



## 每周經濟視點

2016年10月13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

### 以往報告

#### 2017年美國利率展望

2016年9月29日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%202017%E5%B9%B4%E7%BE%8E%E5%9C%8B%E5%88%A9%E7%8E%87%E5%B1%95%E6%9C%9B.pdf>

#### 持續增長的醫療開支成爲新常態

2016年9月26日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%20%26%8C%81%E7%BA%8C%E5%A2%9E%E9%95%B7%E7%9A%84%E9%86%AB%E7%99%82%E9%96%8B%E6%94%AF%E6%88%90%E7%88%B2%E6%96%B0%E5%B8%B8%E6%85%B.B.pdf>

#### 宏觀政策利好中國醫藥行業

2016年9月14日

<http://sec.abci.com.hk/medias/-%20%25%AE%8F%E8%A7%80%E6%94%BF%E7%AD%96%E5%88%A9%E5%A5%BD%E4%B8%AD%E5%9C%8B%E9%86%AB%E8%97%A5%E8%A1%8C%E6%A5%AD.pdf>

#### 中國製造業 PMI 顯示中國經濟仍高度依賴內需的推動

2016年9月5日

<http://sec.abci.com.hk/medias/FT%20%E5%86%9C%E9%93%B6%E5%9B%BD%E9%99%85%E6%AF%8F%E5%91%A8%E7%BB%8F%E6%B5%8E%E8%A7%86%E7%82%B9%20-%2020160905.pdf>

## 中國房地產市場進入新一輪下行周期

- 土地供應減少、2015年限購政策的放寬、銀行信貸政策的改變使房市在2016年出現上漲行情
- 抵押貸款在今年上半年上升2.37萬億元人民幣，達到16.55萬億元人民幣，相當于金融系統總貸款的16.1%
- 超過23個城市已經開始實施相關政策，從而達到管理需求側和防止房市過熱的目的
- 房價下行周期將持續到2018年
- 中國的房價將會在2017年受到美國加息的影響

下降的土地供應導致可以預售的新房減少。可供房地產發展的土地供應自2011年以來一直處于下降趨勢。根據建築周期的特徵，2016年預售新住宅的供應將主要由2014至2015年度的土地供應量和住宅房屋新開工面積決定。2014年、2015年和2016年前8個月的土地供應分別同比下降14.0%、31.7%和8.5%。2014年和2015年住宅房屋新開工面積分別同比下降14.4%和14.6%。前幾年減少新房建設的措施導致今年可以預售新房的供應減少。雖然住宅房屋新開工面積2016年前8個月反彈11.7%，其相應在2017年的預售可能會受到最近發起的新一輪限制購房政策壓抑住宅房屋需求的不利影響。(圖表1-3)

一線城市和二線城市的房價暴漲導致地方政府推出新一輪的需求側管理政策，從而抑制需求。根據國家統計局，2016年前8個月，全國新住宅房屋平均價格爲每平米7362元人民幣，同比增長11.5%。儘管全國平均價格看起來還不高，但是深圳、北京和上海等主要城市的新房價格已經超過每平米5萬元人民幣，相當于超過全國平均房價的6.8倍。到目前爲止，已有23個城市采取了各種措施抑制或推遲需求，以抑制房價上漲。(圖表4)

新住宅房屋庫存保持在相對較低的水平。八月末，已完成待售的新住宅房屋庫存總建築面積同比下降0.7%，達425.4百萬平方米，這相當于4.4個月的月均房屋銷售量。八月末，住宅房屋施工面積同比上升2.9%達4799.54百萬平方米，這相當于50個月的月均房屋銷售量。我們認爲，當需求側管理政策生效時，需求受到抑制，地產開發商的資產周轉率將在未來12個月放緩。(圖表5-6)

房價調整的深度取決于銀行的態度。近期，新一輪的需求側管理政策的有效性將取決于銀行對住戶發放人民幣長期貸款的態度。自2015年中期以來，銀行更加積極地向住戶發放長期貸款。自2015年中期以來，銀行通過向住戶發放住房按揭貸款將銀行流動性注入房地產市場促進了房價的上漲。住房按揭貸款淨增加在第一季度和第二季度分別同比增長74%和150%。住房按揭貸款餘額于6月末同比增長30.9%，也較2015年末增加16.7%至165,500億元人民幣(約占金融體系未償還人民幣貸款總額的



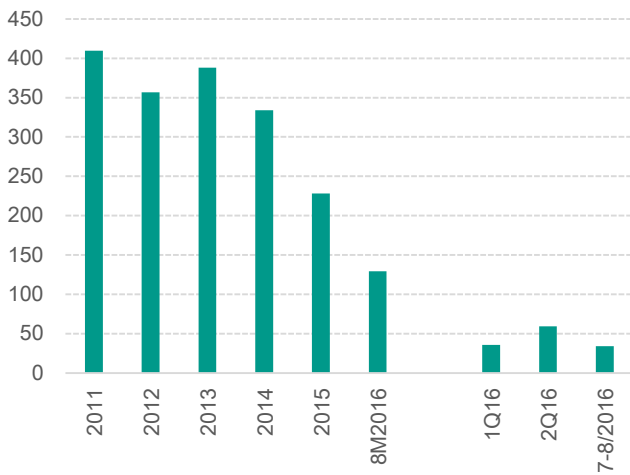
16.1%)。因此，最近的需求側管理政策將導致銀行收緊對住房按揭貸款的貸款要求，并隨後減少流動性進入房地產市場。當今年年底房價開始下調時，銀行將進一步收緊貸款要求，以避免明年出現呆帳風險。在上半年，住房按揭貸款淨增加 23700 億元人民幣（約占金融體系未償還人民幣貸款總額的 2.3%）。這部分新的按揭貸款將在房價開始疲軟時具有較高的違約風險。（圖表 7-9）

**以前的住宅物業周期表明，目前的房價下跌趨勢可能持續一年多，直到 2018 年初。**在以往的房地產周期中，房價變化在 2009 年 1 月，2012 年 6 月和 2015 年 3 月觸底，并在 2007 年 10 月，2010 年 3 月，2013 年 11 月和 2016 年 4 月達到頂峰。在上一個周期，地方政府實施各種需求側管理政策以約束需求。上個周期，下跌趨勢的持續時間是 16 個月。（圖表 10）

**美國利率周期可能對中國住宅市場產生間接影響。**我們觀察到 2008 - 2015 年期間美國和中國的房價變化之間存在強烈的統計相關性。由于兩個不同大陸的兩個不同市場，這種統計關係是不尋常的。我們認為美國利率周期不僅影響美國的房地產周期，而且也影響中國的利率周期，從而影響中國的房地產周期。如果美聯儲在 2016 年 12 月和明年提高利率，中國的利率周期可能在未來 12 個月內受到影響，房價的下行壓力將在 2017 年上升。（圖表 11）

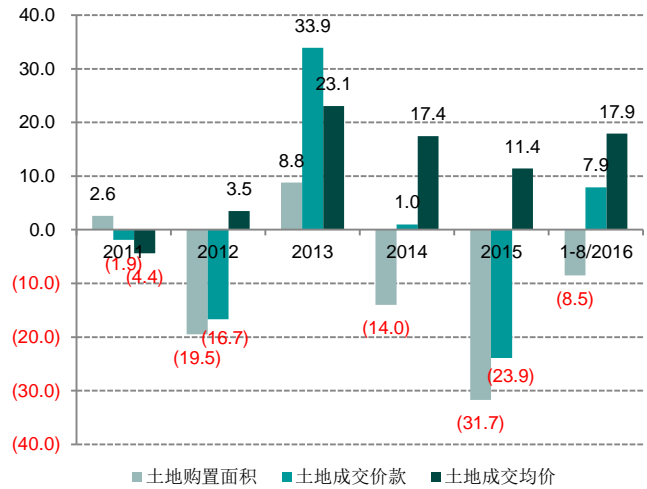


### 圖表 1: 土地購置面積 (百萬平方米)



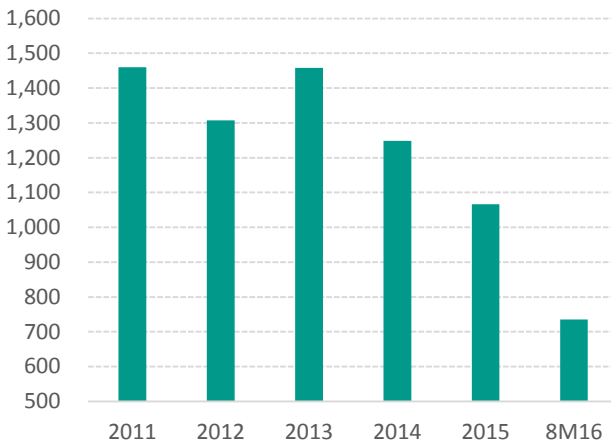
來源：國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 2: 土地購置 (%同比)



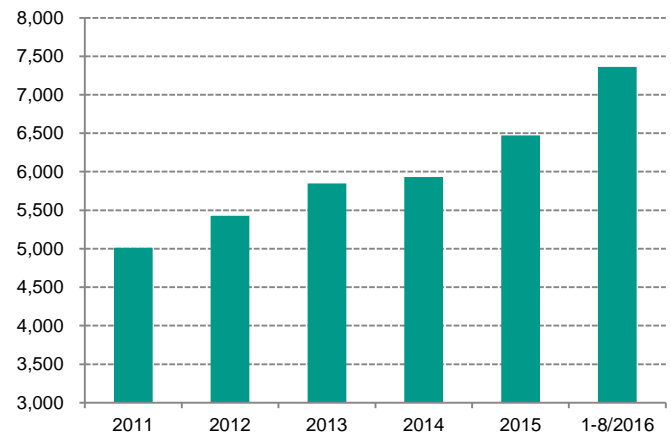
來源：國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 3: 住宅房屋新開工面積 (百萬平方米)



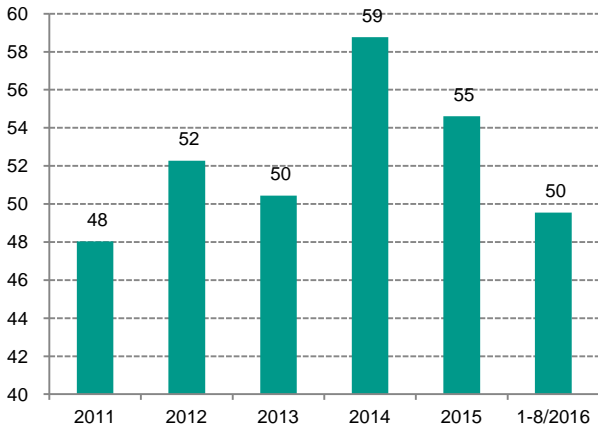
來源：國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 4: 全國住宅商品房銷售均價 (元/平方米)



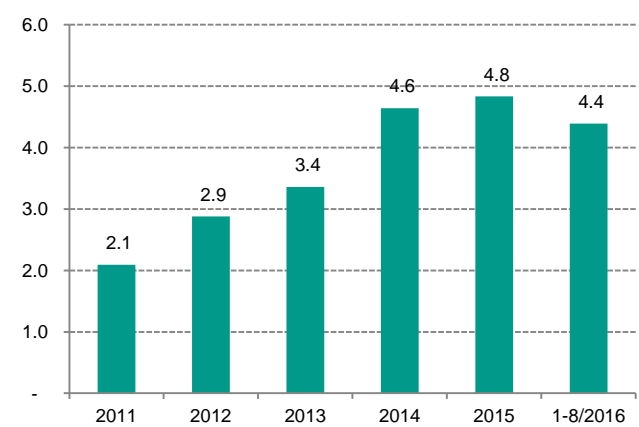
來源：國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 5: 住宅房屋施工面積 / 月均銷售面積 (月)



來源：國家統計局、農銀國際證券

### 圖表 6: 住宅商品房待售面積 / 月均銷售面積 (月)



來源：國家統計局、農銀國際證券

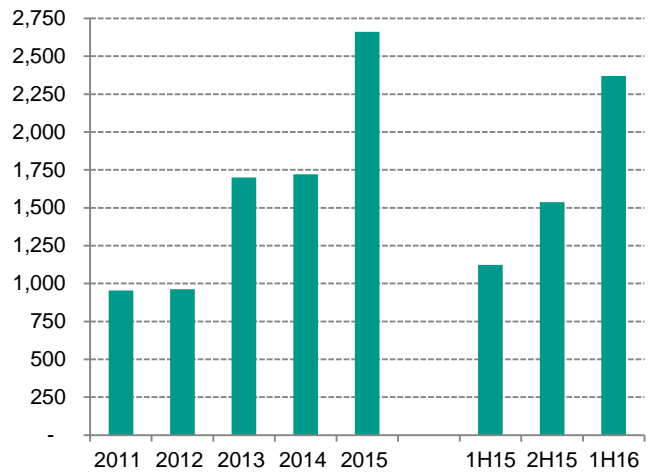


圖表 7: 個人購房貸款餘額, (十億元人民幣) vs (同比變化)



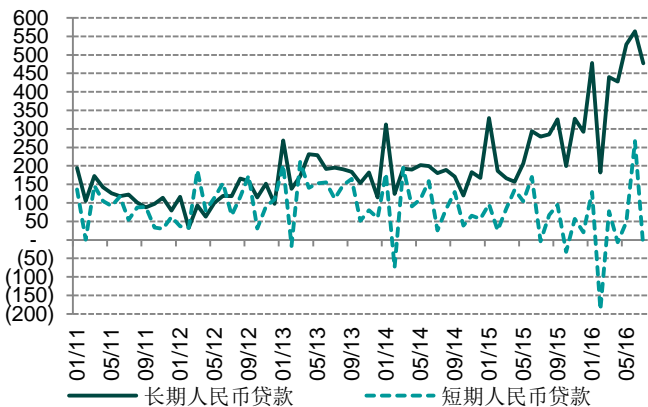
來源: 中國人民銀行、彭博、農銀國際證券

圖表 8: 新增住房按揭貸款 (十億元人民幣)



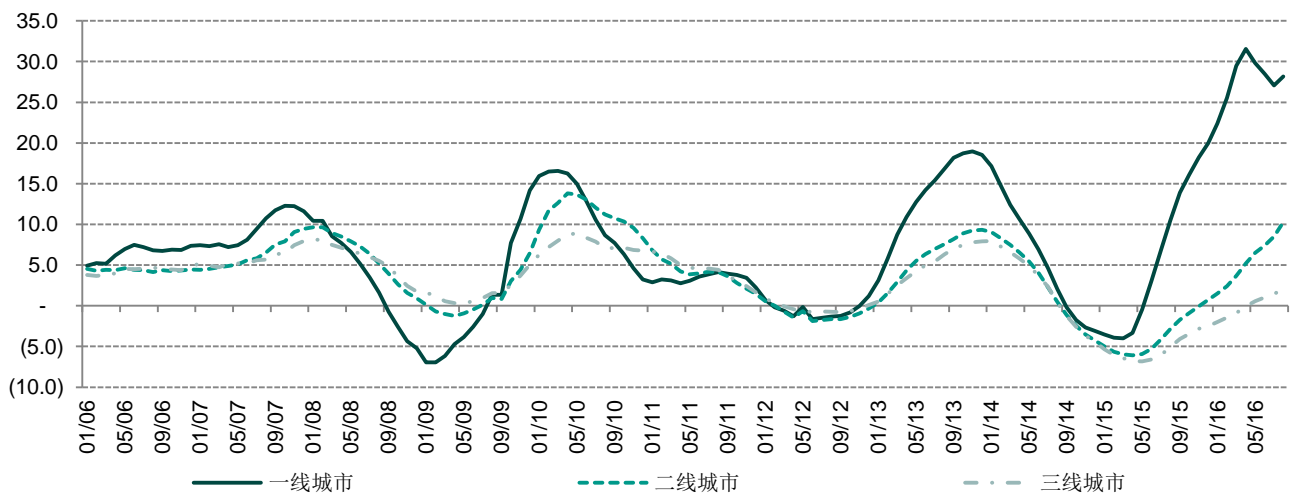
來源: 中國人民銀行、彭博、農銀國際證券

圖表 9: 月度新增住戶人民幣貸款 (十億元人民幣)



來源: 中國人民銀行、彭博、農銀國際證券

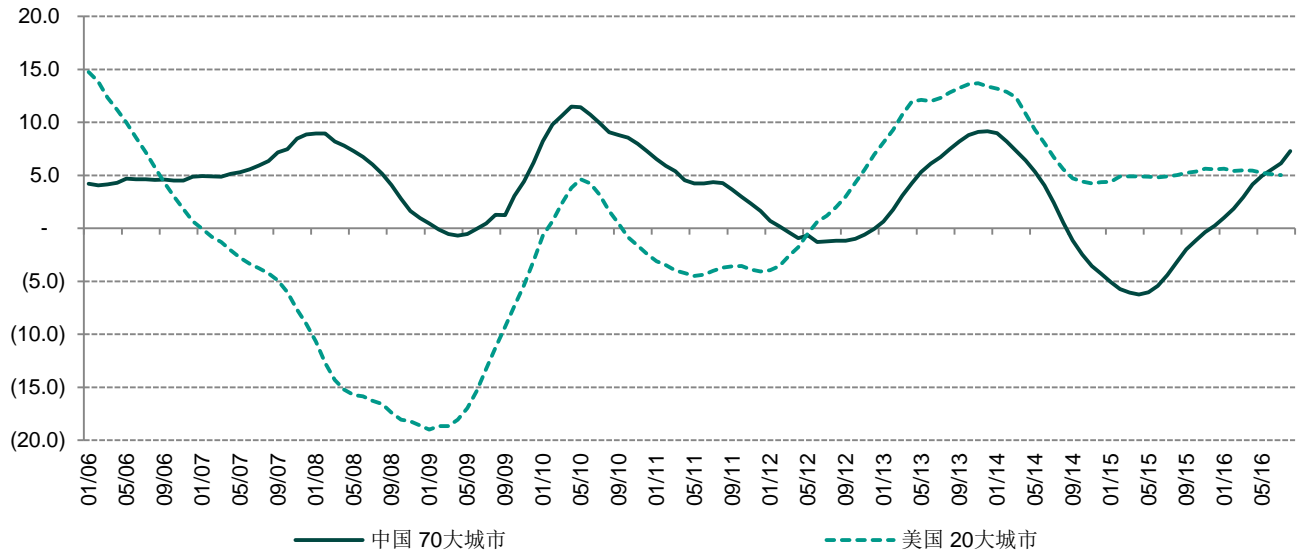
圖表 10: 中國的新住房價格(同比變化%)



來源: 國家統計局、彭博、農銀國際證券



圖表 11: 住房價格(同比變化%): 中國 vs 美國



來源：國家統計局、S&P/Case-Shiller 20 City City Home Price Index、彭博、農銀國際證券



## 中國經濟數據

	2015						2016							
	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	8月
實際國民生產總值 (同比%)	---	---	6.9	---	---	6.8	---	---	6.7	---	---	6.7	---	---
出口增長 (同比%)	(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)	(2.8)
進口增長 (同比%)	(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)	1.5
貿易餘額 (美元/十億)	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	52.05
零售額 (同比%)	10.5	10.8	10.9	11.0	11.2	11.1	10.2		10.5	10.1	10.0	10.6	10.2	10.6
工業增加值 (同比%)	6.0	6.1	5.7	5.6	6.2	5.9	5.4		6.8	6.0	6.0	6.2	6.0	6.3
製造業 PMI (%)	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	50.4
非製造業 PMI (%)	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	53.5
固定資產投資(累計同比%)	11.2	10.9	10.3	10.2	10.2	10.0	10.2		10.7	10.5	9.6	9.0	8.1	8.1
消費物價指數 (同比%)	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	1.3
生產者物價指數 (同比%)	(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)	(0.8)
廣義貨幣供應量 (同比%)	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	11.4
新增貸款 (人民幣/十億)	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	948.7
總社會融資 (人民幣/十億)	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	1,470.0

## 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)			
<b>美國</b>			<b>能源</b>				美國聯邦基金目標利率				
道瓊斯工業平均指數	18,144.20	(0.53)	17.46	美元/桶	49.75	(0.12)	623,568	0.50	0.00		
標準普爾 500 指數	2,139.18	(0.68)	20.15	ICE 布倫特原油現金結算期貨合約	美元/桶	51.42	(0.98)	313,348	美國基準借貸利率	3.50	0.00
納斯達克綜合指數	5,239.02	(1.01)	31.30	紐約商品交易所天然氣期貨合約	美元/百萬英熱單位	3.22	0.72	207,103	美國聯邦儲備銀行貼現窗口借款率	1.00	0.00
MSCI 美國指數	2,038.50	(0.70)	20.76	中國秦皇島環渤海動力煤價格指數 <sup>2</sup>	美元/公噸	569.00	3.08	N/A	美國 1 年期國債	0.2491	1.08
<b>歐洲</b>			<b>普通金屬</b>				美國 5 年期國債				
富時 100 指數	7,024.01	(0.29)	59.47	倫敦金屬交易所鋁期貨合約	美元/公噸	1,680.75	0.63	8,323	美國 10 年期國債	1.2667	1.16
德國 DAX30 指數	10,523.07	0.31	23.80	倫敦期貨交易所鋁期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	1,685.00	0.60	41,647	日本 10 年期國債	(0.058)	0.10
法國 CAC 40 指數	4,452.24	0.05	22.75	COMEX 銅期貨合約	美元/磅	4,793.75	0.69	5,352	中國 10 年期國債	2.7250	(1.10)
西班牙 IBEX 35 指數	8,686.50	0.72	21.52	倫敦金屬交易所銅期貨 3 個月轉遞交易合約	美元/公噸	4,814.00	0.75	29,439	歐洲央行基準利率 (再融資利率)	0.00	0.00
意大利 FTSE MIB 指數	16,470.28	0.40	35.74	<b>貴金屬</b>				美國 1 年期銀行同業拆借固定利率	0.5307	0.17	
Stoxx 600 指數	338.56	(0.32)	27.05	COMEX 黃金期貨合約	美元/金衡盎司	1,261.80	0.79	173,720	美國 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.8775	0.14
MSCI 英國指數	2,046.11	(0.33)	62.73	COMEX 銀期貨合約	美元/金衡盎司	17.66	1.61	64,496	隔夜上海同業拆借利率	2.1510	(17.6)
MSCI 法國指數	126.25	0.25	21.02	紐約商品交易所鈾金期貨合約	美元/金衡盎司	950.40	(1.27)	14,261	1 月期上海同業拆借利率	2.7125	(2.85)
MSCI 德國指數	134.51	0.29	24.06	<b>農產品</b>				香港 3 年期銀行同業拆借固定利率	0.5936	(0.38)	
MSCI 意大利指數	46.55	0.26	38.57	2 號平價黃玉米及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	338.50	(0.37)	163,080	公司債券 (穆迪)	Aaa 3.52 2.00	
<b>亞洲</b>			11 號糖期貨合約				美元/蒲式耳	23.15	(1.15)	48,468	Baa 4.37 1.00
日經 225 指數	16,806.13	(0.32)	21.10	2 號平價黃豆及其替代品期貨合約	美元/蒲式耳	946.50	(1.07)	157,820			
澳大利亞 S&P/ASX 指數	5,429.60	(0.69)	24.36								
恒生指數	23,144.06	(2.97)	12.52								
恒生中國企業指數	9,552.26	(3.74)	8.19								
滬深 300 指數	3,299.82	1.43	15.20								
上證綜合指數	3,058.74	1.80	17.87								
深證綜合指數	10,787.78	2.08	32.44								
MSCI 中國指數	63.45	(1.73)	13.83								
MSCI 香港指數	13,125.55	(1.69)	15.15								
MSCI 中國指數	807.80	(0.60)	17.21								

附注:

- 數據來源: 彭博·中國國家統計局, 農銀國際證券 (數據更新于報告發布日期)
- 為發熱量 5500 大卡/千克動力煤的價格

## 外匯

	歐元/美元	英鎊/美元	澳元/美元	美元/日元	美元/瑞郎	美元/人民幣	美元/港幣	美元/人民幣-12 個月無本金交割遠期
匯率	1.1024	1.2187	0.7534	103.82	0.9890	6.7270	7.7576	6.9095
周變化 (%)	(1.58)	(1.99)	(0.63)	(0.81)	(1.16)	(0.82)	0.01	(0.46)



## 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。

### 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

### 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 天的價格波動率等于最近的 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，以及由于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，為市場信息采集、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。分析員薪酬不取決于投行的收入，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