

经济开局平稳，政策相机抉择

——2019年4月宏观经济月报

- ❖ **逆周期政策显效，经济开局平稳。**从生产看，1季度工业生产有所回暖，规模以上工业增加值累计同比增长6.5%，较去年4季度当季同比增速有所提升。从需求看，3月全国城镇固定资产投资完成额累计同比增速6.3%，较前值提高0.2pct。3月社会消费品零售总额当月同比增长8.7%，当月同比增速连续4个月反弹。1季度进出口贸易同比增长1.4%，出口温和增长的态势与当前经济形势相符。
- ❖ **CPI与PPI通胀分化在即。**3月CPI同比增长2.3%，较前值显著反弹，主要因猪肉价格上涨导致。猪肉价格和油价同时上涨是未来通胀关注的风险点，或驱动CPI年内高点突破3%。PPI当月同比增长0.4%，实现小幅反弹，主要受石油价格回升驱动。若后续大宗商品无大幅下滑，4月PPI大概率继续企稳、5-10月期间进入通缩风险概率较大、11-12月走出通缩。地产施工增速提升、基建投资发力是PPI中枢上移的关键。
- ❖ **社融超预期反弹，关注政策的可能调整。**3月末M2、社融分别同比增长8.6%和10.7%，较上月末提高0.6个百分点。在财政、货币等逆周期调控的合力下，信用收缩压力进一步缓解，后续政策可能更关注资金流向和资金效率等结构性问题，以寻求总量和结构性调控间的平衡，避免宏观杠杆率的过快上升。预计4月末M2增速保持相对平稳，社融增速或小幅回调，但信用企稳向好的基础不变。
- ❖ **减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快。**财政收入增长放缓，财政支出积极发力。一季度，一般公共预算收入同比增长6.2%，增速与去年全年持平，较前两个月下降0.8个百分点，这体现了去年以来减税降费政策的效果，同时也反映了经济基本面较去年同期的疲弱。其中，非税收入大幅增加，预计与国有金融机构利润上缴有关。一般公共预算支出同比增速15%，维持了近年来同期的较高水平。同时，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。其中，交通运输支出增速领跑各项一般公共预算支出。
- ❖ **伴随着宏观经济边际企稳，货币政策相机抉择，“防风险”目标重要性上升。**未来一段时间随着MLF到期、缴税期到来以及地方债发行，流动性将面临较大缺口，央行采取何种操作将是进一步观察明确其货币政策立场的窗口。

谭卓，博士

电话：(86) 755 8316 7787

邮件：zhuotan@cmbchina.com

丁文捷，博士

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5591

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

近期中国宏观报告

[19年3月22日](#)
[经济开局暂稳，财政积极发力——3月中国宏观经济月报](#)
[19年3月7日](#)
[再议赤字率“红线”](#)
[19年3月6日](#)
[春未老，且将新火试新茶——五大方面深度解读《政府工作报告》](#)
[19年3月4日](#)
[中国可能已陷入“低生育陷阱”](#)
[19年1月28日](#)
[2018 经济平稳收官，PPI 通缩阴影浮现——1月宏观经济月报](#)

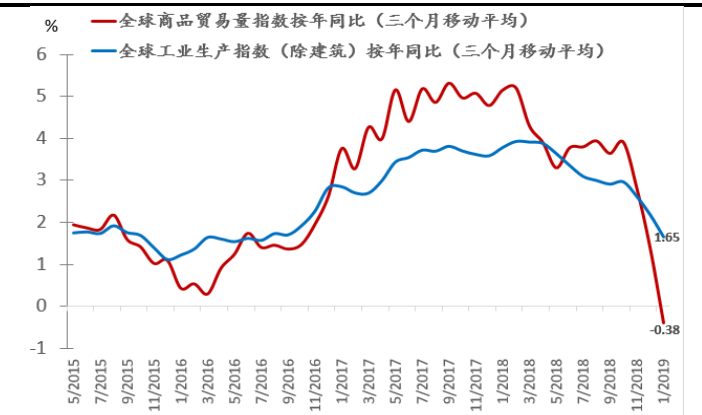
目录

I. 海外宏观：全球增长动力减弱，企稳迹象初步显现	3
II. 实体经济：一季度经济增长超预期	6
1. 消费：社消增速连续反弹	6
2. 投资：基建与房地产提振投资增速	7
3. 贸易：出口温和增长符合当前经济形势	8
4. 物价：CPI 与 PPI 分化在即	10
III. 货币金融：关注政策的可能调整	11
1. 社融增速大幅反弹，信用收缩压力基本缓解	11
2. 贷款放量增长，警惕再现居民过度加杠杆行为	11
3. M2 增速如期回升，M1 增速小幅反弹	12
4. 流动性总量平稳，市场利率小幅回升	12
IV. 财政收支：收入增长放缓，支出积极发力	15
1. 财政收入：减税降费继续发力，非税收入大增或因国有金融机构利润上缴	15
2. 财政支出：延续积极态势，交通运输增速继续领跑	16
V. 政策前瞻：经济边际企稳，央行放松油门	17
1. 央行对国内经济形势的判断趋于乐观	17
2. 货币政策“防风险”重要性上升，重提“总闸门”	17
3. 金融供给侧改革和民企纾困是央行工作重点	17

I. 海外宏观：全球增长动力减弱，企稳迹象初步显现

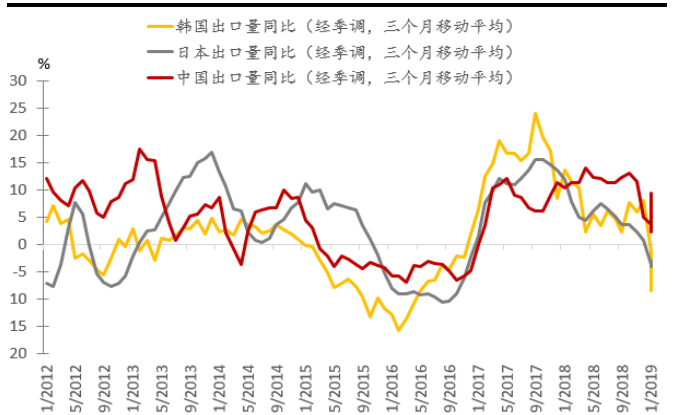
经济增速持续放缓，政策调整稳定信心。主要发达国家和新兴经济体的增长动力减弱，政策不确定性仍旧处于高位。多数国家工业生产放缓，而美国则显示出更强韧性。尽管来自中国等经济体的3月贸易数据出现反弹，但从多月均值的角度来看，全球贸易仍处于负增长区间，需求修复仍需时日，中短期内仍将承压。世界贸易组织于4月初将2019年全球贸易的增速下修至2.6%，显著低于2018年3%的增速。为应对经济下行过快的风险，美联储、欧央行等主要央行的货币政策已全面转向，中国的一系列稳增长措施也开始发挥成效，加之中美贸易谈判前景可期，很大程度上提振了投资者信心，助推全球主要股指自年初以来出现显著反弹。

图1: 全球工业生产和贸易增速持续下滑



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图2: 日韩出口持续萎缩，中国出口增速反弹



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

	2018年3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2019年1月	2月	3月
美国	54.2	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5	54.6
欧元区	55.2	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9	51.6
英国	52.4	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5	50
日本	51.3	53.1	51.7	52.1	51.8	52	50.7	52.5	52.4	52	50.9	50.7	50.4
中国	51.8	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7	52.9

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

IMF 全面下修全球增长预测，唯上调中国 2019 年 GDP 预测至 6.3%。国际货币基金组织于4月初发布对于全球经济的最新展望报告，认为全球经济放缓速度超出预期，呼吁各国相互协调经济刺激措施，避免出现政策失误而再度损害经济增长。相比该组织1月的展望，其对2019年全球经济增速的预测从3.5%降低至3.3%，同时下调了包括美国、欧元区和日本在内的大部分主要经济体的增速预测。唯上调中国2019年经济增长预测至6.3%，认为中美贸易关系缓和以及中国稳增长政策等利好因素的提振效果将进一步显现。

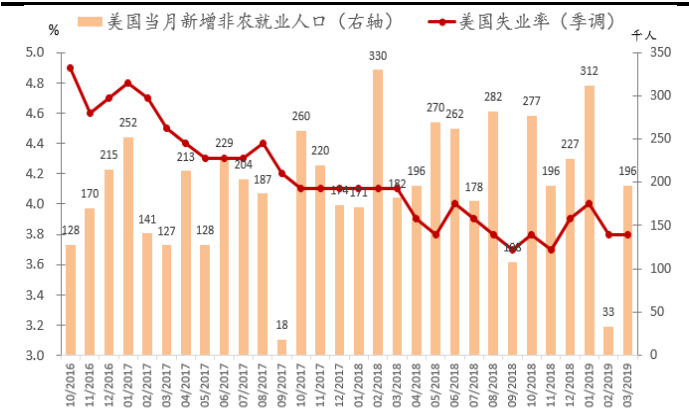
图4: 各国际组织对主要经济体2019年实际GDP增速的最新预测

	最近更新 时间	全球	美国	欧元区	英国	日本	中国
国际货币基金组织	19年4月	3.3 ↓	2.3 ↓	1.3 ↓	1.2 ↓	1.0 ↓	6.3 ↑
世界银行	19年1月	2.9 ↓	2.5 ↓	1.6 ↓	-	0.9 ↓	6.2 ↓
OECD	19年3月	3.3 ↓	2.6 ↓	1.0 ↓	0.8 ↓	0.8 ↓	6.2 ↓

资料来源：彭博、招银国际研究、招商银行研究院（图中箭头表示预测值的调整方向，红色表示下修幅度不小于0.6个百分点，橙色表示下修幅度小于0.6个百分点，绿色代表预测上调）

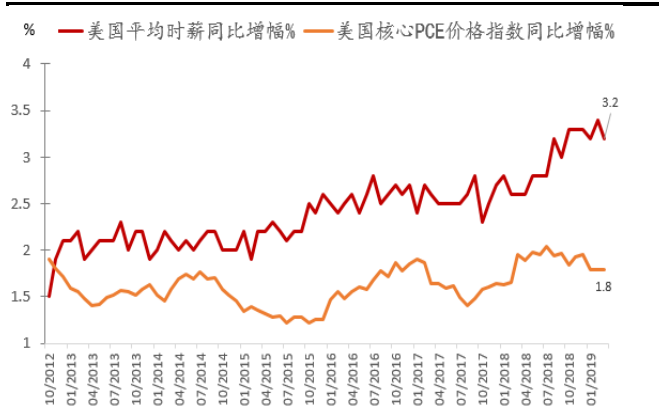
美国经济增速放缓，薪资上涨加速，但核心通胀仍旧疲软。2018年4季度美国实际GDP年化环比增长率终值较初值再下调0.4个百分点至2.2%，较前两个季度的增速（2、3季度分别为4.2%和3.4%）已显著放缓。市场普遍预计2019年1季度美国GDP将降至2%以下。4月的消费者信心指数略有下降，显示消费者对于经济前景的乐观看法出现动摇。就业仍旧强劲，3月新增19.6万个非农就业岗位，今年一季度平均每月新增非农就业18万个，低于2018年每月22.3万个的均值。3月平均时薪同比增长3.2%，但核心通胀PCE价格指数为1.8%，与前月持平，显示通胀提升仍缺乏动力，意味着美联储当下采取的耐心和观望立场仍可维持一段时间。美国国债收益率曲线出现倒挂，由于历史上该曲线倒挂对于经济衰退有很强的预测能力，需要持续关注美国经济衰退的迹象。

图 5: 美国失业率仍处于低位但岗位增速放缓



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 6: 美国核心通胀仍旧疲软

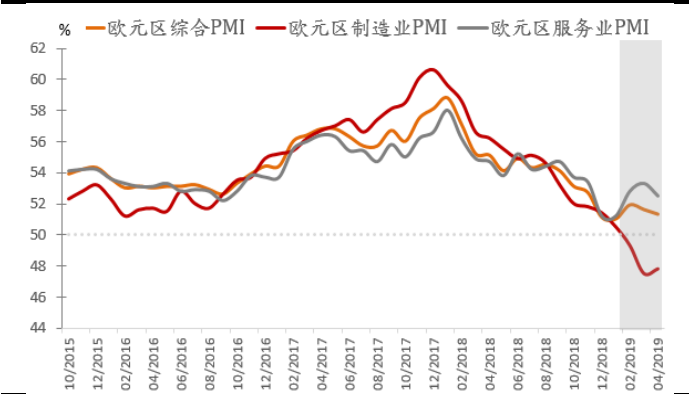


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

贸易保护主义“逆风”持续，美国将矛头转向欧盟与日本。中美贸易谈判已进入尾声，但特朗普的贸易保护主义大旗却并未收起。4月初在美国威胁对110亿美元欧盟产品加征关税后，欧盟随即回应准备对美国补贴波音实施报复性关税。4月15日，欧盟成员国达成协议立即启动与美国的贸易谈判，并计划在年底前达成协议，谈判内容将集中在削减工业品关税以及对接两个经济体对企业的技术要求上。与此同时，美国与日本的贸易谈判也在进行，美国的谈判目标在于缩小与日本之间巨大的贸易逆差。贸易保护主义将进一步冲击全球自由贸易体系，但美欧、美日的贸易争端对于全球经济的影响料将明显小于美中贸易争端。

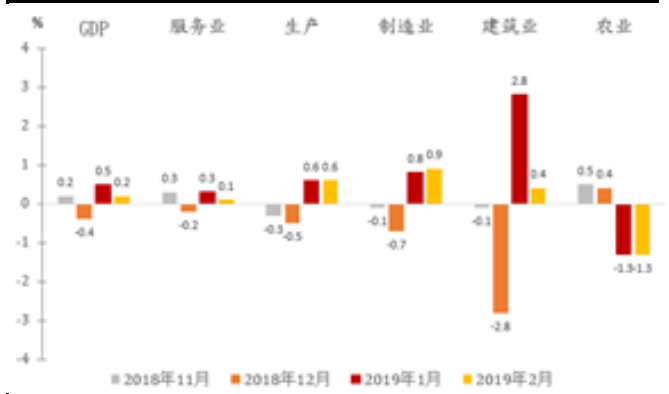
欧元区经济首现企稳迹象，但持续反弹动力不足。欧元区服务业于3月出现反弹，但增速在4月回落，显示经济下行压力加大，反弹动力有限。制造业PMI指数自2月起连续三个月位于荣枯线之下。德国的新订单于2月同比下滑8.2%，其来自于非欧元区国家的订单同比减少7.9%，显示出全球需求下降和欧元区不确定性因素共同的负面影响。

图 7: 欧元区制造业萎缩，服务业反弹动力不足



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

图 8: 英国 1-2 月经济增长平稳



资料来源：英国政府、招商银行研究院、招银国际研究

英国经济增长平稳，脱欧期限延迟。2月英国的GDP环比增长0.2%，服务业、工业生产和制造业均实现小幅增长，经济总体保持平稳，2019年服务业将是主要支撑因素。欧盟与英国同意将原定于3月29日的脱欧期限推迟至10月31日，虽然降低了“硬脱欧”的风险，但也延长了不确定因素盘踞的时间。脱欧谈判进程及英国国内的政治变数都仍未明朗，企业普遍担心脱欧谈判过程中以及之后过渡期内的政策不确定性，因而正在推迟或取消许多投资计划。

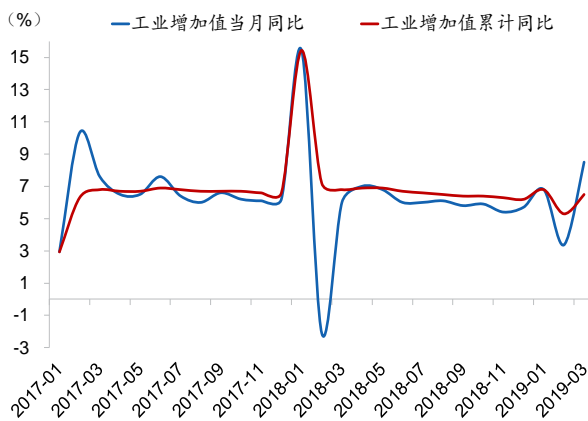
II. 实体经济：一季度经济增长超预期

一季度经济开局平稳。全国现价 GDP 初步核算数 21.3 万亿元，同比增长 6.4%，与去年 4 季度持平。在宏观政策的逆周期调节下，经济增长有所企稳。分产业看，第一产业增加值 8,769 亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值 82,346 亿元，同比增长 6.1%；第三产业增加值 122,317 亿元，同比增长 7.0%。

从生产看，3 月份规模以上工业增加值同比增长 8.5%，较前值提高 3.2pct，超出市场预期，主要是春节错位和低基数导致。一季度规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较去年 4 季度当季同比增速提升 0.8pct。生产企稳后，就业形势边际好转，3 月全国城镇调查失业率 5.2%，较前值下降 0.1 个百分点。

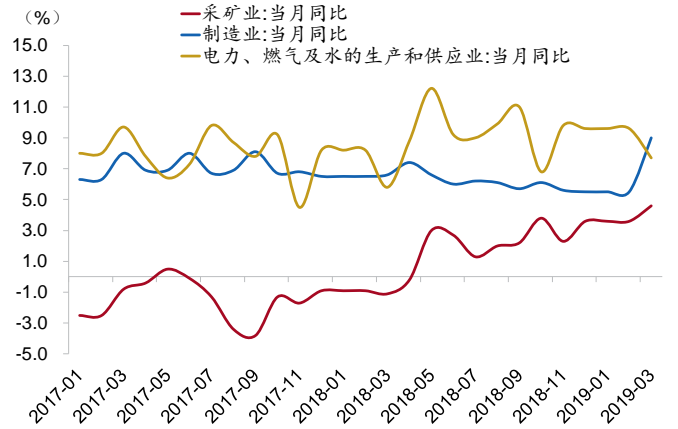
分三大门类看，**工业生产回暖的主要驱动因素是制造业。**一季度采矿业增加值同比增长 2.2%，增速较去年 4 季度下降 1pct；制造业增长 7.2%，增速较去年 4 季度提高 1.5pct；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.1%，增速较去年 4 季度下滑 1.6pct。分行业看，3 月份水泥、橡胶、化学原料、金属制品、通用设备、专用设备、电气机械、汽车制造等行业增加值同比增速回升较为显著。

图 9: 工业生产有所反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 10: 制造业驱动生产回暖



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

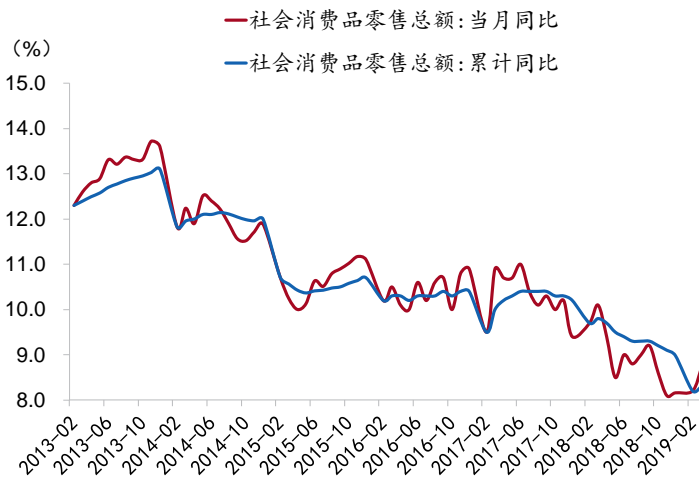
1. 消费：社消增速连续反弹

3 月份，社会消费品零售总额 3.2 万亿元，同比增长 8.7%，当月同比增速较前值提高 0.5pct，连续 4 个月回升。这一方面受到城镇居民可支配收入同比增速自年初以来持续反弹的影响，另一方面也受到股市回暖产生的财富效应提振。

一季度社会消费品零售总额 9.8 万亿元，同比增长 8.3%，与去年四季度持平。由于今年一季度价格指数中枢较去年四季度有所回落，所以四季度社会消费品零售总额 6.9% 的实际同比增速较去年四季度提升 0.9 个百分点。

分结构看，限额以上批发和零售额中家电、家具、石油、装潢、化妆品、服装、烟酒、饮料等消费额当月同比增速提升较为显著。汽车、珠宝、办公文化用品消费金额当月同比增速有所下滑。

图 11：社会消费品零售总额增速连续反弹

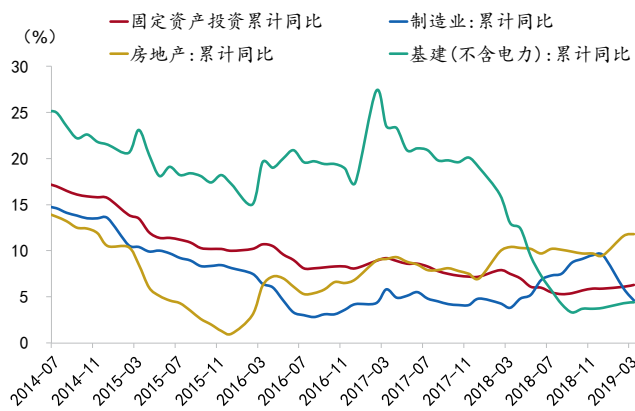


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 投资：基建与房地产提振投资增速

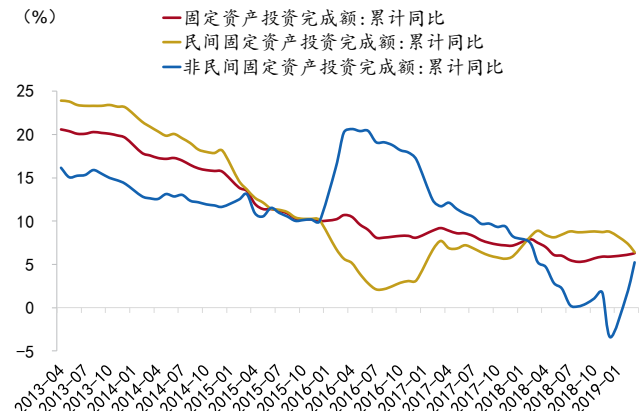
一季度全国城镇固定资产投资 10.2 万亿元，同比增长 6.3%，增速较前两月累计同比提高 0.2pct，较去年底提升 0.4pct，超出市场预期。主要由基建和房地产开发投资拉动，制造业投资则拖累固定资产投资增速。其中，民间投资增速有小幅下滑，非民间投资增速继续向上反弹。

图 12：固定资产投资增速连续反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

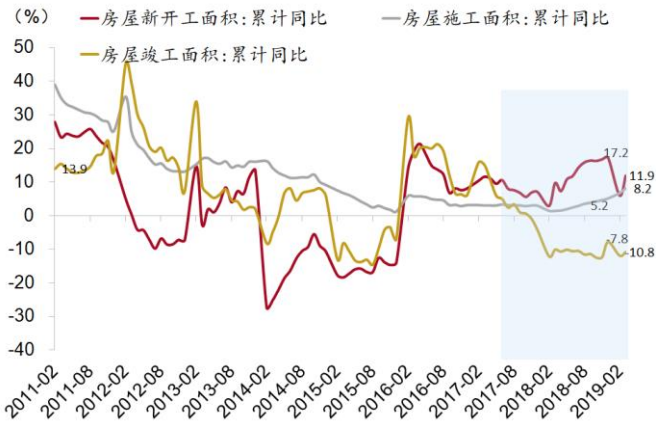
图 13：非民间投资增速支撑投资增速反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

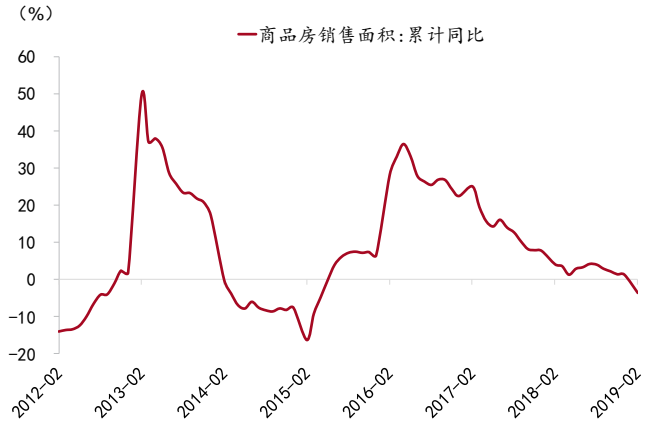
3 月，基建投资（不含电力）累计同比增长 4.4%，增速较前两月提升 0.1pct，较去年底提升 0.6 个百分点。这**表明基建补短板作用显现，地方政府以基建投资托底经济增长的意愿较为明显**。基建投资增速反弹也与近期高企的建筑业 PMI 指数和地方政府专项债发行速度提升相互印证。后续能否持续取决于地方政府融资状况的改善和地方政府专项债的发行节奏。目前来看，不同基础设施行业增速有所分化，公路、铁路投资增速有所提升，水、电等投资增速有所下滑。

图 14: 开工、施工增速开始向竣工传导



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 15: 商品房销售厚尾回落

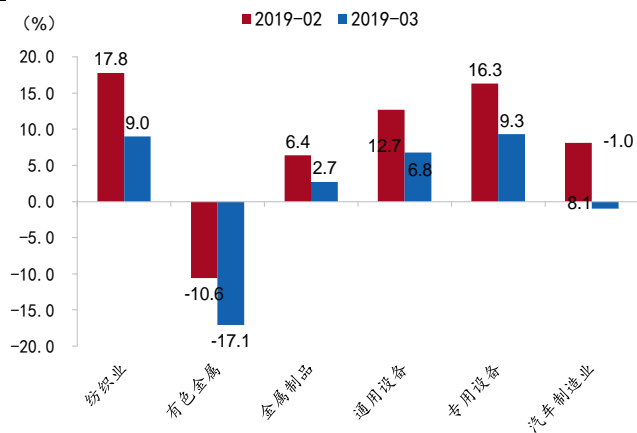


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

3月房地产投资同比增长11.8%，增速较前两月提升0.2pct，较去年底提升2.3个百分点，主要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。**宽信用、房贷利率下降叠加3月销售季节性小阳春改善开发商资金来源，使得新开工面积累计同比较1-2月反弹5.9pct至11.9%**。施工面积累计同比增长8.2%，增速较前两月提高1.4pct；竣工面积累计同比下降10.8%，降幅较前两月收窄1.1pct。

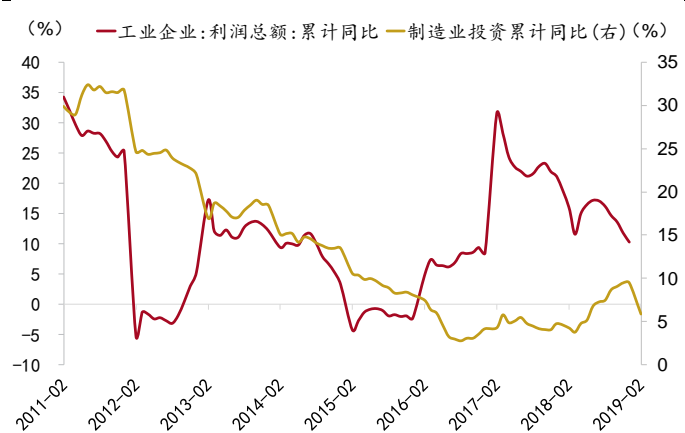
3月房地产销售面积累计同比下降0.9%，在热门城市销售小阳春带动下降幅较前两月收窄2.7pct。**房企拿地仍然趋于谨慎，土地购置面积累计同比下降33.1%，降幅较前两月收窄1pct**。销售面积、土地购置面积同比负增长叠加地方棚改规划套数大幅减少，仍将对2019年房地产投资增长不利。但开发商施工速度提升以及“因城施策”的房地产调控政策对房地产市场形成一定支撑。

图 16: 汽车、设备制造等行业投资增速下滑显著



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 17: 企业盈利增速下滑压制企业投资增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

3月制造业投资累计同比增长4.6%，较前值下滑1.3pct，增速连续两月下降，**主要受到企业盈利增长疲弱制约**。但高技术制造业投资同比增长11.4%，表明制造业升级动力较强。分行业看，计算机、化学原料、食品、交运设备制造等行业投资增速有所提升，汽车制造、纺织、有色金属、通用设备制造等行业投资增速下滑显著。**按照PPI的走势预测，今年工业企业盈利或在下半年出现反弹，叠加4月开始的新一轮减税降费，或将边际缓解制造业投资增长的下行压力。**

3. 贸易：出口温和增长符合当前经济形势

以美元计，2019年3月出口金额1,987亿美元，同比增长14.2%（预期8%），较前值提升34.9个百分点；进口金额1,660亿美元，同比-7.6%（预期0%），较前值下降2.4个百分点。

低基数驱动出口增速反弹。3月出口金额同比增速大幅反弹，主要原因包括：（1）春节错位所造成的低基数是主要原因。去年春节在2月16日，部分复工发生在3月，导致3月出口金额较低；今年春节在2月5日，3月已全面复工，使得出口增速出现跳升。类似的情况也发生在2016年3月，当月出口增速亦在春节错位效应下环比大涨35个百分点。（2）外需边际改善。3月美国、英国、日本、韩国的制造业PMI均有所反弹，对出口产生部分刺激。但整体来看，全球制造业PMI仍处于下行通道，因此外需小幅改善对出口增速的提振较小。（3）贸易信心有所修复。年初以来，中美多轮高级别经贸磋商持续推进，美国推迟原定于3月1日对我国2,000亿商品加征关税的措施，对国际贸易形成利好。

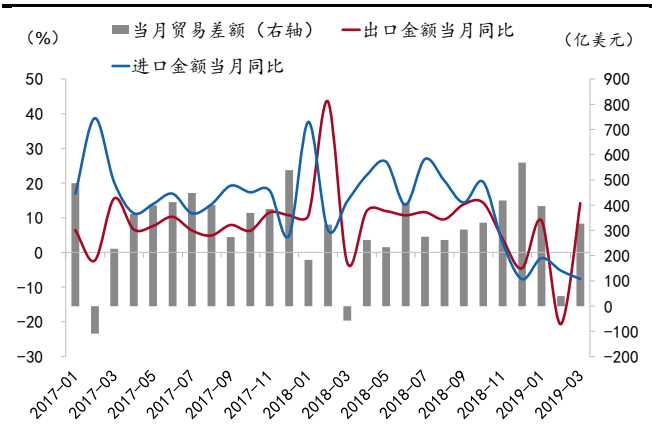
剔除春节效应，一季度累计出口金额同比增长1.4%，较去年一季度和四季度分别回落12.3、2.5个百分点，主要受到全球经济增长放缓的影响。

分国家和地区看，对美国、欧盟、日本、东盟、金砖国家等当月出口同比增速均有较大幅度的反弹；分产品看，目前公布的数据中除集成电路外，其他产品出口同比增速均有所反弹。

需求疲弱下进口持续收缩。进口增速跌幅扩大，指向内需依旧疲弱。一季度整体看，进口金额同比-4.8%。弱进口与PMI数据反映的生产强于需求的格局相印证。

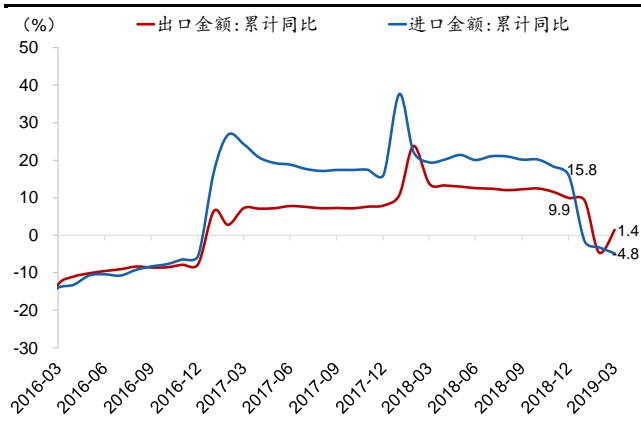
分国家和地区看，3月对美国、欧盟、日本、金砖国家、东盟等进口金额当月同比增速均出现下滑；分产品看，目前公布的数据中石油、农产品、塑料、机床、汽车及底盘当月进口金额同比增速有所下滑。

图 18: 3月进口金额增速显著反弹



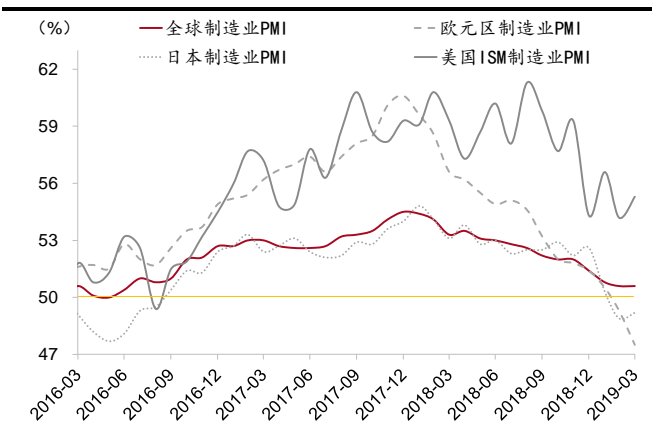
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 19: 1季度出口金额实现小幅增长



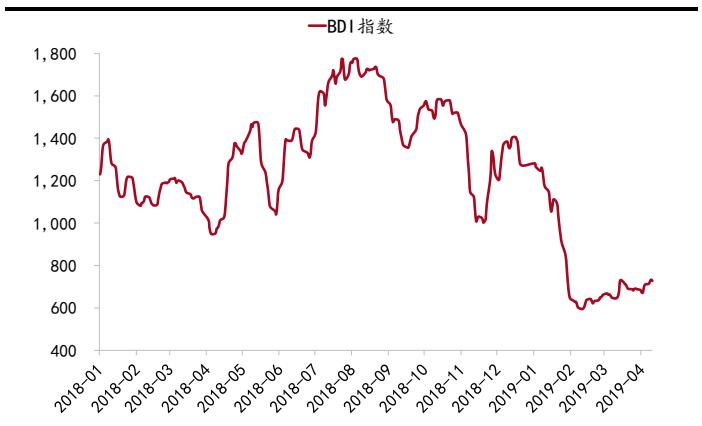
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 20: 全球制造业 PMI 趋势性下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 21: BDI 指数维持低位



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

出口增速反弹幅度大于进口，贸易顺差有所扩大。以美元计，3月贸易顺差326.5亿美元，同比增加384.2亿美元；一季度累计实现顺差763.1亿美元，同比增长70.1%。

总体来看，3月出口增速反弹主要受到基数较低和贸易信心和外需边际改善的影响，进口回落指向内需改善仍需时日。前瞻地看，全球经济放缓将对我国出口不利，低基数支撑消失后，4月出口增速大概率将面临回落。

4. 物价：CPI与PPI分化在即

2019年3月CPI同比2.3%（预期2.3%），前值1.5%。PPI同比0.4%（预期0.5%），前值0.1%。3月CPI、PPI双双反弹，验证了我们在上期点评中的判断。

“猪周期”叠加猪瘟驱动CPI显著反弹。3月CPI同比2.3%，较前值提高0.8pct；环比下跌0.4%，符合季节性规律。（1）食品项涨幅显著扩大是CPI同比上涨的主要驱动因素：受低温、阴雨天气影响，蔬菜分项同比涨幅有所扩大；猪周期叠加猪瘟使得猪肉分项同比增速在连续25个月为负后首次转正。（2）非食品项同比涨幅小幅扩大：石油价格上涨导致交通和通信分项涨幅扩大。CPI环比有所下滑，主要受春节后食品价格整体回落和出游减少、返工增加使得非食品价格下降影响。

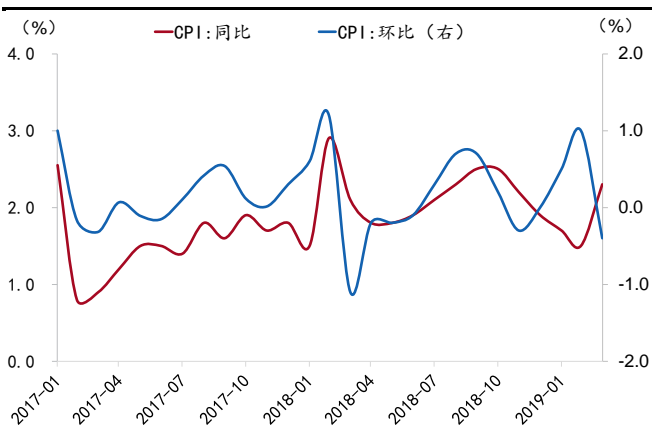
前瞻地看，4-7月CPI将在猪肉价格支撑下持续上行，高点大概率突破3%。由于前期养殖场存在集中出栏现象，目前生猪和能繁母猪存栏数量处于有数据以来的最低水平，后续猪肉价格大概率仍将处于上行周期，农业部专家近期表示，下半年猪头价格同比或上涨70%。即便后期猪肉价格不大幅上涨，低基数作用下今年4-7月猪肉项同比增速也将有所提高，并带动CPI回升（2018年4-7月猪肉价格约16.6元/千克，当前猪肉价格约为19.4元/千克）。

油价上涨拉动PPI反弹。3月PPI同比0.4%，较前值提高0.3个百分点，其中，生产资料价格同比由上月-0.1%转为上涨0.3%，主要受到油价走高与基建投资加速影响。生活资料价格同比由上月0.4%小幅上升至0.5%，主要因食品分项价格上涨。PPI环比上涨0.1%，较前值提高0.2pct，主要是生产资料环比上涨0.2%导致。分行业看，PPI增速反弹主要受石油、天然气、黑色、有色、电气机械价格环比上涨拉动。

前瞻地看，4月PPI同比仍有支撑，但通缩压力或将于5月开始显现。受新一轮限产协议和OPEC成员国地缘政治局势的影响，年初以来石油价格持续上涨，布油价格年初以来涨幅高达21%，预计4月油价仍将对PPI形成支撑。目前布油价格已达70美元/桶，在全球经济增速放缓背景下油价难以继续大幅走高。考虑到2018年5-10月石油价格基数较高（平均约77美元/桶），PPI将于5-10月面临较大的通缩压力。

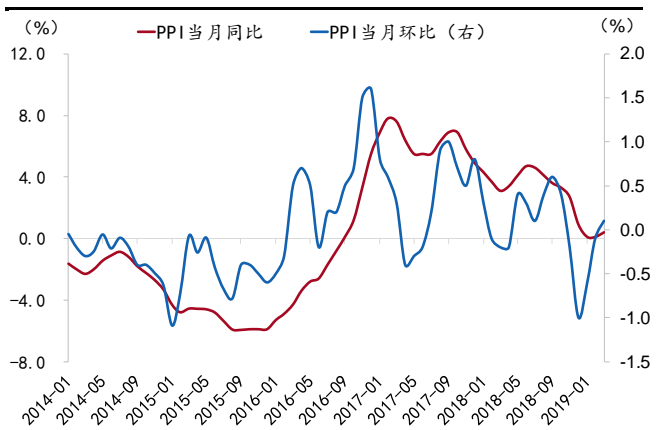
总体来看，二季度CPI和PPI的走势大概率将分化，CPI同比走强，PPI中枢下行。由于CPI上行主要由供给端导致，其短期的波动不会对货币政策造成影响。后续需要关注猪肉与石油价格波动所造成的通胀压力变化。

图 22: CPI 同比增速显著反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 23: PPI 同比增速有所反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

III. 货币金融：关注政策的可能调整

1. 社融增速大幅反弹，信用收缩压力基本缓解

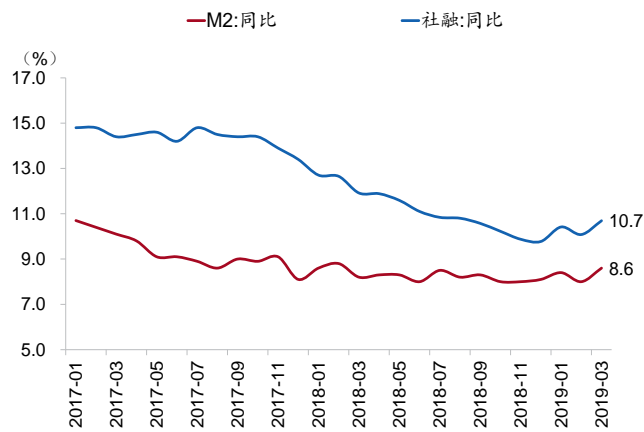
3月末，社融增长10.7%，当月增量为2.86万亿元，较上年同期多增1.28万亿元。继1月份天量社融后，3月份社融再次创出历年同期新高。社融大幅反弹，既有表外和债市融资持续修复的趋势性原因，也有信贷超预期增长的短期影响。具体来看：

(1) 贷款增加较多是带动社融超预期增长的最主要因素。3月份，对实体经济发放的人民币贷款增加1.96万亿元，较上年同期多增8,166亿元。根据测算，3月末人民币贷款对社融增速的拉动率为9.2%，分别较上月末和上年同期提高0.4和0.7个百分点。

(2) 表外融资继续好转，非标融资功能边际修复。3月份，委托、信托、未贴现银行承兑汇票合计增加823亿元，对社融增速的拉动率较上月末提高0.2个百分点。尤其是信托贷款继续好转，反映出在监管政策边际调整以后，部分领域非标融资功能稳步修复。

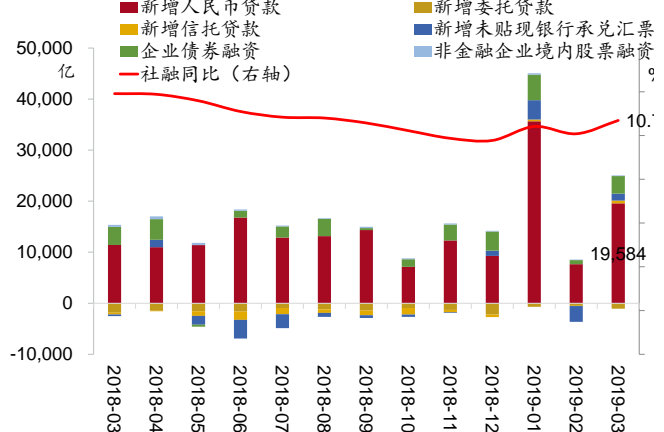
(3) 债市融资功能继续保持平稳。在政策持续呵护下，债市投资情绪继续好转，3月份企业债券净融资为3275亿元，继续保持平稳增长。目前来看，低评级短久期信用债利差出现一定的收窄，反映出前期债市恐慌情绪已明显好转，并有望继续支撑社融增长。

图 24: 社融与 M2 增速明显反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 25: 3 月份信贷投放力度加大



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

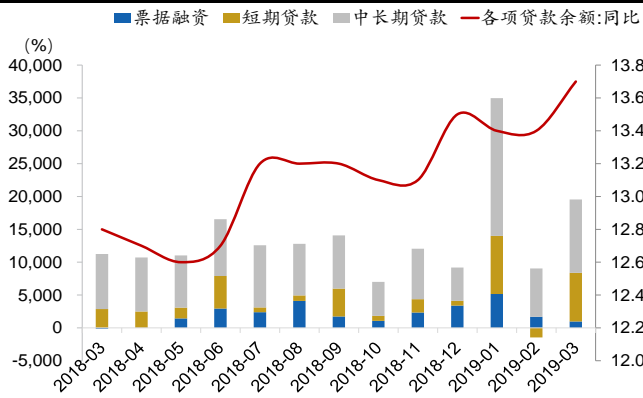
2. 贷款放量增长，警惕再现居民过度加杠杆行为

3月末，人民币贷款余额同比增长13.7%，较上月末提高0.3个百分点；人民币存款余额同比增长8.7%，较上月末提高0.1个百分点。

贷款放量增长，企业融资需求回升，但也应警惕再现居民过度加杠杆行为。在3月份1.69万亿元的人民币贷款中，企业贷款达到9,674亿元，较上年同期多增4,230亿元，且企业中长期贷款继续保持良好的增长势头，表明在持续加码的逆周期宏观调控下，企业的投融资意愿有所增强。但也要看到，居民贷款达到8908亿元的历史次高，在汽车等消费仍较疲软的情况下，居民贷款放量增长可能与近期房地产市场回暖密切相关。经历前期过度加杠杆以后，目前居民资产负债表仍未完全修复，且部分领域金融风险依然存在，对此应予以重视。

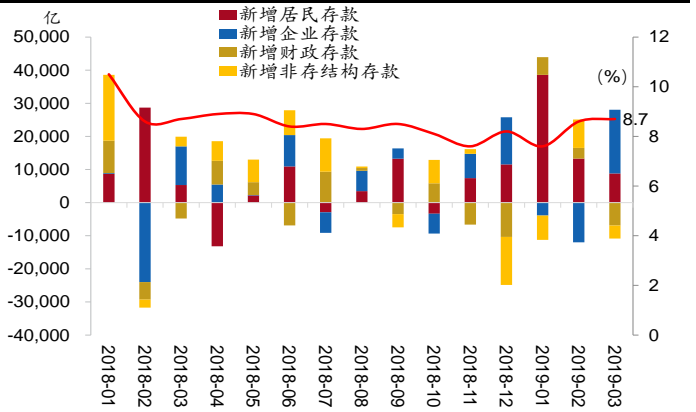
存款稳定增长，存款派生持续修复，财政支出明显加快。存款增长保持相对稳定，存款结构出现了一些变化。一方面，受股市、房市回暖等影响，居民存款开始向企业存款转移，3月份居民存款增长放缓而企业存款明显加快；另一方面，财政支出明显加快，3月份财政存款减少6,928亿元，表明政府投资加快，一大批政府项目或已陆续开工。

图 26: 各项贷款持续较快增长



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 27: 各项存款增长保持稳定



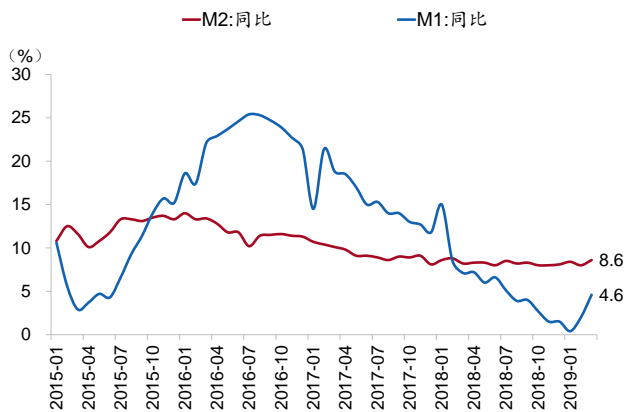
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

3. M2 增速如期回升，M1 增速小幅反弹

3 月末，M2 余额同比增长 8.6%，较上月末提升 0.6 个百分点，与我们此前判断基本一致。年初以来，随着信用收缩力度持续缓解，以及此前拖累 M2 的商业银行股权类投资收缩力度边际放缓，商业银行信用派生机制开始修复，并有望抬升全年 M2 增长中枢。年初以来，M2 增速的变化，一定程度上验证了我们去年底的基本判断。

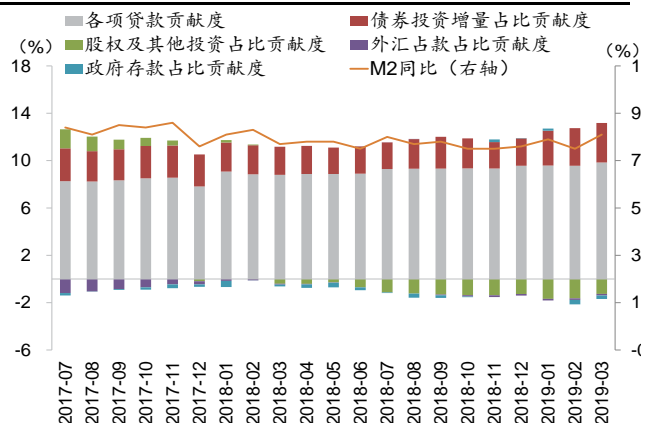
3 月末，M1 余额同比增长 4.6%，较上月末提高 2.6 个百分点。M1 增速反弹，既与股市、房市回暖带动居民存款转向企业存款有关，可能也反映出本轮 M1 调整已接近尾声，后续 M1 亦有望保持相对稳定。

图 28: M2 如期回升，M1 增速反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 29: M2 企稳回升的基础愈加牢固

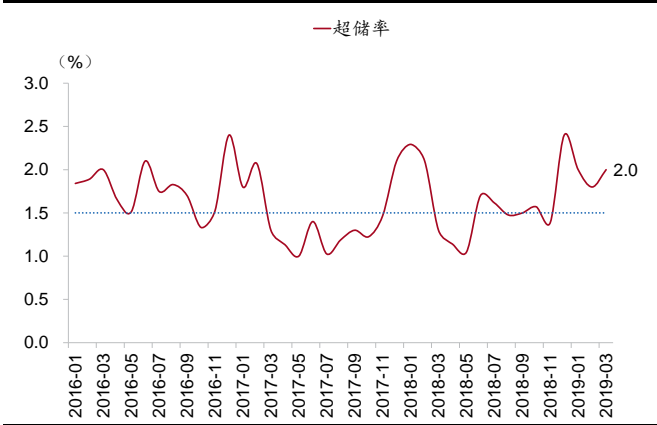


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

4. 流动性总量平稳，市场利率小幅回升

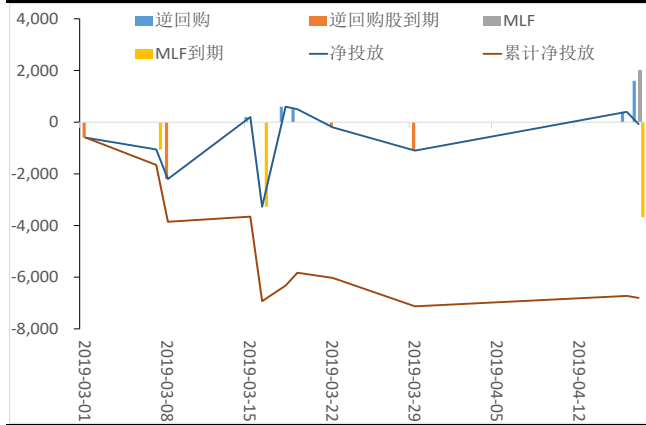
流动性总量平稳。在 1 月份降准的整体安排下，3 月份央行并未续做到期 MLF，亦减少了公开市场操作力度，但市场流动性总量依然保持相对平稳。中下旬，受国债、地方债放量发行、监管考核等因素影响，流动性呈现出短暂的结构收紧迹象；月底，在财政支出力度持续加大的推动下，流动性总量回归合理充裕水平，超储率可能提升至 2% 左右。与前期央行操作相比，3 月份央行明显降低了公开市场操作，货币市场波动性有所提升，这可能与央行减少金融机构“滚隔夜”操作，强化利率调控效果等政策意图有关。

图 30: 超储率继续保持在较高水平



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

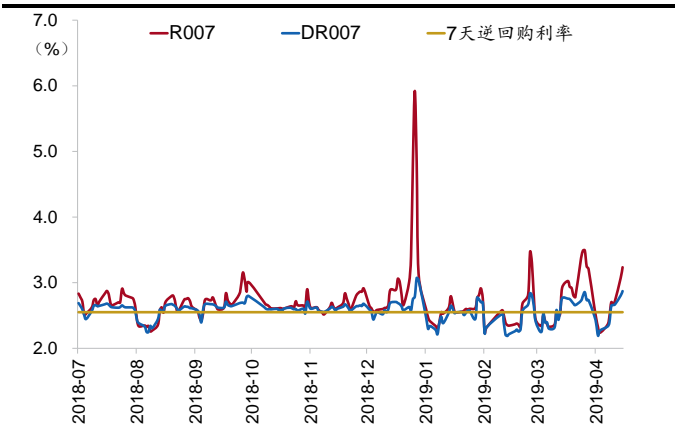
图 31: 央行公开市场操作（不含降准、PSL 等）



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

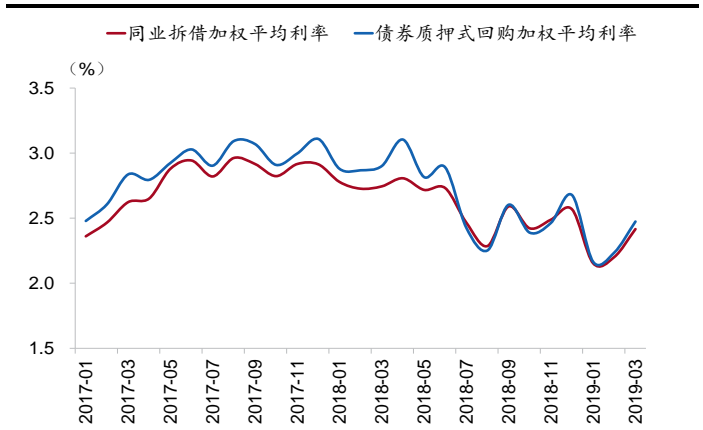
货币市场利率震荡上行。随着年初央行降准效应的逐步消失，货币市场利率中枢有所提高，DR007 和 R007 等重新回归到央行操作利率水平波动。3 月末，银行间同业拆借加权平均利率和债券质押式回购加权平均利率分别非 2.42% 和 2.47%，较上月高 0.22 和 0.23 个百分点。期间，受流动性阶段性收紧等影响，货币市场利率波动性有所增强，DR007 和 R007 最高值达到 2.85% 和 3.49%。

图 32: R007、DR007 利率中枢提高



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 33: 货币市场利率小幅回升

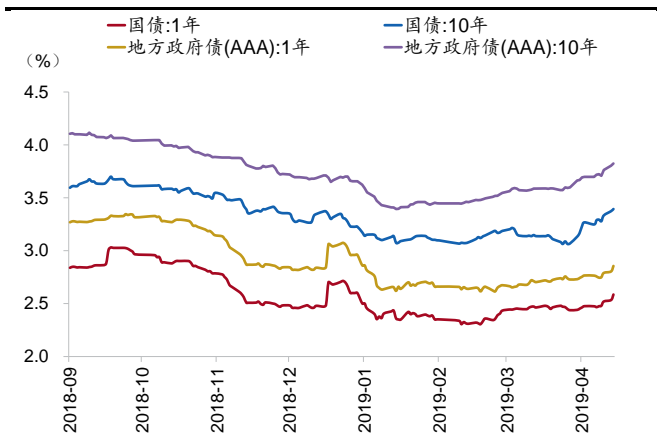


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

利率债收益率震荡上行。截至 4 月 17 日，1 年期和 10 年期国债收益率分别为 2.72% 和 3.39%，较 2 月末提高 31BP 和 19BP。期间，受全球经济放缓预期、美联储鸽派言论等影响，10 年期国债利率于 3 月下旬一度跌至 3.06% 的低位。此后，随着国内经济和通胀预期上行，以及流动性的边际收紧，10 年期国债利率开始明显反弹。地方政府债利率呈同样的趋势。截至 4 月 17 日，1 年期、10 年期地方债收益率（AAA）分别为 2.94% 和 3.84%，较年初回落 16BP，较上月末提高 28BP 和 31BP。

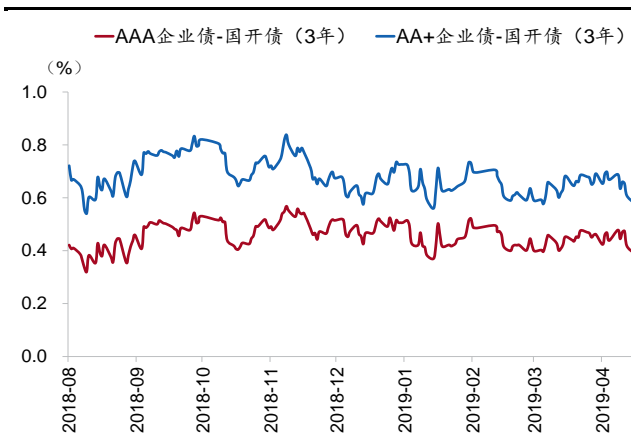
信用利差相对稳定。截至 4 月 17 日，3 年期 AAA、AA+ 企业债收益率分别为 3.90% 和 4.09%，与 3 年期国开债利差分别为 43BP 和 62BP，与上月末基本保持一致，反映出债券市场情绪继续修复，企业融资成本整体稳定。

图 34: 利率债收益率震荡上行



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 35: 信用利差相对稳定



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

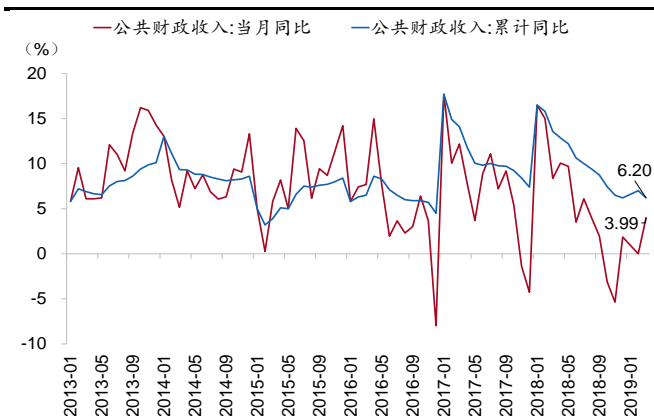
IV. 财政收支：收入增长放缓，支出积极发力

1. 财政收入：减税降费继续发力，非税收入大增或因国有金融机构利润上缴

一般公共预算收入增速保持低位。一季度，一般公共预算收入同比增长 6.2%，与去年全年增速持平，但仍大幅低于 2018 年同期 15.8% 的增速水平，也低于次贷危机以来的同期平均增速水平。这体现了去年以来减税降费政策的效果，同时也反映了经济基本面较去年同期的疲弱。

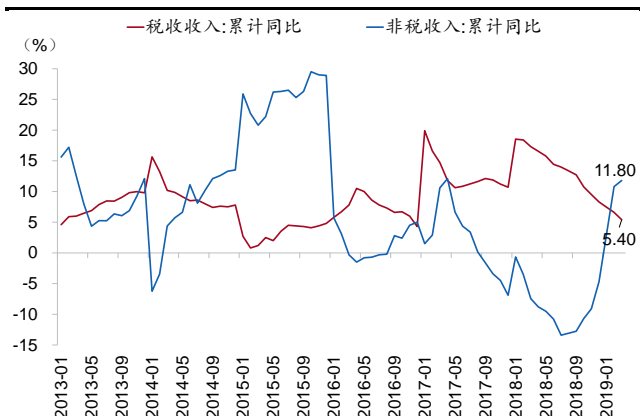
非税收入大幅增加，料与增加国有金融机构利润上缴有关。一季度，非税收入同比增速 11.8%，较去年同期提高 19.3 个百分点，累计同比增速创 2016 年以来新高。我国非税收入主要包括行政事业性收费、国有资产有偿使用收入、国有资本经营收益、罚没收入等。在简政放权与经济下行压力加大的背景下，行政事业性收费和国有资产有偿使用收入增速预计难以快速增长。而在今年两会期间，李克强总理明确表示，为保证今年财政各项目标的实现，会增加特定国有金融机构和央企的上缴利润（国有金融机构的利润上缴纳入非税收入统计口径），因此，预计前两个月上收相关国有金融机构利润是推动非税收入增速大幅提高的主要原因。

图 36：一般公共预算收入增速保持低位



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 37：非税收入增速大幅提高

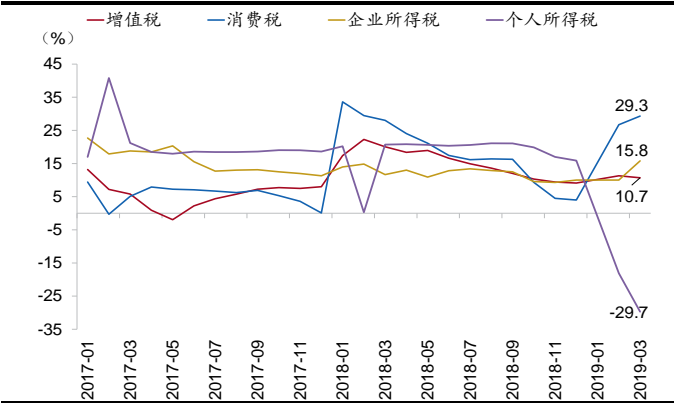


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

主要税种中仅个人所得税增速明显下降，增值税减税二季度发力。受去年个税改革影响，一季度，我国个人所得税同比增速大幅下降 29.7%，而增值税、消费税、企业所得税同比增速则分别为 10.7%、29.3% 和 15.8%，与去年同期基本持平。而随着 4 月 1 日增值税税率的下调，预计从二季度开始，增值税收入的同比增速会有比较明显的下降。

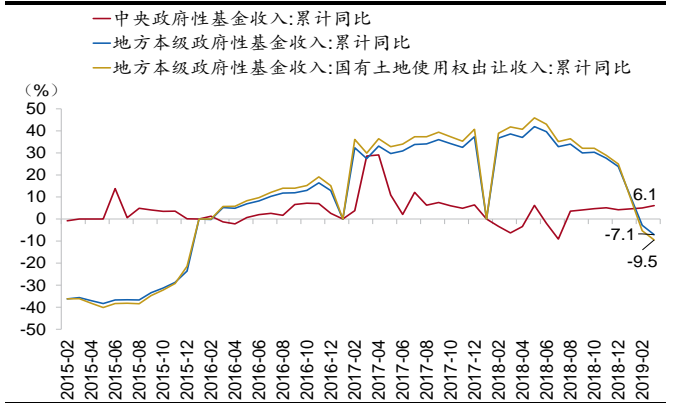
国有土地使用权出让收入增速延续下跌趋势。一季度，国有土地使用权出让收入增速下降 9.5%，二者不仅延续了去年下半年以来的下滑趋势，而且均创 2016 年以来的最低增速。随着今年一季度全国商品房销售增速的进一步放缓，预计国有土地使用权出让收入增速仍有进一步下行的可能。在减税降费的背景下，土地出让收入的下滑会进一步加大政府（尤其是地方政府）的财政压力。

图 38: 个人所得税累计同比增速继续下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 39: 国有土地出让收入增速继续下行



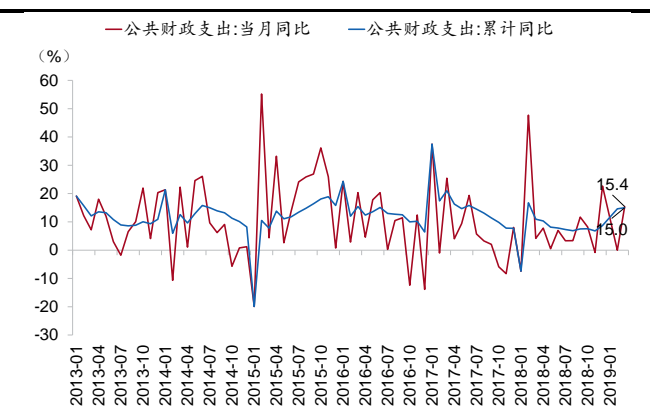
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 财政支出：延续积极态势，交通运输增速继续领跑

一般公共预算支出维持较高增速。一季度，全国一般公共预算支出同比增速 15%，维持了近年来同期的较高水平。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。

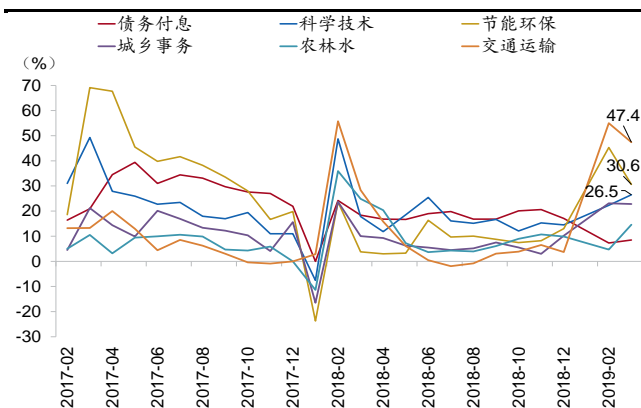
交通运输支出增速领跑各项一般公共预算支出。在一般公共预算各支出项目中，交通运输、节能环保和科学技术的累计同比增速较高，分别达到 47.4%、30.6%和 26.5%，均大幅高于一般公共预算支出增速。作为基建投资的重要资金来源，交通运输领域财政支出增速的加快，进一步印证了当前政府希望通过基建投资带动经济增长的政策意图，同时，节能环保支出的加快也说明政府对于污染防治的力度并未有明显松动。

图 40: 一般公共预算支出更趋积极



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 41: 交通运输支出领跑各项财政支出增速



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

V. 政策前瞻：经济边际企稳，央行放松油门

4月15日，央行官网发布货币政策委员会召开2019年一季度例会通稿。主要内容如下：

1. 央行对国内经济形势的判断趋于乐观

相较去年12月，本次会议通稿对国内经济总体形势的描述从“保持平稳”调整为“呈现健康”，并新增“金融市场预期改善”；对国际经济金融形势的描述从“更加错综复杂，面临更加严峻的挑战”调整为“错综复杂，不确定性仍然较多”。

会议通稿对经济形势判断更为乐观，主要受到2019年以来经济金融表现的影响。一方面，2019年以来我国经济金融数据总体向好，3月中采制造业PMI反弹1.3至50.5，重回扩张区间；社融存量同比10.7%，M2余额同比8.6%，均较2月反弹0.6个百分点；上证综指4月初突破3,200点，相较年初涨幅超过30%，金融市场风险偏好明显改善。另一方面，全球经济增长放缓趋同，美国经济增速见顶回落，欧美货币政策集体转向、不再收紧，对我国货币政策的掣肘较上年显著缓解。

2. 货币政策“防风险”重要性上升，重提“总闸门”

有鉴于当前的经济金融表现，央行相机抉择，对货币政策立场进行了边际调整。

一是“防风险”重要性相对上升。相较去年12月，此次会议通稿将“加大逆周期调节的力度”调整为“保持战略定力，坚持逆周期调节”，将“提高货币政策前瞻性、灵活性和针对性”调整为“适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险”。这指向未来货币政策“防风险”意识加强，“稳增长”的力度相对减弱，注重同“财政与其他政策之间的协调”。

二是会议通稿根据2019年《政府工作报告》的要求新增了相关内容，包括“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，以及“M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”。**据此角度，此次会议重提“总闸门”不应解读为货币政策大幅转向。**但一方面，1月连续两次降准之后，央行公开市场操作的频率和幅度显著降低，特别是3月20日至4月15日，央行连续18个工作日暂停公开市场操作，4月17日央行“缩量续作”MLF，另一方面，2019年以来DR007波动性显著上升，应是基本面阶段性企稳后央行贯彻“稳健的货币政策要松紧适度”，加强“防风险”的结果。未来一段时间随着MLF到期、缴税期到来以及地方债发行，流动性将面临较大缺口，央行采取何种操作将是进一步观察明确其货币政策立场的窗口。

3. 金融供给侧改革和民企纾困是央行工作重点

机制改革和结构性政策是当前央行提升金融服务实体经济效能的主要抓手，后续需关注“利率并轨”的进展。此次会议通稿新增“稳妥推进利率等关键领域改革”，并将其置于“进一步疏通货币政策传导渠道”之前，将“供给侧改革”具体为“金融供给侧改革”，并强调其重点是“金融体系结构调整优化”。在金融服务实体经济方面，关注点由服务“能力”变为“质效”，仍然强调民营企业的金融支持，并补充“改进小微企业和‘三农’金融服务”。

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管理人员；（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

本报告期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法律责任。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。