

联合

信用 研究

LIANHE CREDIT RESEARCH

2016
3

总第95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

汽车行业信用分析要点

2016年第一季度债券市场回顾与二季度展望

2016年第一季度宏观经济报告

2015年国际评级行业发展与监管动态报告



联合资信首次发布主权信用评级结果



近日，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）首次发布美国、新加坡、香港、英国、加拿大、德国、澳大利亚、法国、韩国和日本10个国家或地区的信用评级结果。

联合资信对上述国家近年来在国家治理、宏观经济政策及表现、结构特征、公共财政和外部融资等方面的发展、变化情况进行了分析，确定美国、新加坡、香港、英国、加拿大、德国和澳大利亚7个国家或地区长期本、外币信用等级为AAA_i；确定法国长期本、外币信用等级为AA_i⁺；确定韩国长期本、外币信用等级为AA_i；确定日本长期本、外币信用等级为AA_i⁻；上述评级展望均为稳定。联合资信同时发布了主权信用评级方法，对主权信用评级的基本含义、等级设置、评级考察评价框架与要素等方面进行了阐释，相关评级报告摘要及评级方法可参见联合资信官方网站。

联合资信从2010年起开始从事主权信用评级的相关研究，持续跟踪国际国内相关动态。随着熊猫债券的快速发展，我国债券市场的国际化发展不断提速，我国评级机构开展国际评级业务的客观需求已经显现。在此背景下，联合资信宣布正式开展主权评级业务，参与国际评级。经过多年的研究与探索，联合资信初步形成了更加独立、客观、公正的主权信用评级方法论，正在努力建立更为健全的国际评级体系。

未来，联合资信将根据业务需要逐渐扩大主权信用评级对象范围，并对受评国家或地区进行持续的定期及不定期跟踪评级；持续开展主权信用风险研究工作，不断完善相关评级方法；积极拓展国际信用评级业务，为市场提供多元化的主权评级信息，以满足国内外投资者的需求，提升联合资信乃至我国信用评级机构在国际信用评级领域的影响力。

目录 CONTENTS

2016年第3期 总第95期

2016年6月20日

主办

联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

编委会（按姓氏笔画顺序排列）

万华伟 马文洛 马新江 王少波 王丽娟
艾仁智 卢志怀 田小卫 田 兵 田 甜
成 斐 任 红 庄建华 刘文良 刘晓佳
刘晓亮 刘 晖 刘 强 许余洁 严 湘
李小建 李 丹 李国华 李信宏 李振宇
李 萌 杨 杰 吴金善 吴 冷 张 成
张志军 张学群 张连娜 张 莉 陈东明
陈雅丽 邵立强 林光美 周晓辉 孟 悦
聂 逆 贾燕红 顾洪良 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

林青

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~P03

市场动向 P04~P06

债券市场

2016年第一季度债券市场回顾与二季度展望 P07~P12

联合资信深度解析中行和招行不良资产证券化交易特点 P13~P16

银监会82号文对信贷资产证券化业务影响分析及建议 P16~P19

宏观研究

2016年第一季度宏观经济报告 P20~P31

国际评级

2015年国际评级行业发展与监管动态报告 P32~P39

评级表现

信用评级实务与案例分析 P40~P45

评级方法

汽车行业信用分析要点 P46~P50

结构化融资评级过程中关注的各类基础资产的要点 P50~P51

多边开发银行评级方法研究 P51~P53

违约案例 P54

市场数据

债券发行利率走势 P55~P56

宏观经济及债券市场数据 P57

评级公告

联合资信评估有限公司评级公告 P58~P62

联合信用评级有限公司评级公告 P63~P65

评级小贴士

关于境外机构投资者投资银行间债券市场的一些Q&A P19

政策指南

Policy Guidelines



财政部下达新增债券限额 债务率超 100% 区县无新增额度

根据全国两会审议通过的预算报告，2016 年新增地方债规模为 1.18 万亿，其中一般债 7800 亿，专项债 4000 亿。目前财政部已向省级财政部门下达地方新增债券额度，省级财政部门将额度分配至辖区市县。市县财政也会向省财政申报新增债额度，但不得高于上一年度新增债额度的 1.5 倍。

此前，财政部部长楼继伟在多个场合表示，如果一个地方债务率很高，给它替换老债的额度就会多，但分配的新债规模就低。这一机制在今年地方债发行工作中也有体现。某省《关于做好 2016 年新增债券发行工作的通知》称，对债务风险预警的地

区，新增一般债券不予分配。债务风险常用债务率、负债率、逾期率来衡量。如一个地区债务率超过 100%，则认为该地区存在债务风险。

在此次新增债券发行额度下达后，新增债券将陆续发行。同时，新增债券额度将纳入预算调整方案。

（摘自 21 世纪经济报道，2016 年 4 月 14 日）

境外央行类机构获“大尺度”准入银行间市场

央行 4 月 14 日发布《境外央行类机构进入中国银行间债券市场业务流程》（下称“《债市流程》”）和《境外央行类机构进入中国银行间外汇市场业务流程》（下称“《汇市流程》”）。

《债市流程》显示，境外

央行类机构可以通过三种途径进入银行间债市：通过央行代理、通过具有国际结算资格和结算代理资格的商业银行代理和直接投资。此外，境外央行类机构可以投资的交易品种包括债券现券、债券回购、债券借贷等。而且，无额度限制，实行备案制管理，资金可以自由汇出。

《汇市流程》中也指出，交易品种可以是全部挂牌交易品种，包括即期、远期、掉期（外汇掉期和货币掉期）、期权等；交易币种包括美元、欧元、日元、港元、英镑等银行间外汇市场挂牌交易的货币；也没有额度限制，资金可以用于境内或汇出境外，无需经相关管理部门批准。

（摘自一财网，2016 年 4 月 15 日）

债市引“活水” 合格机构投资者入市备案细则落地

5月6日，央行发布〔2016〕第8号公告（下称“8号文”），将银行间债券市场的合格投资者范围扩展至所有银行，并全面规范准入环节。

5月20日，8号文的相关配套细则出炉，央行上海总部发布2016年第1号公告，对合格机构投资者进入银行间债券市场备案管理的相关细则做出明确规定。

央行上海总部指出，未来合格机构投资者进入银行间债券市场时，均应按照央行上海总部的规定进行网上备案。央行上海总部将根据规定的条件和程序，受理备案申请并出具备案通知书，备案通知书自签发之日起3个月有效。

（摘自中国证券网，2016年5月23日）

山西计划为七大煤企发债提供增信

山西省是中国第一产煤大省，煤炭产量占全国总量约四分之一。近年来，受到煤炭行业产能过剩、价格低迷影响，目前山西七大有煤炭集团负债总额超过万亿，体量相当于山西省2015年的GDP，总体资产负债率达80%。据不完全统计，自4月以来，山西煤炭企业已连续发生两起债务违约以及三起债券暂停、取消发行事件。巨债压顶之下，山西银行业不得不通过宽松信贷，及发行债券，帮扶困难企业渡过难关，并使“僵尸企业”有序退出。

山西政府初步计划为省属七大煤炭企业发债提供直接或间接的增信担保，还计划鼓励金融机构通过债转股、并购贷款、定制股权产品等方式，帮助煤炭企业重组债务。知情人士表示，最终计划尚未确定，可能存在变数。

（摘自华尔街见闻，2016年5月5日）

银行境外债券投资依赖外部评级减弱

4月5日银监会发布了《关于进一步加强银行业金融机构境外运营风险管理的通知》。《通知》指出，银行业金融机构应根据自身业务特点和能够承担的风险水平等，审慎开展自营性境外投资类业务。其中，债权类投资不能完全依赖外部评级，应将债权类投资纳入全行统一的风险管理体系；对于属于并表范围的股权类投资应经董事会审议，并全面评估投资损失可能对银行集团产生的影响。

（摘自和讯网，2016年4月6日）

落实以信披为中心的监管理念 公司债券半年报准则发布

近日，证监会发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第39号——公司债券半年度报告的内容与格式》（下称《公司债券半年报准则》），以及《关于公开发行公司债券的上市公司半年度报告披露的补充规定》（下称《补充规定》）。

《公司债券半年报准则》根据半年报信息披露的期间特性，

适当简化了披露内容。具体来看，半年度报告的核心内容和要求包括公司和相关中介机构简介、公司债券事项、财务和资产情况、业务和公司治理情况、重大事项、财务报告、备查文件目录等。《补充规定》明确了公开发行公司债券的上市公司应在半年度报告中以专门章节披露“公司债券相关情况”，并明确了披露内容和要求。新三板挂牌公司将由全国股转公司另行发布披露的内容与格式要求。

（摘自上海证券报，2016年5月16日）

不良贷款资产支持证券信息披露指引施行

4月19日，中国银行间市场交易商协会正式发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》。

《指引》对不良贷款基础资产的信息披露提出要求。受托机构应在发行说明书中披露本期发行不良贷款资产支持证券的基础资产筛选标准。受托机构应在发行说明书中披露本期发行不良贷款资产支持证券的基础资产总体信息，包括但不限于入池资产笔数、金额与期限特征、入池资产抵（质）押特征、入池资产借款人特征、借款人基础信息等。《指引》还要求发行说明书中包括发起机构及为证券化提供服务的机构相关经验及历史数据，基础资产价值评估相关的尽职调查程序及方法、资产估值程序及回收预测依据等。

《指引》要求，在发生可能

对不良贷款资产支持证券投资价值有实质性影响的临时性重大事件时，受托机构应在事发后三个工作日内披露相关信息，并向交易商协会报告。

（摘自中国证券报，2016年4月20日）

评级公司需上报评级调整

5月13日，记者从多位知情人士处获悉，中国银行间市场交易商协会（下称“交易商协会”）近期与多家评级公司评级总监座谈。交易商协会要求评级公司把过去三年对公司主体评级的上调、下调的变动都整理上报给他们。梳理之后，如果发现问题，也许会对评级公司进行自律处分。此外，知情人士还表示，交易商协会要求各家参与座谈的评级公司提交今年将要进行评级调整的企业名单，且未来评级公司无论进行正面调整还是负面调整，在正式发布前，均需要向交易商协会上报。

（摘自21世纪经济报道，2016年5月16日）

深交所推绿色公司债券试点 专人负责受理审核

4月22日，深圳证券交易所发布《关于开展绿色公司债券业务试点的通知》（下称《通知》），明确将在深交所开展绿色公司债券的试点。

通知明确，绿色公司债券是指依照《公司债券管理办法》及相关规则发行的、募集资金用于支持绿色产业的公司债券。绿色产业项目范围可参考中国金融

学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录（2015年版）》及经该交易所认可的机构确定的绿色产业项目。

深交所将安排专人处理绿色公司债券的申报受理及审核，以提高绿色公司债券上市预审或挂牌条件确认工作效率。

（摘自证券时报网，2016年4月25日）

境外机构投资者进入银行间债市细则落地

5月27日，国家外汇管理局发布了《境外机构投资者投资银行间债券市场外汇管理规定》（下称《规定》），中央国债登记结算有限责任公司等相关单位联合发布了《境外机构投资者进入银行间市场联网和开户操作指引》（下称《指引》）。关于境外机构投资者进入中国银行间市场的两大重要操作细则的相继发布标志着我国债市大开放正式进入倒计时阶段。

《规定》的主要内容包括：一是对境外机构投资者实行登记管理；二是不设单家机构限额或总限额；三是要求资金汇出入币种基本一致。

《指引》对三家市场中介机构（同业拆借中心、中央结算公司和上海清算所）原有的多项业务申请材料进行了合并，形成了统一的《境外机构投资者业务申请表》；在办理流程方面，境外机构在完成向中国人民银行上海总部的备案后，只需填写《境外机构投资者业务申请表》、签署相关业务协议，并委托结算代理

人向三家市场中介机构分别进行提交，即可完成联网和开户申请；在办理过程方面，三家市场中介机构均在3个工作日内完成联网和开户手续。

（摘自一财网，2016年5月30日）

中证机构间报价系统为绿色债设绿色通道

中证协下属的中证机构间报价系统（下称“报价系统”）就试点开展绿色债券有关事项发布通知。通知称，支持绿色债券发行人利用募集资金优化债务结构，在偿债保障措施完善的情况下，允许发行人使用债券募资偿还金融机构借款和补充营运资金。

根据通知，发行人申请绿色债券非公开发行、转让，需满足多项要求，包括绿色债券募集说明书、绿色债券募集资金使用计划、绿色债券募集资金管理制度等信息。在信息披露方面，绿色债券存续期间，发行人需在按规定或约定披露的定期报告中，披露绿色债券募集资金的使用情况、绿色产业项目进展情况和环境效益等内容，绿色债券受托管理人在年度受托管理实务报告中应当披露绿色债券募集资金使用情况、绿色产业项目进展情况和环境效益等内容。

另外，报价系统鼓励开展绿色债券品种创新，并将设立绿色债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色债券的发行、转让工作效率。

（摘自证券时报，2016年4月13日）

市场动向

Market Trends



国裕物流触发交叉违约条款 启动投资者保护机制

3月14日，武汉国裕物流产业集团有限公司发公告称，公司本部及下属子公司发生银行贷款违约等债务逾期情况，其中贷款逾期4.17亿元，垫款6219万元，欠息706万元，共计4.87亿元。公司未偿还债券“15国裕物流CP002”募集说明书中附加了交叉违约条款，如果公司及核心子公司其他债务出现违约，则视同“15国裕物流CP002”违约。

公司已与债券持有人达成协议，将启动相关投资者保护机制，包括要求发行人追加增信措施、成立债权人委员会、委托主承销商牵头开展后续追偿、提高预期违约赔偿金、限制发行人处置资产、要求发行人披露偿还债务长期计划等等。

（摘自财新网，2016年4月13日）

全国首单绿色债券闪电获批并发行

4月15日，北京汽车股份有限公司在上海证券报发布公告，其申请发行的2016年北京汽车股份有限公司绿色债券（简称“16京汽绿色债”）已通过发改委审批并开始发行。这是发改委2015年底颁布《绿色债券发行指引》后的首单绿色债券，并且该债券从接收材料到获批不到10个工作日，充分体现了发改委支持绿色债券发行的态度。

“16京汽绿色债”发行人主体信用等级和债券信用等级均为AAA，期限为“5+2”年期。根据国家发改委批复，“16京汽绿色债”募集资金总额为不超过48亿元，其中25亿用于北京汽车股份有限公司株洲基地技改扩能建设项目，主要用于技术改造、扩大产能，23亿用于补充营运资

金。其中，首期发行25亿元。

（摘自上海证券报，2016年4月15日）

首批绿色债券指数“出炉” 万亿存量债券被纳入

4月15日，中债-中国绿色债券指数和中债-中国绿色债券精选指数试发布。这两个指数由中央国债登记结算有限责任公司（简称“中债登”）和中节能咨询有限公司合作编制，为国内首批发布的绿色债券指数。

该系列指数的主要依据为中国人民银行、国家发改委发布的两项国内绿色债券标准，以及国际资本市场协会、气候债券组织发布的两项国际标准。截至2016年3月末，中债-中国绿色债券指数样本券有759只，市值规模约为2.45万亿元；中债-中国绿色债券精选指数样本券有413只，市值规模约为1.85万亿元。

中债登估值中心相关负责人表述：“绿色债券指数不仅是反映绿色债券市场价格变化情况的一系列指标，还可为国内外投资者提供绿色投资的业绩基准与产品标的。更重要的是，指数能够提高绿色债券市场的透明度。”

（摘自21世纪经济报道，2016年4月18日）

集合类债券连爆两起代偿事件 民企债仍是违约重灾区

4月15日，作为“2013年云南中小企业集合债券”联合发行人之一的云南天浩稀贵金属股份有限公司公告称，公司自主偿债能力下降，存在无法还本付息风险，已申请由债券担保人昆明产业开发投资有限责任公司履行担保责任。

18日，作为“四川省2013年度第一期中小企业集合票据”联合发行人之一的四川广汉士达炭素股份有限公司亦宣称，该公司因资金链断裂处于停产状态，且涉及大量诉讼，已无法完全履行按期足额兑付本息的义务，提请担保人中债信用增进投资股份有限公司对该公司履行代偿义务。

业内人士指出，集合类债券发行人普遍是非上市民企中小企业，具有资产规模较小、融资渠道较窄、外部支持较弱、股东风险较大、公司治理较差等风险特征，在经济下行周期中，抵御风险的能力较差，预计未来民企债仍将是信用违约的重灾区。

（摘自中国证券报，2016年4月19日）

全国首单“债贷基组合”私募 票据落地

4月22日，由国家开发银

行主承销并担任募投项目综合融资协调人的湖北省交通投资集团有限公司10亿元非公开定向债务融资工具（简称“16鄂交投PPN002”）成功发行，债券期限为2年，发行利率3.71%。这意味着国内首单“债贷基组合”私募票据正式落地银行间市场。

“债贷基组合”主要针对国家重点建设项目，将国开发展基金或国开金融下属基金、国开行中长期项目贷款以及开行主承销债券有机结合，统筹安排资金来源、运用和偿还，以重大项目为建设、运营载体，通过全流程专户封闭式管理，为债券提供机制增信，提高项目资金整体安全性和使用效率，支持国家重点项目建设。

（摘自金融时报，2016年4月25日）

广西有色金属集团5亿债券违约 公司进入破产重整程序

4月25日，广西有色金属集团公告称，公司应于2016年4月23日到期兑付的债券“13桂有色PPN002”（票面利率为5.56%，期限3年）因公司连续亏损，并已进入破产重整程序，未能按期兑付本息，到期应兑付本金5亿元。公司正积极配合广西有色金属集团有限公司管理人工作，最大程度保护债券持有人的利益。

（摘自每日经济新闻，2016年4月26日）

中东欧发行首只人民币债券

匈牙利国家经济部部长沃尔高日前在匈牙利首都布达佩斯宣布，匈牙利国家债务管理中心已委托中国银行为其发行一笔基准利率（10亿元）的离岸人民币债

券（约合1.37亿欧元），期限为3年，发行利率为6.25%。这是中东欧地区发行的首只人民币债券，也是匈牙利阔别国际债市逾2年后首次发债。

（摘自中国经济网，2016年4月27日）

提前还债皆告吹 城投债虚惊一场

4月21日，企业债“14宣化北山债”发行人河北宣化北山工业园投资有限责任公司（简称“北山投资”）和中期票据“14海南交投MTN001”的主承国家开发银行（简称“国开行”）先后公告申请提前兑付债券本息。随后，邮电器材集团也发布公告，披露清产核资导致净资产减少，并表示基于保护投资人利益的考虑，如果投资人希望提前兑付债券，愿意提前兑付（赎回）存续期内的“15邮电器材CP001、15邮电器材SCP001”两期债券。连续三家发行人申请提前偿还引发了投资者对相关债券可能遭受估值损失以及由此产生的再投资风险的担心。

4月28日晚，北山投资和国开行已双双宣布取消了此前关于提前兑付债券拟召开的债券持有人会议。随后，中国邮电器材也收回了提前兑付两支短债的议案。市场人士指出，发行人终止提前偿债为此类事件提供了处置案例，短期可能不会有发行人贸然尝试提前还债。

（摘自中国证券报，2016年5月3日）

不良资产证券化时隔8年重启

5月26日，中国银行的“中誉2016年第一期不良资产支持证券”（简称“中誉一期”）和

招商银行的“和萃 2016 年第一期不良资产支持证券”（简称“和萃一期”）正式发行，这标志着 2008 年以来一度暂停的商业银行不良资产证券化正式重启。

“中誉一期”的入池资产为公司不良贷款，发起机构和贷款服务机构为中国银行，受托机构为兴业国际信托，总规模 3.01 亿元，优先档和次级档发行金额分别为 2.3478 亿元和 0.6622 亿元，优先档的评级为 AAA 级。

“和萃一期”的入池资产为信用卡个人消费类不良贷款，发起人和贷款服务机构为招商银行，受托机构为华润信托，总规模 2.33 亿元人民币，优先档和次级档规模分别为 1.88 亿元和 0.45 亿元，优先档的评级为 AAA 级。

“和萃一期”是我国资产证券化历史上首单零售类不良贷款。

（摘自中国经济网，2016 年 5 月 21 日）

我国汽车行业首只离岸绿色债券发行

20 日，浙江吉利控股集团成功发行中国汽车行业首只离岸绿色债券，总额达 4 亿美元，以支持其英国子公司伦敦出租车公司开发具有零排放能力的经典伦敦黑色出租车。

该高级无抵押债券通过吉利控股集团全资子公司 LTCGB Limited 发行，年利率为 2.75%，为期 5 年。该利率在大中华区汽车公司所发行的美元债券中是最低的。该债券最终的订单金额超过 23 亿美元，实现超额认购近 6 倍。中国银行为该债券提供备用信用证。

（摘自新华社，2016 年 5 月 23 日）

中国财政部在伦敦发行 30 亿元人民币国债

中国财政部 5 月 26 日在伦敦发行 30 亿元人民币国债，这是中国首次在香港以外的离岸市场发行人民币国债。这笔国债的期限为 3 年期，发行利率为 3.28%，高于目前二级市场离岸国债收益率和中国境内同期限国债收益率。这笔国债交易公布后，市场反应良好，全球投资者认购踊跃。此次人民币国债的成功发行，有助于伦敦人民币市场的进一步发展。

（摘自中国新闻网，2016 年 5 月 27 日）

金风科技 10 亿元绿色永续中票成功发行

5 月 25 日，由国家开发银行牵头主承销的新疆金风科技股份有限公司 10 亿元绿色永续中票在银行间市场成功发行。该期债券期限为 5+N，票面利率 5.00%，募集资金全部用于风力发电系统的原材料及零部件采购，并将所制造的风力发电设备全部用于已经认证的 10 个绿色风电项目，预计年度减排二氧化碳 53 万吨，节约标准煤 18 万吨。本只债券由独立第三方机构认定为非金融企业绿色债券，是银行间债券市场首只绿色永续债券。

（摘自和讯网，2016 年 5 月 27 日）

全国首单交易所市场绿色公司债券在上交所成功发行

由浙商证券担任主承销商的浙江嘉化能源化工股份有限公司 2016 年绿色公司债券（第一期）日前在上交所成功发行，这是全国首单交易所市场绿色公司

债券。本期债券发行规模为 3 亿元，主体信用评级为 AA，债项评级 AA，发行规模为人民币 3 亿元，期限为 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权）。11 家机构投资者以 2.3 倍超额认购，最终票面利率为 4.78%。发行人本次发行的绿色公司债券募集资金将全额用于发行人的绿色产业项目——热电联产机组扩建项目。

（摘自金融时报，2016 年 5 月 30 日）

东北特钢债券“连环违约”累计违约 36 亿元

自 3 月 28 日起，东北特殊钢集团有限责任公司（简称“东北特钢”）先后已有“15 东特钢 CP001”、“15 东特钢 SCP001”、“13 东特钢 MTN2”、“15 东特钢 CP002”、“14 东特钢 PPN001”5 只债券未能按期足额偿付，涉及违约金额共计 36 亿元。

5 月份，部分债券持有人分别召开会议，通过要求东北特钢落实偿债资金乃至提前偿付本息、书面承诺不进行债转股不逃废债保证债券按本息兑付、增加担保等议案。对于承诺不进行债转股、不逃废债务东北特钢表示同意，而对于追加担保等要求，东北特钢则表示其拥有的机械设备和上市公司股权等财产处于受限状态，因而“暂时无法提供追加担保措施。”迄今为止，东北特钢对债权人最为关心的偿债方案，依然没有定论，仅在公告中表示会“加紧制定债务危机解决方案”。

（摘自 21 世纪经济报道，2016 年 6 月 9 日）

2016 年第一季度债券市场回顾与二季度展望

文 / 联合资信评估有限公司 王 柠 刘 艳

一、债券市场环境

（一）监管层支持企业债券发行，利好企业债券的发行增长

2016 年 3 月，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，可直接申报，无需经由省级发改委转报。3 月 29 日，发改委发布《加快城市停车场建设近期工作要点与任务分工》的通知，提出持续加大停车场建设企业债券发行，并在停车场建设领域大力推广采用 PPP 模式。上述政策均是对企业债发行的进一步放松和支持，有利于推动企业债发行的增长。

（二）加强信息披露，规范公司债发行行为

1 月 23 日，证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 38 号——公司

债券年度报告的内容与格式》，要求发行人和承销机构及时编制、报送和披露年度报告，并加强风险提示工作。2 月 19 日，深交所发布《债券业务办理指南》第 1 号、第 2 号等文件，从公司债预审核、发行及上市等角度规范公司债业务行为。这有利于公司债发行人及中介机构信息披露质量和规范运作水平的提高，进一步推动公司债信息披露标准化和透明化制度建设，有助于公司债的规范发展。

（三）地方政府债券新增与置换额度增加，发行节奏仍将较快

1 月，财政部印发《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》，首次对地方债的发行节奏做出明确规定，以把控发行节奏¹，避免集中供给，同时扩大地方政府财政、债务信息披露范围，还从鼓励将地方债作为抵（质）押品、扩大投资人范围和新增在自贸区试点发行地方债等多方面增强二级市场流动性。根据财政部资料显示，2016 年末地方政府债务余额限额约为 17.19 万亿元，其中一般债务余额限额为 10.71

¹ 要求各季度债券发行量大致均衡，置换债券各季度发行规模要控制在全年发行规模的 30% 以内。

万亿元，专项债务余额限额 6.48 万亿元。根据全国两会审议通过的预算报告，2016 年新增地方债规模为 1.18 万亿，相较上年增加近一倍，其中一般债券 7800 亿，专项债券 4000 亿，债务率超过 100% 的区县没有新增债额度。另一方面，财政部已向省级财政部门下发置换债券额度上限规模，置换债券额度上限较上年置换债规模（3.2 万亿元）有所增加。此外，为了推动 2016 年地方债发行，进一步推进地方债投资主体的多元化，4 月 1 日召开的国务院常务会议决定，将社保基金债券投资范围扩展到地方政府债券。上述各项政策的支持将推动地方债发行规模增加，预计地方债将保持较快的发行速度。

（四）坚持绿色发展理念，助推绿色债券发行

继去年底央行允许金融机构在银行间债券市场发行绿色债券、发改委印发《绿色债券发行指引》助力绿色债券规范发展后，银监会 1 月发布《能效信贷指引》，探索以能效信贷为基础资产的信贷资产证券化试点工作、推动发行绿色金融债。3 月 7 日，发改委发布《“十三五”规划纲要草案》，提出坚持“绿色发展”理念，支持绿色金融发展。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核或挂牌条件确认工作效率。近期，深圳证券交易所也发布了《关于开展绿色公司债券业务试点的通知》，明确将在深交所开展绿色公司债券的试点，

绿色债券发行主体进一步扩大。4 月协合风电投资有限公司已成功在交易商协会注册国内首单绿色债务融资工具，成为国内首单发行绿色债券的非金融企业。随着央行、发改委、上交所和深交所等关于绿色债券的发行指引相继发布，未来我国绿色债券市场发展前景和空间广阔。

（五）需求端和供给端双向发力，推进债券市场扩容

2 月，为促进债券市场发展，扩大直接融资比重，央行出台了《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，放宽开办机构和投资者主体等，并首次允许“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”投资柜台业务的全部债券品种和交易品种。央行还联合八部委发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出扩大公司信用类债券发行规模，拓展可交换债券、可转换债券市场；积极发展绿色债券、高收益债券、绿色资产证券化等创新金融工具，推进债券市场供给的扩容。同月，交易商协会分层分类管理体系正式推出，将发行人分为第一类企业、第二类企业²进行管理，将极大便利企业融



² 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。

资，提升债券市场为实体经济配置资源的效率。此外，2月24日，央行发布3号公告称，引入更多符合条件的境外机构投资者³，同时合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）在外管局总体额度范围内投资银行间市场部分的额度不再受到限制。随着银行间债市扩容，投资者进一步多元化，央行积极稳妥推进债市对外开放有利于加大直接融资对实体经济转型支持的力度，并与“熊猫债”发行主体“引进来”相配合，共同助力人民币国际化进程以及汇率形成机制的完善。

（六）违约事件发生频率加快，国企违约占比显著提高

本季度，共发生债券实质性违约事件10余起，4月份，包括东北特钢、山西华昱、中铁物资、国裕物流等4家发债主体出现信用风险事件，国企、央企身份已不再是发债主体的“金钟罩”，国企债券政府兜底的现象逐步被打破。债券违约已涵盖了各种性质企业，违约债券品种也由私募债、集合债扩大至中期票据、企业债以及短融、超短融等短期债券类别，违约常态化的趋势进一步明显。

二、债券产品发行情况

本季度，我国债券市场上主要债券品种

发行规模合计81759.72亿元，较上季度增长11.85%，较上年同期增长超过100%，其中，公司债、同业存单、超级短期融资券和企业债券的发行稳步增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到52.53万亿元。

本季度，需要信用评级的债券⁴的发行期数和发行规模分别为1105期和21715.70亿元，发行期数和发行规模环比分别下降6.28%和15.44%，主要是由于地方政府债券（公募）⁶、资产支持证券（公募）、证券公司短融发行量下降较明显，同比则有较大增幅。在需要信用评级的债券中，中期票据、公司债（公募）和短融⁷的发行期数在需要信用评级的债券总发行期数的占比较大，分别为25.07%、24.61%和21.54%。需要信用评级的债券的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例分别为18.86%和26.56%，与上季度相比分别下降3.74和8.57个百分点，与上年同期相比表现不一，发行期数占比下降3.11个百分点，发行规模占比上升6.66个百分点。

本季度，未明确要求信用评级的债券⁸的发行期数和发行规模分别为4460期和60044.02亿元，发行期数和发行规模环比分别增长26.45%和28.54%，同比分别增长163.91%和130.98%，主要是由于同业存单、超短融和公司债（私募）的发行量增幅较大。在未明确要求信用评级的债券中，同业存单的发行期数占未明确要求信用评级的债券总发行期数的比例最大，

³ 包括在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，以及养老金、慈善基金、捐赠基金等央行认可的其他中长期机构投资者。

⁴ 需要信用评级的债券是指除国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、中央汇金所发政府支持机构债券和同业存单外，公开发行的债券。

⁵ 资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算，以下同。

⁶ 虽然地方政府债券发行量较大，但对于评级机构而言，地方政府债的发行量对其业务和收入的影响程度较小，在需要评级的债券中剔除地方政府债券后发行期数和发行规模分别为957期和12133.47亿元，环比分别增长21.14%和2.31%，主要是由于公司债（公募）和企业债券的发行增长所致。

⁷ 如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超级短期融资券，以下同。

⁸ 未明确要求信用评级的债券包括国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、同业存单和其他非公开发行的债券。

为 50.90%⁹。本季度共有 213 家银行发行同业存单，发行家数环比有所下降，降幅为 20.82%，同比增幅则超过 200%，增幅明显。

具体来看，本季度，国债的发行期数和发行规模分别为 27 期和 4100.00 亿元，发行量较上季度有小幅下降，较上年同期增幅超过 100%。地方政府债 2015 年自二季度起发行量逐季增加，受季节性因素影响和对地方债发行节奏的控制，今年首只地方债于 2 月 15 日发行，一季度地方政府债发行期数和发行规模分别为 142 期和 9146.73 亿元，较上季度降幅分别超过 60% 和 30%，仍以公募发行为主（发行期数和发行规模占比分别为 56.34% 和 76.00%）。

本季度，中期票据和企业债券的发行环比变化不一，中期票据的发行期数和发行规模出现 10% 和 20% 左右的降幅，或是受到季节性因素的影响，而企业债券去年底宽松政策效果显现，发行量呈现出回暖的态势，环比增幅超过 70%；同比情况来看中期票据和企业债券均受到去年来融资成本下降和发行政策逐步放宽等因素的影响，实现较明显的增幅。

本季度，金融债券发行量平稳增长，发行期数和发行规模环比分别增长 48.57% 和 61.34%，同比增幅均超过 50%。金融债券的发行仍以政策性银行债为主，发行期数和发行规模环比增幅均超过 70%，增幅较为明显，同比也有所增长；商业银行债发行期数和发行规模较上季度有小幅增长，较上年同期则有超过 250% 的明显增长；

非银行金融机构债的发行量环比则有较明显的下降，同比因基数较小增幅明显。

本季度，超短融发行期数和发行规模环比增幅超过 20%，增幅较为平稳，而短融发行期数和发行规模环比则有所下降，表明超短融对短融发行的替代作用更加明显。

由于年初股市波动，导致券商举债融资积极性不强，本季度证券公司短融和公司债券发行期数和发行规模环比和同比均有所下降。

本季度，公司债发行量持续快速增加，其中房地产企业公司债发行仍然密集，发行规模占

比超过公司债发行总规模的 35%。一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模环比和同比增幅均超过 65%，增幅较为明显；私募公司债发行期数和发行规模环比增幅在 20% 以上，同比增长则超过 400%。公司债发



行放量增长的原因，一是 2015 年以来公司债新规扩大了公司债的发行主体且增加了公司债发行的灵活性；二是债券收益率下行，企业有动力用低成本的公司债置换其成本相对较高的存量债务（银行贷款和境外债券等）。

本季度，资产证券化发行市场表现相对平淡，银行间债券市场资产支持证券发行单数、发行期数和发行规模环比均出现较为明显的下降，同比变动相对较小，银行间债券市场资产支持证券仍全部采用公开发行的形式。交易所市场资产支持证券发行环比亦有所下降，同比增幅则超过 100%。

⁹ 截至 2016 年 3 月底存续同业存单 11263 只，共有发行人银行 309 家。

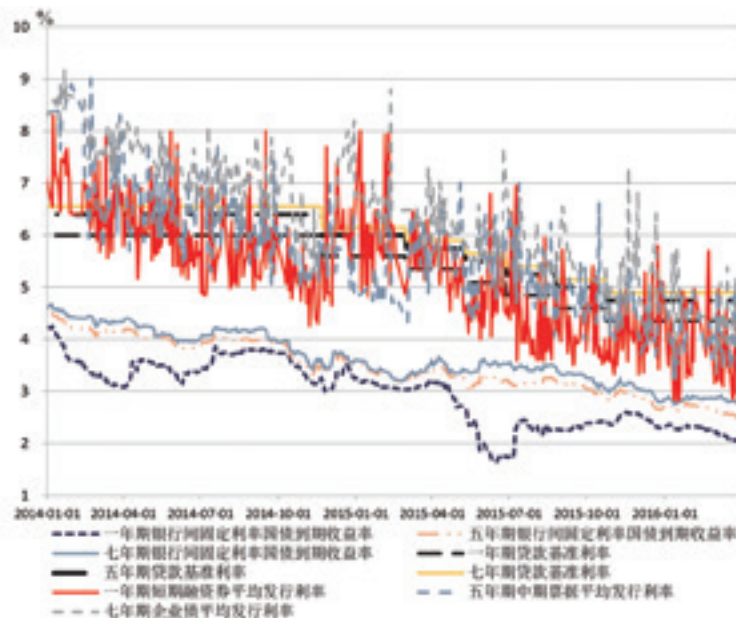
三、债券产品发行利率

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性。自2016年3月1日起，央行下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。在公开市场操作方面，央行春节前后增加逆回购次数、灵活使用短期流动性调节工具（SLO）操作、中期借贷便利（MLF）操作和抵押补充贷款（PSL）等货币政策工具稳定短端利率，并下调MLF利率引导利率水平下行。在多项举措的共同作用下，本季度市场资金流动性保持适度宽松状态。

具体来看，一年期贷款基准利率继2015年10月下调后本季度维持在4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率延续了上年波动下降的趋势，较上年四季度继续小幅下行。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍较为接近，一年期短融的平均发行利率自2014年以来呈现波动下降的趋势，本季度震荡下行至3.75%，较上季度（4.13%）和上年同期（5.88%）的平均水平均有所下降，并且仍然低于一年期贷款基准利率的平均水平。

与一年期贷款利率相同，五年期和七年期贷款基准利率也经过2015年多次下调，于2015年年末分别降至4.75%和4.90%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率亦延续2015年的下行趋势，本季度收益率均值分别降至2.65%和2.85%。五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的走势大致一致，并且多数发

图1 债券市场利率走势情况图



资料来源：中国人民银行

行利率低于相应期间的贷款基准利率。五年期中期票据的平均发行利率自2014年持续下行，2015年二季度略有反弹后持续下行，本季度继续降至4.06%，较上季度（4.56%）和上年同期（5.39%）均有所下降；七年期企业债的平均发行利率亦自2014年呈现下行走势，上季度略现反弹，本季度继续降至4.49%的水平，显著低于上季度（5.22%）和上年同期（6.55%）的利率水平。

四、未来走势预测

（一）宏观经济企稳态势有望延续，市场资金面仍将保持合理充裕

2016年政府工作报告首次以区间形势提出经济增速目标为6.5%-7.0%，我国将继续保持积极的财政政策和稳健略宽松导向的货币政策。从近期的政策动向来看，今年财政宽松的力度将进

进一步加大，财政赤字率将继续增加¹⁰。在政策刺激下，一季度我国经济增速为6.7%，虽较上年四季度继续下降0.1个百分点，但其中消费平稳增长，投资增速稳中有升，出口逐月好转，工业生产缓中趋稳，CPI涨幅温和，整体经济呈现企稳态势。随着供给侧改革的不断推进和各项稳增长措施效果的显现，经济好转的态势有望延续。

2016年以来央行对银行等金融机构的监管考核由原来的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为“宏观审慎评估体系”（MPA），加强逆周期调节和系统性金融风险防范，但MPA季末考核也在一定程度上增加了短期流动性的压力。在经济改善的预期和4月大量MLF到期的背景下，预计二季度央行将更多运用逆回购、MLF、SLF等灵活、定向的货币政策工具，保持市场资金面的合理充裕，但流动性稳定性可能将有所下降。此外，近期美国加息预期有所降温，预计对我国流动性不会带来较大冲击。

（二）债券市场稳步发展，违约风险值得关注

从二季度债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，2016年地方债发行规模或超5万亿，发行规模较上年明显增加。但由于财政部对置换债的发行节奏做出规定，预计后续地方债的发行整体将呈现更加均匀的态势。

第二，随着上年四季度发改委降低企业债发债门槛、简化企业债发行审批程序的政策改革成效逐渐显现，同时发改委积极扩大专项债支持范围，企业债券（尤其是城投债和专项债）发行有望提速。

第三，公司债信息披露和业务发展得到不断规范，其较高的发行效率和审核速度也使得其备

受企业融资青睐，预计公司债券的发行有望继续保持较快增长。

第四，交易商协会“储架发行”模式正式落地，中票、短融（含超短融）和永续票据的发行效率将有所提高，同时超短融或将进一步对短融形成替代。

第五，交易商协会4月正式发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，对基础资产、参与机构和估值定价等方面的信息披露提出明确要求，有利于推动不良贷款资产证券化试点落地；央行等八部委印发的《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》提出加快推进住房和汽车贷款资产证券化，推进应收账款证券化等企业资产证券化业务发展，未来基于企业资产的证券化市场发展较有前景。

第六，2016年以来，债券市场违约风险持续发酵，4月以来违约事件发生更加频繁，在包括央企、地方国企高负债、高杠杆率的隐患下，企业资金链条断裂风险加大，与此同时我国经济正在遭遇放缓风险，今年债券市场违约风险将进一步释放。在违约增加的背景下，市场谨慎情绪加剧，取消或推迟发行的债券金额超过1000亿，是去年同期的3倍以上。投资者风险偏好可能已经出现下降，更加向高等级债券倾斜，中低评级信用债发行受到冲击。对于投资者和评级机构而言，在进行风险甄别时应当减轻对于国有企业外部支持的依赖度，更加关注企业自身经营和财务状况；同时，需在关注违约率的同时加强对于回收率的关注；监管机构正在研究推出信用违约互换（CDS），以缓释信用风险，促进债券市场的发展。

整体来看，二季度积极的财政政策将加大力度，资金面仍将保持合理充裕状态，但流动性的波动可能会有所加大。在债市各项支持政策的推动下，债券市场总体上仍有望保持稳步增长的态势。

¹⁰ 主要通过加大减税降费力度、推动营改增改革等措施降低企业运营成本，推行债转股降低企业债务杠杆率，注资设立政府投资基金和专项建设基金支持重点产业发展，推广PPP项目以撬动民资等，在稳增长中发挥逆周期促进经济增长的作用。

联合资信深度解析中行和招行不良资产证券化交易特点

文 / 联合资信评估有限公司 结构融资部

5月19日，中国银行“中誉2016年第一期不良资产支持证券”（以下简称“中誉一期”）和招商银行“和萃2016年第一期不良资产支持证券”（以下简称“和萃一期”）发行文件在中国债券信息网正式挂网，预计发行规模分别为3.01亿元和2.33亿元，其中中誉一期优先档证券和次级档证券占比分别为78%和22%，和萃一期优先档证券和次级档证券占比分别为80.69%和19.31%，根据联合资信的评级报告，联合资信均给予两单交易优先档证券AAA级的信用等级，次级档证券未予评级。上述两单产品的发行不仅意味着不良资产证券化在时隔八年正式重启，同时意味着将不良资产证券化的基础资产范围扩大至信用卡不良债权领域。

与一般信贷资产证券化项目关注入池资产的违约风险不同，不良资产证券化项目的基础资产本身就是已经违约的不良贷款，此时基础资产的关注点是如何预测不良贷款的回收金额和回收时间。根据项目特点，评级机构会采用不同的回收现金流估值方法。联合资信对中誉一期资产池采取逐笔估值方式，基于发起机构、评估机构、律师事务所以及会计师事务所提供的资料及意见，结合实地调查了解信息，对资产池进行估值。估值主要考虑因素包括：主债权及从债权的有效性、借款人及保证人经营情况和偿付意愿、债务人有效资产存续状况、抵/质押物或查封物的优先受

偿权及变现价值、当前处置计划和处置阶段、当地经济及司法环境、其他财产线索或现金回收来源等。联合资信对和萃一期资产池采取历史静态池精算统计估值方式，主要基于以下信息：发起机构提供的入池资产信息和信用卡不良资产的历史回收记录。在上述信息的基础上，联合资信结合现场调查了解到的具体催收过程和催收管理方式，通过对信用卡不良资产历史回收数据的分析，对比资产池和历史数据的特征，对资产池回收金额进行估值。

中誉一期交易特点

基础资产方面，中誉一期共涉及42户借款人的72笔不良贷款，资产池未偿本息余额合计为123256.20万元，其中次级类贷款占比为96.69%，可疑类贷款占比为3.31%；资产池中附带抵/质押担保的不良贷款未偿本息余额占比为81.19%，该类不良贷款回收率相对较高，这有助于提高资产池的现金流回收预期；该交易在过渡期内已有一户借款人实现现金回收15457.19万元，这有助于优先档证券的较快兑付和首期流动性储备账户的补充，有效降低了证券兑付风险和流动性风险；资产池中前三大借款人的预测回收金额占全部预测回收金额的56.62%，入池贷款全部来自于山东省，借款人和地区集中度较高。

交易结构方面，中誉一期设计了优先档证券和次级档证券两层的简单分层结构，原因在于不良贷款回收金额和回收时间不确定性大，简单的分层结构可以缓解证券兑付风险；中誉一期优先档和次级档证券本金采用过手方式偿还，优先档证券利息支付频率为半年，而普通 CLO 一般按季支付，原因在于不良贷款处置回收不确定性较大，按半年支付可以缓释优先档证券利息支付面临的流动性风险；中誉一期信托账户项下设置回收款账户、处置费用账户和可分配现金账户三个二级分账户，证券本息兑付资金均来源于可分配现金账户；中誉一期设置了流动性储备账户，该账户的设立能够有效缓释优先档证券利息兑付面临的流动性风险；中誉一期设置了违约事件和流动性支持触发事件，未设置加速清偿事件，违约事件触发后将引致现金流支付顺序的重新安排，流动性支持触发事件发生后，流动性支持机构将对优先档证券当期应付利息进行差额补足，此处流动性支持机构由根据资产支持证券发行结果确定的除发起机构以外的、信托设立时的次级档资产支持证券持有人担任；中誉一期由发起机构中国银行担任贷款服务机构，次级档证券持有人担任资产服务顾问，贷款服务机构可以获得支付完毕次级档证券固定资金成本后剩余金额的 80% 资金作为超额奖励服务费。联合资信认为，本次交易中“贷款服务机构-资产服务顾问”的监督约束机制以及超额回收后对贷款服务机构的奖励机制，能够较好地保障贷款服务机构在清收不良贷款过程中能够勤勉尽责，最大化地提高回收水平。

法律方面，中誉一期入池资产的担保权利包括土地使用权、房屋、生产设备、动产的抵押权，质押物为应收账款的质权和保证债权，根据《物权法》的规定，在信托设立时，抵押权/质权在主债权转移时一并转移给受托人，未办理相应的抵押权/质权转移登记不影响受托人取得抵押权/质权，但未办理转移登记的不得对抗善意第三人。为控制善意第三人风险，交易文件约定，就

尚未进入司法程序或担保物不涉及查封、扣押等情况的标的债权资产而言，委托人和受托人认为办理抵押权/质权的转移登记手续最有利于标的债权资产回收或发生贷款服务机构解任事件、贷款服务机构主体长期信用等级低于必备评级，则应在约定期限内办理抵押权/质权转移登记；对已进入司法程序或担保物涉及查封、扣押等情形的，或因登记机关或其他原因而无法办理完毕抵押权/质权的转移登记，则受托人应以最有利于回收标的债权资产的原则处理抵押权/质权相关事宜。

发行定价方面，交易文件中约定，如在优先档证券的预期到期日没有偿付完毕优先档证券的本金，则自预期到期日起，优先档证券的票面利率将上浮 50bp，该安排对优先档证券投资者给予了一定的利息补偿，有利于优先档证券的成功发行；次级档证券不设票面利率，在次级档证券本金偿付完毕后获得预期年化收益率 13% 的固定资金成本，并将获得扣除贷款服务机构应得的超额奖励服务费之后的剩余收益。

信息披露方面，中誉一期是 2016 年 4 月 19 日中国银行间市场交易商协会发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》（以下简称《指引》）之后发行的首单不良资产支持证券。

《指引》中要求披露：发起机构及为证券化提供服务的机构相关经验及历史数据；基础资产价值评估相关的尽职调查程序及方法、资产估值程序及回收预测依据；披露逐笔基础资产信息等。从中誉一期的信息披露来看，发行说明书对以上信息均进行了详细披露，有助于投资者全面了解不良资产支持证券的基础资产、交易结构、估值过程等信息，更好地识别风险。

和萃一期交易特点

不同于以往市场发行的不良资产支持证券，本项目为市场上首单信用卡不良资产证券化项

目，具有开创意义。首先，为银行不良信用卡债权处置开拓了一条新的渠道。从以往经验来看，对此类个人不良信用卡债权，银行不能批量转让给 AMC，只能自行处置，而本项目不但实现银行将所持有的个人信用卡债权转让，也实现了不良资产出表的目的。在当前形势下，这对银行降低不良率具有一定意义。其次，以信用卡不良作为基础资产，部分缓解了不良资产证券化项目中的估值难题和证券兑付流动性风险。相较以不良对公贷款作为基础资产的证券化项目，不良信用卡债权具有入池数量大、借款人分散性极好，地区集中度低等优势。根据国内银行以往回收经验，不良信用卡债权的未来现金流回收具有一定的稳定性，且呈现出前高后低，快速衰减的特点。基于这些特点，对现金流预测的难度有所降低，现金流回收率波动性会较小，有助于保障优先档证券本息的兑付。

基础资产方面，和萃一期封包日为 2016 年 2 月 1 日，入池 60007 笔不良信用卡债权，本金余额 150905.98 万元，本息余额 209769.75 万元。入池债权全部为信用类，贷款五级分类分布情况为次级类本息余额占比 15.02%，可疑类本息余额占比 31.91%，损失类本息余额占比 53.07%。从未偿本息余额分布来看，5 万元及以下本息余额占比 36.08%，5 至 10（含）万元区间本息余额占比 30.67%，借款人平均本息余额 3.5 万元，本息余额相对不高，有利于不良债权的回收。从逾期时间分布来看，逾期 3（含）至 6（含）个月的本息余额占比 54.31%，入池债权的逾期时间较短，从而在一定程度上保证后期现金流回收的规模和稳定性；借款人所在地区分布相对较分散，地区集中度风险较小，其中本息余额占比超过 5% 的城市仅有深圳（8.13%）、上海（6.02%）、广州（5.86%）三地。

交易结构方面，具有以下几个特点：第一，设置 2016 年 2 月至 2016 年 5 月期间 4 个月的过渡期。适当的过渡期在不良资产证券化项目设计

中非常重要，过渡期内累积的现金流有助于对后期尤其是第一期证券的支付，有助于缓释证券兑付的信用风险和流动性风险；本项目因基础资产为不良信用卡债权，在过渡期内预计能产生稳定而具有一定规模的回收现金流。第二，优先档证券在清偿完毕之前，将每半年偿付利息和本金，优先档证券清偿完毕之后，每季度偿付次级档证券本金和收益，相对正常类资产证券化项目，较低的偿付频率也是不良资产证券化项目的特点，本项目中该偿付频率的设置结合信用卡不良债权回收的特点，能够较好地缓释流动性风险。第三，在交易账户的设置上，本项目设置了信托收款账户、信托付款账户和信托（流动性）储备账户，其中流动性储备金账户中要求在一定情况下存放必备流动性储备金额。具体而言，在发生违约事件、优先档证券偿付完毕或信托终止之前，流动性储备金账户必备流动性储备金额为下一期税收、发行费用、各参与机构报酬、部分费用支出、部分执行费用和优先档证券利息之总和的 1.5 倍。流动性储备金账户结合合理的偿付频率设计，保证在个别期间资金回收不足的情况下，也可支付证券利息，提升证券结构的安全性。第四，在执行费用（执行费用主要为贷款服务机构垫付给外包公司的催收费用）的支付上，交易结构中将执行费用分为 25% 和 75% 的比例，支付顺序分别在优先档证券利息支付之前和之后，在一定程度上保护了优先档证券利息的支付。

另外，在交易结构设计方面，除了优先 / 次级结构、流动性储备账户的设置，因为本身结构相对简单未设置加速清偿事件，但设置了违约事件这一触发事件，违约事件触发后将引致现金流支付顺序的重新安排。在对贷款服务机构的激励机制设计方面，该项目将贷款服务机构报酬分为固定和浮动两部分，固定部分一般可在证券本金支付前得到支付，而浮动部分在次级档证券收益得到限额内支付后，贷款服务机构同次级投资者按各自比例享有剩余部分，该激励机制的设置有

利于调动贷款服务机构尽职履则积极性，有利于资产池整体回收最大化。

展望

随着经济下行压力持续，银行体系的不良贷款规模持续上升，截至 2015 年底，中国商业银

行不良贷款余额和不良率分别达到 12744 亿元和 1.67%。不良资产资产证券化试点的重启为银行开辟了新的不良资产处置渠道，此次中誉一期和和萃一期的发行为银行开展不良资产证券化业务提供了良好的实践经验，我们预计未来一段时间，不良资产支持证券发起机构、发行规模和基础资产类型将得到扩大和丰富。

银监会 82 号文对信贷资产证券化业务影响分析及建议

文 / 联合资信评估有限公司 赖金昌 屈晓灿

日前，银监会发布《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（以下简称“82 号文”），旨在解决银行业金融机构信贷资产收益权转让过程中存在交易结构不规范不透明，会计处理和资本、拨备计提不审慎等问题，由于信贷资产收益权转让与信贷资产证券化业务存在一定的替代关系，且部分私募信贷资产证券化业务采用收益权转让方式，因此该通知也将对银行业金融机构信贷资产证券化业务产生较大的影响。

“82 号文”对信贷资产证券化业务产生影响的内容包括：一是出让方银行应当在信贷资产收益权转让后按照原信贷资产全额计提资本；二是开展不良资产收益权转让的，在继续涉入情形下，计算不良贷款余额、不良贷款比例和拨备覆盖率等指标时，出让方银行应当将继续涉入部分计入不良贷款统计口径；三是出让方银行不得通过本行理财资金直接或间接投资本行信



赖金昌

北京工商大学经济学硕士，高级分析师，现任公司结构融资部副总经理，公司信用评级委员会委员，持有金融风险管理师（FRM）证书，具有证券从业资格。

贷资产收益权，不得以任何方式承担显性或者隐性回购义务；四是不良资产收益权的投资者限于合格机构投资者，个人投资者参与认购的银行理财产品、信托计划和资产管理计划不得投资；对机构投资者资金来源应当实行穿透原则，不得通过嵌套等方式直接或变相引入个人投资者资金。

一、公募和私募信贷资产证券化现状

目前，银行业金融机构信贷资产证券化业务主要分为公募和私募两类。公募业务是指银行业金融机构在银行间债券市场公开发行证券化产品，遵照《信贷资产证券化试点管理办法》、《资产支持证券信息披露规则》、《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》等法规开展业务，主要品种包括企业贷款资产支持证券（CLO）、汽车贷款资产支持

证券（Auto-ABS）、个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）以及消费类贷款资产支持证券等，其中以企业贷款为基础资产的 CLO 是主流产品。公开数据显示，2015 年 CLO 发行规模约 3000 亿元，占公募信贷资产证券化业务的 75% 左右，2016 年 1-4 月 CLO 发行规模约 370 亿元，发行规模呈放缓趋势；私募业务是指银行业金融机构通过非公开方式发行证券化产品，由于私募信贷资产证券化业务属于广义上的信贷资产转让业务，因此该业务主要遵循《中国银监会关于进一步规范银行业金融机构信贷资产转让业务的通知》（以下简称“102 号文”）等法规开展，该部分产品由于信息披露很少，没有公开的统计数据，根据笔者的业务经验和行业交流得知，该私募产品底层资产大部分为企业债权，包括贷款和非标类资产，底层借款人主要集中在地方融资平台、房地产等行业，其特殊目的载体包括信托计划、券商和基金子公司资产管理计划等。从发起动机来看，公募和私募信贷资产证券化业务均可以实现发起机构盘活存量资产、扩大融资渠道、提高资金使用效率、降低集中度、调节资产结构以及节约资本等目的。但私募方式较公募方式具备以下几点优势：一是发行效率较高，尽管公募信贷资产证券化发行实行备案制和注册制之后效率得到较大提升，但私募方式发行环节参与机构较少，准备材料比较简化，投资方一般已经确定，且无需监管反馈环节，仍具有效率优势；二是基础资产挑选更灵活，虽然公募信贷资产证券化没有实施负面清单制度，但在实际操作过程中，监管部门对地方融资平台、房地产行业以及产能过剩行业的占比仍有一定的顾虑和限制，而私募信贷资产证券化在入池资产行业上、入池资产形式上以及入池资产笔数上均没有太大的限制，更有利于发起机构实现调节行业和单一集中度、扩大重点客户贷款投放等需求；三是信息披露要求低，私募信贷资产证券化不要求公开信息披露，可以满足部分发起机构不愿披露交易信息的要求。从

转让的基础资产类型来看，公募信贷资产证券化均将信贷资产债权转让给信托以实现破产隔离，而私募信贷资产证券化转让的基础资产类型包括信贷资产债权、信贷资产收益权、信托受益权（非标类资产）以及资产管理计划收益权（非标类资产）等。其中，私募信贷资产证券化业务大多采用信贷资产收益权转让模式，原因在于 102 号文要求在开展信贷资产转让业务过程中遵守洁净转让原则，需要满足三点要求：一是信贷资产转入方应当与信贷资产的借款方重新签订协议，确认变更后的债权债务关系；二是拟转让的信贷资产有保证人的，转出方在信贷资产转让前，应当征求保证人意见，保证人同意后，可进行转让；三是拟转让的信贷资产有抵质押物的，应当完成抵质押物变更登记手续或将质物移交占有、交付，确保担保物权有效转移。因此，通过信贷资产债权转让方式开展私募资产证券化业务受 102 号文所限，业务开展起来相对复杂，且存在一定的合规风险；而通过信贷资产收益权转让模式则可以规避 102 号文的规定，简化操作流程，同时又能实现财务报表出表、监管报表出表等目的，发行效率较高。

二、82 号文对信贷资产证券化影响

82 号文要求出让方银行应当在信贷资产收益权转让后按照原信贷资产全额计提资本，这表明监管部门并不认可信贷资产收益权转让方式带来的风险转移效果，要求出让方依旧对该部分信贷资产进行资本计提，以防范信贷风险。因为不能实现监管报表出表，目前采用信贷资产收益权转让模式开展的私募信贷资产证券化业务基本失去了意义。

据笔者了解，部分发起机构在 82 号文之后将以信贷资产债权转让模式替代原信贷资产收益权转让模式开展私募信贷资产证券化业务，从操作方法上，如前文所述，主要采用参照公募方式，

通过公告形式实现债权转让对转出方和转入方生效,并采取权利完善事件等安排来完善法律风险,但该操作仍然存在有违 102 号文的合规风险存在,具体操作效果待观察。82 号文本意并非规范信贷资产证券化业务,但从操作层面看,很可能将推动私募信贷资产证券化业务模式向信贷资产债权转让转变。目前来看,债权转让公告的方式将一定程度提高私募信贷资产证券化的信息披露水平和业务操作工作量,这将成为后续发起机构发起私募信贷资产证券化的考量因素之一。笔者认为,82 号文堵住信贷资产收益权转让模式有助于规范私募信贷资产证券化业务操作模式,因为信贷资产收益权转让能否实现债权的破产隔离在法律上存在一定的争议,通过信贷资产债权转让模式对完善私募信贷资产证券化的交易结构完整性和法律完整性具有积极意义。至于发起机构是否会向公募方式转变,扩大公募信贷资产证券化发行规模,笔者认为还有待观察,不同发起机构诉求不同,选择公募还是私募,主要还是取决于发起机构对发行效率、发行成本、信息披露等方面的衡量比较。

另外,金融租赁公司、消费金融公司以及汽车金融公司等非银行金融机构,理论上参照银行规则开展私募资产证券化业务,上述机构已经逐渐将资产证券化作为重要的融资渠道,部分机构也已经开展发行一定规模私募的资产证券化产品,82 号文对其后续私募资产证券化业务也将产生类似的影响。

三、82 号文对不良资产收益权转让和不良资产证券化的影响

针对不良资产收益权转让,82 号文规定转出方需按原信贷资产全额计提资本,因此该转让无法实现资本节约效果。此外,在继续涉入情形下,计算不良贷款余额、不良贷款比例和拨备覆盖率等指标时,出让方银行应当将继续涉入部分

计入不良贷款统计口径,因此,除非会计上实现完全出表,否则也无法降低不良率和提高拨备水平。82 号文还要求银行不得通过本行理财资金直接或间接投资本行信贷资产收益权,不得以任何方式承担显性或者隐性回购义务,且不良资产收益权的投资者限于合格机构投资者,这从投资者范围和操作上对不良资产收益权转让将带来不利影响。总的看来,82 号文使得银行通过不良资产收益权转让方式降低不良率难度上升,且无法节约资本,银行开展该业务的动力将受到很大影响。目前来看,可以在短期内处置不良资产、实现不良资产出表的途径还包括向资产管理公司批量转让以及在银行间债券市场发行不良资产证券化产品,而获得试点资格的 6 家银行仍处于项目申报、审批阶段,且项目操作过程中的估值技术、次级档销售等问题也有待进一步解决,因此,不良资产证券化被更多银行使用还需要一定的时间。因此,82 号文短期内对银行间不良资产证券化产品发行规模影响很小。

四、82 号文对私募信贷资产证券化信息披露的启发

82 号文强调信贷资产收益权转让在银行业信贷资产登记流转中心(以下简称“银登中心”)报备办法、报告产品和登记交易,该规定是对 2015 年 7 月银监会发布《关于银行业信贷资产流转集中登记的通知》(简称“108 号文”)要求的重申。108 号文虽然意在加强规范信贷资产流转业务,完善非现场监管,但理论上也将私募信贷资产证券化业务纳入了需要报备的业务范围。“108 号文”提到,鉴于当前银行业金融机构开展的信贷资产流转规模较大、交易结构复杂多样,应本着先易后难、循序渐进的原则推进集中登记工作,目前登记的新增信贷收益权转让业务规模还较少,信贷资产证券化产品的报备应该还没有实施。笔者认为,监管部门加强对信贷资

产转让的报备、登记等工作，长远来看，有利于掌握私募信贷资产证券化的业务规模、交易结构、资产特点以及收益水平等信息，研究和把控业务风险。

五、建议

从 82 号文的出发点来看，主要是为了规范信贷资产收益权转让业务，杜绝银行业金融机构在不能完全转移风险的情况下，隐藏信贷资产和不良资产，真实计提资本和拨备，但却对信贷资产证券化业务带来了较大的影响。从这一点来看，如何更好推动信贷资产证券化业务的长远健康发展，有不少值得我们思考改进的地方。

首先，建议监管部门对私募信贷资产证券化业务出台专门的管理法规，明确私募信贷资产证券化业务的操作规范和风险出表作用，本次 82 号文对私募信贷资产证券化业务的“误伤”也表

明私募资产证券化业务的适用法规处于模糊地带，不利于该业务的规范发展。

其次，私募信贷资产证券化应该和公募业务在破产隔离、法律完备、信用评级和监管要求等方面上应该趋于一致，降低套利空间。私募方式作为信贷资产证券化业务的重要组成部分，有助于更好的扩大该业务的发行规模，满足发起机构个性化的需求，但需要在破产隔离和法律完备性上参照公募方式进行更加精细的交易设计，采用真正意义的证券化原理设计产品。

最后，加强私募信贷资产证券化业务的产品报备、数据统计和流转登记等方面基础设施建设，虽然私募产品对信息披露要求较低，但是银登中心作为私募资产证券化产品信息报备、登记、流转平台值得鼓励，建议银登中心定期对私募资产证券化产品业务数据进行统计、分析和公布，有助于掌握该业务的发展情况和行业交流研究。

评级小贴士

关于境外机构投资者投资银行间债券市场的一些 Q&A

哪些境外机构投资者可以进入银行间债券市场？

境外央行类机构（境外央行货币当局、国际金融组织、主权财富基金）可投资银行间债券市场。

在中华人民共和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，也可根据相关规定投资银行间债券市场。

境外机构投资者（不包含境外央行类机构）投资银行间债券市场应当符合哪些条件？

- （一）依照所在国家或地区相关法律成立；
- （二）具有健全的治理结构和完善的内控制度，经营行为规范，近三年未因债券投资业务的违法或违规行为受到监管机构的重大处罚；
- （三）资金来源合法合规；
- （四）具备相应的风险识别和承担能力，知悉并自行承担债券投资风险；
- （五）中国人民银行规定的其他条件。

境外机构投资者投资银行间债券市场是否有额度限制？

符合条件的境外机构投资者可自主决定投资规模，没有投资额度限制。在备案时，境外机构投资者应根据自身情况真实、准确地填报拟投资规模等信息。

符合条件的境外机构投资者进入银行间债券市场可以开展哪些类型的交易？

各类境外机构投资者可在银行间债券市场开展现券交易，并可基于套期保值需求开展债券借贷、债券远期、远期利率协议及利率互换等交易。

资料来源：2015 年 7 月 14 日中国人民银行发布的《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》和 2016 年 2 月 17 日中国人民银行发布的中国人民银行公告〔2016〕3 号

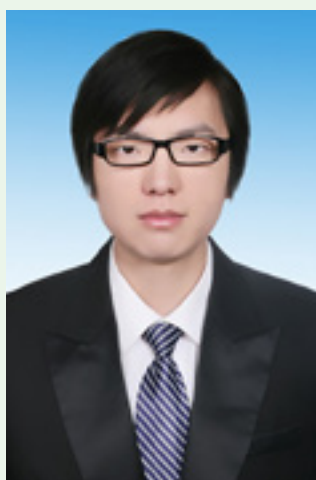
2016 年第一季度宏观经济报告

文 / 联合资信评估有限公司 刘 艳 余 雷 李为峰

一、我国宏观政策环境

2016 年第一季度（以下简称“本季度”），在宏观经济下行压力持续存在的情况下，我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，创新宏观调控方式，在适度扩大总需求的同时大力推进供给侧结构性改革，为经济发展营造良好环境。财政政策上，阶段性提高财政赤字率，加强地方政府债务管理，加快推进税费体制改革。货币政策上，继续通过多种货币工具释放流动性，加强货币信贷政策对实体经济的支持，完善利率走廊机制。本季度，我国经济开局平稳。

（一）财政政策持续发力，助力经济企稳及结构性改革



李为峰

北京外国语大学英语文学硕士，并获得金融学双学位，现为研究部分析师，主要从事主权信用评级、债券市场研究等工作。

1. 阶段性提高财政赤字率，优化支出结构

本季度，我国一般公共财政收入近 3.9 万亿元，同比增长 6.5%，增速较 1-2 月基本持平，主要受房地产回暖带动相关税收增幅较大的影响；一般公共财政支出近 3.8 万亿元，同比增长 15.4%，增速较 1-2 月提高 3.2 个百分点，表明了积极财政政策正在加大力度。从支出结构来看，本季度一般公共财政支出中社会保障和就业支出（6655 亿元）最多，城乡社区支出同比增长（33.5%）最快，显示我国财政支出向基本公共服务和重点民生项目倾斜。此外，财政部上年末公布的政府和社会资本合作（PPP）项目以奖代补政策¹于 2016 年正式开始实施，并设立了 1800 亿元引导基金，促进社会资本参与。截至 2016 年 3 月底，经审核纳入财政部 PPP 综合信息平台项目库的项目共

¹ 对中央财政 PPP 示范项目中的新建项目，财政部将在项目完成采购确定社会资本合作方后，按照项目投资规模给予一定奖励；对符合条件、规范实施的转型为 PPP 项目的地方融资平台公司存量项目，财政部将在择优评选后，按照项目转型实际化解地方政府存量债务规模的 2% 给予奖励，奖励资金纳入相关融资平台公司收入统一核算。

7721 个，总投资 8.8 万亿元，其中执行库（即处于采购、执行和移交阶段）项目 646 个，落地率²为 21.7%，PPP 项目在供给侧结构性改革中的牵引作用不断增强。

2. 扩大地方债规模，防控地方政府债务风险

根据全国两会审议通过的预算报告，2016 年底地方政府债务余额限额为 17.2 万亿元，其中 2016 年新增地方债规模近 1.2 万亿，相比上年增加近一倍；置换债券发行规模预计也将超过上年（3.2 万亿元），地方债规模将继续扩大。在此背景下，监管层出台了多项措施规范地方债的发展。一是债务率超过 100% 的区县 2016 年无新增债务额度，防控区域性地方政府债务风险；二是财政部 2016 年 1 月发布《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》，要求控制发行节奏³，完善信息披露要求，鼓励境外资金以及社保基金、住房公积金等机构投资者和个人投资者投资地方债，推进地方债发行平稳化、透明化和投资主体多元化发展。三是财政部等四部门 2016 年 2 月联合发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》，要求各地不得再向银行举借土地储备贷款，并逐步发行地方政府债券予以置换，同时适当压缩储备土地规模，从资金需求源头方面限制政府性债务的无序扩张。

3. 加快推进税费体制改革，进一步释放市场活力

本季度，监管层出台多项减费降税政策，激发市场活力。一是自 1 月 1 日起，我国降低了部分日用消费品的进口关税，同时中韩和中澳自贸协定也实施了第二次降税，有助于促进外贸的增长；二是自 1 月 1 日起，全国燃煤发电上网电价、

一般工商业销售电价平均每千瓦时均下调约 3 分钱，预计将为相关用电企业减负 200 多亿元，减轻企业运营成本；三是从 2 月 1 日起清理规范一批政府性基金收费项目，并将教育费附加、地方教育附加、水利建设基金的免征范围由月销售额或营业额不超过 3 万元的缴纳义务人扩大到不超过 10 万元，预计每年可为企业减负约 260 亿元；四是 2015 年 10 月 1 日实施的《关于调整工商保险费率的通知》已有多个省市陆续出台了具体政策，预计每年可减轻企业负担 150 亿元；五是国务院于 2016 年 2 月公布了第二批取消 152 项中央指定地方实施的行政审批事项，清理规范 10 余项部门行政许可及 192 项中介服务事项，进一步降低了企业的制度性交易成本；六是国务院 2 月 18 日发文落实促进创新的税收政策，对众创空间的研发仪器设备适用加速折旧政策及进口税收优惠政策。上述措施将有助于减轻企业负担，促进实体经济发展。

（二）货币政策灵活适度，加强对实体经济的支持

1. 央行运用多种货币工具，保持流动性合理充裕

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重灵活适度。具体来看，继 2015 年五次降准和五次降息后，央行于今年 3 月 1 日再次下调金融机构人民币存款准备金率 50BP，大约释放 6000 亿元资金。在公开市场操作方面，央行通过逆回购、常备借贷便利（SLF）、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 2750 亿元、166 亿元、2050 亿元、6655 亿元和 3136

² 落地率为执行阶段项目数与准备、采购、执行三个阶段项目总数的比值。

³ 置换债券截至第一季度末发行量不得超过年度总额的 30%，截至第二季度末不得超过 60%，截至第三季度末不得超过 90%。

亿元，持续向市场注入流动性。在央行各项措施的促进下，银行间市场流动性整体保持合理充裕的状态。

截至2016年3月底，我国广义货币（M2）余额144.6万亿元，同比增长13.4%，增速分别比上月末和上年同期高0.1个和1.8个百分点，且连续三个月高于年初设定的13.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额41.2万亿元，同比增长22.1%，为

2010年12月以来的最高值，增速分别比上月末和上年同期高4.7个和19.2个百分点，表明货币政策的宽松取向。在M1增速持续上升、M2增速保持稳定的情况下，M2与M1增速倒“剪刀差”自2015年10月初步形成以来持续走扩，截至2016年3月底已达8.7个百分点，这意味着资金活期化倾向不断提高，经济活跃度有所提升。本季度，较高的货币投放增速使市场流动性保持合理充裕状态，有助于带动社会融资成本回落，促进经济增长。

2. 信贷政策支持力度不断加强，资金需求不断回暖

在2015年12月出台的《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》的指导下，本季度，监管层不断完善和加强信贷政策和体制建设，以加强金融对实体经济的支持力度。一是2016年政府工作报告首次将社会融资规模余额增长（13%）纳入年度目标，意味着监管层有意加强金融对实体经济资金支持的监测；二是监管层相继发布了《推进普惠金融发展规划（2016-2020年）》和《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出要积极运用差别化存款准备金等货币政策工具，引导金融机构扩大涉农、小微企业信贷投放，落实差别化工

图1 M1和M2同比增速情况



资料来源：中国人民银行

业信贷政策，加强金融对工业供给侧结构性改革的支持；三是持续放松房地产信贷政策，央行2月份相继宣布降低房贷首付、上调公积金账户存款利率、下调房地产契税等措施，以推动房地产行业“去库存”进程。四是央行2月相继发布了《债券市场柜台业务新规》和《关于进一步做好境外机构投资者投资银行间债券市场有关事宜公告》，分别向符合条件的国内个人投资者和境外机构投资者开放银行间债市，增加债券市场参与主体，扩大直接融资比例。另外，本季度央行首次进行MPA（宏观审慎评估体系）考核，进一步加强逆周期调节和系统性金融风险防范。

截至2016年3月底，我国社会融资规模存量为144.8万亿元，同比增长13.4%，增速分别较上月末和上年同期提高0.7个和0.4个百分点，且高于年初设定的13%的增速目标。具体来看，人民币贷款余额为97.4万亿元，同比增长14.5%；企业债券融资和非金融企业境内股票融资余额同比增速分别为30.6%和22.2%，直接融资规模在本季度增速较快，这表明货币政策的宽松导向对信贷的刺激作用正在显现。本季度，社会融资规模增量为6.6万亿元，较上年同期多增1.9万亿元，创历史同期最高水平，其中新增人民币贷款规模4.7万亿元，同比多增1.1万亿元，主要受房地产市场回暖及房地产投资增速回升的

影响；3月份，社会融资规模增量为2.3万亿元，分别比上月和上年同期多1.5万亿元和1.1万亿元，其中新增企业债券融资规模（6954亿元）创近年来单月新增之最，表明资金需求出现回暖迹象。

3. 流动性充足带动利率回落，资金成本进一步下降

继2015年11月对利率走廊机制进行尝试以来，本季度央行采取了诸多措施对其进行完善。一是央行在2016年1月首次给出1个月SLF基准利率（3.60%），进一步完善了利率走廊机制；二是从1月29日起扩容SLO的质押品范围和参与机构范围，有利于稳定短端利率，使利率走廊的上限更加完整；三是多次下调MLF各期限利率，至3月中旬MLF利率降至历史最低水平，有利于进一步缩减利率走廊区间，促进社会融资成本的下降；四是从2月18日起提高公开市场操作频次，从过去的每周两次改为原则上每个工作日均开展，进一步增强了政策利率对市场利率的引领作用，进而树立7天回购利率作为走廊中枢的地位，为最终建立和完善利率走廊制度奠定基础。

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性，市场流动性保持合理充裕。在此背景下，市场利率多数呈现下降趋势。具体来看，7天银行间债券回购加权平均利率（R007）本季度在低位保持波动态势，3月末受MPA考核影响有所上升，本季度平均利率为2.46%，较上季度（2.41%）基本持平，但较上年同期（4.36%）明显下降；1年期、5年期和5年期以上贷款基准利率分别保持在4.35%、4.75%和4.90%的较低水平；1年期银行间固定利率国债到期收益率保持平稳下降态势，本季度2.24%的平均利率

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

水平较上季度（2.46%）和上年同期（3.12%）均有不同程度的下降；5年期、10年期和30年期银行间固定利率国债到期收益率均值均延续了2015年以来的波动下降趋势，至2016年3月底分别降至2.47%、2.84%和3.32%的较低水平。

4. 人民币汇率制度改革持续推进，人民币汇率重新回归稳定

面对年初较大的人民币贬值压力，央行持续加大市场干预力度。一是通过动用外汇储备购入离岸人民币以稳定汇率，本季度我国外汇储备减少了近1200亿美元；二是要求国内部分银行停止向离岸银行提供跨境融资，并授意其海外分行缩减不必要的离岸人民币借贷业务，以遏制人民币离岸供应，提高沽空成本；三是暂停个别外资行跨境及其参加行境内外汇业务至2016年3月底，并要求国内各家商业银行严控跨境人民币资金池业务的净流出上限，任意时点净流出余额不得大于0，以防资金大规模流出引发的跨境套利；四是要求自1月25日起境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率，并面向27家金融机构和注册在上海、天津、广东、福建四个自贸区的企业扩大本外币一体化的全口径跨境融资宏观审慎管理试点，完善宏观审慎政策

框架，缓解人民币贬值压力。与此同时，人民币汇率制度改革也在持续推进，形成了以稳定一篮子汇率为主要目标、同时适当限制单日人民币对美元汇率波动的汇率调节机制，稳定了市场预期，有利于减少做空人民币的压力。

从人民币汇率的走势来看，人民币汇率自“8·11 汇改”⁴以来结束了过去多年来的升值趋势，贬值明显且汇率波动加大，并伴随着较大的资本外流压力。本季度初在换汇额度更新的背景下，人民币兑美元汇率于1月7日达到2011年3月以来的历史高点，随后在央行采取诸多稳定汇率的措施及美联储加息预期下降的背景下，人民币兑美元汇率自2月以来逐渐趋于稳定，阶段性贬值压力有所减弱。本季度人民币兑美元升值0.65%，改变了上季度贬值2.25%的状况，人民币兑美元汇率趋于稳定。另外，本季度CFETS人民币汇率指数⁵贬值2.75%，参考BIS货币篮子⁶、SDR货币篮子⁷的人民币汇率指数则分别贬值2.43%和1.31%，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

在经济下行压力加大、总体需求疲软的背景下，本季度，我国国内生产总值（GDP）同比增长6.7%，增速创2009年一季度以来新低，第二产业增加值增速进一步放缓，第三产业比重继续提升，经济增长的稳定性加强，经济结构有所优化。具体来看，我国固定资产投资增速有所加快、消费需求保持平稳增长、进出口同比降幅收窄。

同时，3月份，全国居民消费价格（CPI）指数温和回暖，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比降幅趋窄，制造业采购经理指数（PMI）重回荣枯线上方，显示经济呈现略企稳态势，就业形势总体稳定。

（一）工业增加值增速进一步放缓，服务业对经济增长的贡献度进一步提升，各省份经济运行分化趋势愈发明显

本季度，我国国内生产总值（GDP）15.9万亿元，同比实际增长6.7%，经济增速进一步放缓。第二产业增加值增速放缓是经济下行压力加大的主要原因，而第三产业增加值占GDP的比重进一步上升，经济结构调整持续推进。

从第一产业来看，本季度，第一产业增加值0.9万亿元，同比实际增长2.9%，增速较2015年四季度回落1.2个百分点，较上年同期回落0.3个百分点；第一产业对GDP增长的贡献度为2.3%，较上年同期略有下降。总体看，我国农业增速有所放缓。

从第二产业来看，本季度，第二产业增加值6.0万亿元，同比实际增长5.8%，增速较2015年四季度和上年同期分别下降0.3和0.5个百分点；第二产业对GDP增长的贡献度为34.8%，较上年同期回落2.6个百分点，反映了在面临去产能和产业结构调整的双重压力下，第二产业增加值增速放缓，拉低了GDP增速。本季度，全国规模以上工业增加值同比实际增长5.8%，增速较2016年1-2月增加0.4个百分点，较上年同

⁴ 2015年8月11日，中国人民银行宣布即日起完善人民币汇率中间价报价机制：做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。

⁵ CFETS人民币汇率指数参考CFETS货币篮子，具体包括中国外汇交易中心挂牌的各人民币对外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价。

⁶ 参考国际清算银行（BIS）货币篮子计算的人民币汇率指数主要参考BIS货币篮子，样本货币权重采用BIS货币篮子权重，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价和交易参考价。

⁷ 参考特别提款权（SDR）货币篮子计算的人民币汇率指数主要参考SDR货币篮子，样本货币权重由各样本货币在SDR货币篮子的相对权重计算而得，样本货币取价是当日人民币外汇汇率中间价。

期回落 0.6 个百分点，增幅进一步放缓；其中 3 月份增长 6.8%，为近 8 个月最高增速。分行业看，本季度，41 个大类行业中有 36 个行业增加值保持同比增长，较上年同期减少 3 个行业。其中仅废弃资源综合利用业，金属制品、机械和设备修理业，燃气生产和供应业 3 个行业工业增加值同比实际增速在 10% 以上。此外，有 23 个行业工业增加值同比实际增速较上年同期有所回落，其中烟草制品业，其他采矿业和开采辅助活动业工业增加值同比实际增速较上年同期下降超过 10 个百分点。

从第三产业来看，本季度，第三产业增加值 9.0 万亿元，同比实际增长 7.6%，增速较 2015 年四季度和上年同期分别回落 0.6 和 0.4 个百分点；第三产业对 GDP 增长的贡献度为 62.8%，较上年同期提升 2.7 个百分点；第三产业增加值占 GDP 的比重为 56.9%，较上年同期也略有提升。在工业去产能的背景下，服务业比重持续提升，成为稳定经济的主要因素。具体看，住宿和餐饮业以及房地产业增加值均达到 7% 以上的同比实际增速，增速较上年同期有所回升，尤其是房地产业回升明显；交通运输、仓储和邮政业，批发和零售业以及其它行业增加值同比实际增速较上年同期均出现小幅回落；金融业增加值同比实际增速为 8.1%，增速较上年同期下降明显，是导致第三产业增加值增速出现回落的主要原因。

分地区看，本季度，全国有 24 个省份 GDP 增长率高于同期全国 6.7% 的水平；其中重庆和西藏同以 10.7% 的增速领跑，贵州以 10.3% 增速紧随其后，东部沿海地区经济企稳回升势头强劲；而东北三省、山西地区由于传统重工业占比高，产业结构调整困难，经济增长乏力，其中辽宁以 -1.3% 的增速垫底，山西增

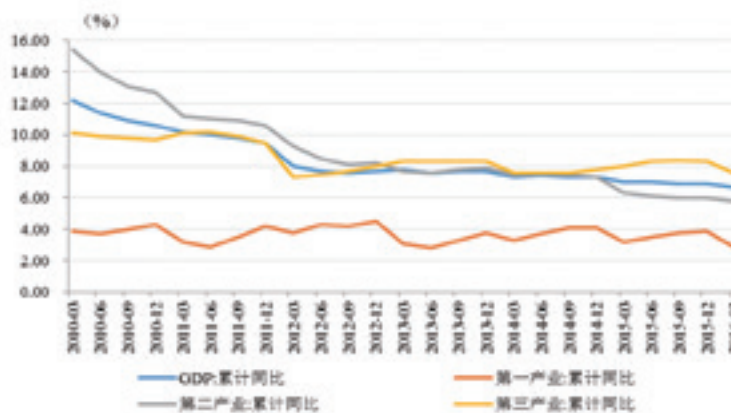
速为 3.0%，排名倒数第二位，黑龙江和吉林的 GDP 增速也仅为 5.1% 和 6.2%，分别位列倒数第三、第四位。总体看，本季度不同地区经济运行分化明显。

（二）房地产开发投资增速有所回升，但制造业投资依旧疲软

本季度，我国固定资产投资（不含农户）8.6 万亿元，同比名义增长 10.7%，扣除价格因素实际增长 13.8%（以下除特殊说明外均为名义增长），增速比今年 1-2 月份加快 0.5 个百分点，比上年同期回落 2.8 个百分点。其中民间投资 5.3 万亿元，同比名义增长 5.7%，增速比 1-2 月份降低 1.2 个百分点，比上年同期回落 7.9 个百分点；本季度民间投资占全国固定资产投资比重为 62.0%，占比同比回落 3.0 个百分点。总体看，本季度制造业投资增速创新低，民间投资增速同比大幅回落，但基础设施投资仍保持较快增长，房地产开发投资增速出现反弹回升，成为提升固定资产投资的主要动力。

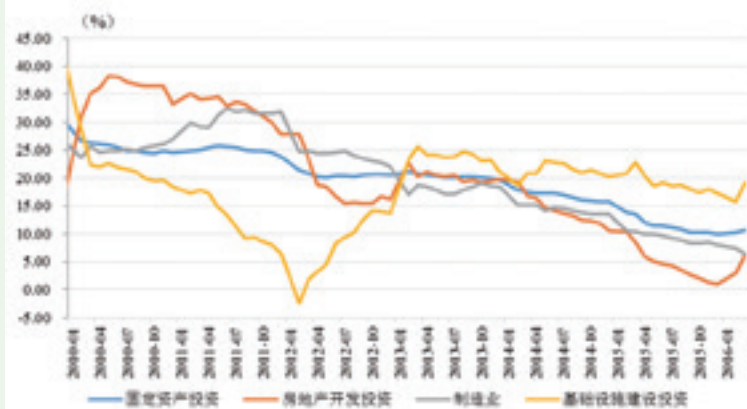
房地产开发投资是投资三大构成部分之一。2015 年底，中央经济工作会议明确将房地产“去库存”纳入 2016 年我国五大经济任务之一；央

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

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

行于 2016 年 2 月 2 日宣布在不限购的城市将首套房贷款最低首付比例调降为 25%（各地可下浮 5 个百分点）；2 月 19 日，财政部、国家税务总局和住房城乡建设部发布通知，给予非一线城市房地产交易环节契税和营业税的减免，有利于降低购房成本。在各类利好政策的刺激下，本季度我国房地产市场回暖明显，也带动了房地产投资的增长。本季度，全国房地产开发投资 1.8 万亿元，同比名义增长 6.2%，扣除价格因素实际增长 9.1%，比 1-2 月份加快 3.2 个百分点，比上年同期回落 2.3 个百分点。房地产投资增速近期出现回升也刺激了市场对相关工业品需求的提高，对促进经济企稳作用明显。

制造业方面，由于工业去产能持续和内外需求不足，本季度，制造业投资 2.8 万亿元，同比增长 6.4%，增速比 1-2 月份和上年同期分别回落 1.1 和 4.0 个百分点，制造业投资继续回落。但自 2015 年 5 月国务院印发的《中国制造 2025》明确提出全面推行绿色制造以来，我国制造业绿色改造升级有所加速。本季度，化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业和有色金属冶炼和压延加工业以及运输设备制造业等重污染行业投资同比出现下降；高端装备制造和高技术制造业投资仍保持 10% 左右或以上的较高增速，工业生产结构进一步优化，经济增长的质

量有所提升。

基础设施投资方面，本季度，受信贷宽松、补贴政策、地方政府参与积极性提升等因素影响，一系列新型城镇化、棚户区改造、PPP 等项目在 2016 年落地速度加快，刺激了投资增长。在稳增长政策频出的背景下，本季度新开工项目计划总投资 8.1 万亿元，同比增长 39.5%，增速较 2015 年全年大幅提升 34.5 个百分点。本季度，基础设施投资

1.5 万亿元，同比增长 19.6%，增速比 2016 年 1-2 月份加快 4.6 个百分点，比上年同期回落 3.5 个百分点。其中，水利管理业投资和公共设施管理业投资增长同比增幅均超过 26%，继续保持较高增速；道路运输业投资和铁路运输业投资同比分别增长 10.1% 和 2.1%。

（三）社会消费品零售总额有所回升，对经济增长构成支撑

本季度，社会消费品零售总额 7.8 万亿元，同比增长 10.3%，增速比 1-2 月份加快 0.1 个百分点，比上年同期下降 0.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 3.5 万亿元，同比增长 8.0%，增速比 1-2 月份和上年同期分别加快 0.4 和 0.2 个百分点。同期，全国居民人均可支配收入 6619 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增速比上年同期回落 0.7 个百分点。2016 年 3 月份，社会消费品零售总额 2.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 1-2 月份和上年同期均上升 0.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 1.2 万亿元，增长 8.6%，增速较 1-2 月份和上年同期分别上升 1.0 和 1.4 个百分点。3 月份社会消费品零售总额增速出现回升，保持了稳健增长，对经济增长构成支撑。

图5 社会消费品零售总额同比增速情况



资料来源：国家统计局

分行业看，一是在房地产市场各种利好刺激影响下，房地产市场继续回暖，本季度，家具类、建筑及装潢材料类消费分别同比增长16.2%和15.2%，仍维持较高增长水平。二是受上年发改委放开药价管制、近期中药材和化学原料药的价格大幅反弹等因素影响，本季度中西药品消费增速较上年同期均有明显回升，为15.1%，其中3月份增速跃居各类零售商品首位，为19.8%。三是生活必需品消费增速保持稳定，本季度，粮油/食品类、饮料类和烟酒类消费分别同比上涨12.7%、9.8%和7.6%。四是2015年11月以来，国务院先后出台多项政策，通过制度创新、技术创新、产品创新来增加新供给，促进消费结构升级，同时给予了高科技产品一系列减税补贴措施，本季度汽车消费增速出现明显反弹，同比增长12.3%（上年同期增速为6.5%），占社会消费品零售总额的比继续保持第一位，通讯器材消费同比增长18.9%，增速同比提升明显。五是在我国电子商务利好政策频出的背景下，本季度，网络销售继续保持高速增长态势，全国网上零售额1.0万亿元，同比增长27.8%，其中，实物商品网上零售额0.8万亿元，同比增长25.9%，占社会消费品零售总额的比首次超过10%，为10.6%，反映了我国消费方式呈现向网上购物转变的趋势。

（四）进、出口负增长有所收窄，3月份出口显著改善

本季度，我国进出口总值0.8万亿美元，同比下降11.3%，增速较1-2个月回升6.1个百分点，但同比仍回落5个百分点。其中，出口0.5万亿美元，同比下降9.6%；进口0.3万亿美元，同比下降13.5%；贸易顺差1257亿美元，同比变动不大。

2016年3月份，我国进出口总值2918亿美元，同比增长2.0%，增速较2月份大幅回升19.4个百分点。其中出口1608亿美元，同比增长11.5%；进口1310亿美元，同比下降7.6%；贸易顺差299亿元，同比增长近12倍（主要由于上年基数较小所致），对外贸易状况呈逐月回稳态势。一方面，全球大宗商品价格出现阶段性回升态势，使得3月我国进口同比降幅有所收窄；另一方面，3月份外部需求有所改善，加上人民币贬值、春节因素和上年3月基数较小的影响，我国出口的同比增速均由上月的大幅下降转为显著增长。

从产品来看，在出口方面，本季度，机电产品和高技术产品占出口总额的比例仍然较高，两者占比分别为64.45%和31.42%，但两者出口总额同比均出现下降，降幅分别为9.6%和7.8%；在进口方面，部分大宗商品如食用植物油、铜、橡胶、天然气、原油、铁矿石等商品进口量增速较快，同比增幅均超过10%。

2016年，在世界经济低增长的大背景下，我国对外贸易发展仍然面临外需大幅萎缩、竞争优势弱化、创新发展程度不足等困难。一方面，为了促进加工贸易的创新发展 and 优化升级，国务院于1月18日发布《关于促进加工贸易创新发展的若干意见》，支持内陆延边地区承接产业梯

度转移，推动区域协调发展，引导企业有序开展国际产能合作，推动加工贸易进一步向全球价值链高端跃升。另一方面，为了提升我国服务贸易的国际竞争力，2月25日，国务院印发《关于同意开展服务贸易创新发展试点的批复》，提出通过加大中央财政支持力度、完善税收优惠政策、落实创新金融服务举措、设立服务贸易创新发展引导基金等方式，推进试点地区服务贸易领域供给侧结构性改革，健全服务贸易促进体系。总体看，上述措施有助于为我国的对外贸易培育新的发展动能，促进进出口回稳向好和转型升级，实现稳增长、调结构两大目标。

（五）CPI 温和上涨，有利于经济回暖

本季度，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，整体保持温和上涨的态势。3月份，CPI同比上涨2.3%，涨幅较上月持平；其中，食品价格同比上涨7.6%，涨幅较上月继续扩大，非食品价格同比上涨1.0%，涨幅较上月基本持平。3月份，CPI环比下降0.4%，涨幅较上月下滑2.1个百分点；其中，食品价格环比下降1.8%，涨幅较上月（6.7%）大幅回落，非食品价格环比下降0.1%，涨幅较上月（0.3%）略有下滑。2016年2月以来，受寒潮天气和春节因素的双重影响我国月度CPI涨幅重回“2”时代，3月份猪肉价格和鲜菜价格环比回落，减缓了CPI上涨过快的压力。CPI保持温和上涨将有利于我国经济的回暖。

（六）PPI 和 PPIRM 降幅持续收窄，工业通缩压力有所减缓

本季度，我国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降4.8%，降幅较1-2月份缩窄0.3个百分点。3月份，PPI同比下降4.3%，降幅较上月略有缩窄，PPI已连续49个月负增长；PPI环比上涨0.5%，为2014年1月以来的首次环比上涨，显示工业品价格出现回暖迹象。

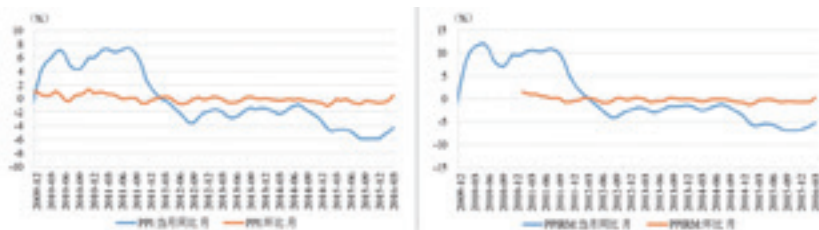
本季度，我国工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降5.8%，降幅较1-2月（6.0%）略有缩窄。3月份，PPIRM同比下降5.2%，降幅较上月缩窄0.6个百分点，PPIRM已经连续48个月同比负增长；PPIRM环比上涨0.3%，为2014年1月以来的首次环比上涨，显示工业通缩压力有所减缓。

图6 CPI 同比（左图）和环比（右图）走势



资料来源：国家统计局

图7 PPI（左图）和 PPIRM（右图）走势



资料来源：国家统计局

（七）制造业有所回暖，非制造业保持平稳增长

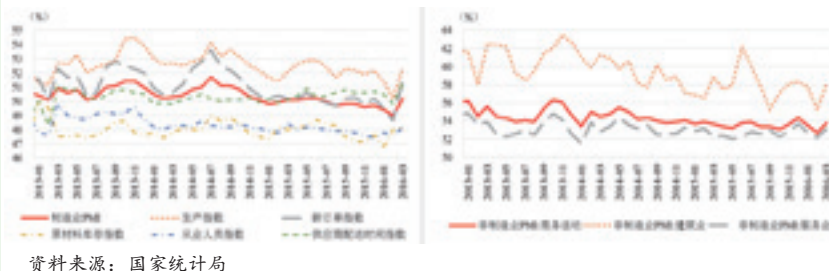
2016年3月份，我国制造业采购经理指数（制造业PMI）为50.2%，较上月回升1.2个百分点，自2015年8月以来首次回到荣枯线以上，显示制造业开始出现回暖迹象。在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数（52.3%）、新订单指数（51.4%）和供应商配送时间指数（51.3%）高于临界点，均较上月有所回升，表明制造业生产增速提升，市场需求回升，原材料供应商交货时间加快；原材料库存指数（48.2%）和从业人员指数（48.1%）仍然低于临界点，但均较上月有所回升，表明制造业企业用工量减少的情况有所改善，去库存进程有所加快。

2016年3月份，我国非制造业商务活动指数（非制造业PMI）为53.8%，较上月回升1.1个百分点，表明非制造业持续保持平稳增长，市场信心稳定。其中，服务业商务活动指数（53.1%）和建筑业商务活动指数（58.0%）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）新增就业开局良好，就业形势持续保持稳定

2016年3月底，我国城镇登记失业率4.04%，比上年同期和上年末均下降0.01个百分点，就业形势持续保持稳定；本季度城镇新增就业318万人，相比于全年1000万的拟定目标已达到了阶段性预期，新增就业方面开局良好。

图8 制造业PMI（左图）和非制造业PMI（右图）走势



三、我国宏观经济走势预测

（一）继续着力加强供给侧结构性改革，实施积极的财政政策和稳健灵活适度的货币政策保障经济平稳运行

在我国经济处于“新常态”的背景下，监管层以“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”作为2016年经济工作的五大主要任务，同时着力加强供给侧结构性改革。为了推动经济结构转型，实现经济在6.5%-7.0%增长、物价温和回升、就业市场稳定等年度目标，2016年第二季度（以下简称“二季度”），政府将继续着力推进结构性改革，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。财政政策方面，今年将主要通过加大减税降费力度、推动营改增改革等措施降低企业营运成本，推行债转股降低企业债务杠杆率，注资设立政府投资基金和专项建设基金支持重点产业发展，推广PPP项目以撬动民资等，在稳增长中发挥逆周期促进经济增长的作用；但经济放缓、营改增、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。货币政策方面，2016年以来央行通过对银行等金融机构开始实施MPA考核，加强宏观审慎管理；本季度社会融资规模和M2都处较高水平，随着一线城市房地产政策的收紧以及企业中长期贷款占比上升，同时在信用违约事件频发

的情形下，预计二季度社会融资规模和 M2 的提升空间有限，增速回落概率较大；二季度美联储维持基准利率不变的概率较大，为了保持汇率的稳定性，预计全面降准降息空间较小，但为了给去产能、去杠杆的经济结构改革和经济发展提供流动性保障，央行仍将主要通过逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具投放流动性，引导利率下行。

（二）投资稳增长压力有所显现，但短期投资仍将保持平稳增长态势

从投资来看，2016 年政府工作报告指出，政府财政投资力度将有所减弱，同时本季度民间投资增速的大幅下滑，使得今年投资增长存在较大压力；但 2016 年作为“十三五”的开局之年，大批重点项目集中落地，新开工项目大幅增长，预计“十三五”初期投资将会保持较高增速。

房地产开发投资方面，一线城市的购房政策收紧将带动一线城市房地产销售增速回落，但二三线城市房地产销售增速仍将维持较高水平，预计房地产投资回暖的局面有望在短期得到延续，但在房地产去库存的大背景下，房地产投资增速反弹的持续性不会太强。

制造业方面，目前我国面临着产能过剩、结构不合理等问题，传统行业的转型升级将会在 2016 年继续推进，投资力度将进一步减弱；另一方面，我国正稳步推进以“中国制造 2025”为核心的制造业转型升级计划，实现工业绿色发展；4 月 6 日，国务院决定实施《装备制造业标准化和质量提升规划》，从提升装备制造业创新能力、标准化和质量、竞争力以及推进制造标准国际化几个方面引领“中国制造”升级。在转型升级、绿色发展理念的引导下，预计传统重污染制造业投资将继续回落，但高端装备制造业有望迎来新发展机遇，投资力度也将不断加大并继续维持高速增长的态势，但制造业总投资增速将继

续小幅回落。

基础设施建设方面，2 月 6 日，国务院印发《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》，明确加快城镇棚户区、城中村和危房改造，加快城市综合交通网络建设，实施城市地下管网改造工程，推进海绵城市建设。推动新型城镇化建设有助于扩大直接有效投资，将成为我国投资增长的新推动力量。4 月 20 日，财政部、住房和城乡建设部发布《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》，要求中央财政、省级财政和市县财政要进一步加大对各地棚户区改造的财政支持力度，同时继续落实棚改贷款贴息政策，引导社会资本参与棚户区改造。交通运输部也在 3 月的政协会议期间明确 2016 年中国的交通基础设施投资将超过 2.6 万亿元，稳增长政策继续加码。

总体看，预计二季度固定资产投资增速将会持平或略有上升，推动 GDP 增速企稳。其中基建投资将继续平稳增长，房地产投资的快速增长有望延续但持续性不强，制造业投资意愿仍然偏弱；新开工项目计划总投资的大幅增长也预示着未来有大量新开工项目将在二季度进一步推动投资增长。

（三）居民消费质量、消费结构将进一步优化，消费仍为经济增长的最重要推动力量

从消费来看，一是 3 月 2 日，发改委等十部门出台了《关于促进绿色消费的指导意见》，鼓励绿色产品消费并享受相关税收优惠，这将给节能环保产品的消费带来较大增长空间，但同时也对高耗能、高污染产品及部分高档消费品纳入消费税征收范围，从而抑制这些产品的消费增长。二是继续支持养老、健康、家政、教育培训等服务消费，发展以“互联网+”为核心特征的新型消费业态，这将使互联网消费继续保持高速发展态势，并成为我国消费增长的新动力。三是

2016 年政府工作报告明确鼓励金融机构创新消费信贷产品，央行、银监会联合也随后印发了《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》，进一步为消费金融的发展进行政策背书；同时居民人均可支配收入平稳增长，城乡居民人均收入倍差进一步缩小，同时政府阶段性降低企业社保费率和公积金缴存比例，这将均有利于提升居民消费水平，对消费增长构成一定支撑。四是发改委等十部门于 4 月 26 日印发《关于印发促进消费带动转型升级行动方案的通知》，旨在促进居民消费扩大和升级，加快培育发展新动力，新兴服务领域的消费将得到提振。五是主要一线城市和部分二线市政府相继出台政策抑制房产过快增长，同时在房地产去库存的大背景下，房地产相关消费如家具类、建筑及装潢材料类消费、家居类等商品的消费维持较高增速的情形持续性将不会太强。六是随着“二胎政策”的全面放开，政策的影响将会逐渐显现，低龄消费市场如母婴、早教市场等有望迎来新的增长机遇。七是 4 月份有多家媒体报道，关于 2016-2020 年新能源汽车补助指标调整建议已经提交，意味着国家正着手调整“十三五”期间新能源汽车补贴政策并考虑削减纯电动客车的补贴，这将在一定程度上抑制新能源汽车消费的快速增长。八是 4 月份以来已有部分地区已开始实行“夏季 2.5 天休假模式”，也有部分省市或地区出台了意见鼓励这种休假模式，有助于刺激旅游消费意愿。预计 2016 年二季度社会消费品零售总额仍会保持稳定增长，增速将出现小幅回落，仍为我国经济增长的最重要推动力量；关于绿色消费、消费转型升级等政策的出台也将有助于我国消费质量的提升和消费结构的优化。

（四）外需未根本改善，对外贸易增长空间有限

从对外贸易来看，一是 4 月 20 日，李克强

总理主持国务院常务会议确定了促进进出口回稳向好的政策措施，具体包括鼓励金融企业向优质外贸企业贷款，扩大出口信保保单融资，提高部分机电产品出口退税率，完善加工贸易政策，实行积极的进口政策，促进贸易增长。二是“十三五”规划明确，自贸区将在更大范围推广复制；目前第三批自贸区建设正在加快推进，有望在年内启动，这将给我国外贸增长带来新动力。三是推进“一带一路”建设是我国“十三五”规划的重点之一，随着“一带一路”建设的不断推进，我国与沿线国家的贸易往来将更加紧密、便利、高效，这也将为我国对外贸易带来新增长点。四是 4 月 8 日，我国对跨境电商零售进口商品将不再按邮递物品征收行邮税，而是按货物征收关税和进口环节增值税、消费税，跨境电商的进口成本将会增加，对整个跨境电商进口业务产生负面影响。五是从国际形势看，在全球贸易继续疲软的背景下，我国贸易依旧面临阻力，外需环境并未出现根本性改善，不确定因素较多，或将使 3 月份对外贸易状况大幅改善的情形无法持续。

（五）CPI 将保持温和上涨，PMI 和失业率将保持平稳

随着大宗商品价格的企稳回升，预计二季度 CPI 将保持温和上升态势，PPI 负增长也将继续收窄。2016 年 3 月份，PMI 自 2015 年 8 月以来首次回到荣枯线以上，非制造业 PMI 持续保持平稳增长；虽然结构性改革不断推进，但由于经济下行压力仍存在，预计二季度制造业和非制造业 PMI 将保持平稳浮动，不会出现较大幅度回升。失业率将总体保持稳定态势，但在去产能的背景下预计失业率将出现略微回升。

根据以上分析，预计二季度 GDP 将保持平稳增长，对 2016 年全年 GDP 增速仍维持我们的预测，为 6.7% 左右。

国际评级

International rating

2015 年国际评级行业发展与监管动态报告

文 / 联合资信评估有限公司 林青 王柠

2015 年，在世界经济增速放缓、主要经济体出现分化、全球债券发行总量有所下降的背景下，国际评级行业仍然稳步发展，三大评级机构依然占据优势地位。由于发债企业信用资质有所下滑，三大评级机构所评债券呈现出信用等级调降趋势明显、违约率上升、投资级占比下降等特点。

2015 年，国际监管机构在继续加强对评级机构监管和强化法律责任追究的同时，将监管重心集中在通过加强信息化建设和信息披露规范性等措施来提高监管的效率。未来监管机构将重点对评级机构的信用评级质量和行为、公司治理等多方面加强监管，监管将更趋严格和规范。

一、国际宏观经济形势

2015 年，世界经济增速放缓，国际主要经济体经济出现分化，其中美国经济运行较为平稳，欧元区经济缓慢复苏，日本经济增长动力不足，新兴经济体经济增速总体上有所回落。具体来看：

2015 年，尽管美国退出了量化宽松政策（QE3），但在房地产市场回暖和消费支出增长

加快的驱动下，美国经济延续复苏的格局，GDP 增长率为 2.40%，实现自 2011 年以来的全年最高增速；就业压力进一步缓解，失业率为 5.28%，较上年下降 0.89 个百分点；受到能源价格持续走低影响，CPI 较上年进一步下降，继续处于较低水平。此外，2015 年 12 月，美国进行了 2006 年 6 月以来的首次加息，美国进入温和加息周期，这也从侧面印证了美国经济的复苏劲头。整体来看，美国经济运行较为平稳，呈现温和复苏迹象。

欧洲地区，2015 年初，欧洲央行开始实施总规模达到 11000 亿欧元、时间长达一年半的量化宽松政策。得益于低位油价、量化宽松和欧元贬值带来的有利因素，2015 年欧元区经济延续了 3 年来的缓慢复苏势头，GDP 增速为 1.50%，较上年提高 0.60 个百分点；在经济复苏的带动下，劳动力市场也在持续改善，失业率由 2014 年的 11.40% 下降至 10.40%，但仍处于较高水平；与此同时，国际油价下跌和新兴市场经济增长趋缓加大欧元区通缩压力，2015 年欧元区 CPI 仅为 0.60%，较上年上升了 0.16 个百分点，但远低于欧央行 2% 的目标。整体来看，欧元区经济呈缓慢复苏态势，但就业和通缩压力仍然较大。

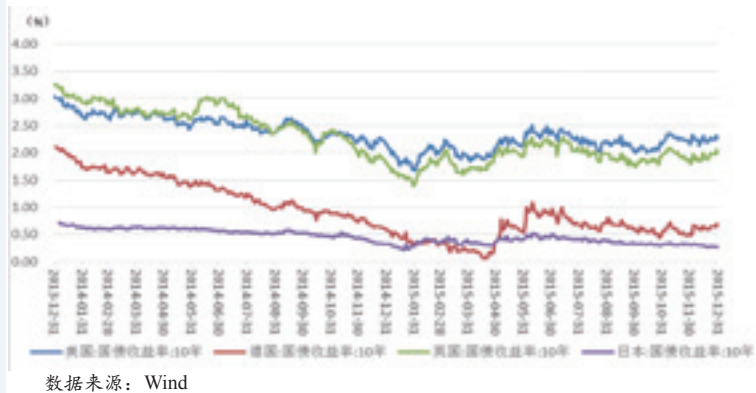
2015 年，日本央行维持每年扩大 80 万亿日元基础货币的货币刺激政策不变，日本的经济增速由 2014 年的 -0.10% 上升至 0.40%，经济增长低于预期，主要是由于民间消费依然疲弱、投资不振、新兴市场增速放缓等原因所致；日本就业形势有所改善，2015 年失业率为 3.40%，较上年降低了 0.20 个百分点；CPI 为 0.80%，较上年下降 1.90 个百分点，未能实现政府设定的 2% 的目标。整体来看，日本经济增长动力不足，呈现低增长、低失业、低通胀的趋势。

对于新兴经济体，在全球市场需求回落、金融市场大幅震荡和资本流出困扰的影响下，2015 年其经济增速进一步分化，俄罗斯和巴西经济出现衰退，GDP 增速分别是 -3.7% 和 -3.8%，南非经济增速为 1.30%，创下 2009 年以来的新低，中国经济增速略有下滑（6.90%），印度继续保持高速增长（7.60%）；新兴经济体的劳动力市场也表现不一，巴西和俄罗斯失业率出现显著上升，南非失业率保持在 25% 以上的高位，印度失业率有所下降，中国就业状况仍然较好；通胀率各国总体保持在较高水平，其中巴西和俄罗斯通胀率不断攀升。整体来看，新兴经济体整体呈现经济增速放缓的趋势。

二、全球债券市场

2015 年，在世界经济增长减速压力加大和通胀走低的背景下，全球央行普遍实行宽松政策，流动性较为充裕，主要国家和地区的国债收益率总体稳中有降，各地区债券市场发展状况也出现分化，整体上全球债券发行总量较上年有所下降，但全球债券托管总额较上年有所增长。

图 1 2014-2015 年主要发达经济体 10 年期国债收益率走势图



（一）国债收益率呈稳中有降走势

2015 年，全球流动性在各国扩张性货币政策的支持下继续保持宽松，主要国家和地区的国债收益率总体呈现稳中有降趋势。2015 年，美国货币政策虽然回归正常化，但受通胀下行及外部风险上升的影响，美联储首次加息的时点延迟到 2015 年年底，全年国债收益率呈现小幅波动趋势，整体上较为平稳。截至 2015 年末，美国 10 年期国债收益率为 2.27%，与上年同期（2.17%）基本持平。欧洲央行从 2015 年 3 月起每月实施 600 亿欧元的资产购买计划，并于 12 月进一步下调隔夜存款利率至 -0.3%，同时将资产购买计划延长至 2017 年 3 月底。在宽松货币政策影响下，德国 10 年期国债收益率除 4 月末受到希腊债务问题大幅攀升外，整体呈现波动下行走势；英国 10 年期国债收益率围绕 1.90% 小幅波动，走势较为平稳。日本央行继续维持每年 80 万亿日元的购债进度，10 年期国债收益率由 2015 年年初的 0.33% 逐步降至年末的 0.26%。

（二）债券发行情况

2015 年，美国国债发行量较上年下降了 4.19%，而地方政府债发行量较上年明显增长，增幅达到 19.42%。随着美国经济的复苏，美国

企业债¹发行保持稳定增长趋势，发行量达到1.51万亿美元，较上年增长2.96%；结构融资产品的发行量为1.88万亿元，较上年增长25.93%，增幅较大。

欧元区国家国债发行量2015年继续保持下降趋势，较上年减少11.11%，而地方政府债的发行量保持持续增长，较上年增幅14.17%。在欧元区经济复苏缓慢的情况下，2015年企业债发行量为1.46万亿欧元，较上年减少了7.16%；结构融资产品发行量也呈现明显下降趋势，发行量为0.24万亿美元，较上年减少17.89%。

2015年，日本国债和地方政府债发行量均较上年略有下降，降幅分别为0.76%和0.45%。日本企业债发行量已连续3年出现下降，2015年发行量为9.41万亿日元，较上年减少13.50%；结构融资产品发行量出现明显增长，增幅高达38.53%。

（三）债券托管情况

截至2015年末，美国债券托管总额为39.98万亿美元，较上年增长2.37%，各券种托管额基本均较上年有所增长，其中国债和企业债托管额较上年末增幅较大，分别为5.49%和4.05%；欧元区国家债券托管总额为18.06万亿欧元，托管总额继续呈现下降趋势，除国债和地方政府债托管额较上年末有所上升外，其他券种托管额均有所下降，其中结构融资产品托管额降幅高达11.99%；日本债券托管总额为1118.23万亿日元，较上年增长2.43%，其中企业债券托管额较上年末下降3.60%，国债、地方政府债和结构融资产品托管额较上年分别增长3.39%、1.30%和3.11%。

三、国际评级行业发展

截至2015年底，美国认可的评级机构（NRSRO）依旧为10家。2015年，欧洲证券和市场管理局（ESMA）新批准3家注册评级机构（意大利的ModeFinanceS.r.l、波兰的INC Rating Sp. z o.o.和德国的Rating-Agentur Expert RA GmbH）。截至2015年末，通过ESMA注册（40家）和认证（4家）的评级机构共44家²。

（一）国际评级行业稳步发展，三大评级机构依然占据优势地位

近年来，国际评级行业呈现稳步发展趋势，三大评级机构一直占据优势地位。2015年三大评级机构评级产品总量231626个³，较上年增加519个，评级业务基本保持稳定。从各家机构评级业务情况来看，2015年除标普评级业务总量较上年有所上升外，穆迪和惠誉评级业务总量均有所下滑。标普在各类评级产品上仍然占据优势地位，但其工商企业评级数量有所下滑；金融机构领域三大评级机构的评级数量更加趋于平均；结构融资产品评级方面，近年来市场存量呈现收缩趋势，标普在评级数量和新增数量方面虽仍然处于领先地位，但其新增数量被穆迪和惠誉超越，市场差距进一步缩小。

从收入状况来看，2015年三大评级机构的业务收入继续保持增长态势，收入合计57.83亿美元，较上年增长8.83%。2015年标普评级业务收入为24.28亿美元，较2014年下降1.10%，收入下降主要是受到发行市场收缩影响，工商企业评级和结构融资评级业务有所下降；穆迪收入为

¹ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。

² 其中，注册评级机构包括21家欧洲本土信用评级机构、17家三大评级机构在欧洲的分支机构、加拿大的多美年和中国的大公欧洲评级公司，4家认证评级机构分别是日本的JCR、墨西哥的HR Ratings、美国的克罗尔和伊根琼斯评级公司。

³ 数据来源于欧洲证券和市场管理局（ESMA）统计数据。

表 1 三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品情况（单位：个）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
国家主权评级									
评级数量	127	128	128	123	-	-	107	110	110
新增数量	3	4	2	5	-	-	3	3	5
地方政府评级									
评级数量	32427	33534	34568	389	379	379	3639	3572	3585
新增数量	3204	3045	4156	8	7	7	148	111	126
全球企业评级									
评级数量	6912	7117	7052	4307	4422	4417	3350	3291	3325
工商企业	4122	4452	4382	2921	2982	2969	1989	1902	1917
金融机构	1237	1265	1257	1218	1268	1276	1182	1212	1230
保险机构	1553	1400	1413	168	172	172	179	177	178
新增数量	758	745	441	456	413	374	321	280	262
工商企业	586	598	337	337	270	264	224	175	125
金融机构	109	91	54	111	133	103	90	94	78
保险机构	63	56	50	8	10	7	7	11	4
结构融资产品评级									
评级数量	77768	74126	74087	66723	62824	62447	52992	41604	41528
新增数量	3395	3141	2718	2191	3043	4026	1836	2190	2943

注：1. 表中国家主权、地方政府和全球企业评级均为发行人主体评级；2. 2015 年穆迪国家主权评级数据未知，以下同。
资料来源：ESMA

表 2 三大评级机构业务收入情况（亿美元）

评级机构	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
标普	24.28	24.55	22.73	20.34	17.67
穆迪	23.04	22.48	20.79	19.08	15.90
惠誉	10.51	8.41	7.53	6.62	6.06
合计	57.83	55.44	51.05	46.04	39.63

注：标普和穆迪非评级业务收入几乎等同或超过其评级业务收入，表中统计收入为其评级业务收入；惠誉收入中包含非评级业务收入（2015 年评级业务收入 7.56 亿美元，占比 71.93%，非评级业务收入 2.95 亿元）。

资料来源：三大评级机构年报

23.04 亿美元，较 2014 年增长 2.49%，各项业务收入均出现平稳增长；惠誉收入为 10.51 亿美元，较 2014 年增长了 28.64%。

（二）美国评级行业中小评级机构发展较为迅速⁴

近年来，美国评级行业中小评级机构发展较

⁴ 此部分数据来源于美国证券交易委员会（SEC）年报，数据具有一定滞后性。

为迅速，具体体现在以下几个方面：

从中小评级机构市场份额来看，截至 2014 年末，美国信用评级行业中中小评级机构共占有 4.19% 的市场份额，较上年有所上升（3.45%）。中小评级机构中，伊根琼斯以金融机构业务增长最为突出，市场份额突增至 6.07%。贝氏评级在保险公司评级领域首次超越标普，成为 NRSRO 中保险公司评级市场份额最高的评级机构（35.42%）。多美年在资产支持证券评级方面表现依旧突出，市场份额继续上升至 5.26%。JCR 在工商企业领域发展快速，评级数量较 2013 年增长 300% 以上。

从收入状况来看，2014 年中小评级机构收入合计为 3.35 亿美元，占美国认可的评级机构总收入的 5.70%，占比较上年（5.50%）小幅增长。2012-2014 年，评级机构总收入的年均复合增长率为 6.45%，其中三大评级机构和中小评级机构收入的年均复合增长率分别为 6.39% 和 7.46%，中小评级机构收入增速超过三大评级机构。

从分析师情况来看，截至 2014 年末，美国中小评级机构分析师数量为 516 人，较上年增加

109 人，除 JCR 外，中小评级机构的分析师数量基本呈现增长趋势，中小评级机构分析师数量在全部评级机构分析师总量中的占比有所扩大（由 2011 年的 9.2% 上升至 2014 年的 11.4%）。

从海外业务发展来看，2015 年 4 月，凯雷投资集团（Carlyle Group）和华平投资集团组成的私募股权财团完成了对多美年的收购。2015 年 11 月，九龙仓集团（Wharf Street, LLC.）对克罗尔债券评级（Kroll）进行注资，成为其新的投资人和股东，致力于壮大其工商企业评级业务和市场。

四、三大评级机构评级情况

（一）全球企业违约率明显上升

2015 年三大评级机构全球企业违约率均有明显上升，标普为最高（1.33%）。与前两年相比，2015 年三大评级机构所评全球企业的违约率均升至 1% 以上，尤其是惠誉，其所评全球企业违约率从 2013 年的 0.49% 上升至 2015 年的 1.26%，

表 3 三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
国家主权评级									
违约率	2.36	0.79	0.78	1.68	-	-	0.96	0.93	0.96
地方政府评级									
违约率	0.09	0.02	0.02	0.00	0.00	0.00	0.08	0.08	0.03
全球企业评级									
违约率	0.92	0.65	1.33	0.53	0.56	1.11	0.49	0.81	1.26
工商企业	1.51	1.02	1.85	0.40	0.68	1.35	0.68	1.31	1.51
金融机构	0.26	0.24	0.88	0.75	0.33	0.63	0.26	0.08	1.06
保险机构	0.00	0.00	0.14	1.14	0.00	0.58	0.00	0.00	0.00
结构融资产品评级									
违约率	4.45	2.62	2.31	1.90	0.90	0.96	1.04	0.91	0.76

资料来源：ESMA

增幅较大，三大评级机构所评其他产品的违约率变化趋势不一。

在全球企业评级中，2015 年标普所评工商企业的违约率超过惠誉为最高（1.85%）；惠誉所评金融机构的违约率超过穆迪，大幅上升至 1.06%；除惠誉外，标普和穆迪保险机构均出现违约现象。在结构融资产品评级中，标普所评的商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）和住房贷款抵押证券（RMBS）较高，违约率分别为 2.80% 和 2.71%。

（二）信用等级调降趋势更加明显

三大评级机构对各类评级产品的信用等级调整呈现出更为明显的调降趋势，主要体现在全球企业评级方面：2015 年美国的经济稳步复苏，但美联储加息带来的

融资成本上升加重了企业负担，三大评级机构对美国企业评级由调升向调降趋势转变，其中标普和穆迪对美国企业由调升趋势转为调降趋势，惠誉则维持调升趋势；在 2015 年欧洲经济复苏缓慢的背景下，欧洲企业

评级仍延续了调降趋势，其中标普和惠誉对欧洲企业均呈现更为明显的调降趋势，穆迪则由调降趋势转为轻微的调升趋势。整体上看，三大评级机构对全球企业评级向调降趋势转变。

具体到各产品类型上来看，标普和穆迪对于工商企业评级由调升趋势转为调降趋势，惠誉延

续 2014 年的等级调降趋势，调降趋势更加明显；标普对于金融机构评级继续呈现等级调降趋势且调降趋势更为显著，惠誉由 2014 年的调升趋势转为调降趋势，穆迪则由 2014 年的调降趋势转为调升趋势；标普对于保险机构评级呈现调降趋势，穆迪和惠誉则仍呈现调升趋势。其他产品上，三大评级机构调整方向也不一致，在国家主权评级上标普维持调降趋势，惠誉由调升趋势转为调降趋势；地方政府评级方面穆迪调降趋势更加明显；结构融资产品评级上标普仍然保持调降趋势，而穆迪和惠誉则仍呈现调升趋势。

（三）全球企业投资级占比多呈下降态势

2015 年，标普、穆迪和惠誉所评全球企业

主体的信用等级主要集中在 A 级 ~B 级（80% 上下），其中标普所评全球企业占比最高的为 A 级和 BBB 级（占比分别为 23.28% 和 23.27%），穆迪和惠誉所评全球企业占比最高的为 Baa（BBB）级，占比分别为 34.44% 和 36.63%。2015 年标普和穆迪所评全球企业投资级占比较上年有所下降，惠誉则有所上升。标普所评全球企业中信用等级为投资级的占比为 53.84%，其中工商企业和金融机构投资级占比较上年均有所下降；穆迪所评全球企业中信用等级为投资级的占比为 63.75%，其中工商企业投资级占比有所下降，金融机构中投资级占比则小幅上升；惠誉所评全球



下降，惠誉则有所上升。标普所评全球企业中信用等级为投资级的占比为 53.84%，其中工商企业和金融机构投资级占比较上年均有所下降；穆迪所评全球企业中信用等级为投资级的占比为 63.75%，其中工商企业投资级占比有所下降，金融机构中投资级占比则小幅上升；惠誉所评全球

企业中信用等级为投资级的占比为 67.67%，其工商企业和金融机构中投资级占比均有较明显提高。

其他产品方面，2015 年，标普所评的国家主权中信用等级投资级占比（54.69%）较前两年变化不大；惠誉所评的国家主权信用等级在投资级的为 56.36%，较前两年有较明显下降（较 2013 年和 2014 年分别下降 5.28 和 3.50 个百分点）。2015 年三大评级机构所评地方政府的信用等级主要集中在投资级，标普、穆迪和惠誉集中度分别为 91.05%、70.08% 和 90.01%，穆迪所评的地方政府信用等级仍然较为分散，标普和惠誉投资级占比有所下降。

整体来看，三大评级机构各产品类别级别分布变化方向不一，但多数呈现为投资级占比下降的态势，可能是源于信用等级调降趋势趋于明显所致。

五、信用评级国际监管动态

2015 年，国际评级行业的监管重心是通过加强信息化建设和信息披露规范性来提高监管效率，以及对评级机构进行持续监管和强化法律责任追究，其所开展的一系列监管行为体现了监管机构对持续加强评级机构监管和通过加强信息披露等措施提高投资者保护的决心。

EDGAR）进行电子化入档。2015 年 8 月，SEC 更新了 EDGAR 系统并修改了使用者手册。本次更新增加了 NRSRO 可以通过 EDGAR 系统提交的表格和报告类型，提高了 NRSRO 披露信息的效率和规范性，并有助于提升 SEC 对 NRSRO 的监管效率。

2. 强化对评级机构实际评级业务与公布评级方法一致性的法律责任追究

继 2015 年初标普因披露的评级方法与实际采用方法不一致等原因受到处罚，2015 年 10 月，多美年也受到了 SEC 的指控，指控内容包括三项：一是 2009 年 4 月至 2012 年初，多美年未按照其所公开的评级方法，对未偿付的美国 RMBS 和 Re-REMICs 产品进行跟踪评级，并且多美年采用的跟踪评级方法与其注册 NRSRO 时所填写的材料已发生实质性改变，多美年并未对外披露该变化；二是多美年未保留其进行 RMBS 和 Re-REMICs 跟踪评级时所涉及的财务和管理资料；三是多美年公布的大量 RMBS 和 Re-REMICs 跟踪评级结果与依照其量化模型所能得到的评级结果存在较大差异，多美年未对评级结果差异的原因进行说明和记录。

多美年接受了 SEC 的指控。SEC 裁定其触犯了交易法的部分规定，并对其处以以下惩罚：

（一）美国信用评级监管动态

1. 加强信息披露规范性，提高监管效率

SEC 规定所有的信息披露义务人都必须通过电子化数据集成、分析及检索系统（Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System,



第一，多美年向 SEC 支付近 580 万美元的罚金、不当得利和预估利息；第二，多美年将受到谴责；第三，多美年需停止对交易法的违反；第四，多美年需做出一些承诺，包括聘请信用评级办公室承认的独立顾问审核其 RMBS 和 ABS 评级方法，评判其是否依照公布的评级方法进行评级，并检查其合规情况、运营规定和内部控制。根据审核和检查结果，独立顾问将对多美年提出改进建议，多美年需执行独立顾问的建议或在规定时间内商定替代方案。

（二）欧盟信用评级监管动态

1. 提高对评级机构的监管效率

2015 年，ESMA 开始实施信用评级数据报告系统（Credit Ratings Data Reporting system, RADAR），评级机构需要通过 RADAR 系统提交关于评级行为、评级业务和辅助业务定价和收费等信息。与此同时，ESMA 还升级了内部系统来提高信息处理效率和自动化分析能力，并开发了专门的工具来加强对评级机构风险评估的能力。ESMA 还开发了新的内部流程来评估评级机构评级方法的改变，该流程将有助于 ESMA 在未来实现对评级机构评级方法更为完善的评估。上述一系列措施有效的推进了 ESMA 的信息化建设，在提高监管效率和加强监管方面均起到重要作用。

除了加强信息化建设，2015 年 ESMA 还发布指引对信用评级机构提交的阶段性报告内容加以规定。目前，信用评级机构需定期向 ESMA 提交包括透明度报告、评级和辅助业务收入报告等在内的报告，但提交的报告存在信息和格式不统一等问题，报告内容的不统一降低了 ESMA 对信用评级机构的监管效率，并影响了 ESMA 对评级机构应缴纳监管费用和其市场份额的计算。新的指引规定信用评级机构每季度需报送成本、利润、职工水平和内部投诉信息，每半年需

报送公司结构和管理信息，包括工作计划、内部审计和风险管理情况等。指引的颁布将提升评级机构提交监管报告的规范性，有助于提高 ESMA 对评级机构的监管效率。

2. 加强对信用评级机构的持续监管和调查

2015 年，ESMA 对信用评级机构进行持续监管和调查，并发现了以下问题：一是在信用评级机构信息技术系统方面，ESMA 通过对国际三大评级机构的 IT 系统和相关使用流程进行风险评估，发现信用评级机构在 IT 系统和信息安全方面面临着众多风险，主要涉及管理和战略、信息安全、内部审计和企业风险管理、IT 系统开发和项目管理和运营等方面；二是在评级方法检验和审核方面，ESMA 对大评级机构评级方法检验和审核情况进行了调查，调查结果表明评级机构在检验技术、流程和管理方面存在较大差异，在定量信息较少的情况下，评级机构的评级方法检验技术还有待提高；三是在信用评级流程方面，评级机构在评级结果发布、评级方法更改和内部控制等方面均存在一些问题，分析师在对企业评级时也可能出现过于机械和未充足分析等问题，评级机构应当确保分析师在给出评级结果之前已对全部信息进行深入审查和全面分析。

3. 未来监管重点方向

ESMA 在其 2015 年对评级机构的监管年报中公布了 2016-2017 年评级监管的相关工作计划。2016 年 ESMA 对评级机构的监管重点主要包括以下方面：评估信用评级机构间的竞争和业务发展是否符合监管规定；研究评级机构公司治理、战略和股东结构对运营和内部控制的影响；加强对信用评级行为和信用评级质量的监管；继续对信用评级机构进行调查；开发内部 IT 工具和外部系统，包括基于 RADAR 系统的费用报告模型。

评级表现

Rating Performances

信用评级实务与案例分析

——评级上调、下调相关标准和触发点分析

文 / 联合资信评估有限公司 李振宇 李丹 刘艳

在我国债券市场政策放松和改革深化的背景下，2015 年我国债券市场规模稳步增长，债券发行主体持续扩容。从债券的信用等级调整情况可以看出，2015 年我国债券市场发行人主体信用等级调升趋势仍较为明显，但投资级别大跨度下调至投机级的数量大幅增加，我国债券市场信用风险逐渐暴露。由于我国经济持续面临较大的下行压力，产能过剩行业、强周期行业和抗风险能力较弱的中小企业的经营面临严峻挑战，导致我国债券市场违约现象趋于常态化。随着评级变动性的不断增加，了解、分析信用评级上调、下调相关标准和触发点，可以更好地为债券发行人、投资人、承销商等市场参与者提供服务，以加强内部管理，防范违约风险；同时，也可以督促评级机构改进评级方法，约束评级机构的不规范行为；监管层也可以对评级行为进一步加强指导和规范，推动债券市场的有序健康发展。

一、信用等级调整原因分析

（一）级别上调原因分析

从 2015 年企业信用评级调升的原因看，主

要有以下几个方面：

（1）企业自身经营状况大幅改善。部分企业资本扩充和资本结构得到改善、盈利能力提高，对债务的保障能力提升等，使该企业的信用等级会得到调升。

（2）宏观政策利好相关行业发展。宏观利好政策能够促进某一行业的发展，降低该行业企业的运营成本或提高开工率，促进营业利润的提升。2015 年，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）。

（3）外部支持有所加强。2015 年，发行人主体信用等级被调升的国有企业占比为 65.94%，其中大部分为地方城投企业，这主要是由于地方政府债务置换和城投再融资的放松降低了城投债的风险，对该类企业的信用水平形成了较强的支撑。

（4）监管压力和评级机构间级别竞争。一方面，多头监管造成的标准不统一以及监管部门对信用评级机械、不恰当或不科学的使用等问题导致级别迁徙压力较大。如一些监管部门对发行某类债券提出较高的级别要求，或者对其所监管机构的债券投资级别提出了过高限制，发行人为

表 1 信用等级调整归因分析

调整原因	上调原因	下调原因
营运环境因素	监管层出台促进行业发展的利好政策，推动行业整体发展向好；行业出现重大技术革新使发债主体营业成本下降等。例如证券公司。	强顺周期行业，在宏观经济增速放缓的背景下，行业景气下滑，产品价格下降（如钢铁、煤炭行业）；行业政策、环保政策导致发债主体产能规模下降、营业成本上升等。
公司治理与内部控制因素	公司治理有所改善等，如股东或实际控制人变化。	公司实际控制人变化或其接受调查或失联等导致公司受到较大负面影响、经营层变化等。
业务经营因素	重大项目投产对企业经营业绩具有利好影响；经营范围或模式有较大改善。	变卖或分离企业优质核心资产，失去核心子公司控制；新投资项目或业务转型不顺利或面临较大的负面不确定性等。
财务状况因素	主要财务指标出现明显好转，主要包括利润总额、所有者权益、负债等指标；定向增发、增资扩股或近期会有相关动作等。	主要财务指标出现恶化，主要包括收入、利润总额、所有者权益、负债率等指标；关联方占款风险等。
外部支持因素	股东、政府或相关利益方支持能力和意愿增强。	股东、政府或相关利益方支持能力和意愿减弱。
其他因素	市场压力；评级机构变更或评级标准变化等。	银行收贷、压贷；发布兑付不确定公告；贷款逾期、交叉违约、互保风险较大、评级标准变化等。

了进入债券市场或发行的债券能够成为满足投资要求的债券，施压于评级机构。另一方面，目前我国债券市场不够成熟，债券市场发生的违约事件还很少，对评级机构行为构成有效制约的违约率机制尚未建立，市场约束力不强，导致评级机构之间存在级别竞争现象。

（二）级别下调原因分析

从 2015 年企业信用评级调降的原因看，主要有以下几个方面：

（1）企业经营不善等自身因素。虽然行业变化不大，但企业经营管理不善、盈利能力大幅下降甚至亏损、偿债能力下滑导致其信用评级下调。

（2）行业景气下滑导致公司经营基本面恶化。在经济结构持续调整的背景下，钢铁、煤炭、水泥等产能过剩行业以及与宏观经济保持高度联动的强周期性行业，行业景气度持续减弱，短期内下游行业需求难以大幅增长，该类行业内企业面临较大的经营压力及融资压力。以 2015 年为

例，信用评级下调的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。

（3）外部支持丧失或减弱。部分企业由于股东或政府支持的减弱或丧失，导致其信用风险加大。多数企业在爆发信用风险危机时，依靠自身已无法或者存在很大难度足额、按期兑付债务本息，股东支持、银行等金融机构外部流动性支持的差异在很大程度上决定了债务是否发生实质违约。

（4）重大风险事件的发生对企业经营产生严重不良影响。如公司实际控制人接受调查或失联可能会对企业经营带来较大影响，引起银行收贷、压贷，短期流动性风险加大，尤其是对于公司治理不完善的民营企业，实际控制人风险对企业偿债能力的冲击较大。2015 年，由于该因素导致的企业主体信用等级被调降的基本均为民营企业。此外，关联方占款、发布兑付不确定公告、贷款逾期导致交叉违约、担保风险等也是造成企业信用等级下降的原因。

二、信用评级调整案例

下面通过具体案例来说明信用评级上调、下调相关标准和评级调整的触发点，以使市场参与者对于评级行为有更加深入的理解和判断。

（一）信用等级上调案例

1. 人福医药增资扩股使财务状况明显改善

人福医药集团股份有限公司（以下简称“人福医药”）是一家民营企业，也是上海证券交易所上市公司，主要从事医药产品的研发、生产与制造。由于人福医药 2014 年和 2015 年增资扩股使财务状况明显改善和近三年业务发展快速，2015 年 6 月 17 日，人福医药主体评级由 AA 级调升至 AA+ 级，评级展望为稳定（详见表 2）。

2. 华川公路因宏观环境利好行业发展，盈利能力持续增强

成都华川公路建设集团有限公司（以下简称“华川公路”）是一家民营企业，也是四川省交通系统的重点骨干企业，主要从事公路、桥梁建设业务。2012 年以来，宏观政策为基建行业提供了较好的发展环境，同时华川公路作为四川骨干企业开展灾后重建项目的区域优势性，营业收入和盈利能力持续增长，资产结构不断改善，2015 年 4 月 24 日，华川公路主体评级由 A+ 级调升至 AA- 级，评级展望为稳定（详见表 3）。

从评级上调案例可以看出，企业所在行业利好政策出台、增资扩股和外部支持力度提升等因素可能会成为其主体评级上调的触发点，与此同时，评级机构也会对其近三年业务发展情况以及各项财务指标与行业内同级别企业的平均水平进

表 2 人福医药信用等级调整情况表

评级调整时间	调整前级别	调整后级别	评级调整原因
2015-06-17	AA/ 稳定	AA+/ 稳定	触发点：增资扩股使资产、资本结构明显改善。 2014 和 2015 年公司通过 2 次非定向发行普通股，人福医药资产和所有者权益持续增加；公司资产负债率（46.72%）和全部债务资本化比率（37.35%）均有所下降，资产、资本结构有所改善。 业务稳步发展，营业收入和利润总额近三年增幅明显，带动经营活动现金流入量增长较快，偿债能力增强。 2012-2014 年，营业收入和利润总额年均复合增长率分别为 15% 和 9%，增长较快；截至 2015 年 3 月末流动比率为（170.63%），短期偿债能力较强。

表 3 华川公路信用等级调整情况表

评级调整时间	调整前级别	调整后级别	评级调整原因
2015-04-24	A+/ 稳定	AA-/ 稳定	触发点：宏观环境利好行业发展，营业收入和盈利能力持续增长。 近几年，我国积极推动新型城镇化建设，为基建行业企业提供了较好的宏观政策环境，同时四川灾后重建和市政工程项目量较大，华川公路作为四川省交通系统的重点骨干企业具有很大的区域优势，施工量饱满，推动经营状况持续改善。2012~2014 年公司实现营业收入复合增长率为 15.75%，增速较快。 所有者权益和资产规模逐年增加。 得益于盈利规模的增长，2012-2014 年公司所有者权益复合增长率为 22.68%；截至 2014 年末，公司资产规模为 62.32 亿元，资产规模和结构有所改善。 工程资金回笼稳定。 华川公路承建的项目主要为国家高速公路项目、四川省内灾后重点重建项目及市政工程项目，工程资金回笼有保障。2012-2014 年，公司的经营性现金净流入量增长较快，其对流动负债的保障能力持续向好。

行对比分析，经综合评估后对其作出信用等级上调的评级行为。此外，评级机构间级别竞争也是评级上调的原因之一，这种不正当竞争行为应该引起监管机构和投资者的重视。

（二）信用等级下调案例

1. 天威集团受光伏行业产能过剩和核心资产剥离的拖累资不抵债

保定天威集团有限公司（以下简称“天威集团”）实际控制人为兵装集团，是一家中央国有企业，以新能源和输变电产业为主业。2013年以来，受光伏行业产能过剩和核心资产剥离的拖累，公司出现贷款逾期、资不抵债的情况，并最终造成债券违约。2014-2015年，天威集团主体评级5次调降，未出现大跨度评级调整，表明评级调整较为及时（详见表4）。

2. 南京雨润因实际控制人风险引发生产经营状况不断恶化

南京雨润食品有限公司（以下简称“南京雨润”）是一家大型民营企业，主要从事生猪屠宰及肉制品生产、加工和销售。2015年3月以来，南京雨润实际控制人接受检查机关调查至今，导致公司融资能力及财务状况受到很大不利影响，主体评级4次调降，其中3次为大跨度评级调整（详见表5）。

3. 中钢股份由于行业风险上升、贷款逾期和股东支持减弱遭大跨度降级

中国中钢股份有限公司（以下简称“中钢股份”）是中钢集团的子公司之一，是一家中央国有企业，主要从事钢铁生产及相关业务。2014年以来，受到行业产能过剩和股东支持减弱的影响，中钢股份存在2次大跨度主体评级调降（详见表6）。

表4 天威集团信用等级调整情况表

评级调整时间	调整前级别	调整后级别	评级调整原因
2014-07-17	AA/ 负面	A/ 负面	触发点：行业风险加大并出现贷款逾期。 天威集团所在光伏行业景气度低迷，盈利能力恶化，计提大量减值准备，所有者权益规模大幅下降并出现多笔贷款逾期等情况。此前2013年10月，天威集团与其核心子公司天威保变进行资产置换，天威保变旗下光伏、风电等新能源相关的资产全部剥离给天威集团，导致天威集团行业风险加剧。
2014-12-11	A/ 负面	BBB/ 负面	触发点：公司业务亏损、资不抵债、贷款逾期，但仍考虑母公司支持因素。 2014年10月31日，天威集团公布其前三季度报表显示，2014年前三季度天威集团累计亏损42.42亿元；截至2014年9月底，公司资不抵债，多笔贷款逾期；对新能源产业进行资产重组与债务重组以解决相关债务问题，尚无实质性进展。但仍考虑天威集团有其母公司中国兵器装备集团的支持。
2015-03-25	BBB/ 负面	BB/ 负面	触发点：剥离核心资产，显示股东支持显著降低。 2015年2月12日，天威集团发布公告，天威集团核心子公司天威保变通过增发股票，天威集团对天威保变的持股比例被稀释，天威集团已不再是其核心子公司天威保变的第一大股东，实际控制地位发生改变，不再将天威保变纳入财务报表合并范围，使得其资源调配能力急剧弱化，显示天威集团母公司中国兵器装备集团或有意将核心资产进行剥离，其对于天威集团的支持力度显著降低；剔除天威保变后公司主要经营业务仅保留少量光伏组件与风力发电，并仍然处于严重资不抵债状态，同时多笔子公司债务出现逾期并涉及诉讼。
2015-04-17	BB/ 负面	B/ 负面	触发点：发布债券兑付不确定性公告。 2015年4月14日，天威集团发布债券（11天威MTN2）付息不确定性公告，同时表示其2014年发生巨额亏损（利润总额-101.40亿元）。
2015-04-22	B/ 负面	C	触发点：未按期偿付债券利息。 2015年4月22日，天威集团未按时偿付债券（11天威MTN2）利息，构成违约事实。

表 5 南京雨润信用等级调整情况表

评级调整时间	调整前级别	调整后级别	评级调整原因
2015-07-29	AA/ 稳定	AA/ 负面	触发点：实际控制人风险导致公司生产经营、融资能力及财务状况受到较大影响。 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。
2015-10-13	AA/ 负面	A/ 列入可能降级观察名单	触发点：发布债券本息兑付不确定性公告。 2015 年 10 月 12 日，南京雨润发布“12 雨润 MTN1”10 月 18 日到期本息兑付存在不确定性公告。但可能考虑到公司积极尝试现金流补充计划，如冷库售后回租、新增发行债券、寻求战略合作者等途径筹集偿债资金，并未丧失融资来源，因此并未对其进行大跨度降级。 业务亏损，偿债压力较大。 2015 年 8 月 27 日，南京雨润发布其半年报显示，2015 年上半年，南京雨润业务呈现亏损状态，现金回笼不佳，偿债压力很大。
2016-03-04	A/ 列入可能降级观察名单	BB/ 列入可能降级观察名单	触发点：“15 雨润 CP001”到期在即，公司重组仍无实质性进展。 “15 雨润 CP001”即将于 2016 年 3 月 17 日到期，雨润集团和雨润食品的重组仍无实质性进展，实际控制人祝义才被检查机关执行指定居所监视居住措施至今无任何进展，能否获得外部帮助不确定性大。 业务亏损继续增加，生产经营压力进一步加大。 2015 年 10 月 29 日，南京雨润发布其前三季度报表显示，2015 年前三季度，利润总额为 -5.24 亿元，财务状况不断恶化，在主业亏损、自有资金不足以及现金回笼欠佳的情况下，公司面临的流动性风险和集中偿债压力进一步加大。
2016-03-15	BB/ 列入可能降级观察名单	CCC/ 列入可能降级观察名单	触发点：发布债券本息兑付不确定性公告。 2016 年 3 月 9 日，南京雨润发布“3 月 17 日到期的债券（15 雨润 CP001）本息兑付存不确定性”公告。此后，评级机构通过走访、邮件和电话等方式与公司沟通，并未得到偿债资金落实情况的回复。
2016-03-17	CCC/ 列入可能降级观察名单	C	触发点：未按期偿付债务本息。 2016 年 3 月 17 日，南京雨润未如期兑付“15 雨润 CP001”本息，构成实质性违约。目前已经兑付。

表 6 中钢股份信用等级调整情况表

评级调整时间	调整前级别	调整后级别	评级调整原因
2014-09-29	AA-/ 稳定	AA-/ 负面	触发点：钢铁行业风险上升和母公司支持力度减弱。 2014 年下半年，国内主要受房地产市场调整等因素影响，用钢需求增速下降明显，同时铁矿石供应持续增加，铁矿石均价跌幅较大，行业风险上升导致业务经营压力加大。受此影响，中钢股份母公司（中钢集团）债务压力加剧、并出现贷款逾期，母公司对于中钢股份的支持力度减弱。
2015-07-06	AA-/ 负面	BB/ 列入可能降级观察名单	触发点：公司未按时披露年报，陷入经营困境。 中钢股份未在 4 月 30 日前按时披露 2014 年年报，截至 2015 年 7 月 6 日中钢股份仍未发布年报，期间评级机构与中钢股份多次沟通获取相关信息，认为其宏观经济环境和行业风险加大以及外部支持力度和可持续性存在很大的不确定性，面临很大的经营困境，故对其信用等级进行大跨度调降。
2015-10-20	BB/ 列入可能降级观察名单	CC/ 列入可能降级观察名单	触发点：发布延期付息公告。 2015 年 10 月 19 日中钢股份发布延期支付债券（10 中钢债）利息的公告（拟以所持上市公司中钢国际的股票为债券本息追加质押担保），成为首家发生债券违约的钢铁央企。

从信用等级下调的案例可以看出，近年来，行业风险上升、外部支持力度减弱、银行收贷和压贷导致流动性风险加大、剥离核心资产和民营企业实际控制人风险等都是评级下调的触发点。同时，上述风险事件也会引发企业财务指标的恶化，评级调整对于财务指标变化和风险事件具有较强的敏感度。

三、总结和反思

针对市场违约事件，评级机构应不断总结和反思。首先，应清楚地看到刚性兑付的打破已成为趋势，不能再抱有幻想。在较长一段时间内，我国发生过多企业兑付困难的情况，既有国有企业也有民营企业，但由于政府、母公司或承销商的兜底、支持，我国债券市场长期未发生债券违约，因此评级机构和市场对“零违约”都抱有“信仰”。随着近几年刚性兑付逐步打破，市场对违约的容忍度在不断提升，各类违约事件明显增多，市场规律作用下的违约事件发生已经逐步成为新常态。因此，评级机构对我国债券市场的看法应该有根本性改变，违约率应成为评级机构评级方法制订考虑的根本。同时，评级机构对级别的调整应该更加及时，并且要控制级别上调的比例，以免高评级的违约率过高，失去评级的意义和价值，对评级机构声誉产生严重不利影响。

其次，评级方法应向企业基本面分析的本质回归，如企业的经营风险和财务风险，弱化外部支持因素对评级结果的影响。例如要增加对行业风险的关注和研究，要区分出行业风险的高低，对于行业风险高的，行业内企业信用等级不能过高，一定要牢记该行业内企业在行业景气度低时违约率会明显上升。企业的经营状况一定会在财务方面有所体现，在企业财务实力和财务状况恶化时，虽然不一定会违约，但违约概率一定在加大，评级机构应该有更及时和敏感的反应，及时调整级别和揭示风险。

第三，根据环境变化和我国债券市场的实践，对股东和政府的支持意愿的评估要有所调整。目前来看，评级机构评级方法赋予股东和政府支持因素的权重过大。近年的现实表明，政府对国有企业违约的看法已经发生重大改变，无论是国有企业还是民营企业，已经可以发生违约；违约已经不与地方政府官员的乌纱帽相关，与地方融资环境相关性也在下降；违约只要不产生系统性风险、区域性风险，就是可以容忍的。也就是说，股东和政府的支持意愿要谨慎评估。

在国有企业违约不是政治问题的环境下，很多企业和政府领导人已经认识到，违约不一定代表企业破产清算，更不代表职工失业，反而可能是企业重整的契机。例如，通过违约事件，可以迫使各方同意进行债务重组或减轻债务，促使上级政府采取政府救济措施，可以更好地对过往管理人错误进行清算等。国有股东并不代表一定要承担无限责任，在法律上国有股东也只是承担有限责任，是否对下属公司提供支持已经是可选项。是否对下属公司采取支持措施，主要取决于其对股东（政府）的战略重要性、支持与否利弊得失的权衡。值得提醒的是，如果企业或股东选择了违约，其带来的后果依然是严重的。例如，该企业可能在很长一段时期内难以恢复信誉和信用，难以在公开市场融资或融资成本很高。

第四，要关注地方政府的支持能力。随着地方政府债务管理的制度化、透明化，地方政府的灵活支付能力、协调能力有所下降，相应国有企业股东的实际支持能力也有一定变化。评级机构必须更关注股东和政府实际的支持能力。

随着我国市场环境的改变，股东和政府下属企业支持的必然性已经显著下降，企业自身的财务实力与违约率的联系日益紧密。因此，现有的评级认识必须作出调整，要更加注重企业基本面分析，弱化外部支持因素的影响。

评级方法

Rating Methodologies

汽车行业信用分析要点

文 / 联合资信评估有限公司 贺苏凝

联合资信主体评级方法主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的所有要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用级别。本文列举了对汽车行业企业进行信用评级时需要考察的重点要素，由于非重点要素较多，影响程度也会因受评主体的实际情况差异较大，所以并不一一列举。对于汽车行业企业的评级应主要分析所处行业、基础素质、管理、经营和财务等方面。

一、行业

1. 行业概况

汽车行业作为一个周期性行业，受宏观经济波动的影响较为明显，具有产业链长、产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集、对消费拉动



贺苏凝

中国吉林大学商学院信用管理专业学士学位，现为工商一部高级分析师、信用评级委员会委员，主要从事工贸行业工商企业信用评级研究工作。

大等特点。需重点分析消费环境和信贷成本、固定资产投资环境、政策指导、地缘政治风险以及油价波动等外部因素对消费者购车意愿、购车成本及

用车成本的影响，关注汽车行业以及细分产品的产销量及变化。

其中乘用车作为市场主体，主要受消费需求拉动，增速虽有波动，但受益于消费水平提高、旧车淘汰报废等带来的更新换代需求以及城镇化、潜在消费群到驾龄等带来的纯新增需求，产业成长性和稳定性优于行业整体水平；商用车消费规模相对小，主要受投资需求拉动，投资环境、信贷利率、用车成本等因素均对需求产生重要影响，近年回调明显。

2. 上下游产业

汽车行业产业链较长，各产业链环节的附加值和发展程度有所不同。

需重点关注上下游产业规模、竞争程度、经济效益和细分领域盈利差异；上游钢材和

铝材等原材料价格的波动；企业零部件自配套能力；核心零部件对外依赖度程度（如乘用车的发动机、商用车的液压件等）。

3. 竞争格局

汽车行业集中度高，已形成以大型集团为龙头的竞争格局，销售规模代表了公司产品的规模效应、成本控制能力、市场认可度、资金技术实力等综合竞争实力。分市场看，乘用车市场，自主品牌市场份额在40%左右浮动，但受其他系别产品以及大的市场趋势等影响，具有波动性；商用车市场，自主品牌为主，重型卡车、大客车的竞争格局相对稳定，行业龙头地位显著，但中低端产品的竞争趋于激烈，国外产品多以零部件供应商身份参与，国外整车产品由于价格因素对国内市场参与程度相对低。

需重点分析汽车行业集中度、主要企业销量规模排名、行业经济效益、细分行业龙头企业及占有率、自主品牌与合资品牌的竞争态势、境内外大型重组并购情况。

4. 行业政策和监管环境

汽车行业产业政策主要围绕引导消费需求、促进自主品牌发展、推动企业兼并重组、以节能减排为中心调整产业结构等方面展开，重点关注汽车行业发展规划、限购政策、节

能减排及新能源、兼并重组、反垄断、排放标准升级（主要针对商用车）等政策对行业发展的影响。

二、企业基础素质

1. 区域环境

分析企业主要生产基地所在地区的产业集群情况（主要配件的供应能力）、交通运输条件（部件输入及产品输出）、税收及招商政策；主要消费区域的居民收入水平、人口基数及保有量、政策鼓励程度、城市交通环境、路网便利程度及道路里程、区域限购政策。

2. 企业所有制性质

企业所有制性质如何，是央企、省属企业、市属企业，还是民营企业、合资企业，不同的企业所有制性质有不同的经营管理特点。

3. 企业规模及地位

分析企业资产、权益、收入和利润规模以及控股、参股子公司的主要产品，关注企业销量排名情况（或细分市场占有率）、产能规模、零部件配套能力、（合并范围内）拥有品牌数量、J.D.POWER 每年发布报告的排名情况。

4. 品牌与产品结构

品牌 分析目前拥有品牌、

每个品牌下的核心车型；

产品结构：细分市场覆盖面（4类乘用车+3类商用车）、高中低档品牌的梯度结构、品牌所在车系占有率（比如，日系、德系、美系等）、合资品牌授权使用年限、自主品牌发展情况；未来排放标准的储备产品；售后业务情况（保险、配件销售等）；

新车型导入：近三年每年新出车型、新出车型的销售记录；

行业竞争：竞争对手同价位车型的销售记录、产品异同。

5. 技术水平

研发：研发机构的设置、研发投入、核心研发团队（外方参与度）、技术储备及研发周期、专利数量、技术转让费支付情况；

设备及工艺：是否进口及进口国家、购买及使用时间、技术先进程度、是否柔性生产线、设备自动化程度、核心技术团队、技术贡献情况（合资情况）、J.D.POWER 质量报告排名、是否有召回记录、自主品牌实力、国外合作方技术实力等；

核心零部件的配套能力：车身、变速箱、发动机（新能源：电池-电机-电控）及传动等。

6. 外部支持

政府支持 关注政府实力、政企合作、公司在地方经济中

的地位；公司以往获得的财政补贴、税收优惠等；

股东支持：关注股东实力、公司在股东系统内的地位、资金注入或资产注入、未来资金或资产注入计划、股利分配政策。

三、企业管理

1. 法人治理结构

股权结构与企业独立性，股东权利与保护，董事会的独立性和运作情况。

公司实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层管理人员的遴选与聘任制度；内部监督机构设置等。重点是根据企业的所有制性质，判断其是否建立了与其发展相适应的决策与监督机制。汽车企业中存在一定比例的合资模式，关注中资、外资双方的分工及决策情况。

2. 管理水平

企业组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当等，从战略管理、投资管理、人力资源管理、

财务管理、资金管理、审计控制、分支机构考核等方面进行分析。

对于经营主体是下属合资子公司的集团企业，本部属于投资控股型，侧重对投资项目进行收益、风险管理，需关注本部对下属子公司的人员管理、投资决策、盈利考核、资产管理等方面的管理条款和落实情况。

四、生产经营

主要从原材料购买、产品生产、产品销售、投资项目、战略发展等方面分析。



1. 原材料采购

采购对象：外购的原辅料（主要钢材、玻璃、铝、橡胶）及零部件、外购件占营业成本比重、议价能力及价格变化（关联采购-定价标准）、结算方式、结算周期、是否存在进口外购件、是否存在关联采购；采购质量控制；

供应商：主要供应商集中度、供应稳定性、原料及配件的运输（是否位于周边地区）、是否存在进口供应商（博世、小松等排他性供应商）、供应商选择和管理；

核心关注：企业在整个产业链中的地位、采购价格变动对企业盈利的影响。

2. 产品生产

产能：近三年产能变动、生产基地及分布、单一生产基地产能；

生产环节：生产流程、生产模式（销定产、产定销）、

产能利用情况、库存数量及仓储管理、生产效率（多久下线一台车）、成本分配（原料耗用、能源耗用、人工成本）、倒班制度；

产品质量：质量检验流程、次品比重、生产线设备检修周期；

是否存在重大召回事项、媒体报道产品质量事项。

3. 产品销售

销售环节：主要产品市场占有率；产销量情况；销售区域（全国或局部）及区域内是否执行“限购”政策；近三年的销量、主打车型价格波动情

况；销售渠道（直销或分销）、主要经销商、4S店数量及区域分布、单店销售情况；销售结算方式、周期及是否有信用销售；服务商提供售后服务的模式、零配件销售情况（含维修保养）；出口数量和地区分布、出口占销量的比重、受汇率波动影响程度、是否有套期保值；销售团队及分工激励措施；

定价：市场内相同车型的定价差异、促销情况；

汽车金融：整车是否存在消费信贷、消费信贷条款（首付款、期限、担保、违约执行等）、合作的第三方金融机构（是否子公司、关联方）、消费信贷是否存在担保条款（如有，信贷逾期情况、回购情况、进入诉讼情况等）；

重大事项：政策优惠、是否存在诉讼事件、燃油价格调整的销量的影响。

4. 投资项目

企业在建项目进展、在建项目盈利预测与投资收回年限、拟建项目、资产收购计划及进展（是否涉及境外收购）；资金投入情况、未来投资计划、资金来源安排，分析并判断其对企业未来债务负担及盈利水平的影响。

5. 战略发展

经营：新车型上市、车型储备情况、产品竞争以及产品

开发周期，经销商拓展及汽车金融业务拓展，未来产业链延伸及资源配置情况，发动机产能扩张情况（尤其针对合资企业）；

资金与融资：融资规划（上市公司：定增计划）、融资渠道（多币种）、债务管控目标、资金保有量低标、项目建设资金配比。

五、财务状况

1. 财务信息质量

审计机构从业资质、近三年会计师事务所对企业财务报表出具的审计结论，如果出具非标准无保留意见审计结论，应对相关事项进行说明；近三年公司合并报表是否发生重大变化，如果对公司报表产生实质影响，分析报表是否拥有可比性。另外，应对公司所采用会计政策作出说明，如若不一致应对财务数据可比性进行判断。

2. 资产质量

流动资产：重点关注现金类资产（运营资金需求量大、受限比重）、应收账款及账龄（汽车产品价格较高、销售政策相关）、存货（同应收，另关注存货跌价准备计提情况，尤其对销量下滑较严重的企业），其他应收款若比重较高，予以关注；是否存在委托贷款；

非流动资产：重点关注长期股权投资（合营企业的盈利

情况、分红情况、减值计提情况）、固定资产（设备折旧情况、近三年折旧摊销金额的稳定性）、在建工程。

3. 资本结构

重点关注企业资产负债程度的高低、有息债务规模大小、债务负担的程度、债务结构与资产结构的匹配程度、债务偿还时间的集中程度，权益的结构及稳定性等。

4. 盈利能力

重点关注：主营业务收入与主营业务成本变动趋势是否具有的一致性；分析近三年期间费用（经营费用、管理费用和财务费用）占主营业务收入的比重；对净资产收益率、总资产收益率、主营业务利润率等指标进行分析；部分企业的利润主要来源于合子公司的投资收益，关注投资收益稳定性及子公司分红情况。

5. 现金流

在分析时，需要关注：企业的采购及销售政策、经营获现能力及收入实现质量、票据使用情况、未来投资规模及筹资需求等，主要考察的指标包括：经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额、经营流动负债比等指标。

6. 偿债能力

主要分析以下几点：

(1) 短期偿债能力，主要分析流动资产、速动资产、现金类资产对短期债务的保护倍数，以及经营活动净现金流对短期债务的保护能力；

(2) 长期偿债能力，主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，并结合短期、长期偿债指标对企业整体偿债能力做出判断；

(3) 其他信用支持，主要

包括企业自有的直接或间接筹资渠道，包括资产出让、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东、各级政府给予的支持，在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断；

主要考察的指标包括流动比率、速动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 等，结合上述偿债资金来源，综合判断企业偿债能力。

7. 其他重大事项

表外科目：若存在对信贷销售承担回购或担保责任，关注债权的规模、回收情况、预期情况、是否发生回购，进而判断对财务报表未来可能发生的影响；

抵质押情况：是否存在股权、土地、设备、厂房等资产的抵质押，抵质押比重；

或有事项（对外担保、诉讼等）及资产负债表日后事项；信贷履约历史记录。

结构化融资评级过程中关注的各类基础资产的要点

文 / 联合资信评估有限公司 屈晓灿

从 2005 年资产证券化业务开始试点以来，截至 2016 年 3 月，银行间市场累计发行资产支持证券 223 只，累计发行规模 8375.55 亿元，涉及 9 种基础资产，包括企业贷款、汽车贷款、个人住房抵押贷款、消费贷款、信用卡贷款、租赁资产、不良贷款、铁路专项贷款、工程机械贷款。本文主要针对发行规模较大的企业贷款、汽车贷款、个人住房抵押贷款和消费贷款四类基础资产做了分析。

第一，针对企业贷款资产支持证券，其基础资产主要考

察四个方面：一是对入池贷款逐笔进行影子评级，得出资产池借款人（含保证）加权平均信用等级，加权信用等级越高，资产池组合的信用质量越好；二是考虑资产池的借款人、行业、地区集中度情况，集中度越高，资产池面临的集中违约风险越大；三是考虑资产池的加权平均剩余期限，剩余期限越短，意味着风险暴露周期越短，累计违约率会较低；四是考虑资产池加权平均利率水平，加权平均利率越高，其产生的超额利差越多，将对优先档证



屈晓灿

香港城市大学经济学硕士，高级分析师，现任公司结构融资部总经理助理，公司信用评级委员会委员，主要从事资产证券化产品评级工作。

券提供更高的信用增级。

第二，针对汽车贷款支持证券，其基础资产拥有分散性很好、贷款期限较短、同质性强、利率水平较高等特点。在评级过程中，评级公司采用精算统计的方法，抽取与资产池特征类似的历史数据，通过统计历史违约数据来预测资产池的未来信用表现，确定资产池的基准违约率等指标。对于该类基础资产主要关注以下方面：一是考虑借款人信用评分情况，通常借款人信用评分越高，贷款的违约率越低；二是根据历史数据的统计汽车贷款的违约有一个高发期，若入池贷款账龄较长，度过了违约高发期，则贷款未来发生违约的可能性将会降低；三是考虑入池贷款历史拖欠情况，发生过历史拖欠的贷款违约可能性会高于其他正常类贷款。

第三，针对个人住房抵押贷款支持证券，其基础资产呈现的特点是贷款分散性很好、贷款期限长、利率水平相对较低，且个人住房抵押贷款均有房屋作为抵押，违约后回收率较高。在评级过程中，对于基础资产主要关注以下方面：一是入池贷款的初始抵押率，根据对历史数据的统计经验，个人住房抵押贷款的违约率与初始抵押率（ $LTV = \text{贷款合同金额} / \text{抵押房产价值}$ ）相关性很高，一般初始抵押率越低，贷款的违约率越低；二是入池贷款的账龄，个人住房抵押贷款的违约集中在贷款发放后的前5年；三是入池贷款的利率水平。房贷的利率水平较低，资产端与证券端有可能产生负利差情形，负利差一方面影响证券分层，另一方面可能影响次级档证券的收益甚至本金的兑

付，可采用延长封包期、贴息、超额抵押等方式缓解负利差问题；四是房价走势。个人住房抵押贷款违约后的回收依赖于房屋的回收价值，房价的变化走势对资产池的信用表现和违约后的回收率均有很大的影响，需要持续关注房地产市场的价格走势。

第四，针对消费贷款，其基础资产呈现的特点是贷款分散性很好、贷款期限短、利率水平较高，贷款多无资产抵质押担保，贷款违约后的回收率相对较低。由于消费贷款产品种类差异较大，对于基础资产应关注以下方面：一是发起人的经营模式（具体产品种类、产品特点、盈利模式等）；二是客户定位和审贷标准；三是贷款用途；四是借款人信用评分，通常借款人信用评分越高，贷款违约率越低。

多边开发银行评级方法研究

文 / 联合资信评估有限公司 林 青

近年来，由新兴经济体主导的金砖国家开发银行和亚洲基础设施投资银行相继成立，给世界经济带来积极的提振作用。作为多边开发银行，债务融资是其主要的资金来源，而融资成本将会受到信用等级的

影响，因此多边开发银行的信用等级水平对其可持续发展起到至关重要的作用。为更好地了解多边开发银行信用特点，本文研究了国际知名评级机构惠誉、标普和穆迪多边开发银行的评级方法，以为我国开展

多边开发银行评级和投资者了解多边开发银行提供参考。

一、多边开发银行

由两个或两个以上的主权国家共同建立和所有的机构称

为超主权机构。超主权机构一般分为两类：多边开发银行和其他超主权机构，其中，多边开发银行是超主权机构最主要的组成部分。多边开发银行是为发展中国家的经济和社会发展活动提供资金援助和专业咨询的机构，其基本宗旨是消除贫困、促进成员国的经济发展和社会进步，以及促进区域经济一体化。按照其覆盖的地理范围可划分为：全球性开发银行（如世界银行）、区域性开发银行（如亚洲开发银行）、次区域开发银行（如安第斯开发银行）和跨区域开发银行（金砖银行）等。

与一般的商业银行类似，多边开发银行可以为国家或私人部门提供贷款等服务，但是由于多边开发银行是超主权机构，它在以下几个方面与商业银行存在差别：一是多边开发银行不受任何形式银行监管的限制，其运营管理条例由成员国制定；二是

多边开发银行在主权贷款中通常享有优先债权人待遇，其偿还地位高于其他债权人；三是多边开发银行不分配股息，不以利润最大化为主要目的，更多的是履行其政策使命；四是

多数多边开发银行利润率较低，运营收益完全计入资本或转为发展基金；五是多边开发银行通常无法吸收居民存款，主要资金来源为主权国家出资或捐赠，同时也可以向国际金融市场借款和发行债券等。

二、评级方法

多边开发银行具有违约率较低、信用等级较高等特点，其主体信用等级不受总部所在地信用等级的制约，并且可以高于主要成员国家的信用等级。国际知名评级机构惠誉、标普、穆迪对多边开发银行的评级思路都考虑到了其作为一般金融机构和股东为主权国家的特点，

发银行的股东在银行面临风险时所提供的支持。标普和穆迪均以外部支持评级作为个体评级的调整因素，上调范围在3个子级之内，惠誉则以个体评级和外部评级中较高的级别作为多边开发银行的最终评级结果。个体评级的评级方法与一般商业银行评级类似，包含运营环境、公司治理、风险管理、财务实力等要素；评估外部支持则考虑到多边开发银行的超主权特征，分析股东国家提供外部支持的能力和意愿。

（一）个体评级

在评级要素的选择方面，三大评级机构各有侧重。综合

来看，三大评级机构评估个体信用状况时涉及的要素包含5个，分别是运营环境、职责和地位、公司治理与战略管理、风险管理、财务实力。运营环境主要关注宏观环境以及多边开发银行运营和

总部所在地区的法律和政治环境。职责和地位主要评估多边开发银行的职责和公共政策使命、股东和多边开发银行关系的稳定性和紧密程度、多边开发银行享有的优先债权人待遇



从个体评级和外部支持评级两个维度进行评价，其中个体评级是在不考虑外部支持的情况下对多边开发银行的运营状况、财务实力等要素的综合判断，外部支持评级主要衡量多边开

和优惠待遇等。公司治理与战略管理分别衡量公司治理和战略管理的情况。风险管理主要分析多边开发银行的风险管理政策和评估其面临的风险,包括信用风险、市场风险、集中度风险等。财务实力要素主要衡量多边开发银行的资本充足性、杠杆水平、资产质量、流动性水平、融资能力、盈利能力等。

个体评级方面,标普主要关注多边开发银行的财务实力、公司治理以及职责和地位,在分析财务实力时还会结合风险管理相关内容;穆迪重点关注财务实力,运营环境、风险管理等将作为财务实力评估中的调整因素;惠誉考察内容包括财务实力、风险管理、战略管理和运营环境等。

(二) 外部支持评级

外部支持评级涉及四个要素,分别是通知即缴资本、其他股东支持、股东支持意愿和其他要素。通知即缴资本是多边开发银行股东提供支持的主要形式,它是由多边开发银行的股东所做出的承诺,当多边开发银行的贷款面临违约或需要履行担保责任时,股东为多边开发银行提供额外的资本支持。其他股东支持指的是成员国在通知即缴资本之外对多边开发银行的支持能力,可以通

过股东信用等级的加权平均级别来反映。股东支持意愿衡量两个方面:一是当仅有一家多边开发银行提出资本请求时,成员国愿意提供支持的意愿;二是在发生系统性危机情况下,当多家多边开发银行均面临财务压力并提出资金请求情况下,成员国赋予多边开发银行支持的优先权。其他要素包括成员国之间的联系、成员国和资产的相关性、成员集中度等。

标普将通知即缴资本作为外部支持分析的核心要素,在考虑通知即缴资本的情况下重新评估财务实力,以体现外部支持对个体评级的影响。标普认为股东支持能力可以通过股东对通知即缴资本支付的法律和行政程序来衡量,若程序能够保障股东快速支付资本,即表明股东支持能力较强。股东支持能力和股东支持意愿是标普确定外部支持对个体评级调整上限的两个考量因素。穆迪和惠誉均是将外部支持作为评级的一个独立方面,其中惠誉以通知即缴资本和其他支持能力评估结果中较高的级别作为股东支持能力评估结果,再根据股东支持意愿对股东支持能力评估结果做出调整得到外部支持评级结果;穆迪认为,通知即缴资本是协议条款上规定的内容,受股东支持意愿影响较小,而股东提供的其他支持在很大程度上依赖股东支持意

愿的大小,因此穆迪通过其他支持能力和股东支持意愿评估除通知即缴资本以外的支持情况,再结合通知即缴资本和调整因素获得对外部支持的最终评级。

三、总结

我国评级机构在评估多边开发银行时可以借鉴国际评级机构的思路,以个体评级作为对多边开发银行的初步评级,再加入对外部支持的评级形成多边开发银行的最终评级结果。但是,评级过程中有两个方面需要注意:一是由于多边开发银行的主权贷款受到优先债权人待遇的保护,其资产质量普遍较好,但是优先债权人的资格缺乏法律依据,仅是市场惯例,并且该条款仅适用于主权贷款,对私人部门的贷款适用的法律是各国的破产法律;二是多边开发银行的实缴资本占比普遍偏低,通知即缴资本对其信用评级至关重要,但是历史上还没发生过多边开发银行提出补缴资本的请求,由于缺少过往案例,并且发出资本请求的银行管理者是由接受资本请求的国家任命的,很难确切地评估出在何种压力下董事会才会提出资本请求,成员国政府的决议进程需要多长时间,以及一个成员国的拒绝支付会对其他国家造成多少影响。

违约案例

Default Case

15 春和 CP001

春和集团有限公司（春和集团）是一家大型民营企业，主要从事船舶、海洋工程、资源和物流产业。春和集团于 2015 年 5 月 14 日发行“15 春和 CP001”，主体信用等级为 AA- 级，评级展望为稳定，债项评级为 A-1 级。

2015 年以来，航运业景气度指标创下历史新低，产能过剩的船舶制造业景气度继续恶化，春和集团下属两大造船主体浙江造船有限公司（浙江造船）和扬州大洋造船有限公司（大洋造船）生产经营陷入困境，导致春和集团经营压力上升，收入持续下降。2015 年前三季度，春和集团经营性业务利润开始出现亏损，亏损金额为 3.75 亿元。同时，公司整体负债水平较高，近几年资产负债率一直保持在 77% 以上的水平，且短期债务占全部债务的比重超过 70%。春和集团在 2011 年投入大量资金进军钾肥业务开发，但近年业务发展缓慢，无法创造盈利，投资的失利加大了公司的资金周转压力，再加上部分银行对公司采取了收贷措施，使得公司部分银行贷款到期后无法续贷，外部融资渠道不畅，整体来看，公司流动性压力较大，资金链十分紧张。春和集团通过出售钾盐矿股权和核心公司（南通太平洋海洋工程有限公司）股权换取现金流，但截至 2016 年 5 月 17 日均未获得资金。2016 年 4 月，浙江造船进入破产重整程序。截至 2016 年 4 月 7 日，春和集团及其子公司共产生欠息 1047 万元，贷款逾期 2.68 亿元。2016 年 5 月 15 日，春和集团未能按期足额偿付“15 春和 CP001”，构成实质性违约。2016 年 3 月 11 日至 5 月 17 日，春和集团主体等级从 AA- 级被陆续下调至 C 级，“15 春和 CP001”和存续债券“12 春和债”等级分别被陆续下调至 D 级和 CC 级。

15 华昱 CP001

中煤集团山西华昱能源有限公司（华昱能源）是央企中国中煤能源集团有限公司（中煤集团）的子公司，主要从事原煤开采、煤炭洗选、煤炭销售等业务。华昱能源于 2015 年 4 月 3 日发行“15 华昱 CP001”，主体信用等级为 AA+ 级，评级展望为负面，债项评级为 A-1 级。

受国内经济增长放缓、煤炭市场整体供大于求的影响，2015 年华昱能源煤炭销量同比增长 6.28%，而煤炭销售价格跌幅达到 30%，再加上前期投资规模大，财务费用上升，导致盈利急剧下滑。2015 年，公司营业收入较上年下滑 11.77%，经营性业务亏损额较上年增长 177.65%，达到 11.58 亿元，截至 2015 年底，公司资产负债率达到 95.55%，较上年同期增长近 10 个百分点。经营和财务状况恶化使得公司获取新增贷款难度较大，出现资金链紧张。母公司中煤集团目前整体经营情况较差，债务负担较重。华昱能源在中煤集团地位一般。2016 年 2 月，华昱能源与恒丰银行合作进行结构性融资，中煤集团对公司的持股比例由 60% 下降至 49.46%，中煤集团未对华昱能源提供有效外部支持。2016 年 4 月 6 日，“15 华昱 CP001”未能按期足额偿付，构成实质性违约。截至 4 月 6 日，华昱能源主体信用等级及其所发“11 金海洋 MTN1”和“12 金海洋 MTN1”的债项信用等级已被陆续被下调至 C 级，“15 华昱 CP001”的债项信用等级也被下调为 D 级。4 月 13 日，公司通过多种渠道筹措资金，足额偿付 6.38 亿本息，并支付违约金 93.74 万元。目前华昱能源存续的应付债券总额还有 38.5 亿元，其中 2016 年、2017 年分别到期 15 亿元和 23.5 亿元，由于公司成本售价已倒挂，短期内扭亏可能性较小，后续债券的偿付仍存在不确定性。

从上述违约事件可以看出，受到中国经济下行影响，产能过剩行业由于经营能力不佳和现金流紧张等问题已成为出现违约风险较为集中的行业。在经济结构调整不断加深的背景下，产能过剩行业短期内难以发生根本性改变，需重点关注其信用风险。另外，华昱能源的违约也提示投资者和评级机构，对于国有企业的信用风险要重新认识，国有企业母公司对子公司的支持力度是有限的。

1 年期短融、5 年期中票和 7 年期企业债券发行利率走势

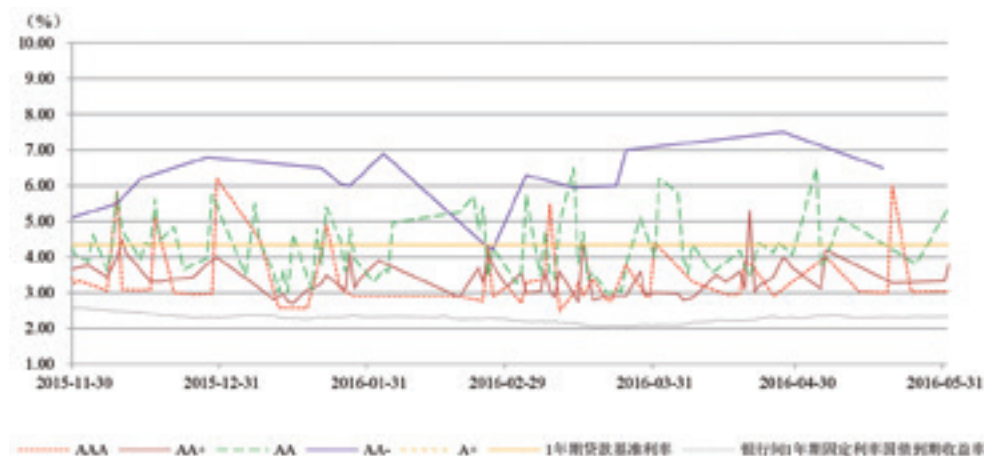
2016 年 4~5 月，央行综合运用多种货币政策工具，保证银行间债券市场资金面的适度宽松。具体来看，4~5 月，央行通过逆回购、中长期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别实现净投放 1400 亿元、3065 亿元和 1088 亿元，并对金融机构开展了 13.3 亿元的常备借贷便利（SLF）。受到财政存款上缴、MLF 到期、外汇占款下降等因素的影响，4 月初资金面有所波动，债券收益率略有上升；4 月下旬以来，在央行高频滚动逆回购与 MLF 相结合措施的影响下，资金面再度恢复宽松，债券收益率走势趋于平稳。总体看，2016 年 5 月，银行间债券市场资金面仍然较为宽松，短融、中票和企业债的平均发行利率均较 4 月变动不大，但波动加大，其中短融的平均发行利率（4.09%）较上月（3.86%）小幅上升 0.23 个百分点，中票和企业债的平均发行利率（4.18% 和 5.06%）与 4 月（4.23% 和 5.07%）基本持平。

表 1 2016 年 4~5 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 4 月	2016 年 5 月	2016 年 4 月	2016 年 5 月	2016 年 4 月	2016 年 5 月
AAA	3.26	3.72	3.87	3.93	4.17	4.74
AA+	3.47	3.44	4.21	4.41	5.05	5.21
AA	4.12	4.47	4.66	5.45	5.26	4.95
AA-	7.50	6.50	-	-	-	-

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

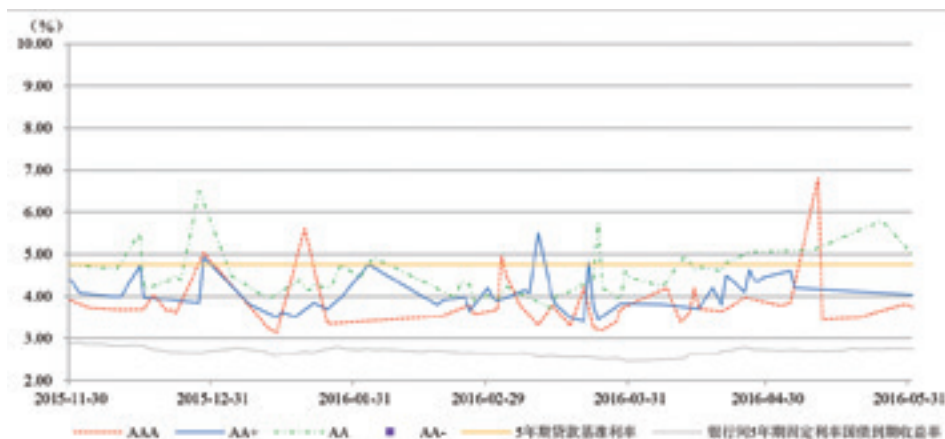


注：1. 由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2. 若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值；3. 图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同。

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。

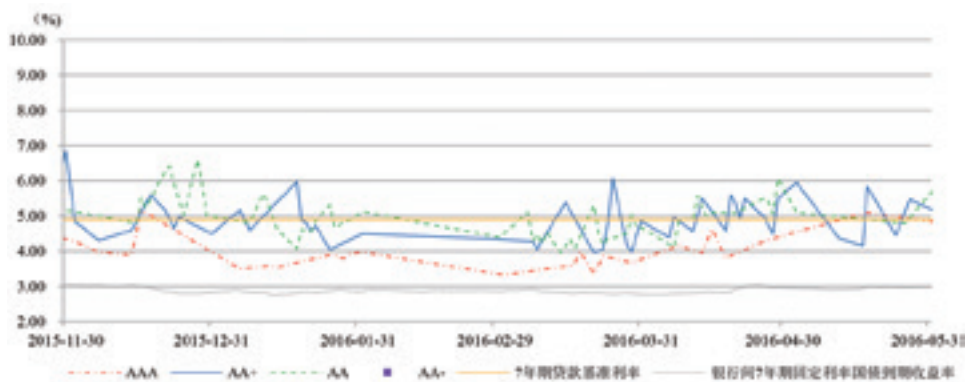
2016年4月至5月，银行间1年期固定利率国债到期收益率呈现小幅上升趋势，1年期短融的平均发行利率走势和1年期固定国债到期收益率的走势大致相同。2016年5月，AAA级和AA级主体所发短融的平均发行利率（分别为3.72%和4.47%）较4月（分别为3.26%和4.12%）有不同程度的上升，AA+级主体所发短融的平均发行利率（3.44%）与4月（3.47%）基本持平，AA-级主体仅发行1期短融，其利率（6.50%）较4月所发的1期短融（7.50%）有明显下降。

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；样本中不含可续期债券，如期限为“5+N”的债券，以下同。

图3 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势



2016年4月至5月，银行间中长期固定利率国债到期收益率也呈小幅上升趋势，5年期中票的平均发行利率走势和7年期固定国债到期收益率的走势大致相同。具体看，2016年5月，5年期AAA级、AA+级中票的平均发行利率（分别为3.93%和4.41%）均较4月（分别为3.87%和4.21%）变动不大，AA级中票的平均发行利率（5.45%）较4月（4.66%）有所上升；7年期AAA级和AA+级企业债的平均发行利率（分别为4.74%和5.21%）较4月（分别为4.17%和5.05%）有不同程度上升，AA级企业债的平均发行利率（4.95%）较4月（5.26%）有所下降。

受到年中宏观审慎评估体系（MPA）考核、企业缴税等因素影响，预计6~7月市场流动性的波动性可能进一步加大，央行将继续综合运用逆回购、MLF、SLF和PSL等多种货币政策工具适时适量开展操作，保证银行间资金面的合理充裕，但债券发行利率的波动性可能会有所加大。

2013年~2016年5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1-5月	
				数值(亿元)	同比
GDP	7.7	7.4	6.9	-	-
规模以上工业增加值	9.7	8.3	5.9	-	5.9
固定资产投资总额(不含农户)	19.6	15.7	10	187671	9.6
社会消费品零售总额	13.1	12	10.7	129281	10.2
出口总额	7.9	6.1	-1.8	52848	-1.8
进口总额	7.3	0.4	-13.2	38765	-5.0
CPI	2.6	2	1.4	-	2.1
PPI	-1.9	-1.9	-5.2	-	-4.1
社会融资规模存量	9.7	-4.8	12.4	1463300	12.6
M2余额	13.6	12.2	13.3	1461700	11.8
人民币贷款余额	14.1	13.6	14.3	1001000	14.4

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5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1-5月	2016年1-5月同比(%)	2013年	2014年	2015年	2016年1-5月	2016年1-5月同比(%)
政府债	86	112	1126	489	940.43	19044.01	20247.35	58226.00	35265.52	369.57
国债	62	69	91	53	96.30	15544.01	16247.35	19875.38	9794.10	58.76
地方政府债	24	43	1035	436	2080.00	3500.00	4000.00	38350.62	25471.42	1799.43
央行票据	20	0	0	0	NA	5362.00	0.00	0.00	0.00	NA
金融债	333	533	613	353	38.43	21401.30	28440.02	32115.79	20294.30	44.44
政策性银行债	285	426	460	291	32.88	19960.30	22980.52	25790.15	17112.30	34.22
商业银行债券	35	89	117	51	41.67	1132.00	4402.50	4707.64	2754.00	111.57
非银行金融机构债券	13	18	36	11	NA	309.00	1057.00	1618.00	428.00	NA
政府支持机构债券	14	16	30	3	-57.14	1900.00	2150.00	2900.00	500.00	-33.33
企业债券	374	584	303	232	52.63	4752.30	6969.98	3431.02	2889.10	74.93
一般企业债	373	575	293	226	50.67	4748.30	6898.50	3326.80	2844.60	73.83
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	6	NA	0.00	8.00	89.00	44.50	NA
中期票据	507	711	912	392	49.05	6716.20	9368.40	12416.70	4909.70	26.41
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	1134	26.14	15859.80	21517.53	32427.30	15237.10	22.49
短期融资券	860	1072	1105	326	-24.36	8324.80	10521.53	9483.00	2908.50	-24.60
超级短期融资券	216	443	1430	808	72.65	7535.00	10996.00	22944.30	12328.60	43.66
证券公司短期融资券	134	257	173	36	-63.64	2995.90	4246.90	2795.60	635.60	-62.24
资产支持证券(银行间)	13	224	380	111	81.97	144.98	2793.50	3986.71	887.32	59.47
资产支持证券(交易所)	29	134	1016	567	170.00	73.98	427.14	1877.52	822.70	160.67
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	344	-14.21	5668.08	10230.16	8781.35	2905.30	-12.48
公司债	358	471	844	898	560.29	1698.54	1414.03	10012.25	11142.86	1879.55
证券公司债	38	106	237	43	-71.71	1179.60	2497.05	7549.20	1315.80	-73.52
可转债	8	13	5	9	800.00	544.81	320.99	108.00	189.41	215.68
可交换债	1	5	15	7	250.00	2.57	59.76	159.03	38.55	452.29
项目收益票据	0	3	6	6	200.00	0.00	8.00	51.00	21.00	40.00
同业存单	10	972	5941	5478	211.60	340.00	8975.60	52975.90	48646.10	247.69
国际机构债	0	0	1	1	NA	0.00	0.00	30.00	30.00	NA
合计	3584	6887	15264	10103	126.83	87798.46	119759.91	229942.26	145730.36	121.47

注: 1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计; 2. 除资产支持证券按照发行日统计, 其他债券均按照起息日统计; 3. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 4. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 5. 美元中期票据以亿美元计, 合计数中不包含美元中期票据; 6. “公司债”不包含证券公司债券; 7. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 8. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 9. 由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind资讯中截至2016年5月31日已披露的数据, 并会对之前数据进行追溯调整; 10. 2016年1-5月发行的“16加拿大BC省人民币债01”统计在国际机构债中。

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind资讯

评级公告

Rating Announcements

联合资信评估有限公司评级公告

(2016年4月1日至2016年5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			
北京京能电力股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-01-28	AAA/ 稳定	2016-03-07			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2016-03-07	2016-04-07	365 天	2.70
北京首都旅游集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-02-01	AAA/ 稳定	2016-02-19			
	2016 年度第一期中期票据	40.0			AAA	2016-02-01	2016-04-18	5	3.64
国电福建电力有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-04-11	AA+/ 稳定	2016-04-21			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0			A-1	2016-04-11	2016-04-20	210 天	3.00
杭州市地铁集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-19	AAA/ 稳定	2015-10-10			
	2016 年度第二期中期票据	3.0			AAA	2015-10-10	2016-05-05	7	3.95
	2016 年度第一期中期票据	8.5			AAA	2015-10-10	2016-05-05	7	3.95
衡阳市城市建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-02-26	AA+/ 稳定	2016-05-31			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2016-02-26	2016-04-27	5	4.20
红豆集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-01-12	AA/ 稳定	2016-02-25			
	2016 年度第一期短期融资券	3.5			A-1	2016-01-12	2016-05-05	365 天	6.00
	2016 年度第二期中期票据	6.0			AA	2016-02-25	2016-04-20	3	6.50
华邦生命健康股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-02-04	AA/ 稳定	2016-03-28			
	2016 年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2016-03-28	2016-04-12	365 天	3.99
华侨城集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-01-08	AAA/ 稳定	2016-03-04			
	2016 年度第一期中期票据	30.0			AAA	2016-03-04	2016-04-07	5	3.40
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 负面	2015-12-16	AAA/ 负面	2016-01-27			
	2016 年度第一期短期融资券	31.0			A-1	2015-12-16	2016-05-18	365 天	6.00
吉林省高速公路集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-10-28	AA+/ 稳定	2016-02-04			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2016-02-04	2016-05-09	5+N	5.50
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-20	AA+/ 稳定	2016-04-15			
	2016 年度第一期中期票据	6.0			AA+	2016-01-20	2016-04-13	5	3.70
江苏大丰海港控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-12-11	AA/ 稳定	2016-04-05			
	2016 年度第二期短期融资券	4.0			A-1	2016-04-05	2016-04-20	365 天	5.00
江苏方洋集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-03-30	AA/ 稳定	2016-05-11			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2016-05-11	2016-05-24	5	5.80
江苏省苏豪控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-25	AA/ 稳定	2015-10-15			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2015-09-25	2016-05-06	365 天	4.20
辽宁成大股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-03	AA/ 稳定	2015-12-10			
	2016 年度第一期短期融资券	2.0			A-1	2015-12-10	2016-04-14	365 天	3.68
南京新港开发总公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-12-15	AA+/ 稳定	2015-12-28			
	2016 年度第四期中期票据	5.0			AA+	2015-12-15	2016-05-04	3+N	4.39
宁波保税区投资开发有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-18	AA/ 稳定	2016-03-14			
	2016 年度第一期中期票据	4.0			AA	2016-03-14	2016-04-11	5	4.99

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			
萍乡市汇丰投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-22	AA/ 稳定	2016-03-31			
	2016 年度第一期中期票据	7.0			AA	2016-03-31	2016-04-14	5	4.69
泉州市城建国有资产投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-11	AA+/ 稳定	2016-01-27			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA+	2016-01-27	2016-05-20	3	3.55
厦门市政集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-12	AAA/ 稳定	2016-04-19			
	2016 年度第一期短期融资券	7.0			A-1	2016-04-19	2016-04-22	214 天	3.13
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-10-22	AAA/ 稳定	2016-03-18			
	2016 年度第一期公司债券	10.0			AAA	2016-03-18	2016-04-29	5	6.80
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	2016-01-28	AAA/ 列入信用评级观察名单	2016-03-11			
	2016 年度第一期中期票据	15.0			AAA	2016-01-28	2016-05-11	5	6.80
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	2016-01-19	AAA/ 稳定	2016-02-19			
	2016 年度第二期短期融资券	30.0			A-1	2016-01-19	2016-04-07	365 天	3.60
	2016 年度第三期短期融资券	35.0			A-1	2016-02-19	2016-05-04	365 天	5.00
	2016 年度可续期公司债券(第一期)	15.0			AAA	2015-05-19	2016-04-26	3+N	5.80
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	2015-12-11	AA+/ 稳定	2016-04-11			
	2016 年度第二期中期票据	10.0			AA+	2016-04-11	2016-05-03	5+N	5.00
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	2015-10-08	AA+/ 稳定	2015-10-23			
	2016 年度第二期中期票据	20.0			AA+	2015-10-08	2016-04-18	5+N	5.00
天津渤海国有资产经营管理有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-29	AAA/ 稳定	2016-03-09			
	2016 年公司债券品种一	30.0			AAA	2016-03-09	2016-04-15	7	3.82
	2016 年公司债券品种二	6.0			AAA	2016-03-09	2016-04-15	10	4.10
望城经开区建设开发公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-09-24	AA/ 稳定	2016-03-23			
	2016 年度第二期中期票据	3.0			AA	2016-03-23	2016-04-19	5	4.50
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	2015-12-24	AA+/ 稳定	2016-02-17			
	2016 年公司债券	10.0			AAA	2015-12-24	2016-04-29	7	4.49
徐州高速铁路投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-08-04	AA/ 稳定	2016-03-18			
	2016 年度第一期短期融资券	7.0			A-1	2016-03-18	2016-04-13	300 天	3.35
烟台港股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA/ 稳定	2016-01-18			
	2016 年度第一期短期融资券	10.0			A-1	2016-01-18	2016-04-12	365 天	3.29
扬州化工产业投资发展有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-08-31	AA/ 稳定	2016-05-31			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-08-31	2016-04-06	3	4.45
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 正面	2015-12-30	AA/ 正面	2016-03-01			
	2016 年度第二期短期融资券	10.0			A-1	2016-03-01	2016-04-07	365 天	7.00
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	2016-02-24	AA+/ 稳定	2016-02-25			
	2016 年度第二期中期票据	10.0			AA+	2016-02-24	2016-04-05	3+2	3.80
正泰集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-01-26	AA+/ 稳定	2016-01-27			
	2016 年度第二期中期票据	5.0			AA+	2016-01-26	2016-04-07	3+N	4.80
中广核风电有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-23	AAA/ 稳定	2016-04-06			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2016-04-06	2016-05-19	5	3.60
中国兵器工业集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-09-07	AAA/ 稳定	2016-03-30			
	2016 年度第一期中期票据	50.0			AAA	2016-03-30	2016-04-07	5	3.30
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-03-03	AAA/ 稳定	2016-04-14			
	2016 年度第三期中期票据	35.0			AAA	2016-04-14	2016-04-19	10	3.95
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	2016-04-07	AA+/ 稳定	2016-05-10			
	2016 年度第一期短期融资券	4.0			A-1	2016-04-07	2016-04-14	365 天	3.30
中国铁路总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-10-12	AAA/ 稳定	2016-05-13			
	2016 年度第一期中期票据	150.0			AAA	2016-05-13	2016-05-18	5	3.35
重庆城市交通开发投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-29	AAA/ 稳定	2016-02-29			
	2016 年度第一期中期票据	3.8			AAA	2016-02-29	2016-05-27	5	9.50
遵义市投资(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-07	AA/ 稳定	2016-04-18			
	2016 年小微企业扶持债券(小微企业增信集合债券)	7.0			AA	2015-07-07	2016-04-21	3+1	5.68

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			
安徽省高速地产集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-17			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AAA	2015-11-17	2016-04-22	3	4.39
成都地铁有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-05-11	AAA/ 稳定	2016-05-17			
	2016 年度第二期中期票据	5.0			AAA	2016-05-11	2016-05-17	5	3.63
杭州萧山国际机场有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-10-14	AAA/ 稳定	2015-12-04			
	2016 年度第一期短期融资券	6.0			A-1	2015-12-04	2016-05-20	365 天	3.04
淮安市盱眙城市资产经营有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-30			
	2016 年公司债券	12.0			AA	2015-11-30	2016-04-14	7	5.10
京能置业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-18			
	2016 年度第一期中期票据	8.0			AAA	2015-11-18	2016-04-05	3	3.50
南京江北新城投资发展有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-02	AA/ 稳定	2015-11-12			
	2016 年度第一期中期票据	5.0			AA	2015-11-12	2016-05-04	3	4.25
南阳高新区投资有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2016-04-19			
	2016 年公司债券	8.8			AA	2016-04-19	2016-04-28	7	6.45
山东重工集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-06			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AAA	2015-09-06	2016-04-21	5	4.00
芜湖市交通投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-11-19			
	2016 年专项债券	14.0			AA+	2015-11-19	2016-04-27	7	4.50
长春市轨道交通集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-06			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA+	2015-08-06	2016-04-22	3	4.17
重庆出版集团公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-02			
	2016 年度第一期中期票据	9.0			AA	2015-12-02	2016-04-05	5	5.30
重庆市綦江区东部新城开发建设有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-22			
	2016 年度第一期中期票据	10.0			AA	2015-09-22	2016-05-06	5	5.10
天津泰港实业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-06			
	2016 年度第一期中期票据	7.0			AA	2015-08-06	2016-04-12	5	4.80
无锡惠开经济发展集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-21			
	2016 年公司债券	16.0			AAA	2015-12-21	2016-04-07	7	4.16
四川龙阳天府新区建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-12-04			
	2016 年公司债券	7.5			AA+	2015-12-04	2016-05-26	7	5.45
安徽省外经建设(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-30	AA+/ 稳定	2016-05-26			
	2013 年度第二期中期票据	7.0	AA	2015-07-30	AA+	2016-05-26	2013-12-06	5	7.80
	2013 年度第一期中期票据	3.0	AA	2015-07-30	AA+	2016-05-26	2013-09-06	3	6.29
国广环球传媒控股有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-03	AA/ 稳定	2016-04-28			
	2015 年度第一期短期融资券	3.0	A-1	2015-06-03	A-1	2016-04-28	2015-10-27	366 天	3.39
海航商业控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-02-03	AA/ 发展中	2016-05-26			
	2015 年度第一期短期融资券				A-1	2016-05-26	2015-05-25	366 天	5.98
泸州市兴泸投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA+/ 稳定	2016-05-20			
	2008 年公司债券	7.0	AA+	2015-07-29	AA+	2016-05-20	2008-02-26	5+5	5.95
	2012 年度第一期中期票据	15.0	AA	2015-07-29	AA+	2016-05-20	2012-12-21	5	6.31
	2013 年度第一期中期票据	10.0	AA	2015-07-29	AA+	2016-05-20	2013-11-08	5	7.30
绿地控股集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-08-24	AA+/ 稳定	2016-05-20			
	2015 年度第一期中期票据	20.0	AAA	2015-08-14	AA+	2016-05-20	2015-09-15	5+N	5.30
天津创业环保集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-24	AA+/ 稳定	2016-05-25			
	2013 年度第一期中期票据	7.0	AA	2015-07-24	AA+	2016-05-25	2013-05-29	5	5.45
	2011 年度第一期中期票据	7.0	AA	2015-07-24	AA+	2016-05-25	2011-11-16	5	6.64
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	2015-12-29	AA+/ 稳定	2016-05-26			
	2016 年度第一期短期融资券	3.0	A-1	2015-08-05	A-1	2016-05-26	2016-03-16	365 天	2.88
	2016 年度第一期中期票据	2.0	AA	2015-12-29	AA+	2016-05-26	2016-02-24	5	3.90
	2015 年度第一期中期票据	5.0	AA	2015-04-28	AA+	2016-05-26	2015-06-25	5	5.79
岳阳林纸股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-10-10	AA-/ 稳定	2016-04-29			
	2015 年度第三期短期融资券	6.0	A-1	2015-10-10	A-1	2016-04-29	2015-12-08	365 天	5.80
	2015 年度第二期短期融资券	3.0	A-1	2015-09-09	A-1	2016-04-29	2015-10-29	366 天	4.30

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			
长沙经济技术开发区集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-29	AA+/ 稳定	2016-05-25			
	2014 年度第二期中期票据	12.0	AA	2015-07-29	AA+	2016-05-25	2014-04-28	5	7.80
	2014 年度第一期中期票据	3.0	AA	2015-07-29	AA+	2016-05-25	2014-01-15	5	8.25

注：* 公告内容仅包括 2016 年 4 月 1 日至 2016 年 5 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4月1日至2016年5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			
广发银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-01-27	AAA/ 稳定	2016-04-14			
	2016 年第二期金融债券	150.0			AAA/ 稳定	2016-04-14	2016-05-20	5	3.52
鞍山银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-09	AA/ 稳定	2016-04-08			
	2016 年二级资本债券	20.0			AA-/ 稳定	2016-04-08	2016-04-19	5+5	4.50
长沙银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-04-19	AA+/ 稳定	2016-04-25			
	2016 年二级资本债券	50.0			AA/ 稳定	2016-04-19	2016-04-27	5+5	4.18
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-02-24	AA+/ 正面	2016-05-16			
	2016 年第二期短期融资券	20.0			A-1	2016-05-16	2016-05-20	74 天	2.98
兴业证券股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-29	AAA/ 稳定	2016-04-13			
	2016 年度第一期短期融资券	30.0			A-1	2016-04-13	2016-04-21	91 天	3.00
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2016-02-15	AA+/ 稳定	2016-05-13			
	2016 年度第三期短期融资券	15.0			A-1	2016-05-13	2016-05-19	91 天	2.99
国都证券有限责任公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-11-26	AAA/ 稳定	2016-04-06			
	2016 年度第二期短期融资券	20.0			A-1	2016-04-06	2016-04-13	90 天	2.89
创兴银行有限公司	主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-07			
	2016 年人民币债券 (第一期)	15.0			AAA/ 稳定	2016-01-07	2016-05-20	3	3.60
湖北三峡农村商业银行股份有限公司	主体长期信用				A+/ 稳定	2015-12-22			
	2016 年二级资本债券	4.0			A/ 稳定	2015-12-22	2016-04-25	5+5	5.20
厦门银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-10-22	AA+/ 稳定	2016-04-28			
	2014 年第一期金融债券	10.0	AA/ 稳定	2015-06-18	AA+/ 稳定	2016-04-28	2014-03-20	3	6.29
	2014 年第二期金融债券	20.0	AA/ 稳定	2015-06-18	AA+/ 稳定	2016-04-28	2014-08-20	3	5.57
	2015 年二级资本债券	18.0	AA-/ 稳定	2015-10-22	AA/ 稳定	2016-04-28	2015-11-03	5+5	5.00
攀枝花市商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-05-26	AA/ 稳定	2016-05-18			
	2015 年二级资本债券	10.0	A+/ 稳定	2015-01-16	AA-/ 稳定	2016-05-18	2015-07-28	5+5	6.20
	2015 年金融债券	20.0	AA-/ 稳定	2015-05-26	AA/ 稳定	2016-05-18	2015-08-12	3	4.90
赣州银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-07-23	AA/ 稳定	2016-04-08			
	2011 年次级债券	5.0	A+/ 稳定	2015-07-23	AA-/ 稳定	2016-04-08	2011-12-09	5+5	7.10

注：* 公告内容仅包括 2016 年 4 月 1 日至 2016 年 5 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4月1日至2016年5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		
华润深国投信托有限公司	招商银行股份有限公司	和享 2016 年第一期个人消费贷款资产支持证券优先 A-1 档资产支持证券	4.20	13.05	3.10	AAA	2016-04-07	2016-04-22	2020-05-26
		和享 2016 年第一期个人消费贷款资产支持证券优先 A-2 档资产支持证券	8.00	24.85	3.20	AAA			
		和享 2016 年第一期个人消费贷款资产支持证券优先 A-3 档资产支持证券	15.00	46.60	3.30	AAA			
		和享 2016 年第一期个人消费贷款资产支持证券优先 B 档资产支持证券	2.10	6.52	3.50	AA+			
		和享 2016 年第一期个人消费贷款资产支持证券次级档资产支持证券	2.90	8.98	-	NR			
平安信托有限责任公司	恒丰银行股份有限公司	恒金 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A1 档资产支持证券	21.30	41.45	3.40	AAA	2016-04-01	2016-04-26	2021-01-26
		恒金 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 A2 档资产支持证券	18.90	36.68	3.62	AAA			
		恒金 2016 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	3.80	7.42	4.40	AA-			
		恒金 2016 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	7.40	14.45	-	NR			
中融国际信托有限公司	晋城银行股份有限公司	金诚 2016 年第一期个人汽车贷款优先 A1 级资产支持证券	4.00	43.11	1 年期贷款基准利率 -1.15	AAA	2016-01-25	2016-05-05	2022-11-26
		金诚 2016 年第一期个人汽车贷款优先 A2 级资产支持证券	3.00	32.22	1 年期贷款基准利率 -0.75	AAA			
		金诚 2016 年第一期个人汽车贷款优先 B 级资产支持证券	0.80	8.94	1 年期贷款基准利率 -0.36	AA+			
		金诚 2016 年第一期个人汽车贷款次级资产支持证券	1.50	15.73	-	NR			
上海国际信托有限公司	南京银行股份有限公司	鑫宁 2016 年第一期个人消费贷款优先 A 级档资产支持证券	4.90	88.41	3.23	AAA	2016-04-15	2016-05-13	2018-12-26
		鑫宁 2016 年第一期个人消费贷款优先 B 级档资产支持证券	0.30	5.59	3.49	AA			
		鑫宁 2016 年第一期个人消费贷款次级资产支持证券	0.30	6.00	-	NR			
兴业国际信托有限公司	中国银行股份有限公司	中誉 2016 年第一期不良资产支持证券优先级资产支持证券	2.30	78.00	3.42	AAA	2016-03-28	2016-05-26	2021-3-36
		中誉 2016 年第一期不良资产支持证券次级资产支持证券	0.70	22.00	-	NR			
华润深国投信托有限公司	招商银行股份有限公司	和萃 2016 年第一期不良资产支持证券优先级资产支持证券	1.90	80.69	3.00	AAA	2016-05-17	2016-05-26	2020-05-26
		和萃 2016 年第一期不良资产支持证券次级资产支持证券	0.50	19.31	-	NR			

注：* 公告内容仅包括 2016 年 4 月 1 日至 2016 年 5 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

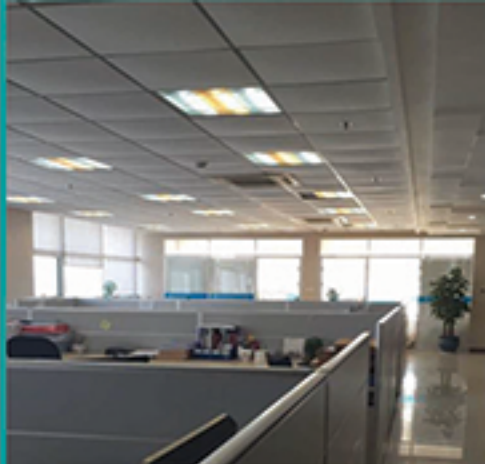
(2016年4月1日至2016年5月31日) *

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			
成都市新筑路桥机械股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-04-28	AA-/ 负面	2016-05-26			
	2011 年公司债券	5.0	AA-	2015-04-28	AA-	2016-05-26	2011-12-07	5 年	8.50
浙江景兴纸业股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-06-24	AA/ 稳定	2016-05-27			
	2012 年公司债券	7.5	AA	2015-06-24	AA	2016-05-27	2012-10-25	7 年	7.38
芜湖港储运股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-06-05	AA/ 稳定	2016-05-27			
	2012 年公司债券	15.0	AAA	2015-06-05	AAA	2016-05-27	2013-03-20	5 年	4.99
岳阳林纸股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-05-29	AA-/ 稳定	2016-05-19			
	2012 年公司债券第一期	8.5	AAA	2015-05-29	AAA	2016-05-19	2013-05-29	5 年	5.04
广晟有色金属股份有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2015-05-19	A+/ 负面	2016-05-25			
	2014 年公司债券	2.9	AAA	2015-05-19	AAA	2016-05-25	2014-09-25	3 年	6.50
财富证券有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-20	AA/ 正面	2016-05-27			
	2014 年公司债券	8.0	AA+	2015-03-20	AA+	2016-05-27	2015-03-31	5 年	5.13
东旭光电科技股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-17	AA+/ 稳定	2016-04-01			
	2015 年公司债券	10.0	AA	2015-04-17	AA+	2016-04-01	2015-05-19	5 年	6.00
广州富力地产股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2016-03-28	AAA/ 稳定	2016-04-15			
	2015 年公司债券	65.0	AA+	2015-04-15	AAA	2016-04-15	2015-07-13	5 年	4.95
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	60.0	AA+	2015-11-10	AAA	2016-04-15	2016-01-08	5	3.95
	2016 年公司债券 (第二期)	36.0	AA+	2015-11-10	AAA	2016-04-15	2016-01-21	5	3.95
	2016 年公司债券 (第三期) (品种一)	19.5			AAA	2016-03-28	2016-04-06	6	3.48
	2016 年公司债券 (第三期) (品种二)	9.5			AAA	2016-03-28	2016-04-06	7	3.95
新湖中宝股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-02-13	AA+/ 稳定	2016-04-28			
	2015 年公司债券	35.0	AA	2015-02-13	AA+	2016-04-28	2015-07-21	5	5.50
	2016 年公司债券	35.0			AA+	2016-04-28	2016-05-18	5	5.20
中融新大集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-03-11	AA+/ 稳定	2016-04-29			
	2015 年公司债券 (第一期)	15.0	AA	2015-05-21	AA+	2016-04-29	2015-08-21	3	6.60
	2015 年公司债券 (第二期)	15.0	AA	2015-10-16	AA+	2016-04-29	2015-11-04	3	6.80
	2016 年公司债券 (第一期)	5.0	AA	2015-08-06	AA+	2016-04-29	2016-01-28	3	6.80
	2016 年公司债券 (第二期)	11.8	AA	2016-03-11	AA+	2016-04-29	2016-03-21	3	6.60
中国泛海控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-17	AA+/ 稳定	2016-05-25			
	2015 年公司债券 (第一期)	30.0	AA	2015-06-17	AA+	2016-05-25	2015-09-11	6	5.10
	2015 年公司债券 (第二期)	10.0	AA	2015-06-17	AA+	2016-05-25	2015-09-18	6	4.85
东旭集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-12-16	AA+/ 稳定	2016-04-25			
	2015 年第二期公司债券	20.0	AA	2015-08-31	AA+	2016-04-25	2015-11-12	5	7.00
	2016 年第一期公司债券	10.0	AA	2015-12-16	AA+	2016-04-25	2016-01-15	5	6.84
恒泰证券股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-15	AA+/ 稳定	2016-05-23			
	2014 年公司债券	15.0	AAA	2015-06-15	AAA	2016-05-23	2016-01-28	3	3.42
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	AA-/ 稳定	2016-05-24			
	2016 年公司债券	3.8	AA	2015-07-03	AA+	2016-05-24	2016-03-18	5	7.60
吉林亚泰 (集团) 股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-03-28			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	10.0			AA	2016-03-28	2016-04-01	5	6.00
远东智慧能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2016-01-29	AA/ 稳定	2016-05-06			
	2015 年公司债券 (第一期)	8.0			AA	2016-01-29	2016-04-01	5	4.80
	2015 年公司债券 (第二期)	5.0			AA	2016-05-06	2016-05-23	5	5.33

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 (%)
广西铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-01-25			
	2016 年公司债券	10.0			AAA	2016-01-25	2016-04-08	10	3.55
昆明产业开发投资有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-05			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	10.0			AA+	2015-06-05	2016-04-08	5	3.89
中国希格玛有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-12-23			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	16.0			AA	2015-12-23	2016-04-12	3	5.60
深圳华侨城股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-04-05			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)(品种一)	25.0			AAA	2016-04-05	2016-04-12	5	2.98
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)(品种二)	10.0			AAA	2016-04-05	2016-04-12	7	3.40
安徽山鹰纸业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-20			
	2016 年公司债券	10.0			AA	2015-08-20	2016-04-12	7	5.35
湖南财信投资控股有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-11-10			
	2016 年公开发行公司债券	20.0			AA+	2015-11-10	2016-04-18	5	3.70
浙江南都电源动力股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-25			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	3.0			AA	2015-09-25	2016-04-19	5	4.80
武汉金融控股(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(第二期)	8.0			AA+	2016-03-10	2016-04-19	5	3.89
当代节能置业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-10			
	2016 年公开发行公司债券	10.0			AA	2015-09-10	2016-04-19	5	6.40
亿阳集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-04-14			
	公开发行 2016 年公司债券 (第三期)	12.1			AA	2016-04-14	2016-04-20	5	7.10
人福医药集团股份公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-01-18			
	公开发行 2016 年公司债券	10.0			AA+	2016-01-18	2016-04-21	3	3.83
南京新港开发总公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-12-16			
	公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	10.0			AA+	2015-12-16	2016-04-22	5	4.06
洲际油气股份有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-08-12			
	公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	7.0			AA-	2015-08-12	2016-04-28	2	7.50
武汉商贸国有控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-11			
	公开发行 2016 年公司债券	3.0			AA	2015-11-11	2016-04-28	5	4.75
北京广安控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-27			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	4.0			AA	2015-11-27	2016-05-10	5	3.84
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	2016-05-06			
	2016 年公开发行公司债券 (第二期)	12.6			AA	2016-05-06	2016-05-11	5	6.50
北京三聚环保新材料股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-01-11			
	2016 年面向合格投资者公开发 行公司债券	15.0			AA	2016-01-11	2016-05-16	5	5.50
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-05-12			
	2016 年公司债券(第二期)	13.9			AA+	2016-05-12	2016-05-18	3	7.50
北京昆仑万维科技股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-05-13			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	7.3			AA	2016-05-13	2016-05-20	3	6.50
国盛证券有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-11-03			
	公开发行 2016 年公司债券	10.0			AA	2015-11-03	2016-05-23	5	4.28
南山集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-05-18			
	2016 年公开发行公司债券 (第二期)	24.0			AA+	2016-05-18	2016-05-24	5	4.80
靖江港口集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-05-17			
	2016 年公开发行公司债券	6.0			AA	2016-05-17	2016-05-24	5	4.48

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 (%)
中国南方航空股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-05-18			
	2016 年公司债券 (第二期)	50.0			AAA	2016-05-18	2016-05-24	5	3.12
厦门金圆投资集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2016-05-17			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	10.0			AAA	2016-05-17	2016-05-24	3	3.27
四川新希望房地产开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-05-20			
	公开发行 2016 年公司债券 (第一期)	7.0			AAA	2016-05-20	2016-05-27	5	4.25
融科智地房地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-05-26			
	2016 年公司债券 (第一期) (品种一)	14.5			AAA	2016-05-26	2016-05-31	5	4.68
	2016 年公司债券 (第一期) (品种二)	10.5			AAA	2016-05-26	2016-05-31	7	5.50
内蒙古圣牧高科牧业有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2016-05-12			
	2016 年公司债券 (第一期)	50.0			AA	2016-05-12	2016-05-31	5	4.75
华西证券股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2016-05-11			
	2016 年公开发行公司债券 (第一期)	15.0			AA+	2016-05-11	2016-05-31	5	3.43

注：* 公告内容仅包括 2016 年 4 月 1 日至 2016 年 5 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。



江苏 / 辽宁

联合信用管理有限公司江苏分公司于2006年12月经南京市工商局秦淮分局核准成立，主要业务包括借款企业评级、担保机构评级、小额贷款公司评级、招投标评价等业务。连续两年收入规模超过1000万元人民币。

公司目前设有行政部、业务一部和业务二部，现有员工17人，其中：具有3年以上评级工作经验的10人。

联系电话：025-52380606

传真号码：025-52389901

通信地址：江苏省南京市建邺区庐山路158号嘉业国际城4幢1105室

邮政编码：210000

邮箱：lhjs@lhcois.com

联合信用管理有限公司辽宁分公司于2002年9月经辽宁省工商局核准成立，主要业务包括借款企业评级、担保机构评级、小额贷款公司评级、重点招投标评级及征信调查等业务。目前是辽宁省信用评级机构总经理联席会主席单位，辽宁省信用协会副会长单位，辽宁省中小企业协会副会长单位。

公司目前设有借款企业评级部、金融机构评级部、咨询研发部、征信事业部和综合部。现有员工25人，其中硕士8人，具有3年以上评级工作经验的10人，具有信用管理师资格证书的6人。

联系电话：024-83381682

传真号码：024-23382363

通信地址：辽宁省沈阳市和平区南京南街150号集智大厦5层

邮编：110005





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: lanhe@lhratings.com
网址: www.lhratings.com