

中国宏观策略研究

增长无忧，聚焦改革

2017年11月14日

- 固定资产投资增速继续回落：**10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7.5%降至7.3%。其中基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增速回落0.2个百分点至19.6%。水利管理业、公共设施管理业，以及道路和铁路运输业等均出现了不同程度的下降。鉴于年内实现6.5%增长目标无忧，在年底之前刺激基建投资概率不大，因此未来两个月基建投资增速可能会进一步温和下滑。10月份制造业投资累计同比增速从上个月的4.2%降至4.1%，这已经是制造业投资增速连续第4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对固定资产投资整体增速的拖累不容忽视。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，同时在金融去杠杆推动资金“脱虚向实”的过程中，实体经济的融资成本也在上升，大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。10月份民间投资增速连续第4个月放缓，从6月的7.2%降至5.8%。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），如果这些政策在未来能得到有效落实，制造业投资和民间投资有望企稳回升。房地产投资累计同比增速在3季度稳中有升，是支撑固定资产投资平稳增长的重要因素，但10月份出现小幅下滑，累计同比增速降至7.8%。但房地产销售累计同比增速连续第4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，开发商在现金流较为充沛的情况下拿地意愿较为积极，土地购置面积累计同比增速分别比上个月提高0.7个百分点。鉴于金融监管趋严，居民部门通过消费贷曲线进入房地产市场的变得越来越困难，因此房地产销售增速未来将继续放缓，因此房地产投资增速会进一步回落。

章俊

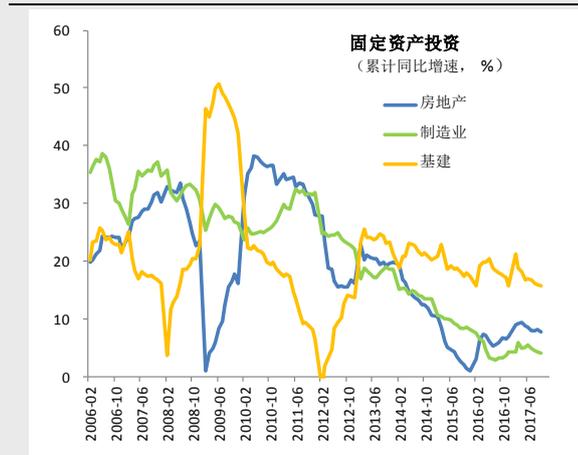
首席经济学家

联系方式

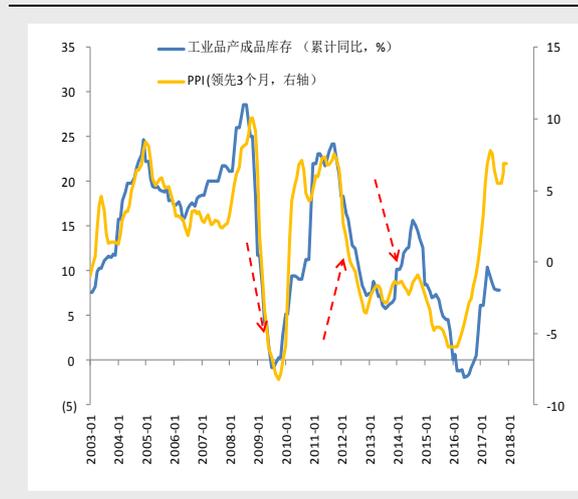
电话：(021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表 1：固定资产投资增速放缓



图表 2：补库存周期接近尾声



- **工业生产和消费走弱：**10 月份工业增加值同比增速在上个月反弹之后，重新回落，从 6.6% 降至 6.2%，与此前公布的制造业 PMI 和发电量双双回落互相印证。虽然最近几个月虽然 PPI 依然维持强势，但 10 月份 PMI 中的产成品库存上升，同时原材料库存下降，说明企业在终端需求回落的情况下补库存意愿开始下降。10 月钢铁、有色增加值同比下降 1.3% 和 1.7%，相反高技术行业，例如计算机、通信和其他电子设备制造业依然维持较高增速。10 月社会消费品零售总额增速从上个月的 10.3% 降至 10.0%，其中主要是可选消费品中的汽车销售和房地产相关产品的家具和建材都出现不同程度的回落。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。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可能会持续放缓，因此我们认为 4 季度海外需求改善将成为支撑国内工业生产景气度的重要因素。

- 中国经济前三季度录得 6.9% 的超预期增长，即便 4 季度放缓至 6.6%-6.7%，全年增长也应该在 6.8% 左右，大幅超越年初设定的 6.5% 的增长目标。从这个角度上来说年内增长层面无忧。虽然明年在工业品补库存需求走软和棚改货币化效应减弱的背景下，明年经济增速可能会回落至 6.5% 左右，但在整体经济向消费和服务业转型过程中，就业势头良好，加上目前来看实现 GDP 到 2020 年翻一番的目标也没有太多悬念，因此我们预计政府在货币财政政策层面也无需再次启动逆周期操作，而把更多的精力放在结构性改革上。今年以来发达经济体和新兴市场经济体在 2008 年国际金融危机之后首次实现同步复苏，但鉴于本轮全球经济复苏很大程度上还是流动性驱动的结果，因此复苏内生性动力不强，从而造成复苏的力度和可持续性较弱。而且全球主要经济体央行纷纷开启货币正常化进程，这在一定程度上又加大了全球经济复苏进程被逆转的风险。因此中国应该利用目前全球经济依然处在温和复苏轨道中的有利时机，加快推进结构性改革并加快对外开放的步伐。通过推进结构性改革释放改革红利来推动中国经济的可持续增长可谓老生常谈的话题，但问题是在相当长一段时间内很难找到改革的突破口，造成结构性改革出现停滞，并导致中国经济增长后劲不足。分析问题背后的原因，普遍认为在推进改革过程中，剩下的都是需要打攻坚

战的硬骨头。要想有所突破，不仅要有打破条条框框的勇气，而且由于没有现成的经验可供参考，需要在机制上有创新的智慧。十九大对未来 10 年-20 年中国经济增长勾画出雄伟清晰的蓝图，如何具体落实和推进十九大定下的改革开放任务成为政府的当务之急。

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