

7月中國經濟報告

低位徘徊，砥礪前行

概要。7月份，中國經濟低位徘徊，數據略遜預期，製造業增加值增速觸及歷史低位，基礎設施固定資產投資減速，社零受到汽車銷售拖累。我們預計未來數月中國經濟仍將繼續磨底，期待政府會出臺更多逆周期政策調節，政策再保持定力的同時仍然具備刺激空間。

- 製造業增加值增速放緩。**7月工業增加值僅同比增長4.8%，主要受製造業拖累（當月同比增長4.5%，創歷史新低）。由於終端需求持續疲軟，汽車製造業增加值同比下降4.4%。電氣機械及設備、計算機、通訊和電子設備等高科技產業的產出增速較上半年明顯減速，我們認為貿易摩擦和美國對中國科技公司施加的禁令造成的影響已經在7月份開始顯現。上述製造業行業的投資增速今年下滑亦較為明顯，不過在政策加碼下，7月份略有收窄。
- 固定資產投資——製造業穩定而基礎設施和房地產投資下滑。**1-7月固定資產投資總額同比增長5.7%，較上半年放緩0.1個百分點。雖然製造業固定資產投資同比增長3.3%（上半年為3.0%），基礎設施固定資產投資增速從上半年的4.1%微降至3.8%，部分反映夏季高溫 and 降雨的影響。房地產固定資產投資從上半年的10.9%下滑至10.6%，主要由於土地購置支出的大幅下降。我們預計第四季度會出現基建搶工現象，基礎設施固定資產投資增速將回升；而由於針對開發商的融資限制，房地產投資將延續緩慢下滑的趨勢。
- 零售受到汽車銷售拖累。**由於6月份國五/國六切換和行業促銷透支了後續需求，7月份社零中汽車銷量同比下降2.6%，拖累零售增速1.2個百分點。統計局首次公布除去汽車銷售之後的社零增速。扣除汽車影響，7月份社零將同比增長8.8%，1-7月累計同比增長9.2%。當月除汽車外，石油相關產品的銷售額也由於原油價格下跌而同比下降1.1%。
- 預計政府會出臺更多逆周期政策。**未來幾個月，中國經濟很可能徘徊在底部附近。在適當時機，我們預計政府預防性地出臺更多逆周期措施，如鼓勵新型基礎設施建設相關領域的投資和與民生相關領域的投資。與此同時，確保就業市場健康、保持低失業率至關重要，七月份城鎮調查失業率略升至5.3%，較上月末上升0.2個百分點，“就業優先”的政策支持力度將加大。貨幣政策方面，我們預計中國人民銀行將在8月或9月開展定向降準以及調降公開市場操作利率。利率市場化改革“雙軌并一軌”將邁出實質性步伐。

數據摘要

同比/累計同比增速(%)	Mar-19	Apr-19	May-19	Jun-19	1H19	Jul-19
規模以上工業增加值	8.5	5.4	5.0	6.3	6	4.8
城鎮固定資產投資	6.3	6.1	5.6	5.8	5.8	5.7
- 製造業固定資產投資	4.6	2.5	2.7	3.00	3	3.3
- 房地產開發投資	11.8	11.9	11.2	10.9	10.9	10.6
- 基建固定資產投資	4.4	4.4	4.0	4.1	4.1	3.8
社會消費品零售總額	8.7	7.2	8.6	9.8	8.4	7.6

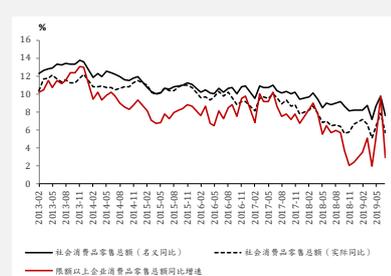
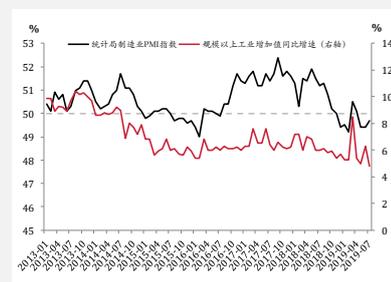
來源：國家統計局，招銀國際

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 / (86) 755 2367 5597
dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk



近期報告

- 年初至今中國貿易數據的幾個趨勢—2019年8月9日
- 7.30 中央政治局會議要點速評—2019年7月31日
- 中國五月經濟數據快評 - 貿易戰陰影下數據繼續疲弱，靜待月底 G20—2019年6月19日

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

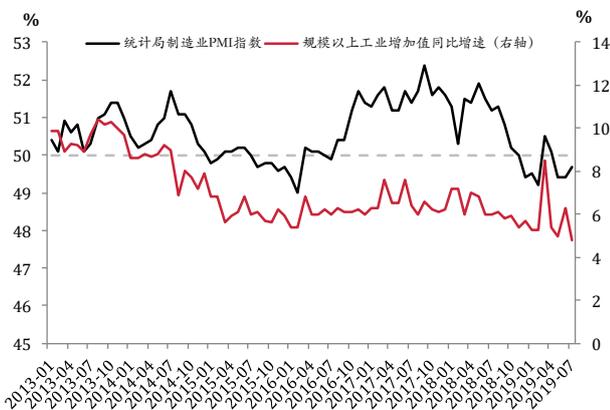
製造業增加值增速放緩

工業增加值增速大幅下降；製造業低迷。7月工業增加值僅同比增長4.8%，增速觸及歷史低位；1-7月累計同比增長5.8%（我們預測全年增長6.0%）。當月製造業同比增長4.5%，是最大的拖累因素；而7月采礦業和水電氣供應業同比增速分別保持穩定在6.6%和6.9%。由於需求持續疲軟，汽車製造業增加值同比下降4.4%。

高科技產業走低，或受貿易戰影響。7月高新技術產業增加值同比增長6.6%，增速雖然超過製造業平均水平，但不及前幾個月的雙位數增長。電氣機械及設備製造業，計算機、通信和其他電子設備製造業增加值分別同比增長7.6%/6.1%，較上半年明顯減速，疑為貿易緊張局勢和美國對中國科技公司施加的禁令造成的影響。

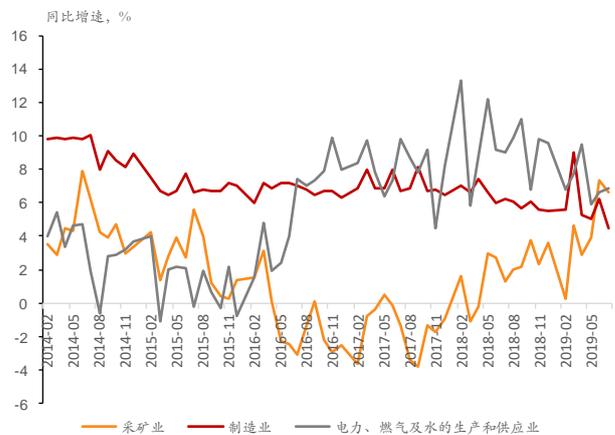
然而，高頻指標顯示8月份的情況或將更為樂觀。從8月上半月煤炭消耗量回升來看，我們預計8月份工業增加值增速或將轉強。

圖 1：7月工業增加值僅同比增長4.8%，增速大幅下降



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 2：製造業增加值同比增速下降至4.5%



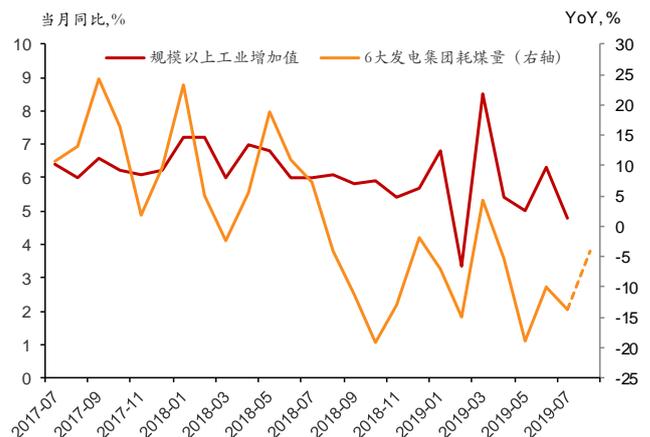
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 3：汽車製造業增加值同比下降4.4%



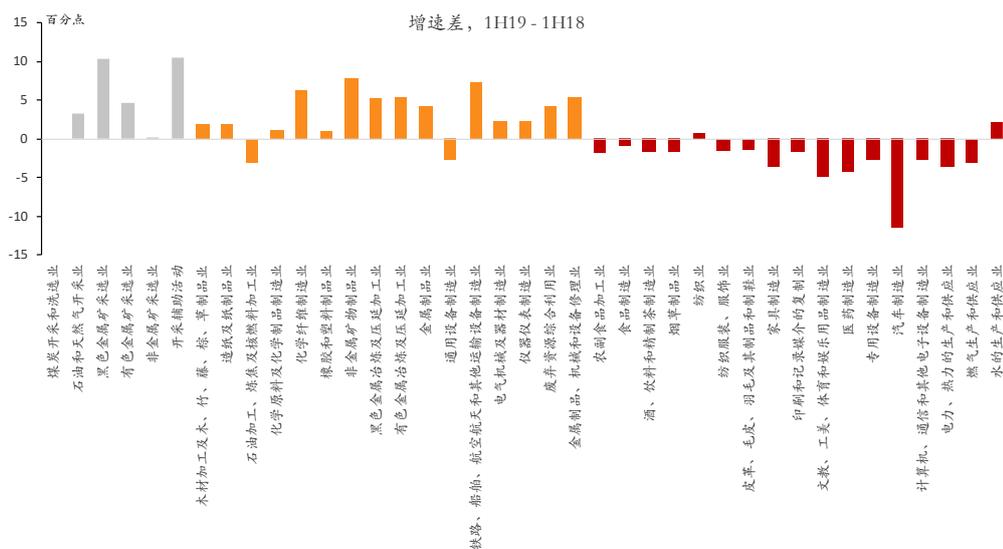
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 4：高頻指標顯示8月工業增加值增速或將轉強



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 5：上半年按行業增加值增速同比變化；下游行業增速降幅最大



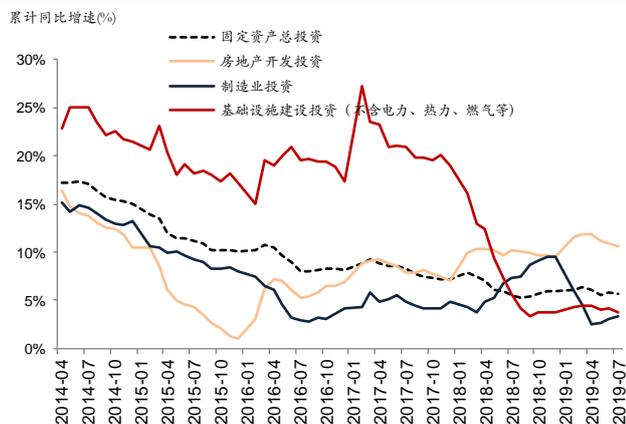
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

*灰色：上游行業；橘色：中游行業；紅色：下游行業

固定資產投資——製造業穩定而基礎設施和房地產投資下滑

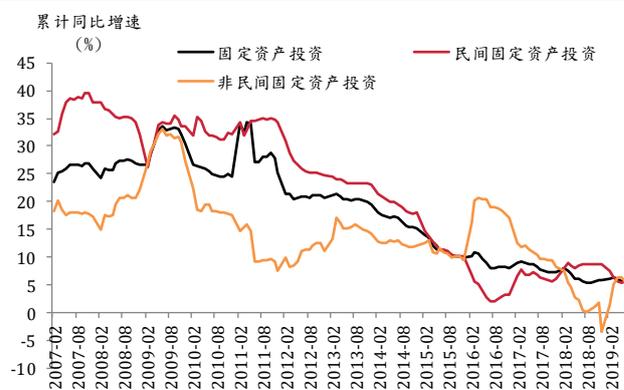
1-7月固定資產投資總額同比增長5.7%，較上半年放緩0.1個百分點。雖然製造業固定資產投資累計同比增長3.3%（上半年為3.0%），基礎設施和房地產固定資產投資增速分別從上半年的4.1%/10.9%下降至3.8%/10.6%。

圖 6：固定資產投資



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 7：固定資產投資：民間投資與非民間投資



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

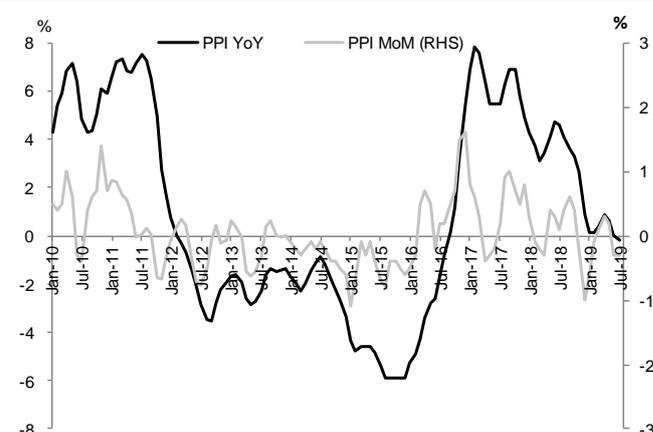
製造業固定資產投資企穩，1-7月同比增速較上半年提升0.3個百分點至3.3%。電氣機械及器材製造業/計算機、通信和其他電子設備製造業/汽車製造業是固定資產投資增速同比下滑最嚴重的行業。然而，由於全國範圍內對高科技和研發密集型行業及公司的支持加碼，7月以來這些行業的投資情緒較上半年有所改善，或將日趨向好。製造業活動面臨的主要風險是PPI增長乏力，未來幾個月PPI增速可能將徘徊於0%至-1%區間內。

圖 8：製造業固定資產投資增速 vs 利潤增速



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

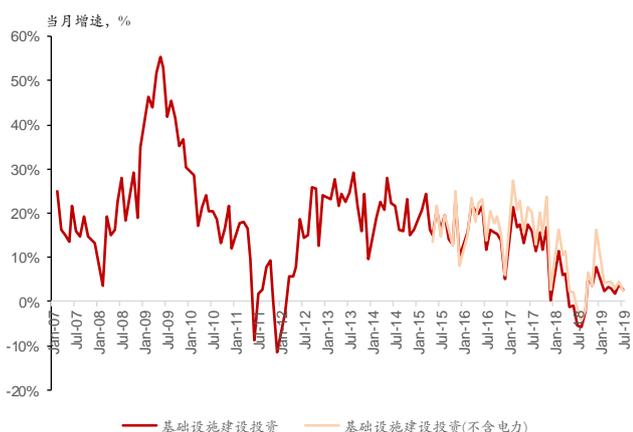
圖 9：PPI 負增長或將影響未來製造業固定資產投資



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

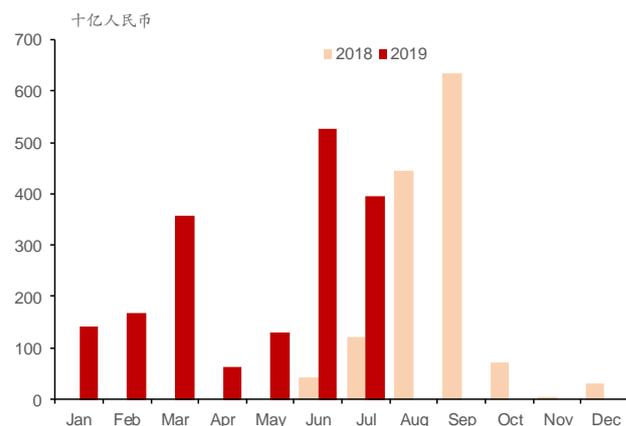
受不利天氣影響，7月基礎設施固定資產投資增速放緩。1-7月基礎設施固定資產投資增速較上半年微降0.3個百分點至3.8%。夏季高溫和降雨對基礎設施項目的建設進度造成壓力。資金和項目審批基本按計劃進行。我們預計夏季後基礎設施項目的建設進度將提速，第四季度基礎設施固定資產投資增速將回升。

圖 10：基礎設施固定資產投資增速



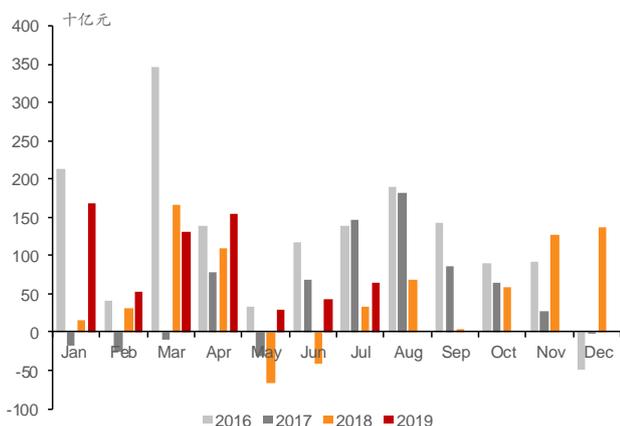
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

圖 11：地方政府債發行量 (年初至今約為 1.78 萬億元)



資料來源：財政部，萬得，招銀國際研究

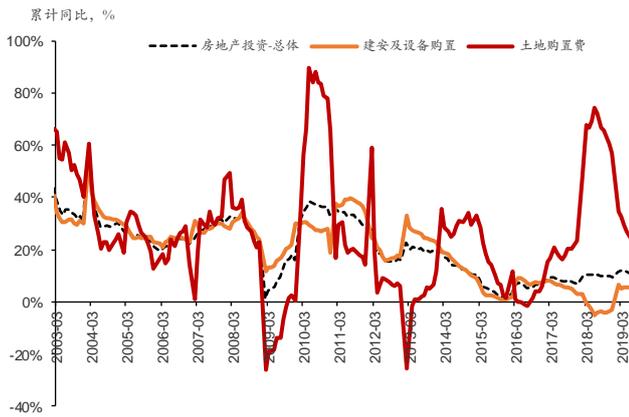
圖 12：城投債淨增量 (年初至今約為人民幣 6,430 億元人民幣，而去年同期為 2,520 億元)



資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際研究

房地產固定資產投資緩慢下降。由于土地購置支出大幅下降和建安支出企穩，房地產固定資產投資增速從上半年的 10.9% 緩慢下降至 7 月的 10.6%。由于 1) 土地成交額同比減少，2) 針對房地產開發商的融資限制更趨嚴格，以及 3) 房屋銷售低迷，不足以為房地產開發項目提供內部資金，因此我們對下半年房地產投資的前景不太樂觀。

圖 13: 土地購置支出大幅下降, 建安支出企穩



資料來源: 國家統計局, 萬得, 招銀國際研究

圖 14: 1-7 月土地成交額同比下降 27.6%

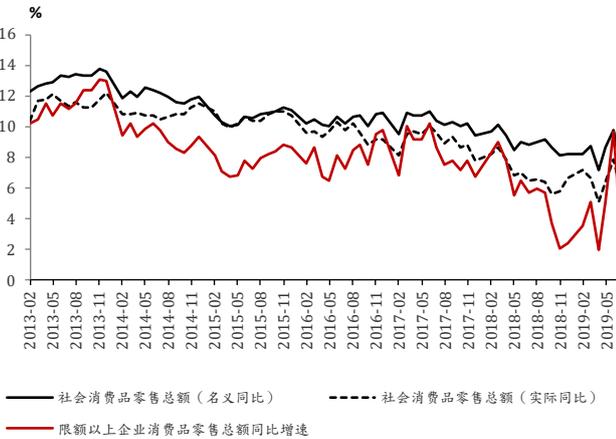


資料來源: 國家統計局, 萬得, 招銀國際研究

零售受到汽車銷售拖累

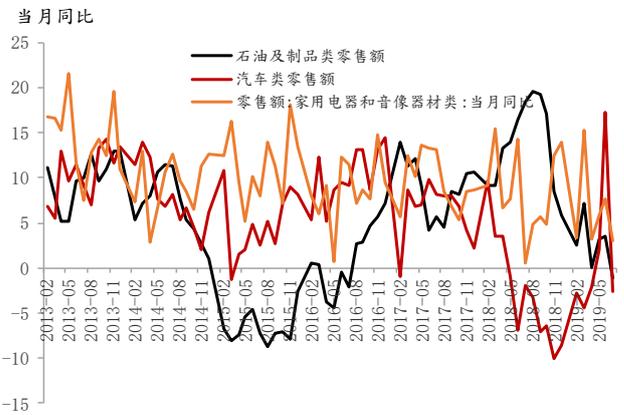
扣除汽車因素影響, 7 月社零將同比增長 8.8%, 1-7 月累計同比增長 9.2%。國家統計局首次公布不含汽車銷售的社零數據。汽車銷售拖累 7 月社零增速 1.2 個百分點, 拖累 1-7 月累計增速 0.9 個百分點。6 月受國五環保標準轉換國六影響, 很多廠商、經銷商開展促銷, 拉動汽車銷售大漲, 透支後續汽車銷售, 7 月汽車銷量同比下降 2.6%。除汽車外, 石油相關產品的銷售額也由于原油價格下跌而同比下降 1.1%。

圖 15: 社零增速受到汽車銷售拖累



資料來源: 國家統計局, 萬得, 招銀國際研究

圖 16: 7 月汽車銷量同比下降 2.6%



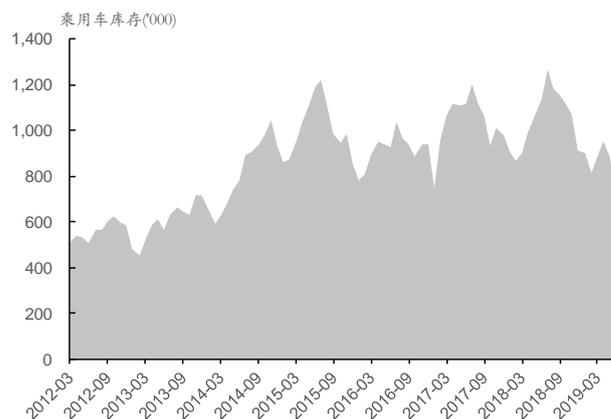
資料來源: 國家統計局, 萬得, 招銀國際研究

圖 17: 乘用車銷量低于往年

圖 18: 乘用車庫存



資料來源：中國汽車協會，萬得，招銀國際研究



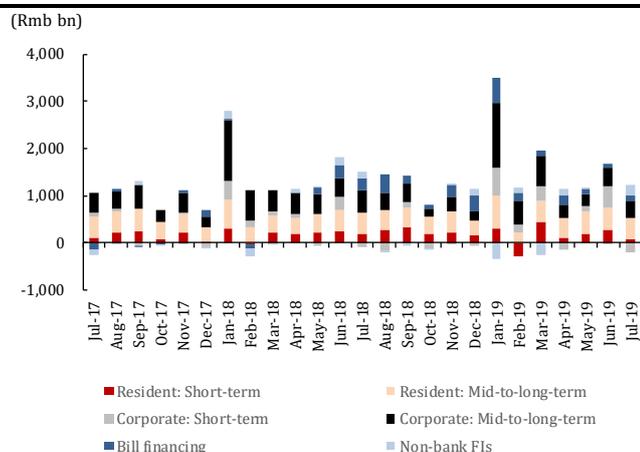
資料來源：萬得，招銀國際研究

貨幣政策：加速利率“雙軌并一軌”

優化貸款結構以鼓勵中長期企業貸款

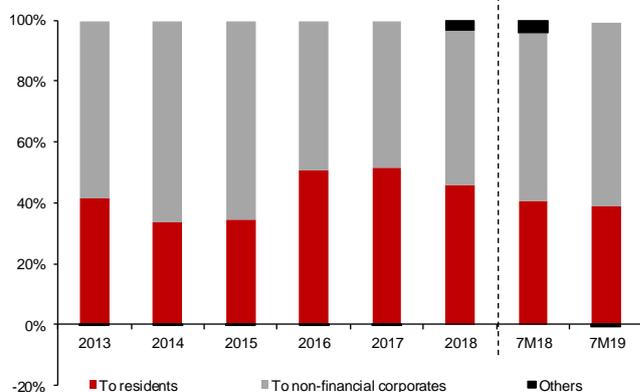
約 60% 新增貸款流向企業。1-7 月，流向居民和非金融企業的貸款占新增人民幣貸款的 40% 和 61%，而去年同期則分別為 41% 和 55%。按絕對值計算，1-7 月新增居民貸款為人民幣 4.26 萬億元，而去年同期則為 4.25 萬億元。1-7 月非金融企業新增貸款為 6.56 萬億元，較去年同期增加 7,710 億元。

圖 19：新增人民幣貸款細分



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 20：1-7 月，流向居民和非金融企業的貸款占新增人民幣貸款的 40% 和 61%



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

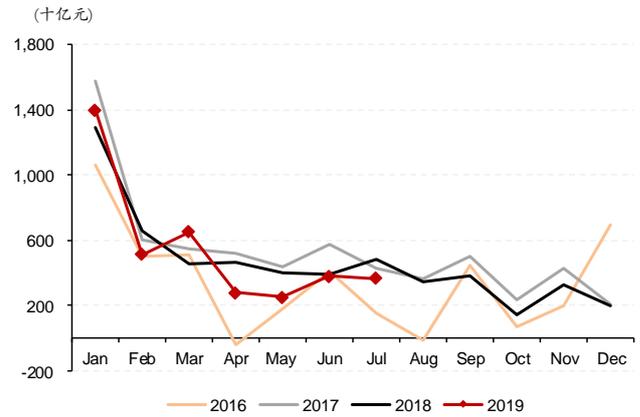
然而，自 4 月以來，新增中長期企業貸款減少。1-7 月，新增中長期企業貸款人民幣 3.85 萬億元，少于去年同期的 4.17 萬億元。自 4 月以來，按月新增企業貸款均低於過去兩年水平。這與自二季度以來的實體經濟融資需求突然下降這一事實相呼應。

圖 21：1-7 月新增中長期企業貸款人民幣 3.85 萬億元，而去年同期則為 4.17 萬億元



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

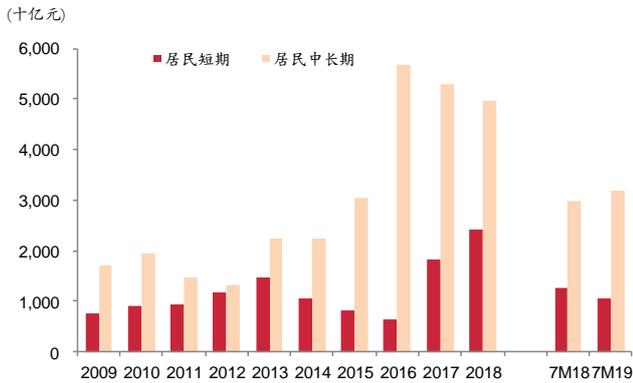
圖 22：自 4 月以來，按月新增企業中長期貸款均低於過去兩年水平



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

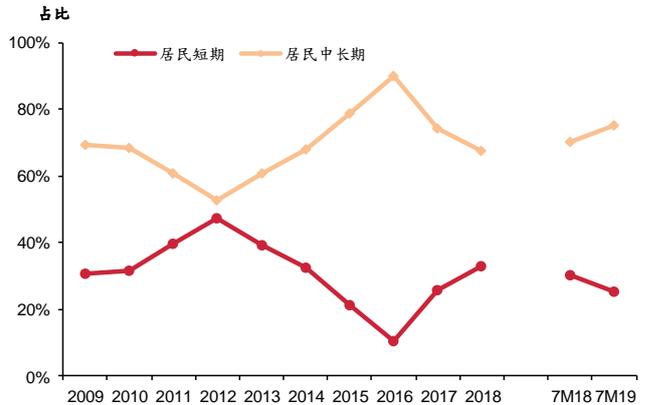
居民貸款：以住房貸款為主。1-7 月，新增居民貸款為人民幣 4.27 萬億元，與去年同期的 4.25 萬億元相近。其中，中長期居民貸款（其中很大一部分為住房貸款）增加 3.2 萬億元，而去年同期則為 2.98 萬億元；短期貸款增加 1.07 萬億元，去年同期為 1.28 萬億元。3-6 月，按月新增中長期居民貸款（即住房貸款）均超過去年同期，引發了監管對於房價過度上漲的擔憂。這種趨勢在 7 月銀行被要求收緊住房貸款之後逆轉。

圖 23：居民貸款：短期貸款同比下降，中長期貸款上升



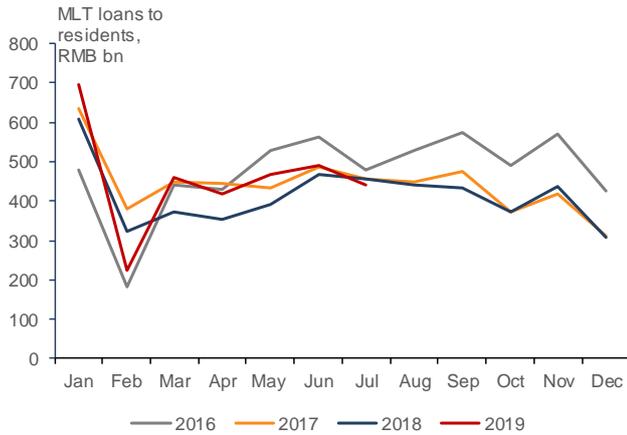
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 24：中長期貸款占比提升



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 25：3-6 月按月新增中長期居民貸款均超過去年同期，但 7 月以來趨勢逆轉



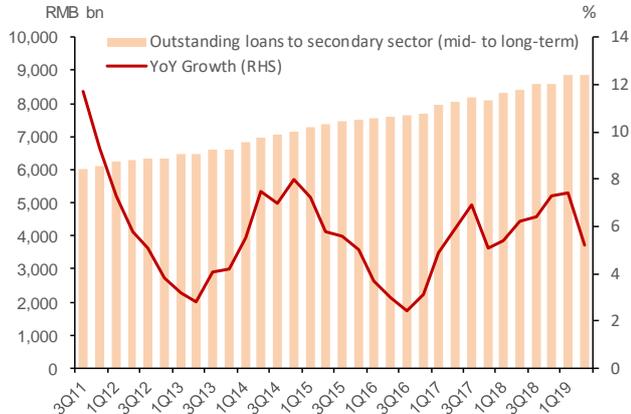
資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

如何提升和滿足企業融資需求？

政府引導項目和中長期製造業貸款

除傳統基礎設施以外，與 5G、人工智能、工業互聯網、物聯網、冷鏈物流相關的新型基礎設施項目將在未來幾年創造新的融資需求。此外，改善民生的項目如養老護理、教育和老舊小區升級，也創造了對銀行貸款的需求。人行和銀保監會最近的工作計劃也數次要求銀行業增加對製造業公司的中長期貸款。

圖 26：對第二產業的貸款餘額



資料來源：萬得，銀保監會，招銀國際研究

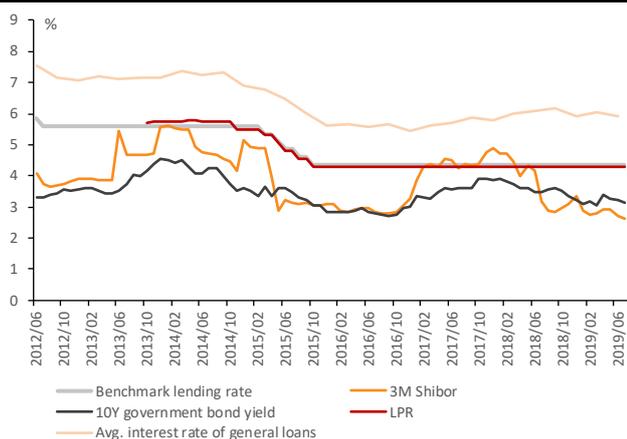
區域發展戰略，如長三角一體化

長三角一體化自去年升級為國家戰略以來，進展順利。長三角地區的貸款和存款增長均超過全國水平。截至 2019 年 6 月 30 日，長三角地區占全國人民幣貸款/存款餘額的 24.3% 和 25%，貸款餘額和存款餘額同比增速分別超過全國增速 1.8 個百分點和 2.8 個百分點。上半年，長三角新增人民幣貸款和存款分別占全國新增的 27.1% 和 35.5%。

利率并軌，降低實體經濟融資成本

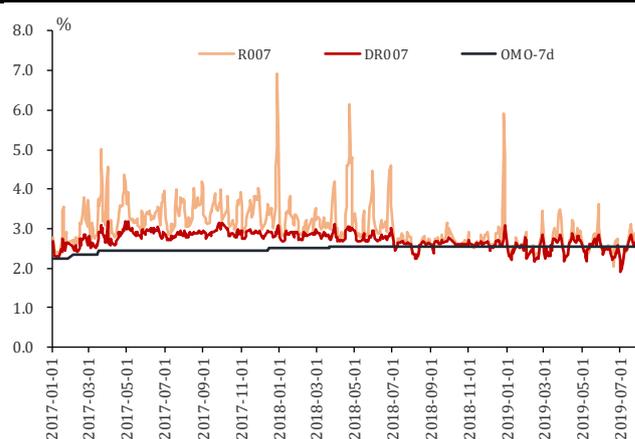
央行二季度貨幣執行報告多次提到下一步推進以利率并軌為重點的貸款利率市場化，推動“兩軌合一軌”，完善商業銀行貸款市場報價利率機制，更好發揮貸款市場報價利率在實際利率形成中的引導作用，從而降低融資成本。下半年，我們預計中國人民銀行將採取重大舉措改革，提升LPR對市場利率的敏感度，反映并隨市場利率而波動，并擴大以LPR為基礎定價的貸款範圍、規模與期限，以及將同業拆解和普通貸款一并納入以LPR為基礎定價的範圍內。

圖 27：利率雙軌



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

圖 28：市場利率



資料來源：中國人民銀行，萬得，招銀國際研究

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)發表于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并無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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采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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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士。