

中国宏观策略研究

经济下行压力加大，政策重心发生变化

2015 年 6 月 15 日

- **5 月份实体经济活动数据依旧令人较为失望：**受海外需求疲软，以及国内劳动力成本上升和人民币有效汇率的持续升值的影响，中国 5 月份出口增速继续停留在负增长区间，虽然幅度有所收窄；而就国内来看，虽然工业增加值同比增速小幅反弹，但环比增速没有明显改善；5 月份整体数据中最为重要的看点——固定资产投资数据依旧疲弱，房地产销售回暖在短期内还没有转化为投资的启动，特别是作为稳增长抓手的基建投资任然毫无起色。基建投资的疲软在很大程度上还是和融资难有关，5 月份新增社会融资总额和贷款都低于去年同期，特别是基建投资相关度很高的企业中长期贷款出现大幅下滑。实体经济偏冷造成上游行业(PPI)通缩压力不减，因此企业盈利改善还将是未来很远的东西。整体而言，虽然实体经济在 5 月有部分企稳的迹象，但是否已经触底依然需要进一步的数据来证实。

- **在经济下行压力加大的背景下，政策重心开始发生变化：**今年的政策立场确定为“积极的财政政策，稳健的货币政策”。虽然我们可以明显感觉到“稳健的货币政策”在实际操作层面偏向宽松，但鉴于在经济下行周期金融机构风险偏好下降，传统货币政策传导机制失灵，从而造成流动性滞留在金融体系内空转而未能流入实体经济实现解决“融资难融资贵”的初衷。因此即便是固定投资三驾马车中作为政府“稳增长”抓手的基础设施投资也受到资金到位率严重不足的困扰而“有心无力”。我们在此前的报告中反复提及“2 季度在稳增长政策必须火力全开”这是因为任何政策的实施和发生效用之间都是有时滞的，在 2 季度加大稳增长政策的力度可以为在 3 季度对政策进行相应调整预留空间和时间，比如说经济增长依旧没有太大起色，那就加大稳增长力度，然后 4 季度才能平稳增长从而最后实现全年增长目标。目前来看中央政府虽然的确在 2 季度在稳增长方面有“踩油门”的倾向，但实体经济并没有出现预期中的“推背感”。眼看 2 季度就要结束进入 3 季度，中央在政策方面也必须根据现实情况而有所调整。

章俊

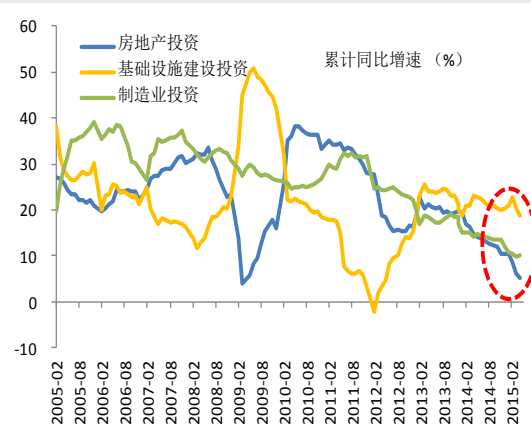
宏观经济研究主管

联系方式：

电话： (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：固定资产投资疲软



资料来源： WIND， 摩根士丹利华鑫证券

- **从之前“加大货币政策宽松力度”更多的转向“挖掘积极的财政政策的潜力”**：在当前严峻的经济形势下，最近中央政策明显开始转向推进“积极的财政政策”。但现实问题是今年的财政政策受到中央和地方两级政府收入下降的制约在总量上很难有较大的突破，特别是中央整顿和清理地方政府债务的行动对地方政府的融资能力造成了极大的负面冲击。此外更为重要的是，地方政府债务在今年的换本付息压力巨大：根据审计署 2013 年中的数据显示，地方政府 2015 年到期债务达 1.8 万亿，但实际规模可能接近 3 万亿。这也就解释了财政部在推行了第一批 1 万亿的到期地方政府债务置换之后的很短时间内又推出了第二批 1 万亿的置换额度，并很可能在年内推出第三批同等规模的置换，从而实现到期债务的完全置换，从而在很大程度上降低地方政府到期债务的换本付息压力。我们看到中央目前的“积极的财政政策”的思路是围绕“盘活存量，用好增量”指导方针来展开的，从“盘活存量”来看，针对各地方和部门的沉淀资金进行清理，并对财政资金使用不足并效率不高的予以回收和削减未来预算规模的“惩戒”，这样可以显著加大各级政府和部门主动挖掘自身财政资金潜力的动力，从而加大和加快固定资产投资的资金到位率；就“用好增量”来看，最近中央要求“把资金投向重点建设项目”，在我们看来也符合目前“稳增长”压力增大的现实情况，因为重大重点项目的建设一般都是大型基础设施相关，其开工建设在短期内对投资的拉动作用较为明显，可以有效缓解目前固定资产投资和经济增长持续下滑的局面。
- 我们认为在 3 季度中央政府除了会加大各项政策力度之外，更加会注重政策组合之间的配合，以期达到实现并放大政策效果的目的。具体而言，除了目前在货币政策方面通过继续降息降准来维持较为宽松的流动性环境之外，会加大政策工具的使用来引导流动性进入实体经济（例如之前我们报告中提及的 PSL+正回购的“加强版的定向长期再融资操作”）。此外，以期达到政策能在短期内起到立竿见影的效果来实现扭转目前经济持续下滑的势头，积极的财政政策会被摆到更为突出的位置。

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

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用途。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸质版本。

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和完整性而准备的，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。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也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条款仅为初步的，并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。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

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。本公司建议贵方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。

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。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。

本资料仅供贵方（报告收取人）参考，不得复制或提供给任何他人使用。

