

下半年经济走稳

2014年6月16日

报告要点

- ❖ **工业略有改善。**5月工业增加值同比增长8.8%，较4月提高0.1个百分点，符合我们和市场的预期。环比看，5月工业增加值较4月提高0.71%，略低于近年历史同期；折年环比增速由4月8.7%提升至8.9%。国内消费和出口需求改善支撑工业增速微升。
- ❖ **内需回落趋缓。**1-5月投资增长17.2%，单月投资增长16.9%，符合预期，投资增长小幅放缓。其中地产投资增速快速下行至14.7%，并且拖累产业链上的制造业投资增速放缓至14.2%，另一方面逆周期基建投资提速，使得整体投资不至于出现断崖式下跌，预计全年投资增速稳定在17.4%左右。5月社消零售额同增12.5%，超市市场预期。其中，餐饮消费持续改善，通胀回升带动必需品消费回暖，经济趋稳拉动石油制品类消费回升；而住房相关产品消费依旧弱势，汽车消费大幅回落。预计未来商品消费难改弱势，全年零售增速在12%左右。
- ❖ **出口暖意渐浓。**5月出口增长7%，低于我们预期的8%，高于市场预期的6.3%；进口增长-1.6%，低于我们和市场的预期，贸易顺差359.22亿美元。未来，预期出口延续复苏，进口恢复正增长，二季度外贸增速由一季度的-1%反弹至6%以上。
- ❖ **货币回升超预期。**5月M2增长13.4%，新增贷款8708亿。货币信贷超预期。货币政策微调导致货币增速持续回升。5月流动性继续向宽松方向改善，金融市场利率短期将趋稳。我们认为货币政策取向不会改变，短期央行采取全面降准和降息的可能性不大，政策下一步的重点在于降低融资成本。6月信贷可能有所上升，预计增长9000亿左右，考虑到去年同期基数较低，M2增速可能继续回升，预计增长13.5%左右。
- ❖ **下半年经济走稳。**政策效果渐显，5月份政策落实加快，货币信贷增长回升，财政政策开始发力，政策对于地产的快速下降起到了一定的对冲效果。外需改善和政策效果显现将继续对冲地产下降的负面影响，我们认为政策将根据经济调整的情况而调整，维持经济的相对稳定，因此，下半年地产对经济的负面影响将会为出口和政策所对冲。预期下半年经济走稳，二季度经济可能略有回落，而下半年经济将不会持续回落，而是开始走稳。我们预计，二季度GDP增速将由一季度的7.4%回落至7.3%，下半年经济增长大约为7.4%，全年GDP增长7.4%。

中信证券研究部宏观经济预测 (%)

	2010	2011	2012	2013	2014F			
GDP	10.4	9.2	7.7	7.7	7.4			
CPI	3.3	5.4	2.6	2.7	2.3			
PPI	5.5	6.0	-1.7	-1.9	-1.1			
全社会固定资产投资	23.8	23.8	20.3	19.2	17.4			
社会消费品零售	18.3	17.1	14.3	13.1	12.0			
出口	31.3	20.3	7.9	7.8	8.0			
进口	38.8	24.9	5.3	7.3	7.8			
利率(1年期存款)	2.75	3.50	3.00	3.00	3.00			
汇率(RMB/USD)	6.62	6.30	6.28	6.10	6.10			
	2013 1Q	2013 2Q	2013 3Q	2013 4Q	2014 1Q	2014 2Q (F)	2014 3Q (F)	2014 4Q (F)
GDP	7.7	7.5	7.8	7.7	7.4	7.3	7.3	7.5
CPI	2.4	2.3	2.8	2.9	2.3	2.3	2.2	2.4

资料来源：国家统计局，中信证券研究部预测



中信证券研究部

诸建芳

电话：010-60838756

邮件：zhujf@citics.com

执业证书编号：S1010510120003

孙稳存

电话：010-60838015

邮件：sunwc@citics.com

执业证书编号：S1010510120052

董利

电话：010-60838405

邮件：dongli@citics.com

执业证书编号：S1010511080001

吴玉立

电话：010-60838230

邮件：wuyli@citics.com

执业证书编号：S1010511080003

刘霖林

电话：010-60838023

邮件：liull@citics.com

执业证书编号：S1010511080002

郭廓

电话：010-60836734

邮件：guokuo@citics.com

执业证书编号：S1010513080006

联系人：笪笑竹

电话：010-60836721

邮件：daxiaozhu@citics.com

相关研究

1. 《2014年一季度中国宏观经济回顾与展望—微刺激将使经济趋稳》2014-04
2. 《2014年二季度中国经济与政策分析—柳暗花明》2014-04
3. 《2014年3月“两会”专题—新思路，新增长》2014-03
4. 《国企改革深度解析之宏观篇—号角吹响》2014-02

目录

工业生产略有改善	1
终端需求回升促使总需求企稳	3
基建对冲地产	3
消费小幅回暖	4
出口暖意渐浓	5
翘尾和食品价格共同导致 CPI 上升	6
货币信贷超预期	7
政策效果渐显，经济走势趋稳	9

插图目录

图 1: 工业增速微升	1
图 2: 消费和出口需求改善支撑工业增速回升	1
图 3: 投资四部分走势情况	3
图 4: 5 月零售增长超预期	4
图 5: 居民消费升级主要体现在服务消费（以北京居民为例）	5
图 6: 北京居民服务消费增速快于消费整体增速	5
图 7: 中国对欧美出口平稳增长	6
图 8: 中国高新技术和机电产品出口增速转正	6
图 9: CPI 和食品价格季调环比年化	7
图 10: 5-6 月 CPI 翘尾因素最高	7
图 11: 各月新增贷款	8
图 12: 各季度 GDP 增速	10

表格目录

表 1: 分行业工业和投资变化	2
表 2: 主要产品增幅变动情况（单月同比增长）	2
表 3: 贷款结构	8

工业生产略有改善

5月工业增加值同比增长8.8%，较上月提高0.1个百分点，符合我们和市场的预期。环比看，5月工业增加值较4月提高0.71%，略低于近年历史同期；折年环比增速由4月8.7%提升至8.9%，提高0.2个百分点。消费和出口需求改善支撑工业增速微升。

图1：工业增速微升

(%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

需求改善促使工业增速微升。从三大需求增长看，受地产行业拖累投资增速持续放缓，而出口需求和消费需求有所改善。此外，4月产销率为97.8%，产销率略高于历史同期均值水平；虽然5月产销率较4月有所下降，但降幅显著低于历史同期。数据显示，市场供需状况有所改善，这也有助于当前工业增速的回升。

图2：消费和出口需求改善支撑工业增速回升

(%，百分点)



资料来源：Wind，中信证券研究部

大部分行业增速改善。从国家统计局公布数据看，三类工业行业中，除采矿业增速较上月略有下降，制造业、电力燃气和公用事业等两类行业生产增速呈现不同程度提升。分行业看，已公布的16个中仅专用设备、电气机械、计算机通信设备、橡胶和塑料等4个行业生产增速较4月有所下降，其他行业增速均呈不同程度上升，尤其是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、汽车制造业、医药制造业、化学原料及化学制品行业等增速提升显著。其中，涨幅最大的铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业主要受政策推动；电气机械、计算机通信设备制造业生产增速下降，这可能是由于企业对未来出口需求不乐观，加之行业库存水平也较高，导致企业主动降低生产增速；专用设备生产增速下降主要是去年同期高基数原因。

表 1: 分行业工业和投资变化 (%, 百分点)

	工业增速			固定资产投资增速		
	3月	4月	变化	2013年 1-3月	2014年 1-4月	变化
总体增速	8.7	8.8	0.1	17.3	17.2	-0.1
采矿业	4.5	4.3	-0.2	6.9	7.4	0.5
制造业	9.8	9.9	0.1	15.2	14.2	-1.0
电力热力燃气和水	3.4	4.6	1.2	14.1	17.0	2.9
农副食品加工业	8.6	9.6	1.0	20.7	19.4	-1.3
食品制造业	7.9	8.3	0.4	21.1	22.0	0.9
纺织业	7.4	7.7	0.3	14.4	14.6	0.2
化学原料和化学制品制造业	9.1	10.8	1.7	13.2	10.0	-3.2
医药制造业	12.0	14.9	2.9	15.8	14.6	-1.2
橡胶和塑料制品业	9.1	8.7	-0.4	18.8	17.0	-1.8
非金属矿物制品业	10.0	10.0	0.0	14.6	13.6	-1.0
黑色金属冶炼和压延加工业	7.2	7.4	0.2	-6.7	-12.8	-6.1
有色金属冶炼和压延加工业	14.1	14.2	0.1	10.8	8.7	-2.1
金属制品业	11.9	12.2	0.3	18.6	20.7	2.1
通用设备制造业	8.8	10.0	1.2	18.7	17.4	-1.3
专用设备制造业	7.4	4.0	-3.4	12.9	12.9	0.0
汽车制造业	11.5	13.4	1.9	11.3	12.9	1.6
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	11.6	14.1	2.5	14.4	16.0	1.6
电气机械和器材制造业	11.2	8.9	-2.3	15.7	17.1	1.4
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.4	9.9	-1.5	15.1	12.8	-2.3
电力、热力生产和供应业	2.5	3.5	1.0	13.5	17.9	4.4

资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

表 2: 主要产品增幅变动情况 (单月同比增长) (%, 百分点)

指标名称	单位	4月	5月	增速变化
布	亿米	3.1	0.9	-2.2
硫酸	万吨	0.3	0.3	0
氢氧化钠(烧碱)	万吨	5	8.7	3.7
乙烯	万吨	6.7	4.1	-2.6
化学纤维	万吨	8.6	5.9	-2.7
水泥	万吨	3.9	3.2	-0.7
平板玻璃	万重量箱	6.8	6.4	-0.4
生铁	万吨	-0.8	0.2	1
粗钢	万吨	2.1	2.6	0.5
钢材	万吨	5.4	6.1	0.7
十种有色金属	万吨	4.3	3.6	-0.7
氧化铝	万吨	6	6.1	0.1
金属切削机床	万台	4.7	7.9	3.2
汽车	万辆	7.9	12.2	4.3
轿车	万辆	3.4	12.7	9.3
发电设备	万千瓦	9.6	-7.3	-16.9
微型电子计算机	万台	5.9	12.6	6.7
移动通信基站设备	万台	14.5	9.5	-5
集成电路	亿块	15	10.3	-4.7
焦炭	万吨	-3.2	-3.1	0.1
发电量	亿千瓦时	4.4	5.9	1.5
火电	亿千瓦时	2	3.9	1.9
水电	亿千瓦时	21	9.2	-11.8
原油加工量	万吨	3.8	3.5	-0.3
天然原油	万吨	-0.4	0.2	0.6
天然气	亿立方米	3.3	8.2	4.9

资料来源: 国家统计局, 中信证券研究部

终端需求回升促使总需求企稳

基建对冲地产

1-5月城镇固定资产投资完成15.4万亿元，同比增长17.2%，比1-4月小幅回落0.1个百分点，基本符合我们的预期。其中5月单月投资增长16.9%，比4月小幅反弹0.2个百分点。今年以来，受地产行业及其产业链的拖累，整体投资增长保持逐月下行的态势，只不过由于基建投资的加快，整体投资才没有出现断崖式下跌。预计二季度投资增长整体仍将维持弱势格局。

地产投资仍未见底。1-5月房地产开发投资同比增长14.7%，增速比1-4月回落1.7个百分点，单月增速已经回落至10.5%左右，地产回落速度有所加快。从销售和土地购置情况看，地产销售格局未见改善，1-5月商品房销售面积同比下降7.8%，降幅比1-4月份扩大0.9个百分点，土地购置面积同比下降5.7%，降幅略有收窄。因此，当前地产企业经营活动仍处放缓进程中，企业杠杆率继续下行，目前地产投资难言见底，预计开发投资将继续回落至10%左右。

基建投资继续提速。1-5月基建投资增长23.1%，比1-4月大幅提高2.1个百分点。三大行业中，电力热力投资增长17%，交运仓储投资增长21.9%，水利与环境投资增长27.2%，均较前4个月有明显的回升。事实上，在地产投资趋势性下滑的背景下，基建投资依然是稳投资最有效的手段。5月财政支出中，交运相关支出增速已经达到82%的近几年最高水平，预计后续银行等层面的资金投入还将继续加大，全年基建投资增速将至少提升至25%以上。

制造业投资意外放缓。1-5月制造业投资增长14.2%，增速比1-4月回落1个百分点。制造业投资在15%左右企稳两个月后，继续下行，与此前已经好转的PMI指数走势相悖。我们认为，由于地产行业仍处于下降通道，经济复苏动能不强，企业信心的恢复并不能马上体现在需求领域。以钢铁为代表的黑色金属制造业投资负增长12.8%，表明制造业压缩产能的步伐还在加快，再叠加地产产业链的负面影响，上游制造业投资继续受限。预计随着出口的好转，制造业投资将在三季度呈现底部趋稳的格局，全年增长16%左右。

基建对冲地产影响，全年投资稳定在17.4%左右。目前地产投资下行的态势已经非常明确，根据销售新开工和开发投资的量化关系判断，地产开发投资将回落至10%左右，这将对整体投资增长带来显著压力。另一方面，逆周期的基建投资将继续提速，抵御地产投资下滑带来的负面影响。预计二三季度投资增长将整体位于17%左右，四季度略有回升，全年增长17.4%，基本达到年初设定的目标。

图3：投资四部分走势情况（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

消费小幅回暖

零售增速超预期。5月，社消零售总额为21260亿元，同比名义增长12.5%，高于我们和市场预期的12.1%，相较于4月的11.9%有所回升；实际增长10.7%，增速较4月的10.9%略有回落。新渠道表现持续亮眼，1-5月，限额以上单位网上零售额同比增长53.2%，远高于同期社消零售额12.1%的增速。**分结构看，餐饮消费持续改善，通胀回升带动必需品消费回暖，经济趋稳拉动石油制品类消费回升；而住房相关产品消费依旧弱势，汽车消费大幅回落。**

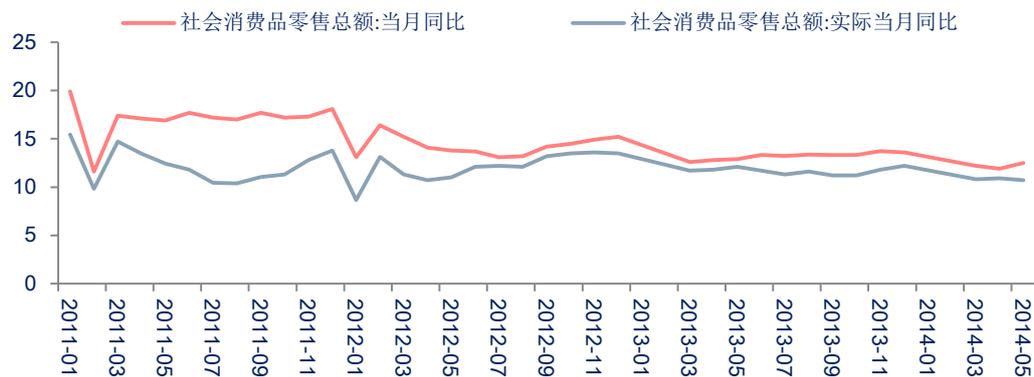
餐饮消费持续改善。在低基数效应的推动下，年初以来餐饮消费呈现逐月改善的态势。5月餐饮消费同比增长11%，增速较4月的10.7%小幅回升；偏高档餐饮消费改善幅度更为明显，5月限上企业餐饮收入同比增长6.2%，增速较上月提升0.9个百分点。

物价回升带动必需品消费回暖，经济趋稳拉动石油制品类消费回升。5月食品价格快速上涨，预计商品零售价格也有所回升，这带动了必需品消费回暖。5月食品类消费同比增长13.7%，增速较上月提升1.8个百分点；同期日用品消费同比增速为12.3%，较4月提升1.6个百分点。同时，在各项“以长带短”的稳增长政策推动下，5月各项经济指标有企稳迹象，这拉动了石油制品类消费回升，5月石油制品类消费同比增速由上月的8%回升至10.7%。

住房相关消费维持弱势，汽车消费大幅回落。受地产销售大幅下滑拖累，年初以来住房相关消费增速明显下台阶。5月家电消费同比增长6.6%，连续两个月呈现个位数的增长；家具和建筑装潢类消费也维持了前期的弱势，同期家具消费同比增长15.1%、建筑装潢类消费同比增长16.8%，均与上月基本持平。在高基数及销售回落的背景下，汽车消费难以延续前期的高增长，5月汽车类消费增速由4月的12.3%大幅回落至7.6%。

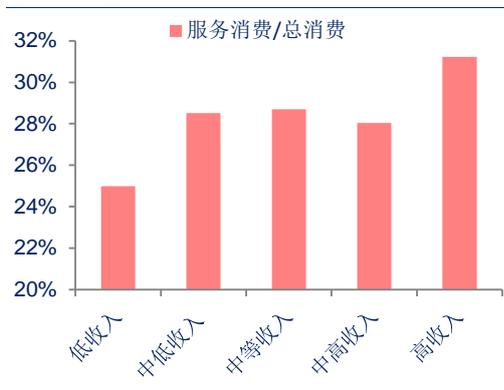
预计全年消费增速在12%左右。5月零售增速小幅回暖，但考虑到地产产业链仍将继续走弱，经济有望企稳但难有大幅反弹，以及通胀回落对必需品消费的抑制，预计商品消费乏力的态势将贯穿全年，全年消费增速在12%左右。预计今年的增长亮点仍在服务消费，目前我国正处恩格尔系数由36%下降至31%的过程中，居民消费升级主要体现在服务消费。以北京居民为例，2014年1-4月北京居民服务消费同比增速为10.5%，高于同期消费整体增速8.6%。同时放开行业管制的改革举措有助于消除服务业的供给瓶颈，有助于居民服务消费的释放。

图4：5月零售增长超预期（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图 5: 居民消费升级主要体现在服务消费 (以北京居民为例)



资料来源: 北京市统计局, 中信证券研究部

图 6: 北京居民服务消费增速快于消费整体增速 (%)



资料来源: 北京市统计局, 中信证券研究部

出口暖意渐浓

出口暖意渐浓, 进口低于预期。5月, 出口增速由4月的0.9%回升至7%, 低于我们预期的8%, 高于市场一致预期的6.3%; 进口增速由4月的0.8%回落至-1.6%, 低于我们预期的5.5%和市场一致预期的5.8%。贸易顺差扩张至359.22亿美元。

对欧美出口平稳增长, 对东盟出口好于金砖。5月, 对美国和欧盟出口平稳增长, 同比增速分别为6.3%和13.4%。4、5两个月结合来看, 对美、欧出口环比月均增速分为10.9%和9.7%, 复苏力度显著强于危机以来同期平均水平(分别为5.6和4.8%)。向前看, 基数下行, 外需上行, 政策托底, 预计对欧美出口将持续改善, 并带动总体出口温和复苏。受日本消费增税影响, 对日出口环比降幅由4月的-4.5%进一步扩大至-7.5%。对中国香港和中国台湾出口增速分别为-0.8%和14.7%, 贸易监管保持强度, 对港台出口增速仍处于相对低位。对东盟和金砖出口增速分别为9.1%和0.5%, 未来新兴经济体对总体出口的支撑力度仍将维持弱势, 分地区看, 对东盟出口好于金砖。

高新技术和机电产品出口增速转正。5月机电出口由-2.4%进一步回升至6.6%, 高新技术产品出口由-10.9%进一步回升至4.8%。高新技术和机电产品需求弹性高, 出口增速与欧美PMI高度相关, 领先1个季度的相关系数达到0.77X。我们看好欧美经济复苏对全球贸易和产业链的带动作用, 预计2014年机电产品出口增速将逐步回升至10%以上。

受益于前期人民币汇率调整(实际有效汇率下行)和海外终端需求复苏, 中国劳动力密集型产品出口得到支撑。5月, 劳动密集型产品出口增长7.9%, 大致与上月增速持平。下半年, 考虑到三季度基数显著抬升, 以及汇率等价格型竞争因素的调整, 劳动密集型产品出口增速料将回落。

内需偏弱、贸易监管强度不减导致进口负增长。2013年, 监管部门重点打击出口项下虚假贸易, 而2014年, 针对进口项下(尤其是大宗商品)虚假贸易的监管力度增强, 加之短期人民币贬值对“铜融”等热钱流入带动的进口增长形成打击, 在年初进口高速增长后, 近三个月进口增速持续处于低位。此外, 5月主要进口商品累计增速普遍呈现量价齐跌的状态, 反映内需依旧偏弱。

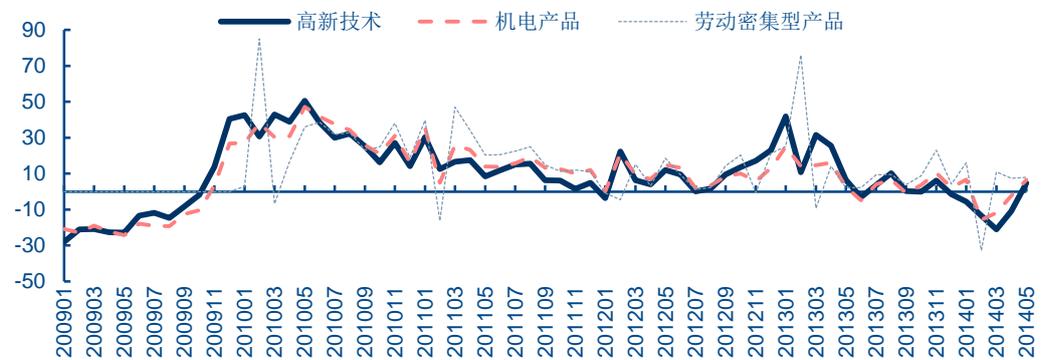
二季度外贸增速反弹。出口方面, 5月海关公布的出口先导指标已经连续三个月提升, 较4月上升0.4个百分点至42.3; 汇丰PMI新出口订单反弹至枯荣线上方(52.7%); 加之欧美PMI均处于扩张区间, 上述领先指标预示出口将延续回暖趋势。进口方面, 近期以长带短的托底政策密集出台, 经济暂时回稳, 进口需求将随之企稳, 加之基数大幅回落, 预计6月进口将恢复正增长区间。预计二季度外贸增速由一季度的-1%反弹至6%以上。

图7：中国对欧美出口平稳增长（%）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

图8：中国高新技术和机电产品出口增速转正（%）



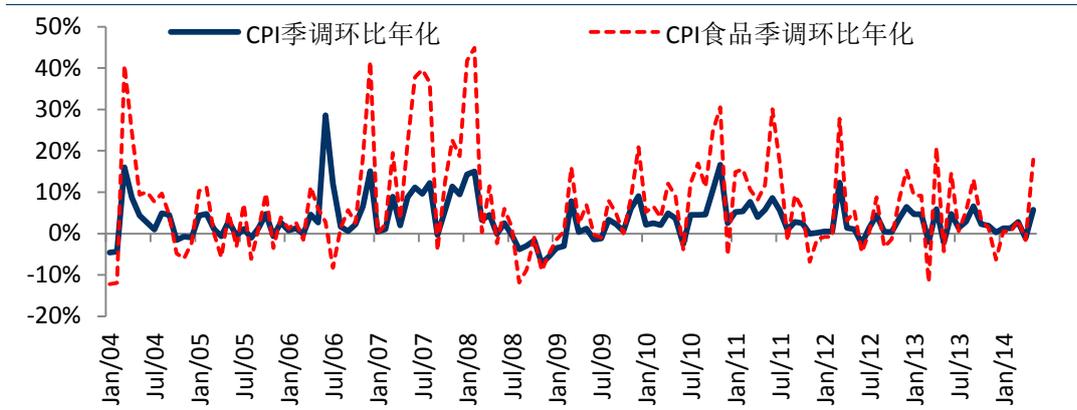
资料来源：CEIC，中信证券研究部

翘尾和食品价格共同导致 CPI 上升

CPI 及 PPI 略超预期。5 月 CPI 同比上涨 2.5%，略高于我们和市场预期的 2.4%，环比 0.1%；PPI 同比-1.4%，略高于我们预期的-1.5%，和市场预期的-1.6%，环比为-0.1%。

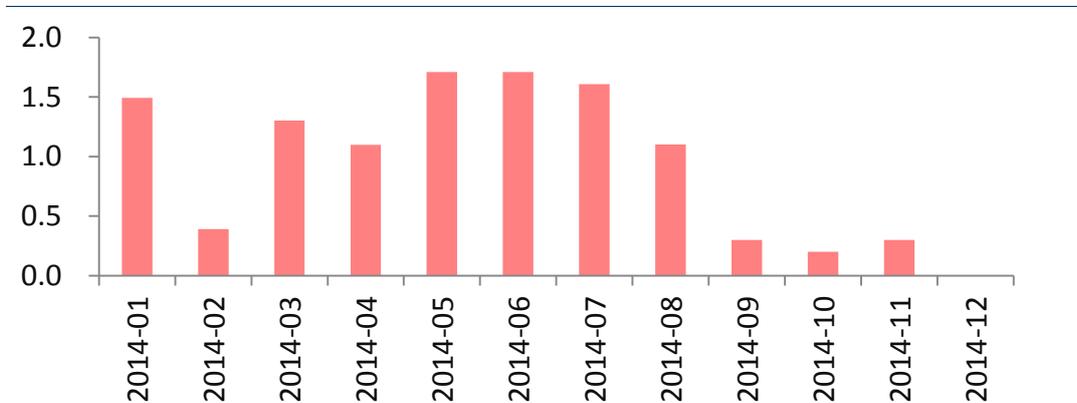
翘尾和食品价格共同导致 CPI 上升。5 月 CPI 翘尾因素从 4 月的 1.1% 上升至 1.7%，上升 0.6 个百分点，这是导致 CPI 同比上升的主要因素；5 月食品价格出现了一定的反季节上升，这主要是由于猪肉价格和禽蛋价格上升所致。剔除季节因素，CPI 和食品价格环比分别上升 0.46% 和 1.40%，考虑食品在 CPI 中的比重，食品价格反季节上升是 CPI 环比反季节上升的主要因素。5 月 PPI 环比-0.1%，连续 5 个月环比为负，PPI 同比降幅收窄主要是翘尾因素回升了 0.7 个百分点。

图 9: CPI 和食品价格季调环比年化 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部预测

图 10: 5-6 月 CPI 翘尾因素最高 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部预测

PPI 降幅收窄表明工业短期走稳。PPI 环比降幅连续两个月收窄, 这表明短期工业出现了走稳的迹象。3 月开始, 政府出台了一系列稳增长的措施, 对内需的下滑起到了一定的缓解作用; 与此同时, 出口逐步改善, 工业产品需求开始走稳。内外因素的共同影响促使工业短期走稳, 这表现在其产品价格上则是降幅收窄。

6 月消费物价指数将基本稳定, 二季度物价估计为 2.3%。由于猪肉价格等因素的影响, 6 月食品价格不会出现明显的季节性下降, 而非食品价格, 特别是公共产品价格将有所上调, 这将导致 6 月 CPI 环比略有上升, 预计上升 0.1%, 6 月 CPI 同比基本稳定, 我们预计为 2.5% 左右。生产资料价格短期企稳, 预计 6 月 PPI 环比为 0, 考虑到低基数, 6 月 PPI 同比将有所回升, 预计为 -0.8% 左右。我们估计二季度 CPI 大约为 2.3%, PPI 为 -1.3%。

货币信贷超预期

货币信贷超预期。5 月 M2 增长 13.4%, 高于市场预期的 13.1%, 基本符合我们预期的 13.3%, 5 月新增贷款 8708 亿元, 基本符合我们预期的 8500 亿元和明显高于市场预期的 7500 亿元。5 月社会融资总量 1.40 万亿元, 表内融资比重持续上升, 即信贷和债券融资总和高于去年同期, 而表外融资比重下降, 新增外币贷款和信托贷款出现了较大幅度的减少。

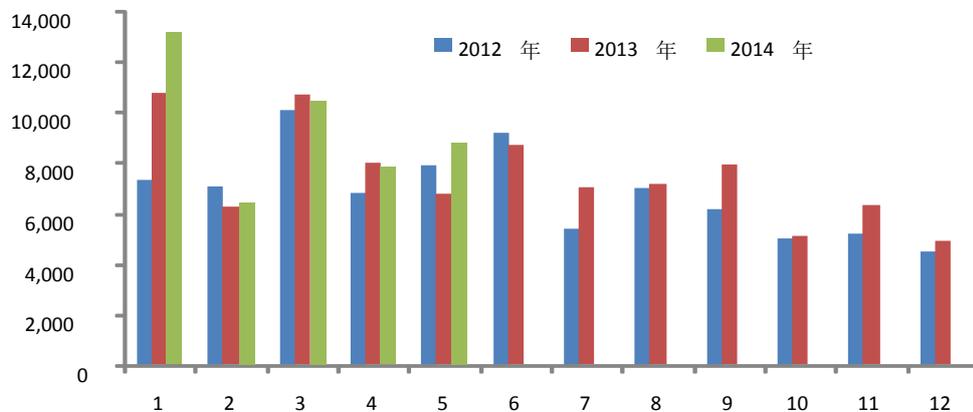
货币政策微调导致货币增速持续回升。近期政府出台了一系列稳增长的政策，包括再贷款和促使银行加大对住房抵押贷款的支持等一系列措施。这些政策的实施，一方面增加了流动性的提供，为货币增长提供了条件，另一方面，通过窗口指导，加大银行的贷款投放，使货币政策的传导更加顺畅。5月的这些调整，使货币增速得以继续回升。

货币回升预示经济将走稳。5月货币（包括M2，M1）增速提高，信贷出现较大的提高；另外居民存款增加不多，而企业存款明显增加，这表明经济交易活动企稳，同时资金从居民流向企业，这表明经济循环开始有所改善。这表明未来投资将逐步企稳，从而促使经济逐步走稳。

5月流动性继续向宽松方向改善，金融市场利率短期将趋稳。5月银行间市场同业拆借月加权平均利率为2.56%，比上月低0.16个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为2.56%，比上月低0.13个百分点。这表明5月流动性继续改善。我们预计6月初流动性继续改善，而下半年金融市场利率下降幅度减少，将逐步趋稳。

货币政策重点在于降低融资成本。5月货币信贷超预期回升，经济活动趋稳，物价有所上升，同时6月16日将开始新的定向降准。我们认为货币政策取向不会改变，短期央行采取全面降准和降息的可能性不大，政策下一步的重点在于降低融资成本。而降低融资成本的主要措施包括两个方面：一方面完善货币传导机制，使金融市场利率的降低传导至实体经济，政策措施包括规范影子银行，同时“开正门，堵邪门”，可以减少金融体系内部过度加价的问题；另一方面完善银行考核机制和逆周期审慎监管的参数，激励银行主动降低实体经济的利率水平。6月信贷可能有所上升，预计增长9000亿左右，考虑到去年同期基数较低，M2增速可能继续回升，预计增长13.5%左右。

图 11：各月新增贷款（亿元）



资料来源：CEIC，中信证券研究部

表 3：贷款结构（亿元）

	新增中长期贷款	新增票据融资	新增短期贷款	新增贷款
2012-01	3510	80	3891	7381
2012-02	2109	1106	3892	7107
2012-03	2701	1389	6010	10100
2012-04	1893	2407	1302	6818
2012-05	2698	2320	2662	7932
2012-06	4169	340	4689	9198
2012-07	2100	1526	1614	5401
2012-08	2860	1314	2669	7035
2012-09	2868	-2169	5181	6232
2012-10	2836	-732	2772	5052
2012-11	1484	-369	3900	5229

	新增中长期贷款	新增票据融资	新增短期贷款	新增贷款
2012-12	818	-1911	5580	4543
2013-01	5781	-335	4966	10700
2013-02	4209	181	1644	6200
2013-03	4248	1183	5013	10600
2013-04	4061	1687	1942	7929
2013-05	3747	844	1909	6674
2013-06	3854	-767	5384	8605
2013-07	4382	-1038	3400	6999
2013-08	4220	-125	2943	7113
2013-09	4298	-1527	3472	7870
2013-10	2975	-706	2662	5061
2013-11	2676	191	3204	6246
2013-12	3834	-484	1449	4825
2014-01	8165	-828	5386	13200
2014-02	4143	-336	2417	6445
2014-03	5181	408	4537	10500
2014-04	5135	860	1474	7747
2014-05	5500	1545	1663	8708

资料来源：CEIC，中信证券研究部

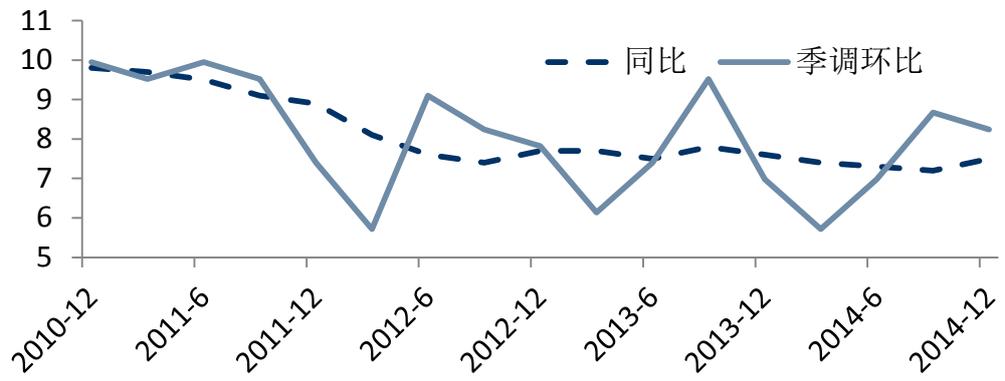
政策效果渐显，经济走势趋稳

政策效果渐显。5月份政策落实加快，货币信贷增长回升。财政政策开始发力，5月财政支出大幅度提高，交运相关支出增速已经达到82%的近几年最高水平。在政策的影响下，基建快速提升，1-5月基建投资增长23.1%，比1-4月大幅提高2.1个百分点。政策对于地产的快速下降起到了一定的对冲效果。

外需改善和政策效果显现将对冲地产下降的负面影响。房地产的调整并未结束，房地产投资仍将进一步下降，这对经济构成下降的压力。与此同时，5月份开始政策的落实力度开始加大，政策效果略有显现，未来政策还将进一步落实，效果将更加明显；同时外需仍将继续改善，出口将有望继续回升。我们认为政策将根据经济调整的情况而调整，维持经济的相对稳定，因此，下半年地产对经济的负面影响将会为出口和政策所对冲。

下半年经济走稳。经济下降的趋势已经有所缓和，二季度经济可能略有回落，而下半年经济将不会持续回落，而是开始走稳。我们预计，二季度GDP增速将由一季度的7.4%回落至7.3%，经济下滑的趋势可能在下半年逐步缓解和扭转，下半年经济增长大约为7.4%，全年GDP增长7.4%。

图 12: 各季度 GDP 增速 (%)



资料来源: CEIC, 中信证券研究部预测 (2014年2季度及之后数据为预测值)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。