

一季度中國經濟數據速評 ——

基建投資和收入增速或成隱憂

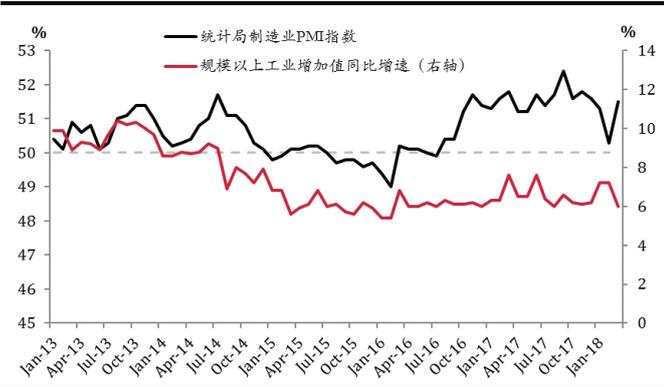
- ❖ **2018年一季國內生產總值同比增長6.8%**。國家統計局發布一季度中國經濟數據。國內生產總值同比增長6.8%。儘管工業產值和零售增長保持穩定，但我們觀察到兩個不利因素。首先，在地方政府融資監管加强的背景下，基建投資放緩比預期更加嚴重。其次，實際收入增長低於實際GDP增長，這可能會對未來的消費支出構成壓力。整體而言，我們認為未來三個季度經濟將面臨更大的下行壓力，我們將2018年GDP預測維持在6.7%。
- ❖ **隨著製造業升級，工業產值穩步增長**。2018年一季度，工業產值同比增長6.8%(1-2月增速為7.2%，3月增速下降至6.0%)。一季度采礦業產值同比增長0.9%，其中，1-2月增長1.6%，與3月份1.1%的下降抵消。一季度製造業產值同比增長7.0%，其中，1-2月增長7.0%，3月增長6.6%。隨著寒冷天氣和天然氣供應短缺等臨時因素消失，公用事業產值增速從1-2月的13.3%降低至3月的5.8%。製造業繼續向價值鏈上游擴張，高科技和裝備製造分別增長11.9%和8.8%，超過製造業整體增速5.1個百分點和2.0個百分點。新能源汽車產量同比增長139.4%。我們預計2018全年工業產值同比增長6.6%，增速與去年持平。
- ❖ **基建投資增速下滑**。2018年一季度，城市固定資產投資額同比增長7.5%，增速同比提升1.7個百分點，比1-2月增速下降0.4個百分點。得益於房地產開發，一季度私人固定資產投資額增長8.9%，連續兩個月超越總體固定資產投資額增速。後者一季度同比增長10.4%，而1-2月為9.9%，去年同期為9.1%。在房屋銷售減速、開發商和購房者信貸收緊的背景下，我們對房地產開發的長遠前景存疑，但短期前景不會太糟，至少去年土地購買量強勁。在固定資產投資的另外兩大支柱中，一季度製造業固定資產投資增速下降至3.8%，部分由於去年同期基數較高(+5.8%)；基建固定資產投資額(不含公用事業)增速突降至13.0%，或不達全年預期(15%-20%)。增速下降的主要原因有二：(1)去年同期基數較高(+23.5%)；(2)地方政府融資監管趨嚴。
- ❖ **零售增長回升至兩位數，但收入增長落後於GDP增長**。3月零售增長從1-2月的9.7%回升至兩位數，同比增長10.1%，帶動一季度整體增長至9.8%。一季度限額以上單位消費品零售額同比增長8.5%，同樣獲益於3月的較大增幅。3月大部分商品銷售增速加快，如服裝和紡織品、家用電器、化妝品和珠寶，而汽車銷售增速下降至3.5%。整體而言，我們認為一季度消費增長保持穩定，且於3月份呈現加速迹象。自今年初以來，進口消費品利好政策逐漸發布，有可能在未來數月助力零售增長。然而風險方面，一季度可支配收入增速下降至6.6%，低於實際GDP增長。由於收入是支出的最重要動力之一，其放緩或將令消費支出承壓，我們將密切關注收入變化趨勢。

丁文捷 博士

電話：(852) 3900 0856

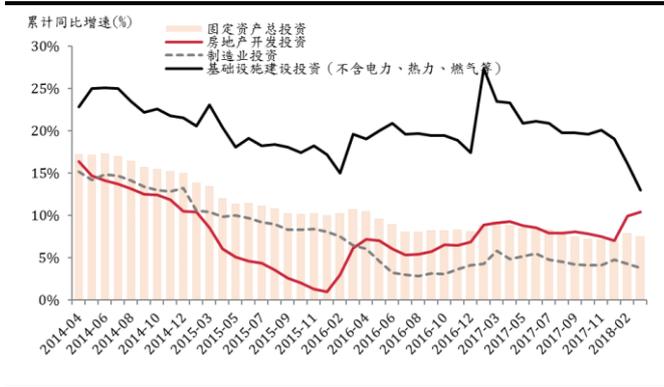
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 1：3 月規模以上工業增加值同比增長 6.0%



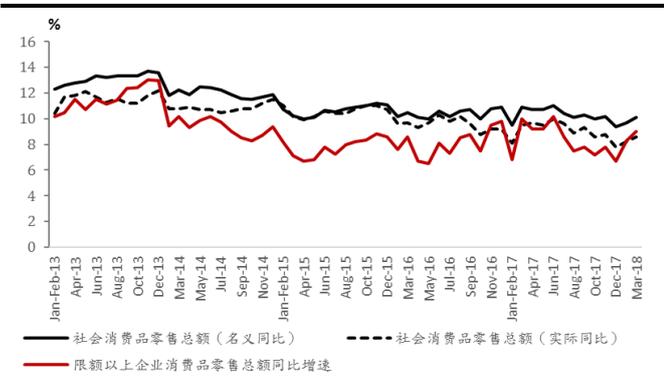
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 2：基建投資增速下滑明顯



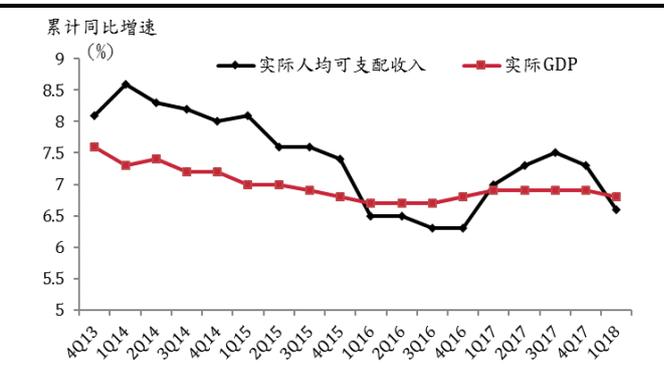
資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

圖 3：社會消費品零售總額 3 月份重回兩位數增長



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 4：然而，一季度實際人均可支配收入增速慢于 GDP 增速



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 5：主要中國經濟指標及預測

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	Jan-18	Feb-18	Mar-18	1Q18
实际 GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	6.8
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.6	n.a.	7.2	6.0	6.8
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	7.0	n.a.	7.9	7.5	7.5
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	10.1	n.a.	9.7	10.1	9.8
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	2.1
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.7
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	6.9	11.1	44.5	-2.7	14.1
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	10.5	36.9	6.3	14.4	18.9
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	372	20.3	33.7	-5.0	48.4
广义货币供应量 M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.6	8.6	8.8	8.2	8.2
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	13,824	2,900	839	1,121	4,860
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	20,313	3,060	1,170	1,350	5,580
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
USD/CNY 即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.35	6.29	6.33	6.28	6.28

資料來源：國家統計局、海關總署、中國人民銀行、萬得數據、招銀國際預測

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)發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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年證券交易法規則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士。