

下半年货币政策将加大定向调控力度

——宏观周报（2014.08.04）

⑤ 下半年货币政策将加大定向调控力度

8 月 1 日晚，央行发布二季度《货币政策执行报告》，大致刻画了下半年货币政策的基调：关注债务风险，担忧通胀，着力降低融资成本。我们判断，下半年央行将在保持一定信贷规模的情况下，加大定向调控的力度，保持重点领域的融资规模增长和融资成本有一定程度的下降。

⑤ 短期经济增长：7 月将保持平稳

7 月钢铁和建材价格仍以跌为主，其它主要工业原材料价格基本企稳，投资或有所加快。预测 7 月工业增加值同比增长 9.2% 左右，与 6 月基本持平。

⑤ 短期通胀：7 月物价平稳

7 月食品价格平稳，预测 CPI 同比 2.3%，与上月持平。

⑤ 货币市场资金利率：上周全面下跌，14 天和 1 个月跌幅较大

上周央行公开市场操作净回笼 110 亿元，连续 11 周净投放后首次回笼，货币市场利率全面下跌，其中，14 天和 1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率跌幅较大。

⑤ 重要政策：下半年更加注重定向调控

中央政治局年中会议，强调经济增长速度的重要性，下半年更加注重定向调控。振兴东北地区等老工业基地工作会议召开。国务院印发户籍制度改革意见。国务院常务会议部署做好为农民工服务工作，有序推进农业转移人口市民化。发改委对电动汽车充换电实行扶持性电价政策。对钢铁水泥等四行业实行产能置换。银监会批准首批五家省级“坏账银行”试点。

⑤ 国际经济：美二季度 GDP 超预期

美联储维持利率 0-0.25% 不变，缩减每月购债(QE)规模至 250 亿美元。今年秋季有望完成结束购债措施。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 放缓至 55.8，仍居高位。二季度美国国内生产总值(GDP)年率计算增长 4%，超预期。美国非农部门 7 月新增就业岗位 20.9 万个，连续 6 个月保持在 20 万个以上，当月，失业率从此前的 6.1% 微升至 6.2%。

⑤ 本周宏观事件：关注 7 月进出口和物价数据

相关报告

《监管加强将使理财产品收益率保持下行趋势》——
20140714

《二季度经济略超预期，下半年稳增长压力仍然较大》——
20140721

《下半年小微企业融资成本高问题或会有所缓解》——
20140728

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、下半年货币政策将加大定向调控力度.....	3
1、二季度《货币政策执行报告》的三方面关注.....	3
2、企业融资成本高的问题可能更加突出.....	3
3、企业融资成本高问题短期难以有效缓解.....	5
4、下半年央行将增加定向调控力度.....	5
二、短期经济增长：7月下旬保持平稳.....	6
三、短期通胀：7月下旬食品价格平稳.....	7
四、货币市场利率：上周全面下跌，14天和1个月跌幅较大.....	7
1、上周银行间1天平均利率持续回落，但仍在3%以上.....	7
2、上周7天同业拆借和债券质押回购平均利率小幅回落.....	7
3、14天同业拆借利率和债券质押回购利率上周降幅较大.....	8
4、1个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率降幅较大.....	8
五、重要政策：下半年更加注重定向调控.....	9
六、国际经济：美二季度GDP超预期.....	10
七、本周宏观事件：关注7月进出口和物价数据.....	10

8 月 1 日晚，央行发布二季度《货币政策执行报告》，大致刻画了下半年货币政策的基调：关注债务风险，担忧通胀，着力降低融资成本。我们判断，担忧通胀意味着信贷和社融规模受到抑制，防范债务风险和降低融资成本又需要一定的规模支持。在保持一定规模的情况下，下半年央行将加大定向调控的力度，加大对三农、小微企业、铁路投资、棚户区改造等重点领域的支持，既保持这些领域的融资规模增长，又保证其成本有一定程度的下降。

一、下半年货币政策将加大定向调控力度

8 月 1 日晚，央行发布二季度《货币政策执行报告》，大致刻画了下半年货币政策的基调。我们认为，下半年央行将加大定向调控力度，加大对三农、小微企业、铁路投资、棚户区改造等重点领域的定向支持力度，既保持这些领域的融资规模增长，又保证其成本有一定程度的下降。

1、二季度《货币政策执行报告》的三方面关注

第一，对债务风险的关注度增加。二季度《报告》中，对经济运行的风险与挑战中，增加“全社会债务水平上升较快，经济金融领域的潜在风险值得关注”的表述。央行债务扩张风险的担忧增加。

第二，对通胀的担忧增加。二季度《报告》重点强调“物价对需求面变化总体上较为敏感。未来若总需求持续回升可能会加大物价上行压力。对未来价格走势的动态变化仍需给予关注。”对通胀上行风险的担忧加大。

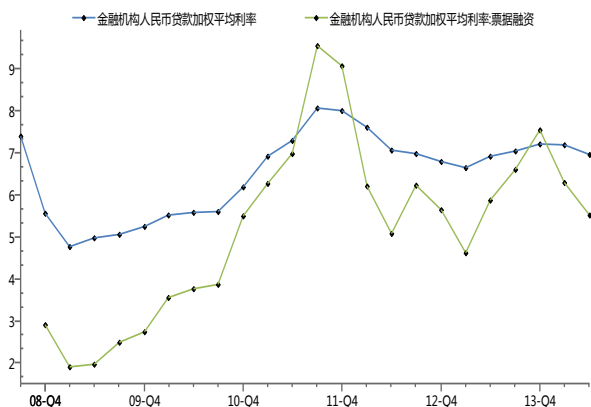
第三，对融资成本关注度提高。二季度《报告》中指出，6 月金融机构贷款利率比 3 月总体有所下行，但仍居于高位，并且除去票据融资，贷款利率下行相当有限，个人住房贷款利率还小幅提高。《报告》在专栏一中专门分析了企业融资难的 4 个方面的原因：债务负担与融资需求互相推动，“财务软约束”拉高融资利率，股权融资发展不足，储蓄率降幅明显超出投资率降幅等。

2、企业融资成本高的问题可能更加突出

二季度《报告》指出，6 月金融机构企业贷款加权平均利率比 3 月总体有所下行，利率下浮比重小幅提高，但不容否认的是，在货币、信贷和社融投放比较少的 4 月和 5 月，金融机构企业贷款利率上浮比重高于 3 月，如果算术平均看，二季度企业融资成本明显高于一季度，企业融资成本高的问题仍比较突出。

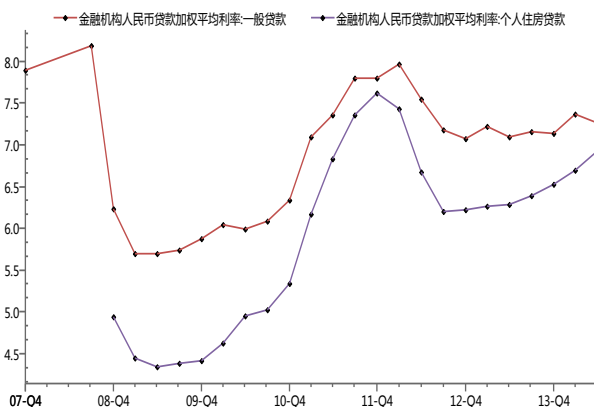
6 月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.96%，比 3 月下降 0.22 个百分点。其中，一般贷款加权平均利率为 7.26%，比 3 月下降 0.11 个百分点；票据融资加权平均利率为 5.51%，比 3 月下降 0.77 个百分点。个人住房贷款利率小幅走高，6 月份加权平均利率为 6.93%，比 3 月上升 0.23 个百分点。

图表1：贷款加权平均利率略有回落



数据来源：Wind、华融证券

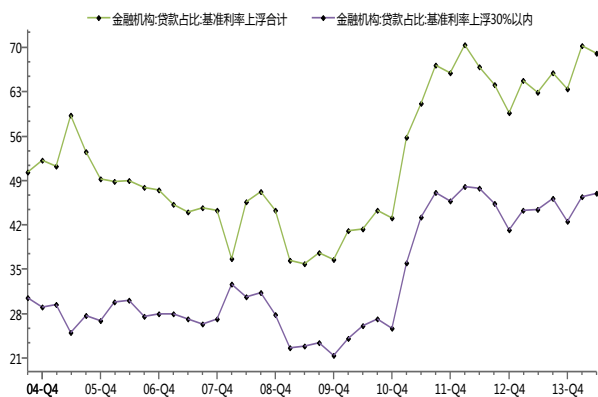
图表2：一般贷款利率提高



数据来源：Wind、华融证券

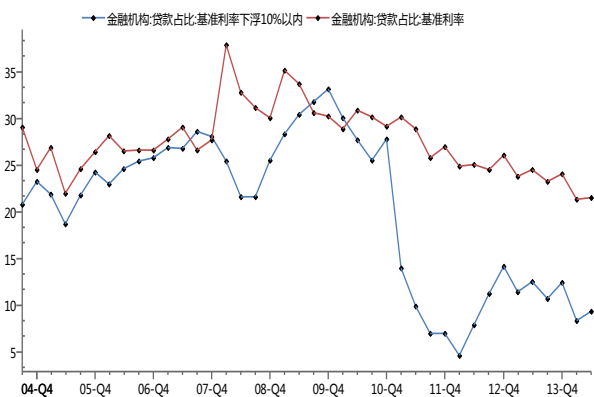
从利率浮动情况看，执行下浮、基准利率的贷款占比上升，执行上浮利率的贷款占比下降。6月一般贷款中执行下浮、基准利率的贷款占比分别为9.32%和21.57%，比3月分别上升0.97个和0.17个百分点；执行上浮利率的贷款占比为69.11%，比3月下降1.14个百分点。

图表3：利率上浮比重仍居于高位



数据来源：Wind、华融证券

图表4：利率下浮或基准利率比重较低



数据来源：Wind、华融证券

但从单月来看，4月和5月企业贷款利率下浮比重和基准比重均低于3月，上浮比重则高于3月。这也说明，根据6月单月企业贷款利率下行判断二季度企业贷款利率下行，是片面的。

算术平均看，二季度企业融资成本明显高于一季度，更显著高于去年四个季度。

图表 5：2014 年 1-6 月金融机构人民币贷款各利率区间占比(%)

	下浮	基准	上浮					
			小计	(1.0, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0 以上
2013 年 1 月	10.62	25.08	64.30	19.84	25.23	7.87	8.28	3.07
2013 年 2 月	11.69	25.05	63.26	19.57	23.96	7.88	8.83	3.02
2013 年 3 月	11.44	23.79	64.77	19.55	24.71	8.15	9.28	3.09
2013 年 4 月	10.56	23.53	65.91	18.96	25.52	8.96	9.23	3.24
2013 年 5 月	11.89	22.45	65.66	19.65	25.92	8.84	8.46	2.79
2013 年 6 月	12.55	24.52	62.93	19.47	24.95	7.95	8.04	2.52
2013 年 7 月	10.54	23.32	66.14	19.99	27.07	8.61	7.96	2.51
2013 年 8 月	10.23	21.95	67.82	19.70	27.33	9.46	8.60	2.73
2013 年 9 月	10.70	23.31	65.99	19.59	26.58	9.33	8.03	2.46
2013 年 10 月	9.81	24.23	65.96	19.85	26.26	8.86	8.41	2.58
2013 年 11 月	10.41	24.09	65.50	19.13	26.15	8.90	8.45	2.87
2013 年 12 月	12.48	24.12	63.40	17.89	24.66	9.64	8.55	2.66
2014 年 1 月	8.20	22.81	68.99	17.90	27.39	11.00	9.78	2.92
2014 年 2 月	7.56	24.96	67.48	20.61	26.09	10.13	8.05	2.60
2014 年 3 月	8.35	21.40	70.25	18.81	27.69	11.17	9.56	3.02
2014 年 4 月	6.14	20.60	73.26	20.20	28.47	11.93	9.69	2.97
2014 年 5 月	7.35	19.81	72.84	20.45	28.12	11.97	9.52	2.78
2014 年 6 月	9.32	21.57	69.11	20.24	26.71	11.19	8.42	2.55
算术平均								
2013Q1	11.25	24.64	64.11	19.65	24.63	7.97	8.80	3.06
2013Q2	11.67	23.50	64.83	19.36	25.46	8.58	8.58	2.85
2013Q3	10.49	22.86	66.65	19.76	26.99	9.13	8.20	2.57
2013Q4	10.90	24.15	64.95	18.96	25.69	9.13	8.47	2.70
2014Q1	8.04	23.06	68.91	19.11	27.06	10.77	9.13	2.85
2014Q2	7.60	20.66	71.74	20.30	27.77	11.70	9.21	2.77

数据来源：中国人民银行，华融证券。

3、企业融资成本高问题短期难以有效缓解

当前企业融资成本高的问题突出，预计短期内难以有效缓解。

今年以来，银行通过理财产品和信托等表外方式转移大量资金到一些企业项目上去的趋势有增无减。据统计，截止今年 5 月底，银行发行理财产品余额达 13.97 万亿元，去年底多 3.76 万亿元，其中有一半直接投到企业项目。据调研，理财产品选择的项目都是大中型企业和项目，包括地方政府的一些大型项目。因此，社会资金总量收紧以后，中小企业受损的程度远高于大型企业。

我们判断，“金十条”出台后，如果银行被动降低息差，则企业融资利率将小幅下降；否则，难以下降。短期来看，经济企稳，三季度企业融资需求增加，企业融资利率难以有效下降。

4、下半年央行将增加定向调控力度

二季度《货币政策执行报告》担忧通胀意味着信贷和社融规模将受到一定抑制，而防范债务风险和降低融资成本又需要一定的规模支持，我们判断下半年央行将加大定向调控力度，增加对三农、小微企业、铁路投资、棚户区改造等重点领域的定向支持力度，既保持这些领域的融资规模增长，又保证其成本有一定程度的下降。

盘活存量、优化增量，引导资金流向，是下半年降低企业融资成本的主要举措。主要是：

支持农业适度规模经营和新型农业经营主体发展。

增加存量信贷资金对小微企业的投入。

加大对科技、文化、信息消费、战略性新兴产业等国民经济重点领域的金融支持力度。

加大对扶贫、就业、助学、少数民族、农民工、大学生村官等“民生”领域的金融支持和服务。

保证在建续建工程和项目的合理资金需求，积极支持铁路等重大基础设施、城市基础设施、保障性安居工程等民生工程项目建设。

严格控制对高耗能、高排放行业和产能过剩行业的贷款，促进产能过剩矛盾化解。

提升对节能环保、循环经济、防治大气污染领域的金融服务水平，加大对相关领域技术改造等方面的信贷支持。

差别化住房信贷政策，支持保障性住房、中小套型普通商品住房建设和居民首套自住普通商品房消费，抑制投机投资性购房需求。

进一步发挥开发性金融作用，支持棚户区改造。

二、短期经济增长：7 月下旬保持平稳

据国家统计局监测，7 月下旬，24 个省（区、市）流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格，与 7 月中旬相比，15 种产品价格上涨，31 种下降，4 种持平。其中，钢材、非金属建材、煤炭价格全部下跌，化工和油气价格以跌为主，有色金属和农产品价格以涨为主，其它产品价格基本保持稳定。

据商务部的监测，7 月 21 日至 27 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，连续 4 周回落。其中，煤炭价格比前一周下降 2.8%，钢材价格下降 0.2%，化工产品价格下降 0.1%，有色金属价格上涨 1.3%，橡胶价格上涨 1.3%。

上周环渤海动力煤价格已连续 9 周下降，环比下降 1.81%；南华工业品指数前一周微升后上周下跌 0.59%；CRB 工业原料现货指数连续 3 周下降后连

续 2 周基本平稳。

7 月中下旬钢铁和建材价格仍以跌为主，其它主要工业原材料价格基本企稳，投资或有所加快。据此判断，7 月工业生产增速可能仍然会维持 6 月趋势。我们判断 7 月工业增加值同比增长 9.2% 左右，与 6 月基本持平。

三、短期通胀：7 月下旬食品价格平稳

上周农产品、菜篮子产品批发价格继续上升，环比分别上涨 0.16% 和 0.12%。猪肉价格继续上涨，22 省市猪肉价格下降 0.70%；猪粮比价继续回升，从 5.30 上升到 5.42，环比上涨 2.26%。

据国家统计局监测，7 月下旬，50 个大中城市蔬菜和水果价格小幅下跌，鸡蛋和猪肉价格小幅上涨，食品价格总体平稳。

据商务部监测，7 月 21 日至 27 日一周，全国 36 个大中城市食用农产品市场价格小幅回升，18 种蔬菜平均批发价格比前一周下降 2.3%，粮油零售价格基本平稳，禽蛋零售价格略有波动，其中白条鸡零售价格下降 0.1%，鸡蛋零售价格上涨 0.6%。水产品平均批发价格上涨 0.1%，肉类价格有涨有跌，其中猪肉价格上涨 1.6%，牛肉、羊肉价格均下降 0.1%。

预测 7 月食品价格平稳，CPI 同比 2.3%，与 6 月持平。

四、货币市场利率：上周全面下跌，14 天和 1 个月跌幅较大

上周央行公开市场操作净回笼 110 亿元，连续 11 周净投放后首次回笼，货币市场利率全面下跌，其中，14 天和 1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率跌幅较大。

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，之后振荡下跌趋势基本确立。

1、上周银行间 1 天平均利率持续回落，但仍在 3% 以上

上周银行间隔夜拆借平均利率和债券回购平均利率持续回落，但仍在 3% 以上。

上周五银行间 1 天同业拆借利率收于 3.2458%，比 7 月 25 日低 0.1340 个百分点；上周平均 3.2779%，比前一周平均低 0.0786 个百分点。

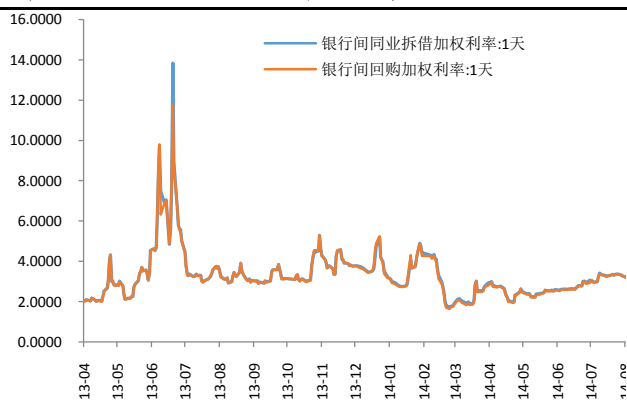
上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 3.2029%，比 7 月 25 日低 0.1669 个百分点；上周平均 3.2628%，比前一周平均低 0.0862 个百分点。

2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率小幅回落

上周 7 天同业拆借和债券质押回购利率前 3 天回落，后 2 天振荡，一周小幅回落。

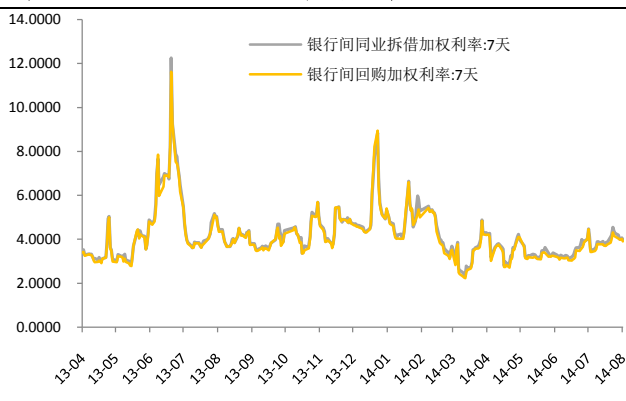
上周五银行间 7 天同业拆借利率收于 3.9865%，比 7 月 25 日低 0.2786 个百分点；上周平均 4.0481%，比前一周平均低 0.2490 个百分点。

图表 6：银行间 1 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 7：银行间 7 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

上周五银行间 7 天债券质押回购利率收于 3.8983%，比 7 月 25 日低 0.2200 个百分点；上周平均 3.9811%，比前一周平均低 0.1049 个百分点。

3、14 天同业拆借利率和债券质押回购利率上周降幅较大

上周 14 天同业拆借和债券质押回购利率周一和周四明显回落，一周降幅较大。

上周五银行间 14 天同业拆借利率收于 4.1438%，比 7 月 25 日低 0.8562 个百分点；上周平均 4.3884%，比前一周平均低 0.7423 个百分点。

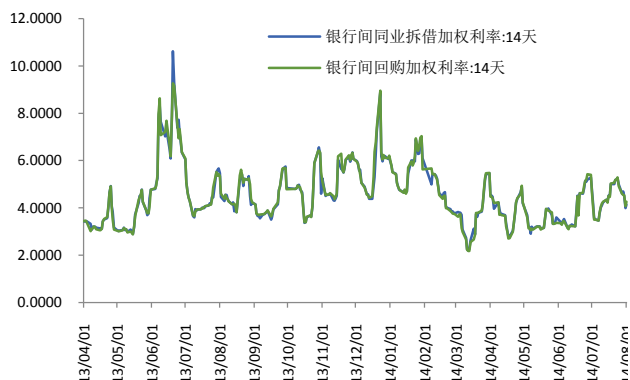
上周五银行间 14 天债券质押回购利率收于 4.2657%，比 7 月 25 日低 0.6397 个百分点；上周平均 4.4035%，比前一周平均低 0.7272 个百分点。

4、1 个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率降幅较大

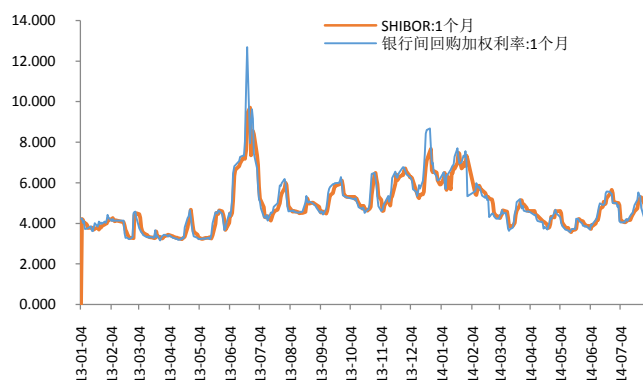
上周 1 个月期市场利率周一和周五下跌较多，一周降幅较大。

上周五上海银行间 1 个月期同业拆借利率收于 4.2100%，比 7 月 25 日低 0.7400 个百分点；上周平均 4.2186%，比前一周平均低 0.9102 个百分点。

上周五上海银行间 1 个月期质押回购利率收于 4.0834%，比 7 月 25 日低 0.6845 个百分点；上周平均 4.1694%，比前一周平均低 1.0699 个百分点。

图表 8：银行间 14 天加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

图表 9：银行间 1 个月加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

五、重要政策：下半年更加注重定向调控

1、7 月 29 日中央政治局年中会议，分析研究上半年经济形势和下半年经济工作。会议强调经济增长速度的重要性。会议指出，下半年要针对经济运行中的突出问题，更加注重定向调控。

2、7 月 31 日，李克强主持召开振兴东北地区等老工业基地工作会议，提出要努力破解东北发展难题，做强装备制造业，抓住高铁、核电、特高压等重大项目建设契机。

3、国务院印发户籍制度改革意见。7 月 30 日，国务院印发《关于进一步推进户籍制度改革的意见》，促进有能力在城镇稳定就业和生活的常住人口有序实现市民化，稳步推进城镇基本公共服务常住人口全覆盖。

4、四大举措有序推进农业转移人口市民化。7 月 30 日国务院常务会议，部署做好为农民工服务工作，有序推进农业转移人口市民化。

5、8 月 1 日央行发布《2014 年第二季度中国货币政策执行报告》。将继续实施稳健的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。适时适度预调微调，增强调控的预见性、针对性和有效性。综合运用数量、价格等多种货币政策工具，保持适度流动性，实现货币信贷及社会融资规模合理增长。

6、发改委对电动汽车充换电实行扶持性电价政策。7 月 30 日，发改委网站消息，国家发展改革委下发《关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知》，确定对电动汽车充换电设施用电实行扶持性电价政策。

7、对钢铁水泥等四行业实行产能置换。工信部 7 月 31 日发布《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》，对钢铁（炼钢、炼铁）、电解铝、水泥（熟料）、平板玻璃行业项目建设实行产能置换，在京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域，实施减量置换。

8、四川对金融机构发放首套房贷款给予财政补助。四川省财政厅决定，从 7 月 1 日至 12 月 31 日期间，对金融机构向居民家庭在四川省内首次购买自住普通商品房提供贷款，且贷款利率不超过（含）人民银行公布的同期贷款基准利率，按金融机构实际发放符合条件贷款金额的 3% 给予财政补助。

9、银监会批准首批五家省级“坏账银行”试点。7 月 29 日三位知情人士透露，中国银监会批准包括上海在内的五省市设立或授权地方资产管理公司（AMC），从金融机构购买不良贷款。首批试点省市还包括广东、浙江、江苏和安徽。

六、国际经济：美二季度 GDP 超预期

美联储 7 月 30~31 日货币政策会议后宣布，维持利率 0-0.25% 不变，缩减每月购债(QE)规模至 250 亿美元。将从 8 月开始，每月购买 100 亿美元抵押贷款支持证券(MBS)和 150 亿美元美国国债。今年秋季有望完成结束购债措施。美联储重申，在结束购债后，可能“相当长一段时间内”把利率维持在近零水平，并再次声明有必要采取“宽松”政策。

美国 7 月 Markit 制造业 PMI 放缓至 55.8，6 月 57.3，仍居于高位。欧元区 7 月制造业 PMI 51.8，与上月持平。其中德国制造业持续景气，7 月为 52.4，比 6 月高 0.4 点。日本 7 月制造业 PMI 降至 50.5，比 6 月低 1.0 点。巴西 7 月 PMI 49.1，比上月上升 0.4 点，连续 4 个月低于 50；俄罗斯 51.0，比 6 月上升 1.9 个点，连续 8 个月低于 50 后重回 50 之上；印度 53.0，比 6 月上升 1.5 点，创 2013 年 3 月以来的新高。

二季度美国国内生产总值（GDP）年率计算增长 4%，远超前一季度的下降 2.1%。二季度美国经济增长主要得益于私人库存投资、出口、个人消费开支、州和地方政府支出以及住宅和非住宅固定资产投资的好转。

美国非农部门 7 月新增就业岗位 20.9 万个，低于上月修正后的 29.8 万个，也低于市场预期的 23 万人。这是非农部门新增就业岗位连续第六个月保持在 20 万个以上，主要体现在专业与商业服务、零售贸易、制造业和建筑业等行业。当月，失业率从此前的 6.1% 微升至 6.2%。

七、本周宏观事件：关注 7 月进出口和物价数据

8 月 8 日，将公布 7 月进出口数据，9 日，将公布 7 月 CPI 和 PPI 数据。

8 月 7 日，欧央行将公布议息会议决议。

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