

中国宏观策略研究

“稳增长”将成为2季度工作重心，政策宽松力度将加大

2015年4月13日

周三国家统计局即将公布1季度GDP等宏观经济数据，但就最近的其他高频数据和领先指标，以及草根调研来看，中国经济1季度增长相当疲弱，虽然我们预测1季度增速可能放缓至7%，但目前来看跌破7%的下行风险很大。因此我们有必要对目前政府的政策立场及未来的取向进行简要的分析和展望。

- 我们此前对今年的政策立场的判断是“紧财政，宽货币”，这和中央政策年初定下的“积极的财政政策，稳健的货币政策”的政策基调似乎是背道而行的。“宽货币”相对容易理解，在经济下行动能持续加大和中央政府“稳增长”的调门不断提高的背景下，央行声称的“稳健”的货币立场在实际操作层面偏向宽松，目前来看，除了从去年11月以来央行分别降息两次并降准一次，央行在公开市场操作中不断下调逆回购利率来疏通货币政策传导机制。而且未来我们认为央行在持续运用货币政策创新工具实现精准调节之外，在降息降准这样的传统工具方面也将持续发力，以期达到切实降低实体经济融资成本的目的。

- 但“紧财政”却非中央政府本意，因为中央政府在主观上是“积极”的，包括把今年的财政赤字目标从去年的1.35万亿提升到1.62万亿，其中包括地方政府债的发行额度从去年的4000亿上调整到5000亿，并从中央预算稳定调节基金调入1000亿元。虽然今年全国一般公共预算收入增长仅为7.3%，比去年回落1.3个百分点，但全国一般公共预算支出却比2014年扩大2.4个百分点，预计增长10.6%。总体而言，今年预算赤字率从去年2.1%提高到2.3%，而且之后财政部部长楼继伟暗示在实际操作中可能会达到2.7%。因此从各方面来看，中央政府在财政方面的确不可谓不积极。

章俊

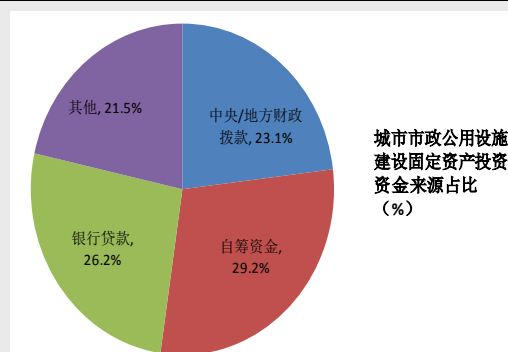
宏观经济研究主管

联系方式:

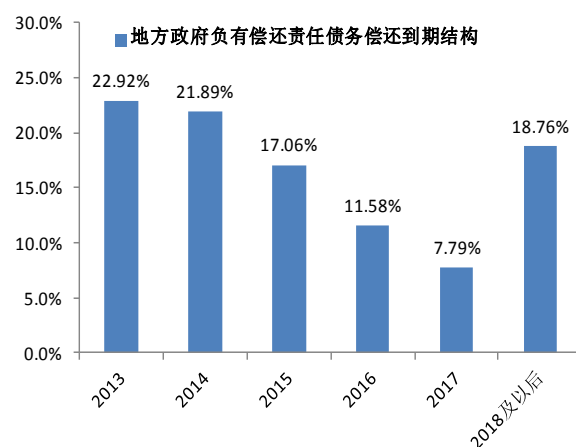
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

2013年城市市政公用设施建设固定资产投资

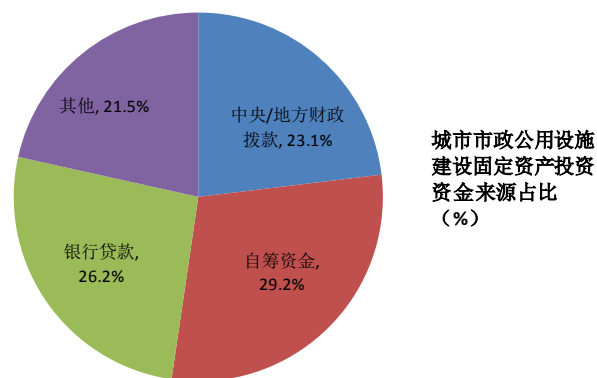


地方政府债务到期



- 虽然中央政府在主观层面上希望在2015年在财政方面更为积极,但我们认为“紧财政”是43号文发布之后,地方政府预算外的融资能力被大幅压缩之后的客观后果。虽然全国一般公共预算支出却比2014年扩大2.4个百分点,预计增长10.6%,但2014年国家预算内资金仅占固定资产投资资金来源的4.8%。如果看一下和地方政府更为相关的市政基建,根据2013年城市市政公用设施建设固定资产投资资金来源构成,来自于中央和地方财政拨款资金只占23%左右,而银行贷款以及其他自筹资金占了70%以上,可见预算内财政资金对基建的投资影响有限。大部分固定资产投资,特别是基建相关投资的资金更多的是来自于地方政府自筹资金及银行贷款,这里面就包括了受到限制的城投债,基建项目信托,融资平台贷款等。因此43号文以及在两次审计地方政府债务之后出台的相关清理地方政府债务规定,在很大程度上制约和限制了基建投资的融资渠道。而基建投资又恰恰是目前在房地产投资和制造业投资下滑背景下,用来为固定资产投资增长托底的唯一选择。

图表 1: 2013 年城市市政公用设施建设固定资产投资



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

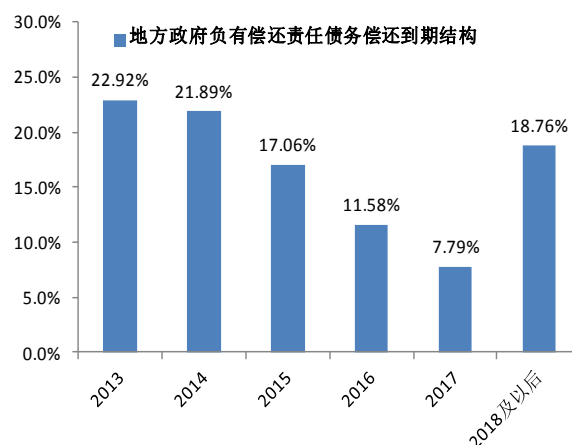
除了放松房地产调控政策之外,我们可以看到政府在财政和货币政策放松方面出现小步快跑的局面

- 3月底政府突然放松房地产调控政策,将二套房贷的最低首付比例从6成降至4成,并将以前免征营业税的门槛从3年下调至2年,希望通过增加改善性住房需求来拉动房地产市场。我们认为这并不意外,首先目前经济增长的下滑在很大程度上是受房地产投资的拖累,而房地产投资下滑背后则是房地产需求在持续萎缩;其次在今年的政府工作报告中着重强调了“稳定住房消费”,提出要“坚持分类指导,

因地制宜,落实地方政府主体责任,支持居民自住和改善性住房需求,促进房地产市场平稳健康发展”。同时将“稳定住房消费”作为六大消费支撑之一。放松房地产调控可以被视为政府应对经济增长下滑的重要举措。

- 在财政方面,中央政府在存量和增量两个方面来地方政府拓宽投资的融资渠道。在43文之后,地方政府预算外融资能力大打折扣。在不考虑增量资金需求的情况下,就存量债务的到期换本付息就已经是很大的问题。也就是说,即便地方政府在新的财政框架下如果可以筹措到一定的资金,很大部分可能就需要被用来换本付息,从而在实际层面就是借新换旧,而根本不能顾及投资的增量资金需求。有鉴于此,中央提供的解决方案是允许地方政府发行自发自还的地方政府债来置换到期的城投债以及其他负有偿还义务的债务。覆盖了在2013年国家审计署公布的地方政府负有偿还义务的10.8万亿债务中2015年到期的1.8万亿中的53.8%。通过用久期较长并且利率较低的地方政府债来置换久期较短并且成本较高的债务,但利息一项根据我们测算每年地方政府可以节省支出400-500亿。因此在很大程度上缓解了地方政府在存量债务方面的还本付息的压力。我们认为未来在地方政府债务置换的规模会不断提高,特别是针对经济相对薄弱的中西部地区,从而在根本上化解地方政府债务危机。

图表 2: 地方政府债务到期



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 在增量投资方面,目前主要是中央鼓励社会资本参与地方基建投资,以缓解地方政府融资的压力。目前给予期望值较高的是PPP (Private-Public Partnership),各个地方公布的PPP项目总额度已达

1.3 万亿左右，其有望成为支撑 2015 年基建投资新的增长点。而上周财政部又印发《地方政府专项债券发行管理暂行办法》允许地方政府自发自还 1000 亿的专项债券为具备一定收益的公益性项目提供融资。除了以上中央为地方政府开辟的新融资渠道之外，地方政府也通过形式创新来在一定程度上规避 43 号文之后通过平台举债的限制，例如最近兴起的“城镇化建设基金”就是一个很好的例子。目前中央政府及相关监管机构对此还没有明确的态度，因此短期内对地方政府而言是一个新的融资渠道。

- 而央行除了通过使用降息降准等传统货币政策工具配合中央稳增长的政策方向之外，在其他方面也在积极推进，包括在银监会和证监会已经推出了资产证券化备案制之后，央行推行资产证券化注册制，将大幅减少发行流程、提高发行管理效率，促进信贷资产证券化市场发展。客观上有利于银行盘活资产，释放信贷空间来支持实体经济。而且最近对三大政策性银行的改革方案的批复，再次明确了他们政策性和开发性金融机构的定位。在当前经济下行压力不断上升的背景下，政策性银行将更好地发挥其在稳增长、调结构方面的战略性功能和作用，从而和商业性金融机构形成互补的局面。
- 最近，中央加大了在各地调研的力度，包括李克强总理对东三省，以及中财办主任刘鹤在上海调研等。其背景是目前中国经济面临阶段性的困难局面较为严峻，中央希望在 4 月召开政治局会议之前对整体经济有一个较为准确的把握，从而为下一步政策的制定提供依据。但我们认为目前实体经济下行压力的确不容小视，为了实现今年政府制定的 7% 的增长目标，中央政府有必要在 2 季度加大政策支持力度，从而确保在一定程度上扭转经济持续下滑的势头，在 2 季度末实现企稳回升。就具体政策而言，我们认为和以往有所区别的是，预计即将出台的是一套有规划的政策组合而非单一和零散政策，包括货币财政以及产业政策，政策之间是互相呼应和协调，以期发挥政策的最大效应来应对经济增长下滑的严峻局面。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

注意事项

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供本公司的机构客户（非个人投资者）参考之用途。本公司不会因任何人收到本文件而视其为客户。

除非获得本公司的事先书面同意，任何单位、个人或其他实体在任何时候均不得整体或部分地发布、复制、出售、引用或转发本文件。本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性、有效性、及时性和完整性而准备的，但是本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性、有效性、及时性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何与之相关的责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司或本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理均不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或信息以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见、投资建议或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的建议、意见、要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司提醒并建议本公司客户就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见并谨慎抉择。

本公司的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向本公司客户提供与本文件中的观点不一致的口头或书面市场评论或交易策略，且本公司的相关业务部门可能会做出与本文件的内容或表达的意见不一致的投资决策。

本文件的一切版权、所有权和利益及其所载的所有内容均为本公司独家拥有或为本公司根据适用法律所使用。未经本公司事先书面授权，不得全部或部分修改、抄袭、分发、传送、展示、演示、复制、发布、出租、许可、剪辑、编辑、转载、公开传输、公开播送、转授权、引用或使用本文件的信息、软件、产品或服务，创制衍生品、转让或用于任何其他商业或公开用途，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何单位、个人或其他实体不得未经授权而使用本文件，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人或实体全权承担责任和后果。任何单位、个人或其它实体复制或下载本文件或其全部或部分内容时，不删除或隐藏本文件所载的版权标识或其他通知或说明。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。在未取得本公司或拥有该等商标或服务标志的第三方的书面许可前，禁止将任何商标作任何用途。

本公司有权自行更改、修正或改正本文件所载的信息、资料或描述，而无义务及无需预先发出通知。