

提振信心，共克时艰

——2016年一季度中国经济数据评论

梗概

统计局刚刚出炉的中国经济数据显示，2016年一季度中国实际GDP同比增长6.7%，符合预期，环比增长1.1%。较之首两月，3月份经济呈现明显的复苏迹象。

一季度亮点包括：

- 3月份工业回暖
- 房地产开发投资同比增速6.2%，去年累计同比增速为1.0%
- 3月份出口改善，同比增长11.5%（按美元计）
- 货币宽松加码，新增人民币贷款4.61万亿元，社会融资规模增量6.59万亿元，较去年同期均显著增加

经济中仍存在的风险：

- 预计今年消费增速较去年放缓
- 制造业受到“去产能”的制约，尚未见底回升，今年预计仍以调整为主
- 未来美国加息使人民币承压，国内货币政策宽松空间有限

我们对2016年经济预测主要作出以下调整：

- 全年实际GDP同比增速预测由6.5%提高至**6.8%**
- 基准利率今年可能不会下调（之前预测下调一次）
- 到年底USD/CNY即期汇率预测由6.90调整至**6.70**

表1：中国经济主要指标预测

	2013	2014	2015	调整后 2016E	调整前 2016E	1Q16	2016年 1月	2016年 2月	2016年 3月
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	6.9	6.8	6.5		-	-	-
规模以上工业增加值（同比增速，%）	9.5	8.3	6.3	6.0	5.8	5.8	-	5.4*	6.8
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	19.7	15	9.9	12.0	11.0	10.7	-	10.2*	10.7
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	-	10.2*	10.5
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	1.8	1.8	-	1.8	2.3	2.3
PPI（同比增速，%）	-1.9	-1.9	-5.2	-3.6	-5.0	-	-5.3	-4.9	-4.3
出口（以美元计，同比增速，%）	7.9	6.1	-2.6	5.0	5.0	-9.3	-11.4	-25.3	11.5
进口（以美元计，同比增速，%）	7.1	0.4	-14.4	2.0	2.0	-13.1	-19	-13.8	-7.6
广义货币供应量M2（同比增速，%）	13.6	12.2	13.3	13.4	13.4	13.4	14.0	13.3	13.4
新增人民币贷款（万亿元人民币）	8.89	9.78	11.72	13.9	13.9	4.61	2.51	0.73	1.37
1年期存款基准利率（%，年底值）	3.00	2.75	1.50	1.50	1.00	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	3.85	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	15.5	15.5	17.0	17.5	17.5	17.0
USD/CNY即期汇率（%，年底值）	6.05	6.21	6.49	6.70	6.90	6.45	6.58	6.55	6.45

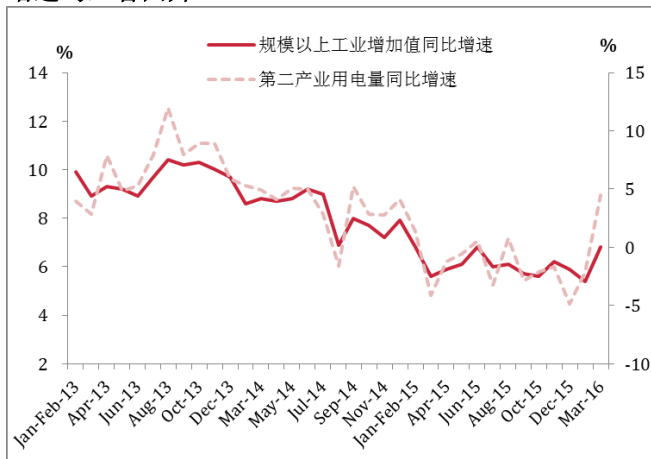
来源：统计局，海关总署，中国人民银行，招银国际预测。注：*代表1-2月累计统计数据

3 月份工业显著回暖，但见底回升言之过早

较之今年首俩月，3 月份制造业活动显著回暖。规模以上工业增加值同比增长 6.8%，1-2 月为同比增长 5.4%。互为佐证的是，先行指标统计局制造业 PMI 于 3 月份重回 50 荣枯线以上，第二产业用电量增速由负转正，一季度同比增长 0.2%。

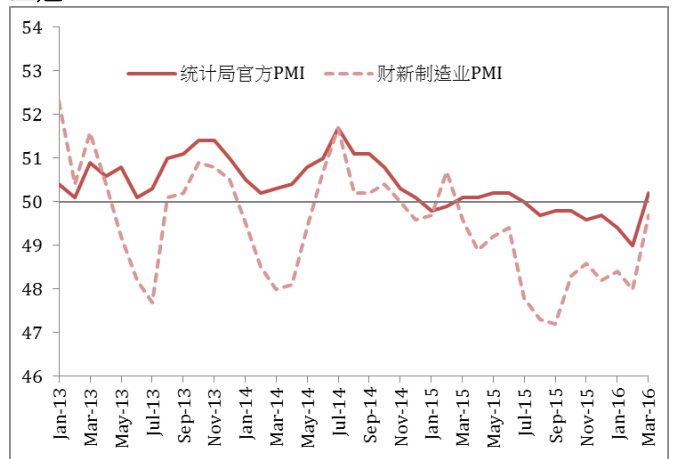
然而，3 月份工业回暖是否可持续仍是一个问号。我们认为石油及其他大宗商品价格的回升是带动一季度工业增长的主要因素，前者自身可能是由于金融交易行为造成的对于前期超跌的回补，并不一定代表着供需基本面的改善。对于大部分制造业而言，2016 仍将是调整、稳固的一年，也是推进“去产能”计划、制造业转型升级较为关键的一年。我们预计全年规模以上工业增加值同比增长 6.0%，略低于去年的增速 6.3%。

图 1: 3 月份规模以上工业增加值增速及第二产业用电量增速均显著回升



来源: 国家统计局, 万得数据, 招银国际证券。

图 2: 3 月份统计局制造业 PMI 和财新制造业 PMI 均显著上翘

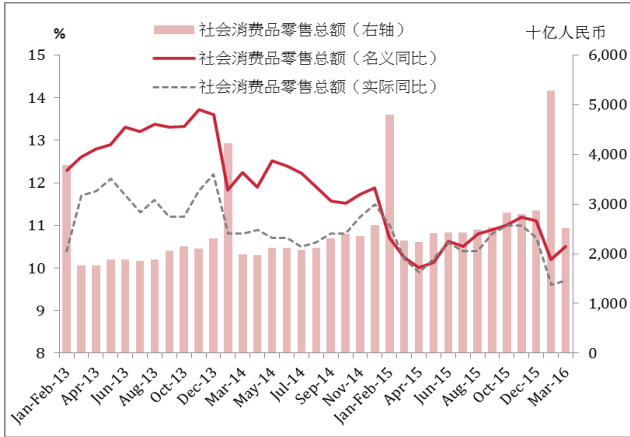


来源: 国家统计局, Markit, 招银国际证券。

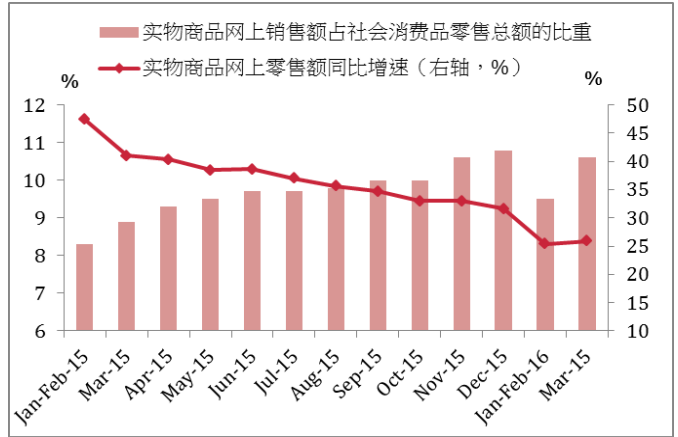
消费增长放缓

作为经济增长的滞后指标，2016 年消费增长可能不及往年。3 月份社会消费品零售总额名义同比增长 10.5%，稍快于 1-2 月份 10.2% 的增速，但仍小于去年平均 10.7%。考虑到今年年初通胀上行的影响，实际的消费品零售总额同比增速只有 9.7%。

零售行业的经营数据同样不尽如人意。根据中华全国商业信息中心的统计，全国 50 个主要零售企业今年一季度销售收入同比下降 5.2%，其中 3 月份同比下降 2.3%。网购的兴起或许只是实体零售商面临困境的解释之一，因为网购在消费品零售总额中的占比仍较小（今年一季度为 10.6%），而且网上销售额自身的同比增速也由 2015 年的 30% 以上下滑至今年一季度的 25.9%。所以，经济下滑通过收入、财富效应对消费需求造成的制约应该是零售业业绩下滑背后的主因。

图 3：社会零售消费品总额增速较去年放缓


来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券

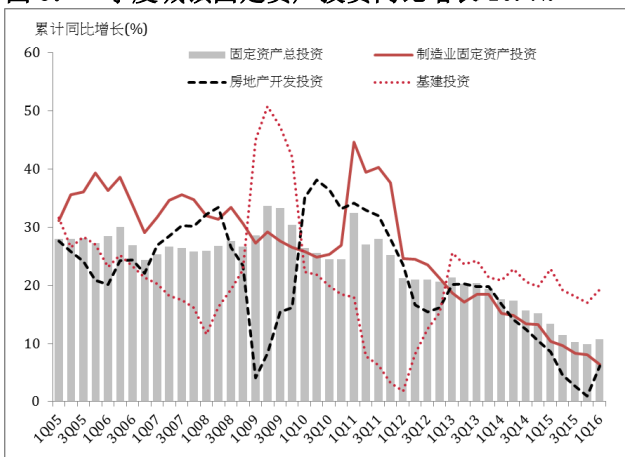
图 4：网上销售额同比增速亦在放缓


来源：统计局，招银国际证券整理

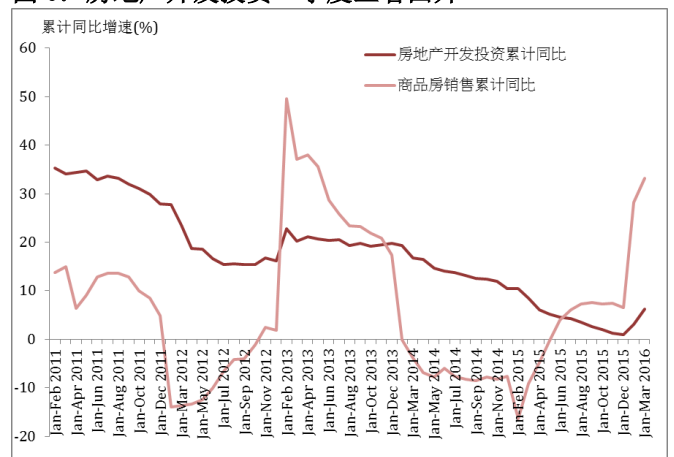
投资增速企稳回升

一季度城镇固定资产投资同比增长 10.7%，较去年全年 9.9% 上涨 0.8 个百分点。分类别看，制造业投资增速继续下滑，一季度同比增长 6.4%，而去年同期增速为 8.1%。在商品房销售量价双升的带动下，房地产开发投资增速出现“V 型”反转，一季度增长 6.2%，比去年全年 1.0% 大幅提高。基建投资增速继续稳固在 20% 左右。

我们认为投资企稳回升的趋势将持续，预计全年固定资产投资增加 12.0%，主要由政府主导。财政支持加码、PPP 项目加速落地、专项金融债的发放等都是推进“十三五”开局之年投资增速的积极因素。提振市场信心，从而调动企业和其他私人部门投资积极性亦是未来投资企稳回升的关键。

图 5：一季度城镇固定资产投资同比增长 10.7%


来源：海关总署，招银国际证券。

图 6：房地产开发投资一季度显著回升


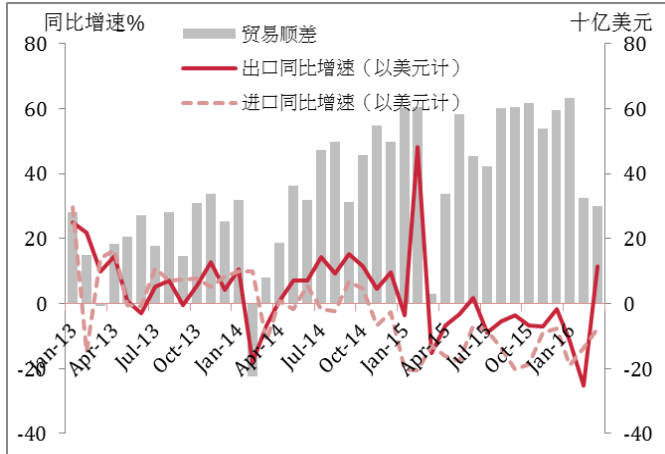
来源：国家统计局，招银国际证券。

3 月份出口同比增长 11.5%，超出预期

3 月份贸易数据普遍超出预期。以美元计，出口同比增长 11.5%，2 月份为同比减少 25.3%。3 月进口降幅也由 2 月的 13.8% 缩窄至 7.6%。我们认为，3 月出口回升可能只是暂时的，其主因包括：（1）去年同期低基数效应的影响；以及（2）3 月份人民币较主要贸易伙伴货币贬值。根据贸易权重加权计算的人民币 CFETS 汇率指数于 3 月份贬值 1.5%，年初至今累计贬值近 3.3%。

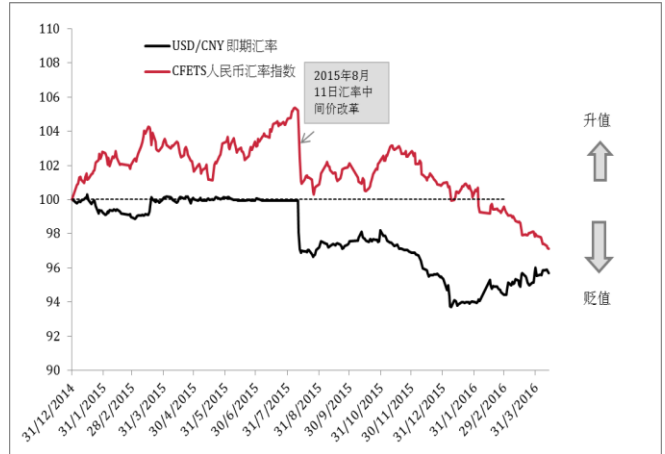
分拆 CFETS 货币篮子看，3 月份人民币兑篮子内绝大多数货币（除美元/港元和日元外）均有不同程度的贬值。年初至今，人民币仅相对美元/港元和英镑升值。而随着美元加息、油价波动等，新兴市场货币及人民币今年仍将面临贬值压力。我们预计年底 USD/CNY 即期汇率为 6.70。

图 7：3 月出口同比增加 11.5%



来源：海关总署，招银国际证券

图 8：人民币 CFETS 汇率指数 3 月份贬值 1.5%



来源：彭博，中国外汇交易中心，招银国际计算

图 2：3 月份人民币兑主要贸易国货币呈现贬值

	人民币兑一篮子货币的价值变动	
	29/2/2016至31/3/2016	年初至8/4/2016
CFETS 货币篮子	-1.5%	-3.3%
BIS 货币篮子	-2.0%	-2.9%
SDR 货币篮子	-0.6%	-1.6%

	人民币兑CFETS篮子内各货币的价值变动	
	29/2/2016至31/3/2016	年初至14/4/2016
美元	1.5%	0.8%
欧元	-3.3%	-3.3%
日元	1.1%	-8.4%
港元	1.3%	1.0%
英镑	-2.0%	4.2%
澳元	-6.0%	-5.5%
新西兰元	-3.0%	-1.5%
新加坡元	-3.1%	-4.5%
瑞士法郎	-2.2%	-2.7%
加拿大元	-2.9%	-8.2%
马来西亚林吉特	-5.8%	-9.4%
俄罗斯卢布	-9.8%	-8.1%
泰铢	0.0%	-2.3%

来源：彭博，中国外汇交易中心，招银国际计算。

2016 经济预测调整

我们将 2016 实际 GDP 增长预期由 6.5%调整至 6.8%。下半年由于政策红利进一步释放，预计各项经济指标将好于上半年。

预计 2016 年不会降息，此前我们预计将降息一次。我们预测今年还有 3 次降准。

其他预测详见表 1。

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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个人。