

## 供给需求压力不减，基建已在“至暗时刻”

### ——10月中国宏观经济月报

#### 宏观经济：投资消费低位企稳，经济生产压力不减

- ❖ 在全球经济前景转淡，IMF 下修全球经济增长预期的背景下，三季度中国经济增长乏力，继续走弱。第三季度国内生产总值同比增长 6.5%，增速不及预期。消费对 GDP 累计同比拉动下滑，第三产业在 GDP 中占比同比提高。考虑到生产端开始向需求收敛，工业生产持续下滑；同时稳增长政策效果具有时滞，短期难以显现；叠加中美贸易摩擦继续升级，进出口形势未见好转，因此预计四季度经济仍然面临较大压力。
- ❖ 生产持续下滑，制造业疲态显现。工业增加值持续下滑，制造业落后拖累生产。9 月规模以上工业企业利润当月值 5,455 亿元，同比增长 4.1%，较上月下滑 5.1pct。9 月各行业利润累计同比增速普遍回落。工业生产动能减弱，受需求减弱、利润增速下滑和高库存影响。
- ❖ 固定资产投资低位企稳，非民间投资低位反弹。基建投资增速已处于“至暗时刻”，四季度有望边际回暖。制造业投资持续复苏，拉动固定资产投资增速反弹。房地产投资小幅回落，预计后续房地产投资将会随着销售放缓而出现下滑。9 月基建投资继续探底，受地方财政支出加快影响，四季度基建投资有望走出低谷。但另一方面，基建投资增速难以大幅反弹：财政部门严控整体债务规模、地方政府清理隐性债务风险仍将基建刺激形成制约。
- ❖ 消费增速小幅回升，商品需求企稳。汽车消费同比负增长，未来可能仍将继续拖累消费增长。网上零售增速延续下滑态势。受个税新政策、CPI 中枢上移和基数稍低的影响，消费增速有望回升。但另一方面，中秋节错位对四季度消费增长形成制约，叠加汽车消费短期难有起色、个人可支配收入增速依旧下滑影响，消费面临压力。整体而言，利好因素短期难以提振消费，预计四季度消费增速整体保持平稳。
- ❖ 通胀继续抬升，PPI 有所回落。9 月 CPI 增长主要为食品价格抬升导致。食品和汽油价格上涨是未来通胀关注的重点。PPI 当月同比增长 3.6%，增速有所下降，主要因去年高基数导致。前瞻地看，四季度的通胀压力预计将有限。

#### 货币金融：社融增长回落，“稳信用”任重道远

- ❖ 信贷投放保持稳定，全年有望创新高。企业贷款增长加快，居民部门贷款保持稳定。社融增长继续回落，“稳信用”压力不减。预计四季度社融增速依然存在一定的下行压力，尤其是 11 月份下行压力可能会更为明显，此后有望企稳。M2 增速基本企稳，或继续呈现小幅波动。
- ❖ “宽货币”基调不变，信用债利差走扩。流动性继续保持合理充裕。为对冲地方政府债券发行加快对流动性的冲击，9 月份央行适度加大了流动性净投放，保持流动性合理充裕。9 月货币市场利率小幅回升，利率债收益率先升后降，信用利差有所扩张。预期 10 月央行增信政策将不断出台，信用债利差有望有所回落。
- ❖ 前瞻地看，未来信贷增速有望加快，“稳信用”任重道远。我们预计目前 M2 已基本企稳，下一阶段有望维持在 8%以上小幅波动；社融增速依然存在一定的下行压力，随着近期政策部门持续加大“稳信用”力度，信用收缩压力有望边际放缓，信贷投放将继续保持较快增长，社融增速可望维持在 10%以上。

#### 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力

- ❖ 财政收入增速延续放缓趋势，财政支出积极迹象已显现，地方财政是主力。非税收入下降明显，“放管服”（简政放权、放管结合、优化服务）改革成效明显。减税效果初步显现，进一步减税值得期待。

#### 谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：[zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

#### 丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

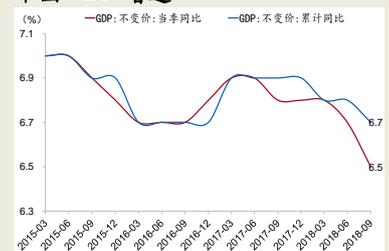
邮件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

#### 成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

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

#### 中国 GDP 增速



#### 近期宏观报告

[2018年10月30日](#)

[三季度美国 GDP 数据点评——](#)

[增长依旧强劲，投资和出口现隐忧](#)

[2018年10月22日](#)

[期待有效政策提振信心——](#)

[三季度中国经济数据点评](#)

[2018年10月18日](#)

[个税改革能拉动消费吗？——](#)

[基于消费函数的分析](#)

[2018年10月9日](#)

[10月海外宏观经济月报——](#)

[聚焦海外不确定因素](#)

[2018年10月8日](#)

[降准有助市场情绪稳定，政策成效仍待](#)

[观察](#)

[2018年10月3日](#)

[剖析美国征税清单，洞察中国应对之道](#)

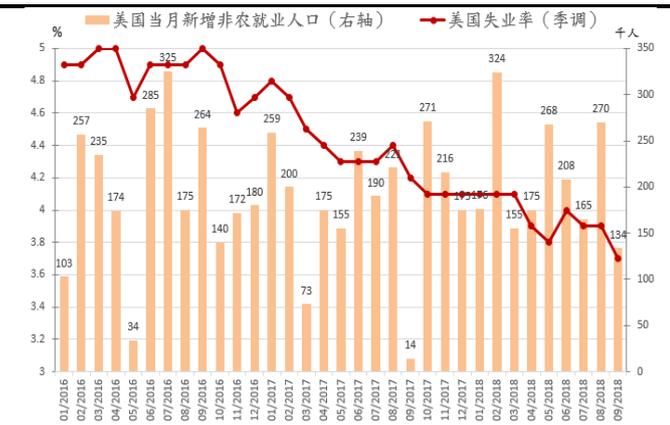
## 目录

<b>I. 海外宏观：全球经济前景转淡，IMF 下修增长预测.....</b>	<b>3</b>
<b>II. 宏观经济：投资消费低位企稳，经济生产压力不减.....</b>	<b>5</b>
1. 经济：季度增速下滑，全年压力持续.....	5
2. 生产：生产持续下滑，制造业疲态显现.....	6
3. 投资：同比增速低位企稳，基建已在至暗时刻.....	7
4. 消费：增速小幅回升，商品需求企稳.....	9
5. 贸易：漫野金秋，山雨欲来.....	10
6. 通胀：CPI 继续抬升，PPI 持续回落.....	13
<b>III. 货币金融：社融增长回落，“稳信用”任重道远.....</b>	<b>15</b>
1. 信贷投放保持稳定，全年有望创新高.....	15
2. 社融增长继续回落，“稳信用”压力不减.....	16
3. M2 增速基本企稳，或继续呈现小幅波动.....	17
4. “宽货币”基调不变.....	18
5. 金融数据前瞻.....	19
<b>IV. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力.....</b>	<b>20</b>
1. 财政收入：降费成效显著，减税效果初步显现.....	21
2. 财政支出：积极迹象已显现，地方财政是主力.....	22

## I. 海外宏观：全球经济前景转淡，IMF 下修增长预测

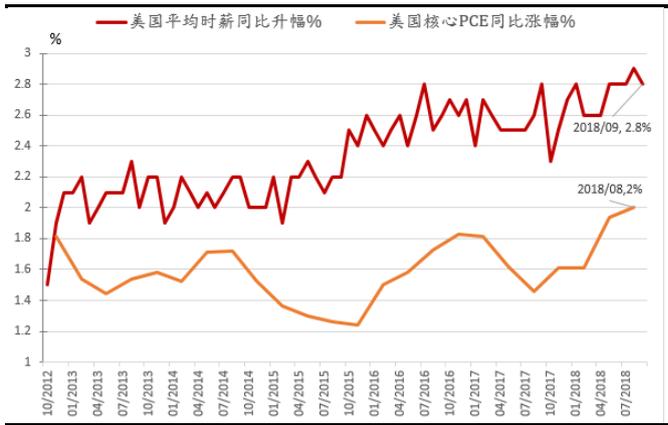
**美国薪资稳步爬升，通胀压力适度。**受强劲经济支持，美国就业市场持续趋紧，虽因飓风灾害影响，9月新增非农就业人数由前值20.1万减至13.4万，但失业率进一步下降0.2pct至3.7%，为49年来最低。随着美国就业市场趋紧，工资增速及通胀压力成为关注焦点。9月平均时薪同比上升2.8%，略低于8月录得的增速2.9%，显示薪资正稳步爬升，尚未出现加速迹象。同时，通胀压力适度：9月核心CPI环比上升0.1%，低于5月至7月保持的0.2%的增速；美联储常用的通胀指标——核心PCE，在8月维持在美联储目标水平2%不变，意味着从就业趋紧到薪资涨幅、再到整体通胀，仍需一段传导时间。从9月美联储会议纪要来看，其渐进加息路径并未受到影响，唯对美国经济形势更加乐观，认为关税的国内影响仍然较小。美债收益率有进一步飙升的可能，显示投资者仍然相信美国经济此轮复苏将延续，有望继续为强势美元提供支撑。

图1:失业率和非农就业数据显示美国劳动力市场持续趋紧



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图2:美国工资增长滞后暂缓通胀担忧



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

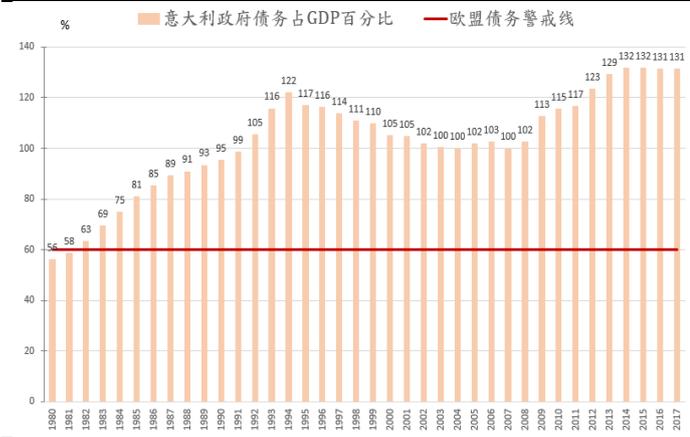
**北美贸易协议支撑对华强硬立场。**10月1日，加拿大和美国在最后时刻达成协议，意味着《美加墨三国协议》（USMCA）将取代《北美自贸协议》（NAFTA）。在NAFTA重谈期间暂停或取消的投资项目和商业计划将因不确定性的消除而有望重启，无疑有利于美加墨三国实现共赢。从USMCA的谈判过程和协议内容来看，为了与美国达成协议，墨、加两国在许多领域做出了更多让步，包括争端解决机制，汽车出口限制和乳制品市场准入等，可以看出在获得足够利益之前美国不会轻易叫停与中国等其他国家的贸易争端。而且，在北美三国谈判中，美国的核心诉求并非关税，而是贸易规则和知识产权等法规，意味着中美贸易会谈亦将困难重重。美国现正试图在这场贸易战中缓释与其所有盟友的关系（包括加拿大、欧盟、日本和韩国），同时对华采取更强硬的立场。

**中期选举对美贸易政策影响有限。**带着强经济和USMCA等政绩，特朗普和共和党即将面临11月6日中期选举的大考，众议院全部435个席位和参议院1/3的席位将接受重选。根据目前的民调和选情推断，最有可能的情形是共和党人在参议院继续占据优势，而民主党将赢得众议院的多数席位。在此情境下特朗普的财政、移民等政策可能受到更多牵制。然而由于总统在贸易政策上的自主权较大，且在对华贸易问题上两党不存在显著分歧，因而不论中期选举结果如何，预计都不会根本改变美国对华的强硬贸易政策。

**意大利预算令欧盟高度警惕，欧元区制造业增长进一步放缓。**近期，意大利民粹政府在财政预算问题上的一意孤行引发了欧盟的深切担忧和极度不满。意大利政府为了兑现选举承诺，需要增加财政支出用于提供社会福利、基础设施和减税政策，因而将2019至2021年的预算赤字设定为GDP的2.4%，远超预期，且相较于上届政府增长了两倍。由于意大利的政府债务占GDP的比重已经超过130%，达到欧盟警戒线60%的两倍有余，仅低于希腊，因而该预算计划引发了对于意大利出现债务危机的普遍担忧。如果意大利拒绝修改该预算计划、无视欧盟反对执意推行，将面临巨额罚款和系统性经济风险，加之意大利国内经济增长疲软和财政失衡，欧元区第三大经济体正在对区域整体发展构成威胁。欧元区的制造业增长进一步显现放缓迹象，受工业生产拖累，制造业PMI指数在9月降至53.2后，于10月进一步下挫至52.1，创26个月新低。受到全球贸易减少和制造业收缩影响，德国政

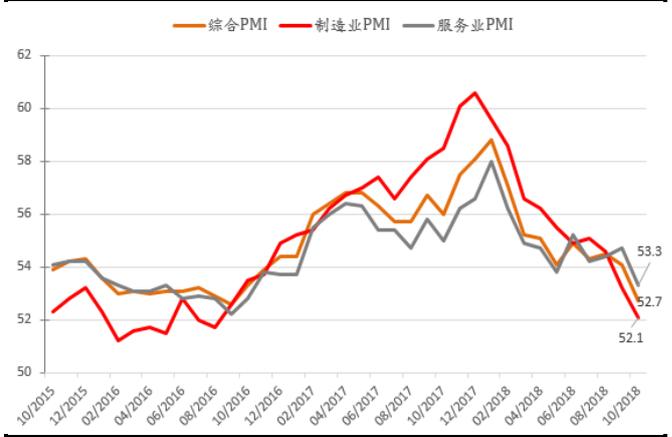
府下调了今明两年的增长预测，由此前的 2.3%和 2.1%均下调至 1.8%，并明确指出未来最主要的风险是不断升级的全球贸易争端。

图 3:意大利政府债务占 GDP 比重远超欧盟警戒线



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

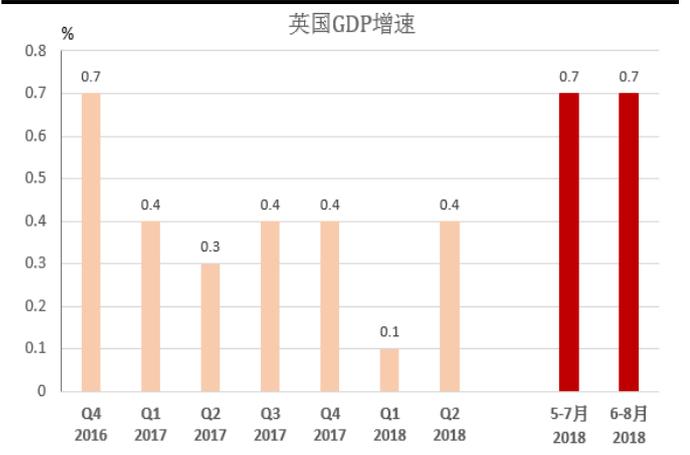
图 4:欧元区经济增长态势明显放缓



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

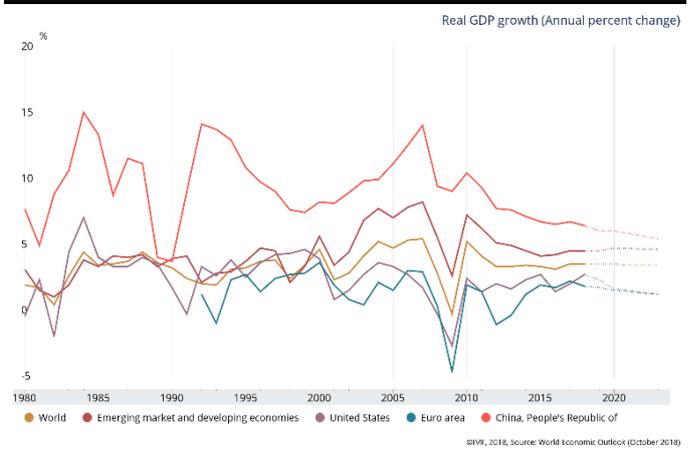
**脱欧谈判进入最艰难阶段，英国经济前景添忧。**受夏季消费提振，英国截至 8 月的三个月 GDP 较上期增长 0.7%，较上半年有明显回升。英国脱欧已进入最关键也是最艰难的阶段，目前谈判围绕的重大问题包括爱尔兰边境以及英国与欧盟未来的贸易关系。当前脱欧路径的不确定性正在影响英国的出口、投资和招聘计划。一旦出现无协议脱欧，英国的经济将遭遇严重冲击，明年开始将无法维持温和增长的势头。

图 5:英国经济增速于下半年回暖，但仍低于历史平均水平



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6: 10 月调整后的 IMF 全球增长预测

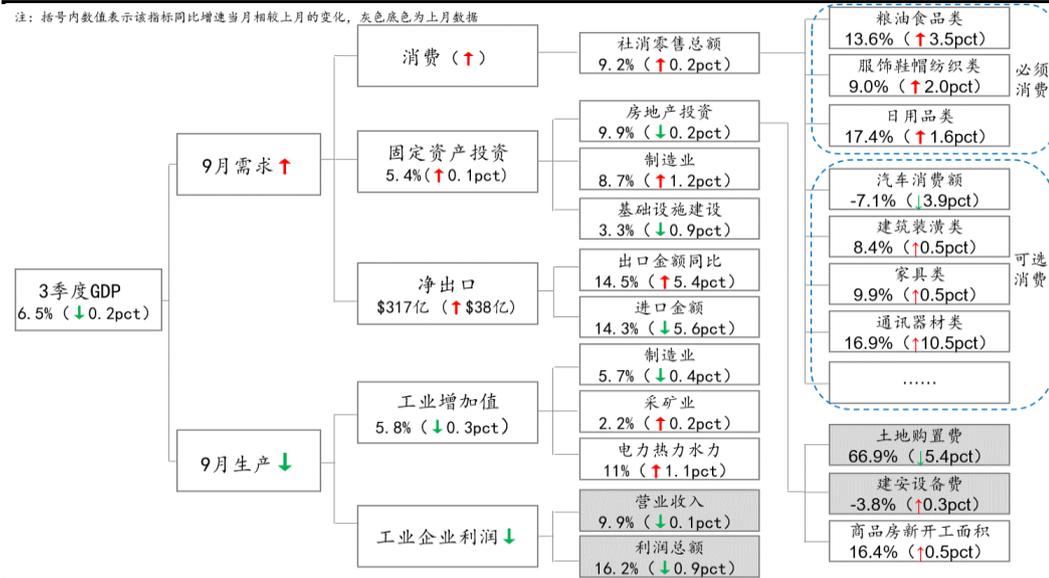


资料来源：IMF、招商银行研究院、招银国际研究

**全球经济前景转淡，IMF 下修增长预测。**美国经济增长继续保持强劲势头的同时，全球经济面临中美贸易战升级、脱欧谈判僵持、意大利预算危机、美债收益率高企、强势美元和新兴市场资本外流等多重压力，不明朗因素增多。国际货币基金组织（IMF）于 10 月初下调了 2018 及 2019 年全球经济增长预测，由 7 月的预测 3.9%调低至 3.7%。IMF 预计美国和欧元区的经济增长将在中期内放缓，并逐渐趋同，将美国 2019 年经济增长率预估下调 0.2pct 至 2.5%，下修欧元区 2019 年增长预测至 1.9%。

## II. 宏观经济：投资消费低位企稳，经济生产压力不减

图 7：9 月中国主要经济指标一览



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

### 1. 经济：季度增速下滑，全年压力持续

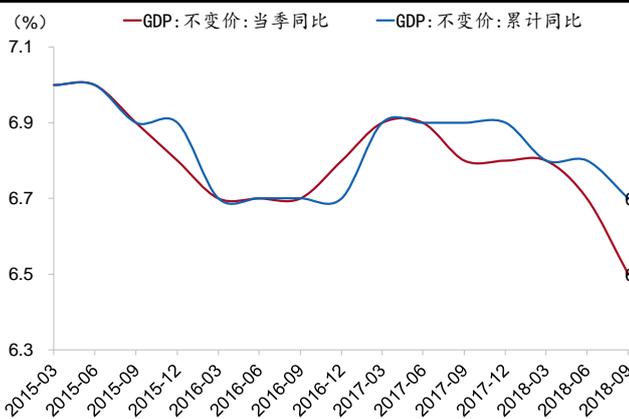
**第三季度经济增速不及预期。**初步核算，第三季度国内生产总值 23.2 万亿元，同比增长 6.5%，前值 6.7%，市场预期 6.6%。以生产法看，第一产业增加值 2.0 万亿元，同比增长 3.6%；第二产业增加值 9.4 万亿元，同比增长 5.3%；第三产业增加值 11.8 万亿元，同比增长 7.9%。

初步核算，前三季度累计生产总产值 65.1 万亿元，同比增长 6.7%，较前值下降 0.1pct，较去年同期下降 0.2pct。分产业看，第一产业增加值 4.2 万亿元，同比增长 3.4%；第二产业增加值 26.3 亿元，同比增长 5.8%；第三产业增加值 34.6 亿元，同比增长 7.7%。

**消费对 GDP 累计同比拉动下滑，第三产业在 GDP 中占比同比提高。**以生产法看，从前三季度三大产业增加值占比看，第一产业占比 6.5%，较去年同期下降 0.8pct；第二产业占比 40.4%，与上年保持稳定；第三产业占比 53.1%，同比增加 0.8pct。以支出法看，消费支出对 GDP 累计同比贡献率 78%，较前值下滑 0.5pct，拉动 GDP 增长 5.2 个百分点，资本形成对 GDP 累计同比贡献率 31.8%，拉动 GDP 增长 2.1 个百分点，净出口对 GDP 累计同比贡献率-9.8%，拖累 GDP 增长 0.7 个百分点。

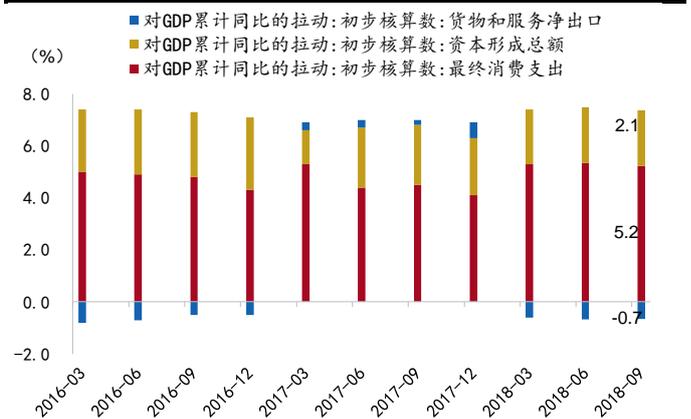
**全年经济增长压力持续。**考虑到生产端开始向需求收敛，工业生产持续下滑；同时稳增长政策效果具有时滞，短期难以显现；叠加中美贸易摩擦升级继续升级，进出口形势未见好转，因此预计四季度经济仍然面临较大压力。

图 8：三季度经济增长低于预期



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 9：消费对 GDP 拉动小幅下滑

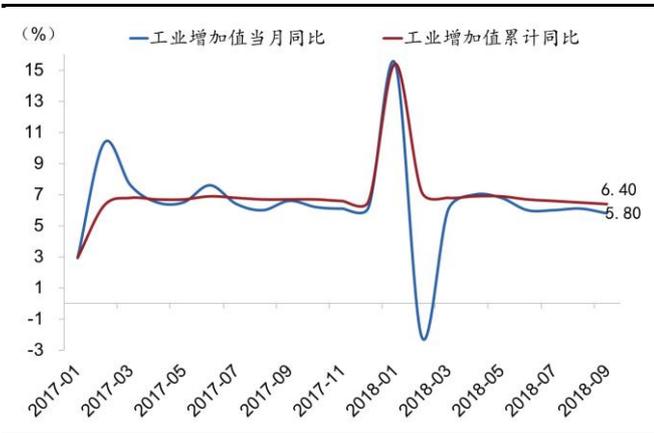


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 生产：生产持续下滑，制造业疲态显现

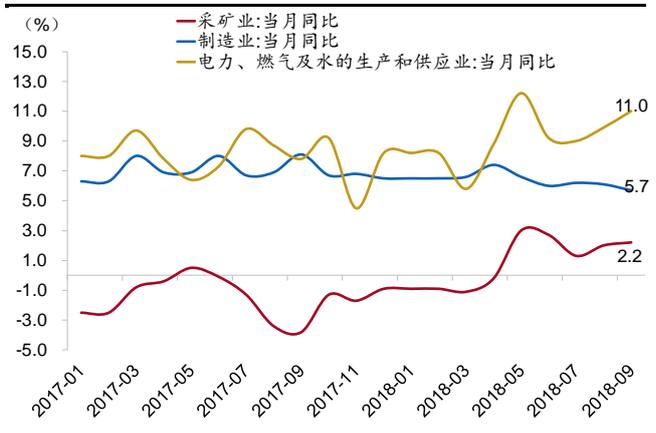
**工业增加值持续下滑，制造业落后拖累生产。**9月规模以上工业增加值当月同比增长5.8%，较上月下滑0.3pct；累计同比增长6.4%，较上月下降0.1pct，已连续下降4个月。9月制造业增加值当月同比增长5.7%，较上月下降0.4pct，采矿业增加值同比增长2.2%，较上月提高0.2pct，电力燃气及水的生产和供应业当月同比增长11%，较上月提高1.1pct。

图 10: 工业增加值同比增速继续下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 11: 制造业增加值同比增速下降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

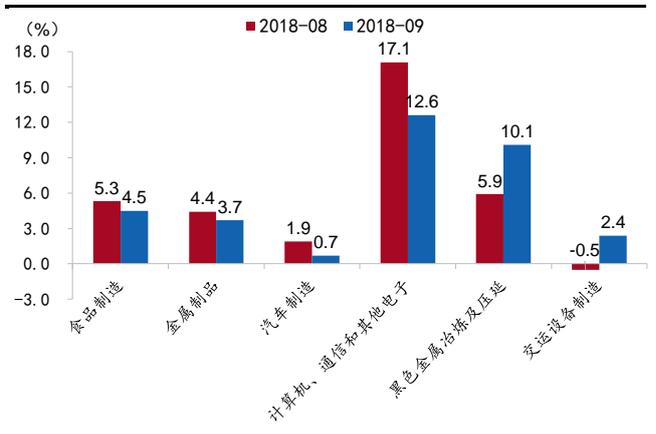
9月制造业中，计算机通讯和其他电子设备制造业（12.6%，-4.5pct，前一个值为当月同比增速，后一个值为同比增速较上月变化，下同）、汽车制造业（0.7%，-1.2pct）、食品制造业（4.5%，-0.8pct）、金属制品业（3.7%，-0.7pct）增加值增速较上月下滑显著，拖累制造业生产。9月黑色金属冶炼及压延加工业（10.1%，4.2pct）、交运设备制造业（2.4%，2.9pct）增加值增速较上月显著提升。汽车行业销售低迷、去年基数较高是拖累工业企业增加值增速的重要因素。汽车销量增速自年初开始下降，需求下滑传导至生产端，导致汽车行业工业增加值增速自7月开始下滑。

图 12: 发电量、六大集团耗煤量同比下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 13: 汽车、计算机通讯、食品等拖累制造业生产



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**9月规模以上工业企业利润当月值5,455亿元，同比增长4.1%，较上月下滑5.1pct。**1-9月累计利润4.97万亿元，同比增速14.7%，较上月下滑1.5pct。9月工业企业利润下滑主要由以下几点因素导致：（1）产品价格增速回落，9月PPI同比3.6%，较上月下滑0.5pct；（2）工业增加值9月当月同比增长5.8%，较上月下滑0.3pct，累计同比增速6.4%，较上月下降0.1pct；（3）受基数影响较大，去年同期利润当月同比增速高达27.7%，累计同比增速高达22.8%。

**9月各行业利润累计同比增速普遍回落。**石油开采、黑色冶炼、有色冶炼、造纸、印刷、专用设备、电力热力生产等行业下滑幅度领先。9月各类型企业利润增速均同步回落，国企、私企当月利润增速分别下滑0.7、5.1pct。

9月工业企业销售利润率 6.29%，主营业务收入利润率 6.44%，均较上月小幅提升 0.01pct，9月工业企业每百元主营业务收入成本 84.25 元，较上月小幅下降 0.14 元，9月企业资产负债率 56.6%，与上月持平。9月规模以上工业企业产成品库存同比增速 9.4%，较8月下降 0.4 个百分点，显示向去库存过渡，但增速仍为今年第三高点，去库存压力依然较大。

**工业生产动能减弱受需求减弱、利润增速下滑和高库存影响：**(1) 当前企业进入被动补库存阶段，9月 PMI 指数中，原材料库存指数 47.8 (较前值下降 0.9)，产成品库存指数 47.4 (较前值增加 0.3)，表明企业为生产准备较少的原材料，同时库存增加，进入被动补库存阶段；(2) 9月生产经营 PMI 指数亦出现下滑，企业对未来经营持悲观态度；(3) 企业利润增速快速下滑，对企业投资意愿造成影响，8月当月企业利润同比增速由 16.2% 快速下滑至 9.2%，9月这一数字进一步降至 4.1%。

### 3. 投资：同比增速低位企稳，基建已在至暗时刻

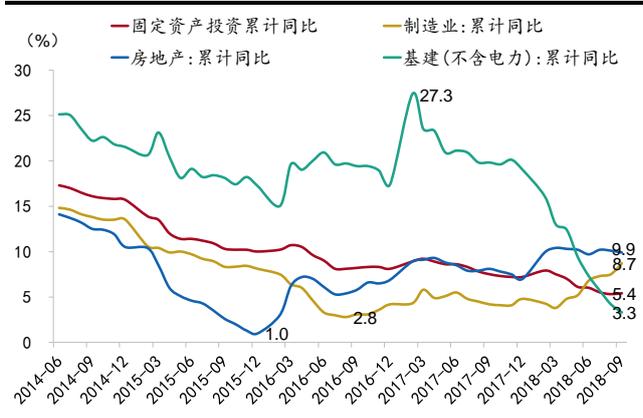
**固定资产投资低位企稳，非民间投资低位反弹。**9月固定资产投资完成额累计同比增长 5.4%，增速较上月提升 0.1pct；民间投资累计同比增长 8.7%，与上月持平，仍保持高位。非民间投资低位反弹，累计同比增速 0.45%，较上月提升 0.32pct，结束自 2016 年中以来的下滑趋势。

图 14: 固定资产投资累计增速低位企稳



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 基建投资同比增速再创新低

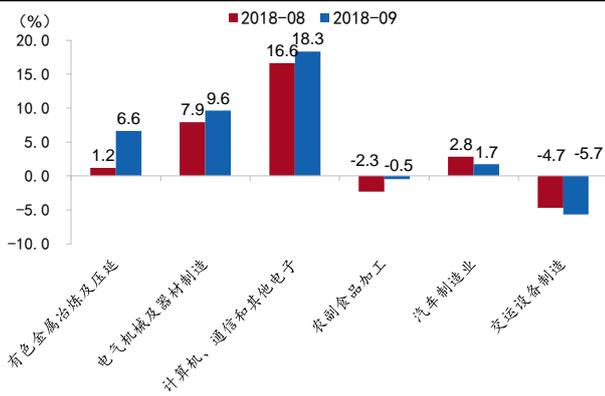


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**制造业投资持续复苏，拉动固定资产投资增速反弹。**9月制造业投资累计同比增加 8.7%，较上月提升 1.2pct。行业变化来看，上、中、下游行业投资增速均有不同程度增加。其中，有色金属冶炼压延业、计算机通信和其他电子设备制造业行业、电气机械及器材制造业、食品制造业等行业累计同比增速有所上行，带动制造业投资持续复苏。汽车行业销售、生产均连续下滑，导致汽车制造业投资增速接连下滑。此外，交通运输设备制造业投资增速也有所下滑，对制造业投资造成拖累。

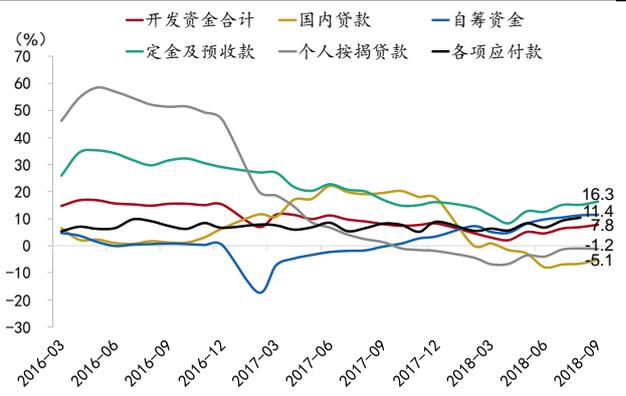
**制造业投资增速自一季度末开始回升，是稳定固定资产投资增速的重要因素。**一方面计算机制造、设备制造等高新技术行业投资增速接连提升，表明新动能发展趋势良好，带动制造业投资增长；另一方面，黑色金属冶炼压延、化学纤维、非金属矿物制品投资增速上升，表明中上游行业在产品价格拉动下，投资增速有所提升。但 PMI 新订单、新出口订单自 5 月开始逐渐下降，表明制造业产品需求偏弱，制造业后续投资增速面临一定压力。

图 16: 汽车制造、交运设备制造等行业增速下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 房地产开发资金来源稍有回暖



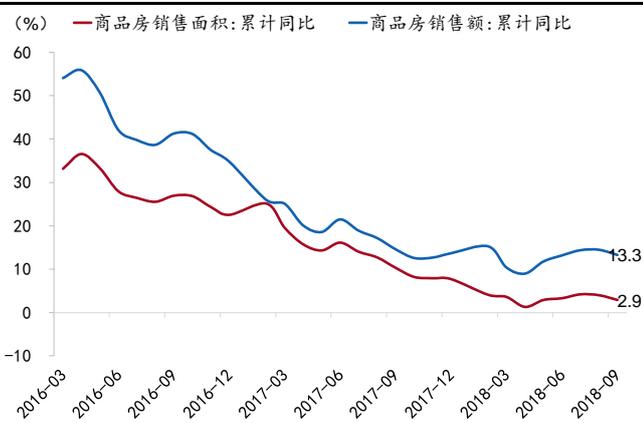
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

**房地产投资小幅回落，开发资金融资继续回暖。**9月房地产投资累计同比增速9.9%，较上月下滑0.2pct。9月企业融资条件继续回暖，开发资金来源累计同比增长7.8%，其中国内贷款(-5.1%，1.5pct)、定金及预收款(16.3%，1.2pct)增速增长明显；商品房销售面积(2.9%，-1.1pct)、销售额(13.3%，-1.2pct)累计同比增速均有下滑，商品房终端销售边际转冷；房地产新开工面积累计同比增长16.4%，增速较上月提升，待售面积减少13%，速度小幅下滑。

虽然土地购置、资金来源、新开工面积仍处于高位，但销售逐渐放缓导致的回款变慢将会为后续地产投资带来增长压力，预计后续房地产投资将会随着销售放缓而出现下滑。

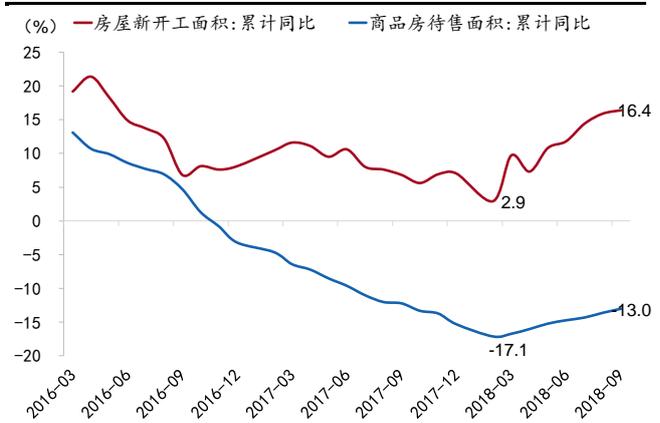
9月部分房地产商喊出“活下去”口号，似乎房地产行业寒冬即将到来。叠加深圳市、合肥市现房销售制试点纷纷亮相，开取消预售制的风气之先，这将对高杠杆率、现金流紧拙的地产商构成额外的经营压力。

图 18: 商品房销售面积与金额同比增速下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 新开工面积同比增长，待售面积有所减少

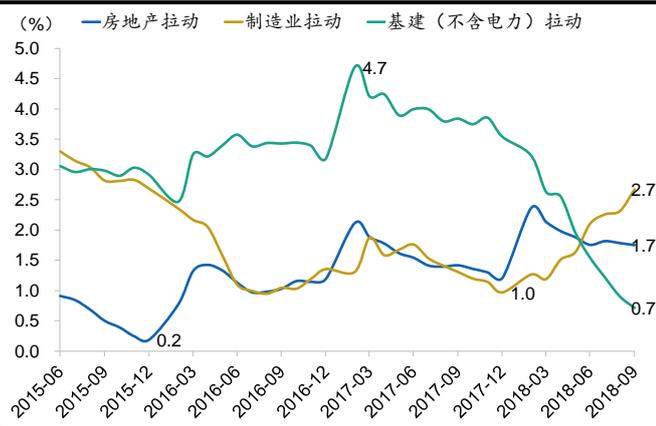


资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

**基建投资已在至暗时刻。**9月基建投资(不含电力)累计同比增速3.3%，较上月下降0.9pct，拉动固定资产投资增长仅0.7个百分点。广义基建投资中，电力、热力、燃气及水的生产和供应业累计同比增速-10.7%，较上月提升0.7pct，仍处于低位；交通运输、仓储和邮政业累计同比增速3.2%，较上月提升0.1pct；水利、环境和公共设施管理业累计同比增速2.2%，较上月下降1.2pct。

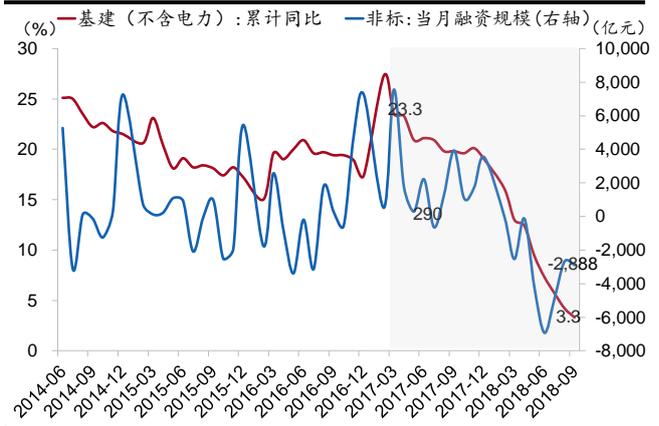
**基建投资后续有望走出低谷但难以大幅反弹。**一方面，地方政府债券发行速度加快，9月地方政府专项债发行规模5,441亿，环比增加70%，较前期发行速度大幅提升。高频数据显示，钢铁、水泥价格近期持续上涨，指向基建投资正在加速，基建补短板的刺激政策效果或将逐渐显现。另一方面，财政部门严控整体债务规模、地方政府清理隐性债务风险背景下，地方政府基建刺激规模有限、尺度难以把握，因此难以形成大幅反弹。

图 20: 基建对固定资产投资拉动持续下滑



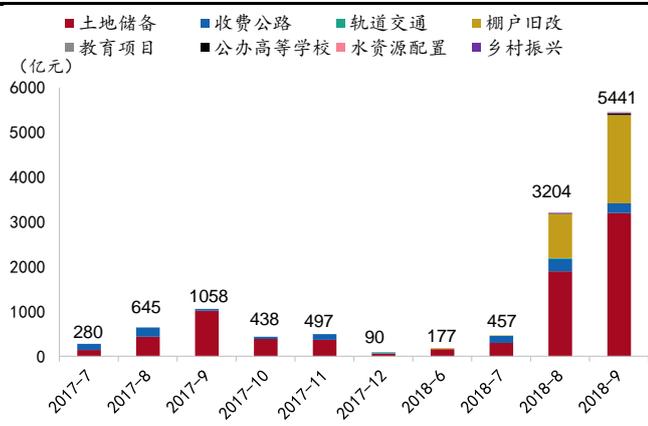
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 21: 非标融资受限对基建资金来源形成约束



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 22: 地方政府专项债发行速度加快



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 23: 水泥、螺纹钢价格上涨



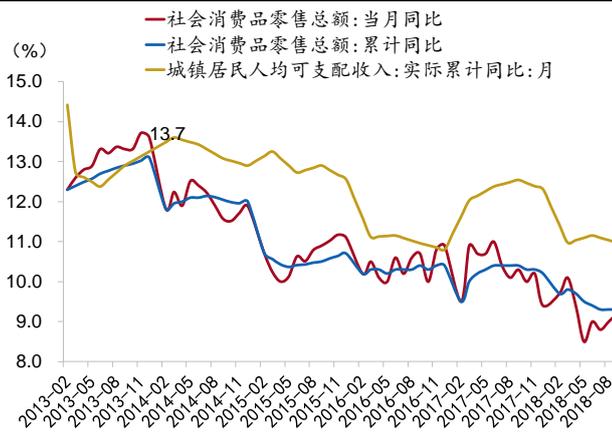
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

#### 4. 消费: 增速小幅回升, 商品需求企稳

**消费增速小幅回升, 商品消费需求稳定。**9月社会消费品零售总额当月同比增速 9.2%, 较上月提升 0.2pct, 累计同比增长 9.3%, 较上月持平。房地产挤出效应持续显现, 分消费品类看, 粮油食品、饮料、服饰鞋帽、日用品、电器音像、通讯器材、建筑装潢等同比增速有所提升, 汽车、文化办公、金银珠宝等同比增速出现下降。

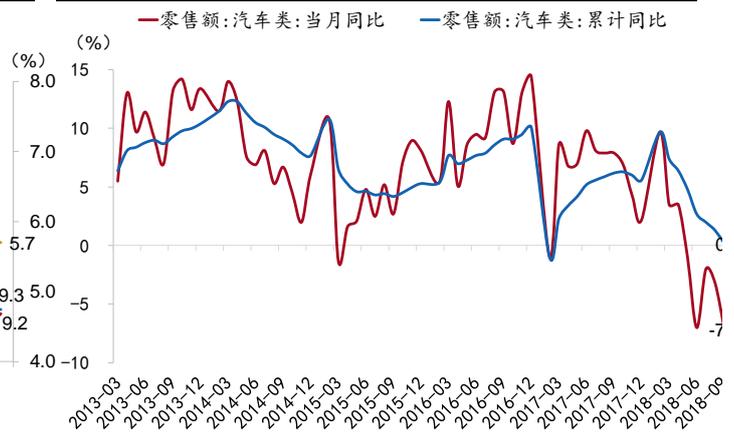
**汽车消费同比负增长, 是消费的主要拖累项。**9月汽车零售额当月同比增速-7.1%, 较上月下降 3.9pct, 继续下探。汽车消费增速从年初下降以来, 消费疲弱导致汽车产出增速、汽车制造业增加值增速均有所下滑。未来汽车可能仍将继续拖累消费增长: 短期看, 汽车消费下降的一个因素是前期减税费透支了部分消费需求; 中期看, 另一个主要因素是居民可支配收入下滑影响居民消费支出, 自 2017 年二季度后, 居民可支配收入不断下滑, 制约了居民消费支出; 长期看, 汽车市场处于存量模式, 当前 80 后、90 后是汽车消费主要目标, 但受高房价挤出效应, 80 后、90 后汽车消费意愿不强。

图 24: 社会消费品零售总额同比增速稳中回升



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 25: 汽车销售增速不断下探



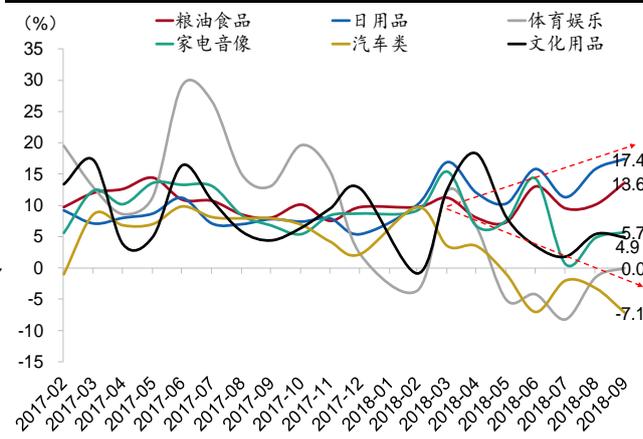
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 26: 网上零售同比增速继续下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 27: 可选消费增速降提升，必选消费跌多涨少



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**网上零售增速延续下滑态势。**9 月网上商品和服务、实物商品网上零售累计同比增长继续小幅下滑，网上商品和服务零售额累计同比增长 27%，较上月下降 1.2pct，实物商品网上零售累计同比增长 27.7%，较上月下降 0.9pct。

**四季度消费增长压力仍存，预计整体增速保持平稳。**受个税新政策、CPI 中枢上移和基数稍低的影响，四季度消费增速有望回升。但另一方面，中秋节错位对四季度消费增长形成制约，叠加汽车消费短期难有起色、个人可支配收入增速依旧下滑影响，消费面临压力。整体而言，利好因素短期难以提振消费，预计四季度消费增速整体保持平稳。

## 5. 贸易：漫野金秋，山雨欲来

**9 月贸易数据较为惊艳，出口数据大幅超出市场预期。**其中进出口金额 4,217 亿美元，当月同比增速 14.4%，较上月提高 0.1pct。出口金额 2,267 亿美元，进口金额 1,950 亿美元，实现贸易顺差 317 亿美元，较上月提高 38 亿美元。出口金额当月同比增长 14.5%，较上月提高 5.4pct，进口金额当月同比增长 14.3%，较上月下降 5.6pct。

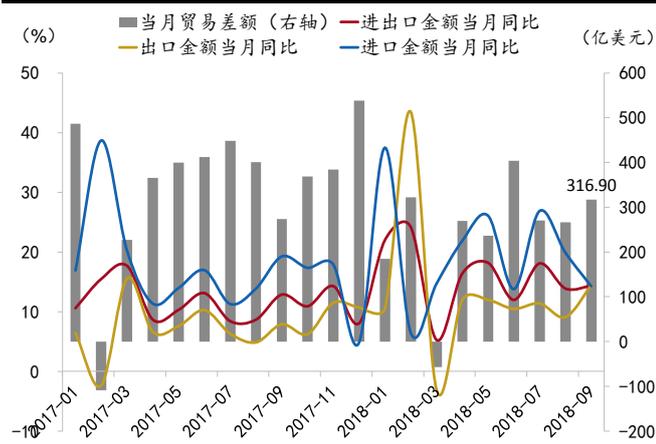
对美国出口在去年较高基数基础上依旧创下 14% 的同比增速，较上月提升 0.8pct，主要受三点因素影响：一是 2,000 亿加征关税生效时间为 9 月 24 日，对 9 月全月冲击有限；二是中国出口美国产品中，机电产品（HS85 和 HS84）占据半壁江山，在美国市场份额较大（HS85 占比 42%，HS84 占比 32%），可替代性较弱，短期内“中国制造”在美国的地

位难以撼动；三是美国经济一枝独秀，需求较强，9月美国制造业 PMI 指数 59.8，虽然较前期有所回落，但仍保持较强的扩张态势。

对日本出口同比增长 14.3%，较上月大幅提升 10.6pct，主要原因有两点：一是日本 8、9 月经济企稳，9 月制造业 PMI 继续维持 52.5，与 8 月持平，较 7 月提高 0.2；二是受去年同期基数较低影响。

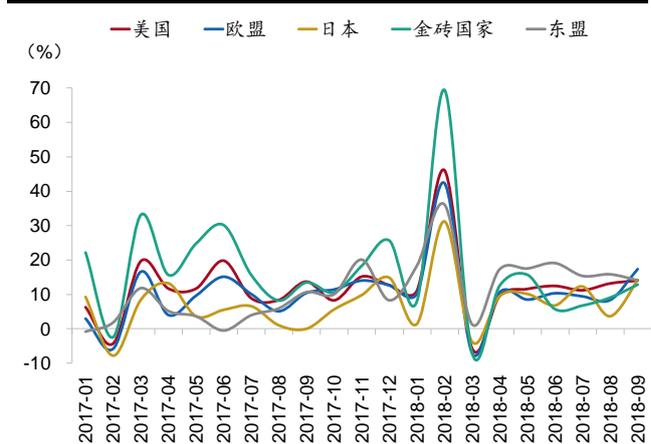
对欧盟出口增速 17.4%，较前值大幅提高 9pct，与欧元区疲弱内需相悖，主要受人民币贬值影响。9 月对金砖国家出口增速 12.9，较上月提高 3.8pct，对东盟出口增速 14.1%，较上月小幅下降 1.8pct。

图 28: 进出口贸易超出预期



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 对美、欧、日、金砖国家出口增速提升



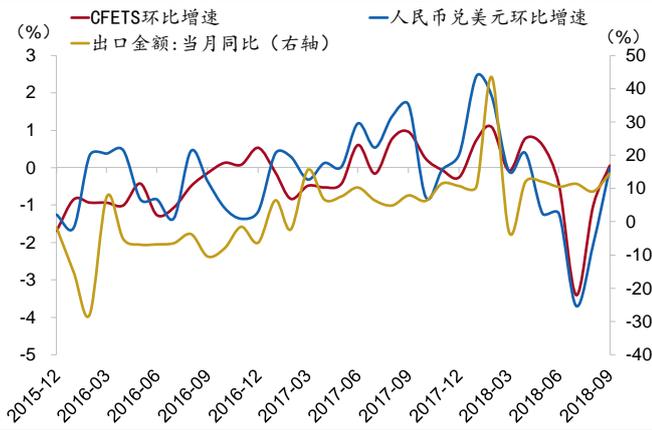
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**9 月出口增速较好主要受手机、集成电路等部分产品出口增速较好带动。**增速超预期中 22% 的贡献来自于手机（同比增 28%），15.8% 来自机械设备（同比增 15.8%）12.1% 来自集成电路（同比增 36%）。手机、集成电路出口增速较好主要是欧美等国家下半年节日季节性消费需求提升。

**9 月出口增速较好的另一个原因是前期人民币汇率贬值对出口形成提振。**7 月份人民币兑美元汇率贬值 3.8%，人民币汇率指数 CFETS 贬值 3.4%。8 月份人民币兑美元贬值 2.1%，CFETS 贬值 1.0%。根据历史数据，出口增速对人民币汇率贬值的反应一般滞后 1 至 3 个月，因此，前期人民币的贬值使得出口商品价格相对较低，对出口需求起到提振，并在 9 月有所体现。

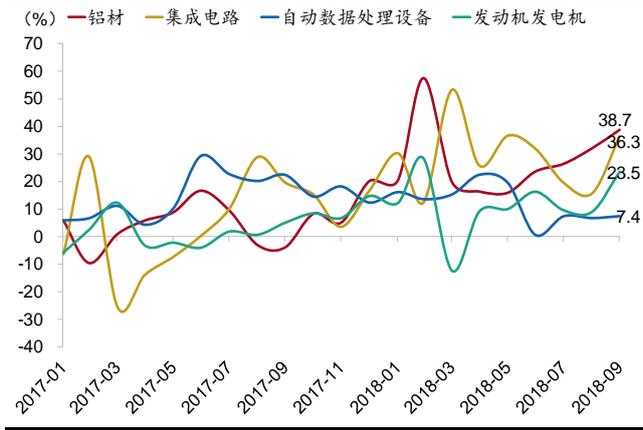
**9 月出口增速较好的最后一个原因是出口退税率提高刺激了出口。**9 月 5 日财政部和税务总局发布了提高机电、文化等产品出口退税率的政策，并于 9 月 15 日开始实施。新政策提高了 397 项出口产品的退税率，部分产品退税率由 0% 提至 16%，对出口带来了积极影响。从 9 月机电产品出口数据上看，集成电路同比增长 36.3%，较上月提升 20.6pct，发动机发电机同比增长 23.5%，较上月提升 14.5pct，铝材同比增长 38.7%，较上月提升 6.7pct，自动数据处理设备同比增长 7.4%，较上月提升 0.7pct。机电产品同比增速整体提升幅度较大，表明提高出口退税率提振了产品出口。

图 30: 汇率贬值对出口的影响具有时滞



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 31: 机电类产品当月出口增速上升

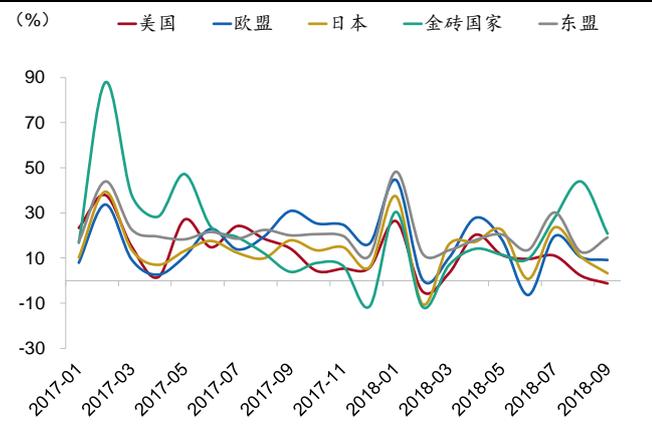


资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

**9月进口增速较上月下降5.6pct，延续下滑态势，但14.3%的同比增速依旧不低。**虽然国务院常务会议已决定自7月开始下调部分进口产品关税，并且7月进口数据看起来很美。但从偏弱的国内需求来看，7月进口增速大幅提高似乎只是短暂回暖。8、9月进口增速回归下滑态势，9月进口PMI指数48.5，亦有所下降，反映内部需求持续弱势。但9月当月进口同比增长14.3%，增速依旧不低，表明内部需求趋于稳定。

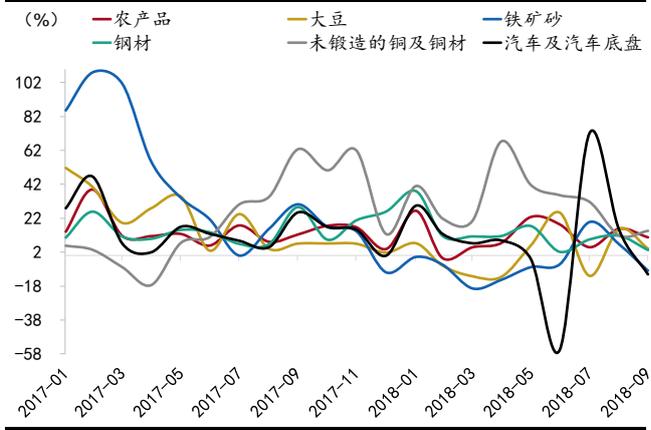
分国别看，9月我国对美国、欧盟、日本、金砖国家进口增速均有所下滑，对东盟进口增速有所回升。分产品类别看，农产品、大豆、大宗商品、汽车及汽车底盘等产品当月进口增速均有所下滑。尤其是铁矿砂当月同比-8.8%、汽车底盘进口当月同比-11.1%，表明受国内汽车制造业、汽车销售业持续低迷态势影响，上游产品进口同比出现负增长。

图 32: 对美、欧、日、金砖国家进口增速下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 33: 大宗商品、农产品当月进口增速下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

**随着后续降低关税政策落地和内部需求企稳，进口规模增速或依旧不低。**9月26日国务院常务会议决定，自今年11月1日起，降低部分工业品等商品关税税率。本次降税主要涉及工业品、资源性商品等，降税商品共1,585个税目，约占我国税目总数的19%，平均税率由10.5%降至7.8%，平均降幅为26%。今年以来我国关税总水平将由上年的9.8%降至7.5%，平均降幅达23%。

表 1: 9月26日国常会进口关税调整政策

产品种类	原平均税率	新平均税率
机电设备	12.2%	8.8%
纺织品、建材等	11.5%	8.4%
部分资源性商品及初级加工品	6.6%	5.4%
<b>平均税率</b>	<b>10.5%</b>	<b>7.8%</b>

资料来源: 国家税务总局、招商银行研究院、招银国际研究

虽然目前贸易数据仍然较好，但预计难以为继，四季度出口数据有待考验。出口压力可能最早于今年四季度显现，主要有以下几点原因：

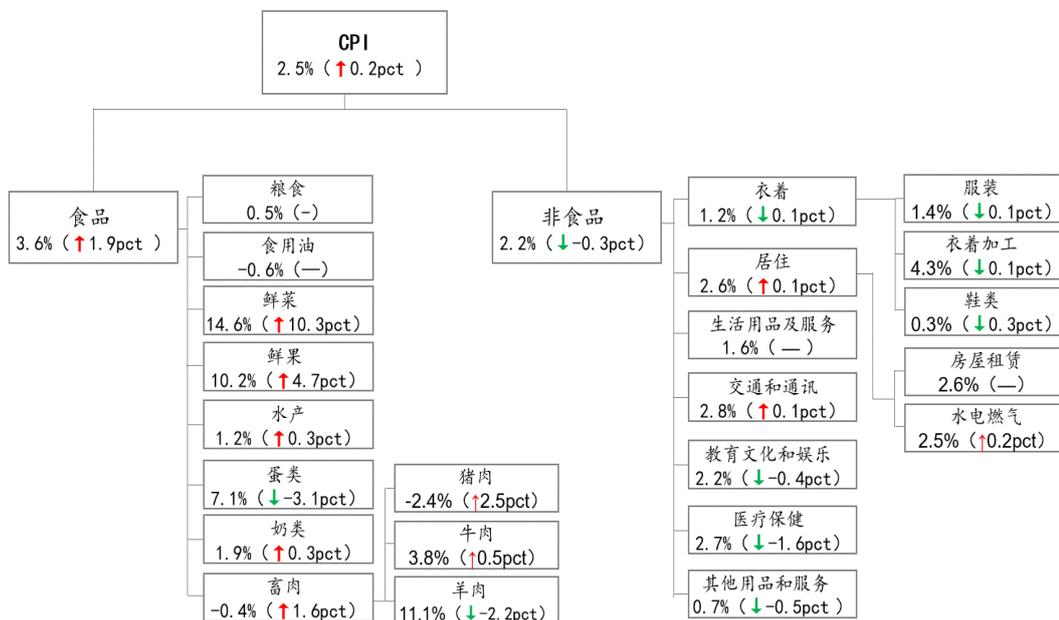
- (一) **中美贸易摩擦升级导致的进出口压力或将于四季度显现。**中美贸易摩擦升级后，2,000 亿加征关税于 9 月 24 日落地，压力或于四季度开始显现。随着美国中期大选的临近，中美贸易摩擦升级已演变成美国单方面的政治口水战，特朗普及其幕僚将战线扩大至政治层面，污蔑中国大陆正在意图影响美国的中期选举。贸易摩擦向政治口水战的升级表明，中美贸易摩擦升级走势至少在“习特会”之前都难见分晓，仍是出口贸易走势的最大不确定性。
- (二) **全球经济复苏动力衰减，后续出口贸易不容乐观。**10 月 9 日，IMF 将今明两年世界经济增速预期下调至 3.7%，并警告贸易紧张局势加剧、新兴市场信贷收紧和资本外流风险是全球经济面临的主要威胁。9 月欧元区制造业 PMI 指数 53.2 为年内最低值，摩根大通全球制造业 PMI 指数 52.2 亦录得全年最低点，皆显示经济复苏动力有所减弱。
- (三) **汇率企稳叠加高基数，对后续出口增速形成遏制。**去年 11 月至今年 2 月出口增速较高，基数较高不利于后续出口增速进一步上行。人民币汇率已行至关键点位，央行对人民币贬值的干预有所增强，后续人民币汇率有望企稳，继续贬值概率较小。

综合来看，在中美贸易摩擦升级、外需走弱、去年同期高基数、人民币汇率企稳的多重影响下，出口的两位数增速或将难以维持，贸易摩擦升级的压力或于四季度开始显现。其中，中美贸易摩擦仍将是最大的不确定性。

## 6. 通胀：CPI 继续抬升，PPI 持续回落

图 34: 9 月 CPI 结构一览

注：括号内数值表示该指标同比增速当月相较上月的变化



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

**9 月 CPI 继续抬升，或为年内次高点。**当月同比增长 2.5%，较 8 月增加 0.2pct；环比增长 0.7%，与 8 月持平。

**9 月 CPI 增长主要为食品价格抬升导致。**9 月 CPI 食品项环比增长 2.4%，同比增长 3.6%，除中秋节消费拉动外，还有以下几类因素：1、受夏季蔬菜与秋季蔬菜供应换挡影响，叠加部分地区极端天气影响，鲜菜价格 9 月涨幅较大，同比增长 14.6%，环比增长 9.8%；2、受年初倒春寒影响，北方部分水果受灾减产因此鲜果价格涨幅较大，同比增长 10.2%，环比增长 6.4%；3、受猪瘟疫扩散和供给减少影响，猪肉价格有一定幅度上涨，同比增长 2.4%，较上月少跌 2.5%，环比增长 3.70%。

**非食品价格上涨，主要由教育服务、居住、服装和交通工具燃料上涨拉动。**9月CPI非食品项环比增长0.3%，同比增长2.2%。其中：教育服务环比增长1.9%，主要受开学季教育消费需求旺盛影响；居住项环比增长0.4%，主要由水电燃气和房租上涨推升，受原油价格不断上涨推动，国内成品油价格不断上涨，9月发改委上调成品油价格，同时中国房地产协会公布的房租数据显示，2018年9月一线城市房租同比增长20%。

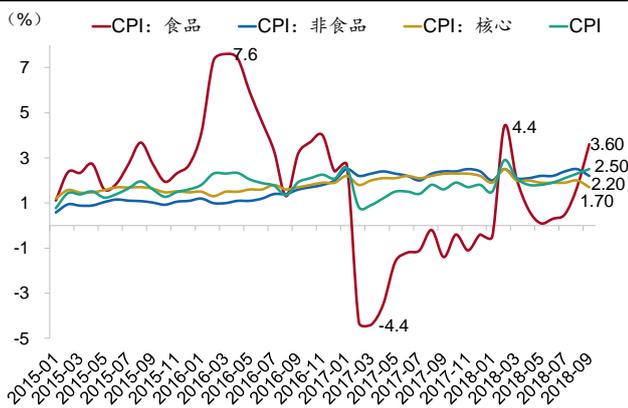
**展望四季度，通胀压力有限。**食品供给增加与价格企稳是首要因素：一是秋季蔬菜供给上线，鲜菜价格有所回落；二是猪瘟疫情防控较好，没有大规模扩散，猪肉价格高位企稳。非食品价格波动较小，影响不大：一方面燃油价格有所稳定，对居住、交通的价格拉动减弱；另一方面四季度节假日较少，旅游需求减弱。

**受基数较高影响，9月PPI同比增长3.6%，较上月下降0.5pct。**9月PPI环比增长0.6%，较上月提升0.2pct。生产资料同比增长4.6%，下降0.6pct，环比0.7%，提高0.2pct；生活资料同比增长0.8%，上升0.1pct，环比增长0.1%，下降0.2pct。

**受国际油价攀升带动，石油及相关行业价格涨幅较大。**其中，石油加工、炼焦及核燃料加工业环比增长4%，化学纤维制造业环比增长3.9%，石油和天然气开采业环比增长3.8%，黑色金属矿采选业环比增长2.6%。

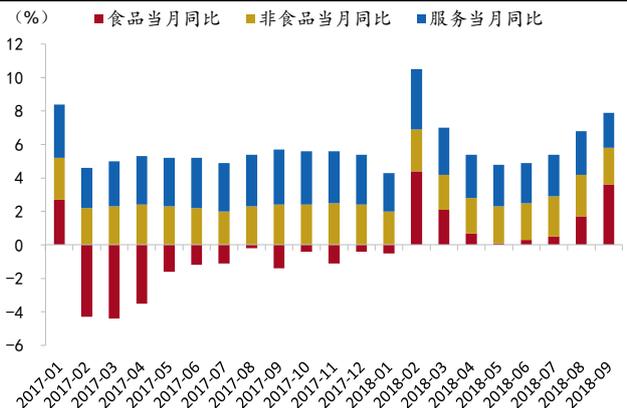
**环保限产边际放松，上游产品价格或稳中有降。**9月27日，生态环境部发文，制定京津冀及周边地区PM2.5下降目标为3%（去年同期目标为15%），表明限产将会有所松动，后续上游产品价格上涨局面有待改善。

图 35: CPI 继续抬升



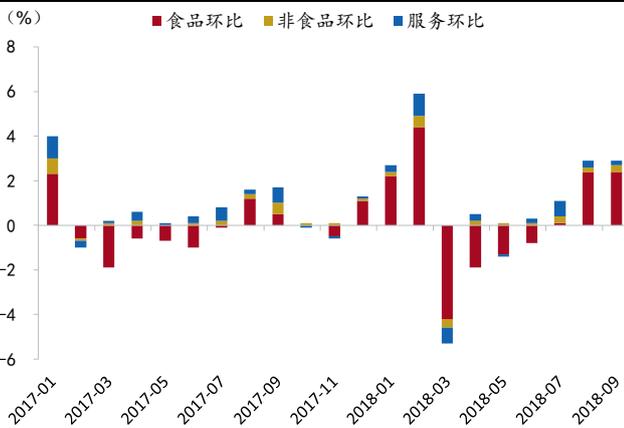
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 36: 食品价格同比回升显著



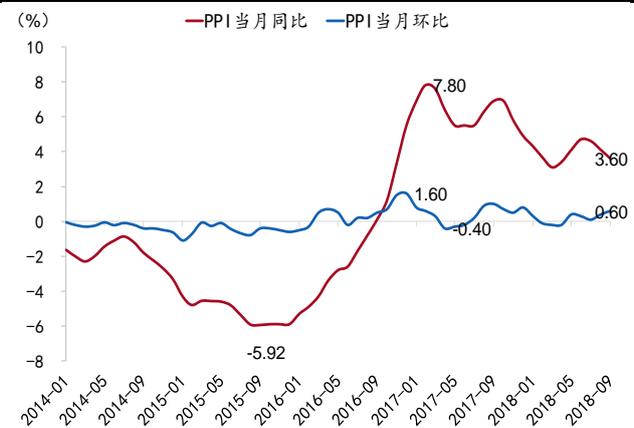
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 37: 食品价格环比涨幅领先



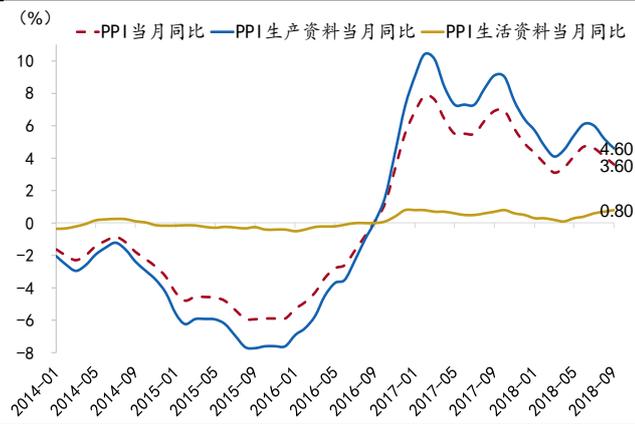
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 38: PPI 同比增速小幅下滑



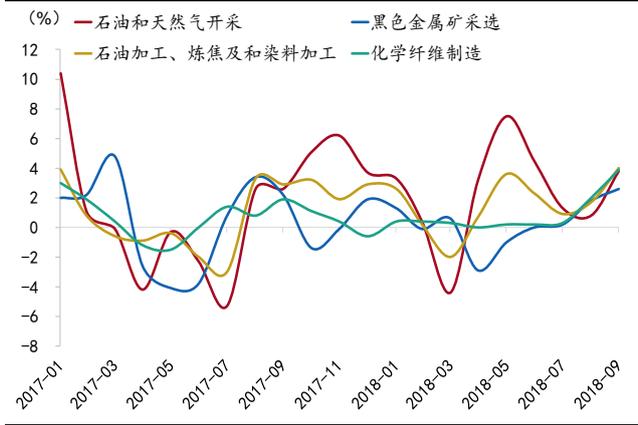
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 39: 生产资料价格增速下滑



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

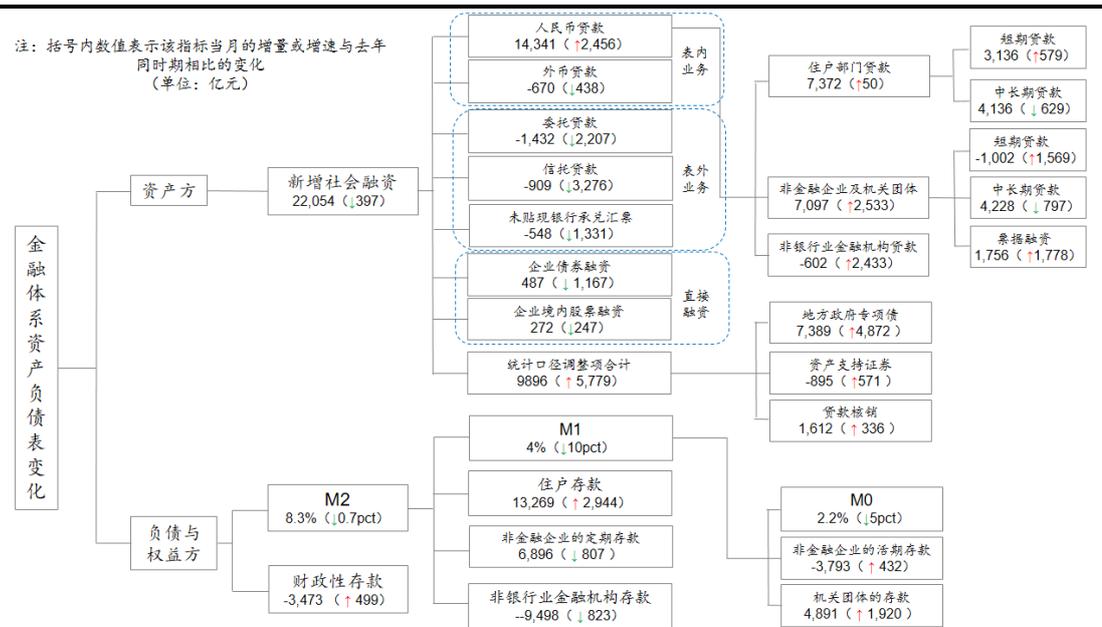
图 40: 石油相关行业价格环比增长较高



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

### III. 货币金融：社融增长回落，“稳信用”任重道远

图 41: 9 月中国主要金融指标一览

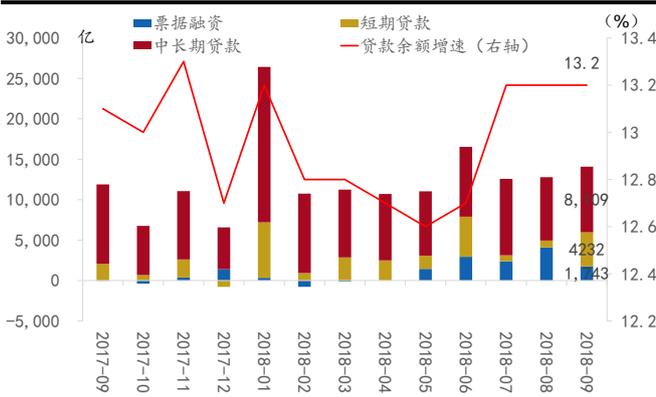


资料来源: 招商银行研究院、招银国际研究

#### 1. 信贷投放保持稳定，全年有望创新高

9 月末，人民币贷款余额同比增长 13.2%，与上月末持平，较社融（新口径）高 2.6pct，继续保持较快增长。当月新增人民币贷款 1.38 万亿，同比多增 900 亿，基本符合市场预期。其中，中长期贷款增加 8109 亿元，短期贷款增加 4232 亿元，票据融资增加 1742 亿元。

图 42: 近期短期贷款增加，长期贷款回落



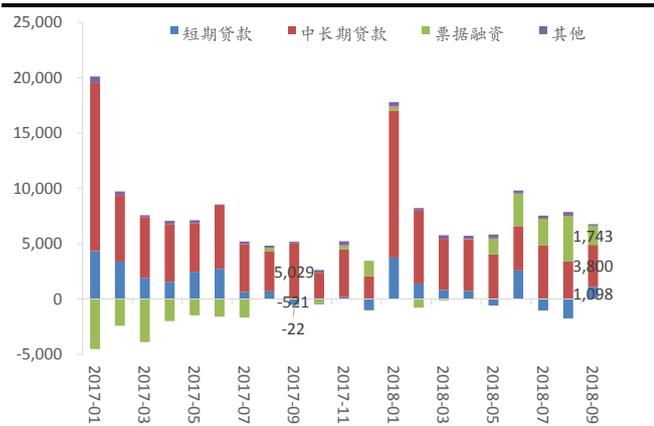
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

分部门看：

**(1) 企业贷款增长加快。**当月非金融企业贷款增加 6,772 亿元，同比多增 2137 亿元。其中，短期贷款增加 1,098 亿，票据融资增加 1,742 亿，中长期贷款增加 3,800 亿。

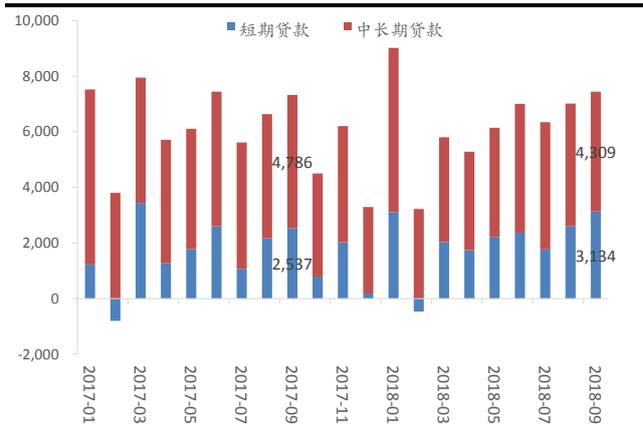
**(2) 居民部门贷款保持稳定。**当月居民贷款增加 7,544 亿，同比多增 195 亿。其中，中长期贷款增加 4,309 亿，连续 3 月下降，指向房地产调控升级下的销售降温迹象；短期贷款增加 3,134 亿，可能与 9 月份中秋节居民消费意愿上升等因素有关。

图 43: 9 月份新增人民币贷款:非金融企业



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 44: 9 月份新增人民币贷款:居民户

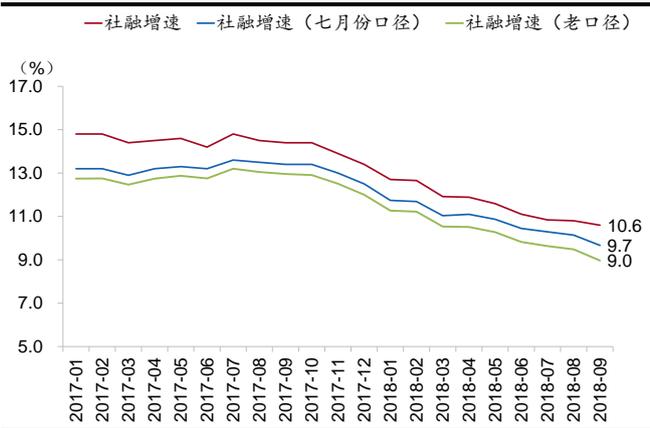


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 社融增长继续回落，“稳信用”压力不减

9 月份，央行继续调整社融统计口径，将地方政府专项债纳入社融统计范围。新统计口径下，9 月末社融规模存量 197.3 万亿，同比增长 10.6%，较上月下降 0.2pct。还原 7 月份口径和老口径，9 月末社融规模存量分别同比增长 9.7%、9%，可比口径下的社融同比增速已处于个位数增长，略低于前三季度累计 GDP 名义增速 9.8%。

图 45: 9 月各口径社融继续回落

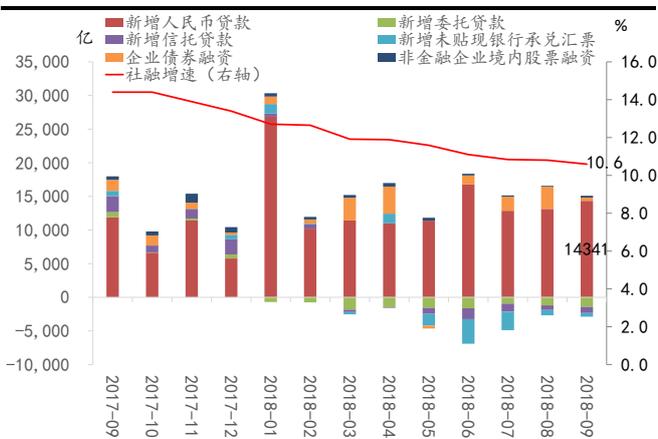


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

新口径下，当月社融增量为 2.2 万亿，其中，地方政府专项债增加 7,389 亿，与 9 月份地方债加快发行有关；委托、信托、未贴现银行承兑汇票分别下降 1435 亿元、908 亿元、548 亿元，合计减少 2,888 亿，继续呈收缩态势；受 9 月地方债发行加快以及债务风险事件频发等影响，非金融企业债券净融资仅增加 487 亿，较上月减少 2,810 亿。还原 7 月份统计口径，9 月份社融增量 1.47 万亿。

**社融增速持续回落。**一是因去年同期基数较高，二是与监管强化导致表外融资大幅收缩有关，三是受信用风险事件和地方债发行影响，信用债增加较少。我们预计，四季度社融增速依然存在一定的下行压力，尤其是 11 月份下行压力可能会更为明显，此后有望企稳。

图 46: 社融余额增速继续回落



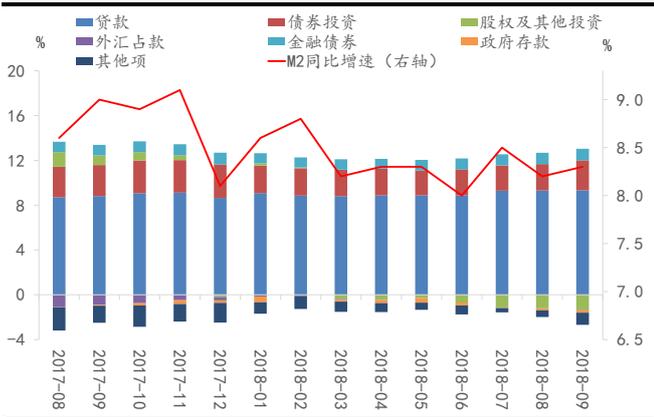
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

### 3. M2 增速基本企稳，或继续呈现小幅波动

9 月末 M2 余额 180.2 万亿元，同比增长 8.3%，基本符合预期，较上月回升 0.1pct，仍在低位徘徊。M1 增速则下探至 4%，较上月回升 0.1pct。今年以来，M2 增速已基本企稳，但在存款派生能力不足的情况下，M2 还不具备大幅回升的基础，预计下一阶段 M2 依然维持在 8% 以上小幅波动。

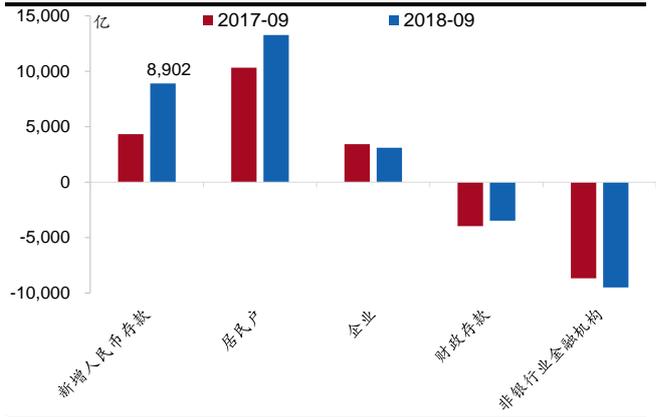
从结构看，9 月份住户存款增加 1.3 万亿，同比多增 2,944 亿；非金融企业存款增加 3,104 亿，财政性存款减少 3,473 亿，非银行业金融机构存款减少 9,498 亿。

图 47: M2 派生结构分解



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 48: 存款派生仍然乏力



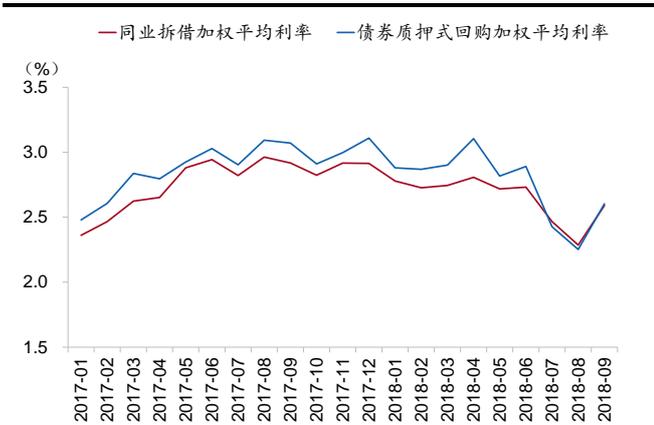
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

### 4. “宽货币”基调不变

**流动性继续保持合理充裕。**为对冲地方政府债券发行加快对流动性的冲击，9月份央行适度加大了流动性净投放，保持流动性合理充裕。当月央行累计净投放流动性4375亿元，其中MLF净投放2650亿元，PSL净投放125亿元，公开市场操作净投放1600亿元。

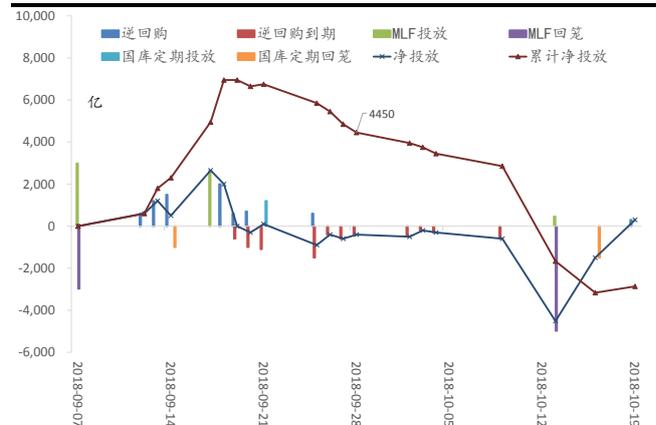
**货币市场利率小幅回升。**9月央行并未跟随美联储加息上调操作利率。当月同业拆借加权平均利率和质押式回购加权平均利率分别为2.59%、2.6%，环比上升30BP、35BP。货币市场利率小幅回升，主要与地方政府债发行加快、美联储加息等因素有关。随着10月份央行降准政策的落实，市场利率有望保持基本稳定。

图 49: 同业拆借、质押式回购利率小幅回升



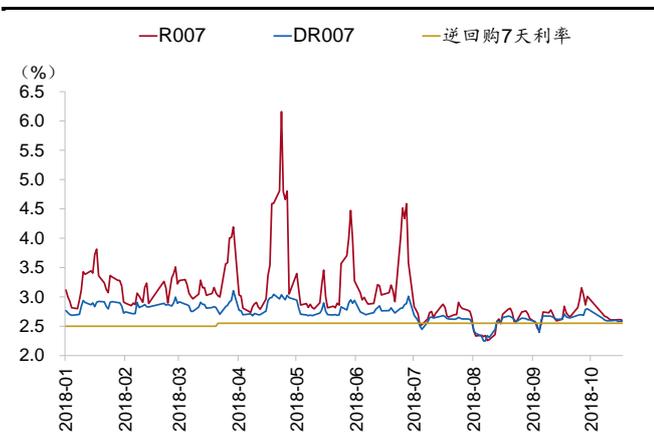
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 50: 央行多种操作增加流动性



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 51: 9月R007、DR007小幅回升

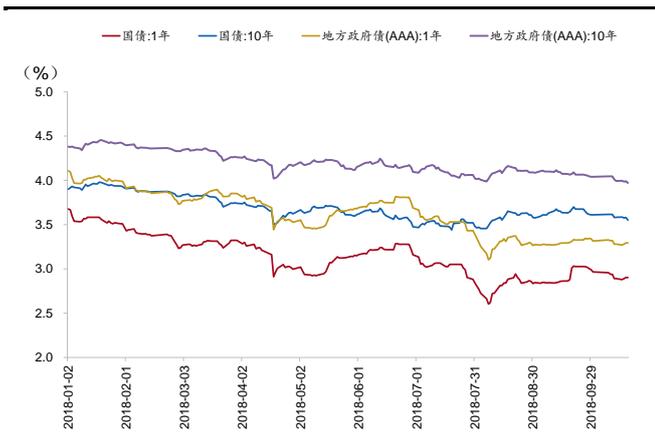


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**利率债收益率先升后降。**9月初，3年期、5年期、10年期国债收益率分别为3.31%、3.37%、3.60%。9月上旬，受地方债发行节奏加快，利率债收益率小幅上行，此后随着央行加大流动性对冲，9月底国债利率小幅回落至3.28%、3.46%、3.41%。9月份，地方债收益率整体上下行，3年期、5年期、10年期地方债分别从月初的3.71%、3.84%、4.11%下降至月底的3.68%、3.84%、4.04%。

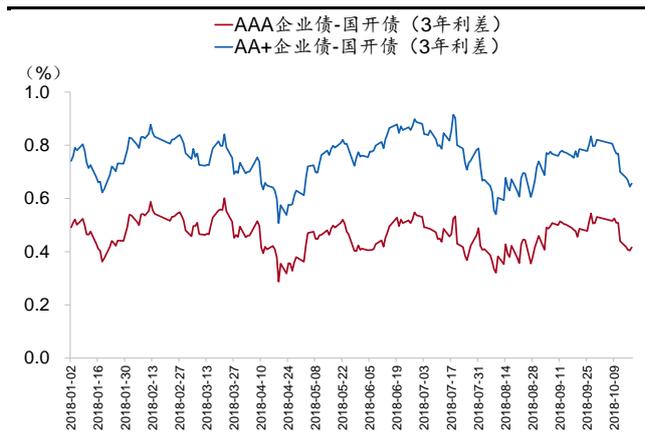
**9月信用利差有所扩张。**9月3年期AAA、AA+企业债平均利差为0.49%、0.78%，较上月末扩大0.09%、0.13%。这主要与近期信用违约事件增加、地方债发行提速有关。9月份，新增信用违约事件19起，违约金额达到200亿。为进一步缓解民营企业融资压力，央行在10月份设立民营企业债券融资支持工具，为民企发债提供增信支持。

图 52: 利率债收益率先升后降



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 53: 9月信用债利差走扩



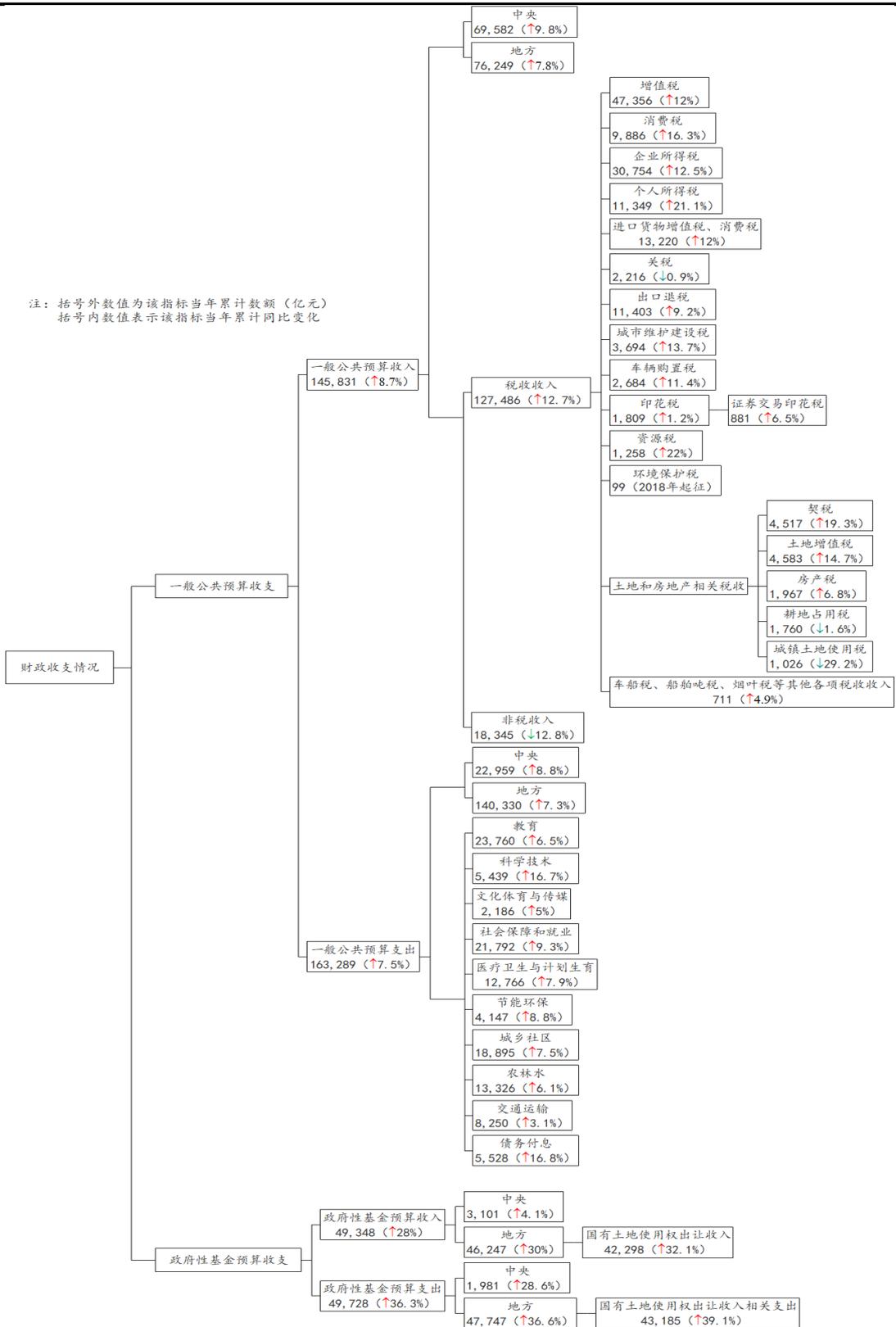
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 5. 金融数据前瞻

前瞻地看，未来信贷增速有望加快，“稳信用”任重道远。我们预计，目前 M2 已基本企稳，下一阶段有望维持在 8% 以上小幅波动；社融增速依然存在一定的下行压力，随着近期政策部门持续加大“稳信用”力度，信用收缩压力有望边际放缓，信贷投放将继续保持较快增长，社融增速可望维持在 10% 以上。

## IV. 财政收支：减税降费主线不变，财政支出有待发力

图 54: 9 月中国主要财政指标一览



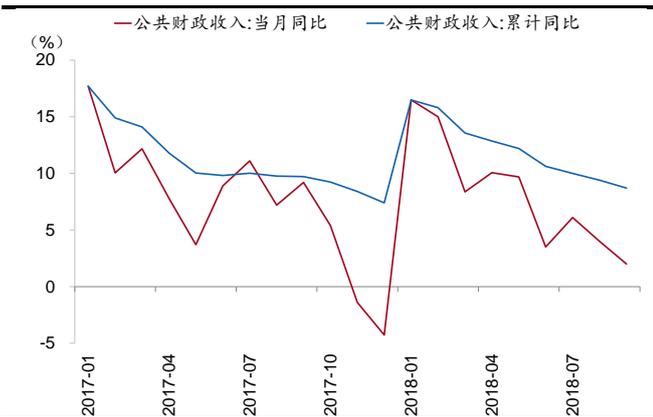
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 1. 财政收入：降费成效显著，减税效果初步显现

**财政收入增速延续放缓趋势。**9月，全国一般公共预算收入同比增长仅2%，1-9月累计同比增速降至8.7%，均创年内新低。而随着个人所得税的正式实施，以及9月出台的其他减税降费政策的逐步落地，预计四季度一般公共预算收入增速将进一步放缓。

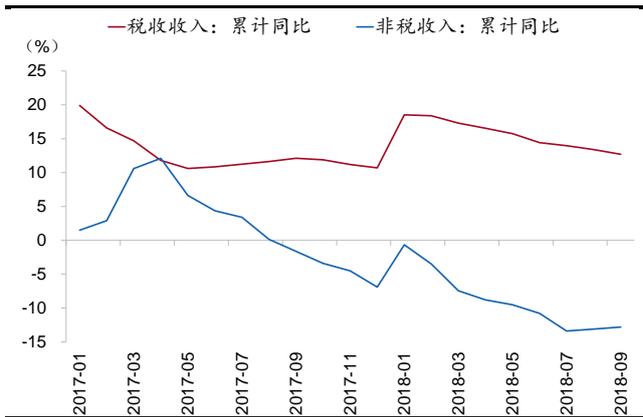
**非税收入下降明显，“放管服”（简政放权、放管结合、优化服务）改革成效明显。**9月，全国一般公共预算收入中非税收入同比下降10.9%，累计同比下降12.8%，延续了2017年以来增速持续下降的趋势。自2016年下半年国务院启动“放管服”改革以来，政府非税收入下降明显，截至今年9月，非税收入已连续12个月同比负增长，连续13个月累计同比负增长，降费成效显著。

图 55: 一般公共预算收入增速放缓



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 56: 非税收入增速下降明显



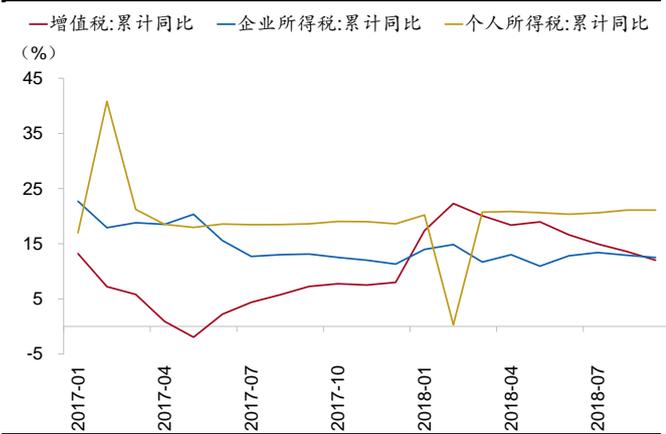
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

**减税效果初步显现，进一步减税值得期待。**1-9月，我国税收收入累计同比增长12.7%，其中，增值税、企业所得税累计同比增长12%和12.5%，均较上月小幅下降；个人所得税累计同比增长21.1%，与上月持平；其他各项税收科目互有涨跌。总体来看，我国主要税种的累计增速仍处于近年高位，减税后劲依然较强。此外，虽然我国非税收入增速下降明显，但由于其平均仅占我国一般公共预算收入的10%左右，因此若要真正实现为企业、个人减负，还需要政府在“减税”端持续发力。5月正式实施的增值税政策的政策效果已有所显现，但10月1日起正式实施的新版个税法的效果仍有待观察。尤其是个税专项附加扣除对减轻居民个税负担的效果需重点关注。

**受进口增速超预期影响，关税收入降幅收窄。**9月，我国进口、出口增速分别较上月环比上涨5.4%、下降5.2%，受此影响，9月我国关税增速同比下降4.7%，虽然降幅较上月有所收窄，但总体延续了2017年初以来的下降趋势。未来受中美贸易摩擦及我国主动下调关税政策的影响，关税收入或将进一步下降。

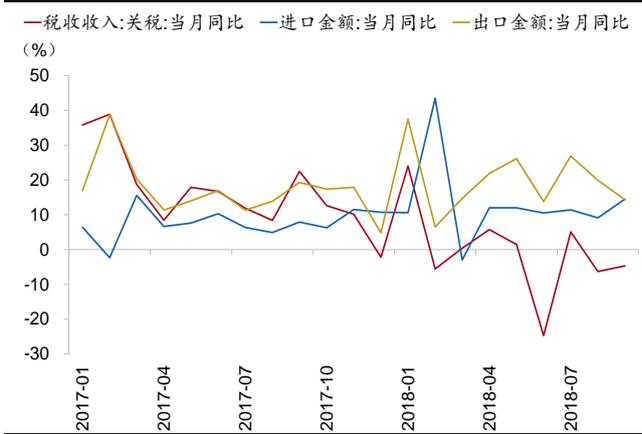
**出口退税力度有所加强。**1-9月，出口退税总计11403亿元，累计同比增速9.2%。在政治局会议“稳外贸”的定调下及减税降费的财政政策主线指导下，加强对外贸企业出口退税的力度可以更好落实减税降费政策，降低生产成本，预计出口退税力度在四季度会进一步增强。

图 57: 主要税种增速依旧处于高位



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 58: 关税增速降幅环比收窄



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

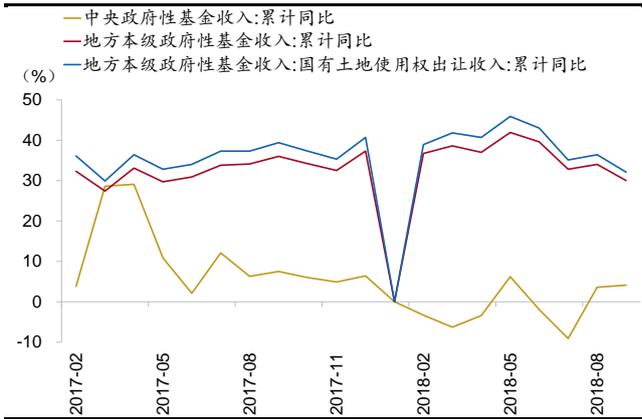
**国有土地使用权出让收入增速环比略有下降, 但依旧处于高位。**1-9 月, 全国政府性基金预算收入同比增长 28% (中央和地方同比分别增长 4.1%和 30%), 地方国有土地使用权出让收入同比增速达到 32.1%, 延续了 2015 年中以来的持续高速增长态势。在以减税降费为主线的财政政策背景下, 增加国有土地使用权出让收入无疑将成为政府缓解财政压力的有效手段。同时, 在对房地产调控基调未现松动的前提下, 加快国有土地出让也必然成为地方政府稳房价的必然选择。

图 59: 出口退税增速上行



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 60: 国有土地出让收入延续回升态势



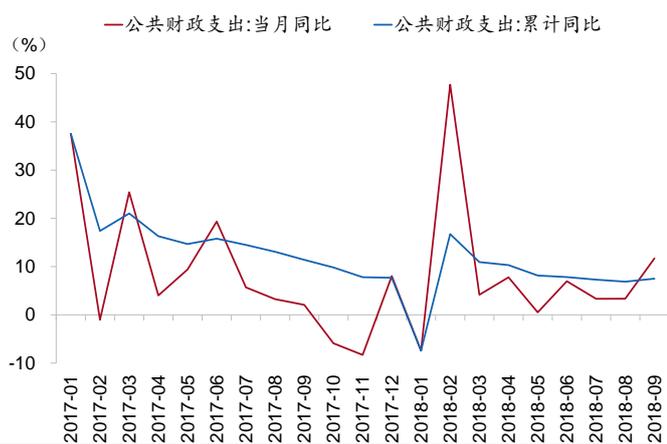
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 2. 财政支出: 积极迹象已显现, 地方财政是主力

**财政支出总体呈现“积极”迹象。**9 月, 全国一般公共预算支出 22,616 亿元, 同比增长 11.7%, 较 8 月大幅上涨 8.4 个百分点。1-9 月, 全国一般公共预算累计支出 163,289 亿元, 同比增长 7.5%, 环比增长 0.6 个百分点, 虽仍低于近年财政支出的中枢水平, 但已较前期更为“积极”。

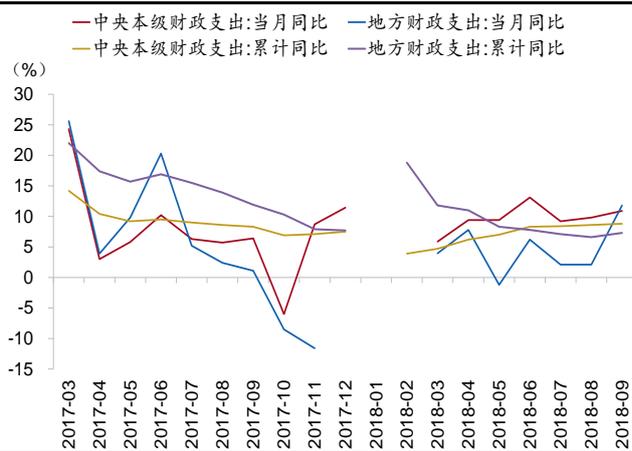
**地方财政支出发力明显。**9 月, 中央一般公共预算本级支出 2,533 亿元, 同比增长 10.9%, 较上月下降 1.1 个百分点; 受上年同期基数较低影响, 地方一般公共预算支出 20,083 亿元, 同比增长 11.8%, 较上月大幅提升 9.7 个百分点。1-9 月, 中央一般公共预算本级支出 22,959 亿元, 累计同比增长 8.8%, 较上月回升 0.2 个百分点; 地方一般公共预算支出 140,330 亿元, 累计同比增长 7.3%, 较上月回升 0.7 个百分点。从趋势上看, 地方财政支出增速明显加快, 而中央财政支出增速则稳步回升。

图 61: 一般公共预算支出更为积极



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 62: 地方财政支出发力明显



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

## 附录：11月中国经济数据及事件

日期	数据/事件	上期数据
1	10月财新制造业 PMI	50
5	10月财新服务业 PMI:经营活动指数	53.1
5	10月财新综合 PMI:经营活动指数	52.1
7	10月外汇储备(亿美元)	30870.25
8	10月出口同比(按美元计)	14.5
8	10月进口同比(按美元计)	14.3
9	10月 CPI:同比(%)	2.5
9	10月 PPI:同比(%)	3.6
10	10月新增人民币贷款(亿元)	13800
12	10月 M2:同比(%)	8.3
12	10月社会融资规模:当月值(亿元)	22100
14	10月工业增加值:当月同比(%)	5.8
14	10月固定资产投资:累计同比(%)	5.4
14	10月社会消费品零售总额同比	9.2
30	11月官方制造业 PMI	50.8

## 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管理人员；（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及46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

本报告期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。