

联合

信用 研究

LIANHE CREDIT RESEARCH

2016

1

总第93期

主办单位

联合信用管理有限公司
联合资信评估有限公司
联合信用评级有限公司

煤炭行业供给侧改革 是否能立竿见影

债券市场发展回顾与展望

2015年房地产行业研究报告

熊猫债评级方法研究



联合资信：更好发挥评级作用 助力债市健康发展



2016年1月20日，由《财资》杂志和亚洲开发银行共同举办的第十届亚洲债券市场峰会在北京成功召开，来自国际组织、政府机构、知名国际金融机构的专家、学者，围绕“亚洲的转型及债券市场的作用”主题，针对该区域债券市场发展面临的机遇与挑战，与300余位来自亚洲各地的机构投资者、私人银行、金融机构、发行人等债券市场各参与方代表进行了深入探讨和交流。

会上，联合资信评估有限公司副总裁李振宇先生发表了题为“更好发挥评级作用，助力债市健康发展”的专题演讲。据李振宇介绍，经过多年的发展，信用评级在中国债券市场中发挥的作用越发凸显，促进了债券市场的稳定健康发展。然而，由于违约率检验机制还未能对国内评级机构形成有效约束，同时国内评级机构在经营管理、合规管理和评级质量等方面还不完善，债券发行企业对较高信用等级具有很大的需求，加之国内评级行业存在级别竞争现象，从而造成了我国债券市场呈现评级虚高的现象。

为解决评级虚高问题，更好发挥信用评级的作用，促进债券市场的稳定健康发展，李振宇建议首先应彻底打破债市“刚性兑付”。市场监管者应引导市场正确认识债券违约事件，利用市场化手段弱化违约风险的影响，并进一步健全债券违约的处置机制。其次，应合理使用外部评级，减少对外部评级过度、机械和不科学使用。监管部门应采取多元化的监管标准，将信用等级作为监管要求的参考条件之一；应引导投资者正确认识外部评级的局限性，提高自我风险识别意识。第三，应积极推动双评级。双评级具有丰富投资者的信息选择、有效地减少信息不对称，增强信用评级结果的准确性、客观性以及减少评级机构恶性竞争等作用 and 优势。我国监管部门应在债券发行和投资两个环节上积极推动双评级的使用，适度扩大双评级的适用范围，并引导投资者使用双评级。第四，借助熊猫债评级，促进与国际评级接轨。2015年，随着人民币国际化进程的不断推进、国内资本市场进一步开放，熊猫债市场得到了快速发展，发展前景广阔。我国评级机构要研究建立区域评级和国际评级体系，将评级标准逐步与国际接轨，既要为国内投资者服务，也要为国际投资者服务。此外，李振宇还强调应加强对评级机构的监管和自律约束，同时评级机构应不断完善自身建设。

目录 CONTENTS

2016年第1期 总第93期

2016年2月20日

主办

联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

编委会（按姓氏笔画顺序排列）

万华伟 马文洛 马新江 王少波 王丽娟
卢志怀 田 兵 成 斐 朱建红 任 红
庄建华 刘文良 刘 晖 刘 强 严 湘
李 丹 李国华 李信宏 李振宇 李 萌
杨 杰 吴金善 张 成 张志军 张学群
张 莉 张舒平 陈东明 邵立强 周晓辉
孟 悦 贾燕红 高宇欣 郭其阳 黄 滨
常丽娟 蒋建国 韩 夷 谢凌艳 赖金昌
谭宝坪

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

余雷

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦17层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228

电子版详见公司网站

www.lianheratings.com

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

政策资讯

政策指南	P01~P02
市场动向	P03~P07

债券市场

债券市场发展回顾与展望	P08~P14
债券违约率大幅上升 投资者保护仍待加强	P15~P18

行业研究

煤炭行业供给侧改革是否能立竿见影	P19~P21
2015年房地产行业研究报告	P22~P28
2015年港口行业研究报告	P29~P34

评级表现

2015年度短期融资券市场及利差研究报告	P35~P40
2015年度中期票据市场及利差研究报告	P41~P46
2015年度企业债券市场及利差研究报告	P46~P52

评级方法

熊猫债评级方法研究	P53~P57
航空运输企业信用分析要点	P58~P62

违约案例	P63
------------	-----

市场数据

债券发行利率走势	P64~P65
宏观经济及债券市场数据	P66

评级公告

联合资信评估有限公司评级公告	P67~P74
联合信用评级有限公司评级公告	P74~P77

评级小贴士

关于绿色债券的一些Q&A	P28
--------------------	-----

政策指南

Policy Guidelines



国务院确定金融支持工业措施 鼓励直接融资

国务院总理李克强 2016 年 1 月 27 日主持召开国务院常务会议。会议指出，用好和创新金融工具，支持工业增效升级，是金融更好服务实体经济的重要内容。

会议确定，引导金融机构加大对高新技术企业、重大技术装备、工业强基工程等的信贷支持，促进培育发展新动能。制定金融支持制造强国建设指导意见，发展能效贷款、排污权抵押贷款等绿色信贷。

会议同时确定，鼓励通过并购贷款、发行优先股和可转换债券等筹集资金开展兼并重组，推动改造传统动能。支持大企业设立产业创投基金，支持地方开展小微企业融资担保代偿补偿等业务。拓宽融资渠道，鼓励扩大股权、债券等直接融资，大力发展

应收账款融资。支持运作规范、偿债有保障的企业发行公司信用债调整债务结构。

（摘自证券日报，2016 年 1 月 28 日）

财政部：对地方政府债务余额 实行限额管理

为进一步规范地方政府债务管理，更好发挥政府债务促进经济社会发展的积极作用，防范和化解财政金融风险，财政部 2016 年 1 月 11 日发布通知称，将加强地方政府债务限额管理，建立健全地方政府债务风险防控机制，并妥善处理存量债务。

根据当日印发的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，将合理确定地方政府债务总限额，对地方政府债务余额实行限额管理。年度地方政府债务限额等于上年地方政府债务限额加上当年新增债务限额，具体分为一般债务限额和专项债务限

额。具体如下：一是要切实加强地方政府债务限额管理；二是建立健全地方政府债务风险防控机制；三是妥善处理存量债务。其中，切实加强地方政府债务限额管理方面包括合理确定地方政府债务总限额；逐级下达分地区地方政府债务限额；严格按照限额举借地方政府债务；将地方政府债务分类纳入预算管理。

（摘自上海证券报，2016 年 1 月 11 日）

央行在银行间债券市场推出 绿色金融债券

2015 年 12 月 22 日，央行发布 2015 年第 39 号公告，在着力引导商业银行加大绿色信贷投放的同时，在银行间债券市场推出了绿色金融债券。

公告指出，绿色金融债券是指金融机构法人依法发行的、募集资金用于支持绿色产业并按约定还本付息的有价证券。

公告一是强调募集资金只能用于支持绿色产业项目；二是对债券存续期间募集资金管理进行了明确的规定；三是严格信息披露要求，充分发挥市场化约束机制；四是引入独立的评估或认证机构。

央行表示，一方面，要引导金融机构把发行绿色金融债券作为践行绿色发展社会责任的重要体现。另一方面，又要通过制度安排和政策倾斜，充分调动市场主体参与绿色金融债券市场的积极性和主动性。

（摘自证券时报，2015年12月23日）

发改委绿色债券出炉 力促节能环保产业发展

为了将企业债券支持绿色发展和节能减排落到实处，国家发展改革委于2015年12月31日出台了《绿色债券发行指引》，明确对节能减排技术改造、绿色城镇化等12个具体领域进行重点支持，并对重点支持领域实行动态管理，未来根据实际情况，适时调整绿色项目和绿色债券支持的范围。

《指引》明确，企业申请发行绿色企业债券，可适当调整企业债券现行审核政策及《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》中规定的部分准入条件，一是债券募集资金占项目总投资比例放宽至80%；二是发行绿色债券的企业不受发债指标限制；三是在资产负债率低于75%的前提下，核定发债规模时不考察企业其它公司信用类产品的规模；四是鼓励上市公司及其子公司发行绿色债券。

《指引》指出，鼓励市级以上（含）地方政府设立地方绿色债券担保基金，专项用于发行绿

色债券提供担保。鼓励地方政府通过投资补助、担保补贴、债券贴息、基金注资等多种方式，支持绿色债券发行和绿色项目实施，稳步扩大直接融资比重。已获准发行绿色债券的绿色项目，且符合中央预算内投资、专项建设基金支持条件的，将优先给予支持。

（摘自新浪财经，2016年1月8日）

部分企业债预审或将转至交易商协会

近日，消息人士透露，企业债中的产业类债券部分的预审下一步或将交由银行间市场交易商协会来负责，目前相关具体工作正在研究推进中。但是企业债发行的受理和最终的核准权仍在发改委。

接近监管部门的市場人士表示，交易商协会的“预审”相当于一种第三方技术评估，即在企业债的审核上为发改委提供一些技术上的意见。据了解，目前交易商协会已经成立专门的小组来研究推进相关工作，但工作的开展非常低调。此外，监管部门之间的博弈仍在持续，短时间内企业债最终的审核权转至交易商协会的可能性并不大。

（摘自经济参考报，2016年1月27日）

中国ABN发行有望突破净资产40%限制

据悉，中国银行间市场交易商协会近期已完成对ABN发行规则的修订，待最后审批；未来将实现ABN基础资产真实出表，从而突破发行主体净资产40%的规模限制。此次ABN规则修订最大的亮点是实现基础资产的真实出表，将允许信托公司作为资产托管机构，从而打破企业资

产证券化中信托公司无法参与托管业务的现状。

在发行便利化上，消息人士表示，新修订的规则中不会对发行人做出门槛规定，不设置主体评级要求，只需要成为协会会员，接受协会自律管理即可；不过，新规则在前期对发行主体还会有一些要求，但后期进入常态化发行就不会存在限制。此外，未来ABN也可以通过结构化设计，实现内部增级。

（摘自中国证券报，2015年12月11日）

强化分行业信息披露 公司债券监管政策透明度提升

日前，证监会公司债券监管部发布《公开发行公司债券监管问答》，特别就房地产企业、产能过剩行业企业申请公开发行公司债券，募集说明书如何有针对性地披露行业相关信息予以明确，公司债券监管政策的透明度进一步提升。

针对市场关注的房地产企业公司债券融资占比较大的问题以及三、四线城市去库存压力较大的现实情况，业务显著集中于三、四线城市的发行人披露主要业务所在地房地产市场供求、价格变动及去库存化情况等，并结合上述情况披露其业务经营情况和所面临的主要竞争状况，做好风险提示和重大事项提示。针对煤炭、钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、光伏和船舶等产能过剩行业，若发行人报告期内经营业绩呈显著下降趋势，或者最近一年及一期经营业绩大幅下降，该类发行人应当详细披露经营业绩下降的原因及未来的应对措施，制定切实可行的偿债保障措施。

（摘自上海证券报，2015年12月28日）

市场动向

Market Trends



债市违约再添一例 四川圣达未能按期兑付本息

2015年12月7日，四川圣达集团公告称，因公司资金流动性受到限制，未能于12月5日足额支付2018年到期、票面利率7.25%债券的2175万元人民币（340万美元）利息。亦未能同一天兑付3亿美元投资者决定提前回售的债券的本金。该公司没有提供兑付详情，成为债市今年以来至少第七家违约企业。

据了解，截至11月25日，四川圣达集团及其附属公司的逾期债务总额达到5.1441亿元。

四川圣达集团在公告中表示，将继续努力通过资产重组等各种方式筹措偿付资金。鹏元资信于11月26日将该公司发行主体评级由BBB+下调至B，债券评级由A下调至BBB。

（摘自新浪财经，2015年12月7日）

“12 杭州 SMECNII001” 发行人违约 提请中债信用代偿

2015年12月18日，浙江华欣新材料股份有限公司发布公告，截至公告日，华欣新材料专项偿债资金账户余额为1068.41元，存在应到但未到账差额21179.89万元；目前流动资金极度紧张，短期偿债压力较大，无法履行本息兑付的义务；华欣新材料提请中债信用增进投资股份有限公司对“12 杭州 SMECNII001”发行额中发行企业本息缺口部分，以及所有其他费用履行代偿义务。

“12 杭州 SMECNII001”于2012年12月25日发行，发行总额5亿元，其中华欣新材料发行2亿元，杭州东方文化园旅业集团有限公司发行2亿元，浙江联达化纤有限公司发行1亿元。“12 杭州 SMECNII001”发行期限为

3年，由中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。

基于华欣新材料自身无法偿付“12 杭州 SMECNII001”本息，联合资信将华欣新材料主体长期信用等级由CCC调整为C；但基于中债信用增进公司提供的担保持续有效，联合资信维持“12 杭州 SMECNII001”信用等级为AAA。

（摘自中证网，2015年12月23日）

12 淮安中小企票据未备足本息 中债信用料增进担保

江苏淮安集优中小企业集合票据“12 淮安 SMECNII001”中的两个发行人公告称，未能按期将应付本息存入专项偿债账户。若二者无法按时足额偿付本息，则由该集合票据的担保人中债信用增进履行代偿责任。

上述票据于2012年发行，南京银行为主承销商，发行总金额3.5亿元人民币，票面利率5.8%，期限三年，兑付日为2015年12月28日。发行人包括江苏共创人造草坪公司、淮安嘉诚高新化工公司和淮安华尔润化工公司，对应发行金额为1亿元、9000万元和1.6亿元。

淮安嘉诚高新化工表示，由于行业低迷、资金链紧张，未按照募集说明书约定，将资金付至偿债专户。到期应付本息金额为9522万元，截至公告日，专项偿债基金帐户余额为5万余元。

淮安华尔润化工阐述的原因包括行业产能过剩和亏损严重，导致资金链紧张。该公司应兑付本息为1.6928亿元。截至公告日，偿债专户余额仅为185.31元。

（摘自经济通讯社，2015年12月23日）

“12新乡 SMECNII001”曝债市风险

2015年12月22日，河南三力炭素制品有限公司发布风险提示公告称，由于公司受担保链影响，出现担保代偿、生产经营困难问题，由此导致新乡市2012年第一期区域集优中小企业集合票据“12新乡 SMECNII001”在今年的兑付本息存在不确定性。

“12新乡 SMECNII001”发行总额为2.7亿元，其中河南起重机器有限公司、河南科隆电器有限公司、河南三力炭素制品有限公司作为联合发行人，它们发行的金额分别是1亿元、0.9亿元、0.8亿元。该票据的发行期限为三年，计息期债券票面利率为5.9%。

截至2015年三季度，三力炭素主营业务收入同比下

降24.00%，利润总额同比下降52.68%。截至2015年5月初，三力炭素对外担保2.90亿元，担保比率达61.79%，已出现贷款逾期1.30亿元。此外，三力炭素已被列入全国失信被执行人名单。

根据增信协议约定，作为集合票据信用增进人，中债信用增进投资股份有限公司将履行连带保证责任，补足本息缺口，履行代偿义务。

（摘自北京商报，2015年12月28日）

外资行试水国内二级资本债 星展中国发行首单20亿元

2015年12月16日，星展银行（中国）对外宣布，该行已于15日完成了20亿元规模的二级资本债券。这是外资银行在中国境内发行的首单《巴塞尔协议III》项下二级资本债券。

据了解，星展银行（中国）所发行的该笔二级资本债券为10年期固定利率债券，在第5年末附有发行人赎回权，票面利率为4.3%，所募集资金将用于补充星展银行（中国）的二级资本。公开数据显示，截至2014年年末，星展银行（中国）资本充足率约为11.61%，核心一级资本充足率约为11.07%。

（摘自中国证券网，2015年12月16日）

全国首只“双创债”在川诞生 上市公司迎来又一融资良机

近日，国家发改委核准同意四川内江建工集团有限责任公司发行6亿元双创孵化专项债券，本期债券是今年11月份国家发改委《双创孵化专项债券发行指引》印发以来，核准的全国第一只双创孵化专项企业债券。本期

债券为7年期固定利率债券，所筹资金全部用于川南电商创业云基地项目的建设。

据了解，该债券为7年期固定利率债券，不仅期限长，偿债压力小，而且是在目前央行连续5次调低人民币存贷款利率的情况下获批发行的，将使其融资成本大幅下降。此次发债所筹资金全部用于川南电商创业云基地项目的建设，将为内江市创建“川南电子商务中心城市”及“大众创业、万众创新”平台提供资金支持。川南电商创业云基地是内江政府重点打造的一个公益性的创业孵化项目，是一个面向成渝经济区的以电子商务为主题的产业聚集区。

（摘自金融投资报，2015年12月18日）

民生银行推出全国首单长途客运行业资产证券化

2015年11月18日，“汇富扬州汽运客运经营收费收益权资产支持专项计划”成功设立。该产品由民生银行主导并统筹，获得了扬州汽车运输集团及扬州交通产业集团的积极配合，同时得到了有关专家们的高度支持，是全国首单长途客运行业的资产证券化产品。

本产品期限为5年，发行额为8.5亿元，其中优先级8亿元，分为扬汽01-扬汽05共5个品种，其评级均为AAA。本产品的还款来源为扬州汽运未来5年的长途客票收入，由扬州交通产业集团有限公司对该资产证券化产品优先级提供差额补足，扬州市城建国有资产管理（集团）有限责任公司为扬州交产的差额补足义务提供担保。扬州市地区经济发展较好、财政实力较强，对公路

运输依赖强，保障了本笔证券化项目未来的现金流的稳定性。

（摘自中国证券报，2015年11月27日）

近 70 亿元上海公积金个贷 ABS 产品首登银行间债市

根据上海国际信托公司在上海清算所发布的公告，上海市公积金管理中心作为发起机构，于2015年12月4日分两期簿记建档发行总额约69.6亿元的个人住房贷款资产支持证券（ABS），规模分别为19.4亿元和50.23亿元。这是住房公积金个人住房贷款资产证券化产品首次登陆银行间债券市场。

所谓住房公积金个人住房贷款资产证券化，就是把公积金管理中心发放的住房抵押贷款转化为抵押贷款证券，然后通过在本市场上出售这些证券给市场投资者，回收资金，并使住房贷款风险分散给众多投资者承担。发行ABS之后，将有利于盘活公积金贷款存量，提高公积金贷款周转率，从而降低公积金贷款融资成本。同时，也有利于降低居民部门购房成本，有利于居民部门加杠杆，化解当前存量房地产库存压力。

（摘自证券时报，2015年12月7日）

“嘉实建信 ABS”发行 打造 首单存量信托受益权资产证券 化产品

日前，“嘉实建信信托受益权资产支持专项计划”（嘉实建信ABS）成功发行，并在机构间私募产品报价与服务系统挂牌交易。该专项计划的成功发行意味着嘉实资本管理有限公司与建信信托有限责任公司、招商证券联

合打造的首单存量信托受益权集合资产包证券化项目的诞生。

“嘉实建信ABS”发行规模为27.69亿元，基础资产是建信信托作为“建信荣享财富通项目”受托人，通过认购特定信托项目、受让特定信托项目受益权，而享有的信托受益权组合。与一般理财产品相比，信托计划的门槛较高，如果不能整体转让，具备再融资需求的信托受益人就得将信托受益权化整为零转让。

在业内人士看来，“嘉实建信ABS”真正回归了资产证券化业务依托于基础资产现金流自身的风险水平而与主体信用相隔离的本源，具有盘活存量资产、优化企业报表等特点。

（摘自第一财经日报，2015年12月11日）

三特电器集合票据现兑付危机 中债增信代偿今年首单问题债券

2016年1月17日，三特电器公告称，因公司减产，收入下降，且需支付供应商贷款和工人工资，现金流较为紧张，已无法履行按期兑付本息的义务，并提请中债增信履行代偿义务。

中债信用增进投资股份有限公司2016年1月25日发布公告称，由于三特电器无法按期兑付本期票据，我公司作为本期票据的信用增进方，按照信用增进函的约定，已经于1月22日将三特电器未能兑付的本金和利息6360万元划入中央结算“13青岛SMECN1”兑付专户，并将兑付服务费3180元也划入相应服务费账户。我国2016年首单公募问题债券以信用增进方代偿形式“化险为夷”。

“13青岛SMECN1”于2013年1月25日发行，发行总

额1.2亿元，期限3年，年息率为6%，到期兑付日为2016年1月25日。由中债增信提供不可撤销的连带责任保证担保。而三特电器作为本期票据的联合发行人之一，发行金额为6000万元，到期应兑付本息总额为6360万元。

（摘自经济参考报，2016年1月26日）

集合票据再现偿债难 两公司提 请代偿

“13宁德SMECNII001”的联合发行人重汽集团福建专用汽车有限公司和宁德市夏威夷食品有限公司分别于2016年1月26日、27日发布公告称，因公司无法履行偿付义务而提请启动信用增进程序。

“13宁德SMECNII001”于2013年2月4日发行，票面利率为5.8%，发行总额1亿元，期限3年，到期兑付日为2016年2月4日，由中债增信公司提供不可撤销的连带责任保证担保。该期票据联合发行人包括福建岳海水产食品有限公司、重汽集团福建专用汽车有限公司和宁德市夏威夷食品有限公司，对应发行金额分别为4000万元、3500万元和2500万元。

2016年1月初，“13宁德SMECNII001”主承销商公告，该期票据联合发行人岳海水产和夏威夷食品应提前划付的偿债本金未如期到位，该笔集合票据的全额还本存在不确定性。27日晚，夏威夷食品公告称，已确定无法偿付本金2499余万元，并提请中债增信公司履行代偿义务。

重汽福建专用汽车于26日公告称，受关联方贷款逾期、涉及诉讼牵连，公司银行账户被封，相关土地及厂房被诉讼保全，已

确定无法偿付票据本息，并提请中债增信公司履行代偿义务。

（摘自中证网，2016年1月28日）

ST舜船：“12舜天债”公司债券可能被暂停上市

2016年1月14日晚，江苏舜天船舶股份有限公司发布公告称，若公司2015年度经审计的净利润为负值，公司连续两年亏损将触发《深圳证券交易所公司债券上市规则》第7.1条之规定，“12舜天债”将存在暂停上市的风险。

舜天船舶2014年度经审计的归属于上市公司股东的净利润为-18.08亿元，2015年前三季度归属于上市公司股东的净利润为-7.64亿元，且据公司预计2015年度归属于上市公司股东的净利润可能为-25亿元至-19亿元。

2015年12月，鹏元资信评估有限公司决定将舜天船舶主体长期信用等级由BB下调为B，评级展望维持负面。鹏元资信表示，近年来，由于航运业持续低迷，造船业、航运业产能周期性过剩情况较为严重，舜天船舶主的船舶建造和贸易业务诉讼事项明显增加，经营风险大幅攀升：主要业务合作方南通明德重工有限公司因严重资不抵债而进入破产重整程序，对于公司大额债权构成较大风险。

（摘自中国证券报，2016年1月15日）

银行间债市首只“债贷组合”中期票据发行

2015年12月31日，由国家开发银行主承销并担任综合融资协调人的国内首只“债贷组合”中期票据——云南省城乡建设投

资有限公司3.5亿元中期票据成功发行，5年期利率4.5%。募集说明书显示，本期债券注册金额17.5亿元，募集资金将与国开行牵头的67亿元银团贷款配套，全部用于2013年云南省公共租赁住房省级统贷建设项目建设。这不仅直接支持了云南省保障性住房项目建设资金不足的燃眉之急，同时也是“债贷组合”首次在中国银行间市场交易商协会产品上试水，是银行间债市的一项重大创新。

分析指出，“债贷组合”中期票据有效缓解了稳增长和防风险之间的矛盾，有利于发挥债券市场在服务稳增长中的重要作用。从产业政策风险看，募投项目均是国开行贷款项目，而国开行长期致力于服务国家战略，可以最大限度地确保投向合规、投放精准。从债券违约风险看，募投项目经过国开行评审，总体风险可控；国开行牵头银团贷款和主承销债券资金无缝拼盘，有利于避免半拉子工程，降低项目建成风险；最重要的是，债券期限总体上短于贷款，比如本期债券期限仅为5年、7年，而贷款期限长达15年。若债券违约，将导致贷款交叉违约，这势必将提升主承销商，也是综合融资协调人加强风险管控的主动性和积极性。

（摘自金融时报，2016年1月4日）

绿色金融债市场潜力大 2016年首单绿色信贷ABS发行

2016年1月5日，兴业银行成功发行了总金额为26.457亿元的绿色信贷资产支持证券，这也是2016年成功发行的国内首单绿色信贷资产支持证券。

该单绿色金融信贷资产支

持证券基础资产池来自29个借款人的42笔贷款，全部为绿色金融类贷款，是从兴业银行贷款中严格筛选出来的优质贷款，覆盖污染治理、节能改造、资源循环利用、环保设备制造、公共设施管理等节能环保领域，项目投向符合中国人民银行近期发布的《绿色债券支持项目目录》和银监会关于绿色信贷统计相关标准的要求。

（摘自每日经济新闻，2016年1月7日）

中资企业首次发行伊斯兰债券

中国企业在国际金融市场上发行伊斯兰债券实现破冰。日前，中国内地房地产企业碧桂园在马来西亚发行以马来西亚林吉特计价的伊斯兰债券。该债券发行规模达2700万美元，期限为两年，利率为6%。这是中资企业首次发行伊斯兰债券。

从发行规模来看，此次伊斯兰债券发行的规模并不大，但是，此次中国企业发债具有一定示范效应。伊斯兰债券被称为Sukuk，作为伊斯兰金融的一部分，伊斯兰债券具有不同于一般债券的特点，普通债券在交易过程中多是以信用为基础，而伊斯兰债券一定是有资产支持的。较普通债券而言，伊斯兰债券更关注项目资产的可靠性，而不只是发行人的资信。

（摘自经济参考报，2016年1月12日）

25省份地方债图谱：宁夏增长最快 贵州债务率最高

2015年，25个省份债务规模呈现从1000亿-10000亿元不等的格局。江苏省政府债务最高，约10954亿元。紧随其后的是山

东、浙江、广东、辽宁、贵州，债务规模均超 9000 亿元。目前债务总额最低的是宁夏，约 1139 亿元。

从债务增长来看，目前债务数据完整披露分别为 2013 年 6 月底和 2015 年底两个时间点，两年半时间里，全国地方债务增长约 47%。从 25 个省份看，债务增速最高的是宁夏，两年半间，其债务余额增长约 127%，广西、福建两年半间债务增长也超 100%，贵州省增长则逼近 100%。另外，超过全国地方债务平均增速的省份还有陕西、浙江、山东、安徽、新疆、云南、江西、内蒙古、辽宁。两年半间，只有湖北和重庆出现债务负增长，债务余额有所减少。而北京债务增长也仅为个位数。

据测算，25 个省份 2015 年债务率最低的是甘肃，为 48% 左右；债务率最高的为贵州，约 190%；辽宁、云南、内蒙古债务率超过 100% 警戒线；北京、福建、陕西、浙江债务率逼近 100% 警戒线。

（摘自第一财经日报，2016 年 1 月 21 日）

上交所首单互联网消费金融 ABS 成功发行

2016 年 1 月 20 日，互联网消费金融公司分期乐宣布，嘉实资本—分期乐 1 号资产支持专项计划资产支持证券（以下简称“分期乐 ABS”）已于 1 月 19 日正式成功发行，优先级证券发行利率为 5.05%。这是国内首单在上交所成功发行的互联网消费金融 ABS。

分期乐是国内首家专注于年轻消费群体分期购物的互联网消费金融平台，目前用户群体以大

学生为主。其业务模式是针对个人端消费的赊销，一方面提供安全便捷的消费场景，另一方面对接资金端，打通互联网消费金融的生态链，为大学生提供高质量的普惠金融服务。

分期乐的债权具备小额分散的特点，单笔平均额度控制在 5000 元内，资产分布在全国各地。本次分期乐 ABS 首期融资总额为 2 亿元，计划产品超过 90% 以上的优先级证券由 AAA 级担保公司中合担保对其增信，使其评级都为 AAA。该产品期限为 24 个月，采取了“1+1”的模式，第 1 年为循环购买期，每周由 SPV 管理人挑选符合合格标准的基础资产进行循环购买；循环期内每季度兑付优先级投资人收益；后 1 年为摊还期，摊还期内按月兑付优先级的本金和利息；待优先级本金全部偿付，将超额利差收益支付于次级投资人。

（摘自金融时报，2016 年 1 月 21 日）

浦发银行成功发行境内首单绿色金融债券

2016 年 1 月 27 日，浦发银行成功簿记发行境内首单绿色金融债券。浦发银行此次绿色金融债券，系经中国人民银行和中国银监会的核准，在银行间债券市场以簿记建档的方式公开发行，发行规模 200 亿元，债券期限 3 年，年利率为固定利率 2.95%，超额认购 2 倍以上，获得市场良好的反响。

与普通金融债券相比，绿色金融债券的核心在于通过政府引导和市场化约束相结合的方式，形成了既有政策引导和激励，又有社会声誉和市场约束的绿色金融发展机制，将有效激发商业银

行加大绿色发展的意愿和能力，实现银行自身经营能动性与国家战略层面的良好结合。

浦发银行表示，将以此绿色金融债券发行为契机，带动该行绿色信贷业务、绿色金融业务再上新台阶，以实际行动助力企业绿色低碳战略转型及发展壮大，发挥绿色债券对推动经济转型和产业结构升级的积极作用。

（摘自中国证券网，2016 年 1 月 28 日）

平安人寿境外发行 12 亿美元高级债

中国平安人寿保险股份有限公司日前宣布成功完成 12 亿美元高级债券发行，其中 3 年期 7 亿美元、票面利率 2.375%；5 年期 5 亿美元，票面利率 2.875%。这是平安人寿首次尝试境外发行债券，平安人寿也成为第一个在境外资本市场发行高级债券的中国保险公司，开创了行业先河。

国际三大评级机构之一的穆迪授予本次债券信用评级 A3，发行人主体信用评级 A2（展望稳定）。本次债券发行获得了国际各大投资者的广泛关注和踊跃认购，账簿一度突破 50 亿美元，最终订单来自近 200 个优质投资者，其中银行、基金、资管和公营机构（含主权基金、政策性金融机构、超主权机构）为最主要的认购主体。在较高的超额认购倍数支持下，最终发行息差和初始息差指引相比收窄了 25BP，是近期市场中收窄最多的发行。分析表示，本次发行体现了国际资本市场对平安人寿的高度认可，为后续境外融资奠定基础。

（摘自中国证券报，2016 年 1 月 29 日）

债券市场

Bond Market

债券市场发展回顾与展望

文 / 联合资信评估有限公司 王 柠 刘 艳

一、债券市场环境

（一）公司债新规松绑发行条件，丰富发行方式，推动公司债券发行快速增长

2015年1月，中国证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》，将境内公司债券发行主体扩大至所有公司制法人，取消公司债券公开发行的保荐制和发审委制度，全面建立非公开发



刘艳

对外经济贸易大学金融学硕士，现为研究部分析师，主要从事债券市场、信用评级研究工作，具有国际特许金融分析师资格。

行制度。4月，中国证券业协会发布《非公开发行公司债券备案管理办法》和《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，确立非公开发行公司债券事后备案规则，以“负面清单”的形式对非公开发行公司债券项目的发行人范围做出限制。5月，沪、深交易所先后发布多项配套措施对公司债券的预审核、上市交易以及转让等行为做出具体规范。7月，证监会将证券公司发行短期公司债券试点扩大到所有证券公司，短期公司债券发行主体范围进一步拓宽。上述措施使得公司债券发行主体大幅扩容、债券发行及转让效率得以提升，有力地推动了公司债券发行量的增长。

（二）企业债发行政策逐步放松，鼓励发行创新品种

为了发挥企业债支持实体经济发展的作用，国家发展改革委员会（以下简称“发改委”）5月和6月连续出台《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金〔2015〕1327号）和《对发改办财金〔2015〕1327号文件的补充说明》两个文件，放松企业债券发行条件，包括放宽发债指标限制和募集资金用途、降低资产负债率要求等；12月，发改委下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》，

简化企业债券申报、审批程序，豁免发改委对于信用优良企业¹的复审环节，扩大不受发债企业数量指标限制主体范围等。此外，发改委还先后发布战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设、双创孵化等五个专项债券发行指引以及《项目收益债券管理暂行办法》，大力推广专项债券、项目收益债券等创新产品。上述政策使企业债审批流程提速和简化，发债门槛降低，企业债券品种增加，未来企业债券发行或将有所升温。

（三）资产证券化注册制落地，市场持续快速发展

4月，央行宣布对信贷资产支持证券（CLO）发行实行注册制管理，信贷证券化产品“银监会备案+央行注册”模式正式确立，有利于提高证券化产品的发行效率，促进证券化业务的开展。5月，国务院决定新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，促进多层次资本市场建设。在此背景下，银行间市场交易商协会先后下发了关于个人汽车贷款、个人住房抵押贷款、个人消费贷款和棚户区改造项目贷款等资产支持证券的信息披露指引（试行），就相关资产证券化产品的发行及信息披露进行了规范。证监会于7月允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务，9月保监会也印发了《资产支持计划业务管理暂行办法》，使得证监会和保监会主导下的资产证券化业务规模实现较快提升。这一系列的政策使得本年度资产支持证券市场保持了快速发展态势。

（四）“置换”与“新增”相结合，全面化解地方债务风险

2015年，为化解地方政府债务风险，财政部推出共计3.2万亿元的债务置换额度，地方政

府新增债券额度6000亿元，并印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，将地方债自发自还的范围扩展到全国，按照募集资金用途不同将地方政府债券划分为一般债券和专项债券，地方政府债券发行工作稳步推进。5月，财政部、央行、银监会联合明确可采用定向承销方式发行一定额度的地方债，推动地方政府债务置换高效、便捷地开展。7月，财政部和央行联合发布通知，将地方政府债券纳入国库现金管理和地方现金管理质押品范围，提高了地方政府债券的流动性。8月29日，全国人大常委会通过了关于批准《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》的决议，2015年地方政府债务限额锁定16万亿元，12月，财政部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，明确对地方政府债务余额实行限额管理，有利于规范地方政府债务管理，缓解地方政府债务压力，推动地方在限额内统筹资金支持重点项目建设。与此同时，为减轻政府债务和财政压力，国家相继出台多项配套政策大力推广PPP模式，推出一大批PPP模式示范和试点项目，总投资近四万亿元。在上述措施的推进下，地方政府债券发行量大幅增加。

（五）债券市场发行和投资主体扩容，国际化发展程度进一步深化

发行端方面，1月，央行与保监会联合发布2015年第3号公告，允许保险公司在全国银行间债券市场发行资本补充债券，4月，中国期货业协会发布《期货公司次级债管理规则》允许期货公司以非公开方式发行次级债，首单保险公司资本补充债券和首单期货公司资本补充债券分别于7月和6月成功发行，标志着保险公司与期货公司新的资本补充路径正在形成，有利于进一步

¹ 豁免条件包括：主体或债券信用等级为AAA级的债券、由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级在AA+及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券和债项级别AA+及以上，使用有效资产进行抵、质押担保的债券。

扩大银行间债券市场发行主体，丰富债券市场可投资品种。6月，央行发布的《人民币国际化报告（2015年）》提及“支持境外机构在境内发行人民币债券”，在政策促进下，上海汇丰银行、中银香港、渣打香港、招商局（香港）有限公司多家境外金融机构以及韩国等外国政府在我国发行了熊猫债券，熊猫债发行主体范围不断扩充，发行量实现较大增长。

投资端方面，4月和6月，中国期货业协会和央行分别下发《关于做好期货公司及其资管产品进入银行间债券市场备案工作的通知》和《关于私募投资基金进入银行间债券市场有关事项的通知》，期货公司及其资产管理产品、私募投资基金先后获准进入银行间债券市场。8月，国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》，支持养老金入市投资债券市场，债券的投资主体得到进一步扩容。

债券市场国际化方面，6月，央行宣布允许获准进入银行间市场的清算行和参加行开展债券回购交易；7月，央行取消境外央行、国际金融组织、主权财富基金额度限制，并由审批制改为备案制，债券市场境外投资者范围不断拓宽。此外，央行分批次批准包括RQFII、QFII等在内的多家境外机构进入银行间债券市场，截至2015年底，已有308家境外央行、主权财富基金等境外机构获准进入银行间债券市场，债券市场对外开放程度不断加深，债券市场国际化发展的步伐进一步加快。在推动银行间债市对外开放的同时，9月，发改委取消境内企业发行外债的额度审批，改为实行备案登记制，进一步简政放权，便利优质企业跨境融资。另外，国务院研究启动个人境外投资试点，允许符合条件的个人开展境外投资，拓宽跨境资金流动渠道，境内机构及个人进入境外债券市场的途径拓宽。

二级市场和定价机制方面，为配合债券市场扩容和发行量的扩大，5月，央行取消银行间债

券市场债券交易流通审批，对上市交易流通相关流程进行精简，有助于提高债券交易流通的效率。短期国债启动滚动发行、10年期国债期货合约正式在中金所挂牌，对进一步完善国债期限结构、优化国债收益率曲线以及增强国债收益率的定价基准作用具有重要的推动作用。

（六）绿色债券指导性意见落地，绿色债券市场正式启动

为加快推动经济结构转型升级和经济发展方式转变，实现绿色发展、循环发展、低碳发展，将企业债券支持绿色发展和节能减排落到实处，银监会1月发布《能效信贷指引》探索以能效信贷为基础资产的信贷资产证券化试点工作、推动发行绿色金融债后，12月22日央行发布2015年第39号公告（以下简称“39号文”），允许金融机构在银行间债券市场发行绿色债券，明确将符合条件的绿色债券纳入相关货币政策操作的抵质押品范围；并公布了由中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》，详细列举了绿色债券支持项目的六大类别，包括节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交通、清洁能源、生态保护和适应气候变化。之后为形成政策合力破解资源环境瓶颈约束，发改委也发布了《绿色债券发行指引》，进一步放宽绿色企业债券准入条件。上述举措标志着我国绿色债券市场正式启动，2015年10月和2016年1月中国农业银行、上海浦东发展银行分别成功发行离岸和境内绿色债券。在经济转型升级过程中，我国面临空前的环境和资源压力，绿色投资领域空间巨大，未来绿色债券发展潜力巨大。

（七）违约常态化的趋势进一步明显，“刚性兑付”打破仍是发展趋势

2015年，在经济加速去产能、去杠杆的背景下，债券市场信用风险事件不断增加，债券市

场共发生信用风险事件 30 余起，公募市场 9 只债券发生实质性违约，16 家发行人发生主体违约，债券违约率和发行人主体违约率均有所上升。债券违约呈现由私募债至公募债、由民营企业至国有企业扩展的趋势，并且违约债券品种扩大至中期票据、企业债等常见券种，债券违约的常态化趋势进一步明显。

二、债券产品发行情况

本年度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 229912.26 亿元，较上年度增长 91.98%，其中，地方政府债券、超级短期融资券、资产支持证券、公司债、证券公司债和同业存单的发行量增幅显著。截至本年度末，主要债券品种存量规模达到 48.20 万亿元。

本年度，需要信用评级的债券²的发行期数和发行规模分别为 3733 期³和 75265.39 亿元，发行期数和发行规模同比分别增长 26.71% 和 68.22%，主要是由于地方政府债（公募）、公司债（公募）、资产支持证券（公募）、非银行金融机构债的发行量增幅较大。在需要信用评级的债券中，短融⁴、地方政府债（公募）和中期票据的发行期数在需要信用评级的债券总发行期数的占比较大，分别为 29.60%、24.43% 和 16.58%。需要信用评级的债券的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例分别为 24.45% 和 32.74%，较上年分别下降 18.32 和 4.62 个百分点。

本年度，未明确要求信用评级的债券⁵的发行期数和发行规模分别为 10424 期⁶和

154646.87 亿元，发行期数和发行规模同比分别增长 184.65% 和 106.13%，主要是由于同业存单、超短融、地方政府债（私募）和公司债（私募）、资产支持证券（私募）和证券公司债（私募）的发行量增幅较大。在未明确要求信用评级的债券中，同业存单的发行期数占未明确要求信用评级的债券总发行期数的比例最大，为 56.99%。虽然同业存单未明确要求进行债项评级，但要求发行人具备主体信用级别，本年度共有 257 家银行发行同业存单，发行家数同比增长 188.76%，增幅明显。

具体来看，本年度，国债的发行期数和发行规模分别为 91 期和 19875.38 亿元，较上年分别增长 31.88% 和 22.33%。

在地方政府存量债务置换稳步推进、全面自发自还的背景下，本年度地方政府债券发行创下近三年最快增速，发行期数和发行规模分别达到 1035 期和 38350.62 亿元，发行期数同比增幅达到 20 倍以上，发行规模同比增幅超过 800%，并以公募为主（发行期数和发行规模占比分别为 59.81% 和 79.34%）。

自 2015 年二季度以来发改委已经逐步放宽企业债的发行门槛，并鼓励项目收益债等创新品种的发行，但由于审批依旧严格、流程仍然冗长等原因，本年度企业债的发行量较上年明显回落，发行期数和发行规模同比降幅在 50% 左右。

本年度中期票据的发行量较上年分别增长 28.27% 和 32.54%，增幅较为明显，主要是受益于多次降息带来的融资成本下降和放开房企发行中票主体范围、完善永续票据发行注册工作等政策的影响。

² 需要信用评级的债券是指除国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、中央汇金所发政府支持机构债券和同业存单外，公开发行的债券。

³ 资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

⁴ 如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超级短期融资券。下文同。

⁵ 未明确要求信用评级的债券包括国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、同业存单和其他非公开发行的债券。

⁶ 资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

本年度，金融债券发行期数和发行规模同比增幅超过 10%。金融债券的发行仍以政策性银行债为主，商业银行债发行期数同比增幅超过 30%，主要是由于二级资本工具发行期数的增长较为明显。非银行金融机构债券发行期数和发行规模同比分别增长 100.00% 和 53.07%，主要是由于保险公司资本补充债券发行数量的大幅增加，资产管理公司金融债券发行量也明显增多。

本年度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模同比增幅超过 50%，其中短融发行期数和发行规模增速较上年明显放缓，而超短融发行期数和发行规模同比实现超过 100% 的增幅，主要是受益于融资成本下行和超短融发行主体扩容的影响，更多的企业倾向于通过超短融进行融资，超短融对短融的替代效应明显。证券公司短融的发行期数和发行规模同比降幅均超 30%，主要是由于下半年股市震荡的背景下，证券公司融资需求有所下降所致。

本年度，在公司债发行主体扩容、发行效率不断提高的背景下，公司债发行呈现“井喷式”增长，尤其是房地产企业公司债券发行量增长显著。一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模同比增幅均超过 300%；私募公司债发行期数同比增长近 30%，发行规模同比增长则超过 600%。

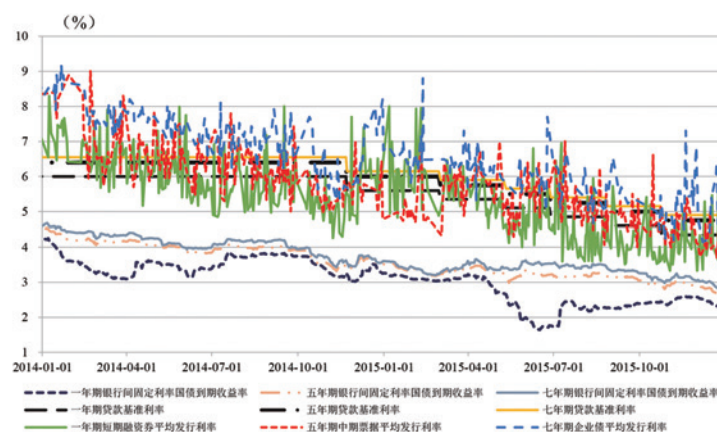
随着 2014 年 10 月证券公司短期公司债试点工作的启动，2015 年上半年证券公司债券发行量同比实现大幅增长，下半年受到股市波动影响证券公司融资需求回落，证券公司债发行大幅回落，发行量不及全年的六分之一，但从全年情况来看发行期数和发行规模同比增幅仍超过 100%，并且依然以非公开发行为主。

本年度，随着银监会和央行相继完成由原审批制向备案制和注册制转变，新制度下的高发行效率得以体现：银行间债券市场资产支持证券发行单数、发行期数和发行规模同比增幅分别为 63.08%、71.88% 和 45.21%，增幅较为明显，仍全部采用公开发行的方式；交易所发行的资产支持证券发行量呈现爆发式增长，发行单数、发行期数和发行规模同比增幅均超过 300%，其中发行单数反超银行间市场，并且全部采取非公开发行的方式。

三、债券产品发行利率

本年度，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。具体来看，一是综合运用货币工具组合调节流动性，央行年内先后进行了五次降息和降准，降幅分别达到 125BP 和 300BP，并通过公开市场逆回购、PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等多种货币政策工具，保持银行体系流动性充裕。二是引导金融机构加大对小微企业、“三农”和棚户区革新等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持，年内多次针对符合标准

图 1 债券市场利率走势情况图



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低存款准备金率，推广信贷资产质押再贷款试点、运用信贷政策支持再贷款，扩大对“三农”、小微企业的信贷投放。三是进一步推进金融市场改革，更好发挥市场在资源配置中的作用。央行基本放开商业银行和农村合作金融机构存款利率上限，下调分支行常备借贷便利利率，探索利率走廊模式，有利于控制利率波动、灵活调节利率，增加金融机构对实体经济的支持；央行还将对商业银行存款准备金的考核由时点法改为平均法，从而降低金融机构应对突发性支付的超额准备金需求，提高资金使用效率，便于在出现流动性缺口时释放一定的流动性。在此背景下，本年度，银行间市场资金面充足，利率水平整体上呈现较为明显的下行走势。

具体来看，一年期贷款基准利率继 2014 年 11 月下调至 5.60% 后，本年度经过 5 次下调⁷，四季度末降至 4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率上半年延续了 2014 年波动下降的趋势，下半年走势趋于平坦，整体较上年有所回落。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致接近，一年期短融的平均发行利率受 2014 年末流动性趋紧和 2015 年一季度信用风险事件的影响略有回升外，近两年保持波动下行的走势，并且绝大多数时间低于一年期贷款基准利率。

与一年期贷款利率相同，五年期和七年期贷款基准利率也经过多次下调，2015 年年末分别降至 4.75% 和 4.90%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率延续 2014 年的下行趋势，走势相对较为平稳，收益率均值由一季度的 3.35% 和 3.40% 分别降至四季度的 2.88% 和 3.05%，明显低于上年四季度的利率水平。五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与

相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的走势基本一致，其中五年期中期票据的平均发行利率自一季度的 5.38% 降至四季度的 4.55%，低于上年末的水平，并且多数时间处于五年期贷款基准利率之下；七年期企业债的平均发行利率前三季度呈现持续下行的走势，四季度出现较大波动，但总体利率水平（5.22%）依然较三季度（5.59%）继续下降，仍基本高于七年期贷款基准利率水平。

四、未来走势预测

从宏观经济层面来看，2015 年中国经济步入“新常态”，经济增长减速，改革深化，总体呈现稳中趋缓的发展态势，全年 GDP 增长 6.9%，经济增速低于去年水平，消费需求增长平稳、固定资产投资增速下滑、进出口持续低迷，实体经济走势疲弱，CPI 处于较低水平。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的主要任务，包括解决工业产能过剩、去库存、去杠杆、降低企业成本、改善薄弱环节等，强调推进供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。预计 2016 年宏观经济走势仍受去产能、去库存和清理债务等因素影响，投资和消费都面临下滑压力，但政府或将通过基建投资、刺激消费等政策保证经济运行在合理区间，并通过供给侧改革以达到促进经济长期有质量和效率增长的目的，预计全年 GDP 增速在 6.7% 左右，CPI 整体低位运行。

从市场资金面看，2016 年央行将继续运用多种货币政策工具，支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，营造适度宽松的货币金融环境。2016 年起央行开始实施“宏观审慎评估体系”，有助于防范系统性金融风险，促进存款准备金率的定向调整，维持流动性的合

⁷ 本年度 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日和 10 月 24 日分别下调 0.25 个百分点。

理充裕。2016年，美国进入加息周期，在国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，人民币相对美元仍存在贬值压力，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张。2016年流动性环境整体有望保持宽松，为债券发行提供良好的资金面环境。

展望2016年债券市场，预计会出现以下趋势：

第一，由于地方政府债置换和发行相关政策落地，地方政府债券置换工作稳步推进，在当前宏观经济下行压力的背景下，地方政府稳增长仍需要大量的资金支持；财政部在限额管理实施意见中明确当经济下行压力大、需要实施积极财政政策时，可适当扩大当年新增债务限额，2016年地方债置换限额已下达省级政府，上限超过去年，预计未来地方政府债券的发行量仍将较为可观，较上年有一定幅度的增长。

第二，受2015年12月发改委正式发文的影响，企业债券的发行条件进一步放松、审批程序简化，企业债券发行量出现回升；城投企业发债要求、在建项目的融资及再融资需求也有所放宽，城投企业外部融资环境趋于宽松、风险较低，预计企业债券发行量将有所回升。

第三，公司债新政下，审批流程简化、发行效率不断提升，尤其是小公募和私募公司债券的审核效率已经非常接近甚至赶超银行间产品；同时公司债券发行利率下行降低了企业融资成本，利于支持企业转型升级的资金需求从而助推产业转型升级、房地产去库存，预计公司债券的发行有望保持快速增长的态势。

第四，资产证券化产品注册制确立、信息披露更加完善，监管层支持资产证券化业务创新、丰富产品形式，从未来发展趋势来看，基础资产类型有望进一步丰富，商业地产相关资产有望成为新的大类资产，交易结构创新趋于多元化，预

计资产支持证券的发行量仍将快速增长。

第五，交易商协会“储架发行”模式下债券发行的市场化效率提高，利于带动短融、超短融和中票的发行，超短融发行主体的扩容将继续推动超短融发行量快速增长，超短融对短融的替代作用或将日益凸显。

第六，新产品方面，项目收益债券发行管理办法的发布有望助推项目收益类债券的发行增长。发展绿色金融已列入全国金融业“十三五”发展规划，得到国家层面高度重视，绿色债券发行指导意见也已发布，监管层积极探索绿色信贷资产证券化，未来绿色金融债券等绿色债券的发行有望迈入较为快速的发展阶段。2015年熊猫债发行规模上升明显，随着人民币加入SDR货币篮子，对人民币债券的配置需求有望上升，且较为宽松的资金面也为熊猫债券的发行创造了条件，预计熊猫债的发行将继续增长。“十三五”规划中指出要“开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式”，高收益债券和股债相结合的融资方式未来发展前景广阔。

第七，在2016年在去产能、去杠杆加速的背景下，违约债券覆盖面将有所扩大，债券违约将进一步趋于常态化，刚性兑付打破的趋势也趋于明显化，未来因违约造成实际损失的可能性或将有所提高。由于国内外宏观经济持续低迷，部分强周期行业（例如钢铁、煤炭、有色金属、化工、工程机械）内企业出现产能过剩，产品销量及价格持续下滑，盈利能力大幅下降，债务负担加重，过重依赖银行融资，可能面临较高的信用风险。

整体来看，2016年积极的财政政策将加大力度，货币政策也有进一步放松的空间，资金面仍将保持宽松，随着债市市场化改革进程加速，债券市场总体上将保持稳步增长的态势。

债券违约率大幅上升 投资者保护仍待加强

文 / 联合资信评估有限公司 王 柠

一、违约事件逐年增加，债券违约率上升

近年来，我国债券市场违约事件逐年增加，违约率呈上升趋势。据联合资信统计，2012-2013 年，我国公募债券市场未出现债券违约事件，但分别有 7 家和 5 家发行人发生了主体违约，发行人主体违约率分别为 0.44% 和 0.21%。



王柠

英国伯明翰大学金融学硕士，现为研究部分析师，主要从事债券市场、信用评级研究工作。

2014 年，“11 超日债”未能按时兑付利息，成为我国公募债券市场首例债券违约事件，2014 年公募市场债券违约率为 0.02%；共 5 家发行人主体发生违约，主体违约率为 0.17%。2015 年，公募市场有 9 只债券发生违约，债券违约率升至 0.10%，共 16 家发行人发生主体违约，有评级信息的发行人主体违约率¹进一步上升至 0.37%。中小企业私募债券市场上，2014 年起开始出现私募债券违约事件，当年债券违约率为 1.43%，发行人主体违约率为 1.63%；2015 年私募债券及其发行人主体违约率分别为 0.73% 和 0.94%，较上年有所下降²。

近年发生的违约事件多发生在电器机械、专用设备制造、建筑工程等同质化、产能过剩严重、强周期性行业，纺织皮革、制鞋业、餐饮等竞争激烈的行业也有企业违约事件发生，行业风险特征比较明显。从发行人主体级别特征看，发生违约的主要为级别较低的中小企业，但近年 AA+ 级企业已经出现违约，债券市场的违约风险正在向高等级发行人扩散。从企业性质上看，民营企业抗风险较弱，受外部环境、经济走势行业周期性等的影响，近年来面临较大的经营风险，违约事件最为多发；其次是外资企业和中外合资企业；2015 年发生违约或暴露信用风险的企业已经扩

¹ 统计数据为具有评级的主体的违约率情况，2015 年另有 2 只集合票据的 3 家联合发行人发生主体违约，无评级信息。

² 2014 年中小企业私募债券市场有 5 只债券违约，5 家发行人主体违约，期初存续债券 349 只，发行人 307 家；2015 年中小企业私募债券市场有 5 只债券违约，5 家发行人主体违约，年初存续 686 只债券，发行人 530 家。

表 1 2013 -2015 年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

发行人 主体级别	2013 年			2014 年			2015 年		
	期初 样本数 (家)	违约 数量 (家)	违约率 (%)	期初 样本数 (家)	违约 数量 (家)	违约率 (%)	期初 样本数 (家)	违约 数量 (家)	违约率 (%)
AAA	299	0	0	336	0	0	388	0	0
AA+	415	0	0	494	0	0	586	1	0.17
AA	1005	0	0	1275	0	0	1597	0	0
AA-	541	0	0	563	0	0	580	3	0.52
A+	120	0	0	102	0	0	68	1	1.47
A	28	0	0	25	0	0	27	0	0
A-	47	2	4.26	30	2	6.67	29	0	0
BBB+	65	1	1.54	54	0	0	41	0	0
BBB	119	1	0.84	105	0	0	73	3	4.11
BBB-	81	1	1.23	69	1	1.45	49	2	4.08
BB+	37	0	0	37	0	0	33	0	0
BB	6	0	0	15	0	0	15	1	6.67
BB-	0	0	NA	1	0	0	3	0	0
B+	0	0	NA	1	0	0	3	0	0
B	1	0	0	2	1	50	0	0	NA
B-	1	0	0	0	0	NA	3	1	33.33
CCC	2	0	0	2	1	50.00	1	0	0
CC	1	0	0	1	0	0	4	1	25.00
C	0	0	NA	0	0	NA	1	0	0
总计	2768	5	0.18	3112	5	0.16	3501	13	0.37

注：1. 发行人统计样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，表中发行人主体级别为当年年初级别。2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 期初发行人家数。3. 表中统计的为具有评级的主体的违约率情况，2015 年另有 2 只集合票据的 3 家联合发行人发生主体违约，无评级。

资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

大至中央国有企业、城投类企业和上市公司，风险企业性质呈多元化趋势。从债券品种看，中小企业所发行的私募债券、集合债券和集合票据是违约最为多发的债券种类，2014 年以来年违约券种扩大至公司债券、超级短期融资券、中期票据和企业债券。从发生违约事件的基本原因来看，违约事件绝大部分是在经济下行压力下行业不景气导致企业经营恶化所致，如光伏行业是产能过剩较为严重的新能源产业之一，2015 年违约的“10 英利 MTN1”和“11 天威 MTN2”的发行人均曾是光伏行业的领先企业。此外还有因公司治理缺陷、受反腐影响牵连等导致的债券违约，如“15 山水 SCP001”发行人山东山水由于股权纷争触发境外债务提前到期，影响到了融资能力

致其债券违约。对于一些附有担保的债券，也出现了发行人无力偿还债务本息时，担保方也未能履行担保代偿责任从而导致债券违约的事件。

目前中国经济仍然面临着较大的下行压力，国内总需求不足、产能过剩的问题依旧严峻。随着经济改革的推进和结构调整的深化，未来债券违约率将有所上升，从私募产品到公募产品，从民营企业到国有企业，从中小企业集合票据到短期融资券、中期票据等常见券种的违约均有可能出现，债券违约将进一步趋于常态化。从近期违约事件出现时的市场表现看，市场对违约事件的出现已有一定的预期，债券违约事件对债券市场的冲击已经趋于正常，市场对于违约的认识也在趋向成熟。

二、进一步完善投资者保护制度

违约事件的出现，倒逼我国债券市场对违约事件处置的实践和探索。从债券市场的实际情况来看，对于有增信措施的债券，债权人可以直接通过担保人代偿或是处置抵、质押物获得赔偿。国内债券市场较为常见的增信措施有保证、抵押或质押担保等，保证担保以连带责任保证为主，债权人既可以向债务人求偿，也可以直接向担保人追偿。从目前来看，中小企业集合债券、集合票据主要通过担保方来代偿债券本息，债权人基本可以从担保方得到债券本息，损失较小。但若担保方不履行代偿责任，则债权人的利益就可能无法得到有效保障。

对于普通无增信措施的债券，投资者主要可以通过违约求偿诉讼和破产诉讼两种方式来维护权益。进行违约求偿诉讼时，债权人可以提起财产保全申请（诉前或诉中），包括查封、扣押、冻结等具体形式，例如“ST 湘鄂债”在债券违约后，其受托管理人向法院提请了违约求偿诉讼，并对发行人及其实际控制人资产提起诉讼保全申请，公司资产遭到冻结，一定程度上保护了债权人的权益，但相对于贷款银行等其他债权人，这种保护程度有限。当债务人经营状况仍有好转的可能性，或是由于短期流动性压力发生违约的，则债权人或债务人通常选择破产重整来进行债务处置，如 2015 年违约的央企天威集团、二重集团，均因无力偿付债务主动或由债权人向法院申请了重整，目前二重集团已进入破产重整程序。由于我国破产申请程序繁琐，司法干预多，执行成本高，破产管理人专业程度不足、选任制度不完善，

导致诉讼时间很长³。

我国近几年才出现实质性的债券违约，在应对违约事件、保护投资者利益方面经验不足，存在制度不健全、违约处理机制不完善、投资者自身保护意识较弱等问题，投资者保护制度有待完善。

首先，建议借鉴引入规范化的发行条款，完善投资者保护制度。我国可以考虑借鉴国际上普遍配置的通过干预公司的运营治理来间接保障债券持有人的条款⁴，逐步引入规范化的限制性条款；建议引入“交叉违约”条款，如约定关联企业集团中任一成员企业对任意债务人的违约，均视为债券违约，以便更好地保障投资者权益；监管部门应当进一步明确召开债券持有人大会的触发条件，在企业经营、清算过程中给予债权人更多的知情权和决策权，主承销商应及时跟踪企业内部信息，及时召开债券持有人大会，以保护债权人利益。

其次，推动债券违约处置机制的完整化、制度化。国际市场上建立了一整套完整的包括自主和解结算、破产重整和清算、过错追责等的事后处置机制，如美国联邦法院专门设立了破产法庭审理破产申请案件，破产审理的成本降低、效率较高，我国也应当推动破产前自主和解结算的制度化，推动司法机关和地方政府等有效完善破产重整和破产清算制度。

最后，顺应打破“刚性兑付”的趋势，提高投资者自我保护意识。虽然目前政府或者母公司等债券的各关联方对债券违约的救助意识较为积极，但在债券违约常态化的背景下，投资者只能树立理性投资、风险自担的投资理念，逐步提升自我保护意识。

³ 从超日太阳破产重整案推算，自人民法院裁定受理重整申请到重整计划执行完毕需要至少 6 个月的时间，重整计划效率不高。

⁴ 如国际上普遍使用的对再融资活动的限制、对资本支出的限制、对投资和资产出售行为的限制、财务指标维持在某一水平等条件。

附表 1 2015 年公募债券市场发生违约的发行人主体信息表

发行人名称	企业性质	所属行业	年初主体级别	年末主体级别	所发债券简称	债券类型	债券到期日
江苏中显集团有限公司	民营	机械制造	BBB-	CC	14 扬州中小债	中小企业集合债券	2020-06-17 (回售日 2017-06-17)
中科云网科技股份有限公司	民企	餐饮业	BB	C	12 湘鄂债	公司债	2017-04-05 (回售日 2015-04-05)
保定天威集团有限公司	央企	电器机械及器材制造业	BBB	C	11 天威 MTN2	一般中期票据	2016-04-21
沈阳铭辰汽车有限公司	民营	车辆生产	BBB	CCC	13 沈阳 SMECN1	集合票据	2015-2-4
珠海中富实业股份有限公司	外资	塑料制造业	A+	CC	12 中富 01	公司债	2015-05-28
中国第二重型机械集团公司	央企	专用设备制造业	B-	CC	12 二重集 MTN1	一般中期票据	2017-09-26
二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	央企	专用设备制造业	CC	C	08 二重债	一般企业债	2015-10-14 (回售日 2013-10-13)
保定天威英利新能源有限公司	公众	专用设备制造业	AA-	C	10 英利 MTN1	一般中期票据	2015-10-13 (回售日 2013-10-13)
中国中钢股份有限公司	央企	黑色金属冶炼和压延加工业	AA-	CC	10 中钢债	一般企业债	2017-10-20 (回售日 2015-10-20)
山东山水水泥集团有限公司	外资	水泥制造业	AA+	CC	15 山水 SCP001	超级短期融资券	2015-11-12
江苏绿陵润发化工有限公司	民营	复合肥行业	BBB	BB+	12 宿迁 SMECN1	集合票据	2015-12-04
四川圣达集团有限公司	民营	石油加工、炼焦和核燃料加工业	AA-	C	12 圣达债	一般企业债	2018-12-05 (回售日 2015-12-05)
浙江华欣新材料股份有限公司	民营	聚酯和化纤	BBB-	C	12 杭州 SMECNII001	集合票据	2015-12-25
河南三力炭素制品有限公司	民营	炭素	-	-	12 新乡 SMECN II 001	集合票据	2015-12-27
淮安华尔润化工有限公司	民营	纯碱及氯化铵	-	-	12 淮安 SMECN II 001	集合票据	2015-12-28
淮安嘉诚高新化工股份有限公司	民营	精细化工	-	-			

资料来源：联合资信整理

附表 2 2015 年中小企业私募债券市场发生违约的发行人主体信息表

发行人名称	企业性质	所属行业	所发债券简称	债券到期日
东飞马佐里纺机有限公司	中外合资	专用设备制造业	12 东飞 01	2015-01-25
安徽蓝博旺机械集团	民营	专用设备制造业	12 蓝博 01	2016-02-04 (回售日为 2015-02-04)
宿迁市致富皮业有限公司	民营	皮革、毛皮、羽绒及制品制造业	12 致富债	2016-02-05 (回售日为 2015-2-05)
内蒙古恒达公路发展有限公司	民营	公路管理及养护业	12 蒙恒达	2016-04-18 (回售日为 2015-04-18)
江苏大宏纺织集团股份有限公司	民营	纺织业	13 大宏债	2016-04-19 (回售日为 2015-4-19)

资料来源：联合资信整理

煤炭行业供给侧改革是否能立竿见影

文 / 联合资信评估有限公司 潘云峰

目前，国家发改委等部门正就煤炭去产能征求意见，此次意见稿极大的推进了供给侧改革，主要涉及调减工作日、暂停审批新建煤矿项目、淘汰落后产能、引导僵尸企业退出、推进煤电一体化、鼓励国有资产证券化等六大措施。产煤大省先行先试各有侧重，其中最大难题是人员分流。上述征求意见提出，2016年起试行两年内将煤矿年设计工作日从330天调至267天，适当核减煤矿产能，推行法定节假日和每周日集中休息。



潘云峰

英国南安普顿大学风险管理硕士，现为工商企业部分析师，主要从事能源行业类企业信用评级工作，具有会计从业资格证、证券从业资格证。

与此同时，从2016年开始，两年内暂停审批新建煤矿项目，已开工的违法违规建设煤矿，在补办手续时，按130%-150%的比例淘汰过剩产能。对超能力生产的，一律责令停产；对发现连续超产的，停产时间不低于6个月。按照设定的目标，用三年左右时间退出国有煤矿300处、淘汰产能3亿吨；关闭小煤矿4000处、淘汰落后产能4亿吨；分流人员100万人。产能退出实施以奖代补，煤炭产能每退出1吨，政府奖补150元，其中中央100元、地方50元。

从2015年底的中央经济工作会议指出要在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革开始，供给侧的改革已经成为“十三五”国家重要的改革措施，也表示出中央对经济的促进开始由刺激需求到供需并重的转变。本次关于煤炭产能的意见稿也是对煤炭去产能的巨大推进。对于煤炭、钢铁等过剩产能严重的行业，“去产能”作为核心内容多次被提到，无论是2016年1月18日进行的中国省部级主要领导干部学习贯彻十八届五中全会精神专题研讨班开班式上，中国最高领导人习近平再一次强调了供给侧结构性改革内容：既强调供给又关注需求；还是在2016年1月4日，李克强总理在太原主持召开钢铁煤炭行业化解过剩产能、实现脱困发展工作座谈会上提出：在淘汰落后产能的问题上，要有壮士断

腕的决心，并强调中央政府出资 1000 亿元，以地方政府配资的方式，用于去产能过程中的人员安置问题；如此大支持力度和资金力度无疑将加快煤炭行业的出清进度。

但是供给侧改革是否能在 2016 年体现出足够的效果，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为就煤炭行业而言，供给侧改革短期内见成效难度较大。由于煤炭行业产能严重过剩，就煤炭行业来说，供给侧改革的主要内容就是出清过剩产能。根据《中国煤炭工业协会》对外公布的数据显示，截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，其中有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局预测的 2015 年煤炭消费量 39.52 亿吨计算，可以大致了解中国目前煤炭产能过剩 17.48 亿吨，产能过剩率超过 30.67%，产能过剩明显。就目前而言，煤炭产能出清面临的阻碍主要体现在行业属性、地方考量、债务问题和财务因素。

从行业属性来看，按照发达国家经验，煤炭行业在成熟期后往往会经历一个艰难的整合出清过程，最终会形成 3-5 家超大型企业，行业集中度高，但是这个出清过程往往都是很漫长的，而在中国的现有国情下，联合资信预计在中国这一轮的出清过程可能会达到 10 年以上。

从地方考量因素看，国有煤企在市场化经营的同时承担了包括当地就业、GDP、税收等在内的诸多社会责任，一旦涉及到某地企业产能出清，企业退出的情况，当地政府往往会阻止，以保证就业、税收、人员安定，社会稳定。而人员安置的问题，职工问题涉及到社会稳定是供给侧改革推动的一大主要难题。回想 19 世纪末中国上一轮供给侧改革，当时国有煤企职工人数从 1997 年的 451 万降至 2000 年的 347 万，降幅 23.14%，人数快速顺利的下降主要得益于当时煤炭行业借助 1999 年实行的国有企业改革的东风，

人员得以快速分流，不仅解决了供给侧改革问题，也极大缓解了企业的压力。但是从目前国内的煤炭市场环境来看，这样如 1999 年国有企业改革的契机尚未出现，这无疑将延缓本轮供给侧改革的脚步。

从财务因素来看，一般来说，煤炭行业整体盈利能力亏损到一定程度，供给侧改革的条件才逐步成熟，供给侧改革才有可能加速达到预期效果。从上轮供给侧改革的情况来看，在行业利润总额为负，亏损额环比不断扩大，行业景气度持续下行的情况下，国家的产业政策都会有针对性的变化。从现在来看，虽然 2015 年煤炭行业各企业亏损面越来越大，但是由于一些企业在煤电产业链的延伸以及通过折旧等方式的调节，煤炭整体行业利润总额仍为正值。根据国家统计局相关数据，截至 2015 年 11 月底，行业资产总额为 54209.8 亿元，相比 2014 年底，增长 6.90%；累积负债为 36939.2 亿元、相比 2014 年底，增长 10.70%，负债增速远比资产增速快。此外，行业累积销售收入合计为 22787.90 亿元，相比 2014 年同期下降 16.76%；同期行业利润总额 425.5 亿元，相比较 2014 年同期，下降 61.48%。从目前情况来看，联合资信认为，煤炭行业下行趋势愈发明显，下行速度也比较快速，虽然目前煤炭行业利润总额依然可观，但是应该看到，目前高额的行业利润总额不仅是建立在部分企业延伸产业链，通过其他产业弥补煤炭业务的损失，还应该注意部分企业通过粉饰报表增加利润。但是随着煤炭市场进一步低迷，联合资信认为企业无论是内部挖潜降低成本，还是继续通过粉饰不同科目报表的空间将越来越小，2016 年煤炭企业将面临更大的压力，去产能将是煤炭市场回暖的重要手段，而且企业越早开始“去产能”，越早减轻包袱可能将会成为未来煤炭企业在这次优胜劣汰的筛选中留下的关键，但是由于目前行业利润还远远高于 1999 年的行业利润总额的 -16.6 亿元，部分企业仍未认识到去产能的重要性，加上相关



2016年2月1日，国务院正式印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，对今后一个时期化解煤炭行业过剩产能、推动煤炭企业实现脱困发展提出要求、明确任务并作出部署。《意见》确定的目标和任务基本符合发改委征求意见稿预期，但更为细致，具有操作性。

《意见》提出，将因地制宜、分类处置，将积极稳妥化解过剩产能与结构调整、转型升级相结合，实现煤炭行业扭亏脱困升级和健康发展。《意见》明确，从2016年开始，用3至5年的时间，煤炭行业再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，市场供需基本平衡，产业结构得到优化。

《意见》明确了进一步化解煤炭行业过剩产能、推动煤炭企业实现脱困发展的9项主要任务：严格控制新增产能，加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能，有序退出过剩产能，推进企业改革重组，促进行业调整转型，严格治理不安全生产，严格控制超能力生产，严格治理违法违规建设，严格限制劣质煤使用。《意见》提出了完成上述目标和任务的若干政策措施，包括加强奖补支持、做好职工安置、加大金融支持、鼓励技术改造等方面。

产能出清的相关具体政策仍然未配套发行，相关用于产能出清的资金还尚未到位，联合资信认为，煤炭企业产能出清仍将是漫长的过程。

目前，绝大多数的国有企业债务负担重，资产负债率都处于较高的水平，根据中国煤炭协会2016年1月的最新权威数据，目前煤炭行业平均资产负债率已经达到67.7%，部分煤炭企业的资产负债率超过80%，如山煤国际达到82.06%，而根据黑龙江龙煤矿业股份有限公司2015年一季报显示，截至2015年3月底，公司资产负债率甚至达到了94.32%。截至2015年11月，煤炭行业负债规模为36939.2亿元，企业债务负担重；从投融资环境来看，目前煤炭企业投资依然高企，主要是部分项目已经建设中或者一些矿产指标已经批准，投资规模无法马上下降；而从融资环境来看，煤炭市场持续低迷，煤炭企业盈利能力不断下滑，甚至亏损，无疑会降低企业的融资能力，从而影响公司的现金流。另外2016年是信用债的高峰期，到期债务高达3449亿元，同比增长9.82%，如此高的债务负担无疑将增大煤炭企业的信用风险。目前我们只能关注到公募市场的相关债券，对于企业的私募债或者信托产品的监管力度还稍显不够，所以企业的债务负担实际更重，面临的风险无疑更大。但是由于部分金融机构担心形成大量的坏账，所以造成了一些金融机构不敢停止对一些企业的资金支持，延迟了企业产能出清，离开市场的脚步。

综上所述，联合资信认为，供给侧改革无疑是解决煤炭市场低迷的主要手段，只有实现供需平衡才能缓解煤炭市场的低迷，但是目前所面临的问题可能会不断延缓去产能等供给侧改革举措的效果，如何解决现阶段出现的问题，落实相关政策的效果将成为本次去产能、清除“僵尸企业”，实现供给侧改革的关键，而煤炭企业越早开始出清产能越将为企业减轻负担，走出困境，实现发展。目前来看，部分国有企业已经率先着手进行供给侧改革，主要包括人员分流、降低职工工资和减少作业时间，其进度和成效还有待观察，但这无疑也为供给侧改革的成功推行提供了可行性路径。总体看，供给侧改革未来还将需要经历较长的时间，联合资信也将会密切的关注本次供给侧改革的进度以及对煤炭行业的影响。

2015 年房地产行业研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 张 丽

一、行业分析概要

房地产行业是中国重要的支柱和民生产业，其发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。中国房地产行业呈现周期性、资本密集型、政策敏感度高、地域性明显的特点。

2014 年，中国房地产市场处于调整期，住宅库存量高企，对市场预期转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。自 2014 年下半年开始，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付、330 新政、全面放开二胎等政策出台，市场出现缓慢回暖迹象；但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，市场难以呈现爆发式增长。

2015 年，房地产开工面积增速和房地产投资增速依然低位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，库存高企依然是行业内面临的首要问题，国房景气指数低位震荡。布局一线城市为主的房地产企业，其盈利能力得以持续。但以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。



张丽

北方工业大学数量经济学硕士，高级分析师，主要从事房产建筑类工商企业信用评级工作，公司信用评级委员会委员。

长期看，中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求面临结构性调整；人口老龄化背景下中国房地产可能将开始长周期调整，投资价值的进一步弱化不利于房地产库存的去化，国内房地产市场的发展情况取决于供需各因素的相互作用。

二、行业运行情况

（一）房地产需求有所放缓

房地产市场需求包括刚性需求、柔性需求和弹性需求，刚性需求是房地产市场需求主力，柔性需求是为了改善和提升居住品质，弹性需求以房地产投资为主。近二十年中国受到计划生育政策影响，青年人口比例呈现持续下滑，壮年和老年人口比例攀升。随着老龄化进程不断加速，在一定程度上会造成房地产的需求放缓，但对国内尚不成熟的养老地产领域可能带来一定机遇。在人口出生高峰年龄段人口的婚育高峰渐趋尾声，25-34 岁的人口占比将逐步下降，刚需下降，但仍将是房地产市场的主流；

同时，35-49岁的人口占比将不断上升，考虑到2015年10月29日国家发布“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，家庭对住房的居住功能需求和住房的升级需求有望上升。整体看，经过多年发展，中国人均住房面积上升，目前已达到33㎡左右，相对于前十年高速发展的房地产市场，目前支撑房地产市场高速增长的因素正在逐步减弱，房地产行业需求放缓。

（二）房地产投资增速下降，但库存依然高企

2014年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资9.5万亿元，同比增长10.5%，增速较2013年回落9.3个百分点。房地产投资额占全国固定资产投资的18.9%。其中，住宅投资6.4万亿元，增长9.2%，增幅较2013年回落10.2个百分点；办公楼投资0.6万亿元，增长21.3%，增速较2013年回落16.9个百分点；商业营业用房投资1.4万亿元，增长20.1%，增速较2013年回落8.2个百分点。

2015年1-11月，全国房地产开发投资87702亿元，同比名义增长1.3%，增速比1-10月份回落0.7个百分点。1-11月，房地产开发企业房屋施工面积723990万平方米，同比增长1.8%，增速比1-10月份回落0.5个百分点。房屋新开工面积140569万平方米，下降14.7%，降幅扩大0.8个百分点。房屋竣工面积72413万平方米，下降3.5%，降幅收窄0.7个百分点。从区域投资来看，东部地区房地产开发投资48789亿元，同比增长1.1%，增速比1-10月份回落1.2个百分点；中部地区投资18988亿元，增长1.8%，增速回落0.2

个百分点；西部地区投资19926亿元，增长1.1%，增速回落0.4个百分点。

截至2014年底，住宅地产未来潜在供应量达到了36.5亿平方米，以平均销售面积10.64亿平方米为基数计算，潜在去化周期3.4年。2012年至2014年中国土地购置面积波动下降，已成交土地潜在供应量19.5亿平方米，以年均销售面积为10.64亿平方米为基数，计算出潜在去化周期1.8年。城市库存及潜在土地去化周期均处于高位，未来房地产市场发展将难以继续维持高需求量的卖方市场，逐步转入买方市场。

截至2015年10月底，全国商品房待售面积68632万平方米，比9月末增加2122万平方米，其中，住宅待售面积增加1180万平方米，再创历史新高。目前中国楼市高库存存在二三线城市和中西部地区广泛存在，三四线城市尤其突出，但一线城市和东部地区仍然存在供不应求。

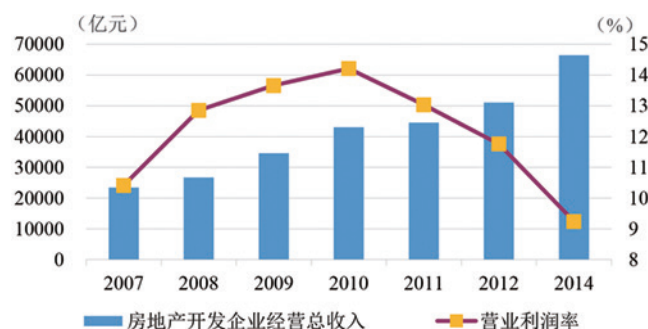
（三）房地产开工面积下降，国房景气指数低位震荡

2014年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为18.0亿平方米，同比下降10.7%，其中，住宅新开工面积12.5亿平方米，同比下降14.4%。全国房屋施工面积72.6亿平方米，同比增长9.2%。全国房屋竣工面积10.7亿平方米，同比增长5.9%。

2015年1-11月份，房地产开发企业房屋施

工面积72.40亿平方米，同比增长1.8%，增速比1-10月份回落0.5个百分点。其中，住宅施工面积503347万平方米，下降0.3%。房屋新开工面

图1 中国房地产投资额和投资增速



资料来源：wind 资讯

积 140569 万平方米，下降 14.7%，降幅扩大 0.8 个百分点。其中，住宅新开工面积 97077 万平方米，下降 15.3%。房屋竣工面积 72413 万平方米，下降 3.5%，降幅收窄 0.7 个百分点。其中，住宅竣工面积 53553 万平方米，下降 6.4%。随着新开工面积的下降以及土地购置面积波动下降，预计未来入市供应量也将有所下降，未来供求关系或将趋于平衡，但仍需要较长时间。

在房地产行业需求放缓，库存高企的情况下，中国国房景气指数持续下滑，2014 年 12 月为 93.93，2015 年 1 月至 5 月延续下行趋势，2015 年 5 月为近年来最低点 92.43。随着政府多项政策的提振，2015 年 6 月开始房地产景气指数略有提升。2015 年 11 月份，房地产开发景气指数为 93.35，比上月提高 0.01 点，国房景气指数低位震荡。

（四）行业竞争激烈，区域分化严重

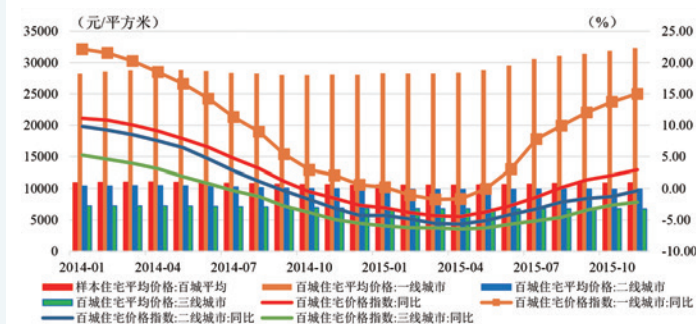
根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》，2014 年房地产行业排行呈现以下几个特点：万科、绿地蝉联销售金额和面积榜桂冠，两家步入“两千亿”企业行列；行业集中度加速上升（TOP10 销售金额占 17.19%，同比上升 4 个百分点；TOP20 销售金额占 23.15%，同比上升 5 个百分点）；房企业绩增速放缓，2014 年，恒大、富力、融创等较大规模的企业，在弱市环境中业绩仍能保持业绩较快增长。2015 年 1-11 月销售金额榜单中，万科、绿地、恒大、保利、中海、万达以及碧桂园 7 家房企的销售业绩均在 1-11 月份超 1100 亿元。2015 年 1-11 月销售面积榜单中，恒大、万科、碧桂园、绿地、万达、中海以及保利 7 家企业 1-11 月的销售面积均超过 1000 万平米。

中国房地产区域分化严重，从近年来各区域房地产销售情况来看，一、二线城市房地产市场

活跃，销售金额持续领跑；三四线城市销售规模远低于一、二线城市，且销售额增长幅度远低于一、二线城市。

一线城市供需矛盾依然突出，且房价畸高；部分二线城市及三、四线城市住房市场呈现不同程度供应过剩，库存较高，房价下行压力较大。从全国百城住宅平均价格来看，2014 年至今全国百城住宅平均价格增速呈“U”型发展态势，2014 年年初开始快速下滑，2014 年 10 月出现负增长，至 2015 年 4 月百城住宅平均价格增速达到 2014 年最低值，为 -4.46%，2015 年 5 月开始百城住宅平均价格增速开始回升，至 2015 年 11 月全国百城住宅价格同比增长 2.93%。2014 年全国百城住宅平均价格 10817.92 元/平方米，较 2013 年同比增长 4.96%，但增速下滑 2.24 个百分点；2015 年 1-11 月全国百城住宅平均价格 10671.09 元/平方米，同比下滑 1.55%。一线城市房地产市场活跃，销售价格持续处于高位，且从 2015 年 4 月开始价格增速反弹幅度很大，2015 年 11 月平均销售价格为 32302 元/平方米，

图 2 百城住宅平均价格、一线、二线、三线城市价格变动趋势和同比情况



资料来源：wind 资讯

同比增长 15.01%；2014 年 11 月至 2015 年 11 月二线城市销售均价维持在 9900 元/平方米左右，价格波动幅度不大；在此期间三线城市销售均价同比均有下降，且下降幅度较二线城市大，销售价格低位运行。

（五）房地产企业盈利能力收窄、资产负债率高

2014年，全国商品房销售面积为12.1亿平方米，同比下降7.6%，销售额为7.6万亿元，同比下降6.3%。2015年1-11月，全国商品房销售面积10.9亿平方米，较去年同期增长7.4%。11月单月销售面积14354万平方米，较去年11月同比增长8.6%。1-11月商品房累计销售额达到74522亿元，较去年同期增长15.6%，11月销售额9732亿元，同比去年11月增长20.2%。

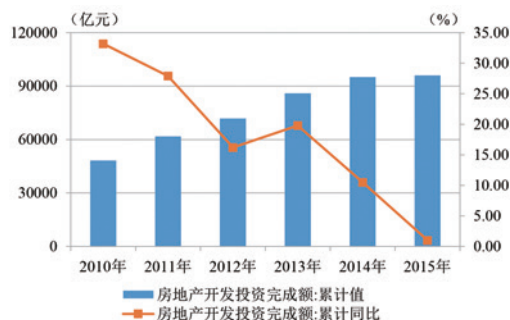
2014年房地产开发企业经营总收入6.64万亿元，同比增长30.25%；营业利润率9.24%，较同期下降，2014年，沪深上市房地产公司营业收入均值为65.48亿元，同比增长16.62%；净利润均值为7.76亿元，同比增长6.45%，净利润增速较以往有所回落。2014年底，房地产开发企业资产负债率为77.00%，同比上升2.20个百分点。

从住宅平均价格和土地供应价格角度来看，2012年以来全国100大中城市供应土地挂牌均价呈上升趋势，而百城住宅平均价格从2012年至2014年初上升趋势明显，2014年二季度开始迅速下降，整体行业的利润空间收窄。

三、发债企业信用分析

2014年初《公司债券发行与交易管理办法》颁布，以及2015年以来公司债发行政策的调整，极大地促进了交易所市场公司债发行的活跃，房地产企业成为是公司债发行的主力。截至2015年12月14日，房地产企业发行了242笔公司债，去年同期则为23笔；发行总额为2974.06亿元，同比暴涨18倍。有关数据显示，2015年一季度房企公司债平均利率为6.43%，二季度则为5.55%，三季度由于发债房企暴增，资质差别相对较大，平均利率略有上升，为5.72%，但利率水平走低趋势并没有改变。房地产发债企业资

图3 房地产行业盈利情况



资料来源: wind 资讯

金用途多以补充流动资金和置换银行贷款为主，低利率的公司债发行，有利于拓宽融资渠道，降低房企的资金成本。

房地产企业在银行间市场发行规模不及交易所火爆，2015年银行间市场发行的房地产行业债券以存续企业为主。本期发债企业信用分析以在银行间市场发行的住宅地产企业为样本，选取截至2015年12月8日级别有效的房地产企业26家，从主体长期信用级别分布看，AAA房地产企业11家，AA+房地产企业3家，AA房地产企业11家，AA-房地产企业1家（由于1家企业可比性较差，下述分析不考虑AA-企业）。从企业性质来看，中央国有企业和地方国有企业为住宅地产发债企业的主力军，合计15家，另外有6家民营企业，其余为公众企业、中外合资企业。整体来看，在银行间发债的住宅房地产企业以中央国有企业和地方国有企业为主，主体长期信用等级基本在AA以上，AAA企业占比较高，AAA房地产企业发债企业都在全国房地产销售排名20强以内。

资产总额一般可以较为准确的反映房地产企业的规模，是行业序列重要的参考指标。AAA房地产企业是银行间发债企业的主力，资产总额较大且增长较快，2014年资产规模均值已经达到2512亿元；AA+和AA房地产企业资产规模均值依次降低。存货是房地产企业中最重要资产，在房地产企业资产中占比较大，2014年

表 1 房地产发债企业资产、存货和资本结构分析

	资产总额（亿元）		存货在资产总额中占比（%）	
	2014 年	2015 年 9 月	2014 年	2015 年 9 月
AAA	2512.12	2513.24	50.95	53.33
AA ⁺	610.87	--	51.60	--
AA	401.93	466.14	62.49	58.57
	资产负债率（%）		全部债务资本化比率（%）	
	2014 年	2015 年 9 月	2014 年	2015 年 9 月
AAA	72.96	75.01	55.29	57.57
AA ⁺	74.74	76.42	61.58	65.74
AA	75.35	75.34	60.66	62.03

资料来源：联合资信整理

注：由于 1 家 AA⁺ 企业未披露 2015 年三季度，故当期均值可比性较差，不做统计。

别越低占比越大。

资本密集是房地产行业重要特征，资本结构是反映房地产企业资本实力的重要指标。近年来，高杠杆运营带动房地产企业发展迅速，资产和业务规模实现了较快发展，负债水平高是房地产开发企业的主要特征。从发债企业负债情况来看，房地产发债企业资产负债率均在 70% 以上，全部债务资本化比率在 60% 以上。2015 年 9 月底，房地产发债企业负债率普遍提升，AAA 企业资产负债率达到 75.01%，全部债务资本化比率为 57.57%，均较 2014 年底有所上升。房地产开发周期较长，一般债务是以长期债务为主，2014 年全部 26 家房地产发债企业全部债务达到 10794.06 亿元，长期债务占 68.30%。

房地产企业盈利能力与主体信用等级序列成正比，2014 年 AAA 房地产发债企业实现的营业收入和利润总额平均值分别是 867.76 亿元和 121.26 亿元，整体营业利润率和净资产收益率高于其他 2 个级别企业。受行业景气度、区位分布、产品类型、业务多元化等多重因素影响，房地产企业盈利能力有所差异。从保利集团、大连万达、金地集团、绿地控股、万科股份这 5 家具有代表性的 AAA 级房地产企业盈利能力来看，2014 年 5 家企业营业收入总额、利润总额合计数均较

2013 年有所提升；2014 年 5 家企业营业利润率均值仅较 2013 年增加 0.15 个百分点至 21.02%。其中绿地控股业务多元化，涵盖房地产开发（含商业地产开发）、能源、建筑施工、商品销售、汽车销售及服务、金融、绿化、物业、酒店和租赁等，2014 年绿地控股建筑、商品销售等业务盈利能力下降，导致 2014 年利润总额同比下降 29.81%。其他 4 家企业收入和利润规模均保持增长态势。2015 年 1-9 月，5 家企业收入合计数、利润总额合计数分别占 2014 年全年的 50.44%、49.61%，但营业利润率均值高于 2014 年全年水平。2015 年以来，房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为主的企业，其盈利能力得以持续，而且融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但企业区域性差异显著，以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势。

从房地产企业偿债能力来看，房地产企业有息债务中短期债务规模相对较小，资产构成中以存货为主的流动资产占比较高，形成流动比率高，速动比率相对较小的特点，2014 年流动比率均值为 168.78%，速动比率均值为 47.64%。房地产企业实行预售制，经营活动产生的现金流量规模较大，但房地产企业开发周期长，而土

地购置支出规模大，历年土地购置规模分布不均匀会导致企业经营活动现金流量净额波动较大，经营活动现金流量净额对短期债务的保护能力会有所波动。从发债房地产企业长期偿债指标来看，2014 年全部债务/EBITDA 平均值为 8.34 倍，EBITDA 利息倍数平均数为 3.04 倍，AAA 企业整体偿债能力优于其他级别企业。

总体看，发债企业资产规模保持增长，存货占比较大，债务负担有所增长但总体可控。2014 年整体收入和利润总额保持增长，盈利能力较稳定；2015 年前三季度收入和利润不及 2014 年全年的 2/3，但盈利能力较 2014 年有所增长。考虑到在银行间发行债券的房地产企业以中央和国有企业为主，整体规模处于行业内前列，抗风险能力较强。

四、行业展望

2014 年以来，中国房地产市场处于调整期，房地产需求有所放缓，但住宅库存量高企，对市场预期转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。自 2014 年下半年开始，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策及 330 新政等，使市场出现缓慢回暖迹象，但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。2015 年房地产开工面积增速和房地产投资增速依然低位徘徊，全国房地产市场区域分化严重，库存高企依然是行业内面临的首要问题，国房景气指数低位震荡。

2015 年 10 月 29 日，十八届五中全会通过“全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策”，该政策进一步提升了对居住功能需求和住房的升级需求。2015 年 12 月 21 日结束的中央经济工作会议强调要“化解房地产库存”，具体措施包括：一是按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求，通过加快农民工市民化，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存，稳定房地

产市场。要落实户籍制度改革方案，允许农业转移人口等非户籍人口在就业地落户，使他们形成在就业地买房或长期租房的预期和需求。二是要明确深化住房制度改革方向，以满足新市民住房需求为主要出发点，以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。三是要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。四是要鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略，适当降低商品住房价格，促进房地产业兼并重组，提高产业集中度。五是要取消过时的限制性措施。本次政府明确提出消化房地产库存的措施，房地产行业调整将进入实质性阶段，新的房地产需求将会由传统的城市存量人口转向新市民、地方政府以及投资机构。

2015 年销售回暖呈现结构化特征，主要得益于房地产救市措施频出和实体缺资产。从结构上看，一线城市销售回暖最为明显，其库存压力也相对较小，但三线以下城市的库存过剩问题严重。国家从确保经济增长的角度，有意愿、也有必要继续对房地产行业保持较大的支持力度。房地产投资在固定资产投资中的比例高，可以消化钢铁、水泥等上游产能，还会为家电等配套消费品带来购买力。因此，房地产投资可以带动上下游需求的上升，进而拉动经济。但一线城市房产热销和房价大涨实质是存量资金推动的结果，而基础设施投资相关的重资产运营钢铁、水泥等行业企业产能严重过剩，主动加杠杆能力不足，淘汰过剩产能及行业整合的过程也将伴随信用风险压力释放的进程。

银行间发行债券的房地产企业以中央和国有企业为主，资产和收入规模处于行业前列，作为行业内龙头企业，资产和收入规模持续增长，债务负担有所上升但基本可控，盈利能力同比变化不大，整体抗风险能力强。2015 年以来，房地产销售的区域化差异有所体现，布局一线城市为

主的企业，其盈利能力得以持续，而且融资渠道的放宽，很大程度上起到了降低融资成本的效果。但企业区域性差异显著，以二、三线城市及商业地产、园区开发等为主的企业，已经显露下滑态势，后续商品房投资价值的减弱将抑制投资人群消化库存的动力，不利于开工新建回暖。

长期看，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配

套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强；房地产供应步入调整阶段，化解房地产库存成为关键问题。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整；人口老龄化背景下中国房地产可能将开始长周期调整，投资价值的进一步弱化不利于房地产库存的去化，国内房地产市场的发展情况取决于供需各因素的相互作用。

评级小贴士

关于绿色债券的一些 Q&A

什么是绿色债券？

绿色债券是指募集资金主要用于绿色循环低碳发展项目的企业债券。绿色金融债券是指金融机构法人依法发行的、募集资金用于支持绿色产业并按约定还本付息的有价证券。

绿色债券所涉及的项目有哪些？

绿色债券现阶段重点支持的项目包括节能减排技术改造、绿色城镇化、能源清洁高效利用、新能源开发利用、循环经济发展、水资源节约和非常规水资源开发利用、污染防治、生态农林业、节能环保产业、低碳产业、生态文明先行示范实验、低碳试点示范等。另根据央行发布的《绿色债券支持项目目录》，绿色产业包括节能，污染防治，资源节约与循环利用，清洁交通，清洁能源，生态保护和适应气候变化五大类项目。

绿色债券的监管机构有哪些？

国家发展改革委、中国人民银行分别为绿色债券和绿色金融债券的监管部门；非金融企业发行支持绿色产业项目的非金融企业债务融资工具管理规定由中国银行间市场交易商协会另行制定。

绿色债券的发行方式是什么？

非金融企业可以通过公开、非公开方式发行绿色债券。公开发行的绿色债券，需经国家发展改革委核准；非公开面向机构投资者发行的绿色债券，发行时认购的机构投资者不超过二百人，单笔认购不少于 500 万元人民币，且不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。绿色金融债券可在银行间债券市场公开发行或定向发行，需向中国人民银行报送申请材料并按相关规定在发行前提交备案材料。

发行绿色债券需要信用评级吗？

公开发行的绿色债券，需要进行主体评级和债项评级；非公开发行的绿色债券不需要进行信用评级。获准发行绿色金融债券的发行人，应当向人民银行提供的备案材料包括信用评级机构出具的金融债券信用评级报告及有关持续跟踪评级安排的说明。

资料来源：2015 年 12 月 22 日人民银行发布的《中国人民银行公告 [2015] 第 39 号》，2016 年 1 月 7 日国家发展改革委发布的《绿色债券发行指引》。

2015 年中国港口行业研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 王丽娟

一、行业分析概要

港口是国民经济和社会发展的基础设施，港口货物吞吐量与宏观经济发展水平密切相关。2014 年以来，受下游基建投资与进出口增速下滑因素影响，中国港口吞吐量增速回落，部分港口甚至出现负增长，港口行业收入与盈利规模进入下行通道。随着港口的大规模投资建设，港口产能迅速扩张，但港口建设缺乏整体规划，目前港口吞吐能力已供过于求，港际间竞争激烈。各地政府陆续成立港口资产管理平台对区域内资源进行统一布局，以提升港口群整体效益。

从目前港口行业内的发债企业来看，经营状况整体尚保持良好态势。港口业务受区域竞争、货种结构、业务规模等因素影响，行业内企业盈利能力体现出明显差异；行业整体债务负担处于适中水平，但由于行业处于投资建设高峰期，不断上升的融资压力导致有息债务规模快速增长，债务负担呈加重趋势；港口类企业收入获现能力很强，对信用基本面形成良好支撑，已发债企业整体信用风险较低。

短期内中国经济增长放缓的趋势仍将持续，对外贸易亦难以迅速改善，中国港口吞吐量预计将继续维持低速增长。不同腹地区域经济特点及港口货种结构的差异，将带来港口企业经营状况的分化。腹地经济增速下滑明显，将对港口运营企业业务发展产生不利影响；货种结构单一且以



王丽娟

北京交通大学技术经济及管理硕士，现任工商四部副总经理，主要从事房产建筑、交通投资、水泥建材、航空港口等工商企业信用评级工作，公司信用评级委员会委员。

煤炭、铁矿石等大宗商品及干散货需求为主的港口运营企业，处于大规模投资建设期、债务规模大幅上升同时产能不能有效利用的港口企业，其偿债能力可能出现下降。而集装箱港口辐射半径小，腹地重叠少，受益于区域内竞争相对温和及



集装箱运输市场的复苏，可望带来港口竞争能力提升。

长期来看，随着中国产业转型，传统大宗散货煤、油、矿等港口吞吐量增长将进一步趋缓，而依托先进制造业和新能源产业的天然气、滚装汽车、液体化工、粮食等货种未来将成为港口新增长点。各地政府陆续成立港口资产管理平台对区域内资源进行统一布局，以提升港口群整体效益，港口整合有利于避免恶性竞争，促进行业良性发展。同时“一带一路”战略实施将为相关经济带所涉及的港口运营企业提供良好的发展机遇。

二、行业概况

港口与铁路、公路、水运、航空等一起组成国民经济的交通命脉，作为综合运输枢纽和货物集散地，港口在整个运输系统中起到举足轻重的作用。

（一）行业特点

从行业基本特征来看，港口建设需要对泊位、航道、大型设备等资产进行整体一次性投资，且投资量巨大，投资回收期较长，港口行业具有典

型的资本密集型特点；由于港口的投资规模大、固定成本高，只有当港口的吞吐量达到一定规模时，才能不断降低港口生产的单位固定成本、营销成本等，表现出比较明显的规模经济性特点；港口行业和宏观经济的发展密切相关，国民经济和全球经济的波动使得港口行业具有周期性的特点；港口腹地的经济发展水平直接影响港口的吞吐量规模，腹地的产业和货源结构直接决定港口的产品结构，港口对经济腹地具有高度的依赖性，港口行业表现出明显的区域性特点。

（二）沿海港口分布

中国海岸线长达 18400 公里，沿海 11 个省市区有着港口业发展的良好自然条件和重要的经济基础。目前中国沿海港口形成了以主枢纽港为骨干、区域性重要港口为辅助、地方中小港口为补充的层次分明的港口布局，全国多数亿吨大港均分布在沿海一线。

根据原交通部和国家发改委编制并于 2006 年 9 月经国务院审议通过《全国沿海港口布局规划》，中国沿海形成环渤海、长三角、东南沿海、珠三角、西南沿海 5 个集合规模化、集约化、现代化的港口群强化群体内综合性、大型港口的主

体作用，形成煤炭、石油、铁矿石、集装箱、粮食、商品汽车、陆岛滚装和旅客运输等 8 个运输系统的布局。目前在全国沿海形成的五大区域港口群中，最主要的三大港口群分别是以上海港为中心，宁波港、连云港、南通港、张家港为辅助性港口的长江三角洲港口群；以大连港、天津港、青岛港为中心港口，营口港、秦皇岛港、烟台港为辅助性港口的环渤海港口群；以香港、广州港、深圳港为中心的珠江三角洲港口群。

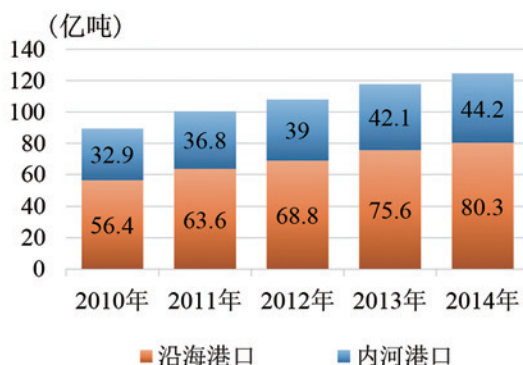
三、行业运行状况

根据交通部《2014 年交通运输行业发展统计公报》，截至 2014 年底，全国港口拥有生产用码头泊位 31705 个，比上年末减少 55 个。其中，沿海港口生产用码头泊位 5834 个，增加 159 个；内河港口生产用码头泊位 25871 个，减少 214 个。全国港口拥有万吨级及以上泊位 2110 个，比上年末增加 109 个。其中，沿海港口万吨级及以上泊位 1704 个，增加 97 个；内河港口万吨级及以上泊位 406 个，增加 12 个。全国万吨级及以上泊位中，专业化泊位 1114 个，通用散货泊位 441 个，通用件杂货泊位 360 个，比上年末分别增加 52 个、27 个和 15 个。

港口作为国民经济和社会发展的基础设施，其发展取决于社会经济发展所带来的商品贸易及货物运输需求，经济增长率、商品贸易增长率与港口货物吞吐量的增长有较高的相关性。受中国进出口贸易增速放缓的影响，沿海港口的货物吞吐量增速有所放缓。2014 年，中国 GDP 实现 636463 亿元，同比增长 7.4%。其中，第二产业增加值 271392 亿元，增长 7.3%；全年货物进出口总额 264334 亿元，同比增长 2.3%，其中，出口 143912 亿元，增长 4.9%；进口 120423 亿元，同比下降 0.6%。

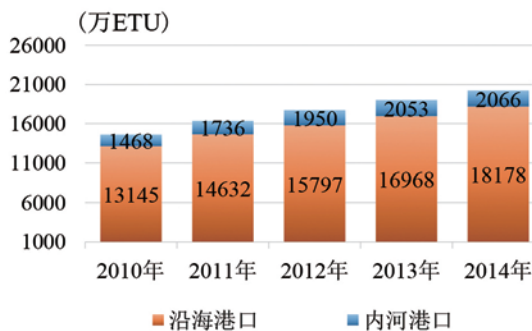
2014 年全国港口完成货物吞吐量 124.52 亿吨，比上年增长 5.8%，增速较 2013 年下降 3.4

图 1 2010-2014 年全国港口货物吞吐量



资料来源：《2014 年交通运输行业发展统计公报》

图 2 2010-2014 年全国港口集装箱吞吐量



资料来源：《2014 年交通运输行业发展统计公报》

个百分点。其中，沿海港口完成 80.33 亿吨，内河港口完成 44.19 亿吨，分别增长 6.2% 和 5.1%，增速较 2013 年小幅下降 3.7 个和 2.8 个百分点。全国港口完成集装箱吞吐量 2.02 亿 TEU，比上年增长 6.4%，增速较 2013 年下降 0.8 个百分点。其中，沿海港口完成 1.82 亿 TEU，内河港口完成 2066 万 TEU，比上年分别增长 7.1% 和 0.6%。全国港口完成外贸货物吞吐量 35.90 亿吨，比上年增长 6.9%，增速较 2013 年下降 3 个百分点。其中，沿海港口完成 32.67 亿吨，内河港口完成 3.23 亿吨，分别增长 6.9% 和 6.8%，增速较 2013 年下降 2.8 个和 5 个百分点。

2014 年全国规模以上港口完成货物吞吐量 111.88 亿吨，比上年增长 5.1%。其中，完成煤

炭及制品吞吐量 21.89 亿吨，石油、天然气及制品吞吐量 7.86 亿吨，金属矿石吞吐量 17.97 亿吨，分别增长 0.7%、3.7% 和 7.6%。

2014 年全年内河及沿海建设完成投资 1459.98 亿元，比上年下降 4.5%。其中，内河建设完成投资 508.12 亿元，下降 6.9%。内河港口新建及改（扩）建码头泊位 253 个，新增吞吐能力 16216 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 3094 万吨。全年新增及改善内河航道里程 2000 公里。沿海建设完成投资 951.86 亿元，下降 3.1%。沿海港口新建及改（扩）建码头泊位 170 个，新增吞吐能力 36269 万吨，其中万吨级及以上泊位新增吞吐能力 33123 万吨。505 个贫困县完成水运建设投资 24.69 亿元，全部为内河建设投资，增长 27.7%，占全国内河建设投资 4.9%。

根据《2015 年前三季度交通运输运行分析报告》，2015 年 1-9 月，规模以上港口完成货物吞吐量 86.0 亿吨，同比增长 2.8%；内贸有所放缓，外贸回升明显，内贸货物吞吐量同比增长 3.5%，其中三季度增长 2.0%，较上半年放缓 2.3 个百分点；外贸货物吞吐量增速自 6 月份起由负转正，前三季度增长 1.4%，其中三季度增长 4.9%，较上半年回升 5.3 个百分点。重点货类表现各异。1-8 月份，北方港口煤炭下水量同比下降 4.3%，煤炭外贸进港量下降 27.9%，原油外贸进港量增长 10.9%，铁矿石外贸进港量下降 1.9%。前三季度，规模以上港口集装箱吞吐量增长 4.9%，增速逐季回落。中国对“一带一路”沿线国家的集装箱航线吞吐量增长较快，1-8 月份东盟、中东、非洲航线分别增长 13.8%、9.8% 和 9.0%。

分港口来看，2014 年中国主要港口吞吐量增速除天津港、广州港、日照港和营口港外，其他港口吞吐量增速均出现不同程度下滑，其中上海港和深圳港出现了负增长。2015 年 1-9 月，随着进出口总值的大幅下滑，全国主要港口吞吐量增速也相应下降，其中上海港和深圳港继续维持

负增长态势，另外随着钢铁和煤炭行业景气度的持续低迷，唐山港和秦皇岛港吞吐量也出现了负增长。

四、港口发债企业信用分析

（一）发债企业概况

截至 2015 年 9 月底，按联合资信行业分类划分为港口行业的、仍有存续期内债券的发行企业（以下简称“发债主体”）共 37 家，涉及到 27 个港口。从发债主体性质看，国有独资或控股企业为主要发行群体，共计 33 家；民营企业 1 家（丹东港集团有限公司），其他企业为中外合资或合营企业。

发债主体级别分布方面，AAA 级企业共 9 家，AA+ 级企业共 10 家，AA 级企业共 13 家，AA- 级企业 5 家。其中 AA 级以上企业家数占总数的 86.49%。

发债企业级别与企业完成的货物吞吐量或集装箱吞吐量密切相关，业务规模是港口企业综合实力的体现，港口吞吐量规模越大、获得资源、客户和外部支持的可能性越大，竞争能力和抵御风险能力越强，经营风险越低；吞吐量规模较大的企业能够摊薄固定成本，具有更好的盈利能力。从目前发债企业级别看，其中 9 家 AAA 级企业全部为所属口岸货物或集装箱吞吐量排名前 8 位的企业，企业货物吞吐量基本在 3.4 亿吨以上，集装箱吞吐量基本在 700 万 ETU 以上。AA-~AA+ 企业级别分布与所属口岸、企业实际完成货物或集装箱吞吐量排名表现不一致，主要除考虑业务规模方面，还考虑自身债务负担等因素。

截至 2015 年 9 月底，2014 年货物吞吐量排名前 20 名的港口运营企业除苏州港和黄骅港外（上海港运营企业上海国际港务（集团）股份有限公司发行的“12 上海港 MTN1”于 2015 年 3 月 12 日到期兑付，目前无存续债券），其他港口的运营企业均在公开市场上发行过债券；2014

年集装箱吞吐量排名前 20 名的港口除苏州港、佛山港、虎门港、福州港、泉州港和中山港外，共有 14 个港口的运营企业在公开市场上发行过债券，发债主体涉及品种包括公开发行的短期融资券、中期票据、企业债和公司债及其他。

（二）发债主体信用分析

截至目前同一港口（按交通运输部统计口径）内集团类发债主体与下属控股公司均发债的共有 6 个港口。考虑到集团类企业与下属子公司在业务运营方面重复计算的因素，下文分析的数据统计范围不包括集团类企业的下属公司。

1. 资本结构

近年来中国港口均处于投资建设高峰期，在建项目陆续投产、新建项目稳步开工，行业内企业的资产规模上升较快。大规模建设带来的融资压力导致有息债务规模呈快速增长态势，债务期限结构主要以长期债务为主。随着建设规模的扩大，港口行业债务负担亦呈上升趋势。2014 年中国港口发债主体资产负债率和全部债务资本化比率平均值分别为 52.47% 和 41.35%，整体处于适中水平，指标值最高的为广西北部湾国际港务集团有限公司，两项指标达 74.99% 和 67.29%。

分级别看，AA 级和 AA+ 级发债企业两项指标平均值较高，资产负债率分别为 58.72% 和 55.34%，全部债务资本化比率分别为 47.64% 和 44.68%，AAA 级企业和 AA- 级企业资产负债率

平均值低于 50%，全部债务资本化比率平均值低于 35%。

分港口群来看，环渤海港口群发债主体负债水平稍高于其他港口群发债主体，珠江三角洲港口群发债主体平均负债水平最低。

2. 盈利能力

2014 年中国港口发债主体平均营业利润率为 26.10%，其中港口业务平均毛利率为 40.90%，受港口企业开展的运输、物流、贸易等其他业务毛利率较低影响，发债主体整体营业利润率低于港口业务相关的毛利率水平；贸易、物流业务占比较大的发债主体营业利润率低于其他企业。2014 年中国港口发债主体平均净资产收益率为 5.54%，同比有所下滑，其中 AA+ 级和 AAA 级企业的净资产收益率高于其他级别的企业。

从港口相关业务来看，由于不同货种收费标准的差异，中国港口发债主体盈利能力存在较大差异，其中以外贸集装箱业务为主的企业盈利能力较强；以内贸货物和大宗散货为主的企业盈利能力偏弱，但部分港口受益于吞吐量规模优势，盈利水平高于其他企业。另外竞争比较激烈的港口群内发债主体毛利率水平较低。2014 年以来，受钢铁、煤炭行业景气度低迷影响，以煤炭、铁矿石等大宗商品及干散货需求为主的港口企业收入规模和盈利能力出现不同程度的下降。

从期间费用控制来看，由于部分发债主体改制后肩负着较多社会职能，下属非盈利性机构每

表 1 发债主体主要财务指标均值

单位：%/ 倍

级别	资产负债率	全部债务 资本化比率	营业利润率	净资产收益率	全部债务 / EBITDA	EBITDA 利息倍数
AAA	46.61	34.74	23.90	6.29	4.48	7.96
AA+	55.34	44.68	29.01	9.48	6.72	6.18
AA	58.72	47.64	23.86	3.82	8.23	3.20
AA-	42.34	31.41	29.47	2.00	7.91	4.29

资料来源：联合资信整理

年相关经费支出较大，期间费用相对较高，对盈利水平影响较大。另外，目前多数港口处于投资建设高峰期，未来在建码头泊位建成后计提的折旧费用以及投资建设带来的大规模有息债务产生的财务费用也在一定程度上影响着发债主体的盈利水平。

从经营活动现金流来看，港口企业由于现金结算方式使得收入获现能力很强，并且由于港口业务经营特点，其经营活动现金流具有较好的稳定性，对信用基本面形成良好支撑。部分港口企业由于收到和支付其他与经营活动有关的现金规模较大，可能会导致经营净现金流表现较弱。

3. 偿债能力

从长期偿债指标来看，2014年中国港口发债主体 EBITDA 利息倍数平均值为 5.52 倍，全部债务 /EBITDA 平均值为 6.94 倍。其中 AAA 级企业的全部债务 /EBITDA 和 EBITDA 利息倍数指标值表现最好，长期偿债能力显著优于其他级别企业。

总体看，目前中国港口发债主体经营状况整体保持良好态势，受港口业务因区域竞争、货种结构、业务规模等因素影响，行业内企业盈利能力体现出明显差异；行业整体债务负担处于适中水平，但由于行业处于投资建设高峰期，不断上升的融资压力导致企业有息债务规模快速增长，债务负担呈加重趋势；港口类企业收入获现能力很强，对信用基本面形成良好支撑，已发债企业整体信用风险较低。

五、行业展望

2014 年以来，受下游基建投资与进出口增速下滑因素影响，中国港口吞吐量增速回落，部分港口甚至出现负增长，港口行业收入与盈利规模进入下行通道。中国经济增长放缓的趋势短期

内仍将持续，对外贸易亦难以迅速改善，中国港口吞吐量预计将继续维持低速增长。

不同腹地区域经济特点及港口货种结构的差异，将带来港口企业经营状况的分化。一是港口依靠腹地经济和临港产业而发展，腹地经济的发达程度反映了货物运输需求，2014 年以来部分地区经济增速下滑明显，将对港口运营企业业务发展产生不利影响。二是货种结构单一且以煤炭、铁矿石等大宗商品及干散货需求为主的港口运营企业，处于大规模投资建设期、债务规模大幅上升同时产能不能有效利用的港口企业，其偿债能力可能出现下降。三是集装箱港口辐射半径小，腹地重叠少，受益于区域内竞争相对温和及集装箱运输市场的复苏，可望带来港口竞争能力提升。

长期来看，随着中国产业转型，传统大宗散货煤、油、矿等港口吞吐量增长将进一步趋缓，而依托先进制造业和新能源产业的天然气、滚装汽车、液体化工、粮食等货种未来将成为港口新增长点。各地政府陆续成立港口资产管理平台对区域内资源进行统一布局，以提升港口群整体效益；港口整合有利于整个港口群的良性发展，避免恶性竞争，统一合理规划未来的产能扩张计划，有效缓解港口经营效益下滑的趋势。

从政策层面来看，2014 年以来，党中央提出“一带一路”战略，交通运输部高度重视，配合国家发展和改革委员会编制了《丝绸之路经济带和海上丝绸之路建设战略规划》。交通运输业作为“一带一路”战略规划的优先领域，在经济“新常态”下需要充分发挥交通基础设施建设在消化过剩产能、拉动内需、稳定增长、改善民生中的突出作用，促进铁路、公路、水路、民航和邮政等各种运输方式深度融合，加快综合运输通道枢纽建设。港口作为中国“一带一路”建设中国陆上丝绸之路与海上丝绸之路的重要支点，在交通运输综合体系中具有重要战略地位，“一带一路”战略实施将为相关经济带所涉及的港口运营企业提供良好的发展机遇。

2015 年度短期融资券市场及利差研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 刘艳 林青 齐萌 张婷婷

一、短融¹发行市场概况

本年度，银行间债券市场共有 1001 家企业累计发行短融（含超短融）²2535 期，合计发行规模为 32427.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年分别增长 18.18%、67.33% 和 50.70%，增幅较大主要是由于超短融发行量增长显著。

截至本年末，银行间债券市场存续短融（含超短融）2081 期，存续短融（含超短融）金额达 24186.40 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券³存量总规模的 18.52%。

（一）短融发行情况分析

本年度，共有 799 家企业累计发行短融 1105 期，较上年分别小幅增长 3.08% 和 2.17%，增速整体上较为平稳；发行规模为 9483.00 亿元，较上年下降 9.87%。短融发行规模下降的主要原因是，超短融发行主体扩容，发行较为便利，超短融对短融的替代作用和分流作用明显。从单笔发

行规模来看，本年度短融的平均单笔发行规模为 8.58 亿元，较上年降幅明显。

本年度，城投类企业⁴所发短融的期数和规模分别为 289 期和 2229.70 亿元，发行期数较上年增长 14.68%，但发行规模下降 19.29%，平均单笔发行规模下降近三成。城投类企业短融发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 26.15% 和 23.51%，与上年相比发行期数占比略有增加，发行规模占比则有所下降。

（二）超短融发行情况分析

本年度共有 412 家企业累计发行超短融 1430 期，发行总额为 22944.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模与上年相比增幅均超过 100%，增幅较大可能与超短融发行主体扩容有关。本年度，超短融的平均单笔发行规模较上年下降逾三成，主要原因可能是融资成本在本年度处于下行阶段，发行人倾向于采取滚动发行的模式控制融资成本。

超短融发行家数、发行期数和发行规模在本

¹ 如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超短期融资券。下文同。

² 由于证券公司发行的短融和一般企业发行的短融审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短融。

³ 公司类债券包括企业债券、中期票据（不包括美元中期票据）、集合票据、短期融资券（含超短融）、非公开定向债务融资工具、公司债、可转债和可交换债。

⁴ 城投类企业分类标准来源于 Wind 资讯。

表 1 2011~2015 年短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	608	808	860	1072	1105	2.17
发行家数 (家)	453	614	663	782	799	3.08
发行规模 (亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	-9.87
平均单笔发行规模 (亿元)	12.30	10.10	9.68	9.81	8.58	-12.54

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 2 2011~2015 年超短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	20	125	216	443	1430	222.80
发行家数 (家)	6	48	66.00	141	412	192.20
发行规模 (亿元)	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	22944.30	108.66
平均单笔发行规模 (亿元)	72.00	46.58	34.88	24.82	16.04	-35.37

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

年度均呈现出逐渐升高至趋稳的状态。2015 年各季度,超短融发行期数、发行规模和发行家数的同比增幅基本均在 100% 以上,一季度的环比增幅超过 50%,之后增幅收窄,三四季度环比增幅均低于 15%。

本年度,城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模分别为 261 期和 2437.00 亿元,较上年(70 期和 947.00 亿元)增幅明显。城投类企业发行期数和发行规模在总发行期数和发行规模的占比分别为 18.25% 和 10.62%,与上年相比占比均有小幅增加。

从发行期限来看,本年度超短融的发行期限为 7 天至 270 天不等,仍以 270 天为主,占本年度超短融发行总期数的 65.24%。与上年相比,本年度发行的超短融增加了期限为 7 天的种类,体现了超短融在发行期限上的灵活性。

(三) 证券公司短融发行情况分析

本年度共有 40 家证券公司累计发行短融 173 期,发行规模为 2795.60 亿元。与上年相比,本年度证券公司短融发行期数、发行规模均下降 30% 以上,发行家数和平均单笔发行规模变动不大。

本年度,证券公司短融的发行期限仍主要为 3 个月;发行利率方式均为固定利率;发行主体地区分布按发行期数和发行规模的排名依次是广东省、北京市及上海市,与去年情况相同;由于广东省的证券公司较多,该地区证券公司短融的发行期数和发行规模上仍保持领先地位,其证券公司短融的发行期数和发行规模分别占证券公司短融发行总期数和总规模的 24.28% 和 38.26%。

二、短融利率分析

从短融利率的种类来看,本年度所发短融(含超短融)有 1 期采用浮动利率发行,其余均采用固定利率发行。

本年度一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍大致接近,保持波动下行的走势。从各级别主体所发短融的发行利率来看,除了 AAA 和 AA+ 级主体发行利率重叠较多以外,各级别主体所发短融利率较有明显的区分度。AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大,年末较年初降幅均在 20% 以上,AA- 级和 A+ 级短融的平均发

行利率均值降幅则相对较小。这说明受到债市风险事件频发的影响，投资者避险意愿较强，对于低级别发行人所发短融的风险溢价要求相对较高。

三、短融发行主体信用等级分布分析

本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级 ~A+ 级，其中 AAA 级 ~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。

从发行期数来看，本年度各信用级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA 级 ~AA 级，其中短融发行期数最多的仍为 AA 级别主体，在总发行期数中的占比由上年的 36.84% 升至 42.81%，A+ 级主体短融发行期数降幅明显（仅存 14 期），短融发行期数呈现向 AA（含）级以上高等级集中的态势。

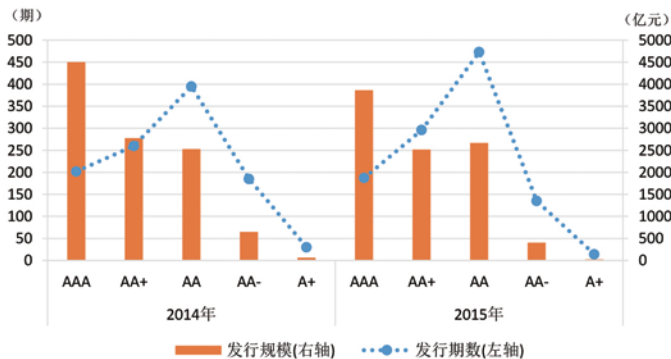
从发行规模来看，本年度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在 AAA 级 ~AA 级，在发行总规模中的占比为 95.49%，较上年小幅上升。其中 AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但规模占比小幅下降至 40.77%；AA 级主体所发短融规模占比有明显上升，并且超过 AA+ 级主体所发短融规模占比；A+ 级规模占比则进一步下降。AA 级以上主体所发短融规模分布更为均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显。

四、短融发行规模结构分析

本年度，短融的发行期数仍然呈现出随着发行规模的增大而减少的趋势，短融发行规模仍然主要集中在 0~20 亿元，在发行总期数中的占比（93.94%）进一步上升，其中发行规模为 0~5 亿

图 1 2014~2015 年短融发行主体信用等级分布



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

元的短融发行期数增幅较为显著。

本年度，超短融的发行期数呈现向小规模集中的趋势，0~10 亿元规模的超短融发行期数在总发行期数中的占比有显著上升，其中 0~5 亿元规模的超短融发行期数增加明显，在总发行期数中的占比上升至最大。10~20 亿元规模的超短融发行期数也增长逾一倍，但占比却略有下降。

五、短融发行主体所有制性质分析

短融（含超短融，下同）发行主体的所有制性质方面，本年度国有企业仍是短融发行的主要企业类型，其所发短融期数与规模虽明显增加，但占短融总发行期数与总发行规模的比例（79.61%，89.82%）同上年相比均有所下降；民营企业在短融发行期数和发行规模上稳居第二位，所发短融的期数和规模在短融总发行期数与总发行规模的占比同比略有上升；外商独资企业、中外合资企业和其他类企业所发短融的期数和规模较上年均明显增加。

六、短融发行主体地区分布分析

短融发行主体的所在地区方面，江苏、北京、浙江、山东、广东和上海地区本年度所发短融的

期数和规模均位列前六位。其中，江苏地区的企业所发短融的发行期数（144 期）明显增加，超过北京位居首位；北京地区凭借大型国有企业集中的优势，企业所发短融的发行规模（2069.10 亿元）虽同比有所减少，但仍然保持明显领先地位。排名前十位的地区中，广东地区企业所发短融的期数和规模均较明显地减少。

从超短融发行的地区分布来看，随着超短融的多次扩容，本年度共有 30 个省份（直辖市）的企业发行超短融，发行省份数目较上年增加 10 个。本年度，发行超短融较活跃的地区仍然包括北京、江苏、浙江、山东、广东和上海地区。与上年相比，江苏、浙江、山东、福建、广西、重庆和山西等地区企业所发超短融的发行期数和发行规模显著增加，增幅均超过 200%。总体来看，超短融发行地区分布更加趋于均衡。

七、短融发行主体行业分布分析⁵

从短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面看，本年度交通基础设施，电力，建筑与工程，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿行业主体所发短融的期数和规模均位居前五位。与上年相比，排名前五位的行业没有变化，排名略有变化，其中交通基础设施行业中的企业在发行期数方面超过电力行业跃居首位。总体来看，排名前十位的行业主体所发短融的期数和规模均有较大增长，其中石油、天然气与供消费用燃料行业主体所发短融的发行期数和发行规模增幅尤为显著。

八、短融新增发行主体分析

本年度共有 211 家企业首次发行短融 267 期，

合计发行规模为 1653.80 亿元。同上年相比，本年度首次发行短融的企业家数、发行期数和发行规模以及其分别在发行短融企业总家数、总发行期数和发行总额中的占比（26.41%、24.16% 和 17.44%）均有所减少。本年度共有 273 家企业首次发行超短融 733 期，合计发行规模为 7621.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年显著增加，增幅均在 150% 以上。本年度短融和超短融新增主体中绝大部分为国有企业，占比均在 75% 以上；新增短融和超短融发行主体信用等级均主要分布在 AA 级和 AA+ 级，其在短融新增主体中的占比分别为 50.24% 和 25.12%，在超短融新增主体中的占比分别为 38.46% 和 35.53%。

九、短融承销情况分析

本年度，共有 39 家主承销商参与承销短融（含超短融，以下同），承销商数量较上年增加 7 家。本年度共有 1211 期短融采用了联合主承销商的方式发行，联合承销的短融期数虽同比明显增加，但在短融总发行期数中的占比（47.77%）较上年略有下降。

按承销期数统计⁶，本年度兴业银行承销期数增幅明显，以承销 241 期跃居首位，招商银行、浦发银行、建设银行和工商银行分别位列第二至第五位。本年度排名前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 43.52%，同上年相比变化不大。

按承销规模统计，本年度工商银行承销额为 3362.25 亿元，位居市场首位，建设银行、中国银行、农业银行和招商银行分别位列第二至第五位。本年度前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的 44.90%，占比较上年（38.79%）有所增加，集中度有所上升。

本年度发行额度超过 50（含）亿元的短融

⁵ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准，以下同。

⁶ 对于采用联合主承销商形式发行的短融，各承销商的承销期数与承销额度按 50% 计算。

共 81 期，占总发行期数的比例（3.20%）较上年略有下降；合计发行规模达 5858.00 亿元，占发行总额的 18.07%，同比变化不大。其中四大国有银行的大额短融合计承销期数和承销规模在大额短融总期数和总规模中的占比分别为 56.79% 和 60.82%，占比较 2014 年均有所上升，大额度承销呈向国有商业银行进一步集中的趋势。

十、利差分析

本年度所发短融中，剔除 19 期发行期限在 1 年内⁷的、19 期有担保的、16 期上市后 14 天内无交易的短融（截至 1 月 4 日之前），剩余短融共计 1051 期⁸，作为短融利差分析样本。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 1051 期作为样本。

目前，短融的信用评级包括主体信用等级的评定和债项信用等级的评定。由于几乎所有的短

融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。

自 2014 年二季度起，短融的发行利差和交易利差⁹逐步下行，年末受到流动性趋紧影响有所回升。2015 年上半年，在资金面持续宽松的背景下，利差延续下行走势，但受到多起债券违约的影响，较 2014 年下半年有明显扩大，其中 4 月出现首例国企债券违约，导致利差出现大幅波动。下半年，市场资金面进一步宽松，利差继续保持下行态势。整体来看，利差呈现逐渐收窄的趋势，较上年进一步下降。

通过表 3 可以看出，2015 年一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致，主要体现在以下方面：一是本年度新发短融的发行主体信用等级对短融利差呈现出较为明显的区分度，发行人主体信用等级越低，平

表 3 2014~2015 年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

年度	主体级别	样本数 (个)	发行利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
					均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
2014	AAA	190	3.98-6.75	5.18	170.96	-	35.13	174.22	-	34.95
	AA+	254	4.05-6.99	5.34	185.06	14.10	32.37	186.85	12.63	31.31
	AA	371	4.15-9.00	5.85	235.42	50.36	34.81	236.95	50.10	34.56
	AA-	161	5.00-9.00	7.28	382.22	146.81	22.42	381.84	144.89	22.75
	A+	20	6.60-9.50	7.96	446.31	64.09	18.24	445.81	63.97	17.17
2015	AAA	183	2.96~6.20	3.94	142.18	-	42.66	148.81	-	41.60
	AA+	284	3.00~7.00	4.13	163.25	21.07	34.08	169.62	20.81	33.15
	AA	452	3.38~8.00	4.76	226.43	63.18	37.40	232.73	63.11	36.14
	AA-	122	4.33~8.50	6.50	390.45	164.02	20.55	397.10	164.37	20.74
	A+	10	6.19~8.09	7.10	445.82	55.37	9.60	449.80	52.70	9.24

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁷ 其中 15 广汇能源 CP001 的发行期限为 1 年（0.42+0.58），考虑到其含有选择权，分析时以 0.42 年作为该债券的发行期限。

⁸ 其中 15 湘高速 CP001 为双评级，计为两期样本。

⁹ 发行利差（利差 I）为短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，在一定程度上反映了特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。交易利差（利差 II）为短融上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越大；二是除样本数量较少的 A+ 级发行人所发的短融外，其他各信用等级发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均随信用等级下降而扩大，表明发行人主体信用等级越低，投资者所要求的风险溢价越高；三是 AA+ 级与 AAA 级发行人所发短融的级差较小、变异系数相对较大，一定程度上反映 AA+ 级与 AAA 级发行人所发短融的利差区分度不高；四是 AA 级和 AA- 级的级差远大于 AA 级（含）以上级别的级差，表明投资者对于 AA- 级（含）以下的主体要求的风险溢价较高。

通过对不同主体信用等级所对应短融利差 I 和利差 II 差异性的显著性检验¹⁰可以看出，AAA 级与 AA+ 级、AA- 级与 A+ 级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著，反映出 AAA 级与 AA+ 级对短融风险定价的区分程度不强，而 A+ 级样本数量较少，可能对检验结果的准确性有所影响。

十一、未来走势预测

从债券市场看，第一，2015 年 11 月，交易商协会完成了对基础性制度文件的修订，修订后的制度体系将对发行人实行“分层分类管理”，并允许资质较好的第一类发行人注册“储架发行”的资格（DFI）¹¹，这一模式将有助于提高债券发行的市场化程度和效率，推动短融和超短融的发行。第二，2015 年 10 月银行间交易商协会通过了《进一步拓宽超短期融资券发行主体范围的工作方案》，根据方案，超短融发行主体已经扩容到全部具有法人资格的非金融企业，超短融发

行量有望快速增长，其对短融的替代作用也会愈加凸显。第三，2016 年 1 月 8 日，国家发改委发布《绿色债券发行指引》，指引提出，企业申请发行绿色债券，可适当调整审核准入条件，包括债券募集资金占项目总投资比例放宽至 80%、不受发债指标限制等，指引的发布促进了绿色债券的发展，并在一定程度上有利于短期融资券类绿色债券的发行。第四，随着地方政府债务置换规模的不断扩大和经济下行压力的加大，发改委进一步降低地方融资平台的发债要求，推动城投债发行总量增长，同时城投债风险溢价的下降或将带动城投类企业短融发行的增长。第五，随着人民币国际化步伐加快，我国债券市场开放程度将进一步提升，人民币资产配置需求加强和“熊猫债”的发展有助于从需求端和发行端同时推动短融的发行。第六，2015 年 7 月，在前期 20 家证券公司开展发行短期公司债券试点¹²取得良好效果基础上，证监会将试点扩大到所有证券公司，这一措施拓展了证券公司短期债券发行主体，利好证券公司短期债券的发行，但对证券公司短融的发行可能产生一定的替代作用。第七，2015 年爆发了多起债券违约事件和信用风险事件，导致市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高，加大了低等级信用主体的发行成本压力，抑制了低等级信用主体发行短融。

整体来看，2016 年积极的财政政策将加大力度，货币政策也有进一步放松的空间，资金面仍将保持宽松，超短融对短融的替代作用将进一步显现，超短融发行规模有望保持快速增长。此外，短融发行主体信用等级分布一直向较高信用等级集中，短融市场发行主体的多元化发展程度仍有待进一步改善。

¹⁰ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。

¹¹ 发行人可以对短融、超短融和中票三个品种实行“打包注册”，在其注册有效期内随时自主选择发行融资工具，没有注册额度限制。

¹² 2014 年 10 月，证监会下发《关于证券公司试点发行短期公司债券有关事宜的通知》，允许 20 家具有良好风险控制能力和合规经营意识、资本实力较强、有偿债保障能力的证券公司发行证券公司短期债。

2015 年度中期票据市场及利差研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 余 雷 李为峰

一、中票¹发行主体家数、发行期数与发行规模

2015 年度（以下简称“本年度”），共有 683 家发行人发行中票 912 期，发行规模共计 12416.70 亿元。中票发行期数、发行规模和发行家数较 2014 年均有较大程度的增长，增幅分别为 28.27%、32.54% 和 23.96%。本年度中票发行量较上年大幅增长主要是因为融资成本的下降和中票发行政策的进一步放宽。

本年度上半年，受城投类企业中票发行大幅下降、年中流动性趋紧以及违约事件的发生导致多家企业推迟或取消中票发行计划的影响，中票的发行期数、发行规模和发行家数同比增长放缓，增幅分别为 3.57%、11.91% 和 -0.66%；下半年，受益于房地产企业发行中票的主体范围进一步拓宽以及融资成本的持续下降，中票的发行进入爆发式增长，发行期数、发行规模和发行家数同比

分别增长 50.40%、49.80% 和 48.16%。

从近五年的发行情况看，除 2013 年受到债市整顿的影响，其余年度中票的发行期数、发行规模和发行家数均增长较快，5 年年均增长率超过 15%。截至本年度末，银行间债券市场存续中票 2758 期，存续中票金额达 40205.48 亿元，中票存量规模占公司类债券²存量总规模的 30.81%，中票已成为企业直接融资的重要渠道。

二、中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看，本年度发行规模在 10 亿元以下（含 10 亿元）的中票的发行期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 63.82%，但该比例较上年（68.63%）有所下降；而发行规模为 10~50 亿元（含 50 亿元）的中票的发行期数增幅较大，在总发行期数中的占比较上年有所上升。

表 1 2011~2015 年度中票发行基本情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年增长率 (%)
发行期数 (期)	407	562	508	711	912	28.27
发行规模 (亿元)	7079.70	8123.30	6746.20	9368.40	12416.70	32.54
发行家数 (家)	314	447	413	551	683	23.96

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

¹ 即中期票据（不包含集合票据），以下同。

² 公司类债券包括企业债券、中期票据（不包括美元中期票据）、集合票据、短期融资券、非公开定向债务融资工具、公司债和可转债。

三、中票发行期限

本年度中票的发行期限仍集中于3年期和5年期，两者发行期数总和在总发行期数中的占比超过了70%，两者的发行规模总和在中票总发行规模中的占比超过了60%，但占比较上年均有所下降。另一方面，本年度，特殊期限中票的发行量大幅增长，发行期数和发行规模较上年增长近2倍，在中票总发行期数和总发行规模中的占比均较上年增长均超过1倍，主要是由于永续期中票的大量发行所致。本年度共发行了175期永续期中票，较上年（29期）增幅明显，其中“5+N年”期限的中票发行期数最多，在全年发行的永续期中票中的占比为67.05%。

四、中票发行主体企业性质

本年度，国有企业的中票发行优势仍然明显，其所发中票期数与规模占中票发行总期数与总规模比例分别为82.46%和87.11%，占比较上年均有所下降。而民营企业、中外合资企业和其他类型企业所发中票期数和规模较上年均增幅较大，这三种类型企业所发中票期数和规模占中票发行总期数与总规模比例较上年均有明显上升。总体看，国有企业和民营企业仍然是中票市场的主要发行主体。

五、中票担保情况

本年度，共有24期具有担保条款的中票发行，发行总额为188.10亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的2.63%和0.95%，占比较上年均有所下降。本年度发行的具有担保条款的中票中，采用保证担保和抵押担保方式发行的中票

分别有23期和1期。通过保证担保获得AAA级和AA+级债项级别的中票分别为18期和4期，担保人主要为发行企业的母公司或者第三方担保公司。

以担保后债项级别为AAA级的中票为样本进行计算发现，采用担保方式发行的3年期中票的利率要比同一时间段内发行、具有同债项等级且无担保中票的平均发行利率高出47个BP³，而5年期要高出56个BP³。

六、中票承销情况⁴

本年度，共有39家主承销商参与承销中票，承销商数量较上年新增7家。发行方式除5期采用代销之外，其余全部采用余额包销（2014年除了2期采用代销外其余均为余额包销）。本年度共有529期中票采用了联合主承销商的方式发行，联合承销的中票发行期数在总发行期数中的占比为58.00%，该比例较上年上升约4个百分点。

按承销期数统计，本年度建设银行以承销86期位居首位，工商银行、兴业银行、浦发银行和中信银行分别位列第二至第五位。与2014年相比，本年度国家开发银行由第一位跌落至第六位，浦发银行则跻身前五位。

按承销规模统计，本年度工商银行以承销1398.55亿元位居市场首位，建设银行、农业银行、中国银行和兴业银行位列第二至第五位。与上年相比，本年度农业银行和兴业银行替代了国家开发银行和中信银行进入前五名。

总体看，本年度建设银行和工商银行在中票承销期数及规模上优势明显，国有商业银行在中票承销规模上仍然保持优势，排名前五承销商的承销期数和承销规模在本年度总承销期数和总承销规模中的占比均变化较小，市场集中度趋于稳定。

³ 通过计算经担保提升债项等级的中票与在其起息日前后五个工作日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保中票的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

⁴ 对于此节所统计的联合承销中票，每个承销商承销的中票期数和规模的权重均为50%。

七、中票发行新增企业

本年度，共有 292 家企业首次发行中票 353 期，合计发行规模为 3453.50 亿元，分别占发行中票企业数、总发行期数和总发行规模的 42.75%、38.71% 和 27.81%，与上年相比均有所下降（上年分别为 46.82%、44.87% 和 28.62%）。

本年度新增的中票发行企业主要分布于建筑与工程、房地产管理与开发、交通基础设施行业。企业性质方面，仍以地方国有企业为主，该类企业在新增主体中的比例为 66.21%；其次为民营企业，占比为 15.36%。新增中票发行主体的信用等级仍集中在 AA 级和 AA+ 级，分别占新增主体数量的 58.36% 和 22.53%。

八、中票发行主体地区分布

从中票发行主体的所在地区来看，受益于大型国有企业集中的优势，本年度北京地区的企业所发中票在发行期数（153 期）和发行规模（4048.00 亿元）上仍位列全国首位；江苏、广东、山东、浙江和上海地区经济活跃度高，本年度所发中票期数和规模均仍位列 2~6 位。与上年相比，本年度福建和广东地区企业所发中票期数和规模增幅较大，发行期数增幅均超过了 79%，发行规模增幅均超过了 113%；以往发行量较大的浙江地区企业所发中票期数出现下降；重庆和江西地区企业的中票发行期数首次跻身前十位。

九、中票发行主体行业分布⁵

从中票发行主体的行业分布情况来看，本年度建筑与工程，交通基础设施，房地产管理与开发，金属、非金属与采矿以及石油、天然气与供消费用燃料行业的企业所发中票在发行期数和发

行规模上位居前五位，其中建筑与工程行业（121 期）在发行期数方面仍位居首位，而石油、天然气与供消费用燃料行业在发行规模（1680.35 亿元）方面继续保持领先优势。

与 2014 年情况相比，本年度媒体行业的中票发行期数跻身前十位；房地管理与开发和媒体行业企业中票发行量增幅较大，发行期数和发行规模增幅均超过了 110%；多元金融服务行业（多数为城投企业）中票的发行期数和发行规模以及电力行业中票的发行规模则出现下降。

十、中票债项信用等级分布

从债项信用等级看，本年度发行的中票的债项信用等级仍介于 AA- 级至 AAA 级之间（见图 1）。按发行期数统计，本年度发行的中票仍以 AAA 级至 AA 级的债项为主，占总发行期数的 97.26%，占比较上年略有增加，其中 AA 级中票的发行期数仍然最多，占总发行期数的 37.17%。按发行规模统计，本年度 AAA 级中票的发行规模仍远高于其他级别中票的发行规模，占总发行规模的比为 58.63%，较上年变化不大；其次为 AA+ 级，占比为 21.61%。整体看，本年度中票信用等级分布较上年变化不大。

十一、中票发行利率

本年度发行的 912 期中票中，有 865 期采用固定利率发行，45 期采用累进利率发行，2 期采用浮动利率发行。采用固定利率发行的中票期数占本期中票发行总期数的 94.85%，较上年略有上升，市场对固定利率产品认可度依然较高。本年度发行的中票共有 230 期含特殊条款（其中可续期中票 175 期），占中票发行总期数的 25.22%，占比较去年大幅上升。

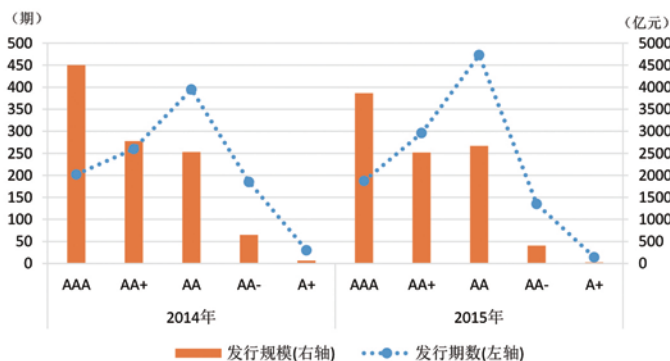
⁵ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准。

剔除浮动利率中票和可续期中票，将含回售或赎回选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，本年度3年期和5年期中票的发行期数最多，分别为328期和358期，在分析中票发行利率时主要针对这两种期限的中票进行分析。

本年度，3年期和5年期中票的平均发行利率走势与同期限的银行间固定利率国债到期收益率走势大致相同，延续了2014年初以来波动下行的趋势，并在本年度12月初进一步降至年内最低水平，其主要得益于央行在2015年多次降准降息以及通过公开市场逆回购、MLF等工具向市场注入流动性。具体看，本年度3年期和5年期各级别中票的发行利率均值均明显低于去年同期的水平，其中3年期和5年期AAA级中票的发行利率均值较上年分别下降120BP和110BP，5年期AA级中票的发行利率均值降幅最大，较上年下降144个BP。

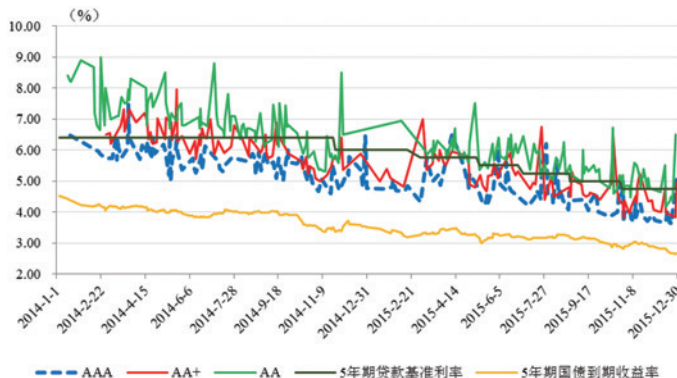
从各级别中票发行利率的区分情况看，不同信用等级中票的发行利率有较明显的区分，即对于相同期限的中票，其信用等级越高，发行利率越低。从各级别中票发行利率的走势看，2015年3年期AAA级中票的发行利率一直处于同期限贷款基准利率之下，3年期AA+级中票、5年期AAA级和AA+级中票的发行利率则基本处于各自同期限贷款基准利率之下；AA级中票（含3年期和5年期中票）的发行利率基本处同期贷款基准利率附近上下浮动；3年期AA-级中票的发行利率在2015年也出现明显下降，但仍显著高于同期贷款基准利率。

图1 2014~2015年中票债项信用等级分布情况



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图2 2014~2015年5年期不同信用等级中票发行利率情况图



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十二、利差⁶分析

在进行利差分析时，我们剔除了可续期中票和浮动利率中票，将含回售或赎回选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，确认3年期的329⁷期和5年期的358期共计687期中票为样本，以下将以此样本进行分析。

从表2可以看出，2015年发行的中票的信用等级、发行期限和发行利率、利差的关系主要体现在以下方面：一是相同期限的中票的信用等级与发行利差均值呈反向关系，即信用等级越高，

⁶ 中票利差为中票发行利率与其起息日对应期限的银行间固定利率国债到期收益率的差。

⁷ 3年期样本中有1只中票“15三星MTN001”为大公和中诚信进行了双评级，此处统计为两个样本。

发行利差均值越低；二是各级别中票的利差级差均随着信用等级的降低而增加，说明投资者对信用等级较低中票的风险溢价要求更高；三是3年期AA级中票发行利差均值较5年期AA级中票高，且波动性（变异系数）更大，主要是由于市场对个别3年期AA级中票的风险溢价要求较高所致。

为了研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性，我们分别对样本数量较多的3年期和5年期不同信用等级中票的发行利差进行了显著性检验⁸。检验结果显示，在95%的置信水平下，3年期和5年期不同信用等级中票的发行利差均存在显著性差异，且均具有相当高的置信水平，体现了中票信用等级较好的风险区分功能。

从利差变化趋势看，3年期和5年期各级别中票的利差自2014年以来总体呈波动下降趋势，并于2015年12月降至年内最低水平。具体来看，本年度除3年期AA级中票利差变化不大外，其余3年期和5年期各级别中票的利差较上年均明显缩小；其中5年期AA级中票的利差较上年降

幅最大，同比下降了约70个BP。可以看出，随着融资成本的持续下行，本年度投资者对中票的整体风险溢价要求较上年有所降低，但对低等级中票的风险溢价要求依然较高。利差波动方面，本年度除5年期AA级中票以外，其余3年期和5年期各级别中票利差的变异系数较上年均有所增加，波动水平加大。

十三、2016年中票市场展望

从债券市场环境看，供给方面，随着融资成本持续下行并仍将维持在较低水平，以及地方政府债务置换的逐步推进，市场上债券供给量将进一步增大，而城投类企业的中票发行也有望随着地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛的降低而持续增长；随着银行间债券市场的对外开放程度提高、熊猫债券市场的快速发展，银行间债券市场也有望迎来海外企业发行中票。此外，公司债券在发行主体范围扩大的情况下有望继续维持高速增长态势，交易所债券市场与银行间债券市场之间的竞争关系可能会影响到中票的

表2 2014~2015年各级别中票对应的利差情况

期限 (年)	债项信用等级	2014年			2015年		
		利差均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	利差均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
3	AAA	160.79	N/A	33.83	125.75	N/A	37.28
	AA+	214.95	54.16	33.92	187.82	62.07	43.34
	AA	294.51	79.56	27.80	287.23	99.42	34.09
	AA-	430.71	136.20	15.76	400.96	113.73	24.86
5	AAA	173.45	N/A	24.38	142.20	N/A	34.30
	AA+	234.17	60.72	24.06	183.66	41.47	31.27
	AA	301.39	67.23	24.48	239.25	55.59	23.44

注：1. 统计样本不含浮动利率的中票和永续期中票；2. 若债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限为“5+3”，则期限为5年；3. 级差为本信用等级发行利差均值减去比该信用等级高1个子级的发行利差均值；4. N/A表示不适用；5. 变异系数为标准差与均值的比。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁸ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。

发行。需求方面，随着债市参与主体持续扩容，尤其是人民币加入 SDR 货币篮子之后海外投资者对人民币资产（主要是债券）的投资配置需求进一步增加，有望促进中票的发行。信用风险方面，本年度债券市场违约事件频发，预计 2016 年在去产能、去杠杆加速趋势下，部分产能过剩行业在自身现金流枯竭、再融资能力匮乏以及政府支持下降的情况下最有可能发生违约，债券违约将回归正常化，同时也会使市场对产能过剩行业及低等级发行主体所发债券的风险溢价要求进一步提高。

利差方面，在宽松货币政策延续的情形下，预计中票的发行利差也将继续保持在较低水平，但下行空间较小。随着去产能、清理僵尸企业的

进行，市场对部分产能过剩行业所发高信用等级中票的风险溢价要求会进一步提高，导致高信用等级中票利差波动性加大，低信用等级中票的利差也将会因信用风险事件的发生而扩大。

整体来看，在积极财政和稳健货币政策的作用下，预计 2016 年中票市场将继续保持稳定发展的态势。“十三五”规划中提出，在金融体制改革中，开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式。目前我国债券市场上中票的信用等级分布整体较高，随着市场对违约或债券市场的风险认识逐步提高，中票发行主体范围有望进一步扩大至广大中小企业，这也给我国中票市场的发展规模带来很大的增长潜力。

2015 年度企业债券市场及利差研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 聂 逆 张婷婷

一、企业债券发行市场环境¹

2014 年，随着债市信用风险的不不断暴露，下半年以来，各部门纷纷收紧企业债券的发行条件，加强企业债券的风险防范。2014 年，继中证登 7 月修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》，抬高企业债券的质押回购资格²使企业债券的流动性开始下降后，发改委 9 月下发《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，从资产质量、偿债资金来源和地方政府性债务风险等多个方面新增了城投企业发债准入审核条件，城投企业发债条款趋于严格；

随后国务院于 10 月初颁布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文），要求剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，加之中证登于 12 月发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，再次抬高企业债券的质押回购资格³、清理国内的城投债市场，企业债券的流动性受到很大影响。整体来看，企业债券发行量自 2014 年下半年开始呈下降趋势。2015 年，随着我国进入经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期政策消化期的“三期叠加”时期，下行压力较大，为更好地发挥企业债券支持实体经济发展的作用，本年度发

¹ 本报告不包含集合债券的统计分析。

² 债项评级达不到 AAA 级、主体评级为 AA 级（含）以上的企业债券不得新增入库。

³ 债项评级达不到 AAA 级、主体评级为 AA 级（含）以上（若主体评级为 AA，其评级展望应为正面或稳定）的企业债券不得新增入库。对不符合规定的入库企业债券，将采取措施分批分步压缩清理出库。

改委多次发文放松企业债券的发行审核要求、简化审批程序，此外还大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券和绿色债券等创新融资产品，同时加强企业债券发行管理和风险管控，有利于企业债券市场稳健发展。

（一）多次放宽企业债券发行门槛

继 2015 年 5 月和 6 月，发改委连续出台了《国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金〔2015〕1327 号）和《对发改办财金〔2015〕1327 号文件的补充说明》两个文件，对企业债券发行要求进行适当调整，包括：对于债项级别在 AA+ 以上，以及主体信用等级为 AA 并使用自身合法拥有的资产进行抵押或由担保公司担保、或项目收益确定、回报期较短的发债企业，放宽了其发债数量指标的限制⁴；放宽募资资金相关要求，将债券募集资金占项目总投资比例最高不超过 60% 放宽至不超过 70%，允许一定条件⁵的企业使用不超过 40% 的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金，同时允许满足一定条件的企业发行债券⁶，专项用于偿还为在建设项目举借且已进入偿付本金阶段的原企业债券及其它低成本融资，也就是可以借新还旧；此外，还将债券余额占 GDP 的预警线从 8% 提升至 12%，并简化企业母鸡资金投向变更程序。

2015 年 12 月 2 日，发改委正式下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（以下简称《意见》）较为全面地

对企业债券发行进行规范，进一步降低企业债券发行门槛。主要调整内容包括：（1）简化企业债券审批流程，放宽发行条件。地方企业直接向省发改委提交企业债申报材料，不再要求提供省发改委的部分预审意见，对于信用优良企业发债，豁免委内复审环节⁷，对于创建社会信用体系建设示范城市所属企业发行的债券以及创新品种债券包括“债贷组合”，城市停车场建设、城市地下综合管廊建设、养老产业、战略性新兴产业等专项债券，项目收益债券，可续期债券等，可直接向国家发改委申报发行债券；（2）进一步放宽发债企业数量指标限制，债项级别 AA 以上的发债主体（包括城投企业），均不受发债指标的限制；（3）在募资资金使用上，允许所有等级的债券使用不超过发债规模 40% 的资金用于补充营运资金，支持债券资金用于项目前期建设，若募集资金投资项目实施确有困难，允许债券资金按程序变更用途，企业在对债券资金的使用上更趋于灵活。

（二）大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券、绿色债券等创新产品

2015 年 4 月，发改委发布四类专项债券发行指引，规定城市停车场、城市地下综合管廊、养老产业、战略性新兴产业四个领域发行专项债券均不受发债指标限制，并被列为加快并简化审核类债券，适当放宽准入条件，专项债券成为发改委支持实体经济发展的的重要手段之一。另外，发改委还鼓励一般生产经营类企业和实体化运营

⁴ 1327 号文对于发债企业数量指标的要求是：在发债募集资金投向符合国家产业政策的条件下，省会城市（计划单列市）所属城投企业，每年发行企业债券不超过 4 支；地级市所属城投企业每年发行企业债券不超过 2 支；经济总量较大、综合财力较强的百强县（县级市）所属县城城投企业，每年发行不超过 2 支企业债券；其他县（县级市）所属县城城投企业，债项级别达到 AA+ 及以上的，每年可发行不超过 2 支企业债券。

⁵ 主体信用等级不低于 AA，且债项级别不低于 AA+

⁶ 条件包括符合国发〔2014〕43 号文件精神，在建募投项目具有稳定收益，或以资产抵质押、第三方担保等作为增信措施；企业主体长期信用评级和债项评级不低于原有评级；新发行债券规模不超过被置换债券的本息余额。

⁷ 豁免条件包括：主体或债券信用等级为 AAA 级的债券、由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级在 AA+ 及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券和债项级别 AA+ 及以上，使用有效资产进行抵、质押担保的债券。

的城投企业通过发行一般企业债券和可续期债券等，用于经相关部门批准的基础设施和公共设施特许经营等 PPP 项目建设。

发改委于 8 月正式出台了《项目收益债券试点管理办法》，提出重点支持基础设施和共用事业特许经营项目、以及其他有利于结构调整、改善民生和提供公共产品和服务的项目通过项目收益债券融资。同时还规定，项目收益债券的发行方式可以选择在银行间债券市场公开发行为，也可以面向合格投资者非公开发行为，对于非公开发行的项目收益债券的债项评级应在 AA 及以上，并明确债券存续期内合法合规的财政补贴占项目收入的比例合计不得超过 50%。该办法的出台使项目收益债券的发行管理机制日趋成熟。

2015 年 12 月，继央行发布绿色债券法规之后，发改委下发《绿色债券发行指引》，重点支持节能减排技术改造、绿色城镇化和能源清洁高效利用等 12 个领域发行绿色企业债券，对申请发行绿色债券的企业，适当调整审核准入条件，包括债券募集资金占项目总投资的比例放宽至 80%、豁免受发债指标的限制、核定发债规模时不考察企业其他信用类产品的规模（在资产负债率低于 75% 的前提下）、鼓励上市公司及其子公司发行绿色债券等，并引导和鼓励社会资本参与绿色项目建设。该指引的出台对绿色企业债券的扩容起到积极的推动作用。

（三）企业债券市场违约风险事件不断暴露，债市违约步入常态化，监管部门提出更高要求以防范信用风险

2015 年，债市发生多起信用风险事件，债券违约已由私募债扩展至公募债、由民营企业扩

展至国有企业，债券违约已经扩散至所有债券类型。2015 年企业债券市场先后发生了“08 二重债”、“10 中钢债”和“12 圣达债”三只债券的违约事件。

在经济下行压力加大、债市违约步入常态化的背景下，发改委于 2015 年 11 月和 12 月依次下发《企业债券中介机构信用评价办法》、《企业债券发行信息披露指引》和《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》，对第三方中介机构、债券发行人以及委内

监管部门提出更高的要求，以防范信用风险。在加强中介机构管理方面，发改委将通过中介机构信用档案，建立起守信激励和失信惩戒机制，对中介机构的失信失职行为将严格追究相

关责任，加强问责机制的建立，强化中介机构服务的规范化管理；此外，还鼓励保险公司等机构发展债券违约保险，探索发展信用违约互换，转移和分散担保风险。在对债券发行人的具体要求上，重点强化信息披露，鼓励企业开展债券担保和再担保业务，加强偿债保障机制建设。在改善委内监管部门的监管效率方面，发改委要求省级发展改革部门承担区域内企业债券事中事后监管责任，做好项目进度检查、重大事项协调、偿债能力动态监控等，同时，发改委或省级发改委将对企业债券存续期管理实行双随机”抽查，检查募集资金使用合规情况，并做到全程留痕，实现责任可追溯。

二、企业债券发行量下降明显

2015 年，我国银行间债券市场共有 284 家企



表 1 2011-2015 年企业债券发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年增长率 (%)
发行期数 (期)	192	479	373	575	301	-47.65
发行规模 (亿元)	2461.30	6484.50	4748.30	6898.50	3415.80	-50.48
发行家数 (家)	181	456	356	522	284	-45.59

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

业累计发行企业债券 301 期⁸，发行总额为 3415.80 亿元，发行家数、发行期数和发行总额较上年分别减少 45.59%，47.65% 和 50.48%，降幅较大。

具体来看，自 2014 年下半年开始企业债券监管政策趋严使发行量骤减以来，2015 年上半年，发改委出台的一系列放宽企业债券的发行门槛的政策，使企业债券发行量有所复苏；2015 年第三季度，随着信用债市场违约事件的频发，多家企业纷纷取消已公开发行文件的债券发行，企业债券市场发行活跃度也明显降低。第四季度，发改委发文进一步简化企业债券审批流程、降低发行门槛，企业债券发行期数和发行规模呈增长态势。2015 年各季度企业债券分别发行 84 期、81 期、48 期和 88 期，整体看企业债券的发行受政策影响较为明显。

从企业债券发行场所状况来看，2015 年共有 286 期企业债券在银行间市场和交易所市场同时发行，发行规模共计 3263.80 亿元，发行期数和发行规模占企业债券总发行期数和发行总额的比例均在 95% 以上；有 15 期企业债券仅在银行间市场发行，发行规模为 152.00 亿元。从企业债券发行人主体类型来看，2015 年城投类企业发行企业债券共计 264 期，占企业债券总发行期数的 87.71%，占比较 2014 年 (88.52%) 略有下降。

2015 年企业债券中创新产品的发行量有所上升。本年度共发行永续期企业债券 5 期，合计发行规模 108.00 亿元，发行项目收益债券 8 期，发行规模共计 89.00 亿元，以上两种债券的发行

期数和规模较上年明显增加，增幅均超过 200%。此外，本年度首次发行专项债券共 5 期，发行规模为 51.5 亿元，创新产品的品种进一步丰富。

三、企业债券发行规模分布

从发行规模来看，2015 年新发企业债券规模仍主要分布在 5~20 亿，其中以 5~10 亿元最多，发行期数占比为 49.50%，较上年进一步上升；10~20 亿元规模区间的企业债券发行期数占比较上年则明显下降。此外，发行规模在 50 亿元以上的企业债券的发行期数较上年增加 1 期，发行期数占比略有上升。平均单笔发行规模方面，除 10~20 亿元规模区间的企业债券的平均单笔发行规模较上年略有减少之外，其他规模区间的平均单笔发行规模同比均有所增加。

四、企业债券发行主体仍以国有企业为主

从企业债券发行主体所有制性质来看，2015 年国有企业依然是企业债券最主要的发行主体，其所发企业债券的期数和规模分别占总发行期数和发行总额的 96.68% 和 97.32%，较上一年变化不大。此外，民营企业所发企业债券规模有所增加，但发行期数与上年持平且依然较少；外商独资企业和中外合资企业分别仅发行 1 期。总体来看，企业债券各企业性质的发行主体占比基本稳定。

⁸ 统计期以债券的起息日为准，统计样本不包含中国铁路总公司所发行的 2 期债券，以下同。

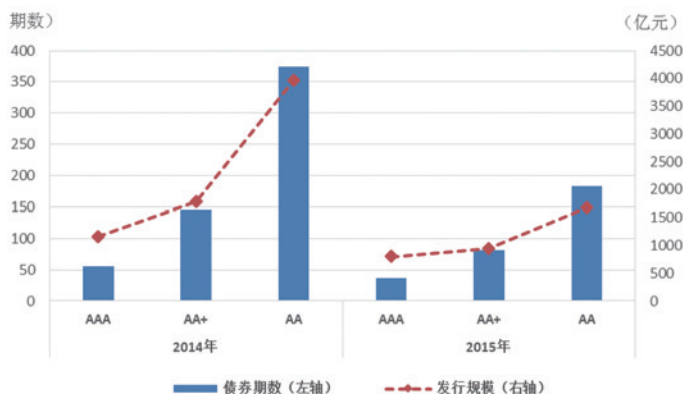
五、企业债券发行期限分布仍主要集中在7年期

发行期限方面，2015年新发企业债券仍然主要集中在7年期，其发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比分别为76.69%和72.55%，占比较上年均明显下降；此外，4年期企业债券发行量较上年明显增加，发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比上升也较为明显。本年度发行的企业债券的期限品种较上年有所变化，减少了11年期的企业债券，同时新增加了20年期的企业债券。

六、AA级企业债券的发行集中度有所下降

从信用等级分布情况看，2015年发行的企业债券的信用等级依然分布在AAA级~AA级之间，债券的信用等级整体较高。其中AA级企业债券的占比仍然最大，其发行期数和发行规模占总发行期数和发行总额的比例分别为60.80%和49.02%，占比较上年（65.04%和57.41%）下降较为明显，原因主要包括：一是由于信用风险事件的不断暴露使较高信用等级主体的债券发行优势更加显性化，二是在监管部门对企业采用担保增信的政策鼓励下，采用担保方式获得较高信用等级的债券明显增加，三是2014年下半年中证登对质押回购资质的提高，使新发企业债券的信用等级随之向上迁移。整体来看，AA级企业债券的发行集中度有所降低。

图1 2014~2015年企业债券信用等级分布情况



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

七、企业债券担保情况分析

2015年发行的企业债券中，有担保债券共计112期，发行规模合计1149.00亿元，占企业债券总发行期数和发行总额的比例分别为37.21%和33.64%，占比较上年分别提高4.69个百分点和7.52个百分点。在有担保的企业债券中，76期采用保证担保、36期采用了抵质押担保，分别占有担保债券总期数的67.86%和32.14%。与2014年相比，采用保证担保方式增信的企业债券的占比明显提高。

从增信效果看⁹，具有担保的企业债券中，共有91期企业债券通过担保增信获得高于发行人主体级别的债项级别，其中有19期通过担保增信获得AAA级，有49期获得AA+级，23期获得AA级，通过增信提升信用等级至AA+及以上的债券期数占通过担保增信提升信用等级的债券总期数的85.71%，该比例较2014年（70.76%）有所上升。以期限重置¹⁰后的7年期企业债券为样本进行统计发现，通过担保增信提升债项级别至AA和AA+的企业债券的发行利率分别高于

⁹ “15 邳棚改项目 NPB”、“15 余棚改项目 NPB01”和“15 西咸管沟项目 NPB01”3 期项目收益债券因无主体评级，无法判断其增信效果。

¹⁰ 对含有选择权的企业债券的期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年。

同日发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的平均发行利率 60 个 BP 和 41 个 BP，表明市场可能对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度不一。

八、企业债券发行主体地区分布分析

2015 年，江苏地区经济活跃度高，企业债券的发行期数继续蝉联榜首，北京地区凭借大型国有企业集中的优势发行规模超过江苏，位居首位。其次，湖南、山东、四川、浙江、贵州等地区企业债券发行期数和发行规模均排名全国前列。同上年相比，发行期数排名前十位的地区中，企业债券发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比分别为 61.46% 和 64.59%，较上年（60.87% 和 61.42%）均略有上升，企业债券地区分布相对稳定。

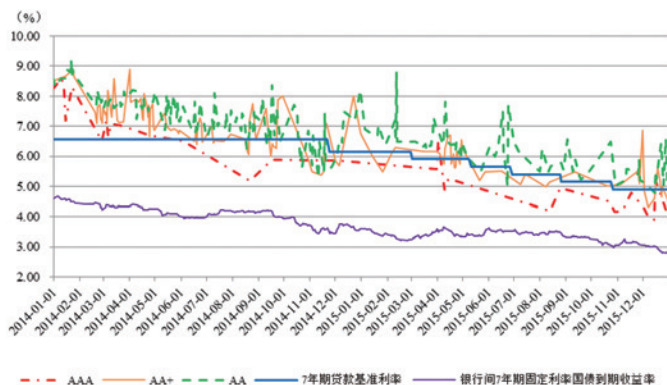
九、企业债券发行主体新增企业分析

2015 年，共有 175 家企业首次发行企业债券 178 期，合计发行规模 1800.00 亿元，分别占发行总家数、总发行期数和发行总额的 61.40%、59.14% 和 52.70%，与上年相比，发行家数和发行期数占比均小幅上升，发行规模占比则小幅下降。其中，新增发行人企业仍以地方国有企业为主，占比为 98.29%，主要集中在房地产和资本货物行业；新增发行人主体级别主要集中在 AA 级和 AA- 级，占比分别为 68.54% 和 17.98%。

十、企业债券发行利率有所下降

2015 年发行的企业债券主要采用固定利率的

图 2 2014~2015 年 7 年期企业债券发行利率情况



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

方式发行，其中，有 62 期含有选择权，占企业债券总发行期数的 20.60%，占比较上年（11.30%）明显上升。

将含选择权的债券期限按照选择权之前的期限重置后，剔除可续期债券，2015 年企业债券的发行期限依然主要为 7 年期、5 年期和 3 年期为主，发行利率区间分别为 3.90%~8.80%、3.70%~8.00% 和 3.50%~8.40%。与 2014 年相比，各期限发行利率上限和下限均有所降低且利率区间有所扩大，主要是由于 2015 年央行连续 5 次降息带动企业融资成本下行，以及采用担保方式进行增信的企业比例明显上升且担保企业的发行利率普遍仍然偏高所致。

以发行量最多的 7 年期企业债券作为样本进行统计，从图 2 可以看出，2015 年 7 年期企业债券发行利率与 7 年期银行间固定利率国债到期收益率走势较为一致，呈现出波动下降的态势，2015 年企业债券发行利率的波动性较上年明显加大，尤其是 AA+ 级和 AA 级企业债券。与 7 年期贷款基准利率相比，2015 年 AAA 级企业债券发行利率基本上一一直低于 7 年期贷款基准利率，AA+ 级和 AA 级企业债券发行利率曲线重合部分较上年明显减少，AA+ 级基本围绕 7 年期贷款基准利率上下波动，AA 级则基本高于 7 年期贷款基准利率。

表 2 2015 年企业债券的利差分析统计情况表

期限	债项信用等级	样本（个）	利率（%）		利差		
			区间	均值	均值（BP）	级差（BP）	变异系数（%）
3	AAA	4	3.58~5.29	4.41	139.87	NA	55.58
	AA+	4	4.80~7.99	6.92	393.91	254.04	39.70
	AA	23	5.04~8.40	6.25	326.30	-67.61	25.15
5	AAA	8	3.70~6.50	4.63	143.15	NA	53.03
	AA+	12	4.28~8.00	5.41	239.68	96.53	39.55
	AA	11	4.87~7.50	6.13	305.57	65.89	24.89
7	AAA	17	3.90~5.57	4.58	131.89	NA	32.58
	AA+	54	4.31~7.30	5.75	243.39	111.50	26.01
	AA	141	4.80~8.80	6.19	285.25	41.86	20.81

注：1. 级差为本信用等级发行利差均值减去比该信用等级高一个子级的发行利差均值，变异系数为标准差与均值的比；2. 本小节数据剔除可续期企业债券；3. NA 表示不适用。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

十一、利差分析¹¹

在对利差进行分析时，按期限重置后的样本进行统计。2015 年新发企业债券期限主要为 7 年期、5 年期和 3 年期，但 3 年期企业债券中 AA+ 级和 AAA 级别样本量过小，利差分析时暂不考虑 3 年期企业债券。从表 2 我们可以看出，5 年期和 7 年期企业债券的信用等级与发行利率均值和利差¹²均值均成反向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；但相同信用等级的债券，债券期限与利差均值未表现出明显的正向关系，即发行利率均值和利差均值未随着期限的增加而递增。同时，相同期限企业债券中，AAA 级变异系数均最大，表明投资者对 AAA 级企业债券的信用风险认可度不统一的情况仍然存在。上述分析结果的准确性可能受样本数据较少的影响。

剔除期限的影响，我们对 7 年期企业债券样本做进一步分析。通过对 7 年期企业债券的利差进行显著性检验，结果显示在 5% 的显著水平下，各信用等级企业债券的利差差异均显著，信用等级对于企业债券发行利差的区分性良好。

在利差变化方面，本年度，在资金面持续宽松的背景下，企业债券各信用等级利差均值同比均明显回落，但受到 2015 年债券市场信用风险事件频发的影响，不同信用等级企业债券的利差降幅有所差异，AAA 级企业债券的利差均值较上年减少 146.21BP，降幅最为显著。从利差波动性方面来看，2015 年全年各信用等级企业债券的变异系数较上年均有所扩大，特别是 AAA 级企业债券，主要是由于下半年企业债券市场风险事件的不断暴露导致下半年变异系数明显增加，致使整体企业债券利差的波动幅度较大。

¹¹ 本小节数据样本剔除 5 期可续期的企业债券，对剩余样本数共 274 期的企业债券进行利差检验分析

¹² 企业债券发行利差为企业债券发行利率与当期同期限银行间固定利率国债到期收益率的差。

熊猫债评级方法研究

文 / 联合资信评估有限公司 刘 艳

2015 年以来，我国债券市场的国际化发展不断提速，为熊猫债提供了良好的发展机遇，未来熊猫债券市场势必会迎来更加广阔的发展空间。在此背景下，联合资信结合国内外评级机构的评级方法，对我国熊猫债券的评级方法进行了研究和探讨，希望能够满足境内、外投资者的需求，为其提供更多的信息参考。

一、熊猫债券概述

（一）熊猫债券的定义

在债券市场国际化发展的背景下，越来越多的企业选择跨国发展，目前国际债券有两类，一个是欧洲债券，二是外国债券。欧洲债券是指借款人在本国以外的某个国家发行的，不以发行市场所在国的货币为面值的国际债券，它的计价货币一般是可以自由兑换的货币，主要是美元、欧元、英镑、日

元等。外国债券是指借款人在本国以外的某个国家发行的，以发行市场所在国货币为面值的债券。比如 IBM 公司在日本发行的以日元计价的债券叫武士债券，美国称为扬基债券，英国称作猛犬债券，西班牙叫做斗牛士债券，中国称为熊猫债券。外国债券一般都会以发行市场所在国最具特征的吉祥物来命名。熊猫债券是指境外机构在中国发行的以人民币计价的债券。目前我国熊猫债的发行主体主要包括多边机构、政府机构、金融机构以及非金融企业等。

（二）熊猫债券的监管现状和信息披露要求

我国对于熊猫债券的主要监管机构包括人行、财政部、发改委、证监会等，同时银行间市场交易商协会对熊猫债的注册发行实行自律管理。银行间债券市场实行的是注册制，

中央国债登记结算有限公司提供登记、托管和结算服务，全国银行间同业拆借中心为其提供交易服务。企业如果发债的话需要有金融机构进行承销，同时还需要我国的国内评级机构进行信用评级（主要针对公开发行的债券）。

在信息披露方面，企业发行债券需要披露以下信息，包括发行公告、募集说明书、信用评级报告、跟踪评级安排、法律意见书（熊猫债券涉及境内境外的法律意见书）。此外还有企业最近三年经审计的财务报告和最近的一期会计报表等。在存续期，企业每年 4 月 30 日以前披露上一年的年度报告和审计报告，在每年 8 月 31 日之前披露本年度上半年的会计报表。每年的 4 月 30 日和 11 月 30 日之前，分别披露本年度第一季度、第三季度的会计报表。同时根据招商局香港公司已经发行的熊猫债券的信

息披露情况来看，H股发行人的信息披露范围和时间遵循了香港联交所的相关规定。此外，企业还需要对重大事项进行披露，包括公司发行重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况，公司发生重大亏损或者重大损失的情况，以及减资、合并、分离、申请破产、涉及公司的重大诉讼等方面。

（三）关于熊猫债券的发行政策

我国的熊猫债券市场还处于刚刚起步的阶段，对熊猫债券的发行政策在逐步放开。

2005年2月18日，央行等机构联合发布了《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》，允许满足一定要求的国际开发机构在中国境内发行人民币债券。国际开发机构在中国发行人民币债券需要满足以下三个条件：一是财务稳健、资信良好，经在中国境内注册，且具备人民币债券评级能力的评级公司评级，人民币债券信用评级级别要在AA级以上；二是为中国境内项目和企业提供的贷款和股本资金在10亿美元以上；三是所募集的资金用于中国境内的建设项目提供中长期的资本贷款或者提供股本资金。该《办法》还规定，发行熊猫债券所募集的资金只能用于中国境内的项目，不能换成外汇转移到境外。2005-2009年期间，

国际金融公司和亚洲开发银行两家国际开发机构分别发行了两期，共40亿元的熊猫债券，当时这两家机构均获得了国内评级的豁免。由于这一时期我国监管机构对于熊猫债券的发行限制比较多，所以发行量比较小。

为了提升熊猫债券的活跃度，2010年9月16日，央行等监管机构修订了关于熊猫债券的发行办法，规定国际开发机构发行人民币债券需进行双评级，其中至少有一家评级机构是国内的评级机构；进一步放宽了熊猫债券募集资金的用途，规定所募集资金应该优先用于向中国境内的建设项目提供中长期固定贷款或提供股本资金；所募集的资金可以购汇汇出境外使用，并可从境外调用人民币资金还本付息。此后的2013年，央行的年报指出将逐步放宽境外机构境内发行人民币债券的限制。2014年和2015年，德国戴姆勒公司在我国银行间市场共发行了三期非公开定向融资工具，从而成为首家发行熊猫债的非金融企业。

2015年以来，在人民币国际化推动之下，我国的熊猫债的发展进一步提速。3月28日发改委等部委联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，指出支持沿线国家政府和信用等级较高的企业和金融机构在中国境内发行人民币债

券。6月11日，央行发布的《人民币国际化报告》显示，将支持境外机构在境内发行人民币债券。10月6日，央行进一步强调，将进一步推动境外机构到境内发行人民币债券。在上述政策的刺激下，上海汇丰银行、中银香港、招商局集团香港有限公司先后在我国银行间市场发行了熊猫债券，加拿大大不列颠哥伦比亚省、韩国政府也先后获准在我国发行银行间债券。

至此，国际开发机构、境外非金融企业、境外商业银行和外国政府先后在我国银行间债券市场注册或者注册发行了熊猫债券。与此同时，俄罗斯和印尼等国家纷纷表示了对熊猫债券的浓厚兴趣。

（四）熊猫债券发行情况

从已经发行的熊猫债券的基本情况来看，我国熊猫债券的发行主体主要集中在金融机构，它的发行期限在1年期至10年期间，金额在30-50亿元期间不等。票面利率与我国同类债券票面利率相差不大。从信用评级来看，除了已经被豁免评级的国际金融公司、亚洲开发银行，以及发行私募债券的德国戴姆勒公司以外，其他发行人所发债券均获得了我国AAA级（或A-1级）的信用级别。

截至 2015 年底，我国熊猫债的累计发行量还是比较少的，一共发行了 14 只，共 175 亿元人民币，主要是由于以下原因：一是我国对熊猫债券发行主体的限制；二是人民币国际化有限的条件下，境外机构对于熊猫债券的需求还比较小；三是熊猫债的募集资金的使用受到了限定。此外国内融资成本相对较高，也是造成熊猫债发行量较小的原因之一。

（五）未来发展预测

在各项政策的刺激之下，我国熊猫债券未来的发展空间巨大。第一，在人民币国际化进程的推动下，人民币已经成为全球第四大支付货币，并已

确定加入特别提款权一篮子货币，在一定程度上提升了境外机构对于人民币的需求；第二，在监管政策方面，监管层可能会出台更多有利于债市国际化发展的监管政策，促进熊猫债的发行；第三，在成本方面，2015 年以来，央行共进行了 5 次降准和降息，我国整体利率处于下行阶段，企业融资成本也有所下降，境内外息差逐渐变小甚至反转；第四，在需求端方面，现阶段在债券市场风险不断暴露以及实体经济去杠杆的背景下，投资者面临资产配置荒，熊猫债的发行为投资者提供了新的信用质量相对较好的投资标的。综合来看，熊猫债的发债速度将会加快，未

来可能成为我国银行间债券市场重要的券种之一。

从国际债券发展比较成熟的日本来看，日本武士债券 2014 年的发行量为 5 万亿日元，相当于日本当年债券发行总量的 2.4% 左右。我国 2014 年债券发行总量大概是 12.2 万亿元人民币，2.4% 的份额相当于 3000 亿元人民币。从这个角度来看，也可以说明我国未来熊猫债发行的空间较大。此外，世界银行旗下的国际金融公司也预测，中国熊猫债券规模未来 5 年有可能超过 3200 亿元人民币。因此，我国熊猫债具有巨大的发展潜力，我们对熊猫债的信用评级研究具有很大的现实意义。

表 1 熊猫债券发行情况

债券简称	发行主体	发行日	发行期限 (年)	金额 (亿元)	票面利率 (%)	发行人 所在地	主体 级别	债项 级别
05 国金债	国际金融公司	2005-10	10	11.3	3.40	美国	豁免评级	
05 亚行债	亚洲开发银行	2005-10	10	10	3.34	菲律宾		
06 国金债	国际金融公司	2006-11	7	8.7	3.20	美国		
09 亚行债	亚洲开发银行	2009-12	10	10	4.20	菲律宾		
14 戴姆勒 PPN001	戴姆勒股份公司	2014-03	1	5	5.20	德国	-	-
14 戴姆勒 PPN002	戴姆勒股份公司	2014-11	1	15	4.60	德国	-	-
15 戴姆勒 PPN001	戴姆勒股份公司	2015-04	1	30	4.80	德国	-	-
15 汇丰香港债 01	香港上海汇丰银行有限公司	2015-09	3	10	3.50	香港	AAA	AAA
15 中银香港债 01	中国银行(香港)有限公司	2015-09	3	10	3.50	香港	AAA	AAA
15 港招商局 CP001	招商局集团(香港)有限公司	2015-11	1	5	3.03	香港	AAA	A-1
15 戴姆勒 PPN002	戴姆勒股份公司	2015-11	1	15	3.60	德国	-	-
15 戴姆勒 PPN003	戴姆勒股份公司	2015-11	2	5	3.90	德国	-	-
15 渣打香港债 01	渣打银行(香港)有限公司	2015-12	3	10	3.50	香港	AAA	AAA
15 韩国人民币债 01	大韩民国	2015-12	3	30	3.00	韩国	-	AAA

注：本表数据截至 2015 年 12 月 31 日。

二、熊猫债券信用评级方面研究

（一）国际评级机构信用评级

1. 国际评级机构信用评级标准分类

目前国际评级机构评级标准可以分为以下三类，一是全球评级标准，指国际评级机构普遍采用的评级标准。在经济全球化的背景下，国际评级机构对于全球市场的评级设置了统一的全球评级标准，以企业所在国主权信用评级为支持或者上限，对企业和债券进行评级。这个评级标准最大的特点是其评级具有全球可比性。

二是区域评级标准，指不考虑主权信用评级，采用的是适合当地市场情况或监管标准的评级体系，对某一国家内发行人和债券的相对信用风险进行评价，不具有国际可比性。它的评级符号会在全球评级符号后面加国别字母以示区分，这个评级标准主要适合于投机级国家或者没有主权性评级的国家，这主要是由于如果采用全球评级标准的话，对于投机级国家，该国企业也均处于投机级，一方面它的评级区分度不够，另一方面也不能被当地市场所接受，因此国际评级机构为了进入该类市场，制订了特定的、适合当地市场情况的

评级标准。

三是专项评级标准，指为某地区特定证券产品而建立的评级标准，这种标准产生的原因是，这种评级产品不具有全球可比性或者评级标准的确立是为了迎合当地市场的监管标准。比如美国的短期债务评级就采用专项评级标准。

对于国际评级机构，除了投机级国家的企业和债券，以及一些特殊的债券以外，一般均采用全球标准进行评级。因此对于外部债券来讲，国际评级机构的评级基本上也是基于全球评级标准进行评价的。而目前我国的评级体系基本可以归类为区域评级标准，也就是只适合于我国的境内市场，信用评级不具有国际的可比性。

2. 国际评级机构的全球评级标准

国际评级机构采用全球评级标准进行评级，一般首先会对企业所在国的主权信用情况进行评级，并且以其作为上限或者支持来确定企业的信用等级。一般来讲，企业的信用评级一般不会高于企业所在国的主权信用评级，这主要是因为企业的经营依赖于所在国的整体经济环境，尤其是企业在使用外币偿还债务的时候，一般需要从本国市场上换取外汇，所以该国的外部融资能力和偿债能力会对企业的偿债能力构

成一定的限制。但是全球垄断性企业（跨国企业）的评级可能会突破主权评级的上限。

3. 本币级别和外币级别

国际评级机构还会对发行人主体给予本币级别和外币级别。企业的本币级别衡量的是债务主体足额偿付所在国货币债务的可能性，不考虑货币兑换及辖区间转移的风险；企业的外币级别表示的是债务主体足额偿付其外币债务的可能性，会额外考虑债务主体将本国货币转换成外币，或转移至国外的能力和限制。正是考虑到国别风险以及企业的外汇的兑换和转移的风险，企业的外币信用评级一般不会高于企业的本币信用评级。

4. 全球评级标准和区域评级标准的评级结果的转化

全球评级标准和区域评级标准的评级结果可以进行相互的转化，这是因为信用评级本质上是对评级对象违约可能性的排序，所以我们可以通过违约率进行两者之间的相互对应。比如，穆迪就制订了俄罗斯级别序列和全球级别序列的映射表。其中国际评级的 BBB 级及以上信用等级对应的是俄罗斯序列下的 AAA 级，国际评级的 BB 级对应的是俄罗斯序列下的 AA 级，依此类推。通过这样的映射表，投资者能够清

楚的从国际评级对应出区域评级，从而实现了两者之间的相互对比。

（二）熊猫债券信用评级思路的探讨

熊猫债券信用评级是指对熊猫债到期还本付息能力和意愿评价，同时也是对它违约可能性及损失严重程度的评价。为了满足境外投资者和境内投资者的需求，联合资信将对熊猫债开展区域市场评级和国际评级。区域市场评级指的是对特定区域市场发行人及证券信用风险相对评价，国际评级是指以全球视野和全球标准对市场发行人及证券信用风险的相对评价。

1. 区域市场评级步骤

第一，按照区域可比的原则对金融机构和非金融企业的发行人业务风险、财务风险等进行评级，确定它的区域市场基础评级。

第二，根据该企业的货币兑换风险或者主权风险，对它的区域市场基础评级进行调整。货币兑换风险（主权风险）主要取决于该发行人所驻国家和地区是否与中国签署了货币互换协议以及货币的国际化程度，也可根据发行人所在国或者地区主权评级来判断该风险。如果该发行人所在国或者地区的

主权评级（联合资信授予的）高于 A+ 级或者 AA- 级（初步的看法），那么它的区域市场评级受到主权评级的影响较小。

第三，对该发行人面对的特殊行业和宏观经济风险进行分析，如果风险明显加大的，则要在区域市场基础评级的基础上进行级别的下调，反之则受影响小。

最后，根据以上两类调整因素和区域市场基础评级，最终确定它的区域市场评级。

区域市场评级的优势是实施比较容易，可操作性强，同时评级标准相对比较统一，具有一定的可比性；国内的投资者更容易理解其所代表的信用风险情况。但是它也有不利之处，比如评级标准考量的因素较多，因此评级的准确性和一致性会受到一定的考验；该方法只适合于境外企业相对于境内企业的比较，反之则不适用；同时区域市场评级的国际认可度可能会低一些，国内评级虚高的问题没有得到根本的解决，因此我们还将给出国际评级。

2. 国际评级步骤

第一，对企业所在国或者地区进行主权评级。企业国际评级一般情况下会受到主权评级上限的约束，但是如果这个企业是跨国公司或者全球垄断性公司的话，它受此影响会比较小。

第二，确定企业主体基础国际评级。按照全球可比的原则，在全球视野下，根据发行人的行业风险、业务风险、财务风险等进行评级，确定企业主体基础国际评级。

第三，考虑企业主体基础国际评级、企业所在国的主权评级和该企业的跨国经营情况之后，确定它最终的主体或者债项的国际评级。

国际评级的优点是评级体系更加完善，能够满足国际市场的评级需要；符合国际通行做法，比较容易获得国际投资者的认可；有利于提升我国国内的评级机构在国际市场的影响力，它也是中国评级机构走向国际化的基本路径。但是它对于评级技术的要求比较高，有关评级标准和方法需要大量的研究，同时国内投资者需要时间对国际评级带来的信用风险进行理解和消化。

经过以上的分析我们知道，区域市场评级和国际评级这两种方法各有利弊，因此我们将根据市场情况逐步给出两种评级结果，希望能够给投资者提供更多的信息参考。同时我们认为国际评级是未来的发展趋势，我们也可以通过违约率和评级实践来研究确定区域市场评级和国际评级两者的相互转化或映射关系，这种对应关系我们在进一步研究当中。

航空运输企业信用分析要点

文 / 联合资信评估有限公司 刘晓濛

航空运输企业信用分析主要考察行业前景、企业素质、管理、经营和财务等方面，进而落实到偿债能力的考量。

一、行业

（一）宏观经济、季节性波动及需求替代对行业需求的影响

航空运输业为周期性行业，航空旅行需求增长约 2/3 可用 GDP 增长来解释。其中，商务需求与经济发展、固定资产投资等关系密切；个人出行则与居民收入水平、消费升级、旅游行业需求等因素相关。

航空运输市场需求还具有显著的季节性波动特性，运力需求构成主要为商务、旅游及访亲活动。除受特殊事件影响外，国内需求高峰一般较为集中地出现在每年第二、三季度。因此，航空运输行业已形成每年二、三季度为旺季，一、四季度为淡季的特点。

除此以外，高速铁路凭借其准点率及频率高、客公里票



刘晓濛

亚利桑那大学金融学硕士，现为工商企业部分析师，主要从事建筑交通类工商企业信用评级。

价相对较低等特点，在 3 小时以内 800 公里以下的短途市场对航空运输分流影响明显。未来随着高速铁路网络日臻完善，网络规模效应逐步显现，高铁对航空运输业旅客分流作用或愈发显著。需关注新开通铁路与相关航空运输企业运营航线重合情况并分析分流影响。

（二）产业政策

中国民航业受管制程度较高，从航空运输企业市场准入、飞机采购、航线的开设及关闭、航班时刻管理、以及各种安全标准、维修资质等均需取得民航局等政府主管机构的批准，因此相关产业政策的调整将对行业内企业未来业务发展产生影响。如 2013 年 10 月，中国民航局和发改委联合下发《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》，取消国内航线旅客运输票价下浮幅度限制，航空运输企业运营自主权增强的同时，行业市场化竞争也随之加剧。

（三）行业竞争

行业竞争方面，目前中国航空运输业呈现“三强为主、地方为辅、外航渗透”的格局。三强即指中国航空集团公司、中国南方航空集团公司及中国东方航空集团公司。地方航空公司以海南航空、四川航空股份有限公司等为代表。三大航空集团在市场地位、经营规模、

利润总额等方面均处于行业前列，占据绝对市场份额，在优质资源获取方面具有明显竞争优势，寡头竞争格局短期内不会改变。2005年7月，民航局允许非国有资本投资民航业；2013年5月，民航局重新放开新建航空公司的审批；2013年11月及2014年11月，国家发改委及民航局分别取消国内航空机票价格下限及放开国内航空货物运输价格；2014年2月，民航局出台《民航局关于促进低成本航空发展的指导意见》。市场准入门槛的降低、民营资本的进入、低成本航空运输的发展将一定程度加剧行业内价格、服务、航线、航班时刻等竞争。但由于航空运输业资本密集和管理水平要求高等特点，目前行业内竞争者数量有限且竞争格局相对稳定。

（四）航油价格波动

油价走势是航空运输企业盈利的最大不确定因素，航油也是航空业的最大成本，约占运营总成本的30%~40%左右。目前，国内大型航空运输企业航油均从国内采购，国内航油价格则受国家发改委及中国民航局等监管，油价的调节与国际相比具有一定滞后性。油价走势的分析对于了解航空运输行业当前成本控制压力具有重要意义。

（五）汇率波动

航空运输业的资产主要为美元负债资产，因此人民币兑美元汇率波动情况对于企业盈利水平影响大。在美联储加息预期明显、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋向较为明显，跟踪汇率走势可分析航空运输企业面临的汇率波动风险。

二、企业基础素质

（一）企业所有制性质及股东背景

主要关注受评主体股权结构和股东实力。按控股股东背景区分，国内航空公司可分为中央控股、地方控股和民间资本三大类。国有企业在获得外部支持方面具有更多优势，如增资、补贴、融资等。中央控股公司实力最为雄厚，机组规模大，获取的补贴及财政支持力度大，且在新增航线、航权资源获取方面具有突出的相对优势。

（二）企业规模及市场地位

经营规模大，市场地位高的航空运输企业在优质运输资源获取、品牌知名度及资金实力等方面具有明显竞争优势，在行业低谷期的抗风险能力相对较强。对企业规模分析，主

要关注资产总额、主营业务收入、运输总周转量、机队规模以及航线资源布局等因素。市场地位主要考察航空运输企业市场份额，如运输总周转量在行业中占比与排名，核心区域市场占有率情况。另外，很多大型航空公司通过加入国际大型航空联盟（星空联盟、天合联盟、寰宇一家）实现代码、维修设施及运作设备等资源共享，降低运营成本的同时对航线拓展有一定支持作用。

（三）技术实力

航空运输企业属于技术要求较高行业，日常经营所需飞行员、机务人员、维修专员、运行签派等均为航空从业高素质人才。相关专业人才储备数量与质量应与公司的运力相匹配，否则可能制约企业发展及形成潜在安全隐患。

三、管理

（一）法人治理结构

股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况，公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度，监事会的运作规则与运作情况等。

（二）管理水平

组织机构设置是否完备，

管理职责是否明确,规章制度是否健全,内部制约是否得力,人事管理是否有效,激励措施是否得当等,可从战略管理、投资管理、人力资源管理、财务管理、资金管理、审计控制、信息化管理等方面进行分析。

(三) 安全保障及管理

航空运输业易受战争、恐怖事件、安全事故等突发性事件的影响,面临的不确定性较多且风险因素分散。2014年以来,受马航 MH370 航班失联事件、马航 MH17 航班坠机事件等重大空难影响,部分涉事航空公司业务及航权受到较大影响。航空运输企业是否针对安全生产与保障、日常经营维护、检修等方面制定了全面、系统的安全管理体系、应急处理流程是考察的重点。同时安全保障措施的增加亦带来航空运输企业运营成本的上升。

四、经营分析

(一) 运输能力

航空运输企业运输能力是支撑业务发展的重要载体,运输能力是否与市场需求有效匹配将决定企业收入及盈利的可持续性。运输能力可以通过机队规模、可用吨公里及可用座公里等指标反映。与此同时,通过比较运力投放增速(可用座公里增速)、需求增长速度(旅

客周转量增速),并结合目前资源使用效率,可以分析公司是否存在供需错配现象。

(二) 航线网络布局

多元化航线网络布局有助于提高航空运输企业风险抵御能力,航线网络覆盖范围及成熟度、通航城市分布区域、航线设计、航空基地布局及区域集中度等方面是考察航空运输企业经营稳定性及抗风险能力的重要方面。航空运输行业产品同质化程度较高,具有竞争力的航线资源与航线时刻对于航空运输企业摆脱价格竞争具有关键意义。

航空运输企业航线网络运营模式主要为枢纽网络及点对点两种。枢纽网络布局是航空运输业的重要趋势,也是最能够发挥航空运输企业规模经济效益的航线体系,目前以国航、南航及东航为代表。

在航线布局上,主要包括国际航线、国内干线、国内支线及上述航线组合。国际航线及国内干线受益于区域经济发展及客源支持,航线盈利能力及经营稳定性具有较明显的优势。国内支线地区机场吞吐量和客源支持相对较少,客座率较低,但民航局及部分地方政府(如新疆及内蒙)对支线航班的政策补贴支持力度较大,一定程度保障了航线的最低盈利水平。

(三) 成本控制

航空运输企业运营成本大部分为刚性成本,即航油成本、人力成本、租赁折旧费、起降服务费等。而作为主要成本之一的航油成本(占比在 30~40%左右)具有很强的不可控性,导致航空运输企业日常运营受航油价格波动的影响大。目前燃油附加费与油价已形成联动机制,可一定程度上抵消部分油价上涨对航空运输企业成本的不利影响。2014 年四季度以来,受益于航油价格持续走低,航油成本在主营业务成本所占比重有所下降,对行业整体经营效益起到促进作用,但未来航油价格反弹时间和幅度仍存在不确定性。因此,采用套期保值抵御燃油价格波动的航空运输企业对于燃油成本更有控制力,但需关注对冲风险。

分析航空运输企业成本控制能力,还可通过考察机队年龄、机型结构及飞机购买方式等。年轻机队各项性能较好,飞机及发动机短期内发生故障而进行大修的概率及日常养护费用相对较少。此外,年轻机队在燃油经济效益方面更具优势,一般来说新飞机在飞行运营 5~6 年后其燃油消耗量将提升约 5%。机型结构方面,同时运营多种不同机型将导致培训费用、航材储备投资、维护及修理等费用增加,较单一的机型更利于降低飞机购买、租

表 1 2014 年部分航空运输发行主体航线布局情况

发行主体	运营模式	航线数（条）
中国国际航空股份有限公司	国航股份长期以来坚持“国内国际均衡发展，以国内支撑国际”的市场布局原则，在多年的经营过程中形成了以北京、深圳、上海和成都为节点的四角菱形网络结构和广泛、均衡的国内、国际航线网络。	322
中国南方航空股份有限公司	南航股份现有航线网络围绕广州、北京、乌鲁木齐、重庆四大枢纽做中转，围绕国际长航线做衔接；航线布局以国内市场为主，国际市场占有一定比例，国际国内相互支持，整体联动的“点对点+枢纽”运营模式。	900 余条
中国东方航空股份有限公司	东航股份以上海为核心枢纽、昆明和西安为区域枢纽，通过巩固核心市场，控制关键市场，持续推进“枢纽网络运营”。	651
海南航空股份有限公司	海南航空立足于国内干线和支线航空市场，在以海南为主基地的基础上，先后建立了北京、海口、广州、深圳、大连、兰州、乌鲁木齐、西安、太原 9 个运营基地和多个航空运营站，并且以西安、昆明为交通枢纽，辐射西北、西南等重要地区的支线航线。	720
深圳航空有限责任公司	深圳航空以国内航线为主，主要市场集中在珠三角地区以及南京、无锡等地，目前已建立 14 个基地。未来将继续推进深圳主基地枢纽建设，依托深圳辐射东南亚、东亚地区，开辟洲内和跨洲国际航线。	194
四川航空股份有限公司	四川航空立足西南航线，致力于将成都机场打造为“西部门户枢纽”，以成都、重庆、昆明为中心，航线辐射全国各省会城市、著名旅游城市、经济发达的区域中心城市，逐渐完善点对点航线网络布局。	455
天津航空有限责任公司	天津航空定位于支线航空，设有 9 个运营基地，航线网络以天津、西安、南宁为枢纽，向周边地区辐射。	191

资料来源：联合资信整理

赁、维修、航线调配、管理及人才培养等方面的成本。

另外，国内航空公司主要通过自购、经营租赁及融资租赁三种模式购买飞机，不同引进方式对成本的影响不尽相同。

（四）未来发展

公司五年发展规划；国内外航线布局、飞机购买计划、未来重组或者收购行为，收购资金及筹措资金的手段；对公司经营及财务预测进行分析，

分析实现的可能性。

五、财务实力

（一）财务信息质量

近三年会计师事务所对公司财务报表出具的审计结论；如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否具有可比性。

（二）资本结构

企业资本结构的状况对财务风险有重要影响，债务负担越重的企业其偿还债务的压力越大，财务风险也会越高。航空运输行业是资金密集型行业，主要资本性支出集中在飞机购买及航空运营基地建设，整体投资规模较大，行业内企业债务负担普遍较重。航空运输企业资本结构主要关注企业债务和权益占比情况，一般而言，权益占比越大，对债权人保障

程度越高，衡量指标主要包括长短期债务结构、全部债务资本化比率等。

（三）盈利能力

分析盈利能力时要关注历年主营业务收入变化、收入构成多元化情况以及未来趋势的判断，还要关注航空运输企业机队规模及结构扩张计划，因为运力投放是企业未来收入的保障。

航空运输企业盈利能力与主业运营效率、汇兑损益、投资收益及营业外收入等方面密切相关。运营效率方面，航空运输企业运营成本中固定成本比重较高，企业运营效率的提升有助于企业获得更多收益。考察运营效率，可以通过载运率指标分析，主要包括客座率、货邮载运率及综合载运率。

汇兑损益方面，航空运输企业持有外币债务规模普遍较大，且国际航线业务运营通过外币结算，汇率走势对于公司整体经营效益影响明显。人民币对美元升值有助于降低飞机采购成本、租赁费用、国际市场航油采购、国外机场费用等美元计价的成本。2014年以来，人民币持续走弱导致汇兑损失对利润侵蚀影响大，因此航空运输企业外币债务规模比重以

及是否采用汇率对冲等手段抵抗风险需要重点关注。

营业外收入方面，航空运输行业作为国家基础性产业，获得如航线补贴、支线航线补贴、新开航线奖励、政府专项补贴等成为行业内企业重要的利润来源之一。因此，考察航空运输企业营业外收入规模的可持续性和变化情况，对于了解企业盈利稳定性有重要意义。



财务层面，反映盈利能力的财务指标主要考察：主营业务利润率、EBITDA/收入、净资产收益率、总资本收益率等。

（四）现金流

现金流分析是评级分析的重点，将企业在一段时期内可支配的现金，与企业应偿还的全部债务相比较，可以显示出企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。航空运输企业受益于经营模式，主业获现能力强。但航空运输行业是周期性行业，高经营杠杆和财务杠杆的特点导致企业在行业周期低谷时面临现金流压

力。在分析时，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、自有现金流、经营流动负债比率、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等指标。

（五）偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。对于航空运输企业偿债能力的分析，主要关于以下几点：一是短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；二是长期偿债能力，主要考察

EBITDA对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力作出判断；三是其他信用支持，主要包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。偿债能力主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA等，结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

违约案例

Default Case

15 山水 SCP001

山东山水水泥集团有限公司（山东山水）是国内最早从事新型干法水泥生产的企业之一，也是国家重点支持的全国性大型水泥企业，是山东省和辽宁省最大的水泥生产企业。中国山水水泥集团有限公司（山水水泥）2008 年 7 月在香港联交所上市，山东山水是山水水泥在境内的主要运营实体。

受所在区域经济增速放缓和水泥行业整体低迷的影响，2014 年以来山东山水所在区域的产品价格大幅下跌，公司盈利能力减弱，2015 年三季度合并财务报表显示，该公司当期负债合计 193.98 亿元，资产总计 335.09 亿元，负债率为 57.89%，营业收入 85.61 亿元，当期亏损 4.91 亿元，账面可用的货币资金仅 6.99 亿元。另一方面，2015 年 4 月，天瑞集团股份有限公司（天瑞集团）成为山水水泥的第一大股东，大股东变更的事实触发了境外美元票据的提前偿还，造成山水水泥资金链十分紧张。另外山水水泥的股东方天瑞集团、山水投资、亚洲水泥和中国建材等一直围绕着山水水泥的控制权进行纵横捭阖。山水水泥股权纷争引发了各金融机构对其前景的顾虑，导致公司外部融资困难。2015 年 11 月 12 日，山东山水无法按照约定筹措足额偿债资金，“15 山水 SCP001”本息未能按时兑付，成为境内首个超短融违约案例。

截至目前，山水水泥股权纷争仍未妥善解决，除上述 20 亿超短融外，公司发行的中期票据“13 山水 MTN1”（18 亿元）和超短融“15 山水 SCP002”（8 亿元）分别于 2016 年 1 月 21 日和 2 月 14 日构成实质性违约；另外目前在存续期以内的债券“14 山水 MTN1”、“14 山水 MTN2”和“14 山水 PPN001”均将于 2016 年内到期，仍面临较大的违约风险。

12 圣达债

四川圣达集团有限公司（四川圣达）是一家大型民营企业集团，旗下涉及煤炭、焦炭、水电、陶瓷、化工、茶叶、有色金属等多个业务板块，主要的收入来源是生铁和制动鼓板块。受累于宏观经济下行和钢铁、重型车下游产业不景气的影响，2014 年公司生铁和制动鼓业务毛利率下降均超 10%，处于大幅亏损状态，2015 年生铁业务已处于停工状态。此外，公司贷款逾期破坏了外部输血渠道，截至 2015 年 11 月底，公司贷款逾期和欠息金额超过 6000 万元。2015 年 12 月 5 日，“12 圣达债”投资人选择全部回售，公司未能足额兑付本息，该期债券构成实质性违约。

目前公司正积极配合债权代理人 and 债权人实现“12 圣达债”质押物的质权，包括四川圣达实业股份有限公司（现为“长城动漫”）1000 万股股票，公司持有的四川圣达水电开发有限公司 9.75% 的股权以及公司持有的峨眉山仙芝竹尖茶叶有限责任公司 100% 股权等。

市场数据

Market Data

1 年期短融、5 年期中票和 7 年期企业债券发行利率走势

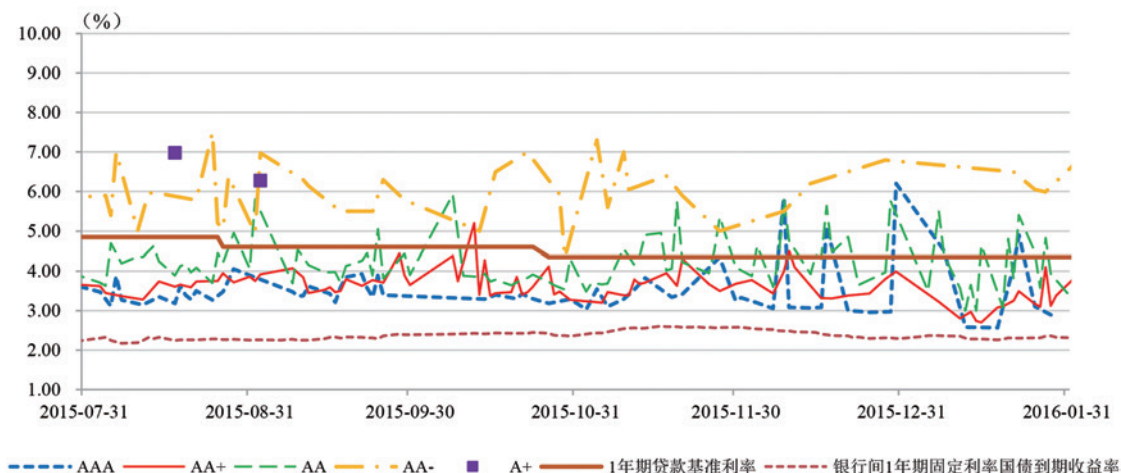
2016 年 1 月，央行开展了包括逆回购、SLO、SLF、MLF 等多种流动性补充工具；其中仅公开市场逆回购操作规模就达到 18750 亿元，净投放 11650 亿元；MLF 余额 12783 亿元，较 12 月净增 6125 亿元。央行通过公开市场操作和多种货币政策工具结合向市场投放流动性平滑了节前资金面的紧张，但降准、降息的缺席导致市场对于货币政策宽松预期减弱使债券发行利率波动加大。总体看，2016 年 1 月，银行间债券市场资金面进一步宽松，短融、中票和企业债的平均发行利率均较 2015 年 12 月均有不同程度下降，但波动较大，其中短融的平均发行利率（3.75%）较 2015 年 12 月（4.34%）下降 0.59 个百分点，中票的平均发行利率（4.01%）较 2015 年 12 月（4.26%）下降 0.25 个百分点，企业债的平均发行利率（4.54%）较 2015 年 12 月（5.15%）下降 0.61 个百分点。

表 1 2015 年 12 月 ~2016 年 1 月债券平均发行利率 单位：%

信用等级	1 年期短融		5 年期中票		7 年期企业债券	
	2015 年 12 月	2016 年 1 月	2015 年 12 月	2016 年 1 月	2015 年 12 月	2016 年 1 月
AAA	3.74	3.52	3.89	3.84	4.34	3.75
AA+	3.73	3.16	4.22	3.71	4.84	4.85
AA	4.53	4.07	4.86	4.27	5.50	4.80
AA-	6.17	6.18				

注：由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，表中短期融资券以发行主体的信用等级进行区分。

图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



注：1. 由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2. 若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值；3. 图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、Wind 资讯、联合资信整理，以下同。

2015年12月初至2016年1月底，银行间1年期固定利率国债到期收益率呈现波动下降的趋势，1年期短融的平均发行利率走势和1年期固定国债到期收益率的走势也基本一致。2016年1月，AAA级、AA+级和AA级主体所发短融的平均发行利率（分别为3.52%、3.16%和4.07%）较2015年12月（分别为3.74%、3.73%和4.53%）均有不同程度的下降，AA-级主体所发短融的平均发行利率（6.18%）较2015年12月（6.17%）基本持平。

图2 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

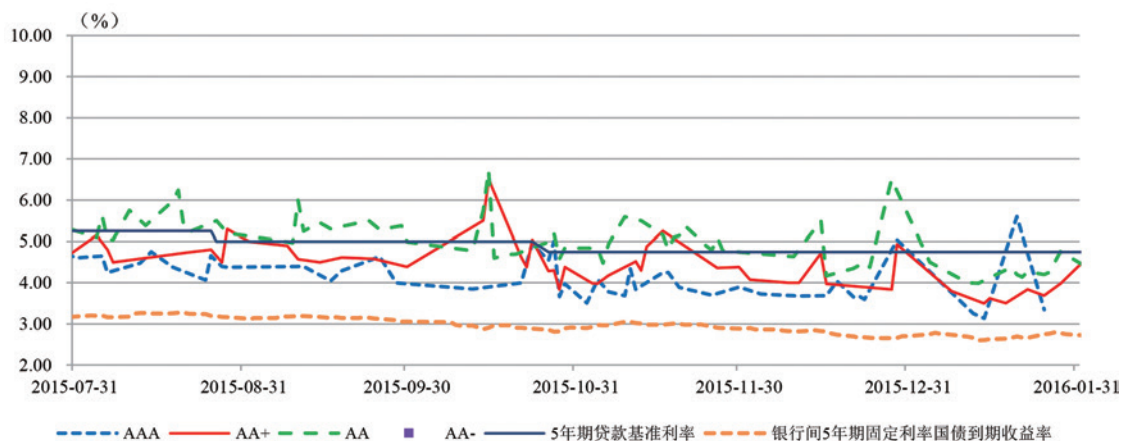
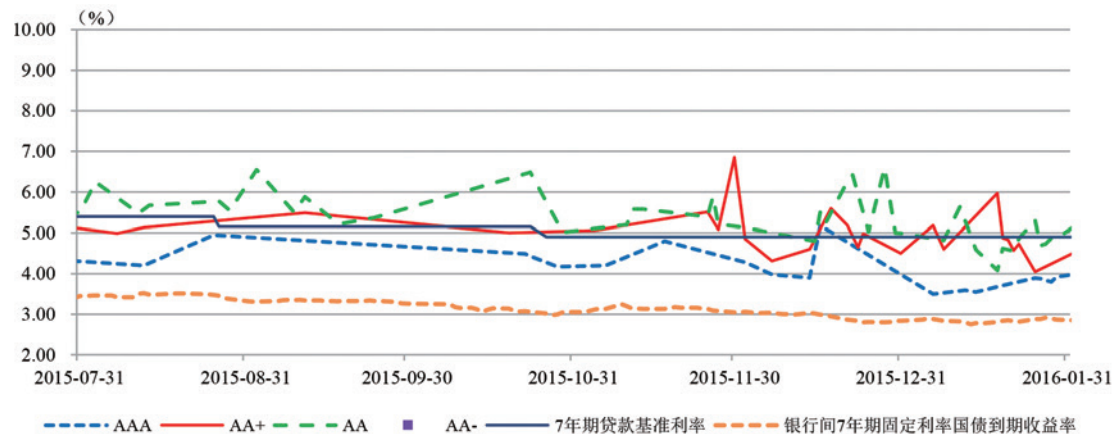


图3 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势



2015年12月初至2016年1月底，银行间中长期固定利率国债到期收益率也呈小幅波动下降趋势，5年期中票和7年期企业债的平均发行利率走势和同期限国债到期收益率走势基本一致。具体看，2016年1月，5年期各级别中票的平均发行利率较2015年12月均有不同程度下降，其中AAA级中票的平均发行利率（3.84%）较2015年12月（3.89%）降幅较小，AA+级和AA级（3.71%、4.27%）较2015年12月（4.22%、4.86%）降幅相对较大。2016年1月，7年期AAA级和AA级企业债的平均发行利率（3.75%、4.80%）较2015年12月（4.34%、5.50%）降幅较大，而AA+级企业债的平均发行利率（4.85%）较2015年12月（4.84%）基本持平。

春节前，央行宣布从2016年1月29日起至2月19日，除了周二、周四常规操作外，其它工作日均正常开展公开市场操作，且从1月29日起扩大短期流动性调节工具（SLO）质押品范围及参与机构范围。1月25日~1月29日当周净投放6900亿元，刷新历史记录。节后央行会安排资金正常到期回流，预计2~3月银行间资金面将维持宽松平稳的态势，债券的发行利率也将继续维持在低位但下降空间较小，地方政府债置换的开展和风险事件的发生可能加大债券发行利率的波动。

2013 年~2015 年我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2013 年	2014 年	2015 年	
			数值 (亿元)	同比
GDP	7.7	7.4	676708	6.9
规模以上工业增加值	9.7	8.3	-	5.9
固定资产投资总额 (不含农户)	19.6	15.7	551590	10
社会消费品零售总额	13.1	12	300931	10.7
出口总额	7.9	6.1	141357	-1.8
进口总额	7.3	0.4	104492	13.2
CPI	2.6	2	-	1.4
PPI	-1.9	-1.9	-	-5.2
社会融资规模	9.7	-4.8	1381400	12.4
M2 余额	13.6	12.2	1392300	13.3
人民币贷款余额	14.1	13.6	939500	14.3

注: GDP 和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率。

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、海关总署、联合资信整理

券种类别	发行期数 (期)				发行规模 (亿元)			
	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年	2012 年	2013 年	2015 年 1-11 月	2015 年 1-11 月同比 (%)
政府债	86	112	1126	1005.36	19044.01	20247.35	58226.00	287.57
国债	62	69	91	131.88	15544.01	16247.35	19875.38	122.33
地方政府债	24	43	1035	2406.98	3500.00	4000.00	38350.62	958.77
央行票据	20	0	0	NA	5362.00	0.00	0.00	NA
金融债	333	533	613	115.01	21401.30	28440.02	32115.79	112.92
政策性银行债	285	426	460	107.98	19960.30	22980.52	25790.15	112.23
商业银行债券	35	89	117	131.46	1132.00	4402.50	4707.64	106.93
非银行金融机构债券	13	18	36	200.00	309.00	1057.00	1618.00	153.07
政府支持机构债券	14	16	30	187.50	1900.00	2150.00	2900.00	134.88
企业债券	374	584	303	51.88	4752.30	6969.98	3431.02	49.23
一般企业债	373	575	293	50.96	4748.30	6898.50	3326.80	48.22
集合企业债	1	8	2	25.00	4.00	63.48	15.22	23.98
项目收益债	0	1	8	800.00	0.00	8.00	89.00	1112.50
中期票据	507	711	912	128.27	6716.20	9368.40	12416.70	132.54
美元中期票据 (亿美元)	1	0	0	NA	2.00	0.00	0.00	NA
集合票据	31	3	2	66.67	66.39	4.30	4.26	99.07
短期融资券	1076	1515	2535	167.33	15859.80	21517.53	32427.30	150.70
短期融资券	860	1072	1105	103.08	8324.80	10521.53	9483.00	90.13
超级短期融资券	216	443	1430	322.80	7535.00	10996.00	22944.30	208.66
证券公司短期融资券	134	257	173	67.32	2995.90	4246.90	2795.60	65.83
资产支持证券 (银行间)	13	224	380	169.64	144.98	2793.50	3986.71	142.71
资产支持证券 (交易所)	29	134	1016	758.21	73.98	427.14	1877.52	439.56
非金融企业资产支持票据	18	28	9	32.14	48.00	89.20	35.00	39.24
非公开定向债务融资工具	534	1200	1113	92.75	5668.08	10230.16	8781.35	85.84
公司债	358	471	844	179.19	1698.54	1414.03	10012.25	708.06
证券公司债	38	106	237	223.58	1179.60	2497.05	7549.20	302.32
可转债	8	13	5	38.46	544.81	320.99	108.00	33.65
可交换债	1	5	15	300.00	2.57	59.76	159.03	266.11
项目收益票据	0	3	6	200.00	0.00	8.00	51.00	637.50
同业存单	10	972	5941	611.21	340.00	8975.60	52975.90	590.22
外国债券	0	0	0	NA	0.00	0.00	0.00	NA
国际机构债	0	0	1	NA	0.00	0.00	30.00	NA
合计	3584	6887	15264	221.63	87798.46	119759.91	229942.26	192.00

注: 1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计; 存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计; 2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数, 不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数; 4. 美元中期票据以亿美元计, 合计数中不包含美元中期票据; 5. “公司债”不包含证券公司债券; 6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券 (银行间) 指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券 (交易所) 指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. 由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2016 年 1 月 28 日已披露的本年度数据, 并会对之前数据进行追溯调整; 9. 2015 年共发行 6 只熊猫债券, 包含 3 只金融债, 1 只非公开定向债务融资工具, 1 只短期融资券和 1 只外国政府债券, 除外国政府债券外均已包含在上述所列券种统计中, 故只列出剩余 1 只国际机构债券;

资料来源: 中国债券信息网, 上海清算所, 资产支持证券 (交易所)、Wind 资讯

评级公告

Rating Announcements

联合资信评估有限公司评级公告

(2015年12月1日至2016年1月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
中信国安集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-31	AA+/ 稳定	2015-11-16			
	2015 年度第四期中期票据	20.0			AA+	2015-11-16	2015-12-14	5	4.23
北京能源投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-23	AAA/ 稳定	2015-09-17			
	2015 年度第一期短期融资券	20.0			A-1	2015-09-17	2015-12-14	365 天	3.08
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-28	AA+/ 稳定	2015-12-28			
	2015 年第二期短期融资券	10.0	A-1	2015-09-28	A-1	2015-12-28	2015-12-01	365 天	3.99
常高新集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-20	AA+/ 稳定	2015-09-23			
	2015 年度第二期短期融资券	5.0			A-1	2015-09-23	2015-12-03	365 天	3.43
广州汽车集团股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-03-11	AAA/ 稳定	2015-11-19			
	2016 年度第一期短期融资券	23.0			A-1	2015-11-19	2016-01-26	365 天	2.85
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-30	AAA/ 稳定	2015-09-24			
	2015 年度第一期中期票据	15.0			AAA	2015-09-24	2015-12-22	5+N	4.74
厦门钨业股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-26	AA+/ 稳定	2015-12-15			
	2016 年度第一期中期票据	6.0			AA+	2015-12-15	2016-01-13	3	3.50
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-29	AAA/ 稳定	2015-10-22			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-10-22	2016-01-06	365 天	4.50
中国石油天然气集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-12	AAA/ 稳定	2015-10-21			
	2015 年度第一期中期票据	200			AAA	2015-10-21	2015-11-05	3	3.28
中国普天信息产业股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-28	AA+/ 稳定	2015-11-12			
	2016 年度第一期短期融资券	30.0			A-1	2015-11-12	2016-01-12	365 天	2.78
吉林省高速公路集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-29	AA+/ 稳定	2015-10-28			
	2015 年度第一期中期票据	20.0			AA+	2015-10-28	2015-12-24	5+2	3.84
五凌电力有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-28	AA+/ 稳定	2015-11-20			
	2015 年度第二期短期融资券	2.0			A-1	2015-11-20	2015-12-15	365 天	3.32
福建漳龙集团有限公司(原名:福建漳龙实业有限公司)	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-25	AA+/ 稳定	2015-07-31			
	2015 年度第二期中期票据	10.0			AA+	2015-07-31	2015-12-16	5+N	4.57
汉江水利水电(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-01-20	AA/ 稳定	2015-07-27			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2015-07-27	2016-01-22	365 天	3.58
山东省商业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-12-08	AA+/ 稳定	2016-01-25			
	2016 年度第一期短期融资券	15.0			A-1	2015-12-08	2016-01-18	365 天	2.88
大同煤矿集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-10-22	AAA/ 稳定	2015-12-29			
	2015 年度第三期短期融资券	25.0		2015-10-22	A-1	2015-12-29	2015-12-07	365 天	5.85
四川长虹电子控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-10-21	AA/ 稳定	2015-11-25			
	2015 年度第二期短期融资券	8.0			A-1	2015-10-21	2015-12-14	365 天	4.70
红豆集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-08-25	AA/ 稳定	2015-12-30			
	2015 年度第三期短期融资券	8.0	A-1	2015-08-04	A-1	2015-12-30	2015-12-02	365 天	4.78
	2015 年度第四期短期融资券	0.5	A-1	2015-08-25	A-1	2015-12-30	2015-12-16	365 天	5.20

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
奇瑞汽车股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-28	AA/ 稳定	2015-09-17			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA	2015-09-17	2016-01-25	3	4.95
云南建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-16	AA+/ 稳定	2015-10-14			
	2016 年度第一期中期票据	15.0			AA+	2015-10-14	2016-01-27	5+N	5.20
大连机床集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-15	AA/ 稳定	2015-11-12			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA	2015-09-15	2016-01-13	3	7.00
	2015 年度第四期短期融资券	5.0			A-1	2015-11-12	2015-12-28	365 天	7.00
景德镇市国有资产经营管理 有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-23	AA/ 稳定	2015-12-01			
	2016 年度第一期中期票据	2.5			AA	2015-12-01	2016-01-19	5	4.20
成都交通投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-30	AA+/ 稳定	2015-08-13			
	2015 年度第二期中期票据	10.0			AA+	2015-08-13	2015-12-22	5+N	4.38
岳阳林纸股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-09-09	AA/ 负面	2015-10-10			
	2015 年度第三期短期融资券	6.0			A-1	2015-10-10	2015-12-08	365 天	5.80
广州医药有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-12-09	AA/ 稳定	2015-09-06			
	2015 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2015-09-06	2015-12-10	365 天	3.70
冀东发展集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 负面	2015-06-15	AA+/ 负面	2016-01-08			
	冀东发展集团有限责任公司 2015 年度第一期中期票据	30.0			AA+	2015-06-15	2015-12-03	3+N	5.80
同方股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-09	AAA/ 稳定	2015-07-09			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2015-07-09	2016-01-13	5	3.24
广东明阳风电产业集团有限公 司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-25	AA/ 稳定	2015-09-01			
	2015 年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2015-09-01	2015-12-17	365 天	6.19
安徽国贸集团控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-23	AA/ 稳定	2015-09-28			
	2015 年度第二期短期融资券	6.0			A-1	2015-09-28	2015-12-21	365 天	3.75
天津城市基础设施建设投资集 团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-29	AAA/ 稳定	2015-09-10			
	2015 年度第二期中期票据	30.0			AAA	2015-09-10	2015-12-09	7	4.00
云南世博旅游控股集团有限公 司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA/ 稳定	2015-12-01			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2015-12-01	2016-01-08	365 天	3.42
杭州市城市建设发展有限公 司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-08-27	AA+/ 稳定	2015-12-02			
	2015 年度第二期短期融资券	7.0			A-1	2015-12-02	2015-12-24	365 天	3.00
湖南省轻工盐业集团有限公 司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-30	AA/ 稳定	2015-10-30			
	2015 年度第一期中期票据	4.0			AA	2015-10-30	2015-12-22	5	4.25
邯郸市交通建设有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-28	AA/ 稳定	2016-01-04			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2016-01-04	2016-01-18	365 天	3.10
江苏国泰国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-21	AA/ 稳定	2015-12-03			
	2016 年度第一期中期票据	6.0			AA	2015-12-03	2016-01-21	3	3.86
安徽水利开发股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-11	AA/ 稳定	2015-10-23			
	2015 年度第一期中期票据	2.0			AA	2015-10-23	2015-12-08	3	4.44
中电投贵州金元集团股份有 限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-12	AA+/ 稳定	2015-08-04			
	2015 年度第三期短期融资券	12.0			A-1	2015-08-04	2015-12-29	365 天	3.99
南京新港开发总公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-29	AA+/ 稳定	2015-12-28			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA+	2015-09-01	2016-01-05	3	3.55
	2016 年度第二期中期票据	10.0			AA+	2015-12-28	2016-01-15	5	3.50
	2016 年度第三期中期票据	7.0			AA+	2015-12-28	2016-01-21	7	4.30
重庆高速公路股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-26	AA+/ 稳定	2015-09-06			
	2016 年度第一期中期票据	12.0			AA+	2015-09-06	2016-01-15	5	3.52
中国建筑一局(集团)有限公 司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-03	AA+/ 稳定	2015-08-12			
	2015 年度第一期短期融资券	7.0			A-1	2015-08-12	2015-12-23	365 天	3.13
	2015 年度第一期中期票据	6.0			AAA	2015-08-12	2015-12-21	5	3.68
重庆市江北嘴中央商务区投 资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-14	AA+/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第三期中期票据	30.0			AA+	2015-10-21	2015-12-25	5+N	4.68
天津市东丽城市基础设施投 资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-12-30	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年度公司债券	25.0			AAA	2015-06-30	2015-12-01	7	4.28
郴州高科投资控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-12-18	AA/ 稳定	2015-06-18			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0					2016-01-25	365 天	3.70

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-10-19	AA+/ 稳定	2015-01-08			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-10-19	2016-01-22	365 天	3.00
上海陆家嘴（集团）有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-30	AAA/ 稳定	2015-07-30			
	2015 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-07-30	2015-12-18	365 天	3.00
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 正面	2015-11-13	AA/ 正面	2015-12-30			
	2015 年度第四期短期融资券	15.0	A-1	2015-11-13	A-1	2015-12-30	2015-12-16	365 天	7.50
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-16	AA/ 稳定	2015-08-11			
	2016 年度第一期中期票据	7.5			AA	2015-07-16	2016-01-08	3+N	4.19
浙江富春山居集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-26	AA/ 稳定	2015-11-30			
	2016 年度公司债券	15.0			AA	2015-11-30	2016-01-26	7	4.76
江苏大丰海港控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-11-09	AA/ 稳定	2015-12-11			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2015-12-11	2016-01-26	365 天	3.70
江苏长电科技股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-10-13	AA/ 稳定	2015-11-23			
	2015 年度第四期短期融资券	6.0			A-1	2015-11-23	2015-12-17	365 天	4.30
怀化市水业投资总公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-05-20	AA-/ 稳定	2015-08-19			
	2015 年度第一期中期票据	4.0			AA-	2015-08-19	2015-12-30	3	5.50
陕西广电网络传媒（集团）股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-23	AA/ 稳定	2015-07-24			
	2016 年度第一期中期票据 (3 年期)	3.0			AA	2015-07-27	2016-01-26	3	3.79
株洲高科集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-10-28	AA/ 稳定	2016-01-14			
	2015 年度第二期短期融资券	8.0	A-1	2015-10-28	A-1	2016-01-14	2015-12-07	365 天	3.64
珠海华发综合发展有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-15	AA+/ 稳定	2015-09-08			
	2015 年度第三期中期票据	28.0			AA+	2015-09-08	2015-12-10	5+N	4.89
山东省鲁信投资控股集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-16	AAA/ 稳定	2015-07-01			
	2016 年度第一期中期票据	15.0			AAA	2015-04-16	2016-01-11	5+N	4.15
扬州新盛投资发展有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-30	AA/ 稳定	2015-09-09			
	2015 年度第二期中期票据	5.0			AA	2015-09-09	2015-12-01	3	4.34
格林美股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-05	AA/ 稳定	2015-10-21			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-10-21	2016-01-26	365 天	4.50
晋能集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-06-15			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AAA	2015-06-15	2016-01-22	5+N	6.70
天安数码城（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-22	AA/ 稳定	2015-10-21			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-10-21	2016-01-19	3	4.80
湛江港（集团）股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-12	AA/ 稳定	2015-10-23			
	2016 年度第一期短期融资券	2.0			A-1	2015-10-23	2016-01-07	365 天	3.31
渤海租赁股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-08-21	AA+/ 稳定	2015-10-26			
	2015 年度第二期短期融资券	5.0			A-1	2015-10-26	2015-12-24	365 天	3.96
	2015 年度第三期短期融资券	5.0			A-1	2015-10-26	2015-12-24	365 天	3.96
河南平高电气股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-30	AA+/ 稳定	2015-11-30			
	2015 年度第二期短期融资券	2.0			A-1	2015-11-30	2015-12-24	365 天	3.10
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-08	AAA/ 稳定	2015-10-27			
	2016 年度第一期中期票据 (品种一)	25.0			AAA	2015-10-27	2016-01-12	3+N	3.37
	2016 年度第一期中期票据 (品种二)	25.0			AAA	2015-10-27	2016-01-12	5+N	3.60
中国水利水电第十四工程局有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-24	AA+/ 稳定	2015-07-16			
	2015 年度第一期中期票据	2.0			AA+	2015-06-24	2015-12-08	5	4.00
河南省收费还贷高速公路管理有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-09			
	2015 年度第一期短期融资券	21.0			A-1	2015-09-09	2015-12-03	365 天	3.20
呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-09			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-09-09	2016-01-26	365 天	3.40
华北高速公路股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-10			
	2015 年度第一期中期票据	1.0			AA+	2015-06-10	2015-12-09	5	4.00
宁乡经济技术开发区建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-17			
	2016 年度公司债券	15.0			AAA	2015-11-17	2016-01-26	7	3.87

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
平潭综合实验区交通投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-09			
	2016 年度公司债券	15.0			AAA	2015-11-09	2016-01-28	7	3.92
日照市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-26			
	2015 年度公司债券	6.0			AAA	2015-06-26	2015-12-04	7	3.98
如东县开泰城建投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-28			
	2016 年度 2013-2017 年棚户区改造项目（一期）项目收益债券	12.0			AA+	2015-12-28	2016-01-07	7	4.57
邵阳市城市建设投资经营集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-18			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-09-18	2016-01-22	5	4.20
石家庄滹沱新区投资开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-08			
	2015 年度一期项目收益债券	18.0			AA+	2015-05-08	2015-12-23	10	5.28
新和成控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-05			
	2015 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-08-05	2015-12-10	365 天	4.15
新兴铸管股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-17			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-08-17	2016-01-25	365 天	3.20
新沂市城市投资发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-17			
	2016 年度公司债券	19.0			AA	2015-07-17	2016-01-18	7	4.30
兴义市信恒城市建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-05			
	2015 年度公司债券	10.0			AA	2015-06-05	2015-12-15	7	5.40
盐城高新区投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-06			
	2015 年度公司债券	10.0			AAA	2015-08-06	2015-12-11	7	3.90
永州市经济建设投资发展集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-21			
	2016 年度公司债券	13.0			AAA	2015-09-21	2016-01-13	7	3.55
禹州市投资总公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-23			
	2016 年度企业债券	12.0			AA+	2015-11-23	2016-01-18	7	4.68
云南鸿翔一心堂药业（集团）股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-03			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2015-06-03	2016-01-07	365 天	3.72
云南省城乡建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-06			
	2015 年度第一期中期票据	3.5			AA	2015-08-06	2015-12-31	5	4.50
中油金鸿能源投资股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-22			
	2016 年度第一期中期票据	8.0			AA	2015-05-22	2016-01-14	3	5.00
重庆悦来投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-25			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2015-08-25	2016-01-25	3+N	4.50
北京万通地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-12			
	2015 年度第一期中期票据	15.2			AA	2015-08-12	2015-12-07	3+2	7.50
北京王府井国际商业发展有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-16			
	2016 年度第一期短期融资券	12.0			A-1	2015-10-16	2016-01-08	365 天	2.80
福建省电子信息（集团）有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-16			
	2016 年度第一期中期票据	3.0			AA+	2015-10-16	2016-01-14	5	3.64
贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	企业主体长期信用				A-1	2015-10-16	2016-01-11	365 天	2.97
	2016 年度第一期短期融资券	4.9			AA	2015-10-20			
贵州省凯里城镇建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-20			
	2016 年度小微企业增信集合债券	12.0			AA	2015-10-20	2016-01-13	3+1	6.05
贵州省凯里城镇建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-16			
	2015 年度公司债券	14.0			AA	2015-06-16	2015-12-16	7	5.29
天津市政投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA+/ 稳定	2016-01-13			
	2015 年度第一期短期融资券	10.0	A-1	2015-02-09	A-1	2016-01-13	2015-07-31	366 天	3.71
绵阳科技城发展投资（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-16	AA/ 列入观察名单	2016-01-25			
	2013 年度第一期中期票据	8.0	AA	2014-06-30	AA	2015-07-16	2013-07-19	5	6.30
	2015 年度第一期短期融资券	6.0	A-1	2015-07-16	A-1	2016-01-25	2015-04-01	366 天	5.60
	2015 年度第二期短期融资券	6.0	A-1	2015-06-03	A-1	2016-01-25	2015-07-24	366 天	3.80
	2015 年度第一期中期票据	5.0	AA	2015-03-11	AA	2015-07-16	2015-06-16	5	6.05

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
绵阳市投资控股（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-18	AA/ 列入观察名单	2016-01-18			
	2015 年度第一期短期融资券	5.0	A-1	2015-06-04	A-1	2016-01-18	2015-05-18	366 天	4.05
	2015 年度第二期短期融资券	10.0	A-1	2015-06-04	A-1	2016-01-18	2015-05-18	366 天	4.05
	2015 年度第一期中期票据	14.9			AA	2015-06-18	2015-09-29	5	4.99
辽宁省国有资产经营有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-10-14	AA+/ 稳定	2015-12-31			
	2014 年度第一期中期票据	4.0	AA	2014-10-14	AA+	2015-12-31	2014-07-21	5	6.50
南京高科股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-12-12	AA+/ 稳定	2015-12-31			
	2015 年度第一期中期票据	5.0	AA	2014-12-12	AA+	2015-12-31	2015-07-17	3	4.73
江苏南通二建集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-11-11	AA/ 稳定	2016-01-22			
	江苏南通二建集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	3.0	AA-	2014-11-11	AA	2016-01-22	2015-11-23	3	6.80

注：* 公告内容仅包括 2015 年 12 月 1 日至 2016 年 1 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2015年12月1日至2016年1月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
中国建设银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-27	AAA/ 稳定	2015-09-28			
	2015 年第一期二级资本债券	240			AAA/ 稳定	2015-09-28	2015-12-18	5+5	4.00
恒丰银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-31	AAA/ 稳定	2015-09-18			
	2015 年二级资本债券	150			AA+/ 稳定	2015-09-18	2015-12-16	5+5	4.60
贵阳银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-10	AA+/ 稳定	2015-12-08			
	2015 年二级资本债券	10			AA/ 稳定	2015-12-08	2015-12-23	5+5	4.80
盛京银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-16	AAA/ 稳定	2015-09-21			
	2015 年二级资本债券	100			AA+/ 稳定	2015-09-21	2015-12-04	5+5	4.57
安信证券股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-02-28	AAA/ 稳定	2015-12-03			
	2015 年度第三期短期融资券	13			A-1	2015-12-03	2015-12-09	90 天	3.04
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-08	AA+/ 稳定	2015-11-26			
	2015 年第四期短期融资券	20			A-1	2015-11-26	2015-12-08	86 天	3.08
招银金融租赁有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-29	AAA/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年金融债券(第一期)	2			AAA/ 稳定	2015-06-29	2015-12-07	3	3.75
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-11-13	AA+/ 稳定	2016-01-05			
	2016 年度第一期短期融资券	15			A-1	2016-01-05	2016-01-18	91 天	2.74
重庆三峡银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-17	AA/ 稳定	2015-05-04			
	2015 年二级资本债券	9			AA-	2015-05-04	2015-12-22	5+5	4.99
上汽通用汽车金融有限责任公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-29	AAA/ 稳定	2015-12-14			
	2016 年金融债券(品种一)	30			AAA	2015-12-14	2016-01-18	3	3.25
	2016 年金融债券(品种二)	20			AAA	2015-12-14	2016-01-18	2	3.10
国都证券有限责任公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-11-12	AA+/ 稳定	2015-11-26			
	2015 年度第七期短期融资券	15			A-1	2015-11-26	2015-12-04	88 天	3.24
大连农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-23	AA/ 稳定	2015-06-25			
	2015 年二级资本债券	20			AA-	2015-06-23	2015-12-11	5+5	5.09
国联证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-01-04	AA+/ 稳定	2015-12-22			
	2016 年第一期短期融资券	6			A-1	2015-12-22	2016-01-12	91 天	2.65
国开证券有限责任公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-01	AAA/ 稳定	2016-01-12			
	2016 年度第一期短期融资券	20			A-1	2016-01-12	2016-01-18	90 天	2.78

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
幸福人寿保险股份有限公司	主体长期信用	30			AA+/ 稳定	2015-12-16	2015-12-25	5+5	4.00
	2015 年资本补充债券				AAA	2015-12-16			
中荷人寿保险有限公司	主体长期信用	5			AA/ 稳定	2015-07-21			
	2015 年资本补充债券	5			AA-	2015-07-21	2015-12-28	5+5	5.28
甘肃银行股份有限公司	主体长期信用				AA/ 负面	2015-12-01			
	2015 年二级资本债券	32			AA-	2015-12-01	2015-12-10	5+5	5.10
广东南海农村商业银行股份有限公司	主体长期信用	25			AA/ 稳定	2015-05-29			
	2015 年二级资本债券	25			AA-	2015-05-29	2015-12-11	5+5	4.98

注：* 公告内容仅包括 2015 年 12 月 1 日至 2016 年 1 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2015年12月1日至2016年1月31日) *

发起机构 / 贷款服务 机构	受托机构 / 发行人	证券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行 利率 (%)	最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日
						级别	时间		
中国民生银行 股份有限公司	中诚信托 有限公司	企富 2015 年第四期信贷资产证券 化信托优先 A-1 档资产支持证券	6.92	11.15	1 年期定期存款 利率 +1.80	AAA	2015-11-18	2015-12-04	2020-05-26
		企富 2015 年第四期信贷资产证券 化信托优先 A-2 档资产支持证券	8.22	13.25	1 年期定期存款 利率 +2.00	AAA			
		企富 2015 年第四期信贷资产证券 化信托优先 A-3 档资产支持证券	25.71	41.44	1 年期定期存款 利率 +2.35	AAA			
		企富 2015 年第四期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	9.90	15.96	1 年期定期存款 利率 +3.00	AA			
		企富 2015 年第四期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	11.29	18.20	无票面利率	NR			
中国进出口银 行	中诚信托 有限公司	进元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托资产支持证券优先 A1 档	3.00	6.39	2.90	AAA	2015-11-11	2015-12-09	2020-01-26
		进元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托资产支持证券优先 A2 档	34.55	73.58	1 年期定期存款 利率 +2.30	AAA			
		进元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托资产支持证券优先 B 档	4.66	9.91	1 年期定期存款 利率 +2.45	AA			
		进元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托资产支持证券次级档	4.75	10.12	无票面利率	NR			
恒丰银行股份 有限公司	长安国际 信托股份 有限公司	恒金 2015 年第三期信贷资产证券 化信托优先 A1 档资产支持证券	14.00	35.03	3.60	AAA	2015-09-18	2015-12-10	2020-10-26
		恒金 2015 年第三期信贷资产证券 化信托优先 A2 档资产支持证券	17.68	44.23	3.70	AAA			
		恒金 2015 年第三期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	2.93	7.33	4.00	AA-			
		恒金 2015 年第三期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	5.36	13.41	无票面利率	NR			
青岛农村商业 银行股份有限 公司	长安国际 信托股份 有限公司	蓝海 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A 档资产支持证券	7.70	66.66	3.55	AAA	2015-11-04	2015-12-15	2020-01-26
		蓝海 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	1.20	10.39	4.30	A+			
		蓝海 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	2.65	22.95	无票面利率	NR			

发起机构 / 贷款服务机构	受托机构 / 发行人	证券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率 (%)	最新评级结果		证券发行日期	证券法定到期日
						级别	时间		
国家开发银行股份有限公司	中信信托有限公司	2015 年第十一期开元信贷资产证券化信托优先 A-1 级资产支持证券	37.90	34.02	1 年期贷款基准利率 -0.76	AAA	2015-11-30	2015-12-15	2024-01-12
		2015 年第十一期开元信贷资产证券化信托优先 A-2 级资产支持证券	31.00	27.82	1 年期贷款基准利率 -0.75	AAA			
		2015 年第十一期开元信贷资产证券化信托优先 A-3 级资产支持证券	27.90	25.04	1 年期贷款基准利率 -0.48	AAA			
		2015 年第十一期开元信贷资产证券化信托优先 B 级资产支持证券	5.80	5.21	1 年期贷款基准利率 +0.95	AA			
		2015 年第十一期开元信贷资产证券化信托次级资产支持证券	8.81	7.91	无票面利率	NR			
烟台银行股份有限公司	中国对外经济贸易信托有限公司	烟银 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A 档资产支持证券	6.20	63.39	1 年期定期存款利率 +2.80	AAA	2015-10-27	2015-12-15	2021-01-26
		烟银 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	1.10	11.25	1 年期定期存款利率 +3.70	AA-			
		烟银 2015 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	2.48	25.36	无票面利率	NR			
中国建设银行股份有限公司	建信信托有限公司	建元 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 A-1 档	24.10	29.97	五年期以上贷款利率 -1.30	AAA	2015-12-09	2015-12-22	2044-04-26
		建元 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 A-2 档	8.00	9.95	五年期以上贷款利率 -1.10	AAA			
		建元 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券 A-3 档	40.30	50.11	五年期以上贷款利率 -0.3	AAA			
		建元 2015 年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档	8.02	9.97	无票面利率	NR			
中国民生银行股份有限公司	中诚信托有限公司	企富 2015 年第五期信用卡分期汽车贷款优先 A 级资产支持证券	8.24	80.00	1 年期贷款基准利率 -0.85	AAA	2015-10-30	2015-12-23	2020-03-26
		企富 2015 年第五期信用卡分期汽车贷款优先 B 级资产支持证券	1.21	11.70	1 年期贷款基准利率 -0.30	AA+			
		企富 2015 年第五期信用卡分期汽车贷款次级资产支持证券	0.86	8.30	无票面利率	NR			
广州农村商业银行股份有限公司	安徽国元信托有限责任公司	珠江 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A 档资产支持证券	7.00	67.50	1 年期定期存款利率 +2.20	AAA	2015-11-24	2015-12-28	2022-06-26
		珠江 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	1.40	13.50	1 年期定期存款利率 +2.50	AA-			
		珠江 2015 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	1.97	19.00	无票面利率	NR			
中银消费金融有限公司	华能贵诚信托有限公司	中赢新易贷 2016 年第一期个人消费贷款信贷资产证券化信托优先 A 档资产支持证券	5.61	80.26	1 年期定期存款利率 +1.79	AAA	2015-12-28	2016-01-15	2019-02-28
		中赢新易贷 2016 年第一期个人消费贷款信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	0.85	12.09	1 年期定期存款利率 +2.60	AA			
		中赢新易贷 2016 年第一期个人消费贷款信贷资产证券化信托资产支持证券 (次级档)	0.54	7.65	无票面利率	NR			
广发银行股份有限公司	广东粤财信托有限公司	启元 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A1 档资产支持证券	15.00	28.84	3.20	AAA	2015-12-24	2016-01-25	2020-07-26
		启元 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A2 档资产支持证券	27.00	51.91	1 年期定期存款利率 +1.85	AAA			
		启元 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	2.16	4.15	1 年期定期存款利率 +2.50	AA			
		启元 2016 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	7.85	15.10	无票面利率	NR			

发起机构 / 贷款服务机构	受托机构 / 发行人	证券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率 (%)	最新评级结果		证券发行日期	证券法定到期日
						级别	时间		
长沙银行股份有限公司	交银国际信托有限公司	长乐 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A2 档资产支持证券	4.92	31.19	3.30	AAA	2016-01-11	2016-01-25	2022-09-01
		长乐 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A1 档资产支持证券	4.90	31.31	1 年期定期存款利率 +2.08	AAA			
		长乐 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	3.30	21.00	1 年期定期存款利率 +3.30	A+			
		长乐 2016 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	2.59	16.50	无票面利率	NR			

注：* 公告内容仅包括 2015 年 12 月 1 日至 2016 年 1 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息；NR 表示未予评级。

联合信用评级有限公司评级公告

(2015年10月1日至2015年11月30日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券发行日期	期限 (年)	发行利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
海通开元投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-27			
	2015 年公司债券 (品种一)	14			AA+	2015-08-27	2015-12-02	5	4.25
	2015 年公司债券 (品种二)	6			AA+	2015-08-27	2015-12-02	3	3.90
河北省新合作控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-11			
	2015 年公开发行公司债券	6			AA	2015-11-11	2015-12-02	5	4.43
内蒙古双欣能源化工有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-07			
	2015 年公司债券	10.6			AA	2015-07-07	2015-12-03	5	7.30
广西铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-11			
	2015 年公司债券 (第一期)	10			AAA	2015-09-11	2015-12-04	10	3.80
陕西必康制药集团控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-06			
	2015 年公司债券	8			AA	2015-09-06	2015-12-04	5	4.68
北京汽车投资有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-28			
	2015 年公司债券 (第一期)	15			AAA	2015-09-28	2015-12-09	5	3.60
绿地控股集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-18			
	2015 年公司债券 (第一期) (品种一)	20			AAA	2015-09-18	2015-12-09	5	3.90
	2015 年公司债券 (第一期) (品种二)	80			AAA	2015-09-18	2015-12-09	5	3.80
上海华信国际集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-24			
	2015 年公司债券	30			AA+	2015-06-24	2015-12-09	5	4.98
中天钢铁集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-03			
	2015 年公司债券 (第一期)	9.1			AA	2015-12-03	2015-12-09	3	7.50
浙江省交通投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-10-30			
	2015 年公司债券 (第一期) (品种一)	10			AAA	2015-10-30	2015-12-10	5	3.68
	2015 年公司债券 (第一期) (品种二)	5			AAA	2015-10-30	2015-12-10	10	4.00
山西国际电力集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-12-02			
	2015 年公司债券 (第二期)	10			AAA	2015-12-02	2015-12-11	10	3.99
广州合景房地产开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-28			
	2015 年公司债券 (品种一)	25			AA+	2015-08-28	2015-12-15	6	4.94
	2015 年公司债券 (品种二)	8			AA+	2015-08-28	2015-12-15	7	6.15

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果 级别	上次评级结果 时间	最新评级结果 级别	最新评级结果 时间	债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率 (%)
新奥(中国)燃气投资有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-11-06			
	2015 年公司债券(第一期)	25			AAA	2015-11-06	2015-12-17	5	3.68
汕头花园集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-14			
	2015 年公司债券(第二期)	10			AA	2015-12-14	2015-12-18	5	7.47
新疆天富集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-07			
	2015 年公司债券	6			AA	2015-08-07	2015-12-18	5	4.30
融信(福建)投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-19			
	2015 年公司债券(第一期)	12			AA	2015-11-19	2015-12-22	5	6.40
南山集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-12-18			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AA+	2015-12-18	2015-12-23	5	4.20
中合中小企业融资担保股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-12-18			
	2015 年公司债券(第一期)	7			AAA	2015-12-18	2015-12-23	7	3.60
洛娃科技实业集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-20			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AA	2015-08-20	2015-12-25	5	5.80
内蒙古圣牧高科牧业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-02			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AA	2015-11-02	2015-12-25	5	4.48
鑫苑(中国)置业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-30			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AA	2015-10-30	2015-12-25	5	7.50
花样年集团(中国)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-06			
	2015 年公司债券(第二期)	8			AA	2015-11-06	2015-12-29	5	7.29
北京纳通科技集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-25			
	2015 年公司债券(第一期)(2 年期)	4			AA	2015-11-25	2015-12-30	2	5.00
	2015 年公司债券(第一期)(3 年期)	2			AA	2015-11-25	2015-12-30	3	5.43
广东粤运交通股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-22			
	2014 年公司债券(第二期)	3.8			AAA	2015-09-22	2015-12-16	5	3.58
唐山三友化工股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-21			
	2015 年公司债券(品种一)	5			AA	2015-10-21	2015-12-16	5	4.20
北京威卡威汽车零部件股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-24			
	2015 年公司债券	16			AA	2015-09-24	2015-12-09	2	4.50
广州富力地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-11-10			
	2016 年公司债券(第一期)(品种一)	60			AA+	2015-11-10	2016-01-08	5	3.95
中国石油天然气股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-11-19			
	2016 年公司债券(第一期)(品种一)	88			AAA	2015-11-19	2016-01-18	5	3.03
	2016 年公司债券(第一期)(品种二)	47			AAA	2015-11-19	2016-01-18	10	3.50
广州富力地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-11-10			
	2016 年公司债券(第二期)	36			AA+	2015-11-10	2016-01-21	5	3.95
国机汽车股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-12			
	2016 年公司债券(第一期)	10			AA+	2015-10-12	2016-01-22	5	3.50
巨轮智能装备股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-29			
	2016 年公司债券(第一期)	11.5			AA	2015-10-29	2016-01-27	5	5.49
中国中铁股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-20			
	2016 年公司债券(第一期)(品种一)	20.5			AAA	2016-01-20	2016-01-27	5	3.07
	2016 年公司债券(第一期)(品种二)	21.2			AAA	2016-01-20	2016-01-27	10	3.80
力帆实业(集团)股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-19			
	2016 年公司债券	9			AA	2015-11-19	2016-01-27	5	6.26
广东省联泰集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-30			
	2016 年公司债券(第一期)	10			AA	2015-12-30	2016-01-05	6	5.75

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果 级别	上次评级结果 时间	最新评级结果 级别	最新评级结果 时间	债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
常高新集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-01-06			
	2016 年公司债券	10			AA+	2016-01-06	2016-01-12	5	3.58
广东珠江投资股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-09-25			
	2016 年公司债券 (第一期)	39			AA+	2015-09-25	2016-01-13	5	5.00
上海宝龙实业发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-22			
	2016 年公司债券	27			AA	2015-09-22	2016-01-15	5	6.20
融信 (福建) 投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-05			
	2016 年公司债券 (第一期)	13			AA	2016-01-05	2016-01-15	5	6.20
东旭集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-16			
	2016 年第一期公司债券	10			AA	2015-12-16	2016-01-15	5	6.84
重庆城市交通开发投资 (集团) 有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-15			
	2016 年公司债券	10			AAA	2015-09-15	2016-01-15	5	3.10
青岛国信发展 (集团) 有限责任公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-11			
	2016 年公司债券	25			AAA	2016-01-11	2016-01-15	10	3.60
太安堂集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-12			
	2016 年公司债券 (第一期)	5			AA	2015-10-12	2016-01-18	5	4.00
中静新华资产管理有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-18			
	2016 年公司债券 (第一期)	8			AA	2015-09-18	2016-01-18	6	6.50
广东省广新控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-09-10			
	2016 年公司债券 (第一期)	10			AA+	2015-09-10	2016-01-18	5	3.33
绿地控股集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-18			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	90			AAA	2015-09-18	2016-01-20	5	3.48
	2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	10			AAA	2015-09-18	2016-01-20	5	3.80
北京兆泰集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-14			
	2016 年公司债券 (第一期)	20			AA	2016-01-14	2016-01-20	5	4.93
苏州国际发展集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-23			
	2016 年公司债券 (第一期)	12.5			AA+	2015-10-23	2016-01-20	5	3.33
景德镇市国有资产经营管理有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-08			
	2016 年公司债券 (第一期)	5			AA	2015-07-08	2016-01-20	7	4.50
广西万通房地产有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-08			
	2016 年公司债券 (第一期)	14.6			AA	2015-09-08	2016-01-21	5	6.90
山东玉皇化工有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-12			
	2016 年公司债券 (第一期)	5			AA	2015-08-12	2016-01-21	3	6.35
亿阳集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-13			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	2.09			AA	2015-08-13	2016-01-26	4	7.10
鑫苑 (中国) 置业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-30			
	2016 年公司债券 (第一期)	7			AA	2015-10-30	2016-01-26	5	7.47
丹东港集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-23			
	2016 年公司债券 (第一期)	20			AA	2015-10-23	2016-01-26	5	5.50
太安堂集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-12			
	2016 年公司债券 (第二期)	3			AA	2015-10-12	2016-01-27	5	4.60
北京神雾环境能源科技集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-09-28			
	2016 年公司债券	5			AA-	2015-09-28	2016-01-27	3	7.90
中交地产有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-10			
	2016 年公司债券	5			AA	2015-10-10	2016-01-27	5	4.18
山东焦化集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-06			
	2016 年公司债券 (第一期)	5			AA	2015-08-06	2016-01-28	3	6.80
广东省广新控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-01-25			
	2016 年公司债券 (第二期)	10			AA+	2016-01-25	2016-01-28	5	3.75

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果 级别 时间		最新评级结果 级别 时间		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率 (%)
国购投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-20			
	2016 年公司债券 (第一期)	3			AA	2016-01-20	2016-01-29	5	7.20
新疆华凌工贸 (集团) 有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-20			
	2016 年公司债券 (第一期)	8			AA	2015-07-20	2016-01-29	5	6.95
三一重工股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-28			
	2015 年可转换公司债券	45			AA+	2015-04-28	2016-01-04	6	0.2%、0.5%、 1.0%、1.5%、 1.6%、2.0%
广州汽车集团股份有限 公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-21			
	2016 年可转换公司债券	41.0558			AAA	2015-09-21	2016-01-22	6	0.2%、0.5%、 1.0%、1.5%、 1.5%、1.6%
东兴证券股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-21			
	2016 年公司债券	28			AAA	2015-09-21	2016-01-12	5	3.03
恒泰证券股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-15			
	2014 年公司债券 (品种二)	15			AAA	2015-06-15	2016-01-28	3	3.42

注：* 公告内容仅包括 2015 年 12 月 1 日至 2016 年 1 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。



联合资信评估有限公司

公司概况

联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）是目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一。总部设在北京，股东为联合信用管理有限公司和惠誉信用评级有限公司。联合资信资质齐全，是中国人民银行、国家发展和改革委员会、中国保险监督管理委员会等监管部门认可的信用评级机构，是中国银行间市场交易商协会理事单位。

联合资信拥有一支团结、高效、专业、具有高度责任感的管理团队和专业分析师队伍。公司高管成员大多具有20多年的信用评级从业经验，在业内有广泛的影响；大部分分析师具有国际教育背景，40%以上分析师具有3年以上资信评级从业经验，部分高级分析师具有10年以上的从业经验。

联合资信秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，致力于为投资者、监管部门提供客观、公正、科学的信用评级结果，并服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，在国内信用评级行业树立了良好的社会形象，赢得了市场参与方的广泛肯定，在历次银行间市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。

业务范围

主体评级：包括对多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级。

债项评级：对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级，主要包括：

政府债券：国债、地方政府一般债券、地方政府专项债券等；

非金融企业债务融资工具：企业债券、短期融资券、中期票据、中小企业集合票据与集合债、项目收益票据与项目收益债、公司债、可转换公司债券、分离交易的可转换公司债券、可交换债券、永续债、优先股等；

金融机构债务融资工具：多边金融机构、商业银行、证券公司、保险公司、财务公司、租赁公司等金融机构发行的金融债券、次级债券、混合资本债券、优先股；上述金融机构发起设立的基础设施债权投资计划、信托产品、理财产品等；

资产支持证券等结构化融资工具：金融及非金融企业发起设立的资产证券化类结构融资产品，如住房抵押贷款支持证券、银行企业贷款支持证券、汽车消费贷款支持证券、商用住房抵押贷款支持证券、不良资产支持证券、企业债权资产支持证券、未来收益支持证券（票据）等。

其他业务：信用风险咨询。





编辑部地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
Email：lianhe@lhratings.com
网址：www.lhratings.com