

二零一八年十一月十四日

# 经济触角

光银国际研究团队评论

## 简述

- 外部不稳定不确定因素不断升级，对中国经济增长造成一定下行压力。在日益复杂的外部局势下，10月份中国经济数据表现喜忧参半，其中固定资产投资(FAI)和工业生产增速有所回弹，但社会销售较9月份呈现一定程度放缓。
- 展望未来，贸易对峙加剧、地缘政治不确定性增加、美国货币政策趋紧和美元持续走强，是中国经济复苏路上的最大威胁。
- 为了缓解下行压力、抵御贸易逆风，中国的管理层将加大力度密集采取措施稳定经济，一方面刺激消费和市场活力、吸引长期资金流入，一方面深化国企改革、进一步开放市场，以确保经济增长“软着陆”。
- 根本上，内需仍是支撑中国经济稳健增长的关键，未来几个月，消费和固定资产投资将是推动GDP增长的主要驱动力。可以看到，中国经济基本面仍十分稳健，四季度宏观经济保持整体平稳。

林樵基  
研究部主管  
[banny.lam@cebi.com.hk](mailto:banny.lam@cebi.com.hk)  
(852)2916-9630

## 十月份中国经济数据喜忧参半，整体保持稳中有进态势

外部不稳定不确定因素不断升级，对中国经济增长造成一定下行压力。在日益复杂的外部局势下，10月份中国经济数据表现喜忧参半，其中固定资产投资(FAI)和工业生产增速有所回弹，但社会销售较9月份呈现一定程度放缓。此外，就业市场增长稳定，10月份全国城镇调查失业率维持4.9%水平。展望未来，贸易对峙加剧、地缘政治不确定性增加、美国货币政策趋紧和美元持续走强，是中国经济复苏路上的最大威胁。为了缓解下行压力、抵御贸易逆风，中国的管理层将加大力度密集采取措施稳定经济，一方面刺激消费和市场活力、吸引长期资金流入，一方面深化国企改革、进一步开放市场，以确保经济增长“软着陆”。根本上，内需仍是支撑中国经济稳健增长的关键，未来几个月，消费和固定资产投资将是推动GDP增长的主要驱动力。可以看到，中国经济基本面仍十分稳健，四季度宏观经济保持整体平稳。

**10月份基建发力，带动固定资产投资回升。**2018年前10个月，固定资产投资(不含农户)同比增长5.7%，高于预期的5.5%和1-9月份的5.4%。固定资产投资增速回弹主要由于基础设施投资增速加快(1-10月同比增长3.7%，1-9月同比增长3.3%)。整体而言，政府近期推出更多基础设施项目并加快项目审批，同时加快地方政府专项债券发行，将有助于固定资产投资持续回调。我们认为，铁路及其他城市基础设施投资将继续成为经济增长的主要推动力。

**10月份规模以上工业增加值增速回暖。**10月份规模以上工业增加值同比增长5.9%(9月份:5.8%)，1-10月工业增加值实现同比增长6.4%。整体而言，各主要产品项目产值扩大是主要的驱动因素。其中，“计算机、通信和其他电子设备制造业”、“专用设备制造业”和“医药制造业”增长幅度较大，在今年前10个月分别同比增长13.4%，10.5%，和9.9%。尽管贸易逆风盛行，但我们相信，随着内需增大，工业产值增速将进一步回升。

**10月份社会消费品零售总额有所回落。**10月份社会消费品零售总额同比增长8.6%，低于预期和9月份的9.2%；前10月的

社会消费品零售总额同比增长 9.2%，较 1-9 月的 9.3%略有回落。前 10 个月全国网上零售额达 70,539 亿元人民币，同比增长 25.5%，低于前 9 个月的 27%。10 月份网上零售总额明显回落主要受中秋假日错月以及“双十一”电商节前部分商品消费延迟等因素影响。总的来说，10 月份和 1-10 月的社会销售回升主要受到多个类别大幅增长的驱动，其中“石油及制品类”10 月份同比增长 17.1%，1-10 月同比增长 14.6%；“日用品类”10 月份同比增长 10.2%，1-10 月同比增长 13.0%；“中西药品类”10 月份同比增长 11.5%，1-10 月同比增长 9.3%；“通讯器材类”10 月份同比增长 7.1%，1-10 月同比增长 10.4%。可以预见，社会消费品零售总额将保持稳定增长，其中，服务业消费和电商行业将成主要驱动产业。

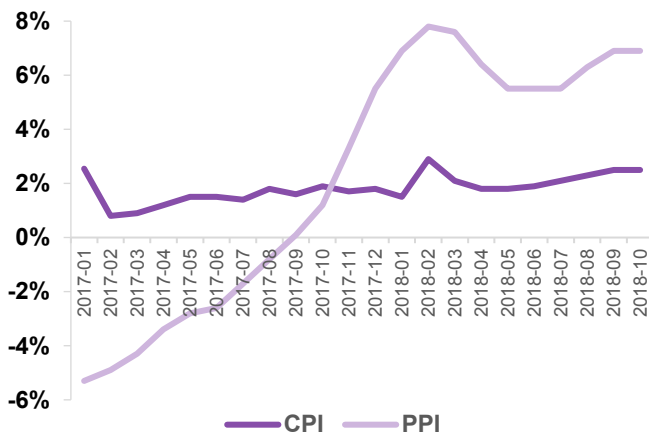
**10 月份通胀水平整体温和可控。**10 月份全国居民消费价格(CPI)同比上涨 2.5% (环比上涨 0.2%)，与 9 月份及市场预期持平。2018 年前 10 个月 CPI 同比温和上涨 2.1%，而 10 月份 CPI 上涨主要由于食品价格较去年有所上升，同比涨幅达到 3.3%，环比下降 0.3%。其中猪肉价格同比下降 1.3%，环比上升 1%，鲜菜和鲜果则上涨幅度较大，分别同比上涨 10.1%(环比下降 3.5%)和 11.5%(环比上升 1.9%)。鲜菜和鲜果价格上涨主要受到季节性因素影响，导致供应紧张，而猪肉价格下跌因国庆假期后需求下降而有所回落。总的来说，中国通胀水平维持 2%至 2.5%水平，整体温和可控。此外，10 月份 PPI 同比上涨 3.3% (环比上涨 0.4%)，与 9 月份及市场预期一致。PPI 同比涨幅持续扩大，主要受国际油价变动影响，石油及相关行业价格涨幅较大，其中“石油和天然气开采业”环比上涨 6.3%，9 月份上涨 3.8%；“石油、煤炭及其他燃料加工业”环比上涨 3.1%，9 月份上涨 4%。前 10 个月工业生产者出厂价格同比上涨 3.9%，呈攀升趋势。尽管中美贸易摩擦升级，但消费者价格和工厂出厂价格的稳定趋势表明，中国经济增长势头仍保持稳健。

**贸易争端持续升级，10 月份进出口仍保持稳定增长。**在中美贸易摩擦不断升级的背景下，中国 10 月份对外贸易增幅仍有所扩大，其中出口和进口分别同比增长 20.1%和 26.3%，远超预期的 9.2%和 15.2%，以及 9 月份的 16.9%和 17.5%。贸易顺差达 2336.3 亿元人民币，略低于预期的 2370 亿元。2018 年前 10 个月，中国出口跟进口分别增长 7.9%和 15.5%，超出 1-9 月的 6.5%和 14.1%。总的来看，中国进出口额好于预期主要由于人民币贬值、国际贸易形势不明朗以及美国威胁明年 1 月起将关税从 10%提高至 25%而导致出口抢跑现象明显。展望未来几个月，贸易保护主义抬头，及全球经济不确定性增加，仍是冲击世界贸易格局的主要威胁。中国最新公布的 10 月份官方新出口订单和进口指数下跌至 46.9 和 47.6，较 9 月份的 48.0 和 48.5 有所下降，显示出随着贸易摩擦升级，外贸增速在未来几个月内将有所放缓。尽管美国对中国进口商品征收关税，但中国与欧盟、日本和东盟国家等主要贸易伙伴的双边贸易额则出现回升，在一定

程度抵消与美国减少的贸易体量。我们相信，中国外贸形势在年内仍将保持稳定增长势头。

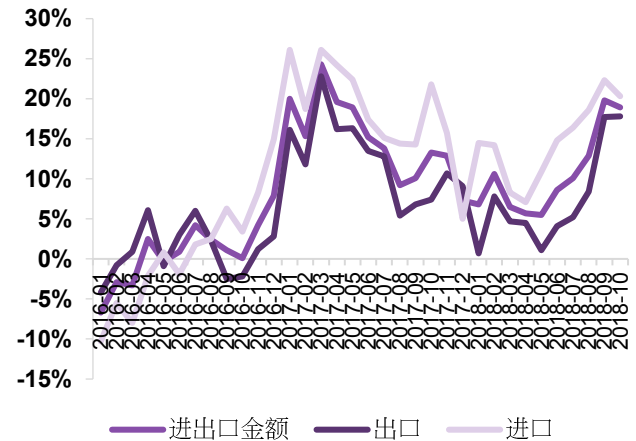
**10 月份全国信贷持续回落。**10 月份，人民币货币指标进一步放缓，较预期回落幅度增大。新增贷款为 6970 亿元，远低于预期的 9000 亿元和 9 月份的 1.38 万亿元；广义货币（M2）同比增长 8.0%，低于预期的 8.4%和 9 月份的 8.3%；在新的社融统计口径下，10 月份社会融资规模增量达到 7288 亿元，远低于预期的 1.3 万亿元和 9 月份的 2.21 万亿元。总的来说，央行 10 月份第四次定向降准措施释放的 7500 亿元流动性的效果仍未完全展现，对社会信贷的支持作用仍需时间消化。但可以肯定的是，央行维持稳健中性的货币政策立场不会改变，为实体经济增长提供适宜的货币和金融环境的政策方向不会转变。可以预见，央行将持续通过多元货币工具，保持银行业流动性充裕，从而为民营企业及小微企业信贷紧箍咒松绑，刺激经济的内生活力。

图.1: 中国CPI及PPI (同比)



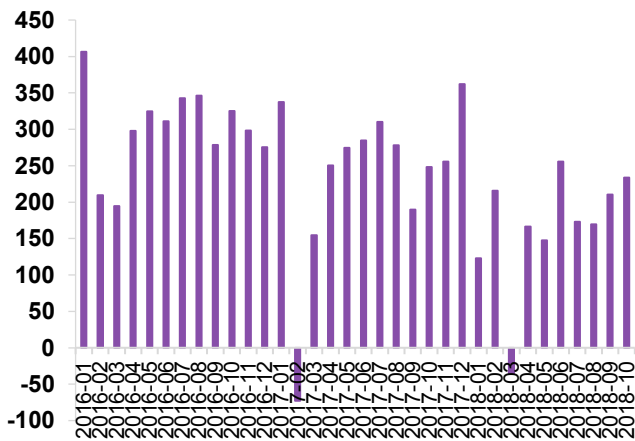
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.2: 中国进出口同比 (按人民币)



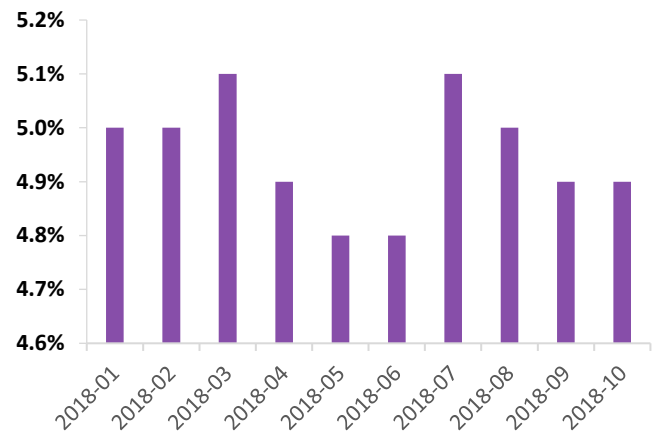
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.3: 中国贸易差额 (人民币十亿)



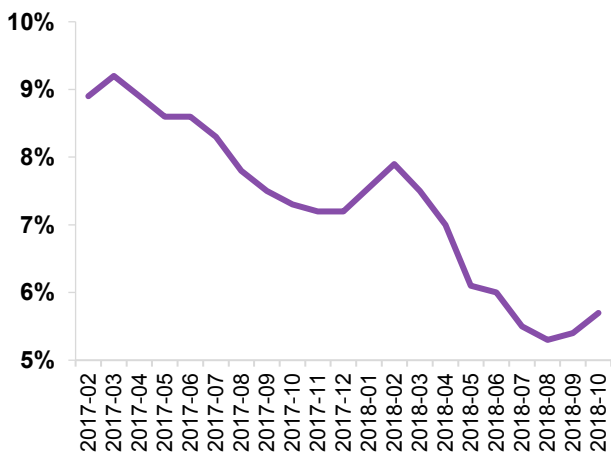
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.4: 中国全国城镇调查失业率



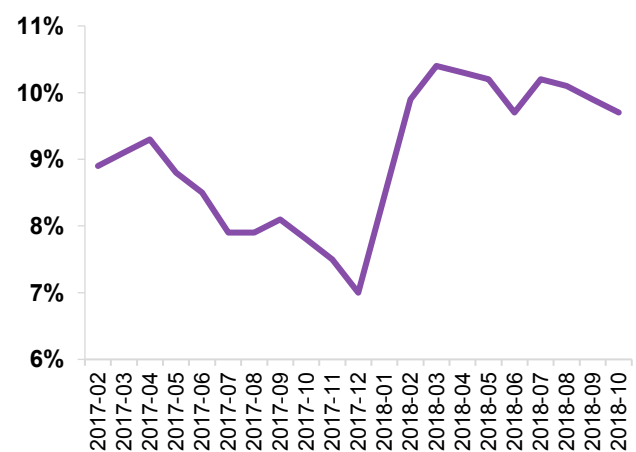
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.5: 中国固定资产投资 (累计同比)



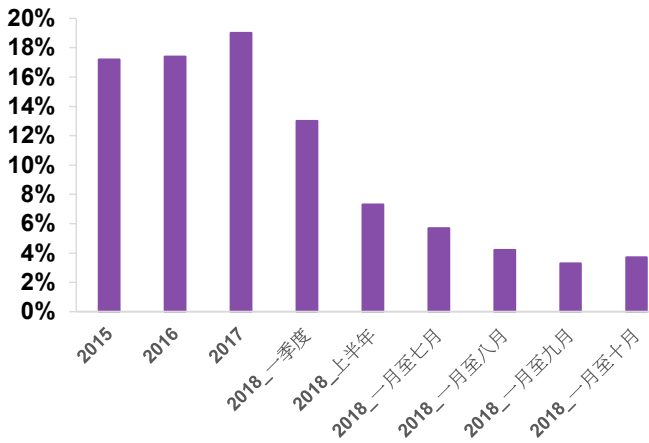
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.6: 中国房地产开发投资 (累计同比)



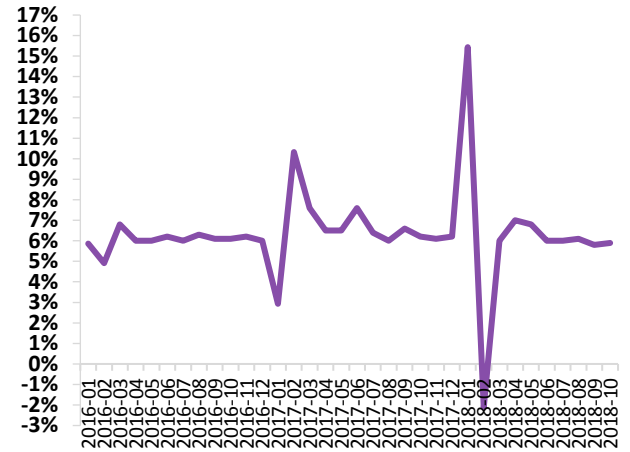
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.7: 中国基础设施投资(累计同比)



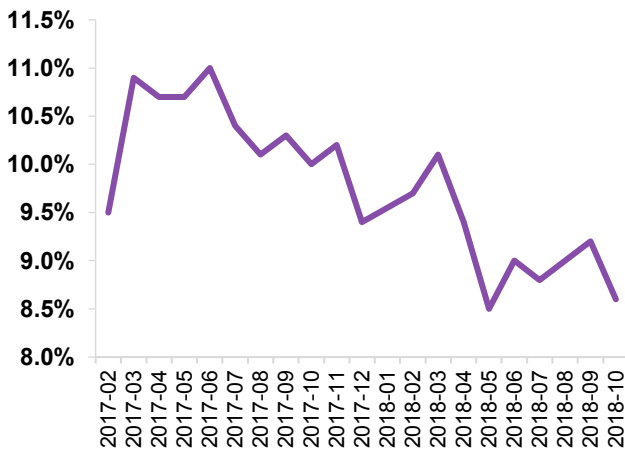
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.8: 中国工业增加值(同比)



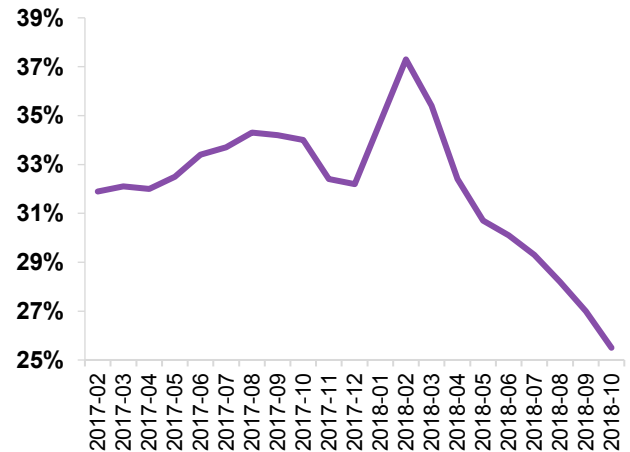
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.9: 中国社会消费品零售总额(同比)



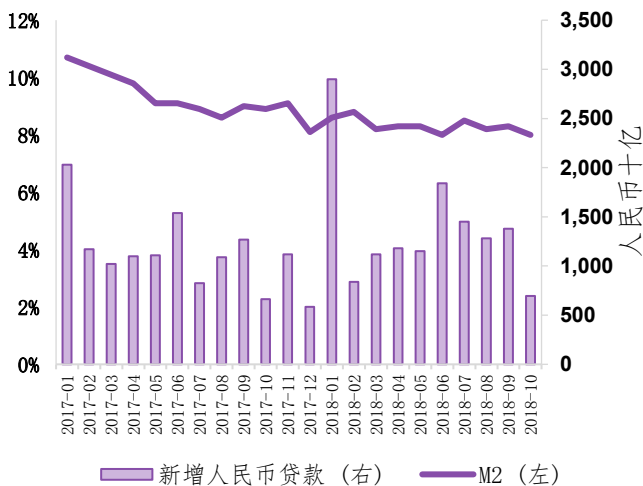
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.10: 中国网上商品和服务零售额(同比)



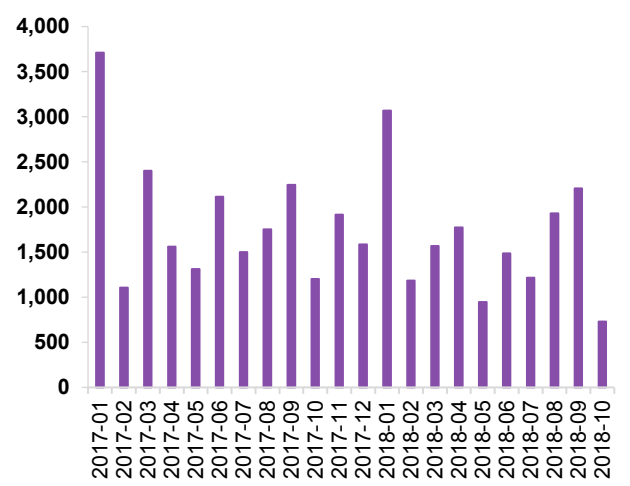
来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.11: 中国新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速



来源: 国家统计局, 万得和光银国际

图.12: 中国社会融资总额(人民币十亿)



来源: 国家统计局, 万得和光银国际

## 中国经济数据

	2014	2015	2016	2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018
实际国民生产总值 (同比%)	7.3	6.9	6.7	6.9	6.8	6.7	6.5
制造业 PMI (%)	50.1	49.7	51.4	51.6	51.5	51.5	50.8
非制造业 PMI (%)	54.1	54.4	54.5	55.5	54.6	54.9	54.9
出口(人民币/同比%)	4.9	(1.8)	(1.9)	10.8	7.4	2.6	9.8
进口(人民币/同比%)	(0.6)	(13.2)	0.6	18.7	11.7	11.1	18.8
贸易余额 (人民币/十亿)	2352.6	3686.5	3352.3	2871.6	303.21	573.51	555.3
出口增长 (美元/同比%)	6.0	(2.9)	(7.7)	7.9	13.7	11.5	11.6
进口增长 (美元/同比%)	0.4	(14.1)	(5.5)	15.9	19.3	20.5	20.1
贸易余额 (美元/十亿)	383.1	593.9	510.7	422.5	45.1	90.93	85.4
消费物价指数 (同比%)	2.0	1.4	2.0	1.6	2.2	1.8	2.3
生产者物价指数 (同比%)	(1.9)	(5.2)	(1.4)	6.3	3.7	4.1	4.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	15.7	10.0	8.1	7.2	7.5	6.0	5.4
房地产投资 (年初至今/同比%)	10.5	1.0	6.9	7.0	10.4	9.7	9.9
工业增加值 (同比%)	8.3	6.1	6.0	6.6	6.8	6.8	6.0
零售额 (同比%)	12.0	10.7	10.4	10.2	9.8	9.0	9.0
新增贷款 (人民币/十亿)	9781.3	11719.9	12645.9	13523.1	4859.3	4170.0	4110.0
广义货币供应量 (同比%)	12.2	13.3	11.3	8.2	8.2	8.0	8.3
总社会融资 (人民币/十亿)	16457.1	15408.6	17802.2	22396.9	5821.2	4203.6	5350.1

	10/17	11/17	12/17	1/18	2/18	3/18	4/18	5/18	6/18	7/18	8/18	9/18	10/18
实际国民生产总值 (同比%)	-	-	6.8	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.5	-
制造业 PMI (%)	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2
非制造业 PMI (%)	54.3	54.8	55.5	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9	53.9
出口(人民币/同比%)	9.5	7.4	16.3	5.5	35.3	(10.1)	2.8	2.5	2.4	5.4	7.7	16.9	20.1
进口(人民币/同比%)	15.4	0.9	22.9	30.9	0.1	6.2	12.3	15.7	5.8	20.6	19.4	17.5	26.3
贸易余额 (人民币/十亿)	248.2	255.4	362.0	122.8	215.4	(35.1)	166.2	147.5	255.5	173.1	169.5	210.4	233.6
出口增长 (美元/同比%)	6.3	11.5	10.9	10.6	43.5	(3.0)	11.9	11.9	10.6	11.6	9.6	14.4	15.6
进口增长 (美元/同比%)	17.1	17.6	4.5	37.6	6.6	14.8	22.2	26.1	13.8	27	20.6	14.5	21.4
贸易余额 (美元/十亿)	37.2	39.0	54.7	18.4	32.3	(5.8)	26.2	23.5	40.6	27.4	26.4	31.3	34.0
消费物价指数 (同比%)	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5	2.5
生产者物价指数 (同比%)	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6	3.3
固定资产投资 (年初至今/同比%)	7.3	7.2	7.2	-	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4	5.7
房地产投资 (年初至今/同比%)	7.8	7.5	7.0	-	9.9	10.4	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9	9.7
工业增加值 (同比%)	6.2	6.1	6.2	-	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8	5.9
零售额 (同比%)	10.0	10.2	9.4	-	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2	8.6
新增贷款 (人民币/十亿)	663.2	1120.0	584.4	2900.0	839.3	1120.0	1180.0	1150.0	1840.0	1450.0	1280.0	1380.0	697.0
广义货币供应量 (同比%)	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3	8.0
总社会融资 (人民币/十亿)	1200.4	1913.9	1586.5	3067.3	1185.4	1568.5	1772.6	945.8	1485.2	1216.1	1928.6	2205.4	728.8
全国城镇调查失业率(%)	-	-	-	5.0	5.0	5.1	4.9	4.8	4.8	5.1	5.0	4.9	4.9
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	-	-	-	4.8	4.9	4.9	4.7	4.7	4.7	5.0	4.9	4.7	4.7



## 世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
<b>美国</b>			
道琼斯工业平均指数	25,286.49	16.90	-1.36
标准普尔 500 指数	2,722.18	18.74	-1.21
纳斯达克综合指数	7,200.88	40.37	-2.37
<b>欧洲</b>			
富时 100 指数	7,053.76	15.89	0.19
德国 DAX 30 指数	11,472.22	13.12	-0.11
法国 CAC 40 指数	5,101.85	15.74	0.53
斯托克 600 价格指数	364.44	16.42	0.52
<b>亚洲</b>			
香港恒生指数	25,654.43	9.76	-1.89
恒生中国企业指数	10,405.16	7.85	-2.22
上海深圳沪深 300 指数	3,204.94	11.94	-0.53
上海证券交易所综合指数	2,632.24	12.33	-0.35
深证综合指数	1,378.36	22.46	2.83
日经 225 指数	21,846.48	15.15	-1.08
韩国 KOSPI 指数	2,068.05	9.95	-0.51
台湾证交所加权股价指数	9,791.88	12.99	-1.18
标普/澳证 200 指数	5,732.77	16.21	-2.78
<b>MSCI 指数</b>			
MSCI 世界指数	2,026.52	16.81	-1.18
MSCI ACWI 指数	486.10	16.03	-1.34
MSCI 新兴市场指数	966.02	11.63	-2.64
MSCI 美国指数	2,586.65	18.88	-1.30
MSCI 英国指数	2,043.86	16.15	0.25
MSCI 法国指数	148.15	15.96	0.58
MSCI 德国指数	139.99	13.25	-0.19
MSCI 中国指数	72.65	11.54	-2.37
MSCI 香港指数	13,936.02	9.59	0.22
MSCI 日本指数	978.50	12.49	-1.32

\* 亚洲市场根据 14/11/2018 收市价,其他市场根据前一日的收市价

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	2.25	0.00
美国最佳利率	5.25	0.00
联储贴现率	2.75	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	-0.10	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	2.21	-0.01
美国综合国债 1 年收益率	2.71	-0.03
美国综合国债 5 年收益率	2.98	-0.10
美国综合国债 10 年收益率	3.14	-0.10
美国综合国债 30 年收益率	3.36	-0.08
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.31	-0.01
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.61	0.02
日本综合国债 1 年收益率	-0.16	-0.01
日本综合国债 10 年收益率	0.11	-0.01
德国综合国债 1 年收益率	-0.65	-0.01
德国综合国债 10 年收益率	0.39	-0.06
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.62	-0.18
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	3.30	-0.07
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.48	-0.04
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.33	0.23
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.69	0.01
香港基本利率 (贴现率)	2.50	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.35	-0.24
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.06	0.02
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.81	0.23
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.66	0.04
<b>公司债 (穆迪)</b>		
Aaa	4.16	-0.11
Baa	5.17	-0.07

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
<b>能源</b>			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	55.34	-10.26
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	65.22	-9.52
天然气期货	美元/百万英	4.10	15.16
<b>基本金属</b>			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	1,921.50	-0.70
铜期货	美元/磅	267.70	-2.81
LME 钢筋期货	美元/吨	506.00	-1.56
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1,928.50	2.23
<b>贵金属</b>			
现货金	美元/盎司	1,201.22	-2.65
黄金期货	美元/盎司	1,201.00	-2.25
现货银	美元/盎司	13.98	-4.85
现货铂	美元/盎司	834.76	-4.85
<b>农产品</b>			
玉米期货	美元/蒲式耳	367.25	-1.34
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	515.75	-1.29
11 号糖 (全球)	美元/磅	12.61	-2.70
大豆期货	美元/蒲式耳	880.50	0.11

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	97.19	1.24
欧元/美元	1.13	-1.82
英镑/美元	1.30	-1.50
澳大利亚元/美元	0.72	-1.19
美元/加拿大元	1.32	1.25
美元/日元	113.87	0.71
美元/瑞士法郎	1.01	1.24
人民币中间价指数	6.94	0.49
美元/中国人民币	6.95	0.45
<b>交割远期</b>		
中国人民币 12 月无本金	7.01	0.52
美元/中国境外即期汇率	6.95	0.51
美元/港币	7.83	0.04
中国人民币/港币	1.13	-0.40
中国境外即期汇率/港币	1.13	-0.48
美元/韩元	1,134.15	0.97
美元/新台币	30.93	0.55
美元/新加坡元	1.38	0.94
美元/印度卢比	72.26	-1.19

数据来源: 彭博, 光银国际, 国家统计局

## 权益披露

### 分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2018 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600