

## GDP 增速超预期，更关注背后逻辑

### ——2017 中国经济数据及近期人民币走势评论

#### GDP 增速超预期

- ❖ **2017 全年 GDP 达 82.7 万亿人民币，实际增长 6.9%**（我们此前预计增速为 6.8）。第一、二、三和四季度的 GDP 增速分别为 6.9%，6.9%，6.8% 和 6.8%，符合“前高后低”的预测。第一产业增加值贡献当年 7.9% 的 GDP，同比增速为 3.9%；第二产业 40.5%，同比增速 6.1%；第三产业 51.6%，同比增速 8.0%。第三产业对经济增速的贡献率达 60.0%，创近年新高。按支出法的三个构成看，最终消费支出对经济增长的贡献率为 58.5%，投资为 32.1%，进出口为 9.1%。收入方面，居民人均可支配收入 25,974 元，比上年实际增长 7.3%，高于实际 GDP 增速。
- ❖ **但数字背后...** 近期内蒙古、天津等省市 GDP“挤水分”事件使得中国经济数据的质量问题和可信度再次成为关注的焦点。地方政府换届“新官不理旧账”以及统计局将于 2019 年统一核算全国 GDP（而非各省市简单加总）构成了问题暴露的主要推手。除去统计方法和模型自身的缺陷，数据造假、GDP 虚高恐怕仍广泛存在。尽管 2017 全年 GDP 增速超预期，但下半年尤其是四季度开始，经济下行的迹象是较为明显的，并可能持续到 2018 年。所以，我们更关注数字背后的逻辑，维持 2018 年 GDP 增速 6.7% 的预测。

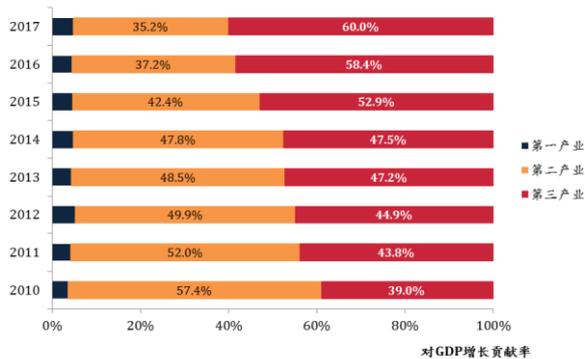
丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

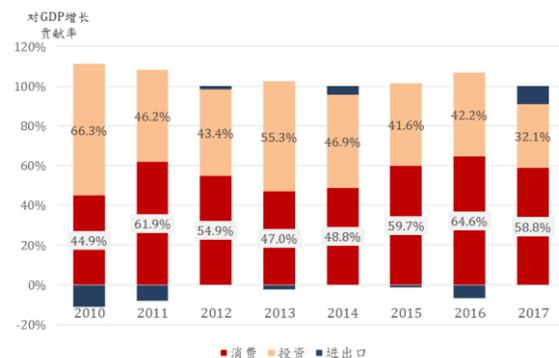
邮件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

图 1: 分产业 GDP 增长贡献率



来源：万得，招银国际证券

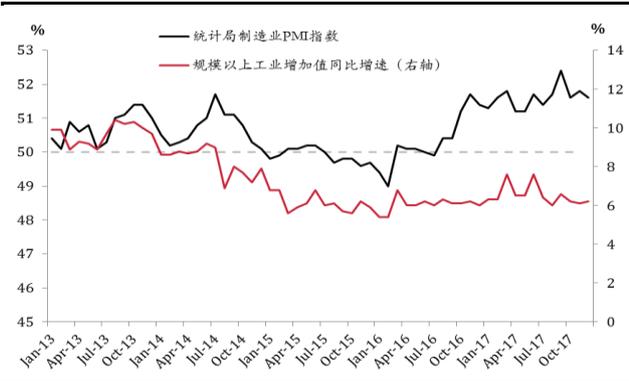
图 2: 支出法三因素对 GDP 增长的贡献率



来源：万得，招银国际证券

❖ **2017年工业增加值同比增长6.6%**。12月当月同比增长6.2%。全年，采矿业增加值同比倒退1.5%，而制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业分别同比增长7.2%和8.1%。分行业看，增速领先的行业包括计算机、通信和电子设备制造业、仪器仪表制造业、汽车制造业和专用设备制造业等，有色金属和黑色金属矿采选业、煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业等行业增速垫底。

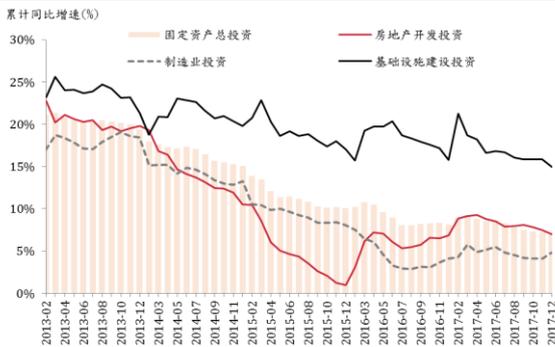
**图3: 规模以上工业增加值**



来源：国家统计局，万得，招银国际证券

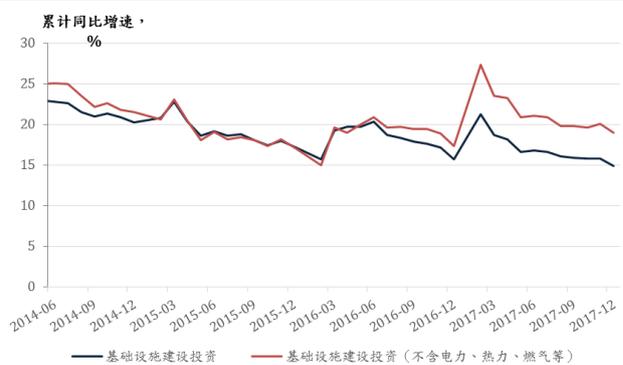
❖ **固定资产投资增速全年增加7.2%**。比较令人振奋的是，制造业投资增速开始回升至4.8%，符合我们此前的判断：企业利润回升以及国家鼓励研发、制造升级等政策将推动未来制造业企业增加投资。基建投资同比增长14.9%，不含电力、热力、燃气及水生产和供应业的基建投资同比增长19.0%，均稳中略降。房地产开发投资增速在商品房销售疲软的影响下继续放缓至7.0%。

**图4: 制造业投资增速进入回升通道**



来源：国家统计局，万得，招银国际证券

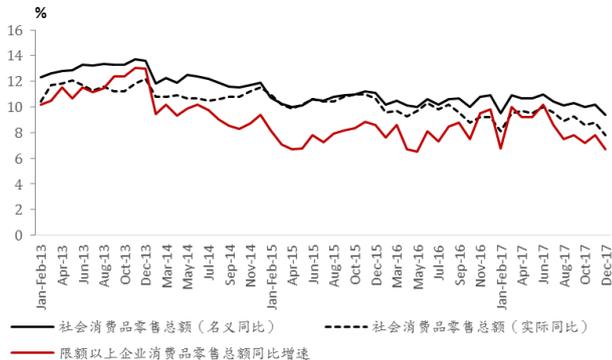
**图5: 基建投资稳中有降**



来源：国家统计局，万得，招银国际证券

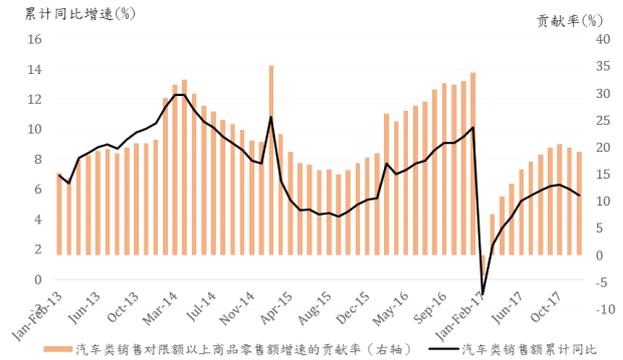
❖ **12月消费增速不及预期，受到汽车拖累**。12月当月社会消费品零售总额同比增长9.4%，低于预期的10.2%。全年增速10.2%。我们观察到当月汽车销量由于前年高基数的原因同比仅增长2.2%。2016年12月汽车销售同比增速高达14.4%（小排量汽车购置税减半政策于2016年12月31日截止）。如果剔除汽车销售增速下滑的影响，则12月当月社会消费品零售总额增速将提升0.6-0.8个百分点。

图 6: 社会消费品零售总额增速



来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 7: 汽车销售贡献率下降拖累零售增速



来源：国家统计局，万得，招银国际证券

**人民币近期强势，主因是美元疲弱**

内外因共同驱动本轮人民币上涨。从 2017 年 12 月中旬至今，人民币兑美元累计升幅超过 1700 个基点，创两年来新高。我们认为内因和外因，尤其是弱美元，共同促成了本轮人民币上涨。

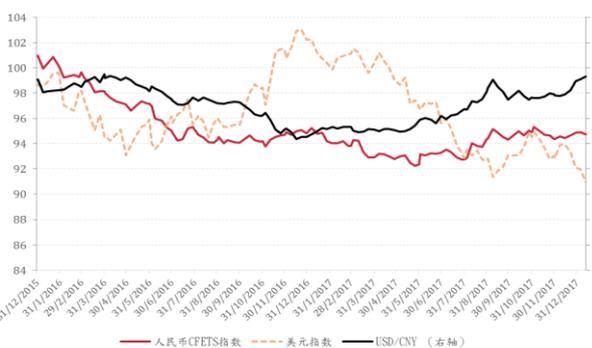
内因包括：(1) 人民银行日前将人民币中间价报价机制中的“逆周期因子”调整为零，而该因子于去年 5 月引入，主要目的在于防止非理性因素引起人民币连续贬值、加剧资本外流。(2) 监管和相关机构对于对外投资的态度更为开放，提振信心。发改委于去年底发布《企业境外投资管理办法》，采取了例如取消项目事前信息报告制度、取消地方初审等改革措施，进一步便利企业境外投资，降低制度性交易成本。商务部和外管局近期也均表示境内企业对外直接投资已经逐渐回归理性，非理性对外投资得到“切实有效遏制”。

更为重要的是，美元走弱。因为参考一篮子货币的 CFETS 指数自去年 12 月以来走势平稳，1 月份甚至略降。所以我们判断，本轮人民币走强的主要原因还是在于美元偏弱。

当前时点，市场可能低估了美元走强风险。近期市场更多是在憧憬欧洲央行货币紧缩，欧元兑美元自 12 月中起升近 4% (2017 年全年升幅近 15%)。但是基本面并没有太大改变，经济、政治因素都显示出短期内欧元存在回调的可能性：美国经济继续向好，四季度 GDP 增速预期超过 3%，油价上升推动通胀上行，支持美联储三次加息。以上这些美元走强的风险因素在当前时点似乎被市场低估了。

将 2018 年底 USDCNY 预测值上调至 6.55。此前我们对 2017 和 2018 年底人民币兑美元预测值分别为 6.70 和 6.75，2017 年末实际收盘价为 6.51。我们认为今年人民币汇率不会发生显著变化，因此将 2018 年年底预测值相应地调升至 6.55。

图 8: CFETS 指数保持平稳



来源：彭博，招银国际证券

图 9: 自去年 12 月中，欧元兑美元涨近 4%



来源：彭博，招银国际证券

图 10: 中国主要经济指标预测

	2015A	2016A	2017A	CMBIS 2018E	Oct-17	Nov-17	Dec-17
实际GDP (同比增速, %)	6.9	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.3	6.0	6.6	6.6	6.2	6.1	6.2
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	9.9	8.1	7.2	7.0	7.3	7.2	7.2
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.7	10.4	10.2	10.1	10.0	10.2	9.4
CPI (同比增速, %)	1.4	2.0	1.6	2.3	1.9	1.7	1.8
PPI (同比增速, %)	-5.2	-1.4	6.3	3.2	6.9	5.8	4.9
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-2.6	-7.7	7.9	6.9	6.9	12.3	10.9
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-14.4	-5.5	15.9	10.5	17.2	17.7	4.5
贸易顺差 (十亿美元)	600	510	423	372	38.2	40.2	54.7
广义货币供应量M2 (期末同比增速, %)	13.3	11.3	8.2	9.3	8.8	9.1	8.2
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	11,720	12,650	13,530	13,824	663	1,120	584
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	15,289	17,710	19,440	20,313	1,036	1,620	1,140
1年期存款基准利率 (% , 期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率 (% , 期末值)	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 (% , 期末值)	17.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.49	6.95	6.51	6.75	6.64	6.61	6.51

来源: 国家统计局, 海关总署, 人民银行, 万得, 彭博, 招银国际证券预测



## 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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

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上责任。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士。