招银国际证券 | 宏观研究 | 宏观视角



8月中国经济数据

持续筑底,期待四季度阶段性企稳

中国 8 月份的经济数据并未呈现太多的亮点。内忧外患之下,经济仍处于探底过程。 但是基于多个因素的支撑,我们预计四季度经济有望实现边际、阶段性企稳。此外,中美贸易谈判预计会稳步推进,我们认为人民币有小幅升值的空间。

- 8月经济数据亮点。1) 基建投资加快,1-8月累计增长4.2%,未来预计继续 企稳回升;2)房地产开发投资显示出一定的韧性,建安支出保持稳定,抵 消了一部分土地购置支出下滑的影响;3)剔除汽车销售外,社零增速较上 月有所回升。
- 不尽如人意的方面。1) 工业增加值增速跌至历史新低,8 月同比增长仅4.4%。尤其是高技术行业的增速持续下滑,部分受到贸易战的持续影响;2) 制造业投资转弱,未来仍将承受下行压力;3) 汽车销售疲弱,拖累整体社零和消费数据。
- 我们认为四季度中国经济有望边际、阶段性企稳。主要鉴于以下原因: 1) 先前出台的刺激政策将逐步生效,包括货币政策(LPR 改革、降准等)、财政政策(地方政府专项债扩容等)以及更为重要的产业支持政策。央行将于 三、四季度分别下调 MLF 操作利率各 10 个基点,以引导实体融资成本下降; 2) 基建投资加速,四季度预计将出现项目赶工,重大项目落地进程加快; 3) 汽车销售四季度有望边际复苏,得益于政策刺激及车企旗舰车型推出; 4) 时点因素: 国庆及 2020 年春节的提前可能导致部分工业活动推迟至 10 月后、 节前消费提前至今年 12 月。
- 人民币有小幅升值空间。短期内,USD/CNY在7.10处有支撑。观察到自8月末起,人民币中间价较上一交易日收盘价大幅提升,平均幅度达600个基点,显示出较强的维稳意图。此外,CFETS从8月初至今降幅近2.7%,从维持人民币兑一篮子货币价格较为稳定的角度来判断,人民币有小幅升值的空间。此外,人民币的支撑因素包括:中美贸易关系的缓和,四季度经济边际企稳等等。
- 中美经贸关系:逐渐回归经济理性。随着十月份新一轮磋商临近,中美双方在中秋前后互相释放积极、善意的信号。美方宣布推迟对 2,500 亿美元中国商品加征 5%额外关税至 10 月 15 日,而中方则宣布对美国大豆、猪肉等农产品予以加征关税排除。除高级别磋商外,近期两国在民间、商界、学界的对话交流也日趋频繁。种种迹象表明,中美经贸关系正在逐渐回归经济逻辑和商业理性。然而,两国在经贸谈判中的核心诉求并不一致,并可能处于长期对峙的局面。我们认为当务之急是解决关税和贸易限制对两国经济造成的负面影响,求同存异,暂时搁置争议,采取更务实和有效的做法,寻求在贸易和经济合作领域的局部共识。

数据摘要

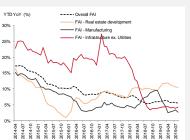
2						
同比增长 (%)	Apr-19	May-19	Jun-19	1H19	Jul-19	Aug-19
规模以上工业增加值	5.4	5.0	6.3	6	4.8	4.4
城镇固定资产投资	6.1	5.6	5.8	5.8	5.7	5.5
- 制造业固定资产投资	2.5	2.7	3.00	3	3.3	2.6
- 房地产开发投资	11.9	11.2	10.9	10.9	10.6	10.5
- 基建固定资产投资	4.4	4.0	4.1	4.1	3.8	4.2
社会消费品零售总额	7.2	8.6	9.8	8.4	7.6	7.5

资料来源: 国家统计局, 招银国际

丁文捷 博士

(852) 3900 0856 /(86) 755 2367 5597 dingwenjie@cmbi.com.hk







近期报告

- 猪价飙升, PPI下行压力增大——8月 中国通胀数据点评, 2019 年 9 月 11 日
- 低位徘徊, 砥砺前行——7 月中国经 济报告, 2019年8月15日
- 3. 年初至今中国贸易数据的几个趋势— 2019年8月9日
- 7.30 中央政治局会议要点速评 2019 年7月31日
- 中国五月经济数据快评 貿易战阴影 下数据继续疲弱,静待月底 G20 – 2019年6月19日



制造业增加值增速继续趋缓

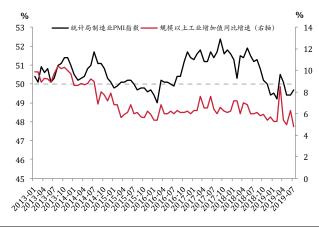
工业增加值增速创历史新低

8月份,工业增加值增长4.4%,较7月份下降0.4个百分点,创历史新低。1-8月同比增 速下滑至5.6%。8月份,矿业,制造业,电力,燃气及供水等三个行业均出现增速放缓。 汽车行业增加值则转正,8月同比增长4.3%,1-8月下滑1.0%。

高科技和设备制造业继续失速

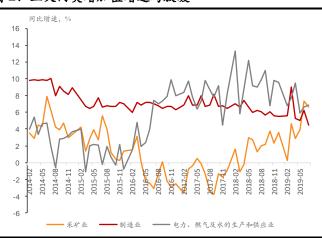
由于贸易战影响以及产业自身弱周期,高科技制造业增加值增速自7月份起加速下行,8月 份继续下滑至同比增长 6.1%, 较上月下降 0.5 个百分点。计算机, 电信和电子制造业以及 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业的增加值同比分别增长4.3%/7.8%、增速较 7月份下降1.4个百分点/7.9个百分点。通用设备和专用设备制造业也放缓了增长。

图 1:8 月工业增加值增速继续下滑至同比增长 4.4%



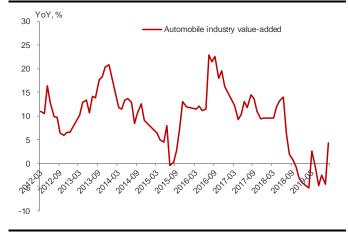
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 2: 三大门类增加值增速均放缓



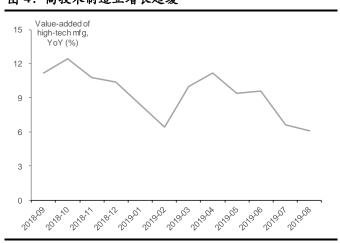
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 3: 汽车制造业增加值同比增速转正



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 4: 高技术制造业增长趋缓



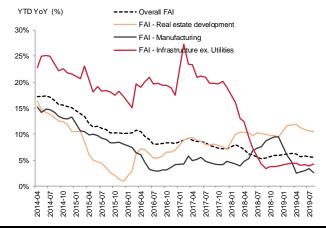
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究



固定资产投资——基建回升,制造业下滑

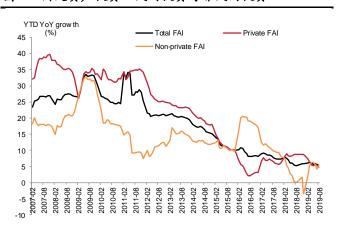
1-8 月整体固定资产投资同比增长 5.5%, 增速较 1-7 月下滑 0.2 个百分点。主要拖累因素是制造业投资, 1-8 月增速从 1-7 月的 3.3%下降至 2.6%。基建投资继续企稳回升, 1-8 月同比增长 4.2%, 较上月提升 0.4 个百分点。房地产开发投资小幅放缓至同比增长 10.5%。

图 5: 固定资产投资



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 6: 固定资产投资:民间投资与非民间投资



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

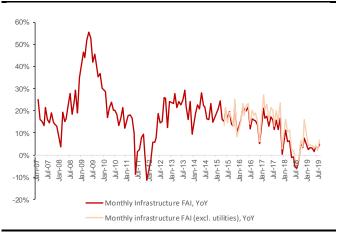
制造业投资减弱,仍然面临压力

分行业看,以下行业跌幅扩大: 铁路、船舶、航空及其他交通运输设备(同比减少 10.7%,增速较 1-7 月下滑 0.3 个百分点),电机制造业(同比减少 8.0%,增速下滑 0.5 个百分点),有色金属冶炼和延压加工业(同比下降 4.3%,增速下滑 0.5 个百分点)。以下行业增速放缓: 化学原料和化学制品制造业(同比下降 7.9%,增速下滑 1.5 个百分点),通用设备制造业(同比下降1.2%,增速下滑 0.9 个百分点),专用设备制造业(同比下降 6.6%,增速下滑 0.6 个百分点)。计算机、通信和电子设备制造业同比增速继续加速至 11.1%,比 1-7 月提升 0.6 个百分点。 展望未来,我们认为由于 PPI 下行和去年高基数等因素,制造业固定资产投资增长可能会继续承压。

基础设施固定资产投资加快,并可能继续坚挺

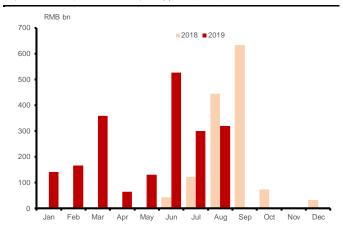
1-8 月基建累计投资增速由 1 月至 7 月的 3.8%上升至 4.2%。 我们预计三季度末至四季度,基建会出现赶工的状况。此外,地方政府专项债新政以及重点项目的启动,也将对基建企稳回升提供支持。我们预计基建投资增速在年底前可能会回升至 5%。

图 7: 基建投资 8 月份小幅反弹



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

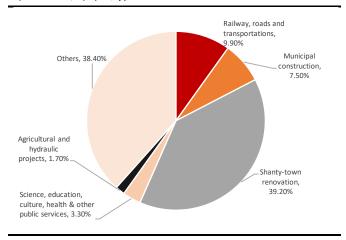
图 8: 1-8 月地方政府专项债累计发行 2.01 万亿元



资料来源: 财政部, 万得, 招银国际研究



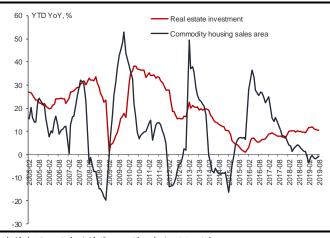
图 9: 已安排专项债 1.59 万亿



资料来源: 财政部, 万得, 招银国际研究

房地产固定资产投资缓慢下降至 10.5%。建安支出企稳,部分抵消土地购置支出大幅下降的影响。

图 10: 房地产开发投资增速 VS 商品房销售面积增速



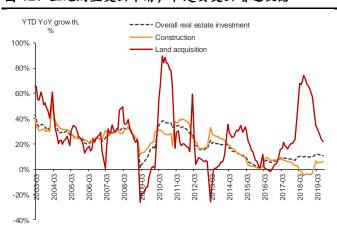
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 11: 房地产开发投资增速 VS 房企到位资金增速



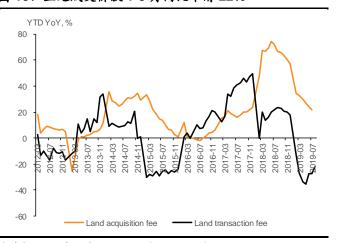
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 12: 土地购置支出下滑,和建安支出增速较稳



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 13: 土地成交价款 1-8 月同比下滑 22%



资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究



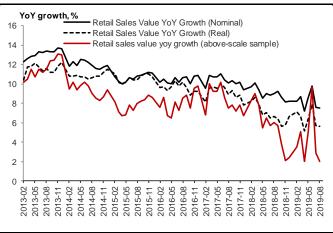
零售继续受到汽车销售拖累

剔除汽车外,社零较上月提速;预计四季度汽车销量有所复苏

8 月份整体社会消费品零售总额同比增长 7.5%。剔除汽车的影响外, 8 月社零同比增长 9.3%, 较上月回升 0.5 个百分点。规上汽车销售同比下滑 8.1%, 受到前期国 V/VI 标准切换透支终端需求、新能源车补贴退坡等不利影响。我们预计四季度,汽车销售有可能企稳 复苏,主要受到政策刺激 (如放松限购等) 和车企集中推出旗舰车型刺激需求等因素带动。

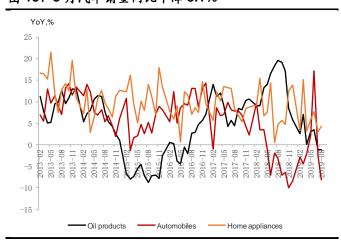
除汽车外,由于原油价格下跌,石油相关产品的社零销售额同比下降 1.2%。 但近期全球原油供应状况的变化可能会在接下来的几个月内推高油价,从而推升社零增速和 CPI。

图 14: 社零增速再受汽车销售拖累



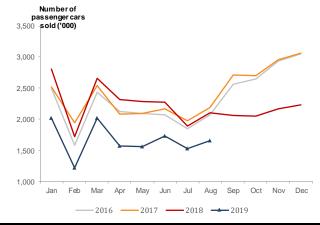
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 15:8月汽车销量同比下降 8.1%



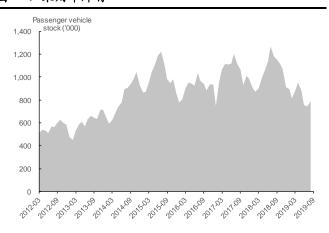
资料来源: 国家统计局, 万得, 招银国际研究

图 16: 乘用车销量



资料来源:中国汽车协会、万得、招银国际研究

图 17: 乘用车库存



资料来源:万得,招银国际研究



货币政策: MLF 利率调降"箭在弦上"

LPR 下一步? 期待调降 MLF 操作利率。近一个月来,货币政策方面,央行先后完成了 LPR 报价机制改革和普遍及定向降准。作为 LPR 改革的下一步,我们预计三季度和四季度,央行会分别下调 MLF 操作利率 10 个基点。

图 18: 8月20日, 1年期 LPR 报价利率为 4.25%

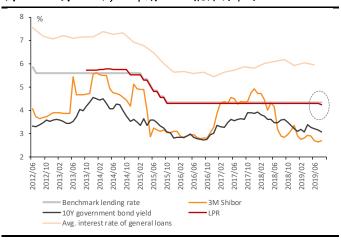
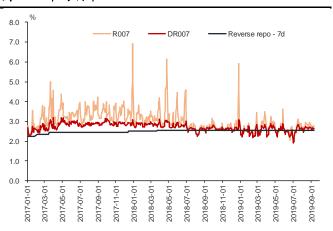


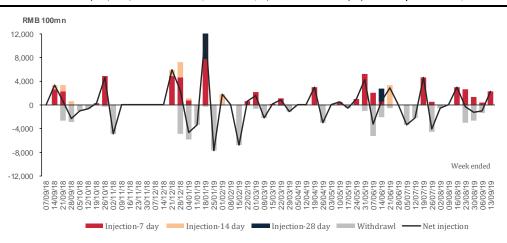
图 19: 市场利率



资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究

资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究

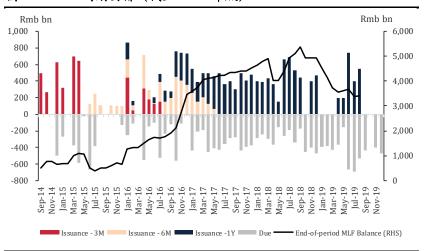
图 20: 逆回购操作 (9月 9-13 日央行通过公开市场逆回购操作净投放 1,900 亿元)



资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究

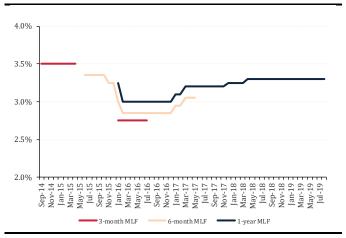


图 21: MLF 到期安排 (截至 2019 年底)



资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究

图 22: MLF 操作利率



资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究

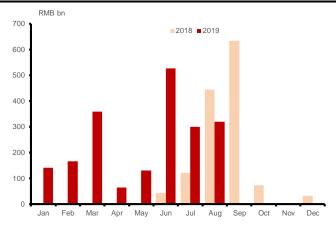


四季度中国经济有望企稳的几个原因

综合数据和分析, 我们认为中国经济有望在四季度实现阶段性的边际企稳。主要出于以下 几方面的原因:

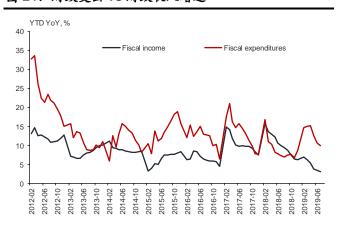
- 1) 先前出台的政策刺激逐步生效。这些政策既包括传统的货币政策(降准、LPR改革)和 财政政策(专项债放宽),更包括产业政策,为产业发展提供激励和引导,寻求新的增长 点;
- 2) 基建投资四季度有望持续回升(四季度赶工、专项债落地加快且能撬动更大规模投资);
- 3) 汽车销售四季度有望边际复苏,带动消费增长;
- 4) 时点因素。国庆70周年和2020农历新年提前至1月份,可能会导致工业生产活动推迟至10月之后以及节前消费提前至12月。

图 23: 1-8 月地方政府专项债累计发行 2.01 万亿元



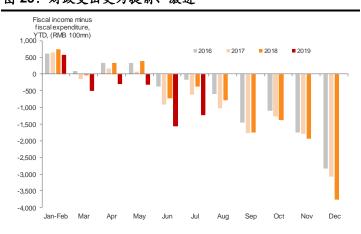
资料来源: 财政部, 万得, 招银国际研究

图 24: 财政支出 VS 财政收入增速



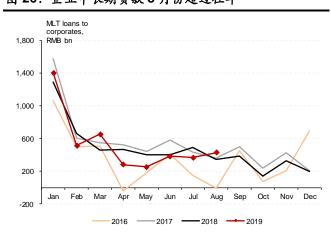
资料来源: 财政部, 万得, 招银国际研究

图 25: 财政支出更为提前、激进



资料来源: 财政部, 万得, 招银国际研究

图 26: 企业中长期贷款 8 月份超过往年



资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究



人民币具备小幅上行空间

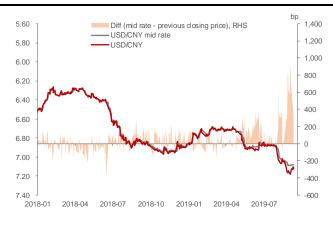
USD/CNY 在 7.10 附近获得支撑

- 1) 近期中间价调升稳定人民币汇率。自8月27日以来,美元/人民币中间价与最后收盘价 之间的平均差异> 600bp, 是自 2015 年 8 月 11 日汇率改革以来最大的偏差。这表明有意 稳定人民币疲软。
- 2) 从 CFETS 指数的角度来看, 截至 2019 年 9 月 12 日, CFETS 指数为 91.07, 较 8 月 初下跌近2.7%。鉴于货币当局旨在维持人民币相对于一篮子货币的价格相对稳定,我们认 为人民币有小幅升值空间。

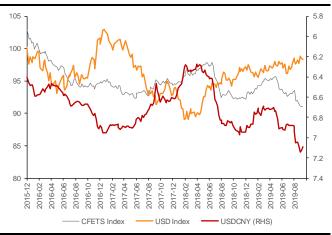
我们维持 2019 年底 USD/CNY 的预测为 7.0

未来支撑因素包括: 1) 中美贸易紧张局势的缓解; 2) 中国经济可能在第四季度出现编辑 企稳; 3) 资本市场开放, 鼓励长期资本流入。

图 27: 自 8 月末,人民币中间价较上日收盘价平均调升 图 28: CFETS 指数八月至今下滑近 2.7%; 暗示人民币 超过600个基点,释放"维稳"意图



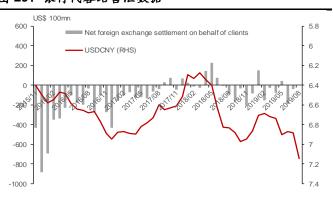
具备小幅升值空间,以保持对一篮子货币的相对稳定



资料来源:外汇交易中心,万得,招银国际研究

资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究

图 29:银行代客结售汇数据



资料来源:中国人民银行,万得,招银国际研究



中美贸易谈判: 重归经济理性, 期待求同存异

双方互相释放积极、善意信号

随着十月份新一轮磋商临近,中美双方在中秋前后互相释放积极、善意的信号。

- 1) 北京时间 9 月 11 日,国务院税则委员会公布第一批对美加征关税商品第一次排除清单。此清单中共有 16 项商品,主要包括润滑剂、润滑脂、润滑油等工业化学原料、医用直线加速器,以及虾苗、紫苜蓿粉等农产品;
- 2) 紧接着美国东部时间 9 月 11 日,特朗普在推特上宣布将加征 2,500 亿美元中国进口商品关税的决定至 10 月 15 日 (原先这批商品的关税将由 10 月 1 日起从 25%提升至 30%):
- 3) 9 月 13 日,中方宣布对美国大豆、猪肉等农产品采购予以加征关税排除,并支持相关企业按市场化原则和WTO规则,从美国采购上述农产品。

逐渐回归经济利益的逻辑、中美商界频繁磋商

尽管双方并未完全取消此前互相加征的关税,但是中方豁免对美国大豆、猪肉等核心产品加征关税,以及美方考虑推迟额外关税征收,我们认为都是积极的举措,代表着两国都在集中精力推进磋商向前推进,并回归商业逻辑和经济规律。在高级别磋商之外,我们也观察到商界和民间的对话也日趋频繁。

期待求同存异, 达成局部的共识

诚然,两国在经贸谈判中的核心诉求并不一致,美方首要关切的是知识产权、外商投资保护甚至上升至国家安全等内容,中国寻求的是将谈判范围缩窄至贸易和关税事务。在两国长期可能处于长期对峙局面的背景下,我们认为当务之急是解决由于关税和贸易限制,对两国经济造成的负面影响。期待两国"求同存异",暂时搁置争议,采取更务实和有效的做法,寻求在贸易和经济合作领域的共识。



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于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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市 : 行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标 同步大市 : 行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若 **落后大市** : 行业股价于未来12 个月预期表现跑输大市指标

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责任。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 年证券交易法规则 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。