

2016 年 12 月中国经济评论——平稳收官，未来短期内风险可控

统计局今日公布的数据显示，2016 年中国经济平稳收官，四季度 GDP 同比增长 6.8%，优于预期。全年经济增速实现 6.7%，与我们此前的预期一致。分项来看，12 月工业继续企稳，增加值增速较上月仅小幅回落。消费方面，在春节提前、汽车销售维持强劲等因素的带动下，12 月消费品零售总额增速达到 10.9%。全年城镇固定资产投资增速 8.1%，为 1999 年以来最低；12 月份制造业投资回升，而基建投资增速在上年高基数下继续回落。商品房销售继续下行，带动房贷开始回落；房地产开发投资由于滞后效应、上年基数较低等原因，12 月份增速加快，但随着 2017 年住房政策维持收紧，我们预计未来房地产投资将出现下行。

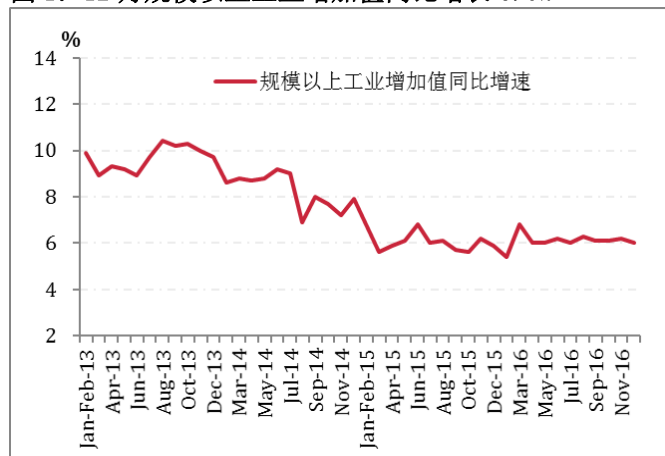
丁文捷, Ph.D.

(852) 3900 0856

dingwenjie@cmbi.com.hk

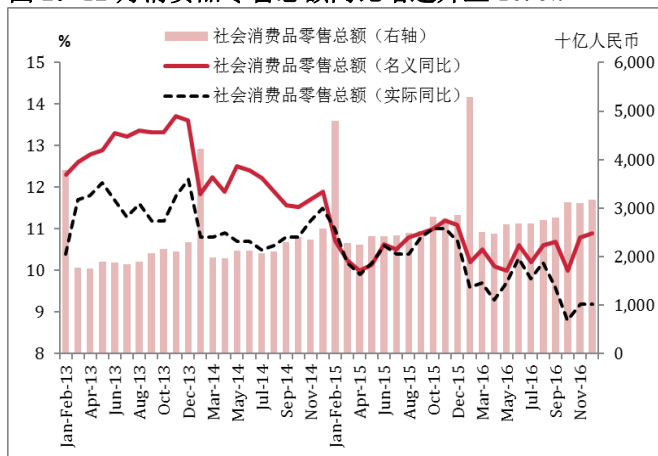
工业继续企稳，12 月份增加值同比增速小幅回落至 6.0%。12 月规模以上工业增加值同比增长 6.0%，比上月回落 0.2 个百分点。分门类看，采矿业增加值同比下降 2.5%，较前月收窄 0.4 个百分点；制造业和公用事业同比增长 6.3% 和 8.0%，增速较前月分别回落 0.4 和 1.9 个百分点。回顾 2016 年全年，工业增速自 4 月起一直稳定在 6.0% 以上的水平小幅波动，全年实现增速 6.0%。我们预计 2017 年工业生产将继续企稳，但应密切关注原材料价格走高催生生产成本、人民币贬值导致进口成本增加、中小企业持续萎靡等因素对制造业发展带来的负面影响。

图 1：12 月规模以上工业增加值同比增长 6.0%



来源：国家统计局，招银国际证券

图 2：12 月消费品零售总额同比增速升至 10.9%

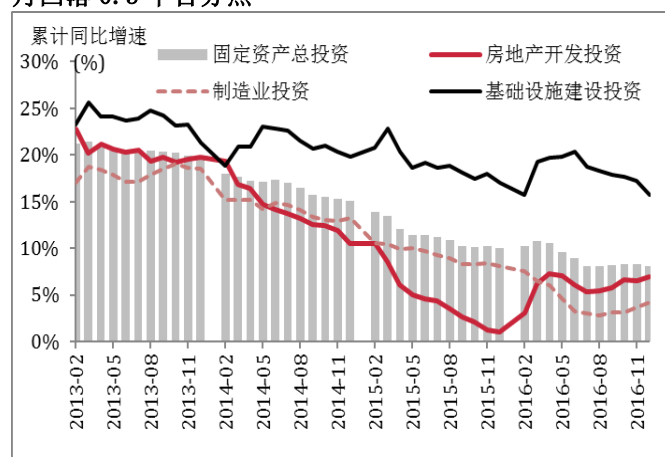


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

消费品零售增速高于预期，汽车消费、春节提前等因素均有贡献。12 月社会消费品零售总额 31,757 亿元，同比名义增长 10.9%，增速较上月提升 0.1 个百分点，超出市场预期。我们认为汽车消费、农历新年提前等是带动 12 月消费持续回升的主要因素。尽管上年基数较高，但在 2017 年购置税优惠力度减弱的政策刺激下，12 月份汽车销售继续保持强劲，限额以上单位汽车消费同比增长 14.4%，比上月进一步提升 1.3 个百分点。此外，由于 2017 年农历新年提前到 1 月底（2016 年为 2 月），线上线下商铺“年货节”相应提前，12 月礼品、日用品等节前消费相关的商品零售额增速较上年同期有所提升。2016 年全年社会消费品零售总额增速为 10.4%，与我们此前预测一致。2017 年，我们认为在汽车销售放缓、房地产销售降温、住房类消费下滑等因素的影响下，整体消费增速将承受一定的下行压力。

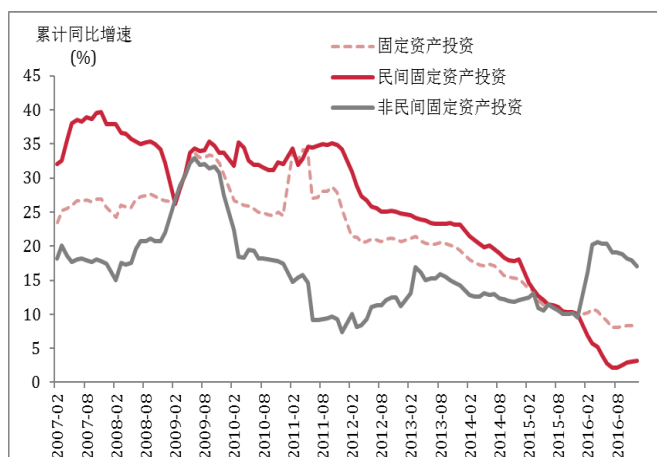
全年累计投资增速下滑至 8.1%，12 月制造业投资和房地产投资回升，基建投资回落。1-12 月城镇固定资产投资同比增长 8.1%，增速较 1-11 月下滑 0.2 个百分点，与我们预期的增速（8.0%）相近。对应生产活动复苏、企业利润好转等驱动因素，1-12 月制造业投资同比增长 4.2%，比 1-11 月加快 0.6 个百分点。由于上年基数较高，1-12 月基建投资同比增长 15.7%，增速较 1-11 月进一步回落 1.5 个百分点，其中公用事业、铁路、公路等投资均有不同程度回落。房地产投资方面，尽管调控政策继续加码、住房销售增速回落，但由于上年基数较低、投资活动存在一定滞后性等原因，1-12 月房地产开发投资增速由 1-11 月的 6.5% 回升至 6.9%。展望 2017，随着房地产调控深化、住房销售进一步放缓、开发商资金来源渠道收紧，房地产投资增速将持续面临下行压力。我们预计 2017 年全年城镇固定资产投资增速为 7.5% 左右。

图 3：1-12 月城镇固定资产投资增速为 8.1%，较 1-11 月回落 0.3 个百分点



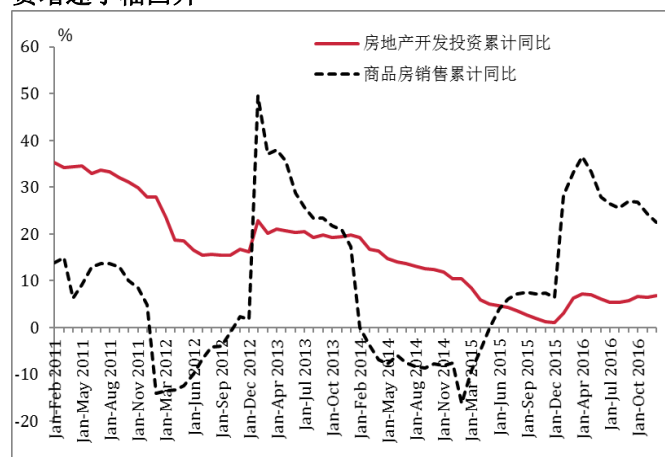
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 4：全年民间固定资产投资同比增长 3.2%



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 5：12 月商品房销售增速持续回落，而房地产开发投资增速小幅回升

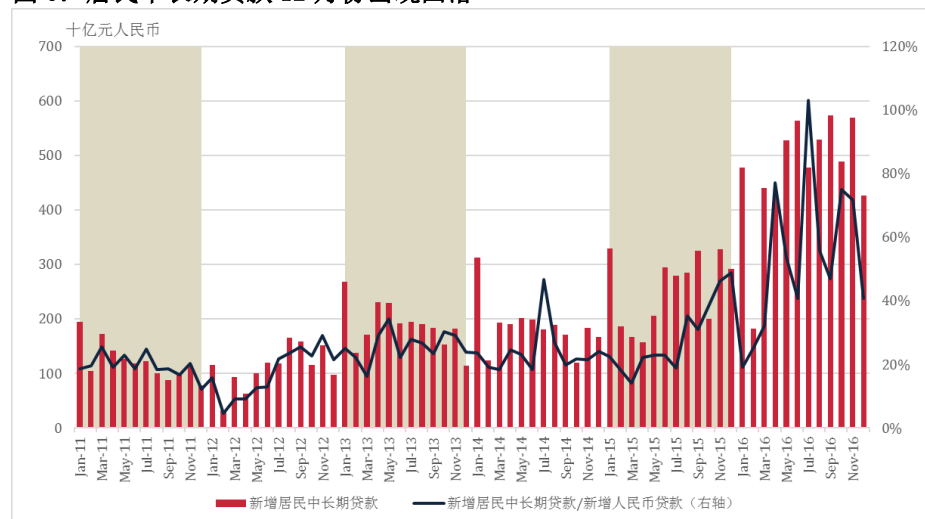


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

房贷出现回落，2017 信贷结构预计更为优化

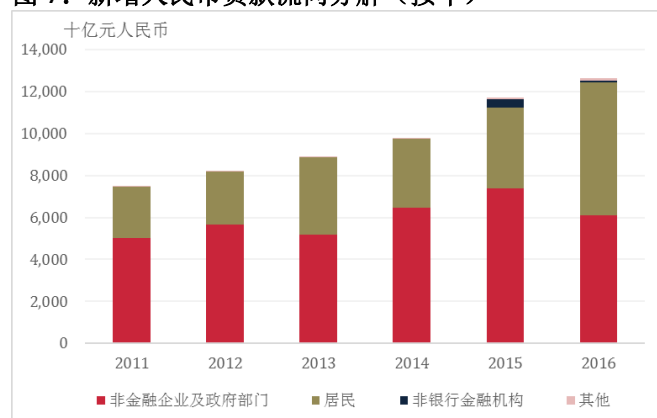
继去年十月份全国各热点城市推出住房限购限贷政策、销售增速放缓之后，12 月份房贷数据开始显示出疲态（由于住房贷款确认时点滞后于销售，去年 10 月和 11 月房贷仍维持高位）。12 月份新增居民中长期贷款跌至 4,259 亿，为自去年 3 月以来的最低水平。而从 2016 年全年看，房贷是拉动整体信贷增速的最重要部分之一：新增居民中长期贷款达到 5.68 万亿元，占整体新增人民币贷款的比例跃升至 44.9%（在 2014 和 2015 年，该比例分别为 22.8%和 26.0%）。房地产市场的火爆一定程度上导致了信贷结构的扭曲，尽管 2016 年新增人民币贷款高达 12.65 万亿元，但真正进入实体经济的信贷则少于前两年。展望 2017 年，住房政策继续边际收紧，住房销售和房贷发放将继续面临回落的压力，带动总体信贷投放缩量，而信贷结构将更为优化，非金融企业和政府新增贷款的比例将显著提高。我们预计 2017 年全年新增人民币贷款为 10.16 万亿元，比 2016 年减少近 2.5 万亿元。

图 6：居民中长期贷款 12 月份出现回落



来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

图 7：新增人民币贷款流向分解（按年）



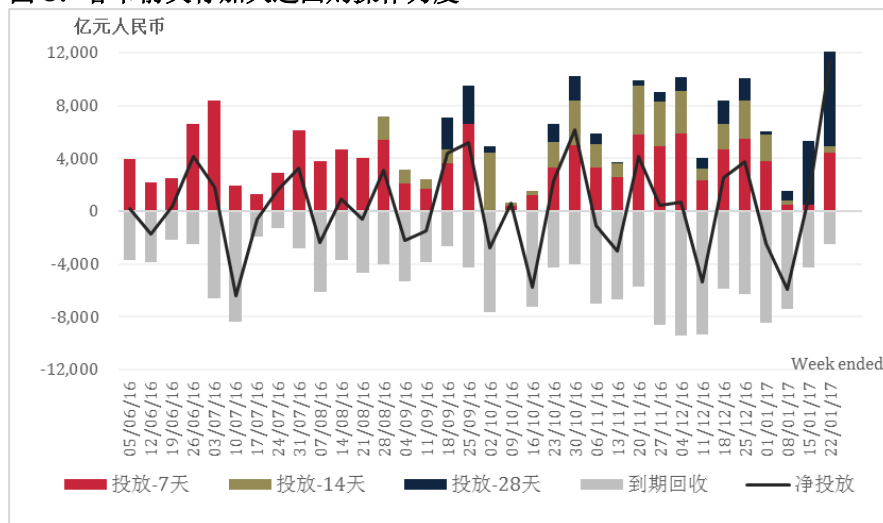
来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

2017 开局平稳，短期内经济下行风险可控

从高频数据观察，2017 年经济开局平稳。我们预计整体经济和政策走势在两会之前应该保持基本稳定，短期内经济下行风险可控。我们认为两会将弱化对经济增速提出定量目标或区间。尽管稳增长仍是重中之重，但更多的注意力会放在加速推进供给侧改革、防范风险和改善民生。我们预测 2017 年经济增速将放慢至 6.5%。

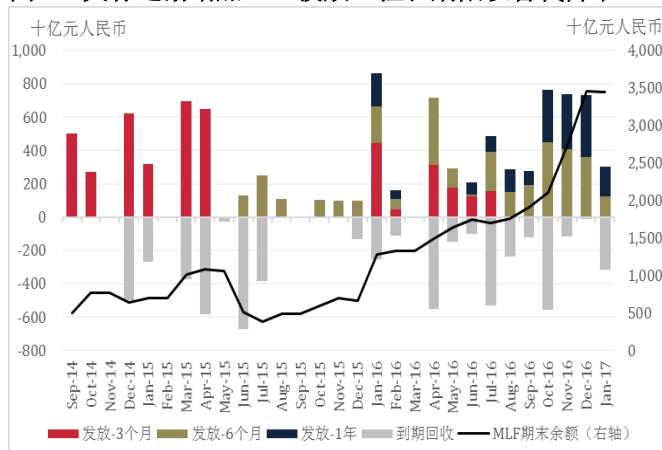
货币政策方面，由于防风险、抑制资产泡沫是 2017 年的经济工作重点之一，我们认为 2017 年央行**不会降息**；而当前经济增长的基础仍较为薄弱，CPI 和 PPI 虽连续数月上行但预计势头恐难以为继，我们认为央行加息的可能性很小。为避免释放过于强烈的宽松或收紧的政策信号，春节前后预计央行更倾向于利用公开市场操作、MLF 等管理工具替代降息降准，维持市场流动性合理充裕。

图 8：春节前央行加大逆回购操作力度



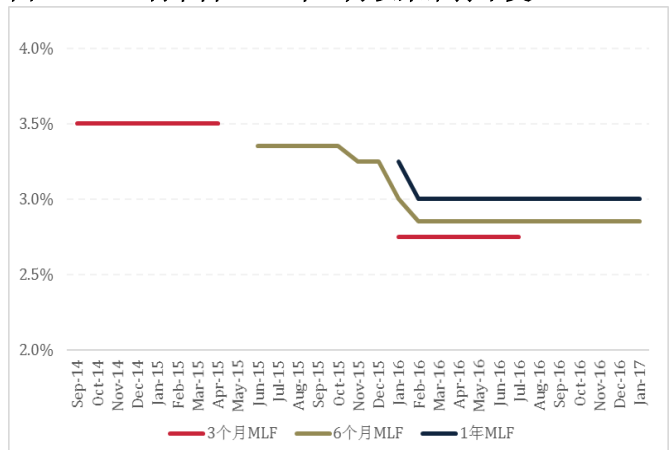
来源：中国人民银行，招银国际证券。*数据截至 20/01/2017。

图 9：央行逐渐增加 MLF 投放、拉长期限以替代降准



来源：中国人民银行，媒体，招银国际证券。*数据截至 19/01/2017。

图 10：MLF 利率自 2016 年 2 月以来维持不变



来源：中国人民银行，媒体，招银国际证券。*数据截至 19/01/2017。

图 11: 主要经济指标及预测

	2014A	2015A	2016A	CMBIS 2016E	CMBIS 2017E	Oct-16	Nov-16	Dec-16
实际GDP（同比增速，%）	7.3	6.9	6.7	6.7	6.5	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值（同比增速，%）	8.3	6.3	6.0	6.0	6.2	6.1	6.2	6.0
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	15	9.9	8.1	8.0	7.5	8.3	8.3	8.1
社会零售消费品总额（同比增速，%）	11.9	10.7	10.4	10.4	10.3	10.0	10.8	10.9
CPI（同比增速，%）	2.0	1.4	2.0	1.8	2	2.1	2.3	2.1
PPI（同比增速，%）	-1.9	-5.2	-1.4	-3.6	0.2	1.2	3.3	5.5
出口（以美元计，同比增速，%）	6.1	-2.6	-7.7	-5.0	-4.5	-7.3	0.1	-6.1
进口（以美元计，同比增速，%）	0.4	-14.4	-5.5	-6.0	-2.0	1.4	6.7	3.1
贸易顺差（十亿美元）	383.1	599.9	510.0	545.6	520.8	49.1	44.6	40.8
广义货币供应量M2（同比增速，%）	12.2	13.3	11.3	11.4	11.5	11.6	11.4	11.3
新增人民币贷款（十亿元人民币）	9,781	11,720	12,650	13,900	10,160	651	795	1,044
社会融资规模增量（十亿元人民币）	16,413	15,289	17,710	17,800	13,100	887	1,737	1,630
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	1.50
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	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	17.0

来源：国家统计局，中国人民银行，海关总署，彭博，招银国际预测

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任何其他人。