

宏观视角

八月中国经济数据评论——短暂因素推动经济数据回升，未来仍面临艰巨挑战

总结

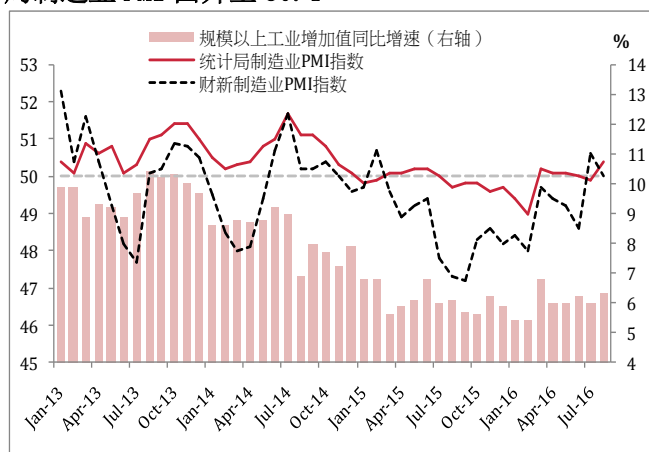
统计局今天公布的数据显示，8月份中国经济数据在工业、投资、消费等方面均有超乎预期的表现。但仔细琢磨不难发现，8月的“反弹”多由暂时性、季节性因素主导，恐怕并不意味经济“拐点”已经到来。工业制造活动从6月和7月的夏季恶劣天气和自然灾害中复苏，8月出现回升。消费方面，汽车销量火爆带动消费品零售总额增速加快。投资增速止跌，然而未来房地产投资放缓、财政支出攀升过快等可能成为制约投资的重要因素。

总体而言，我们对2016年下半年中国经济走势持谨慎乐观的态度。积极因素与挑战并存。但好消息是，8月经济数据胜于预期将起到提振信心的作用，而信心正是当前最宝贵的财富之一。

工业

工业增速回升，但基本面并无显著改善。8月份规模以上工业增加值同比增长6.3%，较7月份提升0.3个百分点。统计局公布的制造业PMI也于8月份反弹至50.4。这些数据的回暖，我们认为主要是由于工业活动从6、7月份的暴雨、洪涝等灾害中复苏，但基本面并未出现显著的改观——需求较为疲弱，很多行业面临转型升级、去产能等挑战，并非一朝一夕就能见效。所以我们预计2016年全年规模以上工业增加值同比增长6.0%，较去年6.3%有所放缓。

图1：8月份规模以上工业增加值同比上升6.3%；统计局制造业PMI回升至50.4



来源：国家统计局，Markit，招银国际证券。

投资

8月份投资增速止跌。1-8月城镇固定资产投资同比增长8.1%，增速与1-7月持平。基建投资同期增长18.3%，仍然是投资的主要驱动力。制造业和房地产开发投资同期分别增长2.8%和5.4%。民间固定资产投资在经历前两个月同比倒退之后，8月同比增长2.3%，显示出民间投资信心可能略有恢复。

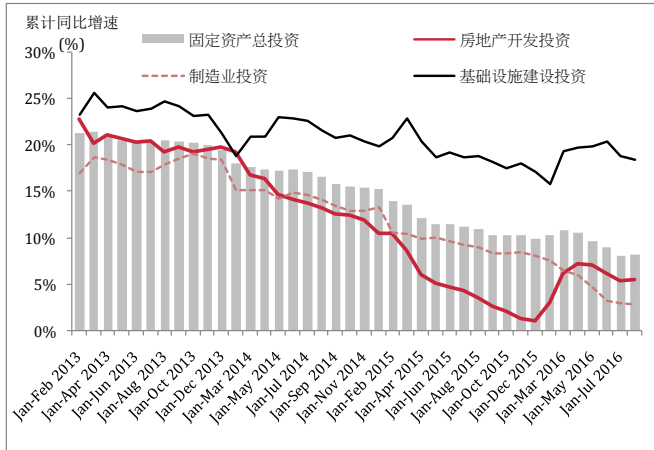
研究部

(852) 3900 0856

research@cmbi.com.hk

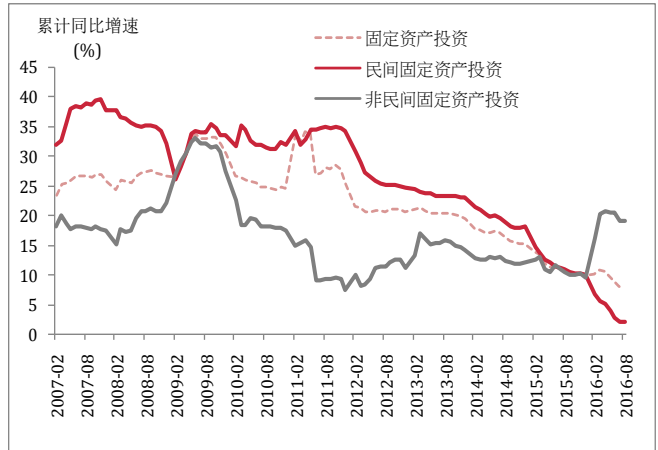
辽宁因素拖累全国投资增速。从今年年初至今，固定资产投资增速不断下滑，除去经济基本面疲软等原因，我们注意到辽宁投资数据遭遇异常“滑铁卢”亦是拖累因素之一。今年 1-7 月，辽宁省固定资产投资增速同比大幅下滑 60.7%，其中不仅包括基本面的影响，更是为此前虚假数据挤水分的结果。若剔除辽宁省数据，全国固定资产投资应该能保持更为平稳的两位数的同比增速。

图 2：基建拉动固定资产投资增速；房地产和工业投资较为疲软



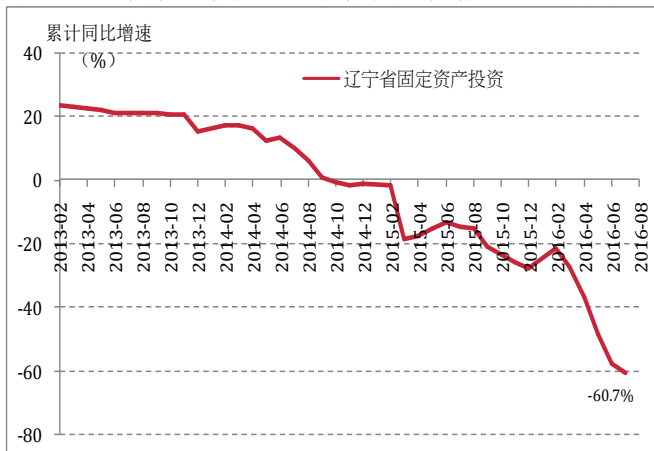
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 3：民间投资止跌回升，8 月份同比增长 2.3%；然而民间投资与非民间投资增速之间的差距未缩窄



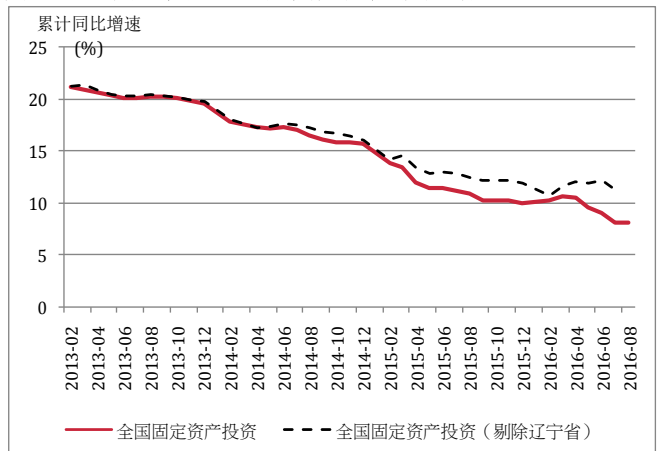
来源：国家统计局，招银国际证券。

图 4：经历两次巡视后，辽宁省投资数据遭遇“滑铁卢”



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 5：辽宁因素拖累全国固定资产投资增速



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

辽宁省经济数据近两年来都处于“挤水分”的过程中。“挤水分”最早开始于 2014 年 7 月巡视组第一次公布反馈意见、指出辽宁省“经济数据存在弄虚作假”之后，固定资产投资增速显著下调，2014 年为同比下滑 1.5%，2015 年更是同比下滑 27.8%，而此前的 2014 年上半年投资同比增速则高达 13.1%。但彼时的挤水分尚不充分，2016 年 3-4 月巡视组第二次巡视辽宁并再次提到“全省普遍存在经济数据造假问题”。于是 2016 年投资数据再度下滑，1-7 月固定资产投资同比大幅削减 60.7%。当然，辽宁省投资下滑亦归因于薄弱的经济基本面和这两年动荡的政府领导班子。但我们认为如此大幅、且在时间上与巡视组公布反馈意见的时点密切吻合的倒退，其中很大一部分还是应归因于修正数据造假带来的统计效应。基本面同样面临困境的东北其他两省黑龙江和吉林在今年 1-7 月的投资增速则分别为 5.8%和 10.2%。

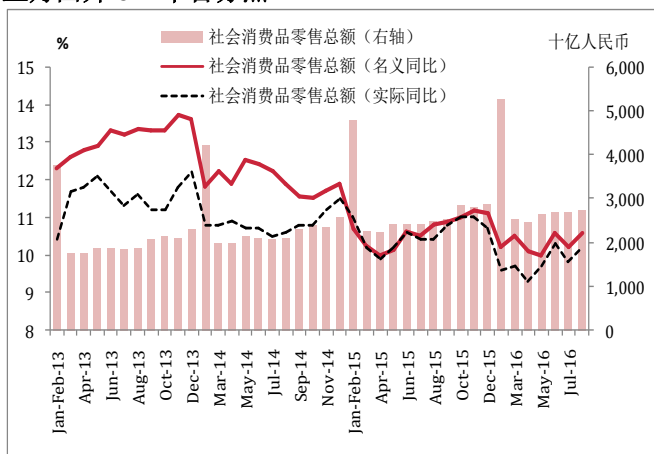
我们认为“辽宁因素”对全国固定资产投资增速的拖累从今年四季度开始将有所缓解。尽管数据挤水分可能仍不充分，但在经历整整两年修正之后，外加 2015 年下半年（尤其是 9 月份之后）较低的基数，我们认为今年四季度辽宁省的投资降幅趋于稳定。另外从基本面考虑，发改委已于 8 月发布东北振兴三年方案，提出 127 个投资项目，涵盖交通、能源、水利、工业、农业、城乡发展等各个领域；辽宁省及各市政府也基本完成换届工作。这些都是辽宁省发展的积极因素。我们认为从今年四季度开始辽宁省的投资降幅将趋于稳定并逐渐收窄，其对全国数据的拖累将有所缓解。预计年末全国固定资产投资能够重回两位数增长。

考虑到投资面临的种种正面因素及风险，我们预计 2016 年全年固定资产投资增速为 10.0%。正面因素：（1）财政加码、PPP 项目提速；（2）辽宁因素对全国数据的拖累预计从四季度开始逐渐缓解。风险：（1）房价走高引起政策关注，房地产投资陷入低迷；（2）民间投资疲软，信心缺乏；（3）财政刺激的空间可能有限，注意到今年上半年全国财政支出已经超过财政收入，这在往年鲜有发生。

消费

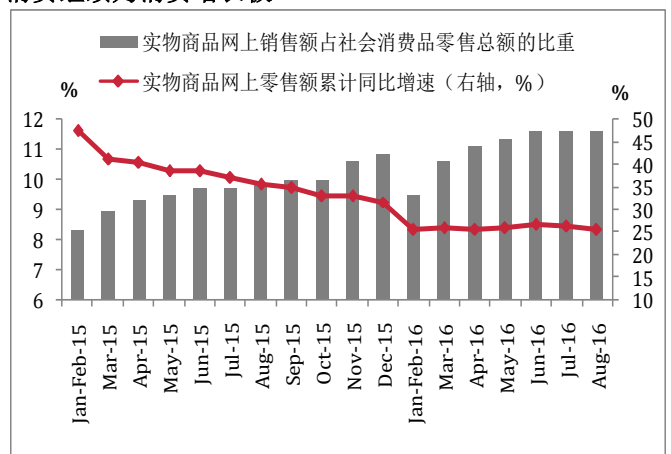
8 月份全社会消费品零售总额同比名义增长 10.6%，较上月回升 0.4 个百分点。剔除通胀因素后实际增长 10.2%。其中，汽车销售同比增加 13.1%，我们认为驱动 8 月消费增速的主要因素之一。此外，药品和建筑装潢材料等销售增速也比较强劲。实物商品网上零售额 1-8 月同比增长 25.5%，占社会消费品零售总额的比重为 11.6%，继续为消费的增长极。我们预计今年全年消费品零售总额增速为 10.5%，较去年全年的 10.7%略有放缓。

图 6：8 月社会消费品零售总额同比增长 10.6%，增速较上月回升 0.4 个百分点



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 7：实物商品网上零售额 1-8 月同比增长 25.5%，网上消费继续为消费增长极



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

通胀

食品价格高基数及其增速放缓拉低本月 CPI 同比增速近 0.38 个百分点。统计局刚公布的数据显示，今年 8 月份全国 CPI 同比上涨 1.3%，较上月 1.8% 显著回落。主要原因是食品价格同比增速由上月的 3.3% 下滑至 8 月份的 1.3%。其中猪肉价格 8 月份同比仅增 6.4%（7 月同比增速为 16.1%，4-6 月同比增速均超过 30%）。此外我们也注意到，去年 8 月份食品价格经历了全年最高

同比涨幅 3.7%，造成了高基数效应。综上，食品价格因素及其高基数效应拉低本月 CPI 同比增速近 3.8 个百分点。今年 9-12 月份，我们预计 CPI 同比涨幅将在 1.5%至 1.8%范围内。全年 CPI 增幅预计为 1.8%。

PPI 同比跌幅持续收窄，由 7 月的 1.7%降至 8 月的 0.8%。原因之一是低基数效应，注意到去年 8 月 PPI 同比下降 5.9%，创自 2009 年 11 月以来最大跌幅。分行业看，黑色金属和有色金属加工业价格同比涨幅扩大，带动 PPI 上升。由于去年低基数的原因（去年 8 至 12 月 PPI 均同比下跌 5.9%），我们预计未来数月 PPI 同比跌幅还将继续缩窄，甚至出现同比上升。

表 1：2016 年 8 月中国经济数据一览

(同比增速)	2016年8月	2016年7月	2016年6月	2016年5月	2015年8月	2015A	2016E
CPI (%)	1.3	1.8	1.9	2.0	2.0	1.4	1.8
PPI (%)	-0.8	-1.7	-2.6	-2.8	-5.9	-5.2	-3.6
制造业PMI指数	50.4	49.9	50.0	50.1	49.7	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (%)	6.3	6.0	6.2	6.0	6.1	6.3	6.0
城镇固定资产投资 (%)*	8.1	8.1	9.0	9.6	10.9	9.9	10.0
-民间固定资产投资 (%)*	2.1	2.1	2.8	3.9	11.0	10.1	5.8
社会消费品零售总额 (%)	10.6	10.2	10.6	10.0	10.4	10.7	10.5
出口 (以美元计, %)	-2.8	-4.4	-4.8	-4.1	-5.5	-2.6	-2.0
进口 (以美元计, %)	1.5	-12.5	-8.4	-0.4	-13.8	-14.4	-8.0
M2 (%)	n.a.	10.2	11.8	11.8	13.3	13.3	13.1
新增人民币贷款 (万亿)	n.a.	464	1,380	986	810	11,720	13,900
社会融资规模 (增量, 万亿)	n.a.	488	1,684	684	1,086	15,289	17,800

来源：统计局，海关总署，中国人民银行，招银国际证券预测。*代表自当年1月起累计同比增速。

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人。