

# 联合

# 信用 研究

## LIANHE CREDIT RESEARCH

2016  
4

总第96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

### 全国首单多边金融机构绿色金融债券成功发行

信用风险加速暴露 评级下调更趋频繁

2016年第二季度宏观经济报告

保险公司偿二代与偿一代偿付能力充足率差异分析





# 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。

# 目录 CONTENTS

2016年第4期 总第96期

2016年8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  
艾仁智 卢志怀 田小卫 田 兵 田 甜  
朱海峰 成 斐 任 红 庄建华 刘文良  
刘晓佳 刘晓亮 刘 晖 刘 强 许余洁  
严 湘 李小建 李 丹 李国华 李信宏  
李振宇 杨 杰 吴金善 吴 冷 张志军  
张学群 张 莉 张连娜 陈雅丽 邵立强  
林光美 周晓辉 孟 悅 聂 逆 贾燕红  
顾洪良 高宇欣 郭其阳 黄 演 常丽娟  
蒋建国 韩 夷 谢凌艳 赖金昌 谭宝坪  
魏 凯

## 编委会主任

王少波

## 主编

李振宇

## 本期责任编辑

王柠

## 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](http://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~P03  
市场动向 ..... P04~P06

## 债券市场

全国首单多边金融机构绿色金融债券成功发行 ..... P07  
招行发行首单小微不良贷款证券化产品 ..... P08~P09  
信用风险加速暴露评级下调更趋频繁 ..... P09~P10  
2016年第二季度债券市场回顾与三季度展望 ..... P10~P14

## 宏观研究

2016年第二季度宏观经济报告 ..... P15~P26

## 行业研究

保险公司偿二代与偿一代偿付能力充足率差异分析 ..... P27~P29

## 评级表现

2016年第二季度短期融资券市场分析报告 ..... P30~P34  
2016年上半年中期票据市场及利差研究报告 ..... P35~P40  
2016年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告 ..... P40~P44

## 违约案例

P45

## 市场数据

债券发行利率走势 ..... P46~P47  
宏观经济及债券市场数据 ..... P48

## 评级公告

联合资信评估有限公司评级公告 ..... P49~P58  
联合信用评级有限公司评级公告 ..... P59~P61

## 评级小贴士

关于主权评级的一些基本知识 ..... P14

# 政策指南

Policy Guidelines



## 发改委试点海外自主发债

6月7日，国家发改委发布公告称，鼓励试点企业境内母公司直接发行外债，适当控制海外分支机构和子公司发行外债。同时鼓励外债资金回流结汇，由企业根据需要在境内外自主调配使用，主要用于“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略规划和城镇化、战略性新兴产业、“双创”、高端装备制造业、互联网+、绿色发展等重点领域，扩大有效投资。其中，金融机构发行外债应加大对实体经济的支持力度，促进金融资本与产业资本融合发展，助推产业转型升级和供给侧结构性改革，控制外债资金在金融体系内部交叉投资、自我循环。

(摘自财新网，2016年6月7日)

## 多部委启动第三批PPP示范项目申报

目前财政部、教育部、科技部等20个部门联合下发了《关于组织开展第三批政府和社会资本合作示范项目申报筛选工作的通知》(以下简称《通知》)，第三批PPP示范项目申报正式开启。

《通知》明确，申报示范项目应具备相应基本条件：一是项目属于能源、交通运输、市政公用、水利、环境保护、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化、体育等适宜采用PPP模式的公共服务领域。二是纳入城市总体规划和各类专项规划，新建项目应已按规定程序做好立项、可行性论证等项目前期工作。三是合作期限原则上不低于10年。四是

对采用建设-移交(BT)方式的项目，通过保底承诺、回购安排等方式进行变相融资的项目，将不予受理。

(摘自经济参考报，2016年6月13日)

## 山西出台《金融七条》：鼓励煤炭企业发行永续债

山西省金融办近日出台了《加大金融支持力度实施细则》，分别从保规模、争增量、扩直融、优结构、盘活量、促创新、压不良七个方面对金融支持煤炭供给侧改革提出了具体要求。《细则》突出了三方面的内容：首先，要力争全年煤炭行业融资量不低于上年。其次，要综合运用多种金融工具。第三，要全力化解不良。

(摘自华尔街见闻，2016年6月17日)

## 证券公司持有单一债券不得超过该债券总规模 20%

证监会于近日发布修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》（以下简称《办法》）及配套规则，并于 10 月 1 日正式实施。主要修订内容有以下六个方面：

一是改进净资本、风险资本准备计算公式，提升资本质量和风险计量的针对性。将净资本区分为核心净资本和附属净资本，将金融资产的风险调整统一纳入风险资本准备计算，不再重复扣减净资本。

二是完善杠杆率指标，提高风险覆盖的完备性。将原有净资产比负债、净资本比负债两个杠杆控制指标，优化为一个资本杠杆率指标（核心净资本 / 表内外资产总额），并设定不低于 8% 的监管要求。

三是优化流动性监控指标，强化资产负债的期限匹配。将流动性覆盖率和净稳定资金率两项流动性风险监管指标由行业自律规则上升到证监会部门规章层面。

四是完善单一业务风控指标，提升指标的针对性。调整权益类证券计算口径、将衍生品区分权益类和非权益类衍生品，合并融资类业务计算口径等。其中，此次《办法》修订要求证券公司持有单一债券规模不得超过该债券总规模的 20%。

五是明确逆周期调节机制，提升风险控制的有效性。明确了证监会可根据证券公司分类监管、行业风险和市场状况，对相

关指标的具体计算比例进行动态调整的原则性要求。

六是强化全面风险管理要求，提升风险管理水平。要求证券公司从制度建设、组织架构、人员配备、系统建设、指标体系、应对机制等六个方面，加强全面风险管理。同时要求证券公司将所有子公司纳入全面风险管理体系，强化分支机构风险管理，实现风险管理全覆盖。

（摘自上海证券报，2016 年 6 月 20 日）

## 证监会：积极推动债券市场支持绿色产业

中国证监会网站 7 月 1 日公告称，证监会把生态文明建设作为硬杠杠，从监管理念、制度设计、审核把关方面，引导市场参与主体提高环保责任意识，严格执行国家环保法律法规，支持鼓励绿色环保产业发展。

一是在发行审核过程中严格执行国家环保法律法规，强化发行人的信息披露责任和中介机构的核查责任。二是加强对上市公司环境保护信息披露方面的监管力度，提高信息披露质量。三是积极推动债券市场支持绿色产业。积极开展绿色公司债券的相关研究、调研工作，推进绿色公司债券发行工作。

证监会将进一步推进绿色债券发行试点工作，条件成熟后对绿色债券进行统一标识，由交易所适时与证券指数编制机构合作发布绿色债券指数、设立绿色债券板块，并不断完善相关制度规则，加快培育绿色债券的专业投

资群体，推动绿色债券健康发展。此外，证监会将参照绿色公司债券相关要求推进绿色资产证券化工作，积极支持鼓励绿色环保产业相关项目通过资产证券化方式融资发展。

（摘自中国金融信息网，2016 年 7 月 4 日）

## 保监会批准险资参与 PPP 项目

保监会 7 月 3 日公告显示，《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》（以下简称《办法》）已于保监会主席办公会审议通过，并自 2016 年 8 月 1 日起正式实施。办法明确，保险资金可以间接投资基础设施项目，同时参与 PPP 项目的投资。

相比 2006 年发布的《保险资金间接投资基础设施项目试点管理办法》，本次公布的《办法》简化了行政许可，明确取消了相关当事人业务资质审批、投资计划产品发行备案、保险机构投资事项审批等许可事项。同时拓宽了投资空间，放宽保险资金可投资基础设施项目的行业范围，增加政府和社会资本合作（即 PPP 模式）等可行投资模式，明确险企参与 PPP 项目的要求，并删除债权和股权投资的基础设施项目资本金比例以及自筹资金比例等资金约束。同时，强化风险管控，完善相关当事人职责，建立受托人风险责任人机制、净资本管理机制和风险准备金机制，落实市场主体风控责任。

（摘自经济参考报，2016 年 7 月 4 日）

### 上交所与多地政府部门签署公司债券业务合作备忘录

为充分贯彻发展与监管并重的基本原则，加强与地方政府合作，形成监管合力，共同监测、管理债券市场风险，在证监会的指导支持下，上交所积极推动与证监局、地方政府部门签署《公司债券业务合作备忘录》有关工作，初步构建了多方参与的公司债券监管合作框架。

通过《备忘录》的签署，参与各方就推动债券融资、加强信息共享、强化监管执法及风险防控协作等多个方面达成共识。监管协作机制的建立，一方面有助于推动地方企业发行公司债券，降低融资成本、优化融资结构，加大债券市场对实体经济直接融资的贡献；另一方面也将推动交易所、证监局与地方政府构建风险联防体系，维护地方金融稳定，共同促进交易所债券市场良性有序发展。

《备忘录》签署工作开展以来，黑龙江、上海市、江苏省、浙江省、江西省、广东省、深圳市、宁波市积极响应，成为首批试点。截至目前，累计有28个地区已完成或正在积极推进《备忘录》签署工作。

（摘自中国证券报，2016年6月27日）

### 银行间债市加快对外开放 同业存单对境外投资者“解禁”

6月21日，中国外汇交易中心（下称交易中心）发布了关于修订《银行间市场同业存单发

行交易规程》的公告，在同业存单投资人范围中增加了“境外金融机构及央行认可的其他机构”。这意味着，同业存单对境外机构投资人开放了投资权限，银行间市场对外开放“再下一城”。

此次修订后，新增投资者群体包括境外央行、国际金融组织、主权财富基金，境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司、其他资产管理机构等各类金融机构及上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品、养老基金、慈善基金、捐赠基金等。

（摘自上海证券报，2016年6月22日）

### 银行间市场交易商协会审议通过CDS业务指引

消息人士透露，中国银行间市场交易商协会（NAFMII）金融衍生品专业委员会近日召开会议，审议通过了CRM业务规则修订，主要变化是加入了CDS（信用违约互换）和CLN（信用联结票据）的业务指引，这两个市场关注已久的新产品距推出渐行渐近。

知情人士称，CDS业务指引中明确规定，信用违约互换产品交易时确定的信用事件范围至少应包括支付违约、破产。根据参考实体实际信用情况的不同，可纳入债务加速到期、债务潜在加速到期以

及债务重组等其他信用事件。同时，信用风险缓释工具业务参与者开展信用违约互换交易时应确定参考实体，包括但不限于企业、公司、合伙、主权国家或国际多边机构，并应根据债务类别和债务特征等债务确定方法确定受保护的债务范围。

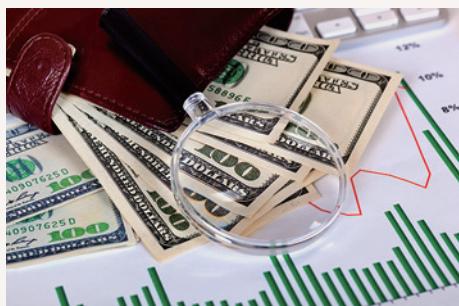
（摘自华尔街见闻，2016年6月2日）

### 中证登出台交易所债券质押新规低评级信用债料雪上加霜

中国证券登记结算有限责任公司7月8日发布了新版《标准券折算率（值）管理办法》和《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》。新规重点修订了交易所债券的折算率取值公式，整体下调了信用债折扣系数取值标准，并完善了根据风险状况对质押品回购资格或折扣系数进行灵活调整的机制。

包括中金、国信和申万宏源等机构发布报告指出，经过去年11月以来的质押率连续下调，特别是4月份的集中下调，新规短期对市场的影响有限。但长期来看，规定进一步限制了信用债加杠杆空间。中金还指出，新规令低评级信用债的质押折扣系数大幅下降，主体AA无担保债券的折扣系数仅为0.5，加杠杆的操作的空间受到了明显限制。

（摘自东方财富网，2016年7月11日）



# 市场动向

## Market Trends



### 天威集团公开招募破产重整“接盘侠” 涉案金额约 68 亿

首家公募债券市场出现违约的央企天威集团，目前仍在债务危机的“泥淖”中挣扎。据悉，天威集团已知涉诉案件数量合计 44 起，涉诉标的金额约为 68.2 亿元，其中进入强制执行阶段的案件 5 起，涉诉标的金额约为 12 亿元。

根据天威集团 4 月 29 日公布的违约事项后续进展情况公告，管理人委托河北中联光大资产评估有限公司对天威集团进行破产重整评估，评估公司已于 2016 年 4 月 28 日进入天威集团，开始开展工作。记者获悉，天威集团已知涉诉案件数量合计 44 起，涉诉标的金额约为 68.2 亿元，其中进入强制执行阶段的案件 5 起，涉诉标的金额约为 12 亿元。

(摘自 21 世纪经济报道，2016 年 6 月 1 日)

### 华润置地成功发行房地产行业首单熊猫债券

5 月 30 日，华润置地有限公司于中国银行间债券市场成功发行 50 亿元人民币中期票据，成为首家在中国债券市场公开发行熊猫债券的房地产企业，本期债券也是我国债券市场首支熊猫中期票据和迄今为止单笔发行金额最大的熊猫债券。

本期债券包括 3 年期和 5 年期两个品种，其中 3 年期品种发行规模 20 亿元人民币，票面利率 3.2%，全场认购倍数 2.42 倍；5 年期品种发行规模 30 亿元人民币，票面利率 3.6%，全场认购倍数 1.95 倍。

(摘自环球网，2016 年 6 月 1 日)

### 海通证券柜台市场发行首单 ABS 产品

继发行收益凭证、理财产品、私募基金以外，海通证券近期开行业先河，在柜台市场中发行业内首支资产证券化 (ABS) 产品。

海通证券柜台市场部日前牵头设计了“海通恒信二期资产支持专项计划”，发行规模 12 亿元，基础资产为海通证券旗下恒信国际租赁提供的重卡车辆融资租赁资产。该产品采用结构化设计，分为优先级及次级两类。其中，优先级的规模为 11.4 亿元，认购对象为银行等机构投资人，而劣后级的规模为 0.6 亿元，认购者为基础资产的持有人。优先级的收益来自基础资产的租赁收入，且每半年付息一次。

(摘自 21 世纪经济报道，2016 年 4 月 18 日)

### 新三板再现私募债违约 华协农业承诺一个月内清偿兑付

继中成新星之后，又一家新三板公司华协农业因私募债到期未能按期支付而面临违约风险。6月1日晚，华协农业发布公告称，公司分别于2016年5月18日、5月25日收到甘肃股权交易中心股份有限公司发出的《关于华协农业私募债第一期到期还本付息的告知函》、《关于华协农业私募债第二期到期还本付息的告知函》。

按约定，该私募债第一、二期应于2016年5月23日及2016年5月30日到期，但公司表示，“因资金规划的原因，偿还本息的资金暂未回笼，故未能按期支付。”

公司称，目前已与甘肃股权交易中心股份有限公司及相应债券持有人就延期偿还一事进行协商，并承诺自债务到期之日起一个月内保证全部清偿兑付，并且力争第三、四期债务到期的正常兑付，延期期间执行利率为9.5%/年。同时，公司愿意在债务逾期期间按0.05%/日的利率支付投资者补偿，作为对投资人的回报及致歉。

（摘自上海证券报，2016年6月3日）

### 全国首笔重点项目集合债落地广东

近日，广东省省级国有资本运营公司广东恒健投资控股有限公司（以下简称“恒健控股”）获批的200亿元全国首个重点领域项目集合债已完成首期发行，发行年限10年期，发行规模23亿元，发行利率4.1%。该发行利率低于同期银行贷款基准利率超过15%，较交易商协会10年期同资质中票定价中枢低71

个基点，是近五年来发行利率最低的10年期企业债券之一。兴业银行等10家金融机构认购了首期该笔企业债。据了解，该笔债券是全国首个重点领域项目集合债券，也创了地方企业债券单笔融资规模新高。

（摘自南方日报，2016年6月3日）

### 首单绿色公司债券挂牌上交所

6月8日，浙江嘉化能源化工股份有限公司面向合格投资者公开发行的绿色公司债券在上交所上市，成为上交所开展绿色公司债券试点以来首单上市的绿色公司债券。

（摘自上海证券报，2016年6月8日）

### 川煤集团10亿短融正式违约 47亿元存续债券“埋雷”

6月15日下午，四川省煤炭产业集团有限责任公司（以下简称“川煤集团”）发布该公司发行2015年第一期短期融资券（债券简称“15川煤炭CP001”）到期未能足额兑付的违约公告。这是煤炭企业在公募市场的第二例违约，也是四川省首例债券违约。本期债券兑付前的6月14日晚间，川煤集团才发布了兑付存在不确定性的公告，称公司资金链紧张，原计划的资金筹措方案目前尚未落实。不过在此前的6月7日，川煤集团曾发布将正常兑付的公告。

公开资料显示，川煤集团曾发行多期公募债券，除公告违约的“15川煤炭CP001”外，还有8只存续债券，合计金额47.5亿元，其中公募债券3只，存量规模13.5亿元；私募债券5只，存量规模34亿元。除了本期违约

的债券，川煤集团还有高达47.5存续债券，和东北特钢情况类似，后续债券的连环违约也是大概率事件。

（摘自21世纪经济报道，2016年6月16日）

### 江苏省信用再担保：代偿中显集团“14扬州中小债”利息

江苏省中显集团（以下简称“中显集团”）作为2014年扬州市中小企业集合债券（简称“14扬州中小债”）的联合发行人之一，发行金额为4000万元。当期兑付的利息金额为339.20万元，兑付服务费169.60元。

由于中显集团无法按期全额兑付利息，江苏省信用再担保作为担保方，已经与6月14日将中显集团未能兑付的利息339.20万元划入中央结算“14扬州中小债”兑付专户，将兑付服务费169.60元划入中债登付息/兑付服务费账户，切实履行担保责任。

（摘自Wind资讯，2016年6月21日）

### 中国债券ETF破冰 富国富时ETF伦敦上市

北京时间6月21日，富国基金经理陈戈在伦敦证券交易所按下“富国富时ETF”上市按钮，境外首只中国债券类ETF正式破冰。“富国富时ETF”全名为“富国富时中国在岸国债及政策性银行债1-10年指数ETF”，是富国香港与国际知名指数公司富时集团共同合作的成果，6月15日、6月21日和6月23日，“富国富时ETF”先后在卢森堡证券交易所、伦敦证券交易所及意大利证券交易所挂牌交易。

（摘自证券时报，2016年6月22日）

## 江苏沙钢获批 DFI 资质 为国内首家获批民企

江苏沙钢集团有限公司近日向银行间市场交易商协会申请注册 DFI 储架发行资质获批，成为国内第一家拿到 DFI 资质的民营企业，同时也是国内首家获取该资质的钢铁企业。

据悉，沙钢 DFI 资质的获批，进一步拓宽了融资渠道，满足多项资金周转需求，同时提高了其在融资市场的地位，能有效提高发债效率、降低公司的融资成本。

(摘自新华社，2016 年 6 月 28 日)

## 中债增进：将代偿“13 宁德 SMECNII002”

中债信用增进投资股份有限公司（以下简称“中债增进”）29 日发布公告称，将履行对“福建省宁德市 2013 年度第二期区域集优中小企业集合票据”（债券简称“13 宁德 SMECNII002”）的信用增进责任。

公开资料显示，“13 宁德 SMECNII002”由福建省福安市万利漆包线有限公司、福建鑫久铝合金压铸有限公司联合发行，由中债增进提供全额的不可撤销的连带担保责任。该期集合票据于 2013 年 7 月发行，总额 1.3 亿元，票面年利率为 5.75%，应于 2016 年 7 月 5 日到期并支付最后一期利息。

上述两家发行人目前均已停产，无法偿付本期票据本金、利息，并于本月 28 日分别提请中债增进启动信用增进程序。

(摘自中国证券报，2016 年 6 月 30 日)

## 中国信达成功发行首只国内金融资产管理公司二级资本债券

6 月 14 日，中国信达资产管理股份有限公司在全国银行间市场成功发行 100 亿元二级资本债券，品种为 10 年期固定利率债券，在第 5 年末附发行人赎回权，票面利率 3.7%。本次发行受到了市场机构投资者的踊跃认购，参与投资机构类型也进一步扩大。

此次为国内金融资产管理公司首次发行二级资本债券，为公司常态化补充资本开辟了新的途径。

(摘自金融时报，2016 年 7 月 4 日)

## 我国将发行首只公募创投债

由招行独家主承的“苏州元禾控股股份有限公司 2016 年度第一期中期票据”，6 月 22 日于中国银行间市场交易商协会注册成功，目前正待发行。这是自去年 9 月交易商协会正式放开创投通过公募发债途径进行股权投资后，全市场第一单公募创投债。

(摘自环球网，2016 年 7 月 8 日)

## 全国首单“非试点发行”绿色金融债券落户江西

目前，江西银行在全国银行间市场成功发行“2016 年第一期绿色金融债券”，成为继兴业银行、浦发银行、青岛银行之后，全国第四家发行绿色金融债的商业银行，同时也是绿色金融债全面推广期间，非试点行发行的全国首单绿色金融债券。

此次江西银行共获批绿色金融债券发行额度 80 亿元，首期成功发行 50 亿元。此次绿色金融债券发行所募专项资金将全部用于节能、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六大类项目。

(摘自金融时报，2016 年 7 月 15 日)

## 云南煤化工债务逾期 81.17 亿元 债务危机持续发酵

云南煤化工集团股份有限公司 22 日公告，由于资金链紧张，无法及时筹集到利息资金，导致债务逾期额达 81.17 亿元。该逾期债务金额较 9 个月前的 13.05 亿扩大超 6 倍，云南煤化债务危机持续发酵中。

(摘自第一财经日报，2016 年 7 月 22 日)

## 工银亚洲和中国国家开发银行酝酿发行 SDR 计价债券

在中国人民银行行长周小川提出“研究发行 SDR 债券的可能性”之后，首单以 SDR(特别提款权)计价的债券渐行渐近。据悉，中国工商银行(亚洲)有限公司正在酝酿发行一单以 SDR 计价的债券，发行规模不超过 10 亿 SDR。

该 SDR 债券的定价将基于美元、欧元、日元、英镑和人民币五种 SDR 篮子货币的加权利率，再考量一定的信用利差。债券发行利率为固定利率。该债券很大可能将在今年 10 月之前正式发行。由于私人投资者几乎不持有 SDR，因此，投资机构有可能用国际流通中的货币来认购该债券，人民币是认购币种的选项之一。

此外，国家开发银行计划在中国发行以国际货币基金组织 (IMF) 特别提款权 (SDR) 计价的债券。

(摘自 21 世纪经济报道，2016 年 7 月 28 日)

# 债券市场

Bond Market

## 全国首单多边金融机构绿色金融债券成功发行

文 / 联合资信评估有限公司 秦永庆

2016年7月18日，新开发银行在全国银行间市场成功发行“2016年第一期绿色金融债券”，成为首家在中国发行绿色金融债的多边金融机构。本期绿色金融债发行规模为30亿元，发行利率为3.07%，期限为5年。本期绿色金融债券发行所募专项资金将用于金砖国家、其他新兴经济体和发展中国家的基础设施和可持续发展项目。

新开发银行由巴西、俄罗斯、印度、中国和南非财政部代表上述五国政府共同出资成立，初始法定资本总额为1000亿美元，初始认缴资本为500亿美元，实缴资本为100亿美元。联合资信认为，新开发银行是首家全部由发展中国家建立的多边开发银行，其成立的宗旨为向成员国基础设施建设和可持续发展项目提供资金支持，对成员国政治和经济意义重大，能够获得成员国政府的强有力支持，且初始法定资本和初始认缴资本规模均较大，对未来业务开展以及债务偿付能够提供有

力支持。此外，新开发银行高管团队均曾在亚开行、世界银行等多边开发银行长期任职，相关管理经验丰富。因此，联合资信给予新开发银行主体和本期绿色金融债券信用等级均为AAA，评级展望为稳定。

本期绿色金融债的成功发行，意味着我国绿色金融债的发行主体进一步丰富，同时也推动了“熊猫债”的发展。联合资信给予新开发银行主体及本期绿色金融债AAA的信用等级，表明新开发银行具有极强的偿债能力，本期债券违约风险极低。这意味着中国评级机构对国际多边金融机构的认可，有助于新开发银行未来业务拓展，并推动其他国际金融机构在中国债券市场发展。



# 招行发行首单小微不良贷款证券化产品

文 / 联合资信评估有限公司 梁 涛

目前，招商银行在中国债券信息网公布“和萃 2016 年第二期不良资产支持证券”（以下简称“和萃二期”）发行文件，该交易入池不良贷款未偿本息余额合计 11.55 亿元，预计发行证券规模 4.70 亿元，证券规模约占不良贷款未偿本息余额的 40%，该比例远高于我国之前发行的六单不良资产证券产品的回收水平，主要得益于该交易入池资产均为附带住宅和（或）商铺抵押担保的小微不良贷款，房产类抵押物估值方法相对成熟，且变现能力较强，回收率较高。和萃二期优先档证券预计发行规模 3.60 亿元，占比 76.60%，次级档证券预计发行规模 1.10 亿元，占比 23.40%，联合资信给予和萃二期优先档证券 AAA 级信用等级，次级档证券未予评级。和萃二期不仅在基础资产的选择方面进行了创新，同时在交易结构的设计上也进行新的尝试，进一步拓宽了证券化手段在不良资产处置领域的运用，也实现了发起机构和投资者之间利益的兼顾，具有良好示范作用。

基础资产方面，该交易入池资产为招商银行所持有的 1193 笔不良类小微贷款债权，入池资产涉及 529 户借款人，13 个地区，未偿本息余额合计 11.55 亿元，单一借款人未偿本息余额占比均不超过 1%，分散性较好，这有利于降低资产池回收的波动性。所有入池贷款均附带住宅和（或）商铺抵押担保，房产类抵押物作为资产池回收的主要来源，变现能力较强，且确定性相对较高，

较好地提高了回收估值水平。由于该交易涉及贷款分布地区较广，且笔数较多，联合资信主要采取抽样调查方法，参考专业评估机构对抵押物的评估，对入池资产抵押物进行逐笔估值。在现金流回收预测时，联合资信将抵押物处置回收作为资产回收的主要来源，以房产的跌价比例作为回收估值和证券分层的主要依据，同时结合历史数据分析，考虑抵押物的优先受偿权、抵押物的评估价值、抵押物所处地区、抵押物类型（商铺、住宅）、抵押物面积、抵押物目前使用状态、抵押物租赁期限等因素对回收率的影响。联合资信在评估过程中尽可能详尽地考虑影响入池贷款回收的各种因素，其中抽样调查的局限性、各地区司法执行效率的高低以及房地产行业未来的波动等都将影响未来入池资产的处置回收水平。

交易结构方面，为缓释不良贷款回收金额和回收时间不确定性带来的流动性风险，该交易设置了内部流动性储备账户及外部流动性支持机构。与国内以往不良资产证券化产品不同，为确保外部流动性支持机构能够有效地提供流动性支持，和萃二期对流动性支持机构进行了选择，并安排了相应的流动性支持触发事件：该交易的流动性支持机构为除招商银行外的全部次级投资者，当次级投资者中包含评级机构给予主体级别为 AAA 级和 AAA 级以下的，流动性支持机构仅指主体级别为 AAA 级的次级投资者；若所有流动性支

持机构主体级别均为 AAA 级以下，流动性支持机构需在信托生效日之前将一定金额的流动性储备金支付给信托账户，以确保流动性储备金与过渡期内资产池的回收金额之和等于优先档证券首期利息 3 倍。证券发行后，当信托账户内资金不足以偿付紧邻支付日优先档证券利息时，流动性支持机构也应按信托成立时认购次级档证券的比例提供流动性支持，并获得相应的特别信托受益权。上述安排能够强化流动性支持机构的支持效力，较为有效地缓解优先档证券利息兑付面临的流动性风险。小微类不良贷款的处置可能面临较高的费用，该交易在偿付顺序上明确只有不超过资产池累计回收额 5% 的处置费用先于优先档证券本金的偿付，其余不超过累计回收额 10% 的部

分在偿还完优先档本金之后进行支付，如果处置费用超过回收额 10%，超出部分将全部由招商银行承担。这一安排将部分处置费用偿付进行劣后安排，并设置处置费用上限，有助于提高资产池回收资金对优先档证券的保障程度，该安排体现了发起机构对回收估值的信心和让利。

和萃二期作为国内首单小微不良贷款证券化产品，是招商银行继和萃一期信用卡类不良贷款证券化后的又一创新尝试。和萃二期拓宽了不良资产证券化产品的基础资产范围，创新探索了以房产为主要回收来源的不良资产回收估值的方法，为金融机构通过资产证券化手段批量处置房产抵押类不良贷款起到示范作用，预计未来将有更多的不良资产证券化产品出现。

## 信用风险加速暴露 评级下调更趋频繁

文 / 联合资信评估有限公司 林青

2016 年，我国供给侧改革持续推进，周期性行业和产能过剩行业受到较大冲击，信用债券违约风险暴露速度有所加快。8 月 1 日，武汉国裕物流产业集团有限公司发布风险提示公告，其发“15 国裕物流 CP001”兑付存在不确定性。在此之前，“15 国裕物流 CP002”已触发交叉违约条款，债券市场违约风险继续发酵。2016 年以来，公募债券市场已有 16 家发行人触发违约事件，与 2015 年全年违约主体数量相同。自 2014 年我国债券市场出现首单公开债券违约事件（“11 超日债”）至今，公募债券市场共有 44 期债券（包括中小企业集合债和集合票据）相继暴露违约风险，涉及主体 35 家，债券违约主体已涵盖了民营企业、央企和地方国有企业，包括企业债、中期票据、短期融资券和超短期融资券等主流债券品种均出现了违约，违约常态化

趋势已逐步显现。

在此背景下，评级机构对发行人主体信用等级上调更加谨慎，对发行人主体信用等级下调更趋频繁。截至 7 月 31 日，债券评级跟踪季已经结束，评级调整高峰暂落帷幕。据联合资信统计，2016 年 1~7 月，我国公募债券市场共有 335 家发行人评级发生调整，其中 222 家发行人评级被调升，113 家发行人评级被调降，调升率和调降率分别为 4.77% 和 2.43%，其中调升率为近三年的最低水平，调降率创下近三年的新高。尽管发行人评级仍呈现整体调升趋势，但调升趋势出现明显减缓。

从评级调降发行人来看，发行人主要集中在景气度低迷、产能过剩现象严重的钢铁、有色金属、煤炭等行业，其中 70% 为国有企业发行人，而民营企业占比只有 22.39%，但相对于公募债

券市场上民营企业发行人只占 15%，民营企业在评级调降发行人中的占比相对较大。在经济新常态下，民营企业经营状况受到的影响更大，评级调降趋势更为明显。同时，在评级调降发行人中，有 29 家发行人主体发生大跨度评级调整（信用等级调整超过 3 个（含）子级），调整数量较上年同期增加了 12 家，反映在经济下行压力下，部分企业基本面迅速恶化，信用风险加速暴露。其中，大部分发生大跨度评级下调的企业已触发违约。

另外，在信用级别未发生调整的发行人中，有 112 家发行人的评级展望发生了调整，其中调升 34 家，调降 78 家，调升率和调降率分别为

0.73% 和 1.67%，调升率为 2014 年以来的最低水平，评级展望呈现明显调降趋势，表明部分发行人信用等级在未来一段时间内存在较大的调降可能。

与此同时，2016 年 1~7 月，共有 73 家发行人被列入评级观察名单，数量达到近三年的最高水平，其中，名单中的多数发行人短期内将可能被评级机构降级。

在经济增速下行的背景下，随着供给侧改革的深化，产能过剩行业等强周期性行业企业盈利能力不断下滑，经营压力和短期偿债压力进一步加大，面临较大的评级下调压力，需要投资者高度关注。

## 2016 年第二季度债券市场回顾与三季度展望

文 / 联合资信评估有限公司 王 柠

### 1、信息披露要求进一步明确，规范公司债发行行为

为进一步规范公开发行公司债券的发行人信息披露行为，证监会于 2016 年 5 月 13 日发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 39 号——公司债券半年度报告的内容与格式》以及《关于公开发行公司债券的上市公司半年度报告披露的补充规定》，明确公司债半年度报告的内容与格式，并加强资信评级机构定期和不定期跟踪评级情况的披露要求。公司债发行人及中介信息披露内容和规则得到进一步细化，公司债的合规化管理有所加强。上交所 5 月起积极推动与证监局、地方政府部门签署《公司债券业务合作备忘录》有关工作，加强与地方政府合作，

形成监管合力，共同监测、管理债券市场风险，初步构建了多方参与的公司债券监管合作框架，有助于推动地方企业发行公司债券，加大债券市场对实体经济直接融资的贡献。

### 2、优惠政策相继出台，助力绿色债券发展

3 月和 4 月，上交所、深交所相继发布《关于开展绿色公司债券试点的通知》和《关于开展绿色公司债券业务试点的通知》，明确将开展绿色公司债券的试点，同时鼓励政府相关部门和地方政府出台更多优惠政策，共同发展绿色债券市场。4 月 13 日，中证协下属的中证机构间报价系统（简称“报价系统”）就试点开展绿色债券

有关事项发布通知称，支持绿色债券发行人利用募集资金优化债务结构，鼓励开展绿色债券品种创新，设立绿色债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色债券的发行、转让工作效率等。4月15日，中债-中国绿色债券指数和中债-中国绿色债券精选指数试发布，这两个指数由中央国债登记结算有限责任公司（下称“中债登”）和中节能咨询有限公司（下称“中节能咨询”）合作编制，为国内首批发布的绿色债券指数。4月协合风电投资有限公司成功在交易商协会注册国内首单绿色债务融资工具，成为国内首单发行绿色债券的非金融企业；随后首单交易所市场绿色公司债券（G16嘉化1）、绿色企业债券（16京汽绿色债01）成功发行。2016年前五个月银行间和交易所申请获批绿色债券超千亿元，绿色债券的发展进入提速阶段。

### 3、加速银行间债券市场开放，丰富银行间债券市场参与主体

央行4月14日发布《境外央行类机构进入中国银行间债券市场业务流程》（下称“《债市流程》”）和《境外央行类机构进入中国银行间外汇市场业务流程》（下称“《汇市流程》”），规定境外央行类机构可以投资的交易品种包括，债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易，无额度限制，实行备案制管理，资金可以自由汇出。此次开放力度较大，尤其是针对境外央行类机构，将使人民币成为别的国家外汇储备的构成，有利于推进人民币国际化。5月27日，央行上海总部、国家外汇管理局、中央国债登记结算有限责任公司等相关单位相继发布关于境外机构投资者投资银行间债券市场的细则，细则明确了对境外机构投资者备案管理、外汇管理、联网和开户操作的具体内容，银行间债市对境外投资者开放再进一步。6月21日，中

国外汇交易中心（下称交易中心）发布了关于修订《银行间市场同业存单发行交易规程》的公告，在同业存单投资人范围中增加了“境外金融机构及央行认可的其他机构”，意味着同业存单对境外机构投资人开放了投资权限，银行间市场对外开放更进一步。此外，5月6日，央行发布（2016）第8号公告，住房公积金、养老金、慈善基金被首次明确作为独立非法人机构投资者参与银行间市场，而银行理财产品在银行间市场的开户范围也从16家上市银行大幅扩展至全部银行，银行间债券市场合格机构投资者进一步扩容。上述政策从境内、外两个方面加速银行间债券市场开放，丰富银行间债券市场参与主体，完善投资者结构，有助于增加银行间债券市场的活跃度以及市场对银行间债券的需求，推动银行间债券市场债券发行量增长。

### 4、违约事件密集发生，风险仍待释放

本季度，债券市场违约事件频繁发生，违约常态化的趋势愈发明显，违约债券既包含煤炭、钢铁等产能过剩行业的主体发生首次违约，如东北特钢、春和集团、华昱能源等；还包含去年已经发生违约的主体的其他存续债券，如“11天威MTN1”、“13山水MTN1”等，2016年上半年违约数量已超过2015年全年。在供给侧改革背景下，产能过剩行业的部分企业风险仍待释放，预计违约事件的发生仍将保持较高频率。

## 二、债券产品发行情况

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计99459.16亿元，较上季度增长21.65%，较上年同期增长1倍以上，其中，地方政府债、资产支持证券（交易所）和同业存单的发行稳步增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到57.45万亿元。

本季度，需要信用评级的债券<sup>1</sup>的发行期数和发行规模分别为957期<sup>2</sup>和28582.28亿元，发行期数略有下降，发行规模则明显上升，同比则均有较明显上升，主要是由于地方政府债(公募)、公司债(公募)的发行量增幅较大。在需要信用评级的债券中，地方政府债(公募)<sup>3</sup>、公司债(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最大，分别为47.13%、18.08%和16.61%。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14.33%和28.74%，发行期数较上季度和上年同期分别下降4.53和7.64个百分点，发行规模较上季度和上年同期分别上升2.18和8.84个百分点。

本季度，未明确要求信用评级的债券<sup>4</sup>的发行期数和发行规模分别为5316期<sup>5</sup>和70876.88亿元，发行期数和发行规模环比和同比均有所上升，主要是由于同业存单和证券公司债(私募)的发行量增幅较大。其中，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，占比升至73.81%。本季度共有259家银行发行同业存单，发行家数环比和同比均有小幅上升。

具体来看，本季度，国债的发行期数和发行规模分别为39期和8977.60亿元，发行期数和发行规模较上季度和上年同期均有所上升。在稳增长压力加大的背景下，本季度地方政府债发行节奏加快，发行期数和发行规模分别为451期和25699.56亿元，较上季度和上年同期增幅分别均超过200%和100%，呈现大幅增长，上半年新

增和置换发行规模均达到全年规模的60%。从发行方式来看，仍以公募发行为主(发行期数和发行规模占比分别为64.08%和72.96%)。

本季度，中期票据和企业债券的发行均有所下降，发行规模环比降幅均在30%左右，或是受到违约事件频发的影响；同比变化则表现不一，本季度，中期票据较上年同期下降30%左右，企业债券则实现同比增幅40%左右。

本季度，金融债券发行期数环比略有上升，发行规模环比则基本不变，同比增幅均在20%左右。金融债券的发行仍以政策性银行债为主，发行期数和发行规模环比增幅10%左右，同比增长30%左右；商业银行债发行期数和发行规模较上季度和上年同期则均有所下降；非银行金融机构债的发行量环比和同比亦有所增长。

本季度，短融的发行期数和发行规模环比和同比降幅均在40%以上，主要是受到违约事件频发影响和超短融对其替代作用持续增强所致；超短融受风险事件影响发行期数和发行规模环比降幅在10%以上，同比则实现大幅增长。

由于股市行情回暖，导致券商举债融资热情回温，本季度证券公司所发短融和公司债券发行期数和发行规模环比和同比基本均有所上升。

本季度，公司债发行减速，主要亦是受到第二季度信用风险事件频发带来的冲击，致使融资成本上升使得地产企业公司债发行降温，导致公司债的发行期数和发行规模环比均有所下降，同比则呈大幅增长态势。

本季度，资产证券化产品发行表现较为平稳，银行间债券市场和交易所市场资产支持证券发行

<sup>1</sup>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。

<sup>2</sup>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。

<sup>3</sup>虽然地方政府债券发行量较大，但对于评级机构而言，地方政府债的发行量对其业务和收入的影响程度较小，在需要评级的债券中剔除地方政府债券后发行期数和发行规模分别为668期和9832.10亿元，环比分别下降30.20%和18.97%，主要是由于公司债(公募)和中期票据的发行降幅较大所致。

<sup>4</sup>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。

<sup>5</sup>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。

期数和发行规模环比和同比均有所上升，交易所市场发行增幅较为明显，银行间债券市场资产支持证券仍全部采用公开发行的形式。

### 三、债券产品发行利率

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，流动性保持合理充裕。具体来看，有针对性地加大了逆回购的频率和力度，并灵活使用 SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等货币政策工具稳定短端利率，保障了银行间债券市场资金面的适度宽松。受到财政存款上缴、MLF 到期、MPA（宏观审慎评估体系）考核等因素的影响，资金面出现阶段性趋紧的现象。但在央行货币政策的保障下，流动性整体保持适度宽松。在此背景下，整体利率水平呈现小幅上行走势。

具体来看，一年期银行间固定利率国债到期收益率改变了 2015 年以来的下行趋势，整体出现小幅回升，本季度的平均水平（2.31%）较上季度（2.24%）小幅回升 0.07 个百分点，但较上年同期（2.41%）下降 0.10 个百分点。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，但在违约事件频发和流动性阶段性趋紧的影响下，本季度一年期短融的发行利率波动较大。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.94%，较上季度（3.79%）略有上升，较上年同期（5.00%）有所下降，一年期短融发行利率本季度仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率。

与一年期银行间固定利率国债到期收益率变动相似，本季度五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率也结束了 2015 年来的下行走势，整体小幅上升，收益率均值分别升至 2.71% 和 2.92%。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

期收益率的走势大致一致，并且多数发行利率低于相应期间的贷款基准利率。五年期中票的平均发行利率自 3 月末以来受信用风险事件频发、季末宏观审慎评估体系考核等因素影响回升，并维持在 2016 年以来的较高水平，直到 5 月才开始缓慢回落，本季度平均发行利率为 4.24%，较上季度（4.04%）有所上升，较上年同期（5.53%）则有所下降。七年期企业债的平均发行利率呈现小幅上升的态势，本季度平均利率升至 5.11% 的水平，明显高于上季度（4.49%）的利率水平，仍低于上年同期（6.18%）的利率水平。

### 四、未来走势预测

在我国经济处于“新常态”的背景下，政府将继续实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。预计下半年，消费稳增长作用将进一步凸显，基础设施建设投资仍将是稳定投资增长的主要动力，出口短期内增长空间有限，全年 GDP 增速在 6.7% 左右。在经济增长方式转型的大背景下，为保障去产能、去杠杆的经济结构改革，央行将更多运用逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具，但降准的可能性仍然存在。此外，美元加息的推迟在一定程度上缓解了人民币贬值和资本外流压力，有助于资金面的稳定。预计 2016 年下半年银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

从下半年债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，2016 年上半年地方债发行大幅增长，完成了全年上限的 60% 以上，下半年新增地方债发行限额为 2858.17 亿元，置换债上限 17936.84 亿元，发行规模将明显少于上半年。

第二，公司债信息披露规则不断细化，业务发展不断规范，上半年公司债的发行同比实现大幅增长，在违约事件边际效应减弱的背景下，预计公司债券的发行有望保持平稳增长。

第三，绿色债券相关政策相继落地，绿色债券的发展呈现提速的态势，预计下半年绿色债券市场仍有一定的发展空间。

第四，国际化发展方面，随着投资者范围的不断丰富，人民币国际化程度加深，在全球低利率的背景下，海外金融机构对中国市场的配置需求正在加大，熊猫债发行和境内企业海外发债也有所升温，债券市场的国际化发展将更进一步。

第五，2016年以来，债券市场违约风险持续升温，债券违约发生明显提速。投资者的态度

较为谨慎，风险偏好倾向于较高信用等级债券，信用级别较低的发行人发行债券可能会受到一定抑制。在信用风险逐渐暴露的背景下，监管层正考虑推出对冲信用风险的工具——信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN），以缓冲违约风险。

整体来看，下半年积极财政政策将继续施行，稳健的货币政策有望为银行间债券市场提供适度宽松的资金面。在债市各项支持政策的推动下，债券市场总体上仍有望保持增长的态势。

## 评级小贴士

### 关于主权评级的一些基本知识

#### 主权信用评级的基本含义是什么？

主权信用评级是对主权政府（国家或地区）信用质量的评估，而不是评判国家综合国力的简单排序。从信用评级角度，主权信用评级反映的是对于主权政府及时足额偿付对非官方债权人债务的能力及意愿的评估，是对主权违约概率的前瞻性评估。主权信用评级通常包括主权本币和外币的短期和长期的信用评级，是对主权本币和外币的短期和长期债务偿还能力及意愿的评定，并用特定和简明的符号表征。通常情况下，主权本币信用等级不低于主权外币信用等级。

#### 联合资信主权评级信用评级的设置及含义？

联合资信主权信用评级目前只包括主权的长期外币信用评级和长期本币信用评级，并均划分为三等十级，分别用 AAAi、AAi、Ai、BBBi、BBi、Bi、CCCi、CCi、Ci 和 Di 表示，其中，除 AAAi 级和 CCCi 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、

“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。

#### 联合资信的主权信用评级方法是什么？

联合资信主权信用评级主要考量主权国家（或地区）的治理情况、宏观经济、结构特征、公共财政和外部融资等五个方面，并采用定性分析和定量分析相结合的方法进行评价，具体考虑的要素包括下：国家治理：国家概况，政治体制，国家治理能力等；宏观经济政策和表现：经济实力，经济增长和稳定性，政策框架的适当性，经济政策的可持续性等；结构特征：经济结构，产业结构，人口结构，经济和金融的开放程度，银行系统的有效性等；公共财政：财政政策的稳健性，财政收支水平，政府债务规模及结构，政府债务偿还能力等；外部融资：国际收支状况，外部债务的规模和结构，外汇储备，银行和货币国际化水平等。

资料来源：《联合资信主权评级方法》

## 2016年第二季度宏观经济报告

文 / 联合资信评估有限公司 刘艳 余雷 王翔

### 一、我国宏观政策环境

2016年第二季度（以下简称“本季度”），我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策上，着力推进供给侧改革，通过减税降费和化解落后产能等方式推动产业升级。货币政策上，更多使用定向和创新型货币工具保证流动性的合理充裕，加强金融对实体经济的支持力度。本季度，我国经济保持稳定增长。

#### （一）积极的财政政策助力稳增长、调结构、降成本

##### 1. 继续实行积极财政政策，PPP项目落地率小幅提升

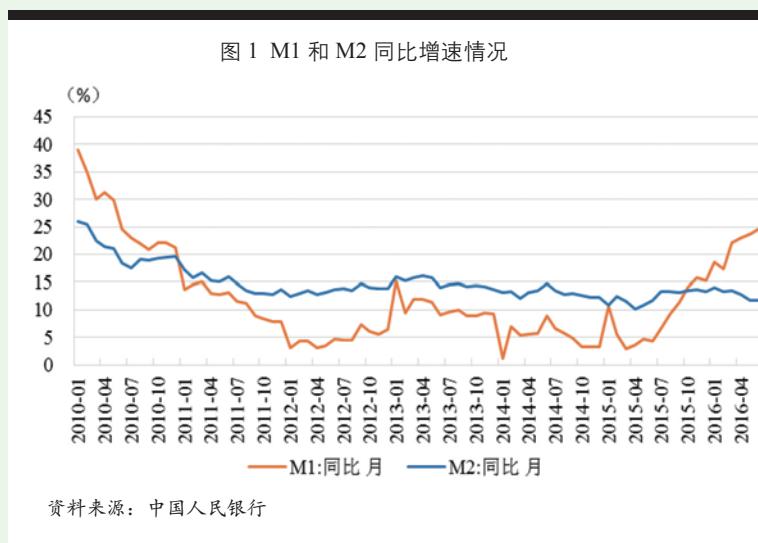
本季度，我国继续实施积极的财政政策，并持续向基本公共服务倾斜。2016年1-6月份，我国一般公共财政收入8.6万亿元，同比增长7.1%，增速较1-5月份有所趋缓，但受到近期部分地区商品房销售回暖等因素导致土地出让金和相关税收增加的影响，同比增速仍较上年同期略有提高；一般公共财政支出8.9万亿元，同比增

长15.1%，增速较1-5月份上升了1.5个百分点，显示积极的财政政策持续发力，但同比增速仍较上年同期下降了2.5个百分点。6月份，我国一般公共收入和支出分别为1.6万亿元和2.3万亿元，财政赤字规模有所扩大，表明财政稳增长力度进一步加码。从支出结构来看，1-6月份一般公共财政支出中教育（1.3万亿）、社会保障和就业（1.2万亿）以及城乡社区支出（1.0万亿元）较多且增速均在15%以上，表明我国财政支出向基本公共服务倾斜。截至2016年6月底，经审核纳入财政部PPP综合信息平台项目库的项目共9285个，总投资10.6万亿元，其中执行库（即处于采购、执行和移交阶段）项目619个，落地率<sup>1</sup>为23.8%，与3月底（21.7%）相比落地率有小幅提升，PPP在供给侧改革中的作用有待增强。

##### 2. 化解过剩产能，推进供给侧改革

本季度，监管层出台多项政策，化解过剩产能，推进供给侧改革。一是发改委、财政部等部门本季度先后发布了《关于在化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展过程中做好职工安置工作

<sup>1</sup> 落地率为执行阶段项目数与准备、采购、执行三个阶段项目总数的比值。



的意见》、《关于化解钢铁煤炭行业过剩产能实现脱困发展的意见》和《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》，明确通过中央财政设立专项奖补资金化解过剩产能过程中的职工安置问题，以及落实对钢铁煤炭企业重组、破产等的财税会计支持政策，推动经济结构性调整和优化。二是国务院常务会议于 5 月 18 日审议通过了《中央企业深化改革瘦身健体工作方案》，通过压缩管理层级、加快重组整合等方式优化国有资本布局结构。

### 3. 降成本增活力，推动产业升级

本季度，监管层出台多项减费降税政策，激发市场活力，推动产业升级。一是 4 月 6 日国务院常务会议决定，实施“互联网+流通”行动，推动传统商业网络化、智能化、信息化改造，同时降本增效，拉动消费和就业；二是 5 月 1 日起全面推开营改增试点，将建筑业、房地产业、金融业、生活服务业纳入试点范围，有助于消除重复征税；三是在去年已适当降低失业、工伤和生育三项社保费率基础上，从 5 月 1 日起两年内对养老保险、失业保险、住房公积金缴存比例予以规范或降低以减轻企业负担；四是财政部决定自 5 月 1 日起将 18 项行政事业性收费的免征范围

由小微企业扩大至所有企业和个人，全面降低企业制度性交易成本；五是 6 月 15 日，国务院常务会议决定从工程建设领域入手，清理和规范各类保证金，推动企业减费增效。

## （二）货币政策松紧适度，加强对实体经济的支持

### 1. 央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度和定向调控。一是央行自 5 月 3 日起，将本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点扩大至全国范围内的金融机构和企业，加强对金融机构和企业的跨境融资进行逆周期调节，防范系统性金融风险；二是央行通过逆回购、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 6750.0 亿元、4142.0 亿元和 2771.0 亿元，较一季度大幅增长，主要是为应对资金面的阶段性趋紧，央行运用多种货币政策工具以满足流动性需求，并自 5 月起在每月月初对三家政策性银行发放 PSL，定向支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。在央行各项措施的促进下，银行间市场流动性整体保持合理充裕。

截至 2016 年 6 月底，我国广义货币（M2）余额 149.0 万亿元，同比增长 11.8%，增速较 5 月末和上年同期持平且连续三个月低于年初设定的 13.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 44.4 万亿元，同比增长 24.6%，为 2010 年 6 月以来的最高值，增速分别比 5 月末和上年同期高 0.9 个和 20.3 个百分点，本季度 M1 增速持续上行，存款活期化趋势明显。M2 与 M1 增速倒“剪刀差”自 2015 年 10 月初步形成以来持续走扩，截至 2016 年 6 月底已达 12.8 个百分点，或与实

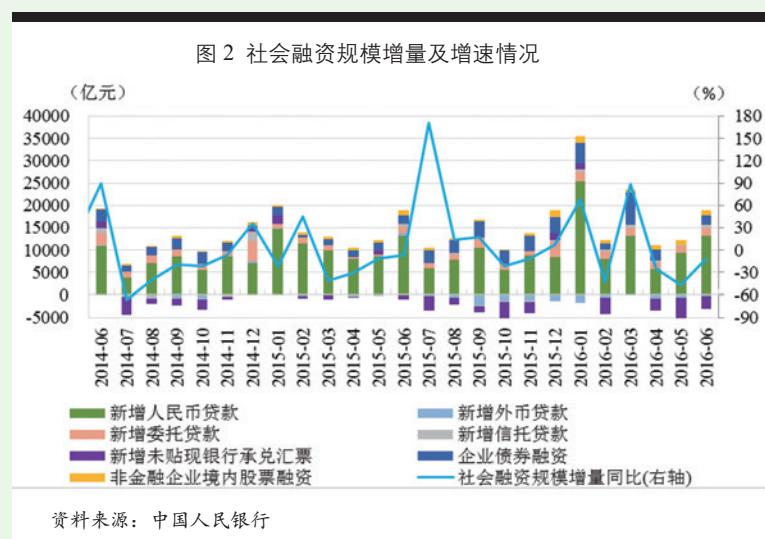
体经济下行导致企业缺乏较好的投资机会以及定期存款利率较低等因素有关。

## 2. 完善信贷政策和体制建设，社会融资规模合理增长

本季度，监管层继续鼓励直接融资，完善信贷政策和体制建设。一是中国银监会等三部委于4月发布《关于支持银行业金融机构加大创新力度 开展科创企业投贷联动试点的指导意见》，标志着投贷联动试点工作正式启动。

有利于促进银行业金融机构对科创企业的金融供给更好地对接和匹配；二是中国人民银行等四部委于4月发布《关于支持钢铁煤炭行业化解产能实现脱困发展的意见》，要求金融机构严格控制对违规新增产能的信贷投入，对长期亏损、失去清偿能力和市场竞争力的企业及落后产能，坚决压缩退出相关贷款；三是中国人民银行和外汇交易中心先后发布公告，分别在银行间债券市场新增了住房公积金、养老基金、慈善基金、银行理财产品等合格机构投资者，降低个人投资者认购大额存单起点金额<sup>2</sup>，并向境外投资人开放银行间同业存单业务，通过投资端的扩容推动直接融资规模的增长；四是国土资源部于6月印发《农村集体经营性建设用地使用权抵押贷款管理暂行办法》，引导金融机构加大“三农”金融产品创新和重点领域信贷投入。此外，不良资产证券化稳步推进，招商银行和中国银行本季度推出了不良资产证券化产品，有利于缓解银行的拨备和资本压力，促进资金投放。

截至2016年6月底，我国社会融资规模存量为147.9万亿元，同比增长12.3%，增速较5



月末降低0.3个百分点，较上年同期提升0.4个百分点，低于年初设定的13%的增速目标。具体来看，人民币贷款余额为100.2万亿元，同比增长13.8%；企业债券融资和非金融企业境内股票融资余额分别为16.7万亿元和5.1万亿元，二者同比增速均在20%以上，表明货币政策对实体经济的支持效果有所显现。6月份，社会融资规模增量为1.6万亿元，较5月多增1.0万亿元，较去年同期少增0.2万亿元。整体上，社会融资规模保持合理增长。

## 3. 利率市场化不断推进，市场利率在低位波动

本季度，监管层继续完善利率走廊制度、推进利率市场化改革，利率互换市场在自贸区破冰。一方面，本季度隔夜和7天SLF的利率继续维持在2.75%和3.25%，中国人民银行通过常备借贷便利（SLF）向市场总投放资金13.3亿元，继续发挥利率走廊的作用。另一方面，兴业银行资金营运中心与星展银行（中国）上海分行于4月初通过中国外汇交易中心自贸区交易系统达成首

<sup>2</sup> 央行决定自6月6日起将个人投资者认购大额存单起点金额由30万元下调至20万元。

笔利率互换交易，有利于利率市场化的推进。

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性，市场流动性保持合理充裕。在此背景下，市场利率多数在低位波动。具体来看，受MPA考核影响，7天银行间债券回购加权平均利率(R007)在6月末有所上升，本季度平均利率为2.46%，较上季度持平，但较上年同期(2.50%)略有下降；1年期、5年期和5年期以上贷款基准利率分别保持在4.35%、4.75%和4.90%的较低水平；1年期银行间固定利率国债到期收益率本季度平均利率为2.31%，较上季度(2.24%)有所上升，但较上年同期(2.41%)有所下降；5年期、10年期和30年期银行间固定利率国债到期收益率均值均在低位波动，至2016年6月底分别在2.71%、2.93%和3.47%的较低水平。

#### 4. 人民币在基本稳定的基础上小幅贬值，交易品种逐渐丰富

本季度，央行通过运用外汇储备和开发创新产品等方式使人民币汇率在保持基本稳定的基础上小幅贬值。具体措施包括：一是央行于4月首次发布了SDR计价的外汇储备，通过降低主要国家汇率经常大幅波动引发的估值变动，更为客观地反映外汇储备的综合价值；二是本季度我国在关键时点动用外汇储备稳定人民币汇率，截至6月底我国外汇储备较上季度末减少了74.2亿美元，但以SDR计价增加了109.6亿SDR，外汇储备基本保持稳定；三是交易中心于5月推出标准化远期交易C-Forward，标准化汇率衍生品进一步扩容；四是经中国人民银行授权，外汇交易

中心于6月推出人民币对兰特以及人民币对韩元直接交易，有利于推动人民币的国际化发展。

从人民币汇率的走势来看，人民币汇率自“8·11汇改”<sup>3</sup>以来波动加大。本季度，美联储加息的不确定性以及6月英国“脱欧”公投均给人民币汇率带来了一定的贬值压力。本季度人民币兑美元贬值2.63%，CFETS人民币汇率指数<sup>4</sup>贬值2.92%，参考BIS货币篮子<sup>5</sup>、SDR货币篮子<sup>6</sup>的人民币汇率指数则分别贬值2.77%和2.39%，人民币汇率指数在保持基本稳定的基础上小幅贬值。

## 二、我国经济运行情况

在国内外需求疲软、传统产业调整带来的经济下行压力的背景下，2016年1-6月份，我国国内生产总值(GDP)同比增长6.7%，其中二季度增长6.7%，与一季度持平，经济结构有所优化。具体来看，我国民间投资和制造业投资增速回落明显，导致固定资产投资增速放缓，但消费需求保持平稳增长，进出口略显回向好趋势。同时，6月份，全国居民消费价格(CPI)指数涨幅回落，工业生产者出厂价格指数(PPI)同比降幅持续收窄，制造业采购经理指数(PMI)有所回落但仍仍在荣枯线上方，就业形势总体稳定。

### (一) 工业结构继续优化，服务业对经济增长的贡献度进一步提升

2016年1-6月份，我国国内生产总值(GDP)

<sup>3</sup>2015年8月11日，中国人民银行宣布即日起完善人民币汇率中间价报价机制：做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

<sup>4</sup>CFETS人民币汇率指数参考CFETS货币篮子，具体包括中国外汇交易中心挂牌的各人民币对外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价。

<sup>5</sup>参考国际清算银行(BIS)货币篮子计算的人民币汇率指数主要参考BIS货币篮子，样本货币权重采用BIS货币篮子权重，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价。

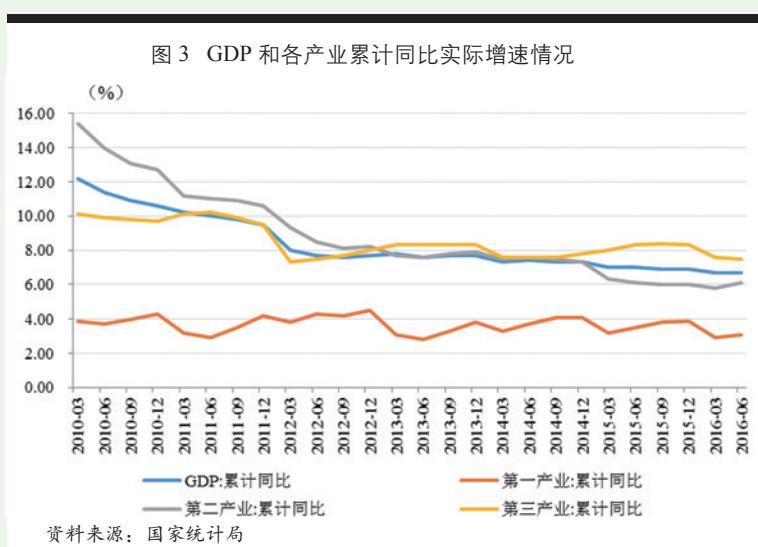
<sup>6</sup>参考特别提款权(SDR)货币篮子计算的人民币汇率指数主要参考SDR货币篮子，样本货币权重由各样本货币在SDR货币篮子的相对权重计算而得，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价。

34.1 万亿元，同比实际增长 6.7%，经济增速继续保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构调整稳步推进，服务业成为稳定经济增长的主力军。

从第一产业来看，2016 年 1-6 月份，第一产业增加值 2.2 万亿元，同比实际增长 3.1%，增速比 1-3 月份和上年同期变动不大；第一产业对 GDP 增长的贡献率为 3.0%，较 1-3 月份和上年同期均略有增加。总体看，我国农业发展稳定。

从第二产业来看，2016 年 1-6 月份，第二产业增加值 13.4 万亿元，同比实际增长 6.1%，增速较 1-3 月份和上年同期变化较小；第二产业对 GDP 增长的贡献率（37.3%）较 1-3 月份提高了 1.9 个百分点，但仍较上年同期略有回落，表明虽然工业生产面临着去产能和产业结构调整的双重压力，但环比出现企稳迹象。2016 年 1-6 月份，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.0%，增速较 2016 年 1-3 月份和上年同期变化不大；6 月份全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.2%，为 2016 年各月中较高水平。分行业看，2016 年 1-6 月份，41 个行业中有 37 个行业增加值保持同比增长，较 1-3 月份增加 1 个行业，但较上年同期减少 2 个行业。其中，高附加值行业增长较快，废弃资源综合利用业、汽车制造业，医药制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械及器材制造业等高技术产业和装备制造业继续保持较高增速；其他采矿业、开采辅助活动业、煤炭开采和洗选业以及烟草制品业增加值降幅较大。总体看，我国工业发展技术含量有所提升，发展趋于稳定。

从第三产业来看，2016 年 1-6 月份，第三产业增加值 18.4 万亿元，同比实际增长 7.5%，仍保持较快增长，但增速较 1-3 月份和上年同



期略有回落；第三产业对 GDP 增长的贡献率为 59.3%，较 1-3 月份回落 2.8 个百分点，较上年同期提高了 1.1 个百分点；第三产业增加值占 GDP 的比重为 54.1%，稳居国民经济第一大产业。在工业去产能的背景下，服务业仍是稳定经济增长的主要动力。具体看，2016 年 1-6 月份，房地产业、其他服务业增加值均达到 8.9% 以上的较快增速；批发和零售业以及住宿和餐饮业增加值同比实际增速分别为 6.0% 和 5.7%，增速保持稳定；金融业增加值同比实际增速为 6.7%，增速较 1-3 月份（8.1%）和上年同期（17.5%）下降明显，是导致第三产业增加值增速出现回落的主要原因。

## （二）民间投资和制造业投资增长乏力，基础设施建设投资提供支撑

2016 年 1-6 月份，我国固定资产投资（不含农户）25.8 万亿元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 11.0%（以下除特殊说明外均为名义增长），增速较 1-5 月份和上年同期分别回落 0.6 和 2.4 个百分点，增速继续放缓且再创新低，主要受民间投资、制造业投资增速进一步回落所致。2016 年 1-6 月份，我国民间投资 15.9 万亿元，同比增长 2.8%，增速较 1-5 月份和上

年同期分别回落 1.1 和 8.6 个百分点；民间投资占全国固定资产投资比重为 61.5%，占比自 2015 年下半年以来呈波动下降趋势，成为拉低固定资产投资增速的主要原因。

从固定资产投资的三大构成来看，房地产开发投资方面，在经历了一季度的高增长后，随着沪深两地在 3 月底出台了限购政策，部分二线城市如苏州、南京、合肥天津等房地产政策也有所收紧，使房地产市场过热的地区逐渐回归理性，在房地产去库存的大背景下，房地产投资增速出现回落。2016 年 1-6 月份，全国房地产开发投资 4.7 万亿元，同比增长 6.1%，增速较 1-5 月份回落 0.9 个百分点，但较上年同期仍高出 1.5 个百分点。总体来看，房地产开发投资稳定经济增长的作用有所下降。

制造业投资方面，2016 年 1-6 月份，制造业投资 8.2 万亿元，同比仅增长 3.3%，增速比 1-5 月份和上年同期分别回落 1.3 和 6.4 个百分点，制造业投资继续回落。一方面，由于工业去产能持续和内外需求不足，传统制造业投资继续下滑，化学原料和化学制品制造业，非金属矿物制品业，有色金属冶炼和压延加工业以及铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业等传统制造业投资均出现负增长；另一方面，我国正稳步推进以“中国制造 2025”为核心的制造业转型升级、制造业绿色发展计划以及装备制造业

标准化和质量提升计划，高端装备制造业迎来新发展机遇，医药、高端装备制造和高技术制造业投资保持较高增速，占全部投资的比重同比也略有增长，在一定程度上促进了工业结构的优化。

基础设施投资方面，2016 年 1-6 月份，受信贷宽松、补贴政策、地方政府参与积极性提升等因素影响，一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项

目在 2016 年落地速度加快；同时较大的地方债务置换规模使地方政府腾挪出更多财力投入到基础设施建设领域，促进了投资增长。2016 年 1-6 月份，基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业，以下同）4.9 万亿元，同比增长 20.9%，增速较 1-5 月份和上年同期分别加快 0.9 和 1.8 个百分点，基础设施建设投资增速的回升成为避免固定资产投资增速过快下滑的重要支撑力量。其中，水利管理业和公共设施管理业投资同比增幅均超过 26.0%，道路运输业和铁路运输业投资也均保持 10% 左右的较快增速。

分地区看，2016 年 1-6 月份，我国东部、中部、西部和东北地区固定资产投资额分别为 11.1 万亿元、6.8 万亿元、6.5 万亿元和 1.2 万亿元，同比分别增长 11.0%、12.8%、13.5% 和 -32.0%。除东北地区由于传统工业占比高，固定资产投资增速大幅下降外，其他地区均保持较高增速，我国固定资产投资增速回落也是受到东北地区投资大幅下降的影响。

### （三）社会消费品零售总额保持稳定增长

2016 年 1-6 月份，社会消费品零售总额 15.6 万亿元，同比增长 10.3%，增速较 1-5 月份和上

图 4 固定资产投资累计同比增速情况



资料来源：国家统计局

年同期变化不大；其中，限额以上单位消费品零售额7.1万亿元，同比增长7.5%，增速比1-5月份和上年同期略有增长。2016年6月份，社会消费品零售总额2.7万亿元，同比增长10.6%，增速较5月份提高0.6个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额1.3万亿元，增长8.1%，较5月份上升1.6个百分点。整体来看，社会消费品零售总额增速保持稳健增长，对经济增长构成支撑。2016年1-6月份，全国居民人均可支配收入11886.0元，同比实际增长6.5%，增速较为稳定，基本实现了与经济增长的同步，居民可支配收入的稳定增长对消费稳定增长构成了支撑。

分行业看，一是生活必需品消费保持稳定快速增长，2016年1-6月份，限额以上单位粮油/食品类、日用品类、饮料类、烟酒类和服装类消费品增速分别为12.3%、11.7%、10.7%、9.2%和7.0%。二是房地产市场的回暖带动了居住类相关产品消费增速的加快，2016年1-6月份，家具类、建筑及装潢材料类和电器类消费分别同比增长15.6%、15.6%和7.3%，仍维持较高增长水平。三是在发改委等十部门4月印发的《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》的引导下，安徽、吉林、广西、辽宁、浙江等地围绕服务消费、旅游消费、教育文化消费、信息消费、绿色消费等新型消费领域出台了相关政策，2016年1-6月份文化娱乐、旅游消费相关的休闲娱乐类消费和餐饮消费快速增长，体育娱乐用品类商品同比增长16.9%，餐饮业收入同比增长11.2%。四是3月份，发改委等十部门出台了关于鼓励绿色产品消费的指导意见，促进了与品质消费、绿色消费相关新产品消费的快速增长，其中通讯器材类商品消费同比增长14.9%，而高耗能产品消费增速出现回落，石油及制品消费



同比下降1.3%。五是受上年发改委放开药价管制、近期中药材和化学原料药的价格大幅反弹等因素影响，刚性需求导致中西药品消费同比增长13.3%。六是在我国电子商务利好政策频出的背景下，我国消费结构继续呈向以“互联网+”为核心特征的新型消费业态发展的趋势，2016年1-6月份，全国网上零售额2.2万亿元，同比增长28.2%，其中，实物商品网上零售额1.8万亿元，同比增长26.6%；全国网上零售额占社会消费品零售总额的比例（11.6%）进一步增长。

#### （四）对外贸易略显企稳回升，但下行压力仍较大

2016年，在世界经济低增长、国内外需求疲软的大背景下，我国外贸面临诸多不稳定因素，增长乏力。为了应对这种局面，国务院5月9日发布了《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，突出强调巩固外贸传统竞争优势，包括取消加工贸易审批、降低加工贸易成本等措施，在外贸竞争新优势尚未形成的背景下，加工贸易的回暖或成为实现外贸回稳向好的重要因素。另一方面，2016年我国对外贸易的相关政策也格外重视外贸的创新发展和新发展动能的培育，具体措施包括促进加工贸易创新发展、开展服务贸易创新发

展试点等。2016年1-6月份，我国进出口总值1.7万亿美元，同比下降8.8%，增速同比回落1.7个百分点，但自3月份起累计降幅逐渐收窄，贸易呈企稳向好态势。其中出口1.0万亿美元，进口0.7万亿美元，同比分别下降7.8%和10.2%；贸易顺差2571亿美元，同比变动不大。

从产品来看，2016年1-6月份，机电产品和高新技术产品占出口总额的比例仍然较高，两者占比分别为57.2%和21.0%，但两者出口总额同比分别下降8.0%和7.9%，是出口下降的主要原因；在进口方面，除了铁矿石、原油、铜等大宗商品由于价格持续处于低位，进口量和进口额同比持续增长，其他各类进口产品进口同比均出现不同程度回落，显示我国内需仍有待进一步改善。

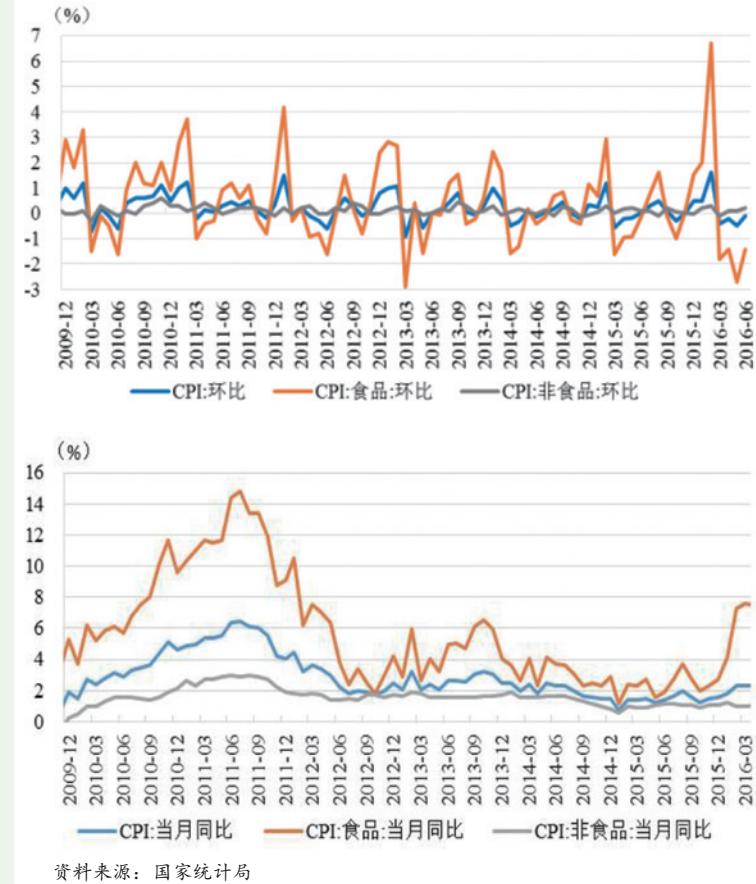
#### 2016年6月份，我国进出口

总值3124.6亿美元，同比下降6.4%，降幅较5月份扩大3.0个百分点。其中出口和进口分别为1801.8亿美元和1322.8亿美元，同比分别下降4.9%和8.4%，实现贸易顺差479.1亿美元。其中出口跌幅扩大的主要原因是英国脱欧、国际贸易保护主义抬头等负面因素导致我国对东盟、欧盟出口下降；人民币贬值、上年同期基数较高是6月份进口额下降的主要原因。

#### （五）CPI涨幅略有回落，但仍处于温和增长区间

2016年1-6月份，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，增速较1-5月份持平。6月份，CPI同比上涨1.9%，涨幅较5月份回落0.1

图6 CPI环比（上图）和同比（下图）走势



资料来源：国家统计局

个百分点。其中，食品价格同比上涨4.6%，涨幅较5月份继续缩窄，非食品价格同比上涨1.2%，涨幅较5月份有所扩大。6月份，CPI环比下降0.1%，降幅较5月份缩窄0.4个百分点；其中，食品价格环比下降1.4%，降幅较5月份（-2.7%）有所缩窄，非食品价格环比上升0.2%，涨幅较5月份（0.1%）略有扩大。本季度，鲜菜、鲜果和蛋价格持续下降，猪肉价格涨幅持续回落，CPI保持温和增长。

#### （六）PPI和PPIRM降幅持续收窄，工业品价格回暖势头较弱

2016年1-6月份，我国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降3.9%，降幅较1-5月份缩

窄 0.2 个百分点。6 月份，PPI 同比下降 2.6%，已连续 52 个月负增长，但降幅连续六个月缩窄，显示工业品价格出现回暖迹象。6 月份，PPI 环比下降 0.2%，环比由升转降，表明回暖势头较弱。

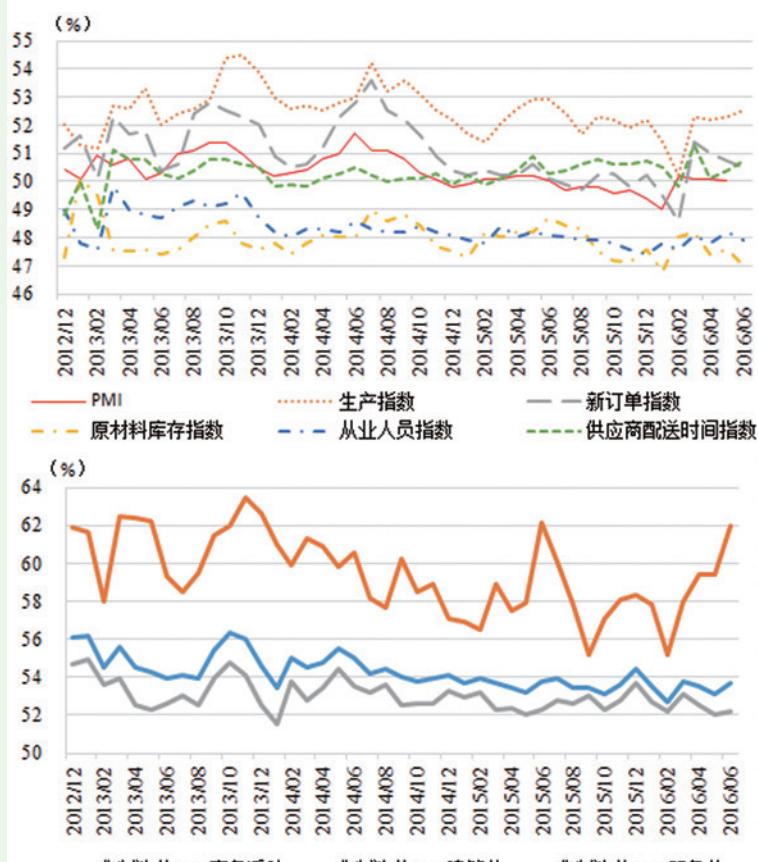
2016 年 1-6 月份，我国工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 4.8%，降幅较 1-5 月份缩窄 0.4 个百分点。6 月份，PPIRM 同比下降 3.4%，降幅较 5 月份缩窄 0.4 个百分点，PPIRM 已经连续 51 个月同比负增长；PPIRM 环比上涨 0.2%，已连续四个月环比上涨，显示工业通缩压力有所减轻。

### （七）制造业回暖迹象较弱，非制造业保持平稳增长

2016 年 6 月份，我国制造业采购经理指数（制造业 PMI）为 50.0%，较 5 月份回落 0.1 个百分点，连续三个月在荣枯线上方后触及荣枯线，显示制造业回暖迹象较弱。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数（52.5%）、新订单指数（50.5%）、从业人员指数（50.7%）高于临界点，表明制造业生产加快、市场需求提升、制造业企业用工量增多；原材料库存指数（47.9%）和供应商配送时间指数（47.0%）低于临界点，表明去库存进程放缓，原材料供应商交货时间延长。

2016 年 6 月份，我国非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）为 53.7%，较 5 月份回升 0.6 个百分点，表明非制造业继续保持平稳增长，市场信心稳定。其中，服务业商务活动指数（52.2%）

图 7 制造业 PMI（上图）和非制造业 PMI（下图）走势



资料来源：国家统计局

和建筑业商务活动指数（62.0%）均高于临界点，且较 5 月份进一步上升，表明服务业和建筑业业务总量增速均有所加快。

### （八）失业率小幅上升，就业形势整体保持稳定

2016 年 6 月底，我国城镇登记失业率 4.1%，较上年同期和上季度末略有上升，主要是受到经济下行及去过剩产能的影响；本季度城镇新增就业 399 万人，较一季度多增 81 万人；截至 6 月末，城镇新增就业人数已完成全年计划目标的 71.7%，就业形势整体保持稳定。

### 三、我国宏观经济走势预测

#### （一）积极的财政政策和稳健灵活适度的货币政策或将为实现年度经济目标托底

在“去产能”的大背景下，为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%-7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等年度目标，2016年第三季度（以下简称“三季度”），政府将继续推进结构性改革，尤其是供给侧改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。

财政政策方面，在房地产、制造业和民间投资增长乏力的情形下，基础设施建设投资将成为稳定经济的主要动力，因此财政政策将会维持积极的基调；经济放缓、营改增以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升。7月18日《法治财政建设实施方案》提出完善财政宏观调控、强化预算约束、创新财政支出方式、推进政府购买服务改革等措施，进一步法制化规范了各项财政行为，我国财政体系运行效率有望得到提升。

货币政策方面，为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，预计货币政策仍会以灵活审慎的定向货币政策工具应对随时可能出现的国内外风险，维持国内流动性状况保持充裕。2016年二季度美国经济没有达到预期，使得下半年的美联储加息仍存在较大的不确定性；7月24日，在央行行长周小川表示“正在研究发行SDR券的可能性”后，世界银行、国开行和工商银行（亚洲）均提出有发行SDR计价债券的计划，SDR使用范围有所扩大，这均对人民币汇率表现有正面影响。在地产销售回落、债券市场信用风险事件时有发生、外汇占款持续下降、私人部门信贷增长乏力等因素影响下，为达到13%的社会融资规模和M2的增长水平

年度目标，在汇率稳定以及资本流出规模不大的前提下，预计下半年存在降准的可能性。

#### （二）基础设施建设投资仍将是稳定投资增长的主要动力

从投资来看，投资仍是推动经济增长的重要力量，但2016年上半年民间投资增速的大幅下滑使得今年投资增长存在一定压力。面对民间投资增速下滑的局面，5月30日，财政部和发改委联合发布《关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知》，要求各地加强协调配合、建立完善合理的投资回报机制，进一步畅通了民间投资渠道；7月4日《国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知》发布，要求继续努力营造公平竞争市场环境，发改委也将会同有关部门对民间投资体量大、同比增速下降较快、民间投资增速滞后地区开展重点督导。7月18日，《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》发布，进一步为企业投融资松绑，利于调动民间投资继续参与改革和发展的积极性。预计三季度民间投资增速下降的局面或将出现改善。

房地产开发投资方面，2016年初房地产市场在非限购城市首付比例下调、交易税费减免等支持住房消费政策刺激下，经历短暂火爆后，中央政策逐步趋稳，同时在“地王”频现的情况下，热点城市逐步收紧调控。但对于大部分二线城市以及三四线城市，去库存仍是首要任务，大连、山西、成都、陕西等地在6月先后出台多项政策加快化解房地产市场库存。此外，4月12日，《国土资源“十三五”规划纲要》发布，提出实施有效用地调节政策，将从供给侧保障房地产市场的平稳运行。总体看，各地房地产政策出现分化，但在房地产去库存的大背景下，预计三季度房地产投资增速或将继续下滑。

制造业投资方面，一方面我国面临着产能过

剩、结构不合理等问题，传统行业的去产能、转型升级将会在 2016 年继续推进，投资力度将进一步减弱。6 月 14 日，财政部要求各地区合理分配工业企业结构调整专项奖补资金，保障去产能及时、平稳顺利推进；6 月 16 日，《国务院办公厅关于营造良好市场环境促进有色金属工业调结构促转型增效益的指导意见》提出要严控新增产能，加快退出过剩产能等六大任务。另一方面，随着《中国制造 2025》的正式出台，制造业的转型升级和智能制造领域迎来政策黄金期和发展的关键期，目前已有超过 22 个省份相继出台对接《中国制造 2025》的具体措施；工信部、财政部将继续实施智能制造专项，共安排立项 25 个省的 133 个重点项目，并提供 52 亿元的专项补助；5 月 20 日国务院印发的《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》也提出推动互联网企业构建制造业“双创”服务体系、支持制造企业与互联网企业跨界融合等七大任务。在去产能、转型升级理念的引导下，预计传统制造业投资将继续回落，高端装备制造业将继续维持高速增长的态势，但制造业总投资增速将继续小幅回落。

基础设施建设投资方面，一是发改委和交通运输部计划未来三年推进包括铁路、公路、水路、机场和城市轨道交通项目在内的 303 个项目，其中 2016 年投资 2.1 万亿元；发改委也发布《中长期铁路网规划》，到 2020 年铁路网规模将达到 15 万公里，这将拉动交通基础设施投资增长。二是 2016 年全国土地利用计划正式

下达，将促进交通、水利、能源等基础设施以及教育、医疗等公益设施投资增长。三是 6 月下旬以来，多雨极端天气的出现导致多地出现严重洪涝灾害，受灾面积较广，城市排水系统面临改造升级，受灾地区也面临着灾后重建，包括基础设施重建、排水、水利等在内的基建投资高峰或将来临。四是《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》于 8 月 1 日起正式实施，对保险资金可投资的基础设施项目的行业范围有所放宽，利于基建投资增长。五是“一带一路”、地下管廊、海绵城市、棚户区改造、充电桩建设等投资仍在稳步推进，这也对基础设施建设投资增长起到促进作用。

总体看，预计三季度固定资产投资增速将会持平或略有上升，民间投资增速下降的局面或将出现改善。其中基础设施建设投资将继续稳定增长，房地产投资增速将下滑，传统制造业投资意愿仍然偏弱，高端制造业投资将保持高速增长态势。

### （三）消费结构将进一步优化，消费稳增长作用愈发突出

从消费来看，一是 2016 年以来，随着服务业对经济增长的贡献度比重的不断提升，消费升级步伐有所加快，在中央和地方促进消费结构升

级、提升消费品质政策密集出台的背景下，预计我国消费结构升级的步伐将加快。二是发展以“互联网+”为核心特征的新型消费业态将成为我国消费领域的“新常态”，互联网也为消费者提供了更加



多元化的互联网消费产品，有助于激发出新的消费需求，这将使互联网消费继续保持高速发展态势，并成为我国消费增长的新动力。三是继3月份《关于促进绿色消费的指导意见》出台后，重庆、西藏等多省份也出台了相关政策支持地方绿色消费发展，预计绿色消费领域消费仍将保持较高的增长水平。四是央行、银监会联合下发《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，对绿色消费、信息网络消费、旅游休闲消费、农村消费等新消费领域提供金融便利和支持，居民消费金融环境进一步改善。五是居民人均可支配收入平稳增长，政府阶段性降低企业社保费率和公积金缴存比例，“小长假+年休假”的拼假方式所占比例增加、“夏季2.5天休假”模式推广等均有利于居民消费能力和意愿的提升。六是在房地产销售增速下降的背景下，房地产相关消费品的消费增速也将出现回落。预计三季度社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，仍为我国经济增长的最重要推动力量；互联网消费将继续保持高速发展，消费结构也将进一步优化，消费结构的升级也有助于推动相关产业的优化升级。

#### （四）对外贸易结构将逐步改善，但短期增长空间有限

从对外贸易来看，一是继续推进对外贸易的供给侧结构性改革，提升外贸竞争力。6月30日，商务部印发《商务发展第十三个五年规划纲要》，提出实施外贸优进优出战略，推动对外贸易质量提升，壮大装备制造、服务贸易等新的出口主导产业。二是促进我国各地区对外贸易协同发展，《商务发展第十三个五年规划纲要》提出把扩大



对外开放与“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等战略相结合，构建海内外联动、东西双向开放的新格局。三是支持跨境电商发展，7月份以来，海南、安徽等省份相继出台政策为跨境电商设绿色通道；深圳、吉林、福建自贸区、重庆等省市地区也先后打造或开放了跨境电商示范基地或园区；财政部、商务部则鼓励支持跨境电商企业建设“海外仓”和海外运营中心。四是2016年二十国集团（G20）贸易部长会议上，推进贸易便利化、加强多边贸易体制等内容已达成共识，这将在一定程度上改善全球外贸环境。五是在外需环境并未出现根本性改善的背景下，加上英国脱欧、国际贸易保

护主义抬头等负面因素，我国对外贸的发展依旧面临阻力。总体看，预计短期内对外贸易状况仍难有明显改善，但对外贸易结构将进一步优化，有望培养出新的外贸增长点。

#### （五）CPI、PMI和失业率将保持平稳

随着猪肉价格涨幅持续回落、供给侧改革持续推进，预计三季度CPI将保持平稳，PPI降幅将继续收窄。2016年7月份，制造业PMI环比回落到荣枯线之下，非制造业PMI继续保持平稳增长；由于经济下行压力仍存在，预计三季度制造业PMI将在荣枯线附近波动，非制造业PMI将继续改善但不会出现大幅回升。失业率将总体保持稳定，但在去产能的背景下预计部分地区的失业率将有所回升。

根据以上分析，预计三季度GDP将保持平稳增长，对2016年全年GDP增速仍维持我们的预测，为6.7%左右。

# 保险公司偿二代与偿一代偿付能力充足率差异分析

文 / 联合资信评估有限公司 杨杰

2016年，保险行业正式实施偿二代保险公司偿付能力监管规则，各保险公司发布了2016年1季度偿付能力报告摘要。本文将分析偿二代与偿一代偿付能力充足率之间的差异。

## 一、偿付能力充足指标差异

### 1、实际资本差异

保险公司实际资本是指保险公司在持续经营或破产清算状态下可以吸收损失的财务资源，实

际资本等于认可资产减去认可负债后的余额。偿二代和偿一代口径计算的实际资本差异较大，偿二代口径下的实际资本要高于偿一代的实际资本，如表1所示。

偿二代与偿一代实际资本差异主要是认可负债之间的差异，偿二代负债端降低了对保险合同准备金的要求，因此导致了偿二代口径下的实际资本高于偿一代。表2为平安人寿新旧口径下的认可资产、认可负债和实际资本的差异。偿二代认可负债较偿一代认可负债下降了20.20%。

表1 6家保险公司2015年末实际资本差异（亿元）

公司	实际资本（偿二代）	实际资本（偿一代）	差异值
中国人寿	7020.76	2828.20	48.24%
平安人寿	4443.66	1239.12	258.61%
新华人寿	1646.80	559.49	194.35%
人保财险	1214.78	853.56	42.32%
平安财险	660.30	394.64	67.32%
太平洋财险	371.41	261.01	42.30%

数据来源：偿二代实际资本为来自于各保险公司2016年1季度偿付能力报告摘要；  
偿一代实际资本来自于各保险公司2015年信息披露年报。

表2 平安人寿2015年末认可资产、认可负债及实际资本的差异（亿元）

偿二代		偿一代		差异值
认可资产	16093.76	认可资产	15838.83	1.61%
认可负债	11650.10	认可负债	14599.71	-20.20%
实际资本	4443.66	实际资本	1239.12	258.61%

数据来源：偿二代各项数据来自于平安人寿2016年1季度偿付能力报告摘要；  
偿一代各项数据来自于平安人寿2015年偿付能力报告。

## 2、最低资本差异

最低资本是指基于审慎监管目的，为使保险公司具有适当的财务资源，以应对各类可量化为资本要求的风险对偿付能力的不利影响，保监会要求保险公司应当具有的资本数额。偿一代最低资本是保险业务对应的资本要求。目前，偿二代最低资本为可量化的风险资本，包括了保险风险、市场风险和信用风险等三大类风险资本。因此，偿二代下的最低资本高于偿一代下的最低资本。

从表3看出，寿险公司新旧口径下的最低资本差异大，财险公司差异较小。这表明，寿险公司最低资本中非保险风险资本占比较大。

## 3、偿付能力充足率差异

偿二代由于负债端对保险准备金要求下降，导致实际资本增加，但同时增加了对最低资本的要求。由于偿一代与偿二代在实际资本与最低资本评估方法上差异，导致新旧口径的偿付能力充

表3 6家保险公司2015年末最低资本差异（亿元）

项目	最低资本（偿二代）	最低资本（偿一代）	差异
中国人寿	1955.53	856.76	128.25%
平安人寿	2022.89	609.81	231.72%
新华人寿	586.13	246.00	138.26%
人保财险	428.24	378.31	13.20%
平安财险	244.98	216.56	13.12%
太平洋财险	130.16	123.72	5.21%

数据来源：偿二代最低资本为来自于各保险公司2016年1季度偿付能力报告摘要；  
偿一代最低资本来自于各保险公司2015年信息披露年报。

表4 6家保险公司2015年末偿付能力充足率差异

项目	综合充足能力充足率（偿二代）	偿付能力充足率（偿一代）	差异
中国人寿	359.02%	330%	29.02%
平安人寿	219.67%	203.20%	16.47%
新华人寿	280.96%	227.43%	53.53%
人保财险	283.67%	226%	57.67%
平安财险	269.53%	182.2%	87.33%
太平洋财险	285.4%	211%	74.40%

数据来源：偿二代最低资本为来自于各保险公司2016年1季度偿付能力报告摘要；  
偿一代最低资本来自于各保险公司2015年信息披露年报。

足率有一定差异。偿二代综合偿付能力较偿一代偿付能力充足率高。

## 二、寿险公司与财险公司最低资本构成差异

由于寿险公司与财险公司最低资本评估方法不同,从而导致了两者之间最低资本构成的差异。财险公司资本构成中,保险风险资本为第一大风险资本,见表5。寿险公司风险资本构成中,市场风险资本占用较大,市场风险资本占最低资本近70%,见表5。从寿险公司市场风险最低资本构成中,利率风险是最重要的市场风险。以平安人寿为例,市场风险资本中,利率风险资本占比73%,其次权益价格风险资本占比22%。

## 三、量化风险分散效应

偿二代保险公司最低资本的计量采用相关系数矩阵法,反应各类风险之间的分散效应。由于各风险资本之间相关系数小于1,因此量化风险资本小于各风险资本的总和。表6列出了6家保险公司量化分散效应。总体上,财险公司量化分散效应相对较大,表明财险公司各风险资本之间总体相关度较低。

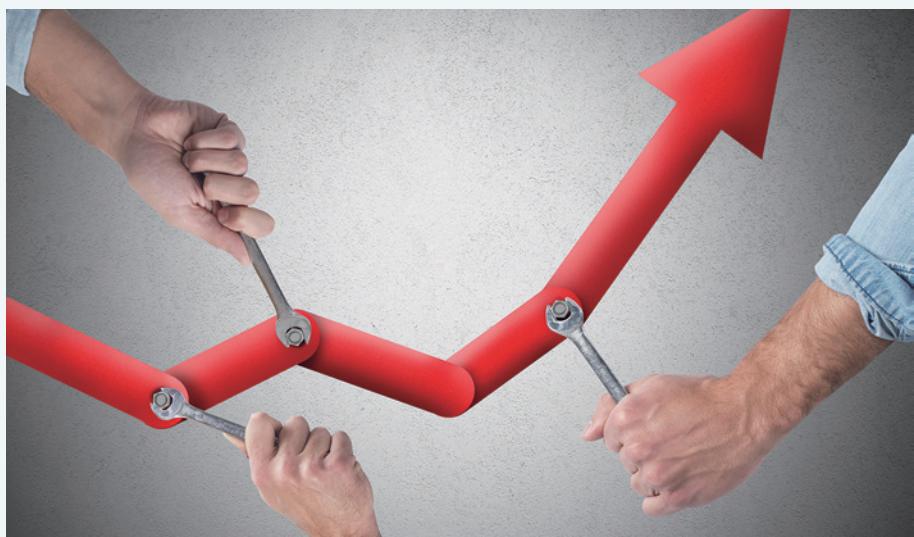


表5 6家保险公司2015年末风险资本构成

项目	中国人寿	平安人寿	新华人寿	人保财险	平安财险	太平洋财险
保险风险最低资本占比	21.11%	24.33%	24.05%	48.94%	54.06%	65.20%
市场风险最低资本占比	70.05%	67.91%	68.94%	31.76%	25.46%	12.09%
信用风险最低资本占比	8.84%	7.76%	7.01%	19.30%	20.48%	22.71%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%

注:各类风险资本占比计算未考虑量化风险分散效应。

数据来源:各保险公司2016年1季度偿付能力报告摘要。

表6 6家保险公司2015年末量化分散效应

项目	中国人寿	平安人寿	新华人寿	人保财险	平安财险	太平洋财险
量化风险分散效应	15.17%	14.96%	14.53%	25.09%	24.42%	21.19%

# 评级表现

Rating Performances

## 2016年第二季度短期融资券市场分析报告

文 / 联合资信评估有限公司 林青齐萌

### 一、短融<sup>1</sup>发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有379家企业累计发行短融（含超短融）<sup>2</sup>582期，合计发行规模为7894.55亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在19%以上，同比降幅分别为19.02%、14.66%和7.11%。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）2157期，存续短融（含超短融）金额达25808.55亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券<sup>3</sup>存量总规模的16.54%。

### 1. 短融发行情况分析

本季度，共有128家企业累计发行短融138期，发行规模为1092.65亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比和同比降幅均在40%以上，降幅较大，主要原因是受到违约事件频发影响，投资者态度较为谨慎，较低信用等级以及景气度低迷行业发行人发行债券难度增加，导致推迟或取消发行短融数量大幅增长。从单笔发行规模来看，本季度短融的平均单笔发行规模为7.92亿元，环比和同比分别下降12.51%和11.04%。

表1 2016年二季度短融发行基本情况表

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年一季度	2016年二季度	同比增长(%)	环比增长(%)
发行期数(期)	608	808	860	1072	1105	238	138	-55.19	-42.02
发行家数(家)	453	614	663	782	799	225	128	-55.86	-43.11
发行规模(亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	2152.90	1092.65	-60.14	-49.25
平均单笔发行规模(亿元)	12.30	10.10	9.68	9.81	8.58	9.05	7.92	-11.04	-12.51

资料来源：Wind资讯、上海清算所、联合资信整理

<sup>1</sup>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。

<sup>2</sup>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。

<sup>3</sup>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。

表 2 2016 年二季度超短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度	2016 年 二季度	同比 增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	20	125	216	443	1430	531	444	18.72	-16.38
发行家数 (家)	6	48	66.00	141	412	306	268	21.82	-12.42
发行规模 (亿元)	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	22944.30	7605.10	6801.90	18.50	-10.56
平均单笔发行规模 (亿元)	72.00	46.58	34.88	24.82	16.04	14.32	15.32	-0.45	6.98

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

## 2. 超短融发行情况分析

本季度，共有 268 家企业累计发行超短融 444 期，发行规模为 6801.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在 10% 以上，同比增幅均在 20% 左右。超短融发行量的环比下降可能是受到取消或推迟发行超短融数量增加影响。本季度，超短融的平均单笔发行规模为 15.32 亿元，较上年同期基本维持稳定，较上季度小幅增加。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 7 天至 270 天不等，仍以 270 天为主，占本季度超短融发行总期数的 57.88%。

## 二、短融新增发行主体分析

本季度共有 30 家企业首次发行短融 34 期，总计发行规模为 205.00 亿元，新增主体家数及其所发短融的期数和规模同比和环比降幅均在 40% 左右，降幅较大。本季度共有 53 家企业首次发行超短融共计 66 期，发行规模为 595.50 亿元，新增企业家数、发行期数和发行规模环比和同比基本均有明显下降。本季度短融和超短融新增主体仍均以国有企业为主，占比 70% 以上。新增短融发行人主体信用等级主要集中在 AA 级，占比为 60%；新增超短融发行主体的信用等级分布主要分布在 AA+ 级和 AA 级。

## 三、短融利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融（含超短融）均采用固定利率发行。

本季度，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，但在违约事件频发和流动性阶段性趋紧的影响下，本季度一年期短融的发行利率波动较大。本季度，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率，均呈小幅波动上行态势。除 AAA 和 AA+ 级，其他级别主体所发短融的发行利率均有明显的区分度。AAA 级和 AA+ 级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，AA 级主体所发短融的发行利率围绕一年期贷款基准利率波动，AA- 级主体所发短融的发行利率基本高于一年期贷款利率。

## 四、短融发行主体信用等级分布分析

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级 ~AA- 级，其中 AAA 级 ~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。本季度延续了 2015 年 4 季度以来无 A+ 级主体发行短融的趋势。

从发行期数来看，本季度 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 46.38%，环比变化不大，但同比有所上升；AAA 和 AA+ 级主体所发短融的期数相差不大，其中 AAA 级主体所发短融在总发行期数中的占

比有较大幅增长；AA- 级主体所发短融在总发行期数的占比环比和同比均降幅明显，同比略有增长。整体来看，AA 级（含）以上主体所发短融期数分布更加均匀。

从发行规模来看，本季度 AAA 级~AA 级主体所发短融的规模在发行总规模中的占比升至 99.22%。其中，AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，规模占比（44.62%）有明显上升，发行优势更加明显；AA+ 级主体所发短融的规模占比有所下降；AA- 级主体所发短融在总发行规模的占比环比和同比有所下降。整体来看，短融发行规模向 AA（含）级以上高等级集中趋势进一步凸显。

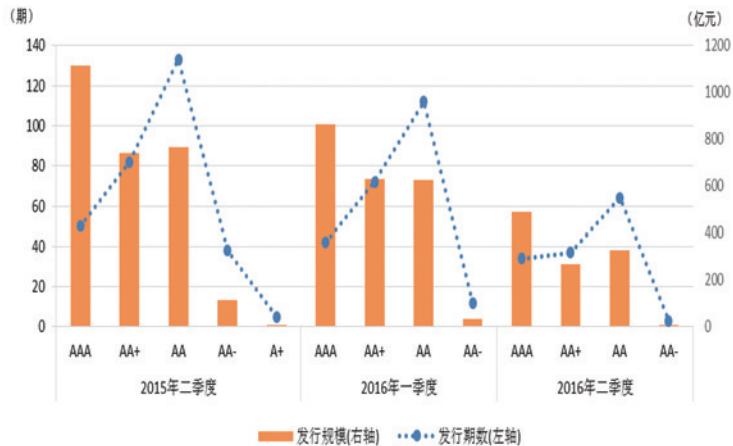
整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显，且高等级主体所发短融期数更趋均匀。

## 五、短融发行规模结构分析

本季度，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，发行规模仍然主要集中在 1~20 亿元，在发行总期数中的占比升至 95.65%，其中 1~5 亿元规模短融的发行期数最多，在发行总期数的占比环比和同比均有所下降，集中度有所下降，5~10 亿元规模短融的发行期数占比环比和同比增幅明显。

本季度，超短融发行期数在规模区间上的分布较短融更为均匀，其中 1~5 亿元和 5~10 亿元规模的超短融发行期数在总发行期数的占比最高，分别为 32.21% 和 30.86%，与上年同期和一季度相比，本季度超短融发行规模呈现向小规模集中趋势。

图 1 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

## 六、短融发行主体所有制性质分析

从短融（含超短融，以下同）发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业依然是短融发行量最大的企业类型，其所发短融的期数和规模在短融总发行期数和总发行规模中的占比（82.82% 和 92.03%）较上季度和去年同期均小幅上升，发行优势更加明显；民营企业在短融发行期数占比上较上季度和去年同期降幅明显；外商独资企业、中外合资企业、集体企业和其他类企业所发短融的发行期数和规模仍然较少。

## 七、短融发行主体行业分布分析<sup>4</sup>

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本季度，电力行业所发短融在发行期数（58 期）和发行规模（1620.40 亿元）方面排名均升至首位。排名前十行业中，航空行业所发短融的期数和规模环比和同比均有大幅增长进入前十名；金属、非金属和采矿，石油、天然气与供消费用燃料行业所发短融的期数和规模环比和同比均降幅明显，这主要是受到行业景气度不高和

<sup>4</sup> 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。

行业内违约事件频发影响。

## 八、短融承销情况分析

本季度，共有 44 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，以下同），短融承销商数量环比增加 9 家，同比增加 10 家。本季度共有 274 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在短融总发行期数中的占比（47.08%）环比略有增长，同比下降 6.38 个百分点。

按承销期数统计<sup>5</sup>，本季度兴业银行超过建设银行，以承销 63.5 期排名首位，建设银行、工商银行、中信银行和中国银行分别位列第二至第五位。其中建设银行承销期数（55.83 期）较上季度大幅下降 33.14%。本季度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 44.27%，同比环比均基本保持稳定。

按承销规模统计，本季度工商银行承销规模达 1008.37 亿元，超过建设银行成为市场首位。建设银行、中信银行、兴业银行和中国银行位列第二至第五位。本季度排名前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的比重为 48.51%，较上季度和上年同期均有所增加，集中度有所上升。

本季度发行规模超过 50（含）亿元的短融共 24 期，合计发行规模达 1610.00 亿元，分别占总发行期数和总发行规模的 4.12% 和 20.39%，期数和规模占比较上季度和上年同期均有所上升。本季度，联合承销仍是大额短融的主要发行方式，其中工商银行、建设银行、农业银行、中信银行和中国银行在承销期数和承销规模方面均位列前五名，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 75.00% 和 77.55%，占比环比和同比均增幅较大，短融大额承销的集中度有所上升。

## 九、利差分析

本季度，剔除 6 期发行期限在 1 年内的、1 期有担保的后，短融样本共计 131 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 131 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。

本季度央行有针对性地增加了公开市场操作的频率和力度，并合理运用多种货币政策工具，保证了流动性的合理充裕。同时，本季度债券违约事件频发，“15 川煤炭 CP001”、“15 春和 CP001”、“15 华昱 CP001”和“15 东特钢 CP002”<sup>6</sup>等相继暴露违约风险。在此背景下，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差变化表现存在差异，其中 **AAA** 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度和上年同期相比均持续收窄；**AA+** 级和 **AA** 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度有所扩大，但仍远低于上年同期水平；**AA-** 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度和上年同期出现不同程度扩大。

本季度，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，新发短融的发行主体信用等级对短融利差呈现出明显的区分度（见表 3），主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高；各信用等级级差与信用等级呈现明显的负向关系，表明级别越低，投资者所要求的风险溢价越高；**AA** 级和 **AA-** 级发行人的利差 I 和利差 II 的级差最大，表明投资者对于 **AA-** 级主体要求的风险溢价较高；

<sup>5</sup> 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。

<sup>6</sup> “15 川煤炭 CP001”和“15 华昱 CP001”发行时主体信用等级均为 **AA+** 级，“15 东特钢 CP002”发行时主体信用等级为 **AA** 级，“15 春和 CP001”发行时主体信用等级为 **AA-** 级。

AAA 级发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数均最大, 且 AAA 级和 AA+ 级的级差均最小, 这可能是由于 AAA 级短融发行主体中行业景气度较低的企业发行的短融期数占比较大, 导致投资者对 AAA 级主体的认可度不统一。

根据对不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性的显著性检验<sup>7</sup>, 在 95% 的置信水平下, AAA 级与 AA+ 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, 表明除 AAA 级与 AA+ 级以外, 其他主体级别对短融风险定价的区分性较好。

## 十、未来走势预测

在宏观经济方面, 我国经济正面临经济增速放缓、产能总体过剩和债务率居高不下等问题, 下半年政府将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 着力推动供给侧改革, 抑制产能过剩, 维持基本平稳的经济运行态势。具体措施包括加大对基础设施建设的投资力度, 大力扶持双创企业, 全面推行营改增等。预计下半年, 消费将继续保持平稳, 固定资产投资增速可能出现回落, 出口有望出现回暖, GDP 会维持在 6.5% 或以上的速度, CPI 预计在 1.8% 左右, PPI 降幅有望继续收窄。

从市场资金面来看, 下半年央行将继续加

大公开市场操作频率和规模, 通过使用 SLO、SLF、MLF、PSL 等新型定向工具, 引导市场利率, 保持流动性的合理充裕。整体来看, 预计下半年银行间资金面仍将维持合理宽松。

从债券市场来看, 第一, 随着银行间债券市场不断开放, 投资者范围将进一步丰富, 或将从需求端推动短融和超短融发行。第二, 本季度银行间债券市场发行了 2016 年以来的首期短融熊猫债, 伴随着熊猫债市场的发展, 短融熊猫债发行量也可能会有所增加。第三, 随着我国供给侧结构性改革不断深化, 预计下半年产能过剩行业违约风险将加速暴露, 短融违约案例也将进一步增多。第四, 相比民营企业, 国有企业, 尤其是城投类企业在出现债务危机时获得政府救助的可能性较高, 导致投资者对其需求较大, 带动了其发行量的增长, 预计下半年国有企业仍然是短融发行的主要企业类型。第五, 在违约事件频发的背景下, 投资者的态度较为谨慎, 信用级别较低的发行人发行短融可能会受到一定抑制, 短融发行主体的信用等级分布将继续呈现向 AA 级 (含) 以上集中趋势。

整体而言, 下半年积极财政政策将继续施行, 稳健的货币政策有望为银行间债券市场提供适度宽松的资金面。在信用事件频发的背景下, 短融发行主体信用等级分布有望进一步向较高信用等级集中。

表 3 2016 年二季度各级别发行主体所发短融对应的利率和利差情况

主体级别	样本数(个)	发行利率区间(%)	平均发行利率(%)				利差 II		
				均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
AAA	32	2.70~6.00	3.30	98.03	N/A	70.39	103.55	N/A	67.60
AA+	34	2.79~6.80	3.57	125.41	27.38	61.40	131.35	27.80	57.86
AA	62	3.10~7.50	4.34	205.00	79.59	46.83	213.28	81.93	44.54
AA-	3	5.45~7.50	6.48	415.00	210.00	26.27	419.89	206.61	24.53

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

<sup>7</sup> 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。

# 2016年上半年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 林青

## 一、中票发行主体家数、发行期数与发行规模

2016年上半年,我国银行间债券市场有367家企业共发行中票436期,发行规模共计5484.90亿元。与上年同期相比,发行主体家数、发行期数和发行规模分别增长22.33%、25.29%和14.81%。与2015年下半年相比,发行主体家数、发行期数和发行规模降幅均在20%以上。

分季度看,受节日效应、资金面波动影响,2016年一季度,中票的发行期数和发行规模较2015年四季度略有下降。2016年二季度,受违约事件频发影响,取消或推迟发行中票数量大幅增加,中票的发行期数和发行规模进一步下降,环比降幅均超过25%。

## 二、中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看,2016年上半年

中票的发行规模仍主要集中在0~5(含5)和5~10(含10)亿元,合计发行期数在总发行期数的占比为73.64%,占比较上年同期和2015年下半年均有明显增长,集中趋势更加明显。

## 三、中票发行期限

2016年上半年中票的发行期限仍主要集中于3年期和5年期,两者发行期数、发行规模总和在总发行期数、总发行规模中的占比分别为72.71%和74.36%,其中期数占比同比和环比变化不大,规模占比同比和环比增幅均超10个百分点。2016年上半年共发行特殊期限债券100期,占中票总发行期数的22.94%,占比较上年同期略有增长,较2015年下半年下降超过5个百分点。其中可续期中票发行了77期,包括“3+N年”、“5+N年”和“5+5+N年”三种期限品种,其中“5+N年”期限的中票发行期数仍最多,在可续期中票发行总期数占比为68.83%。

表1 2011~2016年上半年中票发行基本情况

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年上半年	同比增长(%)	环比增长(%)
发行期数(期)	407	562	508	711	912	436	25.29	-22.70
发行规模(亿元)	7079.70	8123.30	6746.20	9368.40	12416.70	5484.90	14.81	-28.20
发行家数(家)	314	447	413	551	683	367	22.33	-24.02

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

## 四、中票发行主体企业性质

2016年上半年，国有企业所发中票的发行期数和发行规模占中票总发行期数和总发行规模的比例分别为84.17%和87.38%，占比较上年同期和2015年下半年均有不同程度增长，发行优势更加明显；集体企业和其他类企业所发中票的发行期数和发行规模同比和环比也出现明显增长。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

2016年上半年，共有14期具有担保条款的中票发行，发行总额为110.50亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的3.21%和2.01%，占比较上年同期和2015年下半年均有所上升。2016年上半年发行的具有担保条款的中票中有12期采用保证担保，2期采用抵质押担保，采用抵质押担保方式发行的中票的债项信用等级与发行人主体信用等级相同，而采用保证担保方式发行的中票的债项信用等级均高于发行人的主体级别。通过保证担保获得AAA级和AA+级债项级别的中票分别为8期和3期，担保人主要为发行企业的母公司或第三方担保公司。

以担保后债项级别为AAA级的中票（共8期）为样本进行分析发现，采用担保方式发行的3年期和5年期中票的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保中票的平均发行利率分别高出56个和34个BP<sup>1</sup>，市场对通过担保提升债项信用等级的中票认可度一般。

## 六、中票承销情况<sup>2</sup>

2016年上半年共有39家主承销商参与承销中票，承销方式均采用余额包销（2015年全年除5期采用代销外其余全部采用余额包销）。2016年上半年共有255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58.49%。

按承销期数统计，2016年上半年建设银行和民生银行以承销40.5期并列排名第一，兴业银行、浦发银行和工商银行分别位列第三至第五位。与上年同期和2015年下半年相比，民生银行排名大幅提升。

按承销规模统计，2016年上半年农业银行以承销586.05亿元位居市场首位，建设银行、工商银行、中国银行和兴业银行位列第二至第五位。与上年同期和2015年下半年相比，农业银行由第四位上升至首位。

总体看，2016年上半年，大型国有商业银行在中票承销规模上继续保持优势，但承销期数优势有所下降；排名前五位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不大，市场集中度趋于稳定。

## 七、中票发行新增企业

2016年上半年共有112家企业首次发行中票134期，合计发行规模1046.20亿元，分别占发行中票企业家数、总发行期数和发行总额的30.52%、30.73%和19.07%，占比较上年同期均变化不大，环比均出现不同程度下降。

2016年上半年新增的中票发行企业主要分布于建筑与工程，房地产管理与开发以及多元金

<sup>1</sup>通过计算经担保提升债项等级的中票与在其起息日前后15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。

<sup>2</sup>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%。

融服务行业<sup>3</sup>；企业性质方面，新增主体仍以国有企业为主，该类企业在新增中票发行企业中的占比为66.07%；新增中票发行主体的信用等级仍主要为AA级和AA+级，分别占新增中票发行企业数量的45.54%和25.00%。

## 八、中票发行主体地区分布

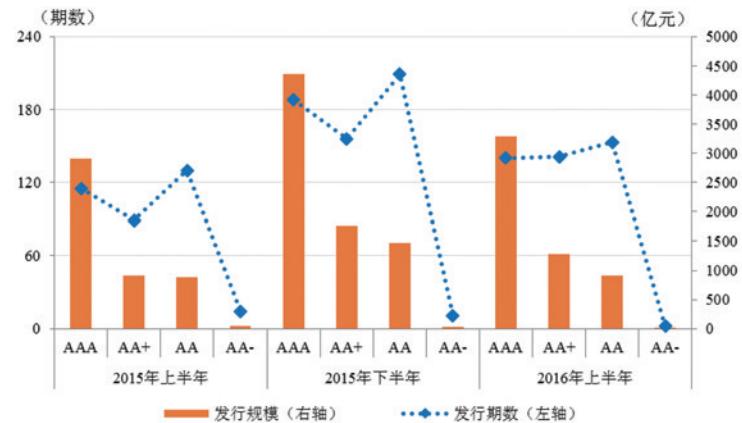
从中票发行主体的所在地区来看，江苏、北京、广东和上海地区所发中票期数和规模均位列前4位，其中江苏地区所发中票期数（65期）超过北京位列全国首位，北京地区所发中票规模（1555.10亿元）依然保持领先地位。与上年同期和2015年下半年相比，2016年上半年湖北地区企业中票发行规模和发行期数均有明显增长，跻身前十位，北京和山东地区中票发行规模和发行期数均有明显下降。

## 九、中票发行主体行业分布

从中票发行主体的行业分布情况来看，2016年上半年建筑与工程，房地产管理与开发，多元金融服务，交通基础设施，电力以及石油、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均位居前六位，其中建筑与工程行业（82期）在发行期数方面位居首位，而石油、天然气与供消费用燃料在发行规模（854.10亿元）方面继续保持领先优势。

与上年同期和2015年下半年相比，2016年上半年，金属、非金属与采矿和化工行业企业中

图1 2015~2016年上半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

票发行期数和发行规模均降幅明显；多元金融服务（多数为城投企业）、食品行业企业中票发行期数均出现不同程度的增长；酒店、餐馆与休闲行业企业中票发行规模增幅较大。

## 十、中票债项信用等级分布

从债项信用等级看，2016年上半年发行的中票的债项信用等级仍介于AAA级至AA-级之间。按发行期数统计，2016年上半年发行的中票仍以AAA级至AA级的债项为主，占总发行期数的比例达99.54%，占比较上年同期和2015年下半年均有所上升，AA-级中票上半年仅在1月份发行了2期；AA级中票的发行期数仍然最多，占总发行期数的35.09%，AA+级中票发行期数占比同比、环比均提升明显。按发行规模统计，2016年上半年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59.88%，占比较上年同期和2015年下半年变化不大；其次为AA+级，占比为23.29%。整体看，2016年上半年AA+级中票发行期数占比

<sup>3</sup> 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。

增加明显，中票信用等级分布呈向 AA 级（含）以上集中的趋势。

## 十一、中票发行利率

2016年上半年发行的436期中票中，有417期为固定利率，19期为累进利率，采用固定利率发行的中票期数占本期中票发行总期数的95.64%，较上年略有上升。本年度发行的中票共有100期含特殊条款（其中可续期中票77期），占中票发行总期数的22.94%，占比较上年有所回落。

剔除可续期中票，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仍然最多，分别为148期和190期，在分析中票发行利率时将主要针对这两种期限的中票进行分析。

2016年上半年，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。具体看，2016年1~3月，受益于央行灵活运用各种货币政策工具保持市场流动性宽松，3年期和5年期中票的平均发行利率均继续呈波动下行趋势；但自3月下旬开始，受信用风险事件频发、季末宏观审慎评估体系考核等因素影响，货币市场流动性持续紧张，大批量债券集中取消发行，3年期和5年期中票的平均发行利率均开始回升，并维持在2016年以来的较高水平，直到5月才开始缓慢回落；6月中旬后，央行适时进一步加大了流动性投放力度，单周公开市场操作净投放量也创近4个月新高，资金面总体保持平稳，中票的平均发行利率进一步小幅回落。

2016年上半年，3年期和5年期各级别中票的发行利率均值均明显低于上年水平。其中

3年期和5年期AAA级中票的发行利率均值较2015年下半年分别下降了43BP和56BP，较上年同期分别下降101BP和106BP；3年期AA+级中票的发行利率均值环比降幅最大，环比下降80BP；3年期AA-级中票的发行利率均值同比降幅最大，同比下降170BP。

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，2016年上半年除个别异常债券外，3年期和5年期AAA级和AA+级中票的发行利率基本均处于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-级中票发行量较少，其发行利率一直显著高于同期贷款基准利率。

## 十二、利差<sup>4</sup>分析

在进行利差分析时，我们剔除了可续期中票，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，确认3年期的149<sup>5</sup>期和5年期的190期共计339期中票为样本，以下将以此样本进行分析。

从表2可以看出，2016年上半年发行的中票的信用等级、发行期限和发行利差的关系主要体现在以下几个方面：一是在发行期限相同的情况下，中票的信用等级与发行利差呈现出明显的反向关系，即信用等级越高，发行利差均值越低；二是AAA级和AA+级中票的发行期限与发行利差均值呈正向关系，即发行期限越长，发行利差均值也越高；三是AAA级中票的发行利差波动性最大，原因是AAA级中票中涉及一些景气度较低行业企业发行的中票或经担保提升债项信

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 3年期样本中有1只中票“16镇江交通MTN001”为联合资信和中诚信进行了双评级，此处统计为两个样本。

表 2 2015~2016 年上半年各级别中票对应的利差情况

期限 (年)	债项 信用 等级	2015 年上半年			2015 年下半年			2016 年上半年		
		利差 均值 (BP)	级差 (BP)	变异 系数 (%)	利差 均值 (BP)	级差 (BP)	变异 系数 (%)	利差 均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
3	AAA	152.24	N/A	25.28	113.91	N/A	40.38	104.78	N/A	63.10
	AA+	202.75	50.52	26.56	177.90	63.99	53.40	131.33	26.54	34.48
	AA	311.96	109.21	30.21	270.08	92.18	36.29	233.88	102.56	48.33
	AA-	436.26	124.3	23.22	354.00	83.92	22.60	317.45	83.57	10.88
5	AAA	159.82	N/A	26.25	129.92	N/A	38.49	112.85	N/A	62.05
	AA+	212.45	52.64	19.16	163.80	33.88	36.02	134.55	21.70	30.47
	AA	272.97	60.52	15.02	219.41	55.61	24.61	182.94	48.39	32.33

注: 1. 统计样本不含浮动利率的中票和可续期中票; 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. 级差为本信用等级的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

用等级的中票, 投资者对这些高信用等级中票的认可度一般。

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<sup>6</sup>。检验结果显示, 在 95% 的置信水平下, 除 3 年期和 5 年期 AAA 级与 AA+ 级外, 其他不同信用等级中票的发行利差均存在显著性差异, 中票的信用等级的风险区分功能总体较好。

从利差变化趋势看, 3 年期和 5 年期各级别中票的利差自 2015 年以来总体呈波动下降趋势, 并在 2016 年上半年保持在低位波动。具体来看, 2016 年上半年 3 年期和 5 年期各级别中票的利差较 2015 年下半年和上年同期均有不同程度收窄。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风险溢价要求较上年有所降低。

利差波动方面, 2016 年上半年, 3 年期和 5 年期 AAA 级和 AA 级中票利差的变异系数环比、同比均有所增加, 波动水平加大; AA+ 级中票利差的变异系数环比则出现下降; AA- 级中票利差的变异系数环比、同比均有所下降。

### 十三、2016 年下半年中票市场展望

从宏观经济看, 在我国经济处于“新常态”的背景下, 2016 年下半年, 政府将继续着力推进结构性改革, 尤其是供给侧结构性改革, 加快新旧发展动能转换, 通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策, 为经济平稳运行托底, 具体措施包括适当增加财政支出, 大力支持创新发展, 加大重大基础设施工程建设等。2016 年下半年工业将继续保持低位运行, 投资增速尤其是民间投资的逐步回落将使下半年整体投资增长承压, 消费将成为推动经济增长的主要力量。预计 2016 年我国 GDP 增速在 6.7% 左右, CPI 保持温和上升, PPI 负增长也将继续收窄。

从市场资金面看, 在经济增长方式转型的大背景下, 为保障去产能、去杠杆的经济结构改革, 央行将更多运用逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具, 但降准降息的可能性仍然存在。此外, 美元加息的推迟在一定程度上缓解了人民币贬值和资本外流压力, 有助于资金面的稳定。预计 2016 年下半年银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

<sup>6</sup> 显著性检验采用 Scheffe 检验方法, 显著性检验中不包括样本数量只有 2 个的 3 年期 AA- 级中票。

从债券市场环境看，供给方面，由于融资成本持续维持在较低水平，且 2016 年下半年中票到期规模达 3478.30 亿元，到期规模再创新高，或将在一定程度上促进企业融资需求增加并促进中票发行量增长。地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛有所降低，同时市场对城投类企业所发中票的需求可能会因为信用风险事件的发生而增加，这将促进城投类企业的中票发行；但交易所债券市场的快速发展以及公司债券发行量的大幅增加可能会影响到中票的发行。2016 年上半年，有 1 家海外企业发行了 1 期中票，另有 2 期“绿色中票”发行，随着熊猫债券和绿色债券政策的不断支持，这两类债券在银行间债券市场有望增长。需求方面，银行间债券市场对内、对外开放程度进一步提高，银行间债券市场参与主体更加丰富，有助于增加银行间债券市场的活

跃度以及市场对银行间债券的需求。信用风险方面，2016 年上半年债券市场违约事件频发，在经济下行压力加大以及去产能、去杠杆加速的趋势下，预计中票违约仍将有可能发生，市场对低评级中票仍然趋于谨慎，下半年发行的中票债项评级仍将集中在 AA 级及以上，AA- 级中票发行量仍将处较低水平。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企业所发高信用等级中票的风险溢价要求仍将维持在高水平，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 年下半年中票市场将继续保持稳定发展的态势。

## 2016 年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 李为峰

### 一、企业债券发行量明显回升

2016 年上半年，我国银行间债券市场共有 253 家企业累计发行企业债券 268 期<sup>1</sup>，发行总额为 3256.50 亿元，发行家数、发行期数和发行总额均明显回升，同比增幅均超过 50%，环比增幅均为 100% 左右。整体看，企业债券发行受政策影响明显，2016 年上半年，受益于上年末以来发改委降低企业债券发行门槛及提高发行审批效率

等措施，企业债券发行量改变了上年的下滑态势，2016 年上半年发行量已接近 2015 年全年水平。

从企业债券发行市场来看，2016 年上半年共有 250 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 3053.20 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 93% 以上，较 2015 年同期均有所下降，较 2015 年下半年均略有上升；另有 18 期企业债券仅在银行间市场发行，发行规模为 203.30 亿元。

<sup>1</sup> 统计期以债券的起息日为准，以下同。

表 1 2012~2016 年上半年企业债券发行基本情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 上半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	479	373	575	301	268	62.42	97.06
发行规模 (亿元)	6484.5	4748.3	6898.5	3415.8	3256.5	80.38	102.22
发行家数 (家)	456	356	522	284	253	58.13	104.03

资料来源：联合资信 gos 系统

2016 年上半年，可续期企业债券共发行 7 期，发行规模共计 121.00 亿元，项目收益债券共发行 10 期<sup>2</sup>，发行规模共计 80.50 亿元，以上两种债券的发行期数和规模同比和环比均明显增加；受益于监管层的大力支持，专项债券共发行 35 期，发行规模共计 494.10 亿元，发行量达到去年全年水平的 7 倍；此外还有 1 期绿色企业债券（“16 京汽绿色债 01”）发行，发行规模 25.00 亿元。

## 二、企业债券发行主体新增企业分析<sup>3</sup>

2016 年上半年，共有 151 家企业首次发行企业债券 158 期，合计发行规模 1765.00 亿元，分别占发行总家数、总发行期数和发行总额的 59.68%、58.96% 和 54.20%，较 2015 年同期均小幅上升，较 2015 年下半年则均有不同程度的下降。其中，新增发行人企业仍以地方国有企业为主，占比为 98.01%，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 65.56% 和 19.21%。

## 三、企业债券发行规模分布

从发行规模来看，2016 年上半年新发企业债券的发行规模仍主要分布在 5~20 亿，其中 10~20 亿元规模的企业债券发行期数最多，发行期数占

比为 46.77%，较 2015 年大幅上升；5~10 亿元规模区间的企业债券发行期数占比较 2015 年明显下降。此外，发行规模在 30 亿元以上的企业债券的发行期数则呈明显减少的态势。平均单笔发行规模方面，2016 年上半年企业债券平均单笔发行规模为 12.27 亿元，较 2015 年（11.38 亿元）有所增加。

## 四、AA 级企业债券发行集中度有所下降

从债项信用等级分布情况看，2016 年上半年新发企业债券的信用等级依然分布在 AAA 级~AA 级之间（见图 1），且级别分布更加均匀。其中，AA 级企业债券发行集中度依然较高，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行总额的 45.63% 和 41.54%，但较 2015 年均有较大幅度的下降。

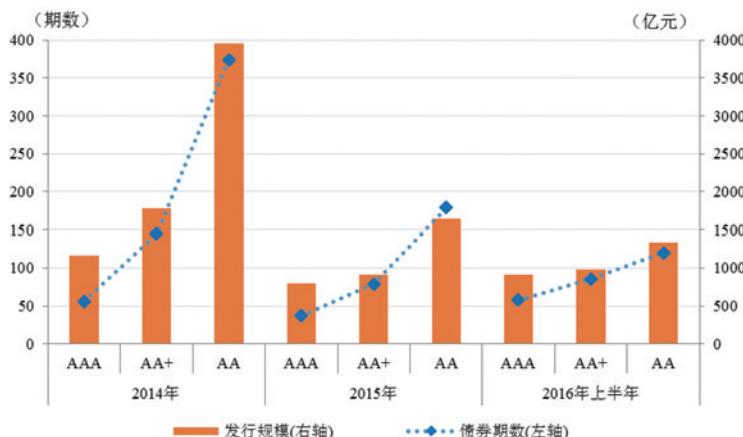
## 五、企业债券发行期限分布仍主要集中在 7 年期

从发行期限来看，2016 年上半年发行企业债券仍主要集中在 7 年期，其发行期数在总发行期数中的占比为 76.05%，较 2015 年明显上升；其他期限企业债券发行量依然较少，期限结构分布未有明显变化。

<sup>2</sup> 其中有 5 期为私募发行。

<sup>3</sup> 以下若无特殊说明，所有统计不包括私募发行的债券。

图1 企业债券信用等级分布情况



资料来源：联合资信 gos 系统

## 六、企业债券发行主体仍以地方国有企业为主

从企业债券发行主体所有制性质来看，2016年上半年地方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占总发行期数比例在99%以上，较2015年有较大幅度上升。其他各类别企业所发企业债券的期数占比均有所下降甚至零发行。

## 七、企业债券担保情况分析

2016年上半年发行的企业债券中，有担保债券共计108期，发行规模共计1236.40亿元，占企业债券总发行期数和发行总额的比例分别为41.06%和38.30%，较2015年均有不同程度的提升。在有担保的企业债券中，96期采用保证担保，占担保债券总期数的88.88%，较2015年(67.86%)大幅上升。

从增信效果看，具有担保的企业债券中，共有103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34期通过担保增信获得AAA级，有62期获得AA+级，7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93.20%，较2015年(85.71%)有明显上升。以期限重置<sup>4</sup>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129BP和94BP，表明市场对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度存在差异。

## 八、企业债券发行主体地区分布趋于集中

2016年上半年，江苏地区企业债券的发行期数和发行规模均位居首位。其次，湖南、湖北、山东、浙江、安徽等地区企业债券发行期数和发行规模均排名全国前列，重庆地区企业债券发行量和发行规模均首次进入前十名。从发行地区集中度来看，发行期数排名前十位的地区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74.14%和72.27%，较2015年(61.46%和64.59%)均有较大幅度的提升，企业债券发行地区趋于集中。

## 九、企业债券发行利率有所下降

2016年上半年所发企业债券仍主要采用固定利率的方式发行，其中有46期含有选择权，占企

<sup>4</sup> 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。

业债券总发行期数的 17.49%，较 2015 年（20.60%）有所下降。

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，2016 年上半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，发行利率区间分别为 3.33%~6.70%、3.17%~6.80% 和 3.30%~7.50%。与 2015 年相比，各期限平均发行利率、发行利率上限和下限均有所降低，且利率区间有所收窄，主要是受到市场资金面整体趋于宽松的影响。

以发行量最多的 7 年期企业债券作为样本进行统计，2016 年上半年 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的走势出现分化，呈现出波动上升的态势，可能是受债券市场违约事件频发的影响。与 7 年期贷款基准利率相比，2016 年上半年 AAA 级企业债券发行利率基本上一直低于 7 年期贷款基准利率，但从二季度开始逐渐靠近 7 年期贷款基准利率，主要是因为二季度发行的多只 AAA 级企业债券均

通过担保大幅提升了债项等级，发行利率较高；AA+ 级和 AA 级企业债券发行利率曲线基本围绕 7 年期贷款基准利率上下波动，两者重合部分则较上年明显增多。

## 十、利差分析<sup>5</sup>

在对利差进行分析时，我们按期限重置后的样本进行统计分析。2016 年上半年新发企业债券期限主要为 7 年期、5 年期和 3 年期。从表 2 我们可以看出，7 年期、5 年期和 3 年期企业债券的信用等级与发行利率均值和利差<sup>6</sup>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，债券期限与发行利率均值及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；5 年期 AAA 级和 AA+ 级之间、7 年期 AA+ 级和 AA 级之间的级差均较小，区分度不够。同时，相同期限企业债券中，AAA 级变异

表 2 2016 年上半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	3	3.30~4.58	3.95	145.67	N/A	48.05
	AA+	3	3.76~4.48	4.24	186.67	41.00	22.50
	AA	13	4.09~7.50	5.48	302.08	115.41	31.78
5	AAA	13	3.17~6.80	3.78	111.92	N/A	83.99
	AA+	6	3.68~4.20	3.84	119.67	7.75	14.21
	AA	3	4.35~5.77	4.90	229.67	110.00	32.22
7	AAA	34	3.33~5.15	4.07	118.71	N/A	37.91
	AA+	72	3.89~6.70	4.90	201.97	83.26	33.67
	AA	95	3.80~6.50	4.93	207.04	5.07	28.98

注：1. 级差为本信用等级的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. N/A 表示不适用。

资料来源：联合资信 gos 系统

<sup>5</sup> 本小节数据样本剔除 7 期可续期的企业债券，对剩余样本数共 242 期的 3 年、5 年和 7 年期企业债券进行利差检验分析。

<sup>6</sup> 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。

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量较少的影响。

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，除 AA+ 级和 AA 级企业债券的差异不显著外，其余各级别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总体较好。导致 7 年期 AA+ 级和 AA 级企业债券的差异不显著的主要原因是 AA+ 级企业债券中 80% 以上均通过担保增信提升了债项等级，由于市场对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度存在较大差异，导致 AA+ 级企业债券的利差整体偏高。

在利差变化方面，以 7 年期企业债券为例，2016 年上半年，在资金面整体较为宽松的背景下，各信用等级利差均值同比和环比均有所回落，其中 AA 级企业债券利差均值降幅最大，同比和环比降幅分别为 96BP 和 43BP。从利差波动性方面来看，2016 年上半年各信用等级企业债券的变异系数较上年同期和上年下半年均有所扩大，主要是由于 2015 年下半年以来，企业债券市场风险事件的不断暴露，导致企业债券利差的波动幅度明显扩大。

## 十一、2016 年下半年企业债券市场展望

2016 年上半年，我国 GDP 同比增长 6.7%，呈现平稳增长态势，就业物价形势稳定，经济结构不断优化，但仍然存在一定的下行压力。2016 年下半年，政府将继续着力推进结构性改革，尤其是供给侧结构性改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。预计 2016 年全年我国 GDP 增速在 6.7% 左右，CPI 保持温和上升，

PPI 负增长也将继续收窄。

2016 年上半年，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，除 3 月 1 日下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点外，央行有针对性地加大了逆回购的频率和力度，并灵活使用 SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等货币政策工具稳定短端利率。在此背景下，2016 年上半年，各期限的银行间固定利率国债到期收益率波动中略有下降。预计 2016 年下半年市场资金面仍将处于合理充裕的状态，企业债务融资成本仍会维持在较低水平，有利于债券市场规模持续扩容。

2016 年下半年，发改委相关松绑企业债券发行门槛的前期政策效果将进一步显现，在保增长和化解存量债务风险的双重压力下，监管层对企业债券发行要求将维持放宽趋势，这将对企业债券的发行带来积极的影响。同时，在国家“供给侧改革”转型升级过程中，监管层前期推出的推广专项债券和绿色债券的措施也将逐步落实，创新品种债券的支持范围和发行规模有望持续扩大，企业债券也将进一步发挥在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险中的作用。此外，2016 年 5 月监管层连续发文<sup>7</sup> 加速银行间债券市场开放，扩大银行间市场境内外投资者范围，有利于提高银行间债市的活跃度，或将从需求端进一步促进下半年企业债券的发行。但另一方面，2016 年下半年为企业债券到期高峰（共有 66 期企业债券将到期），企业债券的信用风险暴露需要持续关注，预计企业债违约风险仍将集中在产业类企业债券，城投类企业债券违约的可能性较小。

综上所述，联合资信预计，2016 年下半年企业债券发行量将持续增长，其中专项债券、绿色债券等创新产品在监管层的支持下有望持续扩容，成为企业债券市场新的增长点。

<sup>7</sup> 《中国人民银行公告〔2016〕第 8 号》和《境外机构投资者投资银行间债券市场备案管理实施细则》。

# 违约案例

Default Case

## 15 川煤炭 CP001

四川省煤炭产业集团（川煤集团）有限责任公司是四川省内最大的国有煤炭企业，为四川省国资委独资控股公司，省政府对其支持力度较大，煤炭业务是公司收入和利润的主要来源。川煤集团于2015年6月15日发行“15川煤炭CP001”，主体评级为AA+级，展望稳定，债项级别为A-1级。

受到煤炭行业产能过剩、下游行业需求不振、煤炭价格大幅下跌的影响，同时公司煤炭资源储量条件较差、人员效率低，产能质量落后，生产成本较高，自2012年公司陷入亏损状态。2015年公司净利润亏损13.77亿元。盈利的持续大幅恶化加剧资金压力，公司负债率大幅上升，2015年公司全部债务达到207.95亿元，其中短期债务64.97亿元，占全部债务比例为43.08%，资产负债率达到87.94%，处煤炭行业较高水平。公司资产流动性较差，短期偿债能力较弱。2015年10月，公司信用评级展望被调整至负面。2016年一季度末，公司亏损幅度、负债压力和资金周转压力均进一步加剧。2016年5月27日，公司主体信用等级被下调至AA，评级展望为负面。2016年6月14日，发行人发布兑付不确定性公告；当日公司主体信用等级被下调至BBB，并列入负面观察名单。6月15日，“15川煤炭CP001”本息合计10.57亿元未能及时偿付，确认发生实质性违约，公司主体信用等级被下调至C，“15川煤炭CP001”债项级别被下调至D。截至目前公司仍有8期存续期债券，规模合计47.50亿元，由于公司连续四年亏损，债务负担沉重难以依靠自身偿还存续债务，仍需关注后续违约风险。

## 15 国裕物流 CP001

武汉国裕物流产业集团有限公司（国裕物流）是一家民营企业，主要经营船舶制造及航运业务，公司船舶制造业务主要由旗下子公司扬州国裕船舶制造有限公司（扬州国裕）承担。国裕物流于2015年8月6日发行“15国裕物流CP001”，发行规模4亿元，于2015年10月28日发行“15国裕物流CP002”，发行规模2亿元，债券期限均为1年，主体评级为AA-，评级展望为稳定，债项级别均为A-1级。

近年来，受经济增速放缓、行业景气度不高、航运行业运力过剩等因素的影响，国裕物流船舶制造产能利用率不足，公司的收入和利润波动较大。2015年1-9月，公司新船订单较少，同时由于物价上涨导致的主营业务成本提高，毛利率下降至15.12%，盈利能力有所下降；公司短期债务占比继续升高，经营性现金流利息保障倍数、EBIT利息保障倍数和经营活动现金流量净额/流动负债的比值分别为3.24、1.59和0.17，保障能力不足。此外，公司受限资产占比高，大部分资产被抵押作为银行贷款担保，银行授信集中且剩余额度较少，难以再通过资产抵押获得贷款，获得外部资金支持的难度很高。2016年2月2日，国裕物流发布公告称其重要客户Pioneer Marine于2015年末取消了与扬州国裕的3艘散货船订单，并推迟了另外8艘新船的交付时间。3月14日，国裕物流及其子公司发生银行贷款等债务逾期情况，债务逾期共计4.87亿元。3月28日，国裕物流发布公告称Pioneer Marine公司取消了在扬州国裕订造的8艘货船中的5艘，扬州国裕处于停工状态。4月6日，国裕物流主体信用等级从AA-降为BBB-，评级展望由稳定调整为负面，而公司发行的“15国裕物流CP001”及“15国裕物流CP002”的信用等级被下调至A-3。7月22日，由于国裕物流未能及时披露“15国裕物流CP002”募集资金用途等关键信息，同时公司严重缺乏外部支持，公司主体信用等级被下调至CCC，评级展望维持负面，“15国裕物流CP001”及“15国裕物流CP002”债项信用等级被下调至C。8月1日，公司发布兑付不确定性公告，8月3日，公司主体等级被下调至CC，“15国裕物流CP001”债项等级被下调至D。8月8日，国裕物流未能足额偿付“15国裕物流CP001”本息合计4.28亿元，该期债券构成实质性违约。由于“15国裕物流CP002”设置了交叉违约条款，如果国裕物流及其核心子公司其他债务出现违约，则视同“15国裕物流CP002”违约。目前投资者保护机制已启动，将召开债券持有人会议，公司通过自有资金偿还债券的难度较高。

# 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

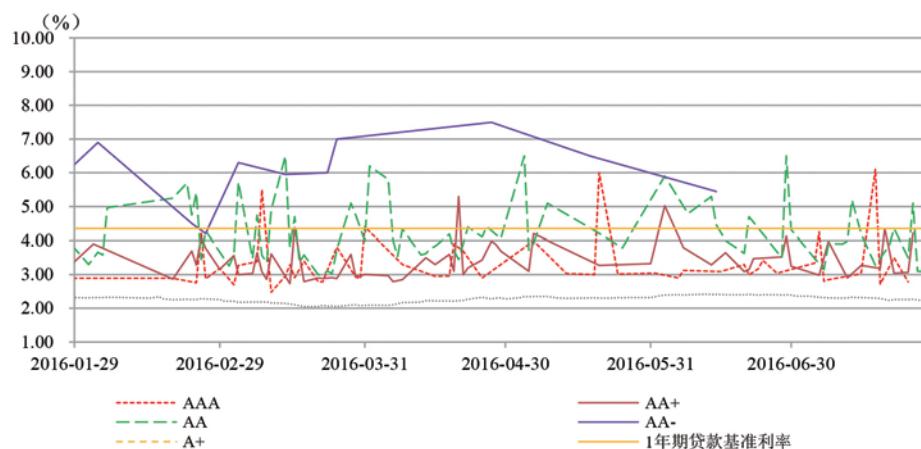
2016年6-7月，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证银行间债券市场资金面的适度宽松。具体来看，6-7月，央行通过逆回购、中长期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别实现净投放3688亿元、650亿元和3117.11亿元，并对金融机构开展了36.2亿元的常备借贷便利（SLF）。6月中旬后，央行适时加大了流动性投放力度，实现自2月以来最大单月净投放，资金面宽松，债券收益率走势平稳；7月，受6月末时点、财政存款上缴高峰、大行分红等因素的影响，资金面一度短暂趋紧，央行采用公开市场操作与MLF适时缓冲短期流动性压力，保持资金面合理充裕，短融（3.67%）、中票（3.82%）和企业债（4.62%）的发行利率较6月份（分别为3.94%、4.23%和5.10%）均有所下降。

表1 2016年6~7月债券评级发行利率 (单位: %)

信用等级	1年期短融		5年期中票		7年期企业债	
	2016年6月	2016年7月	2016年6月	2016年7月	2016年6月	2016年7月
AAA	3.11	3.51	3.61	3.51	4.75	3.78
AA+	3.68	3.54	4.14	3.83	4.95	4.45
AA	4.68	3.84	4.77	4.11	5.55	4.92
AA-	5.45	-	-	-	-	-

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

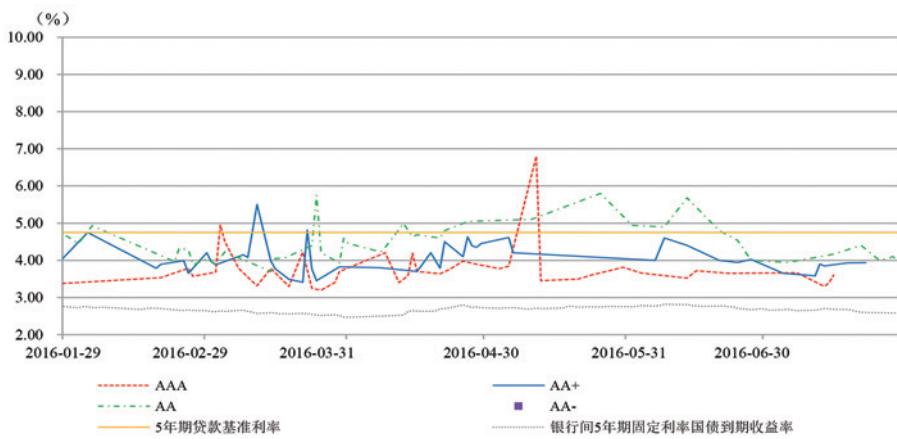


注：1. 由于目前市场上短期融资券的债项级别均为A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2. 若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值；3. 图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同。

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。

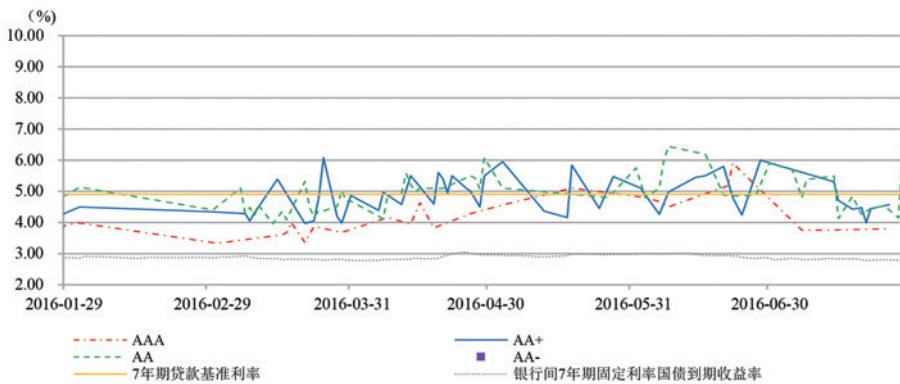
2016年6月至7月，一年期银行间固定利率国债到期收益率呈现先升后降的态势，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍大致接近。2016年7月，AAA级主体所发短融的平均发行利率(3.51%)较6月(3.11%)有所上升，AA+级和AA级主体所发短融的平均发行利率(分别为3.54%和3.84%)则较6月(分别为3.68%和4.68%)有所下降。

图2 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年；样本中不包含可续期债券，如期限为“5+N”的债券，以下同。

图3 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势



2016年6月至7月，五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率呈现先升后降的趋势，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大致相同。2016年7月，5年期AAA级、AA+级中票的平均发行利率(分别为3.51%和3.83%)较6月(分别为3.61%和4.14%)变化不大，AA级中票的平均发行利率(4.11%)有所下降；7年期AAA级、AA+级和AA级企业债券的平均发行利率(分别为3.78%、4.45%和4.92%)较6月(分别为4.75%、4.95%和5.55%)有不同程度的下降。

受外汇流出及债券市场杠杆交易提升资金需求影响，预计8~9月可能出现市场流动性趋紧的状况，预计央行将继续给予短期流动性支持，即将到期的中期借贷便利(MLF)被续做可能性大，资金面不会持续紧张。

## 2013年~2016年7月我国主要宏观经济指标同比增长情况（%）

指标	2013年	2014年	2015年	2016年1-7月	
				数值（亿元）	同比
GDP	7.7	7.4	6.9	-	-
规模以上工业增加值	9.7	8.3	5.9	-	6.0
固定资产投资总额（不含农户）	19.6	15.7	10	311694	8.1
社会消费品零售总额	13.1	12	10.7	182966	10.3
出口总额	7.9	6.1	-1.8	76018	2.9
进口总额	7.3	0.4	-13.2	56069	(5.7)
CPI	2.6	2	1.4	-	2.1
PPI	-1.9	-1.9	-5.2	-	(3.6)
社会融资规模存量	9.7	-4.8	12.4	1483800	13.1
M2余额	13.6	12.2	13.3	1491600	10.2
人民币贷款余额	14.1	13.6	14.3	1019400	12.9

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

## 2013年~2016年7月我国债券发行情况

券种类别	发行期数（期）					发行规模（亿元）				
	2013年	2014年	2015年	2016年1-7月	2016年1-7月同比（%）	2013年	2014年	2015年	2016年1-7月	2016年1-7月同比（%）
政府债	86	112	1126	744	101.08	19044.01	20247.35	58226.00	56009.95	129.04
国债	62	69	91	80	81.82	15544.01	16247.35	19875.38	16299.59	60.33
地方政府债	24	43	1035	664	103.68	3500.00	4000.00	38350.62	39710.36	177.93
央行票据	20	0	0	0	NA	5362.00	0.00	0.00	0.00	NA
金融债	333	533	613	495	-100.00	21401.30	28440.02	32115.79	27180.40	-100.00
政策性银行债	285	426	460	409	36.33	19960.30	22980.52	25790.15	23139.40	35.20
商业银行债券	35	89	117	70	22.81	1132.00	4402.50	4707.64	3438.00	82.98
非银行金融机构债券	13	18	36	16	45.45	309.00	1057.00	1618.00	603.00	-16.25
政府支持机构债券	14	16	30	4	-20.00	1900.00	2150.00	2900.00	700.00	0.00
企业债券	374	584	303	310	74.16	4752.30	6969.98	3431.02	3763.90	94.35
一般企业债	373	575	293	294	67.05	4748.30	6898.50	3326.80	3605.40	87.64
集合企业债	1	8	2	1	-50.00	4.00	63.48	15.22	26.00	70.83
项目收益债	0	1	8	15	NA	0.00	8.00	89.00	132.50	NA
中期票据	507	711	912	494	12.27	6716.20	9368.40	12416.70	6188.30	5.86
美元中期票据（亿美元）	1	0	0	0	NA	2.00	0.00	0.00	0.00	NA
集合票据	31	3	2	0	-100.00	66.39	4.30	4.26	0.00	-100.00
短期融资券	1076	1515	2535	1543	15.41	15859.80	21517.53	32427.30	20105.85	16.28
短期融资券	860	1072	1105	422	-30.25	8324.80	10521.53	9483.00	3614.85	-31.04
超级短期融资券	216	443	1430	1121	53.14	7535.00	10996.00	22944.30	16491.00	36.87
证券公司短期融资券	134	257	173	47	-63.28	2995.90	4246.90	2795.60	888.60	-58.70
资产支持证券（银行间）	13	224	380	138	-6.76	144.98	2793.50	3986.71	1073.00	-25.91
资产支持证券（交易所）	29	134	1016	886	186.73	73.98	427.14	1877.52	1539.43	159.98
非金融企业资产支持票据	18	28	9	13	62.50	48.00	89.20	35.00	33.68	5.25
非公开定向债务融资工具	534	1200	1113	452	-21.80	5668.08	10230.16	8781.35	3691.95	-22.03
公司债	358	471	844	1344	555.61	1698.54	1414.03	10012.25	17411.28	943.69
证券公司债	38	106	237	72	-64.88	1179.60	2497.05	7549.20	1943.80	-71.74
可转债	8	13	5	11	450.00	544.81	320.99	108.00	212.52	153.00
可交换债	1	5	15	19	375.00	2.57	59.76	159.03	195.37	474.96
项目收益票据	0	3	6	7	250.00	0.00	8.00	51.00	26.00	73.33
同业存单	10	972	5941	8142	209.58	340.00	8975.60	52975.90	71400.00	229.90
国际机构债	0	0	1	2	NA	0.00	0.00	30.00	60.00	NA
合计	3584	6887	15264	14723	105.64	87798.46	119759.91	229942.26	212424.03	69.60

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；2. 除资产支持证券按照发行日统计，其他债券均按照起息日统计；3. “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；4. “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；5. 美元中期票据以亿美元计，合计数中不包含美元中期票据；6. “公司债”不包含证券公司债券；7. 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；8. 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；9. 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资讯中截至至2016年7月31日已披露的数据，并会对比之前数据进行追溯调整；10. 2016年1-7月发行的“16加拿大BC省人民币债01”、“16新开发绿色金融债01”统计在国际机构债中。

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、Wind 资讯

## 评级公告

Rating Announcements

## 联合资信评估有限公司评级公告

(2016年6月1日至2016年7月31日) \*

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级展 望	评级 时间			
广东省广新控股集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	13		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-03-01	2016-06-01	365 天	3.25
山东玉皇化工有限公司 2016 年度第一期短期融资券	5		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-03-10	2016-06-02	365 天	7.50
苏州汾湖投资集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	5		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2015-11-30	2016-06-14	365 天	3.63
步步高投资集团股份有限公司 2016 年度第一期短期融资券	9		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-05-19	2016-06-13	365 天	5.10
锦州港股份有限公司 2016 年度第一期短期融资券	2		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-06-07	2016-06-16	365 天	4.00
辽宁成大股份有限公司 2016 年度第二期短期融资券	17		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-06-02	2016-06-16	365 天	3.63
国电安徽电力有限公司 2016 年度第一期短期融资券	3		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2015-11-13	2016-06-17	365 天	3.10
杭州市城市建设发展有限公司 2016 年度第二期短期融资券	5		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-06-08	2016-06-17	365 天	3.09
嘉兴经济技术开发区投资发展有限责任公司 2016 年度第一期短期融资券	3			A-1	AA	稳定	2015-12-08	2016-06-16	365 天	3.63
上海陆家嘴(集团)有限公司 2016 年度第一期短期融资券	20		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-03-10	2016-06-22	365 天	2.88
云南省城市建设投资集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	10		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-03-04	2016-06-23	365 天	3.42
盐城世纪新城建设投资有限公司 2016 年度第二期短期融资	3		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-06-21	2016-06-27	365 天	3.50
天津城市基础设施建设投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	30		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-01-28	2016-06-02	5	3.84
江西省高速公路投资集团有限责任公司 2016 年度第一期中期票据	20		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-04-18	2016-06-06	5+N	3.92
中国铁路总公司 2016 年度第二期中期票据	200		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-02	2016-06-07	5	3.46
广东省广晟资产经营有限公司 2016 年度第一期中期票据	15		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-02-24	2016-06-13	5+N	4.96
江西省高速公路投资集团有限责任公司 2016 年度第二期中期票据	20		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-04-18	2016-06-13	7	3.90
衡阳白沙洲开发建设投资有限公司 2016 年度第一期中期票据	6		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2015-07-10	2016-06-13	5	5.68
江西省高速公路投资集团有限责任公司 2016 年度第三期中期票据	30		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-04-18	2016-06-14	3	3.32
重庆高速公路集团有限公司 2016 年度第二期中期票据	10		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-07	2016-06-15	5	3.72

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级展 望	评级 时间			
武汉地产开发投资集团有限公司 2016 年度第二期中期票据	10		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2015-10-19	2016-06-16	5	4.00
武汉地产开发投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	15		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2015-10-13	2016-06-16	5	4.00
洛娃科技实业集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	4.5		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2015-12-03	2016-06-20	3	5.95
江苏省盐业集团有限责任公司 2016 年度第一期中期票据	5		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-03-10	2016-06-23	5	4.70
南山集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	10		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-05-31	2016-06-23	3+N	4.42
2016 年第一期牡丹江市城市投资集团有限公司公司债券	9		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-05-30	2016-06-07	7	6.44
2016 年成都地铁有限责任公司可续期公司债券	10		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-05-17	2016-06-16	5+N	4.24
2016 年第一期南昌轨道交通集团有限公司可续期公司债券	5		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-20	2016-06-28	3+N,12+N	5.27
北京京能清洁能源电力股份有限公司 2016 年度第一期短期融资券	10		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-14	2016-07-05	365 天	2.80
大同煤矿集团有限责任公司 2016 年度第二期短期融资券	25		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-02-26	2016-07-05	365 天	5.60
永泰能源股份有限公司 2016 年度第三期短期融资券	10		AA+/ 稳定	A-1	AA	正面	2016-05-11	2016-07-06	365 天	5.50
重庆市轨道交通(集团)有限公司 2016 年度第一期短期融资券	4		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-06	2016-07-06	365 天	2.90
江阴市公有资产经营有限公司 2016 年度第一期短期融资券	7		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-06-22	2016-07-06	365 天	3.15
锦州港股份有限公司 2016 年度第二期短期融资券	6		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-06-07	2016-07-07	365 天	3.75
天津铁路建设投资控股(集团)有限公司 2016 年度第一期短期融资券	16		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-06-02	2016-07-07	365 天	2.95
安徽省投资集团控股有限公司 2016 年度第一期短期融资券	20		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-05-25	2016-07-07	365 天	2.85
陕西延长石油(集团)有限责任公司 2016 年度第一期短期融资券	20		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-02-01	2016-07-13	365 天	3.00
天安数码城(集团)有限公司 2016 年度第一期短期融资券	5		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-07-01	2016-07-13	365 天	4.19
陕西煤业化工集团有限责任公司 2016 年度第四期短期融资券	30		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-03-08	2016-07-14	365 天	6.10
广东省航运集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	5		AA+/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-06-28	2016-07-15	365 天	2.87
北京能源集团有限责任公司 2016 年度第二期短期融资券	20		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-29	2016-07-18	365 天	2.72
中融新大集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	6			A-1	AA+	稳定	2016-05-26	2016-07-18	365 天	5.86
洛娃科技实业集团有限公司 2016 年度第二期短期融资券	2		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-03-10	2016-07-20	365 天	4.13
广东省广新控股集团有限公司 2016 年度第二期短期融资券	6		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-07-14	2016-07-20	365 天	2.93
南山集团有限公司 2016 年度第二期短期融资券	10		AA+/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-05-31	2016-07-20	365 天	3.15
立讯精密工业股份有限公司 2016 年度第一期短期融资券	5			A-1	AA	稳定	2015-12-31	2016-07-25	365 天	3.13
新疆天富集团有限责任公司 2016 年度第一期短期融资券	5.5		AA/ 稳定	A-1	AA	稳定	2016-07-22	2016-07-27	365 天	3.70
永泰能源股份有限公司 2016 年度第四期短期融资券	8		AA/ 正面	A-1	AA+	稳定	2016-07-18	2016-07-28	365 天	5.50
山西潞安矿业(集团)有限责任公司 2016 年度第一期短期融资券	20		AAA/ 列入观察名单	A-1	AAA	稳定	2016-01-19	2016-07-29	365 天	5.18

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级展 望	评级 时间			
江苏沙钢集团有限公司 2016 年度第二期短期融资券	20		AAA/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-11	2016-07-20	365 天	3.50
中国水利水电第十四工程局有限公司 2016 年度第二期中期票据	5		AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-20	2016-07-01	5	3.65
深圳华强集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	8		AA/ 正面	AA+	AA+	稳定	2016-06-22	2016-07-04	3	3.98
新和成控股集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	5		AA+/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-06	2016-07-06	3	3.69
国家开发投资公司 2016 年度第一期中期票据	30		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-17	2016-07-07	10	3.68
人福医药集团股份公司 2016 年度第一期中期票据	15		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-05-03	2016-07-07	3+N	4.00
厦门翔业集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	6		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-03-09	2016-07-13	5	3.40
同方股份有限公司 2016 年度第二期中期票据	10		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-28	2016-07-14	5	3.46
南宁威宁投资集团有限责任公司 2016 年度第二期中期票据	10		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-04	2016-07-14	5	3.93
天津城市基础设施建设投资集团有限公司 2016 年度第二期中期票据	20		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-01-28	2016-07-18	5+N	3.99
广东省建筑工程集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	6		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-04-11	2016-07-20	3	3.20
深圳华强集团有限公司 2016 年度第二期中期票据	8		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-13	2016-07-20	5	4.40
华侨城集团公司 2016 年度第二期中期票据	15		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-12	2016-07-20	3	3.00
武汉地产开发投资集团有限公司 2016 年度第三期中期票据	10		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2015-10-19	2016-07-21	5	3.47
江苏省盐业集团有限责任公司 2016 年度第二期中期票据	2		AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-08	2016-07-22	3	3.68
深圳市东阳光实业发展有限公司 2016 年度第一期中期票据	8		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-07-18	2016-07-25	3	6.27
呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司 2016 年度第一期中期票据	5			AA	AA	稳定	2016-07-13	2016-07-27	5	4.00
北京经济技术投资开发总公司 2016 年度第一期中期票据	10		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-07	2016-07-28	3	3.00
2016 年宝庆工业集中区湘商产业园(一期)项目收益债券	15			AA	AA	稳定	2016-06-24	2016-07-01	10	5.78
2016 年望城经开区建设开发公司双创孵化专项债券	27		AA/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-05-06	2016-07-12	7	3.75
2016 年丰县黄庄区块棚户区改造一期工程项目收益债券	13			AA	AA	稳定	2015-12-24	2016-07-12	5	4.23
2016 年安吉县城西北开发有限公司城市地下综合管廊建设专项债券	8.6			AA	AA-	稳定	2015-11-16	2016-07-15	7	5.90
2016 年第二期广东省广晟资产经营有限公司公司债券	14		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-01	2016-07-20	5+5+5	3.75
2016 年第一期广州市城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(品种一)	15		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-23	2016-07-21	5+N	3.81
2016 年第一期广州市城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(品种二)	10		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-23	2016-07-21	5+5	3.33
2016 年湘潭九华经济建设投资有限公司双创孵化专项债券	10		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2015-11-20	2016-07-22	10	5.00
2016 年毕节市开源建设投资(集团)有限公司小微企业增信集合债券	8		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2015-09-09	2016-07-28	3+1	5.48
北京大北农科技股份有限公司 2015 年度第一期短期融资券	10	A-1	AA/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-06-02	2015-09-16	1	3.80

债券名称	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 (%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级展 望	评级 时间			
华电江苏能源有限公司 2015 年度第一期短期融资券	4	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-02	2015-07-21	1	3.50
华电江苏能源有限公司 2015 年度第二期短期融资券	5	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-02	2015-09-10	1	3.45
华电江苏能源有限公司 2015 年度第三期短期融资券	5	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-02	2015-09-11	1	3.40
株洲高科集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券	2	A-1	AA/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-06-07	2015-07-13	1	4.30
株洲高科集团有限公司 2015 年度第二期短期融资券	8	A-1	AA/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-06-07	2015-12-07	1	3.64
深圳华强集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券	10	A-1	AA/ 正面	A-1	AA+	稳定	2016-06-08	2015-06-10	1	4.30
深圳华强集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	13	AA	AA/ 正面	AA+	AA+	稳定	2016-06-08	2015-01-30	3	5.80
深圳华强集团有限公司 2015 年度第二期中期票据	20	AA	AA/ 正面	AA+	AA+	稳定	2016-06-08	2015-05-11	3	5.20
新和成控股集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券	5	A-1	AA/ 稳定	A-1	AA+	稳定	2016-06-08	2015-12-10	1	4.15
安徽省皖北煤电集团有限责任公司 2011 年度第一期中期票据	8	AA	AA/ 负面	AA-	AA-	稳定	2016-06-12	2011-06-28	5	6.35
安徽省皖北煤电集团有限责任公司 2012 年度第一期中期票据	19	AA	AA/ 负面	AA-	AA-	稳定	2016-06-12	2012-06-27	5	5.32
安徽省皖北煤电集团有限责任公司 2014 年度第一期中期票据	8	AA	AA/ 负面	AA-	AA-	稳定	2016-06-12	2014-02-25	5	6.80
广东省航运集团有限公司 2013 年度第一期中期票据	7	AA	AA/ 正面	AA+	AA+	稳定	2016-06-13	2013-04-12	5	5.62
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司 2015 年度第一期短期融资券	14	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-13	2015-11-05	1	3.40
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司 2016 年度第一期短期融资券	3	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-06-13	2016-03-30	1	2.94
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司 2015 年度第一期中期票据	28	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-13	2015-09-18	5	4.60
浙江华友钴业股份有限公司 2015 年度第二期短期融资券	3.5	A-1	AA-/ 稳定	A-1	AA-	负面	2016-06-13	2015-09-09	1	6.50
成都交通投资集团有限公司 2012 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-14	2012-12-25	5	6.60
成都交通投资集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-14	2014-12-01	5	5.36
成都交通投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	6	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-14	2015-05-19	5	4.80
成都交通投资集团有限公司 2015 年度第二期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-14	2015-12-22	5	4.38
酒泉钢铁(集团)有限责任公司 2013 年度第一期中期票据	38	AA+	AA+/ 负面	AA	AA	稳定	2016-06-16	2013-12-05	3	8.00
酒泉钢铁(集团)有限责任公司 2013 年度第二期中期票据	15	AA+	AA+/ 负面	AA	AA	稳定	2016-06-16	2013-12-06	3	8.00
酒泉钢铁(集团)有限责任公司 2015 年度第一期中期票据	2	AA+	AA+/ 负面	AA	AA	稳定	2016-06-16	2015-03-17	3	5.70
西宁特殊钢集团有限责任公司 2014 年度第一期中期票据	4.7	AA	AA/ 负面	AA-	AA-	负面	2016-06-16	2014-03-14	7	9.50
开滦能源化工股份有限公司 2011 年度第一期中期票据	14	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	负面	2016-06-17	2011-08-24	5	6.21
开滦能源化工股份有限公司 2012 年度第一期中期票据	7	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	负面	2016-06-17	2012-01-11	5	5.71

债券名称	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(%)
		债项级别	主体级别	债项级别	主体级别	评级展望			
永泰能源股份有限公司 2015 年度第二期短期融资券	15	A-1	AA/正面	A-1	AA+	稳定	2016-06-20	2015-07-22	1 5.00
永泰能源股份有限公司 2015 年度第三期短期融资券	12	A-1	AA/正面	A-1	AA+	稳定	2016-06-20	2015-09-18	1 5.03
永泰能源股份有限公司 2015 年度第四期短期融资券	15	A-1	AA/正面	A-1	AA+	稳定	2016-06-20	2015-12-16	1 7.50
永泰能源股份有限公司 2016 年度第一期短期融资券	15	A-1	AA/正面	A-1	AA+	稳定	2016-06-20	2016-02-24	1 7.00
永泰能源股份有限公司 2016 年度第二期短期融资券	10	A-1	AA/正面	A-1	AA+	稳定	2016-06-20	2016-04-07	1 7.00
永泰能源股份有限公司 2015 年度第一期中期票据	14	AA	AA/正面	AA+	AA+	稳定	2016-06-20	2015-10-21	5 6.18
永泰能源股份有限公司 2015 年度第二期中期票据	14	AA	AA/正面	AA+	AA+	稳定	2016-06-20	2015-11-26	5 7.50
济南西城投资开发集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	15	AA+	AA+/稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-22	2014-10-29	5 5.33
济南西城投资开发集团有限公司 2014 年度第二期中期票据	3	AA+	AA+/稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-22	2014-10-29	3 5.00
济南西城投资开发集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	2	AA+	AA+/稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-22	2015-06-12	3 5.05
义马煤业集团股份有限公司 2012 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/负面	AA-	AA-	负面	2016-06-22	2012-09-06	5 5.44
义马煤业集团股份有限公司 2012 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/负面	AA-	AA-	负面	2016-06-22	2012-09-06	5 5.44
义马煤业集团股份有限公司 2013 年度第一期中期票据	8	AA+	AA+/负面	AA-	AA-	负面	2016-06-22	2013-04-18	5 4.90
本溪北营钢铁(集团)股份有限公司 2011 年度第一期中期票据	15	AA	AA/负面	AA-	AA-	稳定	2016-06-24	2011-06-28	5 6.35
山西煤炭运销集团有限公司 2012 年度第一期中期票据	30	AAA	AA+/稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-24	2012-04-27	5 4.95
云南沃森生物技术股份有限公司 2013 年度第一期中期票据(3 年期)	5	A+	A+/稳定	A	A	负面	2016-06-24	2013-12-13	3 8.30
云南沃森生物技术股份有限公司 2013 年度第一期中期票据(5 年期)	5	A+	A+/稳定	A	A	负面	2016-06-24	2013-12-13	5 8.60
广西铁路投资(集团)有限公司 2012 年度第一期中期票据	8	AAA	AAA/稳定	AAA	AAA	负面	2016-06-27	2012-02-07	5 5.39
广西铁路投资(集团)有限公司 2014 年度第一期中期票据	12	AAA	AAA/稳定	AAA	AAA	负面	2016-06-27	2014-03-14	5 6.80
广西铁路投资(集团)有限公司 2014 年度第二期中期票据	10	AAA	AAA/稳定	AAA	AAA	负面	2016-06-27	2014-08-18	7 6.05
广西铁路投资(集团)有限公司 2015 年度第一期中期票据	8	AAA	AAA/稳定	AAA	AAA	负面	2016-06-27	2015-05-11	7 5.75
淮南矿业(集团)有限责任公司 2011 年度第一期中期票据	35	AAA	AAA/负面	AAA	AAA	稳定	2016-06-27	2011-12-28	5 5.13
淮南矿业(集团)有限责任公司 2012 年度第一期中期票据	9	AAA	AAA/负面	AAA	AAA	稳定	2016-06-27	2012-08-01	5 4.41
淮南矿业(集团)有限责任公司 2014 年度第一期中期票据	3	AAA	AAA/负面	AAA	AAA	稳定	2016-06-27	2014-12-26	5 6.45
淮南矿业(集团)有限责任公司 2015 年度第一期中期票据	20	AAA	AAA/负面	AAA	AAA	稳定	2016-06-27	2015-03-09	3 6.94
淮南矿业(集团)有限责任公司 2015 年度第三期短期融资券	25	A-1	AAA/负面	A-1	AAA	稳定	2016-06-27	2015-09-18	1 4.30
淮南矿业(集团)有限责任公司 2016 年度第一期短期融资券	31	A-1	AAA/负面	A-1	AAA	稳定	2016-06-27	2016-05-18	1 6.00
山西煤炭进出口集团有限公司 2012 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/负面	AA	AA	稳定	2016-06-28	2012-12-04	5 5.56
山西煤炭进出口集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/负面	AA	AA	稳定	2016-06-28	2014-03-17	5 7.20

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级展 望	评级 时间			
湖南省轻工盐业集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	4	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-30	2014-07-21	5	6.70
湖南省轻工盐业集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	4	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-30	2015-12-22	5	4.25
凌云工业股份有限公司 2014 年度第一期中期票据	5	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-01	2014-04-24	3	6.38
凌云工业股份有限公司 2014 年度第二期中期票据	5	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-01	2014-11-13	3	4.85
重庆高速公路集团有限公司 2010 年度第一期中期票据	10	AA+	AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-04	2010-11-01	7	4.78
重庆高速公路集团有限公司 2011 年度第一期中期票据	10	AA+	AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-04	2011-12-15	7	6.23
重庆高速公路集团有限公司 2012 年度第一期中期票据	10	AA+	AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-04	2012-06-08	7	5.00
重庆高速公路集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	20	AA+	AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-04	2014-05-15	5	6.56
云南省城市建设投资集团有限公司 2013 年度第一期中期票据(品种一)	9.6	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2013-05-14	5	5.78
云南省城市建设投资集团有限公司 2013 年度第一期中期票据(品种二)	10.4	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2013-05-14	5	5.24
云南省城市建设投资集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	13	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2014-03-18	5	7.70
云南省城市建设投资集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2015-04-17	3	6.38
云南省城市建设投资集团有限公司 2015 年度第二期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2015-08-28	5	6.00
云南省城市建设投资集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2016-02-26	5	4.20
云南省城市建设投资集团有限公司 2016 年度第二期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2016-04-05	5	3.80
云南省城市建设投资集团有限公司 2015 年度第二期短期融资券	10	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-06	2015-08-25	1	3.99
云南省城市建设投资集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	10	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-06	2016-06-23	1	3.42
中国建筑第七工程局有限公司 2014 年度第一期中期票据	9	AAA	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2014-12-08	5	5.78
中国建筑第七工程局有限公司 2015 年度第一期中期票据	1	AAA	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-06	2015-04-24	5	5.48
广东温氏食品集团股份有限公司 2013 年度第二期中期票据	5	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-08	2013-07-25	3	6.18
厦门象屿集团有限公司 2015 年度第一期短期融资券	7	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-08	2015-07-10	1	3.67
厦门象屿集团有限公司 2015 年度第二期短期融资券	6	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-08	2015-08-13	1	3.60
厦门象屿集团有限公司 2016 年度第一期短期融资券	5	A-1	AA+/ 稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-08	2016-01-22	0.49	3.00
厦门象屿集团有限公司 2016 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-08	2016-03-04	5	4.50
厦门象屿集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-08	2015-09-07	5	5.38
冀东发展集团有限责任公司 2015 年度第一期短期融资券	13	A-1	AA+/ 列入信用评级观察名单	A-1	AA	列入信用评级观察名单	2016-07-11	2015-07-10	1	4.65
吉林亚泰(集团)股份有限公司 2011 年度第二期中期票据	14	AA	AA/ 稳定	AA	AA	负面	2016/7/15	2011-11-24	5	6.74
冀东发展集团有限责任公司 2015 年度第一期中期票据	30	AA+	AA+/ 列入信用评级观察名单	AA-	AA	列入信用评级观察名单	2016/7/18	2015-12-03	3	5.80

债券名称	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(%)
		债项级别	主体级别	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间			
重庆化医控股(集团)公司2015年度第二期短期融资券	10	A-1	AA+/稳定	A-1	AA+	负面	2016/7/18	2015-08-20	1	3.70
重庆化医控股(集团)公司2011年度第二期中期票据	9	AA+	AA+/稳定	AA+	AA+	负面	2016/7/18	2011-09-16	5	6.99
北大方正集团有限公司2011年度第二期中期票据(品种一)	10.2	AAA	AAA/发展中	AAA	AAA	稳定	2016/7/19	2011-11-18	7	6.18
北大方正集团有限公司2011年度第二期中期票据(品种二)	14.8	AAA	AAA/发展中	AAA	AAA	稳定	2016/7/19	2011-11-18	7	5.88
北大方正集团有限公司2012年度第一期中期票据	20	AAA	AAA/发展中	AAA	AAA	稳定	2016/7/19	2012-03-07	7	6.00
北大方正集团有限公司2012年度第二期中期票据(5年期)	20	AAA	AAA/发展中	AAA	AAA	稳定	2016/7/19	2012-09-07	5	5.65
北京京城机电控股有限责任公司2015年度第二期短期融资券	10	A-1	AA+/稳定	A-1	AA+	负面	2016/7/19	2015-08-03	1	3.45
北京京城机电控股有限责任公司2016年度第一期短期融资券	13	A-1	AA+/稳定	A-1	AA+	负面	2016/7/19	2016-03-28	1	2.98
北京京城机电控股有限责任公司2012年度第一期中期票据	10	AA+	AA+/稳定	AA+	AA+	负面	2016/7/19	2012-02-13	5	5.39
北京京城机电控股有限责任公司2012年度第二期中期票据	10	AA+	AA+/稳定	AA+	AA+	负面	2016/7/19	2012-11-29	5	5.55
北京京城机电控股有限责任公司2014年度第一期中期票据	12.5	AA+	AA+/稳定	AA+	AA+	负面	2016/7/19	2014-10-30	5	5.10
内蒙古包钢钢联股份有限公司2015年度第一期短期融资券	25	A-1	AA+/稳定	A-1	AA+	负面	2016/7/19	2015-08-25	1	3.90
内蒙古包钢钢联股份有限公司2012年度第一期中期票据	20	AA+	AA+/稳定	AA+	AA+	负面	2016/7/19	2012-05-10	7	5.75
天津市政投资有限公司2013年度第一期中期票据	8	AA	AA+/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-20	2013-10-10	3	6.24
天津市政投资有限公司2014年度第一期中期票据	7	AA	AA+/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-20	2014-11-27	3	5.29
绵阳科技城发展投资(集团)有限公司2013年度第一期中期票据	8	AA	AA/列入观察名单	AA	AA	发展中	2016-07-22	2013-07-19	5	6.30
绵阳科技城发展投资(集团)有限公司2015年度第一期中期票据	5	AA	AA/列入观察名单	AA	AA	发展中	2016-07-22	2015-06-16	5	6.05
翔鹭石化股份有限公司2012年度第一期中期票据	8	AA-	AA-/负面	A+	A+	负面	2016-07-25	2012-04-26	5	6.01
湖南富兴集团有限公司2014年度第一期中期票据	5	AA	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-26	2014-03-25	5	8.60
湖南富兴集团有限公司2014年度第二期中期票据	5	AA	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-26	2014-07-03	5	8.80
湖南富兴集团有限公司2014年度第三期中期票据	5	AA	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-26	2014-11-28	5	8.50
湖南富兴集团有限公司2015年度第一期中期票据	6	AA	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-26	2015-11-16	3	6.30
湖南富兴集团有限公司2016年度第一期短期融资券	5	A-1	AA/稳定	A-1	AA+	稳定	2016-07-26	2016-03-23	1	5.48
沈阳焦煤有限责任公司2012年度第一期中期票据	8	AA+	AA/稳定	AA-	AA-	稳定	2016-07-26	2012-10-18	5	5.41
绵阳市投资控股(集团)有限公司2014年度第一期中期票据	3	AA	AA/列入观察名单	AA	AA	发展中	2016-07-26	2014-01-13	5	8.40
绵阳市投资控股(集团)有限公司2014年度第二期中期票据	5	AA	AA/列入观察名单	AA	AA	发展中	2016-07-26	2014-04-16	5	7.45
绵阳市投资控股(集团)有限公司2015年度第一期中期票据	14.9	AA	AA/列入观察名单	AA	AA	发展中	2016-07-26	2015-09-29	5	4.99
四川长虹电子集团有限公司2013年度第一期中期票据	10	AA	AA/稳定	AA	AA	负面	2016-07-27	2013-08-23	5	6.19

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体级别	债项 级别	主体 级别	评级展 望	评级 时间			
四川长虹电子集团有限公司 2014 年度第一期中期票据	10	AA	AA/ 稳定	AA	AA	负面	2016-07-27	2014-02-12	5	7.18
福州市水务投资发展有限公司 2012 年度第一期中期票据	3	AA-	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-07-27	2012-06-19	5	6.35
福州市水务投资发展有限公司 2013 年度第一期中期票据	3	AA-	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-07-27	2013-03-22	5	6.70
太原重型机械集团有限公司 2015 年度第一期中期票据	3.3	AA	AA/ 负面	AA	AA	发展中	2016-07-27	2015-09-22	5	5.50
2007 年安阳钢铁股份有限公司公司债券	8	AAA	AA-/ 稳定	AAA	AA-	负面	2016-06-03	2007-09-21	10	5.45
2012 年云南省城市建设投资有限公司公司债券	5	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-07	2012-10-24	6	7.15
2014 年云南省城市建设投资集团有限公司公司债券	7	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-07	2014-05-23	7	6.77
2014 年第一期株洲高科集团有限公司公司债券	10	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-07	2014-08-08	7	6.95
2014 年第二期株洲高科集团有限公司公司债券	10	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-07	2015-04-16	7	6.38
2012 年宝鸡市投资(集团)有限公司公司债券	10	AA+	AA/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-08	2012-12-26	6	7.14
2007 年淮北矿业(集团)有限责任公司公司债券	6	AAA	AA+/ 负面	AAA	AA	稳定	2016-06-08	2007-08-08	10	5.20
2010 年南京市河西新城国有资产经营控股(集团)有限责任公司公司债券	10	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-13	2010-02-03	7	6.40
2010 年金坛市建设资产经营有限公司公司债券	8	AA+	AA-/ 稳定	AA+	AA	稳定	2016-06-15	2010-05-12	7	6.20
2012 年金坛市建设资产经营有限公司公司债券	10	AA-	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-15	2012-03-14	7	8.30
2013 年成都城建投资管理集团有限责任公司公司债券	20	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-16	2013-01-14	7	6.18
2014 年第一期北京金融街资本运营中心企业债券	10	AAA	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-17	2014-01-24	7	6.66
2014 年第二期北京金融街资本运营中心企业债券	15	AAA	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-17	2014-09-04	7	5.55
2010 年天脊煤化工集团股份有限公司公司债券	10	AA	AA-/ 负面	AA	A+	稳定	2016-06-16	2010-11-25	7	6.20
2013 年成都兴城投资集团有限公司公司债券	20	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-22	2013-01-28	7	6.17
2011 年义马煤业集团股份有限公司公司债券	8	AA+	AA+/ 负面	AA-	AA-	负面	2016-06-21	2011-08-17	6	6.18
2014 年济南西城投资开发集团有限公司公司债券	20	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-21	2014-09-12	7	6.00
2014 年德州德达城市建设投资运营有限公司公司债券	18	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AA+	稳定	2016-06-23	2014-06-26	7	6.48
2014 年绿地控股集团有限公司公司债券	20	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-24	2014-05-23	6	6.24
2012 年山西煤炭运销集团有限公司公司债券	25	AAA	AA+/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-24	2012-01-18	10	5.94
2013 年山西煤炭运销集团有限公司公司债券	25	AAA	AA+/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-24	2013-01-28	10	5.25
2013 年海宁市尖山新区开发有限公司公司债券	13	AA+	AA/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-27	2013-11-04	7	6.90
2011 年淮南矿业(集团)有限责任公司公司债券	20	AAA	AA/ 负面	AAA	AAA	稳定	2016-06-27	2011-01-28	7	4.98
2016 年宿州市城市建设投资集团(控股)有限公司公司债券	18.7	AA+	AA/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-28	2016-03-23	7	3.89

债券名称	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(%)
		债项级别	主体级别	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间			
2010年沈阳煤业(集团)有限责任公司公司债券	15	AA	AA-/列入信用观察名单	AA	AA-	负面	2016-06-28	2010-12-21	7	5.75
2011年山西煤炭进出口集团有限公司公司债券	10	AA+	AA+/负面	AA	AA	稳定	2016-06-28	2011-12-06	7	6.85
2011年中国泛海控股集团有限公司公司债券(品种一)	18	AA	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-28	2011-12-13	6	8.80
2011年中国泛海控股集团有限公司公司债券(品种二)	10	AA	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-28	2011-12-13	10	8.90
2009年济南市城市建设投资有限公司公司债券	15	AA+	AA+/稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-29	2009-03-26	10	4.78
2012年济南市城市建设投资有限公司公司债券	18	AA+	AA+/稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-29	2012-03-26	6	6.98
2014年济南市城市建设投资有限公司公司债券	16	AA+	AA+/稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-29	2014-03-20	7	6.80
2013年泰州市城市建设投资集团有限公司公司债券	18	AA+	AA+/稳定	AAA	AA+	稳定	2016-06-29	2013-10-16	10	6.92
2014年广东省粤科金融集团有限公司公司债券	10	AA+	AA/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-29	2014-03-25	10	7.30
2015年盘山县国有资产经营有限公司公司债券	6	AA	AA-/稳定	AA	A+	稳定	2016-06-29	2015-01-20	7	7.48
2016年盘山县国有资产经营有限公司专项债券	8	AA+	AA-/稳定	AA+	A+	稳定	2016-06-29	2016-03-14	7	5.39
2007年三一重工股份有限公司公司债券	5	AAA	AA/稳定	AAA	AA	负面	2016-07-15	2007-07-04	10	5.20
2007年湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券	8	AA+	AA/负面	AA+	AA-	稳定	2016-07-25	2007-06-14	10	5.38

注: \* 公告内容仅包括 2016 年 6 月 1 日至 2016 年 7 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

(2016年6月1日至2016年7月31日) \*

债券名称	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(%)
		债项级别	主体级别	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间			
2016年哈尔滨银行股份有限公司二级资本债券	80		AAA/稳定	AA+	AAA	稳定	2016-04-11	2016-06-14	5+5年	4.00
2016年上海农村商业银行股份有限公司二级资本债券(第一期)	30		AAA/稳定	AA+	AAA	稳定	2016-04-28	2016-06-23	5+5年	3.95
2016年朝阳银行股份有限公司二级资本债	8			A+	AA-	稳定	2016-05-16	2016-06-24	5+5年	4.90
2016年中国信达资产管理股份有限公司二级资本债券	100			AAA	AAA	稳定	2016-04-15	2016-06-14	5+5年	3.70
江西银行股份有限公司2016年(第一期)绿色金融债券(品种一)	35		AA+/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-06	2016-07-12	3年	3.41
江西银行股份有限公司2016年(第一期)绿色金融债券(品种二)	15		AA+/稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-06	2016-07-12	5年	3.70
2016年肇庆端州农村商业银行股份有限公司二级资本债券	3			A	A+	稳定	2016-05-04	2016-07-20	5+5年	5.15
兴业证券股份有限公司2016年度第二期短期融资券	30		AAA/稳定	A-1	AAA	稳定	2016-07-07	2016-07-28	91天	2.71

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
新开发银行 2016 年度第一期绿色金融债券	30			AAA	AAA	稳定	2016-06-16	2016-07-18	5 年	3.07
郑州银行股份有限公司 2014 年二级资本债券	20	AA-	AA/ 正面	AA	AA+	稳定	2016-07-26	2014-12-12	10	5.73
2014 年厦门国际银行股份有限公司二级资本债券	30	AA	AA+/ 稳定	AA+	AAA	稳定	2016-07-27	2014-03-25	10	6.90
2016 年厦门国际银行股份有限公司二级资本债券	70	AA	AA+/ 稳定	AA+	AAA	稳定	2016-07-27	2016-03-15	10	4.18

注：\* 公告内容仅包括 2016 年 6 月 1 日至 2016 年 7 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

(2016年6月1日至2016年7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		
中国建设银行股份有限公司	建信信托有限责任公司	建元 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券 A-1 档	24.37	25.00	五年期以上贷款利率 -1.82	AAA	2016-05-31	2016-06-06	2043-08-26
		建元 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券 A-2 档	19.50	20.00	五年期以上贷款利率 -1.6	AAA			
		建元 2016 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券 A-3 档	43.03	44.14	五年期以上贷款利率 -0.95	AAA			
		建元 2016 年第一期个人住房抵押贷款次级资产支持证券	10.59	10.86		NR			
上汽通用汽车金融有限责任公司	中粮信托有限责任公司	融腾 2016 年第二期个人汽车抵押贷款优先级资产支持证券	35.80	89.50%	1 年期贷款基准利率 -1.15	AAA	2016-05-12	2016-06-17	2023-03-36
		融腾 2016 年第二期个人汽车抵押贷款次级资产支持证券	4.20	10.50%		NR			
中国民生银行股份有限公司	华能贵诚信托有限公司	企富 2016 年第一期信贷资产支持证券优先 A 级资产支持证券	33.70	72.24%	1 年期贷款基准利率 -1.05	AAA	2016-06-14	2016-06-27	2021-03-18
		企富 2016 年第一期信贷资产支持证券优先 B 级资产支持证券	6.25	13.40%	1 年期贷款基准利率 +0.15	AA-			
		企富 2016 年第一期信贷资产支持证券次级资产支持证券	6.70	14.36%		NR			
中国民生银行股份有限公司	华能贵诚信托有限公司	和萃 2016 年第二期不良优先档资产支持证券	3.60	76.60%		AAA	2016-06-14	2016-06-28	2021-01-26
		和萃 2016 年第二期不良次级资产支持证券	1.10	23.40%		NR			
大众汽车金融(中国)有限公司	中信信托有限责任公司	华驭第四期汽车抵押贷款支持证券 A 级资产支持证券	26.32	87.73%	3.16	AAA	2016-06-15	2016-07-07	2023-02-26
		华驭第四期汽车抵押贷款支持证券 B 级资产支持证券	1.35	4.50%	4.69	AA-			
		华驭第四期汽车抵押贷款支持证券次级资产支持证券	2.18	7.27%		NR			

注：\* 公告内容仅包括 2016 年 6 月 1 日至 2016 年 7 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

(2016年6月1日至2016年7月31日) \*

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级时间			
天津市政投资有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	5			AAA	AA+	稳定	2016-05-27	2016-06-01	5	3.65
国家开发投资公司面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	5			AAA	AAA	稳定	2016-05-17	2016-06-02	7	3.79
中国联合网络通信有限公司 2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	10			AAA	AAA	稳定	2016-06-01	2016-06-03	5	3.43
中国联合网络通信有限公司 2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	70			AAA	AAA	稳定	2016-06-01	2016-06-03	3	3.07
瑞茂通供应链管理股份有限公司 2016 年公司债券 (第二期)	6		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-05-30	2016-06-06	3	6.45
重庆华宇集团有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	9			AA	AA	稳定	2016-05-25	2016-06-07	5	6.00
正泰集团股份有限公司 2016 年公司债券 (第一期)	10			AA+	AA+	稳定	2016-05-23	2016-06-08	3	3.88
四川禾嘉股份有限公司 2016 年公开发行公司债券	5			AA	AA	稳定	2016-06-08	2016-06-13	3	6.98
重庆城市交通开发投资 (集团) 有限公司 2016 年公开发行公司债券	20		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-05-26	2016-06-15	5	3.63
天津城市基础设施建设投资集团有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第二期)	20			AAA	AAA	稳定	2016-06-01	2016-06-15	3	3.10
苏州工业园区华成房地产开发有限公司公开发行 2016 年公司债券	13.5			AA	AA	稳定	2016-05-30	2016-06-15	5	6.80
南京新港开发总公司面向合格投资者公开发行 2016 年公司债券 (第二期)	5		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-03	2016-06-16	5	3.65
南京市河西新城区国有资产经营控股 (集团) 有限责任公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	20			AAA	AAA	稳定	2016-06-08	2016-06-16	5	3.47
中铝国际工程股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	9			AA+	AA+	稳定	2016-05-23	2016-06-16	3	4.70
天顺风能 (苏州) 股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)	4			AA	AA	稳定	2015-12-24	2016-06-21	5	5.00
中关村发展集团股份有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	20			AAA	AAA	稳定	2016-04-28	2016-06-24	5	3.38
力合股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券	3			AA+	A+	稳定	2015-12-11	2016-06-24	5	4.90
北京广安控股有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第二期)	3		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-27	2016-06-29	7	3.75
新兴铸管股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)	10		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-01-18	2016-06-29	5	4.75
洛娃科技实业集团有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	10		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-14	2016-07-04	5	5.53
北京鸿坤伟业房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	9			AAA	AA	稳定	2016-05-27	2016-07-05	5	4.10
联想控股股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	15			AAA	AAA	稳定	2016-06-02	2016-07-05	5	3.30
联想控股股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	20			AAA	AAA	稳定	2016-06-02	2016-07-05	10	4.60
中房地产股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券	4.7		AA/ 稳定	AAA	AA	稳定	2015-10-26	2016-07-05	5	3.69
广东省广新控股集团有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第三期)	12		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-05-20	2016-07-06	5	3.58
永泰能源股份有限公司 2016 年公司债券 (第三期)	18.5		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-07	2016-07-06	3	7.50
上海世茂股份有限公司 2016 年公司债券 (第二期)	15		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-30	2016-07-08	3	3.38
亿阳集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第四期)	3.26		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-15	2016-07-08	5	7.10
华能新能源股份有限公司公开发行 2016 年绿色公司债券	11.4		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-05-06	2016-07-08	5	2.95

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级时间			
国机汽车股份有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第二期)	10		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-07-04	2016-07-11	5	3.35
中国联合网络通信有限公司 2016 年公司债券 (第二期)	100			AAA	AAA	稳定	2016-07-07	2016-07-12	3	2.95
厦门金圆投资集团有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第二期)	10		AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-08	2016-07-12	5	3.37
苏州国际发展集团有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第二期)	12.5		AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-29	2016-07-12	3	2.90
四川新希望房地产开发有限公司 2016 年公司债券 (第二期)	10		AA/ 稳定	AAA	AA	稳定	2016-06-21	2016-07-12	5	3.85
北京鸿坤伟业房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第二期)	4			AAA	AA	稳定	2016-07-08	2016-07-13	5	4.00
重庆协信远创房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第三期)	10		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-07-06	2016-07-13	5	6.50
正源房地产开发有限公司 2016 年公司债券 (第一期)	20			AA	AA	稳定	2016-06-02	2016-07-14	5	7.30
中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2016 年可续期公司债券 (第一期) (品种一)	25			AAA	AAA	稳定	2016-06-16	2016-07-20	3	3.24
中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行 2016 年可续期公司债券 (第一期) (品种二)	25			AAA	AAA	稳定	2016-06-16	2016-07-20	5	3.48
广州凯华城房地产开发有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	7			AA+	AA	稳定	2016-02-02	2016-07-20	5	4.00
南京市河西新城区国有资产经营控股 (集团) 有限责任公司公开发行 2016 年公司债券 (第二期)	8			AAA	AAA	稳定	2016-07-18	2016-07-21	5	3.20
国购投资有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第三期)	8.4		AA/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-27	2016-07-22	5	7.29
东旭集团有限公司 2016 年第二期公司债券	35		AA+/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-04-15	2016-07-22	5	5.80
正源房地产开发有限公司 2016 年公司债券 (第二期)	20			AA	AA	稳定	2016-07-22	2016-07-25	5	7.00
云南省工业投资控股集团有限责任公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	7			AA+	AA+	稳定	2016-07-06	2016-07-26	5	3.99
安徽省南翔贸易 (集团) 有限公司公开发行 2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	15			AA	AA	稳定	2016-07-18	2016-07-27	3	7.00
北新建材集团有限公司 2016 年公司债券	7			AA	AA	稳定	2016-05-09	2016-07-27	5	4.00
铁牛集团有限公司 2016 年公司债券	20			AA	AA	稳定	2016-05-31	2016-07-28	3	6.49
柳州钢铁股份有限公司 2011 年公司债券	20	AA	AA/ 稳定	AA	AA	负面	2016-06-24	2011-06-01	8	5.70
广东肇庆星湖生物科技股份有限公司 2011 年公司债券	6.4	A+	A+/ 稳定	A	A	稳定	2016-06-22	2011-07-07	6	5.80
华锐风电科技 (集团) 股份有限公司 2011 年第一期公司债券	26	A	A/ 稳定	A	A	负面	2016-06-15	2011-12-27	5	6.00
华锐风电科技 (集团) 股份有限公司 2011 年第一期公司债券	2	A	A/ 稳定	A	A	负面	2016-06-15	2011-12-27	5	6.20
深圳市新南山控股 (集团) 股份有限公司 2012 年公司债券	3	AA+	AA/ 负面	AA+	AA	稳定	2016-06-22	2012-04-10	5	6.50
深圳市新南山控股 (集团) 股份有限公司 2012 年公司债券	5	AA+	AA/ 负面	AA+	AA	稳定	2016-06-22	2012-04-10	7	6.70
福建圣农发展股份有限公司 2012 年第一期公司债券	7	AA	AA/ 负面	AA	AA	稳定	2016-06-24	2012-05-16	6	5.50
厦门厦工机械股份有限公司 2012 年公司债券	15	AA+	AA 稳定	AAA	AA-	稳定	2016-06-24	2012-06-18	5	4.55
北京京能清洁能源电力股份有限公司 2012 年公司债券	12	AAA	AAA/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-06-23	2012-07-03	5	4.60
西宁特殊钢股份有限公司 2011 年公司债券	10	AA	AA/ 负面	AA-	AA-	负面	2016-06-28	2011-06-15	8	5.75
西宁特殊钢股份有限公司 2012 年公司债券	4.3	AA	AA/ 负面	AA-	AA-	负面	2016-06-28	2012-07-16	8	5.50

债券名称	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(%)
		债项 级别	主体 级别	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级时间			
国电科技环保集团股份有限公司 2012 年公司债券	12	AAA	AAA/ 稳定	AAA	AA+	稳定	2016-06-16	2012-08-20	3	4.30
国电科技环保集团股份有限公司 2012 年公司债券	8	AAA	AAA/ 稳定	AAA	AA+	稳定	2016-06-16	2012-08-20	5	4.65
国电科技环保集团股份有限公司 2012 年公司债券	20	AAA	AAA/ 稳定	AAA	AA+	稳定	2016-06-16	2012-08-20	10	5.15
荣信电力电子股份有限公司 2013 年公司债券第一期	6	AA-	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-15	2013-01-18	5	5.90
四川西部资源控股股份有限公司 2012 年公司债券	6	AA-	AA-/ 稳定	AA-	AA-	负面	2016-06-24	2013-03-08	5	5.68
渤海金控投资股份有限公司 2013 年公司债券	35	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-06-16	2013-08-15	5	6.00
渤海金控投资股份有限公司 2015 年公司债券 (第一期)	10	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-06-16	2015-09-14	5	4.62
渤海金控投资股份有限公司 2015 年公司债券 (第二期)	5	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-06-16	2015-09-21	5	4.50
东北证券股份有限公司 2013 年公司债券	18.3	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-06-23	2013-11-12	5	6.00
东北证券股份有限公司 2013 年公司债券	0.7	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-06-23	2013-11-12	5	6.10
东北证券股份有限公司 2015 年公司债券	18	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-06-23	2015-11-20	5	4.00
云南煤业能源股份有限公司 2013 年公司债券	2.5	AA+	AA/ 稳定	AA	AA-	稳定	2016-06-24	2013-12-03	7	7.80
铁岭新城投资控股股份有限公司 2014 年公司债券	10	AA	AA/ 负面	AA	AA-	稳定	2016-06-27	2014-03-06	5	8.45
内蒙古包钢钢联股份有限公司 2013 年公司债券第一期	30	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-16	2014-03-06	2	6.45
内蒙古包钢钢联股份有限公司 2013 年公司债券 (第二期)	15	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-16	2015-01-26	3	4.98
内蒙古包钢钢联股份有限公司 2013 年公司债券 (第三期)	15	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-16	2015-04-21	3	4.75
华邦生命健康股份有限公司 2014 年公司债券 (第一期)	8	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-21	2014-06-13	5	6.58
华邦生命健康股份有限公司 2015 年公司债券	7	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-21	2015-08-13	5	4.72
雏鹰农牧集团股份有限公司 2014 年公司债券	8	AA-	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-21	2014-06-26	5	8.80
深圳香江控股股份有限公司 2013 年公司债券	7	AA	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-03	2014-12-10	5	8.48
本钢板材股份有限公司 2015 年公司债券 (第一期)	15	AAA	AA+/ 稳定	AA+	AA+	负面	2016-06-28	2015-02-05	3	5.17
北京利尔高温材料股份有限公司 2015 年公司债券 (第一期)	5.5	AA	AA/ 稳定	AA	AA	负面	2016-06-23	2015-08-11	5	5.25
珠海华发实业股份有限公司 2015 年公司债券 (第一期)	30	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-06	2015-11-25	5	4.50
丰汇租赁有限公司 2015 年公司债券 (第一期)	4	AA-	AA-/ 稳定	AA	AA	稳定	2016-06-13	2015-11-26	3	7.80
绿地控股集团有限公司 2015 年公司债券 (第一期) (品种一)	20	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-08	2015-12-09	5	3.90
绿地控股集团有限公司 2015 年公司债券 (第一期) (品种二)	80	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-08	2015-12-09	5	3.80
绿地控股集团有限公司 2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	90	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-08	2016-01-20	5	3.48
绿地控股集团有限公司 2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	10	AAA	AAA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-08	2016-01-20	5	3.80
上海华信国际集团有限公司 2015 年公司债券	30	AA+	AA+/ 稳定	AA+	AA+	正面	2016-08-02	2015-12-09	5	4.98
融信 (福建) 投资集团有限公司 2015 年公司债券 (第一期)	12	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-28	2015-12-22	5	6.40
融信 (福建) 投资集团有限公司 2016 年公司债券 (第一期)	13	AA	AA/ 稳定	AA+	AA+	稳定	2016-06-28	2016-01-15	5	6.20
苏州国际发展集团有限公司 2016 年公司债券 (第一期)	12.5	AA+	AA+/ 稳定	AAA	AAA	稳定	2016-07-05	2016-01-20	5	3.33
宁夏伊品生物科技股份有限公司 2016 年公司债券	3.8	AA	AA-/ 稳定	AA+	AA-	稳定	2016-05-24	2016-03-18	5	7.60
天津市政投资有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期)	5			AAA	AA+	稳定	2016-05-27	2016-06-01	5	3.65

注：\* 公告内容仅包括 2016 年 6 月 1 日至 2016 年 7 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。



## 联合资信举办“评级机构信用等级调整相关标准和触发点解析”和“绿色债券市场的发展现状和建议”投资人服务3C电话会议

2016年6月21日和8月3日，联合资信分别成功举办题为“评级机构信用等级调整相关标准和触发点解析”和“绿色债券市场的发展现状和建议”投资人服务3C电话会议。据不完全统计，会议参会者分别达300人和220人。

联合资信及时把握债市热点，在我国经济持续面临较大的下行压力，产能过剩行业、强周期行业和抗风险能力较弱的中小企业的经营面临严峻挑战，债券市场违约现象进一步趋于常态化的背景下，在Wind平台上举办3C电话会议，与广大投资者及债券市场参与者共同探讨信用评级上调、下调相关标准和触发点等问题。联合资信副总裁李振宇先生认为，信用等级的调整主要受营运环境、公司治理与内部控制、业务经营、财务状况、外部支持等因素影响。信用等级下调的主要原因包括企业经营不善、财务实力下滑等自身因素、行业景气下滑导致公司经营基本面恶化、外部支持丧失或减弱、重大风险事件的发生对企业经营产生严重不良影响，例如公司实际控制人接受调查或失联、关联方占款、发布兑付不确定公告、贷款逾期导致交叉违约、担保风险等原因。投资者认为，此次会议，有助于投资者及时准确把握风险，更好分析和掌握信用等级调整的可能性，更好应对信用等级调整带来的风险和机遇，防范和控制风险。

2015年以来，人民银行、发改委、上交所和深交所先后推出了关于绿色债券的相关政策，绿色债券作为绿色金融体系的重要内容之一，受到市场参与者的广泛关注。联合资信积极把握债市创新方向，与投资者共同探讨绿色债券的发展现状及建议。联合资信高级分析师刘艳从绿色债券市场概况、绿色债券评判标准、国际机构绿色债券评级体系以及我国绿色债券市场构建等多个层面对绿色债券的发展形势进行了详尽的介绍，参会者反应踊跃，对绿色债券发展机遇和方向有了更为深刻的认识。

未来，联合资信将继续积极把握市场热点，针对市场热点深入研究，更多地开展投资者服务系列活动，通过与投资者互动为投资者提供有价值的建议和参考，在提升机构影响力的同时，帮助投资者更好地识别及防范风险。





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) 85679596

传真：(010) 85679228

邮编：100022

Email：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com