

中国宏观策略研究

经济基本面平稳为结构性改革提供空间

2017年7月17日

● **2 季度经济好于预期：**今天统计局公布的 2 季度 GDP 与 1 季度持平于 6.9%，虽然数字略超市场预期，但整体符合市场对上半年经济形势的判断。2 季度 PPI 见顶回落带动 GDP 平减指数出现明显下降，因此 2 季度名义 GDP 增速略低于 1 季度。2 季度 GDP 环比增速有所反弹，从 1 季度的 1.3% 升至 1.7%，季调环比折年率也从 1 季度的 5.3% 反弹至 6.98%。上半年经济复苏的背后是工业和服务业平衡发展，上半年第二产业和第三产业累计同比增速与 1 季度分别持平于 6.4% 和 7.7%，但明显高于去年同期的 6.1% 和 7.5%，这说明今年上半年中国经济并没有出现因为工业生产反弹造成经济结构重新恶化的情况。我们依然维持全年经济前高后低的判断，伴随着国内补库存需求进入尾声以及海外需求复苏对出口的拉动作用减弱，下半年经济增速会有所放缓，我们预计 3 季度 GDP 增速可能会降至 6.7%，而全年增速可能会在 6.6%-6.7%，实现政府在年初设定的 6.5% 的增长目标难度不大。

● **固定资产投资增速平稳：**6 月份全社会固定资产投资累计同比增速与上月持平于 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 1-5 月份提高 0.2 个百分点，至 21.1%。除了铁路运输小幅回落外，水利管理业、公共设施管理业，以及道路运输业等均出现了不同程度的反弹。房地产投资延续上个月回落趋势，累计同比增速从 8.8%，降至 8.5%。由于低基数效应加上去库存势头不减，房地产销售/新开工以及土地购置面积等指标都有不同程度的反弹。但考虑到目前经济基本面在外需改善的支持下好于预期，因此年内房地产调控在金融去杠杆的大背景下重新放松的可能性不大，加上货币政策中性导致开发贷和居民房贷利率回升，我们预计下半年房地产投资增速可能会继续回落。制造业投资继续反弹，1-6 月累计同比增速提高 0.4 个百分点至 5.5%。除了需求转旺推动工业品价格持续回升，从而令工业企业资本开支意愿上升，新一轮的朱格拉周期有利于制造业投资的复苏。我们预计下半年制造业投资会继续温和复苏，从而在一定程度上对冲房地产投资下滑的负面影响。

章俊

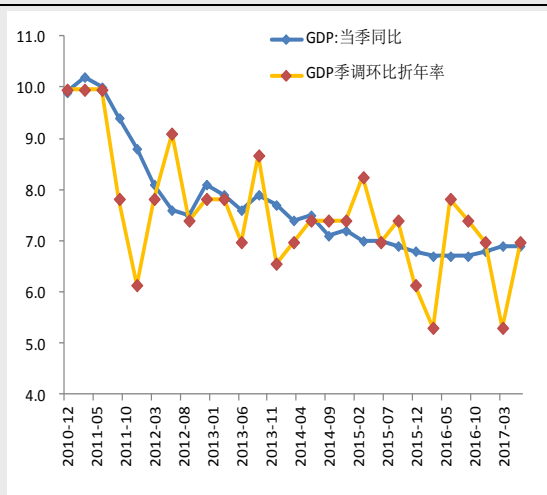
首席经济学家

联系方式

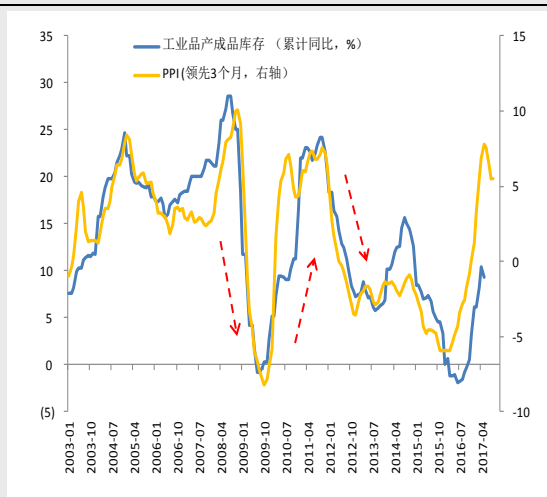
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：2 季度经济好于预期



图表 2：补库存周期接近尾声



- **工业生产和消费反弹：**6月份工业增加值同比增速从上个月的6.5%大幅升至7.6%，与月初制造业PMI和发电量双双反弹互相印证。鉴于国内补库存周期进入尾声，从固定资产投资和社会消费品零售总额增速层面判断国内需求平稳，因此我们认为近期海外需求复苏推动出口增速反弹在一定程度上提升国内工业生产的景气度。6月社会消费品零售总额增速反弹至11.0%，其中主要是可选消费品中的汽车和房地产相关产品销售出现反弹。
- 目前全球经济复苏为中国深化结构性改革提供了良机，出口改善在一定程度上减轻政府稳增长的压力，从而为深化供给侧改革和金融去杠杆提供空间。反过来说，政府也应该有效利用目前相对外部环境的改善来加快推进国内结构性改革，因为目前全球经济复苏已经进入了下半场，从未雨绸缪的角度考虑，要提升自身应对将来可能再次出现的危机的能力，同时留有足够的政策空间。

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