

联合 研究报告

2014.09.19

经济逊于预期，亟待转型升级

--2014 年 8 月宏观经济月报



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

经济逊于预期，亟待转型升级

——2014 年 8 月宏观经济月报

宏观数据一致性预测

指标	201408A	201409E
GDP: 累计 (%)	--	7.4
GDP: 当季 (%)	--	7.3
CPI (%)	2.0	1.8
PPI (%)	-1.2	-1.5
社会消费品零售 (%)	11.9	11.8
工业增加值 (%)	6.9	7.8
出口 (%)	9.4	9.6
进口 (%)	-2.4	-1.3
贸易顺差 (亿美元)	498.3	339.5
固定资产投资累计 (%)	16.5	16.6
M2 (%)	12.8	13.1
人民币贷款增速 (%)	13.3	13.1
人民币贷款新增 (亿元)	7025.0	7100.0

资料来源: Wind 资讯

分析师

姚德平

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)

Http: //www.lhratings.com

相关报告

《联合资信 7 月宏观经济月报》--20140819

特别声明: 本报告用于相关决策参考, 并非某种决策的结论、建议等。报告中引用的相关资料主要从公开渠道搜集, 联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

本期要点:

1. 宏观经济运行概况

社会消费增速趋缓, 微刺激政策持续出台。制造业投资、基础设施建设投资及房地产投资增速全面回落, 促使固定资产投资增速同比大幅下降。固定资产投资到位资金增速全面下滑, 后续资金筹集存在压力。出口明显改善, 进口出现下滑, 顺差持续扩大, 热钱仍在涌入。物价涨幅低于预期, 通胀保持在较低水平。黑色金属材料价格下跌明显, 工业生产者出厂价格和购进价格整体跌幅再度扩大。

2. 行业运行概况

市场供需再现回落, 制造业仍受需求偏弱及产能利用率偏低影响。绝大多数行业工业增加值保持增长, 但总体增速创 6 年新低。工业企业利润总额加速增长, 行业间分化严重, 矿产资源开采类行业存在亏损, 下游消费类行业增长明显。工业企业主营业务收入利润率低位波动, 行业间利润率走势分化持续。

3. 货币与信贷市场概况

资金投放持续, 今年以来累计出现净投放。存款增速放缓及融资需求回落制约货币创造。风险偏好持续回落, 社会融资规模保持低位。信贷投放节奏放缓, 后续定向宽松仍将持续。债券融资规模持续扩大, 但各品种出现分化。市场交易活跃, 基础利率出现回落。

4. 政策变动概况

棚户区改造和铁路基建是重点建设领域, 也是后续投资拉动的主要着力点。金融支持三农以及小微企业成为货币政策调控重点领域。新预算法通过, 为解决地方性债务问题提供法律依据。

5. 未来宏观经济展望

在 2014 年二季度反弹之后, 7、8 月份经济超预期走弱。预计三季度宏观数据亦将表现不佳。从投资、工业增加值及行业盈利情况看, 经济本身的内生动力稍显不足, 在结构调整的大背景下, 后续增加定向宽松及定向微刺激的可能性依然较大。

1、宏观经济运行概况

社会消费增速趋缓，微刺激政策持续出台。

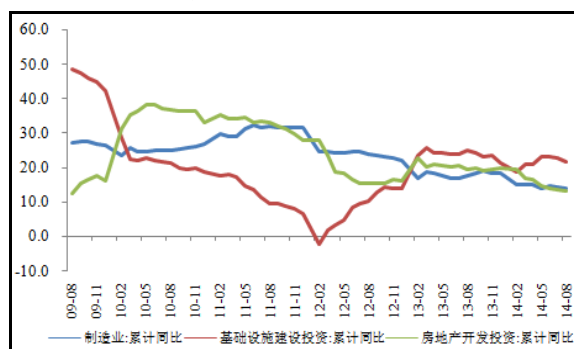
2014年8月份，社会消费品零售总额2.11万亿元，同比名义增长11.9%（扣除价格因素实际增长10.6%）。其中，限额以上单位消费品零售额1.05万亿元，增长9.0%。1-8月份，社会消费品零售总额1.66万亿元，同比增长12.1%，增速较上年同期下降0.75个百分点。其中，限额以上单位网上零售额2506亿元，增长54.9%。网络消费成为消费增长的亮点。我们在上期报告中已经指出，在宏观经济增速放缓叠加大力倡导例行节俭的社会背景下，内需动力仍将不足，预计社会消费品零售总额的增速将继续保持在低位。从8月份的数据来看，消费增速继续出现下降。

基于扩大内需、深化改革的思路，8月21日，国务院发布《关于促进旅游业改革发展的若干意见》，明确要做强做大旅游产业，规范旅游市场，丰富旅游产品，完善旅游服务。《意见》提出到2020年，旅游业增加值占GDP的比重超过5%。同时，本次《意见》对带薪年假制度的实施进行了强化，提出了更加灵活的措施。可以看到，在经济转型时期，政府部门对拉动内需寄予厚望。消费数据的下行压力给消费领域转型带来较大的动力，预计消费领域的配套改革（包括收入分配改革等）将持续展开。

制造业投资、基础设施建设投资及房地产投资增速全面回落，导致固定资产投资增速同比大幅下降。

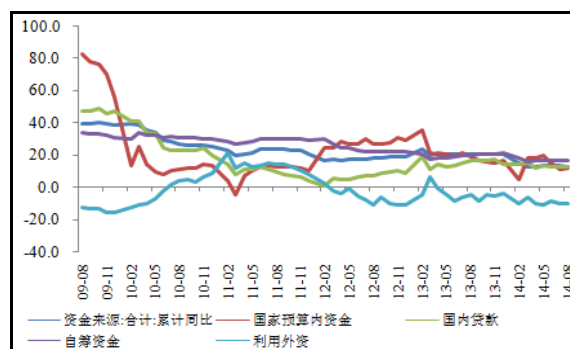
2014年1-8月份，全国固定资产投资（不含农户）30.58万亿元，同比增长16.5%，增幅较上年同期下降3.8个百分点，增速比1-7月份回落0.5个百分点。工业投资12.62亿元，同比增长13.5%，增速比1-7月份回落0.4个百分点；其中，采矿业投资8660亿元，增长3.9%，增速提高0.1个百分点；制造业投资10.40万亿元，增长14.1%，增幅较上年同期下降3.8个百分点，增速回落0.5个百分点。基础设施投资6.51万亿元，同比增长21.6%，增幅较上年同期下降3.2个百分点，增速比1-7月份回落1.5个百分点。其中，铁路运输业投资增长20.6%，增速提高1个百分点。全国房地产开发投资5.90万亿元，同比增长13.2%，增幅较上年同期下降6.1个百分点，增速比1-7月份回落0.5个百分点。

图1 固定资产投资累计增速(%)



资料来源：Wind 资讯

图2 固定资产投资资金来源累计同比增速(%)



资料来源：Wind 资讯

固定资产投资到位资金增速全面下滑，后续资金筹集存压力。

传统制造业产能过剩问题依然严重，低盈利甚至亏损持续，制约了制造业投资的积极性。房地产销售面积下降，库存大幅上升，市场降温明显，导致房地产开发企业投资趋于谨慎，据测算 1-8 月份房地产投资增速回落影响全部投资增速回落 1.2 个百分点。同时，地方财政收入增速放缓（8 月份全国财政收入 9109 亿元，同比增长仅 6.1%）、融资平台监管趋严等因素制约基础设施建设投资资金来源增长。1-8 月份，固定资产投资到位资金 34.01 万亿元，同比增长 12.8%，增速比 1-7 月份回落 0.1 个百分点。其中，国家预算资金增长 12.2%，增速比 1-7 月份上升 1.0 个百分点；国内贷款增长 12.6%，增速回落 0.1 个百分点；自筹资金增长 16.6%，增速与 1-7 月份持平；利用外资下降 10.1%，降幅扩大 0.4 个百分点；其他资金下降 2.7%，降幅扩大 0.6 个百分点。

稳增长，投资规划不断加码，但资金将成为约束。今年以来，制造业和房地产投资增速放缓，导致经济下行压力不断增加。政府部门在基础设施和棚户区及保障房建设方面出台了一系列投资规划来对冲下行压力。8 月 5 日，国务院办公厅发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，要求进一步加强棚户区改造工作，2014 年计划改造 470 万户以上。8 月 11 日，国务院办公厅又发布《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》，要求按照改革铁路投融资体制、加快推进铁路建设的要求，实施铁路用地及站场毗邻区域土地综合利用政策，支持铁路建设，促进新型城镇化发展。除中央政府外，二季度以来，已有福建、云南、广东、四川、江苏、河北、甘肃等多地发文件明确稳增长政策。各地方政府的投资计划规模也颇为宏大。据统计，仅轨道交通一项，自 2013 年 5 月份国家发改委把“城市快速轨道交通项目核准权限”下放

给地方，截止到目前，重庆、厦门、昆明、哈尔滨等 14 个城市，按照国务院批准的建设规划，批复城市轨道交通建设项目 25 个，线路总长度超过了 500 公里，涉及总投资 3300 多亿元。在财政收入增速下降，地方政府债务规模和负担不断上升，争取中央财政支持难度加大的情况下，后续资金筹措压力将明显上升。目前，各地纷纷在重大项目建设中推动引入社会资本试点混合所有制，但有关产权、经营权以及利益保障和分配的问题尚存较多需要改进优化的地方。从目前的进展看，社会资本观望较多，实际参与度不高，项目筹资的难度依然较大。

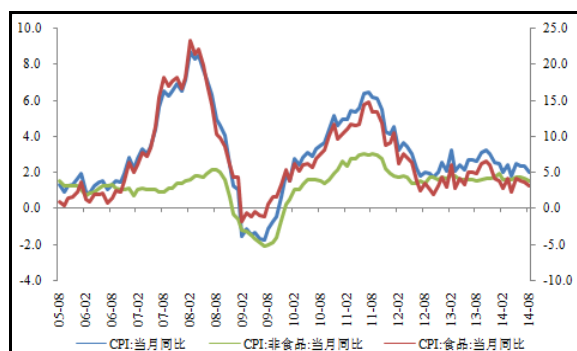
出口明显改善，进口出现下滑，顺差持续扩大，热钱还在涌入。

欧美经济复苏推动了外需走强，加上国家出台的一系列外贸稳增长举措，并且着力于抓落实，出口表现良好。同时，国际大宗商品价格下跌，导致进口出现下滑。2014 年 1-8 月份，中国进出口总值 16.98 万亿元，同比增长 0.6%。其中，出口 9.11 万亿元，增长 2.1%；进口 7.88 万亿元，下降 1.1%；贸易顺差 1.23 万亿元，同比扩大 27.98%。8 月份，中国进出口总值 2.26 万亿元，同比增长 3.90%。其中，出口 1.28 万亿元，增长 9.2%；进口 0.98 万亿元，下降 2.4%；贸易顺差 3060 亿元，同比扩大 75.26%。8 月份人民币汇率保持升势，上期提到的热钱流入可能依然是出口大幅增长的重要因素（7 月份出口交货值同比增长 7.2%，大幅低于当月出口增幅 14.1%）。

消费者物价水平方面，物价涨幅低于预期，通胀保持在较低水平。

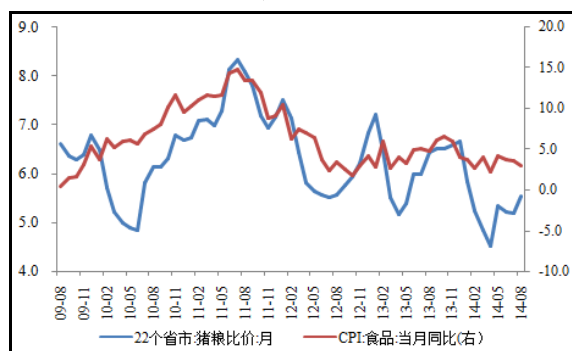
2014 年 1-8 月份全国居民消费价格指数（CPI）较去年同期上涨 2.2%。8 月份当月，CPI 同比上涨 2.0%，低于市场预期。其中，食品价格上涨 3.0%，非食品价格上涨 1.5%；消费品价格上涨 1.8%，服务价格上涨 2.4%。8 月份 CPI 环比上涨 0.2%，其中食品价格上涨 0.7%，非食品价格下降 0.1%；消费品价格上涨 0.3%，服务价格持平。在 8 月份 2.0% 的 CPI 同比涨幅中，翘尾因素约为 1.1 个百分点，新涨价因素约为 0.9 个百分点。

图3 CPI走势(%)



资料来源：Wind 资讯

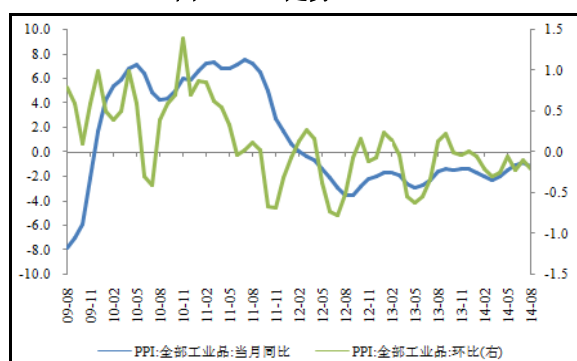
图4 猪粮比与CPI(%)



资料来源：Wind 资讯

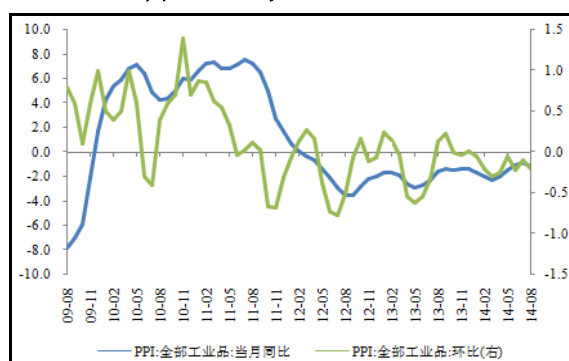
8月份，食品价格同比上涨3.0%，影响居民消费价格总水平上涨约0.98个百分点，其中肉禽及其制品价格上涨1.1%，影响居民消费价格总水平上涨约0.08个百分点，同期猪肉价格下降3.1%，影响居民消费价格总水平下降约0.1个百分点。在上期报告中，我们指出，全国大中城市的生猪出场价格自4月底以来明显回升，随着消费旺季到来，以及生猪供应的低位徘徊，预计后续猪肉价格还有继续上涨的动力。肉价的上涨必将带动食品类价格的上涨（据测算，肉禽及其制品占到食品类价格因素的22.5%），从而推动CPI走高。从实际情况看，8月份22个省生猪月度平均价为15.01元/公斤，环比上涨了11.02%，8月份，食品价格同比涨幅较7月份下降0.6个百分点，主要是由于鲜菜供应增加价格下降引起的。8月份鲜菜价格同比下降6.9%，降幅较七月份下降5.3个百分点，引起食品价格涨幅下降0.4个百分点。四季度，随着天气转凉，鲜菜供应逐渐紧张以及肉类消费的增加，CPI后续上升的动力将继续积累。

图5 PPI走势(%)



资料来源：Wind 资讯

图6 PPI与PPIRM(%)



资料来源：Wind 资讯

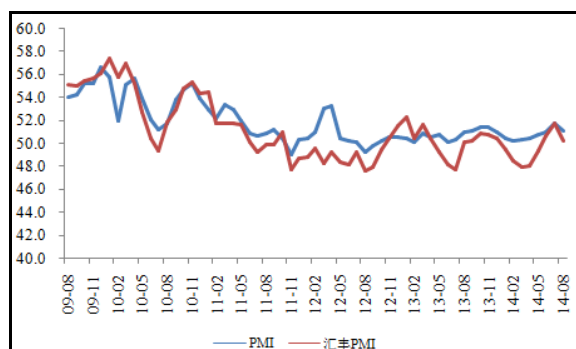
工业生产者价格方面，黑色金属材料价格下跌明显，出厂价格和购进价格整体跌幅再度扩大。

2014 年 1-8 月份，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 1.6%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 1.8%。8 月份当月，PPI 同比下降 1.2%，其中生产资料价格同比下降 1.7%，生活资料价格同比上涨 0.2%。环比下降 0.2%，其中生产资料价格环比下降 0.3%，生活资料价格环比持平。PPIRM 同比下降 1.4%，其中黑色金属材料类价格同比下降 5.0%，燃料动力类价格下降 1.6%，有色金属材料类价格下降 1.5%、纺织原料类价格均下降 1.2%，建筑材料类价格下降 0.3%，农副产品类价格上涨 0.2%。PPIRM 环比下降 0.1%。随着稳增长措施的持续发力，工业产品价格有望回升，考虑翘尾因素后续逐渐下降，PPI 同比增速有望维持稳定。

2、行业运行概况

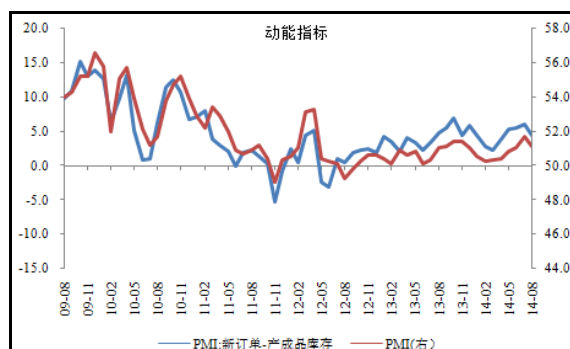
市场供需再现回落，持续扩张压力加大。2014 年以来，中国制造业采购经理人指数（PMI）保持在 50% 荣枯线以上的扩张区域内。2014 年 8 月份中国制造业 PMI 为 51.1%，比上月下降 0.6 个百分点，结束了此前连续 5 个月的上升。8 月份中国制造业 PMI 综合指数和其他分类指数（除产成品库存）普遍下降，其中生产指数和代表市场需求的新订单指数下跌幅度较大，是导致 PMI 明显下跌的主要动力。8 月份，生产指数为 53.2%，比上月下降 1.0 个百分点，新订单指数为 52.5%，比上月下降 1.1 个百分点。供需两端的回调显示目前经济仍存压力。尽管生产指数和新订单指数较上月有所回调，但仍在枯荣线以上，处于扩张态势，只是扩张速度有所回落。另外，8 月新出口订单指数为 50.0%，比上月回落 0.8 个百分点，显示此前连续 2 个月的扩张面临较大的回调压力，制造业出口形势依然严峻。在 8 月份 PMI 的分项指标中，主要原材料购进价格指数跌破荣枯点至 49.3%，比上月回落 0.8 个百分点，与 PPIRM 的回落一致，显示上游产能过剩产业的经营情况出现恶化。

图7 PMI走势(%)



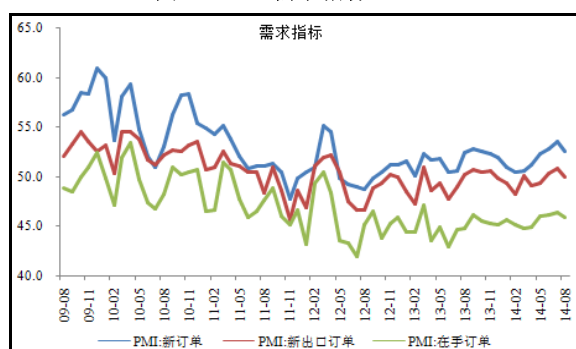
资料来源：Wind 资讯

图8 PMI动能指标(%)



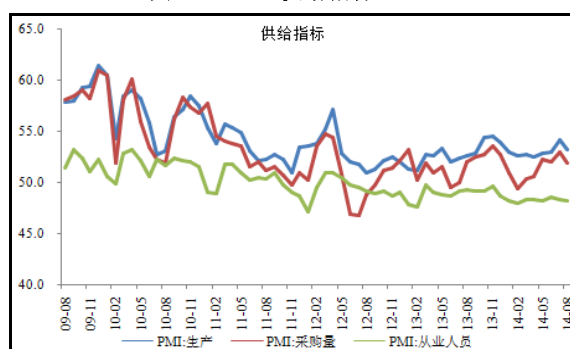
资料来源：Wind 资讯

图9 PMI需求指标(%)



资料来源：Wind 资讯

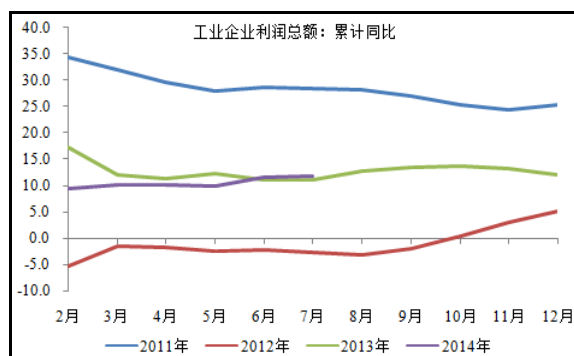
图10 PMI供给指标(%)



资料来源：Wind 资讯

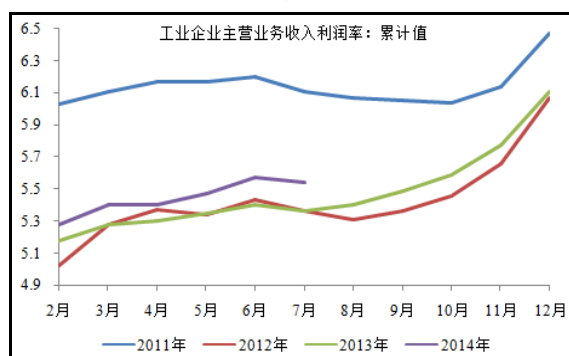
绝大部分行业工业增加值保持增长，但总体增速创6年新低。2014年8月份，规模以上工业增加值同比实际增长6.9%，创6年新低，比7月份回落2.1个百分点。从环比看，8月份比上月增长0.2%。1-8月份，规模以上工业增加值同比增长8.5%，增速较上年同期下降1.0个百分点。分行业看，8月份，41个大类行业中有37个行业增加值保持同比增长。1-8月份，41个行业中有16个行业的工业增加值累计增速在10%及以上，较1-7月减少2个行业。代表性的行业包括燃气生产和供应业增长16.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长13.2%，医药制造业增长12.9%，汽车制造业增长12.8%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长12.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.2%，化学原料和化学制品制造业增长10.7%，电气机械和器材制造业增长10.4%。其中，增长最明显的为铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，增速较1-7月份提升0.5个百分点，其余行业增速均较1-7月份出现0.3-0.6个百分点的下降。

图 11 工业企业利润总额累计增速 (%)



资料来源: Wind 资讯

图 12 工业企业主营业务收入利润率累计增速 (%)

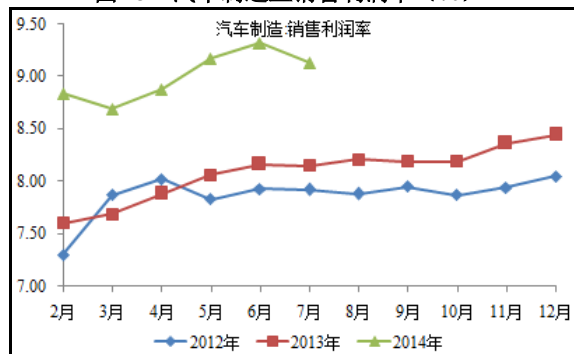


资料来源: Wind 资讯

工业企业利润总额加速增长, 行业间分化严重, 矿产资源开采类行业存在亏损, 下游消费类行业增长明显。

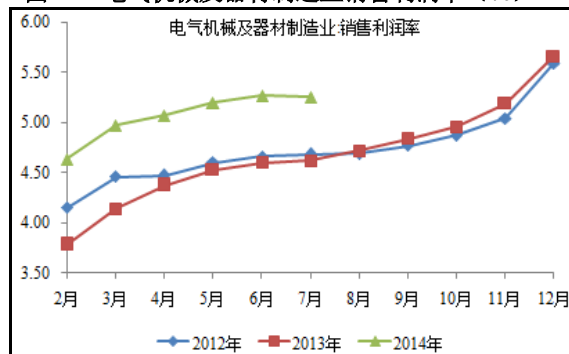
2014 年 1-7 月份工业企业利润总额累计同比增长 11.7%, 增速较上年同期提高 0.6 个百分点。分行业看, 1-7 月份, 41 个行业中, 利润总额累计同比增长为负的行业有 6 个, 分别是煤炭开采和洗选业 (-43.91%)、开采辅助活动 (-21.53%)、有色金属矿采选业 (-10.71%)、其他采矿业 (-9.16%)、黑色金属矿采选业 (-7.11%)、石油和天然气开采业 (-0.03%); 利润总额累计同比增长在 25% 以上的行业有 7 个, 分别是石油加工、炼焦及核燃料加工业 (101.40%)、金属制品、机械和设备修理业 (34.96%)、汽车制造 (26.67%)、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 (36.71%)、计算机、通信和其他电子设备制造业 (28.27%)、黑色金属冶炼及压延加工业 (26.04%)、水的生产和供应业 (26.04%)。其中, 黑色金属冶炼及压延加工业的利润总额增速较 1-6 月份的增速提升了 9.41 个百分点, 显示 7 月份该行业盈利改善明显。

图 13 汽车制造业销售利润率 (%)



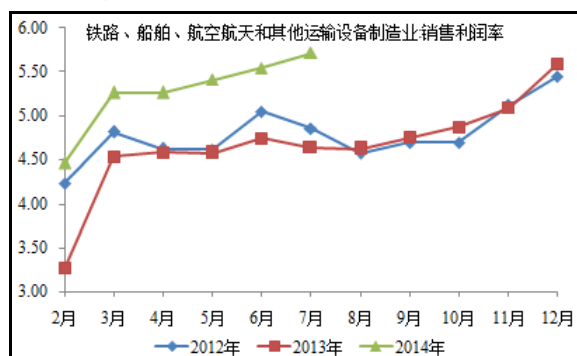
资料来源: Wind 资讯

图 14 电气机械及器材制造业销售利润率 (%)



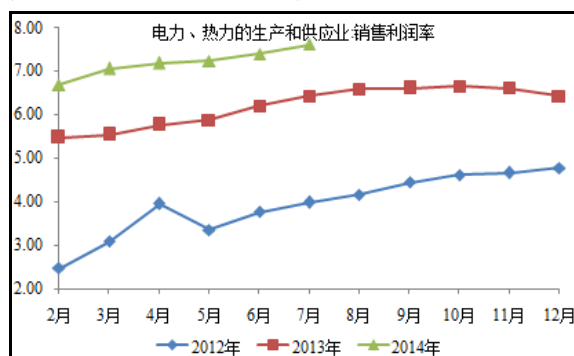
资料来源: Wind 资讯

图 15 铁路船舶和其他设备制造业销售利润率 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 16 电力热力的生产和供应业销售利润率 (%)



资料来源：Wind 资讯

工业企业主营业务收入利润率低位波动，行业间利润率走势分化持续。

2014年1-7月份工业企业主营业务收入利润率为5.54%，较上年同期上升0.18个百分点，各单月利润率同比均有所提升，整体走势较2012年和2013年同期有所好转，但离2011年的高位尚有距离。分行业看，与利润总额走势类似，2014年1-7月，在重点监测的30个大类行业中，上游资源类行业（煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业）的销售利润率同比各月份均出现下降，中游的部分制造业（纺织业、化学原料及化学制品制造业等）则月度销售利润率出现反复，其中发债企业较多的黑色金属冶炼及压延加工业销售利润率2014年以来逐月回升，6、7月的销售利润率则超过上年同期。贴近消费的部分下游行业（汽车制造、电气机械及器材制造业、铁路、船舶、航空行业和其他运输设备制造业、电力、热力的生产和供应业等）的销售利润率增幅较大。

从近3年的利润率走势看，上游原料供给过剩的状况还在不断恶化，产能过剩严重影响了相关行业的盈利能力。短期内，不断增长的库存为盈利改善增加了不确定性；长期来看，能否有效化解产能过剩有赖于相关改革政策的尽快出台和有效实施。下游行业盈利改善部分得益于上游原材料价格的下降，部分则受益于持续推进的微刺激。

3、货币与信贷市场运行概况

资金投放持续，今年以来累计出现净投放。

2014年8月份，央行公开市场操作投放资金2100亿元，回笼资金1600亿元，净

投放资金 500 亿元，净投放量较上月减少 790 亿元。2014 年 1-8 月份，央行累计净投放资金 240 亿元（1-7 月净回笼 260 亿元）。

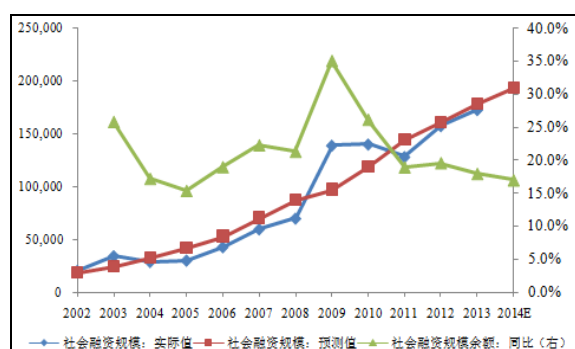
存款增速放缓及融资需求回落制约货币创造。

2014 年 8 月末，广义货币（M2）余额为 119.75 万亿元，同比增长 12.8%，增速分别比上月末和去年同期低 0.7 个和 1.9 个百分点。8 月末，本外币存款余额 115.58 万亿元，同比增长 11.0%。人民币存款余额 111.73 万亿元，同比增长 10.1%，增速分别比上月末和去年同期低 0.8 个和 4.8 个百分点。当月人民币存款增加 1080 亿元，同比少增 6995 亿元。其中，住户存款减少 2305 亿元，非金融企业存款增加 341 亿元，财政性存款增加 992 亿元。8 月末外币存款余额 6241 亿美元，同比增长 43.6%，当月外币存款增加 154 亿美元。

风险偏好持续回落，社会融资规模保持低位。

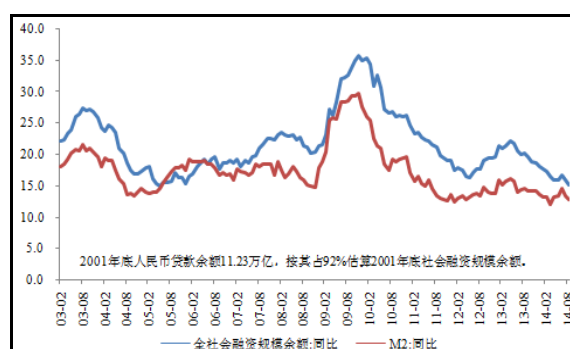
2014 年 8 月份社会融资规模增量为 9574 亿元，比上月多 6837 亿元。社会融资余额增速从上月 16.0% 回落至 15.2%。8 月份，新增人民币贷款增加 7025 亿元，新增信托贷款减少 515 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 1119 亿元。存款增速的放缓在一定程度上制约了银行部门放贷的规模和速度，同时，前期陆续暴露的信托风险以及相关监管部门对加强表外融资监管的表态导致金融机构风险偏好回落，对表外融资更加谨慎。

图 17 社会融资规模及增速（亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

图 18 社会融资规模余额和 M2 增速（%）



资料来源：Wind 资讯

信贷投放节奏放缓，后续定向宽松仍将持续。

8 月份的社会融资规模数据依然低于我们的预期。2014 年 1-8 月，社会融资规模累计为 11.76 万亿元，较上年同期减少 8003 亿元。8 月底，人民币贷款余额为 78.72

万亿元，同比增长 13.3%（低于 7 月底的 13.4%），增速较上年同期下降 0.8 个百分点。从固定资产投资、工业增加值等经济数据看，三季度的经济增长恐将再次下降。我们坚持认为后续货币政策放松微调的可能性较大。尽管我们预期央行的定向宽松政策将会加码，贷款规模或将扩大，但上年同期基数较高，9 月份人民币贷款增速较 8 月份难有回升。在本报告撰写的同时，有消息称央行将在近日对五大行实施 5000 亿元的常备借贷便利操作（Standing Lending Facility, SLF。常备借贷便利是中国人民银行正常的流动性供给渠道，主要功能是满足金融机构期限较长的大额流动性需求。对象主要为政策性银行和全国性商业银行。期限为 1-3 个月）。此操作的性质类同于基础货币的投放，近似于降准 0.5%。由于该操作期限较短，后续央行可以根据市场情况进行灵活调控。同时，该操作是中央银行与金融机构之间“一对一”的交易，其针对性强，突显了央行在货币政策方面的定向微调策略。

债券融资规模持续扩大，但各品种出现分化。

2014 年 1-8 月份，债券总发行量为 7.78 万亿元，净融资额为 3.84 万亿元，同比分别增长 25.5% 和 47.3%，分别占到 2013 年全年的 86.1% 和 100.5%。其中，企业债融资规模增加 4794.5 亿元，占 2013 年增加额的 117.5%；定向融资工具融资规模增加 5048.0 亿元，占 2013 年融资规模的 104.1%；短期融资券融资规模增加 3025.2 亿元，占 2013 年增加额的 229.7%；中期票据融资规模增加 1650.1 亿元，占 2013 年增加额的 33.5%。

市场交易活跃，基础利率出现回落。

2014 年 8 月份，银行间人民币市场以拆借、现券和债券回购方式合计成交 26.15 万亿元，日均成交 1.25 万亿元，日均成交比去年同期增长 64.9%。银行间市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率分别为 3.17% 和 3.11%，分别比上月低 0.24 个和 0.30 个百分点，分别比去年同期低 0.27 个和 0.34 个百分点。

8 月初国务院办公厅印发《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，要求金融部门采取综合措施，着力缓解企业融资成本高问题，促进金融与实体经济良性互动。8 月下旬，央行对部分分支行增加支农再贷款额度 200 亿元人民币，引导农村金融机构扩大涉农信贷投放。此外，支农再贷款执行优惠利率，贫困地区符

合条件的农村金融机构的支农再贷款利率还可在优惠利率基础上再降 1 个百分点。基础利率的回落对于降低目前高企的企业融资成本有一定的利好。从政策的导向来看，降低企业融资成本是政府现阶段工作的重点之一，但目前融资成本出现了结构性的错配，降低融资成本的效果还需观察。一方面，需要资金的企业尤其是民营企业融资门槛较高，融资渠道受阻；另一方面，国有企业天然的融资优势或将促使一些已经明显过剩的产业继续扩张或者国有企业进入民企竞争领域对其产生挤压。

4、政策变动概况

棚户区改造和铁路基建成为重点建设领域。

8 月 5 日和 11 日，国务院办公厅分别发布《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》和《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》。对于棚户区改造，此前已准许中国人民银行人民币进行 1 万亿元再贷款，用于支持国家开发银行住宅金融事业部。铁路投资方面，中国铁路总公司铁路固定资产投资计划则从年初的 6300 亿元增加至 4 月底的 8000 亿元，全年铁路投资有望超过 2010 年的 8426 亿元。

金融支持三农以及小微企业将成为货币政策调控重点领域。

8 月 14 日国务院办公厅印发《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，要求金融部门采取综合措施，着力缓解企业融资成本高问题，促进金融与实体经济良性互动。8 月下旬，央行对部分分支行增加支农再贷款额度 200 亿元人民币，引导农村金融机构扩大涉农信贷投放。此外，支农再贷款执行优惠利率，贫困地区符合条件的农村金融机构的支农再贷款利率还可在优惠利率基础上再降 1 个百分点。

基础利率的回落对于降低目前高企的企业融资成本有一定的帮助。从政策的导向来看，降低企业融资成本是政府现阶段工作的重点之一，但目前融资成本出现了结构性的错配，降低融资成本的效果还需观察。一方面，迫切需要资金的民营企业融资门槛较高，融资渠道受阻；另一方面，国有企业天然的融资优势或将促使一些已经明显过剩的产业继续扩张或者国有企业进入民企竞争领域对其产生挤压。在目前市场信用风险逐渐暴露的敏感时期，金融机构的惜贷行为或将持续，降低融资成本的短期效果将受到抑制。

新预算法通过，为解决地方性债务问题提供法律依据。

8月31日，十二届全国人大常委会第十次会议在北京人民大会堂闭幕。会议表决通过全国人大常委会关于修改预算法的决定、关于修改安全生产法的决定、关于修改保险法等五部法律的决定。新《预算法》赋予地方适度举债权，对地方债实施分类管理和规模控制，厘清政府和企业的责任并公开政府资产负债表。修订后的预算法将从借、管、还三个层面重点解决地方政府债务管理。一是通过建立发行地方政府债券方式的举债融资机制，赋予地方政府以适度的举债权；二是对地方政府债务实施分类管理和规模控制，让地方政府的债务分类纳入预算管理，接受地方人大监督和上级行政机关及立法机关的监督；三是厘清政府和企业的责任。曾有市场观点认为地方政府举债可被看作目前解决地方融资平台债务问题的一条有效思路，预算法颁布或为此思路的实施提供法律依据。修订后的预算法规定，要建立以权责发生制为基础的政府财务报告制度，政府的资产负债表要向社会公开，引入评级，总体上是要把地方债纳入规范管理。本次预算法的修改将推动政府性债务发债主体由融资平台逐渐向地方政府过渡，后续地方政府债券的发行将从目前10个试点省市加快扩展到更多地区。

5、未来宏观经济展望

7、8月份的经济数据表现超预期走弱，预计三季度的宏观数据亦将表现不佳。

现阶段食品价格是CPI波动的主要因素。尽管因食品价格上涨的动力还在积累，但在翘尾因素的下降的作用下，预计CPI依旧保持相对低位，这为政策调整的开展提供了空间。

从GDP与社会融资规模以及人民币贷款规模的关系看，目前人民币贷款余额增速有所回落，且离目标依然存在差距，随着央行定向宽松政策的实施，预计四季度的贷款增速或将出现反弹，短期内全面降息降准的可能性不大，公开市场操作及短期流动性调节工具（SLO）和常设借贷便利（SLF）以及定向降准使用频率将会提升。在调结构促升级的大基调下，央行货币政策仍需将去杠杆放在首位，避免全面宽松及过度刺激。

由于基数较高且市场景气度下降，房地产开发投资和房地产开发计划总投资增速持续下降，后续通过加大基础设施建设来稳定固定资产投资的举措还将持续。其中，

通过深化铁路投融资体制改革，设立铁路发展基金等措施增加铁路建设，以及进一步加大棚户区改造力度仍将是基础设施建设投资的重点。

制造业整体产能过剩，同比投资增速下降明显，但分行业看依然有部分子行业存在加大投资可能。受国家产业政策扶持的通用设备制造业、汽车制造业、电气机械及器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业盈利回升明显，存在相对较好的投资机会，而黑色金属冶炼及压延加工业及煤炭开采及洗选业等依然不是有利的投资标的。

受盈利状况及违约风险暴露影响，后续低评级产业类债券发行规模的增长可能放缓，但地方建设力度的加大以及项目收益类债券及永续债等新债券品种的扩容仍将推动基础设施建设投资类企业债券的发行工作。

整体看，在 2014 年二季度反弹之后，7、8 月份经济超预期走弱。预计三季度的宏观数据亦将表现不佳。从投资、工业增加值及行业盈利情况看，经济本身的内生动力稍显不足，在结构调整的大背景下，后续增加定向宽松及定向微刺激的的可能性依然较大。