

经济继续放缓，明年关注三大攻坚战

——11月经济数据速评及中央经济工作会议展望

11月经济数据：工业符合预期、消费略逊预期、投资缓中趋稳

- ❖ **工业增速环比下滑，总体基本稳定。**11月规模以上工业增加值同比实际增长6.1%，增速较上月回落0.1个百分点。分门类看，采矿业增加值跌幅由上月1.3%扩大至1.7%，制造业增幅由上月6.7%扩大至6.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业的增幅由上月9.2%放缓至4.5%。1-11月累计规模以上工业同比增加6.6%。
- ❖ **投资：整体增速回落速度放缓，房地产投资继续放缓。**1-11月城镇固定资产投资同比增长7.2%，较1-10月回落0.1个百分点，但增速回落的速度开始放缓。1-11月房地产开发投资同比增长7.5%，增速较前十个月继续小幅滑落0.3个百分点。投资的另两大构成——制造业和基建投资均保持稳健增长。制造业投资增速维持在4.1%，在制造强国战略的逐步推进下，高技术制造业投资、技术改造类投资增速较高，占制造业投资的比重较上年同期分别提高1.4和4.3个百分点。基建投资增速大体保持稳定，1-11月同比增长15.8%（不含电力、热力等的基建投资增速同比增长20.1%，增速较1-10月回升0.5个百分点）。
- ❖ **消费：增速较上月回升，“双十一”拉动效果略逊预期。**11月社会消费品零售总额同比名义增长10.2%，限额以上单位零售额增长7.8%，增速较上月的10.0%和7.0%分别有回升。网购势头维持强劲：1-11月实物商品网上零售额同比增长27.6%，比上年同期提高2.3个百分点，但较前十个月放缓，“双十一”对消费的拉动逊于预期。按品类看，11月限额以上单位的化妆品和通讯器材零售额同比增速分别跳升至21.4%和33.9%，疑受到购物节促销、新品发布等因素驱动。整体来看，11月消费增长略逊我们预期。今年1-11月累计同比增长10.3%，增速较上年同期回落0.1个百分点，我们预期全年增速为10.4%。

2018中央经济工作会议展望

12月18-20日将召开2018年中央经济工作会议。今年由于临近十九大，我们推测中央经济工作会议并不会会有很多新的提法，而更多是十九大报告的细化和深化。往年，在该会议之前召开的中央政治局会议通常是外界预测中央经济工作会议内容的重要依据。结合十九大和今年12月8日中央政治局会议的主旨，我们认为2018年经济工作会议主要有以下重点值得关注：

- ❖ **稳中求进要“长期坚持”；明年预计更偏重于“进”。**首先，稳中求进工作总基调是治国理政的重要原则。在去年的会议上指出稳中求进对“指导2017年工作具有特别重要的意义”，而在今年底的政治局会议上，更进一步将稳中求进定位为要“长期坚持”的原则。在发展理念方面，去年中央经济工作会议提出要以“提高发展质量和效益为中心”，在十九大报告及12月8日的中央政治局会议上，在推动“质量变革、效率变革”的基础上新增了“动力变革”，即发展由要素驱动转向创新驱动。据此我们推测，2018年经济工作在“稳中求进”的基础上会着更多笔墨在“进”和创新驱动发展。
- ❖ **打赢“三打攻坚战”。**坚持供给侧结构性改革为主线，去年的主要工作体现在深入推进“三去一降一补”五大任务，2018年具体要打赢三大攻坚战。(1) **防范风险。**增强金融服务实体经济能力，首次提到要使“宏观杠杆率得到有效控制”。(2) **精准脱贫。**进一步向深度贫困地区聚焦发力，把扶贫和扶志、扶智结合起来，提高扶贫质量，到2020年消灭绝对贫困。(3) **污染防治。**要使主要污染物排放总量继续明显减少，生态环境质量总体改善，这也呼应了十九大报告提出的“美丽中国”战略。在环保限产延续之下，预计明年工业原材料价格仍将高企，可能从今年的上游价格逐渐扩散到中下游。

丁文捷，博士

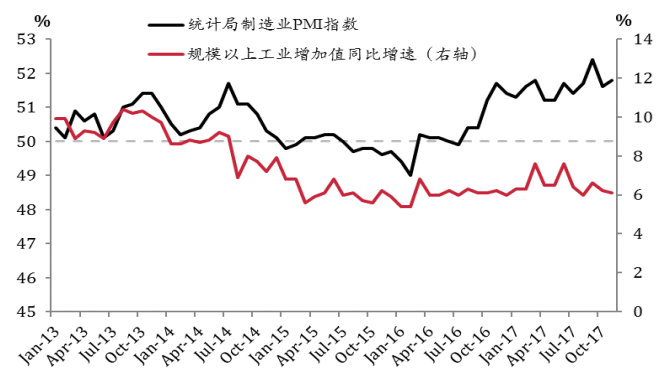
电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

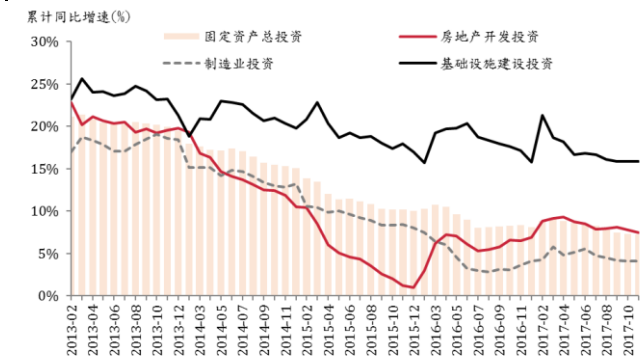
- ❖ **降杠杆、强监管，防范金融风险。**高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，在实体部门体现为过度负债，在金融领域体现为信用过快扩张。2016 年末中国宏观杠杆率为 247%，其中企业部门杠杆率达到 165%，高于国际警戒线。结合此前周小川行长提及的部分国有企业债务风险突出，地方政府以“名股实债”和购买服务等方式加杠杆，理财业务多层嵌套、资产负债期限错配等问题，不难归纳出 2018 年防范金融风险的主要工作会聚焦在以下几个方面：一是国企去杠杆；二是地方债；三是执行资产新规，打破刚兑等。
- ❖ **推动形成“全面开放新格局”。**2018 年是改革开放 40 周年，十九大报告和 12 月 8 日的中央政治局会议均提及要“推进形成全面开放新格局”。全面开放的内涵丰富，既包括开放范围扩大、领域拓宽、层次加深，也包括开放方式创新、布局优化、质量提升。其中，扩大服务业对外开放，推进金融、教育、文化、医疗等领域有序开放，大幅度放宽市场准入等政策令投资者期待。

图 1: 规模以上工业增加值 11 月同比增长 6.1%



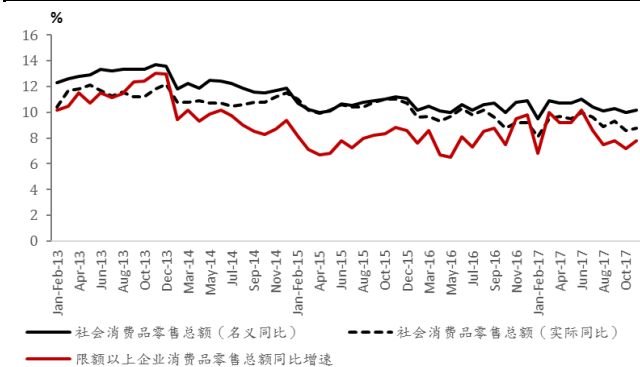
资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 2: 房地产开发投资增速继续放缓



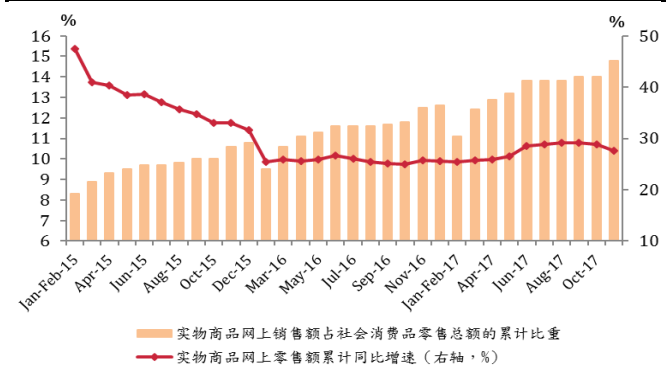
资料来源：国家统计局、万得数据、招银国际研究

图 3: 社会消费品零售总额 11 月同比增长 10.2%



资料来源：国家统计局、招银国际研究

图 4: 1-11 月网上实物商品销售额同比增长 27.6%



资料来源：国家统计局、万得数据、招银国际研究

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: 香港中环花园道三号冠君大厦 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。