

## 提振信心，共克時艱

## ——2016年一季度中國經濟數據評論

## 梗概

統計局剛剛出爐的中國經濟資料顯示，2016年一季度中國實際GDP同比增長6.7%，符合預期，環比增長1.1%。較之首兩月，3月份經濟呈現明顯的復蘇跡象。

## 一季度亮點包括：

- 3月份工業回暖
- 房地產開發投資同比增速6.2%，去年累計同比增速為1.0%
- 3月份出口改善，同比增長11.5%（按美元計）
- 貨幣寬鬆加碼，新增人民幣貸款4.61萬億元，社會融資規模增量6.59萬億元，較去年同期均顯著增加

## 經濟中仍存在的風險：

- 預計今年消費增速較去年放緩
- 製造業受到“去產能”的制約，尚未見底回升，今年預計仍以調整為主
- 未來美國加息使人民幣承壓，國內貨幣政策寬鬆空間有限

## 我們對2016年經濟預測主要作出以下調整：

- 全年實際GDP同比增速預測由6.5%提高至**6.8%**
- 基準利率今年可能不會下調（之前預測下調一次）
- 到年底USD/CNY即期匯率預測由6.90調整至**6.70**

表1：中國經濟主要指標預測

	2013	2014	2015	调整后 2016E	调整前 2016E	1Q16	2016年 1月	2016年 2月	2016年 3月
实际GDP（同比增速，%）	7.7	7.3	6.9	<b>6.8</b>	6.5		-	-	-
规模以上工业增加值（同比增速，%）	9.5	8.3	6.3	<b>6.0</b>	5.8	5.8	-	5.4*	6.8
城镇固定资产投资（累计同比增速，%）	19.7	15	9.9	<b>12.0</b>	11.0	10.7	-	10.2*	10.7
社会零售消费品总额（同比增速，%）	13.1	11.9	10.7	<b>10.5</b>	10.5	10.3	-	10.2*	10.5
CPI（同比增速，%）	2.6	2.0	1.4	<b>1.8</b>	1.8	-	1.8	2.3	2.3
PPI（同比增速，%）	-1.9	-1.9	-5.2	<b>-3.6</b>	-5.0	-	-5.3	-4.9	-4.3
出口（以美元计，同比增速，%）	7.9	6.1	-2.6	<b>5.0</b>	5.0	-9.3	-11.4	-25.3	11.5
进口（以美元计，同比增速，%）	7.1	0.4	-14.4	<b>2.0</b>	2.0	-13.1	-19	-13.8	-7.6
广义货币供应量M2（同比增速，%）	13.6	12.2	13.3	<b>13.4</b>	13.4	13.4	14.0	13.3	13.4
新增人民币贷款（万亿元人民币）	8.89	9.78	11.72	<b>13.9</b>	13.9	4.61	2.51	0.73	1.37
1年期存款基准利率（%，年底值）	3.00	2.75	1.50	<b>1.50</b>	1.00	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	<b>4.35</b>	3.85	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	<b>15.5</b>	15.5	17.0	17.5	17.5	17.0
USD/CNY即期汇率（%，年底值）	6.05	6.21	6.49	<b>6.70</b>	6.90	6.45	6.58	6.55	6.45

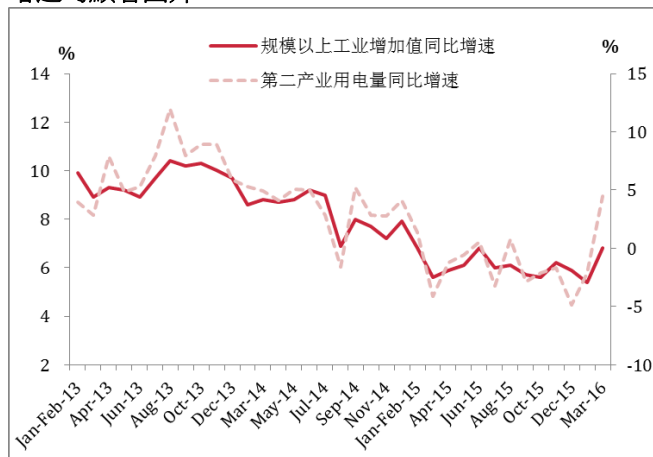
來源：統計局，海關總署，中國人民銀行，招銀國際預測。注：\*代表1-2月累計統計資料

### 3 月份工業顯著回暖，但見底回升言之過早

較之今年首兩月，3 月份製造業活動顯著回暖。規模以上工業增加值同比增長 6.8%，1-2 月為同比增長 5.4%。互為佐證的是，先行指標統計局製造業 PMI 於 3 月份重回 50 榮枯線以上，第二產業用電量增速由負轉正，一季度同比增長 0.2%。

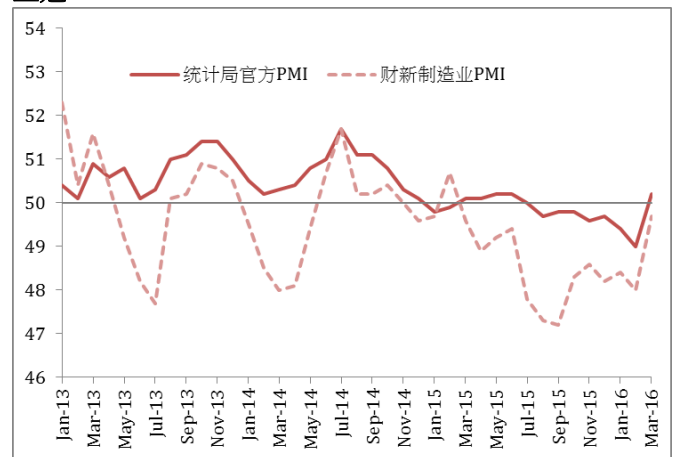
然而，3 月份工業回暖是否可持續仍是一個問號。我們認為石油及其他大宗商品價格的回升是帶動一季度工業增長的主要因素，前者自身可能是由於金融交易行為造成的對於前期超跌的回補，並不一定代表著供需基本面的改善。對於大部分製造業而言，2016 仍將是調整、穩固的一年，也是推進“去產能”計畫、製造業轉型升級較為關鍵的一年。我們預計全年規模以上工業增加值同比增長 6.0%，略低於去年的增速 6.3%。

**圖 1：3 月份規模以上工業增加值增速及第二產業用電量增速均顯著回升**



來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券。

**圖 2：3 月份統計局製造業 PMI 和財新製造業 PMI 均顯著上翹**

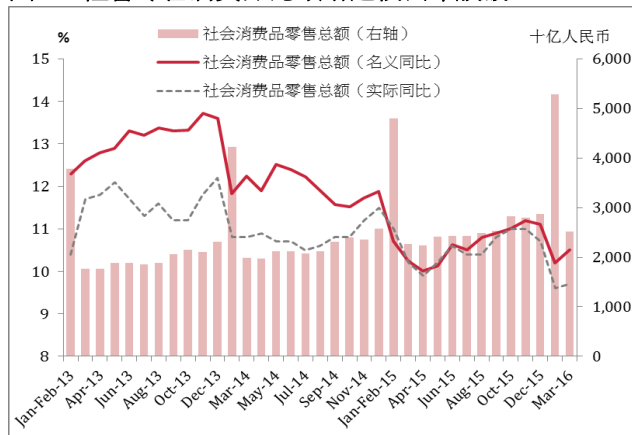


來源：國家統計局，Markit，招銀國際證券。

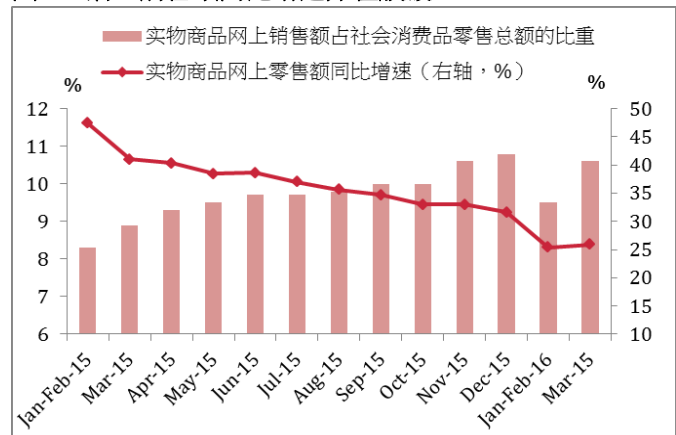
### 消費增長放緩

作為經濟增長的滯後指標，2016 年消費增長可能不及往年。3 月份社會消費品零售總額名義同比增長 10.5%，稍快於 1-2 月份 10.2% 的增速，但仍小於去年平均 10.7%。考慮到今年年初通脹上行的影響，實際的消費品零售總額同比增速只有 9.7%。

零售行業的經營資料同樣不盡如人意。根據中華全國商業資訊中心的統計，全國 50 個主要零售企業今年一季度銷售收入同比下降 5.2%，其中 3 月份同比下降 2.3%。網購的興起或許只是實體零售面臨困境的解釋之一，因為網購在消費品零售總額中的占比仍較小（今年一季度為 10.6%），而且網上銷售額自身的同比增速也由 2015 年的 30% 以上下滑至今年一季度的 25.9%。所以，經濟下滑通過收入、財富效應對消費需求造成的制約應該是零售業業績下滑背後的主因。

**圖 3：社會零售消費品總額增速較去年放緩**


來源：國家統計局，萬得資料，招銀國際證券

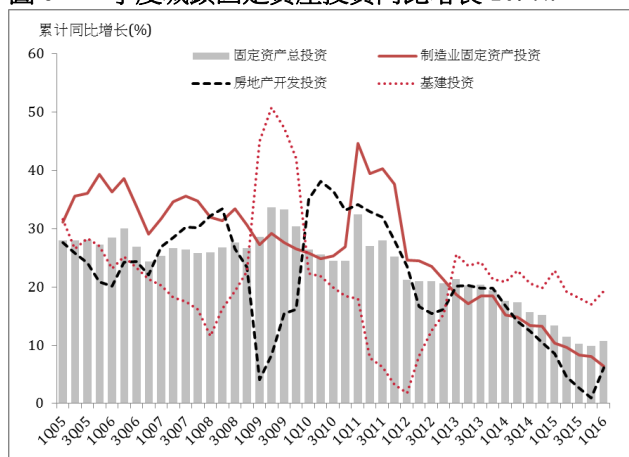
**圖 4：網上銷售額同比增速亦在放緩**


來源：統計局，招銀國際證券整理

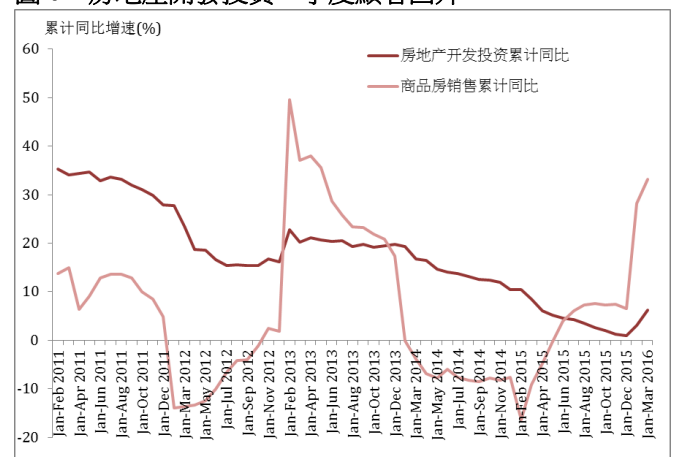
### 投資增速企穩回升

一季度城鎮固定資產投資同比增長 10.7%，較去年全年 9.9%上漲 0.8 個百分點。分類別看，製造業投資增速繼續下滑，一季度同比增長 6.4%，而去年同期增速為 8.1%。在商品房銷售量價雙升的帶動下，房地產開發投資增速出現“V 型”反轉，一季度增長 6.2%，比去年全年 1.0%大幅提高。基建投資增速繼續穩固在 20%左右。

我們認為投資企穩回升的趨勢將持續，預計全年固定資產投資增加 12.0%，主要由政府主導。財政支援加碼、PPP 專案加速落地、專項金融債的發放等都是推進“十三五”開局之年投資增速的積極因素。提振市場信心，從而調動企業和其他私人部門投資積極性亦是未來投資企穩回升的關鍵。

**圖 5：一季度城鎮固定資產投資同比增長 10.7%**


來源：海關總署，招銀國際證券。

**圖 6：房地產開發投資一季度顯著回升**


來源：國家統計局，招銀國際證券。

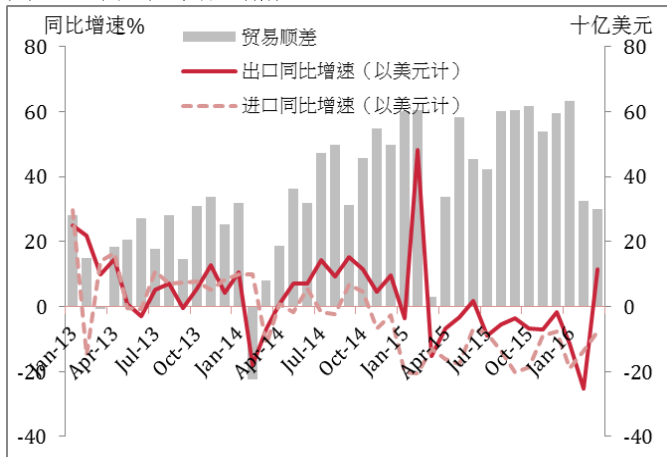
### 3 月份出口同比增長 11.5%，超出預期

3 月份貿易資料普遍超出預期。以美元計，出口同比增長 11.5%，2 月份為同比減少 25.3%。3 月進口降幅也由 2 月的 13.8%縮窄至 7.6%。我們認為，3 月出口回升可能只是暫時的，其主因包括：(1) 去年同期低基數效應的影響；

以及(2)3月份人民幣較主要交易夥伴貨幣貶值。根據貿易權重加權計算的人民幣CFETS匯率指數於3月份貶值1.5%，年初至今累計貶值近3.3%。

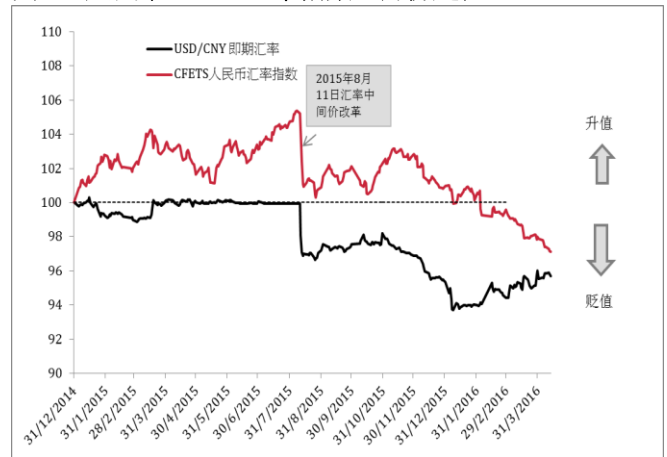
分拆CFETS貨幣籃子看，3月份人民幣兌籃子內絕大多數貨幣(除美元/港元和日元外)均有不同程度的貶值。年初至今，人民幣僅相對美元/港元和英鎊升值。而隨著美元加息、油價波動等，新興市場貨幣及人民幣今年仍將面臨貶值壓力。我們預計年底USD/CNY即期匯率為6.70。

圖7：3月出口同比增加11.5%



來源：海關總署，招銀國際證券

圖8：人民幣CFETS匯率指數3月份貶值1.5%



來源：彭博，中國外匯交易管理中心，招銀國際計算

圖2：3月份人民幣兌主要貿易國貨幣呈現貶值

	人民幣兌一籃子貨幣的價值變動	
	29/2/2016至31/3/2016	年初至8/4/2016
CFETS貨幣籃子	-1.5%	-3.3%
BIS貨幣籃子	-2.0%	-2.9%
SDR貨幣籃子	-0.6%	-1.6%

	人民幣兌CFETS籃子內各貨幣的價值變動	
	29/2/2016至31/3/2016	年初至14/4/2016
美元	1.5%	0.8%
歐元	-3.3%	-3.3%
日元	1.1%	-8.4%
港元	1.3%	1.0%
英鎊	-2.0%	4.2%
澳元	-6.0%	-5.5%
新西蘭元	-3.0%	-1.5%
新加坡元	-3.1%	-4.5%
瑞士法郎	-2.2%	-2.7%
加拿大元	-2.9%	-8.2%
馬來西亞林吉特	-5.8%	-9.4%
俄羅斯盧布	-9.8%	-8.1%
泰銖	0.0%	-2.3%

來源：彭博，中國外匯交易管理中心，招銀國際計算。

## 2016 經濟預測調整

我們將2016實際GDP增長預期由6.5%調整至6.8%。下半年由於政策紅利進一步釋放，預計各項經濟指標將好於上半年。

預計2016年不會降息，此前我們預計將降息一次。我們預測今年還有3次

降准。

其他預測詳見表 1。

## 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: 香港中環夏慤道 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。而過去的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，本公司及其僱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。