

联合

信用研究

国际评级机构证券公司 评级方法比较

2013年国际评级行业发展及监管分析报告
煤炭行业盈利趋势性弱化，企业流动性风险加大
我国债券市场未来发展基本框架初步形成





“债务融资与信用”论坛在天津梅江会展中心开幕

作为第八届中国企业国际融资洽谈会(以下简称“融洽会”)的重要组成部分——“债务融资与信用”论坛在天津召开。国家发改委财金司副司长冯中圣、中国银行间市场交易商协会副秘书长冯光华、天津市发改委副主任宋尚新、天津人行副行长兰埃用等领导出席论坛。

本次论坛由天津市发展和改革委员会、中国人民银行天津分行、中国证券监督管理委员会天津监管局、天津市人民政府金融服务办公室联合主办，由联合信用管理有限公司、联合资信评估有限公司、联合评级有限公司具体承办。与会者包括企业和地方政府发行人、银行、证券公司、保险公司等债券市场及与方代表共约200人参加。

论坛召开之前，天津市常务副市长崔津渡先生会见了本次论坛的主办方、承办方和主要演讲嘉宾。崔津渡指出，2013年天津市的社会信用体系建设工作稳步推进，信用体系制度框架已初步建立，联合信用管理有限公司在天津市信用体系建设中发挥了一定的作用。他表示，此次举办以“债务融资与信用”为题的论坛很有意义，将有利于天津债务融资的良性增长，也将推动全国债券市场的发展。

本次论坛紧紧围绕此次融洽会“深化金融改革创新，促进经济转型升级”的主题进行，演讲嘉宾与与会者进行了深入交流。

宋尚新在发言中指出，我国债券市场未来发展的基本框架初步形成，要以落实“新国九条”为抓手，积极推动债券市场发展，努力提高直接融资比重。

冯光华以“债券市场发展及信用风险防范”为题作了专题演讲，回顾了我国债券市场的发展历程，总结了我国债券市场尝试注册制等创新的成功经验，并建议进一步加强针对债券违约处置的法制建设，强化信用评级的作用，推动信用风险缓释工具发展等。

王丽(国家发改委财金司金融处副处长)以“健全信用体系，建设信用中国”为题作了专题演讲，阐述了社会信用体系建设的作用，介绍了国家发改委在推动社会信用体系建设中所做的工作和下一步从政务诚信、商务诚信、社会诚信和司法公信四个方面推动信用体系建设的思路。

另外雷财华(招商银行总行投行部总经理)、陈怡洁(香港惠誉国际评级公司董事)以及刘小平(联合资信评估有限公司评级总监)分别就“企业债务资金错配风险及对策建议”、“租赁资产证券化的风险分析”和“地方政府债及其信用评级方法”进行了专题演讲。

本次论坛为债券市场的参与方搭建了良好的交流合作平台，得到了与会者一致好评，对积极贯彻落实“新国九条”，促进天津市和我国债券市场规范发展，强化债券市场信用约束，促进社会信用体系建设，提高债务融资比重，促进经济转型升级将发挥积极的作用。



2014年第3期 总第83期

2014年6月20日

主办

联合信用管理有限公司
联合资信评估有限公司
联合信用评级有限公司

编委会 (按姓氏笔画顺序排列)

丁继平 万华伟 马文洛 马新疆
王少波 任红 刘小平 刘化普
刘文良 刘强 刘静 庄建华
朱建红 吴金善 张成 张志军
张学群 张莉 张舒平 李广聪
李丹 李振宇 李萌 杨杰
邵立强 陈东明 陈静 周晓辉
施小纯 郭其阳 高宇欣 常丽娟
黄滨 蒋建国 韩夷 谭劲

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

李丹

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦17层
邮编 100022
电话 8610-85679696
传真 8610-85679228

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

政策资讯

政策指南

- 01 国开行拟成立类事业部机构 推住宅金融债券支持城镇化
- 01 央行革新债券公开招标规则
- 02 企业债簿记建档移交中债登 发改委引入直接投资人概念
- 02 新“国九条”勾画资本市场健康发展顶层设计图
- 03 金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券相关事宜明确
- 03 发改委放宽棚改企业债发行 创新推出项目收益债
- 03 我国十省区市试点自发自还地方债 2014年规模1092亿元

市场动向

- 04 发改委酝酿新型城投债 非百强县级平台抱团发债
- 04 首批私募可转债2+1模式详解 借道区域股交中心发行
- 05 湖北启动小额贷款公司发行私募债试点
- 05 年内首只小微企业扶持债发行
- 05 首份优先股预案出炉 广汇能源拟募资50亿元
- 06 国开行通过商业银行柜台发行金融债券
- 06 《银行间债券市场债券交易自律规则》修订稿发布
- 06 国开行发行国内单笔发行额最大信贷资产证券化产品
- 07 超短融市场超预期低门槛再扩容
- 07 联合评级发布沙特、俄罗斯等四国最新主权信用评级结果
- 07 银行间市场将试水类市政债 地方政府不为其买单

研究报告

- 08 国际评级机构证券公司评级方法比较
- 12 2013年国际评级行业发展及监管分析报告
- 22 煤炭行业盈利趋势性弱化 企业流动性风险加大
- 24 化工行业：成本压力下的信用分化仍将持续
- 27 2014年第一季度短期融资券市场及利差分析报告

评级小贴士

- 23 正确认识信用评级

热点评论

- 37 我国债券市场未来发展基本框架初步形成
- 40 地方政府债券制度的重大突破
- 41 保险行业发展的战略规划 金融创新的号角



报告选编

43	四川长虹电器股份有限公司
44	中国航空油料集团公司
45	中国电子科技集团公司
46	陕西延长石油（集团）有限责任公司
47	重庆高新区开发投资集团有限公司
48	京元2014年第一期信贷资产证券化
49	天津农村商业银行股份有限公司
50	长江证券股份有限公司
51	海尔集团财务有限责任公司
52	深业集团有限公司
53	中铁铁龙集装箱物流股份有限公司

市场数据

54	宏观经济数据
55	债券市场数据

评级公告

56	联合资信评估有限公司评级公告
62	联合信用评级有限公司评级公告

2012年以来，证券公司债券发行力度明显加大，支持了业务发展。为了更好地服务债券市场，提高评级水平，该文首次对穆迪和惠誉等国际评级机构的证券公司评级方法进行介绍和比较，结合我国证券公司的商业模式现状和发展趋势，该文认为，应有针对性地选取评级因子、设定权重，同时可借鉴其在量化分析过程中所采用的指标。

P08

2012年以来，国内煤炭价格持续下行，该文通过对债券市场发债企业的财务状况、债务负担、盈利能力等方面进行统计分析，揭示了煤炭行业2013年的整体运行情况，并对2014年煤炭行业的发展情况进行了预测。

P22

日前，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》正式发布，“意见”从促进实体经济发展，提高直接融资比重，更好发挥资本市场优化资源配置的作用，丰富投融资工具等角度论述了发展债券市场的重要意义。同时，“意见”提出了一系列债券市场需要完善和发展的主要品种或方向，具有重大的指导意义。

P37

政策资讯

Policy Guidelines
政策指南

> 国开行拟成立类事业部机构 推住宅金融债券支持城镇化

4月2日，国务院常务会议上国务院总理李克强部署进一步发挥开发性金融对棚户区改造的支持作用。会议确定，由国家开发银行成立专门机构，实行单独核算，采取市场化方式发行住宅金融专项债券，向邮储等金融机构和其他投资者筹资，鼓励商业银行、社保基金、保险机构等积极参与，重点用于支持棚改及城市基础设施等相关工程建设。

接近国开行的人士说，上述信息至少分为三个层面解读，第一，国开行将成立事业部制式的专门机构，用

以棚改及城建融资；第二，该机构融资方式采取市场化方式，即发行住宅金融专项债券；第三，专项债券融资对象为“邮储等金融机构和其他投资者”。

国开行数据显示，截至2013年底，国开行累计发放城镇化贷款约7万亿元，占人民币贷款累计发放的62%，当年发放城镇化贷款10350亿元，占当年人民币贷款发放的68%。

（摘自21世纪经济报道，2014年4月3日）

> 央行革新债券公开招标规则

上清所公告显示，央行金融市场司近日发布《关于银行间债券市场招标发行债券有关事宜的通知》（下称《通知》），进一步规范了非金融企业在银行间债市公开招标发行的行为。业内人士称，这将有助于维护债券发行各方的权益，债券定价有望能更准确反映市场供需状况，提高非金融企业债务融资工具的市场化定价能力。

一方面，《通知》取消了此前对招标发债的发行人资质限制，包括评级和总发行规模、投资者等要求，如“发行人主体评级不低于AAA、当期债券发行总规模不少于人民币100亿、投标参与人不得少于30家”等。另一方面，

《通知》取消了2010年旧规关于“中央国债登记结算有限责任公司为债券招标发行提供技术支持和信息披露服务”这一规定。

“这意味着，非金融企业在银行间市场可招标发债的发行人范围进一步扩大，鼓励发行人使用招标发行，可增加发行透明度。同时，上海清算所的地位进一步加强，未来非金融企业债务融资工具的招标系统将主要由其提供。”某券商人士指出。

此次央行《通知》重申，发行人招标发债不得设置基本承销额，规定投标利率区间的，利率区间不得低于

50个基点，同时也不得对投标价位差或投标价位的连续性进行限制。这被业内人士视为将有助于维护债券发行各方的权益，债券定价有望更准确反映市场供需状况，

提高非金融企业债务融资工具的市场化定价能力。

（摘自上海证券报，2014年4月23日）

> 企业债簿记建档移交中债登 发改委引入直接投资人概念

为规范企业债券簿记建档和招标发行行为，发改委金融司于4月24日发布《企业债券簿记建档发行业务指引（暂行）》和《企业债券招标发行业务指引（暂行）》（以下简称《簿记指引》和《招标指引》）。两指引均将于2014年6月1日起执行。

此番指引实施后，企业债的簿记建档或招标发行，将需移交中央国债登记结算公司。不仅如此，指引对整个企业债的发行过程都进行了规范，压缩甚至杜绝了企业债发行过程中的寻租空间，并明确参与人不得进行不正当利益输送、破坏市场秩序。

指引特别区分了直接投资人和其他投资人的概念。所谓直接投资人，是承销团成员以外，可直接通过招标

系统参与企业债券投标的投资人。其门槛是“上一年度末AA⁺级（含）以上和AA级（含）以下两类企业债券持有量排名前30名的投资人，自愿申请成为直接投资人。”照此理解，直接投资人最多只有60家，且是企业债的投资大户。

对于主承销商以外的其他承销团成员，发改委本次出台的指引中还加重了其包销责任。“承销团成员应协助簿记管理人对在申购意向函中明确由其作为订单归属人的其他投资人办理分销、缴款工作，并对上述投资人的配售额度负有包销义务”。

（摘自21世纪经济报道，2014年4月25日）

> 新“国九条”勾画资本市场健康发展顶层设计图

国务院5月9日印发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出了资本市场健康发展的主要任务，到2020年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。证监会新闻发言人邓舸5月9日在接受记者采访时对此进行了解读。

针对债券市场和私募市场的不同情况和问题，《若干意见》分别提出了明确的发展思路。

一方面是完善公司债券公开发行制度，发展适合不同投资者群体的多样化债券品种，丰富适合中小微企业的债券品种，统筹推进符合条件的资产证券化发展。在符合投资者适当性管理要求的前提下，完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制，促进债券跨市场顺畅流转。鼓励债券交易场所合理分工、发挥各自优势。

另一方面是充分发挥公司信用类债券部际协调机制作用，各相关部门按照法律法规赋予的职责，各司其职，加强对债券市场准入、信息披露和资信评级的监管，建

立投资者保护制度，加大查处虚假陈述、内幕交易、价格操纵等各类违法违规行为的力度。同时，强化债券市场信用约束，强化发行人和投资者的责任约束，健全债券违约监测和处置机制，切实防范道德风险。

值得注意的是，《若干意见》还单列一条对培育私募市场作出了具体部署，这在国务院文件中是第一次。为培育私募市场，《若干意见》首先提出了证券私募发行的总体要求。主要包括，建立合格投资者标准体系，规范募集行为。对私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。针对私募产品的风险收益特点，建立健全私募产品发行监管制度，切实强化事中事后监管。建立促进经营机构规范开展私募业务的风险控制和自律管理制度安排，以及各类私募产品的统一监测系统。

（摘自证券时报，2014年5月10日）

> 金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券相关事宜明确

近日，中国人民银行、中国银行业监督管理委员会联合发布公告明确金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券有关事宜。

公告界定了金融租赁公司、汽车金融公司和消费金融公司的范围，明确了三类主体发行金融债券应当具备

的条件。根据公告，发行金融债券的以上三类主体应当具有良好的公司治理体制、完善的内部控制体系和健全的风险管理制度。此外，该三类主体资本充足率不得低于监管部门的最低要求，且须最近三年连续盈利。

（摘自律商网，2014年5月16日）

> 发改委放宽棚改企业债发行 创新推出项目收益债

国家发改委日前下发《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》，在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标、放宽棚改概念企业债发行条件、推出项目收益类债券、扩大贷债范围等举措。

《通知》要求地方发改委“认真开展棚户区改造项目资金需求测算分析，支持符合条件的地区增加企业债券发行规模指标，对列入2014年目标任务的棚户区改造项目资金需求进行测算分析，研究融资预案”。《通知》明确，根据实际情况采取支持和引导措施，扩大企业债券资金用于棚户区改造的规模。除中央、地方财政资金外，对棚户区改造项目较多、资金缺口较大，且地方政府性债务率较低的地区，可适当增加其承担棚户区改造的城投类公司年度发债规模指标。其中，重点满足北京、

上海、广州、深圳等热点城市棚户区改造和保障房建设的融资需求。

《通知》还表示，将研究推出棚户区改造项目收益债券，而且该债券不占用城投发债指标。“对于具有稳定偿债资金来源的棚户区改造项目，将按照融资—投资建设—回收资金封闭运行的模式，开展棚户区改造项目收益债券试点。”

另外对于用于棚改的城投债，《通知》称，凡实施棚户区改造的地方城投类企业发债可不再实行分摊还本的强制性债券方案设计，企业可根据棚户区改造项目资金回收的具体情况设计债券发行方案，合理灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式。

（摘自第一财经日报，2014年5月19日）

> 我国十省区市试点自发自还地方债 2014年规模1092亿元

财政部21日发布消息，经国务院批准，今年将在上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还，此举被视为我国进一步规范地方政府举债、探索市场化发债的重要举措。

财政部在其最新发布的《2014年地方政府债券自发自还试点办法》中明确，自发自还是指试点地区在国务院批准的发债规模限额内，自行组织本地区政府债券发行、支付利息和偿还本金的机制。也就是说，新办法更强调了地方自行还债。对于试点发债的额度，办法明确试点地区实行年度发行额管理，全年发行债券总量不得超过国务院批准的当年发债规模限额。2014年度发债规模限额当年有效，不得结转下年。此外，试点地区发行的政府债券为记账式固定利率附息债券。2014年政府债券期限为5年、7年和10年，结构比例为4：3：3。与以往试点相比，办法更强调试点地区按照市场化原则

发行政府债券，并提出要按有关规定开展债券信用评级，择优选择信用评级机构。办法强调试点地区政府债券资金收支实行预算管理，试点地区承担债券还本付息责任。要求试点地区应当建立偿债保障机制，统筹安排综合财力，及时支付债券本息、发行费等资金，切实履行偿债责任，维护政府信誉。

财政部国库司有关负责人22日表示，在2014年4000亿元地方债发行规模内，上海等10个地区试点地方政府债券自发自还，自发自还债券总规模为1092亿元，其中上海126亿元、浙江137亿元、广东148亿元、深圳42亿元、江苏174亿元、山东137亿元、北京105亿元、青岛25亿元、江西143亿元、宁夏55亿元。其余地区仍由财政部代发代还。

（摘自经济参考报，2014年5月23日）

Market Trends 市场动向



小，融资渠道单一，主要依赖银行贷款和商业信用融资，从长远看，这一模式不能得以改善，将制约公司生产规模”。

“亿铝 2014 私募可转债”的核心结构设计是“2+1”模式，即第 2 年末发行人上调票面利率选择权、投资者回售选择权和转股选择权；第二年末、第三年末，债券持有人均可选择转股，第二年末每 1000 元转 360 股，第三年末每 1000 元转 300 股。上述上海创投机构人士表

示，这种设计较为常见，即不同期限转股价格不同，前期转股价格低，后期转股价格高。据测算，若在第 2 年末转股，转股现值价格（扣除利息收入）为 2.25 元，若这 2000 万债全部转股，相当于增发了 720 万股；若第 3 年到期转股，转股现值价格为 2.38 元，即相当于公司增发了 600 万股。

（摘自 21 世纪经济报道，2014 年 4 月 14 日）

> 湖北启动小额贷款公司发行私募债试点

湖北省日前启动小额贷款公司发行私募债券试点，以拓宽小贷公司融资渠道，补充可贷资金。

根据《湖北省小额贷款公司发行私募债券业务指引（试行）》，小额贷款公司发行私募债，是按照法定程序、以非公开方式发行和转让、并约定在一定期限内还本付息的有价证券。

该业务指引规定了小额贷款公司发债场所，即武汉金融资产交易所、武汉股权托管交易中心（只承担其托管股权的小额贷款公司）内，由具备承销资格的证券机构承销发行。鼓励符合条件的小额贷款公司到境内外证

券交易所和银行间市场发行债券和资产证券化产品。同时，业务指引规定小额贷款公司发行私募债券的期限原则上不超过 1 年，发行利率原则上不超过人民银行公布的银行同期贷款利率的 2 倍。为保证投资人利益，湖北对发债的小额贷款公司设置了一些约束性条件。即注册资本金不低于 1 亿元人民币，信用评级 BBB 以上，上年度净资产收益率不低于 8%，近 4 个季度末不良贷款率均不高于 3%。

（摘自新华网，2014 年 4 月 17 日）

> 年内首只小微企业扶持债发行

公告显示，2014 年第一期兖州市惠民城建投资有限公司小微企业增信集合债券将于本月 25 日公开发售。本期债券是今年发行的首支小微企业扶持债券。

本期债券发行规模 5 亿元，为 6 年期固定利率债券，第 3 年末附投资者回售选择权及发行人全额赎回权，按年付息，到期还本。本期债券将采用簿记建档、集中配售的方式发行。

本期债券募集资金将委托浦发银行，以委托贷款形式投放于浦发银行推荐并经发行人确认的，位于济宁市兖州区政府管辖区域内或者经兖州区政府同意的其他区

域的小微企业。本期债券无担保。经鹏元资信综合评定，本期债券发行主体及债项信用等级均为 AA。募集说明书指出，本期债券的偿债资金来自小微企业归还或清收的贷款本息（含罚息）。在此基础上，本期债券设置了包括政府风险缓释基金、风险储备基金、在发放委托贷款环节设置资产抵质押、引入担保公司在内的风险补偿机制、风险预警机制、逃废债追偿机制，以应对一定程度内的债券偿付风险。

（摘自中国证券报，2014 年 4 月 25 日）

> 首份优先股预案出炉 广汇能源拟募资 50 亿元

4 月 24 日晚间，广汇能源发布非公开发行优先股预案，公司拟发行不超过 5000 万股优先股，募集资金不超过 50 亿元，扣除发行费用后，除红淖铁路项目投资 15

亿元外，剩余募集资金将全部用于补充流动资金。

根据预案，本次优先股的发行对象为《优先股试点管理办法》规定的合格投资者。同时，本次非公开发行

不向公司原股东配售。上市公司控股股东、实际控制人或其控制的关联人不参与本次优先股的认购。

根据预案，广汇能源本次非公开发行优先股的种类为浮动股息率、非累积、非参与、不设置赎回和回售条款、不可转换的优先股。自中国证监会核准发行之日起，公司将在 6 个月内实施首次发行，且发行数量不少于总发行数量的 50%，剩余数量在 24 个月内发行完毕。

广汇能源发行优先股大大超越市场预期。有市场分析人士预计，在广汇能源之后，下一批试点发行优先股的极有可能是银行股。包括工、农、中、建四大行和浦发银行，总额度为 3700 亿元，且最快有望今年上半年就会有优先股正式落地。

（摘自上海证券报，2014 年 4 月 25 日）

> 国开行通过商业银行柜台发行金融债券

国开行 4 月 29 日发布公告称，将在 5 月 5 日至 9 日在银行间债券市场及通过商业银行柜台同时发行一支 1 年期金融债券。2002 年记账式国债开展商业银行柜台交易后，时隔 12 年高信用等级利率债再次进入商业银行柜台领域。

根据发行办法规定，本支债券票面利率为 4.50%，在 5 月 5 日面向承销团开展价格招标，发行总量不超过 60 亿元；5 月 6 日至 8 日通过工商银行的电子银行渠道

及境内营业网点，向已开办了柜台债券交易业务的客户以平价发行，总量不超过 20 亿元。债券缴款后将在银行间债券市场上市交易，工商银行为其柜台债券交易客户提供报价做市服务。

与以往的商业银行柜台债券业务相比，国开行的金融债券不仅可以通过商业银行柜台交易，也可以直接在一级市场申购，社会公众的投资门槛进一步降低。

（摘自上海证券报，2014 年 4 月 30 日）

> 《银行间债券市场债券交易自律规则》修订稿发布

为进一步加强银行间债券市场自律管理，规范债券交易相关行为，促进市场健康有序发展，在人民银行的指导下，中国银行间市场交易商协会日前组织市场成员对 2009 年发布实施的《银行间债券市场债券交易自律规则》（以下简称《交易自律规则》）进行了修订，修订后的《交易自律规则》于近期发布实施。

据了解，《交易自律规则》的修订着重于以下三个方面：一是提升市场透明度，此次修订规定了交易相关信息披露以及交易相关人员诚信信息报备等内容，并建立交易相关人员诚信信息档案数据库；二是强化对市场参与机构的内控制度要求，规定了参与机构应当明晰前、中、后台职责，建立完善与业务需要和风控要求相适应

的人员责任、交易权限、隔离墙等各项具体内控机制，并保证其有效执行；三是加强对从业人员的行为管理，提出了对银行间市场交易相关人员在资质培训、职业道德和行为准则等方面的要求，引入了诚信信息档案等约束机制，严格对市场从业人员的行为管理。同时厘清各类违规交易行为，本次修订针对目前债券市场暴露的部分违规问题，对银行间债券市场非正常交易行为进行了系统分类，明确界定了虚假交易、交易违约、关联交易、内幕交易、利益输送、市场操纵和欺诈等违规行为，并相应细化了协会自律处分措施。

（摘自金融时报，2014 年 4 月 30 日）

> 国开行发行国内单笔发行额最大信贷资产证券化产品

国家开发银行 15 日成功发行 2014 年第三期开元信贷资产证券化产品，规模 109.4674 亿元，是目前国内单笔发行金额最大的信贷资产证券化产品。

国开行有关负责人表示，本期产品所盘活的信贷规

模将向经济发展的重点领域倾斜，积极服务棚户区改造、铁路建设、“三农”、小微企业等。

（摘自第一财经日报，2014 年 5 月 16 日）

> 超短融市场超预期低门槛再扩容

记者从业内人士处获悉，为适应市场发展和投资者需求，超级短融券（SCP）市场将进行第三次扩容。其扩大优化方案规定，发行 SCP 的主体需提供付费模式不同的双评级，其中任一评级机构出具 AA 级主体评级，发行人即可注册发行 SCP。另外，发行人需满足近三年内公开发行债务融资工具累计 3 次或累计融资规模达 50 亿元。

对此，一位银行市场人士表示，相比去年 10 月的

第二次扩容，本次 SCP 扩容放开的尺度相对比较大。面对双评级的刚性要求，本次只需有一个达到 AA 级便可通过。不仅评级档次从 AA⁺ 级放低至 AA 级，而且从技术上可以规避先前由于评级无法达到中债资信“苛刻”要求，而被“抛弃”的命运。此外，在对近三年内公开发行债务融资工具累计 3 次和累计融资规模达 50 亿元，两者之间有其一便可。

（摘自经济参考报，2014 年 5 月 22 日）

> 联合评级发布沙特、俄罗斯等四国最新主权信用评级结果

近日，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）发布了包括俄罗斯、墨西哥、沙特阿拉伯和土耳其四个国家最新主权信用评级结果，这是继 2013 年 1 月联合评级首次发布上述四国主权信用评级结果后的第一次跟踪评级。联合评级确定维持沙特长期本、外币信用等级为 AA⁺ 级，评级展望为稳定；维持俄罗斯长期本、

外币信用等级为 AA 级，评级展望为负面；维持墨西哥长期本、外币信用等级为 AA⁻ 级，评级展望为稳定；维持土耳其长期外币为 BB⁺ 级，本币信用等级为 BBB 级，评级展望为负面。

（摘自联合评级网站，2014 年 5 月 23 日）

> 银行间市场将试水类市政债 地方政府不为其买单

继国务院批准今年十省市可试点自发自还地方政府债券之后，近期相关部门纷纷试水类“市政债”，瞄准城市基础设施建设融资领域。记者从接近银行间市场交易商协会的市场人士处获悉，银行间市场正酝酿发行项目收益票据。该票据将首先面向棚改、交通、供水、燃气等市政项目发行，还款来源以项目未来收益为主。地方政府将不为其“买单”，也不为其提供隐性担保。专家表示，该债券的发行将有力填补准公益无确定现金流项目在银行间市场融资的空白。

该市场人士透露，此前交易商协会专门为此召开会议，探讨即将发行的项目收益票据的必要性和重要意义，

并初步确定该项目收益票据，以经营性市政项目收益为信用基础、项目产生的现金流作为票据的主要还款来源，具体包括棚户区改造、交通枢纽工程、水电燃气等公用事业，收费道路桥梁等有持续、稳定经营性收入的项目。

据悉，为有效降低债务负担，地方政府将不承担本次欲发行的项目收益票据的直接偿还责任，也不为票据承担隐形担保。不过，交易商协会也鼓励地方政府采用专项偿债基金、采购服务、税收优惠、贴息支持等责任明确的市场化、协议化方式支持相关市政项目，降低融资成本。

（摘自经济参考报，2014 年 5 月 27 日）

研究报告

Research Report

国际评级机构证券公司 评级方法比较

联合资信评估有限公司 赖金昌

证

券公司作为资本市场的重要参与者，担负着交易、托管结算、支付、融资和投资五大基础功能。随着证券公司融资融券等信用交易业务的快速发展，证券公司对资金的需求更加迫切。2012年以来，证券公司通过发行债券融入资金变得更加普遍。因此，对于评级机构而言，为了更好地服务债券市场，有必要研究和借鉴国际评级机构先进的证券公司评级方法，更好地揭示证券公司的风险，服务投资者。本文主要对穆迪、惠誉的证券公司评级方法进行比较，分析异同之处，得出一些启示。



采用不同的评级因子和因子权重。穆迪将证券公司分成做市商和“非做市商”，穆迪的“非做市商”与惠誉评级方法中以投资顾问业务或者交易商间经纪业务（interdealer brokers, IDBs）为主的证券公司含义基本一致。在因子权重设定方面，穆迪和惠誉存在较大差异，穆迪提前设定了每个因子以及子因子的风险权重，而惠誉不提前设定因子风险权重，认为因子的权重应该根据具体情形进行合理调整。

一、评级框架比较

穆迪和惠誉在介绍证券公司评级方法之前，都考虑到了证券公司商业模式对其风险特征的影响，分别



图1 穆迪和惠誉证券公司评级方法框架图

从评级方法框架来看，穆迪和惠誉的分析框架和考察评级因子基本一致（见图1），区别在于：在定量分析中，穆迪设有偿债能力因子，而惠誉设有现金流因子，但由于两个因子所采用的指标基本一致，因此可以看作是相同的评级因子；穆迪和惠誉在评级方法中均介绍了所采用的关键指标，相比较而言，穆迪所采用的指标比较确定，而惠誉对每个定量因子列出了较多供选择的指标，可选择余地较大。在定性分析中，惠誉将业务竞争力和多元化水平分析放在盈利能力和公司概况的分析中，并多了对控股股东因子的分析。本文将逐个分析各个评级因子来比较穆迪和惠誉证券公司评级方法的相同和差异之处。

二、评级因子比较

（一）盈利能力和稳定性

穆迪和惠誉均认为盈利能力和稳定性是分析证券公司偿债能力时最重要的定量因子。

穆迪认为，证券公司盈利水平和稳定性是其各业务条线竞争力及行业地位的直接结果，税前收入是其资本形成和偿债能力的直接来源。穆迪选取税前收入、税前利润率以及税前利润波动率三个子因子来评估证券公司的盈利能力和稳定性。穆迪将采用过去三年收入的加权平均值来计算税前收入，即最近一期税前收入的权重为60%，剩下两期权重均为20%。对债券投资人而言，发行人利润的稳定性比利润的增长更重要，因此，穆迪采用波动系数来表示盈利的稳定性，该系数是指过去12个季度利润平均值与税前利润的标准差之比。

惠誉在评估证券公司盈利能力时，将结合证券公司的业务竞争力和多元化水平，比如惠誉通常会很谨慎地看待自营和投资业务，因为该业务有可能给收入带来较大波动。惠誉还将关注证券公司的成本控制水平、支出的灵活性，比如薪酬制度。惠誉认为，目前证券公司行业面临的挑战是如何在市场周期中将成本控制合理水平。

（二）融资能力和流动性水平

穆迪和惠誉在分析证券公司融资能力和流动性水平时有所侧重，穆迪主要从资产与负债的期限匹配角度进行分析，而惠誉主要从资产的流动性和融资能力角度进行分析，两者都认为，表内负债较少的“非做

市商”（或投资顾问公司和IDBs）的流动性水平对其风险影响很小。

穆迪采用净现金资本与流动性净资产之比（net cash capital to liquid net assets, NCC/LNA）作为衡量做市商流动性水平的重要指标。净现金资本是指证券公司长期资本的来源（通常为普通股和长期负债）超过长期资本的使用部分（通常为非流动性资产和证券投资的折减）的盈余，流动性净资产是指净资产减去所有的非流动性资产，其中净资产指总资产减去某些特定的低风险资产。穆迪认为，当净现金资本为负时是非常严重的评级问题。因为在此情形下，证券公司将通过短期融资来支持一些长期资产。如果该公司不能维持它的短期融资，则有可能被迫变卖或者清算部分资产和业务，此时证券公司将完全受制于资本市场的信心。

惠誉在评级过程中将评估证券公司的资金需求、流动性水平和管理状况。证券公司通常都比较依赖资本市场满足其流动性需求，如向交易对手融资来为其交易头寸提供资金、通过债券市场融入资金以及向中央银行或者其他金融机构提供证券抵质押品获得融资等。大部分证券公司拆出和拆入资金时都会采用高流动性的证券进行抵押，因此惠誉认为，投资级证券公司的特征之一是未被抵押的流动性资产占总资产的比重较高。惠誉将审查证券公司非流动性资产的融资来源，比如高收益证券、固定资产以及股权投资，考察这些资产有多少比例是由长期债务和资本提供资金支持。

（三）资本实力和杠杆水平

穆迪和惠誉分别采用调整后的杠杆指标来分析证券公司的资本实力和杠杆水平，均认为由于“非做市商”（或投资顾问公司和IDBs）杠杆较小，资本充足性对其风险影响很小。

穆迪通常采用非流动性风险资产与有形普通股权益之比（illiquid risk assets to tangible common equity, IRA/TCE）作为衡量做市商资本充足性的重要指标，穆迪认为IRA/TCE指标比传统的资产负债率杠杆指标更有意义，该指标也可看作是流动性指标。

由于证券公司的资产负债表科目相对集中，因此惠誉在分析证券公司时通常使用总杠杆率（即总资产与惠誉定义的核心资本之比）和调整杠杆率指标。惠誉还关注监管风险权重指标，该指标加入了额外的数量化分析，以弥补总资产指标中风险权重和表外风险头寸

的缺失。除了自身的一套资本衡量手段之外，惠誉认为，证券公司的资本管理规划、管理层如何看待和理解经济资本模型也是证券公司评级的重要考察因素。

（四）偿债能力 / 现金流水平

穆迪在分析偿债能力和惠誉在分析现金流水平时均采用债务杠杆率（总债务 / EBITDA）和利息覆盖率（EBITDA / 利息支出）指标进行分析，因此基本可以看作是相同的一类因子。穆迪和惠誉均认为，通过债务杠杆率和利息覆盖率来衡量的偿债能力 / 现金流水平适合用于分析“非做市商”（或投资顾问公司和 IDBs），因为表内资产相对较少的证券公司更直接依赖于其现金流来偿付其债务，对做市商则意义不大。

穆迪认为，由于 EBITDA 并不是一个完美的可用于偿债的现金流量指标，所以穆迪同时也关注一家公司的净现金流（retained cash flow, RCF）和自由现金流（free cash flow, FCF）的特征。此外，穆迪通常对 EBITDA 进行调整，如剔除非核心收入和某些特定的非经常性支出，因为这些项并未真实反映一家公司盈利能力。穆迪也关注发行人目前和未来的资本需求和分红政策，并将收入压力测试作为分析公司偿债能力的一部分。

惠誉认为，具有代表性的现金流指标包括佣金收入、EBITDA、总债务 / EBITDA 以及 EBITDA / 利息支出。对于 IDBs 等证券公司，现金通常用于满足监管和运营目的，所以杠杆率和利息覆盖率是衡量现金流水平的最佳指标。惠誉通常认为，总债务 / EBITDA 指标为 1.5~2.5 倍，并且 EBITDA / 利息支出指标超过 6.0 倍的 IDBs 可以达到“BBB”级；总债务 / EBITDA 指标超过 3.0 倍的 IDBs 将达不到投资级。

（五）运营环境

穆迪和惠誉均认为监管环境对证券公司的经营影响重大，先进的监管技术和积极的监管措施对证券公司的评级有正面影响。

穆迪主要从竞争形势和监管环境两方面来考察证

券公司的运营环境。穆迪认为，证券公司的竞争环境对其财务策略、运营策略以及未来盈利都有深远的影响。穆迪认为，执行先进的风险管理标准的独立监管机构将有助于证券公司得到更高的评级。穆迪将从业务资格、资本监管、独立性和执法能力、其他的审慎监管规则等方面来考察证券公司的监管环境。

惠誉认为，证券公司所处的地理市场是非常重要的考虑因素。证券公司面临的监管规则受其所处的法律框架和司法管辖权不同而有所差异。监管有助于限制证券公司潜在的杠杆水平，提高流动性水平、透明度以及其进行高风险活动的成本。然而，监管政策（如税收政策）的改变或者过重的监管也可能给证券公司带来不利影响。当新的监管规则将对公司核心产品带来影响时，惠誉会将其纳入评级考虑因素。

（六）公司治理和内部控制

穆迪和惠誉认为，证券公司的公司治理和内部控制水平与其维护债权人的利益的意愿和能力密切相关，较差的公司治理水平将对证券公司信用级别带来较大的负面影响。

穆迪认为，公司管理质量和企业文化之所以非常重要是因为能够通过该因子评估公司的发展方向和公司管理层决策水平，这些决策包括保护债券持有人利益的财务战略等。公司管理质量和企业文化包括对风险事件的承受能力（如被收购、诉讼风险、监管处罚等）、公司治理水平、管理运营质量、企业文化和价值观、对债券持有人利益的保障程度等方面。

惠誉在评级过程中将考察公司治理架构的完整性、经营记录以及内部控制架构对公司治理的制约和平衡作用。惠誉特别关注证券公司管理层和董事会在公司主要产品方面的知识背景和管理经验。惠誉关注证券公司对薪酬体系的管控情况，认为最好的做法是建立与公司中期利益相一致，而不是以短期个人利益相一致的薪酬体系。

（七）风险管理

穆迪和惠誉从不同的角度对风险管理进行分析，均认为“非做市商”（或投资顾问公司和 IDBs）由于没有大规模开展做市商和股权投资业务，风险管理压力较小。

穆迪认为，对于做市商而言，风险管理是一项核



心竞争力和非常重要的评级因素，主要从风险管理框架的四个关键部分进行分析，包括风险控制、风险管理、风险分析和量化、风险管理的基础设施和技术支持。穆迪认为，“非做市商”的风险管理水平主要体现在公司管理质量和企业文化因子中。

惠誉认为，稳健的风险管理对于证券公司的生存至关重要。惠誉主要从证券公司面临的风险进行分析，包括市场风险、操作风险、诉讼风险以及声誉风险、信用风险。惠誉认为，投资顾问公司或 IDBs 风险管理压力较小，但受盈利周期的影响较大。

（八）业务竞争力和多元化水平

较之惠誉的评级方法，穆迪多了对业务竞争力和多元化水平的分析。在业务竞争力和多元化水平时，穆迪将证券公司的经营活动分成五个业务条线，并根据每条业务线对债券持有人的吸引力来设置一个评级上限。

惠誉在公司概况中认为证券公司区域市场越广、业务多元化水平越高、业务规模越大，则越容易获得较高的信用级别。在分析证券公司盈利能力时，惠誉也将结合公司的业务竞争力和多元化水平。

（九）控股股东

较之穆迪的评级方法，惠誉多了对控股股东的分析，惠誉认为控股股东有可能处于不被监管的情形之下，其参与的其他财务行为有可能带来潜在的风险。因此，在分析控股股东时需要从有利和不利两个方面考虑其对运营子公司信用水平的影响。

三、启示

通过对国际评级机构证券公司评级方法的比较，结合我国证券公司行业特征和评级现状，我们可以得出几点启示。

第一，根据我国证券公司商业模式特征，有针对性的选取评级因子、设定权重。目前我国证券公司的业务资质均比较齐全，业务模式同质化较高，普遍存在收入对经纪业务依赖度较高的特征。近两年我国证券公司行业收入结构显示，经纪业务收入（含代理买卖证券款净收入和投资咨询业务净收入）对营业收入的贡献度维持在 40% 以上，并且都没有开展做市业务，因此我国的证券公司基本可以被看作是穆迪定义的“非做市商”和惠誉定义的以投资顾问业务或者

交易商间经纪业务为主的证券公司。根据穆迪和惠誉对该类证券公司的评级方法，我们在对我国证券公司评级过程中可以借鉴两点：一是定量指标方面主要重点关注盈利能力和稳定性、现金流水平（或偿债能力）；二是风险管理方面重点关注操作风险、诉讼风险以及声誉风险。但是也应该关注到：一方面，我国证券公司的投资银行业务、自营业务对营业收入贡献度也较高，上述业务带来的监管风险、诉讼风险和声誉风险（如 IPO 造假案件）、市场风险（如自营投资收益波动较大）和信用风险需关注；另一方面，随着监管部门推动创新业务的发展，证券公司加大通过债券等渠道融入资金，债务水平有所上升，需关注创新业务发展以及财务杠杆提高带来的资本充足性、流动性风险管理等问题。

第二，借鉴穆迪对各业务条线设定评级上限的做法，根据国内证券公司各业务条线的特点，分别设定评级上限，评估各业务竞争力对公司信用水平的贡献度。目前，国内证券公司的业务品种以经纪业务、投资银行业务、自营业务、资产管理业务为主，从收入占比来看，前三项业务贡献度较高。借鉴穆迪的评级方法，拥有竞争力较强且创收能力稳定的经纪业务和资产管理业务的证券公司应该得到较高的评级，投资银行业务和自营业务收入波动较大，应该谨慎评估其对收入的贡献。但有两个发展趋势是值得关注：一是迅速发展的创新业务主要集中在经纪业务（信用交易类业务）以及资产管理业务方面，而这两类业务的评级上限均被穆迪评为 Aaa，因此应该前瞻性的考虑创新业务发展对证券公司信用水平的提升作用；二是证券公司向综合化和金融控股公司方向发展的趋势明显，不少证券公司通过设立基金、期货、直接投资、另类投资等子公司扩大业务范围，拓宽收入来源，有必要将子公司业务对盈利的贡献度、综合化金融平台的作用以及对债权人的吸引力纳入公司信用水平分析考虑因素中。

第三，借鉴穆迪和惠誉在量化分析过程中所采用的指标，有助于科学分析国内证券公司的财务水平和偿债能力。穆迪在分析流动性和资本充足性所采用的指标（如 NCC/LNA、IRA/TCE）具有较强的针对性，可以较好地反映证券公司的流动性水平和资本充足性水平。惠誉对核心资本的调整、杠杆率的调整以及市场风险指标的设定均具有较好的参考性，值得借鉴。此外，在因子权重设定方面，可以借鉴惠誉做法，即不提前设定权重，因子的权重应该根据具体的情形进行合理的调整；当证券公司某个因子明显弱于其他因子时，赋予该最差的因子更大的权重，体现谨慎原则。

2013 年国际评级行业发展及监管分析报告

联合资信评估有限公司 聂逆 刘艳 余雷

本文对 2013 年国际上主要的评级机构开展的信用评级情况进行统计分析¹，并对信用评级行业的国际监管动态进行持续关注。2013 年，国际评级机构在全球范围开展的包括国家主权、企业和结构融资产品的评级中，三大评级机构仍然占据着全球绝大部分的评级市场份额，其中，标普的行业领先地位依然稳固。2013 年，全球宏观经济形势虽然渐趋稳定，但经济复苏缓慢，部分地区或国家经济下滑较严重，不确定因素尚存。受此影响，国际评级机构对国家主权和企业评级的准确性和评级稳定性有所下降。但由于 2013 年欧美房地产市场景气度普遍上升，国际评级机构对于以房地产为抵押资产为主的结构融资产品评级的稳定性有所上升。2013 年，国际评级机构所评的国家主权和全球企业的违约率较上年有所下降，但欧美企业的违约率仍然较高。2013 年，欧美国家的企业评级普遍下调，特别是欧洲国家的金融机构的评级因主权评级的下调而整体调降。相比欧美地区，亚太地区的主权评级较为稳定，企业评级尤其是金融机构评级上调较多。

2013 年，国际评级行业的监管继续呈现出加强对



评级机构的监管、促进评级行业竞争和减少对评级机构的依赖三个方面的监管趋势，除此之外，在加强跨境交流合作、促进国际评级标准构建方面也有新的进展。

一、国际评级行业发展情况

（一）国家主权评级

1. 标普主权评级数量继续保持领先，穆迪和 DBRS 评级数量呈增长趋势

2013 年，标普给予的国家主权评级数量为 127 个，与前两年持平，仍为开展主权评级数量最多的评级机构。穆迪和惠誉的国家主权评级数量分别为 123 和 107 个，其中穆迪近三年的主权评级数量不断增加，惠誉的评级数量较前两年也有所增加。与三大评级机构相比，JCR 和 DBRS 国家主权评级数量依然较少，2013 年分别为 33 和 30 个，其中 JCR 的评级数量与上年相同，较 2011 年减少 1 个国家；DBRS 的主权评级数量连续三年增加。

2013 年，标普、穆迪和惠誉所评国家主权的信用

¹ 本文选择的评级机构包括标普、穆迪和惠誉三大评级机构，以及两家中小评级机构——日本的 Japan Credit Rating Agency (JCR) 和加拿大的 Dominion Bond Rating Service (DBRS)。上述五家评级机构均为美国国家认可的评级机构 (NRSROs) 及欧洲证券和市场管理局 (ESMA) 的注册或认证机构，国际业务相对较多，具有行业代表性。由于各评级机构的信用等级符号不统一，我们在对各家评级机构进行比较时采用了标普的信用等级符号作为基准。

表 1 2011-2013 年国家主权评级情况表

项目	标普			穆迪			惠誉			JCR			DBRS		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
评级数量(个)	127	127	127	112	119	123	105	104	107	34	33	33	21	26	30
新增数量(个)	3	0	3	3	7	5	1	0	3	0	0	0	8	5	4
违约率(%)	0.00	3.15	2.36	0.00	1.79	1.68	0.00	0.95	0.96	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
上调率(%)	14.40	8.66	6.30	6.42	10.71	5.04	18.10	6.67	11.54	2.86	2.94	9.09	15.38	4.76	15.38
下调率(%)	20.80	17.32	13.39	12.84	13.39	11.76	9.52	11.43	16.35	0.00	14.71	3.03	23.08	14.29	7.69
上调/下调(%)	69.23	50.00	47.06	50.00	80.00	42.86	190.00	58.33	70.59	0.00	20.00	300.00	66.67	33.33	200.00

注：1. 国家主权评级只统计国家长期外币信用评级；2. 评级数量为信用等级在期末仍在有效期内的评级数量；3. 新增评级数量为统计期内给予的新评级并在期末仍有效的评级数量；4. 违约率为受评对象在统计期内发生违约的数量与期初评级数量的比；5. “上调/下调”为发生等级上调的评级数量与下调数量的比；以下同。

数据来源：ESMA

表 2 2012-2013 年国家主权评级违约情况表

评级机构	2012 年				2013 年			
	信用等级	违约数量	违约国家名称	违约率	信用等级	违约数量	违约国家名称	违约率
标普	B	2	伯利兹、格林纳达	6.06%	B	1	牙买加	3.33%
	CC	2	希腊	100%	CCC	2	格林纳达、塞浦路斯	100%
穆迪	B	1	伯利兹	3.85%	B	2	塞浦路斯、牙买加	8%
	Ca	1	希腊	100%				
惠誉	CCC	1	希腊	100%	B	1	牙买加	5.56%

注：1. 此表中的违约率为该级别受评对象在统计期内发生违约的数量和期初同级别受评对象评级数量的比率，以下同；2. 2012 年，标普所评 CC 级国家违约数量为 2 是因为标普认为希腊发生两次违约；3. 2013 年，由于塞浦路斯触发本币债务违约，而违约率统计以长期外币评级统计，因此惠誉没有将其纳入违约率统计。

数据来源：ESMA、标普、穆迪、惠誉、联合资信整理。

等级分布仍主要集中在 BBB 级 ~B 级，集中度分别为 62.20%、57.98% 和 63.46%，标普和惠誉的集中度较前两年有所上升，穆迪的集中度较前两年有所下降，其中标普所评的 B 级国家主权数量占比最大，穆迪和惠誉所评的 BBB 级国家主权数量占比最大。标普和惠誉评定的信用等级为 AAA 级的国家数量均为 13 个，穆迪为 14 个，分别占其主权评级总数量的 10.24%、11.76% 和 12.50%，占比较上年均有所下降；而标普、穆迪和惠誉所评的国家主权信用等级为投资级的国家数量分别占它们主权评级总数量的 54.33%、57.98% 和 62.50%，占比较上年变化不大。由于评定国家数量较少，JCR 和 DBRS 评定的国家主权信用等级主要分布于投资级别，占比分别为 90.91% 和 96.15%。

2. 国家主权违约率有所下降，“债务置换”仍为主要违约原因

2013 年，标普、穆迪和惠誉所评国家中分别有 3、2 和 1 个国家（均为投机级国家）发生主权债务违约，违约率分别为 2.36%、1.68% 和 0.96%（见表 1），标普和穆迪所评国家主权违约率较上年有所下降，惠誉则几乎无变化。JCR 和 DBRS 所评国家在 2013 年仍未发生主权违约情况。

2013 年，希腊主权信用状况较 2012 年情况略有好转，其评级有所上调；格林纳达由于未能支付美元债务利息，再度出现违约，其主权评级被标普从 CCC 级降为 SD 级；牙买加和塞浦路斯由于发生了主权债务置换，触发了违约。2013 年，发生违约的国家主权级别较去年有所上升，三大评级机构对国家主权评级准确性较上年有所下降。

3. 欧洲国家主权信用风险上升，主权评级稳定性有所下降

在五家评级机构对于国家主权评级的调整情况方面，与上年相比，2013 年标普和穆迪的下调趋势进一步扩大，惠誉的下调趋势有所减缓，JCR 和 DBRS 则由下调趋势转为上调趋势。

2013 年，由于欧洲经济复苏乏力，受欧债危机的影响依然持续，经济前景堪忧，欧洲国家主权信用风险上升。在此情形下，惠誉分别将英国和法国的主权信用等级从 AAA 级下调至 AA⁺ 级，标普继 2012 年初将法国的长期主权信用等级从 AAA 级下调至 AA⁺ 级后，2013 年年末继续降低法国主权信用等级至 AA 级，同时给予了英国负面的评级展望；其它欧洲国家如意大利、斯洛文尼亚和马耳他的主权评级在 2013

年也被标普和惠誉下调。东欧地区，乌克兰由于政治局势不稳定导致违约可能性增加，其主权评级被三大机构下调并给予负面评级展望。惠誉指出，2013年，亚太地区国家主权评级较为稳定，没有出现主权等级下调情况，反映了该地区国家经济稳定、财政状况较好，政府债务压力较小；中东、拉美和非洲地区评级表现不一，政府赤字增加、政治混乱、违约可能性增加为主要降级因素，但中东和非洲地区受评国家的主权评级展望均为正面。

2013年，从三大评级机构对国家主权总体信用等级迁移情况看，C级和违约级迁移率最高，均为100%；其次为CCC级和CC级，迁移率均为50%；AAA级、BB级和A级迁移率均超过10%。与上年相比，AAA级和CCC级迁移率有所上升，其他级别的迁移率有所下降（不包括C级和违约级）。从迁移方向看，去上年相比，2013年三大评级机构对国家主权信用等级调整较为单调，其中对投资级别呈现单调下调趋势，而投机级虽继续呈现上调趋势，但上调趋势有所减缓。2013年年初至年末，有16.67%的CCC级国家被下调至违约级，即出现大跨度评级调整²，主要为发生违约的国家塞浦路斯和格林纳达。

总体看，2013年三大评级机构对国家主权信用等级调整整体上较上年趋于稳定，但由于欧洲国家经济表现不佳、复苏乏力，三大评级机构下调了一些AAA级欧洲国家的主权评级，导致AAA级的稳定性有所下降。

（二）企业评级

1. 三大评级机构所评企业数量较上年均有所增加，标普市场占有率的领先优势进一步巩固

截至2013年年末，标普、惠誉和穆迪给予的全球企业评级数量分别为6961家、4307家和3350家，新增企业评级数量分别为740家、452家和321家，企业评级总量和新增企业评级数量较上一年均有所增加。其中，标普的评级总量和新增评级数量连续三年均有所增加，市场占有率保持领先。与三大评级机构相比，2013年JCR和DBRS的企业评级业务量较少，评级数量分别为593家和358家，新增数量分别为10家和33家，其中JCR的企业评级数量和新增数量较上一年均有所减少，且企业评级数量近三年呈下降趋势，而DBRS的评级数量和新增评级数量均连续三年增加。

2013年，在企业评级中，工商企业依然是三大评级机构主要的评级对象，工商企业评级数量占企业评级数量总和的60%左右，且工商企业评级数量连续三年保持稳定增长态势。2013年，标普在金融机构评级领域的优势进一步扩大，其中对于非保险类金融机构评级的数量首次超过穆迪排名居首。

从三大评级机构所评全球企业的信用等级分布看，企业的信用等级主要集中在A级和BBB级，信用等级分布与上年基本一致。标普评定的企业信用等级与穆迪和惠誉相比仍然偏低，只有59.03%的企业被评定为投资级，低于穆迪的68.72%和惠誉的

表3 2013年国家主权信用等级迁移矩阵（%）

期初\期末	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	SD/D/RD	W
AAA	83.33	14.58	-	-	-	-	-	-	-	-	2.09
AA	-	97.56	-	-	-	-	-	-	-	-	2.44
A	-	-	88.89	11.11	-	-	-	-	-	-	-
BBB	-	-	-	94.94	5.06	-	-	-	-	-	-
BB	-	-	-	7.94	87.30	3.17	-	-	-	-	1.59
B	-	-	-	-	1.37	89.04	8.22	-	-	-	1.37
CCC	-	-	-	-	-	33.33	50.00	-	-	16.67	-
CC	-	-	-	-	-	-	50.00	50.00	-	-	-
C	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
SD/D/RD	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-

注：1. 信用等级迁移率是期初至期末各信用等级发生或未发生变化后的数量与期初各信用等级数量的比；2. 信用等级迁移矩阵的计算方法采用Cohort法，即只对期初等级和期末等级发生变化的做了统计，不考虑等级多调和等级回调的情况；3. 此信用等级迁移矩阵反映统计期内的三大评级机构的加权平均迁移率，因各评级机构的评级符号不同，可能会有少许误差；4. W代表撤销评级；以下同。

数据来源：ESMA、联合资信整理。

² 大跨度评级调整指在统计期内（通常为一年）评级调整不连续，发生间隔三个或三个以上子级调整。如：企业E在时间t的信用评级为AA，在时间t+1时的评级下调至A⁻，信用等级调整未经过AA⁻、A⁺和A，评级调整发生大跨度改变。

表 4 2011-2013 年全球企业评级情况表

项目	标普			穆迪			惠誉			JCR			DBRS		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
评级数量 (个)	6084	6416	6961	3994	4110	4307	3238	3254	3350	613	606	593	326	343	358
工商企业	3576	3773	4169	2614	2730	2918	1839	1909	1989	385	381	377	183	195	210
金融机构	2508	2643	2792	1380	1380	1389	1399	1345	1361	228	225	216	143	148	148
新增数量 (个)	535	557	740	437	390	452	361	256	321	19	29	10	16	25	33
工商企业	414	398	583	313	282	333	257	188	224	11	19	10	11	14	23
金融机构	121	149	157	124	108	119	104	65	97	8	10	0	6	9	10
违约率 (%)	0.75	0.99	0.93	0.55	0.57	0.46	0.34	0.79	0.49	0.16	0.49	0.17	0.00	0.92	0.58
工商企业	1.04	1.53	1.53	0.52	0.73	0.37	0.35	1.14	0.68	0.25	0.78	0.26	0.00	1.09	1.35
金融机构	0.34	0.20	0.11	0.66	0.51	0.65	0.35	0.36	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.70	0.00
上调率 (%)	11.67	9.01	11.46	7.58	7.44	6.86	8.82	8.32	7.04	5.31	5.71	4.79	2.76	3.68	2.62
工商企业	13.12	10.18	12.99	9.31	9.22	7.84	10.83	8.92	6.60	5.30	5.47	4.20	3.30	3.83	3.57
金融机构	9.61	7.42	9.34	4.43	3.84	4.93	6.76	7.86	7.66	5.31	N/A	5.78	2.10	3.50	1.35
下调率 (%)	12.73	12.80	9.31	13.96	19.54	10.51	12.16	10.97	9.74	3.22	8.32	3.14	7.67	5.83	10.17
工商企业	9.26	12.14	10.28	9.23	11.78	10.11	9.55	11.31	11.74	3.54	11.20	4.46	9.34	6.01	10.71
金融机构	17.20	14.10	7.96	22.75	34.13	11.30	15.75	10.94	7.29	2.65	N/A	0.89	5.59	5.59	9.49
上调/下调 (%)	91.63	70.39	123.11	54.28	38.11	65.28	72.56	75.90	72.24	165.00	68.63	152.63	36.00	63.16	25.71
工商企业	141.67	83.91	126.34	100.87	78.25	77.54	113.41	78.85	57.53	150.00	48.84	94.12	35.29	63.64	33.33
金融机构	55.90	52.96	117.35	19.48	11.25	43.59	42.92	71.90	105.10	200.00	N/A	650.00	37.50	62.50	14.29

注：企业评级统计基于债券发行人的长期主体评级。

数据来源：ESMA

表 5 2012-2013 年企业评级违约情况表 (%)

等级	标普		穆迪		惠誉		JCR		DBRS	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	0.00	0.07	0.13	0.00	0.00	0.55	0.00	0.00	0.00
BB	0.11	0.10	0.20	0.64	0.42	1.24	0.00	0.00	3.70	0.00
B	1.57	1.60	1.13	0.87	1.49	1.27	0.00	0.00	0.00	0.00
CCC	27.12	23.68	4.50	1.87	25.00	5.88	50.00	0.00	0.00	100.00
CC	41.18	52.63	18.18	13.33	33.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
C	0.00	0.00	75.00	100.00	100.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00
SD/D/RD	3.85	0.00	N/A	0.00	33.33	28.57	100.00	100.00	0.00	100.00

数据来源：ESMA

66.81%。惠誉给予 AAA 级的企业数量最多，达 44 家，显著高于标普的 22 家和穆迪的 24 家，但与上年共 126 家 AAA 级企业数量相比，2013 年惠誉给予 AAA 级的企业数量大幅度减少。

2. 企业违约率整体有所下降，欧美企业违约率较高

2013 年，标普所评全球企业的违约率最高，违约率为 0.93%（见表 4），主要为投机级别的工商企业违约；JCR 仍然为企业评级违约率最低的评级机构，只有 1 家 D 级工商企业发生违约，与上年相比，五家

评级机构所评企业的违约率较上年均有所下降。2013 年，穆迪所评企业中出现了 3 家投资级企业违约（Baa 级 2 家，A 级 1 家），穆企业评级准确性较上年进一步下降。

从行业来看，2013 年发生违约的全球工商企业所属的行业主要为建筑、媒体、休闲娱乐和通信行业；从地区来看，工商企业出现违约的大多发生在美国，其次为欧洲。对于全球金融机构，2013 年，发生违约的主要是在美国和欧洲国家的金融机构。

3. 欧美企业信用等级继续呈现下调趋势

在信用等级调整趋势方面，整体来看，标普和 JCR 在 2013 年呈现出对全球企业信用等级上调的趋势，而穆迪、惠誉和 DBRS 连续三年保持对全球企业信用等级下调的趋势，但其中穆迪的下调趋势有所减缓。

对于工商企业，2013 年，仅标普呈现信用等级上调趋势，其它评级机构均呈现不同程度的信用等级下调趋势，其中惠誉和 DBRS 下调趋势较为明显。2013 年，惠誉对于工商企业评级下调较多的发生在北美和欧洲地区，其中包含很多该地区的 AAA 级企业，一个重要原因是这些企业所在的国家主权信用被下调从而导致企业评级相应下调。

对于金融机构，与去年相反，2013 年标普、惠誉和 JCR 所评金融机构的信用等级均呈上调趋势，其中 JCR 的上调趋势非常明显；而穆迪下调趋势减缓，DBRS 的下调趋势较为明显。根据标普和惠誉的分析报告，美洲和亚太地区金融机构信用等级上调较多，而大多遭受信用等级下调的金融机构来自欧洲，同样是受欧洲国家主权信用等级被下调的影响。

从信用等级迁移情况看，三大评级机构对全球

企业评级的调整中，有一半以上的 CC 级和违约级企业的信用等级发生了迁移，迁移率分别超过了 60% 和 80%，迁移率最高；其次为 AAA 级，迁移率为 43.75%；AA 级、A 级和 BBB 级的迁移率较低，迁移率均在 10% 以下。从迁移范围看，A 级至 CC 级以及违约级的迁移范围较宽，迁移范围在 4 个级别以上，其中 BB 级和 B 级迁移范围最宽；AAA 级和 AA 级的迁移范围较窄。从调整方向看，投资级企业下调率相对较高，其中 AAA 级调降率高达 38.13%，而投机级上调率相对较高。

（三）结构融资产品评级

1. 整体评级数量有所下降，新增评级数量有所增加

近几年来，由于大量结构融资证券的不断到期，三大评级机构对全球结构融资证券的评级数量近三年均呈下降趋势，但由于新发证券的增加导致三大机构新增结构融资评级数量均有所增加。截至 2013 年年末，标普对全球结构融资证券的评级数量和新增数量继续保持行业内领先地位，分别为 77079 例和 3394 例。

表 6 2013 年企业信用等级迁移矩阵 (%)

期初\期末	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	SD/D/RD	W
AAA	56.25	38.13	-	-	-	-	-	-	-	-	5.62
AA	-	92.84	2.98	-	-	-	-	-	-	-	4.18
A	-	1.07	91.67	3.59	0.05	0.06	0.03	-	-	-	3.53
BBB	-	0.02	2.73	90.22	2.73	0.22	0.02	-	-	-	4.06
BB	-	-	-	5.56	82.34	4.69	0.15	0.21	0.05	0.10	6.90
B	-	-	-	0.29	5.61	78.84	4.66	0.21	0.04	0.41	9.94
CCC	-	-	-	-	0.46	12.04	64.12	3.24	0.46	1.16	18.52
CC	-	-	-	-	-	10.53	18.42	36.84	5.26	2.63	26.32
C	-	-	-	-	-	-	-	-	66.67	-	33.33
SD/D/RD	-	-	-	-	-	19.23	15.39	-	-	19.23	46.15

数据来源：ESMA、联合资信整理。

表 7 2011-2013 年结构融资产品评级情况表

项目	标普			穆迪			惠誉			JCR			DBRS		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
评级数量(个)	92408	83402	77079	84039	73687	67102	56756	54973	53796	19	56	84	8872	9024	9721
新增数量(个)	1507	2239	3394	1931	1937	2188	1049	1294	1836	3	34	27	842	681	1518
违约率(%)	8.37	8.51	4.45	4.71	2.05	0.84	5.53	2.83	1.03	0.00	0.00	0.00	0.39	0.5	0.29
上调率(%)	2.71	5.07	2.69	6.07	3.67	6.40	1.14	0.79	3.01	7.14	12.90	11.48	1.05	10.02	5.25
下调率(%)	25.08	22.56	10.56	17.58	13.07	8.72	28.17	28.84	10.35	0.00	6.45	0.00	8.69	7.37	1.64
上调/下调(%)	10.80	22.49	25.52	34.50	28.07	73.35	4.04	2.76	29.05	N/A	200.00	N/A	12.09	135.93	320.27

注：结构融资产品评级只统计结构化证券的长期评级。

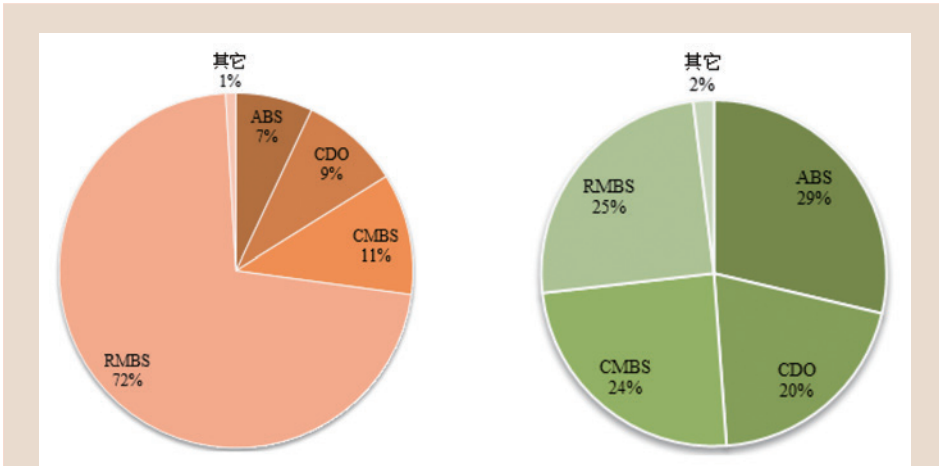
数据来源：ESMA

与三大评级机构相比，中小评级机构的结构融资证券评级数量仍较少，尤其是 JCR 的此项业务很少，截至 2013 年年末仅为 84 例，且 2013 年的新增评级数量有所减少；DBRS 的评级数量较上年有所增加，新增评级数量较上年也有大幅增加。

从五家评级机构的评级情况来看，2013 年，全球评级数量最多的结构融资产品仍为住房抵押贷款支持证券（RMBS），评级数量占结构融资产品总量的 72%，较上一年增

加两个百分点；其次为商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）、担保债务凭证（CDO）、资产支持型证券（ABS）和其它产品（见图 1），产品种类较上一年变化不大，产品分布较为稳定。

在 2013 年全球市场新增结构融资产品评级中，各类结构融资产品的占比较为均衡（见图 2），其中 ABS 发行数量所占比重稍大，占比为 29%；其次为 RMBS、CMBS 和 CDO，分别占比 25%、24% 和 20%。与上年相比，2013 年 ABS 发行数量占比下降 9.75 个百分点，下降幅度较大，而 RMBS、CMBS 和 CDO 的发行数量占比较上一年均有小幅上升。



数据来源：ESMA、联合资信整理。

图 1 2013 年存续结构融资产品评级数量分布 图 2 2013 年新增结构融资产品评级数量分布

2. 结构融资产品违约率有所下降，RMBS 违约率较高

2013 年，标普所评的结构融资产品的违约率仍为五家评级机构中最高，违约率为 4.45%；穆迪、惠誉和 DBRS 所评的结构融资产品的违约率均远低于标普，违约率分别为 0.84%、1.03% 和 0.29%；JCR 所评的结构融资产品无违约情况发生。与上年相比，2013 年，五家评级机构所评的结构融资产品的违约率较上年均有所下降，其中标普所评的结构融资产品的违约率降幅较大（见表 7）。

2013 年，三大评级机构均发生了投资级结构融资产品违约的事件，特别是标普所评的投资级结构融资产品违约率最高（见表 8）。其中，2013 年标普

表 8 2012-2013 年结构融资产品评级违约情况表（%）

等级	标普		穆迪		惠誉		JCR		DBRS	
	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013
AAA	0.04	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.14	0.04	0.15	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.05	0.05	0.02	0.02	0.12	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.33	0.25	0.08	0.06	0.53	0.09	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.68	0.65	0.50	0.09	3.07	0.56	0.00	0.00	3.70	0.00
B	1.72	1.44	2.27	0.38	9.20	1.89	0.00	0.00	0.00	0.00
CCC	20.61	9.01	9.66	3.38	36.82	12.19	0.00	0.00	1.25	0.00
CC	46.60	38.77	0.51	0.20	0.51	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
C	14.29	66.67	0.94	0.54	0.35	0.36	0.00	0.00	100.00	0.62
SD/D/RD	0.02	0.00	N/A	N/A	0.27	0.11	0.00	0.00	1.08	1.54

数据来源：ESMA

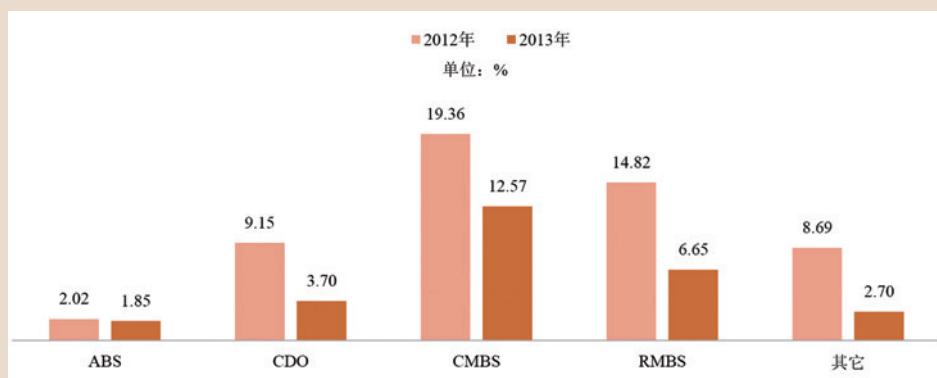
所评 AA 级的结构融资产品出现了违约，但与 2012 年标普和穆迪所评 AAA 级产品均出现违约情况相比，2013 年出现违约的结构融资产品的最高信用等级有所降低，同时三大评级机构所评 A 级及以下级别的结构融资产品均出现了违约情况。

从产品类型看，2013 年各类结构融资产品中违约率较高的仍主

要是 CMBS 和 RMBS，但多数结构融资产品的违约率较上一年均有大幅度下降（见图 3）其中 RMBS 违约率降幅最大，由 14.82% 下降至 6.65%；而 ABS 产品违约率较其它结构融资产品仍保持在较低水平，违约率变化幅度不大。根据标普的分析报告，抵押支持证券（MBS，包括 RMBS 和 CMBS）的违约主要发生在欧洲地区，原因是该地区经济不景气和主权信用风险增加而导致房地产市场低迷以及房企再融资难度加大。

3. RMBS 信用等级调降率较高，总体结构融资产品评级稳定性有所加强

2013 年，三大评级机构延续了 2012 年结构融资产品信用等级下调的趋势，但下调趋势有所减缓。三大评级机构所评的全球结构融资产品在 2013 年被下调的主要为 CMBS 与 RMBS（其中欧洲地区 MBS 产品下调率最高），下调率分别为 55.23% 和 23.87%。与之相反，2013 年，DBRS 的结构融资产品的信用等



数据来源：ESMA、联合资信整理。

图 3 2012-2013 年结构融资产品违约率

级呈上调趋势，与上年相比上调趋势加大。从表 9 可以看出，三大评级机构对于结构融资产品等级调整较为普遍，且评级调整跨度大。与上年相比各等级迁移率均有所降低，评级稳定性较去年有所上升。

二、国际评级行业监管动态

国际信用评级行业在 2013 年继续呈现出加强对评级行业的监管、促进评级行业竞争和减少对评级机构的依赖三个方面的监管趋势，除此之外，在加强跨境交流合作、促进国际评级标准构建方面也有新的进展。

（一）加强对评级行业的监管

1. 完善评级机构相关法律

（1）《欧盟信用评级机构监管法规》二次修订后实施

作为金融危机后出台的泛欧层面首部信用评级监

表 9 2013 年结构融资产品信用等级迁移矩阵（%）

期初\期末	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C	SD/D/RD	W
AAA	69.87	4.02	2.41	1.29	0.45	0.24	0.13	-	-	-	21.59
AA	6.11	68.78	6.59	2.49	0.90	0.33	0.26	0.01	-	0.02	14.50
A	1.51	4.90	69.25	9.07	1.83	0.65	0.21	0.03	-	0.01	12.54
BBB	0.43	1.39	5.92	70.28	7.34	2.57	0.69	0.01	0.01	0.10	11.26
BB	0.12	0.28	2.15	6.98	70.35	7.90	2.39	0.09	0.04	0.23	9.47
B	0.06	0.09	0.22	1.61	6.24	70.17	13.74	0.51	0.13	0.46	6.77
CCC	0.01	-	0.02	0.08	0.66	2.90	86.00	3.27	0.77	3.14	3.15
CC	0.02	0.01	-	0.01	0.10	0.37	1.67	74.28	4.30	15.21	4.03
C	-	-	0.00	-	0.01	0.03	0.47	0.70	80.94	9.87	7.98
SD/D/RD	-	-	-	-	-	-	0.00	0.01	0.01	92.18	7.80

数据来源：ESMA、联合资信整理。

管基本法律,《欧盟信用评级机构监管法规》第二次修订案(CRA3)于2013年5月13日获得欧盟理事会通过,并于2013年6月20日起实施。其主要内容包括:第一,加强结构化金融产品评级监管力度。结构性金融产品引入机构强制轮换和双评级,要求至少有两家评级机构进行评级,并每隔4年必须更换评级机构,但该轮换制度对中小评级机构³进行豁免。第二,加强对评级机构开展主权评级业务的管控。评级机构被要求每年固定三天来发布主动评级结果,须每6个月对所做主权评级做一次复审(此前为12个月);为减少评级结果对市场波动的影响,新规则要求,如果对欧盟成员国主动评级,评级机构一年最多只能采取3次评级行动,对国家主权信用的评级结果必须在周五交易市场闭市后公布。第三,加强利益冲突防范。新规要求,如果持有评级机构5%及以上股权的股东同时持有受评主体以上股份时,评级机构须予以披露;为了保证评级机构的独立性和市场的多元化,新规不允许单一主体同时持有两家以上评级机构股份超过5%。第四,追究评级机构法律责任。为了保护投资者权益,投资者因评级机构的故意行为或重大过失而遭受损失时,投资者有权起诉评级机构。

(2) 美国修改养老金投资相关法案,对评级机构的选择改为注册认可制

2013年7月9日,美国劳工部修改了《1974年雇员退休收入保障法》中养老金投资范围限制下的豁免条款,由原先指定评级机构的制度改为注册认可制,即获得美国证券交易委员会(SEC)所颁发的在资产支持证券领域的NRSRO资格且在该证券首次发行前1年内至少有三次有效的评级活动的评级机构的评级结果都可被养老金投资结构化产品时使用。

该法案的修正将为发行人与员工福利计划在投资过程中应用信用评级以及评级机构的分析时提供更多的选择空间,有利于促进评级行业公平竞争。

2. 持续加强对评级机构的规范监管

金融危机后,美国和欧盟开始对评级机构实行报告审查制度。2013年9月,SEC连续第五年公布NRSRO评级机构监管年报和第三次公布对NRSRO评级机构的检查报告,其中,监管年报披露的内容主要包括NRSRO制度下注册的评级机构的注册情况、

业务开展、行业竞争、业务透明度以及利益冲突管理等方面的具体情况;检查报告主要披露评级机构业务的合法合规问题、利益冲突的管理、职业道德规范的执行、评级内控制度、公司治理、合规专员的履职情况、对所接到的投诉的处理以及对离职人员的审查等几个方面,此外还包括被检查的NRSRO机构的回复及其纠正情况。美国证监会连续几年的年度检查有利于促进评级行业的良性发展和评级监管政策的改进。

2014年3月,ESMA连续第三年对外发布了《欧盟信用评级机构监管年报》,对2013年ESMA在评级机构监督、注册以及评级行业立法等方面的工作进行了总结,并公布了其2014年评级行业监管计划。ESMA公布的2014年评级监管计划主要包括:一是完善对各机构评级方法有效性的验证工作,确保评级质量;二是加强对评级机构内部治理的监管,确保评级机构的独立性并减少利益冲突;三是考察评级机构的IT系统是否足以支撑其评级服务,包括信息和数据的安全性以及机密信息的保护机制。

3. 强化评级机构的法律责任追究

(1) SEC与伊根琼斯达成和解

2013年1月22日,SEC与美国评级机构伊根琼斯(EJR)就2012年4月SEC因伊根琼斯在2008年向SEC申请注册时涉嫌提供不实信息将其起诉的案件达成诉讼和解协议。SEC不再追究罪名成立与否,而EJR无需对SEC所指控罪名予以承认或否认,但须按照和解协议的规定履行如下义务:第一,EJR须在180天内对评级政策、评级流程及内部控制等制度进行全面审查与改进,并就审查结果形成报告提交SEC;第二,撤销EJR在ABS及政府债券评级领域(包括主权评级和地方政府信用评级)的NRSRO资质,即不得以NRSRO机构的身份从事ABS及政府债券评级,但18个月后EJR可重新申请相关资质;第三,EJR及其董事Sean Egan须缴纳3万美元的罚款。

(2) 标普遭遇多起司法诉讼

2013年2月4日,美国司法部在洛杉矶向法院提起民事诉讼,指控标普在2004年9月至2007年10月期间共为价值超过2.8万亿美元的RMBS和约1.2万亿美元的CDO提供评级服务中,出于赢取评级费用 and 市场份额的目的,在明知住房市场恶化的情况下

³ ESMA将三大评级机构之外的其他评级机构定义为中小评级机构。

未对其评级标准和模型做及时足够的调整更新，给出 AAA 级的过高评级，对相关投资者构成欺诈并致其损失 50 多亿美元。该诉讼是美国政府第一宗以涉嫌从事与金融危机相关的非法行为而针对信用评级机构采取的联邦法律行动。此外，康涅狄格州、加州、特拉华州、密西西比州、伊利诺斯州、爱荷华州等 16 个州以及哥伦比亚特区的检察官相继对标普提起了诉讼。其中，加州表示其已代表美国最大的公共养老基金——加州公务员退休基金提起诉讼，索赔近 40 亿美元。2013 年 7 月 17 日，美国一名联邦法官裁定，美政府可能对标普通过夸大评级误导投资者一案继续推进 50 亿美元的民事欺诈诉讼，同时表示，美国政府已掌握足够证据支持欺诈索赔，同时拒绝了标普要求驳回诉讼的请求。但截至本报告截稿日，这起诉讼仍然没有判决。2014 年 6 月 4 日，对于美国各州对标普的起诉，一名联邦法官裁定，因“国会未授权联邦法院审理这类案件”，由美国 16 州和华盛顿特区提起的诉讼归各州法院审理，而不是联邦法院。这项裁定可能增加标普为自己辩护的成本，并使其更有可能面临多项判决、冲突裁决和更高的法律费用。

2013 年 8 月，SEC 立案调查标普，主要原因为标普涉嫌在 2011 年 7 月处理高盛及花旗银行联合发行的 15 亿美元 CMBS 时，故意给予不符的评级，以争取更多生意。虽然标普在发出初步评级后 11 个小时，以评级结果与评核方法有差异为由，收回有关评级，但由于初步评级一向是结构性融资产品的销售关键，是投资者购入相关产品前的考虑指标，因此 SEC 介入调查标普是否故意违反其评级指引及是否触犯美国《证券法》。

2013 年 12 月 4 日，由 16 位欧洲机构投资者组成的小组在阿姆斯特丹就其 CPDO（固定比例债务）投资项目中所遭受的 2.5 亿美元损失提出索赔，而该投资项目曾被标准普尔评级为 AAA 级。投资者们认为这些损失是由苏格兰皇家银行（RBS）和评级机构标准普尔在全球金融危机环境下发行的复杂金融产品导致的。

在此之前，2011 年 10 月 3 日，澳大利亚新南威尔士州 12 家地方议会入禀联邦法院，起诉评级机构标准普尔，称其在 2006 年给荷兰银行推出的一款金融衍生品评定信用等级时犯有过错，导致它们在购入这些所谓的 AAA 级产品后即蒙受巨大损失。时隔一年后，2012 年 11 月 5 日，法院作出一审判决，认定标准普尔确实存在“欺骗”和“误导”的行为，并应为此向投资者支付 3 千万澳元的赔偿金。

（二）促进评级行业竞争

1. 欧盟继续扩大注册认证评级机构的范围

2013 年，ESMA 通过了 3 家评级机构的注册工作，分别是英国的经济学家情报社（Economist Intelligence Unit）、大公欧洲信用评级科学研究实验室（Dagong Europe Credit Rating Srl）和来自法国的 Spread Research SAS，其中 2 家为本土评级机构。此外，ESMA 还认证了 1 家美国评级机构——克罗尔债券评级公司（Kroll Bond Rating Agency）。

截至 2013 年年末，通过 ESMA 注册（35 家）和认证（2 家）的评级机构共 37 家，其中 16 家为本土评级机构，三大评级机构设在欧盟地区的分支机构有 16 家，其他国家评级机构在欧盟的分支机构有 5 家。

2. 欧盟鼓励中小评级机构参与双评级

为鼓励中小评级机构发展、促进评级市场竞争、打破国际三大评级机构的垄断，欧盟在信用评级机构监管修正案（CRA3）中明确提出，当发行人要聘请 2 家及以上评级机构时应考虑聘请至少一家市场份额不超过 10% 的中小评级机构进行评级。依据法案，ESMA 须每年发布各家欧盟注册评级机构的市场份额和所发布的评级产品类型的报告，以供发行人在聘请评级机构时的参考。如发行人采用双评级并未聘请中小评级机构为其进行评级的，须向 ESMA 提交报告加以说明未聘请中小评级机构的理由。

2013 年 12 月 16 日，ESMA 公布了截至 2013 年 12 月 1 日注册的信用评级机构名单及其市场份额。从报告统计结果来看，欧洲评级行业两级分化现象较为突出，市场份额超过 10% 的评级机构只有穆迪（34.75%）、标普（34.61%）和惠誉（17.66%）；此外，仅开展主权评级业务的 EIU（4.6%）和投资入付费机构 CERVED Group（2.6%）的市场份额略为突出；其余均处于 0.1%-1% 之间；最少的两家不及 0.01%。此次市场份额统计是 ESMA 所作的首次统计，主要服务于欧盟现有双评级政策。

3. 欧盟对成立中小型评级机构联盟进行评估

2013 年 11 月 21 日，ESMA 向欧盟委员会提交了关于成立中小评级机构联盟的可行性调查报告，重点对欧盟现有中小评级机构的业务开展情况进行介绍。按照 ESMA 的界定，国际评级机构共有三家（穆迪、标普和惠誉），其余均为中小型评级机构。此次报告的主要内容包括评级业务覆盖情况、评级业务类型、

评级结果使用、业务收入和人员情况。在欧盟目前尚不存在中小评级机构联盟的背景下，ESMA 此次报告的主要目的在于对中小评级机构的业务开展情况进行摸底调查。欧盟委员会将根据此次建议来评估成立中小型评级机构联盟的成本、收益、启动资金的来源、治理结构和法律结构等问题。

（三）减少评级依赖，强化内部评级

自 2012 年 10 月金融稳定理事会（FSB）在东京会议上提出要加快落实减少评级依赖的倡议后，FSB 便积极推进相关工作。2013 年 10 月，FSB 发布了关于减少评级依赖的进展报告和同业审查报告（中期）。此次报告内容主要有以下方面：一是各国当局需要加快修订对于外部评级的机械式依赖的监管制度，从而避免当评级下调时债券市场价格下跌引发羊群效应和悬崖效应；二是 FSB 已启动同业审查工作，以督促各国当局履行减少评级依赖的政策实施；三是目前各国的评级行业监管制度的改革面临不同的起点，不同国家的去评级化进程存在差异；四是现有的国际标准中，对外部评级结果使用最多的是在巴塞尔银行资本要求框架。巴塞尔银行监管委员会已达成协议将在 2014 年中期发布初步举措以减少在其资本要求中对于外部评级的依赖。五是市场参与者需要提高信用评估能力，以便可以安全地减少对外部评级的依赖，但这需要时间。

此外，报告还就対目前各国法律体系中对外部评级结果的引用情况以及已经采取的减少对外部评级依赖的措施进行了系统梳理，并提出两点改进意见：一是强化对金融机构建立内部风险评估体系的动机；二是鼓励或加强金融机构内部风险评估体系的透明度。

（四）加强跨境交流合作，促进国际评级标准构建

1. 区域间评级机构监管合作有所进展

2013 年 2 月，ESMA

与迪拜金融服务局（DFSA）就评级机构监管合作问题达成谅解备忘录。该备忘录共分 11 部分，分别对备忘录相关定义、合作的一般性原则、合作领域、评级机构的认证及注册、跨境评级机构监管、双方之间的协助和磋商机制、信息的共享和保密以及备忘录的修改等事宜进行了阐述。备忘录的签署为双方在评级机构监管方面开展进一步合作奠定了基础。

在此之前，SEC 于 2012 年分别与 ESMA、开曼群岛货币监管局就跨境金融机构的监管合作事宜签订了谅解备忘录。其中，SEC 与 ESMA 签订的谅解备忘录中除了在正文中对所有金融机构作了规定，还以附件形式对信用评级机构的注册工作的协助、主动协助和事先通知义务和信息交换作了特别规定。

2. 联合国倡议建立国际信用评估体系

2013 年 9 月 10 日，第 67 届联合国会议主席耶雷米奇在“信用评级机构在国际金融体系中所发挥作用”的主题研讨会上表示，联合国可以为建立一个客观和可靠的国际信用评估体系发挥作用。耶雷米奇指出，潘基文秘书长在向联大提交的一份报告中提议针对评级机构建立一个联合国监督机构，对信用评级产品进行认证并就评级方法的共同标准建立共识。



煤炭行业盈利趋势性弱化 企业流动性风险加大

联合资信评估有限公司 钟睿

受下游去产能化及国际煤炭进口冲击影响，2013年以来国内煤炭价格较2012年继续下行，截至2014年5月底，环渤海动力煤平均价格指数收报537元/吨，同比下降11.97%，较2013年初水平下跌15.30%，目前价格水平已接近行业长期盈亏平衡点，呈现全行业亏损（微利）经营态势。业内企业整体呈现债务负担加重，盈利能力下滑，经营性现金流弱化的态势，且面临融资渠道收紧的压力，对外部支持依赖程度显著上升。

债务负担方面，截至2013年三季度末，公开市场煤炭行业所有发债主体全部债务资本化比率均值为54.85%，高于2012年底51.62%及2011年底48.33%的债务负担水平。其中，AA⁺及AA⁻级别序列整体债务负担上升相对较快，AA⁺级别企业大多受资源整合持续投资及盈利能力有限影响，债务负担持续提升；AA⁻级别企业主要集中于规模以上民营企业，受制于前期投资产能尚未完全投产形成收入，其债务规模扩张速度高于收入增速。

收入及利润方面，受煤炭价格下跌影响，业内企业利润总额呈持续下降趋势，所有发债主体2013年前三季度利润总额均值为19.64亿元，仅为2012年全年水平的58.26%及2011年全年水平的48.60%。另一方面，行业整体营业收入受业内企业大规模开展贸易类业务影响，收入规模仍保持上升趋势。相同级别序列中，所有制差异也体现出不同的盈利差异，民营企业相对国有企业的成本优势更多体现在较轻的社会负担。从公布的2013年年报情况看，大部分级别分布于AAA及AA⁺的国有大型煤炭企业维持盈亏平衡，压缩管理费用及销售费用成为业内常态，相当部分企



业通过会计政策调整以修复利润表，同时，政府补贴、资产处置利得等非经常性损益成为相关企业最终扭亏的关键。

经营性现金流方面，业内企业经营性现金流普遍弱化，经年化调整估算，2013年全年所有发债主体经营活动净现金流均值为18.69亿元，同比下降43.69%，其中，国有企业经营活动净现金流均值同比下降48.93%，民营企业同比下降35.99%。从具体的偿债指标看，AA⁻及以下级别企业流动性压力较大，

其短期债务规模大多已接近或超过年化估算后全年收入水平，部分企业为维持正常生产运营而面临的债务接续压力凸显。

融资渠道方面，随着煤炭及其下游行业景气度全面下滑，国内资本市场对煤炭行业风险偏好有所下降，银行、信托、资管等部门均收紧了煤炭行业风险敞口，业内企业面临外部融资渠道收缩的困境。传统银行渠道在 2014 年对煤炭企业新增授信较少，现有授信额度的最终批贷审核趋严，不排除 2014 年下半年进一步收缩煤炭行业信贷敞口的可能性。

外部支持方面，政府补贴是业内企业重要的利润来源。企业能否获得有效的外部支持取决于企业的所有制背景及所处地区的政府专项财力。相对而言，国资委控股的省属大型煤炭企业获取政府支持的可能性大，拥有煤炭类专项基金的地方政府具备专项财力以支持大额补贴。

联合资信认为，2014 年宏观经济仍面临减速风险，煤炭行业盈利水平可能出现连续第三个会计年度下降，亏损或微利运营成为业内常态。国有大中型企业出于保就业等社会职能因素考虑，仍将维持较高产能，但运营亏损可能加剧，政府补贴仍是相关企业

修复报表亏损的重要来源。相对地，民营企业可能出现阶段性停产以避免运营亏损，煤炭行业作为市场化程度较高的典型强周期行业，行业供给结构正在自发调整。

在当前宏观经济环境下，企业自身运营实力、外部融资渠道及外部支持是判断煤炭企业信用质量的重点。在盈利能力及经营获现能力趋势性下滑的背景下，融资渠道收紧将导致业内企业流动性压力上升，短期流动性风险增大，同时，利率水平抬升也会进一步侵蚀企业的利润空间，影响企业的长期偿债能力，应提升对融资渠道及外部支持的关注度。

具体而言，以大同煤矿集团有限责任公司为代表的特大型国有企业，由于承担部分社会职能，在行业景气持续下滑时，来自政府及时有力的外部支持是可以预期及实现的，该类企业实际抗风险能力高于财务指标表现。另一方面，对于 AA⁻ 及以下信用级别的民营煤炭企业，由于其资产规模较小、融资渠道较单一、外部支持较弱，股东风险较大，在盈利能力下滑和外部融资渠道收窄的情况下，极易出现流动性风险，整体信用风险可能加速上升，需重点关注。

评级小贴士

正确认识信用评级



评级作用的市场检验说明

第一，评级机构对债券定价有一定影响，但最终还是投资者说了算。

第二，评级机构受到市场的约束，如果出现评级级别过高或过低，市场可能会有较大的反应。

第三，评级受同行业对比约束也很严格。必须保持可比性和一致性。评级机构的余地实际是很小的。



信用评级不代表什么

信用评级仅是对信用风险的评价，没有考虑市场价格、投资者偏好等投资决策因素，因此评级结果不能作为投资者投资决策的唯一参考依据，信用评级机构也不承担投资者采用评级结果后的法律责任。信用等级并不反映所评债券的收益高低和流动性强弱。

信用评级不是被评对象经营状况好坏的评价，高信用等级企业不一定就比低信用等级企业的经营状况好。因此，被评对象不应把达到某一信用等级作为管理的目标，而应以经营目标为中心，让信用等级的高低顺其自然。

化工行业：成本压力下的信用分化仍将持续

联合资信评估有限公司 姚德平



相对较低的产品上依然具有优势。化工类企业积极扩张西部生产基地，虽然可以降低产品成本，但在产能大规模释放之后，将会对市场形成新的冲击。同时，远离消费市场，交通条件相对落后，以及对环境的集中影响都将制约行业的可持续发展。能源价格改革的深入或将促进化工产业布局优化。一年来，化工类发债企业的盈利恶化明显，短期内，行业产能过剩、下游需求低迷是阻碍化工企业盈利能力改善的主要因素。面对成本压力，没有资源优势的企业仅靠自身控制成本恐无法扭转盈利不足的颓势，有资源优势的化工企业成本优势较为明显，抗风险能力相对较强。预计随着调整的深入，化工类企业的信用分化仍将持续。

年，烧碱产量猛增至 2854 万吨，产能更是高达 3850 万吨。产能大幅扩张的背后，有资本逐利的原因，也有政府政策的驱动。2004 年，内蒙古自治区率先要求增加资源就地转化能力，使煤、电的 50% 实现就地转化。煤炭开采的高利润以及基础化工的低门槛促使企业纷纷进入西部买矿建厂。金融危机后的刺激政策更是导致目前产能过剩矛盾的重要推手。2011 年底发布的《煤炭深加工产业发展政策（征求意见稿）》中提到，在具备条件的地区推进煤化工与发电、石油化工、钢铁、建材等产业间的整合，建设煤化电热一体化项目，鼓励各种燃料、化工原材料、热力和电力一体化生产。媒体消息称，各地上报的要求在“十二五”期间建设的大型煤化工项目达到 104 个，经初步测算，总投资超过 2 万亿元。在需求增长、政策刺激的共同作用下，随着生产装置的不断建成投产，化工行业产能过剩的矛盾逐渐显现。行业不景气的背景下，企业盈利状况也明显分化。Wind 资讯的数据显示，2011 年到 2013 年，化学原料及化学制品制造业的利润总额先降后升，徘徊在 4000 亿元左右，但亏损企业亏损总额却从 2011 年的 333.78 亿元扩大到 2013 年的 728.31 亿元。

资本逐利和产业政策调整导致化工行业产能扩张严重，产能过剩及下游需求放缓导致企业盈利整体下滑。成本控制是化工类企业盈利的关键因素，但资源禀赋差异成为目前企业信用分化的主要原因。尽管国内主要的化工生产基地逐步西移，但主要的消费市场还在东部，西部产品成本上的优势被长途运费部分削弱，而东部产品靠近市场，在部分价格

资本逐利及产业政策调整导致化工行业产能扩张严重，企业盈利整体下滑。

过去十年，国内化工行业中绝大部分产品的产能产量出现了大幅增长，烧碱、PVC、尿素、PTA 等大宗产品的增长尤为明显。以烧碱为例，2003 年，国内的烧碱产量只有约 940 万吨。到了 2013

表 1 简要尿素成本测算（元 / 吨、元 / 度、元）

项目	消耗量	单价	合计	项目	消耗量	单价	合计
煤	1.25	1000.00	1250.00	液氨	0.58	2095.20	1215.22
电	1280.00	0.30	384.00	电	200.00	0.30	60.00
蒸汽	162.00	1.60	259.20	蒸汽	140.00	1.60	224.00
水	8.00	4.00	32.00	水	3.00	4.00	12.00
人工折旧摊销及其他	1.00	170.00	170.00	人工折旧摊销及其他	1.00	295.00	295.00
			尿素成本合计				1806.22
合成氨成本合计			2095.20	尿素成本 =0.73* 煤价 +942* 电价 +798.5			

资料来源：联合资信整理

成本控制是化工类企业盈利的关键因素，但资源禀赋差异成为目前氮肥企业信用分化的主要原因。

化工行业上游原料主要是煤炭、石油和天然气，下游则是化工、纺织、冶金、建筑、造纸等。行业上游供应商较为集中，企业在采购上处于相对弱势，而下游需求多样，客户较为分散，化工行业内部产品同质化严重、竞争激烈，在面对下游市场方面，企业基本上处在自由竞争的状态。在两头不能控制的情况下，加强成本管理成为关系企业未来发展的必然选择。

然而，在目前技术水平相差不大的情况下，仅靠加强成本管理，对于压低产品成本的作用相对较弱。以煤头尿素为例，每吨尿素需要消耗约 0.73 吨的无烟煤以及 942 度电。如表 1 所示，在煤电能耗下降 10% 的情况下，尿素的成本仅下降 100.77 元。若该尿素企业拥有煤炭资源，且有自备电厂，按照无烟煤 700 元 / 吨、电价 0.3 元 / 度的价格计算，其尿素成本将降至 1588.72 元 / 吨，每吨尿素的成本将下降 217.50 元。通过这种简单的对比可以发现，在煤炭价格大幅波动的背景下，拥有煤炭资源的尿素企业相较于没有资源的企业存在较强的成本优势，而这种差距并非仅靠加强能耗管理就可以缩短。拥有资源禀赋优势的能源类企业通常也拥有雄厚的资金实力和通畅的融资渠道，也更容易被地方政府接受，这类企业纷纷向化工行业延伸，从而使得当前化工行业的竞争更加激烈。传统的化工类企业显然也意识到了差距产生的原因，也纷纷向西部能源基地靠拢。此外，若煤价波动不大，电价变动将成为影响成本的主要原因。

成本压力推动化工行业西进，能源价格改革或将促进基础化工产业布局优化。

资源禀赋带来的成本优势导致化工类企业纷纷向西部的新疆、内蒙古、宁夏等地加大投资力度。由于经济发展不均衡，尽管国内主要的化工生产基地逐步西移，但主要的消费市场还在东部，西部产品成本上的优势被长途运费部分削弱，而东部凭借市场优势在部分价格相对较低的产品上依然存在优势。造成这种格局的原因之一就是电力价格的差异，如果讨论中的电价改革能够顺利推进，从而实现直供电，则产业布局或将得到优化。烧碱和 PVC 便是最明显的例子。

从表 2 可以看出，东部企业如果生产 PVC，则基本上丧失了与西部企业竞争的实力，但东部企业的烧碱产品依然可以获利。目前，国内东部地区生产 PVC 的企业非常少，长三角地区更是没有 PVC 生产企业，但凭借靠近市场的优势东部存在许多烧碱生产的企业。影响这种产业布局的关键因素之一就是能源价格。从表 2 可以算出，从制烧碱和氯气开始，每生产 1 吨 PVC，需要消耗约 7400 度电。没有自备电厂的企业（按 0.5 元 / 度计算）与有自备电厂的企业（按 0.3 元 / 度计算）相比仅电价差异将导致每吨 PVC 成本要高出 1480 元 / 吨。如果电价改革顺利实施，企业直供电成行，企业可以通过向发电企业直接购电，则对于东部企业而言，PVC 产品的成本或将大幅下降，同时西部企业可以通过直接出售电力而获利，从而减少 PVC 的生产。

在经济增速下降、下游需求疲软、产能过剩矛盾突出的大背景下，化工类企业积极扩张西部生产基地，虽然可以降低产品成本，但在产能大规模释放之后，将会对市场形成新的冲击，同时，远离消费市场，

表 2 简要烧碱及 PVC 成本测算（元/吨、元/度、元/公里、公里、元）

项目	消耗量	单价	金额	项目	消耗量	单价	金额
盐	1.50	300.00	450.00	石灰石	0.90	170.00	153.00
电	2500.00	0.50	1250.00	焦炭	0.60	1480.00	888.00
人工折旧摊销及其他	1.00	125.00	125.00	电	3450.00	0.30	1035.00
烧碱成本合计			1825.00	电石人工折旧摊销助剂等	1.00	592.00	592.00
运输成本	50.00	1.00	50.00	单位电石成本			2668.00
东部烧碱成本合计			1875.00				
项目	消耗量	单价	金额				
电石	1.50	3270.00	4905.00	电石	1.50	2668.00	4002.00
氯气	0.60	655.00	393.00	氯气	0.60	300.00	180.00
电	500.00	0.50	250.00	电	500.00	0.30	150.00
人工折旧摊销助剂及其他	1.00	1275.00	1275.00	人工折旧摊销助剂及其他	1.00	1000.00	1000.00
运输成本	50.00	1.00	50.00	运输成本	500.00	1.00	500.00
东部 PVC 成本合计			6873.00	西部 PVC 成本合计			5832.00

资料来源：联合资信整理

交通条件相对落后，以及对环境的集中影响都将制约行业的可持续发展。如果能源价格改革能够顺利推进，这种集中西进的状况及其带来的后果或者有所改善。由于这种改革牵涉到的利益众多，目前进展依然缓慢，其实际效果也存在变数。

化工类发债企业的盈利恶化明显，信用分化仍将持续。

随着行业调整的持续，化工类企业的盈利状况明显恶化。据联合资信统计，公布了业绩的化工类企业中（不含化纤），2012 年利润为负的企业占比为 12.12%（全部样本量为 132 家），而 2013 年 1 至 9 月，利润为负的企业占比为 20.49%（全部样本量为 122 家）。这其中，涉及氯碱、尿素以及 PTA 的企业亏损尤其明显。2014 年 4 月 8 日，江苏省盐业集团有限责任公司发布公告称，旗下两家二级子公司因停产、资金周转出现困难，导致部分贷款本息出现逾期。2014 年 4 月 29 日，中国昊华化工集团股份有限公司发布公告称，受国内宏观调控致下游行业房地产及塑料制品需求不足、出口乏力以及国内基础化工行业产能过剩等因素的影响，2013 年公司净利润为 -6.94 亿元，亏损额占公司 2013 年经审计的合并净资产的 13.88%。2014 年 4 月 30 日，厦门翔鹭石化股份有限公司公布的年报显示，2013 年公司的利润总额为 -6.42 亿元。

短期内，行业产能过剩、下游需求低迷是阻碍化工企业盈利能力改善的主要因素。面对成本压力，没有资源优势的企业仅靠自身控制成本恐无法扭转盈利不足的颓势，有资源优势的化工企业成本优势较为明显，抗风险能力相对较强。预计随着调整的深入，化工类企业的信用分化仍将持续。长期来看，没有资源优势的化工企业若维持现有产品结构则存在被市场淘汰的危险，与有资源或能源优势的企业合作或被其兼并整合或是摆脱窘境的一种方法。若能源价格改革能够顺利推进，化工行业的产业布局或将优化。要提升化工企业的整体抗风险能力，唯有延伸产品的价值链，提升产品的竞争力，通过差异化来加强企业盈利能力，从而摆脱同质化竞争的困境。



2014 年第一季度短期融资券市场及利差分析报告

联合资信评估有限公司 李丹 伦杭 刘艳 聂逆

一、本季度债券市场发展情况

1、债券产品发行情况

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 20798.07 亿元，较上年同期增长 10.64%，较上年第四季度增长 11.09%。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 30.28 万亿元。

本季度，国债发行期数为 9 期，与上年同期持平，较上年第四季度下降 40.00%；国债发行规模为 1940 亿元，较上年同期下降 17.09%，较上年第四季度下降 46.92%。此外，在经济增速低于预期的背景下，本季度央票维持停发状态。

与上年第四季度相比，企业债券的发行期数和发行规模分别环比增长了 51.04% 和 57.05%，主要是本季度银行间市场资金面较上年第四季度较为宽松、融资成本较低、核准节奏加快等所致。但与上年同期相比，本季度企业债的发行期数和发行规模分别减少了 0.68% 和 21.12%。与上年第四季度相比，中期票据的发行期数和发行规模分别环比增长了 26.51% 和 9.86%。本季度中期票据的发行期数和发行规模也较上年同期分别减少了 27.59% 和 44.30%；金融债券的发行仍然以政策性银行债券为主，商业银行债券和非银行金融机构债券的发行期数和发行规模较上年同期有所回落，金融债券整体发行期数和发行规模较上年同期分别增长 36.84% 和 18.69%；与上年第四季度相比，金融债券的发行期数和发行规模分别环比增长了 44.44% 和 45.62%。

与上年第四季度相比，短融（含超短融）的发行期数和发行规模分别增加了 38.26% 和 28.64%；与上年同期相比，本季度短融（含超短融）的发行期数和发行规

模分别增加了 14.39% 和 38.81%。与上年第四季度相比，证券公司短融的发行期数和发行规模分别增加了 26.09% 和 24.23%；证券公司短融在 2012 年下半年才逐步开始发行，基数较小，因此与上年同期相比，证券公司短融的发行期数和发行规模增幅分别为 152.17% 和 62.46%，增幅较大。

2、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面较 2013 年下半年有所好转，流动性处于较为宽松的状态。一年期银行间固定利率国债到期收益率呈下行趋势，一季度末已跌至 3.09%，比本季度初的 4.23% 下降了 114bp；一年期贷款基准利率维持在 6.00%；一年期 Shibor 利率维持在 5.00%；银行间债券质押式回购加权平均利率（R007）波动幅度较大，受春节前资金需求季节性增长因素影响，1 月中下旬明显走高，最高升至 6.59%，2 月至 3 月上半月，银行间流动性一直保持宽裕，R007 一度下跌至 2.2%，随着季末临近，资金需求有所回升，流动性逐渐收紧，加之央行坚持进行正回购操作回笼资金，R007 逐渐回升，但绝对水平仍处于 2013 年 6 月“钱荒”以来的低位。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率比较稳定，分别在 4.24% 和 4.42% 上下小幅波动。

本季度初期，在经济增速持续下行、流动性有所改善的背景下，各债券品种发行利率有所下降，但进入 3 月后，以超日债违约事件为代表的信用风险事件的出现，导致市场风险偏好明显下降，加之央行持续回收流动性，各债券品种的发行利率开始波动上升。具体来看，一年期短期融资券的发行利率处于 5.47%~8.30% 的波动区间，高于一年期 Shibor 利率，且大部分高于一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率¹；五年期中期票据的发行

¹ 贷款基础利率是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。贷款基础利率是金融机构对其资金成本、信用风险成本、管理费用、最低资本回报等因素进行综合衡量后，确定的贷款利率水平，可以真实地反映信贷市场的资金价格。

表 1 债券市场发行和存量情况

券种类别	2013 年第一季度 发行情况		2013 第四季度 发行情况		2014 年第一季度 发行情况		2014 年第一季度末 存量情况	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
政府债	9	2340.00	23	4398.77	9	1940.00	260	91362.37
国债	9	2340.00	15	3654.77	9	1940.00	198	82746.37
地方政府债	0	0.00	8	744.00	0	0.00	62	8616.00
央行票据	0	0.00	3	214.00	0	0.00	17	5521.72
金融债	75	5523.40	90	4844.00	130	7054.00	711	106973.28
政策性银行债	61	5046.40	82	4426.00	115	6590.00	473	93134.28
商业银行债券	14	477.00	3	165.00	12	446.00	209	13239.00
非银行金融机构债券	0	0.00	5	145.00	3	18.00	29	600.00
政府支持机构债券	1	200.00	6	700.00	1	200.00	81	9900.00
企业债券	146	2161.00	96	1085.30	145	1704.50	1738	24719.14
一般企业债	146	2161.00	96	1085.30	144	1694.50	1729	24684.76
集合企业债	0	0.00	0	0.00	1	10.00	9	34.39
中期票据	145	2100.60	83	1065.10	105	1170.10	1767	28895.50
集合票据	2	1.97	7	10.49	0	0.00	80	173.12
美元中期票据	0	0.00	1	2.00	0	0.00	1	2.00
短期融资券	278	3544.30	230	3824.50	318	4919.90	1019	14076.80
短期融资券	226	2049.30	183	2009.50	230	2389.40	858	8577.30
超级短期融资券	52	1495.00	47	1815.00	88	2530.50	161	5299.50
证券公司短期融资券	23	630.00	46	823.90	58	1023.50	58	1023.50
资产支持证券	0	0.00	10	109.06	24	482.60	45	653.99
非金融企业资产支持票据	6	20.00	3	8.00	8	35.00	36	129.30
非公开定向债务融资工具	136	1588.50	135	1125.10	239	2099.10	930	11129.88
公司债	60	477.90	9	212.80	12	164.50	445	6664.49
可转债	3	209.70	3	301.00	1	4.87	27	1585.86
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	884	18797.37	744	18722.02	1050	20798.07	7215	302810.95

注：1. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债，不包括证券公司债；2. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券；其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网站公布的政府支持机构债券的存量期数，不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数；3. 美元中期票据以亿美元计，合计中不包含美元中期票据；4. “公司债”不包含私募债和证券公司债券；5. 发行数据为中国债券信息网站与上海清算所公布的债券发行量合计；存量数据为中国债券信息网站与上海清算所公布的债券托管量合计。

资料来源：中国债券信息网站、上海清算所、公司债、可转债数据来源于 Wind 资讯

利率在春节过后有所回落，但季末波动回升，发行利率处于 5.74%~9.00% 的波动区间，均高于五年期银行间固定利率国债到期收益率，其中 AAA 级中期票据的发行利率本季度初回落至五年期贷款基准利率 6.4% 以下，但随着季末流动性趋紧，本季度末再次突破五年期贷款基准利率，最高回升至 8.3%；七年期企业债的发行利率走势相对较为平稳，发行利率处于 7.11%~9.20% 的波动区间，远高于七年期银行间固定利率国债到期收益率，各级别企业债的发行利率基本均超过七年期贷款基准利率 6.55% 的水平。

二、短融发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 269 家企业共发行短融 318 期（含超短融）²，合计发行规模为 4919.90 亿元，发行期数、发行家数和发行规模同比增幅分别为 14.39%、9.35% 和 38.81%，而环比增幅均在 28% 以上。在本季度整体资金面相对宽松的情况下，发行人年初融资需求强劲，加上超日债违约事件爆发后，市场风险意识提升，机构情绪谨慎、配置需求向短端集中，导致短融（含超短融）发行量较大。

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

截至 2014 年 3 月末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1019 期，存续短融（含超短融）金额达 14076.80 亿元，短融（含超短融）存量规模占债券市场存量总规模的 4.65%。

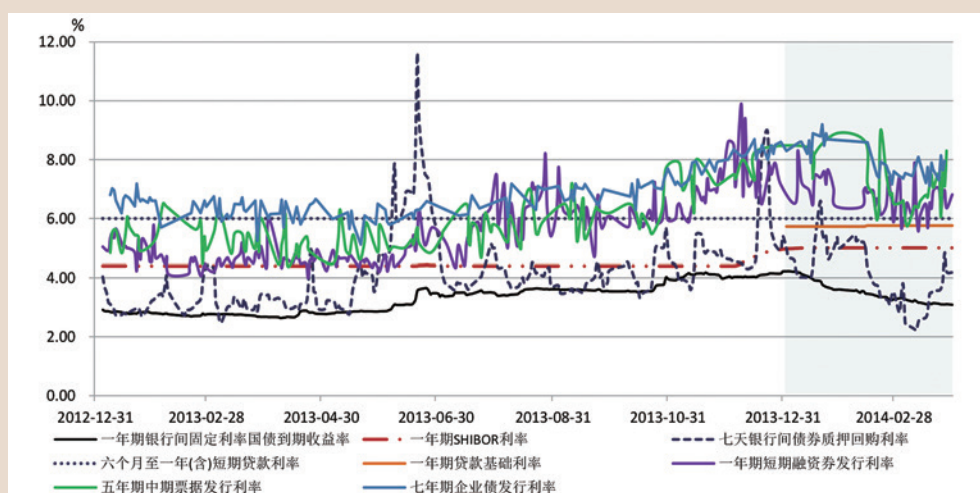
1. 短融发行情况分析

从发行期数来看，本季度短融共发行 230 期，较上年同期增长 1.77%，较上年第四季度增长 25.68%，短融的发行期数在短融（含超短融）发行总期数中的占比为 72.33%，占比较上年同期和上年第四季度分别下降了 8.97 个百分点和 7.24 个百分点。

从发行家数来看，本季度短融的发行家数为 220 家，较上年同期增长 0.46%，较上年第四季度增长 25.71%。

从发行规模来看，本季度短融的发行规模为 2389.40 亿元，较上年同期增长 16.60%，较上年第四季度增长 18.91%。从单笔发行规模来看，本季度短融的单笔发行规模为 10.39 亿元，较上年同期和上年第四季度分别增加了 14.57% 和 -5.39%。

本季度，城投类企业³所发短融的发行期数和发行规模分别为 45 期和 574.00 亿元，同比增幅均超过 60%，环比增幅均在 10% 左右，分别占总发行期数和发



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2014 年一季度债券市场发行利率情况

行规模的 19.57% 和 24.02%。城投类企业所发短融的发行规模和发行期数同比和环比均增长明显，可能是由于本季度交易商协会放开了对于发行短融和中期票据的地方政府融资平台的行政级别的限制。

从发行期限来看，本季度所发短融仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期的短融共有 222 期，占发行总期数的 96.52%。

2. 超短融发行情况分析

本季度有 55 家企业共发行超短融 88 期，发行总额为 2530.50 亿元。从超短融的发行期数、发行家数和发行规模来看，本季度超短融的发行量与上年同期、上年第四季度相比均大幅增加（见表 4）。超短融的持续

表 2 短融（含超短融）发行基本情况表

项目	2013 年				2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
	一季度	全年占比 (%)	四季度	全年占比 (%)			
发行期数 (期)	278	25.84	230	21.38	318	14.39	38.26
发行家数 (家)	246	34.70	202	28.49	269	9.35	33.17
发行规模 (亿元)	3544.30	22.35	3824.50	24.11	4919.90	38.81	28.64

注：短融发行统计以起息日作为统计口径，下同。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

³ 城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

表 3 2014 年一季度短融发行情况表

项目	2013 年一季度	2013 年四季度	2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	226	183	230	1.77	25.68
发行家数 (家)	219	175	220	0.46	25.71
发行规模 (亿元)	2049.30	2009.50	2389.40	16.60	18.91
单笔发行规模 (亿元)	9.07	10.98	10.39	14.57	-5.39

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 4 2014 年一季度超短融发行情况表

项目	2013 年一季度	2013 年四季度	2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	52	47	88	69.23	87.23
发行家数 (家)	31	33	55	77.42	66.67
发行规模 (亿元)	1495.00	1815.00	2530.50	69.26	39.42
单笔发行规模 (亿元)	28.75	38.62	28.76	0.02	-25.54

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

放量增长主要是近两年监管层对于超短融的扩容政策 (2012 年 6 月超短融发行主体范围首次扩容至一般央企 AAA 级企业及其一家 AAA 级核心子公司, 2013 年 10 月再次扩大至地方 AAA 级企业) 以及超短融在成本和灵活性方面的优势所致。

本季度, 在超短融持续扩容的影响下, 城投类企业所发超短融的数量也实现较大增幅。本季度, 城投类企业所发超短融的发行期数和发行规模分别为 14 期和 210.00 亿元, 分别占总发行期数和发行规模的 15.91% 和 8.30%。本季度城投类企业所发超短融的期数和规模较上年同期 (0 期) 和上年第四季度 (3 期 56 亿元) 均有大幅增长。

从发行期限来看, 本季度超短融的发行期限为 3 个月至 9 个月不等, 其中以 6 个月发行期限为主, 较上年同期

和上年第四季度发行期数最多的 9 个月期限有所缩短。

3. 证券公司短融发行情况分析

本季度共有 31 家证券公司发行短融 58 期, 发行规模达 1023.50 亿元, 与上年同期相比, 证券公司短融的发行期数、发行家数及发行规模分别增加 152.17%、158.33% 和 66.69%。较大的增幅主要有两方面原因, 一是由于 2012 年下半年证券公司短融才重启, 证券公司发行短融逐步走向常态, 二是近期管理层对于资本市场的各项制度创新与证券公司自身业务创新的全面推进, 导致其融资需求增加。与上年第四季度相比, 本季度证券公司短融的发行期数、发行家数及发行规模环比分别增长 26.09%、14.81% 和 24.23%。本季度证券公司短融的

表 5 证券公司短融发行基本情况表

项目	2013 年一季度	2013 年四季度	2014 年一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	23	46	58	152.17	26.09
发行家数 (家)	12	27	31	158.33	14.81
发行规模 (亿元)	614.00	823.90	1023.50	66.69	24.23
平均单笔发行规模 (亿元)	26.70	17.91	17.65	-33.90	-1.47

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

发行期限均为 3 个月；发行利率方式均为固定利率；发行主体地区分布按发行期数和发行规模的排名依次是广东省、上海市、北京市及江苏省，其中广东省的证券公司发行期数占比 29.31%，发行规模占比 36.98%，仍位列第一。

三、短融利率分析

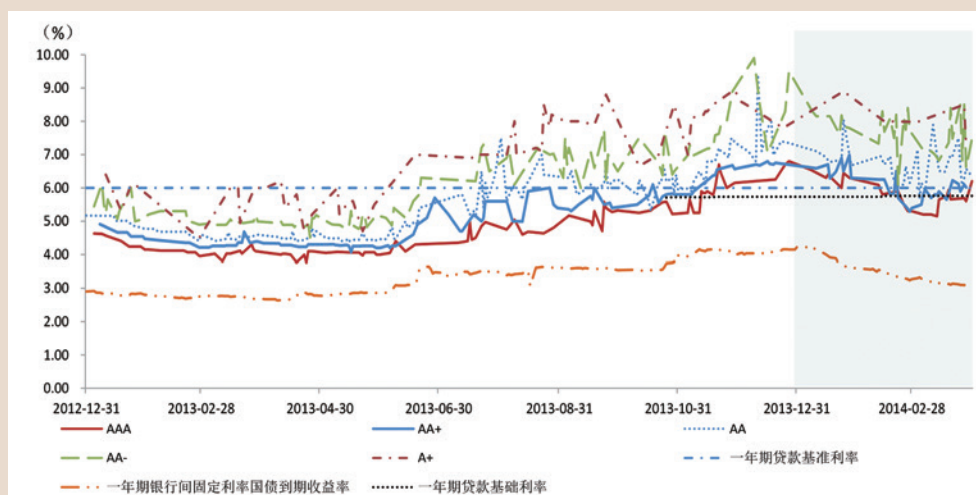
从短融利率的种类来看，本季度所发短融（含超短融）均采用固定利率。

从短融发行利率来看⁴，除了 AA⁻ 级和 A⁺ 级外，本季度各级别主体所发短融的发行利率区分明显。本季度货币政策继续维持中性偏紧基调，同时美国 QE 退出及人民币贬值抑制了热钱的流入，导致社会融资成本仍然较高。春节后流动性供给的相对增强令流动性环境有所改善，AAA 级发行人所发短融的发行利率自上年 11 月突破一年期贷款基准利率（6.00%）和一年期贷款基础利率（5.73%~5.76%）以来，于 2 月中旬左右首次低于一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率，但随着季末资金需求回升，流动性有所收紧，AAA 级发行人所发短融的发行利率又有所回升，最高达 6.20%。

与上年同期相比，各级别发行人所发短融的发行利率上升明显，发行利率均值上涨幅度均在 150BP 以上，其中 AA⁻ 级短融的发行利率均值涨幅最大，为 246BP；但与上年第四季度相比，AA 级和以上级别发行人所发短融的发行利率有所回落，其中 AA⁺ 级短融的发行利率均值回落 25BP，回落幅度最大，AAA 级和 AA 级短融的发行利率均值回落幅度较小。

四、短融发行规模结构分析

从发行规模来看，本季度短融发行规模仍主要集中在



注：剔除有担保的债券 3 期、发行期限在 1 年以下的短融 8 期。
资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 2 2014 年一季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

在 1~20 亿元区间内，其中发行额为 1~5 亿元的短融发行期数仍然最多，短融的发行期数与单笔发行规模呈现反向关系。与上年同期相比，本季度发行规模在 30~50 亿元区间的短融发行期数增幅最大，而 10~20 亿元的短融发行期数有所减少；与上年第四季度相比，本季度发行规模在 5~10 亿元区间的短融发行期数增幅较大。

本季度，超短融发行规模主要集中在 10~50 亿元的区间内。与上年同期相比，各发行规模区间的发行期数较上年同期基本上均有所增长，尤其是 10~30 亿元和 50 亿元以上区间的超短融发行期数增幅较大，体现了企业更加倾向于利用期限相对更短且金额较高的超短融弥补流动性资金缺口来提高资金使用效率；与上年第四季度相比，本季度发行规模在 1~30 亿元区间的短融发行期数均有较大增幅，30 亿元以上区间的短融发行期数则变化不大。

五、短融发行主体信用等级分布分析⁵

按发行期数统计，本季度 AA 级主体所发短融期数仍最多（67 期），AA⁻ 级和 AA⁺ 级主体所发短融期数分别为 58 期和 54 期，三者所发短融期数总和占总发行

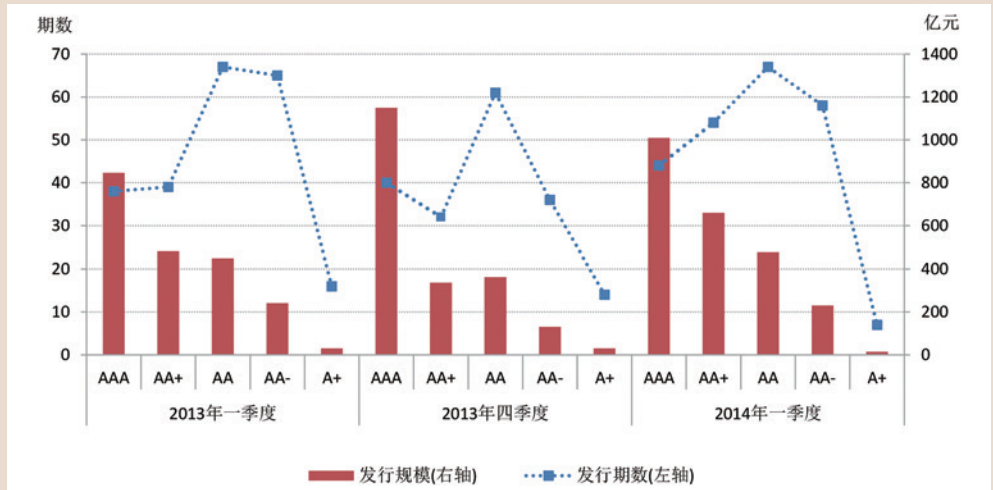
⁴ 此部分分析样本不包括超短融。

⁵ 此部分分析样本不包括超短融。

期数的 77.83%。与上年同期相比,本季度 AA⁺ 级主体所发短融期数增幅达 38.46%,增幅最大,AA⁻ 级主体所发短融期数下降 10.77%,降幅最大;AA⁻ 级~AA⁺ 级主体所发短融期数总和在总发行期数中的占比较上年同期上升约两个百分点,级别分布较稳定。与上年第四季度相比,本季度 AA⁺ 级和 AA⁻ 级主体所发短融期数增幅均达到 60% 以上,增幅

较大,AAA 级和 AA 级主体所发短融期数增幅均在 10% 左右;本季度 AA⁻ 级~AA⁺ 级主体所发短融期数总和在总发行期数中的占比较上年第四季度上升约七个百分点,级别分布更加均匀。

按发行规模统计,本季度 AAA 级主体所发短融规模总额为 1009.00 亿元,在短融发行总额中的占比为 42.23%,规模优势仍较明显。与上年同期相比,本季度 AA⁺ 级主体所发短融规模增幅达 37.11%,增幅最大,AAA 级、AA 级和 AA⁻ 级主体所发短融规模增幅分别为 19.27%、5.82% 和 -4.57%,同比变化幅度有所不同。与上年第四季度相比,本季度 AA⁺ 级、AA⁻ 级和 AA 级主体所发短融规模增幅达 95.70%、76.17% 和 31.48%,增幅均较大;本季度 AAA 级主体所发短融规模在短融发



资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理
注: 此表未包含 2013 年一季度 A 级别主体发行短融 1 期。

图 3 短融发行主体信用等级分布

行总额中的占比较上年第四季度下降约 15 个百分点,规模优势有所下降。

六、短融发行主体所有制性质分析

短融(含超短融,以下同)发行主体的所有制性质方面,从短融的发行期数和发行规模来看,本季度,国有企业仍是短融发行的主要企业类型,与上年同期和上年第四季度相比,国有企业所发短融的期数和规模均有明显增长,在总发行期数和发行总额中的占比均变化较小;民营企业所发短融的期数和规模均有所增长,占比均变化较小;外商独资企业所发短融的期数、规模及其占比均有明显下降;中外合资企业所发短融的期数、规

表 6 不同所有制性质企业短融(含超短融)发行情况

项目	2013 年一季度		2013 年四季度		2014 年一季度					
	发行期数 (期数)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期数)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期数)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)	发行规模 (亿元)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)
国有企业	192	3068.30	167	3542.90	247	128.65	147.90	4511.10	147.02	127.33
民营企业	61	319.00	52	215.90	58	95.08	111.54	335.80	105.27	155.53
外商独资企业	14	69.50	5	35.00	3	21.43	60.00	18.00	25.90	51.43
中外合资企业	10	84.50	5	27.70	6	60.00	120.00	31.00	36.69	111.91
集体企业	1	3.00	1	3.00	2	200.00	200.00	13.00	433.33	433.33
其他类企业	-	-	-	-	2			11.00		
总计	278	3544.30	230	3824.50	318	114.39	138.26	4919.90	138.81	128.64

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

模及其占比同比均有所下降，所发短融的期数和规模环比有小幅上升，占比环比均有小幅下降；国有企业发行优势明显（见表6）。

七、短融发行主体行业分布分析

短融（含超短融，下同）发行主体行业分布方面，从短融的发行期数来看，本季度电力、交通运输、建筑工程、煤炭及煤化工和机械设备位居前五位。从短融的发行规模来看，本季度电力、煤炭及煤化工、交通运输、有色金属和建筑工程位居前五位。与上年同期和上年第四季度相比，煤炭及煤化工和建筑工程行业的主体所发短融的发行期数和发行规模增长较为明显，可能是由于煤炭及煤化工和建筑工程等行业在本季度的经营状况继续下滑，导致企业通过增加举债规模来满足融资需求。

八、短融发行主体地区分布分析

从短融发行主体的所在地区来看，北京、江苏、广东、山东、浙江和四川地区的企业所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前6位，排名较上年同期和上年第四季度有所变化。

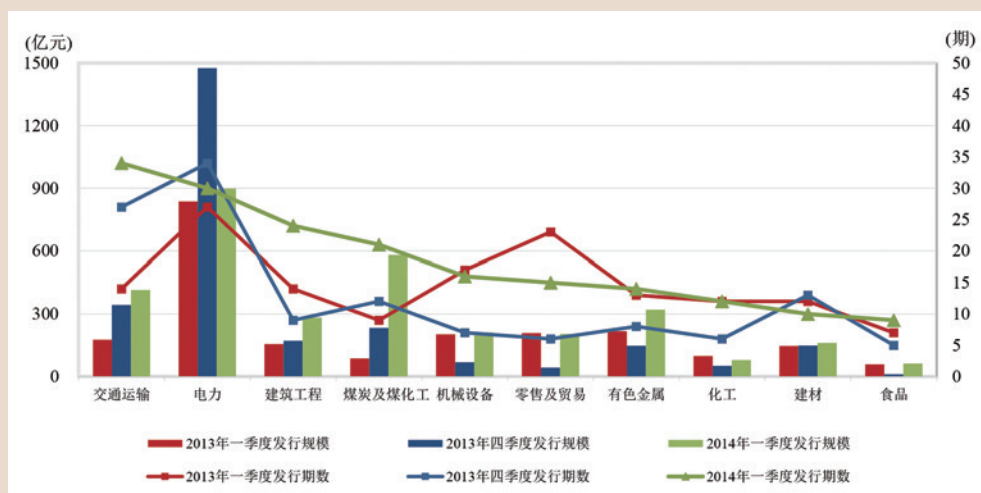
从前十位短融发行期数的地区分布来看，与上年同期相比，江苏地区的企业所发短融的发行期数超过北京位列全国首位，广东、四川、山西、内蒙古和天津的企业所发短融的发行期数均有所增加，其中广东和天津地区的企业所发短融的发行期数增加最为明显；与上年第四季度相比，除福建外，其他各地区的企业所发短融的发行期数均有明显增加。

从前十位短融发行规模的地区分布来看，北京地区的企业所发短融的发行规模仍位列全国首位，且远超过其他地区企业所发短融的发行规模；与上年同期相比，除江苏和福建外，其他各地区的企业所发短融的发行规模均有所增长，其中广东、四川、山西和天津地区的企业所发短融的发行规模增幅明显；与上年第四季度相比，

除山东和福建外，其他各地区的企业所发短融的发行规模均有所增长，其中北京、广东、四川、山西和天津地区的企业所发短融的发行规模增幅明显。

总体来看，江苏地区的企业发行短融的期数优势逐渐增强从而超过北京，北京地区的企业发行短融的规模优势最为显著。广东、四川、山西和天津地区的企业发行短融的期数和规模均增长明显。

从超短融发行主体的所在地区来看，北京地区作为央企及大型国有企业的聚集中心，在超短融的发行方面仍占据绝对优势，所发超短融的发行期数和规模分别为56期及1917.50亿元，同比和环比增幅均达到50%左右，分别占本季度超短融总发行期数和总发行规模的63.64%和75.78%，其中发行期数占比同比和环比均下降约10个百分点，规模占比同比和环比基本不变。与上年同期



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图4 短融发行期数前十位主体行业分布情况

和上年第四季度相比，本季度山东地区的企业所发超短融的发行期数（6期）和规模（125.00亿元）大幅增加，超过广东成为超短融的第二大发行地区，广东地区的企业所发超短融的发行期数（5期）和规模（120.00亿元）均位列第三位。

九、短融发行主体新增企业分析

本季度共有54家企业首次发行短融共计55期，发行规模315.40亿元，首次发行短融的企业家数占本季度发行短融企业总数的24.89%；新增企业主要分布于建筑工程和煤炭及煤化工行业；新增企业以地方国有企业和民营企业为主，在新增主体中的占比分别达到55.56%

和 35.19%；新增企业主体信用等级主要分布在 AA⁺ 级和 AA 级，在新增主体中的占比分别达到 38.89% 和 29.63%。本季度共有 15 家企业首次发行超短融共计 20 期，发行规模 495.00 亿元，首次发行超短融的企业家数占本季度发行超短融企业总数的 27.27%。本季度新增短融的发行主体家数和发行规模同比和环比均有所下降；新增短融发行主体家数在短融发行主体总家数中的占比和新增短融发行规模在短融总发行规模中的占比较上年同期和上年第四季度均大幅下降。由于 2013 年 10 月交易商协会将超短融发行主体扩至地方 AAA 级企业，导致本季度新增超短融发行主体中有 10 家地方国有企业，超短融的新增发行主体家数和发行规模同比和环比均有大幅增加，同比增幅均达到 200% 以上，环比增幅均达到 100% 左右。

十、短融承销情况分析

本季度共有 24 家主承销商参与承销短融（含超短融，以下同）发行，同比增加 2 家（分别为渤海银行和国泰君安证券），环比减少 2 家（分别为中信建投证券和恒丰银行）。短融中有 169 期采用了联合主承销商的方式发行，同比增加 18 期，环比增加 64 期；联合承销的短融期数在短融总发行期数中的占比为 52.99%，同比和环比均有所增加。

按承销期数统计⁶，与上年同期相比，本季度排名前五位的仍是中国银行、兴业银行、招商银行、中信银行和建设银行，其中中国银行本季度承销 44 期，排名由第四位晋升为首位，兴业银行由第五位晋升为第二位，而招商银行、中信银行和建设银行排名略有下降。前五位承销商承销短融期数总和和占总承销期数的 47.64%，同比保持基本稳定。与上年第四季度相比，本季度中国银行排名由第六位晋升为首位；招商银行和建设银行排名有

所下降。

按承销额度统计，与上年同期相比，本季度中国银行、建设银行、农业银行、兴业银行和中信银行仍排名前五位，其中中国银行由第四位晋升为首位，兴业银行由第十位晋升至第四位。前五位承销商承销短融额度总和和占总承销额度的 48.58%，较上年同期上升 7.54 个百分点，承销规模优势有所增加。与上年第四季度相比，本季度中国银行和中信银行承销短融规模大幅增加从而进入前五位，其中中国银行由第六位晋升为首位。总体来看，本季度中国银行的承销短融期数优势和规模优势均显著。

本季度短融发行额度超过 50（含）亿元的短融共 15 期，占总发行期数的 4.72%，合计发行规模达 997.00 亿元，占总发行规模的 20.26%，同比均变化较小，期数环比有所增加，规模环比有所下降，期数占比和规模占比环比均有较大幅度下降。其中中国银行承销 3 期，工商银行承销 2 期，建设银行、农业银行分别承销 1.5 期，共占短融总发行期数的 50.65%，体现了国有商业银行在大额度的承销项目上占有优势。

十一、短融利差分析

本季度，银行间债券市场共发行短融 230 期，剔除 8 期发行期限在 1 年内的短融、3 期有担保的短融以及上市之后两周内无交易的短融 21 期（截至 4 月 4 日之前），剩余短融共计 198 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 198 期样本。

目前，短融的信用评级包括主体信用等级的评定和债项等级的评定。由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。

表 7 2014 年第一季度利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2013 一季度	2013 四季度	2014 一季度	2013 一季度	2013 四季度	2014 一季度
AAA	139.33	182.91	247.07	134.12	192.78	252.71
AA ⁺	164.81	229.15	262.78	157.46	236.93	265.68
AA	189.37	274.46	323.92	175.24	271.94	325.21
AA ⁻	240.68	358.78	421.89	232.28	357.89	425.99
A ⁺	332.82	408.30	491.02	332.54	406.60	477.28

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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

表 8 2014 年第一季度各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 情况

主体级别	样本数 (个)	发行利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
				均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
AAA	40	5.15~6.55	5.77	247.07	-	12.43	252.71	-	16.87
AA ⁺	53	5.18~6.99	5.96	262.78	15.71	14.53	265.68	12.97	15.80
AA	56	5.64~9.00	6.60	323.92	61.14	18.34	325.21	59.53	19.42
AA ⁻	46	5.80~8.70	7.57	421.89	97.98	14.66	425.99	100.78	14.61
A ⁺	3	7.98~8.80	8.26	491.02	69.13	10.91	477.28	51.30	4.65

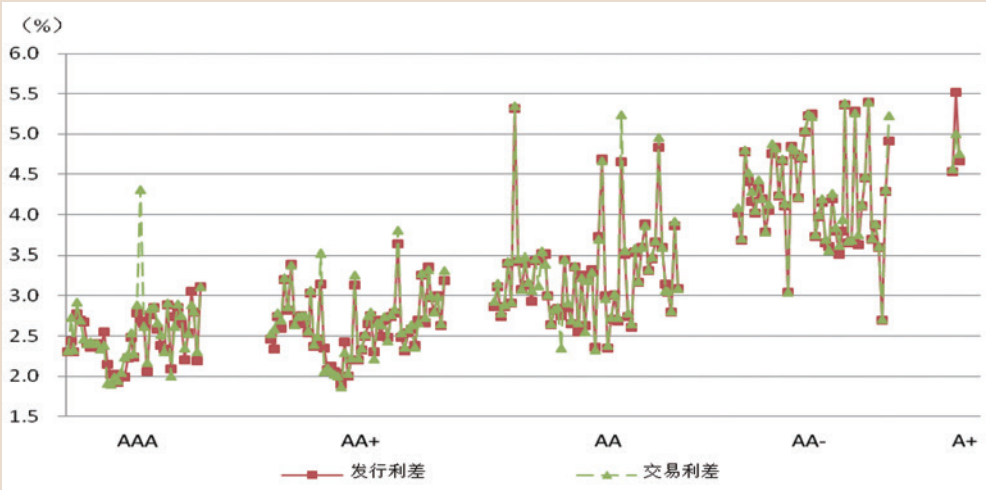
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本季度，各信用等级发行主体所发短融的发行利差⁷与交易利差⁸与上年同期相比均大幅扩大，与 2013 年第四季度环比也明显扩大（见表 7），主要原因可能是由于 3 月初超日债发生了近年来债券市场首例违约事件，造成投资者对债券风险溢价的要求更高所致。

通过表 8 及图 5 可以看出，本季度短融发行主体信用

等级对短融利差的影响主要体现在以下方面：一是发行人主体信用等级与短融利差之间呈现明显的负相关关系，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。二是除样本量较少的 A⁺ 级外，随着发行人主体信用等级的降低，级差也随之扩大。三是与往期相比，本季度 AA⁺ 级与 AAA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均较小，这两个主体信用等级对利差的区分程度不高。四是 AA 级发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数均最大，可能是因为投资者对该信用等级主体的认可度不统一所致。

我们进一步对不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验⁹。从结果看，



资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 5 本季度各级别发行主体短融利差分布情况

AAA 级与 AA⁺ 级、AA⁻ 级与 A⁺ 级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著。导致不同信用等级主体所发短融利差差异不显著的原因可能包括个别主体信用等级所发短融的风险定价的区分程度不强、市场对个别主体信用等级所发短融的风险认识差异不大以及样本量较少等因素。

十二、二级市场对评级机构信用等级认可度检验

从一定意义上说，对于同一信用等级（主体），其

⁷ 发行利差即利差 I，指短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，反映在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。
⁸ 交易利差即利差 II，指短融上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。
⁹ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。

所对应的利差均值越小、波动范围越窄，表明市场对该信用等级的认可度越高，反之亦然。从这一理论出发，根据本季度所发短的样本数据，对中诚信、联合资信、大公、新世纪这四家评级机构出具的各主体信用等级的利差 I 和利差 II 的计算结果如下：

从表 9 的利差检验结果来看，联合资信所评的 AA⁺ 主体所发短融的利差 I 和利差 II 的均值与变异系数均低于其它评级机构，新世纪所评的 AA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的均值与变异系数均低于其它评级机构，表明就这两个主体级别来说，二级市场对上述两家评级机构出具的信用等级认可度更高。对于其它主体信用等级，各评级机构所评主体所发短融在利差均值和变异系数的表现不一，投资者对各评级机构出具的评级结果未表现出明显的一致性。但上述检验可能存在由于样本数量不多出现偏差的问题。



表 9 本季度各评级机构所评各等级主体所发短融利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数（个）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	变异系数（%）	均值（BP）	变异系数（%）
AAA	中诚信	21	245.28	11.96	255.36	19.46
	联合资信	14	248.20	14.46	248.98	15.24
	大公	4	258.60	8.92	258.20	9.30
	新世纪	1	222.79	-	227.43	-
AA ⁺	中诚信	19	273.08	14.66	277.28	15.52
	联合资信	10	248.31	8.08	252.56	9.66
	大公	16	257.79	14.35	256.72	15.81
	新世纪	8	266.39	19.14	272.45	20.68
AA	中诚信	11	336.10	23.03	338.88	23.23
	联合资信	23	325.32	17.66	324.97	17.94
	大公	12	328.02	18.45	333.31	21.56
	新世纪	10	302.35	13.41	301.02	14.48
AA ⁻	中诚信	9	411.52	10.47	414.58	11.03
	联合资信	7	407.21	21.41	408.25	21.42
	大公	16	434.01	13.57	438.17	13.03
	新世纪	14	422.06	15.40	428.26	15.46
A ⁺	中诚信	1	453.46	-	456.08	-
	大公	1	467.25	-	475.41	-
	新世纪	1	552.36	-	500.36	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

热点评论

Hot comments

我国债券市场未来发展基本框架初步形成

——评《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》

联合资信评估有限公司 李振宇



日前，《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称“意见”）正式发布，其中对我国债券市场的发展进行了规划，提出了一系列指导意见，形成了我国未来一段时期债券市场改革发展的基本框架。

积极发展债券市场

债券市场是我国资本市场的

重要组成部分，债券市场的发展具有重要的作用。“意见”从促进实体经济发展，提高直接融资比重，更好发挥资本市场优化资源配置的作用，丰富投融资工具等角度论述了发展债券市场的重要意义。同时，“意见”提出了一系列债券市场需要完善和发展的主要品种或方向，具有重大的指导意义。

一是完善公司债券公开发行制度。公开发行的公司债券是债

券市场的主流品种，是债券市场的基础产品。如何完善有关制度，需要做很多探讨。如最基本的问题就有公司债券的监管审批体制和机制问题、公司债券的发行规模问题、公司债券的交易场所与信息披露的完善等。

二是发展适合不同投资者群体的多样化债券品种。这里包括两个含义，一个含义是将投资者分为不同的类型，以此来完善债

券市场。按照“意见”，投资者主要包括专业机构投资者、合格投资者、公众投资者、中小投资者等类别，核心是建立合格投资者标准体系，健全投资者适当性制度，严格投资者适当性管理。从债券市场发展来看，投资者管理的核心是强化投资者的责任约束，健全债券违约处置机制。这方面的工作需要进一步细化和统一。第二个含义是要发展多样化债券品种。发达国家债券品种是很丰富的，与之相比，我国债券的品种需要更丰富。在期限方面，我国债券品种中一年内的品种相对不够丰富，更长期限的债券品种也相对缺少；从债券的信用等级来看，我国低评级的债券品种比较稀少，如高收益债或垃圾债（或并购债）；从发行人来看，中小企业发行人相对较少，地方政府债券需要发展；从发行方式看，我国私募品种刚开始发展；从债券的衍生品种看，混合证券相对不发达（优先股刚开始试点），资产证券化产品较少等等。因此，我国债券市场在债券品种方面发展创新的任务还很重。

三是专门提出“建立健全地方政府债券制度”。地方政府债券是债券市场的重要品种，同时也是我国财税体制改革完善的重要内容，对我国城镇化推进、经济结构调整和发展、国家债务风险控制等都具有十分重要的意义，需要审慎研究和推进。

四是提出要丰富适合中小微企业的债券品种。我国在推进债券市场更好为实体经济服务方面，特别关注债券市场如何更好为中小微企业服务的问题。我国已经尝试了中小企业集合债券、集合票据、区域集优债、中小企业私募债、创业投资企业债等。下一步应该

考虑通过发展债券保险、债券增信机构、信用违约互换（CDS）、高收益债、债券证券化等来更好地发展中小微企业债券。

五是提出统筹推进符合条件的资产证券化发展。资产证券化产品是债券市场（固定收益）十分重要的组成部分，在发达国家占有相当高的比例。我国现在以资产证券化原理来进行产品创新的固定收益品种正在发展，如信贷资产证券化、企业资产证券化、资产支持票据、理财和信托产品、债权投资计划、债券分级基金等。



但是，由于相当多的资产证券化涉及的相应的法律支持不足，亟需统筹规范我国资产证券化产品的发展。我国各监管部门应形成合力，从建立健全基本的证券化法规入手来促进资产证券化的发展。

六是“意见”提出了私募债券的发展要求。对私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。“意见”支持证券期货经营机构、各类资产管理机构围绕风险管理、

资本中介、投资融资等业务自主创设产品。这就为进一步创新债券产品提供了良好的环境，奠定了坚实的基础。同时，对私募债券的发展也提出了基本的规范，明确了必要的法规要求。

总体上看，“意见”提出了我国债券市场亟需发展的主要品种，并提出了指导性的意见，为我国债券市场的发展指明了方向，我国债券市场有巨大的发展空间。同时也要看到，只有做出深入、艰苦的探讨，债券市场才能取得大发展。

规范债券市场的各类参与主体，促进债券市场规范发展

债券市场要快速、规范发展，必须规范有关参与主体。针对我国债券市场发展的实际情况，“意见”扩大了相关主体的范围，提出了一系列新的要求，有重大突破。

首先对主承销商进行了扩围和规范。“意见”明确提出支持和规范商业银行、证券经营机构、保险资产管理机构等合格机构依法开展债券承销业务。这既使银行开展债券承销业务合法化，也拓展了保险资产管理机构的承销业务空间。这将促进我国债券市场的发展，同时也将进一步加大承销机构间的竞争，刺激创新。

二是提出要发展新的债券中介机构。“意见”要求“探索发展债券信用保险。完善债券增信机制，规范发展债券增信业务。”债券信用保险的含义如何理解？是要探索保险机构提供债券信用风险保险的责任险产品？还是组建专门开展债券担保的保险机构或担保机构或称为债券增信机构？这些都需要进一步研究和突

破。同时，债券增信业务的含义也比较广泛，如CDS是否作为一种增信方式？

三是积极发展投资者。“意见”提出要壮大专业机构投资者，支持全国社会保障基金、社会保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金、境外长期资金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模。更有创意的是明确要推动商业银行、保险公司等设立基金管理公司，大力发展证券投资基金。同时提出促进证券投资基金管理公司向现代资产管理机构转型，提高财富管理水平。这是推动债券市场发展的重要举措，也将推动资产管理行业的规范竞争。“意见”还要求扩大合格境外机构投资者、合格境内机构投资者的范围，提高投资额度与上限。

“意见”还允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。并提出对类债券产品的投资者要完善投资监管标准，即“按照功能监管、适度监管的原则，完善股权投资基金、私募资产管理计划、私募集合理财产品、集合资金信托计划等各类私募投资产品的监管标准。”这些规定实际上也将增加投资者，并促使这些类债券产品在投资者间的公平竞争。

适度监管与强化风险管理

我国债券市场发展中既需要放松监管，也需要适度监管，更需要强化风险管理和监管协作。

“意见”对于债券市场的监管取向作出了明确论述，在信息披露、违约处置、登记统计监测等方面有重大发展，将有力推动债券市

场的完善。

一是在监管体制上，“意见”继续维持目前的公司信用类债券部际协调机制。但在具体的职责上，提出了相应的新的要求，如要求健全跨部门监管协作机制，完善债券品种在不同市场的交叉挂牌及自主转托管机制，鼓励债券交易场所合理分工、发挥各自优势，逐步强化对债券登记结算体系的统一管理，防范系统性风险，建立健全金融市场突发事件快速反应和处置机制，健全稳定市场预期机制等。这些规定，将进一步提高债券市场的实质监管水平，有利于监管的竞争和协调。

二是“意见”对债券市场发行人的信息披露提出了一系列要求。如完善发行人信息披露制度，建立债券发行人信息共享机制；对于私募发行，也要求明确各类产品私募发行面向同一类投资者的私募发行信息披露要求。无论是公募还是私募，发行人的信息披露都是债券市场健康发展的基石。

三是对于公开的债券市场，“意见”强调要从准入、评级、投资者风险识别能力、投资者保护制度、健全债券违约监测和处置机制等方面进行改革和完善，以更好地维护债权人整体利益，防范道德风险。其中违约监测和处置机制是我国债券市场大发展的关键，相信未来将取得重要进展。没有违约的债券市场是无法形成风险—收益定价体系的。

四是对于私募市场，强调建立健全私募产品发行监管制度，切实强化事中事后监管，并强调要对各类私募产品建立统一监测系统，建立促进经营机构规范开展私募业务的风险控制和自律管理制度安排。私募产品发行虽然不设行政审批，但是需要预先建立监管制度，需要事中和事后的监管和

监测，特别是需要有基本的统计、登记等监测系统。同时，“意见”还提出要对各类类债券的私募产品建立相关机构的投资的监管标准。私募债券的发展，是我国债券市场发展的重要的方向，但如何发展是很重要的，目前，我国私募市场已经出现了混乱局面，似乎任何组织都可以私募发行债券。这次“意见”提出的一系列要求，很有针对性和指导意义。

五是提出要完善系统性风险监测预警和评估处置机制，加强涵盖资本市场、货币市场、信托理财等领域的跨行业、跨市场、跨境风险监管，逐步建立覆盖各类金融市场、机构、产品、工具和交易结算行为的风险监测监控平台。这项工作难度较大，需要进一步探讨和磨合。

六是对评级等相关服务机构提出了新要求。主要包括要规范发展债券市场信用评级服务，加强对资信评级的监管，提升评级机构的执业质量和公信力，并将评级视为重要的、必要的金融服务产业。同时，也提出要减少对外部评级的依赖。这些内容基本构成了我国政府对评级行业的重要政策，将是评级行业发展的新的契机，评级行业应倍加珍惜。

总体上看，“意见”对我国债券市场发展完善的重大问题进行了研究，提出了很多新的重大政策举措，对于推动我国债券市场将具有重大的意义。“意见”的基调是积极发展债券市场，在监管体制上进一步细化和深化，在私募政策方面有比较大的突破，风险管理理念和要求显著提高，在产品发展创新上有较大的进展。同时也要看到，“意见”大多是原则性的，具体落实还需要做很多工作，会有很多争论，具体发展路径也许会比较曲折。

地方政府债券制度的重大突破

联合资信评估有限公司 李丹 刘艳

日前，财政部公布了《2014年地方政府债自发自还试点办法》（以下简称《办法》），宣布上海、浙江、广东、深圳等共十个省市试点采取自发自还的模式发行地方政府债券。该《办法》既是我国地方政府债券发行模式的再一次渐进式改革，同时又标志着创新式的重大突破。简单来看，《办法》有以下几个亮点：

一是地方政府从“代发代偿”模式发展到“自发自还”，呈现了一个渐进式的改革过程。回顾我国地方政府债券的发展历程，可以清晰地看到我国地方政府债券的发展路径：我国地方政府融资早期采用了“国债转贷”模式，2009年开创地方政府债券财政部“代发代偿”模式，2011年试点“自发代偿”模式，再到如今试点实行“自发自还”模式。因此，我国地方政府债券是在探索和实践不断向前推进的，地方政府在债券发行过程中的责权利得到不断明确和深化。

同时也要看到，《办法》也取得了革命性的突破，地方政府债券将“自发自还”，地方政府必须开始树立自己的信用，直接面对市场，地方政府债务的偿债责任和偿债意识将得到强化。地方政府债券“自发自还”是本次《办法》最大的亮点。《办法》要求地方政府需承担债券还本付息的责任，并纳入财政预算，并且要建立偿债保障机制，统筹安排综合财力，及时支付债券本息、发行费等资金，切实履行偿债责任，维护政府信誉。这就突显了地方政府的经济和财政实力以及其信用资质的作用，弱化了财政部代偿的可能性，降低了地方政府债券中国国家信用的担保作用。

二是开启了地方政府的信息披露时代。此次《办法》中首次提出地方政府要及时披露债券基本信息、财政经济运行及债务情况。该规定显著提高了地方政府的信息公开力度，倒逼地方政府加强预算、债务等信息公开，并

且使地方隐性债务显性化。同时也将促进地方政府债券的发行和管理更加市场化，为投资者的投资决策提供更充分的信息。

三是《办法》还首次引入了债券信用评级机制，标志着地方政府债券风险定价体系进一步完善。在这种模式下，地方政府债券的融资成本与市场对其信用水平的认可度将密切相关，将促使地方政府提高风险管理意识，完善地方政府债务管理控制体制，努力提高市场认可度。

四是本次《办法》中规定，2014年政府债券期限为5年、7年和10年，相对于2013年政府债券3年、5年和7年的期限进一步加长，这一方面有助于减轻地方政府的短期偿债压力，另一方面也有利于缓解政府债务与投资期限的错配问题。

总体来看，《办法》的出台有利于地方政府债券的发行和管理更加市场化、规范化，并且是建立健全我国地方政府债券融资



机制和加强地方政府财政预算管理的进一步尝试。我国地方政府债券制度还处在不断探索与完善的过程中,仍然存在进一步改进的空间。

第一,应进一步明确地方政府债券的资金用途,加强资金投向管理。在地方政府债券的资金投向上,《办法》并未提出明确要求,但根据《财政部关于做好发行2011年地方政府债券有关工作的通知》,地方自行发债所募资金应优先用于保障性安居工程建设和其他中央投资公益性项目地方配套;重点用于完成在建项目,严格控制用于新上项目;足额配套后债券资金尚有剩余的地区,要重点用于地方政府融资平台公司主要依靠财政性资金偿还债务的公益性在建项目,不得用于弥补经常性支出。在目前的债券市场上,城投债承担着较多的地方政府融资的功能,未来城投债、地方政府债发展以及功能的区分需要进一步明确。

第二,应进一步健全债务偿

还机制。目前《办法》中只规定了地方政府债券收支要纳入财政预算,且当地方政府要建立偿债保障机制,在债券兑付过程中出现重大事项时要及时向财政部报告,但未说明当地方政府真的不能按时偿还债券本息的情况下该如何处置。我们认为,应该以各个地方政府不同的财政状况和偿债能力作为制定财政预算的基础,并按其一定比例设定地方政府的发债规模上限,同时建立一整套债务清偿机制来解决当地方政府不能按时支付债券本息的问题。例如可通过建立风险准备金机制、偿债基金或创新保险产品,对地方债券的偿还起到一定的保障作用,逐步淡化或取消中央政府对于地方政府的隐形担保,真正实现地方政府的自发自还。

第三,建立风险预警机制,加强地方政府债券发行的事前、事中、事后监督。具体来说,事前重点监管发债权限、发债规模、政府财务状况以及明确筹资用途。如根据地方政府的财政收支、债

务情况以及以往的发债情况批准其发债规模。事中建立风险预警机制,加强债券信息披露的监管。如建立债务偿还指标体系,加强债券违约监测和监管;事后建立处置机制,健全考核问责机制,加大对逾期或无法偿还债务的地方政府的惩罚力度,对列入风险预警范围的高风险地区不得新增债务。

第四,进一步完善信息披露制度。地方政府债券的信息披露包括两方面内容:一方面是关于地方政府债券本身的信息披露;另一方面是关于发债主体——地方政府的信息披露。长期以来,我国各地区的财政透明度普遍较低,地方政府也没有编制资产负债表,地方政府的财政收支以及债务负担情况披露较少,地方政府债券信用评级缺乏可靠性和可比性的数据作为评级支撑。未来应通过建立完整、有效的地方政府信息披露机制,以保证地方政府债券市场的长期健康发展。

保险行业发展的战略规划 金融创新的号角

——评《保险业服务新型城镇化发展的指导意见》

联合资信评估有限公司 李振宇 杨杰

日前,保监会发布了《保险业服务新型城镇化发展的指导意见》(以下简称《指导意见》),认为服务新型城镇化是保险业的历史使命和重要的战略机遇。在

国家发布《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》后不久,保监会就作出了重大响应,说明保监会对保险行业发展的环境和战略的高度关注,也说明保监会对

新型城镇化的持续研究。《指导意见》将成为保险行业发展的重
要战略规划,也将是保险行业金融创新的号角,对保险行业的发展将产生重要影响。

紧紧抓住新型城镇化的机遇，拓展业务空间

《指导意见》从新型城镇化的核心是人的城镇化入手，提出了保险行业在为人服务方面发展的方向，包括加快发展补充养老保险、进城务工人员各种保险、征地农民保险产品服务等。《指导意见》建议开发多个新产品，如个人税收递延型养老保险、长期护理保险及与健康管理等产品、研究探索以团体万能险和投连险等新型方式为中小企业提供补充养老保障、开展住房反向抵押养老保险试点等。同时积极开展基本社会保障经办服务、参与职业年金管理服务、提供大病保险服务等专业服务。这些内容都很具体，也切合我国城镇化过程中的新需求，对保险行业发展的战略定位将产生重要影响。

从为新型城镇化中经济发展和民生需求服务入手，拓宽保险业务领域。《指导意见》提出要大力发展出口信用保险和航运保险、国内贸易信用保险、贷款保证保险、履约保证保险等，发展科技保险、绿色保险、文化产业保险等新兴保险业务、发展环境污染、公众安全、医疗执业、安全生产等与公众利益密切相关的责任保险，加大农业保险产品创新力度等。这些业务基本为我国保险公司新的保险业务，也属于保险行业为实体经济服务的领域，有利于我国保险行业地位的加强和巩固，同时将为保险行业拓展更广的领域，保险业发展空间进一步打开。

拓展保险区域、专业、分支机构

《指导意见》提出了未来我

国保险业发展的组织机构规划。包括发展区域保险公司、专业保险公司，探索发展信用保险机构，合理布局保险市场主体分支机构等。这为我国保险业的做多、做大、做专提供了重要的机遇。

加大金融创新，增强保险行业的竞争力

结合新型城镇化中城镇建设的需求，《指导意见》提出了加大基础设施债权投资计划发展力度，探索项目资产支持计划、公用事业收益权证券化、优先股以及股债结合、夹层基金等新型投资工具和方式，满足基础设施建设多元化的融资需求。这里提到的金融产品很多是新的金融创新产品，在金融市场发展不充分的情况下，保监会的提出一系列新的金融产品，反映了保监会金融创新的力度，有利于促进金融市场的发展，有利于保险公司更好地运用资金，



有利于提高保险行业的竞争力。

《指导意见》还提出了鼓励保险资金支持民生项目建设，参与养老养生、医疗健康等产业的

投资运营，投资保障性住房项目、棚户区改造等意见。针对未来可能出现的新金融产品，《指导意见》也表示了积极参与的态度，如探索保险资金投资市政债券等新型融资工具、投资小微企业私募债等。

承保与投资业务双轮驱动保险业发展

从以上分析中可以看到，《指导意见》在对未来我国新型城镇化前景认真研究的基础上，提出了一系列保险行业发展的新产品、新服务、新机构、新投资方向等战略方针。《指导意见》反映了保监会鼓励保险公司加强保险产品创新力度、提升投保的有效需求、维持保费的持续增长的战略导向。《指导意见》同时加强保险公司运用保险资金的指导，努力引导保险资金投入实体经济和民生保障领域，提高资金收益水平。保险产品的创新和保险资金收益水平的提升将有助于增强保险公司在风险防范和资产管理领域的优势，有利于保险公司在金融市场竞争力的提升。保险公司的承保与投资业务的双轮驱动效应将更加明显，必将促进我国保险业的创新、快速发展。这是我国保险业总的发展趋势。

各家保险机构应抓住机遇，积极在这些方面行动起来，制订自己的发展战略，夺取竞争优势。同时，我们也要看到，其中一些创新产品还需要在实践中落地、在实践中来检验，需要适应投保人的具体需求，需要积累经验和数据。因此，各家保险机构也要结合自己的特点，脚踏实地，积极探索，稳妥推进。

随着保险公司对实体经济渗透程度的上升，保险公司经营将更易受到宏观经济的影响，保险公司的系统性风险将有所上升。

四川长虹电器股份有限公司

2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-05-06
发行规模：30亿元
期限：365天
利率：5.58%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用级别：AA
评级展望：稳定
本期短期融资券信用级别：A-1
评级时间：2013年12月26日
分析师：高利鹏 董征

财务数据

项目	2010年	2011年	2012年	2013年6月
现金类资产（亿元）	166.54	202.79	195.52	190.72
资产总额（亿元）	445.56	516.51	545.46	571.43
所有者权益（亿元）	146.09	178.70	181.11	193.06
短期债务（亿元）	137.65	151.04	179.42	198.19
全部债务（亿元）	190.38	213.66	223.33	241.00
营业收入（亿元）	417.12	520.03	523.34	280.28
利润总额（亿元）	6.71	5.46	5.28	4.79
EBITDA（亿元）	18.16	24.26	22.37	--
经营性净现金流（亿元）	-7.39	-12.20	7.19	6.24
净资产收益率（%）	3.27	1.81	1.51	--
资产负债率（%）	67.21	65.40	66.80	66.21
速动比率（%）	94.79	105.89	90.72	91.39
EBITDA利息倍数（倍）	3.99	3.04	3.01	--
经营现金流负债比（%）	-3.12	-4.62	2.34	--
现金偿债倍数（倍）	5.55	6.76	6.52	6.36
现金偿债倍数（倍）	5.55	6.76	6.52	6.36

注：1. 2013年上半年财务数据未经审计；

2. 表中现金偿债倍数未扣除受限资金，扣除后分别为3.73倍、4.60倍、4.67倍和4.34倍。

评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，四川长虹电器股份有限公司（以下简称“公司”）拟发行的2014年度第一期短期融资券的信用等级为A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低。

优势

- 公司是全球大型家电研发和制造商之一，规模优势突出，品牌价值高。
- 公司经营活动现金流入量及现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度较高。

关注

- 家电行业竞争激烈，原材料和人工成本的上升弱化了家电企业利润水平，2012年公司主业出现亏损。
- 公司存货规模大，存在一定的跌价风险。
- 公司经营净现金流波动较大。

主体概况

四川长虹电器股份有限公司前身是始创于1958年的国营长虹

机械厂。截至2013年6月底，公司总股本为46.16亿股，四川长虹电子集团有限公司（以下简称“长虹集团”）持股23.19%，为公司第一大股东。长虹集团为绵阳市市属国有独资有限责任公司，公司实际控制人为绵阳市国有资产监督管理委员会。

公司经营范围：家用电器、电子产品及零配件、通信设备、计算机及其他电子设备、电子电工机械专用设备、电器机械及器材、电池系列产品、电子医疗产品、电力设备、数字监控产品、金属制品、仪器仪表、文化及办公用机械、文教体育用品、家具、橱柜及燃气具的制造、销售与维修；房屋及设备租赁；包装产品及技术服务；公路运输，仓储及装卸搬运；电子商务；软件开发、销售与服务；企业管理咨询与服务；高科技项目投资及国家允许的其他投资业务；房地产开发经营；废弃电器电子产品回收及处理。

截至2013年6月底，公司纳

入合并范围一级子公司38家；下属上市公司3家（境内上市公司2家），分别为合肥美菱股份有限公司（公司持有21.58%股权），华意压缩机股份有限公司（公司持有28.81%股权），长虹佳华控股有限公司（公司持有20.33%股权）。

公司本部设有公司办公室、规划与技术战略部、安全与法务部、资产管理部、财务部、发展管理部、审计部、人力资源部、技术中心、物资经营中心、财务共享服务中心等职能部门。

截至2013年6月底，公司（合并）资产总额571.43亿元，所有者权益合计为193.06亿元（其中少数股东权益52.69亿元）；2013年1~6月，公司实现营业收入280.28亿元，实现利润总额4.79亿元。

公司注册地址：四川省绵阳市高新区绵兴东路35号；法定代表人：赵勇。

中国航空油料集团公司

2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-04-09
发行规模：30亿元
期限：365天
利率：5.20%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2014年2月28日
分析师：姚德平 霍焰

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
现金类资产（亿元）	27.96	51.18	37.19	16.50
资产总额（亿元）	301.01	368.57	402.36	415.32
所有者权益（亿元）	144.09	145.56	154.63	162.14
短期债务（亿元）	58.55	112.73	105.51	101.47
全部债务（亿元）	62.22	116.50	107.79	106.58
营业收入（亿元）	1531.87	2220.89	2425.62	1681.25
利润总额（亿元）	27.86	32.43	30.52	26.02
EBITDA（亿元）	33.78	43.96	43.79	--
经营性净现金流（亿元）	-5.64	9.51	23.36	53.14
净资产收益率（%）	14.85	16.97	14.17	--
资产负债率（%）	52.13	60.51	61.57	60.96
速动比率（%）	78.48	80.06	80.48	80.78
EBITDA 利息倍数（倍）	36.09	10.41	6.59	--
经营现金流流动负债比（%）	-3.77	4.36	10.01	--
现金偿债倍数（倍）	0.93	1.71	1.24	0.55

注：2013 年三季度财务数据未经审计。

评级观点

经联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）评定，中国航空油料集团公司（以下简称“公司”）拟发行的 2014 年度第一期短期融资券的信用等级为 A-1。基于对公司主体长期信用以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险低，安全性高。

优势

- 公司是中国最大的集航空油品采购、运输、储存、检测、销售、加注为一体的航油供应商，行业地位优势明显。
- 公司经营活动现金流入量规模大，对本期短期融资券覆盖程度高。

关注

- 受限于航油价格定价机制，公司主营业务毛利率偏低，经营性净现金流波动较大。
- 公司在建项目多，投资规模大，债务结构有待改善。

主体概况

中国航空油料集团公司前身为中国航空油料总公司，2002 年 10 月 11 日中国航空油料集团公司

正式成立。公司是由国务院国有资产监督管理委员会直接管理的国有大型航空运输服务保障企业，是国务院同意进行国家授权投资的机构和国家控股公司的试点。截至 2013 年 9 月底，公司注册资本为 44.16 亿元。

公司主营业务包括：在国内从事航空油料及其他成品油的批发、储存和零售及代理代销、代储、代运业务；航空油料、各种航油供应设备及与航油供应有关的特种车辆等进出口经营业务；工程设计、承包，供油系统工程及其他配套项目建设的监理业务；上述经营范围的技术咨询、技术服务、培训业务；根据国家有关规定，经有关部门批准，从事国内外投融资业务；经营国家批准或允许的其他业务。

截至 2012 年底，公司拥有 10 家纳入合并范围的子公司。

截至 2012 年底，公司资产总额 402.36 亿元，所有者权益 154.63 亿元（含少数股东权益

64.12 亿元）；2012 年实现营业收入 2425.62 亿元，利润总额 30.52 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司资产总额 415.32 亿元，所有者权益 162.14 亿元（含少数股东权益 64.68 亿元）；2013 年 1~9 月实现营业收入 1681.25 亿元，利润总额 26.02 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区天竺空港工业区 A 区天柱路 28 号；法定代表人：孙立。



中国电子科技集团公司

2014年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-04-22
发行规模：40亿元
期限：3年
利率：5.49%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AAA
评级时间：2014年3月5日
分析师：胡岩 靳晓龙

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 6 月
资产总额（亿元）	970.86	1108.63	1312.76	1343.31
所有者权益（亿元）	467.69	572.30	707.19	769.47
长期债务（亿元）	2.47	8.82	48.29	56.45
全部债务（亿元）	30.90	34.78	93.65	98.46
营业收入（亿元）	548.88	708.95	839.12	454.51
利润总额（亿元）	53.15	71.14	83.02	38.68
EBITDA（亿元）	74.35	93.88	108.52	--
经营性净现金流（亿元）	71.91	29.12	52.97	-98.19
营业利润率（%）	22.95	23.00	22.30	19.55
净资产收益率（%）	10.56	11.38	10.84	--
资产负债率（%）	51.83	48.38	46.13	42.72
全部债务资本化比率（%）	6.20	5.73	11.69	11.34
流动比率（%）	157.68	165.62	180.94	212.33
全部债务/EBITDA（倍）	0.42	0.37	0.86	--
EBITDA 利息倍数（倍）	100.95	127.46	86.38	--
EBITDA/ 本期发债额度（倍）	1.86	2.35	2.71	--

注：2013 年上半年财务数据未经审计。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对中国电子科技集团公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国务院国资委直接管理的大型国有骨干企业，在技术研发、行业地位、经营规模等方面具有的显著优势。同时，联合资信也关注到公司民品板块在市场开拓和规模化经营方面还有待进一步提升，公司经营性净现金流存在一定波动，上述因素给对公司信用基本面产生一定影响。

公司资产规模和营业收入逐年增长，盈利能力稳定，随着国民经济和国防现代化建设的持续发展，以及公司产品民用化调整的推进，公司军民结合优势产品有望形成新的盈利增长点，未来综合竞争力将进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 公司是中国国防科技工业的重要组成部分和电子信息行业的核心科技力量，技术研发实力雄厚，在国防现代化建设中具有重要地位。
- 公司业务发展良好，营业收入

入逐年增长，盈利能力稳定。

- 公司有息债务负担很轻，财务弹性良好。
- 公司现金充裕，经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期拟发行中期票据覆盖程度高。

关注

- 公司的民品产业面临激烈的市场竞争，公司在市场开拓和规模化经营方面还有待进一步提高。
- 军工行业具有一定的特殊性，对单一用户的依赖程度较高，订单的波动可能会对公司的经营业绩造成一定影响。

主体概况

中国电子科技集团公司成立于 2002 年 2 月，是由国务院批准在原信息产业部部分直属电子研究院所及所办企业的基础上组建的大型国有企业。截至 2012 年底，公司注册资本 659403.58 万元。国务院国有资产监督管理委员会为公

司出资人，是公司的实际控制人。

公司经营范围包括：承担军民用电国家重大电子信息系统工程建设；民用电子信息软件、材料、元器件、整机和系统集成及相关共性技术的科研、开发、生产、销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务（国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易；实业投资；资产管理；从事电子商务电子信息服务；组织本行业内企业的出国（境）参、办展。

截至 2013 年 6 月末，发行人拥有含母公司及二级企业 59 户，三级企业 217 户，四级企业 141 户，五级及五级以下企业 31 户，其中上市公司 7 家。

截至 2013 年 6 月底，公司资产总额为 1343.31 亿元，所有者权益（含少数股东权益）769.47 亿元；2013 年 1~6 月公司实现营业收入 454.51 亿元，利润总额 38.68 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区万寿路 27 号；法定代表人：熊群力。

陕西延长石油（集团）有限责任公司

2014年度第一期中期票据信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-05-07
发行规模：35亿元
期限：5年
利率：5.40%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期中期票据信用等级：AAA
评级时间：2014年3月18日
分析师：黄滨 张强

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
资产总额（亿元）	1448.28	1772.82	2138.69	2284.94
所有者权益（亿元）	625.75	786.09	969.61	1025.58
长期债务（亿元）	205.07	201.65	388.22	504.55
全部债务（亿元）	372.97	480.23	675.01	774.27
营业总收入（亿元）	1020.71	1236.53	1621.29	1406.48
利润总额（亿元）	100.54	138.02	170.05	89.06
EBITDA（亿元）	206.94	261.69	342.50	--
经营性净现金流（亿元）	226.06	225.27	232.30	77.37
营业利润率（%）	34.57	35.71	28.64	22.73
净资产收益率（%）	12.05	13.33	14.08	--
资产负债率（%）	56.79	55.66	54.66	55.12
全部债务资本化比率（%）	37.34	37.92	41.04	43.02
流动比率（%）	61.94	60.55	78.96	102.97
全部债务/EBITDA（倍）	1.80	1.84	1.97	--
EBITDA 利息倍数（倍）	16.06	14.20	11.04	--
EBITDA/ 本期发债额度（倍）	5.91	7.48	9.79	--

注：2013 年三季度财务数据未经审核，关天基金借款和应付融资租赁款调入长期债务核算。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对陕西延长石油（集团）有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为中国国内具有石油和天然气勘探开采资质的四家大型集团公司之一，在区域垄断地位、经营规模、盈利能力等方面具备的显著优势。同时，联合资信也关注到资本支出较大、成品油价格调整、原油开采成本上升、外购原油增多等因素对公司经营及盈利状况带来的影响。

公司在做强主业的同时，将调整产业结构，延伸产业链。公司在建项目较多，未来计划投资规模大，对外筹资需求提升，但伴随在建项目的投产，公司生产规模将进一步扩大，盈利能力有望保持稳定。联合资信对公司评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

- 国家对石油石化行业高度重视，为行业发展提供了稳定良好的外部环境。
- 公司油气资源基础雄厚，整体经营规模较大，具有较为明显的区域垄断优势。

• 公司产业链条较为完善，生产经营稳定，盈利能力较强。

• 公司经营活动现金流量以及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

关注

• 公司在建项目较多，投资规模大，债务负担呈上升趋势。

• 公司自采原油成本有所上升；外购原油增多，成本波动性加大。

主体概况

陕西延长石油（集团）有限责任公司前身是创建于 1905 年的延长石油官厂。截至 2012 年底，公司注册资本 100 亿元，陕西省国资委、延安市国资委和榆林市国资委的出资比例分别为 51%、44% 和 5%。

截至 2012 年底，公司下设办

公室、战略规划部、投资管理部、生产计划部、财务资产部、资本运营部、营销部、企业管理部、人力资源部、科技部、资源与勘探开发部、工程管理部、安全环保质监部、物资装备部、国际合作部、法律事务部、内控审计部、信息管理部、保卫部、企业文化部（宣传部）、监察室等职能部门。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 2138.69 亿元，所有者权益 969.61 亿元（其中少数股东权益 191.92 亿元）；2012 年公司实现营业总收入 1621.29 亿元，利润总额 170.05 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2284.94 亿元，所有者权益 1025.58 亿元（其中少数股东权益 161.69 亿元）；2013 年 1~9 月公司实现营业总收入 1406.48 亿元，利润总额 89.06 亿元。

公司注册地址：陕西省延安市宝塔区七里铺；法定代表人：沈浩。

重庆高新区开发投资集团有限公司

2014年度23亿元企业债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-04-25
发行规模：23亿元
期限：7年
利率：7.80%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA
评级时间：2014年3月28日
分析师：陈丹 王玮 高延龙

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额 (亿元)	4.33	60.78	149.22
所有者权益 (亿元)	4.01	28.23	87.57
长期债务 (亿元)	0.00	23.34	42.91
全部债务 (亿元)	0.00	24.30	51.05
营业收入 (亿元)	0.02	4.45	5.93
利润总额 (亿元)	0.01	7.07	8.42
EBITDA (亿元)	0.01	7.10	8.82
经营性净现金流 (亿元)	-3.98	-19.20	-5.70
营业利润率 (%)	94.50	91.19	90.62
净资产收益率 (%)	0.31	21.45	8.19
资产负债率 (%)	7.39	53.55	41.31
全部债务资本化比率 (%)	0.00	46.26	36.82
流动比率 (%)	1937.20	894.72	664.39
全部债务/EBITDA (倍)	0.00	3.42	5.79

评级观点

重庆高新区开发投资集团有限公司（以下简称“公司”）是重庆市高新技术产业开发区（以下简称“重庆高新区”）主要的城市基础设施建设主体之一。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司所具备的良好外部经营环境、较大的政府支持力度和区域垄断地位等优势。联合资信同时关注到公司市政项目投资规模大、经营状况对土地出让和政府支持依赖程度高等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的负面影响。

随着公司承接的重庆高新区市政项目的不断开展，以及公司代土地整治和标准厂房建设规模的不断增长，公司未来收入和利润规模将有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司本期企业债券设置了分期还款安排，有效地降低了公司资金集中偿付压力。基于对公司主体长期信用水平和本期企业债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期企业债券到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

- 重庆市和重庆高新区经济持续增长、财政收入水平快速提高和对市政基础设施的巨大需求为公司的发展创造了良好的外部环境。
- 公司作为重庆高新区内市政

建设主体之一，在所辖区域内具有区域垄断地位。

- 重庆高新区政府对公司的定位和支持明确，在财政补贴和资产注入等多方面给予公司有力支持。

- 本期企业债券设置了分期还款安排，有效降低了公司资金集中偿付压力。

关注

- 公司成立时间较短，市政基础设施建设业务受政府规划影响大，市场化程度低，公司变化较大。

- 公司市政基础设施项目投资额度大，经营性净现金流持续为负值，资金压力大。

- 公司其他应收款和存货规模较大，对资金占用较多，整体资产质量一般。

主体概况

重庆高新区开发投资集团有限公司是于2010年11月19日经重庆市人民政府批准成立的国有独资公司。公司由重庆高新技术

产业开发区管理委员会出资组建，并代重庆市人民政府行使出资人职责。

公司经营范围为：对基础设施建设、区域土地开发、房地产开发、现代产业体系构建和高新科技成果转化等进行投资、建设、管理和资本运作；进行土地储备整治，进行自有和管理的地产、楼宇、厂房等资产的销售及租赁，设计、制作、代理、发布国内外广告，财务咨询，销售五金、交电、建材、阀门、通用机械、金属材料、水泵、木制品、电机、工业自动控制系统装置、电线电缆、配电开关控制设备、照明器材、仪器仪表、劳动防护用品。

截至2012年底，公司拥有分公司重庆高新区开发投资集团有限公司资产经营分公司1家，全资二级子公司重庆高新科技有限公司1家和控股二级子公司重庆西锦置业有限公司。

公司注册地址：重庆市九龙坡区石桥铺科园一路166号火炬大厦南楼3层；公司法人代表：夏卫。

京元2014年第一期信贷资产证券化信托 资产支持证券信用评级报告

评级机构：联合资信评估有限公司				
评级结果：		单位：万元/%		
资产支持 证券名称	金额	总量 占比	利率 类型	信用 级别
A-1 级	180000.00	31.15	固定 利率	AAA
A-2 级	311240.50	53.85	浮动 利率	AAA
B 级	31786.15	5.50	浮动 利率	AA ⁺
次级	54903.35	9.50	—	NR
合 计	577930.00	100.00	—	—
NR——未予评级。				
评级时间：2014年3月28日				
分 析 师：杨 帆 谢晴晴				

交易概览

信托财产初始起算日：2013 年 10 月 31 日
证券法定到期日：2018 年 7 月 26 日
交易类型：静态现金流型 CLO
载体形式：特殊目的信托
信托财产：北京银行股份有限公司 577930 万元公司贷款
资产池加权平均信用级别：AA/AA-
信用提升机制：优先 / 次级结构
委托人 / 发起机构 / 贷款服务机构：北京银行股份有限公司
受托机构 / 发行人：北京国际信托有限公司
资金保管机构：南京银行股份有限公司
主承销商：中信证券股份有限公司

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对本期交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及有关参与方履约及操作风险等因素进行了考量，并在对资产池进行信用分析和结构现金流分析的基础上确定“京元2014年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券”的评级结果：A级（包括A-1级、A-2级）资产支持证券的信用等级为AAA；B级资产支持证券信用等级为AA⁺；次级资产支持证券未予评级。

上述A级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低；B级资产支持证券的评级结果反映了该证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

优势

- 本期交易入池贷款均为北京

银行股份有限公司发放的正常类贷款，联合资信评定本期交易资产池加权平均信用级别为AA/AA⁻，资产池整体信用质量很高。

- 本期交易以优先 / 次级结构作为主要的信用提升机制，其中A级证券获得B级和次级证券15.00%的信用支持，B级证券获得次级证券9.50%的信用支持。

- 本金分账户与收入分账户交叉互补交易结构的设置为优先级资产支持证券提供了较好的流动性支持和信用支持；“加速清偿事件”与“违约事件”等触发机制为优先级证券的偿付提供了进一步的保障。

- 本期交易初始起算日与信托设立日之间预计存在较长的时间间隔，能够沉淀较多的超额利差。

关注

- 入池贷款中单个借款人未偿本金余额占比超过5%的有6家，未偿本金余额占比合计达到37.09%，且前五大借款人未偿本金余额占比合计为31.96%，入池借款人集中度较高。

风险缓释：未偿本金余额占

比较高的借款人信用等级较高，且联合资信在违约模型中通过提高占比超过5%的借款人的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了借款人的集中风险。

- 入池贷款行业集中度和地区集中度较高，存在一定的行业风险和地区风险。

风险缓释：集中度较高的行业和地区经济增长稳定，发展前景良好，且联合资信在违约模型中通过提高相应行业和相应地区的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业和地区的集中风险。

- 本期交易占比较高的行业中煤炭等行业景气度较低，存在一定的行业风险。

风险缓释：本期交易资产池中煤炭行业多数借款人企业规模较大，在未来产业结构调整中具有明显的竞争优势。同时联合资信在违约模型中通过提高风险行业的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已考虑了行业风险。

2014年天津农村商业银行股份有限公司 二级资本债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间: 2014-04-18
发行规模: 36亿元
期限: 5+5年
利率: 6.90%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 主体长期信用等级: AA⁺
二级资本债券信用等级: AA
评级展望: 稳定
评级时间: 2014年4月3日
分析师: 韩 夷 姜赐玉

财务数据

项目	2013 年 6 月末	2012 年末	2011 年末	2010 年末
资产总额 (亿元)	2089.60	2147.52	1506.86	1330.68
股东权益 (亿元)	129.17	121.21	101.20	82.32
不良贷款率 (%)	1.89	2.05	2.50	3.51
拨备覆盖率 (%)	200.27	167.16	165.46	109.00
贷款拨备率 (%)	3.93	3.43	4.11	3.82
流动性比例 (%)	45.00	47.83	46.27	27.32
存贷比 (%)	63.15	62.93	63.36	59.01
股东权益 / 资产总额 (%)	6.18	5.64	6.72	6.19
资本充足率 (%)	12.39	11.31	10.93	10.78
核心资本充足率 (%)	10.42	9.78	9.01	9.18
项 目	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年	2010 年 7-12 月
营业收入 (亿元)	30.52	60.85	48.93	20.48
净利润 (亿元)	8.03	13.92	11.68	1.25
成本收入比 (%)	32.91	35.39	36.04	38.09
平均资产收益率 (%)	0.76	0.76	0.82	0.19
平均净资产收益率 (%)	12.82	12.52	12.73	3.11

注: 2013 年 1-6 月和 2010 年 7-12 月收益率指标经过年化计算得到。

评级观点

天津农村商业银行股份有限公司 (以下简称“天津农商银行”) 近年来逐步完善公司治理架构和内控体系, 主营业务保持较快增长, 不良资产处置取得积极进展, 信贷资产质量明显提高, 盈利能力逐年提升, 资本较充足。

联合资信评估有限公司确定天津农村商业银行股份有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 拟发行的 2014 年二级资本债券 (不超过 36 亿元) 信用等级为 AA, 评级展望为稳定。该评级结论反映本次二级资本债券的违约风险很低。

优势

- 得益于良好的区域经济环境以及营业网点优势, 主营业务较快发展, 在当地市场具备一定竞争力;
- 营业收入快速增长, 盈利水平持续提升;
- 存款依存度较高, 稳定性好。

关注

- 贷款行业集中度和客户集中度较高;
- 虽然不良贷款处置取得积极

进展, 但与同业平均水平相比, 不良贷款率偏高, 关注类贷款占比较高;

- 需关注宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化进程逐步推进等因素对商业银行的业务发展、资产质量带来的不利影响。

主体概况

天津农村商业银行股份有限公司成立于 2010 年 6 月, 是由原天津农村合作银行、天津市武清区农村信用合作联社等 10 家独立法人金融机构改制重组设立, 总部位于天津市。截至 2012 年末, 天津农商银行股本总额 70 亿元。天津农商银行股权结构比较分散。

截至 2013 年 6 月末, 天津农商银行共有各级营业机构 511 家, 多数营业机构位于郊区县。其中

包括总行营业部 1 家, 分行 1 家, 中心支行及直属支行 22 家, 二级支行 153 家, 三级支行 3 家, 分理处 331 家。全行在职员工 6000 余人。

截至 2013 年 6 月末, 天津农商银行资产总额 2089.60 亿元, 其中贷款和垫款净额 934.26 亿元; 负债总额 1960.43 亿元, 其中存款余额 1537.44 亿元; 股东权益 129.17 亿元; 不良贷款率 1.89%, 贷款拨备率 3.93%, 拨备覆盖率 200.27%; 资本充足率 12.39%, 核心资本充足率 10.42%。2013 年 1-6 月, 天津农商银行实现营业收入 30.52 亿元, 净利润 8.03 亿元。

注册地址: 天津河西区马场道 59 号国际经济贸易中心 A 座 1-6 层; 法定代表人: 李宗唐。

长江证券股份有限公司 2014年度第一期短期融资券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-05-22
发行规模：25亿元
期限：90天
利率：5.00%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：发行人主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2014年5月13日
分析师：赖金昌 葛成东 张 慰

财务数据

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产总额 (亿元)	315.76	312.69	286.62
自有资产 (亿元)	206.68	198.33	156.38
自有负债 (亿元)	79.76	77.16	41.35
总债务 (亿元)	71.11	71.26	35.43
股东权益 (亿元)	126.92	121.16	115.03
净资本 (亿元)	98.34	94.87	89.37
净资本 / 净资产 (%)	38.59	38.91	26.44
净资本 / 自有负债 (%)	78.09	78.87	78.67
自有资产负债率 (%)	125.27	124.30	221.17
净资本 / 各项风险资本准备之和 (%)	889.30	1001.95	1181.60
项 目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入 (亿元)	30.48	22.86	18.64
净利润 (亿元)	10.06	6.83	4.35
EBITDA (亿元)	16.42	11.08	8.40
营业费用率 (%)	51.62	61.18	69.22
平均自有资产收益率 (%)	4.97	3.85	3.06
平均净资产收益率 (%)	8.11	5.78	4.14
总债务 / EBITDA (倍)	4.33	6.43	4.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.11	6.92	5.22

注：净资本、净资产 / 净资产、净资本 / 自有负债、净资本 / 各项风险资本准备之和等指标为母公司口径。

评级观点

基于对长江证券股份有限公司（以下简称“公司”）主体长期信用状况以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，联合资信评估有限公司确定长江证券股份有限公司拟发行的 2014 年度第一期短期融资券（25 亿元）信用等级为 A-1。该结论表明公司本期短期融资券的违约风险极低，安全性高。

优势

- 公司股权结构相对分散，公司治理架构较为完善，市场化运作水平较高；
- 内部控制体系较为健全，公司经营比较稳健，风险管理能力较强；
- 公司在湖北地区具有明显的区域竞争优势；
- 成本控制能力较好，盈利水平明显提升；
- 公司资本实力较强，对各项业务的开展具有较强的支撑作用。

关注

- 创新业务较快发展对公司内部控制、风险管理、资金补充等方面提出更高要求；

• 需关注经济周期波动、国内股票市场持续低迷及相关监管政策的变化等因素对证券公司经营带来的影响。

主体概况

长江证券股份有限公司前身为湖北证券有限责任公司，于 1999 年更名为长江证券有限责任公司。2004 年，公司以存续分立方式分立为两家公司，存续公司继续保留长江证券有限责任公司的名称，原注册资本及业务范围不变，同时新设湖北长欣投资发展有限责任公司，承继剥离的非证券资产。截至 2013 年末，公司注册资本 23.71 亿元，前五大股东合计持股 40.70%，公司无控股股

东及实际控制人。

截至 2013 年末，公司在全国设立了 128 家营业网点，其中期货营业部 17 家；拥有 4 家全资子公司——长江期货有限公司、长江成长资本投资有限公司、长江证券承销保荐有限公司、长江证券控股（香港）有限公司。截至 2013 年末，公司员工总数 4977 人。

截至 2013 年末，公司资产总额 315.76 亿元，其中客户资金存款 83.37 亿元；负债总额 188.84 亿元，其中代理买卖证券款 109.08 亿元；所有者权益 126.92 亿元，母公司口径下净资本 98.34 亿元。2013 年，公司实现营业收入 30.48 亿元，净利润 10.06 亿元。

注册地址：湖北省武汉市新华路特 8 号；法定代表人：杨泽柱。

海尔集团财务有限责任公司

2014年金融债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间: 2014-05-22
发行规模: 16亿元/16亿元
期限: 3年/5年
利率: 5.35%/5.50%

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级结果: 发行人主体长期信用等级: AAA
担保人主体长期信用等级: AAA
金融债券信用等级: AAA
评级展望: 稳定
评级时间: 2014年5月13日
分析师: 杨杰 姜赐玉 丁倩岩

财务数据

项 目	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产总额 (亿元)	612.87	381.80	380.29
贷款净额 (亿元)	336.94	265.39	256.87
负债总额 (亿元)	558.74	340.55	350.60
股东权益 (亿元)	54.13	41.25	29.69
贷款拨备率 (%)	2.63	2.63	1.72
不良贷款率 (%)	0	0	0
人民币流动性比例 (%)	52.48	30.15	28.10
存贷比 (%)	71.58	74.38	68.43
股东权益 / 资产总额 (%)	8.83	10.80	7.81
核心资本充足率 (%)	18.72	15.75	14.96
资本充足率 (%)	21.78	18.42	17.14
项 目	2013 年	2012 年	2011 年
营业收入 (亿元)	20.63	21.16	16.68
净利润 (亿元)	13.60	11.64	9.53
成本收入比 (%)	2.55	2.23	2.18
平均资产收益率 (%)	2.74	3.05	2.63
平均净资产收益率 (%)	28.53	32.82	38.21
平均净资产收益率 (%)	8.11	5.78	4.14
总债务 / EBITDA (倍)	4.33	6.43	4.21
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.11	6.92	5.22

评级观点

近年来, 海尔集团财务有限责任公司 (以下简称“海尔财务”) 内控与风险管理体系逐步完善, 经营状况良好, 盈利能力强, 资产质量良好, 资本充足。本次债券担保人海尔集团公司 (以下简称“海尔集团”) 近年来面对宏观经济及外部需求增速放缓、利好政策逐步退出等不利因素的冲击, 加大产品和技术创新力度, 推进多品牌运作, 收入和利润规模保持稳步增长态势, 盈利能力稳定。经联合资信评估有限公司评定, 海尔集团公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 对本次债券具有极强的担保能力。

综上, 联合资信评估有限公司评定海尔财务主体长期信用等级为 AAA, 本次拟发行的 2014 年金融债券 (不超过 32 亿元) 的信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。该评级结论反映了本次金融债券的违约风险极低。

优势

- 海尔财务作为海尔集团的资金集中管理平台, 业务发展得到集团的大力支持; 资产质量良好, 盈利能力强, 资本充足;
- 依据《集团财务公司管理办法》规定, 海尔集团在海尔财务出现支付困难的紧急情况时, 将

及时给予资金支持;

- 海尔集团对本次债券提供了无条件的全额不可撤销连带责任保证担保。海尔集团的白色家电产品市场份额保持行业领先地位, 财务实力雄厚, 偿债能力强。

关注

- 房地产贷款占比较高, 贷款质量易受到宏观调控和房地产市场波动的影响; 存贷比较高;
- 业务受海尔集团战略影响较大, 海尔集团的经营情况对海尔财务的财务表现有直接影响;
- 海尔集团所处的家电行业发展较成熟, 较大的竞争压力可能弱化其偿债能力。

主体概况

海尔集团财务有限责任公司成立于 2002 年 6 月, 目前实收资本 45 亿元, 海尔集团为海尔财务的实际控制人。

海尔财务下设公司业务部、消费金融部、国际业务部、投资银行部、风险管理部、稽核审计部、计划财务部、会计结算部、战略部和信息中心, 共有员工 102 人。

截至 2013 年末, 海尔财务资产总额 612.87 亿元, 负债总额 558.74 亿元, 股东权益 54.13 亿元; 资本充足率 21.78%, 核心资本充足率 18.72%; 不良贷款率为 0。2013 年, 海尔财务实现营业收入 20.63 亿元, 净利润 13.60 亿元。

海尔财务注册地址: 山东省青岛市高科技工业园海尔工业园内; 法定代表人: 武克松。

深业集团有限公司

2014年度24亿元公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间：2014-05-21
发行规模：24亿元
期限：5+2年
利率：6.20%

评级机构：联合资信评估有限公司

评级结果：主体长期信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AAA
评级时间：2014年5月16日
分析师：潘诗湛 田甜 陈茜

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额 (亿元)	601.53	732.48	832.51
所有者权益 (亿元)	188.94	221.47	228.83
长期债务 (亿元)	207.63	257.61	209.27
全部债务 (亿元)	310.57	369.71	377.14
营业收入 (亿元)	76.05	93.80	121.49
利润总额 (亿元)	14.01	20.55	27.06
EBITDA (亿元)	23.44	36.80	43.58
经营性净现金流 (亿元)	-33.85	-23.51	5.30
营业利润率 (%)	30.81	31.46	29.68
净资产收益率 (%)	5.10	6.68	8.29
资产负债率 (%)	68.59	69.76	72.51
全部债务资本化比率 (%)	62.18	62.54	62.24
流动比率 (%)	187.55	179.23	136.50
全部债务/EBITDA (倍)	13.25	10.05	8.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.69	1.60	1.81
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	0.98	1.53	1.82

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对深业集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为深圳市大型的国有企业，在股东支持、土地资产取得、区域性品牌等方面具备显著优势。同时，联合资信也关注到房地产行业受国家宏观政策和经济周期影响较大，公司存货占比高，房产销售收入和经营现金流量波动大、债务负担较重以及未来投资规模较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

深圳市城市更新为公司带来了大量的项目储备，未来随着项目的推进，公司资产规模和销售收入均有望大幅增长；未来惠大高速的完工通车也将为公司带来持续的通行费收入。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 公司作为深圳市大型的国有企业，在股东支持、土地资产取得、区域性品牌等方面具备显著优势。
- 公司城市更新项目项目量大，具有一定的区域垄断性优势。
- 公司土地资产充足，取得成

本较低。

- 公司货币资金较为充裕，现金类资产对本期债券保障能力较强。
- 公司 EBITDA 对本期公司债券保护能力较强；经营活动现金流入量对本期公司债券保障程度好。

关注

- 房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响大。
- 公司存货占比高，资产流动性较弱。
- 公司投资开发力度的扩大，对外部融资依赖程度较高，债务负担较重。

主体概况

深业集团有限公司前身为深业投资开发有限公司，于 1997 年 6 月 20 日正式成立，深圳国资办持有公司 100% 股份。截至 2013 年底，公司注册资本和实收资本均为 34.05 亿元，公司由深圳市国资委履行出资人职责，深圳市人

民政府为公司的最终控制人。

公司的经营范围为：资产经营；投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；高新科技项目的技术开发；市国有资产管理部授权经营的其它业务。

截至 2013 年底，公司本部下设党群办公室、办公室、人力资源部、计划财务部、战略管理部、综合管理部、风险管理部、标准与信息化管理部、地产运营管理部及项目发展部等 10 个职能部门；拥有逾 40 家子公司。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额为 832.51 亿元，所有者权益合计 228.83 亿元（含少数股东权益 86.59 亿元）；2013 年公司实现营业收入 121.49 元，利润总额 27.06 亿元。

公司注册地址：深圳市罗湖区深南东路深业中心大厦 26 楼；法定代表人：吕华。

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司 2013年公司债券信用评级报告

本期债券发行信息

发行时间: 2014-05-09
发行规模: 15亿元
期限: 5年
利率: 5.80%

评级机构: 联合信用评级有限公司

评级结果: 本期公司债券信用等级: AA+
发行人主体信用等级: AA+
评级展望: 稳定
评级时间: 2014年4月21日
分析师: 刘洪涛 刘晓佳 向宇明

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额 (亿元)	41.13	47.54	53.93
所有者权益 (亿元)	36.90	40.75	43.46
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.00	2.73	6.21
营业收入 (亿元)	29.07	41.14	42.81
净利润 (亿元)	5.04	4.63	4.21
EBITDA (亿元)	7.89	7.63	7.29
经营性净现金流 (亿元)	4.64	3.35	1.08
营业利润率 (%)	24.08	15.36	14.64
净资产收益率 (%)	14.66	11.92	10.01
资产负债率 (%)	10.29	14.28	19.40
全部债务资本化比率 (%)	0.00	6.27	12.50
流动比率 (%)	7.85	5.13	3.37
EBITDA/全部债务 (倍)	-	2.80	1.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	-	299.36	72.61
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.53	0.51	0.49

注: 1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的。

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对中铁铁龙集装箱物流股份有限公司 (以下简称“铁龙物流”或“公司”) 的评级, 反映了公司作为国内铁路行业现代物流示范性企业, 在铁路特种集装箱运营、沙鲮铁路运营权、铁路客运及股东支持等方面具有的独特优势。

同时联合评级也关注到公司所属的铁路运输行业受国家宏观政策影响较大, 国家下调货运费率、宏观经济下滑使得终端运输需求下降等因素都可能给公司经营带来一定的不利影响。

目前公司资产质量较好, 主营业务突出, 盈利能力强, 债务负担较轻。未来随着公司特种集装箱种类和数量的增加, 该项业务收入将大幅上升; 而铁路货运的运贸一体化将促使铁路货运收入进一步增加; 上述两个核心业务板块的收入预计将带动公司的经营规模和盈利水平大幅提升, 整体竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况和本期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

- 公司所处的铁路运输行业是交通运输行业的重要方式之一, 近年国内铁路路网建设加快, 行业未来发展前景看好。

- 公司是我国全面经营铁路特种集装箱资产及业务的重要主体, 目前特种集装箱种类丰富, 并开展货物门到门的全程物流, 可最大限度满足客户需求。

- 公司拥有沙鲮铁路经营权, 依托营口港的区位优势及吞吐量优势, 积极开展运贸一体化业务。

- 公司资产质量较好, 盈利能力较强且较稳定, 整体债务负担较轻。

关注

- 铁路运输行业作为周期性行业, 受宏观经济影响较为显著, 同时与汽运、海运等运输方式竞争激烈。

- 公司特种集装箱业务、铁路货运及临港物流业务的线上费率由中国铁路总公司确定, 公司上述业务费率难以随着市场及时进行调整, 可能会对公司经营产生不利影响。

主体概况

中铁铁龙集装箱物流股份有限公司成立于 1993 年 2 月 16 日, 由原大连铁路分局、大连铁路经济技术开发区总公司等五家发起人共同发起设立。截至 2013 年底, 公司股份总数为 1305521874 股, 公司第一大股东中铁集运持有公司 15.90% 的股份, 中国铁路总公司为公司的实际控制人。

公司目前设办公室、人力资源部、财务管理部、企业管理部、证券事务部、工程预算部、收入稽查部、审计部、战略投资部、资产运营管理部 10 个部门, 拥有 14 家子公司 (含孙公司)。

截至 2013 年底, 公司合并资产总额 53.93 亿元, 负债合计 10.46 亿元, 所有者权益 (含少数股东权益) 43.46 亿元。2013 年公司实现营业收入 42.81 亿元, 净利润 (含少数股东损益) 4.21 亿元。

公司注册地址: 大连高新技术产业园区七贤岭产业化基地高新街 3 号; 法定代表人: 朱友文。

2011 年~2014 年 1-5 月份我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-5 月	
				数值 (亿元)	同比
GDP	9.3	7.7	7.7	-	-
规模以上工业增加值	10.4	10.0	9.7		8.7
固定资产投资总额 (不含农户)	23.8	20.6	19.6	153716	17.2
社会消费品零售总额	17.1	14.3	13.1	103032	12.1
出口总额	20.3	8.0	7.8	8752	-0.4
进口总额	24.9	4.3	7.3	8039	0.8
CPI	5.4	2.6	2.6	-	2.2
PPI	6.0	-1.7	-1.9	-	-1.9
社会融资规模	-8.9	22.9	9.7	85819	-5.8
M2 余额	17.3	14.4	13.6	1182300	13.4
人民币贷款余额	14.4	15.0	14.1	765500	13.9

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.进口总额和出口总额的单位为亿美元; 3.M2余额和人民币贷款余额为截至2014年5月末数据,且为初步数,其余数据为2014年前5个月的月平均数或累计数。

资料来源:国家统计局、中国人民银行、海关总署、联合资信整理

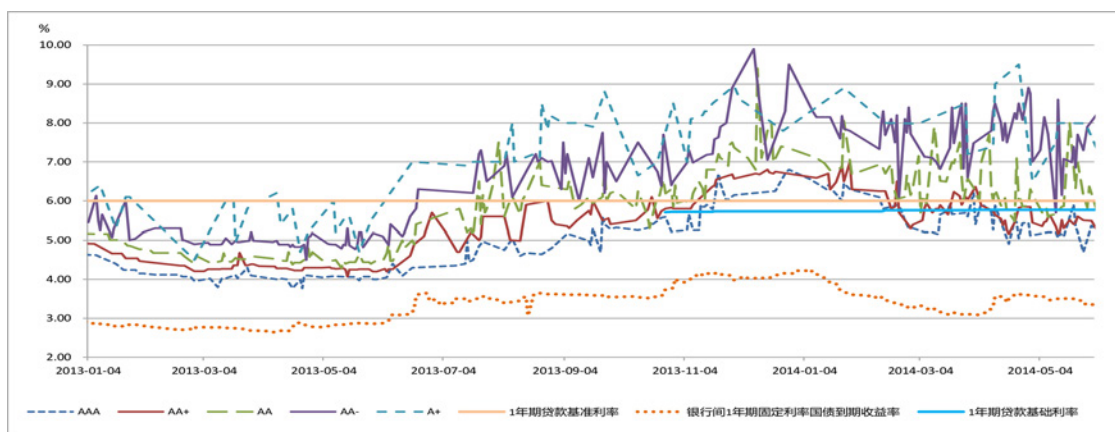
2011 年~2014 年 1-5 月份我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-5 月	同比 (%)	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-5 月	同比 (%)
政府债券	77	77	86	24	-11.11	15997.91	16062.26	19044.01	5633.10	-18.13
央行票据	100	0	20	0	NA	14140.00	0.00	5362.00	0.00	NA
政府支持机构债券	8	15	14	6	500.00	1000.00	2000.00	1900.00	800.00	300.00
政策性银行债	113	175	285	202	88.79	19972.70	21400.00	19960.30	11430.00	30.25
商业银行债券	34	57	35	21	-19.23	3518.50	3933.70	1132.00	757.00	-3.81
非银行金融机构债	1	14	13	9	NA	10.00	521.00	309.00	450.00	NA
金融企业短期融资券	0	16	134	104	121.28	0.00	561.00	2995.90	1771.50	46.53
短期融资券	612	810	860	490	12.64	8032.30	8459.47	8324.80	5265.20	32.98
超短期融资券	25	125	216	152	55.10	2090.00	5822.00	7535.00	4379.50	37.20
中期票据	407	563	508	276	-5.48	7269.70	8153.30	6916.20	3301.20	-19.88
集合票据	17	45	31	1	-66.67	52.34	100.02	66.39	2.80	-45.84
美元中期票据 *	0	0	1	0	NA	0.00	0.00	2.00 亿美元	0.00	NA
企业债券	192	479	373	325	55.50	2471.30	6484.50	4748.30	3923.90	36.89
集合企业债	3	5	1	4	300.00	14.18	14.81	4.00	43.00	975.00
非公开定向债务融资工具	32	251	534	491	109.83	919.00	3813.30	5668.08	4177.00	55.71
非金融企业资产支持票据	0	14	18	13	18.18	0.00	57.00	48.00	41.00	36.67
资产支持证券	0	0	10	53	NA	0.00	0.00	109.06	796.66	NA
公司债	83	181	94	20	-71.83	1291.20	2492.00	1361.85	234.50	-76.55
可转债	9	5	8	3	50.00	413.20	163.55	544.81	42.27	-79.20
合计	1713	2832	3240	2194	39.66	77192.33	80037.91	86029.70	43048.63	16.88

注: 1.“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;
2.“非银行金融机构债”包含资产管理公司金融债,不包含证券公司发行的债券; 3.“公司债”不包含私募债和证券公司债券; 4.合计数不包括美元中期票据; 5.NA表示不适用。

资料来源:中国债券信息网、上海清算所,公司债、可转债数据来源于Wind资讯、联合资信整理

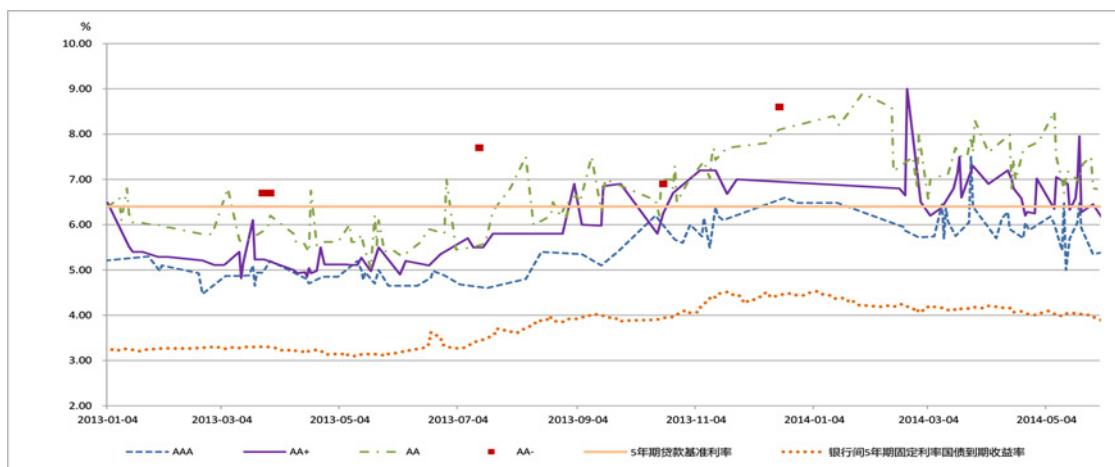
1 年期短券、5 年期中票、7 年期企业债债券发行利率走势



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

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

图 1 1 年期短期融资券发行利率走势



注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券；以下同。

图 2 5 年期中期票据发行利率走势

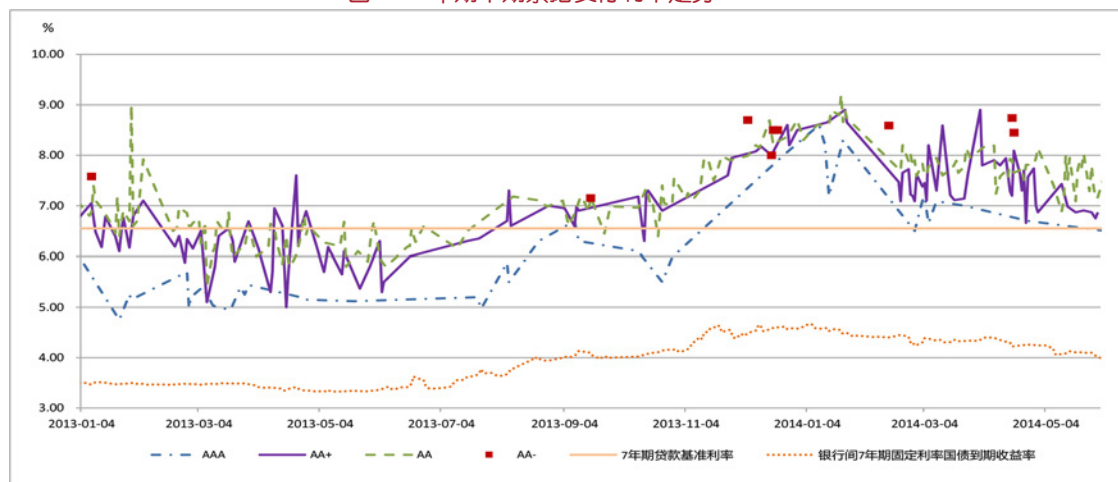


图 3 7 年期企业债券发行利率走势

联合资信评估有限公司评级公告

(2014年4月1日至2014年5月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
中国铁路总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-26	AAA/ 稳定	2014-04-09			
	2014 年度第一期中期票据	200			AAA	2014-04-09	2014-04-22	5 年	5.70
山西潞安矿业(集团)有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-01-20	AAA/ 稳定	2014-03-26			
	2014 年度第二期短期融资券	10			A-1	2014-03-26	2014-05-20	365 天	5.80
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-12	AA/ 稳定	2013-12-20			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA	2013-12-20	2014-05-07	5 年	8.50
北大方正集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-25	AA+/ 稳定	2014-03-25			
	2014 年度第一期短期融资券	30			A-1	2014-03-25	2014-05-14	365 天	5.24
深圳能源集团股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-01-28	AAA/ 稳定	2014-03-10			
	2014 年度第一期短期融资券	20			A-1	2014-03-10	2014-04-08	365 天	5.35
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-02-28	AAA/ 稳定	2014-04-14			
	2014 年度第二期短期融资券	20			A-1	2014-04-14	2014-05-15	365 天	5.25
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-03-04	AAA/ 稳定	2014-04-01			
	2014 年度第二期短期融资券	25			A-1	2014-04-01	2014-04-24	365 天	5.80
陕西延长石油(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-03-18	AAA/ 稳定	2014-04-30			
	2014 年度第一期中期票据	35			AAA	2014-03-18	2014-05-07	5 年	5.40
中国普天信息产业股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-25	AA+/ 稳定	2014-03-25			
	2014 年度第一期中期票据	20			AA+	2013-11-14	2014-05-14	3 年	5.70
江苏汇鸿国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2012-09-05	AA/ 列入观察名单	2013-10-21			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA	2013-10-21	2014-04-02	5 年	7.60
东北特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2014-04-08	AA/ 负面	2014-04-21			
	2014 年度第一期短期融资券	7			A-1	2014-04-08	2014-05-19	365 天	8.00
中国化工集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-09-09	AAA/ 稳定	2014-05-12			
	2014 年度第一期中期票据	12			AAA	2013-09-09	2014-05-15	5 年	5.70
中金黄金股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-06-18	AAA/ 稳定	2014-03-19			
	2014 年度第一期短期融资券	6			A-1	2014-03-19	2014-04-17	365 天	4.99
海宁市资产经营公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-26	AA/ 稳定	2014-03-18			
	2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-03-18	2014-04-10	365 天	6.10
厦门海沧投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-30	AA/ 稳定	2013-12-11			
	2014 年度第一期短期融资券	6			A-1	2013-12-11	2014-05-14	365 天	5.85
汉江水利水电(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-02-24	AA/ 稳定	2014-04-08			
	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2014-02-24	2014-04-04	365 天	5.90
长沙经济技术开发区集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-12-19	AA/ 稳定	2014-04-15			
	2014 年度第二期中期票据	12			AA	2014-04-15	2014-04-28	5 年	7.80
厦门港务控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-26	AA+/ 稳定	2013-11-27			
	2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-11-27	2014-04-15	365 天	5.35
山西省交通开发投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2014-04-08			
	2014 年度第一期短期融资券	7			A-1	2014-04-08	2014-04-25	365 天	5.90
中国重型汽车集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-26	AA+/ 稳定	2013-09-22			
	2014 年度第一期中期票据	25			AA+	2013-09-22	2014-04-23	3 年	5.75
重庆高速公路集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-25	AA+/ 稳定	2013-11-18			
	2014 年度第一期中期票据	20			AA+	2013-11-18	2014-05-15	5 年	6.56
天津滨海新区建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-02-27	AAA/ 稳定	2014-03-19			
	2014 年度第一期短期融资券	30			A-1	2014-02-27	2014-04-03	365 天	5.90
	2014 年度第二期短期融资券	25			A-1	2014-02-27	2014-05-09	365 天	5.20
	2014 年度第二期中期票据	25			AAA	2014-03-19	2014-05-20	7 年	6.50

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
陕西煤业化工集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-12-04	AAA/ 稳定	2014-02-12			
	2014 年度第二期中期票据	15			AAA	2013-12-04	2014-05-12	5 年	6.50
	2014 年度第三期中期票据	20			AAA	2013-12-04	2014-05-19	5 年	6.50
浙江省国际贸易集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-11	AA+/ 稳定	2014-03-10			
	2014 年度第一期中期票据	15			AA+	2014-03-10	2014-04-23	3 年	5.98
北京经济技术投资开发总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-11-13	AAA/ 稳定	2014-04-15			
	2014 年度第一期中期票据	15			AAA	2014-04-15	2014-05-16	5 年	6.30
湖南省高速公路建设开发总公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-01-07	AAA/ 稳定	2014-03-26			
	2014 年度第二期短期融资券	19			A-1	2014-03-26	2014-05-20	365 天	5.90
江苏省苏豪控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-17	AA/ 稳定	2014-01-13			
	2014 年度第一期短期融资券	8			A-1	2014-01-13	2014-04-10	365 天	5.88
丹东港集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-01-28	AA/ 稳定	2014-04-08			
	2014 年度第二期短期融资券	10			A-1	2014-04-08	2014-05-08	365 天	5.75
北京住总集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-02-11	AA/ 稳定	2014-04-16			
	2014 年度第一期短期融资券	4			A-1	2014-02-11	2014-04-15	365 天	5.70
人福医药集团股份公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-03-21	AA/ 稳定	2014-04-03			
	2014 年度第一期中期票据	6			AA	2014-03-21	2014-05-12	2 年	5.95
广东省广业资产经营有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-31	AA+/ 稳定	2014-01-16			
	2014 年度第一期中期票据	5			AA+	2014-01-16	2014-05-15	5+2 年	6.58
中国轻工集团公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-09	AA+/ 稳定	2014-04-25			
	2014 年度第一期中期票据	6			AA+	2014-01-09	2014-04-25	5 年	6.25
江阴澄星实业集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-02-25	AA/ 稳定	2014-05-07			
	2014 年度第二期短期融资券	6	A-1	2014-02-25	A-1	2014-05-07	2014-04-03	365 天	6.90
中国电子科技集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-24	AAA/ 稳定	2014-03-05			
	2014 年度第一期中期票据	40			AAA	2014-03-05	2014-04-22	3 年	5.49
北京顺鑫农业股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-01-28	AA/ 稳定	2014-04-22			
	2014 年度第一期短期融资券	4			A-1	2014-01-28	2014-04-25	365 天	5.60
广西柳工集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-04-16	AA+/ 稳定	2014-05-23			
	2014 年度第一期短期融资券	10	A-1	2014-04-16	A-1	2014-05-23	2014-04-25	365 天	5.60
云南省工业投资控股集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-02-10	AA+/ 稳定	2014-03-05			
	2014 年度第一期中期票据	5			AA+	2014-03-05	2014-05-12	7+3 年	7.70
北京首都农业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-20	AA+/ 稳定	2014-04-03			
	2014 年度第二期短期融资券	9			A-1	2014-04-03	2014-05-09	365 天	5.05
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-31	AA/ 稳定	2013-12-30			
	2014 年度第一期中期票据	5			AA	2013-12-30	2014-05-13	5 年	7.20
凌云工业股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-03	AA/ 稳定	2014-03-06			
	2014 年度第一期中期票据	5			AA	2014-03-06	2014-04-24	3 年	6.38
中国南山开发(集团)股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-26	AA+/ 稳定	2013-12-19			
	2014 年度第一期短期融资券	18			A-1	2013-12-19	2014-05-05	365 天	5.35
南通综艺投资有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-07-24	AA-/ 稳定	2014-03-11			
	2014 年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-03-11	2014-04-04	365 天	7.80
金城集团有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2012-12-25	A+/ 稳定	2013-08-27			
	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-08-27	2014-04-29	365 天	6.50
深圳华强集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-02-24	AA/ 稳定	2014-03-31			
	2014 年度第二期短期融资券	5			A-1	2014-03-31	2014-05-05	365 天	5.86
新疆天山水泥股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2014-01-16			
	2014 年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-01-16	2014-04-29	365 天	5.97
万向钱潮股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-06-28	AA/ 稳定	2013-10-31			
	2014 年度第一期短期融资券	15			A-1	2013-10-31	2014-05-22	365 天	5.98
浙江省国际贸易集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2011-12-28	AA+/ 稳定	2014-02-25			
	2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2014-02-25	2014-04-14	365 天	5.38
中国兵器工业集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-26	AAA/ 稳定	2014-04-08			
	2014 年度第一期中期票据	13			AAA	2014-04-08	2014-05-15	5 年	5.15

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
辽宁成大股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-11-08	AA/ 稳定	2014-03-10			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA	2014-03-10	2014-04-11	3 年	6.34
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-03-04	AAA/ 稳定	2014-02-10			
	2014 年度第一期中期票据	44			AAA	2014-02-10	2014-04-22	7 年	6.70
太原重工股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-10	AA/ 稳定	2013-12-20			
	2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-12-20	2014-04-08	365 天	6.60
朝阳市建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-07-11	AA/ 稳定	2014-02-28			
	2014 年公司债券	10			AA	2014-02-28	2014-04-28	7 年	7.58
恒力集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-11-14	AA-/ 稳定	2014-03-31			
	2014 年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-03-31	2014-04-29	365 天	7.00
西宁特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-01-10	AA/ 负面	2014-03-06			
	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-12-17	2014-05-21	365 天	8.00
太仓市水处理有限责任公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-06-13	AA-/ 稳定	2014-03-25			
	2014 年度第一期中期票据	2			AA-	2014-03-25	2014-05-09	3 年	7.75
安徽水利开发股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-01-26	AA-/ 稳定	2014-04-18			
	2014 年度第一期短期融资券	1			A-1	2014-04-18	2014-05-19	365 天	6.25
中电投贵州金元集团股份有限公司	2014 年度第一期中期票据	2			AA-	2013-11-28	2014-05-15	3 年	7.80
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-08-13	AA+/ 稳定	2014-03-10			
腾达建设集团股份有限公司	2014 年度第三期短期融资券	10			A-1	2014-03-10	2014-05-05	365 天	5.38
	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2013-06-28	A+/ 稳定	2014-02-20			
天津市地下铁道集团有限公司	2014 年度第一期短期融资券	2			A-1	2014-02-20	2014-04-22	365 天	9.50
	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-26	AAA/ 稳定	2014-03-07			
云南省城市建设投资集团有限公司	2014 年度第一期短期融资券	20			A-1	2014-03-07	2014-05-29	365 天	5.24
	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-24	AA+/ 稳定	2014-05-20			
山东玉皇化工有限公司	2014 年公司债券	7			AA+	2014-05-20	2014-05-23	7 年	6.77
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-01-15	AA/ 稳定	2014-04-08			
北京京能清洁能源电力股份有限公司	2014 年度第二期短期融资券	4			A-1	2014-04-08	2014-04-29	365 天	6.80
	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-02-13	AAA/ 稳定	2014-04-18			
中国华阳经贸集团有限公司	2014 年度第二期短期融资券	9			A-1	2014-04-18	2014-05-14	365 天	5.20
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-02-14	AA/ 稳定	2014-04-15			
江苏省金陵建工集团有限公司	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2014-02-14	2014-04-02	365 天	6.00
	2014 年度第二期短期融资券	3			A-1	2014-04-15	2014-05-09	365 天	5.50
江蘇省金陵建工集團有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-07-11	AA-/ 稳定	2014-01-03			
	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2014-01-03	2014-04-17	365 天	9.00
唐山冀东水泥股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-03-13	AA+/ 稳定	2014-03-20			
	2014 年度第二期短期融资券	10			A-1	2014-03-20	2014-04-22	365 天	5.48
中国建筑一局(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-25	AA/ 稳定	2014-04-11			
	2014 年度第一期中期票据	4			AAA	2013-09-25	2014-04-21	5 年	6.40
河北省新合作控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-09-25	AA/ 稳定	2014-03-25			
	2014 年度第一期短期融资券	2.8			A-1	2014-03-25	2014-05-08	365 天	5.83
无锡产业发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-08-14	AA+/ 稳定	2013-11-22			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA+	2013-08-14	2014-04-03	5 年	7.00
花园集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-11-21	AA-/ 稳定	2014-03-10			
	2014 年度第一期短期融资券	5			A-1	2014-03-10	2014-05-06	365 天	8.80
江苏方洋集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-12-23	AA/ 稳定	2014-01-26			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA	2014-01-26	2014-05-13	5 年	7.18
重庆市万盛经济技术开发区投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-08-01	AA/ 稳定	2013-11-18			
	2014 年公司债券	8			AA	2013-11-18	2014-04-08	7 年	8.19
连云港市城市建设投资集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-03-06	AA/ 稳定	2014-03-25			
	2014 年度第一期短期融资券	4			A-1	2014-03-25	2014-05-08	365 天	5.50
	2014 年度第一期中期票据	10			AA	2014-03-25	2014-05-09	5 年	6.70

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
广州广日集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-03-18	AA/ 稳定	2014-03-19			
	2014 年度第一期短期融资券	2			A-1	2014-03-19	2014-05-13	365 天	5.50
国能生物发电集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-01-06	AA/ 列入观察 名单	2014-03-06			
	2014 年度第一期中期票据	4			AA	2014-03-06	2014-05-21	3 年	6.70
中广核风电有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2014-02-20	AAA/ 稳定	2014-04-15			
	2014 年度第一期中期票据	10			AAA	2013-09-09	2014-05-08	5 年	5.65
绵阳市投资控股(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-12-27	AA/ 稳定	2014-02-17			
	2014 年度第二期中期票据	5			AA	2014-02-17	2014-04-16	5 年	7.45
贵阳市水利交通发展投资(集团)有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-03-04	AA/ 稳定	2014-05-05			
	2014 年第二期公司债券	14			AA	2014-05-05	2014-05-08	10 年	8.05
中国航空油料集团公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-02-28			
	2014 年度第一期短期融资券	30			A-1	2014-02-28	2014-04-09	365 天	5.20
中国昊华化工集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 负面	2014-03-11			
	2014 年度第一期短期融资券	20			A-1	2014-03-11	2014-04-09	365 天	6.30
中国华电工程(集团)有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-07-09			
	2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-07-09	2014-04-10	365 天	5.45
华电煤业集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-01-08			
	2014 年度第一期短期融资券	16			A-1	2014-01-08	2014-04-18	365 天	5.50
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	2014 年度第一期中期票据	20			AAA	2014-01-08	2014-05-07	5 年	6.25
	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-10-09	AA/ 稳定	2014-01-10			
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-10-09	2014-04-23	365 天	5.68
	2014 年度第一期中期票据	5			AA	2014-01-10	2014-05-09	3 年	6.00
国电南京自动化股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-09-30			
	2014 年度第一期短期融资券	6			A-1	2013-09-30	2014-05-05	365 天	5.50
四川长虹电器股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-12-26			
	2014 年度第一期短期融资券	30			A-1	2013-12-26	2014-05-06	365 天	5.58
山东寿光鲁清石化有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2013-09-26			
	2014 年度第一期短期融资券	3			A-1	2013-09-26	2014-05-06	365 天	8.30
海南省交通投资控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-07-10			
	2014 年度第一期短期融资券	10			A-1	2013-07-10	2014-05-07	365 天	5.70
山东清源集团有限公司	2014 年度第一期中期票据	10			AA	2013-07-10	2014-05-19	5 年	7.05
	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2013-09-10			
天津华勘集团有限公司	2014 年度第一期短期融资券	3.5			A-1	2013-09-10	2014-05-16	365 天	7.50
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-11-29			
信阳华信投资集团有限责任公司	2014 年度第一期短期融资券	2.5			A-1	2013-11-29	2014-05-23	365 天	6.40
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2013-03-29			
郴州市城市建设投资经营有限责任公司	2014 年公司债券	12			AA	2013-03-29	2014-04-15	7 年	7.55
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-27			
益阳市交通发展投资有限责任公司	2014 年公司债券	17			AA+	2014-03-27	2014-04-16	7 年	7.29
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-04			
衡阳市湘江水利投资开发有限公司	2014 年公司债券	14			AA	2014-03-04	2014-04-21	7 年	7.77
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-24			
重庆高新区开发投资集团有限公司	2014 年公司债券	13			AA	2014-03-24	2014-04-23	7 年	7.40
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-28			
浙江富春山居集团有限公司	2014 年公司债券	23			AA	2014-03-28	2014-04-25	7 年	7.80
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-02-28			
阿拉善左旗城市建设投资开发有限公司	2014 年公司债券	15			AA	2014-02-28	2014-04-28	7 年	7.70
	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-01-08			
长兴交通投资集团有限公司	2014 年公司债券	8			AA+	2014-01-08	2014-04-28	7 年	8.60
	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-04-21			
长兴交通投资集团有限公司	2014 年第一期公司债券	6			AA	2014-04-21	2014-04-30	7 年	7.88

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
深业集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-05-16			
	2014 年公司债券	24			AAA	2014-05-16	2014-05-21	5+2 年	6.20
绿地控股集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-05-16			
	2014 年公司债券	20			AAA	2014-05-16	2014-05-23	6 年	6.24
北京京西鑫融投资管理有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-05-28			
	2014 年公司债券	10			AA	2014-05-28	2014-05-30	7 年	6.60
安徽省交通投资集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-12-04			
	2014 年度第一期中期票据	10			AA+	2013-12-04	2014-05-27	5 年	6.45
茂名港集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-02-17			
	2014 年度第一期中期票据	2			AA+	2014-02-17	2014-05-28	3 年	7.10
龙元建设集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-05-10	AA/ 稳定	2014-05-09			
	2014 年度第一期中期票据	1.5	AA	2013-05-10	AA	2014-05-09	2014-04-28	3 年	6.90
深圳高速公路股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2014-02-26			
	2014 年度第一期中期票据	10			AAA	2014-02-26	2014-05-07	3 年	5.50
长沙先导土地开发建设有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-05-08			
	2014 年度第一期中期票据	1			AA	2014-05-08	2014-05-21	5 年	7.36
招商银行股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-07-11	AAA/ 稳定	2013-12-23			
	2014 年招商银行股份有限公司第一期二级资本债券	113			AA+/ 稳定	2013-12-23	2014-04-18	5+5 年	6.40
海尔集团财务有限责任公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-05-17	AAA/ 稳定	2014-05-13			
	2014 年海尔集团财务有限责任公司金融债券(品种一)	16			AAA/ 稳定	2014-05-13	2014-05-22	3 年	5.35
	2014 年海尔集团财务有限责任公司金融债券(品种二)	16			AAA/ 稳定	2014-05-13	2014-05-22	5 年	5.50
盛京银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-16	AA+/ 稳定	2014-05-13			
	2014 年盛京银行股份有限公司二级资本债券	22			AA/ 稳定	2014-05-13	2014-05-28	5+5 年	6.18
安信证券股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-12-11	AAA/ 稳定	2014-03-25			
	安信证券股份有限公司 2014 年度第二期短期融资券	14			A-1	2014-03-25	2014-04-11	90 天	4.80
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-17	AA+/ 稳定	2014-03-20			
	东北证券股份有限公司 2014 年第二期短期融资券	12			A-1	2014-03-20	2014-05-19	91 天	4.63
西南证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-04-03	AAA/ 稳定	2014-04-14			
	西南证券股份有限公司 2014 年度第四期短期融资券	6			A-1	2014-04-03	2014-04-11	91 天	4.88
长江证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-11-11	AAA/ 稳定	2014-05-13			
	长江证券股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券	25			A-1	2014-05-13	2014-05-22	90 天	5.00
东兴证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-03-05	AA+/ 稳定	2014-05-16			
	东兴证券股份有限公司 2014 年第四期短期融资券	6			A-1	2014-05-16	2014-05-22	90 天	4.70
兴业证券股份有限公司	主体长期信用		AAA/ 稳定	2013-12-24	AAA/ 稳定	2014-03-11			
	兴业证券股份有限公司 2014 年度第二期短期融资券	18			A-1	2014-03-11	2014-04-09	91 天	4.88
方正证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-01-28	AAA/ 稳定	2014-05-06			
	方正证券股份有限公司 2014 年第三期短期融资券	18			A-1	2014-05-06	2014-05-15	90 天	4.45
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-02-24	AA+/ 稳定	2014-03-26			
	华融证券股份有限公司 2014 年度第二期短期融资券	5			A-1	2014-03-26	2014-04-09	90 天	4.94
华西证券有限责任公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-04-03	AA+/ 稳定	2014-05-20			
	华西证券有限责任公司 2014 年第二期短期融资券	8			A-1	2014-04-03	2014-04-14	91 天	4.85
	华西证券有限责任公司 2014 年度第三期短期融资券	6			A-1	2014-05-20	2014-05-26	91 天	4.77
重庆三峡银行股份有限公司	主体长期信用				AA-/ 稳定	2014-02-18			
	重庆三峡银行股份有限公司 2014 年第二期金融债券	10			AA-/ 稳定	2014-02-18	2014-04-25	3 年	6.60

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
国都证券有限责任公司	主体长期信用 国都证券有限责任公司 2014 年度第二期短期融资券	8	AA/ 稳定	2014-01-14	AA+/ 稳定	2014-04-18	2014-05-23	90 天	4.90
天津农村商业银行股份有限公司	主体长期信用 2014 年天津农村商业银行股份有限公司二级资本债券	36			AA+/ 稳定	2014-04-03			
恒泰证券股份有限公司	主体长期信用 恒泰证券股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券	7			AA/ 稳定	2014-05-14	2014-05-23	91 天	4.90
建发房地产集团有限公司	企业主体长期信用 2009 年公司债券 2013 年公司债券	6.3 5	AA-/ 稳定 AA+	2013-07-31 2013-07-31	AA/ 稳定 AAA	2014-05-27 2014-05-27	2009-02-09 2013-04-03	5+2 年 7 年	6.00 6.15
文登市城市资产经营有限公司	企业主体长期信用 2011 年企业债券	13	AA-/ 稳定 AA-	2013-07-31 2013-07-31	AA/ 稳定 AA	2014-05-15 2014-05-15	2011-03-01	5+3 年	7.75
厦门翔业集团有限公司	企业主体长期信用 2012 年度第一期中期票据 2012 年度第二期中期票据 2013 年度第一期短期融资券 2013 年度第一期中期票据 2014 年度第一期中期票据	5 4 5 6 6	AA+/ 稳定 AA+ AA+ A-1 AA+	2014-04-01 2013-06-28 2013-06-28 2013-06-28 2014-04-01	AAA/ 稳定 AAA AAA A-1 AAA	2014-05-30 2014-05-30 2014-05-30 2014-05-30 2014-05-30	2012-09-18 2012-11-21 2013-06-04 2013-10-18 2014-05-09	3 年 3 年 365 天 3 年 3 年	5.18 5.09 4.20 5.70 5.40
山东东明石化集团有限公司	企业主体长期信用 2013 年度第二期短期融资券	6	AA-/ 稳定 A-1	2013-08-27 2013-08-27	AA/ 稳定 A-1	2014-05-21 2014-05-21	2013-11-20	365 天	7.60
厦门建发股份有限公司	企业主体长期信用 2012 年度第一期中期票据 2013 年度第一期短期融资券 2014 年度第一期短期融资券	9 5 5	AA+/ 稳定 AA+ A-1	2014-04-29 2013-07-10 2014-04-29	AAA/ 稳定 AAA A-1	2014-05-21 2014-05-21 2014-03-10	2012-08-31 2013-11-06 2014-05-22	5 年 365 天 365 天	5.37 5.80 5.50
吉视传媒股份有限公司	企业主体长期信用 2013 年度第一期中期票据	5	AA/ 稳定 AA	2013-04-15 2013-04-15	AA+/ 稳定 AA+	2014-05-23 2014-05-23	2013-08-28	5 年	6.10
乐山市商业银行股份有限公司	主体长期信用 2012 年乐山市商业银行股份有限公司次级债券 2013 年乐山市商业银行股份有限公司金融债券(品种一) 2013 年乐山市商业银行股份有限公司金融债券(品种二)	5 9 6	A+/ 稳定 A/ 稳定 A+/ 稳定	2013-07-12 2013-07-12 2013-07-12	AA-/ 稳定 A+/ 稳定 AA-/ 稳定	2014-04-11 2014-04-11 2014-04-11	2012-12-26 2013-01-18 2013-01-18	5+5 年 3 年 5 年	7.10 5.80 5.90

* 注：公告内容仅包括 2014 年 4 月 1 日至 2014 年 5 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2014 年 4 月 1 日至 2014 年 5 月 31 日) *

发起机构 / 贷款服务机构	受托机构 / 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比	发行 利率(%)	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定到 期日
						级别	时间	级别	时间		
北京银行股份 有限公司	北京国际信 托有限公司	京元 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券 A-1 级	18.00	31.15%	5.10			AAA		2014-03-28 2014-05-16	2018-07-26
		京元 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券 A-2 级	31.12	53.85%	5.30(浮)			AAA			
		京元 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券 B 级	3.18	5.50%	6.10(浮)			AA+			
		京元 2014 年第一期信贷资产 证券化信托资产支持证券次级	5.49	9.50%	无票面利率			未予 评级			

* 注：公告内容仅包括 2014 年 4 月 1 日至 2014 年 5 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合信用评级有限公司评级公告

(2014年4月1日至2014年5月31日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级		最新评级结果		债券 发行日期	期限	发行 利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
北京大北农科技集团股 份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-07-09	AA+/ 稳定	2014-05-22			
	2014 年公司债券	5	AA+	2013-07-09	AA+	2014-05-22	2014-04-08	5 年	7.24
四川川投能源股份有限 公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2013-11-06			
	2013 年公司债券	17			AA+	2013-11-06	2014-04-17	5 年	6.12
中原证券股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-03-05			
	2013 年公司债券	15			AAA	2014-03-05	2014-04-23	5 年	6.20
中铁铁龙集装箱物流股 份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2014-04-21			
	2013 年公司债券第一期	7.5			AA+	2014-04-21	2014-05-09	2 年	5.80
华锐风电科技(集团) 股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-05-30	AA-/ 稳定	2014-05-28			
	2011 年第一期公司债券	26	AA	2013-05-30	AA-	2014-05-28	2011-12-27	5 年	6.00
乐视网信息技术(北京) 股份有限公司	2011 年第一期公司债券	2	AA	2013-05-30	AA-	2014-05-28	2011-12-27	5 年	6.20
	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2013-05-07	AA/ 稳定	2014-05-20			
乐视网信息技术(北京) 股份有限公司	2012 年第一期公司债券	2	AA-	2013-05-07	AA	2014-05-20	2012-05-08	3 年	9.99
	2012 年第二期公司债券	2	AA-	2013-05-07	AA	2014-05-20	2012-07-13	3 年	8.50
厦门厦工机械股份有限 公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-05-23	AA 稳定	2014-05-23			
	2012 年公司债券	15	AA+	2013-05-23	AA+	2014-05-23	2012-06-18	5 年	4.55
重庆建峰化工股份有限 公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-05-24	AA/ 负面	2014-05-09			
	2012 年公司债券	10	AA	2013-05-24	AA	2014-05-09	2012-11-02	7 年	6.39
桐昆集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-04-26	AA/ 负面	2014-04-28			
	2012 年公司债券	13	AA	2013-04-26	AA	2014-04-28	2013-01-21	5 年	5.85
东北证券股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2013-05-09	AA+/ 稳定	2014-04-14			
	2013 年公司债券	18.3	AA	2013-05-09	AA+	2014-04-14	2013-11-12	5 年	6.00
		0.7	AA	2013-05-09	AA+	2014-04-14	2013-11-12	5 年	6.10

* 注：公告内容仅包括 2014 年 4 月 1 日至 2014 年 5 月 31 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。



吉林



联合信用管理有限公司吉林分公司于2004年9月经长春市工商行政管理局注册成立，主要业务包括借款企业评级、担保机构评级、小额贷款公司评级、招投标评级等业务。

公司目前设有总经理办公室、财务部、评级一部、评级二部和综合管理部，现有员工23人，具有3年以上评级工作经验的15人。

联系电话：0431-87942626

传真号码：0431-87942626

通讯地址：吉林省长春市南关区东南湖大路1119号，恒业广场8座913室

邮政编码：130000

邮箱：lhjl@lhcs.com

山西



联合信用管理有限公司山西分公司于2007年6月经太原市工商行政管理局核准成立，主要业务包括借款企业评级、担保公司评级、小额贷款公司评级、招投标评价等业务；区域市场占有率在60%以上，在每年人民银行组织的评级机构工作质量考核中连续六年排名第一。

公司现设有综合管理部、评级业务部、市场研发部三个部门，现有员工22人，其中硕士研究生5人，注册会计师3人，具有5年以上评级工作经验员工占80%以上。

联系电话：0351-5605670

传真电话：0351-5605679

通信地址：山西省太原市桃园北路6号民信商务410室

邮政编码：030002

邮箱：lhsx@lhcs.com





编辑部地址：北京市朝阳区建国门外大街23号EICC大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

Email: lianhe@ibratings.com

网址: www.ibratings.com