

中国宏观策略研究

经济下行压力重现，谨防政策超调

2017年5月15日

如果说PPI在过去两个月内见顶回落是经济疲软的先兆的话，那今天公布的4月份宏观经济数据整体回落，说明经济下行压力重现已经是不争的事实。虽然在“防范系统性金融风险，推动金融去杠杆”的整体大背景下，最近政策层面的收紧有其必要性，但考虑美联储在6月份会再次加息，届时外部风险会重新上升，同时叠加国内经济增速下行压力加大，中国经济在下半年会面临更为严峻的挑战，我们认为监管层有必要兼顾“稳增长”和“控风险”之间的平衡，谨防政策超调导致经济基本面的大幅波动。

- **固定资产投资增速回落：**4月份全社会固定资产投资累计同比增速没有延续1季度的反弹势头，从9.2%回落至8.9%。其中，基建投资增速累计同比增速23.3%，增速比1季度回落0.2个百分点，除了公共设施管理业投资增速提高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，其中铁路运输业投资投资放缓最为明显，增速回落7.3个百分点。从去年4季度以来的制造业投资复苏进程在4月份出现颓势，累计同比增速从1季度的5.8%回落至4.9%。我们认为这在侧面反映由于供给侧改革导致的供需失衡已经在逐步缓解，加上2季度开始需求开始下降，工业企业增加资本开支的动机减弱。虽然4月份房地产投资累计增速比1季度提高0.2个百分点，但住宅投资增速回落0.6个百分点至10.6%，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向房地产投资传导。虽然房地产销售增速持续放缓，但由于去库存势头依然延续，导致开发商拿地意愿不减少，1-4月份土地购置面积累计增速比上个月上升2.4个百分点至8.1%。自去年4季度以来的民间投资增速改善也在4月份出现逆转，相反国有控股性质投资则出现小幅反弹。之前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。

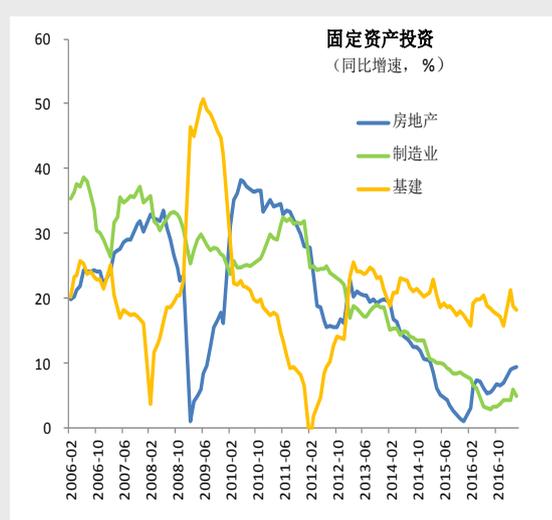
章俊
首席经济学家

联系方式

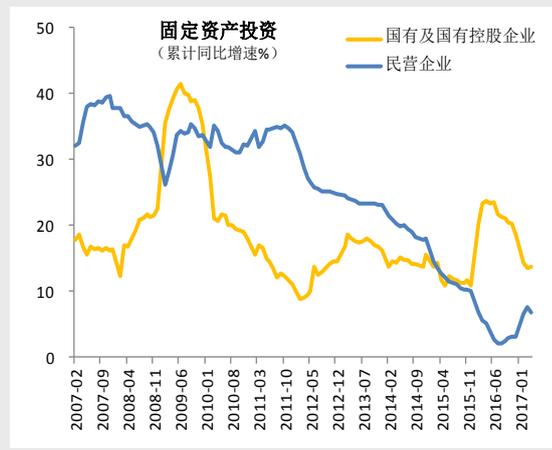
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：基建和制造业投资回落



图表 2：民间投资回落



- **工业生产和消费回落：**同步制造业 PMI 指数和发电量增速的回落，4 月份工业增加值增速出现明显放缓，从 3 月份的 7.6% 降至 6.5%。之前 3/4 两个月 PPI 的回落已经在一定程度上反映了需求端开始走弱，企业补库存意愿开始下降，未来工业生产可能会持续走弱。4 月份社会消费品零售总额同比增速小幅回落 0.2 个百分点至 10.7%，考虑到 4 月份 CPI 同比增速比 3 月份有 0.3 个百分点的改善，因此社会消费品零售总额实际同比增速回落幅度比名义略大。整体来看，汽车和建筑及装潢材料增速放缓是拖累社会消费品零售总额同比增速的主要原因，二者分别从上个月的 8.6% 和 17.8% 降至 6.8% 和 13.4%。考虑到近几年居民收入本身增速放缓不支撑消费改善，加上房地产相关消费走弱，我们预计 2 季度社会消费品零售总额增速有可能回落至 10% 左右的水平。

- 年初以来，央行货币政策转向中性立场，银监会加强对银行表外业务的清理和监管，以及各地政府对房地产市场的调控升级。上个月底中共中央政治局就维护国家金融安全进行第四十次集体学习，给市场传递的信号是“防控金融风险，提升金融安全”是今年政府的工作重心。这些都已经预示了今年是“监管之年”。目前国内投资者对中央“防范系统性金融风险”的立场基本已经达成共识，有充分的理解和预期。但我们如果从另外一个角度来看这个问题，难免也会有一丝担忧。长久以来国内经济有这样一个问题：“一放就乱，一管就死”，这在一定程度上导致宏观经济和资本市场频繁出现大幅波动。目前市场对中国经济趋势的判断分歧很大，“新周期的启动”和“繁荣的顶点”成为近期的争论焦点。虽然我们不是很同意这种非左即右，非黑即白的判断，但整体而言我们的观点偏向后者：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。伴随着补库存需求进入尾声，我们预计 2 季度经济增速可能会重新放缓。此外，我们预计美联储在 6 月份会再次加息，

届时外部风险会重新上升，同时叠加国内经济增速下行压力加大，中国经济在下半年会面临更为严峻的挑战。

- 虽然在“防范系统性金融风险，推动金融去杠杆”的整体大背景下，最近政策层面的收紧有其必要性，但今年十九大的召开又决定了今年不仅是“监管年”，而且是“政治年”。如果下半年经济增速回落的幅度过大，而十九大召开由需要创造一个相对稳定的经济和金融环境，政策可能被迫再次转向的话，届时会面临两个可能的情形：（1）如果转向幅度过小，再加上政策传导的时滞，可能会导致十九大前后经济基本面低迷；（2）如果转向幅度过大，可能会导致资产价格泡沫重启，经济结构失衡幅度加大。这两种情形无论是政府还是市场都不愿意见到的，因此目前监管层在政策力度的把握上需要更为谨慎。鉴于目前金融市场和体系的问题不是一朝一夕形成的，因此也不能寄希望于在一朝一夕内解决。“防风险，去杠杆”应该协调和有序推进，兼顾“稳增长”和“控风险”之间的平衡。

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

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。

© 2014 摩根士丹利华鑫证券有限责任公司