



數據沒那麼好，經濟沒那麼差，政策支持細水長流 ——基於近期宏觀數據及政策走向的思考

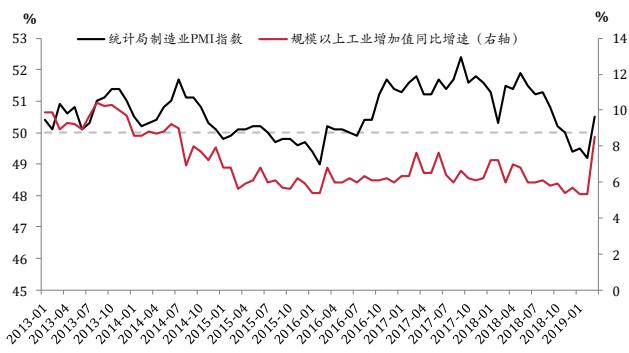


- ❖ **四月份宏觀看點接踵而至。**一季度經濟數據陸續公布，“總體平穩，好於預期”；月末中央政治局召開季度例會，定調下一步宏觀政策的方向。那麼是否如市場所言，“經濟已企穩”，“寬鬆政策宣告結束”？我們對於這樣的觀點和擔憂持保留意見。首先，經濟初顯企穩迹象，但基礎並不牢固，外部擾動風險尚存，仍需“保持定力，攻堅克難”。其次，當前政策著力點在於結構性調整和體制性改革，是長期、多目標、多維度的，並不能用“寬鬆”或“收緊”這樣簡單的詞匯來概括。短期強刺激手段的必要性減少，但促進形成強大的國內市場、推動全方位對外開放，仍需也仍會得到政策的持續支持。
- ❖ **數據沒那麼好。**經濟初顯企穩，主要體現在生產端企穩回升，投資邊際改善，市場信心明顯提升。但是基礎並不牢固。正如政治局會議在肯定一季度成績的同時，也坦誠指出“經濟運行仍然存在不少困難和問題…國內經濟存在下行壓力，這其中既有周期性因素，但更多是結構性、體制性的”。在數據層面體現為總需求疲弱帶來生產領域價格緊縮，消費和零售數據持續低位增長，就業壓力大，企業盈利增速面臨下滑壓力等。據此，我們仍然維持此前的觀點，由於政策傳遞和改革紅利釋放存在一定的滯後性，預計中國經濟仍將低位運行，明顯的改觀可能最早於二季度末和三季度顯現。
- ❖ **政策仍需持續發力——短期“猛藥”讓位於改革開放和結構性政策。**促進形成強大的國內市場，引導產業升級需要長期的政策支持，並非短期強刺激能夠促成。寬財政，促銷費，穩投資政策仍待持續發力。但是從短期維度看，也應警惕部分行業政策較一季度邊際收緊的風險，如房地產。
- ❖ **貨幣政策轉向的可能性不大，更關注居民杠杆。**三月份社融和信貸數據總體超出預期，並伴隨著M2增速回升，非標轉正等正面信號。但細究之下，寬信用的投向值得進一步關注。我們發現，1) 3月份居民短期貸款增加近4,300億，引發市場和監管對於居民杠杆率的擔憂，這部分可能與股市信心復蘇和房地產市場交易回升相關，具體投向值得關注；2)一季度企業中長期貸款增加2.57萬億，同比多增1,600億左右，而企業短期貸款比去年同期增加4,400多億，也就是說，真正細水長流到支持實體的增量資金並不如總量數據顯示得那麼“寬鬆”，從金融到實體的傳導機制和激勵機制仍有待改善。綜上，我們認為貨幣政策進一步放鬆和收緊的可能性都不大，但是會竭力避免走“大水漫灌”的老路，近期監管會著重關注居民加杠杆和房地產泡沫化。由豬肉價格等局部食品行業供給因素推升的CPI應該不會倒逼貨幣政策收緊。
- ❖ **中美談判緩和，但面臨行業競爭加劇、美國大選帶來不確定性等挑戰。**貿易談判進展預計較為順利，雙方目前已開始在技術轉讓、知識產權保護、非關稅措施、服務業、農業、貿易平衡、實施機制等方面起草談判文件。然而正如我們一再提到的，短期氣氛雖緩和，但從中長期的視角看，中國的核心技術發展受制約，市場空間廣闊的行業（如金融、汽車、信息服務業等）提前面臨國際競爭，挑戰不容忽視。另外，隨著美國國內開始陸續啟動2020年大選，中美關係作為重要的變量，容易受到選舉進程的擾動，下半年外部風險亦須警惕。

丁文捷，博士

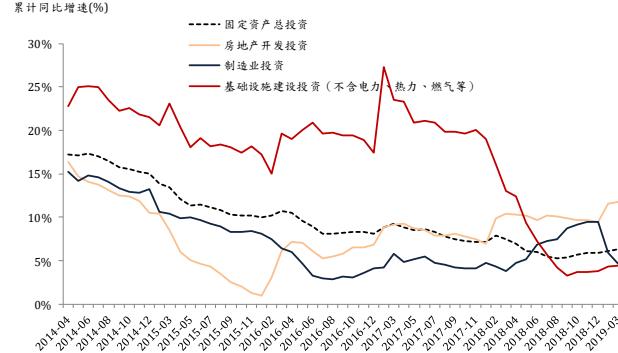
 電話：(852) 3900 0856/
 (86) 755 2367 5597
 郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

圖 1: 製造業 PMI 和工業生產企穩復蘇



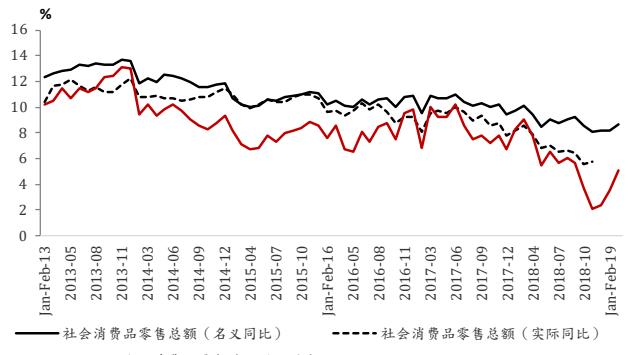
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 2: 固定資產投資邊際企穩



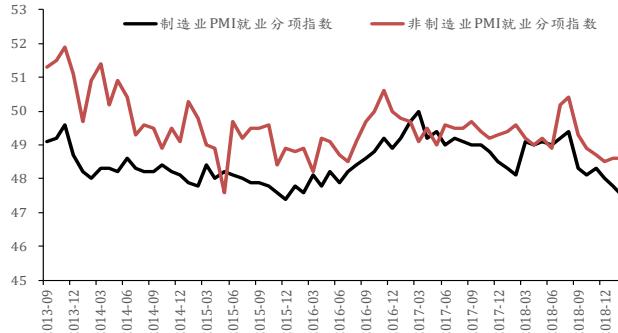
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 3: 消費的企穩略滯後



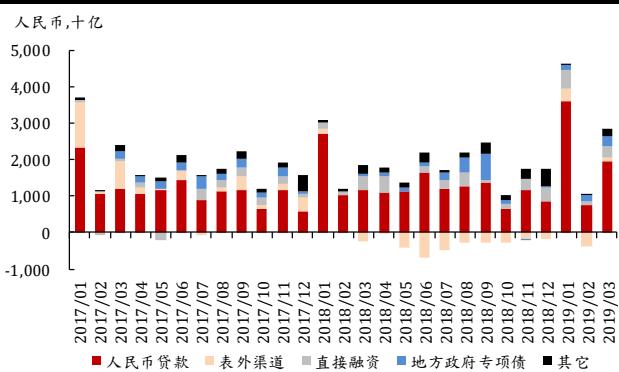
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 4: ...就業的企穩亦滯後



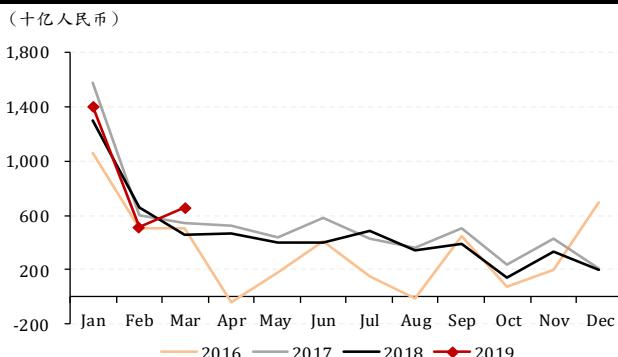
資料來源：國家統計局，萬得，招銀國際證券

圖 5: 3月份社融增量超預期



資料來源：中國人民銀行，招銀國際證券

圖 6: 新增企業中長期貸款：一季度同比多增約 1,600 億元



資料來源：中國人民銀行，招銀國際證券

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) 幾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) 幾沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 幾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 及 46 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。而過去的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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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)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 年證券交易法規則 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。