

宏观视角

11月中国经济评论——总体平稳，全年实现6.7%增速基本无虞

统计局今日公布的数据显示，11月中国经济表现较为平稳。工业继续筑底企稳，增速小幅回升；在制造业投资复苏的带动下，累计固定资产投资增速与上月持平，但房地产投资和基建投资放缓；消费增速在网购和汽车消费的带动下较上月明显回弹。近几周在美元加息和国内通胀预期升温、保险业加强资金运用监管等因素综合作用下，资本市场出现较大波动。但整体而言，我们认为2016年末中国经济风险可控，预计全年能够实现6.7%的经济增长。

工业产出同比增速小幅提升至6.2%。11月规模以上工业增加值同比增长6.2%，比上月提升0.1个百分点。采矿业产出跌幅扩大至2.9%（10月为2.2%）；制造业增速6.7%，与上月持平；公用事业明显改善，同比增长9.9%（10月份增长7.9%），主要受到制造业生产复苏（PMI生产指数逐月回升）、气候寒冷等因素的影响。我们预计未来工业生产将继续企稳，增速维持在6.0%以上小幅波动，但应密切关注原材料价格走高催生生产成本、人民币贬值导致进口成本增加、中小企业持续萎靡等因素对制造业发展带来的负面影响。

累计投资增速与上月持平，制造业投资加快步伐，房地产和基建投资放缓。1-11月城镇固定资产投资同比增长8.3%，增速与1-10月持平。对应生产活动复苏、企业利润好转等驱动因素，制造业投资增长3.6%，比1-10月加快0.5个百分点。房地产调控政策的影响正在逐渐显现：尽管去年底基数较低，1-11月房地产开发投资增速较1-10月回落0.1个百分点至6.5%。基建投资累计同比增长17.2%，较1-10月回落0.4个百分点，其中公用事业、水利、铁路等投资均有不同程度回落。对应制造业投资反弹以及房地产投资回落幅度有限，1-11月民间投资增长3.1%，连续3个月实现增速回升。未来，随着房地产调控深化、住房销售进一步放缓、开发商资金来源渠道收紧，房地产投资增速将持续面临下行压力。我们预计全年城镇固定资产投资增速为8.0%左右。

消费品零售增速回升，汽车消费、网购功不可没。11月社会消费品零售总额30,959亿元，同比名义增长10.8%，增速较上月提升0.8个百分点，超出市场预期。我们认为汽车消费、网上购物是带动11月消费增速回升的主要因素。尽管上年基数仍较高，但11月限额以上单位汽车消费同比增长13.1%，比上月提升4.4个百分点，对消费品零售增速的贡献近1.64个百分点。“双十一”购物狂欢普及面逐年扩大，有更多的电商和线下商铺参与，也在一定程度上造成消费10月回落，11月回升的现象（消费者选择推迟消费、等待“双十一”打折）。11月实物商品网上零售额5,730亿元，同比增长29.8%，占整体消费品零售总额的18.5%。未来一个月，我们认为在去年较高基数、汽车销售放缓、房地产销售降温住房类消费下滑等因素的影响下，整体消费增速将承受一定的下行压力。我们预计全年社会消费品零售总额增速为10.4%。

人民币贬值压力有望阶段性缓和。汇率方面，近期随着市场对美联储加息预期趋于一致，美元可能进入高位盘整甚至回落态势，人民币贬值压力可能得到阶段性缓和。此外，监管机构进一步收紧资本管制，落实跨境资本流动本外币一体化管理，对境内企业的人民币境外直接投资业务和境外放款业务加强限制，亦将部分缓和人民币贬值压力。据此，我们保持原先预测，今年年底在岸人民币兑美元汇率将维持在6.90附近。明年特朗普上任后，国际政治经济形势面临较大不确定性，人民币贬值压力继续存在，我们预测明年年底人民币兑美元汇率将达7.10。

丁文捷, Ph.D.
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

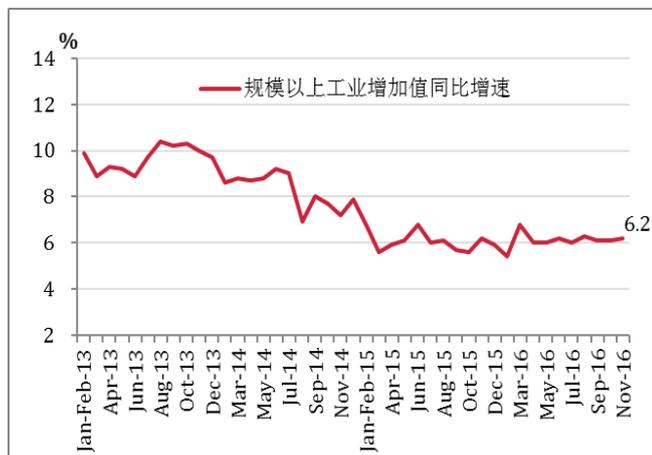
关注年末中央经济工作会议

料总体基调不变，更强调抑制资产泡沫和防范经济金融风险。料于12月中旬召开的中央经济工作会议将部署2017年经济工作的主要任务。我们预计总体政策将延续2016年的基调，以稳中求进为原则，淡化经济增速目标，深入推进结构性改革，推动“三去一降一补”。抑制资产泡沫和防范经济金融风险将成为2017年新的工作重点。

稳增长仍是首要目标。12月9日中央政治局会议着重强调稳中求进的重要原则，对2017年的经济工作具有特别重要的指导意义。我们预计2017年政府将保留6.5%至7%的GDP合理增速目标区间。财政政策预计将更为积极，政府预算赤字可能由3.0%提高到3.5%左右，并加快推进财税制度改革，实现部分企业降税减费，同时推进地方政府债务置换。货币政策料更趋稳健谨慎，在保持合理流动性的同时，央行亦肩负防范金融风险、降杠杆、抑制资产泡沫等目标，加之人民币贬值压力和国内通胀预期升温，我们维持人行2017年不会降准降息、以避免释放过强的宽松信号的预测。

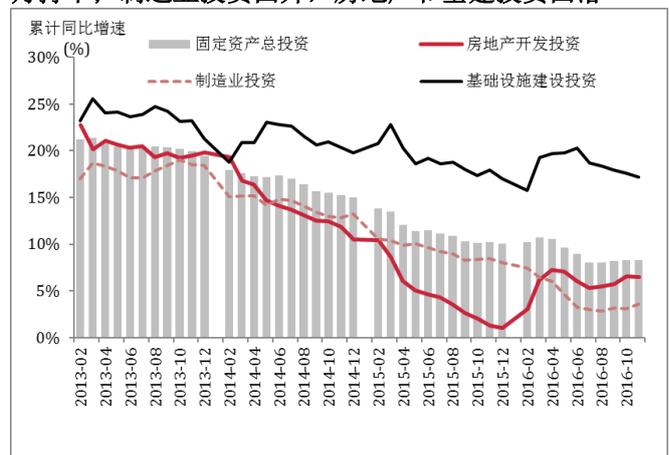
房地产是抑制资产泡沫的重点领域之一。一方面，我们认为自2016年9月起各热点城市推出的限贷限购等调控政策将维持。但另一方面，限购限贷更多意义上是短期应急的政策手段，12月9日中央政治局会议提出“加快研究建立房地产平稳健康发展长效机制”，由此推测，未来将推出更多政策从制度上完善城市土地供应、减轻地方政府对土地出让金的依赖，并在合适的时机推出房产税，处理好住房消费和投资之间的关系。

图1：11月规模以上工业增加值同比增速升至6.2%



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

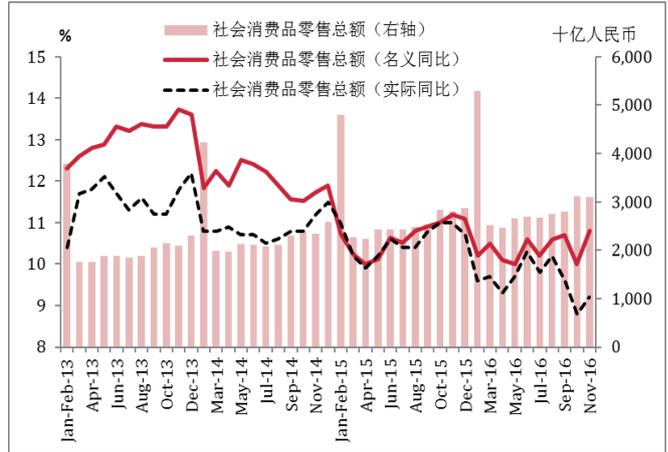
图2：1-11月城镇固定资产投资增速为8.3%，与1-10月持平；制造业投资回升，房地产和基建投资回落



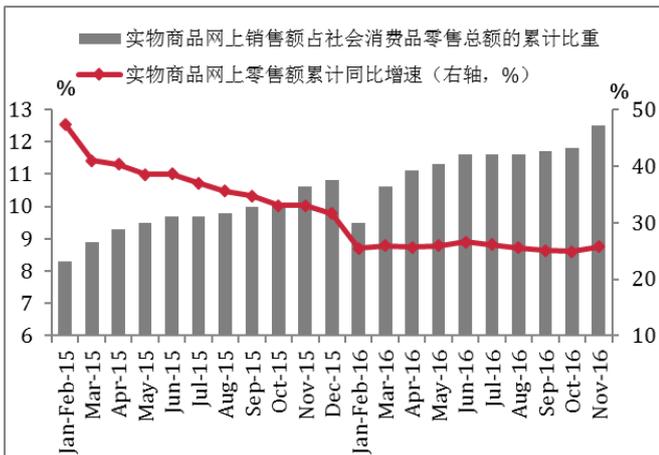
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 3：民间固定资产投资增速连续 3 个月回升

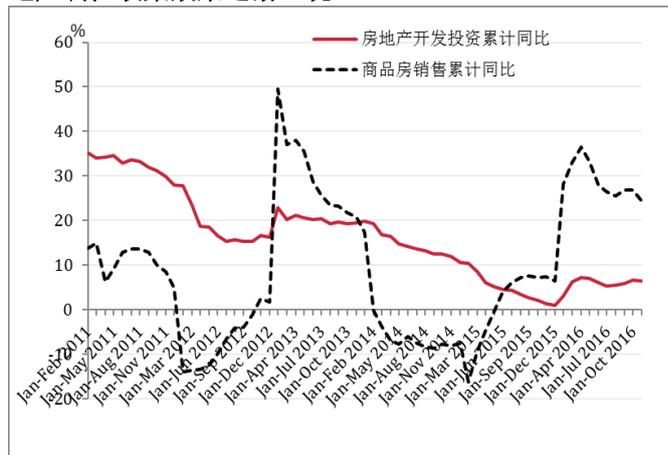

来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 4：11 月份消费品零售总额同比增速回升至 10.8%


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 5：“双十一”推动下，11 月网上零售同比大增 29.8%


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

图 6：11 月房地产开发投资及商品房销售增速回落，房地产调控政策效果逐渐显现


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

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。