



以勒克報

——2017 下半年中國經濟展望



- ❖ **預計全年實際 GDP 增速為 6.8%。**2017 行程過半，中國經濟顯示出意料之外的韌勁，主要體現在房地產投資較為堅挺、消費增長維持穩健以及進出口的復蘇；而金融系統降杠杆、防風險初顯成效，也將為實體經濟的復蘇注入新活力。上半年中國實際 GDP 增速達到 6.9%，我們認為，今年下半年由于基建投資放緩、高基數等因素，中國經濟增速可能出現少許的下行，但企穩態勢不變；在加速推進結構性改革、金融去杠杆等背景下，實體經濟的增長將更有質量。我們對 2017 年全年實際 GDP 增速預期為 6.8%。
- ❖ **房地產投資堅挺，對經濟的拖累不如預期嚴重。**在限貸限購等調控政策密集出臺、不斷升級的背景下，房地產投資出乎意料地堅挺。我們認為主要原因有兩點：首先，本次調控周期會比以往更長，相應地，投資對銷售滯後期也被拉長；其次，部分三四線城市房地產銷售出現回暖。展望下半年，房地產投資增速預計平穩下行，其對經濟增速的拖累不宜高估。
- ❖ **基建投資料繼續放緩。**隨著“十九大”前觀望氣氛升溫，外加資金到位率偏低、上半年財政資金投放偏快壓縮下半年投放空間、PPP 規範升級等因素，我們預計基建投資下半年增速將繼續放緩。
- ❖ **消費增速穩健。**小排量汽車購置稅優惠減半對於汽車銷量以及整體消費品零售總額的影響正在逐步消退；消費升級、新業態崛起、人均可支配收入增速恢復將繼續推動消費穩步增長。
- ❖ **金融監管疊加，降杠杆、防風險為近期主要任務，貨幣政策穩健中性基調不變。**金融系統內部降杠杆，防範風險積累擴散，亦有助於其更好地服務實體經濟，且降杠杆未必會造成實體經濟融資成本顯著上升。貨幣政策方面，下半年料不松不緊，維持穩健中性基調不變；流動性大致無虞，但應警惕短期及關鍵時點的流動性邊際收緊風險。
- ❖ **全球經濟復蘇加快，外部風險減退。**上半年全球經濟復蘇進程加快。美聯儲料于 12 月進行今年第三次加息并同時開啓縮表進程。全球貿易重回擴張通道，中國進出口有望維持增長。
- ❖ **人民幣匯率保持穩定。**人民幣兌美元中間價報價模型加入逆周期因子後，為下半年的匯率走勢增添更多變數。我們預計未來美元指數在 95~102 的區間波動，人民幣兌美元在 6.70~6.90 區間波動。

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

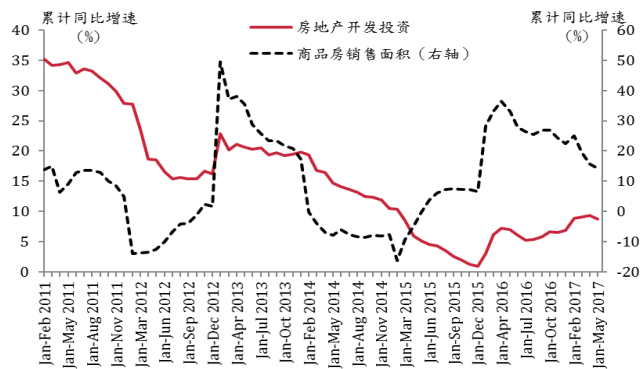
房地產投資下滑對經濟增速拖累不如預期

在限貸限購等調控政策密集出臺、不斷升級的背景下，房地產投資出乎意料地堅挺。統計局數據顯示，商品房累計銷售面積增速于去年4月見頂下滑，今年前5個月同比增長14.3%，而同期房地產開發投資增速為8.8%，基本未見回落。上半年土地成交量2.6億平方米，分別較去年和前年同期多成交2460萬平方米和2250萬平方米。究其原因，我們認為有兩點：（1）本次調控周期可能較以往更長；（2）部分三四線城市出現回暖。預計下半年，房地產投資將平穩下行，不易出現大幅下滑。

本次調控周期會比以往更長，相應地，投資對銷售滯後期也被拉長。首先，經歷數次調控後，房地產企業對周期調控的抗風險能力比以往更強，資金也比較充裕。其次，本次調控距上次（2014年）僅時隔兩年，而在這兩年中，從土地成交看，一二線城市實際處於縮量狀態，儘管出臺限購限貸政策，但供應的收縮比需求收縮更快。第三，儘管房貸收緊，但對企業的開發貸收緊幅度并不如上一次調控，所以企業到位資金增速稍有下降，但仍較為平穩。到位資金來源中，今年上半年僅自籌部分同比下降2.3%，降幅在不斷收窄。

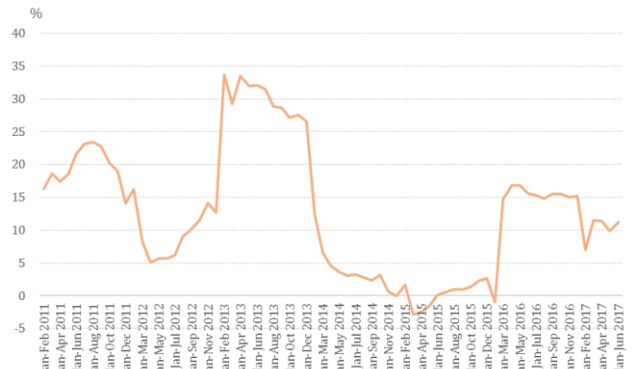
部分三四線城市房地產銷售出現回暖。6月房地產銷售降幅收窄，貢獻主要來自三四線城市。事實上，部分三四線城市房地產市場從去年底開始回暖，今年尤其自二季度開始，回暖的趨勢向更低一級的城市下沉。三四線市場的回暖一方面是由于一二線限購導致的購買力轉移，另一方面，貨幣化棚改大力推行，間接推動拆遷戶用補貼現金在三四級城市（或衛星城）置業。但整體來看，一些三四線城市庫存規模較高，且分化較為嚴重，未來其房市的回暖是否可持續，還需觀察自身庫存消化能力。

圖 1: 房地產開發投資增速保持堅挺



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 2: 房地產開發企業本年到位資金累計增速

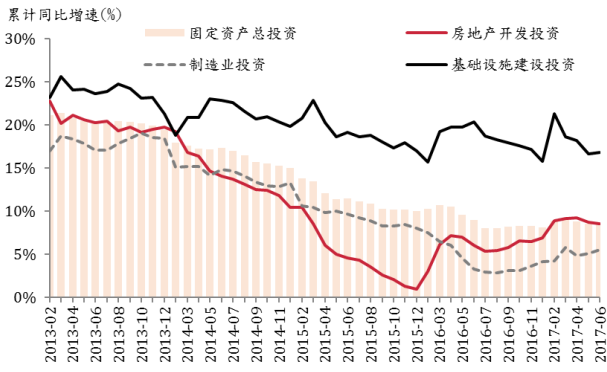


資料來源：國家統計局、招銀國際研究

料下半年基建投資增速繼續下行

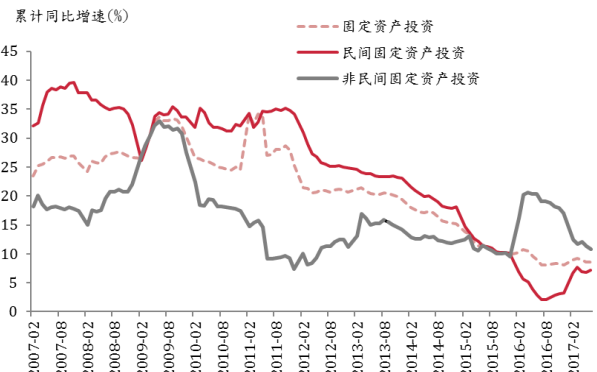
基建投資增速恐繼續下行。主要原因有以下：其一，“十九大”召開之前觀望氣氛較為濃重，項目推進力度減弱。其二，融資渠道收窄。財政部今年五月發布的87號文清理政府違規舉債，規範地方政府融資行為，力度空前。其三，上半年財政投放速度較快，下半年空間有限。其四，2017年以來陸續出臺PPP項目指導文件，旨在規範PPP運作，短期內較難期待PPP項目帶來顯著增量。

圖 3: 基建投資增速料繼續下滑



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 4: 民間投資增速回升

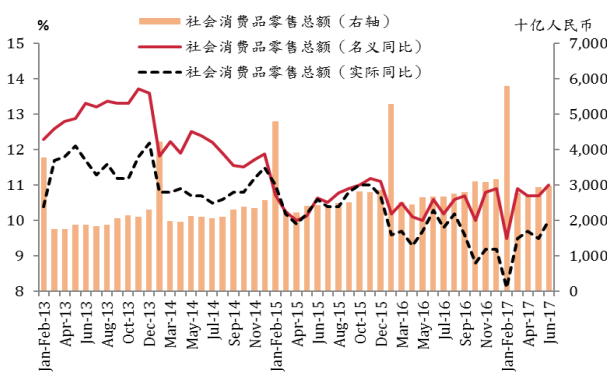


資料來源：國家統計局、招銀國際研究

消費增速繼續保持穩健

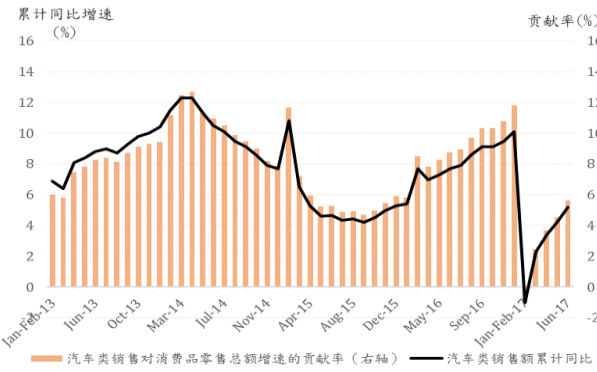
我們認為消費目前仍是中國經濟重要的一個亮點。今年上半年，社會消費品零售總額同比增長 10.4%，增速較去年同期提高 0.1 個百分點。消費增速超出我們此前預期，主要有以下幾方面的原因：（1）汽車消費減速對整體消費的拖累可控。去年年末，我們曾擔心隨著小排量汽車購置稅減半優惠政策的退出、汽車消費提前透支，今年的汽車類銷售將出現同比下滑。然而今年 3 月起，在商家促銷力度加大、SUV 銷售火爆、取消二手車限遷政策等利好的帶動下，汽車類消費增速由負轉正，6 月當月同比增長 9.8%，預計下半年此勢頭能夠保持。（2）網上零售發展勢頭較好。上半年實物商品網上零售額同比增長 28.6%，占同期社會消費品零售總額的比重達到 13.8%；注意到自去年以來網上零售同比增速均保持在 25% 以上。（3）除消費升級、新興業態崛起外，居民收入也是支撐消費穩步增長的堅實後盾。今年一季度和上半年實際人均可支配收入同比分別增長 7.0% 和 7.3%，結束了此前連續四個季度收入增速不及 GDP 增速的歷史。

圖 5: 社會消費品零售總額



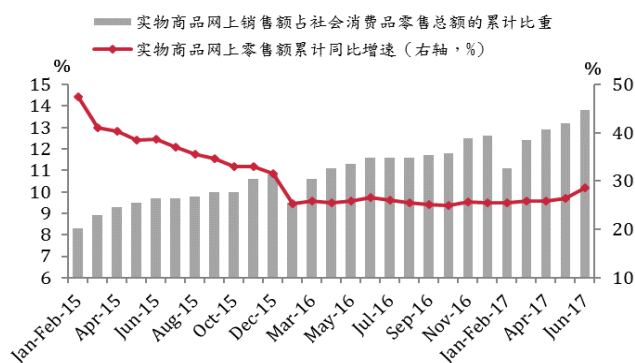
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 6: 二季度開始汽車類銷售增速由負轉正



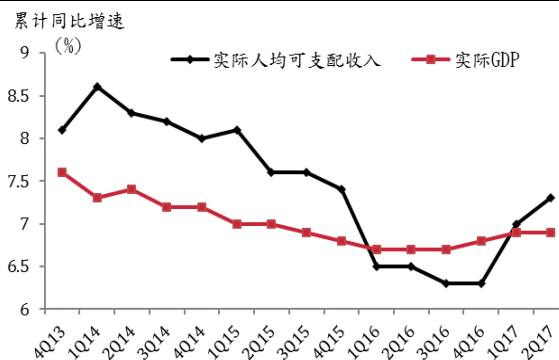
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 7: 實物商品網上銷售同比增速穩定在 25% 以上



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 8: 人均可支配收入增速回升，連續兩個季度超過 GDP 增速

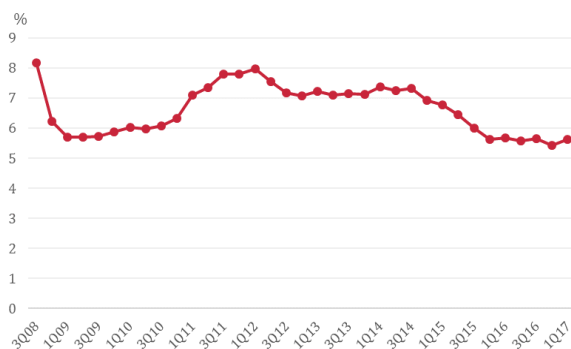


資料來源：國家統計局、招銀國際研究

降杠杆、防風險；貨幣政策維持穩健中性

金融去杠杆是否會導致實體經濟融資環境惡化？監管加强的背景下約束的主要是金融機構同業業務，對銀行而言，此消彼長，反而意味著更多的資源會逐漸投放到傳統的信貸業務中去，支持非金融企業。此外，我們看到表外融資規模收縮，回歸到融資成本較低的表內，一定程度上縮小了融資成本抬升幅度。所以綜合來看，實體經濟平均融資利率上升幅度有限。央行一季度貨幣政策執行報告也顯示，非金融企業及其他部門一般貸款的加權平均利率為 5.63%，較上年末上升 19bps, 低於公開市場操作利率及 MLF 利率的上調幅度 (25bps)，仍位于近年低點。

圖 9: 一般貸款加權平均利率 2017 年一季度為 5.63%



資料來源：中國人民銀行、招銀國際研究

下半年料繼續加強金融監管，貨幣政策穩健中性基調不變。自年初以來，央行堅持穩健中性的貨幣政策基調，在關鍵時點呵護市場，市場流動性有驚無險。7 月 14-15 日召開的全國金融工作會議為下一步的金融工作及改革方向確定了基調，“風險”、“(實體)經濟”、“監管”、“市場”是本次會議通稿重要的關鍵詞。會議傳遞出以下重要信號：降杠杆、防風險，服務實體經濟，深化金融改革不僅是下半年也是未來 5 年金融工作的主要任務；堅定執行穩健的貨幣政策，是降杠杆、防風險的根基，輕易不會改變；強化金融監管，避免“監管不姓監管”，並在國務院層面設立金融穩定發展委員會，加強監管協調；深化金融改革，發揮市場在金融資源配置中的決定性作用，積極穩妥推動金融對外開放。

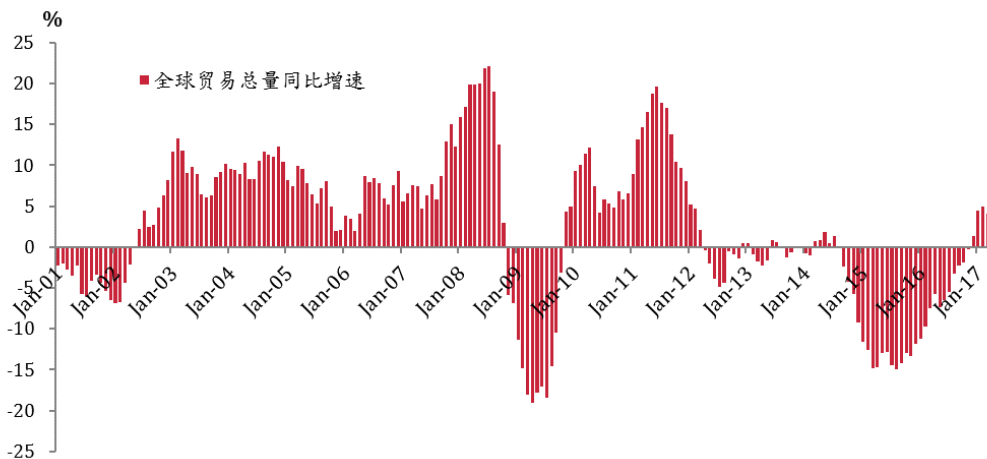
全球經濟復蘇加快，外部風險減退

2017 上半年，國際經濟形勢正在改善。美國方面，雖然特朗普執政後政策走向存在一定變數，醫改方案受挫後其雄心勃勃的促增長計劃面臨挑戰，但總體來看，美國經濟呈現出較有韌性的復蘇態勢。一季度 GDP 增速 1.4%（去年同期為 0.8%），二季度預測增速為 2.5%（根據彭博統計）。上半年平均每月新增非農就業 18 萬人（去年全年平均每月新增 18.2 萬人），失業率在 6 月雖較上月有回升，但 4.4% 的水平仍為十年來低點，廣義失業率亦將至 8.6% 左右。6 月 FOMC 會議紀要顯示，委員們對於通脹前景和縮表時點尚存在一些分歧，但對經濟基本面保持樂觀。我們預計美聯儲在今年 12 月還將加息一次，并同時開始縮表進程。

歐洲方面，法國大選為歐洲政治注入穩定劑。歐洲經濟體經濟增速回升、通脹回升。歐元區 6 月製造業 PMI 為 57.4，比上月上漲 0.4，創 6 年新高。近期歐洲央行轉向鷹派，表示經濟復蘇通脹加快，最新的會議紀要顯示，歐洲央行討論了移除增加購債的承諾，市場料其最早可能將於 9 月討論是否從明年開始減少資產購買。日本經濟恢復也超預期，一季度 GDP 增速達到了罕見的 2.2%，連續五個季度擴張，主要得到出口和企業資本支出等因素的推動。日本央行繼續保持其原有的立場，通過買入國債控制收益率曲線。

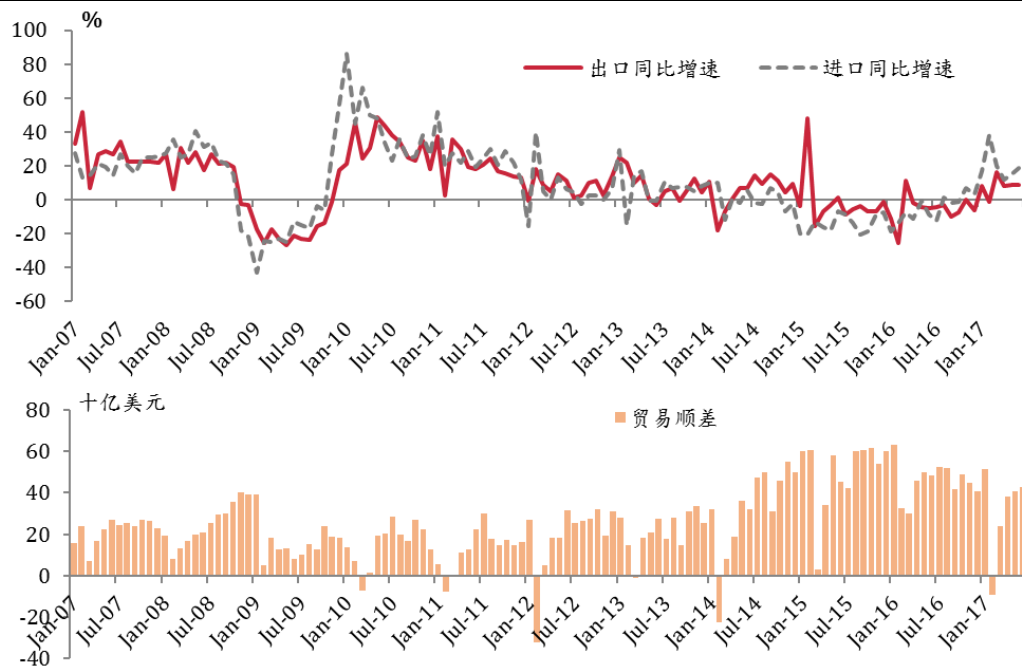
中國進出口增速超預期。隨著整個世界經濟的回暖，全球貿易總量告別長達兩年的負增長（根據 CPB 統計）。中國今年一季度的進出口都出現了令人欣慰的增長，其中前 5 個月累計出口（以美元計）增速達到 8.2%。我們預計下半年出口將繼續維持增長。

圖 10: 隨著經濟回暖，全球貿易總量 2017 年告別負增長



資料來源：CPB、招銀國際研究

圖 11: 今年上半年，中國累計出口增速達到 8.5%



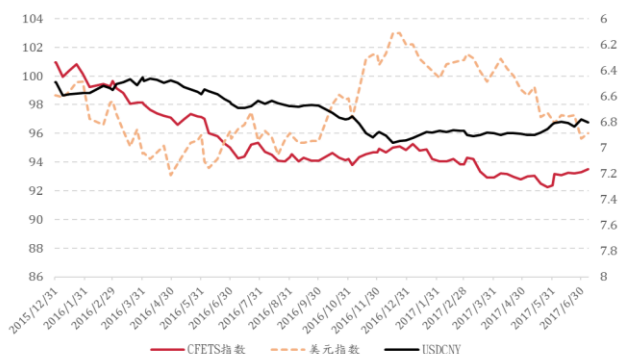
資料來源：海關總署、招銀國際研究

人民幣匯率保持穩定

上半年美元強勢回落，美元指數由 103 高點下探 96，人民幣兌美元匯率順勢企穩并走強。今年 6 月人民幣兌美元中間價報價模型加入逆周期因子後，為下半年人民幣匯率走勢增添更多變數。逆周期因子對人民幣走勢的具體影響有待時間考證，而從目前的表現來看，加入逆周期因子後，人民幣對 CFETS 指數錨得更緊了。在本月的美元走弱過程中，CFETS 指數并未隨之走弱。

下半年，美聯儲加息縮表進程形成的強勢美元很可能繼續被特朗普政策的不確定性所削弱。歐元區主要國家貨幣政策是否趨于收緊、是否推出財政刺激方案，也將影響美元相對於歐元的走勢。我們預計未來美元指數在 95~102 的區間波動，人民幣在 6.70~6.90 區間波動。

圖 12: 加入“逆周期因子”後，人民幣對 CFETS 指數錨得更緊



資料來源：外匯交易中心、彭博、招銀國際研究

主要經濟數據預測

圖 13: 主要中國經濟數據預測

	2014A	2015A	2016A	CMBIS 2017E	1H16	1H17	1Q17
实际GDP (同比增速, %)	7.3	6.9	6.7	6.8	6.7	6.9	6.9
规模以上工业增加值 (累计同比增速, %)	8.3	6.3	6.0	6.7	6.0	6.9	6.8
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	15	9.9	8.1	8.0	9.0	8.6	9.2
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	11.9	10.7	10.4	10.5	10.3	10.4	10
CPI (同比增速, %)	2.0	1.4	2.0	1.6	2.1	1.4	1.4
PPI (同比增速, %)	-1.9	-5.2	-1.4	4.5	-3.9	6.6	7.4
出口 (以美元计, 同比增速, %)	6.1	-2.6	-7.7	6.0	-6.5	8.5	8.2
进口 (以美元计, 同比增速, %)	0.4	-14.4	-5.5	8.4	-9.6	18.9	24.1
贸易顺差 (十亿美元)	383	600	510	503	269	185	66
广义货币供应量M2 (同比增速, %)	12.2	13.3	11.3	9.5	11.8	9.4	10.6
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	9,781	11,720	12,650	13,292	7,528	7,970	4,220
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	16,413	15,289	17,710	19,073	9,806	11,168	6,943
1年期存款基准利率 (% , 年底值)	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率 (% , 年底值)	5.6	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
大型金融机构存款准备金率 (% , 年底值)	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0

資料來源：國家統計局、中國人民銀行、海關總署、萬得數據、招銀國際研究

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责任。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 年證券交易法規則 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士。