

1、外部环境：美元进入上涨周期，新兴市场金融风险上升

1.1 美联储政策趋紧与双赤字改善构成美元走强的内部因素

2014 年 2 季度以来美国经济稳步增长。2014 年 GDP 全年同比增速 3.9%，为 2009 年以来最快增长速度；2015 年 4 月消费者信心指数上升至 95.9，为 2007 年 1 月以来最高水平；就业形势持续好转，3 月美国失业率降至 5.5%，为 2008 年 5 月以来新低，薪酬亦有明显增长。2015 年美国将成为世界经济增长的主要动力之一。

2014 年 10 月，美联储正式退出量化宽松，2015 年美国货币政策趋紧，主要体现在对货币市场短期利率包括超额准备金利率、全额国债逆回购利率以及定期存款利率的引导。结合目前美国经济各项指标走势，我们预计今年 6 月份前后，美联储加息将再度成为各方关注的焦点。加息之后，美联储开始出售资产、缩减资产负债表收缩流动性。2015 年美联储开启货币政策收紧周期。

此外，美国财政贸易双赤字改善明显。美国 2014 财年的总财政赤字规模相比 2013 财年减少 28.9%，财政赤字总额与同期 GDP 的比值降至 2009 财年以来最低水平。预计美国 2015 年财政赤字规模将进一步有望继续缩减，财政赤字占 GDP 比重将下降至 2.6%，财政赤字状况趋于改善。受益于美国商品及服务出口金额的增加及原油进口量的绝对下降，美国贸易赤字在 2008 年达到顶峰后不断缩小，2014 年美国贸易赤字规模相较于 2008 财年减少 33.2%。

1.2 全球多个经济体实施宽松政策应对经济下行风险

1.2.1 日本经济欠佳日本央行鸽派力量壮大

日本经济疲软态势进一步显现。2014 年 GDP 全年增速 0 增长，经济连续两年下滑。2014 年 10 月底，日本央行宣布加大宽松力度：将年度资产规模由此前的 60-70 万亿日元扩大到 80 万亿日元，每月增加购买国债 8-12 万亿；国债持有时间由过去最多 3 年延长至 7-10 年；扩大风险资产购买量：投资购买 ETF 及 J-REITs（日本房地产信托投资基金）。

在 10 月底日本央行扩大宽松政策的投票中，赞成与反对势均力敌，以 5：4 勉强通过。但是在 3 季度数据发布之后的最新一次货币政策会议中，支持宽松的鸽派人数升至 8 人，以 8：1 的绝对优势通过了采取宽松取向的决议。

1.2.2 欧元区推出 QE 以避免通缩和衰退

2015 年 1 季度欧元区经济停滞不前，3 月欧元区 CPI 同比增长 1.1%，远低于欧洲央行 2%的通胀目标。欧元区未来增长前景不乐观，欧洲央行预期 2015 和 2016 年 GDP 增速分别为 1.1%和 1.7%，通胀预期分别为 0.1%和 1.2%。

2015 年间 1 月 22 日，欧洲央行行长德拉吉正式宣布：将扩大资产购买规模，从 2015 年 3 月起，每月购买 600 亿欧元债券，资产购买将持续到 2016 年 9 月，这样一来，购债总规模将达到 1.14 万亿欧元。若欧元区通胀回升到接近 2%则将停止购债。欧洲央行同时强调，如果有需要将会持续购债，直到通胀改善。在购债组成上，欧洲央行将会购买成员国、机构、欧洲机构在二级市场发行的投资级证券。欧洲央行的购债将基于各国央行在欧洲央行的出资比例。

1.2.3 多国降息或将迎来货币宽松浪潮

印度央行于 2015 年 1 月 15 日和 3 月 4 日两次宣布降息，先后将其基准利率下调 25 个基点至 6.5%。瑞士央行 1 月也公布，取消瑞士法郎对欧元汇率 1.20 的上限，停止相关购汇行为；并将商业银行存款的基准利率下调 0.5 个百分点至负 0.75%。紧接着埃及央行宣布降息 50 个基点，将基准利率降至 8.75%；并将隔夜贷款利率降至 9.75%。秘鲁央行也宣布降准降息，将其基准利率从 3.5% 降到 3.25%；存款准备金率从 9.5% 降到 9%。丹麦央行紧随降息浪潮，连续四次降息。

1 月 22 日，欧元区推出规模达 1.14 万亿欧元 QE。2015 年 1 月 19 日，丹麦央行将存款利率由 -0.05 调降至 -0.2%，将贷款利率调降至 0.05%。在欧元区宣布 QE 的当日，丹麦央行二次降息，将存款利率从 -0.2% 降至 -0.35%，贷款利率保持不变。此后，1 月 29 日，丹麦央行再次意外降息，将存款利率由 -0.35% 调降至 -0.5%，维持贷款利率不变。1 月 30 日，俄罗斯央行将基准利率降低 200 个基点至 15%。2 月 3 日，澳大利亚宣布降息 25 个基点，利率从 2.5% 降至 2.25%。

中国也在北京时间 2 月 4 日晚间宣布自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设的支持力度，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。4 月 20 日，央行再次全面下调存款准备金率 1.0 个百分点，同时加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设等的支持力度。

此外，继欧元区推出 QE 之后，2 月 12 日，瑞典央行下调关键利率至 -0.1%，并推出 100 亿瑞典克朗的购债计划，成为美英日欧之后又一实施 QE 的发达经济体。

综合来看，经济增长放缓，通胀持续下降是各国央行相继降准降息的主要原因。原油价格的持续下跌给各国央行提供了宽松货币政策的条件，以此刺激消费需求和企业投资。在全球经济增长放缓、通胀可控的背景下，全球多数发达国家以及新兴经济体货币政策将继续实施较为宽松的货币政策。

2014 年下半年以来，美元升幅势如破竹，升值幅度创四年来新高。目前欧州央行开始推行量宽措施，日本央行的量宽政策已在进行中。多国的宽松政策将进一步强化美元上涨态势。

1.3 美元强势与大宗商品价格下跌有可能引发局部金融风险

俄罗斯经济风险积聚。2014 年俄罗斯经济增长仅 0.6%。俄罗斯货物出口连续 7 个月同比负增长；货物进口连续 14 个月同比负增长。2014 年以来国际油价下跌和西方经济制裁及俄罗斯反制裁直接冲击了对外贸易，卢布贬值加速物价上涨，2015 年 1 季度资本净流出高达 326 亿美元。

与 1998 年俄罗斯的主权债违约相比，俄罗斯当前和未来的最大风险在于金融和私人部门的违约，部分银行甚至银行体系的危机有可能成为继油价下跌、卢布大幅贬值之后的又一风险点。如果这种情况出现，将对相关国家甚至大国的货币政策产生重大影响。

当前俄罗斯的经济、金融基本面远远好于俄罗斯 1998 年出现主权债务违约的时候。但是在俄罗斯卢布贬值的情况下，主权债务之外的债务，尤其是银行体系，仍然存在违约的可能，如果要避免违约事件的出现，则需要国家背书（显性或隐性的担保和救助等）。近期俄罗斯通过向银行体系提供 1 万亿资金救助的法案，这在一定程度弱化了银行违约的风险，但后续仍需保持关注。

受油价暴跌影响，95% 以上出口依靠石油的委内瑞拉举步维艰，经济正陷入严重的衰退。特别是，委内瑞拉的外债规模超过外汇储备使得违约风险大增，货币急剧贬值，引发恶性通胀。正是在这一背景下，近期该国元首访华，两国达成了 200 亿美元的一揽子合作协议。亚

洲新兴市场方面，由于原油价格的持续下跌，2014年第4季度马来西亚林吉特大跌6.2%，创1998年亚洲金融危机以来最大跌幅，而12月单月跌幅就达到3.3%，贬值幅度领跌亚洲新兴市场货币。在外债规模大于外储规模的情况下，马来西亚的潜在风险急剧上升。未来林吉特的贬值幅度如果加大，有可能加剧资本外流和引发违约风险。

美元走强及原油价格的持续下跌可能会引发多米诺骨牌效应，引发局部金融风险。2015年全球大宗商品价格大幅下跌以及地缘局势紧张等多因素构成了外部风险，中国经济新常态面临压力和挑战。

2、经济增速有所放缓结构调整阵痛显现

当前，我国经济运行依然表现出经济增长动力不足的态势。房地产市场开始出现分化，地方政府融资平台进入还债高峰期，化解过剩产能面临诸多制约，与房地产、过剩产能、部分地方政府债务相关的金融产品违约风险开始显现。

2.1 经济增长缓中趋降，库存压力增大

经济增长缓中趋降。2015年1季度GDP实际增速下滑至7%，创6年以来的新低。今年1季度制造业PMI 50.1，季调后PMI为49.6，非制造业PMI 49.2，PMI指数逐月下降，当前经济增长动能不足。预计2015年全年经济同比增速7.0%，2季度GDP同比增速可能降至6.8%左右。

工业企业经营困难。2015年1-3月规模以上工业企业同比增长6.8%，采掘业、粗钢、水泥、玻璃等工业品增速下降明显。以资源为主的地区工业企业经营困难，工业增速放慢。今年1-2月工业企业利润同比下降4.4%。其中，国企利润同比下降21.5%。这是自2009年8月以来，国企利润的最深跌幅，企业利润增速进一步放缓。

投资驱动和出口驱动效应减弱。2015年1季度，固定资产投资增长13.5%，同比回落4.1个百分点，投资增速回落至自2001年以来的最低水平。制造业投资占固定资产投资的33.6%，是拉低固定资产投资增速的主要原因。目前传统产业产能过剩问题突出，一定程度上影响了制造业投资积极性，1季度制造业固定资产投资增速仅10.4%，较去年年底下降3.1个百分点，拉低固定资产投资增速。另外房地产开发投资累计增速下滑加剧，回落至8.5%水平，较去年同期下降8.3个百分点。

从资金来源看，1季度国内贷款投资同比下降3.7%，与去年年底下降12.3个百分点，反映了金融机构贷款意愿急剧下滑。国家预算内资金投资11.0%，反映公共财政支出的积极性较高。1季度基础设施投资累计同比增速23.1%，基建投资仍然是稳增长的重要抓手，其中：水利管理、公共设施管理投资累计同比增速分别回升0.2、3.6个百分点，道路运输业投资累计同比增速回落1.7个百分点。而利用外资下降33.5%，降幅扩大8.4个百分点，其他资金使用同比增速下降1.2%，反映企业投资意愿积极性较大程度下降。房地产库存和工业的过剩产能将长期制约资本开支，固定资产面临下行风险。

我国出口产品仍然以劳动密集型产品为主，七大劳动密集型产品出口增速普遍下跌，技术含量与产品附加值较高的机电产品和高新技术产品出口增速也有明显下滑，出口产品的国际竞争力有所削弱。同时我们看到，目前中国出口占全球经济总量的12%，中国出口增长空间有限，出口对于经济的驱动效应减弱。

消费驱动效应未显现。消费增长基本稳定。中央工作会议强调了继续发挥消费在经济增长中的基础作用，提倡信息消费、环保消费、休闲消费。随着我国一系列促消费的政策措施的落地，社会消费有望稳步增长。而消费对于经济的驱动效应还有赖于人力资本积累，低收入水平的改善。

2.2 房地产景气度难以较快回升

2014 年以来，房地产市场调整态势明显，销售量、房价下跌，购房意愿不强。新开工面积、土地购置面积下降，投资到位资金增长 2.7%，开发投资意愿不强。2015 年前 3 个月商品房销售额下降 4.6%；住宅销售额下跌 1.5%。按照销售额和销售面积计算，商品房价格前 3 个月同比下降 3.3%。住宅价格下跌 3.2%。

短期内，房地产业的目标重点是恢复市场信心。从本次房地产政策的背景来看，3 月 30 日政府出台了鼓励改善性需求的信贷政策，房地产价格下跌、销量回落的趋势没有太多逆转，4 月 20 日央行下调金融机构的存款准备金利率后，短期内政策的放松可能会改善一线城市的住房需求。但人口结构的变化使得房地产行业面临周期性调整，未来房地产销售和投资仍存在回落空间，这使得今年和明年宏观经济将承受较大的下行压力。

2.3 地方政府面临偿债压力，传统产业产能过剩严重

财政收支矛盾日渐显现，地方政府债务偿还对土地出让的依赖程度较高。随着房地产市场景气度下降，投资和成交量放慢，影子银行监管趋严，之前地方政府通过委托贷款、信托等形式向金融机构的融资渠道受阻，部分地区违约风险增加。

国内传统行业产能过剩严重。行业负债率上升，利润水平下降。传统产业中大量资金沉淀，资金配置效率低下，而一些新兴产业因得不到资金支持难以迅速拓展市场。

3、改革释放红利

3.1 提升中国融入世界经济的各项改革政策密集落地

推进“一带一路”战略，以统筹区域协调发展，拓展对外开放新格局，可以有效解决国内产能过剩的矛盾，拓宽资源多元化进口渠道。中国已设立 400 亿美元的“丝路基金”为“一带一路”沿线各国的基础设施建设、资源开发、产业合作等有关项目提供投融资支持。支持高铁、核电等企业主动“走出去”。

推广上海自贸区“负面清单”管理模式，扩大对外开放。2014 年选定广东、福建、天津三地作为第二批自贸区试点，三地将在上海自贸区建设经验的基础上充分发挥区位优势，打造“台海经济一体化”、“东北亚区域一体化”和“粤港澳一体化”自贸区。

推动俄罗斯双边能源、金融、高铁等各领域合作。2014 年中俄扩大双向贸易投资规模，推动双边能源、金融、高铁等各领域合作取得重要进展，助力两国经济发展。各项改革措施的落实和推进，将为 2015 年的中国经济创造良好的制度环境。改革政策红利持续释放将利于中国经济的中长期稳健和可持续发展。

拟于 2015 年底成立的亚投行，其宗旨是为亚洲国家基础设施建设提供强有力的资金支持，从而促进亚洲国家基础设施建设。亚投行是服务于一带一路建设的半官方金融机构，亚投行的成功运作，可为“一带一路”树立了一个成功的开端。未来亚投行的发展将更加着眼于“一带一路”沿线国家。在此过程中，我们将获得诸多国际合作的宝贵经验。此外，亚投行的成立，为扩大人民币跨境结算和货币互换的规模提供便利，对于构建中瑞、中韩、中澳等自贸区也将有巨大的带动作用。

3.2 投融资改革提高资本配置效率

2014 年 11 月国务院 43 号文要求对地方政府存量的债务进行甄别，预计后续存量债务甄别进度将加快，为全面推进新的投融资模式改革。去年 12 月 4 日，国家发展改革委印发了《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》，指出政府可通过授予特许经营权、政府补贴或购买服务等措施，灵活运用 BOT、BOO、BT、PPP 等多种模式，切实提高项目运作效率。2015 年 3 月 12 日财政部颁布了《地方政府一般债券发行管理暂行办法》和 4 月 2 日颁布了《地方政府专项债券发行管理暂行办法》规范了一般债券发行和专项债券发行。

当前国内经济增长下行压力增大，政府可以集中资源，对经济发展有重大战略意义的项目进行投资。政府“稳增长”重点倾向于交通、水利等基建投资、节能环保公用事业项目投资。创新的投融资模式可以减少项目对政府财政预算的影响，满足政府自有资金不足仍能快速进行基建项目的投资的需求。

我们预计未来政府进行大于项目融资时将更多地转向新型的融资模式，提高民营企业参与政府项目的程度，通过政府规划引导的作用拓宽社会资本投资渠道、促进投资主体多元化、加快政府职能转变。

3.3 货币政策双降空间打开

1 季度在降息降准的情况下，货币发行速度仍然呈下跌态势，金融数据疲弱促使货币政策加码。4 月 20 日，中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率 1.0 个百分点，同时加大对小微企业、“三农”以及重大水利工程建设等的支持力度，村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率 1.0 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 2.0 个百分点。

央行一次性下调存款准备金率 1 个百分点的时刻仅有一次，即在 2008 年 11 月经济增长速度已连续 4 个季度衰减的情况下出现过。此次降准幅度超预期也反映出央行更为积极的货币政策调整态度，央行货币政策从“稳健中性”转向“实质宽松”，此次降准释放约 1.3 万亿的流动性。

2015 年 1 季度货币供应量同比增速仅 11.6%，低于 12% 的全年目标。降准改变资金供求关系，有利于降低市场利率水平，有利于稳定经济增长和地方债务的顺利发行。为保证贷款和社会融资规模的平稳增长，2 季度降准操作仍然十分必要。

我们测算，2014 年全年工业企业利润率降至 6.2% 左右。2015 年 1-2 月工业利润同比缩减 341 亿元，同比下降 4.2%，预计利润率将下降至 5.1% 左右。与此相对应的，1-3 年中长期贷款利率为 5.75%，利率高于企业利润率，降息空间开启。当前情况下 2 季度物价的走低也有利于降息。基于此，我们判断 2 季度应有 1 次降息。

3.4 稳投资落实积极的财政政策

2015 年房地产延续量价下跌态势，房地产投资不断收缩，传统制造业总体减速。基建投资与国民经济发展相匹配，其支柱性的地位对于稳增长、促改革、调结构、惠民生等多方面都有明显的提振作用。2014 年以来出台了一系列的投资刺激措施拉动经济的增长。

（1）公共交通成为基建项目投资的主要领域

基建投资是稳增长的着力点，公共交通领域的投资既能扩大内需、应对经济下行压力，又能将稳增长与调结构有效结合起来，对稳增长、稳投资起到有力的推动作用。

今年 4 月李克强总理做出重要批示，强调继续以中西部地区为重点加强铁路重大项目建设，确保全面完成今年铁路建设投资 8000 亿元以上、新投产里程 8000 公里以上的目标任务。

务。各省市也加大对公共交通的投资力度，其中，四川省将力争公路水路建设完成投资 1000 亿元以上，内蒙古和山西等省将分别向公路建设投资 700 亿元和 245 亿元。公共交通项目投资政策密集出台。

（2）节能环保产业快速提上日程

国务院办公厅 26 日印发《2014—2015 年节能减排低碳发展行动方案》，进一步硬化节能减排降碳指标、量化任务、强化措施。政府将从推进产业结构调整、加快建设节能减排降碳工程、强化技术支撑和加强政策扶持等 8 个方面采取措施。预计到 2015 年，节能环保产业总产值将达到 4.5 万亿元。

（3）电子信息产业有望成为经济增长新引擎

中央工作会议强调继续发挥消费在经济增长中的基础作用，提倡信息消费。工信部加大对电子信息产业的扶持力度，加快实施“信息惠民”工程，为市场需求提供有效供给，增加信息消费。2015 年对于电子信息产业的支持力度有望继续加大，电子信息产业有望成为经济增长新引擎。

（4）农业水利

国务院部署加快推进节水供水重大水利工程建设，集中力量有序推进重大水利工程，特别是在中西部严重缺水地区建设一批重大调水和饮水安全工程、大型水库和节水灌溉骨干渠网。2014 年以来，重大水利工程已开工 57 个项目。2015 年再开工 27 个项目，在建重大水利工程投资规模超过 8000 亿元，其中仅 2014 至 2015 年冬春农田水利建设投资可能高达 3712 亿元。2015 年中央预算内水利投资继续扩大规模，支持引水调水、骨干水源、江河湖泊治理、高效节水灌溉等重点项目。

（5）安居工程

财政部、住房城乡建设部设立包括中央财政对廉租房、公租房和城市棚户区改造三项补助资金，新增的专项资金还可带动钢材、水泥、机械等相关产业需求的增加。2015 年保障性安居工程新安排 740 万套，其中棚户区改造 580 万套，增加 110 万套，把城市危房改造纳入棚改政策范围。农村危房改造 366 万户，增加 100 万户，统筹推进农房抗震改造。

2015 年中央预算内投资重点投向公共交通、节能环保、农业重大水利、社会事业等领域，投资规模有效缓冲经济的下行压力。

3.5 价格与企业盈利

3.5.1. 物价低位运行

2015 年 1 季度居民消费价格指数累计同比上涨 1.2%，较去年下降 1.1 个百分点。从食品看，鲜活食品、鲜菜价格等产品需求减少，食品价格普遍回落。从非食品看，交通通讯及服务受油价影响明显下降 0.9 个百分点，根据我们对于原油价格的判断，2015 年原油价格将呈低位振荡态势，交通通讯及服务类价格低位运行态势将延续。

2015 年 1 季度，工业生产者出厂价格同比下降 0.6%，较去年同期跌幅扩大 2.6 个百分点。从工业主要行业出厂价格看，燃料动力类工业品价格受原油价格的持续走低下跌明显。美元走强、包括原油、铜、铁矿石在内的全球大宗商品供大于求的局面以及我国房地产市场增速明显放缓，对原材料市场的需求逐步下降，进一步压制 PPI 价格上涨动能，PPI 负增长态势将延续。

总的来看，2015 年经济将进一步放缓、原油等国际大宗商品价格仍有下行空间、国内需求疲软及产能过剩等因素拉低通胀水平，预计 2015 年物价继续低位运行。

3.5.2 工业盈利增速减缓

2015 年 1 季度规模以上工业增加值同比增长 6.4%，增幅较上年同期放缓 2.3 个百分点。与投资关联度较高的采掘业、冶金、建材、化工等行业增速放缓较大，制造业的供给过剩状况仍较严重。据此估计，2015 年工业企业利润负增长下探可能性大，同比下降 8%左右。

当前我国宏观经济处于经济社会转型时期，经济运行面临外部冲击、产业结构调整阵痛、通胀低位运行、经营效益恶化等诸多困难和挑战。我国当前处于经济社会转型时期，实施积极的财政政策，把稳投资与调结构结合起来，防止经济下行和风险蔓延。实施适度宽松的货币政策，保持融资规模和信贷的适度增长，积极推进相关重点领域改革，加快培育经济增长新引擎，释放经济增长潜力。