



以韧克艰

——2017 下半年中国经济展望

- ❖ **预计全年实际 GDP 增速为 6.8%。**2017 行程过半，中国经济显示出意料之外的韧劲，主要体现在房地产投资较为坚挺、消费增长维持稳健以及进出口的复苏；而金融系统降杠杆、防风险初显成效，也将为实体经济的复苏注入新活力。上半年中国实际 GDP 增速达到 6.9%，我们认为，今年下半年由于基建投资放缓、高基数等因素，中国经济增速可能出现少许的下行，但企稳态势不变；在加速推进结构性改革、金融去杠杆等背景下，实体经济的增长将更有质量。我们对 2017 年全年实际 GDP 增速预期为 6.8%。
- ❖ **房地产投资坚挺，对经济的拖累不如预期严重。**在限贷限购等调控政策密集出台、不断升级的背景下，房地产投资出乎意料地坚挺。我们认为主要原因有两点：首先，本次调控周期会比以往更长，相应地，投资对销售滞后期也被拉长；其次，部分三四线城市房地产销售出现回暖。展望下半年，房地产投资增速预计平稳下行，其对经济增速的拖累不宜高估。
- ❖ **基建投资料继续放缓。**随着“十九大”前观望气氛升温，外加资金到位率偏低、上半年财政资金投放偏快压缩下半年投放空间、PPP 规范升级等因素，我们预计基建投资下半年增速将继续放缓。
- ❖ **消费增速稳健。**小排量汽车购置税优惠减半对于汽车销量以及整体消费品零售总额的影响正在逐步消退；消费升级、新业态崛起、人均可支配收入增速恢复将继续推动消费稳步增长。
- ❖ **金融监管叠加，降杠杆、防风险为近期主要任务，货币政策稳健中性基调不变。**金融系统内部降杠杆，防范风险积累扩散，亦有助于其更好地服务实体经济，且降杠杆未必会造成实体经济融资成本显著上升。货币政策方面，下半年料不松不紧，维持稳健中性基调不变；流动性大致无虞，但应警惕短期及关键时点的流动性边际收紧风险。
- ❖ **全球经济复苏加快，外部风险减退。**上半年全球经济复苏进程加快。美联储料于 12 月进行今年第三次加息并同时开启缩表进程。全球贸易重回扩张通道，中国进出口有望维持增长。
- ❖ **人民币汇率保持稳定。**人民币兑美元中间价报价模型加入逆周期因子后，为下半年的汇率走势增添更多变数。我们预计未来美元指数在 95~102 的区间波动，人民币兑美元在 6.70~6.90 区间波动。

丁安华，首席经济学家

电话：(86) 755 8319 5106

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

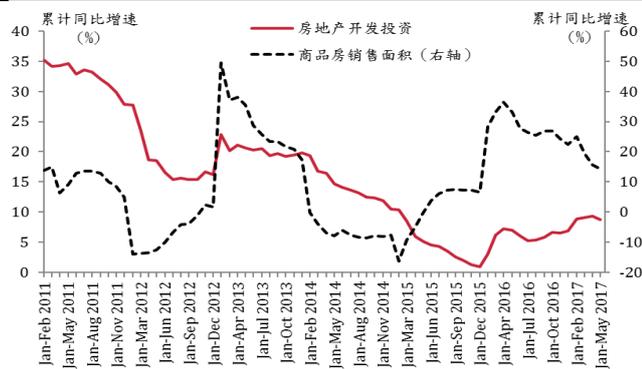
房地产投资下滑对经济增速拖累不如预期

在限贷限购等调控政策密集出台、不断升级的背景下，房地产投资出乎意料地坚挺。统计局数据显示，商品房累计销售面积增速于去年4月见顶下滑，今年前5个月同比增长14.3%，而同期房地产开发投资增速为8.8%，基本未见回落。上半年土地成交量2.6亿平方米，分别较去年和前年同期多成交2460万平方米和2250万平方米。究其原因，我们认为有两点：（1）本次调控周期可能较以往更长；（2）部分三四线城市出现回暖。预计下半年，房地产投资将平稳下行，不易出现大幅下滑。

本次调控周期会比以往更长，相应地，投资对销售滞后期也被拉长。首先，经历数次调控后，房地产企业对周期调控的抗风险能力比以往更强，资金也比较充裕。其次，本次调控距上次（2014年）仅时隔两年，而在这两年中，从土地成交看，一二线城市实际处于缩量状态，尽管出台限购限贷政策，但供应的收缩比需求收缩更快。第三，尽管房贷收紧，但对企业的开发贷收紧幅度并不如上一次调控，所以企业到位资金增速稍有下降，但仍较为平缓。到位资金来源中，今年上半年仅自筹部分同比下降2.3%，降幅在不断收窄。

部分三四线城市房地产销售出现回暖。6月房地产销售降幅收窄，贡献主要来自三四线城市。事实上，部分三四线城市房地产市场从去年底开始回暖，今年尤其自二季度开始，回暖的趋势向更低一级的城市下沉。三四线市场的回暖一方面是由于一二线限购导致的购买力转移，另一方面，货币化棚改大力推行，间接推动拆迁户用补贴现金在三四级城市（或卫星城）置业。但整体来看，一些三四线城市库存规模较高，且分化较为严重，未来其市场的回暖是否可持续，还需观察自身库存消化能力。

图1: 房地产开发投资增速保持坚挺



资料来源：国家统计局、招银国际研究

图2: 房地产开发企业本年到位资金累计增速

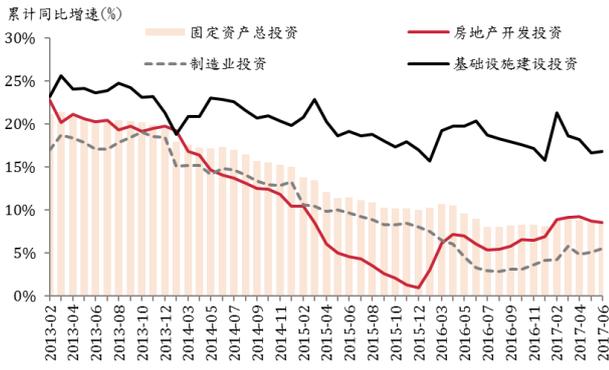


资料来源：国家统计局、招银国际研究

料下半年基建投资增速继续下行

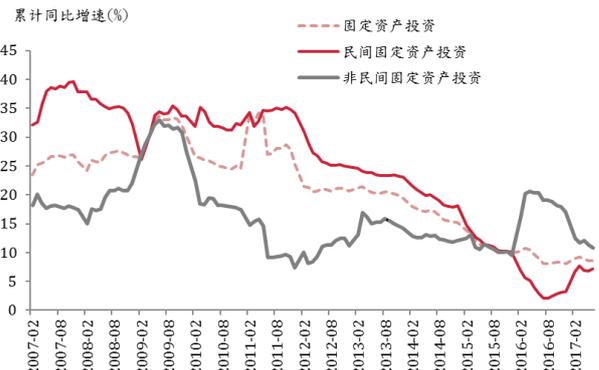
基建投资增速恐继续下行。主要原因有以下：其一，“十九大”召开之前观望气氛较为浓重，项目推进力度减弱。其二，融资渠道收窄。财政部今年五月发布的87号文清理政府违规举债，规范地方政府融资行为，力度空前。其三，上半年财政投放速度较快，下半年空间有限。其四，2017年以来陆续出台PPP项目指导文件，旨在规范PPP运作，短期内较难期待PPP项目带来显著增量。

图 3: 基建投资增速料继续下滑



资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 4: 民间投资增速回升

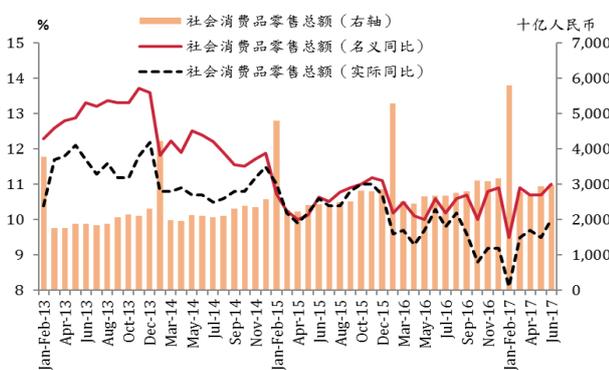


资料来源：国家统计局、招银国际研究

消费增速继续保持稳健

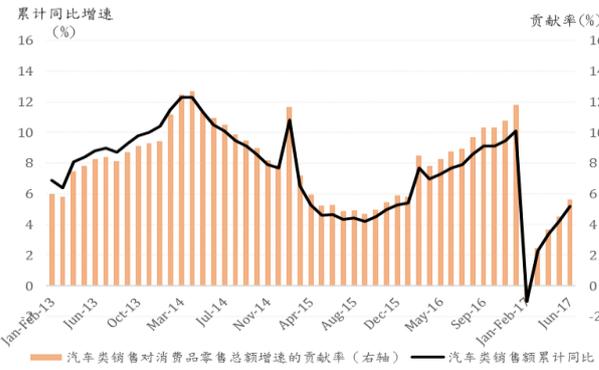
我们认为消费目前仍是中国经济重要的一个亮点。今年上半年，社会消费品零售总额同比增长 10.4%，增速较去年同期提高 0.1 个百分点。消费增速超出我们此前预期，主要有以下几方面的原因：（1）汽车消费减速对整体消费的拖累可控。去年年末，我们曾担心随着小排量汽车购置税减半优惠政策的退出、汽车消费提前透支，今年的汽车类销售将出现同比下滑。然而今年 3 月起，在商家促销力度加大、SUV 销售火爆、取消二手车限迁政策等利好的带动下，汽车类消费增速由负转正，6 月当月同比增长 9.8%，预计下半年此势头能够保持。（2）网上零售发展势头较好。上半年实物商品网上零售额同比增长 28.6%，占同期社会消费品零售总额的比重达到 13.8%；注意到自去年以来网上零售同比增速均保持在 25% 以上。（3）除消费升级、新兴业态崛起外，居民收入也是支撑消费稳步增长的坚实后盾。今年一季度和上半年实际人均可支配收入同比分别增长 7.0% 和 7.3%，结束了此前连续四个季度收入增速不及 GDP 增速的历史。

图 5: 社会消费品零售总额



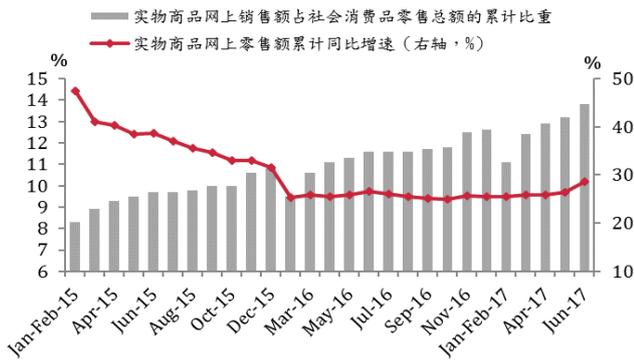
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 6: 二季度开始汽车类销售增速由负转正



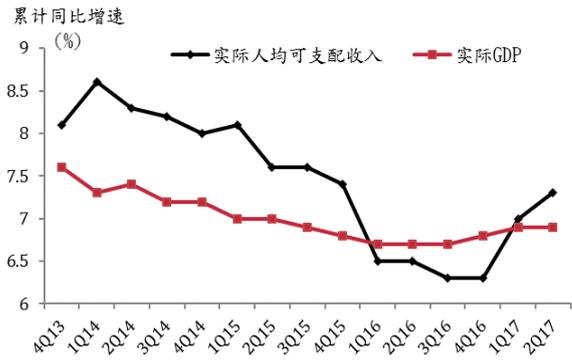
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 7: 实物商品网上销售同比增速稳定在 25% 以上



资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 8: 人均可支配收入增速回升, 连续两个季度超过 GDP 增速



资料来源：国家统计局、招银国际研究

降杠杆、防风险；货币政策维持稳健中性

金融去杠杆是否会导致实体经济融资环境恶化？监管加强的背景下约束的主要是金融机构同业业务，对银行而言，此消彼长，反而意味着更多的资源会逐渐投放到传统的信贷业务中去，支持非金融企业。此外，我们看到表外融资规模收缩，回归到融资成本较低的表内，一定程度上缩小了融资成本抬升幅度。所以综合来看，实体经济平均融资利率上升幅度有限。央行一季度货币政策执行报告也显示，非金融企业及其他部门一般贷款的加权平均利率为 5.63%，较上年末上升 19bps, 低于公开市场操作利率及 MLF 利率的上调幅度 (25bps)，仍位于近年低点。

图 9: 一般贷款加权平均利率 2017 年一季度为 5.63%



资料来源：中国人民银行、招银国际研究

下半年料继续加强金融监管，货币政策稳健中性基调不变。自年初以来，央行坚持稳健中性的货币政策基调，在关键时点呵护市场，市场流动性有惊无险。7 月 14-15 日召开的全国金融工作会议为下一步的金融工作及改革方向确定了基调，“风险”、“（实体）经济”、“监管”、“市场”是本次会议通稿重要的关键词。会议传递出以下重要信号：降杠杆、防风险，服务实体经济，深化金融改革不仅是下半年也是未来 5 年金融工作的主要任务；坚定执行稳健的货币政策，是降杠杆、防风险的根基，轻易不会改变；强化金融监管，避免“监管不姓监管”，并在国务院层面设立金融稳定发展委员会，加强监管协调；深化金融改革，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用，积极稳妥推动金融对外开放。

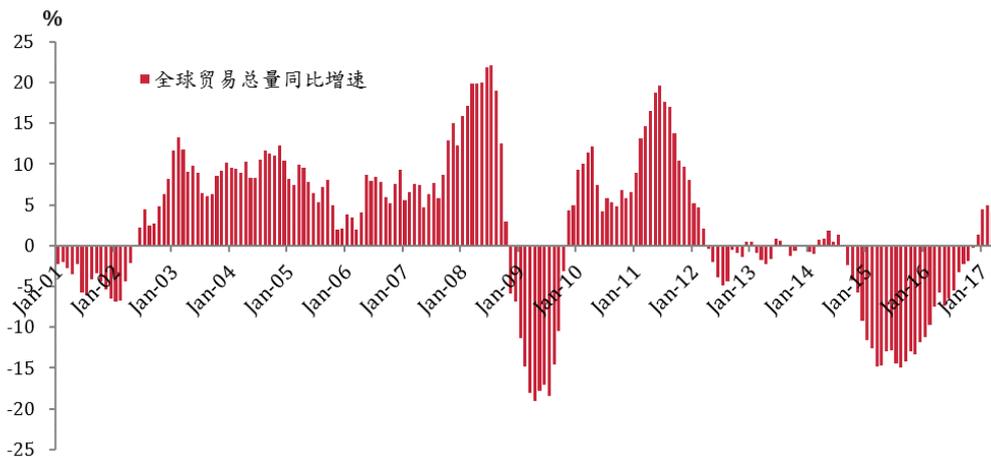
全球经济复苏加快，外部风险减退

2017 上半年，国际经济形势正在改善。美国方面，虽然特朗普执政后政策走向存在一定变数，医改方案受挫后其雄心勃勃的促增长计划面临挑战，但总体来看，美国经济呈现出较有韧性的复苏态势。一季度 GDP 增速 1.4%（去年同期为 0.8%），二季度预测增速为 2.5%（根据彭博统计）。上半年平均每月新增非农就业 18 万人（去年全年平均每月新增 18.2 万人），失业率在 6 月虽较上月有回升，但 4.4% 的水平仍为十年来低点，广义失业率亦将至 8.6% 左右。6 月 FOMC 会议纪要显示，委员们对于通胀前景和缩表时点尚存在一些分歧，但对经济基本面保持乐观。我们预计美联储在今年 12 月还将加息一次，并同时开始缩表进程。

欧洲方面，法国大选为欧洲政治注入稳定剂。欧洲经济体经济增速回升、通胀回升。欧元区 6 月制造业 PMI 为 57.4，比上月上涨 0.4，创 6 年新高。近期欧洲央行转向鹰派，表示经济复苏通胀加快，最新的会议纪要显示，欧洲央行讨论了移除增加购债的承诺，市场料其最早可能将于 9 月讨论是否从明年开始减少资产购买。日本经济恢复也超预期，一季度 GDP 增速达到了罕见的 2.2%，连续五个季度扩张，主要得到出口和企业资本支出等因素的推动。日本央行继续保持其原有的立场，通过买入国债控制收益率曲线。

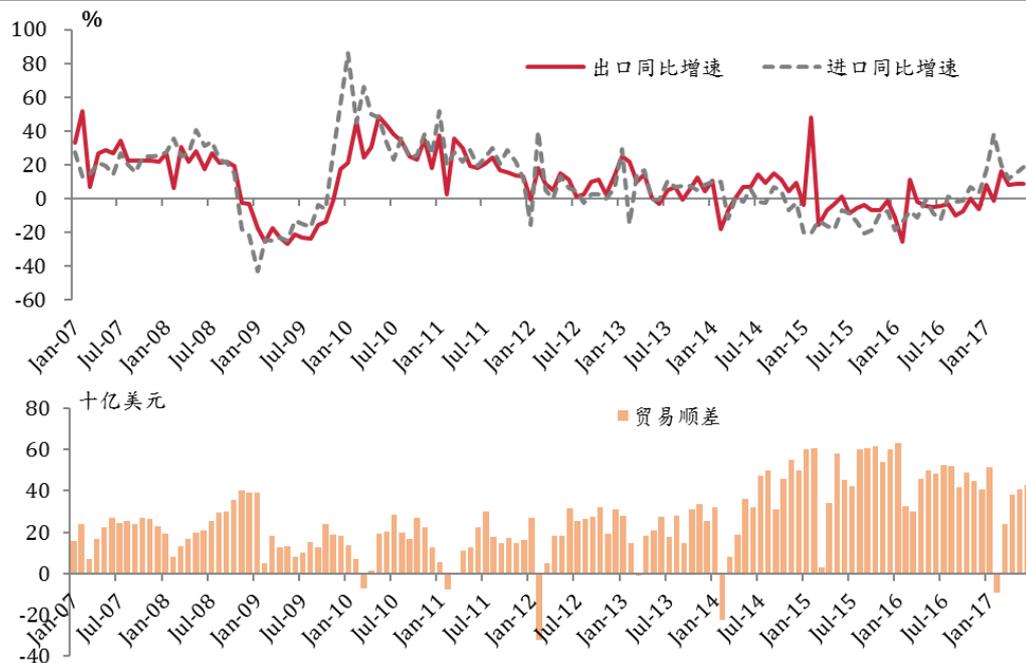
中国进出口增速超预期。随着整个世界经济的回暖，全球贸易总量告别长达两年的负增长（根据 CPB 统计）。中国今年一季度的进出口都出现了令人欣慰的增长，其中前 5 个月累计出口（以美元计）增速达到 8.2%。我们预计下半年出口将继续维持增长。

图 10: 随着经济回暖，全球贸易总量 2017 年告别负增长



资料来源：CPB、招银国际研究

图 11: 今年上半年, 中国累计出口增速达到 8.5%



资料来源：海关总署、招银国际研究

人民币汇率保持稳定

上半年美元强势回落，美元指数由 103 高点下探 96，人民币兑美元汇率顺势企稳并走强。今年 6 月人民币兑美元中间价报价模型加入逆周期因子后，为下半年人民币汇率走势增添更多变数。逆周期因子对人民币走势的具体影响有待时间考证，而从目前的表现来看，加入逆周期因子后，人民币对 CFETS 指数锚得更紧了。在本月的美元走弱过程中，CFETS 指数并未随之走弱。

下半年，美联储加息缩表进程形成的强势美元很可能继续被特朗普政策的不确定性所削弱。欧元区主要国家货币政策是否趋于收紧、是否推出财政刺激方案，也将影响美元相对于欧元的走势。我们预计未来美元指数在 95~102 的区间波动，人民币在 6.70~6.90 区间波动。

图 12: 加入“逆周期因子”后，人民币对 CFETS 指数锚得更紧



资料来源：外汇交易中心、彭博、招银国际研究

主要经济数据预测

图 13: 主要中国经济数据预测

	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

资料来源：国家统计局、中国人民银行、海关总署、万得数据、招银国际研究

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上责任。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士。