

## 經濟開局平穩，政策相機抉擇

### ——2019年4月宏觀經濟月報

- ❖ **逆週期政策顯效，經濟開局平穩。**從生產看，1 季度工業生產有所回暖，規模以上工業增加值累計同比增長 6.5%，較去年 4 季度當季同比增速有所提升。從需求看，3 月全國城鎮固定資產投資完成額累計同比增速 6.3%，較前值提高 0.2pct。3 月社會消費品零售總額當月同比增長 8.7%，當月同比增速連續 4 個月反彈。1 季度進出口貿易同比增長 1.4%，出口溫和增長的態勢與當前經濟形勢相符。
- ❖ **CPI 與 PPI 通脹分化在即。**3 月 CPI 同比增長 2.3%，較前值顯著反彈，主要因豬肉價格上漲導致。豬肉價格和油價同時上漲是未來通脹關注的風險點，或驅動 CPI 年內高點突破 3%。PPI 當月同比增長 0.4%，實現小幅反彈，主要受石油價格回升驅動。若後續大宗商品無大幅下滑，4 月 PPI 大概率繼續企穩、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 中樞上移的關鍵。
- ❖ **社融超預期反彈，關注政策的可能調整。**3 月末 M2、社融分別同比增長 8.6% 和 10.7%，較上月末提高 0.6 個百分點。在財政、貨幣等逆週期調控的合力下，信用收縮壓力進一步緩解，後續政策可能更關注資金流向和資金效率等結構性問題，以尋求總量和結構性調控間的平衡，避免宏觀杠杆率的過快上升。預計 4 月末 M2 增速保持相對平穩，社融增速或小幅回調，但信用企穩向好的基礎不變。
- ❖ **減稅降費仍待發力，財政支出增速明顯加快。**財政收入增長放緩，財政支出積極發力。一季度，一般公共預算收入同比增長 6.2%，增速與去年全年持平，較前兩個月下降 0.8 個百分點，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，預計與國有金融機構利潤上繳有關。一般公共預算支出同比增速 15%，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。
- ❖ **伴隨著宏觀經濟邊際企穩，貨幣政策相機抉擇，“防風險”目標重要性上升。**未來一段時間隨著 MLF 到期、繳稅期到來以及地方債發行，流動性將面臨較大缺口，央行採取何種操作將是進一步觀察明確其貨幣政策立場的窗口。

#### 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

#### 近期中國宏觀報告

[19年3月22日  
經濟開局暫穩，財政積極發力——  
3月中國宏觀經濟月報](#)

[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](#)

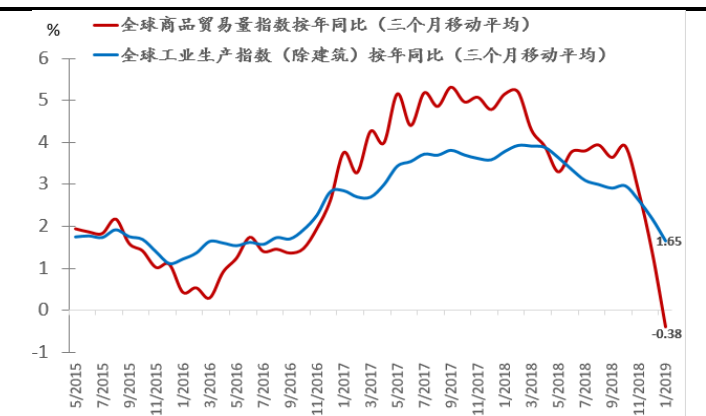
## 目錄

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....Error! Bookmark not defined.	
2. 贷款放量增长，警惕再现居民过度加杠杆行为Error! Bookmark not defined.	
3. M2 增速如期回升，M1 增速小幅反弹.....Error! Bookmark not defined.	
4. 流动性总量平稳，市场利率小幅回升 .....	Error! Bookmark not defined.
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.....Error! Bookmark not defined.	
2. 货币政策“防风险”重要性上升，重提“总闸门”.Error! Bookmark not defined.	
3. 金融供给侧改革和民企纾困是央行工作重点....Error! Bookmark not defined.	

## I. 海外宏觀：全球增長動力減弱，企穩跡象初步顯現

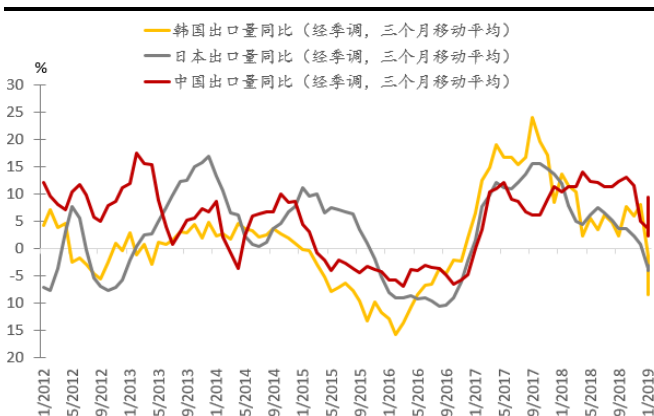
經濟增速持續放緩，政策調整穩定信心。主要發達國家和新興經濟體的增長動力減弱，政策不確定性仍舊處於高位。多數國家工業生產放緩，而美國則顯示出更強韌性。儘管來自中國等經濟體的3月貿易數據出現反彈，但從多月均值的角度來看，全球貿易仍處於負增長區間，需求修復仍需時日，中短期內仍將承壓。世界貿易組織於4月初將2019年全球貿易的增速下修至2.6%，顯著低於2018年3%的增速。為應對經濟下行過快的風險，美聯儲、歐央行等主要央行的貨幣政策已全面轉向，中國的一系列穩增長措施也開始發揮成效，加之中美貿易談判前景可期，很大程度上提振了投資者信心，助推全球主要股指自年初以來出現顯著反彈。

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: 日韓出口持續萎縮，中國出口增速反彈



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

	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

資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

IMF 全面下修全球增長預測，唯上調中國 2019 年 GDP 預測至 6.3%。國際貨幣基金組織於 4 月初發佈對於全球經濟的最新展望報告，認為全球經濟放緩速度超出預期，呼籲各國相互協調經濟刺激措施，避免出現政策失誤而再度損害經濟增長。相比該組織 1 月的展望，其對 2019 年全球經濟增速的預測從 3.5% 降低至 3.3%，同時下調了包括美國、歐元區和日本在內的大部分主要經濟體的增速預測。唯上調中國 2019 年經濟增長預測至 6.3%，認為中美貿易關係緩和以及中國穩增長政策等利好因素的提振效果將進一步顯現。

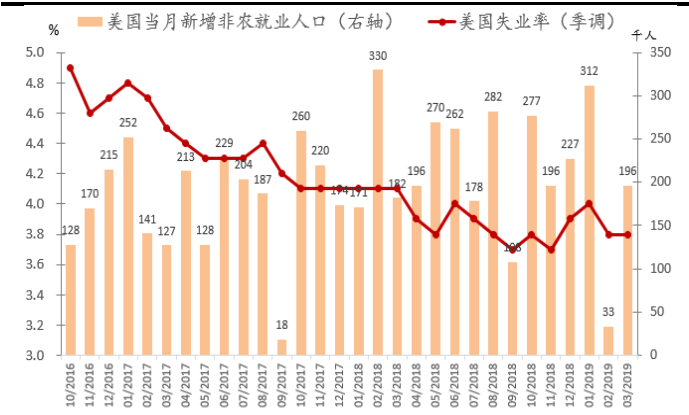
圖4: 各國國際組織對主要經濟體 2019 年實際 GDP 增速的最新預測

	最近更新時間	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 ↑
世界銀行	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 ↓

資料來源：彭博、招銀國際研究、招商銀行研究院（圖中箭頭表示預測值的調整方向，紅色表示下修幅度不小於 0.6 個百分點，橙色表示下修幅度小於 0.6 個百分點，綠色代表預測上調）

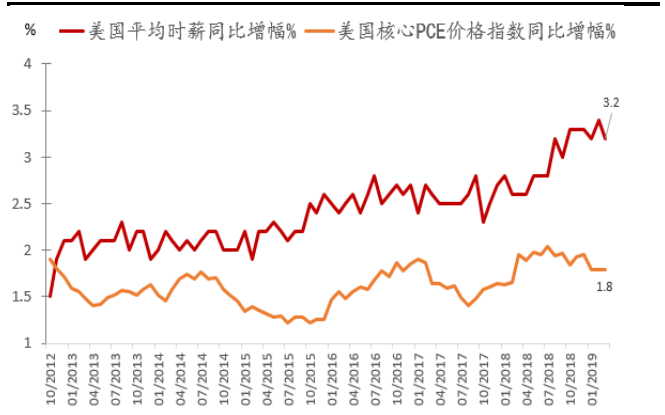
美國經濟增速放緩，薪資上漲加速，但核心通脹仍舊疲軟。2018年4季度美國實際GDP年化環比增長率終值較初值再下調0.4個百分點至2.2%，較前兩個季度的增速（2、3季度分別為4.2%和3.4%）已顯著放緩。市場普遍預計2019年1季度美國GDP將降至2%以下。4月的消費者信心指數略有下降，顯示消費者對於經濟前景的樂觀看法出現動搖。就業仍舊強勁，3月新增19.6萬個非農就業崗位，今年一季度平均每月新增非農就業18萬個，低於2018年每月22.3萬個的均值。3月平均時薪同比增長3.2%，但核心通脹PCE價格指數為1.8%，與前月持平，顯示通脹提升仍缺乏動力，意味著美聯儲當下採取的耐心和觀望立場仍可維持一段時間。美國國債收益率曲線出現倒掛，由於歷史上該曲線倒掛對於經濟衰退有很強的預測能力，需要持續關注美國經濟衰退的跡象。

圖5: 美國失業率仍處於低位但崗位增速放緩



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖6: 美國核心通脹仍舊疲軟

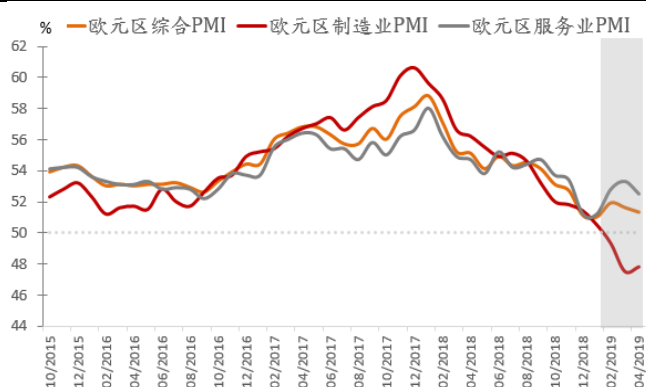


資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際研究

貿易保護主義“逆風”持續，美國將矛頭轉向歐盟與日本。中美貿易談判已進入尾聲，但特朗普的貿易保護主義大旗卻並未收起。4月初在美國威脅對110億美元歐盟產品加征關稅後，歐盟隨即回應準備對美國補貼波音實施報復性關稅。4月15日，歐盟成員國達成協議立即啟動與美國的貿易談判，並計劃在年底前達成協議，談判內容將集中在削減工業品關稅以及對接兩個經濟體對企業的技术要求上。與此同時，美國與日本的貿易談判也正在進行，美國的談判目標在於縮小與日本之間巨大的貿易逆差。貿易保護主義將進一步衝擊全球自由貿易體系，但美歐、美日的貿易爭端對於全球經濟的影響料將明顯小於美中貿易爭端。

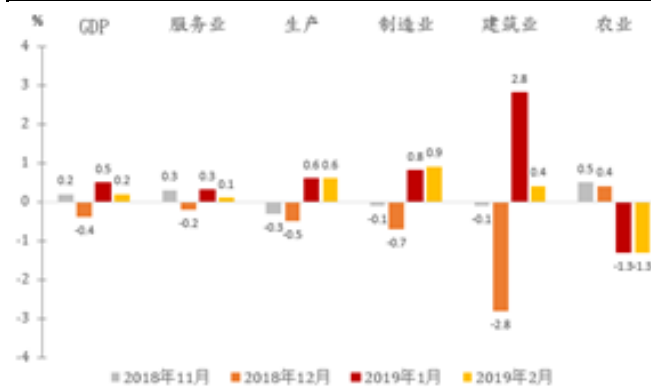
歐元區經濟首現企穩跡象，但持續反彈動力不足。歐元區服務業於3月出現反彈，但增速在4月回落，顯示經濟下行壓力加大，反彈動力有限。製造業PMI指數自2月起連續三個月位於榮枯線之下。德國的新訂單於2月同比下滑8.2%，其來自於非歐元區國家的訂單同比減少7.9%，顯示出全球需求下降和歐元區不確定性因素共同的負面影響。

圖 7: 歐元區製造業萎縮，服務業反彈動力不足



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 8: 英國 1-2 月經濟增長平穩



資料來源：英國政府、招商銀行研究院、招銀國際研究

**英國經濟增長平穩，脫歐期限延遲。**2月英國的GDP環比增長0.2%，服務業、工業生產和製造業均實現小幅增長，經濟總體保持平穩，2019年服務業將是主要支撐因素。歐盟與英國同意將原定於3月29日的脫歐期限推遲至10月31日，雖然降低了“硬脫歐”的風險，但也延長了不確定因素盤踞的時間。脫歐談判進程及英國國內的政治變數都仍未明朗，企業普遍擔心脫歐談判過程中以及之後過渡期內的政策不確定性，因而正在推遲或取消許多投資計劃。

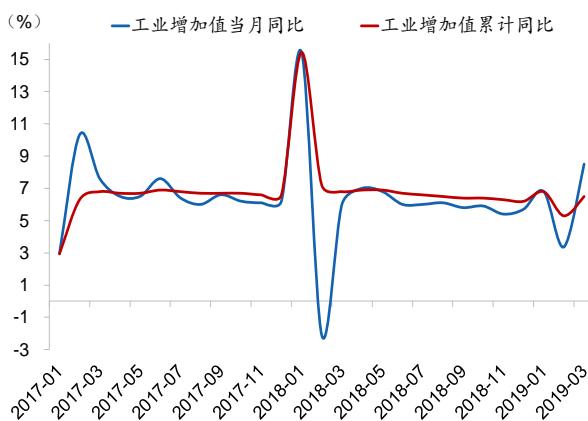
## II. 實體經濟：一季度經濟增長超預期

一季度經濟開局平穩。全國現價 GDP 初步核算數 21.3 萬億元，同比增長 6.4%，與去年 4 季度持平。在宏觀政策的逆週期調節下，經濟增長有所企穩。分產業看，第一產業增加值 8,769 億元，同比增長 2.7%；第二產業增加值 82,346 億元，同比增長 6.1%；第三產業增加值 122,317 億元，同比增長 7.0%。

從生產看，3 月份規模以上工業增加值同比增長 8.5%，較前值提高 3.2pct，超出市場預期，主要是春節錯位和低基數導致。一季度規模以上工業增加值同比增長 6.5%，增速較去年 4 季度當季同比增速提升 0.8pct。生產企穩後，就業形勢邊際好轉，3 月全國城鎮調查失業率 5.2%，較前值下降 0.1 個百分點。

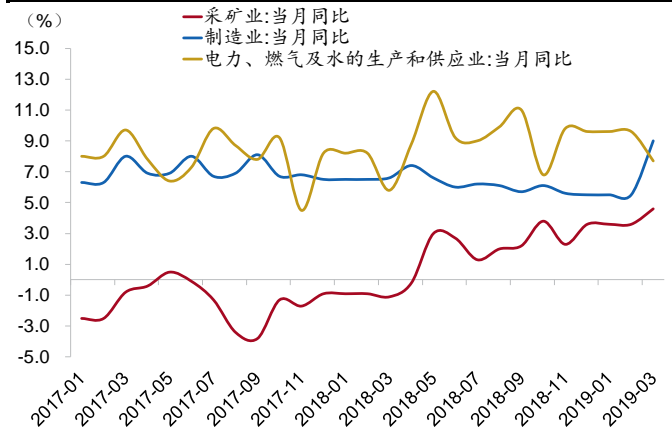
分三大門類看，工業生產回暖的主要驅動因素是製造業。一季度採礦業增加值同比增長 2.2%，增速較去年 4 季度下降 1pct；製造業增長 7.2%，增速較去年 4 季度提高 1.5pct；電力、熱力、燃氣及水生產和供應業增長 7.1%，增速較去年 4 季度下滑 1.6pct。分行業看，3 月份水泥、橡膠、化學原料、金屬製品、通用設備、專用設備、電氣機械、汽車製造等行業增加值同比增速回升較為顯著。

圖 9: 工業生產有所反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 10: 製造業驅動生產回暖



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

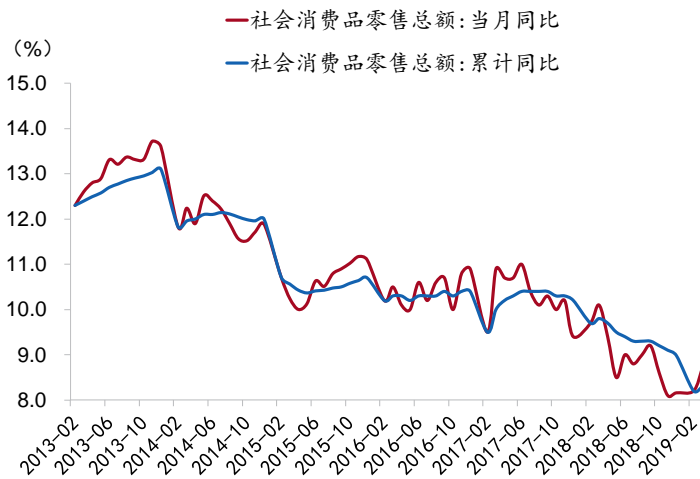
### 1. 消費：社消增速連續反彈

3 月份，社會消費品零售總額 3.2 萬億元，同比增長 8.7%，當月同比增速較前值提高 0.5pct，連續 4 個月回升。這一方面受到城鎮居民可支配收入同比增速自年初以來持續反彈的影響，另一方面也受到股市回暖產生的財富效應提振。

一季度社會消費品零售總額 9.8 萬億元，同比增長 8.3%，與去年四季度持平。由於今年一季度價格指數中樞較去年四季度有所回落，所以四季度社會消費品零售總額 6.9% 的實際同比增速較去年四季度提升 0.9 個百分點。

分結構看，限額以上批發和零售額中家電、家具、石油、裝潢、化妝品、服裝、煙酒、飲料等消費額當月同比增速提升較為顯著。汽車、珠寶、辦公文化用品消費金額當月同比增速有所下滑。

圖 11：社會消費品零售總額增速連續反彈

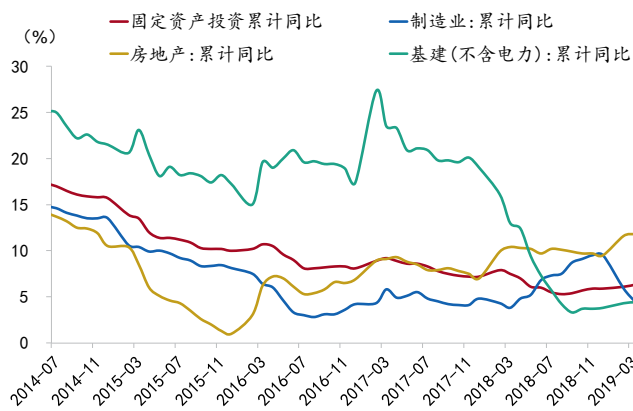


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

## 2. 投資：基建與房地產提振投資增速

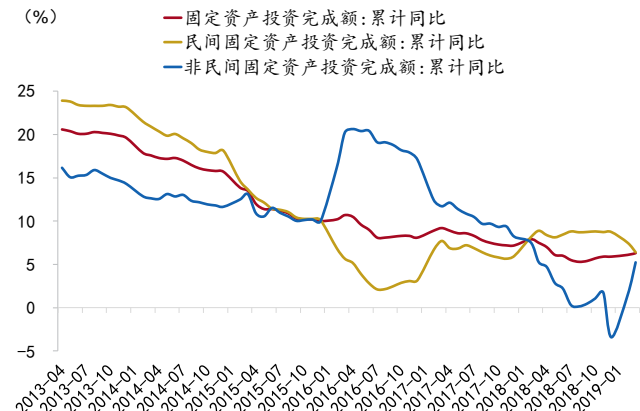
一季度全國城鎮固定資產投資 10.2 萬億元，同比增長 6.3%，增速較前兩月累計同比提高 0.2pct，較去年底提升 0.4pct，超出市場預期。主要由基建和房地產開發投資拉動，製造業投資則拖累固定資產投資增速。其中，民間投資增速有小幅下滑，非民間投資增速繼續向上反彈。

圖 12：固定資產投資增速連續反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 13：非民間投資增速支撐投資增速反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

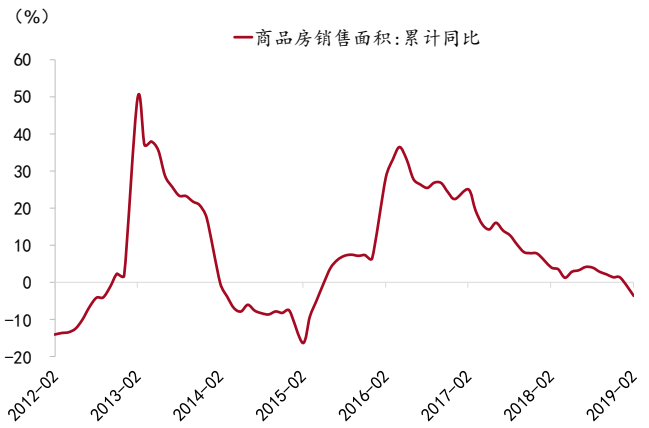
3 月，基建投資（不含電力）累計同比增長 4.4%，增速較前兩月提升 0.1pct，較去年底提升 0.6 個百分點。**這表明基建補短板作用顯現，地方政府以基建投資托底經濟增長的意願較為明顯。**基建投資增速反彈也與近期高企的建築業 PMI 指數和地方政府專項債發行速度提升相互印證。後續能否持續取決於地方政府融資狀況的改善和地方政府專項債的發行節奏。目前來看，不同基礎設施行業增速有所分化，公路、鐵路投資增速有所提升，水、電等投資增速有所下滑。

圖 14: 開工、施工增速開始向竣工傳導



資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 15: 商品房銷售厚尾回落

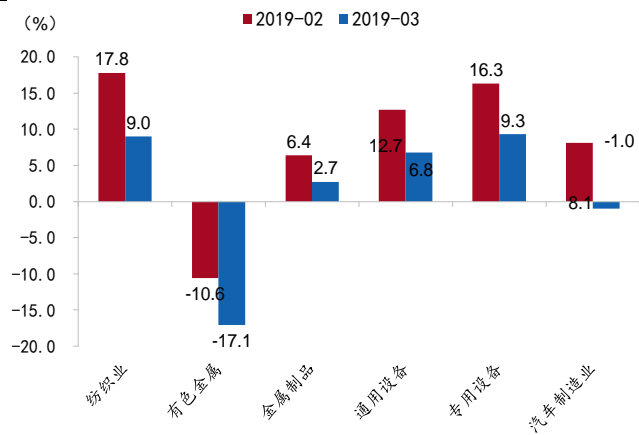


資料來源: 萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

3月房地產投資同比增長11.8%，增速較前兩月提升0.2pct，較去年底提升2.3個百分點，主要受到開發商繳納土地購置費支撐和施工面積增速上升影響。**寬信用、房貸利率下降疊加3月銷售季節性小陽春改善開發商資金來源，使得新開工面積累計同比較1-2月反彈5.9pct至11.9%**。施工面積累計同比增長8.2%，增速較前兩月提高1.4pct；竣工面積累計同比下降10.8%，降幅較前兩月收窄1.1pct。

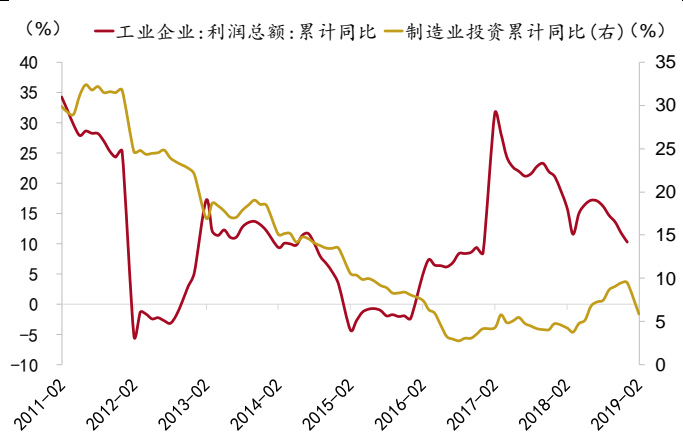
3月房地產銷售面積累計同比下降0.9%，在熱門城市銷售小陽春帶動下降幅較前兩月收窄2.7pct。**房企拿地仍然趨於謹慎，土地購置面積累計同比下降33.1%，降幅較前兩月收窄1pct**。銷售面積、土地購置面積同比負增長疊加地方棚改規劃套數大幅減少，仍將對2019年房地產投資增長不利。但開發商施工速度提升以及“因城施策”的房地產調控政策對房地產市場形成一定支撐。

圖 16: 汽車、設備製造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 17: 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

3月製造業投資累計同比增長4.6%，較前值下滑1.3pct，增速連續兩月下降，**主要受到企業盈利增長疲弱制約**。但高技術製造業投資同比增長11.4%，表明製造業升級動力較強。分行業看，計算機、化學原料、食品、交運設備製造等行業投資增速有所提升，汽車製造、紡織、有色金屬、通用設備製造等行業投資增速下滑顯著。**按照PPI的走勢預測，今年工業企業盈利或在下半年出現反彈，疊加4月開始的新一輪減稅降費，或將邊際緩解製造業投資增長的下行壓力。**

### 3. 貿易：出口溫和增長符合當前經濟形勢

以美元計，2019年3月出口金額1,987億美元，同比增長14.2%（預期8%），較前值提升34.9個百分點；進口金額1,660億美元，同比-7.6%（預期0%），較前值下降2.4個百分點。



**低基數驅動出口增速反彈。**3月出口金額同比增速大幅反彈，主要原因包括：（1）春節錯位所造成的低基數是主要原因。去年春節在2月16日，部分開復工發生在3月，導致3月出口金額較低；今年春節在2月5日，3月已全面開復工，使得出口增速出現跳升。類似的情況也發生在2016年3月，當月出口增速亦在春節錯位效應下環比大漲35個百分點。（2）外需邊際改善。3月美國、英國、日本、韓國的製造業PMI均有所反彈，對出口產生部分刺激。但整體來看，全球製造業PMI仍處於下行通道，因此外需小幅改善對出口增速的提振較小。（3）貿易信心有所修復。年初以來，中美多輪高級別經貿磋商持續推進，美國推遲原定於3月1日對我國2,000億商品加征關稅的措施，對國際貿易形成利好。

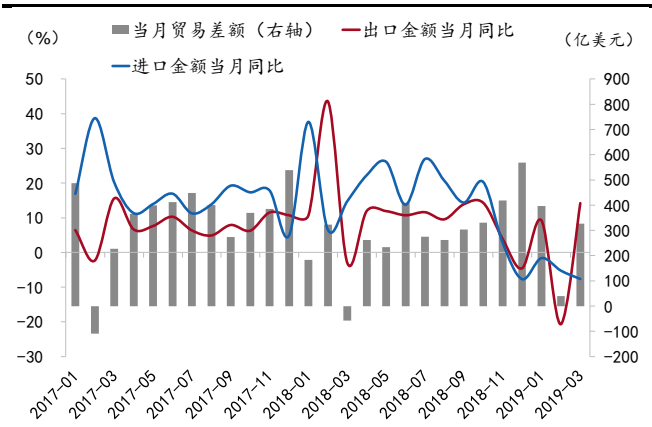
剔除春節效應，一季度累計出口金額同比增長1.4%，較去年一季度和四季度分別回落12.3、2.5個百分點，主要受到全球經濟增長放緩的影響。

分國家和地區看，對美國、歐盟、日本、東盟、金磚國家等當月出口同比增速均有較大幅度的反彈；分產品看，目前公佈的數據中除集成電路外，其他產品出口同比增速均有所反彈。

**需求疲弱下進口持續收縮。**進口增速跌幅擴大，指向內需依舊疲弱。一季度整體看，進口金額同比-4.8%。弱進口與PMI數據反映的生產強於需求的格局相印證。

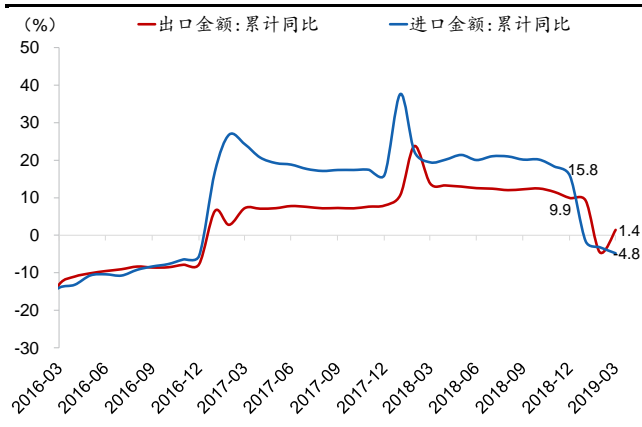
分國家和地區看，3月對美國、歐盟、日本、金磚國家、東盟等進口金額當月同比增速均出現下滑；分產品看，目前公佈的數據中石油、農產品、塑料、機床、汽車及底盤當月進口金額同比增速有所下滑。

圖 18: 3 月進口金額增速顯著反彈



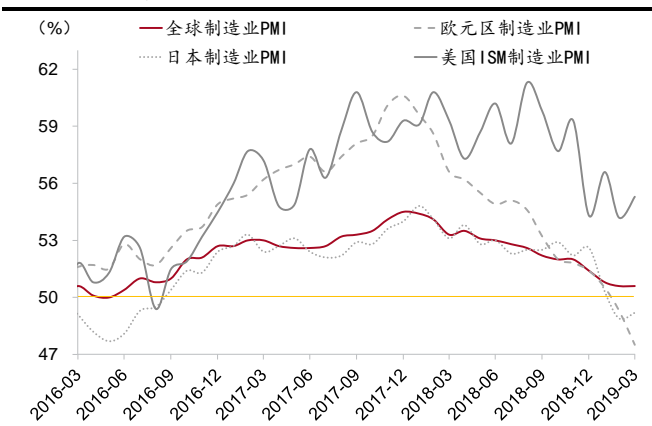
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 19: 1 季度出口金額實現小幅增長



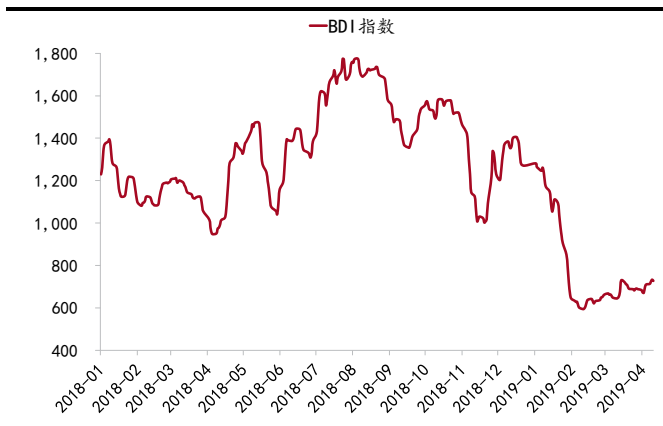
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 20: 全球製造業 PMI 趨勢性下滑



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 21: BDI 指數維持低位



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

出口增速反彈幅度大於進口，貿易順差有所擴大。以美元計，3 月貿易順差 326.5 億美元，同比增加 384.2 億美元；一季度累計實現順差 763.1 億美元，同比增長 70.1%。

總體來看，3月出口增速反彈主要受到基數較低和貿易信心和外需邊際改善的影響，進口回落指向內需改善仍需時日。前瞻地看，全球經濟放緩將對我國出口不利，低基數支撐消失後，4月出口增速大概率將面臨回落。

#### 4. 物價：CPI 與 PPI 分化在即

2019年3月CPI同比2.3%（預期2.3%），前值1.5%。PPI同比0.4%（預期0.5%），前值0.1%。3月CPI、PPI雙雙反彈，驗證了我們在上期點評中的判斷。

**“豬週期”疊加豬瘟驅動CPI顯著反彈。**3月CPI同比2.3%，較前值提高0.8pct；環比下跌0.4%，符合季節性規律。（1）食品項漲幅顯著擴大是CPI同比上漲的主要驅動因素：受低溫、陰雨天氣影響，蔬菜分項同比漲幅有所擴大；豬週期疊加豬瘟使得豬肉分項同比增速在連續25個月為負後首次轉正。（2）非食品項同比漲幅小幅擴大：石油價格上漲導致交通和通信分項漲幅擴大。CPI環比有所下滑，主要受春節後食品價格整體回落和出遊減少、返工增加使得非食品價格下降影響。

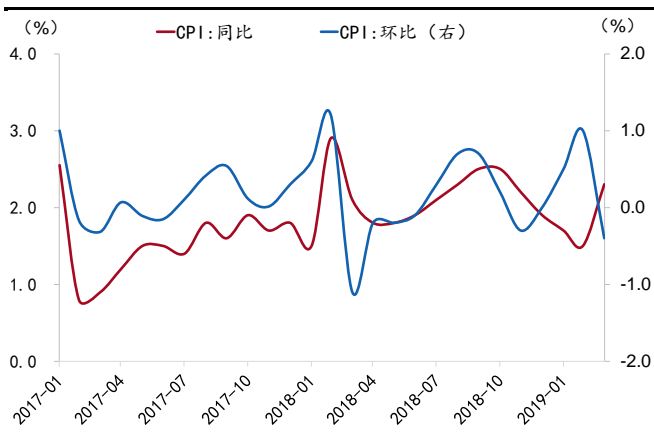
**前瞻地看，4-7月CPI將在豬肉價格支撐下持續上行，高點大概率突破3%。**由於前期養殖場存在集中出欄現象，目前生豬和能繁母豬存欄數量處於有數據以來的最低水平，後續豬肉價格大概率仍將處於上行週期，農業部專家近期表示，下半年豬頭價格同比或上漲70%。即便後期豬肉價格不大幅上漲，低基數作用下今年4-7月豬肉項同比增速也將有所提高，並帶動CPI回升（2018年4-7月豬肉價格約16.6元/千克，當前豬肉價格約為19.4元/千克）。

**油價上漲拉動PPI反彈。**3月PPI同比0.4%，較前值提高0.3個百分點，其中，生產資料價格同比由上月-0.1%轉為上漲0.3%，主要受到油價走高與基建投資加速影響。生活資料價格同比由上月0.4%小幅上升至0.5%，主要因食品分項價格上漲。PPI環比上漲0.1%，較前值提高0.2pct，主要是生產資料環比上漲0.2%導致。分行業看，PPI增速反彈主要受石油、天然氣、黑色、有色、電氣機械價格環比上漲拉動。

**前瞻地看，4月PPI同比仍有支撐，但通縮壓力或將於5月開始顯現。**受新一輪限產協議和OPEC成員國地緣政治局勢的影響，年初以來石油價格持續上漲，布油價格年初以來漲幅高達21%，預計4月油價仍將對PPI形成支撐。目前布油價格已達70美元/桶，在全球經濟增速放緩背景下油價難以繼續大幅走高。考慮到2018年5-10月石油價格基數較高（平均約77美元/桶），PPI將於5-10月面臨較大的通縮壓力。

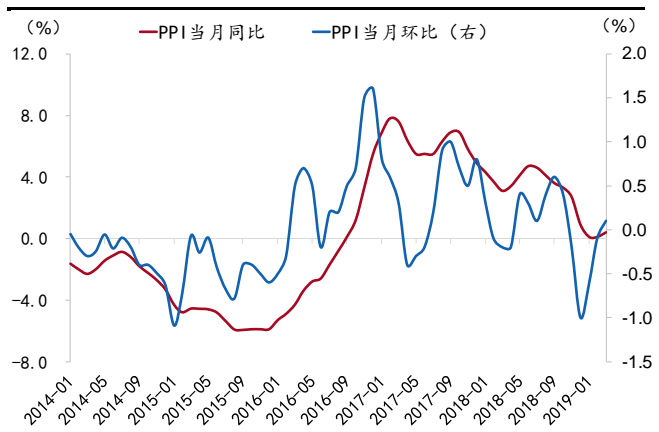
總體來看，二季度CPI和PPI的走勢大概率將分化，CPI同比走強，PPI中樞下行。由於CPI上行主要由供給端導致，其短期的波動不會對貨幣政策造成影響。後續需要關注豬肉與石油價格波動所造成的通脹壓力變化。

圖 22: CPI 同比增速顯著反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 23: PPI 同比增速有所反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

### III. 貨幣金融：關注政策的可能調整

#### 1. 社融增速大幅反彈，信用收縮壓力基本緩解

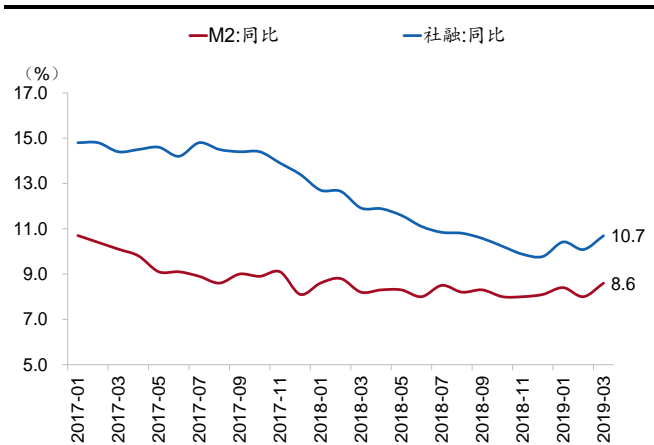
3月末，社融增長10.7%，當月增量為2.86萬億元，較上年同期多增1.28萬億元。繼1月份天量社融後，3月份社融再次創出歷年同期新高。社融大幅反彈，既有表外和債市融資持續修復的趨勢性原因，也有信貸超預期增長的短期影響。具體來看：

(1) 貸款增加較多是帶動社融超預期增長的最主要因素。3月份，對實體經濟發放的人民幣貸款增加1.96萬億元，較上年同期多增8,166億元。根據測算，3月末人民幣貸款對社融增速的拉動率為9.2%，分別較上月末和上年同期提高0.4和0.7個百分點。

(2) 表外融資繼續好轉，非標融資功能邊際修復。3月份，委託、信託、未貼現銀行承兌匯票合計增加823億元，對社融增速的拉動率較上月末提高0.2個百分點。尤其是信託貸款繼續好轉，反映出在監管政策邊際調整以後，部分領域非標融資功能穩步修復。

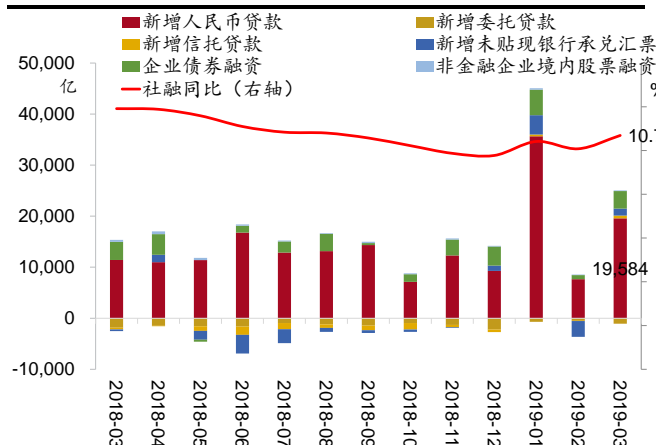
(3) 債市融資功能繼續保持平穩。在政策持續呵護下，債市投資情緒繼續好轉，3月份企業債券淨融資為3275億元，繼續保持平穩增長。目前來看，低評級短久期信用債利差出現一定的收窄，反映出前期債市恐慌情緒已明顯好轉，並有望繼續支撐社融增長。

圖 24: 社融與 M2 增速明顯反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 25: 3 月份信貸投放力度加大



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

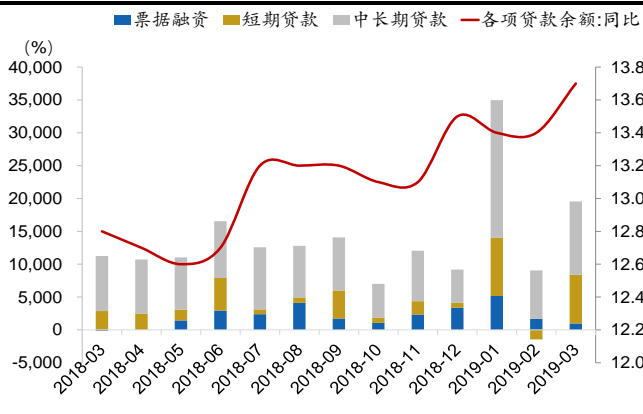
#### 2. 貸款放量增長，警惕再現居民過度加杠杆行為

3月末，人民幣貸款餘額同比增長13.7%，較上月末提高0.3個百分點；人民幣存款餘額同比增長8.7%，較上月末提高0.1個百分點。

貸款放量增長，企業融資需求回升，但也應警惕再現居民過度加杠杆行為。在3月份1.69萬億元的人民幣貸款中，企業貸款達到9,674億元，較上年同期多增4,230億元，且企業中長期貸款繼續保持良好的增長勢頭，表明在持續加碼的逆週期宏觀調控下，企業的投融資意願有所增強。但也要看到，居民貸款達到8908億元的歷史次高，在汽車等消費仍較疲軟的情況下，居民貸款放量增長可能與近期房地產市場回暖密切相關。經歷前期過度加杠杆以後，目前居民資產負債表仍未完全修復，且部分領域金融風險依然存在，對此應予以重視。

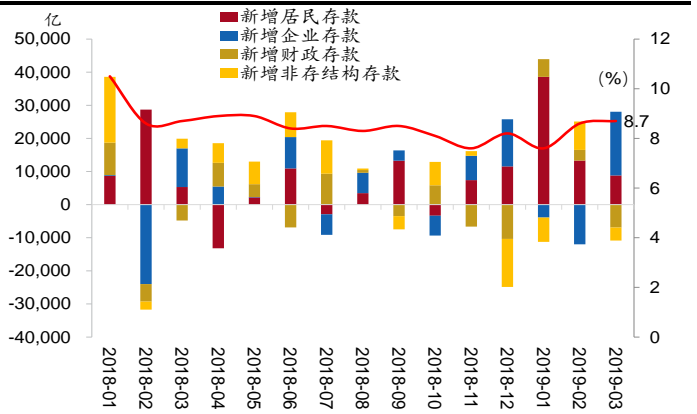
存款穩定增長，存款派生持續修復，財政支出明顯加快。存款增長保持相對穩定，存款結構出現了一些變化。一方面，受股市、房市回暖等影響，居民存款開始向企業存款轉移，3月份居民存款增長放緩而企業存款明顯加快；另一方面，財政支出明顯加快，3月份財政存款減少6,928億元，表明政府投資加快，一大批政府項目或已陸續開工。

圖 26: 各項貸款持續較快增長



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 27: 各項存款增長保持穩定



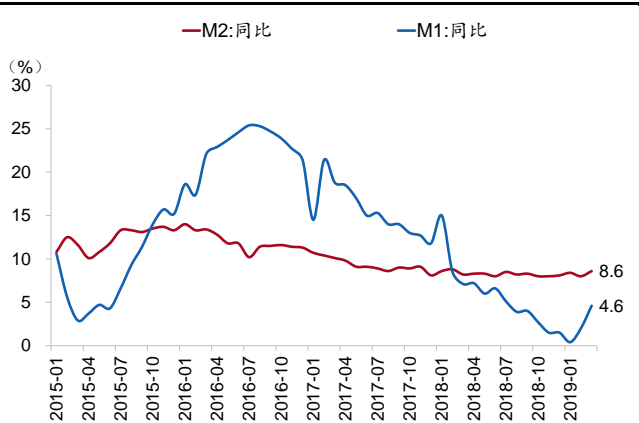
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

### 3. M2 增速如期回升，M1 增速小幅反彈

3 月末，M2 餘額同比增長 8.6%，較上月末提升 0.6 個百分點，與我們此前判斷基本一致。年初以來，隨著信用收縮力度持續緩解，以及此前拖累 M2 的商業銀行股權類投資收縮力度邊際放緩，商業銀行信用派生機制開始修復，並有望抬升全年 M2 增長中樞。年初以來，M2 增速的變化，一定程度上驗證了我們去年底的基本判斷。

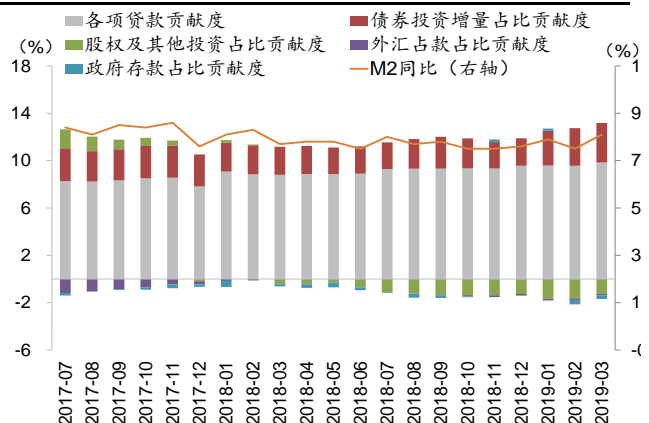
3 月末，M1 餘額同比增長 4.6%，較上月末提高 2.6 個百分點。M1 增速反彈，既與股市、房市回暖帶動居民存款轉向企業存款有關，可能也反映出本輪 M1 調整已接近尾聲，後續 M1 亦有望保持相對穩定。

圖 28: M2 如期回升，M1 增速反彈



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 29: M2 企穩回升的基礎愈加牢固

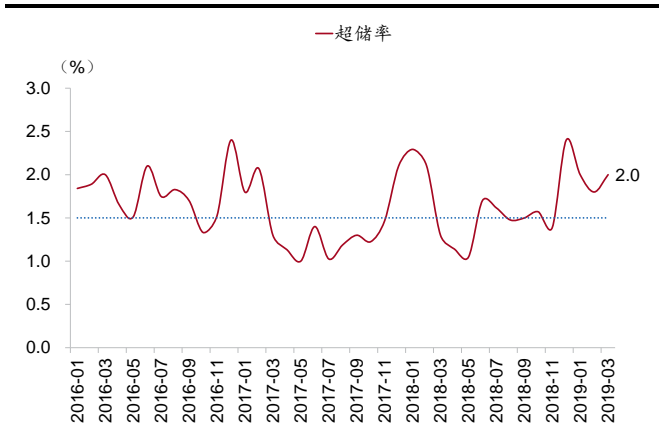


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

### 4. 流動性總量平穩，市場利率小幅回升

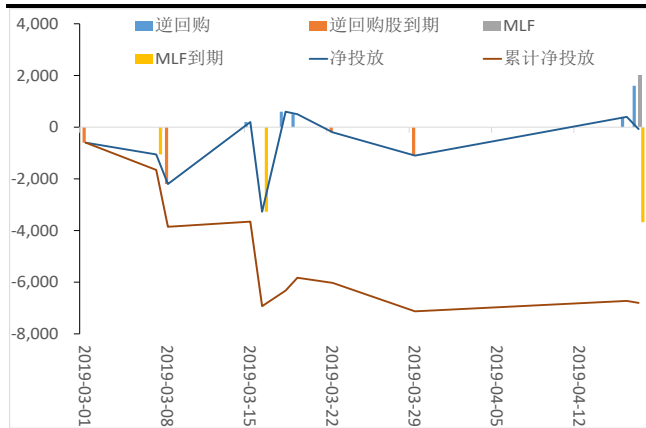
流動性總量平穩。在 1 月份降准的整體安排下，3 月份央行並未續做到期 MLF，亦減少了公開市場操作力度，但市場流動性總量依然保持相對平穩。中下旬，受國債、地方債放量發行、監管考核等因素影響，流動性呈現出短暫的結構性收緊跡象；月底，在財政支出力度持續加大的推動下，流動性總量回歸合理充裕水平，超儲率可能提升至 2% 左右。與前期央行操作相比，3 月份央行明顯降低了公開市場操作，貨幣市場波動性有所提升，這可能與央行減少金融機構“滾隔夜”操作，強化利率調控效果等政策意圖有關。

圖 30: 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

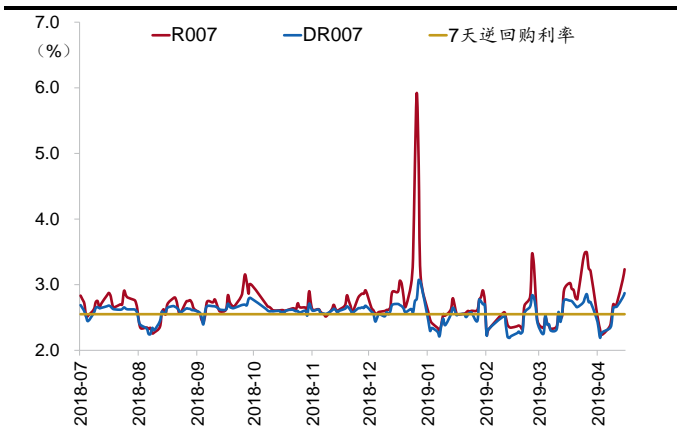
圖 31: 央行公開市場操作（不含降准、PSL 等）



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

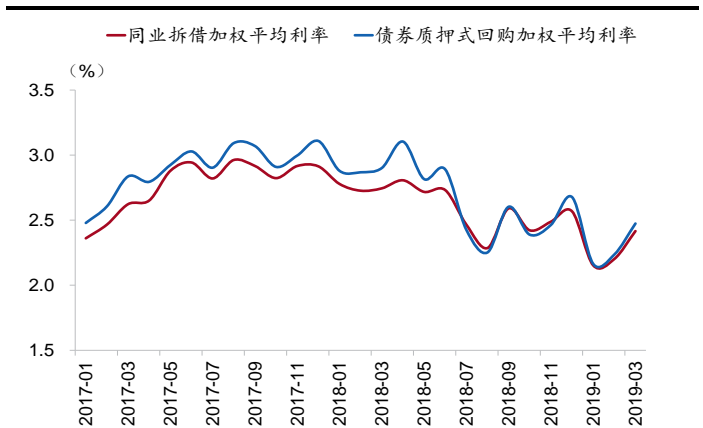
貨幣市場利率震盪上行。隨著年初央行降准效應的逐步消失，貨幣市場利率中樞有所提高，DR007 和 R007 等重新回歸到央行操作利率水平波動。3 月末，銀行間同業拆借加權平均利率和債券質押式回購加權平均利率分別非 2.42% 和 2.47%，較上月高 0.22 和 0.23 個百分點。期間，受流動性階段性收緊等影響，貨幣市場利率波動性有所增強，DR007 和 R007 最高值達到 2.85% 和 3.49%。

圖 32: R007、DR007 利率中樞提高



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 33: 貨幣市場利率小幅回升

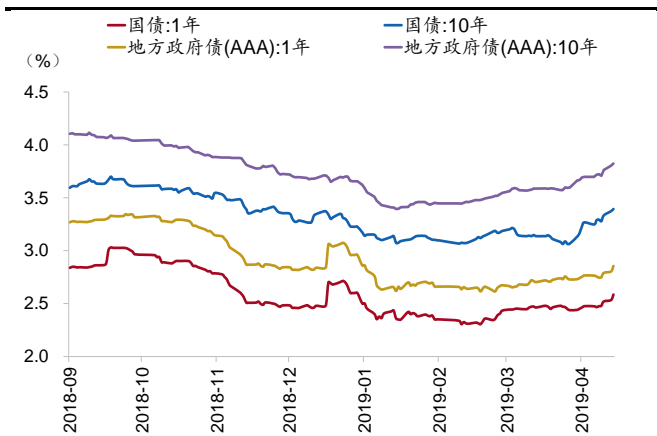


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

利率債收益率震盪上行。截至 4 月 17 日，1 年期和 10 年期國債收益率分別為 2.72% 和 3.39%，較 2 月末提高 31BP 和 19BP。期間，受全球經濟放緩預期、美聯儲鴿派言論等影響，10 年期國債利率於 3 月下旬一度跌至 3.06% 的低位。此後，隨著國內經濟和通脹預期上行，以及流動性的邊際收緊，10 年期國債利率開始明顯反彈。地方政府債利率呈同樣的趨勢。截至 4 月 17 日，1 年期、10 年期地方債收益率（AAA）分別為 2.94% 和 3.84%，較年初回落 16BP，較上月末提高 28BP 和 31BP。

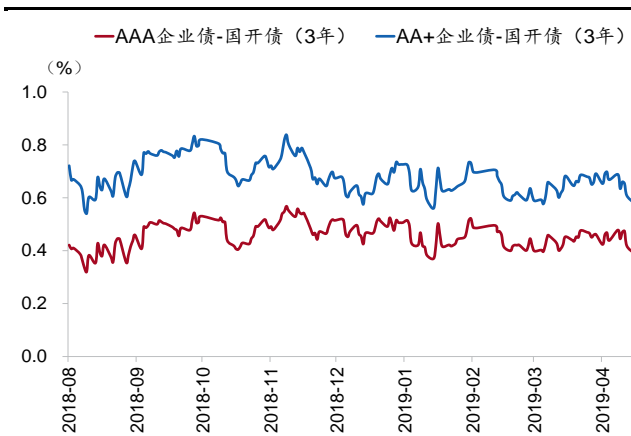
信用利差相對穩定。截至 4 月 17 日，3 年期 AAA、AA+ 企業債收益率分別為 3.90% 和 4.09%，與 3 年期國開債利差分別為 43BP 和 62BP，與上月末基本保持一致，反映出債券市場情緒繼續修復，企業融資成本整體穩定。

圖 34: 利率債收益率震盪上行



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 35: 信用利差相對穩定



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

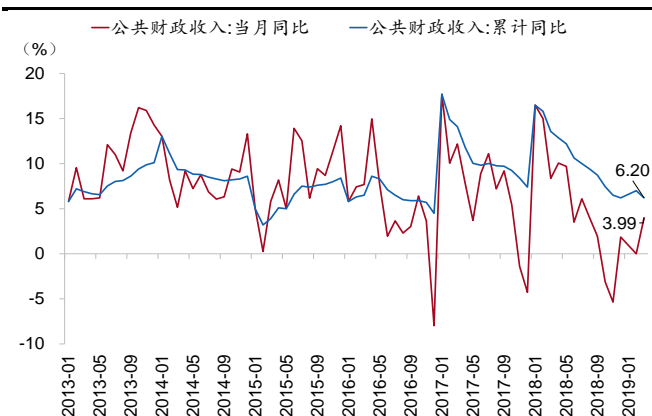
## IV. 財政收支：收入增長放緩，支出積極發力

### 1. 財政收入：減稅降費繼續發力，非稅收入大增或因國有金融機構利潤上繳

**一般公共預算收入增速保持低位。**一季度，一般公共預算收入同比增長 6.2%，與去年全年增速持平，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。

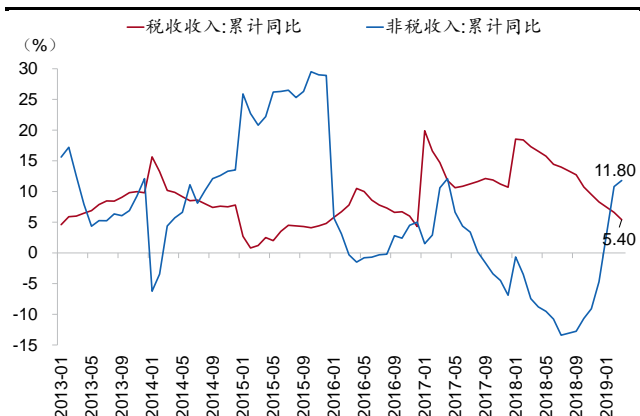
**非稅收入大幅增加，料與增加國有金融機構利潤上繳有關。**一季度，非稅收入同比增速 11.8%，較去年同期提高 19.3 個百分點，累計同比增速創 2016 年以來新高。我國非稅收入主要包括行政事業性收費、國有資產有償使用收入、國有資本經營收益、罰沒收入等。在簡政放權與經濟下行壓力加大的背景下，行政事業性收費和國有資產有償使用收入增速預計難以快速增長。而在今年兩會期間，李克強總理明確表示，為保證今年財政各項目標的實現，會增加特定國有金融機構和央企的上繳利潤（國有金融機構的利潤上繳納入非稅收入統計口徑），因此，預計前兩個月上收相關國有金融機構利潤是推動非稅收入增速大幅提高的主要原因。

圖 36：一般公共財政收入增速保持低位



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 37：非稅收入增速大幅提高

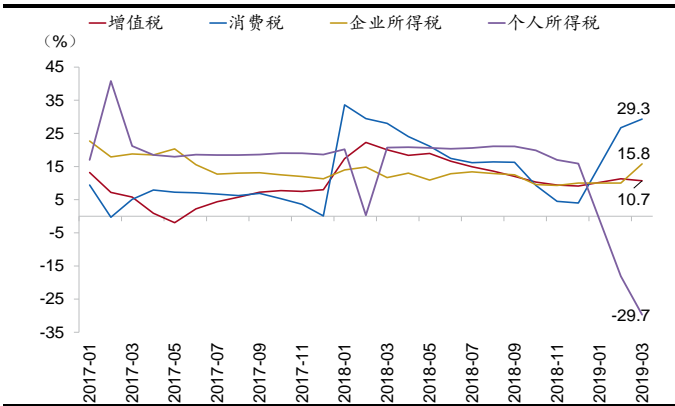


資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

**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，一季度，我國個人所得稅同比增速大幅下降 29.7%，而增值稅、消費稅、企業所得稅同比增速則分別為 10.7%、29.3% 和 15.8%，與去年同期基本持平。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。

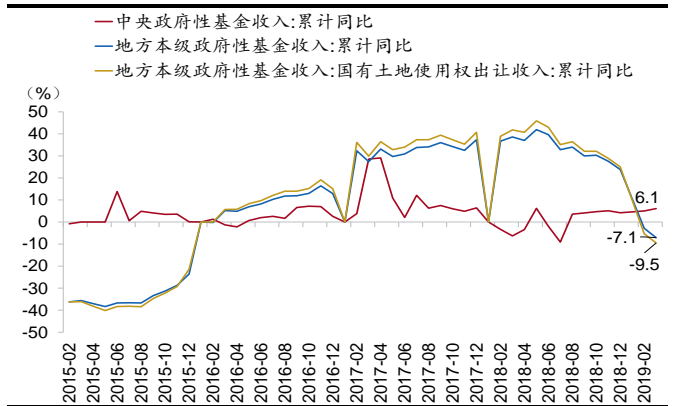
**國有土地使用權出讓收入增速延續下跌趨勢。**一季度，國有土地使用權出讓收入增速下降 9.5%，二者不僅延續了去年下半年以來的下滑趨勢，而且均創 2016 年以來的最低增速。隨著今年一季度全國商品房銷售增速的進一步放緩，預計國有土地使用權出讓收入增速仍有進一步下行的可能。在減稅降費的背景下，土地出讓收入的下滑會進一步加大政府（尤其是地方政府）的財政壓力。

圖 38: 個人所得稅累計同比增速繼續下滑



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繼續下行



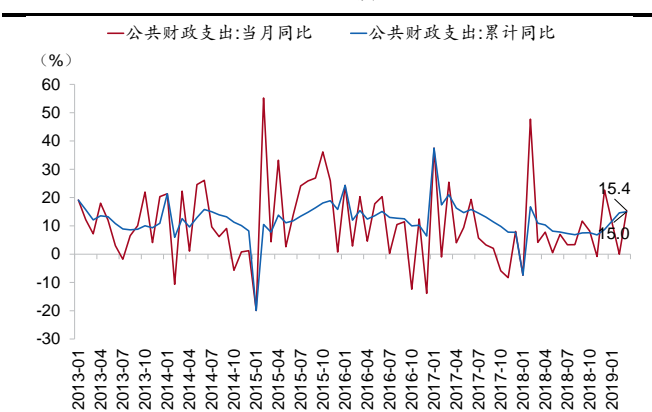
資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

## 2. 財政支出：延續積極態勢，交通運輸增速繼續領跑

**一般公共預算支出維持較高增速。**一季度，全國一般公共預算支出同比增速 15%，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。

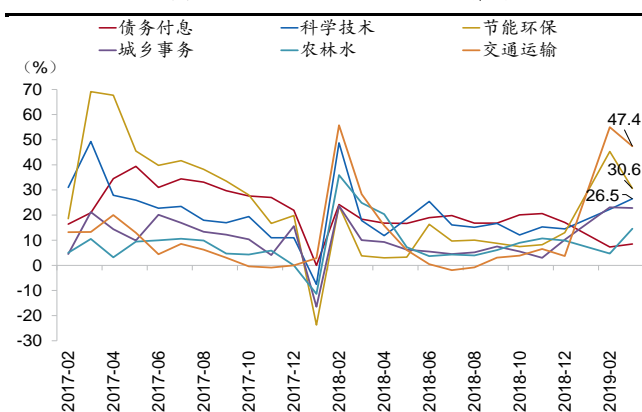
**交通運輸支出增速領跑各項一般公共預算支出。**在一般公共預算各支出項目中，交通運輸、節能環保和科學技術支出的累計同比增速較高，分別達到 47.4%、30.6%和 26.5%，均大幅高於一般公共預算支出增速。作為基建投資的重要資金來源，交通運輸領域財政支出增速的加快，進一步印證了當前政府希望通過基建投資帶動經濟增長的政策意圖，同時，節能環保支出的加快也說明政府對於污染防治的力度並未有明顯鬆動。

圖 40: 一般公共財政支出更趨積極



資料來源：萬得、招商銀行研究院、招銀國際研究

圖 41: 交通運輸支出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：經濟邊際企穩，央行放鬆油門

4月15日，央行官網發佈貨幣政策委員會召開2019年一季度例會通稿。主要內容如下：

### 1. 央行對國內經濟形勢的判斷趨於樂觀

相較去年12月，本次會議通稿對國內經濟總體形勢的描述從“保持平穩”調整為“呈現健康”，並新增“金融市場預期改善”；對國際經濟金融形勢的描述從“更加錯綜複雜，面臨更加嚴峻的挑戰”調整為“錯綜複雜，不確定性仍然較多”。

會議通稿對經濟形勢判斷更為樂觀，主要受到2019年以來經濟金融表現的影響。一方面，2019年以來我國經濟金融數據總體向好，3月中采製造業PMI反彈1.3至50.5，重回擴張區間；社融存量同比10.7%，M2餘額同比8.6%，均較2月反彈0.6個百分點；上證綜指4月初突破3,200點，相較年初漲幅超過30%，金融市場風險偏好明顯改善。另一方面，全球經濟增長放緩趨同，美國經濟增速見頂回落，歐美貨幣政策集體轉向、不再收緊，對我國貨幣政策的掣肘較上年顯著緩解。

### 2. 貨幣政策“防風險”重要性上升，重提“總開門”

有鑒於當前的經濟金融表現，央行相機抉擇，對貨幣政策立場進行了邊際調整。

一是“防風險”重要性相對上升。相較去年12月，此次會議通稿將“加大逆週期調節的力度”調整為“保持戰略定力，堅持逆週期調節”，將“提高貨幣政策前瞻性、靈活性和針對性”調整為“適時預調微調，注重在穩增長的基礎上防風險”。這指向未來貨幣政策“防風險”意識加強，“穩增長”的力度相對減弱，注重同“財政與其他政策之間的協調”。

二是會議通稿根據2019年《政府工作報告》的要求新增了相關內容，包括“把好貨幣供給總開門，不搞‘大水漫灌’，以及‘M2和社會融資規模增速要與國內生產總值名義增速相匹配’”。據此角度，此次會議重提“總開門”不應解讀為貨幣政策大幅轉向。但一方面，1月連續兩次降准之後，央行公開市場操作的頻率和幅度顯著降低，特別是3月20日至4月15日，央行連續18個工作日暫停公開市場操作，4月17日央行“縮量續作”MLF，另一方面，2019年以來DR007波動性顯著上升，應是基本面階段性企穩後央行貫徹“穩健的貨幣政策要鬆緊適度”，加強“防風險”的結果。未來一段時間隨著MLF到期、繳稅期到來以及地方債發行，流動性將面臨較大缺口，央行採取何種操作將是進一步觀察明確其貨幣政策立場的窗口。

### 3. 金融供給側改革和民企紓困是央行工作重點

機制改革和結構性政策是當前央行提升金融服務實體經濟效能的主要抓手，後續需關注“利率並軌”的進展。此次會議通稿新增“穩妥推進利率等關鍵領域改革”，並將其置於“進一步疏通貨幣政策傳導渠道”之前，將“供給側改革”具體為“金融供給側改革”，並強調其重點是“金融體系結構調整優化”。在金融服務實體經濟方面，關注點由服務“能力”變為“質效”，仍然強調民營企業的金融支持，並補充“改進小微企業和‘三農’金融服務”。

## 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	: 招銀國際並未給予投資評級

### 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，並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，並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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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。