

联合

信用 研究

LIANHE CREDIT RESEARCH

2015
5

总第91期

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

2015年第三季度债券市场发展及未来走势预测

2015年第三季度短期融资券市场及利差研究报告

惠誉收费公路、桥梁和隧道等项目评级方法研究

项目收益债券在探索中前行

中蒙俄经济走廊



www.lhratings.com

联合资信将秉持专业、尽责为投资者服务的理念，不断丰富公司网站功能，为投资者提供更专业、更多元化的信息服务。





编委会（按姓氏笔画顺序排列）

万华伟 马文洛 马新江 王少波 王丽娟
卢志怀 田 兵 成 斐 朱建红 任 红
庄建华 刘文良 刘 晖 刘 强 严 湘
李 丹 李国华 李信宏 李振宇 李 萌
杨 杰 吴金善 张 成 张志军 张学群
张 莉 张舒平 陈东明 陈 静 邵立强
周晓辉 孟 悦 贾燕红 高宇欣 郭其阳
黄 滨 常丽娟 蒋建国 韩 夷 温丽伟
谢凌艳 赖金昌 谭宝坪

编委会主任

王少波

主编

李振宇

本期责任编辑

林青

编辑部地址

北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦17层

邮编 100022

电话 8610-85679696

传真 8610-85679228

电子版详见公司网站

www.lianheratings.com

内部刊物 仅供参考

版权所有 未经许可不得转载

目录

CONTENTS

2015年第5期

总第91期

2015年10月20日

主办

联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

P01 政策资讯

政策指南

市场动向

P07 债券市场

项目收益债券在探索中前行

保监会推进资产支持计划业务常规化发展 资产证券化业务“三足鼎立”格局值得期待

2015年第三季度债券市场发展及未来走势预测

超短融放量增长 替代短融或成趋势

P21 评级表现

2015年上半年“信用债券”估值偏差研究报告

2015年第三季度短期融资券市场及利差研究报告

P29 行业研究

融资租赁和金融租赁行业政策点评

关于《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》的解读

P34 评级研究

惠誉收费公路、桥梁和隧道等项目评级方法研究

P40 报告选编

P45 市场数据

宏观经济数据

债券市场数据

P47 评级公告

联合资信评估有限公司评级公告

联合信用评级有限公司评级公告

P33 评级小贴士

关于保险公司资本补充债券的一些Q&A

政策指南

Policy Guidelines



养老金投资管理办法发布实施

国务院近日正式印发《基本养老保险基金投资管理办法》。《办法》明确，各省、自治区、直辖市养老基金结余额，可预留一定支付费用后，确定具体投资额度，委托给国务院授权的机构进行投资运营。养老基金限于境内投资。投资范围包括：银行存款，中央银行票据，同业存单；国债，政策性、开发性银行债券，信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、地方政府债券、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券、中期票据、资产支持证券，债券回购；养老金产品，上市流通的证券投资基金，股票，股权，股指期货，国债期货。养老基金入市对于债市具有利好作用。

（摘自中国证券报，2015年8月24日）

第三批 1.2 万亿置换债尘埃落定

受国务院委托，财政部部长楼继伟 8 月 27 日表示，今年下达 3.2 万亿元地方政府债券置换存量债务额度。这意味着继今年 3 月财政部下达第一批 1 万亿元置换债券额度、6 月下达第二批 1 万亿元置换债券额度，中央财政又增加了 1.2 万亿元置换债券额度，以帮助地方缓解偿债压力。专家称此举意味着积极财政的态势将在未来较长时间持续下去，基建投资加码可期，而货币政策或将继续保持宽松。

（摘自经济参考报，2015年8月28日）

2015 年地方政府债务限额 16 万亿元

十二届全国人大常委会第十六次会议 8 月 29 日表决通过了全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议批准 2015 年

地方政府债务限额的议案》的决议。其中 2015 年地方政府债务限额锁定 16 万亿元，预计债务率为 86%。此议案的获批意味着我国依法启动了对地方政府债务的限额管理。此次获批的 16 万亿元地方政府债务限额，实际就是目前地方政府负有偿还责任的债务。该限额由两块构成，一块是截至 2014 年末的全国地方政府债务余额 15.4 万亿元，一块是今年 3 月全国人大批准的 2015 年地方政府债务新增限额 0.6 万亿元。

（摘自金融时报，2015年8月31日）

市场化融资平台重点项目信贷放行

银监会、发改委日前联合下发《关于银行业支持重点领域重大工程建设的指导意见》（简称《指导意见》），要求银行信贷重点支持国家重大工程项目，通

过实施银团贷款、联合授信等开展信贷创新；通过灵活运用排污权、各类预期收益权等进行抵质押担保方式创新；探索开展金融租赁、资产证券化等融资模式创新。鼓励发挥信托功能支持铁路发展基金募集；鼓励针对政府社会资本合作（即 PPP 模式）项目特点开展金融服务创新。

《指导意见》明确提出，针对政府和社会资本合作（PPP）项目的特点，创新金融服务，拓展重大工程建设的融资渠道和方式。对已经建立现代企业制度、实现市场化运营，其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的融资平台公司，对于其承担的重大工程项目建设或作为社会资本参与当地政府和政府和社会资本合作项目，银行业金融机构可在依法合规、审慎测算还款能力和项目收益的前提下，予以信贷支持。

（摘自经济参考报，2015 年 8 月 24 日）

企业发外债改行备案制 资本项目改革再突破

国家发改委 9 月 14 日发文鼓励境内企业发行外币债券，取消发债审批制，实行备案登记制管理。发改委表示，为应对经济下行压力，有效利用境外低成本资金，鼓励资信状况好、偿债能力强的企业发行外债，引导资金投向国家鼓励的重点行业、重点领域、重大项目，优先用于支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带与国际产能和装备制造合作等重大工程建设和重点领域投资。本次改革中，鼓励海外融资并明确允许资金可以在境内外自由使用，拓宽资本项目可兑

换的程度，可以认为是资本项目改革一大步。

（摘自华尔街见闻，2015 年 9 月 16 日）

发改委简化企业债审批流程 鼓励企业发债融资

国家发改委近日出台了《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，文件称，地方企业直接向省发改委提交企业债申报材料，省发改委应于 5 个工作日内向国家发改委转报。申报时不再要求提供省发改委的部分预审意见，要求发行人提供和债券、偿债有直接关联的证明材料。在相关申报材料审核过程中，发改委将委托第三方机构对其完备性、合规性进行评估，并规定债权从省发改委转报至国家发改委的核准时间，应当限定在 30 个工作日内完成（复杂情况不超过 60 个工作日），其中第三方技术评估不超过 15 个工作日。

如果企业符合主体或债券信用等级为“AAA 级的债券”、“由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级不低于 AA+ 及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券”和“使用有效资产进行抵、质押，且债项级别在 AA+ 以上债券”等三个条件还可以豁免复审环节。

以上措施简化了申报程序，精简申报材料，提高了审核效率。

（摘自 21 世纪经济报道，2015 年 10 月 14 日）

中国保监会发布《资产支持计划业务管理暂行办法》

为加强资产支持计划业务管理，维护保险资金运用安全，近日中国保监会印发了《资产支持

计划业务管理暂行办法》。

《办法》主要规范了四方面内容：一是按照资产证券化原理，以基础资产本身现金流作为偿付支持，构建了资产支持计划业务运作框架。二是立足于服务保险资金配置需要，建立相互制衡的运作机制，强调稳健、安全和资产负债匹配原则。三是坚持“放开前端、管住后端”的监管思路，建立基础资产负面清单管理机制，提高业务运作效率。四是重视风险管控，按照“卖者尽责、买者自负”原则，强化信息披露和风险提示，强调市场主体的风险管理责任。

（摘自保监会网站，2015 年 9 月 11 日）

外汇局修订《跨国公司外汇资金集中运营管理的相关规定（试行）》

为进一步促进投资便利化，服务实体经济，外汇局再次修订跨国公司外汇资金集中运营管理的相关规定。新规首要的变化是试点外债比例自律管理。具体而言，跨国公司成员企业借用外债实行比例自律，主办企业可全部或部分集中成员企业外债额度；外债结汇资金可依法用于偿还人民币贷款、股权投资等；企业办理外债登记后可根据商业原则自主选择偿债币种。其次，新规优化国际主账户功能，提出“境内银行通过国际外汇资金主账户吸收的存款，可在不超过前六个月日均存款余额的 50%（含）额度内境内运用”。此外，新的规定还进一步简化账户开户要求、外汇收支手续，完善涉外收付款申报手续，加强事中事后管理等。

（摘自一财网，2015 年 10 月 13 日）

市场动向

Market Trends



全国首单水务类非上市公司债券发行

日前，义乌市水务建设集团有限公司 2015 年公司债券在上海证券交易所成功发行。这是《公司债券发行与交易管理办法》发布来，全国第一批由非上市公司面向合格投资者公开发行的公司债券，也是全国首单由非上市水务（市政）公司公开发行的公司债券。

本期债券为 5 年期固定利率债券，实际发行规模 2 亿元，债项评级为 AA+，主体评级为 AA-，评级展望为稳定，采取网下面向合格投资者簿记建档的方式发行。本期债券票面利率为 6.05%，募集资金将用于补充流动资金和优化债务结构。

（摘自都市快报，2015 年 8 月 5 日）

首例交易所挂牌券商两融债权 ABS 发行

8 月 7 日，国内首单以证券公司两融融出资金债权为基础资产的资产支持证券——“华泰国君融出资金债权 1 号资产支持专项计划”正式发行，并将在上海证券交易所挂牌转让。

该专项计划管理人为国泰君安证券资产管理公司，基础资产为华泰证券的两融融出资金债权，产品采用了优先级、次级的分层结构，合计募集规模 5 亿元，其中优先级目标规模为 4.75 亿元，次级目标募集规模为 0.25 亿元。优先级资产支持证券获得了 AAA 级评级，单个客户最低参与金额为 1000 万元；次级资产支持证券全部由原始权益人持有。

（摘自上海证券报，2015 年 8 月 7 日）

首单增量租赁资产证券化项目面世

2015 年 8 月 6 日，广发证券资产管理（广东）有限公司（以下简称“广发资管”）成功发行“广发恒进一南方水泥租赁资产支持专项计划”。由广发资管与量通融资租赁公司合作完成的该租赁资产证券化产品，是迄今为止规模最大的单一主体租赁资产证券化项目，同时也是广东省首单租赁资产证券化项目。

“广发恒进一南方水泥租赁资产支持专项计划”创造性地将增量租赁资产进行资产证券化，具体模式为企业把动产设备通过售后回租给融资租赁公司，广发资管基于上述售后回租形成的租赁合同债权，发行资产支持证券。该专项计划总规模 30 亿元，

其中优先级资产支持证券 28.5 亿元，次级资产支持证券 1.5 亿元，原始权益人为量通租赁有限公司，承租人为单一主体南方水泥有限公司，担保人为南方水泥母公司——中国建材股份有限公司。该专项计划成立后将于深交所进行挂牌转让，也是增量租赁资产证券化模式的首单项目。

（摘自金融时报，2015 年 8 月 11 日）

首单商业银行主导安排企业资产证券化项目成功发行

8 月 11 日，交易所市场首单由商业银行主导安排的企业资产证券化项目——宁波兴光燃气天然气供气合同债权 1 号资产支持证券成功发行。据悉，该项目同样是全国首单城投类企业资产证券化项目。本项目原始权益人为宁波城建投资控股有限公司，中国农业银行担任项目安排人/推广机构/托管银行/监管银行，农银汇理（上海）资产管理有限公司担任专项计划管理人。

该项目发行规模 52.5 亿元，分三期发行，第一期发行 21 亿元，年内将完成后续发行。据介绍，本项目实现了多重创新。一是创新业务模式。二是创新产品结构。三是创新运作方式。

（摘自中国证券报，2015 年 8 月 12 日）

首单注册制下 RMBS 花落民生银行

国内首单以注册制管理的个人住房抵押贷款证券（RMBS）——民生银行“企富 2015 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券”近日正式发行。此单 RMBS 总规模为 100 亿元，首期发行规模 7.8 亿元，剩余规

模将在两年内进行分期发行，优先 A 级资产支持证券获得 AAA 级评级，优先 B 级资产支持证券获得 AA- 级和 A+ 级评级。本项目的基础资产是民生银行相对缺乏流动性的长期按揭贷款。通过资产证券化，实现了表内资产、表外资产等各类金融资产的腾挪流转；有效解决资本与规模的双重约束，通过盘活存量、做大增量，形成新的重要业务板块和利润增长点。

（摘自证券时报，2015 年 8 月 18 日）

首只面向公众投资者的公司债券成功发行

近日，2015 年中国中投证券有限责任公司债券成功发行，成为《公司债券发行与交易管理办法》发布后，首只面向公众投资者公开发行的公司债券。继前期面向合格投资者公开发行公司债券和非公开发行公司债券陆续发行后，此次中投证券面向公众投资者公开发行的公司债券成功发行，标志着公司债券三种发行方式已全部推出。

本次中投证券公司债发行规模 35 亿元，期限 3 年，主体和债项评级均为 AAA，票面利率 3.62%。业内人士表示，这是近年来境内公司信用类债券票面利率的较低水平，公司债券低成本融资优势得以充分显现。

（摘自证券日报，2015 年 8 月 19 日）

中国银行发行“一带一路”主题债券 创造多项国际市场纪录

日前，中国银行成功发行国际金融市场首笔以“一带一路”为主题的债券。本次债券发行创造多个市场第一，首次实现四币

同步发行、五地同步上市，首次由中资商业银行完成欧元浮息债券、10 年期美元高级债券、15 年期人民币债券发行，也是中国银行业迄今为止规模最大的一次境外债券发行。本次债券筹集资金将主要用于满足“一带一路”沿线分支机构的资金需求。

该债券包括固定利率、浮动利率两种计息方式，人民币、美元、欧元、新加坡元 4 个币种，在迪拜纳斯达克交易所、新加坡交易所、台湾证券柜台买中心、香港联合交易所、伦敦交易所 5 个交易所挂牌上市，覆盖 2、3、4、5、7、10、15 年 7 个期限，共计 10 个债券品种，最终发行规模达 40 亿美元。

（摘自每日商报，2015 年 8 月 31 日）

8 亿飞达债暂避大面积挤兑一劫

在宏观经济下行、钢铁行业产能过剩的情况下，2012 年江苏飞达控股集团有限公司公司债券（以下简称“12 飞达债”）发行人资金链紧张，收入下降，盈利能力大幅下滑，导致偿债能力大幅下降。截至 2014 年末，飞达控股已有多笔共计 3.74 亿元银行贷款出现逾期，而该公司的货币资金只有 660 万元，其中非受限部分仅 165.5 万元，若投资者均选择在今年 8 月 31 日到期后进行回售，则“12 飞达债”面临违约风险。2015 年 8 月 3 日，丹阳投资集团有限公司出具了担保函，对“12 飞达债”回购登记期内未行使回购权的投资者所持有的飞达债提供全额不可撤销连带担保责任。鉴于担保方的增信措施，飞达债未现投资者大面积“挤兑”。

（摘自经济参考报，2015 年 8 月 31 日）

国内首只专项企业债正式发行

2015年泸州市城市停车场建设项目项目收益债券(第一期)近日通过国家发改委核准,正式发行。该债券是国内首支专项企业债。发行主体为泸州市基础建设投资有限公司,主体信用等级为AA,债项AA,评级展望为稳定。本期债券发行规模为7亿元,募集总额为20亿元,分三期发行,每期发行规模分别为7亿元、7亿元及6亿元,债券期限十年。增信方式由泸州市兴泸投资集团有限公司提供差额补偿及全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。募集资金用于泸州市城市停车场项目的建设、运营及设备购置。

(摘自第一财经日报,2015年9月6日)

二重集团被裁定受理重整申请 大股东国机集团成“接盘侠”

2015年9月22日,中国第二重型机械集团公司和二重集团(德阳)重型装备股份有限公司同时发布公告,称二重集团和二重重装于2015年9月21日收到四川省德阳市中级人民法院裁定书,裁定受理申请人机械工业第一设计研究院对二重集团的重整申请并指定管理人,裁定受理德阳立达化工有限公司对二重重装的重整申请并指定管理人。同时,二重集团及二重重装称接到公司实际控制人中国机械工业集团有限公司通知,为保护投资者利益,国机集团或其受托机构拟受让“12二重集MTN1”及“08二重债”全部债券,两支债券均恢复交易。国机集团承接二重公开债务,推测可能是出于维护市场声誉的考虑,另一方面也有助

于后续法院主导框架下债务重整成功。

(摘自和讯债券,2015年9月22日)

*ST中富抵押贷款2亿元 偿还“12中富01”公司债

*ST中富于9月23日晚间发布公告称,公司已与鞍山银行股份有限公司签署《流动资金借款合同》,贷款额度为2亿元人民币,贷款用途为偿还公司“12中富01”公司债。公告显示,*ST中富本次贷款的抵押物为珠海中富实业股份有限公司及珠海保税区中富聚酯啤酒瓶有限公司的部分资产,资产评估值分别为2.25亿元及5500万元。

(摘自全景网,2015年9月23日)

*ST云网:处罚落地 小股东启动维权

今年3月下旬,*ST云网发布了第一份风险提示公告,公司债券的本息兑付存在巨大缺口,股票存在被实施退市风险警示的风险。此后的半年时间里,*ST云网一共发布了60份风险提示。期间公司股票实施了停牌,目的是想通过债务重组的方式解决公司债违约问题。停牌期间,债务重组问题尚未解决,证监会处罚却先一步下达。9月18日,*ST云网公告称,收到证监会《行政处罚事先告知书》,因公司涉嫌信息披露违法案已由证监会调查完毕,证监会依法拟对

公司及相关人员作出行政处罚。随着证监会对*ST云网处罚的落地,广大因虚假陈述受损投资者也抱团维护自己的合法权益。

(摘自大众证券报,2015年9月24日)

备案制下首个支持保障房建设资产证券化产品成功挂牌

近期,由华泰证券资产管理有限公司作为管理人、华泰联合证券作为财务顾问的“扬州保障房信托受益权资产支持专项计划”成功设立,并于9月23日在深交所举行挂牌仪式。

扬州保障房专项计划募集规模为10.5亿元,存续期为5年;优先级资产支持证券共分为3期,评级均为AA+,3年至5年期优先级资产支持证券发行利率为5.29%-6.50%。

扬州保障房专项计划创新性地将不规整的未来销售收入整合成标准的信托收益权作为证券化的基础资产。其顺利发行及挂牌,不仅可以缓解企业资金压力,降低财务成本,还能利用所融资金继续投入保障房建设工程,支持城市的健康发展和百姓的安居乐业。在当前经济新常态下,保障房类资产证券化业务符合国家“在棚改、民生等国民经济的重点领域实现金融创新”的政策导



向，具有显著的社会效应和示范效应。

（摘自上海证券报，2015年9月24日）

地方债进入下半场 发行利率差异化上浮

从5月份发行正式启动，截至9月18日，地方政府债共发行2.38万亿元，其中新增地方债4354亿元，完成全年计划额度的56%；置换债1.94万亿元，完成进度的61%。未来3个多月还有将近1.6万亿元地方债发行，月均供给量在4600亿元左右。

目前地方债发行利率开始差异化上浮，但真正的市场定价并没有体现出来，利率上浮程度与地方政府财政实力、债务压力、债务期限等并没有明显的相关关系。但可以肯定的是，地方政府债的市场化定价已经“走在路上”，未来地方债的资本占用成本、流动性溢价将逐渐在定价中完善。

（摘自金融时报，2015年9月25日）

华融发行 AMC 单次最大规模信贷资产支持证券

日前，由中国华融资产管理股份有限公司发起、华融国际信托有限责任公司为受托机构、华融证券股份有限公司担任主承销商的新锐2015年第一期信贷资产支持证券在全国银行间债券市场成功簿记发行。该项目在发行规模、资产评级、发行方式等方面均实现了重大突破。

据了解，此次信贷资产支持证券发行规模38.5925亿元，这是自信贷资产证券化业务重启以来我国金融资产管理公司作为发起机构成功发行的单次最大规模

信贷资产支持证券；资产评级优良，优先A档资产支持证券信用评级均为AAA级，优先B档资产支持证券信用评级均为AA+级；发行价格在同期同规模产品中处于较低水平，降低了融资成本。优先A档票面发行利率4.0%，优先B档票面发行利率4.7%，次级档证券发行价格133元/百元面值；采取次级证券溢价发行的方式，为我国金融资产管理公司信贷资产证券化产品创新提供了范例。

（摘自金融时报，2015年9月28日）

国际商业银行首发“熊猫债” 探路人民币融资

9月22日，中国央行批准上海汇丰银行和中银香港在中国银行间债市分别发行10亿元和100亿元人民币金融债券，这是国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行人民币债券。中银香港在9月29日于境内银行间债券市场发行了2015年第一期人民币金融债券，发行额为10亿元人民币，期限3年，票面利率为3.5%，发行人境内主体信用等级本币及外币均为AAA，评级展望稳定。

此次国际性商业银行获准在境内银行间债券市场发行人民币债券，进一步扩大了境内银行间债券市场发行主体范围，有利于促进境内债券市场扩大对外开放，推进人民币跨境使用，具有重要历史意义。

（摘自金融时报，2015年9月30日）

10 英利 MTN1 本金兑付违约 “英利系” 或陷发展泥淖

2015年10月13日，保定天威英利新能源有限公司发布10英利MTN1（本息10.57亿元）未按期足额兑付本息公告。公告称，由于连续亏损公司难以利用自身现金流覆盖本期中票本息，计划通过处置关联方闲置土地和厂房拆迁可取得的补偿资金偿还部分本息，但拆迁补偿工作进度缓于预期，截至目前，公司利用拆迁补偿资金偿还到期中票本息总计7亿元，其中，本金6.43亿元，利息0.57亿元，公司未按期足额兑付到期中票本金。天威英利表示，将通过加快资产变现工作进度、加强企业自身经营等多途径努力推动偿款尽快返还。

目前，英利（中国）和天威英利在银行间债券市场的存续债券分别为“12英利MTN2”和“11威利MTN1”，分别将于2017年05月03日和2016年05月12日到期，两期债券共计本息18.04亿元。“英利系”正常的生产运营对外部融资具有较大依赖，“10英利MTN1”的本金兑付违约或将致使“英利系”陷入发展泥淖。

（摘自一财网，2015年10月13日）



项目收益债券在探索中前行

文 / 联合资信评估有限公司 李丹 余雷



作者简介

余雷，英国萨塞克斯大学银行与金融专业硕士，现为公司研究部分析师，主要从事债券市场、信用评级研究工作。

为扩大直接融资规模，规范项目收益债券发行管理工作，发挥资本市场服务实体经济的作用，2015年8月5日，国家发改委制定并印发了《项目收益债券管理暂行办法》（下称《暂行办法》）。这是去年11月“14穗热电债”成功发行以及5月份《项目收益债券试点管理办法（试行）》出台之后，监管层对项目收益债的进一步规范。《暂行办法》重点鼓励基础设施和公用事业项目，在目前国家稳增长的大背景及城投企业融资条件收紧、城镇化建设不断推进情况下，项目收益债将成为支撑基建融资的新通道，并将在探索中前行。

一、项目应具有稳定的收入和现金流

《暂行办法》中规定，项目收益债券是指债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后运营收益的企业债券，因此《暂行办法》对项目收益债券的项目现金流提出了具体的要求，例如要求在项目运营期内的每个计息年度，项目收入

应该能够完全覆盖债券当年还本付息的规模。从国外项目收益债的发行情况看，项目在运营期现金流是否充足，能否满足项目运营和债务偿还等方面，债务覆盖率（当期可用于偿债的预期现金流/当期应付债务本息）是一个核心衡量指标。国际评级机构一般认为，投资级（BBB级以上）的项目收益债的债务覆盖率应当在1.2倍~1.4倍左右，AA级的债务覆盖率应当在1.75倍~3.0倍左右。如果按照债务覆盖率1.3倍的标准，以及《暂行办法》中要求的项目收益债的最低项目投资内部收益率为8%和6%来计算，项目收益债的发行成本大概分别在6.15%和4.62%的水平。2015年上半年5年期中票和7年期企业债的平均发行利率分别为6.02%和6.46%。因此，项目内部收益率要超过最低要求，偿还项目收益债所需的现金流在很大程度上才可以满足，偿还风险才是基本可控的。当然，这只是一种最简单的估算，如果能够进行更好的安排，就可以实现还本付息资金与项目收益更好匹配，保证债务覆盖率达到更好的水平。

二、项目本身与发债主体的责权利要明确

《暂行办法》规定项目实施主体应为境内注册的具有法人资格的企业或仅承担发债项目投资、建设、运营的特殊目的载体。同时，《暂行办法》对项目收益债项目的资金筹措、资本结构

（资本金要求）、资产管理（抵质押）、收益及其使用管理都提出了具体要求，基本确立了债券与项目收益的关系，在很大程度上保障了项目收益能够首先全部用来偿债。但是，与国内项目收益债相比，国外发债主体一般不从事除该项目外的其他业务，一般为专门从事特定项目业务的特殊目的载体；特殊目的载体通常会聘请第三方运营商来负责项目的运营工作，项目的运营合同也会对项目应达到的绩效标准有明确的、合理的规定，在运营绩效不达标时也可对运营商进行替换。从“14 穗热电债”的发行经验看，我国项目收益债的发债主体可能多为具有法人资格的企业。目前我国法律层面并没有对项目实施主体（法人或特殊目的载体）与项目收益债的项目本身之间的债权债务关系做明确的划分，这就有可能导致项目收益债与普通企业债券的主要区别不明显，债券偿还的资金来源有可能模糊或存在争议，需要在有关投资人保护条款中进一步细化。同时也要看到，国外项目收益债的投资人一般不向发债主体的股东追索债券的偿还责任。

三、项目收益债风险判断要客观

由于发行项目收益债的项目公司（特殊目的载体）通常为新成立的公司，基础资产规模较小，债券发行期限较长，收益来源也单一，主要依靠项目自身经营性现金流，对项目的偿债保障比率也较低，因此穆迪和惠誉等国际评级机构给予项目收益债的级别主要分布在 A 级~BB 级之间，以 BBB 级和 A 级最多（合计占比均超过 70%），一般最高不超过 AA 级。与其企业评级信用等级分布相比，国际评级机构给予项目收益债的信用等级略低。当然，这些项目收益债的信用等级主要是根据依靠自身收入按时偿还债务本息的能力确定的，即主

要是对项目收益债未采取其他担保增信方式下做出的债项评级。因此，项目收益债本身风险相对较大，需要客观进行评价。

鉴于上述项目收益债的高风险、信用等级较低的情况，《暂行办法》规定了我国项目收益债可以采取如差额补偿机制、担保等更多的增信方式来提高债券的信用等级。从国际上看，项目收益债的增信措施主要有项目公司母公司提供支持、设立额外偿债准备金账户、购买债券保险等。但此类增信措施主要根据项目自身收益和现金流的情况，为进一步提升信用及降低融资成本而采取，没有强制要求，机场、高速公路等收益相对较好且稳定的项目一般不采取增信措施。另外，通过增信措施提高债项级别，会使得投资人甚至评级机构因此更加看重增信方的信用，而忽视项目本身的风险，使得真正的项目收益债难以发展，项目融资这种新的融资模式不易推广。因此，从长期来看，项目收益债要得到长足发展，需要监管部门、投资者都能够接受、容忍信用等级相对较低的债券，需要接受比较纯粹的无担保的项目收益债。

四、努力推广项目融资模式

从国外项目收益债的发行情况看，项目收益债主要应用于收费公路、机场、电力、供气、供水、污水处理等项目。目前政府正在大力鼓励通过

PPP 模式来进行基础设施和公用事业建设，而项目收益债正是 PPP 模式下项目融资的最佳渠道，这既可以减轻政府的举债压力，而且政府又能够仅承担特许经营权、财政补贴等有限责任，同时也使得社会资本积极参与到提供公共产品和服务中并获取合

理回报。因此，项目收益债作为一种在公共建设领域新型的债务融资工具应该发挥更大的作用。■



保监会推进资产支持计划业务常规化发展 资产证券化业务“三足鼎立”格局值得期待

○文 / 联合资信评估有限公司 赖金昌

一、资产证券化业务将呈现“三足鼎立”格局

日前，保监会发布《资产支持计划业务管理暂行办法》（以下简称《办法》），《办法》是保监会落实国务院2014年发布“新国十条”精神的重大举措。该办法以保监会资产支持计划试点经验为基础，吸收了我国相关的证券化发展经验，将有力地推动保险业开展资产支持计划业务，为向实体经济提供资金支持提供重要渠道和工具。据统计，保监会资产支持计划试点的业务有几个特点：一是单笔平均规模约为37亿元，单笔规模较大；二是投资平均期限5.5年左右，投资期限较长；三是收益率处于5.8%-8.3%，收益率处于中等水平。以上特点与保险资金较长的期限特征和比较稳健的风险偏好相吻合，这也是保监会下资产支持计划未来的重点方向，期限较长且安全性较高的资产将成为资产支持计划的主要来源，如高速公路、轨道等基础设施项目、部分不动产项目等。

《办法》从基础资产、交易结构、参与机构、发行、登记和转让以及信息披露等方面对保监会主导下的资产证券化业务操作规则作了比较详细和明确的规定，为该业务未来的常规化发展奠定了法规基础。从我国目前证券化业务的发展现状来看，人民银行和银监会主导的银行间信贷资产证券化业务在发行规模上占据了绝对的优势，而

证监会主导的交易所企业资产证券化业务在发行笔数、结构设计灵活性以及品种创新上建立了一定的优势，保监会推进资产支持计划业务的常规化发展，有望推进保监会主导下资产证券化业务规模的较快提升。

二、基础资产宽泛

《办法》中对基础资产的规定比较宽泛，包括能够直接产生独立、可持续现金流的财产、财产权利或者财产与财产权利构成的资产组合，可以理解为不仅包括存量的债权类资产，还包括能够在未来产生现金流的权利。而2014年保监会下发的《项目资产支持计划试点业务监管口径》中规定的基础资产种类仅限于信贷资产、金融租赁应收款和以及收益分配固定且获得信用增信的股权资产。因此，《办法》对基础资产的规定要比试点阶段范围更广，也比人民银行和银监会主导下的信贷资产证券化业务范围更宽泛，基本类似于证监会主导下的资产证券化业务的基础资产范围。与证监会监管手段类似，保监会将对基础资产的范围实施动态负面清单管理。

《办法》明确规定基础资产需能够直接产生独立、可持续现金流，且支持计划存续期间，基础资产预期产生的现金流需能够覆盖支持计划预期投资收益和投资本金，其中基础资产现金流不包括回购等增信方式产生的现金流。依托于基础

资产现金流的规定将资产支持计划与债权投资计划做了比较明确的区分，这也是运用资产证券化原理的基本条件。

《办法》规定基础资产将依据穿透原则确定。笔者对“穿透原则”的理解有两点：一方面是在对基础资产的合规性要求判断和风险判断上，需要以基础资产的真实风险主体为依据，进行穿透分析；另一方面也可能为基础资产的形式留了口子，如信托、理财、资管计划等投资品种有可能纳入证券化基础资产中。

三、受托人是资产支持计划业务的核心机构

《办法》对资产支持计划的参与机构作了要求和资格认定，参与机构包括受托人、原始权益人、资产服务机构、托管人、信用评级机构、律师等。

受托人是资产支持计划业务的核心机构，由于资产支持计划中未设有承销商的角色，因此，受托人需担负承销商和受托机构双重职责。《办法》不仅对受托人资格进行认定，同时对受托人的职责范围、担负的义务提出明确的要求，要求受托人对资产支持计划的风险管理承担比较大的责任。受托人是指保险资产管理公司等专业管理机构，受托人在业务经验、制度建设、人员配置以及风险管理等方面的能力需得到保监会的认可，方能获得开展资产支持计划的业务资格。《办法》要求受托人每年对原始权益人、基础资产以及增信安排进行跟踪信用风险评估，并要求受托人建立支持计划业务风险责任人机制，勤勉尽责地处置风险，保护受益凭证持有人利益。

《办法》要求托管人应当具有保险资金托管资格，托管人与受托人不得具有关联关系。

《办法》要求资产支持计划需由符合监管要求的信用评级机构对受益凭证进行初始评级和跟踪评级。目前，获得保监会认可的信用评级机构包括联合资信评估有限公司、联合信用评级有限公司等8家。

《办法》规定保险资产管理公司将作为受托人，在资产支持计划中承担极其重要的角色，这

对保险资产管理公司的业务能力、人才储备以及风险管理等提出了很高的要求，保险资产管理公司可以借鉴信贷资产证券化以及企业资产证券化比较成熟的业务经验、交易结构和风险管理理念，推进资产支持计划业务的发展。

四、发行、登记和转让

在发行阶段，《办法》规定实行初次申报核准，同类产品事后报告，且受益凭证发行可以采取一次足额发行，也可以在1年内分期发行。这与信贷资产证券化执行的“备案制”+“注册制”和企业资产证券化执行“备案制”基本一致，发行审批流程比较简便，发行方式比较灵活。针对结构复杂的资产支持计划交易，保监会可以建立外部专家评估机制，向投资者提示投资风险。

《办法》规定受益凭证将在保险资产登记交易平台发行、登记和转让，且限于向保险机构以及其他具有风险识别和承受能力的合格投资者发行，并在合格投资者范围内转让。这表明保监会将在银行间市场和交易所市场之外，建立资产支持计划发行和转让平台。由此看出，资产支持计划很大可能以私募方式为主。

五、信息披露

信息披露是推进资产证券化业务市场化发展的重要基础。《办法》规定受托人作为信息披露责任主体，督促相关参与机构以适当的方式及时披露信息。受托人应当向受益凭证持有人分别披露支持计划年度和半年受托管理报告，信用评级机构应当于每年6月30日前向受益凭证持有人披露受益凭证上年度定期跟踪评级报告。由此看出，信息披露对象以受益凭证持有人为主，该信息披露方式印证了私募方式发行的可能性。

总体来看，《办法》的推出标志着保监会主导下的资产证券化业务迈入常规化发展阶段，满足保险资金需求的特色化证券化产品将拥有较大的空间，我国资产证券化业务“三足鼎立”格局值得期待。■

2015 年第三季度债券市场发展及未来走势预测

○ 文 / 联合资信评估有限公司 林青 王柠 刘艳

一、债券市场环境

（一）加强银行间债券市场开放程度，推动中国债市国际化发展

7月15日，央行下发《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，取消了原来的额度限制，相关境外机构投资者可自主决定投资规模，只需备案管理，同时交易品种由只能投资于现券和回购拓展到了借贷、远期以及利率互换等。中国银行间市场对境外机构的开放程度进一步提高，推进债券市场国际化和多元化发展。9月22日，中国央行批准上海汇丰银行和中银香港在中国银行间债市分别发行10亿元和100亿元人民币金融债券，这是国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行人民币债券。此次国际性商业银行获准在境内银行间债券市场发行人民币债券，进一步扩大了境内银行间债券市场发行主体范围，有利于促进境内债券市场扩大对外开放，中国债券市场国际化发展的步伐进一步加快。

（二）加强地方政府债务管理，防范和化解地方债务风险，地方债定价趋向市场化

8月29日，全国人大常委会关于批准《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限

额的议案》的决议获得表决通过，地方政府债务限额锁定在16万亿元，该《议案》的通过意味着我国启动了对地方政府债务的限额管理，有助于防范地方政府债务风险。同时，8月27日，财政部在已经下达2万亿元地方政府置换存量债务的基础上，再度下达1.2万亿元置换债务额度，以帮助地方缓解偿债压力。此外，7月14日，财政部和人民银行联合发布通知，从质押品范围、质押计价和比例、风险控制等方面明确了地方政府债券作为国库现金管理商业银行定期存款质押品的操作规范，有利于增加地方政府债券的流动性，促进地方政府债券的发行。在政策的推动下，截至9月底，今年地方债已发行约1.58万亿，其中8月以来，地方债公开发行利率开始出现分化，不同发行人出现不同程度的上浮，上浮空间在1%至10%之间，地方债定价正趋向市场化。

（三）推动债券市场需求端和发行端扩容，促进债券市场发展

8月23日，国务院印发《基本养老保险基金投资管理办法》，明确养老基金可投资于国债，政策性、开发性银行债券，信用等级在投资级以上的金融债、企业（公司）债、地方政府债券、可转换债（含分离交易可转换债）、短期融资券、中期票据、资产支持证券等。养老金的入市对债券市场需求端扩容起到积极作用，为债券市场发展提供稳定资金。

7月，证监会表示，在前期20家证券公司

开展发行短期公司债券试点¹取得良好效果基础上，将试点扩大到所有证券公司，允许其通过沪深交易所、机构间私募产品报价与服务系统等交易场所发行与转让证券公司短期公司债券，证券公司短期债券的发行主体得到进一步拓展。9月8日，国务院发布了《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，意见中规定，允许符合条件的金融租赁公司上市和发行优先股、次级债，丰富金融租赁公司资本补充渠道；允许符合条件的金融租赁公司通过发行债券和资产证券化等方式多渠道筹措资金。在该项政策的推动下，债券发行主体进一步丰富。上述两项政策的发布推动了债券市场发行主体的扩容，有助于促进债券市场发展，债券发行规模有望继续增长。

（四）规范项目收益债发行管理工作，放宽企业债发债门槛，推动企业债规模增长

8月5日，发改委印发《项目收益债券管理暂行办法》，该办法就项目收益债的立法目的、基本概念、资金用途、发行与上市条件、项目与收益规定等多方面作出了说明。该办法将项目收益债发行主体进一步放宽至项目实施主体或其实际控制人，对非公开发行主体存续期、盈利、净资产不做要求，并将公开发行项目收益债交易场所扩大至交易所。此外，该办法还进一步明确了鼓励类项目，将基础设施和公用事业特许经营项目，以及其他有利于结构调整和改善民生的项目、提供公共产品和服务的项目作为项目收益债的重点鼓励项目类型。该办法的发布有助于规范项目收益债券发行管理工作，推动项目收益债券规模增长，发挥资本市场服务实体经济的作用。10月，发改委下发《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，放松企业债发行要求，包括缩短发债审核周期，精简申报材料，债项级别为AA及以上发债主体（含县域企业）不受发债企业数量指标限制，以及高评级企业豁免复审

等六个方面。受益于该项政策，企业债的发行效率将大幅提高，企业债发行量有望迎来新一轮增长。

（五）推进保监会主导下的资产证券化业务常规化发展，加快市场发展

8月25日，保监会印发《资产支持计划业务管理暂行办法》，该办法从基础资产、交易结构、参与机构、发行、登记和转让以及信息披露等方面对保监会主导下的资产证券化业务操作规则加以规定，推进该项业务的常规化发展。该办法的出台不仅有助于扩大保险资产管理产品创新空间，满足保险资金配置需求，促进保险资金直接对接存量资产，进一步支持实体经济发展，也有利于进一步推动资产证券化业务创新，丰富产品形式，加快市场发展，保监会主导下资产证券化业务规模有望获得较快提升。

（六）丰富发行场所，提升流动性，促进非公开发行公司债券发展

1月15日，证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》中规定，除交易所外，非公开发行公司债券还可在中证报价系统发行。为对接该规定，8月7日，中证报价系统发布《报价系统非公开发行公司债券业务指引》和《报价系统非公开发行公司债券质押式协议回购交易业务指引》。自指引实施之日起，中证报价系统依据相关规定接受非公开发行公司债券业务申请，并确认是否符合挂牌条件；不再对证券公司短期公司债券、并购重组私募债券进行发行前备案。该指引的出台标志着非公开发行公司债券将正式能够在报价系统发行转让，迈出了引入多层次的公司债券交易场所和交易安排的实质性的一步。此外，根据指引内容，报价系统将为非公开发行公司债券提供质押式回购交易业务，使投资者可通过质押式回购提升杠杆比例、管理交易头寸，为非公开发行公司债券提供流动性保障，促进其发展。

¹ 2014年10月，证监会下发《关于证券公司试点发行短期公司债券有关事宜的通知》，允许20家具有良好风险控制能力和合规经营意识、资本实力较强、有偿债保障能力的证券公司发行证券公司短期债。

（七）违约风险向央企蔓延，信用风险暴露加速

继 4 月 21 日中国首例国企债券违约事件发生，9 月 15 日，具有央企背景的二重集团和其子公司二重重装发布公告称，由于公司收到债权人的重整申请，其公司债“08 二重债”和“12 二重集 MTN1”可能无法按期支付本息。随后，二重集团和二重重装被法院裁定受理重整申请，大股东国机集团受让其全部债券。此次事件表明违约风险已逐步蔓延至中央企业。此外，“12 飞达债”、“10 英利 MTN1”、“10 中钢债”和“12 雨润 MTN1”等债券也相继暴露出信用风险。在中国经济下行压力加大的背景下，部分企业财务状况逐渐恶化，个体企业信用风险暴露将进一步加速，未来债券市场违约将步入常态化。

二、债券产品发行情况

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 67369.69 亿元，较上季度增长超 15%，较上年同期增长约 100%，其中，政府债（包括国债和地方政府债）、资产支持证券、公司债和同业存单的发行量环比和同比均有较大幅度增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 63.27 万亿元。

2015 年前三季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 156940.52 亿元，同比增幅在 30% 以上。

本季度，需要信用评级的债券²的发行期数和发行规模分别为 1147 期³和 24878.84 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 26.46% 和 32.65%，同比分别增长 43.38% 和 72.45%，主要是受到地方政府债（公募）、公司债（公募）、资产支持证券（公募）的发行量增长较大影响。在需要信用评级的债券中，短融⁴、地方政府债（公募）和中期票据的发行期数在需要信用评级的

债券总发行期数的占比较大，分别为 29.56%、22.84% 和 22.23%。需要信用评级的债券的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例分别为 28.24% 和 36.93%，与上季度相比，发行期数占比大致不变，发行规模占比上升 3.99 个百分点，与上年同期相比，发行期数和发行规模占比分别下降 15.24 和 5.89 个百分点。

本季度，未明确要求信用评级的债券⁵的发行期数和发行规模分别为 2914 期⁶和 42490.85 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 30.38% 和 11.28%，同比分别增长 180.19% 和 120.55%，主要是由于同业存单、超短融、地方政府债（私募）和公司债（私募）、资产支持证券（私募）的发行量增幅较大。在未明确要求信用评级的债券中，同业存单的发行期数占未明确要求信用评级的债券总发行期数的比例最大，为 55.24%。虽然同业存单未明确要求进行债项评级，但要具备发行人主体信用级别，本季度共有 161 家银行发行同业存单，发行家数环比和同比分别增长 96.34% 和 155.56%，增幅较大。

具体来看，本季度，国债的发行期数和发行规模分别为 25 期和 6296.86 亿元，与上季度相比基本持平，与上年同期相比分别增长 19.05% 和 29.16%。

继 2015 年上半年财政部下达了 5000 亿一般政府债券、1000 亿专项债券和 2 万亿元地方政府置换存量债务，8 月底财政部再次增加 1.2 万亿地方政府置换存量债务。在此推动下，本季度地方政府债券发行延续了上季度以来的高速发展，发行期数和发行规模分别达到 501 期和 15846.27 亿元，环比增幅分别超过 200% 和 80%，同比增幅更加明显。

本季度，央票仍然处于停发状态。

自 2014 年 9 月发改委提高企业债券发行门槛后，企业债的发行量出现明显下降。本季度，企业债的发行量继续萎缩，发行期数和发行规模环比降幅超过 40%，同比降幅超过 60%。

² 需要信用评级的债券是指除国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、中央汇金所发政府支持机构债券和同业存单外，公开发行的债券。

³ 资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

⁴ 如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超级短期融资券。下文同。

⁵ 未明确要求信用评级的债券包括国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、同业存单和其他非公开发行的债券。

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

本季度中期票据的发行量较为平稳，发行期数和发行规模较上季度增幅均在 5% 以内，但较上年同期分别增长 34.92% 和 42.94%，中期票据发行量同比大幅增长主要是受到本年度多次降息拉低企业融资成本所致。

本季度，金融债券发行期数和发行规模环比降幅均在 15% 以上，但同比增幅均在 10% 以上。金融债券的发行仍以政策性银行债为主，政策性银行债发行期数和发行规模环比降幅在 30% 左右，降幅较大，同比略有减小；商业银行债发行期数和发行规模环比略有增长，同比表现不一，分别增长 46.15% 和减少 39.18%；非银行金融机构债券的发行量环比和同比增幅超过 100%，增幅很大，主要是由于资产管理公司金融债券和保险公司资本补充债券发行数量增多所致，其中保险公司资本补充债券是自 2015 年 1 月中国人民银行与保监会联合下发《保险公司发行资本补充债券有关事宜》公告后本季度才开始发行。



本季度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模环比分别增长 10.85% 和 1.62%，同比增幅超 60%，其中超短融发行期数和发行规模同比增幅超过 100%，增幅较大，主要是超短融对短融发行的替代作用⁷和多次降息导致融资成本较低所致。受到股市波动较大和证券公司流动性充足背景下，证券公司融资需求下降，证券公司短融的发行期数和发行规模环比和同比均出现大幅下降。

1 月 15 日，证监会出台了《公司债发行与交易管理办法》，一方面扩大了公司债发行主体范围，降低发行条件，另一方面缩短了审核时间，再加上本年度债券融资成本较低，今年以来公司债发行呈“井喷式”态势，尤其是房地产企业，

其公司债发行量出现大幅增长。本季度公司债的发行继续保持快速增长，一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模环比和同比增幅均在 350% 以上，增幅显著；私募公司债发行期数和发行规模环比增幅在 100% 以上，同比分别增长 14.81% 和 537.89%。

在证券公司融资需求下降的背景下，本季度证券公司债券发行量有明显下降，环比降幅超过 85%，同比降幅超过 35%。

受到二季度信贷资产支持证券注册制的实施以及国务院新增 5000 亿元信贷资产证券化试点规模影响，本季度银行间债券市场资产支持证券发行量大幅增长，发行单数、发行期数和发行规模环比增幅均在 100% 以上，同比增幅均在 50% 以上，并全部采用公开发行的方式。

本季度，在交易所发行的资产支持证券的发行支数和发行规模呈现稳定增长，环比增幅在 15% 以上，同比增幅在 300% 以上，全部采取非公开发行的方式。

三、债券产品发行利率

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性。自 2015 年 8 月 26 日起，央行下调金融机构人民币贷款和存款基准利率 0.25 个百分点，并自 2015 年 9 月 6 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。在公开市场操作方面，央行还频繁开展了逆回购、短期流动性调节工具（SLO）操作、中期借贷便利（MLF）操作和抵押补充贷款（PSL）向市场投放流动性。多措并举之下，市场资金流动性保持宽松状态。

具体来看，一年期贷款基准利率继 2014 年

⁷ 有 30 余家去年三季度只发行短融的企业本季度只发行超短融。

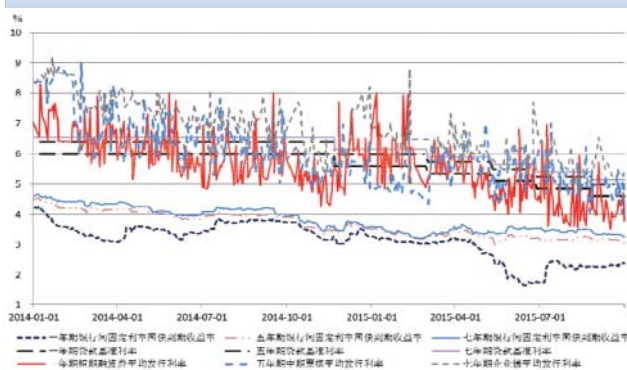
11 月下调⁸后，于本年度 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日和 8 月 26 日分别下调 0.25 个百分点，至 4.60%。一年期银行间固定利率国债到期收益率自 2014 年 1 月达到峰值后有所回落，之后走势趋于平坦，上季度出现明显下降，但在本季度初有所回升，之后保持平稳走势。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍较为接近。一年期短融的平均发行利率于 2014 年二季度起逐步降至一年期贷款基准利率以下，年末受流动性趋紧的影响略有回升，但仍低于一年期贷款基准利率，2015 年上半年呈现波动下降的趋势，6 月份出现回升后继续震荡下行，本季度降至 4.39%，较上季度（5.00%）和上年同期（5.72%）的平均水平有所下降，并且仍然低于一年期贷款基准利率的平均水平。

与一年期贷款利率相同，五年期和七年期贷款基准利率也经过多次下调，分别至 5.00% 和 5.15%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率均值均延续了 2014 年的下降趋势，本季度末分别降至 3.05% 和 3.42% 的较低水平。五年期中期票据平均发行利率与相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的走势基本一致，但波动相对较大。五年期中期票据的平均发行利率继 2014 年持续下降后，于上季度略有回升，本季度继续呈现下降趋势，降至 5.10%，较上季度（5.53%）和上年同期（6.22%）的平均利率水平有所下降，并且仍然低于相应期间的五年期贷款基准利率。本季度七年期企业债的平均发行利率为 5.59%，较上季度（6.18%）和上年同期（6.99%）的平均利率水平大幅下降，但仍略高于相应期间的七年期贷款基准利率。

四、未来走势预测

从宏观经济层面来看，本季度我国继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，加强宏观审慎管理。在经济下行压力持续存在的情况下，本

图 1 债券市场利率走势情况图



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

季度财政部加大降税降费力度、积极盘活存量资金、缓释地方政府融资压力，并推出第二批 206 个政府和社会资本合作（PPP）示范项目，加快推广 PPP 模式；发改委召开会议，部署多项举措促投资稳增长，9 月以来加速密集批复 25 个基建项目，发挥投资在稳增长中的关键作用。在国际金融市场震荡、总体需求疲软的背景下，本季度我国消费需求较为平稳、固定资产投资增速继续下滑、进出口低迷，GDP 回落至 6.9%，但随着第三批债务置换、加快固定资产折旧和降税消费等前期各项政策措施的推进，以及四季度稳增长、促改革、调结构政策的出台，且宽松政策再度加码，预计四季度经济增速有望企稳回升。9 月，制造业采购经理指数（PMI）为 49.8%，未来上述稳增长项目和房地产市场回暖将带动制造业相关需求改善，积极的财政政策和稳健偏松的货币政策将有助于企业生产走向复苏，四季度 PMI 有望回归荣枯线；全国居民消费价格总水平（CPI）继上月达到 2% 后重回到“1 时代”，涨幅降至 1.6%，未来有小幅上行的可能，但全年平均涨幅将低于 2%；工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 5.9%，显示出国内产能过剩和内需不振，但 PPI 持续下行空间不大，预计四季度跌幅将保持大致相当的水平。

从市场资金面来看，本季度以来，央行采用降息、降准、逆回购、短期流动性调节工具（SLO）操作、中期借贷便利（MLF）操作和抵押补充贷

⁸ 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.40 个百分点至 5.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整。

款(PSL)等多种措施,维持货币市场的流动性;在汇率方面,央行完善汇率中间价报价机制促进汇率市场化,并对商业银行代客远期售汇收取风险保证金以加强资本流动的管控,缓解了汇率市场化后人民币贬值预期趋势的形成,有利于稳定人民币汇率。目前内需乏力、通缩压力加大、出口负增长等不利因素使央行10月24日再次降息降准,同时商业银行存贷比取消、10月10日起信贷资产质押再贷款在9省市推广以及美联储延迟加息的预期,都将使我国四季度货币市场继续保持宽松状态。

从债券市场来看:第一,地方政府债方面,本季度国家再度下达1.2万亿元置换债务额度,并将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围,增加了地方债券的市场流动性,有利于今后地方债券的发行。

第二,企业债方面,企业债券的发行审核要求放松、审批程序简化,或将在一定程度上对企业债券的发行起到提升作用;同时,国家鼓励融资平台发债用于重点投资领域和重点项目建设,发改委进一步降低地方融资平台的发债要求,同时城投债风险持续降温,风险溢价的下降推动城投债发行利率下降,城投债发行总量有望继续扩大。

第三,公司债方面,在公司债扩容新政的推动下公司债发行效率不断提升,发行量大幅增加,本季度非公开公司债获准在报价系统发行转让,公司债交易迈入多层次发展阶段,公司债券的发行有望保持快速增长的态势。

第四,资产证券化产品方面,在资产支持证券快速发展的背景下,保监会明确资产支持计划业务管理办法,支持资产证券化业务创新,有利于丰富资产证券化产品形式,在今年多项政策的推动下,预计资产证券化产品发行将保持较快增长。

第五,证券公司债务融资工具方面,受A股市场动荡影响,券商融资需求下降,本季度证券公司短融和证券公司短期公司债发行均明显下降,券商两融业务创年内新低,但进入10月以来,A股市场连续上涨,券商融资余额也有所回升,预计四季度券商短期融资券的发行或将有所回暖,但证券公司短期债券发行主体的扩容可能对证券公司短融的发行形成一定抑制。

第六,项目收益债券方面,本季度项目收益债券发行管理办法正式发布,国家发布近2万亿PPP推介项目,项目收益类债券作为PPP模式下项目融资的最佳渠道有望迎来发行增长;国务院明确养老金可投资债券市场,对于银行业探索金融租赁、资产证券化等融资模式创新的鼓励,债券市场发行端和需求端扩容,或也将促进债券市场发行的增长。

第七,债券市场国际化发展方面,取消企业发行外债的额度审批、实行备案登记制管理,以及外资评级机构可对地方政府债券评级、境外机构投资者进入银行间市场额度限制取消、境外商

业银行发行人民币债券放开都意味着我国债券市场开放的力度进一步加大,债券市场的国际化将为未来的市场需求提供支撑。

第八,违约事件方面,继首例国企发行的债券天威违约后,二重集团发生首例央企债券违约、天威英利发生违

约,南京雨润、中钢集团面临违约,虽然市场对债券违约已有预期,整体上债券市场未受明显冲击,但随着经济下行压力,后续违约事件持续增多的可能性较大,更高的风险溢价要求或将进一步加大低等级债券的信用利差,低等级债券的发行阻力或更大。

整体来看,四季度积极财政政策力度仍将加码,货币政策维持宽松,资金面将保持较为宽松的状态,债券市场需求回稳,总体上将呈现发行稳步增长的态势。■



超短融放量增长 替代短融或成趋势

文 / 联合资信评估有限公司 刘 艳

一、我国超短融发展的简要历程

2010年12月21日，我国银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）发布《银行间债券市场非金融企业超短期融资券业务规程（试行）》，正式推出超短期融资券业务品种。根据交易商协会的界定，超短期融资券（Super & Short-term Commercial Paper，简称“超短融”）是指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的期限在270天以内的短期融资券。在试点阶段，超短融发行主体受到严格限定，只有重点AAA级央企¹才有资格发行。

2012年6月交易商协会将超短融发行主体扩充至一般中央AAA级企业及其一级AAA级核心子公司。

2013年10月，超短期融资券向地方企业放开，要求新增发行人进行双评级，按照不同收费模式进行评级的主体评级均为AA+（含）以上；同时满足近一年经交易商协会注册公开发行过债务融资工具²，且近三年累计公开发行债券（包括债务融资工具、公司债、企业债）3次（含）、累计发行规模50亿元（含）以上等。

2014年5月，交易商协会进一步放宽发行人准入门槛，规定在满足原发行条件的前提下，

信用评级采用不同付费方式双评级，其中一个评级达到AA级即可发行超短期融资券。

超短融的三次扩容促进了其发行量的大幅增长，为众多央企、地方企业注入了大量流动性资金，在促进金融服务实体经济方面发挥了重要作用。

二、超短融的基本特征

作为银行间市场的创新金融产品，超短融与短融都属于短期债务融资工具。但与短融相比，超短融具有发行准入高、无净资产约束、周期更短、发行效率高等特征（见表1）。随着发行超短期融资券的准入条件不断降低，超短融受到越来越多发行人的青睐。

三、超短融发行现状

（一）发行量大幅增加

随着发行主体的不断扩容，超短融发行量逐年大增，尤其是2014年，超短融发行家数首次突破三位数，全年发行期数和发行规模也近乎成倍增长，发行规模更是首次突破万亿元大关，超过了一般短融的发行规模。2015年上半年，超

¹ 超短期融资券最先试点的范围仅包括九家大型国有企业及中国铁道部，九家大型企业为中国国家电网公司、中国南方电网有限责任公司、中国石油天然气集团公司、中国石油化工股份有限公司、中国海洋石油总公司、神华集团有限责任公司、中国电信集团公司、中国联通集团及中国移动有限公司。

² 债务融资工具是指非金融企业通过交易商协会注册发行的信用债，包括短融、超短融、中票、定向工具、中小企业集合票据、区域集优票据和资产支持票据等诸多品种。

表 1 超短融和短融的区别

项目	超短融	短融
发行准入	采用不同付费方式双评级，其中一个评级达到 AA 级；同时满足近一年经交易商协会注册公开发行过债务融资工具，近三年累计公开发行债务融资工具 3 次（含）、累计发行规模 50 亿元（含）以上。	为中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业。
发行约束	-	短期融资券待偿还余额不得超过企业净资产的 40%。
发行期限	不超过 270 天	不超过 1 年
评级要求	债项无需评级；需要具有有效的主体评级（即主体评级在有效期内就无需进行主体评级）。	主体和债项都要评级。
发行效率	采取注册制，注册期一般在两周内；额度 2 年内有效；发行后 2 个工作日内向交易商协会备案公告；发行前 1 个工作日挂网公布发行文件。	采取注册制，注册期一般需 2~3 个月；额度 2 年内有效；发行前 5 个工作日公布发行文件（备案 3 个工作日）。
资金用途	符合国家法律法规及政策要求的流动资金需要，不得用于长期投资。	符合国家相关法律法规及政策要求的企业生产经营活动。

表 2 超短融发行情况表

项目	短融			超短融		
	发行家数 (家)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行家数 (家)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)
2010 年	334	438	5917.35	1	2	150.00
2011 年	453	608	7478.30	6	20	1440.00
2012 年	614	808	8159.47	48	125	5822.00
2013 年	663	860	8324.80	66	216	7535.00
2014 年	782	1072	10521.53	141	443	10996.00
2015 年上半年	454	515	4506.30	281	612	10428.90
同比增长 (%)	-7.72	-10.43	-23.38	260.26	245.76	102.48
环比增长 (%)	3.18	3.62	-2.89	119.53	130.08	78.41

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

短融市场进一步发展，发行家数和发行期数已经超过 2014 年全年水平，发行规模也基本达到 2014 年全年的水平；超短融发行规模在短融（包括一般短融和超短融）发行总规模中的占比接近 70%，超短融已经成为企业债券融资工具中的第一大券种。

（二）AA+ 级和 AA 级新增超短融发行主体家数居多

2015 年上半年，共有 155 家企业首次发行超短融 277 期，合计发行规模为 3178.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较 2014 年下半

年和上年同期增幅均在 1 倍以上，其在发行超短融企业总家数、总期数和发行总额的占比分别为 55.16%、45.26% 和 30.48%，占比环比和同比均有所增长。新增企业以国有企业为主，占比为 76.13%，该占比环比和同比均有所下降。2015 年上半年，新增超短融发行主体信用等级分布在 AAA 级、AA+ 级和 AA 级的占比分别为 23.87%、40.65% 和 35.48%，AA+ 级和 AA 级新增超短融发行主体家数居多。

近年来，很多以往仅发行短融的企业也逐渐发行超短融。2015 年上半年，仅发行超短融的主体家数为 195 个，较 2014 年全年的 65 个增长 2 倍；与此同时，仅发行短融的主体家数为 368 家，

表 3 新增发行主体的超短融发行情况

项目	2014 年上半年	2014 年下半年	2015 年上半年	环比增长 (%)	同比增长 (%)
发行家数 (家)	26	63	155	146.03	496.15
发行期数 (期)	43	115	277	141.87	544.19
发行规模 (亿元)	927.00	1633.50	3178.90	94.61	242.92
发行家数占比 (%)	33.33	49.22	55.16	-	-
发行期数占比 (%)	24.29	43.23	45.26	-	-
发行规模占比 (%)	18.00	27.94	30.48	-	-

数据来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 4 超短融和短融发行主体家数情况表 (单位: 家)

发行主体家数	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年上半年
仅发行短融的主体家数	333	450	588	643	706	368
仅发行超短融的主体家数	0	3	21	46	65	195
同时发行短融和超短融的主体家数	1	3	26	20	76	86
发行短融或超短融的主体家数	334	456	635	709	847	649

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

仅为 2014 年全年的一半有余, 并且有 69 家 (主要分布于交通基础设施、建材和食品等行业) 于上年同期只发行短融的企业本期转向只发行超短融 (其中 AA+ 级和 AA 级企业占比分别为 40.58% 和 33.33%), 超短融对于短融的替代作用逐渐显现。

(三) 发行期限以 9 个月为主

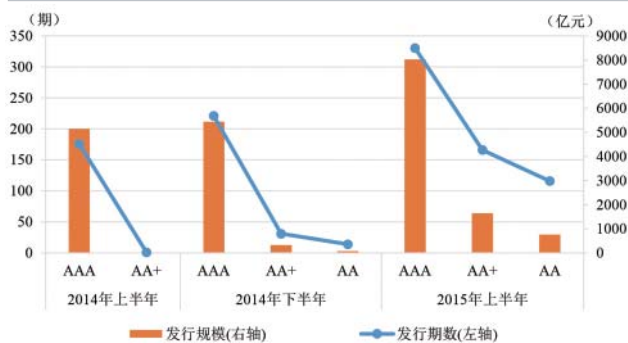
2015 年上半年, 超短融的发行期限为 14 天至 270 天不等, 仍以 9 个月 (270 天) 为主, 占本季度超短融发行总期数的 51.31%。

(四) AA+ 级和 AA 级主体的超短融发行量增长显著

自 2014 年下半年以来, 超短融发行主体的信用等级扩展到 AAA 级~AA 级。2015 年上半年, 超短融的期数和规模分布仍主要集中在 AAA 级主体, AA+ 级和 AA 级主体所发超短融期数和规模增长显著。

具体来看, 2015 年上半年, AAA 级主体所发超短融的期数和规模分别为 330 期和 8021.00

图 1 超短融发行主体信用等级分布



资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

亿元, 环比和同比增幅均在 40% 以上; AA+ 级主体所发超短融的期数和规模分别为 166 期和 1648.00 亿元, 环比增幅均达 4 倍以上, 较上年同期 (发行期数 1 期、发行规模 5.00 亿元) 更是大幅增加; AA 级主体所发超短融的期数和规模分别为 116 期和 759.90 亿元, 环比增幅均在 7 倍以上。

(五) 同期限 AAA 级的超短融与短融发行成本相差不大

2015 年上半年, 银行间市场资金面保持宽

松状态。自 2014 年 11 月降息以来，2015 年上半年，央行进行了三次降息和三次降准以释放流动性，并通过 PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，使货币市场保持了宽松的环境。

在此背景下，2015 年上半年，9 个月期超短融的平均发行利率与 9 个月期银行间固定利率国债到期收益率的走势基本一致，延续了 2014 年以来的波动下降趋势；9 个月期超短融的平均发行利率为 4.63%，较上年同期（5.18%）和上年下半年（4.80）的利率水平进一步回落，且绝大部分低于同期贷款利率水平。与短融利率相比，2014 年以来，9 个月期 AAA 级主体所发超短融的平均发行利率与同期限的 AAA 级主体所发短融平均发行利率相差不大（见图 2）。

在二级市场方面，与短融利率相比，2015 年上半年，AAA 级主体所发超短融的 9 个月到期收益率大部分低于 AAA 级主体所发短融的同期限到期收益率（见图 3），说明投资者对于超短融的风险溢价要求较低。

四、结论与建议

从上述发行情况可以看出，受到 2014 年 5 月扩容的持续效应影响，AA+ 级和 AA 级新增超短融发行主体家数明显增多，超短融与短融的发行利率相差不大，基本均低于同期贷款利率水平。但相较于短融，超短融因期限灵活、发行效率高优势，越来越受到发行人的青睐，对于短融的替代效应也逐渐凸显，目前超短融已经成为企业债券融资工具中的第一大券种。随着超短融市场的不断发展，我国超短融市场应积极探索新的发展改革举措：

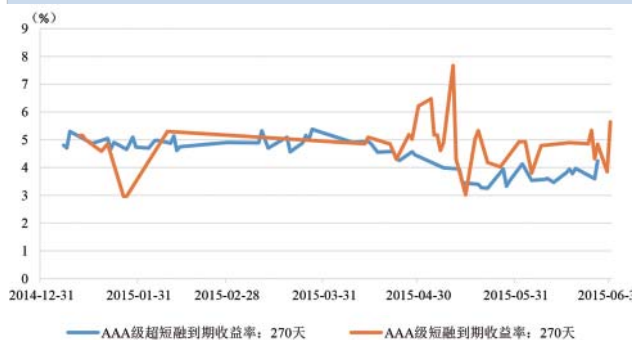
第一，完善超短融的信用评级披露。由于超短期融资券具有发行规模大、发行频率高、发行期限短等特点，对发行人的发行兑付风险有必要强化监督管理，进一步加强和完善超短融市场的信息披露机制。因此，建议借鉴美国商业票据的相关规则，要求超短融披露其债项的信用等级，

图 2 债券市场利率走势情况图



资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、联合资信整理

图 3 2015 年上半年短融和超短融 9 个月到期收益率情况



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

并且增加现有短期信用等级的类别，即增加 A-1+ 级，进一步增强信用风险程度的区分度。

第二，应将超短融的发行优势推广至整个短融市场。短融与超短融都属于短期债务融资工具，与国外的商业票据属于同一类产品。在美国，商业票据是企业重要的短期融资工具，由于发行商业票据可以规避 1933 年证券法关于发行注册及信息披露的诸多要求，程序较为简单，可以节约时间和发行成本，因此美国商业票据获得了发行人的持续欢迎。目前，我国短融市场经过十年的发展，已经日趋成熟，而且超短融发行量的大幅增加说明市场对于超短融的需求巨大，因此建议超短融和短融进行融合，将超短融发行优势逐步推广至整个短融市场，同时短融市场不应以发行人信用等级作为限制条件，鼓励更多的发行人能够自主选择发行短融，推动短融市场向深度和广度进一步发展。■

2015 年上半年“信用债券”估值偏差研究报告

○ 文 / 联合资信评估有限公司 林青

一、意义

目前，中央国债登记结算有限责任公司（以下简称“中债”）已构建完成包括中债收益率曲线、中债估值、中债指数和中债 VaR 四大产品系列在内的中债价格指标体系。中债收益率曲线是反映当前债券市场上相同信用等级、不同期限利率水平的曲线族系。在具体的编制过程中，中债根据债券的外部评级和一、二级市场价格，并结合发行人行业表现、企业性质、财务资质、地方经济及财政实力（针对城投债）等因素，对债券的信用等级进行再评价，评价结果可以在一定程度上体现市场信息所映射的债券级别。中债根据评价结果将各债券划分至相应信用等级的收益率曲线作为其样本券。针对每一条收益率曲线，中债再根据样本券的当天市场收益率水平确定关键期限的收益率，采用赫米特差值模型进行连线。以债券收益率曲线为基础，中债又开发了债券估值。具体来看，中债估值以收益率曲线上的样本券为对象，采用现金流贴现模型，以样本券所在收益率曲线的收益率作为贴现利率，将其未来预期现金流贴现求和。中债估值是中债指数和中债 VaR 的编制基础，同时在监测市场交易、债券投资定价分析、会计核算等方面也起着重要作用。为增加中债估值透明度，中债每月还会公布《部分信用债券的中债估值说明》（以下简称“中债

估值说明”），对当月市场上新发债券和进行了跟踪评级的债券中外部评级与其自己所评价的信用等级出现差异的债券加以说明。中债估值说明揭示了外部评级与市场信息所映射的信用级别有差异的债券，对评级机构和投资者具有重要的提示作用。联合资信“信用债券估值偏差¹研究报告”以中债估值说明中涉及的债券为样本，通过分析估值偏差相关内容，研究评级机构评级的准确性，整理综合市场有关方面的看法，有助于评级机构制定更完善和更科学的评级政策，有利于更好地为投资者服务。

二、方法

本报告以半年为时间单位，以半年内中债估值说明中涉及的银行间债券市场发行的债券²作为统计样本。在统计分析过程中，存在部分债券的估值偏差是由于担保因素而与其发行人所发其他债券的估值偏差有所不同，故本报告将以无担保情况下的估值偏差作为该发行人所发债券的估值偏差。此外，在统计期内，若同一发行人主体出现在多期中债估值说明中，当估值偏差相同时，则只记为 1 家发行人主体，当估值偏差不同时，则记为多家发行人主体；对于中债所评价信用等级为 AAA- 级或 AA+ 级的样本券，当其外部评级为 AAA 级时，估值偏差均为 1 个子级。

¹ 估值偏差指的是信用债券的外部评级与中债所评价的信用等级的差异，估值偏差为 n 个子级即外部评级高于中债所评价的信用等级 n 个子级。

² 包括短期融资券、超短期融资券、非公开定向债务融资工具（PPN）、中期票据和企业债。

三、数量统计和级别分布

据统计，2015 年上半年，出现估值偏差的债券数量为 350 只，涉及发行人主体 71 家，占发行人总量³的 2.65%。

经过对上述样本的分析和评估，2015 年上半年债券估值偏差均在 2 个子级以内，并主要集中在 1 个子级，估值偏差均为外部评级高于中债所评价信用等级，其中估值偏差为 1 个子级和 2 个子级的发行人分别有 63 家和 8 家，占出现估值偏差发行人总数量的 88.73% 和 11.27%。

2015 年上半年，出现估值偏差的发行人主体信用等级分布在 AAA 级~AA- 级，其中 AA+ 级和 AA 级发行人数量较多（21 家和 31 家）。出现估值偏差的发行人中 AA+ 级发行人出现 1 个子级估值偏差的占比最高（90.48%）；AAA

级发行人出现 2 个子级估值偏差的占比较高（18.18%）；AA- 级发行人未出现 2 个子级估值偏差的情况。

2015 年上半年，出现估值偏差的 AA+ 级发行人在该级别发行人总量的占比最大，为 3.93%，其次为 AAA 级（3.05%），AA 级和 AA- 级分别为 2.28% 和 2.16%。

对于估值偏差为 2 个子级的发行人，投资者和评级机构应当予以关注（见表 2）。

四、发行主体行业分析

从行业分布来看，2015 年上半年出现估值偏差的发行人分布在 24 个行业，其中 8 个行业的发行人家数在 3 家及以上（见图 1）。具体来看，2015 年上半年估值偏差主要集中在石油、

表 1 2015 年上半年估值偏差结果统计表（单位：家/%）

发行人外部级别	估值相差子级				总计
	1 个子级	占比	2 个子级	占比	
AAA	9	81.82	2	18.18	11
AA+	19	90.48	2	9.52	21
AA	27	87.10	4	12.90	31
AA-	8	100.00	-	-	8
总计	63	88.73	8	11.27	71

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

表 2 2015 年上半年应予以关注的发行人汇总表

发行人	主体评级	评级机构	估值相差子级	行业	企业性质
开滦（集团）有限责任公司	AAA	中诚信	2	煤炭与消费用燃料	国有企业
山东钢铁集团有限公司	AAA	大公	2	钢铁	国有企业
黑龙江龙煤矿业控股集团有限责任公司	AA+	中诚信	2	煤炭与消费用燃料	国有企业
上海华信国际集团有限公司	AA+	联合资信	2	综合性石油天然气	民营企业
江苏中南建筑产业集团有限责任公司	AA	大公	2	建筑与工程	民营企业
山东焦化集团有限公司	AA	联合资信	2	煤炭与消费用燃料	民营企业
天瑞集团股份有限公司	AA	联合资信	2	综合类行业	民营企业
远东控股集团有限公司	AA	大公	2	电气部件与设备	民营企业

注：行业分类采用 Wind 四级行业的分类标准。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

³ 发行人总量为截至 2015 年 6 月 30 日，银行间债券市场存续的短期融资券、超短期融资券、PPN、中期票据和企业债的发行人数量之和。若发行人主体因评级机构不同出现多个信用等级，按照较高信用等级进行统计。

天然气与消费用燃料、金属、非金属与采矿、化工和电气设备等行业。电气设备和纺织品、服装与奢侈品行业出现估值偏差发行人在该行业发行人总量的占比最高（19.05%和 13.64%），可能是受到上述行业发行人总量较少影响；石油、天然气与消费用燃料和金属、非金属与采矿行业出现估值偏差发行人在该行业发行人总量的占比也较高，分别为 12.07% 和 9.26%，可能是由于上述行业目前景气度较低和市场与评级机构认识有偏差所致。

图 1 出现估值偏差的发行人家数排名前八位的行业情况



注：行业分类采用 Wind 三级行业的分类标准。
资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

五、发行主体所有制性质分析

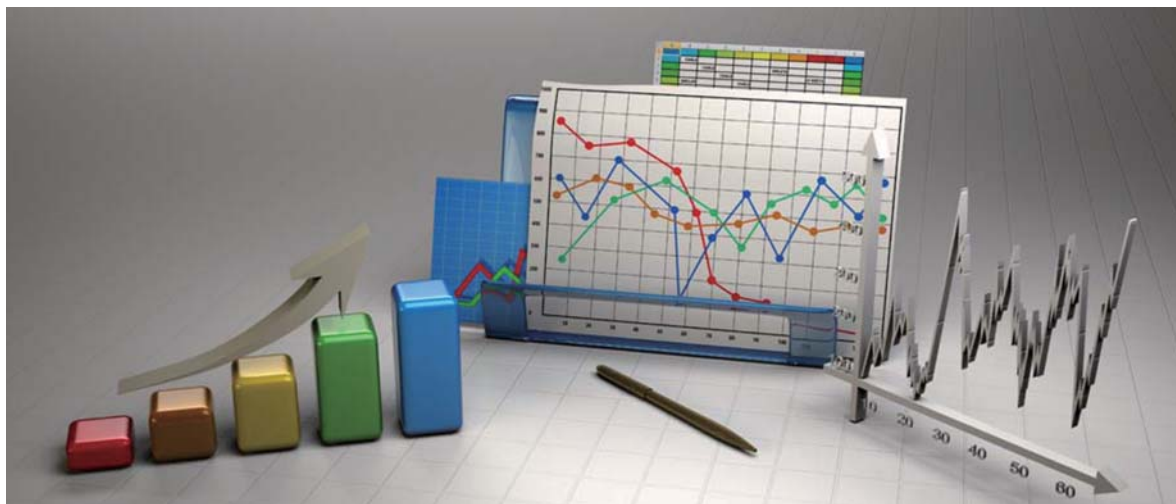
2015 年上半年，出现估值偏差的企业中国有企业和民营企业的占比分别为 42.25% 和

49.30%，其中民营企业中估值偏差为 2 个子级的企业数量占比为 14.29%，高于国有企业的 10.00%，主要是由于市场上认为民营企业的信用风险较大，对其信用等级的认可度较低所致。■

表 3 2015 年上半年不同所有制性质企业估值偏差结果统计表（单位：家/%）

项目	估值相差子级				总计
	1 个子级	占比	2 个子级	占比	
国有企业	27	90.00	3	10.00	30
民营企业	30	85.71	5	14.29	35
外商独资企业	3	100.00	-	-	3
中外合资企业	2	100.00	-	-	2
集体企业	1	100.00	-	-	1

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理



2015 年第三季度短期融资券市场 及利差研究报告

○ 文 / 联合资信评估有限公司 林青 王柠 张婷婷 刘艳 李为峰



作者简介

张婷婷，英国格拉斯哥大学国际会计与金融管理硕士学位，现任职于公司研究部，主要从事债券市场、信用评级研究工作。

一、短融¹发行市场概况

本季度，银行间债券市场共有 499 家企业发行短融 756 期（含超短融）²，合计发行规模为 8636.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比增幅均超过 50%，发行家数、发行期数和发行规模环比分别增长 6.62%、10.85%、和 1.62%，增幅趋缓，主要是受到本季度超短融增速放慢影响。

截至本季度末，银行间债券市场存续短融（含超短融）1992 期，存续短融（含超短融）金额达 23531.93 亿元，短融（含超短融）存量规模占公司类债券³存量总规模的 24.22%。

（一）短融发行情况分析

本季度，共有 307 家企业累计发行短融 339

期，发行总额为 2714.70 亿元。可能是受到经济下行压力下企业融资需求有所降低的影响，本季度短融发行家数和发行期数环比分别增长 5.86% 和 10.06%，环比增幅较上季度放缓，发行规模环比略有下降，主要是由于 AAA 级短融发行规模有所减少所致；本季度短融发行家数、发行期数和发行规模同比增长均超过 10%，主要是由于上年同期风险事件和流动性趋紧导致基数较小。单笔发行规模方面，本季度短融的单笔发行规模为 8.01 亿元，环比和同比分别下降 10.02% 和 8.69%。

本季度，城投类企业⁴所发短融的期数和规模分别为 81 期和 617.00 亿元，发行期数和发行规模较上季度均有所减少，尤其发行规模环比减少 18.03%，或是受到经济下滑影响；与上年同期相比，城投类企业所发短融的发行期数增长 28.57%，发行规模变化不大。城投类企业短融发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 23.89% 和 22.73%，与上季度相比占比均有所增加，与上年同期相比发行期数占比略有增加，发行规模占比则有所下降。

（二）超短融发行情况分析

本季度共有 248 家企业发行超短融 417 期，

¹如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超短期融资券。下文同。

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

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

⁴城投类企业分类标准来源于 wind 资讯。

发行规模为 5921.80 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比分别增长 12.73%、11.50% 和 2.86%，环比增幅较一、二季度呈现明显放缓的趋势；与上年同期相比，超短融同比增幅则均超过 100%，同比大幅增长主要是由于超短融对短融发行的替代作用（有 30 余家去年三季度只发行短融的企业本季度只发行超短融）和 2015 年以来多次降息融资成本较低的影响。本季度，超短融单笔发行规模为 14.20 亿元，环比和同比有不同程度的下降。

本季度，城投类企业所发超短融的期数和规模分别为 83 期和 677.00 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 27.69% 和 3.83%，同比增幅则均超过 180%，增幅明显。城投类企业发行期数和发行规模在总发行期数和总发行规模占比分别为 19.90% 和 11.43%，与上季度和上年同期相比占比均有所增加。

从发行期限来看，本季度超短融的发行期限为 19 天至 270 天不等，仍以 270 天为主，占本季度超短融发行总期数的 72.18%。

（三）证券公司短融发行情况分析

本季度，共有 14 家证券公司（占我国证券

公司总家数的 11.67%）发行短融 23 期，发行规模为 377.00 亿元，平均单笔发行规模为 16.39 亿元。与上季度和上年同期相比，证券公司短融发行家数、发行期数和发行规模均有所减少，且降幅均超过 50%，可能是受 A 股市场调整和不少券商流动性充裕的影响，导致券商融资需求有所降低。

本季度，证券公司短融的发行期限仍以三个月为主；发行利率均采用固定利率。发行期数和发行家数较多的仍为广东省、北京市和上海市，其中广东省发行证券公司短融期数跌至第二位，位于北京（期数占比为 39.13%）之下，期数占比下滑至 21.74%，但发行规模依然保持优势，占发行总规模的 37.67%。

二、短融利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融（含超短融）有 1 期采用浮动利率发行，其余均采用固定利率发行。

从图 1 可以看出，本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）的走势较为一致，呈波动下行态势。除 AAA 级和 AA+ 级，

表 1 2015 年三季度短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数（期）	438	608	808	860	1072	339	21.94	10.06
发行家数（家）	334	453	614	663	782	307	18.08	5.86
发行规模（亿元）	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	2714.70	11.32	-0.98
单笔发行规模（亿元）	13.51	12.30	10.10	9.68	9.81	8.01	-8.69	-10.02

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 2 2015 年三季度超短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 三季度	同比增 长 (%)	环比增 长 (%)
发行期数（期）	2	20	125	216	443	417	239.02	11.50
发行家数（家）	1	6	48	66	141	248	230.67	12.73
发行规模（亿元）	150.00	1440.00	5822.00	7535.00	10996.00	5921.80	114.33	2.86
单笔发行规模（亿元）	75.00	72.00	46.58	34.88	24.82	14.20	-36.77	-7.73

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

其他级别主体所发短融的发行利率均区分程度较高。本季度，AAA级~AA级主体所发短融的发行利率普遍低于一年期贷款基准利率，AA-级及以下主体所发短融的发行利率均高于一年期贷款基准利率。

三、短融发行主体信用等级分布分析

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

从发行期数来看，本季度各信用级别主体所发短融的期数分布主要集中在AAA级~AA级，其中AA级主体所发短融期数仍然最多，其在总发行期数中的占比升至45.43%，发行优势更加明显，A+级所发短融期数(3期)进一步下降。本季度AA级(含)以上发行主体所发短融期数占总发行期数的比重环比和同比均进一步升高，级别分布继续向高等级集中。

从发行规模来看，本季度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在AAA级~AA级，在发行总规模中的占比上升至95.84%，其中AAA级主体所发短融的规模仍然最大，但规模占比降至36.76%，而AA级主体所发短融规模占比则有明显上升，A+级规模占比则进一步下降。AA级以上主体所发短融规模分布更为均匀。

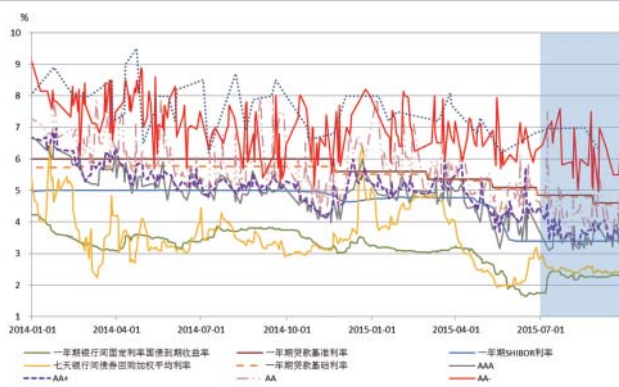
总体看，短融发行主体的信用等级分布进一步向AA级(含)以上高等级集中。

四、短融发行规模结构分析

本季度，短融发行期数依然随发行规模增大而递减，短融发行规模仍然主要集中在1~20亿元，在发行总期数中的占比(94.69%)进一步上升，其中发行规模为5~10亿元的短融发行期数同比和环比均增加41.33%，增幅较为显著。

本季度，超短融发行规模继续向小规模集中，1~5亿元和5~10亿元规模的超短融发行期数在

图1 2015年三季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图



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

图2 2015年三季度短融发行主体信用等级分布



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

总发行期数中的占比同比和环比均有所上升，其中1~5亿元规模的超短融发行期数增加明显，在总发行期数中的占比上升至最大。

短融及超短融发行规模向小规模集中趋势更加明显，主要原因一是经济整体态势持续疲软、下行压力较大，企业融资需求可能有所降低，二是持续降息导致企业更倾向于发行较小规模短融，三是新增的发行主体中以AA和AA+级主体企业占比较大，其单笔发行规模相对较小。

整体看，本季度短融和超短融的发行规模向较小规模区间集中的趋势更加明显。

五、短融发行主体所有制性质分析

从短融(含超短融，下同)发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业仍然是短融发行的主要企业类型，其所发短融的期数和

规模占短融总发行期数和总发行规模的 78.17% 和 88.02%，发行期数和发行规模占比同比和环比均有所减小；民营企业在短融发行期数和发行规模上仍然保持第二位，其所发短融的期数和规模占短融总发行期数和总发行规模的 15.87% 和 7.79%，发行期数和发行规模占比同上季度和上年同期相比均有所增大；外商独资企业和中外合资企业所发短融的期数和规模在总发行期数和发行总额中的占比（4.37%，3.08%）较上年同期均有所上升，较上季度均略有下降。

六、短融发行主体行业分布分析⁵

短融（含超短融，下同）发行主体行业分布方面，本季度交通基础设施，电力，金属、非金属与采矿，石油、天然气与供消费用燃料，建筑与工程行业的企业所发短融的期数和规模位居前五名。其中，交通基础设施行业中的企业在发行期数方面跃居首位（72 期）；电力行业的企业在发行规模（1329.4 亿元）方面虽环比有所下降（11.96%），但仍继续保持领先优势。与上季度相比，机械行业取代上季度第十位的食品行业进入前十名；多元金融服务行业在发行期数和发行规模上均增幅明显。与上年同期相比，本季度交通基础设施行业，石油、天然气与供消费用燃料行业，多元金融服务行业以及化工行业的企业所发短融的期数和规模增幅均超过 100%。

七、短融发行主体地区分布分析

从短融发行主体的所在地区来看，江苏、北京、浙江、山东、广东地区本季度所发短融的发行期数和发行规模均位列全国前五位，其中江苏地区的企业所发短融的期数（52 期）继续保持领先地位，北京地区的企业所发短融的发行规模（569.5 亿元）仍然具有明显优势。

从超短融发行的地区分布来看，本季度共有 26 个省份（直辖市）的企业发行超短融，发行省份数目较上季度（28 个）略有减少，较上年

同期（14 个）明显增多。本季度，超短融发行主体主要集中在北京、山东、上海、广东和江苏地区，其中排名首位的北京地区超短融的发行期数和发行规模分别为 96 期和 2590.00 亿元，其发行期数和发行规模在总期数和总规模中的占比分别为 23.02% 和 43.74%，占比同比和环比均呈持续下降趋势，发行优势进一步降低。此外，山西、辽宁、广西、安徽、江西和河北地区企业所发超短融的发行期数和发行规模均有明显增加。总体来看，超短融发行地区分布更加趋于均衡。

八、短融新增发行主体分析

本季度共有 60 家企业首次发行短融 64 期，合计发行规模为 376.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比和环比均有所增加，其在发行短融企业总家数、总发行期数和发行总额的占比分别为 19.54%、18.88% 和 13.85%，占比较上年同期均有所下降，较上季度均有所上升。本季度新增企业主要分布于建筑与工程、交通基础设施和房地产管理与开发行业，仍以国有企业为主，共 48 家，在新增主体中的占比为 80.00%；新增企业主体信用等级主要分布在 AA 级和 AA+ 级，在新增主体中的占比分别为 41.67% 和 31.67%。

本季度共有 64 家企业首次发行超短融 92 期，合计发行规模为 896.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比增幅较大，均在 100% 以上，环比均显著减少。本季度新增企业中绝大部分为国有企业，占比为 75.00%；新增超短融发行主体信用等级为 AAA 级、AA+ 级和 AA 级，占比分别为 23.44%、42.19% 和 34.38%，其中，新增超短融发行主体为 AAA 级的占比较上年同期和上季度均有所下降。

九、利差分析

剔除 7 期发行期限在 1 年内的、5 期有担保的、1 期为浮动利率的以及截至报告日仍无交易的短融 3 期（截至 10 月 8 日之前）后，本季度可进

⁵ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准，以下同。

行利差分析的短融样本共计 323 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 323 期作为样本。

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

短融的发行利差和交易利差⁶自 2014 年二季度起呈下行走势，年末有所上升；2015 年以来除二季度受多起债券违约影响略有扩大外，整体呈逐渐收窄的趋势。本季度宽松政策继续释放流动性，市场资金面进一步宽松，短融的发行利差和交易利差较本年二季度明显收窄，较上年同期基本持平（见表 3）。其中 AAA 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度和上年同期相比均有所收窄；AA+ 级、AA 级和 AA- 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度有所收窄，但仍高于上年同期的利差水平；A+ 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上

季度相比基本持平，但较上年同期均有所扩大。

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

根据对不同主体信用等级所对应短融利差 I 和利差 II 差异性的显著性检验⁷，AAA 级与 AA+ 级、AA- 级与 A+ 级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著，反映出 AAA 级与 AA+ 级对短融风险定价的区分程度不强，而 A+ 级样本数量较少，可能对检验结果的准确性有所影响。■

表 3 2015 年三季度各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 情况

主体 级别	利差 I 均值（BP）			利差 II 均值（BP）		
	2014Q3	2015Q2	2015Q3	2014Q3	2015Q2	2015Q3
AAA	124.26	176.43	116.39	129.04	184.32	122.13
AA+	142.52	204.28	145.52	144.69	210.89	152.08
AA	199.60	260.02	205.99	201.79	267.36	210.94
AA-	321.00	407.31	385.53	323.36	415.60	392.51
A+	436.04	442.27	447.98	439.41	450.79	450.49

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 4 2015 年三季度各级别发行主体对应的利率和利差情况

主体 级别	样本数 （个）	发行利率 区间（%）	平均发行 利率（%）	利差 I			利差 II		
				均值（BP）	级差（BP）	变异 系数（%）	均值（BP）	级差（BP）	变异 系数（%）
AAA	52	3.05~4.30	3.47	116.39	-	22.35	122.13	-	21.90
AA+	89	3.28~5.30	3.77	145.52	29.91	24.77	152.08	30.43	26.12
AA	145	3.60~7.50	4.35	205.99	60.47	32.51	210.94	58.86	31.38
AA-	34	4.80~7.60	6.13	385.53	179.54	20.43	392.51	181.57	20.47
A+	3	6.28~6.98	6.74	447.98	62.44	8.88	450.49	57.98	8.24

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁶ 发行利差（利差 I）：短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，在一定程度上反映了特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平；交易利差（利差 II）：短融上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

⁷ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。

融资租赁和金融租赁行业政策点评

文 / 联合资信评估有限公司 金融机构部

近年来，国内租赁行业取得快速发展，在推动产业创新升级、促进经济结构调整、拓宽中小微企业融资渠道等诸多方面发挥了重要作用。但整体来看，无论对于融资租赁行业还是金融租赁行业，都存在着对国民经济各行业的覆盖面以及市场渗透率远低于发达国家水平、管理体制不适应、行业竞争力有待提高等诸多问题。上述不利现状已经引起党中央和国务院的高度重视，近日，经国务院同意，国务院办公厅对外印发了《国务院办公厅关于加快融资租赁业发展的指导意见》以及《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，试图从顶层设计层面进一步促进租赁行业健康发展、有效服务实体经济、促进经济稳定增长和转型升级。

《国务院办公厅关于加快融资租赁业发展的指导意见》中提出通过采取推进融资租赁立法工作，建立健全融资租赁公司监管体系，完善租赁物物权保护制度等措施以优化营商环境；加大政府采购支持力度，通过风险补偿、奖励、贴息等方式引导融资租赁公司加大对中小微企业的融资支持力度等措施以

完善财税优惠政策；鼓励融资租赁公司通过债券市场、发行股票和资产证券化等方式筹措资金，支持融资租赁公司发行外债、开展人民币跨境融资等措施以拓宽融资渠道；建立融资租赁业统计制度和评价指标体系，加强统计信息交流，定期发布行业发展报告等措施以完善公共服务；加强从业人员职业能力建设，支持高校、企业设置融资租赁专业和组织开展培训，加大对融资租赁理念的宣传和普及，提高社会影响力和认知度等措施以加强人才队伍建设。通过采取上述5方面的措施，实现推进简政放权，理顺行业管理体制，完善管理制度，以改革制约融资租赁发展的机制，

积极推进产业升级，加快发展中小微企业融资租赁服务，大力发展跨境租赁，以加快飞机、船舶、工程机械、新一代信息技术、高端装备制造、公用事业、污水处理、新能源汽车、农业大型机械、居民家庭消费品等重点领域

融资租赁发展，服务国家重大战略；推进创新经营模式，加快发展配套产业，提高企业核心竞争力，以支持融资租赁创新发展；完善行业监管机制，落实省级政府属地监管责任，加快全国性行



业自律组织建设,发挥自律作用,以加强融资租赁事中事后监管。通过上述4方面的发展路径,达到融资租赁市场渗透率显著提高,一批专业优势突出、国际竞争力强的龙头企业初步形成,事中事后监管体系基本建立的战略目标。

《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》中提出深化体制机制改革,引导各类社会资本进入金融租赁行业,支持金融租赁公司顺应“互联网+”发展趋势,利用物联网、云计算、大数据等新兴技术提升金融服务水平,以突出金融租赁特色,增强从业公司核心竞争力;鼓励金融租赁公司创新业务协作和价值创造模式,积极服务国家重大战略,推动战略性新兴产业发展,鼓励金融租赁公司利用保税区、自用贸易试验区现行税收和境外优惠政策,以发挥产融协作优势,

支持产业结构优化调整;支持设立面向“三农”、中小微企业的金融租赁公司,允许金融租赁公司享受财政贴息和财政奖励,使用中小微企业信贷风险补充基金,发行“三农”、小微企业金融债

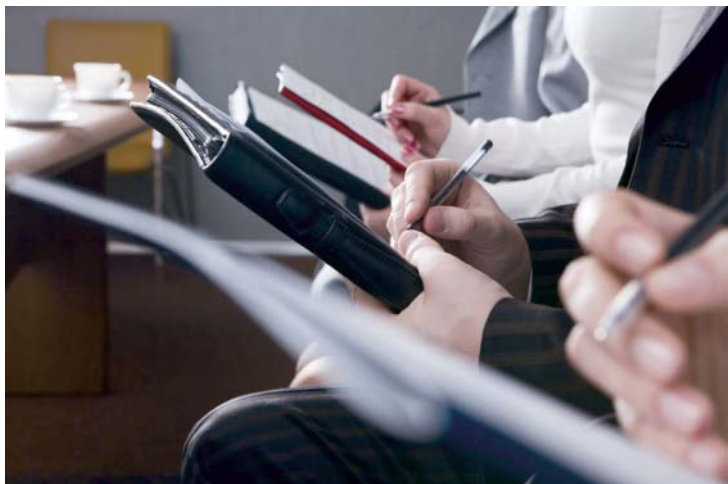
券,以加大对宏观经济薄弱环节的支持力度;完善行业法律法规,落实税收优惠政策,鼓励政府在公共服务、基础设施建设和运营中购买金融租赁服务,以夯实金融租赁行业发展基础;允许金融租赁公司上市和发行优先股、次级债,丰富资本补充手段,发行资产证券化、利用保险资金、简化外债额度管理要求、建立租赁产业基金,以丰富金融租赁公司长期稳定资金来源,增强持续发展动力;加强行业自律组织建设,健全自我约束机制,加大金融租赁理念、知识的宣传和普及,提升公众和企业认识度,以加强行业自律,优化发展环境;全面加强金融租赁公司风险管理、建立健全风险监测预警机制,加强合规体系建

设,完善以风险为本、资本监管为核心的行业监管体系,以完善金融租赁监管体系,增强风险管理能力。

整体来看,《国务院办公厅关于加快融资租赁业发展的指导意见》以及《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》的印发对租赁行业公司发展具有重大利好影响。融资租赁和金融租赁业务与互联网融合发展的理念得到支持,与银行、保险、基金等金融机构之间的合作得到加强,从业企业经营范围和业务模式得到拓宽;支持飞机、船舶、工程机械等传统产业,高端装备制造、新能源、节能环保等新兴产业,城乡公用事业、环境治理、农田水利等基础设施建设的业务发展思路和资产投放方向得到明确;允许通过债券市场融资,发行“三农”、小微专

项债券,外币债券,发行资产证券化,引入保险资金,长期稳定的负债来源渠道得到保障;探索上市,发行优先股、次级债,引进社会资本,鼓励开展混合所有制改革,资本金补充渠道得到丰富;加大政府采

购支持力度,获得政府风险补偿、基金支持、税收优惠政策扶持,国家财政和税收优惠支持政策得到明确;省级政府履行监管责任,建立监管指标和评价制度,监管和风险评价体系得到健全;加强租赁行业自律组织建设,履行协调、自律、服务职能,行业自律组织建设得到推动。《国务院办公厅关于加快融资租赁业发展的指导意见》以及《国务院办公厅关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》下发后,各地区有关部门将结合地方实际情况制定细化政策措施,颁布具体实施方案,将指导意见中的各项任务落到实处,融资租赁和金融租赁从业企业有望步入持续快速健康发展的新阶段。■



关于《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》的解读

文 / 联合资信评估有限公司 金融机构部

近日，国务院法制办向社会公众公布了《融资担保公司管理条例（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），征求意见稿较目前实行的《融资性担保公司管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”）存在多处变动。本文试图从本次征求意见稿的出台背景、与暂行办法的主要区别以及对未来行业发展的潜在影响等角度进行简要解读。

为了规范融资担保行业发展，推进小微企业信用担保体系建设，缓解小微企业融资难融资贵的问题，银监会、发改委等7部门于2010年3月颁布了暂行办法，是目前融资担保行业主要的监管规章。自暂行办法颁布以来，融资担保行业发展日新月异，从从业企业数量、业务模式以及在保余额等多方面来看，均较2010年情况出现较大变化，目前运行的暂行办法已经在较大程度上脱离了行业发展现状和监管需求。暂行办法中规定的国务院协调、各地方人民政府实行属地监管的监督管理体制和责任有待明确；审慎经营规则和风险控制要求已不能适应行业发展现状，满足监督管理需求；暂行办法作为部门规章，在针对违法违规行为的处罚措施和力度上存在一定缺陷，对监督管理的有效性和权威性形成制约。此外，2014年以来，随着国内宏观经济增速下行的逐步显现，融资担保行业风险暴露加剧，局部省市融资担保公司出现集中性跑路的情况，部分省属国有担保公司、民营担保公司出现拒绝代偿的现象，债权人对融资担保公司的信任以及与之的业务合作规模大幅下降，导致融资担保行业发展面临较大阻力，小微企业融资难融资贵的不利

局面进一步浮现。针对上述情况，2015年7月国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署多项针对性措施以加强融资担保行业改革发展，银监会牵头各相关部委制定了《融资担保公司管理条例》，并由国务院法制办对社会公众征求意见，试图通过制定融资担保行业行政法规的方式完善监督管理，以进一步促进融资担保行业在合法合规、风险可控的前提下持续发展。

相比目前运行的暂行办法，本次征求意见稿的变化主要集中于融资担保公司的设立、变更和终止，业务规则以及监督管理等方面。在融资担保公司的设立方面，征求意见稿将融资担保公司注册资本下限设定在2000万元人民币，相比暂行办法中规定的500万元有较大幅度的提升；并新增持股比例在5%以上股权的股东要求信用记录良好，最近3年无重大违法违规记录的规定，股东诚信背景得到提升。此外，本次征求意见稿明确规定监督管理部门有责任公布经批准设立的融资担保公司及其分支机构名单，债权人和债务人在融资担保业务开展过程中选择融资担保公司更简单，目前融资担保行业参与者鱼龙混杂的情况在征求意见稿实施后将一定程度上得到缓解。在变更方面，本次征求意见稿规定融资担保公司在变更名称、注册资本、持股比例在5%以上股权的股东以及其他规定事项时，需在做出变更决定15日内向监督管理部门备案，相比暂行办法中规定的经监管部门审查批准的步骤，在变更程序上有所简化。在终止方面，本次征求意见稿新增融资担保公司或其分支机构自取得融资担保业

务资格之后无正当理由连续1年以上未经营融资担保业务，由监督管理部门缴回其融资担保业务经营许可证的规定。

在业务规则方面，本次征求意见稿明文规定融资担保公司不得从事变相吸收存款、受托理财以及为违反国家规定发行的金融产品提供担保，融资担保公司禁入的业务获得进一步明确。在经营区域限制方面，本次征求意见稿规定满足一定条件的融资担保公司经批准可以跨省、自治区、直辖市设立分支机构，规定条件包括注册资本要求、连续性经营及盈利要求、合规要求等，相比暂行办法中提出的经注册所在地和分支机构所在地监管部门批准，融资担保公司跨区域经营的准入条件有了更具体的规定，征求意见稿实施后部分规模较大的融资担保公司开展跨区域业务将更加便利。在关联客户业务开展方面，本次征求意见稿规定融资担保公司不得为其控股股东、实际控制人提供融资担保，为其他关联方提供融资担保需经董事会审议，并在30日内向监督管理部门报备，此外在向关联方提供担保的条件、信息披露等环节本次征求意见稿也进行了相关规定，而暂行办法中的规定是融资担保公司不得为其母公司或子公司提供融资性担保。在信息披露方面，本次征求意见稿规定融资担保公司需按照债权人的要求，及时提供其公司治理情况、财务报告、风险管理状况、担保业务总体情况等信息，并保证上述信息的真实性、准确性和完整性，相比暂行办法中规定的按照监管部门规定告知债权人，债权人获得融资担保公司相关信息的权限得到加强。此外，本次征求意见稿新增融资担保公司及其从业人员需对业务中获得的商业秘密给予保密的规定。在融资担保公司担保业务放大倍数方面，本次征求意见稿再次强调了融资担保责任余额不得超过融资担保公司净资产的10倍的规定。针对担保客户集中度，本次征求意见稿仅规定融资担保公司对单个被担保人及其关联方提供的融资担保责任余额与融资担保公司净资产的比例不得超过国家规定的上限；针对融资担保公司资本金运用环节，本次征求意见稿仅规定了融资担保公司资金运用应当符合流动性和安全性原则，资金运用余额与其净资产的比例应符合国家有关规

定；本次征求意见稿中针对担保客户集中度以及资金运用相关部分进行了原则上的规定，融资担保公司实际开展业务过程中相关实践标准有待正式版《融资担保公司管理条例》颁布以及相应实施细则出台后做出更具体的规定。

在监督管理方面，本次征求意见稿规定了国务院和地方人民政府各自相应的监督管理职责，国务院负责建立融资担保业监督管理协调机制，拟定行业监督管理制度和审慎经营规则，指导地方人民政府对行业进行监管和风险处置；融资担保行业实行属地监管制度，省、自治区、直辖市人民政府确定的监督管理部门负责相应行政区域内的融资担保公司监督管理工作，建立监督管理评价体系和风险预警机制，根据评价结果和风险状况实施分类监管，处置融资担保公司的重大风险事件，并向本级人民政府和国务院银行业监督管理机构汇报；融资担保行业监督管理体制和责任得到明确。在监督管理的手段方面，相比暂行办法中规定的监管部门有权对融资性担保公司进行现场检查并要求提供文件、资料，本次征求意见稿中规定监督管理部门有权约谈、询问的对象由原来的董事、监事、高级管理人员扩充至所有工作人员，对文件和资料有权查阅、复制以及封存，监管部门监督管理手段得到加强。在监督管理的力度方面，本次征求意见稿新增针对违反审慎经营规则的融资担保公司，监督管理部门有权采取限制资金运用、暂停部分或全部业务、责令调整高级管理人员等措施，监督管理部门对违反审慎经营原则的融资担保公司处罚措施得到完善。相比暂行办法，本次征求意见稿在监督管理方面最主要的变化就是新增了监督管理部门针对违反征求意见稿中相关规定的融资担保公司以及从业人员有权采取的行政强制措施和有效处罚措施的模式和种类，本次征求意见稿中规定了针对不同违法违规情况，监督管理部门各种警告、责令改正、罚款的手段，相比暂行办法中规定的监管部门可以给予警告、罚款，征求意见稿中的处罚规定更易实施。

目前本次征求意见稿正处于向社会公众征求意见阶段，预计一定时间内，《融资担保公司管理条例》将会正式实施。《融资担保公司管理条

例》的正式实施将会对目前融资担保行业经营企业进行系统性梳理，融资担保公司设立、变更和终止等方面的新规定将提升从业公司整体的准入门槛、资本实力、股东诚信水平，未来融资担保行业参与者的整体资信水平得到提升；各项经营规则方面的新增和修订将明确融资担保公司可以从事和不可以从事的业务种类，完善信息披露环节涉及的内容和频次，未来融资担保公司审慎、合规经营的意识将会加强；监督管理方面相关规定将落实各级政府的监管职责，赋予监督管理部

门更丰富、完备的监管手段和措施，未来融资担保公司将会受到更全面、更细致的监管覆盖，违法违规经营的融资担保公司将受到相应的处罚。可以预见的是，《融资担保公司管理条例》实施一段时间后，一部分融资担保公司将退出融资担保行业，行业内部将实现优胜劣汰；数家省级大型融资担保公司将实现跨区域业务经营，形成更多规模大、品牌好、知名度高的全国性融资担保公司；部分融资担保公司因违法违规受到监管部门处罚，融资担保行业整体经营合规性得到提升。

评级小贴士

关于保险公司资本补充债券的一些 Q&A

什么是保险公司资本补充债券？

资本补充债券是指保险公司发行的用于补充资本，发行期限在五年以上（含五年），清偿顺序列于保单责任和其他普通负债之后，先于保险公司股权资本的债券。

监管机构包含哪些？

中国保监会负责对保险公司发行资本补充债券的资格进行核准，并对资本补充债券计入资本的方式进行监督管理；中国人民银行对资本补充债券在银行间债券市场的发行和交易进行监督管理。

保险公司资本补充债券的发行条件有哪些？

申请公开发行资本补充债券的保险公司应当满足以下条件：

- ①具有良好的公司治理机制；
 - ②连续经营超过三年；
 - ③上年末经审计和最近一季度财务报告中净资产不低于人民币 10 亿元；
 - ④偿付能力充足率不低于 100%；
 - ⑤最近三年没有重大违法、违规行为；
 - ⑥中国人民银行和中国保监会要求的其他条件。
- 此外，保险公司还应当满足，发行的资本补充债券及符合中国保监会要求的次级定期债务之和不得超过净资产的 100%。

保险公司资本补充债券发行是否需要信用评级？

资本补充债券在全国银行间债券市场发行与交易初始评级应当聘请两家具具有评级资质的信用评级机构，进行持续信用评级。同时，鼓励采取多元化信用评级方式，支持对资本补充债券采用投资者付费模式进行信用评级。资本补充债券投资者应建立内部信用评级体系，加强对投资风险自主判断，减少对外部评级的依赖。

保险公司资本补充债与次级债的相同点和不同点有哪些？

保险公司资本补充债券与次级债券均属于保险公司利用债务工具补充资本的方式，但在以下几方面有所不同：

- ①保险公司次级债券发行人要求“经审计的上年度末净资产不低于人民币 5 亿元”、“开业时间超过三年”以及“最近两年内未受到重大行政处罚”，上述条例较资本补充债券宽松，发行门槛较低；
- ②保险公司次级债券可以聘请资信评级机构进行信用评级，但并未强制要求评级，而资本补充债券需要双评级；
- ③保险公司次级债券采用非公开发行的发行方式，而资本补充债券采用公开发行的方式。

资料来源：中国人民银行与中国保监会 1 月 21 日联合发布的《保险公司发行资本补充债券有关事宜》、中国保监会 2011 年 10 月 6 日发布的《保险公司次级定期债务管理办法》和中国保监会 2013 年 3 月 15 日发布的《中国保险监督管理委员会关于修改〈保险公司次级定期债务管理办法〉的决定》。

惠誉收费公路、桥梁和隧道等项目 评级方法研究

○ 文 / 联合资信评估有限公司 刘 艳

一、评级方法概述

该评级方法适用于公路、桥梁和隧道（总称收费公路）所发的依靠收费产生的现金流作为偿债资金来源的债务融资工具的评级。具体地，该标准适用于独立公路设施以及公路系统或网络，并且具有经营历史的项目或新建项目。由公共部门拥有并经营、由政府通过单独的企业基金拥有并经营以及由私人部门通过长期的特许经营协议经营的收费公路项目均适用此评级方法。此外，该标准还适用于影子收费公路（shadow toll road），即用户不支付通行费，但受让人将得到政府根据实际交通流量进行的支付。

惠誉通过分析收费道路的完工风险、收入风险（包括流量风险和价格风险）、基础设施发展/重建、债务结构和偿债能力这几大主要评级要素，分别评出较高级别、中等级别和低级别，并结合项目基本信息、运营风险、提前终止风险和同业比较等方面的情况，评定该项目信用级别。值得注意的是，某项目尽管某一主要评级要素对应的信用级别较高，但由于其他主要评级要素对应的信用级别较低，也可能使该项目信用级别被局限在较低等级。一般情况下，对于项目收入的要求使得私人经营的项目评级不太可能被评为AA级，因为利润最大化往往会导致一个较高的债务水平。同样地，公共所有权项目如果债务水平过高，也不排除被评为BBB级或投机级。

二、具体评级要素

（一）基本信息

所有权和发起人

由于各个国家收费公路的所有权结构和出资结构的不同，其运营方式也有所不同，包括公共所有并经营，公共所有、私有化经营（通过签订长期的特许经营合同）以及在极少数情况下彻底的私人所有并经营。

私有经营的收费道路通常会有设计、建造、融资、运营和维护的安排，并通过来源于使用者的通行费或特许权让与人的影子费用来作为特许权收入。与特许权经营结构有关的评级考虑因素包括出资人的开发和管理类似项目的经验以及该项目权益占比。

法律和法规

对于私人管理的项目，有关建设、维护的义务和收费权的特许权协议，以及赋予公共部门准许当局（让与人，如交通部）介入安排的授予权的条例需要重点关注。对于公共管理的项目，创建公共赞助商、建立组织架构、经营范围和收取通行费的权利的条例需要重点关注。

对于政府来说，与私人经营者签订特许经营协议很难实现未来的公共政策目标和网络承载能力的需求。惠誉认为，扩建设施，以保持令人满

意的服务水平或维持具有竞争力的设施、道路或运输线，是在长期特许协议或所有权协议中很有可能出现的事情。因此，惠誉认为赔偿金、特许权资格（要求）的让步或展期都会提供灵活性，这些是较高等级的特点，这些条款的有无都会在评级过程中予以考量。

由于上述条款会增加长期财务稳定性，缺少这些条款会增加风险。在让与人有权终止协议或由于不可抗力事件的发生导致终止协议的情况下，惠誉会评估上述条款是否对债权人提供了充足的补偿，以保证债权人的利益不受损害。

除了上述规定，惠誉也会考量该项目相关的政治和司法管辖问题。缺乏法律诉讼先例（意味着缺乏合同责任问题的有效诉诸方式）、政局变动（导致重要政策变化）都会限制合同和条例的价值，信用评级也会受到限制。惠誉会借鉴当地信誉良好的专业法律顾问的法律意见，来评估债权人保护和结构性信用保护的执行力。

专业报告的使用

惠誉会评估两个主要的顾问报告：一是独立工程师的报告，报告内容涉及建设/竣工和维护以及生命周期；二是交通和收入的顾问报告，分析当前和历史交通趋势和收费标准，并提供未来交通和收入的预测。对于这两份报告的依赖程度将根据项目的性质和报告的质量有所不同。

缺乏独立工程师的报告和/或交通和收入的顾问报告将被视为低等级的特点，但如管理层通过有资格的员工和过去的项目撰写可靠且客观的内部预测报告，也可作为补充和参考。

（二）完工风险

对于在建的收费公路，惠誉将一个全面的设计、采购和建设合同作为缓解延工风险和成本超支风险以及提高设备性能的合理途径。另外，适当规模的预算和应急费用、具有相关经验的所有人、具有良好信誉的发起人提供完工保证等，也可以降低完工风险。

项目复杂性

项目的复杂性和规模各不相同，项目复杂性可能会导致延迟完工，资金成本增加，或性能降低造成的较少的运营资金。惠誉会通过分析项目完工的期限波动、应急预算以及承包商对于这种项目结构的专业程度来评估项目结构的复杂程度对于完工风险的影响。

承包商专业程度和施工计划

惠誉会依赖独立工程师关于承包商适合性的观点。独立工程师的意见应主要针对施工承包商的经验、项目设计的适当性、施工进度可实现性、成本预算和应急费用的充足性以及对各种延工、更换承包商和负面情况进行分析。惠誉还会检查独立工程师的分析和结论，并且在评估延工风险时会就施工进度的可实现性来考量独立工程师的观点。另外，惠誉在项目完成的过程中会检查独立工程师的施工监测报告，如果涉及重大完工拖延、费用超支或性能缺陷等建设问题，惠誉可能会对评级进行调整。

承包商的可替换性

有关建设成本、延工和资产性能的风险通常会转嫁到承包商。惠誉分析的一个关键部分是在承包商不充分履行职责或破产的情况下更换承包商的难易程度。当项目评级高于承包商级别的时候，较低信用等级的承包商在不能履职或破产时，为了不影响该项目的正常完工，更换承包商就是必要的，因此该分析是至关重要的。

合同条款

惠誉会检查在施工承包合同中约定的设计、工作范畴、定价和进度节点的风险分摊能力。地理环境会影响延工风险，当某项目座落于具有复杂地形和气候的边远地区或欠发达地区（较差的配套基础设施可能会阻碍供给和劳动力流动）时，都会增加项目的延工风险。设计、采购和建设承包商有责任把具有适当技能的本地和/或外国劳动力安排到项目建设中，以满足完工期限要求。

承包商评级和信用增级

惠誉会评估承包商的信用级别，以及该项目是否有足够的信用增级以满足更换承包商的潜在成本。通常情况下，一个对项目负有全部责任的单一的大承包商相较于许多小的承包商和分包商为好。多个较小的分包商的风险可以通过使用总承包公司得到缓解，因为总承包公司可以独立承担用于支付潜在的性能缺陷或延工损失的完工责任和义务。如果承包商具有较强的信用质量，则有助于减轻项目完工风险。

如果一个项目没有信用增级，承包商的评级则会限制该项目评级。项目信用增级包括应急资金、储备基金、信用证和履约保证金，信用增级上调信用级别限制在 2 级以内。

（三）运营风险

对比项目融资领域中的其他项目类型，收费公路项目的操作风险较低，主要是由于其运营主要限于收取车辆通行费、违规执法的软硬件系统的维护、基本的道路基础设施的维护和修复工作。

运营商

对于私人运营的收费道路设施特许权、租赁或许可协议，如果某些标准不能满足，通常会允许让与人终止该协议。因此惠誉会着重分析运营商的经验水平，以满足道路状况、安全性、服务水平以及未来扩建要求的标准。如果特许经营标准比普遍接受的情况更加严格，或者运营商的经验较少，惠誉会认为终止风险是上升的，运营风险也会随之增加。

对于公共运营项目，终止风险是不存在的，且运营风险也显著降低。在大多数情况下，运营有一定的基本标准，但重要的是，如果没有达到这些要求，该项目也不能改变所有权。在这种情况下，只有在不可控运营费用发生和资产维护得很差时，债权人才会面临风险。惠誉会评估该管理团队的经验，以及相对于同业的成本管理和设施维护纪录。

因此，就运营终止风险而言，私人运营的风险大于公共运营的风险。

成本

运营成本的某些组成部分（例如劳动力或原材料商品的输入）的增长也许会高于通货膨胀率。如果通行费收入的增长与通胀率一样，就会对偿债现金流产生负面影响。如果运营商有权按照或高于通胀率的水平提升通行费率，这种风险就会得到缓解。私人运营商可能会有利益方面的驱动去控制费用；公共运营商缺乏这种管理费用的动机，所以成本风险可能会升高。

因此，就运营成本风险而言，私人运营的风险小于公共运营的风险。

此外，惠誉还会评估每公里或英里的项目成本和营运利润率，并与同类项目进行对比。如果项目有延迟维护或资金不足的系统记录，惠誉会认为其成本风险上升。

（四）收入风险

除了新建项目的完工风险，收入风险通常被认为是收费公路的最重要的评级因素。总收入是由流量和价格决定的，其风险取决于各地的交通水平的不确定性和必要时提高费率的能力。惠誉将收费公路分为六个主要类型：高速公路和大型公路网络、桥梁和隧道、城市星型和环型道路系统、管辖的车道 / 小巷、跨国桥梁、道路组合。

流量风险

收费公路的流量风险主要受区域经济和人口趋势，可替代的免费道路的拥堵情况，与可替代的免费道路的互联性（interconnectivity），与其他交通方式的竞争，以及其某些物理特点（如服务路线、容量和网络互联性）的影响。

惠誉会评估集中度风险，或通过评估收费公路对特定交通类型（如重型货车或休闲旅游，以及原产地 / 目的地市场）的依赖来判断其对服务区的经济组成和业务与行业周期的潜在变化的抵御能力。例如，如果收费道路的收入很大程度上依赖于商用车，惠誉认为这在经济衰退时增加了收费道路的风险暴露。此外，跨境设施会受到邻国经济活动的影响，这意味着交通流量可能会比较波动，另外跨境设施还会受到汇率波动的影响。

惠誉还会评估收费公路在何种程度上会受汽油价格上升的影响，这是因为非上下班的休闲和城际交通设施往往比上下班交通对于汽油价格的波动更加敏感。

具有竞争力的收费设施是指那些相对于免费道路或其他交通方式提供更直接和方便的交通线路、需要更少的时间通行的收费道路。惠誉通过相对于免费道路节省的出行时间（即驾驶者节省的时间价值与通行费的比较）来考量收费设施的竞争力，由于这取决于驾驶者所认知的节省的时间价值、经济、人口和土地使用的趋势以及预期的整个区域的交通系统承载能力，因此具有较大的不确定性和主观性。

价格风险

收费公路的所有者或经营者实施通行费加价的能力差别很大，长期特许权协议、租约或许可经营给私人运营商具有相对严格的权限，而公共运营商则可以享受近乎无限的灵活性。

从政治风险和收益最大化的角度来看，相比于被特定方案限制或需要监管部门批准的定价权，惠誉会将无限定价权视为可提供更多的信用保障。惠誉通常假定私人运营商会将通行费率上调至合同规定允许的最高水平，这意味着他们不再具有提高费率的灵活性以应对环境变化或冲击。

惠誉认为，无限制的定价权是较高等级的特点，但会受到项目运作的政治环境的阻碍。公共实体由于考虑政治因素，虽然其具有无限制的定价权，但存在限制增加费率的情况。在绝对必要时，通行费率的增加也会伴随着资本改进或系统扩展的实施。除非存在及时增加通行费率的良好记录，否则惠誉会对未来的加价计划持怀疑态度，并假设这种增加是有所滞的，且比计划的幅度要少。

在价格弹性方面，高速公路系统和大型公路网络通常表现出较低的价格弹性，这赋予其较强的竞争地位，如同具有垄断特点的城市桥梁系统。城市星型和环型道路系统也相对缺乏弹性，而独立的设施可能有较高的价格弹性。管辖的车道/小巷价格弹性很高。此外，在其他条件相同的情

况下，收费较高相对于收费较低的设施的价格弹性要高。

（五）基础设施发展 / 重建

惠誉会基于目前收费道路的车流量分析其所处经济周期和通行能力以及未来的维护和扩张资产的必要性来考虑再投资计划。

惠誉认为，项目资产维护的资金需求具有自动且有保障的资金来源（如基础资产管理系统）以及将财务预测中的偶发事件考虑在内的应急性成本和前瞻性的现金预留机制，都是较高级别的特点。那些可预测的但需要更多费用的资产改进或者缺乏比较详细的计划被视为中等级别的特点。最后，那些未来的投资水平和时间具有不确定性的收费公路的信用级别则会受到限制。

（六）提前终止风险

受长期特许权、租赁或特许协议管制的收费设施都有规定的到期日，通常还具有性能要求，如果不能满足要求，可能会导致协议提前终止。在这种情况下，债权人将失去他们的主要保障——项目产生的收入。惠誉会通过分析性能标准以及运营商满足标准的能力来评估终止风险。具有特别严格标准的项目的信用级别将会受到限制。

如果由于不可抗力等原因导致没有全额按时偿债，惠誉可能无法对该项目债务进行评级。

（七）负债结构

惠誉看重拟定的资产结构与项目特点的匹配程度，以及通过财务条款和杠杆限制提供给债权人的保障。

收费道路项目通常会呈现相对稳定的交通和收入，这使得它们更适合固定利率和长期的资产结构。惠誉认为，不考虑其他风险因素，如果一个项目具有未对冲的浮动利率债务或不受管理层直接控制的市场上的再融资风险，那么这个项目将需要更多的财务灵活性。

惠誉还会评估债务的到期日以确保其期限没有超过项目的可用寿命。由于缺乏经济趋势和公共政策的长期可视性，惠誉倾向于更谨慎地评估较长期限的债务。与偿债期类似，摊销率也会根据项目类型的不同而不同。新建项目的财务结构需要提供更大的灵活性以补偿较高的预测风险和债务上升的风险，而具有较长运营历史的项目可能不需要这种灵活水平。

所有其他条件相同，对于一个具有悠久历史的运营项目，较大规模的摊销将被视为低级别的特点。在后期负担的债务或累计的债务较多时，惠誉不仅评估年度债务偿还比率（DSCR），而且还会评估其债务期间净债务覆盖率（LLCR）。

保障方案和债权人权利

惠誉侧重于评估承诺收益、利率契约、杠杆率和分布测试、资金流、所需流动资金和维修储备基金，以及第三方担保。

信用分析还包括审查在违约事件发生时的补救措施、债权人介入权利以及与特许责任和适用法律相关的正/负契约条款。在其他条件相同的情况下，如果项目保障方案比一般水平具有实质优势的话，那么惠誉会认为该项目具有较高的信用级别。

（八）偿债能力

惠誉会通过情景分析来评估一个项目的偿债能力。此外，在确定评级时，惠誉还会将项目财务指标与其同业进行比较。收费公路在与同行业比较时，惠誉首先会查找具有相似的经济特征的项目。特别是，具有相似特许强度的项目将被相互比较。

惠誉还会通过分析项目的资产负债表来评估其财务灵活性应对中短期风险的能力。指标包括未受限制的现金/投资余额、杠杆率和表外风险。惠誉还会审查所有正在进行的诉讼可能会对项目产生的实质性影响。

情景分析

在评级过程中，惠誉会评估在商业周期中收费公路可能遇到的不同经济情景。首先，惠誉会

制定基本情景。基本情景是指惠誉认为在其预测期内可能产生的经济环境以及在这种环境下项目的财务和经营业绩表现，考量因素和指标设定会基于惠誉对于历史表现的观点和发起人或咨询顾问的预测。基本情景下的现金流是跟踪评级和压力测试分析的共同出发点。在确定基本情景的基础上，惠誉还会建立评级标准，这是用于确定评级的基准。评级标准一般会反映车流量、收入和费用、以及与之相符的在商业周期的低谷期可能出现的业绩表现。最终，评级标准基于项目的具体类型和属性来确定。

附表1、附表2和附表3的评级标准分别适用于具有较大市场影响力的债务摊销型的成熟大型道路网络和主要城市桥梁系统、特定区域内的小型道路网络和独立经营的收费道路以及集中偿债型（子弹型）项目。由于大型的、多元化的、垄断公路网络通常具有相对稳定的车流量，而新的公路项目的通行费率往往会比老旧公路的费率高，因此相对于较高地理集中度、竞争激烈或价格风险较大的项目，新的、大型的、多元化的、垄断公路网络项目的评级会较高。同样道理，对于相同等级的成熟大型道路网络和区域性的小型道路网络，区域性的小型道路网络对应的债务覆盖率、杠杆率等指标要求会相对严格一些。

由于集中偿债型（子弹型）债务结构具有较大的再融资风险，因此惠誉会将这种再融资风险考虑在内，主要分析指标也会有所不同（见附表3）。

作为“偿债对收入增长率的依赖程度”的一个替代性指标是“年度最大化债务覆盖率”（即年度偿债现金流与年度最大偿债额的比值，简称MADS coverage），这个指标只适用于固定利息、完全摊销的债务结构。当该指标大于或等于1.00时，则说明该项目偿债能力对收入增长率没有依赖；当该指标为0.75至1.00时，则说明该项目偿债能力对收入增长率依赖较低或有限；当该指标为0.50至0.75时，则说明该项目偿债能力很大程度上会依赖收入增长率；当该指标小于0.5时，则说明该项目偿债能力对收入增长率依赖度很高。

一个项目可能会由于一个关键指标较差而被惠誉评为较差的级别（BBB级以下），尽管其他指标显示其应位于更高的级别。■

附表 1 债务覆盖率和杠杆率的参考评级标准——债务摊销型的成熟大型道路网络和主要城市桥梁系统

信用等级	年度平均债务覆盖率	杠杆率	偿债对收入增长率的依赖程度	特别注意事项
AA	1.8 倍及以上	8 倍以下	无或非常有限	优势较强的特点；如果流量或价格风险之一是中等水平，可以被非常保守的债务结构 / 指标所抵消。利润动机导致私人运营商不太可能被评为此等级。
A	1.4 倍及以上	10 倍以下	低	中高等级；如果流量和价格风险是中等水平，则需要有比较保守的债务结构和指标。
BBB	1.3 倍及以上	12 倍以下	可能很高	中等等级；一个较弱的属性可以通过较为保守的债务指标所抵消。如果项目对增长率有较高的依赖，则需要其具有较好的运营状况。
B/BB	1.0 倍及以上	10 倍以上	高	较差的经营状况；等级可能由项目的具体特征来确定。

注：1. 年度平均债务覆盖率（简称 DSCR）是规划期间每年可用于偿债的预期现金流与当年应付债务的比值的平均，剔除了异常值的影响。惠誉会根据资产的性质来确定项目的规划期间。对于固定期限的特许经营资产，惠誉一般会整个债务期间视为项目规划期间。对于成熟稳定的项目，或者对于拥有分散化资产组合和 / 或具有良好的特许经营展期记录的类公司型发行主体，惠誉一般将规划期间视为 5 或 10 年。对于未摊销债务，惠誉会通过计算合成的 DSCR 或债务期间净债务覆盖率（= 净现金流净现值 / 净债务，简称 LLCR）和特许经营期间的净债务覆盖率（= 特许经营期间的净现金流净现值 / 净债务，简称 PLCR）来评估理论上项目资产对于债务的偿付能力。以下同。2. 杠杆率是净债务与可用于偿债的现金的比值。上述杠杆率指标假设项目长期存续（至少 20 年），且不适用于在固定期限内去杠杆或其他发债主体去杠杆化的模式。以下同。

附表 2 债务覆盖率和杠杆率的参考评级标准——小型道路网络和独立经营的收费道路

信用等级	年度平均债务覆盖率	杠杆率	偿债对收入增长率的依赖程度	特别注意事项
AA	-	-	-	不太可能以项目规模 / 地理集中度为基础。
A	1.7 倍及以上	8 倍以下	有限	中高等级；很可能是成熟的、稳定的、相对较低杠杆的项目。
BBB	1.4 倍及以上	10 倍以下	可能很高	中等等级的特点；可以包括近期建成的在增速期的项目，该项目可能依赖于显著的收入增长以满足未来的还本付息，或者是成熟但有波动的项目。
B/BB	1.0 倍及以上	8 倍及以上	高	较差的经营状况；等级可能由项目的具体特征来确定。

附表 3 债务覆盖率和杠杆率的参考评级标准——集中偿债型（子弹型）项目（大型道路网络）

信用等级	后期维护的平均利息保障倍数	债务覆盖率	杠杆率	偿债对收入增长率的依赖程度	特别注意事项
AA	-	-	-	-	不太可能以债务结构为基础。
A	2.5 倍及以上	1.5 倍及以上	10 倍以下	有限	中高等级；很可能是成熟的、稳定的、相对较低杠杆的项目。
BBB	2.0 倍及以上	1.4 倍及以上	12 倍以下	可能很高	中等等级；可以包括成熟但波动性较大的项目或具有较高等级债务的项目。
B/BB	1.5 倍及以上	1.0 倍及以上	10 倍以上	高	较差的经营状况；等级可能由项目的具体特征来确定。

注：1. 后期维护的平均利息保障倍数（PMICR）是可用于偿债的现金流（后期资本支出）与利息费用的比值。2. 债务覆盖率（PLCR）通常是指最小项目期限的债务覆盖率，即特许经营期间的净现金流净现值与净债务的比值。

天津市地下铁道集团有限公司2015年度第一期短期融资券信用评级信息

主体长期信用等级: AAA

评级机构: 联合资信评估有限公司

发行时间: 2015年9月6日

评级展望: 稳定

评级时间: 2015年4月15日

发行规模: 20亿元

本期短期融资券信用等级: A-1

分析师: 黄静雯 陈茜

期限: 366天

利率: 3.48%

优势 ◇ 天津市地下铁道集团有限公司是天津市地铁投资建设、运营管理和资源开发的主体, 具有垄断地位。

◇ 天津市政府对公司支持明确, 对目前已建、在建和已经申报立项的地铁项目均由财政提供资金作为项目建设及未来还本付息的保障。

◇ 公司现金类资产对本期短期融资券的覆盖程度高。

关注 ◇ 地铁项目建设周期长, 投资规模大, 伴随着天津市轨道交通整体规划的快速推进, 公司未来资本支出金额较大, 面临一定资金压力。

◇ 公司经营活动现金流量波动较大。

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
现金类资产 (亿元)	107.67	126.93	60.65	57.58
资产总额 (亿元)	706.21	1015.53	1163.30	1286.60
所有者权益 (亿元)	175.49	188.39	203.55	207.87
(含少数股东权益)	379.32	416.55	445.61	690.28
短期债务 (亿元)	6.35	33.53	36.50	30.98
全部债务 (亿元)	166.07	344.31	436.95	498.12
主营业务收入	16.14	22.17	29.17	5.23
(营业总收入) (亿元)	2.75	7.60	6.34	4.87
利润总额 (亿元)	3.70	0.60	3.01	-0.56
EBITDA (亿元)	4.93	1.77	3.80	--
经营性净现金流 (亿元)	-9.01	-11.13	-4.69	-2.81
净资产收益率 (%)	0.68	0.07	0.56	--
资产负债率 (%)	46.29	58.98	61.69	46.35
速动比率 (%)	302.39	175.46	120.12	172.36
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.38	0.29	0.10	--
经营现金流动负债比 (%)	-17.90	-11.56	-4.09	--
现金偿债倍数 (倍)	5.38	6.35	3.03	2.88

注: 1. 2013 年公司开始执行新会计准则 (2006), 2014 年三季度财务报表未经审计; 2. 公司长期应付款全部为融资租赁款, 将其计入长期债务和全部债务中; 3. 2014 年 9 月底公司其他流动负债中短期融资券, 已调整至短期债务。

晋能集团有限公司2015年度第一期中期票据信用评级信息

主体长期信用等级: AAA

评级机构: 联合资信评估有限公司

发行时间: 2015年8月12日

评级展望: 稳定

评级时间: 2015年6月15日

发行规模: 35亿元

本期中期票据信用等级: AAA

分析师: 刘新泉 张钰

期限: 5年

利率: 5.50%

优势 ◇ 公司近年煤炭产能快速提升, 自产煤炭业务实现快速发展。

◇ 公司运销能力突出, 积累了丰富的上下游客户资源。

◇ 公司在建火电装机规模大, 配电业务持续增长, 盈利能力较强。

◇ 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

关注 ◇ 公司未来投资规模较大, 债务规模快速增加, 债务负担偏重。

◇ 公司原董事长兼法人代表刘建中因严重违纪问题被开除党籍和公职。截至本期报告发布日, 公司法人代表及董事长尚未完成变更, 联合资信对后续发展保持关注。

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额 (亿元)	1644.25	1835.09	2225.74	2274.61
所有者权益 (亿元)	483.56	492.72	519.15	518.80
长期债务 (亿元)	648.22	948.00	884.48	1128.80
全部债务 (亿元)	859.23	1089.82	1296.64	1379.82
营业收入 (亿元)	1978.02	2280.18	1929.63	170.41
利润总额 (亿元)	44.23	22.76	6.61	0.90
EBITDA (亿元)	108.29	92.28	87.58	--
经营性净现金流 (亿元)	-20.32	-27.64	88.96	38.03
营业利润率 (%)	8.60	6.64	6.53	11.31
净资产收益率 (%)	4.85	1.41	0.09	--
资产负债率 (%)	70.59	73.15	76.68	77.19
全部债务资本化比率 (%)	63.99	68.87	71.41	72.67
流动比率 (%)	159.54	183.26	92.59	129.21
全部债务/EBITDA (倍)	7.93	11.81	14.80	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.69	1.70	1.27	--
EBITDA/ 本期发债额度 (倍)	3.09	2.64	2.50	--

注: 1. 2012 年财务数据为经审计追溯调整模拟财务报表; 2. 2015 年一季度财务数据未经审计; 3. 长期应付款中融资租赁款计入公司长期债务。

中粮集团有限公司2015年度第一期中期票据信用评级信息

主体长期信用等级:AAA
评级展望: 稳定
本期中期票据信用等级: AAA

评级机构: 联合资信评估有限公司
评级时间: 2015年6月17日
分析师: 刘晓濛 徐 璨 田 甜

发行时间: 2015年9月8日
发行规模: 50亿元
期 限: 3年
利 率: 3.85%

优势 ◇ 公司资产规模大, 主导产品品牌知名度高, 销售网络覆盖面广, 市场占有率高, 整体竞争实力很强。
◇ 2014年, 公司完成来宝农业及尼德拉股权收购, 供应链逐步向全球延伸。
◇ 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障程度良好。

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额 (亿元)	2667.84	2843.33	4397.94	4478.06
所有者权益 (亿元)	877.34	962.00	1264.43	1243.98
长期债务 (亿元)	401.93	431.11	676.77	597.25
全部债务 (亿元)	1079.90	1117.98	2066.27	2080.59
营业收入 (亿元)	1962.55	1848.94	2453.29	940.51
利润总额 (亿元)	72.44	45.25	30.82	2.36
EBITDA (亿元)	138.92	119.02	139.67	--
经营性净现金流 (亿元)	127.12	81.84	-125.03	-36.04
营业利润率 (%)	11.74	11.35	8.24	6.52
净资产收益率 (%)	6.09	2.43	0.77	--
资产负债率 (%)	67.11	66.17	71.25	72.22
全部债务资本化比率 (%)	55.17	53.75	62.04	62.58
流动比率 (%)	113.37	120.28	115.13	106.12
全部债务 / EBITDA (倍)	7.77	9.39	14.79	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.58	3.59	2.35	--
EBITDA / 本期发债额度 (倍)	2.78	2.38	2.79	--

注: 1. 2012~2015年3月短期债务及相关指标计算包含“其他流动负债”中的短期融资券; 2. 2015年一季度财务数据未经审计。

关注 ◇ 公司部分业务经营状况易受食品市场价格波动以及国家相关调控政策等因素影响。
◇ 受国家对粮食贸易行业调控政策影响, 公司营业收入、利润总额有所波动, 整体盈利能力有所下降。
◇ 公司债务规模较快增长, 整体债务负担呈加重趋势。

徐州市新盛建设发展投资有限公司2015年度公司债券信用评级信息

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

评级机构: 联合资信评估有限公司
评级时间: 2015年5月27日
分析师: 于芷崧 兰 迪

发行时间: 2015年8月11日
发行规模: 20亿元
期 限: 7年
利 率: 5.13%

优势 ◇ 棚户区改造、定销房建设为国家重点支持的保障性住房项目, 得到各级政府的扶持力度大。
◇ 徐州市经济发展快速, 财政实力较强。公司作为地区重要保障性住房建设的投融资实体, 地方政府在政策和财力上给予公司的支持力度大。
◇ 棚户区改造项目为公司带来大规模可供上市出让的土地资源, 未来土地出让收入为公司的偿债提供了较好保障。

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额 (亿元)	245.46	337.46	451.01
所有者权益 (亿元)	132.33	172.46	198.58
长期债务 (亿元)	88.95	108.42	181.20
全部债务 (亿元)	103.90	141.05	223.03
营业收入 (亿元)	14.30	19.50	29.19
利润总额 (亿元)	4.03	3.99	3.79
EBITDA (亿元)	5.55	6.81	8.82
经营性净现金流 (亿元)	-14.57	-19.23	-8.54
营业利润率 (%)	10.37	14.52	18.68
净资产收益率 (%)	2.80	2.17	1.63
资产负债率 (%)	46.09	48.90	55.97
全部债务资本化比率 (%)	43.98	44.99	52.90
流动比率 (%)	745.42	439.19	488.92
全部债务 / EBITDA (倍)	18.73	20.72	25.29
EBITDA / 本期发债额度 (倍)	0.28	0.34	0.44

关注 ◇ 公司整体资产盈利能力较弱, 受补贴收入影响大。
◇ 棚户区改造项目规模较大, 并且土地出让业务规模受宏观经济及国家政策影响大, 出让价格受房地产市场波动影响具有一定不稳定性, 公司存在一定的资本支出压力。

天津融创置地有限公司2015年公司债券（第二期）信用评级信息

本期债券信用等级：AA+

评级机构：联合信用评级有限公司

发行时间：2015年8月31日

评级展望：稳定

评级时间：2015年8月24日

发行规模：10亿元

主体级别：AA+

分析师：刘薇 李晶

期限：5年

利率：4.48%

优势 ◇ 房地产行业将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，未来房地产行业将会继续稳健发展。

◇ 公司聚焦并深耕的核心区域（京、津、沪、渝、杭）经济发展水平较高，公司将直接受益于上述区域的经济的发展。

◇ 公司在一二线城市的土地获取能力较强，土地素质较好，项目具有较好的盈利空间和较强的变现能力。

◇ 公司整体经营稳健，业绩持续增长。

关注 ◇ 目前国内房地产市场受宏观经济政策及行业政策的影响较大，行业竞争日趋加剧。

◇ 公司对外投资规模较大，以合作方式开发的项目在逐渐增多，投资收益波动对盈利水平的影响需要关注。

◇ 公司在开发、拟开发项目较多，需要关注公司未来销售表现及购地支出规模对现金流的影响。

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额（亿元）	621.84	663.75	755.70	756.12
所有者权益（亿元）	101.27	131.29	168.22	168.40
长期债务（亿元）	81.61	88.68	79.28	60.97
全部债务（亿元）	179.23	146.34	143.97	154.76
营业收入（亿元）	205.58	261.12	160.68	5.04
净利润（亿元）	28.75	32.61	36.81	0.18
EBITDA（亿元）	38.54	44.46	48.29	--
经营性净现金流（亿元）	117.17	116.10	180.02	-58.45
营业利润率（%）	21.41	21.52	22.47	6.48
净资产收益率（%）	--	28.04	24.58	--
资产负债率（%）	83.71	80.22	77.74	77.73
全部债务资本化比率（%）	63.90	52.71	46.12	47.89
流动比率（倍）	1.43	1.40	1.31	1.22
EBITDA 全部债务比（倍）	0.22	0.30	0.34	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.21	3.34	3.03	--
EBITDA/ 本次发债额度（倍）	3.85	4.45	4.83	--

注：1. 2015 年 1 季度财务报告未经审计，相关指标未年化；2. 本报告部分合并会计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告中数据如无特别说明均为合并口径；4. 公司未对 2011 年报表追溯调整，2012 年涉及需要两年数据计算的相关盈利指标未计算。

东北证券股份有限公司2015年第三期短期融资券信用评级信息

发行人主体长期信用等级：AA+

评级机构：联合资信评估有限公司

发行时间：2015年9月14日

评级展望：稳定

评级时间：2015年9月8日

发行规模：20亿元

短期融资券信用等级：A-1

分析师：温丽伟 葛成东

期限：87天

利率：2.97%

优势 ◇ 公司在吉林省内营业网点较多，经纪业务在省内有明显优势。

◇ 公司治理机制运行良好，内部控制及风险管理体系比较健全。

◇ 作为上市公司，公司融资渠道通畅且多元化，有助于各项业务的持续发展。

◇ 信用类业务发展态势较好，随着股票二级市场的回暖以及财务杠杆的提升，公司净利润增长明显。

◇ 资本市场改革创新及监管转型的推进对证券公司行业发展产生良好的促进作用。

关注 ◇ 负债规模快速增长，财务杠杆水平有所上升。

◇ 创新业务的较快发展对公司内部控制、风险管理、资本补充等方面提出更高要求。

◇ 国内宏观经济增速放缓、资本市场波动及监管政策变化等因素对证券公司经营产生一定的影响。

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 6 月
资产总额（亿元）	164.78	199.33	346.56	811.94
自有资产（亿元）	98.94	137.71	227.89	529.40
自有负债（亿元）	26.81	62.29	139.65	423.55
总债务（亿元）	23.79	58.83	127.04	402.21
股东权益（亿元）	72.13	75.42	88.24	105.85
净资产（亿元）	49.37	41.09	67.90	75.09
净资产 / 净资产（%）	68.90	55.79	80.26	74.22
净资产 / 自有负债（%）	187.51	65.61	49.43	17.82
净资产 / 自有负债（%）	272.13	117.60	61.60	24.01
自有资产负债率（%）	27.10	45.23	61.28	80.01
净资产 / 各项风险准备之和（%）	568.28	333.99	422.91	321.87
项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
营业收入（亿元）	12.00	17.67	30.91	40.22
净利润（亿元）	1.51	4.83	10.75	18.53
EBITDA（亿元）	3.99	9.20	19.47	30.65
营业费用率（%）	82.76	60.15	49.47	35.10
平均自有资产收益率（%）	1.98	4.08	5.88	9.79
平均净资产收益率（%）	2.93	6.55	13.13	38.18
总债务 / EBITDA（倍）	5.97	6.40	6.52	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.08	3.70	4.13	-

注：1. 净资产、净资本 / 净资产、净资产 / 自有负债、净资产 / 自有负债、净资产 / 各项风险准备之和等指标为母公司口径；2. 2015 年上半年财务数据未经审计，平均自有资产收益率和平均净资产收益率经简单年化计算得到。

福特汽车金融(中国)有限公司2015年第一期金融债券信用评级信息

主体长期信用等级: AA+

金融债券信用等级: AA+

评级展望: 稳定

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级时间: 2015年9月8日

分析师: 温丽伟 姜赐玉

发行时间: 2015年9月17日

发行规模: 20亿元

期限: 3年

利率: 4.38%

优势 ◇ 公司股东福特汽车信贷有限责任公司在国际汽车金融市场具有丰富的经验, 公司能够在技术、管理、资金等方面得到较大的支持。
◇ 公司治理架构和内部控制体系较为完善。
◇ 公司的市场销售网络覆盖地域范围较广, 近年来主营业务保持较快发展。
◇ 资产规模持续快速增长, 信贷资产质量良好, 资本充足。

关注 ◇ 对同业拆入资金较依赖, 易受金融市场波动影响。
◇ 公司盈利水平有待进一步增强。
◇ 汽车行业的周期性波动可能对公司的财务状况产生影响。

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	95.20	151.68	221.08	240.67
股东权益 (亿元)	11.71	16.02	22.68	34.72
不良贷款率 (%)	0.03	0.02	0.07	0.08
贷款拨备率 (%)	0.39	0.36	0.29	0.32
拨备覆盖率 (%)	1310.02	1434.55	414.10	407.04
流动性比例 (%)	2308.87	5592.40	4664.67	1045.28
股东权益 / 资产总额 (%)	12.30	10.56	10.26	14.42
资本充足率 (%)	13.90	12.79	12.04	17.23
核心资本充足率 (%)	13.90	-	-	-
一级资本充足率 (%)	-	12.45	11.81	16.98
核心一级资本充足率 (%)	-	12.45	11.81	16.98

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
营业收入 (亿元)	3.70	4.60	6.49	4.47
净利润 (亿元)	1.04	1.01	1.76	1.33
成本收入比 (%)	46.49	55.00	46.69	37.58
平均资产收益率 (%)	1.26	0.82	0.94	1.15
平均净资产收益率 (%)	9.29	7.28	9.10	9.29

注: 1. 2012 年的资本充足率、核心资本充足率按照《商业银行资本充足率管理办法》口径计算, 2013 年以及 2014 年的资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算; 2. 2015 年 1~6 月收益率指标为经过简单年化计算得到; 3. 2015 年 1-6 月财务数据未经审计。

成都银行股份有限公司2015年二级资本债券信用评级信息

主体长期信用等级: AA+

二级资本债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级机构: 联合资信评估有限公司

评级时间: 2015年7月23日

分析师: 温丽伟 胡 健

发行时间: 2015年8月12日

发行规模: 50亿元

期限: 5+5年

利率: 5.20%

优势 ◇ 业务规模在中西部地区城市商业银行中位居前列, 在成都市金融同业中亦具有较强的市场竞争力。
◇ 主营业务保持较快发展, 跨区域经营的稳步推进有助于综合实力的提升。
◇ 盈利能力强, 资本充足。

关注 ◇ 不良贷款和逾期贷款增长较快, 资产质量面临一定压力。
◇ 信托受益权、资产管理计划以及理财产品投资规模较大。
◇ 地方政府融资平台贷款、房地产业及建筑业贷款占比较高, 且信托产品投资中部分资金亦投向以上行业, 行业风险值得关注。
◇ 宏观经济增速放缓、经济结构调整以及利率市场化等因素将对商业银行的业务发展、资产质量产生不利影响。

项 目	2012 年末	2013 年末	2014 年末
资产总额 (亿元)	2402.75	2612.53	3002.30
股东权益 (亿元)	128.35	152.09	181.99
不良贷款率 (%)	0.62	0.72	1.19
贷款拨备率 (%)	2.60	2.61	3.00
拨备覆盖率 (%)	417.55	362.24	252.25
流动性比例 (%)	50.27	40.85	45.83
存贷比 (%)	57.47	56.98	56.96
股东权益 / 总资产 (%)	5.34	5.82	6.06
资本充足率 (%)	14.65	13.07	12.69
核心资本充足率 (%)	11.71	-	-
一级资本充足率 (%)	-	10.45	10.45
核心一级资本充足率 (%)	-	10.45	10.44

项 目	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入 (亿元)	56.21	70.68	91.31
净利润 (亿元)	25.38	29.77	35.52
净利差 (%)	2.91	2.99	3.17
成本收入比 (%)	29.92	30.46	28.76
平均资产收益率 (%)	1.20	1.19	1.27
平均净资产收益率 (%)	21.34	21.23	21.27

注: 1. 2013 年和 2014 年末资本充足性相关指标按照《商业银行资本管理办法(试行)》口径计算; 2. 2012 年资本充足性相关指标按照《商业银行资本充足率管理办法》口径计算。

长银2015年第一期信贷资产证券化信托资产支持证券信用评级信息

单位：万元 /%

资产支持证券名称	金额	总量占比	利率类型	信用级别
优先 A 档资产支持证券	265200	70.94	浮动利率	AAA
优先 B 档资产支持证券	64000	17.12	浮动利率	A
次级档资产支持证券	44650	11.94	-	NR
合计	373850	100.00	-	-

注：NR 表示未予评级。

评级机构：联合资信评估有限公司
评级时间：2015年7月21日
分析师：田兵 屈晓灿
证券发行日：2015年8月4日

信托财产初始起算日：2015 年 3 月 21 日

证券法定到期日：2020 年 7 月 26 日

交易类型：静态现金流型 CLO

载体形式：特殊目的信托

信托财产：长安银行股份有限公司 373850 万元公司贷款

资产池加权平均信用级别：A+/A

信用提升机制：优先 / 次级结构、触发机制

发起机构 / 贷款服务机构：长安银行股份有限公司

受托机构 / 发行人：长安国际信托股份有限公司

资金保管机构：招商银行股份有限公司西安分行

主承销商：招商证券股份有限公司

优势

◇ 本期交易入池贷款均为长安银行股份有限公司发放的正常类贷款，资产池资产质量较好。

◇ 本期交易以优先 / 次级结构作为主要的信用提升机制，其中优先 A 档资产支持证券获得优先 B 档资产支持证券和次级档资产支持证券 29.06% 的信用支持，优先 B 档资产支持证券获得次级档资产支持证券 11.94% 的信用支持。

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

关注

◇ 本期交易未设置内部流动性储备账户，也未设置外部流动性支持，存在一定的流动性风险。

风险缓释：本期交易安排了本金账和收益账的交叉互补机制，能有效缓释流动性风险。联合资信对各档证券的现金流进行了压力测试，评级结果已经反映了流动性支持的缺失可能导致的流动性风险。

◇ 入池贷款地区集中度很高，全部来自于陕西省。

风险缓释：该地区经济增长稳定，发展前景良好，且联合资信在违约模型中通过提高该地区的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了地区的集中风险。

◇ 入池贷款行业集中度较高，前三大行业未偿本金余额合计占比为 54.92%，且部分集中度较高的行业景气度存在下行风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高相应行业的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了行业的集中风险。

◇ 本期交易入池贷款中前五大借款人未偿本金余额合计占比为 45.81%，前十大借款人未偿本金余额合计占比为 77.72%，借款人集中度较高，存在较大的集中风险。

风险缓释：联合资信在违约模型中通过提高占比较高的借款人的违约率来模拟整个资产池的违约表现，评级结果已经反映了借款人的集中风险。

◇ 本期交易共有 11 期收款期间单户最高还本占比超过 50%，当期本金的偿还存在明显的借款人集中风险及流动性风险。

风险缓释：上述 11 期还本占比最大的借款人影子级别区间为 AA- 至 AAA，级别较高，还款发生拖欠或违约的可能性较小，因此优先级证券发生流动性风险的可能性较小。

◇ 影响贷款违约及违约后回收的因素较多，定量分析时采用的模拟方法和相关数据可能存在一定模型风险。

风险缓释：联合资信通过提高违约率、降低回收率、加大处置回收时间等手段，反复测试优先级证券对借款人违约的承受能力，尽量降低模型风险。

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

风险缓释：联合资信在调整资产池违约模型中的参数时考虑了宏观经济系统性风险导致的入池贷款违约率提高和回收率下降等因素，评级结果反映了上述风险。

2012 年~2015 年我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	
				数值 (亿元)	同比
GDP	7.7	7.7	7.4	487774	6.9
规模以上工业增加值	10.0	9.7	8.3	-	6.2
固定资产投资总额 (不含农户)	20.6	19.6	15.7	394531	10.3
社会消费品零售总额	14.3	13.1	12.0	216080	10.5
出口总额	7.9	7.9	6.1	16641	-1.9
进口总额	4.3	7.3	0.4	12400	-15.3
CPI	2.6	2.6	2.0	-	1.4
PPI	-1.7	-1.9	-1.9	-	-5.0
社会融资规模	22.9	9.7	-4.8	119400	-4.6
M2 余额	14.4	13.6	12.2	1359824	13.1
人民币贷款余额	15.0	14.1	13.6	921337	15.8

注：1. GDP 和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率，固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率；2. 进出口总额单位为亿美元。

资料来源：国家统计局、中国人民银行、海关总署、联合资信整理

2012 年~2015 年 1-9 月我国债券发行情况

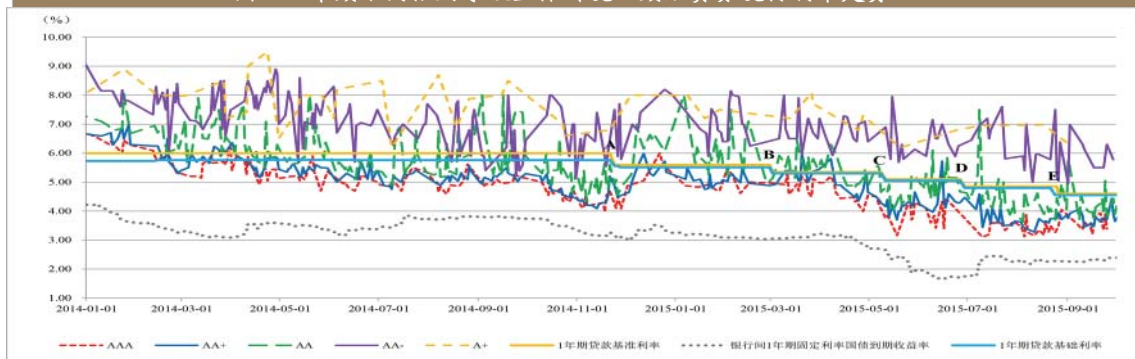
券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2015 年 1-9 月 同比 (%)	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-9 月	2015 年 1-9 月 同比 (%)
政府债	77	86	112	706	530.36	16062.26	19044.01	20247.35	38770.89	91.49
国债	59	62	69	60	-13.04	13562.26	15544.01	16247.35	14241.97	-12.34
地方政府债	18	24	43	646	1402.33	2500.00	3500.00	4000.00	24528.92	513.22
央行票据	0	20	0	0	NA	0.00	5362.00	0.00	0.00	NA
金融债	246	333	533	470	-11.82	25854.70	21401.30	28440.02	24816.92	-12.74
政策性银行债	175	285	426	366	-14.08	21400.00	19960.30	22980.52	20581.68	-10.44
商业银行债券	57	35	89	83	-6.74	3933.70	1132.00	4402.50	3067.24	-30.33
非银行金融机构债券	12	11	13	21	16.67	421.00	189.00	632.00	1168.00	10.50
政府支持机构债券	15	14	16	19	26.67	2000.00	1900.00	2150.00	1850.00	-11.90
企业债券	484	374	583	215	-63.12	6499.31	4752.30	6961.98	2316.62	-66.72
一般企业债	479	373	575	213	-62.96	6484.50	4748.30	6898.50	2301.40	-66.64
集合企业债	5	1	8	2	-75.00	14.81	4.00	63.48	15.22	-76.02
中期票据	563	507	711	604	-15.05	8153.30	6716.20	9368.40	8305.90	-11.34
美元中期票据 (亿美元)	0	1	0	0	NA	0.00	2.00	0.00	0.00	NA
集合票据	45	31	3	2	-33.33	100.02	66.39	4.30	4.26	-0.93
短期融资券	933	1076	1515	1883	24.29	13981.47	15859.80	21517.53	23571.70	9.55
短期融资券	808	860	1072	854	-20.34	8159.47	8324.80	10521.53	7221.00	-31.37
超级短期融资券	125	216	443	1029	132.28	5822.00	7535.00	10996.00	16350.70	48.70
证券公司短期融资券	16	134	257	142	-44.75	561.00	2995.90	4246.90	3079.60	-27.49
资产支持证券 (银行间)	0	10	224	236	5.36	0.00	109.06	2793.50	2493.75	-10.73
资产支持证券 (交易所)	12	29	134	502	428.42	31.80	73.98	427.14	921.20	218.30
非金融企业资产支持票据	14	18	28	8	-71.43	57.00	48.00	89.20	32.00	-64.13
非公开定向债务融资工具	251	534	1199	834	-30.50	3813.30	5668.08	10180.16	6532.05	-36.15
公司债	294	358	469	412	12.57	2622.81	1698.54	1407.53	4362.45	330.59
证券公司债	1	38	106	216	323.53	0.20	1179.60	2497.05	7039.40	565.32
可转债	5	8	13	2	-77.78	163.55	544.81	320.99	84.00	-38.77
可交换债	0	1	5	5	150.00	163.55	544.81	320.99	43.98	181.92
项目收益票据	0	0	3	4	33.33	0.00	0.00	8.00	38.00	375.00
同业存单	0	10	942	3738	284.57	0.00	340.00	8975.60	32677.80	264.07
合计	2956	3582	6883	9998	49.69	79900.72	87764.54	119695.41	156940.52	33.57

注：1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计；存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计；2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债，不包括证券公司债；3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券，其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数，不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数；4. 美元中期票据以亿美元计，合计数中不包含美元中期票据；5. “公司债”不包含证券公司债券；在两个交易所同时发行的发行人，则债券发行期数计作 2 期，发行规模为两个交易所发行规模的总和；6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券；7. 资产支持证券 (银行间) 指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券 (交易所) 指在交易所债券市场发行的资产支持证券；8. “资产支持证券 (银行间)”存量情况只包括中国债券信息网公布的资产支持证券，不包括上海清算所公布的信贷资产支持证券；9. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺失发行规模信息，本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2015 年 10 月 13 日已披露的本季度数据，并会对之前数据进行追溯调整；10. NA 表示不适用。

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

1 年期短融、5 年期中票、7 年期企业债券发行利率走势

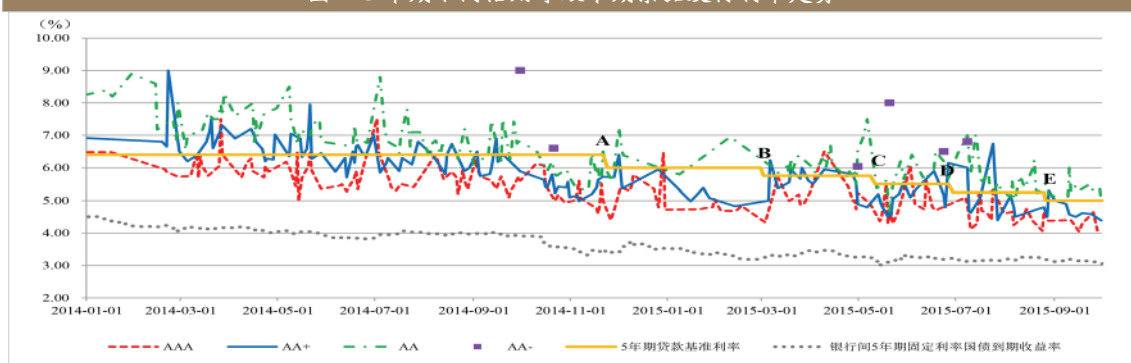
图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



注：1. 由于目前市场上短期融资券的债项级别均为 A-1，图中以债券发行主体的信用等级进行区分；2. A: 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.40 个百分点至 5.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整；B: 2015 年 3 月 1 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整；C: 2015 年 5 月 10 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.10%，其他各档次贷款基准利率相应调整；D: 2015 年 6 月 28 日，中国人民银行下调一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 4.85%，其他各档次贷款基准利率相应调整；E: 2015 年 8 月 26 日，中国人民银行下调一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 4.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整。以下同；3. 若同日发行多只具有相同信用等级的债券，当日发行利率取多只债券发行利率的平均值，以下同；4. 图中债券发行利率均为固定利率，不包括发行利率为浮动利率的债券，以下同。

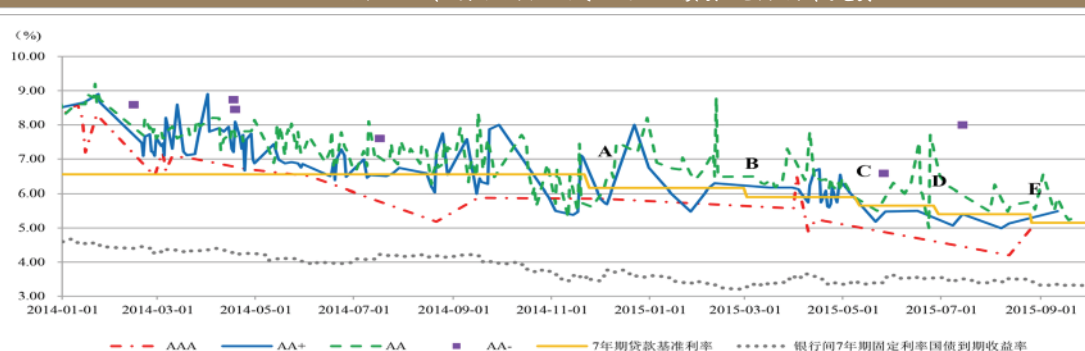
资料来源：中国债券信息网站、上海清算所、Wind 资讯、联合资信整理，以下同。

图 2 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势



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

图 3 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



联合资信评估有限公司工商企业评级公告

(2015年8月1日至2015年9月30日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
北京首都旅游集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-24	AAA/ 稳定	2015-08-11			
	2015 年度第二期短期融资券	30			A-1	2015-08-11	2015-08-20	365 天	3.40
	2015 年度第二期中期票据	20			AAA	2015-05-22	2015-09-21	5+N	4.69
中信国安集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-09	AA+/ 稳定	2015-07-28			
	2015 年度第一期短期融资券	20			A-1	2015-06-09	2015-09-29	366 天	3.65
	2015 年度第二期中期票据	22			AA+	2015-06-09	2015-09-29	3	4.38
中国国电集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-08	AAA/ 稳定	2015-06-24			
	2015 年度第三期短期融资券	82			A-1	2015-04-08	2015-08-03	366 天	3.05
浙江省交通投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-11	AAA/ 稳定	2015-06-29			
	2015 年度第一期中期票据	25			AAA	2015-06-11	2015-08-04	5	4.25
	2015 年度第二期中期票据	25			AAA	2015-06-11	2015-08-12	5	4.38
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-25	AAA/ 稳定	2015-07-21			
	2015 年度第二期短期融资券	30			A-1	2015-07-21	2015-08-26	366 天	4.05
南山集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-08-07	AA+/ 稳定	2015-06-24			
	2015 年度第一期中期票据	10			AA+	2015-06-24	2015-08-17	3	4.98
中粮集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-17	AAA/ 稳定	2015-06-24			
	2015 年度第一期中期票据	50			AAA	2015-06-17	2015-09-08	3	3.85
常高新集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-29	AA+/ 稳定	2015-07-20			
	2015 年度第一期中期票据	6			AA+	2015-07-20	2015-08-25	5+N	5.49
内蒙古包钢钢联股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-08	AA+/ 稳定	2015-07-17			
	2015 年度第一期短期融资券	25			A-1	2015-07-08	2015-08-25	366 天	3.90
淮南矿业(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 负面	2015-07-27	AAA/ 负面	2015-08-07			
	2015 年度第三期短期融资券	25			A-1	2015-08-07	2015-09-18	366 天	4.30
中国华能集团公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-08-10	AAA/ 稳定	2015-08-27			
	2015 年度第二期短期融资券	40			A-1	2015-08-10	2015-08-21	366 天	3.05
	2015 年度第三期短期融资券	40			A-1	2015-08-27	2015-09-14	366 天	3.05
重庆化医控股(集团)公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-02-10	AA+/ 稳定	2015-07-14			
	2015 年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-07-14	2015-08-20	366 天	3.70
厦门钨业股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-19	AA+/ 稳定	2015-06-26			
	2015 年度第一期中期票据	3			AA+	2015-05-19	2015-08-25	3	4.35
东北特殊钢集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-06-05	AA/ 负面	2015-08-31			
	2015 年度第三期短期融资券	7			A-1	2015-08-31	2015-09-22	366 天	6.30
山东省商业集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-17	AA+/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年度第二期中期票据	9			AA+	2015-07-23	2015-08-11	5+N	5.45
天津滨海新区建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-30	AAA/ 稳定	2015-09-07			
	2015 年度第二期短期融资券	30			A-1	2015-06-23	2015-08-06	366 天	3.27
	2015 年度第一期中期票据	20			AAA	2015-09-07	2015-09-23	5+N	5.09
广东物资集团公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-28	AA/ 稳定	2015-09-24			
	2015 年度第二期中期票据	8	AA	2015-04-20	AA	2015-09-24	2015-09-08	3+N	5.30
南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-23	AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年度第一期中期票据	28			AA+	2015-07-29	2015-09-18	5	4.60
陕西煤业化工集团有限责任公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-01-23	AAA/ 稳定	2015-06-19			
	2015 年度第二期中期票据	50			AAA	2015-01-23	2015-08-18	5+N	6.20
四川长虹电子控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-01	AA/ 稳定	2015-08-04			
	2015 年度第一期短期融资券	8			A-1	2015-08-04	2015-09-24	366 天	3.93
中国中纺集团公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-10	AA+/ 稳定	2015-07-28			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-07-28	2015-09-14	366 天	3.43
	2015 年度第一期中期票据	10			AA+	2015-07-10	2015-09-07	3	4.00

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
广东省广新控股集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-01-09	AA+/ 稳定	2015-07-02			
	2015 年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-07-02	2015-08-05	366 天	3.37
红豆集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-04	AA/ 稳定	2015-07-10			
	2015 年度第二期短期融资券	7			A-1	2015-07-10	2015-08-06	365 天	4.27
丹东港集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-18	AA/ 稳定	2015-06-30			
	2015 年度第一期短期融资券	15			A-1	2015-06-30	2015-09-25	366 天	4.32
北京住总集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-27	AA/ 稳定	2015-07-30			
	2015 年度第一期中期票据	10			AA	2015-05-27	2015-09-09	3+N	5.00
东方集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-30	AA/ 稳定	2015-07-15			
	2015 年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-07-15	2015-09-11	366 天	4.39
太原重型机械集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-18	AA/ 负面	2015-06-30			
	2015 年度第一期中期票据	3			AA	2015-06-18	2015-09-22	5	5.50
中国轻工集团公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-08	AA+/ 稳定	2015-07-06			
	2015 年度第二期短期融资券	5			A-1	2015-07-06	2015-09-16	366 天	3.50
中煤矿山建设集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-26	AA/ 稳定	2015-07-13			
	2015 年度第二期短期融资券	5			A-1	2015-07-13	2015-09-07	366 天	5.50
内蒙古高新控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-29	AA/ 稳定	2015-07-30			
	2015 年度第一期中期票据	4			AA	2015-05-29	2015-08-14	5	5.98
嘉兴市现代服务业发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-11-13	AA+/ 稳定	2015-07-28			
	2015 年度第一期中期票据	7	AA	2014-11-13	AA+	2015-10-19	2015-08-12	5	5.38
青海省投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 负面	2015-06-09	AA/ 负面	2015-07-24			
	2015 年度第二期短期融资券	6			A-1	2015-06-09	2015-08-26	366 天	5.20
天士力制药集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2013-06-27	AA+/ 稳定	2015-04-21			
	2015 年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-04-21	2015-08-14	366 天	3.50
万向钱潮股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-14	AA/ 稳定	2015-06-18			
	2015 年度第一短期融资券	15			A-1	2015-06-18	2015-08-26	366 天	3.98
北京京城机电控股有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-28	AA+/ 稳定	2015-06-04			
	2015 年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-05-28	2015-08-03	366 天	3.45
安徽国贸集团控股有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-02-13	AA/ 稳定	2015-06-23			
	2015 年度第一期短期融资券	6			A-1	2015-06-23	2015-09-24	366 天	3.89
徐州市新盛建设发展投资有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-27	AA+/ 稳定	2015-06-23			
	2015 年公司债券	20			AA+	2015-05-27	2015-08-11	7	5.13
东营方圆有色金属有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-27	AA/ 稳定	2015-08-05			
	2015 年度第二期短期融资券	7			A-1	2015-08-05	2015-09-09	366 天	4.98
江苏国泰国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-10	AA/ 稳定	2015-07-21			
	2015 年度第二期短期融资券	3			A-1	2015-07-10	2015-09-07	366 天	3.89
浙江华友钴业股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-07-17	AA-/ 稳定	2015-07-27			
	2015 年度第二期短期融资券	4			A-1	2015-07-27	2015-09-09	366 天	6.50
中电投贵州金元集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2014-07-11	AA+/ 稳定	2015-06-12			
	2015 年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-06-12	2015-09-25	366 天	3.75
西安市浐灞河发展有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-09	AA/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年度第一期短期融资券	6			A-1	2015-07-09	2015-09-09	366 天	3.98
天津市地下铁道集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-04-15	AAA/ 稳定	2015-06-29			
	2015 年度第一期短期融资券	20			A-1	2015-04-15	2015-09-06	366 天	3.48
云南省城市建设投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-16	AA+/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第二期短期融资券	10			A-1	2015-07-16	2015-08-25	366 天	3.99
	2015 年度第二期中期票据	10			AA+	2015-07-24	2015-08-28	5+N	6.00
中国华阳经贸集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-24	AA/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年度第一期中期票据	8			AA	2015-07-23	2015-09-29	3+2	4.80
无锡产业发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-24	AAA/ 稳定	2015-07-17			
	2015 年度第一期中期票据	10			AAA	2015-06-24	2015-08-18	3	4.09
花园集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-05	AA/ 稳定	2015-07-14			
	2015 年度第一期中期票据	7			AA	2015-06-05	2015-09-22	3	5.60

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-03-10	AA+/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第一期中期票据	8			AA+	2014-10-21	2015-09-22	5	4.58
隆鑫控股有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-12-22	AA/ 稳定	2015-07-28			
	2015 年度第二期短期融资券	7			A-1	2015-07-28	2015-08-28	366 天	5.80
新希望六和股份有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-18	AA+/ 稳定	2015-06-23			
	2015 年度第一期短期融资券	8			A-1	2015-06-18	2015-08-25	366 天	3.82
连云港市城市建设投资集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-03-10	AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年度第二期短期融资券	3			A-1	2015-07-29	2015-08-13	366 天	3.77
广州广日集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-25	AA/ 稳定	2015-08-12			
	2015 年度第一期短期融资券	2			A-1	2015-08-12	2015-08-21	366 天	3.70
新疆天富集团有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-02-04	AA/ 稳定	2015-06-25			
	2015 年度第一期短期融资券	6			A-1	2014-12-26	2015-08-24	365 天	3.95
绵阳市投资控股（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-04	AA/ 稳定	2015-06-18			
	2015 年度第一期中期票据	15			AA	2015-06-18	2015-09-29	5	4.99
山东焦化集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-20	AA/ 稳定	2015-06-15			
	2015 年度第三期短期融资券	10			A-1	2015-06-15	2015-08-06	366 天	5.80
厦门象屿集团有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-16	AA+/ 稳定	2015-07-02			
	2015 年度第二期短期融资券	6			A-1	2015-06-16	2015-08-13	366 天	3.60
	2015 年度第一期中期票据	10			AA+	2015-05-15	2015-09-07	5+N	5.38
扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-29	AA+/ 稳定	2015-09-17			
	2015 年度第一期中期票据	10			AA+	2015-09-17	2015-09-28	5	4.39
永泰能源股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-12	AA/ 稳定	2015-08-24			
	2015 年度第三期短期融资券	12			A-1	2015-08-24	2015-09-18	366 天	5.03
中国华电工程（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-09	AA+/ 稳定	2015-05-07			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-05-07	2015-08-26	366 天	3.66
华电煤业集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-29	AAA/ 稳定	2015-08-25			
	2015 年度第一期短期融资券	16			A-1	2015-08-25	2015-09-17	366 天	3.85
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-16	AA/ 稳定	2015-08-11			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-08-11	2015-09-18	366 天	3.89
国电南京自动化股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-18	AA/ 稳定	2015-08-10			
	2015 年度第二期短期融资券	2			A-1	2015-08-10	2015-09-24	366 天	3.95
绿地控股集团有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-08-14	AAA/ 稳定	2015-08-24			
	2015 年度第一期中期票据	20			AAA	2015-08-14	2015-09-15	5+N	5.30
深圳高速公路股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-06-03	AAA/ 稳定	2015-07-13			
	2015 年度第一期中期票据	9			AAA	2015-06-03	2015-08-14	3	3.95
重庆市轨道交通（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-07-02	AAA/ 稳定	2015-07-28			
	2015 年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-07-02	2015-08-20	366 天	3.50
中关村发展集团股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-22	AAA/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年公司债券	11			AAA	2015-07-22	2015-08-11	7	4.20
北京大北农业科技集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-30	AA/ 稳定	2015-08-26			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-08-26	2015-09-16	366 天	3.80
北京首都开发控股（集团）有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-10	AA+/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第一期短期融资券	7			A-1	2015-07-24	2015-09-15	366 天	3.69
上海华信国际集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-21	AA+/ 稳定	2015-05-25			
	2015 年度第一期短期融资券	20			A-1	2015-05-25	2015-09-30	366 天	4.38
天壕节能科技股份有限公司	企业主体长期信用		A+/ 稳定	2015-04-17	A+/ 稳定	2015-07-16			
	2015 年度第一期短期融资券	2			A-1	2015-07-16	2015-08-13	366 天	6.98

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
武汉旅游发展投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-24	AA/ 稳定	2015-08-19			
	2015 年度第二期短期融资券	2			A-1	2015-08-19	2015-09-28	366 天	3.92
金地（集团）股份有限公司	企业主体长期信用		AAA/ 稳定	2015-07-30	AAA/ 稳定	2015-09-07			
	2015 年度第二期中期票据	25	AAA	2015-02-03	AAA	2015-09-07	2015-08-03	5	4.60
中建投租赁有限责任公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-06-05	AA/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年度第二期短期融资券	4			A-1	2015-06-05	2015-09-17	366 天	3.88
福建东百集团股份有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-12-19	AA-/ 稳定	2015-07-24			
	2015 年度第二期短期融资券	3			A-1	2015-07-24	2015-09-24	366 天	6.00
华电江苏能源有限公司	企业主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-01	AA+/ 稳定	2015-08-19			
	2015 年度第二期短期融资券	5			A-1	2015-08-19	2015-09-10	366 天	3.45
	2015 年度第三期短期融资券	5			A-1	2015-08-19	2015-09-11	366 天	3.40
北京京能电力股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-05-22			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-05-22	2015-08-04	366 天	3.18
防城港市港工基础设施建设 开发投资有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-22			
	2015 年小微企业增信集合债券	8			AA	2015-05-22	2015-09-21	3+1	5.58
格林美股份有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2015-05-27	AA/ 稳定	2015-06-05			
	2015 年度第一期中期票据	5			AA	2015-06-05	2015-09-07	3	5.19
贵州凯里经济开发区开元城 市投资开发有限责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-05			
	2015 年小微企业增信集合债券	7			AA	2015-05-05	2015-09-08	3+1	5.95
河南心连心化肥有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-09-17			
	2015 年度第一期中期票据	3			AA	2014-09-17	2015-08-03	3	6.18
华邦颖泰股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-02-04			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-02-04	2015-08-07	365 天	3.80
江苏农华智慧农业科技股份 有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-06-10			
	2015 年度第一期短期融资券	3			A-1	2015-06-10	2015-08-21	366 天	5.50
晋能集团有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-06-15			
	2015 年度第一期中期票据	35			AAA	2015-06-15	2015-08-12	5	5.50
	2015 年度第二期中期票据	15			AAA	2015-06-15	2015-08-24	5	5.37
	2015 年度第三期中期票据	25			AAA	2015-06-15	2015-09-25	5+N	6.28
荆门高新技术产业开发有限 责任公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-02-03			
	2015 年公司债券	7			AA	2015-02-03	2015-08-10	7	5.48
兰州兰石集团有限公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-07-30			
	2015 年度第一期短期融资券	4			A-1	2015-07-30	2015-08-28	366 天	4.95
老河口市建设投资经营有限 公司	企业主体长期信用				AA-/ 稳定	2015-07-31			
	2015 年公司债券	8			AA	2015-07-31	2015-08-11	7	6.75
厦门百城建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-02-15			
	2015 年度第一期短期融资券	2			A-1	2015-02-15	2015-09-22	366 天	3.77
	2015 年度第一期中期票据	2			AA+	2015-02-15	2015-09-23	3	4.15
寿光市城市建设投资开发有 限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-19			
	2015 年度第一期中期票据	3			AA	2015-08-19	2015-09-25	3	4.88
天安数码城（集团）有限公 司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-22			
	2015 年度第一期中期票据	9			AA	2015-05-22	2015-08-03	3	5.05
温州市铁路与轨道交通投资 集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-18			
	2015 年可续期公司债券 (品种一)	8			AA	2015-08-18	2015-08-26	5+N	7.00
	2015 年可续期公司债券 (品种二)	7			AA	2015-08-18	2015-08-26	3+3+3 +3+3	5.04

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
无锡市建设发展投资有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-06-16			
	2015 年度第一期中期票据	20			AAA	2015-06-16	2015-09-17	5	4.48
宿迁市经济开发总公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-03			
	2015 年度第一期短期融资券	10			A-1	2015-07-03	2015-09-25	366 天	3.90
云南省工业投资控股集团有限责任公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-25			
	2015 年度第一期短期融资券	5			A-1	2015-06-25	2015-08-27	366 天	3.75
湛江港(集团)股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-12			
	2015 年度第二期短期融资券	3			A-1	2015-06-12	2015-09-16	366 天	3.60
张家界市经济发展投资集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年度第一期短期融资券	8			A-1	2015-07-29	2015-08-26	366 天	4.05
长春城投建设投资有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-08-18			
	2015 年度第一期中期票据	20			AA+	2015-08-18	2015-09-17	5	4.68
晟通科技集团有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-07-25	AA-/ 正面	2015-08-11			
	2007 年公司债券	5	AAA	2014-07-25	AAA	2015-08-11	2007-12-24	10	6.48
温岭市国有资产投资集团有限公司	企业主体长期信用		AA/ 稳定	2014-07-23	AA/ 稳定	2015-09-29			
	2009 年公司债券	12	AA	2014-07-23	AA+	2015-09-29	2009-11-12	5+2	7.35
嘉兴市乍浦建设投资有限公司	企业主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-12-30	AA-/ 稳定	2015-09-30			
	2010 年企业债券	8	AA	2014-12-30	AA+	2015-09-30	2010-08-04	5+3	5.70

注：* 公告内容仅包括 2015 年 8 月 1 日至 2015 年 9 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2015年8月1日至2015年9月30日)*

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
德阳银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2014-06-04	AA-/ 稳定	2015-04-29			
	2015 年二级资本债券	6			A+/ 正面	2015-04-29	2015-08-14	5+5	5.85
攀枝花市商业银行股份有限公司	主体长期信用		AA-/ 稳定	2015-01-16	AA-/ 稳定	2015-05-26			
	2015 年金融债券	20			AA-/ 稳定	2015-05-26	2015-08-12	3	4.90
成都银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-06-26	AA+/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年二级资本债券	50			AA/ 稳定	2015-07-23	2015-08-12	5+5	5.20
长沙银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-04-29	AA+/ 稳定	2015-08-12			
	2015 年第二期金融债券	15			AA+/ 稳定	2015-08-12	2015-08-21	3+2	4.25
天津银行股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-05-05	AA+/ 稳定	2015-07-08			
	2015 年二级资本债券	50			AA/ 稳定	2015-05-05	2015-08-21	5+5	5.00
东北证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-04-03	AA+/ 稳定	2015-09-08			
	2015 年第三期短期融资券	20			A-1	2015-09-08	2015-09-14	87 天	2.97
华融证券股份有限公司	主体长期信用		AA+/ 稳定	2015-08-20	AA+/ 稳定	2015-09-15			
	2015 年度第六期短期融资券	10			A-1	2015-08-20	2015-09-08	86 天	2.98
	2015 年度第七期短期融资券	8			A-1	2015-09-15	2015-09-24	90 天	3.00

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
富滇银行股份有限公司	主体长期信用		AA/ 稳定	2015-07-07	AA+/ 稳定	2015-09-17			
	2015 年第二期金融债券 (品种一)	15			AA+/ 稳定	2015-09-17	2015-09-25	3	4.10
	2015 年第二期金融债券 (品种二)	15			AA+/ 稳定	2015-09-17	2015-09-25	5	4.40
晋商银行股份有限公司	主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-11			
	2015 年二级资本债券	20			AA-/ 稳定	2015-05-11	2015-08-19	5+5	5.80
青岛农村商业银行股份有限公司	主体长期信用				AA/ 稳定	2014-12-25			
	2015 年二级资本债券	15			AA-/ 稳定	2014-12-25	2015-09-15	5+5	5.20
福特汽车金融(中国)有限公司	主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-09-08			
	2015 年第一期金融债券	20			AA+/ 稳定	2015-09-08	2015-09-17	3	4.38

注：* 公告内容仅包括 2015 年 8 月 1 日至 2015 年 9 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2015年8月1日至2015年9月30日) *

发起机构 / 贷款服务 机构	受托机构 / 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行 利率 (%)	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日	
						级别	时间	级别	时间			
长安银行股份 有限公司	长 安 国 际 信 托 股 份 有 限 公 司	长银 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A 档资产支持证券	26.52	70.94	1 年期定期存款 利率 +1.75			AAA		2015-07-21	2015-08-04	2020-07-26
		长银 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	6.40	17.12	1 年期定期存款 利率 +3.40			A				
		长银 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	4.47	11.94	无票面利率			NR				
恒丰银行股份 有限公司	长 安 国 际 信 托 股 份 有 限 公 司	恒金 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A1 档资产支持证券	12.00	41.58	3.60			AAA		2015-07-08	2015-08-04	2020-04-26
		恒金 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A2 档资产支持证券	9.67	33.51	3.70			AAA				
		恒金 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	3.23	11.19	4.80			AA				
		恒金 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	3.96	13.72	无票面利率			NR				
广发银行股份 有限公司	广 东 粤 财 信 托 有 限 公 司	启元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A1 档资产支持证券	7.00	23.57	3.65			AAA		2015-06-25	2015-08-05	2020-04-26
		启元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 A2 档资产支持证券	14.88	50.11	1 年期定期存款 利率 +1.76			AAA				
		启元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	4.49	15.12	1 年期定期存款 利率 +3.00			A				
		启元 2015 年第一期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	3.33	11.20	无票面利率			NR				
恒丰银行股份 有限公司	平 安 信 托 有 限 公 司	恒金 2015 年第二期信贷资产证券 化信托优先 A 档资产支持证券	20.00	73.47	4.00			AAA		2015-08-06	2015-08-28	2020-07-26
		恒金 2015 年第二期信贷资产证券 化信托优先 B 档资产支持证券	3.30	12.12	4.75			AA				
		恒金 2015 年第二期信贷资产证券 化信托次级档资产支持证券	3.92	14.41	无票面利率			NR				

续上表

发起机构 / 贷款服务机构	受托机构 / 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行利率 (%)	上次评级		最新评级结果		证券发行日期	证券法定到期日
						级别	时间	级别	时间		
上汽通用汽车金融有限责任公司	上海国际信托有限公司	融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券 (优先)	27.00	90.00	1 年期贷款基准利率 -0.95			AAA	2015-08-12	2015-09-08	2021-10-26
		融腾 2015 年第二期个人汽车抵押贷款资产支持证券次级	3.00	10.00	无票面利率			NR			
北京银行股份有限公司	北京国际信托有限公司	京诚 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A1 档资产支持证券	15.00	14.17	3.72			AAA	2015-08-14	2015-09-15	2020-04-26
		京诚 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 A2 档资产支持证券	73.29	69.22	1 年期定期存款利率 +2.25			AAA			
		京诚 2015 年第一期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	5.60	5.29	1 年期定期存款利率 +2.68			AA+			
		京诚 2015 年第一期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	11.98	11.32	无票面利率			NR			
国家开发银行股份有限公司	中国金谷国际信托有限责任公司	2015 年第五期开元信贷资产证券化信托优先 A-1 档资产支持证券	50.00	37.54	1 年期贷款基准利率 -0.70			AAA	2015-08-19	2015-09-16	2022-01-12
		2015 年第五期开元信贷资产证券化信托优先 A-2 档资产支持证券	48.00	36.04	1 年期贷款基准利率 -0.50			AAA			
		2015 年第五期开元信贷资产证券化信托优先 A-3 档资产支持证券	14.10	10.59	1 年期贷款基准利率 -0.40			AAA			
		2015 年第五期开元信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	11.63	8.73	1 年期贷款基准利率 +0.60			AA			
		2015 年第五期开元信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	9.46	7.10	无票面利率			NR			
中国工商银行股份有限公司	中海信托股份有限公司	2015 年第二期工元信贷资产证券化信托优先 A-1 档资产支持证券	8.60	12.35	2.90			AAA	2015-08-19	2015-09-17	2021-12-30
		2015 年第二期工元信贷资产证券化信托优先 A-2 档资产支持证券	48.53	69.66	1 年期贷款基准利率 -0.90			AAA			
		2015 年第二期工元信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	6.27	9.00	1 年期贷款基准利率 +0.38			AA-			
		2015 年第二期工元信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	6.26	8.99	无票面利率			NR			
中国民生银行股份有限公司	华能贵诚信托有限公司	企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托优先 A-1 档资产支持证券	10.00	16.41	1 年期定期存款利率 +2.04			AAA	2015-07-03	2015-09-18	2022-01-26
		企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托优先 A-2 档资产支持证券	25.00	41.02	1 年期定期存款利率 +2.30			AAA			
		企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托优先 A-3 档资产支持证券	12.30	20.18	1 年期定期存款利率 +2.45			AAA			
		企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托优先 B 档资产支持证券	5.20	8.53	1 年期定期存款利率 +3.15			AA+			
		企富 2015 年第三期信贷资产证券化信托次级档资产支持证券	8.45	13.86	无票面利率			NR			
招商银行股份有限公司	华润深国投信托有限公司	和家 2015 年第一期个人住房抵押贷款证券化信托优先 A1 档资产支持证券	1.60	3.95	3.30			AAA	2015-09-06	2015-09-21	2027-06-26
		和家 2015 年第一期个人住房抵押贷款证券化信托优先 A2 档资产支持证券	3.20	7.90	五年期以上贷款利率 -1.20			AAA			
		和家 2015 年第一期个人住房抵押贷款证券化信托优先 A3 档资产支持证券	30.43	75.15	五年期以上贷款利率 -0.65			AAA			
		和家 2015 年第一期个人住房抵押贷款证券化信托优先 B 档资产支持证券	2.45	6.05	五年期以上贷款利率 -0.15			AA-			
		和家 2015 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	2.81	6.95	无票面利率			NR			

续上表

发起机构 / 贷款服务机构	受托机构 / 发行人	证券名称	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行 利率（%）	上次评级		最新评级结果		证券发行 日期	证券法定 到期日
						级别	时间	级别	时间		
江苏江南农村 商业银行股份 有限公司	苏 州 信 托 有限公司	居融 2015 年第一期个人住房抵押 贷款证券化信托优先 A1 档资产支持证券	0.50	5.89	2.98			AAA	2015-08-27	2015-09-22	2034-12-28
		居融 2015 年第一期个人住房抵押 贷款证券化信托优先 A2 档资产支持证券	6.12	72.11	五年期以上贷款 利率 -0.45			AAA			
		居融 2015 年第一期个人住房抵押 贷款证券化信托优先 B 档资产支持证券	0.85	10.00	五年期以上贷款 利率 +0.35			AA			
		居融 2015 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	1.02	12.00	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 2015 年第一期个人住房抵押 贷款优先 A-1 档资产支持证券	5.00	30.82	五年期以上贷款 利率 -0.95			AAA	2015-09-16	2015-09-25	2043-01-26
		建元 2015 年第一期个人住房抵押 贷款优先 A-2 档资产支持证券	3.15	19.42	五年期以上贷款 利率 -0.15			AAA			
		建元 2015 年第一期个人住房抵押 贷款优先 A-3 档资产支持证券	6.10	37.61	五年期以上贷款 利率 +0.63			AAA			
		建元 2015 年第一期个人住房抵押 贷款次级档资产支持证券	1.97	12.15	无票面利率			NR			

注：* 公告内容仅包括 2015 年 8 月 1 日至 2015 年 9 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息；NR 表示未予评级。

联合信用评级有限公司评级公告

(2015年8月1日至2015年9月30日) *

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券发行日期	期限 (年)	发行利率 (%)
			级别	时间	级别	时间			
北京华业资本控股股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-23			
	2015 年公司债券	15			AA	2015-06-23	2015-08-05	5	5.80
荣安地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-23			
	2015 年公司债券	12			AA	2015-07-23	2015-08-07	5	6.50
东华能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-26			
	2015 年公司债券 (第一期)	6			AA	2015-05-26	2015-08-11	5	5.88
北京利尔高温材料股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-05			
	2015 年公司债券 (第一期)	5.5			AA	2015-05-05	2015-08-11	5	5.25
中房地产股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2014-11-25			
	2015 年公司债券	7			AAA	2014-11-25	2015-08-11	5	4.22
天津中环半导体股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-04-03			
	2015 年公司债券	1.8			AA	2015-04-03	2015-08-12	5	5.25
华邦颖泰股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-16			
	2015 年公司债券	7			AA	2015-07-16	2015-08-13	5	4.72
江西长运股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-11			
	2015 年公司债券	6.9			AA	2015-06-11	2015-08-21	5	4.30

续上表

发行人	评级类别	发行额 (亿元)	上次评级结果		最新评级结果		债券 发行日期	期限 (年)	发行 利率(%)
			级别	时间	级别	时间			
冠城大通股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-08-06			
	2015 年公司债券	28			AA	2015-08-06	2015-08-25	5	5.10
中油金鸿能源投资股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-27			
	2015 年公司债券	8			AA	2015-05-27	2015-08-26	5	5.00
渤海租赁股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-07-29			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AA+	2015-07-29	2015-09-14	5	4.62
	2015 年公司债券(第二期)	5			AA+	2015-07-29	2015-09-21	5	4.50
东华能源股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-09-07			
	2015 年公司债券(第二期)	5.5			AA	2015-09-07	2015-09-15	5	5.78
河南平高电气股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-07-10			
	2015 年公司债券	5.5			AA+	2015-07-10	2015-09-15	3	3.93
盛屯矿业集团股份有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-08			
	2015 年公司债券	5			AA	2015-05-08	2015-09-23	5	7.00
广东粤运交通股份有限公司	企业主体长期信用				AAA/ 稳定	2015-09-22			
	2014 年公司债券(第一期)	4			AAA	2015-09-22	2015-09-25	7	4.20
天津融创置地有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-10			
	2015 年公司债券(第一期) (品种一)	25			AA+	2015-06-10	2015-08-13	5	4.50
	2015 年公司债券(第一期) (品种二)	25			AA+	2015-06-10	2015-08-13	5	5.70
	2015 年公司债券(第二期)	10			AA+	2015-08-24	2015-08-31	5	4.48
深圳市优凯思投资顾问有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-13			
	2015 年公司债券(第一期)	40			AA	2015-07-13	2015-08-18	5	5.00
	2015 年公司债券(第二期)	10			AA	2015-08-21	2015-08-26	4	4.77
红豆集团有限公司 2015 年公司债券	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-01			
	2015 年公司债券	10			AA	2015-06-01	2015-08-19	5	5.99
山东焦化集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-05-21			
	2015 年公司债券(第一期)	15			AA	2015-05-21	2015-08-21	3	6.60
中国泛海控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-06-17			
	2015 年公司债券(第一期)	30			AA	2015-06-17	2015-09-11	6	5.10
	2015 年公司债券(第二期)	10			AA	2015-06-17	2015-09-18	6	4.85
联发集团有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-29			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AAA	2015-06-29	2015-09-14	3	3.89
	2015 年公司债券(第二期)	10			AAA	2015-06-29	2015-09-23	5	4.20
正奇安徽金融控股有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-21			
	2015 年公司债券	5			AAA	2015-07-21	2015-09-15	3	3.98
花样年集团(中国)有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-08			
	2015 年公司债券	20			AA	2015-07-08	2015-09-15	5	6.95
大连亿达发展有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-22			
	2015 年公司债券(第一期)	10			AA	2015-07-22	2015-09-24	5	6.00
新光控股集团有限公司	企业主体长期信用				AA/ 稳定	2015-07-16			
	2015 年公司债券(第一期)	20			AA	2015-07-16	2015-09-24	5	6.50
西部证券股份有限公司	企业主体长期信用				AA+/ 稳定	2015-06-19			
	2015 年公司债券(品种一)	14.3			AA+	2015-06-19	2015-09-21	3	4.00
	2015 年公司债券(品种二)	25.7			AA+	2015-06-19	2015-09-21	5	4.08

注：* 公告内容仅包括 2015 年 8 月 1 日至 2015 年 9 月 30 日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。



新疆



联合信用管理有限公司新疆分公司是联合信用于2008年3月在新疆设立的分支机构，是在中国人民银行乌鲁木齐中心支行备案的信用评级机构，是自治区经信委、乌鲁木齐市经委认可的中小企业信用信息服务机构，也是在新疆经营历史最长、经营规模最大的专业信用服务机构。

新疆分公司主要从事各类市场主体征信调查与评价、信用体系建设和相关主体评价、信用信息系统设计及开发、行业及地区风险分析与评价、企业信用评级、信用风险管理咨询等业务。新疆分公司始终坚持“服务于政府部门监管、服务于投资人风险防范、服务于中小企业融资和交易”的经营方向，大规模开展了企业评级、中小企业信用评价、两类机构调查评价和风险管理咨询等业务，为金融交易、政策补贴、行业监管等提供了评级、评价等服务。

联系电话：0991-2840887

传真号码：0991-2840887

通讯地址：新疆乌鲁木齐市青年路235号

（好家乡）阳光花苑B座10楼

邮政编码：830000

邮箱：lhxj@lhcis.com

甘肃



联合信用管理有限公司甘肃分公司于2007年10月10日在兰州市工商行政管理局城关分局注册成立，是联合信用管理有限公司在甘肃的分支机构，是中国人民银行兰州中心支行于2008年准入在甘肃地区开展信用评级业务的评级机构之一，主要业务包括借款企业信用评级、担保机构信用评级、小贷公司信用评级、村镇银行信用评级以及招投标信誉评价等。现已拥有了一支成熟的专业团队。多年来，甘肃分公司在总公司的领导下，充分应用总公司的评级系统以及业务指导，致力于培养、规范甘肃信用市场，为投资者提供独立、客观、公正、专业的信用评级服务，一直在为甘肃信用评级业的发展不懈努力。

联系电话：0931-8861858

传真号码：0931-8883028

通讯地址：甘肃省兰州市城关区

庆阳路91号弘业大厦24楼

邮政编码：730030

邮箱：lhgs@lhcis.com





编辑部地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

Email: llanhe@lhratings.com

网址: www.lhratings.com