

2014.10.23

# 调结构增速下滑，稳增长宽松加码

--2014 年 9 月宏观经济月报



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

## 调结构增速下滑，稳增长宽松加码

——2014 年 9 月宏观经济月报

## 宏观数据一致性预测

| 指标           | 201409A | 201410E |
|--------------|---------|---------|
| GDP: 累计 (%)  | 7.4     | --      |
| GDP: 当季 (%)  | 7.3     | --      |
| CPI (%)      | 1.6     | 1.7     |
| PPI (%)      | -1.8    | -2.0    |
| 社会消费品零售 (%)  | 11.6    | 12.0    |
| 工业增加值 (%)    | 8.0     | 7.6     |
| 出口 (%)       | 15.3    | 12.0    |
| 进口 (%)       | 7.0     | 7.6     |
| 贸易顺差 (亿美元)   | 309.4   | 408.0   |
| 固定资产投资累计 (%) | 16.1    | 16.2    |
| M2 (%)       | 12.9    | 13.0    |
| 人民币贷款增速 (%)  | 13.2    | 13.4    |
| 人民币贷款新增 (亿元) | 8572.0  | 6855.3  |

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 8 月宏观经济月报》--20140919

《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

投资持续回落, 三季度 GDP 增速放缓。居民收入增速放缓, 社会消费增速持续下滑。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。固定资产投资到位资金增速持续下滑, 资金筹集还需定向政策的持续支持。出口持续改善, 后续预期向好。物价涨幅低于预期, 通胀保持在较低水平。需求持续低迷, 出厂价格和购进价格整体跌幅持续扩大。

## 2. 行业运行概况

经济逐步企稳, 但稳增长压力依然较大。绝大多数行业工业增加值保持增长, 但同比增速明显下降。工业企业利润总额增速再度放缓, 行业间分化严重, 部分上游行业亏损严重, 少数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

资金面较为宽松, 正回购利率连续下调。存款偏离度考核更加规范, 存款增速放缓。新增贷款有所恢复, 表外融资继续缩量, 社会融资规模保持低位。信贷投放节奏整体较缓, 后续定向宽松仍将持续, 人民币贷款增速或将回升。融资规模持续扩大, 后续各债券品种发行速度将出现分化。市场交易活跃, 基础利率出现持续回落。

## 4. 政策变动概况

新政持续推出, 完善固定资产加速折旧政策, 促进企业健康发展。推广运用政府和社会资本合作模式, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。进一步做好住房金融服务工作, 支持房地产市场保持稳定。

## 5. 未来宏观经济展望

市场预期仍较乐观, 在前期宽松政策的累积作用下, 四季度经济环比有望提速。从投资、工业增加值及行业盈利情况看, 经济的内部调整还将持续。面对工业产能过剩、房地产供需失衡及地方政府债务扩张等主要矛盾的集中出现, 调结构与稳增长的平衡成为政策调控的关键点。从市场的普遍预期看, 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

### **投资持续回落，三季度 GDP 增速放缓。**

前三季度国内生产总值 41.99 万亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。其中，三季度增长 7.3%，增长率创 22 季度新低。三季度 GDP 季调后环比增长 1.9%，较二季度（2.0%）略有下降，但高一季度（1.5%）。固定资产投资季调后环比增速 0.8%，较 8 月的 1.0% 明显回落。固定资产投资回落以及前期基数较高是导致 GDP 增速下降的重要原因。四季度，随着一大批项目的开工、房贷政策放开以及央行定向宽松货币政策的实施，GDP 环比增速或将回升。

本届政府自上台以来确立了稳中求进、改革创新的工作总基调。稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险是其科学统筹的五个方面。短期来看，随着经济下行压力的加大，稳增长、调结构的形势依然严峻。长期看，只有解决好工业产能过剩、降低房地产泡沫以及完善好去杠杆之后，中国经济才能走上繁荣稳定可持续的道路。

### **居民收入增速放缓，社会消费增速持续下滑。**

前三季度，全国农村居民人均现金收入 8527 元，同比名义增长 11.8%，扣除价格因素实际增长 9.7%，实际增速较上年同期下降 3.9 个百分点。全国城镇居民人均可支配收入 22044 元，同比名义增长 9.3%，扣除价格因素实际增长 6.9%，实际增速较上年同期下降 0.9 个百分点。

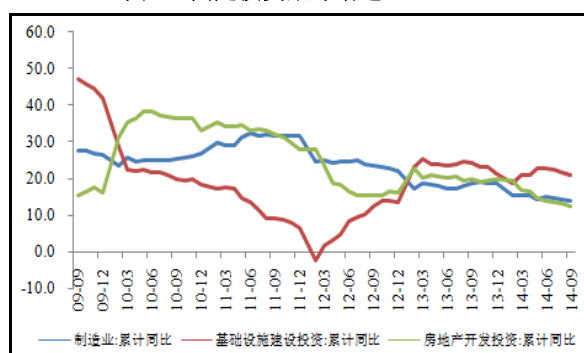
2014 年 9 月份，社会消费品零售总额 2.30 万亿元，同比名义增长 11.6%（扣除价格因素实际增长 10.8%）。其中，限额以上单位消费品零售额 1.16 万亿元，增长 8.5%。1-9 月份，社会消费品零售总额 18.92 万亿元，同比增长 12.0%，增速较上年同期下降 0.9 个百分点。其中，限额以上单位网上零售额 2888 亿元，增长 54.8%。网络消费成为消费增长的亮点。9 月份的数据显示，消费增速出现继续下降。在宏观经济增速放缓，居民收入增速下降，叠加大力倡导例行节俭的社会背景下，内需动力仍将不足，预计社会消费品零售总额的增速将继续保持在低位。

### **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，导致固定资产投资增速同比大幅下降。**

2014 年 1-9 月份，全国固定资产投资（不含农户）35.76 万亿元，同比增长 16.1%，增速比 1-8 月份回落 0.4 个百分点，增幅较上年同期下降 4.1 个百分点。工业投资 14.73

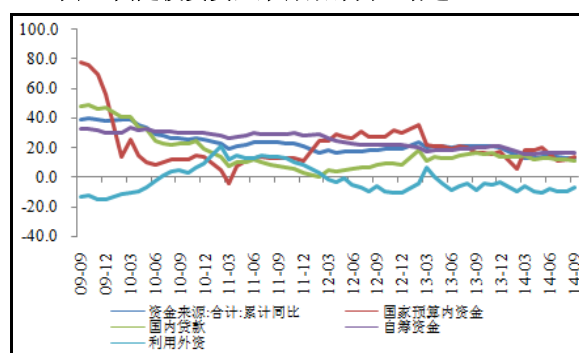
亿元，同比增长 13.5%，增速与 1-8 月份持平。其中，采矿业投资 1.01 万亿元，增长 3.6%，增速比 1-8 月份回落 0.3 个百分点，增幅较上年同期下降 7.5 个百分点；制造业投资 12.11 万亿元，同比增长 13.8%，增速比 1-8 月份回落 0.3 个百分点，增幅较上年同期下降 4.7 个百分点。基础设施投资 7.71 万亿元，同比增长 21.0%，增速比 1-8 月份回落 0.6 个百分点，增幅较上年同期下降 3.3 个百分点。全国房地产开发投资 6.88 万亿元，同比增长 12.5%，增速比 1-8 月份回落 0.7 个百分点，增幅较上年同期下降 7.2 个百分点。据测算 1-9 月份制造业投资、基础设施建设和投资及房地产投资增速回落分别影响全部固定资产投资增速回落 1.6 个、0.7 个和 1.4 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持续下滑，资金筹集还需定向政策的持续支持。

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（1-9 月商品房销售面积累计同比下降 8.6%），库存大幅上升（9 月底商品房待售面积同比增长 28.0%），市场降温明显，导致房地产开发企业投资趋于谨慎。同时，地方财政收入增速放缓（1-9 月份地方本级财政收入 5.68 万亿元，同比增长 10.1%，增速较去年同期下降 2.6 个百分点）、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。1-9 月份，固定资产投资到位资金 39.11 万亿元，同比增长 12.4%，增速比 1-8 月份回落 0.4 个百分点。其中，国家预算资金增长 14.1%，增速比 1-8 月份上升 1.9 个百分点；国内贷款增长 11.2%，增速回落 1.4 个百分点；自筹资金增长 16.1%，增速回落 0.5 个百分点；利用外资下降 7.0%，降幅缩小 3.1 个百分点；其他资金下降 3.0%，降幅扩大 0.3 个百分点。

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。资金将成为稳增长的关键约束之一。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。宽松政策

的配合成为当前政府工作的重点。除前期政府部门在基础设施和棚户区及保障房建设方面出台的一系列投资规划之外，9月份，中央政府部门还推出了完善加速固定资产折旧政策、推广运用政府和社会资本合作模式（PPP模式）以及放松商品房贷款等一系列的全国性政策。同时，中央银行还配合进行了规模较大的常备借贷便利操作增加银行放贷能力以及下调了正回购利率以引导融资成本下降。预计后续有关增加信贷和拓宽筹资渠道的政策还将持续推出。

### **出口持续改善，后续预期向好。**

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，进口大幅增长，导致外贸数据超预期。2014年1-9月份，中国进出口总值19.42万亿元，同比增长1.8%。其中，出口10.42万亿元，增长3.6%；进口9.00万亿元，下降0.1%；贸易顺差1.42万亿元，同比扩大34.84%。9月份，中国进出口总值2.44万亿元，同比增长11.2%。其中，出口1.32万亿元，增长15.1%；进口1.13万亿元，增长6.9%；贸易顺差1901亿元，同比扩大105.6%。9月份进口大幅超过预期，在内需疲弱的当下，持续性还有待观察。9月份对港出口同比上升34.0%，环比上升31.9个百分点。异常的数据与过去几个月人民币汇率的升势趋势显示热钱流入可能依然是出口大幅增长的重要因素。

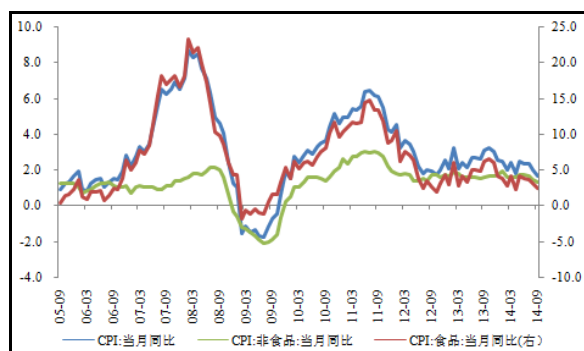
2014年9月份，中国外贸出口先导指数为43.3，环比提升1.4。三季度，该指数平均值为42.6，环比上升0.5。预计四季度出口将延续持续改善的态势，但由于去年基数较高，增速或将有所降低。

### **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1-9月份全国居民消费价格指数（CPI）较去年同期上涨2.2%。9月份当月，受翘尾因素大幅下降以及非食品价格涨幅的下降，CPI同比上涨1.6%，创56个月新低，低于市场预期。其中，食品价格上涨2.3%，非食品价格上涨1.3%；消费品价格上涨1.4%，服务价格上涨2.3%。9月份CPI环比上涨0.5%，其中食品价格上涨0.8%，非食品价格上涨0.3%；消费品价格上涨0.5%，服务价格上涨0.4%。在9月份1.6%的CPI同比涨幅中，翘尾因素约为0.3个百分点（较8月下降0.8个百分点），新涨价因素约为1.3个百分点。

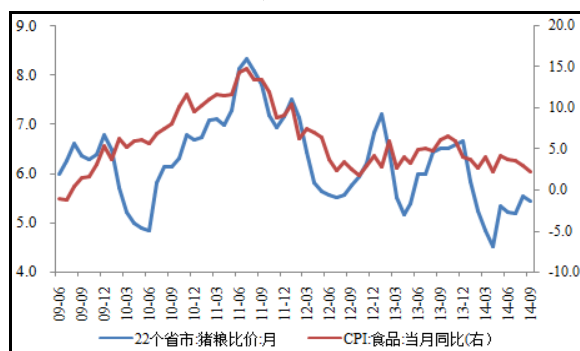


图3 CPI走势(%)



资料来源：Wind 资讯

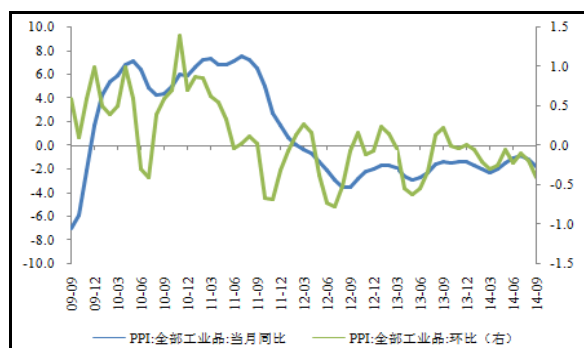
图4 猪粮比与CPI(%)



资料来源：Wind 资讯

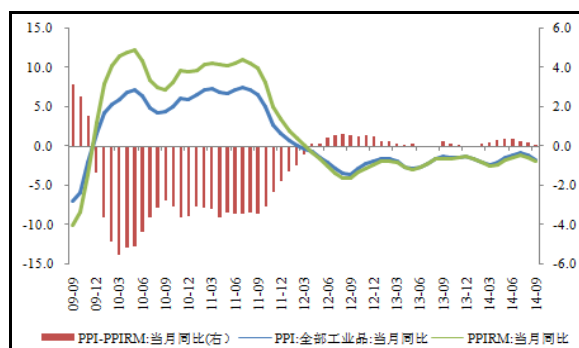
尽管9月份CPI同比涨幅回落，但环比涨幅却明显扩大。其中部分消费品和服务价格上涨较多，如鲜果、蛋、鸡肉的价格分别上涨16.7%、12.9%和10.4%，而家庭服务价格也上涨9.0%。四季度，随着天气转凉，鲜菜供应逐渐紧张以及肉类消费的增加，CPI后续上升的动力将继续积累。经济增速趋缓的背景下，新涨价因素不会明显上升，且翘尾因素后续处于低位，预期四季度CPI涨幅不大，全年CPI或将在2.2%至2.3%之间。

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，需求持续低迷，出厂价格和购进价格整体跌幅持续扩大。

2014年1-9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%。9月份当月，PPI同比下降1.8%，降幅创5个月新高，其中生产资料价格同比下降2.4%，生活资料价格同比上涨0.1%。PPI环比下降0.4%，其中生产资料价格环比下降0.5%，生活资料价格环比持平。PPIRM同比下降1.9%，其中黑色金属材料类价格同比下降6.1%，燃料动力类价格下降2.8%，有色金属材料类价格下降1.5%、纺织原料类价格均下降1.4%，建筑材料类价格下降0.7%，农副产品类价格下降0.1%。PPIRM环比下降0.4%。经济增速下滑的压力明显，

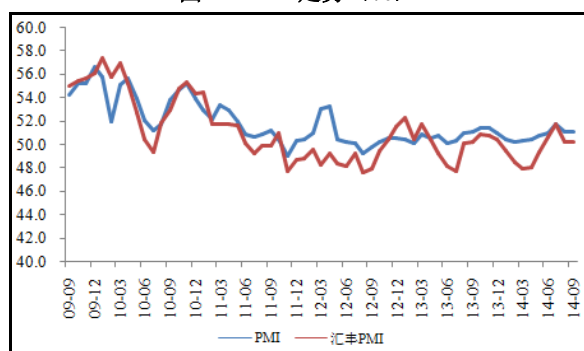
近期成品油、煤炭、铁矿石、钢材价格均出现回落，导致 PPI 出现连续第 31 个月的负增长。产能过剩严重，需求持续低迷，年内 PPI 恐还将持续为负值。

## 2、行业运行概况

经济逐步企稳，市场预期仍较乐观，但稳增长压力依然较大。

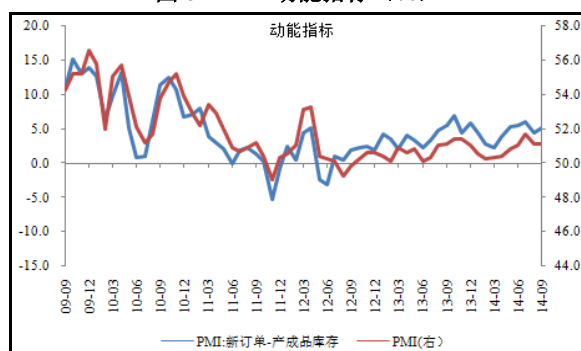
2014 年 9 月份中国制造业 PMI 为 51.1%，与上月持平，显示出逐步企稳迹象。9 月份，分项指数中生产指数和代表市场需求的新订单指数出现差异。其中生产指数为 53.6%，比上月回升 0.4 个百分点；新订单指数为 52.2%，比上月下降 0.3 个百分点。9 月新出口订单指数为 50.2%，比上月回升 0.2 个百分点，显示出口形势略有改善。在 9 月份 PMI 的分项指标中，主要原材料购进价格指数继续下跌至 47.4%，比上月大幅回落 1.9 个百分点，与 PPIRM 的回落一致，显示上游产能过剩产业的经营情况出现恶化。2014 年以来，中国制造业采购经理人指数（PMI）保持在 50% 荣枯线以上的扩张区域内。9 月份生产经营活动预期指数为 56.0%，显示企业对市场走势预期较为乐观。然而，从业人员 PMI 指数为 48.2%，已经持续 28 个月低于荣枯线，稳增长压力依然较大。

图 7 PMI 走势 (%)



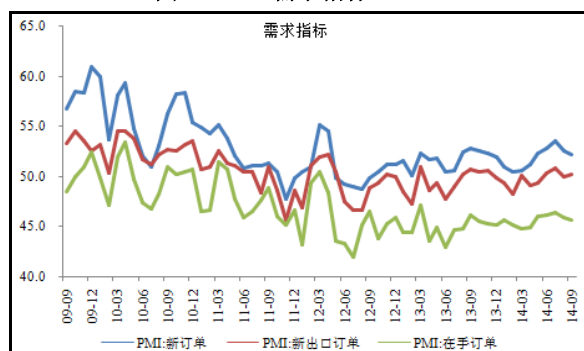
资料来源：Wind 资讯

图 8 PMI 动能指标 (%)



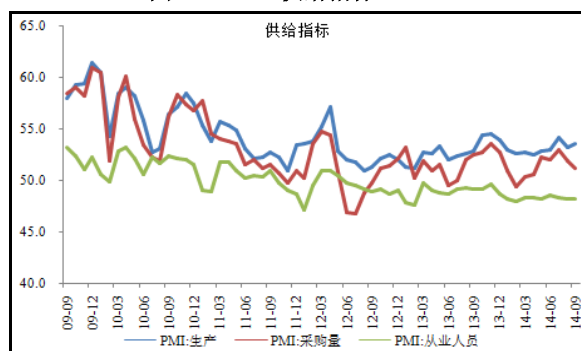
资料来源：Wind 资讯

图 9 PMI 需求指标 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 10 PMI 供给指标 (%)

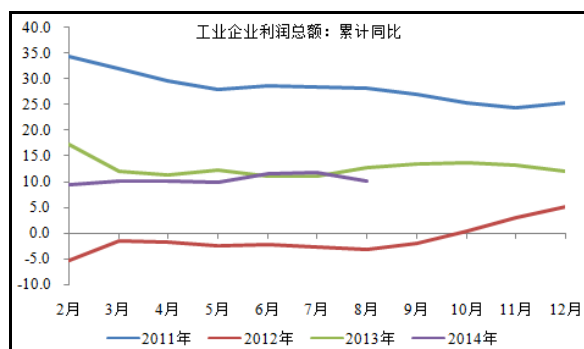


资料来源：Wind 资讯

绝大部分行业工业增加值保持增长，但总同比增速明显下降。

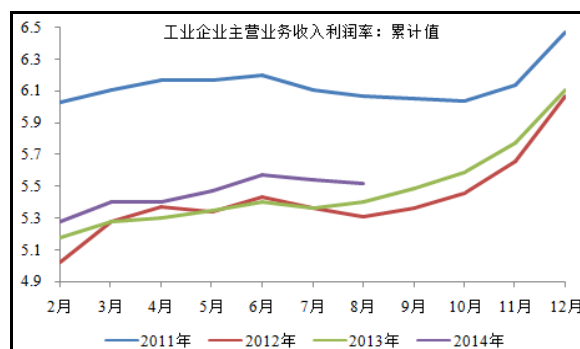
2014 年 9 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 8.0%，比 8 月份回升 1.9 个百分点。从环比看，9 月份比上月增长 0.9%。分行业看，9 月份，41 个大类行业中有 40 个行业增加值保持同比增长。1-9 月份，规模以上工业增加值同比增长 8.5%，增速较上年同期下降 1.1 个百分点。

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 (%)



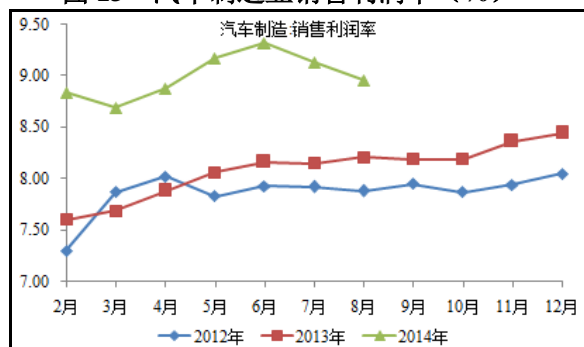
资料来源：Wind 资讯

工业企业利润总额增速再度放缓，行业间分化严重，部分上游行业亏损严重，少数下游消费类行业增长明显。

2014 年 1-8 月份工业企业利润总额累计同比增长 10.00%，增速较上年同期下降 0.78 个百分点。分行业看，1-8 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（-46.06%）、开采辅助活动（-7.30%）、有色金属矿采选业（-9.41%）、其他采矿业（-12.69%）、黑色金属矿采选业（-9.83%）；利润总额累计同比增长在 25% 以上的行业有 5 个，分别是石油加工、炼焦及核燃料加工业（54.73%）、铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（37.74%）、水的生产和供应业（32.53%）、金属制品、机械和设备修理业（28.27%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（25.99%）。矿产资源开发类行业的亏损较为严重，而部分消费类行业表现相对较好。与 2014 年 1-7 月份数据相比，41 个行业利润总额中的 29 个出现了增速放缓，其中前期表现较好的汽车制造（22.65%）和黑色金属冶炼及压延加工业（18.23%）利润总额增速分别下降了 4.02 个和 8.30 个百分点。

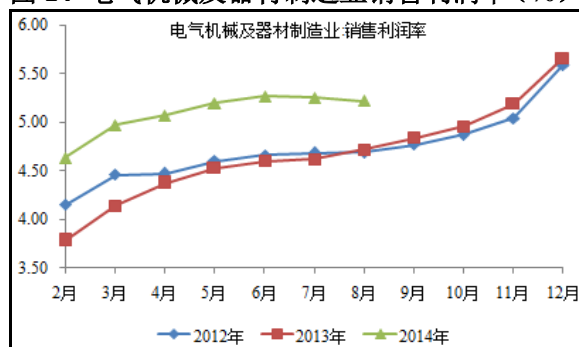


图 13 汽车制造业销售利润率 (%)



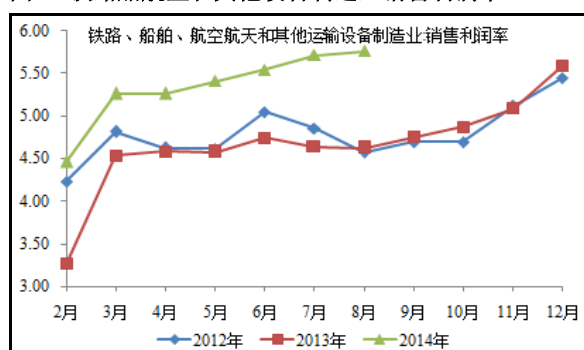
资料来源: Wind 资讯

图 14 电气机械及器材制造业销售利润率 (%)



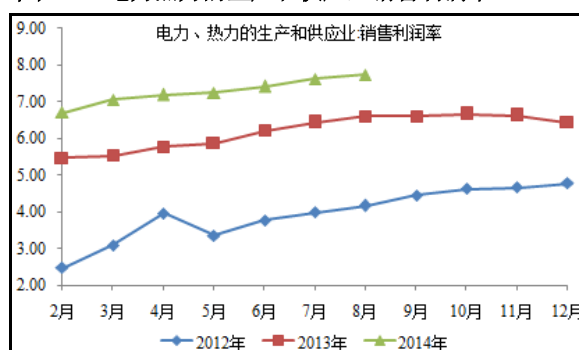
资料来源: Wind 资讯

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，四季度利润率或将回升。

2014年1-8月份工业企业主营业务收入利润率为5.52%，较上年同期上升0.12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，2014年1-8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月以来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。从历史数据看，随着年底的临近，企业将加速收入和回款的确认，四季度大部分行业的销售利润率环比将有所回升。

从近3年的利润率走势看，产能过剩导致上游原料供给过剩的状况还在不断恶化，从而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

**资金面较为宽松，正回购利率连续下调。**

2014 年 9 月份，央行公开市场操作投放资金 1330 亿元，回笼资金 1390 亿元，净回笼资金 60 亿元，净投放量较上月减少 540 亿元。2014 年 1-9 月份，央行累计净投放资金 180 亿元。

正回购利率连续下调。9 月 18 日，央行将 14 天期正回购中标利率下调至 3.5%。10 月 14 日，央行再次将 14 天期正回购中标利率下调至 3.4%。这一利率年内已经四次下调，其中三次集中在最近的三个月内，分别为 7 月 31 日、9 月 18 日和 10 月 14 日，下调幅度则分别为 0.1、0.2 和 0.1 个百分点。央行持续向市场释放引导资金价格下降信号，引导市场融资成本降低的目的较为明显。目前 CPI 持续下行，实际利率有所上升，若经济下滑趋势持续，后续正回购利率依然存在下调的可能。

**存款偏离度考核更加规范，存款增速放缓。**

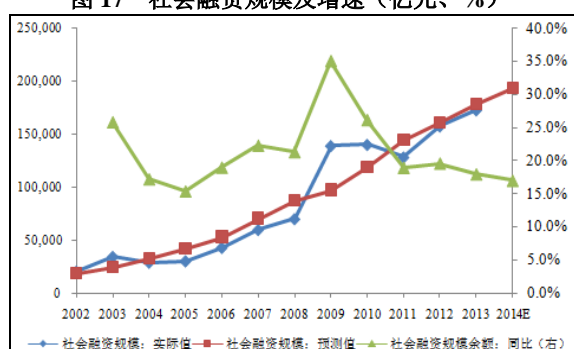
2014 年 9 月末，广义货币（M2）余额为 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，增速分别比上月末高 0.1 个百分点，比去年同期低 1.3 个百分点。9 月份银监会、财政部、人民银行联合发布并实施了《关于加强商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》，规定商业银行月末存款偏离度不得超过 3%。受其影响，银行业存款在季（月）末冲时点的现象得到了有效遏制。9 月末，本外币存款余额 116.38 万亿元，同比增长 10.0%。人民币存款余额 112.66 万亿元，同比增长 9.3%，增速分别比上月末和去年同期低 0.8 个和 5.3 个百分点。当月人民币存款增加 9243 亿元，同比少增 7025 亿元。其中，住户存款增加 9405 亿元，非金融企业存款减少 1041 亿元，财政性存款减少 3137 亿元。9 月末外币存款余额 6053 亿美元，同比增长 34.9%，当月外币存款减少 188 亿美元。

**新增贷款有所恢复，表外融资继续缩量，社会融资规模保持低位。**

2014 年 9 月份社会融资规模增量为 10500 亿元，比上月多 926 亿元，比去年同期减少 3620 亿元。社会融资余额增速从上月 15.2% 回落至 14.7%。9 月份，新增人民币

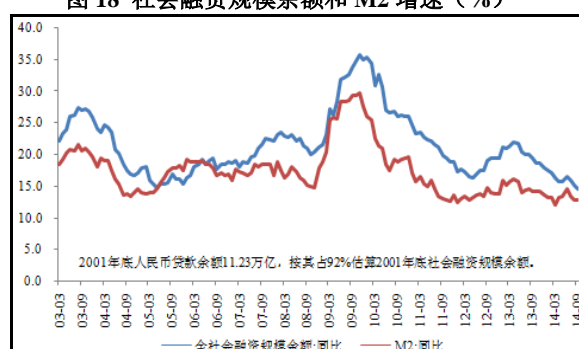
贷款增加 8572 亿元，新增信托贷款减少 326 亿元，未贴现银行承兑汇票减少 1407 亿元。近年来，商业银行普遍面临资本约束强化、信贷约束趋紧、流动性压力增大、监管指标体系趋严的压力。具有横跨信贷市场、货币市场和资本市场特质的同业业务重要性持续得到提升。受前期陆续暴露的信托风险以及央行和银监会等部门发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）以及《关于规范商业银行同业业务治理的通知》（140 号文）对同业非标业务规范的影响，金融机构风险偏好回落，对表外融资更加谨慎，表外融资规模持续减少。不过，表外融资的减少也部分转移至表内，这对于缩短融资链，降低融资成本起到了一定的作用。

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

**信贷投放节奏整体较缓，后续定向宽松仍将持续，人民币贷款增速或将回升。**

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。9 月份的社会融资规模数据有所反弹，但依然低于去年同期水平。2014 年 1-9 月，社会融资规模累计为 12.84 万亿元，较上年同期减少 1.12 万亿元。9 月底，人民币贷款余额为 79.58 万亿元，同比增长 13.2%（低于 8 月底的 13.3%），增速较上年同期下降 1.1 个百分点。

9 月份央行对五大行实施 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。本报告撰写过程中，市场传闻称，多家股份制商业银行将通过常备借贷便利工具(SLF)获得流动性支持，共计金额约 3000 亿元。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。

从物价水平、固定资产投资、工业增加值等经济数据看，后续加大信贷支持的预期较为强烈。预计未来信贷总体仍将会保持平稳增长，10 月份人民币贷款增速较 9

月份将有所上升。

### **融资规模持续扩大，后续债券品种及融资效率将出现分化。**

2014 年 1-9 月份，债券总发行量为 8.89 万亿元，净融资额为 4.44 万亿元，同比分别增长 25.72% 和 51.56%，分别占到 2013 年全年的 98.3% 和 116.2%。其中，企业债融资规模增加 5294.16 亿元，占 2013 年增加额的 129.80%；定向融资工具融资规模增加 5680.76 亿元，占 2013 年融资规模的 116.76%；短期融资券融资规模增加 3414.00 亿元，占 2013 年增加额的 259.18%；中期票据融资规模增加 2304.89 亿元，占 2013 年增加额的 46.82%。

随着债务规模的扩大以及债务风险的陆续积累和暴露，政府及机构加强了对债券市场的规范和管理。9 月 21 日，国务院办公厅印发了《关于加强地方政府性债务管理的意见》，意见从规范地方政府举债融资、控制地方举债规模、防范地方债务风险、完善配套制度以及妥善处理存量债务和在建项目后续融资等多方面做出部署。9 月 26 日，国家发改委财金司发布了《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，提出通过严格规范发债准入、加强债券存续期监管、强化偿债保障以及规范和约束承销商、信用评级机构行为等措施，形成系统化的风险防范政策体系。相关政策的出台对于各债券品种发行速度将产生较大的影响。

### **市场交易活跃，基础利率出现持续回落。**

2014 年 9 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 29.59 万亿元，日均成交 1.41 万亿元，日均成交比去年同期增长 58.23%。前三季度，银行间人民币市场以拆借、现券和债券回购方式合计成交 213.22 万亿元，日均成交 1.13 万亿元，日均成交同比增长 16.9%。9 月份，基础利率出现连续第 2 个月的回落，当月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 2.97% 和 2.93%，分别比上月低 0.20 个和 0.18 个百分点，分别比去年同期低 0.50 个和 0.56 个百分点。

## **4、政策变动概况**

### **完善固定资产加速折旧政策，促进企业健康发展。**

国务院总理李克强 9 月 24 日主持召开国务院常务会议，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。会议确定，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，促进扩大高技术产品进口。根据实施情况，适时扩大政策适用的行业范围。短期内，加速固定资产折旧政策的实施将有利于稳定经济增长；长期看，该政策将有利于降低企业税负、改善企业现金流，进而起到鼓励创新、改善投资、推动产业结构升级的作用。

### **推广运用政府和社会资本合作模式，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。**

财政部 9 月 23 日下发《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，明确将推广运用政府和社会资本合作模式（PPP），并在全国范围开展项目示范。通知要求要开展项目示范，在全国范围内选择一批以“使用者付费”为基础的项目进行示范，重点关注城市基础设施及公共服务领域，如城市供水、供暖、供气、污水和垃圾处理、保障性安居工程、地下综合管廊、轨道交通、医疗和养老服务设施等，优先选择收费定价机制透明、有稳定现金流的项目。通知指出 PPP 的实质是政府购买服务，PPP 通常模式是由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报。大规模的政府投资造成产能过剩、环境污染、地方政府债务增加等问题，因此不能完全依赖公共财政资金进行大规模投资，而 PPP 模式正是要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用。

### **进一步做好住房金融服务工作，支持房地产市场保持稳定。**

中国人民银行和银监会于 9 月 29 日联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》从四个方面提出了对房地产市场金融支持的政策。通知明确对于首套住房、依旧按先前政策基调不变，对于贷款购买首套自住房的家庭、贷款首付比例为 30%，



利率下限为基准利率的 0.7 倍，具体由金融机构自主确定；对于改善性需求实行认贷不认房，已结清房贷家庭购买二套房享受首套房政策；第三套房以上首付比例和按揭利率由银行自主决定，允许还清购房贷款购房者再次申请购房贷款。另外，新政还鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券（MBS）、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金，专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。新政的实施将增强各金融机构个人住房贷款投放能力，给地产市场带来流动性，对地产业和银行业产生积极影响。

## 5、未来宏观经济展望

第三季度的宏观数据整体表现不佳，在前期宽松政策的累积作用下，四季度经济环比有望提速。

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的重点。同时，随着各地陆续放松商品房限购以及央行放松商品房贷款条件，房地产及相关领域下滑的表现有望部分缓解。

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将是推动基础设施建设投资类企业债券的重点方向。同时，受最新的《关于加强地方政府性债务管理的意见》以及《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》出台的影响，城投债的发行速度将有所放缓，预计 2015 年地方政府债的发行工作将在进一步规范的基础上，扩大发行范围及发行规模。

整体看，在前期宽松政策的累积作用下，四季度经济环比有望提速。从投资、工业增加值及行业盈利情况看，经济的内部调整还将持续。面对工业产能过剩、房地产供需失衡及地方政府债务扩张等主要矛盾的集中出现，调结构与稳增长的平衡成为政策调控的关键点。从市场的普遍预期看，后续增加定向宽松及定向微刺激的可能性依然较大。