

中国宏观策略研究

增长放缓温和可控，政策可预期性有待加强

2017年6月14日

● **固定资产投资增速回落：**5月份全社会固定资产投资累计同比增速延续上个月放缓的势头，从8.9%回落至8.6%。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速比1-4月份回落2.4个百分点，至20.9%。主要基建投资行业，包括水利管理业、公共设施管理业，以及道路运输业和铁路运输业投资等均出现了不同程度的回落。房地产投资累计同比增速在连续两个月反弹之后出现疲态，比1-4月份回落0.5个百分点至8.8%，其中住宅投资增速回落0.6个百分点。鉴于商品房销售面积累计同比增速连续第三个月放缓，加上房贷政策及利率近期有收紧的趋势，加上金融去杠杆对开发商的融资可能产生一定负面影响（1-5月房地产开发企业到位资金同比增速比1-4月份回落1.5个百分点，至9.9%），开发商拿地热情明显下降，土地购置面积和土地成交价款1-5月份累计同比增速比分别回落2.8个百分点和1.9个百分点。我们预计未来房地产投资增速可能会继续回落。5月份制造业投资累计同比增速出现小幅反弹，相比上个月增速提高0.2个百分点至5.1%。鉴于房地产投资和基建投资可能在下半年都难有作为，因此制造业投资成为稳定固定资产投资的关键。近期政府加大了针对实体经济的减税力度，希望能借此拉动经济内生性增长动力，从而降低因为房地产投资下滑和基建投资疲软造成的稳增长压力。

● **工业生产和消费平稳：**月初公布的5月份制造业PMI指数与上个月持平于51.2，无独有偶，5月份规模以上工业增加值同比实际增速也与上月持平于6.5%。虽然国内固定资产投资增速放缓，但年初以来海外需求复苏拉动了国内生产的趋势依然在延续。具体分行业来看，各主要行业各有涨跌，没有形成明显的趋势性变化。例如，虽然钢铁行业增速从上个月的0.2%跌至-1.9%，但有色行业却出现小幅反弹，从上个月的1.4%上升至2.2%；同样虽然专用设备制造业增速下滑，但通用设备制造业却小幅反弹。5月社会消费品零售总额增速也与上个月持平于10.7%，虽然房地产相关消费品出现小幅下滑，例如家具和建筑

章俊

首席经济学家

联系方式

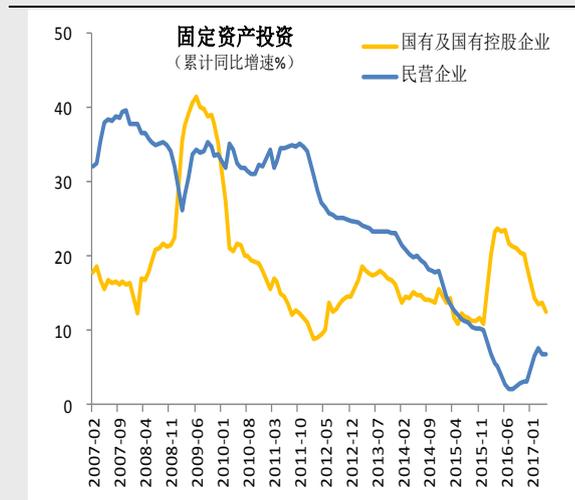
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：基建和房地产投资回落



图表 2：民间投资回落



及装潢材料增速分别从上个月的 13.9%和 13.4%，下降至 13.5%和 11%；以及受油价下跌影响，石油及制品销售增速从上个月的 12.1%跌至 9.1%；但其他种类的消费品销售情况大致平稳，特别是汽车销量小幅反弹，从上个月的 6.8%升至 7.0%。

- 虽然相对于 1 季度,2 季度中国经济增速明显放缓,但依然是温和可控。首先外需改善的因素依然积极,摩根士丹利全球宏观团队在最近公布的 2017 年年中展望中预计今年全球经济增速可达 3.6%,这是近年来首次全球经济增速反弹至 3.5%的长期平均增速之上,并且明年有望继续走强至 3.6%。这背后是 2010 年以来全球范围内首次发达经济体和新兴市场经济体同步复苏,两者协同推动全球经济温和增长。此外,特朗普政府上台之后,政策面转向较为务实的方向,因此发生贸易战的风险在不断下降。总体而言,海外需求复苏会引导年内出口延续恢复性增长,对中国经济起到一定的支撑。国内需求虽然在 2 季度有走软的迹象,但整体依然温和可控,制造业投资和基建投资大体平稳,居民消费稳健。监管层在金融去杠杆过程中特别关注对实体经济的潜在负面影响,通过央行“收短放长”等操作,在推动金融去杠杆的同时,尽量呵护实体经济的流动性。因此虽然近期流动性出现季节性紧张,但对实体经济整体冲击不是很大。
- 我们认为年内中国经济在供给侧改革的大框架下,伴随着货币政策回归中性立场,以及结构性改革的逐步推进,经济增速可能会继续放缓,但整体节奏是温和可控。但海外美联储政策加速回归正常化,以及日本和欧洲央行也存在跟进的可能的大背景下,对中国经济还是存在一定的冲击。正如习近平主席在 4 月底的国家金融安全会议上指出的:“一些国家的货币政策和财政政策调整形成的风险外溢效应,有可能对我国金融安全形成外部冲击”。鉴于无论是实体经济还是资本市场,宏观政策方向对他们的投资决策中都占有很大的权重。例如,在政策不明朗的情况下,会导致企业降低投资规模或推迟投资决定,金融机构的惜贷情绪倾向也会明显上升,这些都不利于经济的平稳增长。因此国内政策面应该强调政策的连续性和稳定性,这有利于提升政策的可预期性。从而在一定程度上提升实体经济和金融市场参与者的风险偏好,推动投资决策的有效落地实施。

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