

2015 年 1 月 28 日

2015 年宏观经济分析及企业信用风险展望



2015 年宏观经济分析及企业信用风险展望

联合资信评估有限公司 姚德平

2014 年中国 GDP 为 63.65 万亿元，同比增长 7.4%，增速创 24 年来新低。第三产业对经济的贡献继续增强，就业水平保持在良好状况。为维护经济发展成果，稳定就业水平，稳增长将成为今年经济工作的重点。预计 2015 年 GDP 增速在 7.1% 左右。制造业产能过剩、房地产泡沫化以及地方政府债务负担加重成为中国经济的主要风险。

受经济增速下滑，原材料价格低迷的影响，预计今年 CPI 将保持在低位，且呈现前低后高的趋势，这为宏观政策的调整提供了空间。央行的货币政策调整将保持控总量、调结构的基调，但宽松的需求较为强烈，积极财政政策的实施将在一定程度上影响货币政策的执行。预计央行将灵活运用各种工具组合，通过定向宽松的策略保持银行体系流动性合理充裕，但依然存在降准及降息的可能性。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，预计基础设施建设投资增速将依然保持在 20% 以上的水平，但固定资产投资增速存在降低至 15% 以下的可能。全年新增人民币贷款规模预计在 11 万亿元左右，同比增速将降至 13.5% 左右。

2015 年，经济的结构性调整仍将持续，发债企业的亏损面有扩大之势，各行业经营效益分化导致企业自身的偿债能力也出现明显差异。上、中、下游企业受产能供给、下游需求以及外部冲击的影响，信用风险出现差异，上游企业业绩的恶化有向下游传导之势。控制债务增长、优化债务结构、降低债务水平将是今年经济工作的重点。中央政府对地方债务的规范将对地方融资平台的融资行为、债券品种、债券规模产生影响。推广实施政府和社会资本合作模式（PPP）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公用事业融资的新渠道。同时，尽管企业收入利润的整体表现一般，但股市表现靓丽，IPO 和上市公司再融资以及企业并购将保持活跃，企业资本结构存在改善的可能，从而对相关企业信用基本面产生积极作用。

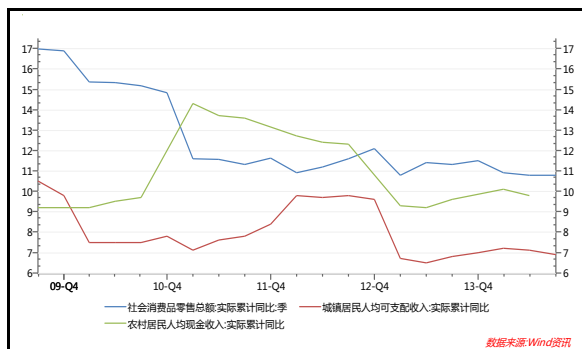
宏观经济形势前瞻

2014 年底的中央经济工作会议明确了中国经济的新常态，简单概括起来主要包括

经济增速转向中高速增长、发展方式转向集约增长、经济结构转向深度调整、发展动力转向新的增长点。根据会议精神，2015 年经济工作的主要任务包括保持经济稳定增长，培育新增长点，转变农业发展方式，优化经济发展格局，加强保障和改善民生工作等五个方面。总体看，就是要实现稳增长和调结构的均衡发展。

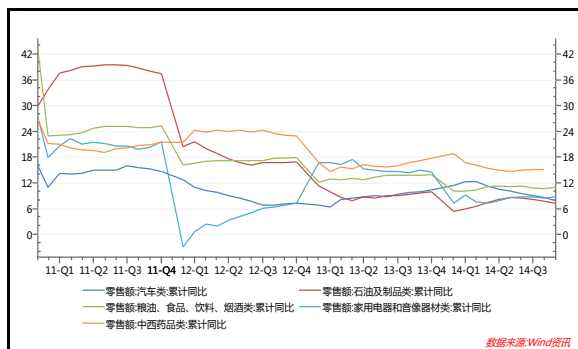
消费方面，预计 2015 年消费将保持平稳，实际增速较 2014 年持平或略有下降。从消费能力看，随着经济增速的下降，居民收入增速自 2013 年以来也出现了下降，2014 年，城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入实际增速预计在 7.0% 和 9.5% 左右，增速较 2013 年略有下降。2015 年收入增速回升的压力依然较大，将制约消费增速的回升。从消费结构看，汽车类、石油及制品类、粮油食品饮料烟酒类、服装鞋帽纺织品类、家用电器和音像器材类以及中西药品类等六大类消费合计占到全部社会消费的 75% 以上。其中，汽车的消费与相关的油品消费联系较为紧密，家用电器和音像器材的消费在一定程度上与房地产相关，而其他三类消费与普通居民日常生活密切相关，消费弹性相对较小。2014 年国内汽车销量为 2349 万辆，再创历史新高，但销量同比增速为 6.9% 大幅低于上年的 13.9%。由于基数较高，预计 2015 年的汽车销量增速将保持低位。同时，2014 年国内商品房销售面积累计同比下降 7.6%，地产行业的调整还在持续，预计与之相关的家装家电类消费增速亦将保持低位。整体看，自 2013 年以来，国内消费增速保持平稳，预计 2015 年消费增速将保持平稳或略有下降。值得注意的是，2014 年以来限额以上单位网上零售额同比增速保持在 50% 以上，成为消费增长的亮点。同时，消费结构的改善以及消费行为的转变对就业具有明显的促进作用。

图 1 社会消费品零售总额与居民收入 (%)



资料来源：Wind 资讯

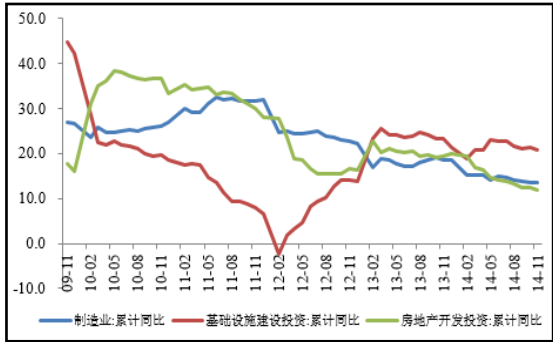
图 2 主要消费门类增速 (%)



资料来源：Wind 资讯

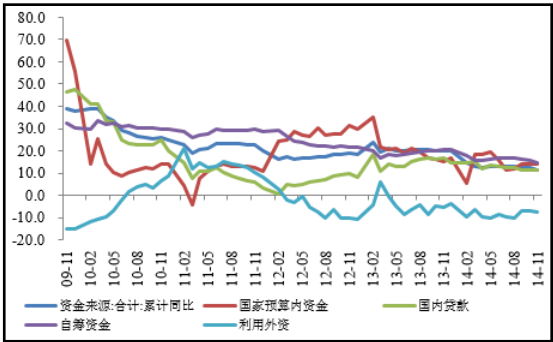
投资方面，预计 2015 年固定资产投资增速将继续小幅下降。制造业、房地产和基础设施建设的投资约占到全国固定资产投资总额的 75%左右。2014 年以来，制造业投资、基础设施建设投资及房地产投资增速持续回落，导致固定资产投资增速同比大幅下降进而拉低了 GDP 增速。传统制造业产能过剩问题依然严重，低盈利甚至亏损持续，制约了制造业投资的积极性。短期去库存长期去产能的背景下，制造业投资增速难有回升。房地产销售面积下降，库存大幅上升（2014 年底商品房待售面积同比增长 25.6%），市场降温明显，导致房地产开发企业投资趋于谨慎。2015 年房地产投资增速将继续下降。同时，地方财政收入增速放缓（1-11 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在一定程度上将制约基础设施建设的投资增长。

图 3 固定资产投资增速 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 4 固定资产投资资金来源 (%)



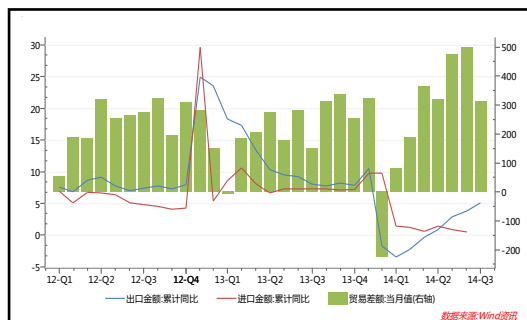
资料来源：Wind 资讯

加大基础设施建设投资依然是稳增长的缓冲措施。自 2013 年以来，随着制造业及房地产投资增速的放缓，基础设施建设投资持续保持高位，2014 年的表现尤其明显。从中央的口径看信息电网、油气等重大网络工程、健康养老服务、生态环保、清洁能源、粮食水利、交通、油气及矿产资源保障工程等重点领域的投资将是 2015 年增长的主要推动力。其中，交通领域的高铁、地铁、城际铁路、高速公路、港口、机场等领域又是重中之重。按增速为 20% 计算，则 2015 年基础设施建设投资额将达 13.5 万亿元。由于财政收入增幅放缓、地方政府的融资能力存在不确定性，今年财政政策会更加积极，货币政策有望向全面宽松的方向演变。预计全年新增人民币贷款在 11 万亿元左右，同比增速约为 13.5%。

出口方面，预计进出口将保持低位，增速或将略有回升。2015 年中国外贸

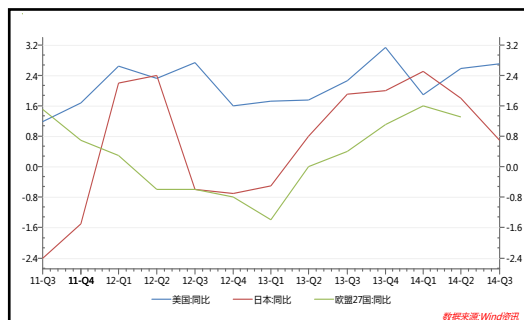
发展面临的国际环境可能略有改善，但回升幅度有限，风险和不确定因素较为突出。主要出口目的地经济表现出现差异。美国经济自 2014 年下半年以来一直保持着强劲的势头，油价下跌、就业增长以及工资增加将推动美国经济在 2015 年加速增长，而海外市场增速放缓、美联储加息以及美元走强将在一定程度上抑制其增长的力度。欧盟经济依然被高失业、高负债以及低通胀困扰。地缘政治局势紧张将影响投资动力，新兴市场国家经济增速下降将抑制了欧洲出口，欧洲央行将继续推出量化宽松政策，整体欧洲经济将继续处于微弱复苏的状态。日本经济在 2014 年 4 月提高消费税税率至 8% 后连续两季度出现负增长，国内消费萎缩、出口停滞。2015 年较低的石油价格、宽松的货币政策、日元的走弱以及政府将提高消费税税率 10% 的时间推迟至 2017 年将缓解经济压力推动经济小幅上升。根据 IMF 的最新预测，2015 年全球经济增速将回升至 3.8%，其中美国增长 3.1%，欧盟增长 1.3%，日本增长 0.8%。从海外市场的表现看，2015 年美国的强劲增长或将成为中国出口增长的重要推动力，但欧日的低迷表现又给中国出口的前景蒙上了一层阴影。同时，大宗商品价格的低迷可能对进口总额的增长产生一定的抑制作用。

图 5 进出口情况 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 6 主要出口地 GDP 增速 (%)

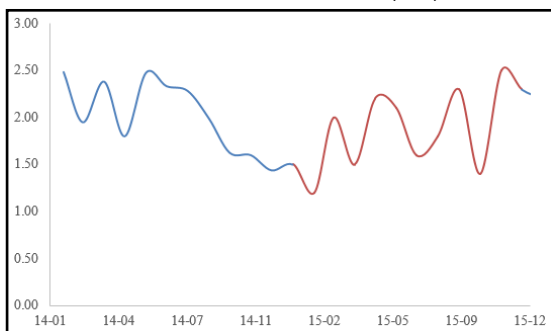


资料来源：Wind 资讯

物价水平方面，预计 2015 年 PPI 的涨幅在 -2.3% 左右，而 CPI 全年涨幅在 2% 左右，全年将呈现前低后高的趋势。经测算，PPI 的构成中生产资料和生活资料分别约占到 PPI 构成的 76% 和 24%。自 2012 年 1 月以来，生活资料价格上涨对 PPI 的拉动维持在 -0.1 到 0.5 个百分点之间。CPI 构成中食品和非食品分别占到 1/3 和 2/3 左右。自 2012 年 1 月以来，非食品价格上涨对 CPI 的拉动维持在 0.9 到 1.1 个百分点之间。2014 年以来，由于主要需求国经济增速下滑导致的需

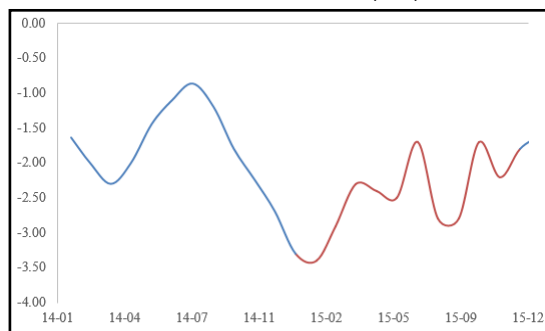
求下降以及地缘政治动荡，国际大宗商品如铜铝等金属、铁矿石、原油等的价格出现大幅下跌，带动 PPI 持续为负。原料价格的下跌叠加国内需求疲弱导致 CPI 持续保持在低位。2015 年，预计边际成本较高的装置停产、投资下降导致的供给相对减少以及低价格刺激的需求增长将带动相关产品价格的企稳回升。由于消化产品库存以及过剩产能需要一定时间，预计全年 PPI 和 CPI 将呈现前低后高的走势。

图 7 CPI 走势及预测 (%)



资料来源：Wind 资讯

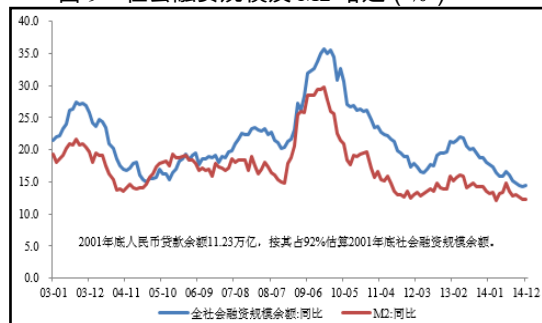
图 8 PPI 走势及预测 (%)



资料来源：Wind 资讯

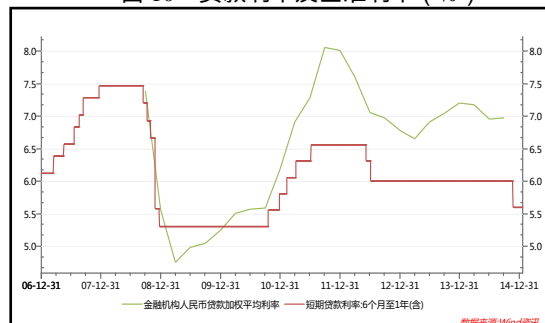
货币政策方面，央行将继续坚持总量稳定、结构优化的取向。在 2015 年人民银行货币信贷与金融市场工作会议上，央行再度释放出今年将注重定向调控的货币政策方向，强调将更加注重松紧适度、定向调控和改革创新，并且在区间调控的基础上加强定向调控，促进信贷结构优化；灵活运用各种工具组合，保持银行体系流动性合理充裕。

图 9 社会融资规模及 M2 增速 (%)



资料来源：Wind 资讯

图 10 贷款利率及基准利率 (%)



资料来源：Wind 资讯

数量型货币政策方面，央行通过创新工具投资的基础货币量将增加，但依然存在 2 次下调存款准备金率的可能性。截至 2014 年底，广义货币 M2 为 122.84

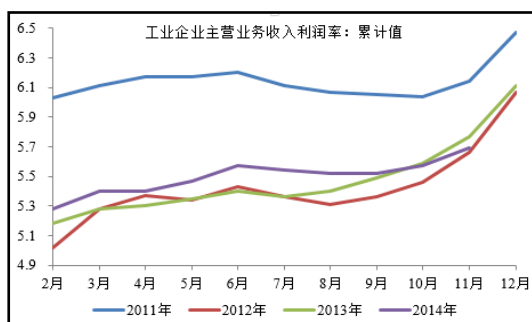
万亿。按 2015 年增长 12% 计算，则全年 M2 增加量为 14.74 万亿。按目前货币乘数 4.2 计算，需新增基础货币量为 3.51 万亿。2014 年央行口径外汇占款累计增加 6411.29 亿元，同比大幅减少 2.1 万亿元。2015 年外贸增幅较低，美元走强而人民币趋于稳定甚至有小幅贬值预期，预计全年外汇占款增量或略低于 2014 年。2015 年无央行票据到期，若 2015 年外汇占款增量为 6000 亿元，则基础货币缺口为 2.9 万亿，意味着央行采用多样化的公开市场操作以及降准措施的空间较大。此前仅 2014 年 9 月和 10 月央行通过中期借贷便利 (Medium-term 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接近 8000 亿元。2014 年全年央行通过各种创新工具投放的基础货币超过 1 万亿元，按照其之前的描述，2015 年采取的调控措施将更加灵活，预计通过创新工具投放的基础货币将更多。另一方面，盘活财政存量资金也是 2015 年的工作重点，财政资金的投放可能在一定程度上影响货币政策的调控力度。截至 2014 年 12 月底，我国政府存款有 3.13 万亿元，2014 年月度数据显示，国库中政府存款额度最低为 2.84 万亿元。由于各地每年都会进行结转结余资金的统筹管理，盘活存量财政资金的可操作空间不同，预计财政可投放的资金量在 3000 到 5000 亿之间。因此，按照 2.9 万亿的基础货币投放算，剔除创新工具投放量的替代作用和财政存款的投放，按每次下调 0.5 个百分点的存款准备金率释放约 6000 亿元的基础货币计算，央行存在 2 次下调存款准备金率的可能性，但替代措施的实施可能影响到具体下调的次数和时机。

价格型货币政策方面，预期贷款基准利率存在下调 1 次的可能。随着经济增速放缓，企业效益下滑，债务负担加重，融资难融资贵等问题更加突显。2014 年 8 月初国务院办公厅专门印发《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》，要求金融部门采取综合措施，着力缓解企业融资成本高问题，促进金融与实体经济良性互动。此后在 11 月底，央行进行了非对称性降息。尽管市场流动性总体充裕，但实体经济中资金成本高的现象在降息之后依然没有大的改善。从历史上金融机构人民币贷款加权平均利率与一年期贷款利率的关系看，要想降低实际贷款成本，贷款基准利率存在下调的空间。另外，目前银行间市场政策性金融债固浮利差为 -40~-50BP，显示基准利率存在下调 1~2 次的可能性。考虑到政府调结构的需求，下调 1 次的可能性更大。

工业企业表现方面，预计 2015 年工业增加值为 8% 左右。尽管企业收入规模

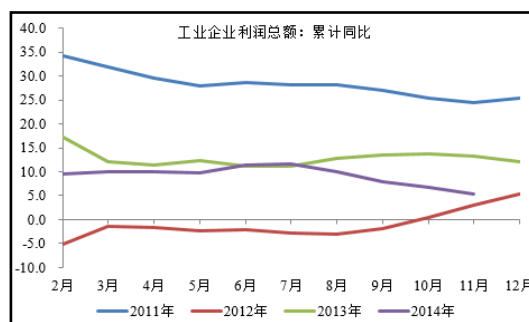
将保持增长，但利润情况不甚乐观。分行业看，2014 年，在重点监测的 30 个大类行业中，上游资源类行业（煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业）的销售利润率同比各月份均出现下降，中游的部分制造业（纺织业、化学原料及化学制品制造业等）则月度销售利润率出现反复。值得注意的是，在上游铁矿石等大宗商品跌幅巨大的背景下，发债企业较多的黑色金属冶炼及压延加工业的销售利润率 2014 年以来逐月回升，6 月以来更是则超过上年同期。贴近消费及投资需求方向的部分下游行业（汽车制造、电气机械及器材制造业、铁路、船舶、航空行业和其他运输设备制造业、电力、热力的生产和供应业等）的销售利润率增幅较大。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。

图 11 工业企业主营业务收入利润率走势（%）



资料来源：Wind 资讯

图 12 工业企业利润总额走势（%）



资料来源：Wind 资讯

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。

企业信用风险展望

短期内经济的结构性调整仍将持续，各行业经营效益分化加剧，企业自身的偿债能力也出现明显分化。随着调整的深入，部分发债主体的信用风险可能会逐步显性化。经联合资信统计，在披露了 2013 年年报的 3069 家已发债非金融企业

中，有 148 家企业利润总额为负，亏损面为 4.82%。到了 2014 年，企业整体经营效益明显恶化，2014 年上半年，在披露了半年报数据的 2743 家已发债非金融企业中，有 323 家企业利润总额为负，亏损面为 11.78%；在披露了 2014 年三季度数据的 1950 家已发债非金融企业中，有 213 家企业利润总额为负，亏损面为 10.92%。2014 年四季度部分商品价格下跌持续，下游需求释放推迟，部分企业亏损加深，亏损面也有扩大趋势。预计 2015 年市场信用风险存在上升的压力。

从大类行业看，上游资源类企业方面，受大宗商品价格持续低迷，社会库存不断增加的影响，煤炭、有色金属等行业的盈利能力持续下滑，部分企业亏损严重，整体债务负担上升明显，但下游电力行业则受益于煤价下跌表现良好。中游制造业企业方面，化工、工程机械、造船等行业竞争激烈，产能过剩严重，企业财务杠杆高企，经济增速下降导致债务负担继续上升，偿债能力不断弱化。部分光伏、风电等新能源类行业政策执行较差，企业偿债能力亦不乐观。下游企业方面，受消费升级，供求关系转变的影响，医药、电子信息、传媒等行业盈利能力表现稳健，偿债能力较好，整体信用风险相对较低，而出口增长缓慢导致外贸相关的航运等行业信用风险明显上升。另外，中小企业区域及行业集中度高，业务相对单一，抗风险能力相对较差，在经济结构性调整的背景下，企业信用风险上升较快，出现信用事件的概率明显上升。

从发债企业集中的行业看，不同行业存在的问题不同，企业风险分化程度也不同。以下简要介绍部分主要发债行业存在的问题。

城投类企业普遍存在的问题主要有盈利主要依赖土地出让、盈利能力较差或偏弱、对政府补贴收入依赖度高、回款受财政资金拨付影响较大，经营性现金流波动较大，建设投入大，短期债务偿付面临一定压力等。地区的财政状况差异明显，企业间经营和财务状况分化也较大。从收益率的角度看，各种增信措施的市场认可程度不高，对债项的提升作用有限。

建筑施工行业民企居多，整体竞争较为激烈，盈利水平一般，工程款收取进度受业主资金情况影响大，公司经营性现金流波动较大。部分企业收入中保障房及代建收入占比较大，应收账款占比高，资产负债率高，短期负债占比较高，存在一定资金压力。垫资行为导致企业应收账款较多，能否及时有效的收回应收账款是企业稳健经营的重要因素。今年以来，在宏观经济增速下滑压力不断加大的背景下，固定资产投资增速下滑尤其明显，建筑业的发展前景也不乐观。在预计

房地产调整持续、基建投资保持高位的背景下，建筑施工类企业的信用风险将出现分化，专业性较高企业的信用水平将保持较好，而专业门槛较低企业信用风险将有所上升。另外，政府类项目较多的建筑施工企业可能较城投类业主企业先期遭遇信用风险。

水泥属周期性行业，受宏观经济形势影响较大，行业面临产能过剩、原材料价格波动较大风险。行业市场地域性分割特点较为显著，且市场竞争激烈。投资规模大，企业债务规模扩张快，部分企业存在亏损现象，短期偿债压力上升，债务结构有待优化。国内水泥需求已经进入低速增长期，水泥价格的淡旺季波动更为明显。尽管 2014 年四季度以来投资审批不断加速，但行业需求整体疲软，预计 2015 年供需仍处于弱平衡状态。在化解产能过剩政策累积效果的作用下，水泥行业的并购重组将进一步深化，企业信用风险亦将分化。

煤炭类企业流动比率较低，煤业业务毛利率持续走低，净利润和经营性现金流持续下滑，部分企业亏损严重。在建规模大，面临一定投资压力，资产负债率上升快，债务压力增加明显。煤炭行业短期内调整压力依然巨大，部分企业所发债券市场估值偏差较大，反映出投资者对行业整体呈规避态势。

钢铁类企业存在的主要问题有毛利率偏低，经营性净现金流无法覆盖项目建设的资本支出，未来面临较大外部融资需求，短期债务负担重，对外担保多，融资空间有限。2014 年以来，受益于价格成本差距的扩大，钢铁行业的盈利状况在 2014 年前三季度出现明显好转，但国内需求前景低迷，靠出口消化国内过剩产能并非长久之计，钢价低迷、行业微利、长期面临运行压力将是钢铁业的新常态。

化工类部分子行业产能过剩（氯碱、氮磷肥、聚酯等）、公司成本控制压力大（原料、电力），产品价格下降，盈利持续下降，在建项目需要投资规模较大，短期债务压力大。进入门槛较低的化工子行业均已出现产能过剩，原料保障面临的较大压力，下游的议价能力偏弱使得整体盈利能力一般。要提升化工企业的整体抗风险能力，唯有延伸产品的价值链，提升产品的竞争力，通过差异化来加强企业盈利能力。

农林牧渔类估值偏差企业因其产品生猪、肉鸡等面临一定食品安全、疫病灾害等不确定性风险。行业周期性波动较大，原材料成本上涨、产品价格波动较大，经营性现金流波动较大，存在一定资金压力。今年以来，猪肉价格大幅波动，同

时不时出现的禽流感疫情也对行业产生较大冲击。2014 年 4 月份以来，22 省市猪粮比价震荡走高，目前依然低于 6 倍的盈亏平衡点，且目前生猪存栏量为 4.35 亿头左右，处于近 5 年的相对低点。预计后续猪肉价格还将小幅震荡走高，相关企业短期的经营环境保持良好。

医药行业为抗周期波动风险较强的行业，在宏观经济景气度较差的阶段表现尤其明显。尽管部分企业存在部分业务亏损、债务扩张过快、投资支出压力增大等问题，但行业整体风险水平保持稳定，业绩前景保持乐观。

面对不断上升的信用风险，全社会的去杠杆、降风险将贯穿 2015 年的经济生活。控制债务增长、优化债务结构、降低债务水平将是今年企业工作的重点。

控制债务增长方面，规范地方政府债务的措施将不断加强。过去的 5 年间，为支持经济的稳定增长，社会债务水平持续上升。截至 2014 年底，社会融资总量余额约为 129.96 万亿元，人民币贷款余额为 81.68 万亿元，分别较 2009 年底的 53.62 万亿元和 39.97 万亿元增长 142.37% 和 104.35%。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 2014 年 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，2014 年 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》，相关政策的出台旨在规范政府融资行为、防范债务风险。随着地方建设力度的加大，预计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，受前期规范管理文件出台的影响，城投债的发行速度有所放缓，且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部分省份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。另一方面，由财政部牵头的 2015 年地方政府债的发行工作，将在进一步规范的基础上，稳步扩大发行范围及发行规模。

优化债务结构方面，推广政府和社会资本合作模式（PPP）和扩大股权融资规模将成为降低债务负担、优化债务结构的重要措施。2014 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。

2014 年下半年以来，股市表现靓丽，股权融资活跃。2014 年 A 股股权融资共 7701.56 亿元，为历史第三高，仅次于 2010 年的 9859.85 亿元和 2007 年的 8043.61 亿元。其中，IPO 首发募资 786.56 亿元，再融资额达到 7032.68 亿元。随着股指的上涨，上市公司增发热情也愈发高涨。截至 2014 年 12 月 30 日，2014 年内两市上市公司发布了 1007 份增发预案，预计募资 1.42 万亿元，创下历史新高。在经济增速下行时期，股市的靓丽表现或将成为稳定经济增长、推动改革深入的重要推手预计 2015 年股指表现依然乐观，融资规模将保持高位，甚至创出新高。基于以上判断，预计上市公司股权融资的事件将会明显增加。因此，尽管企业收入利润表现可能一般，但权益的增加将改善企业资本结构，后续上市公司及其集团公司存在信用基本面改善的可能。

另外，国企改革的推进将进一步促进国企之间的资源整合，从而对发债主体产生不同影响。经营性资产的划出单位存在风险上升的压力，而划入单位则存在改善的可能。民企之间的整合也存在类似的风险分化。

总结

从消费、投资、出口的形势看，2015 年经济下行压力依然较大，稳增长将成为经济工作的重点。受经济增速下滑，原材料价格低迷的影响，CPI 将依然保持在低位，这为宏观政策的调整提供了空间。央行的货币政策调整将依然保持控总量、调结构的基调，但宽松的需求较为强烈，财政政策的实施将在一定程度上影响货币政策的执行。预计央行将灵活运用各种工具组合，通过定向宽松的策略保持银行体系流动性合理充裕，但更全面的降准降息存在较大可能。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。

2015 年经济的结构性调整仍将持续，企业经营效益低迷，发债企业的亏损面有扩大之势。各行业经营效益分化导致企业自身的偿债能力也出现明显差异。上、中、下游企业受产能供给、下游需求以及外部冲击的影响，信用风险出现差异，但上游的恶化有向下游传导之势。控制债务增长、优化债务结构、降低债务水平将是今年经济工作的重点。中央政府对地方债务的规范将对地方融资平台的融资行为、债券品种、债券规模产生影响。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公用事业融资的新渠道。同时，在经济增速下行时期，股市的靓丽表现或将成为稳定经济增长、推动改革深入的重要推手。尽管企业收入利润的整体表现一般，但股市表现靓丽，IPO 和上市公司再融资以及企业并购将保持活跃，企业资本结构存在改善的可能，从而对相关企业信用基本面产生积极作用。