

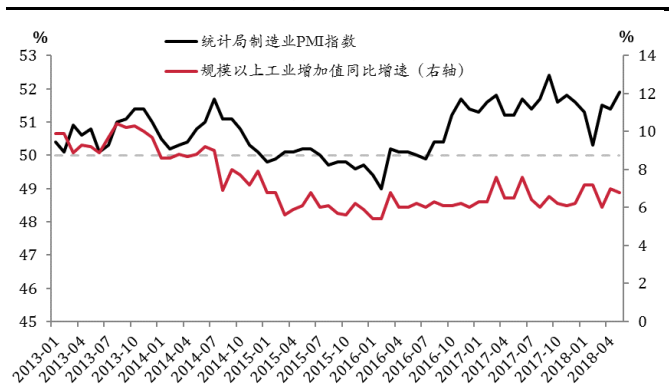
基建投资和消费继续下探，警惕信用风险蔓延

——五月中国经济数据点评



❖ **规模以上工业增加值+6.8%；未来环保督查对产出增速影响不大。**5月份规模以上工业增加值同比增长6.8%，较上月份的7.0%小幅回落。采矿业连续俩月负增长后，录得同比增长3.0%；制造业增速较上月有所回落至6.6%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增幅扩大至12.2%。分行业看，计算机、通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、医药制造业在单月均录得双位数增长。五月末启动新一轮环保督查“回头看”，一定程度会制约相关行业（如钢铁、水泥、化工等）的产出增速，但边际作用预计会弱于往年。此外，由于工业新动能和新产业培育较快（高技术产业和装备制造业继续领跑行业，在5月份分别录得同比增长12.3%和9.4%；新能源汽车、工业机器人产出增速在30%以上）；所以环保督查对整体工业产出的抑制作用预计不大，而更多地将影响大宗商品价格和PPI走势。

图1: 5月份规模以上工业增加值同比增长6.8%



资料来源：国家统计局、招银国际研究

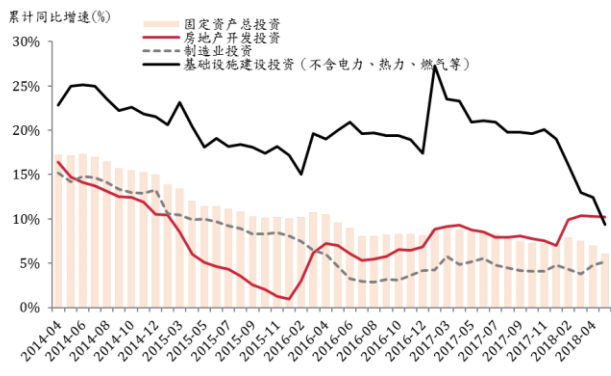
❖ **制造业投资持续回升；基建投资增速加速下探，期待地方债发行高峰。**1-5月城镇固定资产投资增速由1-4月的7.0%进一步收窄至6.1%，并较去年同期下降2.5个百分点。在高科技、新产业加速培育、制造升级的背景下，制造业投资持续回升，1-5月同比增长5.2%（1-4月+4.8%，一季度+3.8%）。计算机、通信和其他电子设备制造业以及专用设备制造业投资均保持两位数增速。基建投资仍是最大的担忧，1-5月的增速加速下滑，较1-4月降低3个百分点至9.4%。可见中央严控地方政府债务风险的各项措施产生的负面影响还在继续发酵，地方政府资金来源受到严重约束。从积极的方面看，财政部和国务院相继于4月底、5月初推出稳基建措施，如加快财政支出、压缩工程审批时间等；另一方面，地方债发行从4月份开始明显提速，5月以来多省审议并通过开启地方债新增债券发行，支持重大项目建设，市场普遍预计6、7月份可能迎来地方债发行高峰。预计以上几方面因素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，支撑全年基建投资增速保持在10%左右。

丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

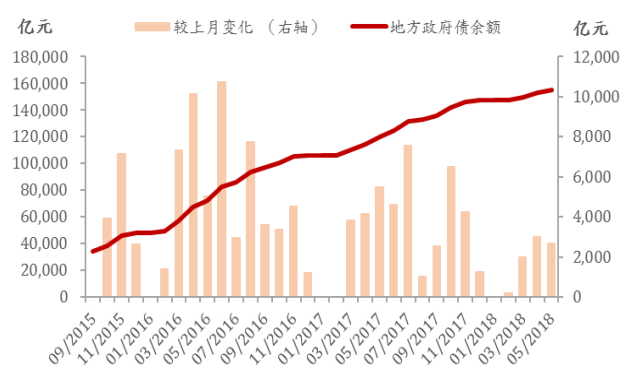
邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

图 2: 基建投资增速加速下滑



资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

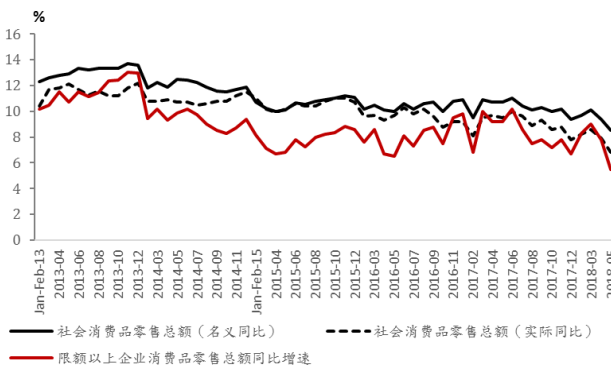
图 3: 今年地方债发行滞后, 4 月开始出现提速



资料来源: Wind、招银国际研究

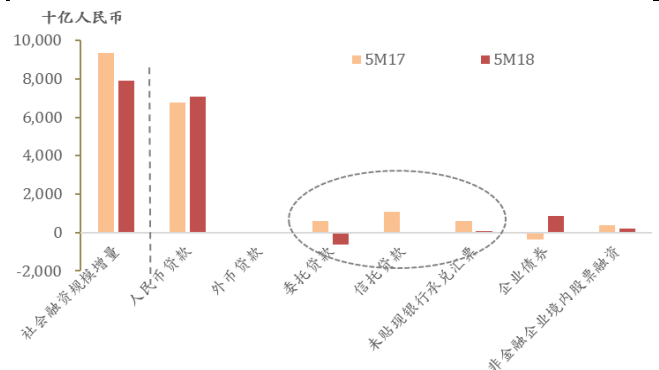
❖ **社会消费品零售总额增速放缓至 8.5%，汽车销售额同比倒退。**5 月份社会消费品零售总额同比增长 8.5%，比 4 月下降 0.9 个百分点，为近年以来首次跌破 9%。限额以上商品零售额同比增长 5.5%，较上月大幅下降 2.3 个百分点。限额以上汽车销售增速自 3、4 月份放缓后，5 月份由正转负，同比倒退 1%，成为拖累当月社会消费品零售总额增长的主要原因之一；其中可能存在消费者观望进口车税费降低政策出台、推迟购买的因素，有待在后续几个月的汽车销售数据中得到验证。另一方面，线上线下的“6.18”购物节加剧了消费数据的季节性，消费者等待打折、推迟购买的心理一定程度上也拉低了 5 月的零售数据表现。整体而言，我们认为今年消费增速将低于去年，一季度可支配收入增长低于实际 GDP 增长是最重要的抑制因素之一。当然未来诸如进口商品关税降低、个税改革等政策的落实会对消费带来一定的正面影响。

图 4: 社会消费品零售总额 5 月份同比增长 8.5%



资料来源: 国家统计局、Wind、招银国际研究

图 5: 5 月份非标融资大幅收缩 4,215 亿元



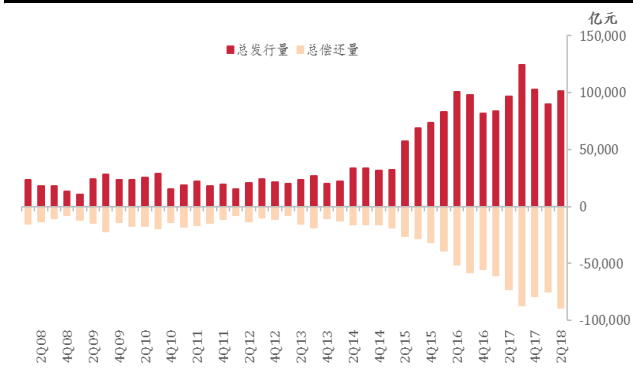
资料来源: 央行、招银国际研究

融资收紧下行业、企业分化，警惕信用风险蔓延

❖ **社融少增，非标大幅压缩，企业债净减少，实体融资进一步承压。**五月份新增社融 7,608 亿元，创 18 个月新低，同比少增 3203 亿元。考虑地方政府债务置换因素，调整后的社融规模存量同比增长 11.6%，增速进一步滑落，体现出实体经济融资环境整体而言较为严峻。五月的社融数据主要体现两个特点：(1) 继 4 月下旬资管新规发布后，非标大幅压缩。委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票净减少 4215 亿，今年首五个月累计净减少 5672 亿元（去年同期净增 2.23 万亿）；(2) 信用风险攀升，企业债券融资转负。信用违约事件频发，市场风险偏好快速下行，负面情绪逐渐传导至信用债发行市场，五月社融数据中，企业债券融资额净减少 434 亿元，为 10 个月来首次转负。

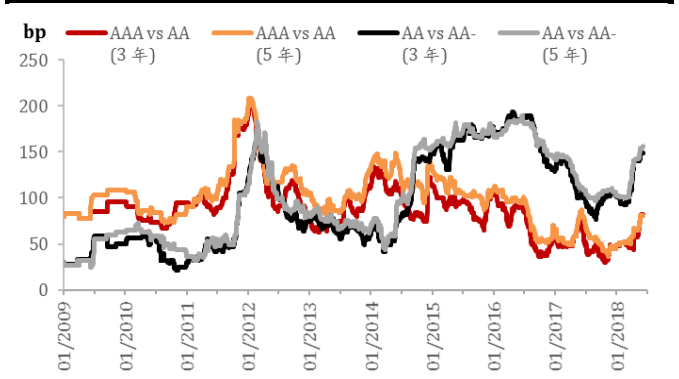
❖ **信用违约频发，但大规模爆发可能性不大；融资收紧下行业、企业分化加剧。**
年初以来，信用违约事件频发，主要原因在于再融资渠道的收紧，叠加企业自身存在现金流差、负债率高、倚赖“借新还旧”、股权结构不清等短板，部分企业甚至存在违法违规经营问题。宏观层面并不存在系统性风险，经济发展仍具有较强的韧劲。所以我们认为未来信用违约事件还会发生，尤其考虑到2015年开始集中发行的企业债陆续面临到期，但大规模蔓延的可能性并不大。当下应更关注融资收紧下行业和企业分化。以往较为倚赖非标渠道融资的行业和企业，受再融资收紧冲击最大。高科技行业、新兴行业受到信贷政策倾斜、股权融资便利性提升等因素助推，有望持续增长。行业内部，现金流强、经营稳健的龙头企业有望提升市场份额。

图 6:今年企业债到期压力大，信用违约事件预计会持续发生



资料来源: Wind、招银国际研究

图 7: 各评级间利差迅速走阔



资料来源: Wind、招银国际研究

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	2018-05
实际GDP (同比增速, %)	6.7	6.9	6.7	n.a.	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	6.8
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	6.1
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	8.5
CPI (同比增速, %)	2.0	1.6	2.3	1.5	2.9	2.1	1.8	1.8
PPI (同比增速, %)	-1.4	6.3	3.2	4.3	3.7	3.1	3.4	4.1
出口 (以美元计, 同比增速, %)	-7.7	7.9	12.0	11.1	44.5	-2.7	12.9	12.6
进口 (以美元计, 同比增速, %)	-5.5	15.9	18.0	36.9	6.3	14.4	21.5	26.0
贸易顺差 (十亿美元)	510	423	349	20.3	33.7	-5.0	28.8	249.2
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	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	1,180	1,150
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	761
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	1.50
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	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	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

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。