

二零一八年七月十六日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2018年上半年，中国经济持续保持稳健增势，二季度GDP录得6.7%的按年增长，略低于一季度的6.8%，与预期持平；上半年GDP增长6.8%，略低于2017年全年的6.9%，高于预期的6.7%，显示中国经济持续向好、稳中有进态势不变。就业市场释放积极信号，国内需求和进出口贸易均实现稳定增长，巩固经济复苏势头。
- 展望下半年，美国对中国商品征收关税导致贸易摩擦加码升级，危及中国的增长势头。面对经济波动，中国的政策制定者愈加富有经验，在保持谨慎判断的同时，灵活运用适当的经济工具，抵御贸易摩擦对外贸造成的负面效应。进入下半年，国内需求仍将是驱动经济增长的主要引擎，消费支出和固定资产投资的后劲将持续释放，为经济转型升级提供强大支撑。
- 我们预期，下半年整体宏观经济形势将持续稳中有进，实现6.5%的按年增幅，全年GDP增长将达6.6%。

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

上半年中国经济总体平稳，延续稳中向好发展态势

2018年上半年，中国经济持续保持稳健增势，主要指标均实现不同程度的增长。二季度GDP录得6.7%的按年增长，略低于一季度的6.8%，与预期持平；上半年GDP增长6.8%，略低于2017年全年的6.9%，高于预期的6.7%，显示中国经济持续向好、稳中有进态势不变。就业市场释放积极信号，6月份全国城镇调查失业率维持4.8%的水平，与5月份持平，比上年同月下降0.1个百分点。国内需求和进出口贸易均实现稳定增长，巩固经济复苏势头。展望下半年，美国对中国商品征收关税导致贸易摩擦加码升级，危及中国的增长势头。总的来说，尽管外贸方面面临关税压力，但中国宏观经济基本面仍然保持稳健，在坚定推动结构性改革的同时，稳步推进工业去产能和金融去杠杆化，助推中国经济向高质量发展转变。面对经济波动，中国的政策制定者愈加富有经验，在保持谨慎判断的同时，灵活运用适当的经济工具，抵御贸易摩擦对外贸造成的负面效应。进入下半年，国内需求仍将是驱动经济增长的主要引擎，消费支出和固定资产投资的后劲将持续释放，为经济转型升级提供强大支撑。我们预期，下半年整体宏观经济形势将持续稳中有进，实现6.5%的按年增幅，全年GDP增长达到6.6%。

上半年固定资产投资增速放缓。2018年上半年固定资产投资同比增长6.0%，与市场预期持平，低于2017年全年的7.2%。增长率放缓主要因为基础设施投资增速减缓（1-6月增长7.3%，一季度增长13%）和房地产投资增速趋稳（1-6月增长9.7%，一季度增长10.4%）。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，将有助于固定资产投资回升。我们认为，铁路及其他城市基础设施投资将继续成为下半年经济增长的主要动力。

上半年规模以上工业增加值增速略有回落。6月份和二季度的规模以上工业增加值分别同比增长6.0%（5月份：6.8%）和6.6%（一季度：6.8%）。尽管二季度数据显示增速有所回落，但上半年的工业增加值实现同比增长6.7%，高于2017年的6.6%。整体而言，各主要产品项目产值的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，在上半年分别同比增长12.4%，11.1%和10.9%。我们相信，未来几个月内，工业增速将随着经济环境向好而进一步加快。

上半年社会消费品零售总额逐步回升。6月份社会消费品零售总额同比增长9%，高于预期的8.8%和5月份的8.5%。上半年全国网上零售额达40,810亿元人民币，同比增长30.1%。整体而言，零售总额强势反弹受到多个类别大幅增长的驱动，其中“化妆品类”同比增长14.2%，“日用品类”同比增长12.6%，“石油及制品类”同比增长11.9%，“通讯器材类”同比增长10.6%，“家用电器和音像器材”同比增长10.6%，以及“家具类”同比增长10.1%。由于

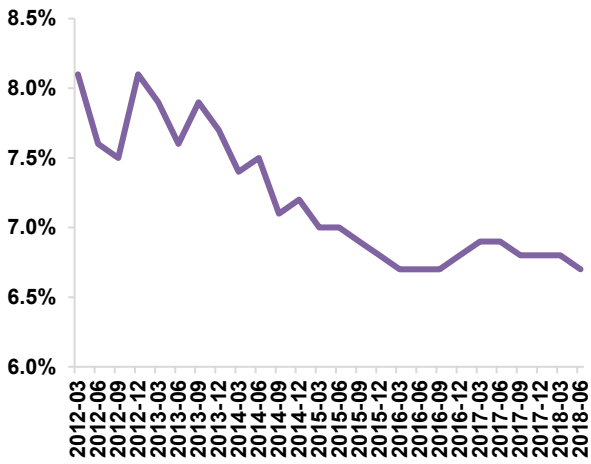
政府不断鼓励个人消费，预计社会消费品零售总额增长率在下半年将不断上升。我们认为，2018年政府将以带动内需为首要目标，其中，将重点扶持服务业消费和电商行业。

上半年通胀整体保持温和。6月份全国居民消费价格CPI同比上涨1.9%（环比下降0.1%），略低于5月份1.9%的通胀率，符合市场预期。通胀连续3个月处于“1时代”，主要由于食品价格较去年有所回落，同比涨幅只有0.3%，环比下降0.8%。上半年通胀整体温和，维持2%的水平。6月PPI同比上涨4.7%，环比上涨0.3%，高于预期的4.5%和5月份的4.1%（5月份环比上涨0.4%）。PPI同比涨幅持续扩大，主要受到能源价格走强的影响，其中6月份和1-6月平均“石油和天然气开采业”出厂价格分别同比上涨19.9%（5月份:14.8%）和12.3%（1-5月平均:10.9%）。上半年工业生产者出厂价格同比上涨3.9%，呈攀升趋势，反映经济持续稳步复苏。总体而言，CPI延续平稳走势，PPI企稳回升趋势初现，表明中国经济增长势头仍然稳健。

上半年进出口保持稳定增长，贸易战给下半年外贸形势蒙上阴影。中美贸易摩擦不断升级，中国的对外贸易在2018年上半年仍保持稳定增长，进出口分别同比增长11.5%和4.9%，贸易顺差额达9013.2亿元人民币，收窄26.7%，已连续8个季度同比收窄。但按月和按季度算，进出口贸易总额的增长势头有所放缓，6月份进出口分别增长6%和3.1%（5月进出口分别增长15.6%和2.8%），第二季度的进出口分别增长11%和3.2%（一季度进出口分别增长11.7%和7.4%）。刚刚发布的6月份新出口订单指数和进口指数（即体现制造业采购经理人指数的指标），分别跌至49.8和50，表明中国外贸形势近期开始受到贸易战影响。总之，受到美对多国挑起全面性贸易战的拖累，全球贸易形势日益紧张，干扰贸易供应链和贸易流，2018年下半年，多边贸易体系将持续受到冲击，贸易量也会进一步萎缩。我们认为，随着全面贸易战的爆发，海外对中国产品的需求将会减弱，势必破坏中国贸易的增长势头。只要欧盟、日本和东盟等贸易伙伴能够保持现有增长速度，中国监管机构灵活运用政策工具，中国外贸产业就能够抵御贸易逆风，为2018年外贸增长“软着陆”创造条件。

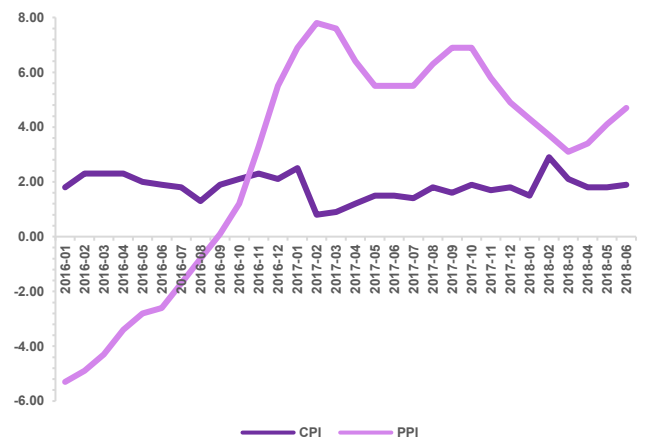
上半年全国信贷需求保持稳定。上半年，人民币货币指标释放稳定信号。6月份新增贷款和广义货币（M2）达到1.84万亿元，高于预期的1.53万亿元和5月份的1.15万亿元，同比增长8%，涨幅低于预期的8.4%和5月份的8.3%。6月份社会融资规模增量达到1.18万亿元，高于预期的1.4万亿和5月份的0.76万亿。M2增长放缓反映出放贷速度减慢，表明中央政府着力遏制债务积压和房地产市场过热带来的风险。不过，人民银行将持续通过定向降准、逆回购和中期贷款安排（MLF）等工具，保持银行间充足的流动性。货币宽松政策的灵活运用，将为2018年下半年市场资本需求稳定提供坚定支撑。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比)



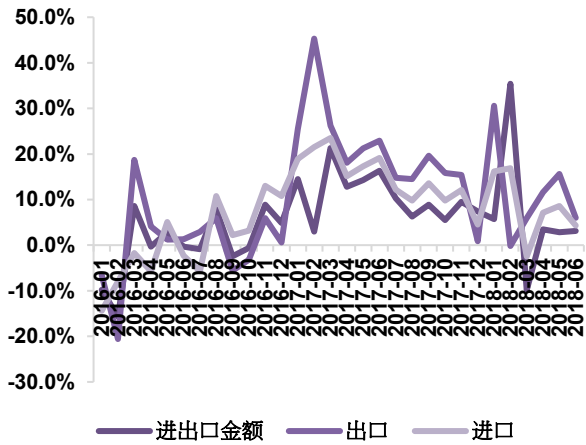
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



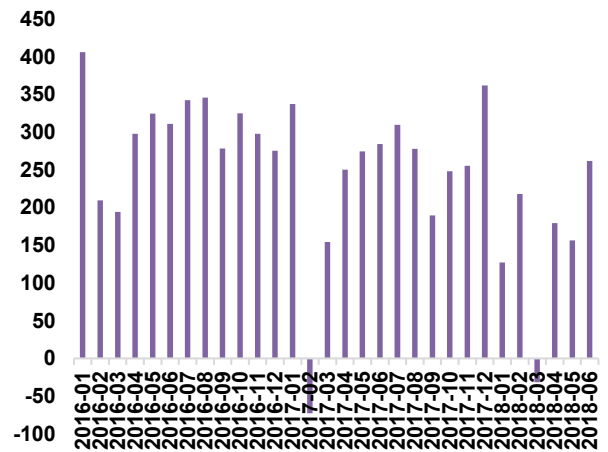
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.3: 进出口同比 (按人民币)



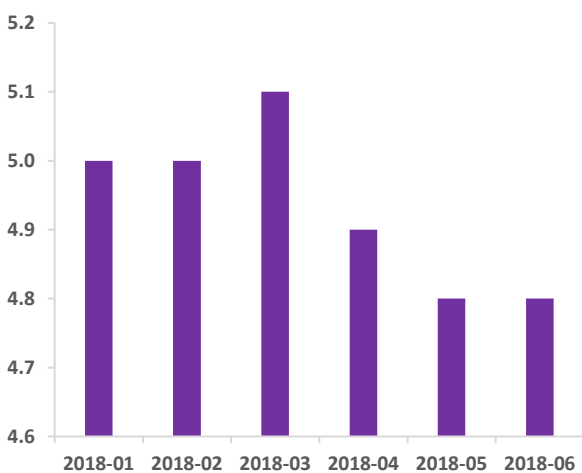
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



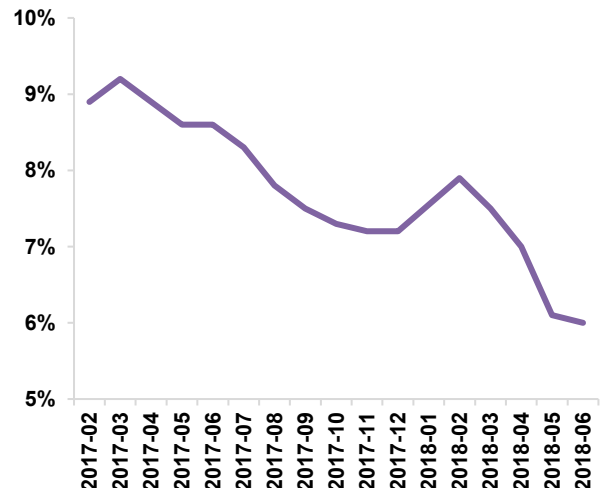
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



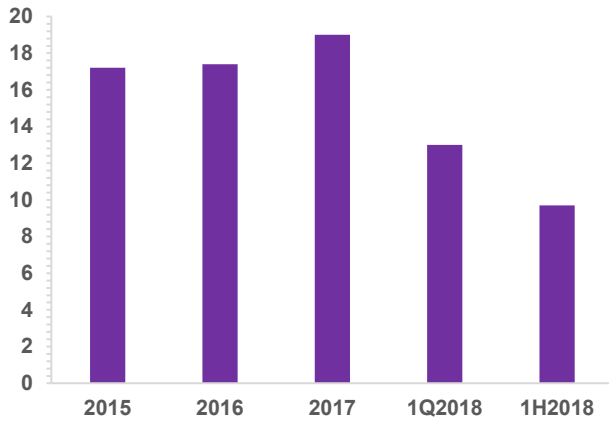
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.6: 固定资产投资 (累计同比)



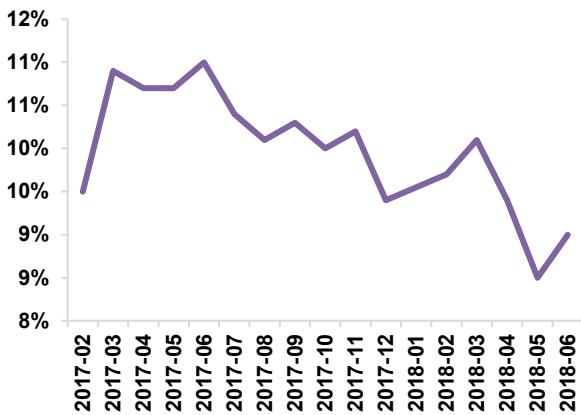
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 7: 基础设施投资(累计同比%)



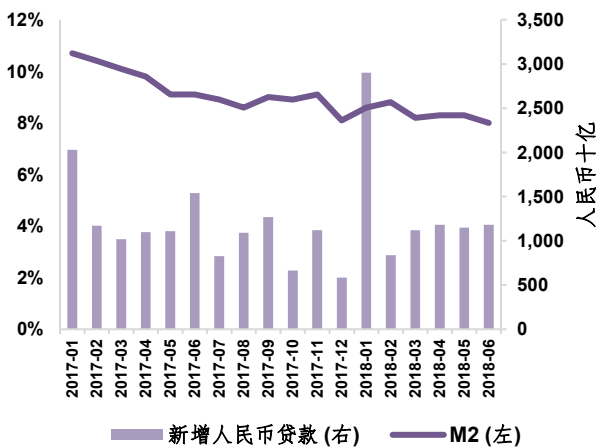
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 9: 社会消费品零售总额(同比)



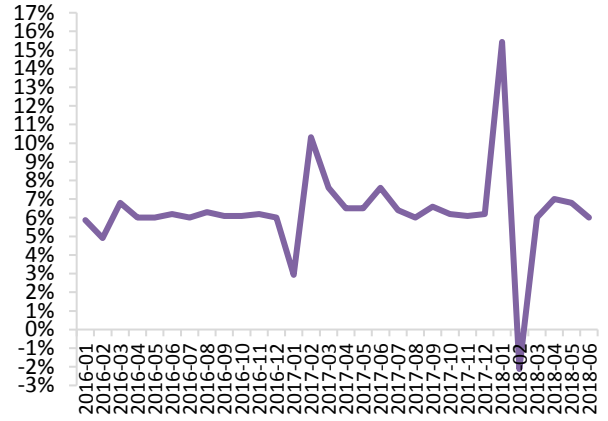
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 11: 新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速



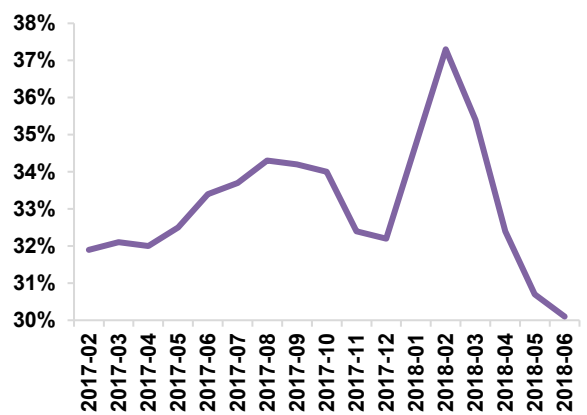
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 8: 工业增加值(同比)



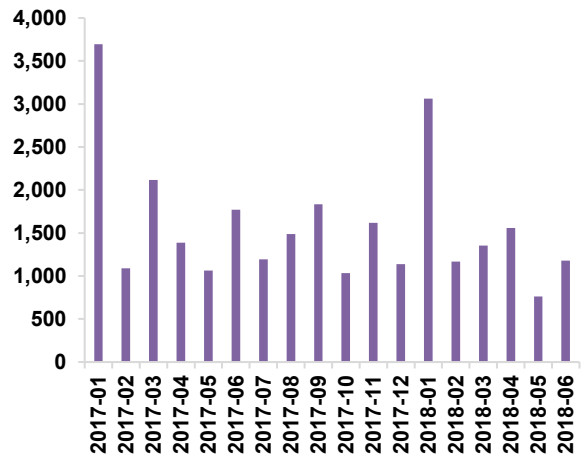
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 10: 网上商品和服务零售额(同比)



来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 12: 社会融资总额(人民币十亿)



来源: 万得, 彭博和光银国际

中国经济数据

	2014	2015	2016	2017	1Q2018	2Q2018	1H2018
实际国民生产总值 (同比%)	6.9	6.7	6.7	6.9	6.8	6.7	6.8
制造业 PMI (%)	49.7	51.4	51.4	51.6	51.5	51.5	51.5
非制造业 PMI (%)	54.4	54.5	54.5	55.5	54.6	54.9	55.0
出口(人民币/同比%)	(1.8)	(1.9)	(1.9)	10.8	7.4	3.2	4.9
进口(人民币/同比%)	(13.2)	0.6	0.6	18.7	11.7	11.0	11.5
贸易余额(人民币/十亿)	3686.5	3352.3	3352.3	2871.6	313.6	598.08	901.32
出口增长(美元/同比%)	(2.9)	(7.7)	(7.7)	7.9	13.9	12.1	12.8
进口增长(美元/同比%)	(14.1)	(5.5)	(5.5)	15.9	19.1	20.4	19.9
贸易余额(美元/十亿)	593.9	510.7	510.7	422.5	46.5	94.8	139.7
消费物价指数(同比%)	1.4	2.0	2.0	1.6	2.2	1.8	2.0
生产者物价指数(同比%)	(5.2)	(1.4)	(1.4)	6.3	3.1	4.1	3.9
固定资产投资(年初至今/同比%)	10.0	8.1	8.1	7.2	7.5	7.5	6.0
房地产投资(年初至今/同比%)	1.0	6.9	6.9	7.0	10.4	10.4	9.7
工业增加值(同比%)	6.1	6.0	6.0	6.6	6.8	6.8	6.8
零售额(同比%)	10.7	10.4	10.4	10.2	9.8	9.8	9.0
新增贷款(人民币/十亿)	11719.9	12645.9	12645.9	13523.1	4859.3	3510.0	8369.3
广义货币供应量(同比%)	13.3	11.3	11.3	8.2	8.2	8.0	8.0
总社会融资(人民币/十亿)	15408.6	17802.2	17802.2	19443.0	5580.0	3501.3	9084.0

	6/17	7/17	8/17	9/17	10/17	11/17	12/17	1/18	2/18	3/18	4/18	5/18	6/18
实际国民生产总值(同比%)	6.9	-	-	6.8	-	-	6.8	-	-	6.8	-	-	6.7
制造业 PMI (%)	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5
非制造业 PMI (%)	54.9	54.5	53.4	55.4	54.3	54.8	55.5	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0
出口(人民币/同比%)	10.3	6.3	8.9	5.5	9.5	7.4	16.3	5.7	35.4	(9.9)	3.5	2.8	3.1
进口(人民币/同比%)	14.8	14.5	19.6	15.8	15.4	0.9	22.9	30.6	(0.2)	5.9	11.6	15.6	6.0
贸易余额(人民币/十亿)	284.3	308.5	273.7	185.9	245.9	252.3	357.5	127.2	218.0	(31.6)	179.7	156.5	261.9
出口增长(美元/同比%)	10.3	6.4	4.9	7.9	6.3	11.5	10.9	10.8	43.7	(2.9)	12.6	12.6	11.3
进口增长(美元/同比%)	16.9	11.1	13.4	18.9	17.1	17.6	4.5	37.3	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1
贸易余额(美元/十亿)	41.3	44.9	40.1	27.4	37.2	36.9	54.0	19.1	32.7	(5.3)	28.3	24.9	41.6
消费物价指数(同比%)	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9
生产者物价指数(同比%)	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.2	4.7
固定资产投资(年初至今/同比%)	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2	7.2	-	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0
房地产投资(年初至今/同比%)	8.5	7.9	7.9	8.1	7.8	7.5	7.0	-	9.9	10.4	10.3	10.2	9.7
工业增加值(同比%)	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	-	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0
零售额(同比%)	11.0	10.4	10.1	10.3	10.0	10.2	9.4	-	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0
新增贷款(人民币/十亿)	1540.0	825.5	1090.0	1270.0	663.2	1120.0	584.4	2900.0	839.3	1120.0	1180.0	1150.0	1840.0
广义货币供应量(同比%)	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0
总社会融资(人民币/十亿)	1771.8	1195.6	1489.5	1833.5	1035.7	1619.6	1139.8	3061.0	1167.2	1354.6	1560.5	760.8	1180.0
全国城镇调查失业率(%)	-	-	-	-	-	-	-	5.0	5.0	5.1	4.9	4.8	4.8
31个大城市城镇调查失业率(%)	-	-	-	-	-	-	-	4.8	4.9	4.9	4.7	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 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	25,019.41	18.61	2.30
标准普尔 500 指数	2,801.31	21.29	1.50
纳斯达克综合指数	7,825.98	26.50	1.79
欧洲			
富时 100 指数	7,661.87	13.67	0.58
德国 DAX 30 指数	12,540.73	13.96	0.36
法国 CAC 40 指数	5,429.20	17.11	0.99
斯托克 600 价格指数	385.03	16.23	0.70
亚洲			
香港恒生指数	28,539.66	11.41	-0.52
恒生中国企业指数	10,704.26	8.24	-0.60
上海深圳沪深 300 指数	3,472.09	13.26	0.37
上海证券交易所综合指数	2,814.04	13.76	-0.04
深证综合指数	1,602.84	26.11	1.80
日经 225 指数	22,597.35	17.18	1.10
韩国 KOSPI 指数	2,301.99	11.04	0.71
台湾证交所加权股价指数	10,817.45	14.49	0.91
标普/澳证 200 指数	6,241.52	18.54	-0.71
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,134.60	18.88	0.99
MSCI ACWI 指数	515.22	18.05	1.04
MSCI 新兴市场指数	1,075.64	13.47	1.48
MSCI 美国指数	2,673.10	21.73	1.48
MSCI 英国指数	2,213.49	13.74	0.58
MSCI 法国指数	157.32	17.36	1.11
MSCI 德国指数	152.01	14.81	0.49
MSCI 中国指数	86.36	14.58	1.01
MSCI 香港指数	15,376.34	10.41	1.33
MSCI 日本指数	1,029.95	13.96	2.43

* 亚洲市场根据 16/7/2018 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	2.00	0.00
美国最佳利率	5.00	0.00
联储贴现率	2.50	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	1.86	0.01
美国综合国债 1 年收益率	2.35	0.03
美国综合国债 5 年收益率	2.74	-0.01
美国综合国债 10 年收益率	2.84	-0.01
美国综合国债 30 年收益率	2.94	-0.02
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.07	-0.03
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.34	0.00
日本综合国债 1 年收益率	-0.13	0.00
日本综合国债 10 年收益率	0.04	0.00
德国综合国债 1 年收益率	-0.64	0.02
德国综合国债 10 年收益率	0.36	0.06
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	3.07	0.04
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	3.30	-0.02
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.50	-0.03
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.56	0.57
上海银行同业拆放利率- 1 个月	3.21	-0.13
香港基本利率 (贴现率)	0.29	-0.27
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.29	-0.27
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.80	0.18
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.79	0.17
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.93	-0.06
公司债 (穆迪)		
Aaa	3.81	-0.08
Baa	4.75	-0.04

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	70.49	-4.55
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	75.06	-3.86
天然气期货	美元/百万英	2.77	-2.19
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	2,066.25	-2.06
铜期货	美元/磅	277.45	-2.65
LME 钢筋期货	美元/吨	540.00	-1.46
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	2,183.75	-6.17
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,243.39	-1.73
黄金期货	美元/盎司	1,243.50	-1.29
现货银	美元/盎司	15.83	-2.37
现货铂	美元/盎司	831.70	-3.17
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	352.50	-3.95
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	493.00	-2.95
11 号糖 (全球)	美元/磅	10.94	-4.04
大豆期货	美元/蒲式耳	834.25	-4.36

数据来源: 彭博, 光银国际, 国家统计局

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	94.64	0.60
欧元/美元	1.17	-0.67
英镑/美元	1.33	-0.62
澳大利亚元/美元	0.74	-0.63
美元/加拿大元	1.31	0.53
美元/日元	112.47	1.84
美元/瑞士法郎	1.00	1.25
人民币中间价指数	6.68	0.55
美元/中国人民币	6.69	1.05
交割远期		
中国人民币 12 月无本金	6.77	1.08
美元/中国境外即期汇率	6.70	1.19
美元/港币	7.85	0.01
中国人民币/港币	1.17	-1.04
中国境外即期汇率/港币	1.17	-1.16
美元/韩元	1,129.10	1.52
美元/新台币	30.58	0.65
美元/新加坡元	1.36	0.64
美元/印度卢比	68.67	-0.07

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