

供給需求壓力不減，基建已在“至暗時刻” ——10月中國宏觀經濟月報

宏觀經濟：投資消費低位企穩，經濟生產壓力不減

- ❖ 在全球經濟前景轉淡，IMF 下修全球經濟增長預期的背景下，三季度中國經濟增長乏力，繼續走弱。第三季度國內生產總值同比增長 6.5%，增速不及預期。消費對 GDP 累計同比拉動下滑，第三產業在 GDP 中占比同比提高。考慮到生產端開始向需求收斂，工業生產持續下滑；同時穩增長政策效果具有時滯，短期難以顯現；疊加中美貿易摩擦繼續升級，進出口形勢未見好轉，因此預計四季度經濟仍然面臨較大壓力。
- ❖ 生產持續下滑，製造業疲態顯現。工業增加值持續下滑，製造業落後拖累生產。9 月規模以上工業企業利潤當月值 5,455 億元，同比增長 4.1%，較上月下滑 5.1pct。9 月各行業利潤累計同比增速普遍回落。工業生產動能減弱，受需求減弱、利潤增速下滑和高庫存影響。
- ❖ 固定資產投資低位企穩，非民間投資低位反彈。基建投資增速已處於“至暗時刻”，四季度有望邊際回暖。製造業投資持續復蘇，拉動固定資產投資增速反彈。房地產投資小幅回落，預計後續房地產投資將會隨著銷售放緩而出現下滑。9 月基建投資繼續探底，受地方財政支出加快影響，四季度基建投資有望走出低谷。但另一方面，基建投資增速難以大幅反彈：財政部門嚴控整體債務規模、地方政府清理隱性債務風險仍將對基建刺激形成制約。
- ❖ 消費增速小幅回升，商品需求企穩。汽車消費同比負增長，未來可能仍將繼續拖累消費增長。網上零售增速延續下滑態勢。受個稅新政策、CPI 中樞上移和基數稍低的影響，消費增速有望回升。但另一方面，中秋節錯位對四季度消費增長形成制約，疊加汽車消費短期難有起色、個人可支配收入增速依舊下滑影響，消費面臨壓力。整體而言，利好因素短期難以提振消費，預計四季度消費增速整體保持平穩。
- ❖ 通脹繼續抬升，PPI 有所回落。9 月 CPI 增長主要為食品價格抬升導致。食品和汽油價格上漲是未來通脹關注的重點。PPI 當月同比增長 3.6%，增速有所下降，主要因去年高基數導致。前瞻地看，四季度的通脹壓力預計將有限。

貨幣金融：社融增長回落，“穩信用”任重道遠

- ❖ 信貸投放保持穩定，全年有望創新高。企業貸款增長加快，居民部門貸款保持穩定。社融增長繼續回落，“穩信用”壓力不減。預計四季度社融增速依然存在一定的下行壓力，尤其是 11 月份下行壓力可能會更為明顯，此後有望企穩。M2 增速基本企穩，或繼續呈現小幅波動。
- ❖ “寬貨幣”基調不變，信用債利差走擴。流動性繼續保持合理充裕。為對沖地方政府債券發行加快對流動性的衝擊，9 月份央行適度加大了流動性淨投放，保持流動性合理充裕。9 月貨幣市場利率小幅回升，利率債收益率先升後降，信用利差有所擴張。預期 10 月央行增信政策將不斷出臺，信用債利差有望有所回落。
- ❖ 前瞻地看，未來信貸增速有望加快，“穩信用”任重道遠。我們預計目前 M2 已基本企穩，下一階段有望維持在 8% 以上小幅波動；社融增速依然存在一定的下行壓力，隨著近期政策部門持續加大“穩信用”力度，信用收縮壓力有望邊際放緩，信貸投放將繼續保持較快增長，社融增速可望維持在 10% 以上。

財政收支：減稅降費主線不變，財政支出有待發力

- ❖ 財政收入增速延續放緩趨勢，財政支出積極跡象已顯現，地方財政是主力。非稅收入下降明顯，“放管服”（簡政放權、放管結合、優化服務）改革成效明顯。減稅效果初步顯現，進一步減稅值得期待。

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787

郵件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

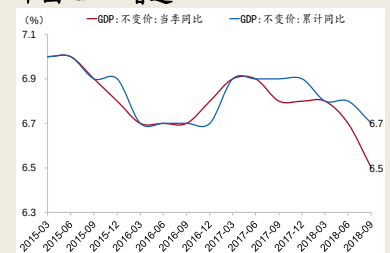
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

中國 GDP 增速



近期宏觀報告

[2018年10月30日](#)

[三季度美國 GDP 數據點評——](#)

[增長依舊強勁，投資和出口現隱憂](#)

[2018年10月22日](#)

[期待有效政策提振信心——](#)

[三季度中國經濟數據點評](#)

[2018年10月18日](#)

[個稅改革能拉動消費嗎？——](#)

[基于消費函數的分析](#)

[2018年10月9日](#)

[10月海外宏觀經濟月報——](#)

[聚焦海外不確定因素](#)

[2018年10月8日](#)

[降准有助市場情緒穩定，政策成效仍待](#)

[觀察](#)

[2018年10月3日](#)

[剖析美國徵稅清單，洞察中國應對之道](#)

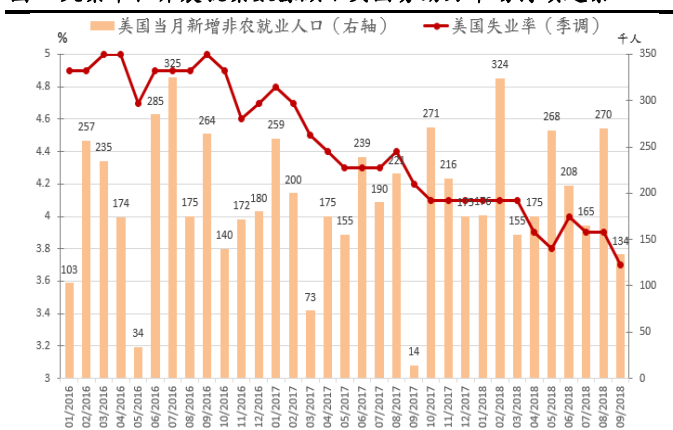
目錄

I. 海外宏觀：全球經濟前景轉淡，IMF 下修增長預測	3
II. 宏觀經濟：投資消費低位企穩，經濟生產壓力不減	5
1. 經濟：季度增速下滑，全年壓力持續	5
2. 生產：生產持續下滑，製造業疲態顯現	6
3. 投資：同比增速低位企穩，基建已在至暗時刻	7
4. 消費：增速小幅回升，商品需求企穩	9
5. 貿易：漫野金秋，山雨欲來	10
6. 通脹：CPI 繼續抬升，PPI 持續回落	13
III. 貨幣金融：社融增長回落，“穩信用”任重道遠	15
1. 信貸投放保持穩定，全年有望創新高	15
2. 社融增長繼續回落，“穩信用”壓力不減	16
3. M2 增速基本企穩，或繼續呈現小幅波動	17
4. “寬貨幣”基調不變	18
5. 金融數據前瞻	19
IV. 財政收支：減稅降費主線不變，財政支出有待發力	20
1. 財政收入：降費成效顯著，減稅效果初步顯現	21
2. 財政支出：積極迹象已顯現，地方財政是主力	22

I. 海外宏觀：全球經濟前景轉淡，IMF 下修增長預測

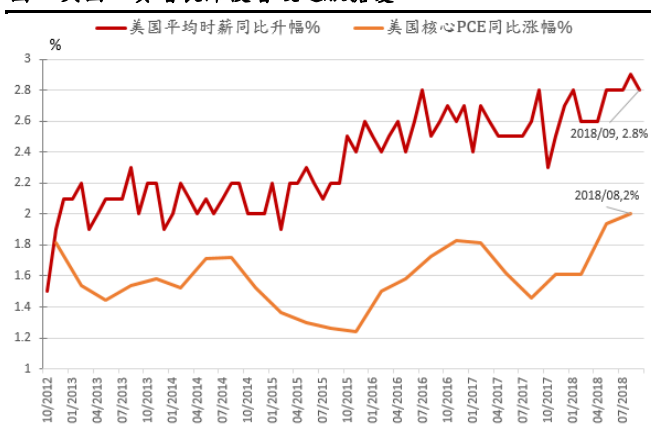
美國薪資穩步爬升，通脹壓力適度。受強勁經濟支持，美國就業市場持續趨緊，雖因颶風災害影響，9 月新增非農就業人數由前值 20.1 萬減至 13.4 萬，但失業率進一步下降 0.2pct 至 3.7%，為 49 年來最低。隨著美國就業市場趨緊，工資增速及通脹壓力成為關注焦點。9 月平均時薪同比上升 2.8%，略低於 8 月錄得的增速 2.9%，顯示薪資正穩步爬升，尚未出現加速迹象。同時，通脹壓力適度：9 月核心 CPI 環比上升 0.1%，低於 5 月至 7 月保持的 0.2% 的增速；美聯儲常用的通脹指標——核心 PCE，在 8 月維持在美聯儲目標水平 2% 不變，意味著從就業趨緊到薪資漲幅、再到整體通脹，仍需一段傳導時間。從 9 月美聯儲會議紀要來看，其漸進加息路徑并未受到影響，唯對美國經濟形勢更加樂觀，認為關稅的國內影響仍然較小。美債收益率有進一步飆升的可能，顯示投資者仍然相信美國經濟此輪復蘇將延續，有望繼續為強勢美元提供支撐。

圖 1: 失業率和非農就業數據顯示美國勞動力市場持續趨緊



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2: 美國工資增長滯後暫緩通脹擔憂



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

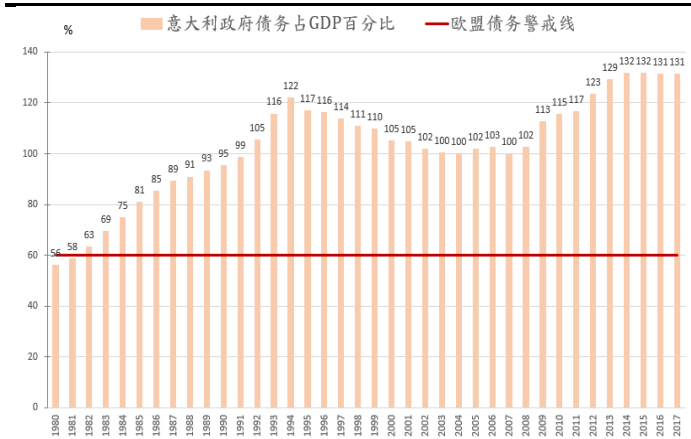
北美貿易協議支撐對華強硬立場。10 月 1 日，加拿大和美國在最後時刻達成協議，意味著《美加墨三國協議》（USMCA）將取代《北美自貿協議》（NAFTA）。在 NAFTA 重談期間暫停或取消的投資項目和商業計劃將因不確定性的消除而有望重啟，無疑有利于美加墨三國實現共贏。從 USMCA 的談判過程和協議內容來看，為了與美國達成協議，墨、加兩國在許多領域做出了更多讓步，包括爭端解決機制，汽車出口限制和乳製品市場准入等，可以看出在獲得足夠利益之前美國不會輕易叫停與中國等其他國家的貿易爭端。而且，在北美三國談判中，美國的核心訴求并非關稅，而是貿易規則和知識產權等法規，意味著中美貿易會談亦將困難重重。美國現正試圖在這場貿易戰中緩釋與其所有盟友的關係（包括加拿大、歐盟、日本和韓國），同時對中國採取更強硬的立場。

中期選舉對美貿易政策影響有限。帶著強經濟和 USMCA 等政績，特朗普和共和黨即將面臨 11 月 6 日中期選舉的大考，眾議院全部 435 個席位和參議院 1/3 的席位將接受重選。根據目前的民調和選情推斷，最有可能的情形是共和黨人在參議院繼續占據優勢，而民主黨將贏得眾議院的多數席位。在此情境下特朗普的財政、移民等政策可能受到更多牽制。然而由於總統在貿易政策上的自主權較大，且在對華貿易問題上兩黨不存在顯著分歧，因而不論中期選舉結果如何，預計都不會根本改變美國對華的強硬貿易政策。

意大利預算令歐盟高度警惕，歐元區製造業增長進一步放緩。近期，意大利民粹政府在財政預算問題上的一意孤行引發了歐盟的深切擔憂和極度不滿。意大利政府為了兌現選舉承諾，需要增加財政支出用于提供社會福利、基礎設施和減稅政策，因而將 2019 至 2021 年的預算赤字設定為 GDP 的 2.4%，遠超預期，且相較上屆政府增長了兩倍。由於意大利的政府債務占 GDP 的比重已經超過 130%，達到歐盟警戒綫 60% 的兩倍有餘，僅低於希臘，因而該預算計劃引發了對於意大利出現債務危機的普遍擔憂。如果意大利拒絕修改該預算計劃、無視歐盟反對執意推行，將面臨巨額罰款和系統性經濟風險，加之意大利國內經濟增長疲軟和財政失衡，歐元區第三大經濟體正在對區域整體發展構成威脅。歐元區的製造業增長進一步顯現放緩迹象，受工業生產拖累，製造業 PMI 指數在 9 月降至 53.2 後，于 10 月進一步下挫至 52.1，創 26 個月新低。受到全球貿易減少和製造業收縮影響，德國政

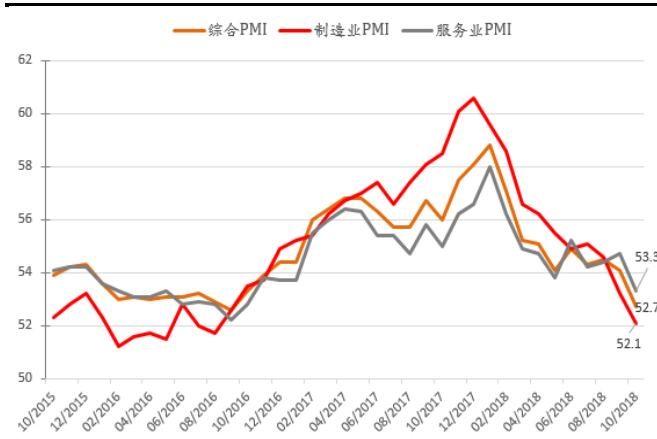
府下調了今明兩年的增長預測，由此前的 2.3% 和 2.1% 均下調至 1.8%，並明確指出未來最主要的風險是不斷升級的全球貿易爭端。

圖 3: 意大利政府債務占 GDP 比重遠超歐盟警戒線



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

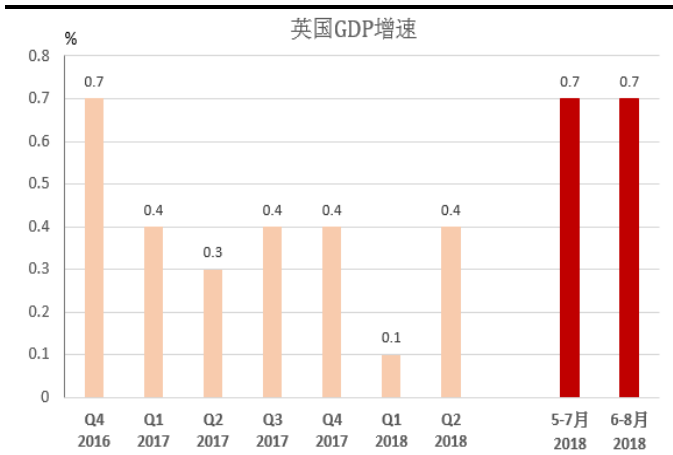
圖 4: 歐元區經濟增長態勢明顯放緩



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

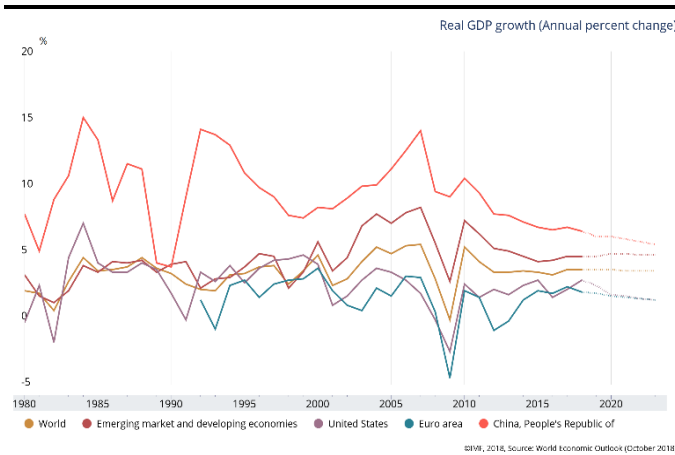
脫歐談判進入最艱難階段，英國經濟前景添憂。受夏季消費提振，英國截至 8 月的三個月 GDP 較上期增長 0.7%，較上半年有明顯回升。英國脫歐已進入最關鍵也是最艱難的階段，目前談判圍繞的重大問題包括愛爾蘭邊境以及英國與歐盟未來的貿易關係。當前退歐路徑的不確定性正在影響英國的出口、投資和招聘計劃。一旦出現無協議脫歐，英國的經濟將遭遇嚴重衝擊，明年開始將無法維持溫和增長的勢頭。

圖 5: 英國經濟增速于下半年回暖，但仍低于歷史平均水平



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 6: 10 月調整後的 IMF 全球增長預測

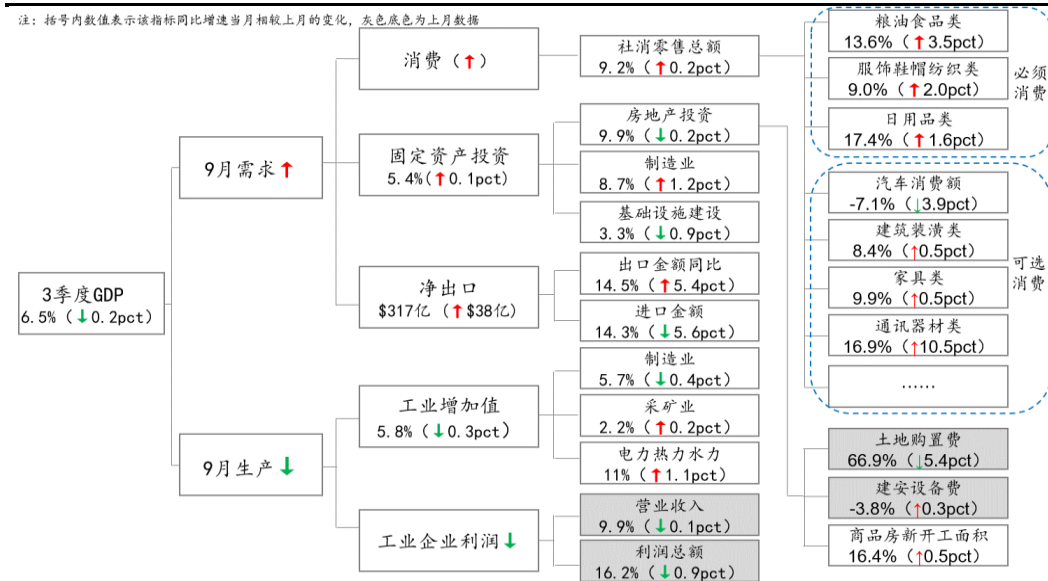


資料來源：IMF、招商銀行研究院、招銀國際研究

全球經濟前景轉淡，IMF 下修增長預測。美國經濟增長繼續保持強勁勢頭的同時，全球經濟面臨中美貿易戰升級、脫歐談判僵持、意大利預算危機、美債收益率高企、強勢美元和新興市場資本外流等多重壓力，不明朗因素增多。國際貨幣基金組織（IMF）于 10 月初下調了 2018 及 2019 年全球經濟增長預測，由 7 月的預測 3.9% 調低至 3.7%。IMF 預計美國和歐元區的經濟增長將在中期內放緩，並逐漸趨同，將美國 2019 年經濟增長率預估下調 0.2pct 至 2.5%，下修歐元區 2019 年增長預測至 1.9%。

II. 宏觀經濟：投資消費低位企穩，經濟生產壓力不減

圖 7: 9 月中國主要經濟指標一覽



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 經濟：季度增速下滑，全年壓力持續

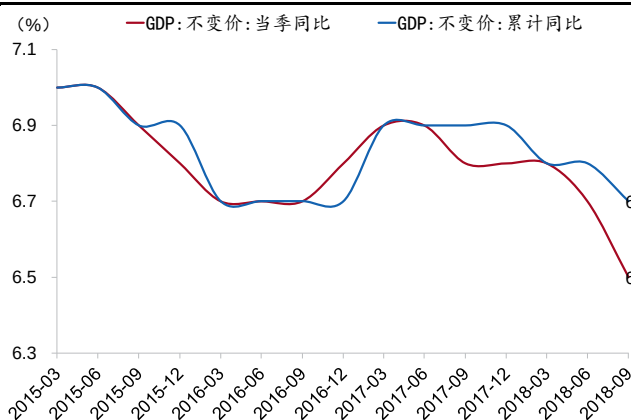
第三季度經濟增速不及預期。初步核算，第三季度國內生產總值 23.2 萬億元，同比增長 6.5%，前值 6.7%，市場預期 6.6%。以生產法看，第一產業增加值 2.0 萬億元，同比增長 3.6%；第二產業增加值 9.4 萬億元，同比增長 5.3%；第三產業增加值 11.8 萬億元，同比增長 7.9%。

初步核算，前三季度累計生產總值 65.1 萬億元，同比增長 6.7%，較前值下降 0.1pct，較去年同期下降 0.2pct。分產業看，第一產業增加值 4.2 萬億元，同比增長 3.4%；第二產業增加值 26.3 億元，同比增長 5.8%；第三產業增加值 34.6 億元，同比增長 7.7%。

消費對 GDP 累計同比拉動下滑，第三產業在 GDP 中占比同比提高。以生產法看，從前三季度三大產業增加值占比看，第一產業占比 6.5%，較去年同期同比下降 0.8pct；第二產業占比 40.4%，與上年保持穩定；第三產業占比 53.1%，同比增加 0.8pct。以支出法看，消費支出對 GDP 累計同比貢獻率 78%，較前值下滑 0.5pct，拉動 GDP 增長 5.2 個百分點，資本形成對 GDP 累計同比貢獻率 31.8%，拉動 GDP 增長 2.1 個百分點，淨出口對 GDP 累計同比貢獻率 -9.8%，拖累 GDP 增長 0.7 個百分點。

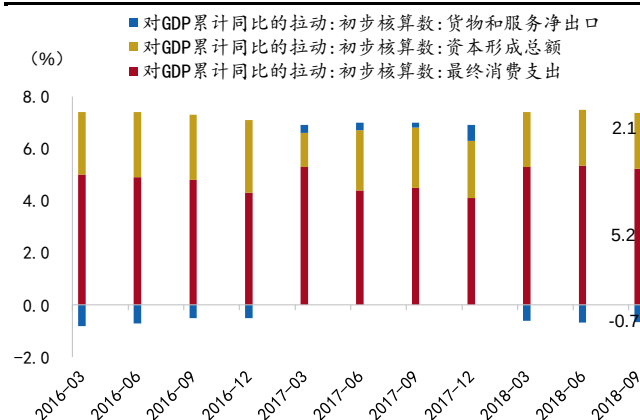
全年經濟增長壓力持續。考慮到生產端開始向需求收斂，工業生產持續下滑；同時穩增長政策效果具有時滯，短期難以顯現；疊加中美貿易摩擦升級繼續升級，進出口形勢未見好轉，因此預計四季度經濟仍然面臨較大壓力。

圖 8: 三季度經濟增長低於預期



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 9: 消費對 GDP 拉動小幅下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 生產：生產持續下滑，製造業疲態顯現

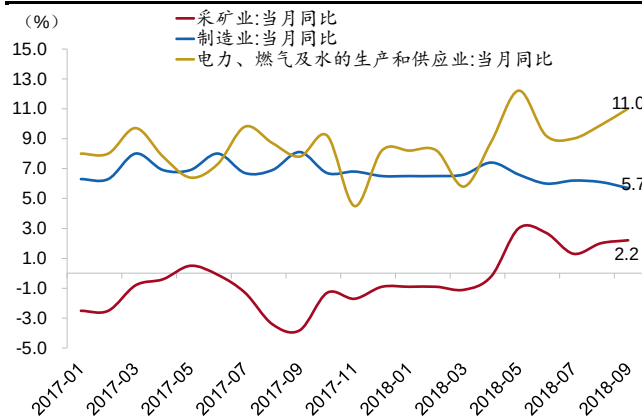
工業增加值持續下滑，製造業落後拖累生產。9 月規模以上工業增加值當月同比增長 5.8%，較上月下滑 0.3pct；累計同比增長 6.4%，較上月下降 0.1pct，已連續下降 4 個月。9 月製造業增加值當月同比增長 5.7%，較上月下降 0.4pct，采礦業增加值同比增長 2.2%，較上月提高 0.2pct，電力燃氣及水的生產和供應業當月同比增長 11%，較上月提高 1.1pct。

圖 10: 工業增加值同比增速繼續下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

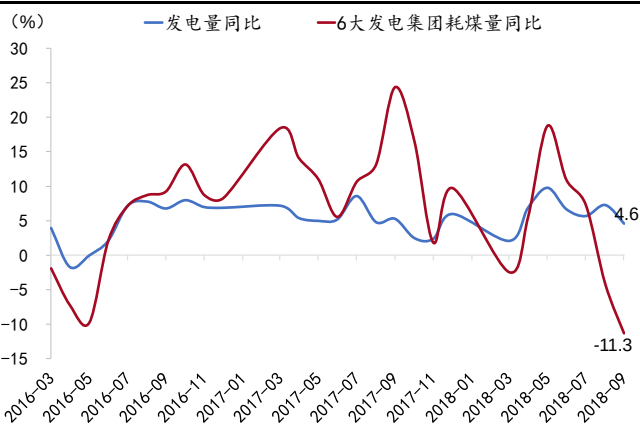
圖 11: 製造業增加值同比增速下降



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

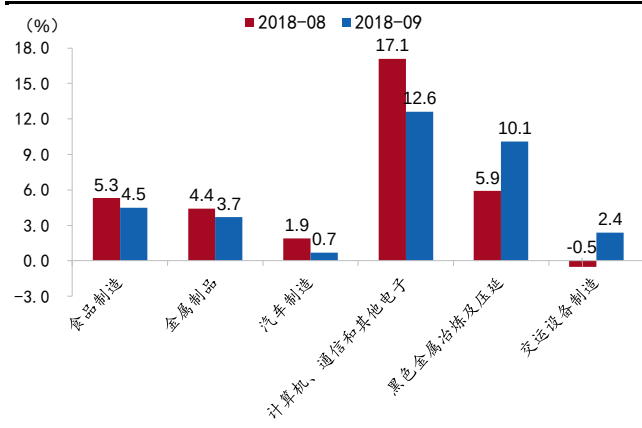
9 月製造業中，計算機通訊和其他電子設備製造業（12.6%，-4.5pct，前一個值為當月同比增速，後一個值為同比增速較上月變化，下同）、汽車製造業（0.7%，-1.2pct）、食品製造業（4.5%，-0.8pct）、金屬製品業（3.7%，-0.7pct）增加值增速較上月下滑顯著，拖累製造業生產。9 月黑色金屬冶煉及壓延加工業（10.1%，4.2pct）、交運設備製造業（2.4%，2.9pct）增加值增速較上月顯著提升。汽車行業銷售低迷、去年基數較高是拖累工業企業增加值增速的重要因素。汽車銷量增速自年初開始下降，需求下滑傳導至生產端，導致汽車行業工業增加值增速自 7 月開始下滑。

圖 12: 發電量、六大集團耗煤量同比下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 13: 汽車、計算機通訊、食品等拖累製造業生產



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

9 月規模以上工業企業利潤當月值 5,455 億元，同比增長 4.1%，較上月下滑 5.1pct。1-9 月累計利潤 4.97 萬億元，同比增速 14.7%，較上月下滑 1.5pct。9 月工業企業利潤下滑主要由以下幾點因素導致：（1）產品價格增速回落，9 月 PPI 同比 3.6%，較上月下滑 0.5pct；（2）工業增加值 9 月當月同比增速 5.8%，較上月下滑 0.3pct，累計同比增速 6.4%，較上月下降 0.1pct；（3）受基數影響較大，去年同期利潤當月同比增速高達 27.7%，累計同比增速高達 22.8%。

9 月各行業利潤累計同比增速普遍回落。石油開采、黑色冶煉、有色冶煉、造紙、印刷、專用設備、電力熱力生產等行業下滑幅度領先。9 月各類型企業利潤增速均同步回落，國企、私企當月利潤增速分別下滑 0.7、5.1pct。

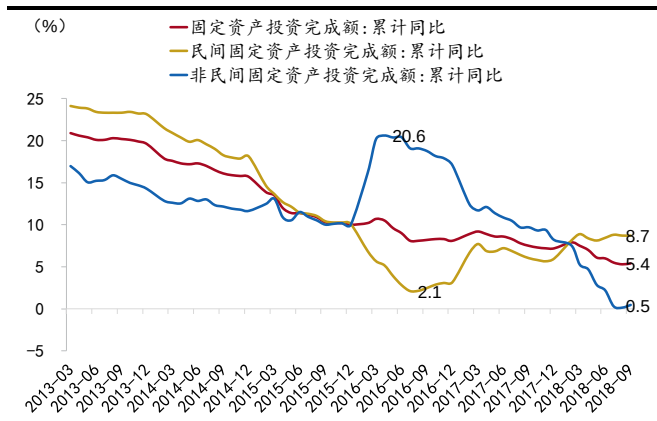
9 月工業企業銷售利潤率 6.29%，主營業務收入利潤率 6.44%，均較上月小幅提升 0.01pct，9 月工業企業每百元主營業務收入成本 84.25 元，較上月小幅下降 0.14 元，9 月企業資產負債率 56.6%，與上月持平。9 月規模以上工業企業產成品庫存同比增速 9.4%，較 8 月下降 0.4 個百分點，顯示向去庫存過渡，但增速仍為今年第三高點，去庫存壓力依然較大。

工業生產動能減弱受需求減弱、利潤增速下滑和高庫存影響：（1）當前企業進入被動補庫存階段，9 月 PMI 指數中，原材料庫存指數 47.8（較前值下降 0.9），產成品庫存指數 47.4（較前值增加 0.3），表明企業為生產準備較少的原材料，同時庫存增加，進入被動補庫存階段；（2）9 月生產經營 PMI 指數亦出現下滑，企業對未來經營持悲觀態度；（3）企業利潤增速快速下滑，對企業投資意願造成影響，8 月當月企業利潤同比增速由 16.2% 快速下滑至 9.2%，9 月這一數字進一步降至 4.1%。

3. 投資：同比增速低位企穩，基建已在至暗時刻

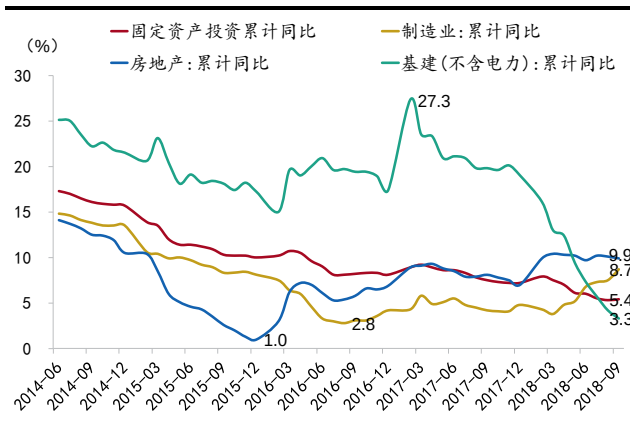
固定資產投資低位企穩，非民間投資低位反彈。9 月固定資產投資完成額累計同比增長 5.4%，增速較上月提升 0.1pct；民間投資累計同比增長 8.7%，與上月持平，仍保持高位。非民間投資低位反彈，累計同比增速 0.45%，較上月提升 0.32pct，結束自 2016 年中以來的下滑趨勢。

圖 14: 固定資產投資累計增速低位企穩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15: 基建投資同比增速再創新低

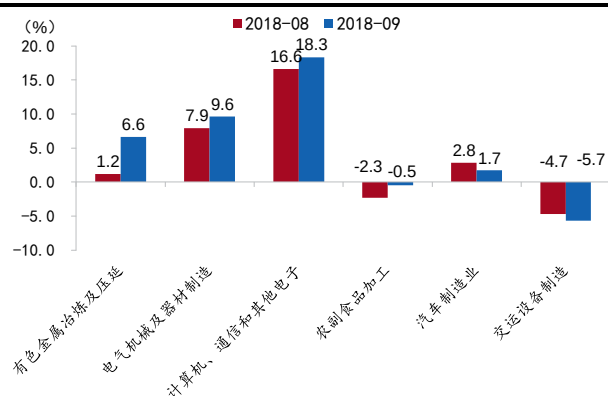


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

製造業投資持續復蘇，拉動固定資產投資增速反彈。9 月製造業投資累計同比增加 8.7%，較上月提升 1.2pct。行業變化來看，上、中、下游行業投資增速均有不同程度增加。其中，有色金屬冶煉壓延業、計算機通信和其他電子設備製造業行業、電氣機械及器材製造業、食品製造業等行業累計同比增速有所上行，帶動製造業投資持續復蘇。汽車行業銷售、生產均連續下滑，導致汽車製造業投資增速接連下滑。此外，交運設備製造業投資增速也有所下滑，對製造業投資造成拖累。

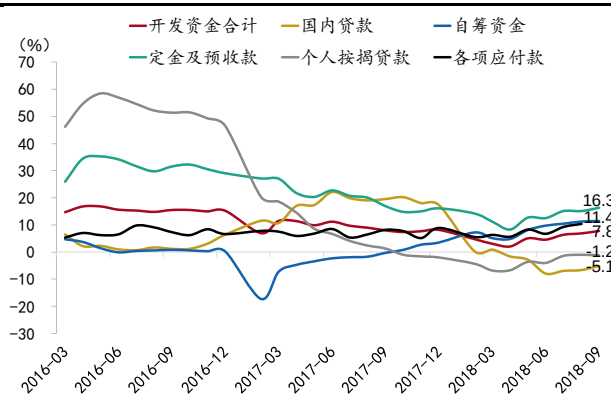
製造業投資增速自一季度末開始回升，是穩定固定資產投資增速的重要因素。一方面計算機製造、設備製造等高新技術行業投資增速接連提升，表明新動能發展趨勢良好，帶動製造業投資增長；另一方面，黑色金屬冶煉壓延、化學纖維、非金屬礦物製品投資增速上升，表明中上游行業在產品價格拉動下，投資增速有所提升。但 PMI 新訂單、新出口訂單自 5 月開始逐漸下降，表明製造業產品需求偏弱，製造業後續投資增速面臨一定壓力。

圖 16: 汽車製造、交運設備製造等行業增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 17: 房地產開發資金來源稍有回暖



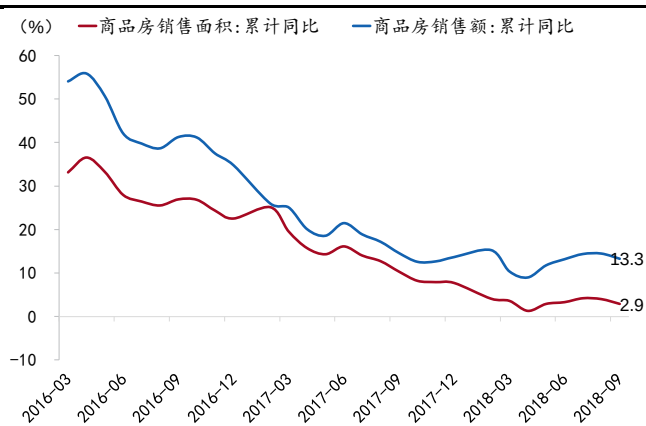
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

房地產投資小幅回落，開發資金融資繼續回暖。9月房地產投資累計同比增速9.9%，較上月下滑0.2pct。9月企業融資條件繼續回暖，開發資金來源累計同比增長7.8%，其中國內貸款（-5.1%，1.5pct）、定金及預收款（16.3%，1.2pct）增速增長明顯；商品房銷售面積（2.9%，-1.1pct）、銷售額（13.3%，-1.2pct）累計同比增速均有下滑，商品房終端銷售邊際轉冷；房地產新開工面積累計同比增長16.4%，增速較上月提升，待售面積減少13%，速度小幅下滑。

雖然土地購置、資金來源、新開工面積仍處於高位，但銷售逐漸放緩導致的回款變慢將會為後續地產投資帶來增長壓力，預計後續房地產投資將會隨著銷售放緩而出現下滑。

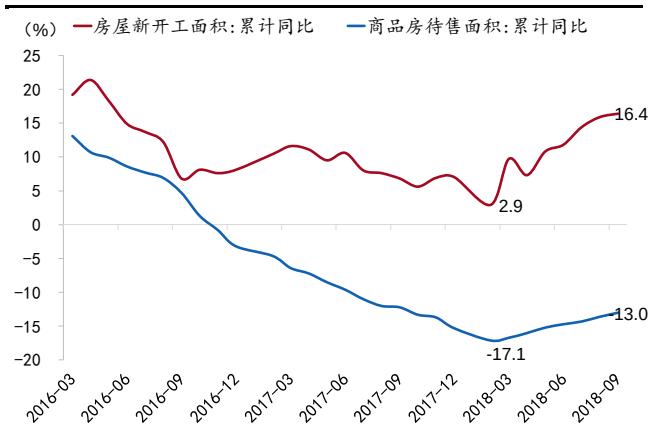
9月部分房地產商喊出“活下去”口號，似乎房地產行業寒冬即將到來。疊加深圳市、合肥市現房銷售制試點紛紛亮相，開取消預售制的風氣之先，這將對高杠杆率、現金流緊拙的地產商構成額外的經營壓力。

圖 18: 商品房銷售面積與金額同比增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19: 新開工面積同比增長，待售面積有所減少

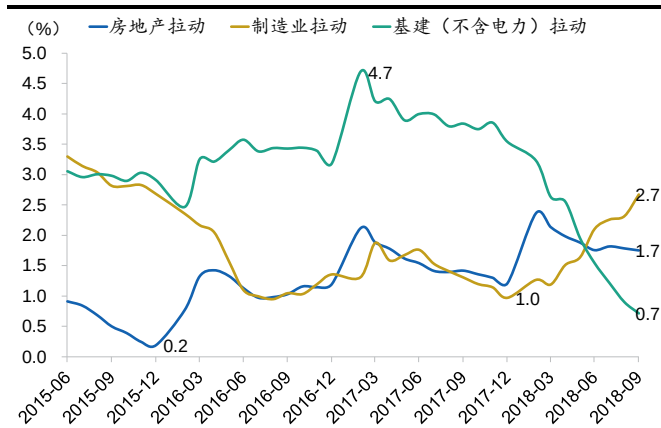


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

基建投資已在至暗時刻。9月基建投資（不含電力）累計同比增速3.3%，較上月下降0.9pct，拉動固定資產投資增長僅0.7個百分點。廣義基建投資中，電力、熱力、燃氣及水的生產和供應業累計同比增速-10.7%，較上月提升0.7pct，仍處於低位；交通運輸、倉儲和郵政業累計同比增速3.2%，較上月提升0.1pct；水利、環境和公共設施管理業累計同比增速2.2%，較上月下降1.2pct。

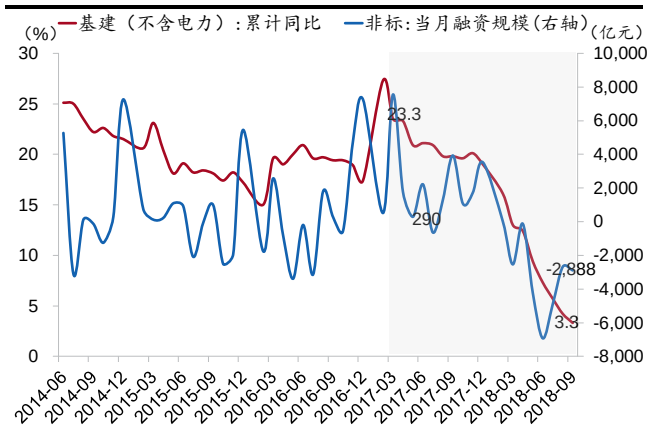
基建投資後續有望走出低谷但難以大幅反彈。一方面，地方政府債券發行速度加快，9月地方政府專項債發行規模5,441億，環比增加70%，較前期發行速度大幅提升。高頻數據顯示，鋼鐵、水泥價格近期持續上漲，指向基建投資正在加速，基建補短板的刺激政策效果或將逐漸顯現。另一方面，財政部門嚴控整體債務規模、地方政府清理隱性債務風險背景下，地方政府基建刺激規模有限、尺度難以把握，因此難以形成大幅反彈。

圖 20: 基建對固定資產投資的拉動持續下滑



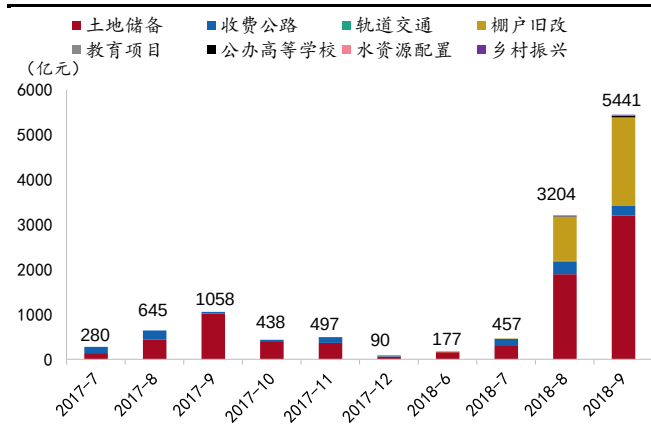
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21: 非標融資受限對基建資金來源形成約束



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 22: 地方政府專項債發行速度加快



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23: 水泥、螺紋鋼價格上漲



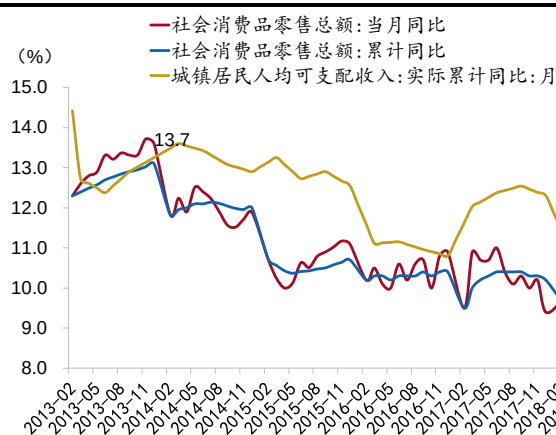
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

4. 消費：增速小幅回升，商品需求企穩

消費增速小幅回升，商品消費需求穩定。9 月社會消費品零售總額當月同比增速 9.2%，較上月提升 0.2pct，累計同比增長 9.3%，較上月持平。房地產擠出效應持續顯現，分消費品類看，糧油食品、飲料、服飾鞋帽、日用品、電器音像、通訊器材、建築裝潢等同比增速有所提升，汽車、文化辦公、金銀珠寶等同比增速出現下降。

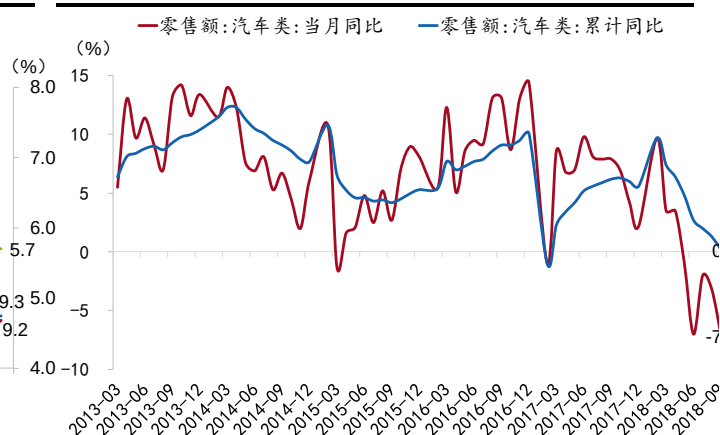
汽車消費同比負增長，是消費的主要拖累項。9 月汽車零售額當月同比增速-7.1%，較上月下降 3.9pct，繼續下探。汽車消費增速從年初下降以來，消費疲弱導致汽車產出增速、汽車製造業增加值增速均有所下滑。未來汽車可能仍將繼續拖累消費增長：短期看，汽車消費下降的一個因素是前期減稅費透支了部分消費需求；中期看，另一個主要因素是居民可支配收入下滑影響居民消費支出，自 2017 年二季度後，居民可支配收入不斷下滑，制約了居民消費支出；長期看，汽車市場處於存量模式，當前 80 後、90 後是汽車消費主要目標，但受高房價擠出效應，80 後、90 後汽車消費意願不强。

圖 24: 社會消費品零售總額同比增速穩中回升



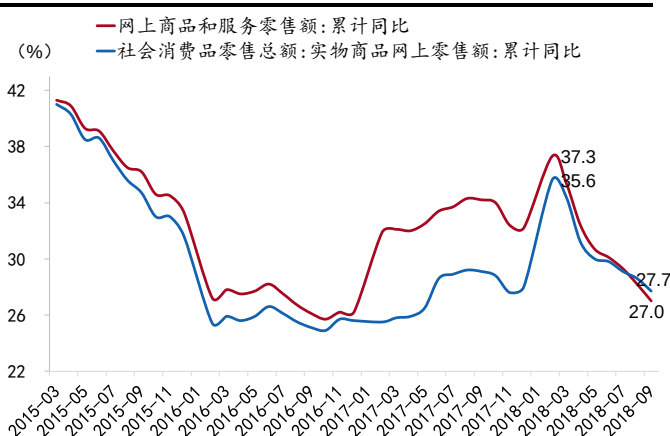
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25: 汽車銷售增速不斷下探



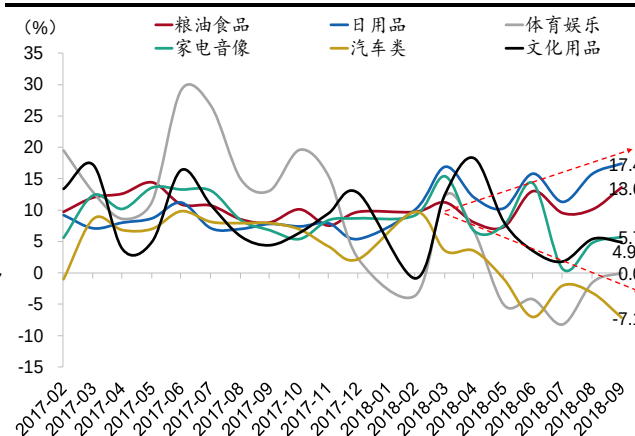
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 26: 網上零售同比增速繼續下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 27: 可選消費增速降提升，必選消費跌多漲少



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

網上零售增速延續下滑態勢。9 月網上商品和服務、實物商品網上零售累計同比增速繼續小幅下滑，網上商品和服務零售額累計同比增長 27%，較上月下降 1.2pct，實物商品網上零售累計同比增速 27.7%，較上月下降 0.9pct。

四季度消費增長壓力仍存，預計整體增速保持平穩。受個稅新政策、CPI 中樞上移和基數稍低的影響，四季度消費增速有望回升。但另一方面，中秋節錯位對四季度消費增長形成制約，疊加汽車消費短期難有起色、個人可支配收入增速依舊下滑影響，消費面臨壓力。整體而言，利好因素短期難以提振消費，預計四季度消費增速整體保持平穩。

5. 貿易：漫野金秋，山雨欲來

9 月貿易數據較為驚艷，出口數據大幅超出市場預期。其中進出口金額 4,217 億美元，當月同比增速 14.4%，較上月提高 0.1pct。出口金額 2,267 億美元，進口金額 1,950 億美元，實現貿易順差 317 億美元，較上月提高 38 億美元。出口金額當月同比增長 14.5%，較上月提高 5.4pct，進口金額當月同比增長 14.3%，較上月下降 5.6pct。

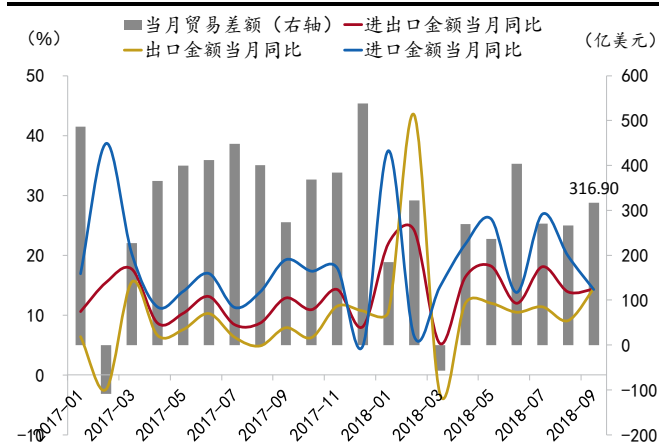
對美國出口在去年較高基數基礎上依舊創下 14% 的同比增速，較上月提升 0.8pct，主要受三點因素影響：一是 2,000 億加征關稅生效時間為 9 月 24 日，對 9 月全月衝擊有限；二是中國出口美國產品中，機電產品（HS85 和 HS84）占據半壁江山，在美國市場份額較大（HS85 占比 42%，HS84 占比 32%），可替代性較弱，短期內“中國製造”在美國的地位難

以撼動；三是美國經濟一枝獨秀，需求較強，9 月美國製造業 PMI 指數 59.8，雖然較前期有所回落，但仍保持較強的擴張態勢。

對日本出口同比增長 14.3%，較上月大幅提升 10.6pct，主要原因有兩點：一是日本 8、9 月經濟企穩，9 月製造業 PMI 繼續維持 52.5，與 8 月持平，較 7 月提高 0.2；二是受去年同期基數較低影響。

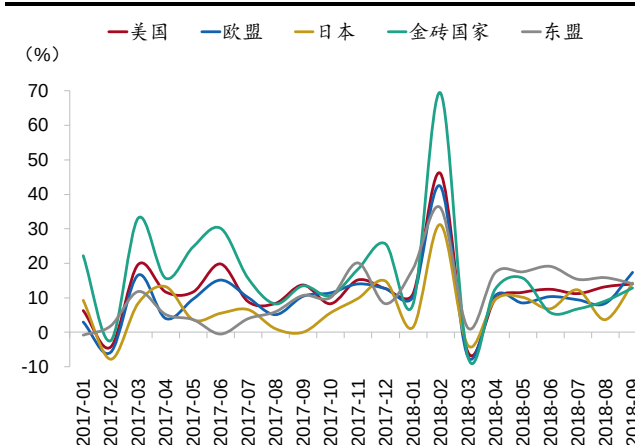
對歐盟出口增速 17.4%，較前值大幅提高 9pct，與歐元區疲弱內需相悖，主要受人民幣貶值影響。9 月對金磚國家出口增速 12.9，較上月提高 3.8pct，對東盟出口增速 14.1%，較上月小幅下降 1.8pct。

圖 28: 進出口貿易超出預期



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29: 對美、歐、日、金磚國家出口增速提升



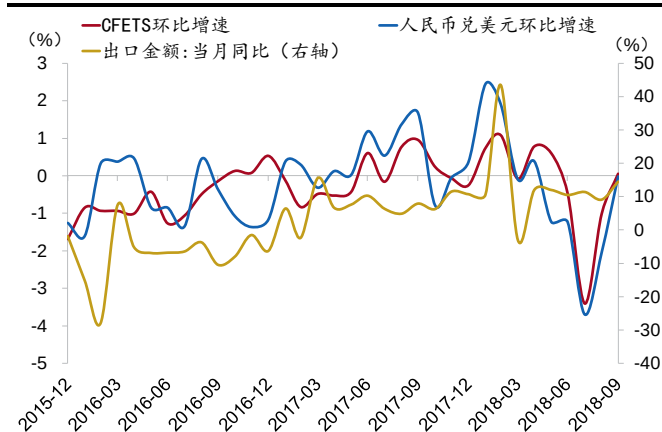
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

9 月出口增速較好主要受手機、集成電路等部分產品出口增速較好帶動。增速超預期中 22% 的貢獻來自于手機（同比增 28%），15.8% 來自機械設備（同比增 15.8%）12.1% 來自集成電路（同比增 36%）。手機、集成電路出口增速較好主要是歐美等國家下半年節日季節性消費需求提升。

9 月出口增速較好的另一個原因是前期人民幣匯率貶值對出口形成提振。7 月份人民幣兌美元匯率貶值 3.8%，人民幣匯率指數 CFETS 貶值 3.4%。8 月份人民幣兌美元貶值 2.1%，CFETS 貶值 1.0%。根據歷史數據，出口增速對人民幣匯率貶值的反應一般滯後 1 至 3 個月，因此，前期人民幣的貶值使得出口商品價格相對較低，對出口需求起到提振，并在 9 月有所體現。

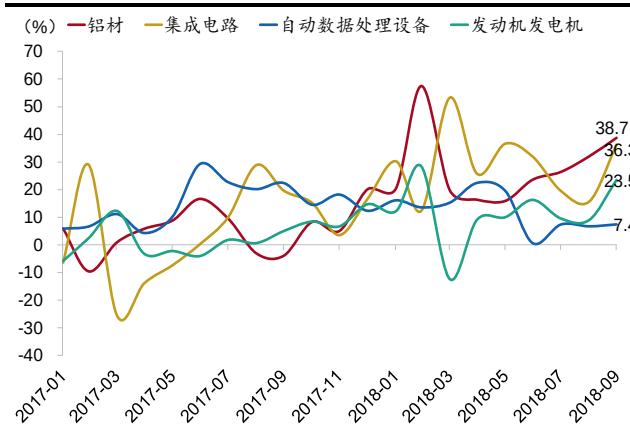
9 月出口增速較好的最後一個原因是出口退稅率的提高部分刺激了出口。9 月 5 日財政部和稅務總局發布了提高機電、文化等產品出口退稅率的政策，并于 9 月 15 日開始實施。新政策提高了 397 項出口產品的退稅率，部分產品退稅率由 0% 提至 16%，對出口帶來了積極影響。從 9 月機電產品出口數據上看，集成電路同比增長 36.3%，較上月提升 20.6pct，發動機發電機同比增長 23.5%，較上月提升 14.5pct，鋁材同比增長 38.7%，較上月提升 6.7pct，自動數據處理設備同比增長 7.4%，較上月提升 0.7pct。機電產品同比增速整體提升幅度較大，表明提高出口退稅率提振了產品出口。

圖 30: 匯率貶值對出口的影響具有時滯



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 31: 機電類產品當月出口增速上升

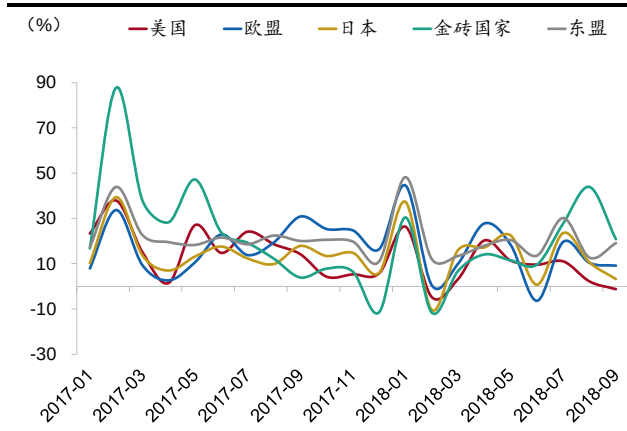


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

9 月進口增速較上月下降 5.6pct，延續下滑態勢，但 14.3% 的同比增速依舊不低。雖然國務院常務會議已決定自 7 月開始下調部分進口產品關稅，并且 7 月進口數據看起來很美。但從偏弱的國內需求來看，7 月進口增速大幅提高似乎只是短暫回暖。8、9 月進口增速回歸下滑態勢，9 月進口 PMI 指數 48.5，亦有所下降，反映內部需求持續弱勢。但 9 月當月進口同比增長 14.3%，增速依舊不低，表明內部需求趨于穩定。

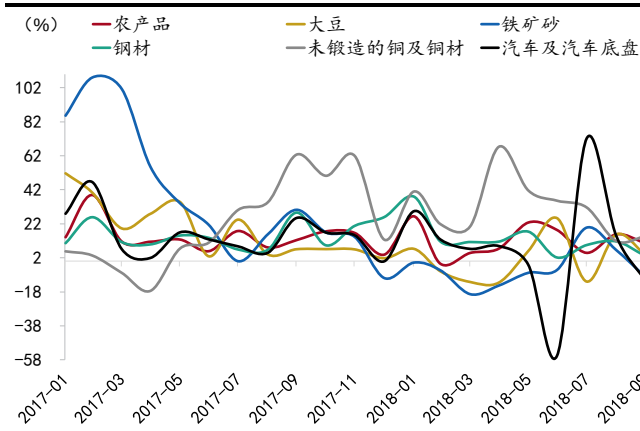
分國別看，9 月我國對美國、歐盟、日本、金磚國家進口增速均有所下滑，對東盟進口增速有所回升。分產品類別看，農產品、大豆、大宗商品、汽車及汽車底盤等產品當月進口增速均有所下滑。尤其是鐵礦砂當月同比 -8.8%、汽車底盤進口當月同比 -11.1%，表明受國內汽車製造業、汽車銷售業持續低迷態勢影響，上游產品進口同比出現負增長。

圖 32: 對美、歐、日、金磚國家進口增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33: 大宗商品、農產品當月進口增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

隨著後續降低關稅政策落地和內部需求企穩，進口規模增速或依舊不低。9 月 26 日國務院常務會議決定，自今年 11 月 1 日起，降低部分工業品等商品關稅率。本次降稅主要涉及工業品、資源性商品等，降稅商品共 1,585 個稅目，約占我國稅目總數的 19%，平均稅率由 10.5% 降至 7.8%，平均降幅為 26%。今年以來我國關稅總水平將由上年的 9.8% 降至 7.5%，平均降幅達 23%。

表 1: 9 月 26 日國常會進口關稅調整政策

產品種類	原平均稅率	新平均稅率
機電設備	12.2%	8.8%
紡織品、建材等	11.5%	8.4%
部分資源性商品及初級加工品	6.6%	5.4%
平均稅率	10.5%	7.8%

資料來源：國家稅務總局、招商銀行研究院、招銀國際研究

雖然目前貿易數據仍然較好，但預計難以為繼，四季度出口數據有待考驗。出口壓力可能最早于今年四季度顯現，主要有以下幾點原因：

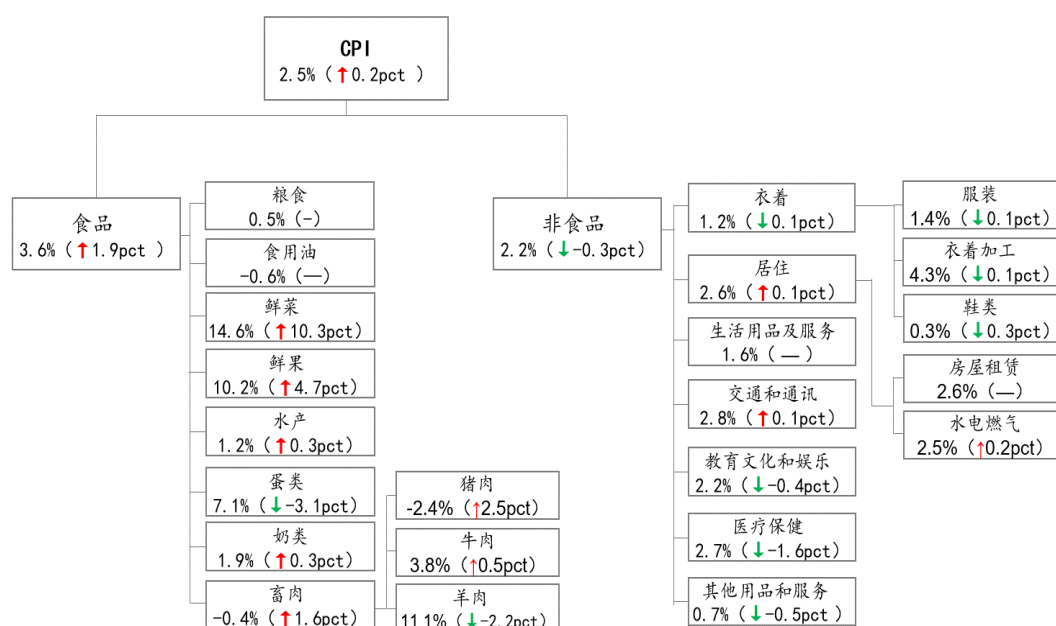
- (一) **中美貿易摩擦升級導致的進出口壓力或將于四季度顯現。**中美貿易摩擦升級後，2,000 億加征關稅于 9 月 24 日落地，壓力或于四季度開始顯現。隨著美國中期大選的臨近，中美貿易摩擦升級已演變成美國單方面的政治口水戰，特朗普及其幕僚將戰綫擴大至政治層面，污蔑中國大陸正在意圖影響美國的中期選舉。貿易摩擦向政治口水戰的升級表明，中美貿易摩擦升級走勢至少在“習特會”之前都難見分曉，仍是出口貿易走勢的最大不確定性。
- (二) **全球經濟復蘇動力減弱，後續出口貿易不容樂觀。**10 月 9 日，IMF 將明年世界經濟增速預期下調至 3.7%，并警告貿易緊張局勢加劇、新興市場信貸收緊和資本外流風險是全球經濟面臨的主要威脅。9 月歐元區製造業 PMI 指數 53.2 為年內最低值，摩根大通全球製造業 PMI 指數 52.2 亦錄得全年最低點，皆顯示經濟復蘇動力有所減弱。
- (三) **匯率企穩疊加高基數，對後續出口增速形成遏制。**去年 11 月至今年 2 月出口增速較高，基數較高不利于後續出口增速進一步上行。人民幣匯率已行至關鍵點位，央行對人民幣貶值的干預有所增強，後續人民幣匯率有望企穩，繼續貶值概率較小。

綜合來看，在中美貿易摩擦升級、外需走弱、去年同期高基數、人民幣匯率企穩的多重影響下，出口的兩位數增速或將難以維持，貿易摩擦升級的壓力或于四季度開始顯現。其中，中美貿易摩擦仍將是最大的不確定性。

6. 通脹：CPI 繼續抬升，PPI 持續回落

圖 34：9 月 CPI 結構一覽

注：括號內數值表示該指標同比增速當月相較上月的變化



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

9 月 CPI 繼續抬升，或為年內次高點。當月同比增長 2.5%，較 8 月增加 0.2pct；環比增長 0.7%，與 8 月持平。

9 月 CPI 增長主要為食品價格抬升導致。9 月 CPI 食品項環比增長 2.4%，同比增長 3.6%，除中秋節消費拉動外，還有以下幾類因素：1、受夏季蔬菜與秋季蔬菜供應換擋影響，疊加部分地區極端天氣影響，鮮菜價格 9 月漲幅較大，同比增長 14.6%，環比增長 9.8%；2、受年初倒春寒影響，北方部分水果受災減產因此鮮果價格漲幅較大，同比增長 10.2%，環比增長 6.4%；3、受豬瘟疫擴散和供給減少影響，豬肉價格有一定幅度上漲，同比增長 2.4%，較上月少跌 2.5%，環比增長 3.70%。

非食品價格上漲，主要由教育服務、居住、服裝和交通工具燃料上漲拉動。9月CPI非食品項環比增長0.3%，同比增長2.2%。其中：教育服務環比增長1.9%，主要受開學季教育消費需求旺盛影響；居住項環比增長0.4%，主要由水電燃氣和房租上漲推升，受原油價格不斷上漲推動，國內成品油價格不斷上漲，9月發改委上調成品油價格，同時中國房地產協會公布的房租數據顯示，2018年9月一線城市房租同比增長20%。

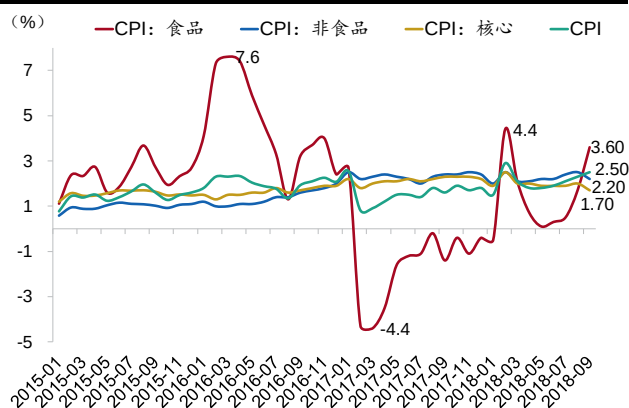
展望四季度，通脹壓力有限。食品供給增加與價格企穩是首要因素：一是秋季蔬菜供給上線，鮮菜價格有所回落；二是豬瘟疫情防範較好，沒有大規模擴散，豬肉價格高位企穩。非食品價格波動較小，影響不大：一方面燃油價格有所穩定，對居住、交通的價格拉動減弱；另一方面四季度節假日較少，旅游需求減弱。

受基數較高影響，9月PPI同比增長3.6%，較上月下降0.5pct。9月PPI環比增長0.6%，較上月提升0.2pct。生產資料同比增長4.6%，下降0.6pct，環比0.7%，提高0.2pct；生活資料同比增長0.8%，上升0.1pct，環比增長0.1%，下降0.2pct。

受國際油價攀升帶動，石油及相關行業價格漲幅較大。其中，石油加工、煉焦及核燃料加工業環比增長4%，化學纖維製造業環比增長3.9%，石油和天然氣開采業環比增長3.8%，黑色金屬礦采選業環比增長2.6%。

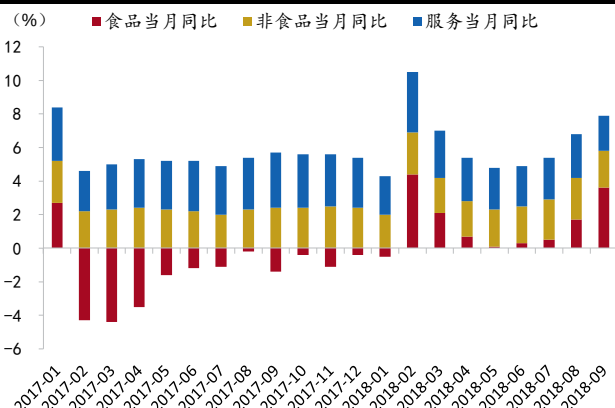
環保限產邊際放鬆，上游產品價格或穩中有降。9月27日，生態環境部發文，制定京津冀及周邊地區PM2.5下降目標為3%（去年同期目標為15%），表明限產將會有所鬆動，後續上游產品價格上漲局面有待改善。

圖 35: CPI 繼續抬升



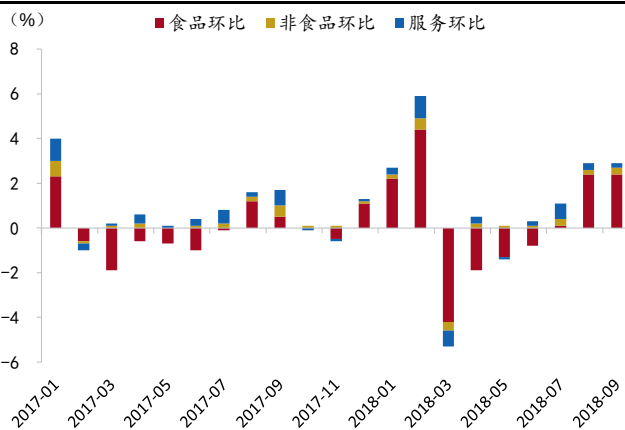
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 36: 食品價格同比回升顯著



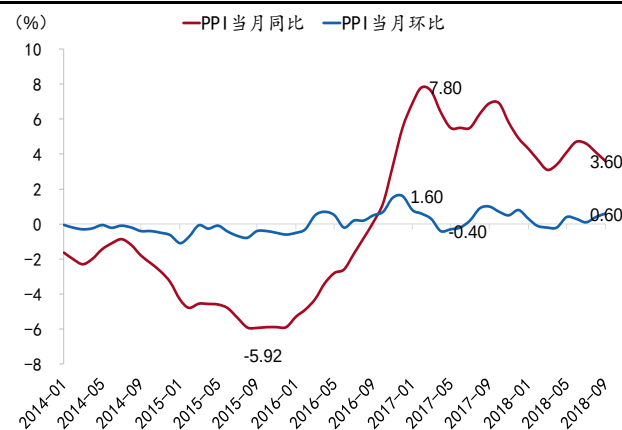
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 37: 食品價格環比漲幅領先



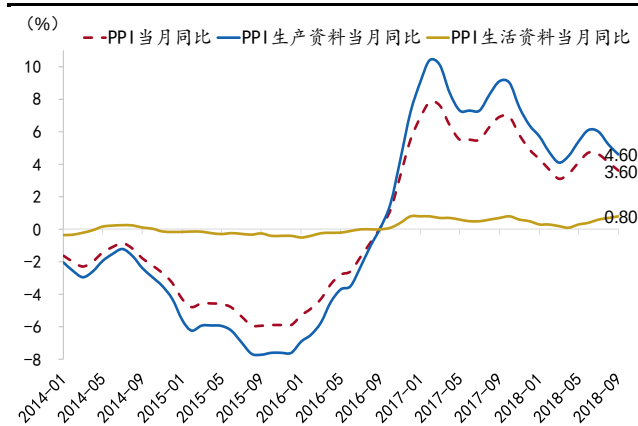
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 38: PPI 同比增速小幅下滑



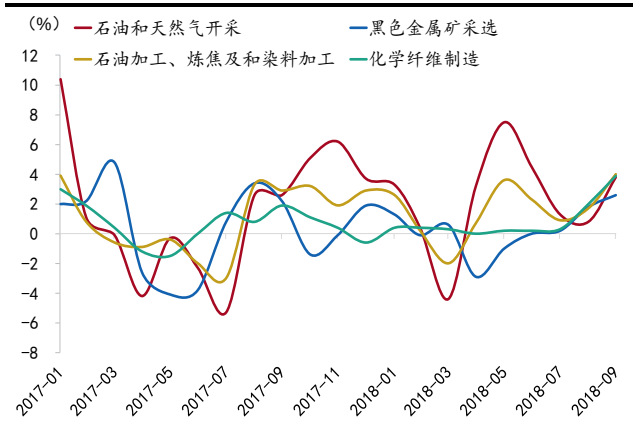
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 39: 生產資料價格增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

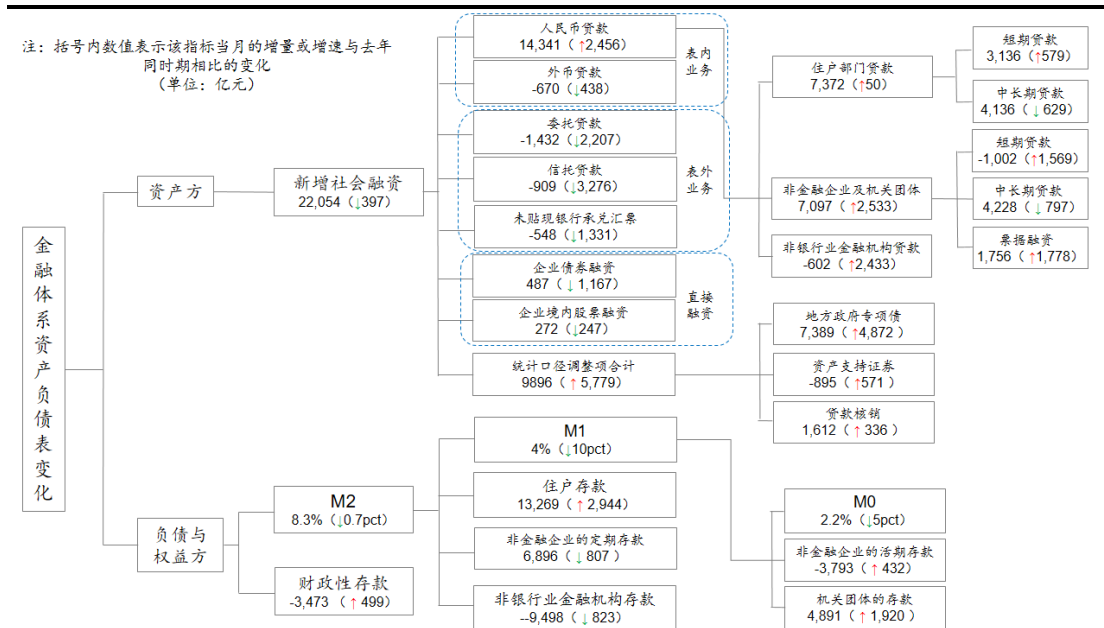
圖 40: 石油相關行業價格環比增長較高



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

III. 貨幣金融：社融增長回落，“穩信用”任重道遠

圖 41: 9 月中國主要金融指標一覽

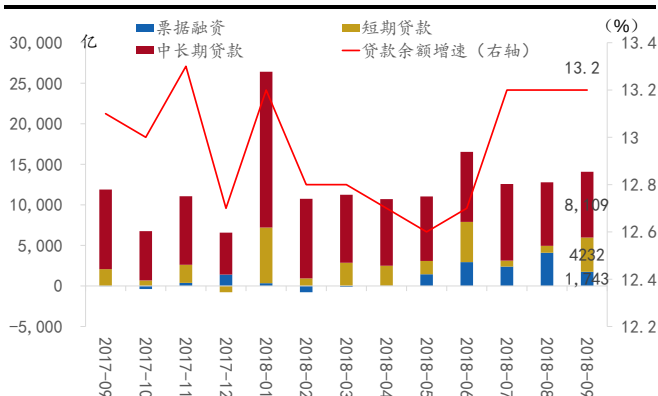


資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 信貸投放保持穩定，全年有望創新高

9 月末，人民幣貸款餘額同比增長 13.2%，與上月末持平，較社融（新口徑）高 2.6pct，繼續保持較快增長。當月新增人民幣貸款 1.38 萬億，同比多增 900 億，基本符合市場預期。其中，中長期貸款增加 8109 億元，短期貸款增加 4232 億元，票據融資增加 1742 億元。

圖 42: 近期短期貸款增加，長期貸款回落



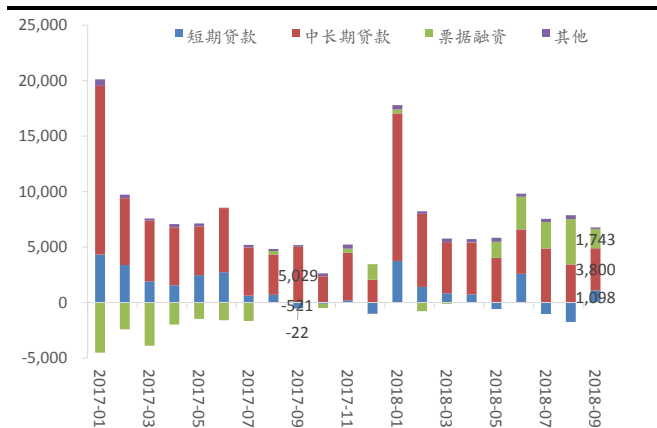
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

分部門看：

(1) 企業貸款增長加快。當月非金融企業貸款增加 6,772 億元，同比多增 2137 億元。其中，短期貸款增加 1,098 億，票據融資增加 1,742 億，中長期貸款增加 3,800 億。

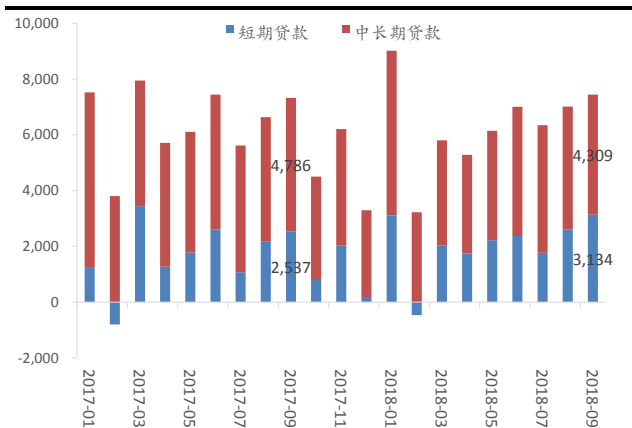
(2) 居民部門貸款保持穩定。當月居民貸款增加 7,544 億，同比多增 195 億。其中，中長期貸款增加 4,309 億，連續 3 月下降，指向房地產調控升級下的銷售降溫迹象；短期貸款增加 3,134 億，可能與 9 月份中秋節居民消費意願上升等因素有關。

圖 43: 9 月份新增人民幣貸款:非金融企業



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 44: 9 月份新增人民幣貸款:居民戶

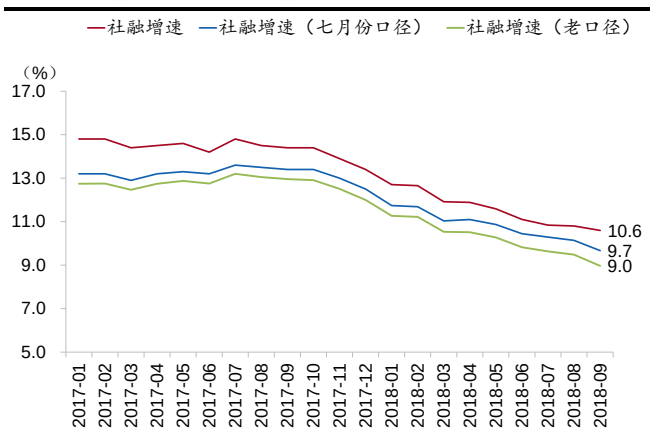


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 社融增長繼續回落，“穩信用”壓力不減

9 月份，央行繼續調整社融統計口徑，將地方政府專項債納入社融統計範圍。新統計口徑下，9 月末社融規模存量 197.3 萬億，同比增長 10.6%，較上月下降 0.2pct。還原 7 月份口徑和老口徑，9 月末社融規模存量分別同比增長 9.7%、9%，可比口徑下的社融同比增速已處於個位數增長，略低於前三季度累計 GDP 名義增速 9.8%。

圖 45: 9 月各口徑社融繼續回落

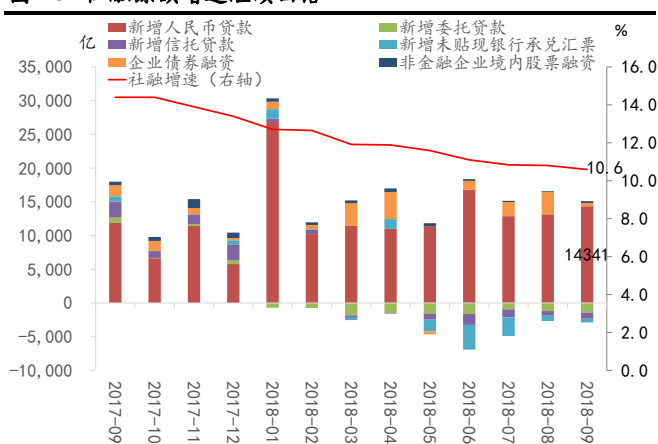


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

新口徑下，當月社融增量為 2.2 萬億，其中，地方政府專項債增加 7,389 億，與 9 月份地方債加快發行有關；委托、信托、未貼現銀行承兌匯票分別下降 1435 億元、908 億元、548 億元，合計減少 2,888 億，繼續呈收縮態勢；受 9 月地方債發行加快以及債務風險事件頻發等影響，非金融企業債券淨融資僅增加 487 億，較上月減少 2,810 億。還原 7 月份統計口徑，9 月份社融增量 1.47 萬億。

社融增速持續回落。一是因去年同期基數較高，二是與監管強化導致表外融資大幅收縮有關，三是受信用風險事件和地方債發行影響，信用債增加較少。我們預計，四季度社融增速依然存在一定的下行壓力，尤其是 11 月份下行壓力可能會更為明顯，此後有望企穩。

圖 46: 社融餘額增速繼續回落



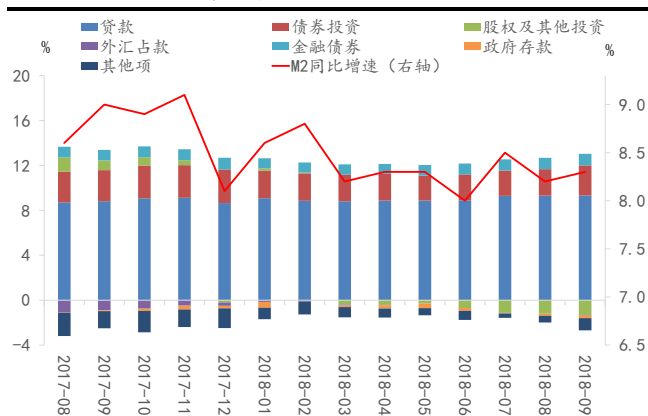
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

3. M2 增速基本企穩，或繼續呈現小幅波動

9 月末 M2 餘額 180.2 萬億元，同比增長 8.3%，基本符合預期，較上月回升 0.1pct，仍在低位徘徊。M1 增速則下探至 4%，較上月回升 0.1pct。今年以來，M2 增速已基本企穩，但在存款派生能力不足的情況下，M2 還不具備大幅回升的基礎，預計下一階段 M2 依然維持在 8% 以上小幅波動。

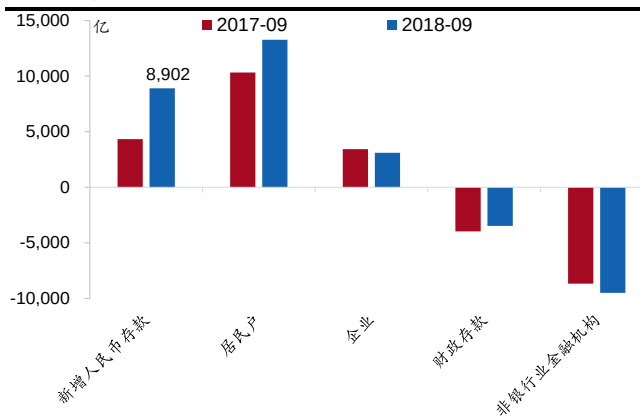
從結構看，9 月份住戶存款增加 1.3 萬億，同比多增 2,944 億；非金融企業存款增加 3,104 億，財政性存款減少 3,473 億，非銀行業金融機構存款減少 9,498 億。

圖 47: M2 派生結構分解



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 48: 存款派生仍然乏力



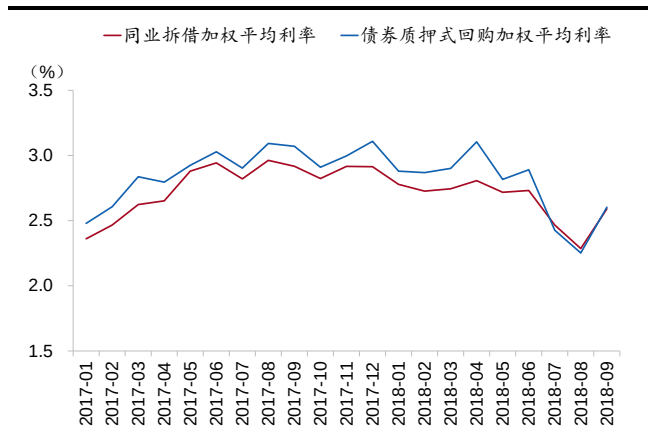
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

4. “寬貨幣”基調不變

流動性繼續保持合理充裕。為對沖地方政府債券發行加快對流動性的衝擊，9 月份央行適度加大了流動性淨投放，保持流動性合理充裕。當月央行累計淨投放流動性 4375 億元，其中 MLF 淨投放 2650 億元，PSL 淨投放 125 億元，公開市場操作淨投放 1600 億元。

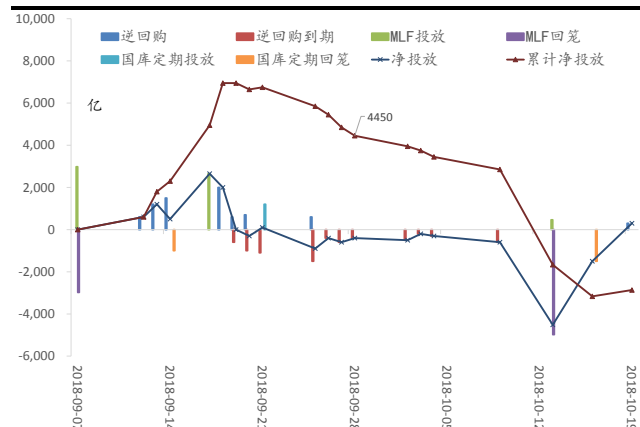
貨幣市場利率小幅回升。9 月央行并未跟隨美聯儲加息上調操作利率。當月同業拆借加權平均利率和質押式回購加權平均利率分別為 2.59%、2.6%，環比上升 30BP、35BP。貨幣市場利率小幅回升，主要與地方政府債券發行加快、美聯儲加息等因素有關。隨著 10 月份央行降准政策的落實，市場利率有望保持基本穩定。

圖 49: 同業拆借、質押式回購利率小幅回升



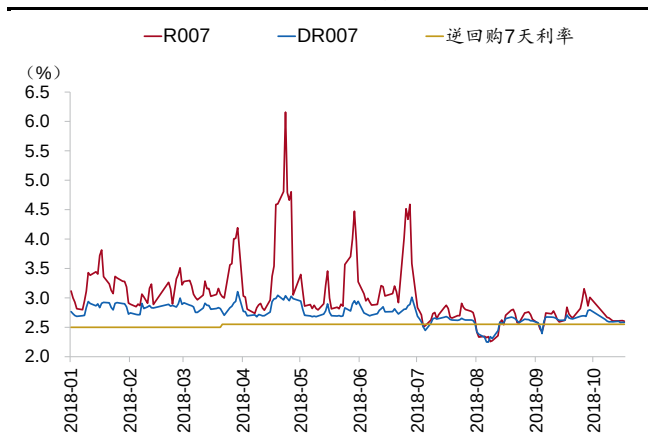
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 50: 央行多種操作增加流動性



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 51: 9 月 R007、DR007 小幅回升

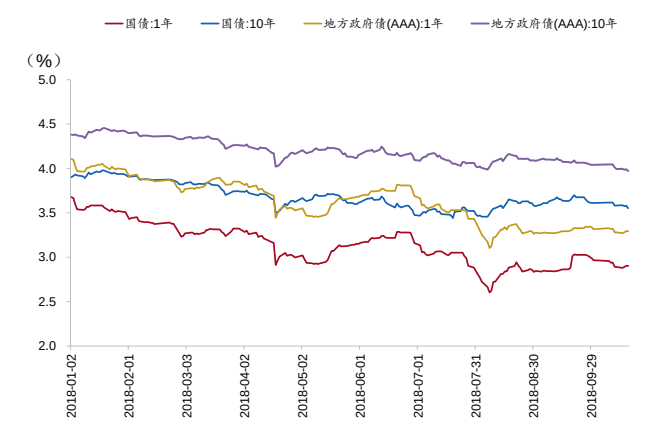


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

利率債收益率先升後降。9 月初，3 年期、5 年期、10 年期國債收益率分別為 3.31%、3.37%、3.60%。9 月上旬，受地方債發行節奏加快，利率債收益率小幅上行，此後隨著央行加大流動性對沖，9 月底國債利率小幅回落至 3.28%、3.46%、3.41%。9 月份，地方債收益率整體上下行，3 年期、5 年期、10 年期地方債分別從月初的 3.71%、3.84%、4.11% 下降至月底的 3.68%、3.84%、4.04%。

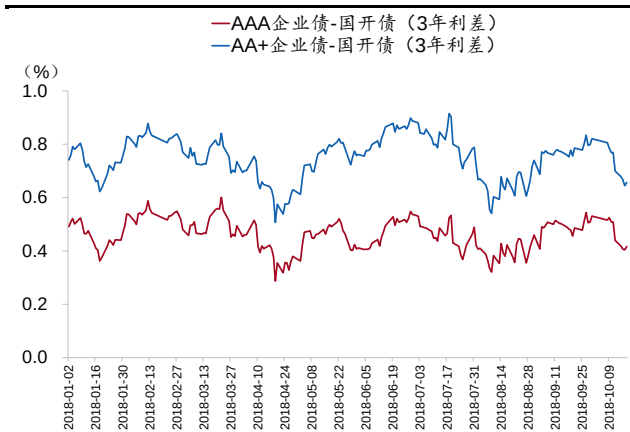
9 月信用利差有所擴張。9 月 3 年期 AAA、AA+ 企業債平均利差為 0.49%、0.78%，較上月末擴大 0.09%、0.13%。這主要與近期信用違約事件增加、地方債發行提速有關。9 月份，新增信用違約事件 19 起，違約金額達到 200 億。為進一步緩解民營企業融資壓力，央行在 10 月份設立民營企業債券融資支持工具，為民企發債提供增信支持。

圖 52: 利率債收益率先升後降



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 53: 9 月信用債利差走擴



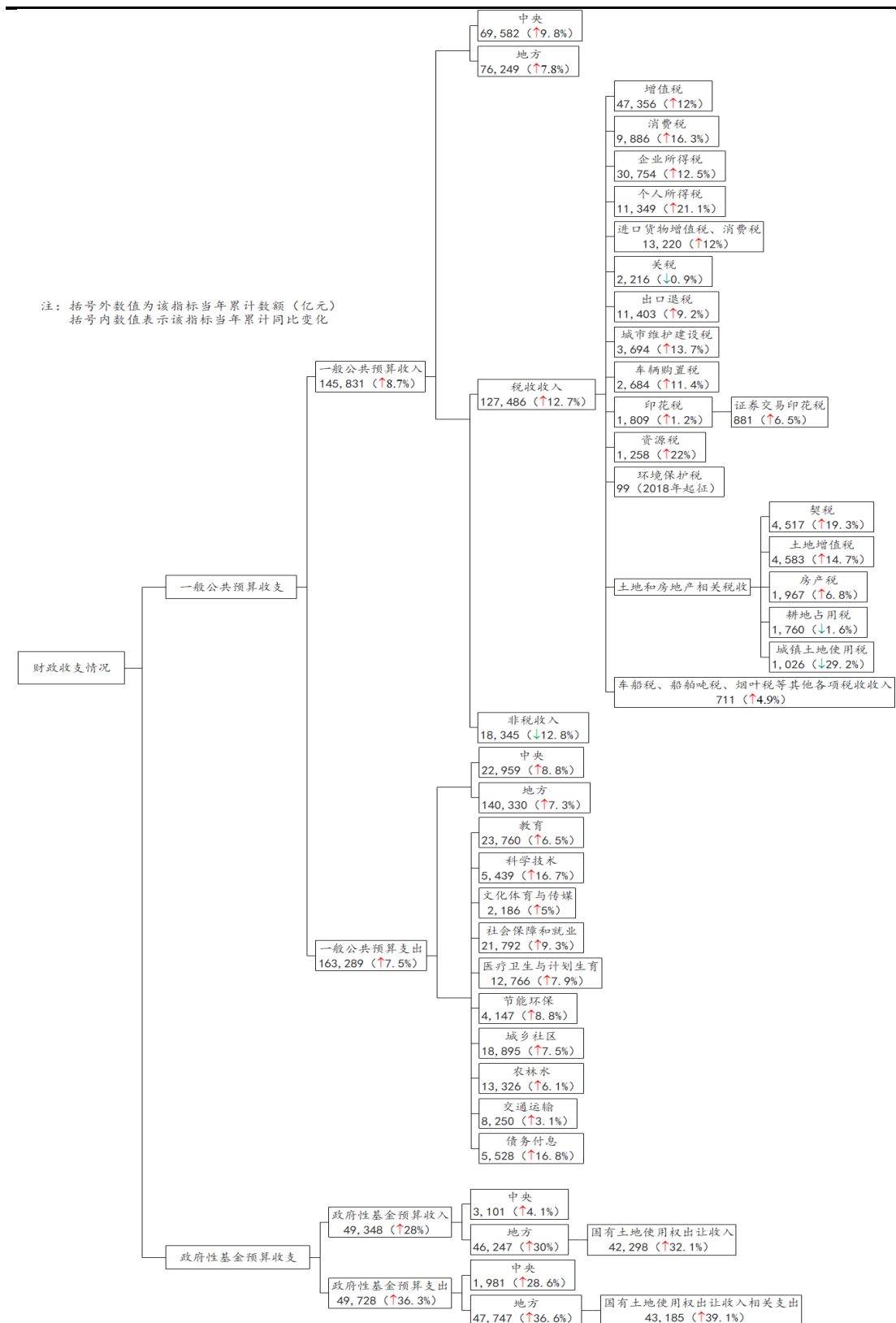
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

5. 金融數據前瞻

前瞻地看，未來信貸增速有望加快，“穩信用”任重道遠。我們預計，目前 M2 已基本企穩，下一階段有望維持在 8% 以上小幅波動；社融增速依然存在一定的下行壓力，隨著近期政策部門持續加大“穩信用”力度，信用收縮壓力有望邊際放緩，信貸投放將繼續保持較快增長，社融增速可望維持在 10% 以上。

IV. 財政收支：減稅降費主線不變，財政支出有待發力

圖 54: 9 月中國主要財政指標一覽



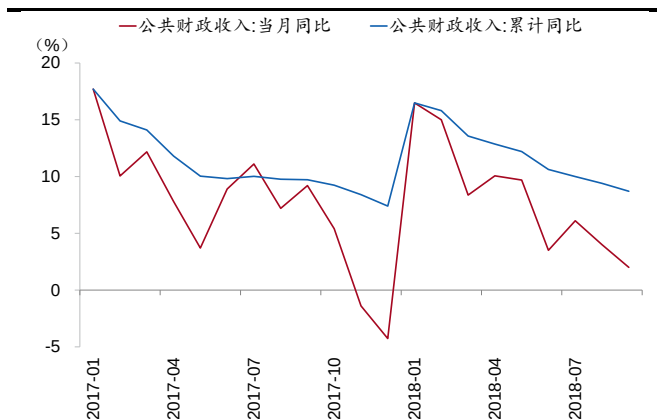
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 財政收入：降費成效顯著，減稅效果初步顯現

財政收入增速延續放緩趨勢。9 月，全國一般公共預算收入同比增長僅 2%，1-9 月累計同比增速降至 8.7%，均創年內新低。而隨著個人所得稅的正式實施，以及 9 月出臺的其他減稅降費政策的逐步落地，預計四季度一般公共預算收入增速將進一步放緩。

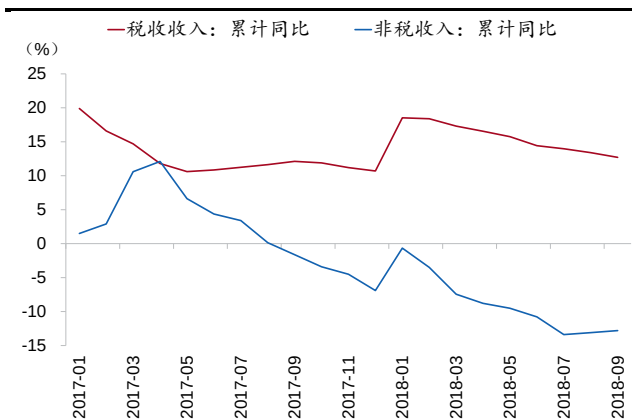
非稅收入下降明顯，“放管服”（簡政放權、放管結合、優化服務）改革成效明顯。9 月，全國一般公共財政收入中非稅收入同比下降 10.9%，累計同比下降 12.8%，延續了 2017 年以來增速持續下降的趨勢。自 2016 年下半年國務院啟動“放管服”改革以來，政府非稅收入下降明顯，截至今年 9 月，非稅收入已連續 12 個月同比負增長，連續 13 個月累計同比負增長，降費成效顯著。

圖 55: 一般公共財政收入增速放緩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 56: 非稅收入增速下降明顯



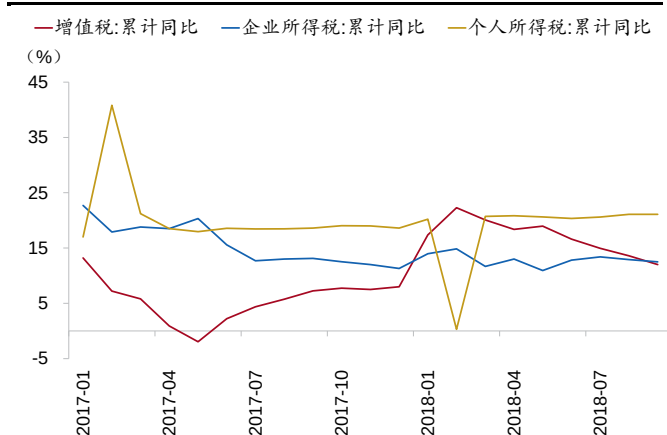
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

減稅效果初步顯現，進一步減稅值得期待。1-9 月，我國稅收收入累計同比增長 12.7%，其中，增值稅、企業所得稅累計同比增長 12% 和 12.5%，均較上月小幅下降；個人所得稅累計同比增長 21.1%，與上月持平；其他各項稅收科目互有漲跌。總體來看，我國主要稅種的累計增速仍處於近年高位，減稅後勁依然較強。此外，雖然我國非稅收入增速下降明顯，但由於其平均僅占我國一般公共預算收入的 10% 左右，因此若要真正實現為企業、個人減負，還需要政府在“減稅”端持續發力。5 月正式實施的增值稅政策的政策效果已有所顯現，但 10 月 1 日起正式實施的新版個稅法的效果仍有待觀察。尤其是個稅專項附加扣除對減輕居民個稅負擔的效果需重點關注。

受進口增速超预期影響，關稅收入降幅收窄。9 月，我國進口、出口增速分別較上月環比上漲 5.4%、下降 5.2%，受此影響，9 月我國關稅增速同比下降 4.7%，雖然降幅較上月有所收窄，但總體延續了 2017 年初以來的下降趨勢。未來受中美貿易摩擦及我國主動下調關稅政策的影響，關稅收入或將進一步下降。

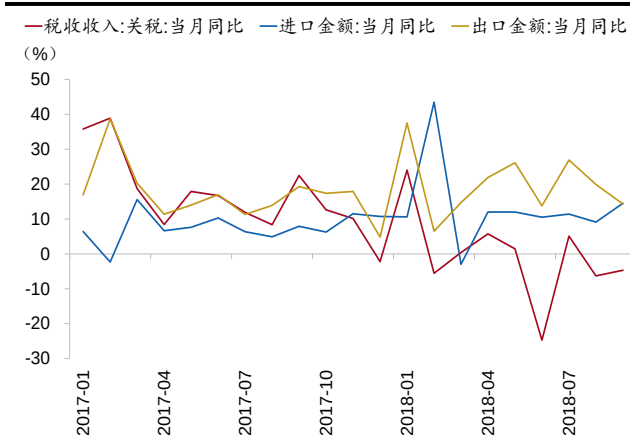
出口退稅力度有所加強。1-9 月，出口退稅總計 11403 億元，累計同比增速 9.2%。在政治局會議“穩外貿”的定調下及減稅降費的財政政策主線指導下，加強對外貿企業出口退稅的力度可以更好落實減稅降費政策，降低生產成本，預計出口退稅力度在四季度會進一步增強。

圖 57: 主要稅種增速依舊處於高位



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

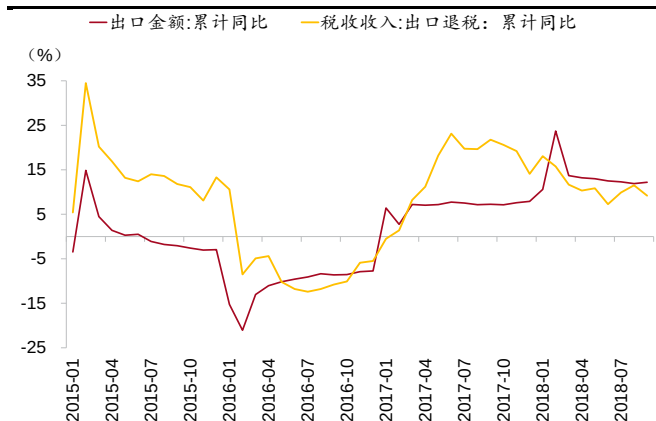
圖 58: 關稅增速降幅環比收窄



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

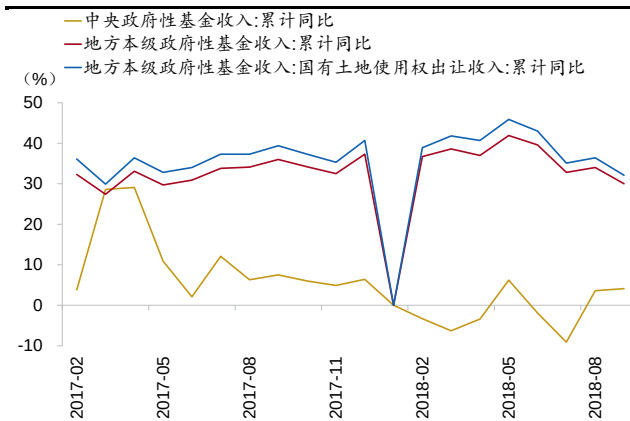
國有土地使用權出讓收入增速環比略有下降，但依舊處於高位。1-9 月，全國政府性基金預算收入同比增長 28%（中央和地方同比分別增長 4.1% 和 30%），地方國有土地使用權出讓收入同比增速達到 32.1%，延續了 2015 年中以來的持續高速增長態勢。在以減稅降費為主線的財政政策背景下，增加國有土地使用權出讓收入無疑將成為政府緩解財政壓力的有效手段。同時，在對房地產調控基調未現鬆動的情況下，加快國有土地出讓也必然成為地方政府穩房價的必然選擇。

圖 59: 出口退稅增速上行



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 60: 國有土地出讓收入延續回升態勢



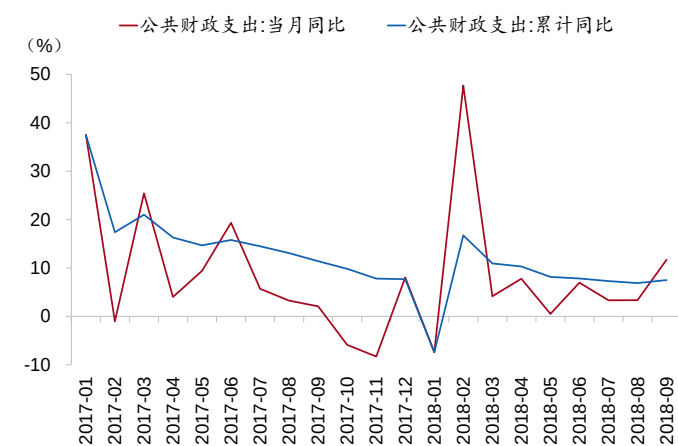
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 財政支出：積極迹象已顯現，地方財政是主力

財政支出總體呈現“積極”迹象。9 月，全國一般公共預算支出 22,616 億元，同比增長 11.7%，較 8 月大幅上漲 8.4 個百分點。1-9 月，全國一般公共預算累計支出 163,289 億元，同比增長 7.5%，環比增長 0.6 個百分點，雖仍低於近年財政支出的中樞水平，但已較前期更為“積極”。

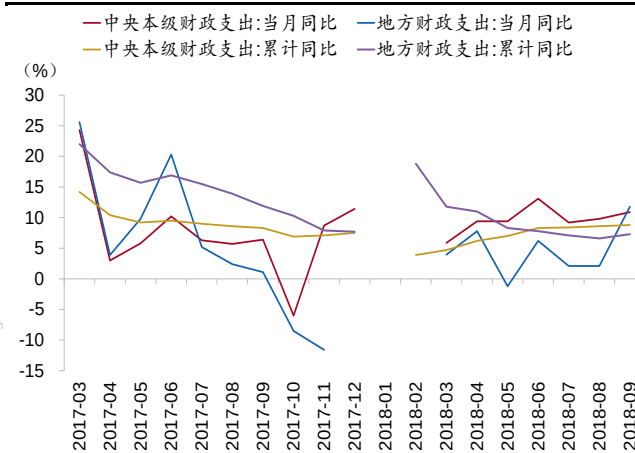
地方財政支出發力明顯。9 月，中央一般公共預算本級支出 2,533 億元，同比增長 10.9%，較上月下降 1.1 個百分點；受上年同期基數較低影響，地方一般公共預算支出 20,083 億元，同比增長 11.8%，較上月大幅提升 9.7 個百分點。1-9 月，中央一般公共預算本級支出 22,959 億元，累計同比增長 8.8%，較上月回升 0.2 個百分點；地方一般公共預算支出 140,330 億元，累計同比增長 7.3%，較上月回升 0.7 個百分點。從趨勢上看，地方財政支出增速明顯加快，而中央財政支出增速則穩步回升。

圖 61: 一般公共財政支出更為積極



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 62: 地方財政支出發力明顯



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

附錄：11 月中國經濟數據及事件

日期	數據/事件	上期數據
1	10 月財新製造業 PMI	50
5	10 月財新服務業 PMI:經營活動指數	53.1
5	10 月財新綜合 PMI:經營活動指數	52.1
7	10 月外匯儲備(億美元)	30870.25
8	10 月出口同比(按美元計)	14.5
8	10 月進口同比(按美元計)	14.3
9	10 月 CPI:同比(%)	2.5
9	10 月 PPI:同比(%)	3.6
10	10 月新增人民幣貸款(億元)	13800
12	10 月 M2:同比(%)	8.3
12	10 月社會融資規模:當月值(億元)	22100
14	10 月工業增加值:當月同比(%)	5.8
14	10 月固定資產投資:累計同比(%)	5.4
14	10 月社會消費品零售總額同比	9.2
30	11 月官方製造業 PMI	50.8

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于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: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 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責任。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。接收本報告之行爲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。