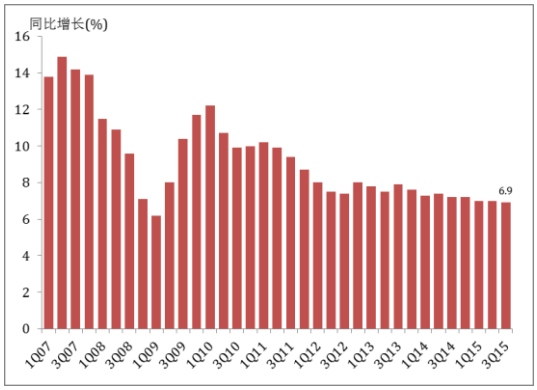
破“七”意料之中，四季度下行压力仍较大
——中国三季度经济数据点评

丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

三季度 GDP 同比增长 6.9%

在连续两个季度维持 7.0%增长之后，三季度中国 GDP 同比增幅下降至 6.9%，创 2009 年二季度以来最低（如图 1 所示）。2015 年全年 GDP 增长目标值为 7.0%。

图 1：三季度中国 GDP 同比增长 6.9%

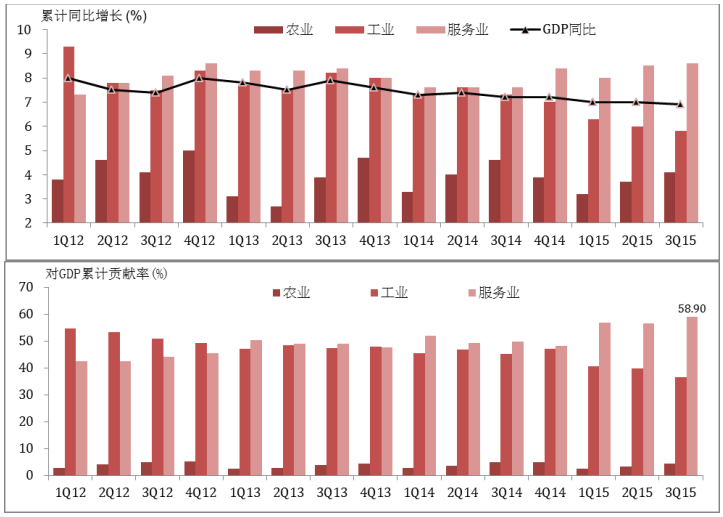


来源：国家统计局。

按产业分，三季度 GDP 增长主要由服务业和农业驱动

服务业已成为中国经济增长的重要支柱。三季度，服务业产值累计同比增长 8.6%，对 GDP 增长的累计贡献率达到 58.9%，拉动 GDP 增长 4.1 个百分点。服务业重要性的提升印证了中国经济增长模式由投资驱动型向服务和消费驱动型转变的过程。

图 2：服务业和农业驱动三季度经济增长



来源：国家统计局。万得资讯。招银国际计算。

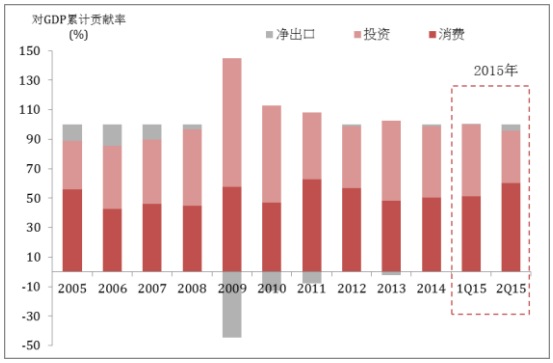
农业表现强劲。前三季度，农业产值累计同比增长分别为 3.2%，3.7%和 4.1%。三季度对 GDP 贡献率为 4.4%。农业的加速增长主要受到支农政策以及农产品价格上升的影响。前三季度，农产品生产者价格累计同比上涨 1.9%，较上半年的累计同比增幅 0.5%大幅提升。

工业仍萎靡。受到传统制造业产能过剩、内外需持续走弱等因素影响，工业增速仍处于下行通道。九月份，规模以上工业增加值同比增长 5.7%，较 8 月的 6.1%进一步放缓。

消费增长尚稳固，但未来恐受拖累

今年以来，消费增长尚较为平稳。作为经济增长的“三驾马车”之一（另两者分别为投资和净出口），前三季度消费对 GDP 的累计贡献率已达到 58.4%。社会消费品零售总额 9 月份同比增长 10.9%，增速较八月份的 10.8%和七月份的 10.5%逐月提升。新消费业态增长迅猛——网上销售前三季度累计同比增长 36.2%，占比零售总额为 10.0%。此外，三季度消费亦受到住宅销售回暖的刺激。9 月份住宅销售同比增长 8.2%，而八月份为 8.0%，七月份则为 6.9%。

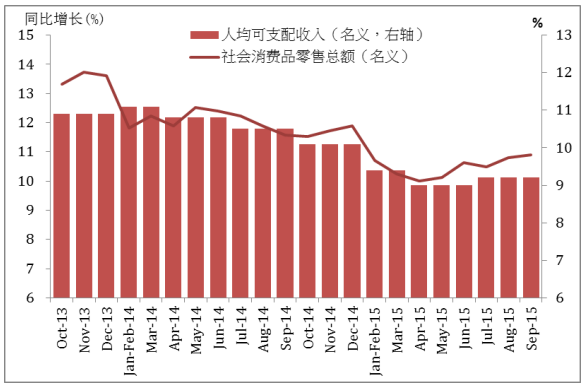
图 3：“三驾马车”（消费、投资、净出口）对 GDP 增长的贡献



来源：国家统计局。万得资讯。招银国际计算。

但未来，消费恐受拖累。消费与就业通常是经济的滞后指标。如果经济增长持续放缓，工资水平下降、就业市场萎缩，消费难免受到负面影响。如图 4 所示，自 2014 年以来，人均可支配收入增速大致逐季放缓，与此同时，社会消费品零售额同比增速亦由 2014 年的 12%左右放缓至 2015 年前 9 个月的 10%-11%。尽管 2015 年三季度两者增幅均较二季度小幅上升，我们觉得此趋势未必能得以延续。

图 4：社会零售品消费总额与人均可支配收入



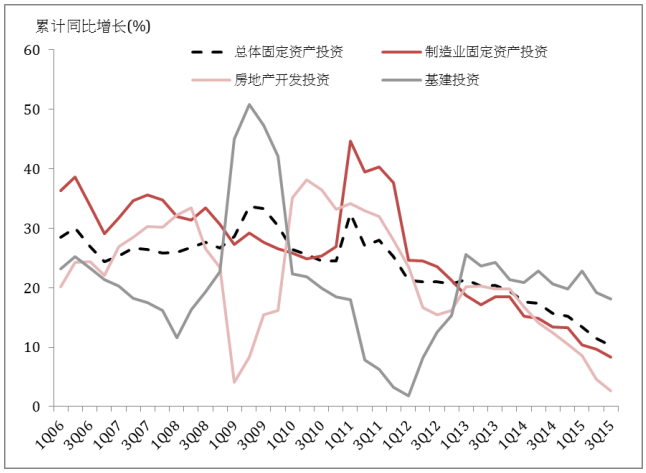
来源：国家统计局。万得资讯。招银国际计算。人均可支配收入自 2013 年四季度始按季公布。

投资增速下滑拖累经济增长

中国经济增长模式由投资驱动到消费和服务驱动的转变并非一蹴而就。就短期而言，投资对于 GDP 增长的贡献率仍在 40%左右，而投资增速下滑将直接影响到经济增长。前三季度，全国城镇固定资产投资累计增加 10.3%，增速比前两季度的 11.4%显著放缓。制造业投资、房地产开发投资、基建投资是固定资产投资最重

要的三个组成部分，占比达到 75%左右。而图 5 显示，制造业投资和房地产开发投资增速自 2011 年来基本处于下行通道，且降幅尚无收窄之势。只有基建投资增速尚能维持在 20%左右，支撑整体投资。

图 5：投资增速主要由基建投资支撑



来源：国家统计局。招银国际计算。

出口跌幅收窄，但重要性下降

受到八月份人民币贬值的正面影响，九月份出口跌幅收窄至 3.7%，而进口总值由于内需不足以及国际商品价格下跌的影响，跌幅扩大至 20.4%。三季度贸易顺差总计 1636 亿美元。然而，净出口对于中国经济增长的重要性正在下降。如图 3 所示，自 2008 年全球金融危机后，净出口对于 GDP 的贡献率越来越微不足道。其实，这一结构性的转变在世界上很多国家均有发生。金融危机后，一国的经济增长已越来越多倚赖于内生的动力，而非国际贸易。

四季度展望：基建驱动增长，全年 GDP 增速预计 6.9%

基建投资加码。发改委公布的数据显示，今年前三季度已批准建设 218 个基建项目，总投资达 1.81 万亿元。其中 9900 亿元为铁路、公路和其他交通基础设施。三季度亦出台了基建投资相关的支持政策，如降低投资资本金等。这些项目和优惠政策将促进四季度及明年的基建投资活动，带动整体经济增长。

货币宽松料加码。为抵消外汇占款下降、为实体经济提供精准支持，我们预计四季度货币政策将进一步宽松。除定向“滴灌式”刺激外，我们预计在年底前会有一次降准和一次降息，规模分别为 50 个基点和 25 个基点。此外，年底前亦可能出台系列政策促进人民币国际化的推进，为 IMF 对人民币加入 SDR 的评估做准备。

全年 GDP 料同比增长 6.9%。四季度中国经济下行压力仍比较大。制造业的低迷将持续，并可能进而影响到就业和消费。而由基建投资驱动的增长，其可持续性和投资效率有待观察。经济通缩压力仍徘徊。十月底将公布的“十三五”计划可能在短时期内刺激资本市场投资，而其对于实体经济的影响则需逐步体现。总体而言，我们预计全年 GDP 同比增长 6.9%。

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之分析员，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: 香港中环夏悫道 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”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司 (招银国际金融控股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，请与我们联络。

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 年证券交易法规则 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。