

2014.12.19

全面部署稳增长，金融措施超预期

--2014 年 11 月宏观经济月报



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

全面部署稳增长，金融措施超预期

——2014 年 11 月宏观经济月报

宏观数据一致性预测

指标	201411A	201412E
GDP: 累计 (%)	--	7.4
GDP: 当季 (%)	--	7.3
CPI (%)	1.4	1.8
PPI (%)	-2.7	-2.8
社会消费品零售 (%)	11.7	11.7
工业增加值 (%)	7.2	7.5
出口 (%)	4.7	5.3
进口 (%)	-6.7	-3.0
贸易顺差 (亿美元)	544.7	413.3
固定资产投资累计 (%)	15.8	16.0
M2 (%)	12.3	12.4
人民币贷款增速 (%)	13.4	13.8
人民币贷款新增 (亿元)	8527.0	8300.0

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 10 月宏观经济月报》--20141119

《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

社会消费增速超预期回升, 后续大幅提升动力不足。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。固定资产投资到位资金增速持续下滑, 政府和社会资本合作模式将成融资新渠道。外需疲弱, 内需不振, 大宗商品价格大幅下跌, 外贸数据低于预期, 全年进出口目标难实现。商品价格涨幅大面积回落, 通胀维持在较低水平。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

稳增长压力依然较大, 绝大部分行业工业增加值保持增长, 但同比增速再次跌回低位。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回升, 行业间利润率走势分化持续。上游行业的持续低迷有向下游传导之势, 四季度销售利润率的回升幅度或将低于往年。

3. 货币与信贷市场概况

资金面较为宽松, 正回购利率继续下调。住户存款增幅低于往年, M2 增速再度回落。票据融资大增, 新增贷款环比超预期, 表外融资继续缩量, 社会融资规模低位回升。央行宽松政策灵活, 后续人民币贷款增速将明显回升。债券融资总体规模持续扩大, 融资成本下降明显, 后续债券品种及融资效率将出现分化。市场交易活跃, 基础利率同比略有回升, 环比继续回落。

4. 政策变动概况

政府力推稳增长, 央行超预期降息, 后续继续降准降息可能性加大。中央经济工作会议召开, 稳增长成明年首要任务, 政策调整将更加灵活。

5. 未来宏观经济展望

10 月份和 11 月份宏观经济数据表现依旧低迷, 但统计标准的相关修订显著提升了今年经济增长目标完成的可能性。宏观政策宽松依然存在较大空间, 后续措施也将更加趋于灵活。基建投资仍将加速, 投资重点会更加多元化。

1、宏观经济运行概况

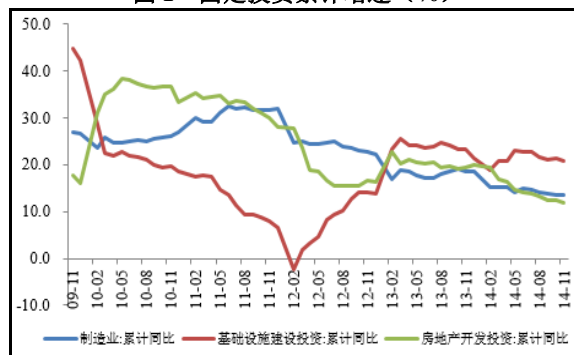
社会消费增速超预期回升，后续大幅提升动力不足。

2014 年 11 月份，社会消费品零售总额 2.35 万亿元，同比名义增长 11.7%（扣除价格因素实际增长 11.2%）。其中，限额以上单位消费品零售额 1.18 万亿元，增长 8.7%。1-11 月份，社会消费品零售总额 23.66 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 3858 亿元，增长 55.9%。网络消费成为消费增长的亮点。11 月份，在电商平台纷纷推出“双十一”打折优惠以及线下百货商场大力促销的带动下，当月消费数据明显反弹。同比数据显示，尽管回升幅度较小，但消费增速在连续 5 个月的下降后出现了的反弹依然超出了市场预期。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近几年的低位。

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。

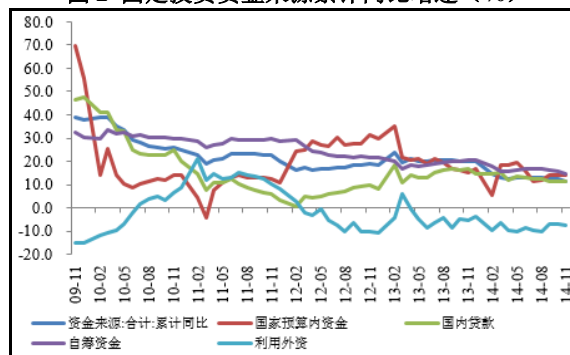
2014 年 1-11 月份，全国固定资产投资（不含农户）45.11 万亿元，同比增长 15.8%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点，增幅较上年同期下降 4.1 个百分点。工业投资 18.46 亿元，同比增长 13.0%，增速比 1-10 月份回落 0.1 个百分点。其中，采矿业投资 1.26 万亿元，增长 1.4%，增速比 1-10 月份回落 0.8 个百分点，增幅较上年同期下降 10.6 个百分点；制造业投资 15.15 万亿元，同比增长 13.5%，增速与 1-10 月份持平，增幅较上年同期下降 5.1 个百分点。基础设施投资 9.85 万亿元，同比增长 20.9%，增速比 1-10 月份下降 0.5 个百分点，增幅较上年同期下降 2.4 个百分点；全国房地产开发投资 8.66 万亿元，同比增长 11.9%，增速比 1-10 月份回落 0.5 个百分点，增幅较上年同期下降 7.6 个百分点。据测算 1-11 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 1.7 个、0.5 个和 1.5 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，政府和社会资本合作模式将成融资新渠道。

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（1-11月商品房销售面积累计同比下降8.2%），库存大幅上升（11月底商品房待售面积同比增长28.1%），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（1-11月份地方本级财政收入6.85万亿元，同比增长9.5%，增速较去年同期下降3.6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。1-11月份，固定资产投资到位资金48.19万亿元，同比增长11.5%，增速比1-10月份下降0.9个百分点，大幅低于去年同期的20.2%。其中，国家预算资金增长14.0%，增速比1-10月份下降0.3个百分点；国内贷款增长11.2%，增速与1-10月份持平；自筹资金增长14.8%，增速比1-10月份下降1.2个百分点；利用外资下降7.6%，降幅较1-10月份扩大0.5个百分点；其他资金下降3.7%，降幅较1-10月份扩大0.3个百分点。

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。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。今年以来，中央政府大力推行政府和社会资本合作的融资模式，寄望于充分发挥社会资本特别是民间资本的积极作用。2014年9月24日财政部发布《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》（财金〔2014〕76号）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。11月16日国务院印发的《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》（国发〔2014〕60号）提出，要进一步创新投融资方式，建立健全政府和社会资本合作（PPP）机制，引入社会资本，增强公共产品供给能力。11月30日财政部发布《关于政府和社会资本合作示范

项目实施有关问题的通知》(财金〔2014〕112号)确定天津新能源汽车公共充电设施网络等30个PPP示范项目,总投资规模约1800亿元,涉及供水、供暖、污水处理、垃圾处理、环境综合整治、交通、新能源汽车、地下综合管廊、医疗、体育等多个领域。12月4日财政部网站披露《财政部关于印发政府和社会资本合作模式操作指南(试行)的通知》(财金〔2014〕113号)规范了PPP项目识别、准备、采购、执行、移交各环节的操作流程。在当前投资增速下滑,投融资体制不健全,地方融资平台债务风险大的背景下,推广PPP模式有助于缓解地方政府债务、增加公共产品供给,该模式或将成为后续融资的新渠道。从政府的推广力度来看,在PPP示范项目成功之后,该模式还将大范围推广,后续有望成为公用事业类项目的主流融资模式。

外需疲弱,内需不振,大宗商品价格大幅下跌,外贸数据低于预期,全年进出口目标难实现。

11月份,中国进出口总值2.27万亿元,同比下降0.3%。其中,出口1.30万亿元,增长4.9%;进口0.97万亿元,下降6.5%;贸易顺差3347.96亿元,同比扩大60.4%。出口方面,受个人收入增长缓慢、消费者信心不强影响,11月份中国对美国、欧盟和日本出口同比增长率较低,分别为2.6%、4.0%和-5.8%;受贵金属及贵金属首饰同比大幅回落影响,对香港和台湾的出口同比分别仅增长1.0%和7.9%。进口方面,进料加工贸易进口因11月份停产减产致同比增长仅0.8%,较上月下降24.6个百分点。内需偏弱导致一般贸易进口同比下降9.3%,同时中国对于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1-11月份,中国进出口总值23.95万亿元,同比增长2.2%。其中,出口12.99万亿元,增长4.4%;进口10.95万亿元,下降0.4%;贸易顺差2.04万亿元,同比扩大40.3%。2014年11月份,中国外贸出口先导指数为40.8%,环比回落0.9个百分点,已经连续2个月回落,预示今年底明年初我国出口增长仍面临一定压力。

消费者物价水平方面,商品价格涨幅大面积回落,通胀维持在较低水平。

2014年1-11月份全国居民消费价格指数(CPI)较去年同期上涨2.0%。11月份当月,CPI同比仅上涨1.4%,依然处于近5年的低位。其中,食品价格上涨2.3%,非食品价格上涨1.0%;消费品价格上涨1.3%,服务价格上涨1.8%。11月份CPI环比下降0.2%,其中食品价格下降0.4%,非食品价格下降0.1%;消费品价格下降0.2%,

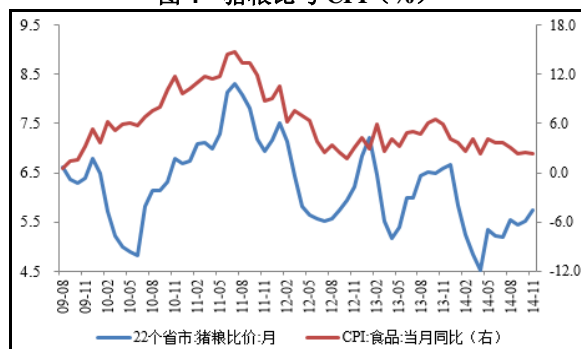
服务价格下降 0.3%。在 11 月份 1.4% 的 CPI 同比涨幅中，翘尾因素约为 0.3 个百分点（较 10 月上升 0.1 个百分点），新涨价因素约为 1.1 个百分点。

图3 CPI走势(%)



资料来源：Wind 资讯

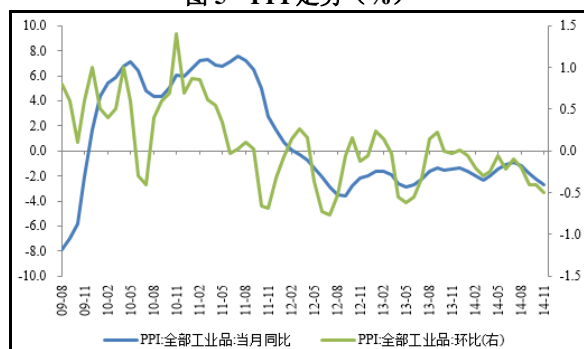
图4 猪粮比与CPI(%)



资料来源：Wind 资讯

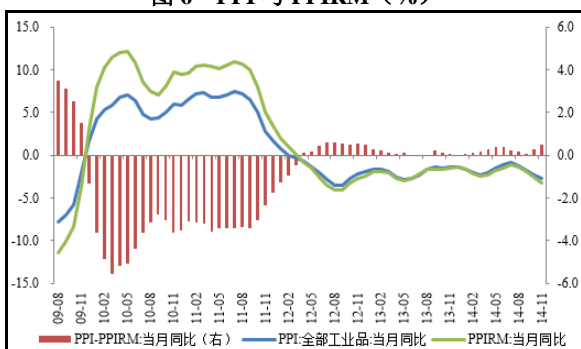
11 月食品价格方面除鸡蛋及鲜菜价格略有回升外，其余食品价格均有所下跌。其中，猪肉价格环比亦连续 2 个月出现回落。今年暖冬食品供给并未显著收缩，而需求方面消费也表现并不强劲是造成价格持续下跌的原因；非食品价格方面，衣着价格因季节性上升，通讯价格有所下降，居住类价格小幅下跌，其他商品消费则多数持平。经济增速趋缓的背景下，原材料价格保持低迷，消费需求并不强劲，新涨价因素不会明显上升，全年 CPI 涨幅将在 2% 左右。

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 1-11 月份，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 1.8%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 2.0%。11 月份当月，PPI 同比下降 2.7%，降幅创 17 个月新高，其中生产资料价格同比下降 3.5%，生活资料价格同比下降 0.1%。PPI 环比下降 0.5%，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 3.2%，其中黑色金属材料类价格同比下降 7.7%，燃料动力类价格下降 5.2%，有色金属材料类价格下降 2.5%、纺织原料类价格下降 1.8%，农副产品类价格下降

1.7%，建筑材料类价格下降 1.6%。PPIRM 环比下降 0.7%。经济增速下滑的压力明显，近期原油、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 34 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，PPI 恐还将持续为负值，原材料价格累积下跌作用之下，市场出现通缩忧虑。

2、行业运行概况

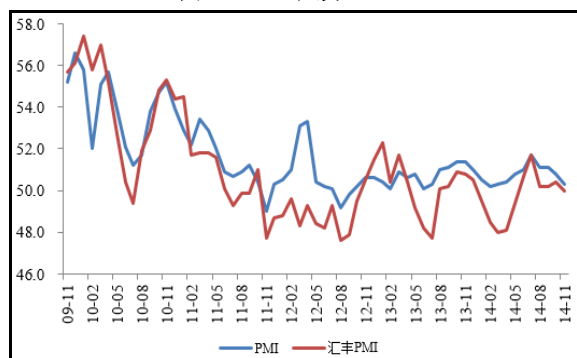
经济动能继续减弱，企业经营分化明显，稳增长压力依然较大。

2014 年 11 月份中国制造业 PMI 为 50.3%，较上月下降 0.5 个百分点，但依然处于扩张区域。11 月份，分项指数中除供货商配送时间指数较上月回升 0.2 个百分点之外，其余分项指数均出现回落。11 月 PMI 指数的下降主要是新订单指数、生产指数以及原材料库存指数回落引起的。其中新订单指数为 50.9%，比上月回落 0.7 个百分点；生产指数为 52.5%，比上月回落 0.6 个百分点；原材料库存指数为 47.7%，比上月回落 0.7 个百分点。

在 11 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 44.7%，较上月继续回落 0.4 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，11 月份企业的原材料库存减少，PMI 动能指标持续低位，后续经济仍不乐观。

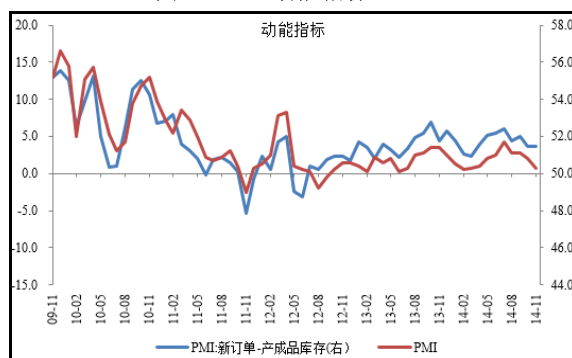
11 月份生产经营活动预期指数为 52.2%，环比回落 1.9 个百分点，指数回落显示企业对市场走势预期已无前期乐观。同时，不同类型企业 PMI 分化明显，大型企业依然处于扩张区间，而中小型企业则落入衰退区间。从本轮经济刺激的效果看，大型企业受益明显，而中小型企业 PMI 回升幅度有限，受益并不大。同时，从业人员 PMI 指数为 48.2%，已经持续 30 个月低于荣枯线，稳增长压力依然较大。

图 7 PMI 走势 (%)



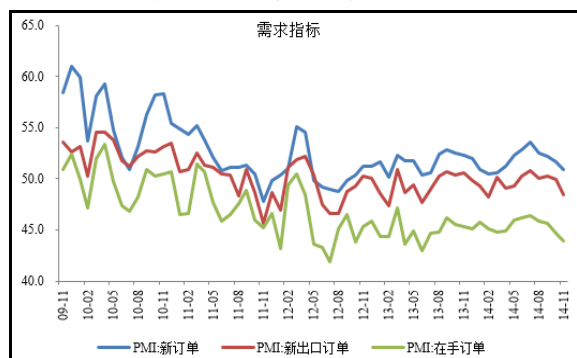
资料来源：Wind 资讯

图 8 PMI 动能指标 (%)



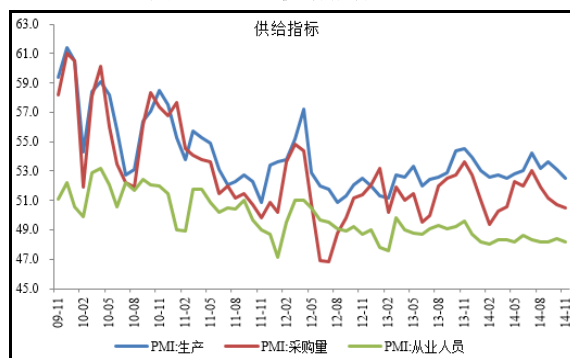
资料来源：Wind 资讯

图9 PMI需求指标(%)



资料来源：Wind 资讯

图10 PMI供给指标(%)

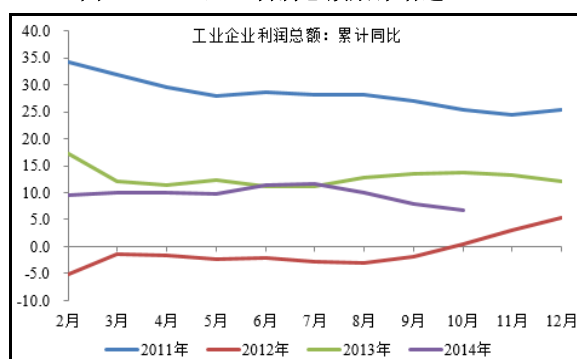


资料来源：Wind 资讯

绝大部分行业工业增加值依然保持增长，但同比增速再次跌回低位。

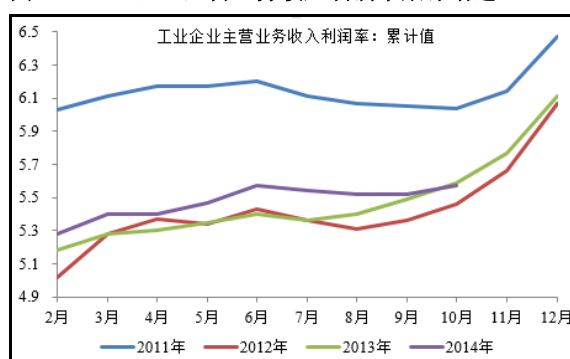
1-11 月份，规模以上工业增加值同比增长 8.3%，增速较上年同期下降 1.4 个百分点。11 月当月，规模以上工业增加值同比实际增长 7.2%，比 10 月份回落 0.5 个百分点，当月增速处于近 5 年的次低位。从环比看，11 月份比上月增长 0.5%。分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 39 个行业增加值保持同比增长。

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(%)



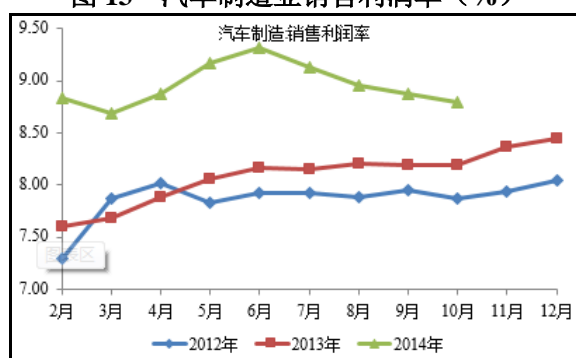
资料来源：Wind 资讯

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 1-10 月份工业企业利润总额累计同比增长 6.70%，增速较上年同期下降 7.02 个百分点。分行业看，1-10 月份，41 个行业中，利润总额累计同比增长为负的行业有 8 个，亏损明显的主要包括煤炭开采和洗选业（-45.15%）、黑色金属矿采选业（-16.70%）、有色金属矿采选业（-12.02%）、石油和天然气开采业（-11.51%）、石油加工、炼焦及核燃料加工业（-11.15%）；利润总额累计同比增长在 18% 以上的行业有 6 个，分别是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业（34.56%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（23.71%）、金属制品、机械和设备修理业（23.60%）、废弃资

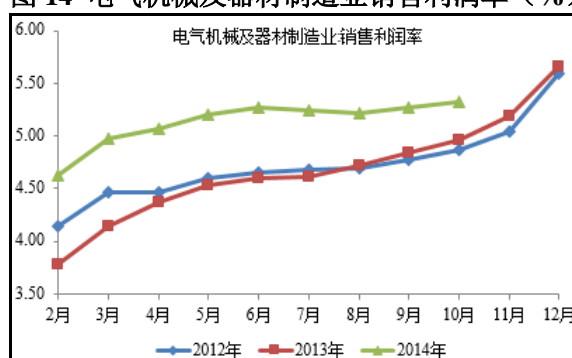
源综合利用业(21.74%)、电力、热力的生产和供应业(19.66%)、汽车制造(19.59%)。由于大宗商品价格大幅下跌,矿产资源开发类行业的亏损较为严重,而部分消费类行业表现相对较好。与2014年1-9月份数据相比,41个行业利润总额中的30个出现了增速放缓,其中前期表现较好的石油加工、炼焦及核燃料加工业(-11.15%)的利润总额由盈利转为亏损,而黑色金属冶炼及压延加工业(6.94%)的利润总额累积增速在上月下降5.89个百分点的基础上本月再次下降了5.40个百分点。

图 13 汽车制造业销售利润率(%)



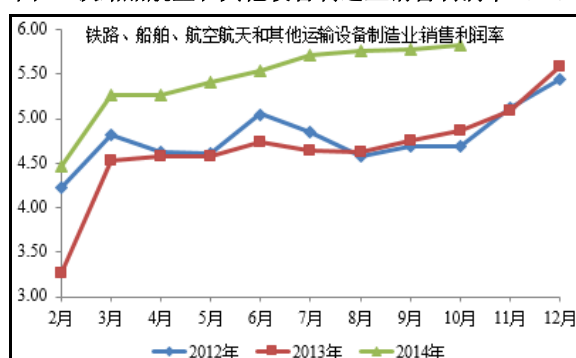
资料来源: Wind 资讯

图 14 电气机械及器材制造业销售利润率(%)



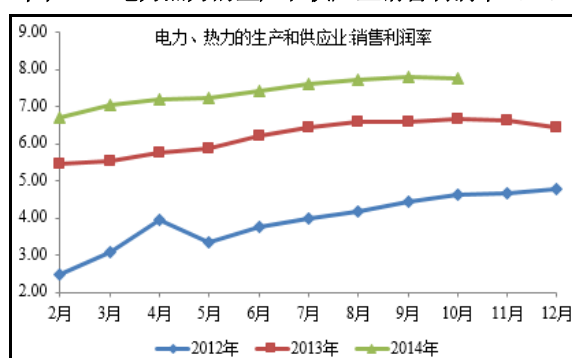
资料来源: Wind 资讯

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回升,行业间利润率走势分化持续。上游行业的持续低迷有向下游传导之势,后续销售利润率的回升幅度或将低于往年。

2014 年 1-10 月份工业企业主营业务收入利润率为 5.57%,较上年同期回落 0.02 个百分点。10 月份之前单月利润率同比均有所提升,10 月份当月销售利润率环比回升但同比下降,导致累积销售利润率低于去年同期。分行业看,2014 年 1-10 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。值得注意的是,在上游铁矿石等大宗商品跌幅巨大的背景下,发债企业较

多的黑色金属冶炼及压延加工业的销售利润率 2014 年以来逐月回升,6 月以来更是则超过上年同期。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,但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,后续销售利润率的回升幅度或将低于往年。

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,同时国际大宗商品市场价格大幅下跌,从而严重影响了相关行业的盈利能力。短期内,高位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,然而其盈利的持续性亦将受到上游行业恶化的考验。

3、货币与信贷市场运行概况

资金面较为宽松,正回购利率继续下调。

2014 年 11 月份,央行公开市场操作投放资金 1600 亿元,回笼资金 1150 亿元,净投放资金 450 亿元,净投放量较上月增加 190 亿元。2014 年 1-11 月份,央行累计净投放资金 890 亿元。

正回购利率继续下调。11 月 25 日,央行将 14 天期正回购中标利率下调至 3.2%,至此,这一利率年内已经五次下调。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。

住户存款增幅低于往年,M2 增速再度回落。

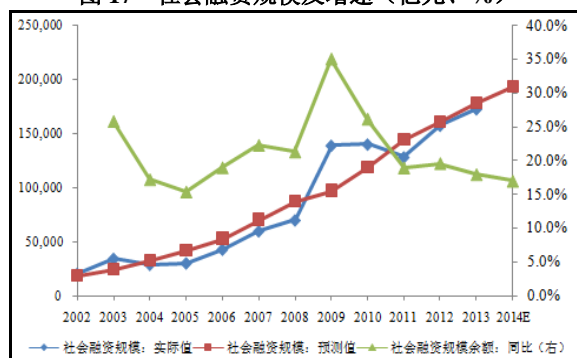
11 月末,本外币存款余额 116.77 万亿元,同比增长 10.2%。人民币存款余额 113.14 万亿元,同比增长 9.6%,增速分别比上月末和去年同期高 0.1 个和低 4.9 个百分点。当月人民币存款增加 6711 亿元,同比多增 1239 亿元。其中,住户存款增加 649 亿元,非金融企业存款增加 4352 亿元,财政性存款增加 229 亿元。11 月末外币存款余额 5921 亿美元,同比增长 31.9%,当月外币存款减少 41 亿美元。企业存款增加主要系贷款增

加所致，而住户存款增加幅度则低于往年。自 9 月份起央行通过中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）向银行体系注入大量资金，但同期存贷款数据均出现减少，其中很大一部分原因系股指回升，住户资金流入股市所致。受存款累计增幅下降影响，M2 增速出现持续回落。2014 年 11 月末，广义货币（M2）余额为 120.86 万亿元，同比增长 12.3%，增速分别比上月末低 0.3 个百分点，比去年同期低 1.9 个百分点。

票据融资大增，新增贷款环比超预期，表外融资继续缩量，社会融资规模低位回升。

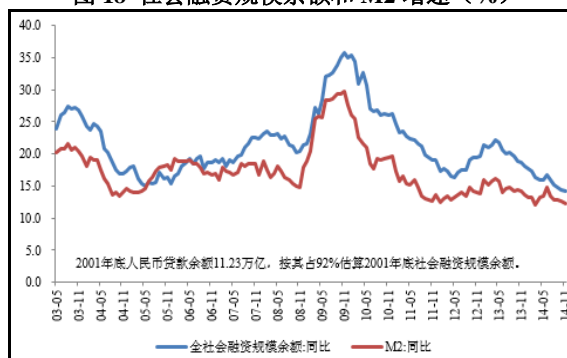
2014 年 11 月份社会融资规模增量为 11463 亿元，比上月多 4656 亿元，比去年同期减少 847 亿元。社会融资余额增速从上月 14.5% 回落至 14.2%。11 月份，新增人民币贷款增加 8527 亿元，大幅高于市场预期；新增信托贷款减少 314 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 672 亿元；企业债券融资增加 1826 亿元。11 月份的新增贷款中有 2424 亿的新增票据融资，在总体信贷额度宽松的背景下，显示企业有效信贷需求不足。近年来，商业银行普遍面临资本约束强化、信贷约束趋紧、流动性压力增大、监管指标体系趋严的压力。具有横跨信贷市场、货币市场和资本市场特质的同业业务重要性持续得到提升。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，央行宽松政策灵活，后续人民币贷款增速将明显回升。

2014 年 1-11 月，社会融资规模累计为 14.67 万亿元，较上年同期减少 1.39 万亿元。11 月底，人民币贷款余额为 80.98 万亿元，同比增长 13.4%（增速较 10 月份回升 0.2 个百分点），增速较上年同期下降 0.8 个百分点。

此前央行在 9 月份和 10 月份通过中期借贷便利（Medium-term Lending Facility, MLF）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%。其中的 5000 亿元 MLF 于近日到期。面对年底资金压力，预计央行续作 MLF 的可能性较大。

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。近期有关规范地方政府性债务的规定和措施不断出台，尤其在中国证券登记结算公司收紧了债券回购条件之后，地方融资平台通过发行债券融资将受到限制。出于基础设施建设的资金刚性支出需求以及 2015 年大量债务到期的资金偿还压力，在发债受限的情况下，地方融资平台对传统银行贷款的需求将更加强烈。预计未来信贷总量将保持平稳增长，12 月份人民币贷款增速或将明显回升。

债券融资总体规模持续扩大，融资成本下降明显，后续债券品种及融资效率将出现分化。

2014 年 1-11 月份，债券总发行量为 11.09 万亿元，净融资额为 5.56 万亿元，同比分别增长 30.00% 和 52.65%，分别占到 2013 年全年的 122.69% 和 145.38%。其中，企业债融资规模增加 5727.88 亿元，占 2013 年增加额的 140.43%；定向融资工具融资规模增加 6945.66 亿元，占 2013 年融资规模的 142.22%；短期融资券融资规模增加 4026.23 亿元，占 2013 年增加额的 305.66%；中期票据融资规模增加 3751.81 亿元，占 2013 年增加额的 76.20%。

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 11 月 AAA 级别的短期融资券加权平均发行利率为 4.17%，较上月下跌 0.26 个百分点；AA 级别的 3 年期中期票据加权平均发行利率为 5.99%，较上月下跌 0.06 个百分点；AA 级别的 7 年期企业债加权平均发行利率为 5.51%，较上月下跌 0.31 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。在政策层面，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》。在操作层面，12月8日中国证券登记结算公司发布了《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，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，尤其是近期陆续发生的“14天宁债”和“14乌国投债”未纳入政府性债务的事件将对后续城投债的发行、定价和交易产生较大的影响。

市场交易活跃，基础利率同比略有回升，环比继续回落。

2014年11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29.10万亿元，日均成交1.46万亿元，日均成交比去年同期增长62.5%。11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2.82%和2.79%，分别比上月回升0.13个和0.15个百分点，分别比去年同期低1.30个和1.33个百分点。

4、政策变动概况

政府力推稳增长，央行超预期降息，后续继续降准降息可能性加大。

11月21日，中国人民银行决定，自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调0.4个百分点至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.75%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并。央行表示，此次利率调整的重点就是要发挥基准利率的引导作用，有针对性地引导市场利率和社会融资成本下行，促进实际利率逐步回归合理水平，缓解企业融资成本高这一突出问题，为经济持续健康发展提供中性适度的货币金融环境。

本次降息对融资成本下降的作用有限，但政府稳增长意图明显。本次存款利率上浮区间扩大后，存款利率上限仍为3.3%，之前部分中小银行及城商行均将存款利率上浮至顶，最近连四大行也基本上将存款利率上浮至顶，因此本次降息对于存款利率的影响非常小。本次贷款基准利率下调0.4个百分点，对银行的利润会产生一定影响，尽管大型企业可能凭借其较强的议价能力来降低贷款利率，但银行在息差收窄压力下可以通过提高一般企业贷款的上浮比例来维持息差，因此本次降息对融资成本下降的作用有限。在经济下行压力不断增大的背景下，降息行为更多体现为政府稳增长的积

极表态。当然，降息对高负债行业以及房地产市场形成较大支持。有利于直接降低开发商的融资成本，也有利于直接降低购房成本，且由于进一步宽松预期增强，房地产市场观望情绪有望得到一定程度的缓解。面对经济增长的压力，后续继续降准降息的可能性正在加大。

中央经济工作会议召开，稳增长成明年首要任务，政策调整将更加灵活。

12月9日至12日，中央经济工作会议顺利召开，会议分析了当前国内外经济形势，总结2014年经济工作，提出2015年经济工作的总体要求和主要任务。本次会议从九个层面首次全面阐释了新常态，即：1、模仿型排浪式消费阶段基本结束，个性化、多样化消费渐成主流；2、基础设施互联互通和一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现；3、我国低成本比较优势发生了转化，高水平引进来、大规模走出去正在同步发生；4、新兴产业、服务业、小微企业作用更凸显，生产小型化、智能化、专业化将成产业组织新特征；5、人口老龄化日趋发展，农业富余人口减少，要素规模驱动力减弱，经济增长将更多依靠人力资本质量和技术进步；6、市场竞争逐步转向质量型、差异化为主的竞争；7、环境承载能力已达到或接近上限，必须推动形成绿色低碳循环发展新方式；8、经济风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间；9、既要全面化解产能过剩，也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向。会议还提出了明年经济工作的五个主要任务：1、努力保持经济稳定增长；2、积极发现培育新增长点；3、加快转变农业发展方式；4、优化经济发展空间格局；5、加强保障和改善民生工作。

会议提出要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度。有力度的积极财政政策表明政府将继续保持相对扩张的财政政策以支持经济，而基建投资的刚性支出和财政收入的增速放缓暗示明年财政赤字将继续上升。松紧适度的货币政策则表明央行可能会采取更多的非常规手段来维持金融体系稳定，政策调整将更加灵活。

5、未来宏观经济展望

10月份及11月份的宏观经济数据表现较为低迷，但在前期宽松政策的累积作用下，12月份的投资有望提速。今年国家统计局将调整GDP的统计标准，知识产权研

发将作为投资而非成本计入 GDP。同时，第三次经济普查后，2013 年经济总量可能会修订增加 3% 左右。该次普查显示服务业总量增加，2014 年前三季度的经济增速也会相应向上修订，高于此前公布的 7.4%，通过相关的调整，今年完成全年 7.5% 左右的增长目标可能性较大。

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。

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增长。央行货币政策的总基调是“控总量，调结构”。在启动调结构的降息措施之后，市场预期控总量的降准措施或将推出。此外，实际操作中，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)以及定向降准等灵活措施的使用频率将会提升。

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。从中央经济工作会议内容来看，后续在高铁、地铁、城际铁路、高速公路、港口、机场、棚户区改造、河流污染治理等领域增加投资将继续成为明年增长的主要推动力。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，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》、《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》以及《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》出台的影响，城投债的发行速度有所放缓，而短期内的发行利率明显上升。鉴于近期部分城投债券发行过程中被认定为不属于政府债务的情况带来市场恐慌以及山东省明文规定对县市级政府债不兜底不救助的示范效应，有关城投债的后续发行情况还需

待存量债务清理甄别结果出来后才能较为明朗。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 月份和 11 月份宏观经济数据表现依旧低迷，但统计标准的相关修订显著提升了今年经济增长目标完成的可能性。宏观政策宽松依然存在较大空间，后续措施也将更加趋于灵活。基建投资仍将加速，投资重点会更加多元化。