

中国宏观策略研究

经济增长已见底，政策力度未见顶

2015年7月15日

2 季度经济见底，经济结构更趋合理

- 2 季度 GDP 同比增速和一季度持平于 7%，好于市场预期。季调环比增速从 1.4% 反弹至 1.7% 季调环比折年率相应从 1 季度的 5.7% 改善至 7%。从经济产业结构来看，受固定资产投资疲软的拖累，第二产业（工业和建筑业）上半年持续下滑的趋势比较明显，累计同比增速从 1 季度的 6.4% 下降到上半年末的 6.1%。与之相反的是第三产业（服务业）整体则相对稳定，并在 2 季度出现“稳中有进”的局面，累计同比增速从 1 季度的 7.9% 上升到上半年末的 8.4%。这在一定程度上反映经济结构转型依然在推进中，而且是在向更趋合理的方向发展。
- 全社会固定资产投资前 6 个月累计同比和上个月持平于 11.4%。其中房地产投资和制造业投资累计同比增速继续放缓，累计同比增速分别从上个月的 5.1% 和 10% 下降至 4.6% 和 9.7%。而基建投资在小幅反弹，累计同比增速从上个月的 18.1% 上升至 19.1%，从而对房地产和制造业投资拖累的固定资产投资整体下滑的势头起到了对冲的作用，这说明 2 季度经济增长的抓手还是基建投资。其次，我们可以观察到，在中央固定资产项目投资出现明显回落的同时，地方政府固定资产项目投资开始企稳。这意味着地方政府的融资能力在最近中央一系列扶持地方财政以及债务置换之后开始得到恢复，这也可以从固定资产投资到位资金累计同比增速在连续两个月下降之后在 6 月小幅反弹得到印证。在固定资产投资企稳，特别是基建投资发力的拉动下，6 月工业增加值同比增速继续改善，从上个月的 6.1% 上升至 6.8%，而且季调环比增速也出现明显反弹。未来我们预计 3 季度基建投资将继续发力，并且房地产投资也可能在销售回暖的拉动下企稳回升。这也将带动工业增加值同比增速进一步上升。

章俊

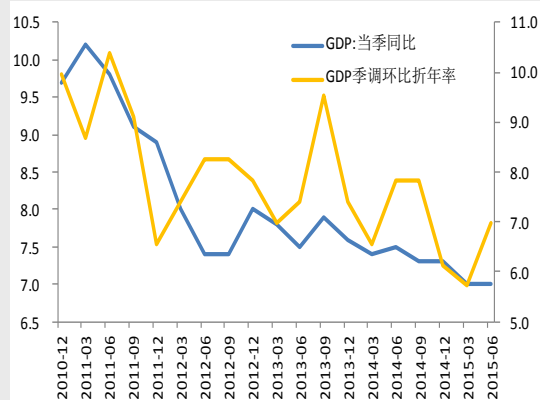
宏观经济研究主管

联系方式

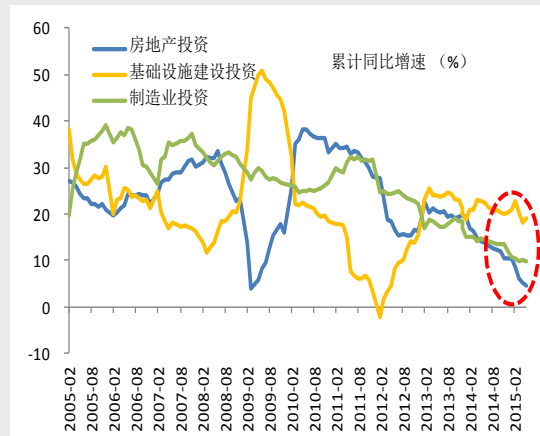
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表：2 季度 GDP 增速止跌



图表 3：固定资产投资企稳，基建反弹



3 季度政策方向有所调整，但扶持力度不会减弱

- **股市波动对未来经济增长冲击有限：**最近 A 股市场在某种程度上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。因此我们认为 A 股市场波动对未来经济增长的负面冲击应该非常有限。
- **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 displays，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。我们可以看到 6 月份地方政府债的发行已经开始加速，单月规模超 7000 亿。目前“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。

- **宽松的货币政策配合积极的财政政策：**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。因此我们认为央行在 3 季度还会继续降准降息，唯一不同的是会根据经济复苏的力度来相机抉择来选择降息降准的时间点和频度。
- **关注滞后经济指标：**李克强总理在最近和地方政府领导座谈中多次提及目前在诸多经济数据中最关心的是就业和居民收入的增长。虽然目前来看，这两项指标没有出现较大的波动，但我们知道这两项指标也是典型意义上的滞后经济指标，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。因此，我们认为目前和未来一段时间整体宏观经济形势和政府政策立场是“经济增长已见底，政策力度未见顶”。

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制版本。

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，并予以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。