

# 宏觀視角

## 八月中國經濟數據評論——短暫因素推動經濟數據回升，未來仍面臨艱巨挑戰

### 總結

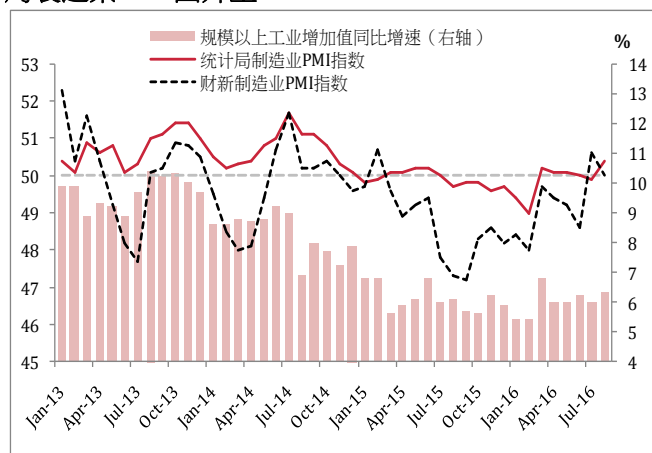
統計局今天公佈的數據顯示，8月份中國經濟數據在工業、投資、消費等方面均有超乎預期的表現。但仔細琢磨不難發現，8月的“反彈”多由暫時性、季節性因素主導，恐怕並不意味經濟“拐點”已經到來。工業製造活動從6月和7月的夏季惡劣天氣和自然災害中復蘇，8月出現回升。消費方面，汽車銷量火爆帶動消費品零售總額增速加快。投資增速止跌，然而未來房地產投資放緩、財政支出攀升過快等可能成為制約投資的重要因素。

總體而言，我們對2016年下半年中國經濟走勢持謹慎樂觀的態度。積極因素與挑戰並存。但好消息是，8月經濟數據勝於預期將起到提振信心的作用，而信心正是當前最寶貴的財富之一。

### 工業

**工業增速回升，但基本面並無顯著改善。**8月份規模以上工業增加值同比增長6.3%，較7月份提升0.3個百分點。統計局公佈的製造業PMI也於8月份反彈至50.4。這些數據的回暖，我們認為主要是由於工業活動從6、7月份的暴雨、洪澇等災害中復蘇，但基本面並未出現顯著的改觀——需求較為疲弱，很多行業面臨轉型升級、去產能等挑戰，並非一朝一夕就能見效。所以我們預計2016全年規模以上工業增加值同比增長6.0%，較去年6.3%有所放緩。

圖1：8月份規模以上工業增加值同比上升6.3%；統計局製造業PMI回升至50.4



來源：國家統計局，Markit，招銀國際證券。

### 投資

**8月份投資增速止跌。**1-8月城鎮固定資產投資同比增長8.1%，增速與1-7月持平。基建投資同期增長18.3%，仍然是投資的主要驅動力。製造業和房地產開發投資同期分別增長2.8%和5.4%。民間固定資產投資在經歷前兩個月同比倒退之後，8月同比增長2.3%，顯示出民間投資信心可能略有恢復。

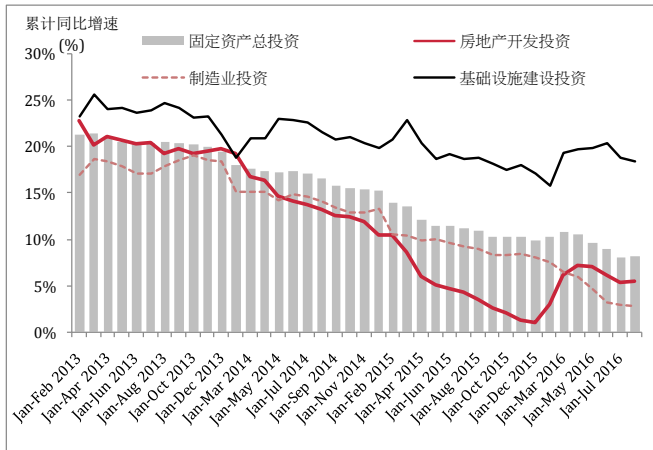
研究部

(852) 3900 0856

research@cmbi.com.hk

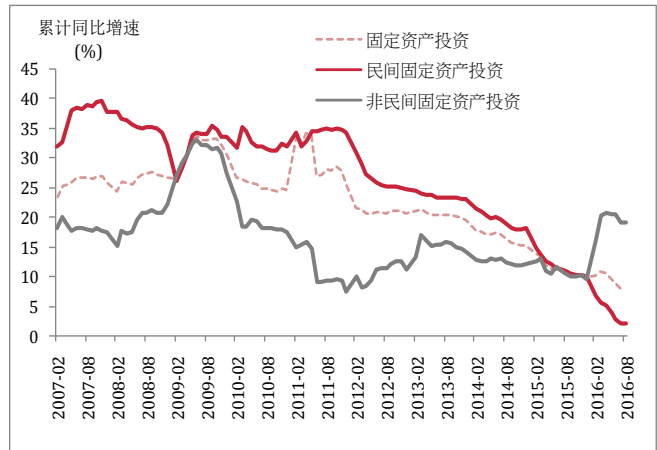
**遼寧因素拖累全國投資增速。**從今年年初至今，固定資產投資增速不斷下滑，除去經濟基本面疲軟等原因，我們注意到遼寧投資數據遭遇異常“滑鐵盧”亦是拖累因素之一。今年 1-7 月，遼寧省固定資產投資增速同比大幅下滑 60.7%，其中不僅包括基本面的影響，更是為此前虛假數據擠水分的結果。若剔除遼寧省數據，全國固定資產投資應該能保持更為平穩的兩位數的同比增速。

**圖 2：基建拉動固定資產投資增速；房地產和工業投資較為疲軟**



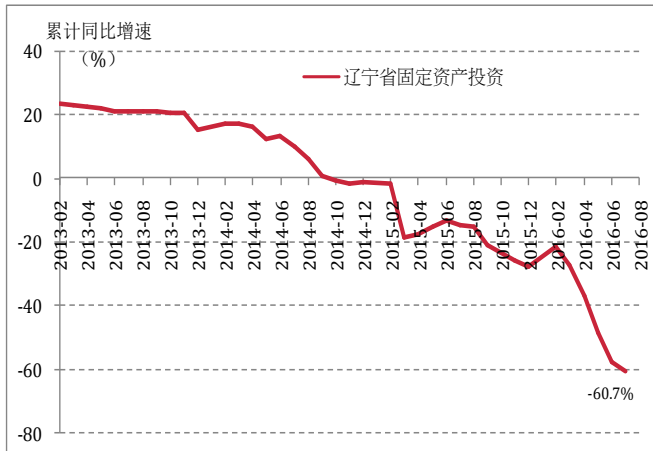
來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

**圖 3：民間投資止跌回升，8 月份同比增長 2.3%；然而民間投資與非民間投資增速之間的差距未縮窄**



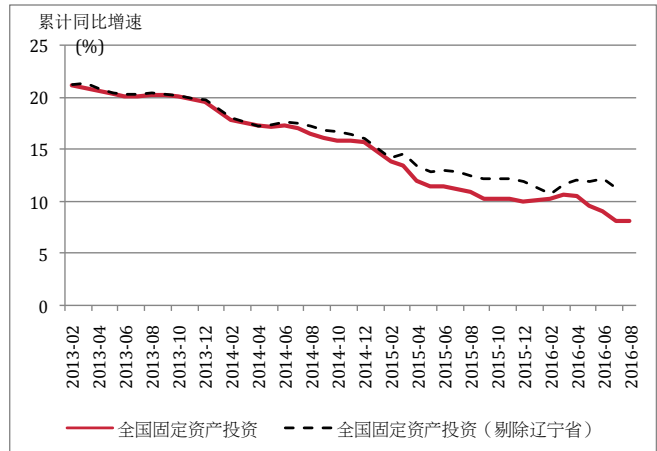
來源：國家統計局，招銀國際證券。

**圖 4：經歷兩次巡視後，遼寧省投資數據遭遇“滑鐵盧”**



來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

**圖 5：遼寧因素拖累全國固定資產投資增速**



來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

遼寧省經濟數據近兩年來都處於“擠水分”的過程中。“擠水分”最早開始於 2014 年 7 月巡視組第一次公佈回饋意見、指出遼寧省“經濟數據存在弄虛作假”之後，固定資產投資增速顯著下調，2014 年為同比下滑 1.5%，2015 年更是同比下滑 27.8%，而此前的 2014 年上半年投資同比增速則高達 13.1%。但彼時的擠水分尚不充分，2016 年 3-4 月巡視組第二次巡視遼寧並再次提到“全省普遍存在經濟數據造假問題”。於是 2016 年投資數據再度下滑，1-7 月固定資產投資同比大幅削減 60.7%。當然，遼寧省投資下滑亦歸因於薄弱的經濟基本面和這兩年動盪的政府領導班子。但我們認為如此大幅、且在時間上與巡視組公佈回饋意見的時點密切吻合的倒退，其中很大一部分還是應歸因於修正數據造假帶來的統計效應。基本面同樣面臨困境的東北其他兩省黑龍江和吉林在今年 1-7 月的投資增速則分別為 5.8%和 10.2%。

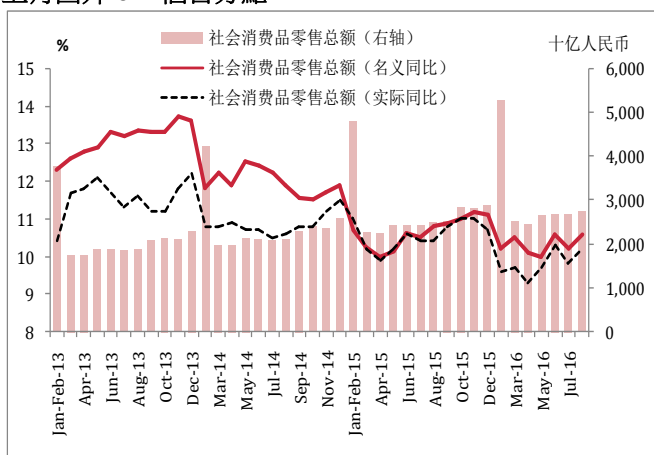
我們認為“遼寧因素”對全國固定資產投資增速的拖累從今年四季度開始將有所緩解。儘管數據擠水分可能仍不充分，但在經歷整整兩年修正之後，外加 2015 年下半年（尤其是 9 月份之後）較低的基數，我們認為今年四季度遼寧省的投資降幅趨於穩定。另外從基本面考慮，發改委已於 8 月發佈東北振興三年方案，提出 127 個投資專案，涵蓋交通、能源、水利、工業、農業、城鄉發展等各個領域；遼寧省及各市政府也基本完成換屆工作。這些都是遼寧省發展的積極因素。我們認為從今年四季度開始遼寧省的投資降幅將趨於穩定並逐漸收窄，其對全國數據的拖累將有所緩解。預計年末全國固定資產投資能夠重回兩位數增長。

考慮到投資面臨的種種正面因素及風險，我們預計 2016 年全年固定資產投資增速為 10.0%。正面因素：（1）財政加碼、PPP 項目提速；（2）遼寧因素對全國數據的拖累預計從四季度開始逐漸緩解。風險：（1）房價走高引起政策關注，房地產投資陷入低迷；（2）民間投資疲軟，信心缺乏；（3）財政刺激的空間可能有限，注意到今年上半年全國財政支出已經超過財政收入，這在往年鮮有發生。

## 消費

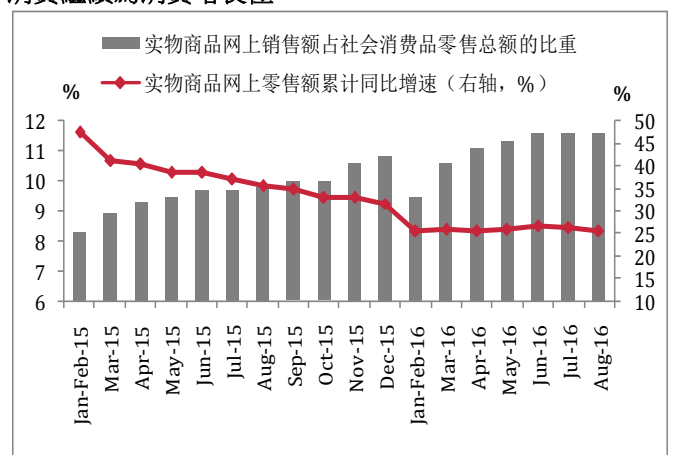
8 月份全社會消費品零售總額同比名義增長 10.6%，較上月回升 0.4 個百分點。剔除通脹因素後實際增長 10.2%。其中，汽車銷售同比增加 13.1%，我們認為是驅動 8 月消費增速的主要因素之一。此外，藥品和建築裝潢材料等銷售增速也比較強勁。實物商品網上零售額 1-8 月同比增長 25.5%，占社會消費品零售總額的比重為 11.6%，繼續為消費的增長極。我們預計今年全年消費品零售總額增速為 10.5%，較去年全年的 10.7%略有放緩。

圖 6：8 月社會消費品零售總額同比增長 10.6%，增速較上月回升 0.4 個百分點



來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

圖 7：實物商品網上零售額 1-8 月同比增長 25.5%，網上消費繼續為消費增長極



來源：國家統計局，萬得數據，招銀國際證券。

## 通脹

食品價格高基數及其增速放緩拉低本月 CPI 同比增速近 0.38 個百分點。統計局剛公佈的數據顯示，今年 8 月份全國 CPI 同比上漲 1.3%，較上月 1.8% 顯著回落。主要原因是食品價格同比增速由上月的 3.3% 下滑至 8 月份的 1.3%。其中豬肉價格 8 月份同比僅增 6.4%（7 月同比增速為 16.1%，4-6 月同比增

速均超過 30%)。此外我們也注意到，去年 8 月份食品價格經歷了全年最高同比漲幅 3.7%，造成了高基數效應。綜上，食品價格因素及其高基數效應拉低本月 CPI 同比增速近 3.8 個百分點。今年 9-12 月份，我們預計 CPI 同比漲幅將在 1.5%至 1.8%範圍內。全年 CPI 增幅預計為 1.8%。

**PPI 同比跌幅持續收窄**，由 7 月的 1.7%降至 8 月的 0.8%。原因之一是低基數效應，注意到去年 8 月 PPI 同比下降 5.9%，創自 2009 年 11 月以來最大跌幅。分行業看，黑色金屬和有色金屬加工業價格同比漲幅擴大，帶動 PPI 上升。由於去年低基數的原因（去年 8 至 12 月 PPI 均同比下跌 5.9%），我們預計未來數月 PPI 同比跌幅還將繼續縮窄，甚至出現同比上升。

**表 1：2016 年 8 月中國經濟數據一覽**

(同比增速)	2016年8月	2016年7月	2016年6月	2016年5月	2015年8月	2015A	2016E
CPI (%)	<b>1.3</b>	1.8	1.9	2.0	2.0	1.4	1.8
PPI (%)	<b>-0.8</b>	-1.7	-2.6	-2.8	-5.9	-5.2	-3.6
制造业PMI指数	<b>50.4</b>	49.9	50.0	50.1	49.7	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (%)	<b>6.3</b>	6.0	6.2	6.0	6.1	6.3	6.0
城镇固定资产投资 (%)*	<b>8.1</b>	8.1	9.0	9.6	10.9	9.9	10.0
-民间固定资产投资 (%)*	<b>2.1</b>	2.1	2.8	3.9	11.0	10.1	5.8
社会消费品零售总额 (%)	<b>10.6</b>	10.2	10.6	10.0	10.4	10.7	10.5
出口 (以美元计, %)	<b>-2.8</b>	-4.4	-4.8	-4.1	-5.5	-2.6	-2.0
进口 (以美元计, %)	<b>1.5</b>	-12.5	-8.4	-0.4	-13.8	-14.4	-8.0
M2 (%)	<b>n.a.</b>	10.2	11.8	11.8	13.3	13.3	13.1
新增人民币贷款 (万亿)	<b>n.a.</b>	464	1,380	986	810	11,720	13,900
社会融资规模 (增量, 万亿)	<b>n.a.</b>	488	1,684	684	1,086	15,289	17,800

来源：统计局，海关总署，中国人民银行，招银国际证券预测。\*代表自当年1月起累计同比增速。

## 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 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。