

2015-09-14

经济增长仍疲弱，稳增长发力推动短期经济企稳概率在加大

——2015年8月经济金融数据点评

**事件：**

中国人民银行8月金融数据：8月份新增人民币贷款8096亿；M2(广义货币)增速为13.3%，基本和上月持平；当月社会融资额新增1.08万亿，出现时点性回升。国家统计局公布了最新经济数据，8月规模以上工业增加值同比6.1%，社会消费品零售总额同比10.8%，1-8月城镇固定资产投资同比10.9%，1-8月全国房地产开发投资61063亿，同比名义增长3.5%，1-8月商品房销售额48042亿元，增长15.3%。

**解读：**

**一、8月实体经济数据印证经济增长动能依然疲弱，投资仍是经济下行的最主要拖累。**8月工业增加值同比增长6.1%，在去年低基数的情况下仅较前月6.0%微幅提升，低于我们和市场预期的6.5%，显示国内经济增长弱势未见改善(图1)。分总需求的构成看，首先，外需弱势平稳增长。8月出口同比增长-5.5%，增速较前月略有回升。考虑到去年7月至9月、11和12月的出口数据可能受虚假贸易推高基数影响，同时结合工业出口交货值同比增速的表现看，我们认为，今年二季度以来，出口增速保持相对平稳，总体维持同比略微负增长的态势(图2)。其次，消费增长也相对平稳。8月社会消费品零售总额同比增长10.8%，较前月略微回升0.3个百分点。最后，投资疲弱仍是经济增长的最大拖累项。8月固定资产投资增速同比增长9.1%，较前月9.9%进一步回落。与此同时，8月PPI同比增长-5.9%，同比跌幅较前月进一步扩大，这意味着工业企业仍将面临高实际利率困扰，企业存货投资难见改善(图3)。

**8月稳增长政策已经发力，但发力幅度难以对冲地产单月负增长。**分固定资产投资构成看，地产投资继续下行是导致投资不振的最主要因素(图4)。8月制造业投资同比增长7%，与前月6.9%略微持平；基建投资同比增长17.9%，较前月15.7%小幅回升；地产投资同比增长-1.1%，较前月2.9%进一步下滑。

结论:

- 8月实体经济数据印证经济增长动能依然疲弱。稳增长政策发力幅度难以对冲地产单月负增长，最终令投资成为拖累经济下行的最主要因素
- 稳增长政策发力推动经济短期企稳的概率正在加大，但环比改善幅度应当有限。维持货币政策中性偏松、财政政策进入实质性积极的判断不变

二、展望未来几个月，预计稳增长政策发力推动经济短期企稳的概率正在加大。

首先，制约投资增长的资金瓶颈有望得到缓解。近期政府明确了地方政府债务置换规模，同时还出台了资本金比例调降政策，这些均有助于改善基建投资的资金来源。如果考虑政府债务的增加，8月广义社会融资总量（社会融资总量与政府债务之和）同比增速继续较前月略微提升（图5）。不仅如此，从8月社会融资数据的委托信托贷款的表现看，最近两月委托信托贷款同比多增量较之前明显改善，显示表外信贷对实体经济的拖累也在缓解（图6）。

其次，地产销售增速仍维持相对高位，可能会对四季度地产投资起到短期的支撑作用。8月地产销售面积继续维持在14.7%的相对高位，但与地产投资相关的数据表现却依旧低迷——地产新开工面积同比-16.7%，跌幅较前月-21.3%略微收窄；竣工面积同比跌幅较前月明显扩大，由之前的-7.9%扩大到-25.5%；施工面积同比增速也由前月的-21.9%小幅扩大到-25.1%；地产投资同比增速再次出现负增长（图7）。在地产投资大拐点已经形成的情况下，我们对地产新开工投资的前景并不乐观。但考虑到地产销售维持相对高位还是能够对在建和竣工环节的地产投资有所支撑，所以我们预计四季度地产投资可能会出现短期企稳。

再次，工业增速放缓与发电量反弹的背离，很可能表明第三产业（非金融）增长势头依然平稳。8月发电量同比增长3.9%，但工业增速却依然乏力（图8）。我们推测，发电量的好转很可能主要由第三产业（非金

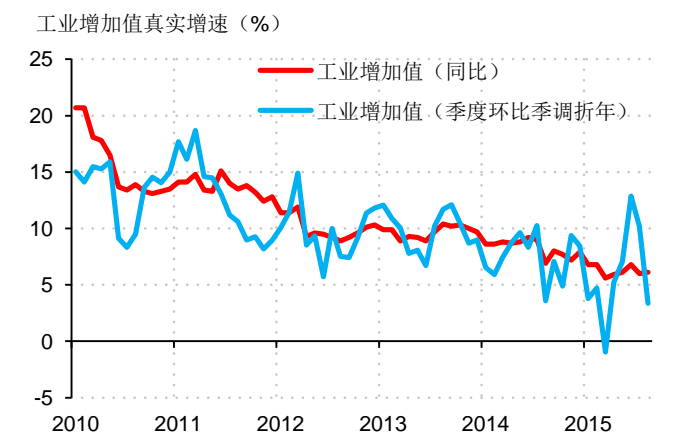
融)贡献。这意味着第三产业(非金融)对经济增长的稳定仍将边际提振作用。

最后,8月实体经济增长受停工限产影响,这一外生因素解除之后,经济增长动能有望边际改善。

不过,考虑到经济增长处于下行探底过程之中这一宏观大背景未变、稳增长政策仍大概率维持“托而不举”、同时股市大幅调整以及棚改货币化等对实体经济增长改善依然构成制约,预计未来一段时期经济增长环比改善的幅度应当有限。我们预计,货币政策将维持中性偏松的主基调,降准降息以及定向宽松等政策出台仍是大概率事件,与此同时财政政策也将逐步进入实质性积极。

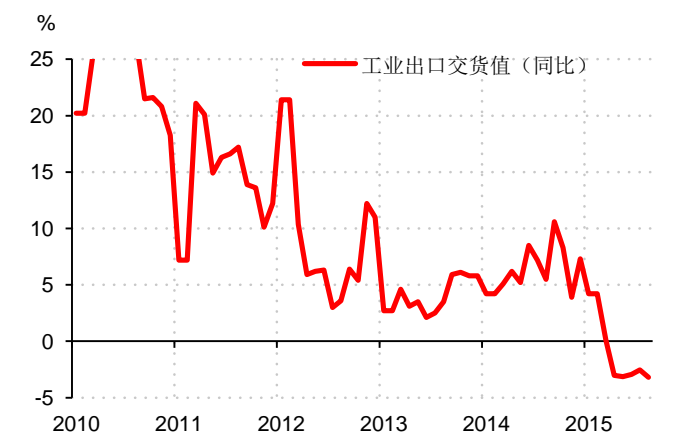
图表:

图 1. 8 月工业增加值同比增速较前月略微反弹, 但季调季环比增速明显下滑



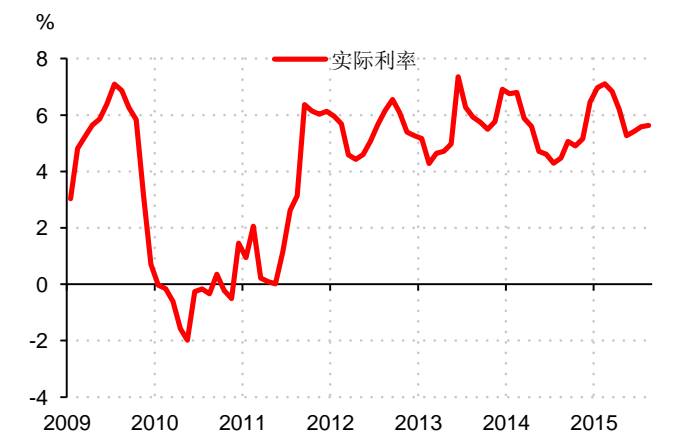
资料来源: CEIC

图 2. 出口增长维持弱势, 但相对平稳



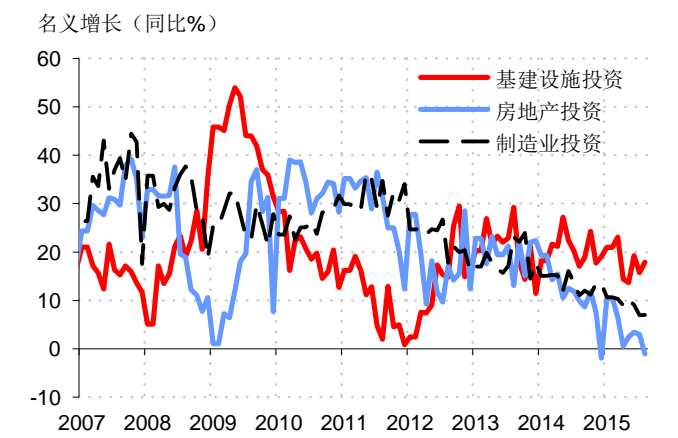
资料来源: CEIC

图 3. PPI 端通缩压力未见抵消降息作用, 令实际利率仍维持相对高位



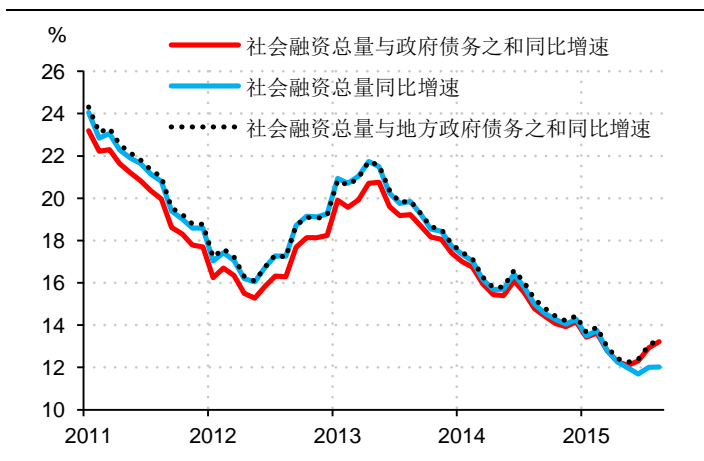
资料来源: CEIC

图 4. 基建投资略有回升, 但地产投资再现同比负增长



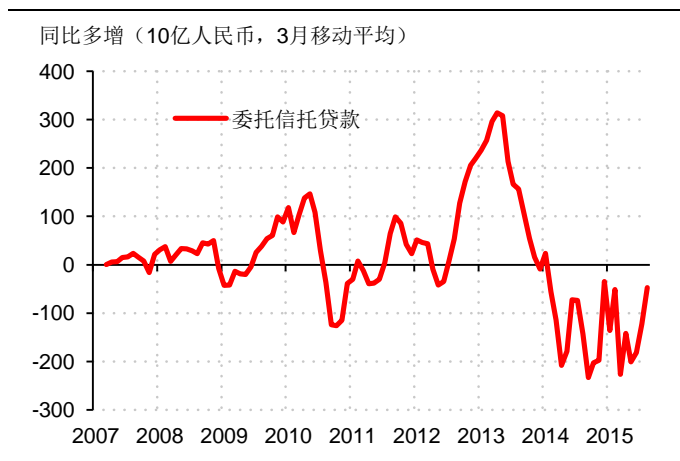
资料来源: CEIC

图 5. 广义社会融资总量同比增速仍在改善



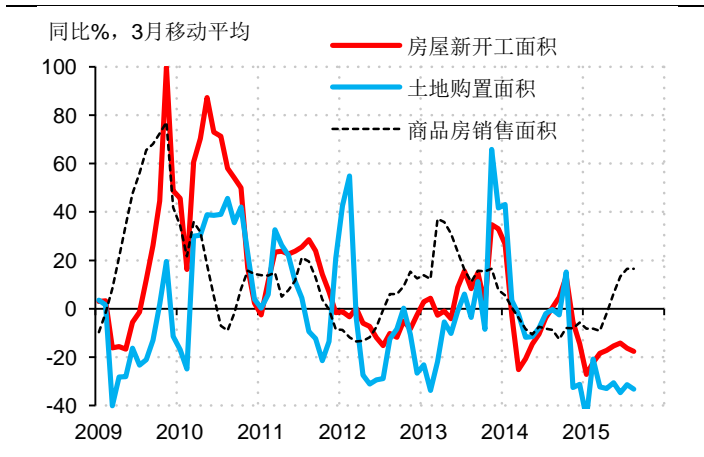
资料来源：CEIC

图 6. 表外信贷对实体经济增长的拖累有所缓解



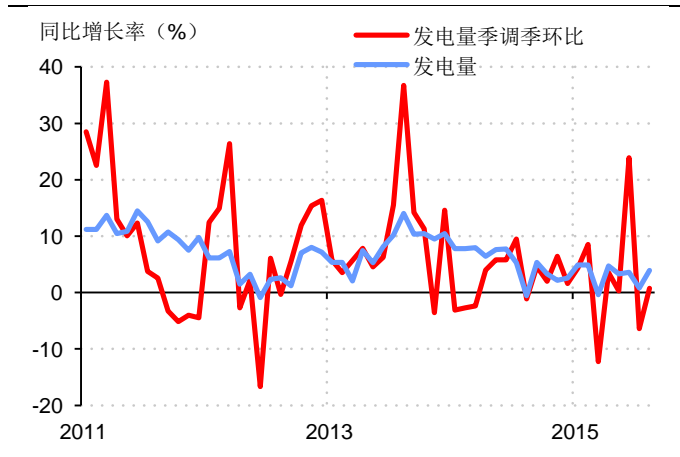
资料来源：CEIC

图 7. 地产销量增速维持相对高位，但新开工和土地购置面积延续低迷



资料来源：CEIC

图 8. 发电量同比增速较前月略有回升



资料来源：CEIC

**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](http://www.icbccs.com.cn)