



信用 研究

LIANHE CREDIT RESEARCH

2016
2

总第94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

2015年光伏发电 行业研究报告

联合资信主权信用评级方法

2015年中国宏观经济回顾与2016年展望

2015年中国债券市场违约率与信用等级迁移报告



联合资信荣获“财资2015年度最佳信用评级机构奖”



2016年2月22日，香港《财资》杂志于香港四季酒店隆重举办了“财资2015年度亚洲地区最佳机构奖”（The Asset Triple A Regional Awards 2015）颁奖晚宴。联合资信评估有限公司获得了“最佳信用评级机构奖”（The Asset Asian Awards Rating Agency of The Year China）。中国银行、中石油、汇丰、花旗等国内外金融机构及企业获得了最佳发行人、最佳债券、最佳承销商等多个奖项。

联合资信评估有限公司是中国唯一一家荣获该项殊荣的信用评级机构。作为目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一，联合资信评估有限公司业务范围广泛、技术力量雄厚、人才队伍庞大，评级业务量和市场公信度位居市场前列。联合资信评估有限公司高度重视评级方法与评级技术的研发，积极为市场提供信用风险研究，始终致力于为投资者提供独立、客观、公正的信用评级服务，为投资者的投资决策提供了重要参考，同时也帮助了一大批企业拓展了融资渠道、降低了融资成本。

“财资最佳机构奖”（The Asset Triple A Award）是由香港《财资》杂志创设的，已举办多年，以表彰亚洲财经界表现突出的金融企业，在包括银行、金融公司、司库及资本市场在内的亚洲财经界久负盛名。鉴于其对亚洲发行人及全球机构投资者的广泛影响力，《财资》杂志编辑委员会对于评选结果执行严密的筛选流程及详细的调查研究，并在评选过程中积极征求广大发行人及投资者的意见与建议。此次《财资》杂志针对亚洲信用评级机构设立了最佳机构奖，以突出信用评级机构在为投资者和发行人服务的表现。

目录 CONTENTS

2016年第2期 总第94期

2016年4月20日

主办

联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

编委会（按姓氏笔画顺序排列）

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

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

刘艳

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦17层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228

电子版详见公司网站

www.lianheratings.com

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

政策资讯

政策指南 P01~P02

市场动向 P03~P05

债券市场

债市场内场外竞争加剧 P06~P07

商业银行绿色金融债券陆续发行 绿色信贷供给加大 P07~P10

奔驰金融国内首单Auto-ABS成功发行 P10~P11

宏观研究

2015年中国宏观经济回顾与2016年展望 P12~P22

行业研究

2015年光伏发电行业研究报告 P23~P26

2015年高速公路行业研究报告 P26~P29

评级表现

2016年第一季度短期融资券市场和利差研究报告 P30~P37

2015年中国债券市场违约率与信用等级迁移报告 P38~P44

2015年交易所债券市场评级研究报告 P44~P51

评级方法

联合资信主权信用评级方法 P52~P57

惠誉机场项目融资评级方法研究 P58~P64

违约案例 P65

市场数据

债券发行利率走势 P66~67

宏观经济及债券市场数据 P68

评级公告

联合资信评估有限公司评级公告 P69~P75

联合信用评级有限公司评级公告 P75~P77

评级小贴士

关于信用风险缓释工具的一些Q&A P11

政策指南

Policy Guidelines



财政部：2016 年末地方政府债务余额限额约为 17.2 万亿

财政部网站 3 月 30 日披露了 2016 年中央财政预算，预算显示，2016 年末，地方政府专项债务余额限额 6.48 万亿元，地方政府一般债务余额限额 10.7 万亿元。据此得出，今年末地方政府债务余额限额接近 17.2 万亿。数据还显示，2016 年末国债余额限额 12.59 万亿元。由此可知，今年末我国中央政府和地方政府债务余额限额接近 30 万亿元。

需要指出的是，2016 年财政预算的赤字率升为 3%。中央赤字和地方赤字均有显著提高。2016 年在财政收入形势继续严峻的情况下，支出继续加码稳增长。

（摘自财华社，2016 年 3 月 30 日）

40 个市县实行企业债券“直通车”机制

3 月 17 日，发改委发布通知，建立部分地区企业申请企业债券“直通车”机制。包括辽宁沈阳、山东青岛、四川成都、北京西城区、上海市普陀区在内的 40 个市县所属企业，2016 年申请发行企业债时，不再通过省级发展改革部门转报，由发行人自行出具申请文件并直接在“发改委政务服务大厅行政审批事项申报系统”申报预约，按照预约时间到发改委政务服务大厅现场提交申报材料（同时抄送省级发展改革部门）。

通过“直通车”机制申报的企业债券，发改委将按照“加快和简化审核类”的标准和要求，进一步提高技术评估和委内审核工作效率。

（摘自财新网，2016 年 3 月 18 日）

央行公布全国银行间债券市场柜台业务管理办法

中国人民银行 2 月 14 日公布了《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，进一步促进债券市场发展，扩大直接融资比重。经开办机构审核认定至少满足以下条件之一的投资者可投资柜台业务的全部债券品种和交易品种：国务院及其金融行政管理部门批准设立的金融机构；依法在有关管理部门或者其授权的行业自律组织完成登记，所持有或者管理的金融资产净值不低于一千万元的投资公司或者其他投资管理机构；上述金融机构、投资公司或者投资管理机构的理财产品、证券投资基金和其他

投资性计划；净资产不低于人民币一千万元的企业；年收入不低于五十万元，名下金融资产不少于三百万元，具有两年以上证券投资经验的个人投资者；符合中国人民银行其他规定并经开办机构认可的机构或者个人投资者。不满足上述条件的投资者只能买卖发行人主体评级或者债项评级较低者不低于 AAA 级的债券，以及参与债券回购交易。

（摘自中国经济网，2016 年 2 月 15 日）

债市境外投资主体扩容 取消额度管理

2 月 24 日，央行发布 3 号公告称，在中国境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构，上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者，均可投资银行间债券市场。为维护债券市场平稳健康发展，人民银行鼓励境外中长期机构投资者投资银行间债券市场，此类投资者投资银行间债券市场没有额度限制。

（摘自证券时报，2016 年 2 月 25 日）

交易商协会推出分层分类管理体系 便利企业发债融资

2 月 19 日，交易商协会召开主承销商通气会，向市场介绍 2016 版《债务融资工具注册发行

规则》、《债务融资工具注册工作规程》以及《债务融资工具公开发行注册文件表格体系》修订工作情况及公布实施相关工作安排，这标志着酝酿已久的债务融资工具“分层分类”注册发行管理体系即将落地。

此次推行的“分层分类”制度，是按照主体分层、产品分类的思路，根据主体资质、信息披露成熟程度、合规性等指标，将发行人分为第一类企业、第二类企业进行监管；同时，按照常规产品、特殊产品等维度对产品进行区分，设计针对性的评议流程和信息披露要求。第一类企业可以将超短期融资券、短期融资券、中期票据、永续票据等常规产品进行多券种打包“统一注册”，在注册有效期内，对每种产品的发行规模、发行期限根据企业当时的融资需求灵活确定。

（摘自证券时报，2016 年 2 月 22 日）

交易商协会发布《非金融企业债务融资工具信用评级机构业务市场评价规则》

近日，银行间市场交易商协会发布《非金融企业债务融资工具信用评级机构业务市场评价规则》，明确信用评级机构业务市场评价指标体系包括机构素质及业务评价、投资人评价、其他市场成员评价、专家评价四类指标，并设置了减分项。交易商协会组织市场成员会对信用评级机构进行业务评价，并根据评价结果对信用评级机构实施有针对性的自律管理。

（摘自交易商协会官网，2016 年 2 月 26 日）

上交所启动绿色公司债试点

3 月 16 日，上交所正式发布《关于开展绿色公司债券试点的通知》，指出上交所将设立绿色公司债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色公司债券上市预审或挂牌条件确认工作效率。

上交所表示，此举旨在贯彻落实中共中央、国务院大力推进生态文明建设的战略决策、践行绿色发展理念。《通知》的发布，意味着上交所积极引导交易所债券市场支持绿色产业，助力绿色发展。

（摘自上海证券报，2016 年 3 月 17 日）

深交所规范公司债发行上市业务

深交所近日发布《债券业务办理指南第 1 号——公开发行公司债券上市预审核、发行及上市业务办理》和《债券业务办理指南第 2 号——非公开发行公司债券转让条件确认、发行、转让及投资者适当性管理业务办理》及《公司债券发行及上市 / 转让等相关问题解答》，以规范公司债预审核、发行及上市等业务行为，提高发行人及中介机构信息披露质量和规范运作水平。

此次发布的债券业务办理指南详细介绍了公司债上市 / 转让前相关业务流程、申请条件及申请材料或信息披露的内容、格式、要求等相关内容，进一步推动了公司债信息披露标准化和透明化制度建设。

（摘自中国证券报，2016 年 2 月 22 日）

市场动向

Market Trends



交易所债券再添新品种 首单可续期公司债成功发行

3月8日，浙江省交通投资集团有限公司（简称“浙交投”）可续期公司债完成簿记，这意味着交易所债券创新品种再获新突破。“浙交投”可续期公司债首个周期票面利率为3.6%，由浙商证券承销，首期发行规模20亿元，期限为5+N年，经联合信用综合评定，信用等级为AAA级。

符合条件的可续期债兼具债、股双重属性，可以作为权益工具入账，并作为企业资本金的有效补充，能明显改善企业资产负债结构；同时也有助于丰富企业债务融资品种，有效降低企业融资成本。

（摘自证券时报，2016年3月8日）

首批“双创”债成功发行

3月8日，全国首批创新创业

型企业公司债券在上海证券交易所开闸发行，开创了创新创业企业通过债券市场实现融资的先河。首批“双创”公司债由“16苏方林”、“16普滤得”和“16苏金宏”三单公司债券组成。发行人苏州方林科技股份有限公司、苏州普滤得净化股份有限公司、苏州金宏气体股份有限公司为东吴证券在全国中小企业股份转让系统推荐挂牌、提供做市服务的苏州本土创新创业型成长企业。

首批“双创”债的成功发行，为苏州三家企业合计募集资金6000万元。这些募得的资金将主要用于技术创新、产品研发以及开拓新业务市场等方面，有利于提升企业核心竞争力。“双创”公司债的推出，为创新创业型企业通过参与债券市场解决融资难提供了新思路，是金融服务实体经济的创举。

（摘自中证网，2016年3月9日）

首只交易所市场熊猫债成功发行

3月22日，首只交易所市场公募熊猫债发行完成，这是自2005年国际多边金融机构获准于银行间市场发行熊猫债以来，交易所市场首只公开发行的熊猫债。

该债券发行人为越秀交通基建，实际发行规模为10亿元，其中品种一发行规模为3亿元，最终票面利率为2.85%，5年期固定利率，附第三年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权，简称“16越交01”；品种二发行规模为7亿元，最终票面利率为3.38%，7年期固定利率，附第五年末发行人调整票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权，简称“16越交02”。

广州证券表示，目前境外

注册公司在境内公开发行熊猫债券尚未完全放开，主要还是属于择优试点，主体信用等级需达到AAA级。公募发行需满足《证券法》关于累计债券余额不得超过净资产40%，以及最近3年可分配利润不得少于债券1年利息的要求；私募发行则需满足中国证券业协会及拟交易流通场所的相关规定。

（摘自中国证券报，2016年3月25日）

华泰资管完成全国首单票据收益权ABS

全国首单票据收益权资产证券化产品——华泰资管-江苏银行融元1号资产支持专项计划（简称“融元1号”）已取得上海证券交易所以无异议函，并于2016年3月29日成功发行。产品评级为AAA级。

“融元1号”结合票据资产本身产生的权益，在设置入池资产时，以法定票据权利所派生的票据收益权为基础资产开展证券化。它的成功发行，探索了一条企业直接融资的新渠道，随着票据资产证券化产品的不断优化，业务规模的不断扩大，能够满足中小企业在自身经营中对短期融资的大量需求，为实体经济融资开辟了一条便捷、低成本的新通途。

（摘自中证网，2016年3月29日）

15 宏达 CP001 兑付一波三折

2016年3月8日，淄博宏达矿业有限公司发布公告，称未按期足额兑付“15宏达CP001”本息，而在此前的3月3日，淄博宏达曾发布债券付息兑付公告，并未提示相关风险。2015年

3月9日，淄博宏达成功在银行间债券市场发行了4亿元的短期融资债券（15宏达CP001），该期债券期限为1年，于今年3月8日到期兑付本息。

2016年3月10日，公司再次公告，称已多方筹措资金，确定3月11日完成兑付，整个兑付之路可谓“一波三折”。总结来看，淄博宏达爆发债务危机的直接原因是股票市场下跌导致股权质押借款需要补缺，而根本原因则在于秘鲁邦沟铁矿项目沉重的投资压力。

（摘自21世纪经济报道，2016年3月9日）

“13 桂有色 PPN001” 债券到期本息不能偿付

3月9日，广西有色金属集团有限公司公告称，“13桂有色PPN001”到期本息不能偿付。公告称，“13桂有色PPN001”应于2016年2月27日到期兑付，发行人由于连续亏损，并已进入破产重整程序，造成本期定向工具本息到期不能偿付，敬请债券持有人注意本期定向工具风险。

公告显示，由于连续亏损，目前公司已资不抵债，生产经营基本陷入停顿并面临多起法律诉讼，且主要资产被多家金融机构申请保全或冻结。2015年12月18日，公司以不能清偿到期债务且公司资产不足以清偿全部债务为由向南宁市中级人民法院提交破产重整申请，并于2015年12月23日收到法院民事裁定书，法院正式受理公司破产重整申请。

（摘自汇通网，2016年3月10日）

中科云网完成“ST 湘鄂债”兑付

中科云网科技集团股份有限

公司3月15日发布公告显示，公司完成债券兑付资金的筹集工作，偿债资金已经划入指定银行账户，结算公司已经完成派发。这意味着中科云网违约债券已经完成兑付。

2015年4月7日，中科云网科技集团股份有限公司发行的公司债券发生违约。公司表示，近一年来，特别是通过2015年下半年公司重大资产出售和债务重组，公司完成债券资金的筹集和兑付工作。其中，本金为2.92亿元，利息为353万元，违约金为1722.95万元，合计3.13亿元。

（摘自中证网，2016年3月16日）

山水水泥境外债券正式违约

山水水泥原定于3月14日偿还的5.1亿美元境外债券现已确定延期。山水水泥3月15日公告称，于3月12日收到天瑞集团函件，仍在就代偿票据做最后筹资安排，宣布延长要约结算日期，确定支付日期后将尽快公告。根据公告，天瑞代偿票据总额约为5.1亿美元，其中包括2020年到期票据约4.85亿美元及2016年到期票据0.25亿美元未清偿部分。在之前的3月10日，天瑞集团代偿了2020年到期票据的半年应付利息。

上述票据提前到期系因山水水泥实际控制人发生改变，触发提前偿还条款，并引发交叉违约。2015年3月，山东山水在发行一期5亿美元票据时，出于对山水水泥控制权不确定性的担忧，约定当控制权变更管制时，公司需在30天内按101%溢价回购该票据。2015年12月1日，天瑞集团通过在二级市场买入山水水泥股票成为大股东，并获得山水

水泥实际控制权，触发上述回购条款。2016年1月14日，山水水泥发布公告称，将在3月14日清偿这部分债券，由大股东天瑞集团代偿。此次票据违约或加大天瑞集团对山水水泥控制权的不确定性。

（摘自经济参考报，2016年3月16日）

国内首单非金融企业绿色债券落地

协合风电投资有限公司（简称“协合风电”）日前成功在中国银行间市场交易商协会注册国内首单绿色债务融资工具（Green Note），成为银行间市场、也是国内市场首单非金融企业绿色债券。目前交易商协会正组织市场机构进一步研究完善绿色债务融资工具业务指引，并在未来合适时机向市场发布。

协合风电本次注册金额5亿元，预计首期发行金额2亿元，期限为3年，募集资金全部用于绿色项目，包括3个光伏项目和2个风电项目。本单绿色债务融资工具在产品方面，严格参照目前国际通行标准（绿色债券原则，GBP）及中国金融学会绿色金融专业委员会发布的《绿色债券项目支持目录（2015版）》，不仅所募集资金将全部用于指定的风电、光伏等绿色项目建设，还聘请了毕马威对本次绿色债券进行发行前认证，对资金使用、项目评估及筛选标准、信息披露机制、内控制度等出具了独立的鉴证意见，做到信息披露公开透明，资金账户专项监管，募集资金绿色用途有保障。

（摘自经济参考报，2016年4月1日）

首例私募债违约现身新三板

新三板上市公司中成新星3月21日发布公告称，“12中成债”于2016年3月21日到期，截至目前，公司未能按照约定筹措足额偿债资金，“12中成债”不能按期足额偿付。中成新星表示，对于本期债券未能按期足额兑付，公司目前正通过各种途径努力筹措偿债资金，主要是加大客户结算回款力度，充实公司现金流，以期完成“12中成债”本息兑付，尽最大可能保障投资者利益。

公告显示，“12中成债”发行总额6000万元，发行期限为36个月（附第24个月末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权）。前两年发行利率为9.5%、第三年票面利率为10%。中海信达担保有限公司为本期债券提供担保，渤海银行为本期债券受托管理人和募集资金监管人，本期债券持有人为第一创业证券。3月21日，有接近第一创业证券的机构人士透露，“‘12中成债’兑付事宜仍在谈判阶段，目前来看一时难以兑付，但未来希望很大。”

（摘自经济参考报，2016年3月22日）

博时资本成功发行首单电票类应收账款资产证券化项目

2016年3月30日，博时资本成功发行了全国首单电票类应收账款资产证券化项目。该资产支持专项计划获得了AAA级评级，开辟了供应链金融下应收账款融资的新模式，实现基础资产类型的丰富和规模的扩容，并引导商业承兑汇票向电子化、有序化发展。

该单商票类应收账款债权ABS的成功落地，为企业提供了低成本的融资渠道，还为投资者提供了优质的创新型投资标的，真正实现了多方共赢。

（摘自中证网，2016年4月1日）

华泰资管推国内首单保险资产ABS 开启保险资产证券化大幕

国内首单保险资产ABS产品——太平人寿保单质押贷款2016年第一期资产支持专项计划，3月31日由华泰证券（上海）资产管理有限公司和太平人寿保险有限公司联袂推出。太平人寿保单质押贷款第一期资产支持证券将在上海证券交易所挂牌转让，开启了保险资产证券化的大幕。

担纲本次项目管理人员的华泰资管，与太平人寿及各中介服务机构深度合作，探索出适应保单质押贷款资产特性的、安全可行的产品结构和交易安排。本次项目总规模为5亿元，选取单笔借款金额较低且分散的保单质押贷款债权为入池基础资产，安排优先级/次级分层、超额利差等信用增级措施，有效控制了基础资产的早偿风险，提高了资产的安全边际。

“太平人寿保单质押贷款第一期”有效盘活了太平人寿的保单质押贷款资产，有利于资产负债匹配；丰富资产证券化的基础资产类型，保单质押贷款作为一类全新的、安全性高的基础资产，给资本市场带来了更多的选择；打通保险资产对接资本市场的直接融资渠道，促进保险业与资本市场的双向融合，进一步降低社会融资成本，优化社会资源配置。

（摘自中证网，2016年4月1日）

债券市场

Bond Market

债市场内场外竞争加剧

文 / 联合资信评估有限公司 余雷

2月14日，央行正式下发《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》（以下简称《办法》）。该《办法》规定，可投资柜台业务的投资者除了符合条件的金融机构和企业外，年收入不低于50万元，名下金融资产不少于300万元，具有两年以上证券投资经验的个人投资者也可投资柜台业务的全部债券品种和交易品种，而对于不满足上述条件的个人投资者可以买卖发行人主体评级或者债项评级较低者不低于AAA的债券，以及参与债券回购交易。

个人投资者的引入，弥补了银行间债券市场投资人类型相对单一的缺陷，丰富了债券投资人的种类，增强了银行间债券市场的活跃度和债券投资需求，有利于直接融资比重的提高。

随着银行间债券市场债券柜台业务的放开，银行间市场和交易所市场在债券发行、交易、流通、产品种类、投资者等方面更加趋同，两个市场的竞争将更加激烈，也为未来的联通和整合埋下了伏笔。

对于个人投资者投资债券的品种，之前银行间债券市场和交易所债券市场有不同的规定。



余雷

英国伯萨塞克斯大学银行与金融专业硕士，现为公司研究部分析师，主要从事债券市场、信用评级研究工作。

从银行间债券市场柜台业务来看，2002年4月，《商业银行柜台记账式国债交易管理办法》出台，个人投资者可购买凭证式国债；2014年3月，央行发布《中国人民银行公告〔2014〕第3号》公告，国家开发银行债券、政策性银行债券和中国铁路总公司等政府机构债券被纳入个人投资者的投资范围。而在2015年5月，上交所发布了《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》，其中规定了个人投资者可以分为合格投资者（名下金融资产不低于人民币300万元）和公众投资者。合格投资者可以认购及交易在本所上市交易或者挂牌转让的债券、资产支持证券，但不能购买非公开发行的公司债券（含企业债券），公众投资者仅可以认购及交易国债、地方政府债券、政策性银行金融债券、公开发行的可转换公司债券和分离交易可转换公司债券等。此次《办法》扩大了银行间债券市场符合一定条件的个人投资者的投资债券范围，个人投资者的债券投资范围从交易所市场扩展到银行间债券市场，债券品种从信用等级较高、收益较低的政策性债券扩大到信用等级相对较低、收益相对较高的各种债务融资工具，满足

了不同投资者的风险偏好，个人投资者的投资机会大幅增加。

与交易所债券市场对个人投资者要求的相关规定相比，银行间债券市场对个人投资者的要求更严格。对于合格个人投资者，交易所市场未对其收入和投资经验有硬性要求，仅对其名下最低金融资产规模进行了限制；对于公众个人投资者，交易所市场要求只要债项评级达到 AAA 级的债券即可向公众投资者发行，而银行间债券市场要求不符合《办法》规定条件的投资者只能买卖发行人主体评级或债项评级较低者不低于 AAA 级的债券，这对公众投资者投资范围的限制更严格。从该规定看，监管机构对于目前债券市场上通过增信方式提升债券信用等级效果持更审慎态度，投资者对债券的担保效力要审慎看待。与

此同时，此规定可能给评级机构带来来自市场和发行人一定的压力。

《办法》明确，开办债券柜台业务的金融机构应当为全国银行间债券市场交易活跃的做市商或者结算代理人。目前，银行间债券市场上有资格的做市商和结算代理人共有 82 家，机构类型包括商业银行和证券公司，这意味着我国商业银行和证券公司的经营范围将进一步扩宽，这也许会给商业银行和证券公司带来新的利润增长点。但机遇总是与挑战并存，对于商业银行来说，债券的账户开立、托管与结算、质押登记、代理本息兑付等业务面临更多的挑战，鉴于商业银行具有组织层级较多，网点数量庞大的特点，网点的业务管理与制度落实、风险防范等方面都需要进一步梳理和完善。

商业银行绿色金融债券陆续发行 绿色信贷供给加大

文 / 联合资信评估有限公司 杨杰 张煜乾



杨杰
中国人民大学经济学硕士，高级分析师，现任金融机构评级部总经理、公司信用评级委员会执行副主任。

2015 年 9 月 11 日，中央审议通过了《生态文明体制改革总体方案》（以下简称《方案》）。《方案》明确了建立绿色金融体系思路，推广绿色信贷，鼓励各类金融机构加大绿色信贷的发放力度，

研究银行发行绿色债券。相对于此前银行发行的专项金融债，绿色金融债的发行更突出对于绿色项目的支持力度，鼓励金融机构在节能环保等领域的信贷投放和金融服务支持。2015 年 12 月 15 日，央行发布《关于在银行间债券市场发行绿色金融债券有关事宜的公告》（以下简称《公告》），《公告》就绿色金融债券发行主体的资质以及募集资金用途给出了相应的规范，要求发行人将募集资金用于绿色产业项目，募集资金闲置期间，发行人可以将募集资金投资于非金融企业发行的绿色债券以及具有良好信用等级和市场流动性的货币市场工具；发行人需在每年 4 月 30 日前披露上一年度募集资金的使用情况；鼓励机构投资

者投资绿色金融债券；鼓励发行人引入独立机构对绿色金融债券进行评估和认证。

央行针对绿色金融项目具体分类出台了《绿色债券支持项目目录》（以下简称《目录》）。

《目录》对绿色项目进行了界定，将绿色项目分为六大类31个小类，分别涉及节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交通、清洁能源以及生态环保和适应气候变化。央行在构建绿色金融体系方面提出从以下四个方面进行：第一、引导商业银行建立完善绿色信贷机制，通过再贷款、财政贴息、担保等机制来支持绿色信贷；第二、发挥金融市场支持绿色融资的功能，推动建立绿色企业债市场，推动绿色信贷资产证券化；第三、建立发债企业环境信息披露制度；第四、推动绿色金融领域的国际合作。

在央行出台政策以来，兴业银行、浦发银行和青岛银行等3家银行先后发行了绿色金融债券，具体发行情况见表1。

从募集说明书披露信息看，三家银行的绿色信贷业务起步时间和业务规模有较大的差异，绿色信贷业务管理机制各有特色。

一、现有绿色信贷业务状况

从兴业银行绿色金融业务发展来看，近年来，兴业银行绿色金融业务高速发展，根据兴业银行股份有限公司2016年第一期绿色金融债券募集说明书披露，截至2015年9月末，绿色金融融资余额3729.83亿元，主要投放于节能减排、污染防治、清洁能源等项目领域。兴业银行计划将

绿色信贷更多支持新能源可再生能源、污水和污染治理、固废及资源循环利用以及公共交通等领域。

浦发银行绿色金融业务起步于2008年，根据上海浦东发展银行股份有限公司2016年第一期绿色金融债券募集说明书披露，截至2015年上半年末，浦发银行绿色信贷余额1512.13亿元，占对公存款的10.00%，主要投向于绿色交通运输、工业节能节水环保、建筑节能及绿色建筑、可再生能源及清洁能源等项目。从绿色信贷资产质量来看，截至2015年6月末，绿色信贷业务不良贷款比率为0.43%，贷款质量良好。

青岛银行绿色信贷业务起步于2013年，根据青岛银行股份有限公司2016年第一期绿色金融债券募集说明书披露，截至2014年末，青岛银行绿色信贷项目授信用信余额为19.58亿元，主要投放于城市新能源公共汽车、资源循环利用、小型农田水利设施建设、垃圾处理和污染防治以及节能环保服务等领域。

二、绿色信贷管理机制

兴业银行作为我国唯一一家“赤道银行”，凭借赤道原则作为切入点，将环境与社会风险管理模式融入业务管理体系，并通过汲取赤道原则的理念与模式，推动绿色金融业务的发展。兴业银行总行设立环境金融部，组建了项目融资、碳金融、市场研究、技术服务和赤道原则审查5个专业团队提供对节能环保领域的综合金融服务。兴业银行同时在30多个一级分行设立绿色金融业务管理部专门负责绿色金融业务的发展。

表1 绿色金融债券发行情况

银行	拟发行总额（亿元）	拟发行总额占资产比重（%）	第一期发行规模（亿元）	第一期期限（年）
兴业银行	500	1.13	100	3
浦发银行	500	1.19	200	3
青岛银行	80	5.12	40	3/5

注：三家银行拟发行总额占资产比重均以2014年末资产总额作为数据测算。

资料来源：兴业银行、浦发银行和青岛银行绿色金融债券募集说明书，人民银行批复文件

浦发银行长期致力打造“低碳银行”，积极拓展绿色金融服务，建立绿色金融服务体系，制定并完善《绿色信贷综合服务方案》，通过加强授信管理，引导资源投向低碳循环经济领域，突出绿色信贷导向。同时，浦发银行建立了总-分-支绿色信贷管理层级以支撑绿色信贷业务的发展。在绿色信贷业务风险控制上，浦发银行对绿色信贷项目实行全流程管理，在贷前、贷中和贷后三个阶段加强风险管理，定期跟进绿色信贷项目的建设运营情况。

青岛银行于2013年颁布了《青岛银行绿色信贷政策》，明确了绿色信贷战略和目标。近年来，青岛银行通过建立绿色信贷授信申请优先审批机制，完善信贷系统等方式来支持绿色金融业务的发展，不断增加对节能减排重点工程的信贷投入，加大对循环经济项目的信贷支持。同时青岛银行拟在信用风险管理系统中增加贷款客户环

境风险分类、项目环境风险分类、绿色信贷产品分类等指标，支持绿色金融业务的开展。

三、募集资金投向及项目遴选流程和标准

三家银行募集资金投向主要集中于节能、清洁能源、污染防治、资源节约与循环利用以及生态保护和适应气候变化等领域。其中，根据兴业银行拟投放项目清单，募集资金约有31%计划投资于新能源可再生能源，其余资金主要投向于固废和资源循环利用、污水和污染治理以及公共交通等项目，具体项目投向计划见表2。浦发银行募集资金计划主要投向于节能、清洁能源、污染防治等领域。青岛银行计划将募集资金的50%投向清洁能源，36%投向资源节约与循环利用，具体项目投向计划见表3。

表2 兴业银行第一期绿色债券募集资金拟投放项目清单

一级分类	二级分类	项目数量(个)	拟投放金额(亿元)
节能	工业节能	118	68.7
	可持续建筑	10	3.8
清洁交通	公共交通	88	112.3
	新能源汽车	27	15.5
清洁能源	新能源可再生能源	107	220.7
资源节约与循环利用	固废及资源循环利用	367	133.6
污染防治	污水和污染治理等	185	146.8
合计		902	701.4

资料来源：兴业银行股份有限公司2016年第一期绿色金融债券募集说明书

表3 青岛银行第一期绿色债券募集资金拟投向项目清单

绿色产业项目类别	项目数量(个)	授信金额(亿元)
节能	1	1.0
污染防治	1	0.3
资源节约与循环利用	5	15.0
清洁交通	4	21.1
清洁能源	1	1.3
生态保护和适应气候变化	1	3.0
总计	13	41.7

资料来源：青岛银行股份有限公司2016年第一期绿色金融债券募集说明书

在项目遴选流程和标准上，三家银行严格依照《目录》的分类标准，并参考银监会颁布的《绿色信贷指引》和《绿色信贷统计制度》等建立绿色项目判断流程及标准，并根据各行内部下发的政策和指引对绿色项目进行甄选。同时各家银行均已制定相应的绿色项目决策流程，严格规范贷前、贷中和贷后各个环节。与普通信贷业务相比，在绿色信贷业务决策流程上各家银行均突出了对于绿色项目的特殊审批决策流程。在贷前阶段审查阶段，由业务部门对项目进行绿色金融属性判断，加强对项目环境与社会风险的全面调查，符合绿色金融认定标准的项目提交绿色金融业务专业管理部门进行

审批。兴业银行在绿色项目实施流程中添加了环境效益测算环节，由总行环境金融部进行环境效益测算，并将测算结果进行登记。

四、第三方评估与认证及信息披露

依据《公告》指引，兴业银行委托北京中财科创绿色投资有限公司、浦发银行与青岛银行委托安永对绿色金融债券进行了专业评估。安永对浦发银行和青岛银行绿色金融债的专业评估主要涵盖发行过程中所涉及的资金使用及管理政策和

程序、项目评估和筛选的标准及提名项目的合规性、信息披露及报告机制和流程等方面；北京中财科创绿色投资有限公司对兴业银行的评估认证除对以上项目进行评估外，还对环境效益目标进行了评估，绿色金融债的环境效益特点显现的更为突出。

绿色金融债券的发行一方面增强了银行中长期项目投放绿色信贷的能力，解决了部分期限错配的问题，改善了资产负债结构；另一方面，对于企业而言，绿色金融债的发行有力的支持了企业绿色环保项目的运作，推动产业转型发展。同时绿色金融债券的发行丰富了商业银行的债券品种，也为机构投资者提供了绿色投资通道。

奔驰金融国内首单 Auto-ABS 成功发行 国际化标准交易结构得到投资者广泛认可

文 / 联合资信评估有限公司 王欢

日前由梅赛德斯 - 奔驰汽车金融有限公司（以下简称“奔驰金融”）发起的“速利银丰中国 2016 年第一期汽车贷款支持证券”成功发行，其中 A 级资产支持证券发行利率仅为 3.03%，在可比同类项目中创下了新低的记录。这是奔驰金融在中国发起的第一支汽车贷款支持证券，发行总额为 24.99 亿元，其中 A 级证券 23.74 亿元，占比 95%，次级证券 1.25 亿元，全部由奔驰金融自持。本期项目以奔驰金融在日常经营中向 14768 户借款人发放的 14774 笔个人汽车抵押贷款作为基础资产，总计 28.27 亿元。同其他已发行的汽车贷款支持证券相比，本



王欢

英国伦敦政治经济学院金融统计学硕士，现为结构融资部分析师，主要从事资产证券化产品评级及相关研究工作，英国皇家统计协会会员，具有证券从业资格。

期项目资产池户均贷款合同金额和户均未偿本金余额都较高，这主要是因为奔驰系轿车多为中高端车型，车辆单价较高；借款人分布在 30 个地区，单个借款人未偿本金余额占比很小，借款人分散性较好；入池贷款借款人大部分正值中年，处于职业上升期，具备较强的还款能力；资产池加权平均贷款执行利率为 5.69%，扣除掉利息支出和各项费用之后的利息净流入对证券本金的支持程度较为有限。

奔驰金融此前虽未在国内发起过资产证券化产品，但其母公司戴姆勒股份公司全球证券化经验丰富，2015 年戴姆勒股份公司

在美国、加拿大、欧洲等地成功发行多单资产支持证券。奔驰金融本期项目就采用了戴姆勒集团速利银丰（Silver Arrow）系列产品的全球标准结构，除常见的优先/次级结构安排外，还引入了一般储备账户、混合储备账户、收益补充超额抵押和目标超额抵押等增信措施。设立一般储备账户主要是为优先级证券利息的偿付提供一定的流动性支持，当支付日的可分配额不足以按照信托利益分配顺序支付至 A 级证券利息时，则从一般储备账户中提取相应金额用以补充偿付。混合储备账户则主要用于缓释混同风险，一旦发生了混合储备触发事件，奔驰金融将向该账户中存入一笔相当于混合储备必备金额的款项，从而增强对证券本金和利息支付的保护。此外，由于相当一部分汽车贷款的合同利率较低，资产池的利息收入可能不足以支付证券存续期间的各项费用、证券利息以及一般储备必备金额，而收益补充超额抵押的设置一定程度上缓释了这部分风险。除了收益补充超额抵押外，本交易还设置了相当于

初始起算日资产池余额 10.67% 的目标超额抵押，该部分超额抵押为优先级证券提供了直接有力的信用支持。看似复杂的交易结构实则更好地保障了优先级证券的本息支付，高比例的认购倍数也反映出此番交易结构设置得到了投资者的广泛认可。

2015 年我国银行间资产证券化市场上共发行 12 单以汽车抵押贷款为基础资产的证券化产品（Auto-ABS），发行总规模 424.02 亿元，较上年度大幅增长 167%，目前已是仅次于企业贷款资产证券化（CLO）外的第二大产品类型。虽然在绝对规模上 Auto-ABS 仍远不及 CLO，但其在交易结构上的创新不断，例如“和信二期”引入的持续购买结构、“华驭”系列产品采用的折现确定发行规模的方法和本期项目设置的收益补充超额抵押等。截至撰稿日，全国 19 家汽车金融公司中已有 9 家成功发行 Auto-ABS，资产证券化日益成为汽车金融公司等金融机构重要的融资渠道。鉴于 Auto-ABS 在基础资产分散性、利率水平和期限等方面的优势，其未来将有更大的发展空间。

评级小贴士

关于信用风险缓释工具的一些 Q&A

什么是信用风险缓释工具？

信用风险缓释工具是指信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证及其它用于管理信用风险的简单的基础性信用衍生产品。

什么是信用风险缓释合约？

信用风险缓释合约，是指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约。

什么是信用风险缓释凭证？

信用风险缓释凭证，是指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证。

交易商进行信用风险缓释工具交易的风险控制量化指标要求有哪些？

任何一家交易商对某一标的债务的信用风险缓释工具净买入余额不得超过该标的债务总余额的 100%；任何一家交易商对某一标的债务的信用风险缓释工具净卖出余额不得超过该标的债务总余额的 100%；任何一家交易商的信用风险缓释工具净卖出总余额不得超过其注册资本或净资本的 500%；针对某一标的债务的信用风险缓释凭证创设总规模不得超过该标的债务总余额的 500%。信用风险缓释工具买入和卖出余额按照各期限未到期余额加总计算。

资料来源：2010 年 10 月 29 日中国银行间市场交易商协会发布的《银行间市场信用风险缓释工具试点业务指引》。

2015 年中国宏观经济回顾与 2016 年展望

文 / 联合资信评估有限公司 刘 艳 王 柠 李为峰

一、我国宏观政策环境

2015 年是我国全面深化改革的关键之年，为了推动“稳增长、调结构”的经济发展进程，我国进一步简政放权，加快审批效率；加大金融体制改革力度，优化金融结构，服务实体经济；促进结构优化、扩大内需和改善民生，助力我国经济的健康、稳健发展。在宏观经济下行压力持续存在的背景下，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，多策并举提高财政资金的使用效益、缓解地方偿债压力、促进投资。货币政策继续保持稳中偏松的导向，继续通过多种货币工具释放流动性，完善宏观审慎政策框架。2015 年我国经济呈现稳中趋缓的发展态势。

（一）财政政策加码，助力经济发展新常态

1. 规范预算管理，盘活存量资金，提高资金使用效率

2015 年，我国开始实施新预算法，通过一系列措施完善政府预算体系，提高资金使用效率，提升宏观政策调控协调性。为了落实 2014 年底

国务院出台的《关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知》，2015 年 2 月财政部连续下发通知，推进中央和地方盘活财政存量资金，加大力度盘活财政存量资金，提高财政资金的使用效益。3-5 月，财政部先后发布《关于进一步推进地方预算执行动态监控工作的指导意见》、《关于收回财政存量资金预算会计处理有关问题的通知》等多个文件，将财政资金纳入动态监控机制，强化资金监控，进一步创新财政资金管理方式，推动投资增长。6 月，国务院印发《推进财政资金统筹使用方案》，提出了包括推进项目资金、重点科目资金、部门资金统筹使用等 10 条重要措施，对优化财政资源配置作出全面部署。7 月 8 日召开的国务院常务会议，强调把宝贵的公共资金资源用到促发展惠民生上，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金 2500 多亿元加快统筹用于急需领域；国务院将 239 亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目。在上述举措的推动下，各地各部门通过盘活财政存量资金，增加了资金的有效供给，促进了经济平稳健康发展。

2. 化解地方政府债务风险，保障在建项目后续融资，发挥地方稳增长作用

2015 年，财政部分三批推出共计 3.2 万亿元

的债务置换额度，主要用于偿还 2015 年到期债务，另外新增地方政府发行债券额度 6000 亿元，并印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，将地方政府债券自发自还的范围扩展到全国，按照募集资金用途不同将地方政府债券划分为一般债券和专项债券，发行方式包括公募发行和私募发行，地方政府发债种类和方式得到不断规范和完善。同时，为化解地方融资平台市场化转型过程中的融资压力，5 月财政部、人民银行、银监会联合发布《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》，支持在建项目的存量融资需求，确保在建项目有序推进，以促进地方落实稳增长目标。8 月全国人大常委会通过“批准 2015 年地方政府债务限额 16 万亿元”的决议以及 12 月财政部发布的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，明确对地方政府债务余额实行限额管理，这对规范地方政府债务管理，推动地方政府在限额内统筹资金支持重点项目建设、拉动经济增长具有积极作用。

3. 扩大财政支出力度，推广多种创新方式对基础设施建设提供资金支持

2015 年，我国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 1.62 万亿元，赤字率上升至 2.4%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长。二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金¹，总额 8000 亿元，主要投放于大型

水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域，对补充项目资本金、增强地方投资能力起到积极推动作用。三是监管层积极推广 PPP 模式，5 月国务院办公厅转发《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见》，提出在能源、交通运输、水利等 13 个领域推广 PPP 模式；随后，发改委印发《基础设施和公用事业特许经营管理办法》、《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》等多个文件，鼓励和引导社会资本参与重大水利工程建设运营，在公共租赁住房、水污染防治领域以及收费公路领域推进 PPP 模式，PPP 模式推广应用的规章制度基本建立；此外，发改委于 5 月和 9 月分两批发布 PPP 项目，总投资近四万亿元，并设立 PPP 融资支持基金，积极推动 PPP 项目落地，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

4. 通过国企改革和减税降费，提升经济活力

2015 年以来，我国不断推进国有企业改革，并通过加大结构性减税和普遍性降费力度等途径，进一步激发经济活力。9 月，国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，国企改革顶层设计方案正式出台，《意见》通过积极推进国有资产管理体制改革、进一步建立和完善现代企业制度、强化市场化经营机制等方式进行优化重组，增强国有企业和国有经济的活力。与此同时，监管层也实行了多项减税降费政策以刺激经济增长，一是财政部、国家税务总局发布《关于企业改制重组有关土地增值税政策的通知》和《关于进一步支持企业事业单位改制重组有关契税政策的通知》，明确企业改制重组过程中的税收减免政策，以促进存量资产加速整合，提升经济效率。二是财政部和国家税务总局 3 月和 9 月先后

¹ 专项建设基金由国家开发银行和农业发展银行发行长期专项建设债券所募集的资金建立而成。

发布了《关于小型微利企业所得税优惠政策的通知》和《关于进一步扩大小型微利企业所得税优惠政策范围的通知》，将企业所得税减半征收的年应纳税所得额标准由低于 10 万元提高至 30 万元（含），加大对小微企业税收优惠的力度，扶持小微企业发展。三是监管层支持“大众创业、万众创新”，全年减免税收 3000 亿元，并发布包括促进残疾人就业、鼓励大学生创业等多项就业优惠政策，优化就业创业环境。四是政府出台包括提高石油特别收益金起征点、调高部分产品出口退税率²、调整个人转让住房营业税、减半征收小排量乘用车购置税、将铁矿石资源税征收比例由 80% 下调至 40%、扩大固定资产加速折旧优惠范围³等多项措施，降低税收负担，缓解企业资金压力，刺激出口，助力经济增长。

（二）货币政策保持宽松导向，利率和汇率市场化改革深化

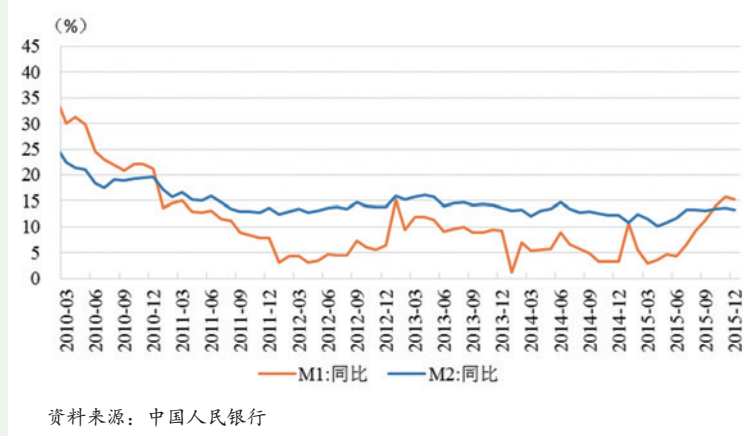
1. 央行多策并举，市场呈现流动性宽松格局

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、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 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，

向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

截至 2015 年末，我国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。从全年来看，M2 同比增速各月均保持在 10% 以上，7 月以来则持续维持在 13% 以上；M1 同比增速呈先降后升之势，11 月份（15.7%）更是达到了 2010 年 12 月以来的新高。M2 与 M1 增速“剪刀差”缺口自年初以来呈先扩大后缩小的走势，10 月 M1 增速自 2011 年 1 月以来首次超过 M2 增速，M2 与 M1 增速倒“剪刀差”初步形成并延续至年底，意味着货币供应量存款活期化倾向提高，经济活力有所提升。2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

图 1 M1 和 M2 同比增速情况



² 自 2015 年 1 月 1 日起，铜条、杆及型材出口实施 9% 的出口退税率，铜箔的出口退税率自 13% 提高至 17%，部分纺织品服装的出口退税率提高至 17%。

³ 9 月，国务院常务会议决定：在原有生物药品等 6 个行业基础上，扩大固定资产加速折旧优惠范围，对轻工、纺织、机械、汽车 4 个领域重点行业的企业在今年 1 月 1 日后新购进的固定资产，允许缩短折旧年限或采取加速折旧方法。

2. 信贷政策支持实体经济发展，资金需求出现回暖迹象

信贷政策方面，一是全国人大常委会8月表决通过关于修改《中华人民共和国商业银行法》的决定，删除75%存贷比监管指标，减轻对银行放贷能力的束缚，增强金融机构扩大对实体经济的支持能力；二是自9月15日起，央行改革存款准备金考核制度，由时点法改为平均法考核，有利于改善货币政策传导机制，为金融机构管理流动性提供缓冲机制，保持资金面平稳；三是央行12月底发布公告称，从2016年起开始实施宏观审慎评估体系（MPA），将有助于防范系统性金融风险，促进存款准备金率的定向调整，维持流动性的合理充裕。

截至2015年末，社会融资规模存量为138.1万亿元，同比增长12.4%，增速较上年末（14.3%）有所放缓。具体来看，除委托贷款余额同比增速（17.2%）较快外，信托贷款余额同比几乎零增长，未贴现的银行承兑汇票余额同比下降14.8%，显示表外融资在2015年有所回落；与此同时，债券市场托管余额⁴和非金融企业境内股票余额同

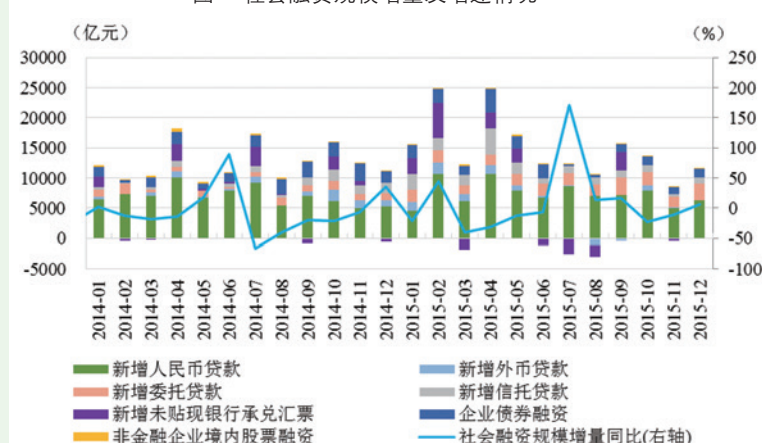
比增速分别53.4%和20.2%，显示直接融资规模在2015年增速较快。这表明货币政策的宽松导向对信贷的刺激作用正在显现，表外融资风险得到一定控制。2015年，社会融资规模增量为15.4万亿元，较上年同期减少了4675亿元。2015年下半年以来，社会融资规模增速回升较大，说明金融对实体经济的支持力度有所加大。

3. 深化利率市场化改革，提高金融服务实体经济效能

2015年我国利率市场化改革不断深化。3月以来，央行将人民币存款利率浮动区间的上限不断扩大，并最终于10月宣布“对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限”，至此，我国利率管制已经基本放开，利率市场化进入新的阶段。在此背景下，2015年市场利率普遍呈现下降趋势。具体来看，7天银行间债券回购加权平均利率（R007）自2014年起波动回落，本年初略有回升后，一直呈现下降趋势，2015年平均利率为2.92%，较上年（3.63%）有所下降；1年期、5年期和5年期以上贷款基准

利率自2014年11月起已连续降息6次，截至2015年末分别降至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自2014年1月达到峰值后有所回落，之后走势趋于平坦，2015年年中出现明显下降后在低位保持平稳走势，全年2.55%的平均利率水平较上年（3.50%）下降明显；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延续了2014年的下降趋势，2015年末分别降至2.70%、

图2 社会融资规模增量及增速情况



资料来源：中国人民银行

⁴ 根据央行2015年金融市场运行情况报告，截至2015年12月末，债券市场托管余额为47.9万亿元，其中银行间债券市场托管余额为43.9万亿元。

2.82% 和 3.61% 的较低水平。

在利率市场化发展的进程中，相关配套政策也在不断完善。2015 年 3 月，《存款保险制度》正式出台，要求凡是吸收存款的银行业金融机构都应当投保存款保险，有利于完善银行金融机构正向激励和市场化退出机制，为利率市场化改革奠定了基础。6 月，央行发布《大额存单管理暂行办法》，大额存单的推出，有利于扩大负债产品市场化定价范围，健全市场化利率形成机制。11 月，央行将分支行隔夜、7 天常备借贷便利（SLF）利率分别下调至 2.75%、3.25%，并强调此番调整 SLF 利率是为了加快建设适应市场需求的利率形成和调控机制，探索 SLF 利率发挥利率走廊上限的作用，货币政策的利率走廊初步成型。此外，12 月，市场利率定价自律机制⁵发布通知，进一步扩大大额存单及同业存单发行主体范围，机构个数分别扩大至 243 家和 643 家，对于维护公平有序的利率定价秩序、推进利率市场化具有重要意义。上述深化利率市场化的改革有利于解决融资难、融资贵问题，增强金融机构对实体经济的服务效率。

4. 逐步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率相对稳定

2015 年 8 月 11 日，央行决定实施人民币汇率中间价市场化决定机制⁶，当日人民币兑美元中间价（6.2298 元）较上日贬值约 2%，跌幅创

2013 年 4 月 25 日来新低。经过中间价报价的改革，中间价更接近市场汇率，能够提高汇率形成机制的市场化程度和汇率的弹性，有助于保持人民币汇率的相对稳定，为宏观经济创造较为稳定的外部条件。与此同时，为了防范宏观金融风险，8 月 31 日，央行发布《中国人民银行关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》，要求自 10 月 15 日起，对开展远期售汇业务的金融机构（含财务公司）收取外汇风险准备金，准备金率暂定为 20%，旨在通过提高银行远期售汇成本，增加客户跨境套利成本和难度，促进金融机构稳健经营。12 月，在人民币确定加入 SDR（特别提款权）一篮子货币后，中国外汇交易中心首次正式发布 CFETS 人民币汇率指数，还参考国际清算银行（BIS）货币篮子⁷和特别提款权（SDR）⁸货币篮子计算了人民币汇率指数，主动引导市场改变过去主要关注人民币对美元双边汇率的习惯，避免汇率出现扭曲以及失衡的积累，并为货币政策扩宽运作空间。

从全年走势看，2015 年 1 月至 7 月在美联储加息预期的影响下，人民币兑美元汇率呈现“先贬后升”双向波动态势，8 月 11 日汇改⁹当日人民币兑美元中间价（6.2298 元）较上日贬值约 2%，此后走势趋于平稳，11 月以来随着美元加息预期逐渐增强和 12 月 17 日美国首次加息，人民币的贬值压力得到进一步释放，人民币兑美元全年贬值 6.02%。另外，2015 年，CFETS 人民币汇

⁵ 市场利率定价自律机制是指由金融机构组成的市场定价自律和协调机制，旨在符合国家有关利率管理规定的前提下，对金融机构自主确定的货币市场、信贷市场等金融市场利率进行自律管理，维护市场正当竞争秩序，促进市场规范健康发展。

⁶ 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。

⁷ 参考国际清算银行（BIS）货币篮子计算的人民币汇率指数的样本货币权重采用 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。

⁸ 参考特别提款权（SDR）货币篮子计算的人民币汇率指数的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。

⁹ 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。

率指数升值 0.94%，参考 BIS 货币篮子、SDR 货币篮子的人民币汇率指数则分别升值 1.71% 及贬值 1.16%，2015 年人民币汇率对一篮子货币保持基本稳定。

二、我国经济运行情况

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示我国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，我国就业形势总体稳定。

（一）产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力

根据国家统计局初步核算，2015 年，我国国内生产总值(GDP)67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累我国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明我国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从第一产业来看，2015 年，我国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第一

产业对 GDP 增长的贡献度为 5.2%，较 2014 年略有回落。总体来说，我国农业发展较为平稳。

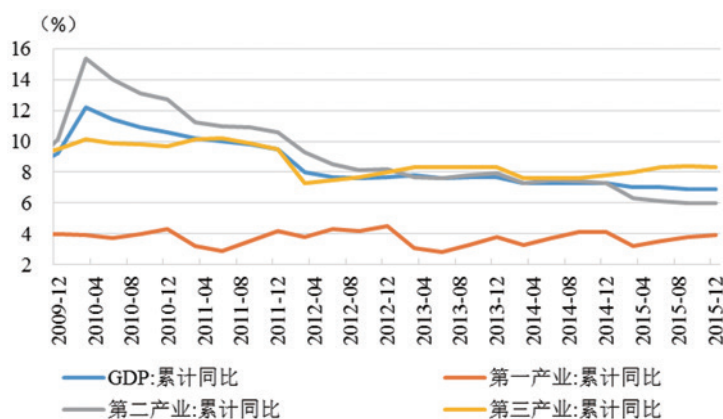
从第二产业来看，2015 年，我国第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第二产业对 GDP 增长的贡献度为 37.1%，较 2014 年下降 7.0 个百分点，拉低全年 GDP 增速。2015 年，规模以上工业增加值同比实际增长 6.1%，较 2014 年回落 2.2 个百分点，增幅继续放缓。

从第三产业来看，2015 年，我国第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点；第三产业对 GDP 增长的贡献度为 57.7%，较 2014 年提升 7.1 个百分点，增长较为显著；第三产业增加值占 GDP 的比重为 50.5%，创历史新高，表明第三产业已经成为拉动经济增长的重要推动力，我国需求结构得到进一步改善。

（二）固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因

2015 年，我国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义

图 3 GDP 和各产业累计同比实际增速情况



资料来源：国家统计局

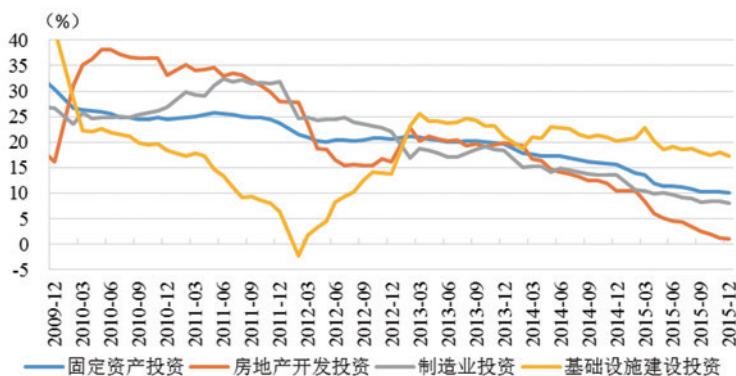
增幅)，增速呈现逐月放缓的态势，较2014年回落5.7个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。

从固定资产投资的三大领域来看，房地产开发投资方面，由于住宅投资在房地产开发投资的占比（接近七成）较大，为了刺激住宅投资的增加，2014年下半年以来，监管层相继出台了“9.30房贷新政”、“3.30房贷新政”、“营业税免征期限5年改2年”、“鼓励公积金异地贷款”、“降低首付比例”、降息降准和全面放开二胎等利好政策，房地产市场出现缓慢回暖迹象，但由于库存高企和有效需求不足，房地产销售的好转未能有效向投资端传导，房地产投资增速仍在低位徘徊。2015年，全国房地产开发投资9.6万亿元，同比增长1.0%，增幅较2014年下降9.5个百分点，房地产投资增速的较大下滑是导致投资增速下滑的主要原因。

制造业投资方面，2015年5月国务院印发《中国制造2025》，部署全面推进实施制造强国战略，明确“智能制造”是建设制造强国的主攻方向，加快制造业绿色改造升级；此外，监管层先后发布《关于继续开展互联网与工业融合创新试点工作的通知》、《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》等文件，促进“互联网+制造业”融合发展，推动制造业大众创业、万众创新。但是，受到全球经济复苏动能不足、产能过剩矛盾突出、工业企业利润下降等因素的影响，2015年，我国制造业固定资产投资18.0万亿元，同比增长8.1%，增速较2014年回落5.4个百分点，显示制造业在工业去产能的背景下仍然疲软。

基础设施投资方面，2015年政府频繁出台对于基建项目投资的激励政策。5月15日，国

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

务院转发《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》，支持融资平台公司在建项目的存量融资需求，确保在建项目有序推进。6月，发改委放开城投债借新还旧，并通报了地方政府开工不力的情况，促进基础设施建设投资。7月，国务院常务会议提出进一步抓好重大项目落实，确定各级财政将已收回沉淀和违规资金2500多亿元统筹用于急需领域，国务院将239亿元中央预算内投资存量资金调整用于在建重大项目，对闲置土地处置不力的收回年度新增建设用地指标等政策。此外，政府还先后发布了关于推进城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设、城市地下综合管廊建设、电动汽车充电基础设施建设和海绵城市建设等的指导意见，并通过推广PPP项目和设立专项建设基金等方式促进投资。在此背景下，2015年，基础设施投资13.1万亿元，同比增长17.3%，增幅较2014年下降3.0个百分点，但仍保持高位增长，成为我国固定资产投资增长的重要支撑。

（三）消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用

2015年，我国社会消费品零售总额30.1万亿元，同比增长10.7%，增幅较2014年下降1.3

个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。12 月份，社会消费品零售总额 2.9 万亿元，同比增速为 11.1%，增幅较 11 月和上年同期变动不大；其中，限额以上单位消费品零售额 1.5 万亿元，同比增长 8.6%，增幅较 11 月和上年同期均略有回落。2015 年，我国消费与人均收入情况大致相同，我国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，我国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。

2015 年，我国对于电子商务的政策利好频出，推动了网购消费快速发展。商务部 4 月发布《2015 年电子商务工作要点》，要求促进农村电商和跨境电商发展；国务院于 5 月、6 月和 11 月分别发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》、《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》和《关于促进农村电子商务加快发展的指导意见》等政策，主要通过合理降税和提供金融支持等措施支持电子商务的发展。在上述政策的刺激下，2015 年，全国网上零售额 3.9 万亿元，同比增长 33.3%；其中，实物商品网上零售额 3.2 万亿元，同比增长 31.6%；非实物商品网上零售额 6349 亿元，同比增长 42.4%。2015 年，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为 10.8%，呈逐月上升的趋势，显示我国消费方式逐渐向网上购物转变，电子商务的发展对于我国“促消费、稳增长”发挥了重要作用。

（四）贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷

2015 年，我国进出口总值 4.0 万亿美元，同

比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9% 和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。12 月份，我国进出口总值 3880 亿美元，同比下降 4.1%，降幅较 11 月缩窄 3.6 个百分点，但较上年同期 4.0% 的增幅回落较大。其中，出口和进口分别为 2237 亿美元和 1643 亿美元，同比分别下降 1.6% 和 7.4%，进、出口增幅均较上月有所提升，显示我国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

（五）受经济增长放缓和需求疲软影响，CPI 创六年新低

2015 年，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 1.4%，这是自 2010 年以来，全年 CPI 首次落入“1”时代。12 月份，CPI 同比上涨 1.6%，涨幅较上月回升 0.1 个百分点，主要是由于雨雪天气导致鲜菜和鲜果价格继续上涨；其中，食品价格同比上涨 2.7%，非食品价格同比上涨 1.0%，同比涨幅均较上月略有回升，但较上年同期均有所下降。12 月份，CPI 环比上涨 0.5%，涨幅较上月回升 0.5 个百分点；其中，食品价格环比上涨 1.5%，非食品价格环比略有下降，非食品价格环比涨幅较上月有所下降。2015 年以来，我国各月 CPI 涨幅均位于 2% 以下，其中 8 月份涨幅接近 2.0%，但之后略有回落，这除了受食品价格如猪肉、鲜果、鲜菜价格的季节性波动影响

外，也显示我国当前经济下行压力较大，内需增长乏力，缺乏推动物价上行动力。

（六）PPI和PIRM继续保持负增长，工业通缩压力较大

2015年，我国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降5.2%，连续四年负增长，降幅较上年扩大3.3个百分点；月度PPI前9个月同比降幅逐渐扩大，10-12月趋于平缓，且各月同比降幅均较上年同期有较为明显的扩大。12月份，PPI同比下降5.9%，降幅与上月持平，PPI已经连续46个月同比负增长；PPI环比下降0.6%，降幅较上月扩大0.1个百分点，PPI已经连续24个月环比负增长，PPI通缩情况并未缓解。从2015年的整体情况来看，我国需求不振、产能过剩以及国际大宗商品价格低迷等情况制约了PPI的回升，经济整体态势仍然疲弱。

2015年，我国工业生产者购进价格指数

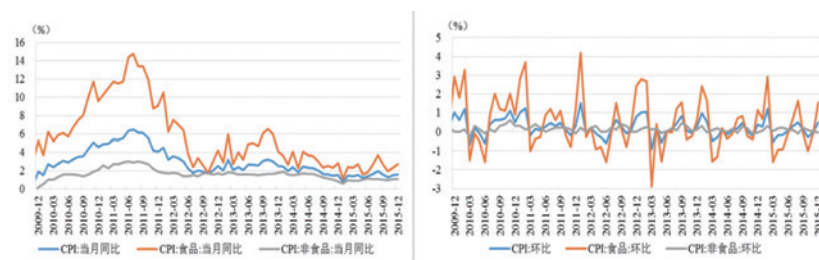
(PIRM)同比下降6.1%，降幅较2014年扩大3.9个百分点；各月PIRM呈现明显的波动下降趋势，同比降幅均较上年同期有较为明显的扩大。12月份，PIRM同比下降6.8%，降幅较上月略有缩窄，PIRM已经连续45个月同比负增长；PIRM环比下降0.7%，降幅与上月相同，PIRM已经连续24个月环比负增长，显示工业通缩压力持续存在。整体来看，2015年，我国工业生产者购进价格指数跌幅大于出厂价格指数跌幅，显示输入型通缩压力目前依然较大。

（七）制造业下行压力仍然较大，非制造业扩张动力较为强劲

2015年，我国制造业采购经理指数（制造业PMI）除3月至7月超过50.0%外，其他7个月均在荣枯线以下，较上年各月均在50.0%以上呈现明显的收缩趋势。12月份，制造业PMI为49.7%，较上月回升0.1个百分点，已连续5个月在荣枯线以下，表明制造业下行压力仍然较大。

在构成制造业PMI的5个分类指数中，12月份，生产指数(52.2%)、新订单指数(50.2%)和供应商配送时间指数(50.7%)高于临界点，均较上月有所回升，表明制造业生产增速提升，市场需求回升，原材料供应商交货时间加快；从业人员指数(47.4%)和原材料库存指数(47.6%)仍然低于临界点，其中从业人员指数继续小幅下降，原材料库存指数有所回升，表明制造业企业用工量继续减

图5 CPI同比（左图）和环比（右图）走势



资料来源：国家统计局

图6 PPI（左图）和PIRM（右图）走势



资料来源：国家统计局

少，去库存进程延续。

2015 年我国非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）各月均在 50.0% 以上，与上年相同，呈现扩张趋势。12 月份，非制造业 PMI 为 54.4%，较上月回升 0.8 个百分点，为 2014 年 9 月以来的最高值，表明非制造业扩张动力较为强劲。其中，服务业商务活动指数（53.7%）和建筑业商务活动指数（58.3%）均高于临界点，且较上月进一步上升，表明服务业和建筑业业务总量增速均有所加快。

（八）促进就业创业政策频出，就业形势总体稳定

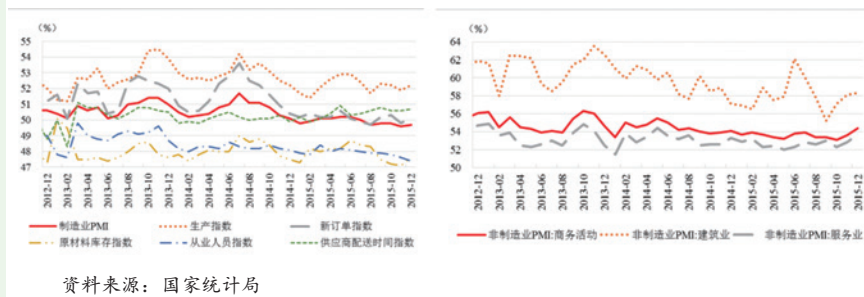
2015 年末，我国城镇登记失业率 4.1%，较 2014 年末略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业 1312 万人，完成城镇新增就业 1000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5% 以内的目标。

为了促进就业增长，2015 年 4-6 月，国务院先后印发《关于进一步做好新形势下就业创业工作的意见》、《关于支持农民工等人员返乡创业的意见》和《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》等政策，提出以创业带动就业，促进高校毕业生等重点群体就业，完善落实就业扶持政策，推进大众创业、万众创新，促进了失业率的下降。

三、我国宏观经济走势预测

2016 年是我国“十三五”开局之年，我国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 10 月 26 日，中

图 7 制造业 PMI（左图）和非制造业 PMI（右图）走势



共十八届五中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，提出到 2020 年 GDP 比 2010 年翻一番，这意味着“十三五”期间的 GDP 增速底线是 6.5%。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016 年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进 11 大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少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，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2 或将保持 13% 以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

从投资的三大领域来看，房地产开发投资方面，中央经济工作会议明确将“化解房地产库存”列为重点任务，预计政府 2016 年将继续出台放松楼市管制的政策，如降低首付、调整公积金政策、降低交易税等，推动购房需求，但短期内仍

以消化库存为主，难以带动房地产投资的大幅回暖。制造业方面，目前我国面临着产能过剩、结构不合理、成本优势降低等问题，转型升级将会在 2016 年持续推进，制造业企业盈利情况短期内难有较大改观，这将对制造业投资产生抑制作用；但随着《中国制造 2025》、“互联网+”行动指导意见和“十三五”规划等文件的正式出台，智能制造、绿色改造以及“互联网+制造业”的融合发展将成为未来制造企业转型升级的新引擎，新能源产业有望迎来发展机遇期。基础设施建设方面，2015 年 10 月，发改委等部委联合印发《国家民用空间基础设施中长期发展规划（2015-2025 年）》，支持和引导社会资本参与国家民用空间基础设施建设和应用开发；同时海绵城市、城市地下综合管廊以及电动汽车充电基础设施建设等生态环保领域有望成为 2016 年新的投资重点；随着地方政府债务置换、专项建设债的发行、PPP 模式的推进，基础设施建设的资金缺口将在一定程度上得到缓解，有利于促进基建投资的增长。预计 2016 年房地产开发投资和制造业投资增速或将继续下滑，基建投资受前期高基数效应影响增长空间有限，整体来看，投资对于经济增长的推动乏力。

从消费来看，2016 年的积极因素包括：一是 2015 年 11 月，国务院先后出台《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》和《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》，推动生活性服务业发展，部署以消费升级引领产业升级，有利于形成新的经济增长动力；二是 2015 年以来楼市松绑政策的推出将使购房需求进一步得到释放，这将带动建筑及装潢材料类、家居类、家用电器和音像器材类等行业的消费增长；三是 2015 年 10 月起实施的车辆购置税减半政策将对 2016 年的汽车消费产生利好；四是二胎新政的消费红利每年约为 1200-1600 亿，有望通过提高内需推动消费，促进经济增长；五是 2016 年全国旅游工作

会议提出“将探索夏季 2.5 天休假模式”，将有助于刺激旅游消费意愿。预计 2016 年，在经济尚未回暖和居民收入增速放缓的背景下，消费增速将会继续保持相对稳定的趋势，助力我国经济增速。

从对外贸易来看，近期我国出台了多项外贸“稳增长、调结构”政策，一是政府明确提出“支持跨境电子商务发展”，扩大海外营销渠道，促进外贸转型升级；二是清理和规范进出口环节收费，推动通关便利化；三是 2015 年 12 月国务院印发《关于加快实施自由贸易区战略的若干意见》，进一步优化自由贸易区建设布局 and 加快建设高水平自由贸易区，目前我国已经建成 14 个自贸区（涉及 22 个国家和地区），其中中韩、中澳自贸协定于 2016 年 1 月 1 日第二次降税，上海、天津、广东和福建自贸区建设不断深化，通过推进区域经济一体化助力外贸增长；四是推进和落实“一带一路”战略，加速中国企业“走出去”步伐，为我国对外贸易拓展新的增长空间。但是，2016 年美国开启加息周期将会加大其他经济体汇率波动的可能性，同时我国制造业成本优势逐渐降低以及全球经济增速放缓等因素将对我国出口形成拖累，预计 2016 年我国出口将维持低迷态势。

此外，预计 2016 年 CPI 受到总需求疲软的影响，将维持小幅正增长；PPI 下行空间有限，但仍将呈现深度通缩状态。截至 2016 年 1 月末，PMI 已经连续 6 个月位于荣枯线以下，显示制造业仍然疲软，但非制造业继续保持扩张态势，预计 2016 年在结构性改革不断推进的背景下，制造业下行压力依然较大，非制造业有望实现稳中有进。总体就业局势将保持相对稳定的状态，失业率或将略有回升。

根据以上分析，我们认为，2016 年我国产业结构调整将持续推进，全年 GDP 增速或将回落至 6.7% 左右。

2015 年光伏发电行业研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 程晨 黄露

一、行业分析概要

随着全球节能减排压力的日益凸显，各国家均相继出台各项政策鼓励可再生能源发电，光伏发电以其资源分布广泛、发电过程清洁无污染以及电站建设相对容易等优势而备受推崇。近年来，中国光伏发电装机容量规模相应快速扩张，2013 年新增光伏装机容量约为同期欧洲新增光伏装机容量的总和，首次成为全球第一大光伏市场；2015 年，中国光伏累计装机容量达 4318 万千瓦，成为全球光伏发电装机容量最大的国家。整体看，中国光伏装机规模持续上升，发电量占比随之增长，光伏发电地位有所巩固。

中国光伏发电主要分布在新疆、内蒙古，甘肃、青海、江苏等中西部地区，但是受发电成本较高、电网输配建设不健全以及电力需求扩张减速等影响，弃光限电现象较为严重。同时，中国光伏发电项目政府补贴落实的滞后性和融资渠道的单一性也制约了光伏产业的可持续发展。对此，中国提出规范光伏制造行业；鼓励光伏发电企业提升核心设备技术；加快电网



程晨

英国约克大学金融学硕士，高级分析师，现任工商二部总经理助理，主要从事电力、煤炭、钢铁和有色等行业工商企业信用评级工作，公司信用评级委员会委员，具有证券从业资格。

输配建设；可再生能源优先上网等政策；并承诺 8 年内不会取消政府补贴；一定程度上促进了中国光伏产业规范化发展。

中国目前已经形成完整的光伏产业链，光伏组件企业在全中国占绝对优势，但目前全球组件产量总体过剩，价格将持续承压。终端发电方面，鉴于光伏发电的高投入，目前中国主要以大型国有企业为主导，未来随着电改的深入，光伏行业竞争必然有所加剧。

光伏产业从前期、审批、建设到上网运营均由国家政策调控，根据《中国可再生能源发展路线图 2050》以及“十三五”规划，预计到 2020 年，太阳能应用将替

代化石能源超过 1.5 亿吨标准煤，达到总装机容量 1.5 亿千瓦，提供电力 1500 亿千瓦时。此外，中国光伏规划将扩大分布式光伏电站规模，重点提高转换效率，降低成本，到 2020 年，系统安装成本将由目前的每瓦 8 元降至每瓦 5 元以下。

从目前清洁能源行业内的发债企业来看，2014 年中国清洁能源（光伏发电装机占比较高）

运营主要企业经营状况整体保持良好态势，装机容量同比扩张，资产与收入规模相应增长，但企业债务负担重；考虑到清洁能源运营企业股东背景实力雄厚，政府扶持力度大，现金流状况稳定，整体偿债风险不大。

整体看，光伏装机容量规模快速扩张。但是目前，中国电力需求趋弱，光照充足地区电力消纳能力较弱且电网输配系统建设不完善，导致弃光率居高不下；同时中国光伏发电对政府补贴依赖性强，而补贴拖欠问题也较为严重。因此短期来看，中国光伏发电发展仍受制约。但未来，随着光伏发电、储电技术的进步以及电网输配系统建设的逐步完善，弃光率将有所下降，发电企业对政府补贴的依赖性也将有所减弱。因此长期来看，中国光伏发电发展前景较好，有望成为主要发电形式之一。

二、信用分析

本部分以在公开市场中主要的清洁能源发债企业为样本（光伏发电装机占比相对较高），对部分发债企业的信用状况进行分析。2家样本企业中，从主营业务来看，华电福新能源股份有限公司（以下简称“华电福新”）和北京京能清洁能源电力股份有限公司（以下简称“京能清洁”）均主要涉及清洁能源发电。截至2014年底，华电福新电力控股装机容量1192.05万千瓦，其中光伏装机容量72.42万千瓦；京能清洁电力控股装机容量693.40万千瓦，其中光伏装机容量27.00万千瓦。

从规模上看，2014年样本企业经营规模均有所增长，其中随着燃气热电项目投产，京能清洁装机规模发展较快，增速达到67.25%，推动

表1 样本企业经营和财务情况比较

企业	主体级别 / 展望	装机规模 (万千瓦、%)			发电量 (亿千瓦时、%)			光伏平均利用小时数 (小时、%)		
		2013	2014	变动率	2013	2014	变动率	2013	2014	变动率
华电福新能源股份有限公司	AAA/ 稳定	1042.43	1192.05	14.35	336.55	350.17	4.05	-	-	-
北京京能清洁能源电力股份有限公司	AAA/ 稳定	414.60	693.40	67.25	137.40	163.51	19.00	1487	1529	2.82
企业	主体级别 / 展望	营业收入 (亿元、%)			利润总额 (亿元、%)			营业毛利率 (%、个百分点)		
		2013	2014	变动率	2013	2014	变动率	2013	2014	变动率
华电福新能源股份有限公司	AAA/ 稳定	132.43	143.35	8.25	21.86	26.81	22.64	39.50	39.61	0.11
北京京能清洁能源电力股份有限公司	AAA/ 稳定	63.34	90.08	42.22	14.52	15.33	5.58	14.07	16.40	2.33
企业	主体级别 / 展望	资产负债率 (%、个百分点)			全部债务资本化比率 (%、个百分点)			全部债务/EBITDA (倍)		
		2013	2014	变动率	2013	2014	变动率	2013	2014	变动率
华电福新能源股份有限公司	AAA/ 稳定	79.74	79.45	-0.29	75.79	75.40	-0.39	6.59	6.90	-
北京京能清洁能源电力股份有限公司	AAA/ 稳定	71.32	72.87	1.55	67.79	69.09	1.30	6.76	7.38	-

资料来源：联合资信整理

发电量增长 19.00%。

从收入方面看，主要受益于发电量的增长，2014 年样本企业营业收入均有不同程度的增长，其中，京能清洁收入增幅高达 42.22%。政府为节能减排和环境保护而大力推广清洁能源的利用与开发，其对清洁能源发电项目的补贴程度对企业的利润影响较大，一定程度上受益于政府补贴的大幅增长，2 家样本企业的利润总额均有不同程度的提高。从盈利指标方面看，华电福新和京能清洁的营业毛利率均有所增长，但整体水平一般，也表明清洁能源发电在成本控制方面仍有待提高。

从资本结构上看，2 家样本企业均处于高水平负债，资产负债率均高于 70%；其中华电福新资产负债率高达 79.45%，全部债务资本化比率为 75.40%，债务负担重。此外，2 家样本企业的全部债务/EBITDA 均在 7 倍左右，整体偿债能力有待提高；但同时考虑到样本企业股东背景实力雄厚，现金流状况稳定，样本企业偿债能力处于合理水平，整体偿债风险不大。

综合分析，2014 年以来清洁能源企业发行主体装机规模与发电量均有所增长，收入与利润水平快速提升，盈利能力有所提高；虽然企业普遍负债水平高，债务负担重，但偿债能力仍处于合理水平，整体偿债风险不大。

三、行业展望

2014 年 12 月，国家发改委发布的《中国可再生能源发展路线图 2050》提出了中国太阳能发展路线图：太阳能作为清洁、可持续的可再生能源技术之一，将在未来四十年内，通过技术创新、规模化发展、电力系统以及其他支撑技术的进步，从补充能源过渡为替代能源，并逐步成为中国“自主、自立、低碳、可持续”能源体系的主力能源之一。

路线图中规划：中国太阳能应用发展的基本目标为 2020 年、2030 年和 2050 年，太阳能应

用将分别替代化石能源超过 1.5 亿吨、3.1 亿吨和 8.6 亿吨标准煤，其中提供电力分别为 1500 亿千瓦时、5100 亿千瓦时和 21000 亿千瓦时；中国太阳能应用发展的积极目标为 2020 年、2030 年和 2050 年，太阳能应用将替代化石能源分别超过 2.4 亿吨、5.6 亿吨和 18.6 亿吨标准煤，其中提供电力分别为 3000 亿千瓦时、10200 亿千瓦时和 48000 亿千瓦时，并且努力实现在资源潜力、产业发展、电力系统支撑等方面不存在不可逾越的障碍。在上述基本和积极目标下，2050 年当年二氧化碳减排量将分别达到 21.5 亿吨和 46.5 亿吨。

太阳能光伏发电电池技术研发方面，将继续保持活跃，提高转换效率及降低制造成本仍是未来主要发展方向。除此以外，随着平衡部件技术的进步、新型集成技术的出现，光伏发电成本将会保持下降趋势，并于 2025 年全面实现光伏平价上网。集中式光伏电站和分布式光伏系统将是光伏规模化利用的两种主要形式。分布式光伏在政策导向下将由目前 16% 的市场份额逐渐扩大，近中期内将和集中开发持平，约各占一半市场；从中远期看，分布式光伏受建筑资源饱和的限制而趋于市场稳定，而集中式光伏电站将由于足够的荒漠戈壁资源、电网建设和消纳能力的加强而更具强劲开发潜力。

目前，光伏行业正处于关键转型期，需要实现规模扩张型发展向质量效益型发展的转变，同时，实现高补贴政策依赖模式向低补贴竞争力提高模式的转变。2015 年 11 月，光伏“十三五”规划定调，国家能源局新能源和可再生能源司长朱明表示，“十三五”时期，大幅度提高可再生能源在能源生产和消费中的比重，实现风电等可再生能源从补充能源向替代能源转变，应该是做好“十三五”规划以及行业管理的主基调。其中，光伏发电方面，规划总目标以 2020 年可再生能源占比达到 15%、2030 年达到 20% 的基准设定各自权重，光伏保持每年新增 2000 万千瓦，至

2020 年，达到总装机容量 1.5 亿千瓦，在电力结构中占比 7%~8%。

鉴于光伏发电成本较高，其发展对政府补贴依赖性强，“十三五”期间，政府会加快落实光伏补贴，且承诺 8 年内不会停止补贴，但是，补贴额度会有所减少，这也要求企业通过提升技术水平，提高转化效率，以降低生产成本，提升综合竞争力。在过去十年间，光伏成本已降至原来的 1/8，未来短期内仍可能继续降低 30%，到 2020 年，系统成本达到每瓦 5 元以下，以逐步

摆脱光伏发电对政府补贴的依赖，实现平价上网。

总体上看，国家鼓励光伏项目有规划的稳健施行，且政策对光伏行业的扶持力度较大。预计 2025 年太阳能光伏实现全面平价上网；2030 年以后，太阳能光伏发电将成为主要的替代电源之一；2050 年之后，太阳能光伏发电将成为主导电源之一。目前中国光伏可开发空间很大，但是要求企业实现产业升级，具备强大的自主研发能力，关键设备实现国产化，全产业链技术能力和产业配套体系，提高全产业链竞争力。

2015 年高速公路行业研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 李小建

一、行业分析概要

高速公路在国家交通运输体系中具有重要地位，加快高速公路建设是中国经济发展的需要。近年来，中国高速公路建设速度较快，2014 年底总里程突破 11.00 万公里，居世界第一位，但与发达国家相比，中国路网密度仍处于较低水平，未来高速公路建设具备较大需求与空间。

随着高速路网的日趋完善，以及全国新增通车里程规模上升，高速公路企业车辆通行量及通行费收入保持一定水平的自然增长。但鉴于高速公路行业整体仍处于规模建设期，而高速公路建设具有初始投资大、投资回收期长、投资效益滞后的特点，造成企业资本支出压力大，债务融资需求强烈。

中国高速公路企业大多肩负运营及投资建设的双重任务，建设资金主要来源于银行贷款等外



李小建

北京大学金融信息硕士研究生，现为工商四部副总经理，主要从事高速公路、城投、园区、保障房等行业工商企业信用评级研究工作，公司信用评级委员会委员。

部融资渠道。在此背景下，高速公路企业一方面表现为营业利润率较高，经营性现金流状况较好；另一方面则表现为建设任务重，财务费用对利润的侵蚀作用较大。以债务融资支撑的大规模资本支出可能进一步推升行业内企业债务负担，对行业整体信用水平带来负面影响。

受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司将出现分化。地方经济发达、高速公路网络运营成熟的东部省份高速公路运营企业（如广东交通集团有限公司、浙江交通投资集团有限公司），所辖高速公路资产优良、通行量大且保持较快增长，其通行费收入规模大、

盈利能力良好。地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业（如

贵州高速公路集团有限公司、内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司），受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，通行费收入规模小、营业利润亏损，面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

二、信用分析

（一）高速公路发债企业概况

截至 2015 年 7 月底，存续期内的高速公路发债企业共 82 家。从主体信用级别分布看，大部分集中于 AA 和 AA+，其次为 AAA 的企业。从表 4 可以看出高速公路运营企业的几个特点：① 债务负担较重，行业平均资产负债率为 59.91%；② 营业利润率较高，行业平均利润率为 38.26%。

（二）重点高速公路企业分析

本节选取了几个具有代表性的高速公路运营

企业进行比较，以进一步说明高速公路行业的特点。所选样本都是省级高速公路投资运营公司，所辖高速公路总里程在本省（市）高速公路总里程中占有较大比例，基本能代表本省（市）高速公路运营状况。其中浙江省交通投资集团有限公司（以下简称“浙江交通”）和广东省交通集团有限公司（以下简称“广东交通”）代表中国较发达地区的高速公路运营水平，湖南省高速公路建设开发总公司（以下简称“湖南高速”）、贵州高速公路集团有限公司（以下简称“贵州高速”）和内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“内蒙古高等级”）代表中西部地区高速公路公司运营水平。

建设任务重、债务负担重

由于中国高速公路网正处于集中建设期，大部分省市高速公路企业都面临较重的建设任务，后续资金需求巨大。加上中国高速公路行业普遍采取的“贷款修路，收费还贷”模式，使得行业

表 1 存续期内高速公路发债企业 2014 年主要经营情况（单位：家、亿元、%）

主体信用级别	主体数量	总资产	营业收入	通行费收入	利润总额	营业利润率	资产负债率	全部债务	全部债务资本化比率
AAA	18	1605.72	165.07	88.80	23.97	38.87	62.90	841.54	56.14
AA ⁺	32	770.69	50.74	32.49	5.46	34.93	61.93	429.44	55.11
AA	26	149.70	12.09	5.20	2.47	34.88	54.23	64.34	47.12
AA-	5	124.62	3.36	3.19	0.49	76.10	72.84	79.30	66.53
A ⁺	1	62.54	1.41	0.00	1.38	32.57	24.22	9.10	16.11
行业平均值	82 (合计数)	709.06	60.09	34.02	8.22	38.26	59.91	377.66	53.02

注：上表中各指标系根据各类级别发债企业算数平均值计算而得。

资料来源：联合资信整理

表 2 具有代表性的几个高速公路公司基本情况一览（单位：%、亿元）

公司名称	主体评级	营运高速公路里程 / 全省高速公路里程	通行费收入	资产总额
浙江省交通投资集团有限公司	AAA/ 稳定	66.00	216.02	1700.34
广东省交通集团有限公司	AAA/ 稳定	67.00	198.21	2870.20
湖南省高速公路建设开发总公司	AAA/ 稳定	67.63	72.66	3387.04
贵州高速公路集团有限公司	AA+/ 稳定	70.79	74.14	2372.49
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	AA+/ 稳定	44.06	52.73	955.42

注：表中数据为 2014 年底数据。

资料来源：根据债券信息网公开发行披露材料整理

表 3 高速公路公司建设任务情况列表（单位：%）

公司名称	在建项目规模（公里）	在建项目总投资额（亿元）	所需后续资金投入（亿元）	近三年资产负债率			近三年全部债务资本化比率		
				2012	2013	2014	2012	2013	2014
浙江交通	322.07	357.43	225.49	71.85	70.78	73.30	66.42	64.82	64.83
广东交通	-	1404.66	725.81	70.42	69.43	71.90	67.53	66.84	70.62
湖南高速	732.73	737.20	360.30	74.87	73.38	73.15	74.02	72.20	72.35
贵州高速	1299.65	1323.54	447.36	73.32	74.86	73.37	70.68	73.08	71.67
内蒙古高等级	176.28	91.53	57.19	76.63	79.53	79.93	73.49	77.28	76.34

注：上表中在建项目总投资和所需后续资金投入为 2015 年 3 月底数据。

资料来源：根据债券信息网公开发布披露材料整理

整体债务负担较重。从所选企业过去三年的债务水平看，资产负债率和全部债务资本化比率均处于较高水平，其中，内蒙古高等级债务负担最重，湖南高速、贵州高速和广东交通全部债务资本化比率均在 70% 以上；广东交通在建项目总投资 1404.66 亿元，后续资金投入需求量 725.81 亿元。

营业利润率较高，但财务费用对营业利润的侵蚀作用明显

高速公路行业营业收入主要来自车辆通行费收入，成本主要包括公路资产折旧、公路维修及养护、财务费用等。2012~2014 年，由于新增运营里程等原因，浙江交通、广东交通和贵州高速营业收入增幅较快，受经济增长放缓、需求降低等因素影响，湖南高速、内蒙古高等级营业收入增长较慢或出现负增长。在财务费用控制方面，湖南高速由于加强了资金使用效率，其财务费用有所下降，其他企业财务费用则均呈现增长趋势，其中贵州高速和内蒙古高等级受建成通车高速公路项目较多，使得财务费用增长较快。

从利润水平看，高速公路行业营业利润率整体保持在较高水平，其中湖南高速营业利润率高达 43.46%。但另一方面，财务费用在总成本中所占比重较大，对营业利润形成较大的侵蚀作用。有的高速公路公司部分项目建设所产生的利息支出可以通过政府财政补贴等形式得到一定程度的补偿，但整体而言，财务费用仍是公司的重要支出项目之一。

经营性现金净流量状况好，投资现金支出较大

高速公路行业经营性净现金流状况一般都较好，主要原因有：①高速公路行业公路资产折旧在成本中占比较高，该部分不需付现；②高速公路行业通行费收入大多都是现金收入，应收账款较少；③高速公路公司的股东多是各省交通厅，政府对其支持力度较大。政府支持方式一般包括税收优惠和税收返还、资本金注入、项目建设资金拨付等，上述支持成为高速公路企业现金流入的重要组成部分。

从所选取的几个样本来看，经营性现金净流

表 4 2014 年高速公路公司盈利水平对比（单位：亿元、%）

公司名称	营业收入	其中：通行费收入	财务费用	营业利润	2012-2014 年营业收入增长率	2012-2014 年财务费用增长率	2012-2014 年营业利润增长率	营业利润率
浙江交通	302.54	216.02	40.14	36.27	15.38	2.59	76.08	18.89
广东交通	370.35	198.21	52.23	39.98	11.43	3.83	15.58	30.71
湖南高速	92.45	72.66	20.91	8.51	1.25	-2.51	-8.03	43.46
贵州高速	91.13	74.14	38.65	-10.97	32.17	18.85	--	31.98
内蒙古高等级	59.89	52.73	28.79	-8.78	-2.49	20.55	--	40.40

资料来源：根据债券信息网公开发布披露材料整理

表 5 2014 年所选取的高速公路公司现金流量情况（单位：亿元）

公司名称	经营性现金流入量	经营性现金净流量	投资性现金流出	投资性现金净流量	筹资性现金净流量
浙江交通	504.23	181.09	133.37	-104.69	-18.18
广东交通	401.27	157.43	484.16	-456.33	347.63
湖南高速	111.21	50.31	278.61	-274.02	238.27
贵州高速	126.24	47.76	383.00	-359.63	260.26
内蒙古高等级	69.38	35.44	43.06	-43.05	-31.78

注：根据债券信息网公开发行人披露材料整理

量全部为正，其中浙江交通和广东交通由于其车辆通行量大，通行费收入高，经营性现金净流量分别为 181.09 亿元和 157.43 亿元。但另一方面，由于高速公路公司建设任务重，投资支出大，投资性现金净流量一般表现较大负值，高速公路公司对外融资需求较大。

三、行业展望

2013 年 6 月，国家发改委正式印发《国家公路网规划（2013-2030 年）》，今后十几年，中国将投入 4.7 万亿元，到 2030 年建成总规模 40.1 万公里的国家公路网，其中，国家高速公路将由 8.5 万公里增加到 11.8 万公里，增加 3.3 万公里；规划远期展望线 1.8 万公里，位于西部地广人稀地区。

目前中国仍处于工业化快速发展的阶段，公路行业处于高投入建设期的阶段，公路行业的发展还需要大规模投资来推动，根据交通部投资计划，全国公路建设投资将优先考虑国家高速公路网、国家区域发展战略确定的交通基础设施、特大城市圈、大中城市群交通基础设施以及省际“断头路”方面的建设。根据交通运输部修订的国家高速公路网规划，未来的投资重点向中西部地区和老少边穷地区倾斜，尤其是西部地区将继续是拉动公路投资的主要动力。未来较长一段时间内，作为各省市高速公路建设主体的高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务。同时各省市将继续引导和鼓励民营、社会资本和外资

进入交通运输基础设施建设领域，规范民营和社会资本投资项目管理。

2015 年 7 月，交通运输部发布《收费公路管理条例》（修订征求意见稿），意见稿对收费期限做出调整，明确政府还贷高速公路期限满后可继续收费（在债务偿清后可按照满足基本养护、管理支出需求和保障通行效率原则重新核定收费标准继续收费），若该修订征求意见稿付诸实施，收费期限的调整将有利于缓解高速公路投资运营公司日益增大的财务压力，对地方政府的偿债能力形成支撑。

总体看，未来中国高速公路建设发展空间较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。同时，联合资信也关注到：受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司将出现分化，地方经济发达、高速公路网络运营成熟的东部省份高速公路运营企业（如广东交通、浙江交通），所辖高速公路资产优良、通行量大且保持较快增长，其通行费收入规模大、盈利能力良好；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业（如贵州高速、内蒙古高等级），受通行量小、高速公路需求降低、债务负担保持高位运行等因素影响，通行费收入规模小、营业利润亏损，面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。

评级表现

Rating Performances

2016 年第一季度短期融资券市场和利差研究报告

文 / 联合资信评估有限公司 林青 张婷婷 刘艳

一、短融发行市场环境

(一) 托底政策效果显现，经济出现回暖迹象

本季度，我国在适度扩大总需求的同时，大力推进供给侧结构性改革，经济运行稳中向好因素增多。具体来看，本季度，消费增速整体较为平稳，地产去库存等利好政策带动投资增长加快，出口逐月回稳向好，一季度 GDP 增速为 6.7%，经济运行开局良好。同时，3 月，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.3%，表明消费者物价水平温和上涨；工业生产者出厂价格指数（PPI）同比跌幅（-4.3%）进一步收窄，环比（0.5%）两年来首次出现正增长，预示大宗商品价格上涨带动工业效益反弹，显示经济出现回暖的迹象；制造业采购经理指数（PMI）为 50.2%，时隔 8 个月首次回到 50% 荣枯线以上，显示工业运行状况有好转趋势。整体来看，我国经济出现企稳迹象。

(二) 央行多管齐下，保障流动性适度宽松

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，央行从 3 月 1 日起全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。在公开市场操作方面，央行在春节前后增加逆回购次数，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。此外，央行在 2016 年 1 月通过给出 1 个月 SLF 基准利率完善利率走廊上限，在市场利率触及上限时及时提供流动性；从 1 月 29 日起扩容 SLO 的质押品范围和参与机构范围，完善货币市场短期流动性风险防范措施体系。在春节现金需求上升、金融机构上缴税收、外汇占款下降、票据诈骗、季末宏观审慎评估体系（MPA）等因素影响下，本季度资金面波动性有所加大，但在央行各项措施的促进下，银行间市场流动性整体保持适度宽松的状态。

(三) “分层管理”体系落地，超短融发行全面放开，推动短融和超短融发行

2016 年 2 月，中国银行间市场交易商协会发布了新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》，该规程主要包括两方面内

容：对非金融企业公开发行债务融资工具实行“分层分类”管理和全面放开超短融发行。“分层分类”是按照主体分层、产品分类的思路，根据主体资质、信息披露成熟程度、合规性等指标，将债券发行人分为第一类企业、第二类企业进行管理。第一类企业可就公开发行超短期融资券、短期融资券、中期票据等品种编制同一注册文件，进行统一注册，并在注册有效期内自主发行，对每种产品的发行规模、发行期限根据企业当时的融资需求灵活确定。这一举措可有效提升债务融资工具的注册效率，发行人可自主择机发行的融资方式也更加灵活，对短融和超短融的发行有一定的促进作用。全面放开超短融发行是指取消了对超短融发行 AA 评级、三年累计发行次数及金额等条件的门槛限制，这一举措将有助于信用等级较低的企业采用发行超短融的方式融资，推动超短融放量增长。

（四）加速银行间债市开放，增加短融和超短融的配置需求

2016 年 2 月 24 日，央行发布公告称，在中华人民共和国境外依法注册成立的各类金融机构及其依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者，均可投资银行间债券市场，并且没有额度限制。同时，对境外机构投资者的投资行为实施宏观审慎管理，符合条件的境外机构投资者通过银行间市场结算代理人完成备案、开户等手续后，即可成为银行间债券市场的参与者。这一政策的实施将进一步推动银行间债券市场对外开放，引入更多符合条件的境外机构投资者投资于银行间债券市场，有利于增加

短融和超短融的配置需求，或将从需求端促进短融和超短融发行。

（五）债市违约频发，违约常态化趋势明显

本季度，债券市场违约事件频发，其中“15 雨润 CP001”、“15 亚邦 CP001”、“15 宏达 CP001”等短融相继暴露违约风险，债券市场违约债券呈现向短期债券蔓延迹象。另外，本季度公募债券市场出现了首例地方国企东北特钢发行债券违约事件，地方国企的风险也逐渐开始暴露。在去产能、去杠杆加速的背景下，钢铁、煤炭等产能过剩行业风险暴露加速，违约将逐渐步入常态化。

二、短融¹发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 488 家企业累计发行短融（含超短融）²769 期，发行规模为 9758.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年四季度平稳增长，增幅分别为 10.41%、17.94% 和 10.19%，较上年同期增幅均在 45% 以上，增幅显著。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）2302 期，存续短融（含超短融）金额达 27358.80 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券³ 存量总规模的 18.23%。

（一）短融发行情况分析

本季度，共有 225 家企业累计发行短融 238 期，发行规模为 2152.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年四季度略有减小，但较上

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

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

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

年同期增幅均在 14% 以上，同比增幅较大的原因可能有，2015 年以来多次降息和降准使企业融资成本下降、监管层对于城投类企业发债条件放松带动其短融发行量大幅增长等。从单笔发行规模来看，本季度短融的平均单笔发行规模为 9.05 亿元，环比和同比分别增长 0.38% 和 6.05%。

本季度，城投类企业⁴所发短融的期数和规模分别为 70 期和 513.30 亿元，发行期数和发行规模环比变动不大，但同比增幅均超 80%，同比增幅显著主要是受到城投企业融资政策放松影响。平均单笔发行规模环比和同比均有小幅上升。城投类企业所发短融的期数和规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 29.41% 和 23.84%，与上年四季度基本持平，较上年同期占比均增加 10 个百分点左右。

（二）超短融发行情况分析

本季度，共有 306 家企业累计发行超短融 531 期，发行规模为 7605.10 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 15% 以上，

同比增幅更为显著，分别为 92.45%、123.11% 和 62.78%，超短融发行量增幅较大主要原因有，超短融发行主体多次扩容、超短融具备发行便利和信息披露简洁的特点、企业融资成本下降和城投企业发债放松管制等。本季度，超短融的平均单笔发行规模为 14.32 亿元，环比和同比降幅均超 10%，这一方面可能是由于利率下行预期导致发行人倾向于采取滚动发行的模式减少融资成本，另一方面也可能是由于新增超短融发行主体规模较小导致其融资需求相对有限。

本季度，城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模分别为 100 期和 962.50 亿元，环比分别增长 26.58% 和 37.40%，同比分别增长 203.03% 和 137.95%，增幅明显，主要是受到城投企业发债政策放松的影响。城投类企业发行期数和发行规模在总发行期数和发行规模的占比分别为 18.83% 和 12.66%，发行期数和发行规模占比环比变化不大，同比均上升 4 个百分点以上。

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 64.78%。

表 1 2016 年一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	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	608	808	860	1072	1105	238	14.98	-5.18
发行家数 (家)	453	614	663	782	799	225	14.21	-0.44
发行规模 (亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	2152.90	21.99	-4.82
平均单笔发行规模 (亿元)	12.30	10.10	9.68	9.81	8.58	9.05	6.05	0.38

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 2 2016 年一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	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	20	125	216	443	1430	531	123.11	32.42
发行家数 (家)	6	48	66.00	141	412	306	92.45	24.39
发行规模 (亿元)	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	22944.30	7605.10	62.78	15.34
平均单笔发行规模 (亿元)	72.00	46.58	34.88	24.82	16.04	14.32	-27.04	-12.90

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁴ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

（三）证券公司短融发行情况分析

本季度共有 14 家证券公司累计发行短融 19 期，发行规模为 270.60 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比和同比均有较大幅度下降，可能是受到股市走势低迷，券商融资需求下降影响。平均单笔发行规模为 14.24 亿元，环比略有增长，同比有所下降。

本季度，证券公司短融的发行期限仍主要为 3 个月；发行利率方式均为固定利率；北京和上海地区证券公司短融的发行优势仍然较为明显，广东省证券公司短融的发行量则出现较大下滑。

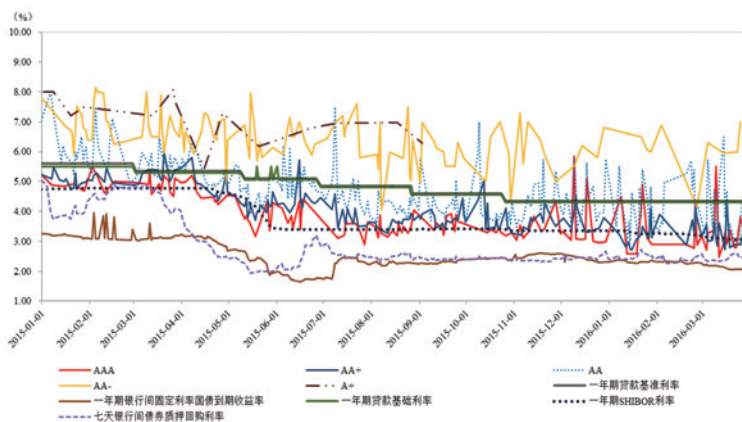
三、短融利率分析

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，央行灵活运用多种货币政策工具，通过降准、公开市场操作、SLO、SLF、MLF 等措施保障了银行间市场资金面的适度宽松，利率整体呈现波动下行趋势。具体来看，一年期贷款基准利率经过 2015 年 5 次降息，由 5.60% 下调至 4.35%，本季度维持在 4.35% 的水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率延续了 2015 年的下行趋势，本季度的平均水平较上年四季度（2.46%）和上年同期（3.19%）分别下降 0.22 和 0.95 个百分点。

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下降趋势大致相同，但受到违约事件频发以及季末宏观审慎评估体系考核导致流动性趋紧等因素影响，本季度一年期短融的发行利率波动较大，且 3 月末略有上升。本季度一年期短融的平均发行利率为

图 1 2016 年一季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图



注：剔除有担保和发行期限在 1 年以下的短融。

资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

3.79%，仍然低于一年期贷款基准利率，且较上年四季度（4.05%）和上年同期（5.88%）的平均水平进一步下降。

如图 1 所示，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）利率波动走势比较相似。除了 AAA 和 AA+ 级主体发行利率重叠较多以外，各级别主体所发短融利率均有明显的区分度。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。与上年同期相比，本季度无 A+ 级主体发行短融。

从发行期数来看，本季度各信用等级主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA 级 ~AA 级，

其中 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上升至 47.06%，发行优势明显；AA 级（含）以上主体所发短融期数在总发行期数的占比环比和同比均有所升高，短融发行期数向 AA 级（含）以上级别集中趋势进一步凸显。

从发行规模来看，本季度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在发行总规模中的占比升至 98.41%。其中，AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但占比(40.04%)环比和同比均略有下降，AA+ 级和 AA 级主体所发短融的规模相差不大，AA 级(含)以上主体所发短融规模分布更为均匀。

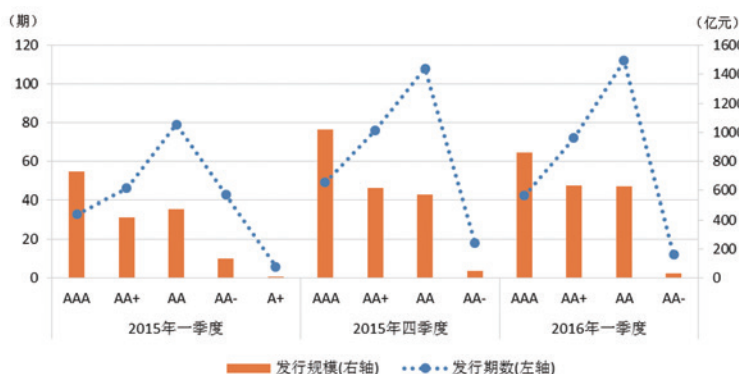
整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显，且高等级主体所发短融规模更趋均匀。

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（94.12%）较为稳定，其中 10~20 亿元规模短融的发行期数环比和同比均有所增长，占比环比和同比也均呈现小幅上升。

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 30.89% 和 30.70%，占比环比变化不大，同比均有较大幅度上升。1~5 亿元规模的超短融发行期数环比和同比增幅均最大，分别为 42.61% 和 209.43%。超短融发行规模呈现向小

图 2 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

规模集中趋势。

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，本季度国有企业仍是短融发行的主要企业类型，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（78.80% 和 87.33%）较为稳定；民营企业在短融发行期数和发行规模上仍保持第二位；外商独资、中外合资企业、集体企业和其他类企业所发短融的期数和规模仍然较少。

七、短融发行主体行业分布分析⁵

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本季度，金属、非金属与采矿，交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料以及电力行业主体所发短融的期数和规模均位居前四位。其中，金属、非金属与采矿行业的发行期数和发行规模增幅均较大，在发行期数上（70 期）超过交通基础设施行业位居首位；石油、天然气与

⁵ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准，以下同。

供消费用燃料行业在发行规模上（1313.50 亿元）仍然蝉联第一；另外，多元金融服务和贸易公司与工业品经销行业主体所发短融的发行期数和发行规模环比和同比增幅显著。

八、短融发行主体地区分布分析

短融发行主体的所在地区方面，本季度，江苏、北京、浙江、山东地区的企业所发短融的期数和规模均位列前四位。其中，江苏地区的企业所发短融的发行期数（40 期）增长明显，位居首位；北京地区凭借大型国有企业集中的优势，企业所发短融的发行规模（499.50 亿元）仍保持明显领先地位。从超短融发行的地区分布来看，本季度，超短融发行量较多的地区包括北京、江苏、山东、广东、福建、浙江和上海，其中排名首位的北京地区的企业所发超短融的发行优势有所降低；河北、新疆、内蒙古等地区的超短融发行量环比和同比均有明显增长。整体来看，超短融发行地区分布更趋均衡。

九、短融新增发行主体分析

本季度共有 59 家企业首次发行短融 63 期，合计发行规模为 407.80 亿元，新增主体家数及其所发短融的期数和规模同比增幅均在 60% 以上，环比均有所减少；新增主体家数、发行期数和发行规模分别占发行短融企业总家数、总发行期数和总发行规模的 26.22%、26.47% 和 18.94%，占比较上年同期显著上升，较上年四季度有小幅下降。本季度新增短融发行主体行业分布较广泛，排名前三位的行业依次为建筑与工程、多元金融服务以及交通基础设施行业。

本季度共有 56 家企业首次发行超短融共计 80 期，发行规模为 917.00 亿元，新增企业家数

环比和同比均有所减少，发行期数和发行规模同比有所减少，环比则均有所增加。新增企业数、发行期数和发行规模分别占发行超短融企业总家数、总发行期数和总发行规模的 18.24%、15.01% 和 11.53%，占比较上年同期下降明显，与上年第四季度相比，除发行规模占比略有上升外，发行家数和发行期数占比均有所下降。

新增短融和超短融的发行主体信用等级仍然主要分布在 AA+ 级和 AA 级，且均以国有企业为主，其中超短融新增主体中民营企业占比（27.50%）呈持续上升趋势。

十、短融承销情况分析

本季度，共有 35 家主承销商实际参与承销短融（含超短融，以下同），占承销商总家数（135 家）的 25.93%，短融承销商数量环比增加 1 家，同比增加 5 家。本季度共有 356 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（46.29%）环比和同比变动不大。

按承销期数统计⁶，本季度建设银行以承销 83.5 期位居首位，兴业银行、中国银行、浦发银行和工商银行分别位列第二至第五位。本季度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 44.86%，占比与上年四季度和上年同期基本持平。

按承销规模统计，本季度建设银行以承销 1082.00 亿元位居市场首位，工商银行、中信银行、中国银行和兴业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（46.37%）环比和同比均小幅下降。

本季度发行规模超过 50（含）亿元的短融共 22 期，合计发行规模达 1480.00 亿元，分别占总发行期数和总发行规模的 2.86% 和 15.17%，期数和规模占比环比和同比均有所下降。本季度，发行规模超过 50（含）亿元的短融仍主要采用

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

联合承销的方式发行，承销期数排名前五位的承销商依次为工商银行、建设银行、国家开发银行、农业银行和交通银行，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63.64%和65.20%，占比较上年四季度和上年同期均有所下降，短融大额承销的集中度有所下降。

十一、短融利差分析

本季度，剔除7期发行期限在1年内的、7期有担保的以及截至报告日仍无交易的短融2期（截至4月6日之前）后，短融样本共计222期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述222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。

短融发行利差和交易利差⁷除2015年二季度受多起债券违约影响和年末流动性趋紧略有扩大外，2015年以来整体上呈波动下行态势。2016年第一季度央行通过降准及公开市场操作等手段保持了市场资金面的适度宽松，但受到“13山水MTN1”、“15亚邦CP001”、“11天威MTN1”等多起债券违约事件的影响，导致投资者对AA级和AA-级短融的风险溢价要求有所提升。其中AAA级和AA+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虽低于上年同期水平，但较上季度则有所扩大。

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，主体信用等级越低，平均发行利率、利差

表3 2016年一季度各级别发行主体所发短融对应的利差I、利差II情况

主体级别	利差I 均值 (BP)			利差II 均值 (BP)		
	2015Q1	2015Q4	2016Q1	2015Q1	2015Q4	2016Q1
AAA	178.83	107.42	99.85	186.74	112.87	105.04
AA+	204.30	118.84	107.94	208.18	126.35	115.51
AA	274.77	177.53	185.30	277.70	187.04	193.85
AA-	395.42	346.43	366.90	400.53	352.57	374.20
A+	446.86	N/A	N/A	448.55	N/A	N/A

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表4 2016年一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I			利差II		
				均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
AAA	41	2.48~5.50	3.19	99.85	N/A	71.11	105.04	N/A	71.40
AA+	67	2.70~7.39	3.29	107.94	8.09	69.48	115.51	10.47	64.06
AA	104	2.80~8.00	4.07	185.30	77.36	64.76	193.85	78.34	61.90
AA-	10	4.20~7.00	5.89	366.90	181.60	26.17	374.20	180.35	25.39

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁷ 发行利差（利差I）为短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，反映在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。交易利差（利差II）为短融上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

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- 级的级差较大，表明投资者对于 AA- 级主体要求的风险溢价较高；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，这可能是本季度暴露的信用风险事件中波及信用等级较高的多家国企，同时 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，导致投资者对高信用等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⁸，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，其余各等级之间的利差 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。

十二、未来走势预测

从宏观经济层面来看，在我国经济处于“新常态”的背景下，二季度，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，推动营改增等财税管理体系建设等。预计二季度房地产市场回暖和基建投资加速所带来的投资需求回升将继续拉动经济增长，我国经济或将企稳回升，GDP 增速可能在 6.8% 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。此外，美元加息的推迟缓解了人民币贬值和资本外流压力，有助于稳定资金面。预计二季度银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

从债券市场看，第一，新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》推出“分层分类”管理，放开超短融发行，这些政策将有助于推动短融和超短融的发行，超短融对短融的替代作用也可能更加凸显。第二，2016 年 4 月，协和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，成为国内市场首单非金融企业绿色债券，交易商协会也在研究完善绿色债务融资工具业务指引，未来绿色短期融资券有望发行。第三，我国债券市场开放程度不断加大，“熊猫债”的高速发展和对境外机构投资银行间债市的放开有助于从需求端和发行端同时推动短融的发行。第四，2016 年 2 月 16 日，中国人民银行等八部委⁹发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，意见要求加大工业企业直接融资的支持力度，支持其发行公司信用类债券用于调整债务结构，扩大公司信用类债券发行规模，该政策或可促进工业企业短融的发行。第五，本季度债券市场发生多起短融违约事件，投资者对短融的态度可能更加谨慎，导致市场对不景气行业和低等级发行主体所发短融的风险溢价有所提高，抑制了其短融的发行。

整体来看，二季度积极的财政政策将进一步落地，货币政策将保持稳健，资金面将合理充裕，超短融对短融的替代作用可能进一步显现。此外，短融发行主体信用等级分布一直向较高信用等级集中，但超短融主体评级门槛的取消有利于短融（含超短融）市场发行主体的多元化发展。

⁸ 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。

⁹ 中国人民银行、发改委、工信部、财政部、商务部、银监会、证监会、保监会

2015 年中国债券市场违约率与信用等级迁移报告

文 / 联合资信评估有限公司 聂 逆 王 柠 张婷婷

一、违约率统计分析

（一）公募市场债券违约率上升，出现国有企业债券违约

1. 公募市场债券违约率统计

2015 年，我国债券市场违约事件密集发生，出现了国企、央企背景的债券违约，公募市场共有 9 只债券发生债券违约，2015 年我国公募市场债券违约率为 0.10%¹。

2. 公募市场发行人主体违约率统计

根据发行人主体违约定义²，2015 年我国公募市场共有 16 家债券发行人发生主体违约。“12 湘鄂债”发行人中科云网科技集团股份有限公司、“12 中富 01”发行人珠海中富实业股份有限公司和“12 圣达债”发行人四川圣达集团有限公司未能如期足额支付债券本息，构成发行人主体违约。“11 天威 MTN2”发行人保定天威保变电气股份有限公司、“10 英利 MTN1”发

行人保定天威英利新能源有限公司和“12 二重集 MTN1”发行人中国第二重型机械集团公司及其子公司二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（“08 二重债”发行人）受到所处行业产能过剩、市场萎缩的影响，未能按期足额支付利息或 / 和本金，构成发行人主体违约，其中“11 天威 MTN2”利息未付开启了中国首例国企债券违约。“10 中钢债”发行人中国中钢股份有限公司未能按期支付债券利息，先后三次延长了回售期，“15 山水 SCP001”发行人山东山水水泥集团有限公司受到股权纷争影响到了融资能力³致其无法按期足额支付债券本息，均构成了发行人主体违约。此外，还有 6 家中小企业集合票据和集合票据的联合发行人宣告无法兑付债券本息，由担保方代偿，构成发行人主体违约（详见表 1）。

基于上述判定结果的统计显示，2015 年我国公募债券市场发行人主体违约率为 0.37%。其中，AA+ 级、AA- 级和 A+ 级违约率分别为 0.17%、0.52% 和 1.47%，BBB 级、BBB- 级和 BB 级违约率分别为 4.11%、4.08% 和 6.67%，B- 级和 CC

¹ 债券统计样本为当年年初存续且具有债项信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据以及资产支持证券，不包含私募债券；债券违约率 = 当年发生违约的债券期数 / 期初债券期数。

² 发行人主体违约定义参见《2012 年我国债券市场违约率统计分析报告》。

³ 中国山水水泥集团有限公司（山水水泥）2008 年 7 月在香港联交所上市，山东山水水泥集团有限公司（山东山水）是山水水泥在境内的主要运营实体。2015 年 4 月，天瑞集团股份有限公司（天瑞集团）成为山水水泥的第一大股东，大股东变更的事实触发了境外美元票据的提前偿还，造成山水水泥资金链十分紧张。山水水泥股权纷争引发了各金融机构对山东山水前景的顾虑，导致其外部融资困难。

表 1 2015 年我国公募市场违约发行人主体信息表

发行人名称	企业性质	所属行业	年初主体级别	年末主体级别	所发债券简称	债券类型	债券到期日	判定违约原因
江苏中显集团有限公司	民营	机械制造	BBB-	CC	14 扬州中小债	中小企业集合债券	2020-06-17 (回售日 2017-06-17)	发行人未按时支付债券利息
中科云网科技股份有限公司	民企	餐饮业	BB	C	12 湘鄂债	公司债	2017-04-05 (回售日 2015-04-05)	发行人未按时兑付债券利息
保定天威集团有限公司	央企	电器机械及器材制造业	BBB	C	11 天威 MTN2	一般中期票据	2016-04-21	发行人未按时兑付债券利息
沈阳铭辰汽车有限公司	民营	车辆生产	BBB	CCC	13 沈阳 SMECN1	集合票据	2015-2-4	发行人宣告无法兑付债券本息、由担保方代偿
珠海中富实业股份有限公司	外资	塑料制造业	A+	CC	12 中富 01	公司债	2015-05-28	发行人未按时支付债券本息
中国第二重型机械集团公司	央企	专用设备制造业	B-	CC	12 二重集 MTN1	一般中期票据	2017-09-26	发行人无法按期支付利息，债券由国机集团受让
二重集团（德阳）重型装备股份有限公司	央企	专用设备制造业	CC	C	08 二重债	一般企业债	2015-10-14 (回售日 2013-10-13)	发行人无法按期支付本金和利息，债券由国机集团受让
保定天威英利新能源有限公司	公众	专用设备制造业	AA-	C	10 英利 MTN1	一般中期票据	2015-10-13 (回售日 2013-10-13)	发行人未能按时支付债券本息
中国中钢股份有限公司	央企	黑色金属冶炼和压延加工业	AA-	CC	10 中钢债	一般企业债	2017-10-20 (回售日 2015-10-20)	发行人宣布延期支付债券利息
山东山水水泥集团有限公司	外资	水泥制造业	AA+	CC	15 山水 SCP001	超级短期融资券	2015-11-12	股权争夺致发行人短期流动性紧张，未能按时支付债券本息
江苏绿陵润发化工有限公司	民营	复合肥行业	BBB	BB+	12 宿迁 SMECN1	集合票据	2015-12-04	停产，由担保方代偿
四川圣达集团有限公司	民营	石油加工、炼焦和核燃料加工业	AA-	C	12 圣达债	一般企业债	2018-12-05 (回售日 2015-12-05)	发行人未按期付息及回售本金
浙江华欣新材料股份有限公司	民营	聚酯和化纤	BBB-	C	12 杭州 SMECNII001	集合票据	2015-12-25	发行人未按期将应付本息存入偿债账户，由担保方代偿
河南三力炭素制品有限公司	民营	炭素	-	-	12 新乡 SMECN II 001	集合票据	2015-12-27	发行人无法按期偿还本息，由担保方代偿
淮安华尔润化工有限公司	民营	纯碱及氯化铵	-	-	12 淮安 SMECN II 001	集合票据	2015-12-28	发行人无法按期偿还本息，由担保方代偿
淮安嘉诚高新化工股份有限公司	民营	精细化工	-	-				

资料来源：联合资信整理

级违约率分别为 33.33% 和 25.00%，各级别违约率基本随着级别的降低而呈递增趋势（详见表 2）。

与前两年相比，2015 年，我国公募市场债券发行人主体违约数量和违约率相较前两年均有

所上升，投资级别中出现 AA+~A+ 级主体违约，BBB- 级违约率进一步升高，违约率涉及的等级范围较以往有所增大。

表 2 2013-2015 年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

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

注：1. 发行人统计样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，表中发行人主体级别为当年年初级别；发行人具有双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次。2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 期初发行人家数。

资料来源：联合资信整理

(二) 中小企业私募债券市场信用风险不减，多只私募债发生债券违约

1. 中小企业私募债券违约率统计

“12 东飞债”、“12 蓝博债”、“12 蒙恒达”、“12 致富债”和“13 大宏债”5 只债券的发行人无法兑付债券本金和 / 或利息，相关担保方均未履行担保代偿责任，导致债券违约。根据我们的统计，2015 年我国中小企业私募债券违约率为 0.73%⁴。

2. 中小企业私募债发行主体违约率统计

2015 年，我国私募市场上共有 5 家债券发

行人发生主体违约，2015 年我国中小企业私募债券市场发行人主体违约率为 0.94%。

总体来看，2015 年，违约风险事件多发生在电器机械、专用设备制造、建筑工程等同质化、产能过剩严重、强周期性行业，还涉及纺织皮革、制鞋业、餐饮等竞争激烈的行业。违约发行人主体级别从早期的中小企业（发行集合票据）到 AA+ 级企业，债券市场的违约风险正在向高等级债券扩展。在企业性质上，2015 年发生违约或暴露风险的企业已经从民营企业扩大至中央国有企业、城投类企业和上市公司，风险企业性质呈多元化。在债券类型上，2015 年以来违约

⁴ 2015 年中小企业私募债券市场有 4 只债券违约，5 家发行人主体违约，年初存续 686 只债券，发行人 530 家。

券种扩大至超短期融资券、中期票据和企业债券，违约债券种类进一步扩大。发生违约的原因方面，违约事件绝大部分是在经济下行压力下所处行业不景气所致，其中光伏行业是产能过剩较为严重的新能源产业之一，如2015年违约的“10 英利 MTN1”和“11 天威 MTN2”的发行人均曾是光伏行业的领先企业。再有对于很多附有担保的债券，当发行人无力偿还债务本息时，担保方也未能履行担保代偿责任从而导致债券的违约，如“12 蒙恒达”的发行人恒达公路无力兑付债券本息时，担保人东胜城投因资金紧张迟迟不能履行代偿责任，另外多只私募债券担保方也未履行代偿责任。

二、信用等级迁移分析⁵

1. 银行间债券市场信用等级调整情况

发行人主体信用等级调升趋势较为明显，且评级变动性增大

2015 年我国银行间债券市场上共有 409 家发行人主体信用等级发生调整，其中信用等级被调升的有 320 家，调升率为 8.24%，较 2014 年和 2013 年分别上升 2.06 个百分点和 1.02 个百分

点，调升率上升较为明显；信用等级被调降的有 89 家，调降率为 2.29%，调降率也均高于 2014 年和 2013 年水平（分别高出 0.83 个百分点和 0.29 个百分点）。整体来看，2015 年发行人主体信用等级呈现较为明显的调升趋势，且评级变动性增大。

从等级调整企业类型来看，2015 年发行人主体信用等级被调升的企业主要为国有企业，占比为 65.94%；主体信用等级被调降的则多为民营企业，占比为 53.93%，其次为国有企业，占比为 34.83%。从等级调整企业所属行业来看，本年度调升企业中有一半以上分布在政策支持力度较大的基建类行业（如建筑工程、交通基础设施和房地产管理与开发）和需求稳定的金融服务业（如商业银行和多元金融服务行业），而调降企业主要集中在石油、天然气和供销费用材料，机械，食品，化工以及金属、非金属与采矿业等周期性强、产能过剩、重资产行业。

评级展望呈调降态势，整体调整数量仍然较少

2015 年我国银行间债券市场上信用评级展望被调升的发行人有 43 家（由负面调整为稳定或正面的有 25 家，由稳定调整为正面的有 18 家），72 家发行人主体信用评级展望被调降（由稳定

表 3 2013-2015 年我国银行间债券市场发行人主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
年初样本（家）	3047	3559	3885	3047	3559	3885	3047	3559	3885
调升数量（家）	220	220	320	13	38	43	233	258	363
调降数量（家）	61	52	89	57	55	72	118	107	161
调升率（%）	7.22	6.18	8.24	0.43	1.07	1.11	7.65	7.25	9.34
调降率（%）	2.00	1.46	2.29	1.87	1.55	1.85	3.87	3.01	4.14

注：1. 评级展望调升调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；2. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；3. 调升率或调降率 = 年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与年初样本数量的比。资料来源：联合资信整理

⁵ 发行人统计样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，发行人具有双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次。

调整为负面的有 70 家，由正面调整为稳定的有 2 家），评级展望调升率和调降率分别为 1.11% 和 1.85%，调升率近两年来温和上升，调降率较 2014 年有所上升但与 2013 年基本持平。整体来看，2015 年发行人主体信用评级展望仍呈调降态势。与信用等级调整相比，2015 年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然相对较少，信用级别调整仍然是评级机构对受评对象信用状况的变化进行评价和揭示的主要方式。

2. 信用等级迁移矩阵

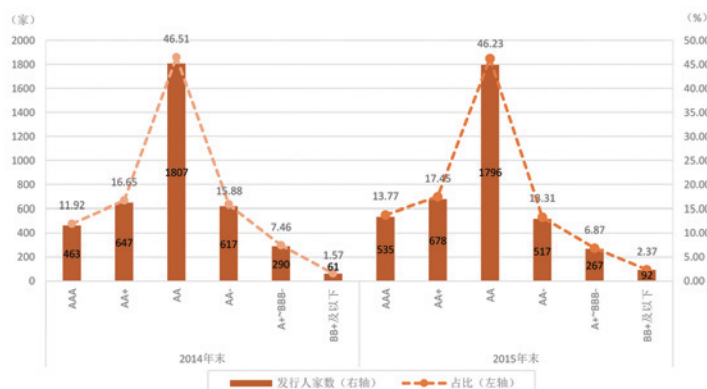
(1) 一年期迁移矩阵

信用等级分布进一步分化，信用等级稳定性基本上随信用等级的升高而增强

2015 年，我国银行间债券市场发行人主体信用等级分布变化不大，信用等级仍主要集中在投资级（BBB- 级及以上级别），投机级主体数量占比为 2.37%，占比在近两年来呈上升趋势。投资级别中，AA- 级及以上级别发行人在评级总家数中的占比仍在 90% 以上，其中，AA 级和 AA- 级的占比有所下降，AAA 级和 AA+ 级的占比进一步升高。

从各级别稳定性来看，在样本数量较多的 A+ 级及以上级别中，本年度 AAA 级和 AA 级仍然保持较好的稳定性，AA+ 级的迁移率为 13.88%，迁移率较上年上升 5.58 个百分点，稳定性有所下降；AA- 级和 A+ 级的迁移率均超过 25%，稳定性仍然较差；除 AA+ 级外，其他信用等级的稳定性均随信用等级的升高而增强。从迁移方向看，样本数量较多的 A+ 级及以上级别

图 1 2014 年 -2015 年我国公募市场债券发行人主体信用等级分布图



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

均表现出明显的调升趋势。从迁移范围看，A+ 级及以上级别中，AA+ 级、AA 级、AA- 级和 A+ 级的部分发行人的级别迁移幅度较大，迁移范围超过 5 个子级。此外，本年度有 31 家发行人主体信用等级由投资级被下调到投机级，较上年增加了 16 家；与 2014 年有 1 家发行人主体信用等级由投机级被上调到投资级不同的是，本年度无发行人主体信用等级由投机级被上调到投资级。

总体来看，2015 年随着宏观经济下行压力的加大，投机级别发行人主体数量占比进一步上升，同时受政策支持以及经营状况良好的较高级别发行人主体信用等级持续向上迁移，发行人主体信用等级进一步分化。此外，信用等级的稳定性基本上随信用等级的升高而增强。

大跨度评级调降数量大幅增加，评级准确性和稳定性仍需加强

2015 年银行间债券市场共有 27 家发行人主体信用等级出现大跨度评级调整⁶，反映出上述 27 家发行人的信用状况发生了重大变化，信用风险大幅上升，同时也反映出上述发行人主体信用评级的准确性和稳定性较差，评级调整活动不及时、不连续。总体看，本年度发生大跨度评级调整的发行人数较 2014 年增加 16 家，增幅明显。

⁶ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人主体信用等级在统计期内调整大于或等于 3 个子级。

表 4 2015 年我国银行间债券市场发行人主体信用等级一年期迁移矩阵（单位：%）

期初\期末	样本数 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	395	99.75	-	0.25	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	562	12.81	86.12	0.71	0.18	-	-	-	-	-	-	0.18
AA	1546	-	7.05	91.66	0.78	0.19	0.06	-	-	0.06	-	0.19
AA-	496	-	-	21.77	74.40	2.02	0.60	-	0.20	0.20	-	0.81
A+	53	-	-	-	24.53	69.81	-	1.89	-	1.89	-	1.89
A	18	-	-	-	-	11.11	83.33	-	-	-	-	5.56
A-	19	-	-	-	-	-	-	89.47	-	-	-	10.53
BBB+	23	-	-	-	-	-	4.35	-	82.61	4.35	-	8.70
BBB	40	-	-	-	-	-	-	-	2.50	70.00	7.50	20.00
BBB-	29	-	-	-	-	-	-	-	-	3.45	65.52	31.03
BB+ 及以下	40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 由超过一家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被计数多次，以下同；3. 该迁移矩阵反应的为评级行业整体迁移情况，不能完全反应各家评级机构的具体迁移情况，以下同。

资料来源：联合资信整理

表 5 2013~2015 年我国银行间债券市场发行人主体信用等级三年期迁移矩阵（单位：%）

期初\期末	样本数 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	276	98.55	0.73	0.72	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	354	26.55	70.06	1.98	0.56	-	-	-	-	-	-	0.85
AA	782	1.15	18.67	76.98	1.66	0.51	0.26	-	-	-	-	0.77
AA-	374	-	3.48	48.40	44.92	2.14	-	-	-	0.53	-	0.53
A+	36	-	-	16.67	47.22	33.33	-	-	2.78	-	-	-
A	12	-	-	8.33	33.33	25.00	33.33	-	-	-	-	-
A-	11	-	-	-	-	9.09	-	63.64	-	-	-	27.27
BBB+	16	-	-	-	-	-	6.25	12.50	62.50	6.25	-	12.50
BBB	32	-	-	-	-	-	-	-	6.25	53.12	12.50	28.12
BBB-	16	-	-	-	-	-	-	-	-	6.25	62.50	31.25
BB+ 及以下	19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源：联合资信整理

（2）三年期迁移矩阵

从发行人主体信用等级三年期迁移矩阵来看，样本量较多的 A+ 级及以上级别样本中，AAA 级的迁移率很低（1.45%），稳定性很高；AA+ 级和 AA 级的迁移率分别为 29.94% 和 23.02%，稳定性相对不足；AA- 级和 A+ 级的迁移率较高，分别为 55.08% 和 66.67%，稳定性较差。从迁移方向看，信用等级在 A+ 级及以上的发行人主体呈现明显的上调趋势。从迁移范围看，

A+ 级及以上样本中，除 AAA 级外，其他各信用等级的迁移范围均在 5 个子级或以上，迁移范围较宽，有 10 家 AA+ 级、AA 级和 AA- 级发行人主体被大跨度调整至投机级。

整体来看，近三年来，发行人主体信用等级呈现出明显的调升态势，在中国宏观经济下行之际，发行人主体信用等级持续出现逆周期调整现象，值得关注。此外，虽然整体上较高信用等级的稳定性明显高于较低等级，但随着市场信用风

险的不断暴露，投资级别大跨度评级调整现象逐渐增加，评级准确性和稳定性面临考验。评级机构在信用政策制定上应更加谨慎。

三、信用风险展望

目前中国经济仍然面临着较大的下行压力，国内总需求不足，产能过剩的问题依旧严峻。2015年以来，我国债券市场违约事件密集发生，违约数量已呈现增长的态势，当前信用基本面仍

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

2015 年交易所债券市场研究报告

文 / 联合信用评级有限公司 何苗苗

一、公司债新政实施后，发行效率提升，部分行业发债门槛降低，市场扩容明显

2015年1月《公司债券发行与交易管理办法》（简称“公司债新政”）施行以来，证监会等各监管部门陆续出台了多项配套文件，对公司债券的预审核、发行上市及相关披露规则进行了较为详细的规范。

一级市场方面，公司债发行主体扩容，私募债实行事后备案制。新的发行规则将发行人范围从上市公司扩容到全部公司制法人，将公司债分为面向公众投资者公开发行的公募债券和面向合格投资者公开发行的私募债券，存续期间可交易范围也有相应限制，同时简化了上市流程。非公开发行的公司债券实行发行事后5日内备案

制度，非公开发行公司债券纳入质押式协议回购范围。

二级市场方面，交易所债券市场投资者实行适当性管理制度，债券交易流动性有所调整。沪深交易所将债券市场投资者分为合格投资者和公众投资者，两类投资者可参与发行、交易的债券品种不同。中国证券登记结算有限公司（简称“中证登”）推出了债券质押式协议回购的相关交易业务规范，沪深交易所相继发布了质押式协议回购交易的暂行办法以及相关指引。2015年11月，中证登进一步完善了债券质押回购精细化动态调整风险管理机制，对部分回购质押债券的标准券折算率予以动态调整。

受监管层政策放宽利好拉动，2015年交易所债券市场共发行信用类债券¹2145期，较上年增长232.04%；总发行规模达到19797.61亿元，

¹ 普通公司债指公募公司债（含大公募和小公募）；信用类债券包括普通公司债、私募债、证券公司债、可转债、可交换债和资产支持证券。

表 1 2015 年交易所债券产品发行情况统计

种类	汇总数据	2014 年	2015 年	同比变化 (%)
汇总	规模 (亿元)	4575.63	19797.61	332.68
	总期数	646	2145.00	232.04
普通公司债	规模 (亿元)	770.00	5250.99	581.95
	总期数	80	320	300.00
	主体家数	76	248	226.32
	平均单笔发行规模 (亿元)	9.63	16.41	70.40
证券公司债	规模 (亿元)	2497.05	7549.20	202.32
	总期数	106	237	123.58
	主体家数	44	69	56.82
	平均单笔发行规模 (亿元)	23.56	31.85	35.20
可转债	规模 (亿元)	320.99	98.00	-69.47
	总期数	13	3	-76.92
	主体家数	13	3	-76.92
	平均单笔发行规模 (亿元)	24.69	32.67	32.31
私募债	规模 (亿元)	685.82	4840.96	605.86
	总期数	502	541	7.77
	主体家数	337	417	23.74
	平均单笔发行规模 (亿元)	1.37	8.95	553.15
可交换债	规模 (亿元)	59.76	159.03	166.11
	总期数	5	15	200.00
	主体家数	5	15	200.00
	平均单笔发行规模 (亿元)	11.95	10.60	-11.28
资产支持证券	规模 (亿元)	395.83	1899.43	379.86
	总期数	129	1029	697.67
	原始权益人家数	22	153	595.45
	平均单笔发行规模 (亿元)	3.07	1.85	-39.87

注：本表统计口径为证监会核准的债券产品，未包含跨市场发行的债券产品。
数据来源：巨潮资讯网、wind 资讯

较上年增长 332.68%（如表 1）。除可转债外，其他各类品种的发行期数和规模均呈现较快增长。其中，私募债的发行规模增长幅度最快，普通公司债（大公募和小公募）次之，资产证券化产品居于第三。产品类型上，2015 年交易所债券市场发行的产品中多了并购重组私募债，但产品大类并未改变。

从实际操作层面看，目前交易所债券市场呈现一些新特征，反映在如下方面：

（1）两类非上市企业发债意愿踊跃，但中小企业实际发行仍有难度。公司债新规实施后，

非上市公司发行门槛降低，原来融资渠道受限的类平台和房地产企业成为发行的主力军，合计占到总发行人的六成左右。但考虑到新市场培育前期的稳健要求，监管机构对于发行人资质仍有一定控制，主体评级低于 AA- 的私募债发行人依旧很少。

（2）由于符合标准的公司债券可在中证登进行质押融资放大杠杆而获得流动性，发行利率更具优势，高等级公司债发行利率在 2015 年下半年优势明显。2015 年 9 月份，高评级公司债收益率和相同期限国债收益率的利差创 2009 年 8 月以来的新低，大部分来自于地产企业（如万科、绿地、上海世茂）。

（3）场外发行规模扩容较快，场外私募债发行对场内市场有所分流。公司债新政放开了全国中小

企业股份转让系统为发行场所，同时部分发行人也选择在区域性的股权交易市场进行债券融资，一定程度上分流了场内市场的私募债发行。以可交换私募债为例，2015 年在股转系统发行的私募可交换债达到近 40 亿元，占总可交换债发行规模的 20%。

（4）违约事件增多，信用风险进一步加剧。在宏观经济增速放缓的背景下，部分强周期行业及中小企业业绩下滑，我国债券市场信用主体风险分化加剧。2015 年，国内债券市场共有 21 只债券出现实质性本金或利息违约；交易所债券市

场陆续有 10 只公司债或私募债爆发了信用风险事件，7 只发生实质性违约。在宏观经济未显著改善的大背景下，未来违约风险仍将继续深化。

二、普通公司债券发行和评级分析

受政策推动的利好，2015 年普通公司债发行规模较上年大幅增长。2015 年，交易所债券市场共有 248 家企业发行普通公司债券 320 期，发行规模 5250.99 亿元，发行期数和金额分别较上年同期上升了 300% 和 581.95%，增长速度明显。其中，共有 122 家非上市企业发行了 164 期公募公司债产品，分别占总发行家数和期数的 66% 和 51%。随着监管机构对房地产行业融资的放开，房地产企业发行人数量显著增加，全年共有 106 家房企发行了普通公司债，占总发行人家数的 43%。

从发行人级别分布情况来看，发行人主体级别分布在 A+~AAA 之间，级别跨度分布与上年保持一致。其中，AA 级的企业有 130 家，占比达到了 52.42%，份额占比依旧最大，较上年提升 1.10 个百分点，主要来自于电力、电子、房地产、化工、纺织等行业；AA+ 主体级别家数为 66 家，份额占比为 26.61%，是占比第二大的级别，主要分布在基础设施、运输、水务、房地产、煤炭等行业。从级别分布变化情况看，2015 年 AAA

级别的发行人家数较上年提升了 290%，占比较上年增加了 2.57 个百分点，是增加较快的级次；而 AA+ 级别的发行人数量较上年增长了 340%，占比较上年上升了 6.88 个百分点，是上升最快的级次。总体看，2015 年中高级别发行人（AA 及以上）的占比较上年增加较快，主要系 AA+ 发行人增加较多所致。

从房地产企业主体级别分布情况看，76 家房地产企业主体级别分布在 AA（占比 72%），AA+ 级别企业为 19 家（占比 18%），AAA 家级别为 10 家（占比 9%），AA- 级别为 1 家（占比 1%），中高级别的发行人占主要比例。

从债项级别分布情况看，普通公司债产品中，除 14 中弘债、15 辉煌 01、15 宝信债和 15 丰汇 01 等四只债项信用级别为 AA- 外，其他债项信用级别均在 AA 级以上。2015 年合计发行的 320 期普通公司债产品中，AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 45.94%），但较上年下降 1.56 个百分点；AA+ 级的债项级别占比次之（期数占比为 27.50%），较上年提升 5.00 个百分点；AAA 级的债项级别占比第三，较上年提升 0.31 个百分点。AA+ 以上的高信用级别产品占比较上年有所提升，由 2014 年的 47.50% 上升至 52.81%，主要来自于 AA+ 级及以上债券发行期数的增长。

2015 年发行的 320 期普通公司债中，有 54 期提供了担保，占比为 16.88%，有增信措施的

表 2 2015 年普通公司债主体级别分布及变化情况

级别	2014 年		2015 年		变化	
	主体家数 (家)	占比 (%)	主体家数 (家)	占比 (%)	家数变化 (%)	占比变化 (百分点)
AAA	10	13.16	39	15.73	290.00	2.57
AA+	15	19.74	66	26.61	340.00	6.88
AA	39	51.32	130	52.42	233.33	1.10
AA-	10	13.16	12	4.84	20.00	-8.32
A+	2	2.63	1	0.40	-50.00	-2.23
合计	76	100.00	248	100.00	226.32	-

注：15 东网债发行人东方网力科技股份有限公司主体级别为 A+。

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯

表 3 2015 年普通公司债债项级别分布及变化情况

级别	2014 年		2015 年		变化	
	期数	占比 (%)	期数	占比 (%)	期数变化 (%)	占比变化 (百分点)
AAA	20	25.00	81	25.31	305.00	0.31
AA+	18	22.50	88	27.50	388.89	5.00
AA	38	47.50	147	45.94	286.84	-1.56
AA-	4	5.00	4	1.25	0.00	-3.75
A+	0	0.00	0	0.00	--	0.00
合计	80	100.00	320	100.00	300.00	--

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯

债券占比较上年大幅下降 25.62 个百分点。债券增信措施较为单一，绝大部分来自于第三方信用担保，主要由发行人控股股东或实际控制人提供担保；小部分由专业担保公司提供担保。从担保增级效果上看，在提供担保的 54 期普通公司债中，实现信用增级的达到 35 期，占比达到一半以上。

2015 年发行的普通公司债产品期限分布较上年更为分散，但仍以 3 年期、5 年期为主。以发行数量最多的 200 期 3 年期公司债券作为样本，从其发行利率情况来看，AAA 级产品发行利率全年整体呈现逐月下降趋势；AA+ 级产品的发行利率呈现上半年利率高位波动，6~8 月份后利率出现下调，在 9 月份达到低点后又重新上行；AA 级公司债产品的发行利率全年呈现利率高位波动之势。值得注意的是，AA 债项级别的发行利率在 9 月份显著高于其他级别，其利率走势与

其他级别呈现相反状态，反映投资者对此期间发行的该类债券产品风险预期相对较高。

在利差统计来看，从 2015 年公开发行的 3 年公司债券情况看，所有级别的利率均值、利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大，其中 AAA~AA+ 的级差为 76.47 个基点，AA+~AA 的级差为 90.28 个基点，级差呈逐步扩大之势。从 2015 年发行的 5 年公司债券情况看，AAA 级利差均值和标准差水平较其他级别最低，利差均值随着级别的降低逐渐扩大。从 3 年期和 5 年期的利差对比情况看，3 年期的 AAA 级别利差均值略大于 5 年期，5 年期的级差差异相较 3 年期相对较大；3 年期的 AA 级别利差均值大于 5 年期，5 年期的级差差异略小于 3 年期。形成上述情况的差异可能来自于两方面：（1）投资者对 3 年期的 AAA 级别的认可度相对不高。从样本实际情况看，造成上述 AAA 利差异动的情况均

表 4 2015 年部分普通公司债券的发行利率和利差分析统计情况

期限	债项信用等级	样本数(个)	利率 (%)		利差 (基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3 年	AAA	33	3.30~5.38	3.96	108.94	N/A	43.03	0.39
	AA+	52	3.38~6.80	4.73	185.41	76.47	83.64	0.45
	AA	115	3.93~8.5	5.60	275.69	90.28	107.58	0.39
5 年	AAA	21	3.50~6.98	4.11	108.78	N/A	49.97	0.46
	AA+	32	3.76~7.50	4.73	166.22	57.44	85.15	0.51
	AA	18	4.30~6.88	5.52	252.94	86.72	70.41	0.28

注：1. 利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；2. 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“3+2”，则期限为 3 年；3. 级差为本信用等级发行利率均值减去比该信用等级高一个级别的发行利率均值；4. N/A 表示不适用；5. 本表仅列出发行期限为 3 年、5 年的公司债券，其他期限的公司债券由于样本量过小，故未列出。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯

来自于主体级别较低而担保后增级到 AAA 的债券（如 15 正奇债、14 京银债、14 粤运 01、14 粤运 02、15 甘电债、15 中房债等）；（2）发行的时间窗口因素，众多的 3 年期 AAA 产品中 6 月份以后发行，而在此时间 AA+ 与 AA 发行利率相对较为接近，AAA 与 AA+ 发行利率相应拉高了利差水平。

通过对 2015 年度 3 年期、5 年期不同信用等级公司债的发行利差进行显著性检验（设定显著性水平为 5%），3 年期的信用等级之间的利差差异通过了显著性检验（ $F=46.62 > F_{0.05} = F_{crit} = 2.81$ ），且 AAA、AA+ 与 AA 三组间显著性差异相近；5 年期的信用等级之间的利差差异也通过了显著性检验（ $F=35.40 > F_{0.05} = F_{crit} = 2.81$ ），且 AAA、AA+ 与 AA 三组间显著性差异也相近。由以上分析可知，信用等级显著影响利差水平，且不同信用等级之间的利差存在显著差异。

三、2015 年度公司债发行人评级调整分析

2015 年初，交易所债券市场存续的公司债发行人²共计 403 家，信用级别合计变动 64 次，占发行人总数的 15.88%，调整频率远高于上年全年水平。其中，信用级别上调 45 次，信用级别下调 19 次，上调次数远高于下调次数；评级

展望上调次数为 16 次，下调次数为 8 次，展望上调次数近年来首次多于下调。评级调整多在跟踪评级结果密集发布的 4~6 月份，不定期跟踪频率较上年显著降低。从评级和展望上调的原因来看，增发、业务重组及业绩改善是主要原因，增发及业务重组外部因素占比更大；级别及展望下调的原因主要来自于业绩下滑，偿债风险加大。从产品类型看，存续期内的可转债产品较少，且无级别调整；公司债和证券公司债的级别调升均高于级别调降，证券公司级别和展望同时调降的情况相对较少，仅民族证券一家。

主体评级调整方面，如下表 6 所示，2015 年发行人级别调整分布区间较为分散，但主要调整级别分布在 AA+~AA- 之间，其中 AA 的调整次数最多，达到 24 次。从 AA 级别的调整情况看，级别调升有 16 次，其中 9 次来自于证券公司的调整；级别调降有 8 次，主要来自于化工、服装及有色等周期性行业；AA 级别的调整主要是 1 个级别的调整，但也出现了 AA 下调至 A+（煤气化）、AA 调整到 B（*ST 舜船）的跨级别调整。AA+ 的级别调整为 1 个级别的调整，上调次数为 10 次，下调次数为 3 次，上调主要来自于航空、交通及综合类大型国有企业的调升，下调来自于皖江物流、山煤国际、民族证券。AA- 的调整次数为 16 次，上调 12 次，下调 4 次，以上调为主，主要来自于房地产、交通等行业。

2015 年跨级别调整明显增多，跨级别调降主

表 5 2015 年公司债发行人主体评级调整情况

项目	样本数 (个)	级别提升 (次)	级别调降 (次)	展望调升 (次)	展望调降 (次)	级别和展望 同时调升	级别和展望 同时调降
公司债	362	31	18	15	8	1	3
可转债	2	0	0	0	0	0	0
证券公司债	39	14	1	1	0	0	1
合计	403	45	19	16	8	1	4

注：1. 级别出现多次调整的，按最终调整结果计算 1 次；2. 此表中级别和展望同时发生变化的单独列示；3. 不包括年内新发债券和债券在年内到期的发行主体的级别统计。

数据来源：巨潮资讯网、wind 资讯

² 种类包括普通公司债、可转债、证券公司债，不含中小企业私募债。

要来自于 AA 及以下级别的发行人，主要来自于 12 舜天债（由 AA 经 3 次下调至 B），10 煤气债（由 AA 下调至 A+），12 中富 01（由 A+ 经 2 次调整至 CC），银债暂停（由 A 经 2 次调降至 BBB+），12 湘鄂债（由 BB 调整至 CC）；跨级别调升主要来自于 12 华包债、10 中科债、11 华锐债 3 家发行人。其中，跨级别调升的原因主要来自于业绩改善（如中国高科，华锐风电），调降的原因主要源自企业财务状况严重恶化，部分已出现实质违约（如 *ST 云网，*ST 中富）。

从各机构调整情况看，除东方金诚³和远东资信因业务份额较少无调整信息外，其他各家机构均出现评级调整情况。其中，鹏元调整达到 10 次（上调 3 次，下调 7 次）；联合评级调整达到 20 次（上调 12 次，下调 8 次）；中诚信证券调整达到 17 次（上调 16 次，下调 1 次）；新世纪调整 11 次（上调 10 次，下调 1 次）；大公调整达到 6 次（上调 4 次，下调 2 次）。从上述统计情况看，鹏元和联合评级调降比例远高于其他机构，中诚信证券调升比例远高于其他机构，这与上述机构的评级客户群分布有关。

四、私募公司债发行大幅增长，主体及债项级别有所扩展，中高级别发行人占主要比例

随着 2015 年公司债新规的发布，面向特定投资者非公开发行的公司债发行实现了跨越式发展。全年共有 417 家企业在交易所债券市场发行了私募公司债，共计发行了 541 期，发行规模 4840.96 亿元，发行规模较上年呈现大幅增长。其中，有债项评级信息披露的债券有 147 期。

从评级信息披露的发行人级别分布情况来看，随着发行人范围的扩展，主体级别跨度与上年相比有所扩大，级别分布在 BB~AAA 之间，AA+ 及以下的主体级别扩展较多，但主体级别占比仍以 AA 级为主（占比接近六成）。债项级别方面，债项级别分布在 AA~AAA，级别分布较上年同样也有所扩展，其中 AA- 级别有 7 期，AA 级别为 88 期，AA+ 级别有 39 期，AAA 级别有 13 期，也以 AA 为主。

从利率及利差分布情况看，私募公司债的发行利率和利差显著高于同级别普通公司债的发行

表 6 2015 年发行人主体信用等级调整情况

级别	合计	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BB-	B	CC
AAA	1			1									
AA+	13	10		3									
AA	24		16		6	1						1	
AA-	16			12		3					1		
A+	4			1	1		1						1
A	2				1				1				
A-	0												
BBB+	0												
BBB	3						1		2				
BB	1												1

数据来源：巨潮资讯网、wind 资讯

³ 联合信用评级有限公司简称“联合评级”、中诚信证券评估有限公司简称“中诚信证券”、大公国际资信评估有限公司简称“大公”、上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪”、鹏元资信评估有限公司简称“鹏元”、东方金诚国际信用评估有限公司简称“东方金诚”、上海远东资信评估有限公司简称“远东资信”。

利率及利差。但从各级别利差比较看，各期限的利差随级别的下降而有所增长。从期限间的利差变化看，对应级别的利差随期限的延长而呈现增长趋势。上述情况表明，有评级信息的私募公司债与普通公司债在利差表现上趋势相似，利差一定程度上能够反映评级内涵。

五、证券公司债发行规模超越去年，次级债发行占比最大

在证券市场向好的大背景下，受业务规模扩张带来的融资杠杆需求加大，2015年我国交易所债券市场共有69家证券公司发行了237期公司债券，其中次级债154期（占比64.99%），短期公司债41期（占比17.29%），普通公司债42期（占比17.72%），总发行规模达到7549.20亿元，较上年增长了202.32%。产品结构中普通公司债和短期公司债占比较上年提高较快，次级债占比虽有所下降但仍处于最高占比，间接反映了证券公司的资本补充需求。

从发行人级别分布情况来看，在有评级信息披露的63家企业中，主体级别分布在AA~AAA之间，其中AAA级别21家，AA+级别25家，AA级别15家，AA-级别2家。AAA级别占比较上年下降较快，AA级别占比较上年上升较快，反映出随着证券公司债试点范围的放开，中小证券公司发行人逐步增加，信用中枢有所下沉。

从债项级别分布情况看，次级债债项级别分布在A+~AAA之间，级别分布较上年有所扩展，AAA级别占比有所提升，在有评级信息披露的62期次级债产品中，AA+级别达到了30期（占比48%），占比最大；普通公司债债项级别分布在AA~AAA之间，其中AAA级别达到了23期（占比55%），占比最大；短期公司债各家机构债券评级符号标识不一，在有评级信息披露的21期中，除14西部D3债项级别为AA外，其他债项级别均为AAA或A-1。

六、可转债发行萎缩，发行规模较上年大幅下降

受股市震荡及其他融资渠道替代的影响，2015年可转换公司债券发行期数较上年大幅减少，全年共有3家企业发行3期可转换公司债，发行规模仅为98亿元。除蓝标转债是年底发行外，其余2期均于大盘市场行情较好的2015年上半年发行。其中，电气转债主体级别为AAA，债项级别与主体级别保持一致；航信转债主体级别为AA+，由于有第三方担保增信措施的存在，债项级别为AAA；蓝标转债主体级别为AA，债项级别与主体级别保持一致。

七、资产证券化产品发行规模大幅增长，产品创新明显

在监管机构大力鼓励、产品发行转为备案制的大背景下，资产支持证券发行规模较上年大幅增长。2015年共有68家券商或资管企业作为计划管理人推出1029期资产证券化产品，整体发行规模达到1899.43亿元，较上年增长了379.86%。

上述资产证券化产品的基础资产主要来自于债权（融资租赁租金请求权、应收账款回收权和贷款债权）、收益权（高速公路收费权、供热供水收费权、公交经营收费权）等，其中融资租赁债权和贷款债权在发行期数中占比超过六成，这与当前融资租赁企业和小贷公司融资渠道单一、融资需求加大相关。值得注意的是，由南方资本作为管理人的国内首单真实出表的资产支持证券“远东宏信（天津）1号资产支持专项计划”实现了基础资产真实出表，对于融资租赁行业具有积极意义。国内首单以保理融资债权为基础资产的项目“摩山保理一期资产支持专项计划”的发行，标志着资产证券化基础资产范围再度扩大，保理资产首次进入基础资产范围。2015年7月初，“博时资本-世茂天成物业资产支持专项计划”

获上交所无异议函，意味着全国首单物业费资产证券化项目正式面世。

基于基础资产的信用状况，上述资产证券化产品普遍通过优先级/次级结构、超额抵押、机构担保、利差账户等增信方式进行信用增级。除次级及次优级产品外，2015年发行的资产支持证券优先级产品的评级仍集中于AA以上。

八、可交换债发行规模较上年大幅增长，但依旧偏小

2015年，交易所债券市场共15家发行人发行了15期可交换债产品，发行规模达到了159.03亿元，较上年增长了近2倍。产品中6期为公开发行，9期为非公开发行。上述可交换债产品均以所持目标上市公司股权作为质押物进行增信，并设置了不同的赎回及回售条款。在有评级信息的5期可交换债产品中，除15天集EB、15九州债获得了AA+的债项评级外，其他的15清控EB、15国盛EB和15新钢EB等3期均获得了AAA的债项评级。

九、2016年交易所债券市场展望

继公司债新规施行后，交易所债券市场改革继续提速，公司债发行效率进一步提升，带动2015年交易所债券市场规模大幅扩张。预计2016年交易所债券市场将呈现如下特征：

(1) 不同券种间的替代效应将明显，公司债的发行量或将呈现平稳增长态势。2015年交易商协会、发改委陆续出台了多项债券发行利好政策，越来越多的发行人将同时满足不同监管部门发行政策的要求，未来不同券种间的替代效应将更加明显。未来公司债一级市场扩容速度可能会放缓，但基于前期的项目累积和基数增加，加之证监会酝酿的短期公司债的出台，公司债市场仍有很大发展空间。其中，非公开发行的公司债

因备案发行制度更为灵活，其发行规模有望超过公开发行的公司债。

(2) 信用风险继续累积，评级机构或将面临挑战。2015年以来爆发的信用风险事件愈加频繁。信用风险由私募债向公募债、小企业向大企业、民营企业向国有企业蔓延的趋势进一步加快。2016年到期的债券规模超过11万亿元，约占2015年年底债券存量的四分之一，较大的偿债压力将继续迎来违约事件的爆发。预计2016年在去产能、去杠杆的加速趋势下，债券违约风险将继续加深，评级机构对违约事件的敏感性和评级调整的及时性将面临挑战。

(3) 债券市场发行和投资主体扩容，国际化发展程度进一步深化。在利好政策的推动下，2016年ABS基础资产类型有望进一步丰富，商业地产有望成为新的大类资产，交易结构创新趋于多元化，预计ABS发行量仍将快速增长。同时，随着“一带一路”战略逐步落实以及人民币国际化进程的不断推进，熊猫债市场也将迎来发展新契机。

(4) 证券公司融资渠道进一步扩大，证券公司债券融资预计继续大幅增长。目前证监会已经将短期公司债试点扩大到所有证券公司，允许其通过沪深交易所、机构间私募产品报价与服务系统等交易场所发行与转让证券公司短期公司债券，同时允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务。证券公司发行债券是交易所债券扩容的主导力量，随着政策的放宽，2016年证券公司发行债券规模将继续大幅增长。

综上所述，展望2016年，货币政策的资金面仍将保持宽松，随着改革进程的加速和创新产品的不断推出，交易所债券市场容量将持续扩大。在中央“供给侧改革”持续深入的大背景下，我国经济结构调整将进一步深化，交易所债券市场信用风险或将加速释放。随着人民币入篮SDR后，债券市场的国际化进程也将加快，新产品新服务将进一步提升评级业务需求，未来评级机构机遇与挑战将并存。

评级方法

Rating Methodologies

联合资信主权信用评级方法

文 / 联合资信评估有限公司

一、主权信用评级的基本含义

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）认为，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联合资信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。对于主权发行的本、外币债券和票据，如果主权政府未能在到期日按规定偿付债务或者发生了债务重组等损害债权人利益的行为，则我们认定发生主权违约。如果主权政府未能按规定偿付公有部门、官方债权人或国际金融组织的债务以及未能履行

担保义务并不构成违约，但这些信息会被作为政治或财政危机以及缺乏偿付意愿的信号纳入评级考量。

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。一般而言，主权实体的绝大部分收入都是以本币形式获取的，且在境内资本市场的融资能力很强；而偿

还外币债务的资金只能从外汇市场购买或者借入，故外币债务偿还能力依赖于境内企业的外汇收入的创造能力、市场参与者兑换货币的意愿和特定情况下政府征收或调拨外币储备的能力。如果主权政府发生了不能足额偿付债务的情形时，主权政府为了维护国家的稳定等因素会优先考虑偿还国内的本币债务。因此，通常情况下，主权本币信用等级不低于主权外币信用等级。



表 1 联合资信主权信用等级设置及含义

等级	级别	含义
投资级	AAAi	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AAi	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	Ai	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBBi	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BBi	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	Bi	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCCi	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CCi	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	Ci	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	Di	已经违约，进入重组或者清算程序。

二、主权信用等级设置及含义

联合资信主权信用评级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。具体等级设置和含义见表 1。

三、主权信用评级方法

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，具体考虑的要素如下：

（一）国家治理

国家治理评价包括国家（地区）概况、政治体制、国家治理能力三个方面。

国家概况包括国家基本情况、自然条件和历史表现三个方面。自然条件主要考量自然资源对国家经济的影响和自然灾害发生频率及对财政造成的负担程度。自然资源丰富有利于经济的发展，相反，自然资源匮乏不利于经济发展，导致主权依赖对外进口。自然灾害发生频率多与地理环境有关，地震、海啸、台风、火山喷发等重大自然灾害发生频繁的话，对主权经济会造成严重影响，

会增加财政负担，扩大主权债务规模。历史表现主要是总结过去经济和政治的表现，以及造成的国际影响和是否发生过主权违约事件。历史经济和政治表现能反映未来的趋势，一个长期繁荣稳定的经济体和一个经常发生经济危机或政治危机的经济体的信用质量有很大不同。在国际上形成影响力的主权国家通常拥有较好的融资渠道，即使遭遇危机也易受到国际金融组织的援助，有助于其度过风险。违约史是考量偿债意愿的重要因素，有过违约记录的主权信用质量通常较低，特别是违约频繁的主权国家。

政治体制是考量政权合法性和稳定性的重要因素，政治体制的适当性和完善程度是国家治理的重要保障。政权的合法性是政权稳定性的有力保障，

表 2 国家治理主要量化指标

主要量化指标	备注
全球治理指数	包括话语权和问责制、政治稳定性、政府效率、监管质量、法规和腐败控制等六项指标，反映主权国家治理水平

而执政主体的稳定性是政权连续性的前提。政权的合法性是指政权是通过宪法产生，并得到绝大多数民众普遍认同。执政主体的稳定性是指执政党或执政者能按期完成执政，并始终贯彻执政目标，无不正当的党派斗争或党内斗争。

国家治理能力主要考量政府的治理能力、号召力、处理突发事件的能力以及维护国家安全的能力。政府治理能力主要从话语权和问责制、政治稳定性、政府效率、监管质量、法规和腐败控制等六方面来评估。号召力是反映政府在民众中的影响力，一个让民众信任的政府通常能得到民众的支持，有利于政策的执行。处理突发事件的能力是政府治理能力的特殊表现，是考量政府在突发的重大自然灾害、特大事故、暴动和军事冲突的解决能力，以保证国家秩序正常运行。国家安全主要是以有无战争、反动活动和民族矛盾来考量社会的稳定性。通常处于战争或面临战争威胁的主权国家会造成军事支出增加，从而增加财政负担，并对经济的稳定发展造成严重影响。存在反动势力或恐怖主义盛行的主权国家的社

会稳定性较差，影响经济秩序的正常运行。民族矛盾激化会导致军事冲突，从而破坏国家的稳定。

(二) 宏观经济政策和表现

宏观经济政策和表现是考量主权政府保证国家经济健康、稳定运行的能力。通过对中长期的经济表现，以及宏观经济政策适当性，考量经济发展的稳定性和预测经济增长。经济政策的适当性和可持续性保障经济平稳、持久发展的重要因素。

经济政策主要包括财政政策、货币政策和汇率政策等国家宏观调控的主要手段。财政政策和货币政策的相宜配合是

保障经济稳定增长的政策手段。我们认为，致力于经济长期可持续发展同时使产出最大化和通胀最小化的货币和财政政策是最为适宜的宏观政策框架。经历低通胀和稳定经济增长的主权通常较经历长期高通胀和强烈经济周期波动的主权具有更高的信用等级。得益于长期恰当宏观经济政策的国家更有可能享有平稳高速的低通胀增长，从而其经济增长水平更高、抵御冲击的能力更强。而长期的经济波动以及脆弱的宏观经济政策容易促使经济和公共财政难以抵御冲击从而导致主权债务偿付的中断。

在很多时候，不得当的汇率政策会导致货币体系崩溃而爆发金融危机，从而发生主权债务危机。因此，稳健的汇率政策是宏观经济平稳发展的重要因素。对于实施汇率管制的主权，由于外币有可能成为主要的价值储藏手段，因此汇率成为经济中关键的参考价格，

表 3 宏观经济政策和表现主要量化指标

主要量化指标	备注
经济增长率	实际 GDP 增长率
经济波动性	实际 GDP 增长率的标准差
物价指数	CPI 年度百分比变化
物价波动性	CPI 年度百分比变化的标准差
失业率	总体失业率、长期失业率及青年人失业率
货币量	M1、M2 和 M3 货币供应变化
利率水平	利率水平及走势
汇率水平	汇率水平及走势

特别是高通胀的经济体通常呈现出高程度的指数化和美元化现象，契约的美元化和指数化限制了货币当局运用货币和汇率政策遏制和管理冲击的能力，也减少了在通胀可控情况下将主权本币债务货币化的余地。因此，我们应尤其关注这些主权的宏观经济政策的一致性和可持续性，以及金融系统的稳健性、国际收支趋势、外汇储备水平等，并进行综合分析。

失业率作为一国失业程度的量化指标，是衡量宏观经济运行状况的重要参考依据。在分析劳动力市场时，长期失业率和青年人失业率是重要的参考。对于长期信用评级来说，我们也关注结构性失业，一个处于长期高失业状态的经济体势必存在结构性问题，不仅会对其财政支出造成负担，更会陷入高失业和低增长的恶性循环。青年人失业率高的经济体，其经济增长停滞或陷入衰退的可能性较大，未来的经济增长有限。

（三）结构特征

结构特征是通过经济结构、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来判断经济增长潜力和经济中存在的主要风险。其中，着重分析经济增长模式、对外依赖程度、经济发展的局限性、金融稳定性以及实体经

济与虚拟经济的匹配程度等。

一个经济结构优化、产业结构合理、金融系统稳健高效、对外贸易自由开放、商业环境优良、劳动力市场弹性较大的经济体，其经济稳定性较强并具有较强的抵御风险的能力。这样的经济体的主权评级通常较那些制度刚性且不能有效吸纳负面冲击的经济体的主权评级要高。在产业门类齐全的情况下，较高的人均收入水平是良好的结构特征的表现。较高的人均收入水平意味着劳动力从事着高附加值的工作，因此其经济实力更强并且能够更好得吸纳负面冲击的影响。同时，较高的人均收入水平也反映了较强的债务承受能力。稳定、高效的金融系统，特别是银行系统，不仅可以有效地调配社会资金，提高经济运转效率，还可以在在一定程度上为政府抵御风险提供资金保障。与此同

时，银行在经济体系中的重要角色也决定了政府和央行会一贯进行干预以避免银行业出现系统性的失效。这些干预通过监管和规制加以实施，往往也采用财务支持的形式，包括将银行债务社会化以确保银行系统的偿付能力。因此，银行系统存在的风险大多最终会转嫁给主权，影响主权信用质量。虽然金融自由化是经济灵活性的重要特征，但我们认为，实体经济基础较强的储蓄型经济体通常比过于依靠虚拟经济的消费型经济体的稳健性强。营商环境良好的经济体通常具有较强的国际竞争力，有利于吸引外资和本土企业的成长。对于发达国家，老龄化的人口结构使其财政支出负担较重，通常拥有较高的主权债务，并且此类债务缩减的可行性较小，同时由于劳动人口比例减小，经济持续增长难度较大。对于

表 4 结构特征主要量化指标

主要量化指标	备注
经济构成	消费、投资和进出口对 GDP 的贡献率
产业构成	一、二、三产业占 GDP 的比重
人口构成	老年人口占总人口的比例
人均 GDP	反映经济发展程度
人类发展指数	反映经济社会发展程度
营商环境指数	反映商业秩序优劣，并与同类国家比较
总储蓄率	储蓄金额与 GDP 的比率，反映国家或地区储蓄情况
银行资本充足率	反映银行资本状况
银行不良贷款率	反映银行资本质量
银行净资产收益率	反映银行盈利状况
国内私人信贷 /GDP	反映银行体系规模和信贷规模

发展中国家，私人部门私有化的程度、工业部门的生产效率、政府研究经费支出水平和营商环境的优劣是其经济增长潜力的重要考量因素。

（四）公共财政

公共财政分析是考量主权本币长期信用的重要部分。其中，主权债务规模是基础要素，主权债务承受度是关键要素。通过分析债务的构成、期限、利率水平、历史和未来趋势等衡量政府的财政负担，并加以比较财政赤字水平、经常性财政收入、税务负担率等，分析评估现有债务偿还能力和未来债务偿还的可行性。

计量主权债务的首选指标为一般政府债务总额/GDP和政府债务净额/GDP。我们认为该指标是最为相关和全面的主权债务计量指标，且其最适用于主权间的比较分析。较高且持续增加的债务负担会恶化主权的偿付能力，但因国家发展程度不同，债务负担的承受度也不同。因此，主权债务存量与主权信用不是一个简单的线性关系。但是，在其他条件相同的情况下，主权债务负担越大，主权信用风险越高。到期债务比重主要体现短期偿付风险，对长期信用评级的影响不大。而利息支付压力对于财政收支的弹性产生较大影响，特

别是长期债务利息支付压力较重会持续增加财政负担，减小财政支出弹性。而主权政府长期维持高债务会对其债务的可持续性造成负面影响。

政府对债务的管理能力是考量债务风险的关键因素。换句话说，合理的债务结构面临的债务风险相对较小，而不合理的债务结构使公共财政难以抵御流动性风险、利率风险及外汇风险。合理的债务结构是指以本币债务、固定利率债务和期限较长的债务为主要特征。拥有较强的债务稳定性和较低的融资成本的主权在债务总量相同的情况下能获得较高的评级。债务的稳定性可以通过经济增长率、利率和汇率的浮动假设对一般政府债务进行敏感性测试，债务总量波动越小，其稳定性越强。另外，债务的持有者对债务风险也有影响。在同等条件下，本国持有者的债务比重越大，债务风险越小。

政府本币债务的偿还能力主要依靠财政收入的增长和再

融资的能力。有效的财政政策可以为持续的经济增长创造有力的环境，从而实现财政收入的持续增长。我们除了考虑财政收支盈余或赤字，还要考虑财政收入和财政支出的弹性，支出项目的效能，以及财政政策的适当性。财政收入的主要来源是税收，宽税基和低税率是健康的税收制度表现，可以提供较大的收入弹性。相反，税收负担较重的政府，其财政收入弹性将受到限制。而有效的支出项目能够提供社会所需的公共服务和支撑经济持续增长的基础设施和教育水平。在财政收入增长有限的情况下，主权政府的再融资能力成为评级的考量因素。一般来说，主权政府的再融资渠道有吸收家庭储蓄、私人部门储蓄和对外融资。家庭和私人部门的负债水平较高的话，主权政府的再融资可行性便较低，而较强的对外融资能力是评级考量的正面因素。国内储蓄率较高的国家比低储蓄国家能够支撑更大

表 5 公共财政主要量化指标

主要量化指标	备注
财政收入总额	反应国家财政规模
财政收入/GDP	反应财政收入水平
财政盈余/GDP	反映主权政府财政收支状况
一般政府债务总额/GDP	反映主权债务规模
一般政府债务净额/GDP	反映主权净债务规模
一般财政收入/一般政府债务总额	反映主权收入对主权债务的保障能力
一般财政收入/一般政府债务净额	反映主权收入对主权净债务的保障能力

的财政失衡和债务负担，因为在低储蓄国家，政府的借贷会迅速耗尽国内储蓄并迫使主权和私有部门外部融资。

（五）外部融资

外部融资是考量主权外币长期信用的重要部分。我们主要分析包括外债规模和结构、对外贸易规模、经常账户收入、对外净资产、外汇储备、银行和货币国际化水平等要素。一般来说，对外开放程度高、出口能力强、外汇储备较高、银行国际化水平较高和货币国际流通性好的主权信用等级较高。

衡量外部债务规模的指标是外债总额和外债净额，包括一般政府外债、中央银行外债、银行外债和企业外债。由于国际货币国家或地区，特别是国际金融中心国家或地区，其银行拥有大量境外存款，导致其银行外债规模较大，而其企业因外部融资能力也较强，国际融资较为普遍，因此对于此类国家或地区主权外债主要参考其一般政府外债和中央银行外债的规模。而对于非国际货币且私人部门国际融资能力不强的主权国家，私人部门需要依靠中央银行换取外汇，因此对于此类国家或地区的主权外债规模应参考包括银行外债和企业外债在内的外债总额和净额。

外债的结构分析主要分为

外债持有者、币种、期限和计息方式等方面。通常情况下，拥有较分散的外债持有者对主权外债的兑付风险造成的影响较小，而外债中外币债务的比重越大，主权面临的汇兑和汇率风险也越大。

由于主权必须获取外汇以偿还外币债务，无论是通过借款、出口商品和服务、甚至对外出售资产，主权的外汇获取能力是外币债务偿还的重要保障，特别是获取基础外汇的能力。

对外贸易是国家或地区获取外汇的主要途径，对外贸易规模是衡量国家或地区外部融资实力的重要参考。

经常账户收入规模反映主权政府获取基础外汇的能力，经常账户盈余或赤字则反映基础外汇积累的可行性。经常账户赤字会导致外债规模扩大或外部资产的消耗，长期较大规模的经常账户赤字反映该国家或地区的基础外汇获取能力不强。

对外资产和对外净资产是

反映主权对外投资状况的指标。如果主权国家的对外资产规模庞大且净资产为正，有助于提升其外债偿还保障能力，反之则将对外债偿还保障能力起到负面影响。

充足的外汇储备能够增强一国的国际清偿能力，有利于应对突发事件，防范金融风险，特别是对于非国际货币国家而言。而拥有开放的外汇市场、实行自由浮动汇率制度的国家通常需要相对较少的外汇储备，特别是国际货币国家。而对于非国际货币国家外汇储备是必要的。因此，分析外汇储备对外债的保障水平时要参考其他因素综合评价。

国际化水平较高的银行拥有较高的外币融资能力和外币资产，可以帮助主权政府对外融资或货币兑换。对于依赖国际资本市场进行财政金融融资的主权及汇率严格管制和经济部分美元化的主权而言，流动性是一个重要的考虑因素。

表 6 外部融资主要量化指标

主要量化指标		备注
外债总额 /GDP		反应国家总体外债规模
外债净额 /GDP		反映国家总体净外债规模
对外进出口总额 /GDP		反应国家对外贸易规模
经常账户余额 /GDP		反映国家经常账户收支状况
对外净资产 /GDP		反映国家资本账户收支状况
对外资产 / 外债总额		反应对外资产对外债偿还的保障能力
经常账户收入 / 外债总额		反映国家出口收入对外债偿还的保障能力
外汇储备 / 外债总额		反映外汇储备对外债总额的偿还保障能力

惠誉机场项目融资评级方法研究

文 / 联合资信评估有限公司 林 青

一、评级对象

惠誉关于机场项目融资的评级方法主要评估机场项目在全球范围内所发的债务，适用对象为全面运营并且具备运营历史、提供商业服务的独立机场和多机场系统¹。同时，该评级方法也适用于具有不同形式所有权、管理方式和法律地位的企业，包括上市公司、私营公司、特殊目的项目公司等。

二、评级含义与等级设置

机场项目融资的评级通常在 AA 级~BB 级间，且多数机场项目的评级为 A 级和 BBB 级。由于机场业务范围在地理上比较集中，易受到法律监管的影响，通常情况下，机场项目的评级不会在 AA 级以上。具体的评级及含义如下表所示。



林青
香港中文大学理学硕士，现为研究部分析师，主要从事债券市场、信用评级研究工作，具有证券从业资格。

表 1 惠誉对机场项目融资评级的等级含义

等级	含义
AA	服务区域庞大，客户需求波动小，收入和债务结构情况较好，信用指标好。
A	服务区域较大或中等规模，客户需求波动不大，收入风险小但债务结构和偿债能力较差，或收入风险中等，但债务结构和信用指标较好。
BBB	服务区域较小，客户需求波动较大，收入风险中等，部分指标较差，部分机场可能服务市场较大但杠杆率较高，财务风险较大。
BB 及以下	服务区域较小，客户需求波动较大，客户集中来自某一行业或者是某种类型的旅行者。收入风险较大，债务结构和信用指标中等。

资料来源：惠誉、联合资信整理

¹ 多机场系统指的是两个或两个以上地理位置邻近的民用机场以一个或多个机场为核心的集聚系统。

三、评级方法

惠誉对机场项目融资的评级主要从四个方面进行分析，分别是项目分析、财务分析、交易对手风险分析和同业分析。

（一）项目分析

项目分析围绕着基础信息、完工风险、运营风险、收入风险和宏观风险五个部分进行。

1. 基础信息

（1）所有权和发起人

不同国家机场的所有权和发起人结构会有所不同，具体包括完全公共所有和获得特许经营权的私人所有等。私人所有制可能造成管理者为追求收益最大化采用激进的资本结构，从而影响机场的信用等级结果，因此评级需关注对机场及股东利益有影响的管理者。

（2）管辖范围和法律方面

对机场的经济监管包含价格制定方面。不同国家的监管在法律强度、机构设置、监管范围和定价框架方面会有所区别。惠誉侧重于评估机场价格制定是由地方政府、独立监管机构还是中央政府来控制的，也会评估机场的哪些行为会受到监管（比如监管只涉及航空活动还是会包含其他商业活动）。不同的定价方法不会对

机场的信用质量造成影响，但定价方法与客户需求的匹配程度是评级关注的方面。对评级结果起到积极作用的因素包括机场价格制定公开透明、价格对市场的预测性较好、定价可以灵活适应机场环境的变化等。

（3）第三方报告的使用和信息质量

第三方机构或机场管理者会发布机场交通和财务可行性报告，提供关于机场目前或历史交通状况、施工计划、资金来源的信息以及交通及收入预测信息。报告中基本假设和条件的严谨程度会被加以评估。

报告质量和预测信息的历史表现等因素决定了对发行人预测报告和第三方报告的使用情况。在缺乏第三方报告的情况下，由机场工作人员做出的合理内部预测在某种程度上可以缓解由缺乏报告所造成的负面影响（前提是过去的预测已被证明是可靠和客观的）。此外，如果发行人预测报告中对未来的假设比较乐观，惠誉可能要求增加假设情况或独立制定内部假设。

2. 完工风险

完工风险主要包含成本超支、项目延期及任何可能对运营和收入产生影响的风险。考虑到安全性问题，机场不能在只完成部分项目的情况下对外

运营，因此项目延期和成本超支是评级关注的重点。其中，项目延期完成可能影响机场从航空公司和商户中收取费用，导致回收资金和需偿还债务的时间错配。对完工风险的评估结果取决于项目的复杂程度、风险缓解措施和用现有收入为项目完成提供资金的可能性等因素。对于较大型基建项目和新开发项目，完工风险对其信用质量影响较大。

机场项目通常包含新建机场项目和改扩建机场项目。对于改扩建机场项目，项目管理者在保持机场平稳运行的同时可能面临诸多社会问题的挑战，比如噪音和环境影响，获得政府性基金和航空公司支持，监督承建商和顾问公司，管理施工物流。因此，项目管理团队的作用至关重要。项目管理团队有在预算内按时完成项目的经验是对评级结果起到积极影响的因素之一。此外，如果项目预算中包含适量的意外开支，施工经理和各承包方职责明确，风险转移措施完善，对项目各方的激励措施有效，完工风险会有所降低。

机场会参与项目的实施过程，而不是在工程完工后进行验收。公有机场往往采用设计-建造-招标的模式，这种模式能够给予管理者更多的项目掌控权，但也可能导致项目延期或成本超支。对于运营阶段的

项目，项目交付方式也是衡量完工风险的重要因素。

3. 运营风险

与其他运输项目相比，机场项目往往面临更复杂的运营风险，主要由于机场不仅需要保障空中与陆地上乘客的安全，还需要遵守一系列的规章制度（比如噪音、安全、环境和客户）。除乘客运输服务外，机场还需提供货物航空运输、零售经营、车辆租赁、专用航空、航空厨房、加油和停车等服务。根据惠誉过往的评级情况，多数机场所提供服务的运营情况有所影响。

以下因素会对信用评级产生积极影响，包括营业利润率高波动性小、过去的基建项目能够按时在预算内完成、短期和长期的维护计划都已制定等。另外，评级还会关注运营风险敏感度，在未来项目容量无法确定的情况下，如果需求预测的错误会对财务状况造成较大影响，该机场的运营风险敏感度较高。

4. 收入风险

机场收入主要由客户需求、航空公司策略和合同条款来决

定的，其中大多数收入取决于客户的需求。

（1）吞吐量风险

机场潜在的乘客交通需求主要分为两类：直达（Original&Destination）和转机（Connection）。直达需求主要受到服务区域的特征、旅游趋势、航空服务、价格、来自其他机场或其他交通方式的竞争等因素影响。转机需求则受到航空公司商业决策和地理优势的综合影响。

直达需求与机场服务区域密切相关，评级关注的服务区域特征包括人口、就业情况、失业率、个人消费、财富水平、建设和住房条件等。此外，服务区域的经济结构也会对直达需求产生影响，经济结构越单一，直达需求的波动性越大。直达需求还与旅游趋势相关，而旅游趋势会受到地区经济状况和票价水平的影响，低成本航空公司的增多证明了直达需求对价格的敏感性，但评级中会关注直达需求水平是否只是短期受到航空公司降价策略的影响，长期效果能否持久。在评估历史直达交通状况时，乘客数量变化和经济及行业变化的关系应当受到关注。信用较好的机场会具有如下特征，当经济下行时机场航空乘客数量稳定，当经济稳健时航空乘客数量稳定增长。由于许多机场

在其服务区域享有垄断或近乎垄断的地位，对于中长途旅行客户，其他交通运输方式（比如高铁）对机场的客户分流风险较小。

转机需求取决于航空公司路线决策和机场地理位置。通常情况下，如果机场转机吞吐量占比较高（比如 60% 或以上），惠誉会将其评定为“差”。机场对于国际或长途转机客户的依赖程度也是评级关注的一个重要因素。若国际转机旅客占比较大，尤其是旅客集中来自同一地区，由全球经济或事件导致的旅游模式变动会对机场的转机需求产生较大影响。

由于货物运输可以减少乘客运输的成本，货物运输也是评级关注的重点。货物运输的夜间模式可以增强飞机场的使用和效率。然而，货物运输的波动性较大，其变动速率往往超过客运运输。因此，机场可能需要通过保险或资金储备来保证财务缓冲，以降低由货物运输引起的收入波动。

（2）价格风险

机场可以将成本转嫁到航空公司，即通过提高航空费用和商业收费来弥补开支和偿还债务。在不同国家和不同机场，这种转嫁机制差别很大。因此，评级会关注机场的费率制定能力。航空费用是保障机场债务偿还能力的一个主要收入来源，

也是机场面临经济下行风险时的首要收入来源。评级过程中会密切关注机场和航空公司间的财务关系。

不同机场收取航空费用的方式有所差异，具体包括：立法规定的收费（大多欧洲大陆国家使用）；价格管制规定的收费（英国受管制机场和南非）；航空公司使用及租赁协议（英国、澳大利亚常见）；基于客流量的收费，如机场离境税，乘客设施费，以及航空客运费。这些协议也可能规定了非航空业务收入的处理方法（比如与航空公司分成来抵消租金和起降费，由机场储存以满足未来资金需求）。

考虑到航空业间的竞争和由航空公司带来的交易对手风险，惠誉会评估机场通过与航空公司签订合同条款能够回收的成本，其中通过合同条款直接回收的成本占比越高，其对评级结果越有利。

（3）价格和吞吐量的综合效应

在对机场收入风险评级时，价格和吞吐量因素均会起到重要作用。在具体的评级过程中，惠誉先分别评估吞吐量和价格风险，再对收入风险进行综合评定。比如，机场吞吐量可能被评为“优”，价格被评为“中”，但吞吐量被认为是决定性的因素，因此最后收入风险的整体

评级为“优”。同样的，吞吐量被评为“差”，价格被评为“优”，最终收入风险被评为“中”。

（4）航空公司分析

在分析航空公司时，惠誉关注其所提供航空服务的数量和质量，主要包括以下因素：每日航班，直飞目的地服务，平均票价，客座率，航空公司的收益率，航空公司类型和数量（传统主线，廉价，地区/通勤和国际），历史和未来的市场份额。惠誉还会通过评估各航空公司的市场份额来判断机场对航空公司的财务集中度和由任一航空公司所引起的风险。航空公司的财务健康状况也会影响机场的收入，机场可以通过增加合作航空公司的数量降低其所带来的风险。

在满足以下某一条件的情况下，机场对某一航空公司的集中度风险可以在一定程度上得到缓解，具体条件包括机场服务区域对航空公司有重要战略意义、航空公司曾投资机场设施、机场位于主要枢纽位置、机场服务区域是航空公司总部或航空公司进行飞行员培训、飞机维修等辅助业务的地方等。此外，评级还会关注如下方面，包括航空公司从机场获得的收益、航空公司减少或完全取消服务对机场财务的潜在影响以及市场条件改变时航空公司能否提供替代性服务。若机场的

营业收入多来自一家航空公司且该航空公司占据优势地位，评级还会考虑该航空公司退出和破产对机场带来的影响及机场的缓解措施。

（5）商业收入

近些年，商业收入已逐渐成为机场收入的重要来源，商业收入来源包含零售经营、停车场、汽车租赁、地面运输等。多样化的收入来源可以为设备维护提供额外现金，增加机场的运营利润率，提高偿债率或降低杠杆率。惠誉会评估每名旅客的历史花费和未来预测花费以及其他商业收入的未来发展。如果商业收入增长率持平或超过乘客增长率，评级结果将受到积极影响。此外，惠誉也会判断提高乘客商业收入的原因是否具有持续性。

机场对商业租户采取的措施有所差别，但许多机场已经采用最低租金的方法来保障经济下行情况下的商业收入，从而降低乘客波动性对机场收入的影响。机场可以将办公场所与宾馆出租给不参与航空活动的第三方以获得商业地产收入，商业地产收入通常不会受到航空交通情况的影响。惠誉会评估由商业地产收入所带来的风险和回报。

（6）淘汰风险和维护需求持续再投资可以保证机场

的设施不间断使用并维持机场对航空公司的吸引力。当评估一个机场时，惠誉将查看机场资本计划中的再投资水平，来判断是否有足够的资金来满足再投资需求。缺乏足够的资金来满足再投资需求可能导致杠杆率随时间有所提升，对评级结果造成负面影响。

合适地点的稀缺和资金及监管的障碍导致机场行业壁垒较高，高效运营的机场面临的淘汰风险有限。但如果技术进步显著提高飞机的燃油效率，受益于航程限制而获得较大吞吐量的机场可能遭受淘汰风险。此外，大型城市的第一代和第二代机场一般会面临被更新更大的机场所替代的风险（通常距离城市中心更远），多数情况下老机场会被转化为低成本机场，极少会被废弃。来自其他交通工具的竞争也会使机场面临淘汰风险，但通常不会导致机场的关闭。

5. 宏观风险

机场的运营及财务表现和机场对航空公司的吸引力都会受到宏观情况的影响。如果宏观问题所带来的影响持续时间较短，评级结果不会受到影响，但如果宏观影响比较持久，其可能导致运营环境变化并带来长期信用压力。宏观风险事件包括国家主权评级变化，航空公司兼并或破产，燃料价格

变化，大规模流行疫情（如 SARS 流感 /H1N1）和战争 / 恐怖主义等。在这样的情况下，惠誉将评估事件对整个机场行业 and 个体信用风险影响的严重程度。宏观风险事件的潜在高发也意味着机场应至少准备相当于几个月营业费用或需偿还债务的流动金。

（二）财务分析

1. 债务结构

与许多其他基础设施类似，机场在总资产市值和盈利能力方面的杠杆率都较高（比如净债务 / EBITDA 或债务 / CFADS）。考虑到机场在公共和私人债务市场发行的债务工具种类较多，惠誉会评估每种票据的个体特征、结构特点和通过融资条款、存款准备金率和杠杆率限制对债权人和贷款人的保护。惠誉也会评估发行的债务与机场整体资本结构是否匹配。

（1）债务特征和条款

风险评估将关注机场的资本结构与运营及财务状况的匹配程度。主要因素包括：债务期限，偿还方式（分期付款还是一次偿还），付款计划优先级（次级对优先级的收益保障），可变利率债务和衍生品协议的使用。与债务期限长、需偿还债务逐渐增加或需一次偿还债

务的机场相比，债务快速摊销、需偿还债务数额逐年下降的机场所面临的债务风险较小。

考虑到机场吞吐量增速缓慢，对于那些杠杆率过高，债务偿还计划逐年增加，期望通过经济增长、额外服务、更大的客户吞吐量、调高或采用新的费率来获得更多收益偿还增长债务的机场，其承担的债务风险较大。资本结构比较激进的机场面临的再融资风险较大，并容易受到交易对手表现的影响，债务风险也较大，但适量的流动资金可以有助于缓解该风险。

（2）保障方案和债权人权利

债务的融资保障方案和关于融资的法律保障是信用评级中的重要因素。惠誉的评估侧重于利率条款、分摊规定、流动资金和流动性需求。在某些情况下，惠誉还会分析贷款人介入权利和与特许经营权有关的条款。在其他条件相同的情况下，如果该项目的保障方案较为完善，惠誉可能会给予更高的评级。

2. 基本情景、评级标准和压力测试分析

（1）基本情景

在评级过程中，惠誉会评估机场在经济周期中可能面对的经济状况并以此来确定基本情景。基本情景是指惠誉在预

测期内对经济环境的合理预测，以及在该环境下机场的财务和运营表现。惠誉根据机场历史表现和发起人及咨询顾问的预测制定基本情景下的收入、吞吐量、成本假设、计划设备改建支出和追加资本。

(2) 评级标准

在设定基本情景后，惠誉会建立一个评级标准来决定评级结果。评级标准通常反映机场在经济低谷期时的吞吐量、收入及可能面对的支出压力。评级标准将基于各机场的特征和属性来确定。评级标准反应以下情景：

- 客流量、货流量、非商业流量减少
- 运营维护费用和资本性支出增加
- 为完成基建计划或覆盖完工风险而增高杠杆率
- 债务利息率升高

(3) 压力测试

惠誉还会评估当一些经济因素面临更大压力时所带来的影响来判定特定资产的脆弱性，并考虑是否要将结果体现在评级结果中。在进行压力测试时，面临的竞争小、服务区域大的机场的交通压力假设值较小，而面临的竞争大、交通情况波动性大的机场的交通压力假设值较大。

(4) 分析方法

基本情景、评级标准和压力测试分析至少涵盖五年的预测期。如果所发债券后几年偿债额较大或目前面临严重的再融资风险，预测期应当更长。

对机场的预测将基于机场的大小、服务区域的人口、交通构成。如果预测机场未来会增建或扩张基础设施并带动收入增长，惠誉会评估机场对项目延迟或成本超支的敏感度。此外，有特许经营权的机场（与有永久产权的机场相反）需要特别关注。有永久产权的机场只需保持杠杆率稳定即可，而有特许权的机场需在特许经营权到期前去杠杆化。

评级高的机场都会具有以下预期特征：稳定且较高的营业利润率，未来资产负债表健康或稳健。在评估机场的财务表现时，主要关注以下指标：航空公司成本（航空花费）、偿债备付率、杠杆率和经营利润。惠誉还会通过分析机场多年的收入和支出来决定其收入、支出的集中度和灵活性。

在分析资产负债表时，惠誉重点关注流动性和杠杆率。鉴于机场易受到来自航空公司、宏观事件、经济周期的不利状况的影响，在评级过程中应重点评估无限制流动资金。与无限制流动资金相关的指标包括偿债现金和手头现金周转期。机场可以在以下几个途径使用

无限制流动资金，包括承受航空公司破产、恐怖主义/疫病或自然灾害，以及对设备改善计划提供资金支持或降低对航空公司和乘客的成本负担。

惠誉在评估财务时不会包含受到法律限制的账户，如债券收益账户，偿债准备金，或施工帐户，但是可以通过以下账户评价管理状况和财务灵活性，包括运营维护储备账户、维护和更新账户、与资金预期花费相关的资本开支储备或其他在紧急情况时可以使用的部分受限账户。

3. 偿债能力

惠誉会评估机场在基本情景、评级标准、压力情景下的偿债能力，并对不同情境下机场的吞吐量、合同条款和财务指标等进行定量分析。在确定评级结果时，惠誉不仅会考虑机场自身的信用状况，也会关注同类机场的情况。

4. 主要财务指标

惠誉在对财务状况进行评估时主要关注以下指标：

- 优先级 / 次级债务偿债备付率（DSCR）：营业总收入减去扣除折旧后的营业费用，再除以优先级 / 次级债务。可用收入包括非经营性收入，如乘客设施费，可提供额外保险的可用资金，债券和贷款文件允许的可用于抵消债务的资金。

• 债务期间净债务覆盖率 (LLCR)：净现金流的现值与净债务的比值。

• 利息保障倍数 (ICR)：可用于偿债现金除以应付利息。

• 运营比率：营业总收入减去扣除折旧的营业费用总额，除以营业总收入。非营业收入被排除在外，比如乘客设施费收入或营业补助。

• 平均登机成本 (CPE)：航空公司收入除以总计划乘客数，再以此结果去估计单个乘客的成本。

• EBITDA (CFADS)：未计利息、税项、折旧及摊销前的利润或可用于偿债的现金流（比如承诺净收入）。对于美国机场，主要维护和设备支出未被纳入 CFADS 的计算。

• 手头现金周转期：无限制现金和投资除以日常经营花费现金。

• 无限制现金和投资对长期债务的保障：无限制现金和投资除以已去除到期债务的长期债务。

• 偿还债务占营业收入百分比：每年用于偿还债务利息和本金的收入占营业收入的百分比。

• 非航空收入占总营业收入的百分比：从非航空来源，如停车场，食品和饮料，以及汽车租赁获得的收入占总营业收入的百分比。

• 净债务 / EBITDA (或 CFADS)：债务总额减去无限

制现金余额和债务准备金，除以 EBITDA。长期设备租赁也包含在总债务的计算中。

(三) 项目交易对手风险

对于市场地位较为重要的机场，一家航空公司破产或清算对其财务状况的影响较小，因为很快就会出现新的航空公司替代；而对于市场地位较差、吞吐量（比如转机量）较小的机场，其所面临的交易对手风险较高。在惠誉所评的机场中，大多数机场的市场地位较高，其评级受到航空公司的影响较小。但是如果整个航空行业显著变差，机场的信用状况也会受到影响。

机场中可能存在一些航空公司占有优势地位，为有效缓解这类航空公司破产或退出所带来的风险，机场可以控制整体杠杆率并降低对航空公司的收费。此外，一些机场要求航空公司交付与固定时间段内航空公司运营费用等额的资金作为运营储备金或信用证 (LOC)，如果航空公司退出或停止缴纳费用，机场可以

使用该笔资金。虽然这笔资金无法弥补机场失去航空公司的长期损失，但可以帮助缓解短期的运营成本。密切

监控航空公司的每月账单也可以避免航空公司延迟付费，减少航空公司申请破产保护前的债务。

(四) 同业分析

在同业分析时，惠誉首先关注具有相似吞吐量、航空公司组合和经济特征的机场。出于一致性目的，也会比较不同情况的机场。除了评估法律结构和监管规则对偿债的支持，也会分析财务指标。

四、评级方法局限性

惠誉关于机场项目融资的评级方法主要关注机场通常可能遇到的风险，包括自然灾害和航空公司破产所带来的短期外部冲击以及由经济周期变化所引起的交通情况变化，不包含航空运输的结构性改变、航空业的基础变化和油耗量、价格或供给的长期提升等因素。如果发生了以上事件或类似事件，惠誉会对评级方法和评级覆盖范围做出适当的改变。



违约案例

Default Case

15 亚邦 CP001

亚邦投资控股集团有限公司（亚邦集团）是一家民营企业，也是江苏省百家重点培育企业、江苏省高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业之一。公司主要从事染料、物流、制药等产业。

亚邦集团于 2015 年 2 月 9 日发行“15 亚邦 CP001”，主体评级为 AA- 级，展望稳定，债项级别为 A-1 级。受外部互保企业（常州市牛塘化工厂有限公司）牵连，2015 年，亚邦集团被迫输出现金逾 3 亿元；同时与政府合作西太湖房地产开发，损失全部投入的本金及利息逾 3 亿元；截至 2015 年 9 月底，公司全部债务中 73.28% 为短期债务，规模为 54.57 亿元，短期偿债压力较大。2016 年 1 月，董事长许小初因个人原因，应相关部门要求协助调查，部分银行因此收贷、压贷，造成资金链紧张。2016 年 2 月 4 日，大公将亚邦集团主体评级调降至 A 级，评级展望为负面，“15 亚邦 CP001”评级由 A-1 调降至 A-2 级。2016 年 2 月 14 日，亚邦集团未按期足额偿付“15 亚邦 CP001”本息共 2.16 亿元，构成实质性违约。同日，大公将亚邦集团主体评级调降至 CC 级，评级展望为负面，“15 亚邦 CP001”评级调降至 D 级。

为了筹措资金，亚邦集团发起了“集团全体员工 人人参与集团增资扩股活动”。2016 年 3 月 10 日，亚邦集团足额偿付“15 亚邦 CP001”本息。另外，2016 年亚邦集团今年还有三期短期融资券需要兑付，到期日分别为 4 月 17 日、9 月 11 日和 9 月 29 日，待偿现金流总计约 7.45 亿元，违约风险仍值得关注。

15 雨润 CP001

南京雨润食品有限公司（南京雨润）是一家大型民营企业，也是香港联交所上市公司——中国雨润食品集团有限公司旗下的核心企业，主要从事生猪屠宰及肉制品生产、加工和销售。

南京雨润于 2015 年 3 月 17 日发行“15 雨润 CP001”，主体评级为 AA 级，展望稳定，债项级别为 A-1 级。2015 年 3 月 23 日，南京雨润实际控制人祝义财被执行指定居所监视居住的强制措施，公司生产经营、融资能力及财务状况受到较大影响，信用质量和偿债能力下滑。2015 年 7 月 29 日，上海新世纪将南京雨润主体评级展望调为负面。同时，受市场上有关食品安全的负面报道、高端餐饮及肉类消费市场疲软以及原材料价格和生产成本上涨较快等多因素影响，2015 年 1-9 月公司实现净利润 -5.24 亿元，财务状况不断恶化。2015 年 10 月 13 日至 2016 年 3 月 15 日，上海新世纪分别于 2015 年 10 月 13 日、2016 年 3 月 4 日和 15 日三次下调南京雨润主体评级，由 AA 级依次调降至 A 级、BB 级和 CCC 级，并将其列入负面评级观察名单，同时于 2016 年 3 月 4 日和 15 日两次下调“15 雨润 CP001”评级，由 A-1 级依次调降至 B 级和 C 级。2016 年 3 月 17 日，南京雨润无法按照约定筹措足额偿债资金，“15 雨润 CP001”未能按期兑付，构成实质性违约。同日，上海新世纪将南京雨润主体评级调降至 C 级，“15 雨润 CP001”评级调降至 D 级。

此后，南京雨润通过多种途径筹措偿债资金，3 月 21 日公司兑付了“15 雨润 CP001”的全部利息及部分本金，金额共计约 2.52 亿元人民币；3 月 30 日，雨润食品将未兑付的 2.8 亿元本金进行了兑付，这也就意味着 15 雨润 CP001 本息得以全部兑付。另外，南京雨润发行的“13 雨润 MTN1”（10 亿元）也将于 2016 年 5 月 13 日到期，兑付存在不确定性。

通过上述违约事件可以看出，民营企业实际控制人风险对企业偿债能力的冲击较大，一旦实际控制人发生负面事件，很可能导致企业内外环境的迅速恶化，从而影响发债企业的经营水平和债务偿还能力。与此同时，公司营运风险、互保风险和行业风险也不容忽视。

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

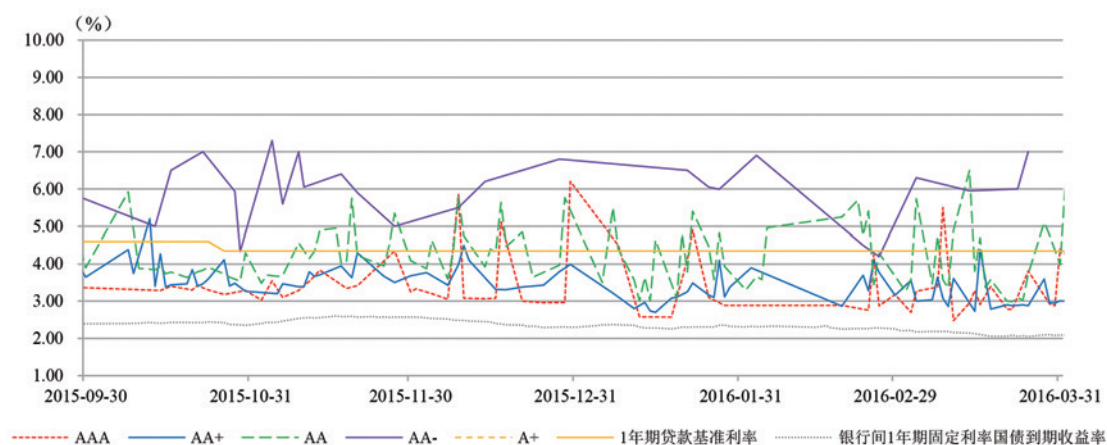
2016 年 2~3 月，央行运用多种货币政策工具，保证了银行间债券市场资金面的适度宽松。自 3 月 1 日央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，引导货币信贷平稳适度增长；2~3 月，央行通过 SLF、MLF 和 PSL 等多种货币工具使流动性保持合理充裕，分别净投放 164.90 亿元、530 亿元和 1701.00 亿元；同时，在市场资金面持续宽裕和通胀预期上升的背景下，央行通过逆回购净回笼资金 8650.00 亿元，同时 MPA 首次考核导致银行融出资金趋于谨慎，导致资金面存在收紧压力，债券发行利率波动较大，且月末出现小幅回升。总体看，2016 年 3 月，银行间债券市场资金面仍然较为宽松，短融、中票和企业债的平均发行利率较 2 月变动不大，但波动加大，其中短融的平均发行利率(4.19%)较上月(4.09%)小幅上升 0.10 个百分点，中票的平均发行利率(4.01%)与 2 月(3.98%)基本持平，企业债的平均发行利率(4.23%)较 2 月(4.51%)小幅下降 0.29 个百分点。

表 1 2016 年 2~3 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 年期企业债券	
	2016 年 2 月	2016 年 3 月	2016 年 2 月	2016 年 3 月	2016 年 2 月	2016 年 3 月
AAA	3.19	3.30	3.63	3.73	3.98	3.64
AA+	3.54	3.15	4.05	4.01	4.43	4.54
AA	4.44	4.01	4.27	4.30	5.13	4.50
AA-	5.20	6.31	-	-	-	-

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

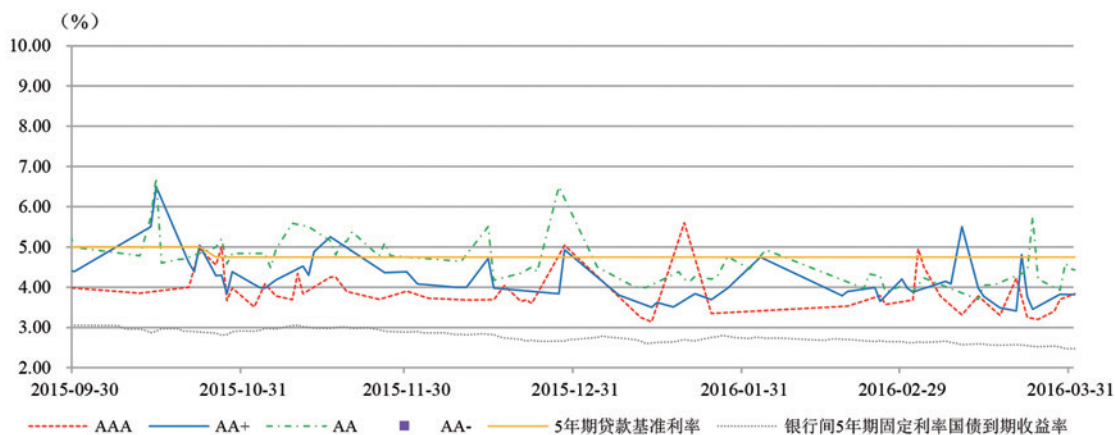


注：1. 由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2. 若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值；3. 图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同。

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。

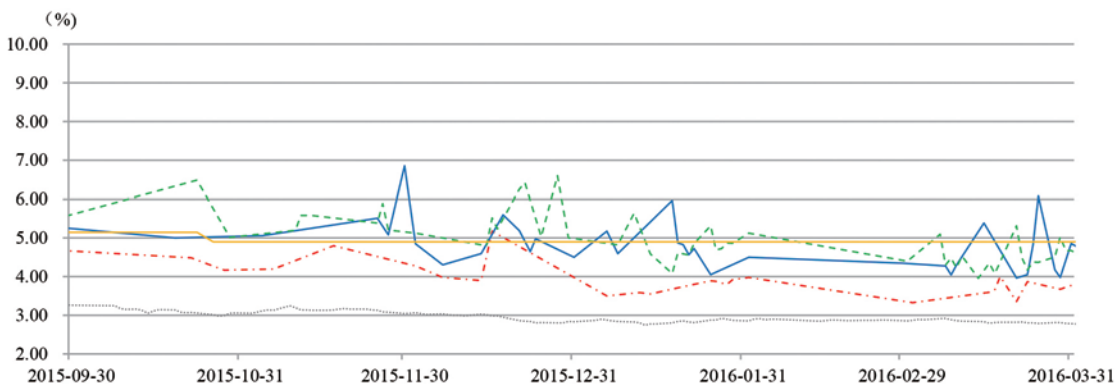
2016年2至3月，银行间1年期固定利率国债到期收益率呈现波动下降趋势，1年期短融的平均发行利率走势和1年期固定国债到期收益率的走势大致相同，但不同信用等级的短融平均发行利率走势出现一定的分化。2016年3月，AAA级和AA-级主体所发短融的平均发行利率（分别为3.30%和6.31%）较2月（分别为3.19%和5.20%）有不同程度的增加，AA+级和AA级主体所发短融的平均发行利率（分别为3.15%和4.01%）较2月（分别为3.54%和4.44%）有小幅下降。

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；样本中不包含永续期债券，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2至3月，银行间中长期固定利率国债到期收益率也呈下降趋势，5年期中票和7年期企业债的平均发行利率走势与同期限国债到期收益率的走势大致相同。具体看，2016年3月，5年期AAA级、AA+级和AA级中票的平均发行利率（分别为3.73%、4.01%和4.30%）均较2月（分别为3.63%、4.05%和4.27%）变动不大；7年期AAA级和AA级企业债的平均发行利率（分别为3.64%和4.50%）较2月（分别为3.98%和5.13%）有小幅下降，AA+级企业债的平均发行利率（4.54%）较2月（4.43%）略有上升。

在经济企稳预期上升、风险偏好回暖的背景下，预计4~5月市场流动性的稳定性将进一步下降。同时，4月为企业缴税高峰期，并将有约5510亿元中期借贷便利（MLF）到期，可能对中短期资金面形成一定的压力。预计央行会通过综合开展公开市场操作和续做MLF的方式投放短期和中期流动性，保持银行间资金面的合理充裕状态，但债券发行利率的波动性可能会有所加大。

2013 年~2016 年 3 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 1-3 月	
				数值 (亿元)	同比
GDP	7.7	7.4	6.9	158526	6.7
规模以上工业增加值	9.7	8.3	5.9	-	5.8
固定资产投资总额 (不含农户)	19.6	15.7	10	85843	10.7
社会消费品零售总额	13.1	12	10.7	78024	10.3
出口总额	7.9	6.1	-1.8	30123	-4.2
进口总额	7.3	0.4	-13.2	22021	-8.2
CPI	2.6	2	1.4	-	2.1
PPI	-1.9	-1.9	-5.2	-	-4.8
社会融资规模存量	9.7	-4.8	12.4	1447500	13.4
M2 余额	13.6	12.2	13.3	1446200	13.4
人民币贷款余额	14.1	13.6	14.3	985600	14.7

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 3 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 1-3 月	2016 年 1-3 月同比 (%)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2016 年 1-3 月同比 (%)
政府债	86	112	1126	177	1866.67	19044.01	20247.35	58226.00	13654.23	658.57
国债	62	69	91	27	200.00	15544.01	16247.35	19875.38	4100.00	127.78
地方政府债	24	43	1035	150	NA	3500.00	4000.00	38350.62	9554.23	NA
央行票据	20	0	0	0	NA	5362.00	0.00	0.00	0.00	NA
金融债	333	533	613	210	62.79	21401.30	28440.02	32115.79	11889.20	57.69
政策性银行债	285	426	460	164	38.98	19960.30	22980.52	25790.15	9565.20	34.52
商业银行债券	35	89	117	38	280.00	1132.00	4402.50	4707.64	2031.00	384.73
非银行金融机构债券	13	18	36	8	700.00	309.00	1057.00	1618.00	293.00	2830.00
政府支持机构债券	14	16	30	2	-33.33	1900.00	2150.00	2900.00	350.00	-30.00
企业债券	374	584	303	153	80.00	4752.30	6969.98	3431.02	1917.60	121.12
一般企业债	373	575	293	149	77.38	4748.30	6898.50	3326.80	1886.10	118.30
集合企业债	1	8	2	0	-100.00	4.00	63.48	15.22	0.00	-100.00
项目收益债	0	1	8	4	NA	0.00	8.00	89.00	31.50	NA
中期票据	507	711	912	277	166.35	6716.20	9368.40	12416.70	3208.00	137.84
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	769	72.81	15859.80	21517.53	32427.30	9758.00	51.60
短期融资券	860	1072	1105	238	14.98	8324.80	10521.53	9483.00	2152.90	21.99
超级短期融资券	216	443	1430	531	123.11	7535.00	10996.00	22944.30	7605.10	62.78
证券公司短期融资券	134	257	173	19	-66.67	2995.90	4246.90	2795.60	270.60	-71.15
资产支持证券 (银行间)	13	224	380	62	14.81	144.98	2793.50	3986.71	418.83	-17.53
资产支持证券 (交易所)	29	134	1016	308	285.00	73.98	427.14	1877.52	413.83	179.20
非金融企业资产支持票据	18	28	9	0	-100.00	48.00	89.20	35.00	0.00	-100.00
非公开定向债务融资工具	534	1200	1113	259	9.75	5668.08	10230.16	8781.35	2167.20	11.20
公司债	358	471	844	582	627.50	1698.54	1414.03	10012.25	8105.52	2287.63
证券公司债	38	106	237	17	-75.71	1179.60	2497.05	7549.20	434.00	-74.59
可转债	8	13	5	8	700.00	544.81	320.99	108.00	180.96	201.60
可交换债	1	5	15	3	50.00	2.57	59.76	159.03	8.20	17.48
项目收益票据	0	3	6	4	NA	0.00	8.00	51.00	10.00	NA
同业存单	10	972	5941	2983	215.33	340.00	8975.60	52975.90	29384.00	313.43
国际机构债	0	0	1	1	NA	0.00	0.00	30.00	30.00	NA
合计	3584	6887	15264	5834	152.88	87798.46	119759.91	229942.26	82200.17	162.79

注: 1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计; 存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计; 2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数, 不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数; 4. 美元中期票据以亿美元计, 合计数中不包含美元中期票据; 5. “公司债”不包含证券公司债券; 6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券 (银行间) 指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券 (交易所) 指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. 由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2016 年 3 月 31 日已披露的数据, 并会对之前数据进行追溯调整; 9. 2016 年 1-3 月共发行 1 只熊猫债券, 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2月1日至2016年3月31日)*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
安徽省能源集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-12-23			
	2016 年度第一期中期票据	7.0			AAA	2015-12-23	2016-02-17	3	3.20
	2016 年度第二期中期票据	5.0			AAA	2015-12-23	2016-03-15	3	3.07
北京电子城投资开发股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-13			
	2016 年度第一期中期票据	5.5			AA	2015-05-13	2016-02-26	5	4.03
北京京城机电控股有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-26	AA+/ 稳定	2016-02-29			
	2016 年度第一期短期融资券	13.0			A-1	2016-02-29	2016-03-28	365 天	2.98
北京京客隆商业集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2015-06-09			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2015-06-09	2016-02-02	365 天	3.43
北京能源投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-23	AAA/ 稳定	2015-09-17			
	2016 年度第一期短期融资券	20.0			A-1	2015-09-17	2016-02-24	365 天	2.78
比亚迪股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-10	AA+/ 稳定	2015-08-24			
	2016 年度第一期中期票据	2.0			AA+	2015-07-10	2016-02-24	5+N	5.10
	2016 年度第二期中期票据	4.0			AA+	2015-08-24	2016-02-26	5+N	5.10
滨州市城建投资经营有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-03-22			
	2016 年度第一期中期票据	3.5			AA	2016-03-22	2016-03-25	2	3.25
郴州市百福投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-25	AA/ 稳定	2015-11-30			
	2016 年度专项债券	14.9			AA	2015-11-30	2016-03-21	10	4.96
郴州市新天投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-19	AA/ 稳定	2015-11-18			
	2016 年度专项债券	8.0			AA	2015-11-18	2016-03-07	10	5.38
成都地铁有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-28	AAA/ 稳定	2015-10-15			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AAA	2015-10-15	2016-02-15	5+N	3.90
池州城市经营投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-10			
	2016 年度第一期中期票据	3.0			AA	2015-07-10	2016-03-28	3	3.60
大同煤矿集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-11-20	AAA/ 稳定	2015-12-29			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-11-20	2016-02-24	365 天	4.25
	2016 年度第一期中期票据	15.0			AAA	2015-10-13	2016-03-01	5	6.40
	2016 年度第二期中期票据	20.0			AAA	2015-11-12	2016-03-15	5+N	6.60
德兴市城市建设经营总公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-10-19	AA-/ 稳定	2015-10-30			
	2016 年公司债券	8.0			AA	2015-10-19	2016-03-18	7	5.99
福建省电子信息(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-10-16	AA+/ 稳定	2016-03-02			
	2016 年度第二期中期票据	5.0			AA+	2016-03-02	2016-03-14	5	3.65
福州城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-28	AAA/ 稳定	2016-01-15			
	2016 年度第一期中期票据	3.0			AAA	2016-01-15	2016-03-17	5	3.30
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2016-01-15	2016-03-18	365 天	2.77
福州市城乡建设发展总公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-12	AA+/ 稳定	2015-11-24			
	2016 年度第一期短期融资券	2.0			A-1	2015-11-24	2016-02-18	365 天	2.87
	2016 年度第一期中期票据	3.0			AA+	2015-11-24	2016-02-18	5	3.69

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
格林美股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-12-02	AA/ 稳定	2016-02-01			
	2016 年度第一期中期票据	3.0			AA	2015-12-02	2016-03-15	3	4.80
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-24	AAA/ 稳定	2015-11-10			
	2016 年第一期公司债券	20.0			AAA	2015-11-10	2016-03-10	5+5+5	3.70
广西来宾工业投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-30			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA	2015-07-30	2016-03-14	5	4.20
广州医药有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-06	AA/ 稳定	2016-03-08			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2016-03-08	2016-03-17	365 天	3.00
邯郸市城市建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-03-16			
	2016 年小微企业增信集合债券	5.0			AA+	2015-03-16	2016-03-15	3+1	3.76
河北旅游投资集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-26			
	2016 年度第一期中期票据	2.0			AA	2016-01-26	2016-02-23	3	3.90
河南省收费还贷高速公路管理有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-09	AAA/ 稳定	2016-02-25			
	2016 年度第一期短期融资券	20.0			A-1	2016-02-25	2016-03-15	365 天	2.69
河南投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-10-10	AAA/ 稳定	2015-06-26			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2015-06-26	2016-02-01	5+N	3.99
黑龙江北大荒农垦集团总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-10-20	AAA/ 稳定	2016-01-14			
	2016 年度第一期中期票据	20.0			AAA	2016-01-14	2016-03-10	3	3.34
红豆集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-11-12	AA/ 稳定	2015-12-30			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-11-12	2016-03-23	3+N	7.10
湖北恒信德龙实业有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA/ 稳定	2016-02-02			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2016-02-02	2016-03-31	365 天	6.20
湖南富兴集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-05	AA/ 稳定	2015-12-04			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-12-04	2016-03-23	365 天	5.48
华润股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-28	AAA/ 稳定	2016-01-28			
	2016 年度第一期中期票据	60.0			AAA	2016-01-28	2016-03-07	3	3.08
	2016 年度第二期中期票据	60.0			AAA	2016-01-28	2016-03-21	5	3.25
淮安市交通控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-01	AA/ 稳定	2015-10-23			
	2016 年度第一期中期票据	2.0			AA	2015-10-23	2016-02-16	5+N	5.20
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-06	AA+/ 稳定	2015-10-19			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA+	2015-09-06	2016-02-22	5+N	4.80
建发房地产集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-29	AA+/ 稳定	2015-09-22			
	2016 年度第一期中期票据	11.5			AA+	2015-09-22	2016-03-04	5	3.80
江苏沙钢集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-12-11			
	2016 年度第一期短期融资券	20.0			A-1	2015-12-11	2016-03-23	365 天	3.81
江阴高新区投资开发有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-03	AA/ 稳定	2015-07-07			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-07-07	2016-03-23	365 天	3.07
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-07-03	2016-03-24	5+2	4.40
金地(集团)股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-07	AAA/ 稳定	2015-12-30			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2015-12-30	2016-02-24	5	3.69
	2016 年度第二期中期票据	10.0			AAA	2015-12-30	2016-02-24	5	3.69
连云港市城市建设投资集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-08-21	AA+/ 稳定	2016-02-05			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2015-08-21	2016-03-10	365 天	2.83
辽宁省大连海洋渔业集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-24	AA/ 稳定	2015-09-10			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA	2015-09-10	2016-03-10	3	3.55
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2015-09-10	2016-03-09	365 天	3.35
洛娃科技实业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-08-24	AA/ 稳定	2015-12-11			
	2016 年度第一期短期融资券	5.0			A-1	2015-12-11	2016-02-22	365 天	4.68
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-02-01	AA+/ 稳定	2016-03-29			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2016-02-01	2016-03-30	365 天	2.94
南宁威宁投资集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-09-25			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA+	2015-09-25	2016-03-15	5	3.68

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-28	AA+/ 稳定	2015-12-28			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-12-28	2016-03-04	365 天	3.24
宁德市国有资产投资经营有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-30	AA/ 稳定	2015-10-29			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-10-29	2016-02-25	5	3.88
盘山县国有资产经营有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-06-26	AA-/ 稳定	2015-11-18			
	2016 年专项债券	8.0			AA+	2015-11-18	2016-03-14	7	5.39
奇瑞汽车股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-15	AA/ 稳定	2015-09-17			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-09-15	2016-02-25	365 天	3.78
黔西南州宏升资本营运公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-10			
	2016 年小微企业增信集合债券	9.0			AA	2015-08-10	2016-03-15	3+1	5.50
如皋市交通投资发展有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-26	AA/ 稳定	2015-12-29			
	2016 年公司债券	15.0			AAA	2015-12-29	2016-03-22	7	3.74
厦门海沧投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-30	AA+/ 稳定	2016-02-19			
	2016 年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2016-02-19	2016-03-23	365 天	2.92
厦门市政集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-06-12			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2015-06-12	2016-02-24	3	3.06
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-10-19	AA+/ 稳定	2015-11-23			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2015-11-23	2016-03-04	5+N	4.50
山东省鲁信投资控股集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-25	AAA/ 稳定	2015-07-01			
	2016 年公司债券	6.0			AAA	2015-06-25	2016-03-08	5+2	3.36
山东玉皇化工有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-01-25	AA/ 稳定	2016-03-10			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2016-01-25	2016-03-15	3	6.30
陕西煤业化工集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-11-30	AAA/ 稳定	2015-12-17			
	2016 年度第一期短期融资券	30.0			A-1	2015-12-17	2016-03-11	365 天	3.29
陕西延长石油(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-10-12	AAA/ 稳定	2016-02-01			
	2016 年度第一期中期票据	40.0			AAA	2015-10-12	2016-02-24	5	3.50
	2016 年度第二期中期票据	20.0			AAA	2016-02-01	2016-03-07	3+N	3.75
邵阳市城市建设投资经营集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-18	AA/ 稳定	2016-03-22			
	2016 年度第二期中期票据	5.0			AA	2016-03-22	2016-03-28	5	3.98
深圳市百业源投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-18	AA+/ 稳定	2016-03-02			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2016-01-18	2016-03-07	365 天	3.00
	2016 年度第一期中期票据	7.0			AA+	2016-01-18	2016-03-07	3	3.77
苏州高新区北部新城城市建设投资发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-30			
	2016 年公司债券	11.0			AA	2015-07-30	2016-03-22	7	4.18
苏州市恒澄建设发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-23			
	2016 年公司债券	15.0			AA	2015-07-23	2016-02-29	7	4.40
太仓港协鑫发电有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-29	AA/ 稳定	2015-09-06			
	2016 年度第一期中期票据	7.0			AA	2015-09-06	2016-03-08	3	5.95
泰州市城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-30	AA+/ 稳定	2015-12-11			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2015-12-11	2016-03-17	5	3.42
唐山金融控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-27			
	2016 年公司债券	16.0			AA	2015-05-27	2016-03-15	5+2	4.35
天津保税区投资控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-30	AA+/ 稳定	2015-10-23			
	2016 年度第一期中期票据	20.0			AA+	2015-10-23	2016-03-29	5+N	4.56
万华化学集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-16	AAA/ 稳定	2016-01-05			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2016-01-05	2016-03-01	365 天	2.85
望城经开区建设开发公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-30	AA/ 稳定	2015-09-24			
	2016 年度第一期中期票据	2.0			AA	2015-09-24	2016-02-22	5	4.33
潍柴控股集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-06-26	AAA/ 稳定	2015-09-11			
	2016 年度第一期中期票据	23.0			AAA	2015-09-11	2016-03-11	5	3.78
文登金滩投资管理有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-03			
	2016 年专项债券	8.8			AA+	2015-11-03	2016-03-18	7	3.97
无锡市太湖新城发展集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-02-17			
	2016 年度第一期中期票据	6.0			AA+	2016-02-17	2016-03-04	5+N	5.00

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
五凌电力有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-11-20	AA+/ 稳定	2016-02-16			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2016-02-16	2016-03-09	365 天	2.86
西南水泥有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-21	AA+/ 稳定	2015-10-21			
	2016 年度第一期短期融资券	15.0			A-1	2015-10-21	2016-02-22	365 天	3.7
新兴铸管股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-08-17	AA+/ 稳定	2016-02-29			
	2016 年度第二期短期融资券	20.0			A-1	2016-02-29	2016-03-09	365 天	3.00
邢台路桥建设总公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-17			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA	2015-07-17	2016-02-03	5	4.93
宿迁市城市建设投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-08-05	AA/ 稳定	2015-12-29			
	2016 年度第一期中期票据	2.0			AA	2015-12-29	2016-02-24	5	3.90
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2015-08-05	2016-03-16	365 天	2.88
宿州市城市建设投资集团(控股)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-16			
	2016 年公司债券	18.7			AA+	2015-09-16	2016-03-23	7	3.89
徐州市新盛建设发展投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-23	AA+/ 稳定	2015-09-17			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2015-09-17	2016-02-17	5	3.79
盐城世纪新城建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-14			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2015-10-14	2016-03-24	365 天	3.27
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-02-25	AA/ 稳定	2016-03-18			
	2016 年度第一期短期融资券	2.0			A-1	2016-02-25	2016-03-21	365 天	2.99
阳谷祥光铜业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-27			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA	2016-01-27	2016-03-23	3	6.50
尧柏特种水泥集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-07-30	AA/ 稳定	2016-01-11			
	2016 年度第一期短期融资券	8.0			A-1	2016-01-11	2016-03-14	365 天	5.50
伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-19	AA/ 稳定	2015-11-26			
	2016 年度第一期中期票据	6.0			AA	2015-11-26	2016-03-23	5	3.98
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 正面	2015-11-13	AA/ 正面	2015-12-30			
	2016 年度第一期短期融资券	15.0			A-1	2015-11-13	2016-02-24	365 天	7.00
云南鸿翔一心堂药业(集团)股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-03			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA	2015-06-03	2016-02-25	3	3.98
云南省城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-18	AA+/ 稳定	2016-02-25			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2016-01-18	2016-02-26	5	4.20
云南省工业投资控股集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-28	AA+/ 稳定	2016-02-26			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA+	2016-02-26	2016-03-28	5	3.95
云南云内动力集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-05			
	2016 年度第一期中期票据	7.5			AA	2015-11-05	2016-03-18	3	3.99
镇江交通产业集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-16			
	2016 年度第一期中期票据	12.0			AA	2015-11-16	2016-03-29	3+2	6.00
正泰集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-12	AA+/ 稳定	2016-01-27			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA+	2016-01-27	2016-03-16	3	3.67
中国城市建设控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-10-22	AA+/ 稳定	2015-11-20			
	2016 年度第一期中期票据	18.0			AA+	2015-11-20	2016-02-26	5	3.97
中国国际医药卫生公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-16			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2015-06-16	2016-03-07	365 天	2.80
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-08	AAA/ 稳定	2016-03-03			
	2016 年度第二期中期票据	15.0			AAA	2015-09-08	2016-03-08	10	3.77
	2016 年度第一期短期融资券	40.0			A-1	2016-03-03	2016-03-10	365 天	2.48
中国华阳经贸集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-23	AA/ 稳定	2016-02-26			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2016-02-26	2016-03-22	270 天	3.19
中国水利水电第十四工程局有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-16	AA+/ 稳定	2015-09-01			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA+	2015-09-01	2016-03-01	5+N	4.50
中信国安集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-27	AA+/ 稳定	2016-03-30			
	2016 年度第一期中期票据	16.0			AA+	2016-01-27	2016-03-07	5	4.49
重庆高速公路集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-09-11	AAA/ 稳定	2016-02-22			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2016-02-22	2016-03-09	5	3.42

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
重庆机电控股(集团)公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-10-14	AA/ 稳定	2016-01-26			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-10-14	2016-03-08	365 天	3.35
重庆市迪马实业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-26			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA	2015-08-26	2016-02-23	3	5.80
重庆市南州水务(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-29			
	2016 年度第一期中期票据	6.0			AA	2015-07-29	2016-03-02	5	4.23
株洲循环经济投资发展集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-11			
	2016 年公司债券	14.0			AA	2015-12-11	2016-03-23	7	4.38
遵义市投资(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-12	AA/ 稳定	2015-07-07			
	2016 年度第一期短期融资券	1.8			A-1	2015-06-12	2016-03-01	365 天	3.42
东北特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2016-03-25	C	2016-03-28			
	2013 年度第一期中期票据	14.0	AA	2016-03-25	C	2016-03-28	2013-01-14	5	6.10
	2013 年度第二期中期票据	8.0	AA	2016-03-25	C	2016-03-28	2013-04-10	5	5.63
	2015 年度第一期短期融资券	8.0	A-1	2016-03-25	D	2016-03-28	2015-03-25	366 天	6.50
	2015 年度第二期短期融资券	7.0	A-1	2016-03-25	D	2016-03-28	2015-05-04	366 天	5.88
	2015 年度第三期短期融资券	7.0	A-1	2016-03-25	D	2016-03-28	2015-09-22	366 天	6.30
鄂尔多斯市东胜城市建设开发投资集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-12-30	A+/ 负面	2016-03-04			
	2012 年市政项目建设债券	20.0	AA-	2014-12-30	A+	2016-03-04	2012-02-29	6	8.40
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-01-20	AAA/ 列入信用评级观察名单	2016-03-11			
	2006 年公司债券	13.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2006-03-21	10	4.10
	2011 年度第一期中期票据	9.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2011-04-28	5	5.26
	2013 年公司债券(品种一)	30.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2013-04-25	10	5.15
	2013 年公司债券(品种二)	10.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2013-04-25	7+3	5.10
	2014 年度第一期中期票据	20.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2014-12-24	5+N	6.40
	2015 年度第一期中期票据	10.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2015-02-10	5+N	6.40
	2015 年度第二期中期票据	10.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2015-05-20	5+N	6.40
	2015 年度第三期中期票据	20.0	AAA	2015-06-25	AAA	2016-03-11	2015-06-23	5+N	6.39
	2015 年度第一期短期融资券	20.0	A-1	2016-01-20	A-1	2016-03-11	2015-05-27	366 天	4.30
	2015 年度第二期短期融资券	30.0	A-1	2016-01-20	A-1	2016-03-11	2015-08-26	366 天	4.05
	2015 年度第三期短期融资券	10.0	A-1	2016-01-20	A-1	2016-03-11	2015-11-25	366 天	4.89
唐山冀东水泥股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 负面	2015-10-21	AA+/ 列入下调观察名单	2016-02-03			
	2015 年度第一期短期融资券	10.0	A-1	2015-10-21	A-1	2016-02-03	2015-07-29	366 天	3.98
天壕节能科技股份有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2015-07-16	AA-/ 稳定	2016-02-17			
	2015 年度第一期短期融资券	2.0	A-1	2015-07-16	A-1	2016-02-17	2015-08-13	366 天	6.98
云南沃森生物技术股份有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2015-06-29	A+/ 列入下调信用评级观察名单	2016-03-25			
	2013 年度第一期中期票据(品种一)	5.0	A+	2015-06-29	A+	2016-03-25	2013-12-13	3	8.30
	2013 年度第一期中期票据(品种二)	5.0	A+	2015-06-29	A+	2016-03-25	2013-12-13	5	8.60
中国庆华能源集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 负面	2015-07-29	A-/ 负面	2016-01-14			
	2013 年度第一期中期票据	6.0	AA-	2015-07-29	A-	2016-01-14	2013-01-17	3	6.40
	2013 年度第二期中期票据	6.0	AA-	2015-07-29	A-	2016-01-14	2013-04-10	3	6.15

注: * 公告内容仅包括 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 3 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2月1日至2016年3月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
东莞银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-21	AA+/ 稳定	2016-02-01			
	2016 年二级资本债券	50.0			AA/ 稳定	2016-02-01	2016-03-02	5+5	4.30
广发银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-09	AAA/ 稳定	2016-01-27			
	2016 年第一期金融债券	150.0			AAA/ 稳定	2016-01-27	2016-02-19	5	3.32
北京银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-24	AAA/ 稳定	2016-02-25			
	2016 年第一期金融债券 (品种一)	200.0			AAA/ 稳定	2016-02-25	2016-03-16	3	3.10
	2016 年第一期金融债券 (品种二)	100.0			AAA/ 稳定	2016-02-25	2016-03-16	5	3.29
重庆银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-24	AA+/ 稳定	2016-01-14			
	2016 年二级资本债券	15.0			AA/ 稳定	2016-01-14	2016-02-19	5+5	4.40
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-11-26	AA+/ 稳定	2016-02-24			
	2016 年第一期短期融资券	20.0			A-1	2016-02-24	2016-03-01	91 天	2.77
招银金融租赁有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-29	AAA/ 稳定	2015-07-24			
	2016 年第一期金融债券	38.0			AAA/ 稳定	2015-06-29	2016-03-10	3	3.27
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-05	AA+/ 稳定	2016-02-15			
	2016 年度第二期短期融资券	12.0			A-1	2016-02-15	2016-02-22	91 天	2.58
厦门国际银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-31	AA+/ 稳定	2015-09-11			
	2016 年二级资本债券	70.0			AA/ 稳定	2015-09-11	2016-03-15	5+5	4.18
浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-25	AA/ 稳定	2016-02-23			
	2016 年第一期小型微型企业 贷款专项金融债券(品种一)	5.0			AA/ 稳定	2016-02-23	2016-03-11	5	3.90
	2016 年第一期小型微型企业 贷款专项金融债券(品种二)	10.0			AA/ 稳定	2016-02-23	2016-03-11	3	3.70
湖南宁乡农村商业银行股份有限公司	主体长期信用				A+/ 稳定	2016-03-02			
	2016 年二级资本债券	4.5			A/ 稳定	2016-03-02	2016-03-16	5+5	5.00
廊坊银行股份有限公司	主体长期信用				AA-/ 稳定	2016-01-20			
	2016 年二级资本债券	20.0			A+/ 稳定	2016-01-20	2016-03-18	5+5	5.10
济南农村商业银行股份有限公司	主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-15			
	2016 年第一期二级资本债券	20.0			AA-/ 稳定	2016-01-15	2016-03-28	5+5	4.40
德阳银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-04-29	AA/ 稳定	2016-03-30			
	2015 年二级资本债券	6.0	A+/ 正面	2015-04-29	AA-/ 稳定	2016-03-30	2015-08-14	5+5	5.85
河北银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-27	AA+/ 稳定	2016-02-25			
	2014 年金融债券(品种一)	10.0	AA/ 稳定	2015-07-27	AA+/ 稳定	2016-02-25	2014-11-05	3	4.70
	2014 年金融债券(品种二)	10.0	AA/ 稳定	2015-07-27	AA+/ 稳定	2016-02-25	2014-11-05	5	4.90
	2014 年二级资本债券	20.0	AA-/ 稳定	2015-07-27	AA/ 稳定	2016-02-25	2014-12-03	5+5	5.75

注：* 公告内容仅包括 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 3 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2月1日至2016年3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		
中粮信托有限责任公司	上汽通用汽车金融有限责任公司	融腾 2016 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券 (A1 级)	2.00	6.67	2.99	AAA	2016-01-22	2016-02-18	2022-07-26
		融腾 2016 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券 (A2 级)	25.10	83.67	1 年期贷款基准利率 -1.01	AAA			
		融腾 2016 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券 (次级)	2.90	9.67	-	NR			
兴业国际信托有限公司	哈尔滨银行股份有限公司	惠金 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A 档资产支持证券	16.90	74.87	3.18	AAA	2015-12-29	2016-03-16	2020-07-26
		惠金 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	2.10	9.30	3.50	AA-			
		惠金 2016 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	3.57	15.83	-	NR			
中信信托有限责任公司	梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	速利银丰中国 2016 年第一期汽车贷款支持证券优先级资产支持证券	23.74	83.97	3.03	AAA	2016-02-01	2016-03-22	2022-11-26
		速利银丰中国 2016 年第一期汽车贷款支持证券次级资产支持证券	1.25	4.42	-	NR			

注: * 公告内容仅包括 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 3 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2月1日至2016年3月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券发行日期	期限 (年)	发行利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
新奥生态控股股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-21			
	2016 年公司债券	17.0			AA	2015-09-21	2016-02-24	5	6.25
瑞茂通供应链管理股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-23			
	2016 年公司债券 (第一期)	7.0			AA	2015-09-23	2016-02-29	3	6.50
深圳天源迪科信息技术股份有限公司	企业主体长期信用				AA-	2015-10-28			
	2016 年公司债券 (第一期)	2.0			AA+	2015-10-28	2016-02-29	3	5.5
中国石油天然气股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-02-17	AAA/ 稳定	2016-03-16			
	2016 年公司债券 (第二期) (品种一)	127.0			AAA	2016-02-17	2016-03-01	5	3.15
	2016 年公司债券 (第二期) (品种二)	23.0			AAA	2016-02-17	2016-03-01	10	3.70
	2016 年公司债券 (第三期) (品种一)	95.0			AAA	2016-03-16	2016-03-22	5	3.08
	2016 年公司债券 (第三期) (品种二)	20.0			AAA	2016-03-16	2016-03-22	10	3.60
中国南方航空股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-22			
	2016 年公司债券 (第一期)	50.0			AAA	2016-01-22	2016-03-02	3	2.97
西安隆基硅材料股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-03			
	2016 年公司债券 (第一期)	10.0			AA	2015-12-03	2016-03-04	5	5.63
力帆实业 (集团) 股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-19			
	2016 年公司债券 (第二期)	11.0			AA	2015-11-19	2016-03-14	4	5.94
软控股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-02			
	2016 年公司债券 (第一期)	10.0			AA	2015-11-02	2016-03-15	5	4.78

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果 级别	上次评级结果 时间	最新评级结果 级别	最新评级结果 时间	债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率 (%)
京东方科技集团股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-25			
	2016 年公司债券 (第一期)	100.0			AAA	2016-01-25	2016-03-18	5	3.15
上海世茂股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-03-04			
	2016 年公司债券 (第一期)	20.0			AA+	2016-03-04	2016-03-18	3	3.29
金地 (集团) 股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-03-16			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	17.0			AAA	2016-03-16	2016-03-21	8	3.50
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	13.0			AAA	2016-03-16	2016-03-21	6	3.00
亿阳集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-02-26			
	2016 年公司债券 (第二期)	7.6			AA	2016-02-26	2016-03-01	5	7.10
正奇安徽金融控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-16			
	2016 年公司债券 (第一期)	4.0			AA	2015-11-16	2016-03-03	3	5.70
上海宝龙实业发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-22			
	2016 年公司债券 (第二期)	5.0			AA	2015-09-22	2016-03-04	5	6.00
浙江省交通投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-28			
	2016 年可续期公司债券 (第一期)	20.0			AAA	2016-01-28	2016-03-08	5	3.60
亿达发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-03-02			
	2016 年公司债券 (第一期)	20.0			AA	2016-03-02	2016-03-08	5	6.50
珠海华发综合发展有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-09-23			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	25.0			AA+	2015-09-23	2016-03-10	5	3.24
	2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	15.0			AA+	2015-09-23	2016-03-10	5	3.57
南山集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-02-29			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	25.0			AA+	2016-02-29	2016-03-10	5	3.99
鑫苑 (中国) 置业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-02-22			
	2016 年公司债券 (第二期)	5.0			AA	2016-02-22	2016-03-11	5	7.09
步步高投资集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-03			
	2016 年公司债券 (第一期)	8.0			AA	2015-12-03	2016-03-15	5	5.59
浙江省交通投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-03-08			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	20.0			AAA	2016-03-08	2016-03-15	5	3.20
	2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	10.0			AAA	2016-03-08	2016-03-15	10	3.84
北京兆泰集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-03-03			
	2016 年公司债券 (第二期)	10.0			AA	2016-03-03	2016-03-15	5	4.18
广东珠江投资股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-03-08			
	2016 年公司债券 (第三期)	10.0			AA+	2016-03-08	2016-03-15	5	4.80
国购投资有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-20			
	2016 年公司债券 (第二期)	6.6			AA	2016-01-20	2016-03-16	5	7.30
北京汽车投资有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-03-07			
	2016 年公司债券 (第一期)	15.0			AAA	2016-03-07	2016-03-16	5	3.15
景瑞地产 (集团) 有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-25			
	2016 年公司债券 (第一期)	15.0			AA	2015-11-25	2016-03-16	5	5.88
重庆协信远创房地产开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-18			
	2016 年公司债券 (第一期)	20.0			AA	2015-12-18	2016-03-16	5	6.50
广东省联泰集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-30			
	2016 年公司债券 (第二期)	10.0			AA	2015-12-30	2016-03-17	6	5.68
宁夏伊品生物科技股份有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-07-03			
	2016 年公司债券	3.8			AA	2015-07-03	2016-03-18	5	7.60
中融新大集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-03-11			
	2016 年公司债券 (第二期)	11.8			AA	2016-03-11	2016-03-21	3	6.60
海航资本集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-10-27			
	2016 年公司债券 (第二期)	30.8			AA+	2015-10-27	2016-03-21	5	6.40

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果 级别	上次评级结果 时间	最新评级结果 级别	最新评级结果 时间	债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率 (%)
湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-03-10			
	2016 年公司债券	10.0			AA+	2016-03-10	2016-03-23	5	3.54
江苏洋河集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-11-02			
	2016 年公司债券 (第一期)	10.0			AAA	2015-11-02	2016-03-23	10	3.24
中国工艺 (集团) 公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-01-11			
	2016 年公司债券 (第一期)	10.0			AA+	2016-01-11	2016-03-28	5	3.80
武汉金融控股 (集团) 有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-11-13			
	2016 年公司债券 (第一期)	12.0			AA+	2015-11-13	2016-03-28	5	3.50
中国机械工业集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-02-17			
	2016 年公司债券	20.0			AAA	2016-02-17	2016-03-29	5	3.39
广州番禺海怡房地产开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-10-16			
	2016 年公司债券 (品种一)	15.0			AA	2015-10-16		5	6.49
	2016 年公司债券 (品种二)	10.0			AA	2015-10-16	2016-03-29	3	5.80
中天钢铁集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-03-25			
	2016 年公司债券 (第一期)	4.0			AA	2016-03-25	2016-03-30	3	7.40
天津汽车模具股份有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-05-18			
	2016 年可转换公司债券	4.2			AA	2015-05-18	2016-03-02	6	0.50、0.70、 1.00、1.50、 1.50、1.80
江苏江南水务股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-24			
	2016 年可转换公司债券	7.6			AA	2015-06-24	2016-03-18	6	0.30、0.50、 1.00、1.50、 1.80、2.00

注：* 公告内容仅包括 2016 年 2 月 1 日至 2016 年 3 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。



资产证券化论坛年会召开 联合鼎力支持

由中国资产证券化论坛和清华大学国家金融研究院联合主办的“2016中国资产证券化论坛年会”于2016年4月7-9日在北京国家会议中心隆重召开。年会汇聚了一大批国内外业内专家、学者，就资产证券化全球发展现状与趋势、业务创新探索、产品设计与结构特点、风险定价与风险控制等相关热点话题进行交流探讨和经验分享。此外，2016中国资产证券化论坛年度奖项也在年会上颁发，在评选出的2015年十大信贷资产证券化和十大企业资产证券化交易中，联合资信评估有限公司（简称“联合资信”）和联合信用评级有限公司（简称“联合评级”）分别受托评级了5单和4单，占据近半壁江山。其中，由联合资信和联合评级分别评级的“建元2015年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”和“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”荣获杰出交易奖，进一步表明联合在资产证券化评级业务领域具有明显的技术和市场优势。

近两年，我国资产证券化产品发行量呈现爆发式增长，2015年发行的各类资产证券化产品总规模达5899.23亿元，发行规模空前。除了发行规模大幅增长外，我国资产证券化市场还体现出产品类型不断丰富、产品结构设计更加丰富、市场参与主体类型更加多样等特征，市场参与度和关注度不断提升。为适应我国资产证券化市场迅猛发展的局面，此次年会旨在通过经验分享和交流互动，帮助投资者、证券发起人、发行人、中介机构等资产证券化从业人士更好地了解国内、国际发展趋势，借鉴国际发展经验，促进我国资产证券化市场的稳健发展。

作为本次年会的“金牌赞助方”，联合资信和联合评级对年会举办给予了大力支持，相关专家和分析师在会上就资产证券化评级相关问题和经验与参会嘉宾进行了交流。联合资信和联合评级均是我国最早开展资产证券化评级业务的评级机构之一，经验丰富，评级产品类型覆盖全面，具有很高的市场占有率和认可度，并在RMBS、持续购买结构等产品类型领域占据领先地位。





编辑部地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

Email: lianhe@lhratings.com

网址: www.lhratings.com