

2015年11月22日 星期日 总第4385期



分析专栏

股灾分析不能忽略 市场本质

优选信息

国内财政资金支出“积压”现象正在激增.....	2
中国加入 SDR 的“名”与“实”	3
国内房地产投资由“地板”向“地下室”坠落.....	4
权威人士谈央行在金融业中的主导地位问题.....	4
国内新三板分层改革落地.....	5
NRA 账户成为地下资金跨境流动的“绿色通道”	6
国内住房公积金的流动性将增强.....	7
企业债违约对信托及银行的牵连程度在加大.....	7
“点对点”放水成为漫灌式金融放松政策的补充.....	8
“庞氏融资”创纪录反映僵尸企业增加.....	8
国内农民收入增速出现区域分化.....	9
银行业掘金“一带一路”应警惕风险.....	9
欧元区存在巨大的通胀下行风险.....	10
印度的黄金新政收效甚微.....	10
希腊步入财政紧缩时代.....	11
低油价时代沙特谋求引进外国投资.....	11



欢迎关注
安邦咨询 (ANBOUND)
官方微信平台

ANBOUND

网站
www.anbound.com.cn
邮箱
aic@anbound.com.cn

订购热线
010-56763000
010-56763018

服务热线
北京 010-56763028 成都 028-68222002
上海 021-62488666 杭州 0571-87222210
深圳 0755-82903344 重庆 023-86968538

【分析专栏】

【股灾分析不能忽略市场本质】

日前，清华大学国家金融研究院在财经年会 2016 上首次向社会公开了其针对本轮股市异常波动的 18 万字研究报告——《完善制度设计，提升市场信心——建设长期健康稳定发展的资本市场》（“报告”）。报告分析了导致股市异常波动的六大原因，并提出了应对的五大政策建议。不过，此报告内容在市场上引起了不小的争议。

该报告的核心结论认为，2015 年 6 月-8 月份的中国股市经历了“异常波动”，从深层次原因分析：从宏观上看，股市异常波动反映了人们对转型、改革的过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾。从微观上看，有资本市场自身的制度建设和专业认知等技术原因，主要有六大原因：第一、杠杆的过度、无序应用和金融产品监管不完善导致监管层难以实时监测、量化股票市场的风险状况，是本次异常波动的最重要原因；第二、市场机制多空不协调导致积累了大量风险，同时对金融衍生品和套利对冲等金融工具运用不力，阻碍了股票市场自身功能的正常发挥；第三、交易机制方面的设计缺陷加剧了本次股票市场异动的幅度；第四、投资者结构散户化问题突出，投资理念偏短视，价值投资理念弱化，羊群效应明显；第五、新股发行制度、上市公司行为规范等方面存在一些漏洞。第六，媒体言论成为牛市思维助推器，未在舆论监督和市场净化中发挥应有的作用。报告提出的应对办法包括：加快修订《证券法》，建立国家金融危机应对机制，正确运用衍生品等创新金融工具，推进股票发行注册制改革，建立舆情分析检测反馈机制等五大政策建议。

此报告的牵头人是国内金融界德高望重的资深人士，同时汇集了二十余位行业专家全程参与研究写作。从资历来看，课题团队成员是够份量的，所掌握的信息也应该是足够的。不过，对于报告分析的主要原因，有不少市场人士并不认同，对此提出了异议。

有市场人士表示，当股市进入 5000 点时候，市场上的多空分歧已经很严重，不用任何政策，股市都会根据市场自然调整，否则不会有如此巨大的换手，抛售的主要是市场老手和丰厚获利者。而进来的都是新手居多，因为赚钱机会太多，太快，起因在于媒体和部分专家的牛市刚起步的分析和言论。一部分坚定做多者一直持有，因为对新政府充满了太多的期待和信任。这就是 5000 点交易当时的现状。在这部分人士看来，杠杆本身并不有错，这是金融市场中极为常见的现象，只要控制在一定的限度之内就行。如果通过政策来粗暴地去杠杆，让杠杆者没有应急还款方案，此外还有一帮人做空赚钱，无疑加速了市场的塌方。

安邦咨询（ANBOUND）研究团队在追踪股灾及救市过程中，也分析过股灾的基本成因。在我们看来，这次的故事其实非常简单。主要原因是市场对 2015 年经济增长看法分歧所导致。在 2015 年初，大部分研究及市场专业人士对 2015 年中国经济增长比较悲观，只有少部分人认为 2015 年中国经济增长不比 2014 年更差。而股市对这种看法也有乐观反应，于是出现了稳定上涨。不过当上证指数大致在 4000 点附近时，情况发生了改变。监管部门可能应有关部门的探寻而提出了“改革牛”的观点，学界因为此前的乐观预期得到验证，所以有人也测算有数万亿资金入市，可以支持股市指数涨到 6000 点，甚至突破 2007 年时的高点记录。由于中国股市获得了政府背书，立即大幅上涨，大量老百姓的资金涌进市场。而在同一时间段，具有分析能力的机构，其中可能包括此前不看好中国经济的外资、券商、私募等机构，立即认识到这种政府背书的做法是幼稚的、不成熟的做法，是可能带来很大风险但同时可以反向套利的做法。因此，它们立即进行反向操作。于是，上述两种力量形成了两大阵营，一个是要支持市场，有辉煌的现实；另一个的态度是“你支持，我赚钱”。

不能忽视的是，中国股市是一个充满大量散户的市场，散户的特点就是投资短期化，捞一把就走是大多数散户的本能反应。当对市场趋势的看法出现分歧时，散户明显站到了看空市场的一方。因此在救市之中，每当“国家队”资金拉升股市到一定时候，散户就逢低出货，赶紧退场，于是每一次政府力量拉升，都成了散户和机构出货的好时机。由于散户汇聚起的资金量巨大，一旦他们看空市场，政府救市的上万亿资金根本无济于事。

再度分析股灾及救市失败的原因是想说明，中国股灾的实际成因并非杠杆工具的存在，也不是真正有能够在市场翻船的股市黑手，根本上还是市场原因使然。考虑到前述清华大学的股灾报告有可能用于决策支持，形成政策，因此对股灾成因的辨析就成了大是大非问题，如果对主要原因的判断出现了失误，未来出台的政策也就可能出现较大的偏差。

最终分析结论（Final Analysis Conclusion）：

对股灾的分析既要重视技术层面的原因，更要重视中国股市作为市场的本质因素，否则出台的对策可能就抓不住关键。（AHJ）[返回目录](#)

【优选信息】

【形势要点：国内财政资金支出“积压”现象正在激增】

国内财政支出连续四个月高达 20% 增长的步伐，是将惯性地冲下去，还是将会停下来？数据显示，2015 年 7 月-10 月，连续 4 个月，中国的财

政支出增幅都在 20% 以上，10 月增幅更是达到 36%。2015 年 1-10 月整个财政支出增幅到了 18%。而 1-10 月的收入增幅只有 7.7%。2015 年截止到 10 月收支差额达到 5306 亿。据媒体从地方财税部门了解，现在从中央到地方都在要求加快支出进度，“现在不少支出进度都在加快，资金来得速度快，我们拨付得速度也快，预计 11 月的增幅应该会超过去年。”一位地方财税部门的人士表示，“现在我们将资金直接拨付到县区，形成支出，可是现在上面直接将 2016 年的资金都已经拨付下来，关键是现在还没有项目，更重要的是这笔钱要列支 2015 年。”对于支出进度，上述财税人士认为，现在地方政府特别是基层政府财政支出的压力太大，中央和省里的资金下的太快，比如中央是支出进度快了，它将资金拨付到地方，但是地方的不少工程项目是按照进度来拨付的，地方上实际并没有支出去。还有某地市的财税人员称，现在基本上面来的资金全部下到县区，县区基本没有支出去，但是要保证自己支出到位，在县区形成结转，明年再想办法。该人士说，“你们都不知道，现在为了加大支出，我们已经接收了不少 2016 年的资金，几千万的下来，县区都还没有项目，说是先拨付资金，再准备项目，不退少补。更重要的是这笔资金要列入 2015 年的支出。”在有关专家看来，为了保证正常支出，配合积极的财政政策，以稳增长，接下来，支出负增长的可能性很小，而是继续按照近 4 个月以来的 20% 以上高增长的惯性增长下去。但由于地方项目准备不足，再加上财政支出制度的约束，国内财政资金的支出大量“积压”的现象越来越严重。（RWX）

[返回目录](#)

【形势要点：中国加入 SDR 的“名”与“实”】

在中国与国际货币基金组织之间，关于人民币是否加入特别提款权（SDR）一篮子货币的来回反复，虽然没有一百零一次的求婚那么夸张，也足以占据财经头条多次。人民币早在 2010 年也曾追求加入 SDR，随后围绕着人民币是否算“自由使用”，IMF 多次发布不同口径的声明，最新一次则是 2015 年 11 月 IMF 总干事拉加德的一锤定音，人民币符合“可自由使用”货币的要求，因此建议执董会认定人民币可自由使用。回想一下历史，IMF 成立之初，中国已经是创始成员国，在五位常任执行董事中占据一席之地，当年份额就是 6.32%，排在美国和英国等国之后——换言之，这不是逆袭，而是回归。中国加入 SDR 的意义可以分为名与实，短期看并没有实质性直接好处，但可以带来名义的好处，即 IMF 认可人民币是可自由兑换货币。这对于对人民币国际化孜孜以求的中国而言，可算获得一张奖牌：从此之后，人民币有了更多的理由被当做是重要国际储备货币，人民币的形象也不再是徘徊在国际货币俱乐部之外的幽灵——换而言之，加入 SDR 或许没什么了不起，但是你没加入 SDR，你就没有加入。如果中国加入 SDR，按照中国的经济贸易地位，其比例将超过日本。一方面，

SDR 在各国央行外汇储备比例很低，且 SDR 的货币构成比例与外汇储备比例也没有直接关系，因此，加入 SDR 对于提升人民币在各国外汇储备中比例可能收效甚微。另一方面，从投资者心理层面来看，此举有助于撬动世界对于人民币资产的需求，尤其人民币债券的发行。根据渣打银行等机构预测，未来全球至少有 1 万亿美元国际储备将转为以人民币存储。可以预测，随着海外对于人民币资产的兴趣加大，中国国内对海外资产的兴趣也在加剧，二者的互动将是未来一大看点。（RDLG）[返回目录](#)

【形势要点：国内房地产投资由“地板”向“地下室”坠落】

中国房地产市场在加速分化的同时，整体的房地产行业投资增速也在持续下降。全联房地产商会发布第三季度 REICO 报告显示，虽然在一系列放松政策影响下房地产市场有所上扬，但三季度涨幅明显趋缓，二手房成交量在 7 月达到峰值后持续环比下调，三季度房地产开发投资增速出现 1998 年以来首次负增长。报告显示，今年 1 至 9 月，房地产开发完成投资 7.05 万亿元，同比增长 2.6%，增速连续 18 个月下降，比同期固定资产投资增速低 7.7 个百分点。其中，三季度房地产开发完成投资 2.66 万亿元，同比增长负 0.57%，增速比去年同期降低 10.6 个百分点，是 1998 年以来首次负增长。该报告指出，前三季度，一线城市、二线城市和三四线城市房地产开发投资分别同比增长 14.8%、1.3% 和 1.2%，增速全部有所下降。与上年同期相比，一线城市房地产开发投资增速上升 1.3 个百分点，二线和三四线城市投资增速则分别下降 11.9 个和 10.5 个百分点。三季度当季，除一线城市投资有所增长外，二三四线城市都出现投资的负增长。比如二线城市和三四线城市房地产开发投资则同比下降 2.2% 和 1.6%，增速比二季度分别下降 2.9 个和 3.0 个百分点。中国房地产开发投资出现了 1998 年以来负增长，也就是意味着中国商品房市场出现以来，房地产开发投资增长第一次的负增长。这种现象可能是中国房地产市场一次重大转折的开始。在安邦咨询（ANBOUND）研究团队看来，如果说，之前的房地产投资增速已经“触地”，那么，现如今的中国房地产投资增速已经开始向“地下室”坠落。（NLEQ）[返回目录](#)

【形势要点：权威人士谈央行在金融业中的主导地位问题】

清华大学五道口金融学院理事长兼院长、清华大学国家金融研究院联席院长吴晓灵日前在北京的一个论坛上，谈到要确立央行在金融业中的主导地位问题。在中国正在酝酿金融监管体制改革的背景下，吴晓灵的表态也是“决策问题化”阶段的观点建议之一。她表示，为了维护稳定的货币环境，有效传递货币政策，中央银行应该对存款类金融机构进行审慎监管，中央银行最后决定贷款人的功能，决定了必须以中央银行为主体，构建审慎管理框架，为有效化解金融风险，要统一宏观审慎与微观审慎的监管，

并加强对金融基础设施的监管和组织实施金融业综合统计。危机之后，各国央行加强了对金融机构的审慎监管，系统重要性机构的监管，基本上都集中在了中央银行的监管之下，为什么要采取这样的变革？就是因为中央银行是最后的贷款人，是市场流动性的最后的提供者，如果他事先不了解金融机构的情况，如果没有对市场金融信息的全面掌握，难以及时有效地做出决策，会延误时机，会措施不当，因而，在金融业当中确立中央银行的主导地位，不是行政的高低问题，是金融的功能决定的。吴晓灵表示，关于监管体制，世界上有各种各样的模式，应该说没有任何一个模式是最优的，它取决于各国的国情，还存在着路径依赖的问题，任何一个监管体制，都不可能推倒重来，只能在原来的监管体制下不断地总结经验教训加以完善。但是在完善金融监管体制的过程当中，金融的逻辑必须是清楚的，监管的理念必须是清晰的，要准确地划清政府与市场的边界，在这样三个前提下，结合各国的具体实践，才能够提出一个好的监管体制改革的方案。针对外界关于合并“一行三会”的建议，吴晓灵表示，不能够简单地考虑把监管当局合在一起，“银行、证券、保险、信托都有不同的功能——银行是接受存款、办理结算业务，通过贷款方式以自身信用实现间接融资的机构。证券经营机构是直接融资的中介平台。信托业凭借自身专业与忠诚待客进行资产管理。保险业在大数法则的基础上为出险客户提供经济补充。这四种行业功能不会混淆的，也不可能混在一起，要按照它们的特点来实行分别的监管。”她表示，一行三会的简单合并不能解决现有问题，应对金融产品的本质有清晰的认识，并克服当前“一行三会”的地盘意识，真正实现功能监管，尤其是要确立央行在金融业中的主导地位。（LHJ）[返回目录](#)

【形势要点：国内新三板分层改革落地】

中国证监会发布《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》，加快推进全国股转系统发展。意见指出，要坚持全国股转系统独立市场地位，公司挂牌不是转板上市的过渡安排。但全国股转系统并非孤立市场，应着眼于建立多层次资本市场的有机联系，研究推出全国股转系统挂牌公司向创业板转板试点，允许符合条件的区域性股权市场运营管理机构开展推荐业务试点，探索建立与区域性股权市场的合作对接机制。为增强市场融资功能，意见提出探索放开挂牌同时向合格投资者发行股票新增股东人数 35 人的限制，加快推出储架发行制度和授权发行机制。为提高市场流动性水平和价格发现效率，意见要求大力发展多元化的机构投资者队伍，引入公募证券投资基金投资挂牌证券；优化完善现有交易制度安排，大力发展做市转让方式；强化主办券商交易组织者和流动性提供者的功能。为适应挂牌公司差异化特征和多元化需求，降低投资人信息收集成本，意见提出实施全国股转系统内部分层，现阶段先分为基础层和创新

层，逐步完善市场层次结构。为引导证券公司转换理念，提升执业能力，意见鼓励证券公司建立适应全国股转系统特点的证券业务体系，培育全链条服务模式，支持证券公司设立专业子公司统筹开展全国股转系统相关业务，不受同业竞争限制。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：NRA 账户成为地下资金跨境流动的“绿色通道”】

近年来，公安机关重点打击的地下钱庄，是指不法分子以非法获利为目的，未经国家主管部门批准，擅自从事跨境汇款、买卖外汇、资金支付结算业务等违法犯罪活动，一般以非法经营罪论处。公开资料显示，国内地下钱庄的犯罪手法一般有三类：一是非法买卖外汇型，即不法分子在国内外汇黑市进行低买高卖，从中赚取汇率差价；二是支付结算型，不法分子通过设立“三无”公司，采取网银转账等方式协助他人将对公账户，非法转到对私账户、套取现金等进行非法支付结算。最后一类目前最为常见的是“对敲型”地下钱庄，每当境内“客户”将人民币打进地下钱庄的境内账户，境外同伙就会从境外账户给“客户”的指定账户打入外汇。国外资金想进来就反向操作。如此，表面上资金在境内外分别单向循环，没有发生物理流动，但实际上却完成了资金的跨境流动。然而，从近日披露的公安部督办的浙江金华“9·16”专案的公开信息看，洗钱手法又有了新的升级。该案不仅是全国范围发现的第一例通过 NRA 账户实施资金非法跨境转移案，也是迄今为止涉案人数最多、金额最大的非法买卖外汇案件。NRA 账户（非居民账户）本是银行系统为了方便境外公司在境内业务结算而设立的，然而一些不法分子却通过大量虚假注册境外公司，将其作为资金非法跨境转移的“绿色通道”。截至目前已查明涉案金额高达 4100 余亿元，打掉规模以上买卖外汇犯罪团伙 8 个，采取刑事强制措施 100 人。其主要作案手法是利用 NRA 账户的漏洞以及境外购汇没有限制的特点，将人民币通过 NRA 账户跨境转移，在香港汇丰等银行结汇后打给买家提供的账户。为了实现通过 NRA 账户转账的目的，涉案人员还在香港注册了数十家空壳公司，专门雇人伪造虚假的交易合同，利用银行管理审核不严的漏洞，将大笔人民币跨境转移。该“地下钱庄”通常会在每周五的下午将数千万的资金刷入指定的 POS 机账户，再在下个礼拜一的上午将资金融出，以此进行外汇买卖。每次为客户兑换外币，收取的费用大概在千分之三至千分之五。从表面上看，这个费率并不算高，可是由于资金流动量大，这样的“小收益”却为犯罪团伙带来了巨额利润。警方根据从犯罪团伙电脑中提取到的电子会计账，对该团伙每天通过交易美金和港元所得的利润进行了计算：2014 年 1 月至 10 月该团伙日常收益在 5 万以上，最多的一天竟达 153 万元。（NLEQ）[返回目录](#)

【政策：国内住房公积金的流动性将增强】

国务院法制办近日公布了《住房公积金管理条例（修订送审稿）》，就送审稿公开征求意见。修订送审稿显示，对缴存基数和缴存比例实行“限高保低”。缴存基数按照职工本人上一年度月平均工资确定，不得低于职工工作地设区城市上一年度单位就业人员平均工资的60%，不得高于职工工作地设区城市上一年度单位就业人员平均工资的3倍；单位和职工住房公积金的缴存比例，上限不应高于12%，下限不应低于5%。修订送审稿还规定无雇工的个体工商户、非全日制从业人员以及其他灵活就业人员可以缴存住房公积金。另外，修订送审稿对提取条件进行了放宽：一是明确购买、建造、大修、装修自住住房，无房职工支付自住住房租金，职工支付自住住房物业费，均可以提取住房公积金；二是规定购买、建造、大修、装修自住住房、偿还住房贷款本息、无房职工支付自住住房租金、职工支付自住住房物业费的，可同时提取配偶的住房公积金。修订送审稿还明确，将增强公积金的资金流动性，一是规定住房公积金管理中心经住房公积金管理委员会批准，可以按国家有关规定申请发行住房公积金个人住房贷款支持证券，或者通过贴息等方式进行融资；二是允许住房公积金管理中心在保证住房公积金提取和贷款的前提下，经住房公积金管理委员会批准，可以将住房公积金用于购买住房公积金个人住房贷款支持证券。最后，修订送审稿提出，要促进公积金资金的保值增值。在保证住房公积金管理中心在保证住房公积金提取和贷款的前提下，可以将住房公积金用于购买国债、大额存单；经住房公积金管理委员会批准，可以将住房公积金用于购买地方政府债券、政策性金融债、住房公积金个人住房贷款支持证券等高信用等级固定收益类产品。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：企业债违约对信托及银行的牵连程度在加大】

行业低迷盲目扩张再加上高管腐败风波，云南煤炭行业龙头企业云南煤化工集团如今也加入了债务违约的“大军”。18日，云维股份发布公告称，公司实际控制人云南煤化及下属子公司债务逾期13.05亿元。云南煤化目前面临着近200亿元的短期借款，大部分将于年内到期。而今年前三季度，云南煤化净利润亏损达37.79亿元，财务费用总额25.76亿元。从公开披露的财务情况看，近年来，云南煤化在经营亏损加剧的情况下，融资规模仍持续增长，最终导致资金链紧张，无法偿付到期债务。而自今年2月以来，云南煤化原董事长、副董事长及旗下一家子公司董事长相继被查。中共云南省委巡视组对云南煤化的巡视情况显示，该集团“权力过于集中缺乏制约”，“项目投资决策任性轻率”，“持续盲目扩张、随意蛮干”。事实上，目前云南煤化面临的情况并不止13.05亿元债务违约那样简单。云南煤化公告显示，公司2015年前三季度亏损金额已达到2014年度经审计净资产的10%。2015年前三季度，公司实现营业收入129.93亿元，净

利润-37.79 亿元，截至 2015 年 9 月末净资产总额 88.37 亿元。对于巨亏，巨额融资成为一个重要原因。2015 年前三季度，云南煤化财务费用总额 25.76 亿元，较上年同期增加 3.24 亿元，增幅为 14.38%。值得注意的是，云南煤化此次 13.05 亿元债务违约中就包括中信信托和中融信托的 6.43 亿信托融资，此外，民生租赁、兴业银行、建行、农行等金融机构也同时“躺枪”。由此可见，企业债违约对信托及银行的牵连程度在加大。（NLEQ）[返回目录](#)

【形势要点：“点对点”放水成为漫灌式金融放松政策的补充】

降息和下调存准率都是国内松货币的主要政策手段，不过，除非是定向调控，这些政策一般都是“大水漫灌”式的政策。除此之外，政策性银行也参与到松货币的行列之中，直接向实体提供“点对点放水”的信贷支持。中国进出口银行日前表示，该行与中国铁路总公司签署《银企战略合作协议》，将向中铁总提供总额 5000 亿元的授信额度，支持中铁总实施境内外基础设施建设项目。进出口银行还表示，今后将为推动“一带一路”、“互联互通”“高铁外交”等战略提供“全方位融资支持”。中国进出口银行的点对点支持，反映了国家提供定向金融支持的另一种操作：通过政策性银行利用债务工具对“铁公基”建设项目及国家重点支持的一些工业制造业企业提供金融支持。除了对中铁总提供授信额度之外，万向钱潮、兴蓉环境和金龙汽车上个月也全都获得了国开发展基金的资金支持。点对点支持的资金从何而来？政策性银行都不约而同选择了发行债券来筹资。根据中国进出口银行日前发布的公告，该行今年通过央行债券发行系统发行了十六期金融债券。总体来看，此类债券为中长期债，票面利率均在 3% 以上。此外，该行还在 16 日公告称发行今年第一期期限三年的境内美元债，票面利率采用浮动利率，以三个月美元 LIBOR 为基准加 100 个基点（BP）。中债登数据显示，从 2003 年起至今，境内美元债券已发行规模为 105.95 亿美元，以国开行、进出口行等金融机构为主。国家开发银行和农业发展银行还计划发行专项建设债，用于支持基础设施建设、产业创新等，总金额至少达 1 万亿元，将分三年发行。这种专项金融债由中央财政按照专项建设债券的 90% 给予贴息，期限为 10 年期或更久，利率 1.2%。之所以采用这种定向支持，是因为中国央行此前释放出的大量货币囤积在金融体系当中，并未有效地进入实体经济。而点对点的放水政策，有望直接解决企业融资难、融资贵问题。（RHJ）[返回目录](#)

【形势要点：“庞氏融资”创纪录反映僵尸企业增加】

由于中国借款人举借新债以偿还旧债利息的规模升至创纪录水平，从而提高了违约风险，加大了决策者将融资成本维持在低位的压力。华创证券估计，用于偿还利息的贷款、债券和影子金融规模今年可能成长 5%，

达到创纪录的 7.6 万亿元（1.2 万亿美元）。已故美国经济学家海曼明斯基将这种借入资金偿还利息的做法称作“庞氏融资”，认为这是一种不可持续的信贷成长形式，可能引发金融危机。随着经济增速降至 25 年来最弱水平，企业利润萎缩，中国的企业难以获得足够的现金流来偿还债务利息。虽然央行一年内六次降息，公司债借贷成本降至五年低点，令企业的债务负担有所缓解，但中国在岸公司债市场今年的违约数量仍然从 2014 年的仅有一例上升到了 6 例。平安证券固定收益研究主管石磊表示，由于投资回报率下降很快，一些中国公司已经进入庞氏阶段，因此，杠杆率将会上升，僵尸企业也会增多。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：国内农民收入增速出现区域分化】

据媒体梳理国内各省经济数据发现，今年以来，我国城乡居民收入持续增长，前三季度，重庆、江西、云南等 14 个省（区、市）农民收入增长速度较上半年进一步加快。然而，亦有天津、贵州、湖南等 14 个省（区、市）有所减缓。虽然总体来看，三季度我国农民收入继续较快增长，但是部分省份增速放缓的现象亦值得警惕。中国社会科学院农村发展研究所研究员李国祥表示，统计局公布的数据显示，今年前三季度农民工数量的增长幅度为零。我国正在进行的产业结构调整导致农村劳动力缺乏外出打工的动力，而在农业收入方面，今年来农产品价格跌幅明显，这些都成为了提高农民收入的障碍。方正证券高级研究员杨为敦表示，虽然劳动密集型产业现在还是制造业的支柱，但占比越来越低，主要原因可能有两点，一是劳动力的减少，二是劳动生产率的升高，二者都会造成劳动密集型产业的减速。从后期来看，由于劳动力减少和劳动生产率升高仍在持续，中国的劳动密集型产业可能会步入夕阳阶段。近几个月来的农产品价格下降则是另一个冲击因素。从农业收入的构成看，我国粮食生产多年增收但消费增速却明显放缓，稻谷供大于求，玉米阶段性过剩，但是高粱大麦和玉米替代品进口量却大幅增加，导致今年国内粮价下行压比增大。以玉米的收储价格为例，今年挂牌收购价为 1 元/市斤，比去年平均价 1.12 元/市斤下降 10.7%，造成了农户亏损，严重挫伤粮农种粮积极性，主产区甚至有土地流转种粮大户开始毁约弃租。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：银行业掘金“一带一路”应警惕风险】

“一带一路”是中国当前的一个战略，这意味着许多领域的工作和决策都要与此挂钩，从投资到产业再到金融，无不如此。多个地区银监局在今年年初建立了“一带一路”统计制度，加强对银行业金融机构服务“一带一路”企业的窗口指导和考核。以四川银监局为例，当地银监局制定统计制度包括基础设施建设、对外经贸合作、装备制造产业、钒钛稀土产业等领域的金融支持情况，并统一纳入四川银行业服务实体经济发展情况统

计，按季监测，按年考核。但值得注意的是，“一带一路”业务并不由大型银行独享，包括股份制银行、城商行在内的中小银行也在积极参与，由于“一带一路”前期项目多是交通等基础设施的互联互通，很多在建项目多在国内，中小银行也就围绕国内相关项目，以创新融资方式为抓手带动业务拓展。不过，不少长期从事国际业务的银行业人士提醒，对金融机构而言，“一带一路”沿线国家所隐藏的各类风险不容忽视，更应在总结过去服务企业“走出去”的基础上，加强风险防范。不少企业反映，“一带一路”沿线国家多属新兴市场，国别风险、汇率风险等方面是企业“走出去”面临的主要顾虑和障碍。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：欧元区存在巨大的通胀下行风险】

欧洲央行日前公布了10月22日的会议纪要。纪要显示，央行内部认为欧元区存在巨大的通胀下行风险，并且部分官员认为担忧存在通缩风险。此外，会议纪要还重点提及，围绕中国的不确定性“尤其高”。纪要显示，欧洲央行内部有声音要求采取更多的宽松措施，以对欧元区经济复苏疲软及低油价带来的抗通缩风险。欧洲央行执委、首席经济学家 PETER PRAET 表示，尽管低油价是造成通胀乏力的主要因素，但是目前环境下，核心通胀的非直接影响同样明显。虽然央行此前预计通胀将在2016年和2017年达到1.1%和1.7%，但是9月的数据还是暗示通胀存在显著的下行压力，未来并不能完全排除通缩的风险。上个月，行长德拉吉在10月决议后的新闻发布会上暗示了进一步降息的可能，并明确欧央行将在12月3日重新审视货币政策宽松的程度。欧洲央行还会在12月的决议上公布最新的通胀预期。本次纪要透露，欧央行认为通胀前景的任何下调都“尤为令人担心”，而未来通胀预期就有下调风险。预计通胀率可能上升，随后在2016年初重返低位。纪要还提到，欧元区的外部因素一定程度上抵消了央行宽松措施的效力，中国的不确定性尤为显著。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：印度的黄金新政收效甚微】

印度近期一直在致力于将居民手中的黄金带入国内市场流通，以应对印度对进口黄金的巨大依赖，但周四（11月19日）印度官方的消息显示，居民对新政策反应冷淡。在印度总理宣布了黄金可以存进银行获取利息的政策之后已经过去两周，但印度全国仅有400克黄金被存入各地银行。印度总理莫迪此前在月初宣布，印度居民可以将黄金存入银行，并将得到相应的利息。但印度当地银行周四的数据显示，目前仅有可怜的400克黄金被存入银行。据报道，居民仍然在观望新政策的进程。一些人担心黄金存入银行的可靠性。而另一些人则在等待政府推出更多的优惠政策。报道称，印度政府方面表示将会进一步加大改革的力度。将试点银行从目前的20家扩大到30到60家左右。一位不愿具名的官员表示，“印度目前有超过

1.3 万家政府认可的黄金首饰零售商。而政府将会要求这些商铺为黄金改革作出更多贡献，如设立新政策试点等等。”根据政府的数据，目前印度居民以及寺庙手中持有的黄金首饰、金条和金币超过 2 万吨。而每年印度还要进口大约一千吨的黄金。这为该国贸易赤字带来巨大压力。印度政府一直在寻求方法改善对黄金进口的依赖。据了解，在印度的黄金新政中，居民可以在试点机构将首饰或者金条存入机构。并得到大约 2.5% 的利息。这比印度银行利率稍低。但黄金资产通常是不支付利息的。（RWX）[返回目录](#)

【形势要点：希腊步入财政紧缩时代】

希腊议会 19 日通过一项新的紧缩法案，以便未来几天内争取债权人向其发放 20 亿欧元救助贷款，并为获取 100 亿欧元的银行资产重组资金创造条件。希腊议会 300 名议员中有 290 人参加了投票，法案以 153 票支持、137 票反对获得通过。在这次投票中，两名执政联盟议员投了反对票。投反对票的执政联盟议员尼科洛普洛斯曾表示，他不能接受法案中的一些“灾难性”条款，比如减少对无力偿还住房贷款者的保护等。一些分析家认为，由于未来几周内希腊议会还需要通过养老金体制改革等一系列争议性更高的紧缩法案，执政联盟的稳定性将面临更大考验。今年夏天，希腊与债权人就第三轮救助协议达成一致。根据协议，希腊必须实施一系列严厉的紧缩和改革措施，才能获得避免债务违约所需要的 860 亿欧元救助贷款。（RWSQ）[返回目录](#)

【形势要点：低油价时代沙特谋求引进外国投资】

沙特阿拉伯投资总局日前宣布，将放宽对外国公司在沙特投资的限制，开放零售批发市场，允许外国投资者注册成立 100% 独资销售类公司。目前，沙特投资总局和商工部正联合编制相关规定，有望于明年初公布。相关分析指出，沙特政府此次推出新政策，主要目的是吸引高端投资者进驻，从而为当地创造更多优质工作岗位，引进先进技术和管理经验，在国际油价持续低迷的背景下保障经济增长。据估计，沙特政府将在新规定中设置一定的标准，其中包括“沙特化”就业率必须达到 50% 以上等，以筛选真正具备国际竞争力的企业进驻。此外，沙特投资总局还将进一步完善投资许可证审批制度，未来申请投资许可证所需文件将从目前的 12 项减少至 3 项，全套手续可于 5 日内完成。同时，为保证沙特国内投资市场稳定，投资总局将发放有效期为 15 年的投资许可证。（RWSQ）[返回目录](#)

【调整与修正】

【每日数据】

本数据仅供客户参考，不作为投资依据

最新股市行情

	日期	收盘指数	涨跌点数
上证指数	11月20日	3630.5	+13.44 (0.37%) ↑
深圳成份指数	11月20日	12702.03	+92.19 (0.73%) ↑
沪深300指数	11月20日	3774.38	-0.59 (0.02%) ↓
香港恒生指数	11月20日	22754.72	+254.50 (1.13%) ↑
恒生国企股指数	11月20日	10302	+108.89 (1.07%) ↑
恒生中资企业	11月20日	4180.82	+41.19 (1%) ↑
台湾指数	11月20日	8465.45	-11.75 (0.14%) ↓
日经指数	11月20日	19879.81	+20.00 (0.1%) ↑
上证B股指数	11月20日	380.41	+1.03 (0.27%) ↑
深成份B股指数	11月20日	7012.37	+4.91 (0.07%) ↑
英国金融时报指数	11月20日	6334.63	+4.70 (0.07%) ↑
德国法兰克福指数	11月20日	11119.83	+34.39 (0.31%) ↑
法国指数	11月20日	4910.97	-4.13 (0.08%) ↓
美国道琼斯指数	11月20日	17823.81	+91.06 (0.51%) ↑
纳斯达克指数	11月20日	5104.92	+31.28 (0.62%) ↑
标准普尔500	11月20日	2089.17	+7.93 (0.38%) ↑

股市行情

	日期	收盘指数	涨跌点数
英国金融时报指数	11月19日	6329.93	+50.96 (0.81%) ↑
德国法兰克福指数	11月19日	11085.44	+125.49 (1.14%) ↑
法国指数	11月19日	4915.1	+8.38 (0.17%) ↑
美国道琼斯指数	11月19日	17732.75	-4.41 (0.02%) ↓
纳斯达克指数	11月19日	5073.64	-1.56 (0.03%) ↓
标准普尔500	11月19日	2081.24	-2.34 (0.11%) ↓

最新外汇牌价：2015年11月22日 5:30pm

	1美元		1美元		1美元		1美元
人民币	6.385	丹麦克郎	7.0045	瑞典克郎	8.7148	台币	32.532
日元	122.81	加拿大元	1.3347	欧元	0.9395	澳元	1.3831
港币	7.75	新加坡元	1.4115	瑞士法郎	1.0185	英镑	0.6587

	1欧元		1欧元		1欧元		1欧元
人民币	6.7973	丹麦克郎	7.4592	瑞典克郎	9.276	台币	34.6271
日元	130.69	加拿大元	1.4209	美元	1.0644	澳元	1.4705
港币	8.25	新加坡元	1.5024	瑞士法郎	1.0841	英镑	0.7008

外汇牌价：2015年11月20日 5:30pm

	1美元		1美元		1美元		1美元
人民币	6.3738	丹麦克郎	6.9774	瑞典克郎	8.6871	台币	32.5054
日元	122.86	加拿大元	1.3307	欧元	0.935	澳元	1.3865
港币	7.75	新加坡元	1.4123	瑞士法郎	1.0151	英镑	0.6553

	1欧元		1欧元		1欧元		1欧元
人民币	6.8163	丹麦克郎	7.4598	瑞典克郎	9.288	台币	34.762
日元	131.4	加拿大元	1.423	美元	1.0694	澳元	1.4829

港币	8.2852	新加坡元	1.5103	瑞士法郎	1.0856	英镑	0.7008
----	--------	------	--------	------	--------	----	--------

伦敦国际银行间拆放利率 (LIBOR) 11月20日

	一个月	二个月	三个月	六个月	一年
美元	0.21150	0.29550	0.38210	0.61865	0.94735
英镑	0.50631	0.53575	0.57125	0.7295	1.03088
日元	0.04214	0.05357	0.07357	0.11929	0.22257
瑞士法郎	-0.79200	-0.80300	-0.80600	-0.78000	-0.69500
欧元	-0.15357	-0.11857	-0.10357	-0.03357	0.06214

LIBOR 数据为伦敦时间每日下午 2:00 之后提供 (国内媒体转载)

香港银行同业港元拆息 (%) 11月20日

隔夜钱	1个月	3个月	6个月
0.04643	0.19014	0.37227	0.54929

HIBOR 数据由香港银行公会于每日早上 11 时 (香港时间) 后公布

上海银行间同业拆放利率 2015 年 11 月 20 日 11:30

期限	Shibor (%)	涨跌 (BP)
隔夜 (O/N)	1.7840	0.10 ↓
1 周 (1W)	2.2820	0.20 ↑
2 周 (2W)	2.6230	0.10 ↑
1 个月 (1M)	2.7000	0.20 ↑
3 个月 (3M)	3.0440	0.00 ↑
6 个月 (6M)	3.1980	0.10 ↑
9 个月 (9M)	3.2500	0.00 ↑
1 年 (1Y)	3.3500	0.00 ↑

NYMEX 原油期货价格每桶 40.39 美元 (11 月 20 日收盘价)

ICE 布伦特原油期货价格每桶 44.66 美元 (11 月 20 日收盘价)

COMEX 金=1076.3 美元 (11 月 20 日收盘价)

1 人民币=5.0994 新台币 100 人民币=14.71 欧元 100 人民币=15.66 美元

[外币 100] 美元 637.8 英镑 974.6 日元 5.1894 港币 82.3 澳元 458.52 欧元 683.46

(中国银行 2015.11.22)

声 明

安邦咨询是从事财经及公共政策领域策略分析和风险研究的独立智库机构，本研究简报是基于对公开信息的动态跟踪研究及安邦研究人员的调查撰写的信息产品，不能将其视之为规范的研究报告或结论。鉴于信息科学的基本属性，更不能将其视为等同于媒体的新闻传播。

本研究简报所载的信息、工具、观点及预测，反映了安邦研究团队截至研究简报发布当日信息所做出的判断，只提供给客户作决策参考之用，不构成任何对客户投资或购买建议，也不能被视为向客户作出的投资邀请。客户应自主作出决策并自行承担风险，作为独立的第三方机构，本公司不会承担客户的投资损失或分享客户的投资收益。

本研究简报作为通用型的信息研究产品，所提供的服务可能并不适合个别客户，也不构成对客户个性化的咨询建议。如果客户有特殊的决策咨询需求或信息需要，建议客户以个性化定制方式获得本机构的单独服务。

本研究简报是具有知识产权的研究产品，仅向特定的签约客户传送。未经安邦咨询的书面授权，本研究简报不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他机构或其他人（包括同一集团中的非直接签约机构对象），或以任何侵犯本机构版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本机构的商标、服务标记及标记。

新闻媒体基于学术研究和观点讨论而对本研究简报的引用受到鼓励，但这种引用必须以不损害本研究机构的知识产权和商业利益为前提。新闻媒体对研究简报的引用应该获得本机构公关传媒部的许可，但不得对本研究简报的观点进行有悖原意的引用和修改。

有关问题的来源、讨论或争议，请使用“电话咨询”（TELEPHONE CONSULTING）及“在线咨询”（ONLINE CONSULTING）服务，直接向研究员咨询。电话咨询：010-56763019，在线咨询：research@anbound.com.cn。客户就有关问题如果需要更为规范、详细的研究报告，请与研究部联络，电话 010-56763019，研究部主管贺军（高级研究员）。

鉴于市场上出现假冒及转发安邦产品的现象，特此声明：安邦咨询向正式客户提供的所有产品，只通过如下邮箱发送：anbound@anbound.com.cn、anbound@anbound.info、anboundmail@vip.sina.com、anbound@anbound.com，客户也可从安邦官方产品网站（www.anbound.info）获得。从任何其他途径收到的产品，都不能代表安邦产品，安邦咨询概不负责。以上邮箱只作为发送邮箱，客户反馈请回复 aic@anbound.com。

©2015 Anbound Information Corporation. All rights reserved