

# 联合 研究报告

2014.08.19

## 刺激——观望——宽松？

--2014 年 7 月宏观经济月报



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

## 刺激——观望——宽松？

——2014年7月宏观经济月报

## 宏观数据一致性预测

指标	201407A	201408E
CPI (%)	2.3	2.2
PPI(%)	-0.9	-1.0
社会消费品零售 (%)	12.2	12.0
工业增加值 (%)	9.0	8.8
出口 (%)	14.5	11.3
进口 (%)	-1.6	4.1
贸易顺差 (亿美元)	473.0	421.5
固定资产投资累计 (%)	17.0	17.1
M2(%)	13.5	13.7
人民币贷款增速 (%)	13.4	13.4
人民币贷款新增 (亿元)	3852.0	7625.0

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

特别声明：本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、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

居民收入增速平稳，社会消费增速趋缓。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。盈利不足、市场降温及财政收入增长放缓促使固定资产投资到位资金增速全面下滑。后续计划总投资增速回升，或将促使固定资产投资保持平稳增长。出口明显改善，顺差有所扩大，人民币重回升值轨道，热钱或卷土重来。消费者物价水平走势平稳，通胀保持在较低水平。猪肉价格的上涨将推动下半年CPI走高。工业生产者出厂价格和购进价格跌幅整体持续缩小，黑色金属价格下跌明显。

## 2. 行业运行概况

市场需求有所回暖，制造业稳中趋好，PMI 回升明显。绝大部分行业工业增加值保持增长，但增速明显放缓。工业企业利润总额加速增长，行业间分化严重，部分上游资源类行业存在亏损，部分下游消费类行业增长明显。工业企业主营业务收入利润率小幅回升，但与前期高位尚有距离。行业间的主营业务收入利润率走势分化持续。

## 3. 货币与信贷市场概况

二季度央行资金投放明显，但今年以来累计仍为净回笼。基础货币投放不足，融资需求回落制约货币创造。风险偏好回落，社会融资规模大幅低于预期。市场交易活跃，基础利率有所上升。信贷投放节奏放缓，后续增速反弹可期。

## 4. 政策变动概况

财政政策方面，中央不断完善财税改革政策，重点加强民生投入，不断简政放权，支持市场发挥作用。

货币政策方面，央行坚持“总量稳定、结构优化”的取向，保持实施稳健的货币政策，适时适度预调微调。

## 5. 未来宏观经济展望

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，后续加大微刺激和定向宽松的可能性较大。

## 1、宏观经济运行概况

**居民收入增速平稳，社会消费增速趋缓。**

2014年1-6月份，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入累计增长分别为9.6%和12.0%，同比分别上升0.3个和0.1个百分点，社会消费品零售总额累计增长12.1%，同比下降0.6个百分点。2014年7月份，社会消费品零售总额20776亿元，同比名义增长12.2%（扣除价格因素实际增长10.5%）。其中，限额以上单位消费品零售额10360亿元，增长9.7%。1-7月份，社会消费品零售总额144974亿元，同比增长12.1%，增速较上年同期下降0.7个百分点。居民收入增长仅仅是支持社会消费的部分原因，单位消费增速的放缓成为制约社会消费增长的重要因素。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。

**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。**2014年1-7月份，全国固定资产投资（不含农户）25.95万亿元，同比增长17%，增幅较上年同期下降3.1个百分点，增速比1-6月份回落0.3个百分点。从环比速度看，7月份固定资产投资（不含农户）增长1.27%。制造业投资8.86亿元，增长14.6%，增速回落0.2个百分点。基础设施建设投资5.49亿元，同比增长22.6%，增速比1-6月份回落0.2个百分点。房地产开发投资5.04万亿元，同比增长13.7%，增速比1-6月份回落0.4个百分点。其中，住宅投资3.44亿元，增长13.3%，增速比1-6月份回落0.4个百分点，占房地产开发投资的比重为68.2%。

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

**盈利不足、市场降温及财政收入增长放缓导致固定资产投资到位资金增速全面下滑。**

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 1-7 月份房地产投资增速回落影响全部投资增速回落 0.1 个百分点。同时，地方财政收入增速放缓、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。1-7 月份，固定资产投资到位资金 29.27 万亿元，同比增长 12.9%，增速比 1-6 月份回落 0.3 个百分点。其中，国家预算资金增长 11.2%，增速比 1-6 月份回落 4.3 个百分点；国内贷款增长 12.7%，增速回落 0.2 个百分点；自筹资金增长 16.6%，增速回落 0.1 个百分点；利用外资下降 9.7%，降幅扩大 1.4 个百分点；其他资金下降 2.1%，降幅扩大 0.3 个百分点。

**计划总投资增速回升，固定资产投资或将保持平稳增长。**

1-7 月份，施工项目计划总投资 77.42 万亿元，同比增长 13.1%，增速比 1-6 月份回落 1.4 个百分点；新开工项目计划总投资 23.04 万亿元，同比增长 14.6%，增速提高 1 个百分点。随着新开工项目计划总投资增速回升，后几个月固定资产投资将会保持平稳较快增长。

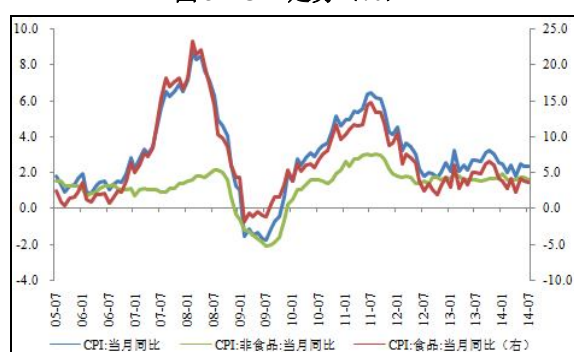
**出口明显改善，顺差有所扩大，人民币重回升值轨道，热钱或卷土重来。**

欧美经济复苏推动了全球市场走强，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，出口数据超预期。2014 年 1-7 月份，中国进出口总值 14.72 万亿元，同比增长 0.2%。其中，出口 7.82 万亿元，增长 1.1%；进口 6.9 万亿元，下降 0.8%；贸易顺差 9249 亿元，扩大 18%。7 月份，中国进出口总值 2.33 万亿元，同比增长 6.4%。其中，出口 1.31 万亿元，增长 14.1%；进口 1.02 万亿元，下降 2.1%；贸易顺差 2919 亿元，扩大 1.7 倍。6 月份以来人民币重回升值轨道，出口大幅增长但进口下降，外部经济保持平稳复苏的背景下，热钱流入也可能是出口大幅增长的重要因素（有媒体报道，7 月份大陆公布的对台湾出口同比增幅从 23.5% 升至 48.4%，而台湾公布的自大陆进口同比增幅从 29.0% 降至 15.3%）。

消费者物价水平方面，物价走势平稳，通胀保持在较低水平。

2014 年 1-7 月份全国居民消费价格指数（CPI）较去年同期上涨 2.3%。7 月份当月，CPI 同比上涨 2.3%，其中食品价格上涨 3.6%，非食品价格上涨 1.6%（食品和非食品分别约占到 CPI 构成的 33%和 67%。经测算，自 2012 年 1 月以来，非食品价格上涨对 CPI 的拉动维持在 0.9 到 1.1 个百分点之间）；消费品价格上涨 2.2%，服务价格上涨 2.5%。7 月份 CPI 环比上涨 0.1%，其中食品价格下降 0.1%，非食品价格上涨 0.1%；消费品价格下降 0.1%，服务价格上涨 0.5%。在 7 月份 2.3%的 CPI 同比涨幅中，翘尾因素约为 1.4 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

猪肉价格的上涨将推动下半年 CPI 走高。

7 月份，食品价格同比上涨 3.6%，影响居民消费价格总水平上涨约 1.18 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 3.6%，影响居民消费价格总水平下降约 0.11 个百分点。2014 年 7 月末全国的生猪存栏量为 4.30 亿头，徘徊在过去 5 年来的最低水平。22 个省市的猪粮比价的月度平均值在 2014 年 4 月为 4.53 倍，是过去 5 年最低值，此后震荡反弹，目前为 5.5 倍左右（按照中国的相关规定，猪粮比价为 5.5 时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点）。全国大中城市的生猪出场价格自 4 月底以来明显回升，随着天气逐渐转凉，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，从而推动 CPI 走高。

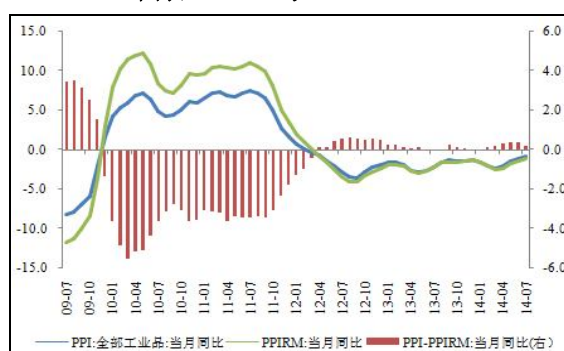


图5 PPI走势(%)



资料来源：Wind 资讯

图表6 PPI与PPIRM(%)



资料来源：Wind 资讯

工业生产者价格方面，出厂价格和购进价格跌幅整体持续缩小，黑色金属材料价格下跌明显。

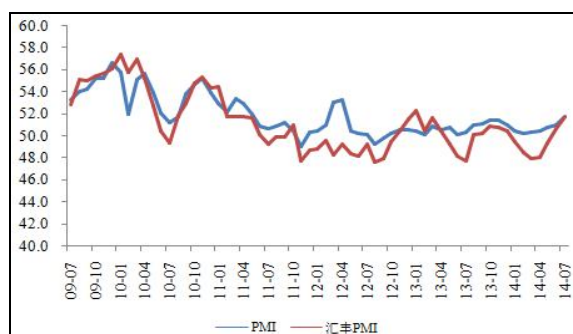
2014年1-7月份，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降1.6%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降1.9%。7月份当月，PPI同比下降0.9%，其中生产资料价格同比下降1.2%，生活资料价格同比上涨0.3%（生产资料和生活资料分别约占到PPI构成的76%和24%。经测算，自2012年1月以来，生活资料价格上涨对PPI的拉动维持在-0.1到0.5个百分点之间）。环比下降0.1%，其中生产资料价格环比下降0.1%，生活资料价格环比持平。PPIRM同比下降1.1%，其中黑色金属材料类价格同比下降4.1%，有色金属材料及电线类和纺织原料类价格均下降1.1%，燃料动力类价格下降1.0%，建筑材料及非金属类价格上涨0.4%，农副产品类价格上涨0.1%。PPIRM环比持平。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

市场需求有所回暖，制造业稳中趋好。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（网络流传  $PMI = \text{订单指数} \times 30\% + \text{生产指数} \times 25\% + \text{雇员指数} \times 20\% + \text{配送指数} \times 15\% + \text{存货指数} \times 10\%$ ，实际测算  $PMI = \text{订单指数} \times 30\% + \text{生产指数} \times 22\% + \text{雇员指数} \times 22\% + \text{配送指数} \times 8\% + \text{原料存货指数} \times 15\% + \text{产成品存货指数} \times 3\%$ ）。2014年7月份中国制造业PMI为51.7%，比上月上升0.7个百分点，出现了今年以来连续5个月的回升。7月份中国制造业PMI综合指数和其他分类指数

普遍回升，其中生产和市场需求均加速增长，是推动 PMI 明显回升的主要动力。新订单指数为 53.6%，比上月回升 0.8 个百分点，为 2012 年 5 月以来的高点；生产指数为 54.2%，比上月回升 1.2 个百分点，连续 3 个月回升。显示市场需求回暖，内生动力增强。另外，7 月新出口订单指数为 50.8%，比上月上升 0.5 个百分点，连续 2 个月在扩张区间内回升，为 2013 年 4 月以来的高点，显示制造业出口形势继续回暖。

图 7 PMI 走势 (%)



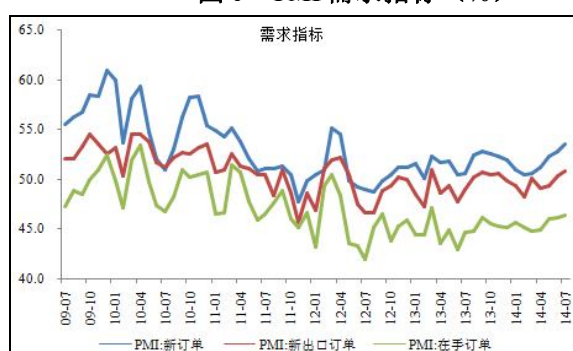
资料来源：Wind 资讯

图 8 PMI 动能指标 (%)



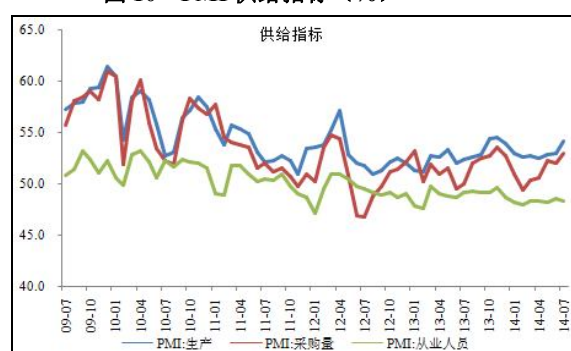
资料来源：Wind 资讯

图 9 PMI 需求指标 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 10 PMI 供给指标 (%)



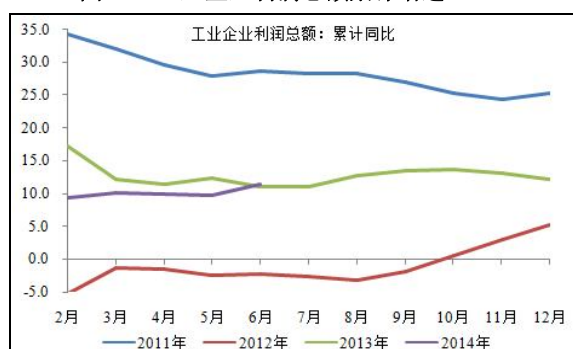
资料来源：Wind 资讯

**绝大部分行业工业增加值保持增长，但增速明显放缓。**

2014 年 7 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 9.0%，比 6 月份回落 0.2 个百分点。从环比看，7 月份比上月增长 0.68%。1-7 月份，规模以上工业增加值同比增长 8.8%，增速较上年同期下降 0.6 个百分点。（经测算，2000 年以来，工业增加值与 GDP 的相关系数  $R=0.9$ ，若 GDP 增速在 7.4%，则工业增加值增长需达到 8.8%）。分行业看，7 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。1-7 月份，41 个行业中有 10 个行业的工业增加值累计增速在 10% 及以上。其中，有色金属冶炼和压延加工业增长 13.5%，汽车制造业增长 13.4%，医药制造业增长 13.2%，铁路、船舶、航

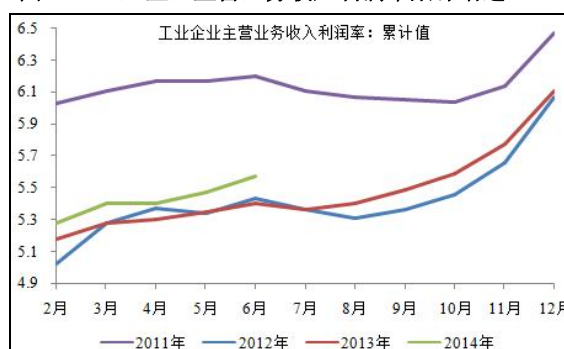
航空航天和其他运输设备制造业增长 12.1%，金属制品业增长 12.0%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 11.5%，化学原料和化学制品制造业增长 11.0%，电气机械和器材制造业增长 10.7%，通用设备制造业增长 10.2%，非金属矿物制品业增长 10.0%。此 10 个行业中，仅铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、通用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业 3 个行业的工业增加值增速较 2013 年全年增速有所上升，其余均出现不同程度的下降。

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 (%)



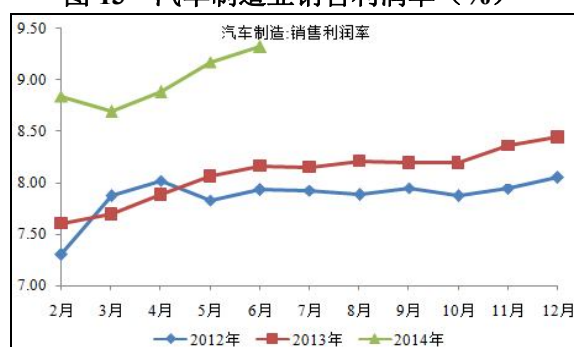
资料来源：Wind 资讯

工业企业利润总额加速增长，行业间分化严重，部分上游资源类行业存在亏损，部分下游消费类行业增长明显。

2014 年 1-6 月份工业企业利润总额累计同比增长 11.4%，较上年同期增速提高 0.3 个百分点。分行业看，1-6 月份，41 个行业中，利润总额累计同比增长为负的行业有 5 个，分别是煤炭开采和洗选业（-43.85%）、开采辅助活动（-27.58%）、有色金属矿采选业（-14.20%）、黑色金属矿采选业（-2.83%）、石油和天然气开采业（-2.28%）；利润总额累计同比增长在 20% 以上的行业有 8 个，分别是石油加工、炼焦及核燃料加工业（122.69%）、金属制品、机械和设备修理业（30.75%）、汽车制造（29.08%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（29.02%）、电气机械及器材制造业（25.31%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（24.14%）、电力、热力的生产和供应业（24.10%）、水的生产和供应业（20.05%）。

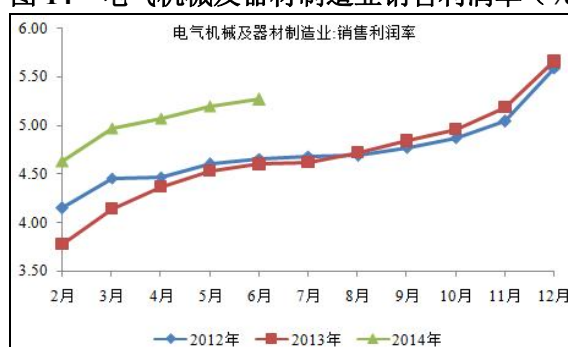


图 13 汽车制造业销售利润率 (%)



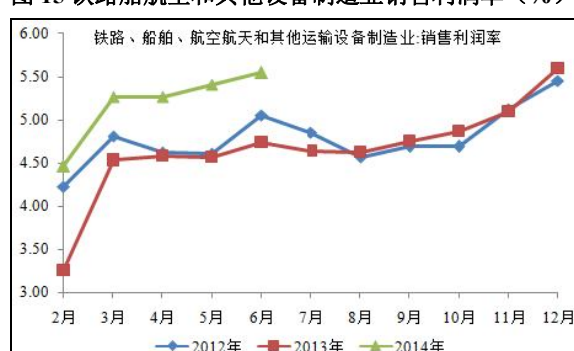
资料来源: Wind 资讯

图 14 电气机械及器材制造业销售利润率 (%)



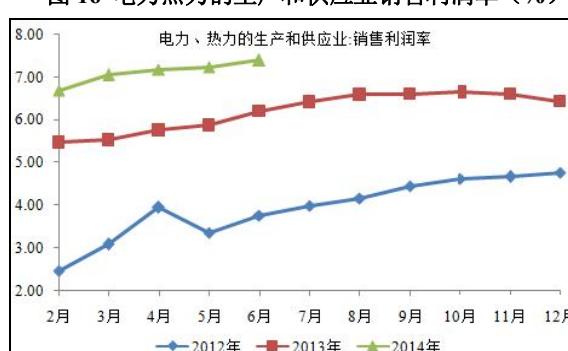
资料来源: Wind 资讯

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小幅回升,但与前期高位尚有距离。行业间的主营业务收入利润率走势分化持续。

2014年1-6月份工业企业主营业务收入利润率为5.57%,较上年同期上升0.37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年上半年,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、黑色金属冶炼及压延加工业等)则月度销售利润率出现反复,仅有部分下游行业(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。

### 3、货币与信贷市场运行概况

**二季度央行资金投放明显，但今年以来累计仍为净回笼。**

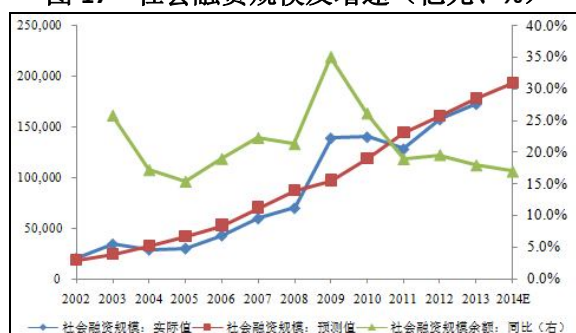
2014 年 7 月份，央行公开市场操作投放资金 2380 亿元，回笼资金 980 亿元，净投放资金 1400 亿元。5、6、7 月份央行公开市场操作均保持了净投放的态势，但 2014 年 1-7 月份，央行累计净回笼资金 440 亿元。

**基础货币投放不足，融资需求回落制约货币创造。**

2014 年 7 月末，广义货币（M2）余额为 119.42 万亿元，同比增长 13.5%，增速分别比上月末和去年同期低 1.2 个和 1.0 个百分点。7 月末，本外币存款余额 115.38 万亿元，同比增长 11.7%。人民币存款余额 111.62 万亿元，同比增长 10.9%，增速分别比上月末和去年同期低 1.7 个和 3.7 个百分点。当月人民币存款减少 1.98 万亿元，同比多减 1.73 万亿元。其中，住户存款减少 1.08 万亿元，非金融企业存款减少 1.35 万亿元，财政性存款增加 6804 亿元。7 月末外币存款余额 6086 亿美元，同比增长 43.4%，当月外币存款增加 150 亿美元。6 月份银行存款增长近 3.8 万亿，扣除财政存款后增长近 4.1 万亿，处于历史的次高位，7 月份存款出现较为明显的季节性回落。

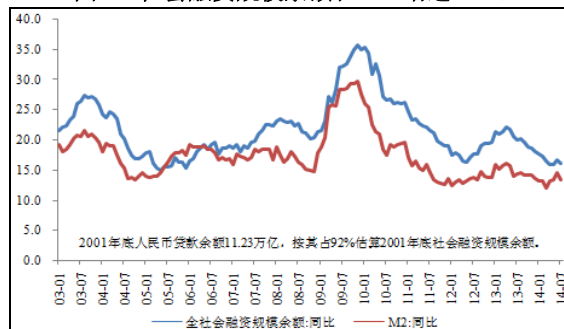
**风险偏好回落，社会融资规模大幅低于预期。**2014 年 7 月份社会融资规模增量为 2731 亿元，处于历史新低，大幅低于市场预期。社会融资余额增速从上月 16.6% 回落至 16.0%（以 2001 年底人民币贷款余额 11.23 万亿占 2001 年底社会融资规模余额的 92% 测算初始值，同时采用社会融资规模月度增量计算增速）。7 月份，新增信托贷款减少 158 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 4160 亿元，显示金融机构风险偏好回落，对表外融资更加谨慎。

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，后续增速反弹可期。

以2014年GDP增长7.4%测算，全年社会融资规模（与GDP的相关系数 $R=0.95$ ）或将达到19.3万亿元，同比增长约11.6%，至2014年底社会融资规模余额（预测为132.8万亿）增速将达到17.0%。2014年以来，新增人民币贷款在社会融资规模中的占比较2013年略有提升，至7月底上升为56.7%，较2013年底的51.4%上升5.3个百分点。按新增人民币贷款占社会融资规模的54%（上半年均值）测算，则全年新增人民币贷款增量为10.4万亿元，对应的全年各项人民币贷款余额增速为14.5%。7月份人民币各项贷款余额增速从6月份14.0%回落至13.4%，目前信贷仍落后于进度。预期央行的定向政策将在未来推动贷款增速反弹。

市场交易活跃，基础利率有所上升。

2014年7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27.83万亿元，日均成交1.21万亿元，日均成交比去年同期增长69.5%。银行间市场同业拆借和质押式债券回购月加权平均利率均为3.41%，分别比上月高0.56个和0.52个百分点，分别比去年同期低0.13个和0.19个百分点。

#### 4、政策变动概况

财政政策方面，中央不断完善财税改革政策，重点加强民生投入，不断简政放权，支持市场发挥作用。

(1) 国家层面的财税重大决策、法律和政策。中央深改组和中央政治局分别于 6 月 6 日、6 月 30 日召开会议，审议通过了《深化财税体制改革总体方案》。重点推进 3 个方面的改革：改进预算管理制度、深化税收制度改革、调整中央和地方政府间财政关系。新一轮财税体制改革 2016 年基本完成重点工作和任务，2020 年基本建立现代财政制度。十二届全国人大常委会 4 月 23 日分组审议预算法修正案草案三审稿。三审稿细化了预算公开规定，强调公开机关运行经费、政府采购等重要支出。此外，三审稿拟适度放开地方政府举债的权限，但同时设立多道“防火墙”规范政府举债行为。

(2) 民生领域重要举措。2 月 7 日的国务院常务会议决定，合并新型农村社会养老保险和城镇居民社会养老保险，建立全国统一的城乡居民基本养老保险制度。中央财政设立专项资金，今年安排 100 亿元，对重点区域大气污染防治实行“以奖代补”。3 月 25 日的国务院常务会议确定了今年深化医药卫生体制改革重点工作拟加快公立医院改革，今年使县级公立医院改革试点覆盖全国 50%以上的县（市）。4 月 2 日召开的国务院常务会议研究了进一步减轻税负、助力小微企业成长的措施，提出将小微企业减半征收企业所得税优惠政策实施范围的上限，由年应纳税所得额 6 万元进一步较大幅度提高，并将政策截止日期延长至 2016 年底。

(3) 简政放权、支持创新、发挥市场作用方面的重要措施。4 月 2 日的国务院常务会议确定了深化铁路投融资体制改革、筹措和落实建设资金的政策措施，设立铁路发展基金，吸引社会资本投入，使基金总规模达到每年 2000-3000 亿元。创新铁路建设债券发行品种和方式，今年向社会发行 1500 亿元，实施铁路债券投资的所得税优惠政策。5 月 21 日的国务院常务会议决定，加快推进节水供水重大水利工程建设，大幅增加国家创投引导资金促进新兴产业发展。成倍扩大中央财政新兴产业创投引导资金规模。5 月 30 日的国务院常务会议确定进一步减少和规范涉企收费、减轻企业负担，部署落实和加大金融对实体经济的支持。会议确定，取消政府提供普遍公共服务或体现一般性管理职能的收费项目，建立涉企收费清单管理制度，所有收费纳入清单，对外公开，接受监督。清单外的一律不得收费，清单内的逐步减少数量。6 月 11 日的国务院常务会议决定，从 2014 年 7 月 1 日起，将自来水、小型水力发电等特定一般纳税人适用的增值税 6%、5%、4%、3%四档征收率合并为一档，统一按现行简易计税办法，执行 3%的征收率。每年将为相关领域企业减轻税负约 240 亿元。7 月 9 日的国

务院常务会议决定，自 2014 年 9 月 1 日至 2017 年底，对获得许可在中国境内销售（包括进口）的纯电动以及符合条件的插电式（含增程式）混合动力、燃料电池三类新能源汽车，免征车辆购置税。

**货币政策方面，坚持“总量稳定、结构优化”的取向，保持实施稳健的货币政策，适时适度预调微调。**

1 月 17 日，人民银行发布《关于开展常备借贷便利操作试点的通知》（银发〔2014〕19 号），在北京等十地开展分支机构常备借贷便利操作（SLF）试点，主要解决符合宏观审慎要求的地方法人金融机构流动性需求，稳定市场预期，促进货币市场平稳运行。3 月 15 日，中国人民银行宣布自 2014 年 3 月 17 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 1%扩大至 2%，外汇指定银行为客户提供当日美元最高现汇卖出价与最低现汇买入价之差不得超过当日汇率中间价的幅度由 2%扩大至 3%。3 月 20 日，中国人民银行印发《关于开办支小再贷款 支持扩大小微企业信贷投放的通知》（银发〔2014〕90 号），在信贷政策支持再贷款类别下创设支小再贷款，专门用于支持金融机构扩大小微企业信贷投放，同时下达全国支小再贷款额度共 500 亿元。4 月 22 日，中国人民银行决定从 4 月 25 日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。5 月 8 日，印发中国人民银行、银监会公告〔2014〕第 8 号，拓宽消费金融公司等非银行金融机构的融资渠道，合理调整金融租赁公司、汽车金融公司发行金融债券的条件，加大金融对消费的支持力度。6 月 9 日，中国人民银行决定从 6 月 16 日起对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行（不含 4 月 25 日已下调过准备金率的机构）下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率 0.5 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。



## 5、未来宏观经济展望

非食品价格对 CPI 的贡献较为稳定，食品价格是 CPI 波动的主要因素。尽管因食品价格上涨导致的新涨价因素明显，但 2014 年 8 月份 CPI 翘尾因素较 7 月下降 0.5 个百分点，预计 CPI 依旧保持相对低位，这为宽松政策的开展提供了空间。

要完成保持 GDP 增长在 7.5%左右的目标，则需要保持相应的信贷支持。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，预计央行的定向宽松政策在三、四季度仍将推动贷款增速反弹。

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。

债券融资规模持续扩大，但各品种可能出现分化。2014 年 1-7 月份，债券总发行量为 6.52 万亿元，净融资额为 3.19 万亿元，同比分别增长 22.1%和 34.0%，分别占到 2013 年全年的 72.2%和 83.7%。其中，地方企业债融资规模增加达 4244.9 亿元，占 2013 年增加额的 106.9%。但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，2014 年二季度宏观经济数据在上半年国家出台的一系列“稳增长、调结构”的措施之后出现了反弹的态势，但从 7 月份的货币政策数据看，决策部门仍在等待确认经济增长的可靠性。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，后续各地加大微刺激、各部门加大定向宽松的可能性较大。