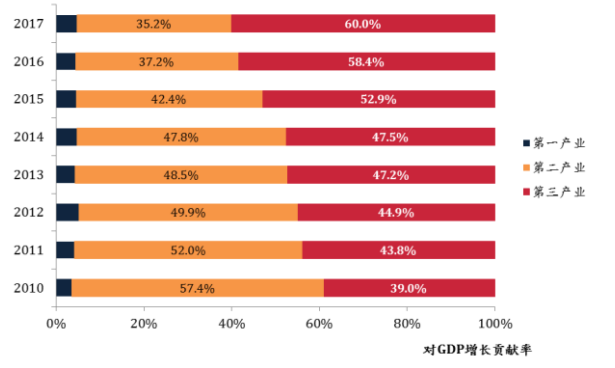
GDP 增速速超預期，更關注背後邏輯
——2017 中國經濟數據及近期人民幣走勢評論

丁文捷，博士
電話：(852) 3900 0856/
(86) 755 2367 5591
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

GDP 增速超預期

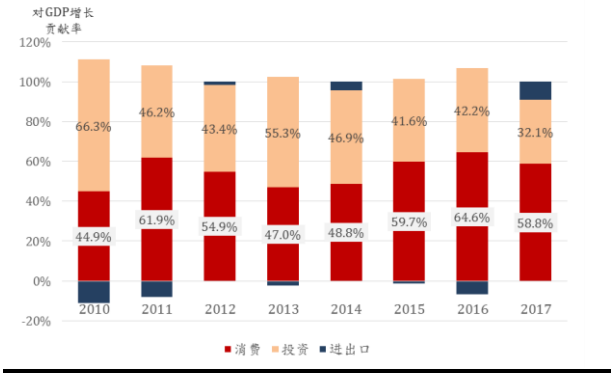
- **2017 全年 GDP 達 82.7 萬億人民幣，實際增長 6.9%**（我們此前預計增速爲 6.8）。第一、二、三和四季度的 GDP 增速分別爲 6.9%，6.9%，6.8%和 6.8%，符合"前高後低"的預測。第一產業增加值貢獻當年 7.9%的 GDP，同比增速爲 3.9%；第二產業 40.5%，同比增速 6.1%；第三產業 51.6%，同比增速 8.0%。第三產業對經濟增速的貢獻率達 60.0%，創近年新高。按支出法的三個構成看，最終消費支出對經濟增長的貢獻率爲 58.5%，投資爲 32.1%，進出口爲 9.1%。收入方面，居民人均可支配收入 25,974 元，比上年實際增長 7.3%，高于實際 GDP 增速。
- **但數字背後…** 近期內蒙古、天津等省市 GDP"擠水分"事件使得中國經濟數據的質量問題和可信度再次成爲關注的焦點。地方政府換届"新官不理舊賬"以及統計局將于 2019 年統一核算全國 GDP（而非各省市簡單加總）構成了問題暴露的主要推手。除去統計方法和模型自身的缺陷，數據造假、GDP 虛高恐怕仍廣泛存在。儘管 2017 全年 GDP 增速超預期，但下半年尤其是四季度開始，經濟下行的迹象是較爲明顯的，幷可能持續到 2018 年。所以，我們更關注數字背後的邏輯，維持 2018 年 GDP 增速 6.7%的預測。

圖 1: 分產業 GDP 增長貢獻率



來源：萬得，招銀國際證券

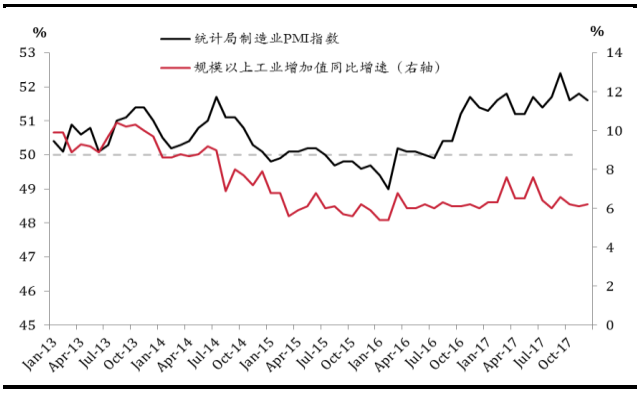
圖 2: 支出法三因素對 GDP 增長的貢獻率



來源：萬得，招銀國際證券.

❖ **2017 年工業增加值同比增長 6.6%。**12 月當月同比增長 6.2%。全年，采礦業增加值同比倒退 1.5%，而製造業和電力、熱力、燃氣及水生產和供應業分別同比增長 7.2%和 8.1%。分行業看，增速領先的行業包括計算機、通信和電子設備製造業、儀器儀錶製造業、汽車製造業和專用設備製造業等，有色金屬和黑色金屬礦采選業、煤炭開采和洗選業、石油和天然氣開采業等行業增速墊底。

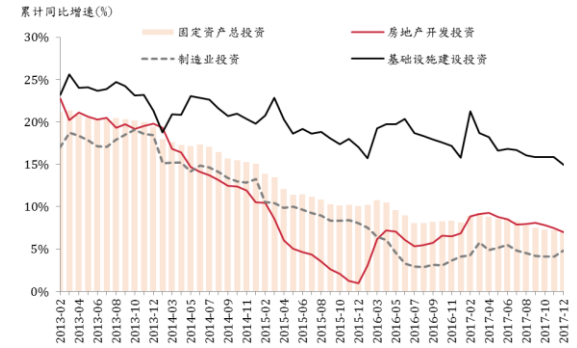
圖 3: 規模以上工業增加值



來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

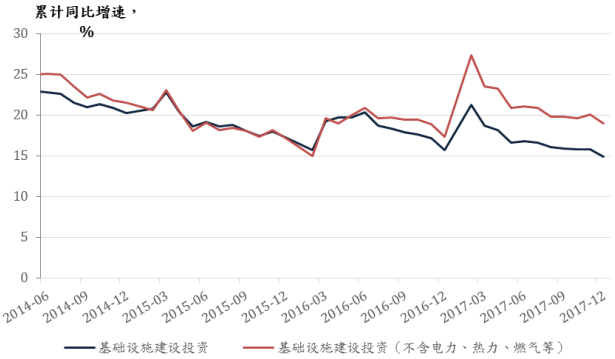
❖ **固定資產投資增速全年增加 7.2%。**比較令人振奮的是，製造業投資增速開始回升至 4.8%，符合我們此前的判斷：企業利潤回升以及國家鼓勵研發、製造升級等政策將推動未來製造業企業增加投資。基建投資同比增長 14.9%，不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業的基建投資同比增長 19.0%，均穩中略降。房地產開發投資增速在商品房銷售疲軟的影響下繼續放緩至 7.0%。

圖 4: 製造業投資增速進入回升通道



來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

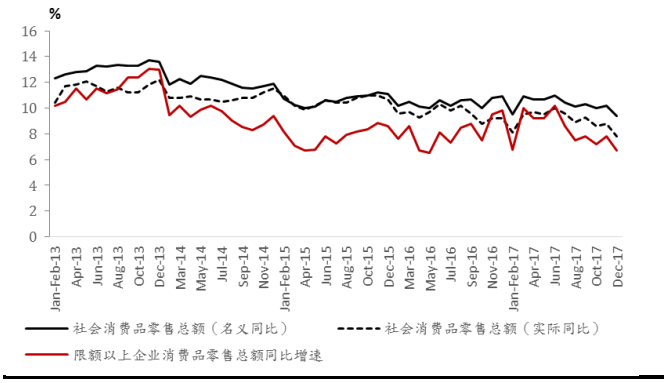
圖 5: 基建投資穩中有降



來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

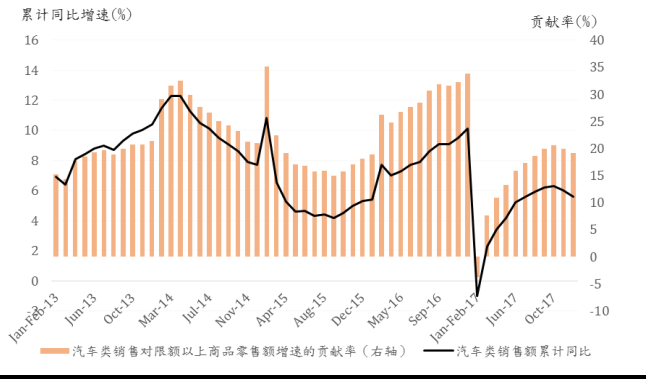
❖ **12 月消費增速不及預期，受到汽車拖累。**12 月當月社會消費品零售總額同比增長 9.4%，低于預期的 10.2%。全年增速 10.2%。我們觀察到當月汽車銷量由于前年高基數的原因同比僅增長 2.2%。2016 年 12 月汽車銷售同比增速高達 14.4%（小排量汽車購置稅減半政策于 2016 年 12 月 31 日截止）。如果剔除汽車銷售增速下滑的影響，則 12 月當月社會消費品零售總額增速將提升 0.6-0.8 個百分點。

圖 6: 社會消費品零售總額增速



來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 7: 汽車銷售貢獻率下降拖累零售增速



來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

人民幣近期强勢，主因是美元疲弱

內外因共同驅動本輪人民幣上漲。從 2017 年 12 月中旬至今，人民幣兌美元累計升幅超過 1700 個基點，創兩年來新高。我們認爲內因和外因，尤其是弱美元，共同促成了本輪人民幣上漲。

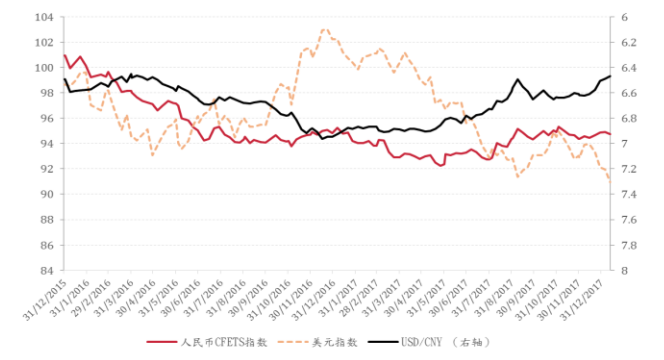
內因包括：（1）人民銀行日前將人民幣中間價報價機制中的"逆周期因子"調整爲零，而該因子于去年 5 月引入，主要目的在于防止非理性因素引起人民幣連續貶值、加劇資本外流。（2）監管和相關機構對于對外投資的態度更爲開放，提振信心。發改委于去年底發布《企業境外投資管理辦法》，采取了例如取消項目事前信息報告制度、取消地方初審等改革措施，進一步便利企業境外投資，降低制度性交易成本。商務部和外管局近期也均表示境內企業對外直接投資已經逐漸回歸理性，非理性對外投資得到"切實有效遏制"。

更爲重要的是，美元走弱。因爲參考一籃子貨幣的 CFETS 指數自去年 12 月以來走勢平穩，1 月份甚至略降。所以我們判斷，本輪人民幣走强的主要原因還是在于美元偏弱。

當前時點，市場可能低估了美元走强風險。近期市場更多是在憧憬歐洲央行貨幣緊縮，歐元兌美元自 12 月中起升近 4%（2017 年全年升幅近 15%）。但是基本面幷沒有太大改變，經濟、政治因素都顯示出短期內歐元存在回調的可能性：美國經濟繼續向好，四季度 GDP 增速預期超過 3%，油價上升推動通脹上行，支持美聯儲三次加息。以上這些美元走强的風險因素在當前時點似乎被市場低估了。

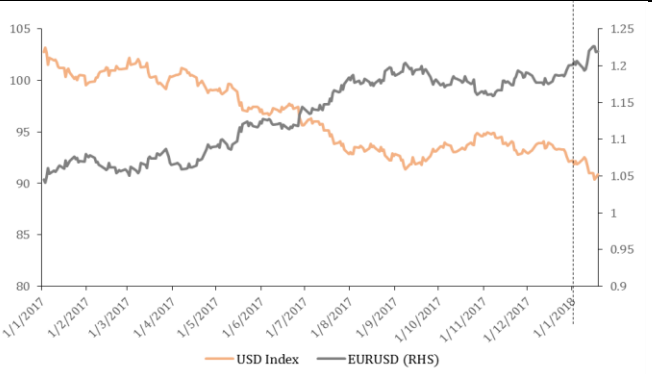
將 2018 年底 USDCNY 預測值上調至 6.55。此前我們對 2017 和 2018 年底人民幣兌美元預測值分別爲 6.70 和 6.75，2017 年末實際收盤價爲 6.51。我們認爲今年人民幣匯率不會發生顯著變化，因此將 2018 年年底預測值相應地調升至 6.55。

圖 8: CFETS 指數保持平穩



來源：彭博，招銀國際證券

圖 9: 自去年 12 月中，歐元兌美元漲近 4%



來源：彭博，招銀國際證券

圖 10: 中國主要經濟指標預測

	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

來源：國家統計局，海關總署，人民銀行，萬得，彭博，招銀國際證券預測

❖

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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷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 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大厦 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")爲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爲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。而過去的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，幷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，幷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，僅爲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爲或被視爲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采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。

本報告基于我們認爲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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，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。

對于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。

對于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。