

增加再贴现额度以降低融资成本效果恐很有限

——宏观周报(2014.08.11)

⑤ 增加再贴现额度以降低企业融资成本短期效果恐很有限

央行8月8日表示,当日对部分分支行增加再贴现额度120亿元,要求全部用于支持“三农”、小微企业信贷投放,促进降低社会融资成本。我们判断,央行引导降低融资成本高问题的信号比较明确,但参考去年的经验,在经济企稳融资需求增加的情况下,短期效果将很有限。

⑤ 短期经济增长:8月上旬保持平稳

8月上旬钢铁价格企稳,其它主要工业原材料价格跌幅明显收窄,预示投资或有所加快。预测8月工业生产增速比较平稳,同比增长9%以上。

⑤ 短期通胀:8月上旬食品价格平稳

8月上旬农产品、菜篮子产品批发价格环比分别上涨0.02%和0.04%。22省市猪肉价格环比上涨3.79%。商务部监测食品价格平稳。预测8月CPI同比2.1%左右,比7月有所回落。

⑤ 货币市场资金利率:上周短期利率下跌

上周央行公开市场操作净回笼200亿元,连续2周净回笼,货币市场隔夜、7天和14天期同业拆借利率和债券质押回购利率下跌,1个月期比较稳定。下半年货币市场利率振荡下跌趋势基本确立。

⑤ 重要政策:加快发展生产性服务业促进产业升级

国务院发文加快发展生产性服务业促进产业升级。国务院发文加强棚户区改造工作。三部门发文免征新能源汽车车辆购置税9月1日起实施。确保今年新增光伏发电并网1300万千瓦以上。全国37城市松绑限购,“闽八条”重磅出台 全国首个省级救市文件出炉。上海、重庆、广东国企改革推进。WTO上诉机构裁定中国稀土出口政策违规。网信办发布即时通信工具规定公众号需备案。

⑤ 国际经济:欧英澳日央行均维持利率不变

上周欧英澳日央行议息会议均维持利率不变,英国加息预期升温。美国二季度工人生产率增长超过预期,有助于抑制劳动力成本。乌克兰危机、伊拉克内乱、巴以冲突和利比亚问题牵动全球金融市场的神经。

⑤ 本周宏观事件:关注7月经济增长数据

相关报告

宏观周报《下半年货币政策将加大定向调控力度》——20140804

宏观周报《下半年小微企业融资成本高问题或会有所缓解》——20140728

宏观周报《二季度经济略超预期,下半年稳增长压力仍然较大》——20140721

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

联系人:马书博
电话:010-58568297
邮箱:mashubo@hrsec.com.cn

目录

一、增加再贴现额度以降低融资成本短期效果恐很有限	3
1、增加再贴现额度以降低企业融资成本去年也曾试过	3
2、增加再贴现额度以降低企业融资成本效果有限	3
3、企业融资成本高问题短期难以有效缓解	4
二、短期经济增长：8月上旬保持平稳	5
三、短期通胀：8月上旬食品价格平稳	5
四、货币市场利率：上周短期利率下跌	6
1、上周银行间1天平均利率持续回落，但仍在3%以上	6
2、上周7天同业拆借和债券质押回购平均利率明显回落	6
3、14天同业拆借利率和债券质押回购利率上周降幅较大	7
4、1个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率降幅较大	7
五、重要政策：加快发展生产性服务业促进产业升级	7
六、国际经济：欧英澳日央行均维持利率不变	8
七、本周宏观事件：关注7月经济增长数据	9

央行8月8日表示，当日对部分分支行增加再贴现额度120亿元，要求全部用于支持金融机构扩大“三农”、小微企业信贷投放，促进降低社会融资成本。

我们判断，央行引导信贷资金投放，降低企业融资成本高问题的信号比较明确，但参考去年的经验，在经济企稳融资需求增加的情况下，效果将很有限。

一、增加再贴现额度以降低融资成本短期效果恐很有限

央行8月8日表示，当日对部分分支行增加再贴现额度120亿元，要求全部用于支持金融机构扩大“三农”、小微企业信贷投放，促进降低社会融资成本。我们判断，央行引导降低企业融资成本高问题的信号比较明确，但参考去年的经验，在经济企稳融资需求增加的情况下，短期效果将很有限。

1、增加再贴现额度以降低企业融资成本去年也曾试过

8日央行对部分分支行增加再贴现额度120亿元，要求全部用于支持金融机构扩大“三农”、小微企业信贷投放，引导金融机构扩大对“三农”、小微企业信贷投放，促进降低社会融资成本。

增加再贴现额度并指定用于支持三农、小微企业，具有支持对象明确、额度可控、效率较高的特点，符合用好增量、盘活存量的调控原则，符合精准发力和监测考核简便的等定向调控特点，是降低以这些领域融资成本的一种较好措施。

此次增加再贴现额度，是贯彻落实7月23日国务院常务会议关于多措并举缓解企业融资成本高问题的具体措施。

增加再贴现额度，央行去年也曾试过。2013年中国人民银行网站7月1日的消息，人民银行对部分分支行安排增加再贴现额度120亿元，支持金融机构扩大对小微企业和“三农”的信贷投放。

本次增加再贴现额度，与去年7月如出一辙，目的都是一样的。但这并没有改变实体经济融资难融资贵的问题，自去年下半年以来直到今年二季度，实体经济融资利率持续上升的趋势没有改变。

2、增加再贴现额度以降低企业融资成本效果有限

增加120亿元的再贴现额度比重小。2013年上半年全国再贴现额度为1620亿元，估计今年额度不会少于去年。新增120亿元的再贴现额度，相对于总量比重较小，效果将很有限。从央行“部分分支行”的表述看，额度似乎还有大幅增加的空间。

经验看，去年增加再贴现额度效果一般，并没有解决企业融资成本高的问题。央行二季度《货币政策执行报告》指出，6月金融机构企业贷款加权平均利率比3月总体有所下行，利率下浮比重小幅提高。但是，在货币、信贷和社

融投放比较少的4月和5月，金融机构企业贷款利率上浮比重高于3月，如果算术平均看，二季度企业融资成本明显高于一季度，企业融资成本高的问题仍比较突出。

图表1：2014年1-6月金融机构人民币贷款各利率区间占比(%)

	下浮	基准	上浮					
			小计	(1.0, 1.1]	(1.1, 1.3]	(1.3, 1.5]	(1.5, 2.0]	2.0以上
2013Q1	11.25	24.64	64.11	19.65	24.63	7.97	8.80	3.06
2013Q2	11.67	23.50	64.83	19.36	25.46	8.58	8.58	2.85
2013Q3	10.49	22.86	66.65	19.76	26.99	9.13	8.20	2.57
2013Q4	10.90	24.15	64.95	18.96	25.69	9.13	8.47	2.70
2014Q1	8.04	23.06	68.91	19.11	27.06	10.77	9.13	2.85
2014Q2	7.60	20.66	71.74	20.30	27.77	11.70	9.21	2.77

数据来源：中国人民银行，华融证券。

3、企业融资成本高问题短期难以有效缓解

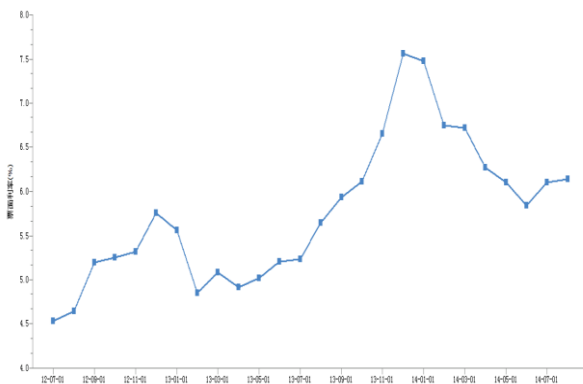
从当前贷款融资、债券融资和理财产品融资三种主要的融资渠道看，企业融资成本高的问题，短期内难以有效缓解。

首先，贷款融资利率下半年易升难降。央行二季度《货币政策执行报告》的数据，6月金融机构企业贷款加权平均利率比3月总体有所下行，从构成看，主要原因票据融资利率明显下行。

6月非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为6.96%，比3月下降0.22个百分点；其中，一般贷款加权平均利率为7.26%，比3月下降0.11个百分点；票据融资加权平均利率为5.51%，比3月下降0.77个百分点。个人住房贷款利率小幅走高，6月份加权平均利率为6.93%，比3月上升0.23个百分点。

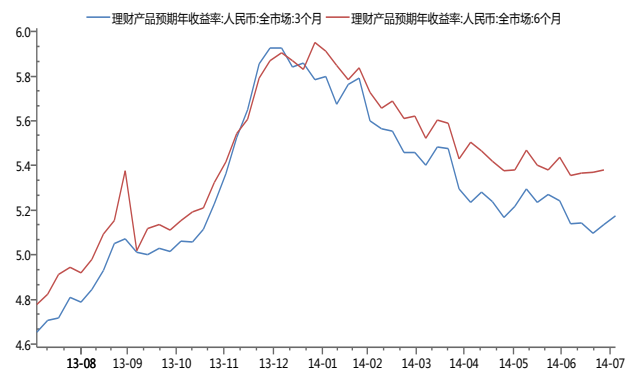
很明显，剔除票据融资，6月企业贷款加权平均利率下行将非常有限。

图表2：中期票据发行利率趋势



数据来源：Wind、华融证券

图表3：理财产品预期年收益率



数据来源：Wind、华融证券

7月以来，票据融资利率出现回升趋势。下半年经济企稳，融资需求增加，票据融资利率难以下行，贷款融资利率甚至还有上升的可能。

其次，从理财产品融资看，理财产品预期年收益率下行有限，但发行量大增，仍推高企业融资成本。

据统计，截止今年5月底，银行发行理财产品余额达13.97万亿元，比去年底多3.76万亿元；而2013年全年，新增理财产品3.11万亿元，去年上半年仅新增1.98万亿元。与此同时，3个月期理财产品预期年收益率6月底比去年底下行0.69个百分点。

因为理财产品发行利率明显高于银行存款，从成本加成看，无疑是理财产品融资成本较高。理财产品增加比重提高，企业融资成本将会提高。

第三，从债券融资看，上半年债券发行规模剧增，企业债券（全部债券发行量减政府债券和金融债券）2.90万亿元，比去年下半年多1.05万亿元，其中3~5月每月发行量都在6000亿元以上，发行利率有所下行。

下半年如果在经济企稳企业融资需求增加情况下，发行规模如果持续增加，发行利率将上行的可能性较大。

因此，下半年在经济企稳、融资需求增加的情况下，无论间接融资还是直接融资，融资利率都易上难下，企业融资成本高的问题短期难以缓解。

二、短期经济增长：8月上旬保持平稳

据商务部的监测，7月28日至8月3日一周，全国36个大中城市流通环节生产资料价格继续回落，连续5周回落。其中，煤炭价格比前一周下降3.2%，钢材和化工产品价格持平，有色金属价格上涨0.8%，橡胶价格上涨1%。

上周环渤海动力煤价格已连续10周下降，环比下降1.43%；南华工业品指数上周下跌0.16%；CRB工业原料现货指数上周下跌0.34%。

8月上旬钢铁价格企稳，其它主要工业原材料价格跌幅明显收窄，预示投资或有所加快。我们判断，8月工业生产增速可能比较平稳，同比增长在9%以上。

三、短期通胀：8月上旬食品价格平稳

上周农产品、菜篮子产品批发价格继续上涨，环比分别上涨0.02%和0.04%。猪肉价格继续上涨，22省市猪肉价格环比上涨3.79%；猪粮比价继续回升，从5.42上升到5.56，环比上涨2.58%。

据商务部监测，7月28日至8月3日一周，全国36个大中城市食用农产品市场价格平稳。食用油价格稳中有降，18种蔬菜平均价格与前一周持平，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，肉类价格有涨有跌，其中猪肉价格上涨 1.1%。

按照上旬的价格趋势，预测 8 月食品价格继续上涨，CPI 同比 2.1% 左右，比 7 月有所回落。

四、货币市场利率：上周短期利率下跌

上周央行公开市场操作净回笼 200 亿元，连续 2 周净回笼，货币市场隔夜、7 天和 14 天同业拆借利率和债券质押回购利率下跌，1 个月期比较稳定。

自 2 月下旬以来，银行间市场利率呈现振荡上行态势，到 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 天平均利率持续回落，但仍在 3% 以上

上周银行间隔夜拆借平均利率和债券回购平均利率持续回落，但仍在 3% 以上。

上周五银行间 1 天同业拆借利率收于 3.0044%，比 8 月 1 日低 0.2414 个百分点；上周平均 3.1056%，比前一周平均低 0.1724 个百分点。

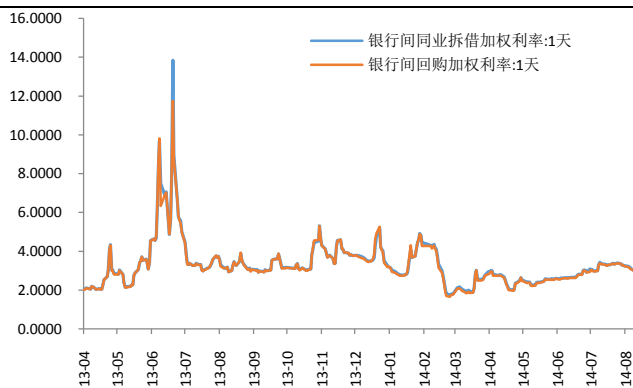
上周五银行间 1 天债券质押回购利率收于 2.9888%，比 8 月 1 日低 0.2141 个百分点；上周平均 3.0739%，比前一周平均低 0.1889 个百分点。

2、上周 7 天同业拆借和债券质押回购平均利率明显回落

上周 7 天同业拆借利率下跌，仅有周四略有反弹，7 天债券质押回购利率 5 天持续回落。

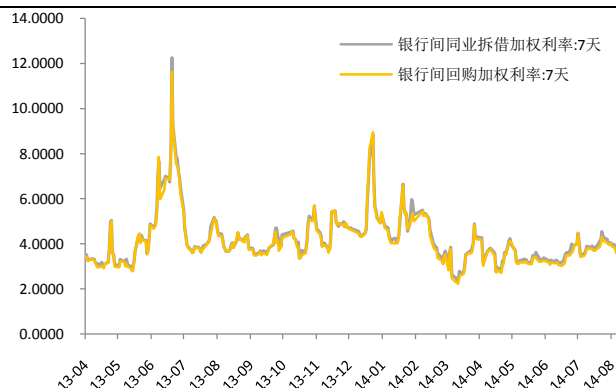
上周五银行间 7 天同业拆借利率收于 3.5592%，比 8 月 1 日低 0.4273 个百分点；上周平均 3.7129%，比前一周平均低 0.3352 个百分点。

图表 4：银行间 1 天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表 5：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天债券质押回购利率收于3.4740%，比8月1日低0.4243个百分点；上周平均3.6010%，比前一周平均低0.3800个百分点。

3、14天同业拆借利率和债券质押回购利率上周降幅较大

上周14天同业拆借利率前4天较稳定，周五跌幅较大；上周债券质押回购利率前三天较平稳，周四和周五跌幅较大。

上周五银行间14天同业拆借利率收于3.7490%，比8月1日低0.3948个百分点；上周平均4.0363%，比前一周平均低0.3521个百分点。

上周五银行间14天债券质押回购利率收于3.6567%，比8月1日低0.6090个百分点；上周平均3.8562%，比前一周平均低0.5473个百分点。

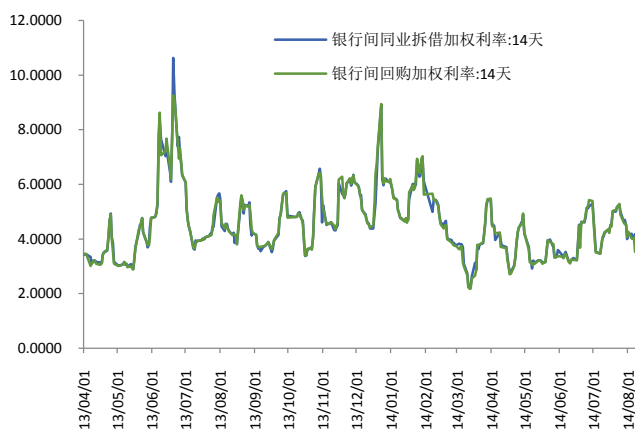
4、1个月期同业拆借利率和债券质押回购平均利率降幅较大

上周1个月期同业拆借利率周一下跌，后4天较平稳，全周总体下跌；债券回购利率周一下跌，周二周三上涨，周四跌，周五上涨，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4.1010%，比8月1日低0.1090个百分点；上周平均4.1054%，比前一周平均低0.1132个百分点。

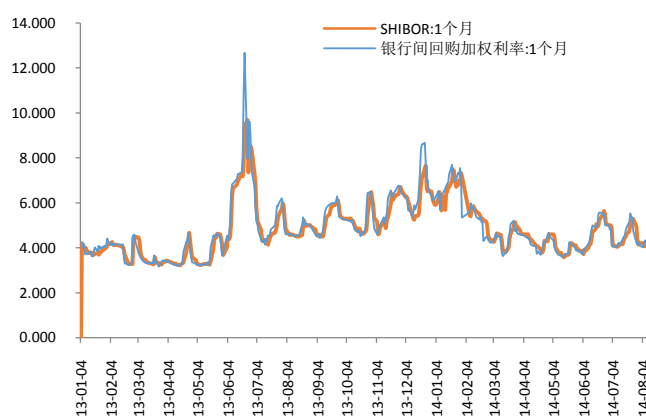
上周五上海银行间1个月期质押回购利率收于4.2820%，比8月1日高0.1986个百分点；上周平均4.1952%，比前一周平均高0.0258个百分点。

图表6：银行间14天加权平均利率



数据来源：Wind、华融证券

图表7：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：加快发展生产性服务业促进产业升级

1、国务院发文加快发展生产性服务业促进产业升级。国务院发布《关于加快发展生产性服务业促进产业结构调整升级的指导意见》指出，现阶段，我国生产性服务业重点发展研发设计、第三方物流、融资租赁、信息技术服务、

节能环保服务、检验检测认证、电子商务、商务咨询、服务外包、售后服务、人力资源服务和品牌建设。

2、国务院发文加强棚户区改造工作。国务院办公厅印发《关于进一步加强棚户区改造工作的通知》，部署有效解决棚户区改造中的困难和问题，进一步加强棚户区改造工作，扎实推进改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村。

3、三部门发文免征新能源汽车车辆购置税9月1日起实施。财政部、国家税务总局、工信部下发《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》，自2014年9月1日至2017年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。

4、确保今年新增光伏发电并网1300万千瓦以上。国家能源局局长吴新雄表示，要努力破解发展难题，进一步促进分布式光伏发电健康发展，确保全年新增光伏发电并网容量1300万千瓦以上。

5、全国37城市松绑限购，“闽八条”重磅出台 全国首个省级救市文件出炉。不完全统计，截止到目前，46个限购城市中，已经有37个城市通过明确发文或官方默认取消“限购”。福建取消限购、降低普通房标准，对房贷进行优惠，比如购买首改房按首套房认定，外地人购房贷款不需提供纳税证明等。

6、上海、重庆、广东国企改革推进。上海国企改革推进，打造公众公司发展混合所有制。重庆国企改革发力，引导各类资本参与改制。广东首批50家国企将开展国资改革试点。

7、WTO上诉机构裁定中国稀土出口政策违规。日内瓦时间8月7日，世界贸易组织(WTO)公布了美国、欧盟、日本诉中国稀土、钨、钼相关产品出口管理措施案上诉机构报告，维持专家组关于中方涉案产品的出口关税、出口配额措施不符合有关世贸规则和中方加入WTO承诺的裁决。

8、网信办发布即时通信工具规定公众号需备案。8月7日，网信办发布《即时通信工具公众信息服务发展管理暂行规定》，即时通信工具服务提供者应当按照“后台实名、前台自愿”的原则，要求即时通信工具服务使用者通过真实身份信息认证后注册账号，未经批准不得发布、转载时政类新闻。

六、国际经济：欧英澳日央行均维持利率不变

上周四，欧洲央行议息会议维持基准利率不变，委员会一致同意如有必要将推出QE或ABS。

英国央行表示目前将维持低利率不变，但围绕英国央行何时加息的争论升温。

澳洲央行表示维持基准利率不变，尽管房价快速上涨，通胀达至澳洲联储目标上限，但由于就业增长仍然疲软，消费者信心脆弱，澳洲联储并不急于加息。

上周五，日本央行货币政策决议表示，一致同意维持利率 0.10% 不变，继续承诺以每年 60-70 万亿日元规模扩大基础货币。

美国二季度工人生产率增长超过预期，有助于抑制劳动力成本。单位劳动力成本攀升 0.6%，低于预期。生产力反弹而劳务成本增速放缓有助于缓解美联储加息压力。

乌克兰危机、伊拉克内乱、巴以冲突和利比亚问题牵动全球金融市场的神经。中东和乌克兰动荡局势推高对安全资产——美国和德国国债的需求，上周美债价格创一个月来最大单周涨幅，德国国债收益率也跌至创纪录历史低位。奥巴马宣布美军战机对伊拉克的伊斯兰国武装分子发动空袭，美国介入伊拉克冲突乱局，增加了避险资产的吸引力，瑞郎和日元应声上涨。

七、本周宏观事件：关注 7 月经济增长数据

8 月 13 日，将公布 7 月投资、消费和工业生产数据。

8 月 13 日，美国将公布 7 月零售数据，15 日，将公布 7 月 PPI 和工业产出数据。

8 月 14 日，将公布 7 月欧元区 CPI 和二季度 GDP 预估数据。

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