

二季度经济略超预期，下半年稳增长压力仍然较大 ——宏观周报（2014.07.21）

⑤ 二季度经济增长略超预期，下半年稳增长压力仍然较大

二季度我国 GDP 同比增长 7.5%，略超预期，主要原因是稳增长政策明显见效，6 月信贷、社融、投资和工业生产增长超预期。下半年受高基数、房价下行和货币政策效应递减等因素影响，稳增长压力仍然较大。

⑤ 短期经济增长：7 月中旬未见改善

上周 36 个大中城市流通环节生产资料价格继续回落，环渤海动力煤价格连续 7 周下降，南华工业品指数和 CRB 工业原料现货指数连续 3 周下降，说明 7 月中旬工业需求未见改善，生产可能比较低迷。

⑤ 短期通胀：7 月中旬食品价格小幅回落

上周农产品、菜篮子产品批发价格回升，22 省市猪肉价格上涨 1.68%，36 个大中城市食品价格小幅回落，预测 7 月食品价格平稳。

⑤ 货币市场资金利率：上周全面小幅上涨

上周央行公开市场操作净投放 170 亿元，连续 10 周净投放，1 天、7 天和 3 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率小幅上涨，14 天和 1 个月期涨幅较大。

⑤ 重要政策：习近平首提互联网治理体系

习近平首提互联网治理体系。今年突出抓好简政放权加快投融资体制改革。李克强指出注重实施定向调控不搞“大水漫灌”。取消副部级以下领导干部用车。中粮等 6 家央企作为改革试点企业。珠江西江经济带发展规划获批。农村金融监管再加码，银监会拟禁止部分机构投资低评级债券。

⑤ 国际经济：美联储将延续低利率政策

7 月 15 日，美联储主席耶伦在向参议院金融委员会做半年度报告时表示，美联储将延续低利率。

⑤ 本周宏观事件：关注 7 月汇丰 PMI 数据

请务必阅读正文之后的免责声明部分

相关报告

《放开“限购”恐难以缓解短期下行预期》——20140630

《调整存贷比计算口径，货币政策放松再迈一步》——20140707

《监管加强将使理财产品收益率保持下行趋势》——20140714

分析师：郝大明
执业证书号：S1490514010002
电话：010-58565121
邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

联系人：马书博
电话：010-58568297
邮箱：mashubo@hrsec.com.cn

目录

一、二季度经济增长略超预期，下半年稳增长压力仍然较大.....	3
1、二季度 GDP 同比 7.5%，略超预期.....	3
2、短期房地产市场仍存调整压力，经济仍存下行压力.....	3
3、预测下半年稳增长力度增加，经济有望保持平稳增长.....	4
二、短期经济增长：7月中旬未见改善.....	4
三、短期通胀：7月中旬食品价格小幅回落.....	5
四、货币市场资金利率：上周全面小幅上涨.....	5
1、上周银行间 1 天平均利率小幅上升.....	5
2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率小幅上升.....	5
3、14 天同业拆借利率和债券质押回购利率周五升幅较大.....	6
4、1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率持续上升.....	6
5、上周银行间 3 个月期同业拆借利率回落，债券质押回购利率上升.....	7
五、重要政策：习近平首提互联网治理体系.....	7
六、国际经济：美联储将延续低利率政策.....	8
七、本周宏观事件：关注7月汇丰PMI数据.....	9

16 日，国家统计局公布二季度主要经济指标，二季度我国 GDP 同比增长 7.5%，略超预期。上半年经济增长交出比较满意的答卷，与货币政策和财政政策齐发力有关，但刺激之下也存在隐忧。下半年，受高基数、房价下行和货币政策效应递减等因素影响，稳增长压力仍然较大。我们预测，下半年稳增长力度继续增加，经济有望保持平稳增长。

一、二季度经济增长略超预期，下半年稳增长压力仍然较大

16 日，国家统计局公布：二季度我国 GDP 环比增长 2.0%，同比增长 7.5%，略超预期，这与 6 月信贷、社融增长超预期有关。下半年，受高基数、房价下行和货币政策效应递减等因素影响，稳增长压力仍然较大。我们预测，下半年稳增长力度继续增加，经济有望保持平稳增长。

1、二季度 GDP 同比 7.5%，略超预期

二季度我国 GDP 同比增长 7.5%，比去年一季度高 0.1 个百分点，环比增长 2.0%，比一季度高 0.5 个百分点。二季度经济增长略超之前我们 7.4% 偏正面的预期。

二季度经济超预期的主要原因是稳增长政策见效，6 月投资和工业生产超预期。

6 月投资增速提高。6 月固定资产投资同比增长 17.6%，比 5 月提高 0.6 个百分点。其中，基建投资同比增长 22.4%，比 5 月回落 5.5 个百分点；房地产开发投资同比增长 12.5%，比 5 月提高 2.1 个百分点；制造业投资同比增长 16.5%，比 5 月提高 4.5 个百分点。

6 月工业生产超预期。6 月工业增加值同比增长 9.2%，比 5 月提高 0.4 个百分点，创半年新高；其中，6 月发电量同比增长 5.7%，比 5 月回落 0.2 个百分点，但 6 月火电同比增长 6.0%，比 5 月高 2.1 个百分点。

2、短期房地产市场仍存调整压力，经济仍存下行压力

一是高基数影响。去年稳增长主要在三季度，去年 7、8 两月基建投资增速从 20% 升至接近 30%；而今年稳增长在二季度提前启动，近年来刺激政策效应越来越短，持续时间很难超过一个季度，如果三季度以后稳增长效应消退，同时将面临较高基数，那经济下行将是大概率事件。

房地产市场调整压力仍然存在。6 月房价下跌明显，百城房价和 70 个大中城市房价的监测结果都显示，房价环比下跌幅度加大，预计下半年房价仍保持下跌趋势。受房价下跌因素影响，商品房销售和房地产开发投资增速将继续受到影响，预测下半年房屋新开工面积保持下降趋势，房地产投资保持低迷。

局部金融风险不可忽视，货币刺激边际效应递减。目前部分领域或地区金

融风险比较突出，主要表现为部分企业债务率过高、产能严重过剩行业不良贷款上升、高收益理财产品兑付违约风险上升、金融业网络和信息安全存在隐患等。在局部风险较突出情况下，有限的信贷和社融增加对经济增长的刺激作用较小。

由于稳增长的关键在于稳投资，6 月基建增速明显回落，房地产投资短期内难以摆脱低迷态势，中小企业经营状况尚未明显改善，民间投资仍处于低位，经济内生动力仍然偏弱。下半年稳增长压力仍然较大。

3、预测下半年稳增长力度增加，经济有望保持平稳增长

预计下半年稳增长加大力度。主要有 5 个方面的稳增长举措，放松货币政策稳增长，基建投资稳增长，房地产市场稳增长，新兴产业稳增长和改革稳增长。不排除三季度出台较有力度的稳增长政策措施，如 8 月或 9 月全面降准，铁路投资出台较大力度的融资方案，地方政府债券融资限制放松等。

我们判断，随着扩内需稳增长政策措施不断出台并继续见效，下半年经济有望保持平稳增长。预测下半年 GDP 同比增长 7.4%，与上半年持平，三季度低于 7.4%、四季度高于 7.4%的概率较大。

二、短期经济增长：7 月中旬未见改善

6 月 70 个大中城市房价下跌明显。70 个大中城市中，新建商品住宅价格环比下跌的有 55 个，比上月增加了 20 个，最低跌幅为-1.8%，比上月扩大 0.4 个百分点。二手住宅价格环比下跌的城市有 52 个，比上月增加 17 个，最低跌幅为-1.5%，比上月扩大 0.6 个百分点。

下半年，随着地方政府适度放松相关政策，如放松限购、差别化信贷支持、调整土地供应节奏等，楼市预计将是逐步下行探底、企稳复苏的趋势，下行速度将比上半年有所放缓，房价下跌的幅度也将有所收窄，但房地产投资整体来说将保持低迷态势。

据商务部的监测，7 月 7 日至 13 日一周，全国 36 个大中城市流通环节生产资料价格继续回落。其中，煤炭价格比前一周下降 1.3%，有色金属价格下降 0.7%，橡胶价格下降 0.5%，钢材价格下降 0.1%，化工产品价格上涨 0.1%。

上周环渤海动力煤价格已连续 7 周下降，环比下降 1.36%；南华工业品指数连续 3 周下降，环比下降 0.99%。CRB 工业原料现货指数连续 3 周下降，环比降幅为 0.11%。

7 月中上旬钢铁和建材价格持续下跌，主要原材料价格下跌估计还会持续一段时间，投资仍然较弱。据此判断，7 月工业生产增速可能仍然比较低迷。我们判断 7 月工业增加值同比增长 8.6%，比 6 月回落 0.6 个百分点。

三、短期通胀：7 月中旬食品价格小幅回落

上周农产品、菜篮子产品批发价格双双回升，环比分别上涨 0.14% 和 0.13%。猪肉价格价格上涨，22 省市猪肉价格上涨 1.68%，猪粮比价继续回升，从 5.14 上升到 5.25，环比上涨 2.14%。

据商务部监测，7 月 7 日至 13 日一周，全国 36 个大中城市食用农产品市场价格继续回落。18 种蔬菜平均批发价格比前一周下降 0.9%，水产品平均批发价格下降 0.6%，粮油零售价格稳中略降，禽蛋零售价格和肉类价格小幅波动，猪肉价格止跌回升，环比上涨 0.6%。

预测 7 月食品价格平稳，CPI 同比 2.3%，与 6 月持平。

四、货币市场资金利率：上周全面小幅上涨

上周央行公开市场操作净投放 170 亿元，连续 10 周净投放，1 天、7 天和 3 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率小幅上涨，14 天和 1 个月期涨幅较大。

自 2 月下旬以来，银行间市场利率呈现振荡上行态势，到 7 月 9 日达到顶点，之后缓慢下跌，上周小幅上涨。

随着央行正回购到期量逐渐少，逆回购可能重启，如果逆回购规模加大，则有可能在 8 月或 9 月全面降准。

1、上周银行间 1 天平均利率小幅上升

上周银行间隔夜拆借平均利率和债券回购平均利率小幅上升，但上周五收盘小幅低于前周五。

上周五银行间 1 天同业拆借利率收于 3.2867%，比 7 月 11 日低 0.0474 个百分点；上周平均 3.2883%，比前一周平均高 0.0042 个百分点。

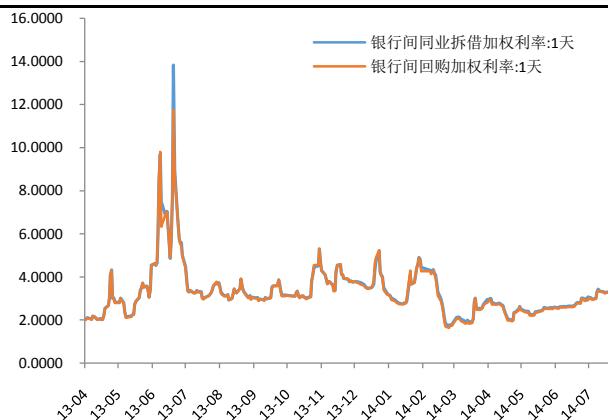
上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 3.2894%，比 7 月 11 日低 0.0325 个百分点；上周平均 3.2803%，比前一周平均高 0.0217 个百分点。

2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率小幅上升

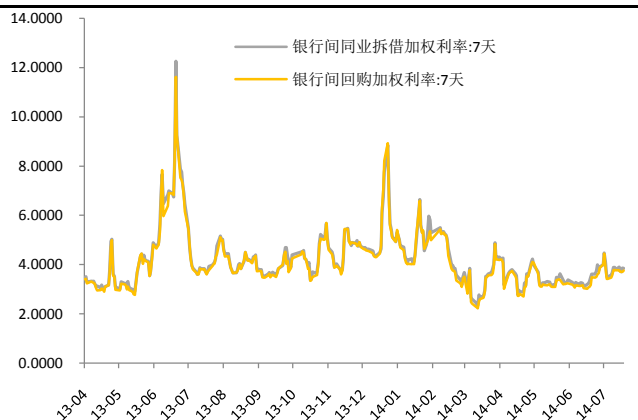
上周 7 天同业拆借和债券质押回购利率平稳，一周平均利率小幅上升。

上周五银行间 7 天同业拆借利率收于 3.8465%，比 7 月 11 日高 0.0422 个百分点；上周平均 3.8157%，比前一周平均高 0.0518 个百分点。

上周五银行间 7 天债券质押回购利率收于 3.7561%，比 7 月 11 日低 0.0120 个百分点；上周平均 3.7298%，比前一周平均高 0.0605 个百分点。

图表 1：银行间 1 天加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

图表 2：银行间 7 天加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

3、14 天同业拆借利率和债券质押回购利率周五升幅较大

上周 14 天同业拆借和债券质押回购利率周一到周四缓慢上升，周五升幅较大。

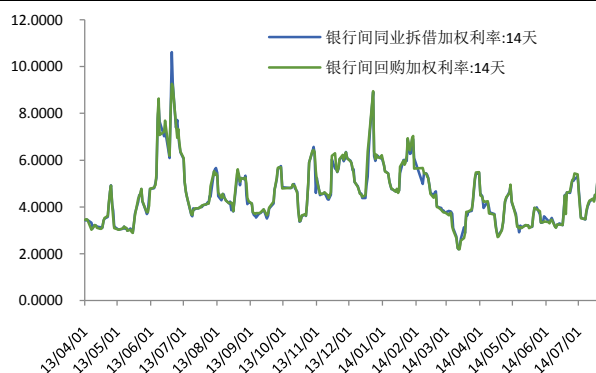
上周五银行间 14 天同业拆借利率收于 5.0019%，比 7 月 11 日高 0.7699 个百分点；上周平均 4.5333%，比前一周平均高 0.6156 个百分点。

上周五银行间 14 天债券质押回购利率收于 5.0310%，比 7 月 11 日高 0.7720 个百分点；上周平均 5.5152%，比前一周平均高 0.5637 个百分点。

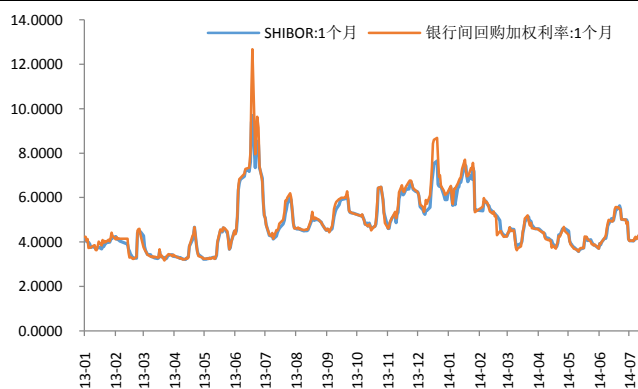
4、1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率持续上升

上周 1 个月期市场利率持续小幅上升。

上周五银行间 1 个月期同业拆借利率收于 4.7300%，比 7 月 11 日高 0.5670 个百分点；上周平均 4.5080%，比前一周平均高 0.4059 个百分点。

图表 3：银行间 14 天加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

图表 4：银行间 1 个月加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

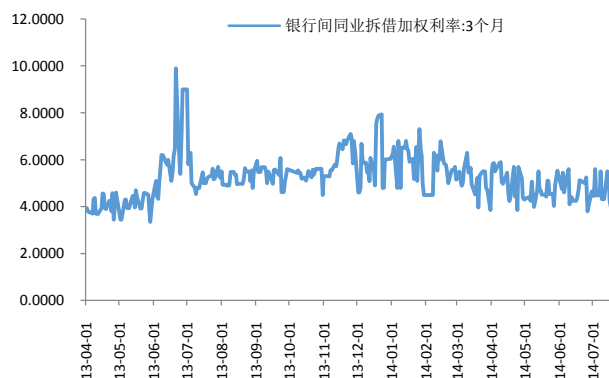
上周五上海银行间 1 个月期质押回购利率收于 4.9025%，比 7 月 11 日高 0.7684 个百分点；上周平均 4.5963%，比前一周平均高 0.4641 个百分点。

5、上周银行间 3 个月期同业拆借利率回落，债券质押回购利率上升

上周四银行间 3 个月同业拆借收于 3.9695%，比前一周三低 0.3472 个百分点；平均利率为 4.7810%，比前一周平均低 0.1319 个百分点。

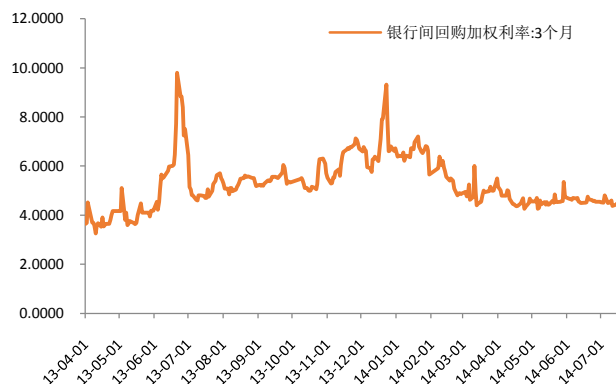
上周银行间 3 个月质押回购利率收于 4.8604%，比 7 月 11 日高 0.4883 个百分点；上周平均 4.5309 个百分点，比前一周平均高 0.0313 个百分点。

图表 5：银行间 3 个月期同业拆借加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 6：银行间 3 个月期质押回购加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

五、重要政策：习近平首提互联网治理体系

1、习近平首提互联网治理体系。习近平 16 日在巴西国会发表《弘扬传统友好共谱合作新篇》的演讲。指出，国际社会要本着相互尊重和相互信任的原则，通过积极有效的国际合作，共同构建和平、安全、开放、合作的网络空间，建立多边、民主、透明的国际互联网治理体系。

2、今年要突出抓好简政放权加快投融资体制改革。李克强 7 月 16 日主持召开国务院常务会议，听取国务院出台政策措施推进情况督查汇报并部署狠抓落实与整改，强调要强化责任、真抓实干、务求实效。会议强调，加快投融资体制改革，推出和落实更多向社会资本开放的项目。

3、李克强指出注重实施定向调控不搞“大水漫灌”。7 月 15 日，李克强主持召开座谈会，指出，必须坚持在区间调控的基础上，注重实施定向调控，也就是保持定力、有所作为、统筹施策、精准发力，在调控上不搞“大水漫灌”，而是抓住重点领域和关键环节，更多依靠改革的办法，更多运用市场的力量，有针对性地实施“喷灌”、“滴灌”。这是区间调控方式的深化。

4、取消副部级以下领导干部用车。7 月 16 日，《关于全面推进公务用车制

度改革的指导意见》和《中央和国家机关公务用车制度改革方案》下发，取消一般公务用车；普通公务出行社会化，适度发放公务交通补贴；司局级每月补贴 1300 元、处级 800 元、科级及以下 500 元。

5、中粮等 6 家央企作为改革试点企业。7 月 15 日国资委召开“四项改革”试点新闻发布会，选择 6 家中央企业作为改革试点企业：国家开发投资公司、中粮集团、中国医药集团总公司、中国建筑材料集团有限公司、中国节能环保集团公司、新兴际华集团有限公司。

6、珠江西江经济带发展规划获批。7 月 16 日中国政府网消息，国务院批复同意《珠江—西江经济带发展规划》，着力打造综合交通大通道，着力建设珠江—西江生态廊道。

7、农村金融监管再加码，银监会拟禁止部分机构投资低评级债券。银监会下发《关于加强农村合作金融机构资金业务监管的通知（征求意见稿）》要求，低监管评级的农村金融机构不得投资低评级债券，以防控农村合作金融机构业务风险。

8、证监会表示近期将陆续发布沪港通配套规则。证监会新闻发言人 7 月 18 日表示，证监会将和中国香港地区完善相关方案和业务流程，做好技术准备，做好跨境合作的执法安排，并与税务部门尽快协调，完善税收政策，近期陆续发布沪港通实施配套规则。

9、央行将强制启动分层机制全面改写银行间债市游戏规则。央行将强制启动债市分层机制，希望仿照国际成熟债市的经验，以做市为核心，打造一个分层的银行间债券市场，包括做市商分层和投资者分层，即小的投资者直接和做市商（Market Maker）交易，做市商再与经纪商（Broker）交易；同时通过限制交易方式、缩小交易对手方范围等，最大程度地降低利益输送空间。

六、国际经济：美联储将延续低利率政策

7 月 16 日美联储褐皮书认为，今年夏天美国经济活动继续扩张，旅游支出增加，汽车销量和零售业销售额上升，同时全美就业增长，不过住房市场依旧不容乐观。

7 月 15 日，美联储主席耶伦在向参议院金融委员会做半年度报告时表示，美联储将延续低利率。她指出，尽管经济持续改善，经济复苏尚未完成，经济仍然面临诸多阻力。耶伦称，考虑到美国经济趋势，高度宽松的货币政策仍然是适宜的。耶伦表示，在 10 月份之后资产购买会结束，但如果在 10 月份之前的这段时间经济前景出现重大改变，以至于对就业市场失去信心或者通胀向 2% 迈进，美联储就会重新考虑这一计划。她还说道，美联储不会排除在未来使用资产购买作为政策工具。

国际货币基金组织(IMF) 7 月 14 日警告称，任何进一步的负面冲击都可能

使得欧元区经济复苏陷入停滞，使得改善的市场情绪恶化，最终使得该地区陷入通缩。

七、本周宏观事件：关注 7 月汇丰 PMI 数据

7 月 24 日，将公布 7 月汇丰 PMI 初值；27 日，将公布 6 月规模以上工业利润数据。

7 月 22 日，美国将公布 6 月成屋销售数据和 CPI 数据，24 日，将公布 6 月新房销售数据。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

郝大明，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层(100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn