

一季度中国经济数据速评 ——

基建投资和收入增速或成隐忧

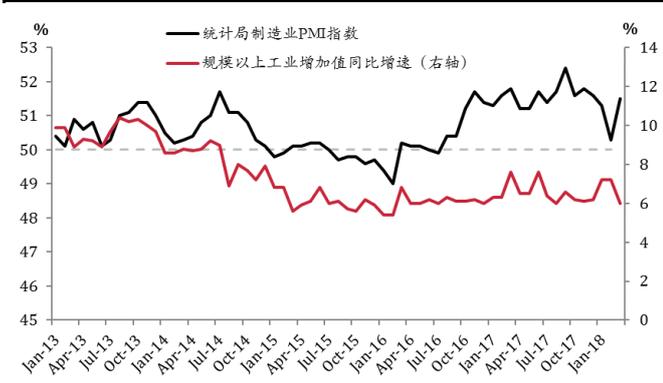
- ❖ **2018年一季度国内生产总值同比增长6.8%**。国家统计局发布一季度中国经济数据。国内生产总值同比增长6.8%。尽管工业产值和零售增长保持稳定，但我们观察到两个不利因素。首先，在地方政府融资监管加强的背景下，基建投资放缓比预期更加严重。其次，实际收入增长低于实际GDP增长，这可能会对未来的消费支出构成压力。整体而言，我们认为未来三个季度经济将面临更大的下行压力，我们将2018年GDP预测维持在6.7%。
- ❖ **随着制造业升级，工业产值稳步增长**。2018年一季度，工业产值同比增长6.8%（1-2月增速为7.2%，3月增速下降至6.0%）。一季度采矿业产值同比增长0.9%，其中，1-2月增长1.6%，与3月份1.1%的下降抵消。一季度制造业产值同比增长7.0%，其中，1-2月增长7.0%，3月增长6.6%。随着寒冷天气和天然气供应短缺等临时因素消失，公用事业产值增速从1-2月的13.3%降低至3月的5.8%。制造业继续向价值链上游扩张，高科技和装备制造分别增长11.9%和8.8%，超过制造业整体增速5.1个百分点和2.0个百分点。新能源汽车产量同比增长139.4%。我们预计2018年全年工业产值同比增长6.6%，增速与去年持平。
- ❖ **基建投资增速下滑**。2018年一季度，城市固定资产投资额同比增长7.5%，增速同比提升1.7个百分点，比1-2月增速下降0.4个百分点。得益于房地产开发，一季度私人固定资产投资额增长8.9%，连续两个月超越总体固定资产投资额增速。后者一季度同比增长10.4%，而1-2月为9.9%，去年同期为9.1%。在房屋销售减速、开发商和购房者信贷收紧的背景下，我们对房地产开发的长远前景存疑，但短期前景不会太糟，至少去年土地购买量强劲。在固定资产投资的另外两大支柱中，一季度制造业固定资产投资增速下降至3.8%，部分由于去年同期基数较高(+5.8%)；基建固定资产投资额(不含公用事业)增速突降至13.0%，或不达全年预期(15%-20%)。增速下降的主要原因有二：(1)去年同期基数较高(+23.5%)；(2)地方政府融资监管趋严。
- ❖ **零售增长回升至两位数，但收入增长落后于GDP增长**。3月零售增长从1-2月的9.7%回升至两位数，同比增长10.1%，带动一季度整体增长至9.8%。一季度限额以上单位消费品零售额同比增长8.5%，同样获益于3月的较大增幅。3月大部分商品销售增速加快，如服装和纺织品、家用电器、化妆品和珠宝，而汽车销售增速下降至3.5%。整体而言，我们认为一季度消费增长保持稳定，且于3月份呈现加速迹象。自今年初以来，进口消费品利好政策逐渐发布，有可能在未来数月助力零售增长。然而风险方面，一季度可支配收入增速下降至6.6%，低于实际GDP增长。由于收入是支出的最重要动力之一，其放缓或将令消费支出承压，我们将密切关注收入变化趋势。

丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

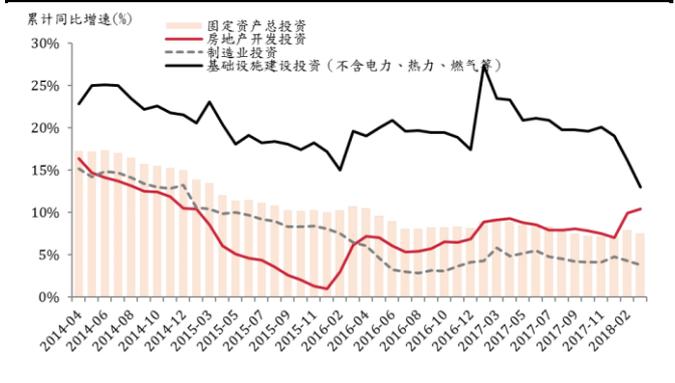
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

图 1: 3月规模以上工业增加值同比增长 6.0%



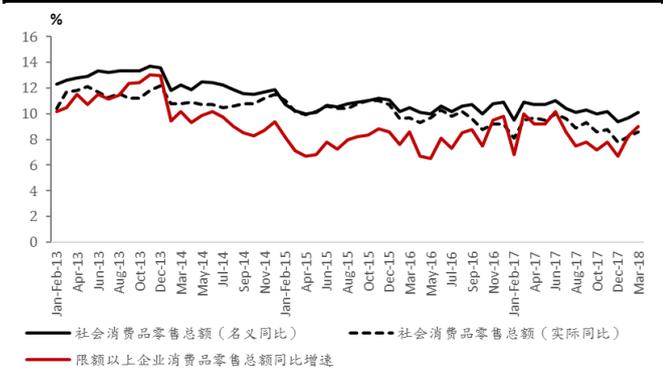
资料来源: 国家统计局、招银国际研究

图 2: 基建投资增速下滑明显



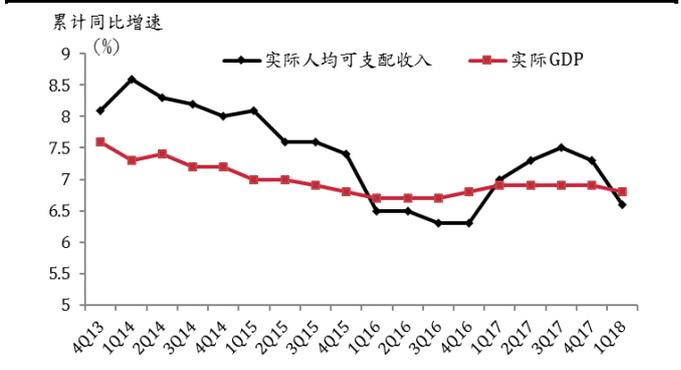
资料来源: 国家统计局、万得数据、招银国际研究

图 3: 社会消费品零售总额 3 月份重回两位数增长



资料来源: 国家统计局、招银国际研究

图 4: 然而，一季度实际人均可支配收入增速慢于 GDP 增速



资料来源: 国家统计局、招银国际研究

图 5: 主要中国经济指标及预测

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	Jan-18	Feb-18	Mar-18	1Q18
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	6.8
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.6	n.a.	7.2	6.0	6.8
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	7.0	n.a.	7.9	7.5	7.5
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	10.1	n.a.	9.7	10.1	9.8
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	2.1
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.7
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	6.9	11.1	44.5	-2.7	14.1
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	10.5	36.9	6.3	14.4	18.9
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	372	20.3	33.7	-5.0	48.4
广义货币供应量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.6	8.6	8.8	8.2	8.2
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	13,824	2,900	839	1,121	4,860
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	20,313	3,060	1,170	1,350	5,580
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
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.35	6.29	6.33	6.28	6.28

资料来源: 国家统计局、海关总署、中国人民银行、万得数据、招银国际预测

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于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 3 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上责任。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士。