

联合

信用 研究

LIANHE CREDIT RESEARCH

2015
4

总第90期

联合信用管理有限公司
联合资信评估有限公司
联合信用评级有限公司

2015年第二季度债券市场发展及未来走势

债券市场更开放趋势下评级机构要准备哪些？

金融租赁公司发展提速 长期资金来源亟待拓宽

银行间首单循环型ABS发行 结构设计成亮点

京津冀协同发展





联合资信评估有限公司

公司概况

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

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

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

业务范围

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

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

政府债券：国债、地方政府一般债券、地方政府专项债券等；

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

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

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

其他业务：信用风险咨询。





编委会 (按姓氏笔画顺序排列)

万华伟 马文洛 马新江 王少波 王丽娟
卢志怀 田兵 成斐 朱建红 任红
庄建华 刘文良 刘晖 刘强 严湘
李丹 李国华 李信宏 李振宇 李萌
杨杰 吴金善 张成 张志军 张学群
张莉 张舒平 陈东明 陈静 邵立强
周晓辉 孟悦 贾燕红 高宇欣 郭其阳
黄滨 常丽娟 蒋建国 韩夷 温丽伟
谢凌艳 赖金昌 谭宝坪

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

王柠

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦17层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228

电子版详见公司网站

www.lianheratings.com

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

目录

CONTENTS

2015年第4期
总第90期

2015年8月20日

主办

联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

P01 政策资讯

政策指南

市场动向

P07 债券市场

银行间首单循环型ABS发行 结构设计成亮点

2015年第二季度债券市场发展及未来走势

P13 评级表现

2015年第二季度短期融资券市场及利差研究报告

2015年上半年中期票据市场及利差研究报告

2015年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告

2015年上半年交易所债券市场研究报告

P30 行业研究

金融租赁公司发展提速 长期资金来源亟待拓宽

P31 评级研究

2014年国际评级行业发展与监管动态报告

债券市场更开放趋势下评级机构要准备哪些?

P41 报告选编

P46 市场数据

宏观经济数据

债券市场数据

P48 评级公告

联合资信评估有限公司评级公告

联合信用评级有限公司评级公告

P12 评级小贴士

关于地方政府专项债券的一些Q&A

政策指南

Policy Guidelines



财政部、央行：将地方政府债券纳入国库现金管理质押品范围

财政部、人民银行14日发布《关于中央和地方国库现金管理商业银行定期存款质押品管理有关事宜的通知》称，将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围，通知自发文之日起施行。参与中央和地方国库现金管理商业银行取得国库定期存款，以记账式国债或地方政府债券现券作为质押。地方政府债券不受发行主体的限制，可以跨地域质押。

在质押计价与比例方面，通知明确，中央和地方国库现金管理商业银行定期存款质押品按债券面值计价，国债、地方政府债券分别按存款金额的105%、115%质押。

在风险控制方面，通知称，财政部门会同人民银行加强对国库现金管理商业银行定期存款风

险管理，根据债券市场变化情况，及时调整国库现金管理质押品范围、比例等质押制度，确保存款资金安全。

（摘自中证网，2015年7月14日）

财政部：将允许外资评级机构发布地方政府债券评级

财政部公布第七轮中美战略与经济对话框架下经济对话成果说明，内容包括：逐步扩大外资参股证券公司业务范围；允许符合条件的外资金融机构在上海自贸试验区设立合资证券公司，外资持股比例不超过49%，内资股东不限于证券公司；允许符合条件的境外经纪机构在上海自贸试验区依法设立期货公司，代理境外交易者从事境内特定品种期货交易；允许境内设立的符合条件的外资独资和合资私募基金管理机构按规定开展包括二级市场证券交易在内的私募证券投资基金管理

业务；推出一项计划，按照中国有管理的资本账户可兑换政策，通过对所有外国投资者设定总投资限额而非对单一国家或机构分别设限的形式允许其参与银行间债券市场；制定一项计划，推动外资机构通过自贸试验区自由贸易账户投资交易所债券市场；允许符合条件的在华法人美资及其他外资金融机构在取得债券市场结算代理人和承销资格方面与国内金融机构享有同等待遇；允许外资评级机构发布对地方政府债券的评级。

（摘自新浪网，2015年7月2日）

央行：境外机构投资者进入银行间市场实行备案制

中国人民银行7月14日发布《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》。通知明确，境外央行或货币

当局、国际金融组织、主权财富基金（统称相关境外机构投资者）进入银行间市场，境外机构投资者国内银行间债券市场取消投资额度限制，相关境外机构投资者可自主决定投资规模，只需备案管理。备案完成后，相关境外机构投资者可在银行间市场开展债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易，可自主决定投资规模。（摘自21世纪经济报道，2015年7月16日）

企业债发行再放松 发债数量不受限企业扩容

6月19日，国家发改委发布了5月25日发布的《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》的补充说明。

补充说明指出，主体信用等级为AA的发债主体，以自身合法拥有的资产进行抵押或由担保公司提供第三方担保的债券，或项目自身收益确定且回报期较短的债券，亦不受发债企业数量指标的限制；鼓励以省级（含计划单列市）投融资公司作为主体发行重点领域项目集合债券，以直投或转贷合作单位等形式支持同类型项目的批量建设；主体信用等级不低于AA，且债项级别不低于AA+的债券，允许企业使用不超过40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金。

根据补充说明，允许满足以下条件的企业发行债券，专项用于偿还为在建项目举债且已进入偿付本金阶段的原企业债券及其他高成本融资：1.符合国发（2014）43号文件精神，在建募投项目具有稳定收益，或以资产

质押、第三方担保等作为增信措施；2.企业主体长期信用评级和债项评级不低于原有评级；3.新发行债券规模不超过被置换债券的本息余额。

（摘自一财网，2015年6月24日）

项目收益债细则落地 稳增长意图明显

为扩大直接融资规模，规范项目收益债券发行管理工作，发改委制定并印发《项目收益债券管理暂行办法》。办法明确，发行项目收益债券募集的资金，只能用于该项目建设、运营或设备购置，不得置换项目资本金或偿还与项目有关的其他债务，但偿还已使用的超过项目融资安排约定规模的银行贷款除外。

根据办法，项目收益债券的发行主体是项目实施主体或其实际控制人。发行方式上，项目收益债券可以公开发行或非公开定向发行。发行项目收益债券，应进行债券信用评级，公开发行的项目收益债券，还应按有关要求对发行人进行主体评级和跟踪评级。非公开发行的项目收益债券的债项评级应达到AA及以上。办法还明确，鼓励项目收益债券重点支持基础设施和公用事业特许经营项目，以及其他有利于结构调整和改善民生的项目、提供公共产品和服务的项目，通过项目收益债券融资。财务效益上，在项目运营期内的每个计息年度，项目收入应该能够完全覆盖债券当年还本付息的规模。

（摘自中国证券网，2015年8月5日）

证监会扩大证券公司融资渠道

7月1日，证监会发布两条

扩大证券公司融资渠道举措，一是允许所有证券公司发行与转让证券公司短期公司债券，二是允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务，进一步拓宽证券公司融资渠道。

（摘自新华网，2015年7月2日）

银行间市场交易商协会鼓励发行债务融资创新产品

中国银行间市场交易商协会16日发布《关于进一步推动债务融资工具市场规范发展工作措施的通知》。《通知》指出，一是支持发行人发行债务融资工具将募集资金用于确属国家重点支持的农田水利设施、保障性安居工程、轨道交通等领域项目，二是鼓励发行人发行项目收益票据、资产支持票据等创新产品。

值得注意的是，《通知》指出进一步拓宽房地产企业发行债务融资的主体范围。中期票据的发行主体从目前的AA级上市公司放开到AA级上市及国有背景房企均可，优先开放国资委下属16家以房地产为主业的央企集团或其下属房地产企业和省级政府（包括直辖市）、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属的房地产企业。

《通知》还明确项目收益票据可以公募发行，并鼓励产品结构创新；永续票据资金用途可用于项目资本金投入，不超过资本金总额50%即可，同时建立专户资金监管。此外，永续票据可以公募发行，也可以定向发行。

（摘自一财网，2015年6月18日）

市场动向

Market Trends



中富债发布兑付方案 只能兑付 本金总额 35%

近日，上市公司珠海中富发布公告，经公司多方筹集，债券利息 3115.2 万元得以全额支付，本金兑付 2.065 亿元，占本期债券总额的 35%，未兑付 3.835 亿元，占本期债券总额的 65%。

（摘自中国经济网，2015 年 6 月 4 日）

首只地方轨道交通项目收益票 据发行

据悉，为南京地铁集团有限公司在银行间市场交易商协会成功注册金额 20 亿元、期限 15 年的项目收益票据，通过北京金融资产交易所簿记系统实现首期发行 10 亿元，利率为 5.73%。该项目既是银行间债券市场首只以

集团公司为主体发行的项目收益票据，也是首只地方轨道交通项目收益票据。

该项目以南京地铁作为主体，采用信用方式直接发行，采取了“5+5+5”的期限结构，增加了发行人赎回选择权，设置由地方轨道交通基金承担差额补偿的责任，是银行间市场首单以专项偿债基金作为差额补偿的项目收益票据，创新了地方轨道交通项目的融资形式。

（摘自金融时报，2015 年 6 月 8 日）

招行发行注册制下首单银行信 贷资产支持证券

招行 2015 年第二期信贷资产支持证券日前在银行间债券市场招标发行，这是注册制下发行的首单银行信贷资产证券化产

品。据悉，招行本次发行还首次引入了海外 RQFII 资金参与境内 ABS 投资，实现了跨境资产证券化的初步突破。

本期证券发行规模 105.5 亿元，由 131603 笔信用卡汽车分期贷款组成，单笔平均合同金额 8.01 万元，资产分散度高，风险特征稳定。

（摘自金融时报，2015 年 6 月 23 日）

融资渠道拓宽 期货公司首单 次级债发行

由东方花旗主承销的 2015 年东证期货有限公司次级债券于 6 月 18 日成功发行，发行总额 6 亿元，债券期限 3 年，最终发行票面利率 6.82%。东证期货次级债是市场上首只期货公司次级债。

（摘自上海证券报，2015 年 6 月 23 日）

东飞债违约：担保方突然翻脸 3 亿债仅偿付 710 万

“11 东飞债”于今年 1 月违约，目前，东飞马佐里纺机有限公司已经停工，其实际控制人失联，导致资产处理完全停滞，加之其他各因素，事件处理完全陷入僵局。东飞债本息合计约 3 亿元，截至目前，东飞马佐里仅偿付了 710 万元。

而备受关注的国资担保协议真假仍然是“无头公案”。目前深圳市公安局已就东飞马佐里涉嫌欺诈发行债券案立案；盐城市公安局也已对东飞马佐里涉嫌欺诈发行债券案立案。由于发行人失联、担保人缄默，诉讼成了仅有的办法，投资人和中介方在多地法院尝试了多重办法意图进行起诉维权，但都暂时无果。

（摘自上海证券报，2015 年 6 月 26 日）

巨灾风险证券化试点落地：国内首只巨灾债券在境外发行

7 月 1 日，国内第一只以地震风险为保障对象的巨灾债券在境外市场发行。巨灾债券是以发行定向债券用于担保指定保险的特殊目的载体保险机制。据悉，该债券由中再集团旗下全资子公司中再产险作为发起人，发行主体为设在百慕大的特殊目的机构 Panda Re，募集金额 5000 万美元，中再集团和中再产险以再保险转分的方式，将其所承保的部分中国大陆地区地震风险分保给 Panda Re，再由 Panda Re 在境外资本市场发行巨灾债券进行融资，以融资本金为这部分风险提供全额抵押的保险保障。

（摘自一财网，2015 年 7 月 2 日）

多家房企国内大举发债 国内融资优势凸显

6 月以来，恒大地产公告称，其在境内发行的 200 亿元公司债的首期 5 年期 50 亿元成功发行；首创置业公告拟以一批或分批形式非公开发行本金总额不超过 50 亿元人民币的境内公司债券，为期不超过 7 年；荣盛发展公告称，将面向合格投资者公开发行总额不超过人民币 59 亿元（含 59 亿元）的公司债券；中天城投公告称，为进一步改善债务结构、拓宽公司融资渠道、满足公司资金需求、降低公司融资成本，公司拟非公开发行不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券。

一直以来，境外融资成本比中国国内的资金使用成本更具优势，国内紧缩的贷款环境也让大型房企更倾向境外融资。随着国内中期票据、公司债这些融资渠道的打开以及股市向好、IPO 开闸，国内融资优势开始逐渐显现。尚未根本得到改善的房企资金状况，也是房企融资热情大增的原因之一。

（摘自京华时报，2015 年 7 月 3 日）

首个住房公积金贷款资产证券化产品成功发行

近日，国内首单以个人住房公积金贷款为基础资产的资产支持证券——“汇富武汉住房公积金贷款 1 号资产支持专项计划”成功发行。此期证券发行规模为 5 亿元，其中优先级证券为 4.75 亿元，次级证券为 0.25 亿元，优先级证券将在上海证券交易所挂牌交易。此专项计划引入“优

先/次级”、“超额抵押”等安排，从而突破了长久以来个人公积金贷款在证券化实务操作上的壁垒，优先级证券获得了评级机构出具的 AAA 级评级。

（摘自上海证券报，2015 年 7 月 8 日）



湖南省 16 日招标首批地方债 发行总额 422 亿元

湖南省财政厅 7 月 9 日发布公告，定于 7 月 16 日公开招标发行该省 2015 年首批地方政府一般债券，发行总额为 422 亿元。

本批湖南地方债分为一期、二期、三期、四期分别发行，期限分别为 3 年、5 年、7 年和 10 年，计划发行规模分别为 44 亿元、126 亿元、126 亿元和 126 亿元。3 年、5 年和 7 年期品种利息按年支付，10 年期品种利息按半年支付。经联合资信评估有限公司评定，2015 年度第一批湖南省政府一般债券的信用等级为 AAA。

（摘自中国证券报，2015 年 7 月 10 日）

国内首单股票质押债权交易所 ABS 产品成功发行

2015 年 7 月 1 日，国内首单股票质押债权资产证券化产品——中信华夏股票质押债权一期资产支持专项计划向市场成功

发行，总发行规模 21.45 亿元，其中优先级资产支持证券分为优先 01、优先 02、优先 03 三档不同期限产品，各档证券可以进行全额双向回拨，最终确定的发行规模分别为 10 亿元、5 亿元和 5.5 亿元，评级均为 AAA。次级资产支持证券规模为 0.95 亿元，占比 4.43%。其中，中信证券对优先级各档证券提供差额支付，并在交易结构中设计了半年度的循环购买结构，以实现资产端和证券端的期限匹配。

该专项计划首次在交易所市场通过证券化手段将证券公司的金融资产与资本市场资金进行了直接对接，非标转标的效果显著：一方面，标准化产品的融资成本大幅下降，财务成本节约效果较为显著；另一方面，作为在交易所挂牌的标准化产品，将证券公司表内金融资产直接推向交易所市场机构投资者，有效扩大了投资者群体。

（摘自和讯债券，2015 年 7 月 13 日）

“12 飞达债”面临兑付危机 逾期贷款涉多家银行

江苏飞达 7 月 1 日发布业绩报告，公司 2014 年亏损达 2.78 亿元，截至 2014 年末，已经有 3.74 亿元银行贷款出现逾期，公司货币资金只有 660 万元，其中非受限部分仅 165.5 万元，债务偿还面临较大不确定性。

“12 飞达债”在发行至第 3 年时，投资者可以选择发行人上调票面利率或是向公司回售，如果投资者选择回售，那么在今年 8 月 30 日，江苏飞达还应当支付除利息外的 8 亿元本金。

江苏飞达是一家规模较小的

钢材加工和贸易企业，受下游需求减弱影响，盈利恶化较为严重，且关联方资金占用和受限资金较多，流动性一直比较紧张。逾期的贷款涉及多家银行，且债券没有担保措施，如果江苏飞达不能获得其他外部资金的支持，则违约的可能性较大。

（摘自 21 世纪经济报道，2015 年 7 月 13 日）

首单物业费资产证券化项目花落博时资本

7 月 10 日，“博时资本 - 世茂天成物业资产支持专项计划”获得上海证券交易所无异议函。该专项计划的获批意味着国内市场上首单物业费资产证券化项目拟正式出炉。该产品管理人是博时资本，基础资产源自知名房企世茂集团。

该创新资产证券化项目亦得到了上海证券交易所的大力支持。截至今年上半年，上交所已受理资产证券化项目超过 60 个，涉及基础资产类型包括租赁债权、基础设施收费、应收账款债权、小额贷款债权、商业物业租金等，并已对近 50 个 ABS 项目出具拟同意挂牌转让的无异议函，拟发行总金额近 450 亿元，其中 32 个项目已成功发行并完成备案，发行金额超过 300 亿元。

（摘自证券时报，2015 年 7 月 15 日）

国内首单机场 ABS 产品成功发行

由国海证券担任管理人的“美兰机场信托受益权资产支持专项计划”（ABS）在深交所综合协议交易平台成功发行。这是

国内首单以机场航空服务经营收入产生的现金流为基础的资产证券化项目，总规模 12 亿元。该期资产支持证券分为优先级和次级资产支持证券。优先级资产支持证券分为 10 档，期限为 0.5 年~5 年，每半年偿付本息，信用评级为 AA+。

（摘自证券时报，2015 年 7 月 22 日）



金砖新开发银行上海开业 期待在华发债融资

北京时间 7 月 21 日，新开发银行（NDB，下称“金砖银行”）开业仪式在上海虹桥迎宾馆举行。印度籍行长卡马特指出了三大要点：金砖银行将与亚投行合作，希望首先在华发债融资，且金砖银行可能在 2016 年 4 月将第一个项目递交董事会审议。

此前，据知情人士透露，金砖银行的候选项目基本确定，将专注体现人类可持续发展的项目，而非简单的基础设施建设投资，这也与完全专注于基建的亚投行在业务上有所区分。

（摘自第一财经日报，2015 年 7 月 22 日）

恒盛地产遭清盘呈请 债台高筑或为第二个佳兆业

7 月 21 日晚间，恒盛地产发布公告称，其于当日获悉该公司于 7 月 20 日遭中国对外经济

贸易信托有限公司向香港高等法院提出清盘呈请，理由为恒盛地产并未偿还 5000 万元贷款担保费以及外加利息即其他应付呈请人的款项，该案件的排期于 10 月 14 日进行聆讯。

今年初恒盛地产曾卷入反腐风波，其位于上海以及其他地区的项目频频被曝出陷入停工泥潭、出现延期交房、违约被告等问题。在此风波中，恒盛地产的营收每况愈下，除了销售不振外，恒盛地产债台高筑也让市场将它评价为第二个佳兆业。恒盛地产去年财报显示，截至 2014 年底，恒盛地产手头持有现金为 13.65 亿元；资本负债比率由 2013 年底的 87.4% 飙升至 2014 年底的 135.3%。

（摘自中国经济网，2015 年 7 月 23 日）

深交所首批“小公募”公司债券上市

23 日，湖南黄金、荣盛发展面向金融机构及其理财产品、符合条件的一般机构及高净值个人等合格投资者公开发行的 2015 年公司债券第一期在深交所成功上市，这是证监会《公司债券发行与交易管理办法》发布后首批根据证监会授权由深交所预审核、获得证监会核准并发行上市的“小公募”债券。

“15 湘金 01”发行规模为 3 亿元，期限 3 年，主体和债项评级均为 AA+，主承销商为国泰君安，发行票面利率为 4.5%。“15 荣盛 01”发行规模为 18 亿元，期限 5 年，主体和债项评级均为

AA+，主承销商为一创摩根，发行票面利率为 5.78%，低于荣盛发展的贷款融资成本。

（摘自上海证券报，2015 年 7 月 24 日）

央行望引入更多境外投资者 债市或复制“沪港通”模式

继近期放宽境外央行及金融机构投资中国债市范围之后，消息人士透露，中国央行亦在考虑债市复制沪港通模式，允许更多海外投资者进入银行间债市。

有知情人士表示，央行考虑允许上海清算所与境外托管机构开展合作，在国内发行的债券，允许一部分转托管到国外机构，有购买意向的境外投资者可直接到与上清所有合作的境外托管机构进行登记结算，扩大境外投资者购买境内债券的途径。

（摘自 FX168，2015 年 7 月 27 日）



国金证券推国内首只外资企业应收账款 ABS

7 月 29 日“国金-金光一期资产支持专项计划”正式成立，并将于上海证券交易所固定收益平台挂牌，这是国内首只外商投资企业应收账款资产支持证券产品。

“国金金光一期”的基础资产池涉及金光纸业下属 29 家子公司，入池下游客户总数达 320 家，入池应收账款笔数超过 25000 笔，覆盖全国 27 个省市自治区。在产品设计上，“国金金光一期”采用了结构化方式，分有优先级和次级资产支持证券。其中，优先 A1 为 7.38 亿元，约占 61%，评级为 AAA，期限为 33 个月；优先 A2 为 3.15 亿元，约占 26.04%，评级为 AA，期限为 36 个月。次级不评级，发行规模为 1.57 亿元，约占 12.96%，期限为 38 个月。

“这是国内首只外商投资企业应收账款资产支持证券，采用集团资产管理模式，以集团统一管理应收账款为前提，设立动态资产池。同时，专项计划可以帮助企业实现应收账款出表”，相关负责人介绍称。

（摘自第一财经，2015 年 7 月 30 日）

险企资本补充债券首单落地：平安财险发行规模不超 50 亿

近日，2015 年中国平安财产保险股份有限公司资本补充债券在银行间市场成功发行，这是首单保险企业资本补充债券项目。

根据发行情况公告，“15 平安财险”实际发行总额 50 亿元，票面利率 4.79%，债券期限为 10 年，并且在第 5 年末附有条件的发行人赎回权和利率跳升机制。

（摘自经济日报，2015 年 7 月 31 日）

银行间首单循环型 ABS 发行 结构设计 成亮点

文 / 联合资信评估有限公司 田兵 钱辰



作者简介

钱辰，美国德州大学达拉斯分校金融学硕士，现任职于公司结构融资部，主要从事资产证券化产品评级。

2015年7月8日，永盈2015年第一期消费信贷资产证券化项目发布发行公告，该产品将在银行间市场招标发行。本次交易是宁波银行首次以个人消费信贷为基础发行的ABS产品，同时也是银行间市场首单循环购买型ABS产品。本次交易发行规模为369919万元，分为优先A档、优先B档和次级档证券，优先档证券按季付息，在优先档证券偿付完毕之前，次级档证券可取得期间收益。优先A档、优先B档和次级档资产支持证券金额占比分别为80.99%、12.00%和7.01%，联合资信评定优先A档证券和优先B档的信用级别分别为AAA和A。

本次交易最大创新之处在于，由于基础资产还款时间具有较大的不确定性，为了降低证券和贷款期限的错配并保证资产池的收益率水平，本期交易采取循环购买结构。整个交易分为信托运营期和信托摊还期：在信托运营期，不偿还证券本金，信托本金账内的余额将用于持续购买新的合格资产；进入信托摊还期后，信托本金账内资金将用于合格投资，不再购买基础资产，各优先档和次级档证券分别于预期还本日和预期到期日

按照优先/劣后的顺序过手偿付本金。

在循环购买结构下，为保护投资者利益，本次交易设计了下述机制：一是本次交易就初始入池及循环购买贷款的合格标准进行了严格限定，除了合法合规、可转让等条件外，还对单户借款人、单笔贷款、单个分行的贷款规模或占比进行了限定，以确保资产池具有良好的分散性以及循环购买过程中资产池特性的相对稳定；二是合格标准中规定初始资产池的加权贷款利率和运营期内循环购买贷款的加权平均贷款利率不低于当时一年（含）以内贷款基准利率的1.4倍，以确保能够产生足够的超额利差对优先档证券本金偿付形成信用支持；三是相对于传统的证券化产品，本次交易设计了更为严格的触发机制，除了与参与机构履职情况、累计违约率有关的触发条款外，还规定若信托本金账户资金余额达到一定比例，且连续几个工作日未能成功购买合格基础资产时将会触发“加速清偿事件”，提前进入信托摊还期，降低优先档证券利息和本金不能兑付的风险。

总体看，本期交易中循环购买结构的设计，解决了基础资产期限短、还款时间不确定等带来的问题，对具有类似特点的基础资产进行证券化具有良好的借鉴意义，通过合格标准和触发机制等结构设计，对投资者利益形成了较好的保障。需要注意的是，循环购买结构对于贷款信息化管理水平的要求较高，信托运营期间合格基础资产的推送和购买，对发起人和发行人的信息服务系统提出较高的要求。■

2015 年第二季度债券市场发展及未来走势

○ 文 / 联合资信评估有限公司 刘艳 林青



作者简介

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

一、债券市场环境

1. 放宽发债门槛，企业债券有望迎来新一轮增长

2015 年 4 月，国家发展改革委员会（以下简称“发改委”）发布战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设四个专项债券发行指引，对四个重点领域发行企业债券进行松绑。5 月中旬，发改委出台《项目收益债券试点管理办法（试行）》，规定项目实施主体符合公开发行债券条件的，项目收益债券可以在银行间债券市场以簿记建档形式公开发行。5 月 27 日，发改委发布《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》，放宽城投类企业债券发行条件，包括降低资产负债率要求¹等，并提出鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资，同时还将支持县域企业发行企业债券融资。上述一系列政策调整，意味着企业债券有望迎来新一轮快速增长。

2. 公司债券审批向注册制过渡，市场化程度进一步提高

继 1 月份中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，将境内公司债券发行主体扩大至所有公司制法人，并建立非公开发行制度后，4 月 23 日，中国证券业协会发布《非公开发行公司债券备案管理办法》和《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，明确其负责非公开发行公司债券的事后备案工作，以及对非公开发行公司债券项目承接负面清单进行管理。5 月，沪、深交易所先后发布了《公司债券上市预审核工作流程》、《公司债券上市规则（2015 年修订）》、《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》以及《关于公开发行公司债券投资者适当性管理相关事项的通知》，对公司债券的预审核、发行上市及相关披露规则进行了较为详细的规范。上述政策的发布，将有助于提高公司债券的市场化程度以及监管政策进一步向注册制改进，推动其发行量的增加。

3. 完善地方政府债务管理，进一步化解地方债务风险

4 月 2 日和 17 日，财政部先后发布了《地方政府专项债券发行管理暂行办法》和《2015 年地方政府一般债券预算管理办法》，进一步规

¹ 将城投类企业和一般生产经营类企业需提供担保措施的资产负债率要求分别放宽至 65% 和 75%；主体评级 AA+ 的，相应资产负债率要求放宽至 70% 和 80%；主体评级 AAA 的，相应资产负债率要求进一步放宽至 75% 和 85%。

范了地方政府的融资渠道，有利于提高地方政府债券发行的市场化、规范化运作。

此外，为了进一步化解地方债务风险，5月15日，国务院转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》，《意见》为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了操作细则。6月初，财政部下达了第二批1万亿元地方政府债券置换存量债务额度，通过发行地方政府债券置换存量债务，可以在一定程度上降低地方政府举债成本，解决资金期限错配问题，缓解债务偿还压力。

4. 取消银行间债券市场债券交易流通审批，提高债券上市流通效率

5月26日，人民银行发布公告称，根据《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》，取消银行间债券市场债券交易流通审批，所涉及的债券包括但不限于政府债券、中央银行债券、金融债券、企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，资产支持证券等。依法发行的各类债券，完成债权债务关系确立并登记完毕后，即可在银行间债券市场交易流通。这进一步提高了债券发行后上市流通效率，也是促进银行间债券市场不断扩容、发行量不断提高的重要举措。

5. 资产证券化注册制和信息披露制度相继落地，试点规模迎再扩容

4月3日，人民银行发布公告，宣布对信贷资产支持证券发行实行注册制管理，此举标志着我国信贷资产证券化产品“银监会备案+央行注

册”模式正式确立，未来信贷资产证券化产品发行流程将实现较大简化。4月13日，国务院常务会议决定，新增5000亿元信贷资产证券化试点规模，继续完善制度、简化程序，鼓励一次注册、自主分期发行，为资本市场注入了新的活力。

此外，由中国银行间市场交易商协会制定的《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》5月15日发布并开始实施，指引规范了发起机构、受托机构等资产支持证券信息披露义务主体在注册、发行和存续期间的信息披露行为，奠定了信贷资产证券化常规发展的基础。

6. 中国首例国企债券违约，刚性兑付打破将是趋势

4月21日，由于中国保定天威集团发生巨额亏损，未能按期兑付2011年度第二期中期票据的本年利息，开启了中国首例国企债券违约。此后，“12中富01”、“12蒙恒达”等债券先后暴露违约风险。

随着信用风险的深化，债券市场的风险兜底越来越难以为继，打破“刚性兑付”已成为共识，这有助于逐步引导资金的合理配置，强化违约常态化和市场化的预期。长期来看，打破刚性兑付是促进市场健康、良性发展的必然选择。

二、债券产品发行情况

本季度，银行间市场资金面进一步宽松。继一季度降准、降息²后，二季度央行又进行了两次降息和两次降准³以释放流动性，公开市场操作共实现净投放350亿元⁴，并继续通过PSL（抵

²2015年2月5日，中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4个百分点。2015年3月1日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率0.25个百分点至5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整。

³2015年4月20日，中国人民银行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点。2015年5月11日，中国人民银行将金融机构人民币一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.25%；同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。2015年6月28日，中国人民银行将金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至4.85%；一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整；并对“三农”、小微企业贷款达到一定标准的商业银行定向降准0.5个百分点，对财务公司定向降准3个百分点。

⁴数据来源于Wind资讯。

押补充贷款)、MLF(中期借贷便利)等方式投放资金,使货币市场保持了宽松的环境。在此背景下,本季度,我国债券市场上主要债券品种发行规模合计56843.40亿元,较上季度和上年同期均增长40%以上。其中,政府债(包括国债和地方政府债)、商业银行债、超级短期融资券、资产支持证券、证券公司债和同业存单的发行量环比和同比均实现较大增长。截至本季度末,主要债券品种存量规模达到39.80万亿元。

2015年上半年,我国债券市场上主要债券品种发行规模合计88130.88亿元,环比和同比增幅均在30%以上。

本季度,需要信用评级的债券⁵的发行期数和发行规模分别为909期⁶和18997.07亿元,发行期数和发行规模环比分别增长77.89%和182.31%,同比分别增长-3.50%和28.90%,主要是由于地方政府债(公募)、商业银行债的发行量增幅较大。在需要信用评级的债券中,短融⁷、中票和地方政府债(公募)的发行期数占需要信用评级债券总发行期数的比例分别为33.88%、26.84%和12.10%,占比较大。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29.26%和33.42%,该占比环比分别上升6.02和11.91个百分点,同比分别下降24.63和10.24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2198期⁹和37846.33亿元,发行期数和发行规模环比分别增长30.21%和54.11%,同比分别增长172.70%和98.98%,主要是由于同业存单、超短融、证券公司债、资产支持证券(指交易所发行的私募资产支持证券)和地方政府债(私募)的发行量增幅较大。其中同业存单的发行期数占未明确要求信用评级的债券总发行期数的比例为53.87%,占比最大。虽然同业存单未明确要求进行债项评级,但要具备发行人主体信用级别,本季度共有82家银行发行同业存单,发行家数环比和同比分别

增长41.38%和355.56%,实现较大增长。

具体来看,本季度,国债发行期数为26期,发行规模为6145.11亿元,发行期数和发行规模较上季度增长均达200%左右,增幅明显,较上年同期均增长25%以上。

自2014年5月21日十省市试点采取自发自还模式发行地方政府债券起,地方政府债券的发行和管理进行了持续的渐进式改革,其中2014年9月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43号文)的发布,标志着中国地方政府债券新运行机制的建立。今年上半年,财政部共下达了5000亿一般政府债券、1000亿专项债券和2万亿元地方政府置换存量债务债券,但由于一季度地方政府债券零发行,财政部于4月发布公告要求加快地方政府债券的发行工作,本季度,地方政府债券发行期数为145期,发行规模为6145.11亿元,发行期数和发行规模同比增幅均超过500%,呈现井喷式发行。

本季度,央票仍然处于停发状态。

受到债市反腐和发改委提高企业债券发行门槛影响,自去年下半年起,企业债券的发行量下降明显,但本季度对于降低企业债发行门槛的一系列政策调整,使得企业债券的发行量略有好转,发行期数较上季度略有减少,但发行规模环比增长9.94%;与上年同期相比,本季度企业债券的发行期数和发行规模仍有60%以上的降幅,未来企业债券发债门槛的放宽有望推动其发行量的增长。

本季度,中期票据的发行期数和发行规模较上季度的增幅均在120%以上,增幅较大,这或是季节性因素所致;与上年同期相比,中期票据的发行期数和发行规模分别增长5.63%和10.64%,同比呈现平稳增长趋势。

本季度,金融债券发行期数和发行规模环比和同比增幅均在20%以上。金融债的发行仍以政策性银行债为主,且政策性银行债发行期数和发行规模环比和同比均有10%以上的增幅;商

⁵ 需要信用评级的债券是指除国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券和同业存单外,公开发行的债券。

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

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。下文同。

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。

⁹ 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。

业银行债增幅更大，发行期数和发行规模环比增幅均在200%左右，同比增幅也均在50%以上；非银行金融机构债券的发行量环比增幅均在500%以上，但同比则有所下降。

本季度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模环比和同比均增长30%以上，其中短融发行家数、发行期数和发行规模较上季度环比增幅均在50%左右，但同比降幅均在10%以上；超短融自本年度起发行量环比和同比增幅均较大。证券公司短融的发行期数和发行规模环比和同比也有小幅上升。

为配合《公司债券发行与交易管理办法》的实施，本季度监管部门陆续出台了多项配套文件，公司债发行规则更加明晰。受到政策推动的影响，本季度，一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模环比增幅均在40%以上，同比增幅分别为85.71%和181.88%，增幅显著；私募公司债发行量环比和同比均有所减少。

去年10月，沪、深交易所分别发布了《上海证券交易所证券公司短期公司债券业务试点办法》，标志着证券公司短期公司债券试点工作正式启动。受此政策的持续作用影响，本季度证券公司债券发行期数和发行规模环比分别增长64.79%和174.89%，同比增幅达到10倍以上，其中采取非公开方式发行的证券公司短期公司债券发行量仍占绝大份额。

本季度，银行间债券市场发行的资产支持证券均采用公开发行的方式，其发行单数、发行期数和发行规模环比分别增长-5.88%、7.41%和26.82%，同比分别增长77.78%、70.59%和95.14%，同比增幅明显。本季度，信贷资产支持证券发行采取注册制的实施和相关信息披露指引的发布，以及国务院新增5000亿元信贷资产证券化试点规模（信贷资产证券化产品主要还在银行间债券市场发行），有望进一步促进银行间债券市场资产支持证券的发行。

在监管机构大力鼓励、产品发行转为备案制的大背景下，本季度，在交易所发行的资产支持证券的发行支数和发行规模环比和同比增幅均在100%以上，发行量实现大幅增长，其中绝大部分采取非公开发行的方式。

三、未来债券发行走势预测

从宏观基本面来看，本季度我国继续保持积极的财政政策和稳健的货币政策。本季度以来，央行两次降息、两次降准；政府加码基建投资，大力推动配合“一带一路”建设的国内铁路、电力、管网基建；发改委发布近2万亿元PPP推介项目，引导社会资本参与公共服务设施建设；国务院发布《推进财政资金统筹使用方案》，加速盘活上万亿元的财政存量资金，并将资金统筹用于棚户区改造、城市基础设施、铁路公路建设、重大水利工程等重点领域。在稳增长力度加大、财政政策和货币政策协同发力的背景下，本季度主要宏观经济指标出现回升势头。本季度，GDP增长为7%，投资、消费、出口、工业增加值等主要经济指标呈现回升趋势。6月份，官方制造业采购经理人指数（PMI）持平于上月的50.2，连续两个月位于荣枯线上方，显示制造业企稳回升；全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨1.4%，涨幅温和；但工业生产者出厂价格（PPI）同比下降4.8%，表明工业领域仍然存在产能过剩、需求不足的问题。随着前期出台的各项稳增长政策和改革措施效果的进一步显现，经济好转态势有望延续，预计下半年经济有望企稳回升。

从市场资金面来看，本季度以来，央行利用多种工具维持货币市场资金充裕。下半年，货币政策也有进一步放松空间，流动性总体将继续保持宽松。

从下半年债券市场来看，预计会呈现以下几个趋势：第一，国家对融资平台在重点领域、重点项目建设方面借债政策的放松，以及地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛的降低，有望推动城投债的发行继续增长。第二，超短融第三次扩容以来，其发行主体范围拓宽，发行规模持续增长，预计下半年较高信用等级主体超短融的发行仍将保持快速增长态势。第三，公司债券扩容新政出台后，6月1日首只非公开发行公司债券的成功发行，标志着非公开公司债券发行工作的正式开闸，公司债券发行主体范围的扩大以及发行方式的丰富，为企业直接融资提供了更多的选择，同时新的公司债发行的实际运

行, 也使其效率在不断提升, 公司债券的发行也有望迎来新一轮增长。第四, 本季度证券公司短融发行家数与上年相比有所减少, 或是由于证券公司短期公司债¹⁰的替代作用影响。7月初, 证券公司短期公司债发行主体扩展至全部证券公司并允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务。预计随着证券公司短期公司债券的不断发展, 证券公司短融发行量或将进一步受到影响。第五, 4月份债券市场发生首例国企债券违约事件, 随后又有多笔债券先后暴露违约风险, 违约

事件频现使市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高, 低等级发行主体的发债成本有所上升, 抑制了其债券的发行。第六, 6月末股票市场的剧烈震荡导致投资者避险情绪上升, 风险偏好趋于降低风险, 同时 IPO 的暂缓或将致使部分打新基金扩展到债券领域, 整体来看债券市场需求向好, 债券发行可能会受益。

整体来看, 下半年积极财政政策力度有望加大, 货币政策也有进一步放松空间, 资金面将持续宽松, 债券市场整体上将继续保持增长的趋势。■

评级小贴士

关于地方政府专项债券的一些 Q&A

什么是地方政府专项债券?

地方政府专项债券(以下简称“专项债券”)是指省、自治区、直辖市政府(含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府)为有一定收益的公益性项目发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券。单只专项债券应当以单项政府性基金或专项收入为偿债来源。单只专项债券可以对应单一项目发行, 也可以对应多个项目集合发行。

专项债券的发行模式是什么?

专项债券采用记账式固定利率付息形式公开发行, 由地方政府在限额内按照市场化原则自发自还。省、自治区、直辖市(含经省政府批准自办债券发行的计划单列市)人民政府依法自行组织本地区专项债券发行、利息支付和本金偿还。专项债券发行兑付有关工作由省级政府财政部门负责办理。

专项债券的发行期限品种有哪些?

专项债券期限为1年、2年、3年、5年、7年

和10年, 由各地综合考虑项目建设、运营、回收周期和债券市场状况等合理确定, 但7年和10年期债券的合计发行规模不得超过专项债券全年发行规模的50%。

发行专项债券需要信用评级吗?

发行专项债券, 各地按照有关规定开展专项债券信用评级, 择优选择信用评级机构, 与信用评级机构签署信用评级协议, 明确双方权利和义务。专项债券只需进行债项信用评级。专项债券信用评级的等级划分为三等九级, AAA级可用“-”符号进行微调, AA级至B级可用“+”或“-”符号进行微调。

专项债券的交易场所和投资范围包括哪些?

专项债券主要面向全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行。社会保险基金、住房公积金、企业年金、职业年金、保险公司等机构投资者和个人投资者在符合法律法规等相关规定的前提下均可投资专项债券。

资料来源: 财政部2015年4月2日发布的《地方政府专项债券发行管理暂行办法》和4月8日发布的《关于做好2015年地方政府专项债券发行工作的通知》。

¹⁰ 证券公司短期公司债, 是指证券公司以短期融资为目的, 约定在一年(含)以内还本付息的公司债券。2014年10月, 沪深证券交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》, 允许获得中国证监会试点发行资质认可的证券公司和中国证券金融股份有限公司发行短期公司债券, 这标志着证券公司短期公司债券试点正式启动, 前期有20家证券公司开展了发行短期公司债券试点。

2015年第二季度短期融资券市场及利差研究报告

○文/联合资信评估有限公司 刘艳 林青

一、短融发行市场概况¹

本季度，银行间债券市场共有468家企业发行短融682期（含超短融）²，合计发行规模为8498.50亿元，发行期数环比和同比增幅均在50%以上，发行家数和发行规模环比和同比增幅均在25%以上，增幅较大主要是由于超短融发行量增长显著。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1669期，存续短融（含超短融）金额达20422.53亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券³存量总规模的18.17%。

1. 短融发行情况分析

本季度，共有290家企业累计发行短融308期，发行总额为2741.50亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度环比增幅均在50%左右，主要是季节性因素所致；与上年同期相比，短融发行家数、发行期数和发行规模却仍有所减少，降幅均在10%以上，一方面是由于经济下行导致企业融资需求有所降低，另一方面或是由于2014年5月超短融扩容导致部分AA+级和

AA级企业更倾向于利用发行较为便利的超短融进行融资（有30余家于上年二季度只发行短融的AA+级和AA级企业本季度转向只发行超短融）。从单笔发行规模来看，本季度短融的单笔发行规模为8.90亿元，环比增长4.40%，但同比下降-12.05%。

本季度，城投类企业⁴所发短融的期数和规模分别为88期和752.70亿元，发行期数和发行规模环比增幅均在130%以上，增幅较大，这主要是城投债融资政策的放松对城投类企业短融的发行有一定的带动作用；与上年同期相比，城投类企业所发短融的发行期数虽然增加11.39%，但发行规模仍下降了-20.26%。

2. 超短融发行情况分析

本季度共有220家企业发行374期超短融，发行规模为5757.00亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在20%以上，但同比增幅均在100%以上。本季度超短融发行量大幅增长，一方面是延续了超短融发行主体2014年5月第三次扩容以来的增发效应，另一方面2014年下半年以来企业债监管趋严以及降息预期逐渐

¹如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超短期融资券，下文同。

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

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

⁴城投类企业分类标准来源于wind资讯。

增强也使部分企业更倾向于发行便利且期限较短的超短融进行滚动融资。本季度，超短融单笔发行规模为 15.39 亿元，环比和同比分别下降 21.58% 和 47.71%。

本季度，城投类企业所发超短融的期数和规模分别为 65 期和 652.00 亿元，环比增幅均在 60% 以上，同比增幅分别为 550.00% 和 268.36%，增幅明显；发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 17.38% 和 11.33%，与上季度和上年同期相比占比均有所增加。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 14 天至 270 天不等，仍以 270 天为主，占本季度超短融发行总期数的 61.50%。

3. 证券公司短融发行情况分析

本季度，共有 30 家证券公司（占我国证券公司总家数的 25%）发行短融 61 期，发行规模为 1044.60 亿元，平均单笔发行规模为 17.12 亿元。与上季度相比，证券公司短融发行家数没有变化，发行期数和发行规模均有小幅上升；与上年同期

相比，证券公司短融发行期数、发行家数和发行规模变化不大，但发行家数则有所减少，或是由于证券公司短期公司债⁵的替代作用影响。

本季度，证券公司短融的发行期限仍以三个月为主；发行利率均采用固定利率。发行期数和发行家数较多的是广东省、北京市和上海市，广东省发行的证券公司短融期数和规模依然保持领先，分别占总期数和总规模的 29.51% 和 45.38%。

二、短融利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融（含超短融）均采用固定利率发行。

本季度银行间市场资金面进一步宽松，一年期短融的平均发行利率延续了上季度波动下降的趋势，仍然远低于上年同期水平，平均发行利率低于相应期间的一年期贷款基准利率。

从图 1 可以看出，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）和一年期银行间固定利率国债收益率的走势较为接近，均呈现先跌

表 1 2015 年二季度短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数 (期)	438	608	808	860	1072	308	-10.72	48.79
发行家数 (家)	334	453	614	663	782	290	-12.12	47.21
发行规模 (亿元)	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	2741.50	-21.49	55.34
单笔发行规模 (亿元)	13.51	12.30	10.10	9.68	9.81	8.90	-12.05	4.40

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 2 2015 年二季度超短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 二季度	同比 增长 (%)	环比 增长 (%)
发行期数 (期)	2	20	125	216	443	374	320.22	57.14
发行家数 (家)	1	6	48	66	141	220	300.00	38.36
发行规模 (亿元)	150.00	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	5757.00	119.73	23.23
单笔发行规模 (亿元)	75.00	72.00	46.58	34.88	24.82	15.39	-47.71	-21.58

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁵ 证券公司短期公司债，是指证券公司以短期融资为目的，约定在一年（含）以内还本付息的公司债券。2014 年 10 月，沪深证券交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》，允许获得中国证监会试点发行资质认可的证券公司和中国证券金融股份有限公司发行短期公司债券，这标志着证券公司短期公司债券试点正式启动。

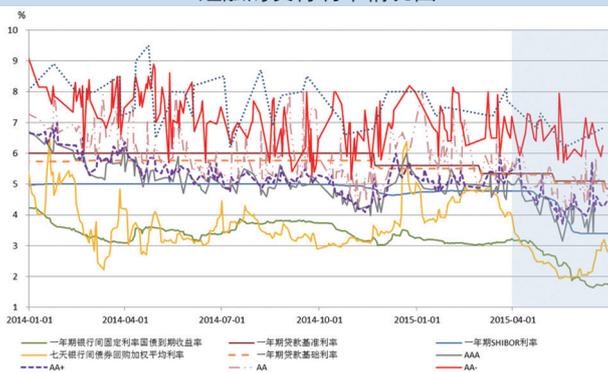
后涨趋势，除AAA级和AA+级，其他级别主体所发短融的发行利率均区分程度较高。本季度，AAA级~AA级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，AA-级及以下主体所发短融的发行利率则高于一年期贷款基准利率。

主体所发短融期数之和在总期数中的占比有所增加，级别分布更向上述级别集中。

从发行规模来看，本季度各信用等级主体所发短融的规模分布仍然主要集中在AAA级~AA级，在发行总规模中的占比上升至95.56%，其中AAA级主体所发短融的规模最大，占发行总规模的40.71%，AA级以上主体所发短融规模分布更加均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向AA级（含）以上集中趋势进一步明显。

图1 2015年二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图



注：剔除有担保和发行期限在1年以下的短融。
资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

三、短融发行主体信用等级分布分析

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

从发行期数来看，本季度各信用等级主体所发短融的期数分布主要集中在AAA级~AA级，其中AA级主体所发短融期数仍然最多，在总发行期数中的占比升至43.18%，发行优势进一步凸显。与上季度相比，本季度AAA级主体所发短融期数再度超过AA-主体，短融发行主体的信用等级分布呈现向AA级（含）以上迁移的趋势；与上年同期相比，本季度AA+级和AA级

四、短融发行规模结构分析

本季度，短融发行期数仍然呈现随发行规模增大而减少的趋势，短融发行规模主要集中在1~20亿元，其中发行规模为1~5亿元的短融发行期数最多，在发行总期数中的占比为56.49%，该占比环比和同比均有所增加，集中度进一步提升。

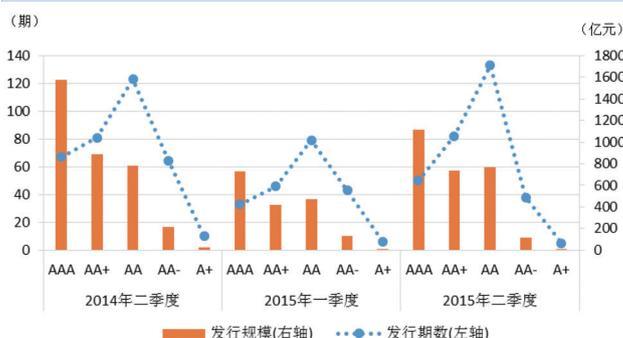
本季度，超短融发行期数在各发行规模区间上的分布较短融略为均匀。其中，1~5亿元和5~10亿元规模的超短融发行期数在总发行期数中的占比最大，发行规模呈现向小规模集中趋势。

整体看，本季度短融和超短融的发行规模向较小规模区间集中。

五、短融发行主体所有制性质分析

从短融（含超短融，以下同）发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业仍然是短融发行的主要企业类型，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的79.62%和89.39%，发行期数占比环比和同比有所增加，但发行规模占比环比和同比有所减小；民营企业在短融发行期数和发行规模上一直保持第二位，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的14.96%和6.71%，发行期数占比环比和同比均有所减小，发行规模占比环比有所减小，同比有所增加。

图2 短融发行主体信用等级分布



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

六、短融发行主体行业分布分析⁶

短融（含超短融，以下同）发行主体行业分布方面，本季度建筑与工程，电力，交通基础设施，石油、天然气与供消费用燃料，金属、非金属与采矿所发短融的期数和规模位居前五名，其中建筑与工程行业（64期）在发行期数方面的排名由上季度的第六位和上年同期的第四位跃居首位，而电力行业在发行规模（1510亿元）方面继续保持领先优势。与上季度和上年同期相比，排名前十位的行业没有发生变化。

七、短融发行主体地区分布分析

从短融发行主体的所在地区来看，北京、江苏、浙江、广东、上海地区本季度所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前五位，其中江苏发行短融42期，超过北京居全国第一位；北京地区的企业所发短融的发行规模（617.90亿元）仍位列全国首位，发行优势仍较明显。

从超短融发行的地区分布来看，在超短融多次扩容政策的推动下，本季度共有28个省份（直辖市）发行超短融，发行省份数量较上季度（26个）继续保持增长态势，较上年同期（9个）明显增多。本季度，北京在超短融的发行方面仍然保持绝对优势，发行期数和发行规模分别为104期和2564.00亿元。除北京地区外，本季度超短融发行主体主要集中在江苏、浙江、山东、广东地区，其中江苏和浙江地区超短融发行期数增幅较大，发行期数排名跃居至第二名和第三名。整体看，随着各地超短融的发行量持续增加，超短融发行地区分布将更趋均衡。

八、短融新增发行主体分析

本季度共有52家企业首次发行短融53期，合计发行规模为298.50亿元，在发行短融企业总家数、总发行期数和发行规模总额的占比分别

为17.93%、17.21%和10.89%，较上季度和上年同期均有所下降。本季度新增短融发行主体行业主要集中在建筑与工程、交通基础设施和化工行业；企业性质仍以国有企业为主，共35家，在新增主体中的占比高达67.31%；主体信用等级主要分布在AA级，在新增主体中的占比为59.62%。

本季度共有86家企业首次发行超短融130期，合计发行规模为1175.50亿元，在发行短融企业总家数、总发行期数和发行规模总额的占比分别为39.09%、34.76%和20.42%，占比较上季度有所下降，但较上年同期有所增长。新增企业以国有企业为主，占比为75.58%，较上季度和上年同期变化不大。本季度新增超短融发行主体信用等级分布较为均衡，AAA级、AA+级和AA级的占比分别为26.74%、39.53%和33.72%。

九、短融承销情况分析

本季度，共有34家主承销商实际参与承销短融（含超短融，以下同），共有342期短融采用了联合主承销商的方式发行。

按承销期数统计⁷，本季度浦发银行承销期数增幅明显，以承销64期位居首位，招商银行、工商银行、中信银行和中国银行分别位列第二至第五位。按承销规模统计，本季度建设银行承销额为816亿元，位居市场首位，工商银行、中国银行、国家开发银行和招商银行位列第二至第五位。

十、利差分析

剔除6期发行期限在1年内的、9期1年期有担保的以及截至报告日仍无交易的短融5期（截至7月3日之前）后，本季度可进行利差分析的短融样本共计288期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述288期作为样本。

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

⁶ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准，以下同。

⁷ 对于采用联合主承销商形式发行的短融，各承销商的承销期数与承销额度按承销总额平均分配，例如联合主承销为n家，各承销商的承销期数与承销规模均按 $(100/n)\%$ 计算。

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

短融的发行利差和交易利差自2014年二季度起呈下行走势，年末有所上升，2015年之后逐渐下降，但6月又呈现波动上升的趋势。本季度宽松政策继续释放流动性，市场资金面进一步宽松，但受到“12中富债”、“12蒙恒达”等多起债券违约事件的影响，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差变化表现不一（见表3），其中AAA级和AA+级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度和上年同期相比变动不大；AA级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度有所收窄，但仍高于上年同期的利差水平；AA-级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度和上年同期均有上升；A+级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度差别不大，但远低于上年同期的利差水平。

通过表4可以看出，本季度新发短融的发行主体信用等级对短融利差呈现出较为明显的区分度，主体信用等级越低，平均发行利率、利差I和利差II的均值越高；除样本数量较少的A+级外，其余各信用等级级差与信用等级呈现明显的负向关系，表明级别越低，投资者所要求的风险溢价越高；AA级和AA-级的级差较大，表明投资者对于AA-级（含）以下的主体要求的风险溢价较高；AA级发行人的利差I和利差II的变异系数均最大，可能是投资者对该信用等级主体的认可度不统一所致。

根据对不同主体信用等级所对应短融利差I和利差II差异性的显著性检验⁸，AAA级与AA+级、AA-级与A+级主体所发短融的利差I及利差II的差异不显著，其余各级别之间的利差I及利差II的差异均显著，反映出AAA级与AA+级对短融风险定价的区分程度不强，而A+级样本数量较少，可能对检验结果的准确性有所影响。■

表3 2015年二季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

主体级别	利差I均值（BP）			利差II均值（BP）		
	2014Q2	2015Q1	2015Q2	2014Q2	2015Q1	2015Q2
AAA	186.81	178.83	176.43	189.11	186.74	184.32
AA+	203.78	204.30	204.28	204.80	208.18	210.89
AA	248.09	274.77	260.02	248.53	277.70	267.36
AA-	397.94	395.42	407.31	400.46	400.53	415.60
A+	471.27	446.86	442.27	473.06	448.55	450.79

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表4 2015年二季度各级别发行主体对应的利率和利差情况

主体级别	样本数（个）	发行利率区间（%）	平均发行利率（%）	利差I			利差II		
				均值（BP）	级差（BP）	变异系数（%）	均值（BP）	级差（BP）	变异系数（%）
AAA	49	3.16~5.35	4.18	176.43	-	28.74	184.32	-	28.40
AA+	73	3.58~6.30	4.42	204.28	27.85	27.10	210.89	26.57	26.11
AA	128	3.93~7.50	5.00	260.02	55.74	31.00	267.36	56.47	29.83
AA-	35	5.09~7.95	6.48	407.31	147.28	18.46	415.60	148.25	18.89
A+	3	6.19~7.30	6.76	442.27	34.96	15.07	450.79	35.19	15.40

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁸ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。

2015 年上半年中期票据市场及利差研究报告

○文 / 联合信用评级有限公司 余雷 李为峰

一、中票发行主体家数、发行期数与发行规模¹

2015 年上半年，我国银行间债券市场有 300 家企业共发行中票 348 期，发行规模共计 4777.20 亿元。与上年同期相比，2015 年上半年发行中票的企业家数略有下降，但发行期数和发行规模同比分别增长 3.57% 和 11.91%。与 2014 年下半年相比，2015 年上半年中票发行主体家数、发行期数和发行规模均有所下降，降幅分别为 7.20%、6.32% 和 7.98%。

分季度看，2015 年一季度，受节日效应和城投类企业的中票发行期数大幅下降的影响，中票的发行期数和发行规模较 2014 年四季度大幅下降，降幅均超过 43%。2015 年二季度，得益于融资成本的不断下降、资金面的宽松以及 2015 年 3 月份交易商协会对地方政府融资平台的债券发行政策从此前的收紧转为适度放松，中票的发行期数和发行规模较一季度均有较大幅度

增长，增幅均在 120% 以上；但 2015 年 5 月下旬以来，受新股集中发行、半年末等因素导致市场流动性暂时趋紧的影响，共有 35 家企业²推迟或取消了原定的中票发行计划，这在一定程度上抑制了中票发行量的增长。

从近五年的发行情况看，除 2013 年受到债市整顿的影响，其余年度中票的发行期数和发行规模均增长较快，且发行家数也不断扩大，中票已经成为企业直接融资的重要渠道。

二、中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看，2015 年上半年中票的发行期数仍然呈现出随着发行规模的增大而减少的趋势，其中发行规模为 0~10（含 10）亿元的中票发行期数在总发行期数中的占比仍然最高，为 64.94%，但 5~10（含 10）亿元区间的中票发行期数占比同比和环比均略有下降。总体看上半年各发行规模区间中票的发行期数占

表 1 2010~2015 年上半年中票发行基本情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年上半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	221	407	562	508	711	348	3.57	-7.20
发行规模 (亿元)	4814.00	7079.70	8123.30	6746.20	9368.40	4777.20	11.91	-6.32
发行家数 (家)	167	314	447	413	551	300	-0.66	-7.98

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

¹ 本报告所指中票即中期票据（不包含集合票据），以下同。

² 指 2015 年 5 月 20 日~6 月 30 日之间在上海清算所发布推迟或取消中票发行公告、且在 6 月 30 日之前没有重新发行中票的企业数量。

比较为稳定，各发行规模区间的平均发行规模也变化不大。

三、中票发行期限

2015 年上半年中票的发行期限仍主要集中在 3 年期和 5 年期，两者的发行期数总和在总发行期数中的占比超过 70%，两者的发行规模总和在发行总额中的占比超过 60%，两者占比同比和环比均有所下降，主要是由于可续期中票的大量发行所致。2015 年上半年共发行了 55 期可续期中票，超过了 2014 年全年的水平（29 期）。

四、中票发行主体企业性质

2015 年上半年，发行中票的企业类型仍以国有企业为主，国有企业所发中票的发行期数和发行规模占中票发行总期数和发行总额的比例均在 80% 以上，发行优势明显。但上半年国有企业发行量占比同比和环比均有所下降，而民营企业中外合资企业等类型企业的发行量同比、环比均有较大幅度增长。总体看，国有企业和民营企业是中票市场的主要发行主体。

五、中票担保情况

2015 年上半年共有 9 期具有担保条款的中票发行，发行总额为 56.50 亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的 2.59% 和 1.18%，占比同比和环比均有所下降。其中有 8 期采用保证担保，1 期采用抵押担保，通过担保增信发行的中票的债项信用等级均高于发行人的主体级别。

2015 年上半年发行的有担保条款的中票中，获得 AAA 级和 AA+ 级债项级别的中票分别为 6 期和 1 期，均采用保证担保方式发行，担保人主要为发行企业的母公司，担保人主体信用等级均较高。另有 2 期中票分别通过保证担保和抵押担保方式增信获得了 AA 级债项级别。

以担保后债项级别为 AAA 级的中票（共 6 期）为样本进行分析发现，采用担保方式发行的 3 年期中票的利率要比同一时间段内发行、具有同债项等级且无担保中票的平均发行利率高出 39 个 BP³，而 5 年期则要高出 82 个 BP，市场对通过担保提升中票的债项等级的认可度一般。

六、中票承销情况⁴

2015 年上半年共有 31 家主承销商参与承销中票，发行方式除 5 期采用代销之外，其余全部采用余额包销（2014 年全年除 2 期采用代销外其余全部采用余额包销），共有 181 期中票采用了联合主承销商的方式发行。

按承销期数统计，2015 年上半年建设银行以承销 36 期位居市场首位，工商银行、中信银行、兴业银行和浦发银行分别位列第二至第五位，国家开发银行则跌落至第六位。按承销规模统计，2015 年上半年建设银行以承销 639.30 亿元位居市场首位，工商银行、招商银行、农业银行和兴业银行位列第二至第五位，国家开发银行则跌落至第八位。

七、中票发行新增企业

2015 年上半年共有 94 家企业首次发行中票 105 期，合计发行规模为 1008.20 亿元，分别占发行中票企业家数、总发行期数和发行总额的 31.33%、30.17% 和 21.10%，新增企业发行家数、发行期数占比较上年同期和去年下半年均有所减少，而发行规模占比同比、环比下降幅度均不大。

2015 年上半年新增的中票发行企业主要分布于建筑与工程，房地产开发，酒店、度假村与豪华游轮行业；企业性质方面，仍以国有企业为主，该类企业在新增主体中的比例为 78.72%；新增中票发行主体的信用等级主要为 AA 级，占新增主体数量的 51.06%。

³ 通过计算经担保提升债项等级的中票与在其起息日前后 15 日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保中票的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

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

八、中票发行主体地区分布

从中票发行主体的所在地区来看，受益于大型国有企业集中的优势，2015年上半年北京地区的企业所发中票在发行期数（67期）和发行规模（1815.60亿元）上仍位列全国首位；江苏、广东、山东和上海地区2015年上半年所发中票期数和规模位列2~5位。与上年相比，2015年上半年，广东地区企业中票发行规模和发行期数增幅均较大，江西和河南地区企业发行期数首次跻身前十位，而以往发行量较大的浙江地区2015年上半年发行量降幅较大。

九、中票发行主体行业分布⁵

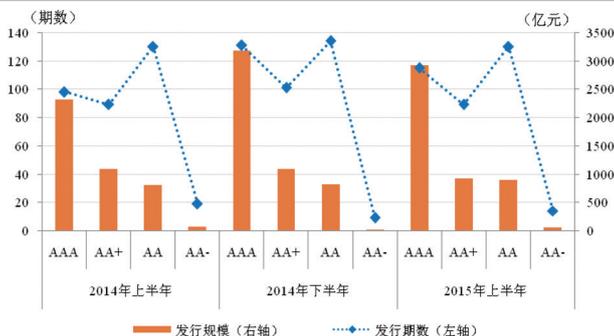
从中票发行主体的行业分布情况来看，2015年上半年建筑与工程，公路与铁路，煤炭与消费用燃料，房地产开发以及电力行业的企业所发中票在发行期数和发行规模上位居前五位，其中建筑与工程行业（37期）在发行期数方面位居首位，而电力行业在发行规模（506亿元）方面继续保持领先优势。

2015年上半年，出版行业和酒店、度假村与豪华游轮行业中票发行期数首次跻身前十位；房地产开发企业中票发行规模同比、环比增幅均超过50%，主要得益于2014年9月交易商协会放开主体评级为AA级及以上上市房企的中票融资限制；多领域控股行业（多数为城投企业）中票发行期数和规模环比降幅较大。

十、中票债项信用等级分布

从债项信用等级看，2015年上半年发行的中票的债项信用等级分布于AAA级~AA-级之间，其中主要集中于AA级以上，AA-级中票发行量较少。按发行期数统计，2015年上半年发行的中票仍以AAA级~AA级的债项为主，占总发行期数的比例为95.98%；其中AA级中票的

图1 2014~2015年上半年中票债项信用等级分布情况



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

发行期数仍然最多，占总发行期数的38.69%。与上年同期相比，AAA级中票的发行期数占比增幅较大；与2014年下半年相比，AAA级和AA+级中票发行期数占比有所下降，中票信用等级分布整体略有下移。

按发行规模统计，2015年上半年AAA级中票的发行规模仍远高于其他级别中票的发行规模，占总发行规模的61.00%。与上年同期相比，AAA级中票的发行规模占比增幅较大，而AA+级中票的发行规模占比降幅较大；与2014年下半年相比，AA+级中票的发行规模占比进一步下降，AA级和AA-级中票的发行规模占比则均有所上升。

十一、中票发行利率

2015年上半年发行的348期中票中，有330期采用固定利率发行，17期采用累进利率发行，1期采用浮动利率发行。采用固定利率发行的中票期数占本期中票总发行期数的94.83%，该比例较上年略有上升，市场对固定利率产品认可度依然较高。2015年上半年发行的特殊期限中票有72期（其中可续期中票55期），占中票发行总期数的20.69%。

剔除浮动利率中票和可续期中票，并将含有投资人回售选择权条款中票的期限按照选择权之前的期限重置后，本年度3年期和5年期中票的发行期数最多，分别为130期和141期，在分析中票发

⁵ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准。

行利率时主要针对这两种期限的中票进行分析。

3 年期和 5 年期中票的平均发行利率走势与同期限的银行间固定利率国债到期收益率走势大致相同，自 2014 年年初高位开始波动下行，尤其在 2014 年 9~11 月降幅明显，但年末出现回升。2015 年 1~2 月，央行通过在全国推广分支机构常备借贷便利、巨额逆回购和降准缓解了春节资金面紧张的局面，中票的平均发行利率继续波动下行；3~4 月上旬，股市火爆对债市资金的分流作用明显，同时万亿地方债置换政策的出台加大了市场对中长期债券大量供给的预期，3 年期和 5 年期中票平均发行利率普遍上行；之后随着货币政策的进一步宽松，中票平均发行利率于 5 月中旬降至 2015 年以来的最低，但 6 月又出现略微回升。2015 年 6 月份，3 年期和 5 年期 AAA 级中票的发行利率均值均明显低于去年同期的水平；与今年 1 月份 AAA 级中票的发行利率均值相比，3 年期中票的发行利率低于今年年初的水平，但 5 年期中票的发行利率则略高于今年初水平。

从各等级中票发行利率的区分情况看，不同信用等级中票的发行利率有较明显的区分，即对于相同期限的中票，其信用等级越高，发行利率越低。从各等级中票发行利率的走势看，2015 年上半年，3 年期 AAA 级和 AA+ 级中票的发行利率一直处于同期限贷款基准利率之下，5 年期 AAA 级和 AA+ 级中票的发行利率则基本处于同期限贷款基准利率之下；AA 级中票（含 3 年期和 5 年期中票）的发行利率于去年 10 月降至同期贷款基准利率附近后基本处同期贷款基准利率之上浮动；3 年期 AA- 级中票的发行利率在 2015 年上半年也出现明显下降，但仍显著高于同期贷款基准利率。

十二、利差分析⁶

在进行利差分析时，我们剔除了可续期中票和浮动利率中票，并将含有投资人回售选择权条款的中票期限按照选择权之前的期限重置后，以

下将以 3 年期的 130 期和 5 年期的 141 期共计 271 期中票为样本进行分析。

结果显示，在发行期限相同的情况下，中票的信用等级与发行利率均值、利差均值呈反向关系，即中票的信用等级越高，发行利率和利差均值越低；各等级中票的级差均随着信用等级的降低而增加，说明投资者对信用等级较低中票的风险溢价要求更高；AAA 级和 AA+ 级中票的发行期限与发行利率均值、利差均值呈正向关系，即发行期限越长，发行利率均值和利差均值也越高；3 年期 AA 级中票发行利率均值和利差均值较 5 年期 AA 级中票高，且波动性（变异系数）更大，主要是由于市场对个别 3 年期 AA 级中票的风险溢价要求较高所致，这推高了 3 年期 AA 级中票的平均风险溢价水平。

为了研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性，我们对不同信用等级中票的发行利差进行了显著性检验⁷。检验结果显示，在 95% 的置信水平下，除了 3 年期 AAA 级与 AA+ 级中票的利差差异不显著外，其余 3 年期和 5 年期的各等级中票的利差均存在显著性差异，中票信用等级的风险区分功能总体较好。

导致 3 年期 AAA 级与 AA+ 级中票的利差差异不显著的主要原因是 2015 年上半年社会融资成本不断下行，与 AAA 级中票的发行期数在各月份均衡分布的情况相比，AA+ 级中票大多集中于 5 月和 6 月发行，这段时间债券融资成本已处低位，使得 AA+ 级中票的发行利率有明显下降，并与 AAA 级中票的发行利率差异缩小。另外，有担保的 3 年期 AAA 级中票的发行利差也基本要高于同一时间段内发行的同期限无担保的 AAA 级中票利差，市场对通过担保增信而提升债项评级的中票认可度一般，这也在一定程度上推高了 3 年期 AAA 级中票的平均风险溢价水平。

除了 3 年期 AA- 级中票的利差均值一直处较高水平外，与上年同期相比，3 年期和 5 年期各等级中票的利差均值较上年同期均有不同程度收窄，其中 5 年期 AA+ 级和 AA 级中票的利差

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

⁷ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。

表 2 2014-2015 年上半年中票利差变化情况

债项级别	3 年期中票利差均值 (BP)			5 年期中票利差均值 (BP)		
	2014H1	2014H2	2015H1	2014H1	2014H2	2015H1
AAA	188.72	134.08	152.24	187.17	161.00	159.82
AA+	227.31	203.06	202.75	268.74	203.44	212.45
AA	317.69	271.44	311.96	341.61	265.15	272.97
AA-	423.92	446.00	436.26	-	-	-

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

均值降幅较大;与 2014 年下半年相比,3 年期 AA+ 级和 5 年期 AAA 级中票利差均值变化不大,其余 3 年期、5 年期各级别中票的利差均有不同程度扩大,其中 3 年期 AA 级中票的利差均值增幅最大,环比增加约 40 个 BP。2015 年上半年中票的利差环比有所回升,投资者对中票的风险溢价要求有所提高,可能是受 2015 年上半年信用风险事件多发影响所致。

十三、2015 年下半年中票市场展望

从债券市场环境看,预计会呈现以下几个方面趋势:一是融资成本整体下行趋势明显并仍将维持在较低水平,利于债券发行量的提高。二是随着地方政府债务置换的逐步推进,市场上中长期债券供给量将进一步增大,但监管层将地方政府债纳入国库现金管理质押品范围提高了地方政府债券的流动性,同时在宽松货币政策配合下,对中票发行的影响减弱。三是国家对地方政府融资平台在重点领域、重点项目建设方面借债政

策的放松有望推动城投类企业的中票发行继续增长。四是公司债券发行主体范围的扩大以及发行方式的丰富,交易所债券市场的扩容将与银行间债券市场产生一定的竞争关系,也可能影响到中票的发行。五是 2015 年 3 月,交易商协会就可续期票据的发行向相关机构发送征求意见稿,对发行人的评级、发行机构的类型及资金投向都未做过多规定,并支持符合产业政策、偿债压力较小的发行人公开或定向发行可续期票据,可续期票据的发行门槛有望进一步放宽,这将使可续期中票快速发展的局面得到进一步延续。六是在银行间债券市场对外开放程度进一步提高、债市参与主体得到扩容的情况下,中票发行量也将因二级市场需求的增加而增加。七是 2015 年 4 月份债券市场发生首例国企债券违约事件,违约事件频现使市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高,低等级发行主体的发债成本有所上升,抑制了其债券的发行。

整体来看,2015 年下半年积极财政政策力度有望加大,资金面将持续宽松,预计中票市场整体上将保持稳定增长的态势。■



2015 年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告

○文 / 联合资信评估有限公司 聂 逆 王 柠 张婷婷

一、企业债券发行量下降明显¹

2015 年上半年，我国银行间债券市场共有 160 家企业累计发行企业债券 165 期，发行总额为 1805.40 亿元，发行期数、发行规模和发行人家数延续了去年下半年不断减少的趋势（见表 1），较上年同期降幅均超过 50%，较上年下半年降幅在 20% 左右。整体看，企业债券发行受政策影响明显，2014 年下半年起城投企业发债受到限制，企业债发行量持续下滑。

从企业债券发行场所状况来看，2015 年上半年共有 156 家企业累计 161 期企业债券在银行间市场和交易所市场同时发行，分别发行 1764.40 亿元，发行规模相等。2015 年上半年共有 4 期企业债券仅在银行间市场发行，发行规模为 41.00 亿元。

2015 年上半年发行的企业债券发行人主体仍主要为城投类企业，城投类企业发行企业债券共计 150 期，占企业债券发行总期数的 90.91%。

2015 年上半年发行企业债券中有 2 期为可续期企业债券，合计发行规模 40.00 亿元，可续

期企业债券发行期数与上年全年发行期数相同。

二、企业债券发行规模分布

从企业债券的发行规模来看，2015 年上半年发行的企业债券的发行规模以 5~10 亿元居多，占比达 49.70%，发行期数占比环比上升明显；发行规模在 1~5 亿元的企业债券发行期数占比同比环比也均有所增加。发行规模在 10~50 亿元的企业债券的发行期数则呈现明显减少的态势，其中 10~30 亿元规模区间的企业债券发行同比环比降幅均较明显。所有规模区间的平均单笔发行规模为 10.94 亿元，同比和环比均有所减少。

三、AA 级企业债券发行占比依然较高

从债项信用等级分布情况看，2015 年上半年发行企业债券的信用等级依然分布在 AAA 级~AA 级之间，级别分布态势未有明显变化。其中，AA 级企业债券的发行期数和发行规模分别占总

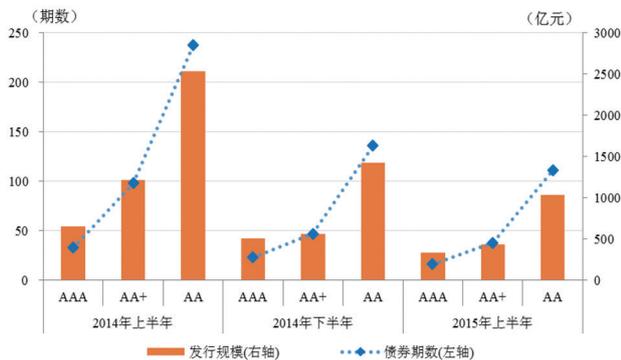
表 1 2011-2015 年上半年企业债券发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015H1	同比增长(%)	环比增长(%)
发行期数(期)	192	479	373	575	165	-55.28	-19.90
发行规模(亿元)	2471.30	6484.50	4748.30	6898.50	1805.40	-58.99	-27.68
发行人家数(家)	181	456	356	522	160	-53.62	-19.19

注：统计期以债券的起息日为准，统计样本不包含中国铁路总公司所发行债券，以下同。
资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

¹本报告不包含集合债券的统计分析。

图 1 企业债券信用等级分布情况



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

发行期数和发行总额的 67.27% 和 57.49%，AA 级企业债券占比依然较高。

四、企业债券发行期限分布仍主要集中在 7 年期

从发行期限来看，2015 年上半年发行企业债券仍主要集中在 7 年期，其发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比分别为 80.61% 和 78.15%；其他期限企业债券发行量依然较少，期限结构分布未有明显变化。

五、企业债券发行主体仍以地方国有企业为主

从企业债券发行主体所有制性质来看，2015 年上半年国有企业特别是地方国有企业仍然是企业债券最主要的发行主体，其所发企业债券发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比分别为 94.55% 和 88.26%；而民营企业所发企业债券规模有明显增加，但发行期数依然较少且变化不大。

六、企业债券担保情况分析

2015 年上半年发行的企业债券中，有担保债券共计 47 期，发行规模合计 482.00 亿元，分别占企业债券总发行期数和发行总额的 28.48% 和 26.70%。从担保方式看，具有担保的企业债券中，有 28 期采用保证担保，有 19 期采用抵押担保。从增信效果看，具有担保的企业债券

中，共有 42 期企业债券通过担保增信获得高于发行人主体级别的债项级别，其中有 8 期通过担保增信获得 AAA 级；有 23 期获得 AA+ 级；11 期获得 AA 级。以期限重置后的 7 年期企业债券为样本进行统计发现，通过担保增信提升债项级别至 AA+ 和 AA 的企业债券的发行利率分别高于同日发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的平均发行利率 26 个 BP 和 75 个 BP，表明市场可能对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度一般。

七、企业债券发行主体地区分布分析

2015 年上半年，湖南、江苏、山东、四川、浙江、安徽等地区企业债发行期数和发行规模排名全国前列。其中，湖南地区企业债券发行期数和发行规模超越江苏省，位列全国首位。总体来看各地区发行期数和发行规模分布趋于平均。

八、企业债券发行主体新增企业分析

2015 年上半年，共有 90 家企业首次发行企业债券 90 期，合计发行规模 897.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模分别占发行总家数、发行总期数和发行总额的 56.25%、54.55% 和 49.68%。其中，新增发行人企业仍以地方国有企业为主，占比 95.55%，主要集中在建筑工程与房地产管理与开发行业；新增发行人主体级别仍以 AA- 为主，占比 73.33%。

九、企业债券发行利率有所下降

2015 年上半年发行的企业债券主要采用固定利率发行，有 2 期债券采用浮动利率发行。2015 年上半年发行企业债券中有 25 期含有选择权，占企业债券总发行期数的 15.15%。

将含选择权的债券期限按照选择权之前的期限重置后，以发行量最多的 7 年期企业债券作为样本进行统计，2015 年上半年 7 年期企业债券发行利率与 7 年期银行间固定利率国债到期收益

率走势较为一致，呈现波动下降趋势，可能是受到去年政府债务隔离造成城投债信用分化与年初债券市场违约事件频发的影响，上半年企业债券的发行利率波动性明显加大，特别是 AA+ 级和 AA 级企业债券。与 7 年期贷款基准利率相比，AAA 级企业债券发行利率自 2014 年 8 月起始终低于 7 年期贷款基准利率，AA+ 级和 AA 级企业债券发行利率除 2014 年末一度低于 7 年期贷款基准利率外，AA+ 级基本围绕 7 年期贷款基准利率上下波动，AA 级则基本高于 7 年期贷款基准利率。

十、利差分析²

在对利差进行分析时，为了尽量保证利差检验前提条件的一致性，我们对含有选择权的企业债券的期限进行了调整，按选择权之前的期限进行统计（例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年）。调整后，2015 年上半年发行企业债券期限主要为 7 年期。从表 2 可以看出，相同期限的企业债券的信用等级与发行利率均值和利差³ 均值均成反向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；AA+ 级与 AA 级企业债券的级差过小。上述分析结果的准确性可能受样本数据较少的影响。

通过对 7 年期企业债券的利差进行显著性检验，结果显示在 5% 的显著水平下，各信用等级企业债券的利差差异均显著，信用等级对于企业债券发行利差具有良好的区分性。

在利差变化方面，2015 年上半年，AAA 级企业债券的利差均值较上年同比和环比均有明显回落；AA+ 级和 AA 级企业债券的利差均值同

比有所下降，但环比略有上升。利差波动性方面，2015 年上半年，除 AA 级企业债券的变异系数较上年同期略有扩大外，整体来看企业债券利差的波动幅度有所减小。

十一、2015 年下半年企业债券市场展望

从债券市场环境来看，改革与创新成为债券市场发展新增长点，企业债券面临改革转型。2015 年，债券市场持续向好发展，一方面国家多次强调要合理发挥资本市场作用，为债券市场发展提供了政策支持；另一方面债券市场不断通过改革和创新，满足市场需求，实现市场规模持续扩容。债券市场的发展为企业债券奠定了良好的发展环境。然而，受 43 号文影响，2014 年下半年以来城投债发行受限，同时银行间市场交易商协会对城投类企业发债条件的放宽和“融十条”公司债券主体的扩容，对企业债券的发行形成一定分流影响，以城投债为主要构成的企业债券发展受到较大影响，企业债券面临定位转型。2015 年上半年，发改委多次发文，放宽企业债券发行门槛，允许满足条件的企业“借新还旧”，大力推广创新产品，这些都有助于企业债券的扩容。预计下半年，上述改革效果将有所体现。未来，专项债券和项目收益债券将逐步成为企业债券的新增长点。2015 年上半年，发改委通过行政手段严防企业债券信用风险，不允许企业债券发生违约，预计 2015 年下半年，企业债券发行利差或进一步下降。■

表 2 2014-2015 上半年 7 年期企业债券利差波动情况

债项级别	2014 年上半年利差		2014 年下半年利差		2015 年上半年利差	
	均值 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	变异系数 (%)
AAA	288.71	20.72	246.27	41.62	165.95	18.16
AA+	313.32	17.50	263.17	27.37	267.53	16.13
AA	351.94	13.24	282.99	22.73	303.34	16.00

注：1. 本表仅列出发行期限为 7 年的企业债券，其他期限的企业债券由于样本量过小，故未列出；2. 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年；3. 变异系数为标准差与均值的比。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

² 本小节数据样本剔除 2 期采用浮动利率发行的企业债券（可转债），对剩余样本数共 150 期的企业债券进行利差检验分析。

³ 企业债券发行利差为企业债券发行利率与当期同期限银行间固定利率国债到期收益率的差。

2015 年上半年交易所债券市场研究报告

文 / 联合信用评级有限公司 何苗苗

一、公司债发行效率提升，部分行业发债门槛降低，交易所债券市场发行规模大幅增长

2015 年上半年，为配合《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称“公司债管理办法”）的实施，证监会等陆续出台了多项配套文件，对公司债券的预审核、发行上市及相关披露规则进行了较为详细的规范。监管部门进一步强化公开发行公司债的分类管理，将其划分为“大公募”和“小公募”债券，大公募公司债（对全部投资者公开发行）直接向证监会报送行政许可申请材料，由证监会债券部进行审核；小公募公司债（针对合格投资者公开发行）预审工作下放至交易所。取消上市推荐人和上市委员会审议制度。公司债发行规则更加明晰，市场活力进一步释放，监管部门政策进一步向注册制方向靠近。

从实际操作层面看，目前公司债发行呈现一些新的特征，主要反映在如下方面：

- （1）非上市公司发债意向踊跃，但中小企业实际发行仍有难度。
- （2）类平台¹企业发行公司债券条件有所放松。
- （3）房地产企业公司债发行规模大幅增加。
- （4）审核效率进一步提升。受监管层政策放宽利好影响，2015 年上半年，交易所债券市场共发行信用类债券²510 期，较上年同期增长

64.52%；总发行规模达到 7610.89 亿元，较上年同期增长近 6 倍（见表 1）。除可转债和私募债发行期数、私募债发行规模有所下降外，其他各类品种的发行期数和规模均呈现较快增长。其中，证券公司债的发行规模增长幅度最快，普通公司债次之，资产证券化产品居于第三。产品类型上，上半年交易所债券市场增加了并购重组私募债，但产品大类并未改变。

二、普通公司债券发行和评级分析

受政策推动的利好影响，2015 年上半年普通公司债发行规模较上年同期大幅增长。2015 年上半年，交易所债券市场共有 41 家企业发行普通公司债券 44 期，发行规模 507.74 亿元，发行期数和金额分别较上年同期上升了 69.23% 和 88.05%，增长速度明显。其中，共有两家非上市企业发行小公募公司债（15 恒大 01 和 15 舟港债），共有 12 家房地产企业发行了 13 期普通公司债，房地产企业发行量占总家数和期数的近三成。

从发行人整体级别分布情况来看，发行人主体级别分布在 AA~AAA 之间，级别跨度分布与上年同期保持一致。其中，AA 级的企业有 18 家，占比达到了 43.90%，份额占比依旧最大，主要来自于交通基础设施、房地产、食品等行业；AA+ 主体级别家数为 13 家，份额占比为 31.71%，是占比第二大的级别，主要分布在房地

¹不在银监会地方融资平台名单内，但实际上承担了地方政府融资功能、主要收入来源于政府补助或政府划拨土地之出让金收入的地方国企。

²信用类债券包括普通公司债、私募债、证券公司债、可转债、可交换债和资产支持证券。

产、钢铁、化工等行业。从上述统计情况看，随着监管机构对房地产行业融资的放开，房地产企业发行人数量显著增加。

从债项级别分布情况看，公募发行的 44 期普通公司债中，除 15 辉煌 01 和 14 中弘债债项信用级别为 AA- 外，其他债项级别均在 AA 级以上。与上年同期相比，AAA 级别期数占比较上年下降较快，AA+ 级别期数占比较上年提升最快（提升了 15.56 个百分点）。AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 43.18%），AA+ 级的债项级别占比次之（期数占比为 38.64%）。整体看，AA+ 以上的高信用级别产品占比较上年略有下降。值得注意的是，公司债新规发布后的首批小公募公司债（15 恒大 01 和 15 舟港债），债项级别均在 AA+ 以上。

2015 年上半年发行的 44 期普通公司债中，

有 17 期提供了担保，占比为 38.64%，有增信措施的债券占比较上年小幅下降近 8 个百分点。较上年同期相比，上半年普通公司债的增信措施种类仍相对集中，除 15 博彦债以房地产抵押外，其他全部来自于第三方信用保证。在提供担保的 17 期债券中，实现信用增级的达到 9 期，占比约为一半，说明多数发行人增信措施有一定增级效果。

2015 年上半年发行的普通公司债产品期限较上年同期有所集中，主要分布在 3 年期、5 年期和 7 年期，无短期限（大于 1 年小于 3 年）的产品发行。以发行数量最多的 3 年期 AA 级别普通公司债券发行利率来看，上半年发行利率呈波动下降态势，年初发行利率处于较高水平，3 月份降息之后发行利率降幅明显，至 5 月中旬受资金面等因素影响发行利率有所高企，随后呈波动下行态势。

表 1 2015 年上半年交易所债券产品发行情况统计

种类	项目	2015 年上半年	2014 年上半年	同比变化 (%)
汇总	规模 (亿元)	7610.89	1231.95	517.79
	总期数 (期)	510	310	64.52
普通公司债 ³	规模 (亿元)	507.74	270	88.05
	总期数 (期)	44	26	69.23
	主体家数 (家)	41	25	60.00
证券公司债	规模 (亿元)	6436.10	460	1299.15
	总期数 (期)	184	20	820.00
	主体家数 (家)	55	14	292.86
可转债	规模 (亿元)	84	48.59	72.88
	总期数 (期)	2	4	-50.00
	主体家数 (家)	2	4	-50.00
私募债	规模 (亿元)	232.20	291.84	-20.44
	总期数 (期)	81	203	-60.10
	家数 (家)	69	157	-56.05
可交换债	规模 (亿元)	18.98	4.16	356.25
	总期数 (期)	3	2	50.00
	主体家数 (家)	3	2	50.00
资产支持证券	规模 (亿元)	331.87	157.36	110.90
	总期数 (期)	196	55	256.36
	原始权益人家数 (家)	32	8	300.00

数据来源：巨潮资讯网、Wind 资讯。注：①本表统计口径为证监会核准的债券产品，未包含跨市场发行的债券产品。②由于私募债券尚无权威披露口径，本表统计口径为截至 2015 年 7 月 5 日的 wind 数据，部分缺失的中小企业私募债发行规模信息以其计划发行规模统计。

³普通公司债为公募债券（包括大公募和小公募），面向合格投资者的非公开发行公司债券为私募债，下同。

表 2 2015 年上半年部分普通公司债券的发行利率和利差分析统计情况

期限	债项信用等级	样本数 (个)	利率 (%)		利差 (基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3 年	AAA	4	4.8~5.38	5.04	203.41	N/A	39.77	0.20
	AA+	8	4.5~6.8	5.53	251.24	47.83	95.65	0.38
	AA	15	4.5~7.5	5.61	254.68	3.44	100.87	0.40
5 年	AAA	2	4.58~4.7	4.64	134.25	N/A	5.7	0.04
	AA+	9	4.48~7.5	5.24	197.21	62.96	81.33	0.41
	AA	2	5.24~5.5	5.37	205.98	8.77	16.11	0.08

资料来源：巨潮资讯网、Wind 资讯。注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。

利差方面，从上半年公开发行的 3 年期和 5 年期普通公司债券情况看，各档债券级别的利率、利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大，其中 AA+~AA 的级差均较低，5 年期的利率和利差均值均小于 3 年期债券。上述情况形成原因来自于如下方面：

(1) 投资者对各期限内的各档评级级别认可度相对较高，形成了相对公允的利率及利差序列。

(2) 能够发行 5 年期公司债的发行人多集中在大型国企，投资者预期风险相对较小，相对于民营企业集中的 3 年期公司债，同级别的发行利率和利差有所收窄。

(3) 部分民营房地产企业和制造业企业主体级别较低，尽管有相应担保，但发行利率依旧较高，相应拉高了平均利率和利差，如 15 金一债、15 华联债等。

(4) 统计样本因素，各期限的债券相对较少，一定程度上可能影响 3 年期和 5 年期数据之间的比较。

三、证券公司债发行规模超越去年全年水平，次级债发行占比最大

2015 年上半年我国交易所债券市场共有 55 家证券公司发行了 184 期公司债券，发行规模 6436.10 亿元，无论是发行家数、期数和规模均创历史新高，上半年券商的发债规模已经超过去年全年水平。发行的公司债中，次级债达到 128 期，短期公司债 39 期，普通公司债 17 期。其中，次级债的发行占比最大，间接反映了证券公司的

资本补充需求。

从有评级信息的样本统计看，次级债产品方面，债券信用等级分布更加广泛，出现了 AAA 及 A+ 的信用级别，但级别仍主要分布在 AA~AA+ 区间；普通公司债方面，主体级别和债券级别均在 AA 以上，其中有 6 期进行了增信，增信后债项级别均有所提升；短期公司债方面，主体级别均在 AA+ 以上，各家机构短期债券评级符号依旧有所区别。

四、可转债发行意向踊跃，发行规模较上年同期大幅增长

2015 年上半年，共计有 10 家企业公告发行可转债，较上年同期大幅增加；共有 26 期存续转债实现转股退市。上半年交易所债券市场共发行 2 期可转债（航信转债和电气转债），较上年同期下降一半；由于发行企业规模较大，整体发行规模达到 84 亿元，较上年增长了 72.88%。

与上年同期发行人主要为民营企业不同，本次可转债的发行人均为大型国企，其中航信转债发行人（航天信息）主体级别为 AA+，债项级别为 AAA；电气转债发行人（上海电气）主体级别为 AAA，债项级别为 AAA。

五、中小企业私募债发行萎缩，私募公司债发行方兴未艾

由于 2014 年中小企业私募债违约事件频发，市场避险情绪增加，2015 年上半年中小企业私募债发行规模大幅下降，但非上市公司发行的私

募公司债在政策推动下发行规模有所增加。上半年交易所市场共发行 81 期私募债，发行规模为 232.20 亿元，分别较上年同期下降 60.10% 和 20.44%。其中，中小企业私募债为 72 期，发行规模为 136.20 亿元；并购重组私募债 4 期，发行规模 36 亿元；私募公司债 5 期，发行规模 60 亿元。值得注意的是，5 期私募公司债中，有 3 家发行人是地方国企（15 普湾 01、15 桂金投和 15 漳龙债），15 普湾 01 发行人大连普湾工程项目管理有限公司具有一定的类平台背景。

中小企业私募债方面，债券评级信息较少，但所有债券均采取了担保、抵质押等增信措施；私募公司债发行人有 5 家（包括 3 家非上市公司），发行主体更加广泛，均未有增信措施，评级信息较少；并购重组私募债发行人主要来自于国企，主体信用级别均在 AA 以上，除 15 昆产投外，其他 3 期债券均采取了第三方担保或质押等增信措施。

六、资产证券化产品发行规模大幅增长，产品类型多样

在监管机构大力鼓励、产品发行转为备案制的大背景下，2015 年上半年共有 25 家证券公司作为计划管理人推出 196 期资产证券化产品，原始权益人达到 32 家，发行期数超过去年全年水平；资产证券化产品发行规模达到 331.87 亿元，达到去年全年发行规模的八成。

上述资产证券化产品的基础资产主要来自于债权（融资租赁租金请求权、应收账款回收权和贷款债权）、收益权（高速公路收费权、供热供水收费权、公交经营收费权）等。其中融资租赁债权产品达到 85 期，贷款债权产品达到 43 期，在上半年发行期数中占比较大（合计占比达到 65%），这与当前融资租赁企业和小贷公司融资渠道单一、融资需求大相关。值得注意的是，由南方资本作为管理人的国内首单真实出表的资产支持证券“远东宏信（天津）1 号资产支持专项计划”实现了基础资产真实出表，对于融资租赁行业具有积极意义。国内首单以保理融资债权为基础资产的项目——“摩山保理一期资产支持专项计划”的发行，标志着资产证券化基础资产范

围再度扩大，保理资产首次进入基础资产范围。2015 年 7 月初，“博时资本-世茂天成物业资产支持专项计划”获上交所无异议函，意味着全国首单物业费资产证券化项目将正式面世。上半年发行的资产支持证券优先级产品的评级首次出现 AA- 级别（宝信 2B、15 远东 B、15 远东 3B），但产品评级仍集中于 AA+ 以上。

七、可交换债发行规模依旧偏小

2015 年上半年，交易所债券市场共发行 3 期可交换债（15 天集 EB、15 光韵达和 15 美大债），发行规模达到了 18.98 亿元，分别较上年增长了 50% 和 356.25%。尽管发行规模增长较快，但总量依旧偏小。其中，15 天集 EB 为公募发行，两外两期产品为私募发行。两单私募可交换债无公开评级信息，15 天集 EB 获得了 AA+ 的债项评级。

八、2015 年下半年交易所债券市场展望

继公司债管理办法颁布施行后，交易所债券市场改革继续提速，上半年以来相关配套文件陆续出台，公司债发行效率进一步提升。由于上半年距新办法颁布时间相对较短，市场容量尚未实质释放，预计下半年交易所市场重点扩容的小公募及私募债发行规模将大幅增长。下半年交易所债券市场将呈现的特征有：公司债发行进一步扩容，但类平台公司债政策风险较大；较高资质的公司债产品发行利率更具优势，加之证监会鼓励产品创新，交易所债券产品或将分流部分银行间市场份额；证券公司融资渠道进一步扩大，证券公司债券融资预计继续大幅增长；资产证券化产品继续扩容。展望 2015 年下半年，在交易所债券市场改革继续提速、发行效率继续提升的大背景下，预计交易所债券市场发行规模将进一步扩大。虽然短期内公司债对信用债总供给的冲击不会太大，但由于小公募债对于扩大可质押标的券资源非常有利，预计债券供给将进一步扩大，加之证监会鼓励产品创新，部分交易所债券产品或将分流部分银行间债券市场融资规模。■

金融租赁公司发展提速 长期资金来源亟待拓宽

文 / 联合资信评估有限公司 韩 夷



作者简介

韩夷，天津大学金融学硕士，高级分析师，现任金融机构部评级副总监，公司信用评级委员会委员，具有证券从业资格。

2015年6月8日，江南金融租赁有限公司正式开业，成为今年二季度以来第6家开业的金融租赁公司。截至目前，国内已开业的金融租赁公司共有35家，其中2014年以来开业的银行系金融租赁公司有十几家。此外，多家地方城商行及农商行已获批或正在积极申请金融租赁公司牌照，金融租赁公司尤其是银行系金融租赁公司的设立和发展正在明显提速。

那么，是何种因素驱动商业银行争相发展金融租赁业务呢？首先，设立金融租赁公司有助于银行实现业务领域和经营范围的延伸，是推动银行综合化经营及提升核心竞争力的重要途径；其次，有助于通过业务之间的联动完善金融产品体系，提高客户服务水平；第三，以高于传统信贷业务的利差水平增加银行盈利来源，实现收入结构的多元化发展；第四，通过由信贷向租赁模式的转换释放信贷额度，在满足客户金融融资的同时降低存贷比监管压力。

由于具备雄厚的资金实力、积攒多年形成的

营销渠道和客户资源、良好的内控与风险管理经验、较强的人力资源与团队素质，商业银行在开展金融租赁业务方面具备了先天优势，并已在很大程度上主导了行业格局。在资产规模迅速增长的同时，如何以合理的成本多渠道融入资金，以匹配业务的需要已成为金融租赁公司发展的关键。现阶段金融租赁公司的资金来源主要包括自有资本

金、银行借款、同业拆借及回购业务、股东定期存款、租赁业务保证金、发行金融债及证券化产品等，融资渠道较前几年已有明显拓宽，这主要得益于近年来监管政策的推动。

然而从实际操作情况来看，受审批时间长、流程复杂等因素的影响，发行金融债券、资产证券化产品等途径虽然已有尝试，但远未成为金融租赁公司主流的融资方式。目前，金融租赁公司普遍对银行短期借款的依赖度较高，而资产端的中长期特征使得各家公司都存在明显的资产负债期限结构错配情况；另一方面，资产规模的快速扩张亦使得金融租赁公司资本快速消耗，面临持续的资本补充压力。虽然银行系金融租赁公司在融资渠道、资金成本方面能够得到控股股东的支持，但也普遍存在以上两方面的问题。未来，在条件成熟的前提下发行资本补充债券、成立信托投资计划或基金、公开发行股票、加大低成本外汇资金融入力度等方式，或许可以成为金融租赁公司进一步拓宽长期资金来源渠道的有益尝试。■

2014 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 研究部

一、国际评级行业发展

(一) 美国信用评级行业发展

1. 三大评级机构依旧处于寡头垄断地位

根据美国证券业协会年报(见表1),截至2013年末,标普、穆迪、惠誉仍然是评级数量最多的评级机构,三大评级机构共占有96.55%的市场份额,其中标普所占市场份额最大(46.15%),其次是穆迪(37.01%)和惠誉(13.39%)。中小评级机构中,贝氏评级在保险公司评级领域仅次于标普,其市场份额也呈现不断增长趋势(由2011年23.12%上升至2013年的24.15%);晨星和多美年在资产支持证券评级方面表现较为突出,其中多美年的市场份额逐年增长(由2011年的3.45%上升至2013年的4.39%);克罗尔在工商企业领域发展较快,评级数量较2012年增长174.90%。

从评级产品来看,截至2013年末,政府债券的有效评级数量最多,占比为76.65%,其次为资产支持证券、金融机构(不包括保险公司)和工商企业,占比分别为10.00%、7.88%和4.70%,保险公司的占比最小,仅为0.76%。

2. 分析师数量稳定增长

截至2013年末,美国认可的评级机构分析师从业人员达4218人,其中标普、穆迪和惠誉三家评级机构的分析师数量分别为1465人、1244人和1102人,合计人数占评级机构分析师

总数的90.35%。与2012年相比,2013年标普、穆迪和惠誉分析师人数分别增长2.0%、10.8%和0.9%,除贝氏和JCR外,其他中小评级机构的分析师数量也呈现增长趋势。

3. 评级机构整体收入较上年有所增长

2013年美国认可的评级机构的业务总收入为54.02亿美元,其中三大评级机构收入合计占评级机构总收入的94.50%,占比较为稳定。2011-2013年,评级机构总收入的年均复合增长率为13.15%,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13.50%和7.71%,三大评级机构收入增速较快。

2014年,三大评级机构的业务收入继续保持增长态势,收入合计55.38亿美元,较上年增长8.48%。具体来看,2014年标普收入为24.55亿美元,较2013年上涨8.00%,收入的增长主要是由于全球工商企业和金融机构评级业务增速较快所致,但结构融资业务收入有所下降;穆迪收入为22.66亿美元,较2013年增长9.00%,各项业务收入均出现增长,尤其是结构融资收入,受益于信贷资产支持证券发行增多,其增速达到12.00%;惠誉收入为8.17亿美元,较2013年增长了8.47%。

4. 公司治理及海外业务发展情况

2014年12月,Fimalac公司将惠誉集团30%的股权转让给Hearst公司,Fimalac持有惠誉集团的股权降至20%,Hearst持有惠誉集团

表 1 截至 2013 年末评级机构有效评级数量统计情况（单位：个）

评级机构	金融机构	保险公司	工商企业	资产支持证券	政府债券	合计
贝氏 (AMBest)	N/R	4492	1653	56	N/R	6201
多美年 (DBRS)	13624	150	3790	10706	16038	44308
伊根 - 琼斯 (EJR)	104	46	877	N/R	N/R	1027
惠誉 (Fitch)	49821	3222	15299	53612	204303	326257
HR Rating	N/R	N/R	N/R	N/R	189	189
日本信用评级研究 (JCR)	150	27	463	N/R	56	696
克罗尔 (Kroll)	15982	44	2749	1401	25	20201
穆迪 (Moody's)	53383	3418	40008	76464	728627	901900
晨星 (Morningstar)	N/R	N/R	N/R	11567	N/R	11567
标普 (S&P)	59000	7200	49700	90000	918800	1124700
合计	192064	18599	114539	243806	1868038	2437046

注：1. 金融机构为保险公司以外的金融机构，2. “N/R”指该机构不具备该类评级业务的 NRSRO 资质。

资料来源：SEC

的股权由 50% 增加至 80%，该项交易于 2015 年 3 月 12 日完成，但 2020 年之前 Fimalac 的 CEO 将继续担任惠誉的董事会主席并且 Fimalac 在该董事会中将继续拥有 50% 的投票权。

2014 年 12 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收购了多美年。

2014 年，标普通过收购位于哥伦比亚的 BRC 投资服务公司（为银行、金融服务公司、保险公司、公司债券和结构化产品提供风险分类服务）来提高其在拉丁美洲信用评级市场的地位；穆迪增持了印度信用评级机构 (ICRA) 股份至 50.06%，成为其控股股东，进一步提升了其在印度评级市场的份额。

（二）欧洲信用评级行业发展

2014 年，欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 新批准 2 家注册评级机构（波兰的 EuroRating Sp.z.o.o. 和穆迪在英国新设的分支机构）和 2 家认证评级机构（墨西哥的 HR Ratings 和美国的伊根琼斯评级公司）。截至 2014 年末，通过 ESMA 注册（37 家）和认证（4 家）的评级机构共 41 家。其中，注册评级机构包括 18 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。预计未来 ESMA 仍会继续扩大注册认证评级机构的范围，以促进欧盟区域内评级机构之间的竞争，降低垄断。

标普、穆迪和惠誉三家机构在欧洲信用评级市场依旧占据垄断地位。截至 2013 年底，三大评级机构合计市场份额达到 90.44%，其中标普、穆迪和惠誉的市场份额分别为 39.69%、34.53% 和 16.22%。除三大评级机构外，意大利的 CERVED 和加拿大的多美年的市场份额分别为 2.19% 和 1.27%，其他评级机构的市场份额均在 1% 以下。

从评级机构的业务种类来看，多美年是欧洲地区除三大评级机构外唯一一家覆盖所有业务种类的评级机构，此外还有 5 家评级机构覆盖了 3 类业务类型，其中多为工商企业、金融机构和国家主权评级业务，其他评级机构主要以工商企业评级业务为主。

二、三大评级机构评级情况

（一）标普在各类产品中均保持市场领先地位

根据欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 的数据显示，2014 年，标普对各类发行人和结构融资产品的评级数量和新增评级数量均高于穆迪和惠誉，市场份额优势进一步凸显。除地方政府评

级，穆迪对其他类别评级的市场份额均高于惠誉。

从评级对象来看，国家主权评级方面，2014 年标普和惠誉的评级数量均较 2013 年有所增加。

地方政府评级方面，标普的评级数量远超穆迪和惠誉，占据绝对优势。与前两年相比，2014 年标普的评级数量继续保持增长趋势，穆迪和惠誉的评级数量则保持减少趋势，三大评级机构新增评级数量均有所减少。

全球企业评级方面，2014 年标普和穆迪的评级数量延续了 2013 年的增长趋势，惠誉则较 2013 年有所下降，但新增评级数量三大评级机构均有所减少。标普在工商企业评级和保险机构评级领域仍然占据优势地位，而在金融机构领域三大评级机构的评级数量相差不大，穆迪所评金融机构的数量略超标普，再度回到首位。

结构融资方面，2008 年金融危机以来，结构融资评级市场扩张放缓，存量呈现收缩趋势，但近 3 年三大评级机构每年新增评级数量不断回升。标普在评级数量和新增数量方面仍然处于领先地位，但穆迪新增评级产品数量增速较快，与

标普差距有所缩小。2014 年，结构融资产品评级总量中，住房按揭贷款支持证券（RMBS）占比最高（70.55%）；新增产品评级数量中，担保债务凭证（CDO）的占比大幅上升至 31.54%，资产支持型证券（ABS）的占比下降至 27.65%。

（二）级别分布情况

2014 年，标普和惠誉所评国家主权的信用等级分布主要集中在 BBB 级 ~B 级，集中度均在 60% 左右，较上年有所下降。标普和惠誉所评的国家主权中信用等级为投资级的占比分别为 54.33% 和 61.68%，与前两年相比变化不大，信用等级为 B 级以下的占比分别为 2.36% 和 2.80%，较前两年有所上升。

2014 年，标普、穆迪和惠誉所评地方政府的信用等级主要集中在投资级，集中度分别为 93.93%、69.41% 和 91.15%，与标普和惠誉相比，穆迪所评的地方政府信用等级更为分散，较低等级的地方政府数量占比更高。

表 2 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		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
国家主权评级									
评级数量	127	127	128	119	123	-	104	107	110
新增数量	0	3	4	7	5	-	0	3	3
地方政府评级									
评级数量	31451	32427	33534	394	389	379	3715	3639	3572
新增数量	3783	3204	3045	17	8	7	194	148	111
全球企业评级									
评级数量	6520	6912	7117	4113	4307	4422	3254	3350	3291
工商企业	3764	4122	4452	2732	2921	2982	1909	1989	1902
金融机构	1175	1237	1265	1206	1218	1268	1146	1182	1212
保险机构	1581	1553	1400	175	168	172	199	179	177
新增数量	556	758	745	389	456	413	253	321	280
工商企业	397	586	598	280	337	270	188	224	175
金融机构	81	109	91	100	111	133	55	90	94
保险机构	73	63	56	9	8	10	10	7	11
结构融资产品评级									
评级数量	83402	77768	74126	73687	66723	62824	54973	52992	41604
新增数量	2239	3395	3141	1937	2191	3043	1294	1836	2190

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. 2014 年穆迪国家主权评级数据未知，以下同。
资料来源：ESMA

2014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级和BBB级，等级分布与上年基本一致。标普所评全球企业中信用等级为投资级的占比为55.41%，其中工商企业和金融机构中投资级占比分别为42.79%和70.41%；穆迪所评全球企业中信用等级为投资级的占比为64.10%，其中工商企业和金融机构中投资级占比分别为59.23%和72.58%；惠誉所评全球企业中信用等级为投资级的占比为65.49%，其中工商企业和金融机构中投资级占比分别为59.43%和72.00%；整体来看，与穆迪和惠誉相比，标普所评的全球企业信用等级普遍偏低，特别是工商企业。

（三）违约率表现

2014年三大评级机构所评各类产品的违约率均较低，其中结构融资产品的违约率最高，标普、穆迪和惠誉的违约率分别为2.62%、0.90%和0.91%；国家主权和全球企业的违约率均在1%以下；地方政府的违约率最低，均不足0.10%。在全球企业评级中，2014年惠誉所评工商企业的违约率超过标普为最高；穆迪所评金融机构的违

约率一直高于标普和惠誉；三大评级机构所评的保险机构均未出现违约现象。在结构融资产品评级中，违约率较高的仍然主要为商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）和RMBS，违约率分别为6.18%和4.71%，其次是CDO，违约率为3.08%。

与前两年相比，2014年三大评级机构所评国家主权和结构融资产品的违约率有所下降，特别是标普，其所评结构融资产品违约率从2012年的8.51%下降至2014年的2.62%，降幅较大，三大评级机构所评其他产品的违约率变化趋势不一。

（四）信用等级调整情况

国家主权评级方面，与前两年相比，2014年标普对国家主权评级的调降趋势¹有所减缓，惠誉则由调降趋势转为调升趋势。

地方政府评级方面，2014年标普和穆迪分别延续了2013年的调升趋势和调降趋势，惠誉则由2013年的调降趋势转为调升趋势。

全球企业评级方面，2014年受到美国经济稳健复苏和欧洲经济复苏缓慢影响，三大评级机构对美国企业评级和欧洲企业评级分别呈现等级调升和调降趋势。整体来看，由于美国企业在三

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		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
国家主权评级违约率	3.15	2.36	0.79	1.79	1.68	-	0.95	0.96	0.93
地方政府评级违约率	0.02	0.09	0.02	0.50	0.00	0.00	0.05	0.08	0.08
全球企业评级违约率	0.92	0.92	0.65	0.65	0.53	0.56	0.80	0.49	0.81
工商企业	1.48	1.51	1.02	0.73	0.40	0.68	1.14	0.68	1.31
金融机构	0.26	0.26	0.24	0.50	0.75	0.33	0.42	0.26	0.08
保险机构	0.13	0.00	0.00	0.57	1.14	0.00	0.00	0.00	0.00
结构融资产品评级违约率	8.51	4.45	2.62	2.05	1.90	0.90	2.83	1.04	0.91
ABS	0.35	0.61	0.44	0.58	0.58	0.20	1.09	0.76	0.31
CDO	2.85	1.50	1.20	2.64	0.73	1.11	2.61	1.78	0.77
CMBS	5.81	3.87	2.97	2.48	3.65	1.15	7.24	3.66	2.06
RMBS	10.44	5.29	3.00	2.11	2.00	0.92	2.27	0.58	0.79
其它	8.69	2.16	0.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：ESMA

¹ 调升趋势即上调率大于下调率，调降趋势即下调率大于上调率

大评级机构所评全球企业中占比较大，三大评级机构对全球企业评级均呈现等级调升趋势。

结构融资产品评级方面，标普仍然保持调降趋势，但趋势有所减缓，穆迪和惠誉均由调降趋势转为调升趋势，其中穆迪的调升趋势较为明显。与前两年相比，2014 年三大评级机构对结构融资产品评级的调整率²有所减小，评级稳定性有所加强。

三、信用评级国际监管动态

(一) 美国信用评级监管动态

1. 完善信用评级监管规范

2014 年 8 月 27 日，SEC 发布信用评级机构改革新规则，旨在加强对评级机构的监管、防止利益冲突、提高信息的透明度、提高信用评级结果质量、增强评级机构责任等。具体来看，新规则主要包括以下改革内容：

一是加强评级机构的内部控制。要求 NRSRO 评级机构建立内部控制机制时，需确保评级方法的制定和更新符合审核流程、评级量化模型必须经过定期评估和审核、在接受初评项目前对信用评级可行性进行评估、确保评级机构定期审核评级人员对评级流程和评级方法的掌握能力等。

二是防止利益冲突。SEC 要求评级机构不得营销评级结果，避免级别竞争；建立离职分析师去向监测制度，审核和回顾分析师入职其参与评级的项目单位或主承销商对评级的影响，加强对相关评级结果的客观性、公正性的审核。

三是提高信息披露程度。评级机构需确保对新评级方法或已有评级方法的更新进行公示，使市场参与者能够对评级方法提供意见，评级公司需听取并考虑这些意见；明确披露信用评级类型和级别符号、定义，以及修订情况（包括修订内容、修订原因、修订后可能导致的后果）；同时要求评级机构应披露第三方尽职调查认定书。

2014 年 9 月 4 日，SEC 发布 ABS 改革规则，

对规范资产支持证券发行程序、信息披露和提交报告的有关规则进行了修订。新规则主要包括以下内容：房地产相关资产、汽车相关资产或债权证券（包括再证券化）为资产标的 ABS 的公开募集说明书（依据 1933 年美国证券法）和后续报告（依据 1934 年美国证券交易法）应包含资产池中所有资产的具体等级信息（影子评级），此类信息应符合特定的标准；要求采用暂搁注册³（预先注册）的 ABS 发行人最晚应在发行前三天发布募集说明书，以便为投资者提供更充足的时间用于考虑投资交易相关信息（包括资产池相关信息）；修订了适用于 ABS 发行的注册表；修订了适用于 ABS 的暂搁注册发行程序、发行条件及募集说明书递交要求。

上述两部新规的发布表明 SEC 对评级机构的监管进一步趋严，法律规范进一步完善，对评级机构内部控制标准和信息披露的要求进一步提高。

2. 强化评级机构的法律责任追究

SEC 于 2015 年 1 月 21 日宣布，标普已经同意向联邦和州监管机构支付总额超过 7700 万美元罚金，以了结针对该公司就某种商业抵押支持证券评级误导投资人的指控。SEC 对标普发起三项指控包括：2011 年标普披露的评级办法与其实际评级方法不同；2012 年标普为赢回市场份额对其采用的新评级标准进行了虚假、误导性宣传；2012 年~2014 年间，标普对其一项重要评级相关条款进行了修改，放松了评级标准，与其公布的评级标准不符，但该公司却未向投资者完全披露此改动。

2015 年 2 月 3 日，标普同意向美国司法部和 19 个州及哥伦比亚特区和解有关其在金融危机中涉嫌评级欺诈的指控。标普同意向美国司法部支付 6.875 亿美元，并向 19 个州和哥伦比亚特区支付相同的和解金额。此外，标普还将与加州公务员退休基金达成和解，向后者支付 1.25 亿美元和解金。此前，标普被指控出于赢取评级费用 and 市场份额的目的，在 2004 年 9 月至 2007

² 评级调整率 = 上调率 + 下调率

³ 暂搁注册是指根据规定（SEC Rule 415），符合一定条件的公司可以为其今后两年内预计发行的证券到 SEC 办理注册手续，并自主决定证券发行的具体时间。

年 10 月期间为价值超过 2.8 万亿美元的 RMBS 和约 1.2 万亿美元的 CDO 给出 AAA 级的过高评级，对相关投资者构成欺诈并致其损失。

标普的一系列受罚事件表明针对评级机构的法律责任追究落到实处，体现了监管机构的态度和决心，同时也对其他评级机构起到了警示作用，将有利于保护投资者的合法权益和社会公共利益。

（二）欧盟信用评级监管动态

1. 加强评级机构的内部管控，强化评级机构的责任追究

2014 年，ESMA 针对评级机构内部治理及评级方法中存在的问题开展了一系列调查，旨在加强评级机构的内部管控，规范评级方法及流程。主要内容包括：

一是完成了对四家评级机构（标普、穆迪、惠誉和多美年）RMBS 评级方法的调查。二是完成了对 18 家中小评级机构企业治理和内部审查的调查。三是继续开展对主权评级过程的调查，并要求评级机构针对可能会影响评级独立性的风险采取补救措施。补救措施主要包括：明确分析师、管理层、行政人员和联络人员的职责，确保评级活动的独立性；确保主权分析师具备开展主权评级所需的专业知识储备和经验；加强对机密评级信息的保护；对报告发布流程进行修订，以确保评级质量及评级过程的独立性和完整性；改善信用评级委员会有关程序；采取措施确保评级活动信息及时发布并提前告知受评主体。

2014 年 6 月 3 日，ESMA 发布了《欧盟信用评级机构监管法规》实施以来的首个公告，指责标普法国和标普欧洲在 2011 年 11 月 10 日错误地向用户发送了有关标普下调法国主权评级的电子邮件（实际未下调），违反了《欧盟信用评级机构监管法规》中有关内部管控机制、信息处理系统管控及保护、保护措施、决策程序及组织结构的监督和评估等规定。2015 年 6 月 29 日，ESMA 针对多美年在信用评级活动审查记录及内部管控机制方面存在的问题开出了《欧盟信用评级机构监管法规》实施以来的首笔罚金，多美年被强制处以 3 万欧元罚款。

ESMA 的上述措施表明其监管重点正在逐渐从三大评级机构扩展至其他中小评级机构，对评级方法的调查也在不断深入，并开始采取实际行动对评级机构存在的问题进行处罚，强化了对评级机构过失责任的追究。

2. 完善信用评级监管规范

2013 年 7 月，ESMA 根据《欧盟信用评级机构监管法规》第二次修订案的要求，开始起草《欧盟信用评级机构监管技术标准》（RTS），经过近一年的征求意见和修订，已经于 2014 年 6 月将最终的草案提交欧盟并获得批准，于 2015 年 1 月 26 日开始生效。RTS 涵盖结构化产品的披露要求、欧洲评级平台的建设和信用评级机构收费情况定期报告三个方面。

2014 年 7 月 16 日，ESMA 发布了有关信用评级机构定期提交报告的指导纲要草案，其中要求评级机构所提交的报告应包含其注册初始条件发生变动的相关信息以及 ESMA 所需的用于统计信用评级机构市场份额及监管费用的信息。该指导纲要的最终报告已于 2015 年 6 月 23 日正式发布。

上述两部新规的出台进一步完善了欧盟区域内的信用评级监管规范，细化了监管标准，将使监管更加有效，并推动评级行业进一步向制度化和规范化的方向发展。

3. 未来监管重点方向

ESMA 在其 2014 年对评级机构的监管年报中公布了 2015-2016 年评级监管的相关工作计划。未来两年 ESMA 对评级机构的监管重点主要包括以下方面：研究公司治理、风险管理和内部决策程序及业务发展流程对评级发布流程的影响；评估新的注册及认证申请，对信用评级机构进行日常监管并处理有关合规问题的投诉；继续开展一系列调查，包括对评级方法、IT 内部控制及安全的有效性验证和对评级程序的调查；对最近结束的结构化产品及中小信用评级机构调查进行追踪，确保补救措施方案的有效实施。■

债券市场更开放趋势下 评级机构要准备哪些？

文 / 联合资信评估有限公司

编者按：最近，有记者向联合资信提出了一些问题，联合资信对这些问题进行了研究。我们认为，其中不少问题也是我国很多投资者关心的，因此，我们选编了部分问题及联合资信的答复，与大家共享。

中国的信用评级体系是何时建立的？该体系的建立对于国内债券市场的发展有何推动作用？

联合资信：中国信用评级业是随着经济体制改革不断深化、在由计划经济向市场经济过渡过程中出现的，最早产生于20世纪80年代末。伴随着债券市场和信贷市场的发展，我国信用评级业至今经历了萌芽期、初步发展期和快速发展期三个主要发展阶段。在此期间，中国信用评级体系逐步建立和完善，目前仍处于初级发展阶段。

1987-1992年是中国信用评级行业产生的萌芽阶段。其间，为规范企业债券市场的发展，国家提出发展信用评级机构，信用评级行业由此开始起步。1993-2004年是中国信用评级行业初步形成阶段。从1993年起，人民银行、发改委、证监会、保监会等监管部门陆续颁布相关法规，对在我国债券市场公开发行的债券和发债主体逐步要求具有资质的评级机构进行信用评级，为中国信用评级行业奠定了业务发展基础。中国全国性信用评级机构大体在这个阶段逐步形成。2005年至今是中国信用评级行业快速发展阶段。随着中

国债券市场债券品种逐渐丰富、市场发行规模不断扩大、市场发展日趋规范，评级行业的监管逐步加强，中国信用评级行业不仅业务量大幅增加、人员队伍不断壮大，而且在自身建设方面得到了显著提升。其间，一些评级机构达成了与国外评级机构合资、合作，也有评级机构开始走向海外。

经过多年的发展，信用评级在我国债券市场中发挥的作用越发凸显。在监管部门的推动下，信用评级在中国债券市场中被广泛使用，对债券的发行、交易、流通等各个环节均具有较大影响，已成为市场准入的重要门槛、投资定价的参考标准、交易流通的重要条件、风险揭示的主要工具等。信用评级机制的引入符合债券市场的发展规律，是债券市场化的一个重要标志，在解决市场信息不对称、降低企业融资成本、提高市场透明度、完善市场定价机制、揭示信用风险等方面发挥着重要作用，已经成为债券市场的基础设施之一，得到了市场的广泛使用和高度重视，促进了债券市场的稳定发展。

一般来说，联合资信的分析师会如何分析一家公司，然后给出评级？

联合资信：联合资信是按照监管部门、自律组织发布的法规、规则中对评级业务的要求，结合公司相关规章制度有序开展评级业务。在收到发行人委托后，主要评级流程包括：评级准备、实地调查、初评阶段、评定等级、评级结果反馈

与复评、发布评级结果、项目资料存档、跟踪评级等。我们通过定性和定量相结合、以定量分析为基础、以定性为主的分析方法对受评对象偿债能力和意愿进行综合评价，最终由信用评级委员会确定主体及债项信用等级。对于企业主体评级，我们主要从宏观经济背景、行业环境、企业的管理风险、经营风险、财务风险、偿债能力等方面进行综合评价。对于债券评级，一般是以发债主体的偿债能力评价为基础，同时结合对债券发行条款及信用增级措施的分析，如债券的偿还计划和顺序、财务限制条款、触发条款、债券的抵押和保证等增信措施，最终确定债券的信用等级。

中国 97% 的债券被评为 AA 级别或以上。有一些公司被评为高投资等级，尽管其在海外发行的债券被评为不宜投资的等级。有分析师指出造成这一现象的原因有两点，一是评级机构之间的竞争；二是受级别门槛所限，银行和保险公司不能买低于 AA 级别的债券。联合资信认为以上两点是否为这一现象的主要原因？有哪些其他原因导致这一现象？

联合资信：中国债券市场上公开发行的债券的信用等级确实很高，根据联合资信的研究报告，按发行期数统计，2014 年发行的中票的债项信用等级仍以 AAA 级、AA+ 级、AA 级为主，占总发行期数的 96.06%。其他种类债券也有类似的情况。之所以在中国债券市场出现这种情况，主要原因有以下几点：

首先，很长时期以来，债券都是企业融资方式的补充，受到很大限制，发债的主要群体是大型国有企业，因而市场上所发行的债券级别普遍较高。近些年，债券市场发行主体持续扩容，较低评级的发行人也在不断增加。我们也有一些中小企业集合债券和集合票据的发行，以及一些私募债券的发行，这些发债企业的信用等级会比较低一些，但债项等级由于担保等仍会较高。总体看，到目前为止，以大企业为主要发债主体的格局依然变化不大。

其次，在过去较长的时期内，债券发行管理

部门都不希望看到违约事件，在债券发行审批中都会进行严格控制，对达不到一定级别的债券要么不准发行，要么要取得第三方增信（常见的是信用保证）。容忍债券违约是近几年的事情。

再次，存在对信用评级过度使用、机械和不恰当不科学使用等现象，一些监管部门对其所监管机构的债券投资级别提出了过高限制。由于这些管制，中国债券市场上能够对较低级别的债券进行投资的投资者比较缺乏，需要培育；在实际运行中投资者对较低级别的债券的认可程度仍有待提高，对这些债券的定价也存在不合理之处，发行人的积极性也不高，因而也抑制了较低级别债券的发行。

最后，中国债券市场不够成熟，对评级机构的违约率检验机制和约束机制尚未形成，评级机构间的无序竞争导致级别虚高、级别不断上移的现象确实存在，这也是重要原因。

国内评级机构还处于初步发展阶段，评级标准仍主要限于国内，总体上看评级结果基本能够保持可比性和有序性。而国际评级机构是按照全球统一标准进行评级，在外国评级机构对中国主权评级不高的情况下，由于国家主权评级的限制，国内企业国际评级一般均会低于国内评级。

评级虚高可能不是中国特有的现象，而是信用评级行业发展初级阶段的普遍现象，是债券市场市场化不充分的表现，日本和韩国的信用评级行业发展的早期也出现过评级虚高的现象。

越来越多海外投资人参与国内债市，会带来怎样的影响？

联合资信：近几年，中国债券市场得到了长足发展，市场规模不断扩大、债券产品不断丰富、监管体系日趋完善。截至 2015 年上半年，中国债券市场托管债券总量达 13679 只债券，合计托管总额达 400363.89 亿元，分别较 2010 年末增长了 441.10% 和 93.54%。目前中国债券市场是仅次于美国的全球第二大债券市场。相比国外债券市场，中国债券市场收益率相对较高，市场违约率较低，未来发展前景良好，对境外投资者具

有较大的吸引力。2013年以来，中国监管部门逐步放宽人民币境外合格投资者进入我国银行间债券市场的条件，境外投资者债券投资额迅速扩大。截至2014年底，我国债券市场托管债券中，境外投资者共计持有债券5030.53亿元，较上年同期增长了27倍多，占市场债券总托管量的1.78%。从债券投资品种看，境外投资者主要投资于国债、政策性银行债和政府支持机构债券等国家信用支持债券产品，投资规模占其投资总规模的91.60%，投资于信用类（企业）债券的比重相对较小。2015年4月30日，人民银行批准有QFII、RQFII或人民币清算资格的32家外资机构进入银行间债券市场。2015年5月，人民银行又允许已获准进入银行间债券市场的境外人民币清算行和境外参加行可以开展债券回购交易。中国债券市场正逐步向国际市场开放，未来境外投资者数量及所投债券规模将大幅增加。

国内评级机构发展时间较短，与国际三大评级机构还有很大的差距。正如前面提到的，目前国际三大评级机构已确立了全球评级标准，而国内评级机构主要立足于国内市场，评级标准的确立是基于国内信用环境，因此在评级标准上二者有所不同。对于境外投资者而言，国内评级机构更熟悉中国市场，对中国企业的信用状况更加了解，已具有较为丰富的评级经验，能够更好地为境外投资者服务。联合资信具有国际三大评级机构之一惠誉国际评级的股东背景，将国外先进评级技术与国内实际情况相结合，积累了丰富的经验，国内市场占有率长期保持前两位。从近两年我们所评的国内债券市场主要债券产品的利差分析结果来看，信用等级与债券发行利率有着显著的负相关关系，即信用等级越高，债券发行利率越低，说明我们出具的信用评级具有良好的风险区分和定价功能。另外，从近两年我们对债券信

用等级调整行为与债券价格变动的实证分析结果看，信用等级调整对债券市场价格的影响愈发显著。上述检验结果一定程度上反映了我们的信用评级是受到了市场投资者认可的。

中美经济对话达成的一个重要共识和成果就是，中国将为实体经济拓宽直接融资渠道，开发一个深度、高效的债券市场，加强国内市场与国际市场之间的联系，增进外国金融服务公司和投资者对其资本市场的参与。因此，海外投资人会更多地参与国内债券市场。联合资信认为，海外投资人将逐步更多地参与国内债券市场，对我国债券市场也将逐步产生一些影响，如推动国内债券市场与国际债券市场的联系，减少两者之间的套利空间；国内外利率、汇率、税收等关键交易参数的联动、联系会更密切、更敏感；市场参与者更多元化，债券的交易有可能更活跃，定价机制更市场化，市场更均衡，博弈更充分等。



联合资信和其他的国内信用评级机构，正在做哪些准备去迎接这些新的变化？

联合资信：随着海外投资人逐步更多地参与国内债券市场，由于国内债券市场的评级体系与国外有系统的差别，国外投资者可能提出更多的评级要求。为了满足国外投资者的需求，近几年国内的评级机构已经在做一些准备工作。

第一，与国外评级机构合资合作，引进国外的评级理念、技术和方法，进行多方面的交流和合作，为向海外投资人提供评级服务进行技术上的准备。2007年惠誉评级就成为了联合资信评估有限公司的股东。

第二，一些评级机构已经开始开展主权评级，尝试搭建一个中国评级机构视角下的全球评级体系。这样，国外的投资者可以参考这样一个

全球评级体系来理解中国国内的债券评级。按照国际主流评级机构的评级逻辑，如果中国外币和本币主权评级为AAA，则意味着目前该评级机构的国内债券评级基本就是可以在全球可比的评级。当然，国内评级机构这种全球评级体系影响力还很小，要得到国外投资者的认可需要很长的时间。

第三，一些评级机构主动到国外和境外设立评级机构，开展国际评级，让国际的投资者更多了解中国的评级机构。

第四，中国债券市场上所有的评级报告可以免费查阅，而且可以在不少地方搜索到，国外投资者可以搜集和参阅。为了更好地向国外投资者提供服务，一些评级机构还专门发布了一些外文版的评级报告、研究成果等。联合资信会经常发布一些英文版评级报告。

第五，通过对外国公司的中国子公司发行的债券或发起的资产支持证券的评级、国外机构在中国发债的评级等工作，已经在加大对国外公司的评级工作。我们也希望国外投资者在投资中国企业在海外发行的债券时，查阅我们对这些中国企业的评级，获取更多的投资参考信息。

为了应对国外机构更多投资国内债券市场，联合资信认为，评级机构应进一步加大宣传力度，让更多的国外投资者了解国内评级机构，了解我们的评级方法、标准，了解我国债券市场违约率统计结果、债券利差等评级表现；应发布更多的外文版的评级报告；应进一步提供全球可比的评级结果，与国际评级进一步接轨，为国外投资者投资中国债券提供全球可比的配置标准。

中国评级机构走向世界需要一个过程，可以有不同的路径，如直接到海外投资设立评级机构，或者收购投资海外评级机构；或者首先在国内做

好工作，为在国内投资的国外投资者服务，为国内企业到海外投资服务，然后再到海外发展等。

中国是否将允许外资评级机构发布对于国内地方政府债的评级？

联合资信：中美经济对话达成的一个重要成果就是中国将允许外资评信机构发布对地方政府债券的评级。我们也是从媒体上获得的信息。联合资信认为，这代表着中国正在进一步开放国内债券评级市场，这也是与中国债券市场进一步对外开放相配套的措施。中国地方政府债券的发展空间很大，需要引进国际投资者，需要有更多元的评级。

国内债市未来的发展会怎样？国内和海外投资人有哪些方面应多加注意？

联合资信：我国债券市场仍不够成熟，品种依然不够丰富，发展空间很大。因此，联合资信认为，未来中国债券市场需要进一步完善

管理体制，要加强投资者培育、信息披露、发行和统计登记管理，要完善违约风险处置等方面的体制、制度，总的方向应是更市场化、规范化。

未来中国债券发行规模增长空间很大，这包括单个企业融资中债券融资占比的提高（突破债券融资规模超过净资产40%的限制），也包括风险较大的企业更多到债券市场发债（更低信用等级的债券以及高收益债），还包括私募债、资产支持证券等品种的大发展等等。

债券违约将逐步成为一种正常现象，或者说中国债券市场将逐渐打破刚性兑付，这是未来一段时期内中国债券市场发展的重要任务，也是必然的发展趋势。因此，投资人应树立正确的风险观，客观对待违约事件，做好相关的准备。■



深圳能源集团股份有限公司 2015年度第一期短期融资券信用评级信息

主体长期信用等级：AAA

评级机构：联合资信评估有限公司

发行时间：2015年6月18日

评级展望：稳定

评级时间：2015年5月27日

发行规模：35亿元

本期短期融资券信用等级：A-1

分析师：高利鹏 黄露

期限：366天

利率：3.88%

优势 ◇ 作为深圳市国资委一级子公司和深圳电力能源的主要提供商，公司外部发展环境良好。
◇ 目前公司整体债务负担较轻，财务弹性良好。
◇ 公司经营活动获现能力强，现金类资产充裕，对本期短期融资券的保障能力强。

关注 ◇ 公司所处区域市场竞争较为激烈，项目开展难度相对高。
◇ 公司未来计划资本性支出规模大，对外融资需求上升。
◇ 本期短期融资券发行额度较大，可能存在一定集中支付压力。

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年3月
现金类资产（亿元）	32.73	37.84	39.62	37.32
资产总额（亿元）	323.59	333.94	384.41	391.08
所有者权益（亿元）	175.49	188.39	203.55	207.87
短期债务（亿元）	50.42	70.63	92.51	93.39
全部债务（亿元）	97.05	96.81	125.66	123.28
营业收入（亿元）	128.28	123.51	125.06	24.59
利润总额（亿元）	16.14	22.17	29.17	5.23
EBITDA（亿元）	34.63	41.56	50.41	--
经营性净现金流（亿元）	31.39	23.34	37.60	10.38
净资产收益率（%）	6.48	9.22	11.48	--
资产负债率（%）	45.77	43.58	47.05	46.48
速动比率（%）	85.08	75.92	78.07	74.48
EBITDA 利息倍数（倍）	7.38	8.26	8.32	--
经营现金流动负债比（%）	27.19	19.98	22.32	--
现金偿债倍数（倍）	0.94	1.08	1.13	1.07

注：1. 2015年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的短期融资券计入短期债务。

湖南省高速公路建设开发总公司 2015年度第一期短期融资券信用评级信息

主体长期信用等级：AAA

评级机构：联合资信评估有限公司

发行时间：2015年6月12日

评级展望：稳定

评级时间：2015年4月24日

发行规模：25亿元

本期短期融资券信用等级：A-1

分析师：高景楠 刘璐轩

期限：366天

利率：4.30%

优势 ◇ 公司为湖南省交通厅独资的高速公路投资运营主体，具有明显的区域垄断经营优势。
◇ 公司得到湖南省地方政府在产业政策、税费减免、财政补贴、资金筹措等多方面的有力支持，市场定位明确。
◇ 公司经营活动现金流入量、现金类资产对本期短期融资券保障能力较强。

关注 ◇ 公司有息债务持续快速增长，债务负担重，存在一定短期偿付压力，财务弹性弱，对营业利润侵蚀较大，整体盈利能力偏弱。
◇ 公司高速公路收费权质押资产占比较大，对其未来融资和资产运作或将形成一定的限制。

项 目	2011年	2012年	2013年	2014年9月
现金类资产（亿元）	74.10	101.85	63.49	96.31
资产总额（亿元）	2024.10	2523.93	3001.36	3201.24
所有者权益（亿元）	514.49	634.31	799.01	821.85
短期债务（亿元）	371.88	391.77	282.69	279.37
全部债务（亿元）	1439.30	1806.88	2074.77	2316.01
营业收入（亿元）	105.67	90.19	84.06	62.87
利润总额（亿元）	19.26	13.05	23.67	18.66
EBITDA（亿元）	61.08	59.95	68.93	--
经营性净现金流（亿元）	33.67	27.36	30.31	31.54
净资产收益率（%）	3.70	1.95	2.91	--
资产负债率（%）	74.58	74.87	73.38	74.33
速动比率（%）	66.50	91.22	90.76	195.78
EBITDA 利息倍数（倍）	1.07	0.91	0.77	--
经营现金流动负债比（%）	8.09	6.22	8.00	--
现金偿债倍数（倍）	2.96	4.07	2.54	3.85

注：2014年三季度财务数据未经审计。

中国中煤能源股份有限公司2015年度第一期中期票据信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年6月17日
评级展望: 稳定	评级时间: 2015年5月8日	发行规模: 100亿元
本期中期票据信用等级: AAA	分析师: 祖宇 王冰	期限: 7年 利率: 4.95%

优势 ◇ 公司作为大型国有煤炭企业, 在股东支持、资源获取、政策支持等方面具有明显优势。
◇ 公司在煤炭资源储量、产量及煤质煤种等方面均居全国领先水平。
◇ 公司技术研发水平较高, 部分新型煤化工产品盈利能力较强。
◇ 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据的保护程度较高。

项目	2012年	2013年	2014年	2015年3月
资产总额(亿元)	1838.75	2149.44	2427.06	2442.79
所有者权益(亿元)	1007.24	1026.72	1027.05	1027.86
长期债务(亿元)	400.77	596.43	818.71	859.56
全部债务(亿元)	480.92	727.73	974.87	1016.90
营业收入(亿元)	872.92	823.16	706.64	130.75
利润总额(亿元)	134.12	60.22	15.21	1.19
EBITDA(亿元)	187.35	121.52	93.94	--
经营性净现金流(亿元)	124.75	94.91	50.84	-42.08
营业利润率(%)	34.60	30.23	28.52	27.06
净资产收益率(%)	9.94	4.18	1.19	--
资产负债率(%)	45.22	52.23	57.68	57.92
全部债务资本化比率(%)	32.32	41.48	48.70	49.73
流动比率(%)	144.73	109.72	114.00	120.57
全部债务/EBITDA(倍)	2.57	5.99	10.38	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.25	3.39	2.10	--
EBITDA/ 本期中期票据额度(倍)	1.88	1.22	0.94	--

关注 ◇ 2012年下半年以来, 煤炭价格持续下跌, 行业内企业经营压力增大; 2013年以来, 公司债务规模快速上升, 偿债压力加大。
◇ 公司新投产煤化工项目产品为尿素、甲醇等, 面临产能过剩压力, 市场竞争激烈。

注: 2012年经重述数据为2013年年报中披露的经重述的2012年数据; 2013年经重述数据为2014年年报中披露的经重述的2013年数据; 2015年一季度财务数据未经审计。

中国建筑材料集团有限公司2015年度第二期中期票据信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年6月8日
评级展望: 稳定	评级时间: 2015年2月9日	发行规模: 50亿元
本期中期票据信用等级: AAA	分析师: 高景楠 张强	期限: 5+N年 利率: 5.46%

优势 ◇ 公司是中国最大的建材企业集团, 公司水泥、商品混凝土、纸面石膏板产能居世界第一, 市场竞争力强。
◇ 公司各板块业务协同发展, 产业链优势突出。
◇ 公司设有国家级企业技术中心, 技术研发实力雄厚。
◇ 公司资产规模快速扩张, 营业收入较快增长。
◇ 公司 EBITDA 及经营性现金流规模大, 对本期中期票据覆盖程度高。

项目	2011年	2012年	2013年	2014年9月
资产总额(亿元)	2075.11	3006.17	3644.16	4103.25
所有者权益(亿元)	461.31	542.66	659.78	721.36
长期债务(亿元)	421.15	642.24	746.55	645.94
全部债务(亿元)	1180.58	1825.07	2223.90	2529.24
营业收入(亿元)	1940.92	2174.32	2522.57	1818.98
利润总额(亿元)	158.48	111.56	115.12	82.22
EBITDA(亿元)	255.15	258.89	308.64	--
经营性净现金流(亿元)	129.75	113.33	141.03	77.96
营业利润率(%)	14.17	12.64	14.57	15.76
净资产收益率(%)	25.73	15.89	13.35	--
资产负债率(%)	77.77	81.95	81.89	82.42
全部债务资本化比率(%)	71.90	77.08	77.12	77.81
流动比率(%)	74.42	65.67	64.18	66.65
全部债务/EBITDA(倍)	4.63	7.05	7.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.33	2.76	2.68	--
EBITDA/ 本期中期票据额度(倍)	5.10	5.18	6.17	--

关注 ◇ 中国建材行业面临水泥等产品产能过剩、原材料价格波动以及竞争加剧的风险。
◇ 公司债务负担重, 且以短期债务为主, 债务结构有待改善。
◇ 公司规模扩大致使期间费用快速增长, 对公司盈利能力产生一定负面影响。

注: 1. 2014年前三季度财务数据未经审计; 2. 其他流动负债中包含部分短期融资券, 长期应付款系融资租赁款, 本报告已将上述有息债务相应调整至长、短期债务。

2015年第一期南昌轨道交通集团有限公司 可续期公司债券信用评级信息

主体长期信用等级: AA+
评级展望: 稳定
本期债券信用等级: AA+

评级机构: 联合资信评估有限公司
评级时间: 2015年7月17日
分析师: 侯煜明 张峻铖

发行时间: 2015年7月31日
发行规模: 36亿元
期限: 5+5+5年
利率: 5.07%

- 优势**
- ◇ 南昌市经济持续增长、财政收入水平快速提高，为公司的发展创造了良好的外部环境。
 - ◇ 公司是南昌市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体，具有区域垄断地位。
 - ◇ 南昌市设立了地铁建设发展专项资金，对地铁项目的建设运营、还本付息保障程度高。
 - ◇ 多家银行对公司提供不低于本期债券本息偿还金额的流动性支持信贷。

- 关注**
- ◇ 南昌市地铁初步建设，尚未形成路网效应。
 - ◇ 地铁项目建设周期长，投资规模大，具有较强公益性特征。
 - ◇ 近年公司债务规模持续增长，公司未来资本支出金额较大，面临一定资金压力。
 - ◇ 公司目前已投资的地铁1、2号线资本金到位比例不高，政府资本金拨付时间存在一定不确定性。

项目	2012年	2013年	2014年
资产总额(亿元)	112.16	317.63	361.76
所有者权益(亿元)	25.63	192.92	207.72
长期债务(亿元)	79.60	102.75	134.87
全部债务(亿元)	79.60	109.67	135.23
营业收入(亿元)	0.03	1.22	4.28
利润总额(亿元)	3.14	13.76	4.78
EBITDA(亿元)	4.84	15.36	6.85
经营性净现金流(亿元)	-1.25	7.60	6.87
营业利润率(%)	82.57	45.46	46.01
净资产收益率(%)	12.31	6.56	2.46
资产负债率(%)	77.14	39.26	42.58
全部债务资本化比率(%)	75.64	36.24	39.43
流动比率(%)	480.05	205.96	239.20
全部债务/EBITDA(倍)	16.46	7.14	19.75
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.13	0.43	0.19

北京城建投资发展股份有限公司2015年公司债券信用评级信息

主体长期信用等级: AA+
评级展望: 稳定
本期公司债券信用等级: AA+

评级机构: 联合信用评级有限公司
评级时间: 2015年4月24日
分析师: 刘洪涛 王安娜

发行时间: 2015年7月20日
发行规模: 58亿元
期限: 7年
利率: 4.40%

- 优势**
- ◇ 公司是北京市国资委下属城建集团的重要子公司，能够在资金、项目等方面得到控股股东的大力支持。
 - ◇ 公司于2014年定向增发成功，募集资金39亿元，充实了公司的权益资本，改善了公司的资本结构。
 - ◇ 公司持有优质金融类股权资产，为公司贡献了稳定的投资收益；其中国信证券已于2014年12月29日上市，存在较大的增值空间。
 - ◇ 公司项目开发经验丰富，在北京地区的知名度高，具有较强的竞争力。

- 关注**
- ◇ 房地产行业正处于调整周期，政策变动频繁，对公司的经营带来一定不确定性。
 - ◇ 公司在开发项目规模大，流动资产中存货占比高，存在一定的去库存压力。
 - ◇ 近年来公司发展速度快，债务规模增长较快。
 - ◇ 2013年以来，受土地储备增加及开发进度加快等影响，公司经营性现金流表现为持续大规模净流出。

项目	2012年	2013年	2014年
资产总额(亿元)	337.12	387.23	503.52
所有者权益(亿元)	87.77	98.30	166.87
长期债务(亿元)	60.28	94.43	122.95
全部债务(亿元)	71.19	111.61	162.04
营业收入(亿元)	66.84	103.44	100.11
净利润(亿元)	14.26	14.56	15.00
EBITDA(亿元)	20.48	21.79	20.92
经营性净现金流(亿元)	13.93	-36.86	-61.06
营业利润率(%)	31.79	24.20	26.76
净资产收益率(%)	--	15.65	11.31
资产负债率(%)	73.96	74.61	66.86
全部债务资本化比率(%)	44.78	53.17	49.27
流动比率(%)	1.56	1.76	2.09
全部债务/EBITDA(倍)	0.29	0.20	0.13
EBITDA利息倍数(倍)	6.46	3.39	1.95
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.35	0.38	0.36

注: 1、由于2014年公司发生同一控制下企业合并，故2013年数据取自2014年年报期初和上期数，2012年资产负债表数据取自2014年年报中会计准则变更追溯调整数。2、数据不加特别注明均为合并口径。

2015年渤海银行股份有限公司金融债券信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年7月28日/2015年7月28日
金融债券信用等级: AAA	评级时间: 2015年7月2日	发行规模: 80/20亿元
评级展望: 稳定	分析师: 秦永庆 宿夏荻 刘睿	期限: 3/5年
		利率: 4.10/4.25%

- 优势**
- 渤海银行建立了垂直的风险管理体系和矩阵式的业务管理模式, 公司治理架构较为完善。
 - 经营区域覆盖环渤海、长三角、珠三角和中西部重点城市, 分支机构建设稳步推进。
 - 主营业务发展较快, 资产及资本规模保持增长态势。

- 关注**
- 业务的快速发展对资本消耗明显, 面临一定的资本补充压力。
 - 同业负债占负债总额的比例较高, 资金来源对同业负债的依赖程度较大。
 - 储蓄存款占客户存款的比重较低, 个人客户基础相对薄弱。

项目	2014年末	2013年末	2012年末
资产总额(亿元)	6671.48	5682.11	4721.02
股东权益(亿元)	294.96	241.97	198.12
不良贷款率(%)	1.20	0.26	0.14
拨备覆盖率(%)	204.39	852.28	1304.48
贷款拨备率(%)	2.46	2.21	1.85
人民币流动性比例(%)	39.94	36.55	44.26
人民币存贷比(%)	56.57	54.64	64.24
股东权益/资产总额(%)	4.42	4.26	4.20
资本充足率(%)	11.09	11.06	11.68
核心资本充足率(%)	-	-	9.63
一级资本充足率(%)	8.64	8.70	-
核心一级资本充足率(%)	8.64	8.70	-

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入(亿元)	155.73	127.88	94.60
净利润(亿元)	50.31	45.62	33.39
成本收入比(%)	34.89	34.74	38.58
平均资产收益率(%)	0.81	0.88	0.85
平均净资产收益率(%)	18.74	20.69	18.38

注: 2012年资本充足率、核心资本充足率均由渤海银行按照原《商业银行资本充足率管理办法》口径计算; 2013-2014年资本充足率、核心资本充足率为按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算。

广发银行股份有限公司2015年二级资本债券信用评级信息

主体长期信用等级: AAA	评级机构: 联合资信评估有限公司	发行时间: 2015年6月19日
二级资本债券信用等级: AA+	评级时间: 2015年5月20日	发行规模: 150亿元
评级展望: 稳定	分析师: 葛成东 胡健	期限: 5+5年
		利率: 5.10%

- 优势**
- 公司治理结构完善, 内部控制与风险管理水平逐步提升。
 - 小企业信贷业务发展态势较好, 信用卡业务在国内股份制商业银行中具有较强的竞争优势。
 - 股东实力强, 能够在客户资源、经营管理及资本补充等方面给予支持。

- 关注**
- 不良贷款核销力度较大, 贷款拨备水平有待提升, 逾期贷款规模快速增长, 信贷资产质量面临下行压力。
 - 盈利增速放缓, 收益率指标逐年下降。
 - 面临一定的资本补充压力。
 - 宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化等因素对商业银行的业务发展、资产质量产生不利影响。

项目	2014年末	2013年末	2012年末
资产总额(亿元)	16480.56	14698.50	11681.50
股东权益(亿元)	874.49	732.91	635.28
不良贷款率(%)	1.04	0.87	1.48
拨备覆盖率(%)	170.40	180.17	170.00
贷款拨备率(%)	1.77	1.56	2.52
流动性比例(%)	55.05	49.63	44.52
存贷比(%)	70.74	71.73	71.67
股东权益/资产总额(%)	5.31	4.99	5.44
资本充足率(%)	10.50	9.00	11.27
核心资本充足率(%)	-	-	8.37
一级资本充足率(%)	8.12	7.50	-
核心一级资本充足率(%)	8.12	7.50	-

项目	2014年	2013年	2012年
营业收入(亿元)	446.44	344.25	311.05
净利润(亿元)	120.37	115.83	112.20
净利差(%)	1.66	1.82	2.31
成本收入比(%)	36.36	41.92	40.83
平均资产收益率(%)	0.77	0.88	1.08
平均净资产收益率(%)	14.98	16.93	19.31

注: 2013年末和2014年末资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算; 2012年末资本充足率、核心资本充足率按照《商业银行资本充足率管理办法》口径计算。

融腾2015年第一期个人汽车抵押贷款证券化信托 资产支持证券信用评级信息

单位：万元/%

资产支持证券名称	金额	总量占比	利率类型	信用级别
优先级资产支持证券	358000.00	89.50	浮动利率	AAA
次级资产支持证券	42000.00	10.50	—	NR
合计	400000.00	100.00	—	—

注：NR表示未予评级。

评级机构：联合资信评估有限公司
 评级时间：2015年5月4日
 分析师：蒋建国 范杨宇 王鑫
 证券发行日：2015年6月5日

优势

- ◇ 本期交易入池资产全部为上汽通用汽车金融的正常类贷款，资产池信用质量良好。
- ◇ 本期交易借款人分散性很好。
- ◇ 资产池的加权平均利率较高，预计将存在较高的超额利差。
- ◇ 本金账与收益账交叉互补交易结构的设置为优先级资产支持证券提供了较好的流动性支持及信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先级资产支持证券的偿付提供了进一步的保障。
- ◇ 本期交易上汽通用汽车金融作为贷款服务机构，其服务报酬的支付处于劣后位置，超额利差能对优先级证券提供更好的信用支持。
- ◇ 本期交易的发起机构上汽通用汽车金融作为国内首家专业汽车金融企业，具有较丰富的资产证券化交易与贷款服务经验，能更好地为本期交易提供服务。

关注

- ◇ 本期交易未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。
- 风险缓释：本期交易安排了本金分账户对收益分账户的补偿机制，能较好缓解流动性风险。同时，联合资信对优先级证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了流动性支持的缺失可能导致的流动性风险较小。
- ◇ 次级证券设有较高的期间收益，可能会减弱超额利差为优先级资产支持证券提供的信用支持。
- 风险缓释：本期交易基础资产的收益水平

信托财产初始起算日：2015年2月28日
证券法定到期日：2021年5月26日
交易类型：静态现金流型ABS
载体形式：特殊目的信托
信托财产：上汽通用汽车金融有限责任公司400000.00万元个人汽车抵押贷款
信用提升机制：优先/次级结构、触发机制
发起机构/贷款服务机构：上汽通用汽车金融有限责任公司
受托机构/发行人：华能贵诚信托有限公司
资金保管机构：中国银行股份有限公司上海市分行
牵头主承销商：中信证券股份有限公司
联席主承销商：中国工商银行股份有限公司、招商银行股份有限公司

很高，联合资信对优先级资产支持证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了由于超额利差的水平降低而可能引发的优先级资产支持证券违约风险。

◇ 本期交易中相关的车辆抵押权同时转让给受托机构，由于国内关于车辆抵押权尚无统一操作规范，可能会出现借款人的其他债权人对该抵押车辆主张抵押权的情况，使信托面临一定的法律风险。

风险缓释：本期交易设置了资产赎回条款，发起机构将按照约定赎回相应资产，发起机构上汽通用汽车金融的主体信用等级高，履约能力很强，本期交易的法律风险很小。

◇ 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的相关假设或参数估计可能存在误差。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、延长处置回收时间等手段，反复测试资产支持证券对借款人违约的承受能力，尽量减少模型风险。

◇ 国内个人汽车市场逐渐进入以结构调整为主的平稳增长期，竞争激烈，可能导致汽车跌价比率提高。

风险缓释：联合资信在违约率模型中已经考虑了因行业风险而导致的汽车跌价比率提高的情况。

◇ 全球经济疲弱和我国经济增速处于下行区间，地方政府债务规模庞大等宏观经济系统性风险可能影响到资产池的整体信用表现。

风险缓释：联合资信在设定违约率模型参数时已经考虑了因宏观经济系统性风险而导致的借款人违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

2012年~2015年我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

指标	2012年	2013年	2014年	2015年1-7月	
				数值(亿元)	同比
GDP	7.7	7.7	7.4	-	-
规模以上工业增加值	10.0	9.7	8.3	-	6.3
固定资产投资总额(不含农户)	20.6	19.6	15.7	288469	11.2
社会消费品零售总额	14.3	13.1	12.0	165916	10.4
出口总额	7.9	7.9	6.1	12648	-0.9
进口总额	4.3	7.3	0.4	9596	-14.6
CPI	2.6	2.6	2.0	-	1.3
PPI	-1.7	-1.9	-1.9	-	-4.7
社会融资规模	22.9	9.7	-4.8	95300	-11.8
M2余额	14.4	13.6	12.2	1353200	13.3
人民币贷款余额	15.0	14.1	13.6	902700	15.7

注: 1. 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同比增长率为名义增长率; 2. 进出口总额单位为亿美元。

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

2012年~2015年1-7月我国债券发行情况

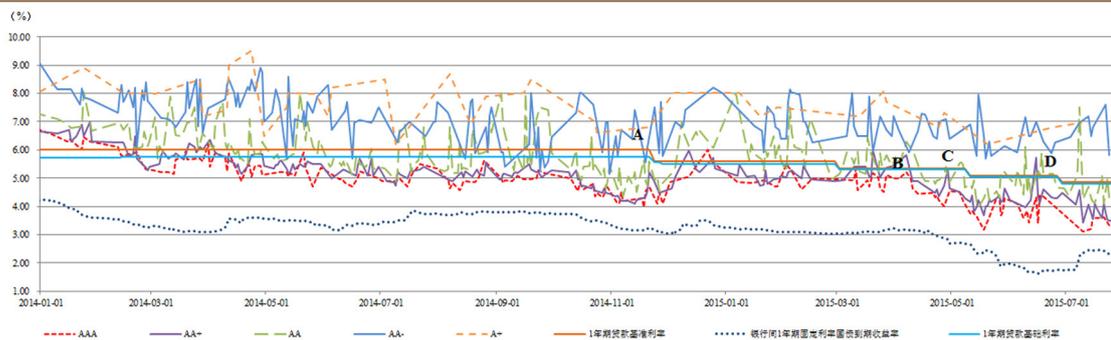
券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2012年	2013年	2014年	2015年1-7月	2015年1-7月同比(%)	2012年	2013年	2014年	2015年1-7月	2015年1-7月同比(%)
政府债	77	86	112	370	585.19	16062.26	19044.01	20247.35	24454.45	122.17
国债	59	62	69	44	18.92	13562.26	15544.01	16247.35	10166.45	17.37
地方政府债	18	24	43	326	1817.65	2500.00	3500.00	4000.00	14288.00	509.30
央行票据	0	20	0	0	NA	0.00	5362.00	0.00	0.00	NA
金融债	246	333	533	368	14.64	25854.70	21401.30	28440.02	19714.08	13.29
政策性银行债	175	285	426	300	7.53	21400.00	19960.30	22980.52	17115.18	10.86
商业银行债券	57	35	89	57	83.87	3933.70	1132.00	4402.50	1878.90	29.67
非银行金融机构债券	12	11	13	11	37.50	421.00	189.00	632.00	657.00	128.13
政府支持机构债券	15	14	16	5	-50.00	2000.00	1900.00	2150.00	700.00	-53.33
企业债券	484	374	583	178	-57.31	6499.31	4752.30	6961.98	1936.62	-60.58
一般企业债	479	373	575	176	-57.18	6484.50	4748.30	6898.50	1921.40	-60.51
集合企业债	5	1	8	2	-66.67	14.81	4.00	63.48	15.22	-67.94
中期票据	563	507	711	440	13.11	8153.30	6716.20	9368.40	5845.90	21.07
美元中期票据(亿美元)	0	1	0	0	NA	0.00	2.00	0.00	0.00	NA
集合票据	45	31	3	2	-33.33	100.02	66.39	4.30	4.26	-0.93
短期融资券	933	1076	1515	1337	57.67	13981.47	15859.80	21517.53	17290.20	37.09
短期融资券	808	860	1072	605	-6.64	8159.47	8324.80	10521.53	5241.90	-23.22
超级短期融资券	125	216	443	732	266.00	5822.00	7535.00	10996.00	12048.30	108.25
证券公司短期融资券	16	134	257	128	-8.57	561.00	2995.90	4246.90	2151.60	-6.39
资产支持证券(银行间)	0	10	224	148	87.34	0.00	109.06	2793.50	1448.29	29.96
资产支持证券(交易所)	12	29	134	309	451.79	31.80	73.98	427.14	592.14	207.03
非金融企业资产支持票据	14	18	28	8	-46.67	57.00	48.00	89.20	32.00	-28.89
非公开定向债务融资工具	251	534	1199	578	-19.39	3813.30	5668.08	10180.16	4735.35	-21.98
公司债	294	358	469	205	-23.51	2622.81	1698.54	1407.53	1668.24	146.39
证券公司债	1	38	106	205	632.14	0.20	1179.60	2497.05	6877.40	951.59
可转债	5	8	13	2	-66.67	163.55	544.81	320.99	84.00	-21.19
可交换债	0	1	5	4	300.00	0.00	2.57	59.76	33.98	843.89
项目收益票据	0	0	3	2	NA	0.00	0.00	8.00	15.00	200.00
同业存单	0	10	972	2630	1765.25	0.00	340.00	8975.60	21643.00	1078.04
合计	2956	3582	6883	6919	97.97	79900.72	87764.54	119695.41	109163.51	67.35

注: 1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计, 存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计; 2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券, 其中“政府支持机构债券”存量数据仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数, 不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数; 4. 美元中期票据以亿美元计, 合计数中不包含美元中期票据; 5. “公司债”不包含证券公司债券; 在两个交易所同时发行的发行人, 则债券发行期数计作2期, 发行规模为两个交易所发行规模的总和; 6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券, 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. “资产支持证券(银行间)”存量情况只包括中国债券信息网公布的资产支持证券, 不包括上海清算所公布的信贷资产支持证券; 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2015年8月20日已披露的本季度数据。

资料来源: 中国债券信息网, 上海清算所, 非银行金融机构债、资产支持证券(交易所)、公司债、证券公司债、可转债、可交换债数据来源于Wind资讯

1 年期短融、5 年期中票、7 年期企业债券发行利率走势

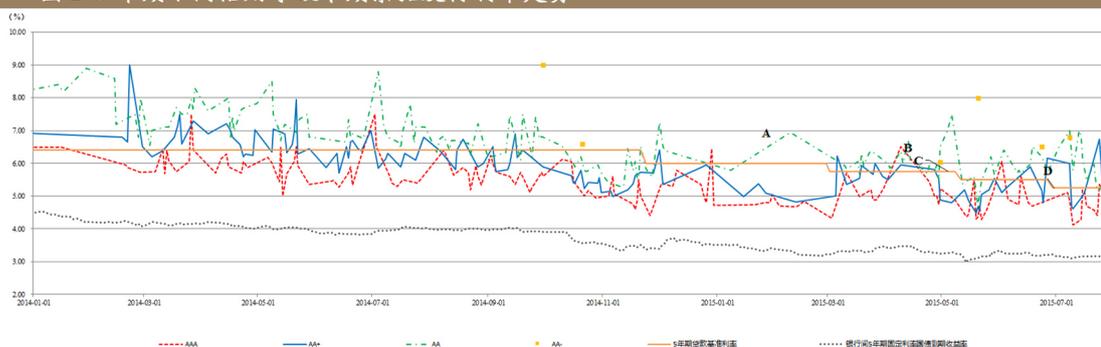
图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



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. A：2014 年 11 月 22 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.40 个百分点至 5.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整；B：2015 年 3 月 1 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整；C：2015 年 5 月 10 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.10%，其他各档次贷款基准利率相应调整；D：2015 年 6 月 28 日，中国人民银行下调一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 4.85%，其他各档次贷款基准利率相应调整。以下同；3. 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，以下同；4. 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。

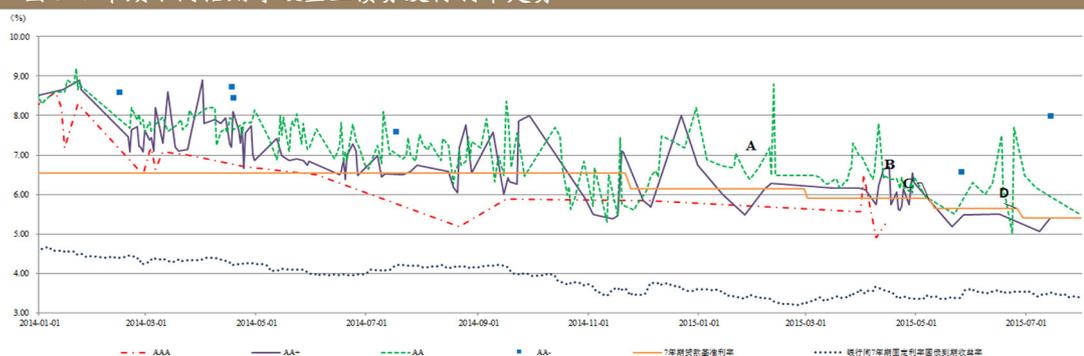
资料来源：中国债券信息网、上海清算所、Wind 资讯、联合资信整理，以下同。

图 2 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势



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

图 3 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



联合资信评估有限公司工商企业评级公告

(2015年6月1日至2015年7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			
山西潞安矿业(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-02	AAA/ 稳定	2015-06-25			
	2015年度第三期中期票据	20	AAA	2015-04-02	AAA	2015-06-25	2015-06-23	5+N	6.39
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-08-07	AA+/ 稳定	2015-05-27			
	2015年第一期短期融资券	10			A-1	2015-05-27	2015-07-24	366天	3.60
深圳能源集团股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-27	AAA/ 稳定	2015-06-26			
	2015年度第一期短期融资券	35			A-1	2015-05-27	2015-06-18	366天	3.88
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 负面	2015-02-03	AAA/ 负面	2015-07-27			
	2015年度第二期短期融资券	25	A-1	2015-02-03	A-1	2015-07-27	2015-06-12	366天	4.70
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-21	AAA/ 稳定	2015-05-26			
	2015年度第二期中期票据	25			AAA	2015-05-21	2015-06-10	5+5	4.30
重庆化医控股(集团)公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-02-10	AA+/ 稳定	2015-07-14			
	2015年度第一期短期融资券	10	A-1	2015-02-10	A-1	2015-07-14	2015-06-11	366天	4.40
中国中铁股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-24	AAA/ 稳定	2015-06-16			
	2015年度第二期中期票据	30	AAA	2015-04-24	AAA	2015-06-16	2015-06-11	5+N	5.20
山东黄金集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-27	AAA/ 稳定	2015-06-12			
	2015年度第一期中期票据	20			AAA	2015-05-27	2015-07-15	3+N	4.89
山东省商业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-30	AA+/ 稳定	2015-07-17			
	2015年度第一期短期融资券	15			A-1	2015-06-24	2015-07-24	366天	3.46
	2015年度第一期中期票据	10	AA+	2015-03-12	AA+	2015-07-17	2015-06-23	5+N	6.19
重庆机电控股(集团)公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-20	AA/ 稳定	2015-05-22			
	2015年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-05-20	2015-07-29	366天	3.89
广东温氏食品集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-03-04	AA+/ 稳定	2015-07-27			
	2015年度第一期短期融资券	5	A-1	2015-02-06	A-1	2015-07-27	2015-06-17	366天	4.60
广东物资集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-01-05	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2015年度第一期短期融资券	8	A-1	2015-01-05	A-1	2015-07-28	2015-07-09	366天	4.14
北京经济技术投资开发总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-03-31	AAA/ 稳定	2015-07-29			
	2015年度第一期短期融资券	10	A-1	2014-12-31	A-1	2015-07-29	2015-07-15	366天	3.65
	2015年度第一期中期票据	15			AAA	2015-03-31	2015-07-20	3	4.14
湖南省高速公路建设开发总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-24	AAA/ 稳定	2015-07-28			
	2015年度第一期短期融资券	25	A-1	2015-04-24	A-1	2015-07-28	2015-06-12	366天	4.30
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-04	AA/ 稳定	2015-07-10			
红豆集团有限公司	2015年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-06-04	2015-07-03	366天	4.98
	2015年度第一期中期票据	5	AA	2014-12-04	AA	2015-07-10	2015-06-10	3+N	7.30
东方集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-09	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015年度第二期中期票据	7.5	AA	2015-01-07	AA	2015-06-30	2015-06-17	3	6.50
大连机床集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-10	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2015年度第二期短期融资券	2			A-1	2015-04-10	2015-07-28	366天	5.09
	2015年度第一期中期票据	4			AA	2015-02-05	2015-07-29	3	7.00
阳谷祥光铜业有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-13	AA/ 稳定	2015-04-20			
	2015年度第一期中期票据	10			AA	2015-04-20	2015-07-27	3	6.50
中国中煤能源股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-08	AAA/ 稳定	2015-05-29			
	2015年度第一期中期票据	100			AAA	2015-05-08	2015-06-17	7	4.95
冀东发展集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 负面	2015-06-02	AA+/ 负面	2015-06-15			
	2015年度第一期短期融资券	13			A-1	2015-06-02	2015-07-10	366天	4.65
佛山公用事业控股有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-25	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2015年度第一期中期票据	4	AA+	2015-05-25	AA+	2015-07-30	2015-06-04	5	5.30
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-01-06	AA+/ 稳定	2015-07-29			
河北出版传媒集团有限责任公司	2015年度第一期中期票据	6	AA+	2015-01-06	AA+	2015-07-29	2015-07-24	5	4.40
	2012年度第一期中期票据	5.0	AA	2014-6-30	AA+	2015-7-29	2012-11-13	5	6.08
	2013年度第一期中期票据	3.0	AA	2014-6-30	AA+	2015-7-29	2013-7-16	5	5.58
深圳华强集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 正面	2015-04-20	AA/ 正面	2015-07-30			
	2015年度第一期短期融资券	10	A-1	2015-04-20	A-1	2015-07-30	2015-06-10	366天	4.30

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
中国城市建设控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-01-29	AA+/ 稳定	2015-06-18			
	2015 年度第一期中期票据	18			AA+	2015-01-29	2015-07-13	5	4.93
杭州市城市建设发展集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-04-15			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-04-15	2015-06-24	366 天	4.28
	2015 年度第一期中期票据	5			AA+	2015-04-15	2015-07-14	5+2	4.90
珠海联邦制药股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-23	AA-/ 稳定	2015-01-13			
	2015 年度第一期短期融资券	8			A-1	2015-01-13	2015-07-09	366 天	7.20
中国建筑材料集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-02-09	AAA/ 稳定	2015-07-28			
	2015 年度第二期中期票据	50	AAA	2015-02-09	AAA	2015-07-28	2015-06-08	5+N	5.46
天津市政投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-02-09	AA/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-02-09	2015-07-31	366 天	3.71
台州市椒江区国有资产经营有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-22	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年公司债券	10			AA	2015-05-22	2015-07-03	7	6.18
福州市城乡建设发展总公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-09	AA+/ 稳定	2015-06-12			
	2015 年第二期公司债券	6			AA+	2015-06-09	2015-07-07	7	4.89
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	2015-04-23	AA+/ 稳定	2015-06-29			
	2015 年度第一期短期融资券	10	A-1	2015-04-07	A-1	2015-06-29	2015-06-15	366 天	4.55
山东玉皇化工有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-20	AA/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第三期短期融资券	4	A-1	2015-05-20	A-1	2015-07-24	2015-06-18	366 天	6.00
北京京能清洁能源电力股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-15	AAA/ 稳定	2015-07-22			
	2015 年度第二期短期融资券	20			A-1	2015-06-15	2015-07-20	366 天	3.30
唐山冀东水泥股份有限公司	2015 年度第一期中期票据	15	AAA	2015-01-21	AAA	2015-07-22	2015-06-18	3+N	5.15
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-03-05	AA+/ 负面	2015-05-22			
唐山冀东水泥股份有限公司	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-03-05	2015-07-29	366 天	3.98
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-12-09	AA/ 稳定	2015-07-28			
山西省国新能源发展集团有限公司	2015 年度第一期中期票据	3.4			AA	2014-12-09	2015-07-27	3	5.55
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-01	AA/ 稳定	2015-07-30			
江苏方洋集团有限公司	2015 年度第一期中期票据	8	AA	2014-11-21	AA	2015-07-30	2015-06-24	5	6.30
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-03	AA/ 稳定	2015-07-16			
绵阳科技城发展投资(集团)有限公司	2015 年度第二期短期融资券	6			A-1	2015-06-03	2015-07-24	366 天	3.80
	2015 年度第一期中期票据	5	AA	2015-03-11	AA	2015-07-16	2015-06-16	5	6.05
大洼县城市建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-25	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年公司债券	8			AA	2015-05-25	2015-06-11	7	6.29
山东焦化集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-29	AA/ 稳定	2015-05-20			
	2015 年度第二期短期融资券	6			A-1	2015-04-29	2015-06-03	366 天	6.20
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-25	AA+/ 稳定	2015-07-02			
	2015 年度第一期短期融资券	7			A-1	2015-05-25	2015-07-10	366 天	3.67
赣州开发区建设投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-27	AA/ 稳定	2014-12-05			
	2015 年度第一期中期票据	8			AA	2014-12-05	2015-06-12	5+2	6.38
福建省电子信息(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-06	AA+/ 稳定	2015-06-26			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-03-06	2015-07-17	365 天	3.80
	2014 年度第二期中期票据	4	AA	2014-07-08	AA+	2015-06-26	2014-08-21	5	6.30
福建省南平市高速公路有限责任公司	2014 年度第一期中期票据	4.5	AA	2014-06-24	AA+	2015-06-26	2014-02-14	5	6.80
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-17	AA/ 稳定	2015-07-29			
永泰能源股份有限公司	2015 年度第一期短期融资券	5	A-1	2015-02-09	A-1	2015-07-29	2015-06-17	366 天	4.63
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-11	AA/ 稳定	2015-06-12			
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	2015 年度第二期短期融资券	15			A-1	2015-06-12	2015-07-22	366 天	5.00
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-17	AA/ 稳定	2015-07-16			
国电南京自动化股份有限公司	2015 年度第一期中期票据	5	AA	2014-12-08	AA	2015-07-16	2015-06-24	3	5.23
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-10	AA/ 稳定	2015-05-18			
天津华勘集团有限公司	2015 年度第一期短期融资券	4			A-1	2015-05-18	2015-06-30	366 天	4.38
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-25	AA/ 稳定	2015-07-02			
深业集团有限公司	2015 年度第一期中期票据	2.5	AA	2015-01-08	AA	2015-07-02	2015-06-17	3	5.50
	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-12-24	AAA/ 稳定	2015-06-29			
深业集团有限公司	2015 年度第一期中期票据	37	AAA	2014-12-24	AAA	2015-06-29	2015-06-04	5	4.90

续上表

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			
江苏长电科技股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-08-20	AA-/ 稳定	2015-04-14			
	2015年度第一期短期融资券	4			A-1	2015-04-14	2015-06-24	366天	6.25
宁夏国有资本运营集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-18	AA+/ 稳定	2015-05-20			
	2015年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-05-18	2015-07-03	366天	4.06
北京二商集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-09-10	AA+/ 稳定	2015-02-15			
	2015年度第一期短期融资券	4			A-1	2015-02-15	2015-06-15	366天	4.15
国家开发投资公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-13	AAA/ 稳定	2015-07-28			
	2015年度第二期中期票据	30	AAA	2015-05-13	AAA	2015-07-28	2015-06-12	5+N	5.20
成都地铁有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-03	AAA/ 稳定	2015-07-27			
	2015年度第一期中期票据	5	AA+	2015-04-03	AAA	2015-07-27	2015-06-18	5	5.18
	2014年度第一期中期票据	10	AA+	2014-09-30	AAA	2015-07-27	2014-07-14	5	5.90
株洲高科集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-24	AA/ 稳定	2015-05-04			
	2015年度第一期短期融资券	2			A-1	2015-04-24	2015-07-13	366天	4.30
济南西城投资开发集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-24	AA+/ 稳定	2015-07-28			
	2015年度第一期中期票据	2	AA+	2014-12-19	AA+	2015-07-28	2015-06-12	3	5.05
上海大屯能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-20	AA+/ 稳定	2015-05-25			
	2015年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-05-20	2015-07-15	366天	4.14
冀中能源邯郸矿业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-13	AA/ 稳定	2015-06-12			
	2015年度第二期中期票据	3.6			AAA	2014-12-09	2015-07-28	5	6.20
武汉旅游发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-23	AA/ 稳定	2015-07-24			
	2015年度第一期短期融资券	3	A-1	2015-03-23	A-1	2015-07-24	2015-06-10	366天	4.49
国电江苏电力有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-01-06	AAA/ 稳定	2015-06-03			
	2015年度第二期短期融资券	2			A-1	2015-06-03	2015-07-24	90天	2.90
	2015年度第三期短期融资券	1			A-1	2015-06-03	2015-07-24	90天	2.90
深圳市百业源投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2014-11-21			
	2015年度第一期中期票据	3			AA+	2014-11-21	2015-06-15	3	5.40
天津铁路建设投资控股(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-03	AA+/ 稳定	2014-09-19			
	2015年度第一期短期融资券	16			A-1	2014-09-19	2015-07-22	366天	3.50
百隆东方股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-07-23			
	2015年度第一期短期融资券	3			A-1	2014-07-23	2015-06-18	366天	5.00
滨州城建投资经营有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-07-28			
	2015年度第一期中期票据	2			AA	2014-07-28	2015-07-21	2	4.54
佛山华新包装股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-01-05			
	2015年度第一期中期票据	2			AA	2015-01-05	2015-07-29	3	5.28
福建东百集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-12-19	AA-/ 稳定	2015-07-24			
	2015年度第一期短期融资券	1.5	A-1	2014-12-19	A-1	2015-07-24	2015-07-14	366天	6.80
福州城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-04-17			
	2015年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-04-17	2015-07-21	365天	3.55
	2015年度第一期中期票据	5			AA+	2015-04-17	2015-07-08	5	4.85
广州万力集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-11-13			
	2015年度第一期中期票据	8			AA	2014-11-13	2015-06-10	5	5.40
海峡出版发行集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-20			
	2015年度第一期短期融资券	2			A-1	2015-04-20	2015-06-25	366天	4.54
华电江苏能源有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-04-01			
	2015年度第一期短期融资券	4			A-1	2015-04-01	2015-07-21	366天	3.50
锦州港股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-12-25			
	2015年度第一期中期票据 (品种一)	10			AA	2014-12-25	2015-07-09	3	5.15
南昌轨道交通集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-07-17			
	2015年可续期公司债券 (品种二)	36			AA+	2015-07-17	2015-07-31	5+5+5	5.07

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
南京地铁集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-09-26			
	2015 年度第一期中期票据 (品种一)	20			AAA	2014-09-26	2015-07-16	5	4.59
南京高科股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-12-12			
	2015 年度第一期中期票据	5			AA	2014-12-12	2015-07-17	3	4.73
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	2014-10-28			
	2015 年度第一期中期票据	3			AA	2014-10-28	2015-07-16	5	5.54
山东滕建投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-14			
	2015 年公司债券	8			AA	2015-05-14	2015-06-05	7	6.00
深圳市兆驰股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-08-29			
	2015 年度第一期短期融资券	2			A-1	2014-08-29	2015-06-11	366 天	5.10
太仓港协鑫发电有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-29			
	2015 年度第一期中期票据	2			AA	2015-06-29	2015-07-10	3	6.80
潍坊高新城市建设投资开发 有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-08			
	2015 年公司债券	10			AA	2015-05-08	2015-06-17	7	6.05
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	2015-04-28			
	2015 年度第一期中期票据	5			AA	2015-04-28	2015-06-25	5	5.79
长沙县通途公路建设投资有 限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-22			
	2015 年公司债券	7			AA	2015-05-22	2015-06-18	7	6.00
重庆豪江建设开发有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-08-22			
	2015 年度第一期中期票据	7			AA	2014-08-22	2015-06-30	5	6.45
武汉市城市建设投资开发集 团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-06-30	AAA/ 稳定	2015-06-19			
	2005 年公司债券	10	AAA	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2005-12-26	15	4.70
	2007 年公司债券	6	AAA	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2007-06-27	15	5.03
	2011 年度第一期中期票据	20	AA+	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2011-03-25	5	5.68
	2012 年度第一期中期票据	20	AA+	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2012-09-25	3+2	5.70
	2012 年度第二期中期票据	20	AA+	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2012-10-16	5+5	6.30
	2013 年公司债券	12	AA+	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2013-03-08	7	5.60
2014 年度第一期中期票据	20	AA+	2014-06-30	AAA	2015-06-19	2014-02-12	5+5	7.99	
中海集装箱运输股份有限公 司	企业主体长期信用		AAA/ 负面	2014-07-15	AAA/ 稳定	2015-06-26			
	2007 年公司债券	18	AAA	2014-07-15	AAA	2015-06-26	2007-06-12	10	4.51
江西省高速公路投资集团有 限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-15	AAA/ 稳定	2015-07-29			
	2007 年公司债券	15	AAA	2014-07-15	AAA	2015-07-29	2007-07-30	10+5	5.49
淮北矿业(集团)有限责任公 司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-07	AA+/ 负面	2015-07-20			
	2007 年公司债券	6	AAA	2014-07-07	AAA	2015-07-20	2007-08-08	10	5.20
	2008 年公司债券	7	AAA	2014-07-07	AAA	2015-07-20	2008-11-11	5+2	5.79
四川省煤炭产业集团有限责 任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-29	AA/ 负面	2015-06-26			
	2007 年公司债券	5	AAA	2014-07-29	AAA	2015-06-26	2007-11-27	10	6.02
厦门钨业股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-27	AA+/ 稳定	2015-06-26			
	2012 年度第一期中期票据	5	AA	2014-06-27	AA+	2015-06-26	2012-12-19	3	5.56
	2013 年度第一期中期票据	6	AA	2014-06-27	AA+	2015-06-26	2013-04-03	3	5.05
绍兴市水务集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-27	AA+/ 稳定	2015-06-23			
	2009 年公司债券	15	AA+	2014-06-27	AA+	2015-06-23	2009-02-09	5+2	5.78
	2014 年度第一期中期票据	5	AA	2014-05-29	AA+	2015-06-23	2014-11-03	5	5.20
海盐县国有资产经营有限公 司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-30	AA/ 稳定	2015-06-29			
	2009 年公司债券	10	AA	2014-06-30	AA	2015-06-29	2009-03-30	4+3	7.16
	2013 年公司债券	12	AA+	2014-06-30	AA+	2015-06-29	2013-09-04	7	7.00
滁州市交通基础设施开发建 设有限公司	企业主体长期信用		A/ 稳定	2014-06-27	A+/ 稳定	2015-06-16			
	2009 年公司债券	5	A+	2014-06-27	AA-	2015-06-16	2009-04-07	5+2	7.90

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
海宁市资产经营公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-23	AA+/ 稳定	2015-06-30			
	2009年公司债券	12	AA	2014-07-23	AA+	2015-06-30	2009-04-27	5+2	5.50
	2012年度第一期中期票据	10	AA	2014-07-23	AA+	2015-06-30	2012-12-12	5	6.25
	2014年度第一期中期票据	10	AA	2014-07-11	AA+	2015-06-30	2014-09-22	5	6.20
桐乡市城市建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-30	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2009年公司债券	12	AA	2014-07-30	AA+	2015-06-30	2009-04-29	5+2	5.58
厦门海沧投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-22	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2013年度第一期中期票据	6	AA	2014-07-15	AA+	2015-07-30	2013-10-17	5	6.90
扬州经济技术开发区开发总公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-08-05	AA/ 稳定	2015-07-30			
	2009年企业债券	8	AA	2014-08-05	AA	2015-07-30	2009-05-12	7	5.80
汉江水利水电(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-01-20	AA/ 稳定	2015-07-27			
	2010年度第一期中期票据	3	AA	2014-07-18	AA	2015-07-27	2010-10-18	5	4.77
	2011年企业债券	6	AA+	2014-07-18	AA+	2015-07-27	2011-04-15	3+3	5.65
	2011年度第一期中期票据	3	AA	2014-07-18	AA	2015-07-27	2011-10-24	5	7.25
	2015年度第一期短期融资券	4	A-1	2015-01-20	A-1	2015-07-27	2015-05-21	366天	4.68
湖州市交通投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-30	AA+/ 稳定	2015-06-29			
	2009年公司债券	15	AA+	2014-07-30	AA+	2015-06-29	2009-05-21	5+2	5.48
	2012年度第一期中期票据	5	AA	2014-07-30	AA+	2015-06-29	2012-01-05	5	7.48
	2012年度第二期中期票据	5	AA	2014-07-30	AA+	2015-06-29	2012-10-23	5	6.30
	2013年度第一期中期票据	5	AA	2014-07-30	AA+	2015-06-29	2013-09-17	5	7.00
中国远洋控股股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 负面	2014-06-27	AAA/ 稳定	2015-06-25			
	2010年度第一期中期票据	50	AAA	2014-06-27	AAA	2015-06-25	2010-09-03	10	4.35
	2011年度第一期中期票据	40	AAA	2014-06-27	AAA	2015-06-25	2011-11-29	7	5.45
远洋地产有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-30	AA+/ 稳定	2015-06-19			
	2009年公司债券	26	AA	2014-06-30	AA+	2015-06-19	2009-06-23	3+3	4.40
株洲市城市建设发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-30	AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2009年企业债券	15	AA+	2014-06-30	AA+	2015-06-30	2009-08-28	7	7.00
	2011年企业债券	15	AA	2014-06-30	AA+	2015-06-30	2011-11-10	5+5	8.36
	2013年公司债券	20	AA	2014-06-30	AA+	2015-06-30	2013-10-16	7	6.30
	2014年度第一期中期票据	10	AA+	2014-06-30	AA+	2015-07-29	2014-06-19	5	6.78
	2014年度第一期短期融资券	6	A-1	2015-04-13	A-1	2015-07-29	2014-10-15	365天	4.84
	2015年度第一期中期票据	8	AA	2015-01-06	AA+	2015-07-29	2015-03-09	5	5.93
	2015年度第一期短期融资券	7	A-1	2015-04-01	A-1	2015-07-29	2015-05-14	366天	4.00
北京首都创业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-28	AAA/ 稳定	2015-07-30			
	2011年度第一期中期票据	8	AA+	2014-07-28	AAA	2015-07-30	2011-01-11	5	5.26
	2011年度第二期中期票据	35	AA+	2014-07-28	AAA	2015-07-30	2011-02-18	5	5.73
北京汽车投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-06-25	AAA/ 稳定	2015-06-26			
	2010年企业债券	15	AA+	2014-06-25	AAA	2015-06-26	2010-01-29	5+2	5.18
贵州产业投资(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-03	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2010年企业债券	5	AA-	2014-07-03	AA	2015-07-28	2010-02-03	4+2	6.90
石药集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-07	AA+/ 稳定	2015-06-26			
	2010年度第一期中期票据	6	AA+	2014-07-07	AA+	2015-06-26	2010-09-09	5	4.00(浮)
	2011年度第一期中期票据	6	AA+	2014-07-07	AA+	2015-06-26	2011-06-28	5	6.05(浮)
	2013年度第一期中期票据	5	AA+	2014-07-07	AA+	2015-06-26	2013-03-19	3	5.18
太原重型机械集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-27	AA/ 负面	2015-06-30			
	2010年企业债券	8.4	AAA	2014-06-27	AAA	2015-06-30	2010-12-31	5+5	5.29
人福医药集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-04-03	AA+/ 稳定	2015-06-17			
	2012年度第一期中期票据	6	AA	2014-04-03	AA+	2015-06-17	2012-11-08	3	5.54
	2014年度第一期中期票据	6	AA	2014-03-21	AA+	2015-06-17	2014-05-12	2	5.95

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
奇瑞汽车股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-03-04	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2010 年度第一期中期票据	18	AA	2014-06-12	AA	2015-07-28	2010-09-29	3+2	4.20
	2012 年度第一期中期票据	18	AA	2014-06-12	AA	2015-07-28	2012-10-16	3	5.49
	2014 年度第一期中期票据	18	AA	2014-06-12	AA	2015-07-28	2014-10-13	2	6.50
	2015 年度第一期短期融资券	14	A-1	2014-11-04	A-1	2015-07-28	2015-02-05	365 天	6.00
	2015 年度第二期短期融资券	20	A-1	2015-03-04	A-1	2015-07-28	2015-04-08	366 天	6.00
云南建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-29	AA+/ 稳定	2015-06-25			
	2010 年企业债券	8	AA	2014-06-06	AA+	2015-04-29	2010-11-19	3+3	5.80
	2012 年度第一期中期票据	4	AA	2014-06-06	AA+	2015-06-25	2012-11-01	5	5.98
	2013 年度第一期中期票据	5	AA	2014-06-06	AA+	2015-06-25	2013-10-22	5	7.30
	2014 年度第一期中期票据	5	AA	2014-06-06	AA+	2015-06-25	2014-03-26	3+2	7.60
重庆市江津区华信资产经营 (集团)有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-27	AA/ 稳定	2015-06-29			
	2011 年企业债券	6	AA	2014-06-27	AA	2015-06-29	2011-01-06	5+2	6.95
德州德达城市建设投资运营 有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-25	AA+/ 稳定	2015-06-30			
	2010 年企业债券	7	AA	2014-06-25	AA+	2015-06-30	2010-08-09	5+2	5.71
	2012 年公司债券	10	AA	2014-06-25	AA+	2015-06-30	2012-10-18	7	7.14
广州市水务投资集团有限公 司	2014 年公司债券	18	AA+	2014-03-05	AA+	2015-06-30	2014-06-26	7	6.48
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-28	AAA/ 稳定	2015-07-30			
黄山旅游集团有限公司	2013 年度第一期中期票据	15	AA+	2014-07-28	AAA	2015-07-30	2013-01-18	5	5.40
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-25	AA+/ 稳定	2015-07-16			
嘉兴市现代服务业发展投资 集团有限公司	2011 年度第一期中期票据	2	AA	2014-06-25	AA+	2015-07-16	2011-06-28	5	6.75
	2013 年度第一期中期票据	3	AA	2014-06-25	AA+	2015-07-16	2013-05-10	5	5.42
重庆市水务资产经营有限公 司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-29	AA+/ 稳定	2015-07-28			
	2011 年企业债券	18	AA	2014-07-29	AA+	2015-07-28	2011-07-05	5+2	6.80
中煤集团山西华昱能源有限 公司	2014 年度第一期中期票据	5	AA	2014-07-29	AA+	2015-07-28	2014-05-13	5	7.20
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-28	AAA/ 稳定	2015-07-29			
正泰集团股份有限公司	2011 年度第一期中期票据	7	AA+	2014-07-28	AAA	2015-07-29	2011-07-13	5	5.83
	2011 年度第二期中期票据	8	AA+	2014-07-28	AAA	2015-07-29	2011-09-09	5	6.65
	企业主体长期信用		AA+/ 负面	2015-01-29	AA/ 稳定	2015-07-03			
同方股份有限公司	2011 年度第一期中期票据	9	AA+	2014-07-25	AA	2015-07-03	2011-09-07	5	6.56
	2012 年度第一期中期票据	8.5	AA+	2014-07-25	AA	2015-07-03	2012-12-25	5	5.53
	2015 年度第一期短期融资券	6	A-1	2015-01-29	A-1	2015-07-03	2015-04-03	366 天	6.30
江阴兴澄特种钢铁有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-01-07	AA+/ 稳定	2015-06-12			
	2012 年度第一期中期票据	12	AA	2014-07-23	AA+	2015-06-12	2012-12-11	3	5.80
广西铁路投资(集团)有限公 司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-09	AAA/ 稳定	2015-07-09			
	2012 年度第一期中期票据	7	AA+	2014-07-09	AAA	2015-07-09	2012-11-26	3	5.09
	2014 年度第一期中期票据	8	AA+	2013-06-19	AAA	2015-07-09	2014-03-20	5	6.60
	2014 年度第二期中期票据	7	AA+	2014-07-09	AAA	2015-07-09	2014-10-23	3	4.95
企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-05-21	AA+/ 稳定	2015-07-28				
	2012 年度第一期中期票据	2	AA	2014-05-21	AA+	2015-07-28	2012-11-27	5	6.06
企业主体长期信用	2013 年度第一期中期票据	5	AA	2014-05-21	AA+	2015-07-28	2013-06-03	3	4.93
	2012 年度第一期中期票据	8	AA+	2014-06-17	AAA	2015-07-27	2012-02-07	5	5.39
	2012 年公司债券	10	AA+	2014-06-17	AAA	2015-06-29	2012-03-29	7+3	6.98
	2014 年度第一期中期票据	12	AA+	2014-06-17	AAA	2015-07-27	2014-03-14	5	6.80
	2014 年公司债券	10	AA+	2014-05-28	AAA	2015-06-29	2014-06-18	7+3	6.89
	2014 年度第二期中期票据	10	AA+	2014-07-14	AAA	2015-07-27	2014-08-18	5+2	6.05
	2015 年度第一期中期票据	8	AA+	2014-10-23	AAA	2015-07-27	2015-05-11	7	5.75

续上表

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			
华天酒店集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-19	AA-/ 负面	2015-07-07			
	2014 年度第一期中期票据	3	AA-	2014-06-19	AA-	2015-07-07	2014-01-16	3	8.70
浙江省兴合集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-30	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2012 年度第一期中期票据	6	AA	2014-07-30	AA+	2015-07-30	2012-02-07	5	6.43
	2013 年度第一期中期票据	4	AA	2014-07-30	AA+	2015-07-30	2013-11-07	5	7.30
安徽水利开发股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-21	AA/ 稳定	2015-06-11			
	2014 年度第一期中期票据	2	AA-	2014-07-21	AA	2015-06-11	2014-05-15	3	7.80
安徽中鼎控股(集团)股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-30	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2012 年度第一期中期票据	4.2	AAA	2014-07-30	AAA	2015-07-28	2012-09-27	3	5.35
青岛国信发展(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-11	AAA/ 稳定	2015-06-18			
	2010 年企业债券	12	AA+	2014-06-27	AAA	2015-06-18	2010-11-16	5+5	5.53
	2012 年度第一期中期票据	5	AA+	2014-06-27	AAA	2015-06-18	2012-11-15	5	5.57
	2012 年公司债券	20	AA+	2014-06-27	AAA	2015-06-18	2012-12-12	10	6.40
	2014 年度第一期中期票据	5	AA+	2014-09-12	AAA	2015-06-18	2014-10-14	5	5.45
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	2014-07-29	AA+/ 稳定	2015-06-26			
	2012 年度第一期中期票据	4.7	AA	2014-07-29	AA+	2015-06-26	2012-10-23	5	6.10
黑龙江北大荒农垦集团总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-09-23	AAA/ 稳定	2015-07-06			
	2012 年度第一期中期票据	15	AA+	2014-06-23	AAA	2015-07-06	2012-11-14	3	5.10
	2013 年度第一期中期票据	20	AA+	2014-06-23	AAA	2015-07-06	2013-03-27	3	4.87
浙江省杭州市中小企业	2012 年度第一期区域集优中小企业集合票据	5	AAA	2014-07-30	AAA	2015-07-30	2012-12-24	3	5.90
1、杭州东方文化园旅业集团有限公司 2、浙江华欣新材料股份有限公司	企业主体长期信用	2	A/ 稳定	2014-07-30	A+/ 稳定	2015-07-30			
	企业主体长期信用	2	BBB-/ 负面	2014-07-30	BB+/ 负面	2015-07-30			
南京新港开发总公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-27	AA+/ 稳定	2015-06-29			
	2013 年企业债券	7	AA	2014-06-27	AA+	2015-06-29	2013-01-08	7	6.80
南通市港闸区国有资产经营总公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-27	AA/ 稳定	2015-06-19			
	2013 年企业债券	12	AA+	2014-06-27	AA+	2015-06-19	2013-01-09	7	7.15
山东省青岛市中小企业	2013 年度第一期中中小企业集合票据	1.2	AAA	2014-07-30	AAA	2015-07-16	2013-01-16	3	6.00
1、青岛三特电器有限公司	企业主体长期信用	0.6	列入下调观察名单	2015-03-23	BB/ 负面	2015-07-16			
广东省建筑工程集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-09-26	AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2013 年度第一期中期票据	4	AA	2014-07-30	AA+	2015-07-29	2013-02-25	3	5.17
	2014 年度第一期中期票据	3.5	AA	2014-09-26	AA+	2015-07-29	2014-11-17	3	5.20
斗山工程机械(中国)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2014-07-29	AA-/ 稳定	2015-07-24			
	2013 年度第一期中期票据	6	AA	2014-07-29	AA-	2015-07-24	2013-03-21	3	5.50
重庆路桥股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-20	AA/ 稳定	2015-06-11			
	2013 年度第一期中期票据	4.5	AA-	2014-06-20	AA	2015-06-11	2013-03-28	3	5.93
中国建筑一局(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-17	AA+/ 稳定	2015-07-03			
	2014 年度第一期中期票据	4	AAA	2014-07-29	AAA	2015-07-03	2014-04-21	5	6.40
	2014 年度第一期短期融资券	7	A-1	2015-03-17	A-1	2015-07-03	2014-09-16	365 天	5.37
湖北恒信德龙实业有限公司	2014 年度第二期中期票据	4	AAA	2014-08-19	AAA	2015-07-03	2014-09-16	5	5.85
	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-23	AA/ 稳定	2015-07-29			
湖北恒信德龙实业有限公司	2013 年度第一期中期票据	3	AA+	2014-07-23	AA+	2015-07-29	2013-04-16	3	5.70
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-13	AAA/ 稳定	2015-07-17			
无锡产业发展集团有限公司	2014 年度第一期中期票据	10	AA+	2014-06-16	AAA	2015-07-17	2014-04-03	5	7.00
	2014 年度第二期中期票据	10	AA+	2014-06-24	AAA	2015-07-17	2014-09-15	3	5.59
	2014 年度第一期短期融资券	8	A-1	2015-04-13	A-1	2015-07-17	2014-10-13	365 天	4.92
	2015 年度第一期短期融资券	8	A-1	2014-12-15	A-1	2015-07-17	2015-01-16	365 天	4.80
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-06-19	AAA/ 稳定	2015-07-30			
山东招金集团有限公司	2012 年度第一期中期票据	7	AA+	2014-06-19	AAA	2015-07-30	2012-08-30	3	5.03

续上表

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			
隆鑫控股有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-12-22	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2013 年度第一期中期票据	4	AA-	2014-07-29	AA	2015-07-28	2013-07-12	5	7.70
	2013 年度第二期中期票据	4	AA-	2014-07-29	AA	2015-07-28	2013-09-06	3	7.99
	2015 年度第一期短期融资券	3	A-1	2014-12-22	A-1	2015-07-28	2015-05-27	366 天	6.27
洛娃科技实业集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-04-27	AA/ 稳定	2015-07-06			
	2014 年度第二期短期融资券	5	A-1	2015-04-27	A-1	2015-07-06	2014-10-27	365 天	7.00
	2015 年度第一期短期融资券	5	A-1	2015-02-05	A-1	2015-07-06	2015-04-28	365 天	6.40
海南省交通投资控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-10	AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2014 年度第一期中期票据	10	AA	2014-07-10	AA+	2015-07-29	2014-05-19	5	7.05
山东晨曦集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-09-16	AA-/ 稳定	2015-06-18			
	2014 年度第一期短期融资券	8	A-1	2014-09-16	A-1	2015-06-18	2014-07-14	365 天	7.00
安徽建工集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-03-02	AA+/ 稳定	2015-07-30			
	2014 年度第一期短期融资券	6	A-1	2015-03-02	A-1	2015-07-30	2014-09-02	365 天	5.33
重庆市轨道交通(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-09-30	AAA/ 稳定	2015-07-28			
	2014 年度第一期短期融资券	5	A-1	2014-09-30	A-1	2015-07-28	2014-08-18	365 天	5.04
重庆商业投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-10-13	AA/ 稳定	2015-07-03			
	2015 年度第一期短期融资券	5	A-1	2014-10-13	A-1	2015-07-03	2015-03-18	366 天	6.28

注：* 公告内容仅包括 2015 年 6 月 1 日至 2015 年 7 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2014年6月1日至2015年7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	2015-05-20	AAA/ 稳定	2015-07-09			
	2015 年二级资本债券	150	AA+/ 稳定	2015-05-20	AA+/ 稳定	2015-07-09	2015-06-19	5+5	5.10
渤海银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-05-07	AAA/ 稳定	2015-07-17			
	2015 年二级资本债券	90	AA+/ 稳定	2015-05-07	AA+/ 稳定	2015-07-17	2015-06-19	5+5	5.15
	2015 年金融债券(品种一)	80			AAA	2015-07-02	2015-07-28	3	4.10
	2015 年金融债券(品种二)	20					2015-07-28	5	4.25
攀枝花市商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-14	AA-/ 稳定	2015-01-16			
	2015 年二级资本债券	10			A+/ 稳定	2015-01-16	2015-07-28	5+5	6.20
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-01	AA+/ 稳定	2015-06-29			
	2015 年度第四期短期融资券	10			A-1	2015-06-01	2015-06-08	91 天	3.09
	2015 年度第五期短期融资券	10			A-1	2015-06-29	2015-07-06	85 天	3.10
国都证券有限责任公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-27	AA+/ 稳定	2015-07-27			
	2015 年度第五期短期融资券	7			A-1	2015-05-27	2015-06-02	91 天	3.54
浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-01	AA/ 稳定	2015-06-25			
	2014 年第一期小型微型企业 贷款专项金融债券	15	AA-/ 稳定	2014-11-10	AA/ 稳定	2015-06-25	2014-11-27	3	5.00
	2015 年第一期小型微型企业 贷款专项金融债券	10			AA/ 稳定	2015-06-01	2015-06-19	3	4.60
兴业金融租赁有限责任公司	主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-05-25			
	2015 年第一期金融债券	20			AAA/ 稳定	2015-05-25	2015-06-08	3	4.20
国开证券有限责任公司	主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-06-01			
	2015 年度第一期短期融资券	20			A-1	2015-06-01	2015-07-27	90 天	2.90
东莞银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-29	AA+/ 稳定	2015-07-21			
	2012 年次级债券	10	AA-/ 稳定	2014-07-29	AA/ 稳定	2015-07-21	2012-11-30	5+5	6.20

续上表

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			
上海农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-25	AAA/ 稳定	2015-07-31			
	2012年金融债券	50	AA+/ 稳定	2014-07-25	AAA/ 稳定	2015-07-31	2012-12-12	3	4.40
哈尔滨银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-03-23	AAA/ 稳定	2015-07-29			
	2012年金融债券	25	AA+/ 稳定	2014-07-21	AAA/ 稳定	2015-07-29	2012-05-15	5	4.55
	2014年第一期金融债券	20	AA+/ 稳定	2014-11-17	AAA/ 稳定	2015-07-29	2014-12-15	3	4.60
	2015年第一期金融债券	40	AA+/ 稳定	2015-03-23	AAA/ 稳定	2015-07-29	2015-05-26	3	4.20
郑州银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-11-24	AA/ 正面	2015-07-31			
	2009年次级债券	6.9	AA-/ 稳定	2013-06-19	AA-/ 稳定	2014-07-02	2009-12-31	5+5	6.50
	2013年金融债券(品种一)	24	AA/ 稳定	2014-07-02	AA/ 正面	2015-07-31	2013-05-16	3	4.58
	2013年金融债券(品种二)	26					2013-05-22	5	4.80
2014年二级资本债券	20	AA-/ 稳定	2014-11-24	AA-/ 正面	2015-07-31	2014-12-12	5+5	5.73	
贵阳银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-31	AA+/ 稳定	2015-07-10			
	2010年次级债券	6	AA-/ 稳定	2014-07-31	AA/ 稳定	2015-07-10	2010-06-02	5+5	5.95
	2012年次级债券	12	AA-/ 稳定	2014-07-31	AA/ 稳定	2015-07-10	2012-12-28	5+5	6.50
江苏金融租赁股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-25	AA/ 正面	2015-07-28			
	2010年金融债券	5	AAA/ 稳定	2014-07-25	AAA/ 稳定	2015-07-28	2010-11-12	5	4.00(浮)
	2014年第一期金融债券	1	AAA/ 稳定	2014-07-25	AAA/ 稳定	2015-07-28	2014-02-18	3	6.10
	2014年第二期金融债券	14	AAA/ 稳定	2014-06-05	AAA/ 稳定	2015-07-28	2014-09-29	3	5.75
盛京银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-30	AAA/ 稳定	2015-07-16			
	2011年次级债券	9	AA/ 稳定	2014-07-30	AA+/ 稳定	2015-07-16	2011-11-03	5+5	6.50
	2014年二级资本债券	22	AA/ 稳定	2014-07-30	AA+/ 稳定	2015-07-16	2014-05-28	5+5	6.18
赣州银行股份有限公司	主体长期信用		A+/ 稳定	2014-07-30	AA-/ 稳定	2015-07-23			
	2011年次级债券	5	A/ 稳定	2014-07-30	A+/ 稳定	2015-07-23	2011-12-09	5+5	7.10
鞍山银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-30	AA/ 稳定	2015-06-09			
	2011年次级债券	7	A+/ 稳定	2014-07-30	AA-/ 稳定	2015-06-09	2011-12-21	5+5	7.15
辽阳银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-09-01	AA/ 稳定	2015-07-23			
	2011年次级债券	6	A+/ 稳定	2014-07-24	AA-/ 稳定	2015-07-23	2011-12-26	5+5	6.20
	2014年二级资本债券	5	A+/ 稳定	2014-09-01	AA-/ 稳定	2015-07-23	2014-12-18	5+5	6.40
南昌银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-30	AA+/ 稳定	2015-07-24			
	2011年次级债券	10	AA-/ 稳定	2014-07-30	AA/ 稳定	2015-07-24	2011-12-30	5+5	6.80
	2013年金融债券(品种一)	30	AA/ 稳定	2014-07-30	AA+/ 稳定	2015-07-24	2013-05-07	3	4.64
	2013年金融债券(品种二)	20					2013-05-07	5	4.80
北京农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-29	AAA/ 稳定	2015-07-22			
	2012年次级债券	51	AA/ 稳定	2014-07-29	AA+/ 稳定	2015-07-22	2012-12-27	5+5	5.60
东兴证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-05	AA+/ 正面	2015-07-31			
	2015年度第二期短期融资券	15			A-1	2015-03-20	2015-03-25	90天	5.03
	2015年度第三期短期融资券	13			A-1	2015-05-05	2015-05-11	90天	3.50
江苏江南农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-29	AA+/ 稳定	2015-07-14			
	2014年二级资本债券	10	AA-/ 稳定	2014-07-29	AA/ 稳定	2015-07-14	2014-03-25	5+5	6.90
大连农村商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-14	AA/ 稳定	2015-06-25			
	2014年第一期“三农”专项金融债券	6	AA-/ 稳定	2014-07-14	AA/ 稳定	2015-06-25	2014-10-17	3	5.90
富滇银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2014-08-19	AA+/ 稳定	2015-07-07			
	2014年第一期金融债券	20	AA/ 稳定	2014-08-19	AA+/ 稳定	2015-07-07	2014-12-23	3	5.10
	2015年第一期金融债券	20	AA/ 稳定	2014-08-19	AA+/ 稳定	2015-07-07	2015-03-20	3	5.30

注：* 公告内容仅包括 2015 年 6 月 1 日至 2015 年 7 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2014年6月1日至2015年7月31日) *

发起机构/ 贷款服务 机构	受托机构/ / 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行 利率 (%)	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日
						级别	时间	级别	时间		
北京银行股份 有限公司	北京国际 信托有限 公司	京元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券 A-1 级	12.00	19.34%	3.50			AAA	2015-05-07	2015-06-02	2019-06-30
		京元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券 A-2 级	39.10	63.01%	1 年期定期存款利率 +1.45			AAA			
		京元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券 B 级	3.24	5.22%	1 年期定期存款利率 +2.25			AA+			
		京元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券次级	7.71	12.43%	无票面利率			NR			
威海市商业银 行股份有限 公司	中融国际 信托有限 公司	威元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先 A1-1 档	7.00	33.07%	3.50			AAA	2015-05-07	2015-06-03	2021-02-15
		威元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先 A1-2 档	5.00	23.62%	3.70			AAA			
		威元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先 A2 档	3.10	14.64%	1 年期定期存款利率 +1.35			AAA			
		威元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先 B 档	3.03	14.31%	1 年期定期存款利率 +2.55			AA			
		威元 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券次级	3.04	14.36%	无票面利率			NR			
上汽通用汽车 金融有限责 任公司	华能贵诚 信托有限 公司	融腾 2015 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券优先级	35.80	89.50%	1 年期贷款基准利率 -1.60			AAA	2015-05-04	2015-06-05	2021-05-26
		融腾 2015 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券次级	4.20	10.50%	无票面利率			NR			
渤海银行股份 有限公司	北京国际 信托有限 公司	渤银 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先 A 档	25.49	78.07%	1 年期定期存款利率 +1.25			AAA	2015-04-23	2015-06-09	2019-03-31
		渤银 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先 B 档	2.76	8.45%	1 年期定期存款利率 +2.05			AA			
		渤银 2015 年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券次级档	4.40	13.48%	无票面利率			NR			
招商银行股份 有限公司	华润深国 投信托有 限公司	招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 A-1 级资产支持证券	5.00	4.74%	3.50			AAA	2015-05-28	2015-06-17	2021-01-26
		招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 A-2 级资产支持证券	45.00	42.67%	3.60			AAA			
		招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 A-3 级资产支持证券	36.65	34.75%	3.68			AAA			
		招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托优先 B 级资产支持证券	10.80	10.24%	4.20			AA			
		招元 2015 年第二期信贷资产证券化信托高收益档资产支持证券	8.02	7.60%	无票面利率			NR			
盛京银行股份 有限公司	华信信托 股份有限 公司	盛世 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A 档资产支持证券	15.95	72.50%	1 年期定期存款利率 +1.55			AAA	2015-06-05	2015-06-18	2019-10-17
		盛世 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	2.64	12.00%	1 年期定期存款利率 +2.60			AA			
		盛世 2015 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	3.41	15.50%	无票面利率			NR			

续上表

发起机构/ 贷款服务 机构	受托机构/ 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行 利率 (%)	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日
						级别	时间	级别	时间		
成都银行股份 有限公司	中铁信 托有限 公司	成银 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A 档资产支持证券	11.09	70.86%	1 年期定期存款 利率 +1.59			AAA		2015-06-19	2019-07-06
		成银 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	2.09	13.34%	1 年期定期存款 利率 +2.85			AA-	2015-04-29		
		成银 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	2.47	15.80%	无票面利率			NR			
富滇银行股份 有限公司	百瑞信 托有限 公司	富瑞 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A 档资产支持证券	15.14	68.38%	1 年期定期存款 利率 +2.10			AAA		2015-06-29	2020-01-26
		富瑞 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	3.63	16.40%	1 年期定期存款 利率 +3.00			AA	2015-04-17		
		富瑞 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	3.37	15.22%	无票面利率			NR			
招银金融租赁 有限公司	上海国 际信 托有 限公 司	招金 2015 年第一期租赁优先 A1 档 资产支持证券	4.50	35.67%	3.00			AAA		2015-07-08	2021-01-26
		招金 2015 年第一期租赁优先 A2 档 资产支持证券	5.38	42.65%	1 年期定期存款 利率 +1.55			AAA	2015-06-19		
		招金 2015 年第一期租赁优先 B 档 资产支持证券	1.52	12.05%	1 年期定期存款 利率 +3.00			A			
		招金 2015 年第一期租赁次级档 资产支持证券	1.21	9.63%	无票面利率			NR			
珠海华润银行 股份有限公司	华润深 国投 信 托有 限公 司	润元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A 档资产支持证券	9.76	69.20%	3.95			AAA		2015-07-15	2024-04-26
		润元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	2.34	16.59%	5.49			A+	2015-07-01		
		润元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	2.01	14.21%	无票面利率			NR			
宁波银行股份 有限公司	安徽国 元信 托有 限公 司	永盈 2015 年第一期消费信贷优先 A 档资产支持证券	29.96	80.99%	1 年期贷款基准 利率 +0.14			AAA		2015-07-15	2019-07-26
		永盈 2015 年第一期消费信贷优先 B 档资产支持证券	4.44	12.00%	1 年期贷款基准 利率 +0.64			A	2015-06-05		
		永盈 2015 年第一期消费信贷次级 档资产支持证券	2.59	7.01%	无票面利率			NR			

注：* 公告内容仅包括 2015 年 6 月 1 日至 2015 年 7 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息；NR 表示未予评级。

联合信用评级有限公司评级公告

(2015年6月1日至2015年7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			
京投银泰股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-05			
	2014 年公司债券	7.79			AAA	2015-06-05	2015-06-26	3	4.80
北京城乡贸易中心股份 有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-20			
	2015 年公司债券 (第一期)	3			AA	2015-04-20	2015-06-30	5	4.68
西南证券股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-05-21			
	2014 年公司债券 (第一期)	40			AAA	2015-05-21	2015-06-10	3	4.10
	2014 年公司债券 (第二期)	20			AAA	2015-05-21	2015-07-23	5	3.67

续上表

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			
航天信息股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2014-08-21			
	2015 年可转换公司债券	24			AAA	2014-08-21	2015-06-12	6	0.20%/0.50% 1.00%/1.50% 1.50%/1.60%
重庆市迪马实业股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-03-31			
	2015 年公司债券	20			AA	2015-03-31	2015-07-10	5	7.49
广州富力地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-04-15			
	2015 年公司债券	65			AA+	2015-04-15	2015-07-13	5	4.95
北京巴士传媒股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-28			
	2015 年公司债券	7			AA+	2015-04-28	2015-07-14	5	6.88
北京城建投资发展股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-04-24			
	2015 年公司债券(第一期)	58			AA+	2015-04-24	2015-07-20	7	4.40
天津天保基建股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-12			
	2015 年公司债券(第一期)	8			AA+	2015-05-12	2015-07-21	5	4.50
新湖中宝股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-02-13			
	2015 年公司债券	35			AA	2015-02-13	2015-07-21	5	5.50
美都能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-22			
	2015 年公司债券	12			AA	2015-04-22	2015-07-27	3	6.50
北京天恒置业集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-15			
	2015 年公司债券	15			AA	2015-05-15	2015-07-22	5	4.12
奥园集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-26			
	2015 年公司债券	24			AA	2015-05-26	2015-07-30	3	5.80
中银国际证券有限责任	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-05-07			
	2015 年公司债券	30			AAA	2015-05-07	2015-07-09	3	3.95
中国高科股份有限公司	企业主体长期信用		A/ 稳定	2014-06-23	AA-/ 稳定	2015-06-23			
	2010 年公司债券	2.8	AA+	2014-06-23	AAA	2015-06-23	2010-02-02	7	8.50
东莞勤上光电股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-19	AA-/ 稳定	2015-06-15			
	2012 年公司债券第一期	4	AA	2014-06-19	AA-	2015-06-15	2012-12-27	7	6.38
荣信电力电子股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-04	AA-/ 稳定	2015-06-16			
	2013 年公司债券第一期	6	AA	2014-06-04	AA-	2015-06-16	2013-01-18	5	5.90
桐昆集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2014-04-28	AA/ 稳定	2015-06-10			
	2012 年公司债券	13	AA	2014-04-28	AA	2015-06-10	2013-01-21	5	5.85
希努尔男装股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-23	AA-/ 稳定	2015-06-19			
	2012 年公司债券第一期	4	AA	2014-06-23	AA-	2015-06-19	2013-01-21	5	5.85
四川西部资源控股股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2014-05-12	AA-/ 稳定	2015-06-29			
	2012 年公司债券	6	AA	2014-05-12	AA-	2015-06-29	2013-03-08	5	5.68
芜湖港储运股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-04-22	AA/ 负面	2015-06-05			
	2012 年公司债券	15	AAA	2014-04-22	AAA	2015-06-05	2013-03-20	5	4.99
铁岭新城投资控股股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-06-23	AA/ 负面	2015-06-29			
	2014 年公司债券	10	AA	2014-06-23	AA	2015-06-29	2014-03-06	5	8.45
内蒙古包钢钢联股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-05-04	AAA/ 稳定	2015-06-26			
	2013 年公司债券(第一期)	30	AAA	2014-05-04	AAA	2015-06-26	2014-03-06	2	6.45
	2013 年公司债券(第二期)	15	AA+	2014-09-18	AAA	2015-06-26	2015-01-26	3	4.98
	2013 年公司债券(第三期)	15	AA+	2015-03-03	AAA	2015-06-26	2015-04-21	3	4.75

注：* 公告内容仅包括 2015 年 6 月 1 日至 2015 年 7 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。



山东



联合信用管理有限公司山东分公司于2004年11月经济南市工商局核准成立，是联合信用最早成立的分公司之一，经中国人民银行济南分行审核同意在山东省内从事信贷市场业务，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、中小企业信用助贷融资服务等业务，连续两年在山东市场评级数量、收入排名第一。

公司目前设有市场部、评级部、综合部，在省内设立济南、青岛、济宁、烟台、威海等5个办事处，现有员工23人，其中研究生2人，具有3年以上评级工作经验的13人，具有人民银行济南分行信用评级执业证书的8人。

联系电话：0531-87030986
传真号码：0531-87030986
通讯地址：山东省济南市经七路386号
房金大厦15楼、青岛市市南区东海西路
35号太平洋中心一号写字楼505室
邮政编码：250021

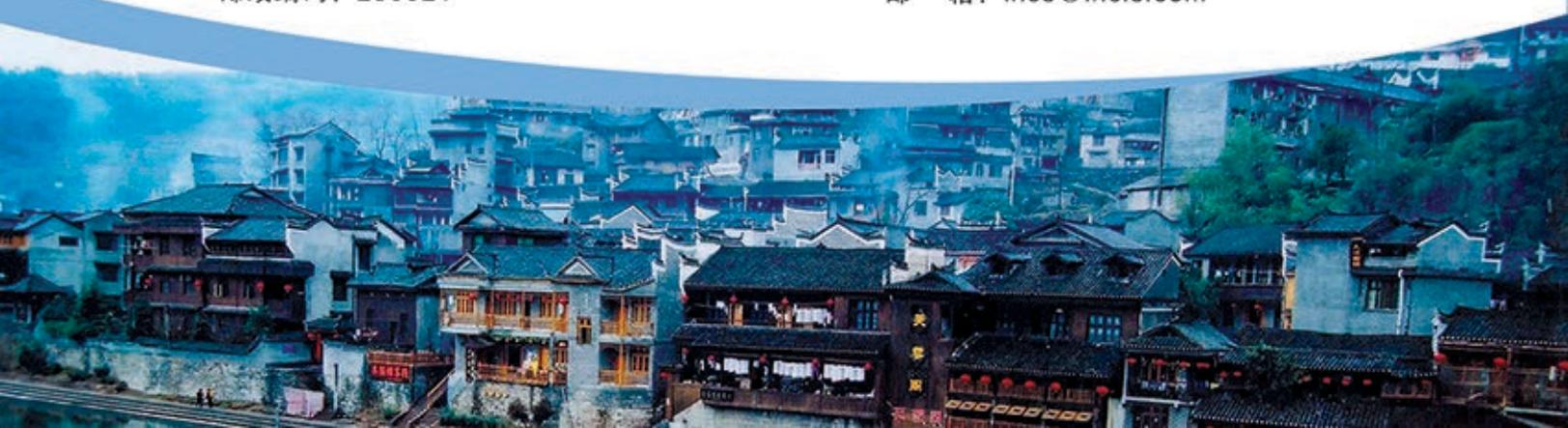
长沙



联合信用管理有限公司长沙分公司成立于2012年6月15日，主要从事湖南省内的企业评级及企业信用管理咨询工作。长沙分公司是长沙市“中小企业金融服务联盟成员单位”，先后参与长沙市浏阳、宁乡、高新区等一百多家企业的政府项目信用评级。长沙分公司是湖南省工信委认可的中小企业融资信用评级合作机构；是湖南省金融办认可的融资性担保机构信用评级公司。主要业务包括担保机构评级，小额贷款公司评级等，公司还致力于要素市场和新型金融机构的评级业务的开展。

长沙分公司自设立以来得到了政府及监管部门的广泛认可，为联合信用拓展湖南市场奠定了良好的基础。

联系电话：0731-82293831
传真号码：0731-82293831
通讯地址：长沙市芙蓉区解放东路219号
铁银大厦西栋2402室
邮政编码：410000
邮 箱：lhcs@lhcis.com





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