

中国宏观策略研究

短期下行压力重现，政策面再次面临考验

2017年8月14日

供给侧改革去产能推动上游行业原材料价格在7月进一步上涨,PMI购进价格指数大幅反弹,加上PPI止跌并连续三个月持平于5.5%,使得进入尾声的补库存需求得以在3季度继续延续。但对上半年中国经济贡献良多的出口似乎出现疲态,摩根士丹利全球贸易领先指数(MSGTLI)持续回落意味着全球贸易增长未来可能会放缓。在此背景下,政策层面将再次接受考验,如何在“去杠杆”的同时要兼顾“稳增长”以维持政策的连续性和稳定性,是政府和监管层需要思考的核心问题。我们认为虽然中国的经济和产业结构在持续改善,在依然是处在“量变”阶段,远没有达到“质变”来启动一轮崭新的“新周期”。因此所谓新周期不过是“周而复始的新一轮经济周期,基本驱动因素没有根本性的变化”。

- **固定资产投资增速回落:** 全社会固定资产投资累计同比增速在连续两个月持平于8.6%之后,在7月份小幅回落0.3个百分点至8.3%。基建投资累计同比增速回落0.2个百分点至20.9%。其中水利管理和公共设施管理投资增速分别下滑0.6和0.5个百分点至16.9%和24.9%,但道路运输和铁路运输投资则分别提速0.8和1.4个百分点至24%和3.3%。受房地产销售疲软的影响(累计同比增速下降2.1个百分点至14%),7月份房地产投资增速继续放缓,累计同比增速下降0.6个百分点至7.9%。鉴于商品房整体依然维持去库存态势(7月代售商品房减少1081万平米),开发商拿地热情依然维持高位:1-7月份,房地产开发企业土地购置面积同比增长11.1%,增速比1-6月份提高2.3个百分点;土地成交价款增长41.0%,增速提高2.5个百分点。但房地产开发企业到位资金同比增速出现明显下滑,从上个月的11.2%跌至9.7%,未来房地产开发商资金面可能会伴随着金融去杠杆逐步收紧,进而影响其拿地和开发的能力,从而拖累房地产投资增速。7月制造业投资出现明显回落,累计同比增速从上个月的5.5%跌至4.8%。制造业投资从去年4季度开始出现趋势性复苏,鉴于制造业投资在固定资产投资中占比高于基建投资和房地产投资,因此在房地产投资未来趋势性回落以及基建投资增长乏力的背景下,制造业投资的平稳增长至关重要。

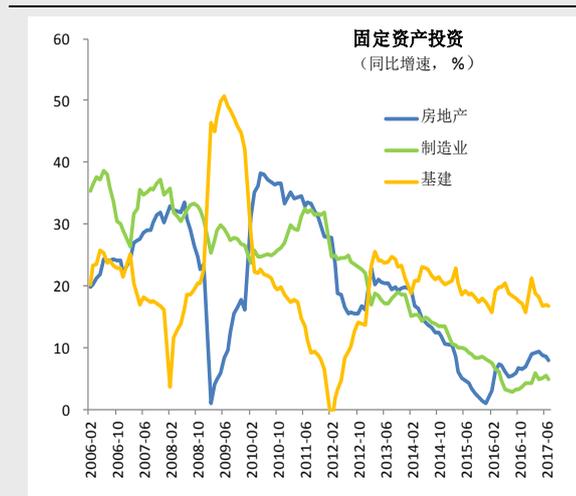
章俊
首席经济学家

联系方式

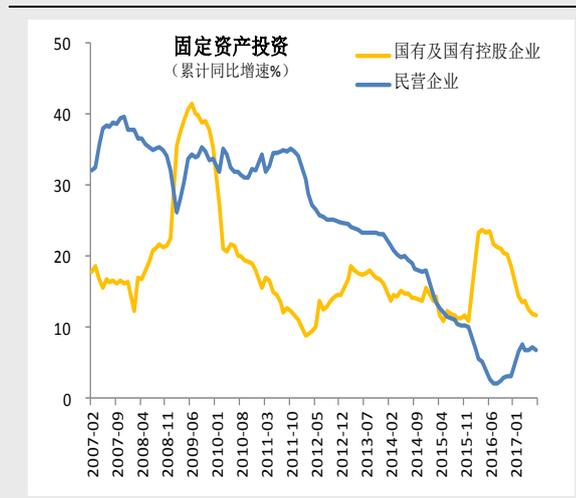
电话: (021) 20336292

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:**与此前公布的7月份制造业PMI指数回落相印证,7月份工业增加值增速出现明显放缓,从6月份的7.6%降至6.4%。除了需求段有所走软之外,7月份全国大范围持续晴热高温、部分地区遭受暴雨洪涝灾害,一些企业例行设备检修,这些天气原因也是导致制造业生产活动有所放缓的重要原因。从三大门类来看,只有公共事业(电力、热力、燃气及水生产和供应业)部门增速从上个月的9.7%加速至9.8%,这可能与全国范围内持续的高温天气导致用电用水量上升有关;但采矿业和制造业增速都出现了不同程度的放缓。具体细分行业中,除了包括钢铁、通用机械等少数几个行业增速有所加快之外,其他大部分行业都有所放缓,其中幅度最大的是金属制品和计算机电子通信。

7月份社会消费品零售总额同比名义增长10.4%(扣除价格因素实际增长9.6%),比上个月分别下降0.6和0.4个百分点。整体来看,汽车及房地产相关的商品(建筑及装潢材料、家具等)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。汽车销售在经历上个月反弹之后回落1.7个百分点至8.1%,建筑及装潢材料和家具业分别下降2.1和2.4个百分点至13.1%和12.4%。

- **出口和补库存需求可持续性有待观察:**除了基建投资增长强劲以及房地产投资下滑程度好于预期之外,我们认为两个因素在短期内掩盖了金融去杠杆和稳增长之间的矛盾关系,一定程度上造成了稳增长和金融去杠杆兼容的假象。今年上半年经济基本面进一步改善,要部分归功于全球经济复苏带来的对我国出口增长的拉动。如果把中国制造业PMI指数和美国ISM制造业PMI指数放在一起,会发现显著的相关性,这说明目前国内工业生产改善除了国内需求平稳之外,外需改善是一个很重要的因素。除了出口,目前供给侧改革去产能是另一个导致上半年经济超预期的重要原因。经济下行过程中的工业品价格通缩是令各国政府和央行极为头痛的问题,因为工业品价格持续下降,会向下游行业传导,形成全面通缩。其结果是消费和投资意愿低迷,经济体陷入螺旋式下行的恶性循环。16年开始的供给侧改革在钢铁、煤炭等产能过剩现象比较严重的行业大力推动去产能,房地产去库存和基建投资反弹造成了需求回升,此消彼长间开启了一轮补库存需求,推动中国经济迅速摆脱了工业品通缩。而今年上半年供给侧改革深化在推动钢铁、煤炭价格进一步上涨的同时,其他上游行业原材料也开始

闻风而动。因此,由于供给侧改革造就的补库存需求在上半年的延续是经济超预期的另外一个重要原因。

- **如何定义新周期:**如果我们能清晰的分辨出上半年经济高位运行背后的原因,就不难对目前所谓的“新周期”之争作出自己的判断。我们认为对于新周期的判断的核心在于“新”如何定义:如果这个“新”指的是“周而复始的新一轮经济周期,基本驱动因素没有本质性变化”的话,我们对此并无太大异议,只不过这一轮所谓的“新周期”开启的时间点应该是去年下半年。鉴于中国经济近年来经济周期的循环周期越来越短的现象,在这一轮“新周期”已经持续了1年多的时间之后,未来可持续性显然不强。但如果这个“新”指的是“与之前不同的一轮经济周期,基本驱动因素发生变化”的话,那我们很难赞同。因为虽然中国的经济和产业结构在持续改善,在依然是处在“量变”阶段,远没有达到“质变”来启动一轮崭新的“新周期”,至少目前还没有发现确凿的证据。如果我们剔除全球经济复苏带来的出口拉动以及供给侧改革带来的补库存需求,我们发现驱动经济增长的依然是固定资产投资,特别是基建和房地产。考虑到本轮全球经济复苏已经进入下半场,在复苏的强度上不会继续增强,因此对出口的拉动作用不会进一步提升。此外,供给侧改革带来的政策红利也开始消退,需求面走软使得上游工业品价格上涨失去支撑。因此政府需要考虑的问题是,如果以上两个因素出现逆转,经济下行压力重新上升,届时政府将重新面临稳增长和去杠杆之间的抉择。

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

供的任何信息进行广泛披露。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。