

Lianhe Credit Research

APRIL

联合

信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

浅析我国商业银行 资本补充路径

商业银行不良贷款风险化解方式比较分析
2017年度中国债券市场评级质量检验报告

BANK





波斯湾

东南亚

南海

印度洋

南太平洋

联合评级应邀出席 新兴市场评级论坛

2018年3月12日，由土耳其商会及伊斯坦布尔大学联合举办的“新兴市场评级发展论坛”在土耳其首都伊斯坦布尔顺利举行。论坛主要围绕中国债券市场发展与展望、“一带一路”债券以及中国本土评级机构发展等议题进行探讨。土耳其前副总理、伊斯坦布尔商会主席兼伊斯坦布尔商业大学校长Nazim EKEREN先生，土耳其银监会主席Mehmet Ali AKBEN先生，土耳其资本协会主席Ilhami KOÇ先生，土耳其银行业协会执委会主席Hüseyin AYDIN先生，以及伊斯坦布尔商会信用委员会副主席Hasan ERKESİM先生等贵宾出席了论坛，并分别致辞。来自土耳其国内外政府机构、企业和学界的150多名嘉宾出席了论坛。

在论坛上，联合评级副总裁艾仁智博

士以“中国债券市场发展历程与发展经验”为主题进行了发言。艾仁智博士从中国债券市场历史、发展现状、市场开放程度、信用评级、投融资结构分析及评级机构发展经验等方向进行了深入的讲解。她表示，“中国债券市场从零起步，市场规模持续扩大，已达到位居世界第三，积累了丰富的经验”。她同时强调，“中国将不断开展债券市场创新，推出创新券种，促进了评级业务多元化发展，本土评级机构将在未来将加快国际化步伐，向全球投资者提供信用评级服务”。

联合评级国际风险部副总经理丁翔以“一带一路”倡议为主题，对相关项目发展及合作机会进行了详细的介绍及讲解，并重点阐述了“一带一路”债券的特

征及发展趋势。在最后问答环节中，联合评级的代表也详细的为各位来宾提出的问题进行了回答，并分享了创建本土评级机构的经验。

论坛当天，艾仁智博士还接受了彭博（Bloomberg）的采访，就土耳其主权评级及其优势、关注及展望等问题进行了评论。她表示，“受军事政变、民族冲突、难民问题等因素影响，土耳其政治稳定性较差，是其主要的风险来源。但土耳其政府外债水平及政府债务水平较低，财政收入对政府偿付能力有一定的保障。随着国内政局不稳定性逐步消除、外商投资信心增强、土耳其里拉对美元趋稳，未来一段时期内土耳其政府债务及外债偿付能力有望保持稳定。”



主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会 Editorial Committee (按姓氏笔画顺序排列)

万华伟 马文洛 马新疆 王大新 王少波 王丽娟 王明富 艾仁智 卢志怀 田小卫 成斐
朱海峰 任红 庄园 刘文良 刘洪涛 刘艳 刘莉婕 刘晓亮 刘晓滢 刘强 刘睿
杜洲 李小建 李丹 李为峰 李国华 李信宏 李振宇 吴金善 吴冷 余雷 张文选
张驰 张丽 张连娜 张学群 张莉 陈雅丽 邵立强 林光美 林青 罗伟成 周旭
周晓辉 金磊 屈晓灿 孟悦 郑飞 贺苏凝 赵东方 秦永庆 聂逆 顾洪良 高宇欣
高景楠 郭其阳 郭蕾 黄静雯 常丽娟 梁涛 葛成东 蒋建国 韩夷 景雪 谢凌艳
谭宝坪 魏凯

编委会主任 Managing Director
王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief
李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor
刘沛伦 Liu Peilun

美术编辑 Art Editor
谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228
网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

工商企业信用评级 Corporate Credit Rating

北京	上海
谭宝坪 Tan Baoping	成斐 Cheng Fei
电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8859 18701336349	电话 (Tel): (8621) 2312 7602 13917320804
邮箱 (Email): tanbp@lhratings.com	邮箱 (Email): chengfei@lhratings.com
李泽堃 Li ZeKun	卢志怀 Lu Zhihuai
电话 (TEL): (010) 8517 2818 13911994971	电话 (Tel): (021) 5067 0377 15901723400
邮箱 (Email): lizk@unitedratings.com.cn	邮箱 (Email): luzh@lhratings.com
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层	地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路479号上海中心大厦3401
Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022	Address: 3401, Shanghai Tower, 479, Lujiazuihuanlu Street, Shanghai 200120

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

孟悦 Meng Yue	贾二柳 Jia Erliu
电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8887 13910920592	电话 (Tel): (010) 8517 2818-8109 18610979862
邮箱 (Email): mengyue@lhratings.com	邮箱 (Email): jiaerliu@unitedratings.com.cn
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层	
Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022	

Contents

2018 APRIL

目录

特别策划 Feature

- 1** 浅析我国商业银行资本补充路径
张煜乾 葛成东
- 6** 商业银行不良贷款风险化解方式比较分析
秦永庆
- 10** 县域农村商业银行供给侧改革分析
胡健 孔宁 寇妙融

宏观研究 Macroeconomic Research

- 14** 2017年中国宏观经济回顾与2018年展望
王晨 夏妍妍 刘艳
- 25** 祖马辞职结束南非混乱政局 经济及财政状况有望改善
李为峰 张强

行业研究 Industry Research

- 26** 2017年网络游戏行业研究报告
李同斌
- 33** 地方炼油行业研究报告
常启睿 付晓林 刘艳婷
- 41** 供给侧改革后造纸行业信用分化将明显增大
蒲雅修 高佳悦
- 42** 浅谈煤炭去产能
常启睿

债券市场 Bond Market

- 44** 2017年度债券市场发展报告
李振宇 刘沛伦 夏妍妍 刘艳
- 52** 2018年债券市场发展基调确定
研究部
- 54** 地方政府债与城投债2017年市场回顾及展望
赵传第 杨明奇 赵起峰 厉剑
- 60** 2017年商业地产证券化市场回顾与展望
高鑫磊
- 63** 2017年度绿色债券运行报告
林青 刘沛伦 罗润方
- 68** 完善交易所“一带一路”债券融资机制, 推动债市双向开放
胡乾慧
- 70** 沙迦与菲律宾先后发行主权熊猫债
主权部

评级表现 Credit Rating Performance

- 71** 2017年度中国债券市场评级质量检验报告
王自迪 郝帅

- 75** 2017年度资产支持证券利差分析报告
邓博文

- 78** 违约案列

报告选编 Selected Credit Rating Report

- 80** Credit Rating Report on Ford Motor Finance (China) Co., Ltd. 2018-1 Financial Bond
Lang Lang, Lu Sinan
- 81** Credit Rating Report on Zhonghai Real Estate Group Co., Ltd. 2018-1 Medium -Term Note
Fu Xiaolin, Jiang Yutong, Liu Sisi
- 82** Credit Rating Report on Shanghai Yixin Financial Leasing Co., Ltd. 2018-2 Asset-backed Notes (ABN)
Wang Huan, Han Liting, Feng Xueying

政策资讯 Policy & Information

- 83** 政策指南
- 85** 市场动向

市场数据 Market Data

- 87** 债券发行利率走势
- 89** 宏观经济及债券市场数据

评级公告 Credit Rating Announcement

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

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 5** 关于资本补充债券的一些基本知识



联合资信



联合评级

浅析我国商业银行资本补充路径

文 | 联合资信评估有限公司 张煜乾 葛成东

一、引言

2018年2月,央行发布《中国人民银行(2018)第3号》公告,对银行业金融机构发行资本补充债券的行为进行规范,核心内容涉及债券定义、发行条件、债项条款、信息披露以及资本补充工具创新等方面。同年3月,一行三会外管局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》,明确支持商业银行探索资本工具创新和拓宽资本工具发行渠道,在制度法规层面,为商业银行发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券和总损失吸收能力债务工具等资本工具创造有利条件。在内源性资本积累效应减弱、资本对业务发展约束加强以及监管资本最低要求提升的背景下,上述政策的出台无疑对商业银行缓解资本补充压力提供了新的解决思路。

二、我国银行业资本管理情况

自09年正式成为巴塞尔委员会成员以来,我国监管机构参照巴塞尔资本协定,结合国内银行业经营模式和发展特点,对商业银行资本管理问题进行规范。2012年6月,银监会发布《商业银行资本管理办法(试行)》(以下简称“新资本管理办法”),将以往银行的核心资本和附属资本变更为核心一级资本、其他一级资本和二级资本等三个层次。其中,核心一级资本是商业银行在持续经营条件下,无条件用来吸收损失的资本工具,其偿还顺位排在所有融资工具之后;其他一级资本是指永久性的,没有到期日、没有

利率跳升(step-ups)及其他赎回激励的资本工具,本金和收益都应在银行持续经营下参与吸收损失,其受偿顺序排在存款人、一般债权人和银行次级债务之后;二级资本是指在银行破产清算条件下用于吸收损失的资本工具,其偿还顺序位于存款人和一般债权人之后,不可含有利率跳升和赎回激励类条款,且只有在银行进入破产清算环节,债权人方可要求提前偿付未到期债务。

按照上述各层级资本定义标准,我国商业银行核心一级资本包括实收资本和普通股、资本公积、盈余公积、一般风险准备、未分配利润和少数股东资本可计入部分;其他一级资本包括其他一级资本工具及其溢价、少数股东资本可计入部分;二级资本包括二级资本工具及溢价和超额贷款损失准备。对比2004年发布的《商业银行资本充足率管理办法》中包含的各类资本补充工具,监管机构将原属于附属资本的优先股和可转换债券纳入一级资本补充工具范围,同时次级债和混合资本债由于不含有减记或转股条款被排除在合格二级资本工具的范围之外。随着银监会《关于商业银行资本工具创新的指导意见》的出台,发行包含减记条款或转股条款的二级资本工具逐步取代次级债和混合资本债券成为监管机构鼓励的补充资本的非普通股新型资本工具。至此,我国商业银行基本形成了以利润留存和发行普通股补充核心一级资本、以发行优先股补充其他一级资本和以发行二级资本债券补充二级资本的多元化资本补充方式。

相较而言,利润留存为商业银行长效资本补充机制,但这种内源性资本积累

一般较难满足业务持续发展以及监管对资本的要求;普通股和优先股的发行能够极大满足商业银行对一级资本的需求,但面临审批流程较长、发行条件相对严格等问题。综合考虑监管资本要求以及发行效率等因素,大部分商业银行尤其是非上市商业银行更倾向通过发行二级资本债的方式满足资本补充的迫切需求,这也导致我国商业银行整体资本状况处于充足水平,但资本结构相对失衡,即二级资本较厚而其他一级资本补充渠道较少,整体一级资本偏薄。

按照新资本管理办法规定,商业银行资本充足率监管要求包括最低资本要求、储备资本和逆周期资本要求、系统重要性银行附加资本要求和第二支柱资本要求。除第二支柱资本要求外,其余资本要求明确规定由核心一级资本来满足。参照银监会设置的2013-2018年过渡期间最低资本要求,至2018年末我国系统重要性银行资本充足率最低要求应满足11.50%,一级资本充足率最低9.50%,核心一级资本充足率最低8.50%;其他银行资本充足率最低要求应满足10.50%,一级资本充足率最低8.50%,核心一级资本充足率最低7.50%。在监管最低资本要求不断提升以及未来表外资产转表内增加资本消耗压力的背景下,我国商业银行亟待拓宽创新资本补充渠道,优化资本结构以提升资本质量,从而提高抗风险能力。

三、新监管规则下的资本补充

2014年,金融稳定理事会(FSB)发布了《处置中的全球系统重要性银行

损失吸收能力充足性(征求意见稿)》，初步确定了总损失吸收能力(TLAC)的框架。2015年，二十国集团出台了《处置中的全球系统重要性银行损失吸收和资本结构调整能力的原则》，就TLAC的具体标准达成一致，并确定了该规则将于2019年1月1日起正式实施。简而言之，TLAC针对全球系统重要性银行(G-SIBs)在进入处置程序时，能通过将无担保或者无保险的负债进行减记或转股以实现损失吸收的各种资本或债务工具的总和。TLAC旨在通过“内部纾困”化解风险，而不是通过“外部援助”。

与巴塞尔协议相比，TLAC在监管上对“大而不倒”类金融机构提出了更高的要求，分别从最低TLAC要求和最低杠杆率要求对G-SIBs进行监管。一方面要求G-SIBs保留相当规模的缓冲资本以吸收损失，2019年起，最低TLAC要求不得低于处置集团风险加权资产的16%，2022年起上升至18%；另一方面在杠杆率上，TLAC不得低于巴塞尔协议III杠杆率所需资本的2倍。从监管目标上来看，由于主要针对大型金融机构，TLAC能够更有效的防止金融恐慌的蔓延。

TLAC框架提出了G-SIBs需具备总损失吸收能力合格工具，必须可支付、无担保，且剩余期限不得少于一年，不能有赎回激励条款；同时为了保证G-SIBs在进入处置程序后有充足的吸收损失能力，债务资本工具形式的TLAC工具以及不属于监管资本的其他合格工具不能少于最低TLAC要求的33%。随着TLAC实行期限的倒计时，大型银行在TLAC债务工具发行和创新上将大规模启动。

鉴于TLAC将于2019年起开始实施，为提高我国银行金融机构资本的损失吸收能力，人行于2018年2月发布公告第3号文(以下简称“公告”)，就银行业金融机构发行资本补充债券进行了规范。公告指出银行发行的资本补充债券当触发事件发

生时，可以实施减记，也可以实施转股；并鼓励银行业金融机构发行具有创新损失吸收机制或触发事件的新型资本补充债券。3月，人行、银监会、保监会、证监会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，进一步强调推动商业银行资本工具创新，拓宽银行资本补充渠道，提升银行业应对外部冲击的能力；增加资本工具种类，在原有优先股和减记型二级资本债的基础上，为商业银行发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券、含定期转股条款资本债券和TLAC债券工具等资本工具创造有利条件，其中无固定期限资本债券填补了我国商业银行利用债务性资本工具补充其他一级资本方式的空白。

四、国际商业银行资本补充渠道

目前，国际银行业主要资本补充渠道有以下几种：

普通股

根据《巴塞尔协议III》监管资本定义，商业银行核心一级资本补充主要来源于普通股以及发行普通股时所产生的股本溢价。由于目前国际和国内主要商业银行的股份制属性，因此在核心一级资本补充方面，各类银行更多的采用引入战略投资者、对原股东进行定向增资或以配股等方式去完成。

对于我国大型商业银行，在最初股份制改造过程中，通过中央汇金注资以及后期引入战略投资者，并在A股和H股资本市场上市，有效的提升了自身的资本充足率。随着资本市场的开放升级，股份制商业银行和部分业绩表现优良的城商行和农商行陆续在资本市场登陆，对于此类银行资本实力提升起到了有力支持。就上市银行而言，其核心一级资本补充渠道较多，上市后可通过配股和定增

等方式补充核心一级资本。而对于我国大部分未上市的城商行和农商行而言，其核心一级资本补充目前更多依赖引入战略投资者、股东增资以及利润转增等方式。近年来，由于我国银行业净息差持续收窄，利润增长承压，内生性资本补充能力减弱；同时“强监管”背景下，表外业务回表压力大，资本消耗将加快，面对双重压力，对于整体银行业来说资本补充将成为重中之重，尤其对于未上市中小银行来说，其核心资本补充渠道较为有限，需要寻求有效的资本补充工具。

AT1债券

在巴塞尔协议对商业银行资本充足率提出更高要求的背景下，商业银行为提高其他一级资本(AT1)充足率而发行AT1债券，其受偿顺序优先于普通股，排在存款人、一般债权人以及二级资本工具持有人之后。当核心一级资本充足率低于5.125%时，则触发AT1债券转股或减记的触发条件，以达到为银行吸收损失的目的。作为对其他一级资本的补充工具，AT1债券是补充其他一级资本的总称，当其只设置转股条款时，通常可将其认为是优先股，即股性的体现；当其设置了转股或减记条款时，则认为是应急可转债(即COCO债)。

1、优先股

优先股是一种属性介于股和债之间的混合资本工具，其在收益分配顺序上先于普通股，风险相对较低；但其参与公司决策和管理等权利受限。根据属性和其偿还顺位，金融机构多以优先股补充自身其他一级资本。在2008年金融危机期间，作为美国最大的保险公司和金融机构之一的AIG亏损数额巨大。为拯救AIG，防止其破产带来的恐慌蔓延，美国财政部和美联储大规模对其注资，其中就包含400亿美元购买的优先股，在补充资本金的同时也防止国家资本对其正常经营造成干预。

2014年3月,我国证监会发布了《优先股试点管理办法》;2014年4月,银监会和证监会联合发布《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见》(以下简称“指导意见”)。根据指导意见商业银行不得发行附有回售条款的优先股,并应设置在触发条件发生时强制转为普通股条款。自此,我国商业银行优先股陆续发行,其他一级资本补充渠道得到完善(见图1)。

从目前已发行优先股的商业银行情况来看,国有大型银行和股份制银行是优先股发行的主力,根据兴业研究统计这两类银行占优先股发行总额的85%,其余主要为城商行。根据优先股发行条款,目前市场上优先股均设置了当核心一级资本充足率下降至5.125%(或以下)时,

将其全部或部分转为普通股;当二级资本工具触发事件发生时将其全额转为普通股的转股条款(见表1)。受偿还顺位以及转股条款等影响,江苏银行、南京银行和杭州银行发行的优先股级别较主体级别低两个子级。

目前,由于优先股审批需经过银监会和证监会,整体审批流程较长,在商业银行急需补充一级资本的情况下,较长的审批流程对其资本补充形成一定压力。因此我国商业银行发行优先股的整体数量还较少,该资本工具尚未得到大范围应用。

2、CoCo债

CoCo债(contingent convertible bond)是由商业银行发行的应急可转债,

根据CoCo债的债券性质,其属于永续债的一种,当商业银行资本充足率低于约定值(一般为5.125%),或市场价值低于一定值时,则商业银行可以强制将CoCo债转为普通股或进行本金减记,因此CoCo债属于风险较高的金融债券。

结合国际商业银行发行的AT1债券案例(见表2),AT1债券普遍设置了无到期日、无担保、不含利率跳升机制、发行人有权取消利息支付、满足期限要求后可赎回以及具有吸收损失机制等基本条款,上述基本条款与我国在新资本管理办法中制定的非普通股新型资本工具认定标准基本一致,伴随监管机构打开新型资本补充工具阀门,无固定期限资本债券有望弥补我国AT1债券的空白。

2016年初,受欧洲银行体系基本面走弱影响,德意志银行当年公布年报数据呈现巨额亏损,市场预期德意志银行可能无法兑付其发行的CoCo债利息,因此投资者开始抛售CoCo债,导致整个CoCo债市场陷入瘫痪。从危机本身可以看出,CoCo债最初以吸收银行损失,为银行提供缓冲垫的作用并未实现,相反其充当了危机传导的导火索作用。与欧洲银行发行的CoCo债相比,我国商业银行目前主要以优先股发行为主。考虑到我国商业银行目前较高的资本充足率,以及较减记条款更为温和的转股条款,在安全性上来说,我国商业银行优先股具有更高的安全性。

图1: A股上市银行优先股募集资金统计 单位: 亿元



数据来源: Wind

表1: 杭州银行股份有限公司拟发行优先股主要条款

发行规模	拟发行1亿股,募集资金总额不超过100亿元
存续期	无到期日
募集资金用途	补充一级资本,提高公司资本充足率
股息率	股息率不高于公司近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率;包括基准利率和固定溢价两个部分
股息累积方式	不可累积
强制转股条款	当其他一级资本工具触发事件发生时,即核心一级资本充足率降至5.125%(或以下)时,公司有权在无需获得优先股股东同意的情况下将本次优先股按照票面金额全额或部分转为A股普通股,并使得公司的核心一级资本充足率恢复到5.125%以上。 当二级资本工具触发事件发生时,公司有权在无需获得优先股股东同意的情况下将届时已发行且存续的本次优先股按照票面金额和强制转股价格全部转为A股普通股。
有条件赎回条款	自本次优先股发行结束之日起5年后,经银监会事先批准,公司有权于每年的付息日赎回全部或部分优先股,公司行使赎回权需要符合以下要求之一: 公司使用同等或更高质量的资本工具替换被赎回的本次优先股,并且只有在收入能力具备可持续性的条件下才能实现资本工具的替换; 公司行使赎回权后的资本水平仍明显高于银监会规定的监管资本要求

资料来源:杭州银行股份有限公司非公开发行优先股募集说明书,联合资信整理。

二级资本债券

二级资本债是补充商业银行二级资本的重要资本工具，其偿还顺位列于商业银行其他负债之后，先于银行股权资本一级AT1债券，属于破产清算资本。近年来，随着银行盈利能力下降，内生资本补充承压，商业银行以发行二级资本债券进行资本补充的需求越来越大。从发行条款角度来看，二级资本债的次级条款和减记条款尤为重要。所谓次级条款，即二级资本债券偿付顺位较为靠后；而减记条款即在触发事件发生时，二级资本债发行人无需经债券持有人同意，对债券本金进行全额减记，在未来任何阶段将不再恢复。与之前银行发行的次级债不同，二级资本债券在发行条款上均含“减记条款”，因此二级资本债券更加符合监管资本工具的要求，当银行陷入危机之时，二级资本债券在一定程度上为银行提供了缓冲垫。

对于我国商业银行而言，二级资本债券是补充二级资本最为行之有效的方法，尤其是对对于资本补充手段相对较弱的城商行和农商行而言。根据兴业研究统计，截至2017年末，市场累计发行475支二级资本债，发行主体共计250家，其中发行主体中城商行和农商行分别有96家和111家。

商业银行可转债

2013年，民生银行发行我国首单商业银行可转债，但随之进入漫长“冬歇期”，整体发行规模较少。2017年，我国商业银行可转债市场转暖，多家上市银行相继宣布拟发行可转债融资，以股份制银行和农商行为主。根据目前已发行可转债发行条款，相较于普通金融债券，商业银行可转债赋予投资者在规定时间内按转股价将债券转化为公司股票，即商业银行可转债转股后可直接补充一级资本。此外，商业银行可转债设置了赎回和回售条款。对于有条件赎回条款，即当发行人股价在一定交易日内出现高于转股价一定比例时，债券发行人有权按照规定价格赎回可转债，商业银行一般会设置较低的赎回价格，以促进债券持有人转股；对于回售条款，其主动权掌握在债券持有人手中，当发行人股价在一定交易日内出现低于转股价一定比例时，债券持有人有权按照约定价格将可转债回售银行。

由于可转债的转债主动权在债券持有人手中，投资人投资热情较高，融资能力较强。对于银行而言，希望通过可转债补充资本，但从可转债属性来看，虽然其具有较强的股性，但由于目前银行发行的可转债并没有次级条款，所以其无法计入

二级资本，只有当其转股完成时，方能计入一级资本；另一方面，可转债转股周期较长，对于急需补充资本的商业银行而言无法满足其资本补充要求；其次，由于商业银行可转债转股权在债券持有人手中，而非银行自身可控，债券持有人是否转股取决于发行人股票在市场的表现，若其股价持续低迷则其转股将难以实现，故其补充一级资本存在一定的不确定性。随着监管对于创新资本补充工具的积极支持，未来附加次级条款的可转债有望成为银行资本补充的重要渠道。

综上，从我国商业银行现使用资本补充工具来看，优先股和二级资本债券对一级和二级资本补充效果较好，但同时值得注意的是优先股的主要发行人是国有大型商业银行、股份制商业银行以及实力强的上市商业银行，范围相对较小，且审批流程较长，对于中小商业银行以及亟待资本补充的银行来说并不是最佳解决方案。二级资本债券目前使用范围最广，大至国有大型商业银行，小至农商行都可以依据自身资本情况发行减记型二级资本债券，但由于减记型二级资本债券仅能补充二级资本，对于一级资本承压的银行来说只能通过寻求其他AT1类资本工具进行补充。就近日接连发文推动资本工具创新

表2：德意志银行AT1债券基本条款

发行规模	17.5亿欧元
担保	无担保
期限	无到期日
票面利率	发行日至首个赎回日为6%，在首个可赎回日及其后每5年重置为5年期欧元互换利率加初始信用利差
票息取消	在付息日，发行人有权决定是否取消利息或其中部分利息； 在以下情况发生时，发行人应强制取消利息或其中部分利息： (1) 当前财年发行人就其他一级资本工具支付的款项超过可分配款项 (2) 监管部门要求发行人取消利息
赎回	发行人在首个赎回日或其后每5年有权决定是否赎回（全部或部分） 由于监管原因，本债券不再适合被当做其他一级资本补充工具，发行人在任何时候有权决定是否赎回（全部或部分） 由于税收原因，关于本债券税收条款的变化对发行人带来重大不利影响，发行人在任何时候有权决定是否赎回（全部或部分）
吸收损失机制	当发行人核心一级资本充足率降至5.125%，暂时减记本金（全部或部分），已使其恢复到5.125%，利息计算以减记后的本金为基础。在其后的财年发行人可以调增本金，如果相应财年有盈利且增加本金不会引发财年亏损，调增本金并不优先于发行人派股息及对核心一级资本工具派息

资料来源：中银国际证券。

来看，转股型二级资本债券以及永续债券或将成为今后银行资本补充的重要手段之一。鉴于此前欧洲市场CoCo债风险传导问题，我国在转股型二级资本债券发行条款上需要进一步优化，一方面需要发行制度的完善，另一方面在债券品种设计上需要满足TLAC资本工具要求，也需要防止在银行发生风险时通过债券市场将风险快速传递的可能。

对于永续债，作为混合资本工具，在本次发文中有所提及，虽然海外市场发行较多，但是国内金融机构尚未发行过。永续债发行不设定到期日，受偿顺位排在存

款、一般债权人和次级债务之后，理论上应该同优先股受偿顺位类似。因此永续债可以用来补充银行一级资本，作为合格的TLAC资本工具，可以设计为减记型也可以设计为转股型，通过这两种方式，使得银行在一级资本充足率下降至危险水平时得到及时缓解。

随着我国金融监管力度加强，去杠杆、去通道以及资产管理业务的规范化，我国商业银行表外业务将逐步回表，以往影子银行业务将面临压缩，表外不良回表规模将有所上升，因此资本管理压力将有所上升。因此我国商业银行需要借助资本

补充工具进行资本充足率提升，强化自身风险抵抗能力，在二级资本不断提升的同时，也需要拓宽一级资本补充渠道，尤其是针对中小商业银行而言，一级资本工具创新亟待解决。同时我们也需要关注，从国外资本补充手段来看，一些附加转股条款的债券在危机真正来临之时，抵御风险能力被高估，因此我国商业银行在资本工具创新之时，更需要加强自身整体风险管理水平，特别是对于经济金融发展现阶段的信用风险和流动性风险抵御管理能力的提升。///

评级小贴士

资本补充债券的基本知识

什么是资本补充债券？

资本补充债券是指银行业金融机构为满足资本监管要求而发行的、对特定触发事件下债券偿付事宜作出约定的金融债券，包括但不限于无固定期限资本债券和二级资本债券。当触发事件发生时，资本补充债券可以实施减记，也可以实施转股。

银行业金融机构发行资本补充债券应满足哪些条件？

一是具有完善的公司治理机制；二是偿债能力良好，且成立满3年；三是经营稳健，资产结构符合行业特征，以服务实体经济为导向，遵守国家产业政策和信贷政策；四是满足宏观审慎管理要求，且主要金融监管指标符合监管部门的有关规定。

资本补充债券的作用有哪些？

一是可以提高银行的资本充足率，满足资本监管要求；二是可以解决长期资金的来源问题，促进业务和资产规模扩张，提升公司效益；三是可以优化资本结构，提高资本损失吸收能力，增强风险抵御能力。

资本补充债券存续期间有哪些信息披露要求？

资本补充债券存续期间，发行人应按季度披露信息，充分、及时披露资本补充债券相关信息，真实、准确、完整地揭示资本补充债券特有风险，包括但不限于次级性风险、减记损失风险、转股风险。发行人或投资人可聘请信用评级机构对资本补充债券进行信用评级。

资料来源：中国人民银行公告〔2018〕第3号，2018年2月27日

商业银行不良贷款风险化解方式比较分析

文 | 联合资信评估有限公司 秦永庆

近年来,受国内宏观经济增速放缓、供给侧结构调整等因素影响,商业银行不良贷款率不断攀升,全国商业银行平均不良贷款率由2012年末的0.95%上升至2016年末的1.74%。从不良贷款余额看,2016年末我国商业银行不良贷款余额15122亿元,而2012年末这一数字仅为4929亿元。随着不良资产规模的快速增长,不良资产问题已经明显阻碍商业银行发展,进而影响到我国的金融稳定。

我国商业银行大多由城市、农村信用社改制发展而来,历史上曾有过大量的不良资产包袱,经过不同阶段大规模化解后,商业银行不良贷款率大幅下降至正常水平。本文将对上一轮商业银行不良资产集中处置方式进行分类比较,并探讨当前市场状况下不良贷款处置的途径。

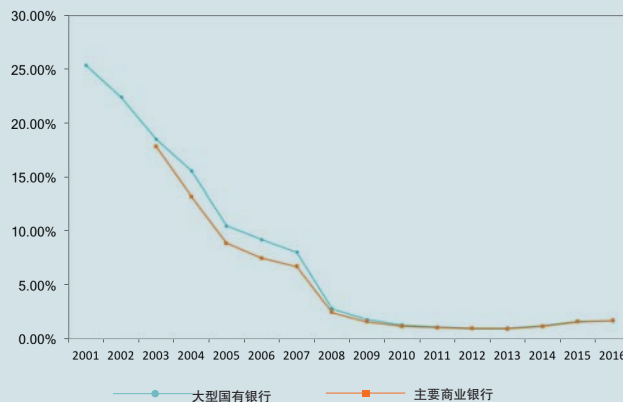
一、国有大型商业银行不良资产处置方式

国有大型商业银行不良资产的批量处置主要集中在1999年~2008年。为处置国有

大型商业银行不良资产,财政部于1999年先后成立中国信达资产管理公司(以下简称“中国信达”)、中国东方资产管理公司(以下简称“中国东方”)、中国华融资产管理公司(以下简称“中国华融”)和中国长城资产管理公司(以下简称“中国长城”)四大资产管理公司,负责收购、管理和处置国有大型商业银行的不良资产。四大资产管理公司成立后共进行了4次大规模的不良资产接收,见表1。

经过上述几轮大规模的资产处置,加之通过自身常规处置方式对不良资产的化解,大型国有银行不良贷款率大幅下降,资产质量得到显著改善。截至2008年末,大型国有银行不良贷款率为2.81%,而2001年末高达25.36%。此后,国有大型商业银行不良贷款率不断下降,直至2012年以来随着宏观经济下行,不良贷款率有了反弹的趋势。

图1 2000—2016年末大型国有银行及主要商业银行不良贷款率变化情况



注:大型国有银行包括工、农、中、建、交五家国有大型银行;主要商业银行为大型国有银行和股份制商业银行
数据来源:银监会及中国人民银行网站

表1 1999—2008年国有大型商业银行不良资产剥离情况

时间	银行	处置过程
1999—2000年	中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行	四大国有银行向四大资产管理公司剥离不良资产1.39万亿元,以账面价值估价
2004年	中国银行、中国建设银行、交通银行	中国银行、中国建设银行向中国信达剥离可疑类贷款2787亿元;中国银行、中国建设银行及交通银行委托中国东方和中国信达处置2644亿元损失类贷款
2005年	中国工商银行	2005年5月,工行按拨备前原账面价值向中国华融出售损失类信贷资产及非信贷资产共计2460亿元;同年6月,与四大资产管理公司签署协议,转让可疑类贷款共计4590亿元,四大资产管理公司以无追索权基准,按照拨备前原账面价值收购上述可疑类贷款
2008年	中国农业银行	农行按照2007年末账面原值剥离不良资产8156.95亿元,其中贷款7667.68亿元,非信贷资产489.27亿元,置换原向中国人民银行借款1506.02亿元,差额确认为应收财政部款项6650.93亿元,根据《财政部关于中国农业银行不良资产剥离的有关问题的通知》,该款项分15年偿还。截至2016年末,该项余额为2720.23亿元

资料来源:工农中建及四大AMC年报

二、股份制及区域性商业银行不良资产处置分析

我国商业银行大多由城市信用社和农村信用社改制而来，改制前曾承担较多的政策任务，历史上曾积累了大量的不良资产，通常需要通过集中批量转让或大规模资产置换的方式得以化解。但2012年以来，在宏观经济下行的影响下整体银行业不良贷款率呈现上升趋势，而不同区域的商业银行资产质量呈现较大的差异，其中东北地区商业银行不良贷款率最高，吉林省2016年末不良贷款率高达3.85%，这一数字在2017年继续呈现扩大趋势，而东部和南部的发达地区不良贷款率最低，2016年末上海和深圳的不良贷款率分别为0.68%和1.07%。

东北样本

锦州银行：政府出资进行资产置换

锦州银行股份有限公司（以下简称“锦州银行”）成立于1997年1月，由锦州市15家城市信用社和锦州市城市信用合作社联社整体改制而成，设立时名称为锦州城市合作银行股份有限公司，2008年4月更名为锦州银行股份有限公司。2015年12月，锦州银行在香港联合交易所挂牌上市。

2005年以前，锦州银行由于历史原因拥有较大规模的不良资产，不良贷款

率处于较高水平，2005年末不良贷款率为8.43%。为解决锦州银行历史包袱，锦州市政府出台了《锦州市政府支持市商业银行化解不良资产方案》，根据该方案，锦州市政府将包括动物园、古塔公园、凌河公园、儿童公园、南站广场、凌河南大桥、凌川大桥、凌河西大桥等资产所有权划拨给锦州市万通资产管理公司（以下简称“万通资产”），同时万通资产将该等资产与锦州市商业银行进行不良资产置换，万通资产对置换的不良资产进行日常工作。

根据规定，上述由锦州市政府拨入的资产经营期限暂定为20至30年，以便逐年进行摊销，摊销完毕之后，锦州市商业银行将无形资产科目中的资产归还政府。实际上，此次不良资产置换是将相关的不良贷款核销转变为无形资产的摊销，使不良贷款余额减少，不良贷款率下降。

2007年，锦州市人民政府对锦州银行无形资产处置有关问题进行了批复（锦政发〔2007〕60号），决定由锦州市城投公司出资7.94亿元购买锦州市万通资产持有的上述资产，并由万通公司将上述款项支付给锦州银行。2007年末，在政府支持下，锦州银行一次性将账面价值为7.94亿元的历史遗留不良资产等额出售，其信贷资产质量得以显著改善，与此同时锦州银行严控新增信贷风险，截至2008年末，锦州银行不良贷款降至2.97%。

大连银行：中国东方注资购买不良

大连银行股份有限公司前身是成立于1998年3月的大连市商业银行，2007年更名为大连银行股份有限公司（以下简称“大连银行”）。2013年~2014年，受宏观经济下行影响，大连银行部分客户陷入债务危机，使得大连银行资产质量迅速恶化。截至2014年末，大连银行不良贷款率达5.59%，拨备覆盖率和资本充足率分别降至93.38%和6.90%，拨备和资本已明显不足。

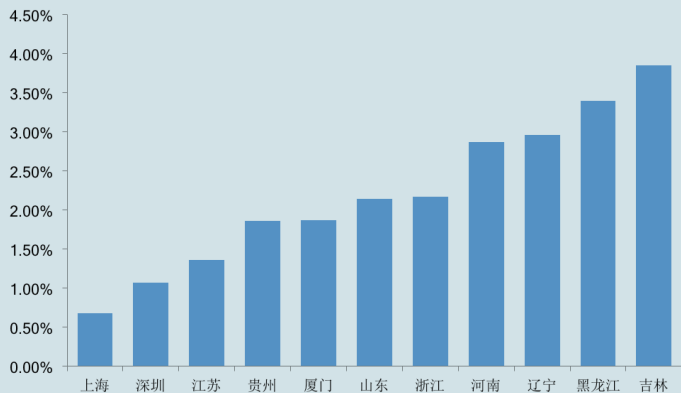
2015年，大连银行引入战略投资者中国东方资产管理股份有限公司（以下简称“中国东方”）。2015年5月，大连银行与中国东方签署《大连银行引入战略投资者暨增资扩股协议》及附属协议，并于2015年11月和2016年1月签署了补充协议。根据以上协议，中国东方向大连银行注资150亿元，其中88亿元用于认购大连银行向其定向增发的27亿股，剩余资金购买大连银行向其打包出售的高风险资产。2015年11月，大连银行向中国东方转让标的金额为29.17亿元的资产包债权；2016年12月，大连银行向中国东方转让标的债权金额分别为18.29亿元和95.66亿元的资产包债权。经过上述资产转让，加上自身现金催收、诉讼追偿、以物抵债等方式化解不良贷款，大连银行不良贷款率和资产减值损失大幅下降，资本充足率大幅提升。截至2016年末，中国东方持有大连银行股份50.29%；大连银行不良贷款率2.53%，拨备覆盖率150.27%，资本充足率10.96%。

中部样本

长沙银行：政府进行资产置换并主导无形资产转让

长沙银行股份有限公司（以下简称“长沙银行”）是1997年8月在原长沙市14家城市信用社基础上组建成立的股份制城市商业银行。2003年，为解决长沙银行历史遗留的不良资产问题，长沙市政府将会展中心、商场、宾馆、地下车库等物业类资产产权与长沙银行进行资产置换，长沙银行将历史形成的8亿元不良资产剥离并交给市政府。通过上述不良资产置换，以及持续的积极清收、集中打包出售、核销等措施，长沙银行不良贷款率大幅度下降，截至2008年末不良贷

图2 2016年末全国部分省市不良贷款率



数据来源：各地银监局

款率降至1.98%。

2009年12月,在当地政府的主导下,长沙银行就该置换资产与长沙先导投资控股有限公司签订了《物业转让协议》,转让价格为8亿元;上述转让款项于2015年底前全部到账,长沙银行历史遗留不良资产问题彻底处置完毕。

郑州银行:政府资产置换并回购

郑州银行股份有限公司(以下简称“郑州银行”)前身为1996年在48家城市信用社基础上组建而成的郑州市城市合作银行;2000年更名为郑州市商业银行股份有限公司,2009年更名为郑州银行股份有限公司;2015年12月,郑州银行在香港联交所主板上市。

2005年,郑州市政府将郑州国际会展中心、郑州市黄河风景名胜区资产整体划至郑州市商都资产投资管理有限责任公司(以下简称“商都公司”),用于一次性置换郑州银行总额为62.82亿元的不良资产。2008年,商都公司以郑州银行对其发放的15亿元专项贷款将部分资产回购,并计划将剩余资产在8年内以资产经营性收入、资产清收等收入对专项贷款进行逐年偿还。根据市政府相关决议,这部分资产每年1.2%的收益以营业税、所得税地方留成部分返还的形式顶抵,其所有权归郑州银行,处置权归当地政府。2011年,郑州银行通过增资扩股募集资金68.22亿元,其中25.08亿用于增加实收资本,其余专项用于处置置换资产的资金转入商都公司,由商都公司和郑州市财政局专项用于回购郑州银行账面的郑州国际会展中心置换资产,从而彻底解决了置换资产问题。

西部样本

成都银行:战略投资者出资购买

成都银行股份有限公司前身为1996年12月成立的成都城市合作银行,1998年更名为成都市商业银行,2008年更名为成都银行股份有限公司(以下简称“成都银行”)。改制前,成都银行拥有较大规模的不良资产,2007年末不良贷款率为7.82%。2007年,成都银行实施增资扩股,向境内外投资者一次性募集资金60亿元。其中,增加股本20亿元,股本溢价

增加资本公积30亿元,用于处置不良资产的其他资本公积10亿元。2008年,成都银行一次性剥离不良资产10亿元,由增资扩股时股东另支付0.5元/股,共计10亿元来处置不良资产,并将其计入当期资本公积。此外,成都银行按照“实现与业务条线的分离并提升专业化水平”的改革思路,设立专业清收支行,实行不良资产集中管理,通过清收、盘活、处置、核销、剥离等手段,对不良资产进行逐年压缩,取得了明显成效。2008年末,成都银行不良贷款率降至3.71%,2009年末降至1.46%,历史遗留问题基本得到解决,信贷资产质量大幅提升。

东部样本

上海农商银行:央行票据置换和政府土地置换

上海农村商业银行股份有限公司(以下简称“上海农商银行”)成立于2005年8月,是在上海市原234家农村信用合作社改制基础上,以地方国有企业、外资银行、民营企业、自然人等共同参股组建的区域性商业银行。为支持农村信用社改革,中国人民银行2003年发布《农村信用社改革试点专项中央银行票据操作办法》,用于置换农村信用社历史不良资产。2005年末,央行用于上海农商银行置换不良资产的专项票据余额21.22亿元。此外,2005年,上海市政府为支持上海市农村信用社改革,将原值为45.21亿元的12.43万亩土地使用权注入上海农商银行,用于置换其不良资产,上海农商银行对这部分资产每年摊销0.9亿元。2010年5月,上海市国资委拨付上海农商银行11.22亿元,同年12月,上海农商银行获批以此金额置换账面净值约为41亿元的土地使用权,其余29.78亿元的差额部分计入当年营业外支出,至此该部分土地使用权问题处置完毕。

南部样本

广发银行:粤财控股接盘和政府税收返还

广发银行股份有限公司前身为广东发展银行股份有限公司,成立于1988年,是中国首批股份制商业银行之一;2011

年4月更名为广发银行股份有限公司(以下简称“广发银行”)。

2005年,广发银行与由广东省政府全资控股的广东粤财投资控股有限公司(以下简称“粤财控股”)签订了不良资产转让协议,将账面原值合计为人民币577.05亿元的不良资产(包括客户贷款、存放同业款项、投资以及其他资产)按照无追索权的方式转让予粤财控股。根据不良资产转让协议,粤财控股应于2006年4月30日向广发银行支付转让所得款项总额人民币581.42亿元。广发银行于2006年12月收取部分转让款481.4亿元,剩余转让应收款100亿元按协议分5年通过所得税金返还方式收回;截至2011年末,广发银行收到全部原值100亿元的税收返还。

三、商业银行不良资产处置建议

我国商业银行不良贷款的风险化解方式主要包括现金清收、盘活转化、以物抵债、债务重组、核销、批量转让、资产置换、债转股、资产证券化等。商业银行经营过程中对不良贷款的常规处置主要包括现金清收、以物抵债、盘活转化、重组、核销等,但随着外部环境恶化使得部分银行在短期内积累较多的不良资产,常规化解手段由于周期较长及受到监管制约等因素,难以对商业银行不断积累的不良资产进行有效处置。

股东出资购买

在商业银行处置不良资产过程中,尤其对于中小银行而言,股东通过增资溢价部分购买不良资产是非常直接有效的处置方式,能够迅速消化大量不良资产,短期内解决资产质量恶化的问题。但随着商业银行市场竞争加剧,银行业盈利能力普遍下降,股东对ROE的要求使得商业银行通过股东增资的方式化解不良将会有更高的要求。

四大及地方资产管理公司

1999年财政部成立四大资产管理公司为国有大型银行处置不良资产取得良好效果,经过不良资产转让,国有大型商业银行资产质量显著改善并相继上市,但与此

同时，四大资产管理公司在承担政策任务处置不良资产过程中曾出现重大亏损。在完成政策性不良资产的处置任务后，四家金融资产管理公司开始进行商业化的转型道路，目前四大资产管理公司已实现市场化运作，在运营过程中按照市场化价格有选择性地接收商业银行的不良资产。

2012年，财政部、银监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》，允许各省、自治区、直辖市人民政府可以批准设立一家地方资产管理公司开展不良资产批量收购、处置业务。随后，银监会下发多项文件，逐步放宽地方资产管理业务及设立门槛。目前，全国大部分省级行政区已设立了地方资产管理公司，部分地区

已设立2家以上的地方资产管理公司。地方性资产管理公司预计在处置商业银行不良资产过程中将发挥重要作用，不良资产的市场承接能力将不断提高，但随着不良资产市场化转让的深入发展，市场参与主体的增加导致不良资产成交价格的上升，目前仍存在成交规模不大、市场出清缓慢等情况，这一市场还需要不断地培育成熟。

债转股

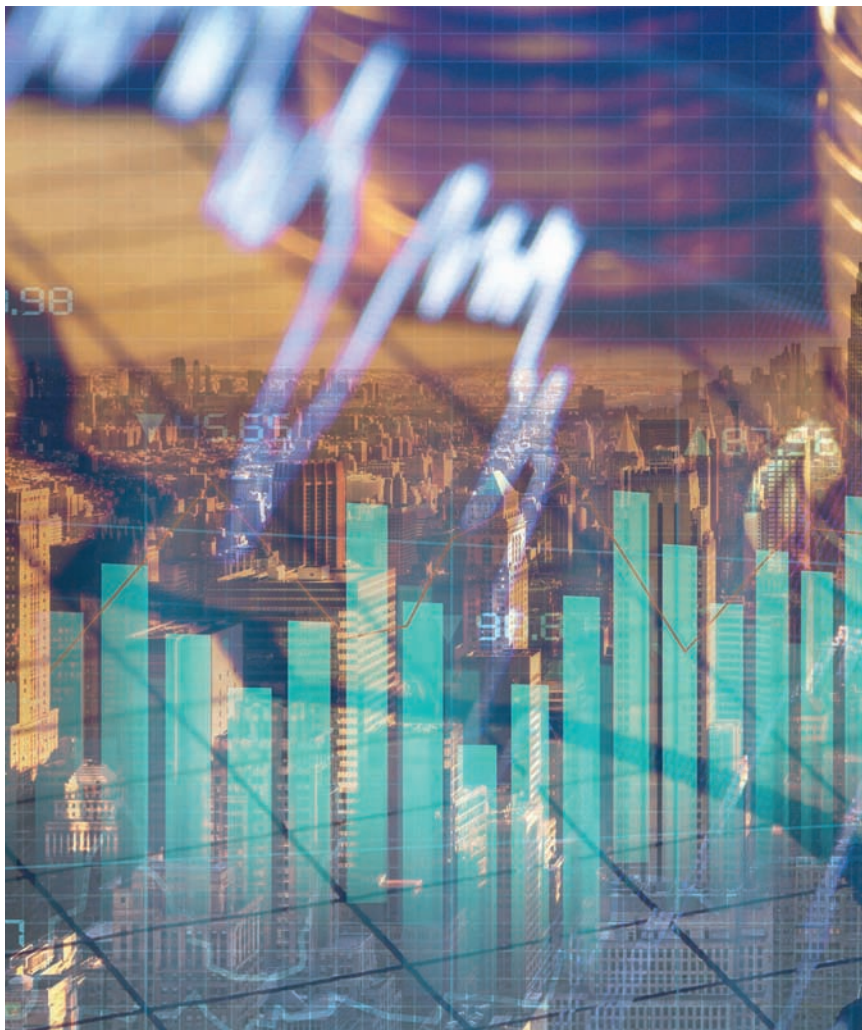
上世纪90年代中国曾实施债转股，主要是针对重点国企，由四大资产管理公司受让银行债权后实施转股，为国企降低负债率和改善银行资产质量起到积

极作用，但在股权退出问题上受到了极大的制约。在供给侧改革、降低企业杠杆率的大背景下，2016年三季度，国务院相继出台《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，新一轮债转股开始逐步推进实施。本轮债转股将实施主体由上一轮的四大资产管理公司扩展到银行子公司、地方资产管理公司、国有资本运营公司等多家机构，采取社会化融资和市场化运营的方式，将主要针对遇到暂时困境但市场前景良好的企业债权进行转股，股权退出方式将更加多样化。对于商业银行而言，可以在短期内化解包括关注类贷款在内的高风险资产，改善资产质量，但同时将会在持有期内增加资本占用，且转股后的退出机制对银行管理能力提出更高要求。未来随着银行债转股专营子公司的逐步放开，以及股权退出机制的进一步明确，市场化债转股有望得到更大的发展。

不良资产证券化

2016年以来，不良资产证券化试点重启为商业银行处置不良资产提供了新的渠道。作为不良资产转让的一种创新方式，不良资产证券化与直接向AMC转让相比，具有转让价格较高、流动性更强、风险真实出表并且可以获得资产服务费收入等优点。但由于不良资产证券化交易结构比较复杂，参与方较多，定价难度高，且对投资者的专业性要求较高，尤其是次级档投资者较为缺乏导致发起银行需让渡部分流动性补偿收益。未来随着试点范围的扩大，交易各方及投资者经验的提升，不良资产证券化有望较快发展。

在上一轮集中处置不良资产过程中，政府资产置换和股东出资购买是最主要的处置方式，尤其政府在其中扮演了极其重要的角色。但随着商业银行不良资产规模的增加，以及利率市场化不断推进和政府职能的弱化，未来商业银行需要不断创新不良资产处置手段，减少对于政府及股东的过度依赖，主动参与不良资产转让、债转股、不良资产证券化等市场化手段，提升不良资产处置效率。■



县域农村商业银行供给侧改革分析

文 | 联合资信评估有限公司 胡健 孔宁 寇妙融

一、县域农村商业银行经营环境、自身优势及所面临的挑战

县域农村商业银行经营环境

主要客群为农村人口，近年来国家在“三农”领域关注度的持续提升，农业供给侧结构性改革稳步推进，为县域农村商业银行发展提供了良好的契机

县域农村商业银行主要根植于我国广大县域农村，近年来各项业务稳步发展。截至2016年末，我国农村商业银行1114家、农村合作银行40家、农村信用社1125家，农村金融机构资产总额44.05万亿元，同比增长18.77%，其中贷款余额13.95万亿元，同比增长11.52%。

由于县域农村商业银行主要服务于区域内农村客户，农业的发展对其具有深远影响。然而近年来我国农业问题较为凸出，主要表现在：一是因劳动力成本、土地成本等持续攀升等原因，当前国内粮价高出国际市场，竞争力缺乏。二是因消费结构升级、价格机制问题等原因，部分农产品供需结构矛盾突出，例如大豆供小于求、进口激增，玉米供大于求、库存高企。三是最近十几年我国粮食生产量、进口量和库存量“三量齐增”，广义粮食安全存在结构性隐患，粮食财政负担沉重。四是与发达国家相比，我国农业生产粗放，单位耕地化肥农药使用量偏高、利用率低，农业面源污染问题严重，优质绿色农产品供给不能满足需求，农业拼资源拼投入的传统老路难以为继。五是农民持续增收难度加大，如期实现全面建成小康社会任务艰巨。

为此，2004年以来，中央一号文件连续十四年以“农业、农村、农民”为主题，以

解决农业发展过程中出现的农业机械化程度低、农业生产污染高、农产品价格形成机制不健全、农村居民收入低、农业劳动力素质参差不齐等问题。2017年，中央一号文件首次提出“深入推进农业供给侧结构性改革”的概念，将通过调整粮经饲种植结构、发展规模高效养殖业、优化农业区域布局、提升农产品质量和食品安全水平、建设现代农业产业园等一系列措施推进农业规模经济的发展及农业清洁化生产，并结合发展乡村休闲旅游产业及落实农村电商发展等产业政策措施，全面促进农业产业的快速发展，农业经济及农村经济将会迎来高速发展的新时代，这也给县域农村商业银行的发展提供良好的契机。

随着国家对“三农”领域关注度的逐步提升，在一系列化解“三农”发展瓶颈的措施落地后，我国农业经济保持稳步增长。近年来，我国农业基础设施建设逐步加快，农业机械化水平不断提高，以农村公路为代表的农村交通运输环境得以显著改善，同时随着农村土地经营权与土地承包权分离制度的不断推进，土地顺畅流转所带来的农业规模经济效应不断体现，农业经济增加值不断提高，农民收入水平显著增长。2016年，我国第一产业实现增加值63671亿元，较上年增长3.3%；农业机械总动力11.44亿千瓦，同比增长2.4%；大中拖、联合收获机、插秧机、烘干机保有量增幅分别达到7.4%、8.2%、6.0%、19.5%，装备结构持续优化。

农村客户对产业升级及资金需求逐步提高

近年来，随着国家对农村企业在税收优惠、产业扶持等方面支持力度的不断加

大，农村企业在扩大生产规模的同时进一步拓宽营业范围，向政府重点支持的行业及领域拓展，对资金需求显著提高，但受限于农村企业规模整体相对较小，其通过资本市场进行直接融资的能力较弱，故其资金需求大部分通过银行业金融机构的间接融资来完成。

农村企业及农村客户对现代金融服务需求提高的另一层面体现在对跨区域、跨市场金融服务的需求上。随着产业技术的不断升级，部分农村企业发展不断专业化、规模化，而专业化、规模化的发展模式又进一步加速了上述企业的发展速度，企业实现跨越式发展，经营范围也在不断向域外延伸。一方面，随着上述农村企业规模的不断扩大，企业对信贷资金的需求也在不断攀升；另一方面，随着规模化农村企业分支结构逐步向域外延伸，其“总-子”或者“总-分”模式要求金融机构提供域外分支机构以满足其子公司或者分公司的资金结算及融资需要。

新型城镇化建设力度加大，对资金的需求旺盛

近年来，我国不断加快经济发展，持续推进新型城镇化建设。2014年3月份，《国家新型城镇化规划（2014—2020年）》正式发布，要求着重解决好农业转移人口落户城镇、城镇棚户区 and 城中村改造、中西部地区城镇化等问题，推进城镇化沿着正确方向发展。2016年2月，国务院发布《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》，提出坚持走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，以人的城镇化为核心，以提高质量是关键，以体制机制改革为动

力,紧紧围绕新型城镇化目标任务,加快推进户籍制度改革,提升城市综合承载能力,制定完善土地、财政、投融资等配套政策,充分释放新型城镇化蕴藏的巨大内需潜力,为经济持续健康发展提供持久强劲动力。

在新型城镇化建设过程中,国家在城镇基础设施建设、城乡公路开发、城乡居民生活配套设施建设等一系列领域逐步加大投入,各地区、特别是贵州等偏远地区基础设施建设速度显著提高,同时也产生了巨大的资金需求。面对上述资金缺口,国家鼓励政府通过以下方式满足:一是深化政府和社会资本合作,广泛吸引社会资本参与城市基础设施和市政公用设施建设和运营,加快城市基础设施和公共服务设施建设。二是加大政府投入力度,安排专项资金重点支持农业转移人口市民化相关配套设施建设,并允许有条件的地区通过发行地方政府债券等多种方式拓宽城市建设融资渠道。三是强化金融支持,鼓励商业银行开发面向新型城镇化的金融服务和产品;鼓励地方利用财政资金和社会资金设立城镇化发展基金,鼓励地方整合政府投资平台设立城镇化投资平台等。

县域农村商业银行自身优势

长期服务地方经济,客户基础好,营业网络较广,服务便利

农村商业银行发展的前身多为农村合作银行或者农村信用合作社,其发展历史相对较为久远。我国农村信用合作社创立之初目的在于利用金融机构的资金融通职能,有效协调农业及农村领域的资金流转,同时通过有侧重的信贷资金投向,加快农村地区经济建设。这一阶段,我国农村劳动力受限于劳动力转移的限制,其生产生活多集中在农村地区,获取金融服务的渠道也限于上述农村金融机构。随着农村金融机构服务时限的延长及服务产品的逐步完善,在地方客户特别是农村客户

群体中形成了较高的品牌价值及品牌认可度,丰富的本土客户资源优势,能让农村金融机构充分发挥地缘人缘优势,提升农村居民对农村金融机构的粘性。

近年来,我国农村金融机构发展进入快速通道,大量农村信用合作社发展逐步商业化及市场化,并通过完善公司治理架构、构建现代风险管理体系等一系列措施逐步实现向农村股份制商业银行等现代公司架构改革。与此同时,随着我国农业及农村市场的加快发展,农村金融机构也逐步确立了“服务三农”的市场定位与发展理念,并从网点布局、金融产品设计、营销服务方案等多个维度将大量人力、物力向农业及农村市场倾斜,不断强化三农金融市场发展。随着上述措施的不断推进,我国农村客户不断增长的金融服务需求得以满足,同时随着近年来部分发展较快的农村商业银行逐步推进上市进程,其完善的治理机制、富有竞争优势的产品类型以及相对较高的风险把控能力都进一步推高其品牌价值,客户基础进一步夯实。

信息比较完善,有利于风险控制,降低交易成本

受限于农村地区的经济发展水平相对对城市存在一定差距,我国农村地区的信息化水平还处在发展初期。大量农村基础客户集中在村、乡一级,受经济发展水平及当地各类基础设施建设相对薄弱的影响,金融机构对上述客户的信贷资质调查缺乏有效信息。农村金融机构由于其长期扎根农村市场,依托其规模较为庞大且广泛分布在各个村、乡的信贷员,农村金融机构可以通过口口相传、实地调研等多种渠道搜集客户信息,同时依托其长期服务农村客户所形成的农户信用风险模型,农村金融机构可以在及时获取客户贷款需求的同时对客户真实信用状况作出有效评估,风险控制水平相较于其他金融机构存在较为明显的经验及地域优势,有效地减少了在信用信息搜集及风险水平评估过程中的

资源消耗,进一步降低了交易成本。

作为地方金融机构,和政府的关系较为密切,能够得到政府的支持

除传统的农业企业及农村客户外,各级政府也是农村商业银行的主要客户群之一。作为地方法人机构,农村商业银行天然就与当地政府关系密切。此外,随着农村基础设施建设力度的逐步加快,各地政府通过设立平台公司融资的方式逐步成为农村基础设施建设的重要渠道,而农村商业银行可以通过传统信贷业务、资产管理业务和通道业务等多种渠道参与到上述建设项目中,在获得信贷利息收益的同时进一步增加与政府合作的业务上的紧密程度,政企关系不断深化。另一方面,随着农村棚户区改造、农村专项补贴、农村养老保险等一系列惠民措施的不断推进,各级政府各类专项资金账户不断丰富,在农村商业银行与政府在业务上紧密程度的不断加深的背景下,政府有更大动力将专项资金户设立于当地农村商业银行,而这些低成本资金补充了农村商业银行的负债来源,同时也为其各项业务的发展提供了资金支持。此外,农村商业银行往往是所在地政府重要的税收来源以及推动当地经济发展的重要组成部分,政府在资本金支持、不良资产催收及处置等方面也会给予支持。

县域农村商业银行所面临的挑战

农业供给侧结构性改革要求降低产能过剩、非优质安全等农产品数量,进行结构性调整,对所涉及地区农村商业银行资产质量及业务发展形成一定挑战

如前文所述,农业供给侧结构性改革的重点是要从供给入手,改善供给结构,解决结构性问题,推进种植业、畜牧业、渔业结构调整,重点调减玉米种植面积,调整生猪、牛羊、渔业生产布局,实现农产品由低水平供需平衡向高水平供需平衡跃升。另外过去通过施化肥、打农药、单纯追求产量增长的生产方式,已经不符合时代



的潮流，农民要多生产绿色有机食品，满足消费者的需求，来提升经济效益。

对县域农村商业银行来讲，由于其主要面向区域内农村客户，如果当地农业涉及产能过剩、非优质安全等问题，那么在农业供给侧结构性改革的背景下，贷款农户将面临产业调整，这势必会对地域内农村商业银行资产质量及业务发展带来一定挑战。

竞争压力日趋激烈，跨区域经营较为困难

近年来，随着全国农商银行的快速发展，基于农商银行固有属性的发展挑战也逐步显现。近年来，随着四大国有商业银行及全国性股份制银行逐步调整其发展战略，重点向中小城市及农村的进行业务开拓，农村商业银行的市场竞争压力陡然增加。此外，2006年银监会出台了《关于调整放宽农村地区银行业金融机构准入政策，更好支持社会主义新农村建设的若干意见》，允许成立村镇银行，各地村镇银行快速发展。截至2016年末，全国已组建村镇银行1519家，资产规模达到12377亿元，各项贷款余额7021亿元。村镇银行的设立，增加了农村地区的金融支持力度，但也进一步加剧了农村金融市场间的竞争程度。另一方面，由于农村商业银行服务“三农”、服务当地的定位，其营业网点及业务范围主要集中在所在地，较难突破地域限制而

实现跨区域经营，业务发展受当地经济影响较大；随着当地银行业金融机构的增多，其市场份额的保持面临一定的压力。

人口结构老龄化加剧，主要客群发生变化，消费升级需求加大

人口结构方面，作为农业人口占全国总人口达54%的农业人口大国，近年来在我国城市化及现代化建设逐步推进的过程中，随着农村劳动力向城镇迁徙，农村人口老龄化、人口结构向老年集中的趋势越发显现。在城镇化过程中，城市建设的逐步加快使得对劳动力的需求显著提高，东南沿海等经济发达地区甚至存在一定规模的劳动力缺口，这使得大量中青年农村劳动力自发地向城市转移，而60岁以上的老年农村劳动力受制于其体力下降、文化程度相对较低等不利因素，其不得不选择留在农村从事农业生产及传统种植业，收入水平也较中青年劳动力存在显著差距。截至2016年末，全国60岁及以上老年人口23086万人，占总人口的16.7%。

消费需求及客群方面，随着时代的进步、经济的发展，中青年客户已成为银行拓展业务的主要目标。中青年客户群体相比老年客户群体，其年龄结构的降低一方面使得其知识水平与知识结构相对丰富，大部分青年客户接受过中高等教育，在互联网时代的背景下，其所获取的信息规模呈爆炸式上升，对电子银行、互联网信贷等各类现代金融服务产品的需求显著提高。与此同时，中青年客户群体拥有稳定的职业基础及收入来源，在满足日常生活消费需要的同时，其日益多元化的场景消费需求及消费金融服务需求不断显现，在出境旅行、教育、电子产品及汽车等多个消费金融领域需求尤为突出。相较于农村商业银行，国有大型商业银行及全国性股份制银行依托较为完备的信息科技及产品研发能力，已经将业务发展向上述领域拓展，这也对农村商业银行在推出符合新客户结构的金融产品方面提出更高要求。

现代服务手段不足，人员专业性有待提高

作为长期服务农村市场的金融机构，农村商业银行受限于经营地域集中在县域的问题，在工作环境及薪酬收入激励方面均存在明显劣势，在人才引进方面面临一定障碍。与此同时，部分农村商业银行由于改制时间较短，其大量工作人员来自改制前的农村信用合作社，其思想观念及服务意识均不同程度上有所匮乏，专业化能力有所欠缺，这也给农村商业银行的未来发展造成一定制约。

另一方面，由于农村商业银行将发展重心集中在当地，其创新开发的产品属性多仅局限于当地客户需求，其广泛适应能力较弱，在域外市场很难形成竞争优势，也无法有效满足当地客户日趋增长的需求，也就进一步造成农村商业银行的业务发展集中在较小的区域范围内，这对农村商业银行的持续发展、风险分散把控及盈利水平提升均形成了较大挑战，其现代服务手段明显不足。

二、银行供给侧改革措施及方向

服务及产品升级

随着农业供给侧结构性改革的逐步推进，农村商业银行的发展也亟待进行供给侧改革。过去由于业务的高度同质化，银行提供的服务及产品也较为单一，无法深入了解地方、企业、居民对银行服务的需求，供给端和需求端存在不匹配。故作为供给侧改革的主要手段之一，提炼综合实力、提升产品及服务质量，成为农村商业银行供给侧改革的重点。首先，农村商业银行应立足本土经济，迎合市场需求的变化，通过建立灵活完善的客户需求调研机制，对客户金融需求进行有效研究，并结合具有可行性的产品及服务措施，实现金融产品研发的动态循环模式，提高相关金融产品的及时性及现代化水平。其次，农村商业银行应不断优化业务及产品结

构,进一步提高客户粘性,实现农村商业银行业务服务升级与经济效益提升的共赢。最后,农村商业银行应紧紧围绕农业供给侧结构性改革所提出的“提升农产品质量和食品安全水平”,在信贷信贷选择和投放、产品设计等方面要主动向绿色有机产业、规模高效养殖业、高附加值加工业等倾斜。

流程管理升级

全流程管理是一项系统性工程,这对银行业金融机构的业务拓展与内控管理至关重要。作为由农村信用合作社改制而成的农村商业银行,其现代化公司治理水平较为薄弱,在公司权力制衡、内控合规建设、业务流程指引方面均存在或多或少的制度缺陷。在银行业供给侧改革的背景下,农村商业银行应该加强对流程管理的重视,系统地全行流程制度进行梳理,不仅需要包括传统金融产品及金融市场业务在内的业务流程上加强建设并完善相关制度,更应该在现代法人制度建设上加大改革力度,切实实现“授权经营”理念,强化各层级、各部门间的协同发展及约束机制,为农村商业银行的发展提供内生制度保证。

风险管理技术升级

银行业金融机构作为经营风险的企业,其内在就有着对风险的识别、测算、控制与管理水平不断提升的要求,这也是银行业金融机构的核心经营理念。随着经营规模的不断扩大以及金融市场复杂程度的不断加深,农村商业银行应该加快风险管理技术的升级,以应对业务不断复杂化所带来的经营风险上的不确定性。

具体而言,在信用风险管理方面,首先农村商业银行应该提高增量信用风险控制水平,通过对客户的行业特征、经营情况、风险抵御能力及履约历史等多维度信息进行大数据采集,并建立相对完备的信用风险识别模型,准确识别信用风险,减

缓不良资产的形成速度;其次,农村商业银行应该强化存量信用风险的化解能力,借助各类清收措施及资产处置手段,并结合向资产管理公司出售不良资产包等多种形式化解其存量信用风险,降低其风险负担水平及相应的财务管理费用,实现农村商业银行的轻质高效运行。

在流动性风险管理方面,随着农村商业银行业务种类的逐步丰富,其资产负债多层嵌套的现象不断显现,流动性风险水平不断上升。因此,农村商业银行应该强化资产负债错配控制机制,逐步建立实时的流动性风险管理体系,同时适度降低资产负债结构的复杂程度,保证其流动性处在合理水平。此外,农村商业银行可以通过当地省联社牵头组织系统内成员成立“流动性互助基金”等类似流动性应急机制,以应对突发的流动性风险。

在市场风险管理方面,农村商业银行应当建立并完善内部资金转移定价机制,开展例如情景模拟分析、重定价缺口分析、久期分析、压力测试等定量分析,同时加强基础数据的管理和资产负债管理信息系统的运用,持续提升市场风险管理水平。

在操作风险管理方面,农村商业银行应当不断强化合规操作意识,配合内控合规建设、业务流程建设等流程银行体系,力争实现每一笔业务的合规操作,从而最大程度降低操作风险水平,控制重大操作风险事件的发生几率。

在声誉风险方面,由于互联网技术的普及,信息尤其是负面信息的传播速度大幅提高、渠道较为丰富,对农村商业银行声誉风险的管控形成挑战。农村商业银行应当将声誉风险管理作为公司治理及全面风险管理体系的重要组成部分,通过建立和制定声誉风险管理相关制度和要求,完善声誉风险前置管理和预警机制,提高舆情反应速度,主动、有效地防范声誉风险和应对声誉事件,最大程度地减少损失和负面影响。

资本规模及结构升级

资本是商业银行开展各项业务的基础。但一般来说,农村商业银行,特别是县域农村商业银行,资本规模相对较小,资本结构较为单一。在供给侧改革的背景下,农村商业银行一方面应不断提升资本实力,可以通过适当降低现金分红比例、采取送红股等方式来加强内生累积,此外应积极寻找契合自身发展的战略投资者,通过增资扩股等方式提高外源性资本补充,有条件的农村商业银行也可以采取上市等方式提高资本实力。另一方面,农村商业银行应在补充核心一级资本的基础上,通过发行二级资本债券等方式优化资本构成,建立多层次的、具有分级抵御风险能力资本结构,有条件的农村商业银行也可以采取发行优先股等方式补充一级资本。

信息管理系统升级

在互联网模式的不断冲击下,全社会信息化水平逐步提高,客户群体对农村商业银行所提供产品的种类及精细化要求也相应提高。而目前,大部分农村商业银行采取依托各省联社统一提供的核心银行系统及各类科技系统。由于省联社所开发的信息科技系统需要覆盖全省所辖全部农村商业银行金融机构,无法体现不同地区经济及客户基础的差异性要求,就对农村商业银行的发展形成制约。

随着供给侧改革的逐步推进,农村商业银行应该加强对信息技术系统建设的重视程度,逐步提高对科技系统研发的投入力度,通过建立与其业务升级及产品创新要求相一致的科技研发系统,实现业务发展与后台系统支撑的契合发展,在满足客户金融需求的同时补齐自身的发展瓶颈,实现可持续发展。另一方面,随着信息系统的逐步完善,农村商业银行可以对业务开展过程中所形成的各类问题做到精准定位,通过有针对性的改革措施,实现经营的精细化管理。///

2017年中国宏观经济回顾与2018年展望

——进出口大幅改善带动经济运行稳中向好，2018年经济增速或小幅回落

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王晟 夏妍妍 刘艳

2017年，主要经济体仍维持复苏态势，带动世界经济表现向好。美联储在持续加息的同时率先开启缩减资产负债表进程，其他经济体货币政策也发生不同程度的变化。主要经济体的向好发展给我国外贸进出口增长带来积极影响，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境。

2017年，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。在此背景下，受益于世界主要经济体的经济持续复苏，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，我国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升；西部地区保持较快增长，山西、辽宁等地区经济增速有所回升；物价水平保持相对平稳，PPI与PPIM涨幅有所提高；就业水平相对稳定。从三大产业来看，2017年，我国农业生产形势较好；工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，房地产业与金融业增速较低。从三大需求来

看基础设施建设投资增速小幅放缓，制造业投资有所加快；居民消费维持较快增长态势；外需向好拉动出口，大宗商品价格上涨带动进口金额大幅增长。

展望未来，在全球经济持续复苏的背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。考虑到基础设施建设投资和房地产开发投资增速或将有所放缓，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势；居民消费将保持平稳较快增长；进出口增速或将有所放缓；物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定。预计全年经济增速在6.5%左右。

一、国际经济形势

2017年，全球经济整体维持复苏态势，但主要经济体复苏状况表现不一，货币政策也有所分化。分国家来看，伴随着

美国经济的逐步复苏，美联储在2017年加快了货币政策正常化的进程，全年累计加息三次¹，并于四季度开启资产负债表缩表计划²。2017年，美国GDP增速（2.3%）进一步上升，CPI增速（2.1%）也有所提升，失业率呈现下降态势，经济复苏状况良好。欧元区经济表现较好，欧洲央行于10月末宣布阶段性缩减量化宽松规模³。2017年，欧元区GDP增速（2.5%）创下自2008年以来的最高增幅，CPI增速（1.5%）回升明显，全年失业率总体呈下降趋势。日本经济缓慢复苏，7月，日本央行表示短期内不存在退出QQE⁴的可能，但同时日本央行扩大资产负债表规模脚步逐步放缓。2017年日本GDP增速（1.7%）较上年（0.9%）有所上升，且四季度为连续第八个季度实现正增长，全年CPI增速（0.5%）有所上升，但仍远低于日本央行设定的2%的通胀目标。新兴市场方面，巴西、俄罗斯受益于2017年大宗商品价格的上涨，经济出现复苏迹象。巴西2017年GDP增速（0.99%）明显回升，CPI增速有所回落，失业率略有上升；俄罗斯2017年GDP增速（1.5%）上升明显，CPI增速有所下降，失业率小幅回落。

¹ 美联储于3月、6月、12月各加息25BP。至此，联邦目标基金利率区间已上调至1.25%-1.5%的水平。

² 缩表将以减少到期本金再投资的方式进行，期初每月缩减60亿美元国债、40亿美元Agency MBS，之后每季度扩大规模，直到每月缩减300亿美元国债、200亿美元Agency MBS为止，缩表规模不再扩大，之后按照此规模持续缩表，目前尚未明确缩表终止日期。预计2018年国债缩减2520亿美元，Agency MBS缩减1680亿美元；此后每年缩减国债3600亿美元，Agency MBS2400亿美元。

³ 自2018年1月起，每月购债规模从600亿欧元缩减至300亿欧元，持续至9月。同时欧洲央行行长德拉吉表示，若欧元区经济前景出现转黯迹象，欧洲央行不排除随时扩大购债规模并延长持续期限的可能。

⁴ QQE是指定性和定量双宽松，一方面央行购买国债，压低国债收益率和市场无风险利率，创造低利率市场环境，鼓励投资与消费；另一方面央行通过为市场注入流动性提振通胀水平。

印度2017年四季度GDP增速(7.2%)较上年同期有所加快,CPI增速有所上升。

总体而言,2017年主要经济体仍维持复苏态势,带动世界经济表现向好。美联储在持续加息的同时率先开启缩减资产负债表进程,其他经济体货币政策也发生不同程度的变化。主要经济体的向好发展给我国外贸进出口增长带来积极影响,为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境。

二、我国宏观经济运行状况

宏观政策环境

1、积极的财政政策协调经济增长与风险防范

2017年,我国继续实施积极的财政政策,通过减税降费减轻相关市场主体负担,同时重点保障民生、扶贫、环保等领域的财政支出。同时继续规范地方政府融资行为,推动政府与社会资本合作的规范化发展,在加强风险管控的前提下促进经济平稳健康发展。

(1) 财政收入增长较快,支出继续向民生领域倾斜。2017年,全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元,支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较2016年(6.4%、4.5%)有所上升;财政赤字3.1万亿元,较2016年(2.8万亿元)继续扩大,但增幅下降,主要是因为2017年经济运行稳中向好,工业企业利润增加以及进出口额大幅增长共同带来相关税收明显增加,从而

使得财政收入增速较快。收入方面,2017年税收收入14.4万亿元,占全国一般公共预算收入的83.7%,税收收入同比增幅(10.7%)较2016年(4.3%)大幅增加,国内流转税、所得税、进口环节税收等主要税收收入均实现了较快增长。支出方面,教育(3.0万亿元,增幅7.8%)、社会保障和就业(2.5万亿元,增幅16.0%)、城乡社区(2.1万亿元,增幅15.6%)领域支出总额位列前三位且增速较快,表明与民生相关的项目仍是财政支出的重点保障领域;债务付息支出增幅(21.9%)虽然较2016年(40.9%)明显下降,但仍是增幅最大的项目,反映出政府债务负担依旧较大;节能环保支出增速(19.8%)较上年(5.7%)大幅提高,财政支持生态文明建设力度持续加大。总体来看,我国财政支出结构得到进一步优化。

(2) 进行税制改革和定向降税,减轻相关企业负担。2017年,国家继续推出多项减税降费措施。一是继2016年5月1日营改增全面推开以来,2017年12月国务院正式废止《营业税暂行条例》,并对《增值税暂行条例》进行了修改⁵,营改增大幅减税成果得到巩固和扩大。二是继续支持小微企业发展,通过扩大小微企业所得税优惠政策范围、延续小微企业增值税优惠政策、对金融机构向小微企业发放贷款产生的部分税项进行减免的方式加大对小微企业的支持力度。三是对技术创新以及创业投资给予政策支持,包括提高科技型中小企业研究开发费用税前加计扣除比例,创业投资企

业与天使投资人投资种子期、初创期科技型企业可享受所得税抵扣以及扩大技术先进型服务企业所得税优惠政策推广至全国范围等,鼓励技术创新和创业,带动产业转型升级。四是对境外投资人符合条件的项目暂不征预提所得税,以进一步吸引外资。五是对证券行业、中小企业融资担保企业、物流企业、节能环保和水环境保护专用设备企业以及农村经济等多方面出台了税收优惠措施,减轻相关企业负担。此外,还取消、调整了部分政府性基金⁶以及进一步规范企业经营性服务收费⁷。上述减税降费措施有利于进一步减轻相关企业负担,激发企业活力,促进经济平稳健康发展。

(3) 进一步规范地方政府融资行为,防控地方政府性债务风险。地方政府性债务风险被认为是中国经济发展的灰犀牛之一,2017年,监管层贯彻“开前门、堵后门”的思路,进一步加强地方债务风险管控,引导和规范地方政府融资行为。一方面,鼓励地方政府通过发行债券支持农村基础设施建设,开展土地储备、收费公路专项债券发行试点,发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种,支持地方经济发展。另一方面,陆续出台防控地方债务风险措施,从新增地方债限额分配、开展地方政府融资担保清理整改、禁止地方政府通过购买服务名义变相融资以及加强企业债券领域地方债务风险防范等多方面规范地方政府举债融资行为,积极稳妥化解地方债务风险。此外,还提出建立地方债信用评级

⁵ 修改后的《增值税暂行条例》将销售服务、无形资产、不动产的单位和个人列为增值税纳税人。销售服务、无形资产适用6%税率这个营改增新设税率列入《条例》;销售或进口农产品、食用盐、图书、音像制品、饲料、化肥适用税率从13%降至11%。

⁶ 取消城市公用事业附加等专项基金;同时各地可结合本地情况自主决定免征、停征或减征地方水利建设基金、地方水库移民扶持基金。

⁷ 发改委等部门发布的《关于清理规范涉企经营服务性收费的通知》要求大幅减少政府定价管理的涉企经营性服务收费,全面清理取消违规中介服务收费,深入清理重点领域和环节涉企经营服务性收费,加强市场调节类经营服务性收费监管。

级机构黑名单制度,进一步规范地方政府债券发行。

2017年,全国共发行地方政府债券4.36万亿元,比2016年减少1.69万亿元。其中,一般债券2.36万亿元、专项债券2.0万亿元;按用途划分,新增债券1.59万亿元,置换债券2.77万亿元,置换债券发行规模较2016年减少了2.11万亿元,主要是由于置换工作的顺利推进以及地方自行化解部分存量债务使得待置换存量债务下降。截至2017年末,全国地方政府债务余额16.5万亿元,控制在全国人大批准的18.8万亿元限额之内。总体来看,我国地方政府性债务监管力度不断加强,债务风险得到有效控制。

(4) 通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资,推动经济增长。2017年,监管层陆续出台多项政策措施,多角度推动PPP模式的规范和健康发展。一方面,进一步拓宽PPP模式的应用范围,明确提出除国家法律法规明确禁止准入的行业和领域外的基础设施领域一律向民间资本开放,并在农业、盘活基础设施存量资产、水利、养老、污水处理等公共服务领域出台多项政策鼓励运用PPP模式,上述措施有利于以政府投资拉动民间投资,推动基础设施建设以及相关公共服务的发展。另一方面,监管层对

基础设施与公共服务领域PPP模式的顶层制度设计进行了探索,并从加强信息披露、规范开展PPP项目证券化、严格信息平台项目库入库要求和中央企业PPP项目风险防控等方面出台多项政策措施,积极防范潜在风险,促进PPP模式的规范、有序、健康发展。

截至2017年末,全国PPP综合信息平台入库项目14424个,入库项目金额18.2万亿元,入库项目数及项目金额较2016年末分别增加28.1%和34.8%,实现较快增长;项目落地率(40.0%)较2016年(31.6%)有所上升,表明PPP项目的逐步推进。

2、稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜货币金融环境

2017年,央行实施稳健中性的货币政策,运用多种货币政策工具“削峰填谷”,市场资金面呈紧平衡状态,在去杠杆、抑泡沫、防风险的同时也为供给侧结构性改革和经济稳定增长创造了良好的货币政策环境。

(1) 市场资金面呈现紧平衡态势。

2017年,在经济去杠杆、引导资金脱虚向实、防控金融风险、美元加息以及国际流动性趋紧的背景下,央行实施稳健中性的货币政策,运用逆回购、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)、抵押补充

贷款(PSL)分别向市场净投放-650亿元、10642亿元、6350亿元以及14.13亿元,资金净投放量较上年均有明显下降。此外,央行于2017年1月针对五大国有商业银行首次推出临时流动性便利(TLF)操作工具以满足春节期间商业银行的临时流动性需求,体现了央行的“削峰填谷”策略。全年市场资金面维持紧平衡状态。

(2) 市场利率呈稳中有升态势。

2017年,1年期、3年期、5年期、7年期贷款基准利率继续维持在2016年初以来4.35%、4.75%、4.90%和4.90%的水平。在经济去杠杆、资金面维持紧平衡的背景下,2017年上半年市场利率呈上升趋势,下半年走势较为平稳,整体利率中枢较2016年明显提升。银行间7天质押式回购加权平均利率以及银行间1年期、5年期、10年期、30年期固定利率国债到期收益率分别为3.35%、3.30%、3.48%、3.58%和4.10%,较2016年均出现不同幅度上行。2017年末,由于存在较大的短期流动性需求,7天质押式回购加权平均收益率短期内飙升至6.94%的高位。

(3) M1、M2增速均有所放缓。

2017年,我国狭义货币(M1)余额54.4万亿元,同比增加11.8%;广义货币(M2)余额167.7万亿元,同比增加8.2%,增速低于全年12%的目标;M1和M2增速较2016

图1 2016年、2017年逆回购、MLF及PSL净投放情况



注: 2015年末、2016年末以及2017年末SLF余额分别为0.40亿元、1290.07亿元以及1304.20亿元。

资料来源: WIND

图2 2015年-2017年利率走势情况



资料来源: Wind

年(21.4%、11.3%)均有所回落。M1增速在2月达到年内最大值后总体呈现回落态势,可能是因为2017年经济运行整体向好,实体经济投资需求增加导致金融体系内活期存款减少所致。M2增速缓慢下降,一方面是受M1增速回落的影响,另一方面主要是在经济去杠杆、治理表外业务以及影子银行活动的背景下,资金在金融体系内的空转情况大幅减少,由此带来派生存款下降及M2增速的相应下降。

(4) 社会融资规模增幅下降, 新增信托贷款规模占比增幅较大。2017年末,我国社会融资规模存量174.6万亿元,同比增速(12.0%)较上年(12.8%)小幅下降。2017年,我国社会融资规模增量19.4万亿元,较上年(17.8万亿元)有所增加。其中,人民币贷款仍是主要融资方式,全年新增人民币贷款13.8万亿元,较上年(12.4万亿元)有所增加,占全部社会融资规模增量的比重(71.2%)也较上年(69.9%)有所提升,主要是由于防范系统性金融风险背景下表外业务回归表内,导致更多融资需求转向人民币贷款途径;新增委托贷款(7769.0亿元)大幅下降,或与商业银行宏观审慎评估体系将表外理财纳入考核范围,以及监管层陆续出台政策对表外业务进行清理有关;新增信托贷款(2.3万亿元)大幅上升,占全部社会融资规模增

量的比重(11.6%)较上年(4.8%)明显提升,可能是因为证券、基金、保险等行业通道业务收紧后,信托行业受益于政策相对宽松,融资需求特别是房地产行业融资需求转而通过信托贷款方式满足;新增企业债券融资规模(4400.0亿元)同比大幅下滑,主要归因于2017年市场利率中枢上升导致发债成本增加。

(5) 人民币兑美元汇率有所上升, 外汇储备规模继续增长。2017年,受我国经济转型升级成效逐步显现、经济运行稳中向好、人民币汇率定价机制加入逆周期因子以及美元加息边际效应减弱等诸多因素的共同影响,人民币兑美元汇率整体呈升值态势。从人民币参考一篮子货币指数来看,2017年上半年,三大人民币汇率指数均呈小幅下降态势,下半年均有所回升。截至2017年末,我国官方外汇储备超过3.1万亿美元,较2016年同期(3.0万亿美元)小幅增加。总体来看,人民币贬值压力趋缓、外汇储备规模基本稳定以及市场主体对汇率波动的承受力逐步增强,为进一步推进汇改和货币政策的独立性提供了更多的空间。

3、各领域改革持续推进,进一步激发微观主体活力

2017年,监管部门出台多项涉及供给

侧结构性改革、国企改革、简政放权、推动垄断领域改革和促进“双创”发展等改革措施,进一步激发市场主体活力,推动经济结构转型升级,培育经济增长新动能。

(1) 落实推动落后产能的退出, 供给侧结构性改革取得阶段性成效。供给侧结构性改革是近年来我国经济改革的重点内容,2017年,有关部门继续出台多项措施,深入推进多领域供给侧结构性改革。发改委、工信部等部门针对钢铁、煤炭等多个产能过剩行业,提出通过实施差异化金融政策、落实产业政策、加大财政支持力度等措施推动落后产能的退出。在此基础上,2017年政府工作报告确定的煤炭行业1.5亿吨以上、钢铁行业5000万吨左右、煤电行业5000万千瓦的年度去产能目标任务均已超额完成。煤炭开采(290.5%)、黑色金属开采(43.8%)以及有色金属开采(23.5%)等行业利润同比均有大幅增长,表明随着供给侧结构性改革的深入推进使得部分过剩产能行业的供给质量得到有效改善,企业效益因此大幅上升,经济结构逐步改善。

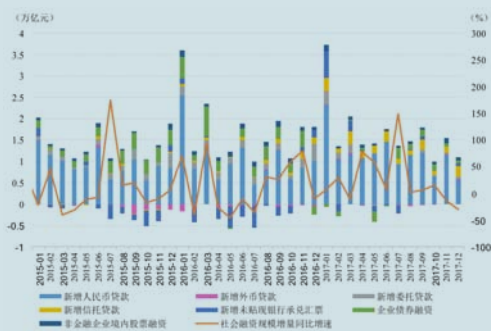
(2) 多角度、多层次推进国有企业公司制改革, 做强国有企业。为进一步落实国务院《关于深化国有企业改革的指导意见》的有关要求,2017年,有关部门继

图3 M1、M2同比增速



资料来源: WIND

图4 2015年-2017年社会融资规模增量及增速情况



资料来源: Wind

续出台政策推动国有企业体制机制改革。

5月,国务院针对完善国企法人治理结构发布指导意见,提出转变国有资本监管方式、加强董事会建设、激发经理层活力和完善问责机制等多项完善法人治理结构的要求。为实现2017年末前基本完成国有企业公司制改革的目标,国务院7月发布央企公司制改制的具体工作方案,对央企的改制审批程序、注册资本的确定以及通过相关财税、土地政策提供支持等方面作出明确规定。此外,国资委发布政策从加强国有资产监督、简化监管事项、整合国企改革等多项措施推动国资委职能转变,推动国有企业改革。国有企业公司制改革的逐步深入,对于促进国有企业适应经济发展新常态、破除体制机制弊端、做强做优做大国有企业具有重要作用。截至2017年末,98家央企已基本完成公司制改制。2017年,国有企业利润总额2.9万亿元,同比增长23.5%,国企改革的效果逐步显现,对于促进经济发展、市场公平具有重要意义。

(3) 继续实施简政放权、促进公平竞争,进一步激发市场活力。2017年,国家继续采取相关措施优化营商环境、支持实体经济发展。一是继续实施简政放权。在交通项目审批、企业特定经营活动的工商登记以及工业产品生产许可方面简化审批要求;在税收系统落实“放管服”改革,提出减少和优化税务行政审批、优化纳税服务等多项措施;加快推进“多证合一”⁸改革和“证照分离”⁹改革。上述措施进一步降低了市场准入的制度性成本,优化了营商环境。二是促进公平竞争。发改委发布公平竞争审查实施细则,要求政策制定机关在制定有关市场



准入、产业发展、招商引资等涉及市场主体活动的政策时应当进行公平竞争审查,同时明确了审查的程序和标准,保障公平竞争;发改委等部门对于2018年清理排除限制竞争政策措施作出了具体工作部署,要求对含有地方保护、指定交易、市场壁垒等内容的政策进行清理。简政放权以及促进市场公平竞争相关政策的实施,有利于进一步降低市场参与主体的制度性交易成本,激发市场主体活力,促进经济增长。

(4) 推动垄断领域、公用事业领域价格机制改革,推动经济高质量发展。9月,发改委就进一步加强垄断行业价格监管发布意见,要求严格成本监审、健全定价机制、规范定价程序、推进信息公开以及强化定价执行,同时指出近期重点工作在于电力输配价格、天然气管道运输价格、铁路客运价格、居民供水供气供热价格和垄断行业经营服务性收费等领域。11月,发改委发布《对于全面深化价格机制改革的意见》,提出深化垄断行业价格改革,推进价格市场化,建立“准许

成本+合理收益”为核心、约束与激励相结合的网络型自然垄断环节定价机制,在公用事业方面稳步放开公用事业竞争性环节和非基本服务价格,建立健全价格动态调整机制。加快价格市场化改革、完善价格形成机制,将有助于有效发挥价格机制的激励和约束作用,引导资源在实体经济特别是公共服务等领域的高效配置,促进经济高质量发展。

(5) 多方面推动大众创业、万众创新,带动经济结构调整。2017年,国务院发布意见,通过拓展企业融资渠道、深入实施“互联网+”以及创新政府管理方式、保障公平竞争等方式进一步推动“双创”深入发展。根据指导意见的精神,证监会、上交所等机构就“双创”公司债试点和非公开发行可转换债制定了具体政策,进一步拓宽相关公司的融资渠道,支持创新创业。

在具体行业方面,工信部发布了制造业“双创”平台培育三年行动计划,鼓励通过“双创”平台将企业内部生产要素、产业链内企业研发资源以及全社会研发等资源进行共享,并依托“双创”平台实现研发、制造的创新。此外,9月,国务院发布通知,将已在京津冀等创新实验区形成的“双创”新政策在全国范围内推广。上述政策的颁布实施,在经济进入新常态背景下具有重要意义,有利于“双创”的进一步开展,进而推动经济结构的调整与就业的增加。

宏观经济运行

1、经济增速近7年来首次回升,西部地区经济保持快速增长

2017年,受益于世界主要经济体的经

⁸ 多证合一指将组织机构代码证、税务登记证、社会保险登记证、统计登记证等涉及企业登记、备案的有关事项和各类证照整合到营业执照上。

⁹ 证照分离指工商部门颁发的营业执照和各行业主管部门颁发的经营许可证相分离,从原有的先许可证后营业执照改为营业执照与许可证分开,可以先申领营业执照从事一般经营活动,再到相关部门申请许可证。

济持续复苏, 加上供给侧结构性改革成效逐步显现, 我国经济持续转型升级, 经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年, 我国国内生产总值¹⁰ (GDP) 82.8万亿元, 同比实际增长6.9% (以下除特殊说明以外均为名义增长), 经济增速自2011年以来首次回升; 西部地区保持较快增长, 山西、辽宁等地区经济增速有所回升; 物价水平保持相对平稳, PPI与PPPIRM涨幅有所提高; 就业水平相对稳定。

(1) 西部地区经济增速引领全国, 山西、辽宁等地区经济有所好转。从GDP总量来看, 2017年, 广东、江苏、山东经济总量继续位列全国前三。从GDP增速来看, 位列前三的分别是贵州、西藏和云南, 均为西部地区。2017年, 国务院批复《西部大开发“十三五”规划》, 提出以增加公共服务供给、促进创新驱动发展、完善基础设施网络等领域为重点推动西部地区经济可持续发展。政策的支持是西部地区经济保持较快增长的重要原因。

2017年, 相关部门针对资源型地区经济发展陆续出台了多项政策。1月, 发改委发布《关于加强分类引导培育资源型城市转型发展新动能的指导意见》, 针对不同类型的资源型城市提出不同的发展路径¹¹; 3月, 国务院发布东北地区与东部地区部分省市对口合作工作方案, 明确了三省四市的对口合作关系, 通过各领域的合作促进东部地区与东北地区相互借鉴, 实现优势互补; 4月, 发改委发布《关于支持首批老工业城市和资源型城市产业转型升级示范区建设的通知》, 提出在投资、金融、土

地等方面对示范区提供支持。在相关政策支持与供给侧结构性改革的背景下, 山西(7.0%)与辽宁(4.2%) GDP增速较2016年(4.5%、-2.5%)均有不同幅度的上升, 经济增长状况向好。内蒙古和天津由于2016年GDP存在虚假成分¹², 2017年GDP增速(4.0%、3.6%)较上年(7.2%、9.1%)有所下降。

(2) 受食品价格拖累, CPI涨幅有所回落。2017年, 我国居民消费价格指数(CPI)同比上涨1.6%, 较上年(2.0%)回落0.4个百分点。分季度来看, CPI同比增速在一季度出现回落, 从二季度起总体呈现回升趋势。

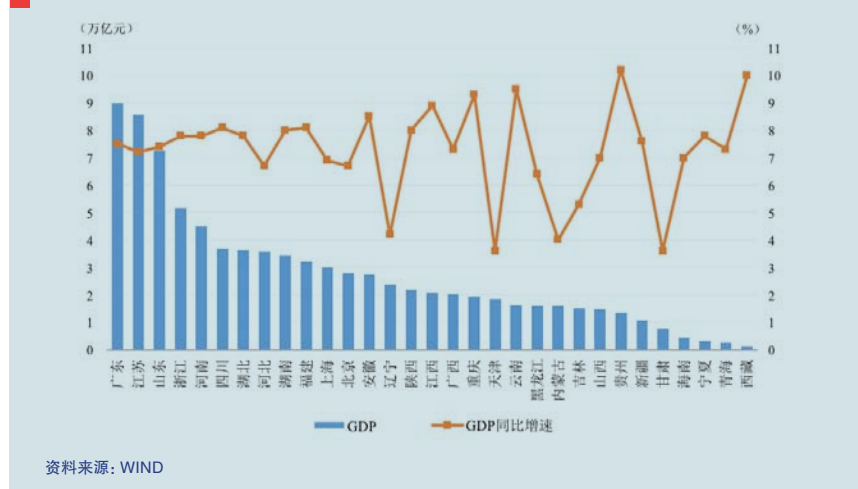
食品价格下降是导致2017年CPI涨幅回落的重要原因, 食品CPI涨幅为-1.4%且自2月起连续11个月为负值, 具体来看, 一是在2016年鲜菜同期涨幅较大以及2017年气候适宜、鲜菜供应充足的情况下鲜菜

价格跌幅最大(-8.1%); 二是随着生猪养殖规模扩大与猪肉供应的增加, 猪肉价格2017年增幅(-8.8%)较2016年(16.9%)出现下滑, 受此影响畜肉类价格下降5%; 三是蛋类价格2017年增幅(-4.0%)较2016年(-3.2%)继续下降。

2017年, 非食品CPI涨幅为2.3%, 较2016年扩大0.9个百分点, 且各月涨幅均高于上年同期, PPI的上涨以及人力成本的上升或是推动非食品消费品价格与服务价格上涨的主要原因。分项来看, 医疗保健类同比增幅最大(6.0%), 2016年起开展的医疗服务价格改革可能是导致医疗保健类价格同比出现较大增幅的重要原因。此外, 居住类CPI(增长2.6%)、教育文化和娱乐类CPI(增长2.4%)也保持较高增幅。

(3) PPI和PPPIRM均出现较大幅度上涨。2017年, 我国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比上涨6.3%, 较上年

图5 2017年各省、自治区、直辖市GDP规模及增速



¹⁰ 依据《中国国民经济核算体系(2016)》, 研发支出计入GDP核算。

¹¹ 资源型城市分为: 成长型、成熟型、衰退型、再生型。成长型城市要求绿色开发资源、高水平精深加工、资源开发与城市发展相协调; 成熟型城市要求深化供给侧改革、建立多元化产业体系和新型营商环境; 衰退型城市要全面转型、实施工矿区改造搬迁、采煤沉陷区综合治理; 再生型城市经济要提质增效、鼓励创新创业、营造良好宜居环境。

¹² 2018年1月, 内蒙古、天津分别宣布2016年部分经济数据存在夸大作假情况, 内蒙古部分旗县工业增加值夸大, 天津滨海新区2016年GDP从1万亿元调减至6654亿元。

(-1.3%)大幅上涨。PPI上涨的原因包括：一是在国内经济运行稳中向好的背景下，前期价格降幅较大的行业出现了恢复性上涨；二是海外大宗商品原材料价格上涨带来的输入性通胀；三是外需好转以及去产能带来的行业集中度上升使得一些工业企业议价能力有所提高等。其中，采掘工业类PPI同比增长20.7%，原材料工业类PPI同比增长11.5%，增幅较2016年(-4.6%、-3.3%)均明显上升，且均为2012年以来首次同比正增长。

2017年，我国工业生产者购进价格指数(PPIRM)同比增长8.1%，较上年(-1.9%)大幅上升。其中，黑色金属材料类(15.9%)、有色金属材料类(15.3%)和燃料、动力类(13.0%)PPIRM指数同比涨幅最大。

(4) 制造业PMI与非制造业PMI均保持扩张。2017年，中国制造业采购经理人数指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)分别为51.6%和54.6%，均高于荣枯线水平，且较2016年均有所小幅上升，表明制造业与非制造业较2016年进一步扩张。12月，制造业PMI指数为51.6%，较上月回落0.2个百分点；非制造业PMI指数55.0%，较上月上升0.2个百分点，为四季度内高点，年末非制造业扩张有所加快。

从分类指数来看，2017年制造业PMI中，生产指数和新订单指数均高于荣枯线，且总体高于2016年水平，表明制造业生产稳步增长、市场需求有所释放；2017年以来原材料库存指数和从业人员指数大多位于荣枯线以下且自9月开始呈回落态势，表明制造业主要原材料库存量及制造业企业用工量呈下降趋势。非制造业PMI分类指数中，业务活动预期指数处于高景气区间，表明企业对制造业前景抱有较大信心；新订单指数呈现小幅上升走势，表明非制造业市场需求有所扩大。

(5) 就业形势良好。2017年我

国城镇登记失业率3.94%，较2016年(4.04%)有所下降，延续了自2015年以来的回落态势，并且低于年初政府工作报告设定的4.5%的目标。就业形势良好一方面受益于我国经济稳中向好的态势，另一方面与政策的鼓励和支持有关，《“十三五”促进就业规划》、《国务院关于做好当前和今后一段时期就业创业工作的意见》以及《财政部 税务总局 人力资源和社会保障部关于继续实施支持和促进重点群体创业就业有关税收政策的通知》等文件的先后发布，对支持创业就业、扩大就业规模起到了重要的指导和促进作用。

2、工业企业利润快速增长，服务业发展较快，为经济转型升级作出重要贡献

2017年，我国三大产业保持平稳增长，农业生产形势较好；工业生产增速与2016年持平，工业企业利润大幅增长；服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。

(1) 农业生产形势较好。2017年，我国第一产业增加值6.5万亿元，同比实际增长3.9%，增幅较2016年增加0.6个百分点；第一产业对GDP增长的贡献率为4.9%，较2016年提升0.5个百分点。2017年，有关部门先后就培育农业农村发展新动能、强农惠农、发展粮食产业经济和促进农业产业化联合体等领域发布多项政策。在有关部门的大力扶持下，2017年农业生产形势较好，农村产业结构继续改善。

(2) 工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长。2017年，我国第二产业增加值33.5万亿元，同比实际增长6.1%，增速与2016年持平；第二产业对GDP增长的贡献率(36.3%)较2016年(37.2%)略有回落。2017年，全国规模以上工业增加值同比实际增长6.6%，增速

较2016年(6.0%)有所提高，主要是由于国内经济结构转型升级以及外需改善促进了工业生产的较快增长。此外，受益于国企改革深化以及产业转型升级效果的逐步显现，2017年，国有及国有控股企业工业增加值同比实际增长6.5%，较2016年(2.0%)大幅上升。

工业结构进一步优化。在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，我国工业结构得到进一步优化。2017年，计算机通信和其他电子制造业、仪器仪表制造等制造类产业工业增加值保持10%以上的较快增速；有色金属开采、黑色金属开采、石油天然气开采以及煤炭开采工业增加值均呈现负增长，相关行业的去产能政策取得成效。

工业企业利润保持快速增长。2017年，全国规模以上工业企业实现利润总额7.5万亿元，同比增长21.0%，增幅较2016年(8.5%)大幅提升；规模以上工业企业主营业务收入利润率为6.5%，较2016年(6.0%)有所提高。规模以上工业企业利润总额与主营业务收入利润率均延续了2016年同比正增长的趋势且增幅不断扩大，主要是基于以下几方面原因：一是供给侧结构性改革深入推进，优胜劣汰下行业集中度的提高带来了经营的规模效应；二是世界主要经济体持续复苏，外需明显回升带动了工业企业利润的增长；三是非食品CPI与PPI的同比涨幅均较2016年有所升高，价格上涨带动企业利润改善；四是减税降费政策陆续出台，减轻了相关企业的经营负担与成本。

分行业来看，2017年，煤炭开采和洗选业、黑色金属冶炼及压延加工业利润同比增幅均超过150%，黑色金属矿采选业利润增幅超过20%，表明随着供给侧结构性改革的深入推进，部分过剩产能行业的供给质量得到有效改善，企业效益因此大幅上升；在经济结构转型升级以及国家大力推动中国制造2025的背景下，计算机、

通信和其他电子设备业(22.9%),医药制造业(17.8%),仪器仪表制造业(16.8%)等多个行业利润也保持较高增幅;电力、热力的生产和供应业(-15.4%)与烟草制品业(-6.3%)利润均出现负增长,但与2016年(-17.5%、-15.0%)相比降幅有所收窄,行业经营有所好转。

(3) 服务业保持较快增长,房地产业与金融业增速较低。2017年,我国第三产业增加值42.7万亿元,同比实际增长8.0%,增速较2016年(7.8%)小幅上升;第三产业对GDP增长的贡献率(58.8%)较2016年(58.4%)小幅上升,仍然是拉动经济增长的重要力量。分行业来看,信息传输、软件和信息技术服务业(26.0%),租赁和商贸服务业(10.9%)同比增速较快;房地产业同比增速(5.6%)较2016年(8.6%)有所下降,主要是受2017年国家持续加大对房地产行业宏观调控力度的影响;金融业同比增速(4.5%)较2016年持平,2017年以来的金融强监管、经济去杠杆对其增长有一定程度的不利影响。

3、固定资产投资增速有所放缓,居民消费平稳较快增长,进出口大幅改善

(1) 基础设施建设投资增速小幅放缓,制造业投资有所加快。2017年,全国固定资产投资(不含农户)63.2万亿元,同比增长7.2%(实际增长1.3%),增速较2016年下降0.9个百分点。其中,民间投资(38.2万亿元)同比增长6.0%,较2016年(3.2%)增幅显著,主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施,通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激

发民间投资活力,加上减税降费政策减轻了市场主体的负担以及外需的改善,共同推动了民间投资的增长。总体来看,2017年,我国房地产开发投资增速变化不大,基础设施建设投资增速有所放缓,制造业投资增速继续加快,其中高技术、高附加值制造业实现快速增长。

房地产开发投资增速呈趋缓态势。2017年,全国房地产开发投资11.0万亿元,同比增长7.0%,增速较2016年(6.9%)加快0.1个百分点,但全年呈现回落态势,主要是由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控。3月起,北京等一线城市以及杭州等二线城市密集出台房地产调控政策,除在需求端采取“认房又认贷”、提高首付比例、取消贷款优惠利率等措施外,多地还从供给端出台限售政策加大调控力度,如厦门要求新购买住房的需取得产权证后满2年方可上市交易、青岛要求购买的新建商品房和二手房需取得《不动产权证书》满2年后方可

上市交易等,房地产调控不断升级。4月,住建部、国土部发布通知,要求合理安排住宅用地供应、科学把握住房建设和上市节奏、加大住房保障力度等内容,完善房地产市场。7月,住建部等九部门联合发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》,选取广州、深圳等12城市¹³开展住房租赁试点,鼓励机构化、规模化住房租赁企业发展,建设住房租赁交易服务平台,多渠道增加新建租赁住房供应,住建部表示将通过立法,明确租赁当事人的权利义务,保障当事人的合法权益,建立稳定租期和租金等方面的制度,逐步使租房居民在基本公共服务方面与买房居民享有同等待遇,即“租售同权”。上述政策的实施在打击房地产行业投机行为的同时有利于加快推进房地产市场供给侧结构性改革,促进行业的健康发展。在此背景下,2017年,我国商品房销售面积同比增幅(7.7%)和销售额同比增幅(13.7%)均较2016年(22.5%、34.8%)大幅下滑,政策调控效果显著。

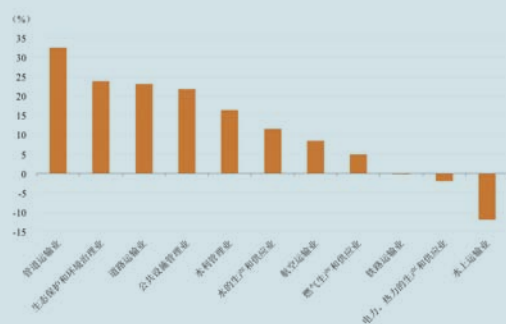
图6 2015年-2017年我国固定资产投资分项投资完成额增幅



资料来源: WIND

¹³ 广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆。

图7 2017年我国基础设施领域分行业同比增速



资料来源: Wind

图8 2017年我国制造业分行业投资额前十位及增幅



资料来源: Wind

基础设施建设投资增速小幅下降。2017年,全国基础设施建设投资17.3万亿元,同比增长14.9%,较2016年(15.7%)小幅下降,年内呈现逐月回落的趋势。一方面可能由于基础设施建设投资存在逆周期的特点,在经济向好的背景下政府通过加大基础设施建设投资稳增长的动力减弱;另一方面在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控的政策背景下,地方政府融资行为得到进一步规范,地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束。分行业看,2017年,管道运输业、生态保护与治理业、道路运输业以及公共设施管理业实现20%以上的较快增长;水上运输业(-11.9%),电力、热力生产和供应业(-1.9%),铁路运输业(-0.1%)同比均为负增长。

制造业投资向转型升级领域倾斜。2017年,全国制造业投资19.4万亿元,同比增长4.8%,增速较2016年(4.6%)小幅上升。其中,高技术制造业投资2.6万亿元,同比增长17%,增速较2016年提高2.8个百分点,占全部制造业投资的比重(13.5%)较2016年提高1.4个百分点;技术改造投资9.4万亿元,占全部制造业投资的比重(48.5%)较2016年提高4.6个百分点。制造业投资进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

分行业来看,一方面,全年投资额

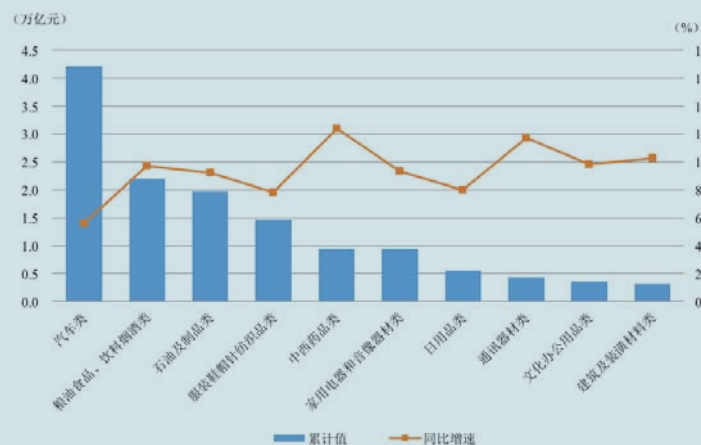
前十行业中计算机、通信和其他电子设备制造业(25.3%),废弃资源综合利用业(24.1%)、汽车制造业(10.2%)投资增速较快,经济结构调整与产业转型升级相关行业正逐步成为制造业投资持续发展的重要支撑;另一方面,非金属矿物制品业投资增速(1.6%)较低,黑色金属冶炼行业(-7.1%)、化学原料及化学制品业(-4.0%)和有色金属冶炼行业(-3.0%)投资均为负增长,主要是由于供给侧结构性改革深入推进以及各地加大环保监管力度背景下,高污染行业限产停产,进而抑制了相关行业投资。

(2) 居民消费维持较快增长态势。

2017年,全国社会消费品零售总额36.6万

亿元,同比增长10.2%,较2016年小幅回落0.2个百分点。其中,限额以上单位消费品零售总额16.1万亿元,同比增长8.1%,增速与2016年持平。2017年,全国居民人均可支配收入25974元,同比名义增长9.0%,扣除价格因素实际增长7.3%,居民收入的持续较快增长,是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。此外,政策引导居民部门消费也是消费增长较快的重要原因。2017年政府工作报告中提出以改革创新增加消费领域特别是服务消费和绿色消费有效供给,积极发展医养结合、文化创意、全域旅游等新兴消费,推动医疗、文化、旅游消费以及绿色消费等领域发展;8月,国务院针对目前信息消

图9 2017年我国限额以上批发和零售额前十名行业及增幅



资料来源: WIND

费有效供给的创新不足、内需潜力未充分释放问题,提出通过提高信息消费供给水平、扩大信息消费覆盖面以及优化信息消费发展环境等方面扩大和升级信息消费,持续释放发展活力和内需潜力。

分行业来看,一是生活日常类消费,如粮油烟酒(9.7%)、日用品类(8.0%)、服装鞋帽(7.8%)消费仍保持较快增长;二是升级类消费品,如通信器材类(11.7%)、文化办公用品类(9.8%)、家用电器和音响器材类(9.3%)消费均保持较高增速;三是其他类型消费如中西药品消费增幅(12.4%)较高,可能与2016年医疗服务价格改革带来的医疗服务价格提高所致。此外,建筑装潢类消费仍保持10%以上的快速增长,可能是由于房地产调控对于其产生的影响存在一定滞后性。

此外,网络销售继续保持高增长态势。2017年,全国网上零售额7.2万亿元,同比增速(32.2%)较2016年(26.2%)继续扩大。其中,实物商品网上零售额占社会消费品零售总额比重为15.0%,占比持续上升。

(3) 外需向好拉动出口,大宗商品价格上涨带动进口金额大幅增长。2017年,在世界主要经济体持续复苏的带动下,外部需求较2016年明显回暖,加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年,我国货物贸易进出口总值27.8万亿元,同比增加14.2%,增速较2016年(-0.9%)大幅增长。具体来看,出口和进口总值分别为15.3万亿元和12.5万亿元,同比增速分别为10.8%和18.7%,较2016年(-2.0%、0.6%)均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元,较2016年(3.3万亿元)有所减少。

2017年进出口明显好转主要基于以下几方面原因:一是得益于美国、欧元区等发达经济体的复苏,外部需求持续回暖,带动全年出口额同比增幅较2016年大幅提升;二是我国运行经济稳中向好,国内消费能力持续提升,带动进口增长;三是2016年的进出口基数较低也是2017年增速较快的重要原因。此外,2017年有关部门出台了多项政策促进外贸增长。1月,商务部发布《对外贸易发展“十三五”规划》,提出在对外贸易领域开展结构性改革,注重发挥产业和双向投资对外贸的促进作用;3月,国务院批准了辽宁等多地的自由贸易试验区方案,上海自贸区方案也获得批准,同时海关总署对这些自贸试验区制定了具体的海关通关便利化措施;4月,商务部等四部门对于进一步推进开放型经济新体制的综合试点试验提出若干意见,要求在试点地区探索贸易投资便利自由化以及深入“放管服”改革的新举措。上述政策的发布实施,有利于促进我国外贸持续健康发展,为经济的稳步增长和转型升级发挥更加积极的作用。

从贸易方式来看,2017年,一般贸易进出口占我国进出口总额的比重(56.3%)较2016年(55.0%)提高1.3个百分点,占比仍然最高。从国别来看,2017年,我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%,增速较2016年(0.1%、1.2%、-2.0%)大幅提升;随着“一带一路”战略的深入推进,我国对部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长,2017年,我国对哈萨克斯坦、俄罗斯和波兰的进出口分别增长40.7%、23.9%和23.4%,这表明通过“一带一路”战略,我国与沿线国家新兴市场经济往来更加密切。

从产品结构来看,出口方面,机电产

品、传统劳动密集型产品仍为出口主力。

2017年,机电产品出口9.0万亿元,同比增长12.1%,占我国出口总值的比重(58.4%)较2016年有所上升;传统劳动密集型产品出口3.1万亿元,同比增长6.9%,占出口总值的比重(20.1%)较2016年小幅回落。出口金额增幅前十的产品主要集中于农产品和矿产等,其中玉米出口金额同比涨幅最大(671.9%),主要是由于出口数量同比大幅上涨(2010.4%)。进口方面,进口额前十的产品主要以能源、原材料和工业制成品为主,进口额增幅前十的产品以能源、原材料为主。

三、2018年宏观经济展望

展望2018年,全球经济有望维持复苏态势,世界银行与国际货币基金组织均将2018年世界经济增长率预期上调0.2个百分点分别至3.1%、3.9%。世界主要经济体的持续复苏对我国的进出口贸易将继续构成利好,但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险仍将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。

继续实施积极的财政政策与稳健中性的货币政策。财政政策方面,一是财政政策仍将保持积极,且重点转向优化现有财政支出结构,继续向扶贫、环保等民生领域倾斜。2017年中央经济工作会议明确指出将保持积极财政政策取向不变,并提出调整优化财政支出结构,压缩一般性支出;2018年政府工作报告提出在经济稳中向好、财政增收有基础的背景下,2018年赤字率拟按2.6%安排。二是继续落实减税降费政策。2018年政府工作报告明确提出将通过完善增值税¹⁴、大幅扩展享受减半征收所得税优惠政策的小微企业范围、进

¹⁴ 2018年政府工作报告中明确提出改革完善增值税,按照三档并两档方向调整税率水平,重点降低制造业、交通运输等行业税率,提高小规模纳税人年销售额标准。大幅扩展享受减半征收所得税优惠政策的小微企业范围。

一步清理规范行政事业性收费等措施进一步减轻企业税负、大幅降低企业非税负担。三是地方债务风险管控将继续加强。2018年政府工作报告提出严禁各类违法违规举债、担保等行为；省级政府对本辖区债务负总责，省级以下地方政府各负其责，积极稳妥处置存量债务；健全规范的地方政府举债融资机制等。这表明在重点防控金融风险的背景下，监管层将保持对地方政府隐性债务的监管高压态势，加强地方债务风险管控。积极财政政策的继续实施有利于适度扩大社会总需求、稳定经济增长，同时保障和改善民生。

货币政策方面，一是货币政策仍将保持稳健中性，市场流动性或将中性偏紧。2017年中央经济工作会议明确继续实施稳健中性的货币政策，并提出要管住货币供给的总闸门，保持货币信贷和社会融资规模的合理增长；央行在2017年四季度货币政策执行报告中也表示要保持货币信贷和社会融资规模的合理增长，把握好稳增长、去杠杆、防风险之间的平衡。这表明流动性或将延续中性偏紧的态势，但也存在为优化经济结构、促进产业转型升级而采取定向释放流动性的可能。二是金融风险防范仍将是监管的重中之重。2018年央行工作会议指出要切实防范化解金融风险，加强影子银行、房地产金融等的宏观审慎管理，预计监管层将保持对表外业务监管的高压态势，同时进一步规范房地产行业融资行为。三是在经济稳定增长、外汇政策执行和监管更加完善的基础上，人民币汇率将继续保持稳定。稳健中性货币政策的实施将为我国供给侧结构性改革的深入推进以及推动经济向高质量发展创造良好的货币政策环境。

投资或将呈现缓中趋稳态势。基础设施建设投资增速或将小幅回落。一方

面，2017年，有关部门在交通运输、油气管网、铁路等多个行业领域制定发展规划，提出完善基础设施建设，发展智能交通与绿色安全交通；加强国内油气管网建设，加快油气储备调峰设施建设；进一步完善铁路设施网络等。2018年政府工作报告中要求提高新型城镇化质量，加强排涝管网、地下综合管廊等建设。考虑到我国基础设施建设的需求及其对经济发展的拉动作用，基础设施建设投资有望保持平稳增长。另一方面，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都有所减弱。2018年基础设施建设投资增速或将小幅回落，但在优化现有网络布局、促进区域经济一体化协调发展上仍然有较大的投资空间。

制造业投资仍将保持较快增长。一方面，2017年，有关部门就增强制造业核心竞争力、高端智能再制造、增材制造（3D打印）等方面制定发展计划，提出在轨道交通装备等九大重点领域实现关键技术产业化等；制定新一代人工智能发展规划与人工智能产业发展行动计划，推进产业智能化升级，推动人工智能与制造业的深度融合。在国家政策的鼓励和支持下，先进制造业、人工智能等高端领域制造业投资有望实现较快增长，为制造业投资增长提供重要支撑。另一方面，在资金面中性偏紧、市场利率或小幅上升的影响下，制造业特别是传统制造业企业可能会面临融资难题进而抑制制造业投资增长，同时贸易保护主义与逆全球化的风险可能带来的外需下降也有可能对制造业的扩张产生一定程度的不利影响。2018年，在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长。

房地产投资增速或将小幅放缓。当

前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落，但考虑到房地产行业在国民经济中的重要地位以及我国城镇化不断推进背景下建立多层次住房市场的要求，预计房地产投资仍将保持稳定增长。此外，房地产开发企业2017年出现加速拿地的现象¹⁵，这为房地产行业投资保持增长奠定了基础。总体来看，基于基础设施建设投资以及房地产投资增速或将有所放缓，我国固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。

居民消费将保持平稳较快增长。一方面，我国居民部门消费仍有很大增长空间。十九大提出要完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用，有关促进居民消费的政策有望陆续推出，加之经济持续向好所带来的居民财富积累，居民人均收入将持续增长，有利于居民消费保持平稳较快发展。另一方面，自2017年9月起，各地监管部门开启排查行动严查个人消费贷款、个人经营贷款的挪用行为，2018年1月，银监会表示要控制居民杠杆率的过快增长，打击挪用消费贷款、违规透支信用卡等行为，对消费贷款的排查行动可能带来消费类贷款发放条件趋严、发放过程放缓的情形，这将对短期居民消费造成不利影响。

进出口增速或将有所放缓。2017年，相关部门提出在外贸稳增长的同时也要注重调结构，从外贸供给侧结构性改革发力，提高外贸持续发展新动能；在服务业贸易方面，要求进一步推进金融、电信、教育、文化等服务业领域的开放；2017年中央经济工作会议指出，要促进贸易平衡，积极扩大进口。在我国持续推进经济转型、外需向好以及多项外贸进出口政策的鼓励引导下，对外贸易有望保持较好的增长态

¹⁵ 2017年房地产开发企业土地购置面积同比增长15.8%，土地成交价款同比增长49.4%，较2016年（-3.4%、19.3%）均大幅增加。

势,调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容。此外,由于世界主要经济体的复苏在流动性趋紧的背景下是否可持续仍需观察,同时贸易保护主义与逆全球化可能对我国的对外贸易造成不利影响,加上2017年进出口额基数较高,2018年我国进出口增速或将有所放缓。

综合上述分析,在全球经济持续复苏的背景下,我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,深入推进供给侧结构性改革,深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革,坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战,促进经济高质量发展,2018

年经济运行有望维持向好态势。考虑到基础设施建设投资和房地产开发投资增速或将有所放缓,固定资产投资将呈现缓中趋稳态势;居民消费将保持平稳较快增长;进出口增速或将有所放缓;物价水平或将出现小幅上升,失业率总体将保持稳定。预计全年经济增速在6.5%左右。■

祖马辞职结束南非混乱政局 经济及财政状况有望改善

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 李为峰 张强

2018年2月14日,迫于南非执政党非洲人国民大会(非国大)的压力,南非总统雅各布·祖马在执政9年后宣布辞职,非国大主席、南非副总统西里尔·拉马福萨接任总统职务。在近年南非政治局势动荡、经济发展势头低迷的背景下,这场带有非国大内部权利斗争色彩的政坛风波告一段落,将有利于稳定南非政治局势,从而助力南非经济及财政重回正轨。

政局走向逐渐明朗,政府治理能力有望改善

由于祖马担任总统期间南非经济状况与社会治安问题不断恶化、贫困蔓延、失业率飙升、政府债务持续增长,南非国会曾多次对祖马发起不信任动议。2017年3月,祖马一意孤行推行内阁改组,更是加剧了南非动乱的政局。2017年12月,随着拉马福萨当选非国大新主席,南非陷入“两个权利中心”的政治僵局,持续数周的政治危机导致国家运转近乎瘫痪。祖马提前辞职结束了南非不确定的政治走向和“双中心”的权力格局,南非政局走向逐渐明朗。

自2009年祖马当选总统以来,南非政坛腐败猖獗,连续曝光的多起腐败丑

闻削弱了非国大的执政基础,导致其支持率一路下滑。2017年底,拉马福萨当选非国大主席后便主张打击腐败、建设清廉政府,通过精简内阁保持政府政策的稳定性和连续性,并开展了一些列反腐行动,包括严查涉腐官员、撤换深陷腐败丑闻的南非电力公司董事会成员等。预计拉马福萨当选总统后将进一步加大反腐力度,有利于增强南非政府公信力,改善政府治理水平。

经济前景乐观,政府财政及债务负担有望减轻

经济方面,拉马福萨政府将降低失业率和加强基础设施建设作为首要目标。2017年,南非失业率高达27%以上,青年人口中待业人口比重更是超过50%,这严重制约了南非经济的可持续发展。2018年3月,南非将启动一项名为“青年就业服务倡议”的工程,政府安排失业青年到有经济实力的公司进行有偿实习。通过此倡议,拉马福萨政府预计在未来三年内创造一百万带薪实习岗位。

为促进经济发展,拉马福萨政府将重点针对基础设施以及跨经济关键领域的制造业进行投资,通过基础设施项目

和创建工厂来扩大南非的生产能力。拉马福萨政府还致力于振兴本国制造业,进一步推动制造业本地化,并利用经济特区引入国内外投资、扶持工业产能。为扶持和促进小型企业发展,拉马福萨政府为初创企业提供了小企业和创新基金,同时努力减少小企业的监管壁垒等,为经济增长注入新动力。此外,全球经济回暖也为南非经济增长营造了有利的外部环境。随着大宗商品价格反弹以及南非政治局势的趋稳,投资者信心有望持续回升,预计2018年南非经济有望实现1.5%的增长,至2020年经济增速有望达到2%以上。

财政方面,根据南非财政部2月23日最新发布的2018年财政预算报告,自4月1日起,南非的增值税率将提高1个百分点至15%,这有望为政府增加200多亿兰特的财政收入。此外,南非政府还将在未来三年削减逾800亿兰特支出。财政整顿计划有望改善南非财政状况,南非财政部也将2018年和2019年的财政赤字目标分别下调至3.6%和3.5%,较2017年的4.3%明显降低。随着财政状况的逐步改善,南非政府债务水平也有望止升趋稳,政府偿债压力将得到一定程度的缓解。■

2017年网络游戏行业研究报告

文 | 联合信用评级有限公司 李同斌

一、行业运行情况

伴随移动网络技术和手机硬件性能的提升，网络游戏行业已经进入移动时代

网络游戏发展起源于电子游戏，其历史发展经历了以下阶段：1980~1994年为红白机阶段，游戏画面简单，硬件公司兼任软件开发；1994~2001年为PC单机游戏时代，此阶段游戏画面依旧简单，但已经开始出现剧情及游戏世界观，玩法也更为丰富，游戏硬件以PC为主；2001~2008年为互联网游戏PC时代，此阶段游戏以MMORPG为主，游戏硬件以PC为主；2008年至今为PC游戏向移动游戏过渡时代，智能手机的面世及逐步普及以及移动互联网技术的发展推动网络游戏产业从PC端向移动端过渡。

随着智能手机CPU处理能力、内存容量、显示屏尺寸等硬件性能大幅提高，世界观宏大、游戏策略复杂、多人交互、画面精美的网络游戏应用于移动端得以实现。2013年以来，移动运营商大力铺设4G网络，移动网络带宽显著提高，也为移动游戏的大范围应用提供了物质基础。受上述因素影响，近年来移动游戏市场份额大幅提高。

我国网络游戏市场主要由移动游戏、PC客户端游戏和PC网页游戏构成，移动游戏市场规模大幅增长，PC客户端游戏市场体量略有下降，PC网页游戏市场空间逐步压缩

从市场规模看，2011~2017年，我国游戏市场销售收入持续增长，

主要系移动游戏市场爆发增长推动，增幅整体呈波动下降态势。2017年游戏市场销售收入为2,036.10亿元，同比增长22.98%，增幅同比上升5.30个百分点，与2015年基本持平，与当期客户端游戏大作上市，导致当期市场回温有关。

从游戏市场构成上看，移动游戏、客户端游戏和网页游戏分别占2017年游戏市场收入的57.00%、31.90%和7.60%，是游戏市场主要构成部分。2011~2017年，移动游戏市场爆发式增长，呈现持续增长态势；2013年被称为中国移动游戏“元年”，移动游戏市场呈现爆发式的增长，当期移动游戏市场增幅达246.91%，技术的积累为移动游戏市场的发展带来可能，大量游戏用户从客户端游戏和网页游戏向移动游戏市场渗透；2013年开始，移动游戏行业保持着高速增长，增速呈下降态势，2017年移动游戏市场收入为1,161.20亿元，增幅为41.68%，增幅较2016年下降17.59个百分点，但仍保持大幅增长态势。同期，客户端游戏呈现波动增长态势，自从2014年后市场波动不大，2017年客户端游戏销售收入648.60亿元，同比增长11.29%，系2016年以来一系列电竞属性高的重度游戏大作上线所致。客户端游戏市场已经发展成为较为专业的游戏细分市场，在中轻度及普通玩家持续向移动平台渗透转移过后，客户端游戏市场留存用户的电竞化程度较高。2011~2015年，网页游戏保持着增长态势，但从2016年开始，移动游戏对网页游戏的替代作用逐渐显现，网页游戏销售收入开始下降，2017年网页游戏销售收入为156.00亿元，同比下降16.62%。

图1 2011~2017年网络游戏市场收入规模（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

图2 2011~2017年游戏行业主要细分市场变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，中国版协游戏工委，联合评级整理

移动通讯技术环境和移动用户数量是近年来推动游戏行业发展主要推动因素

1、用户规模大幅增长

手机硬件技术和通讯技术的发展为移动游戏高速发展带来可能，大量的游戏用户从2013年开始涌入移动游戏市场。移动游戏的游戏硬件载体为手机，客户端游戏和网页游戏的硬件载体为PC，游戏载体的不同使得移动游戏具有接入门槛低，单次游戏时间成本低等特点。相较PC游戏，移动游戏对游戏时间的长度和用户专心程度的要求更低，更善于占据用户工作生活中的碎片化时间，在游戏接入方面具有先天优势。2013~2017年移动游戏市场增幅主要来自PC游戏用户的迁移来带的流量红利。

根据中国互联网发展状况统计，2010年以来，我国网民数量呈现持续增长态势，截至2017年6月底，我国网民数量为7.51亿人，较年初增长2.74%。自2011年开始，手机网民占整体网民比重、手游用户对手机网民渗透率和手游用户对游戏用户的渗透率均持续上升，截至2016年底，前两者指标分别达到95.10%和93.29%。

2013年以来我国移动游戏用户大幅增长，且增幅超过游戏用户总量，移动游戏用户主要来自PC游戏用户的迁移。2017年游戏用户总量和移动游戏用户数量分别为5.83亿人和5.54亿人，移动游戏用户和游戏用户总量基本重叠。手机网民、移动游戏用户渗透率已经达到了一个很高的水平。

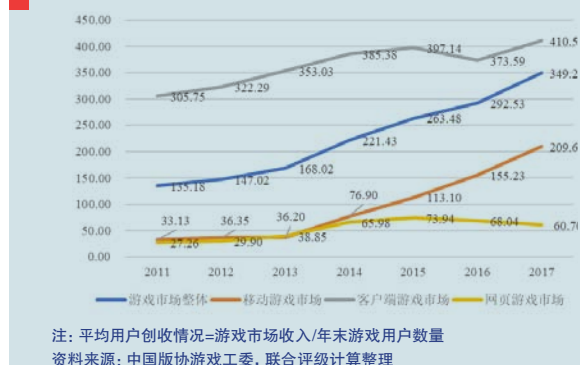
总体看，移动游戏用户数量大幅增长是近年来推动游戏市场增长的主要因素之一，但传统游戏领域向移动游戏领域转化的红利期基本结束，流量红利将尽，未来手游用户规模大幅增长的潜力较小。

2、用户付费倾向上升

2011~2017年，我国游戏市场平均用户创收水平持续上升态势，2017年为349.25元/人。其中由于中轻度游戏用户向更为便捷的移动游戏领域迁移，网页游戏市场平均用户创收从2016年开始呈现下降态势，2017年为60.70元/人。移动游戏市场呈现持续上升态势，2017年为209.60元/人。客户端游戏发展较为成熟，由于其更高的游戏画质、更好的游戏体验及偏向重度的属性，平均用户创收水平较高；2016年出现下降，平均用户创收为373.59元/人，2016年下半年以来一系列电竞属性高的重度游戏大作上线，2017年客户端游戏平均用户创收上升致410.51元/人。可以看出，游戏行业的主要组成部分客户端游戏和移动游戏，在用户数量红利期结束之后，客户端游戏和移动游戏的付费倾向上升可能成为推动游戏市场发展的主要因素之一。

总体看，推动国内移动游戏高速发展的流量红利期已基本完成，高速增长期过后，国内移动游戏市场将进入沉淀期，玩家对游戏品质的要求将逐步提高。未来移动游戏精品化、游戏付费水平的提高将可能成为推动我国移动游戏市场发展的因素之一。

图3 2011~2017年国内游戏市场平均用户创收情况（单位：元/人）



网络游戏行业参与者较多，但行业集中于头部，整体行业集中度较高；移动游戏市场更新换代较快，中小企业仍具有生存空间

网络游戏行业参与者较多。中国游戏企业方面，近几年网络游戏行业整体发展环境良好，推动了游戏企业挂牌上市的热潮。截至2016年底，中国上市游戏企业158家，其中A股上市游戏企业占81.61%，港股上市游戏企业占10.80%，美股上市游戏企业占7.59%。A股上市游戏企业占比持续增加，与国内资本市场认可游戏资产价值等因素有关。此外，新三板方面挂牌游戏企业数量为115家。除了直接参与游戏运营与研发的企业外，一些专攻游戏产业链上下游的企业也得以挂牌新三板，如游戏媒体、游戏营销推广、游戏支付、游戏教育等。

网络游戏行业头部集中。从2015~2016年收入前十名游戏公司收入情况看，腾讯游戏和网易游戏二者收入合计占到收入前十名游戏公司合计收入的75%以上，为第一梯队。腾讯游戏具有庞大的用户量，并且利用资本优势，以收购或者合作进一步丰富自己的产品和技术储备；网易游戏深度开发研究梦幻西游、倩女幽魂和大话西游等IP价值，并且推动与国外大厂的合作以代理引进优秀游戏产品等。第一梯队内，在体量上腾讯游戏具有压倒性优势。

从细分行业看，移动游戏领域，根据艾瑞咨询数据，腾讯游戏和网易游戏占了市场份额的55%，但移动游戏短频快的更新换代节奏、成熟的产业分工给了很多中小企业生存空间；网页游戏目前发展到了稳定阶段，较高的推广成本提高了行业准入门槛，市场集中于大中型企业；客户端游戏市场由于发展时间较长，行业成熟度高等特点，导致行业集中度最高，头部企业（TOP5）占据了约75%的市场份额。

二、网络游戏产业链分析

我国网络游戏产品按虚拟道具收费为主流盈利模式，全球其他国家和地区的网络游戏公司也在逐渐增加按虚拟道具收费的使用。网络游戏行业的盈利模式主要由以下三种：

1、按虚拟道具收费。按虚拟道具收费（FTP）是指游戏运营

商为玩家提供网络游戏的免费下载和免费的游戏娱乐体验，而公司的收益则来自于游戏内虚拟道具和高级功能模块的销售。玩家注册一个游戏账户后，即可参与公司的游戏而无须支付任何费用。若玩家希望进一步加强游戏体验，则需通过购买游戏点卡购买游戏中的虚拟物品来增加经验、技能等从而提升娱乐体验。目前该模式已成为中国网络游戏的主流收费模式，其优势是降低了初级玩家的进入门槛，有利于提升用户ARPU值。

2、按游戏时间收费。按游戏时间收费（PTP）是指网络游戏运营商按照玩家的游戏在线时间进行收费，具体又分为计点收费和包月收费两种。所谓计点收费，指玩家需要先购买点卡，通过玩家的游戏在线时间来计算消费。所谓包月收费，则是指按照固定时间段来收费的模式，一般按月为单位，比较适合在线时间比较长的玩家。目前，国内采用按时间收费（PTP）模式的网络游戏逐渐减少。

3、游戏内置广告。游戏内置广告（IGA）是指在游戏中出现的商业广告，以游戏的用户群为基础，通过设定条件，在游戏中适当的时间、适当的位置出现的广告。游戏内置广告主要形式包括：游戏路牌广告、特制场景为主的游戏场景内置广告，游戏道具赞助，

游戏内文字广播，游戏登录退出时的弹出广告，及游戏官方网站广告和游戏形象授权等形式。目前，国内采用游戏内置广告的网络游戏主要是网页游戏，市场规模相对较小。

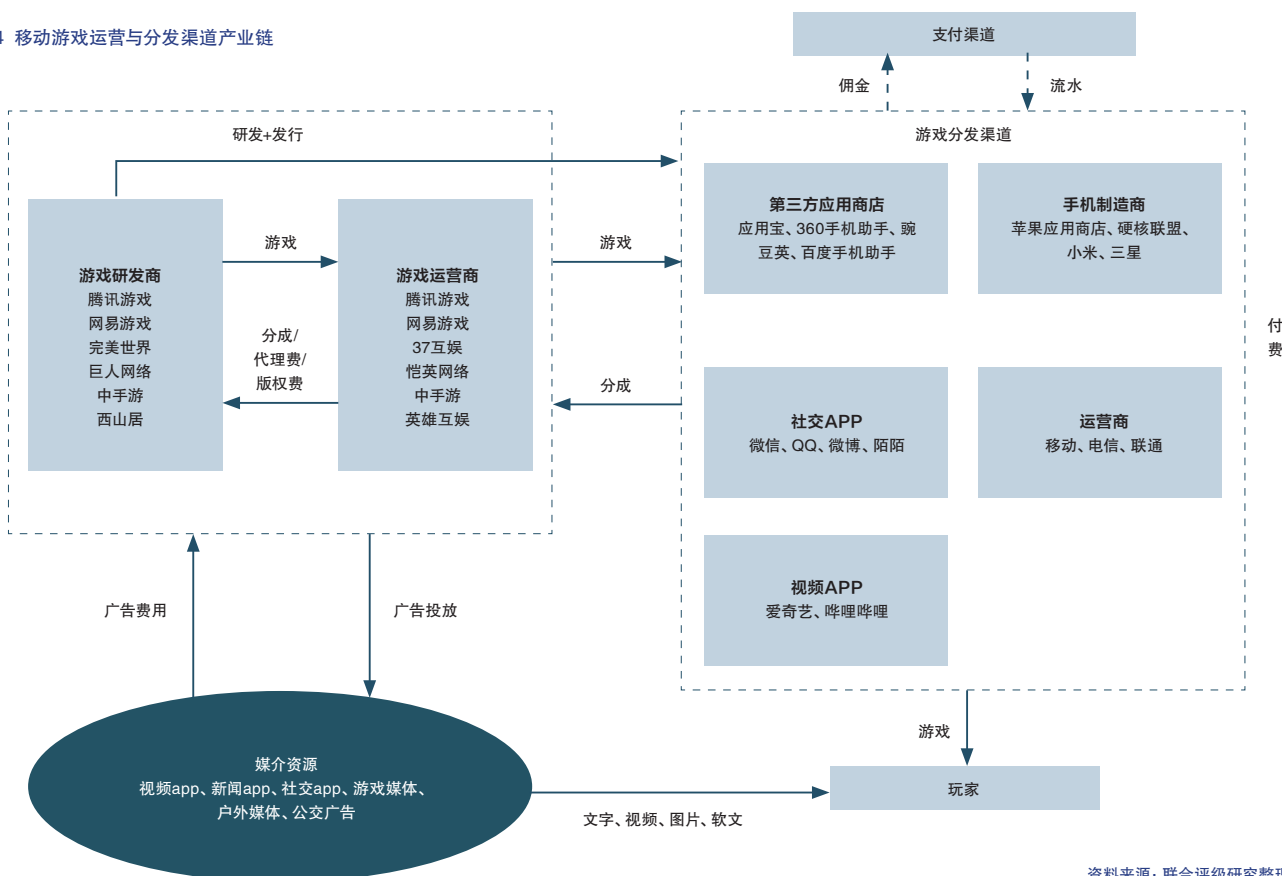
移动游戏产业价值链分配已经明朗，具备较高话语权的环节获得了价值链上较为核心的位置；渠道分发商主要由手机厂商应用商店、腾讯和百度应用商店以及第三方应用商店构成，头部效应明显；游戏运营市场格局变化较大，平台型游戏运营商腾讯与网易市场占有率高，头部平台型游戏运营商信用水平较高；传统端游研发商进入移动游戏，使移动游戏进一步精品化

移动游戏产业链生态系统上的核心参与者包括：游戏研发商、游戏运营商、游戏分发渠道和玩家；同时，还有基础设施，如支付工具和媒介资源等，其中网络媒介是玩家了解一款新游戏重要的渠道，具体如下图所示。

移动游戏产业链核心参与主体包括游戏研发商、游戏运营商和渠道分发商，其在产业链中的角色如图4所示，在实际运营中，上述三类核心参与主体互有重叠。

游戏渠道分发商呈垄断竞争态势，在移动游戏产业链中处

图4 移动游戏运营与分发渠道产业链



资料来源：联合评级研究整理

于较为强势的地位，主要是手机制造商、社交平台、电信运营商和手机应用商店前期投入建设资金巨大、品牌知名度高、用户规模大以及使用习惯具有粘性等特点所致。虽然近年来移动游戏日趋中重度化，但是受手机屏幕尺寸限制以及玩家使用习惯碎片化影响，移动游戏生命仍处较低水平（平均为0.5~1年），游戏运营商和游戏研发商较难拥有稳定的玩家群体。作为移动游戏产业链上话语权较高的各类型渠道分发商，均会留存较大比率的游戏充值流水作为佣金收入，分成比率约为游戏充值流水的30~50%。

游戏运营商话语权弱于游戏渠道发行商，但强于游戏研发商。即使是一款优秀的游戏作品，在前期游戏推广仍需要垫付大量宣传、推广费用，购买优秀IP也需要大规模资金支出，后续运行中需要有一定数量的客服人员进行维护，相对于游戏研发商，游戏运营商拥有资金规模、运营经验、媒介资源和渠道关系等优势。通常游戏运营商留存扣除渠道分发商费用后充值流水50~70%的比率作为其营业收入，或者一次性买断游戏版权；有时与游戏研发商约定一个保底收入，充值流水分成上封顶。

游戏研发商话语权最弱。游戏研发商主要以人力资本为核心，资金支出相对较小，通常取得版权金收入和游戏分成收入，应收款账期约为游戏充值确认收入后的3~4个月。

游戏分发渠道以互联网软、硬件平台企业居多，其核心竞争力是对互联网市场流量的获得能力和维系能力。以软件平台腾讯公司为例，其即时社交工具微信和QQ的8.50亿和9.63亿月活账户是其核心流量的来源，微信与QQ的语音聊天功能、朋友圈、QQ空间等工具都是维系其庞大用户的有力工具。以硬件平台苹果手机为例，2016年苹果2.15亿台的全球手机出货量是其大规模流量的来源，iOS系统的良好体验、相对精巧的手机设计均是维护其流量的有力措施。

我国移动设备APP分发渠道主要由手机厂商应用商店（苹果、小米和硬核联盟等）、腾讯、百度和360应用商店构成。主流手机主要包括苹果手机和安卓手机，苹果手机的APP分发渠道为APP Store。2015年以来，安卓手机APP分发渠道发生明显变化，除腾讯等拥有大流量且流量粘性大的应用商店外，用户粘性小的其它第三方应用商店流量开始下滑，硬核联盟流量快速增长，并占

据安卓手机主流的渠道分发商的市场地位。随着网民人口红利消失，忠诚度较高的品牌手机用户向手机厂商应用商店转移，渠道分发商市场集中度日渐提高，头部效应明显。

硬核联盟成立于2014年8月，是由华为、OPPO、vivo、酷派、金立、联想和魅族国内7家最大的智能手机厂商共同组成的移动互联网增值服务组织，由玩咖传媒负责作为联盟的秘书处，负责联盟的运营与管理，通过应用商店实现用户流量的变现。近年来，联盟企业手机厂商出货量大幅增加，积累了规模庞大的用户流量，未来随着硬核联盟手机出货量持续增长，其APP分发渠道市场份额或进一步提高。

除上述分发渠道外，爱奇艺、哔哩哔哩和新浪微博在垂直应用领域流量规模庞大且流量粘性较大的应用平台也进入了游戏分发渠道领域，以实现其流量变现。

拥有大流量门户网站、社交工具、应用商店、资讯APP、移动浏览器资源等平台型游戏运营商在媒介资源和分发渠道方面拥有巨大优势，同时平台型游戏运营商拥有海量数据沉淀可以进行较为精准的用户画像，在游戏营销和分发方面效率高。中重度游戏研发所需人力、资金规模投入大，需要被玩家快速认知获得充值流水，运营过程中也需要丰富的媒介资源持续维持游戏热度以延长游戏生命周期，因此中重度游戏研发商也乐于将游戏委托平台型游戏运营商进行代理。头部平台型游戏运营商依托媒介资源、海量的数据积累以及数据分析能力等优势，拥有较高的主体信用等级。

以IP为核心和端游改编的中重度游戏本身就具有一定获客能力。2015年以来，安卓移动游戏社会化推广力度增强，对传统分销渠道的依赖度降低，安卓手机渠道分发商在其自身拥有稳定存量用户优势的基础上进入游戏运营领域以应对市场变化。近年来新兴游戏渠道分发商以“联运”模式对接中小游戏研发商经营游戏发行业务，老牌渠道商以“独家代理”模式经营游戏发行业务。游戏运营业务能否显著提高渠道分发商的业绩水平仍需进一步观察。

从产业链话语权看，网页游戏与客户端游戏各环节话语权与移

表1 渠道分发商游戏运营模式

运营模式	渠道分发商	运营模式特点
渠道商联运模式	玩咖传媒	新兴分发渠道逐步介入游戏运营领域，除提供传统的账号、支付、云服务外，还配备专门运营团队，并提供推广、客服、数据分析等服务，并不对独享在某个市场的独家运营权
	爱奇艺游戏	
渠道商独代模式	小米互娱	涉入游戏运营时间较长的渠道分发商由联运模式转向独家代理模式，独享在某个市场的运营权（如：国内市场、安卓系统市场、苹果系统市场等）
	哔哩哔哩	
	360游戏	

资料来源：公司年报、官方网站、联合信用评级

动游戏类似，游戏运营平台话语权最高，游戏运营商次之，网页游戏研发商话语权最弱；在PC网页游戏和PC客户端游戏实际运营过程中，产业链各环节同样存在纵向一体化的现象

网页游戏的产业链与移动游戏类似，都包含游戏研发商和游戏运营商。但因游戏载体不同，网页游戏均在浏览器上运行，没有游戏渠道商，而是网页游戏运营平台。

网页游戏研发商与移动游戏研发商类似，均负责游戏产品的开发以及版本更新和技术支持。网页游戏运营平台负责规范游戏内容并按照规定向政府主管部门报备报批、PC网页游戏产品的平台选择、定制开服计划、提供客户反馈等。网页游戏运营平台为网页游戏的载体，是导入用户的关键环节。网页游戏运营平台可分为三大类：自主平台、开放平台、页游联运平台。自主平台即网页游戏运营平台自主搭建的平台；开放平台即对外开放的网页运营平台，主要包括腾讯页游平台、37游戏平台、360游戏平台、9377游戏平台等；页游联运平台又可分为两类，一类是非自有流量联运平台，通过联盟广告投放的方式导入用户；另一类是自有流量联运平台，包括视频媒体、音乐播放器、社交网络及流量巨大的综合性互联网企业，这类平台的特点是自有流量巨大，广告资源尚未饱和，会选择通过页游联运实现流量变现。目前网页游戏运营平台以开放平台为主。

客户端游戏在Windows下运行，运行环境相对较为开放，玩家可以自主从客户端游戏官网下载游戏，客户端游戏产业链相对简单，主要包含游戏研发商和游戏运营商。PC客户端游戏研发商负责游戏开发、更新及技术支持；PC游戏运营商负责游戏服务器的搭建，游戏上线运营和维护等。PC客户端游戏运营平台话语权高于游戏研发商。

买量是移动游戏重要获客手段，是网络游戏公司主要的营销费用支出方式，移动APP是移动游戏广告投放重要渠道；移动APP头部流量效应明显，呈寡头化发展趋势；未来移动游戏通过买量的获客成本或持续提高，不利于游戏运营商及研发商盈利水平持续提高

网络游戏的买量主要通过电视、楼宇、互联网广告等，电视、楼宇和纸媒是辅助性的品牌投放，效果型的推广主要集中在互联网广告，尤其集中在移动互联网广告。受移动游戏玩家忠诚度低影响，游戏运营商在新游戏上线前期需要投入大量资金在多种媒介进行推广，使玩家了解新游戏，以获得足够多的注册激活数量。我们选取规模较大、以游戏运营为主的上市游戏公司销售费用/营业收入数据作为游戏推广支出的重要指标，考虑到游戏运营商收入主要为扣除渠道商的游戏充值流水，我们估算游戏推广费用约占游戏充值总流水的15~20%左右。

从过去几年的情况来看，移动APP数量经过了一个高速增长后开始缩减；用户覆盖上看，中部和长尾流量（MAU500万以下）合计用户数仅为头部（MAU500万以上）流量的1/5左右，头部效应很明显，且头部流量内部本身的集聚效应也非常强：DAU过亿产

品仅7款，过5000万产品一共18款，过2500万产品一共30款，而过千万产品一共有62款。根据热云数据，2017年上半年，手游买量头部集中度也很高，头部的五家媒体（包含今日头条、广点通、智汇推、UC头条、微信MP）购买的流量占比63%，中部媒体买量占比22%，长尾占比15%，结构上与整体流量的构成比较一致。

在移动互联网世界中，由于电子信号传递成本极低，地域、距离等因素都不再成为用户知晓信息的障碍；优质的产品信息会在网络中迅速传播，同时随着用户数量的增加，产品运营成本得以分摊，可交流的群体得以扩大，所有用户都可以从网络规模的扩大中获得最大的价值，网络外部性得以显现，流量向头部信息产品快速集中。中国信息流广告市场经过4年的发展，已经逐渐形成梯级格局，未来随着移动互联网流量寡头化，信息流广告市场将呈现寡头格局。随着信息流广告市场集中度提高，价值流量集中于头部企业，我们预计未来网络游戏买量的单位获客成本会持续提高，降低游戏运营商的经营利润，降低游戏研发商的营业收入。

综合以上，随着我国流量广告市场集中度持续提高，游戏运营商广告支出议价能力会有所下降，不利于游戏运营商及游戏研发商盈利的持续提高。

四、行业政策

我国大力支持互联网行业及其子行业网络游戏行业的发展，同时也加大了互联网信息安全以及互联网游戏经营的监管力度

我国对网络游戏行业的支持政策主要体现在对新兴产业的扶持和对游戏市场的规范两个方面。扶持方面，从鼓励发展电子竞技行业，到教育部在高校增设电竞专业、扶持本土精品游戏出版，不仅在国家层面上充分肯定游戏行业的地位，而且从行业标准、从业人员、题材内容等方面，为电竞、VR、移动游戏的纵深发展提供有利的产业发展环境。规范层面主要体现在移动游戏新产品上线审核的趋严，通过严格对版号的要求、加强对游戏企业资质的考察等举措引导游戏行业走向精品化和健康化。

五、国内主要上市游戏公司财务分析

联合评级对游戏公司（沪深、新三板上市公司和发债公司）进行了筛选，共选取了52家样本企业，样本企业数据均采用2016年合并报表数据。

资产规模与商誉占比

网游游戏行业属于轻资产行业，网络游戏公司普遍呈流动资产占比大的资产结构，近年来受网络游戏行业市场规模爆发以及收购影响，样本游戏公司的资产规模以及收入规模呈快速增长态势，商誉占比持续扩大

从资产规模看，2012~2016年，样本企业资产呈快速增长态

势, 2016年平均值为22.36亿元, 主要是掌趣科技、三七互娱、游族网络、完美世界、巨人网络等大型游戏公司收并购及借壳上市所致; 样本游戏公司资产规模同比增速自2015年以来加速增长, 主要系2014年以来移动游戏市场规模进入爆发期, 大型游戏公司均不同程度地开展收购精品小型手游研发、运营商以及动漫、影视制作公司构建各自的泛娱乐产业链所致。相应样本公司所有者权益规模持续增长。

游戏公司是典型的轻资产公司, 资产主要由流动资产构成; 2013年以来, 样本游戏公司流动资产/总资产比率始终在60%以上; 2016年以来流动资产/总资产比率有所下降, 主要系样本游戏公司收并购导致商誉增加所致。样本游戏公司商誉规模呈快速增长态势, 商誉/总资产比率从2012年的0.82%增长至2016年的27.75%, 占比大幅提高。未来, 随着移动游戏市场增速放缓、竞争日趋激烈, 不排除部分样本企业出现较大规模的商誉减值的情况。

债务结构及债务负担

网络游戏公司呈流动负债占比高的负债结构, 由于资本开支不大且收并购股权支付占比较高, 其债务负担较轻

网络游戏公司的轻资产特点决定了其债务构成以流动负债为主, 从下表可以看出, 除2012年外(2012年部分样本公司尚未取得游戏业务), 样本游戏公司的流动资产/负债总额比率在80%以上。从债务负担看, 由于游戏业务长期资产投入规模小、研发成本以人员工资构成为主、盈利能力水平较高、兼并重组收购对价主

要以股权支付为主, 游戏公司相对于传统行业债务负担比较轻。2013~2016年, 样本游戏公司资产负债率均在35%以下, 全部债务资本化率在10%以下, 且两项指标都呈逐年下降的态势, 主要系部分游戏样本公司2013~2014年发生反向收购, 原上市公司债务负担较重所致。2015年以来, 样本游戏公司全部债务资本化率有所提高, 主要系“泛娱乐”战略逐渐成为游戏行业主流竞争战略, 大规模的IP资源购买需要游戏公司取得长期资本, 银行借款和发行债券成了游戏公司长期资金的主要来源。未来, 随着网络游戏公司IP采购规模逐年扩大, 网络游戏公司的债务负担可能会持续上升。

盈利能力及成本构成

样本游戏公司营业收入与净利润呈快速增长态势, 盈利能力强, 毛利率在70%左右, 净资产收益率亦较高; 主营业务成本主要以对游戏研发商的分成支出、IP版权支出以及网络使用费等构成; 受游戏产业链特点以及手游生命周期较短的因素影响, 网络游戏公司的销售费用及管理费用支出占比较高

受益于我国网络游戏市场尤其是移动游戏市场规模快速爆发以及收并购的影响, 2012~2016年, 样本企业营业收入呈快速增长态势, 年均复合增长1.43倍; 净利润亦呈快速增长态势, 年均复合增长1.61倍。游戏行业盈利能力强, 样本游戏公司毛利率普遍较高, 其中2012~2013年较低系样本公司当期游戏业务收入占比较少所致; 游戏研发业务的毛利率通常在80~90%左右, 由公司游戏研发领域的市场地位决定, 游戏运营业务的毛利率通常为

表2 样本游戏公司负债结构及债务负担情况(单位: %)

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
流动负债/负债总额	51.68	83.17	94.43	92.00	88.75
资产负债率	--	33.22	31.64	24.33	19.67
全部债务资本化率	6.35	6.69	6.04	4.41	5.14

注: 表中数据为平均值, 2014年资产负债率剔除所有者权益为负的异常值“广州分给网络科技股份有限公司”。

数据来源: Wind、联合评级整理

表3 样本游戏公司盈利能力及费用构成情况(单位: 亿元、%)

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
营业收入	1.92	3.12	3.46	4.77	8.03
毛利率	24.72	39.15	59.38	64.89	67.02
收入费用比	16.25	84.33	73.22	56.61	49.43
净利润	0.31	0.43	0.56	1.06	2.10
净资产收益率	11.69	13.69	51.10	26.36	21.9
现金收入比	54.19	95.09	99.01	95.93	96.12
2016年销售费用/营业收入	16.34		2016年管理费用/营业收入		
			18.80		

注: 表中数据为平均值

数据来源: Wind、联合评级整理

表4 样本游戏公司偿债能力情况 (单位: %)

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
流动比率	0.75	2.63	2.56	2.99	4.10
EBITDA/利息费用	--	--	-19.46	-45.26	-23.63

注: 表中数据为中位数

数据来源: Wind、联合评级整理

50~75%, 由公司对研发商的流水分成比率决定, 目前游戏公司趋向于“研运一体化”运作, 毛利水平通常处于上述两者情况的中间水平。相应网络游戏公司的净资产收益率通常较高, 2015年以来样本公司净资产收益率有所下降, 主要系留存利润增加导致所有者权益增加所致。

从成本构成看, 受游戏产业链特点影响, 网络游戏公司的主营业务成本构成主要以对上游游戏研发商的分成支出、IP版权支出以及相关网络费用、服务器折旧费用等。网络游戏公司的期间费用占比相对较高, 且主要由销售费用和管理费用构成。从网络游戏产业链看, 网络游戏需要在多种媒体尤其是互联网媒体实施较强的推广力度, 以保证快速使玩家获知, 营销费用开支相对较大, 样本游戏公司中2016年销售费用/营业收入占比为16.34%。目前, 网络游戏公司主流研发游戏以移动游戏为主, 移动游戏生命周期相对较短, 通常在1~2年, 受此影响, 大部分网络游戏公司都将研发支出费用化, 计入当年的管理费用中, 导致网络游戏公司管理费用相对较高, 2016年样本游戏公司的管理费用/营业收入占比为18.80%。

偿债能力

受网络游戏公司轻资产、盈利能力强、收并购股权支付比率较高以及资本开支不大等因素影响, 网络游戏公司长、短期偿债指标表现很好

受网络游戏公司轻资产运营、盈利能力较强、收并购股权支付比率较高以及资本开支不大的因素, 网络游戏公司偿债指标情况较好, 流动比率均在2倍以上, 2016年流动比率大幅增加主要系部分游戏公司实施定向增发股票所致。从EBITDA对利息支出的保障和对有息债务的覆盖程度看, 因游戏公司融资规模小, 样本游戏公司的利息费用基本均为负数, EBITDA对利息支出的保障和对有息债务的覆盖程度均较强, 网络游戏公司的长期偿债能力指标表现很好。

六、未来发展

移动游戏经历高速增长阶段过后, 内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素, 移动游戏精品化以及付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。移动游戏经历高速增长阶段过

后, 市场将逐步进入成熟期, 玩家对游戏品质要求将提高, 内容创新和研发能力将成为游戏厂商核心竞争要素。移动游戏付费规模提高将成为推动移动游戏市场发展的因素之一。我们认为随着近两年用户付费习惯的逐渐养成, 精品游戏的不断推出, 玩家付费的意愿将增强, 未来用户付费的增长将是推动我国游戏市场发展的最重要因素之一。

行业面临整合趋势, 市场集中度将逐渐提高。近年来, 中国互联网游戏行业的快速发展催生了一大批中小型的互联网游戏公司。中小型企业由于在资金、用户、产品等方面无法形成规模效应, 生存空间将受到较大限制。目前一些中小型网游企业正在逐步淡出竞争激烈的运营市场, 专项研发、外包等领域, 以中小型研发企业为标的的兼并收购案例也将不断增多, 互联网游戏行业将面临整合趋势, 市场集中度将进一步提高。但中小企业可通过对小众题材的研发, 如影游联动、二次元和粉丝向作品, 发挥游戏市场长尾效应。

推动国内游戏市场发展的流量红利期基本完成, 国内游戏市场集中于头部, 海外拓展将是游戏企业未来发展的方向之一。近十年来中国互联网游戏企业在国内市场积累的宝贵的研发和运营经验, 企业在技术、人才、资金等方面的实力不断增强, 已具备了全球化竞争的实质。同时国内游戏市场竞争日趋激烈, 拓展互联网游戏出口业务可以使中国互联网游戏公司减少区域性经营风险, 增强品牌知名度与影响力, 分享广阔的海外市场收益。2016年我国企业自主研发网络游戏海外市场实际销售收入73.2亿美元, 其中自主研发移动游戏海外市场实际销售收入46.5亿美元, 同比增长76.3%, 较国内移动游戏行业增速高。预计未来中国互联网游戏出口规模将进一步扩大, 出口国家将更加多元化, 海外市场业务模式将更加丰富。

互联网游戏产品向“平台化”发展。随着我国互联网游戏市场竞争的加剧以及市场门槛的提高, 互联网游戏研发企业纷纷建立自己的运营平台, 以构建核心竞争力。与此同时, 部分传统的互联网游戏研发企业也开始向研运一体化企业转型, 逐步构建运营平台, 并将优质产品资源投向自身平台。“平台化”有利于游戏开发商实现用户和渠道的共享, 提高用户粘性, 避免单一类型产品带来的运营风险。

PC客户端游戏电竞化。PC客户端游戏操作复杂性远高于移动游戏, 在社交娱乐游戏大幅向移动端转移的同时, PC客户端游戏将加强其操作性和配合性, 加强电子竞技特征。

技术是推动游戏市场发展的核心驱动力。4G技术的普及是推动移动游戏大幅增长的主要因素之一。未来5G技术可提供更高速的数据传输能力, 人工智能技术为游戏产品内容提供了新的可能, 二者的商用可能为游戏市场发展带来更多可能。///

地方炼油行业研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 常启睿 付晓林 刘艳婷



一、行业概况

地炼企业主要是指除三大石油公司（中石油、中石化及中海油），其他大型央企（中国化工、中化集团）之外的地方炼油企业。地炼行业企业的雏形是规模仅为万吨级的小炼油厂，最初成立时一方面是为了解决油田开采过程中产生的落地油污染问题，因此仅以油田管道跑冒油、落地油为原料油炼制粗汽、柴油，另一方面是在计划经济年代，油田在开发过程中导致部分农民失去土地，为了对地方政府、失地农民进行经济补偿，油田公司会拿出一部分原油给地方政府或农村集体所有的小炼油厂。地炼企业起源于特殊的历史时期，一直处于上下游发展均受限制的状态，但地炼企业对于中国成品油市场稳定供给发挥着重要的作用，且因对当地税收贡献较大，得到了地方政府的一定支持。地炼行业处于原油开采的下游加工环节，以原油、燃料油等原料油生产汽柴油、石脑油及石油焦炭等产品，在化工产业链中具有非常重要的作用。

上游原材料供给及价格

原油是地炼行业企业重要的优质原材料，中国原油市场的外依赖程度较高，2017年中国原油进口量达4.20亿吨，同比增长

10.12%，已超越美国成为世界第一大原油进口国。2017年中国原油供应进口依赖程度达69.31%，同比上升3.39个百分点，显示出中国原油对外依赖程度增加。

由于中石油与中石化占据着中国原油勘探开采的垄断地位且具有绝对份额的原油进口权及成品油销售能力，且2015年以前国家对原油进口资质进行严格限制，地炼企业获得的原油远不足以满足其生产需求，只能依靠少量不稳定的原油和大量高成本的燃料油，许多地炼企业因油源问题开工不足甚至停工检修。因此，长期以来，油源问题一直是制约地炼企业发展的重要因素之一。

1、原油进口

2015年2月16日，发改委发布《关于进口原油使用管理有关问题的通知》，宣布允许符合条件的地炼厂在淘汰一定规模落后产能或建设一定规模储气设施的前提下使用进口原油，此后，地方炼厂开始积极申请进口原油使用权。2015年7月22日，商务部发布《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》，降低了非国营企业进口原油的要求。2017年4月27日，发改委发布《国家发展改革委关于有关原油加工企业申报使用进口原油问题的通知》，表示自2017年5月5日起，停止接收有关原油加工企业使用进口原油的申报材料。截至2017年底，已批、待批及申请中三方总计的进口原油

表1 截至2017年12月底地炼企业“双权”及产能情况(单位:万吨)

企业名称	进口原油使用配额	保留产能	淘汰产能	原油进口配额
淄博鑫泰化工	200	220	200	无
山东清沂山石化	300	300	300	无
玉皇盛世化工	144	300	120	无
大连锦源石油化工	80	220	80	无
山东东方华龙工贸	300	300	285	无
山东胜星化工	220	220	220	无
山东齐成石化	160	350	160	无
湖北金奥科技	230	500	230	230
河南丰利石化	222	260	190	无
日照岚桥港口石化	180	350	150	无
山东海科瑞林	210	230	175	无
山东金城石化	300	590	250	300
山东精细化工	186	230	155	无
山东神驰化工	252	260	210	252
河北鑫海化工	372	600	366	372
山东恒源化工	350	350	280	350
山东无棣鑫岳炼化	240	240	200	240
陕西延长石油	360	1740	300	无
山东海右石化	320	350	260	114
东营齐润化工	220	220	190	209
山东京博石化	331	350	230	188
山东鲁清石化	258	300	215	234
山东天弘化学	440	500	342	406
山东汇丰石化	416	580	180	263
山东清源石化	404	520	325	404
宁夏宝塔石化 ²	616	750	120	59
山东亚通石化	336	350	230	264
山东垦利石化	252	300	210	243
山东利津石化	350	350	250	323
中化弘润化工	530	570	330	518
辽宁盘锦北燃	700	350	600	802
东明石化	750	750	350	728
合计	10229	13500	7703	6499

资料来源:公开市场,联合资信整理

使用配额额度在1亿吨以上。

2、进口原油使用权

进口原油使用权,即企业有权利加工使用进口原油,但进口原油使用权的放开并不等于对进口原油使用的放开,企业仍需要通过具

备原油进口资质的第三方企业代理进口原油。同时拥有进口原油使用权和原油进口权,民营地炼企业才能在上游原料板块拥有话语权。

3、原油进口权

原油进口权,即企业可以自主从海外进口原油,但需商务部相应颁发使用配额。中国原油进口实行外贸代理制度,国家通过自动许可证实施严格的管理控制。原油进口相关的进口配额和进口资质不同有所区别,进口配额由发改委下发到拥有炼化实业的主管单位,进口资质则是指进口经营权,2015年前由商务部授权给几家外贸代理公司,包括中国中化集团公司、中国国际石油化工联合有限责任公司(中石化全资控股)、中国联合石油有限责任公司(中石油合资控股)、珠海振戎公司和中海中石化联合国际贸易公司共5家。很多国营炼厂其实既无配额,也无资质,他们需要使用其他企业的配额,经过有资质的外贸代理公司完成采购和进口。随着2015年以来中国政府逐步放开“双权”¹,一些地炼企业获得了原油进口资质及一定数量的原油进口配额,前提是需要淘汰部分落后产能,未经批准一律不得再新建、改扩建炼油装置,详见表1。

原油定价方面,国际市场原油价格主要受供需两方面影响,供给方面影响因素主要来自石油输出国,特别是石油输出国组织(OPEC)的石油产量政策以及经济合作与发展组织的石油储备,需求因素主要是世界经济的发展状况;短期影响因素包括金融危机、军事冲突及国际金融资本炒作等。国际原油价格的参照标准主要是纽约WTI期货价格和北海布伦特期货价格。国内原油定价方面,2009年5月发改委公布的《石油价格管理办法》中规定:国内市场原油价格由企业参照国际市场价格自主制定;中石化和中石油之间互供原油价格由购销双方按国产陆上原油运达炼厂的成本与国际市场进口原油到厂成本相当的原则协商确定;中石化、中石油供地方炼厂的原油价格参照两个集团公司之间互供价格制定;中海油及其他企业生产的原油价格参照国际市场价格由企业自主制定。

整体来看,受制于全球经济形势低迷,国际原油价格短期持续上升的趋势面临较大阻力,全球原油市场供大于求造成的低采购价有利于石油化工行业整体的发展;2015年以来,中国政府为了支持和引导地炼行业企业科学发展、良性竞争,放开“双权”,不仅提振了地炼企业信心,更在一定程度上缓解了地炼企业一直以来面临的油源压力。

行业供需

1、供给

截至2017年底,中国炼油能力已达7.72亿吨/年(年内新增炼

¹本文中“双权”指原油进口权及进口原油使用权。

²因宝塔石化尚未兑现2亿立方米的储气库建设承诺,国家发改委将宝塔石化2018年进口原油使用配额调整至216万吨/年。

油能力4000万吨/年,淘汰落后能力2240万吨/年),占全球炼油能力的15.76%,居世界第二位。其中,中国地方炼厂(不含央企收购或控股的地炼企业)的炼油总产能为1.62亿吨/年,占全国炼油总产能的20.98%。从地炼企业集中区域来看,山东省地炼行业产能最集中的区域,全省地炼产能占全国地炼行业总产能的64%;辽宁、陕西、河北、江苏和广东等地产能约为9%、8%、5%、5%和4%。目前中国共有地炼企业约80多家,其中山东地区有地炼企业约40家。

2017年中国原油炼油能力7.72亿吨,但原油加工量只有5.68亿吨,各类炼厂开工率平均值仅为73.58%,地炼企业开工率低于60.00%。以山东地炼(常减压装置)为例,2013年以来,虽然山东地区炼油厂开工率呈上升趋势,但开工率受油源、环保及燃油价格波动等因素影响,仍然维持较低水平。

石油炼化加工过程主要包括一次加工、二次加工和三次加工三个阶段,具体加工流程见图1。其中,一次加工是将原料油加入常减压装置,用蒸馏的方法分离成轻重不同馏分,以拔出原料中所含的化工汽油和柴油,包括原油预处理、常压蒸馏和减压蒸馏;二次加工是通过催化裂化、石油焦化和加氢裂化从而达到重油轻质化的过程,又称为重质油深加工;三次加工主要指将二次加工产生的

各种气体进一步进行脱硫加氢的处理,实现精细脱硫和加氢稳定,产生标准气态油。

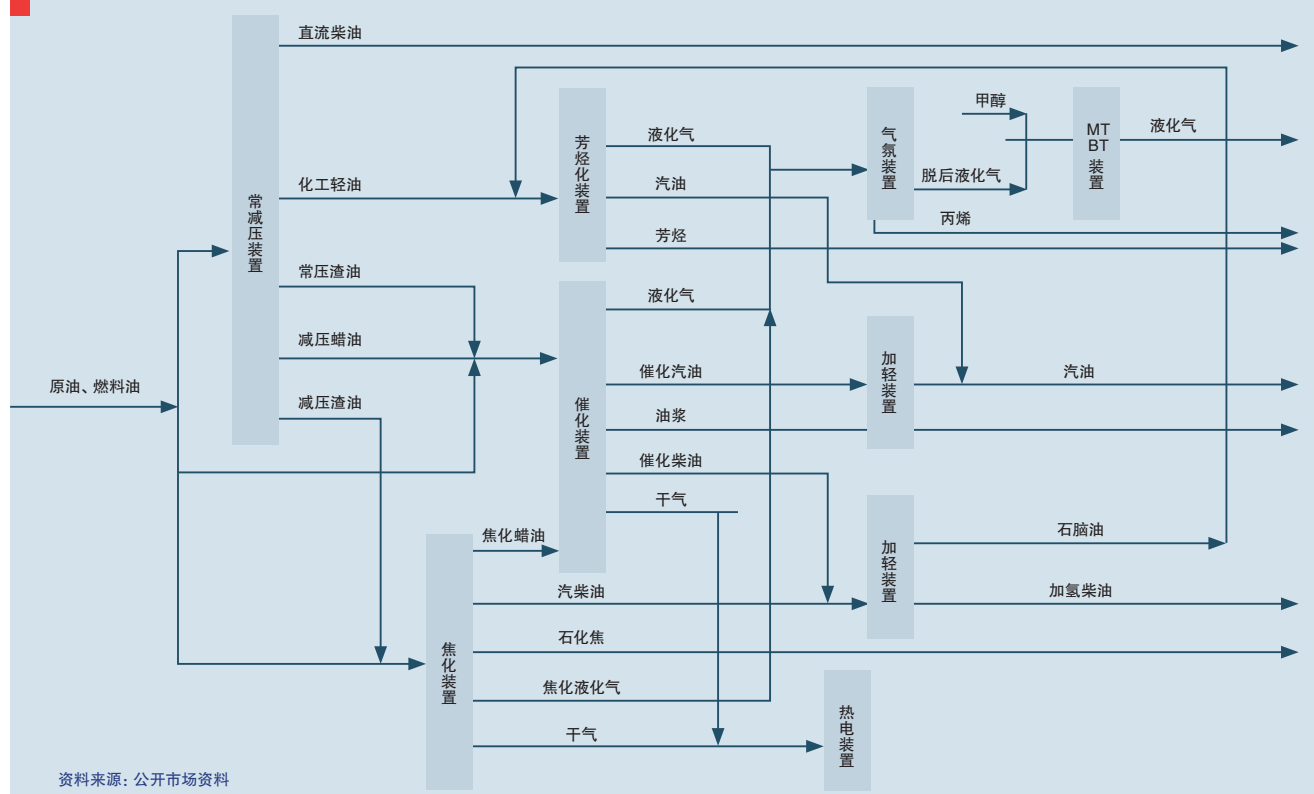
受资金及原料油品质限制,地炼企业投建炼化装置并不是一步到位的,而是以常减压装置、催化裂化装置、延迟焦化装置、加氢精制装置、催化重整装置及烯烃深加工装置的顺序添加,存在产业链匹配性较差问题。在依据一次常减压规模判断企业加工实力的时期,尽管开工率较低,地炼企业仍扩张常减压装置,因此装置结构普遍存在常减压规模很大但二、三次加工能力不足的“头重脚轻”现象。油品质量升级面临一定困难。

2、下游需求

石油炼化行业是原油开采的下游加工环节,以原油、燃料油等原料油生产汽油、柴油、干气、石脑油和石油焦炭等产品,其中汽、柴油为当前主要的动力燃料,干气和石脑油为下游石油化工的主要原料来源,因此石油炼化在化工产业链中具有很重要的作用。

汽柴油需求方面,在中国经济增速放缓的大背景下,预计未来成品油需求难以高速增长。汽油方面,中国乘用车的保有量增速逐年下降,且乘用车中新能源、小排量及低耗油车占比上升,受此影响汽油消费增速呈现下降趋势,2017年汽油表观消费量增速由上年的3.85%降至2.03%。柴油方面,2016年中国柴油表观消费量

图1 地炼企业生产产业链



资料来源：公开市场资料

首次出现负增长(-4.99%)，2017年柴油表观消费量同比虽有所增长，但难以重现过去水平。中国柴油消费主要来自交通运输、仓储和邮政业，而这部分主要对应物流用油和客运用油。2016年受经济疲软和传统产业生产乏力影响，中国货物运输周转量再次出现负增长，2017年货物运输周转量有所回升；旅客周转量也于2016年出现负增长，2017年旅客周转量同比有所回升，但依然低于2012年之前的水平，柴油消费板块均难以支撑柴油消费增速上行，预期2018年~2019年柴油消费增速难以超过2%。

石脑油方面，石脑油是用于化工原料的轻质油，其主要用于管式炉裂解制取乙烯、丙烯、催化重整制取苯、甲苯及二甲苯。中国乙烯、芳烃等大宗基础原料进口量较大，聚乙烯等下游产品的自给率不到60%。与汽柴油不同，近年来主要用于下游化工原料的石脑油呈现出较强劲的消费需求增长，2016年石脑油表观消费量为3944.84万吨，同比增长12.72%；2017年石脑油表观消费量增速有所放缓，同比增长3.06%，但仍呈现增长趋势。

在中国经济增速放缓的大背景下，传统的成品油需求难以支撑地炼行业的快速发展，中国乙烯、芳烃等大宗基础原料进口量较

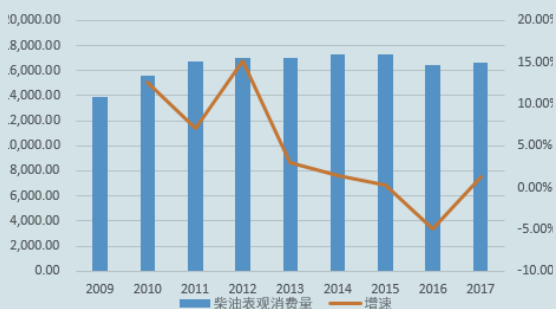
大，以石脑油为原料发展原油深加工业务将成为未来地炼企业不可忽视的一个方面。

3、产品定价

地炼行业企业盈利一定程度上依赖于国际原油价格与成品油价格之间的差额，中国成品油定价具有专门的价格形成机制。2013年3月26日，国家发改委发布《国家发展改革委关于进一步完善成品油价格形成机制的通知》，提出进一步完善成品油价格形成机制，新定价机制使国内外价格联动更加密切，调价频率明显加快，一定程度上抑制了投机需求。

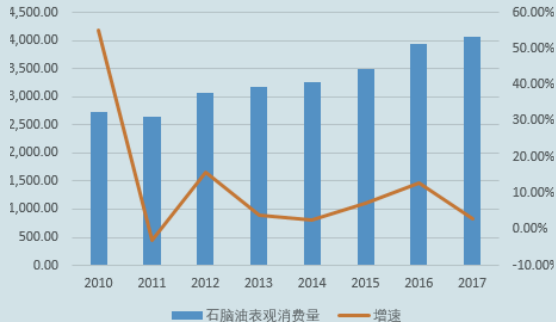
2014年下半年以来，国际市场油价从每桶110美元快速下跌至40美元以下，过低的油价不利于中国石油产业的长期健康发展，也不利于新能源和可替代能源发展。此外，成品油价格机制在运行过程中出现了一些不适应的问题，为减轻国际市场油价过高或过低对国内市场的负面影响，保障国内能源长期安全，2016年初，发改委下发《关于进一步完善成品油价格形成机制有关问题的通知》，规定当国际市场油价高于每桶130美元时，汽、柴油最高零售价格不提或少提；低于40美元时，汽、柴油最高零售价不降低；在40美

图2 近年来柴油表观消费量及增速 (单位: 万吨、%)



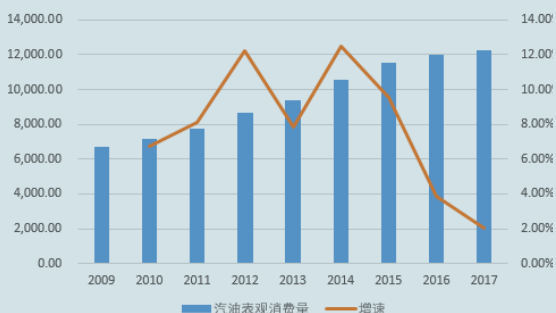
资料来源: Wind、联合资信整理

图4 近年来石脑油表观消费量及增速 (单位: 万吨、%)



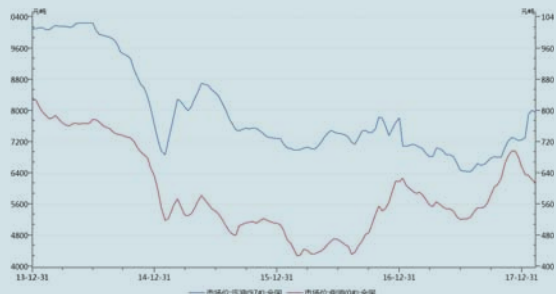
资料来源: Wind、联合资信整理

图3 近年来汽油表观消费量及增速 (单位: 万吨、%)



资料来源: Wind、联合资信整理

图5 近年来97#汽油、0#柴油市场价变化情况 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind

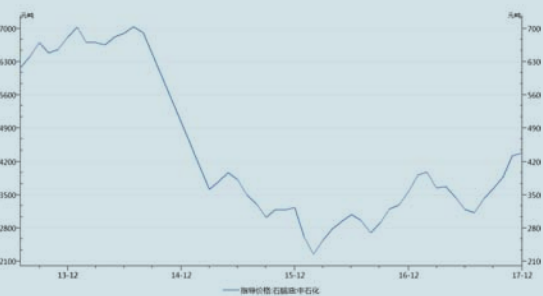
元~130美元之间运行时,国内成品油价格按机制正常调整。但与旧定价机制一样,新成品油定价机制仍然存在一些弊端(如设定上下限,只在区间内实行市场定价;10个工作日成品油调价周期等),市场化程度不高。

国内成品油价格依据国际原油价格进行调节,其价格与国际市场原油价格走势基本一致,但由于成品油定价机制,国内成品油价格变动存在一定的滞后性。2014年下半年,受国际油价大跌影响,国内成品油价格出现持续下降,此后一年多时间内,成品油价格虽时有上涨,但仍维持在历史低位。2016年下半年,因主要原油供应国减产预期等因素影响,原油价格上涨,挂靠于国际原油价格标准的国内成品油价格也随之上涨。2017年上半年,成品油价格出现小幅下跌,下半年起由于OPEC和俄罗斯减产执行顺利并延长减产协议,原油价格呈现上涨趋势,截至2017年12月30日,汽油(97#)、柴油(0#)市场价分别为7237.90元/吨和6829.50元/吨。

石脑油价格总体变动趋势基本同汽柴油一致,以中石化石脑油指导价为例,2014年上半年石脑油价格维持在约6700元的水平,随后在原油价格的大幅下降的情况下,石脑油价格也一路走低并于2016年3月下降至近年来最低点约2250元/吨,随后石脑油价格在原油价格提升、下游如乙烯、对二甲苯生产需求提振等因素影响下震荡上升,截至2017年12月底,中石化石脑油指导价为4390元/吨,较2017年年初增长11.70%。

总体来看,近年来随着中国石油化工行业迅速发展,炼油产能增长迅速,地炼企业作为石油化工行业的重要组成部分,在快速发展的同时,也面临一系列亟需解决的问题:实际开工率较低,产能过剩情况较为严重;受资金及原料油品品质限制,地炼企业在装置投运上存在产业链匹配性较差问题,原油深加工能力不足;未来汽柴

图6 近年来中石化石脑油指导价变化情况(单位:元/吨)



资料来源: Wind

油等动力燃料消费增速将继续放缓,以石脑油为原料发展原油深加工业务将成为未来地炼企业不可忽视的一个方面。

二、行业监管及政策环境

2015年以来,政府出台多项石油化工行业相关政策,主要集中在:(1)能源、环保政策,明确能源消费目标和节能减排目标;(2)规范行业管理要求、明确行业准入条件;(3)行业规划、布局方案。

除表2中陈列的政策外,2016年11月,商务部按惯例发布《2017年原油非国营贸易进口允许量总量、申请条件和申请程序》,其中对原油进口允许量分配原则做出较大调整,从“主要依据上年进口实绩”调整为实行“分批下达、追加调整、严格考核”的原则,表明政府层面“放而不管”的态度已出现改变,企业需通过相关考核作为继续使用进口原油的前提,连续两年无进口业绩的企业不再安排允

表2 近年来出台地炼及石化行业主要政策

201政策文件	政府部门	内容及意义	发布时间/年
《关于进口原油使用管理有关问题的通知》	发改委	对符合要求的非国营炼油企业逐步开放、批准进口原油使用权与进口配额,缓解地炼行业原料供给问题。	2015年2月
《石油炼制工业污染物排放标准》	环保部、国家质检总局	规定了石油炼制工业污染物排放限值、检测和监督管理要求。	2015年4月
《加快成品油质量升级工作方案》	发改委	提前国V标准车汽油、柴油供应时间,推动炼油企业设备升级,保证国V油品市场供应。	2015年5月
《石化和化学工业发展规划(2016-2020年)》	工信部	推动石化和化学工业由大变强,有序推进七大石化产业基地及重大项目建设,增强烯烃、芳烃等基础产品保障能力,提高炼化一体化水平,加快现有乙烯装置升级改造,优化原料结构。	2016年9月
《国家能源技术创新“十三五”规划》	国家能源局	加强重劣质原油加工技术研发和应用,攻关清洁油品生产技术,适应油品升级的需要,鼓励创新与技术升级。	2016年12月
《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	环保部、国家质检总局	公布自2020年7月1日起,所有在售和注册登记的轻型汽车应符合国六标准。	2016年12月

资料来源:相关部门网站,联合资信整理

许量。2017年11月，商务部发布《2018年原油非国营贸易进口允许量总量、申请条件 and 申请程序》，继续加强考核要求，将考核时间范围进一步缩减至2017年即最近一年——“2017年无进口业绩的企业不再安排允许量；根据《中华人民共和国货物进出口管理条例》，不能完成持有进口允许量的企业，应在当年9月1日前，通过所在地商务主管部门或中央企业集团公司将当年无法完成的允许量交还商务部”。

整体来看，2015年以来，中国政府为了支持和引导地炼行业企业科学发展、良性竞争，出台了多项相关政策，在放开“双权”、允许地炼行业企业使用进口原油的同时，也对环保标准、油品升级等方面提出新的标准和要求。

三、行业关注

销售渠道及清关

地炼企业加工优质进口原料后，轻油收率高，进而开工负荷提升，制约炼厂发展的反而是销售环节，部分无自营加油站的地炼企业在销售渠道上仍依赖中石油及中石化的销售网络，因此部分地方炼厂在获得进口原油使用权的同时，需谨慎对待与中字头企业的合作。

清关环节上，地炼斩获“双权”后，仍需要获得自主进口许可证（商务部）及中石油、中石化的排产计划，获得齐全的证件存在一定阻力。同时，由于缺乏获取进口石油的经验，地炼企业获取优质原料仍存在一定难度。

后期监管

2015年向民营地炼开放进口原油的前提是淘汰落后产能，且规定只能自用、不得转卖。但在实际运行过程中，部分炼厂出于利益考虑并未拆除落后装置，避税和私下买卖进口配额的事情也时有发生，违背了政策的初衷。有关部门或许已认识到不能光放不管，严格监督管理或将成为后期的工作重点。

油品及装置升级

2013年2月6日，中国国务院常务会议决定加快油品质量升级。2016年1月1日起，东部11省市油品升级至国五标准；2016年底，全国全面实施油品国五标准，车用汽油国五标准实施后将大幅减少车辆污染物排放量。此外，国家标准委还在尽快启动第六阶段车用汽油、车用柴油等油品质量系列国家标准的修订工作。对地炼企业而言，油品升级需要其在加工装置与生产技术方面快速改进，且装置升级的资金量较大且投资回收期较长，油品升级所带来的技改和设备投资对地炼企业形成了一定的成本压力。

七大石化基地

《石化和化学工业发展规划（2016-2020年）》提出要有有序推进七大石化产业基地及重大项目建设，七大产业基地包括上海漕泾、大连长兴岛（西中岛）、河北曹妃甸、江苏连云港、浙江宁波、福建古雷及广东惠州。新建大型炼化项目，原则上优先布局在七大基地。七大基地全部投射沿海重点开发地区，瞄准现有三大石化集聚区，同时立足于海上能源资源进口的重要通道。政府希望借此大幅度提高中国石化产业集中度，实现规模化、基地化布局，增强企业和产业国际竞争力和市场抗风险能力，推动石化产业由大到强，推进产业实现提质增效、转型升级。

作为具备最大中国石油炼化产能的省份，山东省被排除在国家《石化产业规划布局方案》规划的七大产业基地之外。山东总炼油能力超过1亿吨，占全国地炼总产能的64%，但由于呈现“多、小、散、乱”格局，山东地炼企业在市场中受到中石油、中石化等大型企业在供销两端的制约，难有市场话语权。七大产业基地具有项目投资大、产业链长、工艺水平先进及成本低等优势，随着七大产业基地的逐步建成投运，山东地炼行业企业未来或将受到一定的冲击。

行业整合

山东地炼在历史上已有多次整合的计划，但均因企业众多、布局分散及诉求各异等原因，未见实际的效果。2016年2月29日，东明石化在济南市发起成立中国（独立炼厂）石油采购联盟，联盟由16家已经取得原油进口和使用资质的企业组成，试图实现集中采购、一致谈判、统一价格、集中结算、集中贷款及按各自配额分量使用。同年，山东省石油化工集团注册“中安石油”品牌，按照规划，山东京博控股将主导品牌的具体运作，整合6000座民营加油站，打造成山东地方石化行业零售终端的高端服务品牌。但东明石化成立石油采购联盟后，多数联盟内企业并未借助联盟大量采购，仍以自采为主；“中安石油”由加油站数量最多的山东京博主导，存在不同地炼企业之间权益划分问题，未见到有实际的整合行动。

《山东省石油天然气中长期发展规划》中明确指出，在今后一段时期山东省将确保不新增炼油产能，同时按照“扶持一批、整合一批、转型一批、淘汰一批”的思路，推进山东地炼行业的结构优化和发展。山东地方政府将加快炼化企业兼并重组和搬迁改造，适时启动烟台裕龙炼化产业基地建设，打造沿海生态炼化产业带。以东明石化为骨干，提高产业集中度，积极培育鲁西南炼化产业园区。按照这个思路，山东各地区内的地炼龙头企业，未来将获得地方政府的支持。而那些竞争力较弱的地炼企业则面临被整合、转型、或者被市场淘汰的命运。

2017年9月，山东省经信委批准同意东明石化、山东清源集团等企业发起成立山东炼化能源集团有限公司。试图整合省内地炼

资源,合理规划发展。这一自下而上的产业大整合其实反映了山东地炼企业所面临的困境与危机,也是地炼企业共同的诉求。

产品深加工

乙烯、芳烃(PX)等为代表的大宗基础原料进口量较大,2017年中国乙烯进口量215.68万吨;化工新材料、工程塑料、高端聚烯烃及特种橡胶等高端产品的自给率偏低,严重依赖于进口。国内成品油过剩的局势驱使地炼行业加速转型升级、产品从油品向高附加值化学品转变。

地炼企业尤其是山东地区地炼企业主营产品仅为汽柴油,化工产品占比太小,炼化一体化水平低,产业链条短,严重制约了行业的转型升级。部分山东地炼行业企业也在谋求转型升级,发展芳烃产业链。2017年山东东营联合石化有限公司、中化弘润石油化工有限公司、森岳(无棣)国际能源化工有限公司、山东东明石化集团有限公司及日照岚桥石化有限公司等上报了11个PX项目申请列入国家规划。

总体来看,在获得“双权”后,地炼企业未来短期内仍将依赖中字头企业的销售渠道,后期严格的监督管理及油品升级等问题都给地炼企业带来了新的机遇和挑战;规划中的七大产业基地建成后将实现整条石化产业链的规模化和基地化,这将对现有地炼企业尤其是山东省地炼企业形成一定的冲击,地炼企业同时也在加快行业整合力度,延伸产业链条,发展附加值较高的化工产品业务。

四、典型发债企业信用分析

本部分以在公开市场中较为典型的三家地炼发债企业为样本,对其信用状况进行分析。

从收入上看,随着石油炼化装置的逐步投产,近年来上述企业营业收入均有不同程度的增长。京博控股在样本企业中营业收入最高,2016年为493.82亿元,其中主业石油炼化业务收入为213.66亿元;岚桥集团2016年营业收入为245.86亿元,其中石油炼化业务收入为94.40亿元;万通石化2016年实现营业收入188.59亿元,其中石油炼化业务收入为117.31亿元。从利润总额上看,受益于较轻的债务负担及自营加油站较多等因素,京博控股利润总额不断增长;在港口物流业务的带动下,岚桥集团利润总额也持续处于较高水平;万通石化因债务负担较重、以沥青为主的产品结构等因素近三年利润总额低于其他样本企业。盈利指标方面,除万通石化2016年营业利润率同比下降外,其他样本企业营业利润率均呈上升趋势;受毛利率较低的贸易业务在总收入中占比很大影响,京博控股营业利润率低于样本企业。

从资本结构上看,3家样本企业均处于高负债水平,截至2016年底资产负债率均高于60%;其中万通石化资产负债率高达72.41%,全部债务资本化比率为63.78%,债务负担重。随着盈利能力的提升,京博控股偿债能力有所好转,EBITDA利息倍数持续增长,且处于样本企业较高水平;万通石化EBITDA利息倍数最低,2016年虽然有所上

表4 样本企业财务情况比较

企业	年份	京博控股			岚桥集团			万通石化		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
财务数据	资产总额(亿元)	130.99	157.39	202.59	232.41	261.66	321.40	193.62	216.87	242.98
	总负债(亿元)	82.29	93.74	125.73	155.10	174.49	209.22	145.48	162.54	175.94
	全部债务(亿元)	78.22	84.05	101.24	102.08	153.82	176.59	112.80	116.40	118.04
	营业收入(亿元)	422.08	455.88	493.82	213.95	223.39	245.86	110.29	133.36	188.59
	利润总额(亿元)	12.26	15.92	17.84	14.08	12.45	17.49	2.94	4.71	6.78
	经营性净现金流(亿元)	13.91	35.09	9.86	7.06	7.98	19.30	15.20	19.55	17.08
财务指标	营业利润率(%)	2.51	3.33	3.75	9.66	9.03	11.34	9.23	9.31	8.54
	资产负债率(%)	62.82	59.56	62.06	66.74	66.69	65.09	75.14	74.95	72.41
	全部债务资本化比率(%)	61.63	56.91	56.85	56.90	63.83	61.15	70.09	68.18	63.78
	EBITDA利息倍数	5.07	5.78	6.75	4.98	3.72	4.77	1.35	1.75	2.69
	流动比率(%)	154.97	130.65	122.16	124.46	137.02	119.15	97.54	86.10	91.44
	净资产收益率(%)	18.97	19.20	17.67	13.80	10.56	11.62	4.57	6.75	7.25
主体长期信用等级及展望		AA+, 稳定			AA, 稳定			AA, 稳定		

资料来源:公开市场,联合资信整理

升，但偿债指标仍然较弱。考虑到样本企业现金流状况较为稳定，近三年现金流量净额均为正值，整体偿债风险不大。

加工能力方面，万通石化在样本企业中具有最高的一次加工及综合加工能力，反映了其在原油处理及深加工方面的优势；京博控股一次加工能力350万吨，但综合加工能力达1300万吨，深加工配套装置投运较为完善。

原油进口权方面，油源问题一直是困扰地炼企业发展的关键，能否获得“双权”成为地炼企业的分水岭，获得原油进口配额较大的企业在油源上或可得到保障。万通石化未获得“双权”，其较大的原油处理及深加工能力无法得到释放，原材料采购受限，开工率较低。

产品结构及油品升级方面，京博控股在汽柴油方面收入较为均衡，且目前汽柴油产品分别达到国VIB汽油、国VI标准；岚桥集团无汽油收入，主要产品为柴油且达到国V标准；相对于京博控股及岚桥集团，万通石化在产品结构上以重交沥青为主，受制于优质原油的缺少，公司以燃料油为主要采购原料，原料供应不足，装置开工率较低。

配套设施及销售渠道方面，具备码头（港口）、油品运输管道、液体储罐或铁路专线的地炼企业会具有较低的物流成本，具备成品油销售网络的企业在产品销售上具有明显优势。京博控股拥有170个自营加油站，其余成品油也会进入中石油及中石化的销售网络进行销售，但其主要厂区位位于山东滨州，较为依赖汽运进行油品及原料运输。岚桥集团拥有自营港口岚桥港，原料采购主要依赖海运，原材料到达自营液体化工泊位后通过管道运输至原油加工基地，优势较为明显；此外，岚桥集团拥有13个自营加油站，并与其他70个加油站合作销售。万通石化物流配套设施较为完备，拥有铁路专线、液体码头和储罐，同时还在建设成品油储罐和一条输油管线，相关设施建成后公司的物流成本将进一步降低；万通

石化同时拥有38个自营加油站，其余成品油进入中石油、中石化销售网络。

综合分析，京博控股在样本企业中优势明显，其在加工能力、原油进口权、产品结构及油品升级、配套设施及销售渠道等方面均有较强的竞争优势，处于地炼行业企业第一梯队；岚桥集团港口物流业务经营发展良好，有望与石油炼化业务协调发展，但其产品结构有待改善，加工能力较小；万通石化在配套设施及销售渠道方面优势较为明显，但其较高的债务负担、以沥青为主的产品结构、未获得“双权”及较大规模的对外担保均值得关注。

五、总结

地炼行业作为中国石油化工行业重要的一部分，对于中国成品油市场稳定供给发挥着重要的作用，目前全球原油市场供大于求造成的低采购价有利于石油化工行业整体发展。近年来，我国汽柴油需求增速放缓，而伴随着炼油能力的迅速提升，地炼行业发展出现了装置开工率低、产能过剩严重、原油深加工能力不足等问题。为支持和引导地炼行业企业科学发展、良性竞争，2015年以来政府在环保、行业准入及行业规划等方面出台了多项政策，七大产业基地的规划或将实现整条石化产业链的规模化与基地化，提高整体抗风险能力和市场竞争力。地炼行业尤其是山东省的地炼企业未来需要加快行业整合力度，实现提高话语权，并发展相对紧缺的高附加值化工产品业务以适应产业转型，改善产品结构，减轻对汽柴油产品销售的依赖，以石脑油为原料发展原油深加工业务将成为未来地炼企业不可忽视的一个方面。未来，随着行业集中度的不断提高、原油深加工能力的提升及产业链不断向下游拓展完善，地炼企业将具有较好的发展前景，并继续发挥其在石油化工市场中的重要作用。

表5 2016年样本企业情况（单位：万吨、亿元、%）

企业名称	装置情况	加工能力	产品结构	收入	毛利	油品升级
京博控股	265万吨/年催化裂化及配套装置、100万吨/年延迟焦化装置、115万吨/年加氢装置、80万吨/年柴油改质及配套15000标方/小时制氢装置、100万吨/年轻油改质芳烃装置、25万吨/年混合烷烃脱氢装置	一次加工350 综合加工1300	汽油	62.45	17.28	2017年5月升级为国VIB汽油， 国VI柴油
			柴油	69.21	12.26	
岚桥集团	350万吨/年常减压装置、160万吨/年焦化装置、 140万吨/年加氢精制装置	一次加工350 综合加工600	汽油	--	--	无汽油、柴油国V
			柴油	65.86	14.44 ³	
万通石化	650万吨预处理装置、180万吨/年DCC装置、120万吨/延迟焦化装置、80万吨/年柴油加氢联合装置	一次加工650 综合加工1500	汽油	15.56	9.15	国V汽柴油
			柴油	23.07	9.21	
			沥青	56.40	8.65	

资料来源：公开市场，联合资信整理

³ 该毛利率为公司石油炼制板块毛利率，柴油收入占该板块收入的69.77%。

“洛阳纸贵”为哪般

——供给侧改革后造纸行业信用分化将明显加大

文 | 联合信用评级有限公司 蒲雅修 高佳悦

3月5日上午，国务院总理李克强在《政府工作报告》中指出，2018年要坚决打好三大攻坚战，强化政策保障，包括提高污染排放标准，限期达标，以及加大污水处理设施建设力度。并强调严禁“洋垃圾”入境。

控制外废进口、国废价格上涨，行业分化愈发明显

2018年1月11日《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准》正式发布，对外废进口标准明显趋严，文件要求3月1日起，进口废纸中掺杂物总重量不得超过进口废纸总重量的0.5%，同时年产能小于5万吨的纸厂无外废进口资格。

2017年，国内废纸消费量在8000万吨左右，占全球的33%，居世界第一。其中，国废消费量在5526万吨，同期进口废纸审批额度为2810万吨，实际进口量为2572万吨，占比达到92%，而2016年比值为66.8%，进口废纸额度已逼近2017年进口废纸需求的刚性红线。考虑到外废配额的下降以及国废供应短时间无法增加，很多中小纸企不得已转向国废，但由于国废普遍相对落后，短期内供给量无法大幅提升，预计废纸价格将持续上涨，中小纸企生产成本进一步增加。

目前2018年环保部已审批7批次废纸额度，龙头企业获得了外废的主要进口份额，其中玖龙纸业、理文造纸和山鹰纸业三大龙头占到全部审批额度的55.2%。同时龙头企业拥有外废回收渠道，在资源获取、成本控制和成本转移方面具备更为明显的竞争优势。

环保政策趋严、污染成本提高，低端产能出清，新增供给向龙头集中

2017年环保部发布了关于印发《造纸工业污染防治技术政策》的公告。文件指出，要提高技术水平，防治造纸企业因废水、废气、固体废物、噪声等排放造成的环境污染。

2018年1月1日起施行《环境保护税法》，自实施之日起，排污费将由环境保护税取代；由排污费升级到环保税带来的强制性的

提升，以及由地方政府征税带来的执行力的加强，将使缴纳排污费不规范的企业接受更严厉的监管。新环保税规定企业污染物排放浓度值的高低将直接影响其环保税的支出数额，环保治理效果良好或优秀的企业可享有减免环保税的待遇。

环境污染治理在本次两会再次重申，作为十大污染治理行业的造纸业将面临更为严格的监管，造纸企业技改升级达到“低能耗、少污染”已成为企业发展的必经之路。大型企业凭借其资金实力及规模优势，通过技改升级降低排放标准；中小纸企则受限于企业资产规模较小、生产技术较为落后、融资困难且融资成本较高等因素，使其在环保达标方面将会承担更高的成本，从而进一步压缩其利润空间，对于不能达到环保标准的造纸企业将被迫关停。随着大量环保不达标的小、小纸企永久性关停，造纸行业过剩产能加速出清，同时新增产能评估及落地环保要求更加严格，预计未来市场份额将进一步向龙头企业集中。

总体看，在环保政策加码、低端产能出清，以及外废配额趋势性收紧、原材料供给紧张背景下，部分中小纸企迫于环保压力、原材料缺口等因素被迫退出市场，原材料及市场供给缺口对现行纸价形成有力支撑。同时，龙头纸企将凭借其规模优势及相对稳定的原材料获取渠道等竞争优势填补市场供应缺口，未来造纸行业集中度将进一步提升，龙头企业将具备较强的定价权，盈利水平有望维持在较高水平，信用水平有望提升。■



浅谈煤炭去产能——基于2018年政府工作报告

文 | 联合资信评估有限公司 常启睿



2018年3月5日，在十三届全国人大一次会议开幕会上，国务院总理李克强在作《政府工作报告》中对2018年工作提出建议。李克强总理表示，要继续破除无效供给。坚持用市场化法治化手段，严格执行环保、质量、安全等法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。今年再压减钢铁产能3000万吨左右，退出煤炭产能1.50亿吨左右，淘汰关停不达标的30万千瓦以下煤电机组。

回顾之前年度政府工作报告中有关煤炭的相关内容，李克强总理在部署2016年重点工作时提到要着力化解过剩产能和降本增效。重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能，严格控制新增产能，坚决淘汰落后产能，有序退出过剩产能。采取兼并重组、债务重组或破产清算等措施，积极稳妥处置“僵尸企业”。加强煤炭清洁高效利用，推进以电代煤、以气代煤。全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造。加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉；李克强总理在部署2017年重点工作任务时提到要再压减钢铁产能5000万吨左右，退出煤炭产能1.50亿吨以上。同时，要淘汰、停建、缓建煤电产能5000万千瓦以上，以防范化解煤电产能过剩风险，提高煤电行业效率，为清洁能源发展腾空间。

2012年下半年到2015年底，煤炭市场长期呈现供大于求的局面，且这种紧张供求关系愈演愈烈，煤企让利不让市场、以量补价，煤炭价格持续下降，2015年底环渤海动力煤（5500大卡）综合

平均价格指数下降至近年来最低点约372.00元/吨。以量补价的策略也进一步加大了市场过度竞争，并对煤矿安全生产造成很大压力，煤炭开采过程中的透水、垮塌及瓦斯爆炸等安全生产事故频发。在此背景下，2016年初确定了供给侧改革大方向，政策的重心从需求侧向供给侧倾斜，2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》标志着煤炭行业供给侧改革的正式开展，2016年也可以看作是开展去产能工作的“元年”，李克强总理在部署2016年工作时提到重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能，坚决淘汰落后产能也反映了在煤炭行业全行业亏损，经营困难的情况下，中国政府在去产能工作方面的决心和态度。2016年煤炭去产能效果明显，全年退出煤炭产能超过2.90亿吨，超额完成了发改委制定的2.50亿吨的去产能任务。在2016年超额完成去产能任务后，2017年继续推进煤炭去产能工作，并制定了2017年退出煤炭产能1.50亿吨以上的目标，虽然1.50亿吨的目标较2.50亿吨出现较大下降，但是也应看到一方面2016年退出的2.50亿吨绝大部分都属于已经开采时间久、开采实施老旧、不具备经济效益及安全生产压力大的无效产能；另一方面，实现去产能任务的煤企多为央企、地方国企，对于落后产能的淘汰和置换工作完成度较高，因此在开展煤炭行业供给侧改革初期，淘汰落后产能的过程中遇到的阻力相对较小，而2017年去产能工作已经一定程度上波及了在产

矿井,这也在人员安置及补贴发放、影响煤企经济利益等问题上给2017年度去产能工作带来一定的困难。2017年完成煤炭产能退出约为2.50亿吨,同样超额完成了1.50亿吨的去产能任务,坚决淘汰“僵尸企业”及违法违规生产矿井,再加上一些生产规模小、生产条件不达标及利润情况较差的矿井在政策引导下主动关停,2017年去产能实际完成情况良好。

“十三五”规划中煤炭行业整体产能退出目标是8亿吨,其中,2016年完成煤炭产能退出2.90亿吨,2017年完成煤炭产能退出约为2.50亿吨,剩余目标量约为2.60亿吨。从统计数据和时间进度上来看,去产能目标有望提前完成。2018年去产能任务为1.50亿吨,则2019及2020年剩余去产能任务为1.10亿吨,煤炭去产能工作压力将有所减轻。

此外可以看到,在继续淘汰煤炭落后产能工作的同时,2017年开始政府工作报告中新提到了淘汰煤电机组任务。在煤炭价格低、上网电价较高的时期,中国各省燃煤机组不断上马,部分地区电力供应过剩现象严重,全年发电利用小时数很低,但受益于较高水平的上网电价,电企仍然不断扩大火电装机规模。在2016年去产能工作开始后,煤炭价格快速上涨,导致下游用煤大户业绩大幅下滑,2017年燃煤发电企业因煤价上涨成本激增,并呈现全行业亏损的局面,2017年多次出现燃煤电企要求稳定煤炭供应及稳定煤价的要求也凸显了煤价高企、供应紧张的形势,尽管主管部门一方面实施了“制定价格波动区间”、“鼓励签订中长期协定”及“释放先进产能”等多种措施维持煤炭供应市场稳定,另一方面淘汰了一批30万千瓦以下的耗煤量较大的燃煤机组且停缓建了一批燃煤机组,但煤电矛盾的问题仍然亟待解决。2018年虽然在政府工作报告中没有对全年淘汰煤电机组总量进行部署,但继续将“煤电去产能”列为工作重点,对装机容量小的不达标煤电机组做出了淘汰要求,预计2018年燃煤机组去产能工作将得到较为明显的成效,装机容量小、能源消耗大及经济效益差的燃煤机组将被淘汰,煤电矛盾或将因落后燃煤机组淘汰而有所缓解。

煤炭去产能是“十三五”规划中煤炭行业发展的大方向,在不放松去产能力度的同时,主管部门也注意到解决日益紧张的煤电矛盾问题,自去产能工作开展以来,煤价快速上涨,并于2017年开始持续处于高位,又因运力紧张、环保督查及煤矿生产276个工作日实行等问题造成港口煤炭库存下降,部分电企煤炭库存处于“警戒线”以下。2016年10月开始,为培育和发展先进产能、加快淘汰落后产能、促进煤炭产业结构调整和转型升级,国家发改委下发《关于做好煤炭产能置换指标交易服务有关工作的通知》,从2017年起3年内原则上停止审批新建煤矿项目,确需新建煤矿的将一律实行减量置换,即要新增产能,必须先去掉相对应的落后产能。新增产能需求大的煤矿可向退出产能力度大的煤矿购买

指标,用于自身新增产能;2017年4月国家发改委下发《国家发展改革委关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》,要求建立煤炭产能置换长效机制、鼓励跨省实施产能置换、鼓励实施兼并重组、鼓励已核准煤矿建设项目通过产能置换承担化解产能任务、提升新旧产能置换比例至130%,符合条件的置换指标可提高至150%;2018年2月9日,国家发改委、国家能源局、国家安监局、国家煤监局四部委联合发布《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放,促进落后产能有序退出的通知》,将符合条件的煤炭产能置换上调至200%,在煤电联营方面也提到支持煤电联营。煤矿增加优质产能,且产能置换指标折算比例可提高为200%,其中,申请新增优质产能的煤矿和发电企业拥有一方股权超过50%的,折算比例可进一步提高为300%;在本省(区、市)新实施煤电联营的,所需产能置换指标折算比例可提高为150%。由政策的转变可以看到,主管部门对于产能置换、发展先进产能及保障煤炭供应工作支持的力度越来越大,产能置换指标折算比例持续提升,煤炭主管部门以此平衡去产能工作的不断推进及保障煤炭供应维持煤炭市场稳定。根据国家能源局统计,截至2017年6月底,中国已核准(审批)、开工建设煤矿1228处(含生产煤矿同步改建、改造项目89处)、产能10.53亿吨/年,其中已建成、进入联合试运转的煤矿231处,产能3.68亿吨/年,考虑到2017年以来,主管部门鼓励优质矿井核增生产能力,且在产能置换的前提下,加快办理前期未批先建的优质产能核准手续,预计2018年新增煤炭产能将大于去产能规模,行业产能将出现净增加。

考虑到随着去产能工作的推进,煤炭行业景气度不断上升,煤炭市场供应紧张,用煤企业在价格高企的形势下出现煤炭抢购现象,2017年以来除了江西、湖南、四川等部分地区的小煤矿因资源禀赋、开采设施及开采技术等因素亏损外,其他地区绝大部分矿井仍处于盈利状态,煤企去产能动力不足,且资源枯竭和亏损严重的矿井,因国家政策补贴等原因,均在之前年度的去产能工作中已基本关停,因此实际上2018年煤炭去产能工作也面临着较以往更大的压力。

总体而言,联合资信认为,尽管自2016年开始,煤炭行业去产能任务均超额完成,“十三五”规划中煤炭去产能的任务已完成过半,但2018年煤炭行业去产能的力度仍然不会放松,且因2018年去产能工作将会涉及较大比例的在产矿井,去产能工作也面临着较以往更大的压力;在去产能的过程中,也出现了煤炭供应紧张、煤价高企等问题,2018年又将淘汰不达标的燃煤机组作为工作重点,并通过符合条件矿井的增量置换政策,平衡去产能工作的不断推进及保障煤炭供应维持煤炭市场稳定,预计2018年新增煤炭产能将大于去产能规模,行业产能将出现净增加,煤电矛盾将在一定程度上得到解决。■

2017年度债券市场发展报告

——信用债发行量明显减少, 债券市场管控加强, 开放步伐有望加快

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 李振宇 刘沛伦 夏妍妍 刘艳

一、债券市场环境

本年度(指2017年度,下同),监管层在推动债市针对性扩容、完善债市机制、妥善化解政府性债务风险、加大债市双向开放、推动绿色债券市场发展以及加强风险管控方面继续出台多项政策,促进债券市场健康发展。

进一步推动债券市场针对性扩容, 拓宽实体经济融资渠道

大力支持农业、社会领域产业、制造业等企业通过发行债券解决融资需求。国务院先后发文鼓励金融机构发行“三农”专项金融债以扶持参与涉农项目的企业,支持符合条件的粮食企业通过发行非金融企业债务融资工具、公司债及企业债筹集资金;国家发展和改革委员会(以下简称“发改委”)于2017年8月推出农村产业融合发展专项债券及社会领域产业专项债券,并对各自的适用范围和支持重点、发行条件以及审核要求进行了明确规定;中国人民银行(以下简称“央行”)、中国银行业监督管理委员会(以下简称“银监会”)、中国证券业监督管理委员会(以下简称“证监会”)等五部门共同发布《关于金融支持制造强国建设的指导意见》,鼓励设计开发适合先进制造业和战略性新兴产业的创新债券品种,支持制造业领域信贷资产证券化。上述政策的发布实施有利于推

动农业、社会领域产业以及制造业领域债券发行的增加。

鼓励创新创业公司通过发行债券进行融资, 支持创新创业。继发改委2015年推出双创孵化专项债券后,证监会于2017年7月正式发布《开展创新创业公司债券试点的指导意见》,明确通过采取专项审核、支持设置转股条款、鼓励业务创新等措施为双创公司和创投公司发行双创债提供支持;9月,上海证券交易所(以下简称“上交所”)、深圳证券交易所(以下简称“深交所”)等部门发布《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则(试行)》,明确了双创公司非公开发行可转换公司债券的具体要求,支持创新创业。5月,全国首单双创专项债务融资工具与首单创投公司创新创业债分别在银行间市场和上交所成功发行。

此外,本年度,首单债转股专项债、首单扶贫专项公司债等新产品相继成功发行,我国债券市场产品种类进一步丰富。

继续完善债券市场机制, 提高债券市场运行效率

本年度, 监管层针对债券发行和交易规则发布多项措施, 继续完善债市相关机制。交易所市场方面,上交所、深交所发布相关政策对资产支持证券挂牌以及企业应收账款资产支持证券挂牌制度进行了进一步明确和完善,对资产支持证券的挂

牌新增尽职调查报告等要求,对企业应收账款资产支持证券的适用范围、发行条件和信息披露要求进行了明确规定;深交所明确规定公司信用类债券通过深交所招标发行,发行人主体评级应不低于AA级,当期债券发行总规模不少于人民币10亿元;上交所修改了质押式回购计息规则以及质押式回购收盘价计算方法¹,以提高回购收盘价稳定性;证监会将可转债、可交换债申购方式由资金申购改为信用申购,减少因大规模资金冻结对债券市场带来的扰动。我国债券市场资产支持证券挂牌制度、公司信用类债券发行要求、质押式回购计息规则及质押式回购收盘价计算方法得到进一步明确和完善。

银行间市场方面,中国银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)、全国银行间同业拆借中心对非金融企业债务融资工具的注册发行机制及PPN的发行和流通作出进一步规范,包括明确非金融企业债务融资工具注册专家组成员构成及管理、提升PPN发行便利、细化PPN信息披露要求、明确PPN投资者之间的流通转让方式、允许将PPN作为质押券开展质押式回购交易等。

此外,财政部和外汇交易中心分别首次开展国债做市以及在银行间市场开展国债预发行业务,这有助于健全我国国债收益率曲线,为债券市场提供更有利的定价基准参考。上述举措均有利于促进我国债

¹一是修改质押式回购计息规则,计息天数从回购期限的名义天数修改为资金实际占款天数,将全年计息天数从360天改为365天;二是修改质押式回购收盘价计算方法,由当日最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价修改为当日最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价。

券市场的规范化发展,进一步提高债券市场运行效率。

妥善化解政府性债务风险,进一步规范PPP模式发展

通过“堵后门”严防地方政府债务风险。本年度,财政部陆续发布《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》、《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》等多项政策,通过规范新增地方政府债务限额管理、规范地方政府购买服务行为、坚决制止地方政府违法违规举债等多项措施防范新增地方债务风险,财政部还表示将研究推进地方债银行间市场柜台业务,建立地方债信用评级机构黑名单制度,进一步规范地方政府债券发行;发改委提出要实现发债企业与政府之间的信用严格隔离,切断地方政府与投融资平台的隐性担保联系。2017年,财政部、审计署对15个省市的地方政府违规举债担保进行了公开问责和处罚,表明监管层加强地方政府债务风险管控、严防严控系统性金融风险的决心。

通过“开前门”纾解地方政府融资压力。财政部于2017年5月和7月分别推出土地储备专项债券、收费公路专项债券,提出发展收益与融资自求平衡的地方政府专项债券,保障地方政府在重点领域的合理融资需求。2017年,全国共有29个省市发行了地方政府专项债券。12月,深圳市政府结合实际需求设计并成功发行了首单轨道交通专项债券,进一步丰富了深交所地方债品种,也为其他地区发行该类债券提供了有益的借鉴。

继续推动PPP模式发展,进一步健全地方政府融资体制。本年度,发改委推出PPP项目专项债,并对PPP项目专项债券的适用范围和支持重点、发行条件、审核要求、信息披露和投资者保护等方面进行了具体规范;财政部、央行、证监会从项目筛选、工作程序、监督管理以及挂牌条件、信息披露等方面对PPP资产证券化做出了进一步规范;上交所、深交所、机构间私募产品报价与服务系统对PPP项目资产支持证券挂牌条件及信息披露要求作出了详细规定;发改委发布《关于鼓励民间资本参与政府和社会资本合作(PPP)项目的指导意见》,继续鼓励民间资本积极参与政府和社会资本合作,积极推进符合条件的民间资本PPP项目发行债券、开展资产证券化,同时引导金融机构根据PPP项目中社会资本方的信用评级结果加大对民营企业的融资支持力度。上述举措在推动PPP项目融资规范化的同时有利于进一步拓宽PPP项目的融资渠道。

政策陆续出台,债券市场对外开放成效显著

本年度,监管层继续从“引进来”和“走出去”两方面促进债券市场进一步对外开放。“引进来”方面,一是为境外投资者投资我国债券市场提供便利。2月,国家外汇管理局明确银行间债券市场境外机构投资者可以在具备资格的境内金融机构办理人民币对外汇衍生品业务,通过缓释外汇风险提升境外投资者对于我国债市的参与度;7月,“债券通”(北向通)正式开通,外资参与我国债券市场的途径得到进一步拓宽;11月,央行鼓励境外机

构投资者作为中长期投资者投资银行间债券市场,符合条件的境外机构投资者可自主决定投资规模,没有投资额度限制。截至2017年末,境外机构在中国的债券托管余额达到创纪录的9741.45亿元人民币,较2016年末增长25.08%,参与者的数量已超过200家。

二是开放相关企业开展债券发行及信用评级活动。5月,发改委等五部门规定济南、南昌等12个试点地区²符合条件的企业的境外母公司可以在境内发行人民币债券,并且允许符合条件的跨国企业集团开展跨境人民币双向资金池业务,此举有助于推动熊猫债的发行。7月,央行正式发布公告首次明确了境内外评级机构进入银行间债券市场开展业务的要求,我国债券市场信用评级行业开放迎来实质性进展。

“走出去”方面,发改委在推进企业发行外债备案登记制管理改革的基础上,延续了跨国发债便利化试点改革政策³,促进境内企业“走出去”,本年度确定了开发银行、进出口银行等11家试点企业⁴,允许其在年度外债规模内灵活把握发债时机,自主选择发债时间和发债批次,这有助于相关企业境内外统筹使用外债资金,降低借款成本。全国银行间同业拆借中心本币交易系统实现押外币债借人民币的功能,7只上市流通的外币债券⁵可以开展外币债券质押回购交易,这有利于提升外币债券流动性和吸引力,在一定程度上促进我国企业投资外币债券。

完善绿色债券相关机制,继续推动绿色债券市场发展

继续出台多项措施鼓励绿色债券发

² 12个试点城市和区域包括济南市、南昌市、唐山市、漳州市、东莞市、防城港市,以及浦东新区、两江新区、西咸新区、大连金普新区、武汉城市圈以及苏州工业园区。

2015年9月,《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》提出了三个重要的改革措施,一是简化境内企业境外发债的备案登记程序,

³ 二是将境外中资企业的境外发债纳入管理范围;三是简化外债的发行条件。2016年6月,发改委选取了21家机构或企业作为2016年度外债规模管理改革试点。

⁴ 包括开发银行、进出口银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行等7家国有银行,中国人寿、中国华融、中国信达等3家非银行金融机构以及华为公司。

⁵ 分别是:16世行SDR01、15渣打香港SDR01、15国开美元1、15国开美元2、15进出美元01、13国开美元1、16进出美元01。

行。证监会发布指导意见提出重点支持四类主体发行绿色公司债券⁶，并将不断完善绿色公司债券准入管理“绿色通道”制度安排，提升企业发行绿色债券的便利性；中关村管委会及深圳福田针对绿色债券发行企业出台了具体的财政补贴政策⁷；多省市绿色金融改革创新试验区总体方案相继出台，提出将探索降低绿色债券发行和管理成本、为绿色债券提供增信服务等措施，大力支持金融机构、相关企业及地方政府发行绿色债券。

大力推动绿色债券市场规范化发展。交易商协会发布了《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》，明确了绿色项目的界定、募集资金管理、信息披露、第三方认证以及发行激励措施等方面内容；央行、证监会出台了《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》，从绿色债券评估机构资质、业务承接、业务实施流程、报告出具以及监督管理等方面作出具体的规范和要求。此外，《金融业标准化体系建设发展规划（2016-2020年）》明确提出推进绿色金融标准化工程建设，绿色债券市场有望得到进一步规范。本年度，全国首单绿色ABN和首单绿色短融先后于4月和8月成功发行，为绿色项目的开展提供了更加丰富的融资渠道。

风险管控进一步加强，债券违约处置更加市场化、法治化

继续推出多项政策加强债券市场风险管控。本年度，上交所、深交所发布《公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》，强调债券发行人及受托管理人的

核心作用，要求注重信用风险的事前事中防范化解，同时建立债券信用风险管理报告制度；中国证券业协会要求受托管理人制定公司债券违约风险应急处置管理制度；中证登通过收窄质押融资债券品种完善质押式回购业务风险管理；上交所、深交所对债券市场合格投资者标准和个人投资者投资范围进行调整⁸；发改委要求省级发展改革部门提前介入出现偿付风险的企业债券，充分运用市场化、法治化手段指导制定偿债方案。上述举措将有助于保护投资者合法权益，维护债券市场健康发展。

违约事件有所减少，违约处置法制化进程不断推进。本年度，我国公募债券市场新增7家违约发行人，共涉及9只债券，新增违约主体数量较2016年（新增28家）明显下降；另有10家之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金，共涉及债券20只。新增违约主体家数及其涉及违约债券期数明显减少，主要是我国宏观经济运行稳中向好使得一些企业盈利有所改善，再加上监管层不断加强风险管控所致。8月，东北特钢债权人会议表决通过了公司破产重整计划草案，重整草案于年末先后通过商务部、国防科工局及证监会等主管部门的审批，成为我国债券市场通过市场化、法治化方式处置债券违约的典型案例，我国债券市场违约后处置机制建设步伐有所加快。

二、债券产品发行利率

本年度，在经济去杠杆、金融强监管

以及美联储“缩表”、美元加息等背景下，央行实施稳健中性的货币政策，通过灵活运用逆回购、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面整体处于紧平衡状态，利率上半年呈小幅波动上行走势，下半年走势较为平稳。

本年度，一年期贷款基准利率仍维持在2016年初以来的4.35%的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率2016年前三季度维持平稳走势，2016年四季度以来受资金面紧平衡和流动性阶段性趋紧影响持续上行，本年度下半年走势较为平稳。本年度，银行间固定利率国债一年期到期收益率的平均水平（3.30%）较上年（2.27%）明显提高。一年期短融的平均发行利率（5.35%）与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍大致接近，继续高于一年期贷款基准利率，较上年（3.78%）上升1.57个百分点。

本年度，三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在2016年初以来的4.75%、4.75%和4.90%。交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率同样在2016年前三季度保持相对平稳后于四季度末开始波动上行，至2017年下半年走势企稳，本年度均值分别为3.39%、3.48%和3.58%，较上年（2.51%、2.65%和2.85%）均明显上升。本年度，三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与相应期限的银行间/交易所固定利率国债到期收益率的走势大致相同，并且多数发行利率高于相应期间的贷款基准利率，债券融资相较于

⁶ 重点支持长期专注于绿色产业的成熟企业、在绿色产业领域具有领先技术或独特优势的潜力企业、致力于中长期绿色产业发展的政府和社会资本合作项目的企业、具有投资我国绿色产业项目计划或致力于推动我国绿色产业发展的国际金融组织或跨国公司四类主体发行绿色公司债券。

⁷ 中关村管委会提出给予“绿色企业”贷款贴息以及绿色债发行企业补贴支持，明确规定对于发行绿色债融资的企业，按照票面利息的40%给予补贴；单家企业年度直接融资的利息补贴不超过100万元；同一笔直接融资业务的利息补贴不超过3年。2017年3月18日，深圳福田区副区长何杰在第11届中国私募基金高峰论坛的主题致辞中表示，福田区政府已通过决议对每个企业发行绿色债贴息2%。

⁸ 规定合格个人投资者的投资范围仅限公募公司债券及/或债项评级AAA的小公募公司债券，当债项评级下调至低于AAA、发行人最近一个会计年度出现亏损、发生债务违约等情形时，仅允许合格投资者中的机构投资者买入债券。

银行贷款的成本优势逐渐消失。本年度，三年期公司债、五期中票和七年期企业债的平均发行利率分别为5.50%、5.75%和6.38%，均较上年（4.59%、4.02%和4.60%）明显上升。

三、债券市场发行情况

本年度，债券市场共发行各类债券40.39万亿元，较上年增长11.77%。银行间债券市场新发债券37.69万亿元，占债券市场发行总量的93.32%，仍是我国债券主要发行场所，其中，国债、商业银行债、政府支持机构债券、银行间资产支持证券、非金融企业资产支持票据和同业存单的发行增幅显著，地方政府债、政策性银行债、企业债、短期融资券、证券公司短期融资券的发行量降幅明显；交易所市场新发债券2.70万亿元，较上年下降27.61%，主要受公司债⁹（含私募债）的发行规模降幅（-60.35%）较大影响，交易所资产支持证券、证券公司债、可转债和可交换债的发行规模均有所增长，其中可转债发行规模较上年增长近3.5倍，达1167.84亿元，主要

是2月份证监会对上市公司通过申请增发、配股、非公开发行股票进行再融资作出间隔时间¹⁰等限制时并未包含发行可转债，间接推动可转债发行大幅增加。截至2017年末，我国债券市场主要债券存量规模达到74.14万亿元，规模继续扩大。

非金融企业所发债券情况

1、债券发行量明显减少

本年度，非金融企业所发债券¹¹的发行家数（1886家）、发行期数（4624期）和发行规模（48308.55亿元）均较上年下降25%以上。发行量明显减少主要基于三方面原因，一是受到贯穿全年的经济去杠杆和金融强监管政策的影响，以及全球经济持续复苏背景下美国货币政策趋紧等因素的存在，本年度我国市场资金面中性偏紧，债券发行成本出现较大提升；二是2016年下半年以来对房地产及过剩产能行业融资有所收紧，相关行业债券发行明显减少；三是金融强监管下，投资人通过增加杠杆扩大投资规模的行为受到约束，利率存在上行预期下投资意愿也有所减弱，共同导致债券需求减少。

短期融资券发行量降幅明显。本年度，共有334家企业累计发行短融¹²463期，发行规模为3949.70亿元，发行期数、发行家数和发行规模均较上年下降35%左右，降幅较大，平均发行规模变化不大，发行期限仍以1年期为主。本年度，共有531家企业发行超短融1671期，发行规模19412.20亿元，发行期数、发行家数和平均发行规模均较上年下降15%左右，发行规模大幅减少近30%，发行期限仍以270天为主。

中票发行家数、发行规模小幅下降，发行期数变化不大。本年度，共有600家企业发行中票910期，发行规模10212.55亿元，发行家数、发行规模和平均发行规模均较上年下降7%左右，发行期数变化不大。本年度中票的发行期限¹³仍主要集中于3年期和5年期，二者发行期数之和占中票总发行期数的比例仍在70%左右；特殊期限中票¹⁴共发行325期，占中票总发行期数的35.71%，较上年提高8.54个百分点，表明市场对特殊期限中票更为青睐；可续期中票发行242期，发行规模2867.60亿元，在中票发行期数和发行规模中的占比（均为27%左右）较上年变化不大。本年度项目

表1 2016-2017年非金融企业债券发行情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	2016年 (期)	2017年 (期)	增幅 (%)	2016年 (家)	2017年 (家)	增幅 (%)	2016年 (亿元)	2017年 (亿元)	增幅 (%)	2016年 (亿元)	2017年 (亿元)	增幅 (%)
超短融	1949	1671	-14.26	623	531	-14.77	27144.90	19412.20	-28.49	13.93	11.62	-16.59
短融	687	463	-32.61	520	334	-35.77	6062.95	3949.70	-34.86	8.83	8.53	-3.34
中期票据	908	910	0.22	643	600	-6.69	11115.60	10212.55	-8.12	12.24	11.22	-8.33
企业债	498	382	-23.29	440	332	-24.55	5925.70	3730.95	-37.04	11.90	9.77	-17.92
公司债	2260	1198	-46.99	1274	788	-38.15	27749.68	11003.15	-60.35	12.28	9.18	-25.20
一般公司债	881	537	-39.05	558	356	-36.20	12856.77	5636.72	-56.16	14.59	10.50	-28.07
私募债	1379	661	-52.07	816	459	-43.75	14892.91	5366.43	-63.97	10.80	8.12	-24.83
合计	6302	4624	-26.63	2549	1886	-26.01	77998.83	48308.55	-38.07	12.38	10.45	-15.59

资料来源：联合资信COS系统

⁹ 公司债如不加说明均指代一般公司债，不含私募债。

¹⁰ 上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。

¹¹ 非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债），不包含铁道部发行的债券。

¹² 不加说明均不含超短融。

¹³ 含有选择权的债券期限按完整期限统计，以下同。

¹⁴ 特殊期限中票包括可续期中票、具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票。

收益票据发行期数(5期)和规模(21.10亿元)进一步减少。

企业债券发行量明显减少。本年度,共有332家企业发行企业债券¹⁵382期,发行规模3730.95亿元,平均发行规模为9.77亿元,发行规模较上年大幅减少约37%,发行期数、发行家数和平均发行规模同比降幅均在20%左右。从发行期限来看,企业债券发行仍主要集中在7年期,其发行期数和规模在企业债券总发行中的占比均为82%左右,较上年上升约10个百分点,7年以下期限的企业债发行期数和规模在企业债券总发行中的占比有不同程度的下降,可能由于本年度债券发行利率大多超过相应期限的银行贷款基准利率,而银行五年期以下(含五年)的中短期贷款要多于五年以上的长期贷款,因此7年以下期限企业债发行量降幅较7年期企业债更大。本年度项目收益债发行期数和发行规模(33期、200.70亿元)均较上年(40期、390.40亿元)有所减少。

公司债券发行规模降幅超过一半。本年度,共有356家企业发行公司债537期,发行规模5636.72亿元,平均发行规模10.50亿元,发行期数、发行家数及平

均发行规模较上年均有25%以上的减少,其中发行规模降幅高达56.16%。受2016年下半年以来房地产业企业融资渠道受限影响,房地产行业公司债发行规模大幅下滑是导致2017年公司债发行规模降幅较大的重要原因。本年度,公司债发行期限仍主要集中在5年期,其发行期数和规模在公司债总发行中的占比均为58%左右,较上年略有下降。私募债方面,根据Wind截至2018年1月5日已披露的数据,2017年私募债发行期数(661期)和发行规模(5366.43亿元)分别较上年大幅下降52.07%、63.97%,但可能受到私募债信息披露滞后性的影响。

2、发行主体/债项信用等级向高等级集中¹⁶

本年度,短融发行主体的信用等级分布在AAA级~AA-级,其中AAA级~AA级仍然是短融发行主体的主要集中级别,已连续两年无A+级主体发行短融。

从发行期数来看,本年度AAA级~AA级主体所发短融的期数在总发行期数中的占比为98.49%,较上年上升2.27个百分点。其中短融发行期数最多的仍为AA级主体,但其在总发行期数中的占比

(41.04%)较上年有所下降;其次为AA+级主体,在总发行期数中占比为37.37%,较上年明显增加近7个百分点;AAA级主体所发短融期数在总发行期数中的占比(20.09%)较上年变化不大;AA-级主体本年度仅发行7期短融,较上年发行期数(26期)明显减少。短融发行期数呈现向AA级(含)以上高等级集中的态势,且等级分布更为均匀。

从发行规模来看,本年度AAA级~AA级主体所发短融的规模在总发行规模中的占比为99.47%,较上年略有上升。其中AA+级主体所发短融规模超过AAA级主体,其在总发行规模中的占比(37.93%)较上年大幅上升10.48个百分点,跃居第一;AA级主体所发短融规模在总发行规模中的占比(24.37%)较上年变化不大;AA-级主体本年度所发短融规模仅为20.80亿元,较上年有所减少。AA级(含)以上主体所发短融规模分布更为均匀。

整体来看,短融发行主体的信用等级分布向AA级(含)以上集中趋势更加明显,且AA级(含)以上级别主体短融发行期数和规模分布更趋均匀。

本年度,非金融企业所发中票、企

图1 2017年短融发行主体信用等级分布情况



注: 主体双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本, 结果一致的按一期计入。
资料来源: 联合资信COS系统

图2 2017年非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况



注: 债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本, 结果一致的按一期计入。
资料来源: 联合资信COS系统

¹⁵ 包含集合债及项目收益债。

¹⁶ 以下关于非金融企业所发债券的分析样本中均不包含私募债。

业债、公司债的债项信用等级仍然分布在AAA级~AA-级,其中AAA级~AA级仍然是非金融企业所发中票、企业债、公司债的主要发行集中级别。

从发行期数来看,非金融企业所发中票、企业债、公司债中AAA级~AA级在总发行期数中的占比为99.89%,较上年略有上升。其中AAA级中票、企业债、公司债的发行期数超过AA级,在总发行期数中的占比(40.04%)跃居第一,较上年增长超过8个百分点,增幅明显;非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行期数占比(30.96%)较上年减少约8个百分点;非金融企业所发AA-级中票、企业债、公司债仅发行2期。总体来看,非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行期数占比明显增加。

从发行规模来看,非金融企业所发中票、企业债、公司债中AAA级~AA级在总发行规模中的占比为99.98%,较上年略有上升。其中非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债的发行规模占比(56.95%)仍然最大,且较上年提高超过6个百分点,增幅较大;非金融企业所发AA级中票、企业债、公司债发行规模占比(18.86%)较上年下降近6个百分点;非金融企业所发AA-级中票、

企业债、公司债的规模仅为4亿元。总体来看,非金融企业所发AAA级中票、企业债、公司债发行规模占比明显增加。

整体来看,非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用等级分布呈现向AAA级集中的趋势。

3、国有企业债券发行量占比有所上升

从发行主体的所有制性质来看,本年度,国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型,且所发债券的期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比(77.95%、84.70%)较上年均小幅上升近2个百分点;民营企业所发债券的期数和规模占比(17.49%、11.45%)较上年均略有增长;外资企业、公众企业、集体企业和其他企业本年度所发债券的发行期数和规模仍然较少。

4、债券发行地区集中度保持相对稳定

本年度,江苏、北京、浙江、山东和广东地区的非金融企业所发债券的期数和规模位列前五位,其中北京的非金融企业所发债券的期数(571期)较略低于江苏(578期),但规模(10235.37亿元)仍远远领先于其他地区。从非金融企业发行债券期数前十位地区来看,福建、上海、广东地区非金融企业

所发债券期数和规模降幅明显;山西地区非金融企业所发债券的期数和规模均有25%左右的增长,发行期数排名超越上年排名第10位的四川,跻身前十。从发行地区集中度来看,本年度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例(70.83%和73.63%)较上年变动不大,债券发行的地区集中度保持相对稳定。

5、债券发行主体行业集中度保持稳定

本年度,建筑与工程、多领域控股和电力行业企业所发债券的发行期数和规模均位居前三位。其中,建筑与工程行业企业¹⁷的发行期数(686期)和发行规模(5818.10亿元)继续位居首位;电力和房地产开发行业企业的发行规模均较上年减少约2200亿元,合计减少额占上年度非金融企业所发债券总规模的7.23%,对本年度非金融企业债券发行量下降影响显著;建材行业、基础化工行业超越上年分别位列第8位、第10位的海港与服务行业、航空行业,进入前十位。从行业集中度来看,本年度非金融企业所发债券期数前十位行业的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例(55.08%和59.67%)较上年变化不大,行业集中度保持相对稳定。

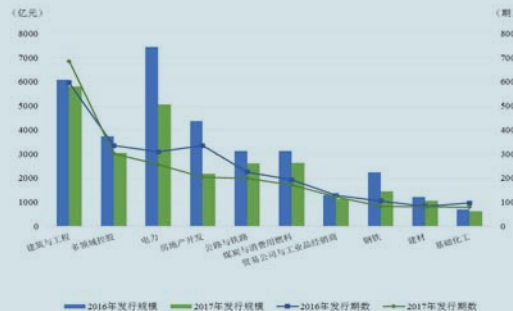
图3 2017年非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况



注：以2017年发行期数由高到低排序。

资料来源：联合资信COS系统

图4 2017年非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况



注：1.按照Wind四级行业划分；

2.以2017年发行期数由高到低排序。

资料来源：联合资信COS系统

¹⁷ 债券发行人中,所属建筑与工程行业的企业多数为城投企业。

6、担保债券市场认可度一般

本年度，共有330期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为2703.50亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和总发行规模的8.33%和6.30%，占比均较上年变化不大。其中，具有担保条款的超短融、短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为16期、14期、29期、203期和68期，发行规模分别为103.00亿元、120.00亿元、237.60亿元、1793.90亿元和449.00亿元。其中，保证担保315期，抵押担保12期，质押担保3期，保证担保仍为主要增信方式。

分别以担保后债项级别为AAA级的3年期公司债、5年期中票、7年期企业债券为样本进行分析发现，采用担保方式发行的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率分别高出63BP、30BP以及118BP¹⁸，表明当前市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有较高的风险溢价要求，担保债券市场认可度一般，但不排除样本较少可能会对结果产生影响。

非政策性金融债券发行情况

本年度，共有217家主体发行非政策性金融债525期¹⁹，总发行规模16638.13亿元。发行期数、家数、规模以及平均发行规模均较上年有不同程度的增加。具体来看，在绿色金融债、三农金融债、小微金融

债等专项金融债券的带动以及商业银行自身存在资本补充需求的背景下，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数和规模（198期、8707.73亿元）均较上年增加30%左右；由于股票二级市场持续低迷，证券公司经纪业务及自营收入普遍下降，导致证券公司融资需求上升，证券公司债发行期数和规模（264期、6339.40亿元）均较上年增长50%左右；受租赁公司和汽车金融公司等非银行金融机构债券发行明显提升的带动，其它金融机构债发行期数和规模（43期、1164.00亿元）均较上年增加30%左右；股票二级市场低迷背景下证券公司短期融资需求有所减弱，加上2017年利率明显上升导致本年度证券公司短融发行期数和规模（19期、392.00亿元）均较上年（60期、1178.60亿元）明显减少；保险公司债发行期数和规模（1期、35亿元）仍然较少。本年度非政策性金融债中共有3期采取保证担保方式。

从级别来看，除证券公司短融、证券公司短期公司债券外，非政策性金融债券的债项级别以AAA级及AA+级为主，二者发行期数（109期）和发行规模（8633.00亿元）在非政策性金融债券中的占比分别为59.40%和87.84%，较上年均略有上升。

资产支持证券发行情况

我国资产支持证券化市场正处于高速发展阶段，2017年，资产支持证券发

行规模出现大幅增长。银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（400期）和发行规模（5972.29亿元）分别较上年增长20.48%和67.70%；非金融企业资产支持票据发行期数（113期）和发行规模（574.95亿元）均较上年增加2倍左右，增幅显著，主要由于2016年底《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》及配套文件的发布，带动非金融企业资产支持票据发展提速。在交易所债券市场上，本年度资产支持证券发行期数（1748期）较上年略有下降，但发行规模（7544.46亿元）较上年大幅增加85.90%。本年度，交易所发行的资产支持证券在期数和规模上仍超过银行间债券市场。

在发行规模大幅增加的同时，资产证券化产品创新不断，多个“首单”产品发行上市，如首单公寓行业资产证券化产品、PPP资产证券化产品、商业地产抵押贷款产品等，区块链技术等金融科技在ABS发行中也得到了一定运用。

债券新品种发行情况

1、绿色债券市场平稳发展

本年度，我国共发行绿色债券113期，较上年（53期）大幅增长，发行规模2044.80亿元，较上年（2052.31亿元）略有减少。除资产支持证券发行人外，共有绿色债券发行人68家，其中60家为本年度新增发行人。从券种来看，本年度新发

表2 2016-2017年非政策性银行金融债发行情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			平均发行规模		
	2016年 (期)	2017年 (期)	增幅 (%)	2016年 (家)	2017年 (家)	增幅 (%)	2016年 (亿元)	2017年 (亿元)	增幅 (%)	2016年 (亿元)	2017年 (亿元)	增幅 (%)
商业银行金融债	154	198	28.57	120	132	10.00	6230.50	8707.73	39.76	40.46	43.98	8.70
证券公司债	165	264	60.00	54	62	14.81	4260.10	6339.40	48.81	25.82	24.01	-6.99
证券公司短融	60	19	-68.33	18	4	-77.78	1178.60	392.00	-66.74	19.64	20.63	5.03
保险公司债	7	1	-85.71	7	1	-85.71	440.00	35.00	-92.05	62.86	35.00	-44.32
其它金融机构债	32	43	34.38	23	22	-4.35	925.00	1164.00	25.84	28.91	27.07	-6.35
合计	418	525	25.60	208	217	4.33	13034.20	16638.13	27.65	31.18	31.69	1.63

资料来源：联合资信COS系统

¹⁸ 通过计算经担保提升债项等级的中票、企业债、公司债与在其起息日前后15日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

绿色债券包括金融债、企业债、公司债、中期票据、PPN和资产支持证券，其中金融债的发行量仍最大，发行期数（44期）和发行规模（1234.00亿元）分别占绿色债券总发行期数和总发行规模的38.94%和60.35%，期数占比较上年变化不大，规模占比较上年下降约15个百分点。从级别分布来看，本年度新发绿色债券主要集中在AA+级（含）以上，其中AAA级绿色债券发行期数和规模（43期、1120.10亿元）占比（48.86%、72.84%）均位居第一。从行业分布来看，本年度绿色债券发行主体共涉及18个行业，较上年新增8个行业，行业覆盖率（29.03%）有所提高，主要集中在商业银行及电力行业。从区域分布来看，本年度境内绿色债券发行人共涉及23个省/直辖市，较上年新增14个，地域范围继续扩大，其中北京地区发行人所发绿色债券期数和规模（28期、881.00亿元）均位居第一，占比分别为27.18%和46.40%。本年度，约65%的绿色债券采用第三方绿色认证；约63%的绿色债券具有发行成本优势，与上年相比成本优势有所提高；资金用途方面，本年度绿色债券资金投向主要是清洁交通和清洁能源领域。

2、熊猫债发行量有所减少

本年度，我国债券市场共有25家发行主体发行熊猫债券35期，发行规模共计719.00亿元，较上年（62期、1274.40亿元）均减少约50%，发行量下降主要受到两方面影响：一是2017年以来我国债券发行利率较上年增幅显著，融资成本优势有所减弱加上汇率风险的存在使得很多潜在的熊猫债发行人被迫推迟或取消了发行计划；二是熊猫债的发行主体多为注册地位于境外的中资房地产企业，2016年下半年以来监管层加大了对房地产企业境内融资的限制，使得很多房地产企业转向国际市场融资，在一定程度上导致了熊猫债发行量的下降。

从券种类别看，本年度所发熊猫债涉及中票、PPN、公司债、私募债、国际机构

债以及商业银行债，发行期数和规模最多的为中票（15期、263.00亿元）。受房地产企业熊猫债发行量减少影响，本年度银行间债券市场熊猫债发行量大幅超越交易所市场，占本年度熊猫债发行总期数和总规模的比例均超过74%。从发行主体角度看，本年度熊猫债券发行人仍主要集中于房地产行业；外国发行人占发行主体总数比重较小但呈上升趋势，新增马来西亚、匈牙利、俄罗斯的发行人，且多集中于“一带一路”沿线地区。本年度，首单“一带一路”熊猫债、首单“债券通”熊猫债先后成功发行，对促进“一带一路”资金融通及我国债市开放具有重要意义。

四、未来走势预测

2018年，全球经济将维持复苏态势，我国经济增长有较强的外部支撑，但主要国家货币政策趋紧使得我国金融市场面临人民币汇率波动以及资本流出等挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，完善“货币政策+宏观审慎政策”双支柱调控，大力振兴实体经济，优化经济结构，同时加强防范金融风险、房地产市场风险、地方政府债务风险等，经济整体预计将保持平稳增长。

从我国债券市场来看，预计将有以下几方面趋势：

第一，债券市场发行量将受到诸多因素的影响。首先，供给侧结构性改革背景下债券市场服务实体经济、拓宽实体经济融资渠道的趋势将得以延续，加上债市相关机制的进一步完善以及对外开放的加速发展，我国债券市场直接融资功能将得到更好发挥，从而推动债券发行量的增长；其次，在经济去杠杆、金融强监管以及美联储缩表、加息的背景下，未来我国货币政策大概率中性偏紧，市场利率或将维持在相对高位，在阶段性流动性趋紧时还有可能小幅上行，融资成本较高一定程度上

将抑制债券发行量的增长；此外，宏观审慎政策背景下出台的债券交易新规、银行委托贷款新规等强监管政策在规范市场交易业务的同时短期或一定程度上减少债券市场需求；资产管理新规在严控非标的同时将提高标准信用债尤其是流动性较好、信用风险较低的高信用等级债券的吸引力，同时可能推动规范的资产证券化产品发行的增加。

第二，地方政府性债务风险管控将继续加强。当前地方政府融资行为逐步得到有力规范，在防范系统性金融风险的背景下，存量地方性债务的风险点正在逐步明确，监管层将保持对地方政府隐性债务管理的高压态势，未来风险管控有望继续得到加强。与此同时，目前地方政府专项债运行良好，未来地方政府专项债券的应用范围有望扩大，地方政府专项债券发行量或将连续增加。

第三，债券市场风险管控将进一步强化。12月召开的中央经济工作会议明确指出今后三年要打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险，2017年末以及2018年初监管层陆续出台了资产管理新规、债券交易新规以及银行委托贷款新规等进一步加强风险防范，债券市场是金融市场的重要组成部分，随着债券市场违约事件的日趋常态化，未来监管层将继续加强债市风险管控，出台更多监管细则，通过加强信息披露、强化行业监管、完善违约后续处置机制等方式进一步完善相关体制机制，促进债券市场平稳健康发展。

第四，我国债券市场对外开放程度将进一步加深。随着“一带一路”倡议的深入推进以及“债券通”的不断发展完善，我国资本市场将进一步与国际市场互联互通，将有更多国际投资者投资中国债券市场。此外，针对外资评级机构进入银行间债券市场开展评级业务的细则有望出台，随着外资评级机构逐步参与国内评级业

务，我国评级行业将逐渐与国际接轨，进一步推动债券市场的国际化。

第五，绿色债券、资产支持证券等债券品种将加速发展。绿色债券方面，在国家高度重视污染防治和生态文明建设的背景下，2018年绿色债券或将迎来重要发展机遇期，监管层或将从财政贴息、发行便利化等方面继续出台相关政策加大对绿色债券的支持，绿色债券的

发行量有望继续增长。资产支持证券方面，作为盘活企业存量资产、有效降低企业杠杆的金融工具，在供给侧结构性改革不断深化的背景下，资产证券化市场或将获得更多的政策支持，结构更为灵活、基础资产种类更为丰富的创新产品将迎来更大的发展机遇。熊猫债方面，随着相关监管政策的不断完善以及人民币加入SDR的推动作用，2018年我国熊猫债券发行人范围有望进一步扩

大。此外，创新创业债券、债转股专项债券等与国家经济政策导向一致的债券品种或将得到进一步发展。

整体来看，2018年我国宏观经济将保持平稳增长，稳健中性的货币政策将为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础，在债券市场机制不断完善以及对外开放程度不断加深的背景下，“控险和开放”或将成为2018年债券市场发展的主基调。■

2018年债券市场发展基调确定——评“两会”对债市发展的影响

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 研究部

今年的政府工作报告，结合我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段的实际，提出了2018年我国GDP增速等发展主要预期目标，并从深入推进供给侧结构性改革、加快建设创新型国家、深化基础性关键领域改革、积极扩大消费和促进有效投资等九个方面对全年政府工作提出了建议。随后，国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）、财政部、中国人民银行（以下简称“央行”）等多部门分别举行记者会，对社会各界关注的热点问题作出解析。政府工作报告及相关监管部门负责人所透露出的政策取向将会对未来一段时间债券市场的发展产生影响，值得关注。根据对相关内容的梳理和总结，我们认为2018年债券市场发展的基调已经确定，主要包括以下五个方面。

货币政策保持稳健中性，债券市场利率水平将相对稳定

2018政府工作报告中提出的GDP增速预期目标与上年目标“6.5%左右”保持一

致，略低于上年完成情况（6.9%），表明政府追求经济高增长的动力有所减弱，更加注重高质量发展；对货币政策的表述延续了2017年中央经济工作会议稳健中性的说法，提出要“松紧适度”，同时淡化了对广义货币M2、信贷、社会融资规模增长指标的要求。根据以上表述，出于对经济平稳增长、支持实体经济发展以及2018年国际市场流动性或将趋紧等因素的考虑，未来监管层将使用多种货币政策工具保持市场资金面合理适度，利率不大可能出现持续上行的状况，债券市场利率水平将保持相对稳定。

利率水平较高将抑制债券发行，符合国家政策导向的债券品种发行量有望增加

近期政策面的相关内容，或对2018年债券发行产生以下几方面影响：一是在稳健中性货币政策背景下，虽然利率不大可能出现持续上行的情况，但受经济去杠杆以及美联储缩表、加息等因素影响维持在相对高位

的可能性较大，一定程度上对债券发行产生抑制作用；二是政府淡化经济增速目标，铁路建设投资预期目标（7320亿元）较上年预期目标及实际值均有所减少，加上当前经济稳中向好以及政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都有所减弱，基础设施建设投资增速或将有所回落，投资需求的减少或导致建筑与工程、钢铁、水泥等相关行业债券发行量的减少；三是随着脱贫攻坚、污染防治、乡村振兴等相关政策的逐步落实，扶贫专项债、绿色债券、农村产业融合发展专项债、创新创业专项债、“一带一路”专项债等发行量或将有所增加，其它与国家政策导向一致的专项债新品种也有望继续推出。

债券市场体制机制将继续完善，对外开放步伐有望继续加快

2018政府工作报告提出要提高直接融资比重，深化多层次资本市场改革，推动债券市场发展。未来监管层有望从多角度继续完善债券市场体制机制，促使债市服

务实体经济的功能得到更好发挥。对外开放方面，潘功胜表示“我国债券市场开放的潜力还是比较大的”，下一步将完善法律、税收、评级等方面的制度安排，为境外投资者投资中国债券市场提供一个更加便利和友好的制度环境，同时推动金融市场基础设施互联互通和跨境合作，再加上政府工作报告中提到的深化汇率市场化改革，这些都将进一步推动我国债券市场的对外开放。

制造业、交通运输业信用风险或有所下降，面板玻璃、水泥以及房地产行业信用风险值得关注

目前我国增值税有6%、11%和17%三档，制造业和交通运输业分别适用17%和11%的税率，此次政府工作报告中提出将“改革完善增值税，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业和交通运输等行业税率”。根据改革方向，预计制造业和交通运输业的增值税负担将有所减轻，一定程度上改善行业内企业盈利状况、降低信用风险。

此外，供给侧结构性改革深入推进

下煤炭、钢铁等过剩产能行业集中度有所提高，部分具备经营优势的大型企业有望进一步扩大生产规模、降低成本、提高经济效益，但一些产能规模小、生产成本较高的企业或被加速出清，信用风险将进一步分化。与此同时，发改委主任何立峰在答记者问时指出，“钢铁、煤炭去产能和防范煤电过剩所采取的一些措施，为下一步的供给侧结构性改革提供了一个示范样本，像平板玻璃、水泥、电解铝等，一方面淘汰落后的产能，关停一批不适合未来发展需求的产能，另一方面大力发展一批新的产能”。这表明在钢铁、煤炭去产能取得显著成效的背景下供给侧结构性改革的行业范围有望扩大，平板玻璃、水泥、电解铝等行业或将迎来更加激烈的优胜劣汰，行业内企业的信用风险将有所分化，值得重点关注。

风险管控仍是债市监管重点，地方政府债务风险防范仍将加强

政府工作报告指出2018年将“推动重大风险防范化解取得明显进展”、“强化金融监管统筹协调”，央行也表示“防风

险、防危机历来都是金融改革的重要组成部分”。由此可见，风险管控仍将是未来我国金融市场、债券市场的监管重点。此外，未来“一行两会”的体制将使得我国金融监管更加协调有效，有利于风险防范以及债券市场的长远健康发展。

地方政府债务风险防范方面，将继续采取“开前门”和“堵后门”并举的措施，进一步规范和加强地方政府债务管理。一方面，防范化解地方政府债务风险，严禁各类违法违规举债、担保等行为，财政部明确指出将加大督查问责的力度，做到终身问责、倒查责任。另一方面，政府工作报告提出“今年安排地方专项债券1.35万亿元，比去年增加5500亿元”并将“合理扩大专项债券使用范围”，除高速公路、土地储备、轨道交通外，地方政府专项债品种有望进一步拓宽至更多公共服务领域。除开通地方政府专项债融资通道保证地方经济建设的合理融资需求外，此次政府工作报告中提到的深化财税体制改革、推进中央与地方财政事权和支出责任划分改革也有利于从根本上缓解地方政府债务压力，防控地方政府债务风险。■





地方政府债与城投债2017年市场回顾及展望

文 | 联合资信评估有限公司 赵传第 杨明奇 赵起峰 厉剑

一、相关政策回顾

地方政府性债务管理监管力度不断加强，风险防控体系初步完善，基本落实了43号文“疏堵结合”“分清责任”“规范管理”等原则框架。

2017年地方政府性债务管理基调不变。“堵后门”方面，财预[2017]50号文、财预[2017]87号文、保监发[2018]6号文等再次强调企业融资和担保必须市场化，企业信用与政府信用脱钩，对政府违规担保、采用PPP及出资投资基金等名义变相举债、利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资的行为进行问责，并建立跨部门联合监测和防控机制，依法依规追究相关人员责任，政策执行力度不断加强。“开前门”方面，相继推出试点以土地储备专项债券、收费公路专项债券为代表的项目收益与融资自求平衡的项目收益专项债，是在专项债

务限额内依法开好“前门”、保障重点领域合理融资需求、支持地方经济社会可持续发展的重要管理创新。此外，鼓励地方政府债在深交所发行、鼓励地方财政部门在地方国库现金管理中更多接受地方债作为质押品等措施也有利于提高地方政府债流动性。

截至2017年底，财政部及相关部委针对对地方政府债务管理的风险防控体系基本形成，包括：以43号文为代表的法律制度框架构建；地方政府债务限额管理、预算管理；锁定并置换存量债务；推进地方政府专项债改革；建立地方政府债务预警、应急机制；严肃处理和通报违法违规举债担保行为，纠正政府和社会资本合作、政府投资基金、政府购买服务中的不规范行为。基本落实了43号文“疏堵结合”“分清责任”“规范管理”等原则框架。

另外，在金融去杠杆、防风险政策思

路下，2017年以来金融机构受到超预期监管，这不仅影响债券市场整体流动性预期和资金面，也直接收紧地方政府或融资平台违规融资通道，同时堵住了违规融资供给和需求两侧的偏门。

二、地方政府债市场回顾与分析

自2014年上海等10个地区启动地方政府债券自发自还试点以来，地方政府债券发行规模大幅增长，目前已成为债券市场第一大品种。地方政府债的发行在防范和化解地方政府债务风险、深化财政与金融互动、稳增长、促改革、调结构、惠民生等方面发挥了积极作用。

发行节奏放缓，置换债比重下降，新品种、试点续发等方面有所突破。

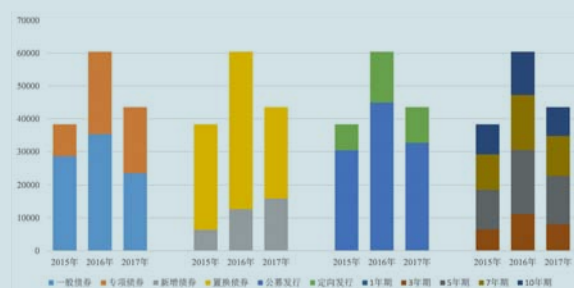
受置换进度逐渐接近尾声、市场整体

表1 2017年以来相关重要政策梳理

发布日期	文件名称
2017.02.20	《关于做好2017年地方政府债券发行工作的通知》(财库[2017]59号)
2017.03.27	关于印发《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》的通知(财预[2017]35号)
2017.04.26	关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知(财预[2017]50号)
2017.05.16	关于印发《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》的通知(财预[2017]62号)
2017.05.28	《关于坚决制止地方政府以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)
2017.06.02	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预[2017]89号)
2017.06.07	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》(财金[2017]55号)
2017.06.26	《关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》的通知》(财预[2017]97号)
2017.07.14-07.15	全国金融工作会议
2017.11.10	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)
2017.12.18-12.20	中央经济工作会议
2018.01.18	《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方政府债务风险的指导意见》(保监发[2018]6号)

资料来源: 联合资信整理

图1 2015~2017年全国地方政府债发行概况(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind整理

图2 地方政府专项债券创新品种发行情况(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind整理

发行利率上扬等因素综合影响, 2017年地方政府债发行节奏放缓, 发行数量同比减少25支至1134支, 发行规模同比下降27.92%至4.36万亿元。由图1可见, 一般债券、公募发行仍是最主要发行品种/方式; 由于置换进度推进及置换难度加大, 置换债比重有所下降, 新增债比重快速上升至36.48%。5年期、7年期仍是最主要的发行期限, 地方政府债发行期限结构近三年变化不大。

从月度发行情况看, 2017年地方政府债各月发行规模较2016年相对均衡, 仅7月单月发行规模超过6000亿元, 四个季度发行规模占比分别为10.89%、31.81%、38.34%和18.96%。

从发行主体看, 江苏、山东、浙江、四川、广东和贵州是累计发行总额排名前

六大省份, 截至2017年底发行总量均超过7000亿元, 发行规模与所在地区债务余额排名有所匹配; 西藏、深圳发行规模较小, 截至2017年底发行总量均低于500亿元。截至2017年底, 全国31个省级政府及5个计划单列市均有地方政府债券发行。2017年, 江苏、四川、山东、贵州、河南及湖南是当年发行金额前六大省份。与累计发行总量相比, 浙江省因已完成全部债务置换, 2017年发行规模有所下降。

自2017年5月土储专项债等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种推出以来, 2017年, 全国共28个省级政府(含计划单列市)发行土储专项债(图2), 发行金额合计2406.98亿元, 发行期限以5年期为主(占90.94%), 其余为3年期; 12个省级

政府发行金额合计440.04亿元的收费公路专项债, 期限以7年期(占比49.77%)和10年期(占比38.56%)为主, 其余为5年期。此外, 深圳市发行期限为5年、金额20亿元的轨道交通专项债, 是地方政府结合自身发展需要进行的专项债品种创新。

2017年, 云南、广东、四川、广西和河南共5个省份相继试点续发9支、金额合计116.64亿元的地方政府债, 对于增加单支债券发行金额、提高地方政府债流动性具有积极意义。

2015~2017年底, 全国政府债务余额分别为14.76万亿元、15.32万亿元和16.47万亿元, 年均复合增长5.65%, 均在全国人大审批的债务限额内。2018~2020年, 存量地方政府债到期规模分别为6632.37亿元、

11291.83亿元和20050.12亿元。其中2018年一至四季度到期规模分别0亿元、1397.05亿元、2635.48亿元和2599.84亿元，到期地方政府债在年内大概率会通过发行地方政府债的形式进行接续。

地方政府债发行利率呈上行趋势，发行利差与当地经济、财政实力及债务水平呈现较强的相关性。

2017年地方政府债整体发行利率较2016年整体上升。公募发行大致利率区间由2.4~3.3%大幅上移至3.5~4.5%。从2017年月度数据看（图3~图6），5月受发行规模较大，同时监管超预期、金融去杠杆、资金面偏紧等多重因素影响，各期限公募发行地方政府债月度加权利率大幅走高，并创下年内高点，之后有所回落，但年末有所翘尾；定向发行地方政府债月度加权利率持

续走高，5月升幅较大，在年末达到高点。利差方面，公募发行利差高点出现在5月，之后逐步回落，但3年、5年、7年期在年末有所回升；定向利差除8月短暂回落外，整体维持在高位。

各省、市发行利差方面，公募发行利差与发行主体经济、财政实力以及债务水平有较大的相关性。35个（统计未包括仅发行1期的深圳）公募地方政府债发行主体的加权发行利差区间10~46BP，中位数34BP。其中利差最高的分别为黑龙江、内蒙古、广西，加权平均利差均为46BP；利差最低的三个省/市分别为北京、浙江、上海，分别为10BP、12BP和15BP。

地方政府债务置换进度接近尾声，浙江省（含宁波）和厦门市已基本完成存量债务置换工作，广东（不含深圳）、

贵州、安徽、江苏和云南等省份待置换金额仍然较大。

截至2017年底，地方政府累计发行置换债券金额10.75万亿元，占2014年底待置换金额14.34万亿元的74.97%。除发行置换债券外，由于部分地区安排超收收入偿还年底到期债务等原因，截至2017年底，全国地方政府债务余额16.47万亿元，其中非政府债券形式的、未来仍需置换的存量政府债务1.73万亿元，整体置换进度为87.94%。

分省市看（图7），截至2017年底，浙江省（含宁波）和厦门市已基本完成存量债务置换工作。湖北、湖南、内蒙古、辽宁（不含大连）、河北、福建（不含厦门）等省市置换进度均超过90%，置换进度较慢的是大连、海南、宁夏、江西、安徽、广东（不含深圳）等。因存量债务计划于2018年全部置换完毕，未来半年时间内，

图3 2017年公募债月加权发行利率（单位：%）



资料来源：联合资信根据COS系统、Wind整理

图4 2017年定向债月加权发行利率（单位：%）



资料来源：联合资信根据COS系统、Wind整理

图5 2017年公募债月加权发行利差（单位：BP）



资料来源：联合资信根据Wind整理

图6 2017年定向债月加权发行利差（单位：BP）



资料来源：联合资信根据Wind整理

广东(不含深圳)、贵州、安徽、江苏和云南等省份待置换金额仍然较大(均超过1000亿元)。虽然贵州省近年来地方政府债发行规模较大(超过7000亿元)且置换债比重高(超过95%),但由于存量债务规模大,未来半年内需置换的金额仍较大。宁夏、湖南等省份虽置换进度较慢,但待置换规模相对较小。

三、城投债市场回顾与分析

城投债全年发行规模同比大幅下降,债券市场流动性和监管政策发力是影响城投债发行量的主要因素。

2017年共发行城投债1749支,发行规模1.37万亿元,发行数量较2016年减少434支,发行规模同比下降34.07%。从发行方式看,2017年公募和私募方式发行数量分别为1006支和743支;发行规模分别占比63.51%和36.49%。

2016年下半年国内经济企稳、海外环境改变拉开了债券市场调整的序幕,而央行货币政策的紧缩致使债券市场情绪悲观,年底债券市场大幅震荡,债券市场低迷延续至2017年初,导致1~2月城投债发行规模保持低位。3~4月积压的债务融资需求有所释放,城投债发行量有所回升。5月,先有证监会、财政部等规范券商资管资金池业务和50号文规范地方政府举债行为,

再有理财托管中心要求对底层资产穿透登记,以及证监会全面禁止通道业务等政策,监管压力持续发酵,同时叠加资金面紧张、城投债发行成本上升等因素,城投债发行量大幅回落。三季度城投债发行量明显回升。四季度金融监管措施再次发力,11月以来城投债发行规模有所回落。

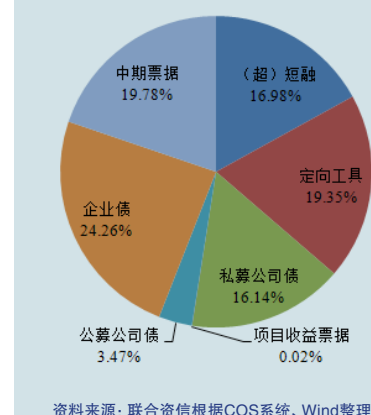
发行主体级别仍集中在AA级,发行期限以3~7年为主;受交易所审核标准收紧,公司债发行规模大幅下降。

分级别看,发行人主体信用等级集中在AA级别,约占全年发行规模的一半。AA级别的发行规模占比在四季度明显下降,12月份,AAA级别和AA+级别当月发行规模占比超过50%,AA级别仅约占三分之一。

分期限看,2017年城投债期限以3~7年为主。由于企业债发行规模占比最高,7年期城投债发行规模(2913.75亿元)最大,占比21.27%。此外,3+2年期、一年期及以下和3年期发行规模均超过2000亿元,占比在15%~20%左右。

从发行品种看(图8),受到交易所2016年7月对城投企业发债审核标准收紧影响,2017年公司债(含公募和私募)发行规模大幅减少4876.70亿元至2687.00亿元,同比下降64.47%。企业债成为发行规模最大的品种,发行规模为3323.75亿元,占比

图8 各品种发行规模占比



24.26%。(超)短融、中票和PPN发行目的以偿还到期债务为主,2017年发行占比合计为56.11%,较上年增加14.07个百分点。中票因其期限适中、公开发行成本低、无需匹配募投项目等优势,成为用于偿还存量债务的主要融资工具,发行规模同比上升9.45%。

发行利率呈上行趋势,整体利差走阔,不同级别利差分化明显。

在经济基本面企稳及美联储加息等多重因素的影响下,基准利率呈上行趋势,推动城投债发行利率整体上行(图9),其中AA级别短期限城投债上行幅度最大,12月创全年最高,为6.35%,较1月提高188BP。各级别短期平均利率区间由1月的[3.76%,

图7 各省市债务置换进度及债务余额(单位:亿元、%)

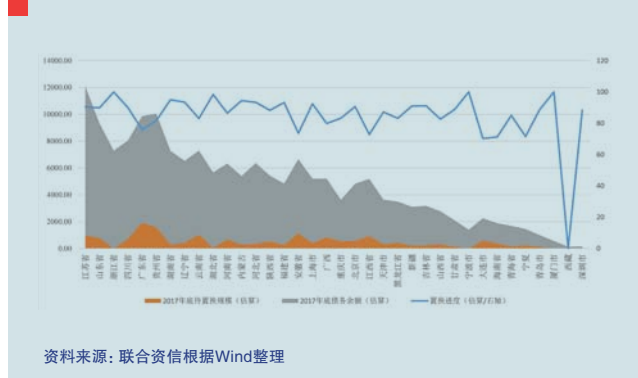
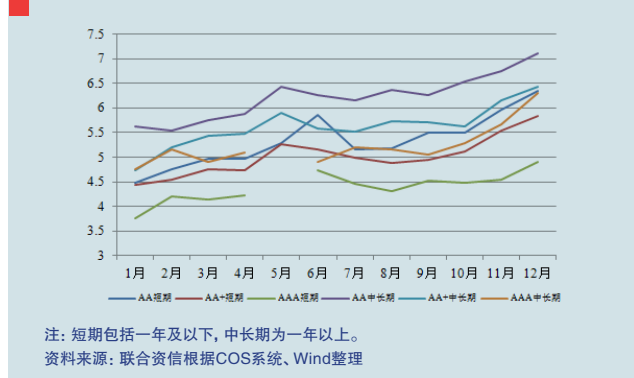


图9 城投债月度加权平均利率(单位:%)



4.47%]上移至12月的[4.91%, 6.35%], 中长期限平均利率由1月的[4.74%, 5.62%]上移至12月的[6.30%, 7.11%]。

除短期限AAA级城投债利差收窄外, 城投债利差整体走阔, 其中AA级别短期平均利差走阔幅度最大, 12月为全年最高, 为255BP, 较1月利差走阔74BP。各级别短期平均利差区间由1月的[109BP, 181BP]变为12月的[102BP, 255BP], 中长期限平均利差为1月的[188BP, 279BP]扩大至12月的[246BP, 330BP]。

不同级别的利差方面, 低级别利差较高级别走阔更为明显: AA级短期平均利差较AAA级由一季度的67BP¹上行至四季度的126BP, AA级中长期平均利差较AAA级由一季度的72BP上行至四季度的107BP。

期限利差方面, 低级别各期限利差走阔幅度相近, 高级别期限利差分化明显: AAA级中长期平均利差有所上升, 同时AAA级短期平均利差有所收窄。

AAA级城投债-产业债利差相近且较为稳定; AA+和AA级城投债-产业债维持负利差, 且受监管政策影响明显波动。

2017年高资质城投企业信用利差受监管政策影响明显低于低级别城投企业,

AAA级城投债利差走势与产业债利差近似, 尤其在下半年后基本保持一致。AA+和AA级城投债-产业债维持负利差, 一方面供给侧改革效果显现, 周期性产业债利差得以修复, 而城投债受50号文、87号文等政策影响, 城投信仰淡化, 5月前后城投债和产业债负利差大幅收窄, 其中低资质城投债受影响更为明显。随着对新政策和市场环境的逐渐接受, 城投债-产业债负利差在第三季度修复性扩大, 四季度受金融监管政策影响再度收窄。

江苏省全年发行规模最大, 区域信用利差整体上升, 东北三省信用利差位列前三, 财政收入的内生能力和政府债务负担是影响区域信用利差的主导因素。

2017年各省份城投债发行规模差距较大(图10)。传统发债大省江苏省发行规模依旧领先, 为3607.74亿元, 占全国发行规模的26.33%。湖南、浙江发行规模相当, 分别为1188.35亿元和1163.46亿元。发行规模较低的省份主要集中在产能过剩地区、东三省以及西部地区。

2017年, 各省级行政区域城投债信用利差全面上升(图11), 增幅均值为37BP, 其中吉林、辽宁、陕西、甘肃四省份城投

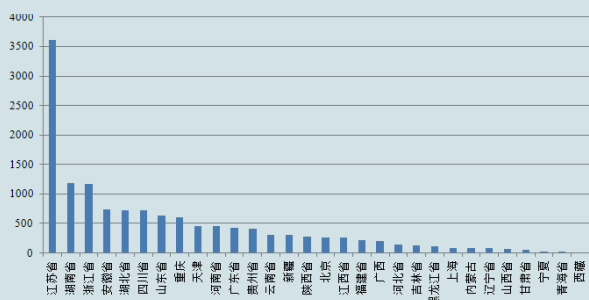
债信用利差增幅在45BP以上。城投债区域信用利差除与区域经济实力、财政收支情况和政府债务负担等因素密切相关外, 并受债券发行人的信用品质直接影响。2017年, 东北三省区域信用利差位列前三, 同时还有贵州和内蒙古两省份信用利差超过140BP。

从2016年各省份综合财政收入构成情况看, 区域信用利差相对较高的省份具有税收返还和转移支付收入占比高, 一般公共预算收入和政府性基金收入占比低的特点, 这反映出区域综合财力的内生能力是影响区域信用水平的重要因素。2017年1-9月, 内蒙古和吉林两省份一般公共预算收入呈负增长态势, 区域信用利差维持在较高水平。2016年地方政府债务率超过100%的省份包括贵州、辽宁、云南、内蒙古、陕西、湖南, 预计2017年上述省份债务负担仍将接近或超过警戒线水平, 此外陕西、湖南、广西等省份的债务负担也值得关注。

四、2018年市场展望

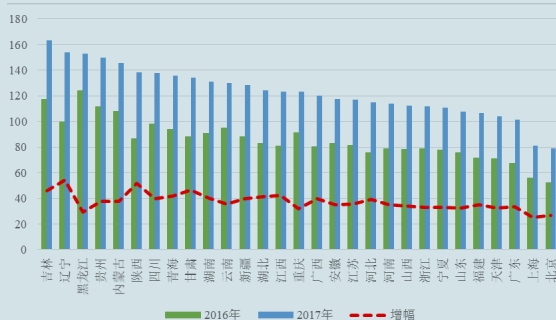
地方政府债券总体发行规模预计有所下降, 债券品种有望进一步创新, 专项债占比或将上升, 发行渠道、投资主体将更加

图10 各省(市、自治区)城投债发行规模(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据COS系统、Wind整理

图11 各省城投债信用利差(单位: BP)



资料来源: 联合资信根据Wind-兴业研究利差指数(中位数)整理

多样化。

预计2018年地方政府债总体发行规模将较2017年有所下降。置换债方面，通过连续三年的债务置换，据财政部数据，截至2017年底，非政府债券形式存量政府债务1.73万亿元，该部分债务将在当年8月底前置换完毕。因此2018年地方政府置换债券发行规模将较上年的2.77万亿元下降近38%。新增债券方面，2017年地方政府债新增债券规模为1.59万亿元，当年1.63万亿元的新增地方政府债额度基本使用完毕。预计2018年我国将维持积极的财政政策，赤字率控制在3%以内，财政赤字约2.7万亿元，其中三分之一通过发行地方政府一般债券解决（约0.9万亿元），同时新增专项债券规模与2017年规模接近（即0.8万亿元），故新增债券限额约1.7万亿元，同比有所增加；同时2018年陆续到期地方政府债规模0.66万亿元，预计将通过发行地方政府债的形式进行接续，故2018年新增债发行规模在2.4万亿元左右。总体看，预计2018年地方政府债发行总规模约为4.1万亿元，较2017年的4.36万亿元有所下降。

地方政府债品种有望进一步创新，专项债发行占比或将上升。根据财预[2016]155号文，“专项债务收支应当按照对应的政府性基金收入、专项收入实现项目收支平衡，不同政府性基金科目之间不得调剂”。同时，根据财预[2017]89号文，地方按照本地区政府性基金收入项目分类发行专项债券，着力发展实现项目收益与融资自求平衡的专项债券品种，2017年优先选择土地储备、政府收费公路2个领域开展试点，并鼓励探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券。其中已发行的土储专项债、收费公路专项债偿债资金主要来源于指定地块的出让收入和指定

公路的通行费收入，并对应着基金预算中的“国有土地出让收入”和“通行费收入”；深圳市创新发行的轨道交通专项债“17深圳债01”偿债资金来自“以项目对应的运营收入、沿线土地出让收入、开发等专项收入”，但没有明确偿债资金对应基金预算科目。从地方政府基金预算收入构成来看，除国有土地使用权出让金收入、车辆通行费收入外，城市公用事业附加收入、城市基础设施配套费、国家重大水利工程建设基金等也具有一定规模，未来或推出其作为还款来源的专项债品种。

发行渠道、投资主体更加多样化。目前我国地方政府债发行以银行间市场为主，投资主体主要为商业银行。2017年2月，财库[2017]59号文提及鼓励推进地方债银行间市场柜台业务，便利非金融机构和个人投资地方债，鼓励具备条件的地区研究推进通过财政部深圳证券交易所政府债券发行系统发行地方债，旨在拓宽地方债的发行融资渠道，增加投资主体以及市场需求，并且推动地方债定价的市场化，提升地方债的流动性。2017年，共有22个发行主体在上海、深圳证券交易所发行约10300亿地方政府债，远高于2016年100亿元的规模，预计2018年这一趋势还将延续。

基建投资需求仍将带动城投债发行规模保持现有水平，城投企业信用资质将进一步分化，低资质城投企业融资环境逐步恶化，信用风险事件概率或将有所上升。

从城投行业信用风险看，政府性债务管理的相关政策不断加码，已经明确了存量政府债务与企业的边界，城投企业信用状况更加依赖于城投企业自身的资质，但是城投企业作为基础设施建设的投融资



主体的基本模式不会改变。在此过程中，区域地位重要的城投企业将获得政府在资源、资产和政策等方面的倾斜，同时低资质城投企业由于在平台地位、违规融资处理能力、转型中政府主导意愿等多方面均居于劣势，融资环境逐步恶化，出现信用风险事件概率上升。

从城投债发行量来看，基础设施建设是拉动国民经济发展的重要手段，而城投企业在基建的投融资过程中扮演了主要角色，城投债的发行仍将是弥补基建资金的重要来源。同时，随着2018年政府债务置换结束，2015年后发行的城投债也将逐步到期，新发城投债对到期债券的接续具有重要作用。2018年基础设施建设投资仍将保持在一定规模，预计城投债发行规模与2017年接近。

从城投债发行利差看，短期限、高级别债券需求仍较大，中长期、低级别城投债利差难以回落，期限利差、级别利差收窄概率不大。地区负面事件集中，投资者对区域风险的甄别将更加看重，区域利差或扩大。高级别城投债与产业债利差仍有望保持较低水平，低级别城投债与产业债利差或收窄。■

2017年商业地产证券化市场回顾与展望

文 | 联合信用评级有限公司 高鑫磊

2017年我国商业地产资产支持证券共发行35单，规模897.67亿元，分别为2016年的2.69倍和2.53倍，发展迅猛。商业地产资产证券化项目也出现了新的变化——权益型REITS使得债项级别逐渐摆脱对主体级别的依赖。本报告总结了2017年商业地产资产证券化发展状况，并从评级视角对我国商业地产证券化产品的部分特点作了阐述，重点对类REITS产品出现的新变化进行了分析，并将国内CMBS产品特点与美国CMBS做了比较分析，最后对我国商业地产证券化未来发展进行了展望，希望对国内商业地产证券化起到一定的启示和借鉴作用。

一、市场发行概况

据CNABS统计，2017年，一级市场共发行35单资产支持证券（包括资产支持票据），单数较2016年增加169.23%；发行规模合计897.67亿元，较2016年全年增加153.04%，增长迅猛。

从项目单数来看：交易所市场（包括报价系统）累计发行30单，银行间市场累计发行5单，交易所市场发行单数远高于银行间市场。

从金额上来看：交易所市场累计发行

746.14亿元的商业地产资产支持证券，银行间市场累计发行商业地产资产支持证券151.54亿元，交易所市场的发行规模与银行间市场的发行规模相差较大。

从单只发行规模来看：交易所市场单只发行规模约为25亿元，银行间市场单只发行规模约为30亿元，银行间市场单只规模较高，且两个市场单只规模普遍较高，主要是由于商业地产普遍体量较大所致。

从产品类型来看，CMBS累计发行19单，发行规模606.30亿元；类REITS累计发行16单，发行规模291.37亿元。CMBS和类REITS单数相差不大，发行金额相差较大，单体规模大的资产仍以操作CMBS模式为主。

从发行期限上看：2017年，市场上商业地产资产支持证券的平均发行期限为15.30年，其中上海证券交易所平均发行期限为16.00年，深圳证券交易所平均发行期限为12.80年，报价系统平均发行期限为13.50年；银行间市场平均发行期限为21.00年。不同市场上商业地产资产支持证券发行期限均较长，主要是由于商业地产资产支持证券发行规模以商业地产估值为基础，发行规模一般较大，较低的租售比使得证券本息的偿付需要长年限的商业地产净现金流

来保障偿还。当然，目前的产品设计中，常常将还本压力置于后端，依赖物业再融资或处置完成还本。此外，我们还观察到，银行间市场商业地产资产支持证券发行年限高于交易所市场。

从发行利率来看：2017年市场上商业地产资产支持证券（优A档）的平均发行利率为5.53%，其中上海证券交易所平均发行利率为5.23%，深圳交易所平均发行利率为5.98%，报价系统平均发行利率为5.90%；银行间市场平均发行利率为5.02%；银行间市场资产支持证券的发行利率相对交易所来说较低。上述不同市场利率特征主要是受到市场参与主体及债项级别的影响。按月份来看，2017年市场上商业地产资产支持证券（优A档）的平均发行利率呈年中及年终高，其他月份较低的态势，与2017年市场利率整体变化趋势基本相符。

二、级别分布

2017年发行的35单商业地产资产支持证券均披露了信用评级，其中最高债项级别为AAA级的资产支持证券单数和发行金额占比均为最多，发行单数比重为77.14%，发行金额比重为80.32%；最高债

表1 商业地产资产支持证券发行信用评级统计表（单位：单、亿元）

最高债项级别	单数	发行单数占比	涉及的发行规模	发行规模占比
AAA	27	77.14%	720.98	80.32%
AA+	8	22.86%	176.69	19.68%
合计	35	100.00%	897.67	100.00%

资料来源：CNABS

项级别无低于AA+的级别。高级别债券占比高,与传统债市呈同一特征,主要是受到市场投资需求影响。

2017年AAA级别(其中1单未披露利率)的资产支持证券发行利率均值为5.34%,AA+级别(其中1单未披露利率)的资产支持证券发行利率均值为6.25%。从均值来看,AAA档证券高于AA+档证券91个BP,发行成本差异较大。

三、评级视角下国内商业地产资产证券化产品的典型特征及变化

CMBS产品:通道型、借款人单一型、产品分层结构单一

美国商业地产资产证券化在早期,CMBS的融资人主要为储贷银行和保险公司,发放的贷款为传统的组合贷款,而CMBS主要被用于正常类贷款的出表(实现资本节约)以及不良贷款的处置,与我国现阶段信贷类ABS市场较为类似。经过不断发展,美国商业房地产抵押市场中出现了新型的贷款方式,即CMBS贷款。虽然贷款直接由贷款机构发放给借款人,但经过上述证券化过程,最终的资金提供方变成了资本市场中的投资者,贷款机构充当了整个资金链条中的“通道”,因而此类贷款也被称为“通道贷款”

(Conduit Loan)。而我国商业地产资产证券化实际融资人为拥有物业所有权的企业,贷款机构一般为信托或委贷金融机构,从一开始贷款机构即原始权益人就充当了整个资金链条中的“通道”。

也正因为我国商业地产资产证券化的实际融资人为拥有物业所有权的企业,导致该产品涉及的底层借款人单一(关联借款人视为同一)。而美国CMBS底层借款人通常在15~300个。美国CMBS一般由大型投资银行以及具有投行机构的商业银行通过信托发行,但基础资产来源并不局限于发行银行自身。不同的贷款机构发放CMBS贷款后,会将其出售给存托人(Depositor,通常为上述银行的下属机构,主要从事买卖抵押贷款等业务),从而形成一个“储架”(Shelf)。待储架上的CMBS贷款积累到一定规模,且符合一定的标准时(例如底层的商业房地产在种类、地区分布上具有较为合适的分散度,各笔贷款在付款日期、提前还款等方面具有相似的约定等),再将经过挑选的CMBS贷款形成资产池,用于CMBS的发行。美国CMBS可以通过基础资产的分散获得更优的分层结果。

原始权益人为“通道”、底层借款人单一是目前国内CMBS产品的典型特征,底层资产集中使得产品评级分层结构没

有太大的细化空间,这也是国内CMBS产品结构单一的重要原因之一。

与美国相比,国内商业地产资产证券化证券分层结构简单,美国在证券分层上较为复杂,一般证券结构可以从BB-到AAA,抵押率可以达到95%甚至更高。本报告认为有如下原因:①国内投资者对级别AA以下的证券认可度低。②美国商业地产资产证券化处置期(尾期)更长,可达12年(7年--展期+5年--处分期)。2009年发生的General Growth Properties 破产流程耗费了7年。③物业处置控制权归属。国内控制权归属于优先级投资者,而美国控制权归属于劣后级,一般情况下,劣后级投资者可能为特殊服务商,即使不是,劣后级投资者也有权更换特殊服务商(作用见下文),特殊服务商的引入有利于保障投资者权益。

类REITS产品:权益属性突出的REITS产品逐渐摆脱对主体级别的依赖

2017年以前,商业地产资产证券化项目无论是CMBS或类REITS已发行产品均有高级别主体提供增信,2017年商业地产资产证券化项目出现了新的变化——权益属性更加突出的REITS产品的推出使得债项级别逐渐摆脱对主体级别的依赖。这一过程中,主要有两单项目对市场影响

表2 主要产品要素

勒泰一号				新派公寓		
原始权益人	石家庄勒泰商业管理有限公司			洋部落(北京)企业管理咨询有限公司		
差额支付承诺人	石家庄勒泰商业管理有限公司			—		
发行规模	35.00亿元			2.70亿元		
产品期限	3+2年			3+2年		
基础资产	私募基金项下持有的全部基金份额			私募基金项下持有的全部基金份额		
底层资产	SPV运营净收入和项目公司运营净收入(勒泰商业中心未来的净租金收入)			SPV运营净收入和项目公司运营净收入(新派公寓CBD店未来的净租金收入)		
外部担保人	无			无		
优先收购权人	石家庄勒泰商业管理有限公司			权益级投资人		
产品结构	优先A1	10.00亿元	AAA	优先级	1.30亿元	AAA
	优先A2	21.00亿元	AA+	权益级	1.40亿元	未予评级;市场化销售
	次级	4.00亿元	未予评级;原始权益人持有			

资料来源:CNABS

较大，分别为中联前海开源-勒泰一号资产支持专项计划（以下简称“勒泰一号”）和新派公寓权益型房托资产支持专项计划（以下简称“新派公寓”）。

勒泰一号与新派公寓均为过户型类REITS结构，如上表所示，两者在产品结构的搭建及期限安排方面均较为类似。主要区别体现在1) 交易安排中是否设置了保障优先级证券本息足额偿付的差额支付承诺人；2) 标的物业出售方是否保有优先收购权；3) 次级档证券是否真实销售。

众所周知，此前国内过户型类REITS产品基本均为明股实债产品，使得产品评级始终无法摆脱对主体级别的依赖。勒泰项目从产品设计而言与此前出现的类REITS产品并无本质区别，依然由实际融资人对证券偿付提供差额补足，依然持有次级并保有对标的物业的优先收购权，就其属性而言，笔者认为仍更偏债性。但另一方面，勒泰一号为市场首单以弱主体级别（与优先级证券预设级别相对差距较大）为支撑发行的类REITS产品，打破了市场对此类产品必有强主体信用支撑的认知，同时在产品设计中目标物业处置机制的设置，主要是触发情形进行了进一步的完善。当然与强主体信用支撑的项目相比，主要依靠资产支撑的勒泰一号优先级规模尤其是优先A2的发行规模受到了限制。

此后发行的新派公寓项目在产品安排上进一步有所突破，优先级证券本息无主体差额支付保障、实际融资人放弃了对标的资产的优先收购权、次级产品以市场化形式真实销售。上述安排充分体现了新派公寓这一过户型类REITS产品的权益型属性。同时新派公寓除了约定了处置的触发情形外，对处置流程及有效处置方案形成的原则也进一步细化，权益级证券投资为优先收购权人，如果权益级证券投资方不选择收购，当进入处置期的期间满1.5年且各方未达成符合相关规则的有效

处置方案时，计划管理人有权按照中国法律规定以公开拍卖等方式处置标的资产。真实购买权益级产品的证券投资方有动力推动项目公司或物业以更优的价格实现现金流回收。

四、市场展望

商业地产相关资产证券化将持续成为热点

随着房地产市场调控力度加大，房地产开发贷、公司债、地产基金和资管计划等融资渠道收紧，房企发行CMBS、类REITS等不动产资产证券化以改变经营模式，创新融资方式，降低融资成本的动力进一步增强。2017年前和2017年两个期间，全市场发行量分别为16单——占ABS发行量的2.53%和35单——占ABS发行量的5.13%，占比明显上升。

笔者认为，2017年，此类产品的增长主要是受到同期房企融资渠道进一步收紧影响呈现的阶段性表现，但从中长期来看，一方面房企有以资本市场融资置换传统经营性物业贷以降低成本的诉求，另一方面银行也有将经营性物业贷替换为ABS产品投资的动力，同时参照美国此类项目在结构化项目中的发行占比情况，预计商业地产证券化将持续成为热点。

CMBS和类REITS两头并进

从单数看，2017年CMBS发行19单，与类REITS16单相差3单，差距较小。

主要原因：CMBS和类REITS各有优缺点。CMBS优点：交易结构简单，论证时间短。而类REITS需要转移股权且出于规避土地增值税及所得税的考虑，往往需要根据项目特点设置复杂的交易结构，论证时间长。类REITS优点：发行规模大，评级结果更优。CMBS在专项计划到期偿付时，若选择处置抵押物的方式，将面临缴纳高额的税费，尤其是土地增值税这部

分，而类REITS在退出时可选择转让股权等方式，税务负担轻于CMBS。类REITS项目里，专项计划拥有的是标的物业的所有权以及项目公司的股权，在抵押物上的债务负担以及最终的处置权具有很强的主动权，因此同一物业以类REITS模式操作通常可获得更优的评级结果；而CMBS项目里，专项计划拥有的是标的物业的抵押权，抵押权人虽然拥有抵押物处置后的优先受偿权，但由于对抵押物的掌控力度较弱或信息不对称，导致最终处置难度高于类REITS项目。

因此，一般而言CMBS适合主体信用资质较高，无意愿出表的融资人；类REITS适合自身主体信用资质不高但物业资产质量较好或是有出表意愿的融资人。根据市场需求，预期未来一段时间内，CMBS和类REITS产品仍将两头并进。

特殊资产服务机构将更多的参与到项目中

根据国外经验来看，特殊服务商主要负责CMBS项目中不良贷款处置，具体措施分为贷款展期、贷款转让和抵押物业处分，一般由专业化机构负责。特殊服务商可能同时作为投资者，将其其他投资机构认为没有投资价值而从资产池中剔除的B-piece产品作为投资对象的行为一方面有利于促成该笔证券化交易，另一方面使得其与其他投资者保持了利益一致性。作为第三方对项目运营进行风险监管和资产管理服务，并可将先进的管理理念与资源带入项目运营中，有利于保障投资者权益。

目前国内已发行的项目中已出现过专业的不动产机构参与资产服务机构角色的项目，但就其职责而言与国外特殊服务商角色的参与深度仍有一定差距。预期未来在融资人自身主体信用资质不高但物业资产质量较好的项目中特殊服务商这一角色将越来越多的发挥作用。///

2017年度绿色债券运行报告

——我国绿色债券市场发展日趋规范化,绿色债券发行规模位居世界第二

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 林青 刘沛伦 罗润方

2017年,国际绿色债券市场保持高速发展,绿色债券发行期数、规模以及发行人数量、涉及地区均出现大幅增长,其中我国绿色债券发行规模位列全球绿色债券发行国家第二位,对全球绿色债券市场发展贡献较大。我国绿色债券市场保持稳定发展,绿色债券政策制度日益完善,发行期数较上年增幅超一倍,非金融企业绿色债券发行量增长明显,发行人数量、涉及行业、所属地区均较上年有明显扩大,募集资金主要投向清洁交通和清洁能源领域。展望2018年,国际绿色债券发行量有望积极保持增长,我国绿色债券市场将进一步发展和完善。

一、2017年国际绿色债券保持高速增长

2017年,国际绿色债券延续了2013年以来的高速增长趋势。根据气候债券倡议组织(CBI)的统计,2017年全球绿色债券发行期数超过1500期,发行规模达到1555亿美元¹(约1.01万亿人民币),发行规模较上年增幅高达78%,创造年度发行规模的新纪录;绿色债券共涉及发行人239家,涵盖多边开发银行、主权国家、地方政府、政府支持机构、金融机构、非金融企业等多种类型,绿色债券发行人数量较上年增长近两倍,绿色债券的参与主体继续扩张。

与上年相比,资产支持证券、地方政府债券、政府支持债券以及主权债发行规模增幅较明显,政府及其相关机构成为国际绿色债券市场发展的重要推动力。

分地区来看,2017年全球新发绿色债券共涉及6大洲的37个国家,其中有10个²为新增主权发行主体。美国、中国和法国是全球绿色债券发行规模排名前三的国家,绿色债券发行规模合计占全球总规模的56%。从募集资金投向来看,2017年新能源行业仍为绿色债券募集资金投向最大的领域,投向低碳建筑和能效项目领域的资金规模较上年增长明显(40%)。

2017年,国际上针对绿色债券标准一致问题的研究得到持续推进:欧盟可持续金融高级专家组正在探索制定促进绿色金融发展的具体政策,并研究建立欧洲共同绿色债券标准;中国金融学会绿色金融专业委员会(以下简称“绿金委”)和欧洲投资银行联合发布了《探寻绿色金融的共同语言》的白皮书,白皮书对国际上多种绿色债券标准进行比较,以期提升中国与欧盟的绿色债券可比性和一致性提供基础;11月,东盟资本市场论坛发布了“东盟绿色债券标准”,有助于提高市场信息透明度和统一性,并提升投资人的信息可获得性。印度尼西亚、印度、阿根廷、墨西哥、尼日利亚和肯尼亚也在进行关于绿色债券的政策制定工作。

二、我国绿色债券市场环境日趋完善,绿色债券市场稳定发展

我国绿色债券政策制度日益完善,引导市场规范发展

1、绿色金融标准化顶层设计出台,引导绿色债券标准化

2017年6月8日,中国人民银行(以下简称“央行”)联合中国银行业监督管理委员会(以下简称“银监会”)、中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)、中国保险监督管理委员会及国家标准化委员会发布《金融业标准化体系建设发展规划(2016-2020年)》,将“绿色金融标准化工程”列为重点工程,明确从构建多层次的绿色金融标准体系、构建绿色金融标准化工作机制、建立和完善绿色金融信息披露标准体系和丰富绿色金融产品标准五个方面推进绿色金融标准化工程工作,对于促进我国绿色债券定义统一以及第三方认证和信息披露的规范具有积极意义,有助于完善我国绿色债券标准体系,推动绿色债券市场规范发展。

2、绿色债券相关配套制度进一步完善,助推绿债市场健康发展

证监会绿债政策落地,助力绿色公司债券市场发展。继2016年上海证券交易所(以下简称“上交所”)和深圳证券交易所(以下简称“深交所”)相继发布关于开展

¹ 包含非贴标绿色债券。

² 包括瑞士、阿根廷、斯洛维尼亚、阿联酋、智利、新加坡、立陶宛、马来西亚、斐济和尼日利亚。

绿色公司债券试点的通知后,2017年3月2日,证监会发布《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》,对绿色公司债券的发行主体、募集资金投向、信息披露和相关管理规定和配套措施做出了原则性的规定,促进绿色公司债券市场的规范发展,同时在证监会层面明确提出绿色公司债申报受理及审核实行“专人对接,专项审核”,适用“即报即审”的政策,有助于提高绿色公司债券发行效率。

绿色债务融资工具发行规范化,明确信息披露要求。2017年3月22日,银行间市场交易商协会(以下简称“交易商协会”)发布《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》及配套表格,明确了绿色债务融资工具的资金用途、遴选机制、专户管理和信息披露,并提出开辟绿色通道、统一注册标识等支持措施,有利于推动绿色债务融资工具发行,促进绿色债务融资工具规范化发展。同时,配套表格对募投项目信息和绿色评估报告等提出信息披露要求,信息披露更趋完备。

绿色债券评估认证标准统一,提高评估认证质量。2017年12月26日,央行、证监会联合发布了《绿色债券评估认证行为指引(暂行)》,分别对绿色债券评估认证机构资质、业务承接、业务实施、报告出具和监督管理等方面做了具体规定和要求。《指引》的出台标志着绿色债券的评估认证有望迎来统一标准,有助于提高绿色债券评估认证质量和评估认证报告的公信力和权威性,为绿色债券市场健康发展打下坚实基础。

提升环境信息透明度,优化绿色债券发展环境。为落实《关于构建绿色金融体系的指导意见》提出的“逐步建立和完善上市公司和发债企业强制性环境信息披露制度”,2017年6月12日,环境保护部与证监会签署《关于共同开展上市公司环境信息披露工作的合作协议》,双方将共同完善环境信息披露的内容、渠道等建设,并采取差别化监管措施,推动建立和完善上市公司强制性环境信息披露制度。同时,绿金委

正针对中国工商银行、兴业银行、华夏基金等金融机构开展环境信息披露试点工作,通过披露金融机构所持有资产的绿色化程度和环境影响,倒逼借款企业、上市公司和债券发行机构开展环境信息披露。环境信息透明度的提升,有助于防止“漂绿”行为,促进绿色债券市场稳定发展。

积极培育绿色投资文化,推动绿色债券市场化发展。《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》及《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》分别提出鼓励养老基金、保险资金等各类资金投资绿色公司债和绿色债务融资工具。2017年6月,证监会和证券投资基金业协会明确提出将引导包括公募基金、私募基金、资产管理计划等在内的社会资金参与责任投资,倡导在投资决策过程中充分考虑环境、社会和公司治理的投资理念。通过培育绿色投资文化,从投资端推动绿色债券可持续发展。

3、地方绿色金融政策持续出台,推动地方绿色债券发展

建立绿色金融改革试验区和生态文明试验区,推动地方绿色债券市场发展。2017年6月26日,央行和发改委等7部委发布了浙江、江西、广东、贵州、新疆5省(区)建设绿色金融改革创新试验区总体方案,标志着地方绿色金融体系建设正式进入落地实践阶段。总体方案明确提出,鼓励经营绿色产业项目的企业通过开展绿色信贷资产证券化、发行绿色债券、项目支持票据和中小型企业绿色集合债等方式提高绿色企业的资金可获得性。此外,2017年10月3日,中共中央办公厅和国务院办公厅印发《国家生态文明试验区(贵州)实施方案》和《国家生态文明试验区(江西)实施方案》,均提出鼓励拓宽企业绿色企业融资渠道,引导符合条件的企业发行绿色债券,积极推进发行绿色金融债券和绿色信贷资产证券化。整体来看,绿色金融改革试验区和生态文明试验区方案的发布对于拓宽绿色企业融资渠道和促进地方

绿色债券市场发展具有积极意义。

地方绿色金融体系构建办法相继落地,鼓励绿色债券发展。为进一步贯彻落实国务院及相关部委有关构建绿色金融体系的政策,2017年,内蒙古、天津、福建、江西、北京、重庆和承德等地纷纷发布关于构建绿色金融体系的指导意见和实施办法。其中鼓励绿色债券发展是构建地方绿色金融体系的重点内容之一,具体包括鼓励企业和地方金融机构发行绿色债券,鼓励投资者投资绿色债券,鼓励各级政府以及政策性融资担保机构、国有企业在贴息和担保等方面发挥积极作用,建立快速通道优先办理发行绿色债券的申请等。此外,中关村与深圳福田先后针对绿色债券发行出台财政补贴政策。地方绿色债券发展得到进一步推动。

4、绿色债券市场国际化持续推进

在我国债券市场开放不断加深的背景下,绿色债券市场国际化持续推进。2017年7月3日,内地与香港债券市场互联互通合作(“债券通”)的“北向通”正式开通,境外投资者可通过“债券通”直接投资内地银行间债券市场,有利于吸引境外投资者投资国内绿色债券,开放国内绿色债券市场。与此同时,“一带一路”倡议沿线国家绿色金融设施投资需求也带动了跨境绿色债券的发行。此外,2017年11月11日,绿金委联合欧洲投资银行(EIB)发布的《探寻绿色金融的共同语言》为推动绿色债券标准的一致化提供了重要参考;12月,中英绿色金融工作组共同制定了2018年促进绿色投资、绿色资产证券化等多项工作任务,双方明确提出将支持绿色债券市场发展,鼓励中英优质企业跨境发行绿色债券。我国绿色债券市场与国际接轨持续推进。

2017年我国绿色债券市场稳定发展

在我国绿色债券政策制度日益完善、环保政策逐步落实以及环保意识不断提升的背景下,2017年,我国绿色债券市场稳定发展,绿色债券³共计发行113期,发

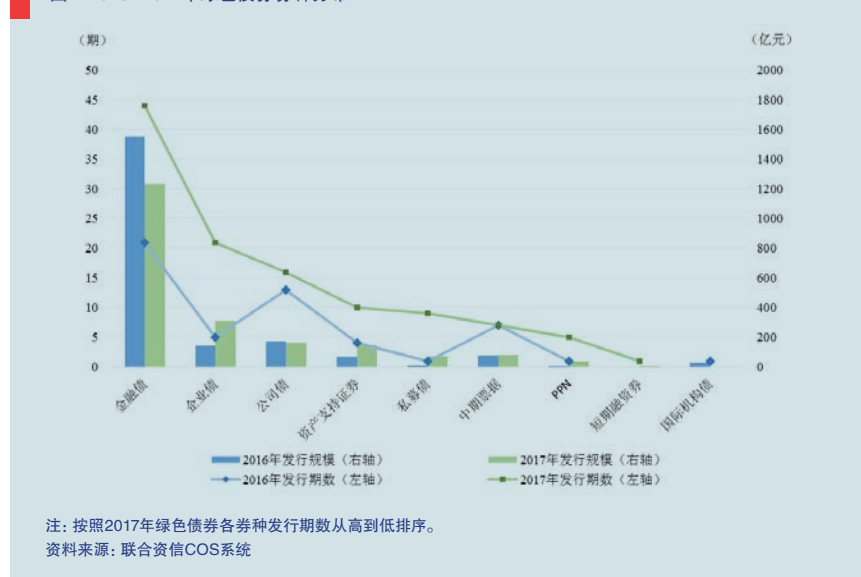
行规模为2044.80亿元，发行期数较上年（53期）增长超过一倍，发行规模与上年（2052.31亿元）大致相同，除资产支持证券外，我国新发绿色债券共涉及68家发行人，其中60家为2017年新增发行人。此外，境内发行人在境外合计发行5期绿色债券，发行规模超过69亿美元⁴，发行期数和发行规模较上年（3期、39亿美元）均有所增加。2017年我国新发绿色债券呈现如下特征：

1、绿色金融债券发行量仍最大，银行间市场仍是绿色债券主要发行场所

2017年，我国新发绿色债券涵盖了债券市场大多数信用债品种，包括金融债、企业债、公司债、资产支持证券、私募债、中期票据、PPN和短期融资券，其中短期融资券为2017年新增绿色债券品种⁵，绿色债券品种日益丰富（详见图1）。具体来看，绿色金融债发行期数和规模（44期、1234.00亿元）仍最多，发行期数较上年增长超一

倍，但发行规模较上年下降20.39%，发行期数和规模分别占绿色债券发行总期数和总规模的38.94%和60.35%；绿色金融债共涉及25家发行人，其中地方中小商业银行债券发行数量明显增多，发行主体新增金融租赁公司，绿色金融债发行人类型进一步多元化。非金融企业所发绿色债券⁶期数和规模（59期、664.75亿元）较上年（27期、405.30亿元）增幅显著，涉及发行人家数（43家）较上年（18家）也有明显增长，表明非金融企业正在越来越多地参与绿色债券市场。其中，企业债和公司债是非金融企业发行绿色债券的主要券种，企业债发行期数和发行规模（21期、311.60亿元）较上年（5期、140.90亿元）增长明显，超越公司债位居绿色债券发行量第二位；公司债发行规模较上年略有下降。此外，2017年资产支持证券共发行10单，发行规模为146.05亿元，发行单数和发行规模较上年增长明显。

图1 2016–2017年绿色债券券种分布



³ 包括资产支持证券，以下如无特殊说明均包含资产支持证券。资产支持证券按单数统计，以下同。

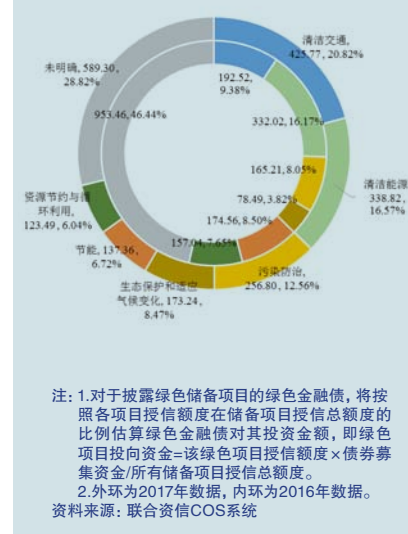
⁴ 发行规模按发行币种分别合计 39.5 亿欧元、18.5 亿美元和 10 亿人民币。

⁵ “17 国投津能 GN001” 于 2017 年 8 月 11 日发行，规模 2 亿元，期限 1 年，票面利率 4.74%。

⁶ 包括企业债、公司债、私募债、中期票据、PPN、短期融资券。

图2 2016–2017年绿色债券资金用途统计

(单位：亿元)



2017年，银行间市场仍为绿色债券的主要发行场所，共发行绿色债券81期，发行规模为1724.78亿元，发行期数和发行规模在绿色债券发行总期数和发行总规模的占比分别为71.68%和84.35%，其中发行期数占比较上年提升3.76个百分点，但发行规模占比较上年下降4.79个百分点，主要原因为绿色金融债发行规模下降。交易所市场共发行绿色债券32期，发行规模为320.02亿元，发行期数和发行规模较上年分别增长88.24%和43.54%，主要由于交易所市场发行的私募债和资产支持证券数量增长较多。

2、募集资金主要投向清洁交通和清洁能源

在绿色债券资金用途方面（详见图2），2017年，根据央行发布的《绿色债券支持项目目录（2015年版）》划分，可明确估算具体投向的绿色债券募集资金主要用于清洁交通和清洁能源领域，其中投向清洁交通领域的资金占披露投向的募集资金规模的

29.25%，较上年（17.50%）大幅提升，超越清洁能源领域位居第一；投向清洁能源领域的资金在披露投向的募集资金规模的占比（23.28%）较上年（30.19%）有所下降。未能明确估算具体资金用途的绿色债券主要为绿色金融债以及非公开发行的私募债和PPN⁷，约占募集资金总规模的28%。

3、绿色债券第三方认证比例有所下降

从第三方评估认证情况来看，2017年共有75期绿色债券进行第三方评估认证，在绿色债券发行总期数中的占比为66.96%，较上年（87.72%）有所降低；未进行第三方认证的38期绿色债券中，企业债期数最多（21期），主要是由于发改委对绿色企业债进行认定，在一定程度上实现了外部评估的内部化。目前，为绿色债券提供第三方认证的机构种类较多，其中会计师事务所、信用评级机构以及环境咨询机构占据了主要市场份额⁸，共为68期绿色债券提供第三方认证，在进行第三方认证的绿色债券总期数中的占比高达90.67%。与上年相比，信用评级机构进行认证的绿色债券在进行第三方认证绿色债券总期数

的占比（22.08%）较上年（8.00%）上升明显。

4、债券期限仍以3年期与5年期为主，3年期占比有明显上升

2017年，除4期可续期债券外，我国绿色债券⁹发行期限分布于1~15年¹⁰，其中1年期和2年期为新增绿色债券发行期限，绿色债券发行期限更为丰富。绿色债券发行期限仍主要集中在3年期和5年期，其中，3年期绿色债券发行期数占比（48.54%）较上年增长近18个百分点，主要由于2017年债券发行成本上行，企业更倾向于发行短期债券融资。此外，10年期及15年期绿色债券发行期数和规模（7期、108.50亿元）较上年（3期、55.00亿元）有所增加。整体来看，2017年绿色债券平均发行期限（4.33年）与上年大致相同，基本符合绿色项目中长期筹资特性。

5、绿色债券信用资质较好，AAA级集中度有所下降

2017年，我国发行的绿色债券主要集中在AA+级（含）以上，发行期数和发行规模在具有评级的绿色债券发行总期数和总

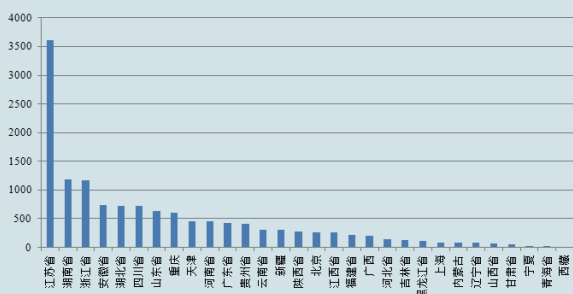
规模的占比分别为79.31%和90.52%。其中AAA级绿色债券共发行43期，发行规模为1120.10亿元，在具有评级绿色债券发行期数和规模中的占比仍然最大，但较上年有所下降。2017年新增AA-级绿色债券（1期、规模5亿元），绿色债券信用等级分布更趋广泛。另有8期政策性金融债和8期非公开发行的绿色债券无评级。整体来看，我国绿色债券信用资质良好，AAA级集中度较上年有所下降（详见图3）。

6、发行主体行业分布更为广泛

2017年，我国绿色债券发行主体合计68家，其中60家为2017年新增发行人，发行主体共涉及包含商业银行、电力、建筑与工程等在内的18个行业（详见图4），较上年新增建筑与工程、房地产管理和开发等8个行业，发行主体行业分布更为广泛。其中，商业银行发行人数量（20家）最多，所发绿色债券期数和规模（38期、1194.00亿元）均位居首位，远超位居第二位的电力行业企业。其他行业发行人分布较为分散。

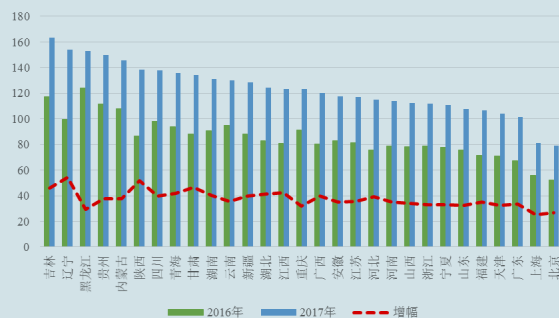
7、国有企业仍是绿色债券的主要发行人

图3 2016-2017年绿色债券债项级别分布



注：短期融资券按主体级别统计。
资料来源：联合资信COS系统

图4 2016-2017年绿色债券发行人行业分布



注：1.行业划分为WIND三级行业分类；
2.按照2017年绿色债券发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信COS系统

⁷ 绿色金融债募集资金主要用于绿色信贷，为环保、节能、清洁能源和清洁交通等支持环境改善、应对气候变化的绿色项目提供资金，但其具体资金投向领域在发行阶段大部分缺乏明确条款，多需要后续信息披露与追踪判断；私募债和PPN由于采用非公开发行的方式，信息披露不完全，部分债券缺少募集资金投向信息。

⁸ 会计师事务所包括安永、毕马威、普华永道、德勤；信用评级机构包括中债资信、中诚信国际；环境咨询机构包括中节能咨询、联合赤道。

⁹ 本部分及以下部分均不包含资产支持证券。

¹⁰ 包括1、2、3、5、7、10、15年期。

2017年,我国绿色债券发行主体仍主要集中于国有企业(52家),所发绿色债券期数和规模(78期、1156.00亿元)均较上年增长超1倍,在绿色债券发行总期数和总规模中的占比分别为75.73%和60.88%。其次为公众企业¹¹,共有6家公众企业发行11期绿色债券,发行规模为640.00亿元,受到上市银行绿色债券发行量减少影响,公众企业绿色债券发行期数和发行规模较上年有不同程度下降(21.43%、54.12%)。民营企业绿色债券发行量仍然较少,民营企业对绿色债券市场的参与度仍有待提高。另外,2017年新增3家外资企业发行5期绿色债券,发行规模为55.40亿元。

8、绿色债券发行主体地域范围明显扩大

2017年,在各地方政府绿色金融政策的推动下,我国绿色债券发行人涉及地区¹²(24个)较上年(11个)明显增加,绿色债券发行主体地域分布更趋广泛(详见图5)。由于北京地区政策性银行、大型

商业银行和大型国有企业较多,所发绿色债券期数和规模(28期、881.00亿元)均位居第一,发行期数和发行规模分别占绿色债券发行总期数和总规模的27.18%和46.40%;江苏地区企业所发绿色债券期数和规模(17期、180.05亿元)较上年增幅最大,发行期数排名位居第二;上海地区企业所发绿色债券规模(220.00亿元)较上年(830.00亿元)有所减少,发行规模排名由上年的第一下滑至第二。整体来看,东部地区企业保持较高绿色债券发行量,中西部地区企业对绿色债券的参与度有明显提升。

9、绿色债券发行成本仍具有一定优势

2017年,我国共有31期绿色债券的发行利率低于可比债券¹³的平均发行利率,占比达到63.27%,较上年(77.78%)有所下降。具有成本优势的绿色债券以公司债(13期)为主,发行人以国有企业(27期)为主。但现阶段绿债发行数量与规模仍然较小,统计分析受发行主体性质、行业等

多种因素影响而存在局限性。

三、2018年绿色债券市场将进一步发展和完善

展望2018年,国际市场方面,绿色债券发行量有望继续保持增长态势,发行人类型将更加多元化,越来越多的国家将加入绿色债券发行人队列,绿色主权债的发行量有望继续增加,政府及其相关机构仍将是绿色债券市场发展的主要推动力;2018年上半年即将出台的欧洲可持续金融的分类方法,有望进一步推动国际绿色债券统一标准的研究;此外,监管方还将出台更多的指引、规章制度及激励措施,促进国际绿色债券市场发展。

国内市场方面,预计2018年绿色债券市场会进一步发展和完善,主要体现在以下三个方面:

市场将进一步规范

绿色债券界定标准有望统一。目前我国绿色债券市场缺乏统一的绿色债券界定标准。2016年七部委发布的《关于构建绿色金融体系的指导意见》明确提出建立和完善我国统一的绿色债券界定标准,相关监管部门也在研究制定统一的绿色债券项目目录。预计2018年绿色债券界定标准将进一步完善和统一,推动绿色债券市场规范发展。

绿色债券评估认证进一步规范。随着《绿色债券评估认证行为指引(暂行)》的落地实施,绿色债券评估认证行为和报告出具将得到规范,绿色债券发行前认证和存续期间跟踪认证要求也得到了明确规定,投机套利与“漂绿”等伪绿色债券有望通过评估认证流程得到清除,从而为绿色债券市场发展营造健康环境。

图5 2016-2017年绿色债券发行主体地区分布



注:按照2017年绿色债券发行期数排序。

资料来源:联合资信COS系统

¹¹ 公众企业指向不特定对象公开转让股票,或向特定对象发行或转让股票使股东人数超过200的股份有限公司。

¹² 包括省份、直辖市及境外。

¹³ 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种的非绿色债券,不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及永续期债券;对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计;短期融资券和超短期融资券选用其主体级别,其他券种均选用债项级别。

信息披露透明度有望加强。根据证监会针对上市公司环境信息披露工作的实施方案,2018年3月,重点排污单位均必须披露环境信息,未披露的需做出解释。上市公司强制性环境信息披露制度将得到逐步建立与完善。同时,金融机构环境信息披露试点工作正在有序推进,有助于提升资本市场整体环境信息披露程度。预计在政策的推动下,2018年绿色债券市场信息披露将更加及时透明,为绿色债券市场稳定发展提供重要保障。

绿色债券发行量有望继续保持增长趋势

发行端方面,2018年1月1日起,《中华人民共和国环境保护税法》和新修改的

《中华人民共和国水污染防治法》正式施行,其中均涉及加大对污染企业的税收或处罚的内容,有助于推动污染企业向绿色转型升级,绿色企业、绿色项目数量有望增多,从而带动绿色债券发行量增加。同时,未来更多地区有望出台绿色债券财税优惠政策,促进绿色债券发行量提升。

投资端方面,一方面,央行、发改委、证监会、交易所和交易商协会等监管机构关于绿色债券的政策中均提出鼓励养老基金、保险基金等投资绿色债券,证监会与证券投资基金业协会也在携手积极推动社会资金参与责任投资。另一方面,面对我国的环境污染问题,投资者环境保护意识也在不断提升,大部分机构均支持在投资中

考虑环境因素¹⁴。在此背景下,绿色债券投资者有望增多,从投资端推动绿色债券发行。

绿色债券领域国际合作得到加强

2017年发布的《探寻绿色金融的共同语言》白皮书为推动中国与欧盟绿色债券标准的可比性和一致性打下了重要基础,未来中国有望继续与国际相关机构针对绿色债券标准的一致性进行探索。此外,中英两国将实施在绿色金融领域共同制定的多项工作任务,互相促进绿色债券市场发展。未来,我国绿色债券领域国际合作将得到进一步加强,在不断完善绿色债券市场机制的同时促进绿色资本跨境流动。■

完善交易所“一带一路”债券融资机制,推动债市双向开放——沪深交易所“开展‘一带一路’债券试点通知”点评

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡乾慧

2018年3月2日,上海证券交易所和深圳证券交易所分别发布《关于开展“一带一路”债券试点的通知》、《深圳证券交易所关于开展“一带一路”债券业务试点的通知》(以下统一简称《通知》)。这是继2017年10月27日发布服务“一带一路”建设的纲领性文件《上海证券交易所服务“一带一路”建设愿景和行动计划(2018-2020)》后,交易所在完善“一带一路”债券融资机制方面的又一重要举措。

“一带一路”债券界定

《通知》对“一带一路”债券做出了明确分类,包括三大类:第一,“一带一路”沿线国家(地区)政府类机构在交易所发行的政府债券;第二,“一带一路”沿线国家(地区)的企业及金融机构在交易所发行的公司债券;第三,境内外企业在交易所发行的,募集资金用于“一带一路”建设的公司债券。在“一带一路”债券的具体认定

上,对于境内外企业发行的、募集资金用于“一带一路”建设的公司债券,《通知》规定募集资金应当用于投资、建设或运营“一带一路”项目、偿还“一带一路”项目形成的专项有息债务或开展“一带一路”沿线国家(地区)业务。在满足上述前提下,允许使用不超过30%的募集资金补充流动资金、偿还银行借款。“一带一路”项目应经省级或以上发改部门或其他国家职能部门认定为“一带一路”项目,或为发行人与

¹⁴ 根据证券投资基金业协会2018年2月出具的ESG责任投资专题调研报告,大部分机构支持ESG原则在投资中的应用。在问及机构是否支持将ESG原则作为投资组合策略的基本原则之一,66%的机构表示基本支持,24%的机构表示强烈支持。ESG,分别是指环境(ENVIRONMENTAL)、社会(SOCIAL)和公司治理(GOVERNANCE),是责任投资重点考量的三个因素。

沿线国家(地区)政府职能部门或企业已签订协议,且已获得有关监管机构必要批复、符合“一带一路”倡议的项目。

根据《通知》,交易所鼓励多类发行人发行“一带一路”债券,包括“一带一路”沿线国家(地区)政府类机构、企业、金融机构及境内外企业。另一方面,交易所对“一带一路”债券在具体的认定和募集资金投向的监管上较为严格,防止企业以不符合“一带一路”倡议项目,假借“一带一路”名义进行变相融资,有助于为真正开展“一带一路”建设的境内外企业提供债券融资渠道。联合评级整理发现,目前交易所市场已发行多只“一带一路”债券。2017年3月,俄罗斯铝业联合公司成功在上交所非公开发行熊猫债券,为首单“一带一路”沿线国家企业发行的熊猫债券。2018年1月,红狮控股集团有限公司公开发行一般公司债“18红狮01”,募集资金将用于老挝万象红狮水泥项目的相关装备购置,其中老挝万象红狮水泥项目于2017年6月被浙江省发改委列入《浙江省参与“一带一路”建设重大项目汇编》。2018年3月,恒逸石化股份有限公司公开发行“18恒逸R1”,募投项目为中国浙江恒逸(文莱)PMB石油化工项目,该项目已被国家发改委列入国家“一带一路”项目目录。随着“一带一路”债券的专项设立,将进一步推动境内和“一带一路”沿线国家相关机构和优质企业等通过交易所债券市场融资。

鼓励措施

《通知》指出,交易所将设立“一带一路”债券板块,鼓励以“一带一路”债券为依托,发展“一带一路”绿色债券、“一带一路”可续期债券等债券品种。在“一带一路”债券的发行上,《通知》规定交易所安排专人负责“一带一路”债券的申报受理及审核,提高“一带一路”债券上市

或挂牌效率。在“一带一路”债券的投资上,《通知》鼓励各类金融机构及其面向投资者发行的理财产品、社会保障基金和企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金、合格境外机构投资者(QFII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)等投资“一带一路”债券。

《通知》鼓励发展“一带一路”债券创新品种,其中包括“一带一路”绿色债券,这与2017年5月四部委发布《关于推进绿色“一带一路”建设的指导意见》一脉相承。“一带一路”绿色债券的发展,可为“一带一路”建设中的绿色项目提供更多融资,进一步推动“一带一路”绿色发展。

总体来看,交易所对“一带一路”债券的发行提供一定的便利支持,支持“一带一路”沿线国家(地区)的发展,为境内外企业开展“一带一路”建设提供通畅融资渠道,并鼓励更多的国内社会资本和国际资本参与到“一带一路”建设中。

“一带一路”债券为境内外投资者提供了投资“一带一路”沿线国家和优质企业的机会。从境内发行人来看,由于境内企业参与“一带一路”建设的主力军为大型央企,同时不乏一些优质民企,风险相对较低,“一带一路”债券将为境内外投资者提供较好的投资渠道。

信息披露

在风险揭示方面,《通知》规定“一带一路”沿线国家(地区)政府类机构在交易所发行政府债券的,应在发行前提交境内具有从事证券业务资格的资信评级机构出具的信用评级报告。

“一带一路”沿线国家在政治、经济和金融领域存在巨大差异,信用风险水平跨度较大。根据联合评级2017年对“一带一路”沿线其中50个国家的主权评级来看,既有等级为AAA的新加坡,也有曾有违约历史,当前等级为B₁-的乌克兰。整体

来看,“一带一路”沿线以发展中国家居多,工业化程度不高,经济规模偏小、财政实力较弱、金融市场欠发达,再加上信息不对称,境外调研成本较高,投资者对“一带一路”沿线国家(地区)政府债券的信用风险难以准确判断。《通知》要求“一带一路”沿线国家(地区)政府类机构发行政府债券时,提供信用评级报告,是帮助投资者了解和判断信用风险的重要举措,有助于保护投资者利益。

在募集资金监管方面,《通知》要求在交易所发行的“一带一路”债券募集资金涉及跨境资本流动的,发行人应当在募集说明书中披露募集资金使用计划,包括发债规模、汇出境外或境内使用计划、购汇金额及频率等。《通知》对“一带一路”债券募集资金出境的高度重视,体现了与国家加强外汇管理的一致性,同时保障了“一带一路”债券真正服务于“一带一路”建设的宗旨。

展望

“一带一路”建设蕴含着巨大发展机遇和投融资需求,在交易所支持与推动下,“一带一路”债券市场有望迎来较快扩容,不仅能够为境内外企业开展“一带一路”建设提供通畅的直接融资渠道,同时还有助于推动建设我国债券市场对外开放新格局,提高人民币国际化程度。

为帮助投资者防范风险,尤其对于境外政府、金融机构和企业发行的熊猫债,国内资信评级机构应加强对主权信用风险、境内外会计准则差异、境外企业财务信息披露等研究,与“一带一路”沿线国家(地区)信用评级机构的开展交流与合作,建立跨境风险预警机制,更好地发现和及时揭示“一带一路”沿线国家(地区)信用风险,保护投资者利益,助力“一带一路”债券市场健康发展。■

沙迦与菲律宾先后发行主权熊猫债

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 主权部

阿联酋沙迦酋长国发行中东地区首单主权熊猫债券

2月1日,阿联酋沙迦酋长国(“沙迦”)在中国银行间债券市场成功发行20亿元人民币计价债券(“熊猫债券”),期限3年,票面利率5.8%。中国银行为本期债券牵头主承销商及牵头簿记管理人,工商银行、汇丰银行(中国)和渣打银行(中国)为联席主承销商。部分境外投资人通过“债券通”参与了本期债券发行。

受沙迦政府委托,联合资信评估有限公司(“联合资信”)对本期债券进行了评级。联合资信认为,作为阿联酋的第三大成员国,沙迦政治体制稳定,经济多元化程度较高且营商环境良好,在财政方面得到了阿联酋联邦政府的有力支持,在对外贸易上也具有一定优势。同时,联合资信也考虑到了中国和沙迦之间不断加深的贸易及金融合作、较大的货币互换协议额度、持续增长的财政收入对债券偿还的保障等因素。经综合评估,联合资信评定沙迦主体区域长期信用等级和本期债券信用等级均为AAA,评级展望为稳定。

近年来,随着国际油价长期在低位徘徊,中东地区各国政府不得不通过缩减政府开支、动用外汇储备及削减社会福利等措施来应对财政紧张状况。进入国际债券市场融资也成为了中东地区各国解决危机的重要途径。2016年以来,卡塔尔、科威特和阿曼等国政府均重返国际债券市场融资,沙特也首次在国际债券市场发行了主权债券,以缓解本国资金流趋紧和资金来源匮乏的局面。阿联酋各酋长国之中,经济实力最为强大的阿布扎比也于2016年4月发行了50亿美元主权债券。

与中东地区其他国家相比,沙迦对石油经济的依赖程度相对较小。尽管如此,在周边国家经济受油价下滑而遭受重创的背景下,沙迦的经济和财政状况也受到了一定程度的外部影响。早在2014年,沙迦政府就通过发行美元伊斯兰债券进入国际债券市场融资,随后又在2016年再次发行美元伊斯兰债券。

本期债券是中东地区发行人进入中国银行间债券市场发行的首支主权熊猫债券,债券募集资金将汇出境外并兑换成阿联酋迪拉姆以纳入发行人的资金以为预算支出、基础设施项目及其他沙迦政府预算所列其他费用提供资金。本期债券的发行是沙迦政府境外融资的成功尝试,有利于进一步扩宽其资金融通渠道,改善政府债务结构,满足政府预算支出需求;另一方面也为中东地区及“一带一路”沿线国家更多潜在发行人进入中国资本市场融资树立了成功的样板。

菲律宾发行东盟地区首单主权熊猫债券

3月20日,菲律宾共和国(“菲律宾”)在中国银行间债券市场成功发行14.60亿元熊猫债券,期限3年,票面利率5.00%。中国银行为本期债券牵头主承销商及簿记管理人,渣打银行(中国)为联席主承销商。

受菲律宾政府委托,联合资信对本期债券进行了信用评级。联合资信认为,菲律宾近年来政治体制不断完善,经济保持高速增长,财政赤字水平可控且财政收入对政府债务的保障能力不断增强,外债水平很低且经常账户收入、外汇储备对

外债的保障能力很强。同时,联合资信也考虑到了中国和菲律宾之间不断加深的贸易及金融合作、不断增长的财政收入对债券偿还的保障等因素。经综合评估,联合资信评定菲律宾区域长期信用等级和本期债券信用等级均为AAA,评级展望为稳定。

自2016年杜特尔特出任菲律宾总统以来,中菲高层政治往来持续增多,两国关系明显改善,为双方之间的经贸及金融领域合作奠定了良好的基础。本期债券是东盟地区发行人发行的首单主权熊猫债券,也是中菲两国金融领域合作一个里程碑。本期债券的募集资金除作为菲律宾国际储备的一部分以外,还可能包括用于支持“一带一路”的有关倡议。菲律宾此次成功发行不仅有助于拓宽其境外融资渠道、丰富外汇储备,也有助于中菲双方进一步加强“一带一路”倡议框架下的合作,为东盟地区及更多“一带一路”沿线国家的发行人树立了成功的样板。

本期债券也是首支在债券名称中明确标有“债券通”的熊猫债券。大量境外投资人通过“债券通”参与了本期债券的发行,境外获配占比高达88%。“债券通”开通半年多以来,取得了良好的示范效应,为境外投资者提供了成本更低、效率更高的直接投资境内债券市场的渠道,有效扩大了熊猫债券的投资群体,提高了熊猫债券市场的活跃度。2018年以来,熊猫债券市场热度持续走高,目前已有三菱东京日联银行和瑞穗银行等境外发行人成功发行熊猫债券。在中国债券市场双向开放持续加深的背景下,预计今年会有来自全球更多国家和地区的政府及企业发行人登陆熊猫债券市场。

2017年度中国债券市场评级质量检验报告

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 王自迪 郝帅

本文从违约率分析、信用等级迁移分析和利差分析三个方面对2017年我国债券市场评级质量进行检验。检验结果显示，违约率方面，2017年，我国公募和私募债券市场新增违约发行人家数和主体违约率较2016年均有所下降，违约风险有所减缓；信用等级迁移方面，2017年公募债券市场发行人主体信用等级调升趋势更为明显，评级稳定性变化不大；利差分析方面，在银行间市场资金面保持紧平衡的情况下，各主要券种利差较2016年均有所上升，利差波动水平有所下降，各主要券种信用等级基本均对利差体现出较好的区分度。

一、违约情况统计分析¹

违约主体数量明显减少，违约风险趋缓

1、公募市场主体违约与债券违约统计²

2017年，我国公募市场新增7家违约发行人，共涉及9只债券，新增违约主体数量较2016年（新增28家）³和2015年（新增17家）明显下降。新增7家违约发行人中，丹东港集团有限公司、五洋建设集团股份有限公司主要由于资金周转困难发生流动性危机，未能按时偿付债券回售本金和利息（合计24.19亿元）；亿阳集团股份有限公司因债权转让纠纷导致持有的上市子公司

股票全部被司法冻结，且公司出现资管计划逾期情况，最终触发“16亿阳03”交叉违约条款（提前到期本金7.55亿元）；内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司、华盛江泉集团有限公司和信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司3家公司受行业景气度影响，经营状况发生恶化，资金链紧张，无法按时足额偿付债券到期本金或利息（合计5.49亿元）；扬州赛尔达尼龙制造有限公司为中小企业集合债“14扬州中小债”的联合发行人，因公司董事长涉嫌刑事案件，生产经营和偿债能力受到重大影响，无法兑付债券本息（0.33亿元），最终由担保方代偿，构成发行人主体违约。

2017年，公募市场有10家2017年之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金，共涉及债券20只，其中江苏中显集团有限公司应偿付的“14扬州中小债”本息（0.43亿元）已由担保公司代为偿付。剩余19只未按时偿付债券中，15只债券为首次未能按时偿付利息或本金，未偿付资金规模合计70.43亿元；4只债券（“13东特钢MTN2”、“12中城建MTN1”、“12中城建MTN2”和“11蒙奈伦债”）曾在2016年发生违约，2017年均再次未能按时偿付债券利息或本金（合计22.16亿元）。

通过对主体违约进行统计，2017年

我国公募债券市场发行人主体违约率为0.19%，较2016年（0.84%）有所下降，且违约级别范围有所收窄；其中，AA级违约率为0.16%，较2016年有所下降，BBB+级、BBB-级和BB级违约率分别为11.11%、28.57%和33.33%，较2016年均有所增加，出现违约样本的各级别违约率呈现随级别降低而递增的趋势（详见表1）。

2、私募市场主体违约与债券违约统计

2017年，我国私募债券市场新增违约发行人2家（江苏保千里视像科技集团股份有限公司和湖州厉华婕好联合纺织有限公司），涉及2只债券（违约金额1.11亿元），新增违约主体数量较2016年（15家）大幅减少，私募债券市场发行人主体违约率⁴为0.11%，较2016年（1.00%）有所下降。另有4家2017年之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金，违约债券共计8只，其中5只债券为首次发生违约，未偿付资金规模合计38.03亿元，3只债券（“15东特钢PPN002”、“14中城建PPN003”和“14中城建PPN004”）在2016年已经发生违约，2017年再次未能按时偿付债券利息或本金（合计32.17亿元）；上述4家发行人（大连机床集团有限责任公司、中国城市建设控股集团有限公司、东北特钢集团有限责任公司和四川省煤炭产业

¹ 根据最新信息披露情况，本年度报告对2016年和2015年数据进行了追溯调整。

² 发行人出现下述一个或多个事件时，即可判定主体发生违约：债务人未能按照合同约定支付债券本金和/或利息；债务人（被）申请破产或进入破产清算程序；被接管；被停业或关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图（例如和解或重整中的债务重组），债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况。债券未能如期兑付且在宽限期内（通常1-2个工作日）未及时调整的情况视为债券违约，债券违约未包括技术性违约。

³ 2016年新增28家违约发行人中，3家发行人在2016年年初无有效级别，1家发行人具有不同级别双评级。

⁴ 私募债券主体违约率计算中，发行人样本为当年年初存续的银行间定向债务融资工具和交易所私募公司债的发行人主体；年末尚有上述两类债券存续的发行人，在样本数量统计时计为1个样本，年末上述两类债券均到期的发行人在样本数量统计时计为0.5个样本，2017年发行人主体样本数量为1833家。

集团有限责任公司)所发公募债券在2017年同样未能按时兑付。

整体来看,2017年我国债券市场新增违约发行人较少,且多为民营企业;公募债券市场新增违约发行人年初级别为投资级的主体家数仍然较多;违约券种涉及超短期融资券、中期票据、企业债、公司债和定向债务融资工具。分行业来看,在供给侧结构性改革不断深化的背景下,煤炭、化工、机械制造等强周期性、产能过剩行业企业加速分化,部分中小企业竞争力不足、盈利恶化,导致信用风险集中暴露,产能过剩行业仍然是违约事件高发领域。从地域分布来看,东北地区受经济不振影响违约频发,而民营经济发达的江浙地区违约风险有所上升。

二、信用等级迁移分析⁵

公募债券市场信用等级调整情况

1、发行主体信用等级调升趋势更为明显,评级稳定性变化不大

2017年,我国公募债券市场上共有447家发行主体信用等级发生调整,调整率为8.57%,较2016年(8.32%)变化不大,其中信用等级被调升的有382家,调升率为7.32%,较2016年上升1.71个百分点,但较2015年(7.62%)小幅下降;信用等级被调降的有65家,调降率为1.25%,较2016年(2.71%)和2015年(2.42%)均有所下降。整体来看,2017年我国公募债券市场信用等级呈明显调升趋势,评级稳定性变化不大。

从等级调整企业类型来看,2017年主

体信用等级被调升和调降的均以国有企业为主,占比分别为73.04%和60.00%,较2016年变化不大,国有企业信用风险继续分化。从等级调整企业所属行业来看,调升企业主要集中于建筑与工程、商业银行、房地产管理和开发以及多元金融服务等行业,而调降企业主要分布在化工、房地产管理和开发、金属、非金属与采矿、机械以及石油、天然气与供消费用燃料等行业;房地产管理和开发行业的调升和调降现象均较为明显,表明在房地产密集调控政策影响下,部分房企经营业绩下滑,行业内部信用状况趋于分化。从等级调整企业区域分布来看,调升企业主要分布在经济较为发达的浙江、江苏和北京等地,调降企业主要集中于经济持续低迷的辽宁省以及去产能压力

表1 2015~2017年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

发行人 主体级别	2015年			2016年			2017年		
	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)
AAA	366.5	0	0.00	472.5	0	0.00	568	0	0.00
AA+	550	1	0.18	666.5	2	0.30	758	0	0.00
AA	1465.5	0	0.00	1692.5	5	0.30	1922.5	3	0.16
AA-	478	3	0.63	405	3	0.74	367	0	0.00
A+	48.5	1	2.06	42.5	1	2.35	52.5	0	0.00
A	21	0	0.00	17	3	17.65	18.5	0	0.00
A-	17.5	0	0.00	10.5	0	0.00	8.5	0	0.00
BBB+	23	0	0.00	11	0	0.00	9	1	11.11
BBB	45	4	8.89	18.5	1	5.41	10.5	0	0.00
BBB-	27	2	7.41	11	2	18.18	3.5	1	28.57
BB+	18.5	0	0.00	10.5	1	9.52	5	0	0.00
BB	9.5	1	10.53	15	3	20.00	6	2	33.33
BB-	2	0	0.00	3.5	1	28.57	2.5	0	0.00
B+	3	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
B	0	0	0.00	3.5	1	28.57	0.5	0	0.00
B-	1.5	1	66.67	1	1	100.00	1.5	0	0.00
CCC	1	0	0.00	2.5	0	0.00	1	0	0.00
CC	2	1	50.00	1	0	0.00	1	0	0.00
C	0	0	0.00	2	2	100.00	0.5	0	0.00

注:1. 发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体,不包括所发债券年初存续但主体被终止信用评级的发行人;发行人主体信用等级有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限,对于所有债券均到期的发行人,我们认为其主体信用等级失效;年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为1个样本,年末主体信用等级失效的发行人数计为0.5个样本;表中发行人主体级别为当年年初级别;发行人具有不同信用等级的好评级或多评级,则按不同主体信用等级分别纳入统计,即同一主体可被计数多次。
2. 发行人主体违约率=当年发生违约的发行人数/经调整的发行人数。
3. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

资料来源:联合资信COS系统

⁵ 发行人统计样本涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体。

表2 2015~2017年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
样本数量(家)	4344	4977	5216	4344	4977	5216	4344	4977	5216
调升数(家)	331	279	382	54	42	73	385	321	455
调降数(家)	105	135	65	80	91	37	185	226	102
调升率(%)	7.62	5.61	7.32	1.24	0.84	1.4	8.86	6.45	8.72
调降率(%)	2.42	2.71	1.25	1.84	1.83	0.71	4.26	4.54	1.96

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

较大的山东、内蒙古等地。

2、评级展望转为调升趋势, 但调整数量仍然较少

2017年, 我国债券市场上信用评级展望被调升的发行主体有73家(由负面调整为稳定的有61家, 由稳定调整为正面的有12家), 信用评级展望被调降的发行主体有37家(由稳定调整为负面的有36家, 由正面调整为稳定的有1家), 评级展望调升率和调降率分别为1.40%和0.71%, 调升率较2016年和2015年有不同程度的上升, 调降率则较前两年显著下降。整体来看, 2017年发行人主体信用评级展望调整呈现明显调升趋势, 较前两年评级展望的调降趋势有所改变, 主要因为2017年以来, 随着供给侧改革深化推进, 煤炭、钢铁等行业部分企业盈利水平有所好转, 信用状况得以改善。

相比主体信用等级调整, 2017年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然较少, 且相较2015年和2016年均有所下降, 信用级别调整仍然是评级机构对受评对象信用状况的变化进行评价和揭示的主要方式。

信用等级迁移矩阵

1、一年期迁移矩阵

信用等级分布整体变化不大, 各级别

稳定性与2016年大致持平

2017年, 我国债券市场发行主体信用等级整体分布变化不大, 仍主要集中在投资级(BBB-级及以上), 占比高达99.31%, 较2016年(99.05%)略有上升。其中AA级占比(48.17%)仍最高, 但较2016年略有下降, AAA级和AA+级占比均有所上升, 发行人信用等级呈现向AA级(含)以上集中趋势。

在样本数量较多的A+级及以上级别中进行观察, 从各级别稳定性来看, 除AA-级外的各级别迁移率均在15%以下, 稳定性较好, AA-级至AAA级稳定性较2016年变化不大, A+级的迁移率大幅降至10.64%, 稳定性较2016年(迁移率38.71%)明显改善; 从迁移方向看, 除AAA级外, 各级别均表现出明显的调升趋势; 从迁移范围看, AA级的部分发行人的级别迁移范围超过5个子级, 级别迁移幅度较大。此外, 2017年有9家发行主体信用等级由投资级被下调至投机级, 较2016年减少了6家, 本年度无发行主体信用等级由投机级上调至投资级的现象。

大跨度评级调整数量大幅下降

2017年, 我国债券市场共有18家发行主体信用等级出现大跨度评级调整⁶, 较2016年(38家)大幅下降。主体信用等级被大跨度调降的发行主体有17家, 多为煤炭、钢铁、机械

等产能过剩行业企业, 这些企业2017年经营业绩未见明显改善, 信用状况进一步恶化; 主体信用等级被大跨度调升的发行主体有1家(山西蓝焰控股股份有限公司), 该公司在2016年经过重大资产重组, 净资产规模和盈利水平得到大幅提升, 信用风险有所下降。

2、三年期迁移矩阵

从发行主体信用等级三年期(2015~2017年)迁移矩阵来看, 样本数量较多的AA-级及以上级别中, AAA级的迁移率仅为1.40%, 稳定性较高; AA+级和AA级的迁移率分别为35.87%和23.18%, 稳定性一般; AA-级的迁移率超过50%, 稳定性较差。从迁移方向上看, 除AAA级外, 样本量较多的AA-级(含)以上级别发行主体均呈现明显的调升趋势。从迁移范围看, 除AAA级外, A级(含)以上级别的迁移范围均在5个子级或以上, 迁移范围较宽。此外, 2015年至2017年, 共有17家发行主体信用等级由投资级被调整至投机级, 无发行主体信用等级由投机级被上调至投资级。

整体来看, 2017年, 随着供给侧结构性改革持续推进, 部分企业盈利出现恢复性增长, 信用状况逐步改善, 债券市场发行主体信用等级调升趋势更为明显, 等级大跨度调整现象有所减少, 评级稳定性整体变化不大。

⁶ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况, 指发行人主体信用等级在统计期内调整超过3个子级以上(含3个子级)。例如, 期初等级为AA, 期末等级调整为A-, 等级调整跨越AA-、A+、A三个子级, 则视为发生大跨度调整

表3 2017年我国公募债券市场发行主体信用等级一年期迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	692	99.57	0.29	0.14	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	832	11.90	87.50	0.24	0.36	-	-	-	-	-	-	-
AA	2097	-	8.58	90.41	0.52	0.14	0.10	-	-	-	0.05	0.19
AA-	337	-	-	16.91	79.23	3.86	-	-	-	-	-	-
A+	47	-	-	2.13	6.38	89.36	2.13	-	-	-	-	-
A	16	-	-	-	-	12.50	81.25	-	-	-	-	6.25
A-	8	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BBB+	8	-	-	-	-	-	-	-	62.50	-	-	37.50
BBB	6	-	-	-	-	-	-	-	-	83.33	-	16.67
BBB-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-
BB+及以下	19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

注:1.统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体,以下同;

2.迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况,无法体现各家评级机构的具体迁移情况,以下同。

资料来源:联合资信COS系统

表4 2015-2017年我国公募债券市场发行主体信用等级三年期迁移矩阵(单位:家、%)

期初/期末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	357	98.60	1.12	-	0.28	-	-	-	-	-	-	-
AA+	446	31.84	64.13	2.47	0.90	0.22	-	-	-	-	-	0.45
AA	1277	1.10	19.42	76.82	1.33	0.47	0.16	-	-	-	-	0.70
AA-	274	-	4.74	43.07	46.35	4.01	0.36	-	-	-	-	1.46
A+	12	-	-	8.33	25.00	58.33	-	-	-	-	-	8.33
A	9	-	-	-	-	-	88.89	-	-	-	-	11.11
A-	6	-	-	-	-	16.67	-	83.33	-	-	-	-
BBB+	4	-	-	-	-	-	-	25.00	75.00	-	-	-
BBB	3	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-
BBB-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB+及以下	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源:联合资信COS系统

三、利差分析

2017年,央行实施稳健中性的货币政策,综合运用多种货币政策工具,通过公开市场操作、中长期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)和常备借贷便利(SLF)等措施“削峰填谷”,维护了债券市场流动性的基本稳定,资金面整体处于紧平衡状态,利率上半年呈小幅波动上行走势,下半年走势则更趋平稳。在此背景下,主要券种利差较2016年均有所上升。

本年度债券市场上债券信用等级对债券的利差的影响主要体现在以下方面:一是短融、中票、企业债券、公司债、商业银行金融债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值和利差均值基本

呈反向关系,即债券信用等级越高,发行利率均值和利差均值越小;二是剔除数量较少的样本后,部分券种AA+级级差大于AA级级差,表明在违约常态化预期背景下,投资者对AAA级以下债券的风险溢价要求有明显提升,且对AA+级和AA级债券的风险溢价要求差异有所下降;三是剔除数量较少的样本后,对于相同信用等级、不同期限的债券,其利差均值与期限大部分未表现出正向关系,即发行利率均值和利差均值未随着期限的增加而递增,可能是由于较短期限债券样本中,产能过剩行业企业占比相对较大,同时也可能与银行间和交易所债券市场分割有关。利差波动性方面,短融、中票、企业债、公司债和商业银行债券利差变异系数较2016年显著下

降,表明各债券品种各级别的利差稳定性有所上升。

为研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性,我们使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法对1年期短融、3年期和5年期中票、7年期企业债券以及3年期和5年期公司债的利差进行了显著性检验。

整体来看,剔除样本数量较少的3年期AA-级中票和5年期AA级公司债,各级别发行主体所发短融的发行利差及交易利差,各期限中票、企业债和公司债的不同信用等级发行利差均存在显著性差异,表现出较好的区分度,但上述显著性检验结果可能会受到样本数量较少的影响。///

2017年资产支持证券利差分析报告

——各等级利率整体上行、信用评级利差区分度较好

文 | 联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 邓博文

2017年，在监管趋严背景下，我国信用债发行量大幅萎缩，但资产支持证券发行较快增长，全年发行2259支，同比增长4.15%，发行规模14108.56亿元，同比增长73.63%。从发行规模的评级分布看，受质押新规、债市环境等诸多因素影响，资产支持证券的信用等级有进一步向AAA级和无评级层集中的趋势。在强监管、去杠杆、去通道的大背景下，资产支持证券的发行利率全年呈趋势性上行，AAA、AA+、AA级资产支持证券的全年平均发行利率分别为5.42%、5.90%和6.09%。AAA、AA+、AA、AA-、A+级资产支持证券2017年12月月均到期收益率同比分别上升118、119、121、122、116个基点。利差分析方面，各主要券种利差较2016年均有所上升，利

差波动水平有所下降，信用评级对资产支持证券的发行利差整体上体现出较好的区分性。

一、信用等级分布情况¹

2017年度，我国资产支持证券共发行2259支，同比增长4.15%；发行规模14108.56亿元，同比增长73.63%。发行规模增幅远高于发行支数，平均发行规模为6.25亿元，同比增长66.71%。

从发行支数来看，2017年度资产支持证券的支数分布主要集中在AAA级~AA级以及无级别层，占比97.69%，较上年略有上升。其中AAA级资产支持证券的发行支数占比（44.93%）较上年略有下降，但占比仍

然居首；无评级资产支持证券的发行支数占比（26.65%）有明显提升，超越AA+级资产支持证券的发行支数占比（16.11%），位居第二。其他级别的资产支持证券支数占比仍然较少。

从发行规模来看，2017年度资产支持证券的规模分布仍然主要集中在AAA级和无级别层，在发行总规模中的占比为89.51%，较上年上升4.11个百分点。其中AAA级资产支持证券的发行规模占比（77.88%）进一步提升，发行规模优势明显；无评级资产支持证券的发行规模占比（11.63%）略有增加，占比维持第二。其他级别的资产支持证券规模占比仍然较少。

整体来看，资产支持证券信用等级相对于公司债、中期票据、企业债券等传统信

表1 2017年发行资产支持证券信用等级分布表

信用等级	发行支数(支)	支数同比变化(%)	支数占比(%)	支数占比同比变化(百分点)	发行规模(亿元)	发行规模同比变化(%)	发行规模占比(%)	规模占比同比变化(百分点)
AAA	1015	1.91	44.93	-0.99	10988.44	81.42	77.88	3.34
AA+	364	-22.22	16.11	-5.47	906.57	31.88	6.43	-2.03
AA	226	26.26	10.00	1.75	494.64	34.70	3.51	-1.01
AA-	31	-38.00	1.37	-0.94	45.01	-52.65	0.32	-0.85
A+	4	-66.67	0.18	-0.37	7.68	-68.94	0.05	-0.25
A	10	400.00	0.44	0.35	9.64	0.00	0.07	-0.05
A-	2	100.00	0.09	0.04	10.54	376.92	0.07	0.04
BBB-	5	400.00	0.22	0.17	4.97	3876.00	0.04	0.04
无评级	602	30.87	26.65	5.44	1641.07	86.01	11.63	0.77
合计	2259	4.15	100.00	/	14108.56	73.63	100.00	/

资料来源：WIND资讯，联合评级、联合资信整理

¹ 本报告统计范围在银行间市场发行的资产支持证券和资产支持票据，以及交易所市场发行的资产支持证券，按发行人付费评级机构的信用评级进行统计，如有两家以上发行人付费评级机构的信用评级，以较低信用评级为准。

用债信用等级分布更广，但仍然主要集中在AAA级和无评级层。

二、利率分析²

2017年，在强监管、去杠杆、去通道的大背景下，债市利率整体呈震荡上行走势。从资产支持证券发行利率看（具体见图1），全年呈趋势性上行，最后两个月加速上行，反映了年末两个月债市流动性较为紧张的情况。从全年看，AAA、AA+、AA级资产支持证券的平均发行利率分别

为5.42%、5.90%和6.09%，较上年分别上升115、52、16个基点。由于各月样本特征具有较大差异，例如基础资产类型、发行人主体信用或增信措施等不同，导致各月发行利率出现一定的波动，特别是AA+级发行利率波动较大，使得AA+级和AA级的发行利率部分月份出现交叉，信用评级的区分度下降。从二级市场交易的情况看，自2016年11月以来，各等级资产支持证券的到期收益率呈趋势性上升，AAA、AA+、AA、AA-、A级资产支持证券2017年12月月均到期收益率同比分

别上升118、119、121、122、116个基点，调整幅度较大。

三、利差分析³

剔除债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每支资产支持证券的发行利差。具体来看，2017年，AAA、AA+、AA、AA-级资产支持证券的发行利差均值分别为204BP、246BP、267BP和289BP，AAA和AA+之间的级差为42个基点，AA+和AA之间的级差为21个基点、AA和AA-之间的级差为22个基点。

2017年度，新发资产支持证券的信用等级对其发行利差呈现出明显的区分度，资产支持证券信用等级越低，平均发行利差越高；AAA级与AA+级的级差较大，表明投资者对AA+级及以下级别资产支持证券的风险溢价要求较高；各信用等级发行利差的变异系数差别不大，说明市场对于资产支持证券各信用等级的认可度较为一致。2017年各等级资产支持证券发行利差分布见表3。

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法，对AAA、AA+、AA、AA-两两之间的利差分布进行显著性检验。检验结果见表4，在95%的置信水平下，AAA和AA+、AA、AA-之间均通过检验，具有显著性差异，AA+和AA之间通过了检验，具有显著性差异，但AA+和AA-、AA和AA-之间未通过检验，不具有显著性差异，有可能受到AA-样本量不足和第四季度利率大幅攀升的影响。

图1 2017年资产支持证券发行利率走势图



资料来源：WIND资讯，联合评级、联合资信整理

表2 2017年资产支持证券发行利率统计表

信用等级	样本数量 (个)	发行利率区间 (%)	发行利率均值 (%)	级差 (BP)	发行利率标准差 (BP)	发行利率变异系数 (倍)
AAA	996	2.90~8.50	5.42	—	70	0.13
AA+	354	4.30~10.00	5.90	48	79	0.13
AA	217	4.50~8.50	6.09	19	76	0.12

资料来源：WIND资讯，联合评级、联合资信整理

² 由于样本量太小，在统计发行利率时没有考虑期限的影响，同时剔除了缺少发行利率的样本。

³ 银行间市场发行的资产支持证券用票面利率减去同日同期限的中债国债到期收益率，交易所市场发行的资产支持证券用票面利率减去同日同期限的中证国债到期收益率，已剔除浮动利率。发行利差采用发行票面利率和同日同期限国债到期收益率相减获得，已经去除了期限因素的影响，但不排除由于样本差异会造成不同期限利差不同的情况。

四、展望

十九大、全国金融工作会议、中央经济工作会议，均将金融服务实体经济、防控金融风险、守住不发生系统性金融风险的底线划为重点，我国债券市场将贯彻中央防控金融风险的政策基调，对资产支持证券市场将带来重大影响，我们对2018年的展望如下：

1、发行规模稳中有升。在《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》推出后，非标资产存被动收缩压力，资产支持证券可能成为非标转标途径，带来发行量的增长。同时，《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》下发，现金贷被清理整顿，将使消费金融资产证券化大幅萎缩，导致发行量的下降。此外，一些新的基础资产，如住房租赁资产、社区物业、PPP项目等不断出现，将为市场带来新的增长点。因此，综合来看，预计2018年发行规模稳中有升，增速有所放缓。

2、发行利率高位运行。一方面，国内

表3 2017年资产支持证券发行利差统计表

信用等级	样本数量 (个)	发行利差区间 (BP)	发行利差均值 (BP)	级差 (BP)	利差变异系数 (倍)
AAA	993	-90~458	204	—	0.33
AA+	353	48~718	246	42	0.31
AA	215	136~503	267	21	0.27
AA-	31	44~550	289	22	0.40

资料来源：WIND资讯，联合评级、联合资信整理

表4 2017年资产支持证券债项等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	—	0.0000	0.0000	0.0000
AA+	0.0000	—	0.0198	0.1393
AA	0.0000	0.0198	—	0.2911
AA-	0.0000	0.1393	0.2911	—

资料来源：WIND资讯，联合评级、联合资信整理

货币政策保持中性偏紧，防风险、去杠杆、去通道为大势所趋，货币增速放缓，金融信用将有所收缩，市场资金面难以宽松；另一方面，美国处于加息周期，欧盟货币政策开始转向，英国和加拿大相继加息，国际无风险利率中枢进一步抬升，为保持人民币汇率稳定和国际收支平衡，国内货币政策难以宽松。因此，预计2018年资产支持证券的发

行利率仍将高位运行，在监管当局相机调控的情况下，有可能出现阶段性的波动。

3、流动性有望改善。随着资产支持证券存量规模的扩大，投资者认可程度进一步提高，更多类型投资者参与资产支持证券的投资和交易，资产支持证券的流动性预计将有所改善，流动性风险溢价也将有所降低。■



违约案例

中国中钢股份有限公司

1、主体概况

中国中钢股份有限公司（以下简称“中钢股份”或“公司”）成立于2008年，是中国最大的为钢铁工业和钢铁生产企业提供综合配套、系统集成服务的大型跨国企业集团，从事冶金产品及生产所需原料、燃料、设备等的生产、加工、销售、仓储、包装等业务。企业性质是中央国有企业，实际控制人是中国中钢集团公司。

公司于2010年10月20日在银行间市场发行了总额为20亿元的7年期企业债（“10中钢债”），到期日是2017年10月20日，附第5年末投资者回售选择权。2011年以来，受钢铁行业低迷影响，中钢股份经营能力持续恶化，现金流趋于枯竭。2015年6月，公司两次发布公告延长“10中钢债”回售登记期，但行权日仍为2015年11月20日。2015年10月19日，公司公告称延期支付当期利息，构成违约，是首家发生违约的钢铁央企。此后公司多次延长

回售登记期及行权日。2016年9月27日，公司发布公告称债务重组方案已正式获批。据中国银行发布的公告，中钢集团的整体重组方案包括债务重组和业务重组方案两部分，共涉及44家金融机构。其中，债务重组方案将采取“留债+可转债+有条件债转股”的模式。2017年10月20日，公司完成“10中钢债”本息兑付，至此持有人获得全额偿付，回收率为100%。有市场人士猜测本次兑付的资金来源是国企结构调整基金。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
10中钢债	2010-10-20	2017-10-20	2015-10-20	22.12	22.12	AA/AA/稳定	企业债	中诚信国际	本息违约

注：1、违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；

2、债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别；

3、回收金额为截至2017年10月31日债券全部回收金额，单位为亿元。

资料来源：联合资信COS系统

2、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2011-06-20	公司发布2010年年报，当期营业收入（1830.25亿元）同比有所增长，产生亏损（-4.18亿元）。
2012-05-23	公司发布2011年年报，利润亏损（-27.5亿元）同比明显扩大。
2013-01-23	公司主体等级维持AA级，列入可能降级的观察名单。
2013-04-26	公司发布2012年年报，当期营业利润率（4.25%）有所下降，资产负债率（94.78%）较高。
2013-06-28	公司主体等级由AA级降至AA-级，评级展望为负面。
2014-06-18	公司发布2013年年报，当年实现营业收入1370.44亿元，利润总额7.43亿元，实现扭亏为盈。
2014-06-23	公司主体等级维持AA-级，展望由负面调整为稳定。
2014-09-29	公司主体等级维持AA-级，展望由稳定调整为负面。主要是由于国际市场铁矿石供应持续增加，价格下跌，同时受房地产市场调整等因素影响，钢铁下游行业的用钢需求增速下降，公司经营承压。
2015-07-06	公司主体等级由AA-级降至BBB级，列入可能降级的观察名单。调整原因为公司经营困难，偿债能力过于依赖外部支持，但外部支持的力度和可持续性不确定。
2015-10-10	公司发布公告延长“10中钢债”回售登记期，其他信息不变。

日期	事件
2015-10-16	公司发布公告拟以所持上市公司中钢国际股票为债券本息追加质押担保, 考虑到新增抵押担保可能会影响债券评级及投资人回售意愿, 继续延长“10中钢债”回售登记期。
2015-10-19	公司发布公告考虑到正在研究的新增抵押担保方案可能会影响投资人回售意愿以及利息支付事宜, 公司将延期支付本期利息。
2015-10-20	公司主体等级由BB级降至CC级, 列入可能降级的观察名单, 调整原因基于当前宏观经济环境及公司现状。
2015-11至2017-09	公司多次发布公告延长“10中钢债”回售登记期。
2016-09-27	公司控股股东中国中钢集团公司(“以下简称中钢集团”)下属上市公司中钢国际发布公告, 表示“在国家政府部门的指导下、支持下, 在各相关方的共同努力下, 中钢集团债务重组方案正式获得批准”。
2016-12-09	中国银行披露称,《中国中钢集团公司及下属公司与金融债权人重组框架协议》正式签署, 方案包括债务重组和业务重组两部分, 债务重组方案采取“留债+可转债+有条件债转股”的模式, 按回收风险对重组范围内金融债权划分层级, 兼顾企业当前和未来发展需要, 设计差异化方案并分两阶段实施。
2017-08-18	公司发布公告确定回售行权日为2017年8月21日。
2017-10-17	公司发布“10中钢债”2017年付息兑付公告, 确定2017年10月20日为兑付日。

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况。

资料来源: 联合资信整理

3、主体违约原因

钢铁行业景气度低迷, 经营环境压力加大

随着国内宏观经济增速放缓, 大宗商品下游需求持续低迷, 公司主营的铁矿石、钢材等大宗商品价格下行, 盈利空间大幅收缩, 产能过剩矛盾突出。2010年至2012年公司亏损总额分别为4.18亿元、27.5亿元以及14.68亿元; 2013年, 公司利润总额实现扭

亏为盈, 但公司经营仍处于亏损状态, 2013年经营性业务亏损7.22亿元; 之后公司未继续如期公布财报。

公司负债规模较大, 面临较大的流动性压力

2010年至2013年, 公司资产负债率居高不下, 均在90%以上。从债务结构看, 贸易行业的特性决定了公司负债以短期债务为主, 2013年短期债务规模549.45亿元, 占

全部债务的比重高达88.65%, 公司面临较大的流动性压力。

外部支持力度减弱, 母公司的担保能力下降

2014年6月, 受行业风险上行因素影响, 母公司中钢集团债务压力加剧, 并出现贷款逾期等问题, 中钢集团对于中钢股份的支持力度减弱, 对公司的正常经营与偿债能力造成较大不利影响。///

表3 主要财务指标

财务指标	2010年	2011年	2012年	2013年
资产总额(亿元)	1004.47	1020.85	978.49	1002.03
所有者权益(亿元)	70.42	15.60	51.10	51.36
长期债务(亿元)	142.62	137.72	116.54	70.32
全部债务(亿元)	680.31	704.65	639.83	619.78
营业收入(亿元)	1830.25	1769.20	1331.53	1370.44
利润总额(亿元)	-4.18	-27.50	-14.68	7.43
EBITDA(亿元)	3.00	-18.44	-4.05	15.83
经营性净现金流(亿元)	24.14	16.95	76.40	50.91
营业利润率(%)	4.18	4.49	4.25	4.47
净资产收益率(%)	-10.34	-253.15	-42.51	1.94
资产负债率(%)	92.99	98.47	94.78	94.87
全部债务资本化比率(%)	90.62	97.83	92.60	92.35
流动比率(%)	100.59	94.01	96.24	92.17
全部债务/EBITDA(倍)	226.42	-38.22	-157.89	39.14
EBITDA利息倍数(倍)	-	-	-	-
经营现金流动负债比(%)	3.13	2.00	9.65	5.89

资料来源: 联合资信COS系统





Credit Rating Report on Ford Motor Finance (China) Co., Ltd. 2018-1 Financial Bond

Long-term IDR: AAA

Financial Bond Rating: AAA

Rating Outlook: Stable

Rating Date: June 26, 2017

Analysts: Lang Lang, Lu Sinan

Issue Date: March 8, 2018

Offering Amount: CNY 2 Bn

Tenor: 3 years

Coupon: 5.39%

Strengths

1. The Company's shareholder, Ford Motor Credit Co. Ltd., has a wealth of experience in the international auto financing market and shall provide sufficient support in terms of technology, management and capital.
2. After the capital injection in 2017, the Company's capital adequacy ratio and capital strength have been enhanced;
3. The Company's corporate governance structure and internal control system are efficient and well-established.
4. The marketing network of the Company is well distributed with a wide regional coverage; Company's main business maintains a fast development trend;
5. The Company's asset scale is growing rapidly and the quality of its credit assets is good.

Concerns

1. The cyclical fluctuations in the auto industry and the fluctuation of Ford's vehicle sales may impact the Company's financial position.

Major Indicators:

Indicators	2017 Q3	2016	2015	2014
Total Assets (CNY Bn)	43.54	35.99	26.90	22.11
Shareholders' Equity (CNY Bn)	5.03	4.02	3.59	2.27
Non-Performing Loan Ratio (NPLR) (%)	0.03	0.09	0.17	0.07
Provision Coverage Ratio (%)	0.45	0.49	0.45	0.29
Loss Provision Ratio (%)	1406.40	550.62	262.14	414.10
Liquidity Ratio (%)	1361.22	1106.50	1133.81	4664.67
Shareholders' Equity/Total Assets (%)	11.56	11.16	13.34	10.26
Capital Adequacy Ratio (CAR) (%)	13.85	13.16	15.64	12.04
Tier-I CAR (%)	13.40	12.75	15.35	11.81
Core tier-I CAR (%)	13.40	12.75	15.35	11.81
Total Revenue (CNY Bn)	1.07	1.22	0.94	0.65
Total Profit before Provisions (CNY Bn)	7.04	7.26	4.71	2.76
Net Profit (CNY Bn)	0.49	0.43	0.25	0.18
Operating Expense/Total Revenue (%)	-	35.32	40.13	46.69
Average ROA (%)	-	1.36	1.02	0.94
Average ROE (%)	-	11.23	8.56	9.10
EBITDA/Interest Expense (X)	4.46	5.55	5.13	--

Source: Ford Motor Finance (China) Co. Ltd.; 2017 Q3 data were unaudited.

Credit Rating Report on Zhonghai Real Estate Group Co., Ltd. 2018-1 Medium-Term Note

Long-term IDR: AAA
Rating Outlook: Stable
MTN: AAA

Rating Date: December 22, 2017
Analysts: Fu Xiaolin, Jiang Yutong, Liu Sisi

Issue Date: February 5, 2018
Offering Amount: CNY3 Bn
Tenor: 3 years
Coupon: 5.60%

Strengths

1. As an affiliate of China Overseas Holdings Limited in mainland China, the Company enjoys strong support through resource sharing and financing from the shareholders.
2. The Company has a leading position in brand awareness, product quality and cost control, indicating a strong competitiveness.
3. Project and land reserves of the Company are adequate, underpinning future revenue growth.
4. The Company has good-quality assets and well-structured debts; capital structure is improved after the completion of shareholder's capital increase in 2016. Although its debts had grown in the first three quarters of 2017, the debt level still remains at a relatively low level.
5. The MTN is well-covered by the Company's EBITDA and cash flow from operations.

Concerns

1. Real estate industry is susceptible to government policy, therefore the Company's real estate business in some regions are likely to face great pressure on operation.
2. Sales income of the Company is subject to project progress.
3. Related party transactions of the Company are large due to its operation model.

Major Indicators:

Indicators	2014	2015	2016	2017Q3
Cash Assets (CNY 100 Mn)	242.43	293.1	601.71	458.61
Total Assets (CNY 100 Mn)	1755.52	1915.88	2120.2	2701.3
Shareholders' Equity (CNY 100 Mn)	495.96	642.06	835.62	891.26
Short-term Debt (CNY 100 Mn)	31.83	13.61	27.9	40.52
Long-term Debt (CNY 100 Mn)	65.45	151.23	176.03	280.76
Total Debts (CNY 100 Mn)	97.28	164.84	203.93	321.28
Total Revenue (CNY 100 Mn)	498.81	729.3	625.86	282.34
Gross Profit (CNY 100 Mn)	141.08	187.33	121.87	79.34
EBITDA (CNY 100 Mn)	146.33	193.11	129.19	--
Net Cash Flow from Operation (CNY 100 Mn)	94.76	-14.56	215.48	-286.08
Operating Margin (%)	27.83	26.54	21.84	28.92
ROE (%)	21.06	22.41	10.81	--
Total Liabilities/Total Assets (%)	71.75	66.49	60.59	67.01
Total Debts/Capitalization (%)	16.4	20.43	19.62	26.5
Current Ratio (%)	135.31	157.23	171.28	160.31
Operating Cash Flow/Current Liabilities (%)	8.07	-1.33	19.99	--
Total Debt/EBITDA (X)	0.66	0.85	1.58	--
EBITDA/Interest Expense (X)	22.14	27.88	17.39	--

Notes: 1. 2014 and 2015 data are adjusted; 2. 2017 Q3 data were unaudited.

Credit Rating Report on Shanghai Yixin Financial Leasing Co., Ltd. 2018-2 Asset-backed Notes (ABN)

Tranches	Amount (RMB Million)	In Total (%)	Credit Ratings
Senior Class A	86400.00	83.60	AAAsf
Senior Class B	10900.00	10.50	AAAsf+
Subordinated Class	6054.85	5.86	NR
Total	103354.85	100.00	—

Note: NR——not rated

Rating Date: January 01, 2018

Analysts: Wang Huan, Han Liting, Feng Xueying

Issuing Date: February 08, 2018

Summary

Start Date of Trust: October 25, 2017
Final Maturity Date of ABS: October 28, 2022
Transaction Type: Static Cash Flow
Vehicle Type: Special-Purpose Trust
Underlying Assets: Financial leasing claims and security interests worth RMB1033.5485 million transferred from the Trustor to the Trustee
Credit Enhancement Methods: Senior/subordinate structure, triggering event and balance replenish mechanism
Trustor/Originator/Loan servicer: Shanghai Yixin Financial Leasing Co. Ltd.
Balance Replenish Party: Shanghai Yixin Financial Leasing Co. Ltd.
Trustee/Issuer: CITIC Trust Co. Ltd.
Lead Underwriter/Bookrunner: CITIC Securities Co Ltd and Bank of China Limited
Custodian: Bank of China Limited, Beijing Branch

Strengths

1. This transaction adopts a senior/subordinate structure as the primary credit enhancement method. Based on the issuance amount, Senior class A securities receive 16.40% of credit support from senior class B securities and subordinated class securities; Senior Class B securities receive 5.86% credit support from subordinated class securities.
2. The underlying assets comprised of 16290 individual auto financial leasing payments and are distributed over 30 provinces, autonomous regions and cities; The single largest outstanding balance only accounted for 0.05% of the total, indicating excellent asset dispersion.
3. This transaction adopts a balance replenish mechanism, naming Shanghai Yixin Financial Leasing Co. Ltd. ("Yinxin Financial Leasing") as the responsible party. Lianhe Ratings assigned AApi+ to Shanghai Yixin Financial Leasing Co. Ltd, with a "Stable" outlook. The balance replenish structure provide a level of liquidity and credit support to the ABN; This transaction also adopts a triggering event mechanism which shall further enhance the ABN repayment capacity.
4. The weighted average ROA of the underlying assets is 12.52%. Excess spread is expected between the expected asset pool income and related agency service fee and

senior class note revenue expenditure, which shall provide a level of credit support for the senior class notes.

Concerns and Risk Mitigations

1. As Yixin Financial Leasing has a short operating history in auto financial leasing, its business model, operation efficiency and risk management remain to be tested. *Risk mitigation:* the aforementioned risk has been considered when making adjustments on the parameter of the default model, and the effect has been reflected into the final rating.
2. The weighted average aging of the underlying assets is fairly short (1.93 months); Vast majority of the assets has not passed through the peak default period. *Risk mitigation:* the aforementioned risk has been considered when making adjustments on the parameter of the model. The risk of short asset aging that may lead to higher default possibility has been reflected into the final rating.
3. Given the numerous factors that may result in higher default risk and low recovery ratio, as well as the time spread of the data provided are relatively long, the equations and data used in the quantitative analysis may pose a level of modeling risk. *Risk mitigation:* Lianhe Ratings has repeatedly tested the cash flow model by utilizing default simulation and other methods including, change the early repayment rate, narrow the spread support, simulate concentration loss and other default scenarios to test borrower's tolerance, and thereby minimized the risk caused by hypothetical or estimation deviations.
4. Domestic auto industry had undergone years of rapid development and gradually entered the period of stability featured with structural changes; Industry competition remained fierce, which could lead to the increase of automobile depreciation rate. *Risk mitigation:* the aforementioned industry risk has been considered when making adjustments on the parameter of the default model, the effect of industry risk may lead to the acceleration of vehicle depreciation has been reflected in the final rating result.
5. After the trust takes effect, the rights to the auto loans as well as the rights to asset collateralization shall be transferred to the assigned trustee. However, prior to the registration of the collateral transfer, trustee with the collateral right may not go against the will of the "bona fides third parties" *Risk mitigation:* This transaction had set up a redemption clause for the nonconforming lease claims. In the event of the aforementioned scenario, the loan originator or trustor has the obligation to ensure the successful transfer of the collateral right to the trustee. However, in the event that the trustee with the collateral right could not go against the will of the "bona fides third parties", trustor has the full responsibility and must repurchased the assets from the trustee. The credit rating of the issuer is excellent, indicating strong performance capacity. Lianhe Ratings will continue to monitor the performance of both trustee and trustor.

政策指南 Policy Guidelines

中国金融监管重大改革：银保合并方案通过

3月17日，全国人大通过《国务院机构改革方案》，其中，中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会。新组建的中国银保监会主要职责是，依照法律法规统一监督管理银行业和保险业，维护银行业和保险业合法、稳健运行，防范和化解金融风险、保护金融消费者合法权益，维护金融稳定。将中国银行业监督管理委员会和中国保险监督管理委员会拟定银行业、保险业重要性法律法规草案和审慎监管基本制度的职责，均划入中国人民银行。

(摘自财经网, 2018年3月13日)

积极稳妥化解累积的地方政府债务风险

3月6日，中共中央办公厅印发了《关于人大预算审查监督重点向支出预算和政策拓展的指导意见》，明确将加强对政府预算收入编制的审查，对支出预算和政策开展全口径审查和全过程监管。政府债务方面，将硬化地方政府预算约束，坚决制止无序举债搞建设，规范举债融资行为。结合地方政府债务规模、全国经济发展水平等情况，合理评估全国政府债务风险水平。地方政府债务审查监督要重点审查地方政府债务纳入预算管理的情况；要根据各地的债务率、利息负担率、新增债务率等风险评估指标体系，结合债务资金安排使用和偿还计划，评价地方政府举债规模的合理性。积极稳妥化解累积的地方政府债务风险，坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。

(摘自中国证券报, 2018年3月7日)

两部发文处罚涉地方政府违法违规举债担保问题的会计师事务所和发债企业

经财政部核查，江苏省高邮市、洪泽县两家企业违规将公益性资产用于抵押担保

发行企业债券，中兴华会计师事务所在为上述企业债券发行出具审计报告过程中存在违法违规行为。在江苏省政府严肃问责处理高邮市、洪泽县相关责任人员基础上，近期财政部、发展改革委依法分别对相关会计师事务所和发债企业进行了处理，警示和督促会计师事务所严格遵守独立、客观、公正的执业原则依法合规经营，警示和督促地方国有企业依法合规开展市场化融资。

(摘自金融界, 2018年2月1日)

增强企业债券服务实体经济能力，严防地方债务风险

2月12日，发改委和财政部联合下发《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》，要求严格防范地方债务风险，坚决遏制地方政府隐性债务增量。对城投企业要求政企分离，在申报债券时主动公开声明不承担政府融资职能，严格落实偿债资金来源，规范PPP项目发行债券融资。此外，还要求建立健全协同监管模式，加大事中事后监管力度，进一步规范融资、防范隐性风险。

(摘自上海证券报, 2018年2月13日)

财政部：强化地方政府置换债券资金管理

3月26日，财政部印发《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》，部署规范地方政府债务限额管理和预算管理、完成存量地方政府债务置换工作、加强债务风险监测和防范等工作。财政部将继续指导各地做好存量政府债务置换相关工作，并强化置换债券资金管理，确保严格按照规定用途使用债券资金。在加强债务风险监测和防范方面，要求各地健全地方政府性债务风险评估和预警机制，并及时公开地方政府债务概况，完善地方政府债券信息披露机制。

(摘自中国证券报, 2018年3月27日)

央行部署2018年工作任务，债市改革值得关注

2月，中国人民银行工作会议提出2018年九大工作任务，一是保持货币政策稳健中性，二是切实防范化解金融风险，三是稳妥推进重要领域和关键环节金融改革，四是持续推动金融市场平稳健康发展，五是稳步推进人民币国际化，六是深度参与国际金融合作和全球经济金融治理，七是进一步推动外汇管理体制变革，八是全面提高金融服务与管理水平，九是持续加强内部管理。在持续推动金融市场平稳健康发展中将债券市场改革列为年度重点工作任务之一，包括推动公司信用类债券发行准入和信息披露的分类统一，完善债券违约处置机制，以及扩大债券市场双向开放。

(摘自中国经济网, 2018年2月7日)

监管连下文鼓励银行补资本，央行打开新补充工具闸门

由于金融强监管加大了银行对资本的要求，为了保证实体经济得到足够资金支持，监管连下文拓宽银行资本补充渠道。2月27日，央行就规范银行业金融机构发行资本补充债券发布2018年第3号公告，打开了新型资本补充工具闸门——资本补充债券，当触发事件发生时，资本补充债券可以实施减记，也可以实施转股。2月28日，银监会印发《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，大幅下调拨备红线：拨备覆盖率最低120%，拨贷比最低1.5%。除了加速银行不良释放与核销外，对资本补充也有间接作用。3月12日，银监会、人民银行、证监会、保监会和国家外汇局联合发布《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，提出了拓宽资本工具发行渠道、积极研究增加资本工具种类、扩大投资者群体、简化资本工具发行的审批程序四大建议，进一步支持商业银行资本工具创新。

(摘自第一财经日报, 2018年3月13日)

央行将督查存续期绿色金融债，投放金额排名前10%项目逐一披露

3月7日，央行下发《中国人民银行关于加强绿色金融债券存续期监督管理有关事宜的通知》，为进一步完善绿色金融债券存续期监督管理，将对存续期绿色金融债券募集资金使用情况进行监督检查，主要内容包括发行人经营状况、募集资金投放进度、绿色项目情况等。根据一同发布的《绿色金融债券存续期信息披露规范》，绿色金融债券募集资金使用情况季度报告应重点说明报告期内募集资金的使用情况，内容应包括但不限于报告期内新增绿色项目投放金额及数量、已投放项目到期金额及数量、报告期末投放项目余额及数量以及闲置资金的管理使用情况等，并对期末投放项目余额及数量进行简要分析。对于绿色金融债券募集资金投放金额排名前10%的项目，以及投放金额在5000万元及以上或占绿色金融债券存量规模1%及以上的项目，应按项目进行逐一披露。

(摘自21世纪经济报道, 2018年3月8日)

沪深交易所发布开展“一带一路”债券试点的通知

3月2日，沪深交易所分别发布《开展“一带一路”债券试点的通知》，相关主体可以通过三种方式发行“一带一路”债券进行融资：一是“一带一路”沿线国家政府机构在交易所发行政府债券，二是在“一带一路”沿线国家注册的企业和金融机构在交易所发行债券，三是境内企业发行用于“一带一路”建设的公司债券。交易所鼓励多类发行人发行“一带一路”债券，但同时对于“一带一路”债券在具体的认定和募集资金投向的监管上较为严格，防止不符合“一带一路”倡议项目假借其名义进行变相融资，此举有助于为真正开展“一带一路”建设的境内外企业提供债券融资通道。

(摘自中国证券报, 2018年3月5日)

上交所：强化资产支持证券存续期信用风险管理

3月22日，上交所发布了《上海证券交易所资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）（征求意见稿）》并公开征求意见，内容涉及信用风险管理职责、信用风险监测

与分类、信用风险排查与预警、信用风险化解与处置、自律监管等八个方面。上交所表示，目前资产支持证券的信用风险监测、排查、预警体系尚未完全建立，管理人主动管理资产支持证券信用风险的意识有待强化，投资者认识和权益保护不到位。为此，上交所起草了上述文件，旨在落实资产支持专项计划管理人等业务参与机构的信用风险管理责任，建立覆盖资产支持证券存续期全过程和市场参与各方的持续性、常态化信用风险管理机制。

(摘自中国证券网, 2018年3月22日)

上交所：完善纪律处分与监管措施种类，强化一线监管

3月23日，上交所发布《纪律处分和监管措施实施办法（2018年修订）》和《自律管理听证实施细则》。《实施办法》的主要修改内容包括：一是调整和完善纪律处分与监管措施的种类，二是优化限制交易纪律处分的实施程序，三是进一步优化纪律处分和监管措施实施的机制、标准和程序，四是扩大纪律处分听证范围。《听证细则》一方面拓宽了听证范围，另一方面优化完善了听证程序，对听证模式、流程、参与人权利义务、特殊情形处理等进行了较为细致的规定。上交所表示，下一步将以《实施办法》和《听证细则》为依托，切实加强对于违规行为的一线监管，依法用足用好纪律处分和监管措施，持续促进资本市场的健康稳定发展。

(摘自国际金融报, 2018年3月23日)

交易商协会：推动债券市场对外开放，加强评级业务自律管理

为充分发挥信用评级的功能，推动银行间债券市场对外开放，促进信用评级业务和银行间债券市场健康发展，3月27日，交易商协会发布《银行间债券市场信用评级机构注册评价规则》、《非金融企业债务融资工具市场信用评级机构自律公约》及《非金融企业债务融资工具信用评级业务调查访谈工作规程》。其中，《注册评价规则》项下的《银行间债券市场信用评级机构注册文件表格体系》明确了注册申请环节的具体事项，包括信用评级机构所需提交和披露的信息、注册相关业务所需满足的基本条

件、境外信用评级机构参与注册所需提交的补充材料等内容；《自律公约》是信用评级机构承诺共同遵守的行为规范准则，有助于促进信用评级机构自律管理的制度革新和功能提升；《调查访谈规程》则重点对信用评级业务调查访谈工作进行细化规范。

(摘自证券时报网, 2018年3月27日)

多省市开展地方债清理核查，摸底隐性债务规模

近期，多省市密集发布了关于组织开展政府性债务清理核查工作的通知，主要内容是全面摸底地方政府各类债务，包括纳入政府性债务系统管理的债务、公益性项目债务、经营性债务等。各省市普遍要求在1月底之前上报，且文件口气都较为严厉，例如有的提到这是“最后一次摸底”；有的提到此次上报之后，“对发现虚报、瞒报、漏报的行为，一律视为本地区、本部门、本单位主要领导形成的新增政府隐性债务，实行问题倒查、终身问责”。此次全国性的债务清理核查是承前启后的重要事件，对检查前期地方政府举债融资行为整改效果和后续控制政府债发行量范围均有重要意义。

(摘自证券时报, 2018年2月6日)

严惩债券欺诈发行，督促中介机构尽责

1月31日，上海市第一中级人民法院对中恒通（福建）机械制造有限公司欺诈发行债券一审作出刑事处罚，对利安达会计师事务所的相关人员作出刑事判决；上海市徐汇区人民法院对受托管理人申万证券公司一审作出刑事判决。在此案中，法院不但对发行人及其高管做出了刑事判罚，还较为罕见地对券商和会计师事务所工作人员的商业受贿及出具证明文件重大失实行为做出了刑事判罚，这对于促进中介机构人员切实承担证券市场“看门人”的职责具有重要意义。人民法院对一系列债券欺诈发行案件作出判决，是我国债券市场法治化进程中的标志性事件。这是债券市场首批因欺诈发行被追究刑事责任的案件，对债券市场的违法犯罪行为产生警示作用，对于维护债券市场信息披露的真实性至关重要，将有力促进债券市场的长期规范发展。

(摘自中国证券报, 2018年2月26日)

市场动向

Market Trends

全国首单百亿租赁住房REITs获批

2月2日,“中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划”获得深圳证券交易所审议通过,由碧桂园控股有限公司联合中联前海不动资产管理基金有限公司共同实施,产品规模100亿元,采取储架、分期发行机制,优先级评级AAAsf。本次REITs产品是碧桂园集团在租赁住房领域的又一次金融创新尝试,是通过“并购/开发-自持-运营”模式获取房源,并创新尝试以自持租赁住房为基础资产的REITs,具有很好的市场带动效应,有助于进一步推动租赁住房市场健康、快速、专业化、规模化发展。

(摘自《中国证券报》,2018年2月5日)

沙迦酋长国发行中东首支主权熊猫债

2月1日,阿联酋沙迦酋长国在我国银行间债券市场成功发行20亿元人民币债券,期限3年,票面年利率5.8%,联合资信评定沙迦主体区域长期信用等级和本期债券信用等级均为AAA级,评级展望为稳定。沙迦是阿联酋的第三大酋长国,该笔债券是中东地区发行人进入中国银行间债券市场发行的首支主权熊猫债,为中东地区及更多准备尝试在中国资本市场融资的国际主流发行人树立了成功的样板,是国际发行人进入中国资本市场的又一成功案例和里程碑。

(摘自《中国债券信息网》,2018年2月5日)

房企偿债高峰将至,地产融资继续收紧

2018年以来,房企融资骤然收紧,银行、信托、私募以及保险融资渠道均有所收窄,银监会在2018年全国银行业监督管理工作会议中提出,将严肃查处各类违规房地产融资行为,遏制房地产泡沫化。债券融资方面,自2016年10月上交所、深交所对房地产公司债券实行分类监管以来,房企从交易所融资规模大幅下降,从银行间市场融资有所增长。根据对2015年地产企业发行公司债券的期限结构的研究,地产公司债已逐渐

进入回售期的集中阶段,2018年存续地产债需偿付规模为1613亿元,需警惕回售带来的企业回售违约风险以及由此带来的流动性风险。

(摘自《21世纪经济报道》,2018年2月8日)

房企非标融资受限,类REITs受捧

在银行贷款审批更审慎、非标通道受限的背景下,债券和类REITs等工具成为房地产企业尚可利用的为数不多的融资渠道,其中租赁类债权融资和资产证券化项目较为热门。以类REITs项目为例,2017年发行规模超过260亿元,较2016年的104亿元左右有大幅提升。银行对租赁融资业务的热情也很高,近日中国银行与8家地方国企签订租赁住房金融服务战略合作协议,计划为上述企业提供融资规模约1700亿元的住房租赁金融支持;建设银行也就通过支持企业发行类REITs、支持地方政府发展个人租赁平台等形式布局住房租赁金融。

(摘自《中国证券报》,2018年2月12日)

熊猫债成本虽高,发行人热情更高

彭博汇总数据显示,中国境内债市2018年迄今熊猫债发行至少已达113亿元人民币,而去年直到三月才有第一笔发行落地。在中国加速金融开放的大背景下,尽管境内债市融资成本过往一年显著攀高,熊猫债市场依然录得开门红。监管层曾表示今年中国金融改革开放措施可能会超出国际社会的预期,随着“债券通”等加速开放境内债市的举措不断推出,熊猫债投资群体也有望继续扩大。

(摘自《彭博环球财经》,2018年2月12日)

券商加码风控,应对债券违约

今年以来,大连机床、丹东港、亿阳集团、四川省煤炭产业集团4家发行人出现债券违约,涉及金额达41.09亿元。面对这些违约事件,各债权人高度关注兑付事宜,一些

券商开始拿起法律武器起诉发行人。目前,已有中山证券、中信证券、国开证券相继起诉债券发行人。东海证券作为受托管理人未能尽责,被证监局出具警示函。业内人士认为,2018年债市风险或持续释放。在此背景下,券商作为中介机构,提高项目准入门槛、做好持续督导、完善事后处置机制成为趋势。

(摘自《中国证券报》,2018年2月23日)

首单境内上市公司“一带一路”公司债在深交所发行

3月5日,恒逸石化公司债券“18恒逸R1”成功发行,成为深交所发布《关于开展“一带一路”债券业务试点的通知》后首单由境内上市公司公开发行的“一带一路”公司债券。该债券募集资金将全部用于公司在文莱的PMB石油化工项目,此项目是首批被列入国家“一带一路”项目库重点建设项目。本期债券发行规模5亿元,期限为2+1年期,票面利率为6.47%,主体和债项评级均为AA+级,评级展望稳定;全场认购倍数达3.41倍,反映了市场投资者对交易所推出“一带一路”公司债的高度认可。该项目成功发行对促进中文两国之间的贸易畅通,优化区域内石化产业链分工布局,深化中国-东盟自由贸易区建设,服务“一带一路”沿线区域基础设施互联互通具有重要意义。

(摘自《中国证券报》,2018年3月6日)

新能源行业首单供应链ABS获批

近日,由平安证券担任管理人的“平安-比亚迪供应链金融资产支持专项计划”获得深交所的审议通过,产品总规模100亿元,旨在为比亚迪集团上游供应商对比亚迪集团及其下属公司的应收账款提供融资服务。作为国内新能源行业首单供应链ABS产品,该项目的成功将惠及作为核心企业的比亚迪集团及其上游的众多供应商,降低融资成本,助力新经济产业的快速发展。

(摘自《中国证券报》,2018年3月9日)

去年底交易所债市托管总面值达9.6万亿

截至2017年底,交易所债券市场托管面值达9.6万亿元,其中非金融企业债券托管面值6万亿元。公司债券发行主体不断扩大,覆盖制造业、基础设施建设、服务业、农业以及扶贫等众多国民经济关键领域和薄弱环节。初步估算,2015年以来公司债券帮助企业降低融资成本超过800亿元,平均每家企业可节约2000余万元。通过深化“放管服”改革,交易所债券市场效率和活力得到激发,服务实体经济的能力得到提升,呈现出规模显著增长、融资成本明显降低的良好趋势。

(摘自《证券时报》,2018年3月12日)

全国首单互联网电商供应链资产支持证券获批

3月16日,蚂蚁金服旗下全资子公司商融(上海)商业保理有限公司发起的德邦蚂蚁供应链金融应收账款资产支持证券20亿元发行取得上海证交所无异议函,成为全国首单互联网电商供应链资产支持证券。本次项目是商融保理依托金融科技、大数据风控体系,对天猫商城和阿里生态中入驻的商户进行筛选和授信,并通过受让上游供应商对合格商户的应收账款进行资产证券化,为商户和上游供应商融资。通过供应链与互联网、物联网的深度融合,高效率、低风险地解决了上下游中小企业的融资问题。

(摘自《证券日报》,2018年3月17日)

国内首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚资产支持证券获批

3月20日,“中金-贵诚惠农微贷资产支持专项计划”取得上海证交所无异议函,发行规模40亿元,成为国内首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚的资产支持证券。本次专项计划由华能贵诚信托有限公司作为原始权益人,基于农村电商体系和风险管理系统,通过农村合伙人、农村供应链中龙头企业,精准识别扶贫对象的资金需求,并向其发放用于生产经营活动的贷款,并以这些贷款为基础资产进行证券化融资。

(摘自《证券时报网》,2018年3月20日)

菲律宾发行东盟地区首单主权熊猫债券

3月20日,菲律宾共和国在中国银行间债券市场成功发行14.60亿元人民币计价债券,期限3年,票面利率5.00%,联合资信评定菲律宾区域长期信用等级和本期债券信用等级均为AAA级,评级展望为稳定。本期债券是东盟地区首单主权熊猫债券,也是首支在债券名称中明确标有“债券通”的熊猫债券。大量境外投资人通过“债券通”参与了本期债券的发行,境外获配占比高达88%。“债券通”开通半年多以来,取得了良好的示范效应,为境外投资者提供了成本更低、效率更高的直接投资境内债券市场的渠道,有效地扩大了熊猫债券的投资群体,提高了熊猫债券市场的活跃度。

(摘自《中国债券信息网》,2018年3月21日)

全国首单住房租赁专项债券成功发行,长租公寓放开多条融资渠道

3月21日,作为业内首个将长租公寓提升到战略级业务的公司,龙湖集团发行第一期30亿元的五年期住房租赁专项公募债券,债券票面利率5.60%,募集资金将主要用于集团在上海、成都等一、二线城市的长租公寓项目建设,标志着全国首单住房租赁专项债券的成功发行。自2017年10月11日国内首单长租公寓资产类REITs产品正式“破冰”后,长租公寓业务股权融资不再唱“主角”,资产证券化、债券等融资大门打开。据不完全统计,房企获批的REITs、CMBS、ABN、公司债等融资规模已达500亿元。

(摘自《证券日报》,2018年3月23日)

北京首单长租公寓CMBS获批

2018年3月23日,“华夏资本-优铨-景瑞三全公寓资产支持专项计划”收到深圳证券交易所出具无异议函的通知。该项目作为北京首单长租公寓CMBS,是资本市场响应国家建立健全“购租并举住房制度”的政策号召、强化资本市场服务实体经济、支持长租公寓事业发展的又一重要举措。该计划拟发行规模7.2亿元人民币,期限12年(3+3+3+3年),其中优先级资产支持证券规模6.84亿元,获联合评级AAA的评级确认;次级资产支持证券规模0.36亿,将由景瑞地产全额认购。

(摘自《凤凰网》,2018年3月25日)

彭博计划将人民币计价债券纳入固定收益基准指数

彭博有限合伙企业近日宣布计划于明年将人民币计价的国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数。此外,人民币计价债券还计划被纳入彭博巴克莱全球国债指数和新兴市场本地货币政府债券指数。按现有计划,以人民币计价的国债将从2019年4月开始纳入这些指数,具体实施将分20个月逐步完成。彭博将根据指数管理流程评估纳入速率。根据截至2018年1月31日的统计数据,将有386支中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数,在该指数53.73万亿美元的市值中占比为5.49%。

(摘自《新华网》,2018年3月26日)

券商密集发债融资

截至3月27日,券商共计发行公司债43只,总规模890.6亿元;共计发行次级债10只,总规模171.3亿元,两者合计规模达到1061亿元。另外,发行短期融资券10只,共计250亿元。2017年以来,央行对券商发行短期融资券最高余额进行动态调整,通过短期融资券融资受阻,使得部分券商通过短期公司债和短期次级债进行负债融资。在经纪业务、投资业务等传统强项收入下滑的背景下,各家券商为增加收入、稳定经营业绩,选择扩大融资融券、股票质押等业务规模,拓展投资银行、资产管理及海外市场等业务空间,对资金支持的需求显著增大。

(摘自《证券日报》,2018年3月28日)

山西国际电力集团子公司被曝1.79亿债务违约

2月5日,山西国际电力集团有限公司发布公告称,三级子公司山西国锦煤电有限公司应于2018年1月到期的相关债务未能清偿,已构成债务违约。公司及所属子公司未能清偿的已到期债务累计金额为17956.02万元。山西国际电力集团表示,截至公告出具日,公司累计未清偿到期债务占比较小,对公司生产经营、财务状况及偿债能力无重大影响。因相关逾期债务人为公司控股子公司,可能对公司整体资信或信用情况造成一定的负面影响。

(摘自《和讯网》,2018年2月6日)

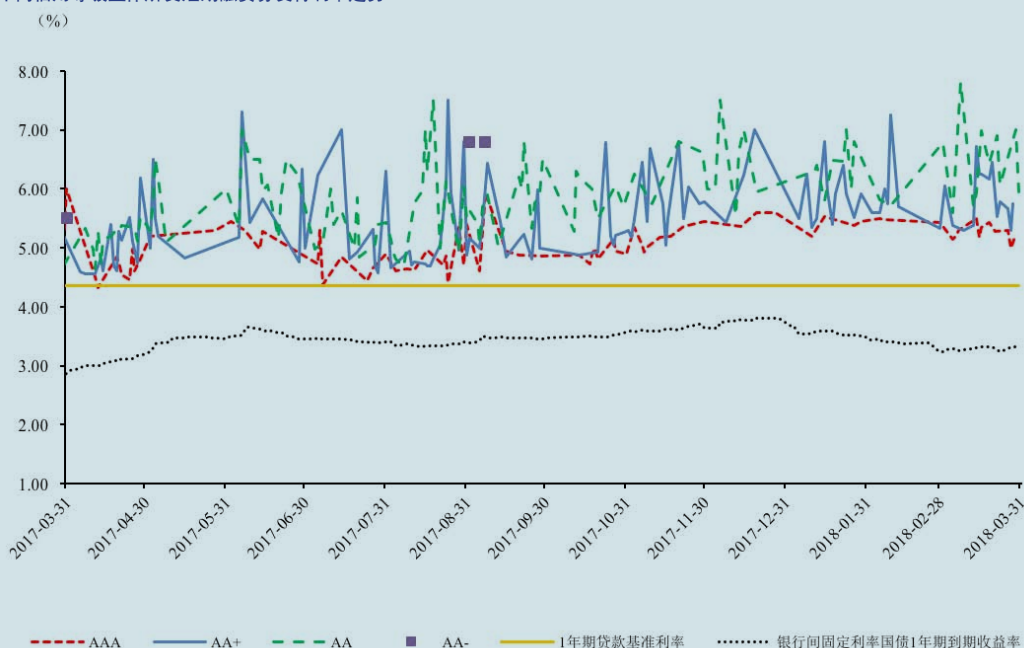
1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

2018年2月至3月，央行延续了稳健中性的货币政策，通过多种货币政策工具维持了银行间流动性的基本稳定。具体来看，央行实施逆回购共计12700亿元，逆回购到期14400亿元，实现净回笼1700亿元，通过中长期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别实现了净投放2870亿元和2318亿元；此外，央行还对金融机构开展了5140.19亿元的常备借贷便利（SLF）稳定债券短端利率。2018年2月，受央行春节期间“临时准备金动用安排”和央行加大公开市场投放力度的影响，资金面趋于稳定。3月，虽然逆回购到期额较大，但是央行加大了中长期借贷便利（MLF）的投放力度，因此资金面略微宽松。2018年3月，1年期短融和7年期企业债的平均发行利率（5.86%，7.28%）较2月（5.76%，7.06%）均有所上升，而3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（5.91%，5.14%）较2月（6.23%，6.34%）有所下降。

表1 2018年2月-2018年3月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2018年2月	2018年3月	2018年2月	2018年3月	2018年2月	2018年3月	2018年2月	2018年3月
AAA	6.90	6.98	5.62	5.41	5.93	5.68	6.90	6.98
AA+	6.80	7.23	6.85	6.30	6.78	6.32	6.80	7.23
AA	7.15	7.90	-	7.28	7.00	7.11	7.15	7.90

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2018年2月至3月, 银行间1年期固定利率国债到期收益率波动变化中略有上升, 整体来看, 1年期短期融资券发行利率走势和1年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2018年3月, AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(6.98%, 7.23%, 7.90%)较2月(6.90%, 6.80%, 7.15%)均有所上升。

2018年2月至3月, 交易所国债3年期到期收益率稳中有降, 总体上, 3年期公司债券的平均发行利率走势和交易所国债3年期到期收益率的走势大致相同。2018年3月, AAA级和AA+级主体所发3年期公司债的平均发行利率(5.41%, 6.30%)较2月(5.62%, 6.85%)均有所下降, 3月, AA级主体所发3年期公司债的平均发行利率为7.28%, 2月则无AA级主体发行3年期公司债。

2018年2月至3月, 银行间5年期固定利率国债到期收益率稳中有降, 5年期中票平均发行利率走势与5年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2018年3月, 5年期AAA级和AA+级中期票据的平均发行利率(5.68%, 6.32%)较2月(5.93%, 6.78%)均有所下降, 但AA级中期票据的平均发行利率(7.11%)较2月(7.00%)小幅上升。

2018年2月至3月, 银行间7年期固定利率国债到期收益率整体稳中有降, 7年期企业债平均发行利率波动较大。3月, 7年期AAA级、AA+级和AA级企业债的平均发行利率(6.98%, 7.23%和7.90%)较2月(6.90%, 6.80%和7.15%)均有所上升。

二季度是地方平台债务到期的高峰, 由于地方债务置换工作刚刚启动, 债务问题处于交接阶段, 加上传统行业面临诸多调整, 风险事件爆发概率较大, 而防范金融风险系统性风险是央行当前的一个重要货币政策目标, 预计2018年4月和5月, 央行将灵活运用多种货币政策工具保持资金面略微宽松的局面以有效防控风险。

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

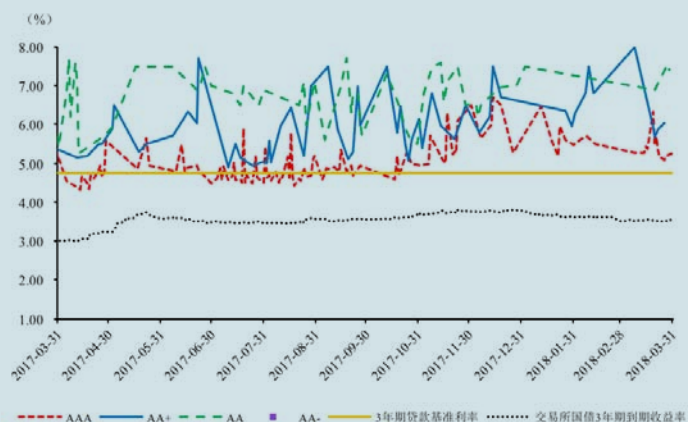


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

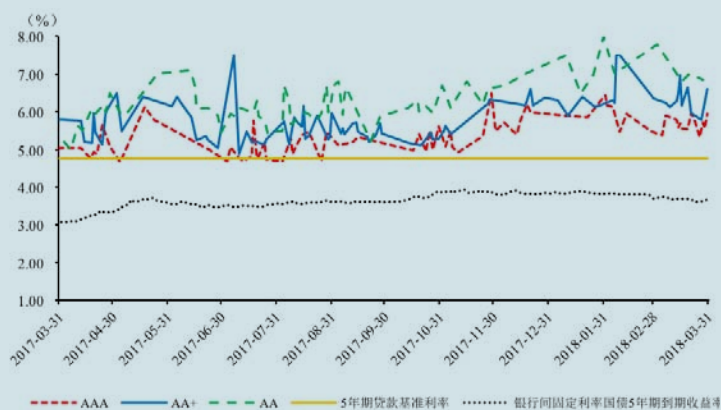
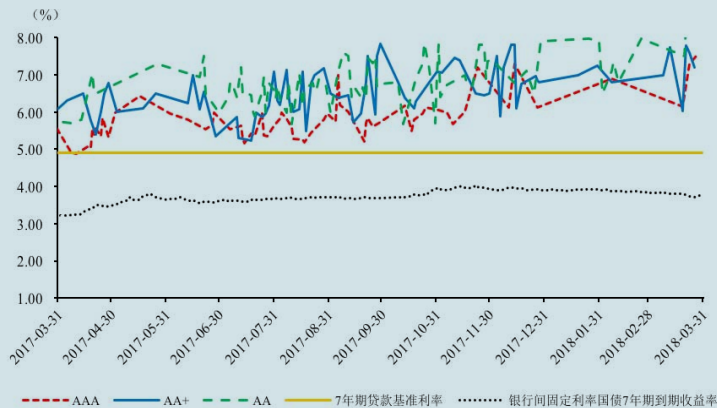


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2015年~2018年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月	
				数值(亿元)	同比
	6.9	6.7	6.9	198783	6.8
规模以上工业增加值	6.1	6.0	6.6	-	6.8
固定资产投资总额(不含农户)	10.0	8.1	7.2	100763	7.5
社会消费品零售总额	10.7	10.4	10.2	90275	9.8
出口总额	-1.8	-2.0	14.2	35389	7.4
进口总额	-13.2	-0.6	18.7	32127	11.7
CPI	1.4	2.0	1.6	-	2.1
PPI	-5.2	-1.4	6.3	-	3.7
社会融资规模存量	12.4	12.8	12	1799300	10.5
M2余额	13.3	11.3	11.3	1739859	8.2
人民币贷款余额	14.3	13.5	12.7	1238600	12.9

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. 出口总额、进口总计货币为人民币, 单位为亿元。

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、海关总署、联合资信整理。

2015年~2018年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)					发行规模(亿元)				
	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月	2018年1~3月同比(%)	2015年	2016年	2017年	2018年1~3月	2018年1~3月同比(%)
政府债	1126	1299	1290	88	-36.23	58226.00	89916.09	83089.34	6601.84	-29.81
国债	91	140	156	21	-32.26	19875.38	29457.69	39508.40	4406.40	-5.44
地方政府债	1035	1159	1134	67	-37.38	38350.62	60458.40	43580.94	2195.44	-53.73
金融债	613	818	786	51	-75.36	32115.79	41165.50	38691.51	7441.90	-25.89
政策性银行债	460	624	545	21	-86.45	25790.15	33470.00	28819.78	6413.40	-22.88
商业银行债券	117	154	198	21	-48.78	4707.64	6230.50	8707.73	572.50	-62.99
非银行金融机构债券	36	40	43	9	-18.18	1618.00	1465.00	1164.00	456.00	156.18
政府支持机构债券	30	19	25	12	100.00	2900.00	2250.00	3010.00	1100.00	134.04
企业债券	303	498	382	41	70.83	3431.02	5925.70	3730.95	322	66.67
一般企业债	293	455	349	34	61.90	3326.80	5485.30	3530.25	287.20	62.08
集合企业债	2	3	0	0	-	15.22	50.00	0	0.00	-
项目收益债	8	40	33	7	133.33	89.00	390.40	200.70	34.80	117.50
中期票据	912	897	910	265	117.21	12416.70	11077.10	10212.55	3112.90	101.17
集合票据	2	1	0	0	-	4.26	30.00	0	0.00	-
短期融资券	2535	2636	2134	681	59.86	32427.30	33207.85	23361.90	7290.30	43.58
短期融资券	1105	688	463	117	17.00	9483.00	6082.95	3949.70	1013.10	8.32
超级短期融资券	1430	1950	1671	564	73.01	22944.30	27194.90	19412.20	6277.20	51.55
证券公司短期融资券	173	60	19	10	233.33	2795.60	1178.60	392.00	250.00	316.67
资产支持证券(银行间)	380	343	400	42	-38.24	3986.71	3908.53	5972.29	794.08	4.49
资产支持证券(交易所)	1016	1901	1748	284	-22.19	1877.52	4672.55	7544.46	1201.25	10.41
非金融企业资产支持票据	9	38	113	27	285.71	35.00	166.57	574.95	112.63	288.25
非公开定向债务融资工具	1113	746	725	183	57.76	8781.35	6028.85	5954.61	1239.37	47.02
公司债	878	2258	1198	241	12.62	10266.05	27734.68	11003.15	2043.58	3.07
证券公司债	237	165	264	54	-5.26	7549.2	4260.10	6339.40	1091.80	-26.79
可转债	5	11	44	15	650.00	108.00	212.52	947.11	256.71	-16.43
可交换债	15	71	80	11	10.00	159.03	674.29	1167.84	354.58	504.67
项目收益票据	6	11	5	0	-100.00	51.00	38.50	21.10	0.00	-100.00
同业存单	5941	16453	26931	6054	-0.13	52975.90	129931.00	201872.40	52423.40	4.79
国际机构债	1	4	4	2	-	30.00	125.00	60.00	34.60	-
SDR计价债券(折人民币)	0	2	0	0.00	-	0	55.80	0	-	-
合计	15295	28231	37058	8061	2.98	230136.43	362559.23	403945.56	85670.94	2.74

注: 1. 除资产支持证券按照发行日统计, 其他债券均按照起息日统计; 2. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债券等券种的统计中; 3. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 4. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 5. “公司债”不包含证券公司债券; 6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. 由于私募债券尚无权权威披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind资讯中截至2018年4月8日已披露的数据, 并会对之前数据进行追溯调整; 9. 2015年发行的“15韩国人民币债01”, 2016年发行的“16加拿大BC省人民币债01”、“16新开发绿色金融债01”、“16波兰人民币债01”、“16加拿大银行债01”和2017年发行的“17匈牙利债01BC”、“17马来亚银行债01”、“17中信国际债01”、“17加拿大银行债01”、“18沙迦人民币债01”、“18菲律宾人民币债01BC”统计在国际机构债中; 11. 2016年发行的“16世行SDR01”和“16渣打香港SDR01”统计在SDR计价债券中。

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind

联合资信评估有限公司评级公告

(2018年2月1日至2018年3月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
山西潞安矿业(集团)有限责任公司2018年度第二期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2017-10-26	2018-02-01	365天	5.50
山西潞安矿业(集团)有限责任公司2018年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-10-20	2018-03-20	3+N	6.95
江西省铁路投资集团公司2018年度第一期中期票据	10	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2017-08-25	2018-02-02	3+2	5.82
江西省铁路投资集团公司2018年度第二期中期票据	13	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-13	2018-03-19	3+2	5.65
中海地产集团有限公司2018年度第一期中期票据	30	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2017-12-22	2018-02-05	3	5.60
江苏大丰海港控股集团有限公司2018年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-25	2018-02-05	3	7.80
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第四期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-01	2018-02-06	3	5.70
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第五期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-05	2018-03-12	3	5.48
上海世茂股份有限公司2018年度第一期中期票据	8	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-05	2018-02-06	3	6.43
上海世茂股份有限公司2018年度第二期中期票据	7	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-28	2018-03-06	3	6.33
兖矿集团有限公司2018年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-30	2018-02-07	3	5.89
兖矿集团有限公司2018年度第一期短期融资券	15	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-02-22	2018-02-26	365天	5.28
兖矿集团有限公司2018年度第三期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-02	2018-03-12	3	5.59
兖矿集团有限公司2018年度第四期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-12	2018-03-16	2+1	5.57
兖矿集团有限公司2018年度第五期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-05	2018-03-26	3+N	6.30
宣城市国有资产投资有限公司2018年度第二期中期票据	10	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-11-10	2018-02-07	3	6.73
泰州凤城河建设发展有限公司2018年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-12-26	2018-02-07	3	7.50
日照市城市建设投资集团有限公司2018年度第一期短期融资券	5.1	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-12-29	2018-02-07	365天	5.77
内蒙古高等级公路建设开发有限责任公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-02	2018-02-07	5	7.50
花园集团有限公司2018年度第一期短期融资券	5	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-01-18	2018-02-07	365天	7.30
2018年贵州省红果经济开发区开发有限责任公司养老产业专项债券	3.5	-	-	-	AA	AA	稳定	2018-01-12	2018-02-07	7	7.80
深圳市百业源投资有限公司2018年度第一期中期票据	5.5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-08	2018-02-08	3	6.59
泉州台商投资区开发建设有限责任公司2018年度第二期中期票据	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-15	2018-02-08	3+2	7.00
衡阳市城市建设投资有限公司2018年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-01-30	2018-02-08	365天	5.40
衡阳市城市建设投资有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-30	2018-03-23	5	5.78
安徽水利开发股份有限公司2018年度第一期中期票据	5	-	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-10-13	2018-02-12	3	6.38
2018年仁怀市水务投资开发有限责任公司公司债券(第一期)	5	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-06-23	2018-02-23	7	7.98
云南省城市建设投资集团有限公司2018年度第一期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-02-05	2018-02-26	365天	5.58
云南省城市建设投资集团有限公司2018年度第二期短期融资券	10	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-03-13	2018-03-27	365天	5.45
南京新港开发总公司2018年度第一期中期票据	15	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-10-25	2018-02-26	3+N	6.75
江西省高速公路投资集团有限责任公司2018年度第一期中期票据	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-31	2018-02-28	3	5.27
中融新大集团有限公司2018年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-21	2018-03-01	3+2	7.50
武汉旅游发展投资集团有限公司2018年度第一期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-02-01	2018-03-01	365天	5.60
厦门海沧投资集团有限公司2018年度第一期短期融资券	5	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-11-17	2018-03-01	365天	5.32
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司2018年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-14	2018-03-01	3+N	6.10
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司2018年度第二期中期票据	28	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-09	2018-03-14	5	5.73
红豆集团有限公司2018年度第一期短期融资券	8	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-12-04	2018-03-01	365天	6.79
南京地铁集团有限公司2018年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-10-12	2018-03-02	5	5.39

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
天士力控股集团有限公司2018年度第二期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-27	2018-03-05	3	5.89
太原钢铁(集团)有限公司2018年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-23	2018-03-05	3	5.45
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司2018年度第二期绿色中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-01	2018-03-06	3	5.70
云南省建设投资控股集团有限公司2018年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-10-16	2018-03-07	3+N	7.50
北方铜业股份有限公司2018年度第一期中期票据	4	-	-	-	AAA	AA	稳定	2017-11-21	2018-03-07	3	5.75
南京江北新区产业投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-16	2018-03-09	5	6.05
南京江北新区产业投资集团有限公司2018年度第二期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-27	2018-03-19	5	6.03
陕西煤业化工集团有限责任公司2018年度第一期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-01	2018-03-12	3+N	6.41
徐州市新盛建设发展投资有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-08-18	2018-03-13	3+2	5.79
徐州市新盛建设发展投资有限公司2018年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-11-13	2018-03-13	3+N	6.90
同方股份有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-18	2018-03-13	5	5.85
晋能集团有限公司2018年度第二期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-12	2018-03-13	3+2	6.37
晋能集团有限公司2018年度第三期中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-22	2018-03-22	3	6.16
黄冈市城市建设投资有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-08-02	2018-03-13	3+2+2	6.26
河南省收费还贷高速公路管理有限公司2018年度第一期中期票据	25	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-08	2018-03-13	3	5.40
杭州滨江房产集团股份有限公司2018年度第一期中期票据	21.8	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-22	2018-03-13	3	6.40
浙江省国际贸易集团有限公司2018年度第一期中期票据	20	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-02	2018-03-14	3	5.97
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第六期中期票据	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-09	2018-03-14	3	5.47
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第七期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-09	2018-03-21	3	5.46
南京新港开发总公司2018年度第二期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-06	2018-03-14	5+N	6.78
中央汇金投资有限责任公司2018年度第二期中期票据	100	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-09	2018-03-15	3	5.00
中央汇金投资有限责任公司2018年度第二期短期融资券	50	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-03-09	2018-03-15	365天	4.80
永泰能源股份有限公司2018年度第二期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-02-09	2018-03-15	365天	7.00
南通市经济技术开发区总公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-03-07	2018-03-15	5	6.65
广西交通投资集团有限公司2018年度第一期扶贫中期票据	15	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-12	2018-03-15	3	5.58
辽宁成大股份有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-04	2018-03-16	3	5.89
无锡产业发展集团有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-05	2018-03-19	3	5.40
南宁绿港建设投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	5	-	-	-	AA	AA	稳定	2018-01-08	2018-03-19	5	7.00
江阴市国有资产经营有限公司2018年度第一期短期融资券	9	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-08-01	2018-03-19	365天	5.40
天津津融投资服务集团有限公司2018年度第一期短期融资券	4	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-01-31	2018-03-20	365天	5.65
大同煤矿集团有限责任公司2018年度第一期中期票据	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-26	2018-03-20	3	6.40
大同煤矿集团有限责任公司2018年度第一期短期融资券	25	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-02-08	2018-03-22	365天	5.30
2018年陕西金融控股集团有限公司绿色债券	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-09	2018-03-20	5+2	5.88
重庆市永川区兴永建设发展有限公司2018年度第一期短期融资券	3	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-09-13	2018-03-21	365天	6.68
徐州新田投资发展有限责任公司2018年度第一期中期票据	10	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-11-28	2018-03-21	3	6.65
2018年福州城市建设投资集团有限公司城市停车场建设专项债券(第一期)	6	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-06	2018-03-21	5+5	5.65
盐城市交通控股集团有限公司2018年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-08-14	2018-03-22	365天	5.50
无锡市建设发展投资有限公司2018年度第一期中期票据	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-28	2018-03-22	5	5.58
搜于特集团股份有限公司2018年度第一期中期票据	1	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-06-21	2018-03-22	3+2	7.50
山东宏桥新型材料有限公司2018年度第三期短期融资券	10	-	-	-	A-1	AA+	稳定	2018-03-12	2018-03-22	365天	6.20
河南投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-09	2018-03-22	3	5.16
龙城旅游控股集团有限公司2018年度第一期中期票据	3	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-06-23	2018-03-23	3+2	6.99

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
滨州城建投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	5.1	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-09	2018-03-23	3	5.70
北京碧水源科技股份有限公司2018年度第一期短期融资券	12	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-03-09	2018-03-23	365天	5.29
浙江省兴合集团有限责任公司2018年度第一期中期票据	6	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-03-19	2018-03-26	3	6.20
伊犁哈萨克自治州财通国有资产经营有限责任公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-08-28	2018-03-26	3	6.05
宁波均胜电子股份有限公司2018年度第一期短期融资券	10	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-02-26	2018-03-26	365天	5.74
宁波均胜电子股份有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2017-12-06	2018-03-28	3	7.40
2018年第一期重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司公司债券	5	-	-	-	AAA	AA	稳定	2017-08-02	2018-03-26	7	7.50
重庆市涪陵交通旅游建设投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	6	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-02-08	2018-03-27	5	6.85
新湖中宝股份有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-13	2018-03-27	3	6.80
海安开发区建设投资有限公司2018年度第一期短期融资券	7	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-10-19	2018-03-27	365天	7.00
常州新港经济发展有限公司2018年度第一期中期票据	3	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-12-21	2018-03-27	3	6.80
安徽省外经建设(集团)有限公司2018年度第二期中期票据	5	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-02-12	2018-03-27	3+2	7.50
扬州新盛投资发展有限公司2018年度第一期短期融资券	5	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-03-07	2018-03-28	365天	6.15
中国南山开发(集团)股份有限公司2018年度第一期中期票据	10	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-03-20	2018-03-30	3	5.20
沙迦酋长国政府(由沙迦财政部代表)2018年度第一期人民币债券	20	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2017-12-20	2018-02-01	3	5.80
菲律宾共和国2018年第一期人民币债券(债券通)	14.6	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-03-12	2018-03-20	3	5.00
上海华信国际集团有限公司2015年度第一期中期票据	20	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-01	2015-10-30	3	5.00
上海华信国际集团有限公司2017年度第二期中期票据	25	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-01	2017-09-22	3+N	7.50

注: 1.公告内容仅包括2018年2月1日至2018年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息;
2.上海华信国际集团有限公司于2018年3月1日被列入评级观察名单。

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2018年2月1日至2018年3月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2018年第一期重庆三峡银行股份有限公司二级资本债券	10	-	AA+	稳定	AA	AA+	稳定	2017-06-12	2018-02-08	5+5	6.00
福特汽车金融(中国)有限公司2018年第一期金融债券	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-24	2018-03-08	3	5.39
东北证券股份有限公司2018年度第二期短期融资券	15	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-02-28	2018-03-09	88天	4.69
2018年第二期中国信达资产管理股份有限公司金融债券	110	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-01	2018-03-12	10	5.50
温州银行股份有限公司2018年第一期二级资本债券	10	-	AA+	稳定	AA	AA+	稳定	2018-01-09	2018-03-14	5+5	5.00
2018年天津滨海农村商业银行股份有限公司第一期金融债券	20	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-07-21	2018-03-14	3	5.54
2018年厦门银行股份有限公司金融债券(第一期)	30	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-03-06	2018-03-16	3	5.45
2018年渤海银行股份有限公司第一期金融债券	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-05	2018-03-21	2	5.15
2018年锦州银行股份有限公司二级资本债券	40	-	AAA	稳定	AA+	AAA	稳定	2018-03-02	2018-03-26	5+5	4.90
2016年丹东银行股份有限公司二级资本债券	12	A	AA-	稳定	A	A+	-	2018-03-23	2016-11-18	5+5	4.40
2017年邦银金融租赁股份有限公司金融债券	30	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-01	2017-03-03	3	4.40

注: 1.公告内容仅包括2018年2月1日至2018年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息;
2.邦银金融租赁股份有限公司于2018年3月1日被列入评级观察名单;
3.丹东银行股份有限公司于2018年3月23日被列入评级观察名单。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2018年2月1日至2018年3月31日)

发起机构/ 贷款服务机构	受托机构 发行人	债券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率(%)	评级	评级时间	证券发行时间	证券法定 到期日
上海易鑫融资租赁 有限公司	交银国际信托 有限公司	上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据优先A级	5.99	83.63	6.18	AAA	2018-01-19	2018-02-05	2022-10-26
		上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据优先A级上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据优先B级	0.78	10.89	7.10	AA+			
		上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据次级	0.39	5.48	无票面利率	NR			
上海易鑫融资租赁 有限公司	中信信托 有限责任公司	上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第二期资产支持票据优先A级	8.64	83.60	6.22	AAA	2018-01-22	2018-02-08	2022-10-28
		上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第二期资产支持票据优先B级	1.09	10.55	7.20	AA+			
		上海易鑫融资租赁有限公司2018年度第二期资产支持票据次级	0.61	5.86	无票面利率	NR			
上海中成融资租赁 有限公司	上海国际信托 有限公司	上海中成融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据优先A1级	2.10	47.56	5.90	AAA	2018-01-03	2018-02-06	2025-06-26
		上海中成融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据优先A2级	1.80	40.77	6.65	AAA			
		上海中成融资租赁有限公司2018年度第一期资产支持票据次级	0.52	11.67	无票面利率	NR			
中国银行 股份有限公司	中信信托 有限责任公司	中盈2018年第一期个人住房抵押贷款证券化信托优先A-1档资产支持证券	25.60	24.37	中长期贷款五年以上-0.13%	AAA	2018-01-05	2018-03-02	2036-05-26
		中盈2018年第一期个人住房抵押贷款证券化信托优先A-2档资产支持证券	65.90	62.73	中长期贷款五年以上+0.49%	AAA			
		中盈2018年第一期个人住房抵押贷款证券化信托次级档资产支持证券	13.56	12.90	无票面利率	NR			
上汽通用汽车金融有 限责任公司	中粮信托 有限责任公司	融腾2018年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券(优先A级)	25.90	86.33	短期贷款一年+0.8%	AAA	2018-01-12	2018-03-05	2024-09-26
		融腾2018年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券(优先B级)	2.00	6.67	短期贷款一年+1.24%	AA+			
		融腾2018年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券(次级)	2.10	7.00	无票面利率	NR			
中国建设银行 股份有限公司	建信信托 有限责任公司	建元2018年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1档资产支持证券	40.00	40.01	中长期贷款五年以上+0.3%	AAA	2018-02-08	2018-03-12	2050-01-26
		建元2018年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2档资产支持证券	48.00	48.01	中长期贷款五年以上+0.53%	AAA			
		建元2018年第二期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档资产支持证券	11.98	11.98	无票面利率	NR			
中国建设银行 股份有限公司	建信信托 有限责任公司	建元2018年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1档资产支持证券	10.00	10.00	中长期贷款五年以上+0.18%	AAA	2018-03-12	2018-03-27	2047-12-26
		建元2018年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2档资产支持证券	28.50	28.50	中长期贷款五年以上+0.27%	AAA			
		建元2018年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-3档资产支持证券	49.00	49.00	中长期贷款五年以上+0.58%	AAA			
		建元2018年第四期个人住房抵押贷款资产支持证券次级档资产支持证券	12.50	12.50	无票面利率	NR			
广汽汇理汽车金融 有限公司	中信信托 有限责任公司	汇通2018年第一期个人汽车抵押贷款优先A级资产支持证券	32.80	82.00	5.04	AAA	2018-02-23	2018-03-20	2024-10-26
		汇通2018年第一期个人汽车抵押贷款优先B级资产支持证券	3.60	9.00	5.53	AA+			
		汇通2018年第一期个人汽车抵押贷款次级资产支持证券	3.60	9.00	无票面利率	NR			
北京北大科技园 建设开发有限公司	华能贵诚信托 有限公司	北京北大科技园建设开发有限公司2018年第一期资产支持票据优先级	16.91	94.42	6.80	AAA	2018-02-02	2018-03-30	2035-04-03
		北京北大科技园建设开发有限公司2018年第一期资产支持票据次级	1.00	5.58	无票面利率	NR			

注:*公告内容仅包括2018年2月1日至2018年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合信用评级有限公司评级公告

(2018年2月1日至2018年3月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
国联证券股份有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)	7	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-08	2018-02-02	2	5.65
深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(品种一)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-24	2018-02-02	3+2	5.54
深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)(品种二)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-24	2018-02-02	5+2	5.74
中国建筑第六工程局有限公司公开发行2018年可续期公司债券	10	-	-	-	AAA	AA+	稳定	2017-12-21	2018-02-05	5+N	6.55
中国建材股份有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)	5	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-30	2018-02-06	3	5.50
中国建材股份有限公司2018年公开发行公司债券(第二期)	20	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-06	2018-03-14	3	5.37
金科地产集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	19.7	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2018-01-09	2018-02-07	2+2	7.20
金科地产集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)	16.1	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2018-01-09	2018-02-07	3+2	7.50
2018年深圳市星源材质科技股份有限公司可转换公司债券	4.8	-	-	-	AA	AA-	稳定	2017-08-24	2018-03-07	6	0.30
深圳香江控股股份有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)	9.1	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-15	2018-03-08	2+2	7.90
深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)(品种一)	8	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-27	2018-03-09	3+2	5.35
深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)(品种二)	2	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-02-27	2018-03-09	5+2	5.50
武汉商贸国有控股集团有限公司公开发行2018年公司债券(品种一)	5	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-03-05	2018-03-09	2+1	7.10
2018年长江证券股份有限公司可转换公司债券	50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-05-02	2018-03-12	6	0.20
厦门象屿集团有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)	10	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-03-05	2018-03-12	3+2	5.59
2018年中化岩土集团股份有限公司可转换公司债券	6	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-08-02	2018-03-15	6	0.30
金地(集团)股份有限公司2018年公司债券(第一期)(品种一)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-29	2018-03-15	3+2	5.68
浙江盾安人工环境股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	1	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-03	2018-03-20	1+1+1	7.30
国家开发投资集团有限公司面向合格投资者公开发行2018年公司债券(第一期)	30	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-03-14	2018-03-21	3+2	5.17
云南合和(集团)股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	8	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-03-14	2018-03-21	3+2	5.30
2018年利欧集团股份有限公司可转换公司债券	22	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-04-21	2018-03-22	6	0.30
广西荣和有限责任公司公开发行2018年公司债券(第一期)(品种一)	8.5	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-07-21	2018-03-27	3+2	7.55
新风祥控股集团有限责任公司公开发行2018年公司债券(第一期)	3.3	-	-	-	AA	AA	稳定	2018-03-16	2018-03-28	3+2	7.40
珠海华发综合发展有限公司公开发行2018年绿色公司债券(第一期)(品种一)	10	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2018-03-20	2018-03-28	3+2	5.27
陕西延长石油(集团)有限责任公司公开发行2018年公司债券(第一期)	60	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-03-22	2018-03-29	3+2	5.23
天津市政投资有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)(品种一)	7.5	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2018-03-23	2018-03-30	3+3+3+1	5.15
天津市政投资有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)(品种二)	7.5	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2018-03-23	2018-03-30	5+5	5.40
2018年贵州省红果经济开发区开发有限责任公司养老产业专项债券	3.5	-	-	-	AApi	AApi	稳定	2018-02-01	2018-02-07	7	7.80
2018年第一期重庆市万盛经济技术开发区开发投资集团有限公司公司债券	5	-	-	-	AAApi	AApi	稳定	2017-08-02	2018-03-26	7	7.50
上海华信国际集团有限公司2015年公司债券	30	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-02	2015-12-09	3+2	4.98
上海华信国际集团有限公司2016年公开发行公司债券(第一期)	60	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-02	2016-09-07	3+2	4.08
上海华信国际集团有限公司2017年公开发行可续期公司债券(第一期)	10	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-02	2017-12-08	3+N	7.80
上海华信国际集团有限公司2017年公开发行可续期公司债券(第二期)	30	AAA	AAA	稳定	AA+	AA+	-	2018-03-02	2017-12-22	3+N	7.80
神雾科技集团股份有限公司2016年公司债券	5	BBB	BBB	-	B	B	-	2018-03-15	2016-01-27	3	7.90
湖北宜化化工股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券	6	AA-	AA-	-	A-	A-	-	2018-02-02	2016-09-27	3+2	4.95
深圳市金立通信设备有限公司2016年非公开发行公司债券	10	AA	AA	稳定	AA-	AA-	稳定	2018-03-02	2016-10-28	2+1	6.50
深圳天源迪科信息技术股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	2	AA+	AA-	稳定	AAA	AA-	稳定	2018-03-02	2016-02-29	3	5.50

注: 1. 公告内容仅包括2018年2月1日至2018年3月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息;

2. 评级符号后标有“pi”表示该评级为主动评级;

3. 上海华信国际集团有限公司于2018年3月2日被列入评级观察名单; 西部证券股份有限公司于2018年3月2日被列入评级观察名单; 湖北宜化化工股份有限公司于2017年8月11日起被列入评级观察名单;

4. 2018年2月11日, 神雾科技集团股份有限公司主体和债项级别由AA-调整为A-, 即日起被列入观察名单; 又于3月2日由A-调整为BBB, 又于3月15日由BBB调整为B。

中国债务资本市场峰会2018 The China Debt Capital Markets Summit 2018

28 March 2018 • The Westin Beijing Financial Street | 2018年3月28日 • 北京金融街威斯汀大酒店



联合资信与联合评级 共同参与中国债务资本市场峰会

2018年3月28日由Euromoney主办、联合资信与联合评级作为赞助方支持的“中国债务资本市场峰会2018”在北京金融街威斯汀大酒店顺利举办。

联合信用评级有限公司副总裁兼信用评级委员会主任艾仁智博士应邀出席了本次峰会并作为嘉宾发言。在“中国债券市场的下一步”的专题发言中，艾仁智博士与各位专家讨论了在债券通、中国债券被彭博纳入巴克莱全球综合指数背景下，境外投资者对中国债券市场发展现状所关心的一些问题。艾仁智博士从评级机构的角度深入分析了债券通以及中国债券被彭博纳入巴克莱全球综合指数背景下对在岸债券市场将产生的一些影响，境外投资者在对利率债关注之外的、下一步对信用债可能关注的内容，以及作为同业如何看待境内评级市场对国际评级机构开放这个问题。她表示，联合本着开放、学习、借鉴的态度欢迎国际评级机构的进入，并且表示一个有序的竞争环境有利于行业的良性发展。联合作为本土专业性信用评级机构，在对中资企业的评级中有着比国际“三大”更深的理解和比较优势；与此同时，国际“三大”的规范运作、评级技术、透明度等方面，也是值得联合学习和借鉴的。

联合资信评估有限公司主权部总经理助理李为峰出席本次峰会并在“一带一路”债券与“一带一路”倡议下债务资本市场的角色专题讨论中作为嘉宾进行发言。李为峰先生首先介绍了“一带一路债券”的发展现状，重点说明了“一带一路”倡议下各国（如匈牙利、沙特阿拉伯等国家）发行熊猫债的情况以及联合资信作为信用



评级机构为首单“一带一路”熊猫债券的顺利发行所做出的专业性风险判断。最后在专题提问环节，李为峰先生从评级机构的专业角度解答了现场听众关心的“一带一路”债券的风险相关问题。

会议期间，艾仁智博士还与Euromoney全球董事总经理欧节瀚（John Orchard）先生进行会谈，就双边的深度合作问题展开了较为深入的探讨。欧节瀚先生表示，Euromoney很愿意利用其自身的媒体资源、国际投资者资源以及客户资源与联合展开深度合作，很愿意通过Euromoney平台帮助联合加快国际化发展的步伐。尤其是随着“一带一路”倡议的实质性推进，Euromoney也愿意与联合在这个领域进行更为丰富的内容上的合作和宣传。艾仁智博士也充分表达了近两年来与Euromoney的愉快合作，希望通过欧节瀚先生推进双方开展更为丰富的内容合作。



专业·尽责·真诚·服务



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

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

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

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