



减税成为定向调控重要选择，后续仍有空间

——宏观周报(2014.09.30)

相关报告

《调结构，保民生，上周政府对经济下滑反应平淡》—20140922

《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

⑤ 减税成为定向调控重要选择，后续仍有空间

9月24日国务院常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策，与9.17国务院常务会议均“祭出”减税这一供给管理工具。减税政策后续仍有较大空间。短期与其它政策措施一起，短期可缓解经济下行压力，中长期可积累增长动力。

⑤ 短期经济增长：9月工业生产或有好转

9月前28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%）。

⑤ 短期通胀：9月食品价格上涨乏力

按照9月前3周的食品价格监测数据判断，9月食品价格小幅上涨，CPI同比涨幅将显著回落，位于1.6%左右。

⑤ 货币市场资金利率：上周1天和1月期利率下跌，其它平稳

上周央行公开市场操作净回笼110亿元，货币市场1天期和1个月期同业拆借利率和债券质押回购利率明显下跌，7天和14天期比较稳定。

⑤ 重要政策：PPP模式推广应用

国务院常务会议部署完善固定资产加速折旧政策，决定进一步开放国内快递市场。国务院发布《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》。国务院领导分别就煤炭脱困做出批示。楼继伟在二十国集团(G20)财长和央行行长会议上表示政府和社会部门合作(PPP)等方式鼓励社会资本进入基础设施、清洁能源等领域是中国稳增长的重要措施。国土资源部发布《关于推进土地节约集约利用的指导意见》。财政部印发《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》。商务部印发《关于促进商贸物流发展的实施意见》。发改委核定沿海4个核电站项目开工计划。

⑤ 国际经济：欧美9月PMI初值延续分化

9月欧元区Markit综合PMI创年内新低，美9月ISM制造业PMI创41个月新高水平。美8月房屋数据喜忧参半。德国8月IFO商业景气指数，持续5个月下滑。德拉吉欧议会季度证词再度强调宽松态度。

⑤ 本周宏观事件：关注9月经济增长数据

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、减税成为定向调控重要选择，后续仍有空间	4
1、加速固定资产加速折旧相当于减税	4
2、减税更具供给管理特点	4
3、需求刺激配合，有望形成稳增长的合力	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月食品价格上涨乏力	6
四、货币市场利率：上周1天和1月期利率下跌，其它平稳	7
1、上周银行间1天平均利率明显下跌，仍在3%以下	8
2、上周四7天期同业拆借和债券质押回购平均利率平稳	8
3、上周14天期同业拆借利率小跌，债券质押回购平均利率稳定	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下跌	9
五、重要政策：PPP模式推广应用	9
六、国际经济：欧美9月PMI初值延续分化	10
七、本周宏观事件：关注9月经济增长数据	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	7
图表 4: 22 省市猪肉价格同比趋势	7
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

9月24日国务院常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策、促进企业技术改造、支持中小企业创业创新。这次国务院常务会议与9.17国务院常务会议进一步加大税收扶持小微企业力度，均“祭出”减税这一供给管理工具，使本轮定向调控更具供给管理特点。同时，需求刺激政策措施也在酝酿推出，短期稳增长预期升温。

我们判断，在房地产市场调整压力不减的情况下，政府已意识到即使出台需求管理政策措施，也难以改变经济下行趋势。采取供给管理的政策措施，以长带短，有利于调结构，惠民生，防风险，积累经济增长动力；短期与其它定向调控政策措施结合，可在一定程度上缓解经济下行压力。

一、减税成为定向调控重要选择，后续仍有空间

9月24日国务院常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策，与9.17国务院常务会议均“祭出”减税这一供给管理工具。减税政策后续仍有较大空间。短期与其它政策措施一起，短期可缓解经济下行压力，中长期可积累增长动力。

1、加速固定资产加速折旧相当于减税

9月24日国务院常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策。包括3个方面，一是对所有行业企业2014年1月1日后新购进用于研发的仪器、设备，单位价值不超过100万元的，允许一次性计入当期成本费用在税前扣除；超过100万元的，可按60%比例缩短折旧年限，或采取双倍余额递减等方法加速折旧。

二是对所有行业企业持有的单位价值不超过5000元的固定资产，允许一次性计入当期成本费用在税前扣除。

三是对生物药品制造业，专用设备制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业，信息传输、软件和信息技术服务业等行业企业2014年1月1日后新购进的固定资产，允许按规定年限的60%缩短折旧年限，或采取双倍余额递减等加速折旧方法。

新政实施后，企业新购仪器、设备等的当期折旧费用增加，当期企业所得税前抵扣的期间费用随之增加，从而相应地降低企业的税负。

根据上海证券交易所的测算，按照最新的固定资产加速折旧政策，A股所有上市公司第一年预计少缴税收可达2333亿元。

固定资产加速折旧政策相当于减税，可加快企业设备更新、科技研发创新，扩大制造业投资，增强经济发展后劲和活力。

2、减税更具供给管理特点

2次国务院常务会议均“祭出”减税工具，加上之前推出的减少政府管制（行政审批）、反垄断和降劳工成本（如国有单位福利支出）等，使本轮定向调控的供给管理特点更加鲜明。

减税属于财政政策调控内容，比起货币政策工具，在产能过剩、经济下行的环境下，更加有效。

减税等供给管理工具，开始阶段可能见效较慢，效果可能不是很明显，但有利于调结构，积累经济增长动力，长期看效果是显著的。

由于本次只是研发用途、小额5000元以下以及6个行业实行固定资产加速折旧政策，这一政策实施仍有后续空间，并且后续时期较长，今年效果有限，明后年有望效果显现。

3、需求刺激配合，有望形成稳增长合力

2次国务院常务会议均提出减税这一供给管理政策措施，同时，政府也不断酝酿推出需求刺激的稳增长政策措施，有望形成稳增长的合力，缓解经济下行压力。据《中国证券报》报道，近日，国家发改委核定4个沿海核电项目的开工计划，总投资将达1600亿元以上，标志着核电新项目重启正式开闸，也是对于“年底前开工一批沿海核电项目”作为经济稳增长重要抓手的政策信号的落实。我们预测，四季度铁路、城市轨道交通、水利、环保等行业的投资力度也会加大。

另外，据我们了解，近期一线城市商品房限购政策有可能全面放松，商品房限贷政策有望全面松绑。这也是重要的稳增长政策措施之一。

固定资产加速折旧，减税作用明显，可扩大制造业投资，增强经济发展后劲和活力。需求刺激配合，有望形成稳增长的合力，将缓解经济下行压力。

二、短期经济增长：9月工业生产或有好转

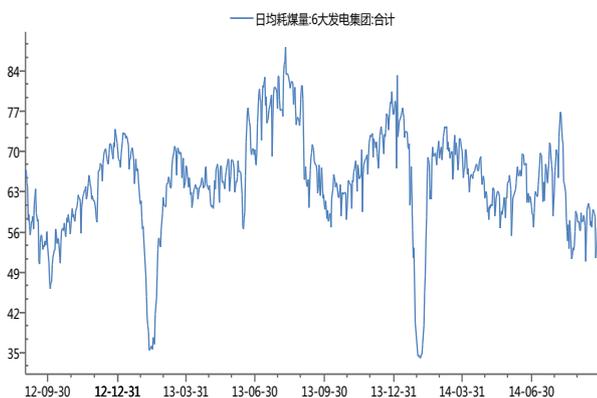
9月中国制造业PMI初值为50.5，比上月终值高0.3个百分点。新订单指数好转，生产指数平稳。9月汇丰PMI初值小幅上升，原因可能是随着欧美进入传统圣诞消费旺季，华南地区小企业出口需求改善，新出口订单增加，小微企业生产经营有所好转。预测9月定向稳增长和出口增长将改善部分大中型企业的生产经营，官方PMI或小幅回升，位于51.1~51.5之间。工业企业继续保持扩张趋势和去年较低基数影响，预测9月规模以上工业生产同比增速小幅回升。

据国家统计局监测，9月中旬，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9月上旬相比，10种产品价格上涨，31种下降，9种持平。其中，黑色金属、有色金属和农产品价格普跌，化工产品涨跌参半，油气以跌为主，煤炭和非金属建材以涨为主。

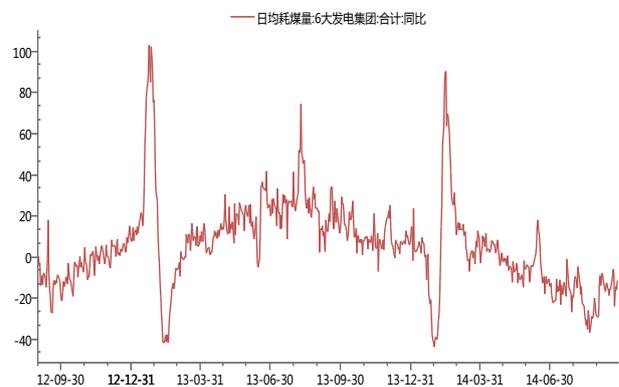
据商务部的监测，9月15日至21日一周，全国36个大中城市流通环节生产资料价格继续走低，连续9周下跌后上涨仅一周即转为连续2周下跌。其中，橡胶价格比前一周下降1.2%，有色金属价格下降0.6%，钢材价格下降0.5%，基础化学原料价格微降0.1%，化肥价格保持平稳，煤炭价格微涨0.1%。

9月前28天6大发电集团日均耗煤量同比下降14.21%，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-14.49%，下旬为-12.95%。但从环比看，9月前28天日均耗煤量（57.37万吨）环比8月日均下降7.68%，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连续4周环比持平，每吨482元；南华工业品指数上周环比下降3.21%，连降6周后反弹再大跌；CRB工业原料现货指数下跌0.97%，连续4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


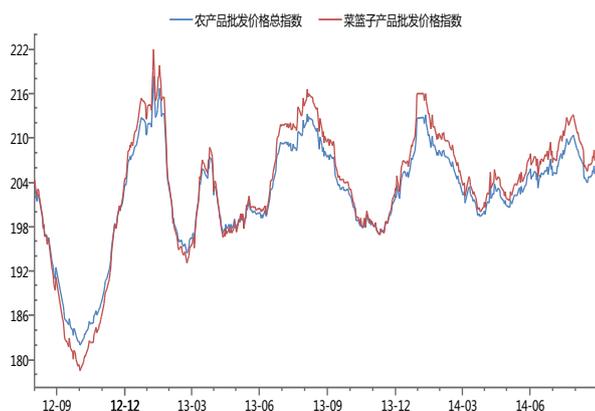
数据来源：Wind、华融证券

9月前28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。

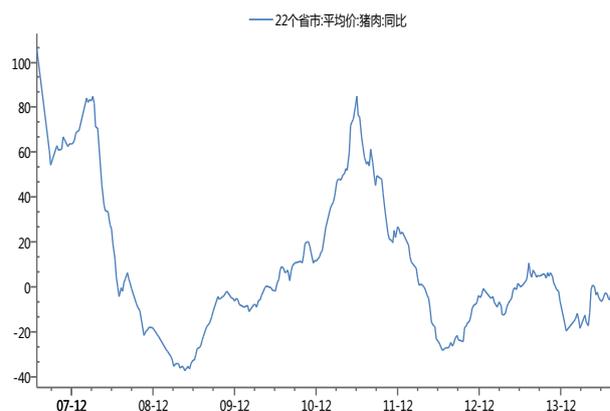
三、短期通胀：9月食品价格上涨乏力

据国家统计局的监测，9月中旬，粮食价格小涨，食用油、蛋、水产品价格下跌，猪肉价格小跌，其它肉类价格以跌为主，蔬菜价格涨跌参半。

上周（9月22日至26日）农产品、菜篮子产品批发价格下跌，环比分别上涨0.54%和0.66%。22省市猪肉价格每公斤22.73元，环比上涨0.044%，周微涨1分钱；猪粮比价从5.37回落到5.36。

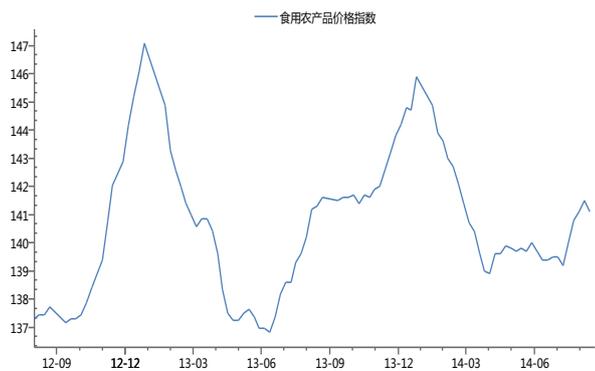
图表3：农产品菜篮子批发价格指数


数据来源：Wind、华融证券

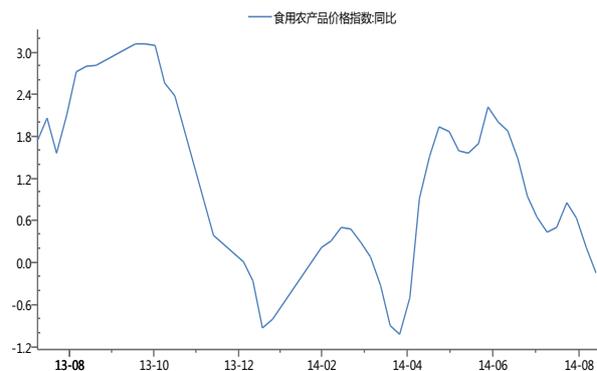
图表4：22省市猪肉价格同比趋势


数据来源：Wind、华融证券

据商务部监测，9月15日至21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1.4%，肉类价格小幅下降，粮食、水产品、禽蛋和食用油价格基本稳定。

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3周的食品价格监测数据判断，9月食品价格小幅上涨，CPI同比涨幅将显著回落，可能位于1.6%左右。

四、货币市场利率：上周1天和1月期利率下跌，其它平稳

上周央行公开市场操作净回笼110亿元，货币市场1天期和1个月期同业拆借利率和债券质押回购利率明显下跌，7天和14天期比较稳定。

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天平均利率明显下跌，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连续5天持续下跌，跌幅明显。

上周五银行间1天同业拆借利率收于2.6879%，比9月19日低0.1760个百分点；上周平均2.7315%，比前一周平均低0.1387个百分点。

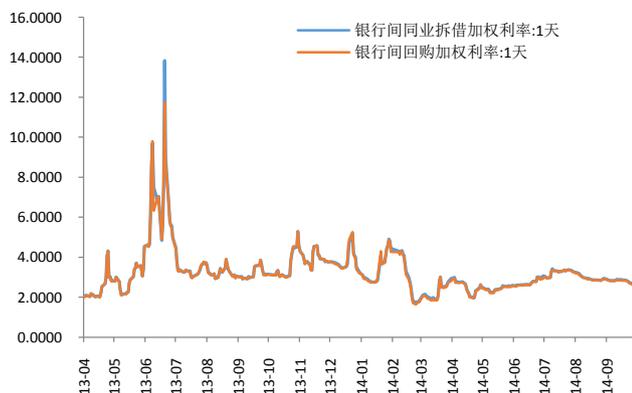
上周五银行间1天债券质押回购利率收于2.6469%，比9月19日低0.1949个百分点；上周平均2.7006%，比前一周平均低0.1435个百分点。

2、上周四7天期同业拆借和债券质押回购平均利率平稳

上周7天期同业拆借利率周三小涨，全周平均小幅上涨。7天债券质押回购利率周三四小涨，全周小幅下跌。

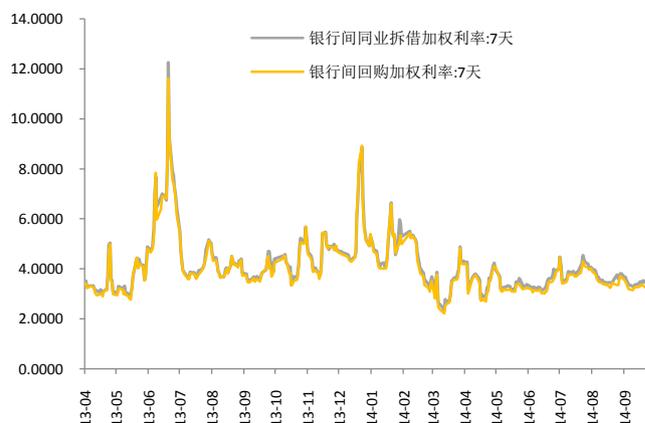
上周五银行间7天期同业拆借利率收于3.4713%，比9月19日低0.0628个百分点；上周平均3.4767%，比前一周平均高0.0107个百分点。

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3.3022%，比9月19日低0.0347个百分点；上周平均3.2838%，比前一周平均低0.0560个百分点。

3、上周14天期同业拆借利率小跌，债券质押回购平均利率稳定

上周14天期同业拆借利率周一到周三连跌，周四涨周五稳，全周平均小幅下跌，债券质押回购利率周一二跌，周三涨，周四五稳，全周平均较稳定。

上周五银行间14天期同业拆借利率收于3.4522%，比9月19日低0.2171个百分点；上周平均3.4967%，比前一周平均低0.1826个百分点。

上周五银行间14天期债券质押回购利率收于3.6269%，比9月19日高

0.0394 个百分点；上周平均 3.4967%，比前一周平均低 0.0955 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下跌

上周上海银行间 1 个月期同业拆借利率前 4 天持续下跌，周五上涨，1 个月期债券质押回购利率前 3 天持续下跌，周四上涨，全周明显下跌。

上周五上海银行间 1 个月期同业拆借利率收于 4.0120%，比 9 月 19 日低 0.2980 个百分点；上周平均 4.0770%，比前一周平均低 0.0374 个百分点。

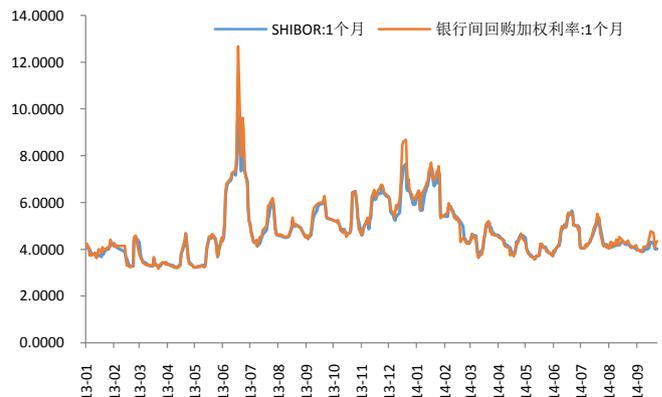
上周五上海银行间 1 个月期质押回购利率收于 4.3507%，比 9 月 19 日低 0.4239 个百分点；上周平均 4.3395%，比前一周平均低 0.0892 个百分点。

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：PPP 模式推广应用

1、9 月 24 日国务院常务会议，部署完善固定资产加速折旧政策、促进企业技术改造、支持中小企业创业创新，决定进一步开放国内快递市场、推动内外资公平有序竞争。

2、9 月 25 日，国务院发布《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》。提出加强各种运输方式的衔接和综合交通枢纽建设，加快多式联运发展，建成安全便捷、绿色低碳的综合立体交通走廊。

3、上周，国务院总理李克强、副总理张高丽、副总理马凯分别就煤炭脱困做出批示，肯定煤炭在我国能源安全保障中的地位和作用，提出要多措并举、综合施策、统筹解决煤炭行业困难和问题。

4、9 月 20 日至 21 日，二十国集团（G20）财长和央行行长会议在澳大利亚凯恩斯举行。楼继伟在会上介绍了中国宏观经济形势。他表示，从财政政策来看，中国政府主要采取了以下措施来促进经济增长：一是进一步给小微企业减轻税负；二是通过政府和社会部门合作（PPP）等方式鼓励社会资本进入基

基础设施、清洁能源等领域；三是继续坚持通过全面深化改革来释放经济增长潜力。

5、9月26日，国土资源部发布《关于推进土地节约集约利用的指导意见》。提出，实施建设用地总量控制和减量化战略，城乡建设用地总量控制在土地利用总体规划确定的目标之内，努力实现全国新增建设用地规模逐步减少，到2020年，单位建设用地二、三产业增加值比2010年翻一番，单位固定资产投资建设用地面积下降80%，城市新区平均容积率比现城区提高30%以上。

6、9月26日，中国证监会发布非上市公司发行优先股相关的信息披露文件，包括《非上市公司信息披露内容与格式准则第7号—定向发行优先股说明书和发行情况报告书》、《非上市公司信息披露内容与格式准则第8号—定向发行优先股申请文件》。

7、9月26日，财政部印发《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，以拓宽城镇化建设融资渠道，促进政府职能加快转变，完善财政投入及管理方式，尽快形成有利于促进政府和社会资本合作模式（Public-Private Partnership, PPP）发展的制度体系。

8、9月25日，商务部印发《关于促进商贸物流发展的实施意见》，围绕提高物流社会化、专业化、标准化、信息化、组织化和国际化水平，部署促进商贸物流发展，降低物流成本。

9、9月25日，全球中央对手方协会首次在上海举办会议。会议间歇期间，中国人民银行副行长刘士余对房贷松绑的问题进行了简短回应，“具体内容要等文件”。

10、上周发改委正式核定了沿海4个核电站项目的开工计划，这标志着核电新项目重启正式开闸，也是对于“年底前开工一批沿海核电项目”作为经济稳增长重要抓手的政策信号的落实。

六、国际经济：欧美9月PMI初值延续分化

9月欧元区Markit综合PMI（52.3）创年内新低，美国9月ISM制造业PMI（59.0）处于2011年4月以来41个月新高水平。6月欧央行实行进一步宽松货币政策以来，欧元区经济数据并没有出现欧央行预期的改善，欧元区仍面临经济增长停滞与通缩的担忧。

美国8月房屋数据喜忧参半，成屋销售环比-1.75%，5个月来的首次环比下跌；新建住房销量504万套，创2008年6月以来的新高，环比增长18.0%。创1992年2月以来的新高，显示美国房地产市场复苏。

8月德国IFO商业景气指数（104.7），持续5个月下滑，触及17个月以来的低点，这表明德国经济增长疲软的状态将延续至三季度。乌克兰危机的不确定性将继续给德国经济带来负面影响，出口预期的降低和投资的下降将继续

打击经济景气度。

德拉吉欧洲议会季度证词再度强调宽松态度。德拉吉在议会证词中强调货币政策将会长时间保持宽松，并且将继续采用扩张性货币政策直到通胀达到 2% 的目标。目前来看，欧洲央行几乎没有进一步降低利率的空间，后期的刺激政策将是 ABS(资产支持证券)与资产担保债券的购买、TLTRO 以及 QE。

七、本周宏观事件：关注 9 月经济增长数据

10 月 1 日将公布 9 月制造业 PMI 数据。

10 月 3 日，美国将公布 9 月失业率数据。

10 月 2 日，将公布 8 月欧元区 PPI 数据，10 月 3 日，将公布 8 月零售数据。

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