

2015-05-14

实体经济依旧疲弱，政策加码可期

——2015年4月经济金融数据点

事件:

中国人民银行13日发布了4月金融数据:4月份我国社会融资规模增量为1.05万亿元,分别比上月和去年同期减少1881亿元和4488亿元;4月末我国广义货币M2余额为128.08万亿元,同比增长10.1%,增速分别比上月末和去年同期低1.5%和3.1%;4月份我国人民币贷款增加7079亿元,同比多增1855亿元。同日,国家统计局公布了最新经济数据,4月份社会消费品零售总额增长10%,略低于上月10.2%的增速,工业增加值增速为5.9%,4月固定资产投资同比增长9.4%,低于上月13%,1-4月固定资产投资同比增长12%,增速比1-3月份回落1.5%。

解读:

一、实体融资需求疲弱，社会融资增速持续下滑，贷款投放速度放缓且结构变差，M2增速创历史新低

4月新增社会融资1.05万亿,余额同比增速由上月12.7%下降至12.2%,这一方面反映了127号文对表外融资的监管,另一方面更反映了实体经济融资需求的低迷。从结构上看,贷款和债券股票融资几乎构成了全部社会融资增量,4月新增贷款8045亿,债券融资和股票融资新增合计2148亿,同比和环比均有所反弹;而实体经济融资需求差叠加非标监管对表外融资产生了持续的抑制,表外非标融资连续两个月新增几乎为零。

实体经济融资需求低迷导致4月贷款投放明显弱于季节性,4月贷款投放比例为2011年以来最低。从结构上来看,中长期贷款的需求有所减弱,表现为新增中长期贷款同比和环比均有所下滑,且中长期贷款占比较前月也有所下滑;另一方面,统计局公布的固定资产投资资金来源也可以看到中长期贷款需求的减弱。但是中长期贷款中,居民中长期贷款环比小幅下滑的主要原因是一季度地产销售不好带来的滞后影响,3月以来地产销售的复苏将对后续居民中长期贷款提供一定的支撑。

由于社会融资中贷款和非标的减少引起货币派生减少,4月M2由上月11.6%进一步跌至10.1%,增速创历史新低;另一方面,去年央行给国开行投放的PSL造成

结论:

- 社会融资增速持续下滑，贷款结构恶化，显示实体经济依旧疲弱
- 地产投资增速巨幅下滑拖累经济，需求仍低迷
- 政策将继续放松以减缓经济下跌的速度，预计二季度经济无明显改善迹象

去年同期 M2 异常上升了 1.1，其产生的高基数也是 4 月 M2 降幅的原因之一。

二、房地产持续弱勢导致投资快速下行，经济走弱拖累消费，需求依然低迷

1-4 月全国完成固定资产投资 12 万亿元，同比增长 12%，增速比一季度回落 1.5%，其中 4 月房地产、基建和制造业三项投资同比和环比增速均明显下行，使得当月整体投资增速降至了 2003 年以来的最低水平。具体来看：4 月固定资产投资增速 9.4%，其中基建投资增速 16%，制造业投资增速 9%，而房地产投资增速仅为 0.5%，较上月下滑了 6.0%，因此房地产持续疲弱是拖累整体投资和其他两分项投资的主要原因。而房地产投资下滑如此巨大，其原因一是前期土地购置其购置款滞后购置行为，二是 2013 年下半年房屋新开工达到高峰而当前正是该批房地产竣工高峰，因此施工面积增速下降。尽管在地产政策带动下，房地产销售连续 15 个月负增长之后终于转正至 6.8%，这也带来了新开工面积的低位企稳以及房地产投资资金来源的小幅改善，但是在高库存的背景下，销售明显好转也未能带来库存去化周期的显著改善，库销比依然还未下降到阈值以下，开工增速也难以明显回升。由于地产投资的拖累因素仍然存在，即使房地产销售改善，投资增速也将难以有所起色。基建投资方面，由于土地销售的疲弱，政府收入受到制约，稳增长政策有心无力，虽然 PPP、产业基金等新的融资渠道在大力推广，但尚未成型，所以短期内基建投资资金仍主要来自于财政收入，基建将随着财政收

入的投放节奏而呈现脉冲式变化。制造业投资方面，内外需低迷制约企业投资意愿，去年下半年以来盈利的大幅恶化以及需求的持续疲弱，使得制造业投资继续弱势的可能性较大。

从消费端来看，经济走弱拖累了消费，4月社会零售总额同比增速10%，较上月下滑0.2%，主要原因一是居民收入增速的放缓，二是居民消费意愿降低。而消费中的亮点在于房地产相关产业链的反弹，随着3、4月地产销售的复苏，地产相关产业链，如家具、建筑装潢全面反弹，后续随着地产销售的持续改善，其相关产业链会对消费提供一定的支撑。此外，代表新兴行业的计算机通信器材类的消费持续高速增长。

供给方面，4月工业增加值同比和环比均较上月均小幅改善，传统旺季和政府稳增长措施是工业稳定的主要原因，体现在对此更敏感的大型国企生产改善，而对需求更敏感的下游中小企业生产仍然恶化。我们预计在传统旺季效应和中央持续的稳增长政策下，工业增加值的企稳和改善还将有所延续，但目前这种改善缺乏足够的强度和持续性，关键的需求仍然非常疲弱，因此预计二季度工业产出大概率将位于很低的水平，对该季GDP同比增速造成拖累。

三、货币政策的放松还将在进程当中，财政政策将加快投放节奏

迫于经济下行压力，近期央行相继采取了降息降准措施，近日三部委也联合公布地方债务置换方案，这些举措边际上对经济有一定的正面影响，但地产对经济的桎梏日益严重且短期未能解决，面对如此疲弱的经济数据和金融数据，预计短期货币政策的放松还将在进程当中，包括继续降准降息以降低实体融资成本、地方政府债务置换可能腾挪近万亿信贷额度，同时在中央督促稳增长背景下，财政政策或将加快投放节奏，地方政府的不作为或有缓解。对于二季度经济，政策支撑叠加大宗价格止跌带来的补库存，将在边际上减缓经济下跌的速度，但是同比增速将持平或略低于一季度。

图 1：社会融资与表外融资增速连续创新低

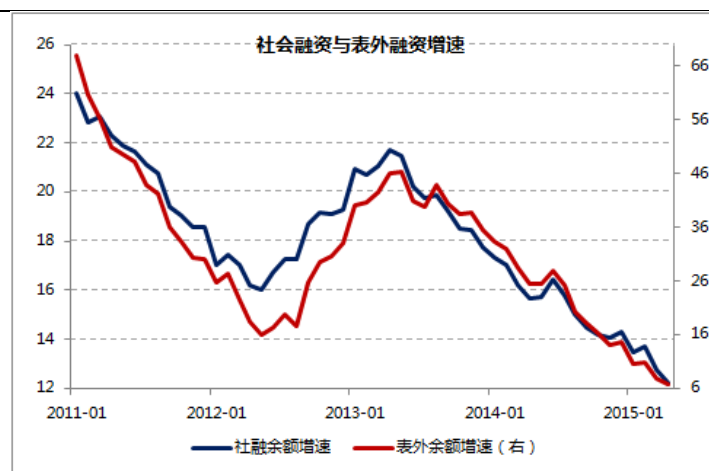


图 2：贷款和债券股票融资几乎构成全部社融

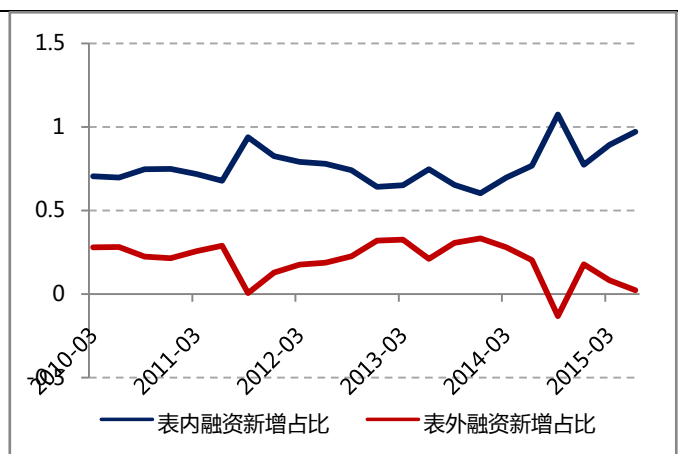


图 3：贷款季节性（今年按 10.5 万亿估算）

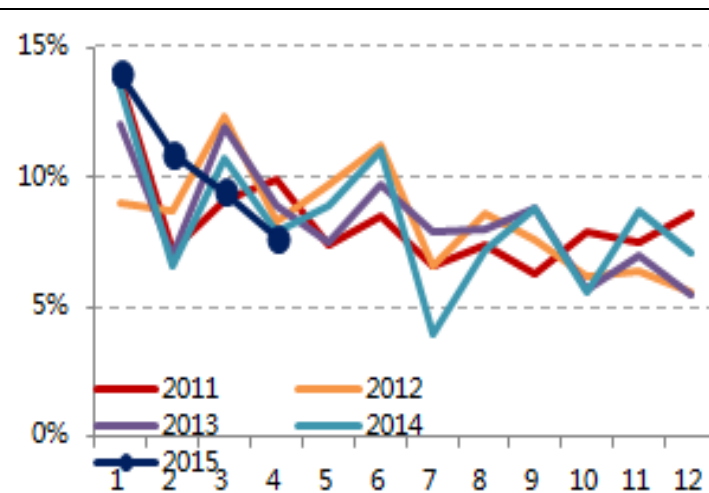


图 4：中长期贷款占全部贷款的比例

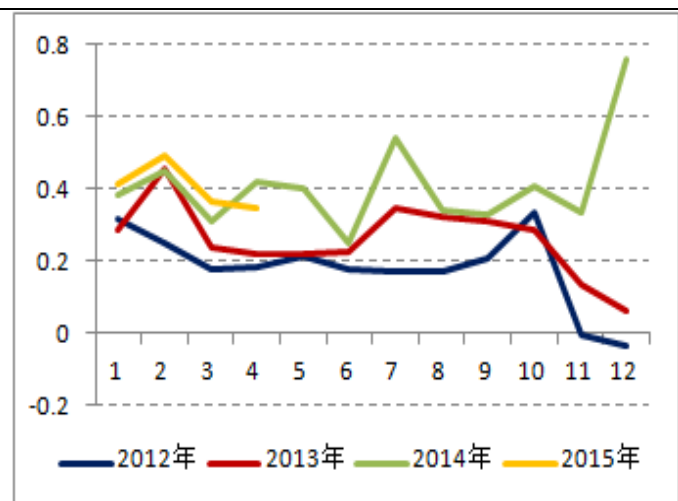


图 5：三项当月投资

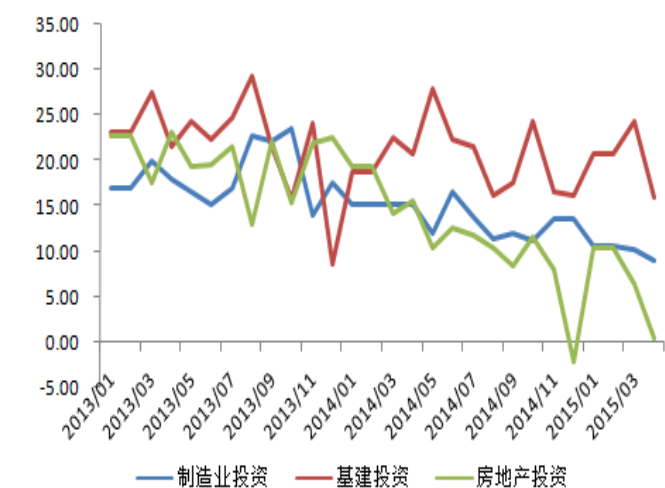


图 6：房地产销售



图 7: 房地产投资资金来源

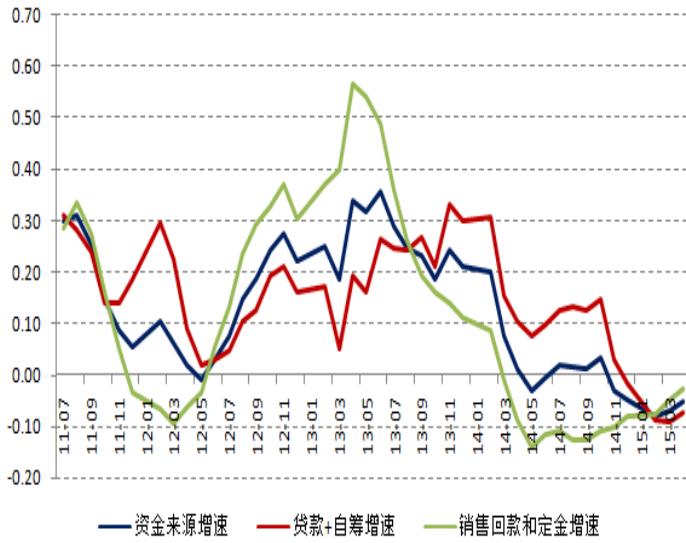


图 8: 13 大重点城市库存比

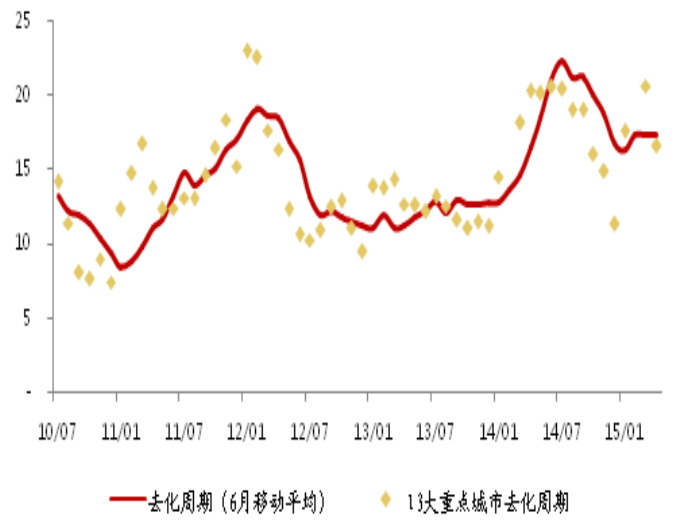


图 9: 分行业零售

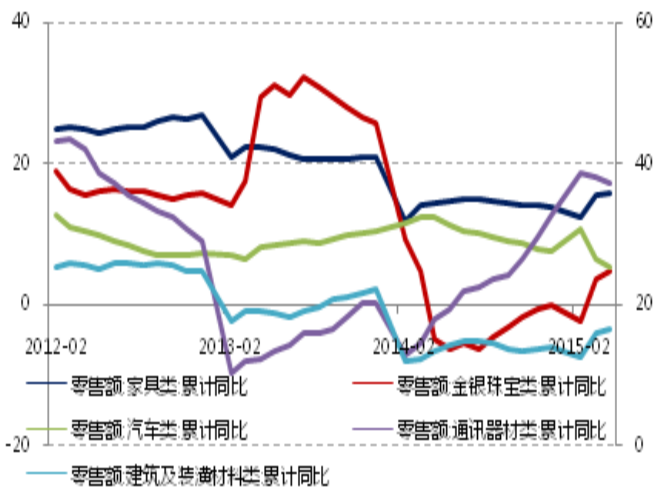
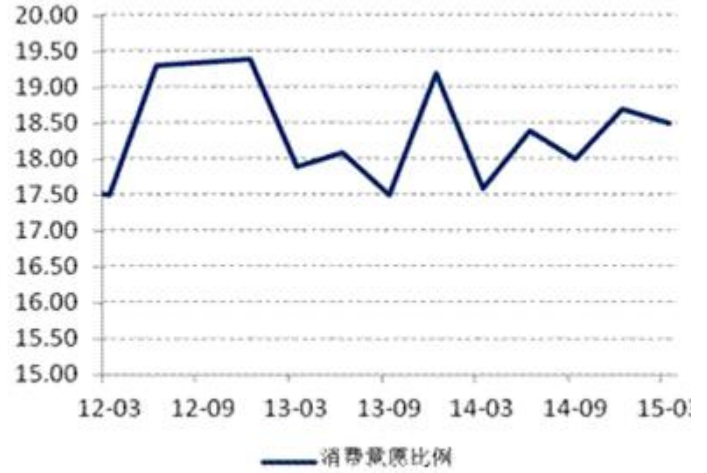


图 10: 央行调查消费意愿比例



重要提示:

本材料为客户服务材料，不构成任何投资建议或承诺，本材料并非基金宣传推介材料，亦不构成任何法律文件。投资有风险，过往业绩并不代表其未来表现，基金管理人管理的其他基金的业绩不构成新基金业绩表现的保证，有关数据仅供参考，不构成任何承诺。投资者投资工银瑞信基金管理有限公司管理的的产品时，应认真阅读相关法律文件。

工银瑞信在本材料中的所有观点仅代表工银瑞信在本材料成文时的观点，工银瑞信有权对其进行调整。若本材料转载第三方报告或资料，转载内容仅代表该第三方观点，并不代表工银瑞信的立场。除非另有明确说明，本材料的版权为工银瑞信所有。未经工银瑞信的书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、复制或修改。

公司地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦A座6-9层

邮政编码：100033

客服热线：400-811-9999（免长途费）

公司网址：www.icbccs.com.cn