

喜憂參半，維持下半年樂觀預期

——2016年二季度中國經濟資料評論

梗概

統計局剛剛出爐的中國經濟資料顯示，2016年二季度中國實際GDP同比增長6.7%，環比增長1.8%。上半年實際GDP同比增長6.7%。

二季度主要亮點包括：

- 去產能去庫存正在進行時，製造業顯示企穩跡象
- 社會消費品零售總額六月增速反彈，但仍面臨下行壓力
- 投資增速放緩；民間投資增速嚴重下滑，房地產投資二季度轉冷

風險：

- 就業和收入增速放緩影響居民消費
- 民間投資繼續下探，投資信心難以提振
- 非金融企業槓桿率居高不下，信用風險進一步暴露
- 英國脫歐對中國進出口產生不利影響

主要預測：

- 維持全年GDP增速6.8%的預測
- 預計USD/CNY在6.70位置有支撐
- 預計下半年不會降息、降准一次

表1：中國經濟主要指標預測

	2013	2014	2015	调整后 2016E	调整前 2016E	1H16	1Q16	2016年 4月	2016年 5月	2016年 6月
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值（同比增速，%）	9.5	8.3	6.3	6.0	6.0	6.0	5.8	6.0	6.0	6.2
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	19.7	15	9.9	10.0	11.0	9.0	10.7	10.5	9.6	9.0
社会零售消费品总额（同比增速，%）	13.1	11.9	10.7	10.5	10.5	10.3	10.3	10.1	10.0	10.6
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	1.8	1.8	n.a.	n.a.	2.3	2	1.9
PPI（同比增速，%）	-1.9	-1.9	-5.2	-3.6	-3.6	n.a.	n.a.	-3.4	-2.8	-2.6
出口（以美元计，同比增速，%）	7.9	6.1	-2.6	-5.0	-5.0	-6.5	-9.3	-1.8	-4.1	-4.8
进口（以美元计，同比增速，%）	7.1	0.4	-14.4	-6.0	-2.0	-9.6	-13.1	-10.9	-0.4	-8.4
广义货币供应量M2（同比增速，%）	13.6	12.2	13.3	12.3	13.4	11.8	13.4	12.8	11.8	11.8
新增人民币贷款（万亿元人民币）	8.89	9.78	11.72	13.9	13.9	16.82	4.61	0.56	0.99	1.38
1年期存款基准利率（%，年底值）	3.00	2.75	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（%，年底值）	6.00	5.6	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（%，年底值）	20.0	20.0	17.5	16.5	15.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率（%，年底值）	6.05	6.21	6.49	6.70	6.90	6.65	6.45	6.48	6.59	6.65

來源：統計局，海關總署，中國人民銀行，招銀國際預測。

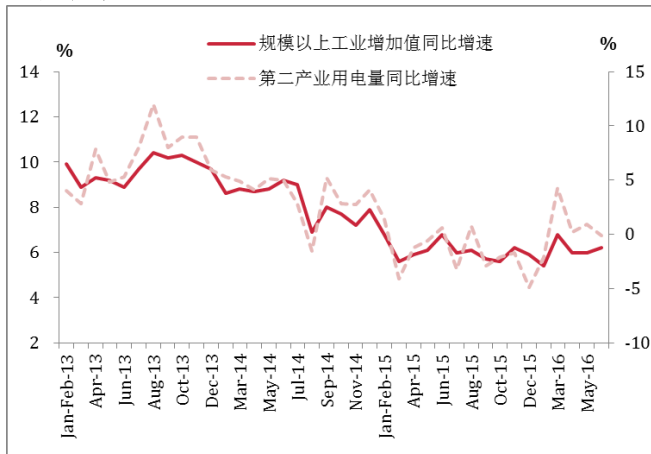
工業顯示企穩跡象，去庫存正在進行時

上半年增速平穩。經歷 3 月的強刺激回彈之後，製造業活動二季度保持較為穩定的增速。規模以上工業增加值在 4 月、5 月和 6 月分別同比增長 6.0%，6.0% 和 6.2%，而 3 月增速為 6.8%。上半年規模以上工業增加值同比增長 6.0%，比去年全年 6.3% 的增速水準略微下降。

去庫存正在進行時。從歷史資料看，PPI 的增速往往領先庫存增速 2-3 個月，因為產成品價格的上漲會激勵企業增產。但自 2016 年以來，PPI 降幅逐月收窄，但工業產成品庫存仍持續下降並未反彈，1-5 月產成品庫存比去年同期下降 1.1%。這顯示出工業正在去庫存。

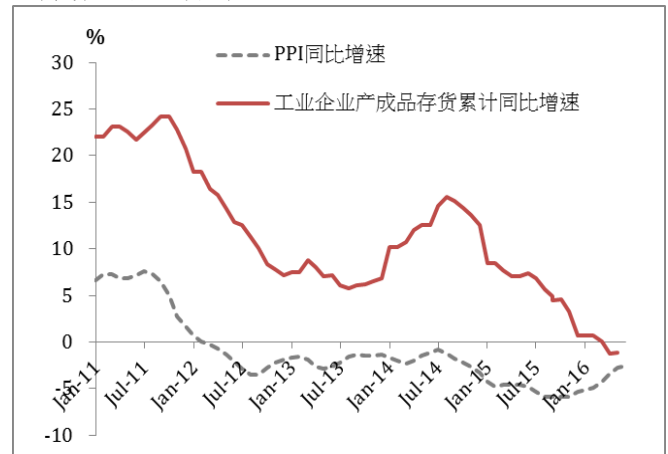
我們認為工業正在逐漸企穩，下半年增速將維持穩定。儘管面臨外部需求持續疲軟、自身結構調整等多重困難，我們認為上半年工業產值能維持較為穩定的增速，未出現大幅下滑，並且去產能、去庫存逐漸顯示出成效，當屬來之不易。預計這樣的勢頭在下半年能夠得以維持。

圖 1：規模以上工業增加值增速及第二產業用電量均有企穩跡象



來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

圖 2：儘管 PPI 降幅收窄，產成品庫存仍持續下降——去庫存正在進行時



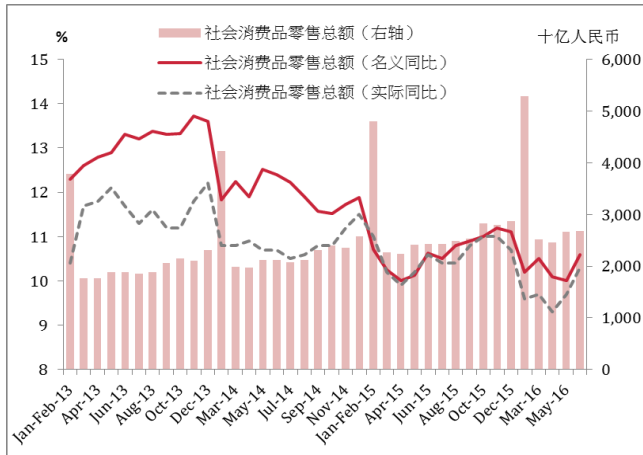
來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

消費增速放緩，下半年仍承壓

上半年零售增速放緩。名義社會消費品零售總額上半年同比增長 10.3%，主要得益於 6 月份的反彈，該增速緩於去年全年增速 10.7%。零售行業和企業層面的資料表現也不盡理想。根據中華全國商業資訊中心的統計，全國 50 個主要零售企業今年上半年銷售收入同比下降 3.1%。作為經濟增長的滯後指標，消費增速的放緩正在引起關注。

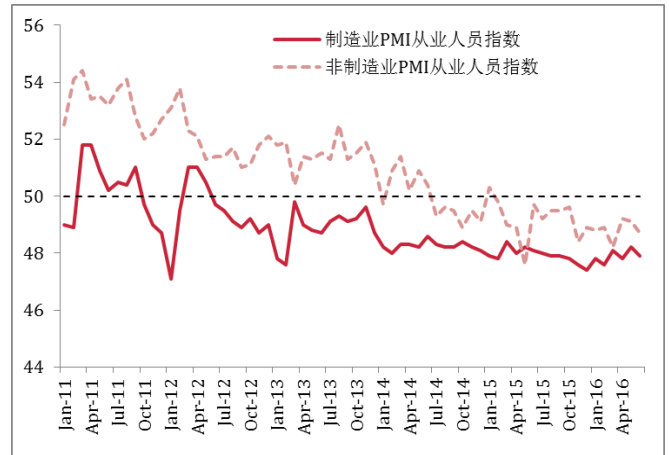
就業和收入增速放緩未來可能對消費產生不利影響。從我們觀測的資料來看，就業情況並不樂觀。統計局製造業和非製造業 PMI 的就業分項指數已分別連續 49 個月和 17 個月處於 50 榮枯線以下。智聯招聘網站參與編制的 CIER 中國就業景氣指數一季度由去年年底 2.09 下跌至 1.71。工資方面，注意到從今年起，實際人均可支配收入的同比增速為 6.5%，已連續兩個季度低於 GDP 增速（6.7%）。我們認為疲軟的就業和工資增長可能會進一步拖累消費。我們預計全年社會消費品零售總額同比增速為 10.5%。

圖 3：社會零售消費品總額同比增速上半年放緩至 10.3%



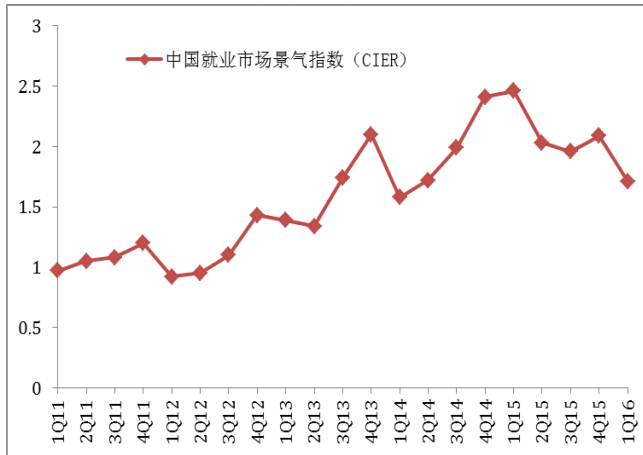
來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

圖 4：製造業和非製造業就業指數均長期處於 50 以下



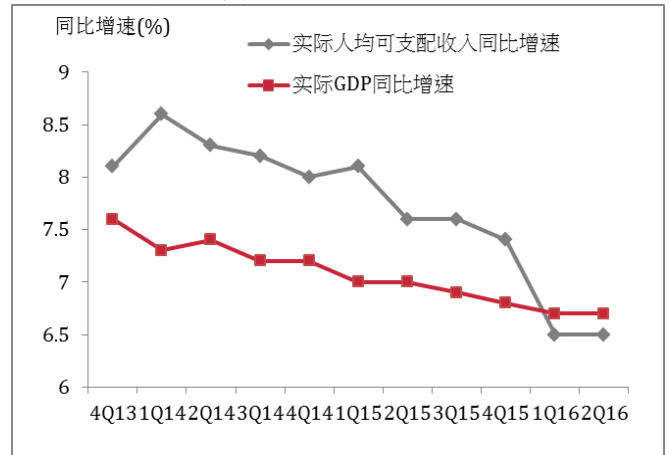
來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

圖 5：CIER 就業景氣指數 1 季度下跌



來源：中國就業研究所，智聯招聘，招銀國際證券

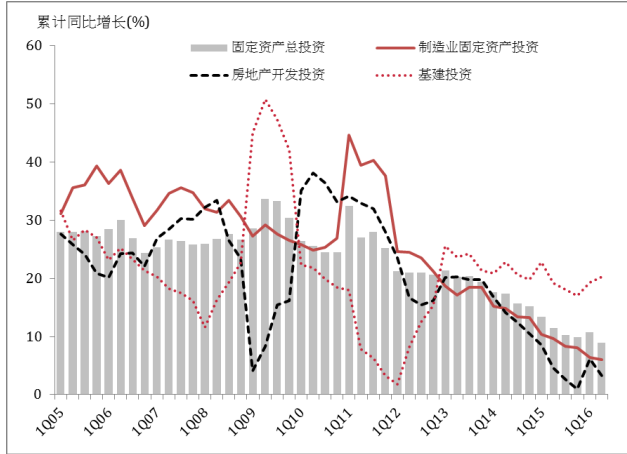
圖 6：自一季度起實際可支配收入增速落後於 GDP 增速



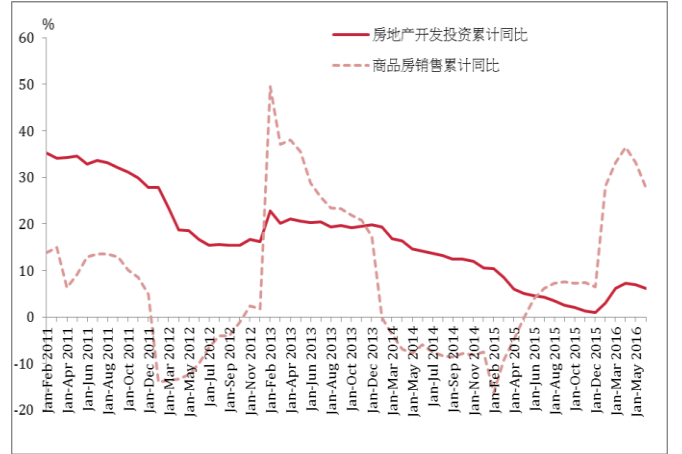
來源：國家統計局，招銀國際證券。

民間投資拖累整體投資增速下滑，房地產投資二季度轉冷

只有基建投資增速保持穩健。上半年，城鎮固定資產投資同比增長 9.0%，增速較去年上半年 11.4% 和去年全年 9.9% 明顯下滑。分類別看，製造業投資繼續下滑，上半年同比增長 6.1%。房地產投資增速二季度開始隨著銷售面積一起由熱轉冷，上半年同比增速為 6.1%。基建投資增速上半年同比增長 20.3%，保持穩健。

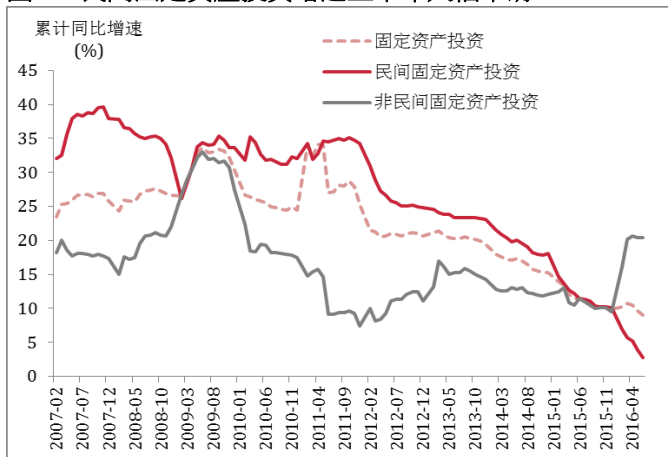
圖 5：上半年城鎮固定資產投資同比增長 9.0%


來源：國家統計局，招銀國際證券。

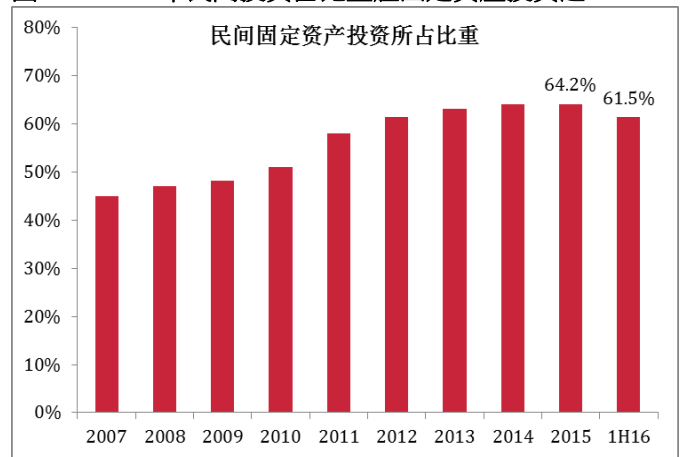
圖 6：房地產開發投資和銷售一、二季度轉冷


來源：國家統計局，招銀國際證券。

民間投資加速下滑引起廣泛關注。上半年，民間投資持續下滑，同比僅增長 2.8%，去年全年為增長 10.1%。2015 年民間投資佔比整體投資達到 64.2%，是後者的重要組成部分。自 2016 年伊始，民間投資增速遭遇“滑鐵盧”，與政府投資增速之間的分化逐月加劇，而在此之前，民間投資增速一直超越政府投資。即便在全球金融危機期間亦是如此，當然，彼時的 4 萬億刺激政策帶動房地產市場繁榮對穩定民間投資起到了重要的作用。而今不再有大規模強刺激，部分房地產市場自身面臨去庫存挑戰，要穩定民間投資，提振信心是關鍵。

圖 9：民間固定資產投資增速上半年大幅下滑


來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

圖 10：2015 年民間投資佔比整體固定資產投資達 64.2%


來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

我們將全年固定資產投資增速預測由原先 11.0% 下調至 10.0%，因為民間投資下滑幅度超過我們預期，房地產投資也出現由熱轉冷的跡象。

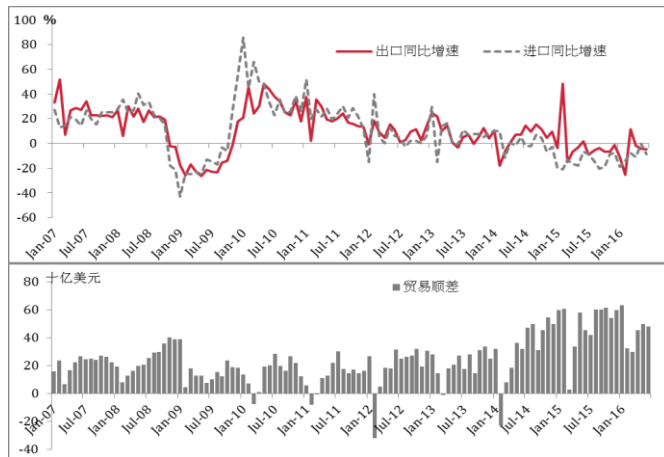
進出口下半年面臨更大不確定性

六月份以美元計價的出口和進口同比分別減少 4.8% 和 8.4%，較 5 月份 4.1% 和 0.4% 的降幅有所擴大。二季度整體而言，進出口降幅均較一季度有所收窄。

英國脫歐公投對中國貿易可能產生較為持續的影響，在未來的貿易資料中可

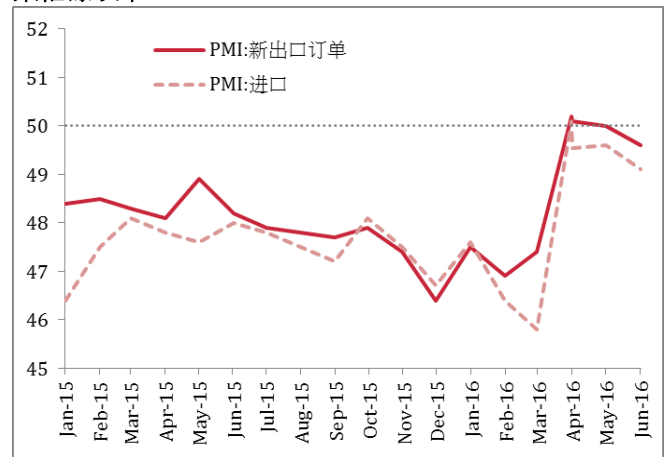
能會有體現。英鎊和歐元的貶值會制約中國對英國及歐盟的出口，而目前歐盟是中國最大的交易夥伴，領先於美國。英國脫歐之後，與中國相關的貿易條款、反壟斷條款等可能也會出現變化，待持續關注。我們對下半年進出口表現持謹慎態度，將全年出口和進口增速分別下調至-5.0%和-6.0%。

圖 11：進出口增速



來源：海關總署，招銀國際證券。

圖 12：六月份 PMI 新出口訂單及進口分項指數均位於 50 榮枯線以下



來源：國家統計局，招銀國際證券。

貨幣政策維持穩健

二季度貨幣政策較為穩健。上半年，M2 同比增加 11.8%。新增人民幣貸款一季度為 4.61 萬億元，二季度為 2.92 萬億元。社會融資規模增量一季度 3.1 萬億元，二季度 6.65 萬億元。

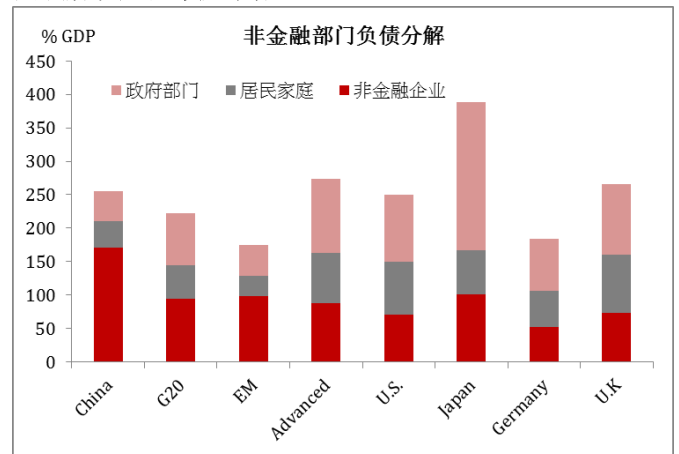
當前的核心任務是降槓桿和控制信用風險。根據國際清算銀行的統計，中國非金融領域（包括政府、居民和非金融企業）的債務總額於 2015 年底達到 GDP 的 254.8%。這個數字與其他國家相比並不算太高，但其在過去 7 年內的增速是驚人的，因為在 2008 年底，非金融領域負債不過等於 GDP 的 148.4%。另一個令人擔憂的方面是，中國非金融領域的負債有 2/3 集中于非金融企業，這個比例遠高於多數發達國家和發展中國家。在經濟下行週期中，企業盈利下滑，負債率高，相應的信用風險也加速暴露。今年二季度末，商業銀行的不良貸款率已攀升至 1.81%，下半年預計還將上升。

圖 13：截至 2015 年末，中國非金融領域負債約等於 GDP 的 254.8%



來源：國際清算銀行，招銀國際證券。*非金融領域包括政府、居民家庭和非金融企業。

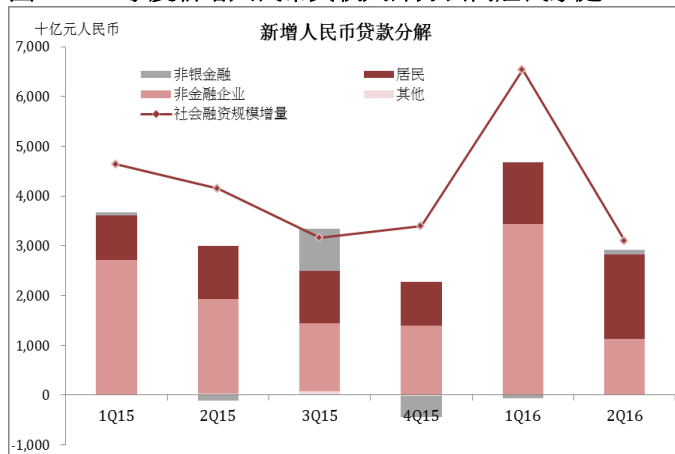
圖 14：2/3 的非金融領域負債集中於非金融企業，其餘 1/3 由政府及居民家庭承擔



來源：國際清算銀行，招銀國際證券。資料截至 2015 年底。

貨幣政策“供給側改革”比“放水”更重要。當前面臨降槓桿、控風險等挑戰，我們認為貨幣政策進行“供給側改革”，提升其服務實體經濟的精準度，保證關鍵領域、關鍵行業和優質的企業得到金融支持，比單純的降息降準更為重要。我們注意到，二季度新增貸款結構出現一些變化，去向居民家庭的佔比提升而去向非金融企業的佔比降低，可能是“政府、居民加槓桿”，“企業減槓桿”的體現。我們預計下半年不減息，降準 1 次。

圖 15：二季度新增人民幣貸款大部分去向居民家庭



來源：中國人民銀行，招銀國際證券。

2016 主要經濟指標預測

維持 2016 年實際 GDP 同比增速 6.8% 的預期。由於製造業進一步企穩、國企改革提速、政策紅利釋放等積極因素，我們預計下半年增速會超越上半年。

預計 USD/CNY 在 6.70 附近有支撐。英國脫歐公投之後人民幣兌美元及一籃子貨幣均出現了貶值，我們認為是技術性的（由於避險情緒膨脹，美元和日元都出現上漲），並非基本面造成的趨勢性貶值。未來，美聯儲推遲加息決定將限制美元上漲的空間，而中國經濟增速若符合預期也會減少人民幣的貶值壓力。綜合而言，我們認為 USD/CNY 在 6.70 附近有支撐，但不排除下半年下探 6.80 的可能

性。

預計下半年不降息，降準一次。我們認為下半年貨幣政策將維持穩健，央行將綜合運用各種工具，比如 PSL，MLF、公開市場操作等補充流動性。我們認為貨幣政策當前的主要矛盾不在於“放水”，而在於貨幣供給結構的調整，從而使金融精準服務實體經濟，並且逐步解決高槓桿、債務結構多集中于企業、信用風險高等問題。

其他預測詳見表 1。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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資訊，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。