

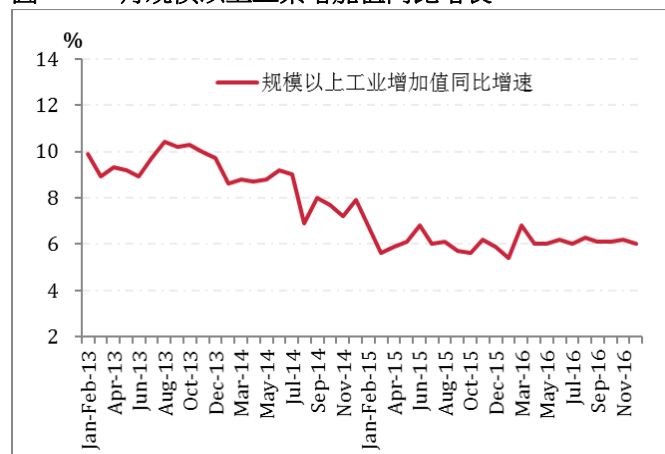
2016 年 12 月中國經濟評論——平穩收官，未來短期內風險可控

統計局今日公佈的資料顯示，2016 年中國經濟平穩收官，四季度 GDP 同比增長 6.8%，優於預期。全年經濟增速實現 6.7%，與我們此前的預期一致。分項來看，12 月工業繼續企穩，增加值增速較上月僅小幅回落。消費方面，在春節提前、汽車銷售維持強勁等因素的帶動下，12 月消費品零售總額增速達到 10.9%。全年城鎮固定資產投資增速 8.1%，為 1999 年以來最低；12 月份製造業投資回升，而基建投資增速在上年高基數下繼續回落。商品房銷售繼續下行，帶動房貸開始回落；房地產開發投資由於滯後效應、上年基數較低等原因，12 月份增速加快，但隨著 2017 年住房政策維持收緊，我們預計未來房地產投資將出現下行。

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

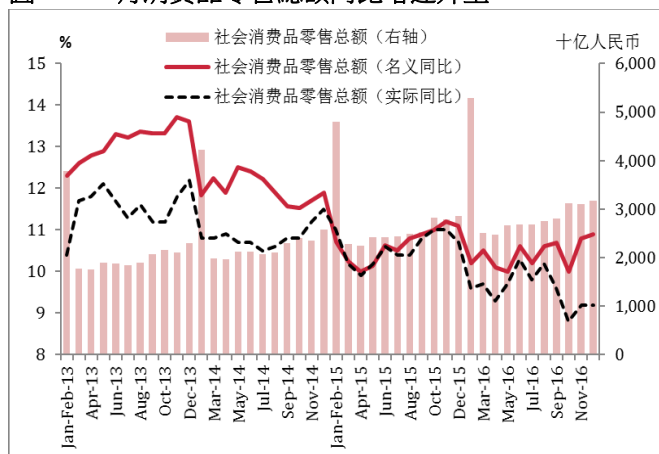
工業繼續企穩，12 月份增加值同比增速小幅回落至 6.0%。12 月規模以上工業增加值同比增長 6.0%，比上月回落 0.2 個百分點。分門類看，採礦業增加值同比下降 2.5%，較前月收窄 0.4 個百分點；製造業和公用事業同比增長 6.3% 和 8.0%，增速較前月分別回落 0.4 和 1.9 個百分點。回顧 2016 年全年，工業增速自 4 月起一直穩定在 6.0% 以上的水準小幅波動，全年實現增速 6.0%。我們預計 2017 年工業生產將繼續企穩，但應密切關注原材料價格走高催生生產成本、人民幣貶值導致進口成本增加、中小企業持續萎靡等因素對製造業發展帶來的負面影響。

圖 1：12 月規模以上工業增加值同比增長 6.0%



來源：國家統計局，招銀國際證券

圖 2：12 月消費品零售總額同比增速升至 10.9%

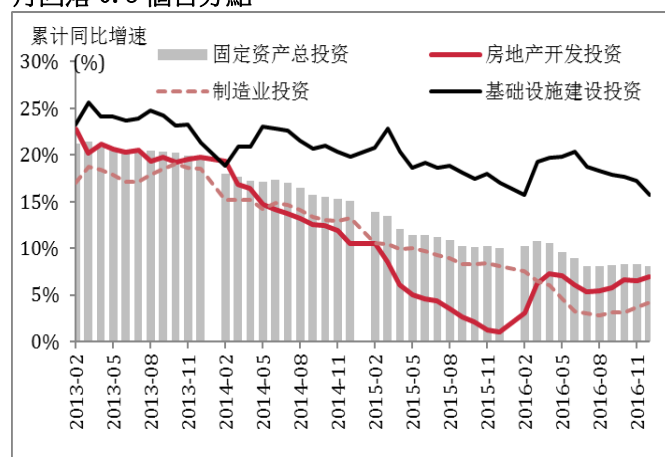


來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券

消費品零售增速高於預期，汽車消費、春節提前等因素均有貢獻。12 月社會消費品零售總額 31,757 億元，同比名義增長 10.9%，增速較上月提升 0.1 個百分點，超出市場預期。我們認為汽車消費、農曆新年提前等是帶動 12 月消費持續回升的主要因素。儘管上年基數較高，但在 2017 年購置稅優惠力度減弱的政策刺激下，12 月份汽車銷售繼續保持強勁，限額以上單位汽車消費同比增長 14.4%，比上月進一步提升 1.3 個百分點。此外，由於 2017 年農曆新年提前到 1 月底（2016 年為 2 月），線上線下商鋪“年貨節”相應提前，12 月禮品、日用品等節前消費相關的商品零售額增速較上年同期有所提升。2016 年全年社會消費品零售總額增速為 10.4%，與我們此前預測一致。2017 年，我們認為在汽車銷售放緩、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。

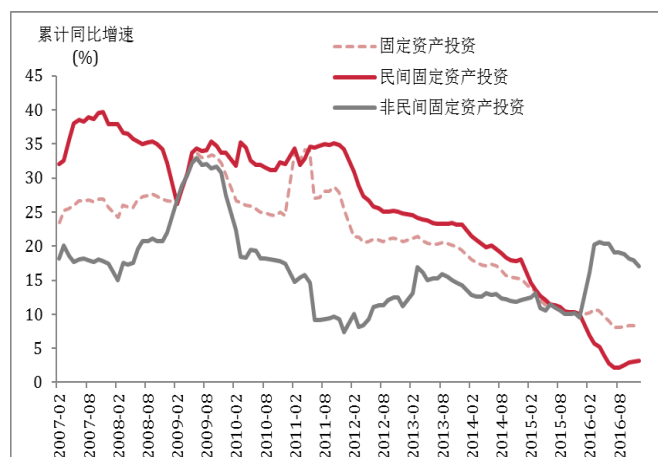
全年累計投資增速下滑至 8.1%，12 月製造業投資和房地產投資回升，基建投資回落。1-12 月城鎮固定資產投資同比增長 8.1%，增速較 1-11 月下滑 0.2 個百分點，與我們預期的增速（8.0%）相近。對應生產活動復蘇、企業利潤好轉等驅動因素，1-12 月製造業投資同比增長 4.2%，比 1-11 月加快 0.6 個百分點。由於上年底基數較高，1-12 月基建投資同比增長 15.7%，增速較 1-11 月進一步回落 1.5 個百分點，其中公用事業、鐵路、公路等投資均有不同程度回落。房地產投資方面，儘管調控政策繼續加碼、住房銷售增速回落，但由於上年基數較低、投資活動存在一定滯後性等原因，1-12 月房地產開發投資增速由 1-11 月的 6.5% 回升至 6.9%。展望 2017，隨著房地產調控深化、住房銷售進一步放緩、開發商資金來源管道收緊，房地產投資增速將持續面臨下行壓力。我們預計 2017 年全年城鎮固定資產投資增速為 7.5% 左右。

圖 3：1-12 月城鎮固定資產投資增速為 8.1%，較 1-11 月回落 0.3 個百分點



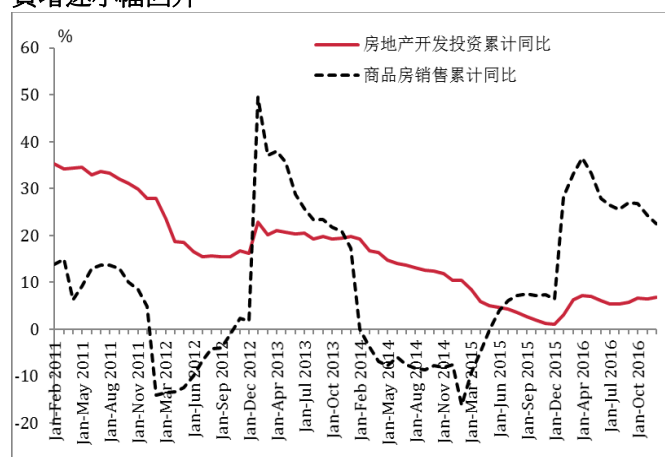
來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券

圖 4：全年民間固定資產投資同比增長 3.2%



來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券

圖 5：12 月商品房銷售增速持續回落，而房地產開發投資增速小幅回升

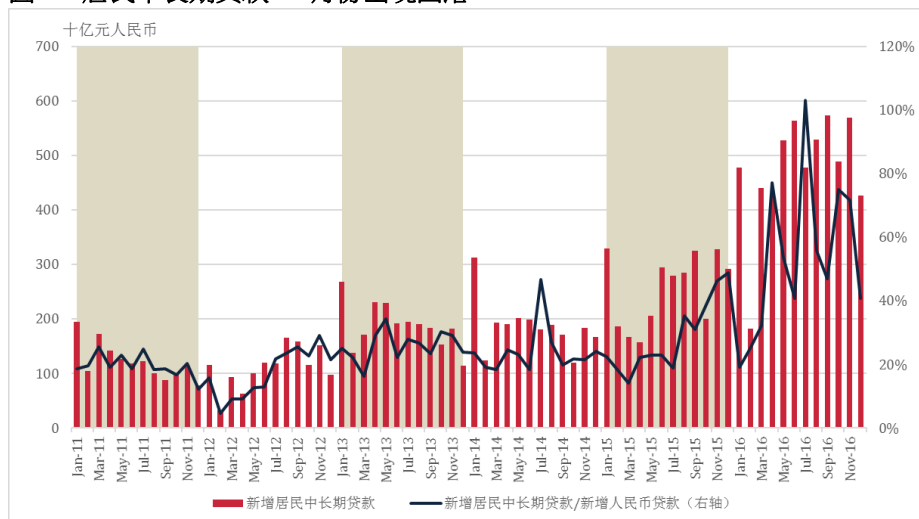


來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券

房貸出現回落，2017 信貸結構預計更為優化

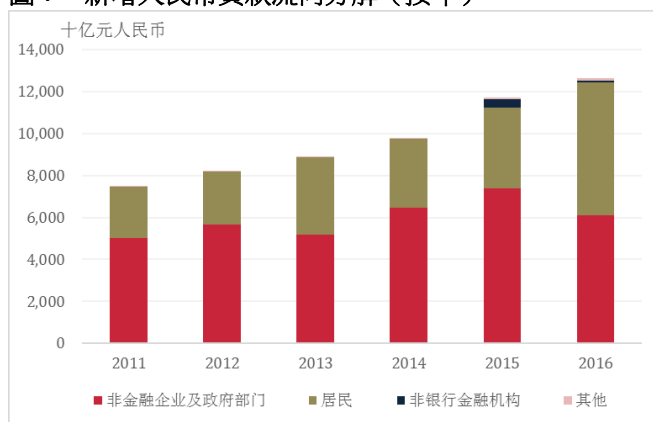
繼去年十月份全國各熱點城市推出住房限購限貸政策、銷售增速放緩之後，12 月份房貸資料開始顯示出疲態（由於住房貸款確認時點滯後於銷售，去年 10 月和 11 月房貸仍維持高位）。12 月份新增居民中長期貸款跌至 4,259 億，為自去年 3 月以來的最低水準。而從 2016 年全年看，房貸是拉動整體信貸增速的最重要部分之一：新增居民中長期貸款達到 5.68 萬億元，佔整體新增人民幣貸款的比例躍升至 44.9%（在 2014 和 2015 年，該比例分別為 22.8%和 26.0%）。房地產市場的火爆一定程度上導致了信貸結構的扭曲，儘管 2016 年新增人民幣貸款高達 12.65 萬億元，但真正進入實體經濟的信貸則少於前兩年。展望 2017 年，住房政策繼續邊際收緊，住房銷售和房貸發放將繼續面臨回落的壓力，帶動總體信貸投放縮量，而信貸結構將更為優化，非金融企業和政府新增貸款的比例將顯著提高。我們預計 2017 年全年新增人民幣貸款為 10.16 萬億元，比 2016 年減少近 2.5 萬億元。

圖 6：居民中長期貸款 12 月份出現回落



來源：中國人民銀行，萬得資料，招銀國際證券

圖 7：新增人民幣貸款流向分解（按年）



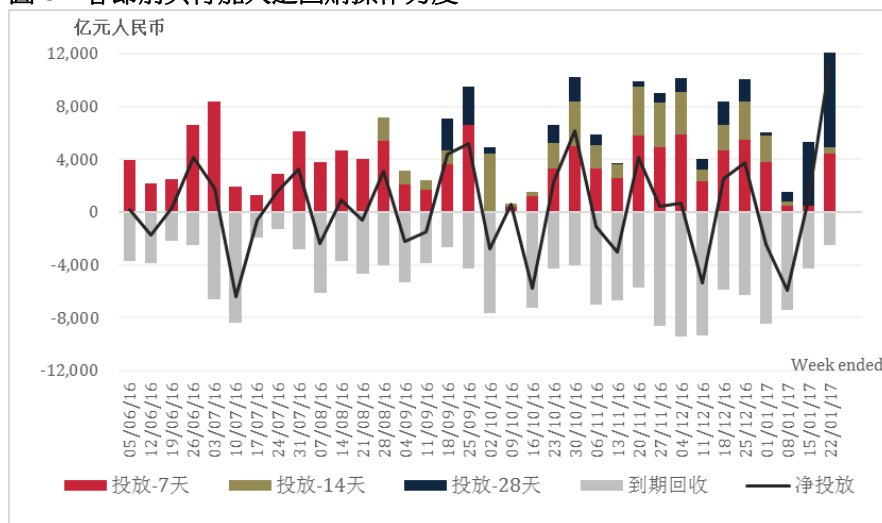
來源：中國人民銀行，萬得資料，招銀國際證券

2017 開局平穩，短期內經濟下行風險可控

從高頻資料觀察，2017 年經濟開局平穩。我們預計整體經濟和政策走勢在兩會之前應該保持基本穩定，短期內經濟下行風險可控。我們認為兩會將弱化對經濟增速提出定量目標或區間。儘管穩增長仍是重中之重，但更多的注意力會放在加速推進供給側改革、防範風險和改善民生。我們預測 2017 年經濟增速將放慢至 6.5%。

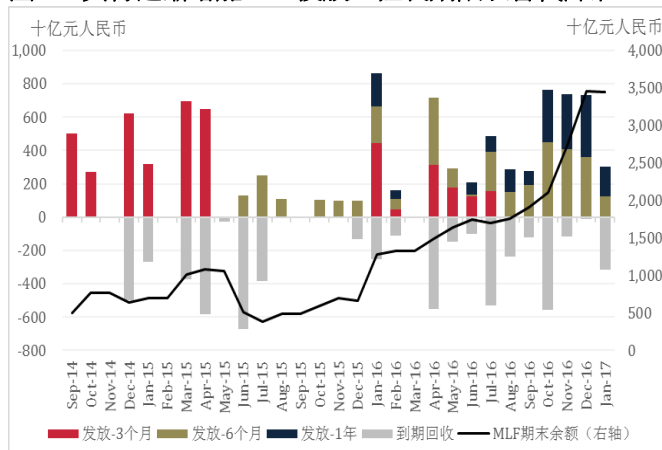
貨幣政策方面，由於防風險、抑制資產泡沫是 2017 年的經濟工作重點之一，我們認為 2017 年央行**不會降息**；而當前經濟增長的基礎仍較為薄弱，CPI 和 PPI 雖連續數月上行但預計勢頭恐難以為繼，我們認為央行加息的可能性很小。為避免釋放過於強烈的寬鬆或收緊的政策信號，春節前後預計央行更傾向於利用公開市場操作、MLF 等管理工具替代降息降准，維持市場流動性合理充裕。

圖 8：春節前央行加大逆回購操作力度



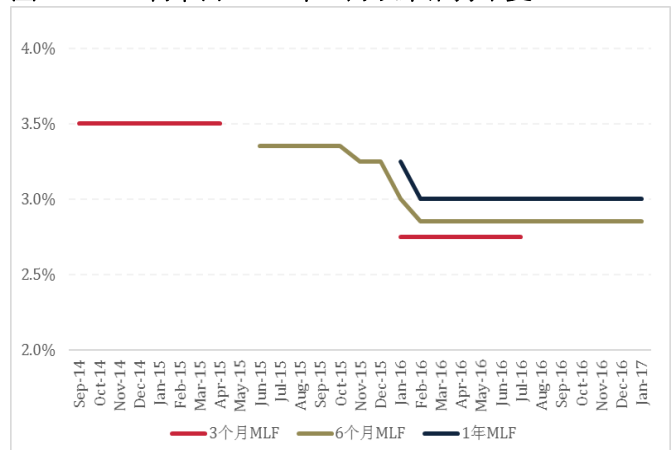
來源：中國人民銀行，招銀國際證券 *資料截至 20/01/2017。

圖 9：央行逐漸增加 MLF 投放、拉長期限以替代降准



來源：中國人民銀行，媒體，招銀國際證券 *資料截至 19/01/2017。

圖 10：MLF 利率自 2016 年 2 月以來維持不變



來源：中國人民銀行，媒體，招銀國際證券 *資料截至 19/01/2017。

圖 11: 主要經濟指標及預測

	2013A	2014A	2015A	2016A	CMBIS 2016E	CMBIS 2017E	Oct-16	Nov-16	Dec-16
實際GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	6.9	6.7	6.7	6.5	n.a.	n.a.	n.a.
規模以上工業增加值（同比增速，%）	9.5	8.3	6.3	6.0	6.0	6.2	6.1	6.2	6.0
城鎮固定資產投資（累計同比增速，%）	19.7	15	9.9	8.1	8.0	7.5	8.3	8.3	8.1
社會零售消費品總額（同比增速，%）	13.1	11.9	10.7	10.4	10.4	10.3	10.0	10.8	10.9
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	2.0	1.8	2	2.1	2.3	2.1
PPI（同比增速，%）	-1.9	-1.9	-5.2	-1.4	-3.6	0.2	1.2	3.3	5.5
出口（以美元計，同比增速，%）	7.9	6.1	-2.6	-7.7	-5.0	-4.5	-7.3	0.1	-6.1
進口（以美元計，同比增速，%）	7.1	0.4	-14.4	-5.5	-6.0	-2.0	1.4	6.7	3.1
貿易順差（十億美元）	259	383.1	599.9	510.0	545.6	520.8	49.1	44.6	40.8
廣義貨幣供應量M2（同比增速，%）	13.6	12.2	13.3	11.3	11.4	11.5	11.6	11.4	11.3
新增人民幣貸款（十億元人民幣）	8,892	9,781	11,720	12,650	13,900	10,160	651	795	1,044
社會融資規模增量（十億元人民幣）	17,317	16,413	15,289	17,710	17,800	13,100	887	1,737	1,630
1年期存款基準利率（%，年底值）	3.00	2.75	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期貸款基準利率（%，年底值）	6.00	5.6	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
大型金融機構存款準備金率（%，年底值）	20.0	20.0	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0

來源：國家統計局，中國人民銀行，海關總署，彭博，招銀國際預測

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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

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。報告所載資料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。而過去的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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。