

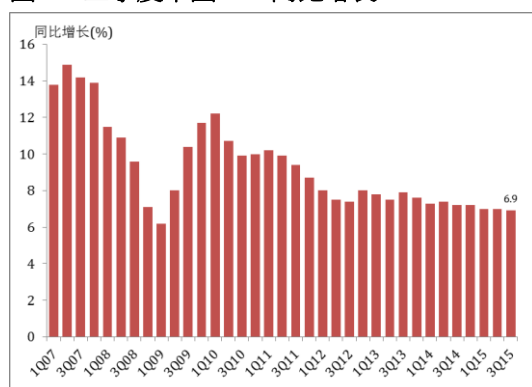
破“七”意料之中，四季度下行壓力仍較大 ——中國三季度經濟數據點評

三季度 GDP 同比增長 6.9%

在連續兩個季度維持 7.0% 增長之後，三季度中國 GDP 同比增幅下降至 6.9%，創 2009 年二季度以來最低（如圖 1 所示）。2015 年全年 GDP 增長目標值為 7.0%。

丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 1：三季度中國 GDP 同比增長 6.9%

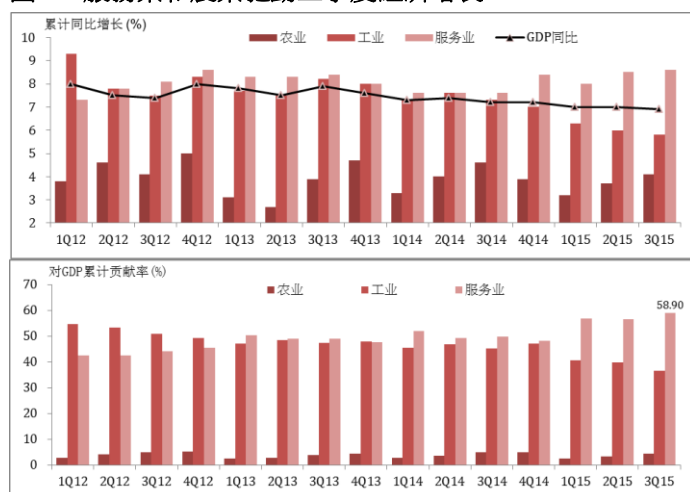


來源：國家統計局。

按產業分，三季度 GDP 增長主要由服務業和農業驅動

服務業已成為中國經濟增長的重要支柱。三季度，服務業產值累計同比增長 8.6%，對 GDP 增長的累計貢獻率達到 58.9%，拉動 GDP 增長 4.1 個百分點。服務業重要性的提升印證了中國經濟增長模式由投資驅動型向服務和消費驅動型轉變的過程。

圖 2：服務業和農業驅動三季度經濟增長



來源：國家統計局。萬得資訊。招銀國際計算。

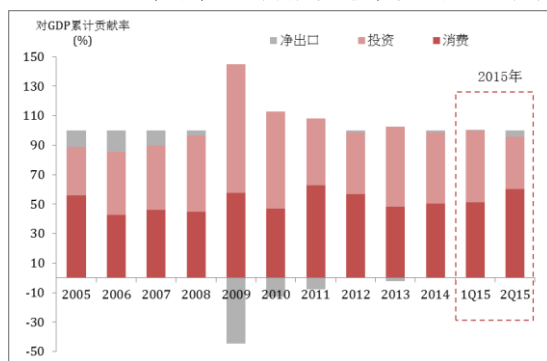
農業表現強勁。前三季度，農業產值累計同比增長分別為 3.2%，3.7% 和 4.1%。三季度對 GDP 貢獻率為 4.4%。農業的加速增長主要受到支農政策以及農產品價格上升的影響。前三季度，農產品生產者價格累計同比上漲 1.9%，較上半年的累計同比增幅 0.5% 大幅提升。

工業仍萎靡。受到傳統製造業產能過剩、內外需持續走弱等因素影響，工業增速仍處於下行通道。九月份，規模以上工業增加值同比增長 5.7%，較 8 月的 6.1% 進一步放緩。

消費增長尚穩固，但未來恐受拖累

今年以來，消費增長尚較為平穩。作為經濟增長的“三駕馬車”之一（另兩者分別為投資和淨出口），前三季度消費對 GDP 的累計貢獻率已達到 58.4%。社會消費品零售總額 9 月份同比增長 10.9%，增速較八月份的 10.8% 和七月份的 10.5% 逐月提升。新消費業態增長迅猛——網上銷售前三季度累計同比增長 36.2%，占比零售總額為 10.0%。此外，三季度消費亦受到住宅銷售回暖的刺激。9 月份住宅銷售同比增長 8.2%，而八月份為 8.0%，七月份則為 6.9%。

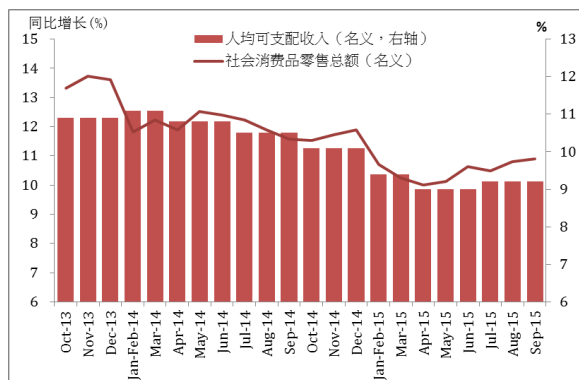
圖 3：“三駕馬車”（消費、投資、淨出口）對 GDP 增長的貢獻



來源：國家統計局。萬得資訊。招銀國際計算。

但未來，消費恐受拖累。消費與就業通常是經濟的滯後指標。如果經濟增長持續放緩，工資水準下降、就業市場萎縮，消費難免受到負面影響。如圖 4 所示，自 2014 年以來，人均可支配收入增速大致逐季放緩，與此同時，社會消費品零售總額同比增速亦由 2014 年的 12% 左右放緩至 2015 年前 9 個月的 10%-11%。儘管 2015 年三季度兩者增幅均較二季度小幅上升，我們覺得此趨勢未必能得以延續。

圖 4：社會零售品消費總額與人均可支配收入



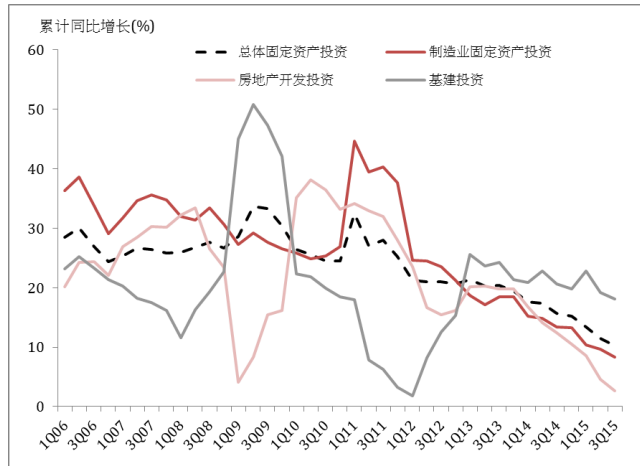
來源：國家統計局。萬得資訊。招銀國際計算。人均可支配收入自 2013 年四季度始按季公佈。

投資增速下滑拖累經濟增長

中國經濟增長模式由投資驅動到消費和服務驅動的轉變並非一蹴而就。就短期而言，投資對於 GDP 增長的貢獻率仍在 40% 左右，而投資增速下滑將直接影響到經濟增長。前三季度，全國城鎮固定資產投資累計增加 10.3%，增速比前兩季度的 11.4% 顯著放緩。製造業投資、房地產開發投資、基建投資是固定資產投資最重

要的三個組成部分，占比達到 75%左右。而圖 5 顯示，製造業投資和房地產開發投資增速自 2011 年來基本處於下行通道，且降幅尚無收窄之勢。只有基建投資增速尚能維持在 20%左右，支撐整體投資。

圖 5：投資增速主要由基建投資支撐



來源：國家統計局。招銀國際計算。

出口跌幅收窄，但重要性下降

受到八月份人民幣貶值的正面影響，九月份出口跌幅收窄至 3.7%，而進口總值由於內需不足以及國際商品價格下跌的影響，跌幅擴大至 20.4%。三季度貿易順差總計 1636 億美元。然而，淨出口對於中國經濟增長的重要性正在下降。如圖 3 所示，自 2008 年全球金融危機後，淨出口對於 GDP 的貢獻率越來越微不足道。其實，這一結構性的轉變在世界上很多國家均有發生。金融危機後，一國的經濟增長已越來越多倚賴於內生的動力，而非國際貿易。

四季度展望：基建驅動增長，全年 GDP 增速預計 6.9%

基建投資加碼。發改委公佈的數據顯示，今年前三季度已批准建設 218 個基建項目，總投資達 1.81 萬億元。其中 9900 億元為鐵路、公路和其他交通基礎設施。三季度亦出臺了基建投資相關的支持政策，如降低投資資本金等。這些項目和優惠政策將促進四季度及明年的基建投資活動，帶動整體經濟增長。

貨幣寬鬆料加碼。為抵消外匯占款下降、為實體經濟提供精準支援，我們預計四季度貨幣政策將進一步寬鬆。除定向“滴灌式”刺激外，我們預計在年底前會有一次降準和一次降息，規模分別為 50 個基點和 25 個基點。此外，年底前亦可能出臺系列政策促進人民幣國際化的推進，為 IMF 對人民幣加入 SDR 的評估做準備。

全年 GDP 料同比增長 6.9%。四季度中國經濟下行壓力仍比較大。製造業的低迷將持續，並可能進而影響到就業和消費。而由基建投資驅動的增長，其可持續性和投資效率有待觀察。經濟通縮壓力仍徘徊。十月底將公佈的“十三五”計畫可能在短時期內刺激資本市場投資，而其對於實體經濟的影響則需逐步體現。總體而言，我們預計全年 GDP 同比增長 6.9%。

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) 發表於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並無直接或間接關係。

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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，任何機構或個人於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資訊，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。