

# 乍暖還寒

## —2019年5月中國宏觀經濟月報

- **海外宏觀：復蘇閃現根基未穩，貿易形勢再添變數。** 一季度全球主要經濟體GDP復蘇力度超預期，歐元區經濟短暫企穩，德國、意大利暫避技術性衰退，但各主要經濟體的短暫復蘇仍存在諸多隱憂，根基并不牢固，從而易受風險事件的衝擊而難以為繼。而且全球貿易仍在萎縮，前景不容樂觀。在此背景下，中美貿易關係迅速惡化，將使全球經濟持續的企穩和復蘇失去重要的有利條件。
- **實體經濟：經濟乍暖還寒，貿易波瀾再起。** 4月的中國經濟數據中，除地產投資增速小幅上行外，其餘指標均低于市場預期。在經歷4月社融增速回落、PMI下滑、高頻數據疲軟後，市場對於經濟數據回落有一定預期，但實際數據比預想要差，可謂乍暖還寒。一季度經濟勢頭向好有賴于基建發力、地產施工加速和減稅前企業備貨導致生產沖高。但隨著政策由穩增長向防風險傾斜，經濟的脆弱性有所暴露：（1）刺激力度減小後，基建對固定資產投資增速的拉動減弱，製造業對固定資產投資增速的拖累便有所顯現。（2）外需回落疊加貿易摩擦情景惡化，企業信心不足，預期偏謹慎，製造業投資和生產均趨于疲弱。整體上，4月份固定資產投資增速小幅回落程度符合市場預期，出口同比減少指向關稅壁壘的負面作用正在顯現。減稅對PPI形成向上拉動力、對CPI形成向下拉動力。而4月工業增加值、社會消費品零售總額增速的回落受一次性因素影響較大，指示意義不強。因此4月經濟數據下滑倒逼政策調整的概率較小，5、6月經濟數據或對政策參考意義更為重要。
- **貨幣金融：社融增速小幅回落，企穩基礎仍在。** 4月末M2、社融分別同比增長8.5%和10.4%，較上月末回落0.1個和0.3個百分點，基本符合預期。4月金融數據小幅回落，既反映出實體經濟有效信貸需求仍然偏弱，也表明3月份數據超預期後，金融機構可能在調整投放節奏。目前債市、表外融資等依然保持基本穩定，信用企穩向好的基礎較為穩健。隨著外部不確定性的加劇，宏觀調控可能會進一步加強預期微調，強化政策對沖效應，貨幣政策可能會繼續保持流動性合理充裕，并適度加大結構性工具的使用力度，有效降低實體經濟融資難題。
- **財政收支：減稅降費仍待發力，財政支出增速明顯加快。** 1-4月，一般公共預算收入同比增長5.3%，環比前三個月下降0.9個百分點，體現了去年以來減稅降費政策的效果。非稅收入增速有所回落，但仍處于近年高位，預計未來上收相關國有金融機構利潤仍將是推動非稅收入增速提高的主要原因。在減稅降費的背景下，土地出讓收入對地方政府財政的重要性將更加突出，預計政府不會允許土地出讓收入有進一步的大幅下滑。

**譚卓, 博士**

電話: (86) 755 8316 7787

郵件: zhuotan@cmbchina.com

**成亞曼, 博士**

電話: (852) 3900 0868

郵件: angelacheng@cmbi.com.hk

## 目錄

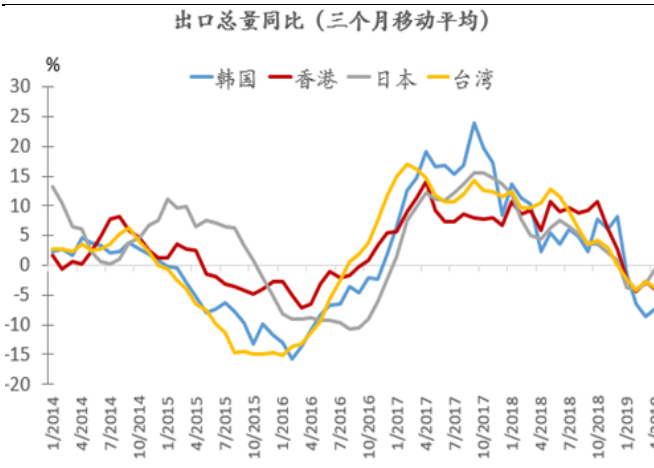
<b>一、 海外宏觀：復蘇閃現根基未穩，貿易形勢再添變數.....</b>	<b>3</b>
<b>二、 實體經濟：乍暖還寒.....</b>	<b>6</b>
(一) 生產：提前備貨導致4月數據走弱.....	6
(二) 消費：節假日錯位導致增速回落.....	6
(三) 投資：製造業拖累投資增速.....	7
(四) 貿易：貿易摩擦拖累出口.....	9
(五) 物價：減稅降費對CPI、PPI作用不同.....	11
<b>三、 貨幣金融：金融降溫 信貸結構仍需優化.....</b>	<b>13</b>
(一) 社融增速如期回落，結構基本穩定.....	13
(二) 貸款小幅回調，信貸結構仍待優化.....	13
(三) M2 增速保持穩定，M1 增速低位徘徊.....	14
(四) 流動性總量略有下降，市場利率小幅震蕩.....	15
<b>四、 財政收支：增值稅減稅效果待顯，財政支出增速繼續加快.....</b>	<b>17</b>
(一) 財政收入：減稅降費繼續發力，增值稅減稅效果尚未顯現.....	18
(二) 財政支出：延續積極態勢，科學技術領跑各項支出增速.....	19
<b>五、 中美貿易談判走向何方.....</b>	<b>20</b>

## 一、海外宏觀：復蘇閃現根基未穩，貿易形勢再添變數

一季度全球主要經濟體 GDP 復蘇力度超預期。與 2018 年下半年經濟增長迅速放緩的情景相比，美國、中國、歐元區、英國等主要經濟體在今年一季度的 GDP 增長均有超預期的良好表現，這主要得益于各國財政和貨幣政策的調節效果開始顯現，以及中美貿易談判的樂觀前景顯著改善了投資氣氛和商業信心。同時，各主要經濟體的短暫復蘇仍存在諸多隱憂，根基并不牢固從而易受風險事件的衝擊而難以為繼。在此背景下，美國本月突然上調 2000 億美元中國輸美商品關稅，中美貿易關係迅速惡化，將使全球經濟持續的企穩和復蘇失去重要的有利條件。若中美貿易糾紛僵持或升級，全球經濟將再度面臨重大挑戰。

全球貿易仍在萎縮，前景不容樂觀。即使是在美國本月突然加征關稅之前，全球貿易已有逾半年時間持續處於負增長區間，全球出口訂單顯著下滑，處於 2008 年經濟危機以來的最差狀況，製造業和運輸業等產業因此遭受的衝擊最大，特別是亞洲大部分出口導向型經濟體受影響更為直接。當前美國貿易政策變數增大，全球經濟政策不確定性恢復高位，將進一步阻礙企業的貿易需求和長期投資，打擊商業信心，并衝擊全球產業鏈。因此，今年內全球貿易的前景都不容樂觀，相關產業須做好應對最差情況的準備。

圖 1：亞洲外向型經濟體貿易增速仍處于負區間



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2：全球新訂單增長疲軟



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 3：主要經濟體綜合 PMI 指數

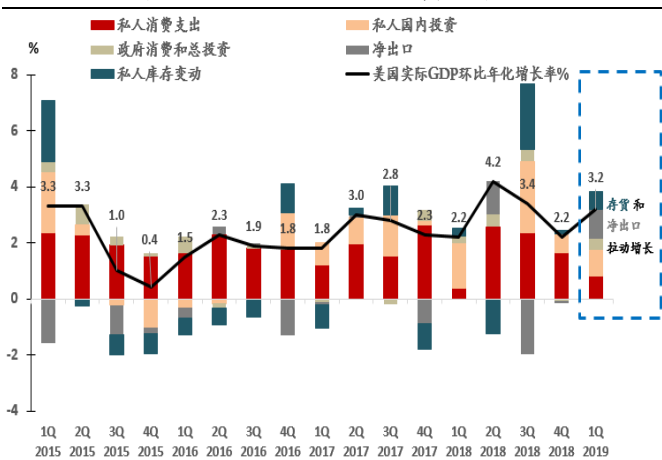
	18年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月	3月	4月
美国	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53
欧元区	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5
英国	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9
日本	52.2	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7
中国	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9	52.7

資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

**美國一季度經濟增長提速，但存在顯著的結構隱憂。**2019年一季度美國實際GDP年化增長率初值為3.2%，遠超市場預期，亦高于去年四季度2.2%的增速。儘管受到政府停擺和收益率曲線倒掛等事件的負面影響，美國本輪經濟擴張仍在持續，自2009年6月至今已近十年，即將成為史上最久的經濟擴張期。然而，細分一季度經濟數據則會發現顯著的結構隱憂：由于去年四季度企業為避免可能的更高關稅而加快進口和儲備庫存，導致一季度進口下降，淨出口拉動經濟增長1.03個百分點；同時，庫存升至三年新高，為GDP增長貢獻了0.65個百分點，而庫存向來波動，并非支撐增長的穩定因素。若剔除貿易、存貨和政府開支等暫時性且波動較大的部分，一季度經濟增速僅為1.3%，遠低于去年四季度的2.6%，是2013年二季度以來的最低增速，顯示出美國經濟內生動力正在減弱。一季度個人消費僅增長1.2%，較去年四季度之2.5%放緩；企業固定投資僅增長2.7%，較去年四季度之5.4%的增速顯著放緩。

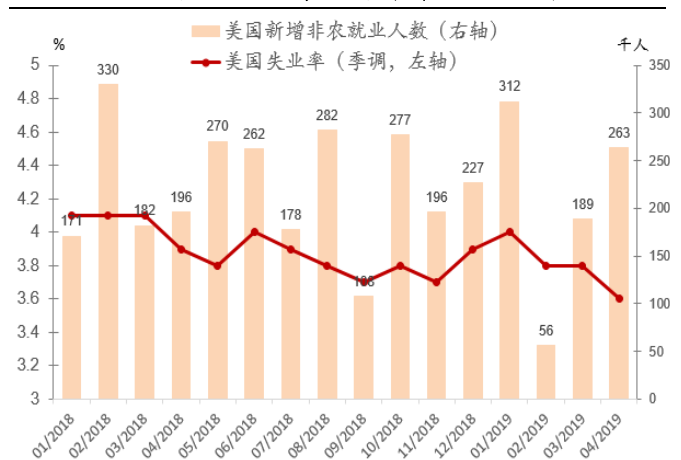
**美國就業仍強勁，消費和通脹疲軟。**近期美國消費者信心指數略有下降，顯示消費者對於經濟前景的樂觀情緒出現動搖，而美國對中國加征關稅料將進一步影響消費者信心。4月零售銷售量環比下降0.2%，預計美國二季度私人消費增速的下行風險較大。就業仍然強勁，4月新增26.3萬個非農就業崗位，失業率降至3.6%并創半世紀以來新低。平均時薪同比增長3.2%，但通脹提升仍缺乏動力，3月核心PCE價格指數同比增長僅為1.6%，不及美聯儲預期通脹目標。由于經濟數據喜憂參半，美聯儲年內加息或減息的幾率都不大，當下采取的耐心和觀望立場仍有充分條件持續。

圖4：美一季度GDP增長主要受存貨和淨出口拉動



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖5：美國就業依舊強勁，失業率降至半世紀最低

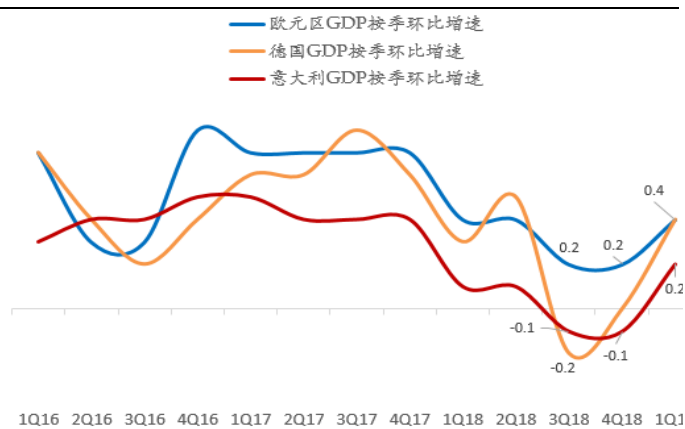


資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

**德國、意大利暫避技術性衰退，歐元區經濟短暫企穩，但將面臨更大挑戰。**歐元區一季度GDP同比增長1.3%，按季環比增長0.4%（初值），比去年四季度0.2%的環比增速有小幅提升，得益于德國經濟的復蘇以及意大利走出技術性衰退。作為歐元區最大經濟體和增長引擎，德國經濟在去年第三季度萎縮0.2%，第四季度環比增長為零，已徘徊在衰退邊緣，今年一季度經濟增速反彈至0.4%。但前瞻地看，由于貿易爭端升級和英國退歐的不確定性給出口和投資活動帶來壓力，今年德國經濟增長將顯著放緩。意大利經濟在去年第三和第四季度持續萎縮，成為2013年以來首個出現衰退的歐元區國家，今年一季度GDP環比增長0.2%，暫時結束此前的技術性衰退。面對懸而未決的貿易爭端、英國退歐的不確定性以

及全球經濟低迷，歐元區經濟的韌性將面臨更大挑戰，在製造業和出口行業失去動力的前提下，服務業等內需是否能支撐經濟尚未可知。

**圖 6：歐元區、德國、意大利一季度 GDP 增速小幅回升**



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究



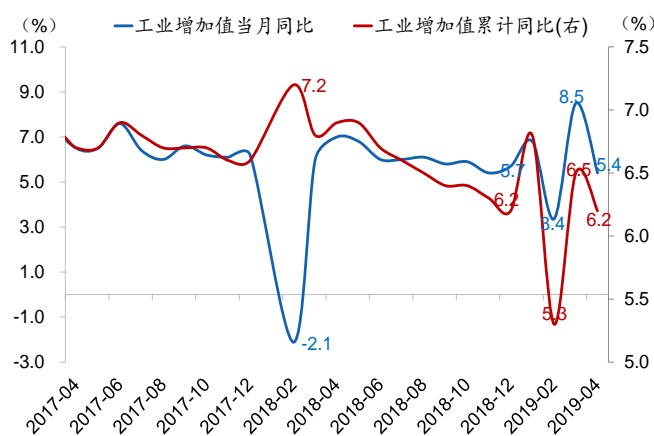
## 二、實體經濟：乍暖還寒

### （一）生產：提前備貨導致4月數據走弱

從生產看，4月份規模以上工業增加值同比增長5.4%，較1-3月累計同比增速下滑1.1pct，低於市場預期，主要原因有三方面。一是4月增值稅新稅率施行前企業存在備貨行為，3月生產沖高分攤了部分4月生產活動。這在4月份PMI中原材料庫存走高、產成品庫存下滑中有所體現。二是高基數作用，去年4月工業增加值當月同比7.0%，增速為去年全年最高點。三是4月出口增速回落，對製造業生產活動造成拖累。**整體看，1-4月工業增加值累計同比增速依舊錄得6.2%，高于去年4季度當季同比增速。**

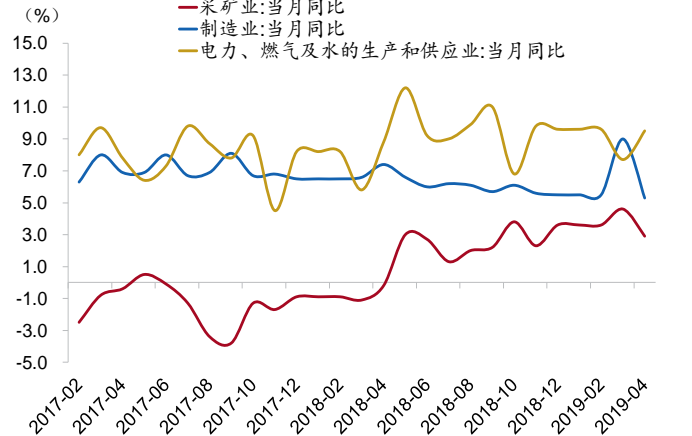
分三大門類看，工業生產回落的主要拖累因素是製造業。采礦業增加值當月同比增長2.9%，增速較1-3月累計增速提高0.7pct；製造業增長5.3%，增速較1-3月累計增速下滑1.9pct；電力、熱力、燃氣及水生產品和供應業增長9.5%，增速較1-3月累計增速提升2.4pct。分行業看，4月份專用設備、通用設備、金屬製品、橡膠、紡織、電氣機械、交運設備製造等行業增加值同比增速下滑較為顯著。

圖7：工業生產顯著回落



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖8：製造業拖累生產活動

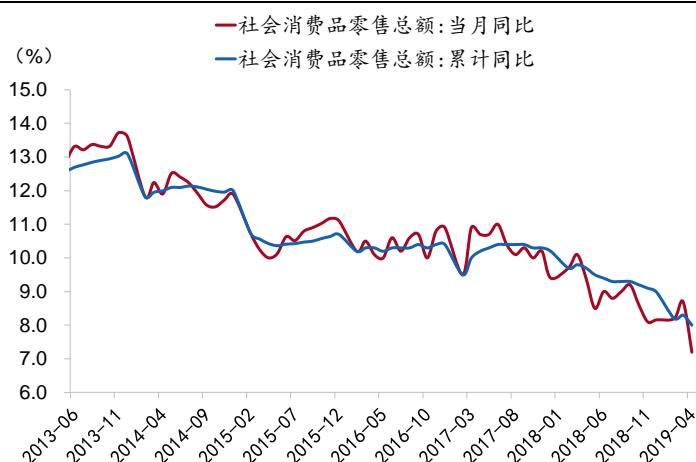


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

### （二）消費：節假日錯位導致增速回落

4月份，社會消費品零售總額同比增長7.2%，較1-3月累計同比增速下降1.1pct。主要原因有三方面：（1）今年4月節假日較去年少2天，且是五一假期消費高峰。統計局測算，剔除假日移動因素，今年4月份增速與3月份基本持平（8.7%）；（2）地產相關消費增速走弱；（3）成品油價格下調對石油類相關消費增速行程拖累。考慮到今年5月總節假日較去年多1天、小假期多出3天且去年5月基數較低，因此5月社消增速大概率有所反彈。

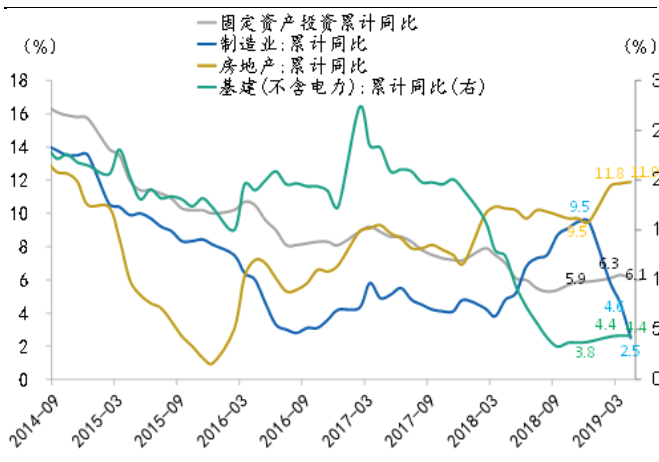
分結構看，限額以上批發和零售額中除了汽車、文化用品、金銀珠寶等金額同比增速有所提升外，其他類別同比增速均顯著回落。

**圖 9：社會消費品零售總額增速有所回落**

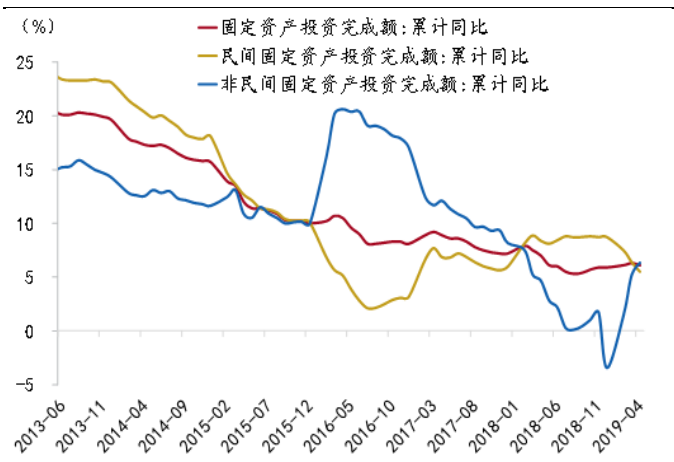
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**(三) 投資：製造業拖累投資增速**

4月全國城鎮固定資產投資累計同比增長6.1%，增速較前值下降0.2pct，主要由製造業和基建拖累，房地產投資增速則持續小幅上行。其中，民間投資增速繼續下滑，非民間投資增速繼續向上反彈。

**圖 10：固定資產投資增速小幅下滑**

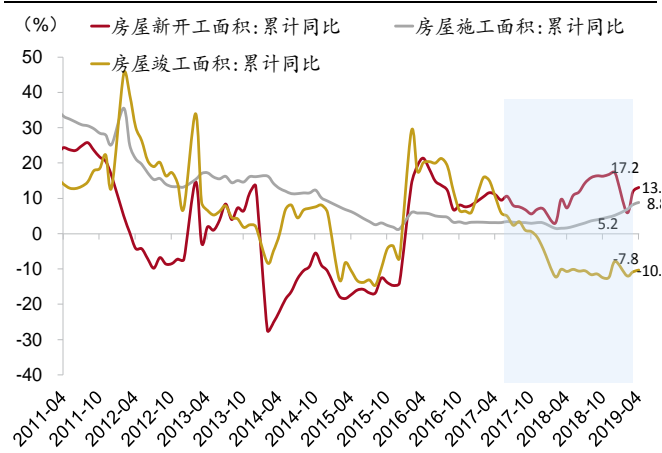
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 11：非民間投資增速支撐投資增速反彈**

資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

4月，基建投資（不含電力）累計同比增長4.4%，增速較前值持平，全口徑基建累計同比增長3%，較前值提升0.1個百分點。這一方面是由于基建投資慣性對4月數據形成支撐，另一方面也指向基建在補短板而非大水漫灌，基建發力節奏有所保留。分結構看，水利環境投資增速較前值提升0.1PCT，交運倉儲行業投資增速較前值持平，電、熱、燃氣水投資增速較前值下滑0.2pct。

圖 12: 開工向施工、竣工傳導



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 13: 房企資金來源有所改善



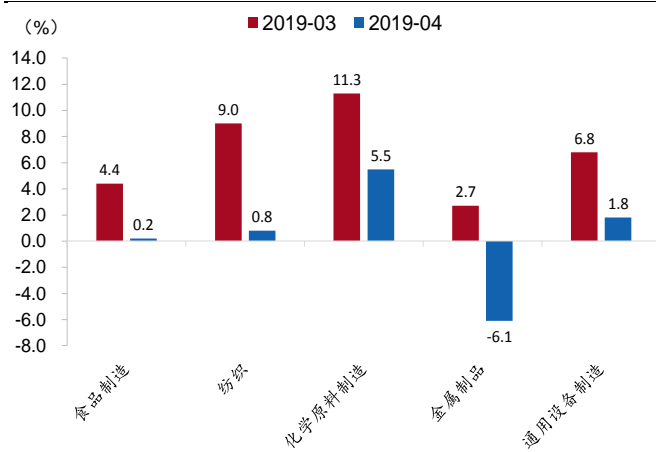
資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

4月房地產投資同比增長11.9%，增速較前兩月提升0.1pct，依舊受到開發商期繳土地購置費支撐和施工面積增速上升影響。年初地產小陽春改善開發商資金來源，使得4月新開工面積累計同比較3月提高1.2pct，并由開工向施工傳導；4月施工面積累計同比增長8.8%，增速較前兩月提高0.6pct；竣工面積累計同比下降10.3%，降幅較前前值收窄0.5pct。

4月房地產銷售面積同比跌幅有所收窄，在銷售重回景氣之前，房企拿地仍然趨于謹慎，4月土地購置面積累計同比下降33.8%，降幅較前值擴大0.7pct。

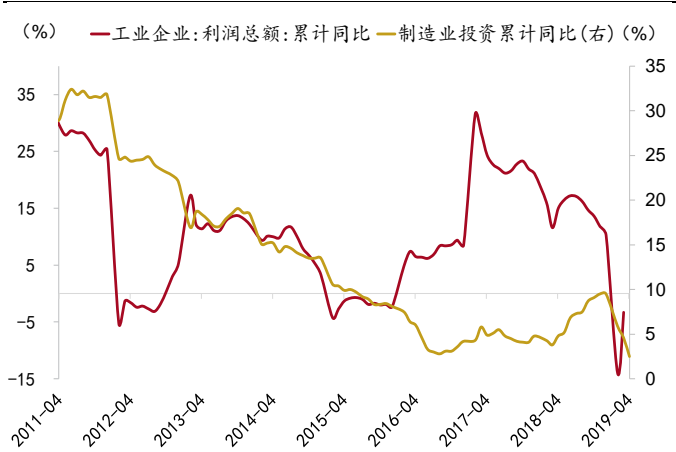
上半年來看，房地產投資仍舊是支撐固定資產投資增速的重要因素。目前來看，房地產銷售依舊疲弱，疊加土地購置費增速將會出現下滑，下半年房地產投資增速大概率會有所回落。

圖 14: 設備製造、化工等行業投資增速下滑顯著



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15: 企業盈利增速下滑壓制企業投資增速



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

4月製造業投資累計同比增長2.5%，較前值下滑2.1pct，增速繼續下降，主要受到企業盈利增長疲弱制約，同時受到重點行業拖累。分行業看，通用設備、金屬製品、紡織、化工、食品、電氣機械製造等行業投資增速下滑顯著。當前減稅降費對PPI的提振已經有所顯現，後續PPI難以大幅下滑，企業盈利增速將不悲觀，盈利壓力或得到緩解。



#### (四) 貿易：貿易摩擦拖累出口

以美元計，2019年4月出口金額1,935億美元，同比增速-2.7%（市場預期1.8%），較前值下降16.9個百分點；進口金額1,797億美元，同比增長4.0%（市場預期-4.5%），較前值提高11.6個百分點。

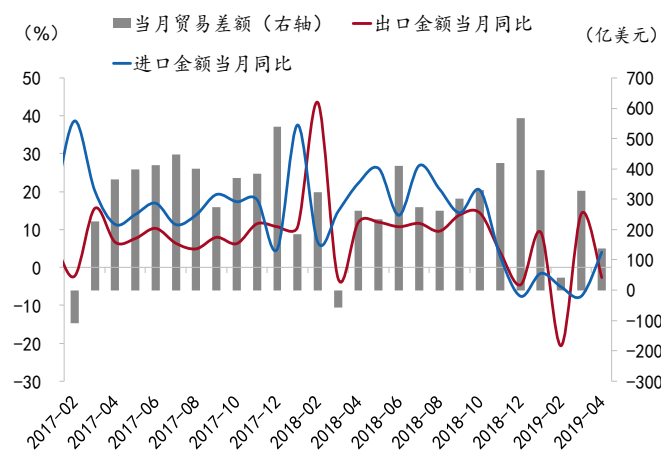
**出口增速下滑：外需回落疊加關稅壁壘。**4月出口金額同比增速較前3月累計同比增速有所下滑，主要原因包括：（1）貿易摩擦對出口的負面影響大幅上升，4月我國對美國出口金額同比減少47億美元，占總出口金額減少的87%。美國目前對我國輸美的500億商品加征25%的關稅（2018年7月6日開始對340億美元產品加征關稅，2018年8月23日開始對160億美元產品加征關稅），2000億商品加征10%的關稅（實施時間為2018年9月24日）。受此影響，今年1-4月我國對美國出口金額同比下降10%，美國在我國貿易夥伴中的排名已從第二滑落至第三，位列歐盟和東盟之後。目前我國對美國500億美元產品加征25%關稅（2018年7月6日對340億美元商品加征25%的關稅，2018年8月23日開始對160億美元產品加征關稅），在此影響下，1-4月我國從美國進口金額同比下降30%，由於從美國進口同比降幅比對美國出口降幅更大，因此1-4月我國對美國貿易順差同比擴大3.8%。（2）外需持續回落。4月全球製造業PMI指數錄得50.3，為2016年5月以來最低值；BDI指數仍舊保持在低位，表明全球貿易景氣度仍然低迷。（3）高基數對出口增速形成拖累。2018年4月出口金額較當前3月平均出口金額提高9.7%，高基數對今年4月出口金額增速造成部分拖累。

分國家和地區看，對歐盟、東盟、美國、金磚國家、日本、韓國、中國香港、中國臺灣當月出口同比增速均有顯著回落。分產品看，目前公布的數據中玩具、紡織品、自動數據處理設備、服裝、塑料製品、燈具、家具等出口金額同比增速下滑較大。其中，玩具、紡織品、服裝三類產品并未在美國加征關稅清單中，再結合今年以來美國個人可支配收入與零售銷售金額增速的下滑，不難看出當前美國內需依舊疲弱。

**進口增速反彈：內需企穩疊加本幣升值。**4月進口金額同比增速較前值回升，主要受到兩方面影響：（1）內需企穩對進口形成拉動。4月中采製造業PMI為50.1，為近6個月的次高點，連續兩月保持在榮枯線以上，特別是PMI進口分項指數較前值反彈，指向內需有所企穩。（2）人民幣升值對進口形成提振。4月人民幣匯率指數CETFS升值0.3%，年初以來累計升值2.5%，人民幣升值導致進口商品價格增速下滑，對進口形成了部分提振。

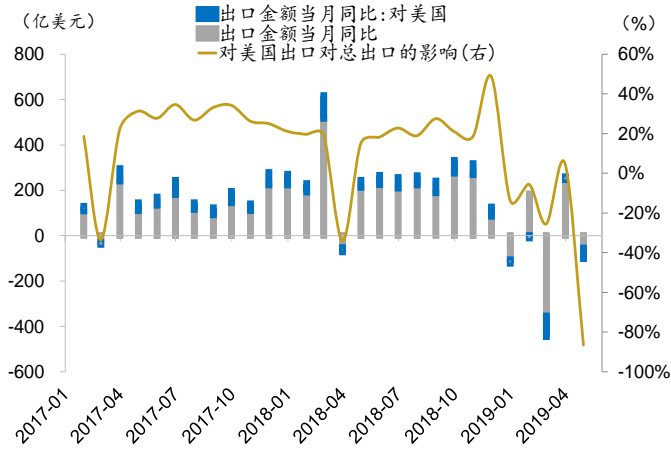
分國家和地區看，4月對歐盟、東盟、日本、韓國、中國香港進口金額同比增速有所提升，對美國進口金額同比降幅變化不大，對金磚國家進口金額增速有所下滑。分產品看，目前公布的數據中原油、農產品、鐵礦砂、汽車及底盤是進口金額增長的主要貢獻項。

**圖 16: 4 月出口增速下滑, 進口增速反彈**



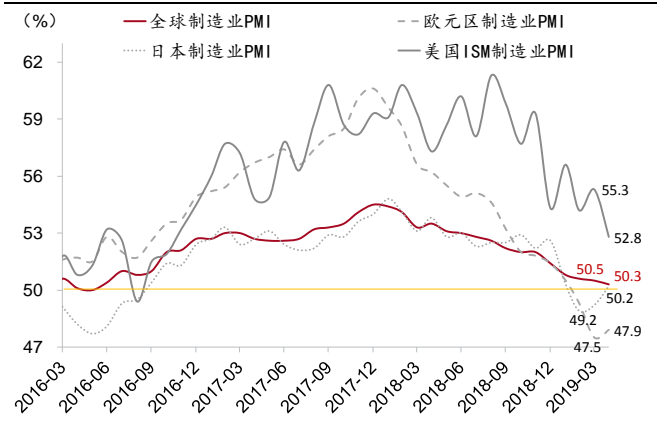
資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 17: 貿易摩擦對出口的負面影響大幅上升**



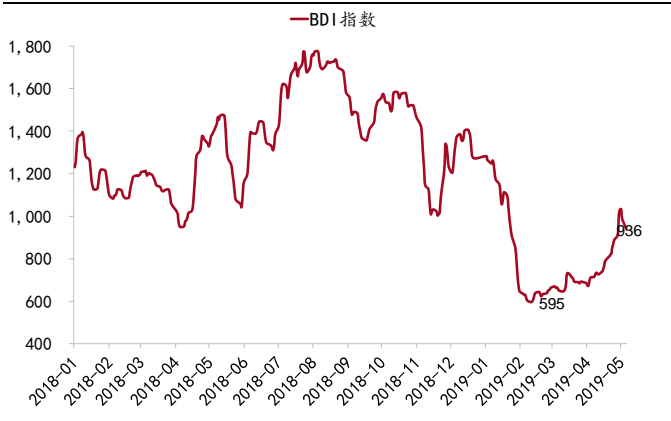
資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 18: 全球製造業 PMI 趨勢性下滑**



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**圖 19: 4 月 BDI 指數仍維持低位**



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

出口增速下滑而進口增速反彈, 貿易順差有所收窄。以美元計, 4 月貿易順差 138.4 億美元, 較前值減少 188.3 億美元。

總體來看, 4 月出口回落主要受到貿易摩擦、外需疲弱和高基數的影響, 進口增速反彈主要受內需企穩和人民幣匯率升值影響。前瞻地看, 全球經濟放緩對我國出口的拖累仍將持續, 疊加近期中美貿易摩擦波瀾再起, 未來出口形勢不容樂觀。考慮到內需企穩將對進口增速形成支撐, 未來貿易順差可能進一步收窄。

### (五) 物價：減稅降費對CPI、PPI作用不同

2019年4月CPI同比2.5%（市場預期2.6%），前值2.3%。PPI同比0.9%（市場預期0.6%），前值0.4%。對此我們點評如下：

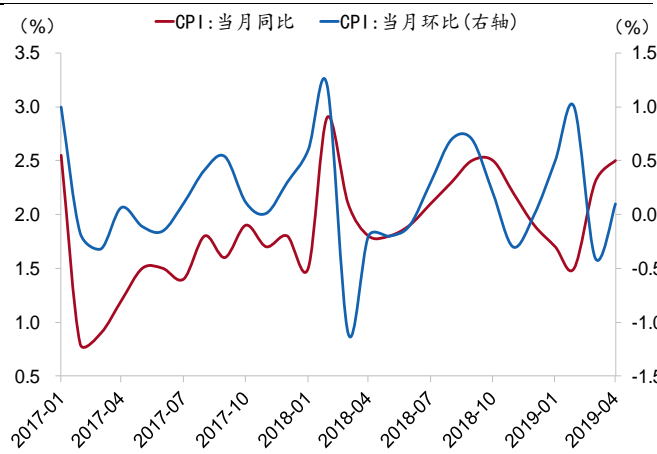
**CPI上行：“豬、蛋、果”驅動。**4月CPI同比2.5%，較前值提高0.2pct，環比上漲0.1%。

(1) 食品項漲幅顯著擴大驅動CPI同比增速提升。受豬瘟疫情影響，豬肉分項同比增速提升9.3pct，畜肉分項同比增速提升5.4pct。雞蛋價格在連續兩個月下跌後反彈，分項同比增速提升5.6pct。春季部分水果供應偏緊，鮮果價格上漲，導致水果分項同比增速提升4.2pct。(2) 非食品項同比增速小幅下滑，或受增值稅減稅影響。成品油價格下調後汽油價格下降，導致交通和通信分項同比增速下滑0.6pct、居住分項同比增速下滑0.1pct。衣着分項同比增速下滑0.2pct，醫療保健分項、生活用品及服務分項同比增速均下滑0.1pct。

前瞻地看，5-7月CPI在豬肉價格驅動下仍有上行動力。前期非洲豬瘟加速了養殖場集中出欄，當前生豬與能繁母豬存欄數量大幅減少，同比減少約20%。由於豬肉價格受供給影響較大，因此生豬存欄下降對後續豬肉價格繼續上漲提供了支撐。從基數上看，去年5-7月豬肉價格處於低點（平均批發價16.6元/千克），當前豬肉價格（20.5元/千克）較去年5月同比漲幅高達28%，這將對CPI上行提供重要動力。但受需求較弱和減稅降費影響，全年CPI中樞難以大幅走高。

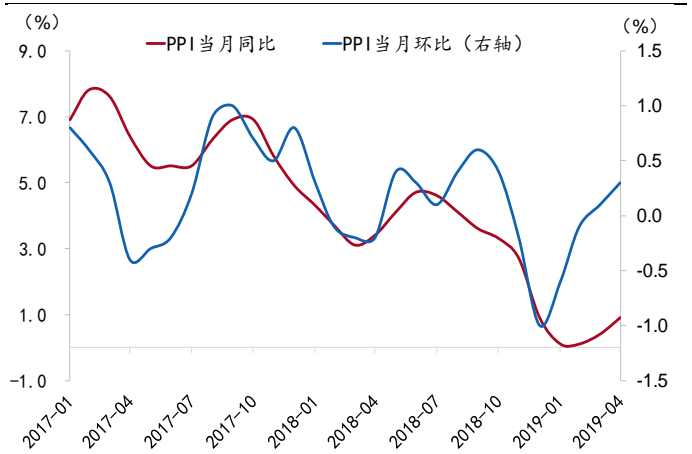
**PPI上行：基建地產施工反彈疊加減稅效應。**4月PPI同比0.9%，較前值提高0.5pct。其中，生產資料價格同比由上月0.3%上升至0.9%，主要受到基建和房地產施工加速影響。生活資料價格同比由上月0.5%上升至0.9%，主要因食品分項價格漲幅擴大。PPI環比上漲0.3%，較前值提高0.2pct。其中，生產資料價格上漲0.4%，生活資料價格上漲0.2%。分行業看，PPI上行主要受黑色金屬、煙草、電器機械、化學纖維、有色金屬、石油等行業價格漲幅擴大拉動。

圖 20：CPI 同比增速小幅反彈



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21：PPI 同比增速超预期反彈



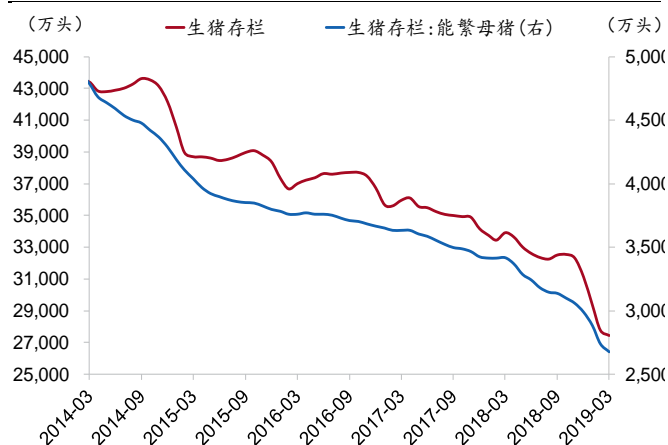
資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

值得注意的是，市場對減稅降費對物價的影響預期或存在偏差。(1) 減稅降費對CPI的影響較為直觀：在需求疲弱的背景下，廠商有激勵下調商品價格（含稅價）增加銷售，減稅降費有助於增加其降價的空間，因此將對CPI通脹形成拖累。(2) 但與CPI不同的是，

PPI 統計的是不含稅價格。若企業下調商品價格（含稅價）的幅度小於減稅降費的幅度（即不含稅價格上升），其利潤將增加。不含稅價格的上升將推升 PPI 通脹，其升幅取決於企業的議價能力。對 PPI 統計理解的偏差可能是市場低估 4 月 PPI 反彈力度的主要原因。

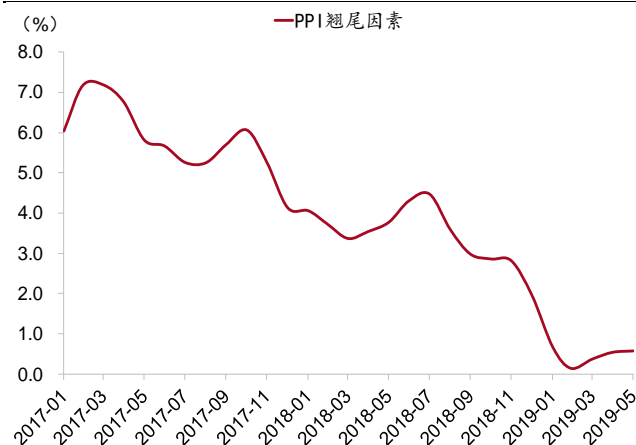
受本月減稅效果提振，5 月 PPI 翹尾因素已達 0.6%。若後續大宗商品價格未大幅下跌，PPI 通縮或可避免，這將有助於企業盈利增速進一步反彈。

圖 22：生豬存欄數量創歷史最低值



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23：5 月 PPI 翹尾因素有所反彈



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

### 三、貨幣金融：金融降溫 信貸結構仍需優化

#### (一) 社融增速如期回落，結構基本穩定

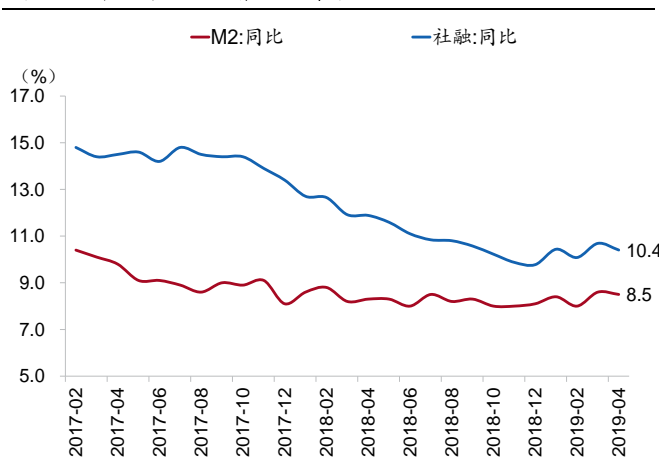
4月末，社融同比增長10.4%，較3月末回落0.3個百分點；當月增量為1.36萬億元，較上年同期少4080億元。繼3月份社融大幅反彈後，4月份社融小幅回落可能屬正常調整，社融結構基本保持穩定，沒有出現惡化或趨勢性走弱的跡象。1-4月份社融增量達到9.56萬億元，較上年同期多1.93萬億元。具體來看：

**一是信貸投放節奏有所收斂。**4月份對實體經濟發放的人民幣貸款為8733億元，較上年同期有所放緩。一方面，這與當前實體經濟有效信貸需求仍相對偏弱有關，另一方面可能也與金融機構調整信貸投放節奏相關。一季度金融機構信貸投放明顯加快，若按此節奏投放，全年信貸可能會突破20萬億元，不利于保持宏觀杠杆率的基本穩定。

**二是債市融資保持基本穩定。**4月份，企業債券淨融資為3574億元，較上月多120億元，其中城投債和產業債淨融資額均保持穩定。中低評級信用債利差繼續呈現出小幅回落，AA+和AA級產業債信用利差較上月分別回落了9BP和13BP。4月地方專項債新增1679億元，較上年同期多871億元。

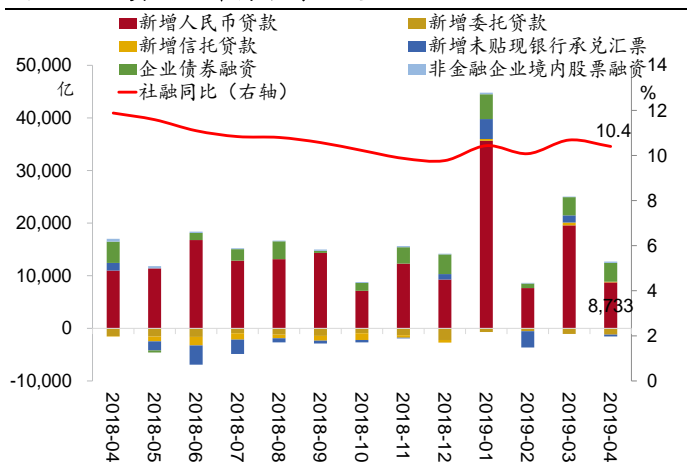
**三是表外融資繼續分化調整。**4月份表外融資合計減少1427億元，較上月雖有所回落，但與去年同期相比明顯收窄。其中，信托貸款繼續邊際修復，委托貸款有序收縮，而未貼現承兌匯票可能受監管等因素影響，出現小幅回調，當月減少357億元。

圖 24：社融與 M2 增速基本穩定



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25：信貸投放節奏略有放緩



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

#### (二) 貸款小幅回調，信貸結構仍待優化

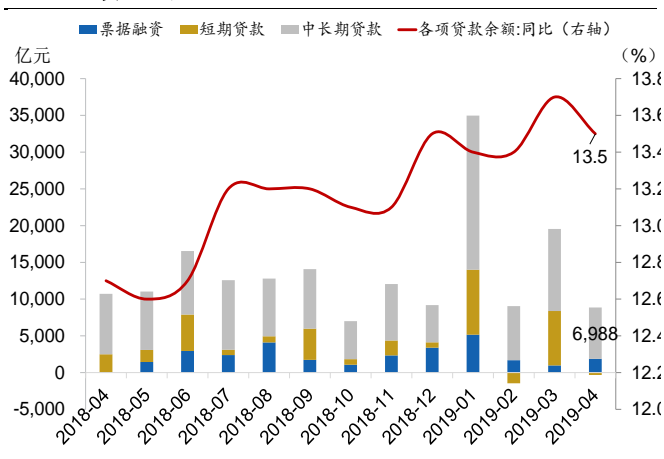
4月末，人民幣貸款餘額同比增長13.5%，較上月末回落0.2個百分點；人民幣存款餘額同比增長8.5%，較上月末提高0.2個百分點。

**貸款小幅回調，居民貸款保持平穩，而企業貸款仍相對較弱。**4月貸款回落有一定的合理性，但貸款結構仍需引起關注。在4月份1.02萬億元的人民幣貸款中，非金融企業貸款為3471億元，較上年同期少2255億元，是導致當月貸款回落的最主要原因，或反映出企業有效信貸需求仍然偏弱，需要強化結構性政策引導，加大金融支持力度。4月份，居民貸款

達到 5258 億元，與上年同期基本持平，但居民中長期貸款同比多增 622 億元，可能與近期房地產市場回暖等因素有關。

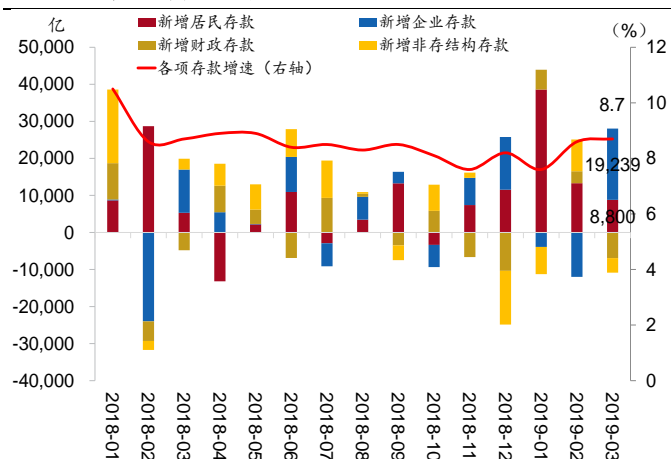
**存款增長相對穩定，居民存款增長較快，企業存款增長放緩。**受企業貸款增長放緩等因素影響，企業派生存款有所放緩，4 月企業存款減少 1738 億元，較上年同期少 7194 億元。居民存款繼續保持較快增長，當月減少 6248 億元，較上年同期多 6952 億元。

圖 26：貸款增速小幅回落



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 27：存款增長相對穩定



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

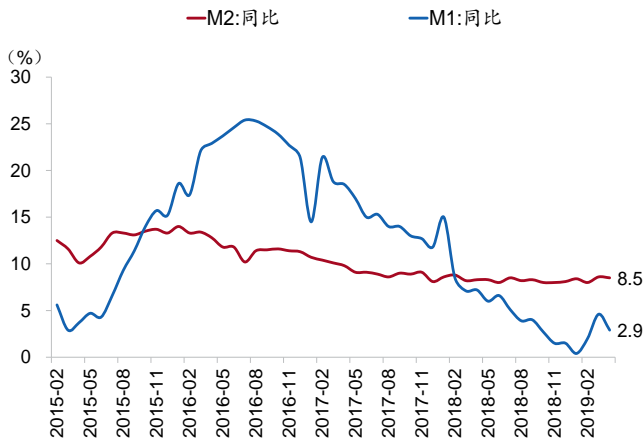
### (三) M2 增速保持穩定，M1 增速低位徘徊

4 月末，M2 餘額同比增長 8.5%，較上月末回落 0.1 個百分點，與名義 GDP 增速基本匹配。目前 M2 增速較上年的中樞值已有明顯提升，反映出商業銀行體系的信用派生機制基本修復。

4 月末，M1 餘額同比增長 2.9%，較上月末回落 1.7 個百分，仍處在低位徘徊階段，與現階段經濟運行和金融市場的走勢基本匹配。

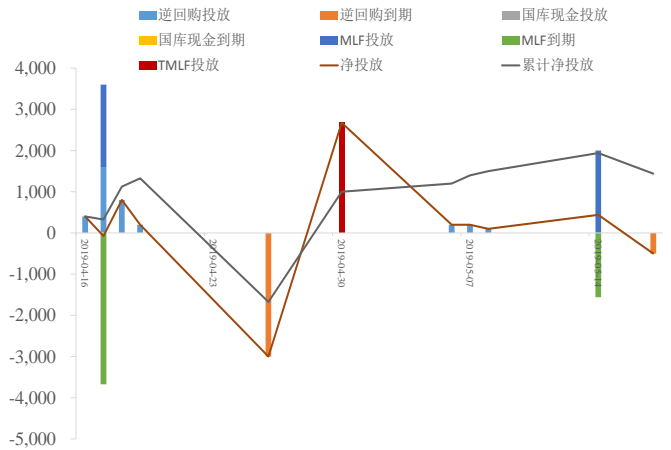


圖 28: M1 增速低位徘徊



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29: 央行公開市場操作 (不含降准、PSL 等)

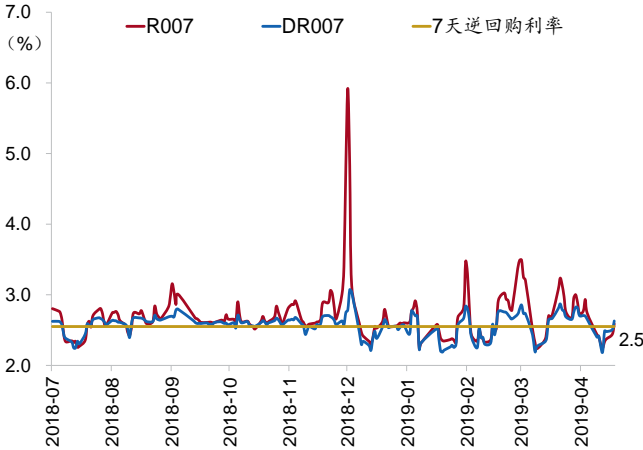


資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

#### (四) 流動性總量略有下降, 市場利率小幅震蕩

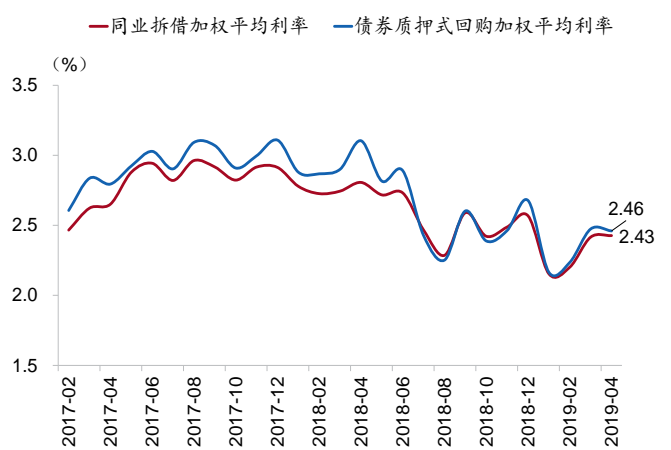
**流動性總量略有下降。**4月份, 市場流動性呈現出先緊後松的格局。上中旬, 受繳稅、利率債發行, 以及央行收緊流動性供給等因素影響, 市場流動性缺口有所擴大, 流動性呈現小幅收緊; 下旬, 隨著財政支出力度的加快, 以及央行為落實好定向支持小微企業開展了2674億元TMLF操作, 市場流動性逐步由前期的小幅收緊回歸到合理充裕狀態, 月末超儲率可能保持在1.8%左右。

圖 30: R007、DR007 小幅震蕩



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 31: 貨幣市場利率基本穩定



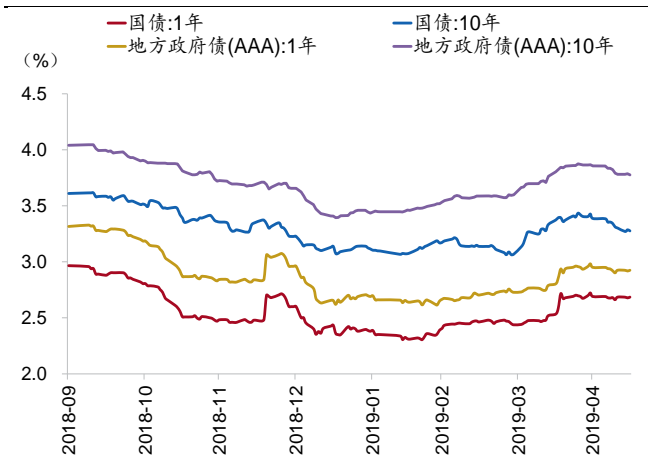
資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**貨幣市場利率小幅震蕩。**隨著流動性缺口的擴大, 以及央行適當收緊流動性供給, 貨幣市場利率出現小幅震蕩, 但市場預期仍保持基本穩定。4月份DR007月均利率達到2.62%, 較上月提高0.03個百分點; R007月均利率為2.75%, 較上月回落0.04個百分點。當月銀行間同業拆借利率和債券質押式回購利率分別為2.43%和2.46%, 均較上月高0.01個百分點。

**利率債收益率波動上行。**受經濟超預期、潛在通脹壓力以及國債供給增多等影響, 利率債收益率普遍上行。截至5月15日, 1年期和10年期國債收益率分別為2.68%和3.28%, 較3月末分別提高25BP和22BP。期間, 受月中政策邊際調整、流動性缺口加大等因素影

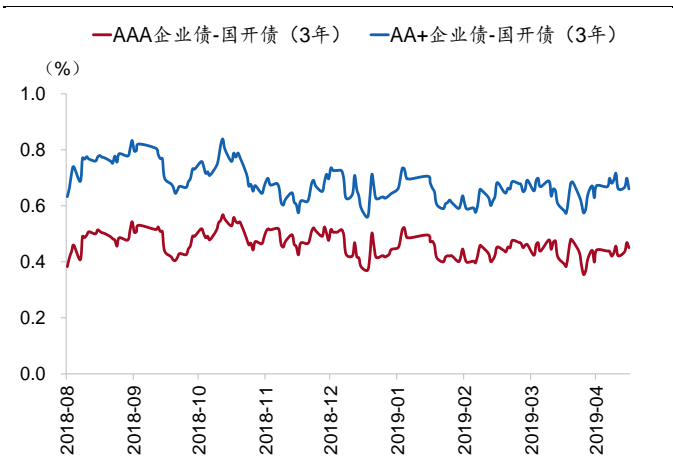
響，10年期國債利率一度上行至3.43%。地方政府債利率亦隨之上行，但調整幅度弱於國債利率，截至5月15日，1年期和10年期AAA級地方債收益率分別為2.92%和3.78%，較3月末分別高20BP和18BP。

圖 32：利率債收益率波動上行



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33：信用利差保持基本穩定

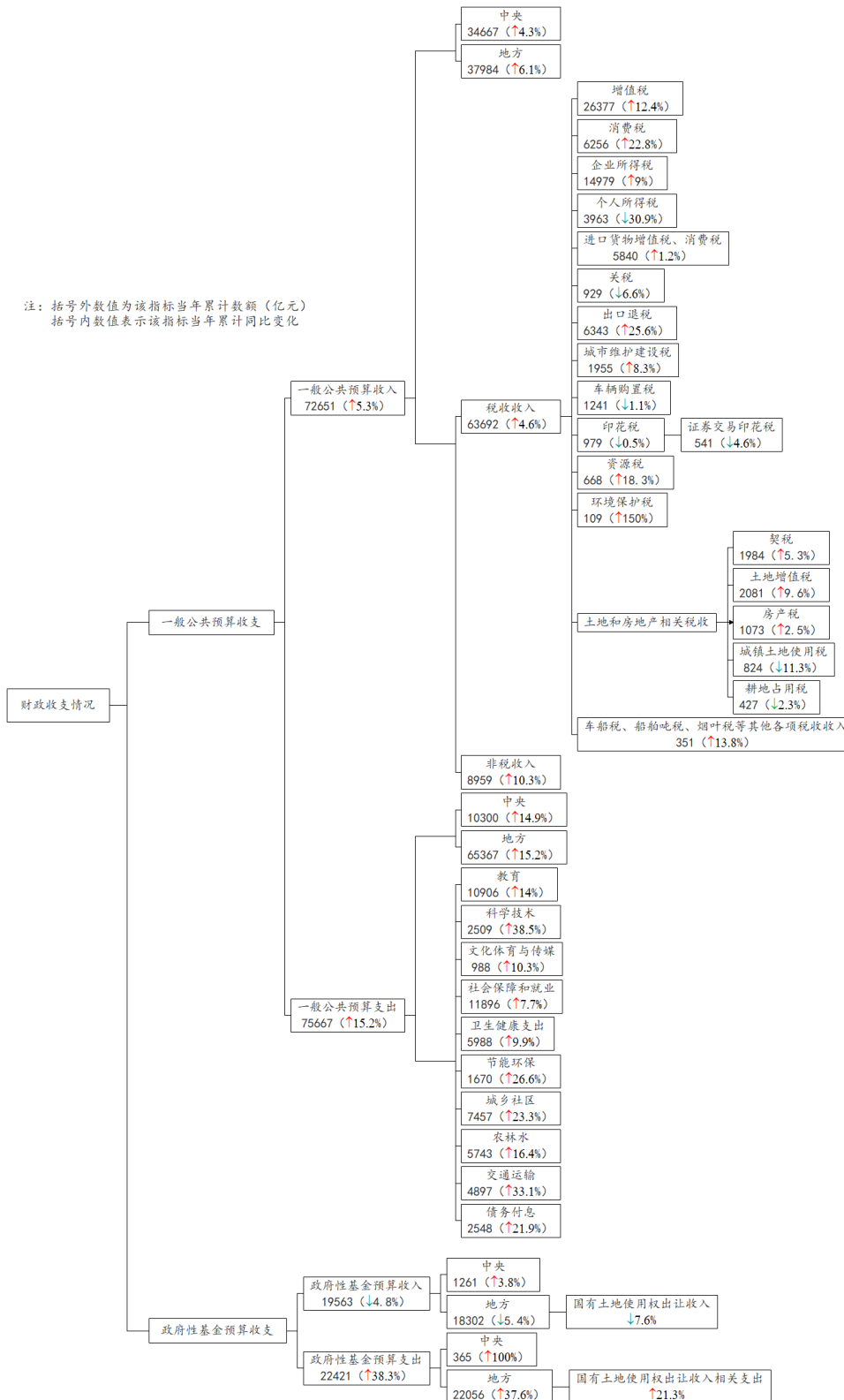


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

信用利差基本平穩。截至5月15日，3年期AAA、AA+企業債收益率分別為3.67%和3.88%，與3年期國開債利差分別為45BP和66BP，保持基本穩定，反映出債券市場情緒相對平穩，並未受國債利率上行而大幅調整。

## 四、 財政收支：增值稅減稅效果待顯，財政支出增速繼續加快

圖 34： 1-4 月中國主要財政指標一覽



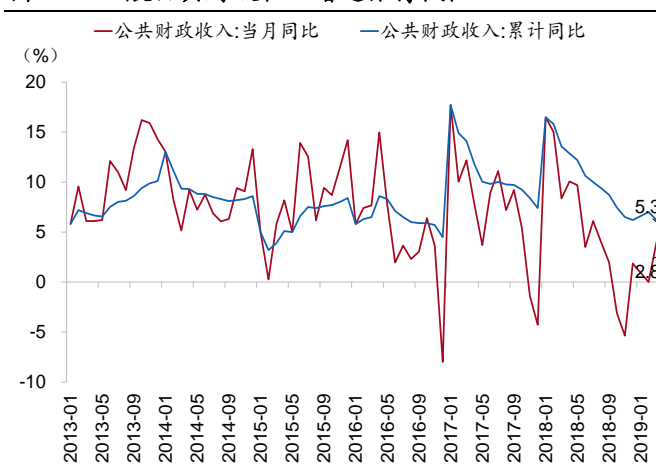
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際研究

### (一) 財政收入：減稅降費繼續發力，增值稅減稅效果尚未顯現

**一般公共預算收入增速保持低位。**1-4月，一般公共預算收入同比增長5.3%，環比前三個月下降0.9個百分點，而且低於去年全年增速，以及2018年同期15.8%的增速水平，更低於次貸危機以來的同期平均增速水平。在經濟基本面有所企穩的背景下，財政收入增速的下滑體現了去年以來減稅降費政策的效果。

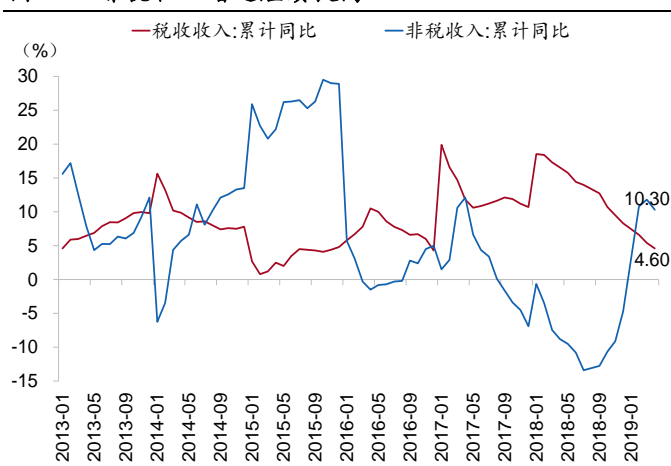
**非稅收入增速有所回落，但仍處於近年高位。**1-4月，非稅收入同比增速10.3%，環比下降1.5個百分點，但仍然處於2016年以來高位，較去年同期提高19.1個百分點。在簡政放權與減稅降費的背景下，涉及降費的教育費附加等專項收入下降1.3%、行政事業性收費收入下降2.3%，而國有資本經營收入、政府住房基金收入、國有資源（資產）有償使用收入同比則增加較多，三項合計支撐全國財政收入增長1.1個百分點。而在今年兩會期間，李克強總理明確表示，為保證今年財政各項目標的實現，會增加特定國有金融機構和央企的上繳利潤（國有金融機構的利潤上繳納入非稅收入統計口徑），因此，預計未來上收相關國有金融機構利潤仍將是推動非稅收入增速提高的主要原因。

圖 35：一般公共財政收入增速保持低位



資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 36：非稅收入增速繼續提高

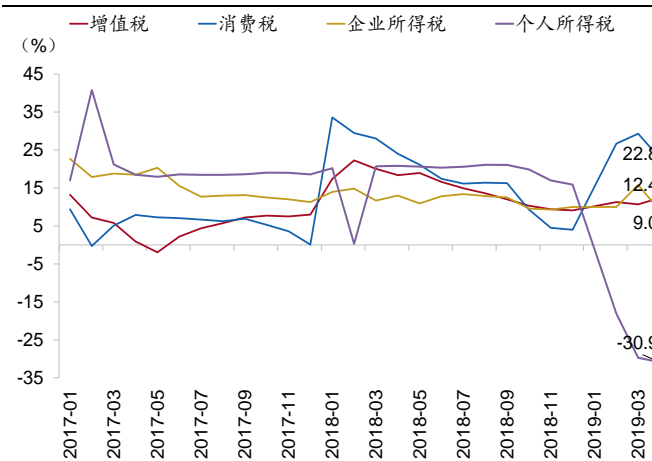


資料來源：WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

**主要稅種中個人所得稅增速持續下降，工業回暖導致增值稅增速依舊較高。**受去年個稅改革影響，1-4月，我國個人所得稅同比增速大幅下降30.9%，而增值稅、消費稅、企業所得稅同比增速則分別為12.4%、22.8%和9%，明顯低於去年同期水平，但總體保持了平穩增長，與工業生產、消費、固定資產投資等主要宏觀經濟指標相適應。增值稅仍然保持較高增速主要是因為3月工業生產明顯回升，以及受4月份減稅政策預期影響，部分下游企業主動要求上游企業在3月份集中開票，本月入庫增值稅收入相應較多。而隨著政策效果的逐漸顯現，預計從隨後幾個月開始，增值稅收入的累計同比增速增幅會有所收窄。

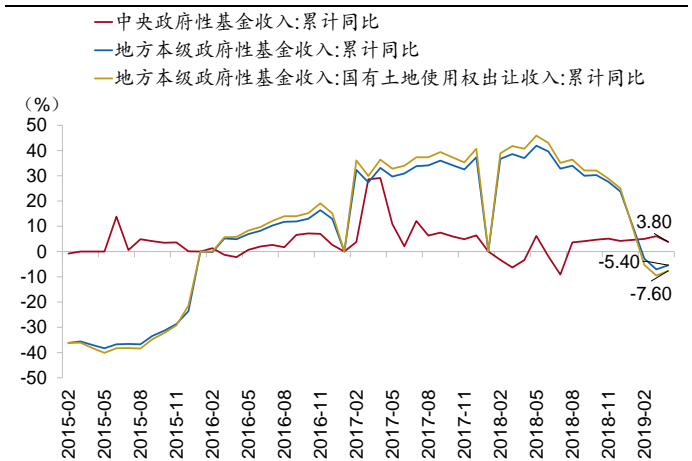
**國有土地使用權出讓收入增速延續下跌趨勢。**1-4月，國有土地使用權出讓收入增速下降7.6%，降幅較前三個月收窄1.9個百分點，自去年下半年以來的下滑趨勢有所企穩。隨著今年部分城市房地產市場的有所回暖，預計國有土地使用權出讓收入增速會進一步企穩。在減稅降費的背景下，土地出讓收入對地方政府財政的重要性將更加突出，預計政府不會允許土地出讓收入有進一步的大幅下滑。

圖 37: 個人所得稅累計同比增速繼續下滑



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 38: 國有土地出讓收入增速繼續下行



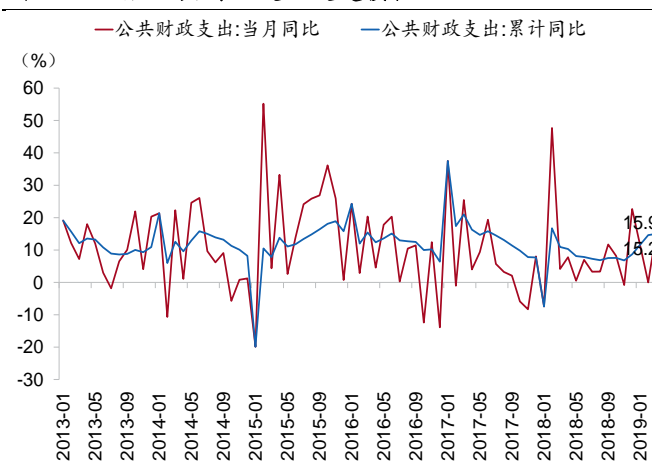
資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

## (二) 財政支出: 延續積極態勢, 科學技術領跑各項支出增速

**一般公共預算支出增速進一步加快。**1-4月, 全國一般公共預算支出同比增速達到 15.2%, 環比前三個月提高 0.2 個百分點, 創近一年來增速新高, 政府財政支出增速的加快構成了積極財政的重要方面。其中, 中央和地方政府均明顯加大了財政支出的力度, 一改去年中央財政支出同比增速明顯高于地方的情況。

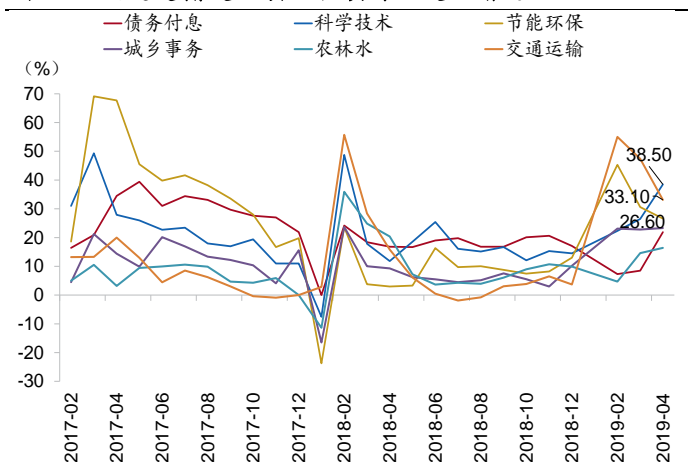
**科學技術支出增速領跑各項一般公共預算支出。**在一般公共預算各支出項目中, 科學技術、交通運輸和節能環保支出的累計同比增速較高, 分別達到 38.5%、33.1%和 26.6%, 均大幅高於一般公共預算支出增速。此外, 除交通運輸支出外, 涉及基建領域的城鄉社區事務和農林水事務支出也維持了較高增速, 分別達到 23.3%和 16.4%, 均創今年以來新高, 這也進一步印證了當前政府希望通過基建投資帶動經濟增長的政策意圖。

圖 39: 一般公共財政支出更趨積極



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 40: 交通運輸支出領跑各項財政支出增速



資料來源: WIND、招商銀行研究院、招銀國際研究

## 五、中美貿易談判走向何方

美東時間5月5日，美國總統特朗普在推特上表示，美國將自5月10日起，將第二輪關稅清單中2,000億美元中國商品的關稅從10%上調到25%（第一輪關稅清單中的500億美元的中國商品稅率已為25%），並威脅稱很快（shortly）將對餘下3,250億美元的商品徵收25%的關稅。對此我們分析如下：

**特朗普的威脅出乎所有人的意料之外。**就在5月3日，特朗普還在接受採訪時表示，中美貿易談判進展非常順利，“接近達成歷史性的重要協議”（getting close to a very historic, monumental deal）。中美雙方已互訪談判10次，根據既定安排，中方代表團即將赴華盛頓于5月8日開始第11輪磋商。此前市場普遍預期中美將于月內達成最終協議。但特朗普周日的推特顛覆了市場對貿易戰一致的樂觀預期，將嚴重打壓全球的風險偏好。

**“邊緣策略”是特朗普一貫的外交策略。**在外交上，特朗普慣于“獅子大開口”向對手施壓，期望通過增加危機事件發生的概率來迫使對方妥協，獲取全面勝利。在2017年的朝核危機中，特朗普就曾與朝鮮“你來我往”地開展了多輪口頭威脅，但美朝互射核彈的“末日情景”并未發生。就此角度理解，以及考慮到未加征關稅的3,250億美元中國商品的不可替代性（總體市場份額超過60%），中美貿易戰全面爆發（美國對5,750億中國輸美商品全面加征25%關稅）的概率相對有限。

但特朗普將“邊緣策略”用于中美經貿磋商無疑是危險的策略：指望中方全面妥協無疑不切實際，過度施壓將增加中美貿易磋商“談崩”的風險（例如河內“金特會”未達成協議提前結束），進而對全球經濟復蘇和資本市場表現形成利空。

**經濟和資本市場表現是中美貿易談判的重要砝碼。**特朗普在貿易談判中立場轉向強硬，與近期美國經濟和金融市場的強勁表現不無關係：一季度美國GDP環比年化增速達3.2%，4月美國新增非農就業26.3萬，均大幅超過市場預期；美股創下歷史新高。特朗普甚至在推特中將此部分歸功于對中國加征的關稅。未來中美經濟金融的走勢和相對強弱將很大程度上左右中美貿易談判的進程和結果。這也意味著“攘外必先安內”（穩增長）將成為未來重要的政策考量。

總體上看，特朗普的推特威脅為中美貿易談判的前景蒙上了巨大的陰影，此前的樂觀預期已被徹底顛覆。中期內中美貿易摩擦仍將困擾中國經濟和資本市場。但有鑒于特朗普外交政策的特徵、“中國製造”在全球產業鏈中的重要地位，以及可能的政策“對沖”，對中美貿易談判，以及中國貿易和經濟的前景我們也不必過度悲觀。



## 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並無直接或間接關係。

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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 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責任。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。