



8月工业增速“跳水”，政策放松压力增加

——宏观周报(2014.09.16)

⑤ 8月经济增长急剧下滑，政策放松压力增加

8月房地产市场持续调整的累积效应进一步显现，产能过剩、有效需求不足的矛盾突出，规模以上工业生产增速“跳水”，投资增速大幅回落，经济增长急剧下滑，政策放松压力增加。

⑤ 短期经济增长：9月上旬工业生产或有好转

9月前11天发电日均耗煤同比降幅收窄，煤价继续回升，9月上旬工业生产或有好转。

⑤ 短期通胀：9月上旬食品价格小幅上涨

据国家统计局和商务部的监测，9月上旬，食品价格小幅上涨。

⑤ 货币市场资金利率：上周短期利率基本平稳

上周央行公开市场操作净回笼50亿元，连续4周净投放后净回笼，货币市场短期同业拆借利率和债券质押回购利率基本平稳，14天期周跌幅度较明显。

⑤ 重要政策：产业政策密集出台

中俄双方表示将积极探讨高铁合作，尽早启动中俄西线天然气管道项目。卫星导航系统合作已经启动。《石化产业规划布局方案》已经制定完成，近期将下发。财政部发布通知要求在全国开展融资租赁货物出口退税政策试点。财政部发布《2014年度文化产业发展专项资金拟支持项目公示》。海关总署下发《关于开展长江经济带海关区域通关一体化改革的公告》。未来工信部将研究配套政策，重点支持碳纤维、稀土、耐高温金属材料等新材料。

⑤ 国际经济：美零售明显改善，欧经济好转

美国8月零售销售改善，汽油价格下跌和就业增速作用明显。美国9月密歇根大学消费者信心指数初值上升至84.6，创2013年7月份以来新高。欧元区7月工业产出环比上升1.0%，好于市场预期；同期就业市场明显改善，二季度季调后就业人数环比升幅扩大至0.2%。

⑤ 本周宏观事件：关注美联储议息会议决议

相关报告

《“二次改革”扬帆起航，制度红利将逐步释放》—20140909

《新预算法通过可能是加快财税体制改革的标志》—20140902

《理财产品天量发行是融资成本高企的重要原因》—20140825

分析师：郝大明

执业证书号：S1490514010002

电话：010-58565121

邮箱：haodaming@hrsec.com.cn

目录

一、8月经济增长急剧下滑，政策放松压力增加	4
1、8月工业增速“跳水”	4
2、投资增速回落幅度超预期	5
3、房地产市场量价齐跌，调整压力不减	5
4、预测四季度稳增长力度增加，经济有望企稳	5
二、短期经济增长：9月上旬工业生产或有好转	6
三、短期通胀：9月上旬食品价格小幅上涨	6
四、货币市场利率：上周短期利率基本平稳	7
1、上周银行间1天平均利率小幅上升，仍在3%以下	7
2、上周4-7天期同业拆借和债券质押回购平均利率小幅回落	7
3、上周14天期同业拆借利率和债券质押回购平均利率小幅回落	7
4、上周1个月期同业拆借和债券质押回购平均利率平稳	8
五、重要政策：产业政策密集出台	8
六、国际经济：美零售明显改善，欧经济好转	9
七、本周宏观事件：关注8月经济增长数据	10

图表目录

图表 1: 银行间 1 天加权平均利率	7
图表 2: 银行间 7 天加权平均利率	7
图表 3: 银行间 14 天加权平均利率	8
图表 4: 银行间 1 个月加权平均利率	8

上周公布了8月主要经济指标，规模以上工业生产增速“跳水”，投资增速明显低于预期，经济增长急剧下滑，经济下行压力较大，三季度GDP同比增速可能偏离7.5%幅度较大，之前平稳增长的预期被打破。

我们判断，在房地产市场调整压力较大和经济下行压力增加的情况下，预计后续稳增长力度增加，将出台较有力度的稳增长政策措施，不排除四中全会前后全面降息降准的可能。随着扩内需稳增长政策措施不断出台并见效，四季度有望企稳回升。

一、8月经济增长急剧下滑，政策放松压力增加

8月房地产市场持续调整的累积效应进一步显现，产能过剩、有效需求不足的矛盾突出，规模以上工业生产增速“跳水”，投资增速大幅回落，经济增长急剧下滑，政策放松压力增加。

1、8月工业增速“跳水”

8月规模以上工业增加值环比增长0.2%，比7月（0.62%）低0.42个百分点；同比增长6.9%，比7月回落2.1个百分点，创2009年以来的新低（剔除春节月份），呈现“跳水”趋势，大幅低于预期。

8月工业生产增速“跳水”是多因素共振的结果。

首先，房地产市场调整压力不减，累积效应进一步显现，对相关行业生产、投资和消费的影响加大。体现在数据上，5月起，房地产开发投资和制造业投资大幅下滑，8月基建投资大幅下滑。8月钢材、水泥、玻璃、汽车等生产增速比7月明显下滑，家电、家具、建材等销售增速明显比7月明显下滑。

其次，受转型期和反垄断等特殊因素影响，8月汽车、手机、电脑等产业链生产增速均明显下滑。

第三，8月出口同比增长9.4%，比7月回落5.1个百分点，其中机电产品出口同比增长5.2%，比7月回落7.4个百分点。

第四，融资成本较高，劳动力成本上升，PPI下降，利润率较低迷，制造业行业普遍不景气，抑制企业生产积极性。

第五，去年8月基数较高。工业生产环比增速，去年8月当年最高（1.09%），而今年8月为有该项数据公布以来最低，基数高导致今年8月同比增速低。

第六，7月稳增长力度非常弱，新增信贷和社融大幅低于预期，8月表外融资仍然低迷，工业生产资金需求方面受到较大影响。

8月工业生产增速“跳水”是多方面因素共振的结果，但更多的还是房地产市场调整加深，累积效应进一步显现，直接影响房地产投资和相关投资品生产增长。

2、投资增速回落幅度超预期

固定资产投资累计增速创2001年11月以来新低。1-8月固定资产投资（不含农户）同比增长16.5%，比1-7月回落0.5个百分点，创2001年11月以来投资累计增速新低，低于预期。

8月固定资产投资同比增长13.8%，比7月回落1.9个百分点，创2007年1月以来的新低。

3行业投资均下滑，基建投资增速回落幅度较大。其中，制造业投资同比增长11.3%，比7月回落2.4个百分点；房地产投资同比增长10.4%，比7月回落1.3个百分点；基建投资同比增长16.3%，比7月回落5.4个百分点。

8月投资增速下滑超预期，主要原因是房地产市场持续调整影响加深，许多相关行业产能过剩景气度下降，投资吸引力下降。

3、房地产市场量价齐跌，调整压力不减

8月，商品房销售仍保持2位数的下降，降幅有所收窄，房价继续下跌，库存继续增加，调整压力仍然较大；房屋新开工小幅回落，住宅投资增速明显回落。

8月商品销售降幅仍然较大，但比7月有所收窄。1-8月，商品房销售面积同比下降8.3%，降幅比7月扩大0.7个百分点，创今年新低。其中，8月商品房销售面积下降12.4%，降幅比7月（-16.3%）收窄4.0个百分点，住宅销售同比下降13.4%，比7月收窄4.6个百分点。

商品房库存继续增加。8月底，商品房待售面积56160万平，比7月底增加930万平；住宅待售面积37047万平，比7月底增加589万平。

房价继续下跌。8月百城房价环比下跌0.59%，连续4个月下跌；同比涨幅则连续8个月回落。

从商品房销售量价齐跌、库存增加看，房地产市场调整压力仍然很大，对经济造成较大的下行压力。

8月房屋新开工小幅回落。1-8月房屋新开工面积下降10.5%，降幅比1-7月收窄2.3个百分点，自3月以来降幅逐月收窄。其中，8月同比增长6.2%，比7月（-8.2%）回落2.0个百分点。

住宅投资增速明显回落。8月房地产投资同比增长10.4%，比7月回落1.3个百分点；其中，住宅投资同比增长7.3%，比7月回落4.0个百分点。

总体来看，随着地方政府放松或取消商品房限购以及金融机构可能放松房贷政策，四季度商品房销售降幅有望收窄，房地产投资有望低位企稳。

4、预测四季度稳增长力度增加，经济有望企稳

7月29日中央政治局会议强调，我国发展必须保持一定速度，不然很多问题难以解决。

8月工业增速“跳水”打破经济平稳增长预期。象8月这样多方面因素共振使经济增长急剧下滑的情况极为罕见。短期政府可能也难以接受如此快速的经济下滑。9月~12月，我们预计会出台较有力度的稳增长政策措施，工业生产增速或将回归正常。

二、短期经济增长：9月上旬工业生产或有好转

据国家统计局监测，9月上旬，24个省（区、市）流通领域9大类50种重要生产资料市场价格比8月下旬，16种产品价格上涨，26种下降，8种持平。其中，煤炭和建材价格普涨，黑色金属价格普跌，有色金属、化工、油气产品价格涨跌参半。

据商务部的监测，9月1日至7日一周，全国36个大中城市流通环节生产资料价格止跌回升，连续9周下跌后上涨。其中，煤炭价格比前一周上涨1.5%，有色金属价格上涨1.4%，化工产品价格保持平稳，钢材价格下降0.3%，橡胶价格下降0.6%。

9月前11天6大发电集团日均耗煤量同比下降15%，比8月（同比下降22.5%）降幅大幅收窄。

上周环渤海动力煤价格环比持平，每吨482元；南华工业品指数上周下跌2.62%，降幅扩大；CRB工业原料现货指数下跌0.19%。

9月前11天发电日均耗煤同比降幅收窄，煤价继续回升，9月上旬工业生产或有好转。

三、短期通胀：9月上旬食品价格小幅上涨

上周（9月8日至12日）农产品、菜篮子产品批发价格下跌，环比分别下跌1.19%和1.43%，跌幅较大。22省市猪肉价格每公斤22.71元，环比下跌1.77%，连续2周下跌；猪粮比价从5.52回落到5.48。

据国家统计局监测，9月上旬，50个大中城市肉类、鸡蛋、水产品和蔬菜价格小幅上涨。

据商务部监测，9月1日至7日一周，全国36个大中城市食用农产品市场价格小幅上涨。18种蔬菜平均价格比前一周上涨0.6%，水产品价格上涨0.5%，禽蛋价格小幅上涨，肉类价格有所上涨，粮食价格总体平稳，食用油价格继续回落。

按照9月第一周的部分食品价格监测数据判断，9月上旬食品价格小幅上涨。

四、货币市场利率：上周短期利率基本平稳

上周央行公开市场操作净回笼 50 亿元，连续 4 周净投放后净回笼，货币市场短期同业拆借利率和债券质押回购利率基本平稳，14 天期周跌幅度较明显。

自 2 月下旬以来，银行间市场利率呈现振荡上行态势，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 天平均利率小幅上升，仍在 3% 以下

上周银行间隔夜拆借和债券质押回购平均利率基本保持平稳，全周均在 3% 以下。

上周五银行间 1 天同业拆借利率收于 2.8909%，比 9 月 5 日高 0.0573 个百分点；上周平均 2.8784%，比前一周平均高 0.0196 个百分点。

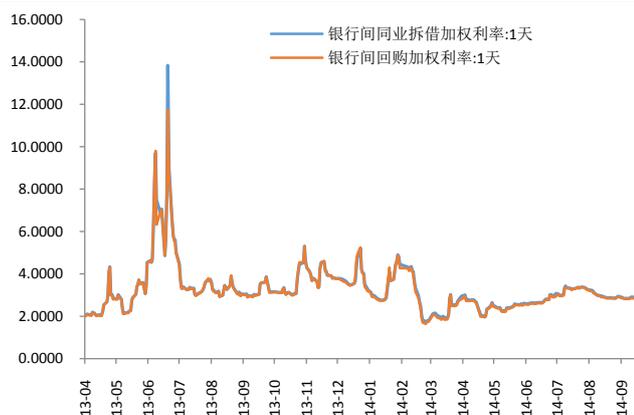
上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 2.8467%，比 9 月 5 日高 0.0276 个百分点；上周平均 2.8482%，比前一周平均高 0.0080 个百分点。

2、上周四 7 天期同业拆借和债券质押回购平均利率小幅回落

上周五 7 天期同业拆借利率明显上涨，全周小幅回落。7 天债券质押回购利率周二周三上涨，全周小幅回落。

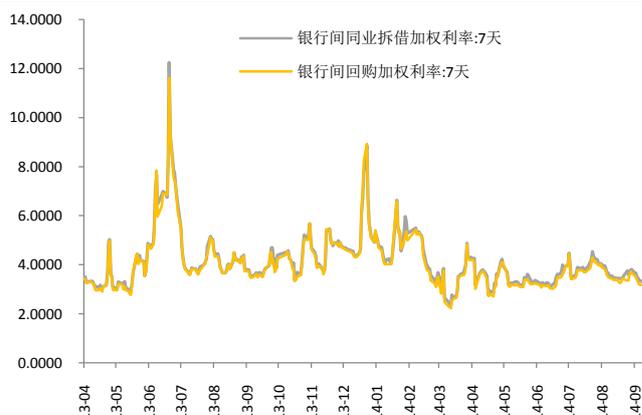
上周五银行间 7 天期同业拆借利率收于 3.3624%，比 9 月 5 日低 0.0033 个百分点；上周平均 3.3197%，比前一周平均低 0.2129 个百分点。

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

上周五银行间 7 天期债券质押回购利率收于 3.2648%，比 9 月 5 日高 0.0669 个百分点；上周平均 3.2312%，比前一周平均低 0.1514 个百分点。

3、上周 14 天期同业拆借利率和债券质押回购平均利率小幅回落

上周 14 天期同业拆借利率和债券质押回购利率平稳，全周小幅回落，

上周五银行间 14 天期同业拆借利率收于 3.5148%，比 9 月 5 日高 0.0848 个百分点；上周平均 3.4653%，比前一周平均低 0.2564 个百分点。

上周五银行间 14 天期债券质押回购利率收于 3.4521%，比 9 月 5 日高 0.0388 个百分点；上周平均 3.4457%，比前一周平均低 0.2940 个百分点。

4、上周 1 个月期同业拆借和债券质押回购平均利率平稳

上周上海银行间 1 个月期同业拆借利率和 1 个月期债券质押回购利率平稳，波动很小。

上周五上海银行间 1 个月期同业拆借利率收于 3.9920%，比 9 月 5 日高 0.0270 个百分点；上周平均 4.9373%，比前一周平均低 0.0942 个百分点。

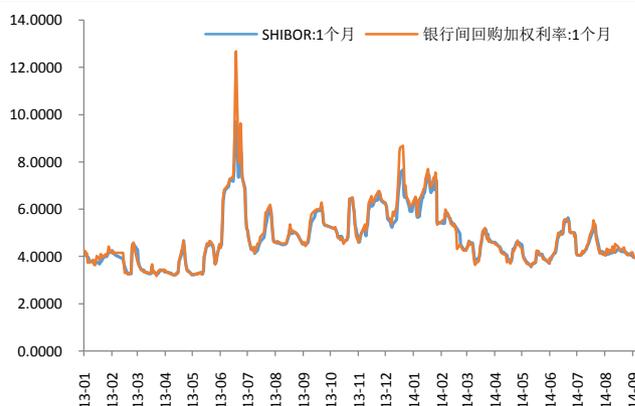
上周五上海银行间 1 个月期质押回购利率收于 4.1077%，比 9 月 5 日高 0.1565 个百分点；上周平均 4.0089%，比前一周平均低 0.0929 个百分点。

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

五、重要政策：产业政策密集出台

1、9 月 11 日，习近平会见俄总统普京，双方表示将积极探索高铁合作，尽早启动中俄西线天然气管道项目；卫星导航系统合作已经启动。

2、9 月 11 日，中俄蒙元首会晤。习近平表示，可以把丝绸之路经济带同俄罗斯跨欧亚大铁路、蒙古国草原之路倡议进行对接，打造中蒙俄经济走廊，促进过境运输合作，研究三方跨境输电网建设，开展旅游、智库、媒体、环保、减灾救灾等领域务实合作。

3、李克强 9 月 9 日在 2014 夏季达沃斯论坛上表示，向水、大气和土壤污染宣战，这是中国未来一个巨大的市场。

4、李克强9月9日在2014年夏季达沃斯论坛上表示，将继续坚持稳健的货币政策，在稳定总量的同时进行结构性调控，也就是实行定向调控。把已有的存量货币和增量货币向农业、小微企业、新兴产业、高技术产业倾斜。

5、9月11日，发改委产业司石化处副处长曹传贞在2014中国国际石油化工大会上透露，《石化产业规划布局方案》已经制定完成，近期将下发该方案实施。此外，方案要求推动现代煤化工升级，鼓励有实力的下游民营企业参与产业重组和基地建设。

6、财政部发布通知要求在全国开展融资租赁货物出口退税政策试点，范围包括飞机、飞机发动机、铁道机车、铁道客车车厢、船舶及其他货物，试行增值税、消费税出口退税政策。

7、9月11日，财政部网站发布《2014年度文化产业发展专项资金拟支持项目公示》。此次拟支持项目包括“重大项目”和“一般项目”两大类共计800项。

8、9月12日，海关总署下发《关于开展长江经济带海关区域通关一体化改革的公告》，决定在上海、南京等12个海关启动长江经济带海关区域通关一体化改革，实现长江经济带通关作业一体化。

9、据透露，未来工信部将研究配套政策，重点支持碳纤维、稀土、耐高温金属材料等新材料。

10、在工信部发放第三批虚拟运营商牌照后，中国虚拟运营商总数已达到25家。根据有关消息，第四批虚拟运营商牌照有望本月发放。

11、9月12日，深交所和上交所发布《关于扩大融资融券标的股票范围有关事项的通知》，两所将增加205只融资融券标的个股，自9月22日起施行。

六、国际经济：美零售明显改善，欧经济好转

美国8月零售销售环比0.58%，7月由持平修正为上升0.34%。美国零售销售在8月份明显改善，表明汽油价格下跌和就业增速改善见效。

美国9月密歇根大学消费者信心指数初值上升至84.6，创2013年7月份以来新高。

美国上周（9月6日当周）初请失业金人数意外增加1.1万至31.5万，创6月份后期以来最高。

欧元区7月工业产出环比上升1.0%，同比上升2.2%，明显好于市场预期，意味着欧元区经济摆脱第二季度的持平困境、恢复增长；欧元区二季度经济陷入停滞困境，但同期就业市场却得到明显改善，二季度季调后就业人数环比升幅扩大至0.2%。

日本二季度 GDP 同比下降 0.05%，环比下降 1.8%，2009 年第一季度以来最大降幅，突显上调消费税对日本经济形成明显拖累。

七、本周宏观事件：关注美联储议息会议决议

9月18日将公布70个大中城市住宅销售价格数据。

9月16日，美联储将公布议息会议决议；美国将公布8月PPI；9月18日将公布8月新屋开工数据。

9月17日，欧元区将公布8月CPI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