

调结构，保民生，上周政府对经济下滑反应平淡

——宏观周报(2014.09.22)

⑤ 调结构，保民生，上周政府对经济下滑反应平淡

8 月急剧下滑的经济增长数据公布后，政府对经济下滑反应平淡；国务院常务会议决定扶持小微企业发展，全面建立临时救助制度，加大了调结构和保民生的力度。我们判断，政府已意识到今年稳增长目标难以实现，在一定程度上已放弃 7.5% 的增长目标，转而退向扶持小微企业和临时救助制度兜底线救急难的托底目标。

⑤ 短期经济增长：9 月工业生产或有好转

9 月前 19 天发电日均耗煤同比降幅收窄，工业生产同比或有所好转，但这种好转很大程度上是因为去年同期基数较低（2013 年 9 月日均比 8 月环比下降 16.72%），9 月环比降幅仍然较大。

⑤ 短期通胀：9 月中旬食品价格上涨乏力

按照 9 月前 2 周的食品价格监测数据判断，食品价格小幅上涨，同比涨幅将明显回落。

⑤ 货币市场资金利率：上周 1 天利率微跌，其它小涨

上周央行公开市场操作净投放 80 亿元，货币市场同业拆借利率和债券质押回购利率基本平稳，1 天利率微跌，7 天、14 天和 1 个月期小涨。

⑤ 重要政策：产业政策密集出台

国务院常务会议部署进一步扶持小微企业发展推动大众创业万众创新，决定全面建立临时救助制度、为困难群众兜底线救急难。国务院批复《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》。国务院批复同意在汕头经济特区设立华侨经济文化合作试验区。农业部等部门发布《关于引导和促进农民合作社规范发展的意见》。国家发改委等部委下发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020 年）》。发改委等部委下发《重大环保技术装备与产品产业化工程实施方案》。11 家日本电机电气企业因价格垄断被罚款 12.354 亿元。葛兰素史克因对非国家工作人员行贿被判罚金人民币 30 亿元。央行对五大行 5000 亿 SLF，期限 3 个月，利率 3.7%。阿里巴巴集团在美国纽约证券交易所挂牌上市。

⑤ 国际经济：美联储重申 QE 结束后相当长时间保持高度宽松

⑤ 本周宏观事件：关注 9 月汇丰 PMI 初值

相关报告

《8 月工业增速“跳水”，政策放松压力增加》—20140916

《“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

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、调结构，保民生，上周政府对稳增长反应平淡	4
1、17 日国务院会议调结构，保民生，退向“托底”目标	4
2、5000 亿 SLF 缓解流动性可能的紧张	4
3、正回购利率下行，带动短端利率中枢水平下移	4
4、稳增长无望，力保“托底”	5
二、短期经济增长：9 月工业生产或有好转	5
三、短期通胀：9 月中旬食品价格上涨乏力	6
四、货币市场利率：上周 1 天利率微跌，其它小涨	7
1、上周银行间 1 天平均利率平稳微跌，仍在 3%以下	7
2、上周四 7 天期同业拆借和债券质押回购平均利率小幅上涨	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上涨	8
4、上周 1 个月期同业拆借和债券质押回购平均利率明显上涨	8
五、重要政策：产业政策密集出台	9
六、国际经济：美联储重申 QE 结束后相当长时间保持高度宽松	10
七、本周宏观事件：关注 9 月汇丰 PMI 初值	11

图表目录

图表 1: 6 大发电集团日均耗煤量	6
图表 2: 6 大发电集团日均耗煤量同比增长	6
图表 3: 农产品菜篮子批发价格指数	6
图表 4: 22 省市猪肉价格同比趋势	6
图表 5: 商务部食用农产品价格指数趋势	7
图表 6: 商务部食用农产品价格指数同比趋势	7
图表 7: 银行间 1 天加权平均利率	8
图表 8: 银行间 7 天加权平均利率	8
图表 9: 银行间 14 天加权平均利率	9
图表 10: 银行间 1 个月加权平均利率	9

8 月急剧下滑的经济增长数据公布后，一方面政府并没有立即推出新的稳增长政策措施，也没有加大之前稳增长政策措施的力度，对经济下滑反应平淡；另一方面，进一步扶持小微企业发展，决定全面建立临时救助制度、为困难群众兜底线救急难，加大了调结构和保民生的力度。

我们判断，在房地产市场调整压力不减的情况下，政府已意识到今年稳增长目标难以实现，在一定程度上已放弃 7.5% 的增长目标，转而退向扶持小微企业和临时救助制度兜底线救急难的托底目标。

一、调结构，保民生，上周政府对经济下滑反应平淡

9 月 13 日公布 8 月急剧下滑的经济增长数据后，17 日国务院常务会议和之后货币政策的调整变化都没有迅速出台稳增长的政策措施，对经济下滑反应平淡。

1、17 日国务院会议调结构，保民生，退向“托底”目标

17 日国务院常务会议，部署进一步扶持小微企业发展推动大众创业万众创新，决定全面建立临时救助制度、为困难群众兜底线救急难。

我们判断，大规模刺激或有手段，但无实施的环境条件，即使实施起来无效果。缘木求鱼，不如退而织网。

调结构和保民生，退向最基本的托底目标，即小微企业和之前社会保障没有覆盖到的临时救助。

在房地产市场调整压力不减的情况下，7.5% 的增长目标已很难实现，转而退向扶持小微企业和临时救助制度兜底线救急难的托底目标。

2、5000 亿 SLF 缓解流动性可能的紧张

16 日下午收市后，市场盛传央行对五大行 5000 亿 SLF。后来证实，传闻属实。

我们推测央行的意图主要是缓解存款偏离度、新股申购、季末以及十一长假前可能的流动性紧张。一是 9 月 12 日银监会出台了存款偏离度指标约束月末冲时点，但银行之前安排的 9 月末理财产品到期冲存款已不可更改，中小行唯有将冲存款时点提前，可能造成资金成本提前抬升；二是上周四到本周四有 13 家新股申购，再加上季末和长假效应，市场资金面紧张程度将放大（8 月 28 号新股申购冻结资金曾造成 GC001 冲上 50%）。

由于 SLF 期限只有 3 个月，只是平滑短期资金面波动的权宜之计，不宜视为总量放松的信号。

3、正回购利率下行，带动短端利率中枢水平下移

上周四央行开展 100 亿元 14 天正回购操作，利率为 3.5%，较前次下行 20 个基点，此前 7 月底以来该利率一直稳定在 3.70%。

央行此举旨在引导货币市场利率预期下行，随着正回购利率下调带动短端利率中枢水平下移，如果能传递至中长端，将达到与“降息”相同的效果。

结合前两天的 SLF 传闻，央行货币政策在货币市场流动性预期管理的同时，正在转向推进降低融资成本。

我们判断，短期无风险利率短期将小幅下行，但幅度有限。

一方面，将小幅下行。（1）5000 亿 SLF 的利率据称 3.7%，低于市场利率，再加上正回购利率下调，央行通过带动短端利率引导中长期利率下移的意图明显。（2）经济下行，不良上升，加重银行惜贷行为，非标监管难言放松，银行资产配置或将进一步向债券倾斜，从而推动无风险收益率的短期下行。

另一方面，无风险收益率下行空间有限。（1）利率市场化使银行负债端的成本很难大幅下降；（2）通胀压力不大，短期下行而 11 月和 12 月向上，名义利率下行的空间被挤压；（3）债务规模大，融资需求多，利率下行难。

4、稳增长基本无望，力保“托底”

上周政策动向表明，政府已做了最坏的打算，即稳增长目标无法实现的情况下，如何向国人交待的问题，即要做一个“托底”目标的准备。一方面是托底小微企业，另一方面是时救助制度兜底线救急难。

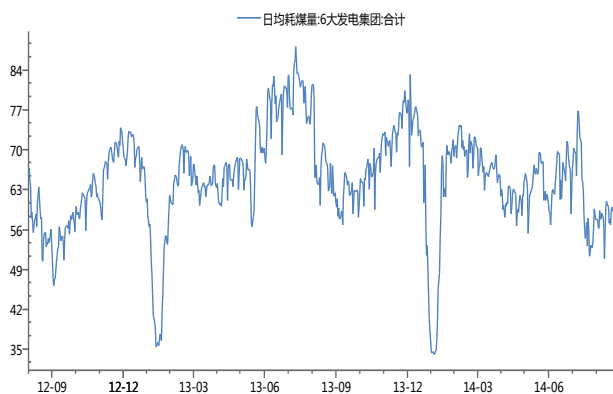
二、短期经济增长：9 月工业生产或有好转

据商务部的监测，9 月 8 日至 14 日一周，全国 36 个大中城市流通环节生产资料价格小幅走低，连续 9 周下跌后上涨仅一周即转为下跌。其中，有色金属价格比前一周下降 2.4%，钢材价格下降 0.4%，化工产品价格下降 0.1%，煤炭价格止涨回稳，橡胶价格下降 2.7%。

9 月前 19 天 6 大发电集团日均耗煤量同比下降 14.97%，比 8 月（同比下降 22.5%）降幅大幅收窄。其中，上旬与中旬的降幅基本相当，分别是 -14.95% 和 -15.0%。但从环比看，9 月前 19 天日均耗煤量（57.84 万吨）环比 8 月日均下降 6.92%，其中，中旬日均 58.69%，比上旬环比增长 2.82%。

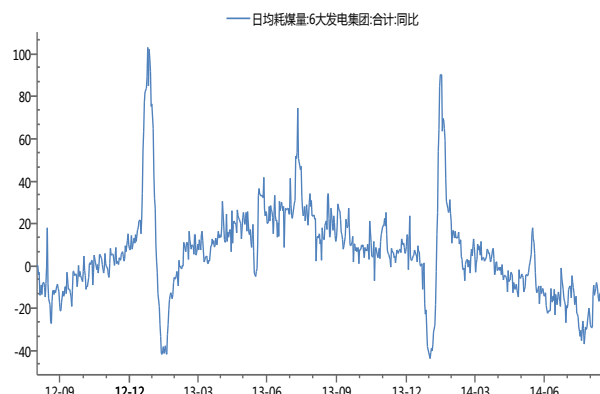
上周环渤海动力煤价格环比持平，每吨 482 元；南华工业品指数上周上涨 0.30%，连降 6 周后反弹；CRB 工业原料现货指数下跌 1.50%，连续 3 周下跌。

图表 1：6 大发电集团日均耗煤量



数据来源：Wind、华融证券

图表 2：6 大发电集团日均耗煤量同比增长



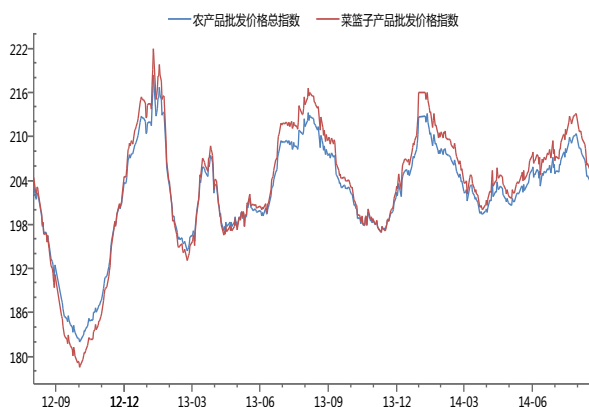
数据来源：Wind、华融证券

9 月前 19 天发电日均耗煤同比降幅收窄，煤价平稳，工业生产同比或有所好转，但这种好转很大程度上是因为去年同期基数较低（2013 年 9 月日均比 8 月环比下降 16.72%），9 月环比下降幅度仍然较大。

三、短期通胀：9 月中旬食品价格上涨乏力

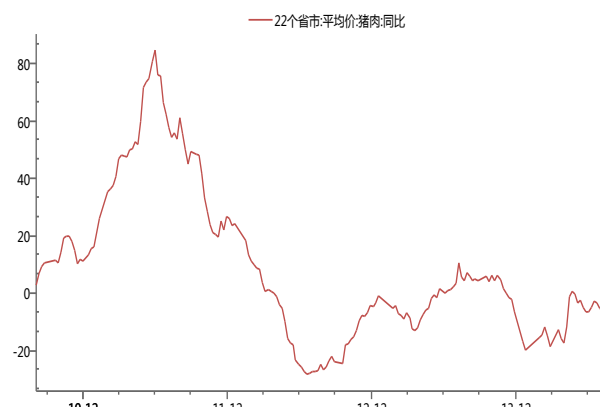
上周（9 月 15 日至 19 日）农产品、菜篮子产品批发价格下跌，环比分别下跌 0.61% 和 0.69%，跌幅收窄。22 省市猪肉价格每公斤 22.72 元，环比上涨 0.44%，连续 2 周下跌；猪粮比价从 5.48 回落到 5.37。

图表 3：农产品菜篮子批发价格指数



数据来源：Wind、华融证券

图表 4：22 省市猪肉价格同比趋势

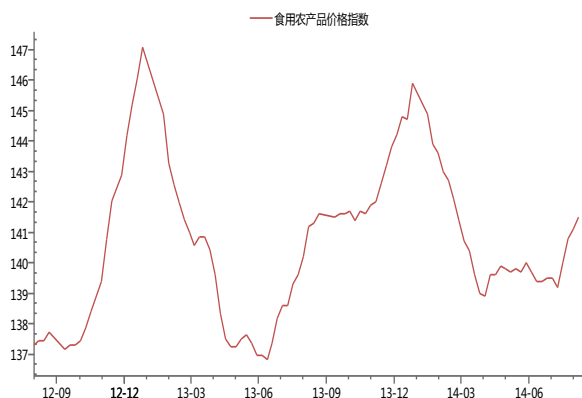


数据来源：Wind、华融证券

据商务部监测，9 月 8 日至 14 日一周，全国 36 个大中城市食用农产品市场价格止涨回落。18 种蔬菜平均价格比前一周下降 0.6%，肉类价格不同程度下降，食用油价格有涨有跌，粮食价格基本平稳，水产品平均价格上涨 0.2%，

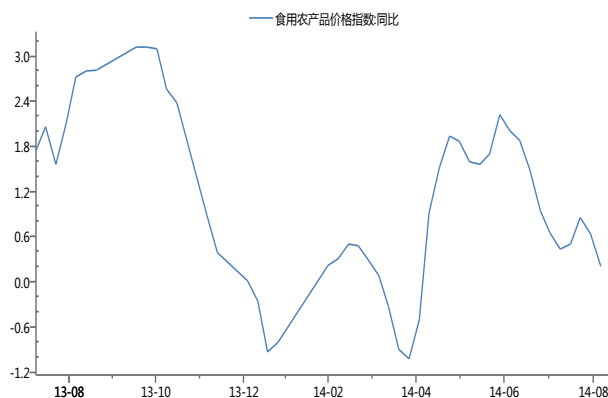
禽蛋价格小幅上涨。

图表 5：商务部食用农产品价格指数趋势



数据来源：Wind、华融证券

图表 6：商务部食用农产品价格指数同比趋势



数据来源：Wind、华融证券

按照 9 月前 2 周的食品价格监测数据判断，食品价格小幅上涨，同比涨幅明显回落。

四、货币市场利率：上周 1 天利率微跌，其它小涨

上周央行公开市场操作净投放 80 亿元，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，1 天利率微跌，7 天、14 天和 1 个月期小涨。

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 天平均利率平稳微跌，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微跌，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 2.8639%，比 9 月 12 日低 0.0270 个百分点；上周平均 2.8702%，比前一周平均低 0.0082 个百分点。

上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 2.8418%，比 9 月 12 日低 0.0049 百分点；上周平均 2.8441%，比前一周平均低 0.0041 个百分点。

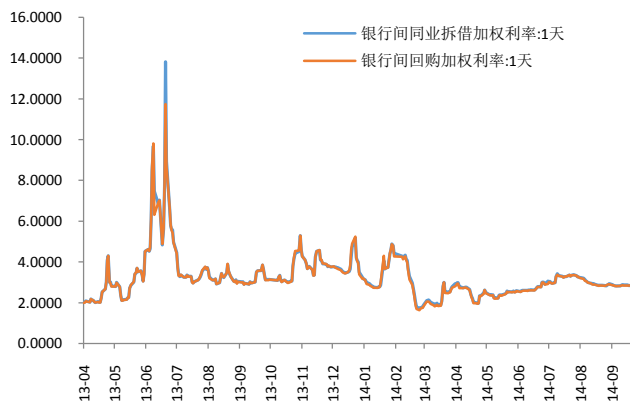
2、上周 7 天期同业拆借和债券质押回购平均利率小幅上涨

上周 7 天期同业拆借利率周四小跌，周五明显上涨，全周小幅上涨。7 天债券质押回购利率周一到周三上涨，周四平，周五小跌，全周小幅上涨。

上周五银行间 7 天期同业拆借利率收于 3.5341%，比 9 月 12 日高 0.1717

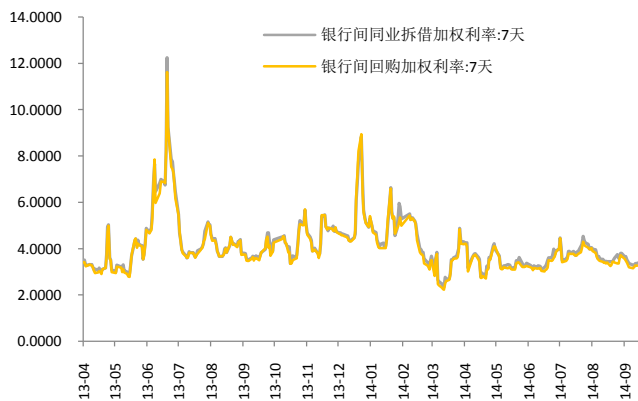
个百分点；上周平均 3.4660%，比前一周平均高 0.1463 个百分点。

图表 7：银行间 1 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 8：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 3.369%，比 9 月 12 日高 0.0721 个百分点；上周平均 3.3397%，比前一周平均高 0.1085 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上涨

上周 14 天期同业拆借利率周一涨，周二周三小跌，周四周五小涨，全周小幅上涨，债券质押回购利率周一涨，周二跌，周三周四涨，周五跌，全周小幅上涨。

上周五银行间 14 天期同业拆借利率收于 3.6693%，比 9 月 12 日高 0.1545 个百分点；上周平均 3.6336%，比前一周平均高 0.1684 个百分点。

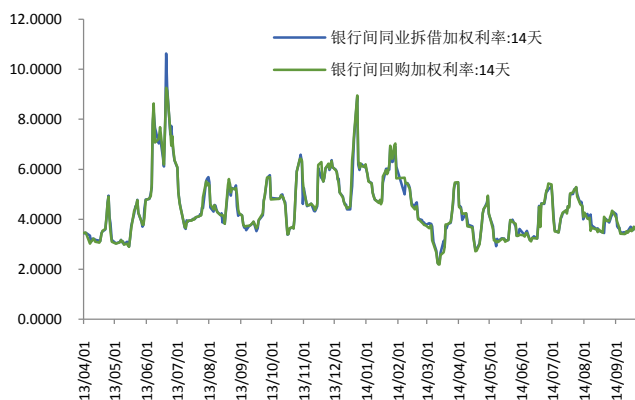
上周五银行间 14 天期债券质押回购利率收于 3.5875%，比 9 月 12 日高 0.1354 个百分点；上周平均 3.5922%，比前一周平均高 0.1465 个百分点。

4、上周 1 个月期同业拆借和债券质押回购平均利率明显上涨

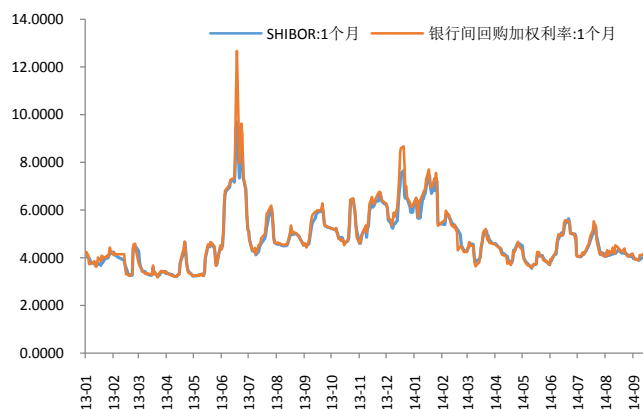
上周上海银行间 1 个月期同业拆借利率和 1 个月期债券质押回购利率持续上涨，涨幅较大。

上周五上海银行间 1 个月期同业拆借利率收于 4.3100%，比 9 月 12 日高 0.3180 个百分点；上周平均 4.1144%，比前一周平均高 0.1844 个百分点。

上周五上海银行间 1 个月期质押回购利率收于 4.7746%，比 9 月 12 日高 0.6669 个百分点；上周平均 4.4287%，比前一周平均高 0.4198 个百分点。

图表 9：银行间 14 天加权平均利率


数据来源：Wind、华融证券

图表 10：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 17 日，国务院常务会议，部署进一步扶持小微企业发展推动大众创业万众创新，决定全面建立临时救助制度、为困难群众兜底线救急难。决定从今年 10 月 1 日至 2015 年底，月销售额 2-3 万元的企业暂免征收增值税、营业税。

2、国务院公布《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》送审稿的批复，提出到 2020 年，实现单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%、非化石能源占一次能源消费的比重达到 15% 左右。

3、9 月 19 日，国务院批复同意《广东省人民政府关于支持汕头经济特区创办华侨经济文化合作试验区的请示》。同意在汕头经济特区设立华侨经济文化合作试验区。

4、农业部等九部门联合发布《关于引导和促进农民专业合作社规范发展的意见》，提出经过 5 年的努力，力争有 70% 以上的农民专业合作社建立完备的成员账户、实行社务公开、依法进行盈余分配，县级以上示范社超过 20 万家。

5、国家发改委、环保部、国家能源局三部委联合下发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020 年）》，提出，在执行更严格能效环保标准的前提下，到 2020 年力争使煤炭占一次能源消费比重下降到 62% 以内，电煤占煤炭消费比重提高到 60% 以上。

6、9 月 18 日，发改委等五部委联合下发《重大环保技术装备与产品产业化工程实施方案》。提出，环保装备制造业年均增速保持在 20% 以上，到 2016 年实现环保装备工业生产总值 7000 亿元。

7、9 月 18 日，发改委公布，11 家日本电机电气企业因价格垄断被处以不同程度罚款，10 家企业共计罚款 12.354 亿元。

8、国土部发布《关于不再暂停受理新设煤炭探矿权申请的通知》。

9、9 月 17 日，在 2014 中国国际生物质能大会上消息称，国家能源局牵头制定的燃料乙醇产业扶持政策将出台，重点扶持纤维素等非粮燃料乙醇，给予合理的补贴及税收优惠，推动产业化。

10、国家发改委发布商品煤质量管理暂行办法，规定自明年 1 月起限制进口、销售和远距离运输高灰分高硫煤。

11、9 月 15 日，上海市政府下发《关于本市进一步促进资本市场健康发展的实施意见》。指出，支持国有资本与民营等其他各类资本相互融合，发展混合所有制经济。利用多层次资本市场，实现企业集团整体上市、核心业务资产上市或引进战略投资者。

12、9 月 16 日，央行对五大行 5000 亿 SLF 首批已经实施，期限为三个月，利率 3.7%，应对 9 月末可能出现的市场流动性紧张，并引导利率进一步下行。

13、9 月 19 日，长沙中院依法对葛兰素史克(中国)投资有限公司和马克锐等人对非国家工作人员行贿、非国家工作人员受贿案不公开开庭审理，葛兰素史克公司被判罚金人民币 30 亿元，这是迄今为止中国开出的针对企业的最大罚单。

14、9 月 19 日，阿里巴巴集团在美国纽约证券交易所挂牌上市，IPO 发行价为 68 美元，收盘上涨至 93.89 美元，收盘价较发行价上涨 38.07%，市值为 2314 亿美元，超越 Facebook 成为仅次于谷歌的第二大互联网公司。

六、国际经济:美联储重申 QE 结束后相当长时间保持高度宽松

美联储 9 月 18 日发表 FOMC 声明:维持联邦基金利率目标 0~0.25% 不变;缩减每月 QE 购买规模 100 亿美元,达到 150 亿美元;美联储预计 10 月结束资产购买,重申 QE 结束后相当长时间保持高度宽松。美联储对“相当长时间”的阐述,缓解了市场对美联储可能提早加息的担忧,目前市场预计美联储于明年夏天首次加息。

美国 8 月 PPI 环比持平,同比上涨 1.8%,表明通胀压力温和。美国 8 月季调后 CPI 环比下降 0.2%,季调后核心 CPI 环比持平。

受汽车生产减少拖累,美国 8 月制造业产出环比下降 0.4%,整体工业产出环比下滑 0.1%,均为 2014 年 1 月以来首次出现下滑。

美国 9 月纽约联储制造业指数跳升至 27.54,为 2009 年末以来最高水平,除就业之外的分项指标普遍改善。

美国 8 月新屋开建总量环比重挫 14.4%,自 7 月大幅增长创下的高点明显回落,这表明美国房地产市场的复苏已显露一定的疲态。

七、本周宏观事件：关注 9 月汇丰 PMI 初值

9 月 23 日将公布 9 月汇丰 PMI 初值，27 日将公布 8 月规模以上工业企业利润数据。

9 月 22 日，美国将公布 8 月成屋销售数据，24 日，将公布 8 月新房销售数据，26 日将公布二季度 GDP 终值数据。

9 月 25 日，欧元区将公布 8 月 M3 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