

目录



2007年第7期 总第41期

2007年10月20日

主办

联合资信评估有限公司

编委会

李信宏 邵立强 庄建华 李振宇 陈东明
张舒平 张燕 钟用 朱海峰 蒋建国
任红 张志军 万华伟 张驰 鹿永东
张学群 刘小平 谭亮

编委会主任

邵立强

主编

李振宇

副主编

蒋建国 陈东明 钟用 万华伟
张志军 朱海峰

本期责任编辑

蒋建国

地址 北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228

报告摘要

1

研究报告

11

CDO现金流分析及压力测试调整因素

12

2007年第三季度短期融资券利差分析报告

15

商业银行金融债券信用评级问题初探

24

政策资讯

28

长江电力公司债券成功发行

29

央行报告预测今年CPI将为4.6%

29

央行货币政策委员会：适当加大政策调控力度

29

上证所发布实施公司债券上市规则

30

央行新规力挺公司债进入银行间市场

30

央行发1500亿定向票据 今年第六次加息信号强烈

30

保监会发布通知明确保险机构投资公司债细节

31

首单财务公司金融债将发行

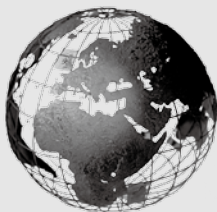
32

工行首笔信贷资产支持证券“工元一期”成功发行

32

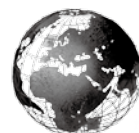
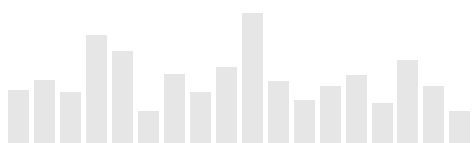
评级公告

33



联合资信主要业务资质

- 是中国人民银行1997年银发（1997）547号文认可的企业债券评级机构
- 是国家发展和改革委员会2003年发改财金（2003）1179号文认可的企业债券评级机构
- 是中国保险监督管理委员会2003年保监发（2003）92号文认可的企业债券评级机构
- 是国家发展和改革委员会2003年认定的国家级中小企业信用体系建设试点评级机构
- 是国家发展和改革委员会2004年认可的担保机构评级机构
- 是中国人民银行2005年认可的银行间债券市场评级机构
- 是2002年—2006年上海、天津、山东、福建、海南、山西、四川、湖北、江苏、河北、河南、广东、安徽、陕西、浙江、北京、辽宁、吉林、深圳等地人行分行或中心支行认可的借款企业、担保机构评级机构
- 是2002年—2006年北京、山西、江苏、浙江、山东、广东、黑龙江、四川、吉林、辽宁、湖北、河南等地有关部门认可的信用体系建设、中小企业、担保机构评级机构



报告摘要

更正启示：

经联合资信信用评估委员会确认，常州高新技术产业开发区（集团）总公司的主体长期信用等级为AA-，由于我们工作疏忽，《联合资信·信用研究》2007年第6期总第40期p13“报告摘要”中，误将该企业主体长期信用等级刊为AA，特此声明，并深表歉意。

天津药业集团有限公司

2007年5亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年5月30日
分析员：张莉 赵明

评级观点

医药行业是国民经济的重要支柱产业。近年来我国医药行业的生产和销售增长迅速，但受药品频繁降价等因素的影响，行业整体盈利水平持续下降，行业竞争加剧。长期来看，医药行业市场将趋于规范，行业前景较好。

天津药业集团有限公司（以下简称“天津药业集团”或“公司”）是一家专注于医药的研发、生产和销售的大型企业，是目前国内最大的皮质激素原料药和中间体的生产和销售基地，也是国内规模最大的氨基酸原料药和制剂的生产基地，在皮质激素和氨基酸药物领域的研发与技术水平处于国内领先地位，整体竞争力较强。

受行业盈利水平下降因素的影响，近三年公司主营业务收入和盈利水平有所下滑。目前公司资产流动性一般，整体资产质量一般，经营性现金流状况较好，债务负担重，短期支付能力一般。本期短期融资券发行后对现有债务的影响较大，公司经营活动产生的现金流对其覆盖程度低，未来现金类资产较充足。综合来看，本期短期融资券到期不能偿还的风险较小。

优势

1. 公司为国内生产销售皮质激素原料药和中间体的龙头企业，以及国内规模最大的氨基酸类药物生产基地，市场竞争力较强。
2. 公司具有先进的研发平台，在皮质激素和氨基酸药物领域的研发与技术水平处于国内领先地位。
3. 公司具有规模化的销售网络，目前国内外销售渠道畅通。
4. 公司融资渠道畅通，具有较强的

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	326436.49	426776.06	485662.58
股东权益(万元)	123435.90	131726.70	133706.71
主营业务收入(万元)	137023.22	112507.82	108721.81
利润总额(万元)	16397.33	14351.93	9606.23
资产负债率(%)	50.23	57.01	61.73
全部债务资本化比率(%)	47.92	54.59	59.03
净资产收益率(%)	8.27	6.52	5.60
流动比率(%)	136.39	97.98	111.54
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.25	0.27	0.29
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.03	-0.14	0.24
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	2.03	2.22	2.46
现金类资产偿债倍数(倍)	0.75	0.86	1.28

备用信用支持。

关注

1. 近年来国家对药品降价频繁，行业盈利水平持续下降，公司经营业绩受到影响。
2. 目前公司债务负担重，未来三年资本性支出规模仍然较大。
3. 高额长期应收款占压资金，降低了资产的流动性。
4. 本期短期融资券发行后对现有债务的影响较大。

发债主体概况

天津药业集团前身为经天津市经委[1988]41号文批准，由天津制药厂、天津健民制药厂和天津中津制药厂合并成立的天津药业公司，后改制并更名为天津药业有限公司，是天津市医药集团有限公司的全资子公司。2000年，经天津市经委津经企[2000]26号文件批准，天津药业有限公司吸收上海复星医药（集团）股份有限公司和天津开发区泛亚太有限公司的现金投资，并更名为天津药业集团有限公司。

2001年，经天津市政府津政函[2001]18号文批复，天津医药集团将

持有的公司国有股份整体划转至天津金耀集团有限公司管理。目前，公司注册资本67497万元，其中金耀集团、上海复星医药（集团）股份有限公司和天津开发区泛亚太有限公司持股比例分别为74%、25%和1%。由于天津市国资委持有金耀集团100%的股权，公司的实际控制人为天津市国资委。

公司主要经营化学原料药及中间体、制剂、中成药、中药材、化工原料、保健食品等的制造、加工和销售。

公司内设制造部、质量控制部、技术部、知识产权部、国际注册部、市场部、供应部、财务部、资产管理部、综合计划部、法规部、审计部、办公室等26个职能部门。截至2006年底，公司拥有20家控股子公司，其中，天津天药药业股份有限公司于2001年6月18日在上海证券交易所挂牌交易，截至2006年底，公司持有其56.08%的股权。

截至2006年底，公司合并资产总额485662.58万元，所有者权益133706.71万元；2006年公司实现主营业务收入108721.81万元，利润总额9606.23万元。

公司地址：天津市河东区八纬路109号；法定代表人：郝于田。

安阳钢铁股份有限公司

2007年8亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本期企业债券信用等级：AAA
 评级时间：2007年7月2日
 分析员：张成 张志强

评级观点

钢铁行业是国民经济的重要基础产业。近两年钢材产品价格的波动和铁矿石等原料价格的不断上涨，对国内钢铁企业的经营业绩和盈利水平有较大的影响，但稳定的需求和基础性战略地位将保证钢铁行业的稳定发展。

安阳钢铁股份有限公司（以下简称“安阳钢铁”或“公司”）是国家特大型钢铁企业，是河南省唯一的钢铁类上市公司。公司产品种类较为齐全，生产规模快速扩大，工艺装备不断完善，高附加值产品比例逐步提高，具有一定的规模优势和竞争实力。近年来公司经营情况较好，主营业务收入平稳增长，盈利能力较强，债务水平正常，负债结构不尽合理，偿债能力较强。总体看，公司发展前景稳定，整体信用风险小。

本期债券由中国农业银行授权其河南省分行提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。总体看，本期债券到期不能偿付的风险较小。

优势

1. 公司是国家特大型钢铁企业，是河南省唯一的钢铁类上市公司，有较强的区域竞争优势。
2. 公司外部政策环境较好，受国家中部地区崛起战略实施的优惠扶持。
3. 公司生产规模快速扩大，工艺装备不断完善，高附加值、高技术含量产品比例逐步提高。
4. 公司《“十一五”结构优化、产品升级规划》和循环经济项目获得国家批准，为其未来发展提供了有力保障。

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额 (万元)	893975.29	1173582.69	1402702.67
所有者权益 (万元)	579320.17	602468.80	637674.87
主营业务收入 (万元)	1291801.99	1459895.03	1653687.53
利润总额 (万元)	107418.57	62538.90	74596.27
资产负债率 (%)	35.20	35.04	40.70
全部债务资本化比率 (%)	9.38	15.24	18.76
净资产收益率 (%)	12.64	7.19	8.73
流动比率 (%)	154.40	86.09	69.95
EBITDA利息倍数 (倍)	1699.72	26.45	8.55
债务保护倍数 (倍)	2.03	0.30	0.23

关注

1. 钢材产品的价格波动对公司业绩和盈利能力的稳定有较大影响。
2. 公司高端产品占比不高，低端产品市场竞争激烈。
3. 铁矿石等原材料价格持续高位，公司又地处内陆，面临一定的原材料和运输成本压力。
4. 目前，公司将通过定向增发收购安钢集团的相关资产以减少相互间较大的日常关联交易金额和优化业务结构。
5. 公司“十一五”规划投资大，有较大的筹资压力。
6. 公司短期偿债压力大。

发债主体概况

安阳钢铁是根据河南省经济体制改革委员会豫体改字（1993）13号文批复，依照《股份有限公司规范意见》，由安阳钢铁公司经过改制，采取定向募集方式于1993年11月设立的内部职工持股的股份制企业。2001年经中国证券监督管理委员会“证监发行字[2001]46号”文批准，公司募集的25000万股社会公众股于2001年8月1日在上海证券交易所上市，股票简称“安阳钢铁”，股票代码“600569”。2006年5月25日，公司完成股权分置改革。目前，公

司总股本201824万股，其中第一大股东安阳钢铁集团有限责任公司（以下简称“安钢集团”）占总股本的52.69%。安钢集团是河南省人民政府授权经营国有资产的国有独资公司，根据《中国钢铁工业统计月报》统计数字显示，安钢集团在2006年我国重点钢铁企业粗钢产量排名中位居第13位。

公司经营范围包括：生产和经营冶金产品、副产品、钢铁延伸产品、无缝钢管、薄中板、冶金产品的原材料、化工产品（不含易燃易爆危险品）、高速线材的销售；冶金技术开发、协作、咨询，实业投资（国家专项规定的除外）。截至2006年底，公司下属控股子公司和分公司共8家，主体生产厂11个，拥有员工20430人。

截至2006年底，公司合并资产总额为1402702.67万元，负债总额765027.80万元，所有者权益637674.87万元；2006年实现主营业务收入1653687.53万元、利润总额74596.27万元；经营活动现金流量净额187301.77万元，现金及现金等价物净增加额33142.12万元。

公司注册地址：河南省安阳市殷都区梅元庄；法定代表人：王子亮。

深圳市能源集团有限公司

2007年5亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本期公司债券信用等级：AAA
 评级时间：2007年4月28日
 分析员：李志博 何璐

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(亿元)	207.82	230.08	247.98
股东权益(亿元)	80.50	93.13	101.84
主营业务收入(亿元)	80.69	93.86	97.55
利润总额(亿元)	20.82	22.10	21.66
资产负债率 (%)	35.85	35.73	40.73
全部债务资本化比率 (%)	25.08	28.10	36.81
净资产收益率 (%)	13.64	12.64	12.19
流动比率 (%)	172.63	194.70	185.36
EBITDA利息倍数 (倍)	23.95	11.69	9.30
债务保护倍数 (倍)	0.52	0.35	0.26

评级观点

电力行业是国民经济和社会发展的基础产业，也是国家重点扶持发展的产业。近年来国内电力供应紧张的局面有所缓解，但预计未来几年电力需求仍将保持较快速度的增长。

深圳市能源集团有限公司（以下简称“公司”）作为深圳市属大型能源类集团公司和深圳市地区电力负荷的重要来源主体，经营环境良好。

公司电力资产主要分布在珠江三角洲地区，控股装机容量规模较大，在建项目较多，未来经营实力将进一步增强。公司近几年保持了快速发展态势，整体经营情况良好。公司资产规模较大，资产质量良好，盈利能力较强，债务负担较轻，具有较强的偿债能力。

本期债券由中国建设银行股份有限公司授权其深圳市分行提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建设银行具有很强的担保能力。总体看，本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 公司是深圳市国有大型能源类集团公司，深圳市的龙头企业，承担着当地超过50%的用电负荷和生活垃圾焚烧处理量，社会经济地位突出，能够得到地方政府的大力支持。
2. 深圳市地区经济发展快速，电力需求增长稳定，为公司的经营发展提供了有力的保障。
3. 公司已投产的电力项目多为九十年代后建成，资产质量优良，单位发电技术指标居行业前列，具有较强的经营优势。
4. 公司货币资金充足，盈利能力较

强，负债水平低于行业平均标准，未来投融资发展空间较大，长短期债务保障能力强。

5. 目前公司正在运作A股整体上市，整体上市有助于公司内部资源的整合和管理结构的优化，有助于提高经营管理效率，提升公司在资本市场的地位。

关注

1. 目前，我国电力工业正向竞争性市场结构转变，南方电网区域内不同电源，不同发电企业之间的竞争日益加大，公司未来经营拓展会面临来自区内其他强势电力集团的更多挑战。
2. 近几年燃料价格持续上涨，火电企业发电成本上涨快速，利润空间受到较大影响。
3. 近两年公司电源结构有所改善，高耗能油电机组占比大幅下降，但电源结构仍显单一，未来改善空间大。

企业概况

深圳市能源集团有限公司前身为深圳市能源总公司，成立于1985年7月。1997年，根据深圳市国资委[1997]1号文的规定，公司改制为国有独资公司，同时更名为“深圳市能源集团有限公司”，2003年，华

能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”）对公司实施增资，同时，深圳市投资管理公司转让所持有的部分股权给华能国际，公司改制为有限责任公司，注册资本为95555.56万元人民币，深圳市国资委和华能国际分别持有公司股权75%和25%。

公司主要业务包括常规能源（包括电、热、煤、油和气和）和新能源的开发、生产、购销；各种能源工程项目的的设计、施工、管理和经营等。

公司是深圳市电能的主要供给者，承担深圳市地区年均50%的用电负荷和58%的生活垃圾焚烧处理量，综合实力居深圳市国有企业第一名。2006年底，公司总装机容量658.9万千瓦，居南方电网主要发电集团前茅。

公司下设董事会秘书处、计划发展部、审计部、生产运营部、纪检监察部、人力资源部等10个职能部门，下设4家分公司；截至2006年底，公司拥有控股子公司8家，参股子公司21家。集团聘用员工1818名。

截至2006年底，公司（合并）资产总额247.98亿元，股东权益合计101.84亿元，少数股东权益45.15亿元；2006年实现主营业务收入97.55亿元，利润总额21.66亿元。

公司注册地址：中国深圳市福田区深南中路2068号；法定代表人：高自民。

内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司 2007年度8亿元企业债券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
本期企业债券信用等级：AAA
评级时间：2007年7月24日
分析员：张晓斌 石灏

主要数据

项目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	1084435.44	1608219.35	2574481.71
所有者权益(万元)	415356.08	589235.81	850885.40
主营业务收入(万元)	66572.14	122757.94	173606.46
利润总额(万元)	15956.87	26352.01	9018.58
资产负债比率(%)	61.70	63.36	65.22
全部债务资本化比率(%)	61.43	63.13	65.22
净资产收益率(%)	3.84	4.26	0.69
流动比率(%)	49.40	728.92	137.48
EBITDA利息倍数(倍)	3.00	3.13	1.79
债务保护倍数	0.05	0.06	0.04

注：全部债务资本化比率为调整后数据。

评级观点

交通基础设施建设行业属国民经济重要基础行业之一，“十一五”期间，国家将继续加大基础设施建设投资，行业发展前景良好。内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司（以下简称“公司”）主营业务突出，规模优势及区域性垄断优势明显。公司具有多年的高速公路建设管理经验，核心竞争能力较强。公司资产结构较合理，近几年公司主营业务收入和营业利润快速增长，有稳定的现金流，未来盈利前景良好。公司债务负担重，整体偿债能力较弱。本期债券由中国农业银行（以下简称“农业银行”）提供担保，这对提升本期债券的信用状况具有实质性作用。总体看，本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1. 公路属国民经济基础设施行业，是国家近年投资的重点，行业发展前景良好。
2. 公司能得到内蒙古交通厅在产业政策、投融资等方面的有力支持，具有较大发展潜力。
3. 近几年，公司业务稳步增长。

关注

1. 公司资产负债率较高，债务负担重。
2. 未来几年，公司投资规模较大，资金需求量大。
3. 高速公路收费政策的变化可能对公司的经营业绩产生影响。

主体概况

内蒙古高等级公路建设发展有限责任公司系经内蒙古自治区人民政府内政字（2004）145号文《关于组建内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司的批复》批准组建的大型国有独资企业，2004年7月28日，公司在内蒙古自治区工商行政管理局取得编号为1500001000002的营业执照，注册资本35.027亿元。公司实际控制人为内蒙古自治区交通厅。

公司经营范围：对自治区内已经建成运营，正在建设期和将要建设的高速公路和相对应辅道的融资、建设、收费、还贷；保护路产，维护路权，开发服务，资本运营进行统一经营管理。

公司成立后，对内蒙古高速公路管理局下属的集宁、呼和浩特、包头三个高等级公路管理处进行整体接管，全部转为分公司，按企业机制运作；公司成建制接管巴彦淖尔、乌海征费稽查分局移交的人员和资产，新建巴彦淖尔、乌海2个分公司。截至2006年底，公司下设7个分公司，拥有员工4420人。

截至2006年底，公司资产总额2574481.71万元，负债总额1723596.31万元，所有者权益850885.40万元。2006年公司实现主

营业务收入173606.46万元，利润总额9018.57万元；经营活动产生的现金流量净额145745.95万元，现金及现金等价物净增加额96467.10万元。

公司注册地址：内蒙古呼和浩特市呼伦北路105号；公司法定代表人：包建设。

厦门港务控股集团有限公司 2007年第一期10亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年7月24日
分析员：张志军 任利刚

主要数据

项目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	716506.92	971654.38	1184360.94
所有者权益(万元)	338270.33	402928.78	407752.61
主营业务收入(万元)	74136.00	231603.59	200320.38
利润总额(万元)	10395.54	46830.82	54097.41
资产负债比率(%)	41.59	37.64	46.13
全部债务资本化比率(%)	27.71	24.88	35.01
净资产收益率(%)	1.49	5.18	5.11
流动比率(%)	124.45	124.19	165.16
EBITDA利息倍数(倍)	22.07	18.18	42.21
债务保护倍数(倍)	0.11	0.22	0.11
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.35	-0.48	-0.55
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	0.49	1.54	1.56
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.12	0.31	-0.48
现金类资产偿债倍数(倍)	0.60	1.03	0.98

评级观点

厦门港务控股集团有限公司（以下简称“公司”）是以厦门港为依托、以港口运营为主要产业的国有大型企业集团。公司已经形成了外轮代理、集装箱和散杂货装卸、港口后勤保障等港口服务体系，货物吞吐量和集装箱吞吐量位居厦门市首位。目前公司在完善港口基础设施的同时，注重完善配套服务体系，提高作业效率以吸引更多货源，增加港口吞吐能力。公司近年稳步发展，在优化资产结构、提高资产运营效率和提高管理水平方面，取得了较好业绩。公司目前资产质量较高，债务负担不重，盈利能力正常，现金流状况正常，公司整体信用风险较小。与公司主营业务收入和经营活动现金流规模相比，本期短期融资券发行规模偏大，公司现金类资产储备充足，直接、间接融资渠道畅通，对本期短期融资券到期偿还的保护能力较强，本期短期融资券到期不能偿付的风险小。

优势

1. 公司所处厦门市是海峡西岸经济区的中心城市，日益增长的两岸经济将为公司发展提供良好的外部环境。
2. 公司经营的港区自然条件优越，深水泊位众多。
3. 公司作为厦门市十大企业集团之一，综合实力强，在项目、土地、融资等方面能够获得较多的外部支持。
4. 公司硬件设施及港口配套服务体系较为健全，具有运价低的优势。
5. 公司现金类资产储备充足，直接、间接融资渠道畅通。

关注

1. 公司仍处于改革改制阶段，资产重组工作关系到公司未来发展战略。
2. 公司管理层级较多，治理结构有待完善。
3. 公司面对福州、高雄等周边港口竞争，货源的拓展是主业发展的主要瓶颈。

发债主体概况

厦门港务控股集团有限公司前身为厦门市交通国有资产投资有限公司（以下简称“交通国投”），成立于1997年11月4日，系依据厦门市人民政府“厦府〔1997〕综092号”《厦门市人民政府关于成立厦门市交通国有资产投资有限公司的批复》组建的国有独资公司。

根据厦门市人民政府相关文件，公司以2004年9月29日为基准日，接受了厦门港务集团有限公司无偿划转的部分资产及相应的负债，并接受了厦门市财政局无偿划转的对港务集团的100%股权，同时更名为厦门港务控股有限公司。

2006年公司更名为厦门港务控股集团有限公司。2005年，经厦门市财政局确认，公司实收资本增加至人民币31亿元。

公司主要从事投资建设和经营厦门、海沧、嵩屿、中银漳州、刘五店五个港区，以及与港口相关的仓储、物流业，所属企业涉及主要业务有散杂货和集装箱码头装卸、外轮代理、外轮理货、旅游客运、物流配送、仓储、中转、船舶助靠、路桥建材等。公司已经形成了外轮代理、集装箱和散杂货装卸、港口后勤保障等港口服务体系。公司下设企业策划部、财务部、办公室、投资发展部、人力资源部等7个职能部门，拥有20余家全资或控股的一级子公司。

截止2006年底，公司合并资产总额1184360.94万元，所有者权益407752.61万元。2006年实现主营业务收入200320.38万元，利润总额54097.41万元，经营活动产生的现金流量净额-76813.13万元。

公司法定住所：厦门市湖里区东渡路127号六楼；法定代表人：曾英国。

烟台港集团有限公司

2007年第一期6亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年7月3日
分析员：张成 宋兴华

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	328686.50	364247.84	686293.27
所有者权益(万元)	166686.18	155053.47	314955.91
主营业务收入(万元)	80785.34	98192.75	165321.26
利润总额(万元)	777.69	1346.98	4895.09
资产负债比率(%)	48.88	52.75	51.10
全部债务资本化比率(%)	28.87	34.74	38.89
净资产收益率(%)	0.37	1.00	1.42
流动比率(%)	81.75	52.22	48.48
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.39	1.67	2.59
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.35	0.35	0.41
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.96	-0.35	-2.50
现金类资产偿债倍数(倍)	0.60	0.39	0.76

评级观点

港口是综合运输的枢纽，在整个运输系统中起着举足轻重的作用。港口业属于大型基础设施行业，具有规模经济效益特征，行业集中度高。我国政府始终把港口建设作为国民经济发展的重点，近年来我国港口的吞吐能力和吞吐量持续上升。

烟台港集团有限公司（以下简称“公司”或“烟台港集团”）是一家综合性运输港口企业，在中国国际海运网发布的“2006中国港口综合竞争力指数排行榜”中，公司综合竞争力名列第11位，其客滚运输业务位于山东省四大主要港口之首。目前公司法人治理结构基本完善，整体经营状况良好。近年来，由于公司经营规模迅速扩张，主营业务收入快速增长，盈利能力弱，债务水平相对偏高。考虑到整个行业风险小，烟台市政府的支持，公司整体信用风险较小。

公司经营活动现金流状况较好，短期偿债能力较弱，本期短期融资券到期不能偿付的风险较小。

优势

1. 近年来公司规模迅速扩张，经营多元化，经营风险较低。
2. 公司主营业务收入快速增长。
3. 政府支持力度大，融资渠道畅通。

关注

1. 未来公司投资规模不断加大，对外部融资的依赖程度高。
2. 公司资产流动性较弱，短期支付压力大。

发债主体概况

烟台港集团有限公司前身为1950年成立的烟台港务分局，自1977年起由交通部直接领导。根据1987年1月13日国务院办公厅转发《关于港口管理体制改革的会议纪要》精神，自1987年1月起实行烟台市人民政府和交通部双重领导，以市为主的管理体制。2002年8月1日起下放由烟台市人民政府管理。2004年9月，根据烟台市人民政府关于将烟台港组建为烟台港集团有限公司同时撤销烟台港务局的决定，烟台港集团有限公司正式成立，烟台市人民政府国有资产监督管理委员会为公司国有资本出资人。

根据烟台市人民政府《关于烟台市港航体制管理和改革的意见》精神，为整合港口资源，烟台市人民政府国有资产监督管理委员会于2005年1月、4月和8月先后将烟台地方港、烟台渤海轮渡客运站和蓬莱港东港区划转给公司。2006年4月，根据烟台市人民政府国有资产监督管理委员会烟国资[2006]14号文，龙口港由烟台市管国有独资公司变为由公司管理的法人独资公司。

公司注册资本10亿元，主要经营范围包括：货物装卸、储存、加工、

理货、中转、代理、疏运、公路货物运输、水陆客货运输服务、航修、机械制修、工业生产及贸易、通讯服务、车辆检测、设施租赁、水电暖安装服务等业务。

截至2006年底，公司拥有分公司及分支机构11个、全资或控股企业13个、参股企业11个；共有员工10036名。

截止2006年底，公司（合并）资产总额686293.27万元，所有者权益314955.91万元；2006年公司实现主营业务收入165321.26万元，利润总额4895.09万元。

公司注册地址：烟台市芝罘区北马路155号；法定代表人：周波。



浙江省铁路投资集团有限公司

2007年12亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AA-
评级展望：稳定
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年5月22日
分析员：石雨欣 张志强 张志军

主要数据

项 目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	586312.63	651843.21	1128810.58
所有者权益(万元)	237975.51	186612.55	311955.23
主营业务收入(万元)	159899.33	157645.45	271529.20
利润总额(万元)	14419.86	22582.84	35299.12
资产负债比率(%)	55.43	67.61	61.68
全部债务资本化比率(%)	32.63	43.09	44.68
净资产收益率(%)	3.19	8.09	5.71
流动比率(%)	154.20	177.97	118.56
EBITDA利息倍数(倍)	5.23	10.49	5.70
债务保护倍数(倍)	0.13	0.16	0.11
经营现金流动负债比(%)	5.96	7.85	19.72
现金类资产偿债倍数(倍)	1.12	1.39	1.25

评级观点

近年来，随着我国经济的快速发展，铁路运输需求快速增长，铁路投资企业面临较好的发展前景。浙江省铁路投资集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省政府授权的大型国有资产经营公司，主要职责是作为浙江省铁路投资的责任主体，履行铁道部和浙江省铁路合作项目中浙江方产权代表的职能，以浙江省铁路建设和经营管理为主，同时形成了化工与新材料、房地产、装备制造等核心产业板块，行业突出地位，在一定程度上提高了公司盈利水平。

公司法人治理结构完善，管理水平较高，内部控制制度健全，整体经营状况较好。公司目前资产质量较好，盈利水平一般，现金流状况较好，债务负担基本正常。综合来看，公司整体信用风险较小。

公司目前整体资产流动性一般，但现金类资产额度较大；公司目前现金流情况正常，预计公司未来现金流状况进一步转好，但本期债券发行规模仍相对较大。综合来看，公司整体偿债能力较强，本期短期融资券到期不能偿还的风险较小。

优势

1. “十一五”期间，国家对铁路建设投入规模较大，铁路投资行业发展空间较大。
2. 公司作为浙江省政府授权的大型国有资产经营公司，在铁道部与浙江省合作项目中履行浙江省产权方代表的职能，政府支持力度大。
3. 作为公司收入和利润主要来源的化工与新材料产业处于行业突出地

位，公司拥有全球规模第一的DMF生产企业和国内规模第一的DMAC生产企业。

4. 公司以浙江省铁路建设和经营管理为主，同时形成了化工与新材料、房地产、装备制造等核心产业板块，在一定程度上提高了公司盈利水平。
5. 预计公司未来现金流状况较好。

关注

1. 公司未来投资规模加大，
2. 公司的房地产业务易受国家宏观调控等政策的影响，存在一定风险。
3. 本期债券发行规模相对较大。

企业概况

浙江省铁路投资集团有限公司前身是浙江省发展投资集团有限公司，成立于2001年10月，注册资本金11亿元。为加快浙江省铁路建设，理顺铁路投资、建设和运作管理体制，2006年6月26日，根据浙江省人民政府浙政发[2006]37号文，在省发展集团整体改制的基础上组建公司，并于2006年9月正式挂牌，注册资本20亿元。浙江省国有资产监督管理委员会代表省政府行使出资人的职能。

公司经营范围：铁路、城际及其

他轨道交通工程项目的投资、建设、运作管理，铁路、城际及其他轨道交通的客货运项目、仓储项目以及铁路沿线配套项目投资经营的管理，高新技术产业、先进装备业、新型材料产业、精细化工产业、房地产业、国内外贸易业、现代服务业的投资管理，资产管理。

公司内设办公室、项目管理部、投资发展部、资产经营部、财务审计部、人力资源部和党群工作部等7个职能部门，并拥有全资子公司8家、控股子公司9家和参股子公司17家。

截止2006年底，公司合并资产总额1128810.58万元，负债总额696217.68万元，所有者权益311955.23万元；2006年实现主营业务收入271529.20万元，利润总额35299.12万元；经营活动产生的现金流量净额74121.64万元，现金及现金等价物净增加额12507.20万元。

截至2006年底，公司本部资产总额461838.26万元；负债总额149883.03万元；所有者权益合计311955.23万元。2006年公司本部实现投资收益19739.26万元，利润总额19782.07万元。

公司注册地址：浙江省杭州市求是路8号公元大厦北楼25楼；法定代表人：余健尔。

中国南方工业集团公司 2007年第一期30亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：AAA
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年7月27日
分析员：张晓斌 朱海峰

主要数据

项目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	7792612.40	8428360.57	10411054.12
所有者权益(万元)	1124305.78	1304610.64	1824648.64
主营业务收入净额(万元)	6379948.85	7522203.38	10110601.14
利润总额(万元)	36263.87	103103.50	279790.26
资产负债率(%)	74.67	71.10	66.67
全部债务资本化比率(%)	54.19	50.66	43.26
净资产收益率(%)	-7.95	3.16	4.36
流动比率(%)	93.34	95.47	103.91
经营现金流负债比率(%)	6.31	6.00	11.06
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.08	1.06	2.17
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.04	0.41	-1.73
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	25.81	29.51	37.38
现金类资产偿债倍数(倍)	6.04	6.68	7.31

评级观点

经联合资信评估有限公司评定，中国南方工业集团公司（以下简称“公司”）拟发行的2007年第一期30亿元短期融资券的信用级别为A-1。基于对公司主体长期信用级别以及本期短期融资券偿还能力的综合评估，我们认为，公司本期短期融资券到期不能偿还的风险很小，安全性很高。

优势

1. 公司经营规模大，主导产业汽车、摩托车及光电等产品国内市场占有率较高，市场竞争力较强。
2. 公司近几年业务发展良好，主营业务收入逐年增长，经营活动获取现金能力较强，货币资金充足。

关注

1. 汽车、摩托车行业属于完全竞争行业，近年来市场竞争激烈，加之原材料价格逐年上涨，行业的利润水平逐年下降。
2. 未来几年，公司投资规模较大。

发行人概况

中国南方工业集团公司是经国务院批准，在原中国兵器工业总公司所属部分企事业单位基础上组建的特大型国有企业，是国家授权投资的机构和资产经营主体。公司于1999年6月29日成立，取得《企业法人营业执照》，注册号为1000001003193号，注册资本1264521万元。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理

委员会。

公司经营范围：国有资产投资、经营管理；光学产品、电学与光电子产品、夜视器材、机械、车辆、仪器仪表、消防器材、环保设备、工程与建筑机械、信息与通讯设备、化工材料、金属与非金属材料及其制品、建筑材料的开发、设计、制造、销售；货物的仓储；工程勘察设计、施工、承包、监理；设备安装；国内展览；种植业、养殖业经营；农副产品深加工；与上述业务相关的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务；进出口贸易。

截至2006年底，公司合并资产总额10411054.12万元，所有者权益1824648.64万元；2006年实现主营业务收入净额10110601.14万元，利润总额279790.26万元；经营活动产生的现金流量净额651785.15万元，现金及现金等价物净增加额-62740.04万元；拥有员工12.1万人。

公司注册地址：北京市西城区三里河路46号；法定代表人：徐斌。



宁波杉杉股份有限公司

2007年度5.5亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：企业主体长期信用等级：A+
本期短期融资券信用等级：A-1
评级时间：2007年5月23日
分析员：林静 徐葆华

主要数据

项目	2004年	2005年	2006年
资产总额(万元)	267546.65	302091.40	331806.40
股东权益(万元)	140902.82	143953.83	148835.50
主营业务收入(万元)	100073.94	124137.16	154382.33
利润总额(万元)	11546.20	11932.73	12388.67
资产负债比率(%)	39.84	45.50	45.66
全部债务资本化比率(%)	31.50	34.33	37.89
净资产收益率(%)	6.40	5.22	6.10
流动比率(%)	124.22	102.16	114.79
债务保护倍数(倍)	0.21	0.18	0.16
EBITDA利息倍数(倍)	12.20	6.96	8.45
经营现金流动负债比率(%)	16.13	10.33	11.19
现金类资产偿债倍数(倍)	0.93	1.17	1.20

评级观点

宁波杉杉股份有限公司（以下简称“公司”或“杉杉股份”）以服装业为传统业务，近几年开始涉足高科技新材料产业。

纺织服装行业是我国传统支柱产业之一，在国民经济中处于重要地位，全球纺织品贸易配额取消为我国纺织服装业发展带来新的机会。新能源是未来世界经济发展中最具有决定性影响的行业之一。作为常规能源的升级与替代，在国家相关政策的推动下，新能源行业面临巨大的发展空间，行业发展前景良好。公司在所处的行业内具有一定的竞争优势。

公司法人治理结构完善，管理水平较高，具备品牌优势。近几年公司发展速度较快，经营状况较好，债务负担较轻，盈利能力一般。

公司现金类资产规模适中，流动资产质量较好，现金流状况基本正常。预计公司未来三年的经营活动现金流状况较好，对本期短期融资券偿还的保障能力较强。

优势

1. 公司具有品牌优势，“杉杉”品牌在国内外市场有较高知名度和市场占有率。
2. 公司实施“多品牌国际化”战略，目前已转型为国际服装品牌企业的经营模式，发展空间大。
3. 公司近年逐步向新能源行业渗透，在国家能源政策支持下，公司发展潜力大。

关注

1. 人民币升值、贸易摩擦对公司纺织服装出口产生一定影响。
2. 新能源行业技术含量高，国际竞争对手强大，公司面临较大的技术压力。
3. 锂电正极材料行业竞争激烈，公司盈利水平可能受到影响。
4. 公司利用IC废片加工成太阳能电池硅片的垄断技术优势有可能被打破，公司未来利润空间可能受到挤压。
5. 公司对廊坊科技谷的投资项目存在不确定因素。

企业概况

公司前身是宁波甬港服装总厂，1992年经宁波市经济体制改革办公室批准（甬体改[1992]27号），组建宁波杉杉股份有限公司。经中国证监会[1995]208号文批准，公司于1996年1月在上海证券交易所向社会公开发行A股1300万股并上市交易（股票简称：杉杉股份，股票代码：600884）。公司于2006年4月25日实施了股权分置改革方案，截至2006年底，公司总股本为41085.82万股。公司控股股东为杉杉集团，截至2006年4月底，杉杉集团持有公司股份13182.01万股，占比32.08%。

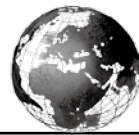
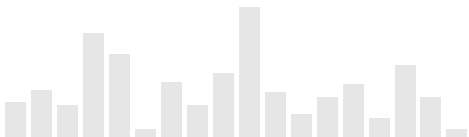
郑永刚先生直接持有公司股份225954股，占比0.054%，并通过宁波甬港服装投资有限公司和杉杉投资控股有限公司间接控制公司，是公司的实际控制人。

公司经营范围：服装、针织品、皮革制品的制造、加工、批发、零售；汽车货运，服装洗染；商标有偿许可使用；自营和代理货物和技术的进出口，锂离子电池材料和太阳能电池材料的生产和销售。

公司下设服装事业部、投资管理部、科技新材料事业部、市场部、财务部、供应部、证券部、人力资源部、综合管理部、设计中心、审计监察室等部门；及宁波杉杉服装有限公司、宁波杉杉衬衫有限公司、湖南杉杉新材料有限公司、东莞杉杉电池材料有限公司、宁波杉杉尤利卡太阳能科技发展有限公司等20家子公司（合并报表范围内），涉及到服装、锂电材料、太阳能电池材料等多个行业。

截至2006年底，公司合并资产总额331806.40万元，所有者权益148835.50万元。2006年公司实现主营业务收入154382.33万元，利润总额12388.67万元；在职员工4028人。

公司地址：宁波市百丈路158号；法定代表人：郑永刚。



研究报告

CDO现金流分析及压力测试调整因素

联合资信评估有限公司 结构融资部编译

现金流分析除了作为现金流型CDO评级过程中完整的一部分，也应用在合成型CDO的数量分析中，这类CDO可以产生超额利差以减少次级的水平。

不同的CDO交易，交易结构和资产池的质量有所不同，应根据每个交易的实际情况调整假设条件。

对CDO的数量分析过程包括两部分：资产池违约分析和现金流分析。

资产池违约分析

目前，使用Monte Carlo模拟方法估计资产池的信用质量，以确定每个特定资产池在每个信用等级上的预期违约率，这个违约率称为情景违约率（RDR）。

现金流分析

CDO数量分析的第二部分是现金流分析，它评估每个信用等级按期偿付全部利息和本金的可能性，对于有分档的交易结构，每一档都要进行现金流分析，来评价信用增级的水平是否能够支持该档的信用等级。现金流模型也用来确定流动性和其他准备金的金额。

进行现金流分析时，需要根据交易结构设计，把交易结构的因素考虑进去，包括：

- 本金和利息偿付的优先顺序
- 超额抵押和利息的覆盖测试
- 再投资收益
- 提前偿付或回购事件
- 超额利差的累积
- 准备金水平

评价CDO的各档时，资产本身产生的收益对到期支付的覆盖情况要经受一系列的压力情景。这些压力情景的苛刻程度取决于要求的信用等级和特定交易结构（比如资产池的质量、

支付顺序），每个压力情景产生一个临界违约率（BDRs），分析的结果是一系列的临界违约率。

如果资产池在特定的压力情景下，仍能产生足够的现金流按约定支付各档的本金和利息，这时的违约率就是临界违约率。将最小的临界违约率和资产池的情景违约率比较。

获得预期的信用等级

如果资产池在某一信用等级上能够承受的BDR水平不低于RDR，那么就能获得预期的信用等级。通常，BDR高于RDR的部分被认为是“保护垫”，它反映了资产池抵抗超过RDR的违约风险的能力。

构建现金流模型

对CDO进行现金流分析的核心是压力因素的选择。这其中的很多因素很难建模，因为都是基于历史的变量，比如违约时间和模式，回收多少和回收时间，利率波动等。

为了解决这一问题，需要为每一变量建立基本违约路径。要尤其关注资产池本身包含的因素和他们所处的司法环境，如果需要，应调整现金流的压力测试条件以适应特定资产和特殊的法律环境。

符合法律法规的精确的现金流模型是进行分析的关键，资产池本身特征的恰当描述也很必要。

第一部分：信用等级的含义

违约模式、时间分布、利率变化和多种多样其他的压力组合应用到现金流模型中会出现多种场景，每种场景都会产生临界违约率，要获得预期的信用等级，就要把某一档的临界违约率中的最小值与RDR进行比较。

对于AAA到A的各档，一般评估

在法定到期日之前按时付息最终还本的可能性，在这些信用等级上的现金流模型应该显示在到期日利息和本金能够偿付，利息没有延迟。

对有某一级别，如果利息不能在规定的时间内支付，仍然可能获得预期的级别，但是这一层的法定名称必须注明“延期利息”，以避免误导投资者。

第二部分：违约时间分布

有四种标准的违约时间分布模式，是根据每笔交易的加权平均年限移动的，和几种其他的违约模式用来测试现金流的变化。如果需要，应该修改或者增加其他的模式以适合每笔交易的特殊环境。

四种标准的违约时间分布模式见下表：

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
模式1	15	30	30	15	30
模式2	40	20	20	10	10
模式3	20	20	20	20	20
模式4	25	25	25	25	-

违约前置模式（比如40/20/20/10/10），测试交易对超额利差的依赖程度，在前期违约会导致资产池产生更少的利息，使提供信用支持的超额利差减少。20/20/20/20/20模式更多的关注交易的后期，分期摊还和累计违约同时出现时，这种模式可能使交易对后期的违约更加敏感。

根据信用等级调整违约时间

压力因素必须反映信用等级间的差异，根据不同的信用等级使用不同的违约时间压力。虽然四种违约时间分布模式都是从第一年开始的，但是对于高的信用等级，可以延迟开始时间，以捕获后期违约的影响。

平滑模式

违约更有可能发生在给定的某一年的任何时刻，而不是一个特定的时间（比如年末），如果有80%的资产付息频率不低于季度，应允许年违约率发生的频率至少是按季，这种方式把年违约率平均的分布在4个季度，违约发生在每一季度的最后一天。如果交易中有5%到10%的资产付息频率低于季度，大部分按季付息的交易将使用年违约的平滑模式，交易安排者也可以选择降低违约发生频率，不管什么情况，资产的到期日在什么时间，都要承受违约。

然而第一年的违约总额应该发生在该年的最后一天，这反映了这样的观点，在大部分情况下，新的资产池发生违约前都会有段时间。一个例外是组合中有特别多的低信用等级资产，这时，我们可能会让违约开始的时间在第一年中较早的时间。

很明显，违约会影响利息收入。在债券偿付期间，假定资产发生违约时，只有资产的付息频率高于债券的付息频率时，才能对利息起到信用增级的作用。例如，债券是按半年偿付的，资产是按季付息的，在模型中设定在违约期间，该笔资产只在第一季度有利息收入。与之相比，对于一笔半年付息的资产，在违约期间不能为利息提供信用增级。

假定资产从违约到回收有一段时间，在这段时间，违约资产不能产生任何利息收入，在这之后，在偿付期的最后一天收回。

违约模式和时间的调整

由违约模式和时间形成的压力场景是压力测试的核心。但是有些因素，比如资产特殊的特征，交易机制等会引入其他的风险，有时有必要改变或附加压力。

法定到期日比较短的交易

大部分现金流CDO交易的法定到期日是10年或更长，然而，市场上的一小部分CDO交易是合成和现金流结构的复合，这种通常到期日比较短，一般是5年，使用标准违约模式

和时间分布是不恰当的，通常使用下面的模式：

	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
模式1	10	10	10	50	20
模式2	33	33	34	-	-

利息错配产生的违约偏差

大部分CDO交易都是基于一般池的特征，把违约率按比例应用到整个资产，然而，当固定和浮动利率的资产混合时，会有违约偏差。

在一个高利率的环境下，支付浮动利率的债务人可能承受更多的压力，有更多的浮动利率的债务人违约。相反，在低利率的环境下，支付固定利率的债务人更可能违约。

为了测试这种现象，一般现金流这样：在低利率环境下，违约偏向固定利率，或者在高利率环境下，违约偏向浮动利率。这个分析的目的是测试即使违约在资产池中漂移，当前档的证券能否支付。

第三部分：回收

损失的严重程度和回收的时间是CDO分析的另外一个部分。

回收率

二级市场的广度和深度会影响回收，因此回收率必须由资产类型和法人的注册地址确定。

在每种资产类型内，还有其他的因素影响回收。就公司债而言，回收不是依靠债务人的信用等级或票据，而是债务的类型、优先等级、注册地、担保等。回收的最终实现还要看管理人的行为。对于每种资产，考虑管理人的能力设定一个回收率的范围。

回收时间

回收时间受到资产类型、债务形态、管理人的行为、市场的流动性、法律环境、强制出售或清算条款。

在对回收建模时，模型应该反映在期末实现的回收。回收收入不能用

来再投资，因此没有利息收入。

第四部分 利率压力

CDO交易通常在资产和证券之间有固定利率和浮动利率的错配，要化解这一风险，通常设置利率掉期，在几种不同的利率变动路径下，测试交易。

压力

一般的，利率的压力情景有下表中的几种情况，“互换情景”和“期权情景”是用来测试交易在不依靠掉期获得信用支持的情况下，交易的情况。

利率变动路径

- 上升
- 下降
- 上下
- 当前利率的远期曲线
- 互换
- 期权

每个交易的利率曲线都需要经过调整以和交易的长度相匹配，可能会信用等级的变化而变化。

利率敏感性分析

这些利率路径有时会根据不同的交易进行调整，而且现金流模型也需要调整来反映和利率相关的风险。

固定/浮动利率的资产混合

通常有再投资的交易允许一定范围的固定和浮动利率的资产混合，当混合集中在某一种时（要么至少95%固定的或95%浮动的），管理人可以决定模型用2种方式中的1种。

贷款基差风险

浮动利率的证券和组合中浮动利率的资产常常使用固定的定价指数，通常是一年期存贷款基准利率。然而，由于调整频率不同，这些指数会产生错配，当指数的变化在某个时点上不同步时，资产覆盖债券的到期利息就比较紧张。

第五部分 资产池相关压力测试

提前还款敏感性测试

大多数结构融资产品的基础资产由对公贷款或其他形式的债权构成，对提前还款并没有做出限定。对于结构融资产品来说，提前还款可以影响证券预期还款时间以及在接下来每个时点上现金流入对应支付款项的覆盖程度。另外，提前还款可以影响证券的累计超额利差。由于超额利差是结构性融资产品的信用增级手段，因此，在现金流模型必须进行压力测试。

为了能够模拟提前还款对现金流的影响，需要重点关注基础资产中对利息变动敏感的资产类型（如：RMBS等）。当这类资产占到资产池一定比例时（如5%），需要进行提前还款压力测试，主要压力因子为：

1. 市场基准提前还款率
2. 市场提前还款率的150%（加速）
3. 市场提前还款率的50%（减速）

对新发行的CDO产品来说，市场提前还款率即为证券的提前还款率。对于不定期发行的产品而言，其提前还款率是过去6个月市场平均提前还款率。

在使用加速或减速提前还款的问题上，需要考虑基础资产与利息的关系。如基础资产使用固定利息时，利息下降会导致加速提前还款，利息上升会导致减速提前还款。

基础资产利息收入

基础资产的利息收入并不是一成不变的。假设当前市场环境使资产管理人不愿意购买高于资产池加权平均利息收入的资产，因此，现金流分析是基于基础资产合格条件所规定的最低利息收入水平。然而，如果基础资产池已经全部组建完毕并且可以自由买卖时，证券所有的信用风险全部由基础资产产生的利息收入承担。那么假设资产池当前加权平均利息收入将在未来两年内直线减少到最低利息收入水平，下降的速度取决于证券的付息时间间隔。

合格投资的利息收入

所有的本金收入、利息收入以及违约贷款的回收收入在支付证券投资者或被用于购买新的资产前全部进行合格投资。在现金流模型中，假设在被用于购买新的资产前，所有的本金和利息收入只有在回收期一半的时间内进行合格投资。此外，违约贷款的回收收入在回收期内没有产生任何合格投资利息收入。还假设所有资产产生的利息收入是当前利率水平减去100个基点。

证券支付时间错配

在计划存续期内，当基础资产付息频率低于证券付息频率时，有可能导致证券支付时间的错配。在产品结构设计上，储备金账户以及引入掉期是经常被使用的可以降低证券支付时间错配的手段。在现金流建模过程中，为了能过准确的测试现金流，证券发生支付错配的时间需要被准确地模拟。

基础资产分期摊还

CDO资产池中经常包含分期摊还本金的基础资产。当基础资产池还没有完全确定、包含可替换基础资产或者基础资产池交易频繁时，对分期摊还风险进行模拟非常困难。

第六部分：其他结构性分析

违约资产的强制出售

尽管不要求资产管理人对违约资产进行限时强制出售，并且也不鼓励这样做，但是某些CDO证券交易结构中仍然包含这样结构设计。当结构上要求的强制出售的时间短于假设资产处置时间时，资产管理人最大化回收违约贷款的能力受到限制，因此，对于该类情况应对资产回收率打折。

静态资产池

静态资产池的CDO产品禁止资产管理人在信托财产交付日后买入新的资产同时也禁止其卖掉已经进入资产池的基础资产。基础资产产生的现金流全部用于偿还CDO证券持有人的本金以及利息收益。

由于没有基础资产的再投资，因此在现金流模型中可以使用更短的违约时间分布进行压力测试。

由于静态资产池CDO在期初时资产池就已经确定，因此能够更好的分析基础资产在存续期内的本金偿还情况。模拟动态资产池CDO现金流时，将违约比率按照一定的比例分配到存续期内的某一短时间内。但是，模拟动态资产池现金流的方法并不考虑基础资产池的某些特性为CDO带来的风险。例如，在分析动态资产池CDO时，并不考虑低信用等级且支付较高利息基础资产违约对证券的影响。但是这类资产的违约，一定程度上会导致剩余资产产生的利息收入不足以支付证券利息，在静态资产池CDO现金流分析时，也要考虑这类资产池特性为CDO带来的风险。

高级资产管理人费用

向资产管理人支付的费用应至少为市场上平均水平，以保证在需要替换资产管理人时，备选的资产管理人有足够的动力接管资产池。因此输入现金流模型变量时，应采用更高的费用水平，以保证计划能够产生足够现金流支付该项费用。

资产管理人相关费用主要取决于资产管理人所对应的责任、管理资产的额度，对于静态资产池CDO来说，由于资产管理人的职责有限，因此向其支付的费用也相对较少。

2007年第三季度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 石雨欣 刘小平

摘要

2007年第三季度共有76家企业发行78期短期融资券（短融），第三季度发行规模累计1056.4亿元。随着金融机构基准贷款利率的连续三次上调，第三季度短融发行利率持续上升，短融平均发行利率从7月份的平均4.13%上升到9月份的平均4.71%。与Shibor利率相比，2007年第三季度短融的平均发行利差为79BP，平均首日交易利差73BP。影响短融发行利率和首日交易利率的最直接因素是发行主体的信用等级，信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大。同时短融发行规模、发行期限也是影响短融发行利差及首日交易利差的重要因素。作为影响短融主体长期信用等级的重要因素，发债主体的企业性质和资产规模对短融的利差也有一定程度的影响。目前，短融市场中的评级机构主要包括中诚信、联合、大公和新世纪，按期数和家数统计，中诚信、联合和大公三家的评级数量约占市场总体的90%以上。总体看，短融市场已经基本形成规模，短融的利差随发行主体信用等级的不同呈现明显的差异性。

短期融资券发行市场概况

1.1 短融发行市场概况

从2005年5月至2007年9月底，短融已累计发行525期，发行规模累计6927.7亿元，平均每笔筹资13.2亿元，截至2007年9月底，市场存量3021.4亿元。

2007年前三季度共有171家企业发行短融205期，发行规模合计2591.2亿元，平均每月发行287.91亿元，平均每笔筹资额12.64亿元。2007年前三季度，中国人民银行（以下简称“央行”）于3月18日、5月19日、7月21日、8月22日和9月

15日连续5次分别上调金融机构人民币贷款基准利率27BP、18BP、27BP、18BP和27BP，1年期金融机构人民币贷款基准利率从年初的6.12%分别上调至目前的7.29%，上升了117BP。在人民币贷款利率不断上升的趋势下，Shibor利率也从年初的3.0022%上升至9月30日的4.0554%，上升了105.32BP。2007年前三季度，短融及Shibor走势情况如图1所示。

从图1可以看出，2007年第三季度短融利率波动幅度较第一和第二季度大。2007年第三季度，共有76家企业发行短融78期，发行金额1056.4亿元，平均每期发行规模13.54亿元。与2007年上半年相比，发行规模明显上升，平均每期发行规模也有所增加。

按照发行期限统计，发行期限为1年期的68期，占87.18%；发行期限在1年以下的10期，占12.82%。与2007年上半年相比，发行期限为1年期的短融占比有所降低。

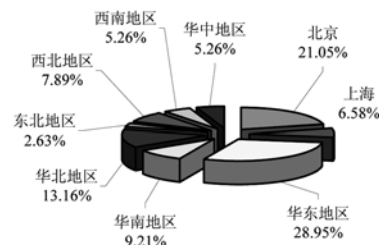
按照发行方式统计，采用贴现方式发行的26期，占33.33%；采用单利（固定利率）发行的52期，占66.67%。与2007年上半年相比，采用单利（固定利率）发行的短融占比快速上升。

按照发行主体的企业性质统计，在2007年第三季度发行的76家企业中，国有独资及控股公司46家，占60.53%；股份公司27家（其中

有控股上市公司22家、国有控股非上市公司2家、民营控股上市公司2家），占35.53%；集体企业及外商独资企业3家，占3.94%。从发行主体所占比率来看，国有独资及控股企业仍占绝大多数，与2007年上半年相比，国有独资及控股公司占比上升，股份公司、集体企业及外商独资企业占比均有所下降。

从发行主体所处的地域分布来看，2007年第三季度发行短融的76家企业主要以北京、上海以及山东、江苏、浙江等华东地区（不含上海）和天津、河北和山西等华北地区为主（见图2所示），合计占65.79%，西北地区、西南地区以及东北等地区发行短融的企业较少。

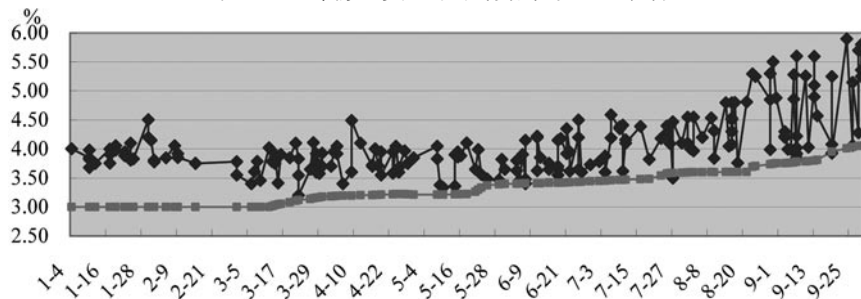
图2 发行主体地域分布



1.2 短融发行按月份统计分析

2007年前三季度，按照月份统计的发行规模以及平均发行利率见图3，2007年发行规模较大的月份依次是9月份、3月份和6月份，发行规模均在350亿元以上，而1月份、2月份的发行规模相对较小，主要由于年初市场流动资金相对较少以及春节

图1 2007年前三季度短融发行利率与Shibor走势



的影响。2006年前三季度发行规模较大的是4月份和5月份和7月份，发行规模在300亿元左右，2月份发行的规模相对最小。

但从各月平均发行利率的走势来看，2006年前三季度各月平均利率呈逐步上升趋势（除9月份下降外），2007年上半年各月平均发行利率在波动中有所下降，从2007年7月开始，短融平均发行利率直线上升，7月份、8月份和9月份平均发行利率分别为4.13%、4.51%和4.71%，上升速度较快。

1.3 短融发行利率与主体信用等级关系

2007年第三季度发行的78期短融的主体级别分布在A-级到AAA级之间，其发行利率也随主体长期信用等级的差异而不同。按照不同信用等级以及相同信用等级下发行利率的高低顺序排列的短融发行利率及信用等级之间的关系如图4所示。

从图4可以看出，随着信用等级的逐步降低，短融发行利率呈逐步上升的趋势。从各个不同信用等级短融的平均发行利率来看，最高级AAA级平均发行利率为3.89%、AA+级为4.01%、AA级为4.22%、AA-级为4.76%、A+级为4.82%（不包括“07赣晨鸣CP01”，因其有担保）、A级为5.40%（不包括“07吉森工CP01”，因其有担保）、A-级为4.59%，AAA级、AA+级和AA级发行平均发行利率比较接近，相邻等级之间相差10多BP，而AA-级较AA级平均发行利率高出54BP，而A+级和AA-级平均发行利率比较接近，两个级别只相差平均只相差6BP，而A级平均利率较A+级高出58BP，A-级仅有一期（“07华新CP01”），于7月初发行，因此，发行利率相对较低。同时也可以看到，由于各评级机构信用标准尺度掌握不同以及市场变化等原因，也出现不同信用等级下的企业的短融发行利率相同的情况或相同信用等级下短融发行利率相差较大的情况。但总体看，随着信用等级的降低，短融的发行利率呈逐步升高的

表1 发行主体地域分布统计

发行主体所处地域	家数
北京	16
上海	5
山东、江苏、浙江、安徽、江西等华东地区	22
广东、福建、海南等华南地区	7
天津、河北、山西等华北地区	10
黑龙江、吉林、辽宁等东北地区	2
陕西、青海、新疆等西北地区	6
四川、贵州、云南、重庆、广西等西南地区	4
河南、湖北、湖南等华中地区	4
合计	76

图3 2007年前三季度各月与2006年同期发行规模和月均发行利率比较情况

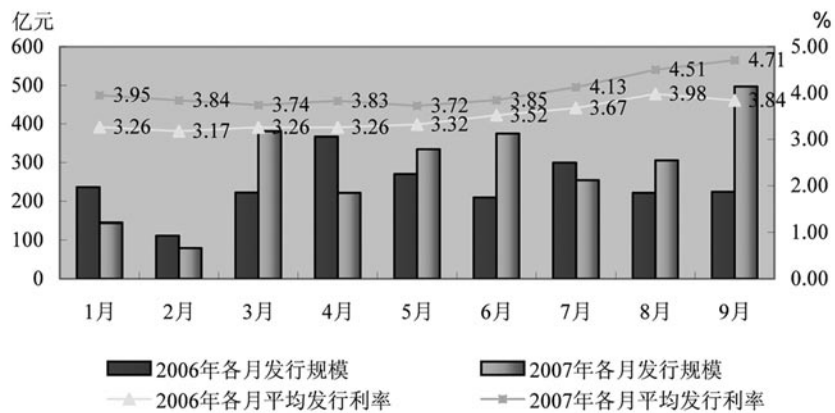
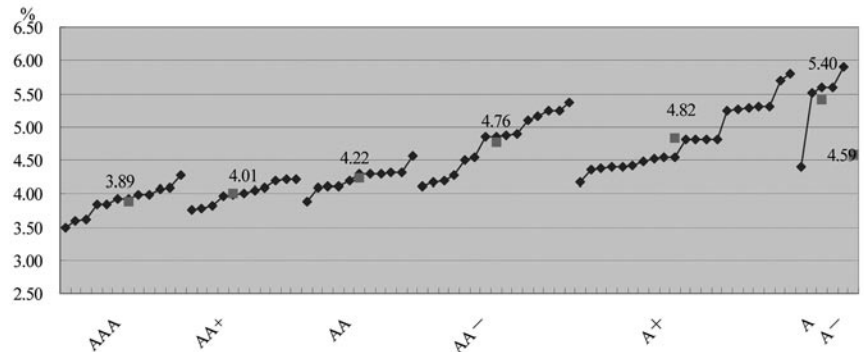


图4 短融发行利率与信用等级关系



趋势。

短融各主承销商及评级机构市场情况

2.1 主承销商市场情况

2007年第三季度发行的短融中参与主承销以及副主承销的银行共15家，按发行期数（两家联合承销的短融，各算0.5期）统计，建设银行以主承销10期处于领先，光大银行、中国银行和工商银行分别主承销9期、

8期和8期，招商银行、交通银行、民生银行、浦发银行以及农业银行主承销期数在4~6期之间，中信银行、国开行、北京银行和恒丰银行主承销期数在1~3期之间。

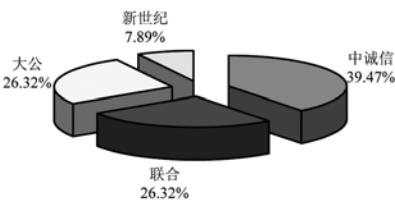
按承销规模统计，建设银行以主承销222亿元位居第一位，工商银行和光大银行分别主承销159亿元和146.35亿元，主承销规模较大；国开行和恒丰银行分别主承销10亿元和4.7亿元，规模相对较小。

从主承销市场整体情况看，建设银行不论从主承销的期数还是规模来看，均居第一位，工商银行和光大银行主承销期数和规模相对较高，北京银行、国开行和恒丰银行以及上海银行等主承销的期数和规模均相对较小。

2.2 评级机构市场情况

在2007年第三季度发行的短融评级市场中，参与短融评级的国内主要评级机构包括中诚信国际信用评级有限责任公司（中诚信）、联合资信评估有限公司（联合）、大公国际资信评估有限公司（大公）、新世纪资信评估投资服务有限公司（新世纪），从2007年已发行的评级期数看，中诚信评级家数和期数均为30（家）期，居于市场第一位，大公和联合评级家数均为20家，评级期数均为21期，新世纪评级家数和期数均为6（家）期。中诚信、联合和大公三家评级机构评级家数合计70家，占92.11%，三家评级机构评级期数合计72期，占92.31%。

图6 2007年第三季度各评级机构市场情况



综合来看，从评级期数以及评级家数来看，中诚信、大公和联合三家市场占有率合计超过90%，新世纪的市场地位较弱。

2007年第三季度短融利差分析

3.1 短融利差分析的基准

长期以来，我国货币市场投资者一直以7天回购加权平均利率和1年期央票利率作为影响我国货币市场的利率指标。2007年央行正式推出Shibor利率体系，自开始运行以来，Shibor就是央行重点培养的货币市场基本利率体系，Shibor逐步开始在金融债、企业债等的发行中参与定价，

图5 2007年第三季度各主承销商承揽情况

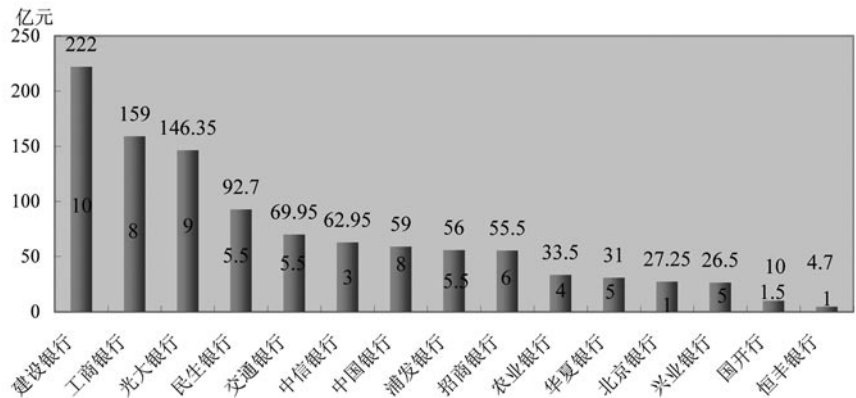


表2 2007年第三季度各评级机构的短融评级规模

评级机构	评级期数 (期)	评级家数 (家)	评级规模 (亿元)
中诚信	30	30	543.6
联合	20	21	219.3
大公	20	21	239.5
新世纪	6	6	54
合计	76	78	1056.4

并在票据业务、利率掉期等衍生品报价中开始应用。Shibor推出之后，进一步地推动了利率的市场化，培育了中国货币市场的基准利率体系，提高了金融机构自主定价能力，完善了货币政策传导机制。

2007年5月28日，中国长江电力股份有限公司第二期短期融资券为首期采取Shibor加点的方式确定发行价格的短融，使Shibor逐步应用到短融市场定价中。截至9月底，共有60期短融发行定价采用Shibor为基准，第三季度发行的78期短融中，采用Shibor为基准定价的共有50期，其中18期采用发行日前10日Shibor平均值作为基准，占大多数，其余的有采用发行前5日Shibor平均值为基准的，也有采用发行前2日、1日Shibor平均值或当日Shibor值为基准，选择的基准大都不一致。因此，第三季度发行的短融虽然大部分采用Shibor为基准，但是对于基准时间的选择各有差异。

在以往短融的利差定义中均采用货币市场普遍采用的央票利率为基准，但是央票利率作为政府公开市场操作的一个重要货币政策工具，一定程度上存在一定的政策性因素，而且

央票利率数据不连续，不同期限的数据也存在缺失，因此，央票利率的走势并不能完全反映货币市场基本的利率走势。

鉴于目前发行的短融大部分以Shibor利率为参考基准，而且作为央行重点培育的货币市场利率体系，Shibor利率与央票利率相比，已经走出了市场化的一步，而且能保证数据的完整性，因此，本次利差分析选择以1年期Shibor利率为基准，将短融的发行利率与其发行日的Shibor利率的差额定义为发行利差（利差I），将其第一个交易日的平均收益率和当日的Shibor利率的差额定义为首日交易利差（利差II）。选取第一个交易日主要是考虑到新券种上市后的第一个交易日往往流动性较好，能够较好地反映其真实的市场价格。

3.2 2007年第三季度短融利差概况

2007年第三季度短融的发行利率均值、首日交易利率均值与Shibor利率均值的利差情况如表3所示。

2007年第三季度短融的平均发行利率为4.48%，较2007年上半年的

平均利率3.82%上升了66BP，短融发行利率大幅度上升的主要原因是，在2007年第三季度央行连续3次加息，第三季度金融机构1年期基准贷款利率从6.57%增加到7.29%，上升了72BP。与一年期贷款基准利率相比，第三季度短融平均发行利率上升的幅度低于1年期贷款的上升幅度。从第三季度的情况看，短融平均发行利率仍较1年期贷款基准利率平均低200多BP，因此，目前短融的低成本优势仍然较为明显。

从短融的利差情况看，2007年第三季度利差I均值为79BP，利差最高的是“07津药CP01”（主体级别A级），其利差I为189BP，发行利差最低的是“07中粮CP01”（主体级别AAA级），其利差I为-8.8BP，也就是其发行利率已经低于银行间市场拆借利率，利差I最高者与最低者之间已经相差近200BP，可见，目前不同类型的企业发行利差的之间的差距越来越大，企业本身信用水平的高低，已经对企业短融的融资成本产生了重要影响；2007年第三季度利差II均值为73BP，利差II最高的是“07津药CP01”，为187BP，利差II最低的是“07国电集CP01”，为-1.35BP，利差II最高者与最低者之间已经相差188.35BP。整体看，利差II比利差I均值平均低6BP，短融首日交易市场与发行市场之间的收益空间逐步缩小，一级市场投资者的收益空间有限。

3.3 发行主体长期信用等级利差分析

由于目前发行的短融债项信用等级均为A-1级，发债主体长期信用等级涵盖AAA级到A-级7个信用等级。2007年第三季度发行的78期短融发行主体均具有主体长期信用等级，其中AAA级12期，平均发行利率3.89%；AA+级11期，平均发行利率4.01%；AA级11期，平均发行利率4.22%；AA-级15期，平均发行利率4.76%；A+级22期，平均发行利率4.79%；A级6期，平均发行利率5.17%；A-级1期，平均发行利率

表3 2007年第三季度短融市场利差统计

	发行利率	发行日 Shibor利率	利差 I	上市日交易 利率	上市日 Shibor利率	利差 II
均值 (%)	4.48	3.69	0.79	4.43	3.70	0.73
方差	0.328	0.030	0.256	0.316	0.031	0.247

4.59%。可以看出，第三季度发行的短融中，主体信用等级在AA-级和A+级合计37期，占第三季度发行的短融的47%，A+级居于其中多数，而且AA-级和A+级的平均发行利率也非常接近，平均发行利率在4.78%左右，可见，第三季度发行短融的主体级别主要集中于AA-级和A+级，而且其发行利率也比较接近。另外A-级（“07华新CP01”）发行时间在7月初，发行利率相对较低。

由于第三季度发行的短融大部分以Shibor为基准，但是选择的具体时间差异较大，因此统一采用以1年期Sbabor利率为基准的各信用等级的利差I和利差II的均值、方差见表4所示。

从表4可以看出，在发行市场，最高等级AAA级的利差I均值为12BP，而信用等级较低的A级利差I为164BP，两者相差152BP；随着信用等级的下降，发行利差呈稳步增加的趋势（除A-级例外），在AA级范围内，微调级别也呈现明显的差异性，AA+级、AA级和AA-级的利差I均值分别为37BP、60BP和101BP；A+级和A级的利差I均值分别为117BP、163BP。可以看出，除A-级以外，其余各信用等级之间，每降低一个信用级别，利差

I均值均有不同幅度的增长，AAA级、AA+级、AA级相邻级别之间相差约23~25BP，AA-级较AA级高出41BP，A+级与AA-级仅高出16BP，A级较A+级高出46BP。可以看出，AA-级发行利差与A+级非常接近，而A级发行利差高于A+级46BP。整体看，信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大（除A-级例外）。

在首日交易市场，最高级别AAA级的利差II均值为8BP，较低信用等级A级的利差II为152BP，最高等级与较低等级的利差II均值相差144BP左右；从其他各信用等级看，AA+级较AAA级高出19BP，AA级较AA+级高出29BP，AA-级较AA级高出38BP，随着信用等级的逐步降低，各相邻等级之间的利差呈增加趋势，而A+级较AA-级高出18BP，增加的幅度减少，A级较A+级增加40BP，增加的幅度进一步加大。A-级（“07华新CP01”）由于首日交易时间较早，因此，其利差II均低于A级和AA-级的利差II均值。总体看，在首日交易市场，在较高信用等级中，随着信用等级的降低，利差II均值增加的幅度开始增大（除A+级和A-级外）。

表4 发行主体长期信用等级利差

发行主体长期信用等级	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差	方差	均值 (BP)	级差	方差
AAA	12	3.89	12	--	0.012	8	--	0.006
AA+	11	4.01	37	25	0.011	27	19	0.019
AA	11	4.22	60	23	0.011	56	29	0.009
AA-	15	4.76	101	41	0.058	94	38	0.059
A+	21*1	4.82	117	16	0.103	112	18	0.086
A	5*2	5.40	163	46	0.166	152	40	0.141
A-	1	4.59	113	--	--	112	--	--

注：*1中不包括具有担保的“07赣晨鸣CP01”；*2中不包括具有担保的“07吉森工CP01”。

从各个等级的利差 I 和利差 II 均值相比较而言, 各个信用等级短融的利差 II 均值均低于利差 I 均值约 4~10BP 之间 (除 A- 级为 1BP 外)。可见, 随着短融市场的日渐成熟, 首日交易市场与发行市场之间的收益空间越来越小。

综合来看, 随着信用等级的逐步降低, 短融的利差 I 和利差 II 均呈明显的增加趋势。可见, 短融发行主体的信用等级对短融的利差影响非常明显。

3.4 发行规模的利差分析

2007年第三季度发行的78期短融中, 发行规模主要以10亿元以下为主, 各发行规模的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表5所示。

从表5可以看出, 在发行市场, 随着发行规模逐步增加, 利差 I 呈逐步降低趋势。发行规模低于5亿元, 其利差 I 为115BP; 发行规模超过30亿元, 其利差 I 平均为13BP, 发行规模较小的短融利差 I 均值比发行规模较大的短融利差 I 均值高102BP。在首日交易市场, 随着发行规模的增加, 利差 II 均值亦呈降低的趋势, 发行规模低于5亿元, 其利差 II 均值为109BP; 发行规模超过30亿元, 其利差 II 均值为9BP, 发行规模较大和规模较小的利差 II 均值相差100BP。可见, 短融的发行规模对短融发行利差和首日交易利差均明显影响。

从不同发行规模的利差 I 和利差 II 均值相比较而言, 各发行规模的利差 I 和利差 II 相差均在4~7BP 之间, 一级市场投资者收益空间小且无明显差异。

3.5 发行期限的利差分析

2007年第三季度发行的78期短融中, 发行期限为1年期的68期, 平均发行利率4.52%, 发行期限在1年期以下的10期, 平均发行利率4.23%。不同期限的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表6所示。

从表6可以看到, 在发行市场, 发行期限为1年的短融平均利差 I 为

表5 发行规模利差分析

短融发行规模	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
30亿元以上	6	3.90	13	0.010	9	0.010
0~30亿元 (不包括10亿元)	19	4.13	49	0.113	42	0.105
5~10亿元 (不包括5亿元)	24	4.54	83	0.222	77	0.213
5亿元及以下	27*	4.84	115	0.156	109	0.145

注: “*” 中不包括具有担保的“07赣晨鸣CP01”和“07吉森工CP01”, 发行规模均为5亿元。

表6 发行期限利差分析

短融发行规模	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
1年期	68	4.52	84	0.208	78	0.205
1年期以下	10	4.23	47	0.513	37	0.422

84BP, 发行期限在1年期以下的平均利差 I 为47BP。在首日交易市场, 发行期限为1年的短融利差 II 均值为78BP, 发行期限短于1年的短融利差 II 均值为37BP。发行期限越短, 利差均值 I 越小, 发行期限越长, 利差 I 均值越大。

不同发行期限的利差 I 和利差 II 均值相比较而言, 1年期短融首日交易利差较发行利差低6BP, 1年期以下短融的首日交易利差较发行利差低10BP。总体看, 短融的发行期限对发行利差和首日交易利差均有一定影响。从一级市场投资收益空间看, 发行期限对投资者的收益空间基本没有影响。

3.6 影响短融利差的其他因素

发债主体长期信用等级是影响短融利差的重要因素, 而发债主体的企业性质、所处行业以及主体资产规模均对主体长期信用等级产生重要的影响, 从而对发行利差也有一定程度影响。

(1) 发行主体性质的影响

2007年发行的78期短融中, 发债主体长期信用等级处于AAA~A-级之间, 发债主体的企业性质主要是国有独资和控股公司、股份公司, 还

包括集体企业、外商独资企业和全民所有制企业。在相同的主体长期信用等级下, 不同企业性质的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差见表7所示。

由表7可知, AAA级中绝大部分为国有独资及控股公司, 仅有1期为股份公司(07华能CP01), 其利差 I 和利差 II 均值分别高于国有独资及控股公司13BP和11BP; AA+级中, 股份公司为3期, 利差 I 均值高于国有独资及控股公司7BP, 利差 II 均值高于国有独资及控股公司5BP; AA级中, 绝大部分为国有独资及控股公司, 仅有1期为全民所有制企业, 其利差 I 和利差 II 均值与国有独资及控股公司基本没有差别; AA-级中国有独资及控股企业利差 I 和利差 II 均值分别为94BP和83BP, 股份公司分别为106BP和100BP, 集体企业(07阳光CP01)均为93BP, 而外商独资企业(07玖龙CP01)的利差 I 和利差 II 均值分别为130BP和128BP, 差别较大; A+级中, 大部分为股份公司, 其利差 I 和利差 II 均值分别为109BP和106BP, 分别低于国有独资及控股公司的120BP和112BP, 一方面由于A+级中部分股份公司发行

时间相对较早，发行利率相对较低，同时部分国有独资及控股公司发行利差较高所致；A级中，国有独资及控股公司的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值分别为152BP和141BP，而股份公司分别为181BP和169BP。

总体看，在相同主体长期信用等级下，国有独资及控股公司与股份公司相比，其利差Ⅰ和利差Ⅱ略高于股份公司（除表7中AAA级和A+级），可见发债主体性质不同，短融发行和首日交易利差均有一定程度的影响，但就国有独资及控股和股份公司来说，差别较小。

(2) 发行主体资产规模的影响

2007年第三季度发行的78期短融中，在同一主体长期信用等级下，发债主体的资产规模存在较大差异，同一信用等级下发债主体不同资产规模的平均发行利率、利差Ⅰ和利差Ⅱ的均值、方差见表8所示。

从表8可以看出，在AAA级中，资产超过1000亿元的与低于1000亿元的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值分别相差9BP和6BP，平均发行利率相差29BP；在AA+级中，资产超过500亿元和低于500亿元的利差Ⅰ相差9BP，利差Ⅱ均值相差10BP，平均发行利率相差11BP；在AA级中，资产规模在200亿元以下的利差Ⅰ均值与资产超过200亿元的利差Ⅰ均值相等，而利差Ⅱ均值低于资产超过200亿元的利差Ⅱ均值4BP，主要由于“07清控CP01”、“07华信CP01”和“07华电煤CP01”的利差Ⅰ在50BP~51BP之间，使得利差Ⅰ均值没有差异；在AA-级中，资产在100亿元以下与100亿元的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值分别相差2BP和3BP，平均发行利率相差6BP；在A+级中，资产规模在100亿元以上的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值分别为134BP和125BP，均高于资产规模在50~100亿元及50亿元以下，主要由于资产规模在100亿元以上的“07上航CP01”发行利率为5.80%，利差Ⅰ和利差Ⅱ分别为174BP和170BP；在A级中，资产规模在200亿元以上的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值分别为180BP和165BP，而资产

表7 发行主体性质对利差的影响

主体长期信用等级	企业性质	发行期数(期)	平均发行利率(%)	利差Ⅰ		利差Ⅱ	
				均值(BP)	方差	均值(BP)	方差
AAA	国有独资和控股公司	11	3.89	11	0.012	7	0.005
	股份公司	1	3.84	24	--	18	--
AA+	国有独资和控股公司	8	3.98	36	0.013	25	0.026
	股份公司	3	4.08	41	0.005	30	0.001
AA	国有独资和控股公司	10	4.23	60	0.012	56	0.010
	全民所有制企业	1	4.20	60	--	58	--
	国有独资和控股公司	9	4.65	94	0.071	83	0.071
	股份公司	6	4.85	106	0.044	100	0.045
	集体企业	1	4.54	93	--	93	--
	外商独资企业	1	5.25	130	--	128	--
A+	国有独资和控股公司	8	4.85	120	0.106	112	0.047
	股份公司	13*1	4.81	109	0.118	106	0.107
A	国有独资和控股公司	3	5.26	152	0.283	141	0.236
	股份公司	2*2	5.60	181	0.000	169	0.000
A-	股份公司	1	4.59	113	--	112	--

注：*1中不包括具有担保的“07赣晨鸣CP01”；*2中不包括具有担保的“07吉森工CP01”

表8 不同资产规模的利差影响

主体长期信用等级	主体资产规模	发行期数(期)	平均发行利率(%)	利差Ⅰ		利差Ⅱ	
				均值(BP)	方差	均值(BP)	方差
AAA	超过1000亿元	8	3.79	9	0.012	6	0.005
	350~1000亿元	4	4.08	18	0.014	12	0.007
AA+	500亿元以上	6	3.96	33	0.003	22	0.031
	100~500亿元	5	4.07	42	0.013	32	0.001
AA	超过200亿元	6	4.23	60	0.012	54	0.008
	20~200亿元	5	4.22	60	0.052	58	0.011
AA-	100亿元以上	6	4.72	100	0.069	92	0.050
	100亿元以下	9	4.78	102	0.135	95	0.072
A+	100亿元以上	5	5.09	134	0.112	125	0.109
	50~100亿元	6	4.68	109	0.072	104	0.093
	50亿元以下	5*1	4.84	118	--	116	0.073
A	200亿元以上	1	5.60	180	0.211	165	--
	60亿元以下	4*2	5.35	159	112	149	0.182
A-	71.3亿元	1	4.59	113	--	112	--

规模在60亿元以下的分别为159BP和149BP，主要由于资产低于60亿元中，“07新世界CP01”发行利率相对较低，为4.39%，其利差Ⅰ和利差Ⅱ分别为91BP和90BP。

总体看，在相同信用等级下，不同发行主体资产规模存在一定程度的

差异。

3.7 小结

通过以上分析可知，发行主体的信用等级是影响短融发行利率和首日交易利率的首要因素，短融的发行规模、期限也是影响短融利差的因素。

发债主体的企业性质和资产规模等对发债主体长期信用等级产生一定影响。

选择不同时间Shibor为基准的短融利差分析

在2007年第三季度发行的78期短融中，有50期采用Shibor为基准另外加一定的点确定发行利率，如表9所示。

从表9（见22页）可知，AAA级所加的点基本在40BP以下，大部分在20多BP，选择的时间有发行前1日、2日、5日和10日，AA+级所加的点基本在40多BP，选择的时间也各不相同，AA级所加的点在50~70BP，AA-级所加的点在80~130BP之间，A+级70~175之间（其中“07赣晨鸣CP01”为25BP，因其有银行担保），其中“07建发CP01”在发行前2日基础上加了70BP，为最低，其余均在100BP左右，最高的为“07上航CP01”在发行前1日的基础上加了175BP，而A级所加的点在180BP以上（除“07吉森工”CP01为25BP，因其有银行担保）。

可以看出，以Shibor为基准的短融利差与信用等级之间呈现明显的趋势关系，将Shibor应用于短融的发行定价中，有效地区分了不同主体长期信用等级的短融发行的利差水平。但由于不同的短融选择的基准时间不一致，有些选择发行当日Shibor，有些选择发行前2日，有些选择发行前5日，也有选择发行前10日等等，选择的平均之间不同，在同一天，其Shibor基准利率也不相同，因此，选择的平均时间不同，形成的Shibor基准也不同，因此，难以形成统一的比较基础。

各评级机构利差波动对比

2007年第三季度发行的78期短融中，参与信用评级的机构共有4家。同一信用等级下各家评级机构的利差I和利差II的均值和方差如表10（见23页）所示。

从AAA级的利差情况看，新世纪

的利差较小，中诚信、联合和大公三家评级公司的利差均为10多BP，相差较小，从发行利差的全距来看，联合较大，主要由于“07中粮CP01”发行利差为负，也就是说其发行利率低于发行日Shibor利率，大公的最小，主要由于两期均为国电集团同一天发行的两笔债券期限不同，因此，利差略有差异造成；AA+级中主要以中诚信评级居多，其发行和首日交易利差均较大，联合和大公评级较少。AA中的中诚信评级较少，利差范围波动小，利差值较低，联合和大公相比，利差范围大，但利差均值较低；在AA-级中，三家评级公司的平均发行利差和首日交易利差基本接近；在A+级中，大公的利差范围和利差均值较低，中诚信和联合的利差范围和平均利差相对较高；A级和A-级各家评级公司均较少，三家评级公司的利差值均比较接近。

总体看，主要几家评级机构的相同信用等级利差基本接近，能较准确的反映短融主体的信用状况，对投资者有较高的参考价值。

结论

2007年第三季度有76家企业发行短融78期，第三季度发行规模累计发行规模累计1056.4亿元，平均每月发行规模352亿元，平均发行利率4.48%。第三季度金融机构人民币基准贷款利率连续三次上调，上升了72BP；1年期Shibor基准利率从7月初的3.45%上升至9月底的4.06%，上升了61BP；短融的平均发行利率从7月份的平均4.13%上升到9月份的平均4.71%，上升了58BP。以Shibor为基准，三季度短融的平均发行利差为79BP，平均首日交易利差73BP。

从短融发行主体的长期信用级别看，随着信用等级的降低，其短融的发行利率逐步增加。信用等级最高的AAA级平均发行利差12BP，平均首日交易利差8BP；信用等级较低的A级平均发行利差163BP，平均首日交易利差152BP。发行主体的信用等级对短融的发行利差、首日交易利差均

有较为明显的影响。

从短融的发行规模、期限等因素来看，不同发行规模的利差均值有较为明显的差异，而发行期限的不同，也在一定程度上影响利差均值。发行主体的企业性质和资产规模是影响主体长期信用等级的重要因素，从同等级的企业性质和资产规模利差影响分析来看，发行主体的企业性质和资产规模对短融的发行利差和首日交易利差有一定程度的影响。

通过对已采用Shibor利率为基准发行的短融所加的点进行简单的分析，可以看出，以Shibor为基准进行再加一定的点确定短融的发行利率与主体长期信用等级之间呈现明显的趋势关系，但是由于所选择的平均天数不同，形成的基准存在一定差异，难以进行统一的比较。

通过对几家主要评级机构的评级结果进行对比，主要评级机构的相同信用等级利差基本接近，能较准确地反映短融主体的信用状况，对投资者有较高的参考价值。

因此，总体看，短融市场已经基本形成规模，随着央行增加对发行主体信用等级的评级，短融的利差以随发行主体信用等级的不同呈现明显的差异性，短融发行主体信用等级的增加，有效地区分了不同企业的信用等级水平。

表9 以Shibor利率为基准发行的短融

债券简称	主体信用等级	发行日期	发行参考收益率 (%)	发行利差	发行额度 (亿元)	发行期限
07中铝CP01	AAA	2007-07-04	3.6000	前10日Shibor平均值+17BP	50	1年
07国开投CP01	AAA	2007-07-10	3.6162	7月4日一年期Shibor+16BP	25	1年
07华能CP01	AAA	2007-08-10	3.8400	前一日Shibor+24BP	50	1年
07武钢CP01	AAA	2007-09-04	3.9933	2日Shibor平均值+25BP	30	1年
07国电集CP01	AAA	2007-09-07	3.8500	9个月Shibor前5日均值+31BP	50	304天
07国电集CP02	AAA	2007-09-07	3.9200	9个月Shibor前5日均值+38BP	45	335天
07兵器CP01	AAA	2007-09-19	4.0800	3日Shibor+25BP	25	1年
07上海港CP02	AAA	2007-09-26	4.0600	3个月Shibor+25BP	10	90天
07太不锈CP02	AA+	2007-07-19	3.8200	前10日Shibor平均值+35BP	20	1年
07浙交通CP02	AA+	2007-08-18	3.7600	6个月Shibor前10日均值+49BP	21	182天
07鲁高速CP01	AA+	2007-09-03	4.2200	发行日一年期Shibor+46.64BP	10	1年
07马钢CP01	AA+	2007-09-03	4.2000	3.75%+0.45%	20	1年
07浙能源CP03	AA+	2007-09-05	3.9931	9个月Shiborr前5日均值+46BP	5	273天
07中钢CP01	AA+	2007-09-07	4.2200	3.76%+0.46%	20	1年
07邯钢CP01	AA	2007-07-04	3.8800	5日Shibor平均值+43.95BP	22	1年
07华信CP01	AA	2007-07-30	4.1000	发行日Shibor+51.2BP	6.5	1年
07清控CP01	AA	2007-08-01	4.1000	前10日平均值+56BP	12.8	1年
07西电CP01	AA	2007-08-10	4.3200	5日Shibor+72.01BP	6.5	1年
07津钢管CP02	AA	2007-08-16	4.3000	前1日的1年期Shibor+70BP	5	1年
07济钢CP01	AA	2007-08-16	4.3000	10日Shibor平均值+70BP	15	1年
07西基投CP01	AA	2007-09-17	4.5700	10日Shibor平均值+80BP	8	1年
07鲁泰CP01	AA-	2007-07-06	4.1884	5日Shibor平均值+74.43BP	7.7	1年
07首创集CP01	AA-	2007-07-23	4.1800	前10日Shibor平均值+70BP	9	1年
07中铁一CP01	AA-	2007-07-25	4.2800	前10日Shibor+79BP	5	1年
07澜沧江CP01	AA-	2007-08-28	4.8500	10日Shibor平均值+122BP	25	1年
07特变CP02	AA-	2007-08-31	4.8800	10日Shibor平均值+121BP	3	1年
07招金CP01	AA-	2007-09-06	4.8600	3.76%+1.1%	6.5	1年
07万向CP01	AA-	2007-09-13	5.1000	10日Shibor平均值+134BP	6	1年
07泰达CP01	AA-	2007-09-13	4.8988	1日Shibor+110BP	25	1年
07玖龙CP01	AA-	2007-09-19	5.2500	1日Shibor+136BP	4	1年
07海化CP01	AA-	2007-09-29	5.3600	当日一年期Shibor+130BP	4.5	1年
07天威CP01	AA-	2007-09-29	5.2500	3.97%+1.28%	7.9	1年
07宜华CP01	A+	2007-07-10	4.3800	0日Shibor平均值+94BP	3.8	1年
07建发CP01	A+	2007-07-11	4.1600	前2日Shibor平均值+70BP	10	1年
07太阳CP02	A+	2007-07-27	4.4700	前10日Shibor平均值+96BP	5	1年
07铜都CP02	A+	2007-08-03	4.5500	10日Shibor平均值+99BP	5	1年
07凤凰CP01	A+	2007-08-14	4.8000	5日Shibor+120BP	3	1年
07漳山电CP01	A+	2007-08-16	4.5300	前一日Shibor+93BP	6	1年
07天脊CP01	A+	2007-08-16	4.7998	10日Shibor平均值+120BP	4	1年
07黔轮胎CP01	A+	2007-08-17	4.8001	前1日的1年期Shibor+119BP	4	1年
07江钨CP01	A+	2007-08-21	4.8100	发行日前一Shibor+120BP	4	1年
07北建工CP02	A+	2007-08-24	5.2500	发行日前一Shiborr+157.8BP	4	1年
07西钢CP02	A+	2007-08-29	5.3000	8月27一年Shibor+158.12BP	7	1年
07桂地电CP01	A+	2007-09-06	5.2800	10日Shibor平均值+152BP	4	1年
07赣晨鸣CP01	A+	2007-09-11	4.0300	2日Shibor平均值+25BP	5	1年
07上航CP01	A+	2007-09-29	5.8000	前一日Shibor+175BP	8	1年
07湛江港CP02	A	2007-08-30	5.5000	前1日9个月shibor均值+198BP	5	272天
07中沱牌CP01	A	2007-09-07	5.6000	10日Shibor平均值+186BP	3	1年
07吉森工CP01	A	2007-09-07	4.0200	2日Shibor平均值+25BP	5	1年
07金纸业CP01	A	2007-09-13	5.5980	9个月Shibor10日均值+204BP	8	271天

表10 各评级机构利差区间的总体比较

信用等级	评级机构	评级期数	平均发行利率 (%)	利差 I				利差 II			
				利差区间 (BP)	全距 (BP)	均值 (BP)	方差	利差区间 (BP)	全距 (BP)	均值 (BP)	方差
AAA	中诚信	6	3.89	(-2~24)	26	14	0.009	(0~17)	17	12	0.006
	联合	3	3.83	(-8~25)	33	13	0.037	(-1~10)	11	6	0.004
	大公	2	3.89	(7~14)	7	10	0.002	(-1~4)	5	1	0.002
	新世纪	1	4.06	--	--	2	--	--	--	4	--
AA+	中诚信	7	4.06	(23~46)	23	39	0.007	(8~35)	26	28	0.009
	联合	1	3.76	--	--	15	--	--	--	-1	--
	大公	2	3.91	(23~46)	9	37	0.003	(32~34)	2	33	0.000
	新世纪	1	4.08	--	--	47	--	--	--	36	--
AA	中诚信	2	4.10	(50~51)	1	50	0.000	(46~49)	3	47	0.001
	联合	4	4.13	(42~70)	30	56	0.016	(39~64)	25	52	0.012
	大公	4	4.37	(68~71)	3	69	0.000	(60~70)	10	62	0.002
	新世纪	1	4.30	--	--	54	--	--	--	62	--
AA-	中诚信	5	4.82	(73~130)	57	104	0.052	(69~128)	59	101	0.060
	联合	3	4.61	(64~130)	66	96	0.110	(56~122)	56	90	0.110
	大公	6	4.90	(70~130)	60	108	0.040	(64~124)	60	95	0.042
	新世纪	1	4.10	--	--	63	--	--	--	58	--
A+	中诚信	8	4.98	(92~165)	73	129	0.103	(93~164)	71	123	0.079
	联合	8	4.65	(69~156)	87	106	0.101	(66~148)	82	101	0.079
	大公	4	4.62	(88~120)	32	102	0.041	(77~120)	43	100	0.045
	新世纪	1	5.80	--	--	174	--	--	--	169	--
A	中诚信	1	5.60	--	--	180	--	--	--	165	--
	联合	1	5.90	--	--	189	--	--	--	187	--
	大公	2	5.55	(176~182)	6	179	0.002	(146~172)	26	159	0.036
	新世纪	1	4.39	--	--	91	--	--	--	90	--
A-	联合	1	4.59	--	--	113	--	--	--	112	--



商业银行金融债券信用评级问题初探

联合资信评估有限公司 杨杰 任红

一、商业银行金融债券市场概况

发行金融债券是商业银行主动负债行为，是商业银行增加长期稳定资金的主要来源之一。随着我国金融机构间的竞争日益激烈，商业银行吸收存款的成本逐渐提高。同时，资本市场的繁荣也导致了大量的存款从银行分流出来进入股市，并使得商业银行存款活期化趋势更加明显。这两个因素对商业银行存款来源和稳定性产生了较大的影响。商业银行发行金融债券既可以在短期内筹集大量的资金，支持资产业务发展，又可以在一定程度上缓解资产与负债在期限结构上的错配风险。因而，随着银行间债券市场快速健康发展以及市场法规的健全和完善，发行金融债券已经成为商业银行一个重要的筹资渠道。截至2007年9月末，商业银行共发行金融债券966.20亿元。

从发行主体看，发行金融债券的商业银行包括招商银行、兴业银行、华夏银行、民生银行、浦发银行等5家股份制商业银行。这主要是由于这些股份制商业银行分支机构比较少，存款不能完全支持快速增长的信贷业务。而中国工商银行、中国农业银行、中国银行和中国建设银行等国有控股商业银行分支网点众多，存款来源比较稳定，且近年来，人民银行加强对国有控股商业银行信贷规模扩张速度的控制，国有控股商业银行暂时还没有发行金融债券的迫切需要。对于城市商业银行，由于其整体经营管理水平不高，且部分城市商业银行资本充足率未达标、资产质量差，盈利能力较弱，估计目前具备发行金融债券条件的银行会很少。由于个别经营业绩较好的城市商业银行，已开始跨区域经营，未来发展空间较大，会有发行金融债券的需求。因此，自2005年《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》颁布以来，金融

债券发行主体均为股份制商业银行，但以后会呈现多元化格局。

由于目前金融债券发行主体较少，已发行的商业银行金融债券的信用等级均为AAA。随着商业银行金融债券市场的发展，发行主体将逐步增加，债券信用级别也将随之呈现多样化。

二、商业银行发行金融债券需求分析

由于存款、同业拆入、资产回购款项、长期债券等负债类资金的稳定性和成本不同，影响商业银行发行长期金融债券的因素包括资产负债管理策略、业务发展及风险偏好、风险收益水平、市场对债券需求状况、宏观经济政策等。

1、改善资产与负债结构

商业银行最优的资产负债结构表明资产与负债在期限结构上不存在错配现象。商业银行用于配置长期资产的资金全部来源于活期沉淀存款、长期存款、长期债券及权益资本。而由于长期负债资金成本比短期负债资金成本高，在实务中，商业银行倾向于将短期资金配置长期资产，以获取更大收益。在此情况下，商业银行通常采用货币市场融资手段调整负债与资产短期头寸。如果商业银行资产业务发展过多地依赖短期资金，将会增加流动性风险。由于长期以来，我国商业银行资金来源单一，短期资金用于长期资产业务现象普遍，因此我国商业银行存在严重的资产负债期限错配风险。

金融债券由于其长期性、稳定性等特点，是商业银行资产负债管理的重要手段。商业银行发行长期金融债券，并将金融债券募集资金用于期限相匹配的资产，可以改善商业银行资

产与负债期限匹配程度，提高资产流动性水平。如果商业银行将金融债券用于期限更长的资产，那么在金融债券到期时，商业银行需要发行新的金融债券进行再融资（可能成本要高于现有的债券）、出售投资资产或采用资产证券化手段处置信贷资产。而发行资产证券化产品可能对金融债券具有替代性。

2、业务发展与风险偏好

近年来，国民经济保持良好的增长势头，贷款需求旺盛，而贸易顺差增长迅速，央行被动投放货币量逐年增长，造成了银行体系内流动性过剩，商业银行有很强的放贷冲动。在需求和供给双重因素推动下，信贷规模快速扩张。由于历史原因，国有控股银行利用其规模优势占据着较大的贷款和存款市场份额，而股份制商业银行、城市商业银行为争夺市场份额与国有控股商业银行展开了激烈的竞争。在金融开放过渡期结束后，外资银行的进入加剧了商业银行间的竞争。由于受网点限制，中小股份制商业银行存款资金不能完全支持快速增长信贷业务，短期内通过增加分支机构扩大存款基础并不可行。因此，发行金融债券成为弥补中小股份制商业银行存款资金来源不足的有效途径。目前，城市商业银行由于受经营地域限制，市场增长空间不大，对发行金融债券需求低。但在个别城市商业银行可跨区域经营之后，城市商业银行对非存款类资金的需求将增加，发行金融债券将有可能成为其筹资的主要手段之一。

除了市场因素外，商业银行信贷业务发展还受资本充足率的限制。资本充足率水平揭示了商业银行抵御风险的能力。资本充足率高的商业银行具有较大信贷业务发展空间。近年来，商业银行通过改革重组、引进境内外机构投资者、上市、发行次级债

券和混合资本债券等手段补充资本，提高资本充足率。虽然，资本充足率达到8%监管要求的商业银行逐年增加，但是国内商业银行资本充足率水平整体较低，而信贷规模快速扩张使得商业银行潜在的风险不断累积。这对商业银行风险管理水平提出了更严格要求。由于各商业银行业务发展策略和风险偏好不相一致。偏好风险的商业银行，为追求快速的业务增长，制定了较低的目标资本充足率。这些商业银行在良好的经济形势下，将可能采取较为激进的发展策略，可能通过发行大量的金融债券筹集资金支持其业务增长。而这些激进的商业银行的经营情况更易受宏观经济的影响。

3、风险与收益水平

由于发行金融债券筹集资金的成本高于存款成本，发行金融债券后，商业银行资金使用成本将上升。而且发行金融债券后，商业银行可能因资产质量下降导致资产减值损失准备计提增加，从而缩小其利润空间。因此，商业银行在决定是否发行金融债券时，要综合考虑债券的发行利率、资产收益空间及自身的风险管理能力。发行金融债券的商业银行面临更大的财务风险，经营行为更应谨慎。

4、市场对债券需求的状况

发行金融债券是商业银行外部融资渠道。商业银行能否以合理的价格发行金融债券取决于债券市场需求情况。如果市场对金融债券需求量大，商业银行可以比较便利的发行债券筹集资金；如果市场对金融债券需求降低，或因市场利率变化导致债券投资风险增加，商业银行将被要求支付更高的债券利率，甚至不能成功地发行债券。而且，如果市场偏好信用等级优良的债券，信用等级低的金融债券发行难度将增大。

近年来，我国银行间债券市场快速发展，债券发行规模逐年扩大。2004~2006年，银行间债券市场累计发行债券（包括央行票据）分别为27262亿元、41106亿元、55635亿元，年均复合增长42.85%。虽然银

行间债券市场规模逐年扩大，但商业银行金融债券在债券发行总量中占比很小。2006年商业银行发行的金融债券总额310亿元，仅占当年银行间债券市场发行总量的0.56%。因此，发行商业银行金融债券的市场前景广阔。

5、宏观经济政策

除了上述因素外，宏观经济政策也会商业银行金融债券的发行。扩张的货币政策和财政政策将扩大增加商业银行信贷业务发展空间，商业银行发行金融债券需求将可能上升，而紧缩的货币政策和财政政策可能将抑制商业银行金融债券的发行。

目前，人民银行为调控信贷扩张速度，通过提高存款准备金率，发行票据等手段抑制商业银行贷款增长，而大量特别国债的发行加大了市场中的债券供给量。这在一定程度上降低了商业银行发行金融债券的需求。根据现行法规，我国商业银行债券的发行实行核准制。在经济有过热迹象时，监管部门将可能通过控制商业银行金融债券的发行规模与速度。

三、影响金融债券信用等级的主要因素

由于金融债券有明确的到期日，商业银行需要按时偿付债券。如果在到期日，商业银行不能偿还债券，债券持有人将可能遭受损失。因此，投资者需要判断债券发行人违约风险有多大，即债券的信用等级，作为投资的重要参考因素之一。

由于金融债券期限较长，影响银行偿付能力因素较多。因而，如何判断未来银行的偿付能力是一个很棘手的问题。其二，商业银行在财务上能承担多大额度的金融债券也是我们非常关注的问题。

一般地，商业银行将筹集的资金用于期限匹配的资产业务，若该等资产在到期日附近能够收回本金，则银行可以将到期的本金偿还债券；若该等资产不能按时回收，即形成了不良

资产或用于期限更长的资产，那么银行需要处置占用其他资金来源的资产偿付债券，这可能会影响到银行的整体流动性和收益水平。如果银行不能从内部获得充足的现金偿付债券时，可以通过同业拆借、发行新债券、向央行借款等外部融资渠道获取流动性支持。而商业银行从外部市场的融资又与其信用等级密切相关。

因此，评估商业银行金融债券信用等级需要关注商业银行资产负债管理以及风险控制能力。优良的资产负债管理和风险控制水平可以使商业获得充足的流动性和良好的收益。

1、融资与流动性

流动性揭示了商业银行资产与负债的匹配情况，反映商业银行偿还短期负债的能力。

银行为保持充足的流动性，通常持有大量的现金以及可以在市场上随时变现的资产。这些资产是偿付短期负债的储备资产。我们可以使用以下指标来考察银行的流动性。

(1) 备付金比例。备付金比例反映银行用于满足客户提款的现金。备付金比例 = (央行备付金 + 库存现金) / 各项存款余额 $\geq 5\%$

(2) 资产流动性比例。资产流动性比例反映银行偿还一个月内到期负债的能力。流动性比例 = 流动性资产 / 流动性负债 $\geq 25\%$

(3) 流动性缺口率。流动性缺口反映银行偿还3个月内到期负债的能力。流动性缺口率 = 流动性缺口 / 90天内到期表内外资产 $\geq -10\%$ ，流动性缺口为90天内到期的表内外资产减去90天内到期的表内外负债的差额

(4) 核心负债依存度。核心负债依存度反映银行负债的稳定程度，该比例越高，负债稳定性越好。核心负债依存度 = 核心负债 / 负债总额 $\geq 60\%$ ，核心负债包括距到期日三个月以上定期存款和发行债券以及沉淀活期存款

(5) 存贷款比例。存贷款比例反映银行整体流动性。存贷比 = 各项贷款余额 / 各项存款余额 $\leq 75\%$

(6) 中长期贷款比例。中长期

贷款比例反映银行长期贷款与长期存款期限的匹配程度。中长期贷款比例 = 余期一年以上的贷款/余期一年以上的存款 ≤ 120%

以上流动性指标可以较好地揭示银行资产负债在期限结构方面存在的错配风险。

外部融资是商业银行改善流动性的另一重要手段。同业拆借、资产回购协议、向央行再贴现等渠道可以弥补商业银行短期资金缺口。发行债券和股票可以提供长期稳定的资金，资产证券化则可以加快本金回收速度，缩短资金周转期限。

从监管指标看，监管部门对商业银行同业拆借金额进行了限制。拆入资金与各项存款期末余额比例，即拆入资金比例不高于4%，拆出资金与各项存款期末余额比例，即拆出资金比例不高于8%。商业银行国际商业借款（包括自借国际借款、境外发行债券）额度也有限制。国际商业借款与资本净额比例不高于100%。对于资产回购规模和金融债券规模并没有明确的规定。

银行从外部市场的融资能力与其声誉和信用等级密切相关。但是，在商业银行出现流动性危机时，除了央行提供的支持以外，其他外部融资可获得性有多大值得关注。

2、信用风险管理与资产质量

银行按时回收贷款和投资的本金是银行保持充裕流动性的基础。资产产生的现金流是商业银行偿付到期负债的主要来源。对于那些资产质量高的银行，一般情况下，只要资产与负债期限结构匹配，资金周转就不会断裂。而如果银行的资产质量恶化，资产不能按时收回，这将影响银行对到期负债的偿还。在因资产质量恶化而导致流动性减弱时，银行就只能依赖外部融资渠道补充大量的资金以缓解支付压力。并且资产的损失可能会侵蚀权益资本，这导致资本对债权人的保障程度下降。因此，在评估金融债券信用等级时，商业银行信用风险管理水平以及资产质量是重要的因素。

在进行信用评级的过程中，分析

人员着重考察包括信贷及投资业务管理流程、信贷资产贷后管理、计提信贷资产减值损失准备的财务政策、处置不良贷款的手段及管理制度等在内的信用风险管理体系的健全性与完善性。并且，分析人员更关注这些管理制度的实际执行情况。同时，信用分析人员对财务数据进行分析，充分地揭示商业银行的资产质量水平。

考察商业银行资产质量可使用以下指标：

- (1) 不良贷款率，不良贷款/贷款总额
- (2) 新增贷款的不良贷款率
- (3) (不良贷款 - 不良贷款准备金) / 股东权益
- (4) 关注类贷款/总贷款
- (5) 贷款损失准备/拨备前利润
- (6) 贷款损失准备/总贷款
- (7) 拨备覆盖率，即贷款损失准备/不良贷款
- (8) 贷款净额/股东权益

3、盈利水平

商业银行依靠借入资金发展资产业务的特点决定了商业银行具有很高的资产负债率。商业银行资金运用收益必须高于负债成本，并且能够弥补其他经营成本（包括资产减值损失）。否则，经营亏损会侵蚀股东权益，减少银行资本，而亏损还将降低客户对银行的信任度，导致银行遭受储户的挤兑。

商业银行收益主要来源于净利息收入，利差变化对商业银行收益有重大影响。商业银行对利率风险管理采用利率敏感性分析方法。银监会监控银行利率风险的指标是利率风险敏感度，但没有具体的监管指标值。商业银行可以通过发展中间业务，拓展非利息收入来源，降低利差变化对收入的影响。

银行盈利性指标：

- (1) 非利息收入/营业收入
- (2) 净利息收入/平均生息资产
- (3) 净利息收入/平均总资产
- (4) 净利差 = 资产平均利率 - 负债平均利率
- (5) 投资收益率 = 投资收益/平

均投资资产

(6) 拨备前营业利润/平均总资产

(7) 税前资产利润率 = 税前利润/平均总资产

(7) 资产利润率 = 税后利润/平均总资产

(8) 资本利润率 = 税后利润/平均股东权益

(9) 成本收入比 = (净利息收入 + 投资收益 + 其他业务净收入) / 营业费用

(10) 净利润/加权风险资产

(11) 税前利润/加权风险资产

(12) 营业收入/平均资产总额

4、资本

银监会对商业银行资本充足性提出了要求，规定了最低资本充足率。资本充足率的规定向商业银行提出了资本充足性管理的新课题，要求商业银行风险资产增长速度受资本充足性制约，一定程度控制了商业银行的风险累积程度。

商业银行在破产清算时，银行资本可以作为清偿储户和其他债权人的保证，但相对于储户利益来讲，资本对其他债权人利益的保障程度较小。由于商业银行财务杠杆很高，即使银行偿还对储户的负债之后，还有剩余资产，但一般债权人利益能否得到全额保障，也是难以估计的。因此，商业银行在经营过程中应该具有风险意识，不能为了追求更多收益，将资本充足率的监管下限作为目标资本充足率，最大限度的发展资产业务，而应根据自身的风险控制水平适当地控制风险资产规模，将资本充足率保持在适当的范围之内。

资本充足性指标：

- (1) 内部资本累积率
- (2) 权益/资产总额
- (3) 权益/贷款净额
- (4) 权益/存款总额
- (4) 核心资本充足率
- (5) 资本充足率
- (6) 加权风险资产/总资产

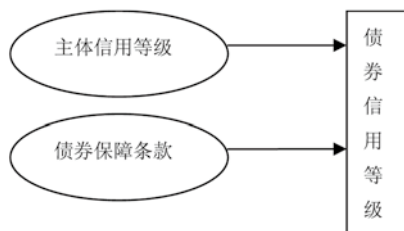
5、法律环境

2006年8月颁布的《企业破产法》规定了企业重组、破产清算的法律程序，而未涉及金融机构破产的具体规定。虽然《商业银行法》对商业银行破产清算进行了规定，但是由于商业银行在国民经济中的特殊地位，商业银行更多的可能是被接管或重组，并且由于我国商业银行市场退出机制尚未建立，政府对商业银行提供了隐性担保，在商业银行破产清算或重组时，在一定程度上会保护储户和其他债权人的利益。目前，央行和银监会正在制定《存款保险制度》和《金融机构破产条例》。该两项法律出台后，政府对商业银行的隐性担保将减弱，届时可能影响商业银行信用支持评级。

四、金融债券信用等级与主体信用等级关系

主体信用等级表示银行长期违约的可能性，即银行按时全额偿付债务的能力及意愿。而由于商业银行具有不同性质的负债，商业银行主体信用等级揭示了其偿付所有负债（除具有资本性质的债券）的违约可能性。按照评级原理（见下图），主体信用等级已经涵盖了对各种普通负债偿付风险的分析（除具有资本性质的债券和有担保债券之外）。因商业银行金融债券是普通债券，不具有特殊的债券保障条款，所以商业银行金融债券的信用等级与其主体信用等级保持一致。

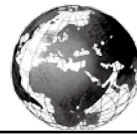
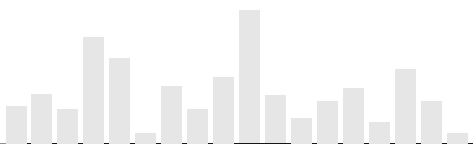
图：主体信用等级与债券信用等级关系



而金融债券发行会对商业银行产生一定的财务压力，其主要表现为：
第一、金融债券成本高于存款成本，

商业银行大量发行金融债券将提高其资金使用成本。第二、债券募集资金的使用将导致资本充足率下降，影响商业银行的资本充足性。第三、金融债券存在集中偿付的压力。商业银行到期债券的偿付能力受商业银行资产质量、资产流动性及外部融资市场等因素影响。

因此，在进行信用评级时，评级机构要考察发行金融债券对商业银行财务产生的影响。如果商业银行因发行大量的金融债券导致盈利能力、资本充足率、资产质量以及流动性发生重大不利变化，这将可能影响银行的主体信用等级，进而影响债券本身的信用等级。



政策资讯



长江电力公司债券成功发行

作为首只获准发行的公司债券，总额为人民币40亿元的“07长电债”9月24日至9月26日正式发行。本期公司债券的票面利率确定采用预交保证金的询价方式，根据市场化询价结果，本期公司债券发行票面利率确定为5.35%。

本期“07长电债”发行采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的方式。9月24日为网上认购时间，按“时间优先”的原则实时成交；9月24日至26日为网下认购时间，采取机构投资者与主承销商签订认购协议的形式进行。网上、网下预设的发行数量占本期公司债券发行总量的比例分别为10%(人民币4亿元)和90%(人民币36亿元)。中国长江电力股份有限公司(以下简称“长江电力”)与本次发行的保荐人(主承销商)华泰证券有限责任公司(以下简称“华泰证券”)将根据网上发行情况决定是否启动回拨机制。网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者协议发行相结合的发行方式，既符合债券发行的惯例，又兼顾了普通投资者的需求，发行方式比较新颖。

本期“07长电债”是完全采用市场化的方式发行的债券产品，通过市场询价确定债券票面利率。自本月19日拿到中国证监会发行批文以来，长江电力和华泰证券于20日同时在北京和上海召开了发行推介会，于21日在全景网举行了网上路演，并于20日和21日向机构投资者进行了询价。询价对象涵盖了交易所债券市场几乎所有类型的机构投资者，包括保险机构、社保基金、财务公司、基金公司、券商理财产品、信托投资公司、QFII等机构投资者，询价市场化程度很高，本期长电公司债券的票面利率比较真实地反映了投资者对收益率的需求。本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。

长电公司债券是我国公司债券市

场正式推出的“第一家”，标志着公司债券正式登陆我国资本市场。

央行报告预测今年CPI将为4.6%

金融时报9月27日报道 中国人民银行研究局专题课题组今天发表题为《当前价格走势与未来趋势分析》的报告，报告预计，未来消费实际增速会有所回落，投资存在反弹压力，出口增速将小幅回落，进口增速将略有提高，贸易顺差增速趋缓。按照目前的统计口径，模型预测我国GDP增长率2007年为11.6%，2008年上半年为10.8%；2007年CPI为4.6%，2008年上半年为5.0%左右。

报告指出，当前价格总体水平上升趋势明显。居民消费价格(CPI)同比涨幅持续扩大；工业品出厂价格同比涨幅提高；进口价格涨幅提高，出口价格涨幅回落，贸易条件趋于恶化。房价环比和同比涨幅均创新高。货币市场利率波动加大，总体仍保持平稳。国际原油价格创历史新高，有色金属价格止跌回升，粮价上涨较快，海运价格大幅上涨。

报告认为，价格总水平上升的原因是总需求增长强劲，产出缺口扩大。CPI同比涨幅持续扩大的主要原因是食品价格上涨加快。供求矛盾加剧，供给成本上升推动房价加速上涨。

报告分析，推动我国未来价格水平向上的主要因素是：国际有色金属和原油价格仍有可能小幅上涨，食品价格存在上涨压力，单位产出的劳动力成本有所上升，通胀预期强烈。拉动我国未来价格水平向下的主要因素是：进出口关税和出口退税政策调整，部分生产资料与消费品产能过剩，未来GDP增长缺口趋于缩小。

央行货币政策委员会：适当加大政策调控力度

新华网北京9月28日电 中国人民银行28日称，央行货币政策委员会近

日研究了下一阶段货币政策取向和措施，认为应继续实行稳中适度从紧的货币政策，适当加大政策调控力度，保持信贷合理增长。

中国人民银行货币政策委员会2007年第三季度例会日前在北京召开。会议认为今后应继续实行稳中适度从紧的货币政策，进一步提高货币政策的预见性、科学性和有效性，加强利率、汇率等本外币政策的协调配合和银行体系流动性管理，完善和创新政策工具，适当加大政策调控力度，保持货币信贷合理增长。

货币政策委员会是央行制定货币政策的咨询议事机构，每季度末都召开例会研究经济金融形势，就下一阶段货币政策取向和措施提出建议。

央行货币政策委员会认为，尽管近期美国次级抵押贷款市场出现波动，并引起国际金融市场发生动荡，但目前对中国的影响有限，经济金融运行总体平稳。下一步要密切关注美国次级抵押贷款市场对国际金融市场的影 响及对中国可能产生的冲击。会议认为中国经济形势总体良好，但经济运行中投资增长过快、贸易顺差过大、信贷投放过多等问题依旧突出，并且还出现了通胀压力和资产价格持续上升等问题。

会议指出，有必要进一步分析消费价格和资产价格上涨偏快的原因及机理，探讨和区分总量性因素、结构性因素、国际传导及重新定价等因素在其中所起的作用，并研究有针对性的措施。

上证所发布实施公司债券上市规则

上海证券交易所消息，经中国证监会批准，上证所对《上海证券交易所企业债券上市规则》进行了修订，并将之更名为《上海证券交易所公司债券上市规则》，并于日前公布并实施，以加强对公司债券上市的管理，促进公司债券市场的健康发展。

根据该《上市规则》，申请上市的公司债券期限应为一年以上，实际发行额不少于人民币五千万元，并须经资信评级机构评级，且债券的信用等级良好。债券上市实行上市推荐人制度，债券在交易所申请上市，必须由一至二个交易所认可的机构推荐并出具上市推荐书。交易所设立上市委员会对债券上市申请进行审核，交易所根据上市委员会意见作出是否同意上市的决定。

《上市规则》对上市公司债的信息披露作出了与上市公司类似的严格规定，发行人需定期报告、临时报告，定期报告包括年度报告和中期报告。发行人公开披露的信息涉及财务会计、法律、资产评估、资信评级等事项的，应当由会计师事务所（证券从业资格）、律师事务所、资产评估和评级机构等专业性中介机构审查验证，并出具书面意见。针对债券的特点，《上市规则》要求发行人披露已发行债券兑付兑息是否存在违约以及未来是否存在按期偿付风险的情况说明、债券跟踪评级情况说明、涉及和可能涉及影响债券按期偿付的重大诉讼事项等内容。债券上市期间，如发生可能导致债券信用评级发生重大变化的事件或者存在相关的市场传言，发行人应当在第一时间向交易所提交临时报告，并予以公告澄清。交易所将视情况对相关债券进行停牌处理。

关于信用评级，《上市规则》规定，发行人应与债券信用评级机构就跟踪评级的有关安排作出约定，并于每年6月30日前将上一年度的跟踪评级报告向市场公告。债券信用评级机

构应及时跟踪发行人的债券资信变化情况，债券资信发生重大变化的，应及时调整债券信用等级，并及时向市场公布。

债券上市交易后，如公司出现重大违法行为、公司情况发生重大变化不符合债券上市条件、发行公司债券所募集的资金不按照核准的用途使用以及公司最近二年连续亏损等情况，交易所将对该债券停牌，并在7个交易日内决定是否暂停其上市交易。在上述情形消除后，发行人可向交易所提出恢复上市的申请，交易所在15个交易日内决定是否恢复其上市。如违法情况后果严重，或公司情况发生重大变化不符合债券上市条件、二年连续亏损等情况未能在限期内消除的，以及公司解散、依法被责令关闭或者被宣告破产的，交易所将决定终止其上市。在正常情况下，债券到期前一周终止上市交易。

发行人及其董事以及上市推荐人违反《上市规则》有关规定的，交易所将视情节轻重予以责令改正、内部批评、在指定报刊上公开谴责、报证监会查处以及取消上市推荐人资格等处理。

央行新规力挺公司债进入银行间市场

公司债券的发展正在得到加速推动。节前最后一天，央行发布了公司债券在银行间市场发行、交易和托管等有关事宜的公告，正式宣布将公司债券引入银行间债券市场。

央行在公告中称，按照市场化运作原则，经其他管理部门核准的公司债券，在办理相应手续后即可在银行间债券市场发行、交易流通和登记托管。

央行有关人士在答记者问中也表示，公司债券在银行间市场发行、交易流通和登记托管，央行将按照市场化原则进行管理。对于经其他管理机构审批或核准的公司债券，央行将不再进行任何审批，只需履行简单的手续即可在银行间市场发行。对于已经

发行的公司债券，可以按照有关规定进入银行间债券市场流通。

公司债券在银行间债券市场除可进行现券、质押式回购、买断式回购交易以外，还可以进行债券借贷和远期等衍生品交易；除此之外，公告还要求有关中介机构、债券市场做市商等积极支持公司债券在银行间债券市场流通。

公告要求，银行间债券市场做市商至少对1只公司债进行双边报价。此外，还支持商业银行等市场参与者参与公司债券承销和投资活动。作为债券托管单位的中央国债登记结算公司应在接到投资者转托管申请的当日，在系统运行时间内办理转托管事宜，以促进债券市场互通互联。

我国公司债的发行由证监会核准并进行监管，先期发行主体主要限于上市公司。9月下旬，长江电力顺利发行了国内首单公司债。

8月14日，证监会公布了《公司债券发行试点办法》，取消了征求意见稿中有关“公司债券由中国证券登记结算公司统一登记托管”的规定，这实际上已为公司债券进入银行间市场交易扫除了障碍。

央行发1500亿定向票据 今年第六次加息信号强烈

10月11日，央行定向发行了1500亿元的3年期央行票据，这是央行今年第六次发行此类定向票据，而每一次定向票据发行总是与加息“如影随形”。

央行的定向票据相当于向商业银行指定发行的债券，发得越多，则银行用于贷款和投资的资金就越少。本期票据针对工行、建行、农行、中行和交行的发行量占总量的近三分之二。

基于此前五次的经验，凡是超过1000亿元的定向央票发行一周之后，通常伴随加息措施的出台。此前，中国银行全球金融市场部交易中心分析员董德志曾撰写研究报告推测，虽然不能确认定向票据的发行与加息存在必然性，但加息会明显提高

定向票据发行的成本，所以央行一般赶在加息之前完成发行工作。

在最近两次加息时，央行均强调其意图在于稳定通货膨胀预期。央行研究局最新的研究报告预测，今年居民消费价格指数（CPI）涨幅为4.6%，远远超过央行年初制定的不超过3%的目标。尽管央行认为CPI涨幅会在12月份以后逐步回落，但对今年下半年的涨幅并不乐观，预计今年三季度和四季度的涨幅分别为6.3%和6.1%，仍然处于历史高位。

此外，上月底，央行货币政策委员会第三季度例会的决议对语言表述作了调整，删掉了第二季度例会决议中“应继续实施稳健的货币政策”的说法，同时提出“适当加大政策调控力度”，进一步助推了市场对于加息的预期。

加息总在定向票据一周之后

今年3月9日，央行发行1010亿元定向票据3月18日，宣布加息；

5月11日，央行发行1010亿元定向票据5月18日，宣布加息；

7月13日，央行发行1010亿元定向票据7月20日，宣布加息；

8月17日，央行发行1010亿元定向票据8月21日，宣布加息；

9月7日，央行发行1510亿元定向票据9月14日，宣布加息。

保监会发布通知明确保险机构投资公司债细节

保监会发布通知明确保险机构投资公司债细节

由于公司债券利率相对较高，保险公司的盈利水平可望提高，因此保险公司对这类投资的积极性也相当高。《第一财经日报》于日前从相关渠道获悉，保监会已向各保险公司和各保险资产管理公司下发了相关通知，就保险机构投资公司债的有关细节问题予以了明确。

通知规定，保险机构投资公司债应当委托商业银行托管，且在自有席位或保险资产管理公司席位(交易单元)交易。

通知还明确，投资公司债券的余额，按成本价格计算不得超过该保险机构上季末总资产的30%；投资一家企业(公司)发行债券的余额，累计不得超过该保险机构上季末总资产的10%；担保人符合上年度国内信用评级在AA级以上的金融机构、铁路建设基金和三峡工程建设基金等国家专项基金、上年末净资产在200亿元人民币以上的非金融企业等条件之一，提供不可撤销连带责任担保的，保险机构投资同一期单品种公司债券的份额，不得超过该期单品种发行额的20%，余额不得超过该保险机构上季末总资产的5%。

通知透露，保险机构投资无担保公司债及有关债券的政策另行规定。公司债评级机构应为经保监会认可的企业债券评级机构，需要具有国内信用评级机构评定的AA级或者相当于AA级以上的长期信用级别。(信息来源于第一财经日报)

企业债发行拟改行核准制 发改委正制定详细配套办法

记者从发改委获悉，国务院已批准发改委自行对企业债进行审批，而不再就额度和发行分成两次单独批准。这意味着企业债发行有望变为核准制。目前，发改委正在就新的发行制度制定详细的配套办法。

一旦新的发行制度开始实施，企业债发行的市场化进程可谓迈进一步。按传统方式，企业债发行带有行政审批色彩。从程序上讲，第一步，需融资企业将融资额和用途报发改委财金司，由后者每年分批次将总体额度上报国务院，进行额度审批；第二步，发改委财金司需对每家企业的发行再进行一次批准。

据知情人士透露，“以后也将采取成熟一家、发行一家的核准方式，额度和发行一次批，这跟公司债是一样的。”企业债市场化程度将有非常大的提高。

与公司债相比，企业债新的发行制度有自身特点。“即使采取了新的发行方式，我们还是会对企业募集资金

的用途有要求，以此来和国家的产业政策相配合。”上述知情人士称，企业募集资金可以进行兼并收购及固定资产投资，但仍会有一些限制，具体办法正在制定；发债金额较大的单笔债券，其发行还需到国务院进行备案。

3月，经国务院批准，发改委财金司下达今年第一批企业债发行规模，共95个发债主体，总规模达992亿元。其中，能源、交通、工业、城建领域的额度分别为307亿元、219亿元、190亿元和209亿元，高新技术及其他则为67亿元。不久前，今年第二批企业债的规模也已敲定为995亿元。今年企业债总发行额将接近2000亿元的规模，创下年度历史新高。

除发行制度外，企业债担保也有望出现新的变化。商业银行将停止对企业债进行担保，防止银行信用代替企业信用。“取消担保是商业银行自身的商业行为，美国爆发次贷危机是一个警示，让银行不得不再回头看自己承担的风险。”银监会相关人士表示。

(信息来源于10月12日《第一财经日报》)

央行发布公告规范银行间市场资产支持证券质押式回购交易行为

2007年9月30日，中国人民银行发布《关于资产支持证券质押式回购交易有关事项的公告》(中国人民银行公告〔2007〕第21号)，公告内容如下：

根据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》(中国人民银行令〔2000〕第2号发布)等有关规定，现就资产支持证券在全国银行间债券市场进行质押式回购交易的有关事项公告如下：

一、经中国人民银行批准在全国银行间债券市场交易流通的资产支持证券可用于质押式回购交易。

二、银行间债券市场参与者在从事资产支持证券质押式回购业务时，应严格遵守中国人民银行关于质押式

回购的有关规定，建立健全内控机制，切实加强内部风险管理，对资产支持证券的风险收益特征进行独立、谨慎的识别与评估。

三、正回购方所出质的资产支持证券（简称质押券）应当足额。如果回购期间出现质押券不足额情况，逆回购方可要求正回购方追加或置换质押券。

如果正回购方未能在本金兑付日前追加或置换质押券，逆回购方可要求代理兑付机构扣留质押券应兑付的本金。

四、本公告未尽事宜遵照中国人民银行关于质押式回购的有关规定执行。

全国银行间同业拆借中心和中央国债登记结算有限责任公司应根据本公告分别制定资产支持证券质押式回购交易规则和、结算规则，以及质押券追加和置换操作细则，报中国人民银行备案后实施。

首单财务公司金融债将发行

10月15日，中国石化财务有限责任公司（下称中石化财务公司）宣布将发行40亿元金融债。这是中国自1996年发文允许财务公司发债以来的首单财务公司金融债。

这笔金融债将采用三年期固定利率。债券存续期自2007年10月19日至2010年10月18日。由中石化集团提供全额连带责任担保。经联合资信评估有限公司综合评定，本期债券的信用级别为AAA级。

此笔40亿元融资将用于支持中石化集团主业发展和配置中长期资产，改善资产负债结构，弥补扩大内部转账结算所需铺底资金。

根据中石化财务公司投行部人士介绍，目前公司正在就发行做全面准备。将于10月18日起正式发行，至10月22日截止，最后一日为缴款截止日。债券将在全国银行间债券市场公开发行。

中石化财务公司此次发债于10月12日正式获央行批准，成为国内首单

财务公司金融债。

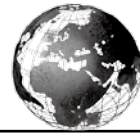
今年4月16日，银监会曾召集十余家财务公司在杭州开会，就财务公司发债征求意见。会上确定，选定一批质地优良的财务公司作为首批发行金融债的试点。据《财经》了解，中国电力财务公司、中石油财务有限责任公司、宝钢财务公司等发行金融债事宜，目前均已获得银监会初步核准，正向央行上报材料，预计也将陆续获得许可。

工行首笔信贷资产支持证券“工元一期”成功发行

2007年10月11日，由中国工商银行发起的工元一期信贷资产支持证券40.2亿元成功发行，其中优先级资产支持证券共37.95亿元，将以簿记建档方式发行；高收益档2.26亿元定向发行，其中80%将由该行自己持有。

优先级资产支持证券中，优先A1级资产支持证券发行额为21亿元，发行利率为4.66%，2010年2月到期；优先A2级资产支持证券发行额为12亿元，利差为65个基点，发行利率为4.52%，2010年8月到期；优先B级资产支持证券发行额为4.95亿元，利差为158个基点，发行利率为5.45%，2011年2月到期。

本期资产支持证券的受托机构为华宝信托投资有限责任公司，主承销商为中信证券股份有限公司，评级机构为联合资信评估有限公司。



评级公告



联合资信评级公告

(截止2007年10月15日)

工商企业评级公告

评级对象	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
铁道部	2001年15亿元15年期企业债	AAA	2001-11-15			2001-12-26	2016-12-25
	2003年30亿元18年期企业债	AAA	2003-08-06			2003-08-25	2010-08-25
	2004年35亿元10年期企业债	AAA	2004-06-20			2004-10-12	2014-10-12
中国航空技术进出口总公司	企业主体长期信用			AA	2007-10-10		
	2002年5亿元7年期企业债	AAA	2002-03-27	AAA	2004-07-10	2002-06-17	2009-06-17
	2006年5亿元10年期企业债	AAA	2006-02-24	AAA	2007-10-10	2006-04-21	2016-04-21
中国远洋运输(集团)总公司	2002年20亿元15年期企业债	AAA	2002-07-09	AAA	2006-06-30	2002-08-29	2017-08-29
	2005年10亿元10年期, 10亿元20年期企业债	AAA	2005-07-22			2005-10-09	2015-10-09 2025-10-09
	企业主体长期信用	AAA	2007-06-26	AAA	2007-03-19		
武汉钢铁(集团)公司	2002年15亿元7年期企业债	AAA	2002-09-05	AAA	2007-06-25	2002-11-05	2009-11-05
	2006年第一期20亿元短期融资券	A-1	2006-08-23	A-1	2007-03-19	2006-09-20	2007-09-22
	2007年第一期30亿元短期融资券	A-1	2007-06-26			2007-09-03	2008-09-03
	企业主体长期信用	AAA	2007-06-26	AAA	2007-03-19		
重庆市城市建设投资公司	2002年15亿元10年期企业债	AAA	2002-09-26	AAA	2007-10-10	2002-12-09	2012-12-09
江苏交通控股有限公司	2002年15亿元15年期企业债	AAA	2002-10-21	AAA	2006-07-03	2002-12-12	2017-12-12
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	2003年10亿元10年期企业债	AAA	2002-12-02	AAA	2007-06-27	2003-01-24	2013-01-23
中国石油天然气股份有限公司	2003年15亿元10年期企业债	AAA	2003-06-13	AAA	2007-08-08	2003-10-28	2013-10-27
	2006年20亿元5年期企业债	AAA	2006-07-18	AAA	2007-08-08	2006-10-23	2011-10-19
江苏悦达集团有限公司	2003年6亿元10年期企业债	AAA	2003-07-28	AA	2007-07-26	2003-11-04	2013-11-04
北京首都旅游集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2006-10-23	AA	2007-06-17		
	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-12-16	AAA	2007-05-23	2004-02-19	2014-02-19
	2006年第一期13亿元短期融资券	A-1	2006-10-23	A-1	2007-06-17	2006-12-19	2007-12-21
中国石油化工股份有限公司	企业主体长期信用	AAA	2007-04-11	AAA	2007-06-25		
	2004年35亿元10年期企业债	AAA	2003-06-13	AAA	2007-06-25	2004-02-24	2014-02-23
	2007年50亿元10年期企业债	AAA	2007-04-11	AAA	2007-06-25	2007-05-10	2017-05-10
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-12-25	AAA	2007-07-30	2004-03-31	2014-03-30
中信国安集团公司	2004年15亿元10年期企业债	AAA	2004-03-20			2004-04-29	2014-04-29
中国长江航运南京长江油运有限公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2003-10-10	AAA	2007-08-06	2004-05-26	2014-05-26
中国国电集团公司	2004年24.44亿元10年期, 15.56亿元15年期企业债	AAA	2004-04-16	AAA	2007-06-27	2004-09-22	2014-09-21 2019-09-21
河南高速公路发展有限责任公司	2004年10亿元10年期企业债	AAA	2004-10-10	AAA	2006-07-17	2004-11-16	2014-11-16
中国海运(集团)总公司	企业主体长期信用	AAA	2007-01-24	AAA	2007-08-13		
	2004年20亿元10年期企业债	AAA	2004-10-25	AAA	2007-08-13	2004-12-02	2014-12-01
	2007年第一期20亿元短期融资券	A-1	2007-01-24	A-1	2007-08-13	2007-02-28	2008-02-29
	2007年第二期30亿元短期融资券	A-1	2007-05-14	A-1	2007-08-13	2007-05-24	2008-05-23
浙江省交通投资集团有限公司	企业主体长期信用	AA+	2006-12-29	AA+	2007-06-28		
	2004年14亿元7年期企业债	AAA	2003-12-18	AAA	2007-06-28	2004-12-14	2011-12-14
	2007年第一期22亿元短期融资券	A-1	2006-12-29			2007-01-09	2008-01-10
	2007年第二期21亿元短期融资券	A-1	2007-08-10			2007-08-17	2008-02-19
中国华润总公司	企业主体长期信用	AAA	2007-05-08	AAA	2006-06-28		
	2005年30亿元10年期企业债	AAA	2005-05-11	AAA	2006-06-28	2005-05-27	2015-05-27
	2006年30亿元15年期企业债	AAA	2006-01-16			2006-03-07	2021-03-07
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-05-08	AAA	2007-06-28	2007-06-11	2017-06-11
广东省交通集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2006-10-20	AA	2007-06-18		
	2005年15亿元15年期企业债	AAA	2005-04-25	AAA	2007-04-18	2005-06-29	2020-06-29
	2006年第一期20亿元短期融资券	A-1	2006-10-20	A-1	2006-06-18	2006-12-20	2007-12-21
北京能源投资(集团)有限公司	企业主体长期信用	AA+	2006-12-28	AA+	2007-07-04		
	2005年15亿元5年期, 5亿元7年期企业债	AAA	2005-06-05	AAA	2007-07-04	2005-07-06	2010-07-06 2012-07-06
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2006-12-28	A-1	2007-07-04	2007-02-14	2008-02-15
四川省投资集团有限责任公司	2005年10亿元10年期, 10亿元15年期企业债	AAA	2005-09-23	AAA	2007-08-06	2005-11-04	2015-11-04 2020-11-04
广西投资(集团)有限公司	2005年10亿元10年期企业债	AAA	2005-06-10	AAA	2007-07-27	2005-12-15	2015-12-15
中国国际贸易中心股份有限公司	2005年10亿元10年期企业债	AAA	2005-10-26	AAA	2007-06-26	2005-12-23	2015-12-23
武汉市城市建设投资开发集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-16				
	2005年10亿元15年期企业债	AAA	2005-10-17	AAA	2006-06-20	2005-12-26	2020-12-26
	2007年6亿元15年期企业债	AAA	2007-04-16			2007-06-27	2022-06-27
河南省建设投资总公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-06				
	2006年10亿元10年期企业债	AAA	2005-12-26	AAA	2007-06-25	2006-01-19	2016-01-19
	2007年5亿元15年期, 15亿元20年期企业债	AAA	2007-04-06			2007-05-17	2022-05-16 2027-05-16

续上表

评级对象	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期
		级别	时间	级别	时间		
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	2006年13亿元10年期企业债	AAA	2006-02-13	AA	2007-06-27	2006-03-21	2016-03-21
中国机械工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2006-11-15	AAA	2006-05-14		
	2007年第一期4亿元短期融资券	A-1	2006-11-15	A-1	2007-05-14	2007-01-11	2008-01-12
云南铝业股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2006-11-20	AA-	2007-05-15		
	2006年第二期3亿元短期融资券	A-1	2006-11-20			2006-12-19	2007-12-20
	2007年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-05-23			2007-06-21	2008-03-18
汉江水利水电(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2006-12-12	AA-	2007-06-12		
	2007年第一期3亿元短期融资券	A-1	2006-12-12			2007-02-08	2008-02-09
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2006-08-22	AA	2007-03-23		
	2006年第二期10亿元短期融资券			A-1	2007-03-23	2006-09-27	2007-09-28
南山集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-17	A+	2007-05-14		
	2006年10亿元10年期企业债	AAA	2006-04-15	AAA	2007-05-14	2006-06-13	2016-06-13
	2007年12亿元短期融资券	A-1	2007-04-17			2007-07-30	2008-07-30
吉林亚泰(集团)有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-05-15				
	2007年第一期3亿元短期融资券	A-1	2007-05-15			2007-06-22	2008-06-24
中国铁路工程总公司	企业主体长期信用	AAA	2006-12-08	AAA	2007-06-06		
	2006年第二期10亿元短期融资券	A-1	2006-12-08	A-1	2007-06-06	2006-12-28	2007-12-28
长春城市开发(集团)有限公司	2006年8亿元10年期企业债	AAA	2006-01-23			2006-07-19	2016-07-19
广东省广晟资产经营有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-02-05				
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-02-05			2007-03-07	2008-09-05
凯诺科技股份有限公司	2006年4.3亿元5年期可转债	AA+	2006-05-31	AA	2007-08-01	2006-08-15	2011-08-15
中储发展股份有限公司	2006年6亿元短期融资券	A-1	2006-05-10	A-1	2007-03-19	2006-09-20	2007-09-22
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2006-08-31				
	2006年第一期12亿元短期融资券	A-1	2006-08-31	A-1	2007-03-19	2006-09-26	2007-09-27
四川美丰化工股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2006-09-28				
	2006年第一期4亿元短期融资券	A-1	2006-05-30	A-1	2007-04-24	2006-10-26	2007-10-30
中国远洋控股股份有限公司	企业主体长期信用	AAA	2006-08-21	AAA	2007-06-13		
	2006年第一期15亿元短期融资券	A-1	2006-07-18	A-1	2007-04-24	2006-10-26	2007-10-27
重庆化医控股(集团)公司	企业主体长期信用	AA-	2006-09-22	AA-	2007-10-10		
	2006年第一期10亿元短期融资券	A-1	2006-09-22	A-1	2007-10-10	2006-10-27	2007-10-31
中国北方机车车辆工业集团公司	2006年5亿元10年期企业债	AAA	2006-08-15	AAA	2007-07-05	2006-11-01	2016-11-01
山东商业集团总公司	企业主体长期信用			AA-	2007-04-30		
	2006年第一期7.7亿元短期融资券	A-1	2006-06-29	A-1	2007-04-30	2006-11-06	2007-11-08
上海振华港口机械(集团)股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2006-09-18	AA+	2007-04-30		
	2006年第一期18亿元短期融资券	A-1	2006-05-29	A-1	2007-04-30	2006-11-06	2007-11-08
厦门国际航空港集团有限公司	2006年第一期5亿元短期融资券	A-1	2006-05-23	A-1	2007-05-11	2006-11-13	2007-11-15
中粮集团有限公司	企业主体长期信用	AAA	2006-09-15	AAA	2007-05-22		
	2006年第一期30亿元中期融资券	A-1	2006-09-15	A-1	2007-05-22	2006-11-23	2007-11-23
	2007年第一期20亿元短期融资券	A-1	2007-07-12			2007-07-26	2008-01-25
	2007年6亿元15年期企业债	AAA	2007-05-15			2007-09-05	2022-09-05
杭州市城市建设资产经营有限公司	企业主体长期信用	AA+	2006-10-18	AA+	2007-05-11		
	2006年第一期10亿元短期融资券	A-1	2006-08-05	A-1	2007-05-23	2006-11-27	2007-11-28
	2006年第二期10亿元短期融资券	A-1	2006-10-23			2006-12-11	2007-12-12
	企业主体长期信用	AA+	2007-06-11				
攀枝花钢铁有限责任公司	2007年第一期10亿元中期融资券	A-1	2007-06-11			2007-06-28	2008-06-28
	企业主体长期信用	AA-	2006-10-27	AA-	2007-04-23		
重庆九龙电力股份有限公司	2006年第二期20亿元短期融资券	A-1	2006-10-27	A-1	2007-05-28	2006-11-30	2007-12-04
	2006年第一期3.4亿元短期融资券	A-1	2006-05-12	A-1	2007-06-04	2006-12-01	2007-12-05
路桥集团国际建设股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2006-12-06	AA-	2007-06-15		
	2006年第二期2.8亿元短期融资券	A-1	2006-12-06	A-1	2007-06-15	2006-12-18	2007-12-19
中铁铁龙集装箱物流股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2006-10-27	A+	2007-06-26		
	2006年第一期3亿元短期融资券	A-1	2006-10-27	A-1	2007-06-26	2006-12-28	2007-12-29
江西铜业股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2006-12-19	AA+	2007-06-27		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2006-12-19	A-1	2007-03-13	2007-01-10	2008-01-11
广东巨轮模具股份有限公司	2007年2亿元5年期可转债	AA	2006-09-08	AA	2007-08-01	2007-01-19	2012-01-07
新疆天富热电股份有限公司	2006年2.8亿元10年期企业债	AA	2006-09-05			2007-03-22	2017-03-22
武汉钢铁股份有限公司	2007年75亿元5年期分离交易可转债	AAA	2007-02-01	AAA	2007-06-25	2007-03-26	2012-03-25
北京京城机电控股有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2006-11-26	AA	2007-05-25		
	2007年第一期7亿元短期融资券	A-1	2006-11-26			2007-01-16	2008-01-17
辽宁供水集团有限责任公司	企业主体长期信用	A	2006-09-05				
	2007年第一期3亿元短期融资券	A-1	2006-08-24			2007-01-23	2008-01-24
中国南山开发(集团)股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2006-11-23	AA+	2007-05-22		
	2007年9.5亿元短期融资券	A-1	2006-11-23			2007-02-14	2008-02-15

续上表

评级对象	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
新疆天业股份有限公司	企业主体长期信用	A	2007-11-08	A	2007-09-30		
	2007年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-11-08	A-1	2007-09-30	2007-03-08	2008-03-11
江苏阳光集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-26	AA-	2007-09-28		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2006-07-03	A-1	2007-09-28	2007-03-14	2008-03-15
	2007年第二期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-26			2007-08-09	2008-08-12
四川长虹电器股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2006-09-18	A+	2007-05-17		
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2006-09-18			2007-03-15	2008-03-18
中国石油化工集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-02-09	AAA	2007-06-25		
	2007年第一期100亿元短期融资券	A-1	2007-02-09	A-1	2007-06-25	2007-03-21	2007-09-20
重庆长安汽车股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-03-16				
	2007年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-03-16			2007-03-22	2008-03-25
海南天然橡胶产业集团股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2006-11-23				
	2007年第一期4亿元短期融资券	A-1	2006-11-23			2007-03-27	2008-03-27
	2007年第二期4亿元短期融资券	A-1	2006-11-23			2007-03-27	2007-12-28
陕西有色金属控股集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA+	2007-01-23	AA+	2007-07-04		
	2007年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-01-23			2007-03-27	2008-03-28
	2007年第二期5亿元短期融资券	A-1	2007-04-02			2007-04-24	2008-04-24
中国昊华化工(集团)总公司	企业主体长期信用	A+	2006-12-29	A+	2007-06-29		
	2007年度15亿元短期融资券	A-1	2006-12-29	A-1	2007-06-29	2007-03-28	2008-03-29
中铁五局(集团)有限公司	企业主体长期信用	AA	2006-09-11	AA-	2007-06-06		
	2007年4.9亿元短期融资券	A-1	2006-08-16			2007-03-30	2008-04-02
广东康美药业股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-03-16	A+	2007-10-10		
	2007年4亿元短期融资券	A-1	2007-03-16	A-1	2007-10-10	2007-04-11	2008-04-11
上海百联集团股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-02-05				
	2007年10亿元短期融资券	A-1	2007-02-05			2007-04-13	2008-04-15
广西玉柴机器股份有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-02-28				
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-02-28			2007-04-16	2008-01-15
南京新港高科技股份有限公司	2007年5亿元短期融资券	A-1	2007-02-09			2007-05-14	2008-05-15
辽宁华锦通达化工股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2006-09-19	A	2007-09-28		
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2006-09-19	A-1	2007-09-28	2007-05-16	2008-02-15
中国兵器工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-04-23				
	2006年12亿元10年期企业债	AAA	2007-04-23			2007-05-24	2017-05-23
无锡市国联发展(集团)有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-02-25				
	2007年第一期8亿元短期融资券	A-1	2007-02-25			2007-06-05	2008-06-05
佛山华新包装股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2006-10-15	A+	2007-01-30		
	2007年4.2亿元短期融资券	A-1	2006-10-15			2007-06-07	2008-06-10
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	AA	2007-04-20				
	2007年12亿元10年期公司债券	AAA	2007-04-20			2007-06-11	2017-06-11
中海集装箱运输股份有限公司	企业主体长期信用	AA+	2007-04-09	AA+	2007-08-13		
	2007年18亿元10年期公司债券	AAA	2007-04-09	AAA	2007-08-13	2007-06-12	2017-06-12
湖南泰格林纸集团有限责任公司企业债券	企业主体长期信用	AA-	2007-04-27				
	2007年8亿元10年期企业债	AA+	2007-04-27			2007-06-14	2017-06-14
中国航天科技集团公司企业债券	企业主体长期信用	AAA	2007-05-20				
	2007年15亿元10年期企业债	AAA	2007-05-20			2007-06-14	2017-06-14
首钢总公司	企业主体长期信用	AA+	2007-05-08				
	2007年度第一期30亿元短期融资券	A-1	2007-05-08			2007-06-14	2008-06-14
青岛国信实业有限公司企业债券	企业主体长期信用	A+	2007-04-02				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-02			2007-06-18	2017-06-18
兖矿集团有限公司	企业主体长期信用	AAA	2007-03-29				
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-03-29			2007-06-22	2008-06-22
	2007年第二期10亿元短期融资券	A-1	2007-08-02			2007-08-28	2008-08-28
邯郸钢铁集团有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-02-12				
	2007年第一期22亿元短期融资券	A-1	2007-02-12			2007-07-02	2008-07-03
三一重工股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-20	A+	2007-10-10		
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-20	AAA	2007-10-10	2007-07-04	2007-07-04
华新水泥股份有限公司	企业主体长期信用	A-	2007-04-18	A-	2007-09-28		
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-04-18	A-1	2007-09-28	2007-07-05	2008-07-04
西宁特钢股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-03-23				
	2007年第一期3.5亿元短期融资券	A-1	2007-03-23			2007-07-06	2008-07-08
	2007年第二期3.5亿元短期融资券	A-1	2007-07-20			2007-08-28	2008-08-28
广东省宜华木业股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-18				
	2007年第一期3.8亿元短期融资券	A-1	2007-06-18			2007-07-06	2008-07-06

续上表

评级对象	评级类别	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
		级别	时间	级别	时间		
厦门建发股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-23				
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-04-23			2007-07-10	2008-07-10
北京首都创业集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-03				
	2007年第一期9亿元短期融资券	A-1	2007-04-03			2007-07-20	2008-07-22
金隆铜业有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-04-28	A+	2007-10-10		
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-04-28	A-1	2007-10-10	2007-07-24	2008-07-24
烟台万华华信合成革有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-05-15				
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-05-15			2007-07-27	2008-07-29
江西高速公路投资发展(控股)有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-04-30				
	2007年15亿元15年期企业债	AAA	2007-04-30			2007-07-30	2017-07-30 2022-07-30
北大方正集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-06-06				
	2007年第一期15亿元短期融资券	A-1	2007-06-06			2007-08-03	2008-08-05
广东省交通集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-25				
	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-04-25			2007-08-07	2017-08-07
淮北矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用	AA	2007-05-24				
	2007年6亿元10年期企业债	AAA	2007-05-24			2007-08-08	2017-08-08
神华集团有限责任公司	企业主体长期信用	AAA	2007-06-27	AAA	2007-10-08		
	2007年20亿元10年期企业债	AAA	2007-06-27	AAA	2007-10-08	2007-08-08	2017-08-08
西安电力机械制造公司	企业主体长期信用	AA	2007-07-05				
	2007年第一期6.5亿元短期融资券	A-1	2007-07-05			2007-08-08	2008-08-09
上虞市交通投资公司	企业主体长期信用	A	2007-05-08				
	2007年8亿元15年期企业债	AAA	2007-05-08			2007-08-09	2022-08-09
江西稀有稀土金属钨业集团公司	企业主体长期信用	A+	2007-06-06				
	2007年度4亿元短期融资券	A-1	2007-06-06			2007-08-20	2008-08-20
安徽山鹰纸业股份公司	2007年4.7亿元5年期可转债	AA-	2007-04-16			2007-09-05	2012-09-05
	企业主体长期信用	AA-	2007-06-07				
宁夏交通投资有限公司	2007年8亿元15年期企业债	AAA	2007-06-07			2007-09-06	2017-09-06 2022-07-30
	企业主体长期信用	A+	2007-05-10	A+	2007-09-28		
三一集团有限公司	2007年8亿元短期融资券	A-1	2007-05-10	A-1	2007-09-28	2007-09-07	2008-09-09
	企业主体长期信用	AA-	2007-06-01				
万向钱潮股份有限公司	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-06-01			2007-09-11	2008-09-12
	企业主体长期信用	AA-	2007-08-08				
常州高新技术产业开发区发展(集团)总公司	2007年10亿元10年期企业债	AAA	2007-08-08			2007-09-13	2017-09-13
	2007年17亿元6年期分离交易可转债	AA+	2007-04-27			2007-09-14	2013-09-13
天津药业集团有限公司	企业主体长期信用	A	2007-05-30				
	2007年度5亿元短期融资券	A-1	2007-05-30			2007-09-20	2008-09-23
安阳钢铁股份有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-07-02				
	2007年8亿元10年期企业债	AAA	2007-07-02			2007-09-21	2017-09-21
深圳市能源集团有限公司	企业主体长期信用	AA	2007-04-28				
	2007年5亿元10年期企业债	AAA	2007-04-28			2007-09-27	2012-09-27 2017-09-27
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-24				
	2007年8亿元10年期企业债	AAA	2007-07-24			2007-09-27	2017-09-27
厦门港务控股集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-07-24				
	2007年第一期10亿元短期融资券	A-1	2007-07-24			2007-10-10	2008-10-10
烟台港集团有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-07-03				
	2007年第一期6亿元短期融资券	A-1	2007-07-03			2007-10-11	2008-10-11
浙江省铁路投资集团有限公司	企业主体长期信用	AA-	2007-05-22				
	2007年12亿元短期融资券	A-1	2007-05-22			2007-10-12	2008-10-14
中国南方工业集团公司	企业主体长期信用	AAA	2007-07-27				
	2007年第一期30亿元短期融资	A-1	2007-07-27			2007-10-15	2008-10-15
宁波杉杉股份有限公司	企业主体长期信用	A+	2007-05-23				
	2007年度5.5亿元短期融资券	A-1	2007-05-23			2007-10-15	2008-10-16
中国黄金集团公司	企业主体长期信用	AA	2007-06-08				
	2007年第一期5亿元短期融资券	A-1	2007-06-08			2007-10-15	2008-10-15

金融机构评级公告

评级对象	证券名称	发行额 (亿元)	首次评级		最新跟踪评级结果		债券发行日期	债券到期日期
			级别	时间	级别	时间		
中国建设银行股份有限公司	2004-2005年第一期中国建设银行次级债券10年期(浮)	38.6	AAA	2004-06-18	AAA	2007-07-04	2004-07-26	2014-08-02
	2004-2005年第一期中国建设银行次级债券10年期(固)	111.4					2004-07-26	2014-08-02
	2004-2005年第二期中国建设银行次级债券10年期(固)	83					2004-09-17	2014-09-22
	2004-2005年第三期中国建设银行次级债券10年期(浮)	60.78					2004-12-21	2014-12-27
	2004-2005年第三期中国建设银行次级债券10年期(固)	106.22					2004-12-21	2014-12-27
招商银行股份有限公司	2005年第一期招商银行金融债券5年期(固)	50	AAA	2005-09-19	AAA	2007-06-28	2005-10-13	2010-10-26
	2005年第一期招商银行金融债券3年期(固)	50					2005-10-13	2008-10-26
兴业银行股份有限公司	2005年兴业银行股份有限公司金融债券3年期(固)	100	AAA	2005-09-07	AAA	2007-07-24	2005-10-25	2008-11-01
	2006年第一期兴业银行股份有限公司金融债券5年期(固)	50					2006-03-31	2011-04-06
	2006年兴业银行混合资本债券15年期(浮)	10	AA-	2006-09-06	AA-	2007-09-03	2006-09-27	2021-09-29
	2006年兴业银行混合资本债券15年期(固)	30					2006-09-27	2021-09-29
	2006年第二期兴业银行金融债券10年期(固)	80	AAA	2006-07-12	AAA	2007-07-24	2006-12-15	2016-12-19
	2006年第二期兴业银行金融债券5年期(固)	80					2006-12-15	2011-12-19
	2007年第一期兴业银行金融债券5年期(浮)	50	AAA	2007-03-16	AAA	2007-07-24	2007-03-27	2012-3-29
	2007年第一期兴业银行金融债券5年期(固)	70					2007-03-27	2012-03-29
2007年第一期兴业银行金融债券3年期(固)	70	2007-03-27					2010-03-29	
华夏银行股份有限公司	2006年华夏银行次级债券10年期(固)	20	AA+	2006-08-16	AA+	2007-07-26	2006-11-08	2016-11-09
	2007年华夏银行混合资本债券15年期(浮)	16	AA-	2007-02-13			2007-06-26	2022-06-27
	2007年华夏银行混合资本债券15年期(固)	24					2007-06-26	2022-06-27
	2007年第一期华夏银行金融债券5年期(浮)	25.6	AAA	2006-12-22			2007-08-21	2012-08-23
	2007年第一期华夏银行金融债券5年期(固)	50.6					2007-08-22	2012-08-23
东莞商业银行	2007年东莞市商业银行股份有限公司次级债券10年期(固)	10	A+	2007-03-08			2007-08-24	2017-08-28
温州市商业银行	2007年温州市商业银行次级债券10年期(固)	5.5	A+	2006-11-28			2007-09-14	2017-09-18

资产支持证券评级公告

发起机构/委托机构	受托机构/发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比	票面利率	信用级别	首次评级	发行时间	到期日
上海浦东发展银行	华宝信托有限责任公司	2007年第一期优先A级资产支持证券	36.38	83%	浮动利率	AAA	2007-08-28	2007-09-11	2010-04-22
		2007年第一期优先B级资产支持证券	3.42	7.8%	浮动利率	A+			2010-04-22
		2007年第一期优先C级资产支持证券	2.5	5.7%	浮动利率	BBB			2010-10-22
		2007年第一期次级资产支持证券	1.53	3.5%	—	NR			2011-01-22
中国工商银行	华宝信托有限责任公司	2007年工元一期优先A1级资产支持证券	21	52.23%	固定利率	AAA	2007-09-24	2007-10-10	2010-02-26
		2007年工元一期优先A2级资产支持证券	12	29.84%	浮动利率	AAA			2010-08-26
		2007年工元一期优先B级资产支持证券	4.95	12.31%	浮动利率	A			2011-02-26
		2007年工元一期次级资产支持证券	2.26	5.62%	—	NR			2012-02-26