

研究报告

中国：2018 年上半年经济保持稳健增长，但前景转向谨慎

2018 年 07 月 17 日，星期二

全德健, CFA

Suan.TeckKin@uobgroup.com

何玮珍

Ho.WoeiChen@uobgroup.com

- 继之前三个季度增长 6.8 %，中国 2018 年第二季度 GDP 增速有所放缓，与市场预期的同比增长 6.7% 一致。经季节性因素调整后，2018 年第二季度的经济环比增长从第一季度的 1.4% 上升至 1.8%，高于预期的 1.6%。
- 在公布的数据中，国家统计局（NBS）表示，上半年经济增长稳健，“为实现全年经济社会主要发展目标打下良好基础”，但要注意到“外部环境不确定性增多以及国内结构调整处于攻关期”。
- 展望未来，由于美国对首批 340 亿美元中国商品加征关税已于 7 月 6 日开始生效，贸易紧张局势的直接影响将开始显现在接下来的经济数据中。鉴于中国 GDP 在 2018 年上半年实现了 6.8% 的稳健同比增速，我们预计 2018 全年的 GDP 增长结果将不会显著疲软。假设下半年 GDP 增速继续放缓至 6.5% 左右，那么全年 GDP 增速仍将维持在 6.6 - 6.7%（2017 年：6.9%）区间内，符合“约 6.5%”的 GDP 增长官方目标。然而，为了反映贸易争端不断增加的下行风险，我们将中国 2018 年的 GDP 增长预测从 6.7% 略微下调至 6.6%。我们认为主要的影响会是在 2019 年的经济表现中，但这在很大程度上取决于美国将采取的进一步贸易投资措施以及中国的回应。
- 中共中央政治局将于本月召开年中经济会议，评估 2018 年下半年的经济方向。鉴于中美贸易紧张局势，今年的会议显得尤为重要。
- 我们继续认为中国央行在 2018 年下半年或将进一步定向性降准以支持经济。至于利率，更大的增长风险可能会使中国央行推迟加息，因为中国央行在美联储于 6 月份上调联邦基金目标利率后并没有提高公开市场操作（OMO）利率。鉴于美元走强，中美贸易紧张局势加剧以及我们最近略微下调中国 2018 年的 GDP 增长预测，我们正在更新美元兑人民币汇率的预测。

中国经济 2018 年第二季度持续增长，但因贸易局势紧张面临越来越大的下行风险

中国 2018 年第二季度 GDP 增长数据于周一（7 月 16 日）公布，数据肯定了中国在今年上半年的稳定增长。继之前三个季度增长 6.8 后，第二季度 GDP 增速有所放缓，与市场预期的同比增长 6.7% 致。这使得 2018 年上半年的经济增长率稳定在同比增长 6.8%。经季节性因素调整后，2018 年第二季度的经济环比增长从第一季度的 1.4% 上升至 1.8%，高于预期的 1.6%。

2018 年第二季度，第一产业维持同比增长 3.2%，与第一季度相似；第二产业的同比增速从第一季度的 6.3% 放缓至 6.0%；第三产业的同比增速从第一季度的 7.5% 上升至 7.8%。

其他 6 月份经济数据普遍显示经济增长放缓，但现阶段还不至于过分担忧。6 月份工业生产同比增长 6.0%，低于 5 月份的 6.8%，而固定资产投资增速从 5 月的 6.1% 继续放缓至年初至今的 6.0%。虽然 6 月份的零售销售增速从 5 月份的 8.5% 反弹至 9.0%，但近期的增速较 2017 年的 10.2% 有明显下滑。与此同时，尽管网上零售活动的增速在 2018 年第二季度有所放缓，但仍继续保持在 30% 以上。总体而言，通胀前景依然温和，6 月份消费者物价指数（CPI）和生产者价格指数（PPI）分别同比增长 1.9% 和 4.7%。

经济中持续的去杠杆化进程也使得 M2 货币供应和社会融资总额（TSF）的同比增速在 6 月份均创历史低点，分别为 8.0% 和 9.8%。TSF 同比增速放缓还反映影子银行相关活动有所减少，而银行贷款继续保持增长。

就经济数据而言，我们对下半年经济增长或将放缓的预期保持不变，但随着中美贸易紧张局势的加剧，经济面临的下行风险似乎更大。在公布的数据中，国家统计局（NBS）表示，上半年经济增长稳健，“为实现全年经济社会主要发展目标打下良好基础”，但要注意到“外部环境不确定性增多以及国内结构调整处于攻关期”。国家统计局发言人表示，尽管下半年将面临贸易挑战，但房地产投资将继续以强劲的速度增长，基础设施投资预计将保持稳定。

美国对首批 340 亿美元中国商品加征关税已于 7 月 6 日开始生效，贸易紧张局势的直接影响将开始显现在接下来的经济数据中。鉴于中国 GDP 在 2018 年上半年实现了 6.8% 的稳健同比增度，我们预计今年的 GDP 增长结果将不会显著疲软。假设下半年 GDP 增长继续放缓至 6.5% 左右，那么全年 GDP 增长率仍将维持在 6.6 - 6.7%（2017 年：6.9%）区间，符合“约 6.5%”的 GDP 增长官方目标。然而，为了反映贸易争端不断增加的下行风险，我们将中国 2018 年的 GDP 增长预测从 6.7% 略微下调至 6.6%。我们认为主要的影响会是在 2019 年的经济表现中，但这在很大程度上取决于美国将采取的进一步贸易投资措施以及中国的回应。

中共中央政治局将于本月召开年中经济会议，评估 2018 年下半年的经济方向。鉴于中美贸易紧张局势，今年的会议显得尤为重要。

中国将进一步定向性降准以支持经济

到目前为止，中国央行今年已经三次下调存款准备金率，其中最新一次降准于 7 月 5 日生效，恰好发生在美国首次直接对中国产品加征关税之前。7 月份定向降准 50 个基点是为了支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资，而 4 月份定向降准 100 个基点则是为了释放资金给银行，用以偿还央行的中期借贷便利（MLF）贷款。降准的定向性质与央行当前的“稳健中性”政策立场以及政府的目标（包括去杠杆化、改革和预防金融风险）相一致。我们继续认为中国央行在 2018 年下半年或将进一步定向性降准以支持经济。

至于利率，更大的增长风险可能会使中国央行推迟加息，因为中国央行在美联储于 6 月份上调联邦基金目标利率后并没有提高公开市场操作（OMO）利率。这与今年早些时候的情况有所不同，当时中国央行分别在 2018 年 3 月和 2017 年 12 月小幅上调 OMO 利率，与美联储加息同步。

鉴于美元走强，中美贸易紧张局势加剧以及我们最近略微下调中国 2018 年的 GDP 增长预测，我们正在更新美元兑人民币汇率的预测。

中国关键大数据

	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年 第四季度			2018 年 第一季度			2018 年 第二季度		
%同比变化，另有注明除外	2015 年	2016 年	2017 年	Oct-17	Nov-17	Dec-17	Jan-18	Feb-18	Mar-18	Apr-18	May-18	Jun-18
实际 GDP 同比增长 %	6.9	6.7	6.9		6.8			6.8			6.7	
经季节调整的实际 GDP 环比增长 %	-	-	-		1.6			1.4			1.8	
工业产值	6.1	6.0	6.6	6.2	6.1	6.2	-	-	6.0	7.0	6.8	6.0
国家统计局制造业 PMI	49.7	51.4	51.6	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5
财新-Markit 制造业 PMI	48.2	51.9	51.5	51.0	50.8	51.5	51.5	51.6	51.0	51.1	51.1	51.0
消费者价格指数	1.4	2.0	1.6	1.9	1.7	1.8	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9
生产者价格指数	-5.2	-1.4	6.3	6.9	5.8	4.9	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7
出口（美元价格）	-2.8	-7.7	7.9	6.9	12.3	10.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3
进口（美元价格）	-14.1	-5.5	15.9	17.2	17.7	4.5	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1
贸易差额 (USD bn)	603.0	547.1	435.3	38.2	40.2	54.7	20.3	33.8	-5.0	28.4	24.9	41.6
新贷款 (RMB bn 变化)	11,720.0	12,650.0	13,530.0	663.2	1,120.0	584.4	2,900.0	839.3	1,120.0	1,180.0	1,150.0	1,840.0
合计融资 (RMB bn 变化)	15,406.3	17,802.2	19,444.5	1,035.7	1,612.8	1,148.1	3,061.0	1,167.1	1,357.2	1,575.0	760.8	1,180.0
M2	13.3	11.3	8.2	8.9	9.1	8.1	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0
年初至今城市固定资产投资	10.0	8.1	7.2	7.3	7.2	7.2	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0
零售	10.7	10.4	10.2	10.0	10.2	9.4	-	-	10.1	9.4	8.5	9.0

来源：CEIC、彭博社、国家统计局以及大华银行全球经济与市场研究部。除标注外所有数据均为单月数据。

免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。

公司注册编号 193500026Z