

經濟開局暫穩，財政積極發力

——3月中國宏觀經濟月報

實體經濟：政策逆周期調節效果顯現，經濟開局形勢平穩

- ❖ **生產：春節因素導致生產放緩。**1-2月全球貿易持續萎縮，主要經濟體增長壓力有所加大，但國內經濟穩中向好。從生產看，受春節假期錯位影響，工業生產有所放緩。1-2月規模以上工業增加值累計同比增長5.3%，較前值下滑0.9ppt。2月全國城鎮調查失業率5.3%，較去年底提高0.4ppt。考慮到“穩就業”為“六穩”之首，民企紓困政策料將持續。
- ❖ **消費：下滑趨勢下的短期企穩。**1-2月社會消費品零售總額同比增長8.2%，與上年12月當月同比實現微幅反彈，但累計同比仍然處於下行通道。前瞻地看，受居民收入增長放緩拖累，今年社消增速仍然不樂觀。
- ❖ **投資：基建與房地產提振投資增速。**1-2月，城鎮固定資產投資同比增長6.1%，較前值上行0.3ppt。基建增速的反彈很可能受到地方政府專項債發行提速刺激，後續能否持續取決於地方政府融資狀況的能否持續改善，特別是非標和PPP。房地產投資同比增長11.6%，增速較去年底提升2.1ppt，大幅超預期，主要受到低基數、開發商繳納土地購置費和施工面積增速上升影響。但1-2月房地產銷售面積、土地購置面積均大幅下滑至負增長、地方棚改規劃套數大幅減少，疊加期繳土地購置費將大幅下滑，預示2019年房地產投資仍面臨較大下行壓力。但“因城施策”的房地產政策，以及下行的房貸利率將對房地產市場形成一定支撐。
- ❖ **貿易：春節擾動，出口新低。**1-2月出口金額累計同比-4.6%。出口金額增速下滑的主要原因：（1）全球經濟放緩使得外需持續回落（2）今年春節前移導致1、2月出口增速前高後低。
- ❖ **通脹：PPI維持溫和，PPI止跌企穩。**2月CPI同比增長1.5%，小幅下滑，主要因食品項基數較高導致。豬肉價格上漲仍是未來通脹關注的重點。PPI當月同比增長0.1%，在通縮邊緣止跌企穩。若後續大宗商品無大幅下滑，則預計3-4月PPI出現反彈、5-10月期間進入通縮風險概率較大、11-12月走出通縮。地產施工增速提升、基建投資發力，是PPI中樞上移的積極信號。

貨幣金融：信用企穩的基礎仍在

- ❖ **社融增速小幅回落，企穩基礎仍在。**2月末M2、社融分別同比增長8.0%和10.1%，較上月末回落0.4個和0.3個百分點。M2和社融弱於預期既有需求偏弱的影響，也與短期擾動因素有關，信用企穩的條件可能并未惡化。隨著近期財政支出加快以及表外收縮的邊際企穩，預計3月末M2增速會小幅反彈，社融有望保持基本穩定，全年M2增長中樞小幅抬升和社融企穩基本無憂。

財政收支：減稅降費仍待發力，財政支出增速明顯加快

- ❖ **國企上繳利潤提高致非稅收入大增，交通運輸領跑支出增速。**1-2月，一般公共預算收入同比增長7%，增速較去年全年增速有所回升。這體現了去年以來減稅降費政策的效果，同時也反映了經濟基本面較去年同期的疲弱。其中，非稅收入大幅增加，預計與增加國企利潤上繳有關。一般公共預算支出同比增速14.6%，維持了近年來同期的較高水平。同時，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於地方的情況。其中，交通運輸支出增速領跑各項一般公共預算支出。

政策前瞻：告別舊刺激，推動新增長

- ❖ 2019年《政府工作報告》強調“堅持不搞‘大水漫灌’式強刺激”，主要將通過減稅降費、結構性貨幣政策工具、市場化改革、科技創新和對外開放應對經濟下行壓力，推動我國向“高質量發展”的新增長模式轉型。

譚卓，博士

電話：(86) 755 8316 7787

郵件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

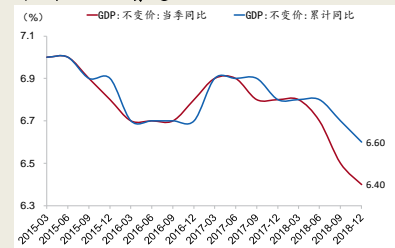
郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

中國 GDP 增速



近期中國宏觀報告

[19年3月7日](#)

[再議赤字率“紅線”](#)

[19年3月6日](#)

[春未老，且將新火試新茶——五大方面深度解讀《政府工作報告》](#)

[19年3月4日](#)

[中國可能已陷入“低生育陷阱”](#)

[19年1月28日](#)

[2018 經濟平穩收官，PPI 通縮陰影浮現——1月宏觀經濟月報](#)

[19年1月22日](#)

[第四季度 GDP 增速放緩如預期；重點關注減稅措施](#)

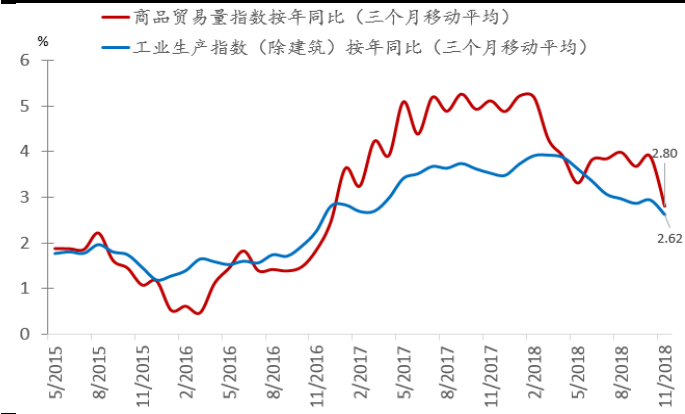
目錄

I. 海外宏觀：全球貿易持續萎縮，貨幣政策正式轉向	3
II. 實體經濟：開局暫穩	5
1. 生產：春節因素導致生產放緩	5
2. 消費：下滑趨勢下的短期企穩	5
3. 投資：基建與房地產提振投資增速	6
4. 貿易：春節擾動，出口新低	7
5. 物價：CPI 延續溫和，PPI 低位企穩	8
III. 貨幣金融：信用企穩的基礎仍在	10
1. 社融增速小幅回落，企穩的基礎仍在	10
2. M2 增速小幅回落，M1 增速季節性反彈	10
3. 各項貸款增長穩定，存款增長小幅回升	11
4. 流動性總量充裕，市場利率小幅回落	11
IV. 財政收支：減稅降費仍待發力，財政支出增速明顯加快	14
1. 財政收入：減稅降費仍待發力，國企上繳利潤提高致非稅收入大增	15
2. 財政支出：積極迹象已顯現，交通運輸支出增速領跑	16
V. 政策前瞻：告別舊刺激，推動新增長	17
1. 增長目標：經濟下行容忍度提高，就業目標重要性上升	17
2. 積極的財政政策更加積極，注重提質增效、激發微觀主體活力	17
3. 穩健的貨幣政策鬆緊適度，疏通傳導機制、降低實體融資成本	17
4. 政策取向：弱化“三去”政策，強調市場化、創新、開放	18
5. 房地產：未提棚改目標，推進長效機制建設	18
6. 小結	18

I. 海外宏觀：全球貿易持續萎縮，貨幣政策正式轉向

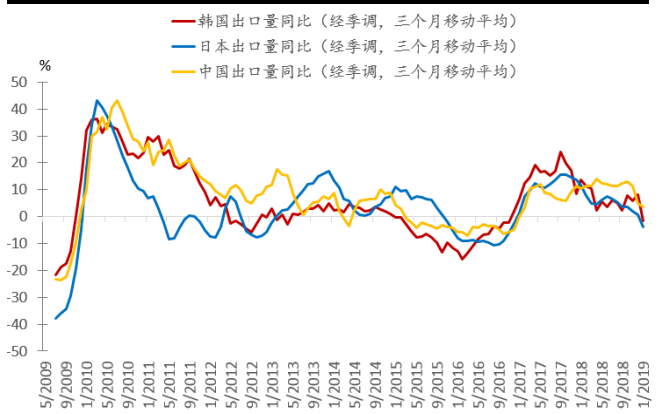
從需求端看，主要發達國家和新興經濟體的經濟狀況仍不容樂觀。經濟政策不確定指數仍處於高位，工業生產下行趨勢持續，全球貿易出現萎縮，日、韓等國的出口自年初起快速下滑。在中美貿易談判有望取得進展、全球主要央行貨幣政策轉向以及中國推行穩增長政策等積極因素提振下，樂觀情緒逐漸重返全球資本市場，但這些利好仍需時日才可轉化為實體經濟的增長動力。在此背景下，OECD和歐央行在本月再次大幅下修全球、特別是歐洲的經濟增長預測，OECD將歐元區2019年和2020年經濟增速從1.8%和1.6%分別下調至1.0%和1.2%。

圖 1: 全球工業生產和貿易增速持續下滑



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 2: 東亞國家出口出現萎縮



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

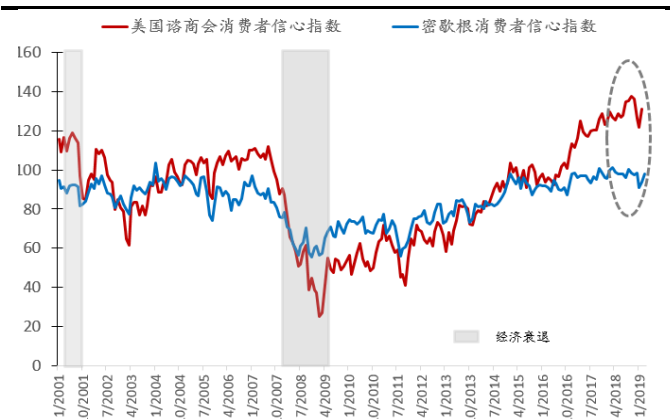
圖 3: 主要經濟體綜合 PMI 指數

	18年2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	19年1月	2月
美國	55.8	54.2	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.1
歐元區	57.1	55.2	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.1
英國	54.5	52.4	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.1
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
中國	53.3	51.8	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7

資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

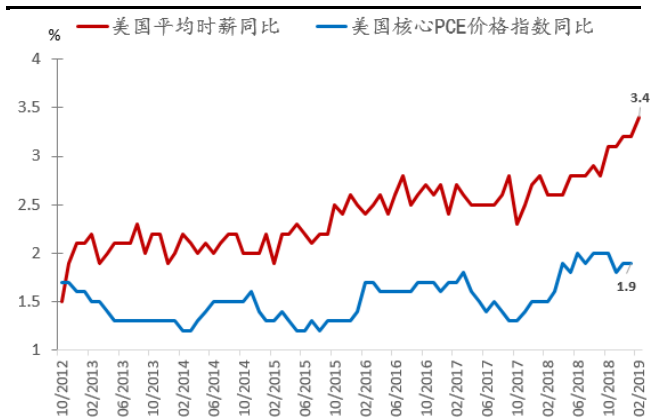
美國經濟增速放緩，薪資提升加快。2018年4季度美國實際GDP年化環比增長率回落至2.6%（初值），較前兩個季度的增速（2、3季度分別為4.2%和3.4%）已經顯著放緩。在大規模財政開支的支撐下，2018年全年實際GDP增速為2.9%，該增速雖未達到特朗普承諾的3%經濟增速，但仍使美國成為去年唯一超過2017年增速的主要經濟體。由於聯邦政府停擺的終止以及近期權益市場情緒的回暖，美國消費信心指數結束下滑，於2、3月出現明顯回升。儘管2月新增非農就業人數急劇下降至僅兩萬，但考慮到該數據波動較大，通過分析多月均值顯示美國就業增長仍舊強勁。一度遲滯的薪資增速出現加快跡象，有助提振美國國內需求。通脹提升仍缺乏動力。

圖 4: 美國消費者信心指數小幅反彈



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 5: 美國薪資增速提升



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

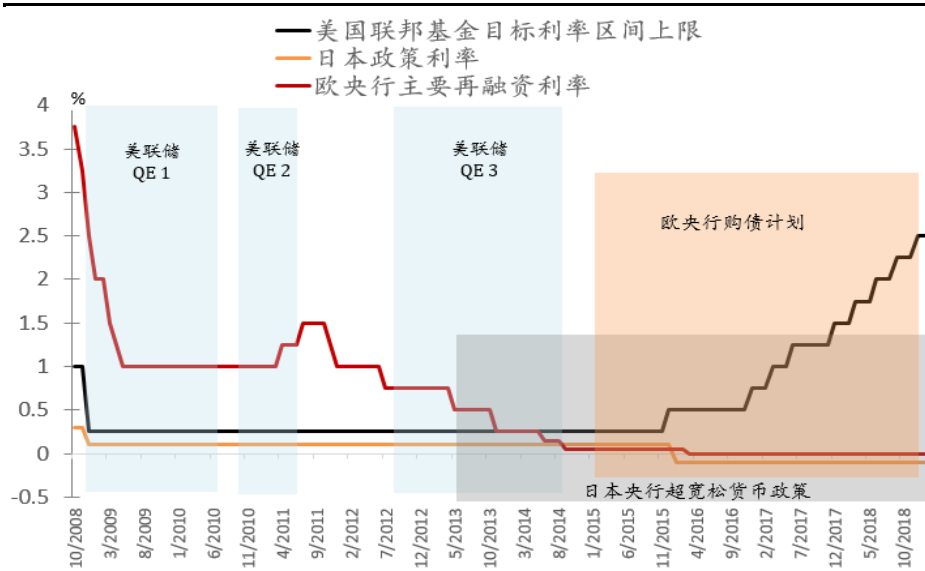
歐元區與英國經濟稍有改善，脫歐延期後仍前景未蔔。2月歐元區服務業和綜合PMI均止跌回升，唯製造業受新訂單減少拖累而難在短期內顯著回暖。英國GDP在1月錄得0.5%的環比增長。儘管歐洲整體經濟稍有改善跡象，但脫歐風險仍在嚴重影響投資計劃和消費者信心。兩度否決首相特雷莎·梅的脫歐方案後，英國議會支持政府向歐盟申請推遲脫歐，並反對“無協議脫歐”。英國仍將與歐盟協商推遲脫歐相關事宜，脫歐大概率將延期至5月歐盟議會選舉之後，意味著脫歐形勢依然不明朗。

歐央行重啟刺激計劃，全球貨幣政策正式轉向。在結束購債僅三個月後，歐央行於本月發表超預期鴿派利率決議，明確將維持主要利率不變至少至2019年末，並宣布將於9月重啟定向長期再融資操作（TLTRO），通過向商業銀行提供低成本的貸款以刺激經濟增長，成為此輪全球經濟下行中首家採取刺激性政策的主要央行。

美聯儲在3月議息會議後，進一步下調了對於美國經濟增長的預期，對2019年和2020年經濟增速的預測由上年12月的2.3%和2.0%，下調至2.1%和1.9%。美聯儲預計今年不會加息，明年最多加息一次。同時宣布從今年5月開始逐步放緩收縮資產負債表步伐，將每月國債縮減上限由300億美元減半至150億美元，至9月結束“縮表”進程。可見，3月美聯儲議息會議在“加息”和“縮表”兩大貨幣政策操作上做出了超預期的“鴿派”轉向，體現了美聯儲對經濟風險的高度警惕。

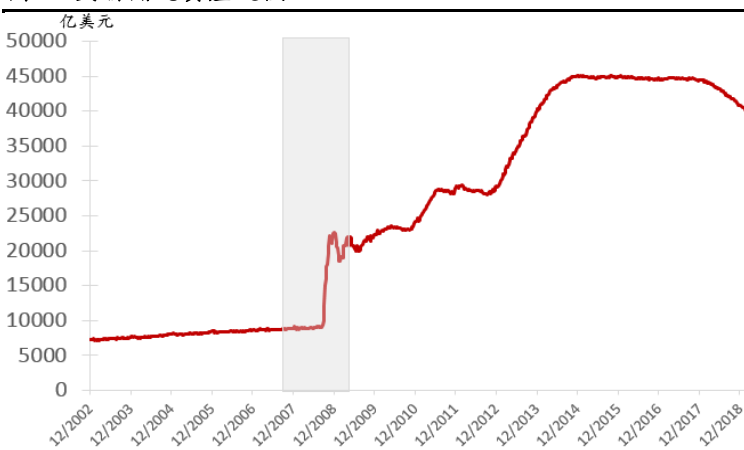
歐央行和美聯儲在本月的一系列聲明標志著全球主要央行的貨幣政策已全面轉向，有利於改善流動性狀況，也意味著貨幣政策對於實體經濟和資本市場的制約進一步減少，美元的支撐則將進一步趨弱，新興市場資本外流和貨幣貶值壓力將大幅降低。

圖6：主要央行政策利率及貨幣政策



資料來源：招商銀行研究院、招銀國際研究

圖7：美聯儲總資產規模



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際研究

II. 實體經濟：開局暫穩

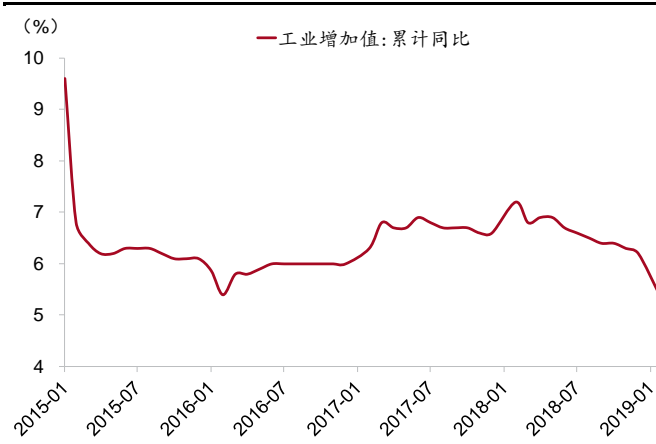
1. 生產：春節因素導致生產放緩

1-2月工業增加值同比5.3%，較上年下滑0.9個百分點。工業生產增速較前值有所下滑，主要受出口負增長、企業主動去庫存放緩生產以及春節錯位因素共同導致。分三大門類看，采礦業、公用事業和製造業的增速均有所放緩。

今年春節是2月5日，較去年提前11天，對生產的影響集中在2月份。剔除春節錯位擾動後，1-2月工業增加值累計同比增長6.1%，較前值下降0.1個百分點，跌幅有所收窄。考慮到近期6大發電集團日均耗煤量、鋼材產量等數據已有所反彈，疊加上年低基數影響（2018年春節對工業生產的影響持續至3月），3月工業生產增速有望反彈。

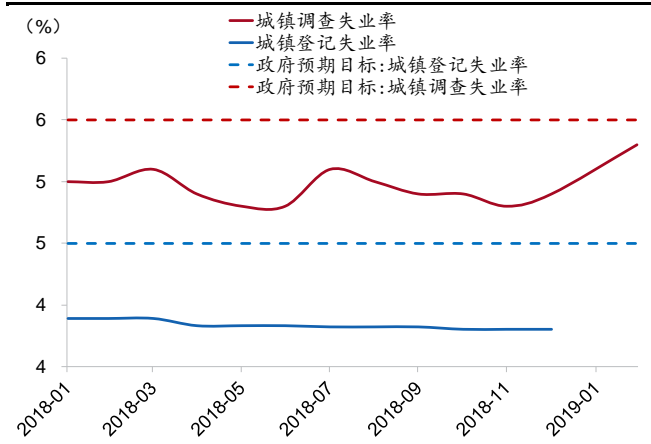
2月全國城鎮調查失業率5.3%，較去年底提高0.4個百分點。統計局表示失業率回升主要受春節因素導致的摩擦性失業，但今年2月失業率相比1月的季節性反彈（0.2個百分點）顯著高於上年（0.06個百分點）。考慮到“穩就業”為“六穩”之首，且今年《政府工作報告》“首次將就業政策置於宏觀政策層面”，以及民企創造了80%以上的城鎮勞動就業和90%以上的新增就業的事實，民企紓困政策料將持續。

圖8：工業生產趨勢性放緩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

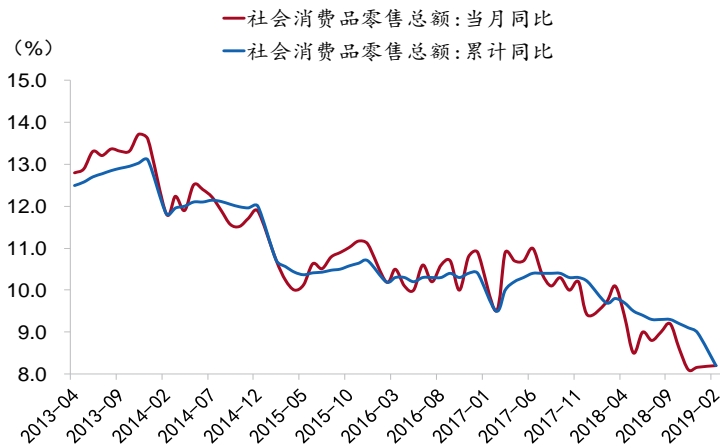
圖9：就業壓力有所顯現



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 消費：下滑趨勢下的短期企穩

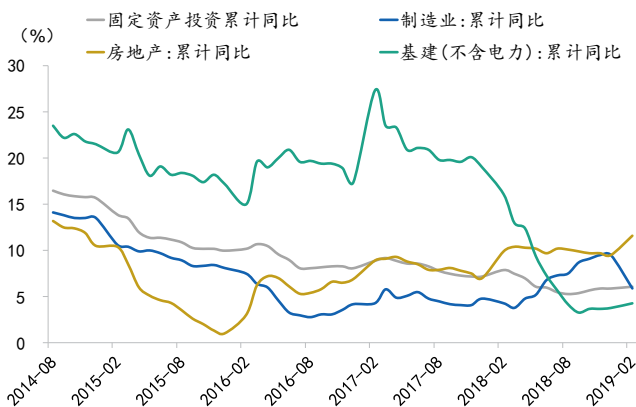
1-2月社會消費品零售總額同比增長8.2%，與上年12月當月同比實現微幅反彈，但累計同比仍然處於下行通道。受汽車購置稅優惠政策退坡影響，汽車銷售同比仍然負增長，當月跌幅（-2.8%）較前值（-8.5%）有所收窄；房地產銷售疲弱使得家電、家具、裝潢等房地產相關行業銷售增速有所下滑。短期看，社消增速有所企穩，當月同比增速連續3個月微幅反彈。前瞻地看，受居民收入增長放緩拖累，今年社消增速仍然不樂觀。

圖 10：社會消費品零售總額累計增速繼續放緩

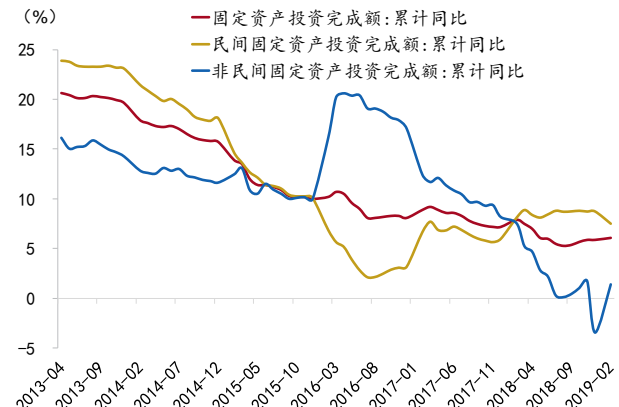
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

3. 投資：基建與房地產提振投資增速

1-2月，城鎮固定資產投資同比增長6.1%，較前值上行0.3個百分點，超出市場預期，主要由基建和房地產開發投資拉動，製造業投資則形成拖累。其中，民間投資增速有所下滑，非民間投資增速有所反彈。

圖 11：固定資產投資增速小幅反彈

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

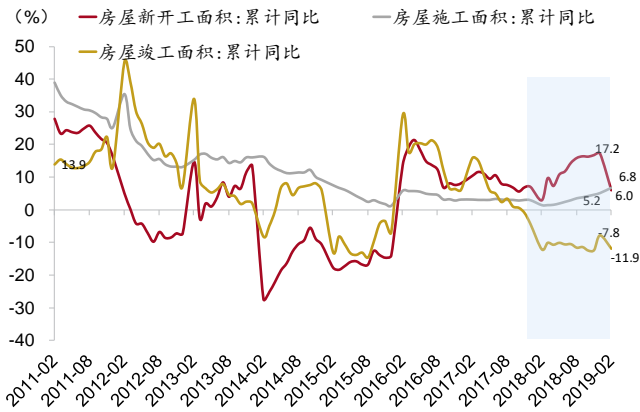
圖 12：非民間投資增速有所反彈

資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

基建投資（不含電力）同比增長4.3%，增速較去年全年提升0.5個百分點。這指向去年底積極的財政補短板效果有所顯現，也與近期高企的建築業PMI指數相互印證。基建增速的反彈很可能受到地方政府專項債發行提速刺激，後續能否持續取決於地方政府融資狀況的能否持續改善，特別是非標和PPP。在經歷了大規模清理之後，PPP項目推進一度陷入低迷，而近期財政部印發《推進政府和社會資本合作規範發展的實施意見》，明確了PPP規範與否的界限並列出正負面清單，一定程度上有助於舒緩地方政府和社會資本的顧慮，穩定PPP預期。

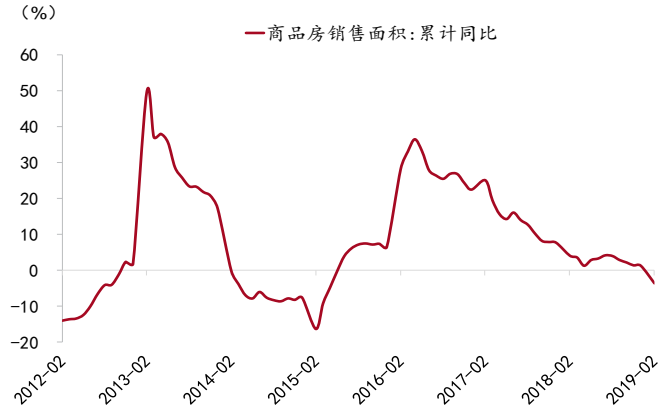
房地產投資同比增長11.6%，增速較去年底提升2.1個百分點，大幅超出預期，主要受到低基數、開發商期繳土地購置費和施工面積增速上升影響。其中建安及設備購置投資同比增長6.5%，扭轉了去年全年負增長的趨勢；土地購置費增速放緩至34.5%。但1-2月房地產銷售面積、土地購置面積均大幅下滑至負增長、地方棚改規劃套數大幅減少，疊加期繳土地購置費將大幅下滑，預示2019年房地產投資仍面臨較大下行壓力。但“因城施策”的房地產政策，以及下行的房貸利率將對房地產市場形成一定支撐。

圖 13: 開工面積高增速出現轉向



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

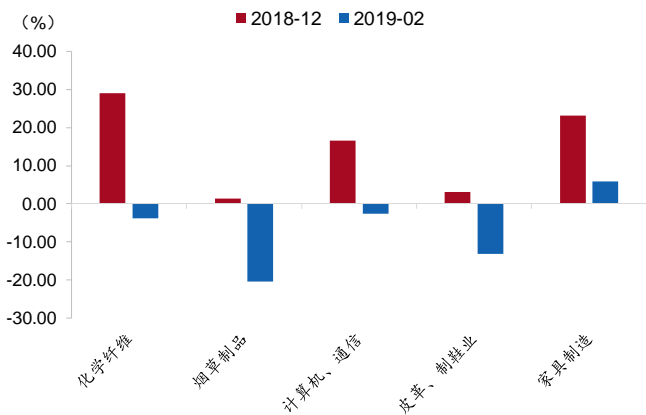
圖 14: 商品房銷售“右側厚尾”的格局繼續



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

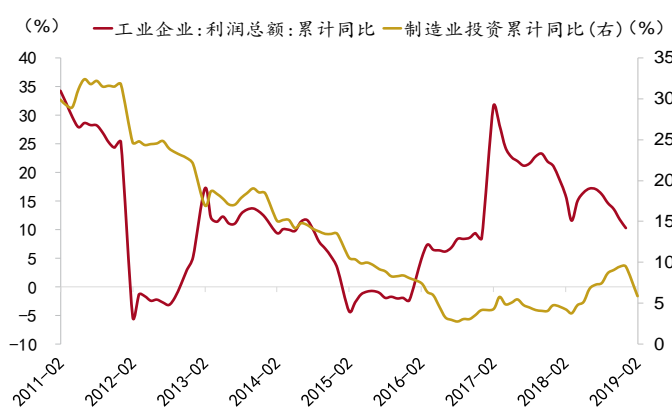
製造業投資同比增長 5.9%，增速較去年底大幅下滑 3.6 個百分點，以當月同比增速比較，下滑幅度相同。去年下半年企業盈利增速下滑逐漸對製造業投資形成壓制，隨著 PPI 接近通縮區間，今年企業盈利增長仍然不容樂觀。但大規模的減稅降費或將邊際緩解製造業投資增長的下行壓力。

圖 15: 化學纖維、烟草等行業投資增速下滑顯著



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 16: 企業盈利增速下滑壓制企業投資增速



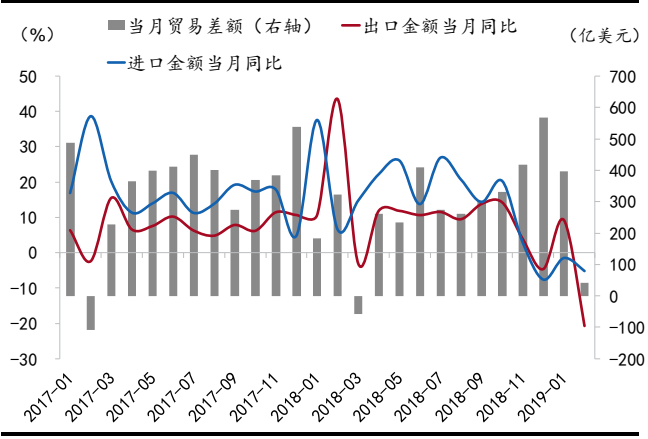
資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

4. 貿易: 春節擾動, 出口新低

以美元計, 2019 年 2 月出口金額 1,352 億美元, 當月同比-20.7% (預期-5%), 創下 3 年來新低; 進口金額 1,311 億美元, 當月同比-5.2% (預期-0.6%), 進出口金額同比增速均有所下滑。

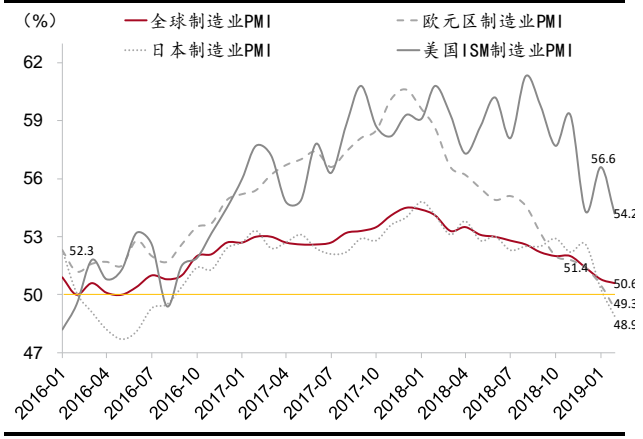
出口金額增速下滑的主要原因有二: (1) 全球經濟放緩使得外需持續回落。2019 年 2 月, 全球製造業 PMI 下滑至 50.6, 延續下行趨勢。歐元區和日本製造業 PMI 分別自 2013 年 6 月、2016 年 9 月以來首度滑落至榮枯線下方。2 月 BDI 指數較 1 月環比下降 41%, 疊加 2 月韓國出口同比-11.1%, 印證國際貿易需求大幅回落。(2) 今年春節前移導致 1、2 月出口增速前高後低。出口企業在春節前通常會集中出口, 今年春節前移使得企業出口高峰也相應提前至 1 月, 推高了 1 月的出口 (同比增長 9.1%), 也加劇了 2 月出口的下滑。1-2 月合計出口金額同比為-4.6% (剔除春節錯位的影響), 仍呈下滑態勢。

圖 17: 出口金額當月同比增速創近三年新低



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 18: 外部需求有所回落

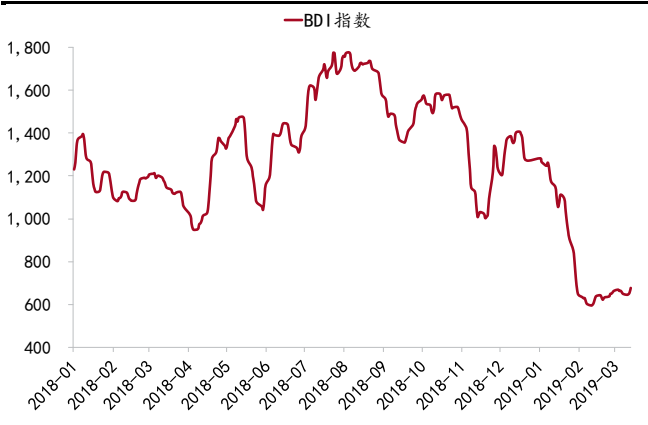


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

進口增速下滑，指向內需疲弱，前期貿易搶跑效果消散。除去春節因素，1-2月整體來看，進口金額同比為-3.1%。分國家和地區看，對金磚國家、歐盟、東盟進口金額當月同比增速出現下滑，對美國、日本進口金額同比增速有所回升。分產品看，目前公布的數據中石油、農產品、鋼材、銅材、汽車及底盤當月進口金額同比增速下滑顯著。

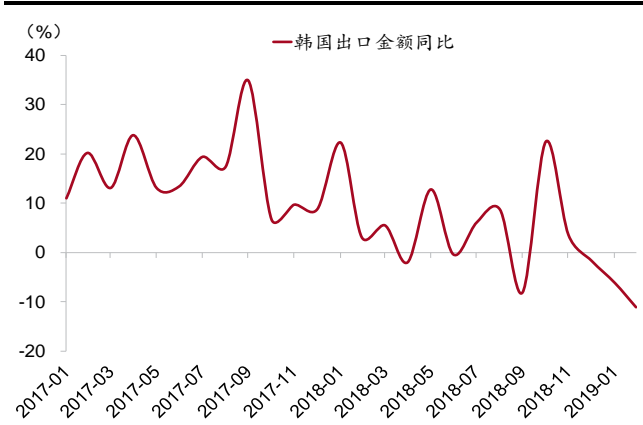
由於出口增速下滑幅度大於進口，貿易順差有所收窄。以美元計，2月貿易順差41.2億美元，同比减少90%；1-2月合計437.1億美元，同比减少13.7%。

圖 19: BDI 指數仍保持在低位



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 20: 韓國出口金額同比連續負增長



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

總體來看，2月進出口增速大跌主要受到春節錯位影響，1-2月合計數據下滑幅度大體仍符合預期。目前中美經貿磋商已在一系列具體問題上取得實質進展，有助於經貿信心邊際修復。儘管全球經濟增長放緩，但全球貨幣政策已然轉向，寬鬆的貨幣政策有望對貿易復蘇形成一定支撐。考慮到去年低基數及季節性因素，3月進出口數據大概率將出現反彈。

5. 物價：CPI 延續溫和，PPI 低位企穩

2019年2月CPI同比1.5%，環比上漲1%，符合季節性規律。（1）食品項是CPI環比上漲的主要驅動因素：春節消費增加、冬季蔬菜和水果供給減少疊加冬季水產品捕撈成本上漲推動蔬菜、水果和水產品價格環比上漲，此外肉類價格也有小幅上漲。（2）非食品項環比漲幅小幅擴大：春節假期出游增加疊加春運高峰推動旅遊項上漲；國內汽油價格上調導致交通項上漲；春節假期娛樂消費增加導致教育文化娛樂項上漲；春節郵寄需求增加疊加務工人員減少導致郵遞服務項小幅上漲。CPI同比較增速較上月下滑0.2個百分點，主要由高基數導致，其中主要是食品項基數較高。

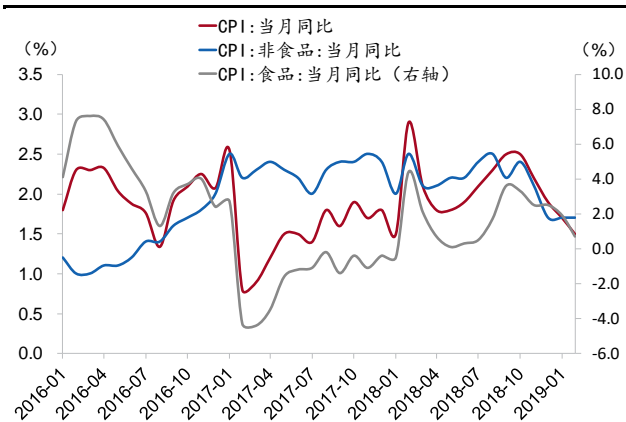
豬肉價格仍將是未來CPI的主要支撐因素。近期豬瘟疫情得到控制疊加生豬跨省運輸活動活躍，供給增加情況下豬肉價格趨於穩定。但近期生豬出欄增加會導致後期供給進一步減

少，因此豬肉價格仍處於上行周期。高頻數據顯示，3月多個養殖地區豬肉價格有所上漲。目前來看，豬肉價格維持在約18元/千克。從基數上看，2018年4月豬肉價格處於低點（約16元/千克），所以即便後期豬肉價格不大幅上漲，低基數作用下今年4-6月豬肉項同比增速也將有所提高，並帶動CPI回升。但整體來看，在終端需求較弱及減稅降費刺激非食品價格下滑的作用下，全年CPI難以大幅走高。

2019年2月PPI同比0.1%，與前值持平；PPI環比下跌0.1%，較前值提高0.5ppt。分行業看，石油開采、黑色金屬采選、石油加工行業價格環比分別上漲5.0%、1.8%、0.9%；計算機通信、造紙、非金屬礦物製品、化學原料行業價格環比分別下跌0.8%、0.6%、0.5%、0.5%。

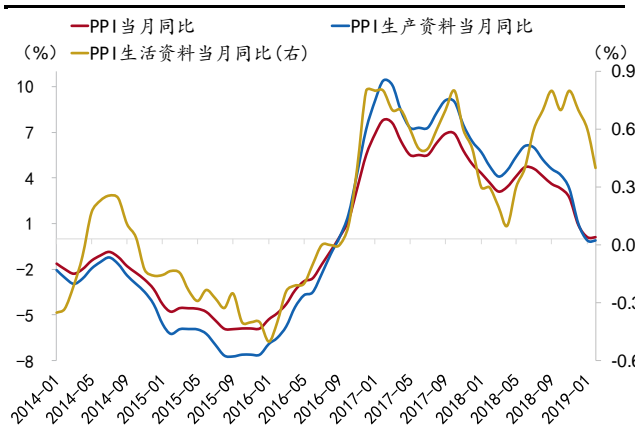
目前來看，高頻數據顯示大宗商品產品價格仍保持穩定，若大宗商品價格後續沒有大幅度下跌，PPI有望反彈。但從基數上看，2018年2、3季度是大宗商品價格的高位，因此2、3季度PPI仍會大概率將落入通縮區間。但隨著政策逆周期調節力度加大，PPI持續通縮的可能性較小。全年來看，PPI整體仍會維持在弱勢震蕩區間。這將使得企業實際融資成本面臨上行壓力，盈利增速也將受到拖累。

圖 21: 食品項高基數導致 CPI 增速下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 22: PPI 同比增速低位企穩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

III. 貨幣金融：信用企穩的基礎仍在

1. 社融增速小幅回落，企穩的基礎仍在

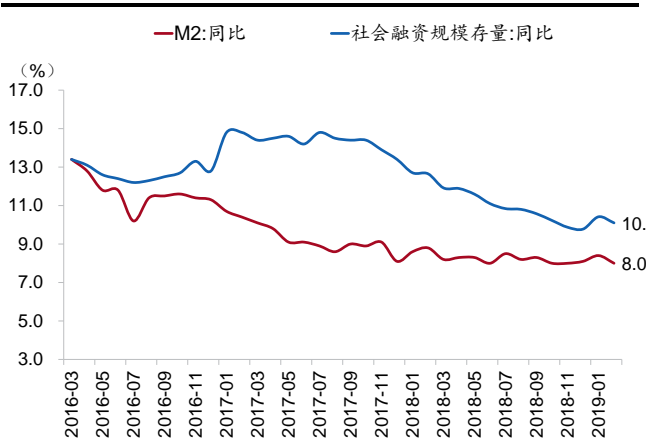
2月末，社融同比增長10.1%，當月增量為7030億元，較上年同期少4847億元。繼1月份天量社融後，2月份社融放緩既是政策調控的結果，也與市場自身調整有關，社融企穩的基礎仍在。具體來看：

(1) 貸款增長依然穩定。2月份對實體經濟發放的人民幣貸款增加7641億元，基本符合我們預期。人民幣貸款弱於去年同期，但若綜合考慮1-2月份數據，前兩個月人民幣貸款同比多增6259億元，持續穩定增長的勢頭沒有發生變化。

(2) 未貼現承兌匯票大幅調整，委托、信托貸款跌幅收窄。2月份，受監管強化等影響，未貼現承兌匯票減少3103億元，較上月少增6889億元，成為拖累社融的最主要因素。目前，票據市場的吸引力依然較大，票據有望繼續保持穩定增長。而且，委托、信托貸款收縮繼續邊際放緩，當月分別減少508億元和37億元，收縮幅度較前期持續收窄。

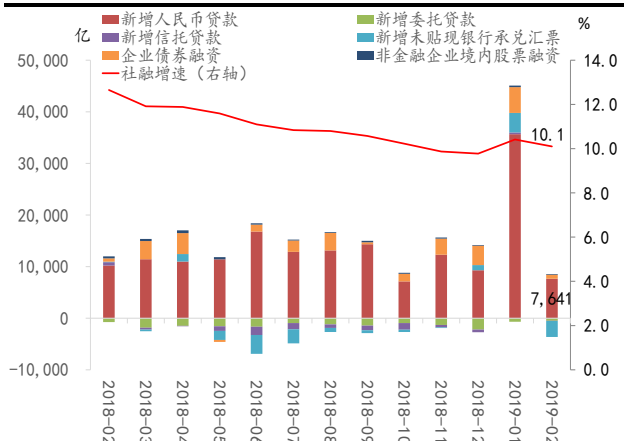
(3) 企業債券淨融資基本穩定。2月份，企業債券淨融資為805億元，同比多增161億元。債券市場情緒繼續好轉，2月份3年期AA+和AA級企業債券月平均到期收益率分別為3.65%和4.07%，較上月回落了7BP和11BP。地方政府專項債繼續放量，地方專項債新增發行3,078億元（其中1月和2月分別新增1,412和1,666億元），去年同期新增發行為零。

圖 23: 社融與 M2 增速基本保持穩定



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 24: 2 月份未貼現銀行承兌匯票下降較多



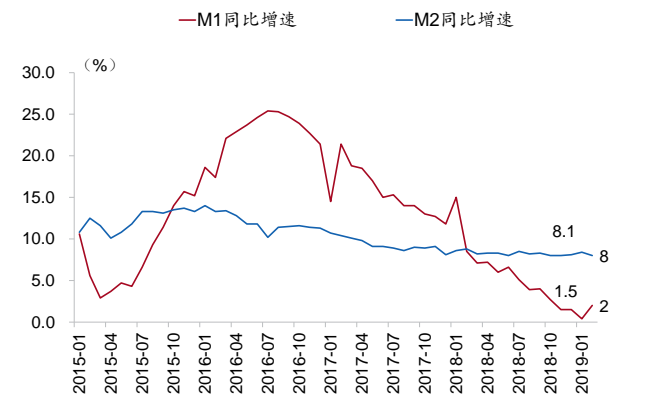
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. M2 增速小幅回落，M1 增速季節性反彈

2月末，M2 餘額同比增長8.0%，較上月末回落0.4個百分點。研究發現，財政存款增加較多是拖累M2增速的最主要原因，而貨幣派生對M2的支撐較為穩定，2月末各項存款增速回升至8.6%。根據測算，各項貸款、財政存款對M2增速的貢獻度分別為9.57%和-0.29%，較上月末提高0.02和-0.46個百分點。由於今年國債、地方債提前發行，使得近期財政存款增加較多，隨著後續財政支出的加快，其對M2的拖累會逐步減弱，M2有望小幅回升。

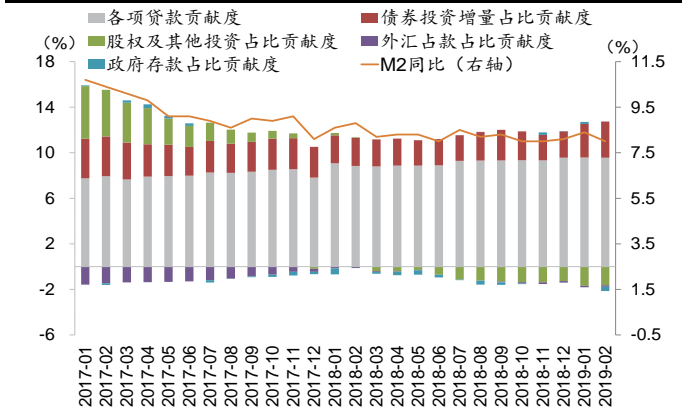
2月末，M1 餘額同比增長2%，增速較上月末提高1.6個百分點，符合我們預期，M1 增速小幅反彈主要還是春節移位的後續影響。自2017年持續回落以來，本輪M1調整或已接近尾聲，後續有望逐步企穩，但仍缺乏大幅反彈的基礎。

圖 25: M2 與 M1 增速走勢平穩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 26: 政府存款是拉低 M2 增速的主要原因



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

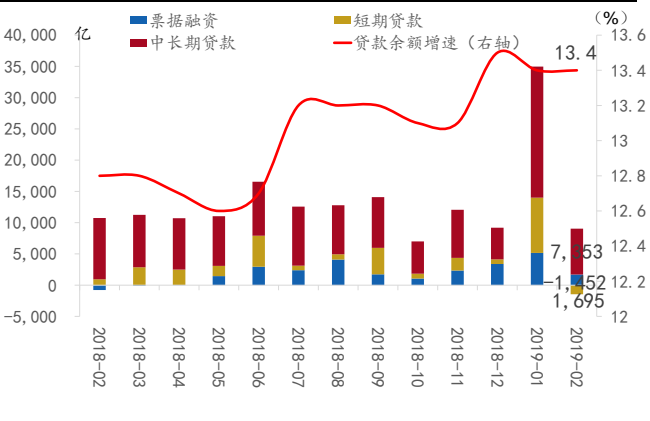
3. 各項貸款增長穩定，存款增長小幅回升

2 月末，人民幣貸款餘額同比增長 13.4%，與上月末持平；人民幣存款餘額同比增長 8.6%，較上月末提高 1 個百分點。

對公貸款持續加快，住戶貸款明顯回落，票據融資增長放緩。2 月份，新增人民幣貸款 8858 億元，同比多增 465 億元。其中，對公貸款增加 6607 億元，占比 74.6%，較上月提高 12.9 個百分點；住戶貸款減少 706 億元，同比少增 3457 億元，其中短期貸款和中長期貸款同比分別少 2463 億元和 994 億元，指向棚改力度減緩和居民消費意願不足可能正在影響居民貸款需求。受票據市場監管影響，當月票據融資增加 1695 億元，較前幾個月有所放緩。

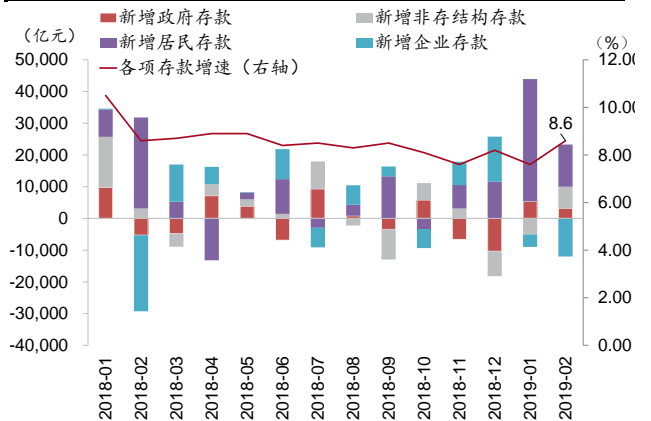
住戶存款持續增加，企業存款回落，財政存款增加較多。2 月份，人民幣存款增加 1.3 萬億元，同比少增 1.6 萬億元。其中，住戶存款增加 1.3 萬億元、企業存款下降 1.2 萬億元，繼續受到春節等季節性因素影響；財政存款增加 3242 億元，同比多增 8529 億元，這一方面與國債、地方債提前發行有關，另一方面也預示著政府投資或尚未完全發力。

圖 27: 各項貸款增長較為平穩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 28: 各項存款增長有所加快



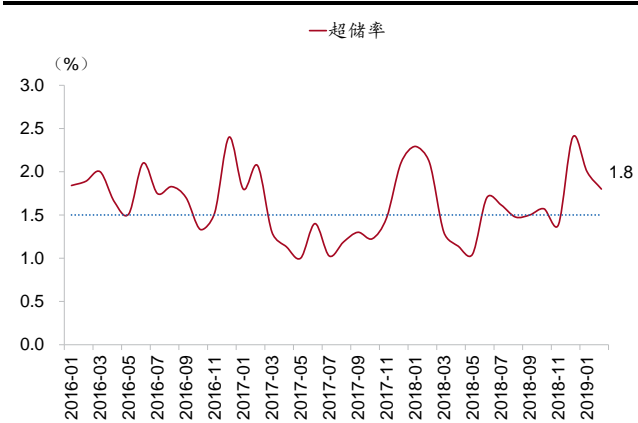
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

4. 流動性總量充裕，市場利率小幅回落

流動性總量充裕。1 月份以來，央行通過降准、定向降准以及 TMLF 和 PSL 等方式繼續向市場補充中長期流動性，1-2 月份累計淨釋放流動性 1.2 萬億元，市場流動性總量充裕，超儲率保持在 1.7% 以上的較高水平，有效滿足了春節期間各方面的流動性需求。與 2017 年、2018 年相比，央行通過實質性的降准措施，既對沖了春節期間季節性的流動性缺口，穩定市場預期，也有力地滿足了金融機構信貸投放所需的中長期流動性需求，同時還在一定程

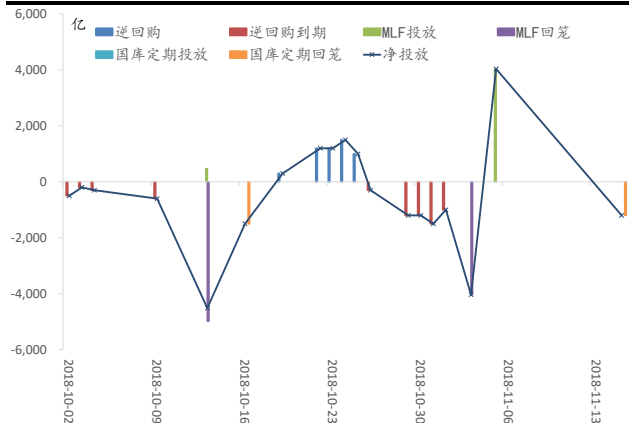
度上降低了金融機構的資金成本，優化了流動性結構。隨著前期降准效應的逐步消失，貨幣市場流動性總量可能會小幅回落，但仍將保持在合理充裕水平。

圖 29: 超儲率繼續保持在較高水平



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

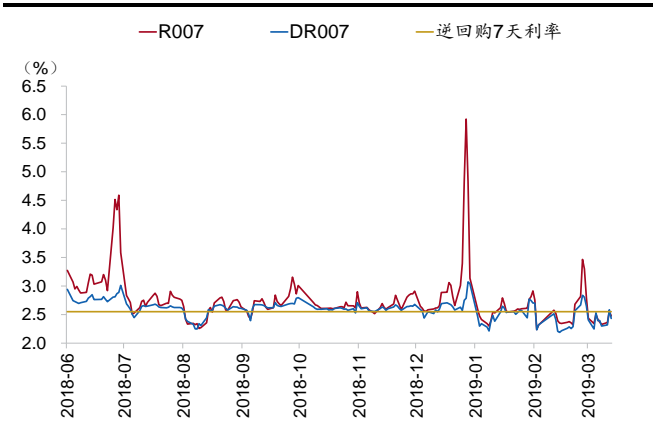
圖 30: 央行公開市場操作 (不含降准、PSL 等)



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

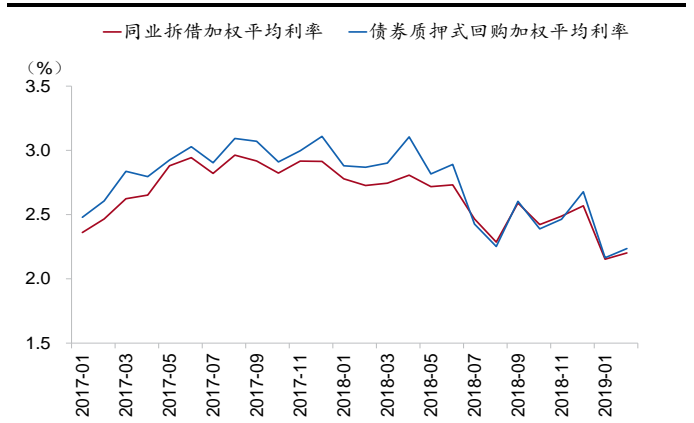
貨幣市場利率處於低位。年初以來，隨著央行降准、開展 TMLF、PSL 等釋放中長期流動性以來，貨幣市場利率開始持續回落，DR007 和 R007 等利率水平較長時期位於央行操作利率以下。2 月末，銀行間同業拆借利率和債券質押式回購利率分別從上年末的 2.57%、2.68% 下降至 2.2%、2.24%，下降幅度為 0.37、0.44 個百分點。截止於 3 月 14 日，R007 和 DR007 年內均值僅為 2.55% 和 2.46%，利率中樞進一步下移。

圖 31: R007、DR007 持續低於政策利率



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 32: 貨幣市場利率小幅回落

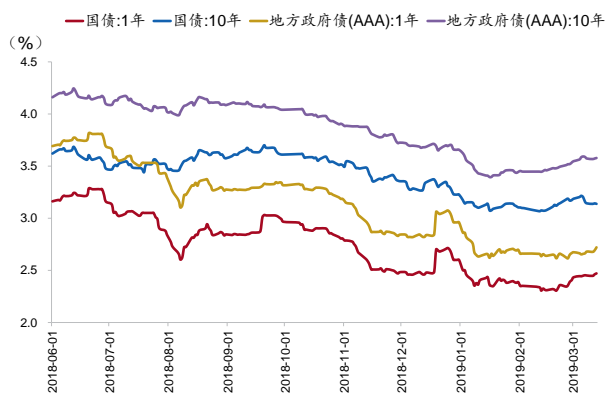


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

債券收益率小幅震蕩。截至 3 月 15 日，1 年期和 10 年期國債收益率分別為 2.46% 和 3.14%，較年初分別回落 4BP 和 3BP。期間，受流動性寬鬆、經濟金融數據下行等因素影響，10 年期國債利率於 2 月中旬一度跌至 3.07% 的低位。此後，隨著 1 月份天量社融投放以及信用企穩預期增強，10 年期國債利率開始出現小幅回升。地方政府債利率也呈同樣的趨勢，1、10 年地方政府債利率保持在 2.67%、3.49% 附近震蕩。截至 3 月 15 日，1 年期地方債收益率為 2.70%，較年初回落 16BP；5 年期地方債收益率為 3.39%，較年初提高 2BP，主要因為地方債提前發行，債券供給力度加大所致。

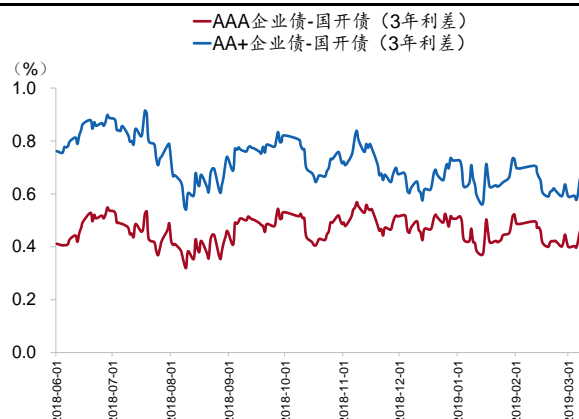
信用利差小幅收窄。截至 3 月 15 日，3 年期 AAA、AA+ 企業債收益率分別為 3.65% 和 3.88%，與 3 年期國債利差分別為 41BP 和 62BP，較年初均縮小了 10BP 左右，反映出債券市場情緒繼續修復，企業融資成本略有下降。

圖 33: 利率債利率平穩震蕩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

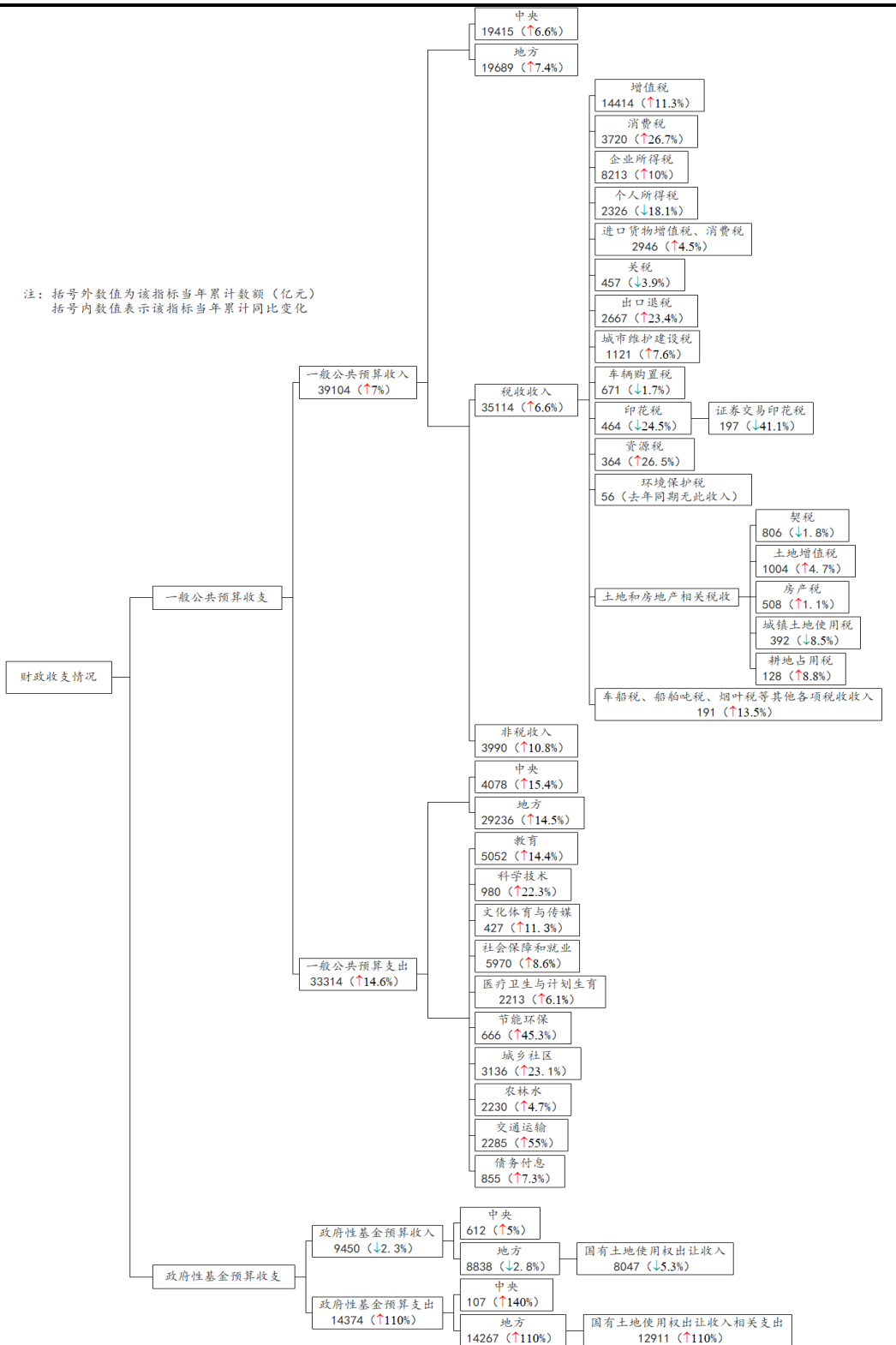
圖 34: 利差小幅收窄



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

IV. 財政收支：減稅降費仍待發力，財政支出增速明顯加快

圖 35: 1-2 月中國主要財政指標一覽



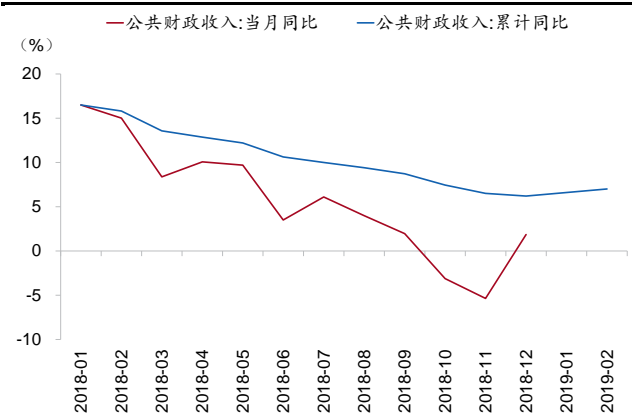
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

1. 財政收入：減稅降費仍待發力，國企上繳利潤提高致非稅收入大增

一般公共預算收入增速有所企穩。前兩個月，一般公共預算收入同比增長7%，增速較去年全年增速（6.2%）有所回升，但仍大幅低於2018年同期15.8%的增速水平，也低於次貸危機以來的同期平均增速水平。這體現了去年以來減稅降費政策的效果，同時也反映了經濟基本面較去年同期的疲弱。

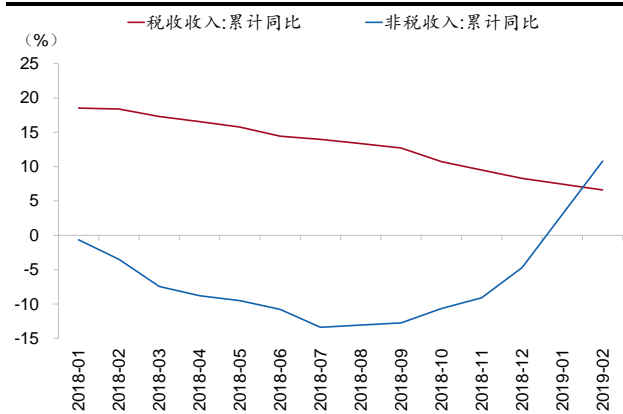
非稅收入大幅增加，料與增加國企利潤上繳有關。前兩個月，非稅收入同比增速10.8%，較去年同期提高14.3個百分點，累計同比增速創2016年以來新高。我國非稅收入主要包括行政事業性收費、國有資產有償使用收入、國有資本經營收益、罰沒收入等。在簡政放權與經濟下行壓力加大的背景下，行政事業性收費和國有資產有償使用收入增速預計難以快速增長。而在今年兩會期間，李克強總理明確表示，為保證今年財政各項目標的實現，會增加特定國有金融機構和央企的上繳利潤，因此，預計前兩個月上收相關企業的利潤增加是推動非稅收入增速有負轉正的主要原因。

圖 36: 一般公共財政收入增速有所企穩



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 37: 非稅收入增速有負轉正

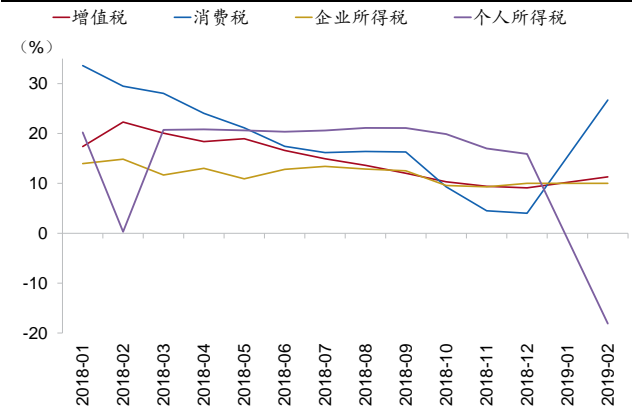


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

主要稅種中僅個人所得稅增速明顯下降，增值稅減稅二季度發力。受去年個稅改革影響，今年前兩個月，我國個人所得稅同比增速大幅下降18.1%，而增值稅、消費稅、企業所得稅同比增速則分別為11.3%、26.7%和10%，雖然仍保持了兩位數的正增長，但仍分別較去年各自同期增速有所下降。而隨著4月1日增值稅稅率的下調，預計從二季度開始，增值稅收入的同比增速會有比較明顯的下降。

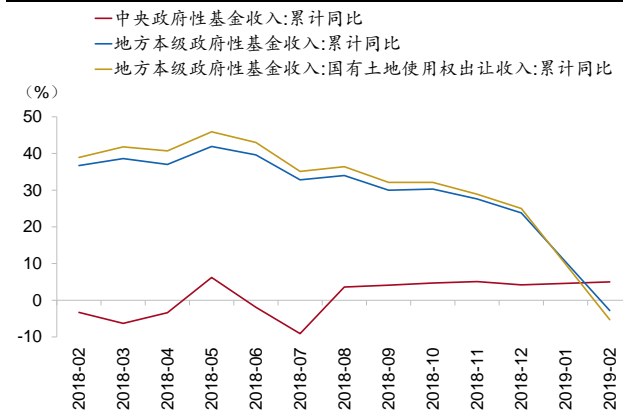
國有土地使用權出讓收入增速出現三年來首次負增長。今年前2個月，國有土地使用權出讓收入同比增速下降5.3%，受此拖累，全國政府性基金預算收入同比下降2.3%，二者不僅延續了去年下半年以來的下滑趨勢，而且均創2016年以來的最低增速。隨著今年前2個月全國商品房銷售增速的進一步放緩，預計國有土地使用權出讓收入增速仍有進一步下行的可能。在減稅降費的背景下，土地出讓收入的下滑會進一步加大政府的財政壓力。

圖 38: 個人所得稅累計同比增速大幅下降



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 39: 國有土地出讓收入增速由正轉負



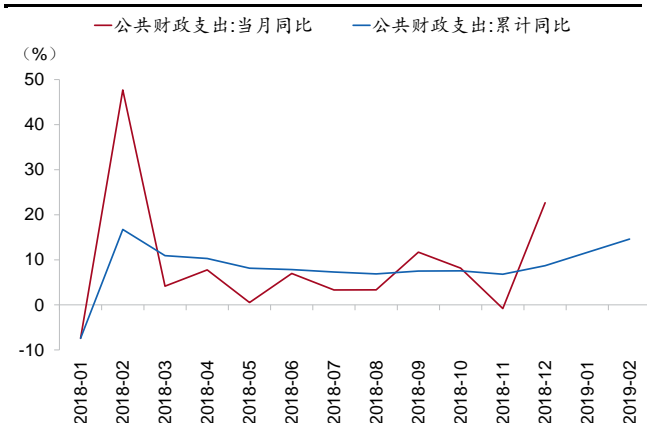
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

2. 財政支出：積極迹象已顯現，交通運輸支出增速領跑

一般公共預算支出維持較高增速，交通運輸領跑各項支出增速。前兩個月，全國一般公共預算支出同比增速 14.6%，維持了近年來同期的較高水平。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於地方的情況。

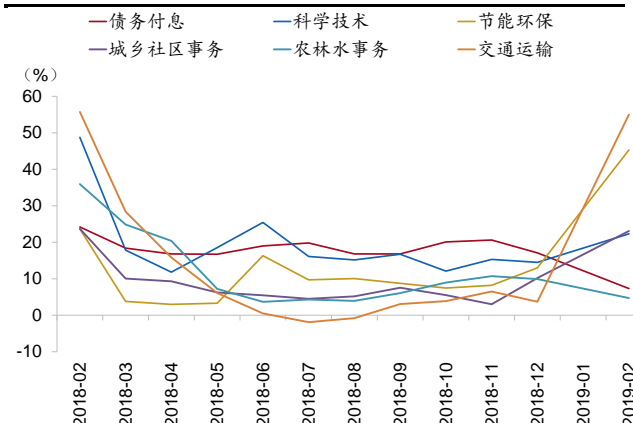
交通運輸支出增速領跑各項一般公共預算支出。在一般公共預算各支出項目中，交通運輸、節能環保和科學技術支出的累計同比增速較高，分別達到 55%、45.3%和 22.3%，均大幅高於一般公共預算支出增速。作為基建投資的重要資金來源，交通運輸領域財政支出增速的加快，進一步印證了當前政府希望通過基建投資帶動經濟增長的政策意圖，同時，節能環保支出的加快也說明政府對於污染防治的力度並未有明顯鬆動。

圖 40: 一般公共財政支出更為積極



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 41: 交通運輸領跑各項財政支出增速



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

V. 政策前瞻：告別舊刺激，推動新增長

3月5日，十三屆全國人大二次會議在京開幕，國務院總理李克強向大會作2019年《政府工作報告》（下稱《報告》）。克強總理回顧了2018年國務院的主要工作，並對2019年經濟社會發展的總體要求、政策取向和政府的重點工作進行了系統性陳述。《報告》主要方向如下：

1. 增長目標：經濟下行容忍度提高，就業目標重要性上升

GDP增長目標設定為6-6.5%。增長目標由“點”變為“區間”，表明中央對經濟增速下行容忍度有所提高，更關注經濟增長的質量。這意味著政府不必採取“大水漫灌”或是粗放投資的方式達成經濟增長的“點目標”。但政府仍有穩增長的訴求，將“確保經濟運行在合理區間”，不會容忍經濟增長失速下滑至6%以下。

經濟面臨下行壓力，就業目標重要性上升。《報告》指出，“今年首次將就業優先政策置於宏觀政策層面”，在經濟社會發展的主要預期目標中排序僅次於GDP。就業目標方面，城鎮新增就業1,100萬人和城鎮登記失業率4.5%以內的目標保持不變，而城鎮調查失業率目標表述則由去年的“5.5%以內”放寬至“5.5%左右”，一定程度體現出今年就業可能面臨的壓力。

居民消費價格漲幅3%。2018年全年CPI同比增長2.1%，處於溫和區間。今年CPI上行風險主要來源於豬周期，但受制於終端需求較弱，全年通脹大概率保持溫和，達成目標問題不大。

2. 積極的財政政策更加積極，注重提質增效、激發微觀主體活力

上調財政赤字率至2.8%。政府工作報告提出，今年赤字率擬按2.8%安排，比去年預算高0.2個百分點，低於市場預期的3%；財政赤字由去年2.38萬億調升至2.76萬億，其中地方政府赤字較去年目標調升1,300億元，中央赤字提升2,500億元。《報告》提到，赤字率目標的設定考慮到“為今後可能出現的風險留出了更大的政策空間”。

新增地方政府專項債2.15萬億，比去年增加8,000億。新增地方專項債額度也低於市場預期，但其使用範圍却有所擴大，這有助於在控制地方債務規模的同時保障重點項目建設的資金需求。《報告》也提出，“繼續發行一定數量的地方政府置換債券，減輕地方利息負擔”。

財政政策的主要發力點在於2萬億的減稅降費措施。去年底的中央經濟工作會明確指出，實施更大規模的減稅降費措施。減稅降費規模基本符合預期，進一步凸顯出政府“放水養魚”、減輕企業經營負擔、激發市場主體活力的政策意圖。《報告》明確指出，“各級政府要過緊日子”，確保減稅降費效果，“堅決兌現對企業和社會的承諾”。

此次2萬億減稅降費大致由以下4個方面構成：（1）增值稅：自2019年4月1日起，將製造業等行業現行16%的稅率降至13%，將交通運輸業、建築業等行業現行10%的稅率降至9%，初步測算可減稅約8,000億；（2）養老保險：城鎮職工基本養老保險單位繳費比例可由現行的20%降至16%，大致可降低企業社保負擔5,000億；（3）個稅：在前期改革的基礎上今年可望降低居民稅收負擔4,000億；（4）年初針對小微企業普惠性減稅降費規模約2,000億。

基建投資可能不及預期。《報告》中基建相關目標相較上年並無大幅調整。2019年計劃完成鐵路投資8,000億（提高680億）、公路水運投資1.8萬億（持平）。雖然《報告》提及“適當降低”基建項目資本金比例，吸引民間資本參與重點項目建設，但赤字率與專項債發行規模均不及預期，疊加大規模減稅降費，財政資金來源將制約基建投資發力。《報告》指出，今年財政支出將增長6.5%，增速較2018年回落2.2個百分點。這也表明粗放投資托底經濟的方式并非當前的政策方向。

3. 穩健的貨幣政策鬆緊適度，疏通傳導機制、降低實體融資成本

《報告》進一步淡化了M2、社融增長目標。《報告》並未明確給出M2和社融具體增長目標（與上年一致），提出M2和社融增速“要與國內生產總值名義增速相匹配”。2012年至2016年，我國M2和社融同比平均高於名義GDP同比4.15、7.34個百分點。2018年末我國M2和社融增速（分別為8.4%、10.4%）與名義GDP增速相若（9.69%），指向未來M2

和社融增速仍有上行空間，流動性有望保持合理充裕。這一表述同時也意味著貨幣政策調控將不再局限於數量型指標，而是兼顧數量和價格兩方面。

著力緩解企業融資難融資貴問題。《報告》明確提出，“適時運用存款準備金率、利率等數量和價格手段，引導金融機構擴大信貸投放，降低貸款成本”，“降低實際利率水平”，緩解企業融資“難”和“貴”兩方面的問題，明確提出“今年國有大型商業銀行小微企業貸款要增長30%以上”的目標，並將“加大對中小銀行定向降準力度”以支持民營和小微企業貸款。未來央行可能會繼續通過降準、TMLF以及適時下調公開市場操作利率等操作，改善企業融資狀況。

4. 政策取向：弱化“三去”政策，強調市場化、創新、開放

《報告》響應去年末的中央經濟工作會議，再度明確供給側結構性改革“鞏固、增強、提升、暢通”的八字方針，即鞏固“三去一補一降”成果、增強微觀主體活力、提升產業鏈水平、暢通國民經濟循環。在此“八字方針”下：

“三去”政策逐步弱化。《報告》中並沒有再著重強調“三去”政策，而是更加強調要“精準發力”，提出防範化解中大風險要強化底線思維，在堅持結構性去杠桿的過程中，防範金融市場異常波動，穩妥處理地方政府債務風險。

強調市場化原則。激發市場主體活力和市場化改革分別為2019年政府工作任務第二條和第八條。《報告》強調“市場配置資源是最有效的形式”，要“促進公平競爭”，“加快國資國企改革”，尤其是“按照競爭中性原則”，鼓勵、支持、引導民營經濟發展。

堅持創新引領發展。一方面，要激活企業，促進新舊動能接續轉換，推動傳統產業改造提升、新興產業加快發展；另一方面，要激活人才，改革完善人才培養、使用、評價機制，發揮我國人力人才資源豐富的優勢。

暢通國民經濟內外循環。一方面，促進形成強大的國內市場，持續釋放內需潛力。另一方面，推動全方位對外開放，培育國際經濟合作和競爭新優勢。

5. 房地產：未提棚改目標，推進長效機制建設

《報告》並未提及棚改規劃具體目標。商品房庫存已經大幅去化，2018年底商品房庫存面積5.2億平方米，較2016年初高點下降29%。年初各地大幅下調棚改目標，今年棚改對房地產銷售和投資的支撐將大幅減弱，特別是在三四線城市。

持續推進房地產長效機制建設，穩步推進房地產稅立法。在2018年中央經濟工作會議“房住不炒、因城施策”的基調下，《報告》提出，夯實城市政府主體責任，完善住房市場體系和住房保障體系。未來一段時間“平穩健康發展”仍是房地產市場的主線。此外，“房地產稅立法”從2018年的“穩妥推進”，變為2019年的“穩步推進”，進程有望加速。

6. 小結

總體來看，2019年《政府工作報告》強調“堅持不搞‘大水漫灌’式強刺激”，主要將通過減稅降費、結構性貨幣政策工具、市場化改革、科技創新和對外開放應對經濟下行壓力，推動我國向“高質量發展”的新經濟增長模式轉型。

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）發表於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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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: 香港中環花園道三號冠君大廈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。

本報告基於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，任何機構或個人於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。接收本報告之行爲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。