

中国宏观策略研究

1 季度经济向好，不掩未来回落隐忧

2017年4月17日

- 一季度经济走强，结构有所改善：**今天统计局公布的1季度GDP增速为6.9%，虽然数字略超市场预期，但整体符合市场对1季度经济形势的判断。从结构层面来看，虽然1季度工业生产产销两旺导致第二产业增速明显高于去年同期（6.4% vs. 5.9%），但从对GDP的拉动来看，与去年持平于2.4个百分点。相反虽然第三产业（服务业）同比增速比去年同期仅微升0.1个百分点（4.3% vs. 4.2%），但对GDP的拉动也同步上升了0.1个百分点至4.3个百分点。服务业对经济拉动作用的提升反映了中国经济结构在供给侧改革的推动下在持续改善中。1季度GDP环比增速出现了明显放缓，从去年4季度的1.7%跌至1.3%，相比去年2季度高点的1.9%，已经有相当幅度的回落，说明经济上行动能有所减弱。伴随着2季度基数效应的抬升以及环比增速可能进一步放缓，GDP同比增速可能会回落至6.7%左右。

- 基建投资回落，房地产和制造业投资继续回升：**3月份全社会固定资产投资累计同比增速延续1-2月份的反弹势头，从8.9%上升至9.2%。1-3月份基建投资增速累计同比增速23.5%，增速比1-2月份回落3.8个百分点，除了道路运输投资增速提高3.1个百分点之外，其他主要基建投资项目都有不同程度的回落，其中公共设施管理投资放缓最为明显，增速回落8.4个百分点。3月份固定资产投资增速的反弹主要归功于房地产投资和制造业投资，累计同比增速分别从1-2月份的8.9%和4.3%上升至9.1%和5.8%。3月份商品房销售面积累计销售面积同比增速相比1-2月份出现大幅回落，从25.1%跌至19.5%，反映了全国范围内房地产调控升级之后对销售和预期的负面影响开始显现，未来会逐步向房地产投资传导，进而拖累固定资产投资增速。制造业投资持续反弹在很大程度上受益于近期工业生产反弹和产能利用率的提高。民间投资和国有企业投资继续呈现此消彼长的局面，3月份国有企业固定资产投资累计同比增速相对于1-2月份下滑0.8个百分点至13.6%，而民间固定资产投资同比上升1.05个百分点至7.7%。民间投资的反弹可能在一定程度上是受益于PPP项目加快落地，未来可持续性有待观察。

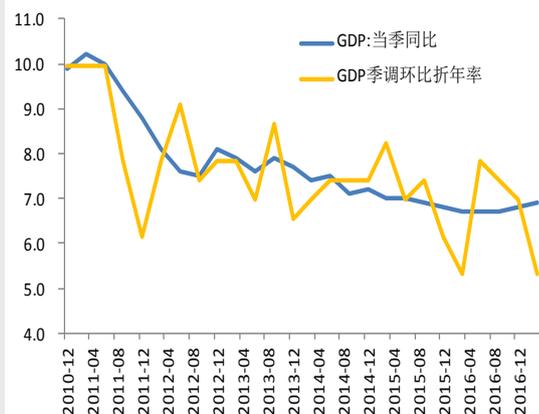
章俊
首席经济学家

联系方式

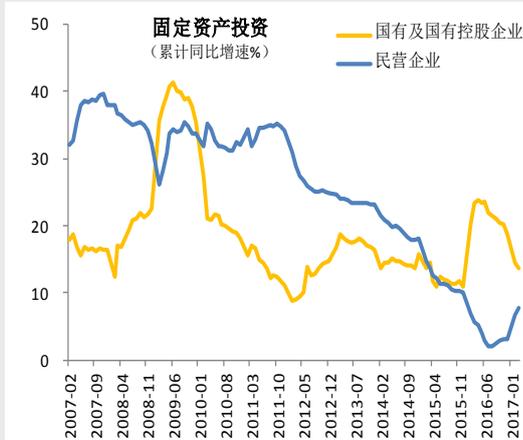
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1: GDP 增速：同比反弹，环比回落



图表 2: 民间投资反弹



- **工业生产和消费显著反弹：**3月份工业增加值延续1-2月份反弹的势头，同比增速大幅改善1.3个百分点至7.6%，创两年以来的新高。从行业来看，主要还是由上游原材料行业推动的，3月份相对于1-2月份改善最为明显的行业还是钢铁和有色，其中钢铁累计同比增速从上个月的-9.1%收窄至-0.2%，而有色行业则从-0.2%跳升至4.2%。3月份社会消费品零售总额同比增速也出现了明显反弹，从上个月的9.5%反弹至10.9%，其中除了石油及制品受原油价格回落影响而出现同比增速放缓之外，其他主要消费品价格同比增速都出现了不同程度上上升，其中汽车销售最为明显从1-2月份的-1.0%大幅反弹至8.6%，3月份社会消费品零售总额同比增速很大程度上是受其拉动。前期房地产销售火爆的滞后效应依然延续，建筑及装潢相关材料的销售同比增速也从1-2月份的12.9%上升至17.8%。

- **周期性反弹接近尾声：**我们认为目前市场对今年的固定资产投资可能存在过度乐观的情绪：认为基建投资会重新提速，并且房地产投资增速回落幅度温和可控。鉴于目前全国范围内房地产调控升级，不但限购的范围从一线城市向热点的二三线城市扩大，而且限购的门槛不断抬高（相关政策不仅投资投机性需求受到严格控制，连改善性需求也受到拖累），再加上银行房贷政策收紧。虽然从长期来看，调控政策升级有助于抑制房地产价格泡沫以及防范系统性金融风险，但短期内急刹车可能会引致年内存在政策超调的风险，从而有可能导致房地产投资失速。同时，我们对今年基建投资全年增速能保持15%以上表示怀疑：一方面是基建投资本身基数过大，15%以上的高速增长难以为继；另一方面基建的融资问题是今年基建是否能再次扮演“单骑救主”角色的关键。我们认为今年货币政策趋向中性，债市去杠杆以及PPP落地不及预期都会导致基建投资出现在项目规划立项阶段“雷声大”但到了落实推进阶段“雨点小”的概率较大。伴随着需求走弱，补库存需求也将进入尾声，我们预计2季度经济增速可能会重新放缓，进入下半年之后可能会面临更大的挑战。

- **货币回归中性，财政政策更加积极：**3月份新增社会融资总额和金融机构贷款和去年同比少增加了2700亿和1590亿。从环比角度来看，虽然社会融

资总额出现大幅反弹，但并非来自表内信贷的贡献。3月份新增信托、委托贷款以及票据融资出现大幅回升，很大程度上是在表内信贷收紧的背景下对接固定资产投资中的房地产和基建投资需求。鉴于今年监管层在控风险和去杠杆的立场，3月份银行表外加杠杆的现象可能仅仅是昙花一现，未来伴随着MPA监管加强，资金从表外回归表内依然是趋势。鉴于最近两个月CPI连续低于1%，并且PPI见顶回落，以及最近特朗普表示不能接受强势美元，宁可美联储保持低利率之后，市场部分分析人士认为央行货币政策宽松的空间变大。我们之前反复强调过，今年央行货币政策中性立场不是单纯针对通胀或者美联储加息压力，更多的是出于推动国内金融去杠杆，降低系统性金融风险的目的，因此不会伴随着通胀波动和美联储立场的波动而有实质性的变化，最大程度上只是通过适度公开市场操作来微调应对。从上周公布的财政数据来看，财政政策和货币政策之间此消彼长的关系依然比较明显：虽然3月份财政收入增速略有放缓，但支出的增速却在加快；并且从整个一季度来看，财政支出增速高出收入增速8.8个百分点（收入12.2%，支出21%），财政更积极地立场十分明显。考虑到年内货币政策再次大幅放松的概率较低，因此从政策层面会更加依赖积极的财政政策来为增长托底。

- **L型底部，结构性改革：**我们认为去年4季度和今年1季度经济增速反弹更多是下行周期过程中刺激政策的累积效应的集中反映，而非所谓“新周期”的开始。很难想象，长期以来困扰中国经济的结构性问题，通过短短的一年多内针对几个重点行业的供给侧改革就完成了整个经济体的过剩和落后产能的出清。中国ICOR（增量资本产出率）持续上升，背后反映了中国每增加一单位GDP产出所需要的资本投入在不断上升，而资本投入的上升背后则隐含的是货币发行规模的膨胀，以及杠杆率和债务率的上升。我们认为以供给侧改革为标志的中国经济的结构性改革着才刚刚起步，切不可盲目乐观，而回到投资拉动经济的老路上去。

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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司