

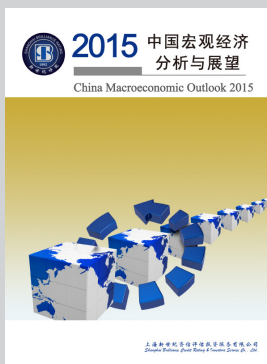


2015 中国宏观经济 分析与展望

China Macroeconomic Outlook 2015



公司简介



总 编：朱荣恩
主 编：丁豪樑
分 析 师：郭继丰
黄德民

联系人：黄德民
电话：021-63501349
邮箱：hdm@shxsj.com

重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”）成立于1992年7月，是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。

新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资提供了优质、高效的信用评级服务，评级业务覆盖了除中国台湾、香港、澳门外的全部省市，涵盖了全部信用评级业务品种。

同时，新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了技术合作关系，形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法，有力地促进了中国信用评级行业的发展。

新世纪评级在20多年的发展中取得了八个第一。在资质方面，新世纪评级是全国第一家取得中国人民银行（1997）、发改委（2003）、保监会（2003/2013）、证监会（2007）等全部资质的信用评级机构；在研究方面，新世纪评级出版了全国第一本以国际视野介绍的《资信评级》（1996）著作、全国第一本《英汉信用评级词汇手册》（2009）；在业务方面，新世纪评级出具了全国第一份投资价值报告——《青岛啤酒股份公司投资价值报告》（1994）、评定了全国第一支证券公司债券——国泰君安短期融资券（2005）、评定了全国第一批三支中小企业集合票据（2009）、评定了全国第一支外资银行人民币债券——三菱东京日联银行（中国）有限公司金融债券（2010）、评定了全国第一支地方政府债券——广东省地方政府债券（2014）。

新世纪评级将坚持“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略，为中国信用评级市场和行业的发展、中国金融风险的防范和化解、中国金融的国际化贡献自己的力量！

公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

摘要

2015 年，中国外部经济环境的不确定性上升，其中美国在量化宽松政策刺激下从复苏中逐渐走强，但是欧洲超主权货币带来的政策协调的复杂性对经济增长的约束仍未消除，复苏前景仍不明朗；日本宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，但日元贬值使其出口增加，对日本经济有一定的促进作用；受大宗商品价格下跌、资本外流等不利因素影响，金砖国家经济增速基本呈现回落态势。2015 年，美国在退出第三轮 QE 后货币政策的正常化进程开启，预计未来加息力度偏温和，节奏偏慢；欧盟、日本和金砖国家的货币政策总体仍宽松。2015 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健偏松的货币政策。中国经济处于调结构和去产能的增速换挡期，经济增速仍将处于合理区间运行。同时，资本市场改革步伐加快，利率市场化将进一步深入。从中长期看，中国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大而进入稳定发展的新常态。同时，随着自贸区的建设、“一带一路”战略的实施和中韩自贸区谈判的完成有利于加强我国与海外的贸易合作，有助于推进人民币国际化，对资源配置优化、相关区域的产业链完善和基础设施建设具有良好的推动作用。但是，在国际经济、金融尚没有完全稳定的条件下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，中国国内的经济增长和发展仍然会伴随着诸多结构性风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险及国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

关键词：新常态、产业结构升级、城镇化、结构性风险

目 录

一、中国经济增长的外部环境.....	1
(一) 美欧日主要经济体经济运行状态和宏观经济政策倾向.....	1
1. 美国经济状态和宏观政策倾向.....	1
2. 欧盟（欧元区）经济状态与宏观政策倾向.....	4
3. 日本经济状态与宏观政策倾向.....	6
(二) “金砖”国家经济运行状态和宏观经济政策倾向.....	9
二、中国经济增长的中长期因素.....	10
(一) 三大需求对于经济增长的贡献.....	11
(二) 产业结构调整、转移与升级.....	12
(三) 消费拉动与分配制度.....	14
(四) 进出口数量与结构演变.....	16
三、中国经济增长的短期因素.....	18
(一) 通货膨胀预期.....	18
(二) 失业率水平与就业形势.....	20
(三) 人民币升值及外汇占款.....	20
(四) 国际经济战略与合作.....	22
四、中国经济增长的宏观经济政策取向.....	22
(一) 中国的财政运行状态及财政政策取向.....	22
(二) 中国的货币供给状态及货币政策取向.....	24
五、中国宏观经济的展望.....	25

图 表 目 录

图 1: 美国 GDP 当季同比增长趋势.....	2
图 2: 美国非农就业人数及失业率数据	2
图 3: 美国 CPI 和 PPI 当月同比趋势.....	3
图 4: 美元指数及美国 10 年期国债收益率变化趋势.....	4
图 5: 欧盟 27 国 GDP 当季同比增长趋势	4
图 6: 欧盟 27 国 HCPI 及 PPI 当月同比变化趋势.....	5
图 7: 欧元区基准利率调整情况.....	6
图 8: 欧盟 27 国财政收支和政府债务变化趋势.....	6
图 9: 日本 GDP 当季同比增长趋势.....	7
图 10: 日本消费物价指数(CPI).....	8
图 11: 日本即期外汇汇率(美元兑日元).....	8
图 12: 日本外贸进出口金额同比变化趋势.....	9
图 13: 巴西 GDP 当季同比增长趋势.....	9
图 14: 俄罗斯 GDP 当季环比增长趋势.....	9
图 15: 南非 GDP 当季同比增长趋势.....	10
图 16: 印度 GDP 当季同比增长趋势.....	10
图 17: 中国 GDP 当季同比增长趋势.....	11
图 18: 中国三大需求对经济增长的贡献.....	11
图 19: 中国规模以上工业增长值同比增长趋势.....	12
图 20: 中国制造业 PMI 月同比变化趋势.....	12
图 21: 中国三次产业构成对于 GDP 增长的贡献率.....	13
图 22: 中国全社会固定资产投资完成额.....	13
图 23: 中国分地区固定资产投资完成额同比增速.....	14
图 24: 中国社会消费品零售总额.....	15
图 25: 中国社会消费品零售总额分项当月同比趋势.....	15
图 26: 中国就业人员平均工资概况.....	16
图 27: 中国进出口金额当月同比增速.....	16
图 28: 中国对外贸易出口金额(分企业类型)当月值同比增速.....	17
图 29: 中国对外贸易进出口金额(分地区)累积同比变化趋势.....	17
图 30: 中国 CPI、核心 CPI 月同比变化趋势.....	18
图 31: 中国 CPI(食品、非食品)月同比变化.....	19

图 32: 中国 PPI、CPI 及 RPI 当月同比变化趋势.....	19
图 33: 中国就业人数与城镇领取失业保险金人数.....	20
图 34: 中国就业人员工资总额与农村外出务工劳动力月均收入变化趋势.....	20
图 35: 人民币指数与美元指数对比情况.....	21
图 36: 中国贸易差额当月值变化趋势.....	21
图 37: 中国经常项目、资本和金融项目差额.....	21
图 38: 中国国家财政收支差额及公共财政收入同比增长趋势.....	23
图 39: 中国财政收入(分类)当月同比变化趋势.....	23
图 40: 中国财政支出(分类)当月同比变化趋势.....	23
图 41: 中国社会融资总规模及其分类月增长趋势.....	24
图 42: 中国货币供应量(M1、M2)月同比增速.....	25
图 43: 中国金融机构各项贷款余额同比变化情况.....	25

中国宏观经济分析与展望

(2015)

文/ 郭继丰 黄德民 何金中 陈文沛

2014 年，美国经济总体表现良好，欧洲经济增长整体乏力，日本经济增长放缓，金砖国家经济增长基本呈现回落态势，中国经济增长面临相对复杂的外部环境。

一、中国经济增长的外部环境

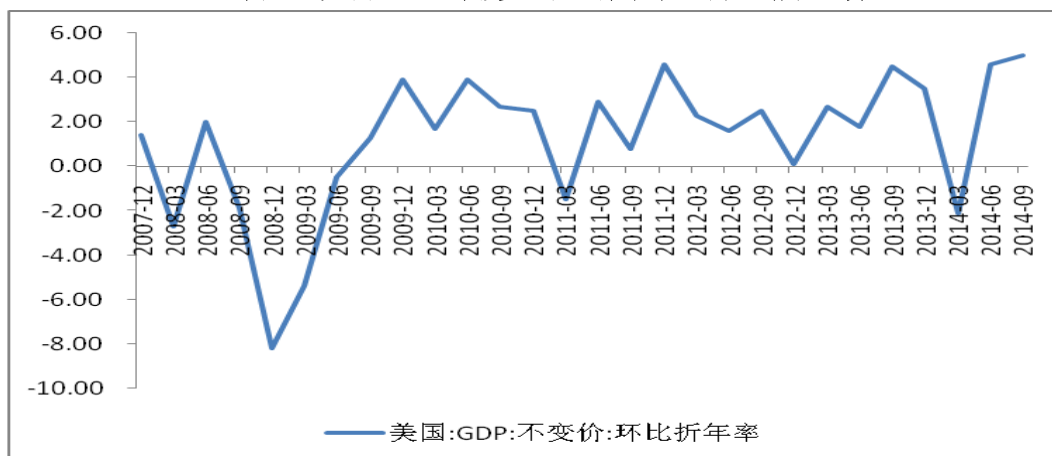
(一) 美欧日主要经济体经济运行状态和宏观经济政策倾向

2014 年，世界经济总体增长乏力，据国际货币基金组织（IMF）预测，2014 年全球经济增长率为 3.3%，低于预期。其中，美国的经济状况相对较好，欧盟内部出现经济分化，日本仍挣扎在经济衰退的边缘。同时，在美国收缩货币政策之际，日本和欧洲等经济体却仍在维持甚至加大货币宽松力度，但整体效果仍不显著。

1. 美国经济状态和宏观政策倾向

2014 年，美国经济总体表现良好，已经实现了常态化的回归。2014 年第一季度，美国经济因为异常气候状况影响，经济活动大幅减少，GDP 增长率为-2.1%（环比折年率），经济复苏进程受到抑制；但是 2014 年第三季度，美国 GDP 的增长率攀升至 5%，经济增长率创出了自 2003 年第三季度以来的新高，经济发展状况超出市场预期，美国经济率先从金融危机中恢复过来，预计 2015 年美国年度 GDP 增长率将在 2.6%-3.0%之间。

图 1：美国 GDP 季度（环比折年率）同比增长趋势

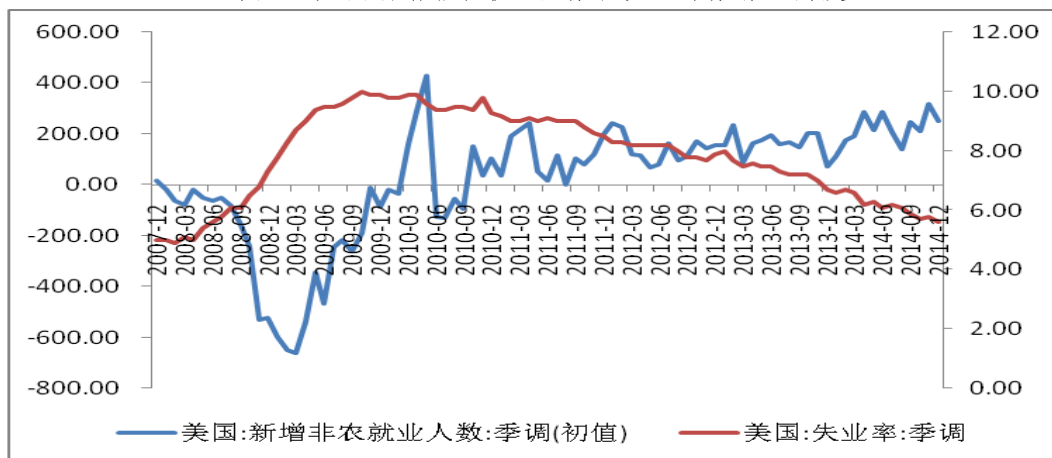


数据来源：Wind 资讯

近年来，美国经济在量化宽松货币政策的带动下持续向好，美国劳动力市场表现良好。具体来看，2014 年 12 月美国新增非农就业人数为 25.20 万人，虽较 11 月的 32.10 万人有所下降，但整体新增数量仍维持在较高水平。此外，美国失业率数据自 2012 年 9 月推出第三轮量化宽松措施开始持续下降，从 8.10% 下降到 2014 年 12 月的 5.60%。量化宽松货币政策的刺激作用使得美国先于其他国家实现经济复苏。

2014 年 10 月，美联储议息会议纪要公布，货币政策委员会认为“自从目前的购买资产计划推出以来，就业市场前景已经取得了明显的改善。而且委员会认为整体经济有足够强劲的潜力，以支撑劳动力市场实现最大化就业，并保持物价稳定。因此，委员会决定在本月结束购买资产计划。委员会维持把所持的机构债券和 MBS 的回笼本金，再投资到 MBS 以及滚动购买到期国债的现有政策。委员会通过持有庞大的、较长期限的证券仓位将会有助于维持宽松的金融市场状况。”至此，正式得益于美国经济回归常态，美联储正式结束了第三轮量化宽松货币政策。

图 2：美国新增非农就业人数及失业率数据（月度）

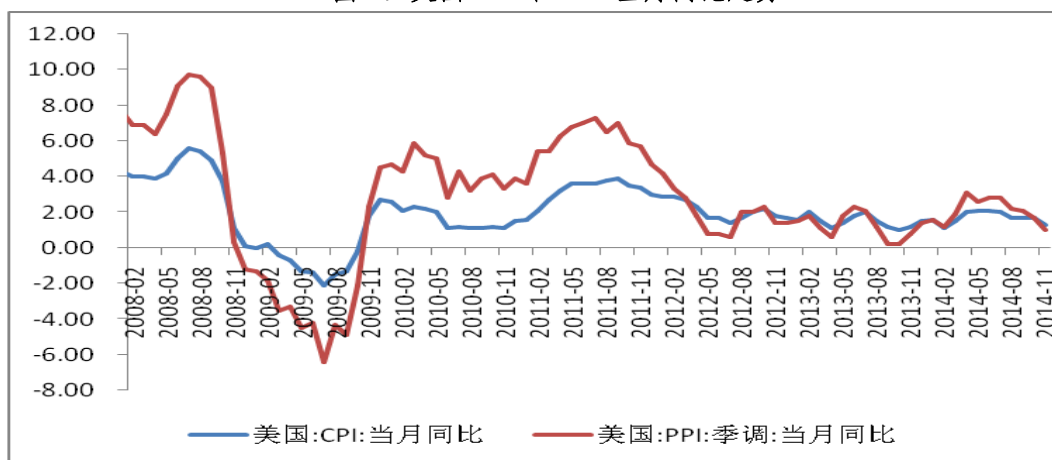


数据来源：Wind 资讯

美国的量化宽松政策虽然实行了多年，但美国的生产者物价指数（PPI）和消费者物价指数（CPI）却未出现明显的上升，反而在 2014 年第三季度出现了一定的回调，2014 年 12 月数据显示 PPI 和 CPI 分别为 1.0%和 1.3%，也为下一步美联储货币政策的转变调整提供了空间。2015 年美国将成为世界经济复苏的主要动力，其货币政策也将在退出第三轮 QE 后进行常态化调整。2014 年 12 月美联储货币政策会议纪要显示，希望各地方联储要对于货币政策正常化保持耐心，美联储主席耶伦表示，至少不会在未来两次会议开始货币正常化立场，因此预计美联储将在 2015 年中或第三季度期开始启动升息周期。

在此之前美联储将可能采用短期市场利率，如调整隔夜逆回购利率、定期存款利率等。2014 年 4 月，美联储在货币政策会议上就对短期利率调整工具组合进行了初步讨论，包括：（1）超额准备金利率（IOER）：提升该利率可减少联邦基金市场供给，也会使银行利率升高。在升息过程中联储很可能采取超额准备金利率作为整个短期利率调节的核心工具。（2）定期存款工具（TDF）：主要用于分流银行超额准备金，推进短期利率的上升。（3）隔夜逆回购（ONRRP）：主要承担协助联储升息、控制货币市场利率和维持货币市场稳定。

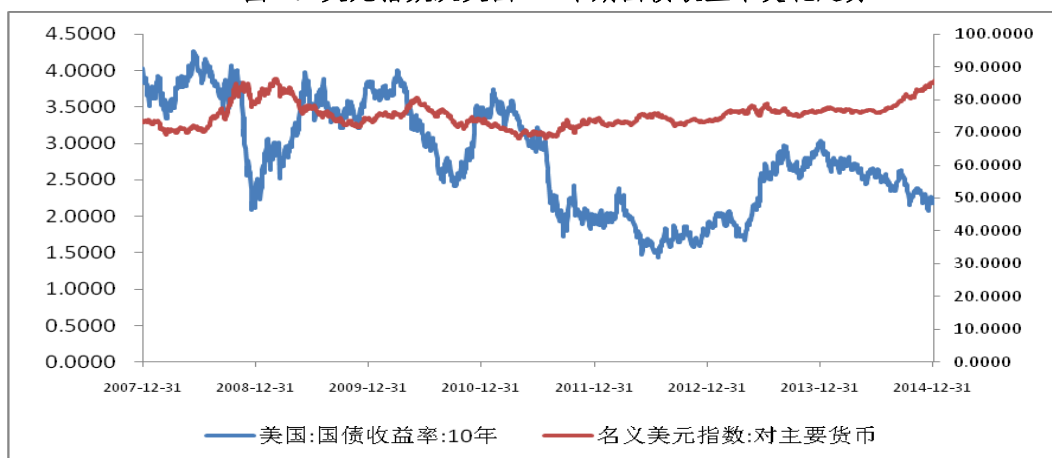
图 3：美国 CPI 和 PPI 当月同比趋势



数据来源：Wind 资讯

美国 2014 财年的总财政赤字规模为 4836.10 亿美元，相比 2013 财年减少 28.90%，财政赤字总额与同期 GDP 的比值约 2.80%，该比值为 2009 财年以来最低水平。此外，美元指数于 2014 年第三季度开始持续走强，同时美国十年期国债利率却不断走低，美国在经历了财政悬崖之后，财政状况逐渐好转，经济发展前景较好，但这并不代表原有财政政策有所转向，预计美国将继续在 2015 年实行紧缩的财政政策，短期内不会发生重大变化。

图 4：美元指数及美国 10 年期国债收益率变化趋势

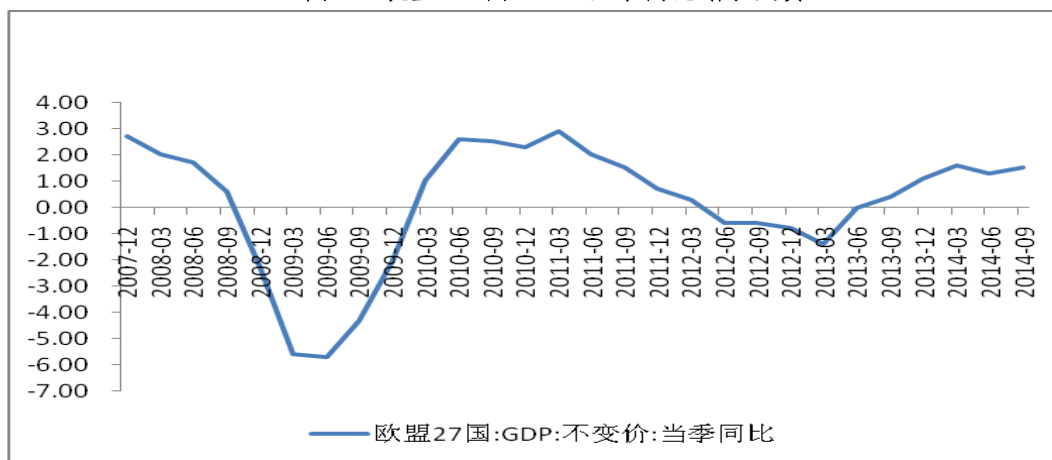


数据来源：Wind 资讯

2. 欧盟（欧元区）经济状态与宏观政策倾向

2014 年欧盟 27 国的经济表现较 2013 年有所好转，2014 年第 3 季度 GDP 当季同比增长 1.50%，整体稳定在 1%-2%的水平内，但是欧盟 27 国内的国别增长差别较大，国别间增长状况的分化仍在延续。英国、德国的经济增长情况较好，而之前深陷欧债危机的国家，如希腊、西班牙等国出现了一定的经济增长反弹，但法国、意大利等国的经济状况使得欧盟经济增长的后续空间受限，欧债危机的阴影仍未完全消退，不过随着欧盟版量化宽松 QE 的推出，欧盟经济前景将有所好转，预计 2015 年欧盟的实际 GDP 增长率将维持在 1.5%左右。

图 5：欧盟 27 国 GDP 当季同比增长趋势

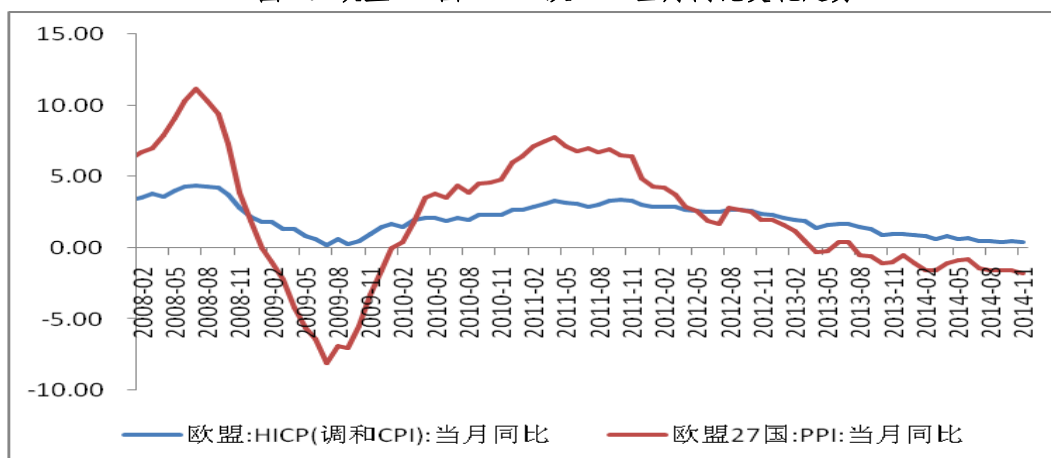


数据来源：Wind 资讯

2014 年欧盟 27 国失业率数据依然表现不佳，11 月失业率数据为 11.5%，环比下降 0.1 个百分点，同比下降 0.7 个百分点。与此同时 2014 年，欧盟 27 国的调和消费者价格指数（HCPI）及生产者价格指数（PPI）数值自 2013 年以来便持续下滑，自 2014 年 1 月达到 0.9%之后，便逐月不断下降至 0.4%；而 PPI 数据也不断走低，2014 年 11 月已下降至-1.8%。整体上看，中长

期内欧盟 27 国的通胀水平预期都将低于欧洲央行设定 2% 的目标水平，2014 年 HCPI 和 PPI 的变化情况显示出原本集中在能源和食品的价格疲软已经蔓延到其他各类商品和服务领域，欧盟（欧元区）长期的低通胀显示了经济复苏情况极为脆弱，经济复苏仍未回归常态。

图 6：欧盟 27 国 HCPI 及 PPI 当月同比变化趋势

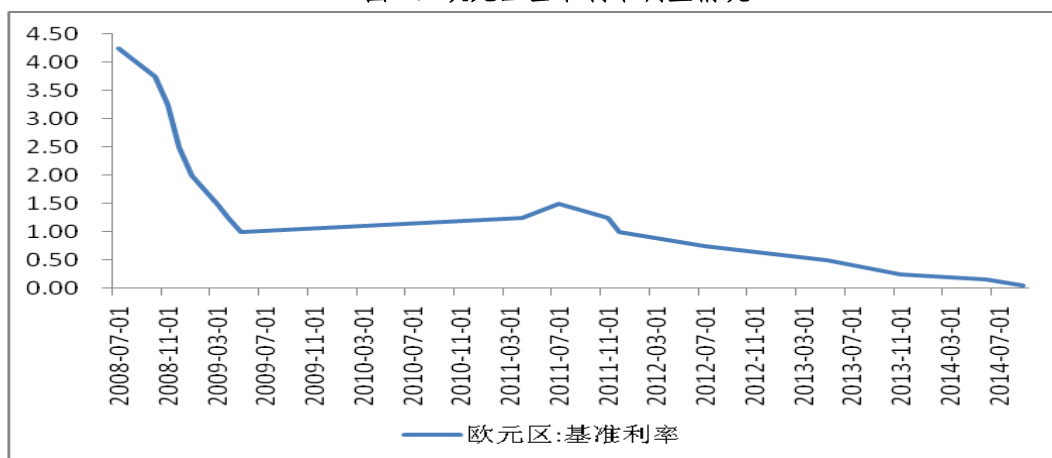


数据来源：Wind 资讯

2015 年 1 月，欧洲央行行长德拉吉正式宣布扩大量化宽松（QE）资产购买规模，而资产购买时间将从 2015 年 3 月开始，每月购买 600 亿欧元，一直持续到 2016 年 9 月，若欧元区通胀回升到接近 2% 则将停止购买债券。量化宽松（QE）政策下购买的债券将包括欧盟机构债券、主权国债、担保债券和资产支持证券（ABS），购买债券的金额分配将基于各国央行在欧洲央行的出资比率，每支债券的购买不超过总规模的 25%，并且购买同一发行者债券的总规模上限为 33%。自此市场普遍预期的欧盟量化宽松政策终于正式推出，欧盟经济增长前景也将因量化宽松政策带动而逐步向好。

为了提振欧元区经济并避免通缩，欧洲央行于 2014 年 6 月和 9 月两度降息，并采取了一系列新措施，包括向银行提供中期廉价贷款，以及购买资产支持证券和担保债券等计划。但是，欧洲央行认为目前欧盟通胀的发展趋势仍旧继续低于预期，欧元区经济的疲软度依然很高，货币和信贷趋势继续受到抑制。此外，虽然 2014 年 6 月和 9 月所公布并随后采取的政策措施已促进金融市场价格改善，但当前的货币宽松度仍不足以充分化解低通胀持续太长时间的高风险，因此需要采取进一步扩大欧央行资产负债表措施，其对达成欧央行的价格稳定使命具有必要性。总体来看，当前经济下行风险应该已经减弱，但欧盟国之间的经济发展差异使得经济复苏的过程还比较漫长，未来数月间的消费者价格指数（CPI）将维持在较低水平，并且继续为负数，可能在 2015 年底才会逐步回升。

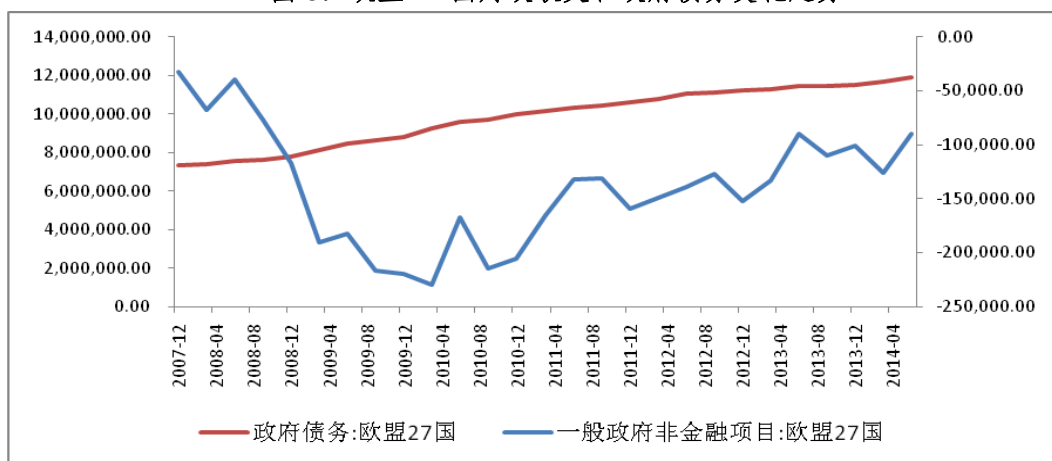
图 7：欧元区基准利率调整情况



数据来源：Wind 资讯

欧洲债务危机爆发以来，欧洲各国都将紧缩作为财政政策方面的首要选项。从欧盟主要成员国的财政状况来看，2014 年欧盟主要国家的一般政府非金融项目的财政收支额有所上升、政府债务增长速度比较平缓，预计各成员国在 2015 年的财政赤字将进一步降低，主要成员国的债务危机在 2015 年将进一步减缓。总体看，2015 财政年度，欧盟整体经济形势仍会处于“增长不均衡与经济复苏脆弱”的状态中。欧盟各成员国将继续加大结构性改革力度，以解决高失业率、社会不平等以及大型项目投资缺口等问题。

图 8：欧盟 27 国财政收支和政府债务变化趋势



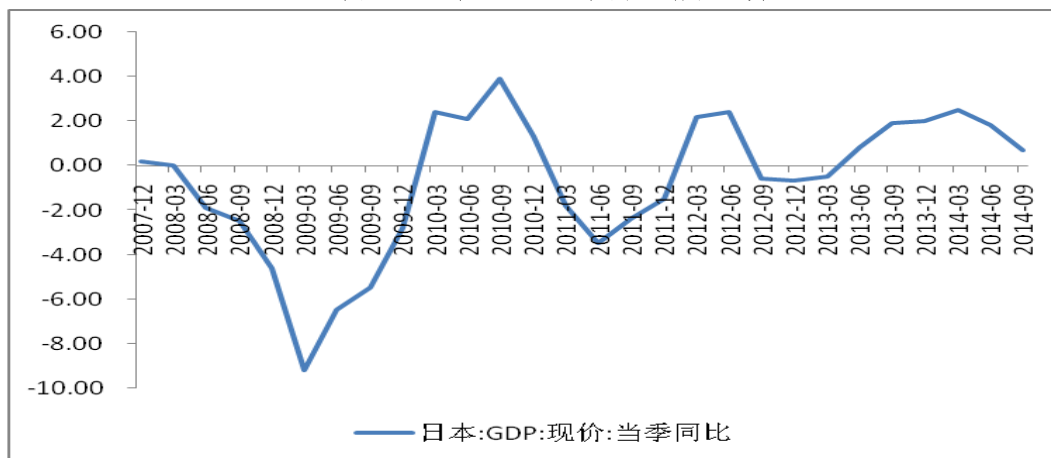
数据来源：Wind 资讯

3. 日本经济状态与宏观政策倾向

2014 年，日本政府推行的“安倍经济政策”继续实施，但是在消费税的提升、居民实际收入连续下降导致内需不振的情况下，又伴随着货币刺激的边际效用递减，经济结构调整有限，老龄化日益加剧等问题，日本经济增长率不断下滑，2014 年第 3 季度 GDP 当季同比增长为 0.7%；

日本经济继 2014 年第 2 季度严重萎缩 7.3%后，第 3 季度 GDP 又继续下滑 1.6%，因此，预计 2015 年日本经济增长率可能处于 1.0%-1.3%之间。

图 9：日本 GDP 当季同比增长趋势

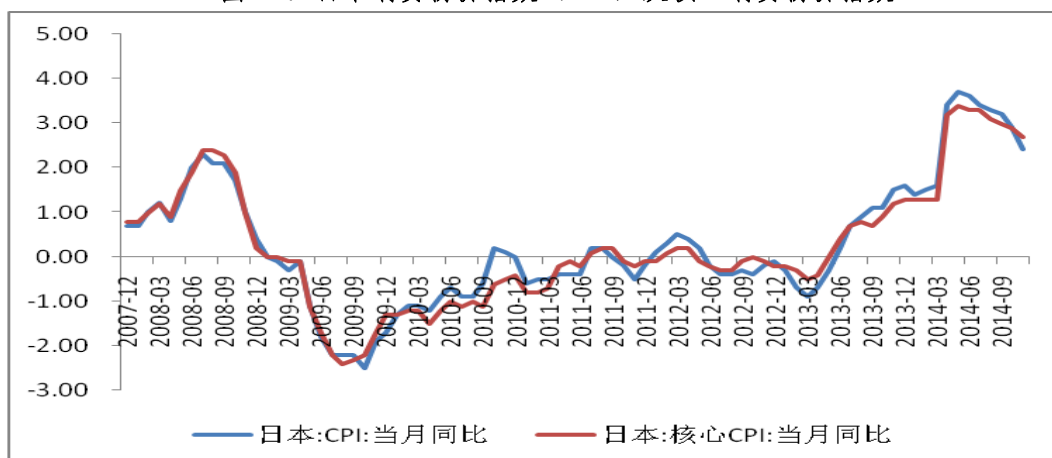


数据来源：Wind 资讯

2014 年 4 月，日本政府将消费税率从 5%提高到 8%。日本政府上调消费税率目的是解决日本巨额的社会福利开支并削减公共债务，但是日本经济在 2013 年刚刚出现复苏的迹象，增税政策毫无疑问会严重打击消费意愿，并直接冲击“安倍经济学”引起的复苏势头，对日本经济增长前景产生较大的负面影响。2014 年 11 月，日本政府宣布将推迟一年半实施原本将在 2015 年 10 月开始的消费税上调至 10%的计划，避免对脆弱的日本经济产生更大的负面影响。

2014 年第 1 季度，日本极度宽松货币政策的带动下，基础货币投放量激增、消费物价指数（CPI）急速上升至 2014 年 4 月 3.4%的高点后，又因为消费者信心下降等因素作用，于 2014 年 11 月已回落至 2.4%，核心消费者价格指数也继续下降至 2.7%。日本央行的货币刺激计划的目标是将通胀水平拉升至 2%，但是目前日本的 CPI 和 PPI 数据均处于快速下滑之中，同时如果扣除消费税上升的影响，实际的 CPI 将维持在 1%左右，远低于 2%的设定目标，货币政策的刺激作用和效果远低于预期。2014 年 10 月 31 日，日本央行决定加快扩大基础货币的速度，至每年 80 万亿日元（7260 亿美元），同时，日本央行还决定增加年度政府公债购买规模约 30 万亿日元，并将所持国债的平均存续期延长至 10 年左右，并将上市交易基金（ETF）和日本房地产投资信托（JREIT）的年度购买规模扩大两倍；ETF 购买量将每年增长 3 万亿日元。通过上述更为宽松的货币政策，日本央行希望达到刺激日本经济的目的。

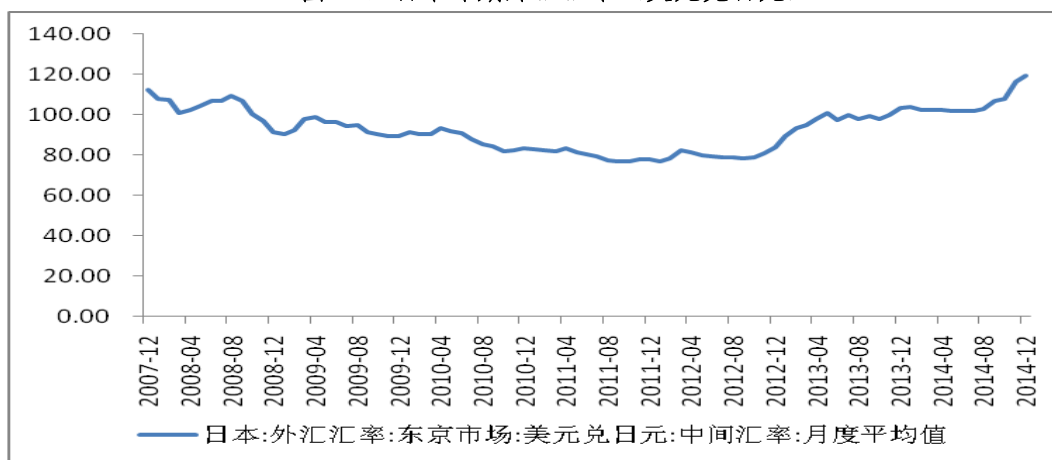
图 10: 日本消费物价指数 (CPI) 及核心消费物价指数



数据来源: Wind 资讯

从 2014 年的外汇市场走势看, 日本即期外汇汇率 (美元兑日元) 整体走势强劲, 日元不断大幅贬值。自 2014 年 9 月开始, 日元贬值幅度继续加大, 较 2012 年同期相比已贬值将近 50%。总体而言, 近期日元大幅贬值的原因是 2014 年 10 月底, 日本央行实行更为宽松的货币政策、美联储宣布结束量化宽松货币政策, 以及市场对日本经济增长前景的悲观预期。

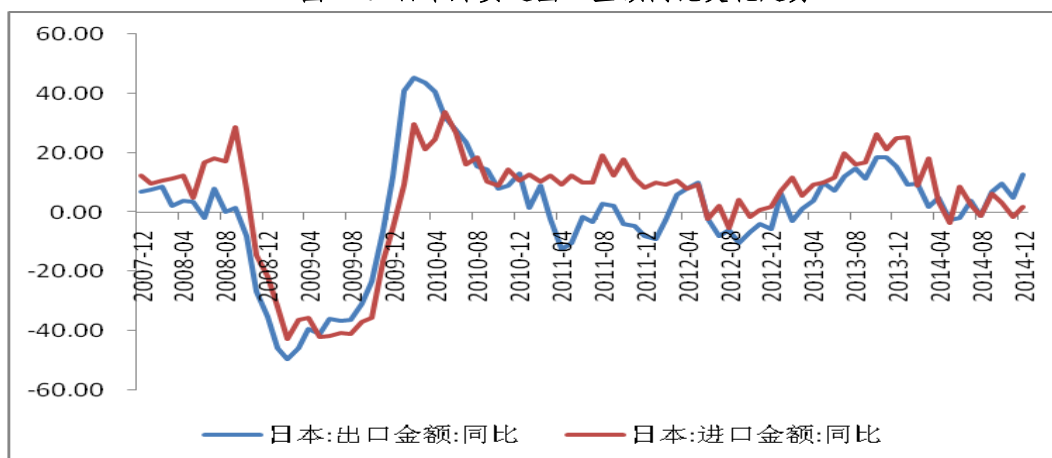
图 11: 日本即期外汇汇率 (美元兑日元)



数据来源: Wind 资讯

外汇干预是日本经济政策中的重要组成部分, 使日元不断贬值的同时最终体现在促进出口方面。2014 年 12 月日本出口额同比增长 12.83%, 整体有所回升, 但日本对外经济活动已经从商品出口主导型过渡到资本输出主导型, 汇率变动对出口贸易的影响有限。

图 12: 日本外贸进出口金额同比变化趋势

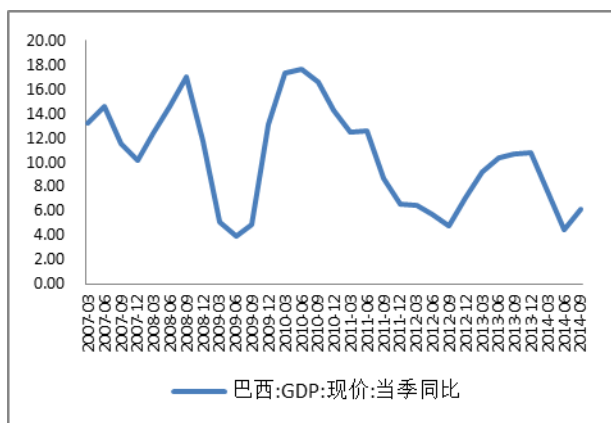


数据来源: Wind 资讯

(二) “金砖”国家经济运行状态和宏观经济政策倾向

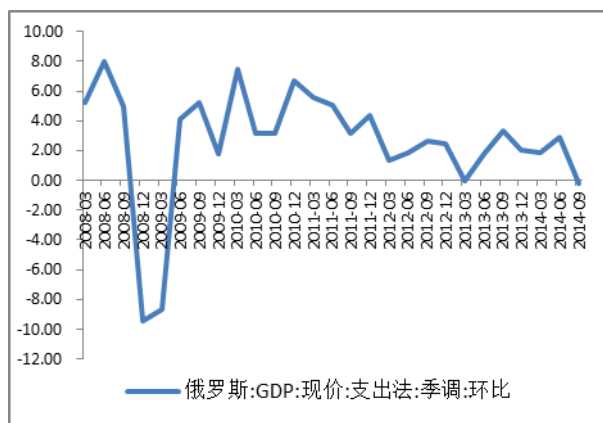
作为全球经济增长重要推动力的“金砖国家”，在过去 10 年里为全球经济增长贡献率超过一半，但目前“金砖”国家中巴西、俄罗斯、南非均进入了增长放缓期。除印度以外的三个国家，巴西、俄罗斯和南非的 2014 年的实际 GDP 增长率均表现不佳。全球经济复苏的再平衡，特别是新兴市场对全球经济增长贡献度的下降是 2014 年的主要特点。2014 年前三季度巴西实际 GDP 同比增长率为 7.58%、4.41%和 6.61%。巴西实际 GDP 同比增长率自 2012 年中开始逐步回升，但 2013 年第三季度以来有所下滑，目前仍在低位徘徊。2014 年前三季度俄罗斯实际 GDP 环比增长率为 1.87%、2.90%和-0.20%，受乌克兰危机、卢布贬值、原油价格下降等不利因素影响企稳回升的过程可能会比较漫长。此外，南非经济形势整体仍偏弱，2014 年前三季度实际 GDP 同比增长率为 1.92%、1.27%和 1.41%，从整体趋势看自 2011 年底后便开始不断下滑。最后，印度经济增长进一步回升，2014 年前三季度实际 GDP 增长率为 5.85%、6.04%和 7.46%，复苏势头渐有起色，GDP 增长率自 2012 年中期以来处于整体回升态势。

图 13: 巴西 GDP 当季同比增长趋势



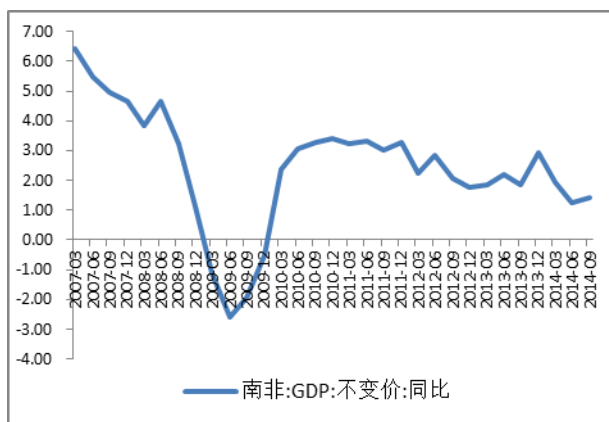
数据来源: Wind 资讯

图 14: 俄罗斯 GDP 当季环比增长趋势



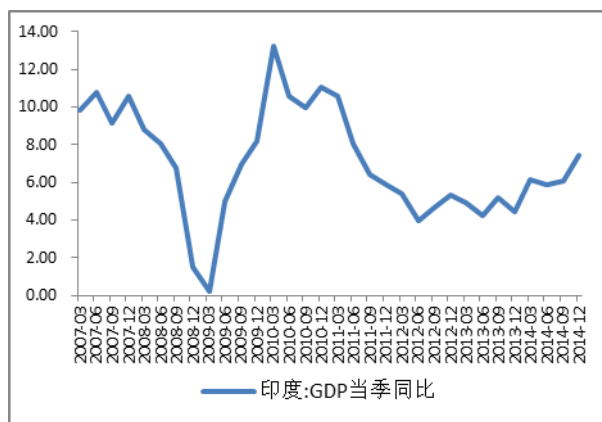
数据来源: Wind 资讯

图 15: 南非 GDP 当季同比增长趋势



数据来源: Wind 资讯

图 16: 印度 GDP 当季同比增长趋势



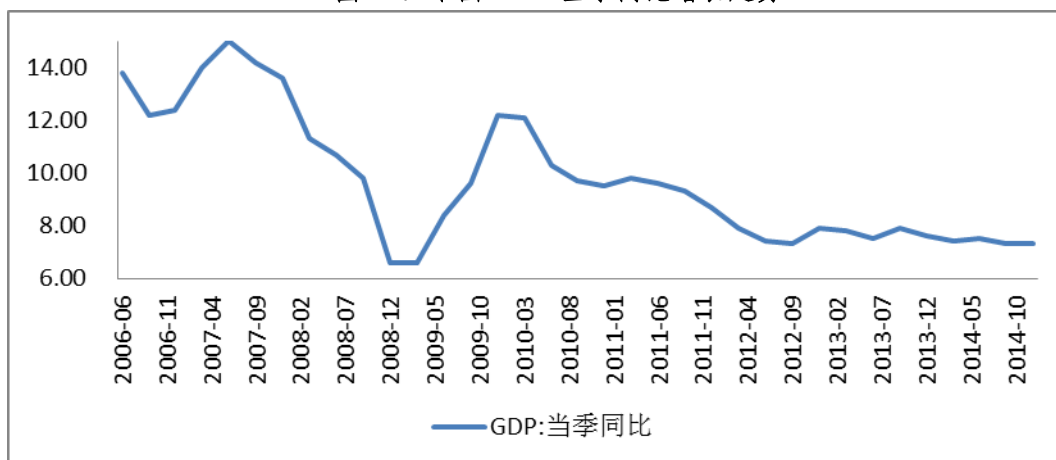
数据来源: Wind 资讯

整体看,2014年“金砖”国家经济的整体增长幅度低于去年,预计2015年仍面临较大挑战,在世界经济整体增长缓慢、经济状况反复不定的情况下,“金砖”国家也很难独善其身。首先,受美联储量化宽松政策退出影响,大量资本由巴西回流到美国,同时国际大宗商品价格大幅下跌,使巴西的出口和财政收入锐减。其次,俄罗斯经济增长在卢布贬值和原油价格大跌的不利影响下短期内难以复苏,普京政府转而注重国内经济结构多元化调整的发展方式,预计俄罗斯2015年的经济状况也很难有大的亮点,但总体可能保持相对平稳。此外,南非失业率长期居高不下,国内制造业和农业的弱势短期内难以扭转,2015年的宏观经济政策空间均不大,经济增长的前景并不乐观。最后,自从2014年印度新总理莫迪上任以来,提出和实施了一系列重要改革意见,印度通货膨胀率已经从2013年11月的11.2%下降至2014年11月的4.4%,但印度经济仍受制于其巨大的财政赤字规模,政府促进投资以及扩大内需的实际效果仍存在较大制约,未来维持偏宽松的货币政策的可能性较大。

二、中国经济增长的中长期因素

2014年中国经济增速继续小幅回落,全年四季度实际GDP同比增长率分别为7.40%、7.50%、7.30%和7.30%。自2009年四万亿经济刺激计划带动的快速反弹后,中国经济增速便持续下滑,目前虽然中国经济处于阶段性反复状态,经济形式整体偏弱,但下降趋势的可控程度依然较强。未来短期内中国经济继续保持8-10%的高速增长趋势会较为困难,但经济进入新常态后的长期稳定增长态势不减。

图 17：中国 GDP 当季同比增长趋势

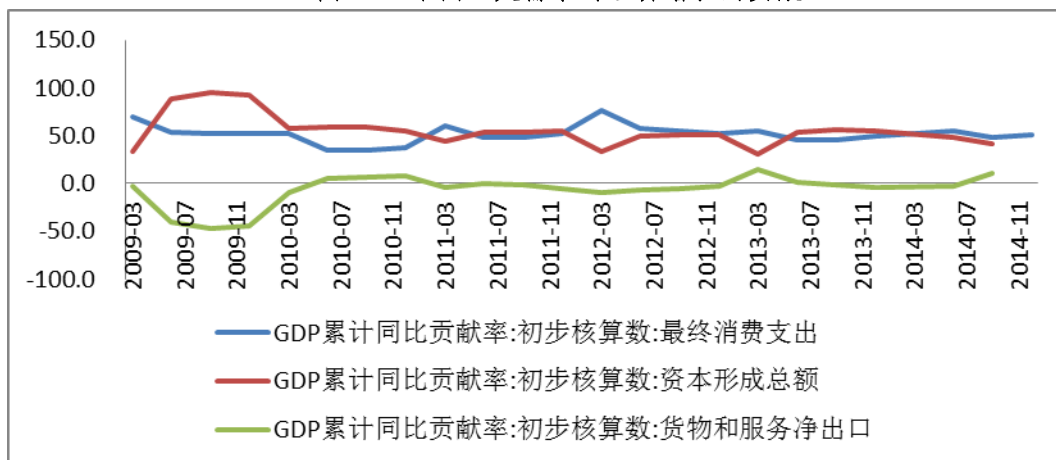


数据来源：Wind 资讯

(一) 三大需求对于经济增长的贡献

2014 年，随着中国经济的持续回落，三大需求对于经济增长的贡献率出现了不同程度的分化，通过初步核算数观察，货物和服务净出口占比有所上升，资本形成总额有所下降而最终消费支出保持了相对的平稳。结合中国 GDP 增长的实际情况看，内部的消费需求不振仍然是困扰中国经济增长的重大影响因素，外贸净出口额的增长随着 2014 年人民币的持续升值而受到制约，政府主导型投资仍是拉动经济增长的重要手段。

图 18：中国三大需求对经济增长的贡献



数据来源：Wind 资讯

2014 年，中国规模以上工业增加值较上年小幅下降。2012 年第二季度至今工业增加值增速整体相对平稳，并呈小幅回落的态势，与 GDP 的增速基本吻合。2014 年，中国工业的整体形势相对偏弱，房地产市场的弱势运行进一步制约了中国工业生产中的钢铁、有色金属、水泥等部分传统行业过剩产能的消化，去产能的压力可能会在一定时期内抑制国有企业及私营企业的

产能投放及固定资产投资的意愿。预计 2015 年中国工业增长值大幅波动的可能性极小，相对平稳运行态势依然不变，仍将延续 2014 年过剩产能的持续化解、传统产业逐步升级的过程。

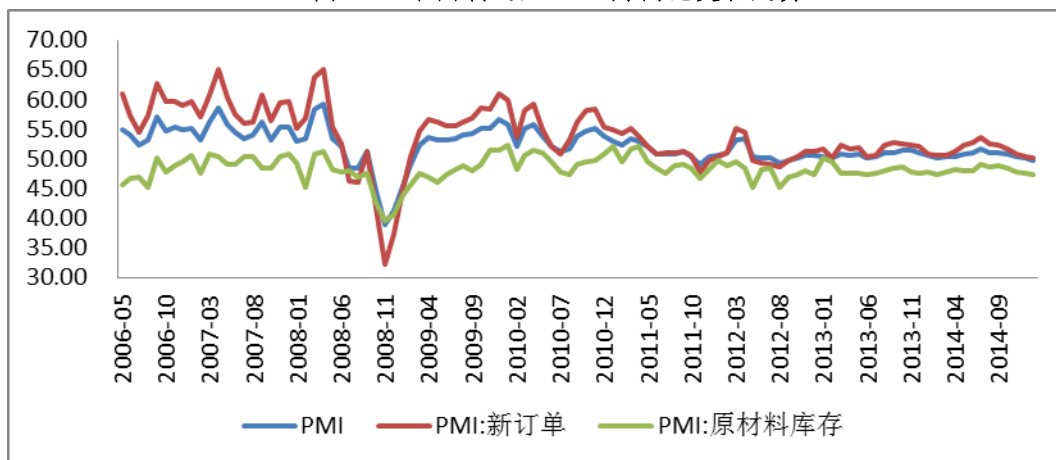
图 19：中国规模以上工业增加值同比增长趋势



数据来源：Wind 资讯

2014 年，从中国国家统计局发布的制造业 PMI 数据看，经济景气度处于相对偏弱的状态，制造业复苏的实际情况普遍不如市场预期，制造业 PMI 指数中的新订单量（需求）及原材料库存（供给）均出现了不同程度的下滑，中国宏观经济整体景气度处于低位，需求端仍处于收缩期，后续修正存在趋势延续的可能性。

图 20：中国制造业 PMI 月同比变化趋势

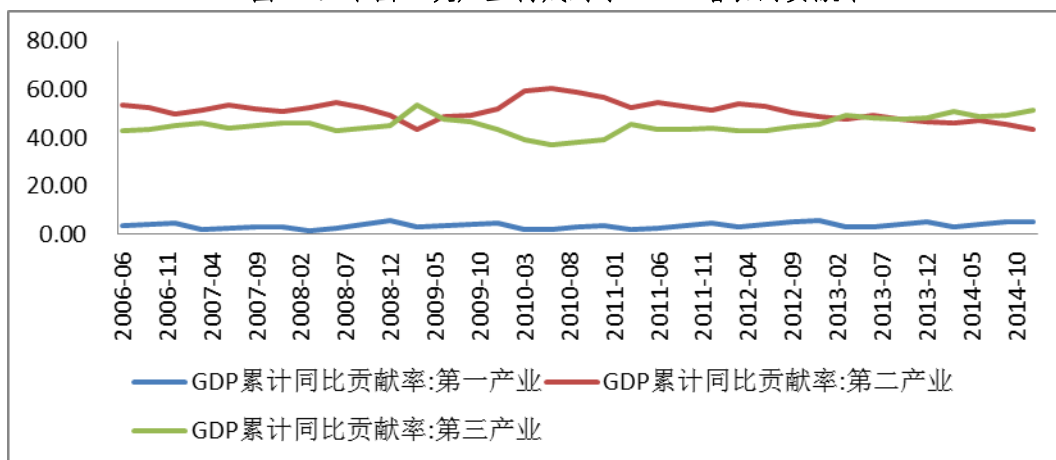


数据来源：Wind 资讯

（二）产业结构调整、转移与升级

2010 年以来，中国的三次产业结构发生了较大的变化，第一产业占比基本保持稳定且呈现出大约一年期左右的波动特点，而第二产业在 2010 年后便急剧下滑，第三产业在 2012 年中见低后缓慢回升。从中国三次产业结构的调整看，中国整体性的产业结构调整与升级仍然任重而道远。

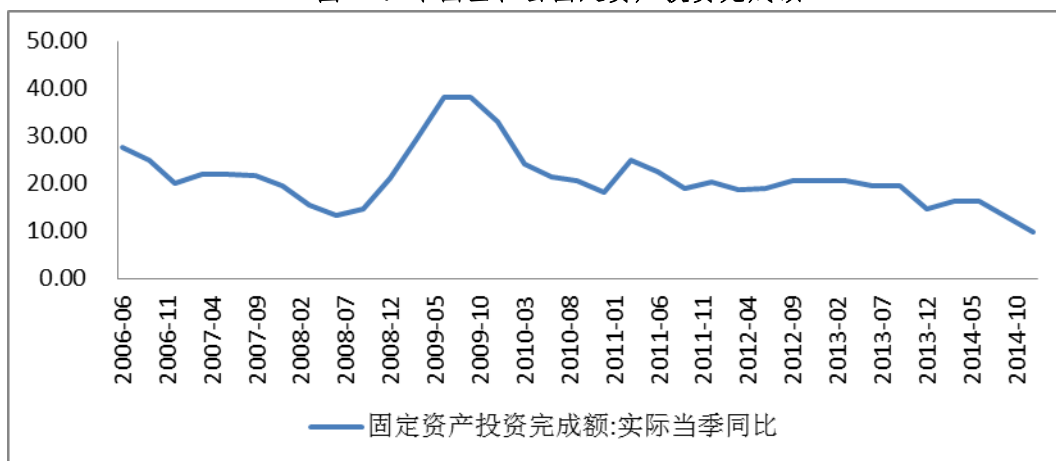
图 21：中国三次产业构成对于 GDP 增长的贡献率



数据来源：Wind 资讯

2014 年，第二产业和第三产业对 GDP 增长的贡献率出现小幅分化，其中第三产业对 GDP 的拉动作用逐步显现，而第二产业对 GDP 的贡献率与第三产业出现小范围背离情况，主要表现为工业和建筑业对 GDP 的拉动转弱，整体处于疲弱状态。建筑业对 GDP 的累积同比贡献率显示出非常强的周期性特征，未来的逐步回升、调整也是周期性特征的必然结果。因此，中国产业结构调整的功效有所显现但仍然面临较大的优化空间，经济增长的回升依赖于产业结构的升级调整 and 第三产业对 GDP 增长的拉动。

图 22：中国全社会固定资产投资完成额

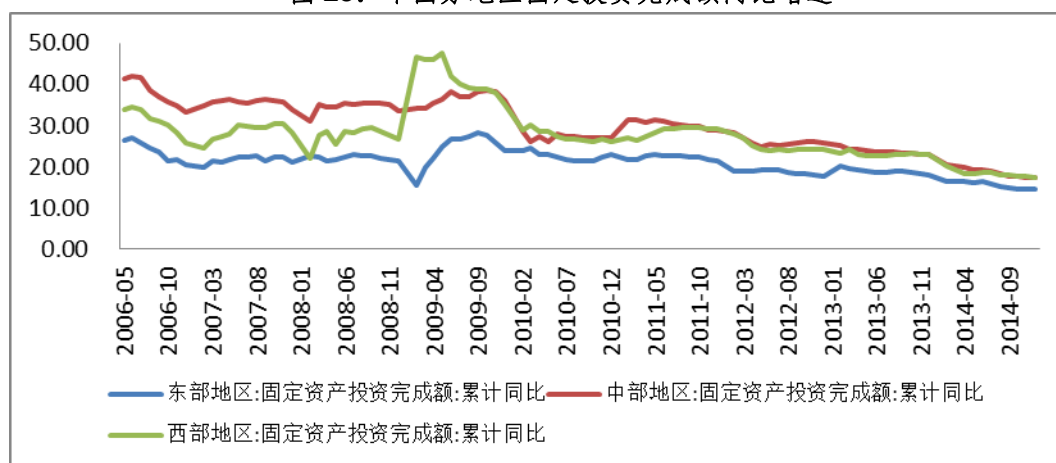


数据来源：Wind 资讯

2014 年，中国宏观经济中的全社会固定资产投资有所缩紧。由于中国 2009 年的四万亿财政刺激计划的后续影响，中央政府为了平抑过快增长的固定资产投资规模，大幅降低了对于固定资产投资的财政支出，直至 2012 年初后才开始回升，而地方政府的投资却未出现剧烈的大幅削减，而是逐步降低，目前已恢复至 2008 年金融危机前的水平。

2014年，全国固定资产投资（不含农户）50.20万亿元，同比名义增长15.7%，增速较上年大幅回落。分产业看，第一产业投资1.20万亿元，同比增长33.9%；第二产业投资20.81万亿元，增长13.2%，增速回落0.1个百分点；第三产业投资28.19万亿元，增长16.8%，增速回落0.3个百分点。更进一步看，第二产业中，工业投资20.45万亿元，同比增长12.9%；其中，采矿业投资1.47万亿元，增长0.7%，增速回落0.7个百分点；制造业投资16.69万亿元，增长13.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业投资2.29万亿元，增长17.1%。第三产业中，基础设施投资（不含电力）8.67万亿元，同比增长21.5%，增速比1-11月份回落0.3个百分点。总体上看，在地方政府债务紧缩的大背景下，预计2015年的总体固定资产投资增速不会有较大幅度的上升。

图 23：中国分地区固定资产投资完成额同比增速



数据来源：Wind 资讯

中国的产业结构调整、转移是为了给予各地区经济增长注入新的活力，广东省提出的“腾笼换鸟”政策即是给产业转移提供了良好的发展路径。但是由于中国地方政府的投资偏好，四万亿财政刺激政策投放时，中、西部地区固定资产投资过快；而2010年之后，中、西部地区的投资增速大幅下降，2014年以来更是逐步收缩，主要是由于这些地区一些省份的固定资产投资规模已经接近、甚至达到GDP的总体规模，如果增速继续保持在每年20%以上，很有可能使投资规模超过GDP，造成经济过热从而无法实现产业结构调整、转移的目标，可以预计未来理想的固定资产投资增速可保持在10-15%左右。

（三）消费拉动与分配制度

中国经济转型的重要方向是提高消费对于GDP的拉动作用，从现阶段的GDP增长构成中分析，消费和投资对GDP增长的贡献率基本相当，在外贸进出口的贡献作用短期提升空间有限的条件下，投资驱动作用不断弱化的同时，消费对于中国经济增长的拉动作用或将成为关键。

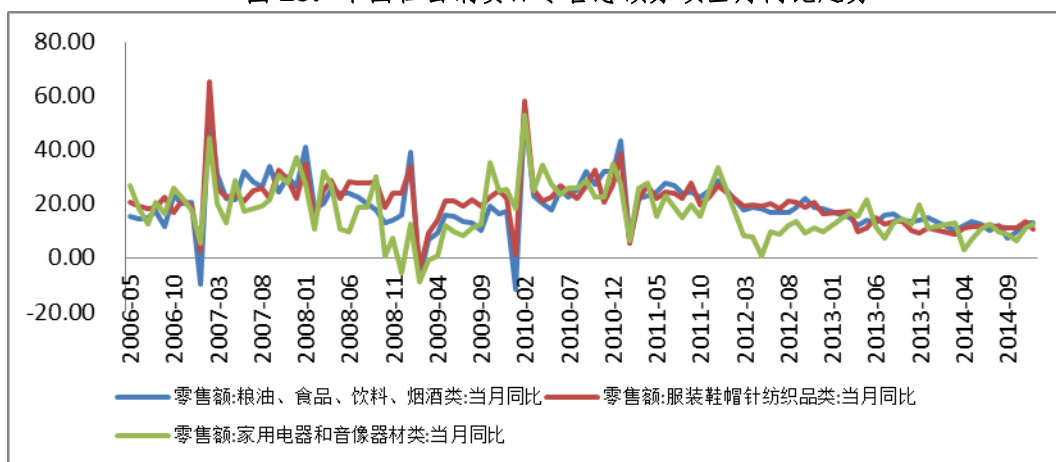
图 24：中国社会消费品零售总额



数据来源：Wind 资讯

2014 年，中国社会消费品零售总额同比增长程度总体上小幅下降，消费拉动经济增长的空间较大。在最终消费支出构成中，政府最终消费的拉动作用明显，政府消费对经济的促进作用表明了政府对于民生、公共产品的投入有所增加。为扩大内需，实施城镇化发展战略，保障民生、改善供给，在财政支出中对公共产品的支出比例有进一步提升的空间。

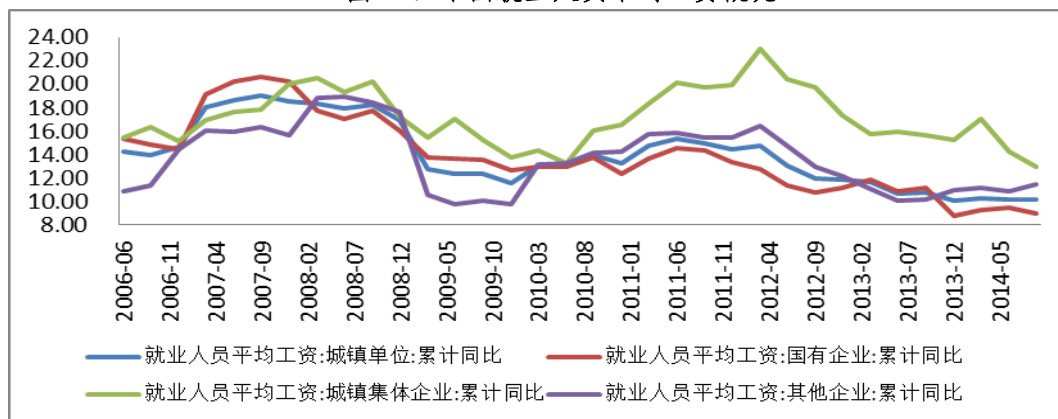
图 25：中国社会消费品零售总额分项当月同比趋势



数据来源：Wind 资讯

城镇化是以改变中国城乡二元结构为目标的国家整体战略，是消除中国城乡壁垒、释放供给的通盘计划。只有改变中国城乡二元结构，才能有效的提升整体的消费支出，降低贫富差距。2011 年，中国的城镇人口第一次超过乡村人口，制度改革的迫切性也与日俱增，主要表现为户籍制度、城乡公共服务的差别等。同时，自 2008 年以来，中国居民收入基尼系数有所下降，收入分配的差距有所缩小。

图 26：中国就业人员平均工资概况



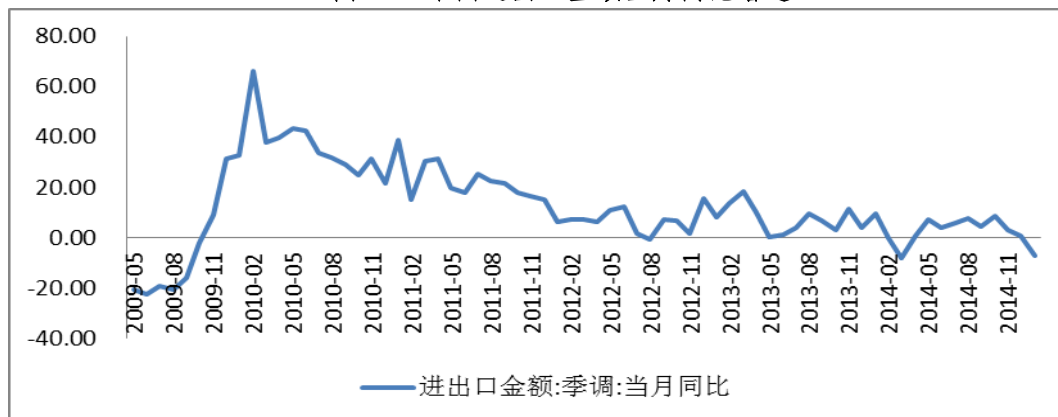
数据来源：Wind 资讯

从就业人员平均工资看，2012 年中期以来，我国就业人员平均工资同比增长幅度均有所下降。其中，城镇集体企业累计同比增速较高，2014 年前三季度分别为 17.00%、14.20%和 13.00%，其他各类型企业的工资累计同比数具有一定的吻合度，整体收入增长也保持了相对的均衡。由于政府对教育、医疗卫生和社会保障的支出仍然还不够，特别是对广大农村地区的投入相对偏少而导致居民消费倾向的相对下降。此外，从消费支出看，目前中国城镇居民的消费支出远大于农村居民的消费支出，一方面是由于城镇居民的平均工资高于农村居民；另一方面，也因为福利制度障碍所导致的城乡发展不平衡。未来中国经济增长的动力在于居民消费需求和意愿的提升，分配制度改革中的提升各地区的最低工资，可以有效的解决城乡间、地区间的收入差距问题。

（四）进出口数量与结构演变

2011 年至今，中国进出口数量和金额整体上均弱势运行，特别是进出口金额呈现出了较强的周期性波动特点，中国的外贸顺差也随着国际主要贸易对手的需求而减少及国际贸易保护主义和人民币不断升值而逐步受到挤压，整体表现相对偏弱。

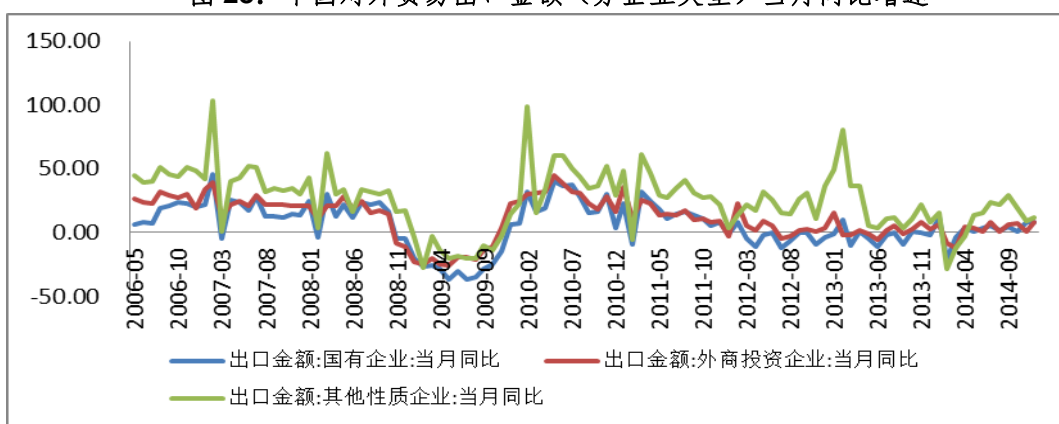
图 27：中国进出口金额当月同比增速



数据来源：Wind 资讯

过去十年，中国外贸的增长主要依赖于加入 WTO 后的贸易全球化，中国充分发挥了自身的比较优势，通过廉价的劳动力和低廉的生产成本，实现了中国经济跨越式的发展。2010 年之后整体进出口金额出现了大幅下滑，其中国有企业和外商投资企业的降幅相对明显。2012 年，随着国家出口退税等一系列外贸政策的推进，中国私营企业的进出口额有了较大的回升；但是 2014 年以来，中国外贸的整体形式较上年有所弱化。随着人民币国际化的推进，劳动力成本、原材料价格及环保要求的日益提升，中国将无法继续复制过去依赖廉价劳动力和生产成本优势的老路，产业结构升级，产品及服务的核心竞争力及附加值的有效提升为未来中国进一步在国际贸易中占据主导权的发展方向。

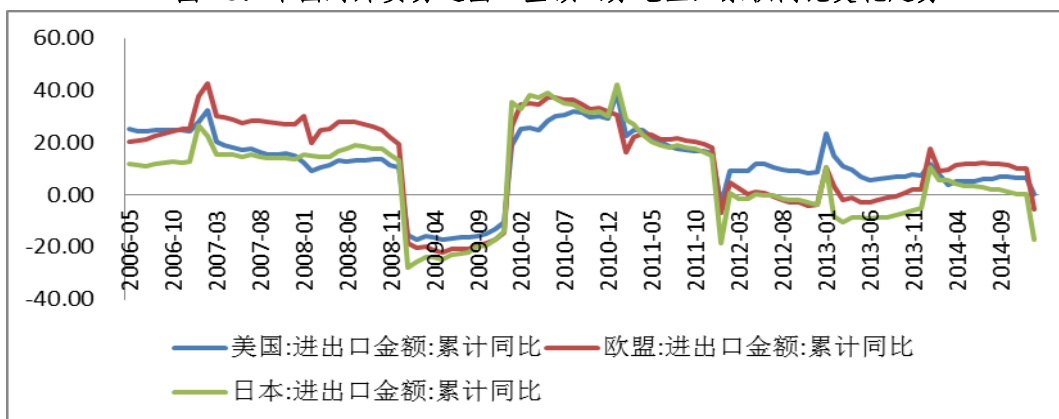
图 28：中国对外贸易出口金额（分企业类型）当月同比增速



数据来源：Wind 资讯

2014 年，中国出口金额处于周期性反复状态，总体偏弱，12 月国有企业的出口额当月同比增长 7.7%；外商投资企业的出口额当月同比增长幅度为 7.9%；其他性质主要是民营企业的出口额当月同比增长幅度为 12.2%，表现最为强劲。然而，从贸易伙伴角度来分析，12 月中国对美国的年增长为 6.6%、对欧盟的增长为 9.9%、对日本增长几乎为 0，对几大主要贸易经济体的出口增长程度依然有限。

图 29：中国对外贸易进出口金额（分地区）累积同比变化趋势



数据来源：Wind 资讯

三、中国经济增长的短期因素

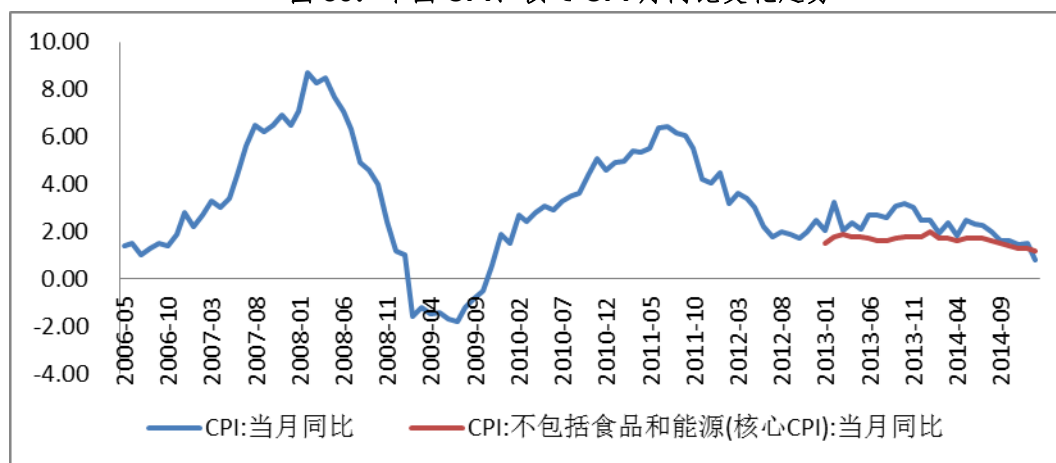
十八届三中全会发布了举世瞩目的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，公报中指出“要紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革，坚持和完善基本经济制度，加快完善现代市场体系、宏观调控体系、开放型经济体系，加快转变经济发展方式，加快建设创新型国家，推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展”。

2014年10月的十八届四中全会上，审议通过了《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》。全会明确了全面推进依法治国的重大任务，“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；深入推进依法行政，加快建设法治政府；保证公正司法，提高司法公信力；增强全民法治观念，推进法治社会建设；加强法治工作队伍建设；加强和改进党对全面推进依法治国的领导”。因此，未来随着政府逐渐远离市场，市场竞争进一步优化，在依法治国的方针下创造公平公正的市场环境，鼓励创业与创新是未来经济发展的潮流。

（一）通货膨胀预期

2014年，中国消费者物价指数（CPI）在区域波动的不断反复中呈现下降趋势，核心CPI指数的运行相比于CPI较为平稳。预计2015年我国CPI整体的运行区间会保持在1.5-2.5%内波动，短期内大幅上扬的可能性较小。

图 30：中国 CPI、核心 CPI 月同比变化趋势

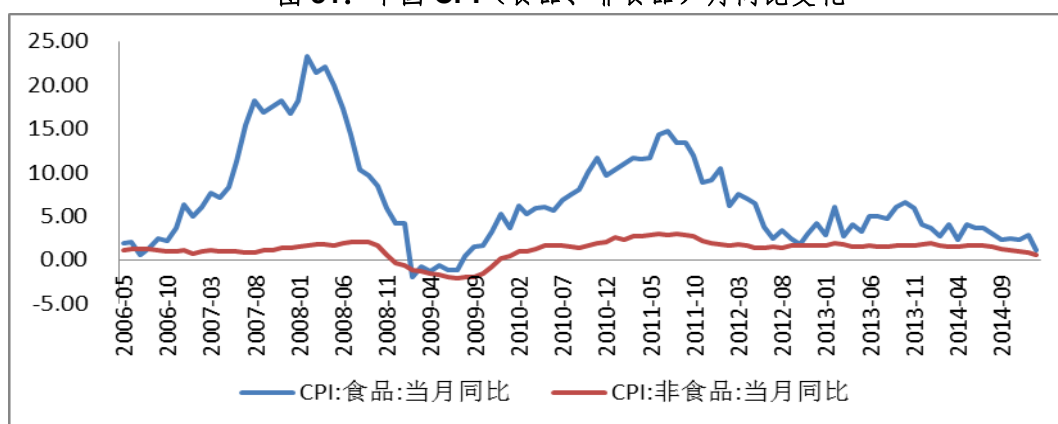


数据来源：Wind 资讯

从CPI的构成中可以明显看出，中国CPI大幅波动的主要原因是食品价格的波动。从同比数据看，2014年12月份CPI同比上涨1.5%，比11月份扩大了0.1个百分点。其中，食品价格同比上涨2.9%，比11月份扩大0.6个百分点；七大类非食品价格五涨二降。食品中，蛋、鲜果和牛肉价格同比分别上涨了14.0%、10.4%和3.0%，鲜菜由11月份的下降5.2%转为上涨7.2%；非食品中，家庭服务、学前教育、衣着清洗和理发价格同比分别上涨了8.4%、5.4%、5.4%和4.5%。

另外，原材料和燃料等成本变动也促进了 CPI 低位波动。2014 年 12 月份，工业生产者出厂价格环比下降 0.6%，环比降幅比 11 月份扩大 0.1 个百分点；同比下降 3.3%，同比降幅比 11 月份扩大 0.6 个百分点，工业生产者出厂价格环比下降主要是受国际油价连续大幅度下跌的影响。从影响程度看，成品油、石油和天然气、化学原料和制品分别影响本月工业生产者出厂价格总水平下降约 0.2、0.1、0.1 个百分点，三者合计影响约 0.4 个百分点，占总降幅的 67% 左右。在 30 个主要工业行业中，7 个行业产品价格环比上涨，4 个行业持平，19 个行业下降。电力、热力生产和供应、水的生产和供应、烟草制品等行业出厂价格环比上涨；石油和天然气开采、石油加工、化学原料和化学制品等行业出厂价格环比下降。

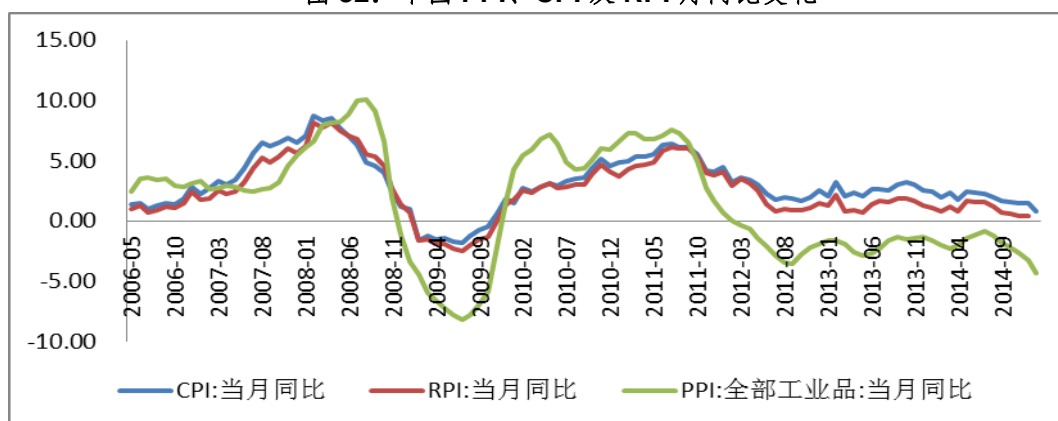
图 31：中国 CPI（食品、非食品）月同比变化



数据来源：Wind 资讯

2014 年，CPI 作为反映居民消费需求的指标与反映企业消费需求的 PPI 存在着大体相近的变动方向，商品零售价格指数（RPI）也与上述两者的走势相近。但自 2011 年底以来，中国的 CPI 和 PPI 出现了持续的背离局面，期间的差距始终没有缩小。由于 CPI 和 PPI 出现了较大差异，使企业的利润空间压缩，经营压力加大，也加剧了经济企稳回升的复杂性，但是未来随着企业需求的回暖，CPI 与 PPI 持续背离的局面将有所减缓。

图 32：中国 PPI、CPI 及 RPI 月同比变化

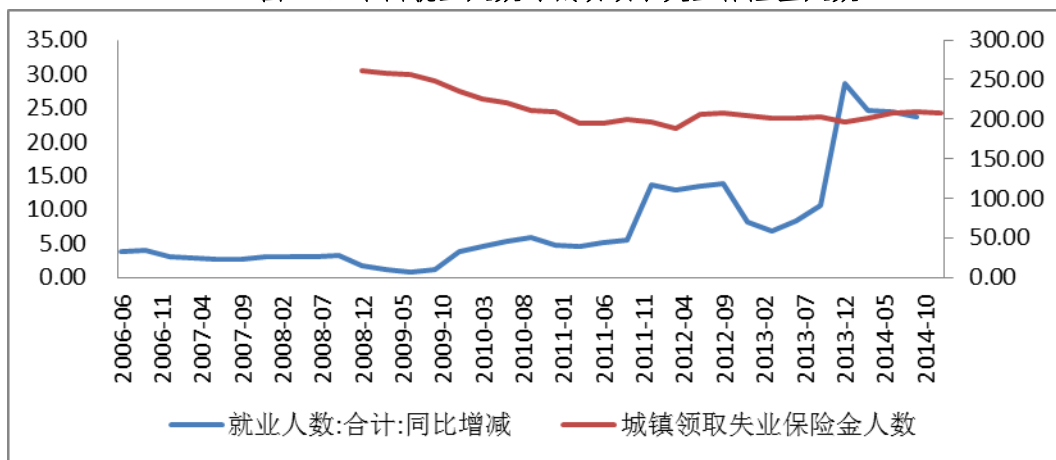


数据来源：Wind 资讯

（二）失业率水平与就业形势

2014年，中国的城镇就业人数总体较上年有较大上升，但年内同比数值呈现小幅下降状态。与此同时，城镇领取失业保险金人数保持了相对的平稳，但整体就业情况仍因经济增速的放缓而承受较大的上升压力。

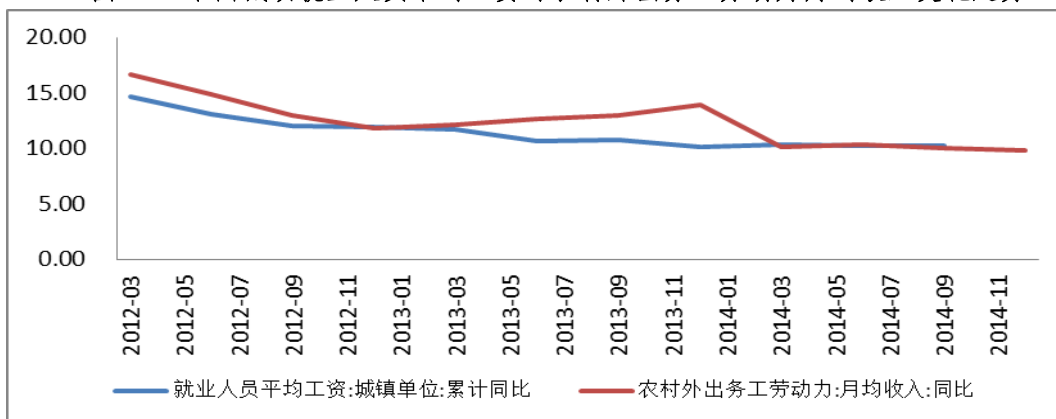
图 33：中国就业人数与城镇领取失业保险金人数



数据来源：Wind 资讯

长期以来，中国的城乡二元经济结构长期存在使城镇人员与农村人员的工资结构存在着一定的差距，从中国就业情况看，2014年城镇人员的累积同比增幅与农村就业人员的月均收入同比大致近似，较上年小幅下降。此外2014年，中国高校毕业生为727万，创历史新高，整体就业压力较大，并且就业情况整体不佳。综合来看，此现象在短期内无法缓解，可以预见未来2-3年内中国高校毕业生就业压力依然巨大。

图 34：中国城镇就业人员平均工资与农村外出务工劳动力月均收入变化趋势



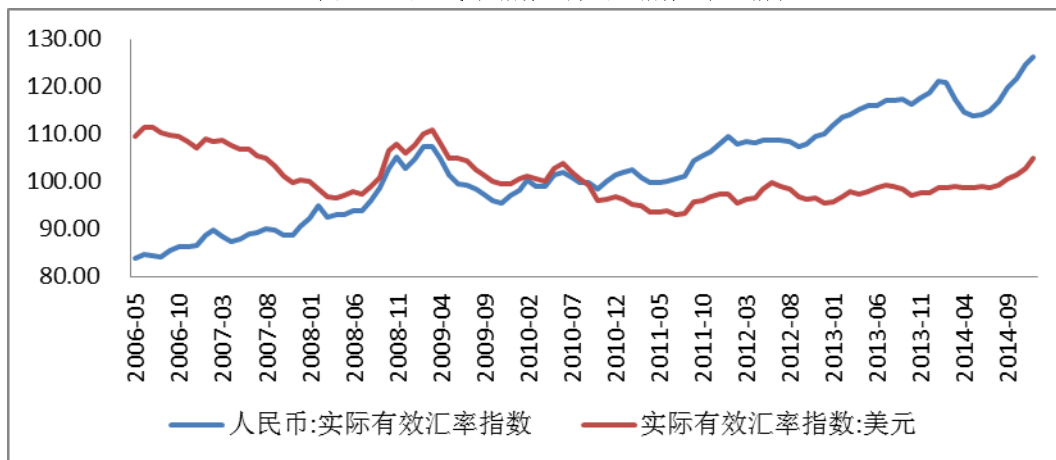
数据来源：Wind 资讯

（三）人民币升值及外汇占款

2014年以来，人民币指数整体呈现上升趋势，人民币兑美元中间价呈现先下跌，再震荡，而后上涨的走势，其中2014年1至5月，人民币中间价连续走低，在6月和7月小幅震荡后，

2014 年 8 至 12 月连续五个月上涨。根据国际清算银行(BIS)公布的数据显示,截至 2014 年 11 月,人民币实际有效汇率指数为 124.43,前 11 个月累计升值 4.8%。人民币名义有效汇率指数为 120.62,前 11 个月累计升值 5.6%。

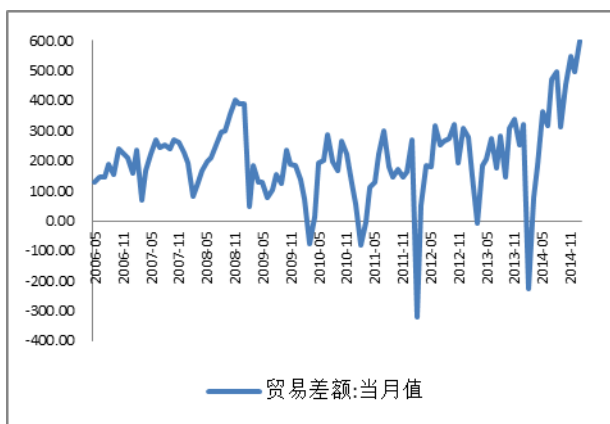
图 35: 人民币指数与美元指数对比情况



数据来源: Wind 资讯

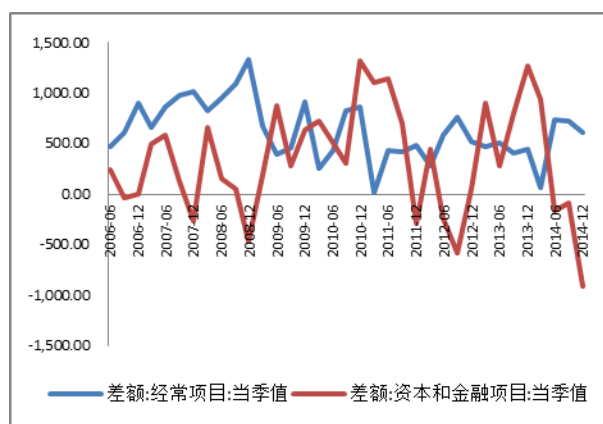
从中国的贸易差额看,强周期性波动的特征十分明显,2014 年初贸易差额大幅降低后又随即反弹,贸易差额整体回升至更高水平。中国的贸易顺差中,经常项目的差额变化较大,而 2014 年初以来的资本和金融项目差额有一定幅度的下降,说明外汇的流入金额有所下降,而贸易差额回升的主要原因为经常项目差额的回升。随着人民币国际化的推进的情况下,预计中国国家外汇管理局可能会对资本项目逐步放开。长期来看,开放资本项目所带来的资本双向流动不但可以在一定程度上推进人民币的自由兑换,也可以起到对冲外汇占款,调整外贸收支结构的作用。

图 36: 中国贸易差额当月值变化趋势



数据来源: Wind 资讯

图 37: 中国经常项目、资本和金融项目差额



数据来源: Wind 资讯

（四）国际经济战略与合作

2014 年以来，我国进一步推进了国际间的经济合作，建设自贸区、实施“一带一路”战略、完成中韩自贸区谈判等国际合作对推动我国经济的平稳发展具有重要的战略意义。

自贸区的建设可以有效缓解我国宏观经济正面临潜在增速下降、人口红利消失以及对投资依赖程度较高等问题，有利于加强我国贸易与海外的对接，有利于进一步融入国际经济和贸易，自贸区的发展有望成为拉动我国经济增长的重要引擎。

同时，2014 年以来，国家推进的“一带一路”战略对解决我国过剩产能、推进人民币国际化、强化国家安全等方面具有重要意义。未来“一带一路”具体规划的落地与实施将会带动沿线基础设施建设，包括边境口岸设施和中心城市市政基础建设、跨境铁路扩能改造、口岸高速公路等互通互联项目建设，促进区域一体化发展；依托沿线基础设施的互通互联，贸易和生产要素也将得以优化配置，丰富产业链建设，利于相关行业发展。

2015 年 2 月，中韩自贸区谈判全部完成，中韩双方完成中韩自贸协定全部文本的草签，对协定内容进行了确认。这是中国迄今为止涉及国别贸易额最大、领域范围最为全面的自贸协定。中韩自贸区的建立将会极大刺激双边贸易，为加深双边贸易深度提供空间，对中国的经济发展具有重大的战略意义。

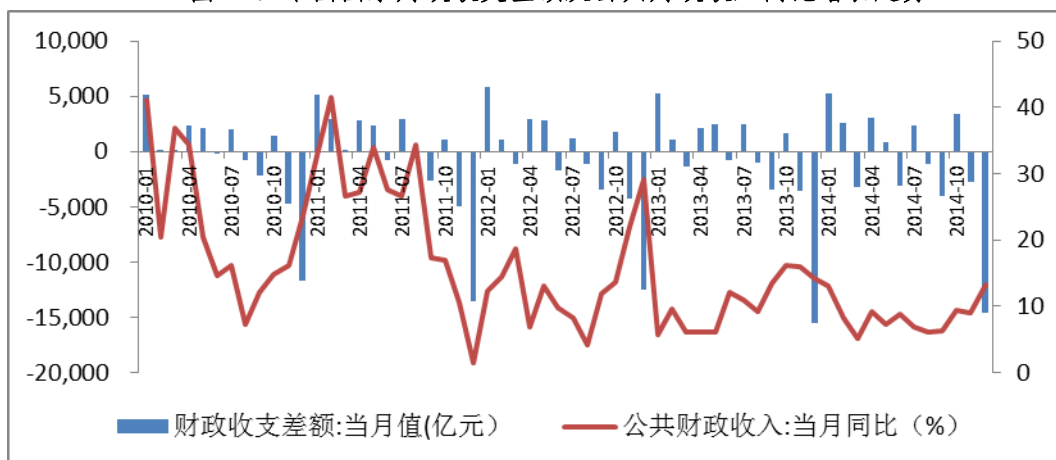
四、中国经济增长的宏观经济政策取向

2015 年，中国经济增速仍将处于换档期，所面临的外部宏观环境也将更为复杂，中国为实现宏观经济稳定增长与推进结构调整的平衡，将继续实施积极的财政政策和稳健偏松的货币政策。

（一）中国的财政运行状态及财政政策取向

2014 年，中国的财政政策继续保持了较为积极的态势，随着预算法修正工作的完成，在深化预算体制改革、加强地方政府性债务管理、清理规范税收等优惠政策、完善政府预算体系等方面均取得重大进展。伴随着中国经济进入新常态，财政收入也由高速增长转入中低速增长的新常态。2015 年，随着经济增速进一步放缓，中国积极的财政政策力度可能有所加大，特别是“营改增”作为结构性减税的主要内容，在未来将进一步扩围。

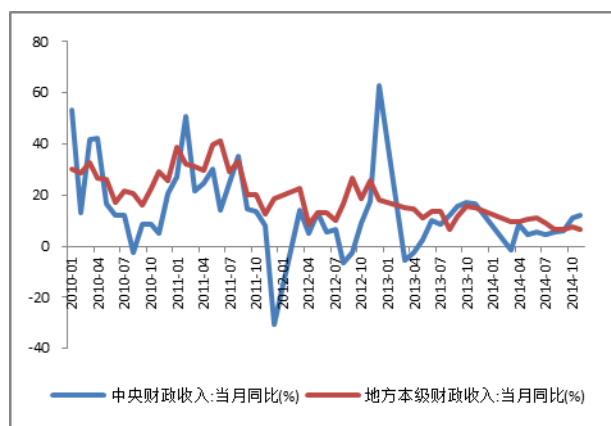
图 38：中国国家财政收支差额及公共财政收入同比增长趋势



数据来源：Wind 资讯

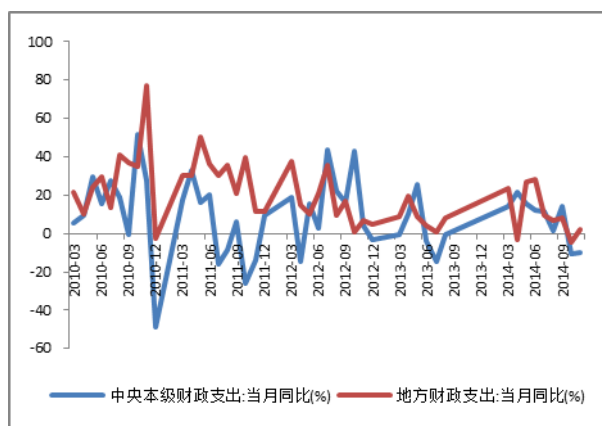
2014 年，中国国家财政收支差额较 2013 年略有上升，财政状况略显疲弱；公共财政收入增速进一步放缓，2014 年 12 月公共财政收入当月同比增长 13.3%。从中国的财政收入分类看，2014 年前三季度中央财政收入增速放缓明显，在第四季度有所好转，而地方本级财政收入增速全年一直在放缓。从中国的财政支出分类看，2014 年随着财政收入增速放缓，中央和地方财政支出增速也有所放缓，在第四季度中央本级财政支出呈现负增长。

图 39：中国财政收入（分类）当月同比变化



数据来源：Wind 资讯

图 40：中国财政支出（分类）当月同比变化



数据来源：Wind 资讯

综合而言，中国地方政府因 2009 年四万亿刺激效应而带动的财政支出大幅上升之后，随着地方政府的债务到期以及中央政府的行政限制，地方政府的财政支出将趋于平稳，大幅扩张的可能较小。而随着经济增速进一步放缓，中央政府为拉动需求，推进新型城镇化战略，促进经济结构调整和发展方式转变，积极财政政策宽松力度有所加大。

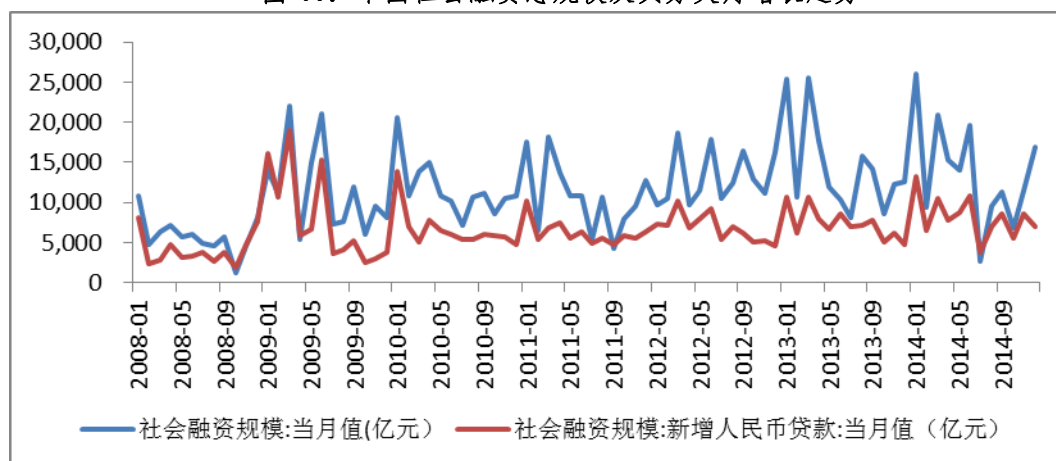
2014 年，我国地方政府债券自发自还试点成功，同时，预算法的修订为未来省一级地方政府发行债券确立了法律基础，预计 2015 年地方政府债券发行将由前期试点的十个省市向全国范

围有序放开。地方政府债务方面，随着《关于加强地方政府性债务管理的意见》、《地方政府债务纳入预算管理的甄别方法》、《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》等政策的推行，对化解中国地方政府债务风险以及加强地方政府债务管理方面均有较大促进作用，整体来讲，中国地方政府债务风险整体可控。

（二）中国的货币供给状态及货币政策取向

2014年，中国经济在“盘活存量、用好增量”的政策基调下，社会融资总规模较2013年略有下降，这主要是由于监管层对非标业务整顿导致表外融资规模较2013年有所萎缩，但是新增人民币贷款总额较2013年略有上升，特别是在2014年第四季度增幅明显。于此同时，由于经济放缓趋势未明显改善，银行的惜贷情绪等短期结构性因素并未在央行结构性宽松货币政策刺激下得到缓解。2014年，随着IPO重启、债券融资和股权融资规模呈现不断攀升趋势，直接融资比例提高。在降低社会融资成本的政策目标下，股票发行注册制改革将不断推进，预期未来直接融资比例有望进一步上升。

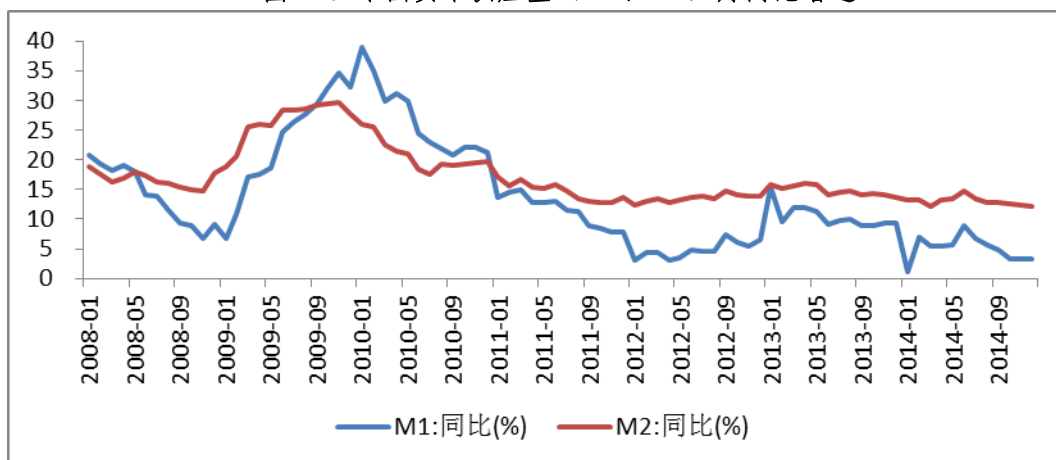
图 41：中国社会融资总规模及其分类月增长趋势



数据来源：Wind 资讯

2014年，中国的狭义货币供应量（M1）和广义货币供应量（M2）增速均较上年有所放缓，特别是狭义货币供应量（M1），增速放缓幅度较大。整体来看，虽然中国的货币政策延续了去年以来的稳健基调，实际基础货币投放量却明显收缩，全年狭义货币供应量（M1）月同比增速均在10%以下。从中国央行的货币政策操作情况看，2014年收购外汇投放的基础货币为6400亿人民币，较2013年大幅减少2.1万亿人民币，与此形成鲜明对照的是，2014年通过货币政策工具注入的基础货币则为2万亿人民币，相比之下2013年注入的人民币为1000亿元人民币。可以看出，央行在基础货币投放方面发生了明显的变化，已由前期的消除巨额外汇流入变成应对适度外汇资金的流出，预计这一变化将在2015年继续延续。

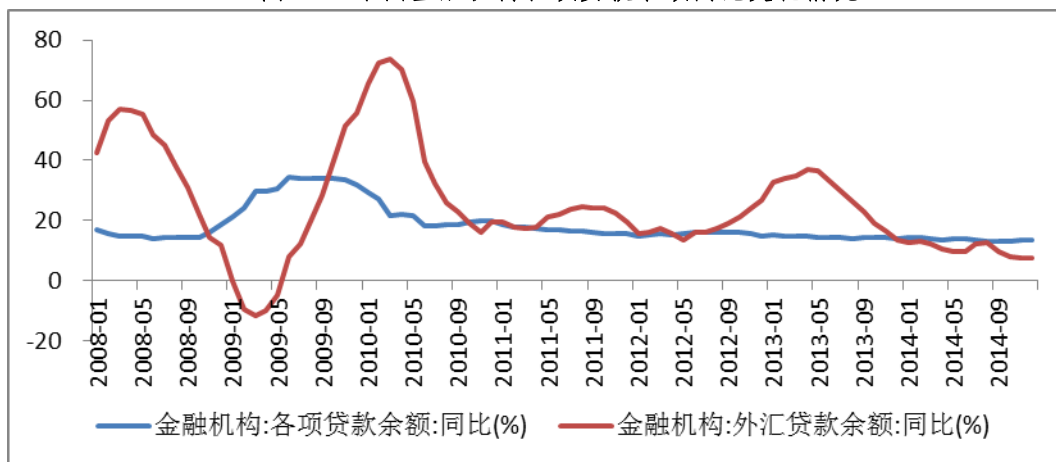
图 42：中国货币供应量（M1、M2）月同比增速



数据来源：Wind 资讯

2014 年，中国金融机构的各项贷款余额同比增速及外汇贷款余额同比增速均有所下降，显示出金融机构信贷投放不断收紧。总体上看，2014 年的信贷政策仍然延续了之前的限制性导向，在中国经济结构转型的大方向下，2015 年出现大幅度的信贷扩张的可能性较小。2015 年，中国经济结构转型进入攻坚阶段，央行将继续实施稳健偏松的货币政策，引导金融机构盘活存量、用好增量，增加对关键领域和薄弱环节的信贷支持。

图 43：中国金融机构各项贷款余额同比变化情况



数据来源：Wind 资讯

五、中国宏观经济的展望

在中国经济面临的复杂外部经济环境、中长期增长态势和短期因素的共同作用下，以及 2014 年经济形势不断反复的现实条件下，未来中国宏观经济将呈现以下特征：

第一，从中长期经济长期看，由于国际经济复苏进程的不断反复，除美国经济复苏相对明朗外，其他主要经济体的经济增长仍较为弱势，全球经济的再平衡过程仍需要一定的时间。长期来看，中国经济在投资驱动减缓、外需贡献度下降的严峻情况下，扩大内需和投资成为了中国经济增长的重要选择。目前中国经济处于阶段性反复状态，经济增长下限的确立、长期经济结构调整目标的制定都将使中国经济长期增长的弹性有所提升。预计 2015 年全年中国实际 GDP 增速接近 7.2%左右的水平。

第二，从短期经济周期看，目前中国经济处于短期内的修正状态，中国投资增速进一步走弱。尤其是固定资产投资增速降至 2003 年有数据以来的新低，部分传统行业过剩产能的消化压力偏大，整体宏观经济形式整体依旧偏弱势。在 2014 年中国宏观经济进入新常态的背景下，保持经济的稳定增长、维持就业水平的稳定及收入结构的调整等一系列因素仍然会支撑中国经济未来的持续增长。

第三，从货币政策看，央行将继续实施稳健偏松的货币政策，主要进行逆周期微调，货币政策调控工具的选择将更多地采用创新类的结构性货币政策工具。2014 年基于良好的就业表现，货币政策以定向调控为主，央行多次采取多元化的政策工具向市场释放流动性，如 SLF、PSL、MLF 等，公开市场操作地位下降，符合经济转型目标。2015 年，在稳健偏松的货币政策下，货币成本逐步优化，小微企业融资贵和融资难的问题有望缓解，高新企业将获得更多的流动性支持，与此同时产能过剩行业的信贷将进一步收缩。

第四，从财政政策看，积极的财政政策仍然会得到延续。随着经济增速进一步放缓，中央政府为拉动需求，推进新型城镇化战略，促进经济结构调整和发展方式转变，积极财政政策宽松力度可能会有所加大，预计未来的财政支出将稳步上升，但是 2014 年整体财政收入增速下降的情况将在一定程度上制约 2015 年度的财政支出。2015 年，随着 PPP 模式和地方债等公共基础设施融资模式的推广，通过引入社会资本，在利益共享和风险共担的基础上，城镇化背景下地方政府基础设施建设融资需求增加与地方债务高企所引起的融资能力下降间的矛盾将有所缓解。

第五，改革红利及政策效应将逐步释放。2014 年中国政府推出的一系列改革措施如加大简政放权力度、允许民间资本进入银行体系、放宽市场主体准入条件、以充分发挥市场决定性作用为核心的价格改革等，这些改革对经济增长潜力的提高作用将在未来一段时期逐步显现出来，对未来经济增长起到促进作用。同时，在国际经济战略与合作方面，自贸区的建设、“一带一路”战略的实施和中韩自贸区谈判的完成有利于加强我国与海外的贸易合作，有助于推进人民币国际化，对资源配置优化、相关区域的产业链完善和基础设施建设具有良好的推动作用。

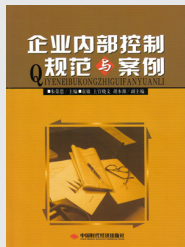
公司概况

上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立于1992年7月，是一家专业从事债券评级、企业资信评估等信用服务业务的全国性信用评级机构，是我国信用评级行业第一家取得包括人民银行、证监会、发改委、保监会等全部评级资质的评级机构。

书籍系列



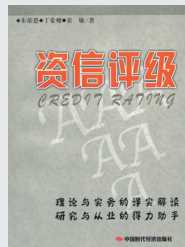
新世纪信用评级研究与探索



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识



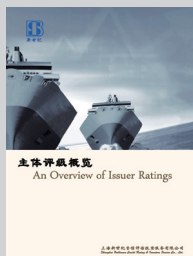
新世纪评级 (季刊)



新世纪评级 (年刊)



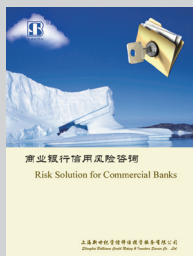
期刊系列



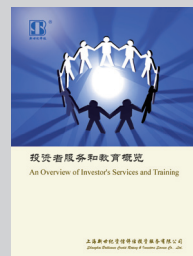
主体评级概览



债项评级概览



商业银行信用风险咨询



投资者服务和教育概览

产品系列



中国宏观经济分析与展望



行业信用分析报告

研究系列

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼
邮编：200001
电话：021-63501349 021-63500711
传真：021-63500872
E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>