

数据没那么好，经济没那么差，政策支持细水长流 ——基于近期宏观数据及政策走向的思考



- ❖ **四月份宏观看点接踵而至。**一季度经济数据陆续公布，“总体平稳，好于预期”；月末中央政治局召开季度例会，定调下一步宏观政策的方向。那么是否如市场所言，“经济已企稳”，“宽松政策宣告结束”？我们对于这样的观点和担忧持保留意见。首先，经济初显企稳迹象，但基础并不牢固，外部扰动风险尚存，仍需“保持定力，攻坚克难”。其次，当前政策着力点在于结构性调整和体制性改革，是长期、多目标、多维度的，并不能用“宽松”或“收紧”这样简单的词汇来概括。短期强刺激手段的必要性减少，但促进形成强大的国内市场、推动全方位对外开放，仍需也仍会得到政策的持续支持。
- ❖ **数据没那么好。**经济初显企稳，主要体现在生产端企稳回升，投资边际改善，市场信心明显提升。但是基础并不牢固。正如政治局会议在肯定一季度成绩的同时，也坦诚指出“经济运行仍然存在不少困难和问题…国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”。在数据层面体现为总需求疲弱带来生产领域价格紧缩，消费和零售数据持续低位增长，就业压力大，企业盈利增速面临下滑压力等。据此，我们仍然维持此前的观点，由于政策传递和改革红利释放存在一定的滞后性，预计中国经济仍将低位运行，明显的改观可能最早于二季度末和三季度显现。
- ❖ **政策仍需持续发力——短期“猛药”让位于改革开放和结构性政策。**促进形成强大的国内市场，引导产业升级需要长期的政策支持，并非短期强刺激能够促成。宽财政，促销费，稳投资政策仍待持续发力。但是从短期维度看，也应警惕部分行业政策较一季度边际收紧的风险，如房地产。
- ❖ **货币政策转向的可能性不大，更关注居民杠杆。**三月份社融和信贷数据总体超出预期，并伴随着M2增速回升，非标转正等正面信号。但细究之下，宽信用的投向值得进一步关注。我们发现，1) 3月份居民短期贷款增加近4,300亿，引发市场和监管对于居民杠杆率的担忧，这部分可能与股市信心复苏和房地产市场交易回升相关，具体投向值得关注；2) 一季度企业中长期贷款增加2.57万亿，同比多增1,600亿左右，而企业短期贷款比去年同期增加4,400多亿，也就是说，真正细水长流到支持实体的增量资金并不如总量数据显示得那么“宽松”，从金融到实体的传导机制和激励机制仍有待改善。综上，我们认为货币政策进一步放松和收紧的可能性都不大，但是会竭力避免走“大水漫灌”的老路，近期监管会着重关注居民加杠杆和房地产泡沫化。由猪肉价格等局部食品行业供给因素推升的CPI应该不会倒逼货币政策收紧。
- ❖ **中美谈判缓和，但面临行业竞争加剧、美国大选带来不确定性等挑战。**贸易谈判进展预计较为顺利，双方目前已开始在技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等方面起草谈判文件。然而正如我们一再提到的，短期气氛虽缓和，但从中长期的视角看，中国的核心技术发展受制约，市场空间广阔的行业（如金融、汽车、信息服务业等）提前面临国际竞争，挑战不容忽视。另外，随着美国国内开始陆续启动2020年大选，中美关系作为重要的变量，容易受到选举进程的扰动，下半年外部风险亦须警惕。

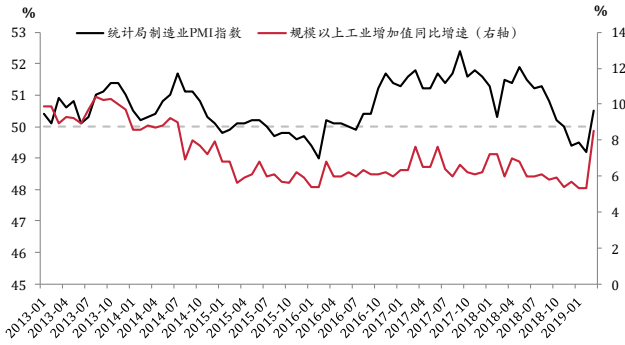
丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

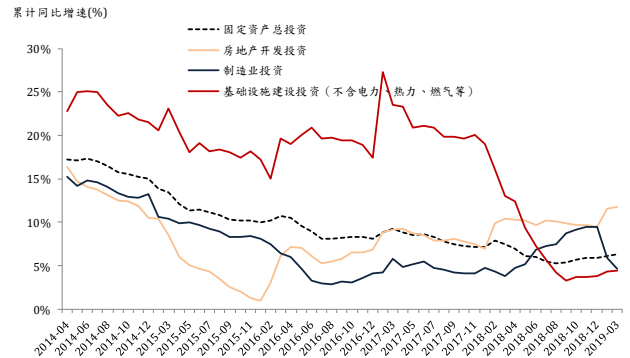
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

图 1: 制造业 PMI 和工业生产企稳复苏



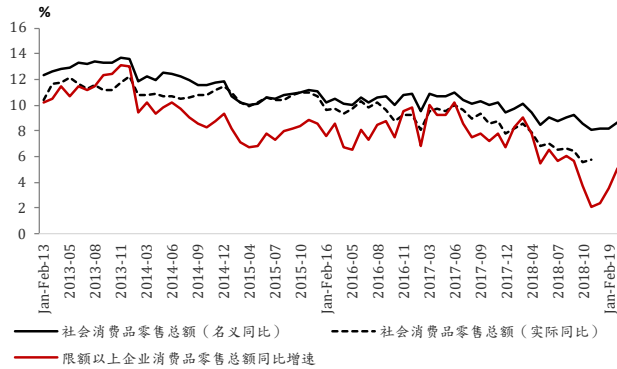
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 2: 固定资产投资边际企稳



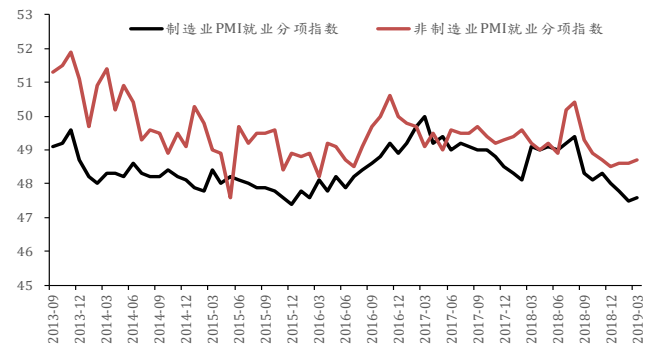
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 3: 消费的企稳略滞后



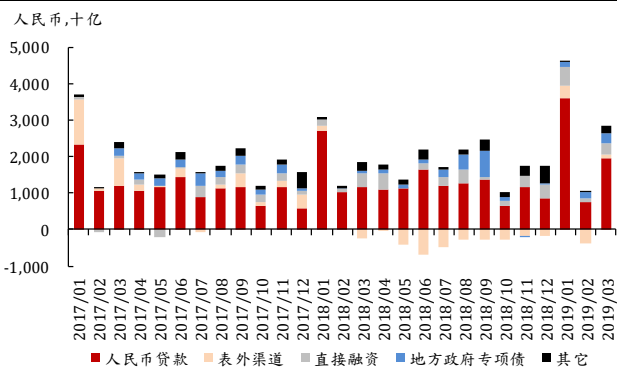
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 4: ... 就业的企稳亦滞后



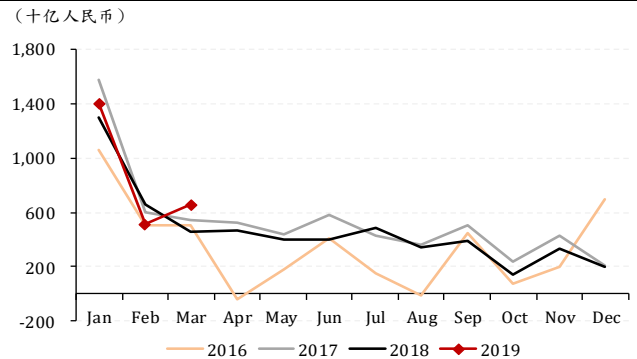
资料来源：国家统计局，万得，招银国际证券

图 5: 3 月份社融增量超预期



资料来源：中国人民银行，招银国际证券

图 6: 新增企业中长期贷款：一季度同比多增约 1,600 亿元



资料来源：中国人民银行，招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。