

企穩跡象明顯，未來仍面臨諸多挑戰

——2016年三季度中國經濟數據評論

梗概

統計局剛剛出爐的中國經濟數據顯示，2016年三季度實際GDP同比增長6.7%，與前兩季度持平。從投資、消費、淨出口三大需求的貢獻率看，消費對經濟增長的貢獻率達到71%，比去年同期提高13.3個百分點，投資和淨出口的貢獻率分別為36.8%和-7.8%。

月度數據顯示經濟正在企穩，但未來仍面臨諸多挑戰，

- 工業製造業顯示企穩跡象，但論反彈為時尚早，前瞻數據顯示中小企業仍處於困境；
- 社會消費品零售總額重拾增速，主要由火爆的汽車銷售帶動；但是其增速回升可能只是短暫的，我們擔心居民可支配收入增速持續低於GDP增速可能會使消費承壓；
- 固定資產投資8月份開始止跌，但國慶黃金周開始多地推出的房地產調控政策大概率將抑制房地產投資。

綜合考慮最新的經濟和市場情況，我們對此前的預測主要作如下修正，

- 將全年GDP增速預測由6.8%下調至6.7%；
- 將2016年年末USDCNY預測由6.70下調至6.80；
- 預計今年四季度不降准（此前預計為降准一次）

表1：中國經濟主要指標預測

	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

來源：統計局，海關總署，中國人民銀行，招銀國際預測。

研究部

(852) 3900 0856

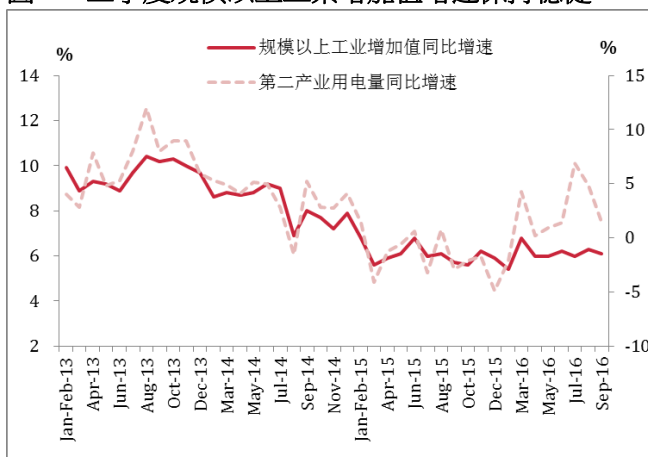
research@cmbi.com.hk

工業持續企穩

繼續顯示企穩跡象。規模以上工業增加值在7月、8月和9月分別同比增長6.0%，6.3%和6.1%，前三季度累計同比增速維持在6.0%。一些先導數據，如用電量數據、PMI數據亦顯示出製造業正在持續企穩。我們預測全年工業增加值增速將保持在6.0%。

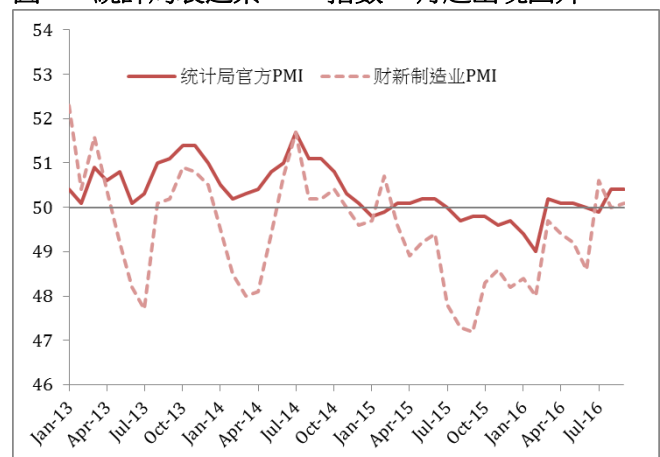
反彈尚需時日。國內和國際需求仍較為疲軟，且工業產業普遍面臨去庫存、轉型升級等挑戰，不可一蹴而就。從PMI數據中我們也觀察到，中小型製造業企業的PMI指數持續位於榮枯線以下。我們認為工業真正企穩反彈還要看這些企業是否走出困境。

圖 1：三季度規模以上工業增加值增速保持穩健



來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

圖 2：統計局製造業 PMI 指數 8 月起出現回升

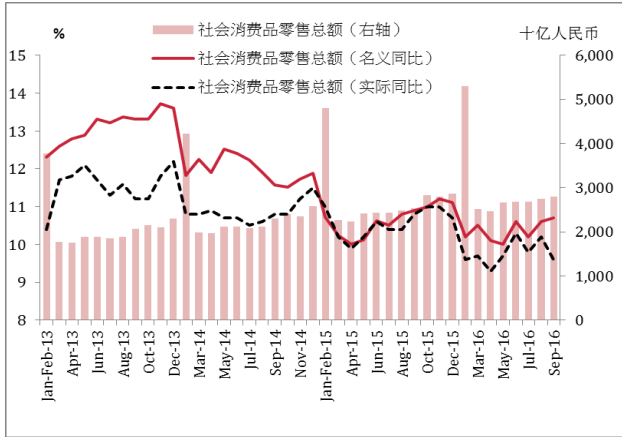


來源：國家統計局，Markit，招銀國際證券。

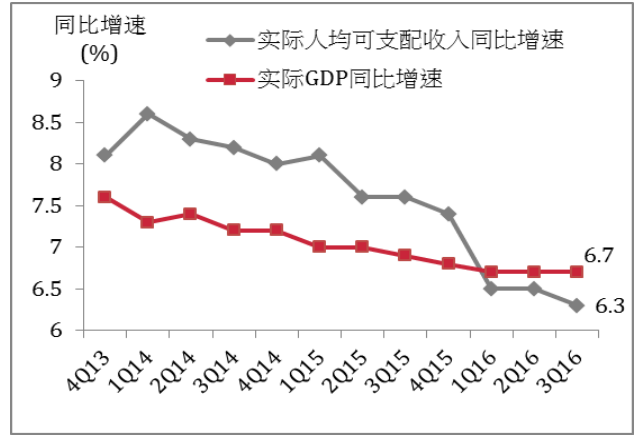
消費重拾增速，未來面臨壓力

消費重拾增速，主要歸功汽車銷售。名義社會消費品零售總額7月、8月和9月分別同比上漲10.2%，10.6%和10.7%。前三季度累計同比增速為10.4%，比上半年回升0.1個百分點。三季度消費品零售總額增速的回升主要歸功於火爆的汽車銷售，後者在8月和9月的同比增速均達到13.1%。此外，9月份CPI增速回彈對名義消費品零售總額的增速亦有一定貢獻。

積極和消極因素。積極因素方面，10月14日舉行的國務院常務會議部署了進一步擴大國內消費的政策措施，包括消除體制機制障礙，擴大消費領域的有效供給，促進經濟轉型升級等。消極因素方面，我們擔心收入增速放慢將抑制居民消費。我們注意到居民實際人均可支配收入今年前三季度增速僅為6.3%，已經連續三個季度低於實際GDP增速6.7%。此外，我們也擔心十月份以來各地推出的房地產調控政策可能會減少住房相關的消費，若房價出現下跌、家庭住房資產縮水，亦會降低家庭消費支出。

圖 3：三季度社會零售消費品總額同比增速略有回升


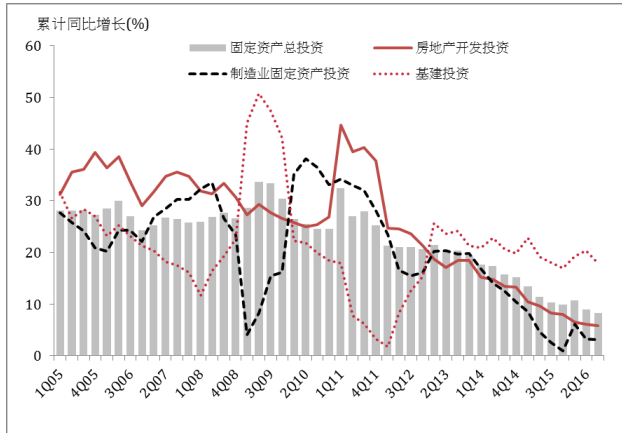
來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

圖 4：實際可支配收入增速連續三個季度落後於 GDP 增速


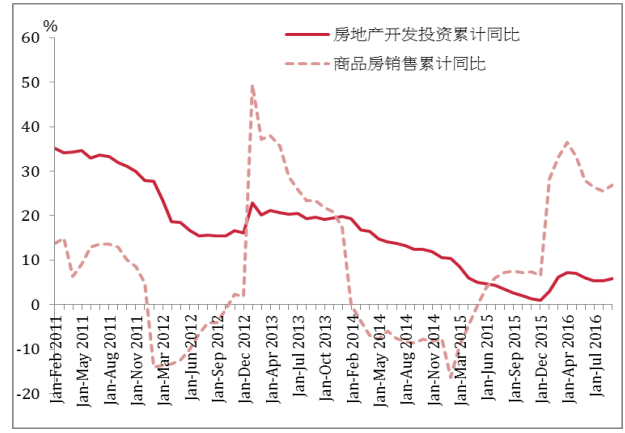
來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

投資繼續面臨下行壓力

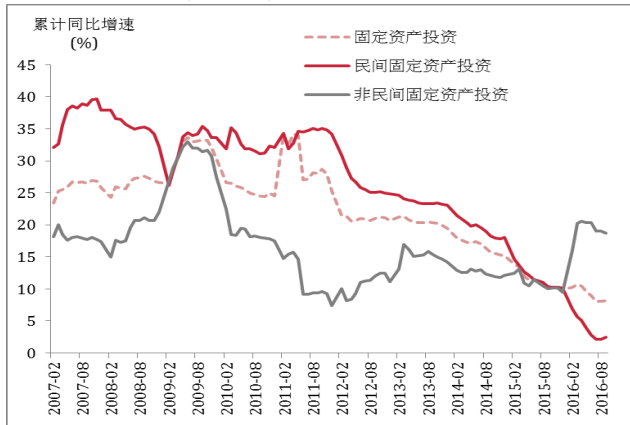
三季度固定資產投資增速繼續下滑。前三季度，城鎮固定資產投資同比增長 8.2%，增速較今年上半年下跌 0.8 個百分點。積極的方面，我們看到 8 月份開始，民間固定資產投資增速止跌回升，前三季度累計同比增速為 2.5%；9 月份製造業投資增速和房地產開發投資增速也出現回升。然而，三季度的數據尚未體現房地產調控政策的影響。我們預計四季度及明年，房地產投資增速可能出現明顯下滑。我們將今年全年固定資產投資增速由 10.0% 下調至 8.0%。

圖 5：前三季度城鎮固定資產投資同比增速下滑至 8.2%


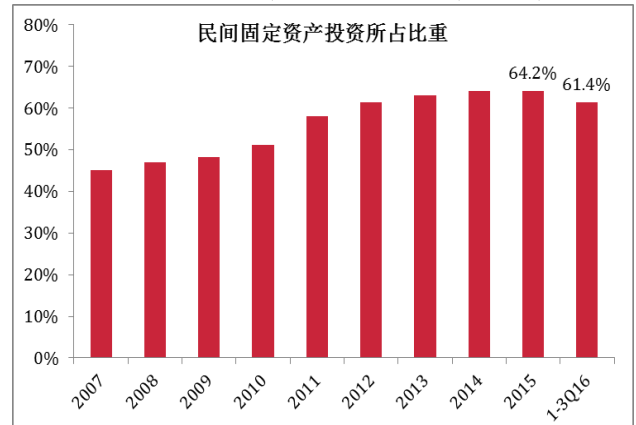
來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

圖 6：房地產開發投資和銷售增速三季度尚維持穩定


來源：國家統計局，招銀國際證券。

圖 7：民間固定資產投資增速 8 月和 9 月止跌企穩


來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

圖 8：前三季度民間投資占比整體固定資產投資達 61.4%


來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

人民幣今年繼續貶值空間有限

人民幣兌美元創六年新低。國慶黃金周後，人民幣兌美元突破 6.70，今年累計跌幅約 3.8%。這一波貶值主要由美元急速上漲所帶動。受到美聯儲 12 月加息預期升溫的影響，美元指數自 10 月至今上升約 2.5%，接近 98。而在此前數月，人民幣兌美元及兌一籃子貨幣基本保持穩定。

我們認為今年繼續貶值空間在 1% 以內。我們在 7 月 27 日發表的二季度中國經濟評論中曾指出，“人民幣兌美元將在 6.70 附近有所支撐，下半年可能會逼近 6.80”。最新的市場動態表明，6.70 只是短期支撐，並非“死底”，目前人民幣已開啟寬幅波動態勢。儘管市場猜測人民幣將開啟新一輪大規模貶值，我們認為貶值的幅度是有限的。資本外流、美元走強等因素將持續增加人民幣的貶值壓力。然而，在資本外流的同時，我們注意到流入的資本也在增加，9 月末境外機構持有人民幣債券的規模創歷史新高，而中國經濟逐漸企穩也起到提振投資者信心、緩解資本外流的作用。此外，我們認為人民幣兌美元相對匯率的走勢亦取決於兩國貨幣當局及政府的態度。中國經濟的發展需要一個較為穩定的匯率環境，而處於加息大背景下的美國也不希望美元過於強勢以至於影響本國出口和本國經濟。所以，美元“稍”強、人民幣“稍”弱很可能是兩方博弈的最終結果。我們預計今年人民幣兌美元繼續貶值的空間在 1% 以內，明年可能還有 3% 以內的貶值。相應的，我們對於 USDCNY 今年年末的預測值為 6.80，明年底預測值為 7.0。

圖 9：USDCNY、美元指數、人民幣 CFETS 指數年初至今變化



來源：彭博，中國外匯交易中心，招銀國際證券。

2016 主要經濟指標預測調整

將 2016 年實際 GDP 同比增速預測由 6.8% 下調至 6.70%。主要由於三季度投資增速不及預期，且房地產調控政策未來可能進一步抑制房地產投資增速。

其他預測調整。(1) USDCNY 年底預測值由 6.70 調整為 6.80; (2) 我們認為四季度不降准，此前預測降准一次。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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 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。