

二零一八年十月十九日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 2018年三季度，中国经济增速呈现放缓趋势，三季度GDP同比增长6.5%，较预期的6.6%、二季度的6.7%及上半年的6.8%均低。主要经济指标有不同程度回落，其中固定资产投资(FAI)、工业生产和社会销售较此前两个季度表现有所逊色，而就业状况走势良好，9月份全国城镇调查失业率为4.9%，释放积极信号。
- 总得来看，前三季度中国GDP同比增长6.7%，在外部挑战变数增多、国内结构调整阵痛显现的情况下，经济运行保持稳中有变、稳中有缓。展望四季度，贸易战趋向白炽化、美国货币政策收紧导致美元持续走强、及人民币贬值对中国经济发展造成的下行压力逐渐显现。
- 在此情况下，内需仍将是驱动经济增长的主要引擎。我们预期，四季度中国宏观经济形势将持续稳定增长，实现6.5%的按年增幅，而全年GDP增长预计达6.6%。

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

三季度中国经济总体稳中有缓，料四季度下行压力加大

2018年三季度，中国经济增速呈现放缓趋势，三季度GDP同比增长6.5%，较预期的6.6%、二季度的6.7%及上半年的6.8%均低。主要经济指标有不同程度回落，其中固定资产投资(FAI)、工业生产和社会销售较此前两个季度表现有所逊色。但就业状况走势良好，9月份全国城镇调查失业率为4.9%，较8月份的5.0%下降0.1个百分点，释放积极信号。总得来看，前三季度中国GDP同比增长6.7%，在外部挑战变数增多、国内结构调整阵痛显现的情况下，经济运行保持稳中有变、稳中有缓。展望四季度，贸易战趋向白炽化、美国货币政策收紧导致美元持续走强、及人民币贬值对中国经济发展造成的下行压力逐渐显现，但中国宏观经济基本面仍然保持稳健，料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，为经济增长迈向高质量发展创造更多有利条件。面对经济波动，中国的政策制定者适时适度预调微调，在保持谨慎判断的同时，灵活运用财政及货币工具，抵御贸易摩擦对中国经济造成的负面影响。在此情况下，内需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，为经济持续增长提供强大支撑。我们预期，四季度中国宏观经济形势将持续稳定增长，实现6.5%的按年增幅，而全年GDP增长预计达6.6%。

三季度固定资产投资增速放缓。2018年前三季度固定资产投资(不含农户)同比增长5.4%，高于预期和1-8月份的5.3%，但较上半年的6.0%有所下降。固定资产投资放缓主要因为基础设施投资增速减缓(1-9月同比增长3.3%，上半年同比增长7.3%)。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回升。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。

三季度规模以上工业增加值增速回落。9月份和第三季度的规模以上工业增加值分别同比增长5.8%(8月份:6.1%)和6.0%(二季度:6.6%)。尽管三季度数据显示增速回落，但前三季度的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，在前三季度分别同比增长 13.2%，10.8%，和 10.3%。我们相信，进入四季度，工业增速将随着经济环境向好而进一步加快。

三季度社会消费品零售总额较上半年有所回落。9 月份社会消费品零售总额同比增长 9.2%，高于预期和 8 月份的 9.0%；前三季的社会消费品零售总额同比增长 9.3%，较上半年的 9.4%略有回落。前三季度全国网上零售额达 62,785 亿元人民币，同比增长 27%。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“石油及制品类”9 月份同比增长 19.2%，1-9 月同比增长 14.4%；“日用品类”9 月份同比增长 17.4%，1-9 月同比增长 13.4%；“通讯器材类”9 月份同比增长 16.9%，1-9 月同比增长 10.7%；“粮油、食品类”9 月份同比增长 13.6%，1-9 月同比增长 10.3%。展望四季度，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将不断上升。我们认为，政府仍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。

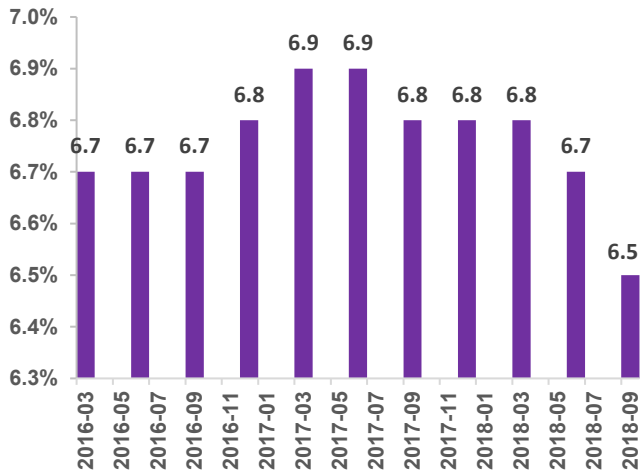
三季度通胀水平整体温和可控。9 月份全国居民消费价格(CPI)同比上涨 2.5% (环比上涨 0.7%)，与市场预期持平，但略高于 8 月份 2.3%的通胀率。首 9 个月 CPI 同比温和上涨 2.1%，而三季度 CPI 同比上涨 2.3%，超过二季度的 1.8%。通胀水平保持温和，主要由于食品价格较去年有所上升，同比涨幅达到 3.6%，环比上涨 2.4%。其中鲜菜、鲜果跟猪肉价格涨幅较大，环比涨幅分别为 9.8%，6.4%和 3.7%。受夏秋换茬以及部分地区遭受台风、强降水和风雹等极端天气影响，鲜菜、鲜果价格涨幅明显，而猪肉价格上升主要由于中秋节和国庆节“双节”导致需求增加。三季度通胀水平整体温和，维持 2%的水平。此外，9 月份 PPI 同比上涨 3.6%，环比上涨 0.6%，高于预期的 3.5%，但低于 8 月份的 4.1%。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、煤炭及其他燃料加工业”上涨 4.0%，涨幅比上月扩大 2.3 个百分点，以及“石油和天然气开采业”上涨 3.8%，9 月涨幅扩大 3 个百分点。三季度和前 9 个月工业生产者出厂价格同比上涨 4.1% 和 4.0%，呈攀升趋势，反映经济持续稳步复苏。总体而言，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，受内需向好和外需景气支撑，中国经济增长势头仍保持稳健。

尽管贸易战火延烧，三季度外贸保持稳定增长。在中美贸易摩擦不断升级的背景下，中国 9 月份对外贸易数据仍保持平稳较快增长，其中出口和进口分别同比增长 17.0%和 17.4%，超出预期的 9.2%和 15.2%。贸易顺差达 2132.3 亿元人民币，远超预期的 1362 亿元。环比来看，9 月份的出口增长势头强劲，增速由 8 月份的 4.0%扩大至 7.9%。按季度来看，三季度外贸表现明显优于二季度，出口和进口分别增长 9.8%和 18%，较二季度的 2.6%和 11.1%大幅提高。2018 年前 9 个月，中国进出口值稳步增长，增速分别为 6.5%和 14.1%。总的来看，外贸数据好于预期主要由于海外需求稳定、人民币贬值抵消了关税对外贸的部

分影响，以及内需强劲推动进口增长稳定。展望未来，贸易保护主义抬头，及全球经济复苏中的不确定性对世界贸易体量的影响将进一步体现。中国最新公布的 9 月份官方新出口订单和进口指数下跌至 48.0 和 48.5 也显示出，受贸易战波及，外贸增速在未来几个月内将出现放缓。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，我们相信，2018 年年内中国外贸仍将保持稳中向好的发展态势。

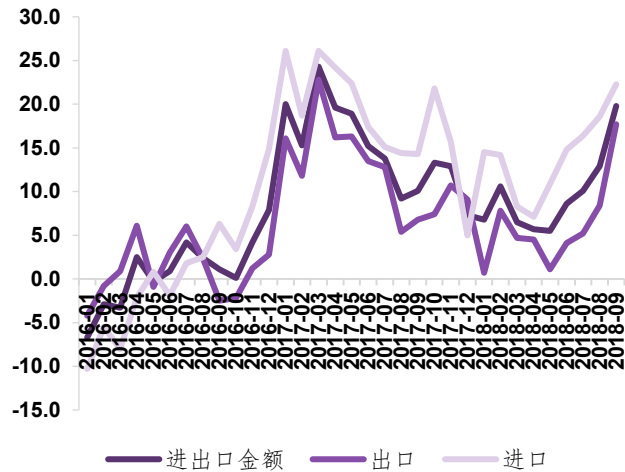
三季度全国信贷需求增长稳定。三季度，人民币货币指标释放稳定信号。9 月份，新增贷款达到 1.38 万亿元，高于预期的 1.35 万亿元和 8 月份的 1.28 万亿元；广义货币（M2）同比增长 8.3%，与预期持平，高于 8 月份的 8.2%。9 月起，人民银行将地方政府专项债券纳入社会融资规模统计，在新的社融统计口径下，9 月份社会融资规模增量达到 2.21 万亿元，高于 8 月份的 1.93 万亿。3 季度 M2 增长及社会信贷规模持续扩张，折射出宏观杠杆率逐渐企稳，而人民银行持续通过定向降准、逆回购和中期贷款安排(MLF)等货币工具，保持银行间充足的流动性，加大对实体经济的支持力度。总的来看，9 月整体信贷增长与实体经济扩张规模成正比。我们相信，央行的货币政策将维持稳健中性、松紧适度，保持年内市场的流动性维持合理充裕水平。

图.1: 中国 GDP 增速 (同比)



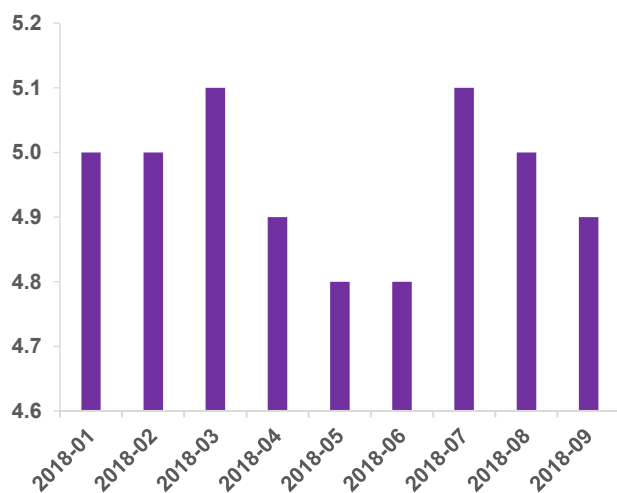
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.3: 进出口(同比%) (按人民币)



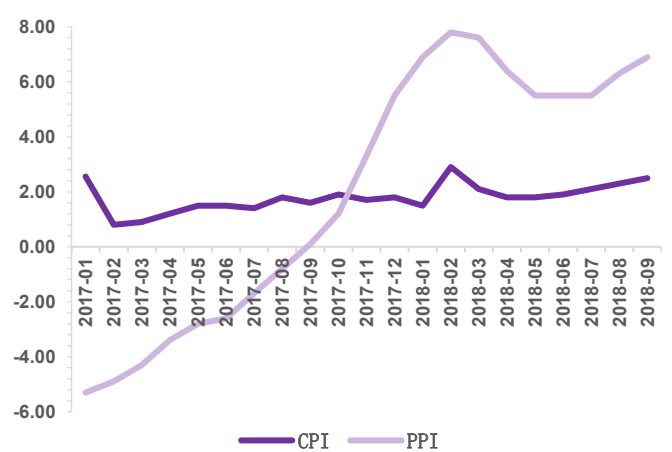
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.5: 全国城镇调查失业率 (%)



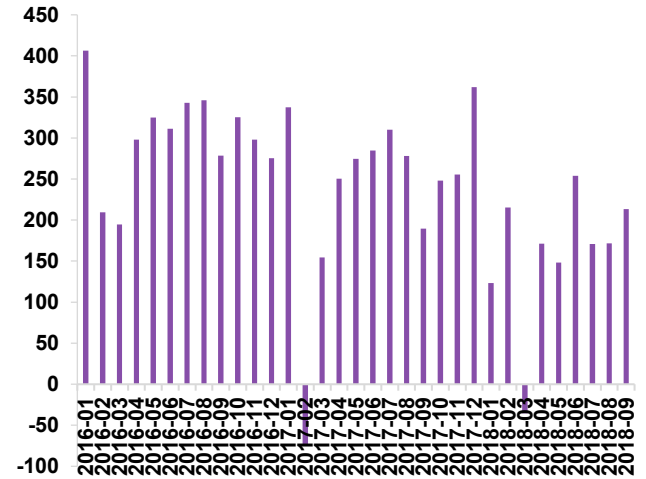
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.2: 中国 CPI 与 PPI (同比%)



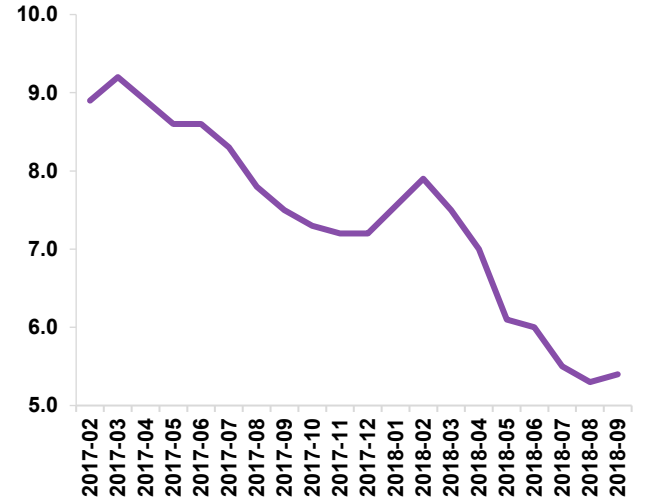
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.4: 贸易差额 (人民币十亿)



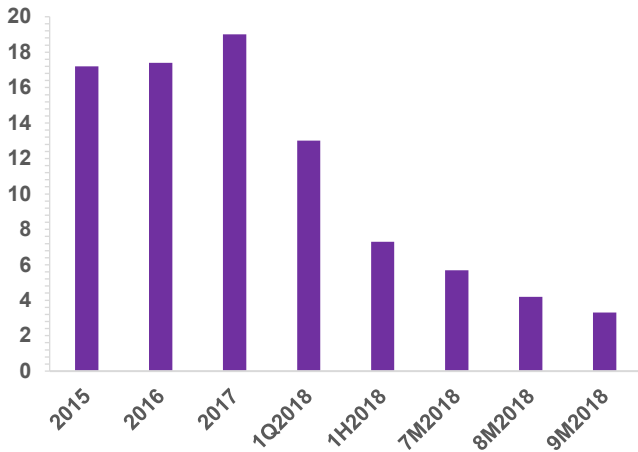
来源: 万得, 彭博和光银国际

图.6: 固定资产投资 (累计同比%)



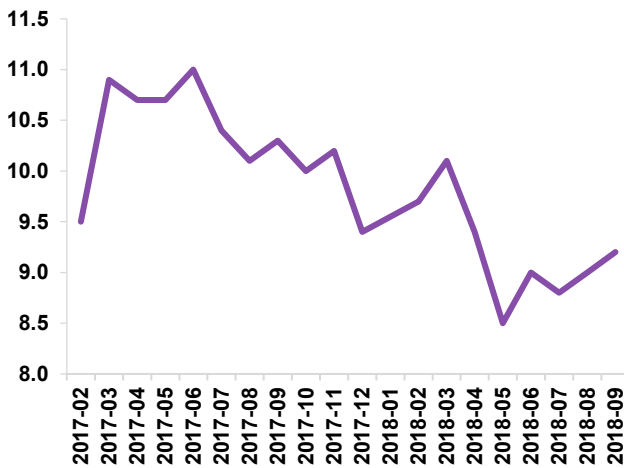
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 7: 基础设施投资(累计同比%)



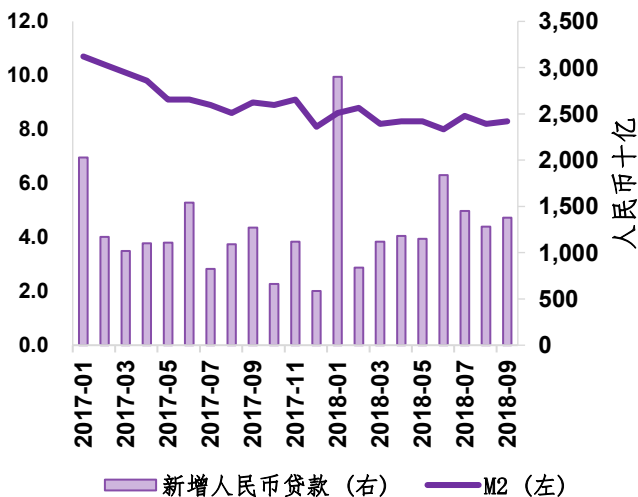
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 9: 社会消费品零售总额(同比%)



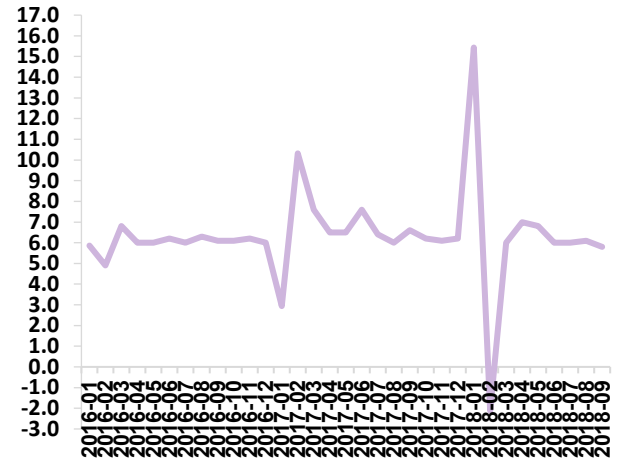
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 11: 新增人民币贷款(人民币十亿)和货币增速(%)



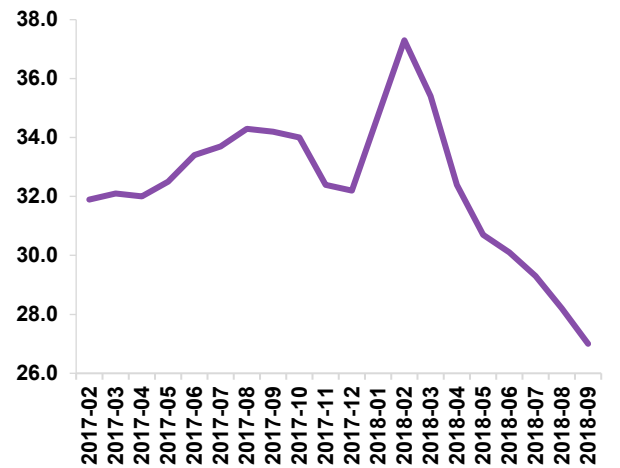
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 8: 工业增加值(同比%)



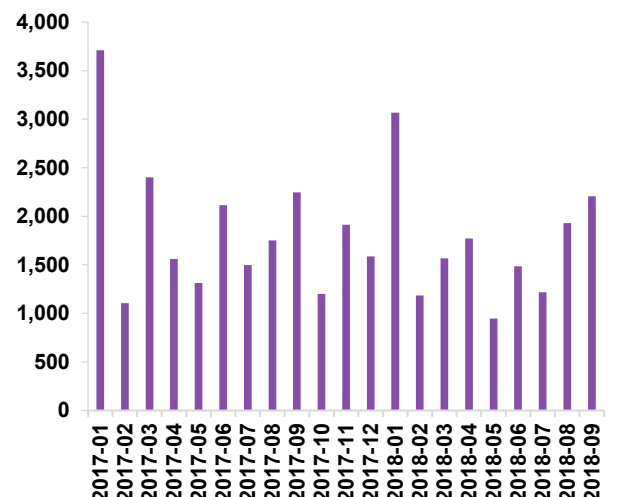
来源: 万得, 彭博和光银国际

图. 10: 网上商品和服务零售额(累计同比%)



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	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

	9/17	10/17	11/17	12/17	1/18	2/18	3/18	4/18	5/18	6/18	7/18	8/18	9/18
实际国民生产总值 (同比%)	6.8	-	-	6.8	-	-	6.8	-	-	6.7	-	-	6.5
制造业 PMI (%)	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8
非制造业 PMI (%)	55.4	54.3	54.8	55.5	55.3	54.4	54.6	54.8	54.9	55.0	54.0	54.2	54.9
出口(人民币/同比%)	5.5	9.5	7.4	16.3	5.5	35.2	-10	2.9	2.6	2.3	5.2	7.3	17
进口(人民币/同比%)	15.8	15.4	0.9	22.9	30.9	0.0	6.2	12	15.7	5.8	20.5	18.7	17.4
贸易余额(人民币/十亿)	189.6	248.2	255.4	362.0	123.3	215.2	(35.3)	171.3	148.3	254.0	170.7	171.4	213.2
出口增长(美元/同比%)	7.9	6.3	11.5	10.9	10.6	43.5	(3.0)	12.0	12.0	10.5	11.4	9.1	14.5
进口增长(美元/同比%)	18.9	17.1	17.6	4.5	37.5	6.5	14.7	21.9	26.1	13.8	26.9	19.9	14.3
贸易余额(美元/十亿)	28.0	37.2	39.0	54.7	18.5	32.2	(5.7)	27.0	23.6	40.4	27.1	26.7	31.7
消费物价指数 (同比%)	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5
生产者物价指数 (同比%)	6.9	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6
固定资产投资 (年初至今/同比%)	7.5	7.3	7.2	7.2	-	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4
房地产投资 (年初至今/同比%)	8.1	7.8	7.5	7.0	-	9.9	10.4	10.3	10.2	9.7	10.2	10.1	9.9
工业增加值 (同比%)	6.6	6.2	6.1	6.2	-	7.2	6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8
零售额 (同比%)	10.3	10.0	10.2	9.4	-	9.7	10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2
新增贷款(人民币/十亿)	1270.0	663.2	1120.0	584.4	2900.0	839.3	1120.0	1180.0	1150.0	1840.0	1450.0	1280.0	1380.0
广义货币供应量 (同比%)	9.2	8.8	9.1	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3
总社会融资(人民币/十亿)	2245.1	1200.4	1913.9	1586.5	3067.3	1185.4	1568.5	1772.6	945.8	1485.2	1216.1	1928.6	2205.4
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
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

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	25,379.45	17.62	1.30
标准普尔 500 指数	2,768.78	19.83	1.48
纳斯达克综合指数	7,485.14	45.20	2.13
欧洲			
富时 100 指数	7,026.99	15.65	0.29
德国 DAX 30 指数	11,589.21	13.64	0.43
法国 CAC 40 指数	5,116.79	16.33	0.20
斯托克 600 价格指数	361.67	16.26	0.56
亚洲			
香港恒生指数	25,561.40	9.71	1.17
恒生中国企业指数	10,222.18	7.60	1.28
上海深圳沪深 300 指数	3,134.95	11.29	-1.13
上海证券交易所综合指数	2,550.47	11.69	-2.17
深证综合指数	1,263.81	19.62	-2.51
日经 225 指数	22,532.08	16.34	-0.72
韩国 KOSPI 指数	2,156.26	10.33	-0.26
台湾证交所加权股价指数	9,919.26	13.32	-1.26
标普/澳证 200 指数	5,939.49	16.36	0.74
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,064.47	17.60	0.95
MSCI ACWI 指数	494.47	16.69	1.04
MSCI 新兴市场指数	970.90	11.70	1.70
MSCI 美国指数	2,633.89	20.09	1.48
MSCI 英国指数	2,035.34	15.89	0.19
MSCI 法国指数	148.56	16.59	0.47
MSCI 德国指数	140.99	14.21	0.76
MSCI 中国指数	71.08	11.31	0.77
MSCI 香港指数	13,835.25	9.45	0.74
MSCI 日本指数	1,017.23	13.38	0.22

* 亚洲市场根据 19/10/2018 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	2.18	0.06
美国综合国债 1 年收益率	2.65	0.00
美国综合国债 5 年收益率	3.02	0.01
美国综合国债 10 年收益率	3.17	0.01
美国综合国债 30 年收益率	3.36	0.02
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.28	0.00
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.45	0.02
日本综合国债 1 年收益率	-0.15	-0.01
日本综合国债 10 年收益率	0.15	0.00
德国综合国债 1 年收益率	-0.69	-0.07
德国综合国债 10 年收益率	0.41	-0.09
中国基准利率	4.35	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.88	-0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	3.38	-0.03
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	3.56	-0.03
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.45	0.01
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.66	-0.03
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	0.69	-0.02
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.55	-0.09
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.29	-1.43
离岸人民币拆放利率-1 个月	4.12	-0.98
公司债 (穆迪)		
Aaa	4.13	-0.03
Baa	5.07	-0.01

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	68.70	-3.70
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	79.35	-1.31
天然气期货	美元/百万英	3.19	0.82
基本金属			
LME 原铝现货 (\$)	美元/吨	2,007.50	-0.27
铜期货	美元/磅	274.55	-1.96
LME 钢筋期货	美元/吨	500.00	0.40
LME 铅现货 (\$)	美元/吨	1,981.00	-1.69
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,226.68	0.80
黄金期货	美元/盎司	1,229.00	0.57
现货银	美元/盎司	14.61	0.21
现货铂	美元/盎司	831.13	-0.85
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	370.00	-1.00
小麦期货 (CBT)	美元/蒲式耳	511.25	-1.16
11 号糖 (全球)	美元/磅	13.75	5.20
大豆期货	美元/蒲式耳	864.75	-0.32

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	96.03	0.85
欧元/美元	1.15	-0.95
英镑/美元	1.30	-0.81
澳大利亚元/美元	0.71	-0.03
美元/加拿大元	1.31	0.23
美元/日元	112.41	0.18
美元/瑞士法郎	1.00	0.37
人民币中间价指数	6.94	0.39
美元/中国人民币	6.93	0.13
交割远期		
人民币 12 月无本金	7.02	0.07
美元/中国境外即期汇率	6.94	0.26
美元/港币	7.84	0.06
人民币/港币	1.13	-0.08
中国境外即期汇率/港币	1.13	-0.17
美元/韩元	1,132.10	0.06
美元/新台币	30.97	0.28
美元/新加坡元	1.38	0.05
美元/印度卢比	73.49	-0.86

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