元指数并未持续上升，而是开启一轮跌势



来源：彭博，招银国际证券

图 20：境外机构对人民币债券需求不断增加，2016 年 9 月末，境外机构和個人持有人民币债券规模达到近 8,060 亿元



来源：中国人民银行，招银国际证券

货币政策谨慎中性, 财政继续加码发力

坚持稳健的货币政策。宽松的货币政策对当前的经济疲软效果不大。经济面临的主要问题还是结构性的问题, 货币政策的“放水”会导致新的过度投资和资产泡沫的产生。根据最新的政策文件, 未来的货币政策将“在保持流动性合理充裕的同时, 注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险”, 以营造中性适度的货币金融环境, 配合结构性改革做好相应的总需求管理。**我们预计 2017 年央行不会实行大规模降息、降准**, 将继续运用好抵押补充贷款工具、常备借贷便利和常态化的公开市场操作、中期借贷便利操作等, 加强信贷政策指导, 更精准、更有针对性地支持实体经济转型升级。

财政继续发力。预计 2017 年财政政策将继续加码, 支持实体经济增长。那么财政刺激还有多少空间? 仅从财政收支数据看, 在财政政策进一步加码的过程中, 预算内财政面临的压力不断增大: 2016 年前三季度财政赤字约 1.46 万亿元, 占同期 GDP 总量的 2.75%, 且 2016 年上半年便已经出现收不抵支的情况, 这在以往年份 (即便是全球金融危机期间) 都鲜有发生。但我们观察到, 2015 年下半年以来, 预算外的准财政措施, 例如政策性银行、专项建设基金、平台融资、推动 PPP 项目等, 逐渐成为稳增长、稳投资的重要工具。以专项建设基金为例, 自 2015 年下放 8,000 亿元后, 2016 年已陆续下放两批, 额度达到 1 万亿, 该基金可以以项目资本金、股权投资等方式支持重点项目建设, 撬动银行贷款。所以我们认为, 未来仍有相当大的财政空间稳增长、稳投资, 而主要的限制可能还是在可供投资的优质项目日渐稀缺。

主要经济指标预测

我们对于 2016、2017 年主要经济指标的预测如下:

图 21: 中国主要经济指标预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E
实际GDP (同比增速, %)	7.7	7.3	6.9	6.7	6.5
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	9.5	8.3	6.3	6.0	6.2
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	19.7	15	9.9	8.0	7.5
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	13.1	11.9	10.7	10.4	10.3
CPI (同比增速, %)	2.6	2.0	1.4	1.8	2.0
PPI (同比增速, %)	-1.9	-1.9	-5.2	-3.6	0.2
出口 (以美元计, 同比增速, %)	7.9	6.1	-2.6	-5.0	-4.5
进口 (以美元计, 同比增速, %)	7.1	0.4	-14.4	-6.0	-2.0
贸易顺差 (十亿美元)	259.0	383.1	599.9	545.6	520.8
广义货币供应量M2 (同比增速, %)	13.6	12.2	13.3	12.0	11.5
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	8,892	9,781	11,720	13,900	10,160
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,317	16,413	15,289	17,800	13,100
1年期存款基准利率 (% , 年底值)	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率 (% , 年底值)	6.00	5.60	4.35	4.35	4.35
大型金融机构存款准备金率 (% , 年底值)	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率 (年底值)	6.05	6.21	6.49	6.90	7.10

来源: 彭博, 中国外汇交易中心, 招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给其他人。