

期待有效政策提振信心

——三季度中国经济数据点评

丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

❖ **三季度当季 GDP 同比增 6.5%；前三季度经济增长中 78% 归因于消费。**前三季度，GDP 增速从 18 年上半年的 6.8% 放缓至 6.7%。最终消费支出对经济增长的贡献率为 78%，高于资本形成总额的贡献率 31.8%。由于货物贸易顺差萎缩和服务进口扩大，前三季度进出口对经济增长的贡献为负，拖累 GDP 增速 0.7 个百分点。从产业来看，前三季度服务业增长较快，同比增速 7.7%，总产出占国内生产总值的 53.1%，而第一和第二产业分别同比增长 3.4% 和 5.8%。

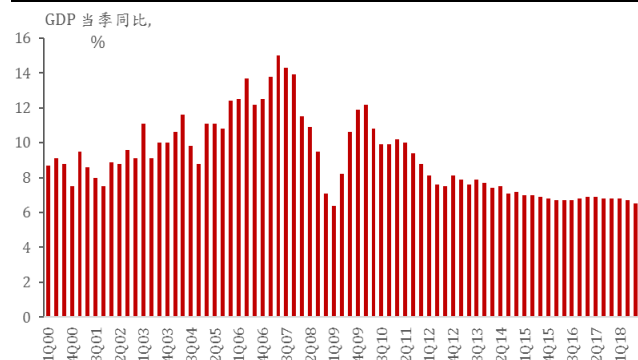
❖ **投资数据有喜有忧。**9 月份城镇固定资产投资的数据好坏参半，主要表现在：i) 制造业固定资产投资实现连续 7 个月加速增长，前三季度累计同比增 8.7%。增速加快主要受高科技和高附加值产业的推动，如计算机，电子和通信业，电气机械制造业和设备制造业等；ii) 然而，基础设施投资增长仍显疲态，增长乏力，前三季度同比增长 3.3%，较 1-8 月下降 0.9 个百分点，但在前期基建刺激政策的作用下，基建投资下滑的速度有所减缓；iii) 房地产开发投资较为平稳，前三季度同比增长 9.9%，增速自 2018 年以来一直保持在 10% 上下。关于固定资产投资前景，我们看好高科技产业推动的制造业投资，基础设施投资增速有望趋于稳定，受益于前期支持性政策以及地方政府专项债加速发行（8 月和 9 月新增发行的地方政府专项债规模超过 1.1 万亿，在 10 月前有望完成全年新增发行 1.35 万亿的目标）。

❖ **9 月份工业产出同比增长 5.8%，是自 2016 年 3 月以来的最低增速。**9 月工业活动疲软的解释包括：去年高基数的影响、环保限产措施和不断升级的贸易摩擦导致出口订单减少。除此之外，汽车行业景气度下降，不仅限制了产量增长（9 月份仅同比增长 0.7%），而且也反映在销售和 investment 数据中：9 月份限额以上消费品统计中，汽车销售同比下降 7.1%；前三季度汽车行业固定资产投资增速也下滑至 1.7%（2017 年增速为 10.2%）。

❖ **汽车销售继续拖累社零增长。**9 月份社会消费品零售总额同比增长 9.2%，增速较上月提高 0.2 个百分点。然而，在扣除通胀影响后，实际零售销售增长同比下降至 6.4%，为 2013 年以来的最低水平。限额以上社零增长也呈下降趋势：9 月份同比增长 5.7%，较八月份下降 0.3 个百分点。根据我们的测算，汽车销售同比下滑 7.1%，拖累整体社零增长 0.8 个百分点。由于可支配收入增长前景黯淡，我们预计未来社会消费品零售和消费支出难以出现大幅增长。

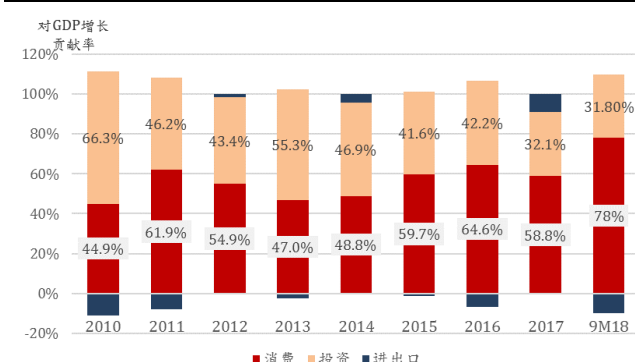
❖ **期待有效政策提振信心。**三季度中国经济增速有所下滑，但事实上，中国经济面临的困境似乎比低波动的 GDP 数据显示的更为严峻。我们维持年度经济增速预测 6.6% 和四季度增速预测为 6.5%。我们认为消费和投资可能受益于政策刺激举措，趋于稳定增长。四季度，期待更有效的政策来提振企业和金融市场信心，包括 i) 更为广泛的间接税减税政策；ii) 中小企业支持政策；iii) “竞争中性”原则下强化国有企业改革。

图 1: 今年一至三季度 GDP 当季增速分别为 6.8%/6.7%/6.5%，三季度当季增速已下滑至自 2009 年二季度以来的最低点



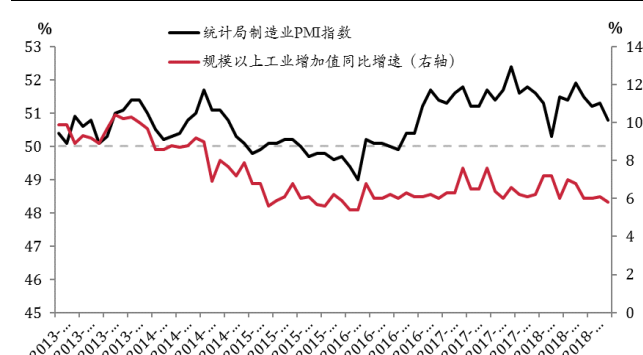
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 2: 前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达到 78%，去年全年贡献率为 58.8%



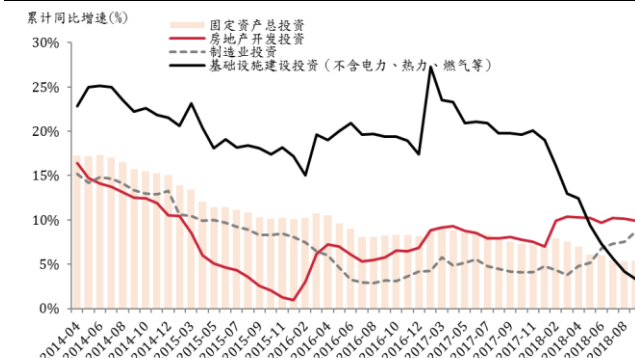
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 3: 9 月份规模以上工业增加值同比增长 5.8%



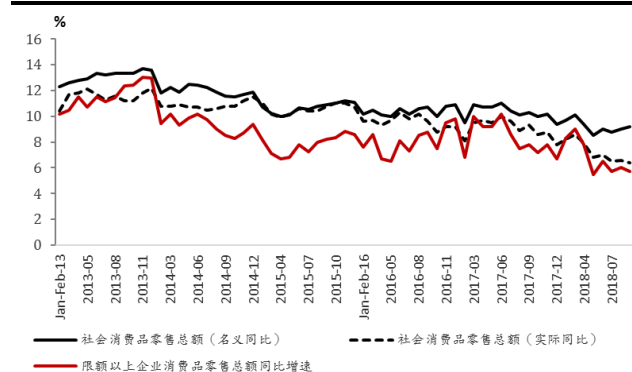
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 4: 基建投资继续下滑，制造业投资持续回暖



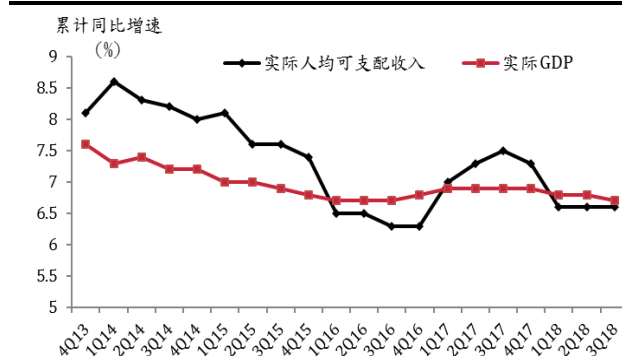
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 5: 社会消费品零售总额 9 月份同比增长 9.2%，但实际同比增速较上月下滑



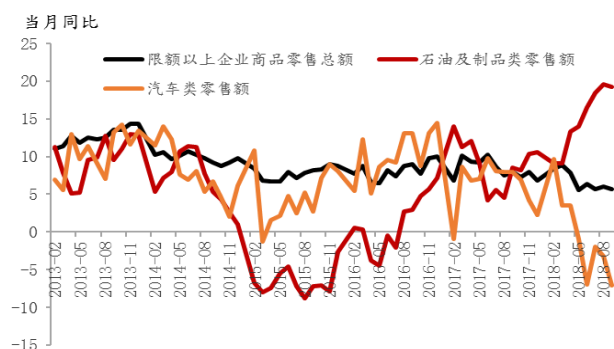
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 6: 实际人均可支配收入累计同比增 6.6%，慢于前三季度累计 GDP 增速 6.7%



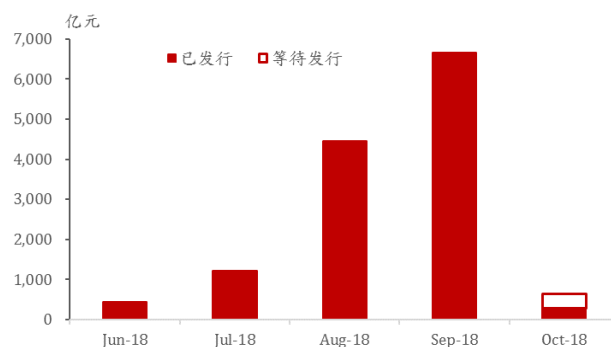
资料来源: 国家统计局、招银国际研究

图 7.9 月份限额以上汽车零售额同比倒退 7.1%



资料来源: 央行、招银国际研究

图 8: 地方政府专项债发行在 8 月和 9 月明显提速



资料来源: Wind、招银国际研究

图 9: 主要中国经济指标及预测

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	1Q18	1H18	3Q18	2018-07	2018-08	2018-09
实际 GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.6	6.8	6.7	6.5	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.6	6.8	6.7	6.4	6.0	6.1	5.8
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	6.0	7.5	6	5.4	5.5	5.3	5.4
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.5	9.8	9.4	9.3	8.8	9.0	9.2
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	2.1	2	2.1	2.1	2.3	2.5
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.7	3.7	3.9	4	4.6	4.1	3.6
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	12.0	14.1	12.8	12	12.2	9.8	14.5
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	18.0	18.9	19.9	20	27.3	20.0	14.3
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	349	48.4	139.7	221.4	28.1	27.9	31.7
广义货币供应量 M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.6	8.2	8	8.3	8.5	8.2	8.3
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	17,420	4,860	9,030	13,140	1,450	1,280	1,380
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	18,337	5,580	9,100	15,370	1,216	1,929	2,205
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	1.50	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	4.35	4.35
USD/CNY 即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.80	6.28	6.62	6.87	6.81	6.83	6.87

资料来源: 国家统计局、海关总署、中国人民银行、万得数据、招银国际预测

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 3 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，请与我们联络。

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。