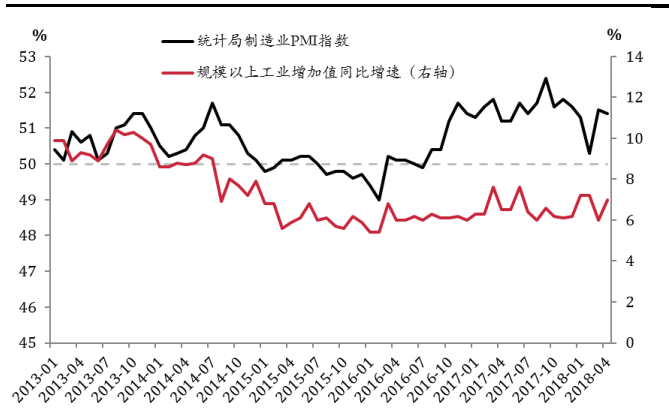


基建投資和消費略遜預期，關注政策微調

- ❖ 國家統計局5月15日發布中國4月份經濟數據。規模以上工業增加值增速反彈，房地產投資增速保持強勁。然而，社會消費品零售總額和基建投資增速略遜於預期，這與我們在2018年4月18日發布的報告中（題為“基礎設施投資和收入增長令人擔憂”）所闡述的主題相呼應。儘管穩健中性的貨幣政策基調保持不變，但綜合分析近期政治局會議、國務院常務會議、央行貨幣政策報告等釋放的政策信號，我們認為貨幣政策與年初相比顯示出邊際寬鬆的跡象，財政政策方面也將更為積極地發力於減稅降費、聚力增效，以應對去杠杆、防風險過程中經濟出現的下行壓力，以及中美經貿對峙對於中國自身經濟發展的干擾。
- ❖ **規模以上工業增加值增速反彈。**4月份規模以上工業增加值同比增長7.0%，較3月份的6.0%有所回升。采礦業的增加值增長連續第二個月同比下降（4月為-0.2%，3月為-0.9%），但由於今年首兩個月的正增長，1-4月累計錄得正增長0.5%。4月份製造業產出增長從1Q18的7.0%加快至7.4%。分行業看，汽車製造業，專用設備製造業，汽車製造業，計算機、通信和其他電子設備製造業在單月均錄得雙位數增長。高技術產業和裝備製造業繼續領跑行業，在4月份分別錄得同比增長11.8%和10.3%。電力、熱力、燃氣及水生產和供應業4月份增長8.8%，自年初累計增長10.3%。總體而言，1-4月規模以上工業增加值同比增長6.9%，高於我們的年度預測值6.6%。

圖 1: 4 月份規模以上工業增加值同比增長 7.0%



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

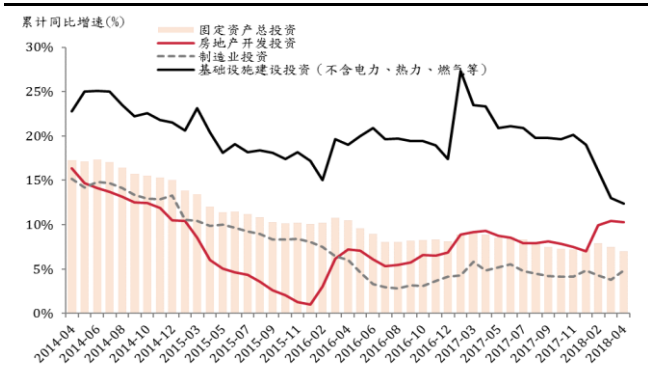
- ❖ **基建投資增速繼續下探，製造業投資回升。**1-4月城鎮固定資產投資增速收窄至7.0%，一季度為7.5%，並較去年同期下降1.9個百分點。製造業投資1-4月同比增長4.8%，增速較一季度的3.8%明顯回升。計算機、通信和其他電子設備製造業是固定資產投資增長最快的行業之一。基建投資（不包括公用事業）仍是最大的擔憂，1-4月的增速從一季度的13.0%和2017年的19.0%進一步下降至12.4%。

丁文捷 博士

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 2: 製造業投資增速四月出現回升

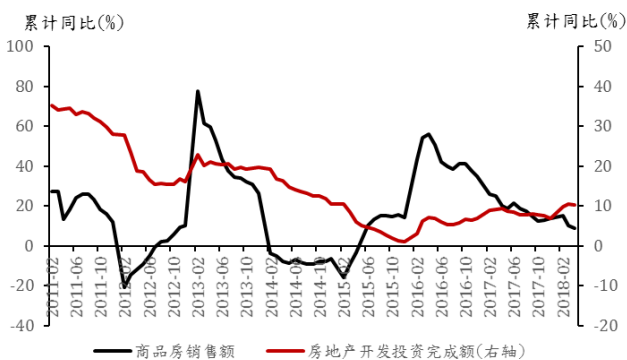


資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

❖ **基礎設施投資增速未來可能企穩。**基礎設施投資增速今年以來明顯下降，主要歸因于中央加強地方預算執行管理、嚴控地方政府債務風險，使得地方政府資金來源受到明顯約束。各項政策中，財政部去年11月發布的92號文和今年4月發布的23號文影響較大，其中92號文旨在規範PPP項目，23號文則加強地方債全鏈條管理，要求國有金融企業除了購買地方政府債券外，不得直接或間接為地方政府提供融資。但我們也觀察到，最近的財政部和國務院常務會議推出的舉措很可能抵消上述政策的負面影響。我們將在下文更詳細地討論。

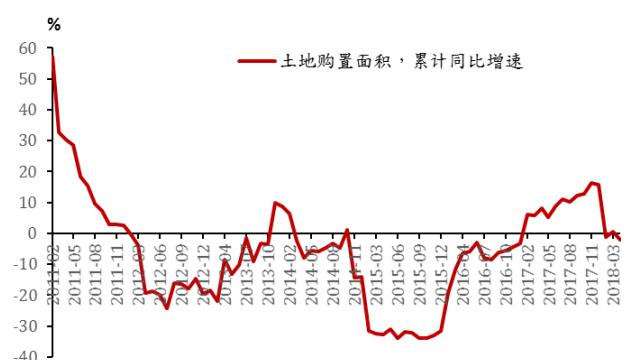
❖ **房地產投資：短期內保持中性判斷，長期并不樂觀。**自今年初以來，民間固定資產投資增速超過整體投資增速，1-4月錄得同比增長8.4%，這主要是由於年初至今超預期的房地產投資增速。在此，我們重申對中國房地產開發投資的短期前景持中性態度，因為去年土地購買增速較快且今年迄今為止商品房銷售增速亦保持穩健。然而，長期前景依然令人懷疑。今年1-4月土地購買量同比下降2.1%，而去年全年為同比增長16%。儘管大型開發商逐漸在開拓存量市場中的併購機會，但這種趨勢可能更多與行業整合相關，對投資的拉動作用有限。并且，房地產融資收緊也將使未來的投資承壓。

圖 3: 房地產開發投資增速及商品房銷售額增速



資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

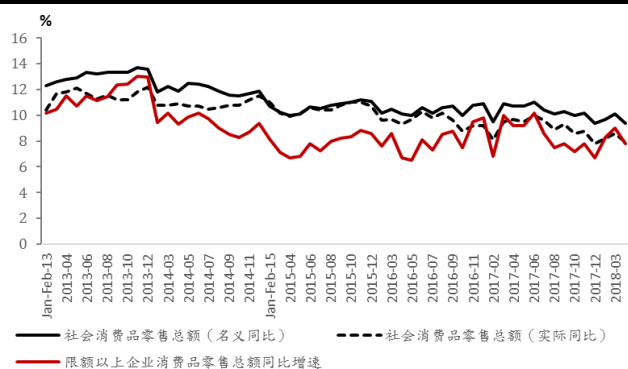
圖 4: 土地購置面積 1-4 月同比下降 2.1%



資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

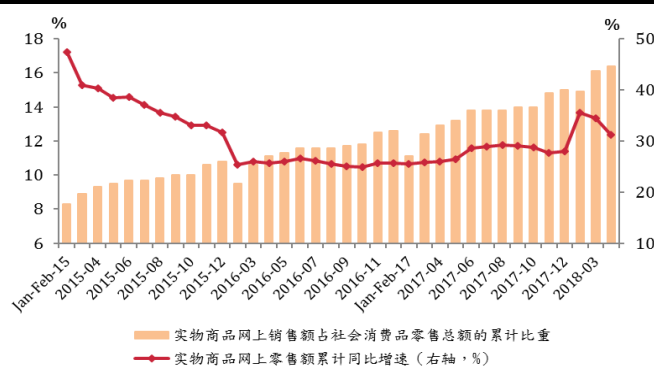
- ❖ **社會消費品零售總額增速放緩。**正如我們在4月18日的報告中指出的那樣，可支配收入增長低於實際GDP增長可能會影響未來幾個月的消費增長。4月的消費數據一定程度上驗證了我們的觀點。4月份社會消費品零售總額同比增長9.4%，比3月下降0.8個百分點，增速再次跌至個位數。4月份限額以上商品零售額同比增長7.8%，比3月下降1.2個百分點。汽車銷售增長勢頭放緩，3月和4月均僅增長3.5%。首四個月，社會消費品零售總額同比增長9.7%，低於全年10.1%的預期。然而，從積極的一面來看，未來可能還將出臺一系列鼓勵消費的政策，包括降低進口商品價格，刺激內需以及個人所得稅改革等，鼓勵擴大內需。

圖 5: 社會消費品零售總額 4 月份同比增長 9.4%



資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

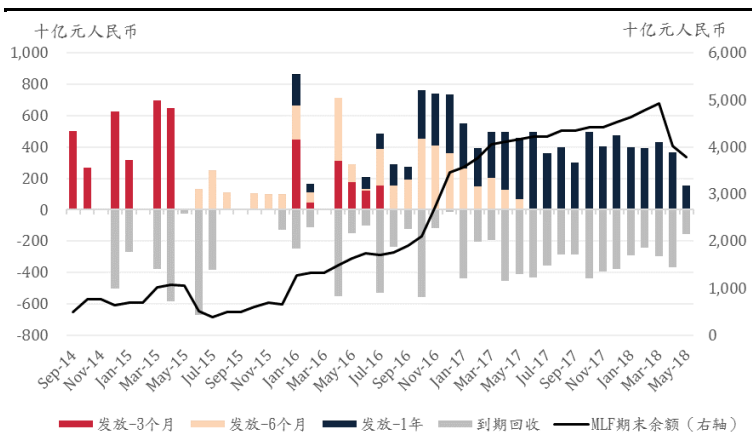
圖 6: 網上實物商品銷售額 4 月份同比增長 31.2%



資料來源：國家統計局、萬得數據、招銀國際研究

宏觀政策微調，顯示放鬆迹象

- ❖ **重提“擴大內需”。**儘管穩健中性的貨幣政策基調保持不變，但綜合分析近期政治局會議、國務院常務會議、央行貨幣政策報告等釋放的政策信號，我們認為貨幣政策與年初相比顯示出邊際寬鬆的迹象，財政政策方面也將更為積極地發力於減稅降費、聚力增效，以應對去杠桿、防風險過程中經濟出現的下行壓力，以及中美經貿對峙對於中國自身經濟發展的干擾。4月23日政治局會議自2015年以來首次重提“擴大內需”（原文為“把加快結構調整與持續擴大內需結合起來”），我們視為宏觀政策邊際寬鬆的重要信號之一。在支持實體經濟發展方面，提及要繼續“減稅降費，降低企業融資、用能和物流成本”。
- ❖ **貨幣政策顯示出邊際寬鬆。**首先是定向降准：4月25日開始，央行下調部分銀行準備金率100個基點，將額外釋放4000億元扶持小微企業，同時逐步置換中期借貸便利（MLF）9000億元，起到優化流動性結構的意圖。在本次降准置換之前今年尚有3萬億左右餘量MLF到期，**按照置換式降准的思路，我們預計今年還有1次類似規模的降准，可能出現在三季度（8月份或9月份）。**其次，四月底正式出臺的資管新規也較預期更為寬鬆，過渡期較此前的徵求意見稿額外延長1.5年，以預防因監管硬著陸帶來的風險。

圖 7: 4 月 25 日部分金融機構使用降准釋放的資金償還 MLF 9,000 億元


資料來源：央行、招銀國際研究

- ❖ **積極的財政政策將繼續發力減稅降費。**今年3月和4月的國務院常務會議分別推出兩輪減稅措施，降低企業及個人稅負。3月份的措施包括製造業、交通運輸、建築、基礎通信服務等行業增值稅率調整，上調增值稅小規模納稅人標準，對裝備製造等先進製造業、研發等現代服務業的進項稅額予以一次性退還等，預計全年將減輕市場主體稅負超過4000億元。4月份推出的7項措施，主要針對科技型、創新型企業和個人，預計全年減稅600多億元。目前以上對企業的減稅措施已陸續實施，個人所得稅相關優惠政策政策于7月1日起實施。“兩會”期間政府工作報告提及今年預計減稅8000多億元，降費3000億元的目標。按照目前減稅4600多億元的進度推算，未來減稅降費領域還將有新政策出現，尤其是涉及個人所得稅優惠方面。
- ❖ **更多政策穩基建增速。**財政部4月25日公布《關於加強地方預算執行管理，加快支出進度的通知》(65號文)，旨在提高財政資金運用效率，加快財政支出節奏，推進盤活存量資金，以支持經濟發展亟需資金支持的領域。5月2日國務院常務會議，提到將在16個地區開展試點，實現工程建設項目審批時間壓縮一半以上，明年上半年推向全國。上述兩項措施的落實，預計將一定程度上緩衝地方政府債務管理對基建投資帶來的負面影響。

圖 8: 主要中國經濟指標及預測

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.6	n.a.	7.2	6.0	7.0
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	7.0	n.a.	7.9	7.5	7
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	10.1	n.a.	9.7	10.1	9.4
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	1.8
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.4
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	6.9	11.1	44.5	-2.7	12.9
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	10.5	36.9	6.3	14.4	21.5
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	372	20.3	33.7	-5.0	28.8
广义货币供应量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.6	8.6	8.8	8.2	8.3
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	13,824	2,900	839	1,121	1,100
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	20,313	3,060	1,170	1,350	1,600
1年期存款基准利率 (% , 期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率 (% , 期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
USD/CNY即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.35	6.29	6.33	6.28	6.33

資料來源：國家統計局、海關總署、中國人民銀行、萬得數據、招銀國際預測

2018年05月16日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。