

经济开局暂稳，财政积极发力

——3月中国宏观经济月报

实体经济：政策逆周期调节效果显现，经济开局形势平稳

- ❖ **生产：春节因素导致生产放缓。**1-2月全球贸易持续萎缩，主要经济体增长压力有所加大，但国内经济稳中向好。从生产看，受春节假期错位影响，工业生产有所放缓。1-2月规模以上工业增加值累计同比增长5.3%，较前值下滑0.9ppt。2月全国城镇调查失业率5.3%，较去年底提高0.4ppt。考虑到“稳就业”为“六稳”之首，民企纾困政策料将持续。
- ❖ **消费：下滑趋势下的短期企稳。**1-2月社会消费品零售总额同比增长8.2%，与上年12月当月同比实现微幅反弹，但累计同比仍然处于下行通道。前瞻地看，受居民收入增长放缓拖累，今年社消增速仍然不乐观。
- ❖ **投资：基建与房地产提振投资增速。**1-2月，城镇固定资产投资同比增长6.1%，较前值上行0.3ppt。基建增速的反弹很可能受到地方政府专项债发行提速刺激，后续能否持续取决于地方政府融资状况的能否持续改善，特别是非标和PPP。房地产投资同比增长11.6%，增速较去年底提升2.1ppt，大幅超预期，主要受到低基数、开发商期缴土地购置费和施工面积增速上升影响。但1-2月房地产销售面积、土地购置面积均大幅下滑至负增长、地方棚改规划套数大幅减少，叠加期缴土地购置费将大幅下滑，预示2019年房地产投资仍面临较大下行压力。但“因城施策”的房地产政策，以及下行的房贷利率将对房地产市场形成一定支撑。
- ❖ **贸易：春节扰动，出口新低。**1-2月出口金额累计同比-4.6%。出口金额增速下滑的主要原因：（1）全球经济放缓使得外需持续回落（2）今年春节前导致1、2月出口增速前高后低。
- ❖ **通胀：PPI维持温和，PPI止跌企稳。**2月CPI同比增长1.5%，小幅下滑，主要因食品项基数较高导致。猪肉价格上涨仍是未来通胀关注的重点。PPI当月同比增长0.1%，在通缩边缘止跌企稳。若后续大宗商品无大幅下滑，则预计3-4月PPI出现反弹、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中枢上移的积极信号。

货币金融：信用企稳的基础仍在

- ❖ **社融增速小幅回落，企稳基础仍在。**2月末M2、社融分别同比增长8.0%和10.1%，较上月末回落0.4个和0.3个百分点。M2和社融弱于预期既有需求偏弱的影响，也与短期扰动因素有关，信用企稳的条件可能并未恶化。随着近期财政支出加快以及表外收缩的边际企稳，预计3月末M2增速会小幅反弹，社融有望保持基本稳定，全年M2增长中枢小幅抬升和社融企稳基本无忧。

财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快

- ❖ **国企上缴利润提高致非税收入大增，交通运输领跑支出增速。**1-2月，一般公共预算收入同比增长7%，增速较去年全年增速有所回升。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，预计与增加国企利润上缴有关。一般公共预算支出同比增速14.6%，维持了近年来同期的高水平。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。

政策前瞻：告别旧刺激，推动新增长

- ❖ 2019年《政府工作报告》强调“坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激”，主要将通过减税降费、结构性货币政策工具、市场化改革、科技创新和对外开放应对经济下行压力，推动我国向“高质量发展”的新增长模式转型。

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

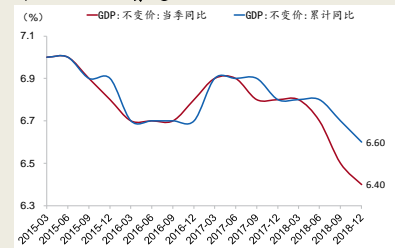
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

成亚曼，博士

电话：(852) 3900 0868

邮件：angelacheng@cmbi.com.hk

中国 GDP 增速



近期中国宏观报告

[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](#)

[19年1月22日](#)

[第四季度 GDP 增速放缓如预期；重点关注减税措施](#)

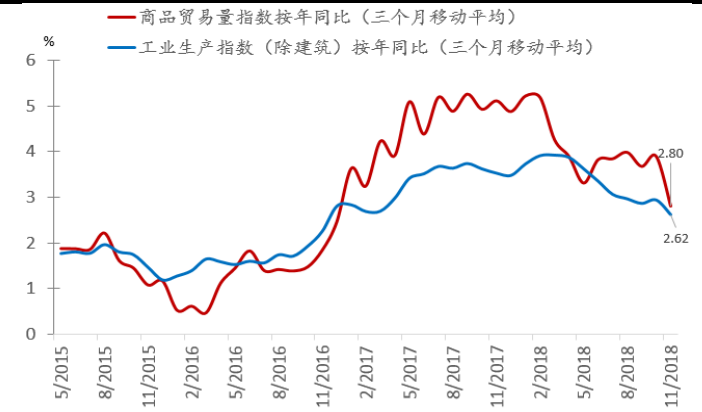
目录

I.	海外宏观：全球贸易持续萎缩，货币政策正式转向	3
II.	实体经济：开局暂稳	5
1.	生产：春节因素导致生产放缓	5
2.	消费：下滑趋势下的短期企稳	5
3.	投资：基建与房地产提振投资增速	6
4.	贸易：春节扰动，出口新低	7
5.	物价：CPI 延续温和，PPI 低位企稳	8
III.	货币金融：信用企稳的基础仍在	10
1.	社融增速小幅回落，企稳的基础仍在	10
2.	M2 增速小幅回落，M1 增速季节性反弹	10
3.	各项贷款增长稳定，存款增长小幅回升	11
4.	流动性总量充裕，市场利率小幅回落	11
IV.	财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快	14
1.	财政收入：减税降费仍待发力，国企上缴利润提高致非税收入大增	15
2.	财政支出：积极迹象已显现，交通运输支出增速领跑	16
V.	政策前瞻：告别旧刺激，推动新增长	17
1.	增长目标：经济下行容忍度提高，就业目标重要性上升	17
2.	积极的财政政策更加积极，注重提质增效、激发微观主体活力	17
3.	稳健的货币政策松紧适度，疏通传导机制、降低实体融资成本	17
4.	政策取向：弱化“三去”政策，强调市场化、创新、开放	18
5.	房地产：未提棚改目标，推进长效机制建设	18
6.	小结	18

I. 海外宏观：全球贸易持续萎缩，货币政策正式转向

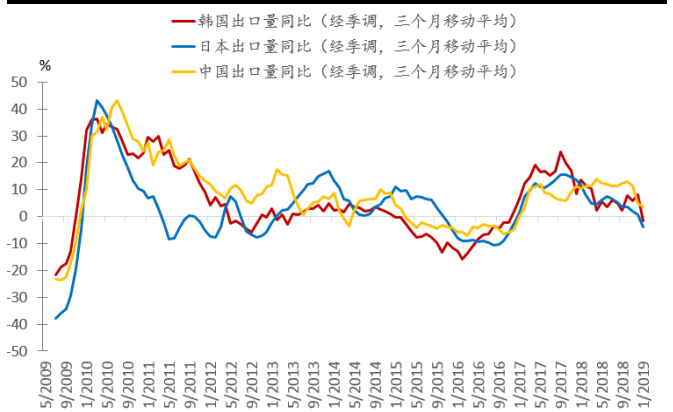
从需求端看，主要发达国家和新兴经济体的经济状况仍不容乐观。经济政策不确定指数仍处于高位，工业生产下行趋势持续，全球贸易出现萎缩，日、韩等国的出口自年初起快速下滑。在中美贸易谈判有望取得进展、全球主要央行货币政策转向以及中国推行稳增长政策等积极因素提振下，乐观情绪逐渐重返全球资本市场，但这些利好仍需时日才可转化为实体经济的增长动力。在此背景下，OECD 和欧央行在本月再次大幅下修全球、特别是欧洲的经济增长预测，OECD 将欧元区 2019 年和 2020 年经济增速从 1.8%和 1.6%分别下调至 1.0%和 1.2%。

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: 东亚国家出口出现萎缩



资料来源：CEIC、招商银行研究院、招银国际研究

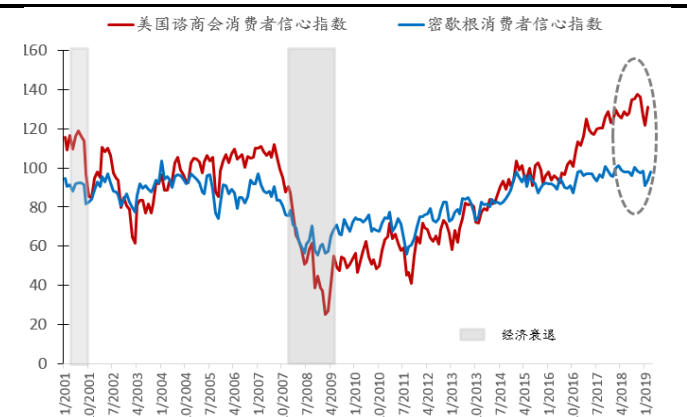
图 3: 主要经济体综合 PMI 指数

	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
美国	55.8	54.2	54.9	56.6	56.2	55.7	54.7	53.9	54.9	54.7	54.4	54.4	55.5
欧元区	57.1	55.2	55.1	54.1	54.9	54.3	54.5	54.1	53.1	52.7	51.1	51	51.9
英国	54.5	52.4	53.2	54.4	55.1	53.5	54.2	54.1	52.1	50.8	51.4	50.3	51.5
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	53.3	51.8	52.3	52.3	53	52.3	52	52.1	50.5	51.9	52.2	50.9	50.7

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

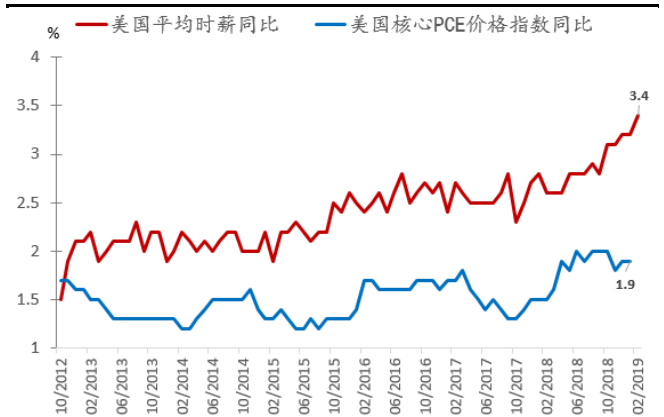
美国经济增速放缓，薪资提升加快。2018 年 4 季度美国实际 GDP 年化环比增长率回落至 2.6%（初值），较前两个季度的增速（2、3 季度分别为 4.2%和 3.4%）已经显著放缓。在大规模财政开支的支撑下，2018 年全年实际 GDP 增速为 2.9%，该增速虽未达到特朗普承诺的 3%经济增速，却仍使美国成为去年唯一超过 2017 年增速的主要经济体。由于联邦政府停摆的终止以及近期权益市场情绪的回暖，美国消费信心指数结束下滑，于 2、3 月出现明显回升。尽管 2 月新增非农就业人数急剧下降至仅两万，但考虑到该数据波动较大，通过分析多月均值显示美国就业增长仍旧强劲。一度迟滞的薪资增速出现加快迹象，有助提振美国国内需求。通胀提升仍缺乏动力。

图 4: 美国消费者信心指数小幅反弹



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 5: 美国薪资增速提升



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

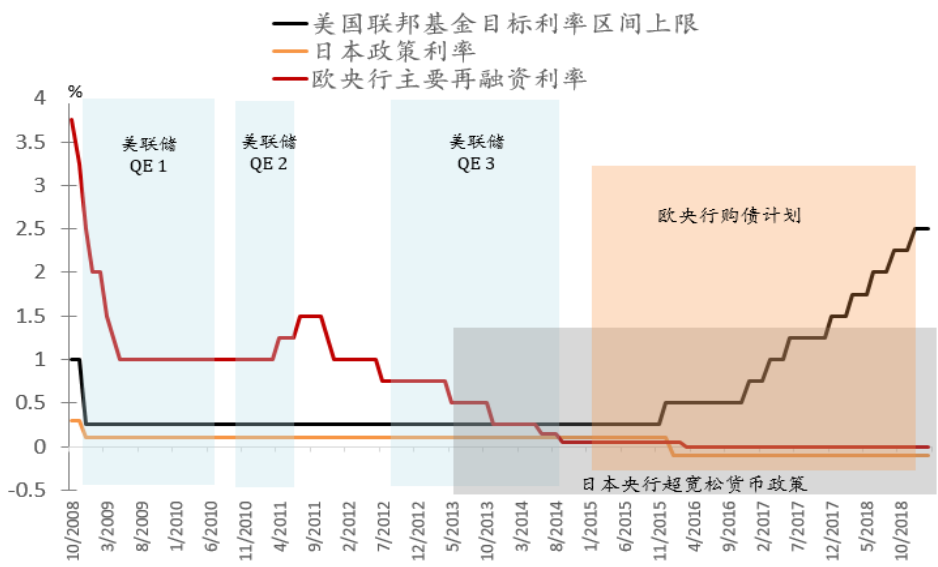
欧元区与英国经济稍有改善，脱欧延期后仍前景未卜。2月欧元区服务业和综合PMI均止跌回升，唯制造业受新订单减少拖累而难在短期内显著回暖。英国GDP在1月录得0.5%的环比增长。尽管欧洲整体经济稍有改善迹象，但脱欧风险仍在严重影响投资计划和消费者信心。两度否决首相特雷莎·梅的脱欧方案后，英国议会支持政府向欧盟申请推迟脱欧，并反对“无协议脱欧”。英国仍将与欧盟协商推迟脱欧相关事宜，脱欧大概率将延期至5月欧盟议会选举之后，意味着脱欧形势依然不明朗。

欧央行重启刺激计划，全球货币政策正式转向。在结束购债仅三个月后，欧央行于本月发表超预期鸽派利率决议，明确将维持主要利率不变至少至2019年末，并宣布将于9月重启定向长期再融资操作（TLTRO），通过向商业银行提供低成本的贷款以刺激经济增长，成为此轮全球经济下行中首家采取刺激性政策的主要央行。

美联储在3月议息会议后，进一步下调了对于美国经济增长的预期，对2019年和2020年经济增速的预测由上年12月的2.3%和2.0%，下调至2.1%和1.9%。美联储预计今年不会加息，明年最多加息一次。同时宣布从今年5月开始逐步放缓收缩资产负债表步伐，将每月国债缩减上限由300亿美元减半至150亿美元，至9月结束“缩表”进程。可见，3月美联储议息会议在“加息”和“缩表”两大货币政策操作上做出了超预期的“鸽派”转向，体现了美联储对经济风险的高度警惕。

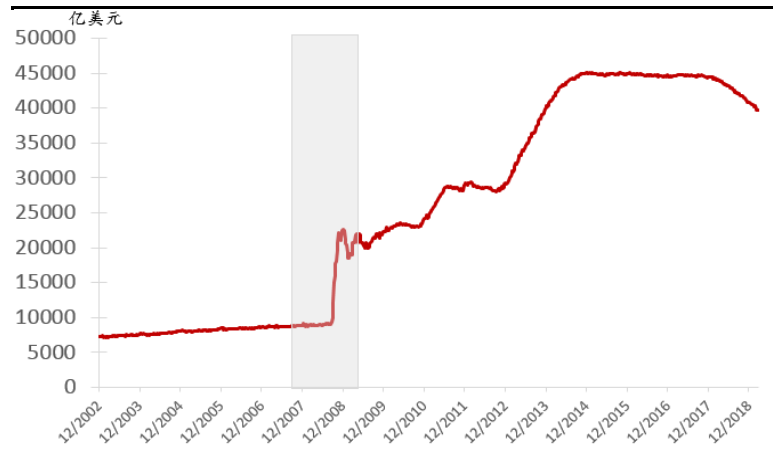
欧央行和美联储在本月的一系列声明标志着全球主要央行的货币政策已全面转向，有利于改善流动性状况，也意味着货币政策对于实体经济和资本市场的制约进一步减少，美元的支撑则将进一步趋弱，新兴市场资本外流和货币贬值压力将大幅降低。

图6: 主要央行政策利率及货币政策



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

图7: 美联储总资产规模



资料来源：美联储、招商银行研究院、招银国际研究

II. 实体经济：开局暂稳

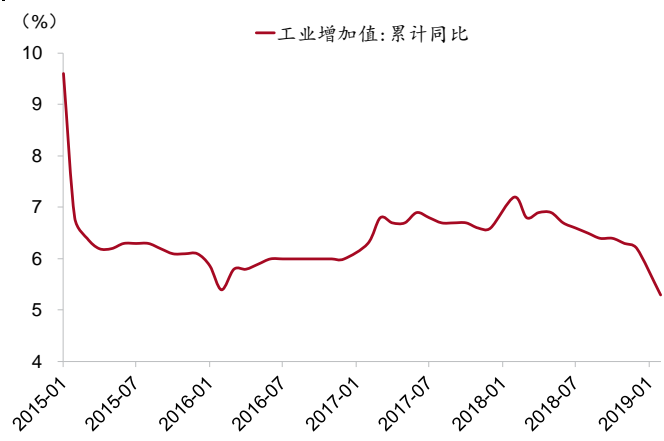
1. 生产：春节因素导致生产放缓

1-2月工业增加值同比5.3%，较上年下滑0.9个百分点。工业生产增速较前值有所下滑，主要受出口负增长、企业主动去库存放缓生产以及春节错位因素共同导致。分三大门类看，采矿业、公用事业和制造业的增速均有所放缓。

今年春节是2月5日，较去年提前11天，对生产的影响集中在2月份。剔除春节错位扰动后，1-2月工业增加值累计同比增长6.1%，较前值下降0.1个百分点，跌幅有所收窄。考虑到近期6大发电集团日均耗煤量、钢材产量等数据已有所反弹，叠加上年低基数影响（2018年春节对工业生产的影响持续至3月），3月工业生产增速有望反弹。

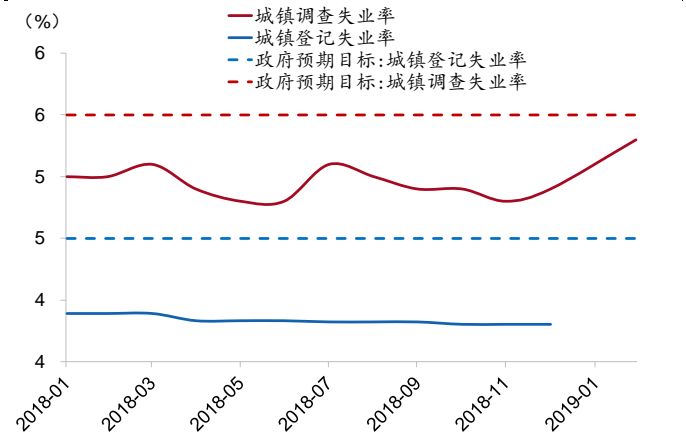
2月全国城镇调查失业率5.3%，较去年底提高0.4个百分点。统计局表示失业率回升主要受春节因素导致的摩擦性失业，但今年2月失业率相比1月的季节性反弹（0.2个百分点）显著高于上年（0.06个百分点）。考虑到“稳就业”为“六稳”之首，且今年《政府工作报告》“首次将就业政策置于宏观政策层面”，以及民企创造了80%以上的城镇劳动就业和90%以上的新增就业的事实，民企纾困政策料将持续。

图8: 工业生产趋势性放缓



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图9: 就业压力有所显现

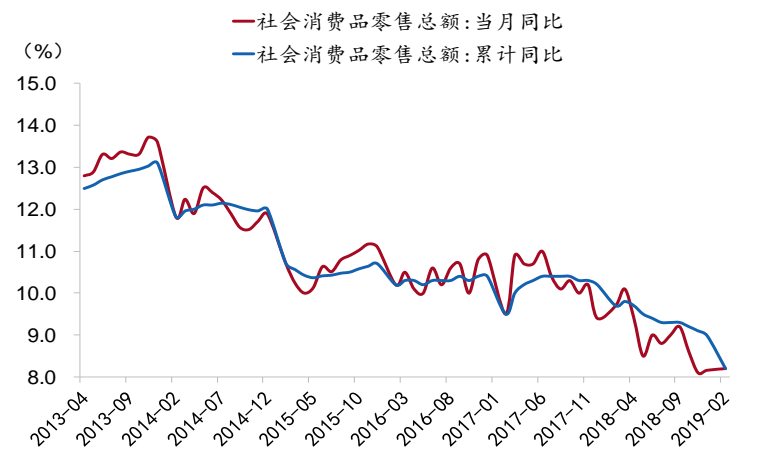


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 消费：下滑趋势下的短期企稳

1-2月社会消费品零售总额同比增长8.2%，与上年12月当月同比实现微幅反弹，但累计同比仍然处于下行通道。受汽车购置税优惠政策退坡影响，汽车销售同比仍然负增长，当月跌幅（-2.8%）较前值（-8.5%）有所收窄；房地产销售疲弱使得家电、家具、装潢等地产相关行业销售增速有所下滑。短期看，社消增速有所企稳，当月同比增速连续3个月微幅反弹。前瞻地看，受居民收入增长放缓拖累，今年社消增速仍然不乐观。

图 10：社会消费品零售总额累计增速继续放缓

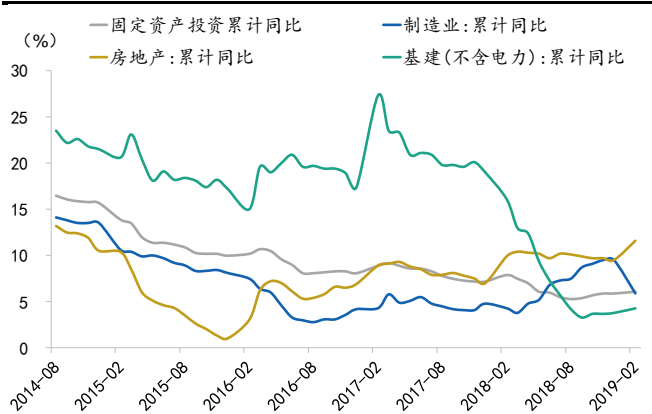


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

3. 投资：基建与房地产提振投资增速

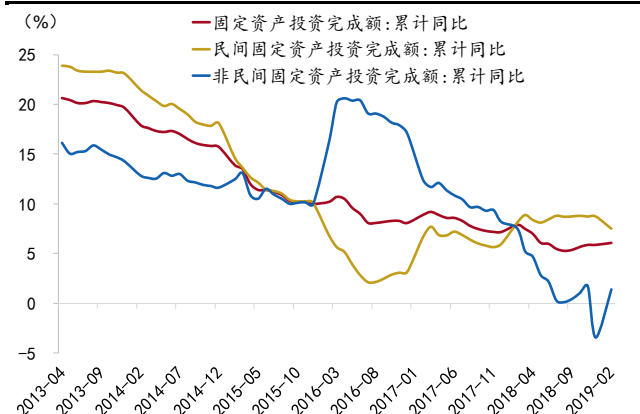
1-2月，城镇固定资产投资同比增长6.1%，较前值上行0.3个百分点，超出市场预期，主要由基建和房地产开发投资拉动，制造业投资则形成拖累。其中，民间投资增速有所下滑，非民间投资增速有所反弹。

图 11：固定资产投资增速小幅反弹



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 12：非民间投资增速有所反弹

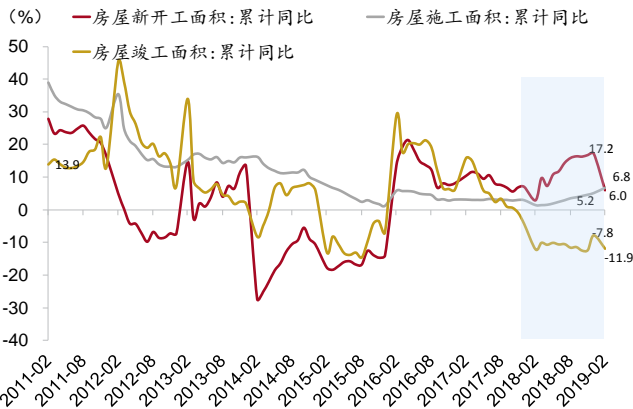


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

基建投资（不含电力）同比增长4.3%，增速较去年全年提升0.5个百分点。这指向去年底积极的财政补短板效果有所显现，也与近期高企的建筑业PMI指数相互印证。基建增速的反弹很可能受到地方政府专项债发行提速刺激，后续能否持续取决于地方政府融资状况的能否持续改善，特别是非标和PPP。在经历了大规模清理之后，PPP项目推进一度陷入低迷，而近期财政部印发《推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，明确了PPP规范与否的界限并列正负面清单，一定程度上有助于舒缓地方政府和社会资本的顾虑，稳定PPP预期。

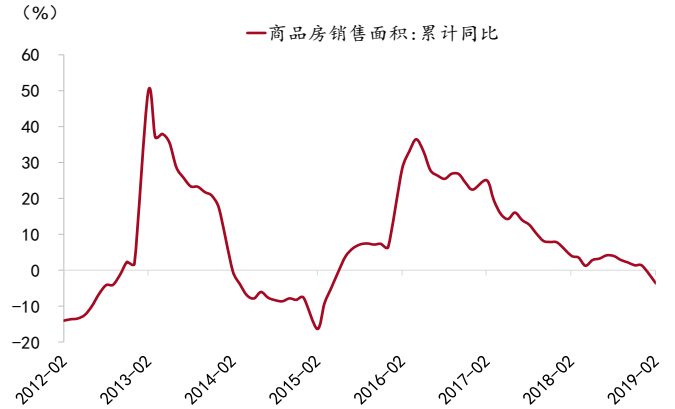
房地产投资同比增长11.6%，增速较去年年底提升2.1个百分点，大幅超出预期，主要受到低基数、开发商期缴土地购置费和施工面积增速上升影响。其中建安及设备购置投资同比增长6.5%，扭转了去年全年负增长的趋势；土地购置费增速放缓至34.5%。但1-2月房地产销售面积、土地购置面积均大幅下滑至负增长、地方棚改规划套数大幅减少，叠加期缴土地购置费将大幅下滑，预示2019年房地产投资仍面临较大下行压力。但“因城施策”的房地产政策，以及下行的房贷利率将对房地产市场形成一定支撑。

图 13: 开工面积高增速出现转向



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

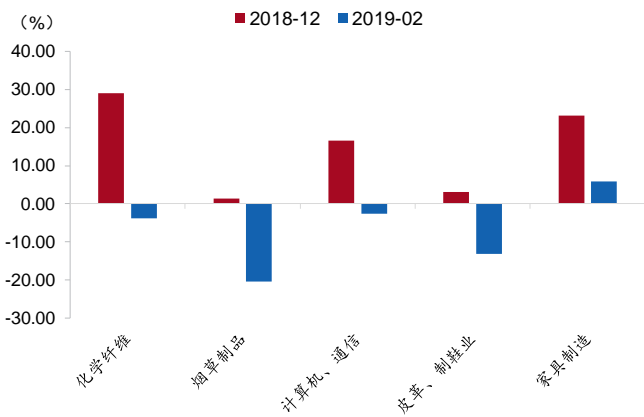
图 14: 商品房销售“右侧厚尾”的格局继续



资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

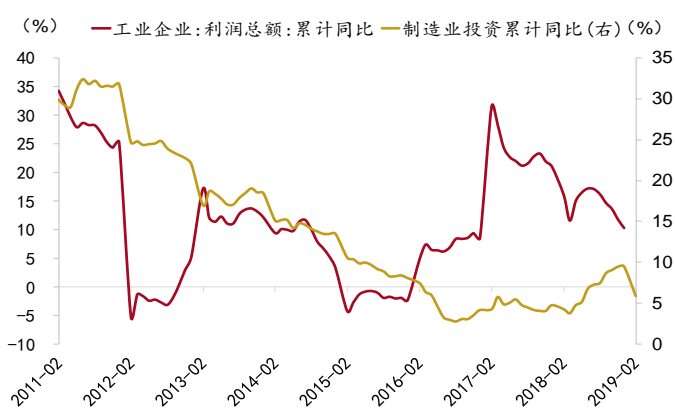
制造业投资同比增长 5.9%，增速较去年底大幅下滑 3.6 个百分点，以当月同比增速比较，下滑幅度相同。去年下半年企业盈利增速下滑逐渐对制造业投资形成压制，随着 PPI 接近通缩区间，今年企业盈利增长仍然不容乐观。但大规模的减税降费或将边际缓解制造业投资增长的下行压力。

图 15: 化学纤维、烟草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 16: 企业盈利增速下滑压制企业投资增速



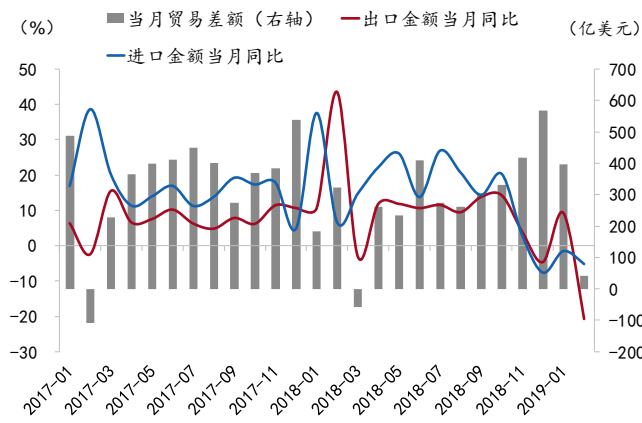
资料来源: 万得、招商银行研究院、招银国际研究

4. 贸易：春节扰动，出口新低

以美元计，2019 年 2 月出口金额 1,352 亿美元，当月同比-20.7%（预期-5%），创下 3 年来新低；进口金额 1,311 亿美元，当月同比-5.2%（预期-0.6%），进出口金额同比增速均有所下滑。

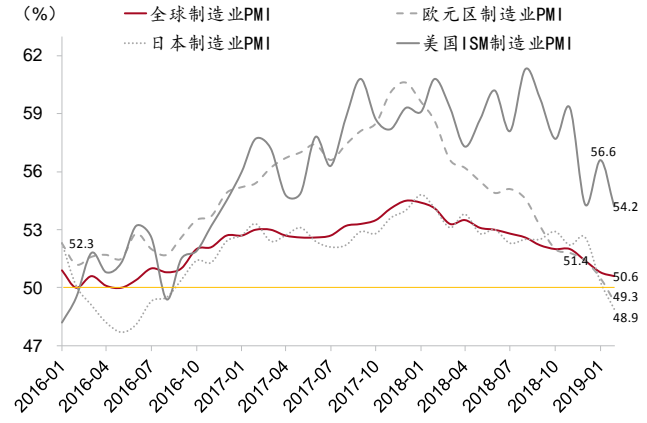
出口金额增速下滑的主要原因有二：（1）全球经济放缓使得外需持续回落。2019 年 2 月，全球制造业 PMI 下滑至 50.6，延续下行趋势。欧元区和日本制造业 PMI 分别自 2013 年 6 月、2016 年 9 月以来首度滑落至荣枯线下方。2 月 BDI 指数较 1 月环比下降 41%，叠加 2 月韩国出口同比-11.1%，印证国际贸易需求大幅回落。（2）今年春节前移导致 1、2 月出口增速前高后低。出口企业在春节前通常会集中出口，今年春节前移使得企业出口高峰也相应提前至 1 月，推高了 1 月的出口（同比增长 9.1%），也加剧了 2 月出口的下滑。1-2 月合计出口金额同比为-4.6%（剔除春节错位的影响），仍呈下滑态势。

图 17: 出口金额当月同比增速创近三年新低



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 18: 外部需求有所回落



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

进口增速下滑，指向内需疲弱，前期贸易抢跑效果消散。除去春节因素，1-2月整体来看，进口金额同比为-3.1%。分国家和地区看，对金砖国家、欧盟、东盟进口金额当月同比增速出现下滑，对美国、日本进口金额同比增速有所回升。分产品看，目前公布的数据中石油、农产品、钢材、铜材、汽车及底盘当月进口金额同比增速下滑显著。

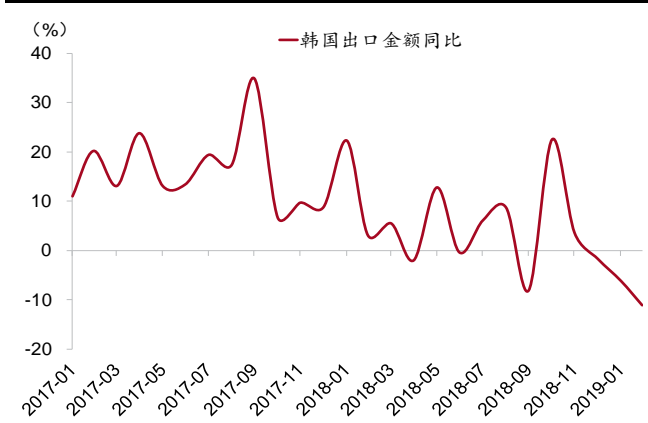
由于出口增速下滑幅度大于进口，贸易顺差有所收窄。以美元计，2月贸易顺差41.2亿美元，同比减少90%；1-2月合计437.1亿美元，同比减少13.7%。

图 19: BDI 指数仍保持在低位



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 20: 韩国出口金额同比连续负增长



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

总体来看，2月进出口增速大跌主要受到春节错位影响，1-2月合计数据下滑幅度大体仍符合预期。目前中美经贸磋商已在一系列具体问题上取得实质进展，有助于经贸信心边际修复。尽管全球经济增长放缓，但全球货币政策已然转向，宽松的货币政策有望对贸易复苏形成一定支撑。考虑到去年低基数及季节性因素，3月进出口数据大概率将出现反弹。

5. 物价：CPI 延续温和，PPI 低位企稳

2019年2月CPI同比1.5%，环比上涨1%，符合季节性规律。（1）食品项是CPI环比上涨的主要驱动因素：春节消费增加、冬季蔬菜和水果供给减少叠加冬季水产品捕捞成本上涨推动蔬菜、水果和水产品价格环比上涨，此外肉类价格也有小幅上涨。（2）非食品项环比涨幅小幅扩大：春节假期出游增加叠加春运高峰推动旅游项上涨；国内汽油价格上调导致交通项上涨；春节假期娱乐消费增加导致教育文化娱乐项上涨；春节邮寄需求增加叠加务工人员减少导致邮递服务项小幅上涨。CPI同比较增速较上月下滑0.2个百分点，主要由高基数导致，其中主要是食品项基数较高。

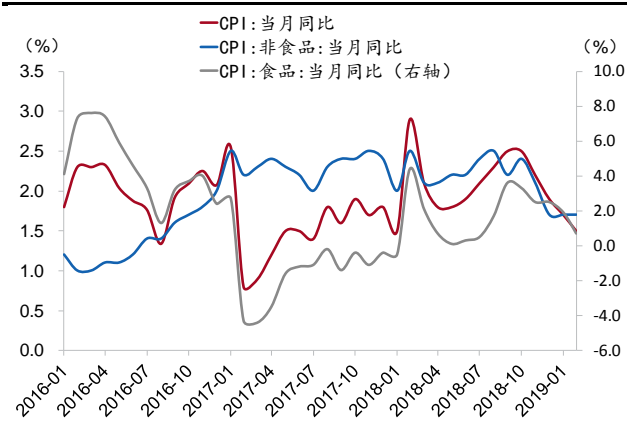
猪肉价格仍将是未来CPI的主要支撑因素。近期猪瘟疫情得到控制叠加生猪跨省运输活动活跃，供给增加情况下猪肉价格趋于稳定。但近期生猪出栏增加会导致后期供给进一步减

少，因此猪肉价格仍处于上行周期。高频数据显示，3月多个养殖地区猪肉价格有所上涨。目前来看，猪肉价格维持在约18元/千克。从基数上看，2018年4月猪肉价格处于低点（约16元/千克），所以即便后期猪肉价格不大幅上涨，低基数作用下今年4-6月猪肉项同比增速也将有所提高，并带动CPI回升。但整体来看，在终端需求较弱及减税降费刺激非食品价格下滑的作用下，全年CPI难以大幅走高。

2019年2月PPI同比0.1%，与前值持平；PPI环比下跌0.1%，较前值提高0.5ppt。分行业看，石油开采、黑色金属采选、石油加工行业价格环比分别上涨5.0%、1.8%、0.9%；计算机通信、造纸、非金属矿物制品、化学原料行业价格环比分别下跌0.8%、0.6%、0.5%、0.5%。

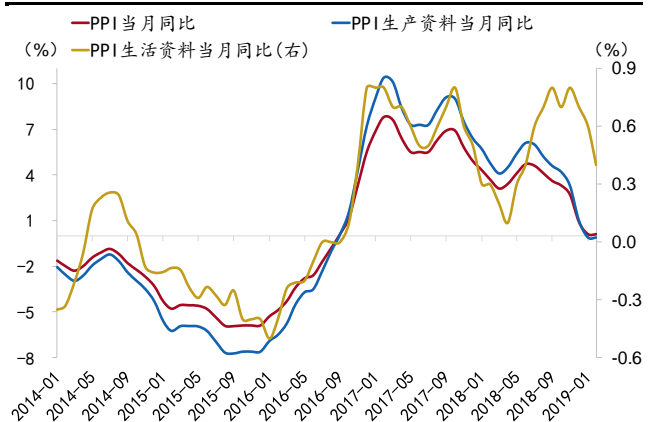
目前来看，高频数据显示大宗商品产品价格仍保持稳定，若大宗商品价格后续没有大幅度下跌，PPI有望反弹。但从基数上看，2018年2、3季度是大宗商品价格的高位，因此2、3季度PPI仍会大概率将落入通缩区间。但随着政策逆周期调节力度加大，PPI持续通缩的可能性较小。全年来看，PPI整体仍会维持在弱势震荡区间。这将使得企业实际融资成本面临上行压力，盈利增速也将受到拖累。

图 21: 食品项高基数导致 CPI 增速下滑



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 22: PPI 同比增速低位企稳



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

III. 货币金融：信用企稳的基础仍在

1. 社融增速小幅回落，企稳的基础仍在

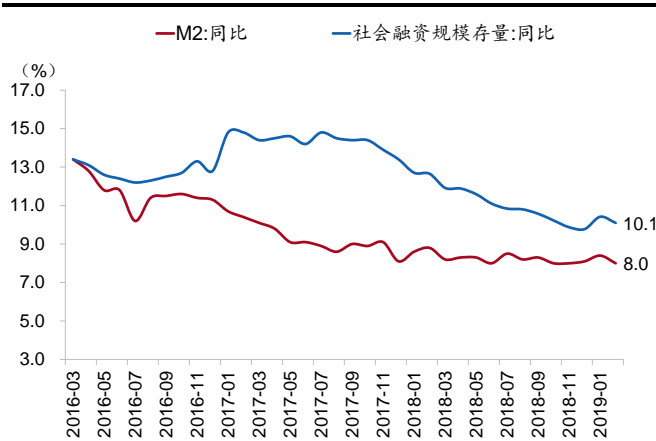
2月末，社融同比增长10.1%，当月增量为7030亿元，较上年同期少4847亿元。继1月份量社融后，2月份社融放缓既是政策调控的结果，也与市场自身调整有关，社融企稳的基础仍在。具体来看：

(1) **贷款增长依然稳定。**2月份对实体经济发放的人民币贷款增加7641亿元，基本符合我们预期。人民币贷款弱于去年同期，但若综合考虑1-2月份数据，前两个月人民币贷款同比多增6259亿元，持续稳定增长的势头没有发生变化。

(2) **未贴现承兑汇票大幅调整，委托、信托贷款跌幅收窄。**2月份，受监管强化等影响，未贴现承兑汇票减少3103亿元，较上月少增6889亿元，成为拖累社融的最主要因素。目前，票据市场的吸引力依然较大，票据有望继续保持稳定增长。而且，委托、信托贷款收缩继续边际放缓，当月分别减少508亿元和37亿元，收缩幅度较前期持续收窄。

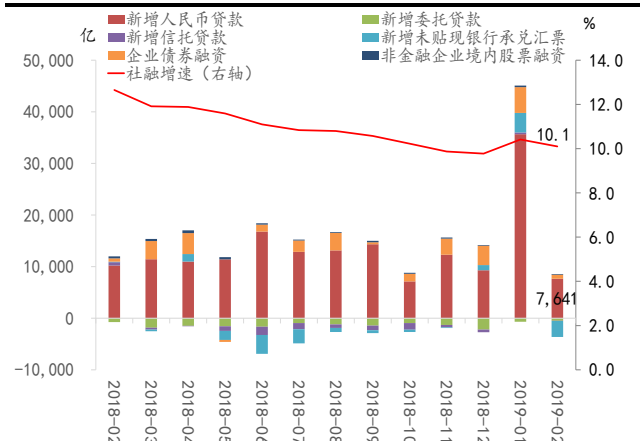
(3) **企业债券净融资基本稳定。**2月份，企业债券净融资为805亿元，同比多增161亿元。债券市场情绪继续好转，2月份3年期AA+和AA级企业债券月平均到期收益率分别为3.65%和4.07%，较上月回落了7BP和11BP。地方政府专项债继续放量，地方专项债新增发行3,078亿元（其中1月和2月分别新增1,412和1,666亿元），去年同期新增发行为零。

图 23: 社融与 M2 增速基本保持稳定



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 24: 2 月份未贴现银行承兑汇票下降较多



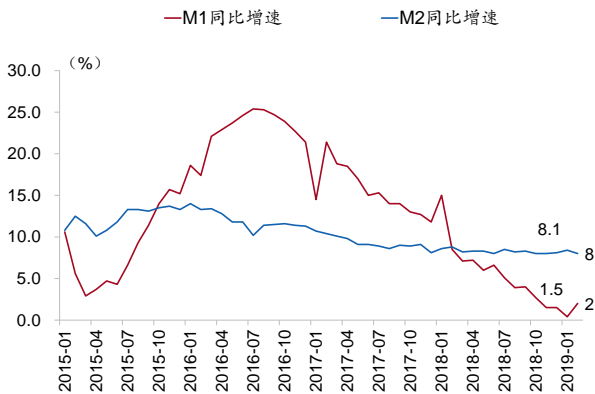
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. M2 增速小幅回落，M1 增速季节性反弹

2月末，M2 余额同比增长8.0%，较上月末回落0.4个百分点。研究发现，财政存款增加较多是拖累M2增速的最主要原因，而货币派生对M2的支撑较为稳定，2月末各项存款增速回升至8.6%。根据测算，各项贷款、财政存款对M2增速的贡献度分别为9.57%和-0.29%，较上月末提高0.02和-0.46个百分点。由于今年国债、地方债提前发行，使得近期财政存款增加较多，随着后续财政支出的加快，其对M2的拖累会逐步减弱，M2有望小幅回升。

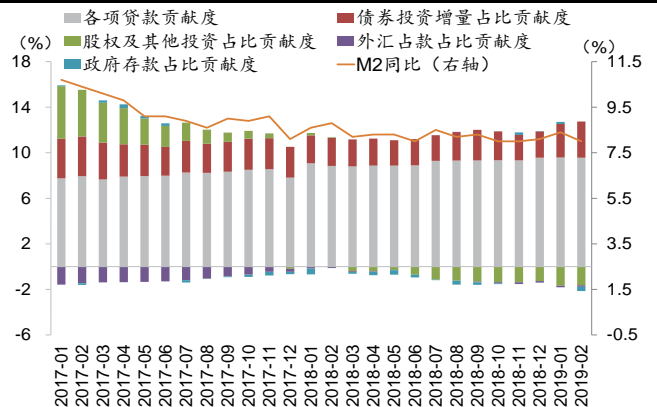
2月末，M1 余额同比增长2%，增速较上月末提高1.6个百分点，符合我们预期，M1 增速小幅反弹主要还是春节移位的后续影响。自2017年持续回落以来，本轮M1调整或已接近尾声，后续有望逐步企稳，但仍缺乏大幅反弹的基础。

图 25: M2 与 M1 增速走势平稳



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 26: 政府存款是拉低 M2 增速的主要原因



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

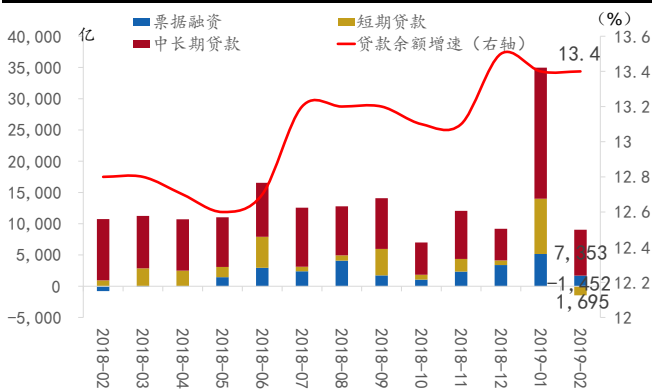
3. 各项贷款增长稳定，存款增长小幅回升

2 月末，人民币贷款余额同比增长 13.4%，与上月末持平；人民币存款余额同比增长 8.6%，较上月末提高 1 个百分点。

对公贷款持续加快，住户贷款明显回落，票据融资增长放缓。2 月份，新增人民币贷款 8858 亿元，同比多增 465 亿元。其中，对公贷款增加 6607 亿元，占比 74.6%，较上月提高 12.9 个百分点；住户贷款减少 706 亿元，同比少增 3457 亿元，其中短期贷款和中长期贷款同比分别少 2463 亿元和 994 亿元，指向棚改力度减缓和居民消费意愿不足可能正在影响居民贷款需求。受票据市场监管影响，当月票据融资增加 1695 亿元，较前几个月有所放缓。

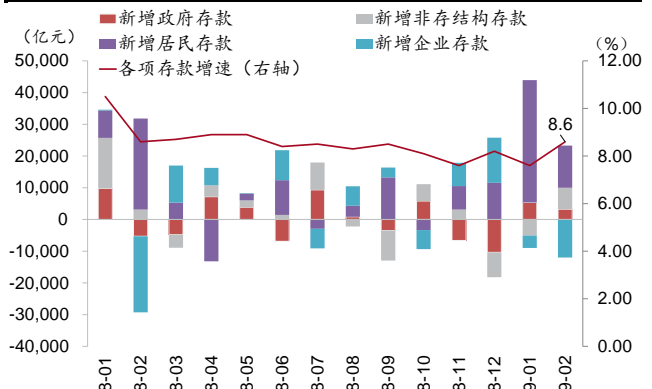
住户存款持续增加，企业存款回落，财政存款增加较多。2 月份，人民币存款增加 1.3 万亿元，同比少增 1.6 万亿元。其中，住户存款增加 1.3 万亿元、企业存款下降 1.2 万亿元，继续受到春节等季节性因素影响；财政存款增加 3242 亿元，同比多增 8529 亿元，这一方面与国债、地方债提前发行有关，另一方面也预示着政府投资或尚未完全发力。

图 27: 各项贷款增长较为平稳



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 28: 各项存款增长有所加快



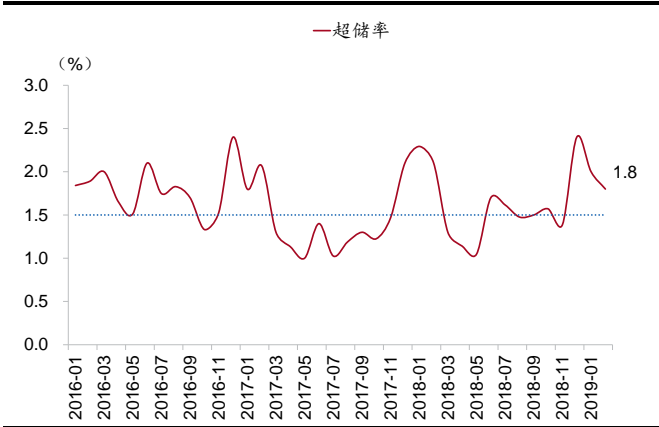
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

4. 流动性总量充裕，市场利率小幅回落

流动性总量充裕。1 月份以来，央行通过降准、定向降准以及 TMLF 和 PSL 等方式继续向市场补充中长期流动性，1-2 月份累计净释放流动性 1.2 万亿元，市场流动性总量充裕，超额率保持在 1.7% 以上的较高水平，有效满足了春节期间各方面的流动性需求。与 2017 年、2018 年相比，央行通过实质性的降准措施，既对冲了春节期间季节性的流动性缺口，稳定市场预期，也有力地满足了金融机构信贷投放所需的中长期流动性需求，同时还有一定程

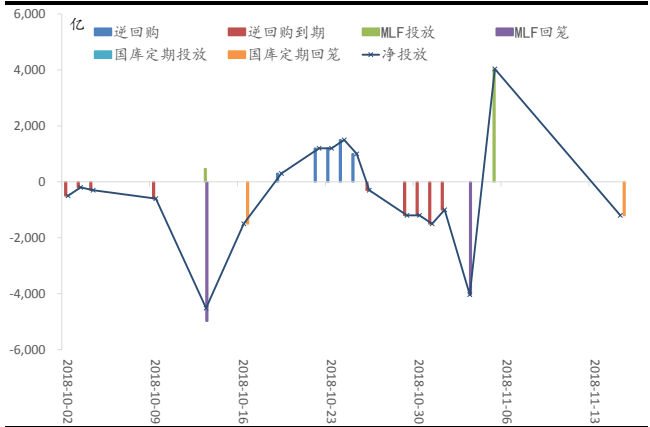
度上降低了金融机构的资金成本，优化了流动性结构。随着前期降准效应的逐步消失，货币市场流动性总量可能会小幅回落，但仍将保持在合理充裕水平。

图 29: 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

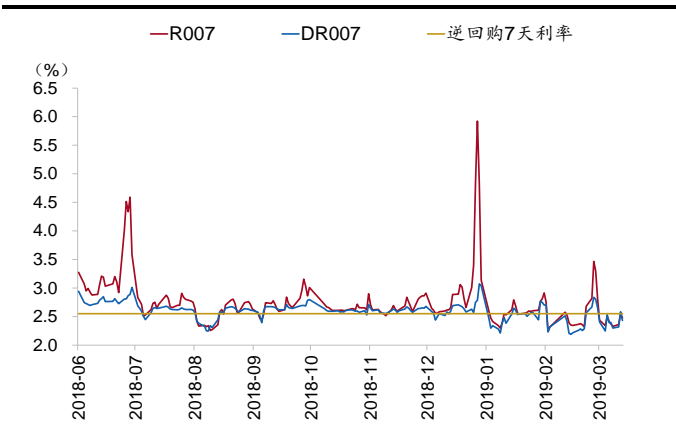
图 30: 央行公开市场操作 (不含降准、PSL 等)



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

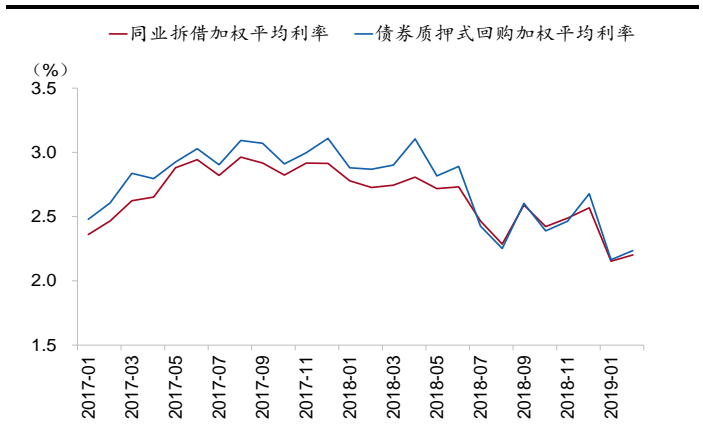
货币市场利率处于低位。年初以来，随着央行降准、开展 TMLF、PSL 等释放中长期流动性以来，货币市场利率开始持续回落，DR007 和 R007 等利率水平较长时间位于央行操作利率以下。2 月末，银行间同业拆借利率和债券质押式回购利率分别从上年末的 2.57%、2.68% 下降至 2.2%、2.24%，下降幅度为 0.37、0.44 个百分点。截止于 3 月 14 日，R007 和 DR007 年内均值仅为 2.55% 和 2.46%，利率中枢进一步下移。

图 31: R007、DR007 持续低于政策利率



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 32: 货币市场利率小幅回落

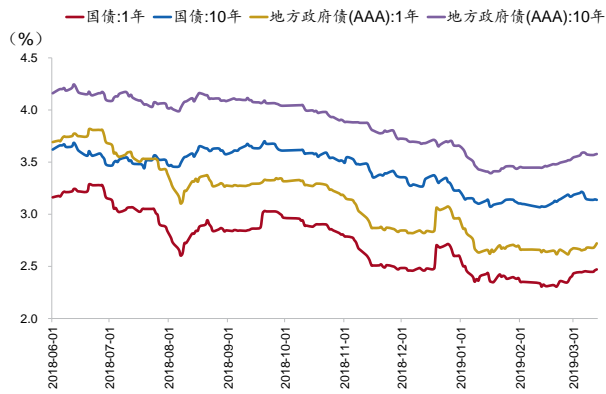


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

债券收益率小幅震荡。截至 3 月 15 日，1 年期和 10 年期国债收益率分别为 2.46% 和 3.14%，较年初分别回落 4BP 和 3BP。期间，受流动性宽松、经济金融数据下行等因素影响，10 年期国债利率于 2 月中旬一度跌至 3.07% 的低位。此后，随着 1 月份海量社融投放以及信用企稳预期增强，10 年期国债利率开始出现小幅回升。地方政府债利率也呈同样的趋势，1、10 年地方政府债利率保持在 2.67%、3.49% 附近震荡。截至 3 月 15 日，1 年期地方债收益率为 2.70%，较年初回落 16BP；5 年期地方债收益率为 3.39%，较年初提高 2BP，主要因为地方债提前发行，债券供给力度加大所致。

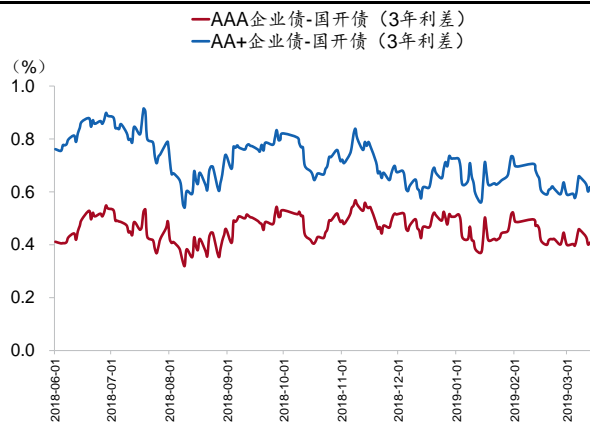
信用利差小幅收窄。截至 3 月 15 日，3 年期 AAA、AA+ 企业债收益率分别为 3.65% 和 3.88%，与 3 年期国开债利差分别为 41BP 和 62BP，较年初均缩小了 10BP 左右，反映出债券市场情绪继续修复，企业融资成本略有下降。

图 33: 利率债利率平稳震荡



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

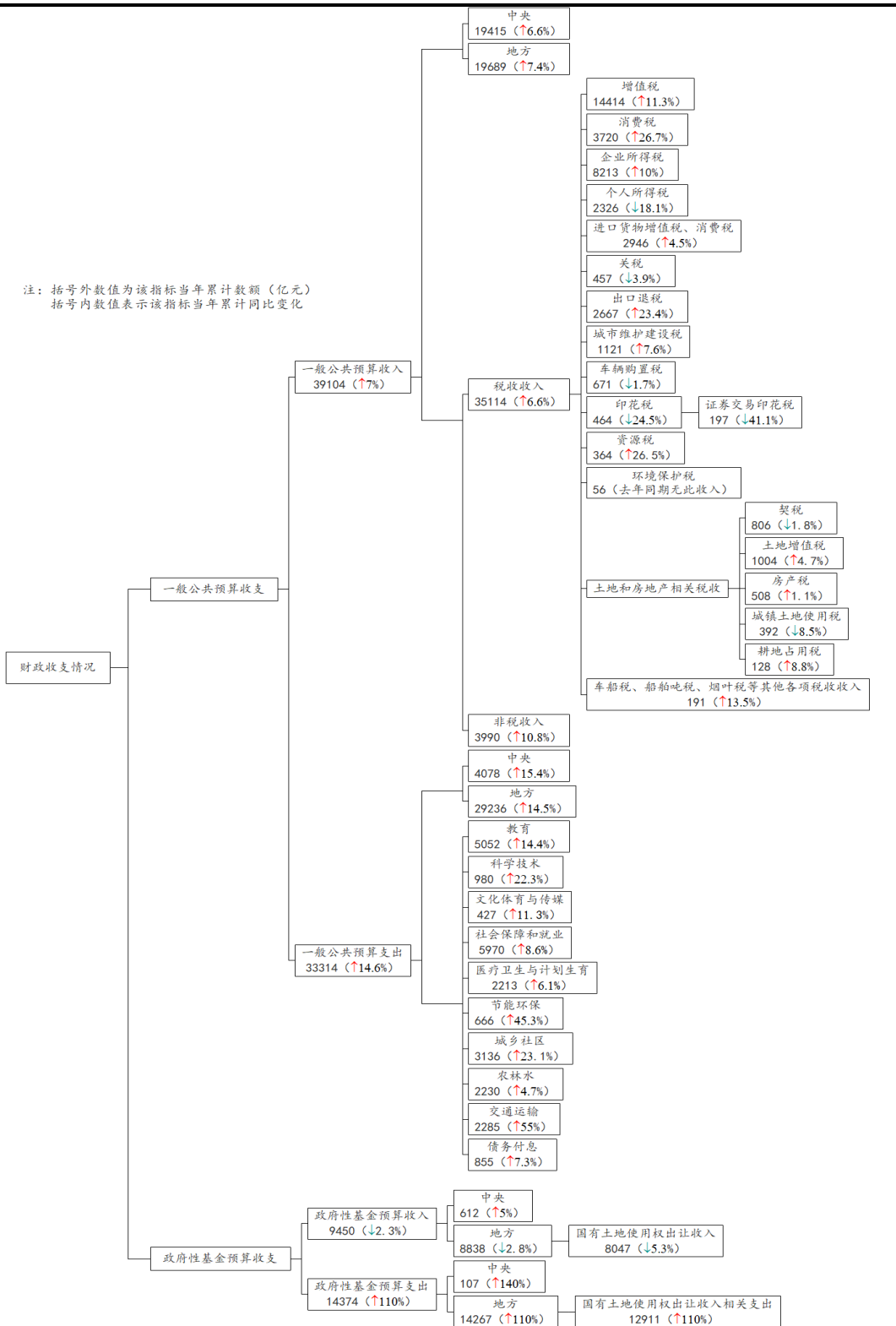
图 34: 利差小幅收窄



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

IV. 财政收支：减税降费仍待发力，财政支出增速明显加快

图 35: 1-2 月中国主要财政指标一览



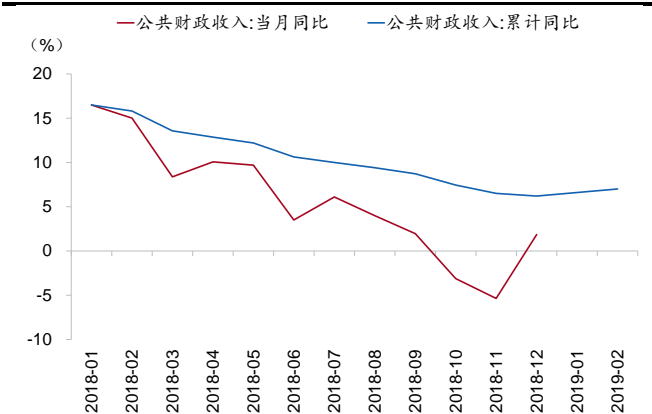
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

1. 财政收入：减税降费仍待发力，国企上缴利润提高致非税收入大增

一般公共预算收入增速有所企稳。前两个月，一般公共预算收入同比增长 7%，增速较去年全年增速（6.2%）有所回升，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。

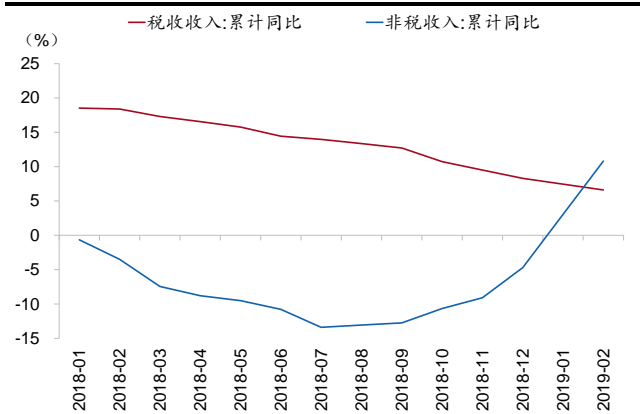
非税收入大幅增加，料与增加国企利润上缴有关。前两个月，非税收入同比增速 10.8%，较去年同期提高 14.3 个百分点，累计同比增速创 2016 年以来新高。我国非税收入主要包括行政事业性收费、国有资产有偿使用收入、国有资本经营收益、罚没收入等。在简政放权与经济下行压力加大的背景下，行政事业性收费和国有资产有偿使用收入增速预计难以快速增长。而在今年两会期间，李克强总理明确表示，为保证今年财政各项目标的实现，会增加特定国有金融机构和央企的上缴利润，因此，预计前两个月上收相关企业的利润增加是推动非税收入增速有负转正的主要原因。

图 36: 一般公共预算收入增速有所企稳



资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

图 37: 非税收入增速有负转正

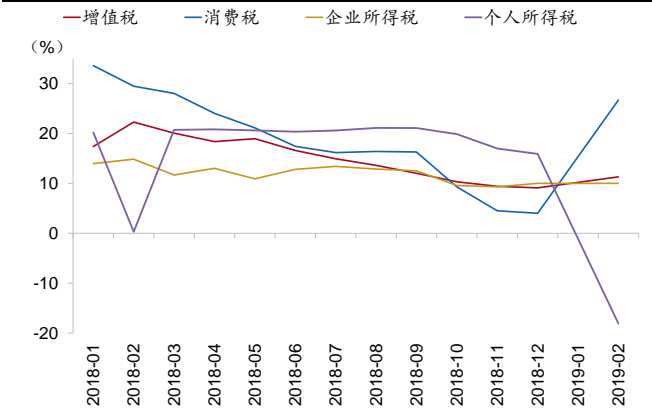


资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

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，今年前两个月，我国个人所得税同比增速大幅下降 18.1%，而增值税、消费税、企业所得税同比增速则分别为 11.3%、26.7%和 10%，虽然仍保持了两位数的正增长，但仍分别较去年各自同期增速有所下降。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。

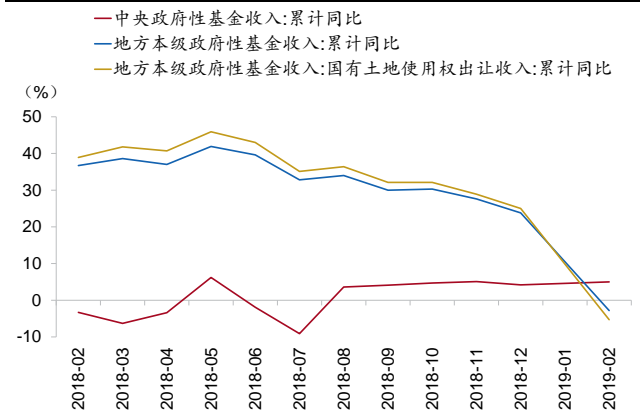
国有土地使用权出让收入增速出现三年来首次负增长。今年前 2 个月，国有土地使用权出让收入同比增速下降 5.3%，受此拖累，全国政府性基金预算收入同比下降 2.3%，二者不仅延续了去年下半年以来的下滑趋势，而且均创 2016 年以来的最低增速。随着今年前 2 个月全国商品房销售增速的进一步放缓，预计国有土地使用权出让收入增速仍有进一步下行的可能。在减税降费的背景下，土地出让收入的下滑会进一步加大政府的财政压力。

图 38: 个人所得税累计同比增速大幅下降



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由正转负



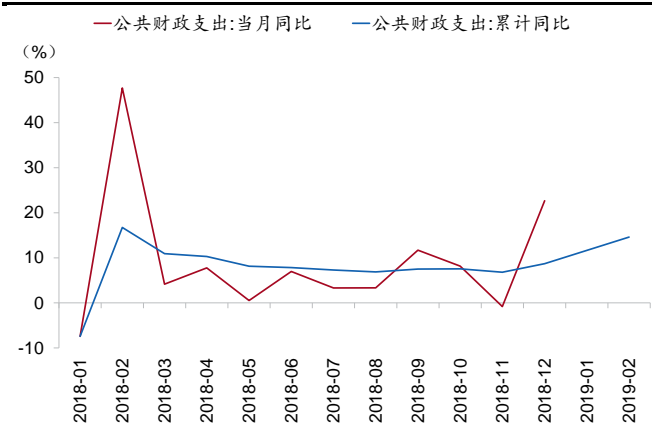
资料来源：万得、招商银行研究院、招银国际研究

2. 财政支出：积极迹象已显现，交通运输支出增速领跑

一般公共预算支出维持较高增速，交通运输领跑各项支出增速。前两个月，全国一般公共预算支出同比增速 14.6%，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。

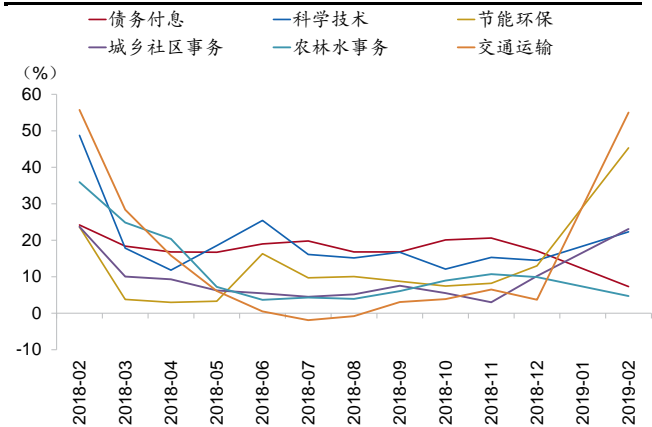
交通运输支出增速领跑各项一般公共预算支出。在一般公共预算各支出项目中，交通运输、节能环保和科学技术支出的累计同比增速较高，分别达到 55%、45.3%和 22.3%，均大幅高于一般公共预算支出增速。作为基建投资的重要资金来源，交通运输领域财政支出增速的加快，进一步印证了当前政府希望通过基建投资带动经济增长的政策意图，同时，节能环保支出的加快也说明政府对于污染防治的力度并未有明显松动。

图 40: 一般公共预算支出更为积极



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：告别旧刺激，推动新增长

3月5日，十三届全国人大二次会议在京开幕，国务院总理李克强向大会作2019年《政府工作报告》（下称《报告》）。李克强总理回顾了2018年国务院的主要工作，并对2019年经济社会发展的总体要求、政策取向和政府的重点工作进行了系统性陈述。《报告》主要方向如下：

1. 增长目标：经济下行容忍度提高，就业目标重要性上升

GDP增长目标设定为6-6.5%。增长目标由“点”变为“区间”，表明中央对经济增速下行容忍度有所提高，更关注经济增长的质量。这意味着政府不必采取“大水漫灌”或是粗放投资的方式达成经济增长的“点目标”。但政府仍有稳增长的诉求，将“确保经济运行在合理区间”，不会容忍经济增长失速下滑至6%以下。

经济面临下行压力，就业目标重要性上升。《报告》指出，“今年首次将就业优先政策置于宏观政策层面”，在经济社会发展的主要预期目标中排序仅次于GDP。就业目标方面，城镇新增就业1,100万人和城镇登记失业率4.5%以内的目标保持不变，而城镇调查失业率目标表述则由去年的“5.5%以内”放宽至“5.5%左右”，一定程度体现出今年就业可能面临的压力。

居民消费价格涨幅3%。2018年全年CPI同比增长2.1%，处于温和区间。今年CPI上行风险主要来源于猪周期，但受制于终端需求较弱，全年通胀大概率保持温和，达成目标问题不大。

2. 积极的财政政策更加积极，注重提质增效、激发微观主体活力

上调财政赤字率至2.8%。政府工作报告提出，今年赤字率拟按2.8%安排，比去年预算高0.2个百分点，低于市场预期的3%；财政赤字由去年2.38万亿调升至2.76万亿，其中地方政府赤字较去年目标调升1,300亿元，中央赤字提升2,500亿元。《报告》提到，赤字率目标的设定考虑到“为今后可能出现的风险留出了更大的政策空间”。

新增地方政府专项债2.15万亿，比去年增加8,000亿。新增地方专项债额度也低于市场预期，但其使用范围却有所扩大，这有助于在控制地方债务规模的同时保障重点项目建设的资金需求。《报告》也提出，“继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担”。

财政政策的主要发力点在于2万亿的减税降费措施。去年底的中央经济工作会明确指出，实施更大规模的减税降费措施。减税降费规模基本符合预期，进一步凸显出政府“放水养鱼”、减轻企业经营负担、激发市场主体活力的政策意图。《报告》明确指出，“各级政府要过紧日子”，确保减税降费效果，“坚决兑现对企业和社会的承诺”。

此次2万亿减税降费大致由以下4个方面构成：（1）增值税：自2019年4月1日起，将制造业等行业现行16%的税率降至13%，将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%，初步测算可减税约8,000亿；（2）养老保险：城镇职工基本养老保险单位缴费比例可由现行的20%降至16%，大致可降低企业社保负担5,000亿；（3）个税：在前期改革的基础上今年可望降低居民税收负担4,000亿；（4）年初针对小微企业普惠性减税降费规模约2,000亿。

基建投资可能不及预期。《报告》中基建相关目标相较上年并无大幅调整。2019年计划完成铁路投资8,000亿（提高680亿）、公路水运投资1.8万亿（持平）。虽然《报告》提及“适当降低”基建项目资本金比例，吸引民间资本参与重点项目建设，但赤字率与专项债发行规模均不及预期，叠加大规模减税降费，财政资金来源将制约基建投资发力。《报告》指出，今年财政支出将增长6.5%，增速较2018年回落2.2个百分点。这也表明粗放投资托底经济的方式并非当前的政策方向。

3. 稳健的货币政策松紧适度，疏通传导机制、降低实体融资成本

《报告》进一步淡化了M2、社融增长目标。《报告》并未明确给出M2和社融具体增长目标（与上年一致），提出M2和社融增速“要与国内生产总值名义增速相匹配”。2012年至2016年，我国M2和社融同比平均高于名义GDP同比4.15、7.34个百分点。2018年末我国M2和社融增速（分别为8.4%、10.4%）与名义GDP增速相若（9.69%），指向未来

M2 和社融增速仍有上行空间，流动性有望保持合理充裕。这一表述同时也意味着货币政策调控将不再局限于数量型指标，而是兼顾数量和价格两方面。

着力缓解企业融资难融资贵问题。《报告》明确提出，“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放，降低贷款成本”，“降低实际利率水平”，缓解企业融资“难”和“贵”两方面的问题，明确提出“今年国有大型商业银行小微企业贷款要增长30%以上”的目标，并将“加大对中小银行定向降准力度”以支持民营和小微企业贷款。未来央行可能会继续通过降准、TMLF 以及适时下调公开市场操作利率等操作，改善企业融资状况。

4. 政策取向：弱化“三去”政策，强调市场化、创新、开放

《报告》响应去年末的中央经济工作会议，再度明确供给侧结构性改革“巩固、增强、提升、畅通”的八字方针，即巩固“三去一补一降”成果、增强微观主体活力、提升产业链水平、畅通国民经济循环。在此“八字方针”下：

“三去”政策逐步弱化。《报告》中并没有再着重强调“三去”政策，而是更加强调要“精准发力”，提出防范化解中高风险要强化底线思维，在坚持结构性去杠杆的过程中，防范金融市场异常波动，稳妥处理地方政府债务风险。

强调市场化原则。激发市场主体活力和市场化改革分别为 2019 年政府工作任务第二条和第八条。《报告》强调“市场配置资源是最有效的形式”，要“促进公平竞争”，“加快国资国企改革”，尤其是“按照竞争中性原则”，鼓励、支持、引导民营经济发展。

坚持创新引领发展。一方面，要激活企业，促进新旧动能接续转换，推动传统产业改造提升、新兴产业加快发展；另一方面，要激活人才，改革完善人才培养、使用、评价机制，发挥我国人力人才资源丰富的优势。

畅通国民经济内外循环。一方面，促进形成强大的国内市场，持续释放内需潜力。另一方面，推动全方位对外开放，培育国际经济合作和竞争新优势。

5. 房地产：未提棚改目标，推进长效机制建设

《报告》并未提及棚改规划具体目标。商品房库存已经大幅去化，2018 年底商品房库存面积 5.2 亿平方米，较 2016 年初高点下降 29%。年初各地大幅下调棚改目标，今年棚改对房地产销售和投资的支撑将大幅减弱，特别是在三四线城市。

持续推进房地产长效机制建设，稳步推进房地产税立法。在 2018 年中央经济工作会议“房住不炒、因城施策”的基调下，《报告》提出，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。未来一段时间“平稳健康发展”仍是房地产市场的主线。此外，“房地产税立法”从 2018 年的“稳妥推进”，变为 2019 年的“稳步推进”，进程有望加速。

6. 小结

总体来看，2019 年《政府工作报告》强调“坚持不搞‘大水漫灌’式强刺激”，主要将通过减税降费、结构性货币政策工具、市场化改革、科技创新和对外开放应对经济下行压力，推动我国向“高质量发展”的新经济增长模式转型。

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的法律上责任。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。