

宏观经济简评

微刺激见效，但压力仍在

5月份经济数据简评

要点

消费、出口和基础设施相关行业支撑工业生产稳中有升。5月份工业生产同比和环比增速均加快，反映财政支出提速和货币政策定向降准和再贷款的效果。房地产投资大幅下滑，拖累固定资产投资增速维持偏弱。消费增速回升，说明房地产市场疲软并未对消费形成拖累。

房地产投资下行压力大。5月份房地产开发投资增速明显放缓，房地产开发到位资金增速继续下滑，主要受销售继续疲软的拖累。房地产销售通常领先投资半年左右，未来房地产投资下行压力大。

经济增长企稳，短期出台全面降准、降息等大力度的刺激政策的可能性进一步下降。前瞻地看，房地产投资下滑态势明显，仍是拖累下半年经济增速的较大风险点。结合5月份数据，我们维持**2季度GDP同比增速7.4%的判断，下半年经济同比增速在房地产投资放缓和去年高基数的基础上可能小幅下降。**

正文

政策“微刺激”助经济增长企稳。5月份工业增加值同比增速8.8%，较上月小幅回升0.1个百分点，基本符合我们和市场的预期。工业增加值季调后环比增速0.71%，较上月小幅加快（图表1），反映财政支出提速和货币政策定向降准和再贷款的效果。

消费、出口和基础设施相关行业支撑工业生产稳中有升。与消费相关的工业增加值增速普遍回升较多，如医药制造业5月份工业增加值14.9%，较上月明显回升2.9个百分点。农副食品加工业、食品制造业和纺织业也分别回升0.3-1个百分点。5月份出口交货值增速5.2%，尽管较上月回落，但仍高于1季度水平。结合海关出口增速上行态势，出口相关行业对工业生产也形成支持。另外，5月份电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值尽管绝对增速只有4.6%，但较4月回升幅度较为显著，达到1.2个百分点，反映基础设施投资加快的带动。

固定资产投资维持弱势主要受房地产投资增速大幅下滑拖累。5月份固定资产投资累计同比17.2%，较上月回落0.1个百分点，基本符合我们和市场的预期。用PPI消胀后5月份当月实际同比增速18.4%，较上月回落0.4个百分点。季调后环比增速1.32%，较上月小幅放缓，固定资产投资动能总体偏弱。

分析员

彭文生

SAC 执业证书编号: S0080511010001
wensheng.peng@cicc.com.cn

分析员

赵扬

SAC 执业证书编号: S0080513070005
yang.zhao@cicc.com.cn

分析员

刘博

SAC 执业证书编号: S0080511030006
bob.liu@cicc.com.cn

近期研究报告

- 货币条件改善 (2014.06.12)
- 基数推动 CPI 通胀率反弹 (2014.06.10)
- 对央行定向降准的评论 (2014.06.10)
- 中国弱进口，美国强就业 (2014.06.09)
- 中国加大放松，美国加速复苏 (2014.06.03)
- 欧央行可能实施一揽子宽松措施 (2014.06.02)



- ▶ 房地产开发投资增速 14.7%，当月同比 10.4%，较上月显著回落 5.1 个百分点（图表 2）。1-5 月房地产销售面积累计同比增速 -7.8%，较上月继续回落。1-5 月房地产开发企业到位资金同比增长 3.6%，较上月回落 0.9 个百分点。其中定金及预收款下降 8.4%，反映房地产销售疲软拖累房地产企业开发资金。房地产销售通常领先房地产开发投资半年左右，未来房地产投资增速下行压力仍大（图表 3）。
- ▶ 制造业投资 14.2%，当月同比 11.9%，较上月回落 3.3 个百分点（图表 2）。显示尽管当前利率水平回落，货币条件改善，但在 5 月份尚未传导至制造业投资部门。反映今年以来 PPI 维持同比、环比负增长对制造业企业投资的拖累。
- ▶ 基础设施投资增速 23%，当月同比 27.8%，较上月大幅回升 7 个百分点（图表 2）。这主要受三方面因素提振，一是总体政策支持，4 月初国务院常务会议深化铁路投融资体制改革，加快铁路建设。4 月底国务院鼓励民间资本参与基础设施投资，有助于扩大基建投资资金来源；二是 5 月份财政支出增速显著加快，当月财政盈余大幅缩小；三是货币当局定向降准和再贷款的支持。基础设施投资增速大幅上行部分对冲了房地产投资增速的下滑，但尚不足以推升整体固定资产投资增速回升。

消费增速回升，未受到房地产市场疲软的拖累。5 月份社会消费品零售总额同比增速 12.5%，高于市场预期的 12.1%，略低于我们预期的 12.7%。季调后环比增速 1.16%，较上月 0.82% 显著回升，反映消费增长动能较强。

消费分品种看，与房地产相关消费增速下滑，如家具消费增速下滑 0.4 个百分点，文化办公用品消费增速下滑 4.2 个百分点。而其他消费如粮油食品、饮料烟酒、化妆品、日用品等绝对增速和升幅均保持较快。消费增速上行，显示房地产销售下滑对总体消费没有显著拖累作用。

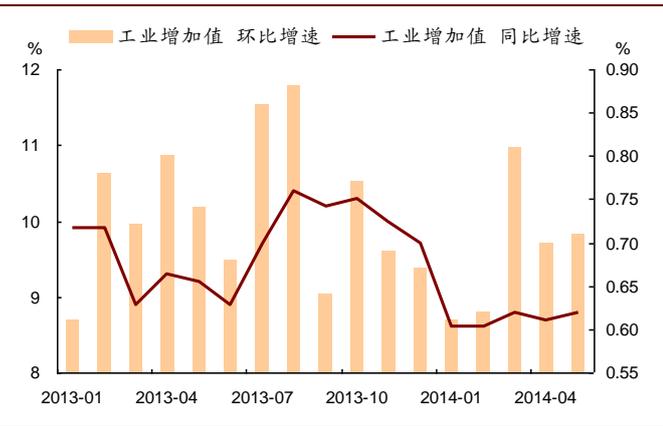
5 月份限额以上餐饮收入同比增速 6.2%，尽管仍弱于 11% 的全部餐饮消费增速，但限额以上餐饮增速回升幅度较强，达到 0.9 个百分点。**这印证了我们关于反腐对消费增速的影响主要是一次性冲击的判断：反腐所造成的去年消费的低基数，有利于今年消费同比增速回升。**

当前经济增长企稳，短期出台全面降准、降息等大力度的刺激政策的可能性进一步下降。全面的政策放松需要看到更坏的经济数据。政策放松将以定向宽松为主，预计未来的定向宽松措施可能包括定向降准、再贷款，定向财政投放以及有针对性的宏观审慎检审监管框架的放松。

前瞻地看，房地产投资增速的下滑态势明显，仍是拖累下半年经济增速的较大风险因素。**我们维持 2 季度 GDP 同比增速 7.4% 的判断，下半年 GDP 同比增速在房地产投资放缓和去年高基数的基础上可能小幅下降。**

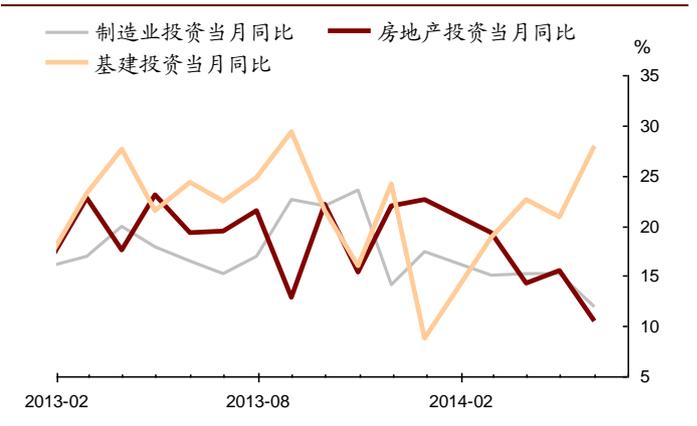


图表 1: 工业生产增速企稳



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 2: 房地产和制造业投资明显下滑, 基础设施投资增速大幅上升



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 3: 房地产销售领先开发投资增速半年左右



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 4: 消费增长动能较强



资料来源: Wind, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19（5）条、38条、47条以及49条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V131013

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼3层
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

