

2014.11.19

工业盈利表现低迷，基建投资审批加速

--2014 年 10 月宏观经济月报



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

工业盈利表现低迷，基建投资审批加速

——2014 年 10 月宏观经济月报

宏观数据一致性预测

指标	201410A	201411E
CPI (%)	1.6	1.7
PPI(%)	-2.2	-1.6
社会消费品零售 (%)	11.5	11.4
工业增加值 (%)	7.7	7.6
出口 (%)	11.6	10.2
进口 (%)	4.6	5.1
贸易顺差 (亿美元)	454.1	456.5
固定资产投资累计 (%)	15.9	14.9
M2(%)	12.6	12.7
人民币贷款增速 (%)	13.2	13.2
人民币贷款新增 (亿元)	5483.0	6666.7

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 9 月宏观经济月报》--20141023

《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

社会消费增速持续下滑，促消费增长政策陆续推出。固定资产投资增速同比大幅下降。基建投资持续增加，房地产稳定政策推陈出新，但固定资产投资到位资金增速持续下滑。出口有所改善，进口低于预期，完成全年进出口目标难度较大。食品价格涨幅回落，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不断扩大。

2. 行业运行概况

经济增速低位徘徊，企业经营分化明显，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大面积放缓，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，行业利润率走势分化持续，年底收益的加速确认或将推动四季度利润率季节性回升。

3. 货币与信贷市场概况

资金面较为宽松，正回购利率保持低位。存款季节性减少，M2 增速放缓。银行不良贷款率创新高，新增贷款低于预期，表外融资继续缩量，社会融资规模保持低位。信贷投放节奏整体放缓，为稳增长后续人民币贷款增速将保持平稳。债券融资规模持续扩大，融资成本大幅下降，后续债券品种及融资效率将出现分化。市场交易活跃，基础利率继续回落。

4. 政策变动概况

十八届四中全会举行，依法治国为全面深化改革提供制度保障。法治的全面深入推行，将大大降低交易成本，提高经济效益。地方政府存量债务甄别办法出台，存量城投债可能存在全部纳入政府性债务、全部未纳入政府性债务、部分纳入政府性债务等多种情况，对存量城投债信用风险带来不同的影响。

5. 未来宏观经济展望

从 10 月份投资、工业增加值及行业盈利情况看，经济的内部调整还将持续。11 月份，受 APEC 会议期间华北地区大面积停产限产的影响，预计当月宏观数据整体表现亦难以乐观。随着年末项目投资审批的加快，后续配套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

社会消费增速持续下滑，促消费增长政策陆续推出。

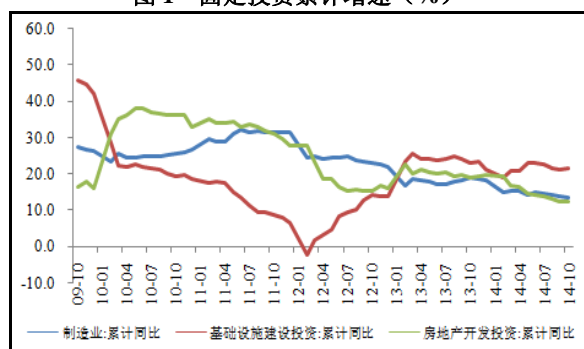
2014 年 10 月份，社会消费品零售总额 2.40 万亿元，同比名义增长 11.5%（扣除价格因素实际增长 10.8%）。其中，限额以上单位消费品零售额 1.17 万亿元，增长 8.3%。1-10 月份，社会消费品零售总额 21.31 万亿元，同比增长 12.0%，增速较上年同期下降 1.0 个百分点。其中，限额以上单位网上零售额 3307 亿元，增长 55.6%。网络消费成为消费增长的亮点。同比数据显示，消费增速已经连续 5 个月出现下降。在宏观经济增速放缓，居民收入增速下降，内需动力仍将不足，预计社会消费品零售总额的增速将继续保持在低位。

面对经济增速下行的压力，政府推出了较大力度的促进消费政策。2014 年 10 月 20 日，国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，指出发展体育事业和产业有利于满足人民群众多样化的体育需求、保障和改善民生，有利于扩大内需、增加就业、培育新的经济增长点。10 月 28 日，国务院发布《关于加快科技服务业发展的若干意见》，指出加快科技服务业发展，是推动科技创新和科技成果转化、促进科技经济深度融合的客观要求，是调整优化产业结构、培育新经济增长点的重要举措。10 月 29 日召开的国务院常务会议要求重点推进 6 大领域消费。一是扩大移动互联网、物联网等信息消费，提升宽带速度，支持网购发展和农村电商配送。加快健康医疗、企业监管等大数据应用。二是促进绿色消费，推广节能产品，对建设城市停车、新能源汽车充电设施较多的给予奖励。三是稳定住房消费，加强保障房建设，放宽提取公积金支付房租条件。四是升级旅游休闲消费，落实职工带薪休假制度，实施乡村旅游富民等工程，建设自驾车、房车营地。五是提升教育文体消费，完善民办学校收费政策，扩大中外合作办学。六是鼓励养老健康家政消费，探索建立产业基金等发展养老服务，制定支持民间资本投资养老服务的税收政策，民办医疗机构用水用电用热与公办机构同价。用更好的产品与服务，让人们放心消费、享受生活。宏观数据疲弱及消费数据下行给消费领域改革带来较大的动力，随着促进消费增长，优化经济结构的日益重视，预计后续消费领域的配套改革和刺激政策还将持续展开。

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

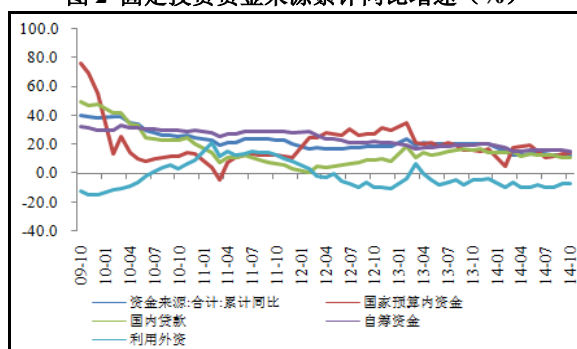
2014 年 1-10 月份，全国固定资产投资（不含农户）40.62 万亿元，同比增长 15.9%，增速比 1-9 月份回落 0.2 个百分点，增幅较上年同期下降 4.2 个百分点。工业投资 16.70 亿元，同比增长 13.1%，增速比 1-9 月份回落 0.4 个百分点。其中，采矿业投资 1.15 万亿元，增长 2.2%，增速比 1-9 月份回落 1.4 个百分点，增幅较上年同期下降 10.1 个百分点；制造业投资 13.70 万亿元，同比增长 13.5%，增速比 1-9 月份回落 0.3 个百分点，增幅较上年同期下降 5.6 个百分点。基础设施投资 8.85 万亿元，同比增长 21.4%，增速比 1-9 月份回升 0.4 个百分点，增幅较上年同期下降 1.8 个百分点；全国房地产开发投资 7.72 万亿元，同比增长 12.4%，增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点，增幅较上年同期下降 6.8 个百分点。据测算 1-10 月份制造业投资、基础设施建设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 1.9 个、0.4 个和 1.3 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

基建投资持续增加，房地产稳定政策推陈出新，但固定资产投资到位资金增速持续下滑。

在投资增速大幅下降带动 GDP 下行的背景下，政府的稳增长措施也在不断加码。在 10 月 16 日到 11 月 5 日，国家发改委先后批复了 16 条铁路和 5 个机场共 21 个基建项目，项目总投资达 6933.74 亿元。目前，今年计划的 64 个新开工项目已全部批复，年底前可全部开工，预计全年铁路投资总额将远超目标的 8000 亿元，可能达到 1.2 万亿。除基建投资增加外，房地产的稳定政策也不断推出。继各地限购政策松绑、央行“9.30”新政后，目前住房公积金政策的松绑正在全国各地铺开。据不完全统计，今年全国已有超过 30 个城市调整公积金政策，除极个别外，绝大多数是趋向宽松，例如降低首付、提高额度、放宽二套房认定、允许异地互贷等。

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（1-10 月商品房销售面积累计同比下降 7.8%），库存大幅上升（10 月底商品房待售面积同比增长 28.4%），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（1-10 月份地方本级财政收入 6.34 万亿元，同比增长 9.8%，增速较去年同期下降 3.2 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。1-10 月份，固定资产投资到位资金 43.91 万亿元，同比增长 12.4%，增速与 1-9 月份持平，但大幅低于去年同期的 20.2%。其中，国家预算资金增长 14.3%，增速比 1-9 月份上升 0.2 个百分点；国内贷款增长 11.2%，增速与 1-9 月份持平；自筹资金增长 16.0%，增速回落 0.1 个百分点；利用外资下降 7.1%，降幅扩大 0.1 个百分点；其他资金下降 3.4%，降幅扩大 0.4 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。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，10 月份以来相关部门也加快了重大轨道交通项目的审批。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，各地方政府也陆续放松了公积金贷款条件。同时，9 月份以来中央银行还配合进行了规模较大的中期借贷便利操作（MLF）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措施还将持续推出。

出口有所改善，进口低于预期，完成全年进出口目标难度较大。

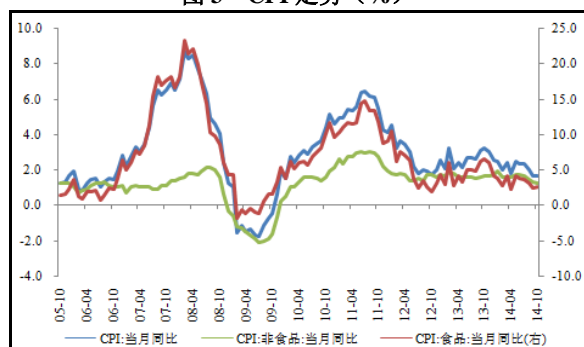
欧美经济复苏推动了外需走强，加上国家出台的一系列外贸稳增长举措，并且着力于抓落实，出口表现良好。2014 年 1-10 月份，中国进出口总值 21.69 万亿元，同比增长 2.5%。其中，出口 11.69 万亿元，增长 4.4%；进口 9.99 万亿元，增长 0.3%；贸易顺差 1.70 万亿元，同比扩大 36.5%。10 月份，中国进出口总值 2.27 万亿元，同比增长 8.4%。其中，出口 1.27 万亿元，增长 11.5%；进口 0.99 万亿元，增长 4.6%；贸易顺差 2787 亿元，同比扩大 45.1%。出口方面，10 月份中国对美国和欧元区出口同比分别增长 10.9% 和 4.1%；进口方面，外需良好带动加工贸易进口同比增长 24.0%，成为进口增长的主要动力，内需偏弱导致一般贸易进口同比下降 3.7%，同时中国对于

铁矿石、原油等商品的进口因其价格疲弱而增长，但受大宗商品价格下跌的拖累，进口金额增速明显下行。2014 年 10 月份，中国外贸出口先导指数为 41.7%，环比回落 1.6 个百分点。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，增速或将保持低迷，全年完成进出口 7.5% 的目标较为困难。从长期来看，进口低迷将不利于出口增长和经济开放度的提升。为提升进口增速和进口质量，国务院办公厅于 11 月 6 日发布了《关于加强进口的若干意见》，提出八大措施，鼓励先进技术设备和关键零部件进口，以及知识、技术密集型生产性服务进口和旅游进口。后续政策的细化和落实可期，或将为明年的进口形势带来改善。

消费者物价水平方面，食品价格涨幅回落，通胀保持在较低水平。

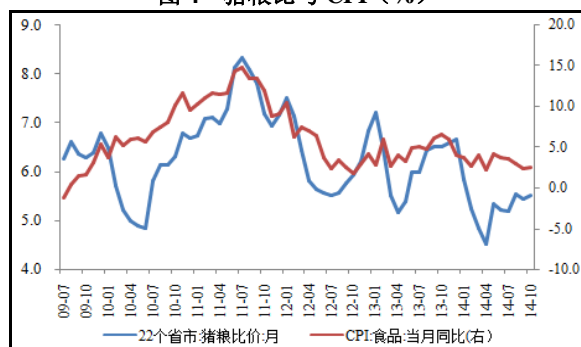
2014 年 1-10 月份全国居民消费价格指数（CPI）较去年同期上涨 2.1%。10 月份当月，CPI 同比仅上涨 1.6%，依然处于近 5 年的低位。其中，食品价格上涨 2.5%，非食品价格上涨 1.2%；消费品价格上涨 1.4%，服务价格上涨 2.0%。10 月份 CPI 环比持平，其中食品价格下降 0.2%，非食品价格上涨 0.2%；消费品价格持平，服务价格上涨 0.1%。在 10 月份 1.6% 的 CPI 同比涨幅中，翘尾因素约为 0.2 个百分点（较 9 月下降 0.1 个百分点），新涨价因素约为 1.4 个百分点。

图 3 CPI 走势 (%)



资料来源：Wind 资讯

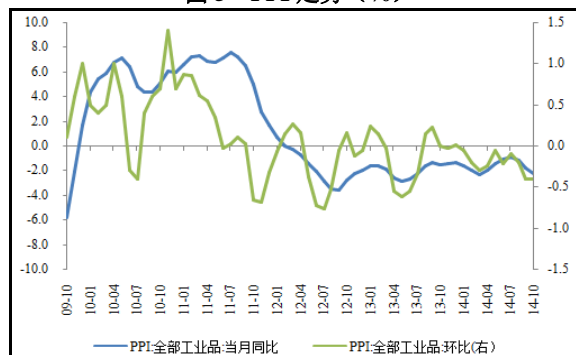
图 4 猪粮比与 CPI (%)



资料来源：Wind 资讯

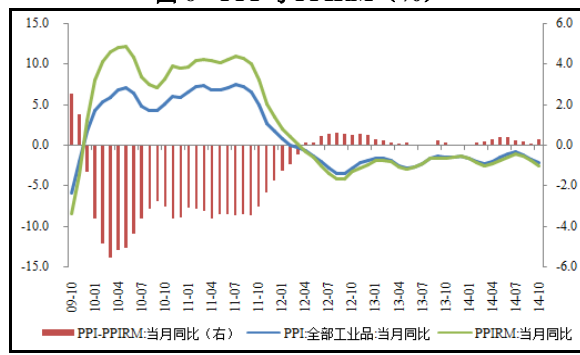
10 月份气温较往年同期偏高有利于蔬菜水果生产，供给充足压低鲜果类等价格，当月蛋、鲜果、水产品价格下跌明显。同时，猪肉价格环比亦在连续 5 个月上扬后出现回落。经济增速趋缓的背景下，原材料价格保持低迷，新涨价因素不会明显上升，且翘尾因素后续处于低位，预期四季度 CPI 整体涨幅不大。

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不断扩大。

2014年1-10月份，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降1.7%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降1.9%。10月份当月，PPI同比下降2.2%，降幅创7个月新高，其中生产资料价格同比下降3.0%，生活资料价格同比持平。PPI环比下降0.4%，其中生产资料价格环比下降0.6%，生活资料价格环比持平。PPIRM同比下降2.5%，其中黑色金属材料类价格同比下降6.9%，燃料动力类价格下降3.8%，有色金属材料类价格下降2.5%、纺织原料类价格下降1.7%，建筑材料类价格下降1.1%，农副产品类价格下降1.1%。PPIRM环比下降0.6%。经济增速下滑的压力明显，近期成品油、煤炭、铁矿石、钢材等大宗商品价格均出现回落，导致PPI出现连续第32个月的负增长。产能过剩严重，需求持续低迷，企业减少原料库存，年内PPI恐还将持续为负值。

2、行业运行概况

经济低位徘徊，企业经营分化明显，稳增长压力依然较大。

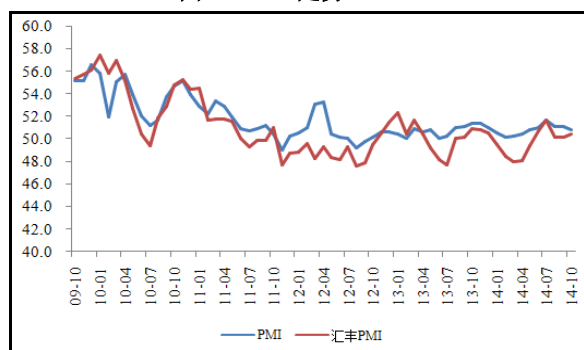
2014年10月份中国制造业PMI为50.8%，较上月下降0.3个百分点，但依然处于扩张区域。10月份，分项指数中产成品库存指数和从业人员指数出现回升，供货配送时间指数与上月持平，其余分项指数均出现回落。10月PMI指数的下降主要是代表生产的生产指数和代表需求的新订单指数回落引起的。其中生产指数为53.1%，比上月回落0.5个百分点；新订单指数为51.6%，比上月回落0.6个百分点。

在10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45.1%，比上月大幅回落2.3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。三季度以来经济持续弱势，需求低迷的情况下，10月份企业的原材料库

存减少，产成品库存回升。PMI 动能指标明显回落，后续经济仍不乐观。

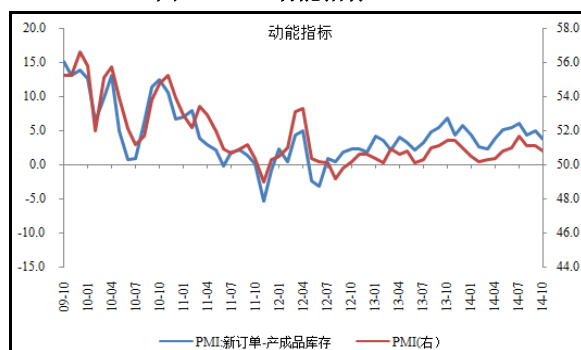
10 月份生产经营活动预期指数为 54.1%，显示企业对市场走势预期较为乐观，但不同类型企业 PMI 分化明显。大型企业依然处于扩张区间，而中小型企业则落入衰退区间。从本轮经济刺激的效果看，大型企业受益明显，而中小型企业 PMI 回升幅度有限，受益并不大。同时，从业人员 PMI 指数为 48.4%，已经持续 29 个月低于荣枯线，稳增长压力依然较大。

图 7 PMI 走势 (%)



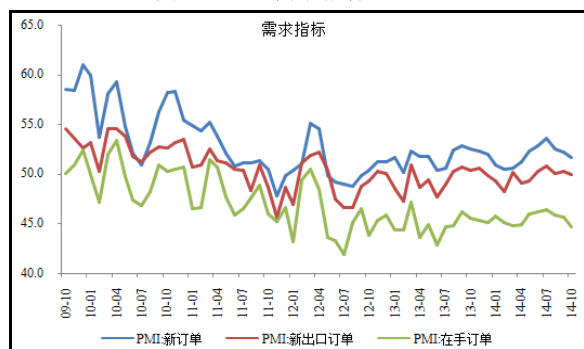
资料来源：Wind 资讯

图 8 PMI 动能指标 (%)



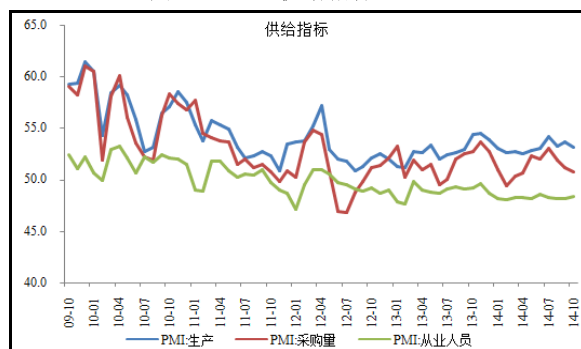
资料来源：Wind 资讯

图 9 PMI 需求指标 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 10 PMI 供给指标 (%)

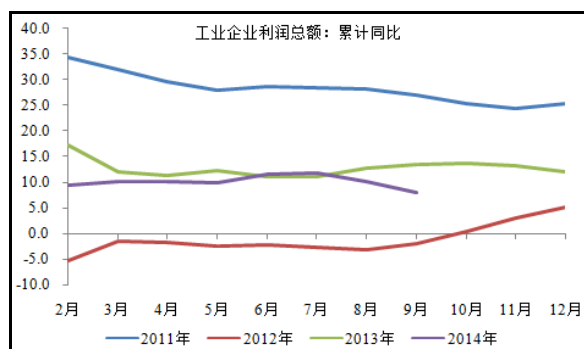


资料来源：Wind 资讯

绝大部分行业工业增加值保持增长，但同比增速明显下降。

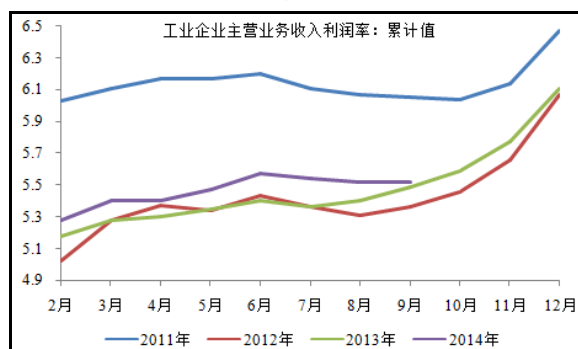
1-10 月份，规模以上工业增加值同比增长 8.4%，增速较上年同期下降 1.3 个百分点。10 月当月，规模以上工业增加值同比实际增长 7.7%，比 9 月份回落 0.3 个百分点。从环比看，10 月份比上月增长 0.5%。分行业看，10 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。

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 (%)

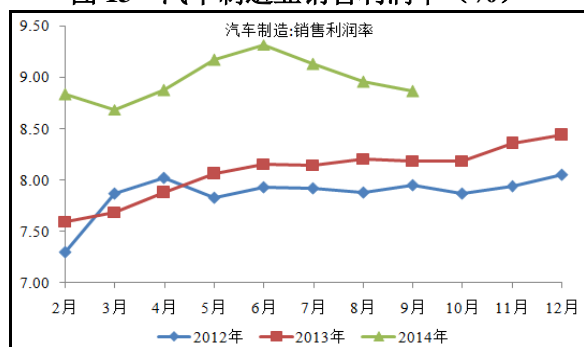


资料来源: Wind 资讯

工业企业利润总额增速大面积放缓，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。

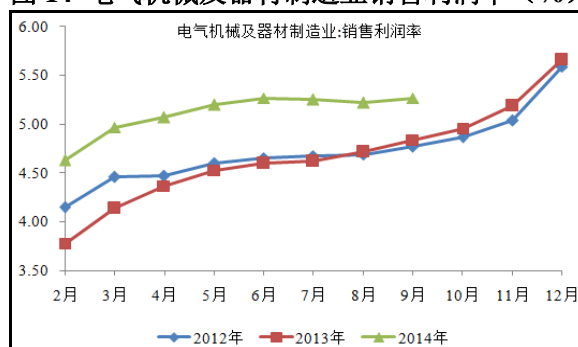
2014年1-9月份工业企业利润总额累计同比增长7.90%，增速较上年同期下降5.53个百分点。分行业看，1-9月份，41个行业中，利润总额累计同比增长为负的行业有7个，亏损明显的主要包括煤炭开采和洗选业（-47.06%）、黑色金属矿采选业（-14.67%）、石油和天然气开采业（-11.01%）、有色金属矿采选业（-10.48%）、其他采矿业（-4.72%）；利润总额累计同比增长在20%以上的行业有5个，分别是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（35.61%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（27.50%）、金属制品、机械和设备修理业（22.65%）、电力、热力的生产和供应业（21.27%）、汽车制造（21.01%）。由于大宗商品价格大幅下跌，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1-8月份数据相比，41个行业利润总额中的34个出现了增速放缓，其中前期表现较好的石油加工、炼焦及核燃料加工业（3.23%）和黑色金属冶炼及压延加工业（12.34%）利润总额增速分别下降了51.50个和5.89个百分点。

图 13 汽车制造业销售利润率 (%)



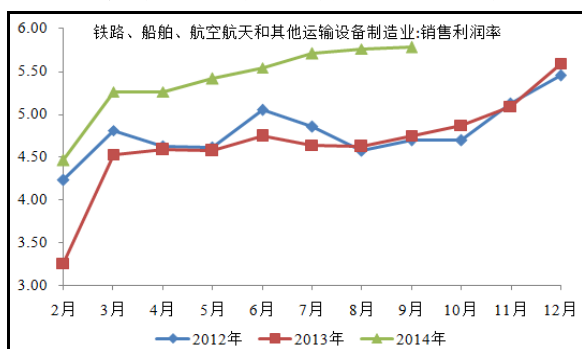
资料来源: Wind 资讯

图 14 电气机械及器材制造业销售利润率 (%)



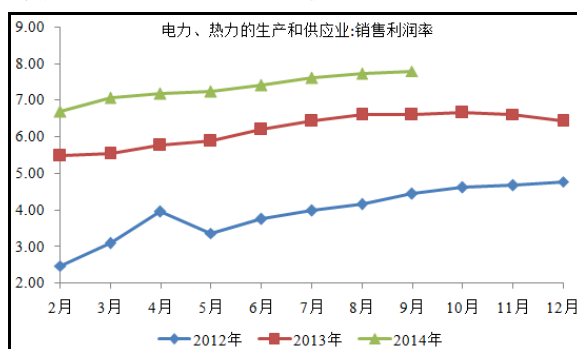
资料来源: Wind 资讯

图 15 铁路船舶航空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，年底收益的加速确认或将推动四季度利润率季节性回升。

2014年1-9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0.03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1-9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尽管较低，但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或将季节性回升。

从近3年的利润率走势看，需求低迷、产能过剩导致上游原料供给过剩的状况在不断恶化，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。对于下游行业而言，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。从行业利润总额数据看，上游行业的持续低迷有向下游传导之势。

3、货币与信贷市场运行概况

资金面较为宽松，正回购利率保持低位。

2014 年 10 月份，央行公开市场操作投放资金 1660 亿元，回笼资金 1400 亿元，净投放资金 260 亿元，净投放量较上月增加 320 亿元。2014 年 1-10 月份，央行累计净投放资金 440 亿元。

正回购利率连续下调。10 月 14 日，央行将 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。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。

存款季节性减少，M2 增速放缓。

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。10 月末，本外币存款余额 116.13 万亿元，同比增长 10.2%。人民币存款余额 112.47 万亿元，同比增长 9.5%，增速分别比上月末和去年同期高 0.2 个和低 5.0 个百分点。当月人民币存款减少 1866 亿元，同比少减 2161 亿元。其中，住户存款减少 5395 亿元，非金融企业存款减少 4482 亿元，财政性存款增加 6837 亿元。2010 年以来，由于节假日及暑期消费较为集中，居民存款在 4、7、10 月份均出现了明显的季节性减少。9 月末外币存款余额 5962 亿美元，同比增长 33.7%，当月外币存款减少 91 亿美元。受存款下降影响，M2 出现回落，增速明显下降。2014 年 10 月末，广义货币（M2）余额为 119.92 万亿元，同比增长 12.6%，增速分别比上月末低 0.3 个百分点，比去年同期低 1.7 个百分点。

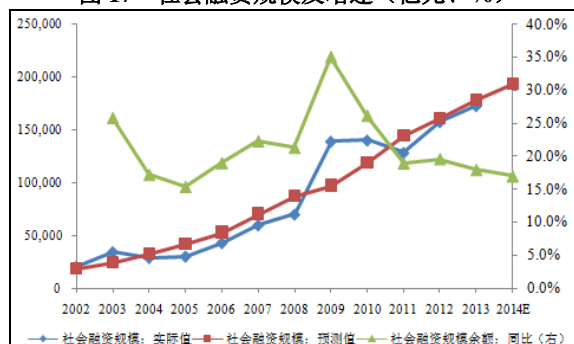
银行不良贷款率创新高，新增贷款低于预期，表外融资继续缩量，社会融资规模保持低位。

银监会的数据显示，2014 年三季度末，商业银行（法人口径，下同）不良贷款余额为 7669 亿元，较上季末增加 725 亿元，连续 12 个季度上升；商业银行不良贷款率 1.16%，较上季末上升 0.09 个百分点，创近 4 年新高。

2014 年 10 月份社会融资规模增量为 6627 亿元，比上月少 4728 亿元，比去年同期减少 2018 亿元。社会融资余额增速从上月 14.7% 回落至 14.4%。10 月份，新增人

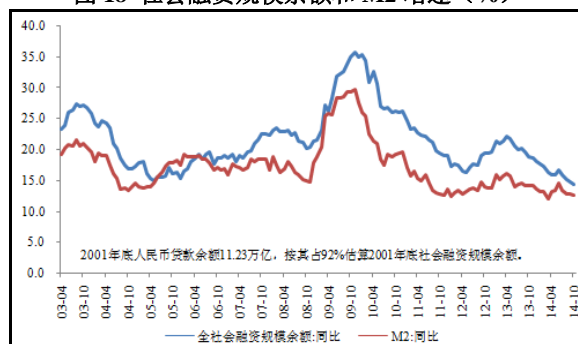
人民币贷款增加 5483 亿元，大幅低于预期；新增信托贷款减少 215 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 2413 亿元。近年来，商业银行普遍面临资本约束强化、信贷约束趋紧、流动性压力增大、监管指标体系趋严的压力。具有横跨信贷市场、货币市场和资本市场特质的同业业务重要性持续得到提升。受前期陆续暴露的信托风险以及央行和银监会等部门发布的《关于规范金融机构同业业务的通知》（127 号文）以及《关于规范商业银行同业业务治理的通知》（140 号文）对同业非标业务规范的影响，金融机构风险偏好回落，对表外融资更加谨慎，表外融资规模持续减少。不过，表外融资的减少也部分转移至表内，这对于缩短融资链，降低融资成本起到了一定的作用。

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

信贷投放节奏整体放缓，为稳增长后续人民币贷款增速将保持平稳。

2014 年 1-10 月，社会融资规模累计为 13.51 万亿元，较上年同期减少 1.33 万亿元。10 月底，人民币贷款余额为 80.13 万亿元，同比增长 13.2%（与 9 月底持平），增速较上年同期下降 1.0 个百分点。

央行 2014 年第三季度货币政策执行报告显示，9 月和 10 月，央行通过中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF。中期借贷便利是中央银行提供中期基础货币的货币政策工具，对象为符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，采取质押方式发放，并需提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为合格质押品。）向国有商业银行、股份制商业银行、较大规模的城市商业银行和农村商业银行等分别投放基础货币 5000 亿元和 2695 亿元，期限均为 3 个月，利率为 3.5%。由于 MLF 操作期限灵活，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。然而，从 10 月份的信贷数据看，目前信贷仍然偏弱，

这意味着央行释放的流动性并未有效传导到商业银行的贷款投放上。由于经济增速下行压力较大，银行风险偏好下降，更多的银行愿意将资金贷给信用等级高的大型企业或基础建设项目，而众多中小微企业能够获得的有效资金支持并没有增多。

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。预计未来信贷总量将保持平稳增长，11月份人民币贷款增速与10月份或将持平。

债券融资规模持续扩大，融资成本大幅下降，后续债券品种及融资效率将出现分化。

2014年1-10月份，债券总发行量为10.04万亿元，净融资额为5.10万亿元，同比分别增长27.48%和51.79%，分别占到2013年全年的111.12%和133.61%。其中，企业债融资规模增加5511.61亿元，占2013年增加额的135.13%；定向融资工具融资规模增加6085.76亿元，占2013年融资规模的124.93%；短期融资券融资规模增加4002.95亿元，占2013年增加额的303.89%；中期票据融资规模增加2950.45亿元，占2013年增加额的59.93%。

发行利率方面，各级别各期限债券的发行利率都出现了不同程度的下降。2014年10月AAA级别的短期融资券加权平均发行利率为4.43%，较上月下跌0.41个百分点；AA级别的3年期中期票据加权平均发行利率为6.05%，较上月下跌0.44个百分点；AA级别的7年期企业债加权平均发行利率为5.825%，较上月下跌0.93个百分点。

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。继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》及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》后，10月23日财政部制定并发布了《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》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，基础利率继续回落。

2014年10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29.18万亿元，日均成交1.54万亿元，日均成交比去年同期增长91.4%。10月份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2.69%和2.64%，分别比上月低0.28

个和 0.29 个百分点，分别比去年同期低 1.14 个和 1.22 个百分点。

4、政策变动概况

十八届四中全会举行，依法治国为全面深化改革提供制度保障。

2014 年 10 月 20 日至 23 日，中国共产党第十八届中央委员会第四次全体会议在北京举行。全会审议并通过了《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》。主要决定包括七个方面：一是坚持走中国特色社会主义法治道路，建设中国特色社会主义法治体系；二是完善以宪法为核心的中国特色社会主义法律体系，加强宪法实施；三是深入推进依法行政，加快建设法治政府；四是保证公正司法，提高司法公信力；五是增强全民法治观念，推进法治社会建设；六是加强法治工作队伍建设；七是加强和改进党对全民推进依法治国的领导。《决定》在立法、司法和执法领域都有较多突破，重点强调了依法治国与改革、与党、与政府的三大关系。其中，三中全会确定了全面深化改革目标，四中全会确定了依法治国目标，依法治国为全面深化改革提供了长期的制度保障，有助于深化改革的全面推行。依法执政，既要求党根据宪法法律治国理政，也要求党依据党内法规管党治党，而政府要在党的领导下、以法治为基础开展工作。《决定》表面上并未直接提及经济问题，但就当前面临的挑战而言，其对中国经济的影响则较为深远。法治的全面推行，将大大降低制度风险、政策风险，培养出健康的市场经济体系，进而降低交易成本，提高经济效益。

地方政府存量债务甄别办法出台，城投债信用风险将分化。

为进一步加强地方政府性债务管理，做好地方政府存量债务纳入预算管理相关工作，根据《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），2014 年 10 月 23 日财政部制定并发布了《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）。《办法》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了二十一条内容。依据《办法》，存量债务是指截至 2014 年 12 月 31 日尚未清偿完毕的地方政府性债务，存量债务范围包括两部分内容，一是 2013 年全国政府性债务审计确定的截至 2013 年 6 月 30 日的各笔债务；二是 2013 年 6 月 30 日后新发生的各笔债务，两部分截至 2014 年 12 月 31 日的余额都要根据地方政府性债务管理系统确定；存量

债务认定的标准均为审计署政府性债务审计口径。《办法》细化债务甄别工作，项目没有收益、计划偿债来源主要依靠一般公共预算收入的，甄别为一般债务，项目有一定收益、计划偿债来源依靠项目收益对应的政府性基金收入或专项收入、能够实现风险内部化的，甄别为专项债务。项目有一定收益但项目收益无法完全覆盖的，无法覆盖的部分列入一般债务，其他部分列入专项债务。通过 PPP 模式转化为企业债务的，不纳入政府债务。在建项目要优先通过 PPP 模式推进，确需政府举债建设的，要客观核算后续融资需求。地方政府性存量债务涉及认定、清理、甄别、处置、过渡期融资安排、融资平台未来发展路径及融资职能剥离等相关内容，《办法》仅提及了存量债务的清理甄别，也不排除为落实《43 号文》包括财政部在内的相关部委或者监管机构后续还将出台更多操作细则。在融资平台政府性融资职能剥离后，存量城投债在操作过程中可能存在全部纳入政府性债务、全部未纳入政府性债务、部分纳入政府性债务等多种情况，对存量城投债信用风险带来不同的影响。

5、未来宏观经济展望

10 月份宏观经济数据表现依旧低迷，11 月份受 APEC 会议期间华北地区大面积停产限产的影响，预计 11 月份的宏观数据整体表现亦难以乐观。在前期宽松政策的累积作用下，年内投资有望提速。

现阶段食品价格是 CPI 波动的主要因素。受经济增速下滑，原材料价格低迷的影响，预计 CPI 依旧保持低位，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。银行风险偏好下降的背景下，随着央行定向宽松政策的实施，预计四季度的贷款增速将保持平稳。央行公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常设借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）以及定向降准使用频率将会提升。此前大规模 MLF 操作对银行信贷投放的拉动作用相对较弱，后续不排除接受该操作的银行继续扩容。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。

受盈利弱化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，将是推动基础设施投资类企业债券发展的重点方向。同时，受《关于加强地方政府性债务管理的意见》、《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》以及《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》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，10 月份宏观经济数据表现依旧低迷，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。11 月份，受 APEC 会议期间华北地区大面积停产限产的影响，预计当月宏观数据整体表现亦难以乐观。随着年末项目投资审批的加快，后续配套增加定向宽松及定向微刺激的可能性依然较大。