

乍暖还寒

—2019年5月中国宏观经济月报

- **海外宏观：复苏闪现根基未稳，贸易形势再添变数。**一季度全球主要经济体GDP复苏力度超预期，欧元区经济短暂企稳，德国、意大利暂避技术性衰退，但各主要经济体的短暂复苏仍存在诸多隐忧，根基并不牢固，从而易受风险事件的冲击而难以为继。而且全球贸易仍在萎缩，前景不容乐观。在此背景下，中美贸易关系迅速恶化，将使全球经济持续的企稳和复苏失去重要的有利条件。
- **实体经济：经济乍暖还寒，贸易波澜再起。**4月的中国经济数据中，除地产投资增速小幅上行外，其余指标均低于市场预期。在经历4月社融增速回落、PMI下滑、高频数据疲软后，市场对于经济数据回落有一定预期，但实际数据比预想要差，可谓乍暖还寒。一季度经济势头向好有赖于基建发力、地产施工加速和减税前企业备货导致生产冲高。但随着政策由稳增长向防风险倾斜，经济的脆弱性有所暴露：（1）刺激力度减小后，基建对固定资产投资增速的拉动减弱，制造业对固定资产投资增速的拖累便有所显现。（2）外需回落叠加贸易摩擦情景恶化，企业信心不足，预期偏谨慎，制造业投资和生产均趋于疲弱。整体上，4月份固定资产投资增速小幅回落程度符合市场预期，出口同比减少指向关税壁垒的负面作用正在显现。减税对PPI形成向上拉动力、对CPI形成向下拉动力。而4月工业增加值、社会消费品零售总额增速的回落受一次性因素影响较大，指示意义不强。因此4月经济数据下滑倒逼政策调整的概率较小，5、6月经济数据或对政策参考意义更为重要。
- **货币金融：社融增速小幅回落，企稳基础仍在。**4月末M2、社融分别同比增长8.5%和10.4%，较上月末回落0.1个和0.3个百分点，基本符合预期。4月金融数据小幅回落，既反映出实体经济有效信贷需求仍然偏弱，也表明3月份数据超预期后，金融机构可能在调整投放节奏。目前债市、表外融资等依然保持基本稳定，信用企稳向好的基础较为稳健。随着外部不确定性的加剧，宏观调控可能会进一步加强预期微调，强化政策对冲效应，货币政策可能会继续保持流动性合理充裕，并适度加大结构性工具的使用力度，有效降低实体经济融资难题。
- **财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快。**1-4月，一般公共预算收入同比增长5.3%，环比前三个月下降0.9个百分点，体现了去年以来减税降费政策的效果。非税收入增速有所回落，但仍处于近年高位，预计未来上收相关国有金融机构利润仍将是推动非税收入增速提高的主要原因。在减税降费的背景下，土地出让收入对地方政府财政的重要性将更加突出，预计政府不会允许土地出让收入有进一步的大幅下滑。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

目录

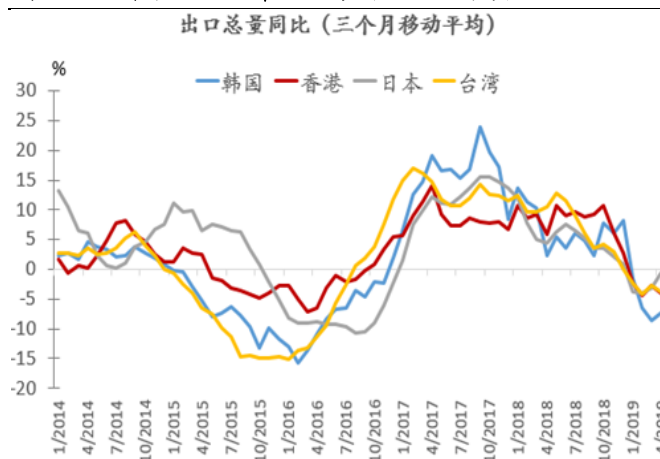
一、 海外宏观：复苏闪现根基未稳，贸易形势再添变数.....	3
二、 实体经济：乍暖还寒.....	6
(一) 生产：提前备货导致 4 月数据走弱.....	6
(二) 消费：节假日错位导致增速回落.....	6
(三) 投资：制造业拖累投资增速.....	7
(四) 贸易：贸易摩擦拖累出口.....	9
(五) 物价：减税降费对 CPI、PPI 作用不同.....	11
三、 货币金融：金融降温 信贷结构仍需优化.....	13
(一) 社融增速如期回落，结构基本稳定.....	13
(二) 贷款小幅回调，信贷结构仍待优化.....	13
(三) M2 增速保持稳定，M1 增速低位徘徊.....	14
(四) 流动性总量略有下降，市场利率小幅震荡.....	15
四、 财政收支：增值税减税效果待显，财政支出增速继续加快.....	17
(一) 财政收入：减税降费继续发力，增值税减税效果尚未显现.....	18
(二) 财政支出：延续积极态势，科学技术领跑各项支出增速.....	19
五、 中美贸易谈判走向何方.....	20

一、海外宏观：复苏闪现根基未稳，贸易形势再添变数

一季度全球主要经济体 GDP 复苏力度超预期。与 2018 年下半年经济增长迅速放缓的情景相比，美国、中国、欧元区、英国等主要经济体在今年一季度的 GDP 增长均有超预期的良好表现，这主要得益于各国财政和货币政策的调节效果开始显现，以及中美贸易谈判的乐观前景显著改善了投资气氛和商业信心。同时，各主要经济体的短暂复苏仍存在诸多隐忧，根基并不牢固从而易受风险事件的冲击而难以为继。在此背景下，美国本月突然上调 2000 亿美元中国输美商品关税，中美贸易关系迅速恶化，将使全球经济持续的企稳和复苏失去重要的有利条件。若中美贸易纠纷僵持或升级，全球经济将再度面临重大挑战。

全球贸易仍在萎缩，前景不容乐观。即使是在美国本月突然加征关税之前，全球贸易已有逾半年时间持续处于负增长区间，全球出口订单显著下滑，处于 2008 年经济危机以来的最差状况，制造业和运输业等产业因此遭受的冲击最大，特别是亚洲大部分出口导向型经济体受影响更为直接。当前美国贸易政策变数增大，全球经济政策不确定性恢复高位，将进一步阻碍企业的贸易需求和长期投资，打击商业信心，并冲击全球产业链。因此，今年内全球贸易的前景都不容乐观，相关产业须做好应对最差情况的准备。

图 1：亚洲外向型经济体贸易增速仍处于负区间



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 2：全球新订单增长疲软



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 3：主要经济体综合 PMI 指数

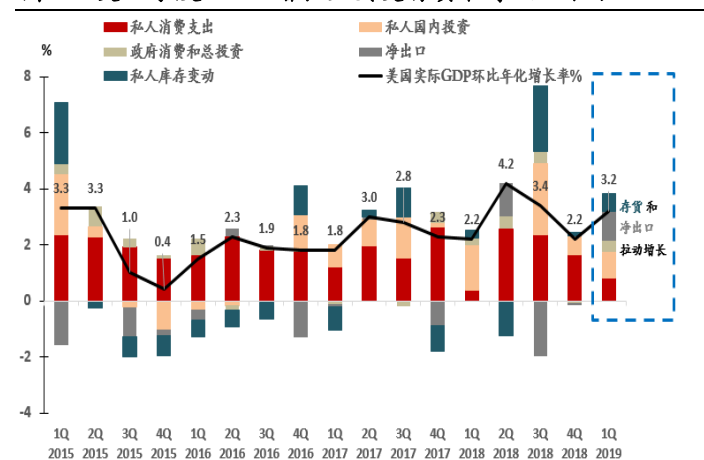
	18年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月	3月	4月
美国	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6	53
欧元区	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6	51.5
英国	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50	50.9
日本	52.2	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52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

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

美国一季度经济增长提速，但存在显著的结构隐忧。2019 年一季度美国实际 GDP 年化增长率初值为 3.2%，远超市场预期，亦高于去年四季度 2.2% 的增速。尽管受到政府停摆和收益率曲线倒挂等事件的负面影响，美国本轮经济扩张仍在持续，自 2009 年 6 月至今已近十年，即将成为史上最久的经济扩张期。然而，细分一季度经济数据则会发现显著的结构隐忧：由于去年四季度企业为避免可能的更高关税而加快进口和储备库存，导致一季度进口下降，净出口拉动经济增长 1.03 个百分点；同时，库存升至三年新高，为 GDP 增长贡献了 0.65 个百分点，而库存向来波动，并非支撑增长的稳定因素。若剔除贸易、存货和政府开支等暂时性且波动较大的部分，一季度经济增速仅为 1.3%，远低于去年四季度的 2.6%，是 2013 年二季度以来的最低增速，显示出美国经济内生动力正在减弱。一季度个人消费仅增长 1.2%，较去年四季度之 2.5% 放缓；企业固定资产投资仅增长 2.7%，较去年四季度之 5.4% 的增速显著放缓。

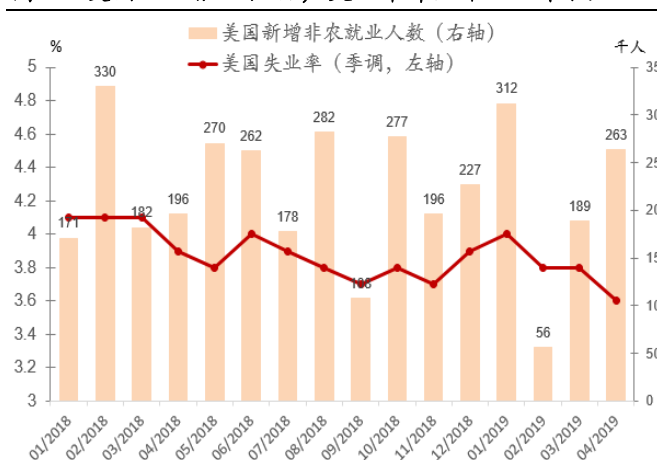
美国就业仍强劲，消费和通胀疲软。近期美国消费者信心指数略有下降，显示消费者对于经济前景的乐观情绪出现动摇，而美国对中国加征关税将进一步影响消费者信心。4 月零售销售量环比下降 0.2%，预计美国二季度私人消费增速的下行风险较大。就业仍然强劲，4 月新增 26.3 万个非农就业岗位，失业率降至 3.6% 并创半世纪以来新低。平均时薪同比增长 3.2%，但通胀提升仍缺乏动力，3 月核心 PCE 价格指数同比增长仅为 1.6%，不及美联储预期通胀目标。由于经济数据喜忧参半，美联储年内加息或减息的几率都不大，当下采取的耐心和观望立场仍有充分条件持续。

图 4：美一季度 GDP 增长主要受存货和净出口拉动



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 5：美国就业依旧强劲，失业率降至半世纪最低

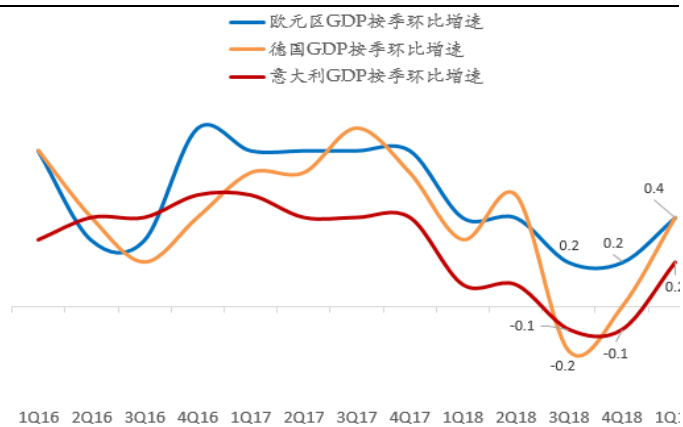


资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

德国、意大利暂避技术性衰退，欧元区经济短暂企稳，但将面临更大挑战。欧元区一季度 GDP 同比增长 1.3%，按季环比增长 0.4%（初值），比去年四季度 0.2% 的环比增速有小幅提升，得益于德国经济的复苏以及意大利走出技术性衰退。作为欧元区最大经济体和增长引擎，德国经济在去年第三季度萎缩 0.2%，第四季度环比增长为零，已徘徊在衰退边缘，今年一季度经济增速反弹至 0.4%。但前瞻地看，由于贸易争端升级和英国脱欧的不确定性给出口和投资活动带来压力，今年德国经济增长将显著放缓。意大利经济在去年第三和第四季度持续萎缩，成为 2013 年以来首个出现衰退的欧元区国家，今年一季度 GDP 环比增长 0.2%，暂时结束此前的技术性衰退。面对悬而未决的贸易争端、英国脱欧的不确定性以

及全球经济低迷，欧元区经济的韧性将面临更大挑战，在制造业和出口行业失去动力的前提下，服务业等内需是否能支撑经济尚未可知。

图 6：欧元区、德国、意大利一季度 GDP 增速小幅回升



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

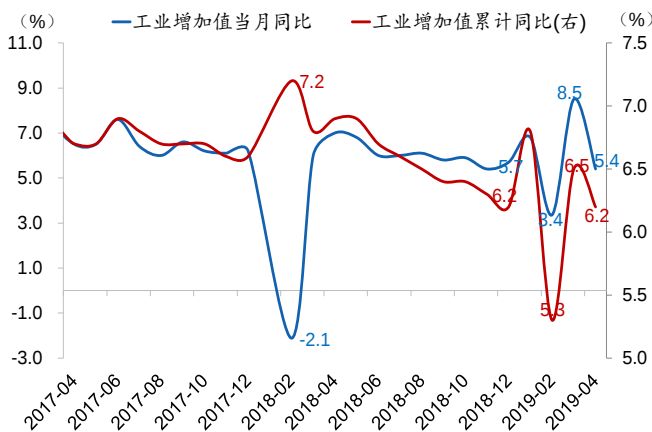
二、实体经济：乍暖还寒

（一）生产：提前备货导致4月数据走弱

从生产看，4月份规模以上工业增加值同比增长5.4%，较1-3月累计同比增速下滑1.1pct，低于市场预期，主要原因有三方面。一是4月增值税新税率施行前企业存在备货行为，3月生产冲高分摊了部分4月生产活动。这在4月份PMI中原材料库存走高、产成品库存下滑中有所体现。二是高基数作用，去年4月工业增加值当月同比7.0%，增速为去年全年最高点。三是4月出口增速回落，对制造业生产活动造成拖累。**整体看，1-4月工业增加值累计同比增速依旧录得6.2%，高于去年4季度当季同比增速。**

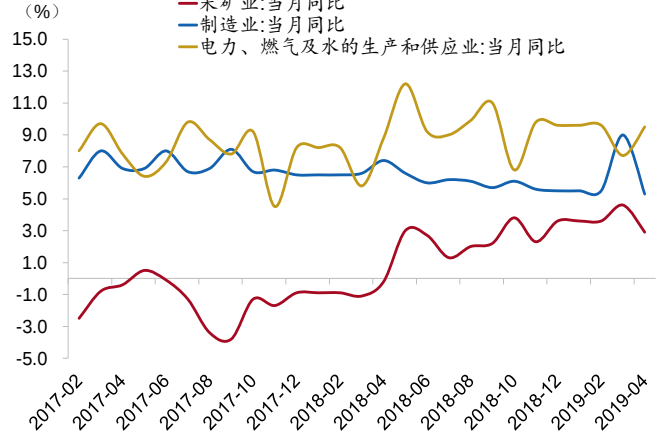
分三大门类看，工业生产回落的主要拖累因素是制造业。采矿业增加值当月同比增长2.9%，增速较1-3月累计增速提高0.7pct；制造业增长5.3%，增速较1-3月累计增速下滑1.9pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.5%，增速较1-3月累计增速提升2.4pct。分行业看，4月份专用设备、通用设备、金属制品、橡胶、纺织、电气机械、交通运输设备制造等行业增加值同比增速下滑较为显著。

图7：工业生产显著回落



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图8：制造业拖累生产活动



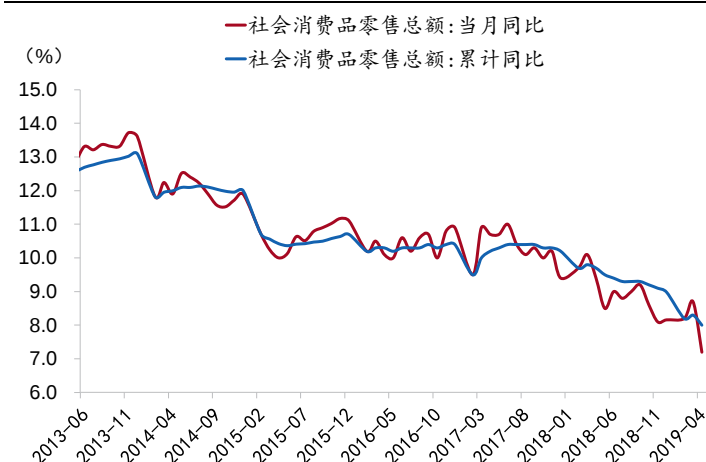
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

（二）消费：节假日错位导致增速回落

4月份，社会消费品零售总额同比增长7.2%，较1-3月累计同比增速下降1.1pct。主要原因有三方面：（1）今年4月节假日较去年少2天，且是五一假期消费高峰。统计局测算，剔除假日移动因素，今年4月份增速与3月份基本持平（8.7%）；（2）地产相关消费增速走弱；（3）成品油价格下调对石油类相关消费增速行程拖累。考虑到今年5月总节假日较去年多1天、小假期多出3天且去年5月基数较低，因此5月社消增速大概率有所反弹。

分结构看，限额以上批发和零售额中除了汽车、文化用品、金银珠宝等金额同比增速有所提升外，其他类别同比增速均显著回落。

图9：社会消费品零售总额增速有所回落

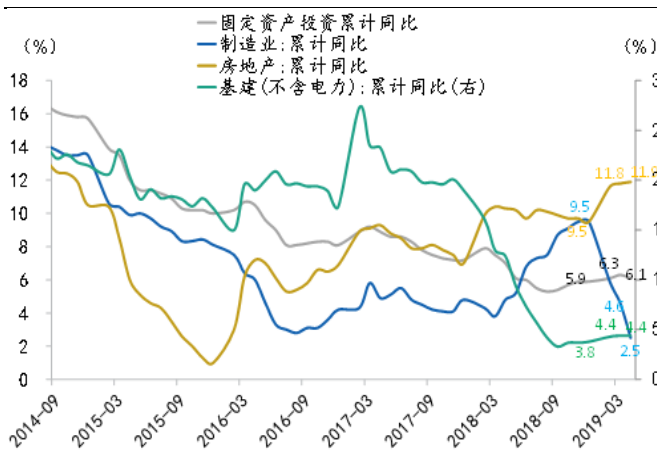


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

（三）投资：制造业拖累投资增速

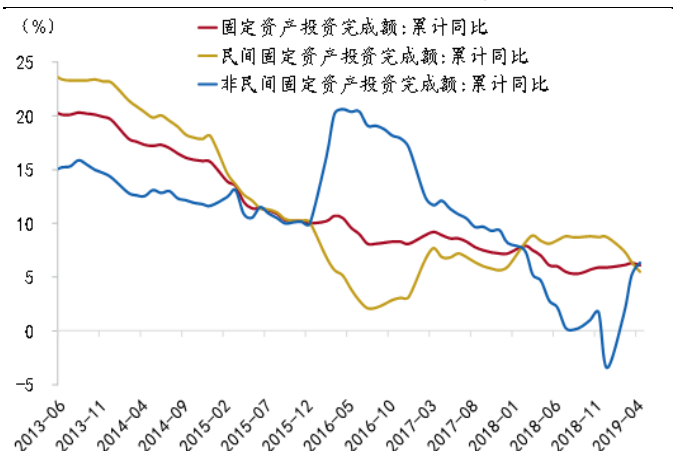
4月全国城镇固定资产投资累计同比增长6.1%，增速较前值下降0.2pct，主要由制造业和基建拖累，房地产投资增速则持续小幅上行。其中，民间投资增速继续下滑，非民间投资增速继续向上反弹。

图10：固定资产投资增速小幅下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

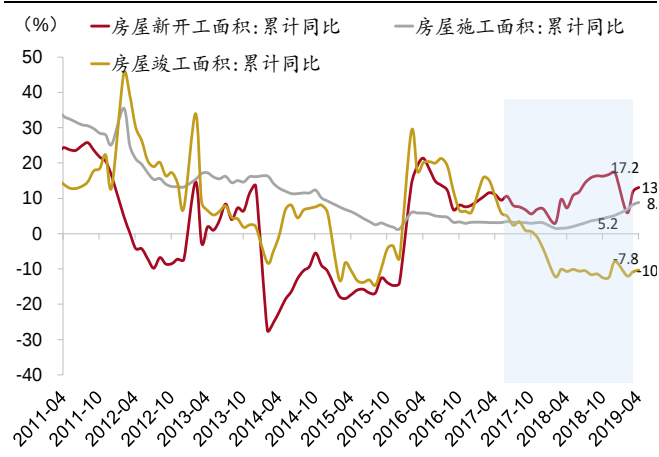
图11：非民间投资增速支撑投资增速反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

4月，基建投资（不含电力）累计同比增长4.4%，增速较前值持平，全口径基建累计同比增长3%，较前值提升0.1个百分点。这一方面是由于基建投资惯性对4月数据形成支撑，另一方面也指向基建在补短板而非大水漫灌，基建发力节奏有所保留。分结构看，水利环境投资增速较前值提升0.1PCT，交运仓储行业投资增速较前值持平，电、热、燃气水投资增速较前值下滑0.2pct。

图 12: 开工向施工、竣工传导



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 13: 房企资金来源有所改善



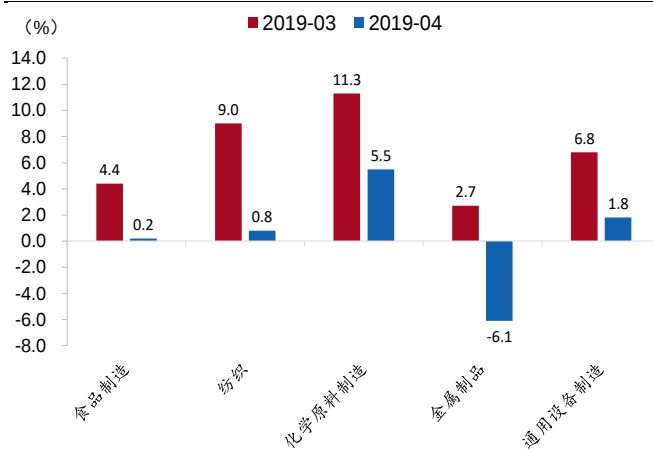
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

4 月房地产投资同比增长 11.9%，增速较前两月提升 0.1pct，依旧受到开发商期缴土地购置费支撑和施工面积增速上升影响。年初地产小阳春改善开发商资金来源，使得 4 月新开工面积累计同比较 3 月提高 1.2pct，并由开工向施工传导；4 月施工面积累计同比增长 8.8%，增速较前两月提高 0.6pct；竣工面积累计同比下降 10.3%，降幅较前值收窄 0.5pct。

4 月房地产销售面积同比跌幅有所收窄，在销售重回景气之前，房企拿地仍然趋于谨慎，4 月土地购置面积累计同比下降 33.8%，降幅较前值扩大 0.7pct。

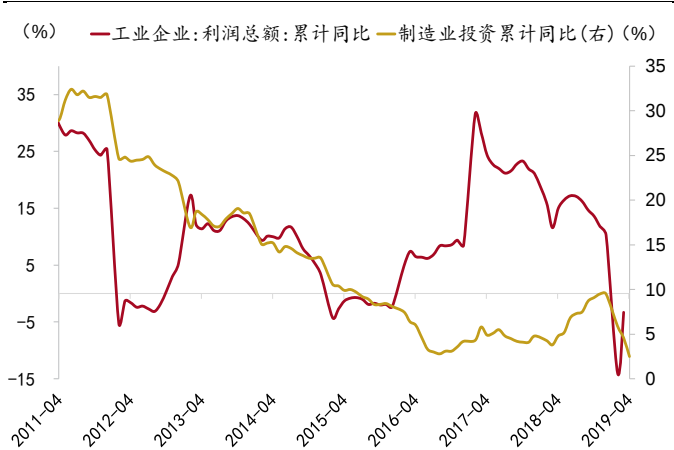
上半年来看，房地产投资仍旧是支撑固定资产投资增速的重要因素。目前来看，房地产销售依旧疲弱，叠加土地购置费增速将会出现下滑，下半年房地产投资增速大概率会有所回落。

图 14: 设备制造、化工等行业投资增速下滑显著



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 企业盈利增速下滑压制企业投资增速



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

4 月制造业投资累计同比增长 2.5%，较前值下滑 2.1pct，增速继续下降，主要受到企业盈利增长疲弱制约，同时受到重点行业拖累。分行业看，通用设备、金属制品、纺织、化工、食品、电气机械制造等行业投资增速下滑显著。当前减税降费对 PPI 的提振已经有所显现，后续 PPI 难以大幅下滑，企业盈利增速将不悲观，盈利压力或得到缓解。

（四）贸易：贸易摩擦拖累出口

以美元计，2019年4月出口金额1,935亿美元，同比增速-2.7%（市场预期1.8%），较前值下降16.9个百分点；进口金额1,797亿美元，同比增长4.0%（市场预期-4.5%），较前值提高11.6个百分点。

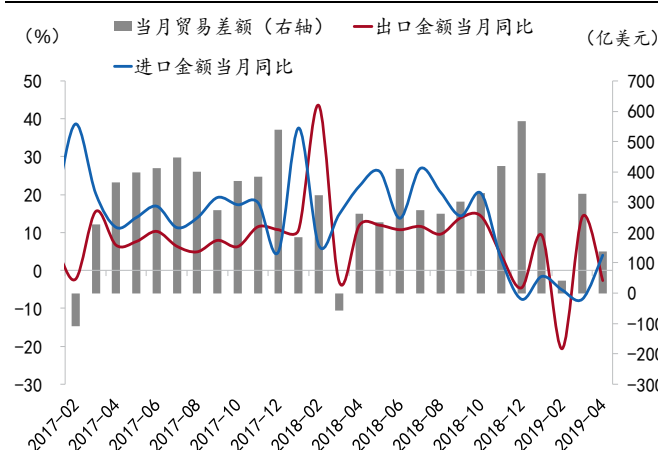
出口增速下滑：外需回落叠加关税壁垒。4月出口金额同比增速较前3月累计同比增速有所下滑，主要原因包括：（1）贸易摩擦对出口的负面影响大幅上升，4月我国对美国出口金额同比减少47亿美元，占总出口金额减少的87%。美国目前对我国输美的500亿商品加征25%的关税（2018年7月6日开始对340亿美元产品加征关税，2018年8月23日开始对160亿美元产品加征关税），2000亿商品加征10%的关税（实施时间为2018年9月24日）。受此影响，今年1-4月我国对美国出口金额同比下降10%，美国在我国贸易伙伴中的排名已从第二滑落至第三，位列欧盟和东盟之后。目前我国对美国500亿美元产品加征25%关税（2018年7月6日对340亿美元商品加征25%的关税，2018年8月23日开始对160亿美元产品加征关税），在此影响下，1-4月我国从美国进口金额同比下降30%，由于从美国进口同比降幅比对美国出口降幅更大，因此1-4月我国对美国贸易顺差同比扩大3.8%。（2）外需持续回落。4月全球制造业PMI指数录得50.3，为2016年5月以来最低值；BDI指数仍旧保持在低位，表明全球贸易景气度仍然低迷。（3）高基数对出口增速形成拖累。2018年4月出口金额较当年前3月平均出口金额提高9.7%，高基数对今年4月出口金额增速造成部分拖累。

分国家和地区看，对欧盟、东盟、美国、金砖国家、日本、韩国、中国香港、中国台湾当月出口同比增速均有显著回落。分产品看，目前公布的数据中玩具、纺织品、自动数据处理设备、服装、塑料制品、灯具、家具等出口金额同比增速下滑较大。其中，玩具、纺织品、服装三类产品并未在美国加征关税清单中，再结合今年以来美国个人可支配收入与零售销售金额增速的下滑，不难看出当前美国内需依旧疲弱。

进口增速反弹：内需企稳叠加本币升值。4月进口金额同比增速较前值回升，主要受到两方面影响：（1）内需企稳对进口形成拉动。4月中采制造业PMI为50.1，为近6个月的次高点，连续两月保持在荣枯线以上，特别是PMI进口分项指数较前值反弹，指向内需有所企稳。（2）人民币升值对进口形成提振。4月人民币汇率指数CETFS升值0.3%，年初以来累计升值2.5%，人民币升值导致进口商品价格增速下滑，对进口形成了部分提振。

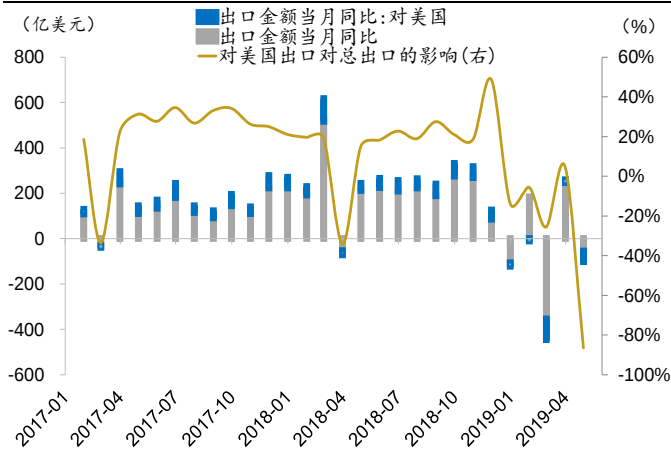
分国家和地区看，4月对欧盟、东盟、日本、韩国、中国香港进口金额同比增速有所提升，对美国进口金额同比降幅变化不大，对金砖国家进口金额增速有所下滑。分产品看，目前公布的数据中原油、农产品、铁矿砂、汽车及底盘是进口金额增长的主要贡献项。

图 16: 4 月出口增速下滑, 进口增速反弹



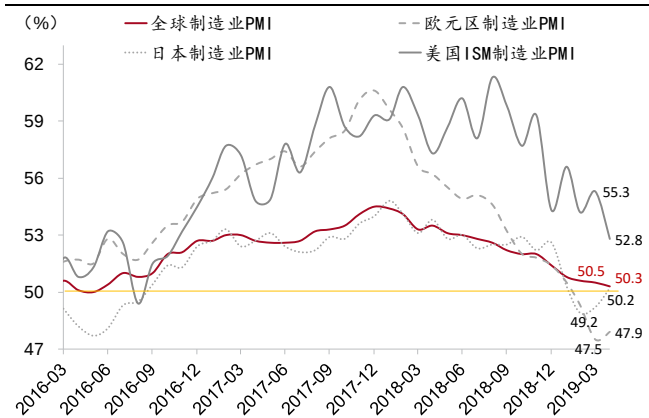
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 贸易摩擦对出口的负面影响大幅上升



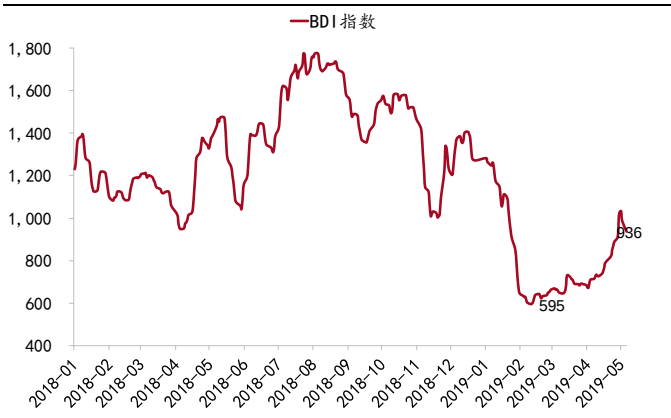
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 18: 全球制造业 PMI 趋势性下滑



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 4 月 BDI 指数仍维持低位



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

出口增速下滑而进口增速反弹, 贸易顺差有所收窄。以美元计, 4 月贸易顺差 138.4 亿美元, 较前值减少 188.3 亿美元。

总体来看, 4 月出口回落主要受到贸易摩擦、外需疲弱和高基数的影响, 进口增速反弹主要受内需企稳和人民币汇率升值影响。前瞻地看, 全球经济放缓对我国出口的拖累仍将持续, 叠加近期中美贸易摩擦波澜再起, 未来出口形势不容乐观。考虑到内需企稳将对进口增速形成支撑, 未来贸易顺差可能进一步收窄。

(五) 物价：减税降费对 CPI、PPI 作用不同

2019 年 4 月 CPI 同比 2.5%（市场预期 2.6%），前值 2.3%。PPI 同比 0.9%（市场预期 0.6%），前值 0.4%。对此我们点评如下：

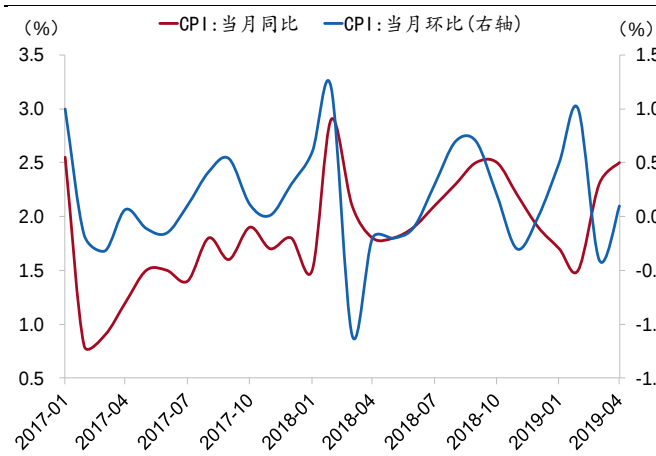
CPI 上行：“猪、蛋、果”驱动。4 月 CPI 同比 2.5%，较前值提高 0.2pct，环比上涨 0.1%。

(1) 食品项涨幅显著扩大驱动 CPI 同比增速提升。受猪瘟疫情影响，猪肉分项同比增速提升 9.3 pct，畜肉分项同比增速提升 5.4 pct。鸡蛋价格在连续两个月下跌后反弹，分项同比增速提升 5.6 pct。春季部分水果供应偏紧，鲜果价格上涨，导致水果分项同比增速提升 4.2 pct。(2) 非食品项同比增速小幅下滑，或受增值税减税影响。成品油价格下调后汽油价格下降，导致交通和通信分项同比增速下滑 0.6 pct、居住分项同比增速下滑 0.1 pct。衣着分项同比增速下滑 0.2 pct，医疗保健分项、生活用品及服务分项同比增速均下滑 0.1 pct。

前瞻地看，5-7 月 CPI 在猪肉价格驱动下仍有上行动力。前期非洲猪瘟加速了养殖场集中出栏，当前生猪与能繁母猪存栏数量大幅减少，同比减少约 20%。由于猪肉价格受供给影响较大，因此生猪存栏下降对后续猪肉价格继续上涨提供了支撑。从基数上看，去年 5-7 月猪肉价格处于低点（平均批发价 16.6 元/千克），当前猪肉价格（20.5 元/千克）较去年 5 月同比涨幅高达 28%，这将对 CPI 上行提供重要动力。但受需求较弱和减税降费影响，全年 CPI 中枢难以大幅走高。

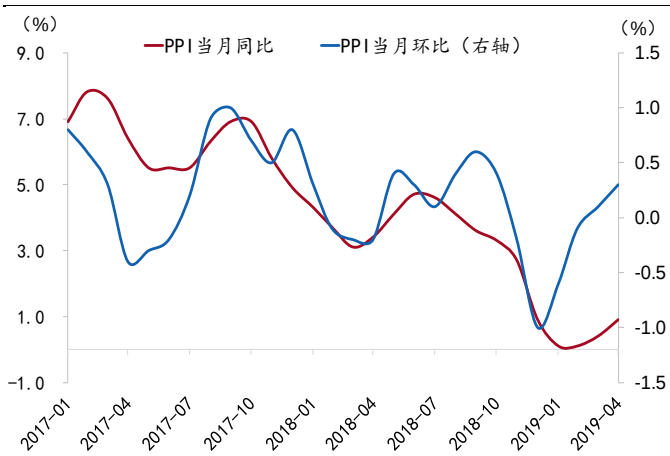
PPI 上行：基建地产施工反弹叠加减税效应。4 月 PPI 同比 0.9%，较前值提高 0.5 pct。其中，生产资料价格同比由上月 0.3% 上升至 0.9%，主要受到基建和房地产施工加速影响。生活资料价格同比由上月 0.5% 上升至 0.9%，主要因食品分项价格涨幅扩大。PPI 环比上涨 0.3%，较前值提高 0.2pct。其中，生产资料价格上涨 0.4%，生活资料价格上涨 0.2%。分行业看，PPI 上行主要受黑色金属、烟草、电器机械、化学纤维、有色金属、石油等行业价格涨幅扩大拉动。

图 20：CPI 同比增速小幅反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 21：PPI 同比增速超预期反弹



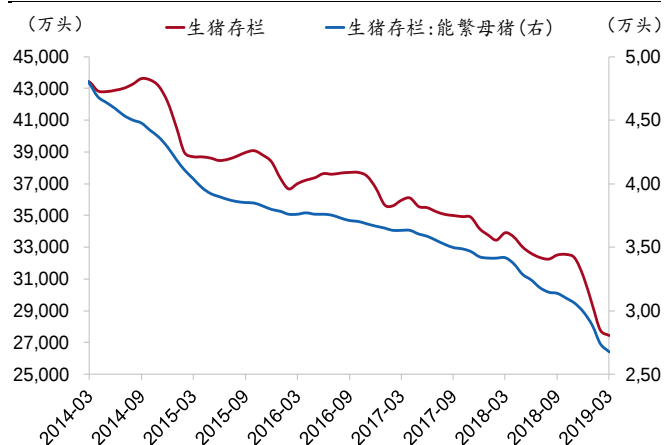
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

值得注意的是，市场对减税降费对物价的影响预期或存在偏差。(1) 减税降费对 CPI 的影响较为直观：在需求疲弱的背景下，厂商有激励下调商品价格（含税价）增加销售，减税降费有助于增加其降价的空间，因此将对 CPI 通胀形成拖累。(2) 但与 CPI 不同的是，

PPI 统计的是不含税价格。若企业下调商品价格（含税价）的幅度小于减税降费的幅度（即不含税价格上升），其利润将增加。不含税价格的上升将推升 PPI 通胀，其升幅取决于企业的议价能力。对 PPI 统计理解的偏差可能是市场低估 4 月 PPI 反弹力度的主要原因。

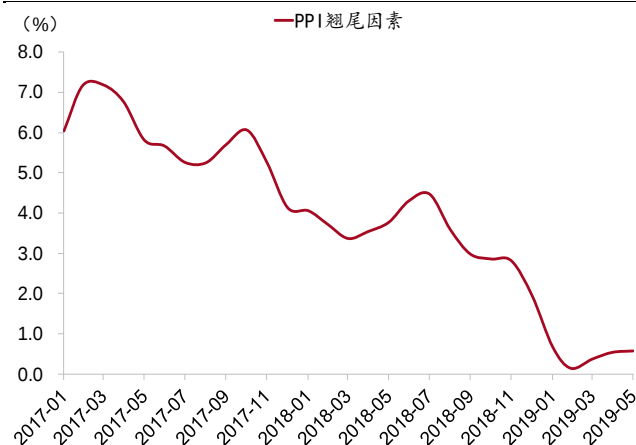
受本月减税效果提振，5 月 PPI 翘尾因素已达 0.6%。若后续大宗商品价格未大幅下跌，PPI 通缩或可避免，这将有助于企业盈利增速进一步反弹。

图 22：生猪存栏数量创历史最低值



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 23：5 月 PPI 翘尾因素有所反弹



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

三、货币金融：金融降温 信贷结构仍需优化

（一）社融增速如期回落，结构基本稳定

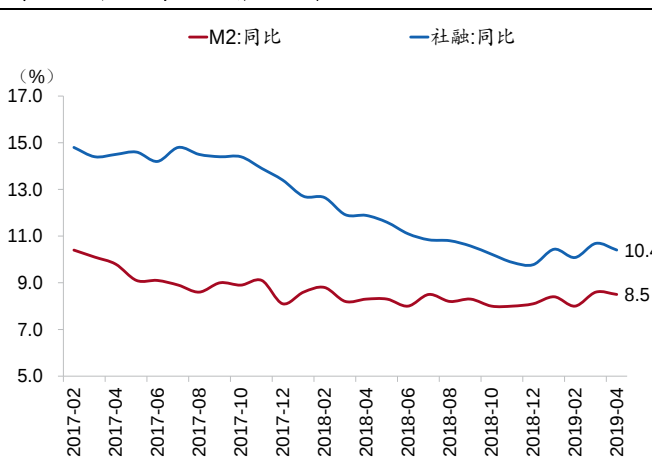
4月末，社融同比增长10.4%，较3月末回落0.3个百分点；当月增量为1.36万亿元，较上年同期少4080亿元。继3月份社融大幅反弹后，4月份社融小幅回落可能属于正常调整，社融结构基本保持稳定，没有出现恶化或趋势性走弱的迹象。1-4月份社融增量达到9.56万亿元，较上年同期多1.93万亿元。具体来看：

一是信贷投放节奏有所收敛。4月份对实体经济发放的人民币贷款为8733亿元，较上年同期有所放缓。一方面，这与当前实体经济有效信贷需求仍相对偏弱有关，另一方可能也与金融机构调整信贷投放节奏相关。一季度金融机构信贷投放明显加快，若按此节奏投放，全年信贷可能会突破20万亿元，不利于保持宏观杠杆率的基本稳定。

二是债市融资保持基本稳定。4月份，企业债券净融资为3574亿元，较上月多120亿元，其中城投债和产业债净融资额均保持稳定。中低评级信用债利差继续呈现出小幅回落，AA+和AA级产业债信用利差较上月分别回落了9BP和13BP。4月地方专项债新增1679亿元，较上年同期多871亿元。

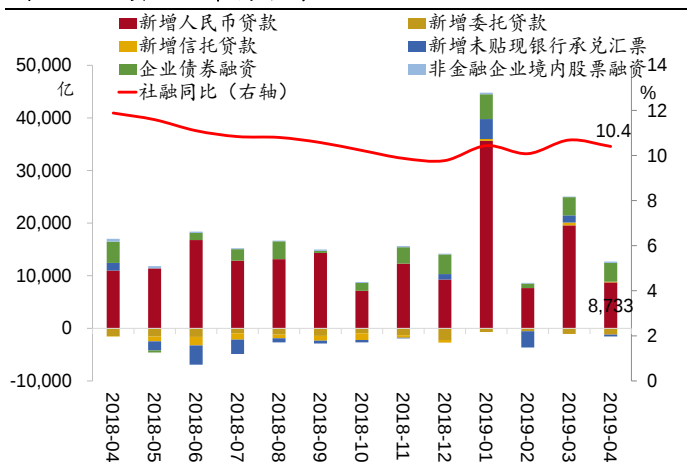
三是表外融资继续分化调整。4月份表外融资合计减少1427亿元，较上月虽有所回落，但与去年同期相比明显收窄。其中，信托贷款继续边际修复，委托贷款有序收缩，而未贴现承兑汇票可能受监管等因素影响，出现小幅回调，当月减少357亿元。

图 24：社融与 M2 增速基本稳定



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 25：信贷投放节奏略有放缓



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

（二）贷款小幅回调，信贷结构仍待优化

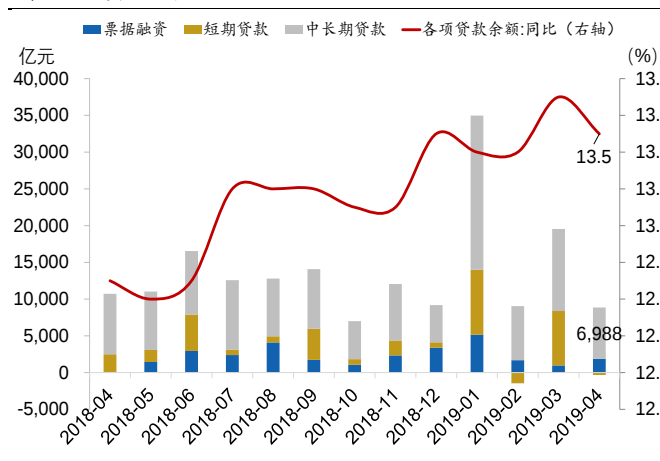
4月末，人民币贷款余额同比增长13.5%，较上月末回落0.2个百分点；人民币存款余额同比增长8.5%，较上月末提高0.2个百分点。

贷款小幅回调，居民贷款保持平稳，而企业贷款仍相对较弱。4月贷款回落有一定的合理性，但贷款结构仍需引起关注。在4月份1.02万亿元的人民币贷款中，非金融企业贷款为3471亿元，较上年同期少2255亿元，是导致当月贷款回落的最主要原因，或反映出企业有效信贷需求仍然偏弱，需要强化结构性政策引导，加大金融支持力度。4月份，居民贷款

达到 5258 亿元，与上年同期基本持平，但居民中长期贷款同比多增 622 亿元，可能与近期房地产市场回暖等因素有关。

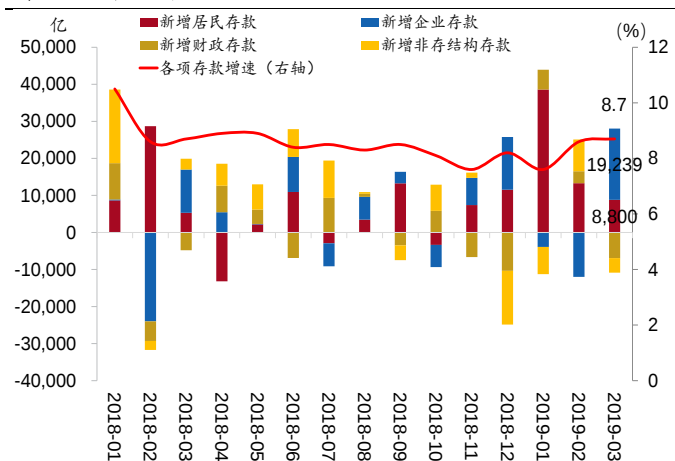
存款增长相对稳定，居民存款增长较快，企业存款增长放缓。受企业贷款增长放缓等因素影响，企业派生存款有所放缓，4 月企业存款减少 1738 亿元，较上年同期少 7194 亿元。居民存款继续保持较快增长，当月减少 6248 亿元，较上年同期多 6952 亿元。

图 26：贷款增速小幅回落



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 27：存款增长相对稳定



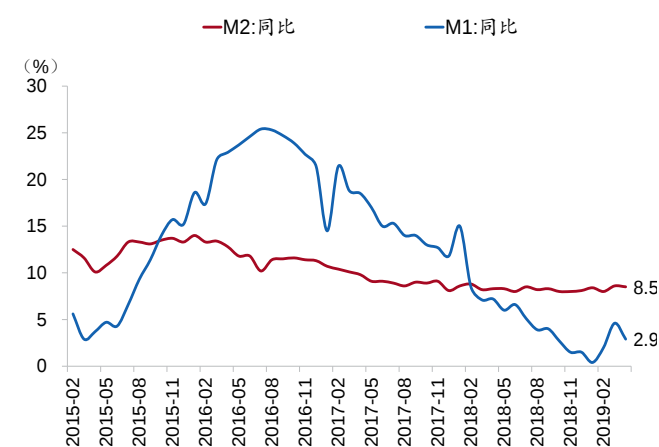
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

（三）M2 增速保持稳定，M1 增速低位徘徊

4 月末，M2 余额同比增长 8.5%，较上月末回落 0.1 个百分点，与名义 GDP 增速基本匹配。目前 M2 增速较上年的中枢值已有明显提升，反映出商业银行体系的信用派生机制基本修复。

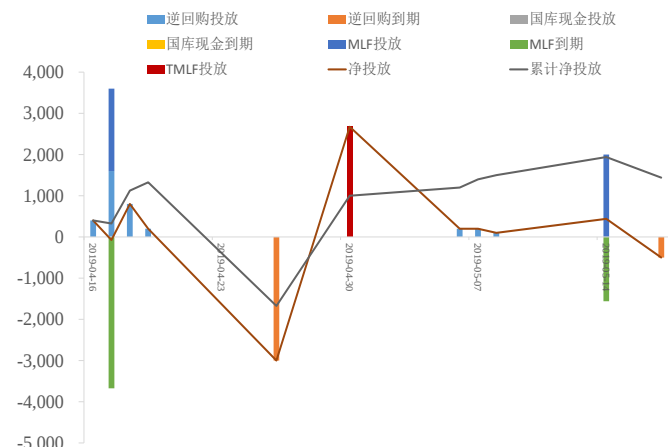
4 月末，M1 余额同比增长 2.9%，较上月末回落 1.7 个百分点，仍处在低位徘徊阶段，与现阶段经济运行和金融市场的走势基本匹配。

图 28: M1 增速低位徘徊



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: 央行公开市场操作 (不含降准、PSL 等)

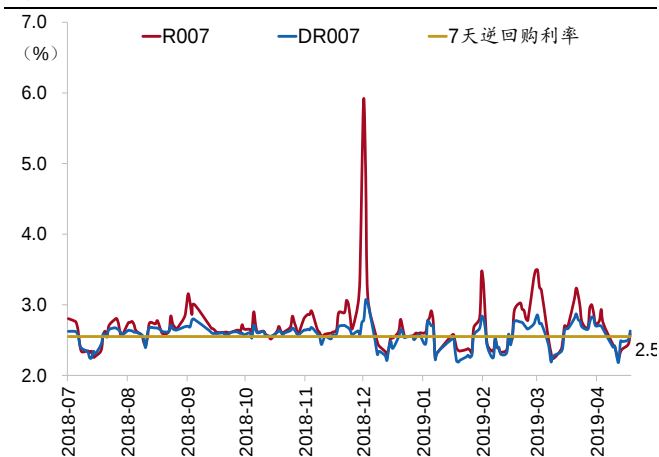


资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(四) 流动性总量略有下降, 市场利率小幅震荡

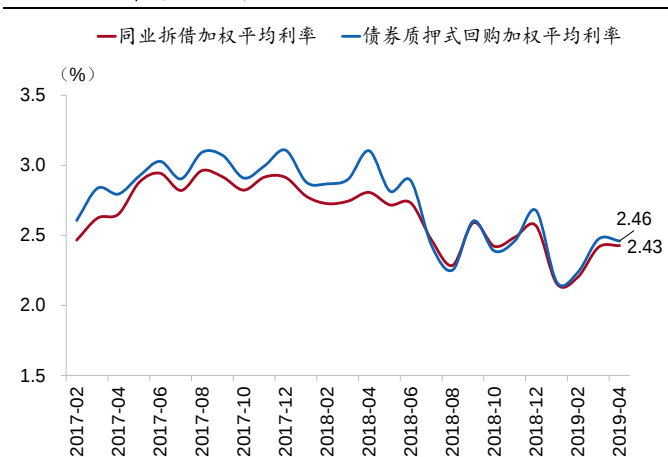
流动性总量略有下降。4 月份, 市场流动性呈现出先紧后松的格局。上中旬, 受缴税、利率债发行, 以及央行收紧流动性供给等因素影响, 市场流动性缺口有所扩大, 流动性呈现小幅收紧; 下旬, 随着财政支出力度的加快, 以及央行为落实好定向支持小微企业开展了 2674 亿元 TMLF 操作, 市场流动性逐步由前期的小幅收紧回归到合理充裕状态, 月末超储率可能保持在 1.8% 左右。

图 30: R007、DR007 小幅震荡



资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 31: 货币市场利率基本稳定



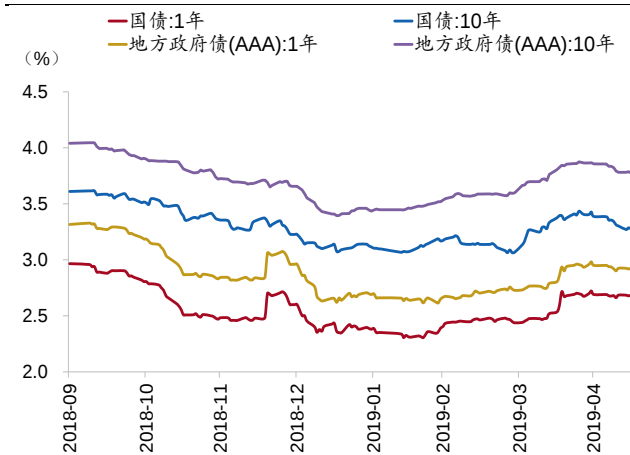
资料来源: WIND、招商银行研究院、招银国际研究

货币市场利率小幅震荡。随着流动性缺口的扩大, 以及央行适当收紧流动性供给, 货币市场利率出现小幅震荡, 但市场预期仍保持基本稳定。4 月份 DR007 月均利率达到 2.62%, 较上月提高 0.03 个百分点; R007 月均利率为 2.75%, 较上月回落 0.04 个百分点。当月银行间同业拆借利率和债券质押式回购利率分别为 2.43% 和 2.46%, 均较上月高 0.01 个百分点。

利率债收益率波动上行。受经济超预期、潜在通胀压力以及国债供给增多等影响, 利率债收益率普遍上行。截至 5 月 15 日, 1 年期和 10 年期国债收益率分别为 2.68% 和 3.28%, 较 3 月末分别提高 25BP 和 22BP。期间, 受月中政策边际调整、流动性缺口加大等因素影

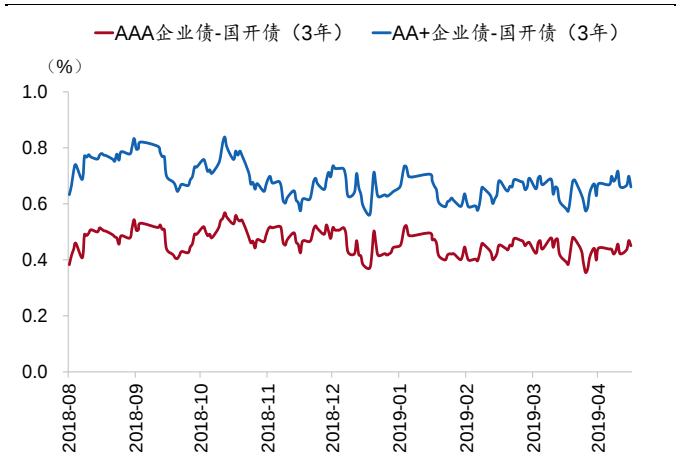
响，10 年期国债利率一度上行至 3.43%。地方政府债利率亦随之上行，但调整幅度弱于国债利率，截至 5 月 15 日，1 年期和 10 年期 AAA 级地方债收益率分别为 2.92% 和 3.78%，较 3 月末分别高 20BP 和 18BP。

图 32：利率债收益率波动上行



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 33：信用利差保持基本稳定

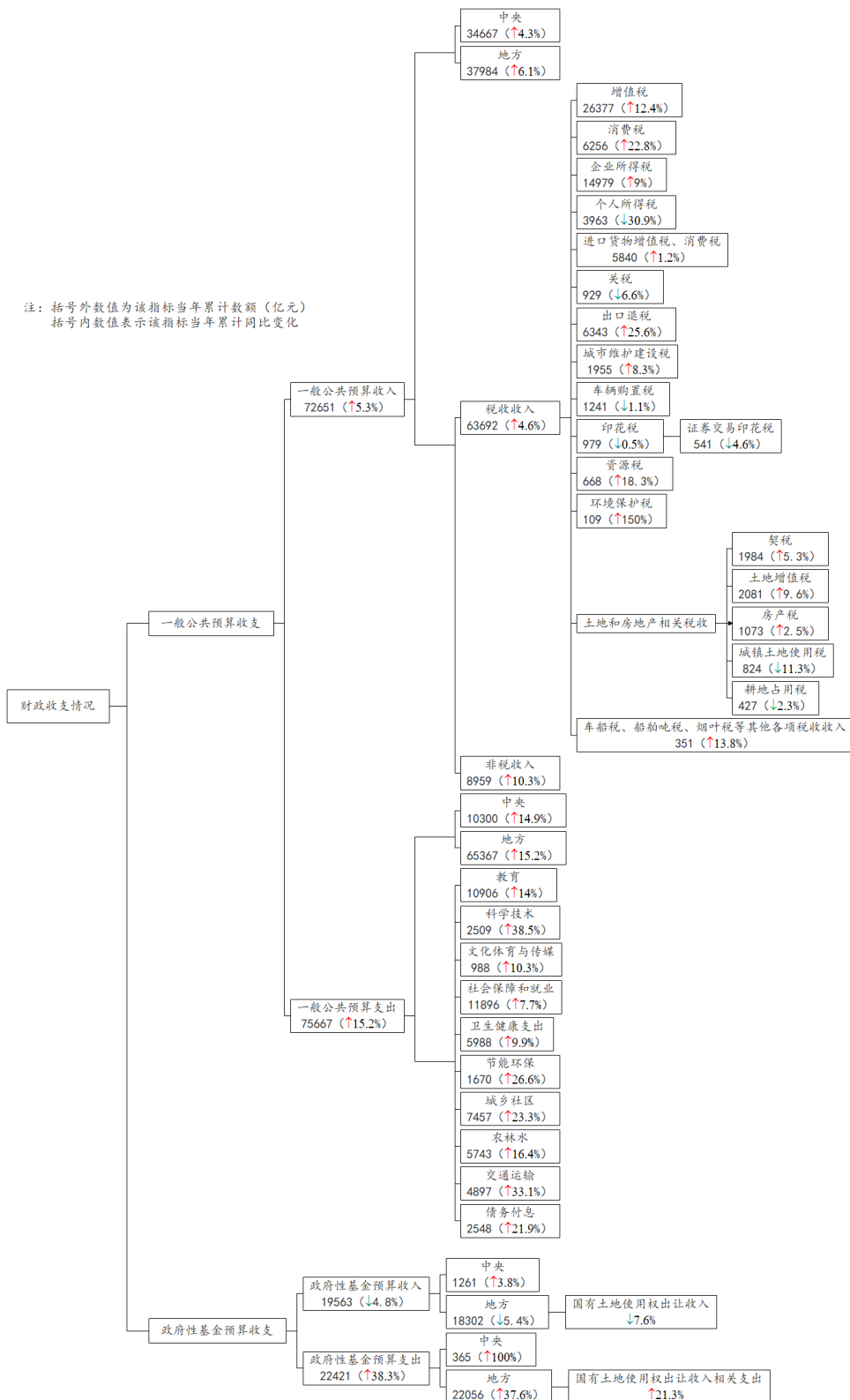


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

信用利差基本平稳。截至 5 月 15 日，3 年期 AAA、AA+ 企业债收益率分别为 3.67% 和 3.88%，与 3 年期国开债利差分别为 45BP 和 66BP，保持基本稳定，反映出债券市场情绪相对平稳，并未受国债利率上行而大幅调整。

四、 财政收支：增值税减税效果待显，财政支出增速继续加快

图 34：1-4 月中国主要财政指标一览



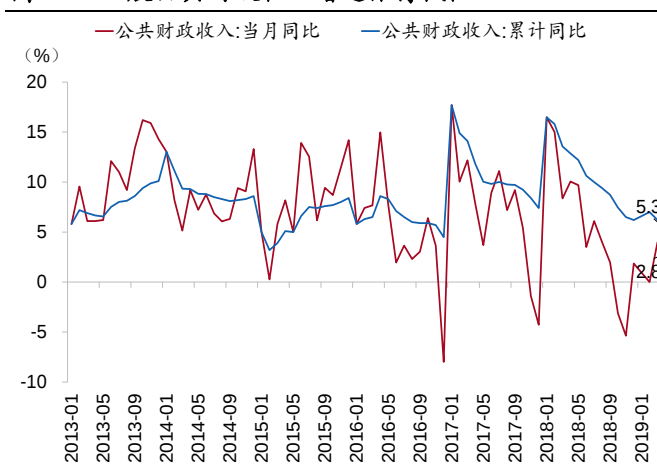
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际研究

（一）财政收入：减税降费继续发力，增值税减税效果尚未显现

一般公共预算收入增速保持低位。1-4月，一般公共预算收入同比增长5.3%，环比前三个月份下降0.9个百分点，而且低于去年全年增速，以及2018年同期15.8%的增速水平，更低于次贷危机以来的同期平均增速水平。在经济基本面有所企稳的背景下，财政收入增速的下滑体现了去年以来减税降费政策的效果。

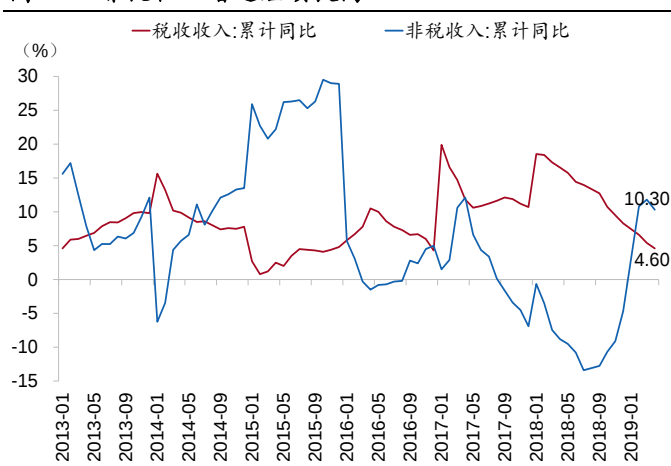
非税收入增速有所回落，但仍处于近年高位。1-4月，非税收入同比增速10.3%，环比下降1.5个百分点，但仍然处于2016年以来高位，较去年同期提高19.1个百分点。在简政放权与减税降费的背景下，涉及降费的教育费附加等专项收入下降1.3%、行政事业性收费收入下降2.3%，而国有资本经营收入、政府住房基金收入、国有资源（资产）有偿使用收入同比则增加较多，三项合计支撑全国财政收入增长1.1个百分点。而在今年两会期间，李克强总理明确表示，为保证今年财政各项目标的实现，会增加特定国有金融机构和央企的上缴利润（国有金融机构的利润上缴纳入非税收入统计口径），因此，预计未来上收相关国有金融机构利润仍将是推动非税收入增速提高的主要原因。

图 35：一般公共预算收入增速保持低位



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 36：非税收入增速继续提高

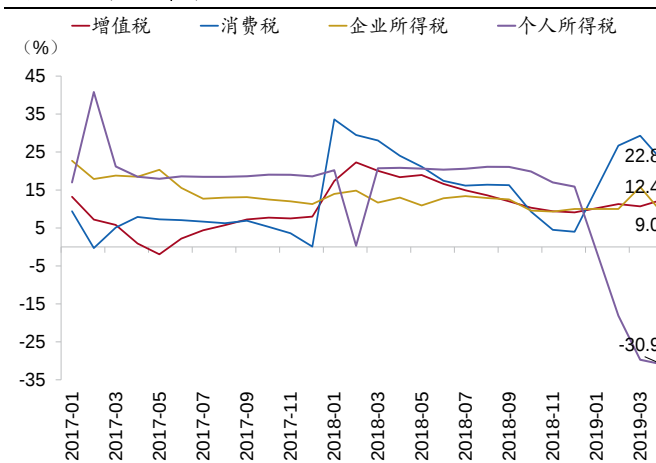


资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

主要税种中个人所得税增速持续下降，工业回暖导致增值税增速依旧较高。受去年个税改革影响，1-4月，我国个人所得税同比增速大幅下降30.9%，而增值税、消费税、企业所得税同比增速则分别为12.4%、22.8%和9%，明显低于去年同期水平，但总体保持了平稳增长，与工业生产、消费、固定资产投资等主要宏观经济指标相适应。增值税仍然保持较高增速主要是因为3月工业生产明显回升，以及受4月份减税政策预期影响，部分下游企业主动要求上游企业在3月份集中开票，本月入库增值税收入相应较多。而随着政策效果的逐渐显现，预计从随后几个月开始，增值税收入的累计同比增速增幅会有所收窄。

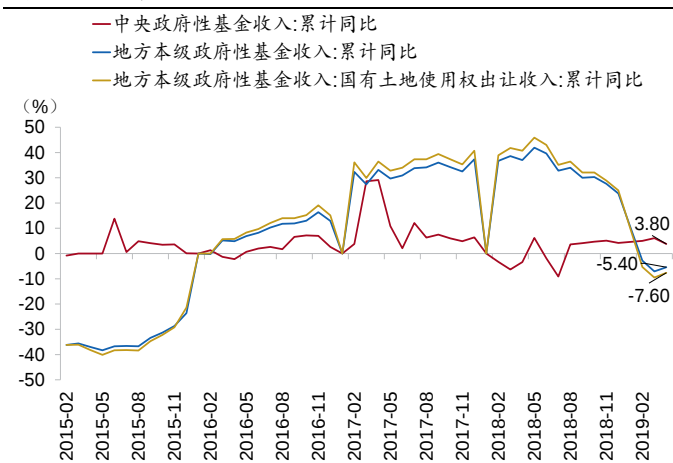
国有土地使用权出让收入增速延续下跌趋势。1-4月，国有土地使用权出让收入增速下降7.6%，降幅较前三个月收窄1.9个百分点，自去年下半年以来的下滑趋势有所企稳。随着今年部分城市房地产市场的有所回暖，预计国有土地使用权出让收入增速会进一步企稳。在减税降费的背景下，土地出让收入对地方政府财政的重要性将更加突出，预计政府不会允许土地出让收入有进一步的大幅下滑。

图 37：个人所得税累计同比增速继续下滑



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 38：国有土地出让收入增速继续下行



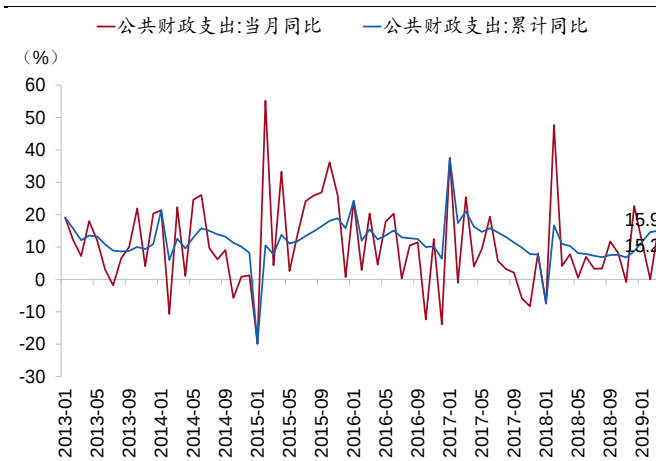
资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

(二) 财政支出：延续积极态势，科学技术领跑各项支出增速

一般公共预算支出增速进一步加快。1-4月，全国一般公共预算支出同比增速达到15.2%，环比前三个月提高0.2个百分点，创近一年来增速新高，政府财政支出增速的加快构成了积极财政的重要方面。其中，中央和地方政府均明显加大了财政支出的力度，一改去年中央财政支出同比增速明显高于地方的情况。

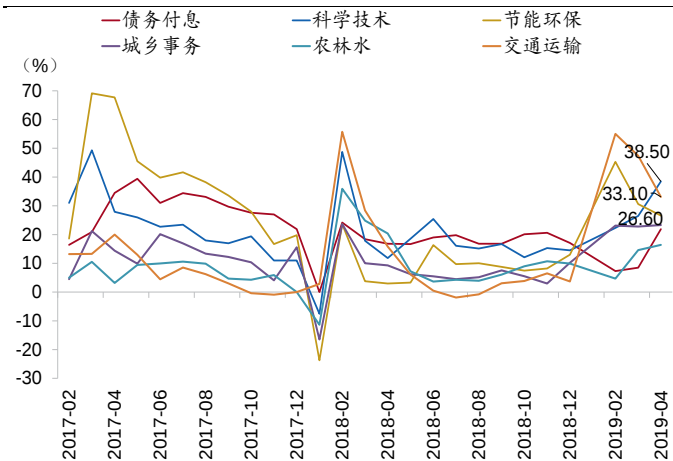
科学技术支出增速领跑各项一般公共预算支出。在一般公共预算各支出项目中，科学技术、交通运输和节能环保支出的累计同比增速较高，分别达到38.5%、33.1%和26.6%，均大幅高于一般公共预算支出增速。此外，除交通运输支出外，涉及基建领域的城乡社区事务和农林水事务支出也维持了较高增速，分别达到23.3%和16.4%，均创今年以来新高，这也进一步印证了当前政府希望通过基建投资带动经济增长的政策意图。

图 39：一般公共预算支出更趋积极



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

图 40：交通运输支出领跑各项财政支出增速



资料来源：WIND、招商银行研究院、招银国际研究

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，將第二轮關稅清單中2,000億美元中國商品的關稅從10%上調到25%（第一轮關稅清單中的500億美元的中國商品稅率已為25%），並威脅稱很快（shortly）將對余下3,250億美元的商品征收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於5月8日開始第11輪磋商。此前市場普遍預期中美將於月內達成最終協議。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，將嚴重打壓全球的风险偏好。

“邊緣策略”是特朗普一貫的外交策略。在外交上，特朗普慣於“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”並未發生。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”用於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月美國新增非农就業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於對中國加征的關稅。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”（稳增长）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。中期中美貿易摩擦仍將困擾中國經濟和資本市場。但有鑒於特朗普外交政策的特征、“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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45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风险。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商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则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。