

喜忧参半，维持下半年乐观预期

——2016年二季度中国经济数据评论

梗概

统计局刚刚出炉的中国经济数据显示，2016年二季度中国实际GDP同比增长6.7%，环比增长1.8%。上半年实际GDP同比增长6.7%。

二季度主要亮点包括：

- 去产能去库存正在进行时，制造业显示企稳迹象
- 社会消费品零售总额六月增速反弹，但仍面临下行压力
- 投资增速放缓；民间投资增速严重下滑，房地产投资二季度转冷

风险：

- 就业和收入增速放缓影响居民消费
- 民间投资继续下探，投资信心难以提振
- 非金融企业杠杆率居高不下，信用风险进一步暴露
- 英国脱欧对中国进出口产生不利影响

主要预测：

- 维持全年GDP增速6.8%的预测
- 预计USD/CNY在6.70位置有支撑
- 预计下半年不会降息、降准一次

表 1：中国经济主要指标预测

	2013	2014	2015	调整后 2016E	调整前 2016E	1H16	1Q16	2016年 4月	2016年 5月	2016年 6月
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值（同比增速，%）	9.5	8.3	6.3	6.0	6.0	6.0	5.8	6.0	6.0	6.2
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	19.7	15	9.9	10.0	11.0	9.0	10.7	10.5	9.6	9.0
社会零售消费品总额（同比增速，%）	13.1	11.9	10.7	10.5	10.5	10.3	10.3	10.1	10.0	10.6
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	1.8	1.8	n.a.	n.a.	2.3	2	1.9
PPI（同比增速，%）	-1.9	-1.9	-5.2	-3.6	-3.6	n.a.	n.a.	-3.4	-2.8	-2.6
出口（以美元计，同比增速，%）	7.9	6.1	-2.6	-5.0	-5.0	-6.5	-9.3	-1.8	-4.1	-4.8
进口（以美元计，同比增速，%）	7.1	0.4	-14.4	-6.0	-2.0	-9.6	-13.1	-10.9	-0.4	-8.4
广义货币供应量M2（同比增速，%）	13.6	12.2	13.3	12.3	13.4	11.8	13.4	12.8	11.8	11.8
新增人民币贷款（万亿元人民币）	8.89	9.78	11.72	13.9	13.9	16.82	4.61	0.56	0.99	1.38
1年期存款基准利率（%，年底值）	3.00	2.75	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（%，年底值）	6.00	5.6	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（%，年底值）	20.0	20.0	17.5	16.5	15.5	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
USD/CNY即期汇率（%，年底值）	6.05	6.21	6.49	6.70	6.90	6.65	6.45	6.48	6.59	6.65

来源：统计局，海关总署，中国人民银行，招银国际预测。

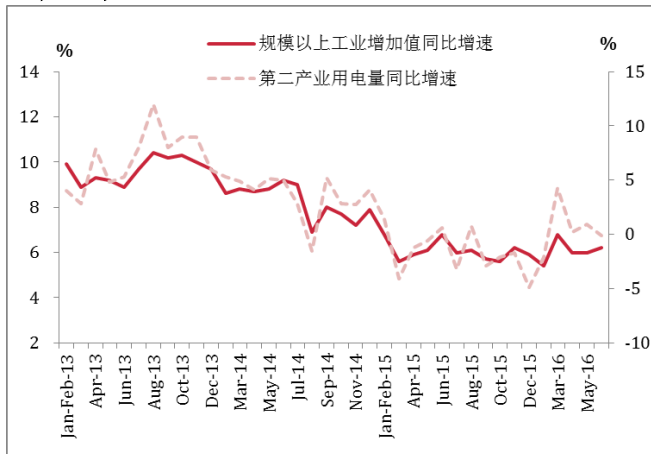
工业显示企稳迹象，去库存正在进行时

上半年增速平稳。经历 3 月的强刺激回弹之后，制造业活动二季度保持较为稳定的增速。规模以上工业增加值在 4 月、5 月和 6 月分别同比增长 6.0%，6.0%和 6.2%，而 3 月增速为 6.8%。上半年规模以上工业增加值同比增长 6.0%，比去年全年 6.3%的增速水平略微下降。

去库存正在进行时。从历史数据看，PPI 的增速往往领先库存增速 2-3 个月，因为产成品价格的上涨会激励企业增产。但自 2016 年以来，PPI 降幅逐月收窄，但工业产成品库存仍持续下降并未反弹，1-5 月产成品库存比去年同期下降 1.1%。这显示出工业正在去库存。

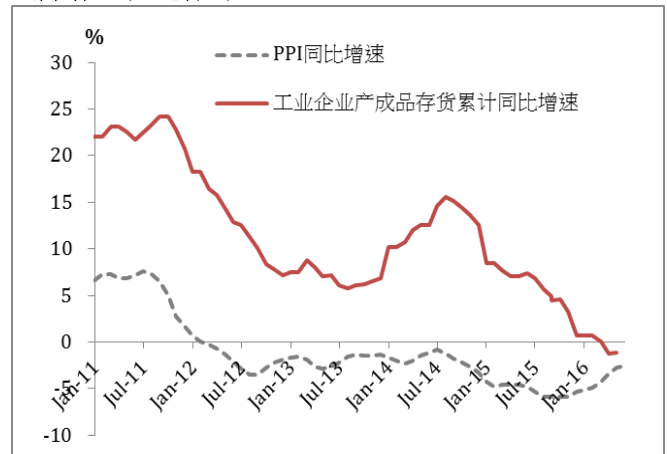
我们认为工业正在逐渐企稳，下半年增速将维持稳定。尽管面临外部需求持续疲软、自身结构调整等多重困难，我们认为上半年工业产值能维持较为稳定的增速，未出现大幅下滑，并且去产能、去库存逐渐显示出成效，当属来之不易。预计这样的势头在下半年能够得以维持。

图 1：规模以上工业增加值增速及第二产业用电量均有企稳迹象



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 2：尽管 PPI 降幅收窄，产成品库存仍持续下降——去库存正在进行时



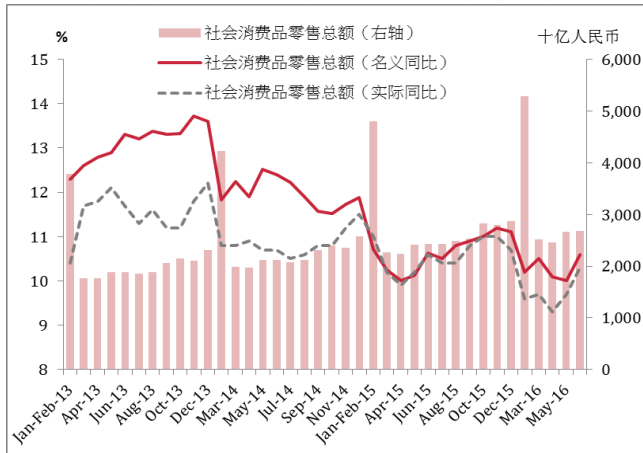
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

消费增速放缓，下半年仍承压

上半年零售增速放缓。名义社会消费品零售总额上半年同比增长 10.3%，主要得益于 6 月份的反弹，该增速缓于去年全年增速 10.7%。零售行业和企业层面的数据表现也不尽理想。根据中华全国商业信息中心的统计，全国 50 个主要零售企业今年上半年销售收入同比下降 3.1%。作为经济增长的滞后指标，消费增速的放缓正在引起关注。

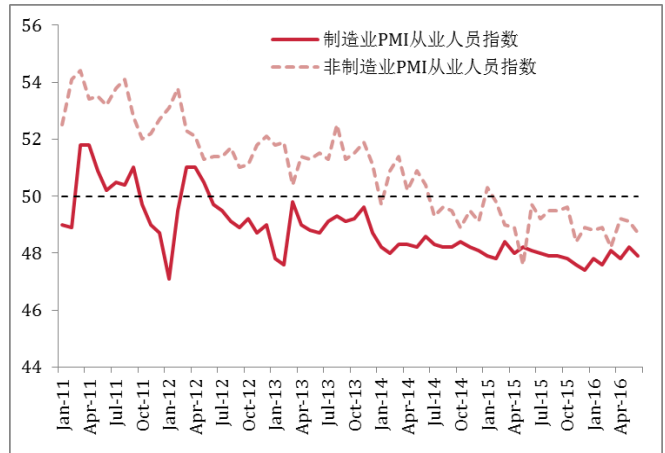
就业和收入增速放缓未来可能对消费产生不利影响。从我们观测的数据来看，就业情况并不乐观。统计局制造业和非制造业 PMI 的就业分项指数已分别连续 49 个月和 17 个月处于 50 荣枯线以下。智联招聘网站参与编制的 CIER 中国就业景气指数一季度由去年年底 2.09 下跌至 1.71。工资方面，注意到从今年起，实际人均可支配收入的同比增速为 6.5%，已连续两个季度低于 GDP 增速（6.7%）。我们认为疲软的就业和工资增长可能会进一步拖累消费。我们预计全年社会消费品零售总额同比增速为 10.5%。

图 3：社会零售消费品总额同比增速上半年放缓至 10.3%



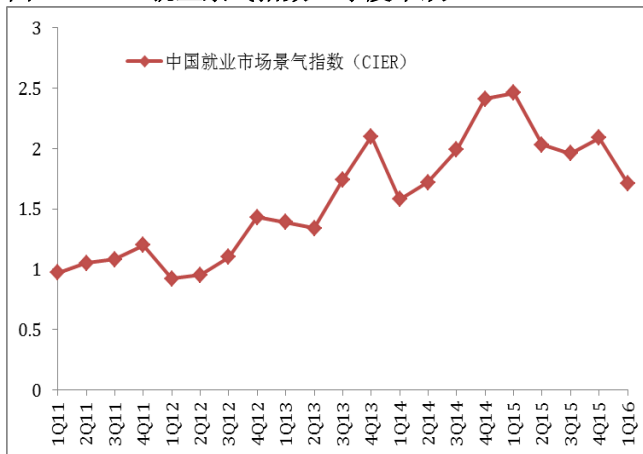
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 4：制造业和非制造业就业指数均长期处于 50 以下



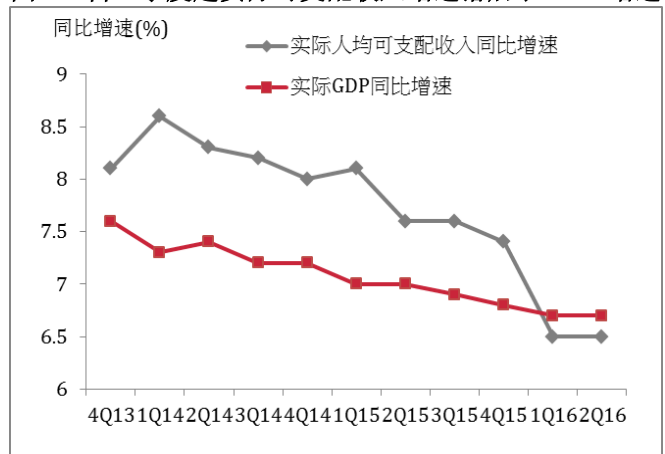
来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 5：CIER 就业景气指数 1 季度下跌



来源：中国就业研究所，智联招聘，招银国际证券

图 6：自一季度起实际可支配收入增速落后于 GDP 增速

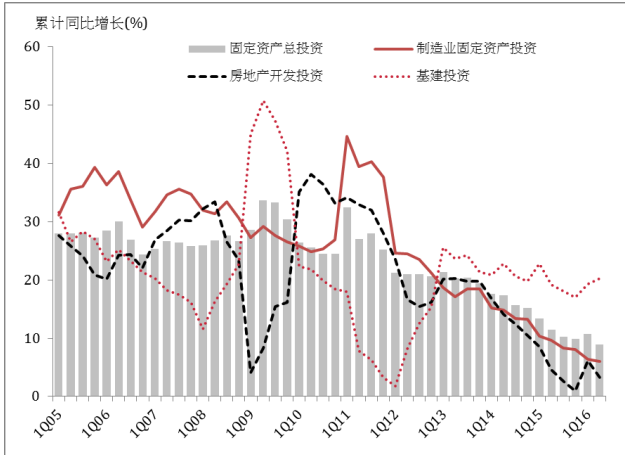


来源：国家统计局，招银国际证券。

民间投资拖累整体投资增速下滑，房地产投资二季度转冷

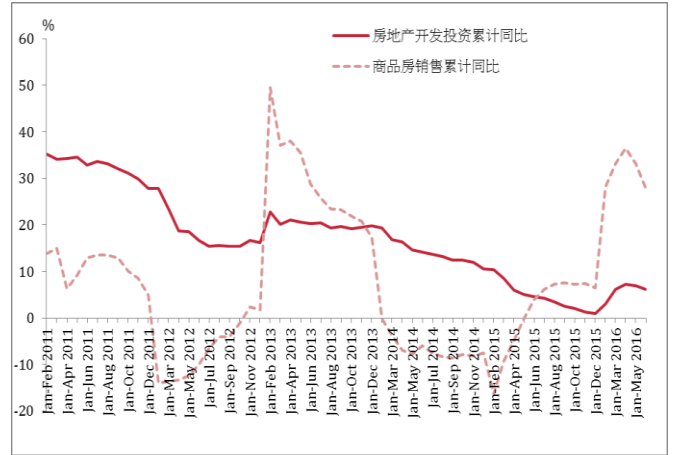
只有基建投资增速保持稳健。上半年，城镇固定资产投资同比增长 9.0%，增速较去年上半年 11.4% 和去年全年 9.9% 明显下滑。分类别看，制造业投资继续下滑，上半年同比增长 6.1%。房地产投资增速二季度开始随着销售面积一起由热转冷，上半年同比增速为 6.1%。基建投资增速上半年同比增长 20.3%，保持稳健。

图 5：上半年城镇固定资产投资同比增长 9.0%



来源：国家统计局，招银国际证券。

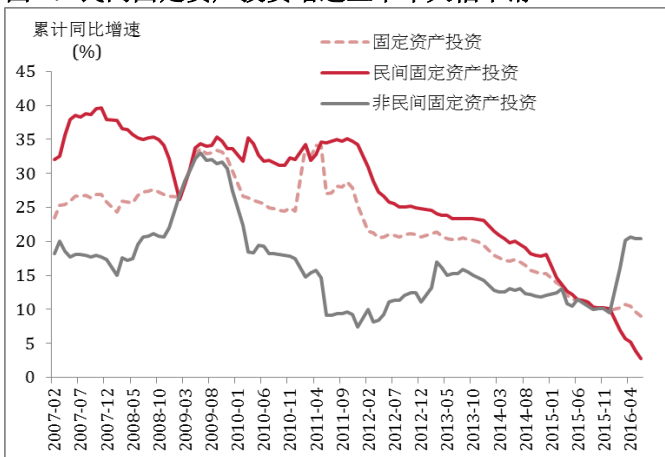
图 6：房地产开发投资和销售二季度转冷



来源：国家统计局，招银国际证券。

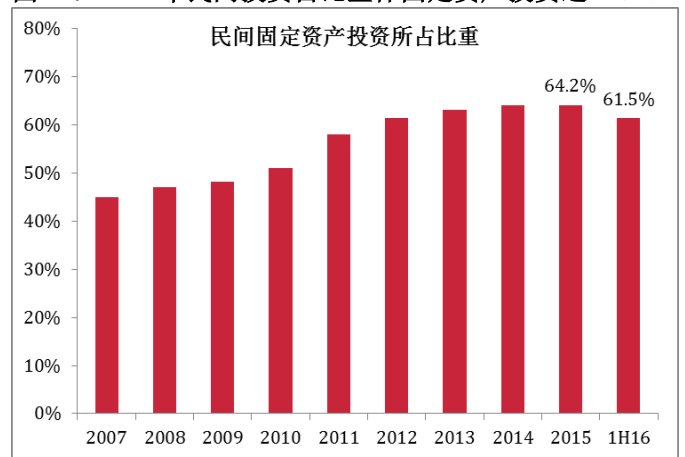
民间投资加速下滑引起广泛关注。上半年，民间投资持续下滑，同比仅增长 2.8%，去年全年为增长 10.1%。2015 年民间投资占比整体投资达到 64.2%，是后者的重要组成部分。自 2016 年伊始，民间投资增速遭遇“滑铁卢”，与政府投资增速之间的分化逐月加剧，而在此之前，民间投资增速一直超越政府投资。即便在全球金融危机期间亦是如此，当然，彼时的 4 万亿刺激政策带动房地产市场繁荣对稳定民间投资起到了重要的作用。而今不再有大規模强刺激，部分房地产市场自身面临去库存挑战，要稳定民间投资，提振信心是关键。

图 9：民间固定资产投资增速上半年大幅下滑



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

图 10：2015 年民间投资占比整体固定资产投资达 64.2%



来源：国家统计局，万得数据，招银国际证券。

我们将全年固定资产投资增速预测由原先 11.0% 下调至 10.0%，因为民间投资下滑幅度超过我们预期，房地产投资也出现由热转冷的迹象。

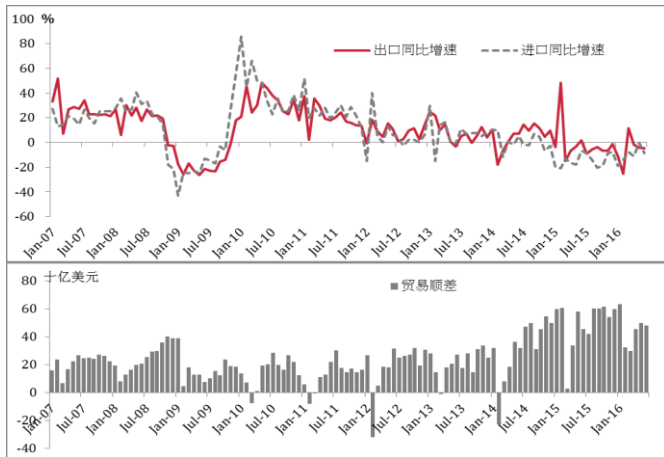
进出口下半年面临更大不确定性

六月份以美元计价的出口和进口同比分别减少 4.8% 和 8.4%，较 5 月份 4.1% 和 0.4% 的降幅有所扩大。二季度整体而言，进出口降幅均较一季度有所收窄。

英国脱欧公投对中国贸易可能产生较为持续的影响，在未来的贸易数据中可能会有体现。英镑和欧元的贬值会制约中国对英国及欧盟的出口，而目前欧

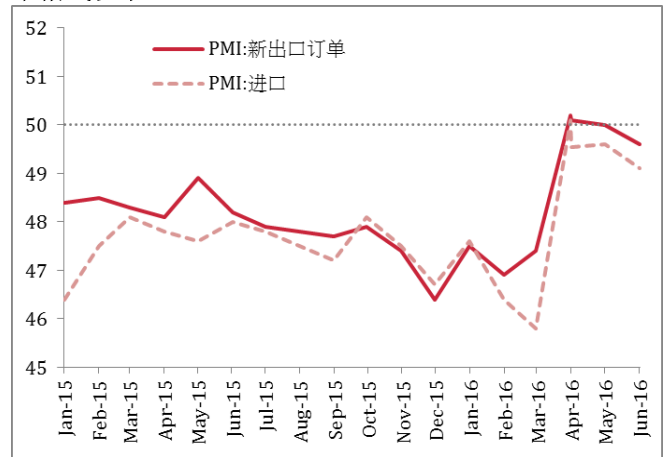
盟是中国最大的贸易伙伴，领先于美国。英国脱欧之后，与中国相关的贸易条款、反垄断条款等可能也会出现变化，待持续关注。我们对下半年进出口表现持谨慎态度，将全年出口和进口增速分别下调至-5.0%和-6.0%。

图 11: 进出口增速



来源: 海关总署, 招银国际证券。

图 12: 六月份 PMI 新出口订单及进口分项指数均位于 50 荣枯线以下



来源: 国家统计局, 招银国际证券。

货币政策维持稳健

二季度货币政策较为稳健。上半年，M2 同比增加 11.8%。新增人民币贷款一季度为 4.61 万亿元，二季度为 2.92 万亿元。社会融资规模增量一季度 3.1 万亿元，二季度 6.65 万亿元。

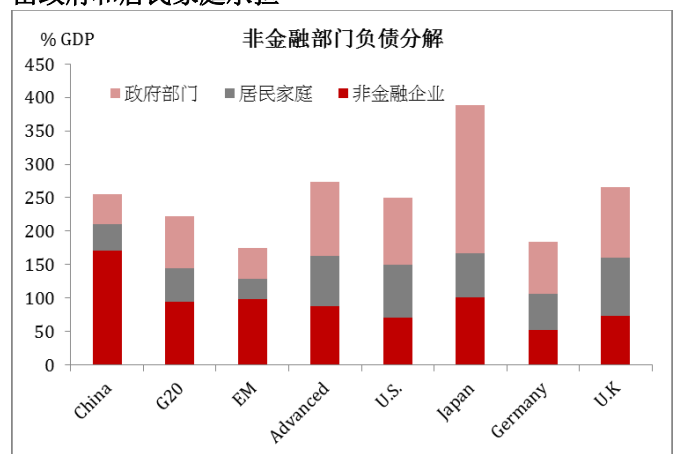
当前的核心任务是降杠杆和控制信用风险。根据国际清算银行的统计，中国非金融领域（包括政府、居民和非金融企业）的债务总额于 2015 年底达到 GDP 的 254.8%。这个数字与其他国家相比并不算太高，但其在过去 7 年内的增速是惊人的，因为在 2008 年底，非金融领域负债不过等于 GDP 的 148.4%。另一个令人担忧的方面是，中国非金融领域的负债有 2/3 集中于非金融企业，这个比例远高于多数发达国家和发展中国家。在经济下行周期中，企业盈利下滑，负债率高，相应的信用风险也加速暴露。今年二季度末，商业银行的不良贷款率已攀升至 1.81%，下半年预计还将上升。

图 13: 截至 2015 年末，中国非金融领域负债约等于 GDP 的 254.8%



来源: 国际清算银行, 招银国际证券。*非金融领域包括政府、居民家庭和非金融企业。

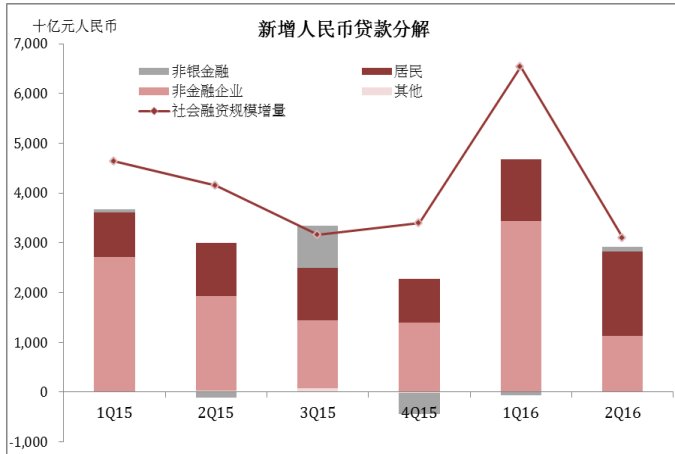
图 14: 2/3 的非金融领域负债集中于非金融企业，其余 1/3 由政府 and 居民家庭承担



来源: 国际清算银行, 招银国际证券。数据截至 2015 年底。

货币政策“供给侧改革”比“放水”更重要。当前面临降杠杆、控风险等挑战，我们认为货币政策进行“供给侧改革”，提升其服务实体经济的精准度，保证关键领域、关键行业和优质的企业得到金融支持，比单纯的降息降准更为重要。我们注意到，二季度新增贷款结构出现一些变化，去向居民家庭的占比提升而去向非金融企业的占比降低，可能是“政府、居民加杠杆”，“企业减杠杆”的体现。我们预计下半年不减息，降准1次。

图 15：二季度新增人民币贷款大部分去向居民家庭



来源：中国人民银行，招银国际证券。

2016 主要经济指标预测

维持 2016 年实际 GDP 同比增速 6.8% 的预期。由于制造业进一步企稳、国企改革提速、政策红利释放等积极因素，我们预计下半年增速会超越上半年。

预计 USD/CNY 在 6.70 附近有支撑。英国脱欧公投之后人民币兑美元及一篮子货币均出现了贬值，我们认为是技术性的（由于避险情绪膨胀，美元和日元都出现上涨），并非基本面造成的趋势性贬值。未来，美联储推迟加息决定将限制美元上涨的空间，而中国经济增速若符合预期也会减少人民币的贬值压力。综合而言，我们认为 USD/CNY 在 6.70 附近有支撑，但不排除下半年下探 6.80 的可能性。

预计下半年不降息，降准一次。我们认为下半年货币政策将维持稳健，央行将综合运用各种工具，比如 PSL，MLF、公开市场操作等补充流动性。我们认为货币政策当前的主要矛盾不在于“放水”，而在于货币供给结构的调整，从而使金融精准服务实体经济，并且逐步解决高杠杆、债务结构多集中于企业、信用风险高等问题。

其他预测详见表 1。

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士。