

## 中国宏观策略研究

### 风物长宜放眼量——看4季度宏观经济政策

2015年10月19日

- 3季度GDP增速破7，但好于预期：**3季度GDP同比增速相对于2季度下降0.1个百分点至6.9%，好于市场预期。季调环比增速和上个季度持平于1.8%。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）三季度延续之前下滑的趋势，累计同比增速从上半年的6.1%下降到3季度末的6.0%，但降幅有所缩减。与之相反的是第三产业（服务业）整体则相对稳定，并在3季度继续维持“稳中有进”的局面，累计同比增速从上半年的8.3%上升到3季度末的8.4%。在第二产业对前三季度GDP累计同比拉动相对于上半年下降0.3个百分点的同时，第三产业的贡献则上升了0.1个百分点，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。

- 固定资产投资依旧疲软：**全社会固定资产投资累计同比增速在9月份小幅下滑至10.3%，比1-8月份回落0.6个百分点。其中基建投资在8月份小幅反弹之后在9月份再次回落，累计同比增长18.1%，增速比1-8月份回落0.3个百分点。基建投资在9月份的下滑主要是受道路运输业和铁路运输业投资增长下滑的拖累，两者累计同比增速分别回落0.3个百分点和8.1个百分点。最近发改委虽然前三季度商品房销售面积同比增长7.5%，增速比1-8月份提高0.3个百分点，但房地产投资前三个季度累计同比增速从1-8月份的3.5%下滑0.9个百分点至2.6%，说明最近房地产销售依然没有带动房地产投资的整体回升，二三线城市的房地产市场依然处在去库存阶段。但我们也发现房屋新开工面积前三季度累计同比下降12.6%，降幅比1-8月收窄4.2个百分点，在此基础上的单月同比增速已经转正，这也说明地产开发商悲观情绪有所降低，已经开始启动一些新的项目的开发。鉴于需求疲软和去产能，制造业投资不出意外地也没有起色，前三季度累计同比增长8.3%，增速比1-8月份下跌了0.6个百分点。固定资产投资的资金到位率同比增速第三个月持平于6.8%，而没有出现明显下降，特别是其中银行信贷资金同比降幅开始收窄，说明央行宽松的货币政策对固定资产投资的支撑作用在逐步显现。

章俊

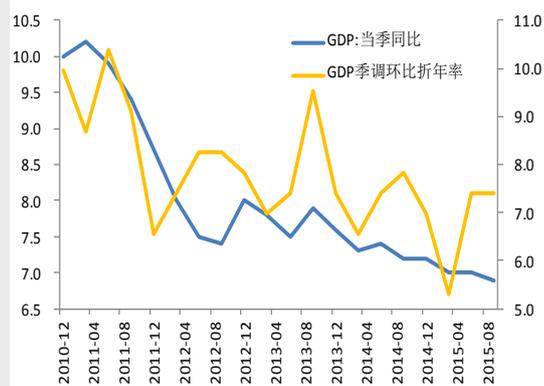
宏观经济研究主管

联系方式

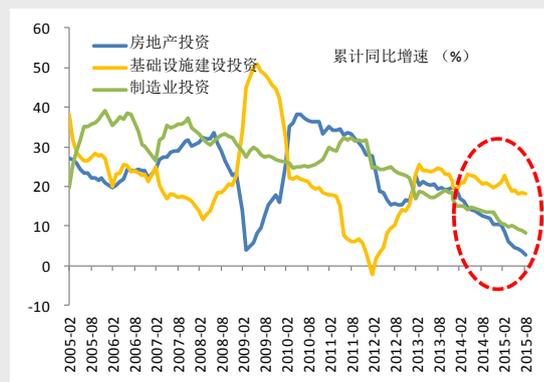
电话：(021) 20336292

E-mail: [steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com](mailto:steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com)

图表：同比回落，环比持平



图表：基建投资回落



本资料并非证券研究报告，相关内容仅供贵方参考，不得复制、提供给他人使用或出版（包括部分或全部）。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容，该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

- **工业生产及消费品零售疲软:** 9月工业增加值在上个月小幅反弹之后重新回落,比8月份下降了0.4个百分点,而同期发电量也由正转负,同比增速从上个月的1%下降-3.1%,也说明实体经济活跃程度的确在下降。9月份社会消费品零售总额同比名义增速小幅上升0.1个百分点至10.9%。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。
- **4季度政策展望:** 从前期央行公布的9月货币信贷数据来看,除了在总量上体现整体信贷环境依旧维持宽松之外,结构上所体现出来的是:票据融资下降,取而代之的居民和企业部门中长期贷款上升。这反映的是房地产销售转暖以及以拉动基建投资为抓手的稳增长政策效应在逐步显现,经济未来继续企稳回升趋势已经确立。目前看来到年底之前通胀将持续维持低位,这为宽松政策的延续创造空间。我们认为在4季度央行可能还有降准和降息各一次,更多的是为了巩固前期政策效果和在一定程度上对冲由于外汇占款下降所带来的货币政策紧缩效应。但是鉴于资本外流和人民币汇率贬值的压力,央行可能不希望过多使用降息降准这种宽松信号过于强烈的政策工具,而且目前整体的政策取向也转变为:货币政策宽松配合“积极财政政策”,因此央行更多的是看重宽松的实质,而希望弱化宽松政策向市场所传递的政策信号。最近央行扩大信贷资产抵押再贷款试点在很大程度上就起到了这样的效果,一方面起到增强对实体经济的流动性支持的效果,另一方面弱化了因为频繁降息降准带来的强烈宽松信号。最近包括减免税收在内的财税改革更多的是着眼于中长期调结构,短期内对“稳增长”贡献有限。从往年来看,各级政府会在4季度突击花钱来尽量完成全年预算支出以确保来年的预算规模不会下降。鉴于目前中央对盘活存量资金的督查力度不断升级,从财政角度来看4季度“积极的财政政策”将获得更大的资金支持来增加基建为主的固定资产投资的资金到位率,从而有效支撑4季度经济回升。鉴于以拉动基建为主的“稳增长”政策难以完全抵消房地产投资下行以及金融行业对经济增长贡献在下半年逆转所带来的负面冲击,我们依旧维持全年GDP实际增速6.9%的预测。
- **莫为浮云遮望眼,风物长宜放眼量:** 从近几年经济周期和政策周期来看,宏观政策实施过程中往往见效越来越慢,而且政策效应维持的时间也往往越来越

越短。因此政府就面临政策力度把握和退出时间点的抉择困难,短期内如果由于政策见效慢,而力度过大的话,政策的滞后效应一旦显现,就可能出现经济过热,过剩产能死灰复燃的情况;反之,如果政策过早退出,经济则会面临内生增长动力不足以接棒驱动增长,从而造成经济再次失速的可能。因此我们认为中央在宏观经济政策的安排方面需要跳出“年内小周期”的框框,在更长的时间轴上来统筹。往年中央一般要到12月份的中央工作会议上才会考虑来年经济工作的安排,但我们认为鉴于中国经济在今明两年以及之后的数年内所面临的转型压力,经济工作的安排和政策的制定不能仅仅局限于年内,更多的是要跨年度来统筹规划。从这个角度上来说,4季度的政策抉择不仅仅是着眼于今年是否要保7%的问题,更是涉及到明年全年经济工作的安排。明年外部经济环境在美联储进入加息周期之后,不确定性会显著上升,这对中国的出口增长和跨境资本流动都会造成负面冲击。在此背景下,维持内需增长的可持续性将成为中国经济的“稳定器”,并且是推进经济改革的前提保证。因此站在4季度宏观政策方向和力度的把握上还是要贯彻“稳定性和连续性”的原则,在实际操作层面更多的注重“灵活性和有效性”的原则,以着眼于打好明年十三五开局之年的第一仗。

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。