

宏观观点评

中国：第三季度制造业增长放缓表明中美贸易紧张局势开始出现负面影响

2018年10月19日星期五

Ho Woei Chen

经济学家

Ho.WoeiChen@uobgroup.com

Peter Chia

高级外汇策略师

Peter.ChiaCS@uobgroup.com

- 中国报告 2018 年第三季度 GDP 增速从 2018 年第二季度的 6.7% 降至 6.5% (彭博社: 6.6%; 大华银行: 6.5%)。2018 年第三季度第二产业增长放缓表明, 中美贸易紧张局势的负面影响开始渗透到经济中。
- 展望未来, 我们预计中国的 GDP 增速将在 2018 年第四季度进一步放缓至 6.4%, 并将 2018 年和 2019 年的中国 GDP 增速预期分别维持在 6.6% 和 6.3%。投资和私人消费可能在短期内遭受更大的打击, 即使因为前置、人民币贬值和美国经济实力等因素出口仍然得到支持。
- 尽管今年年底前可能会再次下调存款准备金率 (RRR), 但我们仍然预期中国央行至少在未来 6 个月内将基准 1 年期贷款利率维持在 4.35%。
- 尽管对 GDP 增速放缓的反应微弱, 但人民币的贬值压力似乎正在重建。我们认为, 到 2018 年底、2019 年第一季度、2019 年第二季度以及 2019 年第三季度人民币将分别逐步走软至 6.95、7.00、7.10 和 7.10。

2018 年第三季度继续走在逐渐放缓的道路上

中国报告 2018 年第三季度 GDP 增速从 2018 年第二季度的 6.7% 降至 6.5% (彭博社: 6.6%; 大华银行: 6.5%)。这虽然略低于市场预期, 但符合我们的预测。今日的数据显示, 年初至今 GDP 同比增长 6.7%, 低于 2017 年同期的 6.9%。经季节性调整的环比增速也从第二季度的 1.7% 稍微放缓至 1.6%。

尽管 9 月贸易数据强劲 (请参阅我们的报告“[中国: 9 月贸易数据继续绘制温和前景](#)”), 但 2018 年第三季度制造业增长放缓表明中美贸易紧张局势的负面影响开始渗透到经济中。2018 年第三季度第二产业的增长率从 2018 年第二季度的 6.0% 急剧下降至 5.3%, 而第一产业和第三产业的增长率分别从 2018 年第二季度的 3.2% 和 7.8% 上升至 3.6% 和 7.9%。

中国今日还公布了 9 月份的其他经济指标: 9 月工业生产增长从 8 月份的 6.1% 放缓至 5.8%, 但零售额和固定资产投资 (FAI) 年初至今的同比增长率分别从之前的 9.0% 和 5.3% 上升至 9.2% 和 5.4%。9 月调查的失业率从 8 月的 5.0% 小幅下降至 4.9%。

在 10 月 19 日发布的数据中, 国家统计局表示, 2018 年前三季度经济活动仍处于合理范围内并整体保持稳定, 但国内重组中外部挑战的增加已经增加了下行增长风险。这重申了政府对深化改革, 扩大有效需求, 稳定金融体系、贸易、就业市场和投资的承诺。

展望未来, 我们预计中国的 GDP 增速将在 2018 年第四季度进一步放缓至 6.4%, 并维持 2018 年和 2019 年的中国 GDP 增速预期分别在 6.6% 和 6.3%。投资和私人消费可能在短期内遭受更大的打击, 即使因为前置、人民币贬值和美国经济实力等因素出口仍然得到支持。相比之下, 国际货币基金组织最近修订的对中国 2018 年和 2019 年 GDP 增速的预测 (在 10 月份的审查中) 分别为 6.6% 和 6.2%。

维持政策扶持

由于公布数据继续显示中国经济增长放缓, 预计国内货币和财政政策将积极主动地缓解中美贸易冲突的进一步负增长影响。鉴于中美尚未有任何解决方案的迹象, 关税措施很可能会加速进行, 届时中美贸易冲突可能会进一步恶化。到 2019 年, 最新一轮价值 2000 亿美元的中国产品的关税税率将从目前的 10% 提高到的 25%。此外, 美国总统特朗普还威胁要扩大关税的征收范围, 将所有出口到美国的中国产品都纳入其中。

因此，政策制定者保持利率宽松是适当的。尽管今年年底前可能会再次下调[存款准备金率](#)（RRR），但我们仍然预期中国央行至少在未来 6 个月内将基准 1 年期贷款利率维持在 4.35%。

由于采取了缓解信贷条件的措施，包括今年迄今为止的四次降准，因此国内流动性已经放缓，这一点从银行同业市场的融资成本下降就可以看出。7 月份，银行间市场交易的基准 7

天回购利率已达到 2.55%，低于中国央行提供的 7 天逆回购利率，这是自 2005 年 9 月以来首次达到这一水平。该利率目前徘徊于 2.60% 左右。

周三公布的数据显示，9 月份社会融资总额（TSF）依然强劲，本币贷款持续增加，这与实施信贷扩张以支持国内经济增长的动作一致。在年初至今的基础上，尽管由于去杠杆化的努力，TSF 与去年同期相比有所放缓，但我们注意到本币贷款实际上已经增加。这符合当局要求扩大中小企业贷款供应的呼吁。

尽管经济增长前景疲弱，但充足的市场流动性可能会消除中国央行降息带来的即时压力。此外，中国央行重申其谨慎和中立的货币政策立场，任何向广泛政策宽松的转变都可能加速资本外流，并给人民币带来进一步的下行压力。由于利率变动的分歧，中美国债收益利差已经缩小。

尽管如此，正如中国央行行长易纲指出的那样，如果经济下行风险显著增加，则利率仍然是中国央行可以使用的货币工具之一。

外汇展望：美元兑人民币看起来将继续向关键的 7.00 水平上行

外汇市场对中国 GDP 增速放缓的直接反应令人意外地微弱。美元兑离岸人民币汇率上涨 40 点至 6.9440，之后回落至 6.9400，当天收盘持平。由于中国央行将其每日参考汇率设定在 2017 年 1 月以来的最低水平，即 6.9385，美元兑在岸人民币也几乎没有变化，为 6.9370。

自 10 月初以来，人民币的贬值压力似乎正在重建。到目前为止，离岸人民币的 3 个月认沽期权目前在 21 个月内以可比较的看涨期权进行最大的区间交易。此外，与 8 月中旬相比，虽然彼时美元兑离岸人民币的现货水平位于当前水平（6.9400）附近，但目前期权利率大幅回升至关键的 7.00 水平之上。考虑到对该水平的浓厚兴趣，我们可以合理地预期中国央行或将在其接近 7.00 时会介入，以平稳货币走势并控制贬值压力。总体而言，我们认为到 2018 年底、2019 年第一季度、2019 年第二季度以及 2019 年第三季度，人民币将分别逐步走软至 6.95、7.00、7.10 和 7.10。

请点击链接访问中国国家统计局的[新闻稿](#)

中国主要宏观经济数据

	2015 年	2016 年	2017 年		2018 年第一 季度			2018 年第二 季度			2018 年第三 季度	
同比实际 GDP 增长 (%)	6.9	6.7	6.9			6.8			6.7			6.5
经季调后季度实际 GDP 增长 (%)						1.5			1.7			1.6
同比变化 (%), 备注除外	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1 月	2018 年 2 月	2018 年 3 月	2018 年 4 月	2018 年 5 月	2018 年 6 月	2018 年 7 月	2018 年 8 月	2018 年 9 月
工业产出	6.1	6.0	6.6			6.0	7.0	6.8	6.0	6.0	6.1	5.8
CFLP 制造业 PMI	49.7	51.4	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8
财新 Markit 制造业 PMI	48.2	21.9	51.5	51.5	51.6	51.0	51.1	51.1	51.0	50.8	50.6	50.0
CPI	1.4	2.0	1.6	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.5
PPI	-5.2	-1.4	6.3	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1	4.7	4.6	4.1	3.6
出口 (美元标价)	-2.8	-7.7	7.9	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6	11.3	12.2	9.8	14.5
进口 (美元标价)	-14.1	-5.5	15.9	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0	14.1	27.3	20.0	14.3
贸易平衡 (十亿美元)	603.0	547.1	435.3	20.3	33.8	5.0	28.4	24.9	41.5	28.0	27.9	31.7
新增贷款 (十亿人民币)	11,720.0	12,650.0	13,530.0	2,900.0	839.3	1,120.0	1,180.0	1,150.0	1,840.0	1,450.0	1,128.0	1,380.0
总融资 (十亿人民币)	15,460.3	17,802.2	19,444.5	3,067.3	1,185.4	1,568.5	1,772.6	945.	1,485.2	1,216.1	1,928.6	2,205.4
M2 货币供应	13.3	11.3	8.2	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3	8.0	8.5	8.2	8.3
年初至今城市固定资产投资	10.0	8.1	7.2	7.9	7.9	7.5	7.0	6.1	6.0	5.5	5.3	5.4
零售	10.7	10.4	10.2			10.1	9.4	8.5	9.0	8.8	9.0	9.2

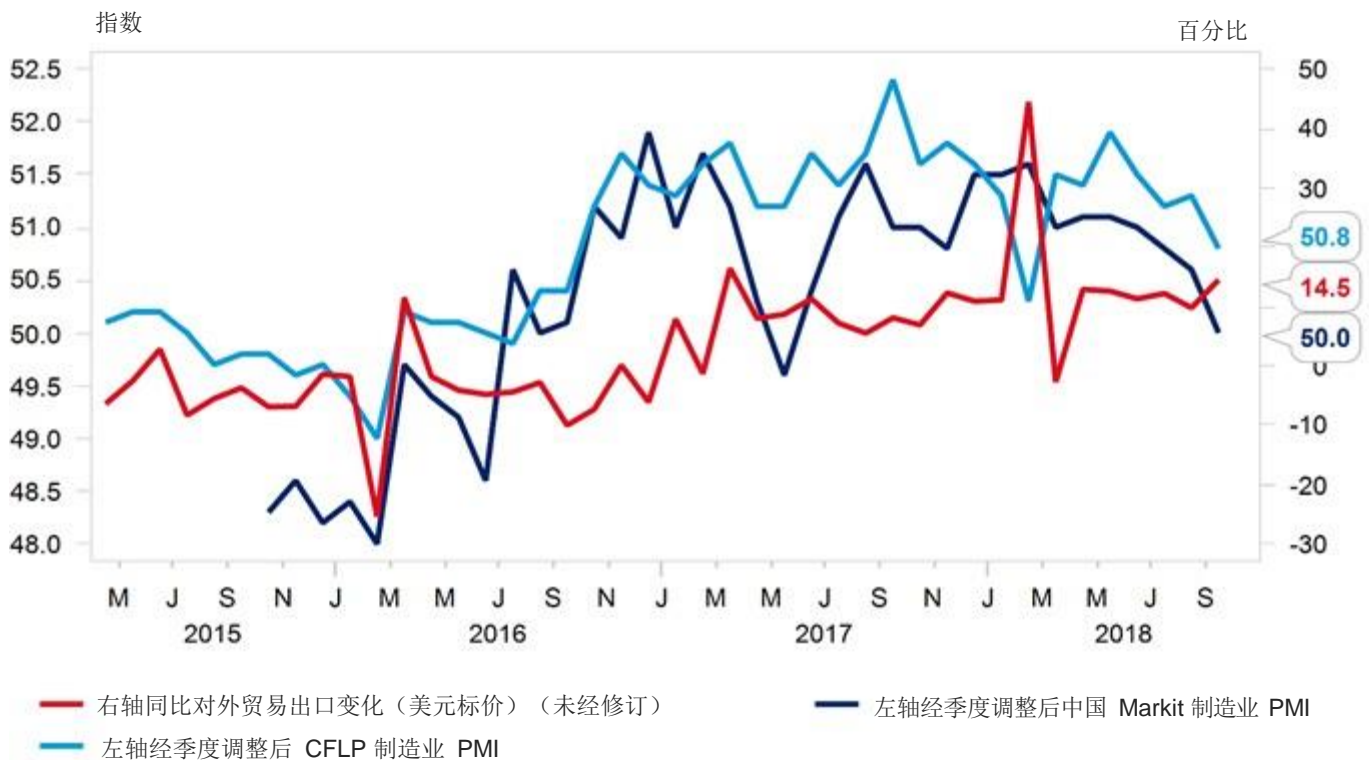
数据来源: CEIC、彭博社、国家统计局、大华银行全球经济与市场研究部预测。除备注外, 所有数据均为单月数据。

中国：实际 GDP 增长率（季率）



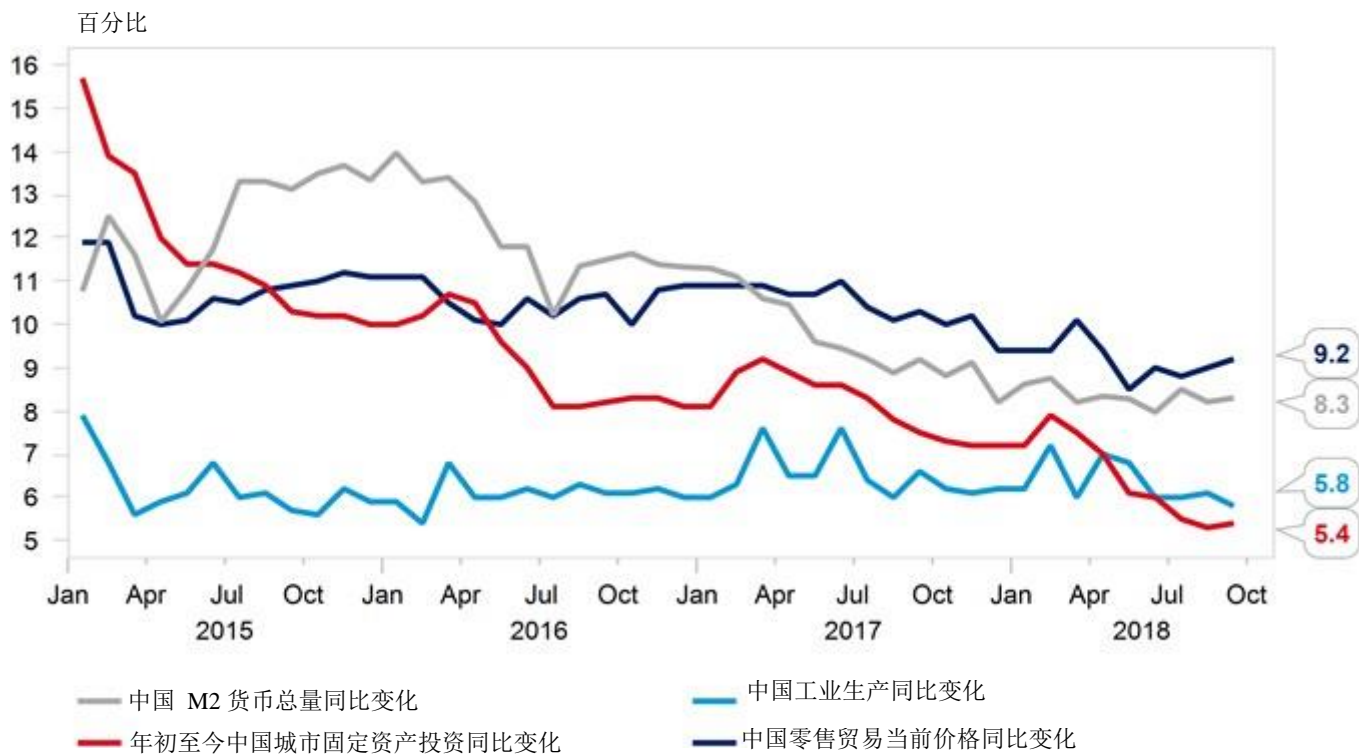
数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

中国出口增长与制造业 PMI



数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

中国：国内经济增长指标



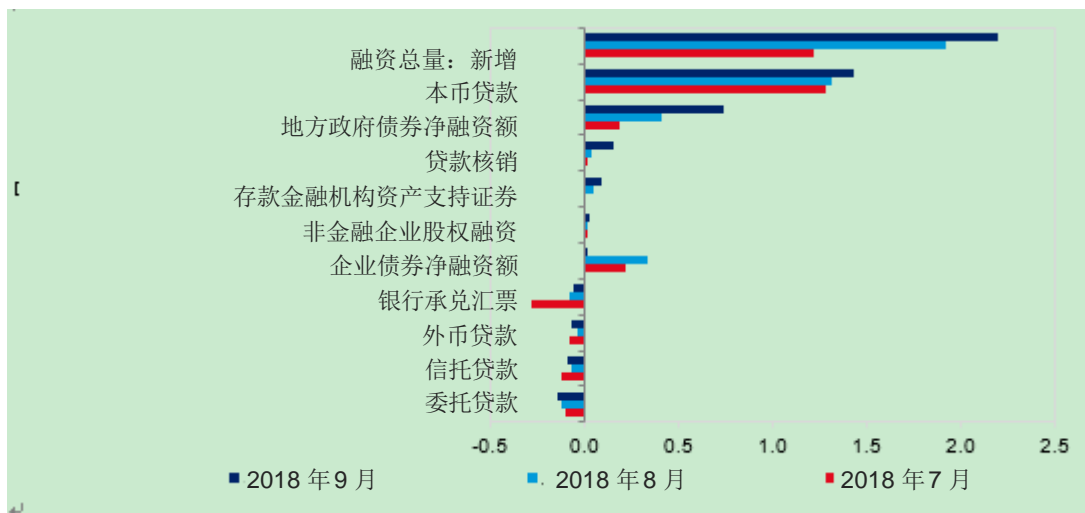
数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

中国：CPI 和 PPI



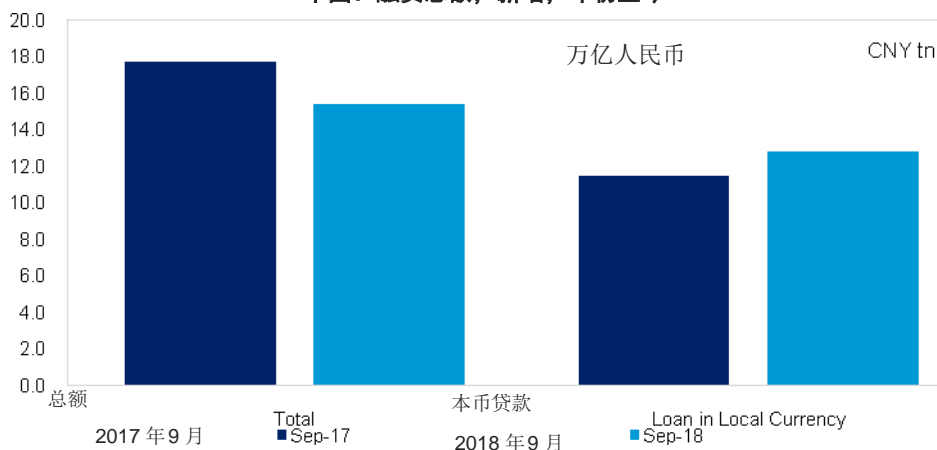
数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

中国：社会融资总量（万亿人民币）



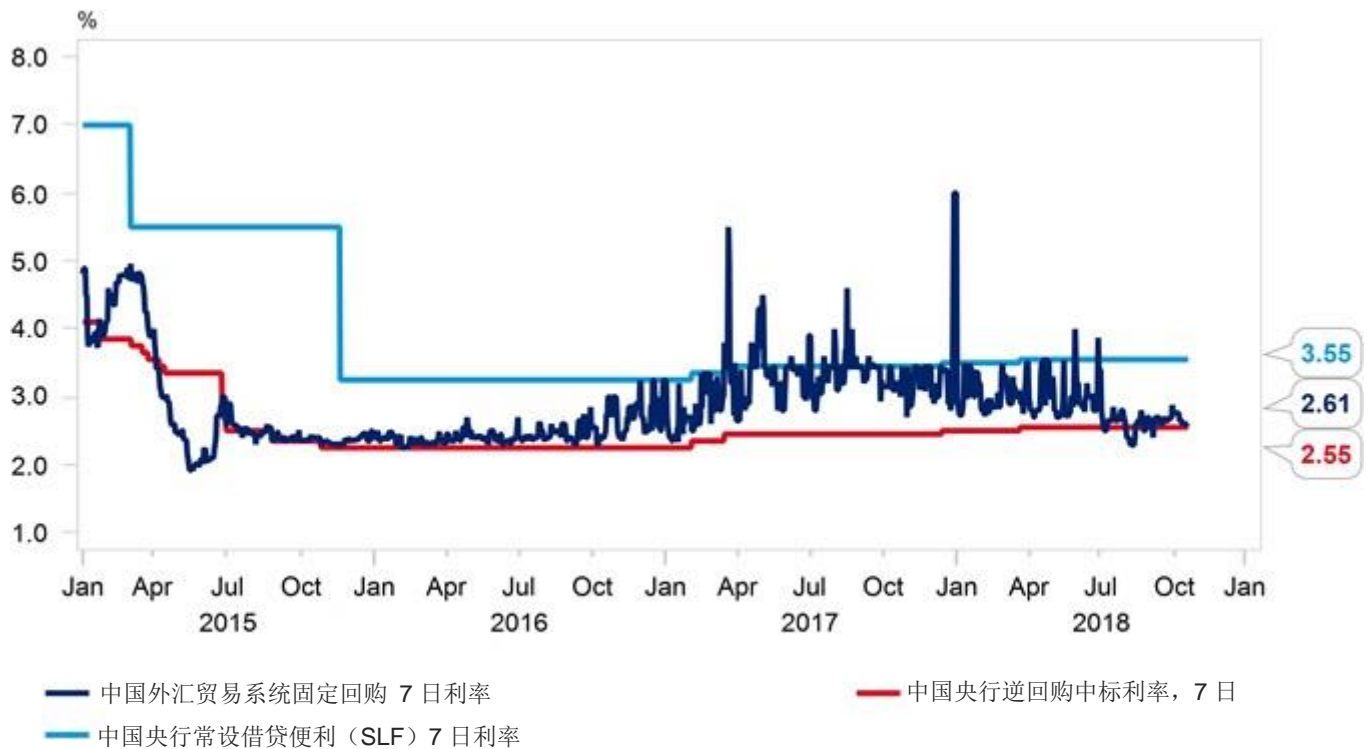
数据来源：CEIC、大华银行全球经济与市场研究部

中国：融资总额，新增，年初至今



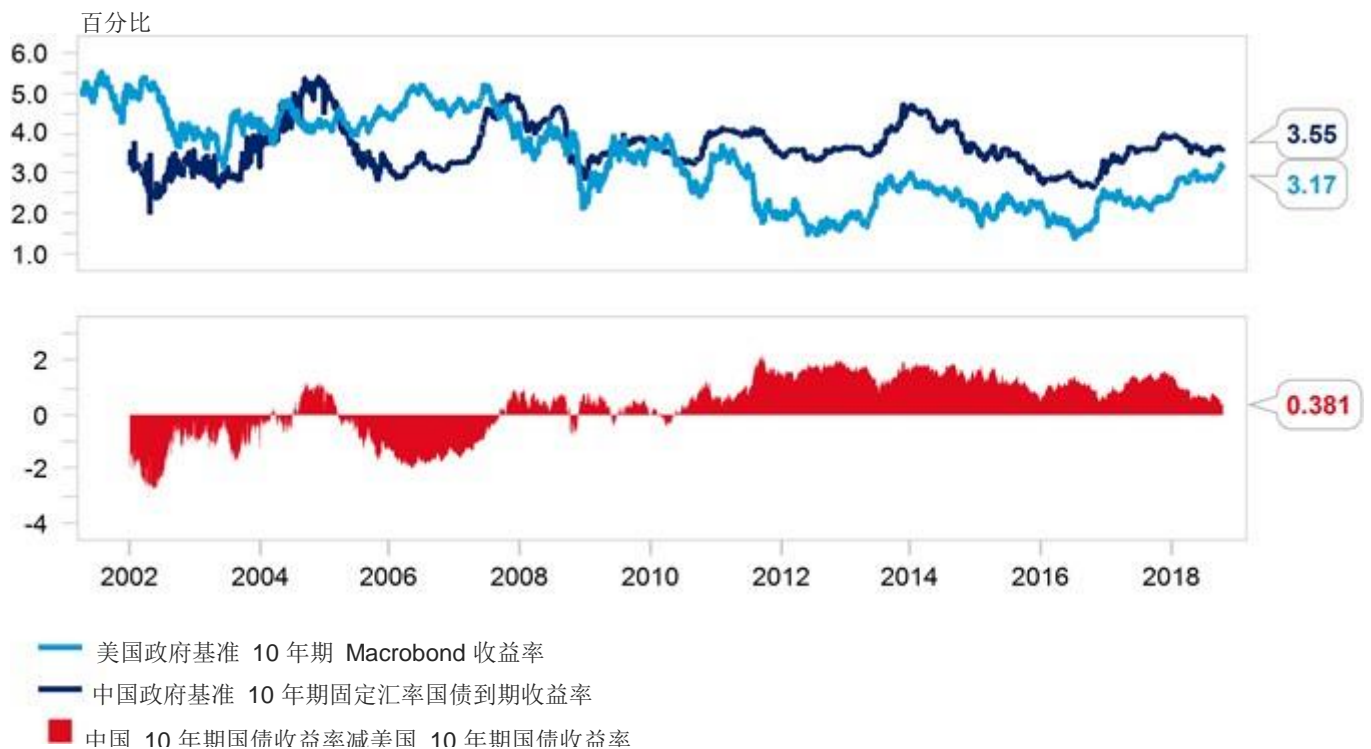
数据来源：CEIC、大华银行全球经济与市场研究部

中国：7日同业利率与政策利率



数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

中国与美国 10 年期国债收益率比较



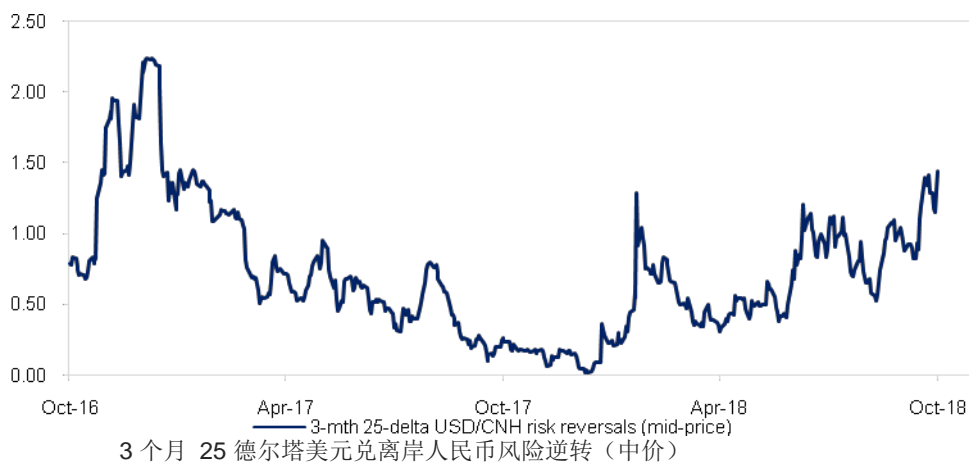
数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

中国，外汇储备



数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

离岸人民币认沽期权以 2017 年 1 月以来最宽的区间交易



数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

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