



有效需求不足，货币政策全面宽松势在必行

——宏观周报(2014.10.20)

相关报告

《房贷放松对房地产市场的提振有限》—20141013

《减税成为定向调控重要选择，后续仍有空间》—20140930

《调结构，保民生，上周政府对经济下滑反应平淡》—20140922

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

⑤ 有效需求不足，货币政策全面宽松势在必行

9月数据反映有效需求不足的矛盾突出。在商品房供过于求的情况下，放松限购和房贷这些措施，如果没有实质性降息的配合仍难以见效，因此，我们判断，货币政策全面宽松势在必行，全面降息或为期不远。

⑤ 短期经济增长：10月趋稳

10月前20天发电日均耗煤同比降幅比9月收窄幅度有限，工业生产同比趋稳，好转幅度较小。

⑤ 短期通胀：10月食品价格上涨乏力

按照10月前3周的食品价格监测数据判断，10月食品价格小幅上涨，CPI同比涨幅将小幅上升，可能位于1.8%左右。

⑤ 货币市场资金利率：小幅下跌

上周央行公开市场操作投放与回笼持平，货币市场同业拆借利率和债券质押回购利率小幅下跌，银行间1天期平均利率跌破2.5%，7天利率非常接近3%。

⑤ 重要政策：房地产政策继续放松

住房城乡建设部等三部门联合印发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放松公积金贷款条件、推进异地贷款、降低中间费用。天津取消限购，武汉公积金二套房首付六成变三成。央行新一轮千亿级定向降准规模达4000亿。证监会正式发布上市公司退市制度的若干意见。国内油价迎来史上首次“六连跌”。国家能源局印发《关于实施光伏扶贫工程工作方案》，决定利用6年时间组织实施光伏扶贫工程。证监会发布证券公司参与沪港通业务试点通知。

⑤ 国际经济：美国9月经济指标超预期

截至10月11日的一周，美国首次申请失业金人数下降2.3万，至26.4万，创下自2000年4月以来新低。美国9月工业产出环比增长1%，增幅创2012年11月以来新高。9月新屋开工年化101.7万户，环比增长6.3%，超预期。美国10月消费者信心指数环比增至86.4，超过9月的84.1，创2007年7月以来新高。

⑤ 本周宏观事件：关注9月经济增长数据

目录

一、有效需求不足，货币政策全面宽松势在必行	4
1、9 月经济数据反映有效需求不足的矛盾突出.....	4
2、治理有效需求不足，供给管理是根本之策.....	4
3、短期货币政策全面放松势在必行.....	5
4、全面降息很有必要.....	5
三、短期经济增长：10 月趋稳	6
三、短期通胀：10 月食品价格上涨乏力	7
四、货币市场利率：小幅下跌	8
1、上周银行间 1 天平均利率小幅下跌，跌破 2.5 %.....	8
2、上周四 7 天期同业拆借和债券质押回购平稳下滑.....	8
3、上周 14 天期同业拆借利率和债券质押回购利率小幅波动.....	9
4、上周 1 个月期同业拆借和债券质押回购平均利小幅下跌.....	9
五、重要政策：房地产政策继续放松	10
六、国际经济：美国 9 月经济指标超预期	11
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	8
图表 6: 商务部食用农产品价格指数同比趋势	8
图表 7: 银行间 1 天加权平均利率	9
图表 8: 银行间 7 天加权平均利率	9
图表 9: 银行间 14 天加权平均利率	10
图表 10: 银行间 1 个月加权平均利率	10

上周公布了9月进出口、物价、金融、汽车销售和用电量数据，数据反映9月经济同比增长速度略高于8月，但房地产市场持续调整效应进一步显现，有效需求不足的矛盾突出，亟需出台较有力度的需求刺激政策措施。

近期央行和银监会要求大幅放松房贷，除一线城市外的地方政府全面松绑限购，房地产市场放松力度较大，但在商品房供过于求的情况下，放松限购和房贷这些措施，如果没有实质性降息的配合仍难以见效，因此，我们判断，在房地产市场调整压力不减和有效需求矛盾突出的情况下，货币政策全面宽松势在必行，全面降息或为期不远。

一、有效需求不足，货币政策全面宽松势在必行

9月已公布的经济数据，反映出房地产市场持续调整效应进一步显现，有效需求不足的矛盾突出。货币政策进一步放松势在必行，全面宽松为期不远。

1、9月经济数据反映有效需求不足的矛盾突出

上周公布的9月经济数据反映有效需求不足的矛盾突出。

从进出口数据看，进口弱，一般贸易进口更弱。9月进口同比增长7.0%，比8月(-2.3%)提高9.3个百分点；但9月进口增速提高主要来自加工贸易进口，9月进料加工贸易进口(比重25.7%)同比增长32.3%，比8月(0.3%)提高32个百分点，反映发达经济体对我国加工贸易产品的需求增加。而一般贸易进口同比下降2.5%，国内需求仍较低迷。

CPI和PPI同比低迷，有效需求不足的矛盾更加突出。9月CPI同比上涨1.6%，比8月回落0.4个百分点，创年内新低，也创2010年2月以来的56个月新低。9月CPI同比涨幅回落有一定的基数原因，但有效需求不足是通胀走低的主要原因，核心CPI(不包括食品和能源)9月为1.5%，处于2013年以来的最低点。

9月PPI同比下降1.8%，比上月降幅扩大0.6个百分点，连续31个月下降，同比降幅扩大，主要原因是房地产市场持续调整，有效需求不足，大部分行业产能过剩比较严重，另外，近期国际大宗商品价格下跌对工业品价格形成的压力也有所增加。

另外，9月全社会用电量同比增长2.7%，虽比8月上升4.2个百分点，创年内次低；9月汽车销售同比增长2.5%，比8月回落1.5个百分点，创2013年以来新低。

综上，当前有效不足问题，已到2009年以来最严重的时候，主要原因是房地产市场持续调整，房地产产业链产能大量过剩。

2、治理有效需求不足，供给管理是根本之策

在短缺问题没有得到彻底解决，总体供不应求时，积极的财政政策和货币政策等总需求刺激政策短期是有效的。

但总体供过于求形成后，总需求刺激政策短期或存在一定效果，但边际效应递减，时间一长，并不能扭转经济下滑，有时可能陷入“滞胀”。

我国在1980年代、1990年代分别解决温饱问题和一般耐用消费品的供给问题后，都曾面临短期有效需求不足，产能过剩的问题，1989年开始的3年治理整顿和1998年开始的3年国企改革，总体属于供给管理范畴，结合之后新的经济增长周期到来，解决了有效需求不足的难题。

2003~2008年经济快速发展，我国消费品生产能力显著提高，升级换代加快；生产资料供给基本充足，偶尔出现全球能源、矿产等大宗商品的结构性偏紧；服务业供给能力有了较大提高；并且2009~2011年房地产投资快速增长，基本上解决了商品房供应不足的问题，房地产市场供求基本平衡格局初步形成。

在经过2012~2013年商品房供给大量增加后，短期商品房供过于求局面形成，房地产市场调整压力增加，房地产产业链产能过剩，短期有效需求不足的矛盾比较突出。

结合之前的经验，短期需求管理政策效应不断减弱，但供给管理政策短期效应难以释放。保持一定的经济增长速度，必须短期需求管理政策和供给管理政策齐发力。

3、短期货币政策全面放松势在必行

面对房地产市场持续调整经济下行压力持续增加，今年货币政策采取了一系列定向刺激措施。

4月22日和6月9日，央行2次宣布定向降准，降低部分农村商业银行、“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行的存款准备金率。

4月央行定向为国开行提供1万亿PSL，利率为4.5%，大幅低于为棚改贷款项目相应期限的央行贷款基准利率。9月16日前后，央行向五大行5000亿元SLF（常设借贷便利），期限为3个月。

7月14日和9月18日，央行2次下调14天期正回购利率，引导市场利率下行的意图非常明显。

尽管如此，仍未能抑制经济下滑，8月工业增加值同比增长6.9%，创2009年以来的新低。这说明，货币政策定向调控力度远远不够，全面放松势在必行。

4、全面降息很有必要

短期（四季度）来看，房贷放松和大多数城市限购放开对商品房销售具有提振作用，但房价调整幅度和贷款利率折扣幅度仍将制约销售好转。在贷款利率下限由银行业金融机构根据风险情况自主确定而难以明显下降的情况下，全面降

息不失为一个较好选择。

从实体经济利润率看，今年前8个月，我国规模以上工业主营业务收入利润率为5.52%，接近3个月期银行理财产品预期年收益率水平，低于一年期贷款基准利率，表明当前市场利率水平仍偏高，有回落空间。

从资金供给来看，我国M2/GDP2014年一季度达到2.263，二季度2.248，均高于历年同期季度。从资金供求来看，资金供给增加，市场利率应该下行而不是上行。

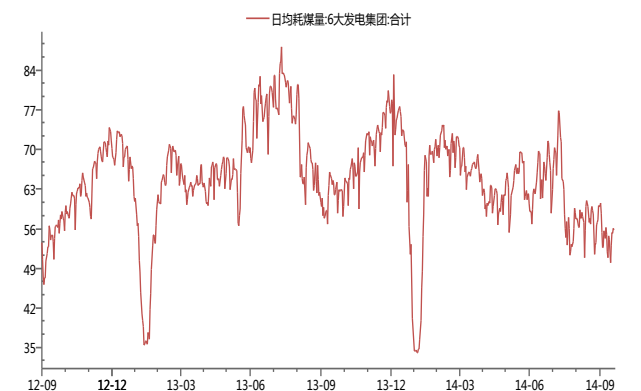
“降低融资成本”是今年宏观政策的重点，但是伴随通胀数据的不断走低，实际融资成本却在不断走高，例如，9月10年期国债的名义收益率均值为4.16%，仅高于历史均值50个基点，而如果按照简单减去CPI涨幅来计算实际收益率的话，9月10年期国债的实际收益率已经高出历史均值150个基点。今年4月以来，虽然央行采取了多项以定向为特点的预调微调，但是实体经济融资成本并没有显著回落，那么全面降息应该在考虑之中。

三、短期经济增长：10月趋稳

据国家统计局监测，10月上旬，24个省（区、市）流通领域9大类50种重要生产资料的市场价格，与9月下旬相比，12种产品价格上涨，28种下降，10种持平。其中，黑色金属、有色金属、油气产品、化工产品以跌为主，建材价格以涨为主，煤炭价格小幅上涨。

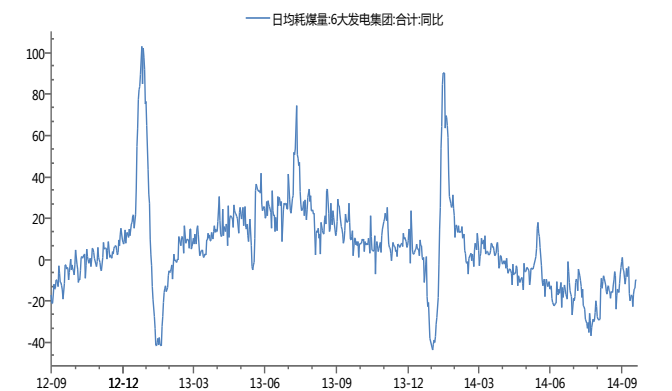
据商务部的监测，10月6日至12日一周，全国36个大中城市流通环节生产资料价格继续走低，连续4周下跌。其中，橡胶价格比前一周下降0.7%，有色金属价格下降0.6%，钢材价格下降0.3%，化肥价格基本持平，煤炭价格上涨0.1%，基础化学原料价格上涨0.4%。

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

10月前20天6大发电集团日均耗煤量同比下降11.2%，比上月（同比下

降 6.7%) 降幅扩大, 比 9 月同比降幅 (-13.8%) 收窄 2.6 个百分点。从环比看, 日均耗煤量 (54.74 万吨) 环比 9 月日均下降 4.88%, 也比上月扩大。

上周环渤海动力煤价格每吨 490 元, 自 9 月初一周以来连续 6 周环比持平后首涨; 南华工业品指数上周环比上涨 0.71%, 连降下跌 3 周后反弹; CRB 工业原料现货指数下跌 0.74%, 连续 7 周下跌。

10 月前 20 天发电日均耗煤同比降幅比上月扩大, 比 9 月收窄幅度有限, 工业生产同比趋稳, 好转幅度有限。

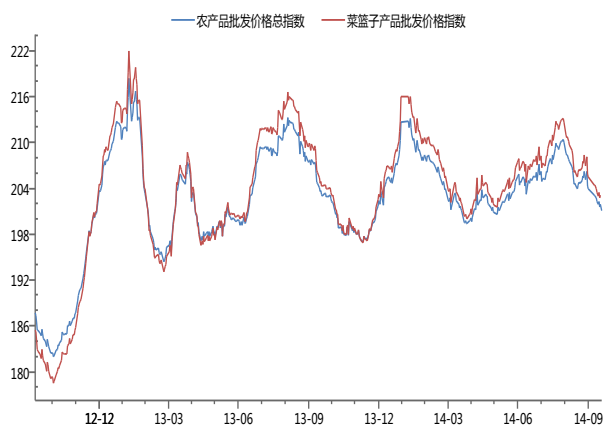
三、短期通胀：10 月食品价格上涨乏力

据国家统计局的监测, 10 月上旬, 粮油价格小涨, 猪肉、蛋、水产品、水果价格下跌, 其它肉类价格以涨为主, 蔬菜价格以涨为主。

据商务部监测, 10 月 6 日到 12 日一周, 全国 36 个大中城市食用农产品市场价格小幅回落。其中, 禽蛋价格稳中有降, 肉类价格总体呈下降态势, 水产品平均价格比前一周下降 0.8%, 18 种蔬菜平均价格比前一周下降 0.3%, 食用油价格总体平稳, 大米价格与前一周持平, 面粉价格上涨 0.3%。

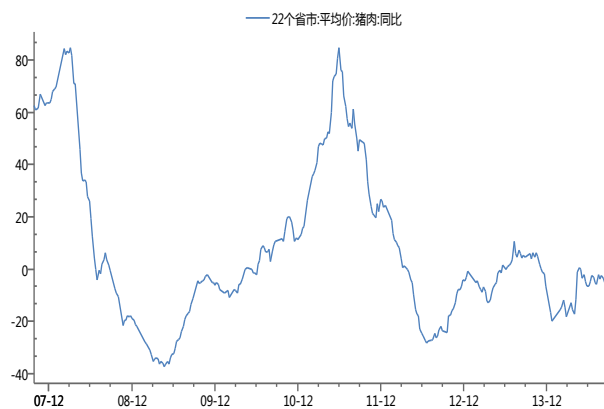
上周 (10 月 13 日至 17 日) 农产品、菜篮子产品批发价格下跌, 环比分别下跌 0.82% 和 0.93%。22 省市猪肉价格每公斤 22.18 元, 环比上涨 0.82%, 周涨 0.18 元; 猪粮比价从 5.49 回升到 5.56。

图表 3: 农产品菜篮子批发价格指数



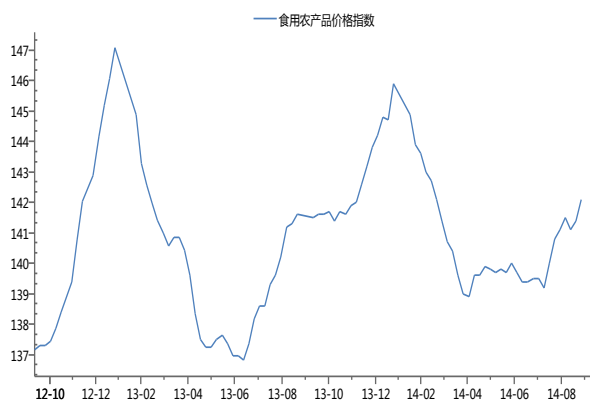
数据来源: Wind、华融证券

图表 4: 22 省市猪肉价格同比趋势

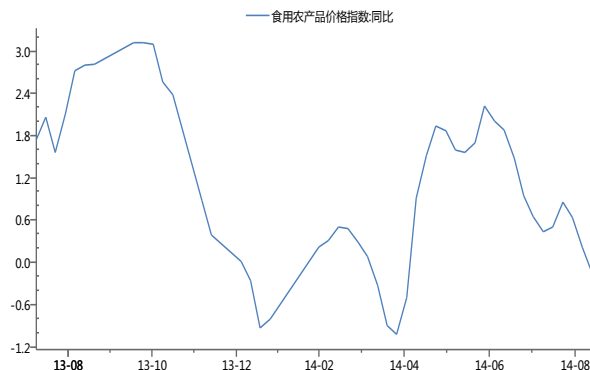


数据来源: Wind、华融证券

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10月前3周的食品价格监测数据判断，10月食品价格小幅上涨，CPI同比涨幅将略有上升，可能位于1.8%左右。

四、货币市场利率：小幅下跌

上周央行公开市场操作投放与回笼持平，货币市场同业拆借利率和债券质押回购利率小幅下跌。

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天期平均利率小幅下跌，跌破2.5%

上周银行间隔夜拆借利率后4天持续下跌，债券质押回购利率周三周四下跌，周五均收于2.5%之下，创5月21日以来新低。

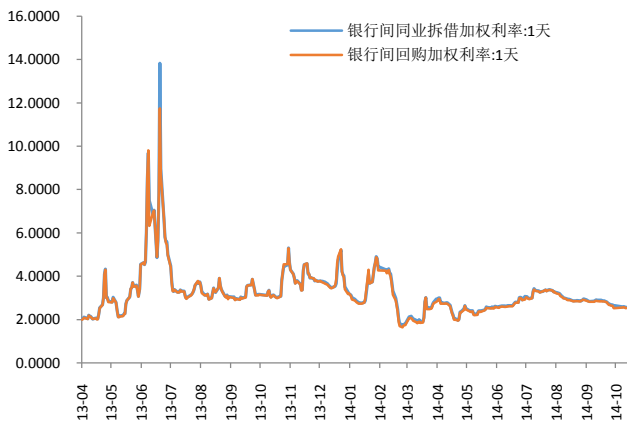
上周五银行间1天同业拆借利率收于2.4913%，比10月11日低0.0570个百分点；上周平均2.5312%，比前一周平均低0.0481个百分点。

上周五银行间1天债券质押回购利率收于2.4793%，比10月11日低0.0426个百分点；上周平均2.5124%，比前一周平均低0.0387个百分点。

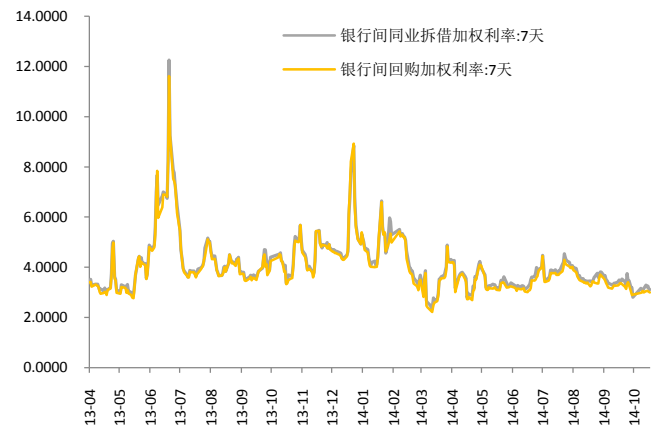
2、上周四7天期同业拆借和债券质押回购平稳下滑

上周7天期同业拆借利率周二四小跌，7天债券质押回购利率周四五小跌，周五已非常接近于3%。

上周五银行间7天期同业拆借利率收于3.1144%，比10月11日低0.0334个百分点；上周平均3.1983%，比前一周平均高0.0770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3.002%，比10月11日低0.0065个百分点；上周平均3.0426%，比前一周平均高0.0244个百分点。

3、上周14天期同业拆借利率和债券质押回购利率小幅波动

上周14天期同业拆借利率周四小跌，周五回升，全周平均小幅下跌，债券质押回购利率周三小跌，周四五回升，全周小幅上涨。

上周五银行间14天期同业拆借利率收于3.2578%，比10月11日低0.0775个百分点；上周平均3.2697%，比前一周平均低0.0672个百分点。

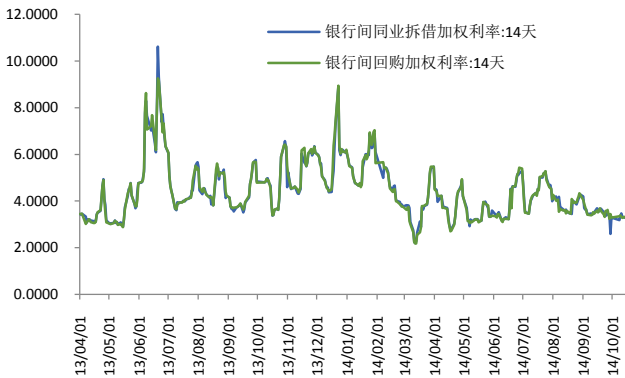
上周五银行间14天期债券质押回购利率收于3.3567%，比10月11日高0.0825个百分点；上周平均3.3125%，比前一周平均低0.0187个百分点。

4、上周1个月期同业拆借和债券质押回购平均利率小幅下跌

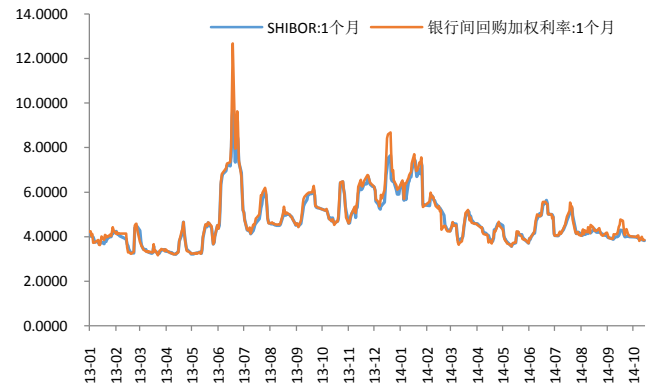
上周上海银行间1个月期同业拆借利率持续下跌，1个月期债券质押回购利率前2天上涨，周三下跌，后2天稳定，全周小幅上涨。

上周五上海银行间1个月期同业拆借利率收于3.8330%，比10月11日低0.0760个百分点；上周平均3.8586%，比前一周平均低0.0948个百分点。

上周五上海银行间1个月期质押回购利率收于3.8585%，比10月11日高0.0448个百分点；上周平均3.9017%，比前一周平均低0.0755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：房地产政策继续放松

1、10月9号，住房城乡建设部等三部门联合印发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放松公积金贷款条件、推进异地贷款、降低中间费用，以提高住房公积金缴存职工住房消费能力，支持缴存职工购买首套和改善型自住住房。

2、天津取消限购，武汉公积金二套房首付六成变三成。17日，天津市国土房管局等六个部门联合发文，正式松绑限购。武汉住房公积金管理中心上周通知，第二套房公积金贷款最低首付款比例调整为房屋总价的30%。

3、央行新一轮千亿级定向降准规模达4000亿。10月18日，央行通知，计划向约20家大型国有银行和地方银行以债券质押的PSL形式注入最多人民币2000亿元（约合328亿美元）资金，以支持实体经济并平滑年底资金需求增加所导致的市场波动，这是央行为刺激经济增长而将采取的又一项新措施。

4、10月17日，证监会新闻发言人表示，证监会正式发布上市公司退市制度的若干意见，发布之日起30天后生效。从五方面改革完善退市制度，第一，实施主动退市制度；第二，明确实施违法公司的强制退市制度，欺诈发行和重大信息披露违法，一年内交易所作出终止交易的决定；第三，严格市场类强制退市指标；第四，完善配套制度安排，设置退市整理期，第五，加强退市公司投资者保护。

5、国内油价迎来史上首次“六连跌”。10月17日，国家发改委通知，决定将汽、柴油价格每吨分别降低300元和290元。受国际油价持续下跌影响，本周国内油价迎来史上首次“六连跌”，且跌幅创年内最大跌幅。

6、10月11日，国家能源局、国务院扶贫开发领导小组办公室联合印发《关于实施光伏扶贫工程工作方案》，决定利用6年时间组织实施光伏扶贫工程。

7、国家发改委近期下发关于企业债审核的对照表细则，以表格化的形式

对企业债的申请发行要求进行“更新”。有关企业债的监管措施还在升级，暂不受理债务超标区域申请。

8、险资投资流动比例或取消。保监会近期发布《保险公司偿付能力监管规则：流动性风险（征求意见稿第二稿）》，取消了投资资产流动比例这一指标，这将减少险资投资的机会成本，因此保险资金剩余资金有可能增加对于股市的投资配比。

9、近期，证监会发布证券公司参与沪港通业务试点通知，明确证券公司参与沪港通事项有多方面内容。

六、国际经济：美国9月经济指标超预期

9月美国零售销售环比下降0.3%，为8个月来首次下滑，表明美国人仍不愿在消费方面大举开支。

9月美国PPI环比下降0.1%，一年多以来首次出现下降，主要与汽油价格下跌有关。

美国联邦政府2014财年(截止2014年9月30日的一年)预算赤字下降近1/3至4834亿美元，创2008年(当年为赤字4590亿美元)以来新低。

截至10月11日的一周，美国首次申请失业金人数下降2.3万，至26.4万，创下自2000年4月以来新低，低于市场预期。

美国9月工业产出环比增长1%，增幅创2012年11月以来新高。

9月新屋开工年化101.7万户，环比增长6.3%，超预期。9月营建许可年化101.8万户，环比增长1.5%。

美国10月消费者信心指数环比增至86.4，超过9月的84.1，创2007年7月以来新高。

欧美股市10月15日(周三)再度暴跌，价格的波动几乎席卷各大类资产。对全球经济增长和流动性的担忧引发近期欧美股市暴跌。核心问题是在经济放缓的背景下，市场对央行是否愿意继续宽松政策的质疑。预计股市震荡可能持续至11月初。

七、本周宏观事件：关注9月经济增长数据

10月21日将公布9月投资、消费和工业生产增长数据。23日将公布10月汇丰制造业PMI数据。

10月22日，美国将公布9月CPI数据。24日，将公布9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