

中国宏观策略研究

向好趋势未改，上行动能不减

2017年10月19日

- 3季度增长符合预期：**今天统计局公布的3季度宏观经济数据，3季度GDP增速相比上半年微降0.1个百分点至6.8%，前三季度累计同比增速与上半年持平于6.9%，比去年同期高出0.2个百分点，继续维持中高速增长的状态。鉴于3季度CPI相对平稳，而PPI略有反弹，因此带动GDP平减指数略有回升。因此虽然实际GDP增速有所放缓，但3季度名义GDP增速却略有反弹，从2季度的11.1%升至11.16%。三季度中国经济结构继续改善，农业、工业和服务业平衡发展。前三季度第二产业（工业+建筑业）累计同步增速相比上半年下降0.1个百分点至6.3%，但同期第三产业（服务业）累计同比增速提升0.1个百分点至7.8%。这说明供给侧改革在提升工业部门生产效率的同时，还在一定程度上推动了中国经济结构的调整。

- 固定资产投资增速平稳：**9月份全社会固定资产投资累计同比增速继续小幅放缓，从上个月的7.8%降至7.5%。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速与上个月持平于19.8%。除了道路运输业投资小幅反弹之外，水利管理业、公共设施管理业，以及铁路运输业等均出现了不同程度的下降，其中铁路运输业投资增速回落幅度比较明显，达3.7个百分点。9月份制造业投资累计同比增速从上个月的4.5%降至4.2%，这已经是制造业投资增速连续第三个月放缓。鉴于制造业投资在固定资产投资中占比大于房地产投资和基建投资，因此制造业投资增速持续放缓是拖累整体固定资产投资增速的主要原因。制造业投资增速持续下滑说明制造业企业在目前需求复苏和工业品价格上涨的背景下资本开支的意愿依然较弱，我们认为原因是：一方面部分企业对未来经济复苏的可持续性依然存在一定疑虑，暂时还维持观望态势，反映在最近两个月虽然PPI连续反弹，但工业品库存增速却继续放缓，说明企业的补库存意愿开始下降；另一方面是中下游行业议价能力不足，在上游成本上升的情况下盈利状况没有明显改善；再次就是大

章俊

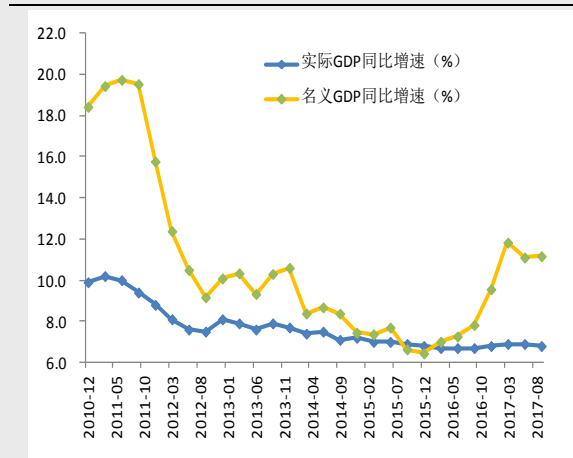
首席经济学家

联系方式

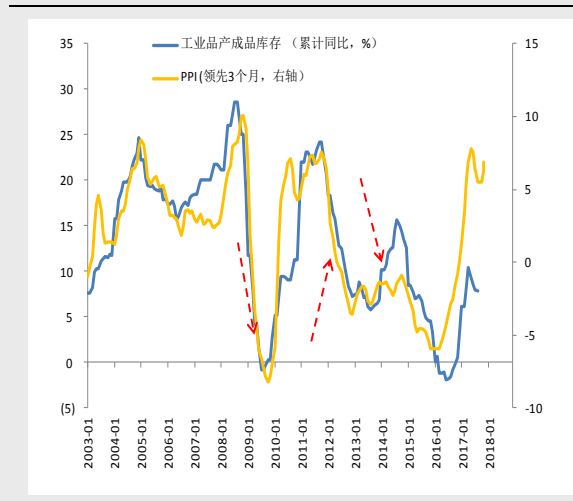
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：3季度经济符合预期



图表 2：补库存周期接近尾声



部分民营和中小企业的融资难、融资贵的问题没有明显改善,这也在一定程度上阻碍了他们的投资步伐,侧面反映在民间投资增速在3季度持续放缓。政府持续出台一系列激发民间投资的政策(包括最近的普惠降准),伴随着这些政策在未来逐步落实,制造业投资和民间投资有望企稳回升。房地产投资延续上个月反弹趋势,累计同比增速从7.9%,升至8.1%。但房地产销售累计同比增速连续第3个月放缓,反映棚改货币化政策效应开始减弱。但鉴于整体房地产去库存态势依然维持,开发商拿地意愿已然较为积极,土地购置面积和价款累计同比增速分别比上个月提高2.1和3.6个百分点。

- **工业生产和消费反弹:**9月份工业增加值同比增速在7/8连续两个月下降之后,反弹至6.6%,与月初制造业PMI和发电量双双反弹互相印证。前期价格涨幅较大行业的增加值增速放缓比较明显,9月钢铁、有色增加值同比降幅比上个月分别扩大0.9和0.4个百分点,相反高技术行业,例如计算机、通信和其他电子设备制造业的增长却有提速的趋势。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4季度海外需求改善将成为持续提升国内工业生产景气度的重要因素。9月社会消费品零售总额增速从上个月的10.1%反弹至10.3%,其中主要是可选消费品中的汽车销售增速与上月持平,但房地产相关产品的家具和建材却出现不同程度的反弹,加上汽柴油价格上涨,构成了9月社会消费品零售总额增速反弹的重要原因。我们预计4季度消费依然是经济增长的重要支柱,但从消费结构来说,会更加倾向于服务类的消费。

- 包括出口、补库存、基建投资等上半年支持中国超预期的动能在3季度有所减弱,但房地产投资表现较市场预期更为稳健,加上消费和服务业相对平稳,因此3季度GDP微降至6.8%,但结构上更加合理和平衡,服务业和消费对GDP的贡献度会有所上升。我们预计四季度可能会回落至6.7%:一方面是因为去年四季度基数较高,其次前期三四线城市棚改货币化拉动的房地产销售对房地产投资的滞后效应会有所减弱,加上出口和补库存拉动效应进一步减弱。考虑到实现6.5%的全年经济增长目标基本已成定局,在货币和财政政策立场方面不会有明显方向性的改变,但可能会继续出台有针对性政策来拉动民间投资和推进产业升级和节能环保相关的制造业投资。

- 习近平总书记的19大报告勾画出中国经济未来30多年的发展大蓝图,并历史性的提出“新时代我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。要解决“不平衡、不充分”问题,只有坚持推进和深化改革。中国经济在去年和今年上半年的表现与市场对中国经济的悲观预测大相径庭。分析中国经济超预期的原因,除了全球经济复苏提速之外,毫无疑问首推供给侧改革。在2016年初以来中央开始启动“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”的供给侧改革之后,中国经济内生性增长动力明显增强。经过一年多的供给侧改革,我们看到的是:中国的房地产库存、重点行业的过剩产能以及企业和金融部门高杠杆的问题都得到了明显改善;在社会资金“脱虚向实”的过程中,长期困扰实体经济“融资难、融资贵”问题也得到了缓解;“大众创业,万众创新”也激发了个人和企业参与到产业升级和创新的活动中,推动了中国产业版图的扩张。短期内,我们认为中国经济基本面在4季度和明年会维持向好的势头,为在2020年顺利实现国内生产总值和城乡居民人均收入比2010年翻一番,和全面建成小康社会的宏伟目标,中央在改革层面继续砥砺前行,激发改革红利来支撑中国经济的中高速增长。

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

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。