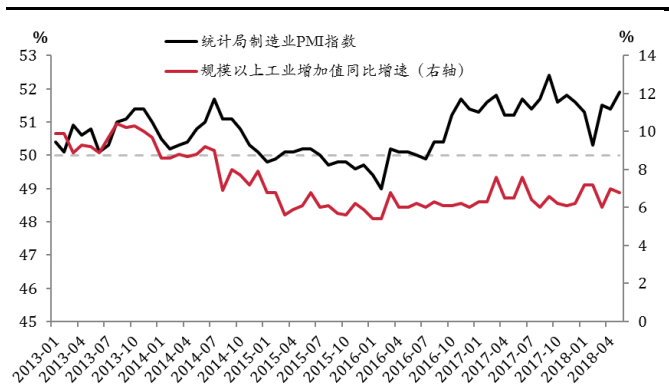


基建投資和消費繼續下探，警惕信用風險蔓延

——五月中國經濟數據點評

❖ **規模以上工業增加值+6.8%；未來環保督查對產出增速影響不大。**5月份規模以上工業增加值同比增長6.8%，較上月份的7.0%小幅回落。采礦業連續兩月負增長後，錄得同比增長3.0%；製造業增速較上月有所回落至6.6%；電力、熱力、燃氣及水生產和供應業同比增幅擴大至12.2%。分行業看，計算機、通信和其他電子設備製造業、汽車製造業、醫藥製造業在單月均錄得雙位數增長。五月末啓動新一輪環保督查“回頭看”，一定程度會制約相關行業（如鋼鐵、水泥、化工等）的產出增速，但邊際作用預計會弱于往年。此外，由于工業新動能和新產業培育較快（高技術產業和裝備製造業繼續領跑行業，在5月份分別錄得同比增長12.3%和9.4%；新能源汽車、工業機器人產出增速在30%以上）；所以環保督查對整體工業產出的抑制作用預計不大，而更多地將影響大宗商品價格和PPI走勢。

圖 1: 5 月份規模以上工業增加值同比增長 6.8%



資料來源：國家統計局、招銀國際研究

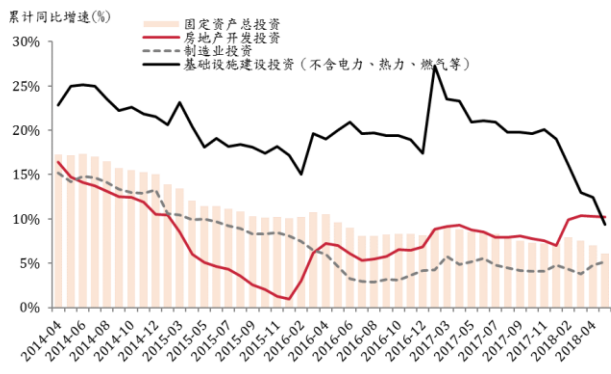
❖ **製造業投資持續回升；基建投資增速加速下探，期待地方債發行高峰。**1-5月城鎮固定資產投資增速由1-4月的7.0%進一步收窄至6.1%，并較去年同期下降2.5個百分點。在高科技、新產業加速培育、製造升級的背景下，製造業投資持續回升，1-5月同比增長5.2%（1-4月+4.8%，一季度+3.8%）。計算機、通信和其他電子設備製造業以及專用設備製造業投資均保持兩位數增速。基建投資仍是最大的擔憂，1-5月的增速加速下滑，較1-4月降低3個百分點至9.4%。可見中央嚴控地方政府債務風險的各項措施產生的負面影響還在繼續發酵，地方政府資金來源受到嚴重約束。從積極的方面看，財政部和國務院相繼于4月底、5月初推出穩基建措施，如加快財政支出、壓縮工程審批時間等；另一方面，地方債發行從4月份開始明顯提速，5月以來多省審議并通過開啓地方債新增債券發行，支持重大項目建設，市場普遍預計6、7月份可能迎來地方債發行高峰。預計以上幾方面因素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，支撐全年基建投資增速保持在10%左右。

丁文捷 博士

電話：(852) 3900 0856

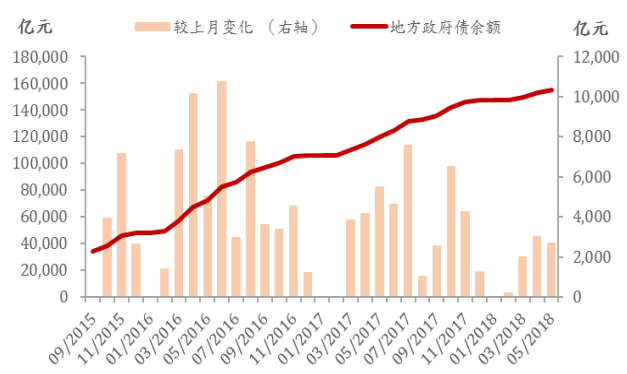
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 2: 基建投資增速加速下滑



資料來源: 國家統計局、Wind、招銀國際研究

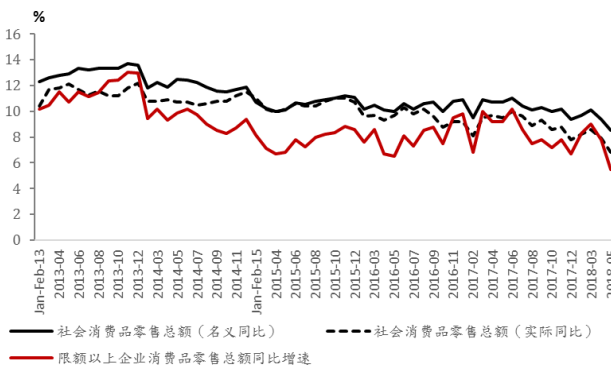
圖 3: 今年地方債發行滯後, 4 月開始出現提速



資料來源: Wind、招銀國際研究

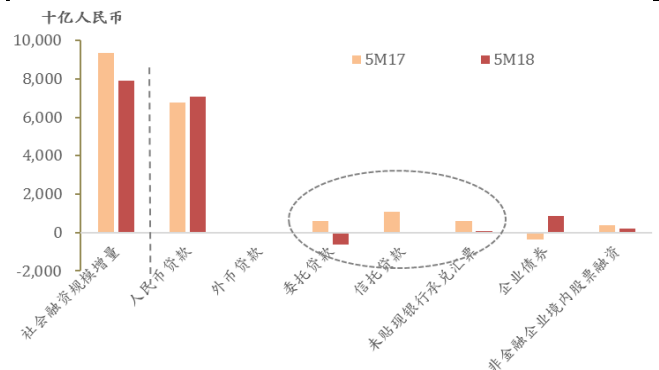
❖ **社會消費品零售總額增速放緩至 8.5%，汽車銷售額同比倒退。**5 月份社會消費品零售總額同比增長 8.5%，比 4 月下降 0.9 個百分點，為近年以來首次跌破 9%。限額以上商品零售額同比增長 5.5%，較上月大幅下降 2.3 個百分點。限額以上汽車銷售增速自 3、4 月份放緩後，5 月份由正轉負，同比倒退 1%，成為拖累當月社會消費品零售總額增長的主要原因之一；其中可能存在消費者觀望進口車稅費降低政策出臺、推遲購買的因素，有待在後續幾個月的汽車銷售數據中得到驗證。另一方面，線上線下的“6.18”購物節加劇了消費數據的季節性，消費者等待打折、推遲購買的心理一定程度上也拉低了 5 月的零售數據表現。整體而言，我們認為今年消費增速將低於去年，一季度可支配收入增長低於實際 GDP 增長是最重要的抑制因素之一。當然未來諸如進口商品關稅降低、個稅改革等政策的落實會對消費帶來一定的正面影響。

圖 4: 社會消費品零售總額 5 月份同比增長 8.5%



資料來源: 國家統計局、Wind、招銀國際研究

圖 5: 5 月份非標融資大幅收縮 4,215 億元



資料來源: 央行、招銀國際研究

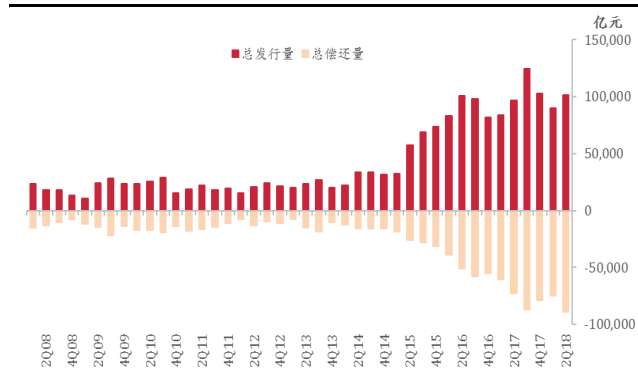
融資收緊下行業、企業分化，警惕信用風險蔓延

❖ **社融少增，非標大幅壓縮，企業債淨減少，實體融資進一步承壓。**五月份新增社融 7,608 億元，創 18 個月新低，同比少增 3203 億元。考慮地方政府債務置換因素，調整後的社融規模存量同比增長 11.6%，增速進一步滑落，體現出實體經濟融資環境整體而言較為嚴峻。五月的社融數據主要體現兩個特點：(1) 繼 4 月下旬資管新規發布後，非標大幅壓縮。委托貸款、信托貸款、未貼現銀行承兌匯票淨減少 4215 億，今年首五個月累計淨減少 5672 億元（去年同期淨增 2.23 萬億）；(2) 信用風險攀升，企業債券融資轉負。信用違約事件頻發，市場風險偏好快速下行，負面情緒逐漸傳導至信用債發行市場，五月社融數據中，企業債券融資額淨減少 434 億元，為 10 個月來首次轉負。

❖ **信用違約頻發，但大規模爆發可能性不大；融資收緊下行業、企業分化加劇。**

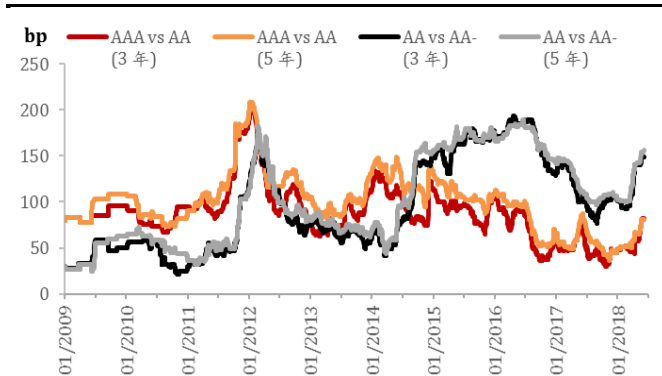
年初以來，信用違約事件頻發，主要原因在於再融資渠道的收緊，疊加企業自身存在現金流差、負債率高、倚賴“借新還舊”、股權結構不清等短板，部分企業甚至存在違法違規經營問題。宏觀層面並不存在系統性風險，經濟發展仍具有較強的韌勁。所以我們認為未來信用違約事件還會發生，尤其考慮到2015年開始集中發行的企業債陸續面臨到期，但大規模蔓延的可能性並不大。當下應更關注融資收緊下行業和企業的分化。以往較為倚賴非標渠道融資的行業和企業，受再融資收緊衝擊最大。高科技行業、新興行業受到信貸政策傾斜、股權融資便利性提升等因素助推，有望可持續增長。行業內部，現金流強、經營穩健的龍頭企業有望提升市場份額。

圖 6:今年企業債到期壓力大，信用違約事件預計會持續發生



資料來源: Wind、招銀國際研究

圖 7:各評級間利差迅速走闊



資料來源: Wind、招銀國際研究

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	2018-05
實際GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
規模以上工業增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.6	n.a.	7.2	6.0	7.0	6.8
城鎮固定資產投資 (累計同比增速, %)	8.1	7.2	7.0	n.a.	7.9	7.5	7	6.1
社會零售消費品總額 (同比增速, %)	10.4	10.2	10.1	n.a.	9.7	10.1	9.4	8.5
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1
出口 (以美元計, 同比增速, %)	-7.7	7.9	12.0	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6
進口 (以美元計, 同比增速, %)	-5.5	15.9	18.0	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0
貿易順差 (十億美元)	510	423	349	20.3	33.7	-5.0	28.8	249.2
廣義貨幣供應量M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.6	8.6	8.8	8.2	8.3	8.3
新增人民幣貸款 (十億元人民幣)	12,650	13,530	13,824	2,900	839	1,121	1,180	1,150
社會融資規模增量 (十億元人民幣)	17,710	19,440	20,313	3,060	1,170	1,350	1,600	761
1年期存款基準利率 (% 期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期貸款基準利率 (% 期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
USD/CNY即期匯率 (期末值)	6.95	6.51	6.35	6.29	6.33	6.28	6.33	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

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。