

中国宏观策略研究

消费依然是中国经济的“稳定器”

2015年11月11日

- **投资依然乏力：**全社会固定资产投资在10月份继续维持下滑趋势，累计同比增速下滑至10.2%，比1-9月份小幅回落0.1个百分点。市场所关注的焦点——基建投资和房地产投资依然没有明显起色。基础设施投资1-10月累计同比增长17.4%，比上月下滑0.7个百分点，其中道路和铁路运输业投资由于去年同期增速较快而出现持续回落。发改委最近表示要“提前启动明年的中央预算内投资工作，支持三大战略，新型城镇化以及“十三五”规划重大项目等建设”，这在很大程度上就是要加码基建投资的力度来达到“稳增长”的政策意图。1-10月份，全国房地产开发投资累计同比增长2%，比1-9月份回落0.6个百分点。虽然回落幅度比上月收窄0.3个百分点，但回落趋势未改。近期房地产销售的转旺并没有有效的传导至投资端，这在很大程度上还是因为在3-4线城市去库存压力依然较大，导致开发商投资意愿不强及土地购置下降，因而拖累了整体房地产投资的恢复性增长。在固定资产投资三驾马车中，制造业投资成为10月份的亮点，从总量上来看，同比增长8.3%，增速与1-9月份持平；从结构上来看，装备制造业投资和高技术制造业投资都分别有所提速，分别比全部制造业投资增速高出2.1和4.3个百分点。与之相对的是，高耗能制造业投资增速低位回落，比全部制造业投资增速低了7.5个百分点。从固定资产投资的到位资金情况看，1-10月份，固定资产投资到位资金同比增长7.3%，增速比1-9月提高0.5个百分点，其中国家预算内资金和自筹资金同比增速都有所提高，但银行贷款在央行持续货币宽松的背景下依然没有明显起色，国内贷款下降4.5%，降幅扩大0.1个百分点。因此我们认为银行风险偏好依旧较低，惜贷情绪依然较浓，央行有必要进一步降息降准来推动银行增加对实体经济的支持。

章俊

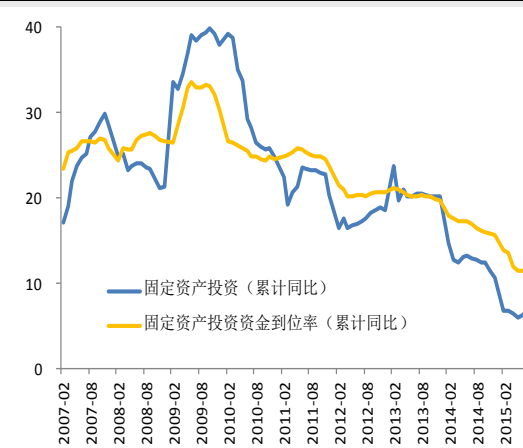
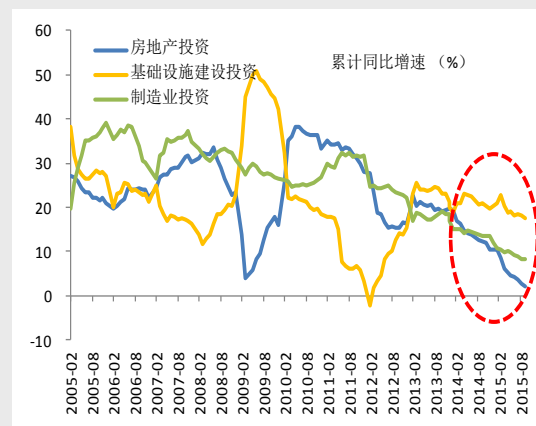
首席经济学家

联系方式

电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表：固定资产投资疲软



- **工业生产疲软但结构优化：**10 月工业增加值同比增速小幅回落，比 9 月份微降 0.1 个百分点，这大体印证了此前公布和上个月持平的 10 月份 PMI 指数。和固定资产投资中制造业投资结构优化相对应的是，工业生产的结构也出现良性的转变：装备制造业和高技术制造业的增加值 10 月份同比增速达到了 6.8% 和 10.8%，不仅高于整体工业增加值同比增速，而且分别比上个月提速了 0.9 和 0.4 个百分点。而采矿和高耗能等传统行业增速减缓：10 月份，采矿业增加值同比增长 0.4%，增速较 9 月份回落 0.8 个百分点，同期六大高耗能行业增长 5.8%，增速回落 0.9 个百分点。工业生产增速的持续下降反映需求疲软依然没有改观，企业去库存压力制约产能利用率的回升。
- **消费依然是经济增长的“稳定器”：**10 月份社会消费品零售总额同比增速继续小幅走强，微升 0.1 个百分点至 11%。官方和市场投资者对在本轮经济下行过程中“异常坚挺”的消费数据解读为中国经济转型过程中的“再平衡”，从之前过度依赖投资和出口增长的模式开始转向消费，而 11.11 淘宝网购节的销量再破纪录似乎也为此添加注脚。目前来看固定资产投资增速下滑的趋势不改，即便在年末和明年一季度企稳，也很难会看到明显反弹；而全球经济增长乏力造成中国出口复苏依然前景黯淡，更不用说由于劳动力成本上升和人民币实际有效汇率升值所带来的竞争力下降问题。在此背景下，消费在“稳增长”过程中被寄予更大的期望。鉴于中国经济拐点和人口红利拐点同步降临，虽然短期内向消费转型的势头良好，但我们对中长期内中国消费的可持续性增长有所担忧短期内：投资下降，会造成就业率和工资水平下降，最终会向消费传导。因此在经济下行过程中，消费是不可能独立于经济周期之外的。即便是在经济转型过程中，看日本和韩国的经验看，在经济转型过程中，随着经济驱动因素从投资和出口驱动的增长转向消费驱动增长，消费都是有所放缓。
- **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，我们在年内不多的时间内，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。而最近财政部反思“3%的赤字率红线和 60%的负债率红线，是不是绝对科学的标准，这些观念的僵化并不利于改革”的提法，意味着不仅在年内，而且在未来较长的一段时间内，积极的财政政策都将扮演政策组合的核心角色来帮助中国经济实现平稳转型。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。我们判断到年底之前央行可能还会有一次降息，而明年一季度还会有 1-2 次降息，而这过程中会伴随着降准的持续出现，后者出现的时机和频度更多的是根据外汇占款的波动而相机抉择。我们依然维持我们对中国经济全年 6.9% 的预测，但也不排除在剩下的两个月内前期政策效应显现而实现全年保 7% 的目标。但我们也需要指出的是：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，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，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。