

内忧外患下行压力增大，期待政策边际宽松 ——上半年中国经济数据点评



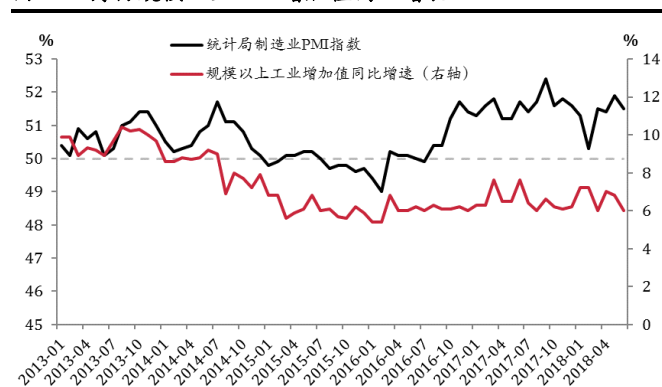
丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

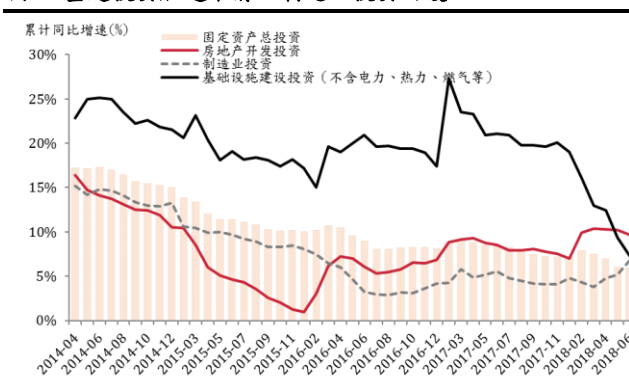
- ❖ **二季度 GDP 同比增长 6.7%。一季度及上半年增速同为 6.8%。**上半年，消费拉动经济增长 5.3 个百分点，投资 2.1 个百分点，均与一季度持平；净出口的贡献为-0.7 个百分点，一季度为-0.6 个百分点。总体而言，经济基本面运行大致平稳，但下行压力渐增，基建投资增速加速下探，居民收入和消费的增速较去年乏力。去杠杆、防风险举措带来的阵痛不断发酵：社融增速不断收窄，流动性偏紧、企业再融资压力上升，信用债违约事件频发。在内需增长乏力、中美摩擦升级的背景下，未来关注的重点在政策层面，我们期待财政和货币政策在保持定力（稳杠杆、防风险）的同时，会采取进一步的边际宽松措施。
- ❖ **6 月份规模以上工业增加值同比增长 6.0%，低于市场预期，较上月增幅回落 0.8 个百分点，在趋势上呼应了 PMI 指数及用电量增速的回落。**一定程度上，是由去年的高基数造成（去年同期工业增加值增速为年内高点 7.6%），但内需转弱、出口订单减少的影响亦不容忽视。分门类看，采矿业同比增长 2.7%，制造业 6.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业 9.2%，同比增幅分别较上月回落 0.3/0.6/3.0 个百分点。“高端”制造业产出继续领跑，汽车制造、专用设备制造、计算机、通信和其他电子设备制造业以及医药制造业保持两位数增长。上半年，规模以上工业增加值同比增长 6.7%，考虑到内外需求转弱、贸易战等风险，**我们预计全年增速略降至 6.6%。**
- ❖ **制造业投资持续回升；基建投资增速加速下探。**1-6 月城镇固定资产投资同比增长 6.0%，增速较 1-5 月下降 0.1 个百分点。制造业投资在高端高附加值产业（计算机、通信设备、专用设备制造等）的带动下，继续保持回升，同比增长 6.8%，增幅较 1-5 月扩大 1.6 个百分点。房地产投资上半年增长 9.7%，比 1-5 月略有回落，但未来出现大幅下滑的可能性较小，因为看到房地产销售和新开工面积增速并未放缓。基建投资继续低迷，上半年同比增速较 1-5 月放缓 2.1 个百分点至 7.3%。
- ❖ **零售增速再次受到汽车拖累；憧憬七月汽车销售回暖。**6 月份社会消费品零售总额同比增长 9.0%，较 5 月回升 0.5 个百分点。限额以上商品零售额同比增长 6.5%，较上月回升 1 个百分点。由于 7 月 1 日汽车进口购置税下调，汽车消费延后，五月和六月汽车销售分别同比倒退 1%和 7%，拖累零售增速 1.5-2 个百分点，相信该影响未来会得到缓解，支撑零售增速重新回到双位数增长。尽管零售增速略逊预期，但服务类消费，如医疗、养老、教育等均保持着良好增长势头，使得整体的消费支出增速保持稳健，继续作为经济和内需增长的压舱石。但是收入抑制消费的风险仍然存在：上半年人均可支配收入实际同比增长 6.6%，略缓于经济增速。
- ❖ **政策保持定力，边际宽松为大概率。**财政方面：（1）推进合规项目快速落地稳基建投资。财政部和国务院近期多次重申要加快财政资金支出进度，着力解决存量资金闲置、预算资金下达慢导致一些应该建设的项目无法开工等问题。（2）地方债发行提速。今年地方债发行节奏滞后，上半年新增量比去年同期少近 1/3；5 月以来多省审议并通过开启地方债新增债券发行，支持重大项目建设，预计未来几个月地方债发行可能迎来高峰。（3）减税降费，尤其是个人所得税改革，提振居民消费支出。货币政策方面：（1）预计三季度再次降准，保持“流动性合理充裕”；（2）引导和支持小微企业融资需求；（3）“严监管”政策，包括资管新规在内，在具体实施细节上和推进步伐上预计将有所放松放缓，避免监管硬着陆。时间上，7 月底召开的中央政治局会议将是观察下半年政策方向的重要节点。

图 1: 6 月份规模以上工业增加值同比增长 6.0%



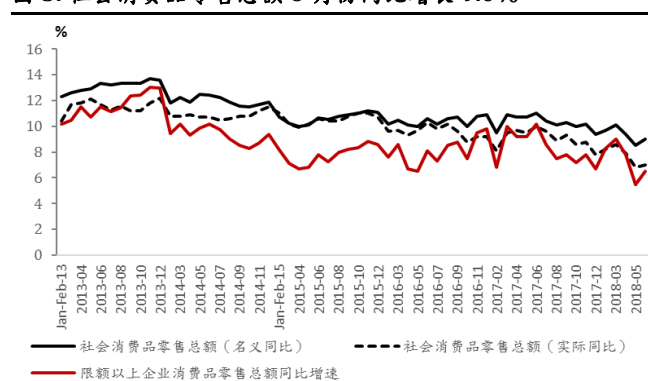
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 2: 基建投资加速下滑, 制造业投资回暖



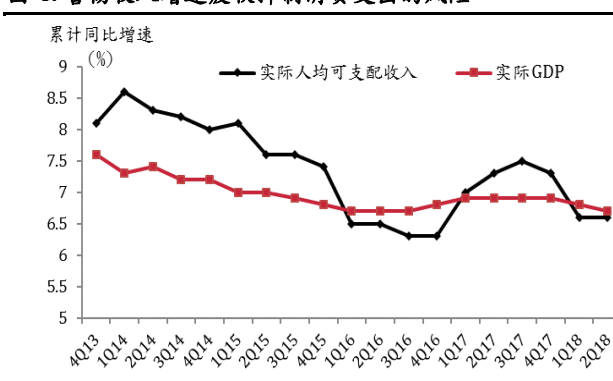
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 3: 社会消费品零售总额 6 月份同比增长 9.0%



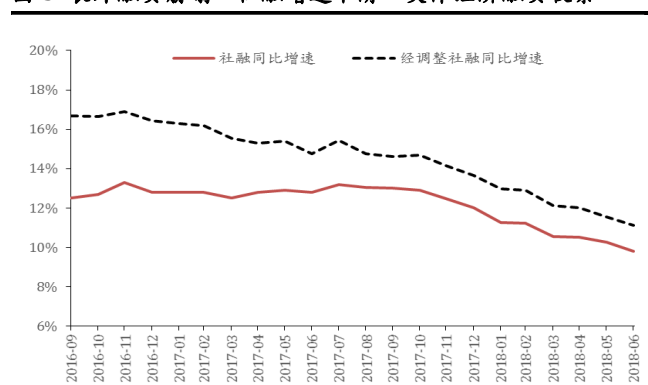
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 4: 警惕收入增速疲软抑制消费支出的风险



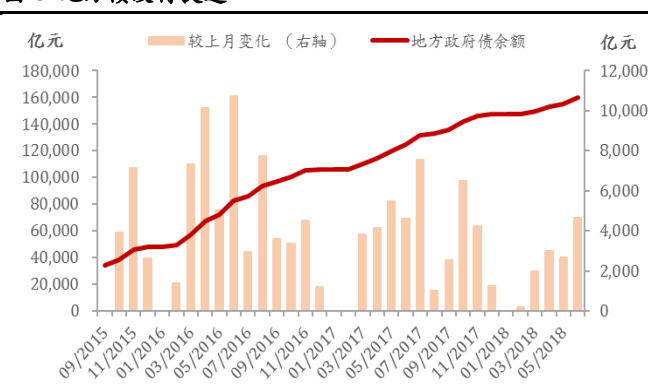
资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 5: 表外融资崩塌, 社融增速下滑, 实体经济融资收紧



资料来源: 央行、招银国际研究

图 6: 地方债发行提速



资料来源: 央行、招银国际研究

图 7: 主要中国经济指标及预测

	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

资料来源：国家统计局、海关总署、中国人民银行、万得数据、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之分析员，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 3 号冠君大厦 45 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責任。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，请与我们联络。

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。