

Lianhe Credit Research

APRIL

联合

信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

2019年经济工作聚焦 “稳增长”和“高质量发展”

减税降费创我国历年最大规模
有利于降低企业信用风险



联合资信



联合评级



联合再度亮相国际论坛，增进国际交流合作

2019年3月28日，由Euromoney主办的“中国债务资本市场峰会2019”在北京四季酒店成功举办，这是联合资信连续第三年应邀出席该论坛并参与专题讨论。

一年一度的中国债务资本市场峰会作为中国债券市场发展的最重要年度会议之一，聚集超过650名国内外投资者、发行人以及潜在的发行人，一起讨论中国资本市场的未来，探讨离岸投资者与金融中介机构面对的主要机遇与挑战。嘉宾就中国资本市场的开放、外国投资者的下一步行动、绿色债券、中资离岸债券、熊猫债、融资渠道等专题和焦点同与会嘉宾进行了深入的交流和探讨。

随着中国债券市场对外开放脚步的加快，联合也进一步开拓国际化业务。作为联合资信国际化发展的一个窗口和平台，联合评级国际有限公司于2018年正式获香港证监会批准经营信用评级业务牌照（10号牌照），全面投入服务。本次峰会，联合评级国际首席执行官何昊洛博士代表联合参与了“前景展望——应否对未来持乐观态度”专题讨论。在谈到市场流动性时，何先生提出，只要银行在信贷方面继续偏向国有企业，民营企业的融资问题还将面临挑战。关于有些市场参与者认为中国的债券信用级别虚高的问题，何先生认为，给予国内头部企业AAA或AA+的级别是世界各国本土评级机构的通常做法，中国评级行业的特殊性在于，由于中国监管部门对于发债企业的信用评级有AA的门槛要求，造成发债企业或债项的首评可用信用级别只剩下AA、AA+和AAA三个级别。所以中国监管部门应该允

许不同信用等级的发行人发行债券，把风险定价权还给市场。而联合评级国际在给发行人主体和债项进行评级时采用国际刻度的级别符号，目前对几单地产公司主体和美元债所授予的国际信用级别获得了市场上国际投资人的认可。联合一贯注重投资人服务，对投资人保持评级信息透明，联合发表的各种研究报告可以通过公司网站或微信公众号等途径免费获得。

今后，联合还将进一步实施国际化战略，借助各类国际化平台，为国际投资者就中国信用情况提供更独特和更深入的分析，努力为国际投资人提供更加专业的人民币评级服务，同时拓展为国内发行人的境外融资服务。





主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.

联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

联合信用评级有限公司
United Credit Ratings Co.,Ltd.

编委会 Editorial Committee (按姓氏笔画顺序排列)

丁 翔 万华伟 马文洛 马新疆 王大新 王少波 王安娜 王丽娟 王明富 王 治 王宝卉 王 越 王蛟龙 王进取 王金磊 孔令彦
艾仁智 卢司南 叶维武 田小卫 冯 锐 冯 磊 成 斐 朱海峰 何昊洛 迟欣庭 任 红 任 慧 任贵永 庄 园 刘文良 刘克东
刘 秀 刘洪涛 刘 艳 刘莉婕 刘晓佳 刘晓 刘 轩 刘 强 刘 登 刘 颖 刘 睿 刘 洋 齐 东 闫昱州 杜 洲 李小建
李少龙 李为峰 李 杰 李国华 李泽堃 李 珍 李 云 李信宏 李振宇 李 琳 李 晶 杨世龙 时 南 吴金善 吴 冷 张 丰
张文选 张 丽 张连娜 张君瑶 张学群 张 祎 张 莉 张 雪 张 博 张兆新 陈玉川 陈 波 陈诣辉 陈家林 陈雅丽 邵 天
邵立强 林光美 林 青 罗伟成 罗 娟 金 磊 周晓辉 周 旭 周 婷 周 捷 官 雪 郑 洁 屈晓灿 赵东方 赵传第 贺苏凝
秦永庆 聂 逆 贾二柳 顾洪良 徐琴波 高宇欣 高景楠 高 鹏 高鑫磊 郭其阳 郭 蕾 夏妍妍 袁海燕 袁 芳 唐 岩 唐玉丽
黄静雯 常丽娟 崔彦达 崔津珠 鹿永东 黄佳琪 蒋建国 韩 夷 景 雪 谭宝坪 翟晓靖 魏 凯 魏 音 翟晓靖

编委会主任 Managing Director
王少波 Wang Shaobo

主 编 Editor in Chief
李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor
罗润方 Luo Runfang

美术编辑 Art Editor
谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing

电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228

网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

工商企业信用评级 Corporate Credit Rating

北 京	上 海
谭宝坪 Tan Baoping	成斐 Cheng Fei
电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8859 18701336349	电话 (Tel): (8621) 2312 7602 13917320804
邮箱 (Email): tanbp@lhratings.com	邮箱 (Email): chengfei@lhratings.com
李泽堃 Li ZeKun	温泉 Wen Quan
电话 (TEL): (8610) 8517 2818 13911994971	电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8358 18516588977
邮箱 (Email): lizk@unitedratings.com.cn	邮箱 (Email): wenquan@lhratings.com
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层	地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路479号上海中心大厦3401
Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022	Address: 3401, Shanghai Tower, 479, Lujiazuihuanlu Street, Shanghai 200120

金融机构及结构融资信用评级 Financial Institution & Structured Finance Credit Rating

秦永庆 Qin Yongqing	贾二柳 Jia Erliu
电话 (Tel): (8610) 8517 1271-8057 18610381930	电话 (Tel): (8610) 8517 2818-8109 18610979862
邮箱 (Email): qinyq@lhratings.com	邮箱 (Email): jiaerliu@unitedratings.com.cn

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2019 APRIL

目录

特别策划 Feature

- 1** 2019年经济工作聚焦“稳增长”和“高质量发展”
联合资信 联合评级 夏妍妍 马顺福 刘艳
- 3** 减税降费创我国历年最大规模,有利于降低企业信用风险
联合资信 联合评级 马顺福 夏妍妍 刘艳
- 5** “两会”政府工作报告中房地产相关内容点评
联合评级 工商二部房地产组

宏观研究 Macroeconomic Research

- 7** 2018年中国宏观经济回顾与2019年展望
——经济运行继续保持在合理区间,
发展转型仍面临挑战
联合资信 联合评级 王雯婧 马顺福 夏妍妍 刘艳

行业研究 Industry Research

- 20** 中国化工行业2018年度研究报告及展望
联合资信 李博恒 黄露
- 26** 2019年钢铁行业信用风险展望
联合资信 郭昊
- 32** 动力锂电池行业研究及展望
联合资信 牛文婧
- 38** 2018年煤炭行业研究及展望
联合资信 尹金泽

债券市场 Bond Market

- 45** 七部委发布《绿色产业指导目录》绿色债券
统一标准出台可期
联合资信 联合评级 刘沛伦 林青
- 46** 2018年度绿色债券运行报告
——我国绿色债券市场环境日趋完善,
绿色债券发行稳步增长
联合资信 联合评级 林青 李天娇 刘沛伦
- 54** 2018年公司债市场发展报告
——发行利差同比扩大,违约事件显著增加
联合资信 联合评级 李天娇 马顺福 罗润方 何苗苗
- 68** 2018年资产支持证券市场研究报告
联合资信 联合评级 罗润方 邓博文

评级表现 Credit Rating Performance

- 75** 2018年度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告
联合资信 联合评级 王自迪 郝帅

- 83** 违约案例

政策资讯 Policy & Information

- 86** 政策指南
- 88** 市场动向

市场数据 Market Data

- 90** 债券发行利率走势
- 92** 宏观经济及债券市场数据

评级公告 Credit Rating Announcement

- 93** 联合资信评估有限公司评级公告
- 97** 联合信用评级有限公司评级公告

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 19** 关于创新创业公司债的一些基本知识



联合资信



联合评级

2019年经济工作聚焦“稳增长”和“高质量发展”

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 夏妍妍 马顺福 刘艳

2019年3月5日，国务院总理李克强在第十三届全国人民代表大会第二次会议上作政府工作报告（以下简称“报告”），对2018年政府工作和取得的成就进行回顾和总结，对当前我国面临的形势进行了分析，提出了2019年我国经济社会发展总体要求和政策取向，并对2019年政府工作进行了部署。报告内容涉及经济增长、民生改善、政府管理等经济社会各个领域，具有重要的指导意义。

2018年，全球经济维持缓慢复苏，同时贸易保护主义抬头、部分发达国家货币政策趋紧以及地缘政治紧张等因素对我国经济增长造成一定的不利影响，在我国实施积极财政政策和稳健中性货币政策的背景下，尽管GDP实际增速（6.6%）较2017年略有回落，但经济运行仍保持在合理区间，总体平稳、稳中有进态势持续显现。2019年，全球政治经济形势将更加错综复杂，我国经济增长面临的外部不确定性依旧较大，同时国内存在的结构性矛盾也较为突出，如民营和小微企业融资难、融资贵问题尚未有效缓解、企业自主创新能力不强、金融等领域存在风险隐患等，国内经济下行压力加大。在此背景下，报告对于经济增长目标的描述主要可以归纳为“稳”和“高质量”两个关键词。

“稳增长”是2019年政府工作的首要目标

报告对2019年国内生产总值增长的预期目标是6%-6.5%，与往年相比，对经济增长目标适当下调，并且改为区间目标，表明政府对经济增长放缓的容忍度有所提升，更加着眼于长远发展，注重经济发展的质量。报告在财政政策、货币政策以及三大需求等方面进行了具体阐述。

积极的财政政策和稳健的货币政策为经济“稳增长”提供良好的政策环境。今年的报告中，积极的财政政策发力是重要亮点，一方面表现在赤字率拟按2.8%安排，比去年预算高0.2个百分点，同时拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元，为重点项目建设提供资金支持；另一方面表现在超预期的大规模减税降费上，重点降低制造业和小微企业税收负担，如将制造业等行业现行16%的税率降至13%、下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例等，2019年全年将减轻企业税费负担近2万亿元，是我国历年来最大规模的减税降费。货币政策方面，稳健的货币政策要松紧适度。报告明确提出“广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”、“保持流动性合理充裕”、“降低实际利率水平”等，监管层将进一步提高金融支持实体经济的能力，有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题。总体来看，宏观经济政策将继续为“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”创造良好的环境。

“三驾马车”为经济“稳增长”提供重要支撑。一是推动消费稳定增长。报告从促进城乡居民增收、多渠道增加优质产品和服务供给、大力发展养老和婴幼儿照护服务、发展壮大旅游产业、稳定汽车消费、发展消费新业态新模式、加强消费者权益保护等方面提出了推动消费增长的主要措施。二是合理扩大有效投资。报告指出，今年要加快实施一批重点项目，完成铁路、公路水运投资2.6万亿元，加大城际交通、物流等基础设施投资力度以及加强新一代信息基础设施建设，同时通过适当降低基础设施等项目资本金比例、有序推进政府和社会资本合作吸引更多民间投资，地方政府专项债券额度的增加也有利于扩大投资。三是促进外贸稳中提质。推动出口市场多元化、推动

服务贸易创新发展、积极扩大进口是政府稳定外贸增长的主要方式,通过扩大出口信用保险覆盖面、加快提升通关便利化水平等措施提高服务能力,也有利于推动外贸进出口。我国经济具有较强的韧性,在落实上述相关工作的背景下,“稳增长”的目标能够实现。

“高质量发展”是我国经济社会的核心

此次报告涉及的深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、打好三大攻坚战等方面,都可以视作围绕着“高质量发展”进行阐述。

深化供给侧结构性改革和重点领域改革。供给侧结构性改革方面,要求着力“巩固、增强、提升、畅通”,并更多运用市场化、法治化手段,巩固“三去一降一补”成果,增强微观主体活力,提升产业链水平,畅通国民经济循环。其它重点领域方面,明确聚焦经济发展中的突出矛盾和关键环节,对加快国资国企改革、大力优化民营经济发展环境、深化财税金融体制改革提出了具体措施。上述举措均有助于增强市场主体的活力和创造力,进一步服务实体经济。

培育壮大新动能。推动传统产业改造提升方面,主要是通过打造工业互联网平台、加快技术改造和设备更新、推动标准与国际先进水平对接等方式推动制造业转型升级和高质量发展。促进新兴产业发展方面,包括发展新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业,壮大数字经济,加快在各行各业各领域推进“互联网+”,持续推动网络提速降费等。提升科技支撑能力方面,提出加大基础研究和应用基础研究支持力度、健全以企业为主体的产学研一体化创新机制、扩大国际创新合作、全面加强知识产权保护以及为科研人员创新提供更有利条件和良好科研生态等。推动大众创业万众创新方面,主要是采取税收优惠、金融支持、人才培养和服务等措施。上述举措从不同方面支持我国经济创新发展,有利于新旧动能的转换和经济的高质量发展。

继续打好三大攻坚战。防范化解重大风险方面,2018年防范金融风险工作已经取得阶段性成果,我国金融运行总体平稳,报告进一步提出强化底线思维,坚持结构性去杠杆,防范

金融市场异常波动,稳妥处理地方政府债务风险,防控输入性风险。精准脱贫方面,聚焦深度贫困地区和特殊贫困群体,从扶持贫困地区特色优势产业发展、教育扶贫、易地扶贫搬迁等方面着手,提高脱贫质量。污染防治方面,通过加强污染源治理、督促企业履行环保责任等,统筹兼顾、标本兼治,同时推动绿色发展,使生态环境质量持续改善。三大攻坚战关乎我国经济发展的稳健性、平衡性和可持续性,对经济的高质量发展具有重大意义。

需要说明的是,上文提及的“稳增长”和“高质量发展”方面的具体措施没有明确的界限区分,只是在目标侧重点上略有不同,因为“稳增长”和“高质量发展”本质上并不是相互独立的,而是相辅相承的,“稳增长”是实现“高质量发展”的前提,只有在经济增长不大起大落、不发生重大系统性风险的情况下才能不断优化调整经济结构,最终实现“高质量”发展,而“高质量发展”也有利于实现长期的“稳增长”。此外,报告还有诸多亮点,如首次将就业置于宏观政策层面、着力缓解企业融资难融资贵问题、优化营商环境、保障和改善民生等方面,同时涉及债券市场的除上文提及的地方政府专项债的相关内容,还有鼓励发行双创金融债券以及完善债券市场开放政策,这也反映了政府通过债券市场支持地方经济建设、支持双创发展以及推动金融市场对外开放的政策导向。///



减税降费创我国历年最大规模, 有利于降低企业信用风险

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 马顺福 夏妍妍 刘艳

2018年以来, 随着我国经济下行压力的加大, 中央及有关部门均表示将实施更加积极的财政政策、更大规模地进行减税降费, 从而更大力度地减轻企业税费负担, 激发市场主体活力。虽然市场对此早有期待, 但3月5日政府工作报告公布的减税降费方案, 仍然超出预期——通过大规模减税降费, 2019年全年减轻企业税费负担近2万亿元。这一数字较2018年的计划数(1.1万亿元)和实际数(1.3万亿元)均大幅提升, 约相当于2018年我国税收收入(15.6万亿元)的13%, 是我国历年来最大规模的减税降费。

减税降费是应对经济下行的重要举措。2018年以来, 我国经济增速逐季放缓, 四季度GDP同比实际增速回落至6.4%, 为2008年一季度以来的最低水平。2019年以来, 虽然1月份社会融资规模、M2等金融数据超预期向好, 但各项宏观指标总体延续2018年末的下行趋势, 尤其是制造业PMI指数连续3个月在荣枯线之下, 制造业生产持续放缓。在全球经济复苏缓慢和贸易保护主义加剧、国内经济下行压力有所增大的背景下, 出台更大规模的减税降费政策, 尤其是降低制造业企业负担, 以激发市场主体的信心和活力, 十分必要而且迫切。

制造业减税降费力度最大。此次减税降费仍然坚持普惠性减税与结构性减税并举, 重点降低制造业和小微企业税收负担。政府工作报告明确提出深化增值税改革, 将制造业等行业现行16%的税率降至13%; 将交通运输业、建筑业等行业现行10%的税率降至9%, 确保主要行业税负明显降低; 同时通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施, 确保6%档的行业税负只减不增。同时, 下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例, 各地可降至16%(目前多数地区在16%以上, 部分达20%), 以降低企业社保缴费负担。此外,

还提出通过深化电力市场化改革和收费公路制度改革、治理中介服务收费等措施清理规范各类涉企收费, 推动降低用电、用网和物流等成本, 减轻企业负担。总体来看, 制造业减税降费力度最大。

有利于提高企业盈利能力, 降低制造业企业信用风险。

制造业作为实体经济的核心和国民经济的主要组成, 是本次减税降费的主要受益者。增值税主要是对物品生产流通过程中的增值部分进行征税, 过高的税率会降低企业的盈利水平, 不利于企业进行固定资产投资和扩大再生产。事实上, 减税降费是近年来我国重要的财政政策手段, 以增值税改革为主线的主要原因可能是增值税覆盖面较广、税率较高, 是我国第一大税种。2017年7月, 我国取消了13%档增值税税率, 将农产品、天然气等增值税税率从13%降至11%, 使增值税并为17%、11%、6%三档税率。随着中美贸易摩擦的加剧和经济下行趋势的显现, 我国继续实施大规模减税降费, 进一步明确要按照三档并两档方向简并增值税税率, 2018年5月1日起, 将制造业等行业增值税税率从17%降至16%, 将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从11%降至10%, 增值税的三档税率调降为16%、10%、6%, 并对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业和电网企业在一定时期内未抵扣完的增值税进项税额予以一次性退还。此次降低制造业增值税税率3个百分点, 可明显降低制造业企业流转环节税负, 提高企业利润和利润率, 提高企业资本积累能力, 提高企业的国际竞争力, 促进企业扩大生产规模和加大研发投入, 同时改善企业的流动性, 缓解去年以来部分制造业企业尤其是民营制造业企业的信用风险。

从行业来看, 增值税税率下调后, 计算机、通讯设备、电气

设备等高端制造业企业,以及产品销售议价能力较强的其它制造业企业,由于其应纳税额较大,将更加受益。此外,降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例,可以普遍降低企业的缴费负担,劳动密集型的制造业企业受益将最为显著。这一系列政策的实施,无疑将对提振企业信心和经营活力产生积极影响,也将对稳增长发挥积极作用。

积极的财政政策将继续发力,进一步减税降费措施仍可期。纵观政府工作报告中应对经济下行的对策,可以看出,积极的财政政策扮演着非常重要的角色。对于稳增长来说,财政政策的作用更为直接有效。而稳健的货币政策侧重于通过保持流动性合理充裕、有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题,为财政政策的实施创造良好的金融环境。就财政政策而言,通过减税降费减轻企

业负担、增厚企业利润是重要的扩张性财政政策工具。同时,增加财政支出、扩大有效投资,也是一种重要财政政策工具。此次计划将预算赤字率由去年的2.6%提升至2.8%,增加8000亿元的地方政府专项债券额度,有望扩大有效投资,并对制造业等行业的需求产生较强的提振作用。

此次减税降费政策不及预期的地方,是没有实现对增值税税率三档并两档的税制简并,可能是出于对财政收入影响较大的考虑,同时也是为了给以后的调控留出适当的空间。目前来看,随着我国经济下行压力的存在及外部不确定性因素的增加,年内继续实施其它减税降费措施、进一步为企业减负的可能性依然存在。■

(本文已发表于《中国证券报》,2019年3月8日)



“两会”政府工作报告中房地产相关内容点评

文 | 联合信用评级有限公司 工商二部房地产组

2019年3月5日, 李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处(详见表1): 一是“更好解决群众住房问题, 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造, 保障困难群体基本居住需求”, 二是“健全地方税体系, 稳步推进房地产税立法”; 同时在宏观政策、区域发展格局等方面也做了相应要求。

更好解决群众住房问题, 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展

联合评级点评: 2018年政府工作报告对房地产的表述为

“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 继续实行差别化调控, 建立健全长效机制, 促进房地产市场平稳健康发展”, 与2018年相比, 除了篇幅有所减少, “房住不炒”并未出现在政府工作报告中, 一方面“房住不炒”已成为一种共识, 被业内人士接受; 另一方面“房住不炒”的政策调控目标已初见成效, 但以“稳”为主基调未发生变化, 中央遏制房价上涨的决心和调控原则不变; 在房地产市场逐渐分化背景下, 未来对房地产行业的要求更多强调城市主体责任。

“落实地方主体责任”调整为“落实城市主体责任”, 与“因城施策, 一城一策”更加匹配, 城市主体责任主要在于稳地

表1 2017~2019年政府工作报告房地产相关表述对比

领域	2017年	2018年	2019年
房地产调控	因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多, 要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性, 落实地方政府主体责任, 加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 健全购租并举的住房制度, 以市场为主满足多层次需求, 以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控, 房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地, 规范开发、销售、中介等行为, 遏制热点城市房价过快上涨。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 继续实行差别化调控, 建立健全长效机制, 促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求, 培育住房租赁市场, 发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 让广大人民群众早日实现安居宜居。	更好解决群众住房问题, 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展。
棚改	今年再完成棚户区住房改造600万套, 继续发展公租房等保障性住房, 因地制宜、多种方式提高货币化安置比例, 加强配套设施建设和公共服务, 让更多住房困难家庭告别棚户区, 让人民群众在住有所居创造新生活。	启动新的三年棚改攻坚计划, 今年开工580万套。	继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造, 保障困难群体基本居住需求。
房地产税	未提到房地产税	健全地方税体系, 稳妥推进房地产税立法。	健全地方税体系, 稳步推进房地产税立法。
城镇化+城市群	支持中小城市和特色小镇发展, 推动一批具备条件的县和特大镇有序设市, 发挥城市群辐射带动作用。统筹推进三大战略和“四大板块”发展, 实施好相关规划, 研究制定新举措。要推动内地与港澳深化合作, 研究制定粤港澳大湾区城市群发展规划, 发挥港澳独特优势, 提升在国家经济发展和对外开放中的地位与功能。	以疏解北京非首都功能为重点推进京津冀协同发展, 高起点规划、高标准建设雄安新区。以生态优先、绿色发展为引领推进长江经济带发展。出台实施粤港澳大湾区发展规划纲要, 全面推进内地同香港、澳门互利合作。制定西部大开发新的指导意见, 落实东北等老工业基地振兴举措, 继续推动中部地区崛起, 支持东部地区率先发展。	深入推进新型城镇化。坚持以中心城市引领城市群发展。制定西部开发开放新的政策措施, 西部地区企业所得税优惠等政策到期后继续执行。落实和完善促进东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展的改革创新举措。京津冀协同发展重在疏解北京非首都功能, 高标准建设雄安新区。落实粤港澳大湾区建设规划, 促进规则衔接, 推动生产要素流动和人员往来便利化。将长三角区域一体化发展上升为国家战略, 编制实施发展规划纲要。长江经济带发展要坚持上中下游协同, 加强生态保护修复和综合交通运输体系建设, 打造高质量发展经济带。
财政政策和货币政策	要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。	坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策取向不变, 要聚力增效。稳健的货币政策保持中性, 要松紧适度。	要正确把握宏观政策取向, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效。稳健的货币政策要松紧适度。

资料来源: 联合评级整理

价、稳房价、稳预期，防止市场出现大起大落；在经济面临下行压力、更大规模减税降费背景下，地方财政收入将放缓，部分城市迎来政策调整窗口，更多城市存在边际放松的可能性。“改革完善住房市场体系和保障体系”，体现市场化及保障体系同时执行，一方面要保证刚需、改善性需求、流动人口住房需求，但多套房、投资需求仍要压制；同时要完善保障体系，推广集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革、多渠道土地供应等试点。2019年前两月龙头房企整体销售下滑明显，在一城一策和市场平稳框架下，有望得到改善，区域布局优质的大型房企信用水平得到支撑。

继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求

联合评级点评：去年政府工作报告提到要开工棚户区改造580万套，今年报告中并未明确提出棚改目标，棚改有所淡化。按照2018~2020年1500万套计划，2018年已完成棚户区改造626万套，还有874万套目标需要完成。政府持续推进棚改计划未变，但由于三四线城市房价受棚改影响波动大，近两年房价上涨快，不再要求棚改目标。从部分地方近期公布的棚改目标看，较2018年大幅下滑。同时按照2018年国常会对棚改货币化安置政策的部署，货币化比例和规模也将下降。

健全地方税体系，稳步推进房地产税立法

联合评级点评：2018年政府报告中对房地产税的表述为“健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法”，与去年相比，表述变为“稳步推进房地产税立法”，稳步是指按照一定步骤进行，表明房地产税进入制定程序中。同时考虑到房地产税连续两年写入政府工作报告，结合3月8日，全国人大常委会委员长栗战书在十三届全国人大第二次会议上提到今年要落实制定房地产税法等的立法调研、起草，预计房地产税立法工作今年会有实质性突破。虽然短期内难以落实执行，但对稳定中长期房价较为重要。

深入推进新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展

联合评级点评：今年政府工作报告中关于城市群的表述篇幅和内容有所增加，同时也是首次提出“中心城市引领城市群发展”。政府工作报告中特别强调了京津冀协同发展、粤港澳大湾区、长三角区域一体化等内容，将长三角区域一体化发展上升为国家战略。京津冀、粤港澳和长三角三大都市圈

是我国经济发展的核心引擎，随着三大城市圈经济与产业的快速发展以及国家级发展战略利好持续释放，未来有望持续吸引外来人口聚集，也有望为区域房地产市场提供支撑。

宏观政策方面，今年的政府工作报告继续延续去年“实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，但对货币政策描述由去年的“货币政策保持稳健中性”改为“稳健的货币政策要松紧适度”，意味着货币政策或更加积极，预期会保持合理充裕。2019年1月人民币新增贷款及社融规模持续创新高、首套房及二套房房贷利率2019年以来连续下降、房企国内发债利率不同程度下降，房地产行业融资环境有所改善，信用水平高的优质房企融资成本有望继续下行。

今年政府工作报告对房地产的表述不太多，总体以稳为主旋律，因城施策，结构微调，满足市场化需求。从对行业的影响上看，随着近年来房地产市场调控的深入、居民购买力的逐渐透支、棚改对三四线拉动的趋弱，行业总量快速扩张的步伐或将放缓，未来行业总量上仍面临一定下行压力，区域分化或将加重，区域房地产市场发展情况将回归人口、经济与产业等基本因素主导。从区域上，联合评级看好在产业、公共服务和政策上对人口聚集有吸引力的人口导入型二线城市以及政府工作报告中提出国家重点发展的区域。从对企业的影响上看，考虑到货币政策仍有边际宽松的空间，联合评级认为，行业资金面最悲观时期或已过去，行业整体及头部房企信用压力有望得到缓解；同时，“城市群”发展规划利好刺激以及更多城市“一城一策”的落地，也将会对行业需求形成一定支撑，重点一二线城市需求或将反弹，在相应区域重点布局的房企将率先收益。



2018年中国宏观经济回顾与2019年展望

——经济运行继续保持在合理区间，发展转型仍面临挑战

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王雯婧 马顺福 夏妍妍 刘艳

一、国际经济形势

2018年，全球经济维持缓慢复苏，但贸易保护主义倾向抬头和美联储持续加息等因素，使得全球经济增长动能有所减弱，主要经济体经济走势分化明显，一些国家经济增速出现回落。总体来看，美国经济增长仍较为强劲，欧元区经济复苏持续放缓，日本经济维持缓慢复苏，新兴市场国家经济总体趋弱。

美国经济增长较为强劲。2018年美国主要受益于减税效应以及海外资金的回流，表现出较为强劲的增长态势，全年GDP同比实际增速2.9%¹，高于上年（2.2%）；CPI同比增长2.4%，较上年（2.1%）继续上升，通胀水平持续抬升；失业率（3.9%）²较上年同期（4.4%）继续下降且处于历史相对低位，就业形势良好。在此背景下，美联储于3月、6月、9月、12月分别加息25BP，将联邦基金目标利率上调至2.25%-2.50%区间。自2015年12月开启本轮货币政策紧缩周期以来已进行9次加息，推动了美元及美元资产升值以及海外资金回流。财政政策方面，2018财年美国联邦政府财政赤字7790亿美元，创2013年以来新高，主要由于美国国会2017年底通过的大规模减税法案和特朗普政府大幅增加联邦政府支出，积极的财政政策对美国经济的强劲增长发挥了重要作用。进

入四季度以来，随着市场利率水平的上升及减税效应的趋弱，美国制造业和非制造业PMI均有所回落，经济增长呈现放缓迹象。

欧元区经济复苏持续放缓。2018年，欧元区GDP同比实际增长1.8%³，较上年（2.4%）有所回落，为2014年以来最低；CPI同比增长1.7%，较上年（1.5%）有所回升，物价水平温和上涨；制造业PMI和服务业PMI均在荣枯线以上，但均呈持续回落态势；失业率（8.2%）低于上年（9.1%），就业形势较好。在经济增速持续放缓的背景下，2018年欧洲央行维持三大基准利率水平不变⁴，但逐步减少每月资产购买数额，并于12月底前退出量化宽松政策。主要国家中，英国受脱欧进程不确定性因素的不利影响，GDP同比实际增速由2017年的1.8%放缓至2018年的1.4%⁵；德国2018年GDP同比实际增长1.4%⁶，低于2017年（2.2%），且创5年来新低；法国、意大利两国国内政局均经历了不同程度的动荡，再加上受到全球贸易保护主义倾向抬头等因素影响，2018年经济增速均呈现持续回落态势。

日本经济延续缓慢复苏。日本经济在2018年上半年维持了温和扩张，但受出口下滑和地震、台风等一系列自然灾害的影响，日本经济在下半年趋于收缩，全年GDP实际增速放缓至0.8%⁷，较上年（1.9%）明显回落。CPI同比增长1.0%，

¹ 数据来自美国经济分析局。不加特殊说明均为名义增长，以下同。

² 年度失业率根据各月算术平均求得，以下同。

³ 数据来自欧盟统计局。

⁴ 再融资利率 0.00%、隔夜贷款 0.25%、存款利率 -0.40%。

⁵ 数据来自英国统计局。

⁶ 数据来自欧盟统计局。

⁷ 数据来自日本内阁府。

较上年有所提升,但距日本央行确定的2%的通胀目标仍较远。制造业PMI和服务业PMI均在荣枯线以上,与上年基本持平;全年失业率稳定维持在2.5%左右,就业状况较好。在经济复苏态势仍较弱的背景下,2018年日本央行维持基准利率-0.1%不变,并将长期利率维持在零左右。

新兴市场国家经济整体趋弱。新兴市场国家经济2018年上半年延续了上年的回升态势,但在国际贸易增速放缓、主要发达国家货币紧缩、全球债务水平持续提高和金融市场动荡等多重因素共振下,下半年经济增长势头总体放缓。其中,印度经济增长较快。国际货币基金组织预计印度2018年GDP实际增速将达到7.3%,为全球经济增长最快的国家之一,主要依赖其制造业和服务业的持续扩张。由于石油价格上涨和本币贬值导致通胀压力加大,印度央行2018年两次上调基准利率至6.50%⁸。巴西经济增长有所回升。巴西央行数据显示2018年GDP同比实际增长1.15%,创2013年以来最高增长水平。为了继续提振经济,巴西央行于2月、3月两次下调基准利率共50BP至6.50%。俄罗斯经济增速持续回升。由于石油等大宗商品价格回升,俄罗斯经济逐步企稳。2018年,俄罗斯GDP同比实际增长2.3%⁹,为近六年来最高增速,同时通胀水平有所回升,对此俄罗斯央行在本年度两次加息,基准利率达到7.75%¹⁰。此外,受美联储加息影响,新兴经济体普遍面临资本外流加剧、货币大幅贬值等问题,部分国家(如土耳其、阿根廷等)爆发了不同程度的货币危机或经济危机。

总体来看,2018年,随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧,以及地缘政治紧张带来的不利影响,全球经济增长动力有所减弱,不确定因素增加,复苏进程整体有所放缓,区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下,我国经济增长面临的下行压力有所加大。

二、我国宏观经济运行状况

宏观政策

1. 积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行,为经济稳定增长创造良好条件

2018年,我国继续实施积极的财政政策,通过大规模减税降费、调整优化财政支出结构、大力推动地方政府债券发行等,加大对重点领域和关键环节的支持力度,为实体经济稳定增长创造条件。

财政收入保持平稳较快增长,为重点领域改革和实体经济发展提供强有力支持

2018年,我国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元,收入同比增幅(6.2%)低于支出同比增幅(8.7%),财政赤字3.8万亿元,较上年同期(3.1万亿元)继续增加。

收入方面,税收收入(15.6万亿元)占全国一般公共预算收入的85.2%,较上年(83.7%)提升1.5个百分点,同比增长8.3%,增速较上年(10.7%)回落2.4个百分点。增幅回落主要是实施积极财政政策、大规模减税所致,其中企业所得税同比增长10.0%,增速较上年回落1.3个百分点;个人所得税同比增长15.9%,较上年回落2.7个百分点;进口货物增值税、消费税同比增长5.7%,增速较上年回落19.2个百分点。而居民消费的平稳较快增长带动国内消费税同比增速(4.0%)较上年提高3.9个百分点,同时在工商业、服务业总体保持较高景气度以及相关价格上涨等带动下,增值税同比增速(9.1%)较上年提高1.1个百分点,从而使得税收收入总体上仍保持较快增长。

支出方面,教育(3.2万亿元,增长6.7%)、社会保障和就业(2.7万亿元,增长9.7%)、城乡社区事务(2.3万亿元,增

⁸ 印度央行于6月上调基准利率25个基点至6.25%,为2014年1月以来首次上调,8月再加息25个基点至6.50%。

⁹ 数据来自俄罗斯联邦统计局。

¹⁰ 2018年,俄罗斯央行货币政策经历了较大的变化,先是在今年2月和3月将基准利率分别下调了0.25个百分点,但在卢布汇率下跌、通胀风险增加以及美国制裁压力加强的背景下,又于今年9月进行了自2014年以来首次加息(加息25个基点至7.50%),然后又于2018年12月进行了年内第二次加息(将基准利率上调25个基点至7.75%)。

长10.2%)支出总额仍位列前三,且增速均较快,民生相关领域仍然是财政支出重点;债务付息(增长17.1%)、科学技术(增长14.5%)、节能环保(增长13.0%)支出同比增速位列前三,除科学技术外,其余两项支出同比增速均较上年有所回落,表明在国家严控政府债务规模的背景下政府债务付息支出增速有所放缓但负担依然较大,同时财政在支持创新驱动发展和生态环境保护方面支出力度较大。此外,全国扶贫支出达到4770亿元,同比增长46.6%,全国污染防治支出、自然生态保护支出分别增长29.6%、17.5%,均保持较快增速,三大攻坚战领域支出得到较好保障。总体来看,财政支出结构不断优化,对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强,助力我国经济社会平稳健康发展。

通过大规模减税降费减轻企业负担,支持实体经济发展

2018年,我国以降低企业负担、激发企业活力为目的,实施了大规模的减税降费,全年减税降费规模超过1.3万亿元,高于年初“两会”设定的减税降费目标1.1万亿。一是深化增值税改革,降低部分行业增值税税率、统一增值税小规模纳税人标准、对部分行业试行期末留抵退税¹¹;二是通过扩大小型微利企业所得税优惠政策范围¹²、对金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税¹³等措施为小微企业减负,进一步加大对小微企业的支持力度;三是从落实税收优惠政策、稳定社会保险费缴费方式、依法为经营困难的民营企业办理延期缴纳税款等方式支持和服务民营经济发展;四是通过降低企业所得税税率、降低委托境外研发费用应纳税额等税收优

惠政策¹⁴,以及将企业研发费用加计扣除比例提高到75%的政策由科技型中小企业扩大到所有企业,将创业投资企业、天使投资个人有关税收优惠政策试点范围推广至全国等,支持创新型企业发展;五是两次提高部分产品出口退税率¹⁵,同时降低部分商品关税水平¹⁶,支持出口企业发展,我国关税总水平由2017年的9.8%降至2018年的7.5%;六是清理行政事业性收费和政府性基金,以及社会保险费、工程建设领域保证金、经营服务性收费等。总体来看,减税降费对于降低企业成本、激发市场活力以及促进经济增长起到积极作用。

推动地方政府债券发行,加强债务风险防范

通过“开前门”纾解地方政府融资压力。4月,财政部、住房和城乡建设部发布《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》,要求有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作。截至2018年末,地方政府专项债已经涵盖了棚改、土储、收费公路、轨道交通等政府支出的重要领域,成为地方债务管理中“开前门”的重要渠道。5月,财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》,禁止地方财政部门干预地方政府债券发行定价,允许弹性招标,鼓励通过定向承销发行置换债券,并增加2年、15年及20年期限公开发行的普通专项债券。8月,财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》,要求加快地方政府专项债券发行进度、提升专项债券发行市场化水平、优化发行程序、简化债券信息披露流程、加快专项债券资金拨付使用以及加强债券信息报送。上述举措有

¹¹ 2018年3月28日召开的国务院常务会议,推出了三项增值税重大改革措施:一是降率,将17%和11%两档税率各下调1个百分点;二是统一标准,将小规模纳税人的年应税销售额标准统一上调到500万元及以下;三是试行留抵退税,对装备制造等先进制造业、研发等现代服务业符合条件的企业,以及电网企业的进项留抵税额,予以一次性退还。

¹² 自2018年1月1日至2020年12月31日,将小型微利企业的年应纳税所得额上限由50万元提高至100万元,对年应纳税所得额低于100万元(含100万元)的小型微利企业,其所得额减按50%计入应纳税所得额,按20%的税率缴纳企业所得税。

¹³ 自2018年9月1日至2020年12月31日,对金融机构向小微企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入,免征增值税。

¹⁴ 涉及政策文件包括《关于将服务贸易创新发展试点地区技术先进型服务企业所得税政策推广至全国实施的通知》、《关于企业委托境外研究开发费用税前加计扣除有关政策问题的通知》。

¹⁵ 2018年9月5日,财政部与国家税务总局联合印发《关于提高机电文化等产品出口退税率的通知》,自今年9月15日起,提高397种机电、文化等产品增值税出口退税率。10月22日,财政部、税务总局发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》,将相纸胶卷、塑料制品、竹地板、草藤编织品、钢化安全玻璃、灯具等产品出口退税率提高至16%。将润滑油、航空器用轮胎、碳纤维、部分金属制品等产品出口退税率提高至13%。将部分农产品、砖、瓦、玻璃纤维等产品出口退税率提高至10%。其余产品出口退税率普遍降低1%。自2018年11月1日起实施。

¹⁶ 自2018年11月1日起,降低部分商品的最惠国税率,涉及1585个税目。自2018年11月1日起,取消39项进口商品最惠国暂定税率,其余商品最惠国暂定税率继续实施。

利于推动地方政府债的发行,缓解地方政府的融资压力,支持地方经济建设。2018年,全国发行地方政府债券41652亿元。其中,发行一般债券22192亿元,发行专项债券19460亿元,为保持补短板力度,稳定基建投资发挥了积极作用。

继续通过“堵后门”继续加强政府性债务风险管控。本年度,财政部等部门陆续发布多项措施继续防范地方政府债务风险,包括明确保险资金投向涉及地方政府举债融资行为的政策边界,坚决制止违法违规举债担保行为;要求国有金融企业除购买地方政府债券外,不得为地方政府及其部门提供任何形式的融资,不得违规新增地方政府融资平台公司贷款,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP项目资本金等;要求信用评级机构开展评级工作不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,相关企业在申报债券时主动公开声明不承担政府融资职能等。此外,多省市密集发布了关于组织开展政府性债务清理核查工作的通知,全面摸底地方政府各类债务,检查前期地方政府举债融资行为整改效果。从2017年至2018年底,已经有重庆、山东、河南、湖北、贵州、江苏、四川、安徽、宁波、云南、广西、湖南等12个地方公开问责当地个别市县违法违规举债担保行为,各地纷纷制定化解隐性债务计划,计划用5到10年化解存量隐性债务。上述政策的实施和核查工作有助于进一步规范地方政府融资行为,防范地方政府债务风险。

进一步规范PPP模式发展,PPP项目落地率继续提高

2018年,有关部门继续出台多项政策,将PPP模式的应用范围拓展至旅游、文化领域,同时进一步规范项目管理,持续加强PPP风险防范,引导PPP向高质量发展¹⁷。福建、江苏、四川、山东、深圳等地也相继出台新的政策推进PPP项目规范健康发展,包括加强对PPP项目资金管理,严禁借PPP名义变相举债,明确PPP项目入库标准,完善PPP项目的

土地政策、财政政策等方面相应的配套措施等。上述措施有利于进一步规范PPP模式发展,带动经济建设的同时防范和控制地方政府债务风险。截至2018年末,全国PPP综合信息平台较上年新增管理库项目1517个、投资额2.4万亿元;管理库累计项目数8654个、投资额13.2万亿元;管理库累计落地率54.2%,较上年末(40.0%)继续提高。总体来看,PPP项目持续推动公共基础设施和公共服务领域方面的建设,对稳投资、促进经济增长发挥了积极作用。

2. 实施稳健中性的货币政策,加大逆周期调节力度,保持市场流动性合理充裕

2018年,央行继续实施稳健中性的货币政策,合理安排货币政策工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,保证了市场流动性的合理充裕,市场利率呈小幅波动下行走势,M1、M2增速有所回落,社会融资规模增速继续下降。

市场流动性维持合理充裕

2018年,央行继续实施稳健中性的货币政策,在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下,央行分别于2018年1月、4月、7月和10月实施四次定向降准¹⁸,共计向市场投放基础货币约3.65万亿元,扣除归还到期的MLF1.35万亿元,净投放约2.30万亿元。同时,央行灵活开展公开市场操作,综合运用逆回购、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、临时准备金动用安排(CRA)、国库定存等工具提供不同期限流动性,适当加大中长期流动性投放力度。12月19日,为加大对小微企业、民营企业的金融支持力度,中国人民银行决定创设定向中期借贷便利(Targeted Medium-term Lending Facility, TMLF),根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况,向其提供长期稳定资金来源并给予利率优惠。整体来看,本年度市场流动性维持合理充裕。

¹⁷ 涉及政策文件包括4月出台的《关于在旅游领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》、《关于进一步加强政府和社会资本合作(PPP)示范项目规范管理的通知》、11月出台的《关于加强中国政企合作投资基金管理的通知》、12月发布的《关于在文化领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》等。

¹⁸ 2018年1月普惠金融定向降准0.5个百分点;4月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行及外资银行定向降准1个百分点用于置换到期MLF;7月对大型商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准0.5个百分点用于支持“债转股”和小微企业融资;10月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准1个百分点用于置换部分MLF和提供支持小微企业、民营企业 and 创新型企业的资金来源。

市场利率呈小幅波动下行走势

2018年,1年期、3年期、5年期(含)以上贷款基准利率继续维持在2015年四季度以来的4.35%、4.75%和4.90%的水平。银行间7天质押式回购加权平均利率以及银行间1年期、5年期、10年期、30年期固定利率国债到期收益率2018年以来一改上年波动上行的趋势,整体呈现小幅回落态势。本年度,银行间7天质押式回购加权平均利率以及银行间1年期、5年期、10年期、30年期固定利率国债到期收益率分别为3.02%、3.02%、3.44%、3.62%和4.11%,除10年期、30年期固定利率国债到期收益率较上年有所上升外,其余期限固定利率国债到期收益率均较上年有所回落(详见图1)。

M1、M2增速有所回落

截至2018年末,我国狭义货币(M1)和广义货币(M2)余额分别为55.2万亿元和182.7万亿元;M1同比增速为1.5%,较上年同期(11.8%)大幅回落,M2同比增速(8.1%)与上年同期持平。总体来看,M1、M2增速整体延续了2016年下半年以来的放缓态势,本年末有所企稳,仍处于历史低位。虽然央行本年度四次实施定向降准,银行表内资金相对充裕,但资管新规、银行理财新规正式落地等金融强监管政策导

致银行表外业务规模受到压缩,货币派生效应受到一定程度的抑制。

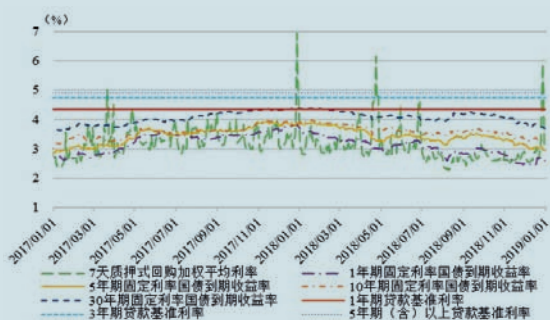
社会融资规模增速继续下降

截至2018年末,我国社会融资规模存量200.7万亿元¹⁹,同比增速(9.8%)较上年同期(12.0%)有所回落。本年度,社会融资规模增量19.3万亿元,较上年同期(19.4万亿元)略有减少。其中,人民币贷款仍为主要融资方式,本年度新增人民币贷款占社会融资规模的比重(81.4%)较上年(71.2%)明显增加(详见图2);新增委托贷款、新增信托贷款和新增未贴现银行承兑汇票等表外业务融资规模大幅收缩,主要是由于金融强监管下表外融资需求持续回归表内、融资需求向传统融资渠道回归所致。新增企业债券2.48万亿元,同比多增2.0万亿元,或与利率下行以及再融资需求较大背景下发行量增加有关。总体来看,本年度社会融资规模增长主要依赖于人民币贷款和企业债券发行,同时表外融资收紧的大方向未变,宽货币与紧信用的格局尚未发生明显变化。

人民币汇率有所回落,外汇储备规模小幅减少

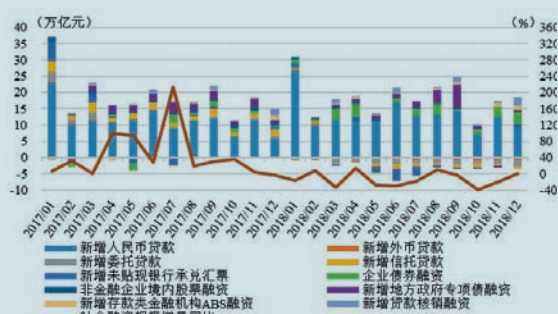
2018年,人民币相对美元继续呈现贬值态势,12月末,美元兑人民币中间价²⁰较上年末提高约5.0%。从一篮子货币

图1 2017年~2018年利率走势情况



资料来源：国家统计局、Wind

图2 2017年~2018年社会融资规模增量及增速情况



资料来源：国家统计局、Wind

¹⁹ 2018年7月起,人民银行完善社会融资规模统计方法,将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入社会融资规模统计,在“其他融资”项下反映。2018年9月起,人民银行将“地方政府专项债券”纳入社会融资规模统计。本文引用中国人民银行采用新的统计口径后公布的数据。

²⁰ 采用直接标价法。

来看,12月末CFETS人民币汇率指数、参考BIS货币篮子和SDR货币篮子的人民币汇率指数分别较上年末下降1.7%、上升0.9%和下降3.0%²¹,人民币对一篮子货币基本保持相对稳定。本年度央行上调远期售汇业务的外汇风险准备金率、人民币兑美元中间价报价行重启“逆周期因子”等措施对稳定人民币汇率起到了一定的积极作用²²,但在美国继续加息和缩表、美元持续走强,叠加中美贸易摩擦等因素影响下,人民币汇率总体有所回落。

截至12月末,我国官方外汇储备3.1万亿美元,较上年末减少约672.4亿美元。外储规模下降主要由于外汇储备在折算美元计价后的估值损失以及储备资产价格的变动。

宏观经济运行

1. 经济增速保持在合理区间,西部地区经济增长仍较快

2018年,面对错综复杂的国际政治经济环境和艰巨的国内改革发展稳定任务,我国经济运行仍保持在合理区间,总体平稳、稳中有进态势持续显现,经济结构继续优化,质量效益稳步提升。2018年,我国国内生产总值²³(GDP)

90.0万亿元,同比实际增长6.6%,较上年小幅回落0.2个百分点,实现了6.5%左右的预期目标,增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间,经济运行的稳定性和韧性明显增强;西部地区经济增速持续引领全国,区域经济发展有所分化;物价水平温和上涨,PPI与PPIM涨幅均有回落;就业形势总体良好(详见表1)。

西部地区经济增速引领全国,区域经济发展有所分化

从GDP总量来看,2018年,广东、江苏、山东经济总量继续位列全国前三。从GDP增速来看,位列前三的分别是西藏、贵州和云南,实际增速分别为10.0%、9.1%、8.9%,明显高于全国平均增速,均为西部地区。这主要与西部地区经济发展阶段有关,西部省份受益于后发优势,在政策红利的持续释放下,固定投资的显著增强成为拉动西部经济较快增长的重要引擎,而东部地区发展已跨越初始积累阶段,经济体量较为庞大,产业转型升级、经济提质保稳是发展重点。

2018年,全国有10个省市GDP增速低于全国平均增速,分别是山东、辽宁、天津、重庆、内蒙古、黑龙江、吉林、新疆、甘肃、海南。其中,重庆GDP为2.03万亿,同比实际增速

表1 2016年~2018年我国主要宏观经济指标同比增长情况(%)

项目	2016年	2017年	2018年
GDP实际增速(%)	6.7	6.9	6.6
规模以上工业增加值增速(%)	6.0	6.6	6.2
固定资产投资完成额增速(%)	8.1	7.2	5.9
社会消费品零售总额增速(%)	10.4	10.2	9.0
出口增速(%)	-2.0	10.8	7.1
进口增速(%)	0.6	18.7	12.9
CPI增幅(%)	2.0	1.6	2.1
PPI增幅(%)	-1.4	6.3	3.5
城镇登记失业率(%)	4.0	3.9	3.8
城镇居民人均可支配收入增速(%)	7.8	8.3	5.6

注:1. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价;

2. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率,固定资产投资完成额增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

资料来源:Wind、国家统计局

²¹ CFETS 人民币汇率指数和参考 SDR 货币篮子的人民币汇率指数较上年末有所下降,主要原因是在指数计算中美元的权重较大(分别为 22.4% 和 46.85%)。BIS 货币篮子包含币种多达 40 种,新兴市场国家货币居多,美元在指数中的权重为 17.8%,2018 年人民币对多数新兴市场国家货币升值,因而参考 BIS 货币篮子的人民币汇率指数较上年末有所上升。

²² 为稳定人民币汇率,中国央行宣布从 2018 年 8 月 6 日起,将远期售汇业务的外汇风险准备金率由 0% 上调到 20%。此外,8 月份以来人民币对美元汇率中间价报价行陆续主动调整了“逆周期系数”,以适度对冲贬值方向的顺周期情绪。

²³ 依据《中国国民经济核算体系(2016)》,研发支出计入 GDP 核算。

为6.1%，较2017年（9.3%）大幅下滑3.2个百分点，主要受到以汽车制造业为代表的工业经济下滑的拖累；天津2018年GDP为1.88万亿，同比实际增速仅为3.6%，与2017年持平，为31个省市中最低，主要是由于经济增长遇到瓶颈、产业转型升级面临困境。此外，辽宁受到近两年政府扶持和供给侧结构性改革的推动，经济增速上升至5.7%，吉林和黑龙江GDP同比实际增速（4.5%、4.7%）较上年均有所回落（详见图3）。

CPI涨幅总体稳定

2018年，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.1%，涨幅较上年扩大0.5个百分点，延续了2012年以来温和上涨的态势。食品CPI涨幅由上年下降1.4%转为上涨1.8%，对CPI的影响从下拉0.29个百分点转为上推0.35个百分点，是CPI涨幅扩大的主要原因，受年初雨雪及年中洪涝灾害影响，鲜菜、蛋类价格同比增幅大幅回升。非食品价格较上年变化不大。分季度来看，一季度受春节“错月”、大范围降温、天气等因素影响，CPI涨幅呈现先升后降态势；二季度，随着天气转暖，食品价格持续下降，CPI同比涨幅有所回落，三季度，受食品和能源价格上涨推动，CPI涨幅逐月扩大；年末因能源价格下降，CPI涨幅有所回落；全年CPI同比涨幅呈不对称“M”型走势。

PPI和PPIRM涨幅回落

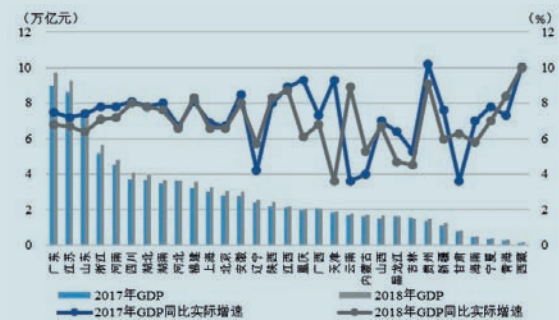
2018年，我国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨3.5%，较上年回落2.8个百分点，PPI回落主要受翘尾因素逐月减少和国际原油价格大幅度回调影响，分月来看，PPI同比涨幅自6月的年内最高点持续回落至12月的0.9%，为2016年10月以来的当月最低。其中，生产资料价格较上年上涨4.6%，影响PPI上涨约3.42个百分点，成为推高PPI上涨的主要原因；生活资料价格较上年上涨0.5%，影响PPI上涨约0.12个百分点，较2017年（0.7%）略有回落，涨势相对平稳。

2018年，我国工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比增长4.1%，较上年（8.1%）大幅回落。其中，有色金属材料类（3.9%）、黑色金属材料类（6.1%）、和燃料、动力类（7.1%）PPIRM指数同比回落幅度较大，较上年均下降9个百分点左右。

非制造业保持扩张态势

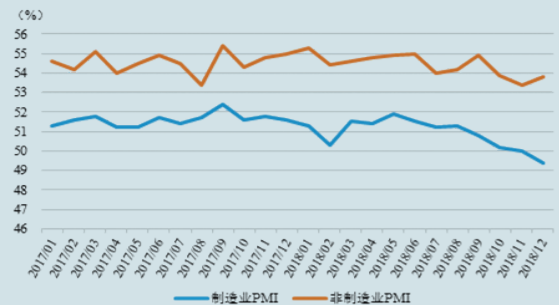
2018年，中国制造业采购经理人指数（制造业PMI）整体呈回落态势，12月，制造业PMI指数（49.4%）较上月回落0.6个

图3 2017年、2018年各省、自治区、直辖市GDP规模及同比实际增速



资料来源：国家统计局、Wind

图4 2017年~2018年制造业PMI、非制造业PMI走势



资料来源：国家统计局、Wind

百分点，29个月以来首次回落至临界点以下，制造业景气度持续减弱；非制造业商务活动指数（非制造业PMI）全年均在荣枯线以上，非制造业整体仍保持扩张态势（详见图4）。

从分类指数来看，2018年制造业PMI中，生产指数全年高于荣枯线但呈持续回落趋势，新订单指数与生产指数走势大体相似，但年末跌破荣枯线，二者总体水平平均较上年有所回落，表明制造业生产放缓，市场需求有所收紧；2018年以来原材料库存指数和从业人员指数持续位于荣枯线以下，表明制造业主要原材料库存降幅有所扩大，制造业企业用工量有所减少；供货商配送时间指数走势相对平稳，11月起升至荣枯线以上，表明制造业原材料供应商交货时间有所加快。非制造业PMI分类指数中，业务活动预期指数持续位于高位景气区间，表明非制造业企业对市场发展预期抱有较大信心；新订单、投入品价格以及销售价格指数整体保持扩张，但水平较上年均有所下降，表明非制造业市场需

求略有收缩、非制造业企业用于经营活动的投入品价格水平以及销售价格水平涨幅有所收窄;从业人员指数总体水平低于上年,且大多数月份位于荣枯线以下,表明非制造业企业用工量继续回落。

就业形势总体良好

2018年,全年城镇新增就业1361万人,较上年多增10万人,连续6年保持在1300万人以上,超出年初目标23.7%。2018年各月全国城镇调查失业率保持在4.8%-5.1%之间,实现了低于5.5%的预期目标。年末城镇登记失业率为3.80%,为近年来低位。就业形势保持良好一方面受益于经济平稳增长,发展质量效益进一步提升;另一方面,在经济运行出现新变化的形势下,稳就业被放在更加突出位置,国务院针对稳就业工作进行各项决策部署,坚持实施就业优先战略和更加积极的就业政策,稳就业、促就业政策的持续发力为实现就业预期目标创造了良好条件。

2. 三大产业增加值同比增速较上年均有所回落,工业和服务业新动能增长较快

2018年,我国三大产业整体保持平稳增长,农业生产形势较为稳定;工业生产运行总体平稳,工业企业利润保持较快增长;服务业保持快速增长态势,新动能发展壮大,第三产业对GDP增长的贡献率持续上升,产业结构不断改善(详见图5)。

农业生产形势较为稳定

2018年,我国第一产业增加值6.5万亿元,同比实际增长3.5%,较上年回落0.5个百分点;第一产业对GDP增长的贡献率为4.2%,较上年下降0.6个百分点。2018年,有关部门先后就培育农业农村发展新动能、强农惠农、发展粮食产业经济和促进农业产业化联合体等领域发布多项政策,促进农村产业结构继续改善。总体来看,2018年农业生产形势较为稳定。

工业生产运行总体平稳,工业新动能增长较快

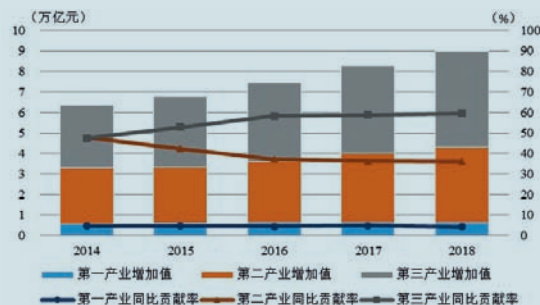
2018年,我国第二产业增加值36.6万亿元,同比实际增长5.8%,增速较上年(5.9%)略有下降;第二产业对GDP增长的贡献率(36.1%)较上年(35.7%)略有提升。2018年,全国规模以上工业增加值同比实际增长6.2%,增速较上年(6.6%)有所下降,仍在合理区间运行。分企业性质来看,2018年国有及国有控股企业、私营企业以及股份制企业工业增加值同比实际增速(6.2%、6.2%、6.6%)较上年变化不

大;集体企业、外商及港澳台投资企业工业增加值同比实际增速(-1.2%、4.8%)较上年均回落了2个百分点左右。

工业新动能增长较快。在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下,我国工业新动能发展显著加快。2018年,高技术产业工业增加值同比增长11.7%,增速高于规模以上工业增加值5.5个百分点,占规模以上工业增加值的比重为13.9%,较上年提高1.2个百分点。战略性新兴产业工业增加值同比增长8.9%,增速高于全部规模以上工业增加值2.7个百分点,与上年持平,仍保持较快增速。与工业新动能形成对比的是,2018年汽车制造业增加值同比增速(4.9%)较上年回落7.3个百分点,我国的汽车工业在历经连续多年的高速增长后,受需求下滑的不利影响增速正在逐步放缓。

工业企业利润保持较快增长。2018年,全国规模以上工业企业实现利润总额6.6万亿元,同比增长10.3%,增幅较上年(21.0%)有所下降,但仍保持较快增速,增幅回落或与国际大宗商品价格上涨、国内外需求减少以及上年基数较高有关。规模以上工业企业主营业务收入利润率为6.5%,较上年提高0.11个百分点。分行业来看,2018年,在41个工业大类行业中,32个行业利润总额比上年增加。其中,新增利润最多的行业主要是基础工业和供给侧结构性改革重点行业,如石油和天然气开采业(同比增长4.4倍),非金属矿物制品业(同比增长43%),黑色金属冶炼和压延加工业(同比增长37.8%),酒、饮料和精制茶制造业(同比增长20.8%),化学

图5 2014年~2018年我国三大产业GDP及贡献率



资料来源: 国家统计局、Wind

原料和化学制品制造业(同比增长15.9%),这5个行业合计对规模以上工业企业利润增长的贡献率为77.1%。2018年,黑色金属矿采选业、其他采矿业、有色金属冶炼及压延加工业利润总额同比降幅较大,分别下降34.4、27.3以及9.0个百分点,或受经济增速放缓、环保高压、季节性限产等不利因素影响。

服务业保持较快增长,新动能发展壮大

2018年,我国第三产业增加值47.0万亿元,同比实际增长7.6%,增速较上年(7.9%)回落0.3个百分点;第三产业对GDP增长的贡献率(59.7%)较上年(59.6%)略有上升。从行业来看,服务业发展新动能快速成长,带动相关产业不断发展,其中,信息传输、软件和信息技术服务业,租赁和商务服务业,交通运输、仓储和邮政业增加值分别比上年增长30.7%、8.9%和8.1%,领先于其他行业的增长,占GDP的比重分别为3.6%、2.7%和4.5%,比上年有所提高或持平。这三个行业合计拉动GDP增长1.7个百分点,比上年提高0.4个百分点。此外,房地产业增加值同比增速(3.8%)较上年(6.6%)明显下降,主要受近年来国家持续加强对房地产行业宏观调控力度的影响;金融业增加值同比增速(4.4%)较上年持平。

3. 固定资产投资增速略有回落,居民消费平稳较快增长,进出口增幅放缓

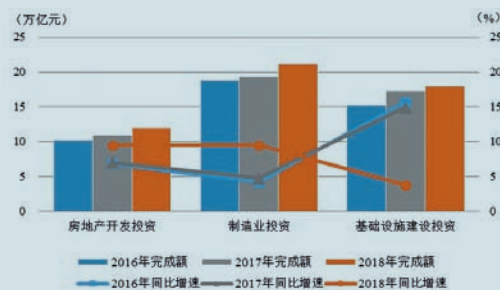
2018年,我国固定资产投资增速略有回落,其中基础设施建设投资增速大幅下滑;居民消费总量持续扩大,消费结构不断优化升级;进出口增速明显放缓,贸易顺差持续收窄。从三大需求对GDP增长的贡献率来看,2018年,资本形成总额贡献率(32.4%)较上年小幅提升0.3个百分点;最终消费支出贡献率(76.2%)较上年大幅提升17.4个百分点;货物和服务净出口贡献率(-8.6%)转正为负,较上年大幅下滑17.7个百分点。总体来看,居民消费平稳较快增长推动最终消费对经济增长的贡献率明显上升,而在外需趋弱、中美贸易摩擦的背景下净出口贡献率显著下降。

基础设施建设投资增速大幅下滑,制造业成为拉动投资增长的重要引擎

2018年,全国固定资产投资(不含农户)63.6万亿元,同比增长5.9%,增速较上年下降1.3个百分点。其中,民间投资(39.4万亿元)同比增长8.7%,增速较上年(6.0%)有所增加,主要受益于2018年以来相关部门采取的一系列激发民间投资活力的政策措施,通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,并不断鼓励民间资本参与政府和社会资本合作项目(PPP)、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式,使民间投资活力得到一定程度的释放。总体来看,2018年,我国房地产开发投资增速有所加快;基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增速大幅下滑,四季度以来逐步趋稳;制造业投资增速明显加快,其中高技术制造业、装备制造业投资增速较快(详见图6)。

房地产开发投资增速略有加快。2018年,全国房地产开发投资12.0万亿元,同比增长9.5%,增速较上年(7.0%)加快2.5个百分点,全年呈现平稳走势。在中央“房子是用来住的,不是用来炒的”理念引导下,一系列政策陆续出台:5月,住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》,明确坚持调控目标不动摇、力度不放松,调整住房和用地供应结构²⁴,切实加强资金管控,进一步

图6 2016年~2018年我国固定资产投资分项投资额及增幅



资料来源: 国家统计局、Wind

²⁴ 提出力争用3-5年时间,公租房、租赁住房、共有产权住房用地在新增住房用地供应中的比例达到50%以上。



落实地方调控主体责任等措施；6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置的要求也更加严格；7月，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制；热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级。在上述政策背景下，2018年，我国商品房销售面积（171654万平方米）同比增幅（1.3%）和销售额（149973亿元）同比增幅（12.2%）较上年分别回落6.4和1.5个百分点。整体来看，尽管下半年部分城市调控政策出现短暂松动迹象以及财政金融定向“微调”，但各地调控政策仍以稳为先，在推进房地产市场供给侧结构性改革加快的同时，确保行业健康平稳发展。

基础设施建设投资增速大幅下降。2018年，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较上年大幅下降15.2个百分点，呈现前三季度逐月下滑，第四季度止跌企稳态势。增速大幅下滑主要受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响。分行业看，2018年，生态保护与环境治理业投资增速（43%）较2017年大幅提升；水上运输业投资增速（-9.6%）较2017年小幅回暖；道路运输业（8.2%）、航空运输业（4.8%）、公共设施管理业（2.5%）以及铁路运输业（-5.1%）投资增速均较2017年大幅下降；管道运输业（-4.4%）、水利管理业（-4.9%）投资增速转正为负。10月以来，在前期基建补短板相关政策落地、基建项目审批加快、

中长期贷款企稳及专项债发行提速等共同作用下，基础设施建设投资增速止跌企稳。

制造业投资增速持续提高。2018年，全国制造业投资21.2万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年提高4.7个百分点。制造业投资保持较快增长主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。具体来看，高技术制造业投资增长16.1%，增速比全部制造业投资高6.6个百分点，其中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资增长20%，电子及通信设备制造业投资增长21.5%。受设备更新换代、环保标准提升等因素的影响，制造业中转型升级和装备制造投资呈较快增长态势，其中，制造业技术改造投资增长14.9%，增速比全部制造业投资高5.4个百分点，装备制造业投资增长11.1%，增速比全部制造业投资高1.6个百分点。

分行业来看，2018年制造业投资额前十细分行业中，非金属矿物制品业（19.7%），计算机、通信和其他电子设备（16.6%），专用设备、金属制品业（均为15.4%），电气机械及器材制造业（13.4%）的投资增速均在两位数以上。与上年相比，非金属矿物制品业、专用设备制造业、化学原料及化学制品制造业投资增速均提升了10个百分点以上，汽车制造业投资增速（3.5%）较上年（10.2%）大幅下降，主要由于汽车制造业增长放缓的影响。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级

2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较上年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长

6.9%，其中，限额以上企业消费品零售总额14.5万亿元，同比增长5.7%，较上年回落2.4个百分点。增速回落一方面受消费占比较大的汽车类商品增速放缓影响，2018年，受保有量不断提高、用车成本增加和部分地区国六环保标准年末实施等多因素叠加影响，汽车类商品消费增速较上年回落8.0个百分点；另一方面还与居民收入增速放缓有关，2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，略低于GDP增速，且较上年回落0.82个百分点。

分行业来看，限额以上批发和零售额前十的行业中，生活日常类消费，如日用品类（13.7%）、粮油食品、饮料烟酒类（9.5%）、服装鞋帽、针、纺织品类（8.0%）消费保持较快增速；升级类消费，如家用电器和音像器材类（8.9%）、通讯器材类（7.1%）消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；中西药品消费增幅（9.4%）较上年有所放缓主要受到原材料上涨影响，建筑装潢类消费增幅（8.1%）较上年放缓主要与商品房销售增速放缓有关。除上述排名前十的行业外，旅游、文化、信息等服务类消费较快增长，2018年我国国内旅游人数和旅游总收入分别同比增长10.8%和12.3%，电影票房和观影人次保持高增长态势，信息消费同比增长11%。

此外，网络销售继续保持高增长态势。2018年，全国实物商品网上零售额7.0万亿元，同比增速（25.4%）高于社会消费品零售总额增速16.4个百分点，占社会消费品零售总额比重（18.4%）较上年提高3.4个百分点。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄

2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显，在此背景下，我国贸易总量虽首次超过30万亿元，创历史新高，但进出口增速明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，我国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较上年（14.2%）下降4.5个百分点。其中，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年（10.8%、18.7%）均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年（2.9万亿元）有所减少。2018年我国进出口增速下降主要基于以下几方面原因：一是全球经济增速放缓导致外需持续减弱，对出口造

成不利影响；二是内需放缓对进口需求的影响逐步显现，同时，主要大宗商品及工业品价格涨少跌多，同比涨幅普遍收窄，价格因素对我国进口增速的支撑作用也相应减弱；三是受到上年同期高基数影响。

从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（57.8%）较上年（56.4%）提高1.4个百分点。从国别来看，我国对主要贸易伙伴进出口全面增长，与“一带一路”沿线国家进出口增势良好。2018年，我国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%。其中，对欧盟和东盟进出口增速有小幅下降，主要受全球经济复苏放缓的影响；对美国进出口增速较上年（15.2%）大幅下降，主要是中美贸易摩擦导致。与此同时，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，其中，对希腊、俄罗斯、沙特阿拉伯进出口分别同比增长33.0%、24.0%和23.2%，我国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力正在持续释放，成为拉动我国外贸增长的新动力。

从产品结构来看，出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，出口金额增幅前十的产品主要集中于矿产、能源、农产品等。进口方面，进口额前十的产品以能源、原材料和工业制成品为主，进口额增幅前十的产品以能源、原材料为主。

三、2019年宏观经济展望

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性和不稳定性。2019年1月，IMF再次下调2019、2020年全球经济增长预期至3.5%和3.6%。对于中国而言，外部风险主要集中在外部需求持续放缓、中美贸易摩擦等方面，内部则面临深入推进供给侧结构性改革、加强防范和化解金融风险、加强保障和改善民生等重要任务。总体来看，2019年中国宏观经济整体仍存在下行压力，国内经济增长的结构性矛盾依然突出，但经济长期向好的基本面没有改变，我国仍处于发展的重要战略机遇期，2019年经济有望实现平稳增长。

继续实施积极的财政政策与稳健的货币政策。财政政策方面，积极的财政政策将继续发力，主要体现在通过实行普

惠性减税和结构性减税相结合、调整部分企业和产品出口退税率、实施个人所得税专项附加扣除办法等措施实施更大规模的减税降费。同时, 进一步增加中央预算内投资规模, 较大幅度地增加地方政府专项债规模, 重点支持交通、水利、生态环保等重大项目。货币政策方面, 稳健的货币政策将保持松紧适度, 维持流动性合理充裕, 保持货币、信贷及社会融资规模合理增长, 按照深化供给侧结构性改革的要求优化融资结构、信贷结构, 加大金融对民营企业的支持, 进一步疏通货币政策传导机制, 使资金更多流入实体经济、流入中小微企业, 提升金融服务实体经济的能力, 预计2019年市场流动性将保持合理宽松, 利率水平不会出现明显上升。人民币汇率方面, 当前中国经济的基本面稳健、外汇储备充足等为人民币汇率保持基本稳定提供了基本面的支撑, 2019年1月美联储货币政策会议纪要显示美国加息节奏将放缓, 人民币贬值压力有所减轻, 预计将维持在合理稳定水平。总体来看, 宏观经济政策将继续着力于经济高质量增长, 为“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”创造良好环境。

固定资产投资增速或逐步企稳, 但仍有继续回落的可能。

当前国家保增长、稳投资意愿较强, 2018年9月以来国务院要求贯彻党中央、国务院部署, 聚焦补短板、扩大有效投资, 按照既不过度依赖投资也不能不要投资, 防止大起大落的要求, 稳住投资保持正常增长。基础设施投资增速有望企稳, 但仍有可能继续回落。2019年, 我国将继续加大基础设施补短板力度, 加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度, 补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板, 同时加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设。但在经济增速放缓背景下积极财政政策对基础设施补短板提供资金支持的作用受到限制, 城投企业转型对基础设施建设投资的拖累效应会持续, 基础设施建设投资增速仍有可能回落。制造业投资将保持较快增长。受益于国家鼓励创新驱动、布局核心技术攻关、支持企业技术升级等政策, 制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资将继续保持较快增速, 将为制造业投资增长提供重要支撑。但全球经济增速继续放缓带来的外需下降以及中美贸易摩擦可能会对制造业的扩张产生不利影响。房地产投资增速将保持相对稳定。一方面, 我国城镇化进程和改善性需求对房地产投

资仍有一定的拉动作用; 另一方面, 随着我国房产税改革、房地产市场调控、住房制度改革和长效机制建设的加快将推动我国房地产行业的规范化健康化发展。总体来看房地产投资增速或将保持相对稳定。

居民消费将保持平稳增长。一方面, 随着一系列促消费政策的实施, 居民消费将持续增长, 并对经济增长形成重要支撑。一是消费将持续扩容和升级, 随着居民消费水平的提高以及消费潜力的释放, 教育、文化、旅游、体育、养老、医疗等方面的消费升级将持续加快。二是个税改革有利于居民消费, 自2018年下半年实施的个税改革, 提高个税免征额度、实施个人所得税专项抵扣等, 此举有利于提高居民消费能力, 激发居民消费潜力。但同时也应注意到, 家庭负债过高可能对居民消费产生抑制。房价上涨和在线消费贷款使得我国家庭债务收入比近五年增加了20个百分点, 这将造成可支配收入型资金支撑力的削弱, 从而对居民消费造成不利影响。另一方面, 阻碍居民消费潜力提升的体制机制仍然存在。以服务消费为例, 文化、旅游、体育、健康养老家政、教育培训托幼等公共服务领域, 向社会开放、向企业开放程度低, 社会资本进入难度仍然较大, 导致服务产品供给单一, 难以满足服务消费的高质化和多元化的需求, 对于释放消费潜力有较大的阻碍。总体来看, 2019年我国将继续推动消费升级, 提高产品质量, 提高居民可支配收入, 增强居民消费能力, 居民消费有望保持平稳增长。

进出口增速或将继续回落。出口方面, 受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响, 外部需求或将持续弱化, 出口增长受到制约。2019年以来中美贸易摩擦略有所缓和, 3月初美国宣布对2018年9月起加征关税的自华进口商品不提高加征关税税率, 继续保持10%, 但在全球经济复苏缓慢、国际贸易保护主义抬头的背景下, 国内出口仍面临较大的不确定性。与此同时, 我国将实行更加积极主动的开放战略, 尤其与发展中国家的国际合作将是我国出口增长的重要保障, 我国出口规模有望实现稳步增长。进口方面, 随着经济的发展, 我国居民消费结构逐步优化和升级, 加之相关扩大进口政策的出台和实施, 2019年进口将继续增长, 但受到2018年经济下行造成的投资设备进口增速下降, 以及环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的

影响, 2019年进口增速或将继续回落。

综上所述, 2019年全球经济政治形势将更加错综复杂, 地缘政治风险依然较大, 外需难有明显起色。2019年, 我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 坚持以供给侧结构性改革为主线, 坚持深化市场化改革、扩大高水平

开放, 继续打好三大攻坚战, 统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作, 推动经济高质量发展。2019年经济运行将保持在合理区间, 考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落, 预计2019年我国GDP增速在6.3%左右。///

评级小贴士

关于创新创业公司债的一些基本知识

创新创业公司债的定义

创新创业公司债是指符合条件的创新创业公司、创业投资公司, 依照《公司法》、《证券法》、《公司债券发行与交易管理办法》和其他法律法规及部门规章发行的公司债券。

创新创业公司债的发行主体

创新创业公司债的发行主体包括符合条件的创新创业公司和创业投资公司两类。创新创业公司是指从事高新技术产品研发、生产和服务, 或者具有创新业态、创新商业模式的中小型公司; 创业投资公司是指符合《私募投资基金监督管理暂行办法》、《创业投资企业管理暂行办法》等有关规定, 向创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金和创业投资基金管理机构。发行创新创业公司债募集的资金应专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。

创新创业公司债发行的重点支持对象

一是注册或主要经营地在国家“双创”示范基地、全面改革创新试验区、国家综合配套改革试验区、国家顶级经济技术开发区、国家高新技术产业园区和国家自主创新示范区等创新创业资源集聚区域内的公司; 二是已纳入全国中小企业股份转让系统(新三板)创新层的挂牌公司。

创新创业公司债的相关制度

实行专项审核。创新创业公司债受理及审核设立专项机制, 实行“专人对接、专项审核”, 适用“即报即审”政策, 提高上市审核、挂牌转让条件确认工作效率。

支持设置转股条款。非公开发行的创新创业公司债, 可以附可转换成股份的条款。附可转换成股份条款的创新创业公司债, 应当符合中国证监会相关监管规定。债券持有人行使转股权后, 发行人股东人数不得超过200人。新三板挂牌公司发行的附可转换成股份条款的创新创业公司债, 转换成挂牌公司股份时, 减免股份登记费用及转换手续费。

数据来源: 中国证券监督管理委员会于2017年7月4日发布的《中国证监会关于开展创新创业公司债试点的指导意见》(中国证券监督管理委员会公告[2017]10号)

中国化工行业2018年度研究报告及展望

文 | 联合资信评估有限公司 李博恒 黄露

一、化工行业整体发展情况

化学工业涉及的领域相当广泛，广义的化学工业包括化学品及化学制品的制造、焦炭和精炼石油产品的制造、基本医药产品和医药制剂的制造、橡胶和塑料制品的制造、纸和纸制品的制造、基本金属的制造、其他非金属矿物制品的制造等诸多部门。化工行业在几乎所有制造行业扮演了重要角色，其行业运行情况关系国计民生。自2016年2月以来，化工行业整体综合景气指数保持在100以上的良性水平，2018年以来，行业供给端产能扩张缓慢，且持续的环保压力导致部分中小产能出清，需求端保持相对稳定；成本端化工原材料原油、天然气、煤炭价格中枢向上，对化工产品价格形成高位支撑，行业整体维持较高景气度。根据国家统计局数据，截至2018年10月底，中国化学原料和化学制品制造业企业单位数23447家，资产总计7.6万亿元，同比增长6.5%。

据国家统计局统计，2018年1~9月，化学原料及化学制品制造业累计实现营业收入55232.70亿元，同比增长11.30%，主要系受供给侧改革持续推进、下游供需情况改善影响；行业平均资产负债率为55.73%，较2017年增长1.07个百分点，除了化纤投资民营炼化导致资产负债率提高外，其他子行业资产负债率基本稳定；累计实现利润总额4076.20亿元，较上年同期下降9.85%；行业毛利率为16.35%，较上年同期小幅下降0.67个百分点，但仍维持在历史较高水平。

从行业的整体平衡性来看，部分子行业的产能过剩现象仍然存在，低效、落后、排放不达标的产能需要继续退出市场，行业的供给侧改革仍在进行之中。从年初开始，行业整体的固定资产投资完成额同比数据有向上复苏的迹象，但是复苏较慢，3季度增速有所上涨但仍处于低位。截至9月份，基础化工行业（包括化学原料及化学制品制造业、化纤制造业、

橡胶和塑料制品业）的固定资产投资完成额累计达到17126亿元，同比增长4.64%，行业投资增速在经过长达7年的向下调整后开始显露复苏迹象，但整体仍处于低位。

对比各子行业的综合投入，化工各子行业投资和发展逐步分化。涤纶、其他橡胶制品、民爆用品、钛白粉、其他纤维、氨纶、聚氨酯、粘胶等子行业在建工程增速较快，表明这些子行业在持续扩张。此外，行业在建工程大幅增长源于荣盛石化、恒力股份等公司在建工程增加。2018年前三个季度化工行业在建工程为3581.17亿元，同比上升31.34%。剔除涤纶板块的在建工程数据后，2018年前三季度化工行业在建工程为2639.31亿元，同比小幅上涨2.39%，为2015年以来首次增速转正，显示行业扩产投资逐渐开始。

二、各子行业发展情况

石油化工行业（不含石油炼制）

石油化工行业除石油炼制工业外，主要以生产烯烃（乙烯、丙烯类产品）、芳烃（PX、PTA等）等产品，下游产品主要包括塑料、纺织材料等，在我国经济民生中占据重要位置。

乙烯是重要的基础化工原料，工业上主要应用于生产聚乙烯、环氧乙烷、乙二醇、苯乙烯等，主要终端需求为塑料、制药、纺织品、涂料等多个行业。我国乙烯工业起步于20世纪60年代，经过20多年发展，我国乙烯产能已经超过2300万吨/年，产能分布上集中在新疆、东北（黑龙江、辽宁）、华东（江苏、浙江）和华南（广东）。

丙烯与乙烯相同，同样是重要的基础化工原料，主要用于制取丙烯腈、环氧丙烷和丙酮等化学品，主要应用在生产多种重要有机化工原料、合成树脂、合成橡胶及多种精细化

学品。我国华东区域是丙烯最主要的消费市场，日本、韩国、台湾成为我国主要的货源地，经过多年的发展，国内丙烯产能形成了以华东区域山东地方炼厂作为领军者、华北和东北均有分布、西北、华南及华中地区产能较小的特征。截至2018年9月底，我国丙烯产能约达到3400万吨/年。目前，我国丙烯生产企业集中度不高，国内生产规模较大的企业主要有万华化学、镇海炼化 and 东明石化等。从区域上来看，以山东地方炼企为代表的华东地区产能占比最高，该区域产能合计达到832.6万吨/年，国内其余地区产能规模相对较小。

甲苯是有机化工的重要原料，广泛应用于燃料、医药、农药、火炸药、助剂、香料等精细化学品的生产，也应用于合成材料工业，目前甲苯30%用于生产各类调油、16%用于生产硝基甲苯和邻甲苯、15%用于生产涂料和染料、12%用于生产农药和医药、10%用于军工和轻工工业。对二甲苯（PX）主要用于制造对苯二甲酸，可用于化工及制药工业，也是用于生产聚对苯二甲酸乙二醇酯（PET）的重要中间体—精对苯二甲酸（PTA）的主要原料，PET是一种常用的化学合成纤维，PET树脂是一种重要的透明塑料原料，用于生产饮料、食用油脂包装、平板显示器基材、车用和建筑用太阳膜等，目前国内其用于生产PTA的PX占到其全部需求的95%以上。下游需求市场决定了甲苯及PX的生产及消化主要集中在华东地区。

截至2018年9月底，我国甲苯产能合计在1300万吨/年左右，区域分布上，产能主要分布在沿海省份，华东区域占49%左右，华南和东北地区各占15%左右，其余地区产能相对较小。长期以来，由于我国对安全环保、生态环境的关注，社会公众对PX持抵制态度，我国PX工业发展缓慢，我国PX产品供给一直依赖于日本、韩国进口。随着业内专家对PX产品的科普，逐步打消了社会中对于PX产品“含剧毒”的观念，外加我国化学工业发展的客观需要，国内多家大型化工集团开始投入对PX项目的投资建设。预计到2020年末，我国将达到3500万吨/年的PX产能规模，我国将从进口国变为出口国。

煤化工行业

煤化工行业主要代表性产品为甲醇、焦炭、煤制油等，其中焦炭是作为重要的工业原料，按用途可分为冶金焦（高

炉焦、铸造焦和铁合金焦等）、气化焦和电石用焦，广泛应用于钢铁、有色、化工、机械等行业，其中冶金焦主要起到还原剂、发热剂和料柱骨架的作用，而钢铁企业高炉用冶金焦用量占焦炭消费总量的85%左右，是焦炭最主要的应用。

根据智研咨询数据显示，焦炭产能从2010年的4.54亿吨上升至2016年的6.90亿吨，年均复合增长率达7.20%。产量方面，2010年至2016年焦炭产量从3.88亿吨上升至4.49亿吨，年复合增长率仅为2.50%，导致焦炭行业产能利用率逐年下降，2010年产能利用率高点为85.40%，而2016年产能利用率只有65.10%，结果就是产能过剩问题日趋严重。根据中国煤炭资源网数据显示，2017年我国焦炭产能为6.50亿吨，较2016年下降约4000万吨，自2011年以来首次出现下降。虽然环保限产等因素导致2017年焦炭产量同比下滑3.30%，但由于焦炭产能从高点回落，2017年行业产能利用率同比增长1.20个百分点至66.3%，政府持续淘汰落后产能以及严格限制新增产能，加上行业自身的市场化出清，焦炭行业的产能利用率有见底回升的迹象。

产能分布方面，由于焦炭存在运输半径的限制，焦化企业主要集中在煤炭主产区或钢铁主产区，根据Wind和中泰证券研究所的数据显示，2017年焦炭产量超过1000万吨的省份共有11个，合计产量3.45亿吨，占行业总产量比重80%。其中，山西、陕西、山东、内蒙古、河南作为煤炭主产区2017年产量分别排第1、3、4、5、6名，占比分别为19.43%、9.39%、9.12%、7.06%、5.31%，合计占比50.43%。河北、辽宁、江苏作为钢铁主产区，2017年产量分别排第2、7、8名，占比分别为11.16%、5.14%、4.78%，合计占比21.08%。

行业集中度方面，根据生意社的统计数据显示，2017年前10家钢铁企业粗钢产量合计3.07亿吨，占全国产量比重约37%。根据煤炭工业协会统计数据显示，2017年前10大煤炭企业原煤产量14.90亿吨，占全国产量比重约为42%。但是根据南华期货网给出的数据显示，前10大焦炭企业累计产能6950万吨，占统计产能约13%，与钢铁和煤炭行业相比，焦炭行业的产能集中度明显过低，直接导致的结果就是焦化企业在煤-焦-钢的产业链中的议价能力低下，也导致焦化企业的利润不理想。

盐化工行业

盐化工产业集中在工业链条中游，主要指生产PVC、烧碱

的氯碱工业和生产纯碱、小苏打的纯碱工业。盐化工行业的主要产业链上游为原油、原盐、焦炭、电石等大宗商品，下游为管材、型材、氧化铝、玻璃、无机盐等盐化工的消费领域，而产业链以PVC(聚氯乙烯)+烧碱、纯碱两条产业链为重要核心。

2017年，中国PVC和烧碱产能分别为2406万吨(包括糊树脂137万吨)和4102万吨，其中，PVC产能在经过连续3年的净减少后，2017年转变为净增加80万吨(新增产能108万吨、去产能28万吨)，国内PVC生产企业为75家，单个企业平均生产规模已上升至32万吨/年的水平；烧碱产能则净增加157万吨(新增产能183.5万吨、去产能26.5万吨)，国内烧碱生产企业为160家，单个企业平均生产规模提升至26万吨/年。产能利用率方面，经过行业过剩与残酷淘汰，烧碱、PVC行业已经进入了相对平衡的运行周期，2014年以来随着PVC装置开工率的提高、烧碱产能增速放缓和烧碱下游需求的快速增长，国内烧碱装置开工率不断提升，2017年，烧碱装置开工率已达到82.03%，2018年1~10月烧碱装置开工率为81%，开工率继续保持高位；不过由于年初氧化铝采暖季限产及铝土矿因环保督查导致供应不足，烧碱重要的下游产品氧化铝产量增速放缓，当期烧碱装置开工率同比有所下滑。目前，我国烧碱行业总体处于供需合理状态。

烧碱生产过程中，含氯产品与烧碱存在着产能配套问题，产能互相制衡。我国西北地区大型氯碱企业均为“PVC+烧碱”联产企业，生产方面以PVC为主，烧碱则是副产品，氯碱装置开工方面往往选择“以氯定碱”模式，PVC市场变化在影响企业开工方面更具主导性；而山东和河南等地多以配套氧化铝产业的氯碱企业为主，氯碱装置开工方面则倾向于选择“以氯定碱”模式，烧碱市场变化在影响企业开工方面更具主导性。从氯碱行业发展模式和全国产能分布情况来看，“PVC+烧碱”配套发展模式和西北地区产能占比更为突出。

纯碱行业生产工艺分为联碱法、氨碱法和天然碱法，三种制碱工艺中，氨碱法对环境污染较大，且消耗大量的自然资源，原盐的利用率较低，生产的副产品氯化钙用途较小，大部分作为废渣处理；联碱法较氨碱法污染较小，原盐利用率较高，且与合成氨工业相互匹配，且副产品氯化铵可以用作生产复合肥的原料，在我国大规模生产有很好的适用性；天

然碱法毛利率最高，生产工艺较为简单，成本不及联碱法、氨碱法一半，且污染小，但资源禀赋的原因制约了其发展，我国天然碱主要分布在河南桐柏县与内蒙古。我国纯碱生产以联碱法和氨碱法为主，原料主要是工业盐和合成氨，而天然碱法，成本优势明显，故资源禀赋决定了公司成本控制能力。

自2013年以后，国内纯碱产能几乎没有净增长，开工率逐年提升。近年来全国纯碱产能维持在3000万吨左右，产量则保持了相对较高的增速，2017年产量为2716万吨，近5年复合增长率达3.1%，纯碱的供需关系明显偏紧，近年来开工率维持高位，2017年平均开工率达到90%。

化肥行业

化肥行业是按照用途分类的化工子行业，是化学肥料的简称，是用物理或化学方法制成的含有一种或几种营养元素的肥料；主要用于农业，根据肥料所含元素的不同，主要分为氮肥、磷肥、钾肥和复合肥。化肥是农业发展中不可或缺的一个元素，是关系农业生产发展和农民切身利益的基础性行业，按照施用量从高到低依次是氮肥、复合肥、磷肥和钾肥，复合肥为含有两种或两种以上营养元素的肥料，近年来施用量有所增加。

化肥行业作为农业的主要上游行业，在国民经济中有着特殊的地位，其需求具有刚性支撑。由于生产过程需要消耗大量的电能，还会产生氨氮、硫化物等导致水质恶化的废弃物，对水资源造成污染，化肥行业属于高能耗、高污染行业，同时，其对资源的依赖性较强，同属于资源消耗型行业。化肥的生产和消费具有显著的地域性特征，我国化肥企业的布局主要是由原材料分布决定的。其中，西南地区拥有丰富的天然气和磷矿资源，因此聚集了众多以气头为主的氮肥企业和磷肥企业；青海地区由于拥有中国绝大部分的卤水资源，因此钾肥企业主要集中在青海地区；山西、山东等地区拥有较为丰富的煤炭资源，因此聚集了很多以煤头为主的氮肥企业。中国的化肥消费同样具有明显的地域特征，主要集中在长江中下游和黄河中下游农业生产省份，其中河南、山东、江苏、河北、湖北、安徽、四川和湖南八省的化肥消费量最大，约占全国用量的50%以上。化肥是季节性消费的商品，每年春秋两季是化肥销售的旺季，为保证化肥企业生产积极性、稳定产

品价格,缓解化肥常年生产、季节消费的矛盾,我国从2005年开始实行化肥淡季商业储备制度,大多数化肥生产和流通企业都要承担相应的淡季储备职能。

近年来,我国化肥行业发展迅速,行业总产能快速扩张,氮肥、磷肥和复合肥产能过剩问题突出,而钾肥由于生产原料资源短缺,国内自给率不足50%,主要依赖进口。2016年开始,我国在环境保护方面要求显著提升,落后产能逐步退出市场,化肥行业整体产能过剩的状态有了明显改善。

三、2018年重要行业政策

安全环保政策

化工生产具有高耗能高污染的行业特性,2018年,国家针对安全及环保问题持续出台多项政策以促进工业企业高效、绿色、可持续发展。

2018年1月16日,环境保护部发布《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》,为加大京津冀及周边地区大气污染防治工作力度,我国将在京津冀大气污染传输通道城市(2+26)执行大气污染物特别排放限值。2018年2月24日,工业和信息化部原材料工业司公布《2017年石化化工行业经济运营情况》,明确了2018年化工行业发展的六大重要方向,包括大力推进危化品生产企业搬迁改造工作、加快实施化工新材料补短板、开展化工园区智能化改造、推动化工行业两化深度融合、提升服务能力,引导石化行业扩大投资以及发力“一带一路”,提升行业“走出去”水平。2018年7月23日,工业和信息化部印发《坚决打好工业和通信业污染防治攻坚战三年行动计划》,提出优化产业布局,落实京津冀和长江经济带产业转移指南,指导重点区域和重点流域产业合理转移,到2020年长江经济带中小型企业存在重大风险隐患的大型企业搬迁改造工作基本完成,重点区域和重点流域力争率先完成。

从行业环保政策来看,化工行业一直以来备受环保监管关注,政策法规颁布密集,对行业提出越来越高的生产排放要求。政策从严对行业造成了一定的合规生产压力与环保设备投资压力,强监管下的环保处罚甚至可能造成企业停产停工,直接影响企业信用基本面(如“辉丰转债”外部评级调

降),应对环保管理能力较差、环保处罚记录较多的企业予以更高关注。

新旧动能转换政策

2018年1月3日,国务院以“国函1号”文件批准《山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案》(后文简称《方案》)。这是党的十九大后国务院批准的首个区域性国家发展战略,也是我国第一个以新旧动能转换为主题的区域发展战略。《方案》提出,根据资源环境承载能力、现有基础和发展潜力,充分发挥济南、青岛、烟台三市经济实力雄厚、创新资源丰富等综合优势,率先突破辐射带动,打造新旧动能转换主引擎。2018年1月12日,国家发展改革委《关于印发山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案的通知》。2018年2月13日,山东省人民政府发布《关于印发山东省新旧动能转换重大工程实施规划的通知》(后文简称《通知》),落实省第十一次党代会部署,加快推进新旧动能转换重大工程。《通知》提出山东新旧动能转换发展布局的总体方向是以综合试验区为重点,覆盖全省陆域和近海海域。坚持梯次扩散与节点辐射相结合,全面推进与集中集约相协调,加快形成“三核引领、多点突破、融合互动”的新旧动能转换总体布局。2018年4月18日,李克强总理在贯彻新发展理念培育发展新动能座谈会上强调,实现经济结构转型升级,须加快新旧动能转换。这种转换既来自“无中生有”的新技术、新业态、新模式,也来自“有中出新”的传统产业改造升级。两者相辅相成、有机统一。2018年11月26日至29日,山东省委、省政府举行推进新旧动能转换项目落地第一次现场观摩会。在潍坊举行总结交流会中提出具有原创性、引领性的新项目,是提升一个地区经济质量的关键。

贸易战对化工行业进出口影响

处在中美贸易战风暴中心,能源和化工行业面临着新考验。从中石化贸易额来看,2017年为476亿美元,占我国石化进出口总额的8.1%。

目前,中美石化行业存在产业结构差异,中国石化产业以加工贸易为主,能源禀赋导致行业原材料更为依赖进口,出口贸易则多为服装、塑料制品、鞋类、轮胎等低利润商品;美国则以出口原油及基础化学原料和高端化工品为主。短期

来看,美国对中国征税清单中涉及的化工产品虽然覆盖了全产业链,但中国出口量不大,且外资产品较多,整体附加值较低。但长远来看,中美贸易摩擦对行业的间接影响会很大,且具有一定滞后性。从美国的拟加征关税清单来看,我国出口至美国量较大的家具、工程设备、玩具、纺织等都和化工息息相关。一旦下游产品进出口出现问题,将反过来波及上游的化工行业。相比出口,我国从美国进口的能源和高端化工产品较多,进口产品的价格上涨和渠道转移对国内市场影响更大。美国石油、天然气等能源产品的竞争力非常强,也是我国重要的能源产品来源之一。

从双方发布的首批加税产品清单来看,涉及到我国自美国进口的83.54亿美元化工品;而受影响的我国出口到美国的化工品约为2.35亿美元。其中十种贸易额较大的产品被中美双方同时列入清单,包括石化产业链的八种塑料类产品以及环氧树脂、有机硅。美国从中国进出口化工品占美国进出口化工品总额的比重在7%,而中国从美国进出口化工品金额占中国化工品进出口总额比重分别为17%和26%,这反映了我国化工行业在总产值和国际竞争力上都和美国仍存在较大差距,中国对美国的依赖度要高于美国对中国的依赖程度。除石化上游需求外,还要注意中美贸易摩擦对国内乙醇和丙烷等项目的影响。乙醇方面,近年来中国从美国进口乙醇大量增加,而我国在之前提出的反制措施中就包括乙醇。也就是说,我国从美国进口乙醇关税将进一步增加,这对国内乙醇项目的影响还是比较大的。丙烷方面,丙烷脱氢(PDH)项目是近年来投资热点之一,PDH装置对原料丙烷的纯度要求非常高,我国相关资源相对匮乏,一些国产丙烷质量无法满足PDH工艺要求。因此,国内建设的PDH装置多依靠进口液化丙烷。最近3年,中东和北美货源大约占据了我国80%~95%的丙烷进口量,中美贸易摩擦很可能对一些惯有渠道造成冲击,从美国采购原料的企业生产成本可能会上升。

四、2018年化工企业债券市场信用事件回顾

按照申万行业分类,截至2018年12月1日,化工行业年内共发行各类债券合计157只,合计发行金额1107.3亿元,包括

公司债23只、企业债1只、中期票据23只、超短期融资券70只、私募债10只、可转债9只、定向融资工具1只以及证监会主管ABS产品3只。涉及发行人54个,按照债项发行人主体级别划分,除3只ABS产品和2只无主体评级债券外,152只含主体级别债券中,1只发行人主体级别为A+,5只发行人主体级别为AA-,28只发行人主体级别为AA,98只发行人主体级别为AA+,20只发行人主体级别为AAA。主体评级为AA+及以上的债券数占比达到77.6%。而2017年全年化工行业发行各类债券161只中,发行主体评级为AA+及以上的债券数占比仅为56.6%,由此可见,信用资质较佳的化工行业发行人在2018年金融去杠杆背景下表现更为活跃。

从债务期限来看,截至2018年12月24日,化工行业全部发行人债券余额2526.22亿元,其中1年以内到期债务1005.62亿元,占比39.81%,期限1~3年的债务1087.01亿元,3~5年债务326.13亿元,5年以上长期债务107.46亿元;同期,全市场各类信用债存量373608.11亿元,其中1年以内到期债务157426.29亿元,占比42.14%。对比之下,化工行业整体短期偿付压力小于全行业均值。截至2017年底,化工行业发行人平均资产负债率在53.64%,亦小于全市场发行人58.72%的平均资产负债率,债务偿还压力稍低于均值。尽管如此,2018年,化工行业信用负面事件仍然较多,行业整体风险较高。

2018年年初以来,化工行业发生信用等级调整主体共17家,包括级别上调主体7家和级别下调主体10家。从迁徙矩阵看,更多的企业在2017年级别由AA上调到AA+,级别下调情况较为复杂则较为复杂,调整原因各有不同。

级别上调方面,受2016年以来石油价格触底反弹影响,石油化工企业毛利率大幅提升,该领域有3家主体信用级别上调;盐化工由于基础化工原料领域,企业信用水平受其经营主导产品的景气度影响大,该领域有1家主体信用级别上调;农化行业主体出现上调1家,在化肥行业景气度急剧下行后迅速反弹回升大背景下,全行业进入生产技术更替阶段,产业链完整性、成本控制能力以及经营管理水平对公司信用水平影响较大;化纤行业经历几年的洗牌,业内龙头凸显,产业链完整的领军企业经营情况较好,一般企业与龙头企业之间的差距加大,该领域有1家主体信用级别上调;其他类型化工企业有1家主体信用级别上调,为从事玻璃纤维行业的中国巨石股份有限公司。

级别下调方面, 2018年以来, 共有10家化工企业涉及主体长期信用等级或评级展望的下调, 其中3家为国有企业(2家国有企业为上市公司), 7家为民营企业。

整体看, 化工企业主体长期信用等级或评级展望的下调原因主要有以下几点: 1、企业近年来盈利能力下滑, 出现大幅亏损, 经营性现金流恶化; 2、受限资产占比高, 资产流动性弱, 对公司再融资能力产生较大影响; 3、债务负担较重, 到期债务续转困难, 债务集中偿付压力较大; 4、安全事故、环保原因导致主要生产线停产限产, 公司运营状况不佳; 5、对外担保存在代偿风险; 6、民营企业的实际控制人被捕; 7、存在借款逾期或债券实质性违约。

五、行业展望

2017年以来, 化工行业整体保持了较好的运行状态, 但由于化工行业是联系上游资源行业与下游工业生产的重要纽带, 2019年, 原油价格波动、国际关系与贸易摩擦、中国宏观经济形势均将对化工行业整体产生多方面影响, 同时各子行业供需变化将分别决定各自景气度。基于各化工子行业运行特征, 我们认为:

在石油化工行业, 2019年预计乙烯、对二甲苯供不应求局面将有所缓解, 但供需不平衡仍将存在, 随着我国多个大型炼化一体化项目陆续成型, 以及山东地区部分民营炼化企业的化工产能投产, 部分基础化学品可能会出现产能过剩, 会面临一定价格下跌的风险。在煤化工、盐化工行业, 行业矛盾已由业内部竞争转为与下游行业的供需矛盾, 房地产等下游行业较弱的发展预期将对二者产生巨大压力, 2019年整体运行或将弱于2018年。在化肥行业, 受益下游农业保生产、保稳定的总基调, 预计2019年化肥行业仍将处于较为平稳的发展阶段。

从企业信用风险来看, 化工行业涉及国计民生, 由于行业运行受多重因素影响, 商品价格变化走势较为不稳定, 行业盈亏难以把握, 总体仍呈现较大的周期性特征, 故对企业信用风险把控须轻视短时的盈亏, 而重视企业的产业特征、技术优势与财务弹性; 另一方面化工行业对政策敏感性强, 且为安全、环保高风险性行业, 故突发事件或政策事件易对企业信用基本面产生短时快速影响。另外, 行业已经呈现出两级分化态势, 优质企业与劣势企业间信用质量差距拉大, 需对信用基本面开始出现恶化的企业予以关注。整体看, 2019年化工行业整体信用风险一般, 行业展望为稳定。■



2019年钢铁行业信用风险展望

文 | 联合资信评估有限公司 郭昊

一、2018年钢铁行业整体运行情况回顾

2018年,钢铁行业供给侧改革深入推进,钢铁行业去产能接近尾声。“蓝天保卫战”、环保督查、专项大检查等项目的持续开展,有效防范了“地条钢”死灰复燃已化解的过剩产能复产及严禁违规新增产能,供给侧改革成效得到了较好的维护和巩固。钢铁行业景气程度处于较高水平。

钢铁产量方面,根据国家统计局数据,2017年,中国粗钢累计产量为8.32亿吨,同比增长5.70%;钢材累计产量为10.48亿吨,同比增长0.8%,增速同比回落1.5个百分点。2018年1~9月,国内粗钢产量为6.99亿吨,同比增长6.10%,增速较上年同期下降0.20个百分点;国内钢材产量为8.21亿吨,同比增长7.20%,增速较上年同期上升6.00个百分点。产能利用率方面,2015年粗钢产能约为12.0亿吨,根据国家近年去产能情况匡算,2016~2018年9月,粗钢产能分别约为11.35亿吨、10.85亿吨和10.60亿吨,产能利用率分别为71.22%、76.66%和87.92% (2018年9月为年化产能利用率),产能利用率呈增长趋势(详见图1)。

库存方面,截至2018年9月底,主要城市钢材库存为1001.28万吨,较二季度末减少8.5万吨,整体变动不大。近年

来,钢铁行业运行平稳,钢材供需均保持稳定。

价格方面,受去产能政策、环保政策等因素影响,钢材价格有所波动,但整体仍维持了高位运行。根据中钢协数据,截至2018年9月底,螺纹钢($\phi 12-25$)、中厚板(20)和热轧卷板(2.75)含税价分别为4496.00元/吨、4435.00元/吨和4406.00元/吨,分别较年初上涨3.14%、3.62%和-0.86%。近段时间,特别是进入11月份以后,钢材价格出现急速下落,截至2018年11月底,螺纹钢价格比10月末下跌632元/吨,热轧卷板价格比10月末下跌580元/吨,中厚板价格比10月末下跌563元/吨;下跌幅度分别为13.56%、13.45%和12.91%(详见图2)。

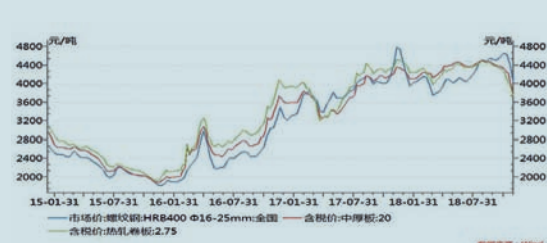
出口方面,2017年,中国钢材出口量大幅下降。根据海关总署数据,2017年,中国钢材出口数量累计为7541万吨,同比下降30.49%;2018年1~9月,中国钢材出口数量累计为5308.00万吨,同比下降10.94%。按照特朗普在2018年3月8号(华盛顿时间)签署的命令,美国在3月24日对进口钢铁和铝产品分别征收25%和10%的关税,特朗普政府希望将美国的产能利用率上调至大概80%左右,2017年美国钢铁的平均产能利用率约为75%。中国出口美国的钢材数量较小(2017年中国出口美国钢材数量为118万吨,仅占中国钢材出口量的1.56%)。中国政府依据《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基

图1 近年钢铁行业产能及产能利用率情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 近年主要钢铁产品价格及情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

本原则,对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品,加征5~25%不等的关税,其中钢铁类共137个品种。2018年以来,贸易摩擦问题始终牵动商品市场和资本市场情绪。本轮商务部对美国加征关税行动合乎国际法基本原则,有利于保障国家基本贸易权力。考虑到中国对美钢材出口以及转口规模小,贸易摩擦对国内钢铁行业影响很小。

企业方面,钢铁企业外部经营形势的持续好转,叠加钢铁企业持续推行的“降本增效”、“产品结构优化”等措施,为钢铁企业盈利水平大幅改善奠定了良好基础。根据国家统计局数据,2018年1~10月,黑色金属冶炼和压延加工业实现利润总额同比增长63.7%。

2018年以来钢铁行业及企业经营情况的持续改善,行业景气程度处于较高水平,主要有四方面因素影响:

钢铁行业去产能接近尾声,后续关注重点区域产能置换

截至2018年8月,我国累计成压减粗钢产能2470万吨,完成了全年3000万吨任务的八成。“十三五”期间我国共计划压减1亿吨至1.5亿吨粗钢产能,以1.5亿吨测算,至少已经完成了去产能目标的93.13%。此外,2017年还清除了1.4亿吨“地条钢”产能。

后续来看,2019年及后期的去产能空间已经不大,随着钢铁市场供需形势的改善,特别是价格回升,部分企业预期发生了变化,去产能积极性有所下降,严禁新增产能、防范已化解的过剩产能复产面临较大压力。

从新增产能来看,亦只能通过产能置换实现,2018年1月8日,工信部印发了《钢铁行业产能置换实施办法》。产能置换需满足“1个必须”与“6个不得”要求。(“1个必须”具体指用于产能置换的冶炼装备须是国务院国资委、各省级人民政府2016年上报国务院备案去产能实施方案的钢铁行业冶炼装备家底清单内的冶炼装备,和2016年及以后合法合规建成的冶炼设备。“6个不得”具体指用于产能置换的产能不得为:列入钢铁去产能任务的产能、享受奖补资金和政策支持的退出产能、“地条钢”产能、落后产能、在确认置换前已拆除主体设备的产能、铸造等非钢铁行业冶炼设备产能6类产能)。置换比例方面,对京津冀、长三角、珠三角等环境敏感区域置换比例要执行不低于1.25:1的要求,其他地区由“等量置换”调整为

“减量置换”。置换范围方面,只要建设内容涉及建设炼铁、炼钢冶炼设备,须实施产能置换,即“建设炉子、就须置换”。未完成钢铁产能总量控制目标的省(区、市),不得接受其它地区出让的产能。对于已完成区域总量控制目标的地区,在承接其他地区出让产能时,要坚决守住不突破区域产能总量控制目标的底线。

2018年7月23日,工信部印发《坚决打好工业和通信业污染防治攻坚战三年行动计划》(以下简称“计划”)。《计划》中提到,要切实履行工业和通信业生态环境保护职责,在推动制造强国和网络强国建设中,全面推进工业绿色发展,坚决打好污染防治攻坚战,促进工业和通信业高质量发展。压缩产能是“十三五”钢铁行业供给侧改革的核心目标之一。

“2020年底前河北钢铁产能控制在2亿吨内”,突显了中央对行业改革力度的持续控制。未来,在去产能的大环境下,需持续关注各区域出台的产能调控政策,以把握相关政策对区域内企业竞争实力的提升和削弱。

总体看,产能置换是实现严禁新增产能和结构调整有机结合的重要手段。

环保执行力度持续,未来工艺技术的改变或将调节钢材供给,促进行业绿色发展

受采暖季严格限产影响,2017年11月以来全国高炉开工率大幅下滑,以唐山为代表的北方钢厂开工率压缩最为明显。2018年7月下旬,唐山地区开展污染减排攻坚行动,新一轮钢厂限产行动展开;2018年7~9月,唐山高炉开工率大幅下降。取暖季开始后,相关部门的督查、执行力度均会强化,唐山地区高炉开工率可能将进一步下行。2018年三季度,全国高炉开工率为68.08%,较上年同期下降8.61个百分点。2018年7~9月,钢铁行业采购经理人指数分别为54.80%、53.40%和52.00%,景气度指标整体较4~6月环比有所提高。

《京津冀及周边地区2018~2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的发布意味着取消统一的限产停工比例,具体方案:第一步(2018年6月11日至2018年8月19日)对京津冀及周边地区“2+26”城市开展“回头看”,重点排查“散乱污”企业整治、燃煤锅炉淘汰、部督办问题整改等情况,全面排查发现新的涉气环境问题。第二步(2018年8月20日至2018

年11月11日)对京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原11城市全面督查,重点排查汾渭平原“散乱污”企业及燃煤锅炉淘汰改造建档立卡和自查整治情况;排查39个城市工业企业环保设施运行及达标排放情况;排查工业炉窑、矿山治理、小火电淘汰、扬尘治理及秸秆焚烧等情况。第三步(2018年11月12日至2019年4月28日)对京津冀及周边地区“2+26”城市、汾渭平原11城市、长三角地区落实减排措施和重污染天气应对措施,排查清洁取暖及燃煤替代情况,排查各城市错峰生产企业限产措施落实情况,启动重污染天气预警时,排查重点区域重污染天气应急预案启动及相关措施落实情况。

我国将研究政策支持电炉钢发展,2018年7月25日,工业和信息化部原材料司巡视员路铁军在中国钢铁工业协会常务理事扩大会上说,推动“长流程”炼钢向“短流程”转换,将进一步降低钢铁行业对大气环境的影响。“长流程”炼钢向“短流程”转换,将进一步降低钢铁行业对大气环境的影响;更加充分利用废钢资源亦有利于国内钢材产品品质的提升。同时,需要关注电炉钢的发展伴随着产能置换政策的推进。

环保政策执行力度的持续,工艺技术的转变,或将调节钢材供给,促进了中国钢铁行业的绿色发展。钢材供给侧改革的红利已经接近尾声,但如果严格的产能控制及环保政策持续,未来几年钢材利润或将收窄但仍能保持可观水平,供求关系或将不会出现进一步恶化。但需要注意的是,不管是供给侧结构性改革还是环保限产,本质上都是通过限制供给端的产量,从而带来产品价格的抬高,这种情况下的盈利改善是结构性的,而非全行业的复苏。未来,供给侧改革的红利或将消退,但行业韧性已得到巩固,应更多关注下游行业需求端的影响。

未来下游主要用钢行业需求或将温和下滑,钢材需求拉动有限

需求方面,2017年,全国固定资产投资同比增长7.20%,其中房地产开发投资完成额累计同比增速为7.00%,基建投资完成额同比增长13.86%。2018年1~9月,全国固定资产投资完成额累计同比增长5.40%,增速同比下降2.10个百分点。相较基本固定资产投资,房地产行业开发投资额累计同比增长9.90%,增速同比提高1.80个百分点;其中,房屋施工面积增速同比上升0.80个百分点、房屋新开工面积增速同比上升9.60个百分点、房屋竣工面积增速同比下降12.40个百分点(详见表1)。2018年以来,房地产行业融资环境紧张,企业普遍采取高周转率的运营模式,企业的高增速仍将带动未来一段时间内的地产开工水平。制造业方面,2018年1~9月,制造业工业增加值同比增长6.70%,增速同比下滑0.60个百分点。

在防风险政策导向下,全国固定资产投资完成额增速同比下滑。房地产方面,考虑到地产商囤地导致的资金压力、以调控为主基调的政策背景,未来地产行业对钢材需求或将呈温和下行格局。在考虑到更新需求的衰减、基建投资增速形成回落预期的背景下,预计未来几年对钢材需求拉动有限。

整体来看,2019年钢材价格难有大幅提升,或稳中有降。

2017年10月开始,铁矿石价格一路上行;2018年1~9月,进口铁矿石价格水平整体下行;截至2018年9月底,62%品位进口铁矿石价格为76美元/吨,较年初下跌12.32%。2018年1~9月,淡水河谷、力拓、必和必拓和FMG产量分别为2.84亿吨、2.16亿吨、1.83亿吨和1.43亿吨,分别较上年同期变动3.85%、4.33%、7.89%和-0.42%,主流矿山产量仍处于扩张通道。截至

表1 2016~2018年9月钢铁行业主要下游指标(单位: %)

	2016年	2017年	2016年1~9月	2017年1~9月	2018年1~9月
固定资产投资完成额同比增速	8.10	7.20	8.20	7.50	5.40
房地产开发投资完成额同比增速	6.90	7.00	5.80	8.10	9.90
房屋施工面积同比增速	3.20	3.00	3.20	3.10	3.90
房屋新开工面积同比增速	8.10	7.00	6.80	6.80	16.40
房屋竣工面积同比增速	6.10	-4.40	12.10	1.00	-11.40
工业增加值: 制造业同比增速	6.80	7.20	6.90	7.30	6.70
工业增加值: 装备制造业同比增速	9.50	11.30	9.10	11.60	8.60

资料来源: Wind, 联合资信整理

2018年9月底,国内主要港口进口铁矿石库存为1.40亿吨,同比增长7.18%。虽然进口铁矿石港口库存增速明显回落,但绝对规模仍处于历史高位,进口铁矿石供应宽松的基本面仍未改变。近段时间,特别是进入11月份以后,钢材价格出现急速下落。钢材价格加速回落主要原因为:一是市场需求的释放受限,长材方面主要受基建施工淡季和停工等因素影响,板材方面主要受下游用钢制造业需求疲软(机械、汽车、造船等主要用钢行业产销量持续下行)等因素影响;二是市场供给的持续攀升,受钢材价格高、利润空间大和后期错峰限产预期等因素影响,近六个月来全国粗钢产量均保持在8000万吨以上的较高水平,10月全国粗钢产量达8255万吨,与去年同期相比增长9.1%,该产量创出历史新高。三是市场心态的微妙改变,由于今年京津冀地区钢铁行业秋冬季环保限产政策的调整,后期市场供给预期偏松,与去年“一刀切”形成明显反差。

钢铁行业供给侧改革红利接近尾声,明年钢材整体价格或将稳中有降。近两年钢材价格上涨力度大于原料,但明年钢材价格预计有所回落而原材料价格的下跌幅度或小于钢材,因此原料价格坚挺会吞噬一部分钢材价格的利润。

二、主要钢铁发债企业信用等级情况以及等级迁移情况

根据钢铁发债企业样本,截至2018年12月21日,具备有效主体信用等级的钢铁企业共44家,存续钢铁债券228只,债券余额3860.09亿元,其中,钢铁行业企业共发行各类债券122只,金额合计1885.05亿元,涉及发债主体17家,其中AAA企业11家,AA+企业3家,AA企业3家。

从主体信用等级分布情况来看,钢铁企业信用等级主要集中在AA~AAA区间,其中AAA企业18家,AA+企业9家,AA企业14家(沙钢集团被不同评级机构评定了AAA和AA+两种评级结果)。从发债企业性质来看,其所有制结构绝大部分为国有企业,并且大部分为地方经济的重要支撑。钢铁企业具有资本密集、重资产等特点,这也决定了资产和经营规模对企业主体信用等级具有决定性的作用,一方面,经营规模大的企业在产业链完整度、产品认可度、技术研发实力等方面具备一定的竞争优势,企业自身具有较强的抗风险能力;另一方面,由于

钢铁企业在地方经济中的支柱作用,规模大的企业在面临危机时往往易得到地方政府的支持。

从信用等级迁移情况来看,随着2016年下半年以来,钢铁行业景气度的持续回暖,企业盈利水平逐步改善,发债企业主体信用等级以调升为主。相较2017年,2018年以来,主体信用等级发生迁移的钢铁企业共4家;其中,马鞍山钢铁股份有限公司(以下为“马钢股份”)、马钢(集团)控股有限公司(以下为“马钢集团”)和内蒙古包钢钢联股份有限公司(以下简称“包钢股份”)信用等级由AA+调整为AAA;安阳钢铁股份有限公司(以下为“安阳钢铁”)信用等级由AA-调整为AA。

截至2018年12月21日,钢铁行业企业共发行各类债券122只,金额合计1885.05亿元。其中,发行规模较大的有河钢集团和河钢股份(合计463.20亿元)、山钢集团(438.85亿元)以及首钢(380.00亿元)。

预计2019年,钢铁行业企业到期债券共计103只,合计金额1593.54亿元,其中到期金额较大的企业为山钢集团(324.89亿元)、河钢集团和河钢股份(合计252.98亿元)、宝钢股份(110.00亿元)、首钢(290.00亿元)和鞍山钢铁(135.00亿元),但上述均为AAA企业,且2018年债务发行规模较大,加之钢铁行业景气度维持高位,偿债压力不大。

信用风险事件方面,2018年1~9月,钢铁行业运行整体平稳,未发生债券违约事件。

三、钢铁行业后期运行关注及展望

钢铁行业兼并重组

《钢铁工业调整升级规划(2016—2020年)》再次明确了“十三五”期间,前10家钢铁企业产业集中度提高到60%的目标。针对中国钢铁行业产能过剩的局面,以往也有兼并重组的案例,但多是由政府主导和推动,而非市场化的重组,地方政府意愿、财税体制、债权债务关系以及人员安置等种种问题增加了兼并重组的困难,重组后的企业多出现整而不合的局面,未能有效发挥优势互补,达到兼并重组的目的。

2017年钢铁行业完成了多起重量级钢铁企业兼并重组。包括中信集团战略重组青岛特钢,宝武集团资本市场融合,沙钢、本钢重组东北特钢,北京建龙重工集团重组北满特钢、阿

城钢铁，宝武系的四源合基金与重庆战新基金共同出资设立长寿钢铁公司参与重庆钢铁破产重整、中原特钢则被南方工业集团无偿划转给中粮集团等，行业格局发生相当大的调整。在兼并重组和规模钢铁企业产量增长的推动下，2017年我国钢铁产业集中度进一步提升。

目前，钢铁企业间跨区域、跨所有制重组壁垒逐渐被打破。在跨区域方面，首钢重组长钢、水钢、贵阳钢铁、通化钢铁实现了国有企业跨区域重组；建龙重组海鑫钢铁实现了民营钢铁企业跨区域重组。在跨所有制方面，宝钢重组八一钢铁、韶钢、重庆钢铁成为央企重组地方国企的典范；锦程沙洲重组东北特钢，成为民营钢铁企业重组国有企业的典范。而中粮集团重组中原特钢也成为了跨行业重组的典型案列。

2018年5月，广西物资经济开发有限公司以西林钢铁资产不足以清偿全部债务，且明显缺乏清偿能力为由，向黑龙江省伊春市中级人民法院申请对西林钢铁进行重整。西林钢铁破产重整唯一接盘者建龙集团提出重整方案不足半个月，另一家民营钢铁集团方大钢铁突然宣布有意参与西林钢铁重整，并公布了自己的重整方案。

从上述兼并重组情况来看，本轮兼并重组主要依托于行业内资金实力雄厚，竞争优势明显的龙头企业，将有助于提升钢铁产业集中度，促进行业资源优化配置，最终引导行业转型升级、健康发展。

继2017年中国宝武集团联合WL罗斯公司、中美绿色基金、招商局集团设立四源合钢铁产业结构调整基金整合重庆钢铁资产以来，另有长城河钢产业发展基金、山西钢铁产业结构调整基金、华宝冶金资产管理有限公司等三个并购基金陆续成立。钢铁行业并购基金逐渐成为钢铁产业整合的市场化、资本化运作主体。钢铁基金依托钢铁以及上下游产业链整合拓展为重点，在钢铁产业并购重组中的作用逐渐显现，将加速全国钢铁产业集中度提升与整体产业优化升级。

“后去产能”时代下，钢铁行业重点发展任务已转变为去杠杆和兼并重组。在相关钢铁产业整合基金的助力下、以及各地区整合计划实施下，钢铁行业的领袖企业将进一步提升整合优质产能的能力，加速推进兼并重组。2016年国务院发布的“46号文”，该《指导意见》设定的目标是，到2025年，中国钢铁产业60~70%的产量将集中在10家左右的大集团内，其中包括

8000万吨级的钢铁集团3~4家、4000万吨级的钢铁集团6~8家。

钢铁行业降杠杆

根据公布数据，2016~2017年合计压减粗钢产能1.15亿吨以上，2018年前8个月压减2470万吨，完成全年3000万吨压减任务总量的八成以上。无效产能退出为优质产能腾挪空间，钢铁产能利用率恢复到80%以上的合理区间。

钢铁企业负债主要为短期债务，期间费用（主要是财务费用和管理费用）对利润侵蚀十分严重，钢铁企业降杠杆的需求十分迫切。截至2018年9月底，根据中钢协统计会员钢铁企业资产负债率66.11%，同比下降3.91个百分点，钢铁行业在效益较好的情况下主动偿还债务，加大去杠杆力度。本轮债转股实施以来，目前钢铁行业已签订债转股框架协议约1500亿元，共涉及十家钢铁企业。与中国大中型钢铁企业负债总额相比，当前债转股规模占比不到5%，而真正实施债转股的仅有中钢集团及华菱钢铁等个别企业，仍属个例，大部分企业依旧停留在框架协议阶段。此外，此轮债转股多为“明股实债”，虽然在一定程度上可以缓解企业短期流动性压力、降低企业的资金成本，但长期来看，“明股实债”的形式实际上是增加了企业的杠杆水平。债转股作为降杠杆的重要手段，在操作方式上仍有待完善，市场化降杠杆的途径有待进一步拓展。

目前钢铁企业的盈利改善有助于企业自身进行资产负债表修复，以达到降杠杆的目的。中钢协提出通过3~5年努力，钢铁行业平均负债率要降到60%以下的目标，该目标对钢铁企业自我造血、持续盈利提出一定要求。中国大型钢铁企业主要为国有企业，一般自身存在人员负担重，财务费用高等问题，这些因素对于钢铁企业的利润侵蚀严重。只有钢材价格保持在一定的水平，进而保证钢铁企业的盈利空间，才能从根本上解决钢铁企业债务负担重的局面，同时也有助于提升金融机构参与债转股的积极性。

钢铁企业的转型升级

目前，中国钢铁行业正处与供给侧结构性改革的“后去产能”时代，去产能任务作为“三去”任务中的主线之一，钢铁行业去产能接近尾声，后期的去产能空间已经不大。钢铁

行业由于供需结构性失衡、低端产品泛滥、高端产品依赖进口等制约因素的存在,迫切需要转型升级,才能满足中国经济稳中求进发展态势的要求。因此,加速钢铁企业产品结构调整、制造工艺提升、产业布局调整,是钢铁企业转型升级的主要方面。其中,产品结构调整:推进钢铁产品向中高端发展,改善中国长期存在的钢铁产品结构性产能过剩问题;制造工艺提升:发展智能制造,逐步探索和形成全行业可推广、可复制的智能制造新模式。加快普及先进适用的节能环保工艺技术装备,提升钢铁行业绿色发展水平,实现可持续发展;产业布局调整:抓好产能置换审核关,严禁以任何理由新增钢铁产能;调整中国钢铁“北重南轻”的布局;同时,政府印发的关于钢铁工业调整升级规划(2016~2020年)、《中国制造2025》和《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》等相关文件,为钢铁企业的进一步转型发展提供了有力的政策支持。

行业展望

对于后期钢铁行业展望方面,根据之前供需情况和行业基本面分析,联合资信认为钢铁行业后期需求有限,或将温和下滑,钢材价格或将更多的受季节性因素及需求的影响震荡下行,回归合理区间,钢铁企业盈利空间或将收窄;从信用风险角度考虑,由于钢铁企业短期债务规模大、占比高的特点,更需重点关注企业自身的短期流动性以及外部融资环境的变化;从企业层面看,钢铁发债企业信用品质整体趋于稳定,高信用等级的发债企业信用品质整体较好。沿江、沿海等区域地理位置突出、产品以中高端为主、环保工艺完善、资金成本低、“降杠杆”加速落地的钢铁企业竞争优势将进一步提升,抗风险能力进一步加强;区位优势明显、人员负担重、盈利能力弱、短期债务占比高、债务集中兑付额度大、融资渠道匮乏的企业需重点关注。综合来看,联合资信对钢铁行业的展望为稳定。■



动力锂电池行业研究及展望

文 | 联合资信评估有限公司 牛文婧

一、行业概况

随着下游新能源汽车行业的高速发展，动力锂电池装机量大幅增长；同时，由于补贴政策对新能源汽车续航里程和电池能量密度要求的不断升，三元锂电池逐渐成为市场主流。

锂电池是一种二次化学电池（充电化学电池），具有能量密度高、工作电压高、重量轻、体积小、自放电小、无记忆效应、循环寿命长、充电快速等优势，同时由于不含铅、镉等重金属，无污染、不含毒性材料，被称为绿色新能源产品，是当前最符合新能源应用发展趋势的储能技术。

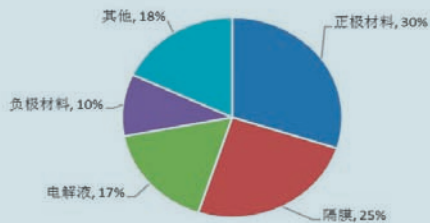
锂电池主要由五部分构成，即正极材料、负极材料、电解液、隔膜和包装材料。正极材料为电池提供锂离子，占电池成本的30%左右（详见图1），其性能直接决定了锂电池容量上限，是产业链的核心部分。锂电池正极材料主要分为磷酸铁锂、三元锂、锰酸锂、钴酸锂、钛酸锂等，其中三元锂包括镍钴锰酸锂NCM和镍钴铝酸锂NCA两大类，随着镍占比的提升，正极材料能量密度也相应升高。我国动力电池主要采用磷酸铁锂和三元锂两种正极材料，磷酸铁锂安全性高，能量密度相对较低，被广泛应用在新能源客车和专用车领域，三元

电池能量密度高，被用在乘用车和专用车领域。随着电池能量密度和续航里程要求的不断提升，三元材料的渗透率在快速增长。

近年来，基于解决环境污染和能源危机问题，新能源汽车得到了快速发展，而新能源汽车的关键在动力锂电池；随着新能源汽车呈现高速增长态势，2017年锂电池在动力电池领域的应用首次超过消费电池，成为锂电池需求增长的最主要因素。具体来看，在新能源汽车市场迅速升温的推动下，2014年中国动力锂电池装机量同比增长368.35%，达到了3.70GWh。随着新能源汽车不断放量，国内动力锂电池需求随之快速增长，但增速有所放缓。2017年，在新能源汽车补贴退坡、车型公告目录重审等因素影响下，动力锂电池市场受到一定程度的影响，但总体来看依旧实现了较高增长。2017年动力锂电池装机量为36.20GWh，同比增长29.29%。2018年1~9月，动力锂电池装机量为28.78GWh，同比增长约94%，在历经补贴政策调整后，行业继续保持高速发展态势。随着国家政策的逐渐落地，以及未来锂电池生产技术提升、成本下降、新能源汽车及配套设施的普及度提高等，未来几年新能源汽车的动力电池需求仍将保持增长。

电池类型方面，目前国内动力锂电池类型主要为磷酸铁锂电池和三元锂电池。2016年磷酸铁锂电池的装机量占比为72.24%，三元锂电池的装机量占比为22.25%；2017年受政策影响，三元锂电池的装机量占比大幅增长至44.01%，磷酸铁锂电池装机量占比下降至49.30%；2018年1~9月，三元锂电池的装机量占比进一步上升至57.60%。由于磷酸铁锂电池的能量密度上限不高，将会制约磷酸铁锂电池发展，三元材料有着更高的比容量和平均电压，能够进一步提高电池的能量密度。就目前的技术而言，只有三元电池可以满足2020年能量密度达到260Wh/kg的要求，所以三元电池技术路线是目前最优的选择，

图1 动力锂电池成本构成



资料来源：联合资信整理

电池企业将继续加大对三元电池的布局。

价格方面,近年来国内动力锂电池价格呈下降趋势。根据高工产研锂电研究所GGII数据显示,2017年底动力锂电池价格较2017年初下滑20~25%,其中磷酸铁锂动力电池组价格从年初的1.8~1.9元/Wh下降到年底的1.45~1.55元/Wh,三元动力电池组价格从年初的1.7~1.8元/Wh下降到年底的1.4~1.5元/Wh。一方面行业内新增产能逐渐释放,竞争加剧,导致锂电池价格下降;另一方面,受新能源汽车补贴快速退坡影响,下游整车企业要求动力锂电池企业大幅降价。2018年以来,上游原材料价格大幅下降,动力锂电池价格仍有下滑空间。

二、上游供给

2017年以来上游原材料价格波动较大,对动力锂电池企业的成本控制带来一定挑战。

锂电池的前段资源主要为碳酸锂和钴。

根据美国地质调查局(USGS)数据,目前全球锂矿储量约1400万吨,主要集中在智利、中国、阿根廷和澳大利亚,其中智利储量占比过半,中国锂矿储量约占全球储量的22.10%,国内锂矿储量较大,不易受国际资源环境影响,但我国锂矿资源主要集中在西北地区及青藏高原,开采难度大且容易对自然环境构成破坏。从碳酸锂价格来看,近年来由于新能源汽车产能的迅速扩张,中国境内碳酸锂生产总体上呈现供不应求的特征,2017年碳酸锂的价格呈增长趋势,其中2017年8月碳酸锂价格有一波较大幅度的上涨,主要系前期新能源汽车骗补消息被逐步消化,新能源汽车销量同比大幅增长,需求的大幅上升使

碳酸锂供需短期内出现一定失衡所致。进入2018年以来碳酸锂价格呈现持续下跌走势,主要原因在于2017年年底经历了大幅扩产增量,下游动力电池企业库存达到高位,步入减库存阶段,下游需求对价格起不到支撑作用。4月份开始碳酸锂价格持续下跌,主要系青海地区工业级碳酸锂供应过剩,拖累电池级碳酸锂价格一路下行;同时由于对电池能量密度的高要求,高镍三元材料市场需求较去年不断提升,碳酸锂需求有被氢氧化锂替代的趋势(详见图2)。

全球钴矿资源分布集中,近一半资源都分布在刚果(金)。据USGS统计,2015年全球钴资源储量总计716万吨,刚果(金)储量340万吨,澳大利亚110万吨,古巴50万吨。中国储量仅有8万吨,仅占全球钴矿资源的1%左右。自2016下半年起,刚果(金)政治局势出现动荡,导致钴矿产量增长停滞。刚果(金)在2018年3月颁布了新矿法,增加了矿税、矿产开发的国有成分,提升了采矿成本,上游的不确定性增强。随后钴价逐渐步入持续下行通道,9月底电解钴市场均价在49万元/吨左右,且仍呈下跌趋势,主要原因为受上游产量不断攀升的影响,钴的供给逐渐宽松;且价格处于下行通道,导致下滑周期中下游消极补库存(详见图3)。

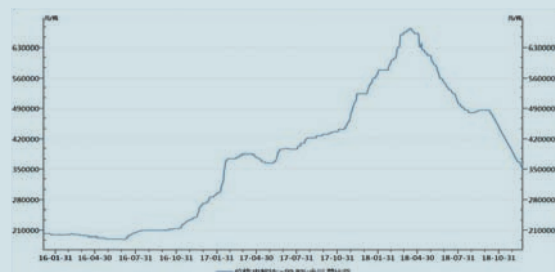
正极材料方面,2017年全国锂电池正极材料产量32.3万吨,同比增长49.54%。其中,磷酸铁锂产量10.1万吨,同比增长36.49%;三元材料产量12.6万吨,同比增长93.85%。随着动力锂电池产量规模的增长,正极材料产量均同比有所增长。2017年4月,工信部发布的《汽车产业中长期发展规划》要求动力电池单体比能量达到300Wh/kg,系统比能量达到260Wh/kg。基于磷酸铁锂的动力电池能量密度很难满足此要求,三元材料已成

图2 电池级碳酸锂价格走势



资料来源: Wind

图3 电解钴价格走势



资料来源: Wind

表1 2016年和2017年正极材料产量(单位:万吨)

类别	2017产量	2016产量	同比
磷酸铁锂	10.1	7.4	36.49%
三元材料	12.6	6.5	93.85%
锰酸锂	3.6	2.6	38.46%
钴酸锂	6.0	5.1	17.65%
合计	32.3	21.6	49.54%

资料来源:中国有色金属工业协会锂业分会统计数据

为确定性趋势。2017年三元材料的产量大幅增长,超过磷酸铁锂产量,占据市场第一(详见表1)。

从价格上看,近年来磷酸铁锂价格呈下降趋势,主要系下游需求不足,以及产能过剩所致。三元材料受政策因素利好,以及原材料价格上涨影响,价格自2017年4起大幅增长,2018年5月达高位后回落,主要系跟随锂、钴原材料价格下行所致。

其他主要原材料方面,负极材料主要为石墨,受成本端支撑价格保持稳定;隔膜及电解液原材料六氟磷酸锂价格整体呈下降趋势,其中隔膜价格在2018年3月以后有较为明显的下降,主要系下游新能源汽车补贴退坡及隔膜供给增加所致;六氟磷酸锂价格大幅下降,主要系新增产能大幅增长导致市场竞争日益激烈所致。

三、下游需求

新能源汽车仍保持高速增长,为动力锂电池发展提供良好支撑

新能源汽车作为动力锂电池的重要应用领域,其行业发展对锂电池行业有较大的影响。随着全球能源危机和环境污染问题日益突出,节能、环保有关行业的发展被高度重视,发展新能源汽车已经在全球范围内形成共识。不仅各国政府先后公布了禁售燃油车的时间计划,各大整车企业也陆续发布新能源汽车战略。2012年以来,中国新能源汽车产销量上升趋势明显,以2015年为最大的产销增速,在增量供应增加的影响下,2016年后行业趋于平稳上升发展。2017年我国新能源汽车的产销规模分别为79.4万辆和77.7万辆,增速均超过50%。2018年1~9月,我国新能源汽车产销规模分别为73.5万辆和72.1万辆,分别同比增长73%和81%。新能源汽车的大幅增长带动了动力锂电池行业的快速发展(详见图4)。

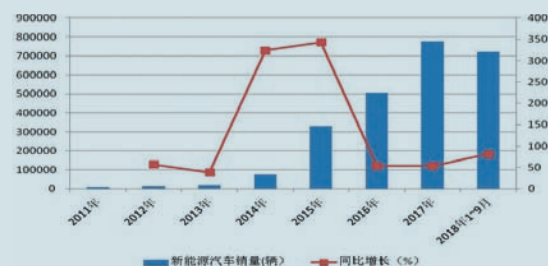
四、竞争格局

行业集中度快速提升,寡头竞争格局正在形成

随着国家对于新能源汽车补贴的退坡,以及对于获得补贴所要达到的技术要求的提高,部分技术落后或成本较高的电池企业已经逐渐被市场淘汰,行业集中度不断提升。目前国内动力锂电池市场已经形成三个梯队:2017年宁德时代(CATL)超过比亚迪成为国内动力锂电池的行业龙头,比亚迪正在由自给自足模式转变为向其他整车企业供货的模式,以上两家企业构成了行业“第一梯队”;“第二梯队”由国轩高科、孚能、力神、比克等企业构成,是行业的重要参与者;“第三梯队”则由其他企业构成,这类企业在行业激烈的竞争中,面临优胜劣汰的压力。

从市场份额来看,2017年排名前十的动力锂电池企业装机量合计占比为72.35%,其中宁德时代装机量占比为28.70%,比亚迪装机量占比为14.98%,两家合计占比为43.68%;2018年1~9月装机量排名前十的占比合计为87.07%,其中宁德时代装机量占比扩大至41.10%,比亚迪装机量占比为23.86%,两家合计占比已达64.96%,市场集中度大幅提高。同时,动力锂电池行业的竞争还在不断加剧,龙头企业正在通过技术升级、建立合资公司等方式深度绑定整车企业,扩大订单和市场份额。在国内纯电动汽车最重要的销售市场北上广深这四座一线城市里,除了比亚迪总部所在地深圳之外,宁德时代与其他三座城市当地强势整车企业(譬如北汽、上汽、广汽)皆实现了深度合作,抢到了相当大的市场份额,进一步推动了其市场占有率的增长。行业寡头竞争的格局正在形成,其他市场参与者的生存空间不断被压缩。

图4 近年来中国新能源汽车销量情况



资料来源: Wind

五、行业关注

结构性产能过剩

由于新能源汽车行业的快速增长,各大锂电池生产商均加大了对于动力锂电池的产能布局,导致其产能增速持续高于新能源汽车销量增速。根据前瞻产业研究院对国内动力锂电池企业产能的汇总,到2017年底动力锂电池名义产能超过了170GWh,总体产能利用率却不到40%。但动力锂电池市场的产能过剩是一种供应紧张与产能过剩并存的结构性过剩,三元锂电池的崛起与其他锂电池的没落,让磷酸铁锂电池、锰酸锂电池、钛酸锂电池等产能浪费,导致高端产能供应不足,而低端产能却订货不足。

下游回款压力加大

动力锂电池企业通常给予下游车企30~90天的账期,2016年以来受新能源汽车补贴政策调整影响,下游整车厂商现金流暂时性趋紧,付款有所延,使得动力锂电池企业回款压力加大。通常来讲,电池企业和整车企业之间采用“3-6-1”的账期模式,在签订合同后先预付10%-30%的预付款,货到后2-3个月内支付50%-60%的货款,剩余约10%的货款作为质保金在交货后12个月内支付,而绝大多数情况下到期款都会延后支付。目前,锂电池行业的整体应收账款周转天数超过4个月,对动力锂电池企业的现金流产生一定影响。

锂电池报废回收难题

据行业相关数据显示,随着新能源汽车行业的迅速发展,至2020年我国动力锂电池报废量将达32.2GWh,约50万吨;至2023年,报废量将达到101GWh,约116万吨。但目前国内在电池回收方面,还存在诸多难点。首先,电池企业的技术标准尚未统一,动力电池种类不尽相同,是电池回收企业在回收拆解过程中面临的主要困难,检测难度较大,增加了再次使用的危险性。其次,国内在动力电池回收技术上还不够全面,回收成本比较大,投入产出比较低,回收价值偏弱。此外,一些无资质企业对废旧电池进行回收后,通过不符合要求的方法将废旧电池任意处理,造成严重的环境污染。随着环保监管的不断加强,上述不合格

的回收企业开始被陆续关闭,这使得电池的回收渠道有所收窄。

六、行业政策

动力锂电池是新能源汽车的核心部件,国家为加快新能源汽车产业化进程,颁布了一系列相关政策性文件,大力支持我国新能源汽车及动力锂电池行业的健康快速发展。

重点发展新能源电池产业

工信部、发改委、科技部、财政部于2017年3月印发《促进汽车动力电池产业发展行动方案》的通知,提出分三个阶段推进我国动力电池发展:2018年,提升现有产品性价比,保障高品质电池供应;2020年,基于现有技术改进的新一代锂离子动力电池实现大规模应用;2025年,采用新化学原理的新体系电池力争实现技术变革和开发测试。

工信部、发改委、科技部于2017年4月印发《汽车产业中长期发展规划》,提出以新能源汽车和智能网联汽车为突破口,加速跨界融合,构建新型产业生态,带动产业转型升级,实现由大到强发展。到2020年,新能源汽车年产销达到200万辆,动力电池单体比能量达到300Wh/Kg,系统比能量达到260Wh/Kg。到2025年,新能源汽车占汽车产销20%以上。

提高生产规模门槛

2015年发布的《汽车动力蓄电池行业规范条件》、《锂离子电池行业规范条件》从政策层面对动力电池的生产规模提出要求,2016年11月发布的《汽车动力电池行业规范条件》(征求意见稿)进一步对生产规模提出更高的要求:锂离子动力电池单体企业年产能不低于80亿瓦时;系统企业年产能不低于80000套或40亿瓦时;生产多种类型的动力电池单体企业、系统企业,其年产能需分别满足上述要求。

新能源汽车补贴逐步退坡

近年来,国家对新能源汽车的补贴政策呈现补贴额度收紧,补贴门槛逐渐提高的趋势。目前我国现行的新能源汽车补贴政策为2018年2月颁布的《关于调整完善新能源汽车推广应

用财政补贴政策的通知》，根据成本变化等情况，调整优化新能源乘用车补贴标准，合理降低新能源客车和新能源专用车补贴标准。随着补贴政策的进一步调整，电池系统能量密度成为补贴高低的核心调整系数，同时提高并动态调整推荐车型目录门槛，有助于将动力电池向综合性能更优异的产品引导，淘汰劣质产能，加速电池行业整合，从而有利于具有较强资金和技术实力的行业龙头企业的发展。

双积分政策正式发布

2017年9月，工信部、财政部、商务部、海关总署、质检总局联合发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，办法自2018年4月1日起施行，新能源积分要求从2019年1月1日起执行。该政策对汽车制造商的油耗积分和新能源积分将实行并行管理，汽车制造商在发展节能汽车降低燃油消耗的同时，还可通过生产足够数量的新能源汽车满足相应的新能源积分要求。办法对传统能源乘用车年产量或进口量达3万辆以上的企业，要求2019和2020年度新能源汽车积分比例分别达到10%、12%。随着补贴政策逐步退坡和退出，双积分办法将形成促进新能源汽车产业持续发展的市场化的长效发展机制。新能源汽车产业将进入市场化、产品驱动发展的新阶段。

综上所述，国家通过提高生产规模门槛，扶优扶强支持

动力锂电池行业龙头企业；出台了稳健的补贴政策，促进了近几年新能源汽车及动力锂电池行业的快速发展。随着补贴政策逐步退坡和退出，双积分办法将形成促进新能源汽车产业持续发展的市场化的长效发展机制，而动力电池作为新能源汽车的重要组成部分，也将在政策的支持下继续保持快速发展。

七、行业内企业财务状况

由于动力锂电池行业发债企业数量较少，本部分选取了5家上市公司作为样本进行财务分析。由于比亚迪的锂电池为其新能源汽车配套生产，外销收入占比较低，故未将其纳入样本中分析。

从资产规模来看，近年来随着行业的快速发展，样本企业的资产总额大幅增长（详见表2）；由于行业特征，样本企业的资产构成中应收类款项和固定资产的占比较大。具体来看，样本企业应收类款项大幅增长，一方面是营业收入有所增长，另一方面是新能源汽车补贴下降导致的下游回款周期延长所致；近年来行业内新增产能较多导致样本企业固定资产显著增长；此外，值得关注的是，样本企业的在建工程规模较大且呈增长趋势，行业内的高端产能仍处于扩张阶段。

从盈利能力来看，近年来样本企业的营业收入均有所

表2 近年来样本企业资产规模情况（单位：亿元）

企业	资产总额			应收票据及应收账款			固定资产			在建工程		
	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月
宁德时代	285.88	496.63	637.91	78.86	123.77	139.55	37.27	82.19	103.13	12.26	29.74	26.12
国轩高科	102.15	170.97	198.66	27.16	43.97	67.35	26.04	33.77	31.87	1.18	2.61	13.24
亿纬锂能	43.88	74.60	103.20	9.29	15.23	20.63	10.13	14.71	22.07	3.58	16.01	17.21
鹏辉能源	19.02	36.75	42.45	7.04	13.52	15.91	5.31	6.95	8.00	0.62	1.12	1.81
坚瑞沃能	209.02	295.27	217.41	66.02	119.1	99.09	19.64	29.05	27.84	1.01	9.34	4.69

资料来源：Wind

表3 近年来样本企业盈利能力情况（单位：亿元、%）

企业	营业收入			利润总额			营业利润率		
	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月
宁德时代	148.79	199.97	191.36	34.00	48.48	30.83	21.59	24.16	16.05
国轩高科	47.58	48.38	40.97	11.97	9.94	7.38	23.25	20.88	17.90
亿纬锂能	23.40	29.82	30.09	3.59	4.82	4.00	14.55	16.22	13.31
鹏辉能源	12.71	20.98	17.70	1.60	2.89	3.17	11.69	13.76	17.84
坚瑞沃能	38.20	96.60	35.40	5.58	-36.59	-31.74	13.59	-37.65	-92.26

资料来源：Wind

增长,利润总额有所分化,其中宁德时代的利润总额大幅增长,而坚瑞沃能的利润总额则出现大幅亏损,主要是受国家新能源产业政策补贴调整、子公司沃特玛业务扩张增速过快、应收账款回款较慢、资金链紧张等综合因素的影响所致。进入2018年,样本企业的营业利润率有所下降,主要是因为随着新能源汽车补贴政策退坡和技术门槛的提高,下游整车厂商逐渐向动力锂电池企业传导成本,压缩了电池企业的盈利空间(详见表3)。

从现金流状况来看,除宁德时代以外,其他样本企业经营活动净现金流状况一般,主要系企业盈利能力下降以及下游回款困难所致。投资活动方面,近年来样本企业投资活动均呈净流出状态,与行业产能快速扩张趋势相一致。筹资活动方面,由于行业仍处于发展阶段,目前经营活动所产生的

现金流无法覆盖投资支出,企业融资需求较大,因此筹资活动持续为净流入状态(详见表4)。

从经营效率来看,近两年样本企业的经营效率整体呈下降趋势,主要系行业竞争加剧以及下游回款周期延长所致。此外,规模大、盈利强的企业的经营效率要明显优于规模小、盈利弱企业(详见表5)。

从资产负债率来看,除坚瑞沃能以外,其他样本企业的资产负债率水平尚可,且变动幅度不大,坚瑞沃能由于经营情况恶化导致资产负债率快速上升。从短期偿债能力来看,样本企业的流动比率指标较高,但由于流动资产中应收类款项占比大,需考虑回收情况对短期偿债能力的影响。从长期偿债能力来看,2017年样本企业的全部债务/EBITDA均同比有所增长。整体看,动力锂电池行业的偿债能力趋弱(详见表6)。

表4 近年来样本企业现金流量状况(单位:亿元)

企业	经营活动净现金流			投资活动净现金流			筹资活动净现金流		
	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月
宁德时代	21.09	23.41	56.03	-124.28	-76.36	-143.47	109.71	89.33	67.91
国轩高科	12.75	-1.00	-3.15	-18.40	-16.96	-11.50	9.03	42.74	0.09
亿纬锂能	0.47	0.81	1.22	-9.14	-17.39	-5.45	9.19	13.82	13.27
鹏辉能源	0.04	-0.07	-1.90	-1.91	-2.93	-4.43	1.38	7.55	2.16
坚瑞沃能	-21.54	-20.09	-0.22	-12.63	-16.58	-0.07	41.56	31.23	-3.26

资料来源: Wind

表5 近年来样本企业经营效率情况(单位:次)

企业	存货周转率		应收账款周转率		总资产周转率	
	2016年	2017年	2016年	2017年	2016年	2017年
宁德时代	6.98	5.33	3.06	2.81	0.80	0.51
国轩高科	4.51	2.75	2.50	1.62	0.56	0.35
亿纬锂能	4.32	2.93	3.85	2.83	0.68	0.50
鹏辉能源	3.32	3.52	2.34	2.27	0.78	0.75
坚瑞沃能	1.38	1.42	1.43	1.44	0.58	0.57

资料来源: Wind

表6 近年来样本企业负债率和偿债能力情况(单位:%、倍)

企业	资产负债率			流动比率			全部债务/EBITDA	
	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年	2018年9月	2016年	2017年
宁德时代	44.76	46.70	45.87	214	185	207	1.44	2.17
国轩高科	61.23	51.72	56.15	137	180	149	1.48	2.34
亿纬锂能	52.27	57.15	65.68	121	103	109	2.08	2.30
鹏辉能源	49.84	45.15	47.41	139	170	145	2.04	2.07
坚瑞沃能	62.42	86.14	94.64	124	97	82	5.92	-6.67

资料来源: Wind

从发债企业来看，截至目前，动力锂电池行业存续债券发行主体只有一家，为国轩高科，主体长期信用等级为AA。截至2017年底，国轩高科实际拥有产能5.50GWh/年，其中磷酸铁锂电池实际产能3.50GWh/年，三元锂电池实际产能2.00GWh/年，2017年国轩高科的装机量占比为5.33%，行业排名第四。财务方面，截至2017年底，国轩高科的资产总额为170.97亿元，资产负债率为51.72%，2017年实现营业收入48.38亿元，利润总额9.94亿元。

八、行业展望

受政策利好影响，近几年新能源汽车行业仍将处于快速发展阶段，给动力锂电池行业的未来发展提供了有力的支撑。同时，行业内部分化将进一步加剧，即国内市场行业内处于第一梯队的宁德时代和比亚迪将凭借资金、技术、成本控制以及产业链完整性等方面的优势继续扩大市场份额，在

行业产能已明显过剩的情况下，中小企业、低端产能未来将不断被淘汰。

从信用风险角度看，动力锂电池行业未来信用风险可能主要来自以下几个方面：（1）大规模扩产导致的财务杠杆上升和扩产后产能无法有效消化以及产品价格、毛利率持续下降所带来的负面影响；（2）新能源汽车补贴持续退坡将使整车厂商有更充分的动机压低动力电池价格、拉长付款周期，进而对动力电池企业的盈利空间和流动性造成影响；（3）技术路线方向不适应补贴标准变化对动力电池企业造成的影响。

综合来看，目前我国动力锂电池行业的行业格局已经基本确立，大型动力电池企业在市场竞争中占据着明显优势，中小企业在激烈的市场竞争中面临着被淘汰的风险。预计2019年我国动力锂电池行业整体有望继续保持快速发展，联合资信对动力锂电池行业的展望为稳定。

2018年煤炭行业研究及展望

文 | 联合资信评估有限公司 尹金泽

一、2018年煤炭行业运行情况回顾

2018年，中国煤炭行业整体运行平稳，煤炭价格全年保持高位运行（详见图1）。

分煤种看，动力煤全年呈现“淡季不淡，旺季不旺”的特点，全年价格波动幅度小于2017年，国内主要地区动力煤全年价格运行在580-600元/吨的区间，主要系动力煤销售长协占比提升、进口煤的调节作用和2018年1月1日开始的煤炭企业库存考核综合影响所致。2017年11月，国家发改委发布了《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》，该通知提出中央和各省区市及其他规模以上煤炭、发电企业

集团签订的中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上，铁路、港航企业对中长期合同在运力方面要予以优先安排和保障。长协煤的销售占比提升可有效平抑煤炭价格淡季的波动。同期进口动力煤数量的增长也一定程度消减了煤炭价格自2016年下半年以来的上涨的动力，2015~2017年，中国动力煤进口数量分别为6584万吨、7213万吨和7617万吨，2018年1-10月，动力煤进口数量为6902万吨，同比增长9.96%。此外，2018年1月1日开始实施的《煤炭最低库存和最高库存制度考核办法（试行）》对企业存煤进行规范，有利于上下游企业保持连续性平稳生产，避免由于供求不均导致价格剧烈波动。

受益于资源稀缺性,焦煤供给可调节余地较小,同时下游钢铁行业的需求有所增加,焦煤2018年全年价格稳中有升,截至2018年12月12日,国内主要地区主焦煤均价为1367元/吨,较年初增长4.35%。

无烟煤价格受下游化肥行业景气度上升影响,价格自2017年以来持续上升,2018年无烟煤价格有所波动,但总体为高位震荡走势。截至2018年12月10日,无烟煤(2号洗中块)均价为1222元/吨,较年初高点回落7.70个百分点。

随着行业经济效益的好转和供需紧平衡状态下监管政策的松动,据国家统计局数据,2017年中国原煤产量35.24亿吨,同比增长3.31%,结束了2014年以来的负增长局面,2018年1-11月,中国原煤产量32.14亿吨,同比增长5.40%,增速较2017年有所提高。进口煤是国内煤炭供给的有效补充。进口煤的数量受政策调控影响大。2013年,中国煤炭进口数量达到3.27亿吨,为煤炭进口数量最大的年份,此后随着国内煤炭行业景气度下行,在市场和政策的双重约束下,进口煤数量连续三年下降,2015年下降至2.04亿吨。2016年下半年开始,煤炭价格快速上涨,为平抑煤价和保障供应,煤炭进口政策有所放松,全年进口煤炭2.56亿吨,同比增长25.49%。2017年进口煤数量小幅增长至2.71亿吨,2018年1-10月,煤炭进口数量2.52亿吨,同比增长11.5%。未来随着国内在建煤矿先进产能的释放,进口煤的增长趋势或将趋缓。进口煤总体上是调节国内煤炭供需矛盾的一个辅助手段,国内煤炭供需状态主要由国内需求和国内自产煤的供给来决定。

得益于煤炭价格的高位运行和产量的提升,2018年煤炭行业经济效益延续向好趋势。2017年煤炭开采和洗选业共实现利润总额2959亿元,同比增长290.50%;2018年1-10



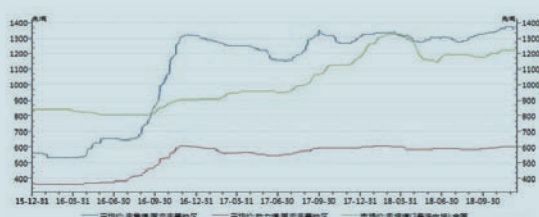
月,煤炭开采和洗选业共实现利润总额2592亿元,同比增长10.70%。

二、行业需求

煤炭行业的下游需求主要集中在电力(约占55%)、钢铁(约占16%)、建材行业(约占13%)和化工(约占6%),其余主要为民用煤等其他行业。

我国“富煤少气贫油”的资源结构决定了煤炭在我国能源消费中的重要地位。虽然国家近年来一直鼓励可再生能源的发展,煤炭在一次能源的消费比重逐年下降,2017年约为60%左右,但中长期看,煤炭在我国一次能源的消费比重不会低于50%。由于我国能源消费总量逐年增长,虽然煤炭占比呈小幅下降趋势,但煤炭消费的绝对数量未来仍有稳步增长的潜力。煤炭在我国能源消费中的主要形式是火力发电。2017年,中国全口径发电设备发电量6.31万亿千瓦时,同比增长2.6%,其中火电发电量4.61万亿千瓦时,同比增长4.6%。2018年1-11月,全国火电发电量4.50万亿千瓦时,同比增长6.2%,增速较2017年提高1.6个百分点。假设煤电机组平均供电煤耗315克标煤/千瓦时和煤电发电量占火电发电量的比例为92%

图1 2016年以来煤炭价格变动情况



资料来源: Wind

(2017年煤电发电量占火力发电量的比例为92.43%)测算, 2018年1-11月, 煤电行业消耗约13.04亿吨标准煤, 折合5500大卡/千克动力煤16.60亿吨, 按照80%折算, 对应的原煤消耗量20.75亿吨, 占2018年1-11月原煤产量的比例为64.56%(详见图2)。火电行业的平稳增长有力支撑了煤炭的需求。

钢铁和建材行业为煤炭的第二大下游行业, 建材行业主要以水泥行业为代表。2016年以来粗钢产量开始缓步增长, 2017年粗钢产量为8.32亿吨, 同比增长5.70%, 2018年1-11月, 粗钢产量为8.57亿吨, 同比增长6.70%。2017年水泥产量为23.16亿吨, 同比略微下降0.20%, 2018年1-11月, 水泥产量为19.98亿吨, 同比增长2.30%(详见图3)。

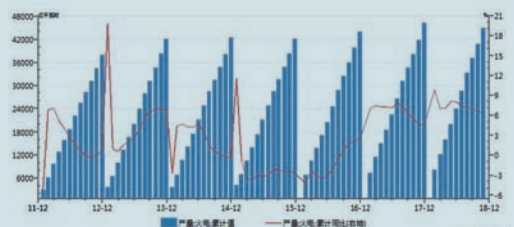
房地产投资和基础设施建设对钢铁和建材行业的需求具有重要的拉动作用。2018年房地产新开工面积累计同比增速逐月走高, 2018年1-11月, 全国房地产新开工面积18.89亿立方米, 同比增长16.80%(详见图4)。基础设施建设投资增速2013年以来持续下降, 2017年全国基础设施建设投资总额为17.31万亿元, 同比增长14.93%, 2018年以来, 基建投资增速在宏观经济增速趋缓的大背景下仍处在下降通道, 2018年1-11月, 基建投资同比增速为1.19%, 增速同比明显下降(详见图5)。

总体看, 2018年房地产新开工面积增速的上升一定程度抵消了基建投资下滑的影响, 带动了对钢铁和建材的需求, 进而对煤炭行业的需求产生积极影响。2018年1-11月, 中国原煤产量32.14亿吨, 同比增长5.40%, 增速虽较2017年有所提高, 但低于同期火电发电量和粗钢产量的增速, 行业供需整体处于紧平衡状态, 支撑煤炭价格全年高位运行。但值得注意的是, 2018年房地产新开工面积增速逐月增长的同时, 房地产销售面积增速正逐月下滑, 销售增速的下滑意味着房地产企业销售回款的减慢, 不利于房地产企业进一步扩大投资规模, 或影响2019年房地产新开工面积的增长, 进而对煤炭需求带来一定负面影响。

三、行业供给

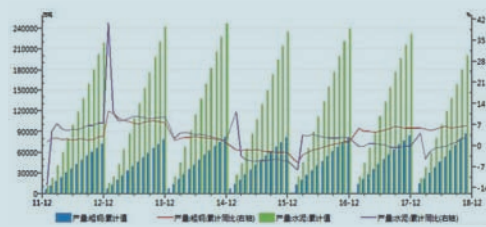
2016年国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》, 自此煤炭行业开始实施供给侧改革, 该意见提出用3-5年时间退出5亿吨煤炭产能, 压减重组产能5亿吨, 合计计划退出产能10亿吨, 同时3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目; 确

图2、2012年以来火力发电电量及其变动情况



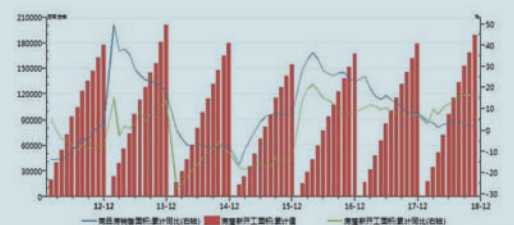
资料来源: Wind

图3、2012年以来粗钢产量及其变动情况



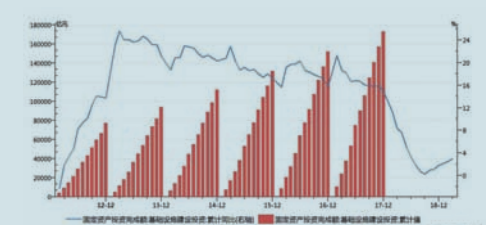
资料来源: Wind

图4、2012年以来房地产新开工面积及其变动情况、商品房销售面积的变动情况



资料来源: Wind

图5、2012年以来基础设施投资及其变动情况



资料来源: Wind

需新建煤矿的，一律实行减量置换。2018年1月，国务院总理李克强在《彭博商业周刊》发文指出煤炭去产能规划由一年前的10亿吨调整为8亿吨，同时该文指出2016年煤炭行业退出落后产能2.9亿吨以上。2018年国家发改委会副主任在两会答记者问时表示近两年煤炭产能共退出5.4亿吨。2018年4月20日，国家发改委等六部委发布了《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》，该通知提出2018年煤炭行业力争化解过剩产能1.5亿吨左右。据国家发改委2018年8月召开的新闻发布会公布的数据，2018年1-7月，煤炭行业去产能任务完成8000万吨，预计2018年全年去产能总量将超过1.5亿吨。据此推算，8亿吨去产能任务大部分任务已经完成，还剩1亿吨左右，后期行业去产能的压力将有所缓解。

行业新增产能方面，2016-2017年，煤炭行业年度新增产能约1.3亿吨和2.0亿吨，合计3.3亿吨，剔除去产能的影响，2016-2017年煤炭行业产能净减少2.1亿吨左右。据国家能源局统计，截至2017年12月底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3907处，产能33.36亿吨/年，而2017年全国原煤产量为35.24亿吨，超出产能1.88亿吨，原因或在于在建矿井工程煤产出、不合规产能释放和合规产能超产所致；截至2018年6月底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3816处，产能34.91万吨，较2017年底增长1.88亿吨，增长5.64%。

2018年以来煤炭产能的增长与前期促进优质产能释放的行业政策逐步落地有较大关系。随着去产能政策的推进，2016年下半年以来，煤炭价格快速上涨，行业的供需逐渐由宽松转向紧平衡，在夏季用电和冬季取暖的煤炭需求高峰时间，下游行业用煤面临一定的供应压力，为此前期较为严格的去产能和限制产能的政策出现了一定调整。2017年12月25日，国家发改委和国家能源局联合下发《关于加大清洁煤供应确保群众温暖过冬的通知》，提出全国重点产煤区要按照增减挂钩减量置换要求，督促煤炭企业加紧落实产能置换法案，有关部门加快办理煤矿建设项目核准手续；已建成项目及时开展联合试运转和竣工验收等工作，尽快投入生产；加快对符合条件的优质产能煤矿核增生产能力。2018年2月1日，国家发改委、国家能源局、国家安监总局和国家煤监局联合下发了《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》，该通知针对各地推动落后产能退

出力度不断加大、经济回升对能源需求显著增加的情况，需要进一步完善产能置换政策，加快优质产能释放，通过优质产能有序增加，推动落后产能尽快退出。2018年4月28日，自然资源部发布通知解除了原国土资源部发布的《国土资源部关于支持钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》中“从2016年起，3年内停止煤炭划定矿区范围审批”的规定。

总体看，随着煤炭行业去产能的推进接近完成，后期行业去产能的压力将有所缓解；同时在煤炭价格大幅上涨和供需紧平衡的状态下，行业政策在围绕去产能开展的同时开始转向保供应，在建产能和优质产能后续将加大释放力度，2019年煤炭行业的供给将变得较为宽松。截至2018年6月底，全国已核准（审批）、开工建设煤矿1138处（含生产煤矿同步改建、改造项目96处），产能9.76亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿201处，产能3.35亿吨/年，由此推算未来新增产能的规模6亿吨左右，按3年建设周期计算，未来每年新增产能2亿吨左右，考虑到2019年1亿吨左右去产能任务，2019年预计合法煤炭产能在36亿吨左右。

四、行业格局

受煤炭资源分布条件影响，我国煤炭资源集中在晋陕蒙以及西北地区，上述地区的资源储量约占全国基础储量的70%左右。截至2018年6月底，全国合法煤炭产能34.91亿吨/年，其中晋陕蒙地区的在产产能占比约63%，较2015年底提升13个百分点左右，同时在建矿井产能6亿吨中来自晋陕蒙及西北地区的产能约占70%左右。

2016年煤炭行业供给侧改革推行以来，中东部及南方地区开采条件差、单井规模小的矿井受到的影响大于晋陕蒙及西北地区的大型矿井，同时产能置换的新增先进产能也多位于晋陕蒙及西北地区，受此影响，近年来晋陕蒙及西北地区原煤产量占全国原煤产量的比重逐年上升。2015~2017年及2018年1-10月，晋陕蒙及新疆地区原煤合计产量分别为24.98亿吨、23.23亿吨、24.69亿吨和21.33亿吨，分别占当年全国原煤产量（煤炭运销协会口径）的67.79%、69.05%、71.67%和76.57%（详见表1）。

2017年12月，国家发改委、国资委、环保部、财政部、央

表1 近年来晋陕蒙及新疆地区原煤产量变化情况(单位:万吨、%)

	2015年	2016年	2017年	2018年1-10月
山西	96121.13	81641.50	85398.90	72764.60
陕西	50235.80	51151.40	56959.90	51066.60
内蒙古	90060.00	83827.90	87857.10	75834.90
新疆	13392.98	15670.40	16706.50	13610.80
合计	249809.91	232291.20	246922.40	213276.90
全国原煤产量	368484.70	336398.60	344546.00	289689.20
占比	67.79	69.05	71.67	76.57

资料来源:煤炭运销协会、各省安监局

行、银监会、国家能源局、国家安监总局等12部委联合制定《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》,该意见提出支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组、支持发展煤电联营、支持煤炭与煤化工企业兼并重组、支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组、通过兼并重组推动过剩产能退出,实现煤炭企业平均规模明显扩大,中低水平煤矿数量明显减少。在政策推动及过剩产能退出的双重作用下,煤炭行业产能集中度近年来有所提升。2017年,原煤产量排名前20的煤炭企业的产量为21.49亿吨,占当年原煤总产量的比重分别为60.98%,较2016年提升6.10个百分点。

《煤炭工业“十三五”规划》提出煤炭产业布局的规划为“发展西部、控制中部和东北、退出东部”。2018年4月,国家发改委等6部委联合下发《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》,该通知指出在煤炭领域未来要更多发挥北方优质先进产能作用进一步扩大优质增量供给,同时提出适当提高南方地区煤矿产能退出标准,将之前南方地区的退出标准(15万吨或9万吨以下)提高至30万吨/年以下。未来煤炭产能将进一步向晋陕蒙和西北地区集中。

总体看,随着在建矿井产能的释放以及中东部和南方地区资源禀赋差的矿井的退出,未来煤炭行业的产能将更加集中在晋陕蒙以及西北地区,依赖中小型矿井的煤炭企业的生存空间将逐步萎缩,煤炭行业的产业集中度将进一步提升,行业格局更趋稳定,有利于行业的有序竞争和稳定发展。

五、2018年行业主要政策

2018年煤炭行业政策在坚持去产能的主基调的基础上,

主要聚焦在加快优质产能释放和稳定煤炭价格两方面,此外安全生产方面针对当前安全形势也出台了相应针对措施。

增加优质产能的方面,2018年2月和4月出台的《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》和《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》,均提出要加快优质产能的释放,从系统性去产能向结构性优化产能转变。主要具体措施包括支持一级安全生产标准化煤矿增加优质产能,所需产能置换指标在新增优质产能超过120万吨以上时可提高为200%;与煤炭调入地区发电企业新实施跨省(区、市)煤电联营的煤矿申请新增优质产能的,所需产能置换指标可提高为200%;鼓励已核准(审批)建设煤矿增加优质产能,已核准(审批)的煤矿建设项目,原则上不再通过核减自身建设规模方式承担化解过剩产能任务。

稳定煤炭价格方面,2018年5月18日,国家发改委以答记者问的形式提出了稳定煤炭价格的9项措施:一是增产量。协调重点产煤地区和煤炭企业,在确保安全的前提下提高产能利用率,努力增加产量,特别是晋陕蒙地区要力争实现每日增产30万吨以上。二是增产能。进一步完善和落实产能置换指标交易等优惠政策,鼓励引导优质产能加快释放,有序增加1亿吨优质产能。三是增运力。铁路将进一步挖掘运输潜力,优化运力调度,增加运力有效供给,铁路运力将向煤炭中长期合同、应急保供用煤和绿色区间煤价资源倾斜。支持港口资源向合理区间煤价资源倾斜。四是增长协。开展煤炭中长期合同履行信用核查,加强政策引导和信用约束,进一步提高中长期合同比重和履约率。五是增清洁能源。协调电网增发增供风、光、水、核等清洁电力,减少火力发电,相应减少电煤消耗。六是调库存。进一步增加煤炭库存的调节弹

性,在生产、消费和中转环节确定1亿吨左右的煤炭可调节库存。七是减耗煤。结合环保治理有关要求,对高耗煤企业实施需求侧管理,督促京津冀及周边、长三角、珠三角区域等重点地区进一步加强重点耗煤企业管理,将年度减煤目标任务分解落实到具体企业,将高耗煤企业列入重点节煤减排监管范围。八是强监管。加强煤炭市场价格监管,对违法违规炒作煤价、囤积居奇的行为坚决依法依规严厉查处(2018年5月22日,国家市场监督管理总局发布了《关于公布煤炭市场违法违规行为举报方式的通知》,公布了煤炭市场违法违规炒作价格的举报方式)。九是推联营。研究完善进一步推动煤电联营的政策措施,支持上下游产业有机整合,更好发挥协同效应,提高抵御市场风险能力。

安全生产方面,2018年4月份以来,黑龙江龙煤集团鸡西矿业公司、河南能源集团焦煤公司和义煤公司等国有重点煤矿企业所属煤矿相继发生3起煤与瓦斯突出事故,共造成11人死亡。事故的发生暴露出相关煤矿抽掘采比例严重失调,瓦斯抽采不到位,现场管理弱,安全监控系统运行不正常,超能力、超强度、超定员生产等问题,为此2018年5月25日,国家煤矿安监局出台了《关于有效防范和遏制煤与瓦斯突出事故的通知》,该通知提出发生煤与瓦斯突出或者冲击地压事故的,一律依法停产整顿。

总体看,2018年的煤炭行业政策着力在保供应和稳煤价,随着相关政策的推进实施,煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能,优质产能将得到释放,行业供给端将出现一定程度扩张,降低了煤炭价格大幅上涨的可能性,有利于稳定煤炭价格的市场预期。

六、2018年煤炭行业债券市场回顾和信用风险分析

债券发行情况

截至2018年12月19日,煤炭(申万二级-煤炭开采)行业2018年共发行的(银行间和交易所)债券金额合计3841.80亿元,较2017年全年增长35.08%。在债券市场因信用风险暴露和流动性偏紧而整体下行的情况下,煤炭企业发债因煤炭价格上涨的支撑并未受到影响。

从发行人主体级别分布看,截至2018年12月19日,

AAA、AA+、AA和AA-企业发债总额分别占87.90%、6.93%、5.09%和0.08%;2017年AAA、AA+、AA和AA-企业发债总额分别占88.15%、7.91%、3.73%、0.21%。发行人主体级别以高等级的AAA为主。

截至2018年12月19日,煤炭行业存续债券金额合计7717.77亿元,其中发行主体共计66家,AAA共计24家,AA+共计15家,AA共计15家,AA-共计9家,BB+共计1家,CC共计1家,C共计1家,AAA和AA+级别发行主体合计占59.09%,中高等级存续债券占比较高。

信用级别迁移情况

截至2018年12月19日,煤炭行业发生级别及展望变动的企业共计6家,其中内蒙古伊泰煤炭股份有限公司和淮北矿业(集团)有限责任公司为评级调升;彬县煤炭有限责任公司、开滦集团有限责任公司和山西襄矿集团有限公司为评级展望调升;永泰能源股份有限公司为评级调降。

内蒙古伊泰煤炭股份有限公司于2018年5月22日被大公国际资信评估有限公司从AA+调升至AAA,调整理由为内蒙古地区去产能政策取得阶段性进展,地区煤炭行业发展整体向好;公司2017年营业收入和净利润大幅提高。

彬县煤炭有限责任公司于2018年6月5日被鹏远资信评估有限公司从展望为负面调整至稳定,调整理由为考虑到公司煤炭资源储量较丰富,自产原煤产能扩大,自产原煤及甲醇业务收入大幅增长,盈利情况改善,经营活动现金流持续呈净流入状态。

开滦(集团)有限责任公司于2018年6月26日被中诚信国际信用评级有限责任公司从展望为稳定调整至展望为正面,调整理由为煤炭资源储备丰富以及煤种品质优良,2017年经营性业务利润增幅较大,随着企业办社会职能的彻底剥离,公司每年将节约开支8-10亿元,盈利水平将有所提升;随着多项煤化工项目的投产及达产,公司非煤产业进一步完善,一定程度增强公司整体抗风险能力。

山西襄矿集团有限公司于2018年6月26日被鹏远资信评估有限公司由展望稳定调整为正面,调整理由为公司煤炭资源储量丰富,为煤炭业务持续发展提供较好保障;公司产品销量价格双涨,推动公司业绩大幅提升;在建项目投产将丰

富公司收入来源;公司继续得到当地政府支持。

淮北矿业(集团)有限责任公司于2018年11月23日被中诚信国际信用评级有限责任公司从AA+调升至AAA,调整理由为受益于煤炭等主要产品价格回升及焦化业务盈利能力的增强,公司2017年及2018年前三季度净利润和经营性净现金流同比大幅增长;债务规模逐年下降,债转股落地使所有者权益有所增长;煤炭及焦化等业务实现整体上市。

永泰能源股份有限公司于2018年7月5日分别被联合资信评估有限公司和联合信用评级有限公司由AA+调降至A,调整理由为公司未能出具7月5日到期的本金15亿元的“17永泰能源CP004”的缴款凭证,评级展望由稳定调整至负面;随后7月6日,永泰能源股份有限公司的信用等级由A调整至CC,评级展望维持负面,调整理由为“17永泰能源CP004”实质违约及其触发的相关债券的交叉违约,使得公司融资环境急剧恶化,未来生产经营及债务偿还存在极大的不确定性;2018年10月23日和24日,永泰能源股份有限公司信用等级再次由CC调降至C,调整理由为公司未能按时兑付10月22日到期的“15永泰能源MTN001”,并客观触发了存续期内的“15永泰能源MTN002”、“17永泰能源PPN001”、“17永泰能源PPN003”、“18永泰能源PPN001”、“18永泰能源CP001”和“18永泰能源MTN001”提前兑付条款。

“17永泰能源CP004”的违约同时触发了永泰能源股份有限公司的控股股东永泰集团有限公司于2018年3月14日发行的“18永泰集团SCP001”的交叉违约条款,2018年7月30日“18永泰集团SCP001”相关方召开持有人大会,通过了永泰集团有限公司设立追加担保及设立专项账户等6项条款;2018年8月21日永泰集团有限公司实际控制人王广西同意为“18永泰集团SCP001”追加担保,并出具担保函;2018年12月10日,永泰集团有限公司及“18永泰集团SCP001”主承销商上海银行分别发布永泰集团2018年度第一期超短期融资券未按期足额兑付本息的公告(以下简称“违约公告”)称:

“18永泰集团SCP001”发生实质性违约,后续将启动债务重组和战略重组相关工作。“18永泰集团SCP001”的信用评级机构为中诚信国际信用评级有限责任公司,该公司于2017年6月20日出具永泰集团的信用评级报告,确定永泰集团信用等级为AA+,评级展望为稳定,评级有效期为一年,即

2018年6月19日到期。值得注意的是违约公告中评级情况介绍依旧为“经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评级,公司主体评级为AA+”。

总体看,煤炭行业2018年信用风险总体平稳;同时受煤炭价格高位运行影响,行业盈利情况继续向好,行业评级变动多为正面;永泰能源股份有限公司和永泰集团有限公司的违约主要系融资环境趋紧、高负债经营和投资支出压力大等多重因素共同作用所导致。

2019年上半年债券到期情况

2019年上半年,煤炭行业到期(银行间及交易所公开发行)债券共99只,总额合计1597亿元,其中AAA级别的68只,合计金额1335.50亿元;AA+级别的14只,合计金额132亿元;AA级别的14只,合计金额98亿元;C级别的3只(18永泰能源CP001、16永泰01和16永泰02),合计金额31.50亿元。

七、2019年煤炭行业信用风险展望

2019年,随着煤炭行业去产能任务接近尾声,以及行业先进产能的逐步释放,煤炭行业供给将较2018年大概率有所增长;下游行业中火力发电量或将延续增长,电力耗煤为煤炭行业的下游需求奠定基础,基础设施建设投资在宏观经济稳增长压力下或将保持平稳,房地产行业受销售增速下降,2019年新开工面积或将较2018年出现下降,虽然存在房地产调控政策变动带来的预期扰动,但房地产行业很难再出现如近两年呈现的高增长态势。

整体看,2019年煤炭行业的需求将保持稳定或有所下降,而煤炭供给大概率将有所增长,煤炭行业供需或将从目前的紧平衡转变为略有宽松,煤炭价格中枢将出现下降,但幅度应不会太大,主要原因一方面为供给侧改革仍在推进过程中,政策具有适时灵活性,另一方面,煤炭行业集中度的提升带来竞争格局的优化,出现恶性竞争的可能性降低。

在煤炭价格不具有大幅下跌的背景下,2019年煤炭行业总体信用风险可控,联合资信对2019年煤炭行业的信用风险展望为稳定。■

七部委发布《绿色产业指导目录》 绿色债券统一标准出台可期

文 | 联合联合资信有限公司 联合信用评级有限公司 刘沛伦 林青

2019年3月6日,国家发展与改革委员会(以下简称“发改委”)、中国人民银行(以下简称“央行”)等七部委联合印发《绿色产业指导目录(2019年版)》(以下简称《目录》)及解释说明文件,首次从产业的角度厘清绿色产业和项目的标准与范围,有助于形成我国统一的绿色债券标准,为绿色债券激励等政策措施的制定和落实奠定基础,促进我国绿色债券市场规模和健康发展。

绿色债券标准建设继续推进,为制定绿债激励等政策奠定基础

目前,我国绿色金融债、绿色公司债和绿色债务融资工具的界定均参照绿色金融专业委员会(以下简称“绿金委”)编制的《绿色债券支持项目目录》,而绿色企业债则以发改委发布的《绿色债券发行指引》作为判定标准。以上两份文件在绿色债券判断标准上大体一致,但在细节方面仍存在一定出入,可能导致监管套利,不利于绿债市场的规范发展。

此次七部委联合发布的《目录》对绿色产业的范畴做出统一界定标准,为各方制定相关政策措施提供了“绿色”判断标准。发改委指出,各地方、各部门要以《目录》为基础,根据各自领域、区域发展重点,出台投资、价格、金融、税收等方面政策措施。对绿色债券而言,《目录》将成为制定绿色债券标准的重要基础和参考,有助于建立我国统一的绿色债券标准,对于提高绿色债券识别能力、防范监管套利、规范绿色债券市场发展具有重大意义。《目录》的发布有助于推动绿色债券指数、绿色债券评估等以绿色债券为基础的产品和服务标准的全面制定、更新和修订,为绿色债券激励等政策的出台和落地奠定了基础。值得一提的是,《目录》还有助于推动绿色企业标准的建立。由于在实践中,上交所、深交所以及交易商协会均认可绿色主体所发行的债券可直接认定为绿色债券,随着绿

色企业标准的建立,绿色企业发行绿色债券的便捷程度有望进一步提升。

绿色产业覆盖范围更广,绿色债券市场有望继续扩容

《目录》在分类上较为细致:一级目录包括6个产业,涉及节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级和绿色服务;二、三级目录分别包含30、211项内容。发改委同时发布了《目录》的解释说明,对三级目录进行了深入解读,有助于提高《目录》的可操作性。

与《绿色债券支持项目目录》和《绿色债券发行指引》相比较,《目录》辐射的范围更广,覆盖了绿色产业的上、中、下游。其中首次加入绿色服务产业一级目录大类,鼓励开展咨询、运营管理、技术产品认证等绿色服务;新增高效节能装备制造、先进环保装备制造、资源循环利用装备制造、新能源与清洁能源装备制造以及产业园区绿色产业升级等多个二级目录大类;扩展了绿色建筑和绿色交通二级目录涵盖的范围,绿色建筑新增装配式建筑、超低能耗建筑等4个三级目录,绿色交通新增集装箱多式联运系统、共享交通设施等5个三级目录;并在引导绿色产业升级、促进高质量发展方面予以侧重。

《目录》未将现行绿色债券标准中能源管理中心等部分定义模糊、难以清晰界定的领域纳入目录范围,通过借鉴既有实践经验提高了《目录》的可操作性。整体来看,《目录》扩大了绿色产业覆盖范围,对于推动绿色债券发行人扩容、促进绿色债券市场规模扩大具有积极影响。

推动我国绿债标准国际化,便利绿色资本跨境流通

由于能源结构以及所处社会发展阶段的不同,我国与国际上普遍使用的绿色债券标准略有差异,主要体现在国际标

准对化石燃料使用、温室气体排放的控制以及对非机动车发展的鼓励等方面。为降低绿色资本跨境流通的交易成本，近年来我国一直在开展绿色债券国际标准一致化研究工作。绿金委与欧洲投资银行已联合发布了两版《探寻绿色金融的共同语言》白皮书，推动中欧绿色金融标准一致化。

此次发布的《目录》首次将“城市慢行系统建设和运营”纳入绿色交通，包括步行交通系统建设、自行车交通系统建

设、非机动车停车设施建设等，一定程度上体现了对非机动车发展的鼓励，与国际绿债标准趋同。此外，发改委在《目录》发布通知中提出，要进一步加强国际国内经验交流，推广壮大绿色产业的经验做法，推动建立《目录》同相关国际绿色标准之间的互认机制。未来我国绿色债券标准与国际标准的一致化工作有望推进，通过建立国内外绿色债券的标准互认和转换机制，促进绿色债券在国内外双向流动和投资。

2018年度绿色债券运行报告 ——我国绿色债券市场环境日趋完善，绿色债券发行稳步增长

文 | 联合资信有限公司 联合信用评级有限公司 林青 李天娇 刘沛伦

2018年，国际绿色债券发行量继续增加，但增速有所放缓，参与主体继续扩大，新发绿色债券共涉及44个国家，其中有8个为新增国家，美国、中国和法国仍然在全球绿色债券市场发行规模排名前三。我国绿色债券市场保持稳定发展，绿色债券政策制度日益完善，发行期数、发行家数和发行规模较上年均有所增加；绿色债券期限以3年期为主，AAA级集中度有所上升；国有企业仍是绿色债券的主要发行人；募集资金主要投向污染防治、清洁能源和清洁能源领域。展望2019年，国际绿色债券发行量有望保持稳定，绿色债券发行将继续增加，我国绿色债券市场将进一步发展和完善。

一、2018年国际绿色债券发行涨幅放缓

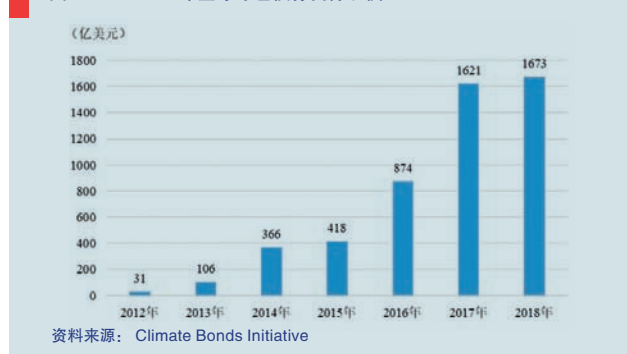
2018年，国际绿色债券虽延续了2013年以来的增长趋势，但增速有所放缓。根据气候债券倡议组织（CBI）的统计，2018年全球绿色债券发行期数为1543期，发行规模达到1673亿美元（约1.14万亿人民币），发行规模较上年（1621亿美元）增长3.21%，与2017年85.47%的同比增幅相比，市场增速明显放缓，主要是受到部分地区绿色债券发行规模下降影响，尤其是来

自美国的中小发行人绿色债券发行规模大幅减少（详见图1）。

2018年，国际绿色债券共涉及发行人320家，涵盖多边开发银行、主权国家、地方政府、政府支持机构、金融机构、非金融企业等多种类型，绿色债券发行人家数较上年增长33.90%，其中204家为新增发行人，绿色债券的参与主体不断扩张。

分发行人类型来看，金融机构绿色债券发行规模排在第一位，共发行490亿美元，是上年（230亿美元）2倍多，占全球年度总规模的29%，高于2017年的14%。其中，兴业银行（中国）、ING（荷兰）和工商银行（中国）绿色债券发行规模较大，合计占

图1 2012~2018年全球绿色债券发行规模



金融机构绿色债券发行规模的近三分之一。非金融企业绿色债券发行规模排在第二位,达到290亿美元,占总规模的17%。

分地区来看,2018年全球新发绿色债券共涉及六大洲的44个国家,其中有8个为新增国家。美国、中国和法国仍然在全球绿色债券发行规模排名前三,绿色债券发行规模分别为341亿美元、309亿美元和142亿美元,合计占全球总规模的47%,较上年占比(56%)有所下降。

从募集资金投向来看,2018年新能源行业、建筑行业和交通行业仍为绿色债券募集资金投向最大的三大领域。

2018年,各国家纷纷发布了绿色债券相关政策,进一步推动绿色债券发展。具体来看,秘鲁利马证券交易所发布绿色债券指南,规定了绿色债券市场的基本原则,有助于促进秘鲁绿色债券市场的创建;欧盟委员会发布了可持续金融综合行动计划,并启动技术专家组,负责制定欧盟可持续金融分类标准和贴标欧盟绿色债券计划等,以便在绿色债券立法提案和行动计划的细节方面取得进展;肯尼亚内罗毕证券交易所(NSE)修改了绿色债券的上市规则,并在其固定收益证券市场内引入绿色债券子市场,同时资本市场管理局(CMA)修订相关法律,明确绿色债券的定义,以帮助内罗毕证券交易所审查和批准其绿色指引;埃及金融监管局启动了与国际金融公司协调制定绿色债券准则草案的磋商会,推动绿色债券发展。

二、我国绿色债券市场持续发展

我国绿色债券市场环境日趋完善

1. 继续完善绿债市场相关制度建设,引导市场规范发展

绿色金融标准化建设稳步推进,绿色债券标准化进程再进一步。为推进实施《金融业标准化体系建设发展规划(2016-2020年)》²,2018年9月,全国金融标准化技术委员会绿色金融

标准工作组审议通过了《绿色金融标准工作组章程》,表决通过绿色金融标准体系的基本框架等内容,下一步将从明确工作机制、确定时间表和路线图、推动标准落地等方面入手,全力做好绿色金融标准制定工作。2018年12月7日,绿色债券标准委员会(以下简称“绿标委”)正式成立,根据上年发布的《绿色债券评估认证行为指引(暂行)》,绿标委将对绿色债券评估认证机构统筹实施自律管理。绿标委的成立标志着我国绿色债券自律管理协调机制落地运行,有助于提高绿色债券评估认证质量和水平,我国绿债市场标准化进程再进一步。

加强绿色债券市场服务力度,支持绿色公司债和资产支持证券发展。2018年4月25日,上海证券交易所(以下简称“上交所”)发布《上海证券交易所服务绿色发展推进绿色金融愿景与行动计划(2018—2020年)》,提出要加强绿色债券市场服务力度,研究完善绿色债券标准和规则。2018年3月和8月,上交所先后发布关于绿色公司债券融资的监管问答和关于绿色资产支持证券的业务问答,分别对绿色公司债券和绿色资产支持证券的认定标准进行了进一步明确³,同时对第三方评估认证和存续期募集资金使用的信息披露等方面做出说明。上交所此举有助于规范上交所绿色公司债和绿色资产支持证券发展,助推绿色债券发行。

加强引导绿色投资,推动绿色债券市场化发展。2018年6月1日,中国人民银行(以下简称“央行”)发布公告将不低于AA级的绿色金融债券、优质绿色贷款纳入中期借贷便利(MLF)担保品范围,并在公司信用类债券担保品中优先接受涉及绿色经济的债券;2018年7月27日,央行下发《银行业存款类金融机构绿色信贷业绩评价方案(试行)》,指出绿色信贷业绩评价将按季度开展,并将业绩评价结果纳入MPA考核。以上举措一方面有助于加强绿色债券的投资吸引力,提升银行对绿色债券的投资意愿,另一方面大力鼓励商业银行发放绿色贷

¹ 包括冰岛(Iceland)、印度尼西亚(Indonesia)、黎巴嫩(Lebanon)、纳米比亚(Namibia)、葡萄牙(Portugal)、塞舌尔(Seychelles)、泰国(Thailand)和乌拉圭(Uruguay)。

² 《规划》将“绿色金融标准化工程”列为重点工程,明确从构建多层次的绿色金融标准体系、构建绿色金融标准化工作机制、建立和完善绿色金融信息披露标准体系和丰富绿色金融产品标准五个方面推进绿色金融标准化工作。

³ 绿色公司债方面,要求申报发行绿色公司债券的绿色项目投向金额不低于债券募集资金总额的70%,并允许主营业务聚焦绿色领域的公司申报发行绿色公司债时可不对应具体的绿色项目。绿色资产支持证券方面,满足基础资产属于绿色产业领域、转让基础资产所取得的资金用于绿色产业领域、原始权益人主营业务属于绿色产业领域三项条件之一即可认定为绿色资产支持证券。

款，绿色金融债的发行需求有望随之提升。2018年11月10日，中国基金业协会发布《绿色投资指引（试行）》，明确了绿色投资的内涵、投资目标和原则，以及开展绿色投资的基本方法⁴，并规定了绿色投资的评价和监管要求。此文件为各类投资人开展绿色投资提供了导向性指引，有望推动形成我国资本市场绿色投资氛围。

加强信息披露要求，提升绿色债券市场透明度。2018年2月5日，央行发布《关于加强绿色金融债券存续期监督管理有关事宜的通知》及配套规范文件，提出对存续期绿色金融债券募集资金使用情况进行监督核查，进一步细化对募集资金使用情况季度报告和年度报告披露内容的要求。此举有利于进一步完善绿色金融债券存续期监督管理，提升绿色金融债信息披露透明度。2018年9月30日，证监会正式发布修订后的《上市公司治理准则》，为了强化上市公司在环境保护、社会责任方面的引领作用，《准则》对上市公司披露环境信息、履行社会责任情况以及公司治理相关信息作出制度性规定，形成了环境、社会和企业治理（ESG）信息披露的基本框架。环境信息透明度的提升，将有助于防止“漂绿”行为，促进绿色债券市场稳定发展。

2. 地方绿色金融政策持续出台，推动地方绿色债券快速发展

2018年，地方绿色金融体系建设不断推进，多地出台规划促进绿色债券发展。甘肃、四川、海南、新疆等省区纷纷发布关于构建绿色金融体系的指导意见或规划方案，其中鼓励绿色债券发展是构建地方绿色金融体系的重点内容之一，具体包括鼓励企业和地方金融机构发行绿色债券、鼓励投资人投资绿色债券等。赣江新区和广州先后发布绿色金融改革创新试验区实施细则，内容分别包括创新绿色债券发行担保方式，建立绿色项目风险补偿机制，并提出建立绿色金融备选项目库、为入库项目和企业提供绿色债券发行等服务。此外，多地出台绿色债券财政支持政策，绿色债券发行迎实质性支持。2018年1月、9月、12月，厦门、四川、深圳等地分别发布文件鼓励当地企业或机构发行绿色债券，根据发行规模给予最高不超过500万元的奖励

或补贴；10月，江苏对成功发行绿色债券的非金融企业连续两年贴息30%，单只债券每年最高贴息不超过200万元，绿色债券和绿色资产支持证券的担保方也将获得一定的风险补偿。地方绿色债券相关措施的不断出台，代表着绿色债券鼓励政策正在逐步落地，切实推动地方绿色债券市场快速发展。

3. 绿色债券市场国际化持续推进，加强我国绿色债券国际影响力

绿色金融领域多边合作持续开展，助力提升我国绿色债券市场建设水平。2018年7月7日，《中国——中东欧国家合作索非亚纲要》正式发布，提出探索在发行绿色金融债券方面开展合作，借助中国建设绿色债券市场的经验，将绿色金融融入中东欧建设。2018年，中英绿色金融工作组先后启动金融机构环境信息披露试点工作、发布《“一带一路”绿色投资原则》，中国在全球绿色金融市场发展上发挥着积极的引领和推动作用，也有助于提升我国绿色债券市场管理水平。继2017年6月上交所和卢森堡证券交易所（以下简称“卢交所”）达成上证绿色债券系列指数同步展示的合作后，2018年6月8日，上交所与卢交所正式启动绿色债券信息通，将上交所绿色债券具体信息在卢交所官网及其环保金融交易所等信息平台展示，为国际投资者获取中国绿色债券相关信息提供了高效透明的渠道。2018年11月，美洲开发银行、CBI与我国央行联合发布绿色熊猫债指南，为境外发行人在境内发行人民币计价绿色债券提供分步指南，便利境外机构参与我国绿色债券市场。2018年12月4日，绿金委和欧洲投资银行发布《探索绿色金融的共同语》第二版白皮书，建议未来在中欧绿色债券标准之间建立较为清晰的标准对比和转换机制，中欧绿色债券标准一致化工作有望推进。以上举措在继续探寻绿色金融跨境战略合作的同时，为境外投资人和发行人参与我国绿色债券市场提供了直接便利，我国绿色债券市场建设水平得到提升。

香港大力发展绿色金融服务业，打造绿色债券国际发展平台。2018年3月12日，香港正式推出“绿色金融认证计划”，由品质保证局为发行绿色金融债务工具提供第三方认证服务，包

⁴ 基本方法包括构建绿色投资数据库、方法论和投资策略，建设标的资产环境评价指标体系，将绿色因素纳入基本面分析维度，将绿色因子作为风险回报调整项目等内容。

括发行前认证及发行后认证,该局已在2019年1月完成首个认证项目。2018年6月15日,香港推出“绿色债券资助计划”,资助绿色债券发行人取得上述绿色金融认证,除提高对绿色债券发行人的吸引力外,还能有效提升绿色债券的透明度,增强市场对绿色债券的信心。2018年3月28日,《国家发展和改革委员会与香港特别行政区政府关于支持香港全面参与和助力“一带一路”建设的安排》发布并指出,将推动基于香港平台发展绿色债券市场,支持符合条件的中资机构为“一带一路”建设相关的绿色项目在香港平台发债集资;推动建立国际认可的绿色债券认证机构。2018年4月27日,香港金融管理局公布将落实系列措施促进绿色金融市场发展的规划,包括推动香港与国际绿色金融业界紧密合作、推出绿色债券发行计划等,此举可鼓励更多融资者通过香港资本平台为绿色项目融资。2018年9月21日,香港绿色金融协会成立,旨在推动绿色金融业务和产品创新,助力香港打造国际绿色金融中心,香港有望在绿色债券国际平台上扮演更重要的角色。

2018年我国绿色债券市场稳定发展

在我国绿色债券政策制度日益完善、财政补贴政策逐步落实、环保意识不断提升的背景下,2018年,我国绿色债券市场稳定发展,绿色债券⁵共计发行129期,发行规模为2208.53亿元,发行期数和发行规模较上年(114期、2054.80亿元)分别增长13.16%和7.48%。2018年,除资产支持证券外,我国新发绿色债券共涉及88家发行人,较上年增长29.41%,其中67家为2018年新增发行人,绿色债券市场参与主体不断增多。此外,境内发行人在境外合计发行15期绿色债券,较上年(5期)大幅增加,但发行规模(超过64亿美元⁶)较上年(约69亿美元)略有减少。2018年我国新发绿色债券呈现如下特征:

1. 绿色金融债券发行量仍最大,银行间市场仍是绿色债券主要发行场所

2018年,我国新发绿色债券涵盖了债券市场大多数信用

债品种,包括金融债、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、私募债、PPN,绿色债券品种较为丰富(详见图2);但与上年相比,2018年新发绿色债券只涉及中长期券种,未包含短期融资券。具体来看,绿色金融债发行期数和规模(38期、1289.20亿元)仍最多,发行期数较上年下降13.64%,但发行规模较上年增长4.47%,发行期数和规模在绿色债券发行总期数和总规模的占比(29.46%和58.37%)较上年均略有下降;绿色金融债共涉及31家发行人,较上年(25家)明显增加,其中地方中小商业银行家数(30家)持续增多(上年18家),绿色债券市场的参与度不断提升。非金融企业所发绿色债券⁷期数和规模(73期、777.99亿元)较上年(60期、674.75亿元)均有所增长,涉及发行人家数(57家)较上年(44家)也有明显增长,表明非金融企业也在越来越多地参与绿色债券市场。其中,企业债和公司债仍是非金融企业发行绿色债券的主要券种,绿色企业债发行期数为21期,与上年持平,发行规模为213.70亿元,较上年(311.60亿元)有所下降;绿色公司债发行期数和和发行规模(18期、256.10亿元)较上年(17期、170.80亿元)均略有增长;绿色中期票据和绿色私募债发行期数和发行规模也保持增长趋势。此外,2018年绿色资产支持证券共发行18单,较上年(10

图2 2017-2018年绿色债券券种分布



⁵ 包括资产支持证券, 以下如无特殊说明均包含资产支持证券。资产支持证券按单数统计, 以下同。

⁶ 发行规模按发行币种分别合计 17 亿欧元、39.80 亿美元、14.30 亿人民币和 300 亿日元; 数据来源于中国金融信息网。

⁷ 包括企业债、公司债、私募债、中期票据、PPN、短期融资券。

单)有所增长,但发行规模为141.34亿元,较上年(146.05亿元)略有下降。

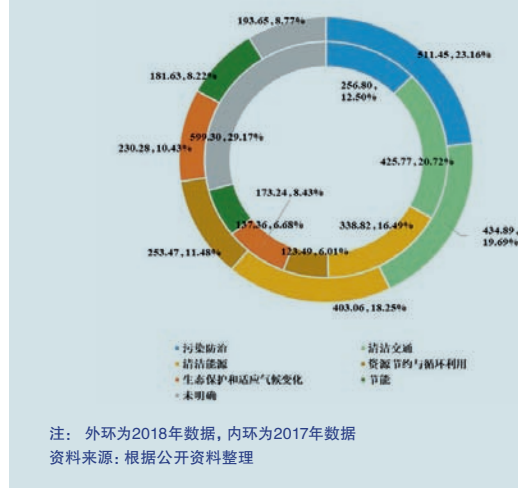
2018年,银行间市场仍为绿色债券的主要发行场所,共发行绿色债券82期,发行规模为1723.82亿元,发行期数和发行规模均与上年(81期、1724.78亿元)基本持平;发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模的占比分别为63.57%和78.05%,占比较上年分别约下降7个和6个百分点。交易所市场共发行绿色债券46期,发行规模为480.71亿元,发行期数和发行规模较上年分别增长35.66%和21.77%,主要由于交易所市场发行的绿色私募债和绿色资产支持证券发行量增长较多;另有1期资产支持证券发行在机构间产品报价与服务系统,发行规模为4亿元。

2018年绿色债券发行期数和发行规模占债券市场⁸总发行期数和发行规模的比例分别为1.21%和1.58%,绿色债券仍有较大发展空间。

2. 募集资金主要投向污染防治、清洁能源和清洁生产领域

在绿色债券资金用途方面,2018年,根据央行发布的《绿色债券支持项目目录(2015年版)》⁹划分,已明确和可估算⁹具体投向的绿色债券募集资金主要用于污染防治、清洁能源和清洁生产领域,其中投向污染防治领域的资金占披露投向的募集资金规模的25.38%,较上年(17.64%)大幅提升,超越清洁能源领域位居第一,污染防治资金规模大幅增长或与国家污染防治政策导向有关¹⁰;投向清洁能源和清洁生产领域的资金在披露投向的募集资金规模的占比(21.58%、20.01%)较上年(29.25%、23.28%)均有所下降(详见图3)。2018年,未能明确估算具体资金用途的绿色债券主要为部分信息披露不完全的绿色金融债以及非公开发行的私募债和资产支持证券,占募

图3 2017-2018年绿色债券资金用途统计(单位:亿元)



集资金总规模的8.77%,占比较上年(29.17%)明显下降,绿色债券募集资金信息披露透明度进一步提升。

3. 绿色债券第三方认证比例有所上升,环境咨询机构认证占比最高

从第三方评估认证情况来看,2018年共有95期绿色债券进行第三方评估认证,在绿色债券发行总期数中的占比为73.64%,较上年(72.41%)略有上升,绿色债券市场透明度进一步提升;未进行第三方认证的34期绿色债券中,19期为企业债,主要由于发改委会对绿色企业债进行审核,15期为在交易所发行的绿色债券,由交易所进行认可¹¹。目前,为绿色债券提供第三方认证的机构种类较多,其中环境咨询机构、会计师事务所以及信用评级机构占据了主要市场份额,共为82期绿色债券提供第三方认证,在进行第三方认证的绿色债券总期数中的占比高达86.32%。与上年相比,环境咨询机构进行认证的绿色债券在进行第三方

⁸ 包括金融债(政策性银行债、商业银行债和其他金融机构债)、企业债、中期票据、集合票据、短期融资券、证券公司短期融资券、资产支持证券、PPN、公司债(一般公司债和私募债)、证券公司债、可交换债、可转债和项目收益票据。

⁹ 绿色金融债募集资金主要用于绿色信贷,为环保、节能、清洁能源和清洁能源等支持环境改善、应对气候变化的绿色项目提供资金,但其具体资金投向领域在发行阶段大部分缺乏明确条款。对于已披露绿色储备项目的绿色金融债,可按照各项目授信额度在储备项目授信总额度的比例估算绿色金融债对其投资金额;估算方法为:绿色项目投向资金=该绿色项目授信额度×债券募集资金/所有储备项目授信总额度。

¹⁰ 2017年10月,十九大报告首次明确提出打好污染防治攻坚战,习近平总书记强调“打好污染防治攻坚战时间紧、任务重、难度大,是一场大仗、硬仗、苦仗,必须加强党的领导”。2018年6月24日,《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》(简称《意见》)发布,《意见》紧盯污染防治攻坚战,主要以2020年为时间节点,兼顾2035年和本世纪中叶,从质量、总量、风险三个层面确定生态环境保护目标。

¹¹ 2019年2月,上交所关于绿色公司债券融资监管问答中指出:对于符合中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》及经交易所认可的相关机构确定的绿色项目,发行人在申报发行时及存续期内可不聘请独立的专业评估或认证机构出具评估意见或认证报告。

认证绿色债券总期数的占比(31.58%)较上年(17.86%)上升明显,超越会计事务所(28.42%)和信用评级机构(26.32%)排名第一。具体来看,为绿色债券提供第三方认证最多的机构为安永、联合赤道和中节能,分别认证了22期、16期和14期。

4. 绿色债券期限以3年期为主,发行期限较为灵活

2018年,除了10期可续期债券外,我国绿色债券¹²发行期限分布于2~15年¹³,其中4年期为新增绿色债券发行期限,绿色债券发行期限更为丰富,但本年未发行1年期、8年期和10年期绿色债券(详见图4)。绿色债券发行期限仍主要集中在3年期和5年期,其中,3年期绿色债券发行期数和发行规模占比(54.05%、71.78%)较上年分别增长近6个和11个百分点,主要是由于在严监管和稳健货币政策背景下,市场倾向于配置短期债券,导致3年期绿色债券发行量增长。

5. 绿色债券信用资质较好,AAA级集中度有所上升

2018年,我国发行的绿色债券主要集中在AA+级(含)以上,发行期数和发行规模在具有评级的绿色债券发行总期数和总规模的占比分别为85.56%和97.39%。其中AAA级绿色债券共发行57期,发行规模为1448.81亿元,在具有评级绿色债券发行期数和规模中的占比分别为58.76%和77.20%,占比仍然最大,且较上年均有所上升(详见图5)。2018年新增2期A+级绿色

图5 2017~2018年绿色债券债项级别分布



注：短期融资券按主体级别进行统计
资料来源：联合资信COS系统

债券,发行规模共3.5亿元,绿色债券信用等级分布更趋广泛。在违约事件频发、低等级企业融资难度加大背景下,A+级绿色债券的发行也在一定程度上反映出市场对于绿色债券的认可。另有2期绿色政策性金融债、10期绿色私募债和2期绿色PPN无评级。整体来看,我国绿色债券信用资质良好,AAA级集中度较上年有所上升。

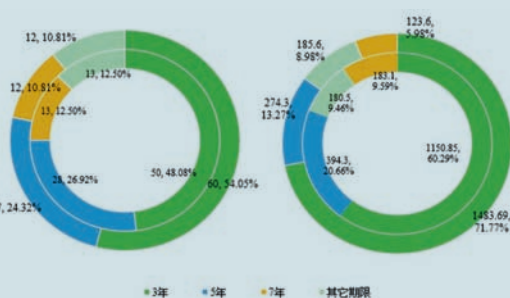
6. 发行主体行业分布更为广泛,商业银行发行期数仍最多

2018年,我国绿色债券发行主体合计88家,其中67家为2018年新增发行人,发行主体共涉及商业银行、建筑与工程、电力等在内的21个行业,较上年新增公路与铁路运输、化工以及金属、非金属与采矿等6个行业,发行主体行业分布更为广泛。其中,商业银行所发绿色债券期数(38期)仍最多,发行人家数和发行规模分别为30家和1289.20亿元,发行期数较上年持平,发行人家数和发行规模较上年分别增长150%和7.97%;建筑与工程行业企业和电力行业企业所发绿色债券期数(15期、8期)分别居于第二、三位。

7. 国有企业仍是绿色债券的主要发行人,公众企业发行规模较上年大幅增加

2018年,我国绿色债券发行主体仍主要集中于国有企业(74家),所发绿色债券期数(93期)较上年增长17.72%,但发行规模(1172.91亿元)较上年减少5.93%;国有企业所发绿色债券期数在绿色债券发行总期数占比为83.78%,占比同比增

图4 2017~2018年绿色债券发行期限情况(单位:期、亿元)



注：1.外环为2018年绿色债券发行情况，内环为2017年绿色债券发行情况；
2.其他期限包括1年、2年、4年、10年、15年和无固定期限（可续期债）；
3.左图为绿色债券期数分布情况，单位为期；右图为绿色债券规模分布情况，单位为亿元
资料来源：联合资信COS系统

¹² 本部分及以下部分均不包含资产支持证券。

¹³ 包括2、3、4、5、7、15年期。

加了8个百分点,发行规模占比为57.75%,占比同比减少了4个百分点。其次为公众企业¹⁴,共有8家公众企业发行10期绿色债券,发行规模为845.08亿元,受到兴业银行发行2期规模共计为600亿绿色商业银行债影响,公众企业绿色债券发行期数虽较上年有所下降(9.09%),但发行规模较上年有较大幅度增长(32.04%);公众企业所发绿色债券期数在绿色债券发行总期数占比为9.01%,占比同比减少了2个百分点,发行规模占比为40.88%,占比同比增加了7个百分点。民营企业和外资企业绿色债券发行量仍然较少,在绿色债券市场的参与度仍有待提高。

8. 绿色债券发行主体地域范围有所扩大

2018年,我国绿色债券发行人涉及地区¹⁵(25个)与上年(24个)相差不大,其中,贵州、广西、辽宁和青海为新增绿色债券发行区域,绿色债券发行主体地域范围不断扩大。由于北京、浙江、广东和江苏地区经济较为发达,金融活跃度较高,大型商业银行和国企较多,这些地区绿色债券发行期数较多(15期、14期、13期和9期),合计占绿色债券总发行期数的比例为45.95%。但从发行规模来看,由于今年兴业银行发行了2期共600亿的绿色商业银行债,福建省绿色债券发行规模最高,占总发行规模的比例为29.55%;其次分别为北京(342亿)、广东(135亿)和重庆(101亿)。此外,甘肃、黑龙江、内蒙古和西藏在2018年均未发行绿色债券。整体来看,在东部地区企业仍保持较高绿色债券发行量的同时,中西部地区企业对绿色债券的参与度也有所提升。

9. 绿色债券发行成本仍具有一定优势

2018年,我国共有45期绿色债券的发行利率低于可比债券

¹⁶的平均发行利率,占比达到60.81%,较上年(63.27%)有所下降。具有成本优势的绿色债券以商业银行债(12期)为主,发行人以国有企业(37期)为主。由于现阶段绿债发行数量与规模仍然较小,统计分析受发行主体性质、行业等多种因素影响而存在局限性。

三、2019年绿色债券市场将进一步发展和完善

展望2019年,国际市场方面,绿色债券发行量有望继续保持增长态势;绿色债券发行人扩容空间较大;绿色债券国际合作将不断加深;各国出台的绿色债券相关政策也将进一步推动绿色债券市场的规范发展。

国内市场方面,预计2019年绿色债券市场会进一步发展和完善,主要体现在以下几个方面:

市场机制建设进一步完善

加快推进绿色债券标准统一。绿色金融标准工作组已对绿色金融标准制定工作做出了明确分工,央行及证券业协会也分别将“加快构建标准体系”列为今后重点研究工作¹⁷,预计2019年绿色债券界定标准的完善和统一工作将持续推进,推动绿色债券市场规范发展。

继续规范绿色债券评估认证。继2017年央行、证监会发布《绿色债券评估认证行为指引(暂行)》后,2018年绿标委正式成立,并提出将研究制定绿色债券评估认证备案操作规则、实施市场化评价,开展执业行为检查,通过形成优胜劣汰的市场环境提升专业水平,确保绿色债券的纯度。绿色债券评估认证

¹⁴ 公众企业指向不特定对象公开转让股票,或向特定对象发行或转让股票使股东人数超过200的股份有限公司。

¹⁵ 包括省、直辖市及境外,按发行人注册地进行统计。

¹⁶ 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种的非绿色债券,不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及可续期债券;对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计;短期融资券和超短期融资券选用其主体级别,其他券种均选用债项级别。

¹⁷ 2018年11月8日,央行副行长陈雨露在“2018北京绿色金融国际论坛”上表示,央行将会同有关部门和金融机构,重点做好“加快构建标准体系,确保绿色金融高质量发展”、“强化信息披露,提升绿色金融市场的透明度”、“深化国际合作,进一步凝聚绿色金融的全球共识”三方面工作。2018年4月24日,证券业协会会长陈共炎在“中国证券业协会绿色证券专业委员会成立大会暨中国绿色证券高峰论坛”上表示,协会在绿色证券发展方面将积极推动四项重点工作:一是加强行业自律管理,引导绿色投资,二是充分发挥绿色证券专业委员会在加强行业交流、促进绿色证券发展等方面的积极作用,加强绿色证券相关课题研究,共同深入探讨绿色证券的界定标准、信息披露等课题;三是加强与湖州市政府的战略合作关系;四是强化与外部机构间的沟通协调机制,通过加强与国际金融学会绿色金融专业委员会、德国国际合作机构、亚洲金融合作协会等国内外机构和组织的合作,建立稳定高效的沟通协调机制。

将得到进一步完善,保障绿色债券评估认证质量。

加强提升信息披露透明度。根据证监会制定的上市公司环境信息披露工作实施方案¹⁸,强制要求开展环境信息定期披露的公司范围将逐步从重点排污单位扩大到所有上市公司;根据金融机构环境信息披露试点工作计划,2019年将在实现披露绿色信贷余额的基础上进一步披露污染性信贷余额,环境信息披露深度将更进一步,为资本市场环境信息披露起到良好示范作用。随着证券业协会等监管层持续开展绿色证券的信息披露研究,更多具体相关披露标准有望出台,预计未来绿色债券市场信息披露将更加及时、充分、透明,为绿色债券市场稳定发展提供重要保障。

绿色债券发行量有望保持稳定

第一,我国监管机构将继续发布政策鼓励绿色债券发行。2019年1月15日,发改委、财政部等九部门联合印发《建立市场化、多元化生态保护补偿机制行动计划》(以下简称《行动计划》),明确包含发展绿色金融在内的九项重点任务,提出鼓励有条件的非金融企业和金融机构发行绿色债券。第二,我国绿色经济融资需求巨大,随着绿色债券相关机制的完善以及绿色债券财政奖励、补贴、贴息、风险补偿等鼓励措施的落地,将有更多绿色融资需求选择发行绿色债券。第三,2019年,将有超过1000亿元规模的绿色债券到期,存在一定的再融资需求。第四,我国责任投资氛围正在逐渐形成,预计绿色债券投资需求将会增加,进而从投资端驱动绿色债券发行。综合来看,在债券市场整体发展较为平稳的背景下,我国绿色债券发行量有望保持相对稳定。

地方绿色债券市场建设稳步推进

2018年,以绿色金融改革试验区为代表的省、市级地方政府在发展绿色金融方面创新成果颇丰,可为其他地区的绿色金融发展提供参考和借鉴,同时,《行动计划》提出将适时扩大绿色金融改革创新试验区试点范围。预计2019年更多地区有望

加入地方绿色金融建设,地方绿色金融建设步伐有望加快,从而推动地方绿色债券市场建设和发展。

绿色债券领域国际合作继续加强

2019年,中英两国在发展绿色金融领域作出了新的深入合作安排,包括争取推动中国资产证券化产品在海外市场落地、开发支持“一带一路”绿色投资的工具和方法等,互相促进绿色债券市场发展。在《探寻绿色金融的共同语言》白皮书的引导下,欧洲投资银行已启动了绿色熊猫债业务,中欧绿色债券标准一致化工作有望在实践中得到检验与推进。此外,随着上交所与卢交所合作的持续开展及《绿色熊猫债指南》的发布,我国债券市场对境外绿色债券发行人与投资人的吸引力进一步提升;深圳市提出探索发行国际绿色市政债,并发挥深港合作优势,引导长期、稳定的外资投资境内绿色债券,推动绿色债券市场双向互动。未来,我国绿色债券领域国际合作将得到进一步加强,在不断完善绿色债券市场机制的同时促进绿色资本跨境流动。///



¹⁸ 2020年12月前要求所有上市公司强制环境信息披露。

2018年公司债市场发展报告

——发行利差同比扩大，违约事件显著增加

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 李天娇 马顺福 罗润方 何苗苗

一、公司债市场监管政策

鼓励债券品种创新、推进债市扩容

支持“一带一路”债券融资。2018年3月2日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）分别发布《开展“一带一路”债券试点的通知》，鼓励“一带一路”沿线国家（地区）政府类机构、企业及金融机构等发行“一带一路”债券，安排专人负责“一带一路”债券的申报受理及审核，并鼓励国内外机构投资“一带一路”债券。3月14日，上交所表示将进一步研究完善“一带一路”熊猫债券融资机制，支持境内和“一带一路”沿线国家相关机构和优质企业及国际金融机构发行人民币债券。2018年，“一带一路”公司债券发行了12期，发行规模达到160.07亿元。“一带一路”债券不仅能够为境内外企业开展“一带一路”建设提供直接融资渠道，同时还有助于推动我国债券市场进一步对外开放。

支持民营企业债券融资，纾困专项债成功发行。2018年10月22日，中国人民银行（以下简称“人行”）宣布，将按照法治化、市场化原则，引导设立民营企业债券融资支持工具¹，稳定和促进民营企业债券融资。同时，人行积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，在加强风险识别和风险控制的基础上，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。11月，沪深交易所启动信用保

护工具业务试点，首批推出四单民营企业信用保护合约²。信用风险衍生品的发行和交易有助于对冲信用风险，在当下民企融资偏紧的环境下，有助于修复市场对民企的信心，长期来看，也将有助于我国金融产品类型的进一步丰富及债券市场的健康发展。2018年10月26日，证监会在例行发布会中表示，证监会将会同沪、深交所对纾困专项债审核建立“绿色通道”，适用即报即审政策，提高发行效率。深交所首单纾困专项公司债券于10月26日由深圳市投资控股有限公司成功发行。纾困专项债的发行主体一般为地方政府投融资平台公司，支持对象为暂时陷入流动性困境的地方龙头企业，且以上市民营企业为主。总体来看，纾困专项债对纾解民营企业流动性困境及防范化解上市公司股票质押风险具有重要作用。

住房租赁专项债助力住房租赁市场建设。在2017年6月国务院出台的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》等相关政策的指导下，首单住房租赁专项公司债券由重庆龙湖拓展有限公司于2018年初发行。3月，由绿城房地产集团有限公司同时申报的公开发行和非公开发行住房租赁专项公司债券分别获得上交所审核通过³。绿城集团此次所发住房租赁专项公司债券均约定了住房租赁项目的自持比例和自持期限，进一步确保了债券募集资金将精准用于住房租赁项目。该债券的发行，标志着上交所进一步明确、细化住房租赁专项公司债券的标准，为今后住房租赁专项公司债券规范化

¹ 民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。

² 发行人分别为红狮控股集团有限公司、金诚信矿业管理股份有限公司、苏宁电器集团有限公司和浙江恒逸集团有限公司。

³ 该债券于2018年3月获得证监会及交易所核准，核准规模15亿元。该债券首期“绿城房地产集团有限公司公开发行2019年住房租赁专项公司债券（第一期）”（债券简称“19绿城01”）于2019年1月21日起在上海交易所发行。

发展积累了有益经验,对住房租赁企业发行公司债券融资起到了积极的示范作用⁴。

继续促进绿色债券发展。2018年3月23日,上交所发布《上海证券交易所公司债券融资监管问答(一)——绿色公司债券》,对绿色公司债券评估认证事宜、募集资金用途、管理和使用以及信息披露做出具体要求⁵,有利于进一步推进绿色公司债规范稳健发展。6月8日,上交所与卢森堡证券交易所(以下简称“卢交所”)正式启动“绿色债券信息通”,将上交所绿色债券具体信息在卢交所官网及其环保金融交易所等信息平台展示,第一批纳入“绿色债券信息通”的为在上交所公开发行并上市交易的18期绿色公司债券,此举将为国际投资者提供高效透明的信息渠道,便利国际投资者配置我国绿色债券。12月5日,美洲开发银行、气候债券倡议组织与人行联合发布《绿色熊猫债指南》,为境外发行人在中国境内发行以人民币计价的绿色债券提供指南,有利于促进绿色熊猫债的发展。

继续鼓励发行扶贫专项公司债券。根据《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》要求,2018年5月11日,上交所发布《上海证券交易所公司债券融资监管问答——扶贫专项公司债券》,明确了上交所债券市场服务脱贫攻坚战略的具体制度安排⁶;5月18日,深交所发布《深圳证券交易所扶贫专项公司债券相关问题解答》,明确深交所债券市场切实助力打好精准脱贫攻坚的具体制度安排。上述文件的发布,向市场进一步明确了对于发行扶贫专项公司债券的鼓励和支持,推动了扶贫专项公司债券的发行。

继续扩大创新创业公司债试点规模。2018年9月26日,国家发展和改革委员会(以下简称“发改委”)发布《关于发展数

字经济稳定并扩大就业的指导意见》,提出着力发展壮大互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能等信息技术产业,并通过稳步扩大创新创业公司债试点规模等途径增强对数字经济创新创业的支持,创新创业公司债发行量继续增加。

证监会试点定向可转债支持上市公司并购发展。2018年11月1日,证监会发布消息称,证监会将结合企业具体情况,积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点,支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。12月27日,中国动力披露重组预案,在资产收购和配套募资两个环节同时引入定向可转债这一支付工具。上市公司在并购重组中定向发行可转换债券作为支付工具,有利于缓解上市公司现金压力及大股东股权稀释风险,丰富并购重组融资渠道,满足更多元的投融资需求。

不断完善公司债市场机制

加强统一监管。2018年8月24日,国务院金融稳定发展委员会(下称“金融委”)召开防范化解金融风险专题会议,提出进一步深化资本市场改革,并明确提出“建立统一管理和协调发展的债券市场”。9月11日,人行、证监会联合发布2018年第14号公告,对逐步统一银行间和交易所债券市场评级业务资质、加强对信用评级机构监管和监管信息共享、推进信用评级机构完善内部制度、实现资源整合等方面进行了规范⁷,公告的发布是推进债券市场信用评级行业统一监管的重要制度性安排,有助于推进债券市场的互联互通。12月3日,人行、证监会、发改委联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》(以下简称《意见》),强化监管执法,加强协同配合,建立

⁴ 住房租赁专项公司债券实际上处于试点阶段,监管部门至今没有出台专门政策规范,有关政策意图和倾向在试点产品预审反馈意见以及产品募集说明书中有所体现。根据沪、深交易所的反馈,监管层对住房租赁专项债的关注点集中在募集资金用途、是否存在重复融资、租赁住房性质三个主要方面。

⁵ 对于符合绿金委《绿色债券支持项目目录》及经交易所认可的相关机构确定的绿色项目,发行人在申报发行时及存续期内可不聘请独立的专业评估或认证机构出具评估意见或认证报告。发行人应在募集说明书中披露已确定项目情况、所属具体的绿色项目类别、项目认定依据或标准及环境效益目标等,并由承销机构出具核查意见。对于上述范围之外投资者不容易识别或发行人认为需要聘请第三方评估认证的绿色项目,申报发行时应聘请独立的专业评估或认证机构出具评估意见或认证报告。

⁶ 一是明确了扶贫专项公司债券的认定范围,既包括注册地在贫困地区的企业所发公司债券,也包括募集资金主要用于精准扶贫项目建设、运营、收购或者偿还精准扶贫项目贷款的公司债券。二是列举了募集资金可投资的精准扶贫项目,并要求债券募集资金用于精准扶贫项目应建立健全风险控制和投资回报机制;同时明确对精准扶贫项目不作认证要求,以降低发债企业的融资成本。三是结合企业需求明确了募集资金用途要求,以提升募集资金使用效益,促进扶贫项目的市场化融资。四是明确了上交所对于扶贫公司债券申报发行的支持措施,为扶贫债券开辟审核绿色通道。

⁷ 人行、证监会以及中国银行间市场交易商协会将协同债券市场评级机构业务资质的审核或注册程序,对于已经在银行间或交易所债券市场开展评级业务的评级机构,将设立绿色通道实现评级业务资质互认。

统一的债券市场执法机制,《意见》明确,证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作。

《意见》的发布是完善我国债券市场管理制度的重要举措。

简化发行审核。2018年三季度,上交所和深交所先后发布《上海证券交易所公司债券预审核指南(五)——优化融资监管》、《深圳证券交易所公司债券业务办理指南第4号——公司债券优化审核程序》,通过对市场认可度高、行业地位显著、经营财务状况稳健且已在债券市场多次开展债券融资的公司申请发行公司债券实行简化审核,此举将有效提高公司债发行效率,便利相关企业融资。

促进交易流通。2018年4月24日,上交所、中国证券登记结算有限公司(以下简称“中国结算”)发布《债券质押式三方回购交易及结算暂行办法》,从投资者适当性、担保品管理、交易结算安排、持续管理等方面明确了三方回购业务规范,并设置了八个相对标准化的质押券篮子,有利于提高交易结算的效率,稳步推进债券质押式三方回购交易业务发展。6月,沪深交易所分别发布《关于中国铁路建设债券上市交易有关事项的通知》,对铁道债在沪深交易所的发行、上市流通、信息披露及持续管理等事项做出了具体规定。中国结算随后发布《关于政府支持债券开展质押式回购有关事项的通知》,明确认可政府支持债券作为中国结算可接受回购质押品,折扣系数取值暂定为0.96,可参与质押式回购的适用范围包括通知发布之日起上市交易的政府支持债券。此举旨在促进交易所债券市场的发展,支持政府支持债券在交易所市场发行和交易。6月6日,中国铁路总公司成功发行首单跨市场铁道债,在交易所与银行间债券市场发行规模共计200亿元中国铁路建设债券。此举对拓宽铁道债投资主体,优化交易所债券市场结构,改善铁道债二级市场流动性,提升交易所债券市场服务实体经济能力具有促进作用。

进一步加强纪律约束与监管

持续完善监管办法。2018年3月23日,上交所发布《纪律

处分和监管措施实施办法(2018年修订)》和《自律管理听证实施细则》,从调整和完善纪律处分与监管措施的种类、明确纪律处分的适用情形和实施程序等方面切实加强对违规行为的一线监管,约束市场各参与方的行为,这有助于维护资本市场秩序,保护投资者合法权益。4月24日,深交所2018年会员大会通过《深圳证券交易所章程(2018年修订草案)》,新的章程强化了交易所一线监管职能,包括将债券发行人等主体纳入监管范围,明确将“惩罚性违约金”作为纪律处分,新增“出具监管建议函”的监管手段等具体内容,进一步加大监管力度。6月4日,新版《深圳证券交易所公司债券上市(挂牌)协议》发布,允许深交所做出重大交易暂停和恢复决定,并对争议解决条款进行了修订,允许发行人和经理人选提交仲裁或向人民法院提起诉讼,协议的修订旨在加强监管依据,规范交易所债券市场发展。7月13日,证监会颁布《〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉第十五条、第二十二条款有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第13号》,明确凡是需要证监会做出行政许可决定的都属于“同类业务”,证券公司、证券服务机构及其从业人员若因涉嫌同类业务违规被证监会或司法机关立案调查,其所有同类业务将被暂停,此举有利于约束中介机构行为,督促中介机构真正做到归位尽责。

加大合规检查及违规处罚力度。2018年7月6日,证监会对五洋建设集团股份有限公司涉嫌欺诈发行公司债券、信息披露违法一案做出处罚决定,五洋建设及20名相关责任人面临行政处罚及市场禁入,处罚金额合计逾4千万元⁸。8月17日,证监会对大公国际资信评估有限公司采取责令限期整改的监管措施,期限一年,整改期间不得承接新的证券评级业务,此次处罚主要由于大公国际在为债券发行人提供信用评级服务的同时直接向受评企业提供咨询服务,收取高额费用,有违独立原则等。

加强风险管控和处置。为提高年报事后审查的效率和质量,深交所于2018年上半年专门成立债券年报审核工作小组,

⁸ 证监会决定对五洋建设责令改正,给予警告,并处以罚款4140万元;对相关责任人员给予警告并合计罚款254万元;对直接负责的主管人员陈志樟采取终身市场禁入措施。

结合往年年报监管工作经验,从债券信用风险防范的特点和要求出发,围绕可能反映发行人偿债能力变化的情形,确立了六类重点审查监管对象,包括经营、财务及现金流状况发生不利变化或发生其他重大事项可能影响偿债能力的发行人,发行人或其重要子公司被列入失信被执行人或存在债务违约、发行人或其重要子公司受到重大行政处罚或自律处分等。5月11日,中国证券业协会发布了修订后的《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》,一方面延长了发行人受行政处罚后禁发新债的周期,加大了私募债发行门槛和违规成本,另一方面强化了对私募债募集资金投向的管理,引导资金进入实体经济。此次负面清单修订后私募债市场将迎来结构性调整,资质较差的融资主体继续通过债券市场融资难度增加。7月17日,监管层通过窗口指导规定房地产企业所发公司债和票据不可用于互相偿还,此举可抑制房企通过发行大量短融来兑付即将到期的长期债券压力,防范房企债务风险。10月16日,上交所发布实施了《上海证券交易所债券担保品处置平台服务指引》,从适用范围、处置标的、参与主体、处置服务的申请及公告、处置安排等方面规定了债券担保品处置平台的业务规范⁹,此举有利于健全债券市场风险处置。

总体来看,2018年交易所公司债市场政策环境继续优化,创新品种增加,市场继续扩容,发行、交易制度机制进一步完善,统一监管取得重大进展,为强化市场纪律约束和监管、防范和管控风险创造了更好的条件。

二、发行概况

公司债发行量保持增长,一般公司债发行期数和规模占比最高

2018年,交易所债券市场共有969家发行人发行各类公司债1829期,发行规模合计22469.08亿元,发行家数、发行期数和发行规模同比均有所增加,主要系后半年高级别债券发行利率走低及政府加大对民营企业债券融资支持力度等因素

所致,另外2018年一般公司债和私募债到期数量较多,发行人再融资需求较高也是重要原因。

分券种来看,一般公司债在公司债总发行期数、总发行家数和总发行规模中的占比均最高,分别为43.52%、44.07%和44.66%,占比同比分别上升约2个、6个和3个百分点;与上年同期相比,一般公司债发行期数、家数和发行规模同比均大幅增长。私募债占比次之,分别为39.63%、45.30%和28.75%,同比分别下降约0.5个、3个百分点和上升2个百分点;与上年同期相比,私募债发行期数和发行规模同比有所增加,发行家数有所减少,三者增幅均小于一般公司债,或与私募债发行条件收紧及投资人风险偏好降低有关。证券公司债、可交换债和可转债占比相对较小。证券公司债发行家数同比略有下降,期数、规模同比下降明显(均下降20%以上),可能是由于今年以来央行批复证券公司短期融资券发行有放宽态势且短期融资券成本最低,短期融资券发行节奏加快替代部分证券公司债发行所致。可交换债发行期数、发行家数和发行规模同比大幅下降(均下降60%左右),或与股票市场持续下跌以及大股东股票质押率较高有关。可转债发行期数、家数同比均大幅增长(均接近60%),但发行规模同比有所下降(-16.57%),主要是2018年可转债发行主体以中小银行和一般工商企业为主,单笔发行规模较小所致(详见表1)。

创新品种扩容,总体发展势头良好

2018年交易所市场首次发行“一带一路”公司债券、纾困专项公司债券和住房租赁专项公司债券三个公司债券创新品种,发行期数分别为12期、7期和8期;发行规模分别为160.07亿元、110.00亿元和125.28亿元¹⁰。绿色债券、创新创业债券和扶贫专项债等原有创新品种,在本年度保持了快速发展的良好势头,发行期数和发行规模均有较大幅度增长。2018年,绿色债券、创新创业债券和扶贫专项债发行期数分别为33期、23期和7期,同比分别增长26.92%、21.05%和600.00%;发

⁹ 处置品种包括在指定登记结算机构托管并按规定办理担保的各类担保品,包括国债、地方债、金融债、公司债券、企业债券、可转债、资产支持证券以及上交所认可的其他债券等各类担保品。

¹⁰ 本部分统计的创新品种仅包括交易所市场的创新品种。

表1 2018年交易所债券市场公司债发行情况

券种	发行期数(期)			发行家数(家)			发行规模(亿元)		
	2018年	2017年	同比(%)	2018年	2017年	同比(%)	2018年	2017年	同比(%)
一般公司债	796	537	48.23	427	356	19.94	10034.78	5636.72	78.03
私募债	725	662	9.52	439	459	-4.36	6460.47	5372.03	20.26
证券公司债	210	264	-20.45	59	62	-4.84	4718.90	6339.40	-25.56
可交换债	28	80	-65.00	25	62	-59.68	464.74	1172.84	-60.37
可转债	70	44	59.09	70	44	59.09	790.20	947.11	-16.57
总计	1829	1587	15.25	969	946	2.43	22469.08	19468.09	15.41

注: 按照债券发行起息日统计, 以下同

数据来源: 联合资信COS系统

行规模分别为376.49亿元、42.35和26.10亿元, 同比分别增长54.20%、2.59%和770.00%。扶贫专项债发行量增速较快, 主要原因是上年基数较低; 绿色债券受益于政策利好, 增长幅度较高。

整体来看, 2018年公司债发行总体保持扩容势头, 创新品种继续扩容, 发展势头良好。

三、信用等级分布

一般公司债主体级别和债项级别均集中于AAA级, 发行人以地方国企为主

从级别分布来看, 2018年一般公司债发行呈现如下特征:

一般公司债发行主体级别分布于AAA~AA-级。其中, AAA级发行人占比(54.80%)最大, 同比上升了17个百分点; AA+级发行人占比(24.36%)次之, 与上年基本持平; AA级发行人占比(19.67%)居于第三, 同比下降了17个百分点; AA-级发行人占比(1.17%)仍较小, 与上年变化不大(详见图1)。

一般公司债债项级别分布于AAA~AA级。其中AAA级债券占比(73.24%)最大, 同比上升了19个百分点; AA+级占比(17.71%)次之, 同比略有下降(4个百分点); AA级债券占比(9.05%)居于第三, 同比下降了16个百分点。整体看, 公司债主体和债项级别均向AAA级集中, 主要原因可能是受本年度国内债券违约事件多发、投资者信用风险偏好下降, 低等级

债券融资成本提高或发行困难等因素影响。

一般公司债发行人主要来自于地方国有企业(181家, 占比42.39%)、中央国有企业(105家, 占比24.60%)和民营企业(104家, 占比24.35%)。其中, 地方国有企业占比与上年(43.26%)基本持平, 中央国有企业占比较上年(14.89%)有所上升, 民营企业占比较上年(33.43%)有所下降。这与本年度民营企业债券违约较多、资质较好的企业更易发行公募债有关。

从行业¹¹分布来看, 一般公司债发行人行业仍以综合类、房地产管理和开发、多元金融服务、建筑与工程为主, 发行家数(185家)合计占比43.33%, 较上年占比(131家, 36.80%)略有增加, 行业集中度略有提升。

图1 2017~2018年一般公司债及其发行人信用等级分布情况 单位: 期、家



¹¹ 行业分类标准为 Wind 三级行业分类, 以下同。

私募债主体级别主要集中于AA级和AA+级，债项级别主要集中于AAA级和AA+级，发行人以地方国企为主

从级别分布来看，2018年有评级信息披露的私募债发行呈现如下特征：

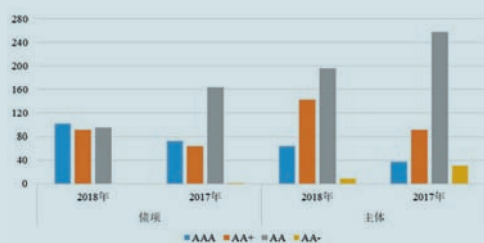
私募债主体级别分布于AAA~AA-级。其中，AA级发行人占比¹²（47.69%）最大，同比下降了14个百分点；AA+级发行人占比（34.55%）次之，同比上升了13个百分点；AAA级发行人占比（15.57%）居于第三，同比上升了7个百分点；AA-级发行人占比（2.19%）较小，同比下降了5个百分点；与上年相比，无A+、A和BBB级发行人。

私募债债项级别主要分布于AAA~AA级。其中，AAA级和AA+级债券占比分别为35.07%和31.60%，同比均上升了约10个百分点；AA级债券占比为32.99%，同比下降了21个百分点；此外，今年新增一期A-1级短期私募债。私募债债项级别向高级别集中除与发行人信用级别向高等级集中有关，还可能是由于为便于发行和降低融资成本，采取增信发行的债券增加较多所致。

私募债发行人仍主要集中于地方国有企业（325家，占比74.37%），与上年（337家，占比73.42%）基本持平。

从行业分布来看，私募债发行人行业仍以建筑与工程、综合类、房地产管理和开发、多元金融服务为主（285家，占比64.92%），与上年（279家，占比60.78%）基本持平（详见图2）。

图2 2017~2018年私募债及其发行人信用等级分布情况 单位：期、家



注：1.未披露级别的没有列示在图中，以下同；
2. 2017年和2018年A-1级债项各1期，2017年A+、A、BBB级主体各1家未在图中列示
数据来源：联合资信COS系统

证券公司债主体信用等级主要集中于AAA级

从证券公司债主体级别分布来看，2018年，AAA级别发行人在普通证券公司债、短期证券公司债和次级债发行人中的占比分别为68.42%、79.17%和52.78%，是占比最大的级别。相较于上年，2018年证券公司发行人主体级别重心略有上移，中低级别发行人数量仍相对较少（AA级别有5家，AA-级别仅1家）。

从证券公司债债项级别分布看¹³，在有信息披露的债券中，普通证券公司债债项级别以AAA级（占比80.26%）为主，次级债债项级别以AA+级（占比69.77%）为主。相较于上年，2018年证券公司债债项级别均有所上移。

可交换债主体级别主要集中于AAA级，债项级别集中于AA+级

从可交换债级别分布来看，2018年有评级信息披露的可交换债发行呈现如下特征：

可交换债主体级别主要分布于AAA~AA级。AAA级占比（40%）最高，同比略有增加（2个百分点）；AA+级占比（26.67%）次之，同比上升了6个百分点；AA级占比（20%）居于第三，同比下降了11个百分点。相较于2017年，有评级信息披露的可交换债中，主体级别重心有所上移。

可交换债债项级别分布于AAA~AA+级。AA+级占比（71.43%）最高，同比增加了49个百分点，AAA级占比（28.57%）次之，同比下降了15个百分点；今年无AA级债项。相较于2017年，有评级信息披露的债券中，债项级别更加向AA+级集中。

可转债主体和债项级别均向AA-级和AA级集中

从可转债级别分布来看，2018年有评级信息披露的可转债发行呈现如下特征：

可转债主体级别主要分布于AA+~AA-级。其中，AA-级占比（35.29%）最高，同比增加了25个百分点；AA级占比（30.88%）次之，同比下降了24个百分点；AA+级占比

¹² 由于私募债未披露信息较多，此处占比均为占已披露发行的比例，以下同。

¹³ 由于市场原因，短期证券公司债的债项级别既有用短期评级符号表示的，也有用长期评级符号表示的，故未进行债项级别分布统计。

(23.53%)居于第三, 同比增加了6个百分点。

可转债债项级别分布于AA+~AA-级。其中, AA级占比(40.0%)最高, 同比下降了20个百分点; AA-级占比(28.36%)次之, 同比增加了16个百分点; AA+级占比(22.39%)居于第三, 同比增加了7个百分点。相较于2017年, 有评级信息披露的可转债中, 主体和债项级别重心均有所下移。

整体来看, 2018年, 一般公司债主体级别和债项级别均集中于AAA级, 发行人以地方国企为主; 有评级信息披露的债券中, 私募债主体级别主要集中于AA级和AA+级, 债项级别主要集中于AAA级和AA+级, 发行人以地方国企为主; 证券公司债主体信用等级主要集中于AAA级, 普通证券公司债债项级别以AAA级为主, 次级债债项级别以AA+级为主; 可交换债主体级别主要集中于AAA级, 债项级别集中于AA+级; 可转债主体和债项级别均向AA-级和AA级集中。

四、发行利率¹⁴

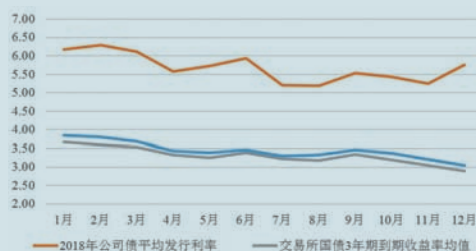
2018年一般公司债发行利率整体呈波动下行走势

本年度, 央行继续实施稳健中性的货币政策, 综合运用多种货币政策工具, 保证了资金面的整体稳定。在美联储缩表

和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下, 央行分别于2018年1月、4月、7月和10月实施四次定向降准¹⁵; 同时, 央行灵活开展公开市场操作, 综合运用逆回购、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、临时准备金动用安排(CRA)、国库定存等工具提供不同期限流动性, 合理安排工具搭配和操作节奏, 加强前瞻性预调微调, 同时适当加大中长期流动性投放力度, 保证了流动性的合理充裕。在此背景下, 交易所国债3年期到期收益率和5年期到期收益率均呈波动下行趋势。公司债发行利率走势基本与交易所国债到期收益率相同, 呈波动下行趋势, 但受到期间监管政策调整、违约事件高发以及美联储加息等事件冲击的影响, 投资者在不同月份对公司债风险溢价要求变动较大, 导致公司债发行利率走势在全年的波动幅度相对交易所国债到期收益率较大(详见图3)。

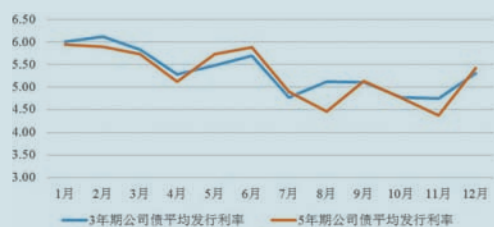
从发行量最大的3年期一般公司债来看, 发行利率在1至11月份呈现波动下行走势, 12月份快速升高, 其中2月处于最高点, 平均发行利率达到6.12%; 11月处于最低点, 平均发行利率为4.74%。5年期一般公司债发行利率走势基本与3年期相同, 平均发行利率在1月份和11月份达到最高点和最低点, 分别为5.95%和4.36%(详见图4)。

图3 2018年一般公司债平均发行利率与交易所国债到期收益率走势 单位: %



资料来源: 联合资信COS系统

图4 2018年3年期和5年期一般公司债平均发行利率走势 单位: %



资料来源: 联合资信COS系统

¹⁴ 由于私募债信息披露有限, 可转债、可交换债和证券公司债样本量相对较小, 而且具有明显的样本差异, 可转债和可交换债均含有权价值, 证券公司债各信用等级发行利率显著低于一般公司债, 因此未对私募债可转债、可交换债和证券公司债信用等级与发行利率、发行利差之间的关系做分析; 从本节起, 仅对一般公司债进行发行利率和发行利差分析。

¹⁵ 2018年1月普惠金融定向降准0.5个百分点; 4月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行及外资银行定向降准1个百分点用于置换到期MLF; 7月对大型商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准0.5个百分点用于支持“债转股”和小微企业融资; 10月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准1个百分点用于置换部分MLF和提供支持小微企业、民营企业 and 创新型企业的资金来源。

各级别公司债发行利率同比走势分化：AAA级发行利率同比下行，AA+级和AA级发行利率同比上行

与2017年“合理稳定”的货币政策相比，2018年下半年起，央行货币政策逐步向“合理宽裕”调整，资金面整体呈宽松态势，但受2018年信用债集中到期压力骤增、中美贸易战加剧以及经济下行压力不断增加等负面因素影响，债券市场违约和调降事件同比明显增加，使得投资者投资避险情绪骤增而倾向配置较高级别的信用债。在此背景下，与2017年相比，2018年一般公司债平均发行利率随信用级别高低呈分化态势。具体来看，2018年，AAA级3年期和5年期一般公司债平均发行利率同比分别下降了9BP和10BP，而AA+级3年期一般公司债与5年期一般公司债、AA级3年期一般公司债的平均发行利率同比却分别上升了42BP、85BP和75BP（详见表2）。

五、发行利差

AAA级和AA+级一般公司债的变异系数较高，市场对部分AAA级和AA+级一般公司债的评级认可度相对较低

从3年期和5年期一般公司债发行利差情况看，整体呈现

如下特征：（1）3年期和5年期一般公司债发行利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大的趋势；（2）3年期AA+~AAA级级差比AA~AA+级高，可能是投资者对于AAA级以下债券风险溢价要求较高所致；（3）AAA级和AA+级一般公司债的变异系数较高，反映出市场对部分AAA级和AA+级一般公司债的评级认可度相对较低，如一些民营企业所发的AAA级和AA+级一般公司债以及主体级别较低（多为AA级）经担保增信达到AAA级的一般公司债发行利差较高（详见表3）。

一般公司债发行利差同比均有所扩大，AA+和AA级发行利差同比走扩明显

与上年同期相比，2018年3年期和5年期各级别一般公司债发行利差均有所扩大，且各级别发行利差增幅呈现随级别降低而逐步扩大的趋势。细分来看，AAA级一般公司债发行利差同比上升幅度较小，而AA+及AA级同比上升幅度较大，主要是由于信用风险事件频发使得投资者避险情绪增加，对低级别债券风险补偿要求明显增加所致（详见表4）。

我们使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法，对2018年3年期和5年期不同信用等级的一般公司债发行

表2 2017年~2018年公司债发行利率情况

期限	级别	2018年(%)	2017年(%)	同比变化(BP)
3年期	AAA	4.83	4.92	-8.89
	AA+	6.12	5.70	41.89
	AA	7.33	6.58	75.02
5年期	AAA	5.00	5.10	-10.41
	AA+	6.36	5.51	85.19

数据来源：联合资信COS系统

表3 2018年公司债券发行利差统计情况

期限	债项信用等级	样本数(个)	利率		发行利差		
			区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
3年期	AAA	296	3.90~7.70	4.83	157.23	-	38.56
	AA+	69	4.33~8.18	6.12	283.19	125.96	36.17
	AA	30	5.90~8.50	7.33	405.24	122.05	16.94
5年期	AAA	66	4.18~8.30	5.00	161.24	-	35.59
	AA+	7	5.50~7.80	6.36	296.71	135.47	27.36

注：1. 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；2. 发行利差，即债券发行利率与其起息日同期限同市场固定利率国债收益率的差额，国债收益率为中证国债到期收益率；3. 级差指某信用等级的利差均值减去比该信用等级高一个子级的利差均值，AAA级无级差；4. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比；5. 如果债券或发行人具有双评级或多评级，当级别相同，则按一次统计，当级别不同，则按不同级别分别统计

资料来源：联合资信COS系统

利差的差异性进行了显著性检验。

检验结果显示,在95%的置信水平下,3年期和5年期一般公司债的发行利差差异均显著,表明一般公司债债项等级对一般公司债风险定价具有较好的区分度。

整体来看,在信用风险事件高发的影响下,一般公司债发行利差同比均有所扩大,AA+和AA级发行利差同比走扩明显。一般公司债各信用等级之间的发行利差均具有良好的区分性。

六、评级调整概况

级别(含展望)变动仍呈现调升趋势,但调升趋势同比明显减弱

2018年,交易所债券市场存续的一般公司债发行人级别变动(含展望)合计119家,调整率为9.14%,同比下降2.94个百分点,评级稳定性有所提升。级别(含展望)调升率为5.15%,同比大幅下降;调降率为3.99%,同比有所下降;调升率/调降率为128.85%,同比大幅下降。整体来看,一般公司债级别(含

展望)变动仍呈现调升趋势,但调升趋势同比明显减弱,调升率/调降率渐趋合理(详见表5)。

正面调整企业多为国企,行业主要集中于房地产管理和开发

从企业性质来看,上调级别(含展望)的一般公司债发行人以国有企业为主,共37家,在上调级别(含展望)的一般公司债总发行人家数中的占比为55.22%。从行业分布来看,上调级别(含展望)的一般公司债发行人(67家)共涉及24个行业,主要集中于房地产管理和开发(14家)行业,在上调级别(含展望)的一般公司债总发行人家数中的占比(20.89%)最大。上调原因主要是部分房地产管理和开发行业企业开发经验丰富、区域市场竞争力较强、销售业绩增长快速、融资渠道通畅等;部分企业业务结构优化、核心技术研发成功、合并重整方案确定,经营业绩回升等。

负面调整以民企为主,涉及行业较多

从企业性质来看,下调级别(含展望)的发行人(52家)以

表4 2017年-2018年公司债利差及变化情况

期限	级别	2018年(%)	2017年(%)	同比变化(BP)
3年期	AAA	157.23	145.61	11.62
	AA+	283.19	230.38	52.81
	AA	405.24	316.96	88.28
5年期	AAA	161.24	151.83	9.41
	AA+	296.71	200.84	95.87
	AA	-	362.00	-

数据来源:联合资信COS系统

表5 2018年一般公司债发行人主体评级调整情况

级别调整	2018年			2017年		
	等级调整	展望调整	合计	等级调整	展望调整	合计
样本数量(家)	1302	1302	1302	1184	1184	1184
调整数量(家)	108	11	119	110	33	143
—调升数量	61	6	67	92	26	118
—调降数量	47	5	52	18	7	25
调整率(%)	8.29	0.84	9.14	9.29	2.79	12.08
—调升率	4.69	0.46	5.15	7.77	2.20	9.97
—调降率	3.61	0.38	3.99	1.52	0.59	2.11
—调升率/调降率	129.79	120.00	128.85	511.11	371.43	472.00

注:1. 发行人样本数量为统计期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体;2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限,以下同;3. 评级展望调升和调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计;4. 展望调整指统计期内存续、到期或新发债券发行人的主体信用等级在统计期内未调整,但评级展望发生了调整。如果期初或期末无评级展望或为观望的发行人在展望调整样本中显示,但不视为展望发生调整,不列入展望调整统计;5. 由超过一家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时,则按不同评级机构分别纳入统计,即同一主体可被计数多次,以下同;6. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升,反之视为调降;7. 调升率或调降率=年内发生信用等级(或评级展望)调升或调降的数量与年初样本数量的比

数据来源:联合资信COS系统

民营企业为主,共37家,在下调级别(含展望)的总发行人人数中的占比为71.15%。从行业分布来看,下调级别的发行人共涉及22个行业,主要集中于化工(9家)、纺织品、服装与奢侈品(5家)、金属、非金属与采矿(5家)、石油、天然气与供消费用燃料(4家)和食品(4家)行业,在下调级别(含展望)的总发行人人数中的占比为51.92%。下调原因主要是部分企业特别是民营企业治理不善,公司发生亏损,同时外部融资环境恶化,再融资能力受挫,或者大额违规担保、短期债务大幅增加且占比较高、股权质押比例过高或投资受损,发生债券违约等。

大跨度调整企业以民企为主,多数已发生违约

2018年,我国一般公司债市场共有36家发行主体信用等级出现大跨度评级调整¹⁶(详见附表一),较2017年(18家)大幅上升。主体信用等级被大跨度调降的发行人多为民营企业(28家),主要集中在化工、石油、天然气与供消费用燃料和金属、非金属与采矿等周期性行业和产能过剩行业,这些企业2018年经营业绩未见明显改善,信用状况进一步恶化,并多数已发生违约(25家)。

整体来看,2018年一般公司债市场评级调整频率较上年有所下降,级别(含展望)变动仍呈现调升趋势,但调升趋势同比明显减弱。正面调整企业多为国企,行业主要集中于房地产管理和开发;负面调整以民企为主,涉及行业较多;大跨度调整全部为负面调整,且多数已发生违约。

七、违约事件概况¹⁷

违约事件大幅增加,民营企业占比较高

2018年,公司债市场¹⁸新增34家违约发行人,共涉及59期违约债券,违约金额¹⁹合计约407.45亿元,新增违约主体数量

较2017年(5家)明显增加;另有4家此前已经发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金,涉及违约债券10期,违约金额约39.53亿元,其中8期债券为首次发生利息或本金到期违约。

2018年,公司债市场新增违约发行人主要为民营企业(24家);新增违约发行人涉及多元金融服务(4家)、金属、非金属与采矿(3家)、石油、天然气与供消费用燃料(3家)、房地产管理和开发(3家)等21个行业,违约行业覆盖面更加广泛;违约事件分布在北京(7家)、广东(4家)、上海(3家)、安徽(3家)等16个省市,违约主体涉及地区继续增加。从违约企业地区分布来看,发行人更多集中在东南沿海、经济较发达等地以及过剩产能行业集中区域。

2018年债券违约的主要原因包括以下几个方面:

1. 宏观经济下行压力加大,企业经营承压

2018年,随着中美贸易摩擦加剧、国内经济结构调整、产业转型升级等因素影响,我国宏观经济下行压力逐步加大。国家统计局数据显示,2018年一到四季度,我国GDP增速分别为6.8%、6.7%、6.5%和6.4%,增速逐步下降;2018年全年GDP增速为6.6%,比上年下降0.2个百分点。在经济增速有所回落的背景下,企业生产经营面临更大压力,部分企业经营业绩下滑,流动性趋紧,违约风险上升。

2. 金融“去杠杆”政策推进,市场信用紧缩

2018年,为了防范化解金融风险,监管机构严格加强金融监管,“去杠杆”政策持续推进,市场信用紧缩,部分企业融资渠道受限,流动性趋紧发生违约。银行信贷方面,今年以来信贷额度普遍偏紧,并且优先集中于大型央企和国企,民企获得信贷支持力度有限;非标融资方面,2018年4月资管新规

¹⁶ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况,指发行人主体信用等级在统计期内调整超过3个子级以上(含3个子级)。例如,期初等级为AA,期末等级调整为A-,等级调整跨越AA-、A+、A三个子级,则视为发生大跨度调整。

¹⁷ 联合(联合资信和联合评级)认为当出现下述一个或多个事件时,即可判定主体和债券为违约:一是债务人未能按照合同约定及时支付债券本金和/或利息;二是债务人被法院受理破产申请,或进入破产清算程序、被接管、被停业、关闭;三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图(例如和解或重整中的债务重组),债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况;但在以下两种情况发生时,不视作债券/主体违约:一是如果债券具有担保,在债务人发生上述第二种情况时,担保人履行担保协议对债务进行如期偿还,则债券视为未违约;二是单纯由技术原因或管理失误而导致长期债务未能及时兑付的情况,只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿,并能在1~2个工作日内得以解决,不包含在违约定义中。

¹⁸ 统计口径为各类公司债(一般公司债、私募债、证券公司债、可交换债和可转债)的违约发行人。

¹⁹ 违约金额为债券未偿付本金和利息之和,以下同。

和商业银行大额风险暴露新规正式稿发布,严禁期限错配、净值化管理、严控非标等规定带来大量表外非标资产回表压力,此前过多依赖非标等表外融资渠道的发债主体面临较大的资金续接压力;股权质押方面,监管层发布办法要求2018年3月12日起股票质押率上限不得超过60%,股票质押比例过高的发债主体再融资受到限制;债券融资方面,违约事件频发使得投资者风险偏好下降,一级市场债项发行级别向AAA级集中,大部分推迟或取消发行的债券主体评级集中在AA+或AA级,部分企业借新还旧的融资方式难以为继,最终违约。

3. 所在行业处于行业下行周期或受疫病、政策调控等影响较大,主营业务收入大幅下滑

2018年,部分违约企业处于行业下行周期,主营业务收入大幅下滑。如2018年中国生猪养殖行业正经历行业周期性低谷,生猪价格持续快速下降,再加上“非洲猪瘟”冲击,河南众品食业股份有限公司收入水平受到严重影响;受化工行业周期性走低、化肥产业产能过剩影响,柳州化工股份有限公司主营产品价格持续下跌,盈利能力下降;近年来,建筑业自国家两轮基建刺激后,市场需求饱和,行业发展放缓,行业下行已经蔓延到大型央企,中城投集团第六工程局有限公司经营业绩出现断崖式下跌。

部分违约企业受政策调控影响较大,主营业务承压。例如中弘控股股份有限公司(以下简称“中弘控股”),其收入和利润的主要来源为房地产开发与销售。2017年以来,热点城市房地产调控政策持续收紧,北京商住房调控政策的出台对其销售影响巨大,中弘控股的盈利能力大幅下降,再加上2018年1月,海口市对填海项目下发“暂停施工、暂停营业”的通知,要求符合规划的项目需取得完善的审批手续后再适时恢复建设和经营,中弘控股的海南项目受此影响一直处于停工状态,无法产生预期收益,其主营业务收入大幅下滑。

4. 公司治理存在缺陷,经营管理不善

企业内部管理体系存在漏洞,实际控制人风险未得到有效控制。2018年违约公司多为民营企业,民营企业的公司战略往往受实际控制人影响较大。实际控制人如果出现战略决策上的失误(如盲目的激进扩张、贸然进入其他领域等),或一言堂、股票市场套现以及偿债意愿不高等,都可能造成债券违约。此外,公司股权发生变更或纠纷、实际控制人发生意

外、涉嫌违规被立案调查或诉讼等,也将影响企业的经营及融资情况,进而引发债券违约问题。投资激进、大幅扩张、过度举债。部分企业通过大幅举债实现资产规模快速扩张,或进行战略转型,投资激进,疯狂并购,或不断拓展业务版图,涉足多个业务领域,进行多元化发展,但是并没有达到预期收益,甚至发生亏损,不足以支撑资产规模的快速扩大,再伴随着刚性债务规模持续增长,公司债发行人流动性持续承压,最终资金链断裂、丧失偿债能力。例如乐视网信息技术(北京)股份有限公司激进扩张,资产规模由2011年的17.74亿元迅速扩大至2016年底的322.34亿元,但在快速扩张后,盈利能力无法兑现,刚性债务规模持续增长,公司流动性持续承压,资金链发生断裂,2017年公司资产大幅减值、净利润巨亏116亿元,再加上对外融资受阻,经营性现金流回款无法覆盖公司债务偿还,发生违约。

资金使用不合理,对流动性带来较大压力。一是大额违规对外担保、区域互保严重,代偿风险较高。对外担保将为企业带来或有负债风险,若对外担保金额过高,会对公司流动性带来较大压力。例如富贵鸟股份有限公司,其违规担保规模逾20亿元,2017年下半年以来公司发生多起担保代偿事项,偿债能力严重恶化。中融双创(北京)科技集团有限公司的被担保方地域集中度较高且存在互保关系,其中有两家已被法院列为失信被执行人,导致其面临较高的对外担保风险,有损其外部融资能力。山东大海集团有限公司所处地区企业间互保关系严重,其对外担保比例较高且已出现逾期,存在较大代偿风险。二是关联方资金拆借较多且占用期限较长,影响企业流动性。大额资金拆借将对公司资金造成一定占用,给公司流动性带来较大压力。例如大连金玛商城企业集团有限公司(简称“大连金玛”)自2016年起营运能力和收入变现能力下降,再加上关联方占用资金较多且占用期限较长,同时一关联方理财产品资金延期兑付,大连金玛为其代偿,后续资金周转出现困难,发生违约。

5. 股权质押比例过高,加剧流动性风险

上市公司通过股权质押可以获得一定量的流动资金,改善公司现金流。上市公司或其母公司高比例质押股票,融资弹性下降,在股票市值下跌时就会面临强制平仓风险,进而陷入流动性危机,并发生违约。2018年我国股市大幅下跌,

上证指数全年下跌逾24%，股票市值减少近15万亿元，就加剧了高比例股权质押公司的流动性风险。例如上市公司银亿股份有限公司（以下简称“银亿股份”）控股股东宁波银亿控股有限公司自身经营压力较大，且持有银亿股份股权质押比例很高，再加上发生子公司贷款逾期等风险事件，导致银亿股份流动性压力加大及外部融资环境进一步弱化，最终发生违约。

6 外部支持弱化导致企业发生偿债危机时无法得到救助

如果公司企业性质由国企变为民企，那么当企业发生偿债危机时可能无法得到有效救助。如果公司债券担保人为母公司或关联公司，而担保人本身已发生债券违约事件或重大负面新闻，不仅无法为公司提供有效担保，还会影响公司外部融资环境，进一步加剧公司流动性风险。此外，政府兜底意愿和能力的弱化，也将影响企业的偿债能力。例如无锡五洲国际装饰城有限公司（以下简称“无锡五洲”）受经济环境及房地产行业相关政策收紧影响，经营情况逐步恶化，再加上投资支出压力较大，对短期债务依赖较高，以及债券担保方母公司五洲国际自身经营不善已发生债务逾期，并涉及法律诉讼，难以为无锡五洲提供有效支持，最终发生违约。

其他违约征兆

除了关注由上述违约原因引发的企业违约风险外，综合2018年违约事件表现，如果债券二级市场价格剧烈波动，公司涉及与大股东、银行、员工及供应商的诉讼与法院执行情况较多，公司频繁更换审计机构、审计机构出具无法出具意见的审计报告，公司高管非正常频繁变动，信息披露违规被责令整改等情况，也需提高警惕。还应该留意债券发行人财务信息的真实性，尤其是对非上市民企而言，其偿债意愿也是考量的重要标准。此外，如果债券发行人进行大规模境外投资也需警惕，一是由于境外投资相关信息的准确性和真实性较难判断，二是境外投资是否真的有助于公司业务发展也待考察。

整体来看，受我国宏观经济下行压力加大、金融强监管、中美贸易摩擦加剧、公司所在行业处于行业下行周期或受疫病、政策调控等影响，再加上公司治理不善、外部支持弱化等因素影响，2018年交易所债券市场违约事件大幅增加，民营企业占比较高。

八、2019年展望

当前我国经济运行稳中有变、变中有忧，外部环境复杂严峻，经济面临下行压力。2019年，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，推动更大规模减税、更明显降费，有效缓解企业融资难融资贵问题，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，提振市场信心。监管层或将进一步加大逆周期宏观调控力度，针对优质民营企业、小微企业的定向滴灌措施还可能继续出台，有效缓解企业融资难融资贵问题。从我国公司债市场来看，预计将有以下几方面趋势：

政策面：债券市场风险管控将持续强化，债市统一监管将进一步推进

2018年中央经济工作会议明确指出，2019年要打好防范化解重大风险攻坚战，要坚持结构性去杠杆的基本思路，防范金融市场异常波动和共振，预期债券市场风险管控将持续强化。此外，2018年监管层已经明确证监会对债券市场的统一执法权，预计未来监管层将进一步采取措施加强对债券市场的统一、协调监管，债券市场互联互通步伐将继续加快。

信用面：信用风险总体可控，较低信用等级债券到期偿还压力或有所增加

2019年到期的公司债券存在如下特征：（1）到期规模大且集中在三季度。2019年到期公司债券为1.23万亿（含回售），虽较18年（1.42万亿）有所下降，但整体到期规模仍然较大；其中，1~4季度分布占比分别为24.92%、23.03%、28.56%和23.49%，三季度偿债压力尤甚；（2）到期债券级别集中于AAA~AA级，仍存一定信用风险。2019年到期（含回售）公司债券中AA、AA+和AAA级占有披露债项级别的比重分别为27.00%、28.48%和36.23%，AA-及以下占比8.28%，与2018年相比，AA级占比（19%）有所扩大；（3）到期债券主体仍以国企为主，民企占比有所下降。2019年债券到期主体中，地方国企、民企、央企占比分别为37.27%、20.23%、20.40%，民企占比较2018年的34%下降明显。整体来看，2019年公司债券到期偿还压力较2018年略有下降，国企占比有所提高，信用风险总体可控，较低信用等级债券到期偿还压力或有所增加。

违约风险：弱资质民营企业信用风险较高，所属地区财力弱、债务负担重的区县级城投企业、产能过剩中下游小企业、中小房地产企业、贸易行业信用风险仍需关注

民营企业方面，2018年11月以来，人民银行和有关部门、一些地方政府相继出台一系列措施促进民营企业融资，缓解民营企业解融资难融资贵问题，优质民企信用风险或将有所缓解，但是一些信用资质较弱、存在激进投资扩张以及发生负面事件的民营企业信用风险仍然较高，市场对其风险态度仍趋谨慎。

城投企业方面，2018年政策环境“先紧后松”，下半年政策调整释放利好信号，预期2019年城投企业融资环境将迎来边际宽松。但有针对性的调整使得不同城投企业融资环境松紧度呈现较大区别²⁰，2019年城投企业信用资质分化将进一步加剧，所属地区财力弱、债务负担重的区县级城投企业仍需加强关注。

产能过剩行业方面，在宏观经济下行、产业结构调整、去产能不断推进、加快处置“僵尸企业”背景下，产能过剩行业企业整体仍面临较大信用风险，尤其是部分中下游行业企业，如化工、机械制造、电力与电网行业等，信用风险或呈现上升趋势。但另一方面，在供给侧改革效果显现以及原材料产品价格上涨的影响下，部分上游行业如煤炭、有色金属行业企业盈利能力和现金流出现改善，信用风险或有所下降。

房地产行业方面，中央经济工作会议仍强调坚持“房住不炒”定位，预期2019年房地产调控政策仍然不会明显放松，房地产销售压力仍存，再加上2019年房企面临债券大规模集中到期情况，房地产企业流动性压力显著增加，尤其是中小房地产企业信用风险将有所加大。

贸易行业方面，中美贸易摩擦加剧、人民币汇率波动加大叠加国内综合成本上升，或导致贸易行业企业经营环境恶化，企业效益下滑，信用风险加大。

发行规模：公司债发行规模或将平稳增长，创新类债券发行有望继续增量

受政策鼓励，公司债特别是私募债发行规模或将走出上年低迷态势，再加上到期偿还压力巨大，企业仍需“借新还旧”，预计2019年公司债发行规模或将平稳增长。此外，受益于投资者产品配置需求、去杠杆政策利好、支持双创企业等外部因素，创新类债券品种（绿色债券、创新创业债等）的发行需求仍将延续上一年快速增长态势。

发行成本：货币政策松紧适度，发行利率预期有所下行

2018年中央经济工作会议明确指出，货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。与2017年稳健中性的表态相比，2018年中央经济工作会议取消了“中性”的表述，再结合此前央行降准、支持小微企业与民营企业融资等情况来看，货币政策宽松态势有所显现，预



²⁰ 2018年7月31日政治局会议、10月11日《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见（国办发〔2018〕101号）》均指出精准聚焦补短板领域，主要是从脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、能源、乡村振兴等重点领域的重大项目发力，强调地方政府要“尽力而为、量力而行”，区分轻重缓急，根据地方财政承受能力和投资能力合理安排项目建设，防范风险仍尤为重要。对于地方财政承受能力有限、地方政府（隐性）债务负担重的地区，相关城投企业融资环境改善空间有限；再加上目前仍处于政策向下传导的过程，政策的执行效果尚未完全体现，金融机构信贷资源将优先满足重大项目和区域内承担重大项目的主体城投企业，城投企业信用风险将进一步分化。

期未来大概率仍会降准。在此背景下,预期债券融资成本将有所下降,特别是优质民企发行利率可能会有明显下行。

信用利差:不同资质企业信用利差仍将分化

中央经济工作会议强调提振市场信心,监管和政策积极推进解决民营企业融资难融资贵问题,市场信心将较之前有一定恢复,但也可以看到2018年民企违约事件激增,纾困政

策下道德风险或有所加大,市场对于弱资质民企信用风险担忧不减,预计不同资质企业的信用利差仍将分化。

整体来看,预计2019年债券市场信用风险总体可控,公司债发行规模或将平稳增长,发行利率下行,不同等级、不同资质企业信用利差有所分化,弱资质民营企业信用风险较高,所属地区财力弱、债务负担重的区县级城投企业、产能过剩中下游小企业、中小房地产企业、贸易行业信用风险仍需关注。■

附表一 2018年我国一般公司债市场主体评级大跨度评级调整情况

序号	发行人	期初级别	展望	期末级别	展望	行业	企业性质
1	金鸿控股集团股份有限公司	AA	稳定	C		燃气	民营企业
2	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	AA-	稳定	BBB		航空货运与物流	民营企业
3	永泰能源股份有限公司	AA+	稳定	C		石油、天然气与供消费用燃料	民营企业
4	刚泰集团有限公司	AA	稳定	C		金属、非金属与采矿	民营企业
5	中融双创(北京)科技集团有限公司	AA	稳定	C		金属、非金属与采矿	民营企业
6	凯迪生态环境科技股份有限公司	AA	稳定	C		独立电力生产商与能源贸易商	公众企业
7	吉林利源精制股份有限公司	AA	稳定	C		金属、非金属与采矿	民营企业
8	凯迪生态环境科技股份有限公司	AA	稳定	C	稳定	独立电力生产商与能源贸易商	公众企业
9	大连天神娱乐股份有限公司	AA	稳定	A	负面	软件	民营企业
10	东方金钰股份有限公司	AA	稳定	BBB+		纺织品、服装与奢侈品	民营企业
11	浙江大东南集团有限公司	AA	负面	BB	负面	化工	民营企业
12	富贵鸟股份有限公司	A	负面	C		纺织品、服装与奢侈品	民营企业
13	中弘控股股份有限公司	A+	负面	C	负面	房地产管理和开发	民营企业
14	雏鹰农牧集团股份有限公司	AA	稳定	C		食品	民营企业
15	山东金茂纺织化工集团有限公司	AA	稳定	C		化工	民营企业
16	山东大海集团有限公司	AA	稳定	CC	负面	多元金融服务	民营企业
17	华晨电力股份有限公司	AA+	稳定	A	负面	电力	民营企业
18	阳光凯迪新能源集团有限公司	AA	稳定	C		建筑与工程	中外合资企业
19	华昌达智能装备集团股份有限公司	AA-		A-		机械	民营企业
20	同益实业集团有限公司	AA	稳定	C		石油、天然气与供消费用燃料	民营企业
21	国购投资有限公司	AA	稳定	BBB		房地产管理和开发	民营企业
22	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	AA	稳定	A		纺织品、服装与奢侈品	民营企业
23	大连金玛商城企业集团有限公司	AA	稳定	CC		多元化零售	民营企业
24	洛娃科技实业集团有限公司	AA	稳定	C		食品	民营企业
25	上海华信国际集团有限公司	AAA	稳定	C		石油、天然气与供消费用燃料	民营企业
26	三胞集团有限公司	AA	稳定	BBB-		专营零售	民营企业
27	湖北宜化化工股份有限公司	AA-		A-	稳定	化工	地方国有企业
28	新光控股集团有限公司	AA	稳定	C	稳定	多元金融服务	民营企业
29	神雾科技集团股份有限公司	AA-	稳定	C		商业服务与用品	中外合资企业
30	洪业化工集团股份有限公司	BBB-		CC		化工	民营企业
31	中国华阳经贸集团有限公司	AA	稳定	C		互联网与售货目录零售	中央国有企业
32	山东胜通集团股份有限公司	AA+	稳定	A	负面	化工	民营企业
33	北京华业资本控股股份有限公司	AA	稳定	CC		房地产管理和开发	外资企业
34	中安科技股份有限公司	A		C		信息技术服务	民营企业
35	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	AA	稳定	C		商业服务与用品	民营企业
36	银亿股份有限公司	AA	稳定	C		汽车零配件	外资企业

注:1. 发生等级调整的发行人期初等级的评级日期应不早于统计期初日期1年,期末等级的评级日期应不早于统计期末日期1年,即评级有效期视为1年。例如,统计时间范围为2018年1月1日至2018年12月31日,发生等级调整的发行人期初等级应为2017年1月1日至2017年12月31日的最新评级,发行人期末等级应为2018年1月1日至2018年12月31日的最新评级;2. 仅统计评级机构所评的一般公司债发行人的主体级别变动情况,同一主体发行其余券种未进行主体级别变动统计;3. 除C级外,以上未列评级展望代表发行人主体被列入评级观察名单;4. 表中凯迪生态环境科技股份有限公司具有双评级,按不同评级机构给予的主体信用等级分别纳入统计,即被计数2次

数据来源:联合资信COS系统

2018年资产支持证券市场研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 罗润方 邓博文

一、资产支持证券(ABS)市场年度政策回顾

利好ABS市场扩容政策频出, 推动ABS快速发展

2018年, 利好ABS市场扩容的政策频出, 主要包括: 鼓励发展住房租赁及长租公寓资产支持证券; 鼓励通过资产证券化盘活存量资产, 加快“僵尸企业”出清; “资管新规”及配套细则利好资产证券化产品的发行和投资, 推动标准化ABS市场发展以及其他利好资产支持证券产品发行和流通的政策及文件相继出台。

鼓励发展住房租赁及长租公寓资产支持证券。4月24日, 中国证券监督管理委员会(简称“证监会”)和中华人民共和国住房和城乡建设部联合印发《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》, 对开展住房租赁资产证券化的基本条件、政策优先支持领域、资产证券化开展程序以及资产价值评估方法等做出明确规定; 此后, 中国银行保险监督管理委员会(以下简称“银保监会”)于5月28日发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》, 明确保险资产管理机构可通过发起设立债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划、保险私募基金等方式间接参与长租市场。上述政策的出台不仅有助于相关企业盘活存量资产、加快资金回收和提高资金使用效率, 还有助于我国实现多元房地产市场主体供给、充分引导社会资金参与住房租赁市场建设的政策目标, 同时也加快我国发展住房租赁及长租公寓资产支持证券, 增加相关资产支持证券产品的发行规模。

鼓励通过资产证券化盘活存量资产, 加快“僵尸企业”出清。8月17日, 银保监会发布《关于进一步做好信贷提升服务实体经济质效的通知》, 要求各银监局、保监局和相关金融机构加快推动“僵尸企业”出清, 腾出信贷空间投向支持类领域和项目, 并鼓励积极运用资产证券化、信贷资产转让等方

式, 盘活存量资产, 提高资金配置和使用效率; 9月13日, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》, 支持国有企业盘活存量资产、优化债务结构, 积极支持国有企业按照真实出售、破产隔离原则, 依法合规开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务; 此后, 国家发展和改革委员会、工业和信息化部 and 财政部等11个部门于11月23日联合下发《关于进一步做好“僵尸企业”及去产能企业债务处置工作的通知》, 鼓励各级地方政府积极利用产权交易所、租赁、资产证券化等多方式充分盘活“僵尸企业”及去产能企业的有效资产用于清偿债务。盘活存量资产及出清“僵尸企业”是目前我国经济结构调整和产业转型升级的重要目标之一, 而作为新型融资工具, 资产证券化是实现上述目标的有力工具, 它能够通过真实出售实现资产出表、优化企业资产负债结构和降低杠杆率, 进而促进我国经济结构调整及产业转型升级。相关政策的贯彻将大大提升资产证券化市场参与主体的积极性, 推动资产证券化市场持续快速发展。

“资管新规”及配套细则利好资产支持证券产品的发行和投资, 推动标准ABS市场发展。4月27日, 中国人民银行、银保监会、证监会和国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称《资管新规》), 其中, ABS产品未受《资管新规》对资管产品杠杆、嵌套、期限错配和信息披露等约束, 使得ABS产品具有更广的产品结构设计空间, 同时, 《资管新规》明确界定银行间市场和交易所市场ABS为标准资产, 在《资管新规》禁止非标产品发行和投资的背景下, 标准ABS产品将对非标产品产生一定替代作用; 三季度, 利好资产证券化的《资管新规》配套细则相继出台, 8月21日, 银保监会下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信

托监管工作的通知》，明确界定以财产权信托的名义开展资金信托业务适用于《资管新规》，但对投资于依据金融管理部门颁布规则发行的资产证券化产品进行豁免，表明保险资金可投资标准ABS产品，有益于增加标准ABS产品的需求；9月28日，银保监会正式发布《商业银行理财业务监督管理办法》，明确理财投资ABS产品的范围为“在银行间市场和证券交易所市场发行的资产支持证券”，该规定表明理财也可以投资标准ABS产品，将进一步增加标准ABS产品的需求。总体来看，《资管新规》及配套细则对标准ABS产品的豁免及认可，充分凸显了标准ABS产品的优势，这一方面有利于投资机构加大标准ABS产品的配置，另一方面使得标准ABS产品成为非标转标的有效途径，推动标准ABS市场的扩容。

其他利好资产支持证券产品发行和流通的政策及文件相继出台。2018年1月26日，原中国保险监督管理委员会发布《保险资金运用管理办法》，明确保险资金可以投资资产证券化产品；4月24日，上海证券交易所、中国证券登记结算有限公司发布《上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司债券质押式三方回购交易及结算暂行办法》，首次将ABS纳入三方回购质押券篮子，但风险类ABS优先档、违约类ABS优先档、次级档都不能作为担保品。明确险资可配置ABS产品以及将ABS纳入三方回购质押篮子的政策利好ABS产品在二级市场上的流通，进一步提升ABS二级市场的流动性。10月8日，江苏省环保厅、财政局和银监会江苏监管局等9个部门发布《关于深入推进绿色金融服务生态环境高质量发展的实施意见》，明确鼓励开展环境基础设施资产证券化，并按发行利率给予不高于30%的贴息，《意见》有利于提振绿色ABS市场参与主体的积极性，加速绿色ABS的发行。

各类ABS发行指导文件持续出台，规范ABS发行市场

2018年，银行间市场交易商协会、上海证券交易所、深圳证券交易所和报价系统等监管单位持续完善各类ABS的发行指导政策，先后出台了多份关于基础资产为融资租赁债权、基础设施和微小企业贷款资产等的ABS发行指导文件，明确各类资产支持证券发行和信息披露规定。发行指导文件具体内容主要涉及以下三方面，一是明确界定融资租赁债权资产支持证券、基础设施类资产支持证券、绿色资产支持证

券和微小企业贷款资产支持证券的业务范围及入池资产的基本要求；二是规范其在发行和存续环节的信息披露要求，提升相关基础资产的透明度，进而保护投资者权益；三是明确鼓励“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造2025”、新型城镇化建设和雄安新区建设等国家重大战略企业发行资产支持证券化产品。监管部门持续发文明确各类资产支持证券发行和信息披露的规定，使得市场参与主体在业务操作过程中有据可依，进一步提升ABS市场的规范性和标准化程度，推动ABS市场快速健康发展；相关指导文件明确鼓励国家重大战略企业发行资产支持证券产品，有望激励相关企业加大相关资产支持证券产品的发行力度，进而扩大资产支持证券化市场总体发行规模。此外，合肥中院于8月份对平安大华公司执行异议做出裁定，认可资产证券化资产转让协议合法有效，使得我国法院首次对资产证券化破产隔离领域做出明确裁判，实现资产证券化资产独立性的重大突破，为资产证券化规范发展和运行注入新动力。

ABS发行及存续期风险管理配套政策频出，引导市场参与主体归位尽责

2018年，加强ABS发行及存续期风险管理，并敦促市场各参与主体切实履行风险管理责任是证监会和交易所的重点监管领域。为此，相关监管部门在该领域发布了系列监管政策文件。在ABS发行期风险管理方面，证监会发布的《资产证券化监管问答（二）》明确要求开展资产证券化业务过程中管理人要依规独立进行尽职调查，不得将不符合其合规及风控要求的资产证券化项目以各种方式推荐给其他证券经营机构，也不得为其他证券经营机构提供规避其合规、风控要求的“通道”服务，相关规定使得高风险的ABS项目在发行端就得到有效控制；在ABS存续期风险管理方面，上交所、深交所在5月份正式发布《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》（简称《风险管理指引》）和《资产支持证券定期报告内容与格式指引》（简称《定期报告指引》），《风险管理指引》明确ABS各市场参与主体的信用风险管理职责，建立以信用风险为导向的分类管理体系，同时确立定期与不定期的风险管理报告制度；作为《风险管理指引》的补充文件，《定期报告指引》则对年度资产管理报告及年度托管报告的编制和披露要求进行了详细

说明,细化重要事项的披露要求;此外,《资产证券化监管问答(二)》也明确禁止将ABS存续期管理责任借用“通道”转让他方,并要求管理人切实履行管理责任,加强ABS存续期风险管理工作。相关政策一方面在发行端实质提高ABS项目的市场准入要求,有利于提升新发行ABS项目的整体质量,另一方面在存续期加强存续期ABS项目的风险管理工作,有利于及时披露、防范和化解风险,推动ABS市场健康发展。

监管处罚数目创新高

2018年,在ABS市场信用风险进一步暴露的背景下,监管机构在不断完善ABS风险监管法律的同时,对ABS市场的检查行动日趋频繁,处罚数目和处罚对象均不断增加,处罚理由也日趋增多。中国证券投资基金业协会和地方证监局等监管机构在2018年度对ABS项目参与主体开出罚单累计达11张,创历年新高。总结年度监管处罚情况,监管机构处罚的对象包括ABS项目计划管理人、原始权益人、会计事务所、律师事务所、信用评级机构以及计划管理人的项目负责人,值得关注的是,监管机构首次对原始权益人和计划管理人的项目负责人开出罚单,充分显示监管机构加强ABS市场风险监管的决心;从处罚理由看,ABS市场参与主体受罚的主要理由包括:相关项目参与主体尽职调查不充分、信息披露不规范、未尽到管理责任、内控制度不健全以及出具的相关材料存在虚假记载等,表明监管机构对ABS市场参与主体监管工作日趋精细化,监管深度不断增加。

ABS产品创新不断涌现

2018年,ABS市场产品创新不断推出。ABS市场先后发行首单国有控股企业绿色资产支持专项计划、首单互联网电商供应链资产支持证券、首批ABN债券通、首单区块链RMBS以及首单知识产权资产支持证券等产品,首单发行产品呈数目多、涉及基础资产类型多的特征。其中,供应链金融资产支持证券首单产品最多、最为活跃,而首单区块链RMBS“交盈2018年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”则通过交行区块链资产证券化平台实现资产证券化项目与资产信息双上

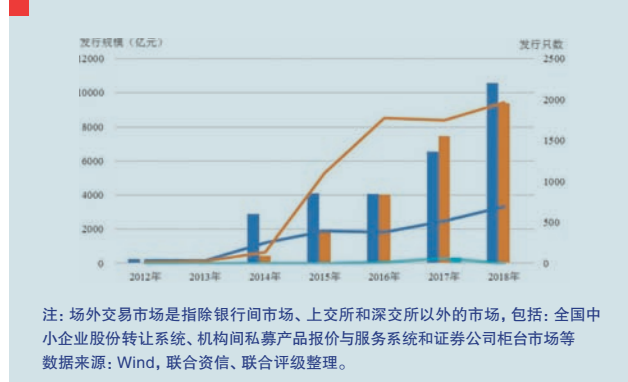
链,各参与方在链上完成资产筛选、尽职调查、现金流测算等业务操作,有效降低了操作风险,提高发行效率,并最大限度保证了基础资产的真实性和信息披露的有效性;此外,联合信用评级有限公司提供评级服务的“奇艺世纪知识产权供应链金融资产支持证券”则标志着我国知识产权资产证券化实现从无到有的突破,为后续盘活我国万亿规模知识产权提供了新的模式。资产支持证券首单频出,表明资产支持证券已逐渐被市场认可,成为中小企业偏好的融资方式之一,资产支持证券结构化的设置以及其他内外部增信措施获得了投资人的承认,未来资产支持证券的发行规模有望继续增加,新的创新品种还将持续涌现,ABS市场产品类型不断丰富。

二、ABS发行市场概况

2018年,资产支持证券发行量同比大幅增加。一级市场共发行926单2660只资产支持证券¹,同比增加289单332只;发行规模合计19952.40亿元,同比增加5575.26亿元(详见图1)。发行单数同比大幅增加,主要系基础资产为应收账款、小额贷款、保理合同权和应收租赁款等资产支持证券发行单数大幅增加所致;发行规模同比大幅增加,主要系基础资产为个人住房抵押贷款、应收账款和保理合同债权等资产支持证券发行规模大幅增加所致。

具体而言,2018年,银行间市场共发行247单694只资产支

图1 2012年~2018年资产支持证券发行规模及只数走势图



¹以债券发行起始日为时间区间标准进行统计,统计范围包括公募和私募发行的资产支持证券。

持证券，发行规模为10575.33亿元，发行单数、指数和发行规模同比均大幅增加。交易所市场共发行679单1966只资产支持证券，发行规模为9377.07亿元，发行单数、只数和规模同比均明显上升。银行间市场所发资产支持证券单数及只数远低于交易所市场，但发行规模超越交易所市场。场外交易市场无资产支持证券发行（详见表1）。

从已发行的资产支持证券承销情况来看，2018年，中信证券股份有限公司承销的资产支持证券单数和规模均最多，分别为154单和2433.52亿元，其中承销“建元2018年个人住房抵押贷款资产支持证券”总计16单，而其大额承销产品主要有“交元2018年第一期信用卡分期资产支持证券”、“家美2018年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”、“工元2018年第八期个人住房抵押贷款资产支持证券”和“速利银丰中国2018年第二期个人汽车抵押贷款支持证券”等。

按照基础资产类型统计发现，2018年，基础资产为应收账款的资产支持证券发行单数（312单）最多，在总发行单数中占比为33.69%；其次是基础资产为应收租赁款的资产支持证券，发行单数为132单，占总发行单数的14.25%；基础资产为PPP项目资产支持证券只发行了2单，发行单数相对较少。从发行规模来看，基础资产为个人住房抵押贷款（RMBS）的资产支持证券发行规模最多，合计发行5842.63亿元，占比29.28%；基础资产为应收账款的资产支持证券发行规模次之，发行规模合计为3491.52亿元，占比17.50%。基础资产为PPP项目的资产支持证券发行规模最少，发行规模合计10.81亿元，占比仅为0.05%（详见表2）。

三、信用等级分布²

2018年，我国债券市场共发行2660只资产支持证券，有1762只具有信用评级，其中AAA级的资产支持证券占比（48.01%）最多。从发行规模来看，AAA级资产支持证券发行规模最多，合计为16448.15亿元，所占比重为82.44%（详见表3）。可见通过结

² 银行间市场结构化产品的信用评级带有“sf”符号，部分交易所市场结构化产品的信用评级目前没有“sf”符号，本文统一为不带“sf”符号；统计样本只包括采用发行人付费模式的评级机构给予评级的资产支持证券；有两家以上发行人付费评级机构评级的，以较低评级进行统计，以下同。

表1 资产支持证券发行统计表

发行时期	发行单数		发行只数		发行规模(亿元)	
	银行间市场	交易所市场	银行间市场	交易所市场	银行间市场	交易所市场
2018年	247	679	694	1966	10575.33	9377.07
2017年	164	455	518	1749	6562.24	7478.87

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表2 2018年资产支持证券基础资产类型发行统计表

基础资产	发行单数	发行只数	发行规模
个人住房抵押贷款(RMBS)	53	176	5842.63
应收账款	312	688	3491.52
小额贷款	86	265	1728.12
应收租赁款	132	511	1526.96
汽车抵押贷款	28	85	1216.06
企业信贷资产(CLO)	20	60	980.56
信托受益权	48	187	826.89
信用卡贷款	8	24	787.85
保理合同债权	67	114	551.32
应收票据	25	61	446.98
商业地产抵押贷款(CMBS)	17	58	380.11
融资融券债权	23	50	371.00
消费性贷款	11	36	332.22
REITs	15	40	273.47
基础设施收费	22	136	166.07
不良贷款	33	68	158.80
PPP项目	2	13	10.81
其他债权	21	65	835.61
其他收益权	3	23	25.40
总计	926	2660	19952.40

注：1、基础资产为其他债权的ABS项目包括2单基础资产为委托贷款债权的ABS项目和19单未列明基础资产类型的ABS项目；2、基础资产为其他收益权的ABS项目包括3单基础资产为门票收入的ABS项目

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

表3 2018年资产支持证券信用等级统计表

级别	发行只数	发行只数占比(%)	发行规模(亿元)	发行规模占比(%)
AAA	1277	48.01	16448.15	82.44
AA+	355	13.35	893.52	4.48
AA	96	3.61	148.02	0.74
AA-	6	0.23	9.28	0.05
A+	3	0.11	2.45	0.01
A	3	0.11	5.87	0.03
A-	1	0.04	1.56	0.01
BBB+	1	0.04	2.01	0.01
BBB	4	0.15	1.80	0.01
BBB-	16	0.60	8.47	0.04
无评级	898	33.76	2431.27	12.19
合计	2660	100.00	19952.40	100.00

数据来源：Wind，联合资信、联合评级整理。

构化的设置,大部分资产支持证券都获得了良好的信用水平。

截至2018年12月底,市场上共有8995只资产支持证券尚未到期,本金存量规模为8956.98亿元。其中,AAA级资产支持证券共3933只,本金存量规模为6859.49亿元,存量只数和规模占比分别为43.72%和76.58%,占比均为第一。

四、信用事件

2018年,市场共有14单39只资产支持证券债项评级发生下调。其中,“平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划”、“红博会展信托受益权资产支持专项计划”、“哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划”、“江西省小额贷款公司2015年小额贷款资产支持专项计划”、“德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划”、“庆汇租赁一期资产支持专项计划”、“平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(二期)”和“中信华夏三胞南京国际金融中心资产支持专项计划”8单资产支持证券评级大幅下调³,共涉及21只资产支持证券。

2018年市场上资产支持证券发生评级大幅下调的主要原因有:第一,基础资产集中度高,债务人资质较差,如“庆汇租赁一期资产支持专项计划”因单一债务人鸿元石化出现经营困难,无法按时支付租金,增加该ABS项目的兑付风险,使得评级发生下调。第二,资产池表现不及预期,现金流预测偏差较大,如“哈尔滨机场专用路通行费收入收益权资产支持专项计划”由于机场扩建工程竣工时间晚于预期,2017年基础资产实际现金流比预测值下降了30%,因此触发了项目风险。第三,项目参与方挪用现金流,未按约定归集与划转基础资产资金,如“红博会展信托受益权资产支持专项计划”就因差额支付承诺人哈尔滨工大高新技术产业开发股份有限公司和担保人哈工大集团未能及时按约定向标的物业的实际运营商红博会提供运营资金支持,迫使标的物业的实际运营商红博会展挪用标的物业现金流维持其日常经营,导致项目目标物业运

营现金流未及时得到归集而触发兑付风险、评级下调。第四,原始权益人自身信用风险加大或外部增信主体等级下调,如“德邦-华信应收账款第一期资产支持专项计划”就是因为原始权益人上海华信国际集团有限公司经营管理和融资环境发生重大变化,ABS偿付存在重大不确定性,而导致相关债项评级下调,而“平银凯迪电力上网收费权资产支持专项计划(二期)”则主要受外部增信主体凯迪生态出现财务困难、信用债违约的影响,ABS项目旗下多个电厂停产,现金流大幅下滑,抵押措施变现难度很大,从而引发评级调整。

五、发行利差分析

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后,我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率,得到每只资产支持证券的发行利差⁴。

2018年,AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为240BP、317BP和360BP,同比上年分别上升35BP、70BP和91BP(详见表4)。各信用等级之间的级差明显扩大,AAA级和AA+级之间的级差为77BP,比上年上升35BP,AA+级和AA级之间的级差为43BP,比上年上升21BP,市场风险偏好显著降低。各信用等级的利差变异系数相对偏高,反映2018年违约大幅上升后,投资者对资产支持证券的信用风险判断具有较大的分歧。总体看,信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分度,资产支持证券的信用等级越低,平均发行利率和发行利差越高。

从银行间和交易所市场的比较来看,银行间市场的AAA、AA+和AA级资产支持证券的平均发行利率⁵分别比交易所市场低84BP、120BP和40BP,发行利差均值分别低80BP、109BP和24BP,两个市场资产支持证券在基础资产类型、发行人类型、原始权益人信用等方面的差异在风险定价中得到反映(详见表5、表6)。

³ 评级下调3个子级及以上。

⁴ 银行间市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中国债到期收益率,交易所市场发行的资产支持证券发行利差为资产支持证券票面利率减去与其起息日相同的同期限中国债到期收益率。

⁵ 由于资产支持证券发行期限分布较广,大多非整数,加之各期限样本量太小,因此统计发行利率时没有考虑发行期限因素。

表4 2018年资产支持证券发行利差统计表(全市场)

信用等级	样本数量(个)	发行利率均值(%)	发行利差区间(BP)	发行利差均值(BP)	级差(BP) ⁶	发行利差变异系数(倍)
AAA	1251	5.49	45~590	240	—	0.38
AA+	342	6.30	63~600	317	77	0.32
AA	85	6.72	181~576	360	43	0.26

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理。

表5 2018年资产支持证券发行利差统计表(银行间市场)

信用等级	样本数量(个)	发行利率均值(%)	发行利差区间(BP)	发行利差均值(BP)	级差(BP)	发行利差变异系数(倍)
AAA	329	4.87	45~501	181	—	0.43
AA+	75	5.37	103~488	232	51	0.38
AA	14	6.38	181~470	340	108	0.28

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理。

表6 2018年资产支持证券发行利差统计表(交易所市场)

信用等级	样本数量(个)	发行利率均值(%)	发行利差区间(BP)	发行利差均值(BP)	级差(BP)	发行利差变异系数(倍)
AAA	922	5.71	58~590	261	—	0.33
AA+	267	6.57	63~600	341	80	0.27
AA	71	6.78	203~576	364	23	0.26

数据来源: Wind, 联合资信、联合评级整理。

六、ABS市场展望

强支持和严监管携手并进，相关制度建设将持续完善

2018年, ABS市场利好政策频出, 有效推动资产支持证券的发行及流通, 但在ABS市场风险有所暴露的背景下, ABS市场监管亦持续加码, 监管行动、监管处罚次数以及受处罚市场主体范围均大幅增加, 此外, 监管部门也持续出台了规范各类基础资产类型ABS项目发行、信息披露、存续期风险管理以及ABS市场“去通道”等的系列监管文件, 旨在促进ABS市场高质量、高标准和规范化运行, 相关支持政策及监管措施有效促进了ABS市场的健康快速发展。展望2019年, 监管机构对ABS市场将实行强支持和严监管的措施, 在政策利好方面, 为贯彻十九大提出的“加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策, 相关部门将持续鼓励发展住房租赁及长租公寓资产支持证券的政策基调, 住房租赁及长租公寓资产支持证券市场有望实现高速发展。此外, 盘活存量资产及处置“僵尸企业”仍然是目前我国经济结构调

整和产业转型升级的重要目标之一, 因此, 相关部门将持续鼓励相关企业通过资产支持证券盘活存量资产、处置“僵尸企业”, 将有效促进相关领域企业发行资产支持证券。在严监管方面, 在2018年度资产支持证券信用评级调降次数有所增加、信用风险有所暴露的情况下, 监管部门将延续上一年度严监管的政策, 在加强处罚力度及范围的同时, 完善监管制度建设; 在发行期监管中, 监管机构将在发行端严格把关ABS项目的准入质量, 落实ABS发行端“去通道”的政策, 并持续完善和出台各类基础资产类型ABS产品的发行指引和信息披露指引, 规范ABS产品发行, 增强信息披露透明度; 在存续期监管中, 监管部门将在落实现有制度的基础上, 结合存续期风险暴露情况, 加强ABS存续期风险监管, 不断完善ABS存续期管理政策及文件。

产品创新将持续涌现，主要类别ABS发行规模将持续呈此消彼长态势

2018年, ABS市场创新产品频现, 年度内相继推出了国

⁶ 级差为下一等级发行利差均值减去上一等级发行利差均值, 例如, AAA和AA+之间的级差为AA+的发行利差均值减去AAA的发行利差均值, 以此类推。

有控股企业绿色资产支持专项计划、支持新经济制造业供应链金融的资产支持证券、ABN债券通、区块链RMBS以及公租房资产支持证券以及知识产权资产支持证券等首单产品，ABS产品创新不断。展望2019年，在“资管新规”及细则相继出台，非标融资渠道受限，标准化ABS日趋受认可的背景下，企业通过发行ABS融资的积极性会持续增加，催生更多首单ABS产品进入市场；此外，在国家明确鼓励发展绿色ABS以及鼓励包括“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带、“中国制造2025”、新型城镇化建设、战略性新兴产业以及雄安新区建设等重点领域的资产证券化的背景下，预计相关领域的ABS创新产品趋势有望得以延续。

2018年，受投资者风险偏好改变、政策限制或利好等影响，主要基础资产池类型的ABS产品发行规模呈此消彼长的态势。受益于资产池高度分散和充分抵押担保等特征，以及在ABS风险暴露日趋增加，风险偏好有所降低的背景下，个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）在2018年度实现发展飞速，发行规模取代以小额贷款为基础资产的消费类ABS而跃居第一，而受国家鼓励盘活存量资产、“清除僵尸企业”及降杠杆的政策影响，基础资产以应收账款和保理融资债权为主的供应链金融ABS发行规模亦大幅增长；然而，受政策限制和消费者消费能力有所下降等的影响，基础资产以小额贷款和信用卡贷款的消费金融类ABS发行规模则大幅下降，

尤其是在银监会发布《银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》后，明确禁止银行理财资金直接或变相投资以“校园贷”、“首付贷”等为基础资产发售的类证券化产品或其他产品的规定，对基础资产为小额贷款的ABS发行产生重大负面冲击，使得2017年发行规模排名第一的基础资产为小额贷款的ABS被个人住房抵押贷款资产支持证券和应收账款资产支持证券替代。展望2019年，受2018年ABS产品信用风险暴露主要集中在基础资产借款人、行业和区域集中度较高的ABS项目和基础资产池为收费收益权类ABS项目的影响，基础资产借款人、行业和区域集中较高的租赁类、供应链金融ABS和基础资产池为收费收益权类ABS发行规模预计会有所放缓，而资产池高度分散、有充分担保的个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）有望持续赢得投资者青睐，发行规模 and 市场份额持续增加；受政策限制，叠加经济下行压力增加和居民杠杆高企等因素，以及居民消费能力进一步降低的影响，基础资产以小额贷款和信用卡贷款的消费金融类ABS发行规模预计将持续下降，市场份额会进一步缩水，而随着经济去杠杆、调结构的不断深化，不良资产暴露速度加快，不良资产的处置已成为监管部门的重要关注内容，不良贷款ABS有望成为重要的政策选择，因此，不良贷款ABS有望保持成长的势头。此外，在相关政策的重视和鼓励下，“债券通”ABS和绿色ABS的发行规模也有望进一步增加。■



2018年度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王自迪 郝帅

本文从违约率、信用等级迁移和利差三个方面对2018年我国债券市场评级表现进行分析,对评级质量进行检验。研究结果显示,违约率方面,2018年,我国债券市场违约风险持续释放,公募和私募债券市场新增违约发行人家数、涉及违约债券期数和违约金额¹以及主体违约率较2017年均显著上升;信用等级迁移方面,2018年公募债券市场发行人主体信用等级和评级展望调升趋势均有所减弱,评级稳定性有所上升;利差方面,各主要券种利差较2017年基本均有所上升,利差波动水平变化不大,各主要券种信用等级对利差体现出较好的区分度。

一、违约情况分析²

新增违约主体数量明显增多,违约风险持续释放

2018年,我国债券市场新增40家违约发行人,共涉及106期违约债券,违约金额合计约864.86亿元,新增违约发行人家数、涉及违约债券期数和违约金额较2017年(10家、11期和42.41亿元)均明显上升;债券市场发行人主体违约率为0.90%,较2017年(0.23%)显著上升。另有8家2018年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金,涉及违约债券21期,违约金额合计约147.27亿元,其中16期债券为首次发生利息或本金到期违约。

1. 公募市场主体违约与债券违约统计

2018年,我国公募债券市场新增26家违约发行人(详见表1),共涉及74期违约债券,违约金额合计约724.55亿元;新增违约主体数量与2016年(28家)相当,较2017年(7家)显著上升,涉及违约债券期数和违约金额远超2017年(8期,39.64亿元)和2016年(26期,181.52亿元)。

新增违约发行人中,公司治理存在缺陷、经营管理不善是发生违约的重要原因,上海华信国际集团有限公司大举扩张、负债高企,在控股股东中国华信能源有限公司董事会主席涉嫌经济犯罪接受调查等负面事件冲击下爆发流动性危机,11期债券发生违约,违约金额达246.52亿元;中弘控股股份有限公司内控制度存在重大缺陷,实际控制人违规操作并购项目,致使公司资金链高度紧张,同时公司涉及多起诉讼事件,股份悉数被冻结,且存在信息披露违规等问题,外部融资环境逐渐恶化,4期存续债券均发生违约;凯迪生态环境科技股份有限公司、洛娃科技实业集团有限公司、雏鹰农牧集团有限公司、大连金玛商城企业集团有限公司、金鸿控股集团股份有限公司、中融双创(北京)科技集团有限公司等发行人因激进投资导致债务规模大幅增加、流动性持续紧张,再融资环境收紧背景下信用风险加速暴露进而触发违约,其中凯迪生态环境科技股份有限公司控股股东阳光凯迪新能源集团有限公司亦发生债券利息违

¹ 债券未偿付本金和利息之和,以下同。

² 联合认为当出现下述一个或多个事件时,即可判定主体和债券为违约:一是债务人未能按照合同约定及时支付债券本金和/或利息;二是债务人被法院受理破产申请,或进入破产清算程序、被接管、被停业、关闭;三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图(例如和解或重整中的债务重组),债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况;但在以下两种情况发生时,不视作债券/主体违约:一是如果债券具有担保,在债务人发生上述第二种情况时,担保人履行担保协议对债务进行如期偿还,则债券视为未违约;二是单纯由技术原因或管理失误而导致长期债务未能及时兑付的情况,只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿,并能在1-2个工作日内得以解决,不包含在违约定义中。根据最新信息披露情况,2018年报告对2017年和2016年数据进行了追溯调整。

约;永泰能源股份有限公司、江苏宏图高科技股份有限公司和银亿股份有限公司均存在过度扩张和商誉较高的特点,同时控股股东股权质押比例过高,导致其融资弹性下降,最终陷入流动性危机并发生违约,其中永泰能源股份有限公司的控股股东永泰集团有限公司亦未能按时兑付所发超短期融资券到期本息;新光控股集团有限公司近年来大量举债进行并购或投资,主营业务盈利水平下滑,同时过于依赖非标等表外融资渠道,且所持有的上市子公司的股份几乎全部被质押,融资渠道严重受限,2018年公司存续债券集中到期,因流动性严重不足发生违约;富贵鸟股份有限公司存

在大额对外担保和资金拆借的情况,严重影响自身信用水平,2017年下半年以来公司发生多起担保代偿事项,偿债能力严重恶化,最终发生违约。

同时,公募市场有7家2018年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金,共涉及违约债券13期,违约金额合计约103.87亿元,其中9期债券为首次发生利息或本金到期违约。

通过对主体违约进行统计,2018年我国公募债券市场发行人主体违约率(0.69%)较2017年(0.19%)显著上升,违约级别范围有所扩大,投资级(BBB-级及以上为投资级,BB+级及以

表1 2018年我国公募市场违约发行人主体信息表

序号	发行人名称	企业性质	所属行业	地区	是否上市	期初主体级别/展望	期末主体级别/展望	主体首次违约时间	是否为新增违约发行人
1	上海华信国际集团有限公司	民营	石油、天然气与供消费用燃料	上海	否	AAA/稳定	C	2018-05-21	是
2	永泰能源股份有限公司	民营	石油、天然气与供消费用燃料	山西	是	AA+/稳定	C	2018-07-05	是
3	永泰集团有限公司	民营	石油、天然气与供消费用燃料	北京	否	AA+/稳定	*	2018-12-10	是
4	凯迪生态环境科技股份有限公司	公众企业	独立电力生产商与能源贸易商	湖北	是	AA/稳定AA/稳定	CC/稳定	2018-05-07	是
5	阳光凯迪新能源集团有限公司	中外合资	建筑与工程	湖北	否	AA/稳定AA/负面	CC/稳定	2018-06-04	是
6	中融双创(北京)科技集团有限公司	民营	金属、非金属与采矿	北京	否	AA/稳定	C	2018-06-13	是
7	金鸿控股集团股份有限公司	民营	燃气	吉林	是	AA/稳定	C	2018-08-27	是
8	新光控股集团有限公司	民营	多元金融服务	浙江	否	AA/稳定	C	2018-09-25	是
9	吉林利源精制股份有限公司	民营	金属、非金属与采矿	吉林	是	AA/稳定	C	2018-09-25	是
10	印纪娱乐传媒股份有限公司	民营	媒体	四川	是	AA/稳定	C	2018-09-10	是
11	刚泰集团有限公司	民营	金属、非金属与采矿	上海	否	AA/稳定	C	2018-09-26	是
12	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	民营	商业服务与用品	安徽	是	AA/稳定	C	2018-10-09	是
13	大连金玛商城企业集团有限公司	民营	多元化零售	辽宁	否	AA/稳定	CC/-	2018-10-12	是
14	北京华业资本控股股份有限公司	外资	房地产管理和开发	北京	是	AA/稳定AA/稳定	CC/-C	2018-10-15	是
15	雏鹰农牧集团股份有限公司	民营	食品	河南	是	AA/稳定	C	2018-11-05	是
16	山东金茂纺织化工集团有限公司	民营	化工	山东	否	AA/稳定AA-稳定	CC	2018-11-26	是
17	山东大海集团有限公司	民营	多元金融服务	山东	否	AA/稳定	CC/负面	2018-11-26	是
18	江苏宏图高科技股份有限公司	民营	专营零售	江苏	是	AA/稳定	C	2018-11-26	是
19	洛娃科技实业集团有限公司	民营	食品	北京	否	AA/稳定	C	2018-12-06	是
20	中国华阳经贸集团有限公司	中央国有	互联网与售货目录零售	北京	否	AA/稳定	C	2018-12-10	是
21	银亿股份有限公司	外资	汽车零配件	甘肃	是	AA/稳定	C	2018-12-24	是
22	宁夏上陵实业(集团)有限公司	民营	综合类	宁夏	否	AA-/稳定	C/稳定	2018-10-16	是
23	中弘控股股份有限公司	民营	房地产管理和开发	安徽	是	A+/负面	C	2018-07-04	是
24	富贵鸟股份有限公司	民营	纺织品、服装与奢侈品	福建	是	A/负面	C	2018-04-23	是
25	柳州化工股份有限公司	地方国有	化工	广西	是	B/负面	B/负面	2018-01-31	是
26	新疆金特钢铁股份有限公司	中央国有	金属、非金属与采矿	新疆	否	B-/负面	CC/负面	2018-05-23	是
27	亿阳集团股份有限公司	民营	综合类	黑龙江	否	CC/负面	C	2017-11-16	否
28	春和集团有限公司	民营	机械	浙江	否	C/稳定	*	2016-05-15	否
29	四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有	石油、天然气与供消费用燃料	四川	否	C	*	2016-06-15	否
30	中国城市建设控股集团有限公司	民营	建筑与工程	北京	否	C	C	2016-11-28	否
31	内蒙古博源控股集团有限公司	民营	化工	内蒙古	否	C	*	2016-12-03	否
32	五洋建设集团股份有限公司	民营	建筑与工程	浙江	否	C	*	2017-08-14	否
33	丹东港集团有限公司	中外合资	交通基础设施	辽宁	否	C	*	2017-10-30	否

注:行业分类采取Wind三级行业分类标准;除鹏元外,其他评级机构出具的C级主体级别无展望;主体等级不为C级、评级展望为空的发行人均被列入评级观察名单; *表示发行人存续债券期未全部到期,主体级别失效,下同。

资料来源:联合资信COS系统

下为投机级。)中A级(含)以上级别均出现违约,且首次出现AAA级违约发行人,投机级中B级和B-级出现违约;除AA级违约率(0.98%)和AA-级违约率(0.60%)出现倒挂外,其他各等级违约率基本均随级别降低而递增(详见表2)。

2. 私募市场主体违约与债券违约统计

2018年,我国私募债券市场新增20家违约发行人³(详见表3),共涉及32期违约债券,违约金额合计约140.31亿元;新增违约主体数量较2017年(3家)和2016年(9家)均显著增加,涉及违约债券期数和违约金额较2017年(3期,2.77亿元)和2016年(16期,71.13亿元)均有显著增加。私募债券市场发行人主体

违约率⁴(1.15%)较2017年(0.17%)明显上升。另有5家2018年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金,涉及违约债券8期,违约金额合计约43.40亿元,其中7期债券为首次发生利息或本金到期违约。

整体来看,2018年我国债券市场新增违约发行人明显增多,公募债券市场新增违约发行人期初级别中枢整体上移,违约级别范围有所扩大,且出现首例AAA级发行人违约事件;违约券种涉及超短期融资券、中期票据、企业债、公司债(含私募债)、定向债务融资工具和可交换债,2018年我国债券市场首次出现可交换债违约⁵,违约债券品种进

表2 2016-2018年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表(%)

主体级别	2016年			2017年			2018年		
	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率
AAA	473	0	0.00	575	0	0.00	688	1	0.15
AA+	665	2	0.30	771.5	0	0.00	850	2	0.24
AA	1691.5	5	0.30	1937.5	3	0.15	1844.5	18	0.98
AA-	402	3	0.75	369	0	0.00	336	2	0.60
A+	42	1	2.38	52.5	0	0.00	69	1	1.45
A	17	3	17.65	18.5	0	0.00	14.5	1	6.90
A-	10.5	0	0.00	8.5	0	0.00	6.5	0	0.00
BBB+	11	0	0.00	9	1	11.11	4	0	0.00
BBB	17.5	1	5.71	10.5	0	0.00	4	0	0.00
BBB-	11	2	18.18	4	1	25.00	1.5	0	0.00
BB+	10.5	1	9.52	5	0	0.00	4	0	0.00
BB	15	3	20.00	6	2	33.33	1.5	0	0.00
BB-	3.5	1	28.57	2.5	0	0.00	0.5	0	0.00
B+	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
B	3.5	1	28.57	1	0	0.00	1.5	1	66.67
B-	1	1	100.00	1.5	0	0.00	1.5	1	66.67
CCC	2.5	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
CC	1	0	0.00	1	0	0.00	0.5	0	0.00
C	2	2	100.00	0	0	0.00	0	0	0.00

注: 1. 发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券(不含私募债)、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体; 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限, 对于所有债券均到期的发行人, 我们认为其主体信用等级失效; 年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为1个样本, 年末主体信用等级失效的发行人计为0.5个样本; 表中发行人主体级别为当年年初级别; 发行人具有不同信用等级双评级或多评级, 则按不同主体信用等级分别纳入统计, 即同一主体可被计数多次;

2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 经调整的发行人样本家数;

3. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人;

4. 2016年新增28家违约发行人, 其中1家发行人具有不同级别双评级(四川省煤炭产业集团有限责任公司); 3家发行人在2016年年初无有效级别, 分别为福建鑫久铝合金压铸有限公司、福建省福安市万利漆包线有限公司和安徽省福文新能源有限公司, 3家发行人均在2015年被终止评级;

5. 2018年新增26家违约发行人, 其中1家发行人具有不同级别双评级

资料来源: 联合资信COS系统

³ 其中包括6家发行人同时为公募和私募债券市场新增违约主体, 分别为富贵鸟股份有限公司、刚泰集团有限公司、永泰能源股份有限公司、安徽盛运环保(集团)股份有限公司、新光控股集团有限公司以及中弘控股股份有限公司。

⁴ 私募债券主体违约率计算中, 发行人样本为当年年初存续的银行间定向债务融资工具和交易所私募公司债的发行人主体; 年末尚有上述两类债券存续的发行人样本数量统计时计为1个样本, 年末上述两类债券均到期的发行人在样本数量统计时计为0.5个样本, 2018年发行人主体样本数量为1742.5家。

⁵ 飞马投资控股有限公司未能兑付“16飞投01”、“16飞投02”回售本金及利息, 为我国债券市场首例可交换债违约事件。

一步增加；从违约发行人企业性质来看，新增违约发行人以民营企业为主，且近半数违约发行人为上市公司，主要是受到2018年上半年金融严监管政策持续落地、融资环境整体趋紧等外部因素影响，部分民营企业面临较大的流动性压力，同时部分发行人还存在经营状况不佳、治理结构不完善、股票质押比例过高等问题，导致信用风险加速暴露；从行业和地域分布来看，违约发行人主要分布在经济发达、债券市场规模较大的北京、广东、上海等地，而违约发行人的行业分布较为分散，其中金属、非金属与采矿、石油、天然气与供消费用燃料、房地产、食品、多元金融服务以及化工行业的违约发行人数量相对较多。

二、信用等级迁移分析⁶

公募债券市场信用等级调整情况

1. 发行主体信用等级调升趋势有所减弱，评级稳定性有所上升

2018年，我国公募债券市场上共有347家发行主体信用等级发生调整，调整率为6.50%，较2017年（8.59%）有所下降，评级稳定性有所上升。其中信用等级被调升的有251家，调升率为4.70%，较2017年（7.33%）和2016年（5.64%）分别下降2.63个百分点和0.94个百分点；信用等级被调降的有96家，调降率为1.80%，较2017年（1.26%）上升0.54个百分点，较2016年（2.71%）下降0.91个百分点（详见表4）。整体来看，2018年我国公募债券

表3 2018年我国私募债券市场违约发行人主体信息表

序号	发行人名称	企业性质	所属行业	地区	是否上市	期初主体级别/展望	期末主体级别/展望	主体首次违约时间	是否为新增违约发行人
1	永泰能源股份有限公司	民营	石油、天然气与供消费用燃料	山西	是	AA+/稳定	C	2018-07-05	是
2	神雾环保技术股份有限公司	民营	机械	北京	是	AA/稳定	BBB+/-	2018-03-14	是
3	新光控股集团有限公司	民营	多元金融服务	浙江	否	AA/稳定	C	2018-09-25	是
4	刚泰集团有限公司	民营	金属、非金属与采矿	上海	否	AA/稳定	C	2018-09-26	是
5	安徽盛运环保(集团)股份有限公司	民营	商业服务与用品	安徽	是	AA/稳定	C	2018-10-09是	
6	同益实业集团有限公司	民营	石油、天然气与供消费用燃料	辽宁	否	AA/稳定	C	2018-10-19	是
7	深圳市金立通信设备有限公司	民营	通信设备	广东	否	AA/稳定	C	2018-10-29	是
8	龙跃实业集团有限公司	民营	专业服务	山西	否	AA/稳定	C	2018-12-06	是
9	神雾科技集团股份有限公司	中外合资	商业服务与用品	北京	否	AA-/稳定	C	2018-12-17	是
10	中弘控股股份有限公司	民营	房地产管理和开发	安徽	是	A+/负面	C	2018-07-04	是
11	富贵鸟股份有限公司	民营	纺织业、服装与奢侈品	福建	是	A/负面B/-	CC	2018-04-23	是
12	中安科股份有限公司	民营	信息技术服务	上海	是	A/-	C	2018-05-07	是
13	中科建设开发总公司	地方国有	建筑与工程	北京	否	AA+/稳定	**	2018-11-19	是
14	深圳市一体投资控股集团有限公司	民营	多元金融服务	广东	否	AA-/稳定	**	2018-11-27	是
15	无锡五洲国际装饰城有限公司	外商独资	建筑产品	江苏	否	-	-	2018-07-04	是
16	中城投集团第六工程局有限公司	中央国有	综合类	安徽	否	-	-	2018-08-13	是
17	乐视网信息技术(北京)股份有限公司	民营	互联网软件与服务	北京	是	-	-	2018-08-03	是
18	云南省房地产开发经营(集团)有限公司	地方国有	房地产管理和开发	云南	否	-	-	2018-06-11	是
19	飞马投资控股有限公司	民营	多元金融服务	广东	否	-	-	2018-09-28	是
20	佛山市中基投资有限公司	民营	资本市场	广东	否	-	-	2018-11-28	是
21	亿阳集团股份有限公司	民营	综合类	黑龙江	否	CC/负面	C	2017-11-16	否
22	江苏保千里视觉科技集团股份有限公司	民营	电子设备、仪器和元件	江苏	是	C	C	2017-11-30否	
23	四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有	石油、天然气与供消费用燃料	四川	否	C	*	2016-06-15否	
24	五洋建设集团股份有限公司	民营	建筑与工程	浙江	否	C	*	2017-08-14	否
25	丹东港集团有限公司	中外合资	交通基础设施	辽宁	否	C	*	2017-10-30	否

注：1、下划线标注的发行人同时为公募和私募债券市场新增违约主体；2、**表示评级机构统计期内未对违约发行人进行跟踪评级；无锡五洲国际装饰城有限公司、中城投集团第六工程局有限公司和乐视网信息技术(北京)股份有限公司最近一次的主体信用等级出具时间均在2016年以前，期初无有效级别且统计期内评级机构未进行跟踪评级

资料来源：联合资信COS系统

⁶ 发行人统计样本涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行主体下同。

市场信用等级仍呈调升趋势,但调升趋势较2017年有所减弱,评级稳定性有所上升。

从等级调整企业类型来看,2018年主体信用等级被调升的企业中国有企业占比较高(79.68%),较2017年(72.85%)有所上升,民营企业占比为14.34%,较2017年(18.80%)有所下降;信用等级被调降的企业中民营企业占比为54.17%,国有企业占比为33.33%,民营企业调降占比超过国有企业,主要因为2018年部分民营企业经营承压、融资受阻,信用风险进一步暴露。从等级调整企业所属行业来看,调升企业主要集中于建筑与工程、商业银行以及多元金融服务等行业,而调降企业主要分布在化工、商业银行以及天然气与供消费用燃料等行业。受金融去杠杆影响,部分城商行和农商行信用状况有所下滑,商业银行信用风险有所分化。从等级调整企业区域分布来看,调升企业主要集中于经济较为发达的江浙、广东和北京等地,调降企业主要分布在处于产业转型期、去产能压力较大的山东、湖北等地。

2. 评级展望调升趋势有所减弱,调整数量有所减少

2018年,我国债券市场上信用评级展望被调升的发行主体有26家(由负面调整为稳定的有19家,由稳定调整为正面的有7家),信用评级展望被调降的发行主体有21家(均为由稳定调整为负面),评级展望调升率和调降率分别为0.49%和0.39%,调升率和调降率较2017年和2016年均不同程度下降。整体来看,2018年发行主体信用评级展望调整仍延续2017年的调升趋势,但调升趋势较2017年有所减弱(详见表4)。

相比主体信用等级调整,2018年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然较少,且较2017年和2016年进一步下降,信用评级调整仍然是评级机构对受评对象信用状况的变化进行评价和揭示的主要方式。

信用等级迁移矩阵⁷

1. 一年期迁移矩阵

信用等级分布整体变化不大,AA-级及以上级别稳定性整体有所上升

2018年,我国公募债券市场发行主体信用等级整体分布变化不大,仍主要集中在投资级,占比达98.86%,较2017年(99.31%)略有下降。其中AA级占比(44.08%)仍然最高,但较2017年(48.13%)和2016年(50.39%)进一步下降,AAA级和AA+级占比均有所上升(详见图1)。



表4 2016~2018年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
样本数量(家)	4978	5223	5342	4978	5223	5342	4978	5223	5342
调升数量(家)	281	383	251	42	73	26	323	456	277
调降数量(家)	135	66	96	91	37	21	226	103	117
调升率(%)	5.64	7.33	4.70	0.84	1.40	0.49	6.49	8.73	5.19
调降率(%)	2.71	1.26	1.80	1.83	0.71	0.39	4.54	1.97	2.19

注：1. 发行人样本数量为统计期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，以下同；3. 评级展望调升和调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；4. 由超过一家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被计数多次，以下同；5. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；6. 调升率或调降率 = 年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与年初样本数量的比

⁷ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况，亦不考虑期间等级多调等级回调的情况。

在样本数量较多的A+级及以上级别中进行观察,从各级别稳定性来看,除AA-级和A+级外的各级别迁移率均在10%以下,稳定性较好,其中AAA级迁移率略有上升,AA-级、AA级和AA+级迁移率小幅下降,AA-级(含)以上级别稳定性整体有所上升;A+级的迁移率(16.39%)较2017年(8.51%)有所上升,稳定性有所下降。从迁移方向看,除AAA级和A+级外,各级别均表现出不同程度的调升趋势。从迁移范围看,各级别均出现发行人级别迁移范围超过5个子级的情况,级别迁移幅度较大。此外,2018年有38家发行人主体信用等级由投资级被下调至投机级,较2017年(9家)大幅增加,无发行人主体信用等级由投机级上调至投资级(详见表5)。

大跨度评级调整数量有所增加

2018年,我国公募债券市场共有44家发行主体信用等级出现大跨度评级调整⁸,较2017年(18家)有所上升,且均为大跨度调降。主体信用等级被大跨度调降的发行人以民营企业为主(34家),主要分布在北京、山东、湖北、浙江、上海、安徽、吉林等地;从行业分布来看,主体信用等级发生大跨度调降的发行人主要分布在化工和石油、天然气与供消费用燃料等结构性产能过剩行业以及纺织品、服装与奢侈品和金属、非金属与采矿等周期性行业。

2. 三年期迁移矩阵

从发行人主体信用等级三年期(2016~2018年)迁移矩阵

来看,样本数量较多的AA-级及以上级别中,AAA级的稳定较好,迁移率为1.50%;AA级和AA+级的迁移率分别为25.41%和31.26%,稳定性一般;AA-级的迁移率达57.56%,稳定性较差。从迁移方向上看,除AAA级外,样本量较多的AA-级(含)以上级别发行主体均呈现明显的调升趋势。从迁移范围看,除AAA级外,A+级(含)以上级别的迁移范围均在5个子级或以上,迁移范围较宽。此外,2016年至2018年,共有28家发行人主体信用等级由投资级被调整至投机级,无发行人主体信用等级由投机级被上调至投资级(详见表6)。

整体来看,2018年,宏观经济面临一定的下行压力,在经济去杠杆、美联储加息缩表、中美贸易战等内外部因素共同作用下,企业融资环境整体趋紧,部分民营企业经营承压、融资困难,信用状况恶化,同时A股市场波动下行,部分上市公司或其关联公司因高比例质押股票遭遇平仓,发生流动性危机,股票市场的低迷表现也导致部分可交换债发行人因正股价大幅下挫发生违约。在此背景下,债券市场发行主体信用等级及评级展望调升趋势均不同程度减弱,信用等级大跨度调整现象有所增加,但评级稳定性整体有所上升。

三、利差分析

2018年,央行继续实施稳健中性的货币政策,综合运用多

表5 2018年我国公募债券市场发行主体信用等级一年期迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	868	99.42	0.23	-	-	-	-	-	-	-	-	0.35
AA+	932	6.65	92.81	-	0.11	-	0.21	-	-	-	-	0.22
AA	1943	-	5.87	91.71	0.62	0.05	0.21	-	0.05	0.05	0.05	1.39
AA-	292	-	-	13.01	81.17	3.08	1.03	0.69	-	0.34	-	0.68
A+	61	-	-	-	6.56	83.60	4.92	1.64	-	1.64	-	1.64
A	12	-	-	-	-	-	83.33	-	-	-	-	16.67
A-	5	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BBB+	3	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-
BBB	3	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-
BBB-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00
BB+及以下	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

注:1.统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体,以下同;2.迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况,无法体现各家评级机构的具体迁移情况,以下同
资料来源:联合资信COS系统

⁸ 跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况,指发行人主体信用等级在统计期内调整超过3个子级以上(含3个子级)。例如,期初等级为AA,期末等级调整为A-,等级调整跨越AA-、A+、A三个子级,则视为发生大跨度调整

表6 2016~2018年我国公募债券市场发行主体信用等级三年期迁移矩阵(单位: 家、%)

期初/期末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	466	98.50	1.50	-	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	563	28.95	68.74	0.89	0.36	-	0.36	-	-	-	-	0.71
AA	1338	0.82	21.45	74.59	0.97	0.37	0.22	-	-	0.07	-	1.49
AA-	172	-	2.33	50.58	42.44	4.07	-	-	-	-	-	0.58
A+	12	-	-	-	-	83.33	-	-	-	-	-	16.67
A	8	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-
A-	5	-	-	-	20.00	-	-	80.00	-	-	-	-
BBB+	4	-	-	-	-	-	-	25.00	75.00	-	-	-
BBB	4	-	-	-	-	-	-	-	75.00	-	-	25.00
BBB-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB+及以下	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源: 联合资信COS系统

种货币政策工具,保证了资金面的整体稳定。在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下,央行分别于2018年1月、4月、7月和10月实施四次定向降准⁹;同时,央行灵活开展公开市场操作,综合运用逆回购、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)、常备借贷便利(SLF)、临时准备金动用安排(CRA)、国库定存等工具提供不同期限流动性,合理安排工具搭配和操作节奏,加强前瞻性预调微调,同时适当加大中长期流动性投放力度,保证了流动性的合理充裕。在此背景下,债券市场资金面整体处于中性偏松状态,不同期限利率水平整体较为平稳且呈现波动下行走势,但受到违约事件多发、投资者风险偏好下行以及部分中小民营企业融资环境趋紧等因素影响,除商业银行金融债外,各主要券种利差水平较2017年均有所上升。

从表7、表8中可以看出,2018年债券市场上债券信用等级对债券的利差的影响主要体现在以下方面:一是短融¹⁰、中

票¹¹、企业债¹²、公司债¹³、商业银行金融债以及商业银行二级资本工具¹⁴的信用等级与发行利率均值和利差¹⁵均值基本呈反向关系,即债券信用等级越高,发行利率均值和利差均值越小,AAA级和AA+级7年期企业债的发行利率均值和利差均值出现倒挂,可能是由于投资者对部分AAA级7年期企业债的担保认可度较低;二是短融、3年期中票和公司债的AA+级级差大于AA级级差,表明在违约常态化背景下,投资者对AAA级以下主体所发短融以及AAA级以下3年期中票和公司债的风险溢价要求有所上升;三是相同信用等级、不同期限的中期票据的发行利率均值和发行期限基本呈现正向关系,但利差均值和发行期限则表现出反向关系,可能是受到2018年3年期国债利率下行幅度大于5年期国债利率的影响。

利差波动性方面,短融、中票、企业债、公司债、商业银行债和商业银行二级资本工具的利差变异系数较2017年变化不大,表明各债券品种各级别的利差表现相对稳定。

⁹ 2018年1月普惠金融定向降准0.5个百分点;4月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行及外资银行定向降准1个百分点用于置换到期MLF;7月对大型商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准0.5个百分点用于支持“债转股”和小微企业融资;10月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准1个百分点用于置换部分MLF和提供支持小微企业、民营企业 and 创新型企业的资金来源。

¹⁰ 2018年所发短融中,剔除6期发行期限在1年内的、14期有担保的以及12期在上市两周未发生交易的短融后,剩余短融共计390期,作为短融利差分析样本;此外,由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级,债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系,因此在本文中,我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析,以下同。

¹¹ 剔除了项目收益票据、集合票据、可续期中票和浮动利率中票,将含回售或赎回选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后,确认3年期的794期和5年期的265期共计1059期中票为样本,进行利差分析,以下同。

¹² 企业债(不包括项目收益债和集合债)样本筛选方法同中票,确认5年期的28期和7年期的199期共计227期企业债券为样本,进行利差分析,以下同。

¹³ 公司债(不包括私募债)样本筛选方法同中票,确认3年期的394期和5年期的73期共计467期公司债为样本,进行利差分析,以下同。

¹⁴ 商业银行金融债和商业银行二级资本工具样本筛选方法同中票,确认3年期的97期和5年期的7期商业银行金融债和5年期的67期商业银行二级资本工具为样本进行利差分析,以下同。

¹⁵ 利差包括发行利差和交易利差,发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额,交易利差为债券上市两周内的首个交易日的收益率和当日的同期限国债利率的差额,利差分析中,短融的利差包括发行利差和交易利差,中票、企业债、公司债、商业银行金融债和商业银行二级资本工具的利差均指其发行利差。

为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, 我们使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对1年期短融、3年期和5年期中票、7年期企业债券以及3年期公司债¹⁶的利差进行了显著性检验¹⁷。

整体来看, 剔除样本数量较少的3年期AA-级中票, 除

AAA级和AA+级7年期企业债的发行利差不显著外, 各级别发行主体所发短融的发行利差及交易利差, 各期限中票、企业债和公司债的不同信用等级的发行利差均存在显著性差异, 表现出较好的区分度, 但上述显著性检验结果可能会受到样本数量较少的影响。///

表7 2018年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

主体级别	样本(个)	利率		发行利差			交易利差		
		区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
AAA	126	3.29-6.85	4.67	167.43	-	31.59	167.52	-	31.70
AA+	179	3.92-8.00	5.62	261.23	93.80	37.79	261.46	93.93	37.79
AA	85	4.60-8.20	6.33	325.87	64.64	27.92	325.88	64.42	27.66

注: 1. 级差为本信用等级利差均值减去比该信用等级高1个子级的利差均值; 2. 变异系数为利差标准差与均值的比, 以下同

资料来源: 联合资信COS系统

表8 2018年各类债券分级利差分析统计情况

主体级别	主体级别	样本(个)	主体级别	利率		发行利差			
				区间(%)	均值(%)	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)	
中期票据	3	AAA	366	3.72-7.50	4.99	173.77	-	42.89	
		AA+	245	4.10-8.50	5.91	263.44	89.68	35.23	
		AA	182	4.62-8.50	6.67	338.68	75.23	22.76	
	5	AAA	153	4.07-6.50	5.09	168.64	-	28.56	
		AA+	93	4.55-7.50	5.90	244.13	75.49	21.17	
		AA	19	5.25-8.50	6.75	328.73	84.60	24.89	
企业债券	5	AAA	22	3.20-6.30	4.81	152.56	-	37.24	
		AA+	4	5.19-6.80	6.27	275.76	123.20	16.36	
		AA	2	6.50-7.50	7.00	367.18	91.42	26.66	
	7	AAA	81	5.09-8.50	6.90	334.99	-	28.47	
		AA+	50	5.26-8.50	6.81	322.67	-12.32	25.23	
		AA	68	6.45-8.80	7.76	422.57	99.90	12.92	
公司债	3	AAA	295	3.90-7.70	4.83	157.21	-	38.63	
		AA+	69	4.33-8.18	6.12	283.19	125.98	36.17	
		AA	30	5.90-8.50	7.33	405.24	122.05	16.94	
	5	AAA	66	4.18-8.30	5.00	161.24	-	35.59	
		AA+	7	5.50-7.80	6.36	296.71	135.48	27.36	
		AA	47	3.76-5.35	4.30	111.97	-	26.44	
商业银行金融债	3	AA+	31	3.95-5.54	4.46	125.29	13.32	25.94	
		AA	10	4.00-5.56	4.69	148.34	23.06	22.90	
		AA-	7	4.60-5.80	5.17	195.32	46.98	21.88	
	5	A+	2	5.80-6.10	5.95	266.09	70.76	0.03	
		AAA	5	4.22-5.00	4.49	115.60	-	13.84	
		AA	10	4.45-4.96	4.80	141.51	-	7.23	
商业银行 二级资本工具	5	AA+	6	4.80-5.20	4.96	142.15	0.64	26.64	
		AA	18	5.00-6.29	5.58	215.28	73.13	25.70	
		AA-	11	5.00-6.30	5.78	240.22	24.94	25.14	
	A	A+	9	5.00-6.30	5.86	260.56	20.34	20.47	
		A	12	5.30-6.10	5.71	238.61	-21.95	17.24	
		AAA	10	4.45-4.96	4.80	141.51	-	7.23	

注: 上表未列示各类债券各级别仅有1个样本的情况

资料来源: 联合资信COS系统

¹⁶ 5年期企业债和公司债样本数量较少, 未进行显著性检验。

¹⁷ 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。



违约案例

柳州化工股份有限公司

一、主体概况

柳州化工股份有限公司(以下简称“柳州化工”或“公司”)是广西壮族自治区化工行业企业,公司主要从事化肥和化工产品的生产和销售。公司成立于2001年3月,2003年7月在上海证券交易所上市。公司为地方国有企业,债券发行时第一大股东为柳州化学工业集团有限公司(以下简称“柳化集团”),目前为柳州元通投资发展有限公司。

公司于2012年3月27日在上交所发行5.10亿元7年期公司债(“11柳化债”),到期日为2019年3月27日,附带第5年末投资者回售选择权,并由柳化集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。2017年3月27日,“11柳化债”实施回售,剩余555.40万元本金待偿。受行业景气度下滑影响,公司持续亏损,2018年1月31日,柳州市中级人民法院裁定公司重整,“11柳化债”停止计息并提前到期。2019年3月28日,公司发布“11柳化债”本息兑付完成的公告,公司于2019年3月27日兑付本息总额594.28万元。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模(万元)	回收规模(万元)	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
11柳化债	20120327	20190327	20180131	594.28	594.28	AA/AA-/稳定	公司债	鹏元资信	本息违约

注: 1、违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金;

2、债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别,表1中的发行时主体级别评级机构为上海新世纪,债券评级机构为鹏元资信,上海新世纪在本债券发行后未再出具主体级别跟踪评级报告

资料来源: 联合资信COS系统

¹ 按 Wind 三级行业分类

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2013-04-12	公司发布2012年年报,当年实现营业收入28.19亿元,利润总额0.42亿元,利润总额有所下滑
2013-06-03	鹏元资信将公司主体信用等级由AA级下调至AA-级,评级展望维持稳定,主要因为电费上涨对公司生产成本影响较大,且受行业产能过剩、主导产品价格下跌影响,公司出现亏损,债务规模较大
2014-04-25	公司发布2013年年报,当期实现营业收入25.87亿元,亏损1.52亿元
2014-06-17	鹏元资信维持公司主体AA-级,将评级展望由稳定下调至负面,主要因为公司规模下滑,盈利状况有所恶化,有息债务规模继续增长,且担保方柳化集团出现经营性亏损
2014-09-10	公司公告称控股股东柳化集团将其持有的部分公司股票进行质押,质押股份总数为7226万股,占公司股份总数的18.09%
2014-09-12	公司公告称拟开展融资租赁业务,以拥有的部分自有化工生产设备作为融资标的物通过售后回租方式向华夏租赁融资2亿元,租赁期限3.5年
2015-03-06	公司发布2014年年报,当期实现营业收入31.00亿元,净利润0.09亿元,资产负债率升至75.58%
2015-03-14	公司公告称因公司信息披露涉嫌违法违规,证监会决定对公司立案调查
2015-04-03	公司公告称拟开展融资租赁业务,以拥有的部分自有化工生产设备作为融资标的物通过售后回租方式向建信租赁融资3亿元,租赁期限3年
2015-06-24	鹏元资信将公司主体信用等级由AA-级下调至A+级,评级展望为稳定,主要因为化工行业持续低迷,公司资产负债率持续上升,有息债务规模持续增加
2015-06-27	公司公告将以部分生产设备通过售后回租方式与蓝海租赁开展融资租赁交易,融资金额1.71亿元,租赁期限23个月
2015-10-29	公司公告称控股股东柳化集团所持有的公司股票已被全部冻结,占公司总股本的比例为31.32%,柳化集团所持公司部分股票曾于2015年9月17日被冻结,占公司总股本20.58%
2015-12-08	公司公告称控股股东柳化集团所持有的部分公司股票将被依法划扣至债权人证券账户,股份划转后,柳化集团持有股份占公司总股本的比例为29.55%
2015-12-18	公司公告称收到广西证监局下达的《行政处罚事先告知书》,公司因未按规定对关联交易进行披露,导致相关报告期年报信息披露存在重大遗漏,广西证监局依法对公司及相关责任人实施处罚
2015-12-25	公司公告称公司及相关责任人受到证监会纪律处分。因公司2015年1月1日至2015年8月31日期间,向控股股东柳化集团、间接控股股东广西柳州化工控股有限公司及其关联方多次提供非经营性资金,总计期间发生额约11.80亿元,占用资金本息至2015年12月15日才全部归还
2016-02-25	鹏元资信将公司主体信用等级列入信用评级观察名单
2016-04-30	公司发布2015年年报,当期实现营业收入26.29亿元,净利润亏损4.86亿元,资产负债率升至83.56%
2016-05-07	公司公告称独立董事李骅因个人原因辞职
2016-06-18	公司公告称因借款纠纷涉及诉讼,公司涉案贷款本金1.50亿元
2016-06-23	公司公告称因借款纠纷涉诉,公司部分机械设备已被法院查封,部分银行账户及股权已被冻结
2016-06-29	鹏元资信将公司主体信用等级由A+级下调至BBB级,评级展望由稳定下调至负面,主要因为公司亏损严重,资产负债率持续攀升,涉及诉讼事项较多及部分股权资产受到司法冻结、司法划转等
2016-09-01	公司公告称受产品价格低迷以及电力成本较高等因素影响,公司决定调低部分产品生产负荷
2017-01-18	公司公告称因流动资金周转紧张,公司及控股子公司湖南中成化工有限公司未能按时缴纳相关税款,合计欠税及滞纳金约3300万元;同时因经营亏损、融资困难、资金紧张且控股股东担保能力很弱,“11柳化债”存在到期回售资金偿付风险
2017-01-24	鹏元资信将公司主体信用等级由BBB级下调至B级,主要因为公司产销持续下滑、大幅亏损,股票存在退市风险,资产负债率高企、流动性风险加大且已出现贷款逾期,担保方担保效力很弱
2017-03-18	公司公告“11柳化债”回售结果,回售金额50444.60万元,剩余本金555.40万元待偿
2017-03-24	公司公告称,公司向大股东柳化集团借款约3.80亿元;同日公司公告称柳州市财政局决定给予公司3.50亿元政策性补贴,其中化肥生产补贴2.00亿元,电力价格改革补贴1.50亿元,其中已收到1.60亿元
2017-04-12	公司公告,截至公告日,公司累计涉案本金9775.65万元,利息553.50万元,违约金约319.28万元
2017-04-29	公司发布2016年年报,当期亏损扩大至8.00亿元,EBITDA由正转负,资产负债率达100.66%
2017-05-11	公司发布公告,因公司2015年度、2016年度连续两个会计年度经审计的净利润为负值,“11柳化债”已于2017年5月2日起连续停牌,根据上海证券交易所《关于对柳州化工股份有限公司2011年公司债券实施暂停上市的决定》,“11柳化债”自2017年5月12日起暂停上市,更名为“柳债暂停”
2017-06-20	公司公告称控股股东柳化集团所持有的部分公司股票将被依法划扣至债权人证券账户,股份划转后,柳化集团持有股份占公司总股本的比例为6.47%
2017-07-19	公司公告称,公司董事长覃永强、副董事长廖能成因工作原因辞职
2017-07-27	因公司发生董事长及副董事长辞职事项,鹏元资信将公司主体及“11柳化债”列入关注
2017-09-12	公司公告称控股股东柳化集团所持有的部分公司股票将被依法划扣至债权人证券账户,股份划转后,柳化集团持有股份占公司总股本的比例为5.72%,所持股票均已被司法冻结且轮候冻结
2017-09-16	公司公告称公司副总经理因违规减持公司股票被广西证监局出具警示函
2017-09-20	公司公告称,债权人以公司不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由向柳州市中级人民法院申请对公司进行重整
2017-12-07	公司公告称截至当日公司被起诉案件涉及诉讼(仲裁)本金合计为46963.93万元,公司提起诉讼案件涉及的诉讼本金合计为11024.13万元,公司累计涉诉本金合计57988.06万元
2017-12-23	公司公告称公司总经理因工作原因辞职;两位监事因退休原因辞职
2018-01-31	公司公告称公司参股子公司被法院裁定破产清算;同日公司公告称公司独立董事因个人原因辞职
2018-02-02	公司公告称柳州市中级人民法院已于2018年1月31日裁定受理债权人对公司的重整申请,“11柳化债”停止计息并提前到期,构成实质性违约
2018-02-10	公司发布2017年审计报告,当期实现营业收入18.30亿元,利润总额0.62亿元,资产负债率为98.79%
2018-11-27	公司发布重整计划,债权调整与受偿方案中指出,普通债权20万元以下(含20万元)的部分全额受偿,超过20万元的部分受偿比例为50%,未受偿部分公司不再清偿
2019-03-28	公司发布“11柳化债”本息兑付完成的公告,公司于2019年3月27日兑付本息总额594.28万元

注:表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源:联合合格根据公开信息整理

三、主体违约原因

公司治理结构不完善，涉诉较多且多次被监管处罚

公司内部控制存在重大缺陷。2015年3月，公司因违规信息披露被证监会立案调查，此后公司及公司高管多次因信息披露、违规减持、关联交易等问题被证监会和广西证监局调查处罚，严重影响公司声誉。此外，因经营亏损、无力偿债，公司涉及多起诉讼，部分银行账户、机械设备等被冻结查封，截至2017年12月，公司被起诉案件涉及诉讼（仲裁）本金合计为46963.93万元，公司提起诉讼案件涉及的诉讼本金合计为11024.13万元，公司累计涉诉本金合计57988.06万元。

主营业务低迷，公司持续亏损

受化工行业周期性走低、化肥产业产能过剩影响，公司主营产品价格下跌；同时原材料价格、用电价格均发生上涨，公司经营成本上升，生产活动面临较大困难。2014年至2017年，公司营业收入持续下滑，2015年公司亏损4.94亿元，2016年亏损扩大至8.00亿元，2017年公司收到柳州市财政补贴合计7.10亿元后得以扭亏，实现盈利0.62亿元，避免了公司退市风险。

公司融资环境趋于恶化，资金紧张

2013年，因亏损、债务规模较大等问题导致公司信用资质

恶化，公司融资渠道因此受限，难以继续通过发行债券筹集资金。为缓解资金压力，公司多次通过售后回租方式开展融资租赁，融资规模合计约7.00亿元，同时通过出售控股子公司股权获现。因融资租赁期限较短，公司短期偿债压力始终存在，资金面持续承压。公司2015年3月筹划非公开发行股票募集资金不超过16.00亿元用于偿还银行贷款及补充流动资金，该计划最终因公司被证监会立案调查未能实施，公司逐渐丧失外部融资能力。此外，2017年3月，公司通过向股东柳化集团借款3.80亿元得以保障“11柳化债”回售资金足额偿付。

债务负担沉重，偿债能力显著下降且很弱

2013年至2016年公司资产负债率连年走高，2016年升至100.66%，2017年末公司资产负债率为98.79%，公司债务负担沉重，偿债压力很大。公司在2015年全部债务/EBITDA为148.86倍，EBITDA利息倍数仅为0.09倍，2016年全部债务/EBITDA和EBITDA利息倍数均为负，偿债能力显著下降且很弱。

控股股东债务负担沉重，外部支持力度很弱

公司的控股股东柳化集团经营状况不佳，2014年开始出现亏损，债务负担沉重，连续出现因债务违约而涉诉的情况，所持公司股份被多次司法强制划转，且所持股份均已被轮候司法冻结，对柳州化工担保能力很弱。■

表3 主要财务指标

财务指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
资产总额(亿元)	53.35	47.88	36.99	32.04	27.43
所有者权益(亿元)	13.03	7.87	-0.25	0.39	21.71
长期债务(亿元)	5.61	9.33	3.87	3.57	-
全部债务(亿元)	31.37	24.65	24.93	19.38	0.30
营业收入(亿元)	31.00	26.29	20.76	18.30	20.09
利润总额(亿元)	0.18	-4.94	-8.00	0.62	4.82
EBITDA(亿元)	5.13	0.17	-2.91	4.96	7.51
经营性净现金流(亿元)	4.87	0.81	0.27	2.82	0.24
营业利润率(%)	0.39	-19.43	-39.04	-33.71	-23.80
净资产收益率(%)	0.66	-61.69	-	159.32	17.30
资产负债率(%)	75.58	83.56	100.66	98.79	20.83
全部债务资本化比率(%)	70.85	76	100.98	98.09	1.73
流动比率(%)	55.62	53.45	24.31	30.04	252.57
全部债务/EBITDA(倍)	6.11	148.86	-8.58	3.91	0.04
EBITDA利息倍数(倍)	2.83	0.09	-1.74	3.85	21.56
经营现金流/流动负债(%)	14.98	3.21	0.88	11.25	5.35

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

国常会支持商业银行补充资本，提高永续债发行审批效率

2月11日，国务院常务会议决定，支持商业银行多渠道补充资本金，进一步疏通货币政策传导机制，在坚持不搞“大水漫灌”的同时，促进加强对民营、小微企业等的金融支持。一是提高商业银行永续债发行审批效率，降低优先股、可转债等准入门槛，允许符合条件的银行同时发行多种资本补充工具。二是引入基金、年金等长期投资者参与银行增资扩股，支持商业银行理财子公司投资银行资本补充债券，鼓励外资金融机构参与债券市场交易。会议强调，资本金得到补充的商业银行要完善内部机制，提高对民营、小微企业贷款支持力度。

(摘自新京报，2019年2月12日)

中办国办印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》。《意见》指出，要通过采取差别化货币信贷支持政策、提高金融机构服务实体经济能力和加大直接融资支持力度等措施来加大金融政策支持力度；要从战略高度抓好信息服务平台建设，采取多种方式健全地方增信体系，积极推动地方各类股权融资规范发展，以强化融资服务基础设施建设；要从实际出发帮助遭遇风险事件的企业摆脱困境，加快清理拖欠民营企业账款，积极支持民营企业融资纾困。

(摘自中证网，2019年2月15日)

国务院办公厅印发《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》

近日，国务院办公厅印发《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》，《指导意见》针对当前我国融资担保行业存在的偏离担保主业、聚焦支小支农不够、担保费率偏高等问题，以规范国家和地方融资担保基金运作为切入点，明确政府性融资担保机构应当坚持准公共定位，弥补市场不足，为缺信息、缺信用的小微企业和“三农”主体提供增信，着力解决其融资难、融资贵甚至融不到资的问题。其中明确提出政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资。

(摘自和讯网，2019年2月16日)

政府工作报告：今年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元

第十三届全国人民代表大会第二次会议于3月5日在人民大会堂开幕，李克强总理作政府工作报告，其中指出，今年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元，比去年增加8000亿元，为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件。同时，要合理扩大专项债券使用范围；继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担；鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。此外，政府工作报告还提到鼓励发行双创金融债券，支持发展创业投资，双创金融债有望进一步

步扩充PE、VC类机构的投融资能力，进而引导其加大对双创企业的投资力度。

(摘自中国新闻网，2019年3月5日)

央行“三定”规定发布：监督管理银行间债券、外汇等市场

2月2日，中国机构编制网发布《中国人民银行职能配置、内设机构和人员编制规定》。中国人民银行主要职责包括：拟订金融业改革、开放和发展规划；牵头建立宏观审慎管理框架；制定和执行货币政策、信贷政策；牵头负责系统性金融风险防范和应急处置；承担最后贷款人责任；监督管理银行间债券市场、货币市场、外汇市场、票据市场、黄金市场及上述市场有关场外衍生产品；负责制定和实施人民币汇率政策，推动人民币跨境使用和国际使用；牵头负责重要金融基础设施建设规划并统筹实施监管；统筹互联网金融监管工作等。

(摘自新浪财经，2019年2月2日)

银行柜台市场发行地方债开闸

财政部近日发布《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》，明确地方政府公开发行的政府债券和专项债券可通过商业银行柜台市场在本地区范围内（计划单列市政府债券在本省范围内）发行，并在发行通知中明确柜台最大发行额度、发行方式和分销期安排等。据了解，根据财政部和中央结算公司的发行安排，全国首批通过商业银行柜台市场发行地方政府债券的6个试点省市

分别为宁波市、浙江省、四川省、陕西省、山东省和北京市。

(摘自证券日报, 2019年3月19日)

发改委开展企业债券存续期监督检查和本息兑付风险排查有关工作

为继续打好企业债券领域防范化解重大风险攻坚战, 增强企业债券服务实体经济能力, 发展改革委就2019年度企业债券存续期监督检查和本息兑付风险排查有关工作发布通知。通知要求, 各省级发展改革委对辖区内已发行、仍处于存续期的全部企业债券组织开展一次专项检查, 检查应重点包括存续期债券总体情况、债券募集资金投入领域情况、募投项目运营效益情况等。此外, 还要对辖区内2019年企业债券本息兑付等风险进行全面排查, 掌握辖区内企业债券还本付息压力和风险状况。对排查后存在一定偿债风险的企业债券, 提前会同各方制定应对方案, 按月进行调度, 按照市场化、法治化方式, 及时推动化解风险。对区域内已发生违约、尚未处置完毕的企业债券, 加强与发行人、主承销商、地方政府等各方的沟通协调, 积极推进企业债券风险处置, 维护债券持有人合法权益。

(摘自中国证券网, 2019年2月13日)

银保监会摸底险企地方债领域风险

银保监会偿付能力监管部于近期下发《对相关风险情况进行书面调研的通知》, 要求各保险公司和再保险公司就各公司在地方政府债务领域的投资风险暴露情况开展书面调查, 并于2月15日下午前通过偿二代监管信息系统报送。监管层对地方债关注已久, 2018年初, 原保监会、财政部等先后下发《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》和《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债

务风险的指导意见》, 避免保险机构通过各种投资渠道违规增加地方债务规模。

(摘自新浪财经, 2019年2月13日)

地方融资平台发债条件放松: 6个月内到期、取消“单50%”限制

据悉, 沪深交易所上周窗口指导放松了地方融资平台发行公司债的申报条件。主要包括: 对于到期债务六个月内的债务, 以借新还旧为目的发行公司债, 放开政府收入占比50%的上限限制, 但不允许配套补流。消息人士指出, 该窗口指导并未发文, 市县级地方政府平台由于评级较低, 发行仍面临投资人意愿不足难题。今年《政府工作报告》指出, 鼓励采取市场化方式, 妥善解决融资平台到期债务问题, 不能搞“半拉子”工程。

(摘自和讯网, 2019年3月13日)

外汇局: 实施外债和境外放款宏观审慎管理, 简化登记

3月18日, 国家外汇管理局印发《跨国公司跨境资金集中运营管理规定》。规定指出, 实施外债和境外放款宏观审慎管理。跨国公司可根据宏观审慎原则, 集中境内成员企业外债额度和(或)境外放款额度, 并在集中额度的规模内遵循商业惯例自行开展借用外债业务和(或)境外放款业务。规定还指出, 将大幅简化外债和境外放款登记; 实行资本项目外汇收入结汇支付便利化; 完善准入退出机制; 调整优化账户功能等。

(摘自新浪财经, 2019年3月18日)

《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引(2019版)》发布

为进一步规范个人消费类贷款资产证券化业务, 提升消费类信贷资产支持证券标准化、透明化水平, 充分发挥信贷资

产证券化服务实体经济的积极作用, 2月1日, 中国银行间市场交易商协会发布《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引(2019版)》。《指引》在总结前期试点经验基础上, 充分借鉴国际经验, 明确了注册环节信息披露、发行环节信息披露、存续期定期信息披露、存续期重大事件信息披露方面的具体要求。

(摘自交易商协会网站, 2019年2月1日)

熊猫债发行指引细则落地, 债市对外开放制度渐完善

2月1日, 中国银行间市场交易商协会发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引(试行)》。此次《指引》是人民银行、财政部去年发布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》的配套细则。《指引》在熊猫债发行的信息披露、募集资金使用、中介机构等方面明确了核心制度安排, 有助于推动熊猫债市场发展成为规则透明、机制高效、流程规范的市场。

(摘自上海证券报, 2019年2月2日)



市场动向

Market Trends

全国首单含权地方政府债券在深交所成功发行

2月20日,广东省在深交所成功发行全国首单含权地方政府债券“2019年广东省土地储备专项债券(二期)”。这是广东省落实《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》的重要创新,也是深交所服务地方政府创新专项债券品种的重大突破。该债券发行规模为20亿元,期限为3+2年,附第3年末发行人全额赎回选择权,发行利率3.14%。本期债券的发行一方面有利于丰富地方债品种,增强偿还债券本金灵活性,另一方面有利于发行人主动加强债务管理,避免期限错配和资金闲置以节约利息成本。

(摘自中国证券报, 2019年2月14日)

上清所发布两个AAA级信用债指数

近日,银行间市场清算所股份有限公司正式发布中国信用债0至3年AAA级信用债指数和3至5年AAA级中期票据指数。据悉,中国信用债0至3年AAA级信用债指数综合反映待偿期0至3年、信用评级AAA级的不含权固定利率短期融资券、超短期融资券及中期票据的价格走势;中国信用债3至5年AAA级中期票据指数综合反映待偿期3至5年、信用评级AAA级的不含权固定利率中期票据的价格走势。两个信用债指数的发布,能够丰富中国信用债指数体系,向市场参与者提供新的债券价格指标和投资标的。

(摘自中国金融新闻网, 2019年2月19日)

护航永续债流动性, 首期央行票据互换亮相

2月20日, 央行公开市场业务正式加入一

个新成员——央行票据互换(CBS)。CBS的实质是把缺乏流动性的永续债换成市场认可度更高的央票, 相较于银行永续债, 央票在流动性上具有一定优势。首先, 央票的可抵押范围更广、市场接受度更高, 其次, 央票的质押率更高。央行招标公告显示, 首期CBS操作量为15亿元, 期限1年, 票面利率2.45%, 中标机构既有股份制银行、政策性银行、城商行等银行类机构, 也有证券公司等非银行金融机构。业内人士预期, 伴随永续债流动性提升, 市场需求也将进一步释放。

(摘自上海证券报, 2019年2月21日)

到期违约债券首次通过匿名拍卖达成交易

据中国外汇交易中心消息, 今年首轮债券匿名拍卖于2月27日顺利开展, 到期违约债券首次进入匿名拍卖。此次进入拍卖的债券中, 包括3只到期违约债券, 分别为: “15永泰能源MTN001”、“17永泰能源MTN002”和“18永泰能源CP001”, 共有8家机构提交双向报价, 5家机构参与集中竞价, 其中“17永泰能源MTN002”达成交易。匿名拍卖是中国交易中心针对低流动性债券推出的交易机制, 将该机制应用于到期违约债券转让, 在强化价格发现的同时, 还可降低潜在风险。

(摘自中证网, 2019年2月28日)

地方债两个月发行逾7700亿元, 一季度规模将超万亿元

2月28日, 湖北省、内蒙古自治区、宁夏回族自治区披露地方债发行结果。至此, 2月份地方债发行规模达3588.7亿元, 1至2

月, 全国累计发行地方政府债券7768.4亿元。预计一季度发行规模可能超过1万亿元。分析人士认为, 今年地方债发行提前启动, 且发行规模大幅增加, 募资多用于公路、城市轨道交通、水利、环保防污、棚户区改造等重大基建工程, 基建投资有望迎来全面反弹。

(摘自证券日报, 2019年3月1日)

“债券通”启动后全国首单绿色企业债券深交所上市

3月7日上午, 深圳能源集团股份有限公司在深交所成功上市“2019年第一期深圳能源集团股份有限公司绿色债券”, 该债券于2019年2月21日完成簿记发行, 此次债券共发行16.5亿元, 其中在深交所上市量为7.1亿元, 票面利率4.05%, 主体及债项评级均为AAA, 共有16家境内外投资者中标, 其中境内机构合计14家, 境外机构合计2家。本次绿色企业债券募集资金主要用于发行人深圳能源下属垃圾发电项目建设和补充营运资金。这也是香港与内地债券市场互联互通合作机制启动后, 我国债券通企业债券迎来成功首发。

(摘自21世纪经济报道, 2019年3月7日)

首批创新创业公司债券信用保护合约落地

3月7日, 首批创新创业公司债券信用保护合约在上交所正式落地。首批信用保护合约的参考实体分别为昆山龙腾光电有限公司、江苏京源环保股份有限公司, 均为创新创业实体企业; 参考债券分别为“19龙腾

01”和“19京源01”，为创新创业公司债，是资本市场支持中小创新创业公司的特色债券品种，主承销商东吴证券为两只债券创设了信用保护合约。业内人士认为，在交易所债券市场开展信用保护工具业务，有利于优化债券市场投资者结构和产品结构，完善债券市场信用风险定价机制。

(摘自上海证券报, 2019年3月8日)

资金压力沉重, 房企开启新一轮密集发债

2019年以来, 房企融资迎来小高峰, 尤其是春节过后, 房企融资量呈现井喷态势, 截至2月底, 2019年房企境内外发债规模达1918.9亿元, 较去年同期增长115.1%, 发债成本出现微降态势。高涨的融资需求背后, 是即将到来的偿债高峰。中国指数研究院的统计数据显示, 2019年至2021年是房地产债券的集中到期高峰, 房企面临现金流的考验。2019年房地产行业需偿还债券规模为4994.5亿元, 到2020年, 这一规模将上涨至6513.4亿元, 并于2021年接近万亿元。债务到期规模连年增长, 房企资金链承压, 密集发债说明房企面临沉重的资金压力。

(摘自经济参考报, 2019年3月18日)

海通创设中国交易所首单标的为ABS信用保护合约

海通证券近期在上海证券交易所创设了标的债务为“海通恒信小微3号ABS”的信用保护合约(CDS), 为中国交易所首单标的为ABS的信用保护合约。上述ABS为私募发行, 3月19日设立完毕, 基础资产为小微企业融资租赁债权, 同日创设了CDS合约。该ABS总发行规模为10亿元, 分为优先A-1级, 优先A-2级, 优先A-3级及次级, 其中优先A-3级发行规模1.5亿元, 期限1.6年, 利率4.70%。CDS合约的具体标

的债务为优先A-3级, 合约覆盖占发行规模比例不超过20%。

(摘自新浪财经, 2019年3月25日)

银行首次开售地方债, 投资门槛最低100元

3月25日起, 个人和中小机构可以在银行(通过电子渠道或银行网点)购买地方债。当日, 宁波市、浙江省根据《财政部关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》, 开始通过商业银行柜台市场发行地方债券, 标志着地方债券柜台发行成功推出。地方债券柜台发行成功推出后, 个人和中小机构可以通过商业银行柜台网点或网上银行、手机银行等渠道认购地方债券, 起投金额100元, 交易门槛低。此举进一步拓宽了地方债券发行渠道, 丰富了投资者群体。

(摘自证券日报, 2019年3月26日)

“14鲁金茂MTN001”将根据《破产法》规定进行偿付

2月22日, 山东金茂公告称, 公司2014年度第一期中期票据“14鲁金茂MTN001”于2月21日到期, 公司未能按期足额偿付, 构成违约。因发行人已进入破产重整程序, “14鲁金茂MTN001”将在重整程序中根据《破产法》规定进行偿付。此前, 公司另外两期存续债“16金茂01”和“15金茂债”已经违约。

(摘自Wind, 2019年2月26日)

“16洛娃科技PPN001”违约触发“18洛娃科技MTN001”交叉违约

2月28日, 上清所公告称, 洛娃科技2月25日未能按期足额偿付“16洛娃科技PPN001”本息。3月4日, 洛娃科技实业集团公告, “16洛娃科技PPN001”违约已触

发“18洛娃科技MTN001”交叉违约条款约定情形。

(摘自新浪财经, 2019年3月4日)

“17印纪娱乐MTN001”未按时兑付利息

3月11日, 由中国民生银行股份有限公司主承销的印纪娱乐传媒股份有限公司2017年度第一期中期票据“17印纪娱乐MTN001”应于3月10日(该日为周日, 顺延至3月11日)兑付利息。截至3月11日, 受业务下滑和债券违约等因素的影响, 公司资金筹集困难, 短期流动性紧张, 未能按照约定将“17印纪娱乐MTN001”兑付资金按时足额划至托管机构, 已构成实质性违约。

(摘自Wind, 2019年3月11日)

“17金钰债”无法按期付息

3月17日晚间, 东方金钰发布公告称, 公司应于2019年3月18日开始支付2017年面向合格投资者公开发行公司债券“17金钰债”自2018年3月18日至2019年3月17日期间的利息, 总金额为人民币5250万元。债权登记日为2019年3月15日, 凡在2019年3月15日(含)前买入并持有本期债券的投资者享有本次派发的利息; 2019年3月15日后卖出本期债券的投资者不享有本次派发的利息。公司及控股股东云南兴龙实业有限公司虽然积极筹措支付债券利息的资金, 但截至公告日, 资金暂时未到账, 公司无法按期支付“17金钰债”利息。经公司申请, 公司债券17金钰债自3月18日起开始停牌。

(摘自新京报, 2019年3月17日)



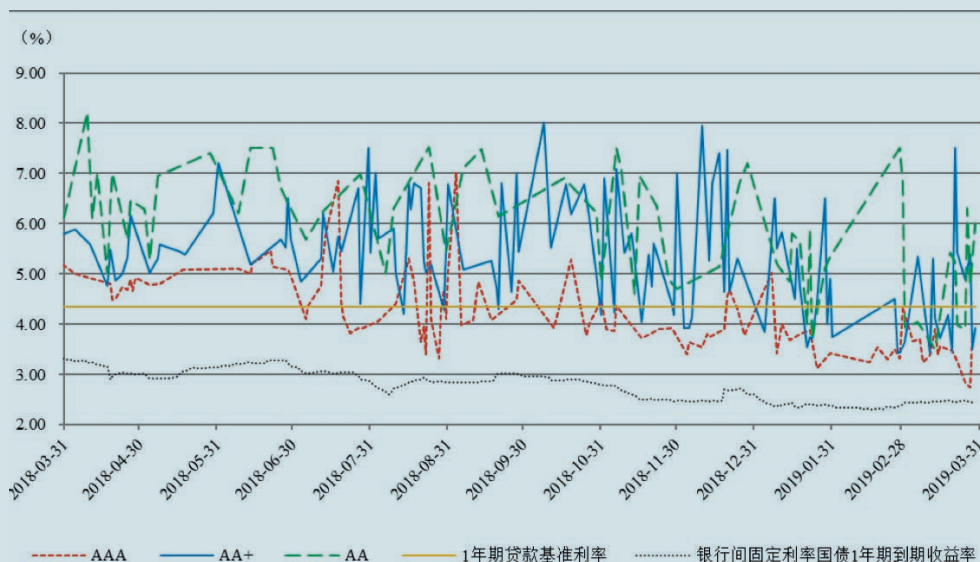
1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

2019年2月至2019年3月，央行实施了稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持了银行间流动性的基本稳定。具体来看，央行实施逆回购共计4900.00亿元，逆回购到期10900.00亿元，实现净回笼6000.00亿元，通过中长期借贷便利（MLF）实现净回笼8225.00亿元。通过抵押补充贷款（PSL）实现净投放1305亿元；同时，央行还对金融机构开展了592.70亿元的常备借贷便利（SLF）稳定债券短端利率。2019年2月，央行通过加大公开市场投放力度，平抑春节假期影响，资金面整体保持合理宽裕；3月，受企业缴税和季末考核影响，资金面边际收紧，但季末财政库款投放对监管考核因素形成一定对冲，资金供求整体仍保持平衡。在此背景下，2019年3月，1年期短融和3年期公司债的平均发行利率（4.13%和4.70%）较2月（3.97%和3.90%）有所上升，而5年期中票和7年期企业债的平均发行利率（4.55%和7.09%）较2月份（4.75%和7.56%）有所下降。

表1 2019年2月-2019年3月债券平均发行利率

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2019年2月	2019年3月	2019年2月	2019年3月	2019年2月	2019年3月	2019年2月	2019年3月
AAA	3.44	3.44	3.89	4.20	3.99	4.34	7.40	6.57
AA+	3.69	4.43	4.07	5.08	4.83	4.71	7.00	6.95
AA	7.15	4.72	-	7.58	7.34	5.74	7.74	7.63
平均发行利率	3.97	4.13	3.90	4.70	4.75	4.55	7.56	7.09

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



2019年2月至3月, 银行间1年期固定利率国债到期收益率稳中略有上升。整体来看, 1年期短期融资券发行利率走势和1年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同但波动较大。2019年3月, AAA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(3.44%)与2月持平, AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(4.43%)较2月(3.69%)有所上升, 而AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(4.72%)较2月(7.15%)有所下降。

2019年2月至3月, 交易所国债3年期到期收益率稳中略有上行, 3年期公司债的平均发行利率走势和3年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年3月, 3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率(4.20%和5.08%)较2月(3.89%和4.07%)均有所上升。

2019年2月至3月, 银行间5年期固定利率国债到期收益率整体呈波动上升趋势, 5年期中期票据平均发行利率走势与5年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2019年3月, 而5年期AAA级中期票据的平均发行利率(4.34%)较2月(3.99%)有所上升, 而5年期AA+级和AA级中期票据的平均发行利率(4.71%和5.74%)较2月(4.83%和7.34%)均有所下降。

2019年2月至3月, 银行间7年期固定利率国债到期收益率整体呈先升后降趋势, 7年期企业债平均发行利率与7年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同, 但波动较大。2019年3月, 7年期AAA级、AA+级和AA级企业债的平均发行利率(6.57%, 6.95%和7.63%)较2月(7.40%, 7.00%和7.74%)均有所下降。

受企业缴税、地方债加速发行和MLF到期规模较大等影响, 2019年4月和5月的流动性压力较大, 预计央行将继续保持稳健的货币政策, 松紧适度, 合理安排工具搭配和操作节奏, 以维持市场资金面的合理充裕。■

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

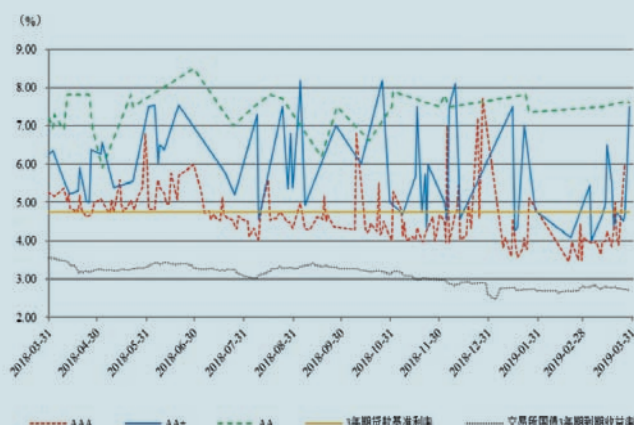


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

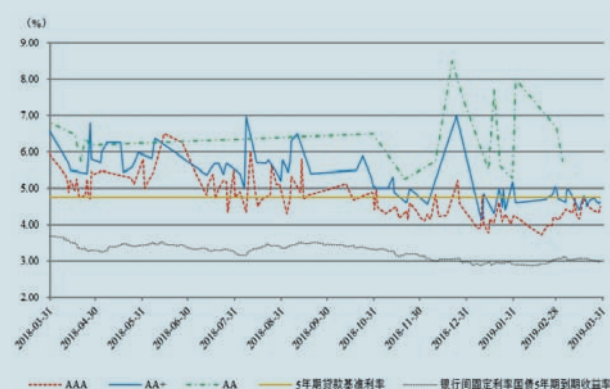
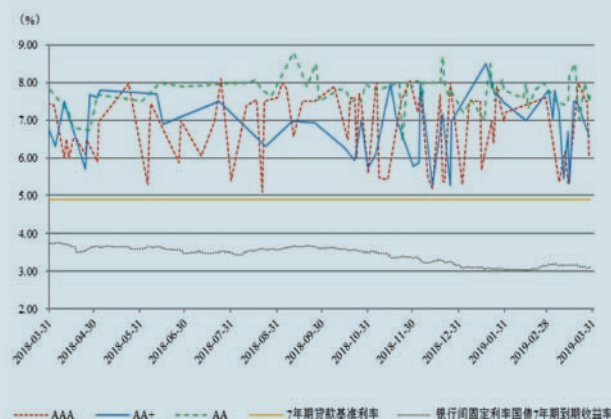


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2016年~2019年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月	
				数值 (亿元)	同比
GDP	6.7	6.9	6.6	213433.00	6.4
规模以上工业增加值	6.0	6.6	6.2	-	6.5
固定资产投资总额 (不含农户)	8.1	7.2	5.9	101871	6.3
社会消费品零售总额	10.4	10.2	9.0	97790	8.3
出口总额	-2.0	10.8	7.1	37673	6.7
进口总额	0.6	18.7	12.9	32377	0.3
CPI	2.0	1.6	2.1	-	1.8
PPI	-1.4	6.3	3.5	-	0.2
社会融资规模存量	12.8	12.0	9.8	2084100	10.7
M2余额	11.3	8.1	8.1	1889412	8.6
人民币贷款余额	13.5	12.7	13.2	1409800	13.8

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的同比增长率为名义增长率;

2. 出口总额、进口总额计价货币为人民币, 单位为亿元

资料来源: Wind, 联合资信整理

2016年~2019年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月	2019年1~3月同比 (%)	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月	2019年1~3月同比 (%)
政府债	1315	1290	1080	344	290.91	89916.09	83089.34	77147.45	15232.06	130.72
国债	156	156	152	21	0.00	29457.69	39508.40	35506.77	2554.70	-42.02
地方政府债	1159	1134	928	323	382.09	60458.40	43580.94	41640.67	12677.36	477.44
金融债	817	787	729	145	184.31	41165.50	38691.51	41404.20	10514.30	41.29
政策性银行债	624	545	489	85	304.76	33470.00	28819.78	29703.80	6671.30	4.02
商业银行债券	154	198	174	43	104.76	6230.50	8707.73	9182.40	3117.00	444.45
非银行金融机构债券	39	44	66	17	88.89	1465.00	1164.00	2518.00	726.00	59.21
政府支持机构债券	19	25	46	6	-50.00	2250.00	3010.00	4170.00	420.00	-61.82
企业债券	498	382	282	104	153.66	5535.30	3530.25	2390.08	842.39	161.61
一般企业债	455	349	257	99	191.18	5485.30	3530.25	2260.68	793.19	176.18
集合企业债	3	0	0	0	-	50.00	0.00	0.00	0.00	-
项目收益债	40	33	25	5	-28.57	390.40	200.70	129.40	49.20	41.38
中期票据	897	910	1399	412	55.47	11077.10	10212.55	15893.65	5228.30	67.96
集合票据	0	0	0	0	-	30.00	0.00	0.00	0.00	-
短期融资券	2636	2134	2912	899	32.01	33277.85	23361.90	30664.30	9390.40	28.81
一般短期融资券	687	463	422	128	9.40	6082.95	3949.70	4193.30	1172.50	15.73
超短期融资券	1949	1671	2490	771	36.70	27194.90	19412.20	26471.00	8217.90	30.92
证券公司短期融资券	60	19	57	19	90.00	1178.60	392.00	1425.00	470.00	88.00
资产支持证券 (银行间)	343	403	446	65	54.76	3908.53	5977.29	9318.35	1238.42	55.96
资产支持证券 (交易所)	1792	1818	2004	460	61.97	4071.83	8064.97	9457.64	1890.76	57.40
非金融企业资产支持票据	38	115	248	133	392.59	166.57	584.95	1256.98	513.18	355.63
非公开定向债务融资工具	746	725	766	273	49.18	6028.85	5954.61	5458.87	1961.02	58.23
公司债	2260	1199	1520	394	63.49	27734.68	11003.15	16491.70	4297.66	110.30
证券公司债	165	264	210	56	3.70	4260.10	6339.40	4718.90	1417.00	29.79
可转债	11	52	83	39	160.00	212.52	947.11	793.12	1242.80	384.13
可交换债	71	80	28	8	-27.27	674.29	1167.84	464.74	180.70	-49.04
项目收益票据	11	5	0	0	-	38.50	21.10	0.00	0.00	-
同业存单	16452	26931	27301	5607	-7.38	129931.00	201872.40	210832.40	40481.50	-22.78
国际机构债	4	4	4	3	50.00	125.00	60.00	60.00	50.00	44.51
SDR计价债券 (折人民币)	2	0	0	0	-	55.80	0.00	0.00	0.00	-
合计	28137	37143	39115	8967	11.24	361638.11	404280.37	431947.38	95369.87	11.32

注: 1. 除资产支持证券按照发行日统计, 其他债券均按照起息日统计; 2. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据企业债券及公司债券等券种的统计中; 3. “非银行金融机构债”中包括保险公司债、资产管理公司债等, 不包括证券公司债; 4. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 5. “公司债”不包含证券公司债; 6. 证券公司债包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券 (银行间) 指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券 (交易所) 指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. 由于私募债券尚无权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind中截至2019年4月1日已披露的数据, 并会对之前的数据进行追溯调整

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信评估有限公司评级公告

(2019年2月1日至2019年3月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
江苏沙钢集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-01	2019-02-13	3	4.20
2019年长沙金霞经济开发区开发建设总公司企业债券	8	-	-	-	AA+	AA	稳定	2019-01-24	2019-02-13	7	7.00
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年度第三期短期融资券	25	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-02-01	2019-02-14	365天	3.00
河南省农业综合开发有限公司2019年度第一期中期票据	3	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-01-17	2019-02-18	3	4.37
大同煤矿集团有限责任公司2019年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-11-21	2019-02-18	3	4.94
重庆市迪马实业股份有限公司2019年度第一期中期票据	5.6	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-15	2019-02-19	2+1	8.00
泰州华诚医学投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	3	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-10-18	2019-02-20	3	7.50
2019年第一期深圳能源集团股份有限公司绿色债券	16.5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-16	2019-02-21	5+5	4.05
荆门高新技术产业开发有限责任公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-02-15	2019-02-21	3	5.00
河北旅游投资集团股份有限公司2019年度第一期中期票据	2	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-09-29	2019-02-21	3	5.30
新开发银行2019年度第一期人民币债券(债券通)(品种一)	20	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-02-11	2019-02-22	3	3.00
新开发银行2019年度第一期人民币债券(债券通)(品种二)	10	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-02-11	2019-02-22	5	3.32
南昌轨道交通集团有限公司2019年度第一期绿色中期票据	5	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2018-10-25	2019-02-22	3+N	5.00
海安开发区建设投资有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-31	2019-02-25	3	7.49
南京高科股份有限公司2019年度第一期短期融资券	15	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-01-28	2019-02-25	365天	3.44
山西能源交通投资有限公司2019年度第一期中期票据	18	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-01-31	2019-02-25	3+2	4.60
2019年第一期广西铁路投资集团有限公司公司债券	20	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2019-01-21	2019-02-25	5	4.78
盐城市交通控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	8	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-08-27	2019-02-25	3+N	8.00
河南投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-19	2019-02-25	5	4.19
天津市地下铁道集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-01-11	2019-02-25	365天	3.28
天津市地下铁道集团有限公司2019年度第二期中期票据	12	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-15	2019-03-22	3	3.99
太原钢铁(集团)有限公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-17	2019-02-25	3	3.98
南宁城市建设投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-02-15	2019-02-26	5	4.57
南宁城市建设投资集团有限责任公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-28	2019-03-14	5	4.52
冀中能源邯郸矿业集团有限公司2019年度第一期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-06-27	2019-02-26	365天	4.35
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-07-16	2019-02-26	5	5.39
华润股份有限公司2019年度第三期中期票据(品种一)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-20	2019-02-27	3	3.58
华润股份有限公司2019年度第三期中期票据(品种二)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-20	2019-02-27	5	3.98
广东省高速公路发展股份有限公司2019年度第一期中期票据	6.8	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-09-29	2019-02-27	5	4.00
辽渔集团有限公司2019年度第一期短期融资券	4	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-08-13	2019-02-27	365天	6.80
武汉旅游发展投资集团有限公司2019年度第一期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-12-28	2019-02-27	365天	3.94
云南省城市建设投资集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-02-20	2019-02-27	365天	4.35
云南省城市建设投资集团有限公司2019年度第二期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-20	2019-03-06	3	6.08
2019年第一期北京首都旅游集团有限责任公司公司债券(品种一)	12	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-31	2019-02-27	3+3+3	3.99
2019年第一期北京首都旅游集团有限责任公司公司债券(品种二)	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-31	2019-02-27	5+5	4.39
北京首都旅游集团有限责任公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-04	2019-03-29	5	4.30
云南省建设投资控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-08-07	2019-02-27	3+N	6.90
苏州市恒澄建设发展有限公司2019年度第二期中期票据	1	-	AA	稳定	AAA	AA	稳定	2019-02-22	2019-02-27	3	4.47
步步高投资集团股份有限公司2019年度第一期中期票据	3	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-08-02	2019-02-28	2+1	7.38
步步高投资集团股份有限公司2019年度第二期中期票据	1	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-03-07	2019-03-15	2+1	7.50
浙江省国际贸易集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-22	2019-02-28	3	4.17
2019年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券	10	-	-	-	AA	AA	稳定	2019-01-21	2019-03-01	5+5	7.50
石家庄滹沱新区投资开发有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-02-21	2019-03-04	3	6.28
成都轨道交通集团有限公司2019年度第一期绿色中期票据	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-12	2019-03-04	5	4.40
上海宝龙实业发展(集团)有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-01-30	2019-03-05	2	7.20
宿迁市交通产业集团有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-01-29	2019-03-05	5	4.96
中央汇金投资有限责任公司2019年度第二期短期融资券	70	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-06	365天	3.00
中央汇金投资有限责任公司2019年度第三期中期票据	100	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-06	3	3.42
中央汇金投资有限责任公司2019年度第四期中期票据	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-06	5	3.76

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
陕西延长石油(集团)有限责任公司2019年度第一期短期融资券	20	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-06	365天	3.05
2019年宜春市袁州区国有资产运营有限公司地下管廊专项债券	8.5	-	-	-	AA+	AA	稳定	2018-05-04	2019-03-07	7	7.20
西南水泥有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-01-15	2019-03-07	365天	3.39
吉林省高速公路集团有限公司2019年度第二期扶贫中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-25	2019-03-08	5	4.87
福建漳龙集团有限公司2019年度第二期短期融资券	6	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-12-20	2019-03-08	365天	3.43
2019年福州城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(第一期)	6	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-12-13	2019-03-11	5+5	4.38
天津滨海新区建设投资集团有限公司2019年度第一期中期票据(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-27	2019-03-11	3	4.30
天津滨海新区建设投资集团有限公司2019年度第一期中期票据(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-27	2019-03-11	5	4.70
深圳市特发集团有限公司2019年度第一期中期票据	4.3	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-01	2019-03-11	3	3.98
济南西城投资开发有限公司2019年度第一期短期融资券	7	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-01-24	2019-03-11	365天	3.30
淮南矿业(集团)有限责任公司2019年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-29	2019-03-11	3+N	5.50
淮南矿业(集团)有限责任公司2019年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-04	2019-03-28	3+N	5.50
庐江县城市建设投资有限公司2019年度第一期中期票据	4.5	-	-	-	AAA	AA	稳定	2018-10-15	2019-03-11	5	5.05
陕西省水务集团有限公司2019年度第一期短期融资券	6	-	-	-	A-1	AA	稳定	2018-07-30	2019-03-11	365天	3.50
南京地铁集团有限公司2019年度第一期绿色中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-12-18	2019-03-12	5	4.18
湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-08-06	2019-03-12	3+N	6.28
陕西煤化工产业集团有限责任公司2019年度第一期短期融资券	30	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-01-08	2019-03-12	365天	3.40
北京顺鑫控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-24	2019-03-12	3	4.28
杭州滨江房产集团股份有限公司2019年度第二期短期融资券	8	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-02-14	2019-03-13	365天	4.10
江西公路开发有限责任公司2019年度第一期短期融资券	5	-	-	-	A-1	AA+	稳定	2019-02-02	2019-03-13	365天	3.41
国家开发投资集团有限公司2019年度第一期中期票据(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-06	2019-03-13	3	3.65
国家开发投资集团有限公司2019年度第一期中期票据(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-06	2019-03-13	5	3.99
天津中环半导体股份有限公司2019年度第一期中期票据	6	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-20	2019-03-13	3	5.75
威高集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-01-02	2019-03-14	3	6.50
云南水务投资股份有限公司2019年度第一期短期融资券	6	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-03-08	2019-03-14	365天	4.18
株洲市城市建设发展集团有限公司2019年度第一期中期票据	4	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-11-19	2019-03-14	5	5.00
阳泉煤业(集团)有限责任公司2019年度第四期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-01-22	2019-03-15	365天	3.48
泰州市城市建设投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-08-10	2019-03-15	5	4.75
太原国有投资集团有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	-	-	A-1	AA+	稳定	2018-08-28	2019-03-18	365天	3.40
武汉工业控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	6	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-09-14	2019-03-18	3	6.20
山西路安矿业(集团)有限责任公司2019年度第一期短期融资券	20	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-12-28	2019-03-18	365天	3.49
浙江省交通投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-11-12	2019-03-18	3	3.65
河南省收费还贷高速公路管理有限公司2019年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-13	2019-03-19	3	3.75
江苏南通三建集团股份有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2018-11-14	2019-03-20	2+1	7.50
阳谷祥光铜业有限公司2019年度第一期短期融资券	5	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-12-14	2019-03-20	365天	6.50
湖南省高速公路集团有限公司2019年度第一期短期融资券	20	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-11-26	2019-03-20	365天	3.30
湖南省高速公路集团有限公司2019年度第二期扶贫中期票据	15.5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-26	5	4.34
湖南富兴集团有限公司2019年度第一期短期融资券	4	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-01-23	2019-03-20	365天	7.50
北京京客隆商业集团股份有限公司2019年度第一期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2019-02-22	2019-03-21	365天	3.90
中国华能集团有限公司2019年度第一期中期票据(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-11	2019-03-21	3+N	4.43
中国华能集团有限公司2019年度第一期中期票据(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-11	2019-03-21	5+N	4.70
中国华能集团有限公司2019年度第二期中期票据(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-14	2019-03-29	3+N	4.38
中国华能集团有限公司2019年度第二期中期票据(品种二)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-14	2019-03-29	5+N	4.70
中国化工集团有限公司2019年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-14	2019-03-21	3	3.89
江苏省苏豪控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	4	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-29	2019-03-22	2+1	5.50
苏州汾湖投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	9	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-02-26	2019-03-22	3+2	5.00
上海世茂股份有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-02-22	2019-03-22	365天	3.67
德阳市建设投资发展集团有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	-	-	AA	AA	正面	2018-09-19	2019-03-22	3+2	4.65
湖南华菱钢铁集团有限责任公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-18	2019-03-22	3+2	4.50
江苏大丰海港控股集团有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-11-01	2019-03-25	3	7.49
株洲市湘江投资集团有限公司2019年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-16	2019-03-25	3	7.50
天津渤海国有资产经营管理有限公司2019年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-22	2019-03-26	3	4.59
郴州高科投资控股有限公司2019年度第一期中期票据	7	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-18	2019-03-26	3+2	7.39
2019年第二期新兴铸管股份有限公司绿色债券	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-07	2019-03-26	3+2	4.25

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
江阴城市建设投资有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2019-01-30	2019-03-26	365天	3.35
2019年第一期泰州凤城河建设发展有限公司公司债券	4	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-12-28	2019-03-27	7	6.58
浙江恒逸集团有限公司2019年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-09-18	2019-03-28	2	6.68
武汉金融控股(集团)有限公司2019年度第一期中期票据	21	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-22	2019-03-28	3+N	5.83
常州钟楼经济开发区投资建设有限公司2019年度第一期中期票据	7	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-10-26	2019-03-29	3	7.10
2019年甘肃省一般债券(二期)	88.9	-	-	-	AAA	-	-	2019-02-20	2019-02-27	10	3.40
2019年厦门市轨道交通项目专项债券(一期)-2019年厦门市政府专项债券(一期)	35	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-13	2019-03-21	15	3.68
2019年宁夏回族自治区政府收费公路专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(一期)	21	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	10	3.44
2019年宁夏回族自治区土地储备专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(二期)	7	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	5	3.37
2019年宁夏回族自治区棚改专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(三期)	9.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	5	3.37
2019年宁夏回族自治区棚改专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(四期)	8.3	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	10	3.44
2019年宁夏回族自治区水专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(六期)	0.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	10	3.44
2019年宁夏回族自治区医疗卫生专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(五期)	0.5	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	5	3.37
2019年宁夏回族自治区基础设施建设专项债券(一期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(七期)	4.8	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	5	3.37
2019年宁夏回族自治区基础设施建设专项债券(二期)-2019年宁夏回族自治区政府专项债券(八期)	1.2	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	5	3.37
2019年宁夏回族自治区政府一般债券(三期)	20.6	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-14	2019-03-22	7	3.43
2019年吉林省政府一般债券(一期)	85	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-18	2019-03-26	7	3.40
2019年吉林省政府一般债券(二期)	120	-	-	-	AAA	-	-	2019-03-18	2019-03-26	10	3.47
华闻传媒投资集团股份有限公司2014年度第一期中期票据	7	AA+	AA+	-	AA+	AA+	负面	2019-02-01	2014-07-23	5	5.89
华闻传媒投资集团股份有限公司2017年度第一期中期票据	10	AA+	AA+	-	AA+	AA+	负面	2019-02-01	2017-11-07	3	5.45
华闻传媒投资集团股份有限公司2018年度第一期中期票据	13	AA+	AA+	-	AA+	AA+	负面	2019-02-01	2018-04-03	3	6.00
中信国安集团有限公司2014年度第二期中期票据	10	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2014-11-04	5	4.90
中信国安集团有限公司2015年度第一期中期票据	30	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2015-04-24	5+N	6.50
中信国安集团有限公司2015年度第三期中期票据	30	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2015-10-13	5+N	5.70
中信国安集团有限公司2015年度第四期中期票据	20	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2015-12-14	5	4.23
中信国安集团有限公司2016年度第一期中期票据	16	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2016-03-07	5	4.49
中信国安集团有限公司2016年度第二期中期票据	20	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2016-12-13	3	5.80
中信国安集团有限公司2018年度第一期中期票据	12	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2018-06-26	2+1	7.00
中信国安集团有限公司2018年度第二期中期票据	12	AA+	AA+	稳定	AA-	AA-	负面	2019-03-18	2018-07-31	2+1	7.00

注: 1.公告内容仅包括2019年2月1日至2019年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别变动的评级信息; 2.地方政府债无主体级别和展望; 3.除C级外, 由于列入可能下调信用等级观察名单, 个别主体/债券存在无评级展望的情况(下同)

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2019年2月1日至2019年3月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2019年工银金融租赁有限公司金融债券(第二期)品种一	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-13	2019-02-28	3	3.45
2019年工银金融租赁有限公司金融债券(第二期)品种二	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-13	2019-02-28	5	3.95
东北证券股份有限公司2019年度第二期短期融资券	15	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2019-02-18	2019-03-05	91天	2.85
青岛农村商业银行股份有限公司2019年金融债券	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-19	2019-03-11	3	3.64

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2019年江苏江南农村商业银行股份有限公司二级资本债券	30	-	AAA	稳定	AA+	AAA	稳定	2018-11-02	2019-03-15	5+5	4.69
2019年广东南海农村商业银行股份有限公司第一期绿色金融债券	6	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-22	2019-03-19	3	3.62
2019年第一期晋中银行股份有限公司二级资本债券	8	-	AA-	稳定	A+	AA-	稳定	2019-03-14	2019-03-25	5+5	5.80
珠江人寿保险股份有限公司2019年第一期资本补充债券	18	-	-	-	AA-	AA	稳定	2019-03-13	2019-03-26	5+5	6.25
百年人寿保险股份有限公司2019年资本补充债券	20	-	-	-	AA-	AA	稳定	2018-09-21	2019-03-26	5+5	6.25
2019年第一期中国长城资产管理股份有限公司金融债券(品种一)	100	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-14	2019-03-28	3	3.65
2019年第一期中国长城资产管理股份有限公司金融债券(品种二)	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-14	2019-03-28	10	4.59
红塔证券股份有限公司2019年度第一期短期融资券	10	-	-	-	A-1	AA+	稳定	2019-03-18	2019-03-28	91天	3.30

注：公告内容仅包括2019年2月1日至2019年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2019年2月1日至2019年3月31日)

发起机构/ 贷款服务机构	受托机构/ 发行人	债券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率 (%)	评级	评级时间	证券发行 时间	证券法定 到期日
徐州粤海水务 有限责任公司	中国对外经济贸易 信托有限公司	徐州粤海水务有限责任公司2019年度第一期资产支持票据优先级	16.80	0.97	4.25	AAA ₊	2019-02-26	2019-02-18	2038-03-05
		徐州粤海水务有限责任公司2019年度第一期资产支持票据次级	0.52	0.03	无票面利率	NR			
宁波银行 股份有限公司	安徽国元信托 有限责任公司	永动2019年第一期个人消费贷款资产支持证券优先A档资产支持证券	39.60	0.88	3.25	AAA ₊	2018-11-21	2018-12-05	2021-11-08
		永动2019年第一期个人消费贷款资产支持证券优先B档资产支持证券	1.42	0.03	3.55	AA ₊			
		永动2019年第一期个人消费贷款资产支持证券次级档资产支持证券	3.98	0.09	无票面利率	NR			
中国农业银行 股份有限公司	建信信托 有限责任公司	农盈2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1档资产支持证券	39.00	0.38	中长期贷款5 年以上-1.65%	AAA ₊	2019-02-12	2019-02-26	2020-10-26
		农盈2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2档资产支持证券	49.80	0.49	中长期贷款5 年以上-0.82%	AAA ₊			2024-11-26
		农盈2019年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档资产支持证券	13.14	0.13	无票面利率	NR			2034-01-26
		魏桥金融保理2019年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据优先级	2.48	0.95	6.35	AAA ₊	2019-02-19	2019-02-27	2020-02-16
重庆魏桥金融 保理有限公司	云南国际信托 有限公司	魏桥金融保理2019年度第一期中国宏桥供应链应付账款资产支持票据次级	0.14	0.05	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	和信2019年第一期汽车分期贷款优先A档资产支持证券	8.00	0.82	3.15	AAA ₊	2019-02-10	2019-03-01	2020-07-26
		和信2019年第一期汽车分期贷款优先B档资产支持证券	0.64	0.07	3.40	AA ₊			2020-11-26
		和信2019年第一期汽车分期贷款优先C档资产支持证券	0.36	0.04	5.00	A ₊			2021-01-26
		和信2019年第一期汽车分期贷款次级档资产支持证券	0.70	0.07	无票面利率	NR			2022-09-26
尚隽商业保理 (上海)有限公司	云南国际信托 有限公司	尚隽商业保理(上海)有限公司2019年度第一期资产支持票据优先级	4.20	0.95	4.88	AAA ₊	2019-02-22	2019-03-04	2020-03-05
		尚隽商业保理(上海)有限公司2019年度第一期资产支持票据次级	0.23	0.05	无票面利率	NR			
上汽通用汽车 金融有限责任 公司	上海国际信托 有限公司	融腾2019年第一期个人汽车贷款优先A1级资产支持证券	50.00	0.50	3.08	AAA ₊	2019-02-12	2019-03-06	2020-02-26
		融腾2019年第一期个人汽车贷款优先A2级资产支持证券	37.80	0.38	短期贷款1 年-0.95%	AAA ₊			2020-10-26
		融腾2019年第一期个人汽车贷款次级资产支持证券	12.20	0.12	无票面利率	NR			2021-07-26
中国工商银行 股份有限公司	交银国际信托 有限公司	工元安居2019年第一期个人住房抵押贷款优先A-1级资产支持证券	61.00	0.43	中长期贷款5 年以上-1.70%	AAA ₊	2018-12-28	2019-03-07	2021-02-26
		工元安居2019年第一期个人住房抵押贷款优先A-2级资产支持证券	62.80	0.44	中长期贷款5 年以上-0.85%	AAA ₊			2025-02-26
		工元安居2019年第一期个人住房抵押贷款次级资产支持证券	18.52	0.13	无票面利率	NR			2033-07-26
浙商银行 股份有限公司	中铁信托 有限责任公司	浙商链融2019年度第二期企业应收账款资产支持票据	7.84	100.00	3.78	AAA ₊	2019-03-01	2019-03-18	2020-02-05
上海易鑫融资 租赁有限公司	交银国际信托 有限公司	上海易鑫融资租赁有限公司2019年度第一期资产支持票据优先A级	10.40	0.83	4.68	AAA ₊	2019-03-12	2019-03-22	2020-09-12
		上海易鑫融资租赁有限公司2019年度第一期资产支持票据优先B级	1.40	0.11	6.80	AA ₊			2021-03-12
		上海易鑫融资租赁有限公司2019年度第一期资产支持票据次级	0.78	0.06	无票面利率	NR			2022-03-12
深圳前海汇天 国际商业保理 有限公司	中建投信托股份 有限公司	深圳前海汇天国际商业保理有限公司2019年度第二期资产支持票据	5.59	0.73	6.00	AAA ₊	2019-03-01	2019-03-25	2020-03-27
深圳前海辉明 商业保理有限 公司	平安信托有限责任 公司	深圳前海辉明商业保理有限公司2019年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据优先级	2.00	0.26	7.50	AA ₊	2019-03-08	2019-03-25	2020-03-26
		深圳前海辉明商业保理有限公司2019年度第一期蓝光发展供应链应付账款资产支持票据次级	0.11	0.01	无票面利率	NR			

注：公告内容仅包括2019年2月1日至2019年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息；NR表示未予评级

联合信用评级有限公司评级公告

(2019年2月1日至2019年3月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行 利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2019年长沙金霞经济开发区开发建设总公司企业债券主动评级	8	-	-	-	AA ₊	AA ₊	稳定	2019-02-15	2019-02-13	7	7.00
北京住总集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	9	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-01-31	2019-02-18	3+2	4.07
北京住总集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(第二期)	9	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-28	2019-03-08	3+2	4.35
中国南方航空股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-31	2019-02-20	3	3.45
厦门翔业集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-25	2019-02-20	3	3.58
平安不动产有限公司面向合格投资者公开发行2019年可续期公司债券(第二期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-11	2019-02-20	3+N	4.71
青岛国信发展(集团)有限责任公司非公开发行2019年绿色公司债券(第一期)	10.5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-21	2019-02-22	3+2	4.38
国家能源投资集团有限责任公司2019年公开发行公司债券(第二期)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-25	2019-02-25	3	3.50
2019年第一期广西铁路投资集团有限公司公司债券	20	-	-	-	AAA ₊	AAA ₊	稳定	2019-01-21	2019-02-25	5	4.78
平安证券股份有限公司面向合格投资者公开发行2019年公司债券(第一期)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-01	2019-02-25	3+2	3.70
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第三期)(品种一)	12	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-19	2019-02-26	3+3	4.08
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2019年公开发行公司债券(第三期)(品种二)	13	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-19	2019-02-26	10	4.99
美的置业集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	10	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-02-14	2019-02-26	2+1	6.50
2019年第一期北京首都旅游集团有限责任公司公司债券(品种一)	12	-	-	-	AAA ₊	AAA ₊	稳定	2019-03-27	2019-02-27	3+3+3	3.99
2019年第一期北京首都旅游集团有限责任公司公司债券(品种二)	8	-	-	-	AAA ₊	AAA ₊	稳定	2019-03-27	2019-02-27	5+5	4.39
2019年威海市文登区城市资产经营有限公司城市停车场建设专项债券	10	-	-	-	AA ₊	AA ₊	稳定	2019-02-01	2019-03-01	5+5	7.50
天津中环半导体股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	4.5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-20	2019-03-04	2+2+2	6.00
重庆华宇集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	4	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-02-11	2019-03-05	2+3	7.50
新奥(中国)燃气投资有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-28	2019-03-06	3	4.20
中国远洋海运集团有限公司面向合格投资者公开发行2019年公司债券(第一期)(品种二)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-19	2019-03-06	10	4.56
中国建材股份有限公司2019年公开发行公司债券(第二期)品种一	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-28	2019-03-07	3	3.65
中远海运发展股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行可续期公司债券(第一期)(品种一)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-22	2019-03-11	3+N	4.47
中国华能集团有限公司公开发行2019年可续期公司债券(第一期)(品种一)	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-28	2019-03-11	5+N	4.69
中国葛洲坝集团股份有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-01-18	2019-03-11	5	4.10
新疆特变电工集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-02-20	2019-03-12	3+2	5.58
京投发展股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	10	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-03-01	2019-03-12	3+2	3.99
中国兵器装备集团有限公司2019年公司债券(第一期)(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-14	1+1	3.35
珠海金融投资控股集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行纾困专项债券(第一期)(品种二)	20	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-03-04	2019-03-14	3+2	4.19
深圳华侨城股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-02-25	2019-03-14	3+2	3.88
中国兵器装备集团有限公司2019年公司债券(第一期)(品种二)	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-14	3+2	3.70
中广核风电有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)品种一	3	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-07	2019-03-15	3	3.78
中广核风电有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)品种二	7	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-07	2019-03-15	10	4.60
上海世茂股份有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-01	2019-03-15	3	4.64
潍坊市投资集团有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	6	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2019-01-21	2019-03-19	3+2	5.10
华西证券股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	9	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-11	2019-03-19	3+2	3.88
湖州市城市投资发展集团有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	14	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-01	2019-03-19	3+2	4.38
唐山三友化工股份有限公司2019年公司债券(第一期)品种一	6	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-06	2019-03-21	3+2	4.43
常高新集团有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)(面向合格投资者)品种一	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-15	2019-03-22	3+2	4.65
红星美凯龙控股集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)(品种一)	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-08	2019-03-22	2+1	6.50
山东魏桥铝电有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	20	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2019-03-13	2019-03-22	3+2	6.00
中国希格玛有限公司面向合格投资者公开发行2019年公司债券(第一期)	16	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-05-11	2019-03-22	2+1	8.20
东方国际创业股份有限公司2019年公开发行可交换公司债券	1.5	-	-	-	AA	AA	稳定	2019-03-06	2019-03-25	3	1.50
广西荣和有限责任公司公开发行2019年公司债券(第一期)	6.5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-01-22	2019-03-26	3+2	7.65
中国投融资担保股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	25	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-12-20	2019-03-27	3+2	3.87

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果			评级 时间	发行 时间	期限 (年)	发行利 率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望				
安吉县西北开发有限公司2019年非公开发行公司债券(第一期)	10	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2019-03-18	2019-03-26	3+2	7.50
鑫苑(中国)置业有限公司公开发行2019年公司债券(第一期)	9.8	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-06-04	2019-03-27	5	8.40
上海宝龙实业发展(集团)有限公司2019年公开发行住房租赁专项公司债券(第一期)	3	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-05	2019-03-28	2	7.20
镇江国有投资控股集团有限公司公开发行2019年公司债券(第二期)	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-18	2019-03-28	2+1	6.00
西南证券股份有限公司2019年公开发行公司债券(第一期)	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2019-03-22	2019-03-29	3	3.85
西宁特钢股份有限公司2011年公司债券	10	AA	AA	稳定	AA	AA	-	2019-02-12	2011-06-15	5+3	5.75
西宁特钢股份有限公司2012年公司债券	4.3	AA	AA	稳定	AA	AA	-	2019-02-12	2012-07-16	5+3	5.50
国购投资有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	5	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2016-01-29	3+2	7.20
国购投资有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	6.6	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2016-03-16	3+2	7.30
国购投资有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)	8.4	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2016-07-22	3+2	7.29
国购投资有限公司2016年非公开发行公司债券	10	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2016-11-22	2+1	7.30
国购投资有限公司2017年非公开发行公司债券(第一期)(品种一)	8	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2017-08-28	3	8.00
国购投资有限公司2017年非公开发行公司债券(第二期)	3	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2017-12-28	2+1	7.80
国购投资有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	5	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2018-04-04	3+2	7.80
国购投资有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	4.8	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2018-05-17	3+2	7.80
国购投资有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)	1.1	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2018-08-14	3+2	7.80
国购投资有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第四期)	1	B	B	负面	C	C	-	2019-02-01	2018-08-23	3+2	7.80
人福医药集团股份有限公司公开发行2016年公司债券	10	AA+	AA+	稳定	AA+	AA+	-	2018-06-06	2016-04-21	3	3.83
北新建材集团有限公司2016年公司债券	7	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2019-03-08	2016-07-27	3+2	4.00
东方金钰股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券	7.5	CC	CC	负面	C	C	-	2019-03-18	2017-03-15	3+2	7.00
甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)	5	A	A	-	BBB	BBB	负面	2019-02-11	2017-11-07	3+2	7.20

注: 1.公告内容仅包括2019年2月1日至2019年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别变动的评级信息; 2.评级符号后有“pi”表示该评级为主动评级

《债市“排雷”——债券市场违约问题研究》 重磅推出！

债券市场是我国资本市场的重要组成部分，对经济发展具有重要的作用。改革开放以来，我国债券市场的发展主要经历了三个发展阶段，分别是起步阶段（1978年—1993年）、逐步发展阶段（1994年—2004年）以及快速扩张阶段（2005年至今）。起步阶段，债券一级市场、二级市场初见雏形，国债、企业债券、金融债券相继开始发行，交易所的场内交易市场出现；逐步发展阶段，债券品种逐步增加，同时形成了包括银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场三个子市场在内的

的分层市场体系；快速扩张阶段，债券市场产品更加丰富，短期融资券、中期票据等先后出现，公司债的推出使得债券市场快速扩容，同时资产证券化产品、绿色债券、创新创业债券、地方政府债等创新品种开始发展，债券市场发行量和交易量均明显增长。我国债券市场在满足实体经济融资需求、促进经济高质量发展方面发挥着日益显著的作用。

与此同时，在债券市场快速发展的背景下，债券违约风险也在不断累积和逐步暴露。在经历了较长时间的刚性兑付（隐性违约）时期后，2006年，“06福禧CP01”事件为我国债券市场投资者敲响了信用风险警钟；2014年“11超日债”发生实质性违约，这是我国公募债券市场上的首例公开债券违约事件，2014年也被公认为中国债券市场的“违约元年”；2015年以来，随着我国市场化进程的不断推进，违约事件时有发生，我国债券市场违约债券逐步覆盖短融、超短融、中票、定向工具、企业债和公司债券（含私募债）等主要公司信用类债券，违约主体扩大至民营企业、央企、地方国企等所有企业类型，违约涉及行业不断增多，涉及省份范围不断扩大，违约逐渐步入常态化发展阶段。

信用风险的存在是市场经济发展的客观规律，违约现象是宏观经济和行业周期性变化下的必然结果，出现违约事件是成熟债券市场的特征之一。从长期来讲，非系统性违约事件的发生对于消除债券市场定价扭曲、完善市场风险分散分担机制以及提高评级的实际价值具有积极意义，打破债券刚性兑付也有利于市场参与者加强



对信用风险的认识及重视程度，进而采取有效措施管控风险。在正确认识债券违约的前提下，从理论上和实践角度加强对信用风险和违约事件的研究至关重要，有利于债券市场投资者更好防范信用风险，中介机构更好履行自身职责，债券市场服务实体经济的功能得到更好发挥。

信用评级是指由独立的信用评级机构对影响评级对象的诸多信用风险因素进行分析研究，就其偿还债务的能力及其偿债意愿进行综合评价，并且用简单明了的符号表示出来。信用评级本质上就是要揭示企业和债券的违约风险。违约概率指债务人在未来一定时期内不能按合同要求偿还债务本息或履行相关义务

的可能性。信用评级与违约概率有“相对”和“绝对”两种关系。相对关系是指信用评级与违约概率存在着排序上的相关关系，即信用等级越高，违约概率越低；绝对关系是指信用评级与违约概率存在着数量上的对应关系，如AAA级别的主体对应1年期的违约概率为0.0001%。国际三大评级机构均表示各自的信用评级与违约概率是一种相对关系。

经过多年研究，联合资信评估有限公司、联合信用评级有限公司（以下统称“联合”）积累了一批关于信用评级与违约的研究成果，在此基础上我们编写了本书，整体分为理论与研究篇、实践与案例篇两部分。

理论与研究篇共包括五个章节。第一章是违约与信用评级概述；第二章对全球债券市场违约情况进行研究；第三章主要对我国债券市场违约进行研究；第四章对我国债券市场违约后处置与回收问题进行了研究；第五章主要对信用风险度量模型进行研究。

信用评级的本质是及时准确揭示信用风险。联合作为目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一，致力于为投资者、监管机构和市场参与各方提供信用研究和评级服务。多年来联合持续关注信用风险和违约事件，通过召开债券市场信用风险回顾与展望论坛以及发布债券市场、行业相关研究报告等方式，不断提升评级质量和投资人服务水平，为债券市场的健康发展作出应有贡献。截至2017年末，联合已经公开出版《资信评级原理》《信用评级》《资产证券化——原理、风险与评级》《信用评级理论与实践》等多部评级专著。



专业·尽责·真诚·服务

 联合信用管理有限公司
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.

 联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

 联合信用评级有限公司
United Credit Ratings Co., Ltd.

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