

中国宏观策略研究

经济下行压力加大，稳增长政策将火力全开

2015 年 4 月 15 日

2015 年经济开局疲软

- 1 季度 GDP 同比增速去年从 4 季度的 7.3% 下滑至 7.0%，符合市场预期，创 2009 年 2 季度金融危机以来的新低。季调环比增速从 1.5% 下降至 1.3%。季调环比折年率相应从 6.14% 下滑至季度的 5.3%。虽然从去年 4 季度开始，政府加大了稳增长政策的力度，反映在货币财政以及包括房地产等产业政策等全方位。但 1 季度经济增长依旧乏力，没有出现明显改善的迹象。这在之前的 1/2 月份的宏观数据，以及部分高频及领先指标中已经有所反映，而且李克强总理在之前的各个场合也表示目前中国经济增长的下行压力较大，因此并非意外。从 3 大产业分别来看，第一产业（农业）和第二产业（工业和建筑业）同比增速下滑比较显著，而第三产业（服务业）则相对稳定，这也从侧面反映整个经济结构依旧处在转型的过程中，向更趋合理的方向发展。
- 前 3 个月固定资产累计同比增速继续放缓，从前 2 个月的 13.9% 下降至 13.5%，其中房地产投资和制造业投资累计同比增速继续放缓，而基建投资小幅反弹。虽然房地产销售在一季度有所反弹，但更多的是体现在一线城市和部分二线城市，而全国更大范围内的结构性过剩局面并没有明显改善，因此房地产投资在短期内难有改观，房地产投资累计同比增速从上个月的 10.4% 下滑至 8.5%。而在需求疲软和产能过剩的情况下，制造业投资短期内也难有改观，累计同比增速从上个月的 10.6% 下降至 10.4%。基建投资在春节长假之后的开工速度在加速，累计同比增速继续反弹，从上个月的 20.8% 上升至 22.8%，从而在一定程度上缓解了固定资产投资整体下滑的势头。在固定资产投资整体疲软的背景下，工业增加值同比增速依旧低迷，3 月同比增速从 2 月份的 6.8% 下降至 5.6%，这和早前偏弱的 PMI 季节性反弹也可以互相印证。

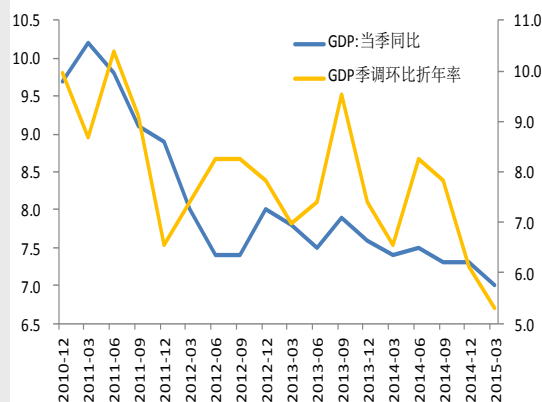
章俊
高级经济学家

联系方式

电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

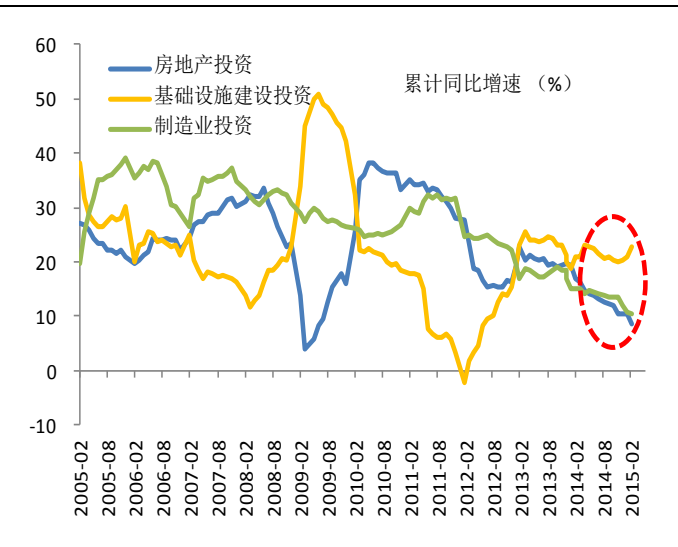
图表：1 季度 GDP 增速下降



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

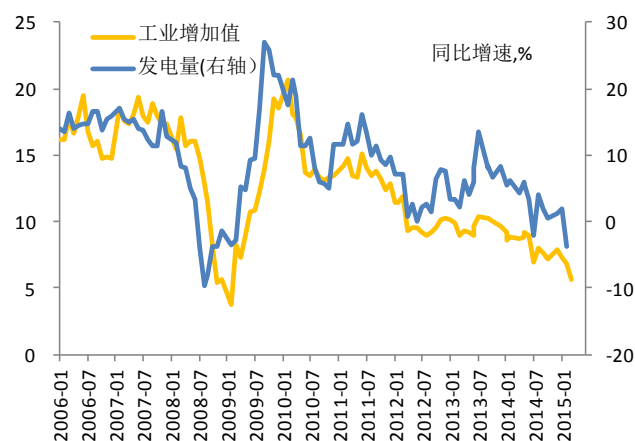
- A 股市场在短短三周内从 5000 点以上连续下跌超过 30%，而创业板跌幅更是超过 40%，在某种程度上 A 股市场可以说已经经历了一轮“迷你危机”。以美国和日本等过爆发的以资产价格泡沫破裂为特征的金融危机来看，股市危机不仅对金融市场具有了巨大的破坏力，而且更为重要的是在向实体经济蔓延之后陷入恶性循环，从而把整个经济拖入了长期的衰退的深渊。A 股市场最近的大幅下跌之所以没有造成类似连锁反应，一方面是因为虽然前期股市暴涨，但延续的时间没有超过 1 年，因此整体泡沫化的程度依然不是太高，并且还没有完全传导到其他资产（比如房地产）；另一方面，监管层在初始阶段的迟疑之后果断出手，从而把酝酿中的危机限制在股市的可控范围之内，切断了向整个金融体系以及实体经济蔓延的链条，从而避免了整个经济出现“资产负债表”式的衰退。
- 鉴于实体经济虽然可能已经触底，但在短时间内缺乏向上的内生动力，我们认为央行在货币政策方面会继续维持并在边际上增强宽松的力度，但在实施层面会从之前单纯的货币宽松转向有规划的配合“积极的财政政策”的推进。此外，在 A 股市场发生“迷你危机”之后，出于维护市场流动性并帮助市场恢复信心的要求，央行从这个角度上来说也需要在此前的基础上在一定程度上加大宽松的力度。因此央行政策的函数方程里的变量除了之前的经济基本面之外，现在还要加上防范金融市场系统性风险这个新增变量。虽然央行之前反复强调“守住不发生系统性、区域性金融风险的底线”，但这次真的是从纸面上落实到了行动上。
- 李克强总理在最近和地方政府领导座谈中提及目前字啊诸多经济数据中最为关心的是就业和居民收入的增长。但我们知道这两项指标是典型意义上的滞后指标，因此如果经济增长在 6 月已经触底的话，那之前经济增长持续疲软对就业和居民收入层面的负面冲击就还没有完全显现。鉴于经济转型过程中以往的经济变量之间的传导效应关系可能变得不稳定，因此政府在正确评估目前政策发挥效用之前有必要保持政策的稳定性和持续性。

图表 3：固定资产投资继续下行，基建反弹



资料来源： WIND, 摩根士丹利华鑫证券

图表 4：工业生产和发电量下行



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

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

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。

© 2015 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司