

企穩迹象明显，未来仍面临诸多挑战

——2016年三季度中国经济数据评论

梗概

统计局刚刚出炉的中国经济数据显示,2016年三季度实际GDP同比增长6.7%,与前两季度持平。从投资、消费、净出口三大需求的贡献率看,消费对经济增长的贡献率达到71%,比去年同期提高13.3个百分点,投资和净出口的贡献率分别为36.8%和-7.8%。

月度数据显示经济正在企稳,但未来仍面临诸多挑战,

- 工业制造业显示企稳迹象,但论反弹为时尚早,前瞻数据显示中小企业仍处于困境;
- 社会消费品零售总额重拾增速,主要由火爆的汽车销售带动;但是其增速回升可能只是短暂的,我们担心居民可支配收入增速持续低于GDP增速可能会使消费承压;
- 固定资产投资8月份开始止跌,但国庆黄金周开始多地推出的房地产调控政策大概率将抑制房地产投资。

综合考虑最新的经济和市场情况,我们对此前的预测主要作如下修正,

- 将全年GDP增速预测由6.8%下调至6.7%;
- 将2016年年末USDCNY预测由6.70下调至6.80;
- 预计今年四季度不降准(此前预计为降准一次)

表1: 中国经济主要指标预测

	2013	2014	2015	Adjusted 2016E	Old 2016E	1Q16	1H16	3Q16	Jul-16	Aug-16	Sep-16
实际GDP(同比增速,%)	7.7	7.3	6.9	6.7	6.8	6.7	6.7	6.7	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值(同比增速,%)	9.5	8.3	6.3	6.0	6.0	5.8	6.0	6.0	6.0	6.3	6.1
城镇固定资产投资(累计同比增速,%)	19.7	15	9.9	8.0	10.0	10.7	9.0	8.2	8.1	8.1	8.2
社会零售消费品总额(同比增速,%)	13.1	11.9	10.7	10.4	10.5	10.3	10.3	10.4	10.2	10.6	10.7
CPI(同比增速,%)	2.6	2.0	1.4	1.8	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	1.3	1.9
PPI(同比增速,%)	-1.9	-1.9	-5.2	-3.6	-3.6	n.a.	n.a.	n.a.	-1.7	-0.8	0.1
出口(以美元计,同比增速,%)	7.9	6.1	-2.6	-5.0	-5.0	-9.3	-6.5	-6.3	-4.4	-2.8	-10
进口(以美元计,同比增速,%)	7.1	0.4	-14.4	-6.0	-6.0	-13.1	-9.6	-7.8	-12.5	1.5	-1.9
广义货币供应量M2(同比增速,%)	13.6	12.2	13.3	12.0	12.3	13.4	11.8	11.5	10.2	11.4	11.5
新增人民币贷款(十亿元人民币)	8,892	9,781	11,720	13,900	13,900	4,607	7,528	10,161	464	949	1,220
社会融资规模增量(十亿人民币)	17,317	16,413	15,289	17,800	17,800	6,654	9,808	13,487	488	1,470	1,721
1年期存款基准利率(% ,年底值)	3.00	2.75	1.50	1.50	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)	6.00	5.6	4.35	4.35	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	20.0	17.5	17.0	16.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率(% ,年底值)	6.05	6.21	6.49	6.80	6.70	6.45	6.65	6.67	6.64	6.68	6.67

来源: 统计局, 海关总署, 中国人民银行, 招银国际预测。

研究部

(852) 3900 0856

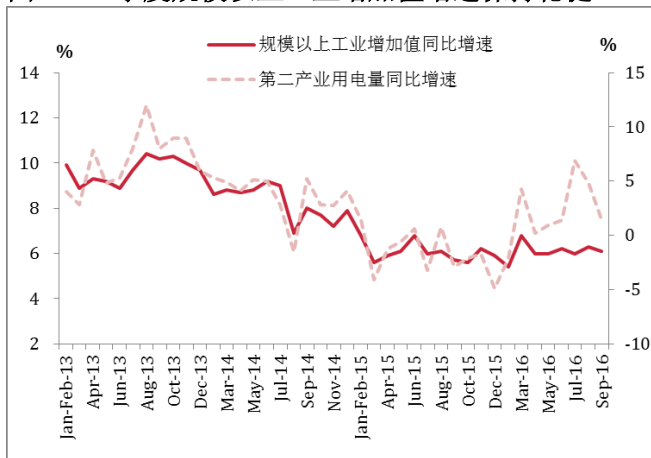
research@cmbi.com.hk

工业持续企稳

继续显示企稳迹象。规模以上工业增加值在7月、8月和9月分别同比增长6.0%、6.3%和6.1%，前三季度累计同比增速维持在6.0%。一些先导数据，如用电量数据、PMI数据亦显示出制造业正在持续企稳。我们预测全年工业增加值增速将保持在6.0%。

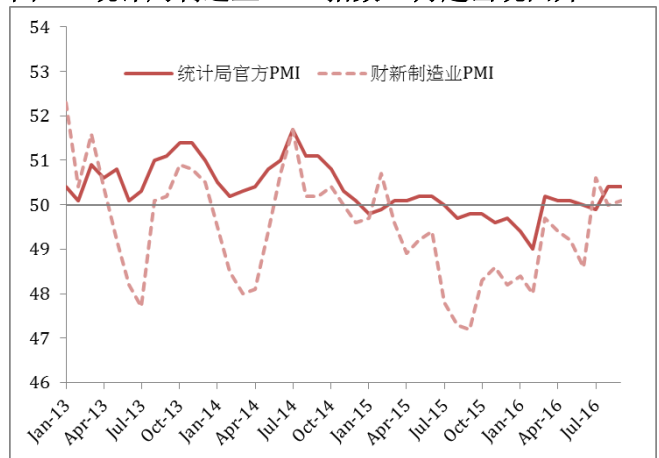
反弹尚需时日。国内和国际需求仍较为疲软，且工业产业普遍面临去库存、转型升级等挑战，不可一蹴而就。从PMI数据中我们也观察到，中小型制造业企业的PMI指数持续位于荣枯线以下。我们认为工业真正企稳反弹还要看这些企业是否走出困境。

图 1：三季度规模以上工业增加值增速保持稳健



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 2：统计局制造业 PMI 指数 8 月起出现回升

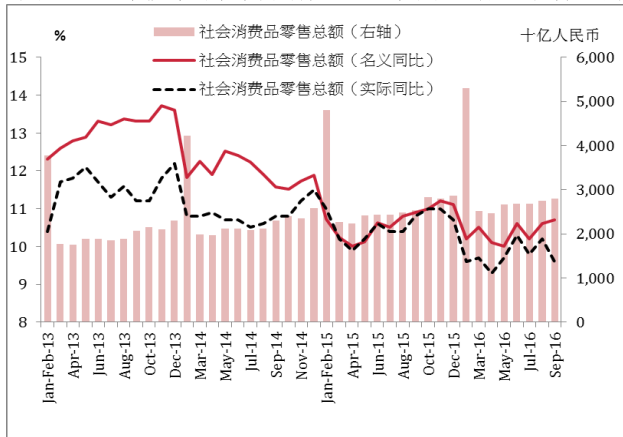


来源：国家统计局，Markit，招银国际证券。

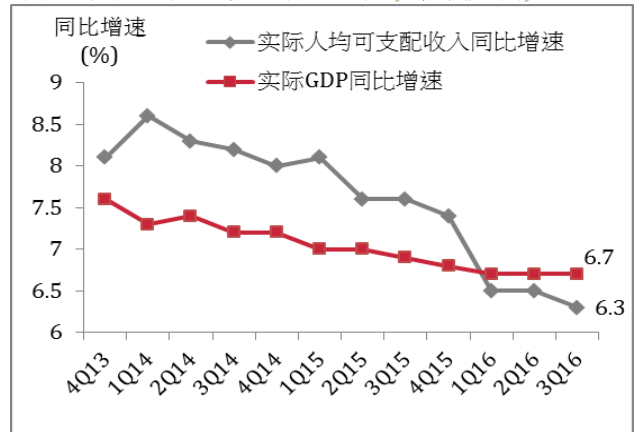
消费重拾增速，未来面临压力

消费重拾增速，主要归功于汽车销售。名义社会消费品零售总额7月、8月和9月分别同比上涨10.2%、10.6%和10.7%。前三季度累计同比增速为10.4%，比上半年回升0.1个百分点。三季度消费品零售总额增速的回升主要归功于火爆的汽车销售，后者在8月和9月的同比增速均达到13.1%。此外，9月份CPI增速反弹对名义消费品零售总额的增速亦有一定贡献。

积极和消极因素。积极因素方面，10月14日举行的国务院常务会议部署了进一步扩大国内消费的政策措施，包括消除体制机制障碍，扩大消费领域的有效供给，促进经济转型升级等。消极因素方面，我们担心收入增速放慢将抑制居民消费。我们注意到居民实际人均可支配收入今年前三季度增速仅为6.3%，已经连续三个季度低于实际GDP增速6.7%。此外，我们也担心十月份以来各地推出的房地产调控政策可能会减少住房相关的消费，若房价出现下跌、家庭住房资产缩水，亦会降低家庭消费支出。

图 3：三季度社会零售消费品总额同比增速略有回升


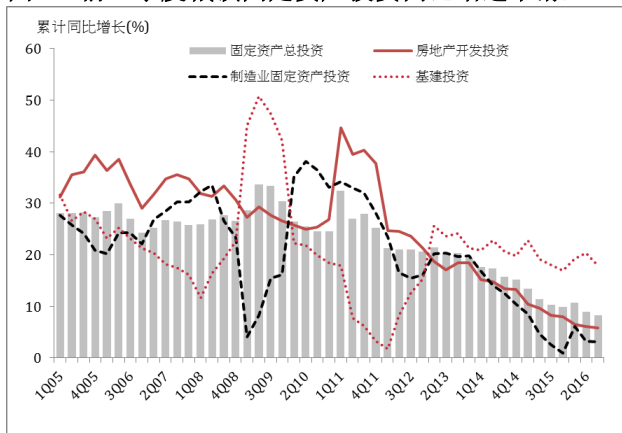
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 4：实际可支配收入增速连续三个季度落后于 GDP 增速


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

投资继续面临下行压力

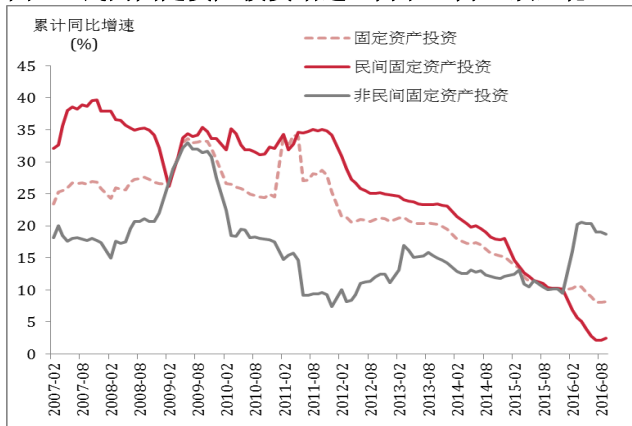
三季度固定资产投资增速继续下滑。前三季度，城镇固定资产投资同比增长 8.2%，增速较今年上半年下跌 0.8 个百分点。积极的方面，我们看到 8 月份开始，民间固定资产投资增速止跌回升，前三季度累计同比增速为 2.5%；9 月份制造业投资增速和房地产开发投资增速也出现回升。然而，三季度的数据尚未体现房地产调控政策的影响。我们预计四季度及明年，房地产投资增速可能出现明显下滑。我们将今年全年固定资产投资增速由 10.0% 下调至 8.0%。

图 5：前三季度城镇固定资产投资同比增速下滑至 8.2%


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 6：房地产开发投资和销售增速三季度尚维持稳定


来源：国家统计局，招银国际证券。

图 7：民间固定资产投资增速 8 月和 9 月止跌企稳


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 8：前三季度民间投资占比整体固定资产投资达 61.4%

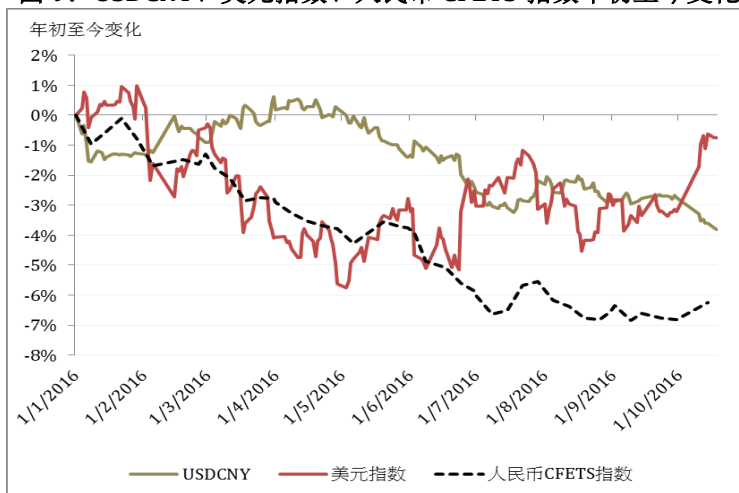

来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

人民币今年继续贬值空间有限

人民币兑美元创六年新低。国庆黄金周后，人民币兑美元突破 6.70，今年累计跌幅约 3.8%。这一波贬值主要由美元急速上涨所带动。受到美联储 12 月加息预期升温的影响，美元指数自 10 月至今上升约 2.5%，接近 98。而在此前数月，人民币兑美元及兑一篮子货币基本保持稳定。

我们认为今年继续贬值空间在 1% 以内。我们在 7 月 27 日发表的二季度中国经济评论中曾指出，“人民币兑美元将在 6.70 附近有所支撑，下半年可能会逼近 6.80”。最新的市场动态表明，6.70 只是短期支撑，并非“死底”，目前人民币已开启宽幅波动态势。尽管市场猜测人民币将开启新一轮大规模贬值，我们认为贬值的幅度是有限的。资本外流、美元走强等因素将持续增加人民币的贬值压力。然而，在资本外流的同时，我们注意到流入的资本也在增加，9 月末境外机构持有人民币债券的规模创历史新高，而中国经济逐渐企稳也起到提振投资者信心、缓解资本外流的作用。此外，我们认为人民币兑美元相对汇率的走势亦取决于两国货币当局及政府的态度。中国经济的发展需要一个较为稳定的汇率环境，而处于加息大背景下的美国也不希望美元过于强势以至于影响本国出口和本国经济。所以，美元“稍”强、人民币“稍”弱很可能是两方博弈的最终结果。我们预计今年人民币兑美元继续贬值的空间在 1% 以内，明年可能还有 3% 以内的贬值。相应的，我们对于 USDCNY 今年年末的预测值为 6.80，明年底预测值为 7.0。

图 9：USDCNY、美元指数、人民币 CFETS 指数年初至今变化



来源：彭博，中国外汇交易中心，招银国际证券。

2016 主要经济指标预测调整

将 2016 年实际 GDP 同比增速预测由 6.8% 下调至 6.70%。主要由于三季度投资增速不及预期，且房地产调控政策未来可能进一步抑制房地产投资增速。

其他预测调整。(1)USDCNY 年底预测值由 6.70 调整为 6.80; (2) 我们认为四季度不降准，此前预测降准一次。

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。