



每週經濟視點

2016年8月19日

研究部聯席主管

陳宋恩

電話: 852-21478805

電郵: philipchan@abci.com.hk

分析員

潘泓興

電話: 852-21478829

電郵: paulpan@abci.com.hk

中國經濟向更高效方向發展

- 名義工業產值增長持續回升意味著製造業的盈利能力獲得改善
- 網上零售銷售增長和市場份額不斷擴大
- 私營和公共部門都熱衷於投資農林牧漁業、電力公用事業、供水業、電氣機械業、通信設備業、道路交通業、教育和醫療保健業
- 資本配給過程將導致 M2 增速的放緩，但它反映了增長的質量更好

出廠價的通縮壓力緩解，實際工業產出增長穩定，工業企業盈利改善。在過去四個月，實際工業增加值增長穩定在 6% 左右。自 2016 年初，生產者出廠價格指數（PPI）顯示通縮壓力緩解，PPI 從一月份的 -5.3%，收窄至四月份的 -3.4% 和七月份的 -1.7%。PPI 的跌幅收窄和實際工業產出增長穩定均有助改善名義工業產值增長。我們估計名義工業總產值同比增速由一季度的 2.21% 增加至上半年的 3.44%，再增至首七個月的 4.20%（圖表 1）。由於收入增長加快，工業企業利潤出現了改善的空間。據國家統計局，製造企業的利潤率從去年上半年的 5.29% 提升到今年一季度的 5.50%，再增至今年上半年的 5.71%。據財政部，非金融國有企業的利潤率從今年一季度的 4.35% 提高到上半年的 5.27%。利潤率得到改善將鼓勵製造企業和非金融國有企業增加產出。

線上零售商繼續領跑，同時小型零售商增長較大型零售商快。今年首七個月，社會消費品零售總額同比增長 10.3%，其中線下零售銷售同比增長 8.5%。然而，數據顯示線上零售商對於全國零售銷量增長的貢獻更大。首七個月，線上實物消費品的零售額同比激增 26.1%，占社會消費品零售總額 11.6%（首季度占比 10.6%）。同期，線上非實物消費品的零售額同比激增 27.5%（圖表 3）。此外，小型零售商零售總額增長較大型零售商快。首七個月，小型零售商的消費品和餐廳經營銷售貨值分別同比增長 12.7% 和 12.9%；大型零售商的消費品和餐廳經營銷售貨值分別同比增長 7.6% 和 6.5%。上市零售商的上半年度經營業績反映了這兩種趨勢。網上電子商務平臺運營商阿裡巴巴（BABA US）和京東（JD US）上半年錄得營收同比增長 49.6% 和 44.4%；而連鎖超市運營商高鑫零售（6808 HK）上半年錄得營收同比增長 4.4%。大型線下零售商的經營狀況可能比國統局披露的統計數據更糟。

公營與私營部門均對固定資產投資變得更加謹慎。民間固定資產投資在 7 月的累計同比增速下降到 2.1%，比整體固定資產投資和國有企業的固定資產投資的增速分別低 6 個百分點和 19.7 個百分點。市場認為，固定資產投資增速的持續放緩將拖累經濟增速。儘管如此，我們認為固定資產投資增速放緩顯示投資者的目光變得更加敏銳；私營和公營部門對投資項目更有選擇性；同時投資者（特別是受利潤驅動的私營部門）為了獲得更高的投資回報，在投資時採取更加理性的資本分配。投資者應該將投資重點放在公營和私營部門都有投資的領域（圖表 4），同時回避私營部門投資較少的領域（圖表 5、7）。公營和私營部門都重點投資的領域有農林牧漁業、電力公用事業、供水業、電氣機械業、通信設備業、道路交通業、教育和醫療保健業（圖表 4）。如此有選擇性的固定資產投資策略對經濟有帶動作用。基於統計局的數據，我們估計，大型工業企業的年化資產周轉率從一季度的 1.02 倍上升到上半年的 1.06 倍，而年化資產收益率則從一季度的 5.5% 上升到上半年的 6.0%。此外，基於財政部的數據，我們估計，國有非金融類企業的年化資產周轉率從一季度的 0.325 倍上升到上半年的 0.340 倍，而年化

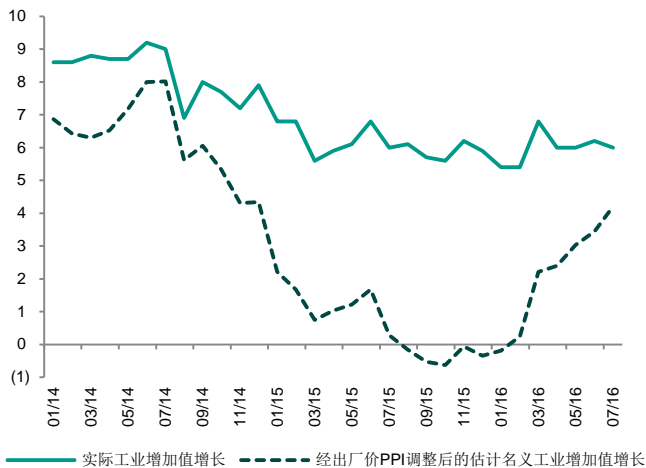


資產收益率則從一季度的 1.41% 上升到上半年的 1.79%。這些數據都顯示資金正流入資本利用率更高的資產中，且企業的盈利能力也正在上升。

住宅房地產供應過剩情況有所緩解，但是商業房地產供應過剩問題仍日趨嚴重。房地產投資的累計同比增速在 7 月僅達到 5.3%，比 6 月的 6.1% 低。住宅、辦公樓和商業營業用房的投資增速均有所下滑。我們認為，房地產開發商正採取措施防止供應過剩。住宅、辦公樓和商業營業用房的房屋竣工面積在 7 月末是以上三類房地產各自月銷售量的 3.2 倍、9.4 倍和 16.8 倍。而住宅、辦公樓和商業營業用房的施工面積在 7 月末是以上三類房地產各自月銷售量的 35.0 倍、89.8 倍、103.1 倍。（圖表 8）商業營業用房的供應過剩問題仍較嚴重。商業和辦公樓房地產開發商目前仍有大量的資金套在未出售和在建的項目中。同時，商業和辦公樓房地產開發商九龍倉集團（4 HK）也在其最近舉行的半年業績發佈會中表示中國的商業和辦公房地產市場仍面臨巨大的挑戰。

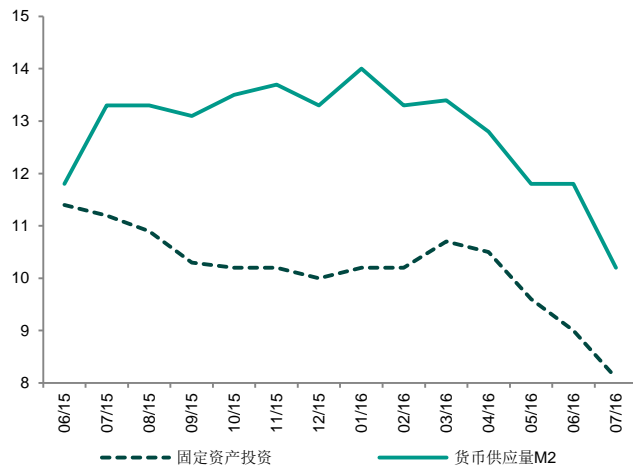
M2 增長放緩從另一個側面顯示資產分配回歸理性。實際和名義 M2 增長速度的放緩重燃市場對於經濟增速下降的擔憂。但是，我們認為 M2 增速放緩的主要原因是投資者在投資固定資產時採取更理性的資本配置。名義 M2 同比增速在過去四個月連續下降，從 3 月的 13.4% 分別下降到 4 月的 12.8%、5 月的 11.8%、6 月的 11.8%、7 月的 10.2%。而實際 M2 增速也從 3 月的 10.85% 下降到 6 月的 9.72% 和 7 月的 8.25%。而 7 月 M2 增速的放緩將有可能拖累第三季度的經濟增速。但鑒於經濟目前正轉向更加有效和理性的方向，我們對於中國經濟仍持謹慎樂觀的態度。

圖表 1: 名義和實際工業生產增長 (同比%)



來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 2: 固定資產投資 (累計同比 %) 和 M2 增速(同比 %)



來源: 國家統計局、人民銀行、農銀國際證券

圖表 3: 中國零售銷售業摘要

	2016 年首七個月 (十億元人民幣)	同比 變化 (%)	占比 (%)	2016 年一季 (十億元人民幣)	同比 變化 (%)	占比 (%)
社會消費品零售總額	18,297	10.3	100.0	7,802	10.5	97.4
網下消費品的零售額	16,173	8.5	88.4	6,777	5.8	86.9
網上實物消費品的零售額	2,124	26.1	11.6	824	25.9	10.6
網上實物及非實物零售額	2,627	27.5	100.0	1,025	27.8	100.0
網上實物消費品的零售額	2,124	26.1	80.9	824	25.9	80.4
網上非實物消費品的零售額	503	33.8	19.1	201	36.2	19.6
社會消費品零售總額	18,297	10.3	100.0	7,802	10.5	97.4
大型零售商	8,292	7.5	45.3	3,462	8.0	44.4
小型零售商	10,005	12.7	54.7	4,340	12.3	55.6

來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 4: 首七個月, 私營和公共部門都看好及均增加投資行業

固定資產投資 (分行業)	民間 同比變化 (%)	非民間 同比變化 (%)	總體 同比變化 (%)
農林牧漁業	15.6	29.4	19.1
電力、熱力生產和供應業	35.4	16.4	22.8
水利管理業	25.0	23.7	23.9
電氣機械和器材製造業	8.6	34.9	11.4
計算機、通信和其他電子設備製造業	4.4	20.4	9.8
道路運輸業	7.1	14.9	13.7
教育	16.7	25.7	23.2
衛生和社會工作	17.2	27.9	23.6

來源: 國家統計局、農銀國際證券

圖表 5: 首七個月，私營和公共部門均減少投資行業

固定資產投資 (分行業)	民間 同比變化 (%)	非民間 同比變化 (%)	總體 同比變化 (%)
煤炭開採和洗選業	-30.5	-40.2	-34.7
石油和天然氣開採業	-20.7	-28.8	-28.1
非金屬礦采選業	-3.3	-31.0	-4.9
鐵路、船舶、航空航天和其他運輸設備製造業	-7.0	-26.3	-12.8

來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 6: 首七個月，私人部門熱衷於投資，但公共部門在減少投資的行業

固定資產投資 (分行業)	民間 同比變化 (%)	非民間 同比變化 (%)	總體 同比變化 (%)
汽車製造業	13.0	-7.8	7.7

來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 7: 首七個月，公共部門熱衷於投資，但私人部門在減少投資的行業

固定資產投資 (分行業)	民間 同比變化 (%)	非民間 同比變化 (%)	總體 同比變化 (%)
黑色金屬礦采選業	-37.4	14.7	-30.5
有色金屬礦采選業	-3.4	17.8	1.8
通用設備製造業	-2.2	9.7	-1.4
專用設備製造業	-4.7	18.4	-2.7
建築業	-12.8	12.3	0.6
鐵路運輸業	-30.4	11.4	9.5
文化、體育和娛樂業	-2.7	30.8	10.9
公共管理、社會保障和社會組織	-23.0	21.6	7.5

來源：國家統計局、農銀國際證券

圖表 8: 全國房地產開發投資和銷售情況

2016年 1-7月	住宅	辦公樓	商業營業用房
銷售額 (百萬元)	4,927,300	262,200	458,000
同比增長 (%)	41.2	65.3	17.6
銷售面積 (百萬平方米)	671.53	17.95	46.12
同比增長 (%)	26.7	41.3	15.5
銷售均價 (元/平方米)	7,337	14,607	9,931
同比增長 (%)	11.4	17.0	1.8
待售面積 (百萬平方米)	431.83	33.83	154.59
同比增長 (%)	0.3	9.8	23.3
待售面積/月均銷售面積 (月銷售)	3.2	9.4	16.8
期間新開工面積 (百萬平方米)	641.0	38.2	125.7
同比增長 (%)	13.1	15.8	4.1
期末房屋施工面積 (百萬平方米)	4,701.4	322.5	950.8
同比增長 (%)	3.1	10.7	7.7
期末房屋施工面積/月均銷售面積 (月銷售)	35.0	89.8	103.1

來源：國家統計局、農銀國際證券

中國經濟數據

	2015							2016						
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
實際國民生產總值 (同比%)	7.0	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---
出口增長 (同比%)	2.8	(8.3)	(5.5)	(3.7)	(6.9)	(6.8)	(1.4)	(11.2)	(25.4)	11.5	(1.8)	(4.1)	(4.8)	(4.4)
進口增長 (同比%)	(6.1)	(8.1)	(13.8)	(20.4)	(18.8)	(8.7)	(7.6)	(18.8)	(13.8)	(7.6)	(10.9)	(0.4)	(8.4)	(12.5)
貿易餘額 (美元/十億)	46.6	43.0	60.2	60.3	61.6	54.1	60.1	63.3	32.6	29.9	45.56	49.98	48.11	52.31
零售額 (同比%)	10.6	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2
工業增加值 (同比%)	6.8	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0
製造業 PMI (%)	50.2	50.0	49.7	49.8	49.8	49.6	49.7	49.4	49.0	50.2	50.1	50.1	50.0	49.9
非製造業 PMI (%)	53.8	53.9	53.4	53.4	53.1	53.6	54.4	53.5	52.7	53.8	53.5	53.1	53.7	53.9
固定資產投資(累計同比%)	11.4	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1
消費物價指數 (同比%)	1.4	1.6	2.0	1.6	1.3	1.5	1.6	1.8	2.3	2.3	2.3	2.0	1.9	1.8
生產者物價指數 (同比%)	(4.8)	(5.4)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.9)	(5.3)	(4.9)	(4.3)	(3.4)	(2.8)	(2.6)	(1.7)
廣義貨幣供應量 (同比%)	11.8	13.3	13.3	13.1	13.5	13.7	13.3	14.0	13.3	13.4	12.8	11.8	11.8	10.2
新增貸款 (人民幣/十億)	1,280.6	1,480	809.6	1,050	513.6	708.9	597.8	2,510	726.6	1,370	555.6	985.5	1,380	463.6
總社會融資 (人民幣/十億)	1,833	742	1,082	1,300	476.7	1,020	1,815.1	3,425.3	824.5	2,404.0	751.0	659.9	1,629.3	487.9

世界經濟/金融數據

股指			大宗商品					債券收益率及主要利率				
收市價	周變化 (%)	市盈率	計價單位/貨幣	價格	周變化 (%)	5日平均交易量	息率 (%)	周變化 (基點)				
美國			能源					美國聯邦基金目標利率				
道瓊斯工業平均指數	18,597.70	0.11	17.91	紐約商品交易所輕質低硫原油實物期貨合約	美元/桶	48.16	8.25	480,336	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,187.02	0.14	20.50	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	50.72	7.98	294,099	3.50	0.00		
納斯達克綜合指數	5,240.15	0.14	32.36	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	2.66	2.86	120,866	1.00	0.00		
MSCI 美國指數	2,083.16	0.11	21.15	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 ²	人民幣/公噸	466.00	2.19	N/A	美國 1 年期國債	0.2745	1.59	
歐洲			普通金屬					美國 5 年期國債				
富時 100 指數	6,856.21	(0.86)	56.91	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,670.00	1.64	29,395	1.1233	2.59		
德國 DAX30 指數	10,522.51	(1.78)	23.91	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,683.00	1.69	36,533	1.5407	2.72		
法國 CAC 40 指數	4,395.09	(2.34)	22.65	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,799.00	1.01	16,303	美國 10 年期國債	1.5407	2.40	
西班牙 IBEX 35 指數	8,458.00	(2.96)	21.00	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,809.00	1.01	28,462	日本 10 年期國債	(0.078)	2.40	
意大利 FTSE MIB 指數	16,341.41	(3.86)	36.93	貴金屬					中國 10 年期國債	2.7150	4.00	
Stoxx 600 指數	340.61	(1.58)	29.15	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,352.00	0.66	184,229	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00	
MSCI 英國指數	2,001.01	(0.73)	60.60	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	19.56	(0.75)	68,596	美國 1 月期銀行同業拆借固定利率	0.5141	0.75	
MSCI 法國指數	125.77	(1.38)	20.80	紐約商品交易所鈾期貨合約	美元/金衡盎司	1,120.10	(0.81)	13,267	美國 3 月期銀行同業拆借固定利率	0.8113	(0.70)	
MSCI 德國指數	135.44	(1.01)	24.24	農產品					隔夜上海同業拆借利率	2.0230	0.20	
MSCI 意大利指數	47.43	(1.80)	38.00	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	341.00	2.40	167,456	1 月期上海同業拆借利率	2.6960	(0.90)	
亞洲			外匯					香港 3 月期銀行同業拆借固定利率				
日經 225 指數	16,545.82	(2.21)	20.55	小麥期貨合約	美元/蒲式耳	442.75	0.63	63,008	公司債券 (穆迪)			
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,526.68	(0.08)	23.97	11 號糖期貨合約	美元/蒲式耳	20.04	1.67	35,850	Aaa	3.31	3.00	
恒生指數	22,937.22	0.75	11.91	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	1,003.25	2.19	105,110	Baa	4.25	3.00	
恒生中國企業指數	9,606.17	0.54	7.54	美元/人民幣 - 12 個月無本金交割遠期					附注:			
滬深 300 指數	3,365.02	2.15	14.68	匯率	1.1321	1.3124	0.7619	100.10	0.9568	6.6525	7.7534	6.7990
上證綜合指數	3,108.10	1.88	17.17	周變化 (%)	1.42	1.58	(0.43)	1.20	1.84	(0.25)	0.04	(0.22)
深成指	10,872.71	3.27	31.98	1. 數據來源: 彭博, 中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新於報告發布日期)								
MSCI 中國指數	62.31	1.70	12.40	2. 為發熱量 5500 大卡/克動力煤的價格								
MSCI 香港指數	12,841.40	(0.63)	14.36									
MSCI 中國指數	781.55	(2.22)	16.39									



權益披露

分析員，陳宋恩以及潘泓興，作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員并無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士并没有持有研究報告內所推介股份的任何權益，并且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其有聯繫的公司，可能會向本報告提及的任何公司收取任何財務權益。

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報
持有	市場回報 - 6% \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報
賣出	股票投資回報 $<$ 市場回報 - 6%

股票投資回報是未來 12 個月預期的股價百分比變化加上股息收益率
市場回報是 2007-2011 年市場平均回報率

股價風險的定義

評級	定義
很高	$2.6 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率
高	$1.5 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.5
低	180 天波動率/180 天基準指數波動率 < 1.0

我們用股票價格波動率相對基準指數波動率來衡量股票價格風險；基準指數指恒生指數波動率是由每日價格和歷史日價格變化對數的標準偏差計算所得。180 天的價格波動率等於最近的 180 個交易日收盤價的相對價格變化的年化標準偏差。

免責聲明

該報告只為客戶使用，并只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告并不牽涉具體用戶的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等并不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等并不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2016 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發；

辦公地址：香港中環，紅棉路 8 號，東昌大廈 13 樓，農銀國際證券有限公司
電話：(852) 2868 2183