

中国宏观策略研究

经济增长或以已经见底，复苏依然需要依靠稳增长政策加码

2015年5月13日

虽然4月份固定资产投资增长继续下滑，但工业生产已经企稳出现小幅改善，我们认为经济增长应该已经在4月份触底，未来在2季度稳增长政策进一步铺开的背景下，政策的滞后效应将逐步体现并拉动经济增长温和反弹。

- 前4个月固定资产增速继续放缓，累计同比增速大幅下降1.5个百分点，从前3个月的13.5%下降至12%。从投资的三驾马车来看，基建投资，房地产投资和制造业投资都出现了不同程度的下滑。固定资产投资的资金到位同比增速继续下滑，虽然来自银行贷款的资金到位情况有所改善，但依旧处于负增长区间，而预算财政资金的到位还没有出现明显改善。我们预计在2季度，货币和财政对固定资产投资支持的力度还有待加强。
- 基建投资作为2季度经济企稳的主要抓手，虽然增长有所放缓（累计同比增速从前3个月的22.8%下滑至20.4%），但依旧是固定资产投资的主要驱动力。对全部投资增长的贡献率为26.6%，比去年同期提高6.7个百分点，其中铁路运输业，道路运输业，电信、广播电视和卫星传输服务业，和生态保护和环境治理等行业的投资增长较为明显。最近中央对地方政府债发行的各项措施的出台有利于保障地方政府融资能力的可持续性和继续发挥在基建投资中的关键作用。
- 虽然房地产投资前4个月累计同比增速也继续疲软从前3个月的8.5%下滑至6%。但房地产销售回暖明显，1-4月份，全国商品房销售面积同比增速下降4.8%，降幅比一季度收窄4.4个百分点；而销售金额同比增速下降3.1%，降幅收窄6.2个百分点，均连续两个月收窄。而且4月份当月，全国商品房销售面积同比增长7.0%，为2014年年初以来首次出现单月正增长。目前来看一线城市销售回暖的迹象最为明显，预计未来将向二三线城市延伸。中央明确并把房

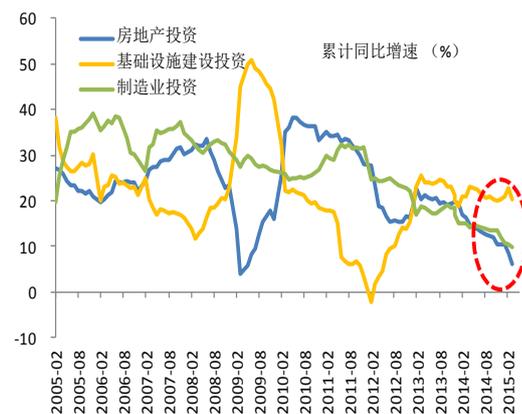
章俊
高级经济学家

联系方式

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表：固定资产投资继续下行



资料来源：WIND，摩根士丹利华鑫证券

地产消费作为“六大消费支柱”之一，并且在房地产调控方面逐步放松，支持刚性和改善性需求的背景下，我们预计未来可以带动房地产投资的逐步企稳。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，累计同比增速毫无悬念的从上个月的10.4%下降至9.9%。

- 4月份工业生产出现小幅反弹，4月份规模以上工业增加值同比增长5.9%，增速较3月份加快0.3个百分点。经季节调整后，4月份环比增长0.57%，较3月份加快0.31个百分点。工业生产增速的改善可以和4月份发电量从3月份的-3.7%转正为1%相印证。虽然固定资产投资增长乏力且传统行业需求不足，但体现转型升级特征的产业增长较快，其中高技术产业与新兴行业增长较快，符合消费升级要求的高端、智能、高技术产品快速增长，成为支撑工业生产增长的重要力量。例如，通信设备制造，电子器件制造，城市轨道交通设备制造等行业都大幅超越整体工业增长水平。

- 在4月底召开的政治局会议上，在确认“经济下行压力较大”的背景下，着重提出了关于投资方面的政策方向，提出“要注重发挥投资的关键作用，认真选择好投资项目，做到有市场，有长期回报。要整体推进财税、金融、投融资体制改革，解决好重大基础设施项目、市政项目、实体产业部分资金循环不畅问题”。我们认为在目前“三期叠加”的经济形势下，经济增长的内生动力不足，因此加大固定资产投资特别是基建投资的力度是帮助降低经济增长下行风险相对较为有效的手段。而基建投资中，除了大型的能源，环保，以及交通项目之外，区域经济发展是未来重点推进的一个新的增长极。最近在政治局会议上通过审议的《京津冀协同发展规划纲要》，中央希望将京津冀地区打造成为可供其他区域复制的城镇化发展的新模式。

- 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和区域政策，鼓励消费和促进

房地产健康发展等政策，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。

- **降息降准的必要性依旧较高：**根据上周公布的央行1季度货币政策报告，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.56%，同比回落0.62个百分点，如果再考虑到通胀水平企稳，实际利率也已经开始下降，前期降息降准的效应已经开始初步显现。但鉴于目前1季度GDP名义增速仅为5.8%，显著低于目前贷款加权平均利率水平，依旧不利于实体经济的复苏，央行进一步下调基准利率的必要性依旧较高。基础货币增速一季度大幅下行，从去年底的8.5%大幅回落至7.7%。虽然1季度央行两次下调存款准备金率（特别是4月份，一次性下调100个基点）在一定程度上提高了货币乘数，但鉴于基础货币供应萎缩造成M2货币供应量增速低迷。鉴于未来央行传统上释放基础货币的渠道——外汇占款的增长依旧且不确定性很高，而且短时间内开拓新的基础货币投放渠道也比较困难，继续下调存款准备金率是目前看来维护合理的市场流动性的权宜之计。同时据报道最近银监会在考虑将存贷比从监管指标改为参考指标。存贷比指标的监管是在过去外汇占款大幅增加和基础货币超量供应的背景下，抑制银行放贷冲动的工具。但鉴于目前外汇占款持续下降的现实，贷存比反而成为限制银行贷款正常增长的障碍。因此贷存比监管的放松如果能成为现实的话，也将有效缓解由于外汇占款下降造成的基础货币投放不足，进而影响银行放贷能力的问题。我们认为在3季度末之前央行还会按照目前的节奏，每个月降息或者降准一次。也就是说，我们预计未来在2-3季度至少还会看到降息降准各两次。而降息降准的窗口在4季度未必会完全关闭，我们认为央行的总体任务是为“经济结构调整和转型升级”提供一个有利的货币金融环境，因此央行会根据整体经济在3季度的运行情况采取相机抉择的立场来决定是否在4季度继续降息降准。

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。

