

2014.02.21



2014 年中国宏观经济走势 及企业信用风险展望



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

2014 年中国宏观经济走势及企业信用风险展望

联合资信评估有限公司 姚德平

从拉动经济的三驾马车看，2013 年国内消费增长保持了较好水平，固定资产投资增速跌破 20%，但民间投资增长效果显著，进出口增速持续下滑。餐饮收入的增速在 2013 年已达低位，2014 年恢复性增长的可能性较大。同时，消费持续升级、社会保障不断完善、扩大内需政策的逐步实施以及企业服务的自我调整将有力的支持消费增长。在消费升级的带动下，制造业投资增速于低位回升的可能性较大。改革不断深入，投资环境优化有利于民间投资增长，同时城镇化的持续推进有望对固定资产投资继续形成支撑。外部环境的改善有望提升出口对经济的拉动作用，但整体改善幅度不高，出口上行动能有限。预计 2014 年国内经济增速将小幅下降，但依然保持在较高水平。

积极的财政政策和稳健的货币政策是宏观政策的主基调，化解产能过剩和防控地方债风险将成为经济工作的重点，央行将坚持高利率去杠杆和规范控制影子银行行为，政策将体现一定的灵活性。

需求增长缓慢，产能过剩依然严重，短期内经济的结构调整仍将持续。各行业经营业绩表现将继续分化，产能过剩及财务杠杆高企的资源类及制造类企业信用风险上升明显，部分发债企业的信用风险存在发酵的可能，能否确实缓解取决于投资拉动能否有效转化为下游需求，从而提升企业的盈利和现金流状况。此外，企业的再融资能力能否提升以及能否获得广泛的外部支持亦将是存续债券信用风险有效缓解的关键因素。

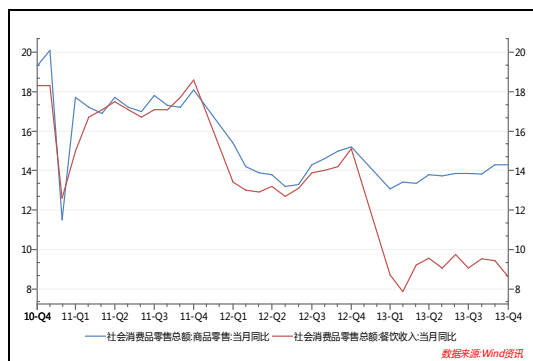
一、消费

1. 2013 年消费市场回顾

2013 年受整体经济增速放缓的影响，城镇居民人均可支配收入及农村居民人均年纯收入分别增长 9.7%和 12.3%（实际增速分别为 7.0%和 9.3%），增速出现连续第二年下滑。2013 年社会消费品零售总额增速下降至 13.1%，同比下降 1.2 个百分点，为连续第三年下降。社会消费品零售总额增速下降，主要源自于

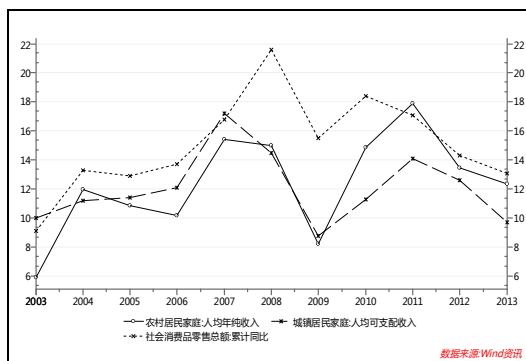
餐饮收入增速的急剧下滑。随着新一届政府限制三公消费的持续以及反腐败的深入开展，餐饮零售消费增速明显下降了一个台阶，2013 年餐饮零售总额的增速下降至 9.0%，同比下降 4.6 个百分点。

图 1 商品零售和餐饮收入当月同比



资料来源：Wind 资讯

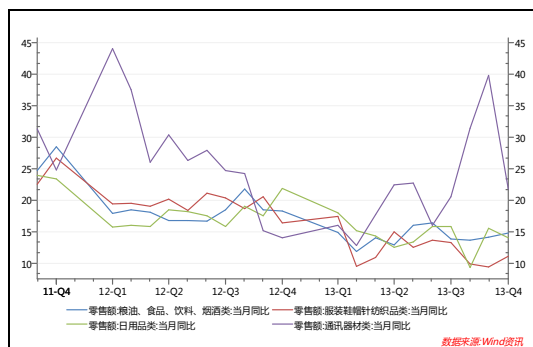
图 2 居民收入与社会零售总额



资料来源：Wind 资讯

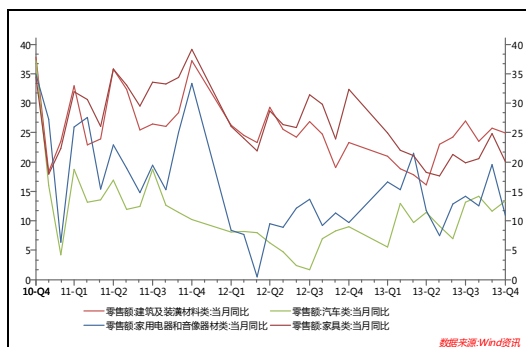
限额以上批发和零售业零售额方面，2013 年汽车类消费增长较 2012 年出现明显加快，与房地产相关的建筑及装潢材料类、家具类以及家用电器和音像器材类的消费增速也保持在较高水平。通讯器材类消费增速在 2013 年出现大幅提高，而粮油、食品、饮料、烟酒类及日用品类和服装鞋帽针纺织品类日常消费的增速相对稳健，但处于近 3 年来的低位。

图 3 粮油食品服装日用品及通讯等当月同比



资料来源：Wind 资讯

图 4 汽车家电家具装潢等当月同比



资料来源：Wind 资讯

2013 年国内一些城市汽车限购政策的推行导致部分汽车消费能力提前释放。据中国汽车工业协会发布的数据显示，2013 年全国汽车累计生产 2211.68 万辆，同比增长 14.76%，累计销售 2198.41 万辆，同比增长 13.87%，再创全球产销纪录，并连续第 5 年成为全球最大汽车市场。

2013 年全国房地产政策逐渐由坚持调控不动摇转变为建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，着力推进保障房建设。同时各地区的市场走势出现分化，一线城市不断出台措施以平抑房价上涨预期，部分二、三线城市由于市场持续低迷

出现了政策微调以刺激需求。全年全国商品房销售面积 130551 万平方米，同比增长 17.3%，较上年大幅增长 15.5 个百分点。商品房的热销带动了与家居相关的建筑及装潢材料类、家具类以及家用电器和音响器材类消费的持续大幅增长。

2013 年，中国手机出货量达 5.79 亿部，同比增长 24.10%。受消费升级的推动，智能手机出货量达 4.23 亿部，同比增长 64.10%。2013 年中国网络购物市场交易规模达到 1.85 万亿元，同比增长 42.0%，增速有所回落。2013 年，网络购物交易额占社会消费品零售总额的比重达到 7.8%，同比提高 1.6 个百分点。随着信息技术创新的不断加快，信息领域新产品、新服务、新业态的不断涌现，新的消费需求不断被激发。2013 年 8 月，国务院出台《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》提出具体目标，到 2015 年，信息消费规模超过 3.2 万亿元，年均增长 20% 以上，带动相关行业新增产出超过 1.2 万亿元，其中基于互联网的新型信息消费规模达到 2.4 万亿元，年均增长 30% 以上。基于电子商务、云计算等信息平台的消费快速增长，电子商务交易额超过 18 万亿元，网络零售交易额突破 3 万亿元。《意见》出台后，各地纷纷制定了具体的实施方案。

总体看，受益消费升级、汽车消费的提前释放以及房地产市场的升温，2013 年国内消费增长保持了较好水平。

2. 2014 年消费市场展望

影响消费增速回升的因素主要体现在四个方面。

一是，收入增速可能放缓。过去 10 年数据的对比分析显示，在居民收入增速出现连续两年下降之后，收入的增速将会出现明显的回升（2007 年和 2010 年），收入的大幅增长也带动消费增速的大幅回升。这一规律在 2014 年或将失效。截至 2014 年 1 月底，已公布的全国 28 省份 2014 年城镇居民人均可支配收入及农村人均纯收入增幅目标均不低于 7.5%。有 16 个省份调低增幅目标，其余 12 个省份均与 2013 年目标保持一致。从收入增长预期来看，2014 年居民收入增长放缓可能不利于消费增速的回升。

二是，汽车销售增速下降。环保压力、交通拥堵、车位短缺让越来越多的城市实施汽车限购政策。2013 年汽车销售数据超预期很大部分原因源于汽车限购政策出台之前需求的提前集中释放（2013 年除天津限购外，多地传闻将实施限购政策）。预计 2014 年汽车销售将逐渐回归正常水平。据中国汽车工业协会的预

测，2014 年国内汽车需求量约为 2385 万-2429 万辆，全年销量为 2374 万-2418 万辆，增长率为 8%-10%，将明显低于 2013 年的增速。

三是，商品房销售增速下降影响装潢及家居用品消费下降。2014 年全国房地产销售面积将在贷款及融资增长的推动下继续增长，但货币政策预期将保持稳健状态，信贷扩张将放缓，加之 2013 年基数较高，预计 2014 年房地产销售增幅将明显低于 2013 年。根据中国指数研究院的预计，2014 年全国商品房销售面积同比增速将在 5.7-7.2% 之间。房地产销售增速的下降或将传导至下游衍生的装潢及家居用品消费市场。

四是，中央限制公款消费及反腐败政策的持续可能对消费增速产生短期影响。十八大之后，公款消费受到明显打击，中央的“八项规定”显著地抑制了餐饮、酒类、奢侈品及娱乐等消费类行业的增长。

尽管存在部分不利因素，然而 2014 年依然存在较为充分的支持消费增速上升的理由。

首先，城镇化是促进消费增长的持续动力。截至 2013 年底，中国城镇化率达到 53.7%，同比提高了 1.1 个百分点。同时，在城市人口中存在 2.36 亿农民工，这些农民工并未全部转为城市人口，若城镇中农业转移人口市民化程度为 40%，则实际城镇化率仅为 43.3%。要实现到本世纪中叶达到中等发达国家的目标，城镇化率需要提高到 85% 左右，可见城镇化将是推动经济发展的持续动力。以 2013 年底的数据计算，城镇化率每提高 1 个百分点，将有约 1350 万人口从农村转入城镇，这些人口的流动将带来消费需求的持续增长，并推动消费层次从日常用品向教育、医疗、通信、金融服务以及家电、汽车、娱乐等门类的不断升级。

其次，社会保障体系的完善有利于消费支出的增长。人们的经济行为在储蓄和消费间进行选择，在多重因素的影响下，国内居民储蓄率较高而消费相对不足，其中重要的原因在于为应对养老、医疗以及各种紧急状况而提前储蓄。社会保障体系的完善有利于减少甚至消除大量居民的后顾之忧。近年来，社会保障体系不断完善，医疗卫生支出及社会保障和就业支出占 GDP 的比重不断提高（2007 年以来逐年提高），社会保障体系的完善对居民消费的促进作用较为明显。2014 年，国家将建立全国统一的城乡居民基本养老保险制度、大力推行全国统一的社会保险卡，优化财政支出结构，加大财政投入力度，继续完善社会保障体系。一系

列政策的完善和落实将为消费增长奠定良好的基础。

再次，扩大内需政策的落实将促进消费增长的回升。2013 年，持续了 5 年的“家电下乡”政策结束。推广节能和新能源汽车的新政策，以及出台鼓励节水产品、家庭自给式太阳能产品消费，扶持文化产业，引导旅游消费，加强商贸流通、宽带网络等消费基础设施建设，鼓励电子商务、网络购物等新型消费业态成为新的刺激消费的重点领域。2013 年 8 月出台的《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》在 2014 年将逐步落实，预计将带动 4G 通信、宽带、移动互联网、物联网、云计算、电子商务等信息消费继续保持高速增长。同时，国家在 2014 年要落实《旅游法》和《国民旅游休闲纲要》，推动出台促进旅游消费的若干意见。相关政策的落实将促进旅游市场的结构性变化，推动旅游消费增速提升。

最后，服务业自身的转型发展有利于促进消费的增长。经历了一年多的增速下滑后，餐饮、酒类、娱乐等消费类行业外部环境已经发生较大改变，行业内的企业尤其是高端定位的企业在巨大的竞争压力下也进行了一系列的自我调整。短期内，这种改善能够缓解相关企业的经营压力；长期来看，这种转型有利于企业更贴近需求，从而促进消费增长。

2014 年，居民收入、汽车销售以及房地产销售的增速可能放缓，但消费持续升级、社会保障不断完善、扩大内需政策的逐步实施以及企业服务的自我调整将有力的支持消费增长。

二、投资

1. 2013 年国内投资回顾

2013 年我国固定资产投资增速 11 年来首次低于 20%。全年国内完成固定资产投资 43.65 万亿（不含农户），同比增长 19.6%，增速较上年下降 1.1 个百分点。

图 5 固定资产投资完成额累计同比

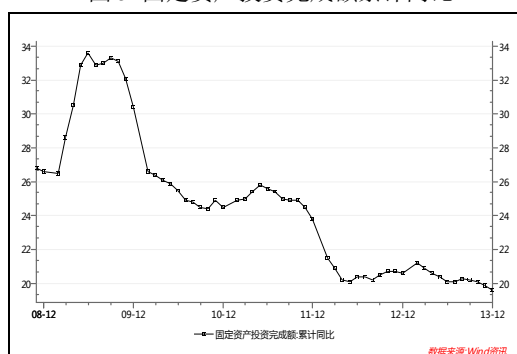
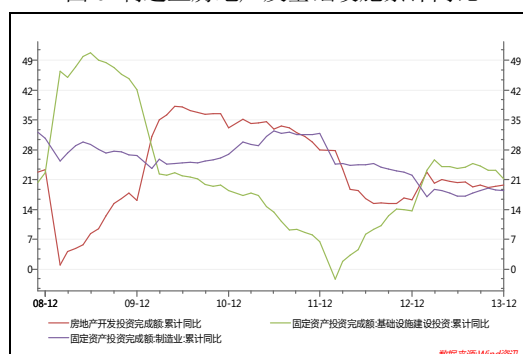


图 6 制造业房地产及基础设施累计同比



分行业来看，制造业、基础设施建设及房地产行业的投资约占到全国固定资产投资总额的 75% 左右。2013 年，制造业投资完成额为 14.74 万亿元，同比增长 18.5%，增幅同比下降 3.6 个百分点；基础设施建设投资完成额为 9.36 万亿元，同比增长 21.2%，增幅同比上升 7.5 个百分点；房地产开发投资完成额为 8.60 万亿元，同比增长 19.8%，增幅同比上升 3.2 个百分点。2013 年，国家在推进重点民生工程和基础设施建设的同时，进一步加强了棚户区改造、中西部铁路、城市基础设施、节能环保、信息消费、养老等领域的建设和发展。基础设施建设投资和房地产开发投资的提速有效的缓解了制造业投资增速下滑给固定资产投资增速带来的下行压力。

取消和下放审批权限，促进民间投资增长效果显著。2013 年国家共取消、下放和转移 49 项企业投资项目核准事项。取消和下放后需报中央管理层面核准的项目数量将减少约 60% 左右。改革进一步落实了企业投资自主权，有效激发了市场活力。2013 年，国有及国有控股投资 144056 亿元，增长 16.3%，而民间投资为 274794 亿元，增长 23.1%，占全部投资的比重为 63%。民间投资发展势头良好。

总体看，2013 年，房地产投资以及基础设施建设投资增速的增长部分抵消了制造业投资增速下滑的影响，民间投资增长效果显著。

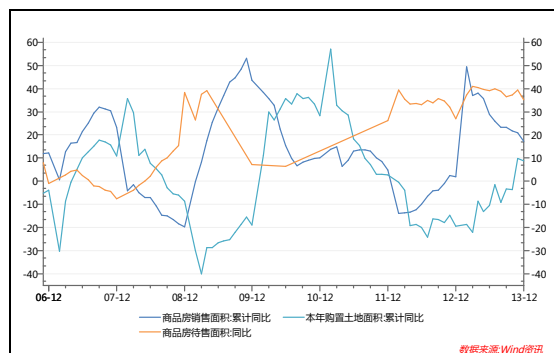
2. 2014 年国内投资展望

影响国内投资的因素主要体现在以下三个方面。

一是，产能过剩影响制造业投资增速上升。国务院早在 2009 年印发的《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》中提示了钢铁、电解铝、水泥、煤化工、多晶硅、造船等行业产能矛盾突出的风险。过剩产能大多集中在重资产领域，目前产能过剩的问题依然突出，

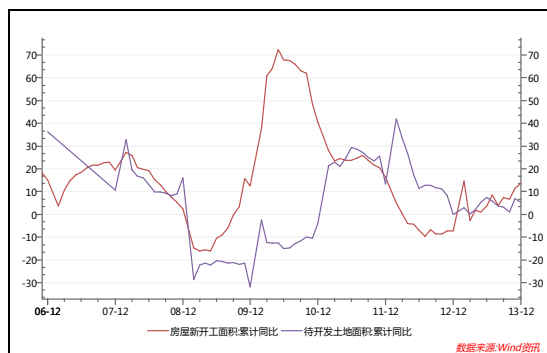
产能过剩行业的企业多数经营困难，盈利状况不佳，甚至出现持续亏损。2012 年以来，尤其是 2013 年中期以来，利率高企，信贷放缓，导致企业资金普遍紧张。受制于投资空间有限以及资金紧张，制造业投资增速上升压力较大。

图 7 商品房销售待售及土地购置累计同比



资料来源：Wind 资讯

图 8 房屋新开工及待开发土地面积累计同比



资料来源：Wind 资讯

二是，房地产市场供需矛盾导致房地产投资存在政策风险。自住和投资需求旺盛带动了商品房销售面积的增长以及销售价格的持续上升，盈利的增长又刺激了房地产企业大量购置土地进行投资开发。房价的上涨给社会民众带来巨大的经济压力，而地产开发过程中出现的各种矛盾也一定程度上影响了社会稳定。中央政府为促进行业的健康发展，从融资、购地、开发、销售、税收等多个环节多次出台了调控政策。地方政府对经济增长的追逐导致地方财政压力较大，令各地区对房地产调控的态度分化。各方利益的博弈使得房地产投资存在一定的政策风险。2013 年房地产企业购置土地面积同比明显提速，预计 2014 年的新开工面积增速将有所回升，从而对房地产投资增速的回升构成利好，但待售面积的增长以及信贷紧张将对房地产投资增速的上行产生抑制。

三是，地方债务风险加大影响基础设施建设投资增速。审计署发布的《全国政府性债务审计结果》显示，截至 2013 年 6 月底，全国各级政府负有偿还责任的债务为 20.7 万亿元，其中地方政府负有偿还责任的债务为 10.89 万亿元。2013 年 6 月底，省市县三级政府的债务比 2010 年底同口径增加 3.87 万亿元，年均增长 19.97%。2012 年底，3 个省级、99 个市一级、195 个县一级、3465 个乡镇政府负有偿还责任的债务率超过 100%。2012 年有 11 个省级、316 个市级、1396 个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额占到了这 3 级政府一类债务余额的 37.23%。地方债务规模大增长快，部分地区偿债压力较大，土地出让收入成为债务偿还的重要来源。中

中央政府加强地方政府财政风险管控将使得由地方政府主导的基础设施建设的投资的增长空间受到一定限制。

支持 2014 年固定资产投资增速上升的因素主要体现在以下三个方面。

首先，改革不断深入为投资增长注入新的活力。十八届三中全会强调必须加快形成企业自主经营、公平竞争，消费者自由选择、自主消费，商品和要素自由流动、平等交换的现代市场体系，着力清除市场壁垒，提高资源配置效率和公平性。最近，国务院印发《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》，再次取消和下放 64 项行政审批事项和 18 个子项。这是本届中央政府第五批取消和下放行政审批等事项。除了破除垄断、简政放权之外，十八届三中全会以来，行政审批、财税、金融、价格、城镇化等诸多领域改革步伐亦将明显加快。一系列改革措施的实施将优化投资环境，激发新的投资活力。预计 2014 年交通、水利、通信、能源和环保方面的投资有望明显提升。

其次，基础设施建设投资增速将继续保持在较高水平。各地城镇化的推进已经产生了巨大的基础设施投资需求，城市基础设施、棚户区改造、保障房建设、高速铁路、等都是投资的重要领域。尽管地方债务风险加大，中央对地方债务风险管控趋严令基础设施建设投资增长空间受到一定限制，但地方融资平台的融资能力依然较强，且他们对利率变化的反应不够明显，有能力维持较大的融资规模，为基础设施投资建设提供资金支持。同时，随着基础设施建设领域投资准入的逐步放开，预计将有更多的民间资本进入该领域，从而缓解资金约束，有效拉动投资增长。预计 2014 年基础设施建设投资增速将略低于 2013 年。

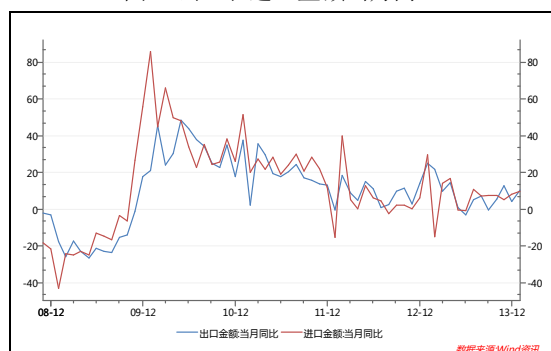
最后，服务业投资前景广阔，有望成为投资增长的新亮点。我国服务业占 GDP 同等发展中国家相差 10 个百分点以上，存在较大的发展空间。随着国家鼓励消费政策的支持，民间资本以及外资正逐步加大对服务业的投资，其中养老、医疗、金融、教育等服务业的投资空间较为充足，预计将迎来较长时间较大规模的资金青睐。

2014 年，产能过剩、房地产和地方政府债务依然是制约固定资产投资大幅增长的 因素。伴随改革不断深入，投资环境优化有利于民间投资增长，同时城镇化的持续推进有望对固定资产投资继续形成支撑。

三、出口

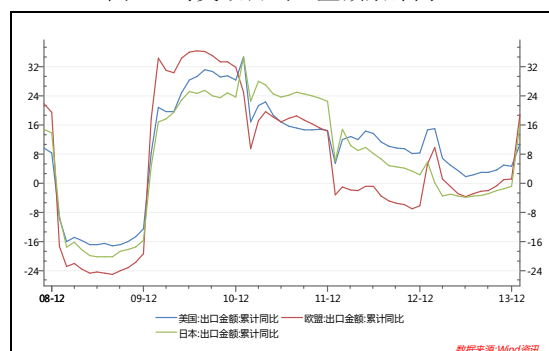
2013 年受人民币升值，全球经济复苏缓慢，海外需求低迷的影响，中国进出口增速持续下滑。2013 年，中国进出口总值 25.83 万亿元，同比增长 7.6%，其中，出口总额 13.72 万亿元，同比增长 7.9%，进口 12.11 万亿元，同比增长 7.3%，贸易顺差 1.61 万亿元，同比增长 12.8%。

图 9 出口和进口金额当月同比



资料来源：Wind 资讯

图 10 对美欧日出口金额累计同比



资料来源：Wind 资讯

2014 年，美国企业去杠杆的结束以及房地产市场的复苏将支持私人投资加快，失业率稳步下降以及物价上涨压力温和，消费者的消费信心回升，消费能力将有所恢复。预计 2014 年美国经济增长有望提速。欧元区经济疲弱，失业率偏高，通胀水平处于低位支持宽松政策的持续，随着经济逐步复苏，预计 2014 年欧洲经济增长将由负转正。日本方面，政府的公共投资对经济的拉动有限，量化宽松政策已经是强弩之末。2014 年 4 月 1 日起，日本国内消费税率将从 5% 提高到 8%，或将对经济产生较大的负面作用。预计 2014 年日本经济将呈现前高后低，回升缓慢的状态。

外部环境的改善有望提升出口对经济的拉动作用，但整体改善幅度不高，出口上行动能有限。

四、2014 年经济走势总结

2013 年，受益消费升级、汽车消费的提前释放以及房地产市场的升温，国内消费增长保持了较好水平。房地产投资以及基础设施建设投资增速的增长抵消了制造业投资增速下滑的影响，民间投资增长效果显著。受人民币升值，全球经济放缓影响，中国进出口增速持续下滑。

2014 年，居民收入、汽车销售以及房地产销售的增速可能放缓，但餐饮收入的增速在 2013 年已经达到低位，2014 年恢复性增长的可能性较大。同时，消费持续升级、社会保障不断完善、扩大内需政策的逐步实施以及企业服务的自我调整将有力的支持

消费增长。产能过剩、房地产和地方政府债务依然是制约固定资产投资大幅增长的因素。在消费升级的带动下，制造业投资增速于低位回升的可能性较大。改革不断深入，投资环境优化有利于民间投资增长，同时城镇化的持续推进有望对固定资产投资继续形成支撑。外部环境的改善有望提升出口对经济的拉动作用，但整体改善幅度不高，出口上行动能有限。预计 2014 年国内经济增速将小幅下降，但依然保持在较高水平。

五、宏观政策展望

十八大报告指出，经济的发展必须建立在平衡性、协调性、可持续性明显增强的基础上。2013 年的中央经济工作会议则强调，要全面认识持续健康发展和生产总值增长的关系，不能把发展简单化为增加生产总值，抓住机遇保持国内生产总值合理增长、推进经济结构调整，努力实现经济发展质量和效益得到提高又不会带来后遗症的速度。

2014 年，中央将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

财政政策方面，2014 年将重点把握优化财政支出结构、完善税收政策、加强地方债务管理三个方面。财政将一方面压减政府一般性支出，另一方面加大资金统筹使用，以适度预调微调。将完善有利于结构调整的税收政策，大力支持产业结构调整，清理对产能过剩行业的优惠政策，促进稳增长、调结构、转方式。支持落实创新驱动发展战略，通过改革创新化解产能过剩，着力防控地方债风险。

货币政策方面，央行将继续实施稳健的货币政策，不断完善调控方式和手段，增强调控的前瞻性、针对性和协同性，大力推动金融改革，切实维护金融稳定，提升金融服务和管理水平，支持经济发展方式转变和经济结构调整，争取国际收支基本平衡，促进经济社会持续健康发展。

结合目前中国经济的现实困难，经济发展中的结构性矛盾不断积累，本届中央政府有意淡化经济增长的目标，转而强调通过发展来为经济转型争取时间。2014 年，化解产能过剩和防控地方债风险将成为经济工作的重点。同时，为缓解房地产市场的矛盾，保障房供应也将继续加大。央行也将继续坚持以高利率去杠杆、控制影子银行、约束房地产和融资平台的政策取向。然而，如果经济增速下行的速度过快，超过了政府的底线，并影响到就业市场，则灵活的政策调整或将及时实施。同样，如果出现局部的信用事件，从而影响金融市场稳定，适时的外部支持也或将出现。

六、企业信用风险展望

信用事件及信用违约的能否发生主要取决于三个方面。一是企业自身的偿债能力；二是企业再融资能力；三是外部支持。

企业自身的偿债能力方面，2014 年宏观经济增速预计较 2013 年继续出现小幅下滑，由于需求增长缓慢，产能过剩依然严重，短期内经济的结构调整仍将持续，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。

从上游资源类企业来看，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，但电力行业则受益于煤价下跌表现良好。

从中游制造业企业来看，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。

从下游企业来看，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。

企业再融资能力方面，随着信贷紧张，融资利率高企的持续，企业的再融资能力也将受到影响，从而影响存续债券的偿还能力。国有企业的再融资能力依然要高于民营企业，预计国有企业通过资产注入、资产置换的手段，民营企业通过并购、增发等手段提升企业再融资能力的行为将逐渐增多。

外部支持方面，在企业出现偿债压力的情况下，有效的外部支持将是企业避免信用违约的重要因素。2013 年 12 月 31 日，国家发展改革委在就企业债券市场发展有关情况答记者问中提到，因平台公司项目建设资金出现缺口，无法完工实现预期收益的情况下，可考虑允许这些平台公司发行适度规模的新债，募集资金用于“借新还旧”和未完工的项目建设，确保不出现“半拉子”工程。政府的政策导向将为发债企业存续债券的偿还提供有力的支持。不过，在大力倡导发债偿债行为市场化的背景下，民营企业能否获得有效的外部支持依然存在较大的不确定性。

整体看，2014 年各行业经营表现将继续分化，产能过剩及财务杠杆高企的资源类及制造类企业信用风险上升明显，部分发债企业的信用风险存在发酵的可能，能否有效缓解取决于投资拉动能否确实转化为下游需求，从而提升企业的盈利和现金流状况。此外，企业的再融资能力能否提升以及能否获得广泛的外部支持亦将是存续债券信用风险有效缓解的关键因素。