

第四季度 GDP 增速放缓如预期；重点關注減稅措施

❖ **2018年中國GDP實際增速6.6%**。昨日，國家統計局公布了2018年中國GDP增速，為6.6%，與預期一致。名義GDP接近90萬億人民幣。按季度看，第四季度GDP增速下降至6.4%，而三/二/一季度GDP增速分別為6.5%/6.7%/6.8%。上周，2017年GDP增速的最終核實數調整為6.8%，比初步核算數下調0.1個百分點。經濟結構變得更加平衡，更加依賴於消費需求。2018年第三產業產值比重上升至52.2%，同比提升0.3個百分點。最終消費支出占GDP增長的76.2%，而資本形成貢獻為32.4%。

❖ **工業：2018年12月汽車製造業增加值繼續下滑**。12月規模以上工業增加值同比增長5.7%，2018全年增長6.2%（略遜於我們的預測6.4%）。汽車製造業增加值出現了顯著下滑，2018年僅同比增長4.9%，而2017年為12.2%；12月當月同比下降4.1%，已連續三個月同比增速為負。最近，政府已承諾推出新的消費激勵措施，以刺激汽車銷售。然而，汽車製造商仍將面臨國內消費疲軟、前期需求透支、進口車擴大開放市場競爭等挑戰。

❖ **2018年製造業和房地產拉動固定資產投資增長。我們預計2019年基建投資增速將回升**。2018年固定資產投資同比增長5.9%。基礎設施固定資產投資同比增長3.8%（比1-11月增速提升0.1個百分點），由於政策推動，自10月以來增速企穩。製造業和房地產固定資產投資均同比增長9.5%。我們預測2019年，基礎設施/製造業/房地產固定資產投資增速分別為5.0%/7.0%/3.5%。製造業固定資產投資增速放緩可能是由於工業利潤增速趨緩，而房地產固定資產投資可能會由於土地收購低迷而下滑。

❖ **2018年12月社零數據仍然疲弱**。12月社會消費品零售總額同比增長8.2%，2018全年增長9.0%。12月限額以上消費品零售總額增長2.4%，11月份為2.2%，汽車銷售減少和油價下跌是主要原因之一。我們預計，在收入增長萎縮和支出意願疲弱的背景下，2019年社會消費品零售總額增長7.9%。

重點關注減稅措施。2019年1月17日，財政部發布了一系列措施，以減輕小微企業稅負，預計將在2019-2021年期間每年減少2,000億元的稅收。主要措施包括：（1）對月銷售額10萬元及以下的增值稅小規模納稅人，免徵增值稅（原先的門檻為月銷售額3萬元）；（2）加大小微企業所得稅優惠力度。首先放寬了小微企業的定義範圍至同時符合且同時符合年度應納稅所得額不超過300萬元、從業人數不超過300人、資產總額不超過5000萬元等三個條件的企業；其次，引入超額累進計算方法，對年應納稅所得額不超過300萬元的小型微利企業，其中應納稅所得額不超過100萬元的部分實際稅負為5%，應納稅所得額在100萬至300萬之間的部分，實際稅負為10%。本次普惠性減稅的措施還包括：允許地方政府根據需要對增值稅小規模納稅人在50%的稅額幅度內減征資源稅、城市維護建設稅、房產稅、城鎮土地使用稅、印花稅（不含證券交易印花稅）、耕地占用稅和教育費附加、地方教育附加；拓寬先前創業投資企業和天使投資個人稅收優惠政策中對於初創科技型企業的認定範圍。雖然這些舉措主要針對小微企業，但我們認為這是2019年更大規模和更廣泛的減稅措施的前奏。

丁文捷, PhD

電話: (852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件: dingwenjie@cmbi.com.hk

中國實際和名義GDP增速



來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

最終消費占GDP增長的76.2%



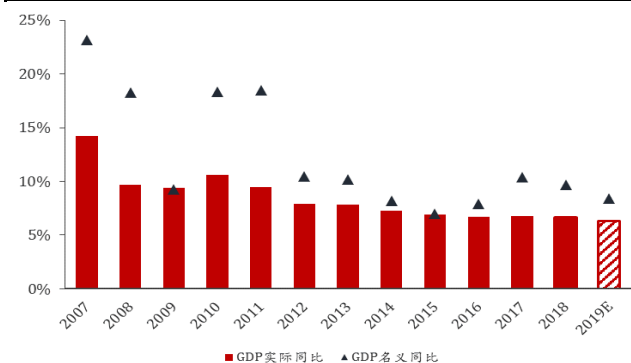
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

2018年實際可支配收入同比增長6.5%



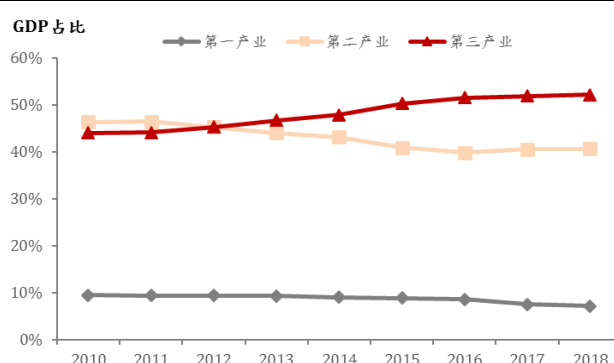
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 1：2018 年實際 GDP 增速為 6.6%，而 2017 年為 6.8%



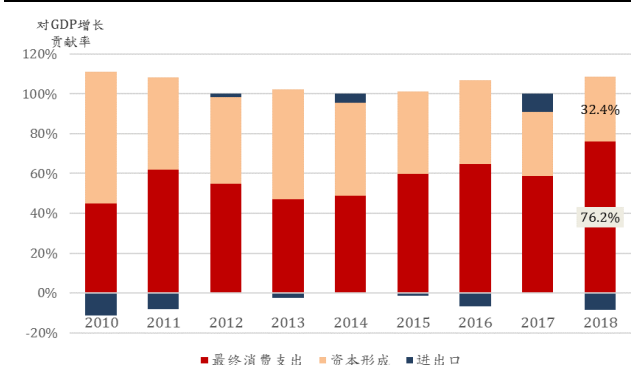
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 2：2018 年，第一/二/三產業分別占 GDP 的 7.2%/40.7%/52.2%



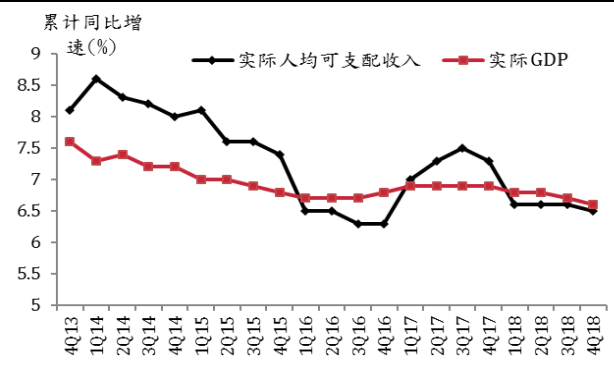
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 3：2018 年，最終消費對 GDP 增長的貢獻率增加到 76.2%



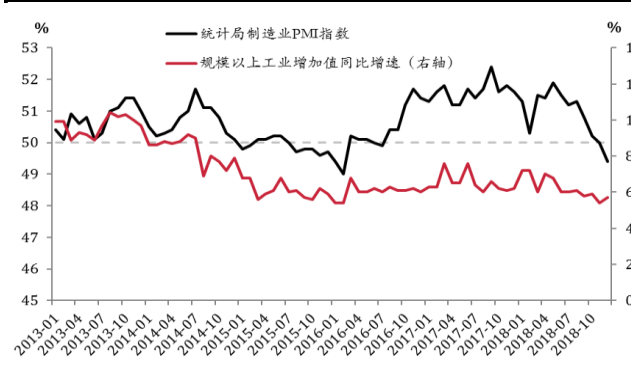
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 4：在整體經濟下行趨勢下，可支配收入增速也有所放緩



來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 5：2018 年 12 月工業增加值同比增長 5.7%，2018 全年增長 6.2%



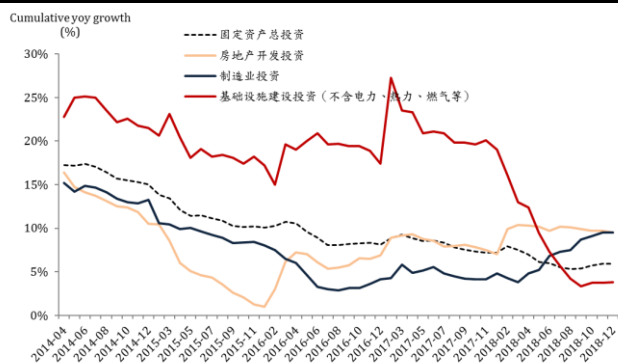
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 6：2018 年 12 月，汽車製造業增加值同比下降 4.1%



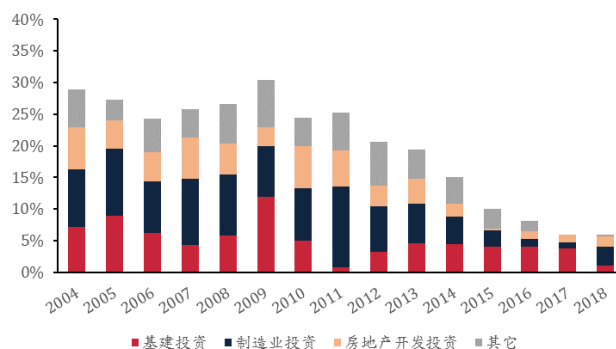
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 7：基礎設施建設投資自 2018 年 10 月以來趨穩；2018 年固定資產總投資同比增長 5.9%



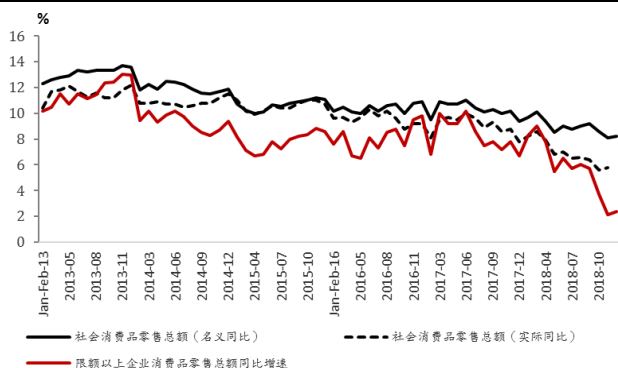
來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 8：按行業固定資產投資貢獻率-2018 年製造業和房地產固定資產投資增速提升



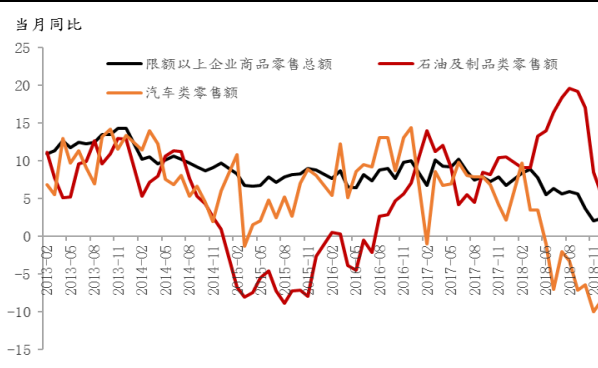
來源：國家統計局，萬得，招銀國際預測

圖 9：12 月份零售額同比增長 8.2%



來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 10：汽車銷量暴跌



來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 11：中國主要經濟指標和預測

	2016A	2017A	2018A	CMBIS 2018E	CMBIS 2019E	2018-10	2018-11	2018-12
实际 GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.6	6.5	6.3	n.a.	n.a.	n.a.
名义 GDP (同比增速, %)	7.9	11.2	9.7	9.3	8.4	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.2	6.4	6.3	5.9	5.4	5.7
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	5.9	5.7	5.5	5.7	5.9	5.9
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.0	9.2	7.9	8.6	8.1	8.2
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.1	2.1	2.2	2.5	2.2	1.9
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.5	3.6	1.8	3.3	2.7	0.9
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	9.9	12.0	4.9	15.6	5.4	-4.4
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	15.8	18.0	8.7	21.4	3.0	-7.6
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	352	349	287	34.0	44.8	57.1
广义货币供应量 M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.1	8.3	8.5	8.0	8.0	8.1
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	16,170	17,420	17,607	697	1,249	1,080
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	19,260	18,337	20,000	742	1,524	1,590
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
大型金融机构存款准备金率 (%，期末值)	17.0	17.0	14.5	14.5	12.5-13	14.5	14.5	14.5
USD/CNY 即期汇率 (期末值或预测中区间)	6.95	6.51	6.88	6.80	6.7-7.1	6.98	6.96	6.88

來源：國家統計局，中國海關，中國人民銀行，萬得，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）發表於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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。

本報告基於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，任何機構或個人於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。