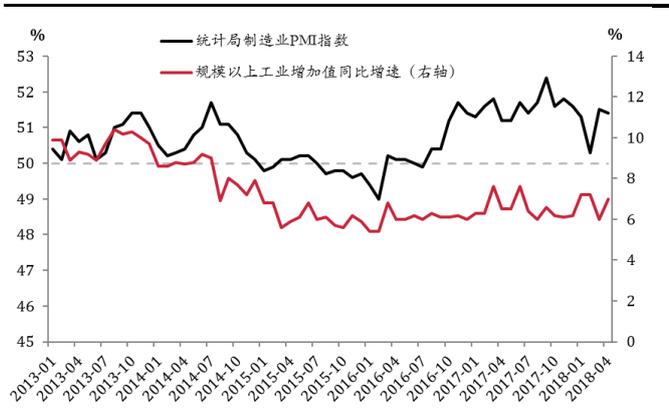


基建投资和消费略逊预期，关注政策微调

- ❖ 国家统计局5月15日发布中国4月份经济数据。规模以上工业增加值增速反弹，房地产投资增速保持强劲。然而，社会消费品零售总额和基建投资增速略逊于预期，这与我们在2018年4月18日发布的报告中（题为“基础设施投资和收入增长令人担忧”）所阐述的主题相呼应。尽管稳健中性的货币政策基调保持不变，但综合分析近期政治局会议、国务院常务会议、央行货币政策报告等释放的政策信号，我们认为货币政策与年初相比显示出边际宽松的迹象，财政政策方面也将更为积极地发力于减税降费、聚力增效，以应对去杠杆、防风险过程中经济出现的下行压力，以及中美经贸对峙对于中国自身经济发展的干扰。
- ❖ **规模以上工业增加值增速反弹。**4月份规模以上工业增加值同比增长7.0%，较3月份的6.0%有所回升。采矿业的增加值增长连续第二个月同比下降（4月为-0.2%，3月为-0.9%），但由于今年首两个月的正增长，1-4月累计录得正增长0.5%。4月份制造业产出增长从1Q18的7.0%加快至7.4%。分行业看，汽车制造业，专用设备制造业，汽车制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业在单月均录得双位数增长。高技术产业和装备制造业继续领跑行业，在4月份分别录得同比增长11.8%和10.3%。电力、热力、燃气及水生产和供应业4月份增长8.8%，自年初累计增长10.3%。总体而言，1-4月规模以上工业增加值同比增长6.9%，高于我们的年度预测值6.6%。

图 1: 4 月份规模以上工业增加值同比增长 7.0%



资料来源：国家统计局、招银国际研究

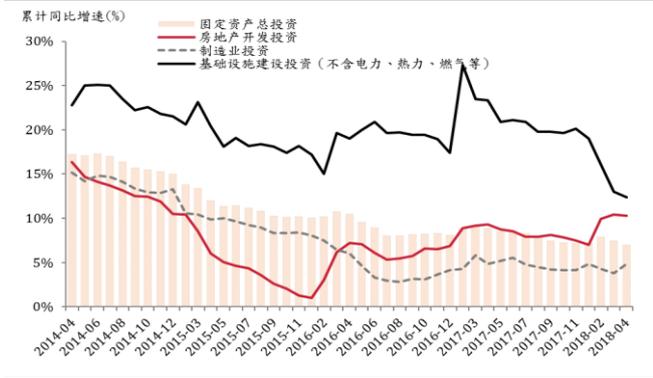
- ❖ **基建投资增速继续下探，制造业投资回升。**1-4月城镇固定资产投资增速收窄至7.0%，一季度为7.5%，并较去年同期下降1.9个百分点。制造业投资1-4月同比增长4.8%，增速较一季度的3.8%明显回升。计算机、通信和其他电子设备制造业是固定资产投资增长最快的行业之一。基建投资（不包括公用事业）仍是最大的担忧，1-4月的增速从一季度的13.0%和2017年的19.0%进一步下降至12.4%。

丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

图 2:制造业投资增速四月出现回升



资料来源：国家统计局、万得数据、招银国际研究

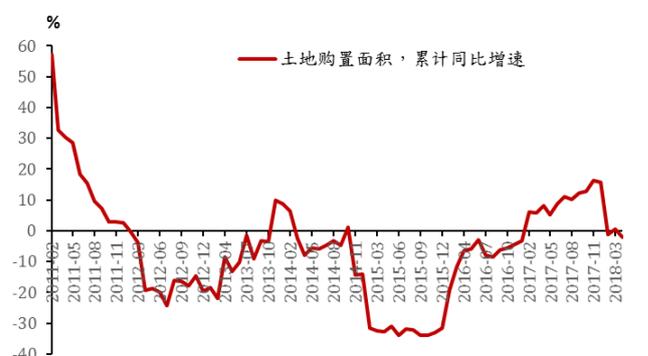
- ❖ **基础设施投资增速未来可能企稳。**基础设施投资增速今年以来明显下降，主要归因于中央加强地方预算执行管理、严控地方政府债务风险，使得地方政府资金来源受到明显约束。各项政策中，财政部去年11月发布的92号文和今年4月发布的23号文影响较大，其中92号文旨在规范PPP项目，23号文则加强地方债全链条管理，要求国有金融企业除了购买地方政府债券外，不得直接或间接为地方政府提供融资。但我们也观察到，最近的财政部和国务院常务会议推出的举措很可能抵消上述政策的负面影响。我们将在下文更详细地讨论。
- ❖ **房地产投资：短期内保持中性判断，长期并不乐观。**自今年初以来，民间固定资产投资增速超过整体投资增速，1-4月录得同比增长8.4%，这主要是由于年初至今超预期的房地产投资增速。在此，我们重申对中国房地产开发投资的短期前景持中性态度，因为去年土地购买增速较快且今年迄今为止商品房销售增速亦保持稳健。然而，长期前景依然令人怀疑。今年1-4月土地购买量同比下降2.1%，而去年全年为同比增长16%。尽管大型开发商逐渐在开拓存量市场中的并购机会，但这种趋势可能更多与行业整合相关，对投资的拉动作用有限。并且，房地产融资收紧也将使未来的投资承压。

图 3: 房地产开发投资增速及商品房销售额增速



资料来源: 国家统计局、万得数据、招银国际研究

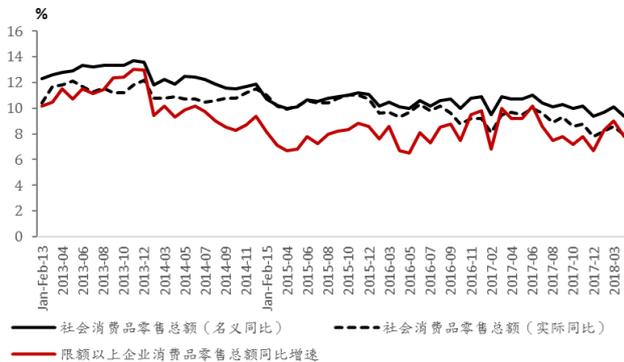
图 4: 土地购置面积 1-4 月同比下降 2.1%



资料来源: 国家统计局、万得数据、招银国际研究

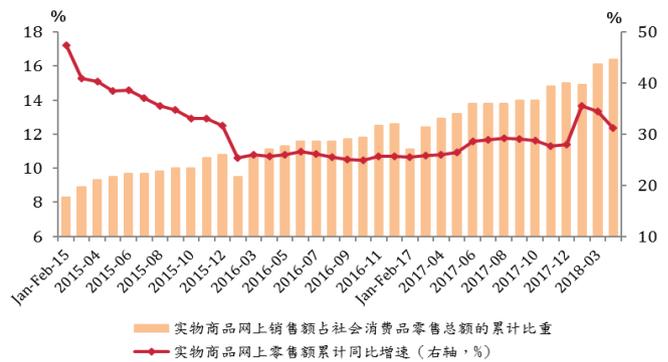
❖ **社会消费品零售总额增速放缓。**正如我们在4月18日的报告中指出的那样，可支配收入增长低于实际GDP增长可能会影响未来几个月的消费增长。4月的消费数据一定程度上验证了我们的观点。4月份社会消费品零售总额同比增长9.4%，比3月下降0.8个百分点，增速再次跌至个位数。4月份限额以上商品零售额同比增长7.8%，比3月下降1.2个百分点。汽车销售增长势头放缓，3月和4月均仅增长3.5%。首四个月，社会消费品零售总额同比增长9.7%，低于全年10.1%的预期。然而，从积极的一面来看，未来可能还将出台一系列鼓励消费的政策，包括降低进口商品价格，刺激内需以及个人所得税改革等，鼓励扩大内需。

图 5: 社会消费品零售总额 4 月份同比增长 9.4%



资料来源: 国家统计局、万得数据、招银国际研究

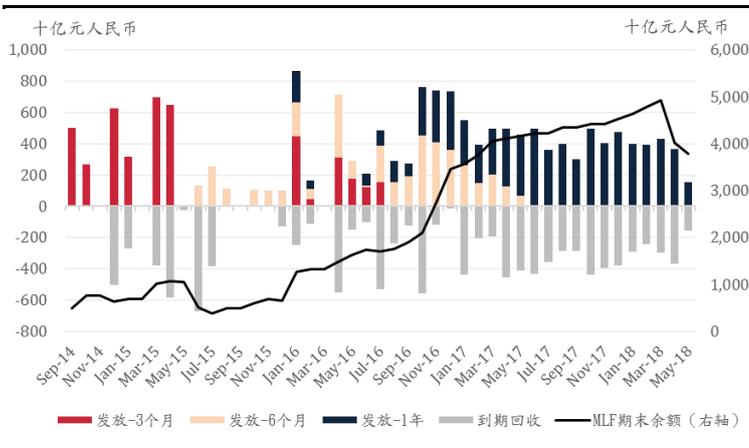
图 6: 网上实物商品销售额 4 月份同比增长 31.2%



资料来源: 国家统计局、万得数据、招银国际研究

宏观政策微调，显示放松迹象

- ❖ **重提“扩大内需”。**尽管稳健中性的货币政策基调保持不变，但综合分析近期政治局会议、国务院常务会议、央行货币政策报告等释放的政策信号，我们认为货币政策与年初相比显示出边际宽松的迹象，财政政策方面也将更为积极地发力于减税降费、聚力增效，以应对去杠杆、防风险过程中经济出现的下行压力，以及中美经贸对峙对于中国自身经济发展的干扰。4月23日政治局会议自2015年以来首次重提“扩大内需”（原文为“把加快结构调整与持续扩大内需结合起来”），我们视为宏观政策边际宽松的重要信号之一。在支持实体经济发展方面，提及要继续“减税降费，降低企业融资、用能和物流成本”。
- ❖ **货币政策显示出边际宽松。**首先是定向降准：4月25日开始，央行下调部分银行准备金率100个基点，将额外释放4000亿元扶持小微企业，同时逐步置换中期借贷便利（MLF）9000亿元，起到优化流动性结构的意图。在本次降准置换之前今年尚有3万亿左右存量MLF到期，**按照置换式降准的思路，我们预计今年还有1次类似规模的降准，可能出现在三季度（8月份或9月份）。**其次，四月底正式出台的资管新规也较预期更为宽松，过渡期较此前的征求意见稿额外延长1.5年，以预防因监管硬着陆带来的风险。

图 7: 4 月 25 日部分金融机构使用降准释放的资金偿还 MLF 9,000 亿元


资料来源：央行、招银国际研究

- ❖ **积极的财政政策将继续发力减税降费。**今年 3 月和 4 月的国务院常务会议分别推出两轮减税措施，降低企业及个人税负。3 月份的措施包括制造业、交通运输、建筑、基础通信服务等行业增值税率调整，上调增值税小规模纳税人标准，对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业的进项税额予以一次性退还等，预计全年将减轻市场主体税负超过 4000 亿元。4 月份推出的 7 项措施，主要针对科技型、创新型企业和个人，预计全年减税 600 多亿元。目前以上对企业的减税措施已陆续实施，个人所得税相关优惠政策政策于 7 月 1 日起实施。“两会”期间政府工作报告提及今年预计减税 8000 多亿元，降费 3000 亿元的目标。按照目前减税 4600 多亿元的进度推算，未来减税降费领域还将有新政策出现，尤其是涉及个人所得税优惠方面。
- ❖ **更多政策稳基建增速。**财政部 4 月 25 日公布《关于加强地方预算执行管理，加快支出进度的通知》（65 号文），旨在提高财政资金运用效率，加快财政支出节奏，推进盘活存量资金，以支持经济发展亟需资金支持的领域。5 月 2 日国务院常务会议，提到将在 16 个地区开展试点，实现工程建设项目审批时间压缩一半以上，明年上半年推向全国。上述两项措施的落实，预计将一定程度上缓冲地方政府债务管理对基建投资带来的负面影响。

图 8: 主要中国经济指标及预测

	2016A	2017A	CMBIS 2018E	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04
实际 GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
规模以上工业增加值 (同比增速, %)	6.0	6.6	6.6	n.a.	7.2	6.0	7.0
城镇固定资产投资 (累计同比增速, %)	8.1	7.2	7.0	n.a.	7.9	7.5	7
社会零售消费品总额 (同比增速, %)	10.4	10.2	10.1	n.a.	9.7	10.1	9.4
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	1.8
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.4
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	6.9	11.1	44.5	-2.7	12.9
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	10.5	36.9	6.3	14.4	21.5
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	372	20.3	33.7	-5.0	28.8
广义货币供应量 M2 (期末同比增速, %)	11.3	8.2	8.6	8.6	8.8	8.2	8.3
新增人民币贷款 (十亿元人民币)	12,650	13,530	13,824	2,900	839	1,121	1,100
社会融资规模增量 (十亿元人民币)	17,710	19,440	20,313	3,060	1,170	1,350	1,600
1年期存款基准利率 (%，期末值)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
1年期贷款基准利率 (%，期末值)	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
USD/CNY 即期汇率 (期末值)	6.95	6.51	6.35	6.29	6.33	6.28	6.33

资料来源：国家统计局、海关总署、中国人民银行、万得数据、招银国际预测

2018年05月16日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

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 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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士。