

內憂外患下行壓力增大，期待政策邊際寬鬆

——上半年中國經濟數據點評



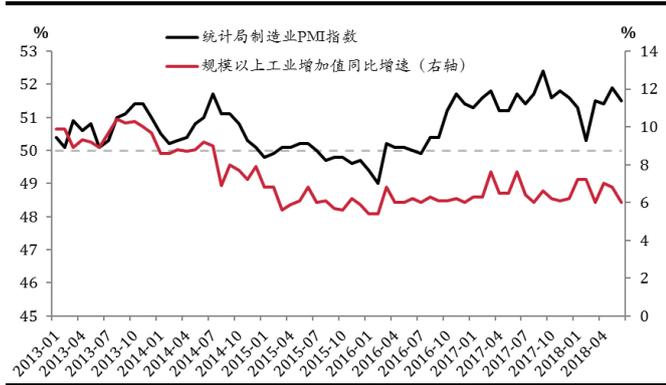
- ❖ **二季度 GDP 同比增長 6.7%。一季度及上半年增速同為 6.8%。**上半年，消費拉動經濟增長 5.3 個百分點，投資 2.1 個百分點，均與一季度持平；淨出口的貢獻為-0.7 個百分點，一季度為-0.6 個百分點。總體而言，經濟基本面運行大致平穩，但下行壓力漸增，基建投資增速加速下探，居民收入和消費的增速較去年乏力。去杠杆、防風險舉措帶來的陣痛不斷發酵：社融增速不斷收窄，流動性偏緊、企業再融資壓力上升，信用債違約事件頻發。在內需增長乏力、中美摩擦升級的背景下，未來關注的重點在政策層面，我們期待財政和貨幣政策在保持定力（穩杠杆、防風險）的同時，會採取進一步的邊際寬鬆措施。
- ❖ **6 月份規模以上工業增加值同比增長 6.0%，低于市場預期，較上月增幅回落 0.8 個百分點，在趨勢上呼應了 PMI 指數及用電量增速的回落。**一定程度上，是由去年的高基數造成（去年同期工業增加值增速為年內高點 7.6%），但內需轉弱、出口訂單減少的影响亦不容忽視。分門類看，采礦業同比增長 2.7%，製造業 6.0%，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業 9.2%，同比增幅分別較上月回落 0.3/0.6/3.0 個百分點。“高端”製造業產出繼續領跑，汽車製造、專用設備製造、計算機、通信和其他電子設備製造業以及醫藥製造業保持兩位數增長。上半年，規模以上工業增加值同比增長 6.7%，考慮到內外需求轉弱、貿易戰等風險，我們預計全年增速略降至 6.6%。
- ❖ **製造業投資持續回升；基建投資增速加速下探。**1-6 月城鎮固定資產投資同比增長 6.0%，增速較 1-5 月下降 0.1 個百分點。製造業投資在高端高附加價值產業（計算機、通信設備、專用設備製造等）的帶動下，繼續保持回升，同比增長 6.8%，增幅較 1-5 月擴大 1.6 個百分點。房地產投資上半年增長 9.7%，比 1-5 月略有回落，但未來出現大幅下滑的可能性較小，因為看到房地產銷售和新開工面積增速并未放緩。基建投資繼續低迷，上半年同比增速較 1-5 月放緩 2.1 個百分點至 7.3%。
- ❖ **零售增速再次受到汽車拖累；憧憬七月汽車銷售回暖。**6 月份社會消費品零售總額同比增長 9.0%，較 5 月回升 0.5 個百分點。限額以上商品零售額同比增長 6.5%，較上月回升 1 個百分點。由于 7 月 1 日汽車進口購置稅下調，汽車消費延後，五月和六月汽車銷售分別同比倒退 1%和 7%，拖累零售增速 1.5-2 個百分點，相信該影響未來會得到緩解，支撐零售增速重新回到雙位數增長。儘管零售增速略遜預期，但服務類消費，如醫療、養老、教育等均保持著良好增長勢頭，使得整體的消費支出增速保持穩健，繼續作為經濟和內需增長的壓艙石。但是收入抑制消費的風險仍然存在：上半年人均可支配收入實際同比增長 6.6%，略緩于經濟增速。
- ❖ **政策保持定力，邊際寬鬆為大概率。**財政方面：（1）推進合規項目快速落地穩基建投資。財政部和國務院近期多次重申要加快財政資金支出進度，著力解決存量資金閑置、預算資金下達慢導致一些應該建設的項目無法開工等問題。（2）地方債發行提速。今年地方債發行節奏滯後，上半年新增量比去年同期少近 1/3；5 月以來多省審議并通過開啓地方債新增債券發行，支持重大項目建設，預計未來幾個月地方債發行可能迎來高峰。（3）減稅降費，尤其是個人所得稅改革，提振居民消費支出。貨幣政策方面：（1）預計三季度再次降准，保持“流動性合理充裕”；（2）引導和支持小微企業融資需求；（3）“嚴監管”政策，包括資管新規在內，在具體實施細節上和推進步伐上預計將有所放鬆放緩，避免監管硬著陸。時間上，7 月底召開的中央政治局會議將是觀察下半年政策方向的重要節點。

丁文捷 博士

電話：(852) 3900 0856

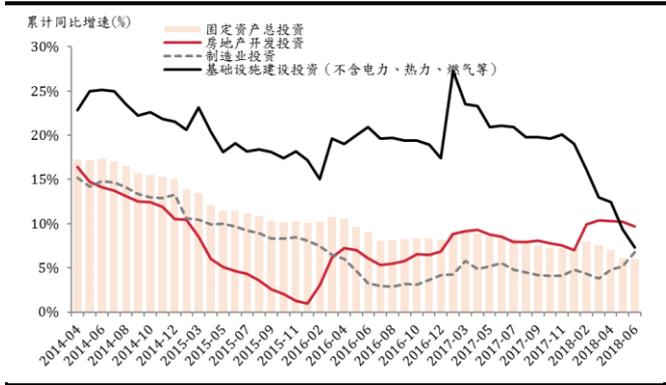
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 1: 6 月份規模以上工業增加值同比增長 6.0%



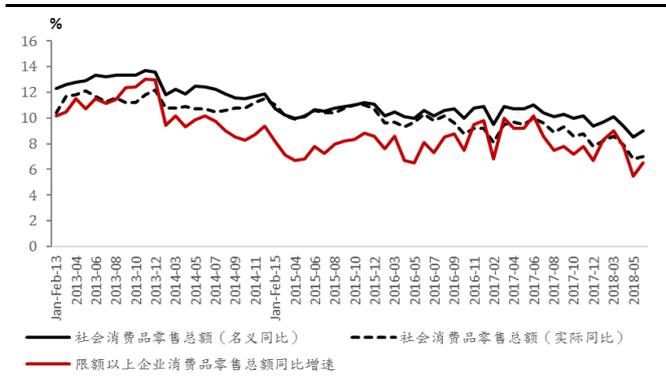
資料來源: 國家統計局、Wind、招銀國際研究

圖 2: 基建投資加速下滑，製造業投資回暖



資料來源: 國家統計局、Wind、招銀國際研究

圖 3: 社會消費品零售總額 6 月份同比增長 9.0%



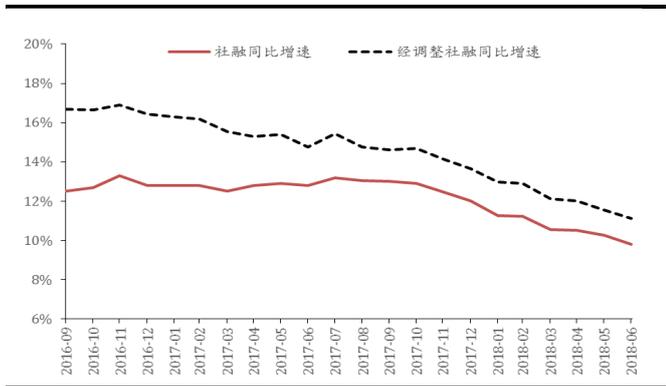
資料來源: 國家統計局、Wind、招銀國際研究

圖 4: 警惕收入增速疲軟抑制消費支出的風險



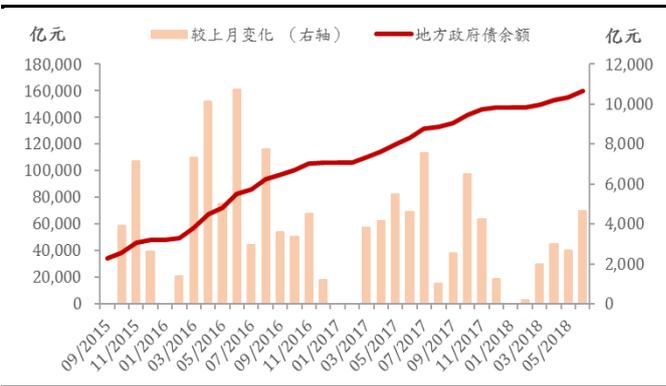
資料來源: 國家統計局、Wind、招銀國際研究

圖 5: 表外融資崩塌，社融增速下滑，實體經濟融資收緊



資料來源: 央行、招銀國際研究

圖 6: 地方債發行提速



資料來源: 央行、招銀國際研究

圖 7: 主要中國經濟指標及預測

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
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	7.0	6.8	6.0
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	6.1	6.0
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	9.4	8.5	9.0
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	12.0	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	18.0	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	349	20.3	33.7	-5.0	28.8	24.9	41.6
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	8.3	8.3	8.00
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	13,824	2,900	839	1,121	1,180	1,152	1,842
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	1,600	761	1,182
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	1.50	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	4.35	4.35
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.70	6.29	6.33	6.28	6.33	6.33	6.62

資料來源：國家統計局、海關總署、中國人民銀行、萬得數據、招銀國際預測

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採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责任。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。