

8月中國經濟數據

持續築底，期待四季度階段性企穩

中國8月份的經濟數據並未呈現太多的亮點。內憂外患之下，經濟仍處於探底過程。但是基於多個因素的支撐，我們預計四季度經濟有望實現邊際、階段性企穩。此外，中美貿易談判預計會穩步推進，我們認為人民幣有小幅升值的空間。

- 8月經濟數據亮點。**1) 基建投資加快，1-8月累計增長4.2%，未來預計繼續企穩回升；2) 房地產開發投資顯示出一定的韌性，建安支出保持穩定，抵消了一部分土地購置支出下滑的影響；3) 剔除汽車銷售外，社零增速較上月有所回升。
- 不盡如人意的方面。**1) 工業增加值增速跌至歷史新低，8月同比增長僅4.4%。尤其是高技術行業的增速持續下滑，部分受到貿易戰的持續影響；2) 製造業投資轉弱，未來仍將承受下行壓力；3) 汽車銷售疲弱，拖累整體社零和消費數據。
- 我們認為四季度中國經濟有望邊際、階段性企穩。**主要鑒於以下原因：1) 先前出臺的刺激政策將逐步生效，包括貨幣政策（LPR改革、降準等）、財政政策（地方政府專項債擴容等）以及更為重要的產業支持政策。央行將於三、四季度分別下調MLF操作利率各10個基點，以引導實體融資成本下降；2) 基建投資加速，四季度預計將出現項目趕工，重大項目落地進程加快；3) 汽車銷售四季度有望邊際復蘇，得益於政策刺激及車企旗艦車型推出；4) 時點因素：國慶及2020年春節的提前可能導致部分工業活動推遲至10月後、節前消費提前至今年12月。
- 人民幣有小幅升值空間。**短期內，USD/CNY在7.10處有支撐。觀察到自8月末起，人民幣中間價較上一交易日收盤價大幅提升，平均幅度達600個基點，顯示出較強的維穩意圖。此外，CFETS從8月初至今降幅近2.7%，從維持人民幣兌一籃子貨幣價格較為穩定的角度來判斷，人民幣有小幅升值的空間。此外，人民幣的支撐因素包括：中美貿易關係的緩和，四季度經濟邊際企穩等等。
- 中美經貿關係：逐漸回歸經濟理性。**隨著十月份新一輪磋商臨近，中美雙方在中秋前後互相釋放積極、善意的信號。美方宣佈推遲對2,500億美元中國商品加征5%額外關稅至10月15日，而中方則宣佈對美國大豆、豬肉等農產品予以加征關稅排除。除高級別磋商外，近期兩國在民間、商界、學界的對話交流也日趨頻繁。種種跡象表明，中美經貿關係正在逐漸回歸經濟邏輯和商業理性。然而，兩國在經貿談判中的核心訴求並不一致，並可能處於長期對峙的局面。我們認為當務之急是解決關稅和貿易限制對兩國經濟造成的負面影響，求同存異，暫時擱置爭議，採取更務實和有效的做法，尋求在貿易和經濟合作領域的局部共識。

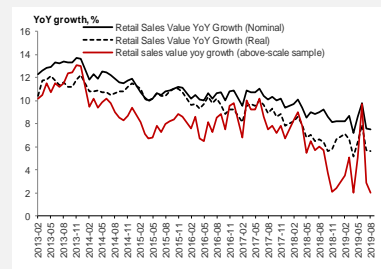
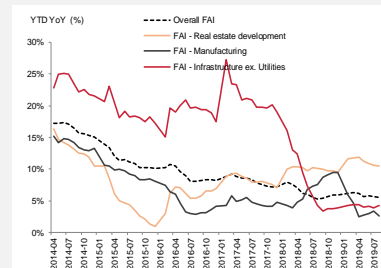
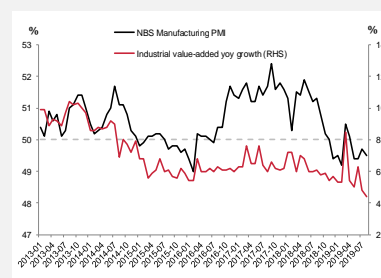
數據摘要

同比增長 (%)	Apr-19	May-19	Jun-19	1H19	Jul-19	Aug-19
規模以上工業增加值	5.4	5.0	6.3	6	4.8	4.4
城鎮固定資產投資	6.1	5.6	5.8	5.8	5.7	5.5
- 製造業固定資產投資	2.5	2.7	3.00	3	3.3	2.6
- 房地產開發投資	11.9	11.2	10.9	10.9	10.6	10.5
- 基建固定資產投資	4.4	4.0	4.1	4.1	3.8	4.2
社會消費品零售總額	7.2	8.6	9.8	8.4	7.6	7.5

資料來源：國家統計局，招銀國際

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 / (86) 755 2367 5597
dingwenjie@cmbi.com.hk



近期報告

- 豬價飆升，PPI下行壓力增大——8月中國通脹數據點評，2019年9月11日
- 低位徘徊，破碼前行——7月中國經濟報告，2019年8月15日
- 年初至今中國貿易數據的幾個趨勢——2019年8月9日
- 7.30中央政治局會議要點速評——2019年7月31日
- 中國五月經濟數據快評 - 貿易戰陰影下數據繼續疲弱，靜待月底 G20——2019年6月19日

製造業增加值增速繼續趨緩

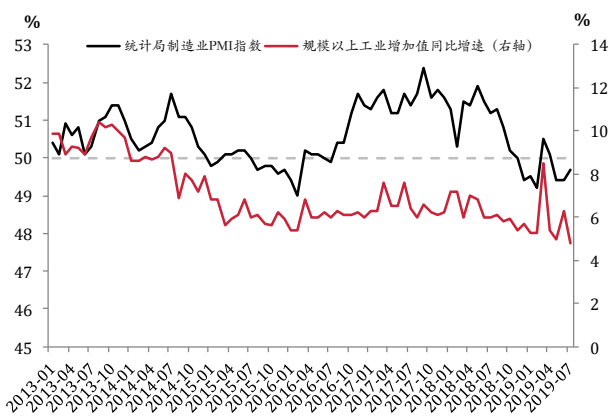
工業增加值增速創歷史新低

8月份，工業增加值增長4.4%，較7月份下降0.4個百分點，創歷史新低。1-8月同比增速下滑至5.6%。8月份，礦業，製造業，電力，燃氣及供水等三個行業均出現增速放緩。汽車行業增加值則轉正，8月同比增長4.3%，1-8月下滑1.0%。

高科技和設備製造業繼續失速

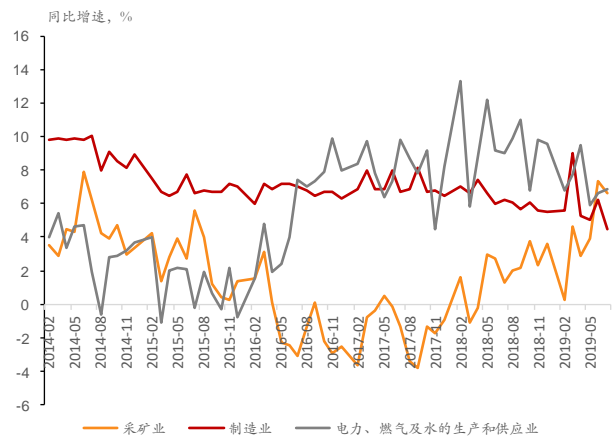
由於貿易戰影響以及產業自身弱週期，高科技製造業增加值增速自7月份起加速下行，8月份繼續下滑至同比增長6.1%，較上月下降0.5個百分點。計算機，電信和電子製造業以及鐵路，船舶，航空航天和其他運輸設備製造業的增加值同比分別增長4.3%/7.8%，增速較7月份下降1.4個百分點/7.9個百分點。通用設備和專用設備製造業也放緩了增長。

圖 1：8月工業增加值增速繼續下滑至同比增長4.4%



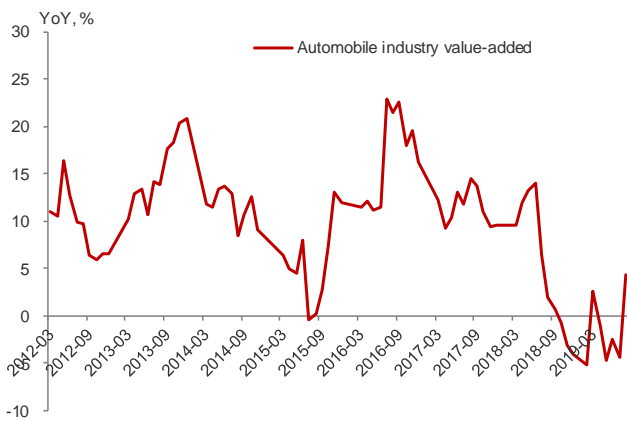
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 2：三大門類增加值增速均放緩



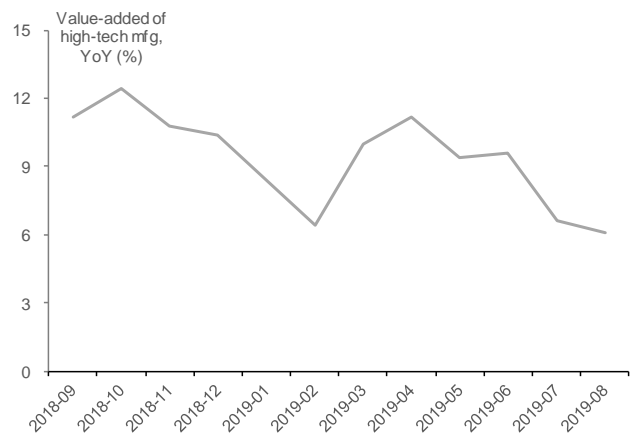
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 3：汽車製造業增加值同比增速轉正



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 4：高科技製造業增長趨緩

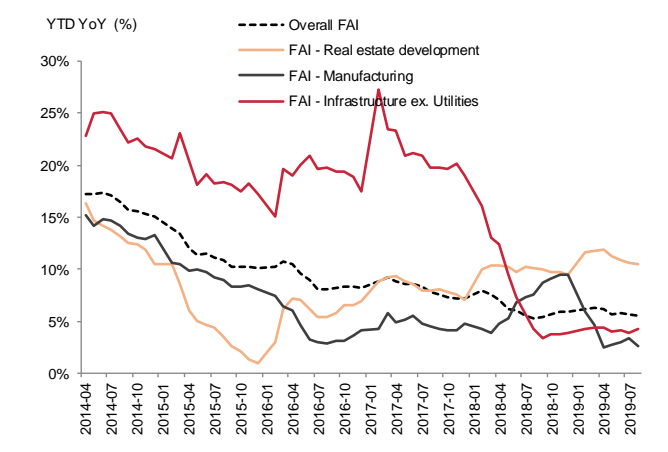


資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

固定資產投資——基建回升，製造業下滑

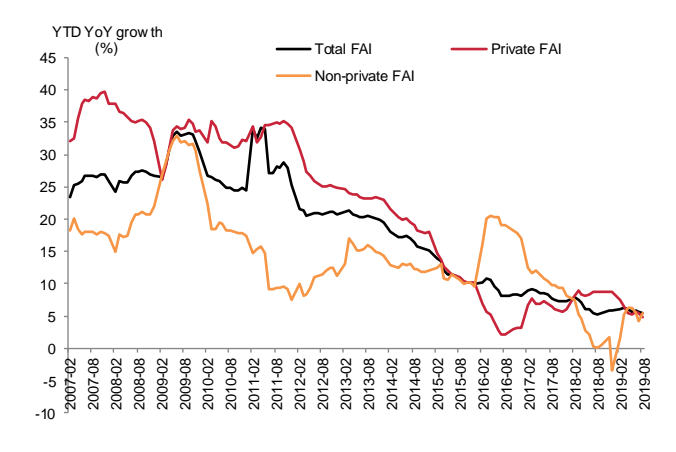
1-8月整體固定資產投資同比增長5.5%，增速較1-7月下調0.2個百分點。主要拖累因素是製造業投資，1-8月增速從1-7月的3.3%下降至2.6%。基建投資繼續企穩回升，1-8月同比增長4.2%，較上月提升0.4個百分點。房地產開發投資小幅放緩至同比增長10.5%。

圖 5：固定資產投資



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 6：固定資產投資：民間投資與非民間投資



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

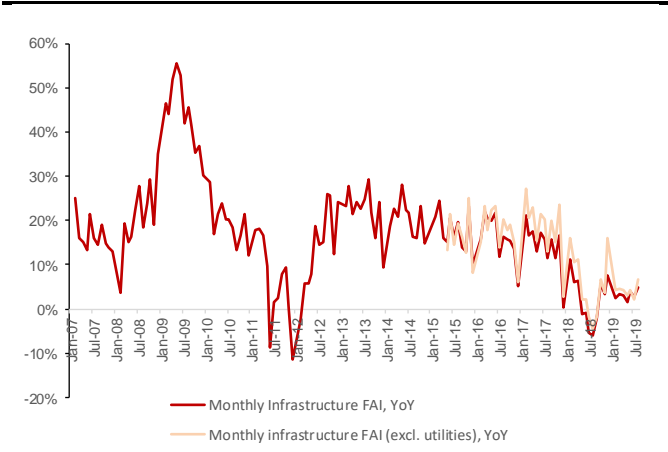
製造業投資減弱，仍然面臨壓力

分行業看，以下行業跌幅擴大：鐵路、船舶、航空及其他交通運輸設備（同比減少10.7%，增速較1-7月下調0.3個百分點），電機製造業（同比減少8.0%，增速下調0.5個百分點），有色金屬冶煉和延壓加工業（同比下降4.3%，增速下調0.5個百分點）。以下行業增速放緩：化學原料和化學製品製造業（同比下降7.9%，增速下調1.5個百分點），通用設備製造業（同比下降1.2%，增速下調0.9個百分點），專用設備製造業（同比下降6.6%，增速下調0.6個百分點）。計算機、通信和電子設備製造業同比增速繼續加速至11.1%，比1-7月提升0.6個百分點。展望未來，我們認為由於PPI下行和去年高基數等因素，製造業固定資產投資增長可能會繼續承壓。

基礎設施固定資產投資加快，並可能繼續堅挺

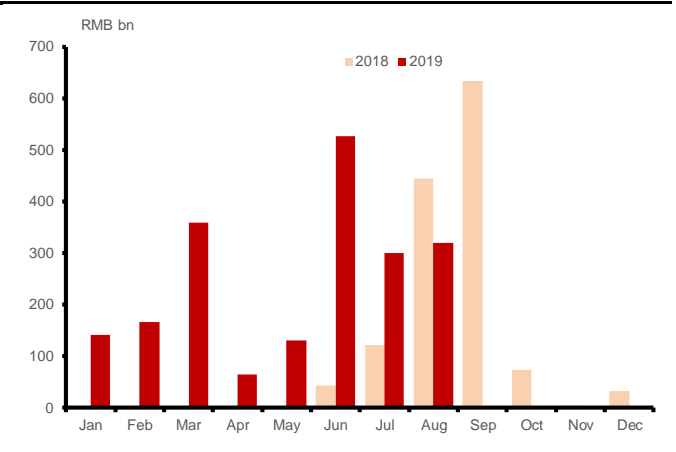
1-8月基建累計投資增速由1月至7月的3.8%上升至4.2%。我們預計三季度末至四季度，基建會出現趕工的狀況。此外，地方政府專項債新政以及重點項目的啟動，也將對基建企穩回升提供支持。我們預計基建投資增速在年底前可能會回升至5%。

圖 7：基建投資 8 月份小幅反彈



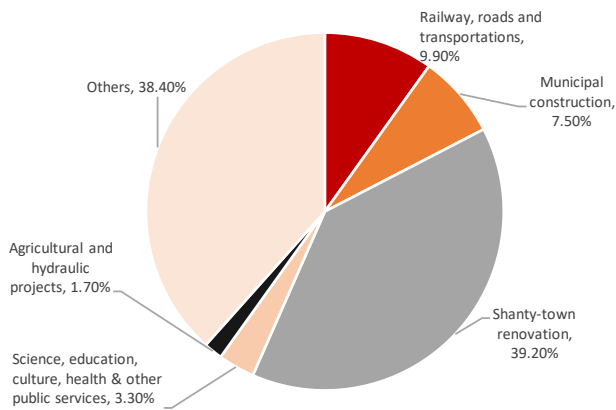
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 8：1-8 月地方政府專項債累計發行 2.01 萬億元



資料來源：財政部，萬得，招銀國際研究

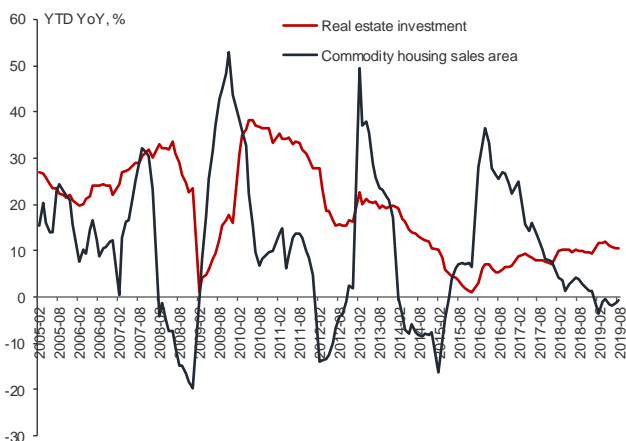
圖 9：已安排專項債 1.59 萬億



資料來源：財政部，萬得，招銀國際研究

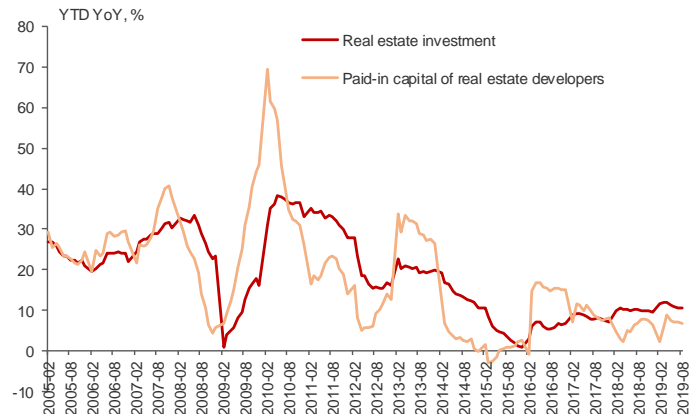
房地產固定資產投資緩慢下降至 10.5%。建安支出企穩，部分抵消土地購置支出大幅下降的影響。

圖 10：房地產開發投資增速 vs 商品房銷售面積增速



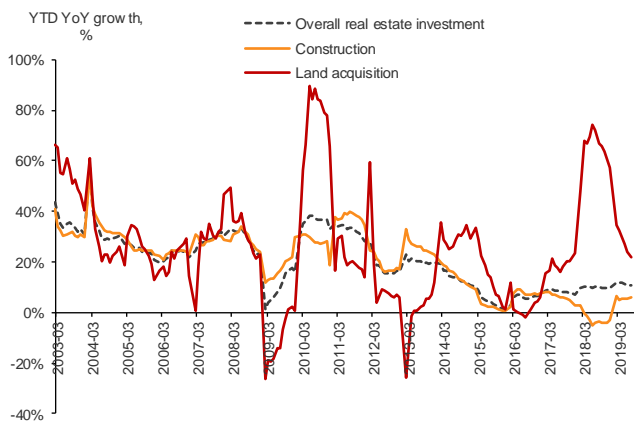
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 11：房地產開發投資增速 vs 房企到位資金增速



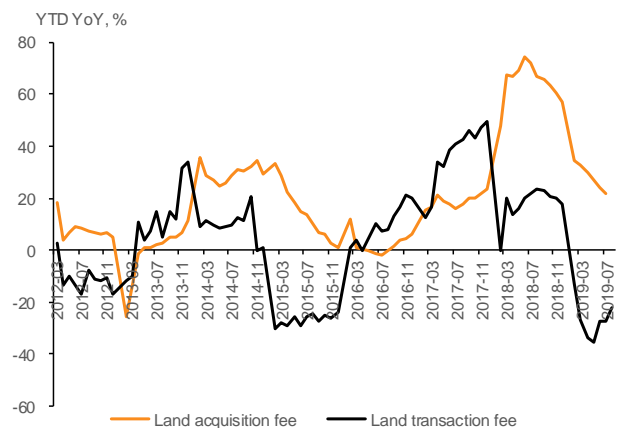
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 12：土地購置支出下滑，和建安支出增速較穩



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 13：土地成交價款 1-8 月同比下滑 22%



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

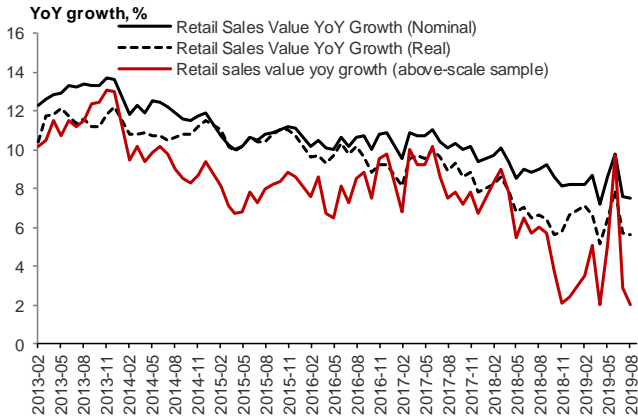
零售繼續受到汽車銷售拖累

剔除汽車外，社零較上月提速；預計四季度汽車銷量有所復蘇

8月份整體社會消費品零售總額同比增長7.5%。剔除汽車的影響外，8月社零同比增長9.3%，較上月回升0.5個百分點。規上汽車銷售同比下滑8.1%，受到前期國V/VI標準切換透支終端需求、新能源車補貼退坡等不利影響。我們預計四季度，汽車銷售有可能企穩復蘇，主要受到政策刺激（如放鬆限購等）和車企集中推出旗艦車型刺激需求等因素帶動。

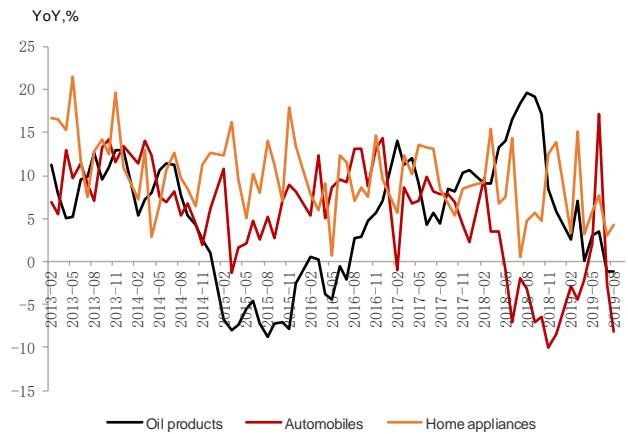
除汽車外，由於原油價格下跌，石油相關產品的社零銷售額同比下降1.2%。但近期全球原油供應狀況的變化可能會在接下來的幾個月內推高油價，從而推升社零增速和CPI。

圖 14：社零增速再受汽車銷售拖累



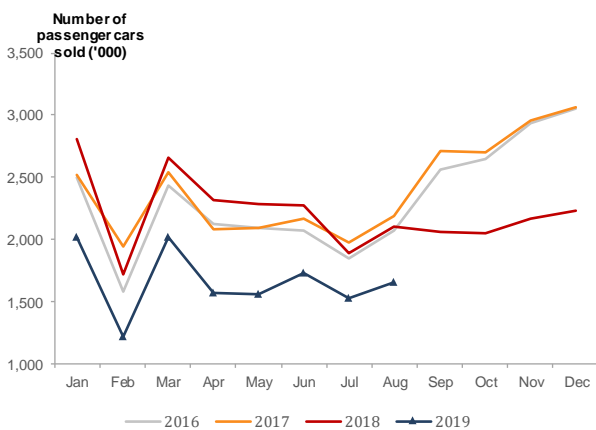
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 15：8月汽車銷量同比下降8.1%



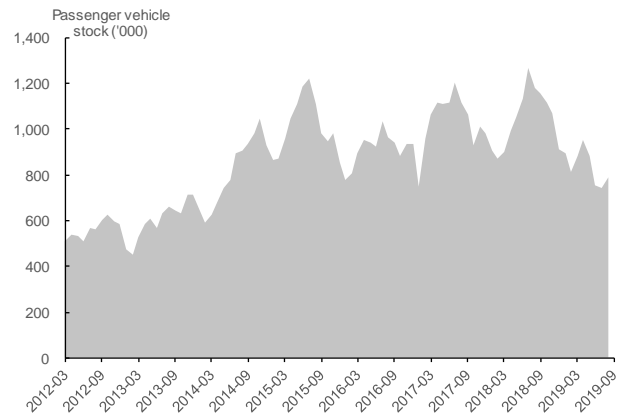
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 16：乘用車銷量



資料來源：中國汽車協會，萬得，招銀國際研究

圖 17：乘用車庫存

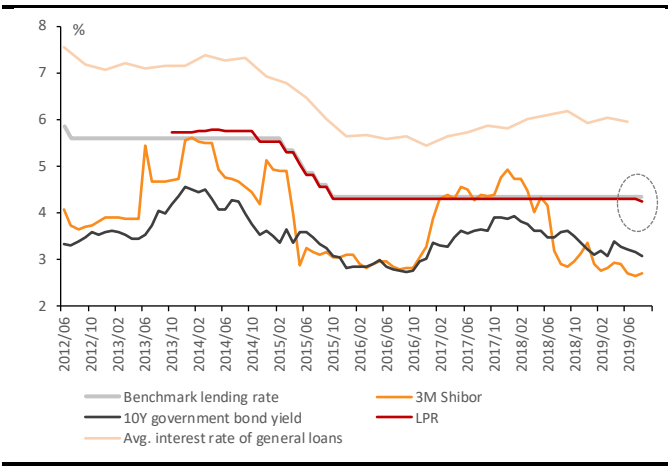


資料來源：萬得，招銀國際研究

貨幣政策：MLF 利率調降“箭在弦上”

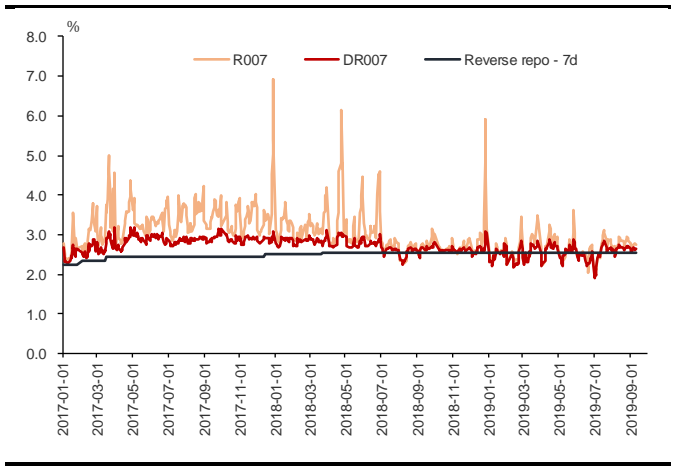
LPR 下一步？期待調降MLF 操作利率。近一個月來，貨幣政策方面，央行先後完成了LPR 報價機制改革和普遍及定向降准。作為LPR 改革的下一步，我們預計三季度和四季度，央行會分別下調MLF 操作利率10個基點。

圖 18：8 月 20 日，1 年期 LPR 報價利率為 4.25%



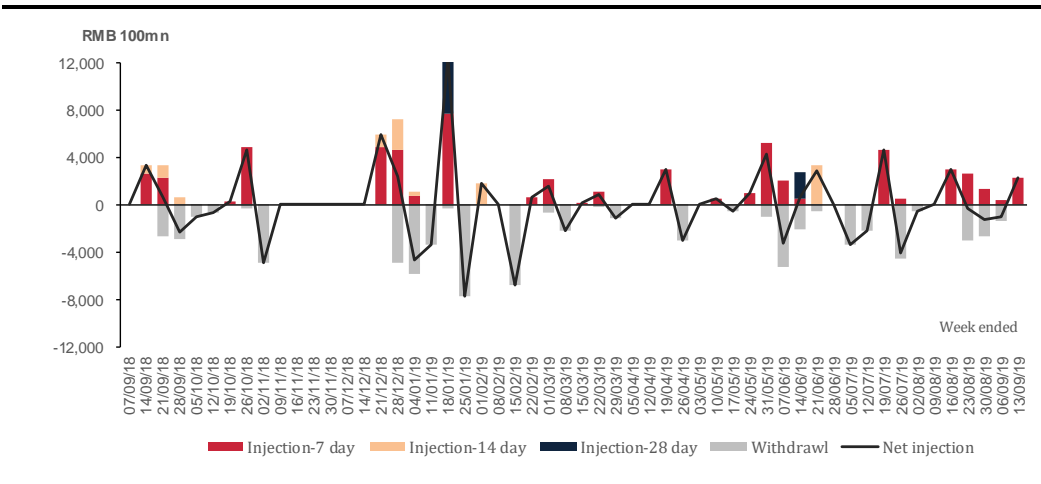
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 19：市場利率



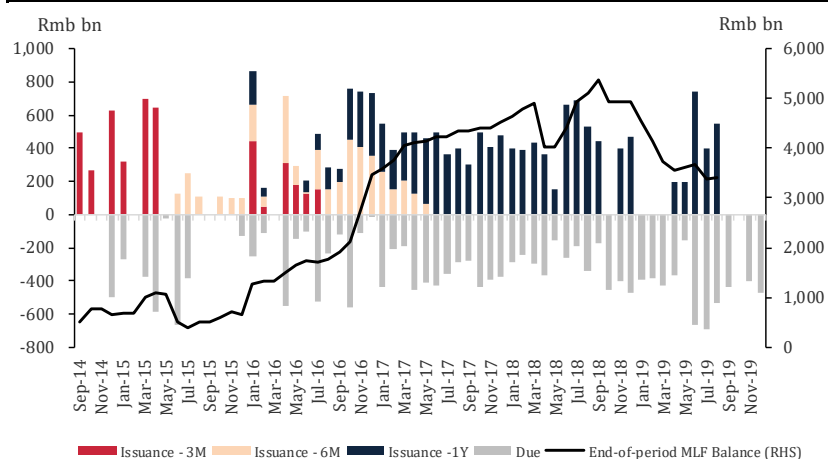
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 20：逆回購操作（9 月 9-13 日央行通過公開市場逆回購操作淨投放 1,900 億元）



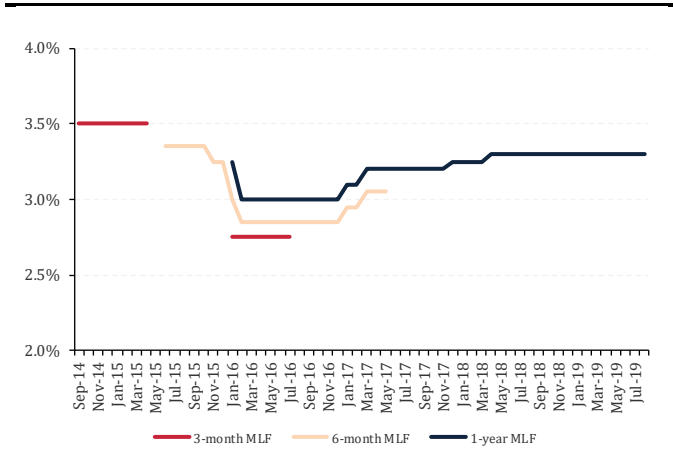
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 21: MLF 到期安排 (截至 2019 年底)



資料來源: 中國人民銀行, 萬得, 招銀國際研究

圖 22: MLF 操作利率



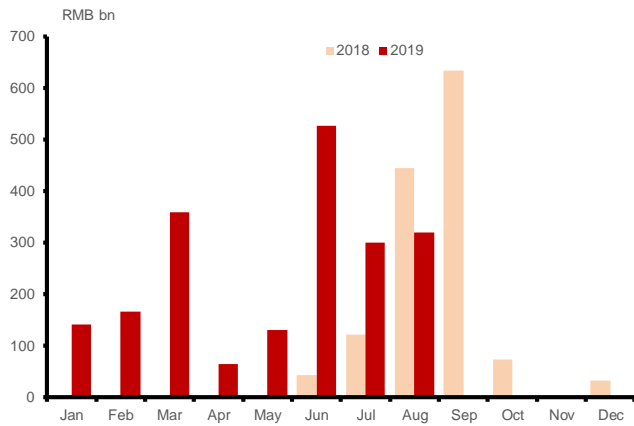
資料來源: 中國人民銀行, 萬得, 招銀國際研究

四季度中國經濟有望企穩的幾個原因

綜合數據和分析，我們認為中國經濟有望在四季度實現階段性的邊際企穩。主要出於以下幾方面的原因：

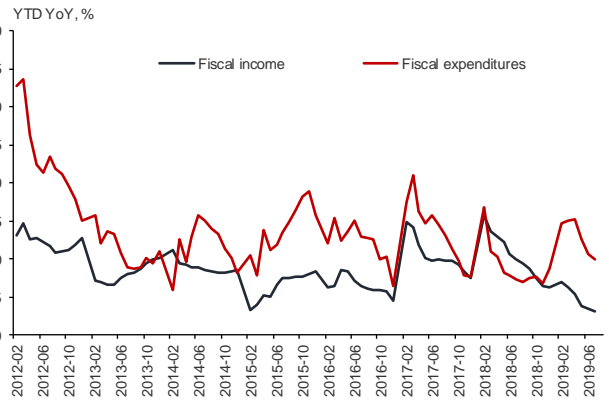
- 1) 先前出臺的政策刺激逐步生效。這些政策既包括傳統的貨幣政策（降准、LPR改革）和財政政策（專項債放寬），更包括產業政策，為產業發展提供激勵和引導，尋求新的增長點；
- 2) 基建投資四季度有望持續回升（四季度趕工、專項債落地加快且能撬動更大規模投資）；
- 3) 汽車銷售四季度有望邊際復蘇，帶動消費增長；
- 4) 時點因素。國慶70周年和2020農曆新年提前至1月份，可能會導致工業生產活動推遲至10月之後以及節前消費提前至12月。

圖 23：1-8 月地方政府專項債累計發行 2.01 萬億元



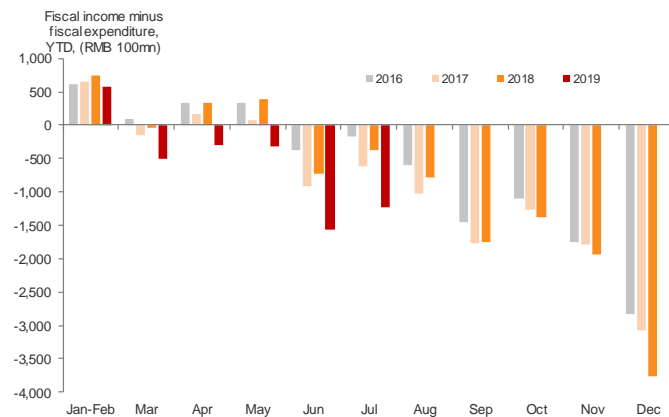
資料來源：財政部，萬得，招銀國際研究

圖 24：財政支出 vs 財政收入增速



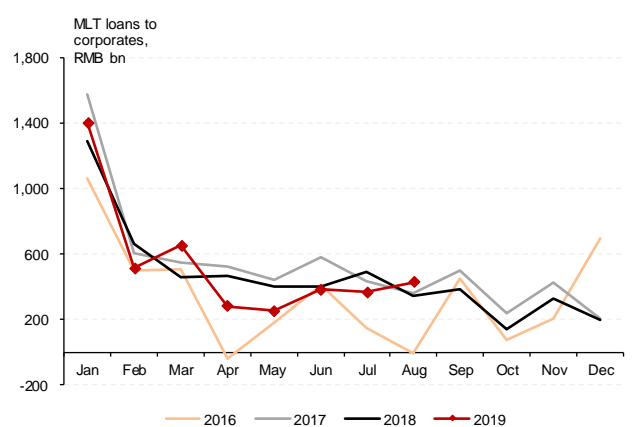
資料來源：財政部，萬得，招銀國際研究

圖 25：財政支出更為提前、激進



資料來源：財政部，萬得，招銀國際研究

圖 26：企業中長期貸款 8 月份超過往年



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

人民幣具備小幅上行空間

USD/CNY 在 7.10 附近獲得支撐

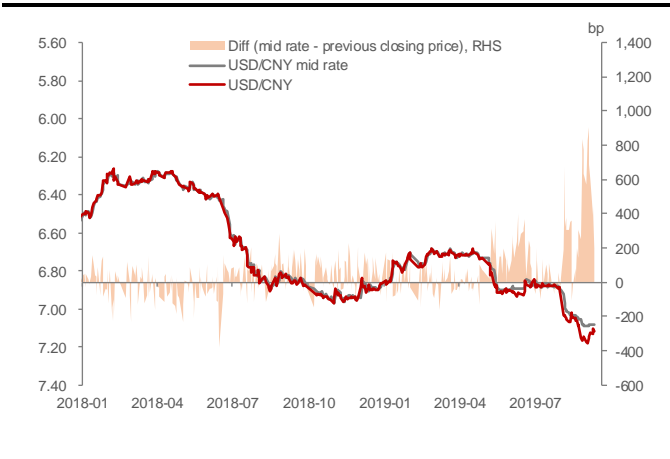
1) 近期中間價調升穩定人民幣匯率。自 8 月 27 日以來，美元/人民幣中間價與最後收盤價之間的平均差異 > 600bp，是自 2015 年 8 月 11 日匯率改革以來最大的偏差。這表明有意穩定人民幣疲軟。

2) 從 CFETS 指數的角度來看，截至 2019 年 9 月 12 日，CFETS 指數為 91.07，較 8 月初下跌近 2.7%。鑒於貨幣當局旨在維持人民幣相對於一籃子貨幣的價格相對穩定，我們認為人民幣有小幅升值空間。

我們維持 2019 年底 USD/CNY 的預測為 7.0

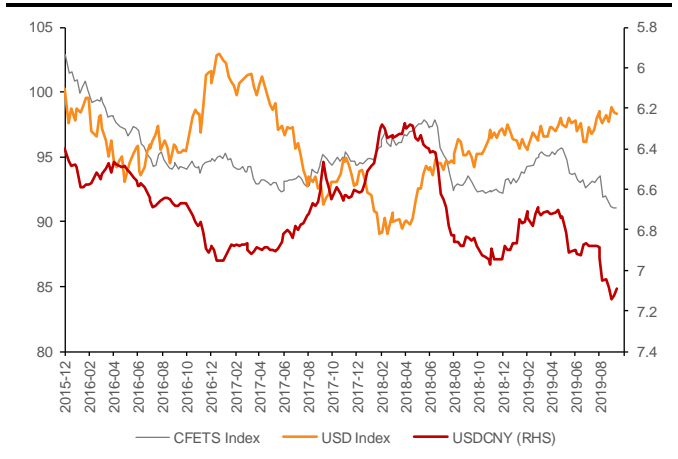
未來支撐因素包括：1) 中美貿易緊張局勢的緩解；2) 中國經濟可能在第四季度出現編輯企穩；3) 資本市場開放，鼓勵長期資本流入。

圖 27：自 8 月末，人民幣中間價較上日收盤價平均調升超過 600 個基點，釋放“維穩”意圖



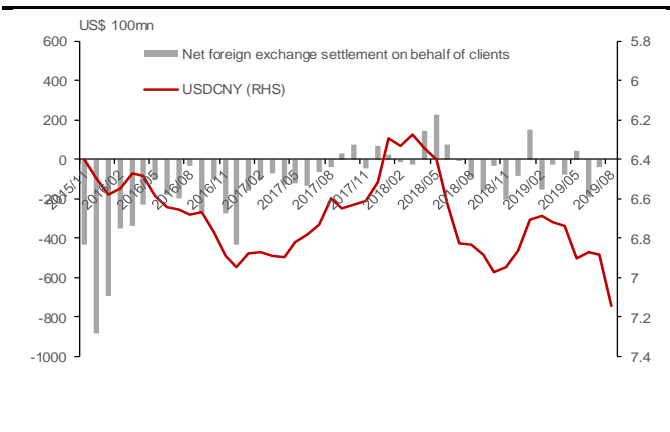
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 28：CFETS 指數八月至今下滑近 2.7%；暗示人民幣具備小幅升值空間，以保持對一籃子貨幣的相對穩定



資料來源：外匯交易中心，萬得，招銀國際研究

圖 29：銀行代客結售匯數據



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

中美貿易談判：重歸經濟理性，期待求同存異

雙方互相釋放積極、善意信號

隨著十月份新一輪磋商臨近，中美雙方在中秋前後互相釋放積極、善意的信號。

- 1) 北京時間 9 月 11 日，國務院稅則委員會公佈第一批對美加征關稅商品第一次排除清單。此清單中共有 16 項商品，主要包括潤滑劑、潤滑脂、潤滑油等工業化學原料、醫用直線加速器，以及蝦苗、紫苜蓿粉等農產品；
- 2) 緊接著美國東部時間 9 月 11 日，特朗普在推特上宣佈將加征 2,500 億美元中國進口商品關稅的決定至 10 月 15 日（原先這批商品的關稅將由 10 月 1 日起從 25% 提升至 30%）；
- 3) 9 月 13 日，中方宣佈對美國大豆、豬肉等農產品採購予以加征關稅排除，並支持相關企業按市場化原則和 WTO 規則，從美國採購上述農產品。

逐漸回歸經濟利益的邏輯，中美商界頻繁磋商

儘管雙方並未完全取消此前互相加征的關稅，但是中方豁免對美國大豆、豬肉等核心產品加征關稅，以及美方考慮推遲額外關稅徵收，我們認為都是積極的舉措，代表著兩國都在集中精力推進磋商向前推進，並回歸商業邏輯和經濟規律。在高級別磋商之外，我們也觀察到商界和民間的對話也日趨頻繁。

期待求同存異，達成局部的共識

誠然，兩國在經貿談判中的核心訴求並不一致，美方首要關切的是知識產權、外商投資保護甚至上升至國家安全等內容，中國尋求的是將談判範圍縮窄至貿易和關稅事務。在兩國長期可能處於長期對峙局面的背景下，我們認為當務之急是解決由於關稅和貿易限制，對兩國經濟造成的負面影響。期待兩國“求同存異”，暫時擱置爭議，採取更務實和有效的做法，尋求在貿易和經濟合作領域的共識。

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈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”)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，並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，並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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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。