

中国宏观策略研究

经济增长依旧在筑底过程中

2015年8月12日

- **基建投资意外下滑：**全社会固定资产投资累计同比增速在7月份再次小幅下滑至11.2%，比1-6月份回落0.2个百分点。其中最为引人注目的基建投资在6月份小幅反弹之后在7月份出现显著回落，累计同比增长18.2%，增速比1-6月份回落0.9个百分点。具体来看，除了水利管理业投资增速略有提高之外，其他类别的基建投资都出现了不同程度的下滑，其中铁路运输业投资下滑程度最为显著，1-7月累计增速回落8个百分点至10.9%。随着固定资产投资到位资金同比增速已经连续两个月改善，基建投资在7月份出现意外下滑令人较为费解，我们认为这可能主要和地方政府投融资能力不足有关。年内地方政府债务的换本付息压力在下半年有所加大，虽然3万亿的地方政府债务置换以及预算内的地方政府债发行正在进行中，但鉴于规模过大，推进速度不如预期，因此导致地方政府在基建投资中依旧有心无力。从昨天公布的7月份货币信贷数据中可以发现银行观望情绪依旧较浓，这主要是因为一方面要承担地方政府债务置换的压力较大，另一方面在经济下行周期内风险偏好依旧较高。此外，我们怀疑单月基建投资可能还受到季节性因素影响而导致开工率不足（包括蔓延全国大部分地区的高温天气）。鉴于基建投资在未来依旧是“稳增长”的重要抓手，在政策操作层面还是政府还是会力促基建投资开工率的回升。

- **房地产投资和制造业投资有亮点：**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4.6%和9.7%下降至4.3%和9.2%。但1-7月份房地产开发投资中，住宅投资同比增长3.0%，增速比1-6月份回升0.2个百分点，为2014年以来的首次回升，这说明前期销售回暖所带来的库存的有效消化以及资金的快速回笼已经开始推动开发商再次启动投资。鉴于住宅投资占全国房地产开发投资的比重超过三分之二，其增速回升将对下一步全国房地产开发投资产生拉动作用。而制造业投资虽然整体依然受到产能过剩的困扰，但经济转型带动了高技术产业投资，工业技术改造投资，以及消费品制造业投资增速出现不同程度的提高。

章俊

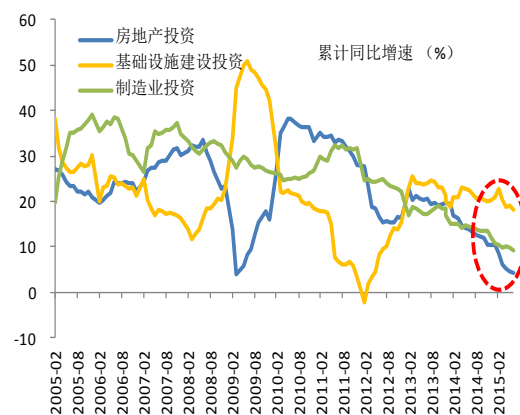
宏观经济研究主管

联系方式

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表：基建投资回落



- **工业生产及消费品零售疲软：**7月工业增加值同比增速大幅回落至6.0%，比6月份回落0.8个百分点。除了受高温暴雨等天气影响，以及一些企业限产，进行设备检修和技术改造，生产增长趋缓等客观因素影响之外，我们固定资产投资疲软，特别是基建投资重新回落，以及出口增长乏力所导致的需求疲软依旧是主要原因。而且在7月份全国大部分地区由于高温而导致居民用电量急剧攀升的背景下，发电量却由正转负，同比下降2%，也说明实体经济活跃程度的确在下降。7月份社会消费品零售总额同比名义增速小幅回落0.1个百分点至10.5%。鉴于居民消费属于滞后经济指标，未来经济下行的负面冲击可能会持续传导到消费相关指标中。
- **“政策未见顶”：**从最近政策面的进展来看，“稳增长”的力度在进入3季度之后在不断加强。首先在政策大方向上，在本月初政治局召开例行会议分析研究当前经济形势和经济工作，出于“缓解经济下行压力和防范系统性金融风险”的目的，要求“保持宏观经济政策的稳定性和连续性”。其次在政策执行层面，在“积极的财政政策”基调的引导下，除了地方政府债务置换和新发地方政府债之外，央行通过向政策性银行注资来增厚资本金从而提高其针对重大基建项目的放贷能力，而且政策性银行本身也启动发行专项金融债来拉动包括棚户区改造以及城市地下管廊建设等重点民生项目的建设。而本周央行对人民币汇率中间价形成机制的调整，从整体和长期来看是“完善人民币汇率市场化形成机制”所迈出的重要一步。但从短期来看，因为在和美元汇率保持相对稳定所导致的人民币汇率在一揽子有效汇率上的持续升值，对中国的出口行业造成了显著的负面冲击。因此在目前这个时间点，加大人民币汇率的弹性为央行在利率之外提供了新的政策工具，客观上也一定程度的支持了“稳增长”政策的落实。
- **未来政策走向：**鉴于实体经济依然在筑底过程中，短时间内依旧缺乏向上的内生动力，我们认为总体上“稳增长”政策会相应保持“稳定性，连续性”并在边际上根据经济复苏的力度进行微调。具体而言，“积极的财政政策”毫无疑问依然是唱主角，而央行在货币政策方面会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，因此“货币财政双宽”将是未来政策的主要特征。

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。