

第四季度 GDP 增速放缓如预期；重点关注减税措施

- ❖ **2018 年中国 GDP 实际增速 6.6%**。昨日，国家统计局公布了 2018 年中国 GDP 增速，为 6.6%，与预期一致。名义 GDP 接近 90 万亿人民币。按季度看，第四季度 GDP 增速下降至 6.4%，而三/二/一季度 GDP 增速分别为 6.5%/6.7%/6.8%。上周，2017 年 GDP 增速的最终核实数调整为 6.8%，比初步核算数下调 0.1 个百分点。经济结构变得更加平衡，更加依赖于消费需求。2018 年第三产业产值比重上升至 52.2%，同比提升 0.3 个百分点。最终消费支出占 GDP 增长的 76.2%，而资本形成贡献为 32.4%。
- ❖ **工业：2018 年 12 月汽车制造业增加值继续下滑**。12 月规模以上工业增加值同比增长 5.7%，2018 全年增长 6.2%（略逊于我们的预测 6.4%）。汽车制造业增加值出现了显著下滑，2018 年仅同比增长 4.9%，而 2017 年为 12.2%；12 月当月同比下降 4.1%，已连续三个月同比增速为负。最近，政府已承诺推出新的消费激励措施，以刺激汽车销售。然而，汽车制造商仍将面临国内消费疲软、前期需求透支、进口车扩大开放市场竞争等挑战。
- ❖ **2018 年制造业和房地产拉动固定资产投资增长。我们预计 2019 年基建投资增速将回升**。2018 年固定资产投资同比增长 5.9%。基础设施固定资产投资同比增长 3.8%（比 1-11 月增速提升 0.1 个百分点），由于政策推动，自 10 月以来增速企稳。制造业和房地产固定资产投资均同比增长 9.5%。我们预测 2019 年，基础设施/制造业/房地产固定资产投资增速分别为 5.0%/7.0%/3.5%。制造业固定资产投资增速放缓可能是由于工业利润增速趋缓，而房地产固定资产投资可能会由于土地收购低迷而下滑。
- ❖ **2018 年 12 月社零数据仍然疲弱**。12 月社会消费品零售总额同比增长 8.2%，2018 全年增长 9.0%。12 月限额以上消费品零售总额增长 2.4%，11 月份为 2.2%，汽车销售减少和油价下跌是主要原因之一。我们预计，在收入增长萎缩和支出意愿疲弱的背景下，2019 年社会消费品零售总额增长 7.9%。

重点关注减税措施。2019 年 1 月 17 日，财政部发布了一系列措施，以减轻小微企业税负，预计将在 2019-2021 年期间每年减少 2,000 亿元的税收。主要措施包括：（1）对月销售额 10 万元及以下的增值税小规模纳税人，免征增值税（原先的门槛为月销售额 3 万元）；（2）加大小微企业所得税优惠力度。首先放宽了小微企业的定义范围至同时符合且同时符合年度应纳税所得额不超过 300 万元、从业人数不超过 300 人、资产总额不超过 5000 万元等三个条件的企业；其次，引入超额累进计算方法，对年应纳税所得额不超过 300 万元的小型微利企业，其中应纳税所得额不超过 100 万元的部分实际税负为 5%，应纳税所得额在 100 万至 300 万之间的部分，实际税负为 10%。本次普惠性减税的措施还包括：允许地方政府根据需要对增值税小规模纳税人在 50% 的税额幅度内减征资源税、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花税（不含证券交易印花税）、耕地占用税和教育费附加、地方教育附加；拓宽先前创业投资企业和天使投资个人税收优惠政策中对于初创科技型企业的认定范围。虽然这些举措主要针对小微企业，但我们认为这是 2019 年更大规模和更广泛的减税措施的前奏。

丁文捷, PhD

电话: (852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件: dingwenjie@cmbi.com.hk

中国实际和名义 GDP 增速



来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

最终消费占 GDP 增长的 76.2%



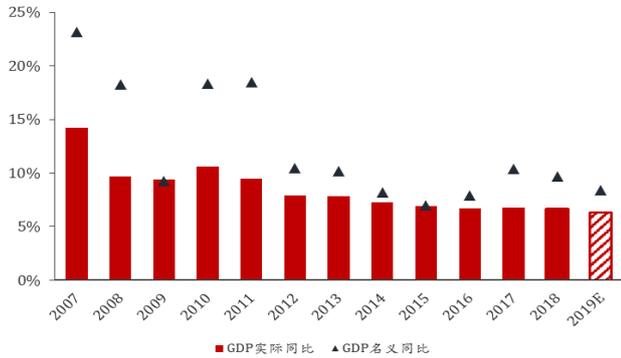
来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

2018 年实际可支配收入同比增长 6.5%



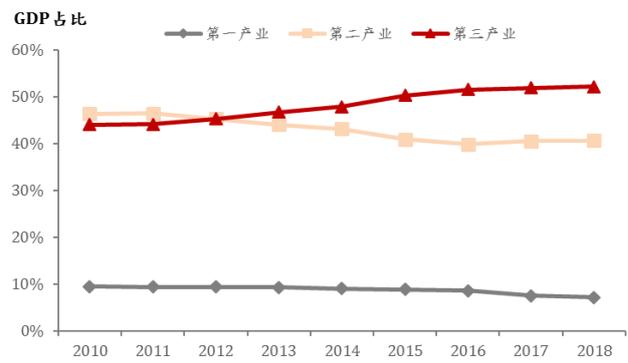
来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 1：2018 年实际 GDP 增速为 6.6%，而 2017 年为 6.8%



来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 2：2018 年，第一/二/三产业分别占 GDP 的 7.2%/40.7%/52.2%



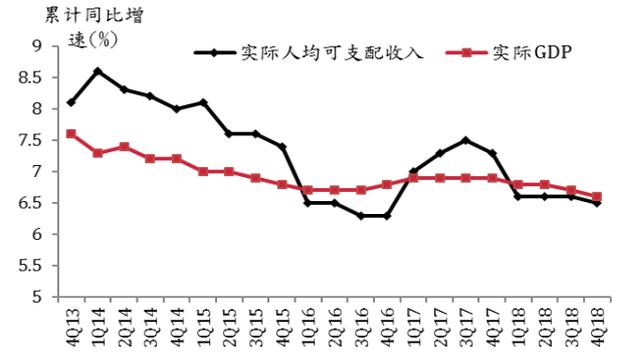
来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 3：2018 年，最终消费对 GDP 增长的贡献率增加到 76.2%



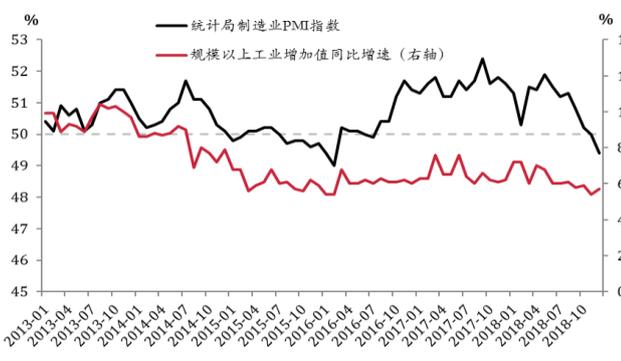
来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 4：在整体经济下行趋势下，可支配收入增速也有所放缓



来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 5：2018 年 12 月工业增加值同比增长 5.7%，2018 全年增长 6.2%



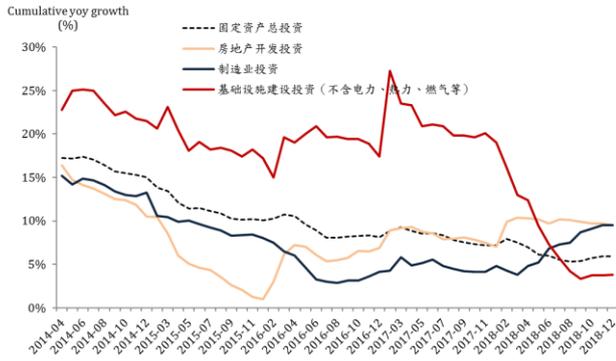
来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 6：2018 年 12 月，汽车制造业增加值同比下降 4.1%



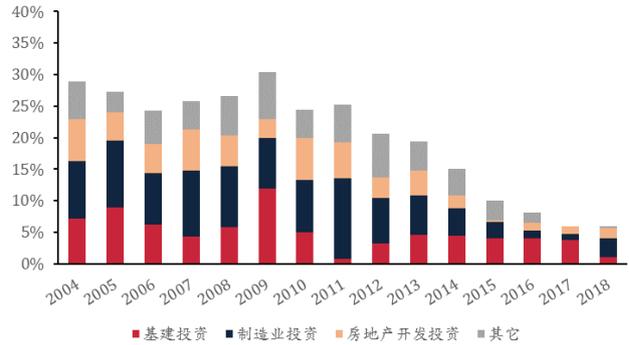
来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 7：基础设施建设投资自 2018 年 10 月以来趋稳；2018 年固定资产总投资同比增长 5.9%



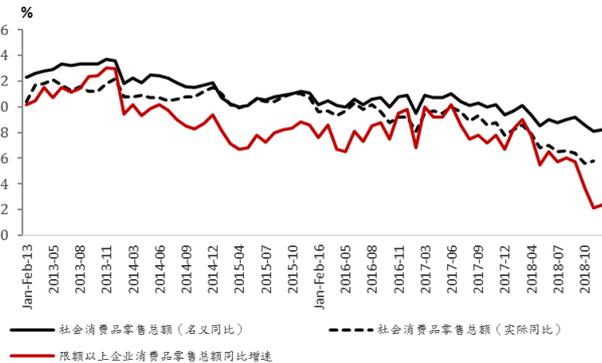
来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 8：按行业固定资产投资贡献率 - 2018 年制造业和房地产固定资产投资增速提升



来源：国家统计局，万得，招银国际预测

图 9：12 月份零售额同比增长 8.2%



来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 10：汽车销量暴跌



来源：国家统计局，万得，招银国际研究

图 11：中国主要经济指标和预测

	2016A	2017A	2018A	CMBIS 2018E	CMBIS 2019E	2018-10	2018-11	2018-12
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.6	6.5	6.3	n.a.	n.a.	n.a.
名义GDP (同比增速, %)	7.9	11.2	9.7	9.3	8.4	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.2	6.4	6.3	5.9	5.4	5.7
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	5.9	5.7	5.5	5.7	5.9	5.9
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	9.0	9.2	7.9	8.6	8.1	8.2
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.1	2.1	2.2	2.5	2.2	1.9
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.5	3.6	1.8	3.3	2.7	0.9
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	9.9	12.0	4.9	15.6	5.4	-4.4
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	15.8	18.0	8.7	21.4	3.0	-7.6
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	352	349	287	34.0	44.8	57.1
广义货币供应量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.1	8.3	8.5	8.0	8.0	8.1
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	16,170	17,420	17,607	697	1,249	1,080
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	19,260	18,337	20,000	742	1,524	1,590
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
大型金融机构存款准备金率 (%，期末值)	17.0	17.0	14.5	14.5	12.5-13	14.5	14.5	14.5
USD/CNY即期汇率 (期末值或预测中枢区间)	6.95	6.51	6.88	6.80	6.7-7.1	6.98	6.96	6.88

来源：国家统计局，中国海关，中国人民银行，万得，招银国际预测

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: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

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上责任。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士。