

經濟繼續放緩，明年關注三大攻堅戰

——11月經濟數據速評及中央經濟工作會議展望

11月經濟數據：工業符合預期、消費略遜預期、投資緩中趨穩

- ❖ **工業增速环比下滑，總體基本穩定。**11月規模以上工業增加值同比實際增長6.1%，增速較上月回落0.1個百分點。分門類看，采礦業增加值跌幅由上月1.3%擴大至1.7%，製造業增幅由上月6.7%擴大至6.8%，電力、熱力、燃氣及水生產和供應業的增幅由上月9.2%放緩至4.5%。1-11月累計規模以上工業同比增加6.6%。
- ❖ **投資：整體增速回落速度放緩，房地產投資繼續放緩。**1-11月城鎮固定資產投資同比增長7.2%，較1-10月回落0.1個百分點，但增速回落的速度開始放緩。1-11月房地產開發投資同比增長7.5%，增速較前十個月繼續小幅滑落0.3個百分點。投資的另兩大構成——製造業和基建投資均保持穩健增長。製造業投資增速維持在4.1%，在製造強國戰略的逐步推進下，高技術製造業投資、技術改造類投資增速較高，占製造業投資的比重較上年同期分別提高1.4和4.3個百分點。基建投資增速大體保持穩定，1-11月同比增長15.8%（不含電力、熱力等的基建投資增速同比增長20.1%，增速較1-10月回升0.5個百分點）。
- ❖ **消費：增速較上月回升，“雙十一”拉動效果略遜預期。**11月社會消費品零售總額同比名義增長10.2%，限額以上單位零售額增長7.8%，增速較上月的10.0%和7.0%分別有回升。網購勢頭維持強勁：1-11月實物商品網上零售額同比增長27.6%，比上年同期提高2.3個百分點，但較前十個月放緩，“雙十一”對消費的拉動遜于預期。按品類看，11月限額以上單位的化妝品和通訊器材零售額同比增速分別跳升至21.4%和33.9%，疑受到購物節促銷、新品發布等因素驅動。整體來看，11月消費增長略遜我們預期。今年1-11月累計同比增長10.3%，增速較上年同期回落0.1個百分點，我們預期全年增速為10.4%。

2018中央經濟工作會議展望

12月18-20日將召開2018年中央經濟工作會議。今年由于臨近十九大，我們推測中央經濟工作會議并不會有很多新的提法，而更多是十九大報告的細化和深化。往年，在該會議之前召開的中央政治局會議通常是外界預測中央經濟工作會議內容的重要依據。結合十九大和今年12月8日中央政治局會議的主旨，我們認為2018年經濟工作會議主要有以下重點值得關注：

- ❖ **穩中求進要“長期堅持”；明年預計更偏重于“進”。**首先，穩中求進工作總基調是治國理政的重要原則。在去年的會議上指出穩中求進對“指導2017年工作具有特別重要的意義”，而在今年年底的政治局會議上，更進一步將穩中求進定位為要“長期堅持”的原則。在發展理念方面，去年中央經濟工作會議提出要以“提高發展質量和效益為中心”，在十九大報告及12月8日的中央政治局會議上，在推動“質量變革、效率變革”的基礎上新增了“動力變革”，即發展由要素驅動轉向創新驅動。據此我們推測，2018年經濟工作在“穩中求進”的基礎上會著更多筆墨在“進”和創新驅動發展。
- ❖ **打贏“三打攻堅戰”。**堅持供給側結構性改革為主綫，去年的主要工作體現在深入推進“三去一降一補”五大任務，2018年具體要打贏三大攻堅戰。**(1) 防範風險。**增強金融服務實體經濟能力，首次提到要使“宏觀杠杆率得到有效控制”。**(2) 精準脫貧。**進一步向深度貧困地區聚焦發力，把扶貧和扶志、扶智結合起來，提高扶貧質量，到2020年消滅絕對貧困。**(3) 污染防治。**要使主要污染物排放總量繼續明顯減少，生態環境質量總體改善，這也呼應了十九大報告提出的“美麗中國”戰略。在環保限產延續之下，預計明年工業原材料價格仍將高企，可能從今年的上游價格逐漸擴散到中下游。

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

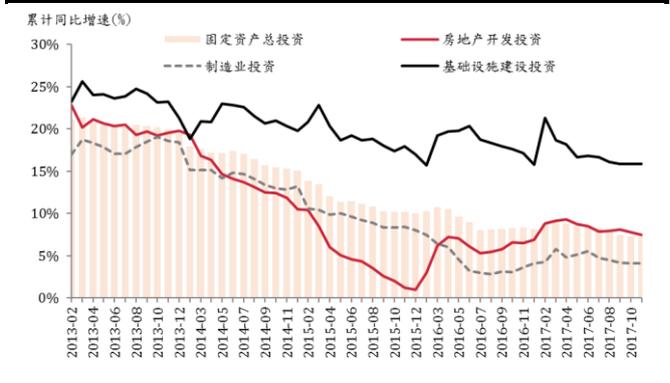
- ❖ **降杠杆、強監管，防範金融風險。**高杠杆是宏觀金融脆弱性的總根源，在實體部門體現為過度負債，在金融領域體現為信用過快擴張。2016年末中國宏觀杠杆率為247%，其中企業部門杠杆率達到165%，高于國際警戒線。結合此前周小川行長提及的部分國有企業債務風險突出，地方政府以“名股實債”和購買服務等方式加杠杆，理財業務多層嵌套、資產負債期限錯配等問題，不難歸納出2018年防範金融風險的主要工作會聚焦在以下幾個方面：一是國企去杠杆；二是地方債；三是執行資產新規，打破剛兌等。
- ❖ **推動形成“全面開放新格局”。**2018年是改革開放40周年，十九大報告和12月8日的中央政治局會議均提及要“推進形成全面開放新格局”。全面開放的內涵豐富，既包括開放範圍擴大、領域拓寬、層次加深，也包括開放方式創新、布局優化、質量提升。其中，擴大服務業對外開放，推進金融、教育、文化、醫療等領域有序開放，大幅度放寬市場准入等政策令投資者期待。

圖 1: 規模以上工業增加值 11 月同比增長 6.1%



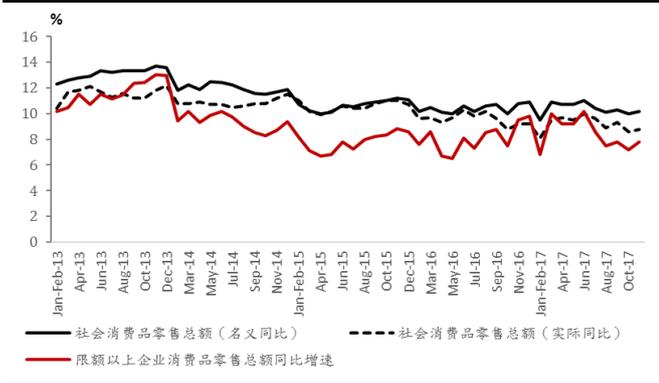
資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 2: 房地產開發投資增速繼續放緩



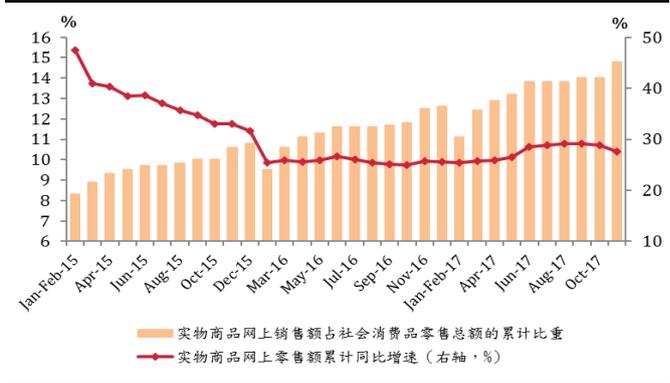
資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

圖 3: 社會消費品零售總額 11 月同比增長 10.2%



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

圖 4: 1-11 月網上實物商品銷售額同比增長 27.6%



資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

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）發表于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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

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。報告所載數據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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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。