

中国宏观策略研究

政策已到位，关键是落实

2015年9月13日

- **基建投资独挑大梁：**全社会固定资产投资在8月份继续维持下滑趋势，累计同比增速下滑至10.9%，比1-7月份回落0.3个百分点。基建投资在上个月意外下滑之后重拾升势，累计同比增长18.4%，增速比1-7月份回升0.2个百分点。特别是从8月份单月来看，基础设施投资同比增长19.4%，比上月提高4.8个百分点，这证实我们之前对7月份增速回调是暂时的判断是正确的。在基建投资中，水利管理业和公共设施管理业投资增速都有不同程度的加快，而道路运输业投资和铁路运输业投资由于前期增速较快而出现小幅回落。目前来看，固定资产投资资金到位率的提升依然有待提升，1-8月份固定资产投资到位同比增长6.8%，增速与1-7月份持平。其中，国家预算资金增长21.1%，增速提高0.9个百分点；但国内贷款下降5.3%，降幅扩大1.1个百分点，这说明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。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依旧疲弱：**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4.3%和9.2%下降至3.5%和8.9%。虽然房地产销售继续回暖，1-8月份，全国商品房销售面积及金额累计同比增速都有所加快，但由于去库存压力导致开发商投资意愿不强及土地购置下降，因而拖累了房地产投资的增长。而制造业投资虽然整体依然受到因为国内外需求疲软和经济转型所带来的产能过剩的困扰，但这主要集中在包括石化，钢铁，水泥等高耗能制造业领域。但在经济转型中我们也看到高技术产业投资，装备制造业投资，以及消费品制造业投资增速出现不同程度的提高，这说明目前中国制造业正沿着《中国制造2025》战略规划中的产业布局在前进。

章俊

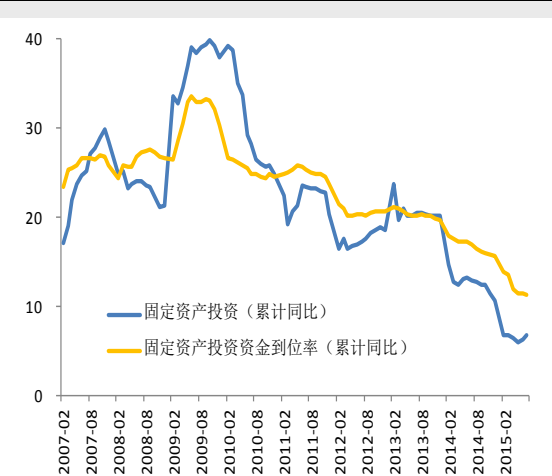
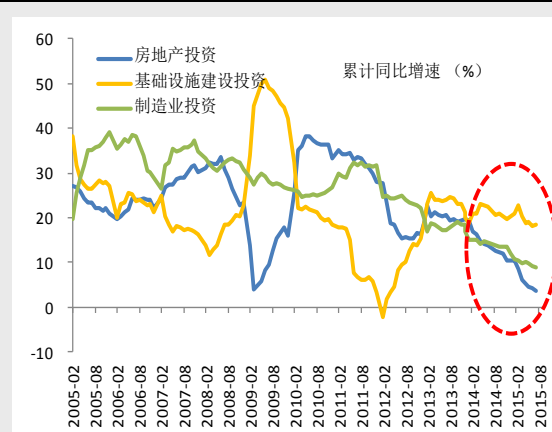
宏观经济研究主管

联系方式

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表：基建投资主导



- **工业生产及消费品零售疲软:** 8月工业增加值同比增速小幅回升,比6月份上升0.1个百分点。鉴于去年8月份工业增速为6.9%,且为2014年最低点,我们认为8月份工业生产反弹的很大程度上是因为去年的低基数效应。除了需求疲软之外,从客观因素上来分析,工业生产依旧疲软还和7/8月份灾害性天气频发,以及8月下旬京津冀地区由于阅兵庆典而加大治理大气污染力度所造成的主动性停工停产有关。但我们也看到伴随着“稳增长”政策的推进,实体经济也开始有企稳的迹象,根据发改委最新数据统计,进入8月份后经济运行开始出现积极变化。例如作为克强指数的两项最重要的参数:全国发用电和铁路货运装车,来看情况都有向好的迹象。因此我们有理由认为目前实体经济已经完成筑底,未来将进入温和改善区间。

8月份社会消费品零售总额同比名义增速小幅反弹0.3个百分点至10.8%。但鉴于8月份CPI出现明显反弹,因此如果扣除价格因素的影响,当月社会消费品零售总额实际增速为10.4%,与上月持平。我们认为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,在加上由于股市大幅下滑所造成的财富效应缩水,因此居民消费增长并不乐观。

- **未来政策走向:** 虽然短时间内实体经济依然在筑底过程中依旧缺乏向上的内生动力,我们认为目前财政和货币“双宽”的基调下,政府在“稳增长”政策出台的层面已经基本到位,在年内余下的不到4个月的时间内,我们更多的是看到政策在之前基础上的微调来增强针对性和提高有效性,而不会出现方向性的变化。鉴于在国内经济“三期叠加”及海外需求依旧疲软的背景下,保持宏观政策的稳定性和连续性尤为重要,其中“积极的财政政策”将继续扮演稳增长政策组合中的核心角色,而货币政策在稳健的基调下将继续通过降息降准和其他货币政策工具的综合运用来配合财政政策的展开。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。而且在上周公布的《财政支持稳增长的政策措施》中,财政部从五大方面全面部署了下一步财政政策措施。而“稳健的货币政策”将继续通过降准

降息来保证良性实体经济融资环境,并对冲包括资本外流等造成的负面冲击。

- **下一步主抓政策落实:** 目前“积极的财政政策”的基调下,项目审批和建设资金到位已经不成为障碍,而项目的落地和推进成为稳增长政策见效的关键。目前在中央层面,除了审计署重点审计了财政存量及闲置土地盘活,重大工程项目推进等方面的落实之外,最近国务院也借督查促稳增长工程落地,截至上周已经有7省59名干部由于懒政怠政、失察失职渎职等不作为问题被问责。而在《财政支持稳增长的政策措施》中的五个重点方面中特别指出:“要加强对已出台重大财税政策措施的督促检查,狠抓政策落实,加快项目资金落地,确保各项政策取得预期效果”。
- **年内经济走向:** 目前来看下半年增长压力较大,特别是在6月底以来金融市场动荡,特别是A股市场出现大幅回调,从而使得上半年金融行业对GDP增长超出历史平均水平大约0.5个百分点的贡献在下半年不可复制。目前来看实体经济在8月份开始出现企稳迹象,但整体力度依然有待观察,因此3季度GDP增速破7的概率很大,我们测算同比增速可能在6.8%左右。如果4季度政策能得到有效落实,那全年GDP增速可能会在6.9%,略低于政府年初制定的目标。我们认为中央对保7%的决心是基于对就业的信心,克强总理也在上周的夏季达沃斯年会上再次重申“只要有比较充分的就业,居民收入增长与经济同步,生态环境不断改善,经济增长速度高一点、低一点都是我们可以接受的”。目前来看,由于国内服务业蓬勃发展以及“大众创业”热潮的兴起,对剩余劳动力的吸收能力在提升,因此国内整体就业形势并没有因为经济下滑而出现明显恶化。在就业相对稳定的前提下,政府是可以容忍相对低一点的经济增速,而更多的倾向于提高经济增长的质量和加快经济转型的步伐。

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。