

Lianhe Credit Research

FEBRUARY

联合

信用研究

主办单位：联合信用管理有限公司

联合资信评估有限公司

联合信用评级有限公司

“双支柱调控”下2018年中国债券市场信用风险展望
中国PPP资产证券化业务模式初探

评级机构的责任边界



联合资信



联合评级



2018年中国债券市场信用风险展望论坛成功召开

2018年2月1日下午，联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）与联合信用评级有限公司（下称“联合评级”）在北京金融街威斯汀大酒店成功举办“2018年中国债券信用风险展望论坛”，来自银行、保险、证券等金融机构、企业、监管部门等债券市场参与方代表近300人出席了本次发布会，联合评级总裁万华伟先生发表了精彩的开幕致辞。

发布会上，联合评级副总裁艾仁智博士发表《债券市场开放与2018年海内外宏观经济展望》的主题演讲，结合2018年国内外宏观经济发展趋势，深入分析了2018年在岸债券市场和离岸债券市场的投资机会和需要关注的风险。

联合资信副总裁李振宇先生发表《“双支柱调控”下中国债券市场信用风险展望》主题演讲，对2017年中国债券市场信用风险概况、中国债券市场信用风险主要特点以及2018年中国债券市场展望进行了精彩的分析。联合评级总裁助理、评级总

监刘晓亮先发表了《2018年房地产行业信用风险展望》的主题演讲，从行业运行特点、各梯队房企的分化等视角发表了对于房地产行业的信用展望。

联合资信公用事业一部总经理李丹女士发表了《2018年城投行业信用风险展望》的主题演讲，认为2018年城投企业整合速度加快，但实质性转型仍较缓慢，城投行业的展望为稳定。联合评级评级总监周旭先生发布了2018年地方政府信用风险地图，涵盖29个省及直辖市287个地级市的515个区县，周旭先生详细说明了风险地图所依据的基本原理，并认为目前地区风险整体可控，未来会进一步分化，需要持续关注国家政策、地方综合实力和城投债规模变化。

在圆桌论坛环节，国际资本市场协会亚太区总监张顺荣，兴业证券研究所首席固定收益分析师唐跃，天风证券资产证券化总部总经理彭超，中国国际工程咨询公司研究中心投融资处处长罗桂连，富国基

金债券投资经理兼嘉实基金债券投资经理方芳等各位专家分别从监管者和各自机构的角度对债市的创新与发展可能存在的问题进行了深入分析和交流。

惠誉评级中国企业研究团队董事黄筱婷女士发表了《亚洲新能源发电行业发展趋势》的主题演讲，对亚洲新能源发电行业发展趋势进行了深入的分析，并对评级重点进行了观点分享。

联合资信工商二部总经理李新建先生发表了《2018年钢铁行业信用风险展望》的主题演讲，认为总体而言，2018年钢铁行业信用风险展望稳定。

联合评级工商三部门助理周婷女士发表了《2018年中国电解铝行业展望》的主题演讲，认为电解铝行业2018年市场总需求可能疲软，价格趋向平稳，行业整体信用展望稳定。

联合资信金融部总经理助理秦永庆发表《违约新常态下的代偿风险探索——2018年金融担保行业信用风险展望》的主题演讲，认为总体而言，金融担保行业的信用展望为稳定。

联合资信结构融资部总经理助理梁涛发表《2018年银行间市场证券化产品风险展望》的主题演讲，对2018年信贷资产证券化产品风险进行了展望。

联合评级工商二部高级分析师王进取发表了《轻资产行业信用风险的异与同——2018年游戏行业信用风险展望》的主题演讲，认为2018年我国游戏市场整体收入将持续增长。

本次论坛获得圆满成功，论坛上联合对市场关注的主要行业和板块的专业化的分析和独特见解，加深了市场参与者对于债市信用风险的理解，获得了参会者的良好评价和广泛认可。联合资信和联合评级将践行“十九大”精神，一如既往，再接再厉，笃行致远，砥砺前行，将为投资者提供更多精彩内容和优良服务。

主办单位 Sponsors

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

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

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

编委会

Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任 Managing Director
王少波 Wang Shaobo

主编 Editor in Chief
李振宇 Li Zhenyu

本期责任编辑 Executive Editor
罗润方 Luo Runfang

美术编辑 Art Editor
谷春立 Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层

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

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

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

工商企业信用评级

Corporate Credit Rating

北京 上海

谭宝坪 Tan Baoping
电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8859 | 18701336349
邮箱 (Email): tanbp@lhratings.com

李泽堃 Li ZeKun
电话 (TEL): (010) 8517 2818 | 13911994971
邮箱 (Email): lizk@unitedratings.com.cn

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

成斐 Cheng Fei
电话 (Tel): (8621) 2312 7602 | 13917320804
邮箱 (Email): chengfei@lhratings.com

卢志怀 Lu Zhihui
电话 (Tel): (021) 5067 0377 | 15901723400
邮箱 (Email): luzh@lhratings.com

地址: 上海市浦东新区陆家嘴环路479号上海中心大厦3401
Address: 3401, Shanghai Tower, 479, Lujiazuihuanlu Street, Shanghai 200120

金融机构及结构融资信用评级

Financial Institution & Structured Finance Credit Rating

孟悦 Meng Yue
电话 (Tel): (8610) 8567 9696-8887 | 13910920592
邮箱 (Email): mengyue@lhratings.com

贾二柳 Jia Erliu
电话 (Tel): (010) 8517 2818-8109 | 18610979862
邮箱 (Email): jjaerliu@unitedratings.com.cn

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

Contents

FEBRUARY 2018

目录

特别策划 Special Topic

- 1** “双支柱调控”下2018年中国债券市场信用风险展望
李振宇 刘艳 夏妍妍 王自迪
- 9** 从2017年中央经济工作会议看未来债券市场走向
联合资信评估有限公司 研究部

宏观研究 Macroeconomic Research

- 11** 美国通过税法法案有利于其经济增长 但将加重政府债务负担
联合资信评估有限公司 主权部
- 12** 亚太地区信用风险展望 (2017年)
联合资信评估有限公司 主权部
- 19** 拉美地区信用风险展望 (2018年)
联合资信评估有限公司 主权部

行业研究 Industry Research

- 24** 2017年度房地产行业研究报告
韩家麒 孙鑫 刘艳婷
- 32** 2018年中国融资租赁行业信用风险展望
联合信用评级有限公司 金融机构部
- 37** 畜牧养殖行业研究报告
谭心远 徐臻
- 48** 白酒制造行业研究报告
刘晓濛
- 58** 汽车经销行业研究
张豪若 陈婷

债券市场 Bond Market

- 66** 评级机构的责任边界
李振宇 刘艳 夏妍妍 胡颖
- 70** 2017年银行间市场金融债券发行回顾及2018年展望
韩夷
- 74** 中国PPP资产证券化业务模式初探
陈诣辉 高鑫磊 李珍 胡乾慧 吴优 赵哲
- 79** 2017年熊猫债券市场研究报告
联合资信评估有限公司 主权部
- 84** 深圳市首发轨道交通专项债简评
赵起锋

国际评级 International Credit Rating

- 86** 2016年国际评级行业发展与监管动态报告
郝帅 刘沛伦

评级表现 Credit Rating Performance

- 92** 2017年度短期融资券利差分析报告
郝帅 林青
- 96** 违约案列

报告选编 Selected Credit Rating Report

- 98** Credit Rating Report on Huadian Jiangsu Energy Co., Ltd.
2017-1 Short-term Commercial Paper
Sun Xin Liu Sisi
- 99** Credit Rating Report on Guangxi Communications Investment Group Co., Ltd.
2017-1 Poverty Alleviation Medium-Term Note
Yang Mingqi Li Sulei
- 100** Credit Rating Report on Bank of Beijing Co., Ltd.
2017-2 Green Financial Bond
Gao Long Ma Mingjiao Ling Zi
- 101** Credit Rating Report on Huiyi 2017-3 Credit Card Installment Loan Asset-backed Securities (ABS)
Liang Tao Wang Fang Yao Jiexiong
- 102** Credit Rating Report on Jianyuan 2017-6 Residential Mortgage-backed Securities (RMBS)
Liang Tao Liu Chang Xu Qiannan Meng Yaoqi

政策资讯 Policy & Information

- 103** 政策指南
- 105** 市场动向

市场数据 Market Data

- 107** 债券发行利率走势
- 109** 宏观经济及债券市场数据

评级公告 Credit Rating Announcement

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

评级小贴士 Credit Rating Tips

- 95** 关于PPP项目资产证券化业务的一些基本知识



联合资信



联合评级

“双支柱调控”下2018年中国债券市场信用风险展望

文 | 联合资信评估有限公司 李振宇 刘艳 夏妍妍 王自迪

2017年，我国实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化和旧动能的转换，全年GDP增长6.9%，经济运行稳中向好。在此背景下，监管层进一步推动债券市场针对性扩容，进一步拓宽实体经济融资渠道；同时继续完善债券市场相关机制，提高债市运行效率；积极妥善化解地方政府性债务风险，进一步规范PPP模式发展；继续出台政策推动债市对外开放，“债券通”（北向通）正式开通；完善绿色债券相关机制，推动绿债市场规范化发展。我国债券市场持续发展，债市直接融资功能得到了更好发挥，促进了实体经济的发展。

与此同时，在债券违约呈常态化发展趋势的背景下，监管层针对债市风险管控陆续出台了多项政策：发改委要求省级发展改革部门提前介入出现偿付风险的企业债券，充分运用市场化、法治化手段指导制定偿债方案；中证登通过收窄质押融资债券品种完善质押式回购业务风险管理；上交所、深交所等要求债券发行人和受托管理人加强公司债风险管理并制定了违约处置指引，并对债券市场合格投资者标准和个人投资者投资范围进行了调整¹，进一步保护投资者合法权益，维护债券市场稳定发展。总体来看，在宏观经济稳中向好、

债市风险管控继续加强的背景下，2017年我国债券市场整体保持平稳健康发展，违约事件有所减少。

从未来发展趋势来看，十九大报告明确要求健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，防范系统性金融风险被放到更加重要的位置。2018年，在“双支柱调控”下，预计我国宏观经济仍将保持稳定增长，出现系统性风险的可能性不大；主要信用债发行量将受到债市针对性扩容、对外开放、融资成本较高、金融强监管等正反方面多因素的影响；违约事件仍将持续发生，但违约率或不会明显提高；城投企业的信用风险或将有所加大，民营企业仍是信用风险的主要爆发点；煤炭、房地产、化工、贸易等行业内信用状况分化将进一步加剧；违约日趋常态化下债市风险管控将继续加强，违约后处置机制将逐步完善。

一、2017年我国债券市场信用风险概况

（一）资金面中性偏紧等因素作用下主要信用债发行量有所减少，存量继续增长

2017年，我国债券市场共发行主要信用债8139期²，发行规模达到8.50万亿元，发行期数和发行规模均较上年同期减少

15%以上（见图1）。主要信用债发行量下降主要是在经济去杠杆、金融强监管以及美联储缩表、美元加息的影响下，2017年市场资金面整体中性偏紧导致融资成本明显上升，以及房地产和过剩产能行业融资渠道继续受限等诸多因素所致。具体来看（见图2），公司债（含私募债）降幅最为明显，发行期数和发行规模均较上年同期减少50%左右；短融³、超短融、企业债的发行期数和发行规模均较上年同期减少30%左右；中票的发行期数和发行规模同比变化不大；在供给侧结构性改革不断深化的背景下，作为盘活存量资产、有效降低企业杠杆的工具，资产支持证券受到越来越多的欢迎，本年度发行期数较上年变化不大、发行规模增加了80%以上；非政策性金融债的发行期数和发行规模同比增加了25%以上，主要由于商业银行金融债和证券公司债发行量明显增长。

截至2017年末，我国债券市场主要信用债存量期数和规模分别为20562期、23.31万亿元，较上年同期增加了10%左右，继续保持上升趋势。

（二）债券发行利率波动上行，利差水平有所上升

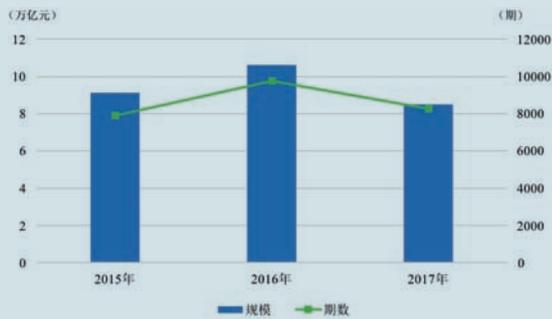
2017年，央行实施稳健中性的货币政

¹ 规定合格个人投资者的投资范围仅限大公募公司债券及/或债项评级AAA的小公募公司债券，当债项评级下调至低于AAA、发行人最近一个会计年度出现亏损、发生债务违约等情形时，仅允许合格投资者中的机构投资者买入债券。

² 主要信用债包括：短期融资券（含超短期融资券）、中期票据、企业债、公司债（含私募债）、定向工具、金融债（不含政策性银行债）以及资产支持证券（包括银行间市场资产支持证券以及交易所市场资产支持证券），以下无特殊说明均与此相同。

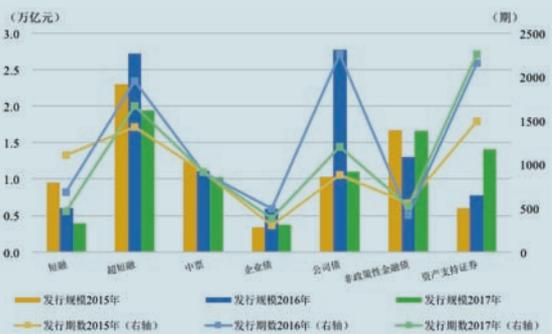
³ 不加说明均不包含超短融。

图1 2015-2017年我国债券市场主要信用债发行情况



资料来源：联合资信COS系统

图2 2015-2017年我国债券市场主要券种发行情况



资料来源：联合资信COS系统

图3 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

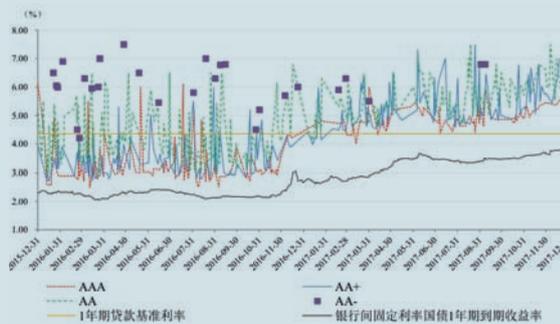
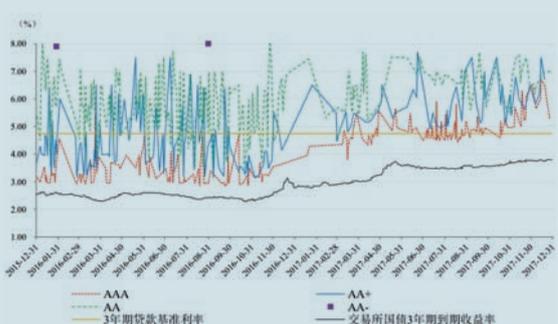


图4 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势



策，灵活运用逆回购、常备借贷便利 (SLF)、中长期借贷便利 (MLF)、抵押补充贷款 (PSL) 等多种货币政策工具“削峰填谷”，在经济去杠杆、金融强监管以及美元加息等诸多因素影响下，市场资金面整体处于紧平衡状态。在此背景下，2017年银行间固定利率国债一年期、交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率均值分别为3.30%、3.39%、3.48%和3.58%，较上年 (2.27%、2.51%、2.65%和2.85%) 均有明显上升 (见图3-图6)。一年期短融、三年期公司债⁴、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率分别为5.35%、5.50%、5.75%以及6.38%，均较上年 (3.78%、4.59%、4.02%和4.60%) 明显上升。

在利率整体呈波动上行走势的背景下，2017年主要信用债发行利差水平较上年有所上升 (见表1)，表明在市场资金面中性偏紧且违约常态化预期的背景下，债券的风险溢价水平较上年同期有所提高。此外，主要信用债发行利差的变异系数较上年均有明显下降，表明利差稳定性有所提升。从评级质量检验来看，各券种信用等级基本都对利差体现出较好的区分度，级别越高，利差越低。

(三) 信用债总体风险较小，发行主体及债项级别主要分布在较高等级

截至2017年末，我国债券市场存量信用债发行主体信用等级分布主要集中在投资级 (BBB-级及以上)，占比高达99.36%。

其中AA级主体占比近50%，其次是AA+ (20.92%) 及AAA级 (16.54%) (见图7)。

截至2017年末的存量信用债中，从期数来看，债项信用等级主要集中在AAA级至AA级，AA级及以上债券期数占存量期数的97.26%；从规模来看，高级别分布更为明显，AAA级债券比例超过50%。主要信用债发行主体以及存量债券主要分布在较高等级一定程度上反映了我国债券市场现阶段整体信用风险不大 (见图8)。

(四) 债券市场发行主体信用等级呈调升趋势

2017年以来，在全球经济持续复苏、国内经济运行稳中向好的背景下，我国债

⁴ 不加说明均不包含私募债。

图5 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

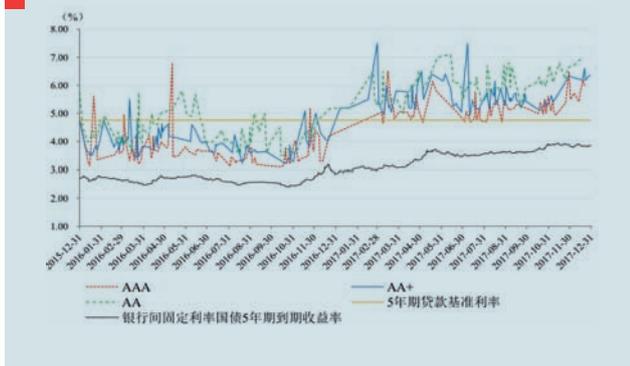
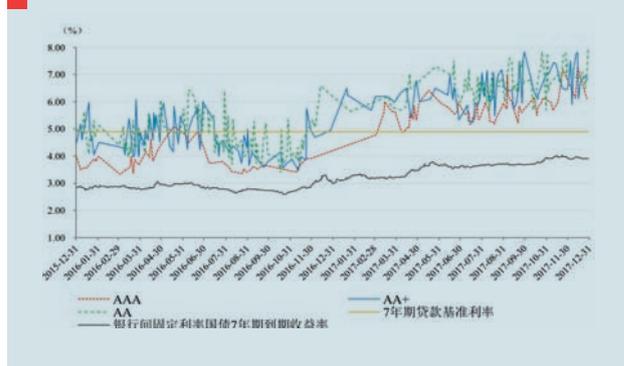


图6 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势



注：1. 统计期以起息日为准；
2. 对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年；
3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券。
资料来源：联合资信COS系统

图7 2017年末我国公募债券市场主要存量信用债发行主体级别分布

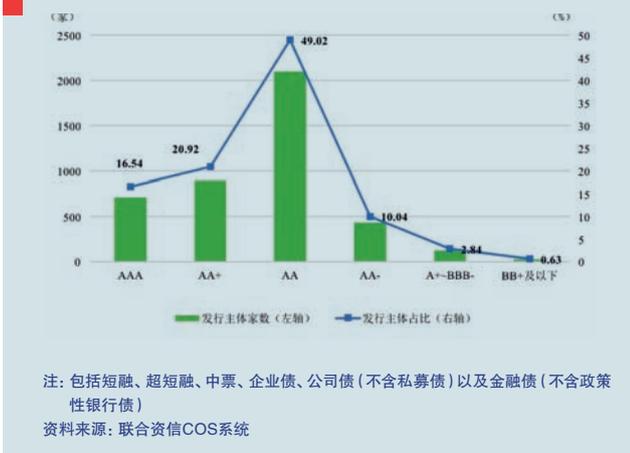
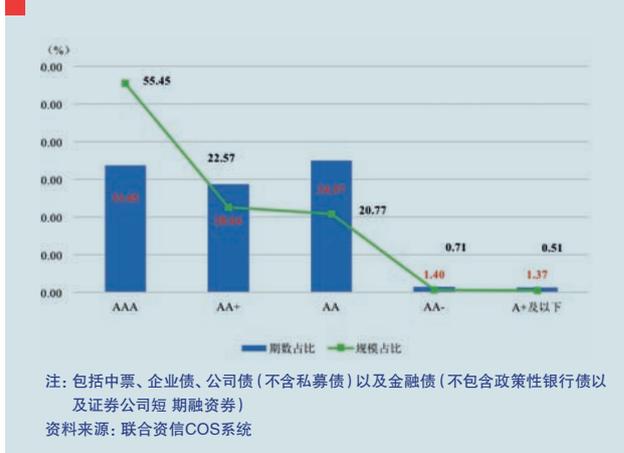


图8 2017年末我国公募债券市场主要存量信用债级别分布



券市场发行主体信用等级呈现调升趋势（见表2）。2017年，我国公募债券市场共有447家发行人主体信用等级发生调整，调整率为8.57%，其中信用等级被调升的有

382家，调升率为7.32%，较2016年提高1.71个百分点，等级调升企业主要集中在建筑与工程、商业银行等需求稳定或服务性行业；信用等级被调降的有65家，调降率为

1.25%，较2016年下降1.46个百分点。在评级调降的发行人中，有18家发行人主体发生大跨度评级调整（信用等级调整超过3个（含）子级），较2016年（38家）有所减少，

表1 2016-2017年各券种分级别利差情况

债券类型	期限(年)	债项信用等级	2016年			2017年		
			发行利差均值	级差(BP)	变异系数(%)	发行利差均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
中期票据	5	AAA	103.58	-	55.03	163.88	-	29.90
		AA+	128.12	24.54	31.22	208.14	44.26	26.42
		AA	169.20	41.08	33.69	256.21	48.07	16.78
企业债	7	AAA	105.25	-	38.95	208.99	-	19.14
		AA+	184.67	79.42	36.28	277.91	68.92	21.59
		AA	192.92	8.25	34.21	300.50	22.59	18.30
企业债	3	AAA	72.92	-	58.97	145.60	-	32.28
		AA+	189.04	116.12	60.83	230.38	84.78	30.38
		AA	307.26	118.22	39.05	318.22	87.84	22.63
		AA-	542.50	235.24	3.87	-	-	-

资料来源：联合资信COS系统

表2 2017年我国公募债券市场主体信用等级迁移情况

	2015年	2016年	2017年
等级调整率 (%)	10.04	8.34	8.57
调升率 (%)	7.62	5.63	7.32
调降率 (%)	2.42	2.71	1.25
展望调整率 (%)	3.08	2.67	2.11
调升率 (%)	1.24	0.84	1.40
调降率 (%)	1.84	1.83	0.71

数据来源：联合资信COS系统

表3 2015年-2017年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

发行人主体级别	2015年			2016年			2017年		
	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)	样本数(家)	违约数量(家)	违约率(%)
AAA	366.5	0	0.00	472.5	0	0.00	568	0	0.00
AA	2493.5	4	0.16	2764	10	0.36	3047.5	3	0.10
A	87	1	1.15	70	4	5.71	79.5	0	0.00
BBB	95	6	6.32	40.5	3	7.41	23	2	8.70
BB	30	1	3.33	29	5	17.24	13.5	2	14.81
B	4.5	1	22.22	4.5	2	44.44	2	0	0.00
CCC	1	0	0.00	2.5	0	0.00	1	0	0.00
CC	2	1	50.00	1	0	0.00	1	0	0.00
C	0	0	0.00	2	2	100.00	0.5	0	0.00
合计	3145	14	0.45	3440	26	0.76	3779	7	0.19

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

2. 发行人主体违约率 = 当期发生违约的发行人家数 / 期初发行人家数。
3. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。
4. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

资料来源：联合资信COS系统

其中大多数发行人属于化工、钢铁、煤炭等产能过剩的行业，在经济供给侧结构性改革的背景下，落后产能加速淘汰，生产经营状况不佳的企业信用状况继续恶化。2017年，债券市场展望调整率(2.11%)较上年有所下降，其中展望调升率(1.40%)较上年(0.84%)有所提升，展望调降率(0.71%)较上年(1.83%)有所下降。

整体来看，2017年以来我国债券市场发行人主体信用等级调降趋势明显减缓，调升家数有所增加，表明在经济运行稳中向好背景下部分企业生产经营及盈利状况有所改善，债券市场整体信用风险状况有所缓和。

(五) 债券市场违约事件有所减少，违约率有所下降

截至2017年末，我国债券市场共有95家企业发生主体违约⁵，112只债券发生债项违约。2017年，基于我国宏观经济运行稳中向好使得一些企业盈利有所改善，再加上监管层不断加强风险管控，违约债券期数、发生主体违约的企业家数均有所下降。2017年，我国债券市场新增违约债券期数和主体违约家数分别为27期和9家，较上年明显减少(见图9)。

通过对主体违约进行统计(见表3)，2017年我国公募债券发行人主体违约率为

0.19%，较2016年(0.76%)明显下降。其中，AA级违约率为0.10%，BBB级、BB级违约率分别为8.70%、14.81%，各级别违约率基本呈现随级别降低而递增的趋势。

二、我国债券市场信用风险主要特点及原因

(一) 经济结构转型背景下违约事件的发生日趋常态化

当前，我国经济处于增长速度换挡、结构调整阵痛和前期刺激政策消化的“三期叠加”阶段，经济增速放缓背景下总需求

⁵ 发行人出现下述一个或多个事件时，即可判定主体发生违约：债务人未能按照合同约定支付债券本金和/或利息；债务人(被)申请破产或进入破产清算程序；被接管；被停业或关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图(例如和解或重整中的债务重组)，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况；债券未能如期兑付且在宽限期内(通常1-2个工作日)未及时纠正的情况视为债券违约，债券违约未包括技术性违约。

减少以及价格下降对一些企业的生产经营及财务状况产生不利影响,信用风险加大;另一方面,中性偏紧的货币政策导致企业融资成本上升,同时信贷政策的收紧提高了企业融资难度,导致部分企业资金链紧张,发生违约的可能性加大。在我国债市市场化进程不断推进的背景下,债券市场违约日趋常态化已成为市场共识,打破刚性兑付是纠正信用风险定价扭曲、促进债市健康发展的必经之路。

(二) 不同企业性质主体中民营企业违约最多

近年来,我国债券市场违约主体的企业性质日益多元化,截至2017年末,已经覆盖全部企业所有制类型(见图10)。2012年至今发生主体违约的95家企业中,民营企业家数(62家)占比(65.26%)远超其它企业类型,其次是外资企业和地方国有企业,分别为14家和11家。从近三年平均违约率来看(见图11),民营企业违约率也在所有企业类型中居首,其次是外资企业和集体企业,央企和地方国有企业违约率较低。

从等级调整来看,2017年我国公募债券市场中,地方国有企业发行人信用等级被调降数量最多为33家,央企信用等级调降6家,调降率分别为0.91%、1.16%;民营企业等级调降21家,调降率(2.86%)虽较2016年(4.63%)有所下降,但仍是调降率最高的企业类型,表明民营企业信用风险依旧较大。

对民营企业来说,公司治理与业务经营不善是导致公司盈利能力大幅下降、最终发生违约的重要原因。第一,由于我国民营企业普遍存在企业管理方式不完善、个人掌握企业控制权情况下决策机制不健全等缺陷,导致部分民营企业所处行业发展虽然相对稳健,但由于自身管理混乱、经营不善,发生战略转型失误、对外投资激进、股权纠纷等问题,导致盈利能力大幅下滑甚至亏损,出现偿付危机并最终发生违约。例如春和集团有限公司因多元化经营战略受阻,严重影响

公司融资及偿债能力,未能按期足额偿付债券本息,构成实质性违约(“15春和CP001”、“12春和债”);江苏保千里集团原董事长庄敏主导公司进行多领域大额投资,且主要采用短期债务支撑长期股权投资的方式,同时涉嫌侵占公司利益,随着庄敏被证监会立案调查,公司发生流动性危机,导致最终无力偿债(“16千里01”)。

第二,企业治理不完善的情况下实际控制人接受调查或失联也会导致民营企业的经营迅速恶化或生产陷入停滞,继而引发银行收贷、压贷,加剧短期流动性风险,对企业偿债能力造成巨大冲击。如扬州赛尔达尼龙制造有限公司因董事长涉嫌刑事案件并接受调查,对公司生产经营和融资能力造成重大不利影响,导致企业发生违约,亚邦集团(“15亚邦CP001”、“15亚邦CP004”)等公司的违约同样与此类风险事件有关。

对国企(包括中央和地方国有企业)来说,政府等外部支持减弱是国企信用等级调降甚至违约的重要原因。过去一些国有企业在自身丧失偿债能力时,往往依靠政府以及银行等外部支持来化解信用风险。随着违约的日趋常态化以及地方政府债务风险管控的进一步加强,政府等相

关利益方的支持能力和意愿均有所减弱,银行收贷、压贷的可能性增大,再融资难度加大,外部支持减弱使得企业在遭遇流动性危机后发生实质性违约的概率显著提高。例如,广西有色作为省属国企,在资金融通等方面一直依赖外部支持,但公司连年亏损、负债沉重,由于融资成本持续走高,在协调难度越来越大的情况下,当地政府最终放弃救助,多期债券发生违约(“14桂有色PPN003”、“13桂有色PPN001”、“13桂有色PPN002”),进入破产重整程序。

(三) 化工、食品和机械行业是违约的高发行业

近年来,宏观经济稳中趋缓,加上供给侧结构性改革的不断推进,周期性行业和产能过剩行业受到较大冲击,因此违约主要集中在景气度低迷、产能过剩现象严重的行业(见图12)。整体来看,自2012年至今发生主体违约的95家企业中,化工(16家),食品(9家),机械(9家),金属、非金属与采矿(8家),石油、天然气与供消费用燃料(7家)行业占比较高,其中化工、食品违约家数较多与多期中小企业集合债及中小企业集合票据最终因发行人无法偿付而由担保人代偿有

图9 2012-2017年我国债券市场违约事件统计



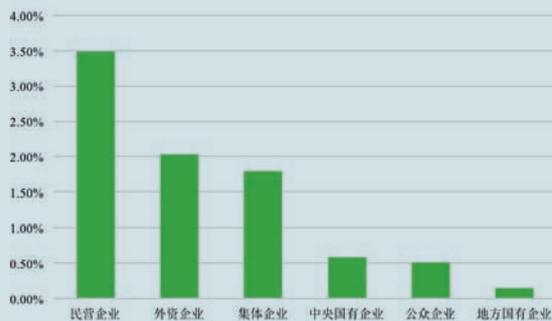
注: 1. 违约涉及主体及债券包含银行间市场和交易所的公募债券和私募债券,但不包含地方股权交易中心债券;
2. 违约涉及主体家数及债券期数均为新增,即不包含此前已经发生过违约的主体及债券。
数据来源: 联合资信COS系统

图10 2012-2017年我国债券市场主体违约企业性质统计



数据来源：联合资信COS系统

图11 2015-2017年我国债券市场分企业性质三年平均违约率



数据来源：联合资信COS系统

关。2017年，燃气行业的企业首次出现违约，主体违约所涉及的行业覆盖面更趋广泛。从近三年平均违约率来看，剔除总样本家数不足50家的行业外，违约率排名前三位的行业同样是化工行业、食品行业以及机械行业，其次是石油、天然气与供消费用燃料行业，金属、非金属与采矿行业（见图13）。

从等级调整来看，在2017年等级调降的发行主体中，从调降家数来看，化工行业（9家）、房地产管理与开发行业（6家）的主体级别调降数量位居前两位，其次是金属、非金属与采矿行业（5家），石油天然气与供消费用燃料（5家），机械行业（5家）；从调降率来看，剔除总样本家数不足50家的行业外，调降率排名前三的行业分别是化工行业（7.03%）、机械行业（6.94%）以及建材行业（3.92%）。

目前我国债券市场违约事件集中发生于部分产能过剩及强周期性行业，主要是基于以下原因，一方面，近年来经济减速换挡背景下，下游市场需求有所减少，部分处于中上游强周期行业的企业出现产能过剩，产品销量及价格持续下滑，导致盈利能力下降；另一方面，随着供给侧结构性改革的持续深化，“去产能、去库存、去杠杆”使得产能过剩行业内一些抗风险能力较差的中小企业的生产经营进一步恶化，流动性风险不断增大。随着这些企业的债务负担逐步加重，在过度依赖银行融资的情况下银行对其采

取差异化的信贷政策，资金链紧张甚至断裂导致这些行业成为违约高发地。例如，四川省煤炭产业集团因煤炭行业产能过剩，生产经营出现恶化，公司于2012-2015年间发行的多期债券均未能按期足额偿还本息，构成实质性违约（“15川煤炭CP001”、“13川煤炭PPN001”、“12川煤炭MTN1”、“14川煤炭PPN001”、“14川煤炭PPN002”）；东北特钢集团因钢铁行业产能过剩、钢材市场价格下滑，企业盈利与现金流状况恶化，偿债能力严重不足，多期债券陆续发生违约（“15东特钢CP001”、“15东特钢SCP001”、“13东特钢MTN2”、“13东特钢MTN1”等10期债券）。

对一些行业来说，重大风险事件如生产安全事故的发生也是触发违约的因素之一，风险事件的发生可能会导致企业停产、融资环境恶化，资金链紧张进而无法按期还本付息。如内蒙古奈伦集团，公司煤化工项目投产运营初期即遭遇尿素价格持续走低，其后更因安全事故停产，致使公司现金流紧张、陷入经营困境，最终发生债券违约（“11蒙奈伦债”）。

(四) 违约集中在江苏、四川、福建以及山东等地

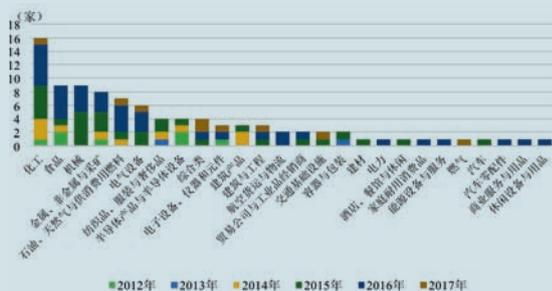
从地区来看（见图14），自2012年至今发生主体违约的95家企业中，江苏地区发生主体违约的企业家数（19家）占比近20%，其

次分别是四川（9家）、福建（8家）、山东（8家）、浙江（7家）、北京（6家）以及内蒙古（5家），其余省份主体违约较少。2017年，发生主体违约的企业分别来自浙江（2家）、江苏（2家）、山东（1家）、河南（1家）、辽宁（1家）、内蒙古（1家）、黑龙江（1家）。今年以来没有新增省份的企业发生违约。从近三年平均违约率来看（见图15），内蒙古、四川违约率最高，其次是福建、云南、吉林、辽宁、江苏和山东。

在2017年等级调降的发行主体中，从调降家数来看，辽宁（13家）、湖北（5家）位居前两位，其次是山东（4家）、内蒙古（4家）、河南（4家）以及新疆（4家）；从调降率来看，辽宁（9.29%）、内蒙古（5.19%）以及山西（3.85%）主体调降率较高。表明在供给侧结构性转型的背景下，部分存在转型压力或者产能过剩行业集中的省份信用风险仍然较大。

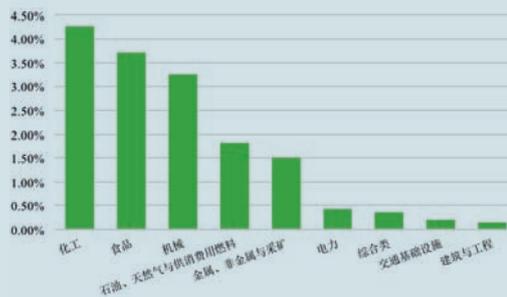
从违约企业地区分布来看，发行人更多集中在东南沿海、华北和东北等地。主要是因为东南沿海地区民营经济发达、发债企业较多，当地的中小企业在经济增速放缓影响下出现流动资金紧张和兑付困难状况的概率加大；华北地区是产能严重过剩行业大型国企的集中区域，而产能过剩行业是违约的集中高发领域；东北地区多是老牌重工业企业，行业整体低迷导致部分企业面临较大的经营压力，因而该地区违约风险较大。

图12 2012-2017年我国债券市场主体违约企业行业分布



注：根据WIND三级行业进行划分。
资料来源：联合资信COS系统

图13 我国债券市场2015-2017年分行业三年平均违约率情况



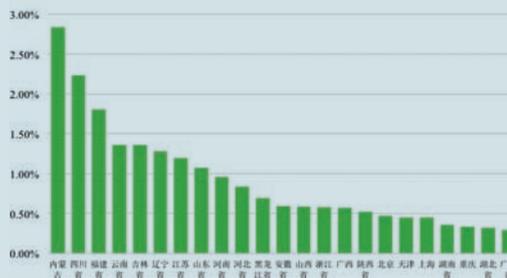
注：1. 根据WIND三级行业进行划分。
2. 图中只包括2017年总样本量超过50的行业。
资料来源：联合资信COS系统

图14 2012-2017年我国债券市场新增违约主体地区分布



数据来源：联合资信COS系统

图15 我国分地区2015-2017年三年平均违约率情况



数据来源：联合资信COS系统

(五) 债券违约后处置与回收进程较慢

从违约后回收情况来看，截至2017年末，我国公募债券市场违约发行人未按时足额偿付的债券中，从期数来看，完成全额兑付的债券约占22%左右，已进行部分兑付的债券约占10%左右，尚未进行兑付的债券约占68%左右；从规模来看，完成全额兑付的债券约占16%左右，已进行部分兑付的债券约占14%左右，尚未进行兑付的债券约占70%左右。目前公募债券市场整体回收率⁶约为19%左右（见图16）。总体来看，我国债券市场违约回收进程较慢，且缺乏完善的违约后处置制度体系。

三、我国债券市场展望

(一) “双支柱调控”下宏观经济将保持稳定增长，出现系统性风险的可能性不大

2017年以来，全球经济持续复苏，主要经济体表现良好，为我国经济增长提供了良好的外部环境。随着供给侧结构性改革成效的日益显现以及经济发展新旧动能转换的加快，我国经济运行延续了2016年下半年以来稳中有进、稳中向好的态势，2017年GDP实际增长6.9%，为2010年以来的首次回升。2018年，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，继续深化创新驱动发展，以供给侧

结构性改革为主线，促进我国经济进入高质量发展阶段，增强经济内生动力。受房地产投资增速温和放缓、人民币汇率上升及基数提高下出口增速或将回落等因素影响，2018年GDP增速或出现小幅回落，但仍将保持平稳增长。

2017年以来，我国金融监管力度明显加强，防范化解重大风险成为经济工作的重点内容。十九大报告明确要求要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，在货币政策调控之外强调宏观审慎政策目的在于弥补传统调控框架的弱点和不足，减缓由金融顺周期行为和风险传染对宏观经济和金融稳定造成的

⁶ 公募债券市场回收率为回收金额与未按时偿付资金规模的比值。

图16 我国公募债券市场违约后回收情况



冲击，加强系统性金融风险防范。总体来看，在“双支柱调控”下未来宏观调控手段和工具将更加注重协调联动，推动实体经济稳中求进，并着力防控系统性金融风险。在此背景下，金融杠杆率和流动性风险、银行不良贷款风险、影子银行风险、地方政府隐性债务风险、房地产泡沫化风险、互联网金融风险等将得到进一步重视及妥善化解，“僵尸企业”有可能积极处置，过剩产能进一步化解，出现系统性风险的可能性不大。

(二) 债券市场发行量将受到正反方面多因素的影响

2018年，债券市场发行量将受到以下因素影响：第一，供给侧结构性改革背景下债券市场服务实体经济、拓宽实体经济融资渠道的趋势将进一步延续，加上债市相关机制的进一步完善以及对外开放的加速发展，我国债券市场直接融资功能将更加凸显，从而推动债券市场发行量的增长。第二，在经济去杠杆、防控金融风险以及美联储缩表、加息的背景下，未来我国货币政策大概率中性偏紧，市场利率或将维持在相对高位，在阶段性流动性趋紧

时还有可能小幅上行，融资成本较高一定程度上将抑制债券市场发行量的增长。第三，宏观审慎政策背景下出台的债券交易新规、银行委托贷款新规等强监管政策在规范市场交易业务的同时短期或一定程度上减少债券市场需求；资产管理新规在严控非标的同时将提高标准信用债尤其是流动性较好、信用风险较低的高信用等级债券的吸引力，同时可能推动规范的资产证券化产品发行的增加。

(三) 违约事件仍将持续发生，2018年违约率或不会明显提高

一方面，经济周期对信用风险有基础性的影响，企业违约率与经济增长率呈现出较为明显的负相关关系。以美国债券市场为例，其公司债券三次大规模的违约均与美国历史上三次经济衰退周期有着密切关系（见图17）。20世纪80年代以来，美国共经历了三次大的经济衰退周期，第一次是1980年~1994年由银行业危机引起的经济衰退，第二次是2000年~2001年互联网泡沫破裂引发的经济下行，第三次则由2007年

~2009年次贷危机造成。

另一方面，从主要信用债总偿还量⁷来看，2018年主要信用债总偿还量（5.58万亿元）较2017年的5.35万亿元有所增加，加上2018年发行且于年内到期的超短期融资券⁸后总偿还量约为6.50亿，偿债压力有所上升。值得一提的是，由于2015年公司债大幅扩容，大量发行期限为3年的公司债（含私募债）将于2018年集中到期，2018年公司债（含私募债）到期偿还量（4232亿元）为2017年到期偿还量的近2倍。在监管加强风险管控的背景下，从当前宏观经济稳中向好走势以及信用债到期量来看，2018年违约事件或有所增加，但违约率或不会出现明显提高。

(四) 城投企业的信用风险或将有所加大，民营企业仍是信用风险的主要爆发点

随着违约日趋常态化及地方政府债务风险管控力度的逐步加强，城投企业与地方政府的信用关联性将进一步弱化，信用风险整体将有所上升，未来经济发展稳定、信贷环境良好、转型条件较好的城投

图17 1981-2016年标普和穆迪所评全球公司债券违约率情况



⁷ 包括到期、提前偿还以及回售，不包括赎回。
⁸ 以2017年超短融的发行及到期情况进行预测。

公司，其发展及信用基本面将得到支撑，区域经济发展相对落后、转型遇到阻碍、短期流动性不强、或有债务风险大的城投企业的信用风险较大。2017年，我国国企改革取得显著成效，国有企业收入、利润持续快速增长，创历史最好水平，在国企改革深入推进的背景下，未来国有企业整体信用风险或有所下降，但受去产能、僵尸企业出清的影响，部分行业发展低迷、生产经营不善的国企仍面临较大的信用风险。未来民企仍将是信用风险的主要爆发点，因为在经济去杠杆和金融严监管的背景下，民企的融资环境较国企而言将更差，融资难、融资成本提高将进一步加大民企的信用风险，一些财务状况较差的民营企业容易发生资金链紧张甚至断裂的情况，最终引发违约。

总体来看，违约率、级别调整与宏观经济、行业走势以及企业自身财务实力的联系将日益紧密。在此背景下，企业需要进一步加强自身流动性管理、债务管理、投融资管理，提高财务管理水平，提高资金宽裕度，同时做好压力测试和危机应对预案。

(五) 煤炭、房地产、化工、贸易等行业内信用状况分化将进一步加剧

煤炭行业方面，随着供给侧结构性改革的持续深入，煤炭行业落后产能将逐步退

出，行业集中度将进一步提高，先进产能有望持续释放，在需求端较为稳定的增长下，煤炭价格未来将在合理的价格空间波动，整体行业违约风险及流动性风险或有所降低，但是行业内部企业将继续分化，资源储备好、煤种煤质优良、煤炭开采成本低、具备较多先进产能矿区、区域地理位置突出、煤炭产业延伸完善、再融资渠道稳定的煤炭企业竞争优势将进一步强化，抗风险能力将进一步加强。开采条件差、生产成本低、落后产能多、地理位置较差、外部支持力度弱、融资渠道有限的煤炭企业可能将面临一定的经营压力和流动性压力，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

房地产行业方面，2016年下半年以来，监管层通过提高房地产行业债券发行门槛、限制募集资金用途等方式加强房地产行业信用风险管控，在“双支柱调控”背景下房地产市场的宏观审慎管理将继续加强，长期来看虽然有利于化解房地产行业整体风险，但短期内在国家对房地产行业持续进行宏观调控、房企融资渠道受限且融资成本较高、未来房企所发债券大规模集中到期的情况下，房地产行业的流动性压力可能将有所加大，同时发债企业的信用资质分化程度将进一步加剧，龙头企业凭借较强的资源获取能力、雄厚的资金实力、高效的项目运作能力竞争优势将更加

明显，中小房企抗风险能力较弱，在未来房地产市场温和降温、房企盈利空间整体压缩的情况下中小房企尤其是债务率高企、收入利润不稳或虚高的房地产企业将面临较大的经营风险和违约风险。

此外，化工、贸易等行业内不同企业也因生产经营、市场竞争力以及财务状况不同导致信用分化有所加剧。

(六) 债市风险管控将继续加强，违约后处置机制有望逐步完善

“双支柱调控”下主动防范化解系统性金融风险被放到了更加重要的位置，同时防控金融风险也是2018年经济工作的重点内容，预计未来监管层将继续加强债市风险管控，出台更多监管政策，通过加强信息披露、强化行业监管、完善违约后续处置机制等方式进一步完善相关体制机制，促进债券市场平稳健康发展。违约后处置方面，2016年广西有色成为银行间债券市场首家破产清算企业；2017年8月，东北特钢债权人会议表决通过了公司破产重整计划草案，2017年末，重整先后通过商务部、国防科工局及证监会等主管部门的审批，这是我国公募债券市场通过市场化、法治化方式处置债券违约的典型案列。随着我国债券市场的不断发展，债券违约后处置机制有望进一步完善。■

从2017年中央经济工作会议 看未来债券市场走向

文 | 联合资信评估有限公司 研究部

中央经济工作会议12月18日至20日在北京举行，会议明确提出我国经济发展已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，未来三年要坚决打好防范化解重大风险、精

准脱贫、污染防治三大攻坚战，做好深化供给侧结构性改革、激发各类市场主体活力、加快推进生态文明建设等8项重点工作。会议对我国未来三年如何应对风险挑

战、促进经济平稳健康发展提供了有力指导，具有重要的积极意义，对债券市场而言，可能会产生以下几方面影响。

第一，市场利率或将维持在相对高

位，债券发行量或受影响。会议提出要
保持稳健中性的货币政策，这与近年的提法
基本保持一致，表明稳健中性的货币政策
将得以延续，但与去年“调节好货币阀门”
相比，本次会议提出要“管住货币供给总
闸门”并“保持货币信贷和社会融资规模
合理增长”，从“调节”到“管住”，并新增
通过货币信贷和社会融资规模指标进行
管控，表明货币政策调控力度或将有所加
大。再加上国家防控金融风险以及美联储
缩表、加息的背景，未来货币政策将可
能中性偏紧，市场利率或将维持在相对高
位，在阶段性流动性趋紧时还有可能小幅
上行，而融资成本较高一定程度上将抑制
债券市场发行量的增长。

第二，房地产企业融资渠道将不会明
显放松，中小房企信用风险将继续加大。
本次会议明确提出防控金融风险，其中要
促成金融和房地产的良好循环。2016年下
半年以来，监管层通过提高房地产行业债
券发行门槛、限制募集资金用途等方式加
强房地产行业信用风险管控，对房企尤其
是中小房企的流动性状况产生一定压力。
在此次会议对金融与房地产关系进一步
强调的背景下，预计未来房企融资渠道将

不会出现明显放松，房企发债规模不会出
现明显回升，同时在国家对房地产行业持
续进行宏观调控、房企融资渠道受限且融
资成本较高、未来房企所发债券大规模集
中到期的背景下，房企尤其是抗风险能力
较弱的中小房企信用风险将继续加大。此
外，本次会议提出加快建立多方主体供应
土地、多渠道保障、租赁并举的住房制度，
发展住房租赁市场特别是长期租赁。专业
化、机构化住房租赁企业的发展将得到鼓
励和支持，未来住房租赁资产证券化有望
得到快速发展。

第三，作为绿色金融的重要组成部分，
绿色债券将迎来重要发展机遇期。污染
防治是未来三年需要重点解决的问题，
此次会议明确提出要调整能源结构、加大
节能力度等内容，8项重点工作中也提出
要加快生态文明建设，“启动大规模国土
绿化行动，引导国企、民企、外企、集体、
个人、社会组织等各方面资金投入”。在
此背景下，与环保相关的产业发展将得到
进一步的鼓励和支持，作为绿色金融的重
要组成部分，绿色债券近年来发展迅速，
对环境改善和绿色发展发挥了重要作用。
在政府高度重视污染防治和生态文明建设

的背景下，绿色债券将迎来重要发展机遇
期，监管层或将继续出台相关政策，从财
政贴息、发行便利化等方面加大对绿色债
券的支持力度，绿色债券的发行量有望继
续增长。

第四，债券市场风险管控将进一步
强化。本次会议重点强调防范化解重大
风险特别是防控金融风险，促进形成金融
和实体经济、金融和房地产、金融体系内
部的良性循环，做好重点领域风险防范和
处置，坚决打击违法违规金融活动，加
强薄弱环节监管制度建设。近年来，债
券市场违约事件日趋常态化，受到越来
越多的关注，债券市场是金融市场的重要
组成部分，未来监管层或将继续加强债
市风险管控，出台更多监管政策，通过
加强信息披露、加强行业监管、完善违
约后续处置机制等方式进一步完善相关
体制机制，促进债券市场平稳健康发展。
与此同时，会议再次强调要切实加强地
方政府债务管理，表明监管层将坚持对
地方政府债务“堵后门，开前门”，规
范地方政府发债行为，持续保持对地方
政府隐性债务监督的高压态势，同时或
将继续出台地方政府专项债券相关政
策，地方政府专项债券发行量或将增加。■



美国通过税改法案有利于其经济增长 但将加重政府债务负担

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

2017年12月2日，美国参议院以51票赞成、49票反对的结果通过了共和党税改法案，这将是30多年来美国税法最大幅度的一次调整。此次通过的税改法案主要包括：美国企业所得税税率将大幅下降，从35%降至20%；包括个人所得税在内的多项税制都将被简化，个税免征额几近翻倍；美国国际税制将向属地税制转变，海外企业一次性利润汇回税由35%下降至7%~14.5%的较低水平；取消或逐步取消遗产税、净投资所得税等。

在美国参众两院进行协商并达成一致后，税改法案有望在2017年年底正式生效，这将有利于减少美国企业和居民的税务负担、吸引美国企业海外利润回流、增加消费和投资从而刺激经济增长，但同时也会增加政府财政赤字和债务负担，并对其他国家产生一定的外溢性影响。

一、税改法案将刺激美国国内消费和投资，推动经济加速增长

2016年以来美国经济稳步复苏，季度GDP增速持续上升至2%以上水平。税改法案无疑将为美国经济增长注入新的动力。首先，降低企业所得税税率有助于降低企业负担，提高美国本土产品在国内以及国际市场的竞争力；企业利润增加后企业投资增速也有望进一步提升。其次，个人所得税的降低以及个税免征额的增加将提高居民的可支配收入，从而带动私人消费和投资增长。此外，属地税制（海外红利豁免制度）的实施也将减少税收倒置现象，促进美国跨国企业海外利润回流，从而促进国内投资并增加就业。

据有关研究分析，在税改法案的刺激下，未来十年内美国实际GDP增速每年有望提升0.4~0.9个百分点，此外还能创造至少200万个就业岗位。

二、税改法案将增加美国财政赤字和政府债务负担

尽管税改法案有利于推动美国经济加速增长从而扩大税基，但无法完全抵消税收直接减少的负面影响，预计税改法案将造成联邦预算赤字在未来十年内增加约1.4万亿美元，政府债务负担也将因此持续加重。

截至2016年底，美国政府债务规模已接近20万亿美元，债务水平也升至历史最高值107%，远超过60%的国际警戒线。历史上，美国政府曾多次触及债务上限，也曾遭遇过关门危机，但最终都通过提高债务上限或采取非常规手段（增加短期支出、暂停债务上限等）渡过了危机，使得政府避免了潜在的债务违约。税改法案获得通过后，美国将在12月8日迎来首个债务上限日，政府将如何摆脱债务上限问题仍值得关注。在财政赤字持续扩大的背景下，未来一段时期内美国政府债务水平或将进一步上升。

三、美国税改的外溢性影响不容忽视

作为全球第一大经济体，美国税改产生的外溢性影响不容忽视。由于减税会吸引资金、技术和人才等回流美国，从而不可避免地对其他国家造成冲击，或将在全球范围内掀起一轮竞争性减税潮。由于美国和欧盟成员国在税制、社会制度等方面具有较大相似性，美国税改可能首先影响欧盟等发达经济体。

对新兴经济体而言，一方面，美国税改推动美国经济加速增长将有利于新兴经济体扩大出口；另一方面，美国税改还会导致制造业及资金加速回流美国，这将对新兴经济体造成较大冲击，其汇率稳定性也会受到一定影响。



亚太地区信用风险展望(2017年)

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

2016年以来,亚太地区¹多个经济体政权发生更替,恐怖袭击和地区局部争端可能会给本地区安全带来一定风险。2016年,亚太地区经济继续保持强劲增长,平均GDP增长率达到4.38%,但局部发展不平衡问题仍然突出。预计未来1~2年亚太地区经济将保持增长态势,平均经济增速提高至5%左右。亚太地区经济体对外依存度较高,银行体系较为稳健但存在一定风险因素,人口结构较为年轻但部分国家存在老龄化问题,此外还存在基础建设发展不平衡、贫富差距较大等问题,经济结构亟待进一步改善。2016年亚太地区整体财政状况持续改善,财政赤字水平较上年小幅下降,政府债务水平基本可控,未来1~2年政府债务水平有望保持稳定。虽然各经济体之间外债水平差异较大,且美国加息政策加剧亚太地区的汇率波动,但受益于亚太地区区域内贸易和投资合作不断增多,各经济体之间的经贸合作有所增强,未来1~2年亚太外债偿还能力有望保持稳定。

从联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对亚太地区主要经济体的评级结果看,虽然亚太地区各经济体之间经济实力差异较大,且面临一定恐怖袭击和局部冲突的风险,但亚太地区经济增长强劲,政府债务保持在合理可控范围,区域内经济贸易合作不断加强,对外债的偿付能力保持在较高水平。因此联合资信对未来1~2年亚太地区主权信用水平的展望为稳定。

一、政权变换及局部争端使亚太地区政治生态面临一定机遇与挑战

(一) 亚太地区多个经济体发生政权变换

2017年,亚太地区的日本、韩国、新西兰、香港、台湾等经济体都发生政治权力更替,同时中国举行中共十九大换届选举,多个经济体政局变动对亚太地区的政局稳定 and 经济发展产生一定影响。一方面,中共十九大进行换届选举,保持了权力的平稳过渡,有助于中国政府继续贯彻落实政治和经济改革;香港行政长官权力平稳过渡,新任政府主张改善行政和立法关系,意在加强双方沟通和合作机制以降低香港内部消耗,把更多政治资源投放在民生领域;新西兰议会大选中出现黑天鹅事件,没有政党获得绝对多数投票导致“悬浮议会”出现,但最终由工党、优先党和绿党联合组阁,虽然新西兰大选在政党角逐上有所波动,但依旧维持了政策的可持续性和政治的稳定性。以上经济体的政治权利变换继续维持了亚太地区的政治生态稳定,给地区内经济贸易合作带来一定契机。

但另一方面,韩国因“干政门”事件引发国内政局混乱、各政党之争硝烟四起、总统遭弹劾,导致韩国政治稳定性有所下降;日本提前举行议会选举,现任首相安倍晋三获得连任,使日本支持修改和

表1 2017年亚太地区主要经济体政权变换情况

经济体	政权变动	政策影响
中国	2017年10月,中国共产党第十九次全国代表大会召开,选举产生了新一届中央领导机构成员,中国政治权利平稳过渡。	中国政局的稳定有助于继续落实和贯彻供给侧结构性改革、国企改革、“一带一路”倡议等,有效平衡地区政治生态的稳定。
香港	2017年7月1日,林郑月娥就任香港新一任行政长官,香港政治权利平稳交接。	林郑月娥主张改善行政立法关系,同时斥资50亿港元教育支出以加强对学生的补助和扩大师资力量投入,有助于稳定政局和保障民生。
新西兰	2017年10月,新西兰大选中由于没有政党票数单独超过半数(60个席位),导致悬浮议会出现,最终由工党(45票)、优先党(9票)、绿党(7票)联合组阁。	新任政府主张处理社会公平问题、积极保护环境、消除贫困现象、补助高等教育、削减移民数量以及扩建廉价住宅等,有助于维护社会稳定。
韩国	在2017年5月的总统选举中,共同民主党候选人文在寅以41.10%的得票率高居首位,成功当选韩国第19届总统,暂时平复了政坛乱局。	新政府主张改善南北关系,以对话推动半岛无核化和签署和平协定,并提出了平衡外交思路,有望给“干政门”风波过后的韩国带来新局面。
日本	2017年10月22日,在日本议会选举中,由自民党和公明党组成的执政联盟在众议院选举中赢得465个席位中的312席位,超过三分之二的多数席位,时任首相安倍晋三实现连任。	安倍内阁获得选举胜利,加大了众议院对未来修宪的可能性,包括修改“和平宪法”第9条——日本永远放弃发动战争的内容,对地区安全产生一定威胁。

资料来源:联合资信整理

¹ 本文中所指亚太地区由亚太发达经济体(包括澳大利亚、新西兰、中国香港特别行政区(香港)、日本、韩国、新加坡和中国台湾(台湾))、亚太新兴经济体(包括中国、印度、印度尼西亚(印尼)、马来西亚、菲律宾、泰国和越南)以及亚太发展中经济体(包括孟加拉国、柬埔寨、老挝、蒙古、缅甸和斯里兰卡)构成,以下同。

平宪法的势力得到巩固，修宪进程或将提速，给亚太地区带来一定安全风险（见表1）。

（二）亚太地区经济体政府治理能力表现不一，其中发达经济体政府治理能力较强

根据世界银行2016年发布的全球政府治理指数表现看，亚太地区各经济体的平均政府治理能力均值为56.21，较上年均值（55.40）小幅上升（见图1）。

亚太发达经济体的平均政府治理能力较高（86.95）。具体来看，新西兰和澳大利亚政府透明高效，政治结构稳定，腐败控制和政府稳定性均处于较高水平；新加坡、日本、香港和台湾除话语权和问责制指标较低外，法规、监管质量、政局稳定、政府有效性以及腐败控制均接近最好水平；韩国受“干政门”政治事件影响，时任总统朴槿惠因滥用职权遭弹劾下台，导致民众对政府信任度降至冰点，政治稳定性指标有所下降。

亚太新兴经济体的平均政府治理能力一般（45.06），除马来西亚的政府治理能力均值超过50以外，其他国家均处于40左右。具体来看，2016年中国、印尼、越南以及泰国的政府治理能力均值较上年小幅提升，其中中国政府加大法制建设、反腐力度以及推进简政放权，有效促进政府效率指标提升；马来西亚、菲律宾和印度的政府能力较上年有所下降，其中印度由于政治力量比较分散，短期内难以形成实力较强的一党或两党控制局面的情况，导致政治稳定性指标下降明显。

亚太发展中经济体的平均政府治理能力较差（33.34），蒙古和斯里兰卡因政局稳定和制度建设相对完备，政府治理能力均值保持在50左右，其余国家受政府效率和监管质量较低、法律法规不完善、以及腐败问题较严重等因素影响，政府治理能力均值位于20~30的较低水平。总体看，亚太地区不同经济体之间政府治理能力差异较大。

图1 2016年亚太各经济体政府治理能力情况



数据来源：世界银行

（三）亚太地区受恐怖袭击、局部争端等因素影响，政治风险有所上升

一是恐怖袭击困扰亚太地区安全。印尼作为一个多民族、多宗教、多语言且缺乏民主传统的国家，其宗教种群冲突和种族骚乱、民族分离主义运动和恐怖袭击频发，对整体的区域安全造成一定拖累；近年来菲律宾内部冲突不断，饱受南部伊斯兰分离主义势力及相关武装组织的困扰，并多次遭受恐怖主义袭击威胁，给本地区社会安全带来一定挑战；澳大利亚作为移民大国，近两年不断受到“伊斯兰国”（IS）威胁，已经发生多起恐怖袭击事件，造成重大人员和财产损失。

二是局部争端伴随大国势力干预，加剧地缘政治的紧张态势。近年来，美国在韩国部署“萨德”恶化了中韩关系，加剧亚太地区紧张局势；中国和周边国家在南海问题上的争端虽有所趋稳，但仍是制约地区和平发展的一个风险因素；2017年6月发生中印洞朗对峙事件，中国和印度两个大国之间的领土摩擦加剧了地缘政治压力；2017年以来朝鲜试射了多枚导弹，朝鲜半岛紧张局势持续升温，一定程度上威胁地区安全态势，同时美韩联合军演也在一定程度上加剧地区紧张态势。

二、亚太地区经济整体保持强劲增长，但经济体之间发展不平衡的问题依然突出

（一）经济保持强劲增长但局部发展不平衡

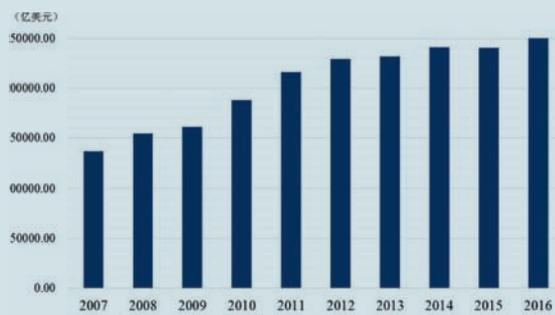
从经济体量看（见图2），亚太地区的经济实力在逐步增强。2007年~2016年，亚太地区的GDP总量由13.66万亿美元上升至25.00万亿美元，增长超过83%；亚太地区GDP总量占全球经济总量的份额也由23.52%上升至33.17%，增长近10个百分点。具体来看，以新加坡、香港、澳大利亚为代表的发达经济体保持平稳运行；以中国、印度为代表的新兴经济体经济实力强劲增长；以孟加拉国、柬埔寨为代表的经济体迅速发展。

从经济增速看（见图3），亚太地区已经成为世界经济的重要增长极，地位日益上升。国际金融危机爆发后，欧美地区经济先后出现负增长，而亚太地区经济表现较好，2016年亚太地区平均GDP增长率为4.38%，保持了相对较快的经济增长速度。

具体来看，2016年亚太发达经济体平均GDP实际增长2.21%，较2015年（2.08%）上涨0.13个百分点。随着旅游业迅速发展、净移民高速增长以及货币政策支持力度加强，澳大利亚、新西兰等国的经济增速有所回升；随着内部需求逐步强劲和投资力度不断增强，新加坡、韩国和台湾等经济体经济表现普遍较好；受到内需动力不足影响，日本和香港经济增速小幅回落。

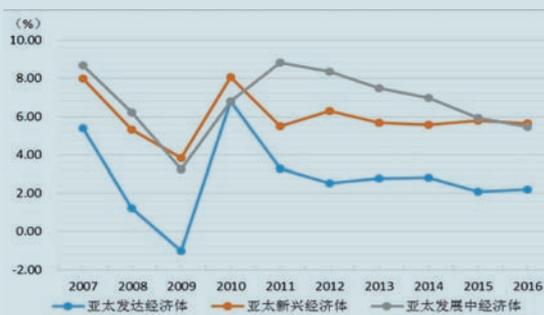
2016年亚太新兴经济体平均GDP实际增速达到5.63%，经济继续保持高速增长。受益于政府加大基础设施建设投资以及宽松货币

图2 近10年亚太地区GDP总量情况



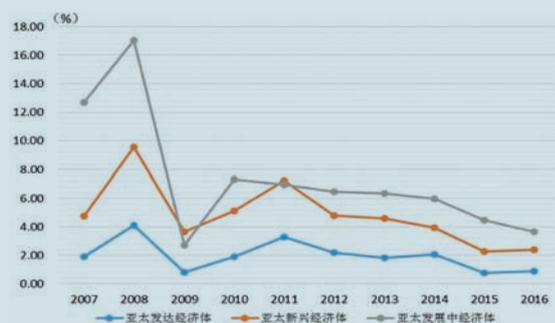
数据来源: IMF

图3 近10年亚太地区GDP增速情况



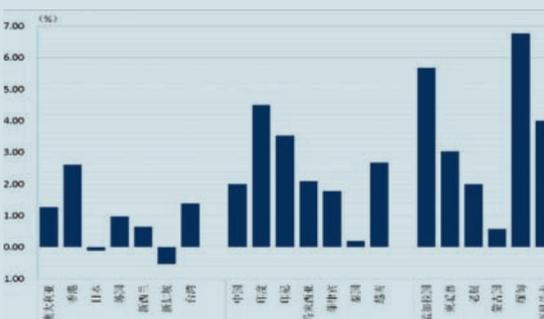
数据来源: IMF

图4 近10年亚太地区CPI增幅情况



数据来源: IMF

图5 2016年亚太各经济体CPI增幅情况



数据来源: IMF

政策的实施, 消费对经济的拉动作用进一步明显, 印尼、菲律宾和泰国的经济增速呈现上升趋势; 受经济结构性调整的影响, 固定资产投资对经济的拉动作用有所下降, 中国和印度经济增速小幅下滑。

2016年亚太发展中经济体平均GDP实际增长5.45%, 较2015年(5.91%)下降0.46个百分点。除孟加拉国经济较上年小幅增长外, 其余国家都呈现下降趋势, 其中蒙古经济下滑明显, GDP增速下降超过1.38个百分点。总体看, 亚太地区经济体经济整体呈现上涨趋势, 但局部发展不平衡的问题依然突出。

(二) 亚太地区通货膨胀水平处于合理区间

2016年, 世界经济复苏疲软导致居民消费需求下降, 在一定程度上降低了亚太地区的通货膨胀压力, 亚太地区平均CPI增幅为2.25%, 较上年(2.41%)下降0.16个百分点(见图4)。具体来看, 亚太发达经济体除日本和新加坡出现通货紧缩外, 其余经济体的通货膨胀水平均处于合理可控范围, 主要是因为日本和新加坡经济对外依赖程度较高, 受国际能源价格持续低迷的影响继续保持通货紧缩状态。另一方面, 受到美国持续加息预期的影响, 部分亚太新兴经济

体和发展中经济体面临资本外逃以及本币相对贬值的问题, 印度、印尼、孟加拉国、缅甸和斯里兰卡等国的输入性通货膨胀进一步加剧(见图5)。

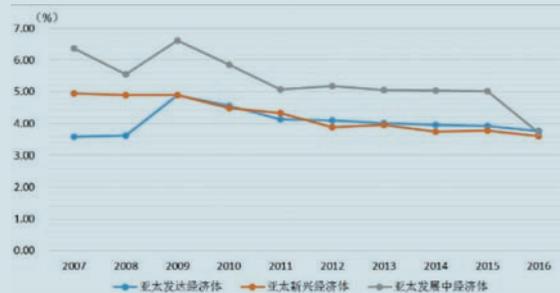
(三) 亚太地区失业率处于较低水平, 但面临劳动力结构性问题

2008年全球金融危机后亚太地区经济逐步复苏, 用工需求也逐步回暖, 整体失业率呈现下降状态, 2016年亚太地区失业率进一步下降至4%以下的较低水平(见图6)。虽然亚太地区的失业水平相对较低, 但其劳动力市场存在一些结构性问题: 受人口老龄化影响, 日本、澳大利亚等发达经济体普遍面临劳动力短缺问题; 印尼、菲律宾、马来西亚等新兴经济体小学以下文化程度的劳动力占就业总数的比重较高, 劳动力素质有待提高; 蒙古、缅甸、柬埔寨等发展中经济体的失业年龄偏向年轻化, 存在无固定或正式职业、人员流动性大、劳动保障不健全等问题, 易成为社会的不稳定因素。(见图7)

(四) 亚太地区未来经济将持续保持增长, 但面临一定下行风险

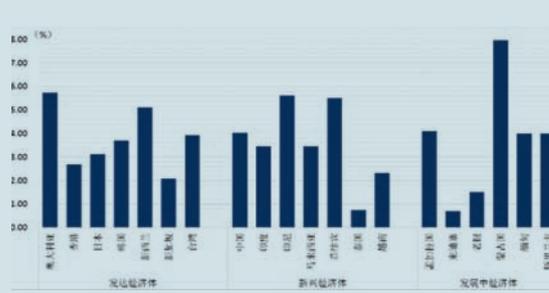
2017年, 随着全球经济复苏步伐加快, 亚太地区经济活动量逐

图6 近10年亚太地区失业率情况



数据来源: IMF

图7 2016年亚太各经济体失业率情况



数据来源: IMF

步活跃, 预计地区经济增速将有所提升。

具体来看, 亚太发达经济体有望实现周期性复苏。其中, 澳大利亚、新西兰经济将温和复苏, 主要是因为2017年以后全球乳制品价格的回升、外部需求逐步转好, 内部需求强劲以及营商环境趋好, 预计2017年澳大利亚和新西兰经济增速将分别回升至3.00%和3.50%左右; 香港和新加坡将继续发挥国际金融中心的作用, 发挥自身在港口、金融、贸易等领域的优势, 预计2017年香港和新加坡经济增速将达到3.50%和2.50%; 韩国随着新任总统上台政治局势逐步趋稳, 经济有望呈现复苏态势, 预计2017年经济增速有望回升至3.00%。

新兴市场和发展中经济体经济活动触底反弹。其中, 中国受高附加值部门逐步取代产能过剩部门成为产出和就业的驱动力, 政府加大去杠杆力度以及深化国企重组改革, 有助于提升中国中期产出, 保持稳健增长的经济局面, 预计中国经济增速将在2017年和2018年仍将维持在6.50%以上; 印度“废钞令”长期看将有效扩大政府税收征收范围, 并将推动印度从现金交易为主向电子支付转变, 加快货币流通速度, 促进金融资产的快速增长。同时, 统一的商品服务税也将增加政府财政收入并打击地下经济, 预计2017年经济增速有望提升至7.50%左右。作为亚太新兴经济体中经济体量最大的两个国家, 中国和印度经济的强劲增长将有助于带动地区经济发展。

另一方面, 亚太地区受到人口老龄化加剧、地区生产效率疲软、美国宏观经济政策调整、新兴市场金融体系不完善、全球经济一体化受到制约等因素影响, 经济仍面临一定下行风险。综合以上因素, 联合资信预计2017年和2018年亚太地区的经济增速都将提高至5.00%左右水平。

三、亚太地区在经济结构、人口结构和城镇化建设等方面均有待提升

(一) 亚太各经济体对外依存度较高, 易受外部环境干扰和冲击

亚太各经济体通过积极发展对外贸易和吸引外来投资带动自

身经济发展, 通过降低关税、取消许可证和配额限制、加快交通、通讯以及能源等基础设施建设方面的措施, 达到开放市场和吸引外资的目的, 使亚太地区资本流入的速度超过了世界其他地区。但较高的对外依存度加大了亚太各经济体的外部风险, 受亚洲金融危机、2008年全球金融危机以及2012欧债危机的影响, 部分经济体国际贸易形势一度疲软, 日本、新西兰、台湾、泰国、马来西亚、蒙古等经济体出现经济衰退。随着全球民粹主义思想蔓延, 以美国为首的贸易保护主义有所抬头, 在一定程度上收紧了全球金融环境和资本流动限度, 加大了亚太地区的对外贸易和投资的风险。因此亚太地区经济结构亟待转型, 应更多开拓自身消费市场潜力以规避外来风险冲击(见图8)。

(二) 金融体系较为稳健但仍存在诸多风险因素

从国际金融地位看, 香港和新加坡是国际金融中心, 其金融业开放程度高且金融管制少, 众多外国机构在此设立分支机构, 证券投资开放程度较高且金融衍生品市场迅速发展, 有助于提升亚太地区的国际金融地位; 2016年人民币正式加入特别提款权(SDR)货币篮子, 进一步推动了人民币的国际化进程, 有助于增强亚太地区的国际金融实力。

从银行体系看, 亚太地区的银行体系较为稳健。一是亚太地区的银行质量整体较高, 其中中国、香港、新加坡、澳大利亚等经济体的银行体系表现良好, 为亚太地区的银行业稳定起到带动作用; 二是亚太地区银行的资本和盈利能力均处于良好水平, 而受银行监管要求严格以及风险加权资产增速放缓因素的影响, 亚太地区银行的资本缓冲普遍加强; 三是在信贷成本下降和净息差稳定上升的情况下, 多个经济体的银行盈利能力出现好转; 四是亚太地区多数银行(澳大利亚、新西兰和蒙古的银行除外)资金主要来源于存款, 对批发融资和流动资产资产负债表的依赖性不高, 具有一定流动性优势。

但亚太地区银行体系也存在诸多风险因素: 中国银行体系受宏观经济持续下行的影响, 信用风险有所暴露, 信贷资产质量较上年

有所恶化；新西兰银行体系受到本国房地产市场失衡、乳制品行业高负债、银行系统依赖离岸资金等因素影响，存在一定潜在风险；日本央行自2016年推出负利率政策后，银行业的贷款及固定收益业务受到严重影响，收益率下行使银行盈利水平持续承压；印度受央行产业扶植政策要求、公共部门银行效率低下及经济增长放缓等因素的影响，银行业的不良贷款率呈持续上升之势，受其影响银行业盈利状况也不容乐观。

(三) 亚太地区多数国家人口结构较为年轻，但部分经济体存在老龄化和未富先老的情况

亚太地区是世界上人口数量最多和人口增速最快的地区之一。2007年至2016年间，亚太地区人口增长速度接近9%，亚太地区2016年总人口合计占世界人口的50%以上。亚太地区人口众多，除澳大利亚、新西兰等国以外其他都是人口密集型区域，且人口结构较为年轻，有着充足的劳动力资源且劳动力价格相对低廉，形成一定“人口红利”优势，有助于本地区借助劳动力成本优势吸引更多的外商投资。

尽管亚太地区人口红利众多，但部分国家面临人口老龄化加剧和未富先老的情况（见图9）。根据联合国《2015年世界人口展望》预测，2015年~2050年亚洲人口老龄化比重将由11.60%上升至24.60%。2016年，新西兰老龄人口占比为15.23%，加剧的老龄化问题引发新西兰劳动力市场的结构性短缺，在建筑、运输、旅游服务等行业皆存在用工缺口。日本也是世界上人口老龄化程度最高的国家之一，2016年65岁及以上的人口占总人口的比值达到26.86%，持续创下历史新高。人口负增长和人口老龄化问题使日本适龄劳动者持续减少，导致企业生产效率难以提高，消费能力持续疲软，同时也使得日本用于支付医疗、养老金、护理等方面的支出不断扩大，增加了财政负担。中国近10年人口老龄化程度不断加深。2016年，中国65岁及以上人口占总人口的比重升值10.80%，为10年来最高值。预计到2050

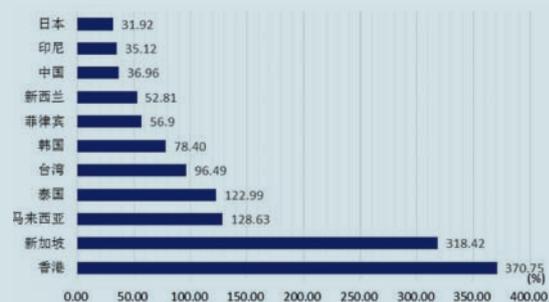
年，中国老年人口将达到4.80亿，约占世界老年人口的四分之一，中国社会呈现“未富先老”的人口周期。

(四) 亚太地区城镇化迅速发展，但面临基础设施配备不足和贫富差距严重的问题

根据世界经济论坛发布的《2016~2017年全球竞争力报告》，在城镇化浪潮下，亚太地区的配套基础设施迅速发展，在全球138个经济体中，亚太发达经济体表现良好，其中香港、新加坡、日本和韩国等经济体基建指数均位列全球前十名（分别为第1名、第2名、第5名和第10名）；新兴经济体排名差异较大，其中马来西亚基建指数全球排名靠前（24名），但印度（68名）、菲律宾（95名）、越南（79名）等经济体排名落后；发展中经济体整体基建水平较差，除斯里兰卡排名位于前100名外，其余经济体均超过100名（见图10）。在城镇化迅速发展的同时，也为一些经济体带来基建配套不足的问题。例如，中国流动人口持续增长，给社会管理体制、公共服务供给和社会保障制度带来严峻挑战；印尼巨大的“人口红利”加速其城镇化步伐，但也给居民用水、卫生、教育、医疗等方面的基础设施造成一定压力。

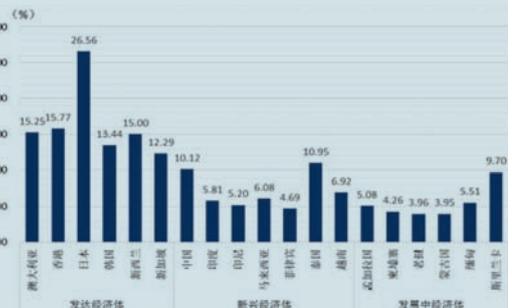
近年来亚太地区经济虽实现了稳定增长，但发展水平仍然很不均衡。2016年亚太发达经济体人均GDP达到将近4万美元，亚太新兴经济体人均GDP达到约4800美元，但发展中经济体人均GDP仅为2300美元左右，地区内经济体贫富差距严重。根据亚洲开发银行发布的《2016年亚太地区关键指标》报告，亚太地区共有3.30亿人生活在每天支出1.90美元的贫困线之下，3亿人无法获得安全饮用水，15亿人享用不到基本卫生设施。以印度为例，印度贫困人口众多，处在国家贫困线以下的人口占总人口比例达到20%以上，人均每日消费不足1美元（见图11）。亚太地区贫富差距严重的状况将在一定程度上抑制居民消费能力和拖累经济增长，同时也会加剧社会矛盾和影响社会稳定。

图8 2016年亚太主要经济体外贸依存情况



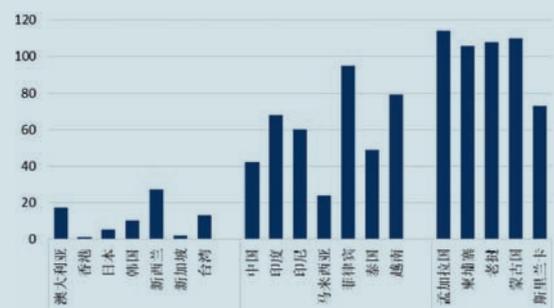
数据来源: IMF

图9 2016年亚太各经济体老龄化情况



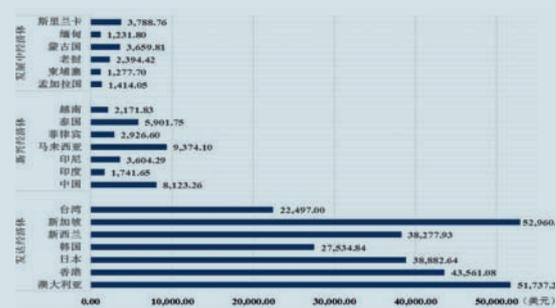
数据来源: 世界银行

图10 2016年亚太各经济体基建排名情况



数据来源：世界经济论坛

图11 2016年亚太地区人均GDP情况



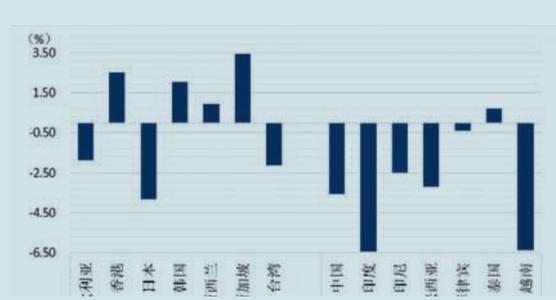
数据来源：IMF

图12：2012年-2016年亚太地区财政盈余水平



数据来源：IMF

图13：2016年亚太各经济体财政盈余水平



数据来源：IMF

四、财政情况整体较好，财政赤字和政府债务水平均处于可控范围²

(一) 亚太地区整体财政赤字水平得到有效控制

近年来，亚太地区整体财政状况持续改善，2016年亚太地区平均财政赤字水平（1.47%）较上年（1.65%）小幅下降（见图12）。

具体来看，2016年亚太发达经济体的财政赤字水平逐步改善（见图13）。香港、韩国、新西兰以及新加坡均实现财政盈余，主要是因为企业业绩改善、消费规模增长以及房地产市场大热等因素导致税收收入有所提高；澳大利亚的财政赤字状况有所改善，财政赤字相当于GDP的比重较上年下降约0.30个百分点；日本受老龄化加剧影响，政府养老金支出增加，财政赤字处于较高水平（3.92%）；台湾采取扩张的财政政策导致财政赤字水平有所扩大，较上年增长约0.36个百分点。

2016年亚太新兴经济体中除泰国实现财政盈余外，其余国家均

呈现财政赤字状态。其中，印尼和马来西亚的财政赤字水平基本持平；中国财政赤字水平有所上升，主要是因为政府实施积极的财政政策，通过适度扩张财政赤字规模来促进经济稳定发展；菲律宾受政府基础设施建设和其他资本支出大幅增加的影响，财政赤字水平达到自2010年以来的最高值；印度和越南的财政赤字保持较高水平，主要是因为财政收入源较为有限，且存在大量偷税、漏税现象，有限的财政收入很难覆盖扩张的财政支出，从而加剧财政赤字水平。

(二) 各国之间政府债务压力差异较大

政府债务方面，近年来亚太区政府债务水平基本可控，2016年亚太地区政府债务相当于GDP的平均比值为56.59%，较上年（55.51%）上升1.08个百分点，但各国之间政府债务水平差距较大。从亚太发达经济体看，受益于政府对债务的严格控制，香港、新西兰、台湾、韩国以及澳大利亚等国政府债务水平保持在40%以下，政府债务负担较轻；但日本和新加坡的政府债务水平很高，其中日

² 因样本数据资料不足，本文第四、五部分样本数据以亚太发达经济体和新兴经济体为主。

本主要是由于老龄化问题加剧而带来社保透支，需要通过举债来维系，导致政府债务负担短期内难以得到有效缓解；新加坡政府债务由新加坡政府债券 (SGS) 和特殊新加坡政府债券 (SSGS) 构成，这两种债券融资仅能用于投资且以投资回报支付债务利息，在一定程度上缓解了政府债务压力。

从亚太新兴经济体看，受政府扩张性财政政策的影响，印度政府债务处于较高水平，截至2016年末印度政府债务水平上升至70%左右；其余经济体外债水平均控制在60%以下。从发展中经济体看，除斯里兰卡和老挝政府债务水平相对较高（分别为79.63%和62.03%）以外，其余经济体外债水平较低。

(三) 未来1~2年政府债务水平有望保持稳定

未来1~2年，在世界经济整体回暖的背景下，亚太各经济体的财政状况将持续改善，政府赤字水平有望进一步下降，预计会有更多的国家实现财政盈余。政府债务方面，亚太大部分经济体的政府债务水平有望保持在可控范围，但可能会根据经济发展需要而适度出现扩大举债的情况，因此亚太地区整体的政府债务水平或将出现小幅上升。

五、虽然区域间经济体外部融资实力差异较大，但整体外债偿还能力有望保持稳定

(一) 区域内贸易投资强劲增长，增强了亚太地区的经济韧性

根据亚洲开发银行发布的《2017年亚洲经济一体化报告》，亚洲区域内贸易投资强劲增长，有助于提升该地区抵御全球经济波动的能力，增强其经济韧性。亚洲区域内贸易份额（按价值计量）由55.90%（2010年）增长至57.30%（2015年），增长约1.40个百分点。2016年亚洲地区内部的外国直接投资额上升至2720亿美元，区域内外国直接投资额占该地区外国直接投资总额的比重为55%，较上年（48%）上涨9个百分点。亚洲区域内外国贸易和投资在促进全球和区域价值链发展中发挥着重要作用，有助于推动该地区在全球的经济增长和拓展其全球竞争力。

从经常账户看，大多数亚太经济体保持经常账户盈余，2016年亚太地区平均经常账户盈余水平超过4%。具体来看，亚太发达经济体中，新西兰贸易出口主要依赖乳制品和肉类产品，由于近两年国际乳制品市场低迷，新西兰经常账户呈现赤字状态但赤字水平有所缓和；虽然澳大利亚经常账户近5年也保持赤字状态，但赤字水平有所降低；其余经济体国际贸易和服务表现良好，经常账户均处于盈余状态。亚太新兴经济体中，印尼受外部需求疲软和国际矿产品价格普遍下跌的影响，农产品和矿产品出口额均大幅下跌，经常账户呈现赤字状态；印度经常账户保持赤字水平，但随着石油价格下跌、黄金进口限额大幅减少以及软件出口高速增长导致印度逆差收

窄；其余经济体均实现经常账户盈余。总体看，亚太各经济体的经常账户收支状况较为良好。

(二) 各经济体之间外债水平存在较大差异

外债水平（外债总额相当于GDP的比值）上，从亚太发达经济体来看，截至2016年底，除韩国和台湾外债水平保持在30%左右的较低水平外，其余各经济体外债水平较高。其中，新加坡和香港是国际金融中心，接受了大量的外币存款，导致其金融机构外债占比较高，两国整体外债水平平均高于400%；受私人部门债务增长明显的影响，澳大利亚和新西兰的外债水平不断增长且接近100%，相比于其他国家，日本外债处于可控范围（接近70%）。从亚太新兴经济体来看，除马来西亚（68.31%）外其余经济体外债水平均处于35%以下，外债负担普遍较轻。

(三) 美国加息政策加剧亚太地区的汇率波动

从汇率趋势看，随着美国经济逐步稳中向好，美元自2015年以来进入趋势性升值阶段，导致热钱纷纷撤离新兴市场，释放亚太地区多个经济体货币的贬值压力，导致人民币、日元、港元、菲律宾比索、越南盾、孟加拉塔卡等货币出现不同程度贬值。

具体来看，2016年以来人民币兑美元不断贬值，中国政府加大对资本外流的管制，一定程度上抑制了人民币的贬值压力；2016年以来日元兑美元呈现波动趋势，受英国脱欧、美国大选等因素影响，日元作为避险货币币值走强，但随后受美国加息影响，日元陷入贬值；韩国受银行基准利率进一步走低以及中国经济的放缓等因素影响，韩元汇率持续承压，在2016年1月至2017年11月期间累计贬值幅度达8%；印度卢比兑美元持续贬值，贬值幅度最高曾达到40%以上，但随着外资在莫迪政府政策影响下重新涌入印度、印度经常账户赤字的持续收窄及央行货币政策转向中性，印度卢比兑美元汇率开始企稳，货币贬值有所趋缓。

(四) 未来1~2年外债偿还能力有望保持稳定

未来1~2年，尽管存在贸易保护主义抬头、美国制造业回流、地区争端悬而未决等干扰因素，但全球经济回暖以及中国“一带一路”倡议的带动作用将有利于亚太地区的贸易出口，整体上看亚太地区经常账户仍存在向好发展趋势。在经常账户收入持续增长的情况下，亚太各经济体偿还外债的能力有望保持稳定，但美联储加息以及汇率波动可能会带来一定不确定性。

六、亚太地区主权信用风险展望为稳定

2017年，联合资信维持新加坡 (AAA/AAA₁)、香港 (AAA/

AAA_i)、新西兰(AAA_i/AA₊)、台湾(AA_i/AA_i)、日本(AA_i/AA_i)、印度(A₊/A₊)、印尼(A₊/A₊)、泰国(A₊/A₊)的长期本、外币信用等级,评级展望均为稳定;首次评定中国(AAA_i/AAA_i)、马来西亚(AA_i/AA_i)、菲律宾(A₊/A₊)长期本、外币信用等级,评级展望均为稳定;维持韩国长期本、外币信用等级为AA_i,但鉴于“萨德争端”以及朝核问题导致韩国面临较大的政治风险,韩国未来经济

增长面临一定的不确定性,评级展望由“稳定”调整为“负面”。

总体看,虽然亚太地区政治环境仍面临一定的不确定性,亚太各经济体之间经济实力差异较大且部分国家银行业面临一定风险,但亚太地区经济增速强劲,政府债务保持在合理可控范围,区域内经济贸易合作不断加强,对外债的偿付能力保持在较高水平。因此联合资信对亚太地区未来1-2年的展望为稳定。■

拉美地区信用风险展望(2018年)

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

2017年以来,拉美地区政治局势总体保持稳定,但局部动荡犹存。经济方面,拉美地区自然灾害频发对其经济增长形成拖累,且拉美国家经济结构普遍较为单一,经济发展严重依赖石油、矿产品等资源出口,经济抗风险能力很差。2016年拉美地区经济陷入衰退且通胀压力加剧,但2017年经济表现有所好转,预计2018年经济增速将提高至2.0%左右的水平。拉美地区整体政府债务水平不高,但近年来呈持续上升的趋势,紧缩的财政政策使得大部分经济体的财政状况有所改善,财政赤字水平也出现不同程度的下降,但由于拉美地区对基建的支出需求巨大,预计短期内实现财政盈余的可能性较小,财政状况难以得到明显改善。拉美地区整体外债水平较低但各经济体间外债水平存在较大差异,外汇波动风险较大,全球货币政策趋紧也会增加其对外融资难度和成本。

从联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对拉美主要国家的评级结果看,拉美地区政治形势总体保持稳定且经济有望触底反弹,财政状况不断改善且政府债务保持在合理可控范围。随着国际大宗商品价格回升以及拉美一体化的推进,拉美地区的对外贸易也会有所增长。因此,联合资信对未来1~2年拉美地区主权信用水平的展望为稳定。

一、拉美地区政局趋于平稳,但主权债务违约频发影响地区整体信用水平

(一) 政治局势总体保持稳定,但局部动荡犹存

2017年,拉美地区的部分经济体,如巴西、秘鲁、委内瑞拉等,都

爆发了不同程度的政治危机,对其国内社会稳定和经济增长都造成了一些负面影响,但总体来看,2017年拉美地区政治局势趋于平稳。

2017年6月,巴西政坛爆出了贪腐丑闻,现总统特梅尔因涉嫌贪腐案遭到检察院起诉,但由于众议院未通过暂停其总统职务的动议,特梅尔将继续担任总统,但仍引发民众的强烈不满,也对刚刚重拾增长的巴西经济形成重击。2017年9月,由于秘鲁“府院矛盾”激化,库琴斯基政府全体内阁成员被迫全体辞职,引发库琴斯基执政以来最严重的政治危机。虽然总统库琴斯基随后快速重组了内阁,但秘鲁政府和国会之间的矛盾并没有因此得到缓和,国会仍将会在一些问题上继续向政府发难,库琴斯基政府的执政之路今后依然十分艰难。2017年以来,委内瑞拉国内发生了多次大规模反政府游行,示威活动引发了暴力冲突,并导致其政治和经济危机持续升级、国内通胀压力进一步加剧、经济大幅衰退。

2018年,拉美地区政局有望进一步趋稳,但少数国家的动荡局势仍将持续,不仅会对拉美地区的政局及社会稳定性产生影响,也会对地区经济增长造成一定拖累。

(二) 国家治理能力普遍较差,但呈持续改善之势

根据世界银行2016年发布的全球政府治理指数,拉美地区各经济体2016年的平均值为45.68,较上年(45.02)有小幅提升。具体来看(见图1),7个经济体的国家治理能力均值处在40分以下的水平,其中国家治理能力最差的经济体是委内瑞拉,2016年其国家治理能力均值仅为8.23;乌拉圭、智利和哥斯达黎加的国家治理能力较好,2016年的国家治理能力均值都在70分以上;其余大部分经济

¹ 除非另行说明,否则本文中拉美地区指巴西、墨西哥、阿根廷、哥伦比亚、智利、委内瑞拉、秘鲁、厄瓜多尔、多米尼加共和国、危地马拉、哥斯达黎加、巴拿马、乌拉圭、玻利维亚、巴拉圭、萨尔瓦多、洪都拉斯、特立尼达和多巴哥、牙买加和尼加拉瓜这20个国家。

(三) 通货膨胀压力加剧

2012年~2016年，拉美地区的CPI增幅呈上升趋势（见图4）。2016年，拉美地区平均CPI增幅达到5.61%，较上年（5.54%）小幅上升了0.07个百分点，通胀压力持续增大。拉美地区大部分国家的物价水平都出现了不同程度的上涨，具体来看，委内瑞拉陷入了恶性通货膨胀，全年CPI增幅高达254.39%，成为全球通胀率最高的国家；阿根廷的CPI增幅较上年大幅增加了14.50个百分点至41.20%，通胀压力持续升高；乌拉圭、巴西和哥伦比亚的通胀率也处于较高水平，分别为9.64%、8.74%和7.51%。持续性的通货膨胀会降低经济的运行效率、造成经济秩序混乱，严重的通货膨胀甚至能够导致经济崩溃（见图5）。

(四) 未来经济向好，但仍面临挑战

2017年以来国际大宗商品价格出现回升，全球经济持续复苏，这些因素将有利于拉美地区的出口和经济增速的回暖。具体来看，巴西经济受巨额公司债务和部分行业产能过剩影响，增长将比较有限，但鉴于其国内政治趋于稳定、货币政策维持宽松以及改革计划持续推进，预计2017年巴西将摆脱经济负增长，2018年经济增速将提升至1.2%左右；墨西哥经济前景因美国贸易保护主义抬头而不甚明朗，北美自贸区重新谈判也增加了不确定因素，预计2017年和2018年墨西哥经济增速将处于2.5%左右的水平；随着国际铜价回升、外部需求逐步回暖，智利的对外贸易表现有望得到改善，政府改善营商环境的措施也有望刺激投资增长，预计2017年和2018年其经济增速有望分别达到1.6%和2.5%左右；进入2017年以来，阿根廷私营企业贷款明显增多，消费、进口和投资也不断增长，阿根廷有望摆脱经济负增长，开始经济复苏，预计2017年其经济可以实现2.5%左右的增长，2018年进一步增长至3.0%左右的水平。

近年来，拉美经济一体化持续发展。2017年2月，阿根廷与智利签署了《查卡布科宣言》，倡议促成南方共同市场（以下简称“南共市”）与太平洋联盟的合作机制，推动拉美一体化发展，并寻求更大程度的经济开放和自由贸易，与包括中国、印度和澳大利亚在内的亚太国家深化贸易伙伴关系。2017年，拉美地区被确定为中国“一带一路”倡议的自然延伸，墨西哥、智利、阿根廷、巴西等国均表达了参与一带一路倡议的意愿，拉美国家与中国的经贸合作不断深入。与亚太地区贸易往来的加强将成为拉美地区抵御外部复杂环境冲击的关键和未来经济重要的增长点。

总体来看，2017年拉美地区经济有所好转，但鉴于国际大宗商品价格依旧处于低位、北美自贸协定重谈进展缓慢、全球货币政策逐步趋紧等内外多重不确定因素，拉美地区经济虽然有望恢复增长，但中短期内难以实现强势反弹，2018年预期经济增速在2.0%左右。

三、政府债务水平不高，但财政状况难以在短期内得到明显改善

(一) 财政赤字水平较高，但2016年有所下降

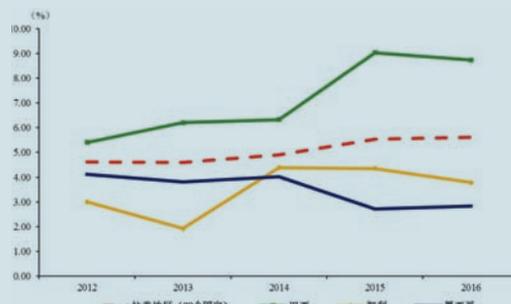
拉美地区政府财政赤字水平较高，且近年来其整体财政状况持续恶化，财政赤字水平（财政赤字/GDP）逐年上升（2015年升至有数据统计以来的最高值7.00%），直至2016年才有所下降（见图6）。

2016年，拉美地区一般政府财政赤字水平为6.39%，较上年下降了0.61个百分点。具体来看，拉美地区财政赤字超过3%的国家有9个，占拉美地区国家的45%；2016年，阿根廷、巴西和墨西哥等12个国家的财政状况都出现了不同程度的改善，赤字水平有所下降，其中巴西和墨西哥的财政状况改善幅度最大；智利的财政赤字水平较上年小幅上升了0.78个百分点至2.86%，赤字水平相对较低但近年来持续上升（见图7）。

(二) 政府债务水平不高但呈持续上升趋势

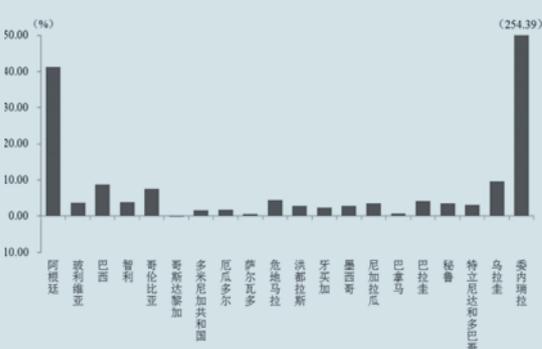
政府债务方面，整体来看，拉美地区政府债务水平（政府债务/GDP）不高，但近年来呈持续上升的趋势（见图8）。2016年，拉美地区政府债务水平为58.11%，较上年上升了3.47个百分点。

图4 2012年~2016年拉美地区CPI增幅情况



数据来源：IMF

图5 2016年拉美地区各国CPI增幅情况



数据来源：IMF

拉美地区各经济体之间政府债务水平差距较大。2016年,智利、巴拉圭、秘鲁和巴拿马等国政府债务水平均处于40.00%以下,政府债务负担较轻;牙买加和巴西的政府债务水平较高,2016年分别为111.92%和78.32%。2016年,拉美地区75%的经济体的政府债务水平均出现了不同幅度的上升,上升幅度最大的经济体是特立尼达和多巴哥,2016年其政府债务水平为39.39%,较上年增加了10.48个百分点,其次是厄瓜多尔(增加了10.07个百分点);阿根廷、牙买加和乌拉圭等5个经济体的政府债务压力有所缓解(见图9)。

(三) 财政政策开始收紧,但财政状况短期内难以得到明显改善

面对巨大的财政赤字,拉美地区大部分经济体开始逐步收紧财政政策。从拉美前三大经济体来看,为降低财政收入对石油收入的依赖性以及缩小财政赤字,2013年墨西哥政府推出了财税改革,2016年又提出了“财政盈余”计划,严格控制财政支出,近年来墨西哥财政收入持续增长,财政支出也得到一定程度的控制,赤字水平逐年下降;巴西罗塞夫政府也于2015年将扩张性财政政策转为紧缩的财政政策以控制财政赤字,2016年,巴西财政赤字水平较上年下降了2.15个百分点至7.14%,财政状况有所改善,但赤字水平仍较高;

阿根廷新政府上台后便对财政政策进行了调整,致力于大力削减财政赤字,砍掉功能重复或效率底下的部门、削减公共服务补贴等以削减政府开支,2016年阿根廷财政赤字水平为5.81%,较上年有小幅下降。

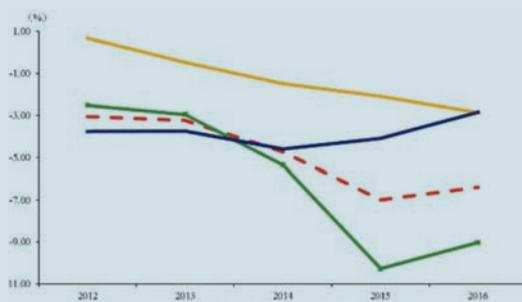
虽然拉美地区各经济体在逐步收紧财政政策,但拉美地区对基础设施建设和装备的需求非常庞大,每年的基建缺口高达1700亿美元。为了改变基建滞后的状况,预计拉美国家在未来20年内需要在交通和能源等基础设施建设领域投资约2万亿美元。巨大的资金缺口导致拉美地区的债务水平不断上升,预计短期内拉美地区财政状况难以得到明显的改善,实现财政盈余的可能性较小。

四、拉美地区经常账户状况有所改善,但外汇波动风险较大且外部融资难度加大

(一) 经常账户状况得到一定程度改善

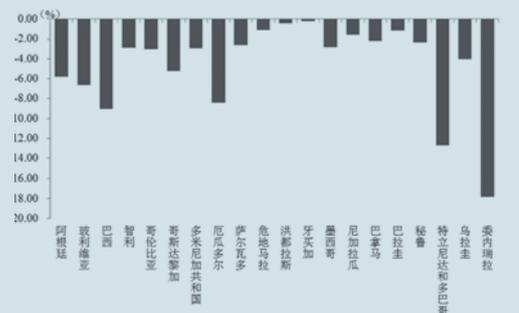
近年来,拉美地区经常账户持续赤字。2012年~2015年,拉美地区经常账户赤字与GDP的比值持续上升(见图10),2015年达到历史最高值(3.36%)。2016年以来,拉美地区经常账户收支状况有了一定程度

图6 2012年~2016年拉美地区财政赤字/GDP



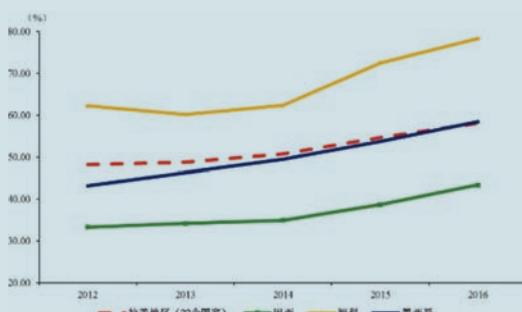
数据来源: IMF

图7 2016年拉美地区各国财政赤字/GDP



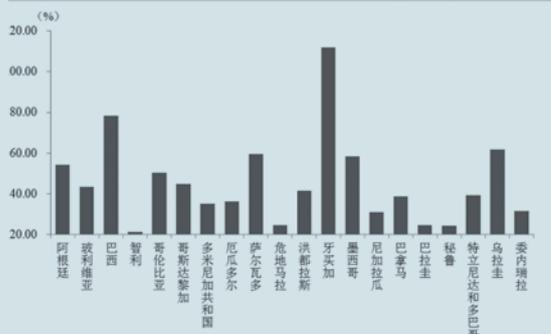
数据来源: IMF

图8 2012年~2016年拉美地区政府债务/GDP



数据来源: IMF

图9 2016年拉美地区各国政府债务/GDP



数据来源: IMF

图10 2016年拉美地区各国经常账户余额/GDP



度的改善,经常账户赤字与GDP的比值下降了1.36个百分点至2.00%。

具体来看,2016年,厄瓜多尔、危地马拉和巴拉圭的经常账户由赤字转为盈余,经常账户盈余相当于GDP的比值分别为1.45%、0.95%和1.68%;巴西、智利和墨西哥等14个经济体的经常账户有所改善,经常账户赤字水平出现了不同幅度的下降;阿根廷等少数经济体的经常账户赤字水平有小幅提升。

总体看,虽然拉美地区各经济体的经常账户长期处于赤字状态,但2016年大多数经济体的经常账户收支情况均有所改善。

(二) 整体外债水平较低但各经济体间外债水平存在较大差异

拉美地区整体外债水平(外债总额/GDP)较低,多年来均保持在30%以下的水平,但各经济体间外债水平存在较大差异。具体来看,2016年,外债水平处于30%以下的经济体有巴西、多米尼加共和国和巴拉圭(分别为17.84%、24.92%和15.85%);拉美地区一半左右的经济体(包括阿根廷和墨西哥在内)外债水平都处于30%~50%之间;外债水平最高的经济体是巴拿马,其2016年外债水平高达162.47%,其次为牙买加和尼加拉瓜(分别为91.92%和82.87%)。

虽然拉美地区大部分经济体的外债水平不高,但外债水平呈上升趋势。2016年,除了巴西、牙买加、墨西哥和巴拿马的外债水平出现了小幅下降外,其他经济体的外债水平均出现了不同幅度的上升。其中,乌拉圭的外债水平增幅最高,2016年其外债水平达到了76.82%,较上年增加了23.41个百分点。

(三) 外汇波动风险较大

近年来,墨西哥、巴西和智利等拉美国家的货币均出现了大幅贬值,外汇波动风险较大,主要原因有两点:长期以来,拉美国家经济对美国经济的依赖程度较高,深受美元走势影响,美元进入加息周期导致大量外国资本外逃,从而引发拉美外汇市场大幅震荡;此外,国际大宗商品需求疲软、初级产品出口一泻千里,也极大地冲击

了拉美外汇市场。

2016年,受特朗普竞选总统期间一系列对墨西哥不利言论的影响,外加石油出口价格下滑,墨西哥比索持续贬值,全年贬值幅度高达近20%;同样受特朗普上台后采取的强势美元政策以及美联储加息的影响,巴西货币雷亚尔兑美元也出现了大幅贬值;受国际铜价疲软、其他新兴市场对铜产品需求下降等因素影响,智利比索兑美元汇率于2015年跌至12年新低,虽然进入2016年以来,智利比索兑美元汇率逐步趋稳,但与2013年前的水平仍相距甚远。

2017年以来,在美元走弱及国际大宗商品价格回暖的背景下,拉美地区主要经济体货币兑美元汇率均呈现出企稳回升的态势。2018年,在美联储持续加息预期的影响下,拉美地区的外汇波动风险或将再度加大,不仅会影响拉美国家的对外贸易表现,也不利于其外债的偿还。

(四) 外部融资难度加大

2017年以来,美联储、加拿大央行、英国央行、欧洲央行等全球主要央行的货币政策均存在转向举动,货币政策整体趋紧。2017年,美联储加息三次并开始缩表,货币紧缩政策逐渐加强;7月和9月,加拿大央行分别加息25个基点,将基准利率提升至1.00%;11月,英国央行宣布金融危机以来首次加息,将基准利率上调至0.50%;在2017年10月的议息会议上,虽然欧洲央行决定维持主要基准利率不变,但将每月资产购买规模从600亿欧元降至300亿欧元;日本央行的购债步伐也已明显放缓。发达经济体货币政策的收紧会加剧拉美地区的资本外流,从而对拉美地区大部分经济体造成冲击,此外还可能对市场利率造成影响,增加拉美各经济体的外部融资难度。

五、拉美地区主权信用风险展望为稳定

2017年,联合资信维持墨西哥(“AA₁/AA₁”)的长期本、外币信用等级,但鉴于特朗普政府上台后采取了诸多不利于墨西哥的政策,北美自贸协定的重新谈判也存在较大的不确定性,墨西哥未来一段时期内的经济发展前景不容乐观,评级展望由“稳定”调整为“负面”;由于巴西经济连续两年陷入衰退,财政状况不断恶化且政府债务负担加重等,巴西长期本、外币信用等级由“A₁/A₁”下调至“A₁/A₁”,但鉴于2017年外部经济环境和国际贸易情况的改善有助于拉动巴西货物和服务的出口,从而有利于其经济增速的回升,因此将评级展望由“负面”调整为“稳定”;首次评定智利(“AA₁/AA₁”)长期本、外币信用等级,评级展望为“稳定”。

总体看,拉美地区政治形势总体保持稳定且经济有望触底反弹,财政状况不断改善且政府债务保持在合理可控范围。随着国际大宗商品价格回升以及拉美一体化的推进,拉美地区的对外贸易也会有所增长。因此,联合资信对拉美地区未来1~2年的展望为稳定。■

2017年度房地产研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 韩家麒 孙鑫 刘艳婷



2016年以来，房地产市场持续升温，投资同比增幅开始回升，土地供应减少同时溢价率持续攀升。一线城市受土地供应限制，销售面积增速低于二三线城市，但土地溢价率和房屋价格增速最大。同时，东莞、珠海、南京、合肥、厦门等城市2016年销售价格大幅攀升，最终可能导致二三线城市结构出现局部分化与调整。随着持续政策刺激，全国去库存效果已显现，但整体库存仍处于高位。2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，从调控效果来看，调控城市

短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年上半年，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。长期看，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中

长期需求面临结构性调整；国内房地产市场的发展情况取决于供需各因素的相互作用。联合资信对房地产行业的评级展望为稳定。

一、行业政策

(一) 政策环境

房地产行业景气度受政策影响大，2016年初，政府加大房地产去库存力度。2016年2月，出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。2016年6月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出

要支持住房租赁消费,允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性,还可实现对商业存量用房的再利用,助力商业地产去库存。在2016年上半年房地产市场持续出台多重利好政策的刺激下,房地产需求大幅增长,同时2016年政府土地供应减少,导致“地王”频现,房地产市场急剧升温,一线城市和部分热点二线城市投资投机性购房大幅增长。在此背景下,2016年9~10月初,各地政府密集出台多项房地产调控政策。截至2016年10月中旬,已有21个城市加入限购限贷行列,包括北上广深等一线城市,也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。随后年末中央经济工作会议上,政府明确提出“房子是用来住的,不是用来炒的”,进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。同时,此轮限购政策在土地供应方面也提出要求,对于出现库存短缺的一线城市及部分供应收缩的热点二线城市,加大土地供应,以缓解自2016年开始该类城市的土地持续收缩,解决短期供应减少带来的房价急剧增长。但从全国范围来看,房地产整体在建和待售面积仍处于高位附近,房地产“去库存”过程并未结束,而是尚处于起步阶段,本轮政策调控本质上是对全面去库存政策的局部修正。此外,2016年9月,政府出台严控房地产企业发债的审批政策,收缩融资渠道,控制投资节奏和开发商借款比率。10月12日央行召集多家银行召开

商业银行住房信贷的会议,要求各商业银行理性对待楼市的同时,加强信贷结构调整,在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险;随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示,可视为信贷政策的定向收紧。10月21日,银监会召开三季度经济金融形势分析会,提出要严控房地产金融业务风险,包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域;严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险,可视作本轮调控中定向的供给侧配套政策。2017年1、2月70城价格指数同比增速仍维持2015年房价上涨以来较高水平,房价指数已连续23个月上涨,房价快速上涨使得居民购房负担不断加重,居民在购房过程中处于持续加杠杆阶段。在国家对房地产调控定调为抑制资产泡沫、防止大起大落的背景下,随着“两会”召开,高层对房地产调控思路及指导意见的进一步传达及深化,各地政府为抑制房价过快上涨相继出台限购限贷政策,进入3月以来,全国各地房地产政策高频出台,共有2个一线城市、7个二线城市、8个三四线城市出台限购限贷政策。一线城市(北京、广州从严调控),此次调控后北京成为最严限购限贷城市;二线城市(杭州、南京、郑州、南昌调控加码,青岛、长沙、石家庄加入调控行列),此次调控城市为房价仍上涨较快地区,在“遏制热点城市房价上涨过快”和因城施策的背景下,部分房价上涨过快

但前期调控力度较小的城市将进一步调控加码、限购城市范围或将扩大;三四线城市(涑水、滁州、张家口崇礼区、涿州、嘉善、赣州、三亚、保定首次限购)、“环北京”、“环上海”等调控圈逐步形成以抑制热点城市投资等非理性需求外溢,未来热点一二线周边的城市进一步调控预期增强。

2017年7月24日,中共中央政治局召开会议签到要稳定房地产市场,坚持政策连续性和稳定性,加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面,2017年7月,住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》,要求在人口净流入的大中城市,加快发展住房租赁市场。目前,住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州,也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》,积极构建购租并举的住房制度,方案中提出了“租购同权”的概念,赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房,在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面,均有详细规定,并明确共有产权住房可落户入学。另外,增加土地供

表1 截至2017年9月房地产行业主要政策概览

出台政策时间	政策内容
2016年2月	1.不实施“限购”措施的城市,居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款,原则上最低首付款比例为25%,各地可向下浮动5个百分点 2.从2016年2月22日起,对个人购买家庭首套房和改善型住房的,按不同税率减征契税(不适用于北、上、广、深四城市)
2016年6月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016年9月	2016年9月30日至2016年10月中旬,21个城市先后出台相关房地产限购限贷政策
2016年12月	中央经济工作会议强调,要促进房地产市场平稳健康发展,坚持“房子是用来住的,不是用来炒的”的定位
2017年3月	北京、广州、石家庄等城市先后出台进一步限购限贷政策
2017年7月	1.中共中央政治局召开会议,针对房地产市场,会议强调“稳定房地产市场,坚持政策连续性和稳定性,加快建立长效机制” 2.中国首部住房租赁法规公开征求意见;租售同权开始进行地区试点

资料来源:公开资料,联合资信收集整理

应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2015年至2016年上半年，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。2016年下半年以来，随着房地产市场持续升温，限购政策不断出台且各线城市限购限贷有向最严调控城市趋同趋势。

(二) 限购政策影响分析

2016年房地产价格快速上涨，推动了人们的投资需求，按揭贷款占房地产投资资金比例不断提升。限购政策的出台，一方面，抑制了投资性需求及房价增速，为刚性购房需求提供条件，另一方面，也对安抚居民情绪，维护社会稳定，促进实业发展起到重要作用。2016年12月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

新一轮限购政策出台后，房地产价格方面，根据国家统计局最新公布的统计数据，2016年9~11月，本轮限购政策中的一线城市和热点二线城市住宅价格环比增长幅度出现不同程度的回落（见表2）。北京、杭州、福州、合肥、郑州和无锡9月价格环比增长分别为3.88%、5.10%、4.88%、4.41%、6.92%和6.83%，增长幅度较大，但9月至11月期间，环比增长幅度下降明显，11月住宅价格环比增长较9月分别下降3.04个百分点、3.93个百分点、4.24个百分点、3.22个百分点、6.27个百分点和5.79个百分点。武汉、成都、厦门和苏州住宅环比价格增长幅度下降程度偏弱，11月住宅价格环比增幅较9月分别下降0.91个百分点、1.14个百分点、1.82个百分点和1.44个百分点，其余城市环比增幅下降幅度在2~3个百分点。11月，深圳住宅价格开始出现下降，环比下降

0.20%。一线城市中，北京、深圳受本轮房地产调控政策影响明显，上海由于调整力度相对减弱，调控影响力相对较弱；无锡、合肥和郑州本轮房地产增长受土地供应收缩和投机性购房影响较大，本身刚性需求不足以支撑房价持续上涨，本轮调控后价格收缩趋势明显；其它城市房地产价格也或多或少受到一定影响。整体来说，本轮房地产市场的调控政策对房价的涨幅抑制作用已初步显现。

二、行业投资情况

2016年上半年，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，自2016年10月起，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

2016年以来，房地产去库存政策出现成效，市场景气度有所回升（见图1），2016年全年全国房地产开发投资102580.61亿元，同比增长6.90%，增速较上年同期上升5.90个百分点。2017年1~6月，房地产开发投

资额50610.22亿元，同比增长8.50%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016年以来房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

分类型来看（见图2），2016年，全国房地产开发投资中，住宅投资占66.98%，办公楼占6.37%，商业营业用房占15.44%，其它占比11.22%，住宅投资在房地产投资中占主导地位，且近年来各类房地产投资占比基本保持稳定。2013年开始，各类房产投资增速在房地产投资整体放缓的趋势下，均呈下行趋势，2016年以来筑底回升。住宅类投资增速变动较其他类型房地产投资变动相对较为稳定，趋势与房地产开发投资总体趋势较为一致，住宅投资增速在2013年达19.80%，之后一路平稳下行；2015年住宅投资64595.24亿元，同比增长0.40%，增速较上年下滑8.80个百分点；2016年，房地产去库存成效明显，住宅投资68703.87亿元，同比增长6.40%，增速较上年上升6.00个百分点，回暖趋势明显。2017年1~6月，住宅投资34318.26亿元，同比增长10.20%，增速较去年同期增长4.60个百分点。

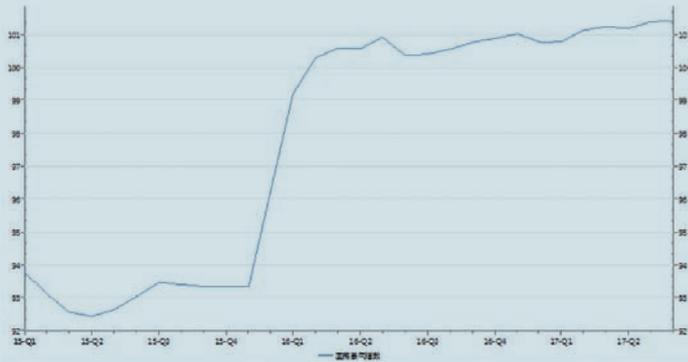
分城市来看（见图3），根据40个大中

表2 2016年一线城市和热点二线城市住宅价格环比增幅

城市	住宅价格环比增幅		
	9月	10月	11月
北京	3.88	1.26	0.84
上海	3.54	1.09	0.88
广州	3.72	2.82	1.63
深圳	0.96	0.27	-0.2
天津	3.88	1.55	1.54
南京	3.09	0.44	0.43
杭州	5.1	2.99	1.17
武汉	2.11	2.48	1.2
成都	2.38	1.56	1.24
厦门	2.35	1.2	0.53
福州	4.88	1.96	0.64
合肥	4.41	1.37	1.19
郑州	6.92	1.55	0.65
无锡	6.83	1.94	1.04
苏州	1.44	2.66	0

资料来源：Wind资讯

图1 2015年以来国房景气指数



数据来源: Wind资讯

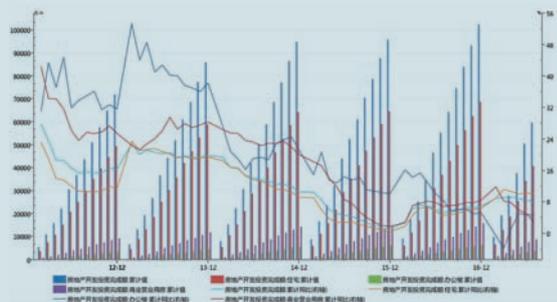
城市¹的月度指标显示, 2014年~2016年, 整体来看, 房地产投资呈下降趋势, 自2014年以来, 房地产开发投资增速放缓, 但依然保持两位数的增长态势, 三季度开始, 一线城市投资增速陆续超过二、三线城市, 成为各类城市中最高; 2015年全年一线城市投资11114.61亿元, 同比增长13.33%, 高于全国平均水平10.13个百分点; 2016年开始, 受土地储备减少等因素制约, 一线城市投资额增速大幅下降, 投资增速开始与二、三线城市趋同, 全年投资额同比增长

8.03%, 增速低于全国水平。二线城市房地产开发投资占比60%以上, 其增速变动趋势与整体投资趋势较为一致, 增速水平基本介于一线和三线城市之间, 2014表现为增速平稳下行; 2015年增速快速下降, 2015年全年二线城市完成投资33393.00亿元, 增速为0.97%, 较2015年下降9.64个百分点; 2016年一季度, 二线城市投资增速有所回升, 但二、三季度投资增速再度放缓, 此主要受到二线城市二季度土地供应增幅放缓影响。三线城市投资波动较大, 2014年之

前一直保持两位数的增长, 2015年出现大幅下滑。2015年一季度三线城市投资同比下滑0.22%, 首次出现同比负增长, 2015年下半年呈现回稳趋势, 全年三线城市投资7808.12亿元, 同比增长0.15%, 增速较上年下滑12.64个百分点; 2016年二季度开始, 三线城市投资增速开始大幅上涨并稳定在6%至9%之间, 全年投资同比增长7.60%, 对整体房地产市场投资增速平稳回升起到了一定刺激作用。需要注意的是, 受市场需求及全国去库存政策效用显现影响, 2015年开始, 一线和三线城市投资同比增速出现明显背离, 投资更倾向于一线经济发达城市。但2016年开始, 一、二、三线城市投资增速开始趋同, 一线城市投资增速放缓, 二线城市自年初开始投资增幅增长, 三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。进入2017年以来, 40个大中城市房地产投资增速有所回升, 保持在8%左右。一线城市受土地供应限制及限购政策从严等因素限制, 1~6月增速放缓, 维持在6%左右; 二、三线城市受政策影响较小, 较2016年增速有所上涨, 维持在8%~9%。

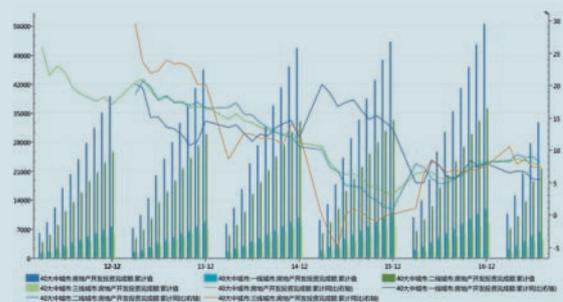
总体看, 2014~2015年, 房地产投资增

图2 房地产开发投资分类同比变化情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind资讯

图3 40个大中城市房地产开发投资情况



资料来源: Wind资讯

¹ 40大中城市指以下城市: 一线城市: 北京、上海、广州、深圳。二线城市: 天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄, 共 23 个。三线城市: 无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐, 共 13 个。

速持续下滑, 2016年开始回升; 一线城市投资增速保持高位运行, 2016年以来各线城市投资增速开始出现趋同格局。但自限购政策实施以来一线城市投资增速呈下滑态势、二线城市溢出效应明显、三线城市高位运行但有所震荡。

从房地产开发资金来源来看(见表3), 2016年房地产开发企业(单位)实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长, 分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%, 其中国内贷款占比有所下降, 定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来, 房地产贷款规模持续上升, 保障房信贷支持力度加大: 2015年, 全国主要金融机构房地产贷款余额(含外资, 主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成)为21.0万亿元, 同比增长21.0%, 增速提升; 全年新增房地产贷款3.60万亿元, 较上年增加0.84万亿元, 占各项贷款新增额的30.6%, 较上年有所扩大。2016年, 全国主要金融机构(含外资)房地产贷款余额为26.68万亿元, 同比增长27.00%, 增速进一步上涨; 全年新增房地产贷款5.67万亿元, 较上年增加2.07万亿元, 新增规模进一步扩大。保障房信贷方面, 截至2015年底, 全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元, 同比增长59.5%

(增速提升2.3个百分点)。截至2016年底, 全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元, 同比增长38.30%, 增速有所回落。进入2017年, 房地产开发贷款增速下降, 证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧, 一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加, 房地产企业资金链或遭压制。2017年1~6月, 房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收金和各项应付款占比有所上升, 分别占房地产开发资金来源的17.62%、30.65%和26.70%, 个人按揭贷款和企业自筹资金占比有所下降, 分别占15.84%和30.72%, 个人按揭贷款占比与2016年同期相比下降0.66个百分点。

总体看, 资金来源总额和来源结构保持稳定, 个人按揭贷款规模有所增加, 但占比下降, 2017年以来, 受限购限贷政策的影响, 个人按揭贷款规模受到限制, 占比有所下降, 房地产企业资金链或遭压制。

2014年以来国内房屋新开工面积一直呈现同比下滑趋势, 2015年全年房屋新开工面积154453.68万平方米, 同比下滑14.00%, 降幅较上年增加3.30个百分点。进入2016年, 房屋新开工面积开始同比增长, 2016年全年房屋新开工面积166928.13万平方米, 同比增长8.10%。2017上半年, 房屋新开工面积大幅增长, 2017年1~6月, 新开工面积

为85719.61万平方米, 同比增长10.60%。分城市来看, 根据40个大中城市的月度指标显示, 2016年开始, 一、二、三线城市新开工面积迅速增长, 同比增速均实现由负转正, 其中二线城市上升趋势最为明显, 三线城市相对缓慢, 2016年1~10月, 一、二、三线城市新开工面积分别同比增长13.66%、20.32%和0.22%。2016年11月, 受房地产政策调整影响, 一、二线城市新开工面积同比增速明显下降, 分别为9.82%和18.82%。2017年以来, 一、二线城市新开工面积明显放缓, 2017年1~6月, 一、二线城市新开工面积同比增速分别为-6.03%和6.83%; 同期, 三线城市增速相对较快, 为11.49%。

总体看, 2016年上半年, 房屋新开工面积同比大幅增长, 自2016年三季度开始, 限购政策对新开工面积影响显著, 其中一、二线城市受到较大影响, 新开工面积同比增速放缓, 甚至出现负增长。

三、行业供需情况

(一) 土地供应

2016年, 在全国去库存政策的指导下, 地方政府继续减少土地推出量, 全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米, 同比下降11.0%, 降幅较2015年收窄7.8个百分点, 整体仍处于较低水平。2016年全国300个城

表3 2014年~2017年6月房地产开发资金来源(单位: 亿元、%)

资金来源	2014年		2015年		2016年		2017年1-6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自筹资金	50419.80	41.33	49037.56	39.17	49132.85	34.07	23273.26	30.72
国内贷款	21242.61	17.41	20214.38	16.15	21512.40	14.92	13352.05	17.62
其中: 银行贷款	18053.75	84.99	17415.46	86.15	18158.24	12.59	11134.77	14.70
非银金融机构贷款	3188.86	15.01	2798.92	13.85	3354.16	2.33	2217.28	2.93
其它资金	49689.81	40.73	55654.60	44.45	73428.37	50.92	39034.93	51.52
其中: 定金及预收款	30237.51	60.85	32520.34	58.43	41952.14	29.09	23225.56	30.65
个人按揭贷款	13665.45	27.50	16661.65	29.94	24402.94	16.92	12000.34	15.84
其它	5786.85	11.65	6472.61	11.63	7073.29	4.90	3809.03	5.03
外资	639.26	0.52	296.53	0.23	140.44	0.10	104.32	0.14
合计	121991.48	100	125203.06	100	144214.05	100.00	75764.55	100.00

资料来源: Wind资讯

市各类土地成交量同比持续下滑,共成交15.0亿平方米,同比下降5.7%。虽然成交量下滑,土地价格却快速攀升,各类土地成交出让金2.9万亿元,同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米,同比上涨38.7%,平均溢价率为43.13%,较2015年提高26.91个百分点,热点一二线城市地王频出。2017年,土地市场热度不减,全国300个城市共推出4.60亿平方米,同比下降4%;其中住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)1.62亿平方米,同比增长12%;各类土地成交面积3.82亿平方米,同比下降2%,降幅继续收窄;住宅类用地成交1.37亿平方米,同比增长16%。2017年1~6月,全国300个城市各类用地成交楼面均价2242元/平方米,同比增长39%,平均溢价率36%,同比下降4个百分点;住宅类用地成交楼面均价3795元/平方米,同比增长29%。其中一线城市响应中央精神,土地供应显著增加,其中自住房土地供应比例增加,对土地价格、商品房销售条件和价格以及自持比例等条件限制较多,所以价格有所下跌。二线城市土拍政策也渐趋多元,土地价格涨幅明显收窄。三四线城市上半年的良好销售情况和热点城市的需求外溢,带动了三四线城市的土地市场升温,三线城市成交面积在推出面积同比有所减少的情况下同比增长1%,成交楼面均价较2016年同期增长79%。

地价高企伴随限购、限贷政策,为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》(以下简称“《通知》”),要求合理安排住宅用地供应,对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模,去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示,各地要建立购地资金审查制度,确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经

国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的,取消土地竞买资格,并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况,灵活确定竞价方式,包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等,坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况,严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内,在政策引导下,一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加,为前期审慎拿地企业提供一定空间;但同时多元化的土拍政策,也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现,也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

(二) 房屋销售

2016年,全国房地产销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年,在利好政策的刺激下,全国房地产销售规模快速增长,2016年10月以来,受“因城施策、分类调控”基调政策影响,销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米,同比增长22.41%,共实现销售额11.76万亿元,同比增长34.80%。2017年1~6月,全国商品房销售面积为7.47亿平方米,同比增长16.10%,其中住宅销售面积6.48亿平方米,同比增长13.50%;商品房销售额5.92万亿元,同比增长21.50%,其中住宅销售额4.93万亿元,同比增长17.90%。

价格方面,根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示,2016年百城住宅价格累计上涨18.71%,较2015年全年扩大14.56个百分点。2016年第四季度,多城市调控政策密集出台,市场运行环境趋紧,10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。2017年1~6

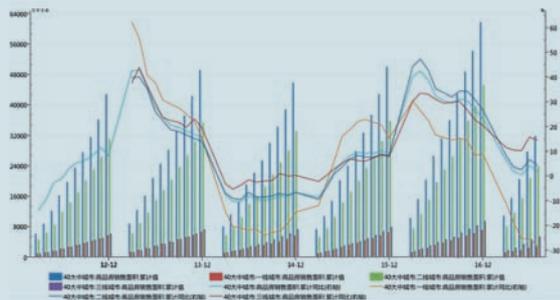
月,国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降,2017年6月为9.60%。整体看,2017年上半年,在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下,商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

分城市来看,根据40个大中城市的月度指标显示(见图4),一、二、三线城市商品房销售面积走势基本相同,2016年,二线城市销售面积急剧上升,全年销售面积累计同比增加30.95%;三线城市销售变化情况与二线趋同,但2016年销售增速整体低于二线城市;一线城市历经前期快速增长,后续累计销售面积同比开始回落,限购政策颁布后,一线城市销售面积下降尤为明显,截至2016年底,销售面积累计同比增加8.96%。从价格来看(见图5),2015年,一线城市房价2~5月连续4个月出现同比下跌,自6月份开始房价同比恢复正增长,且增幅逐渐扩大,2016年11月,一线城市房价同比增长达25.20%。二、三线城市价格变化趋势与一线城市相同,但一线城市价格刚性最强,三线城市相对来说价格变化时跌幅最大,而涨幅最小。

进入2017年,一线城市新房销量较2016年同期大幅下降,价格保持稳定;二线城市新房销量较2016年同期有所下降,价格保持小幅增长,二线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.50%-0.60%左右;三、四线城市,受益于棚改货币安置和外溢效应,去库存效果显著,与一二线销售形成对冲,价格方面涨幅也大于一二线城市,三线代表城市新建住宅价格各月环比增幅保持在0.80%左右(见图6)。

从环比情况来看,进入2015年,百城住宅均价1月份环比小幅上升,2~4月环比下降,5月份以来价格开始逐步提高。2016年10月开始,受“十一”期间颁布的新一轮限购政策影响,百城住宅价格增速开始急剧下降,2016年12月环比增速已由9月的2.83%

图4 40个大中城市商品房销售面积情况



资料来源: Wind资讯

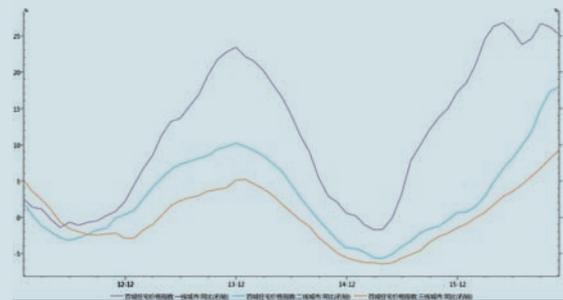
降至0.75%。分城市看，一线城市房价抗波动能力较强，2015年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大，2016年9月环比增长2.74%。同时，一线城市房价受限购政策影响最大，2016年11月环比增速已下降至0.59%。二线城市房价自2015年5月份开始有所好转，2015年11月份开始上升趋势明显，新的限购政策出台后，2016年11月环比增幅跌至0.79%；三线城市房价自2014年至2015年7月连续下跌，2016年才开始出现明显回暖趋势，2016年11月份环比增幅为0.63%。需要注意的是，部分二、三线城市过去几年房地产销售价格

一直表现平稳，2016年开始销售价格大幅攀升，投资投机性购房大幅增长。东莞、珠海、南京、合肥、厦门等城市住宅价格大幅增长，并最终推动新一轮限购政策出台。该类热点二、三线城市房地产去化率也相对较高，未来就房地产市场而言，二、三线城市结构可能出现部分分化与调整。

四、行业竞争态势

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集

图5 住宅价格变动情况



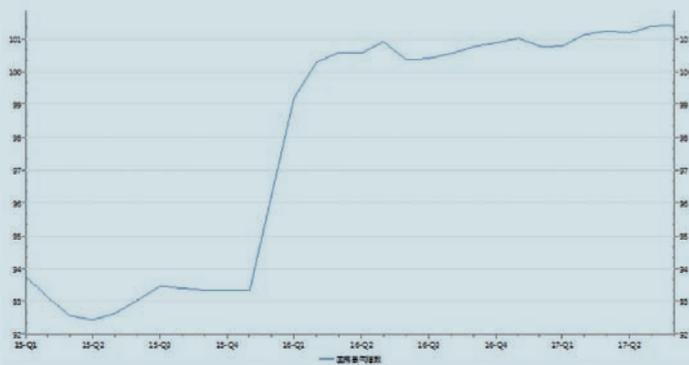
资料来源: Wind资讯

中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率方面具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

五、发债市场情况

截至2017年8月8日，中国银行间和交易所市场房地产行业具备有效主体长期信用评级的企业共计208家（包含以商业地产运营为主业的发债房企）。从主体级别²分布来看，AAA级别企业39家（占18.75%）、AA+级别企业49家（占23.56%）、AA级别企业108家（占51.92%）、AA-级别企业10家（占4.81%）、A+级别企业1家（占0.48%）及A级别企业1家（占0.48%），房地产发债企业主体等级仍主要分布在AA和AA+。从发债企业性质来看，中央及其下属企业29家（占13.94%）、地方国有企业65家（占

图6 百城住宅价格环比变动情况



数据来源: Wind资讯

² 鉴于房地产行业拥有多评级机构评级结果的企业较多，以下分析中将拥有多评级结果的主体以其较低级别进行处理。

31.25%)、民营企业56家(占26.92%)、外商独资企业26家(占12.50%)、中外合资企业13家(占6.25%)及其他性质的企业共计19家(占9.13%)，房地产发债企业以地方国有企业及民营企业为主。总体看，AAA及AA+级别企业均以中央及地方国有企业为主，民营企业级别基本分布在AA+和AA。

对比2015年房地产发债市场数据，从房地产开发销售企业经营规模看，受益于房地产景气度的回升，各信用等级企业在资产总额、所有者权益及营业收入指标方面均呈增长态势。具体来看，2016年AAA级别企业资产总额均值同比增长35%左右、所有者权益均值同比增长62%左右、营业收入均值增长30%左右；AA+级别企业资产总额均值同比增长30%左右、所有者权益均值同比增长27%左右、营业收入均值同比增长28%左右；AA级别企业资产总额均值同比增长8%左右、所有者权益均值同比增长7%左右、营业收入均值同比增长5%左右；AA-级别企业相关指标均值同比均小幅增长。经过2016年新一轮大规模的拿地、开发和销售，AAA和AA+企业的资产和权益规模增长幅度较大，房地产行业集中度有了明显的提高，大中型房地产企业资金实力较强，通过在市场上并购项目公司，获得了较多的项目及土地储备，未来行业集中度将有持续提升的趋势。

从盈利能力看，高信用等级企业的盈利能力均高于低信用等级企业，房地产开发销售企业的营业利润率均值均在20%左右，受近年来土地价格大幅上涨影响，房企盈利空间有所压缩。通过对比2015~2016年可比企业的营业利润率变化情况，各信用等级企业的营业利润率均有所下滑，AAA级别企业的营业利润率下滑幅度低于其他信用等级企业。具体来看，AAA级别企业2016年营业利润率均值为25.11%，较2015年营业利润率均值小幅下滑1.67个百分点；

AA+级别企业2016年营业利润率均值为23.77%，低于AAA级别企业营业利润率均值1.34个百分点，较2015年营业利润率均值下滑2.77个百分点；AA级别企业2016年营业利润率均值为21.97%，低于AA+级别企业营业利润率均值1.80个百分点，较2015年营业利润率均值下滑3.72个百分点；AA-级别企业2016年营业利润率均值为19.20%，低于AA-级别企业营业利润率均值2.77个百分点，较2015年营业利润率均值下滑2.62个百分点。

从现金流看，受益于2016年房地产市场行情，行业内企业现金流状况同比基本有所改善，但各企业实际变动情况差异较大。AAA级别房地产企业经营净现金流表现较好，重点布局二、三线城市的发债房企现金流明显转正；部分房地产发债主体2016年扩张较快，大规模拿地，导致经营性净现金流仍紧张。

从债务负担情况来看，AA+级别企业的债务负担高于其他信用等级企业。通过对比2015~2016年全部债务资本化比率数据，AAA级别企业债务负担略有下降，其中AA及AA+级别企业债务负担有所增长。由于2016年房企去化普遍加速，受经营活动现金流入规模增长及融资规模整体扩张的影响，行业短期偿债能力有所改善，整体财务杠杆比较稳定。

2016年以来，房地产企业信用等级调整以调升为主，调升理由主要系销售金额增长、资产和权益规模扩大等，下调原因主要系发生风险事件、收入利润规模下降、资产置出、债务偿付压力大等。其中11家企业主体评级由AA+调整至AAA，19家企业由AA调整至AA+，3家企业由AA-调整至AA，4家企业展望由稳定调整至正面。行业级别的迁移整体以调升为主，级别调升的房企主要系业绩显著提升、区域布局合理、股东背景良好及融资能力较强的房企。

总体看，在流动性收缩、土地稀缺及政策调控的大背景下，房地产发债企业的

信用资质分化程度有所加剧，高信用等级房企在资金实力及项目储备方面的优势愈加凸显，行业集中度有望持续提升。

六、未来发展

2016年以来，房地产市场再度升温，投资增幅开始回升，受土地供应限制，一线城市销售面积增速低于二三线城市，但土地溢价率和房屋价格增速最大；二线城市销售面积同比增长最高，同时销售价格环比超过一线城市，成为下一级段新的行业增长点。随着2016年下半年以来的各项房地产调控政策的出台，各地市场景气度有所回落，大中小型房企抗风险能力的差异导致经营状况的分化。在房地产市场严控的背景下，行业内建并购加速，大型房地产企业的竞争优势凸显，品牌效应日益突出，行业集中度不断提高。随着土地价格的不断提升以及限购限价政策的持续影响，盈利空间有所收窄，加速了企业的升级转型，出现养老+地产、互联网+地产+金融等创新业务模式；大健康和文化传媒概念受到房地产企业的关注，与原有的地产业务相结合，寻求新的利润增长点。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

整体看，受益于2016年房地产行业爆发式增长，房地产企业整体信用品质向好，抗风险能力增强。同时由于当前房地产市场调控政策严格，房地产企业经营财务情况分化加剧，中小房企抗风险能力较弱，龙头房企凭借较强的资源获取能力、雄厚的资金实力、高效的项目运作能力竞争优势将更加明显，发债房企的信用品质分化将加剧。联合资信将对债务率高企、收入利润不稳或虚高房地产企业保持关注。综上，联合资信对房地产行业评级展望为稳定。■

2018年中国融资租赁行业信用风险展望

文 | 联合信用评级有限公司 金融机构部

主要观点:

- ▶ 融资租赁兼具融资与融物的属性，直接为实体经济的存量资产盘活、制造技术更新以及产能结构优化提供支持，契合全国金融工作会议以及十九大报告中的指导精神，行业路径发展明确。在监管环境趋严的情况下，对融资租赁企业风控体系提出了更高的要求。
- ▶ 2017年以来，融资租赁企业数量持续增长，整体资本实力增强，小型企业或将面临整合风险；融资租赁行业在社会融资体系中地位仍然较低。
- ▶ 2017年以来，融资租赁行业内大中型企业整体不良资产规模及不良率呈小幅下降趋势，资产质量有所改善；随着融资需求的增长，杠杆水平仍保持较高分位；盈利能力虽然有所提高，但受融资成本攀升的影响，仍面临一定的下行压力。
- ▶ 2017年以来租赁企业ABS发行整体放缓，租赁信贷ABS发行提速；债券发行规模及成本均有所增长，股权融资将成为补充资本金的重要手段。
- ▶ 受益于资本规模增加、盈利能力上升等因素，2017年融资租赁行业主体信用等级调整方向均为上调，信用水平有所提升。

行业展望: 稳定

一、融资租赁行业2017年信用风险回顾

(一) 金融工作回归本源，融资租赁行业发展路径明确，监管环境趋严

2017年7月召开的第五次全国金融工作会议中明确金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节。2017年10月，在中共十九大报告中明确贯彻新发展理念、建设现代化经济体系的目标，坚持以供给侧结构性改革为主线。融资租赁兼具融资与融物的双重属性，直接为实体经济的存量资产盘活、制造技术更新以及产能结构优化提供了支持，契合全国金融工作会议以及十九大报告中的指导精神，行业路径发展明确。

监管政策方面，除金融租赁外，内资租赁和外资租赁企业目前仍缺乏统一的监管

评级制度，尚未形成分类管理，融资租赁行业亟待统一监管规范发展。2017年5月，商务部对内资租赁企业和外资租赁企业开展业务风险排查工作，通过信息化监管、现场检查、外部调研等方式，对企业在变相吸收公众存款、虚构租赁物、违规向地方政府融资以及超杠杆经营等风险问题进行重点排查。本次风险排查有利于下一步强化融资租赁行业事中事后监管以及风险防范预警机制的建立。2017年12月，深圳市金融办发文明确将融资租赁等机构划归金融办监管，在金融行业监管趋严的背景下，统一监管或成趋势。在监管环境趋严的情况下，需重点关注融资租赁企业风控体系的建设和完善。

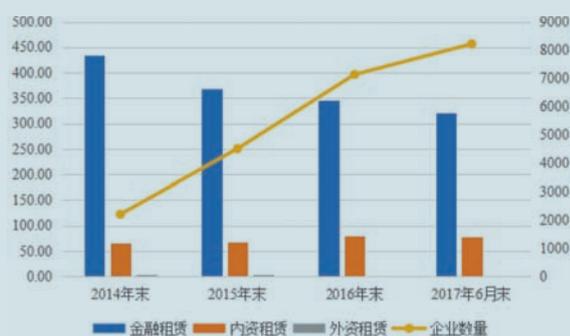
(二) 融资租赁行业整体资本实力增强，小型租赁公司或将面临淘汰；融资租赁行业在社会融资体系中的地位仍较低

从公司数量来看，近年来受金融租赁

公司准入门槛降低、商务部和税务总局加速对内资租赁企业的审批以及自贸区试点改革等政策影响，我国融资租赁企业数量高速增长，据中国租赁联盟和天津滨海融资租赁研究院统计，截至2017年6月末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司和收购的海外公司）总数为8218家，较年初增长15.16%，增速同比下降11.46个百分点，其中，金融租赁66家，较年初增加7家；内资租赁224家，较年初增加19家；外资租赁7928家，较年初增加1056家。区域分布上，竞争区域集中于产业集群集中的沿海省市，加之自贸区制度的设计创新，上海、广东、天津三地租赁公司数量均过千家，地区集聚效应凸显，地域发展仍不平衡。

从注册资金来看，随着融资租赁公司数量快速增长，行业注册资金总量也快速上升。截至2017年6月末，我国融资租赁公司注册资金合计29341亿元，较年初增长

图1 融资租赁行业企业数量及平均合同余额情况(单位:亿元,家)



资料来源:中国租赁联盟,联合评级整理

图2 融资租赁行业渗透率



资料来源:中国人民银行、中国租赁联盟,联合评级整理。

14.75%，整体资本实力进一步增强。

从平均业务合同余额来看，截至2017年6月末，金融租赁公司平均合同余额320.45亿元，内资租赁公司平均合同余额77.23亿元，外资租赁公司平均合同余额2.21亿元。由于金融租赁公司的资本金规模大且监管规定的12.5倍财务杠杆上限也高于内资租赁和外资租赁，因而租赁资产规模显著高于内资和外资融资租赁公司。外资租赁公司数量近年来呈爆发式增长但平均合同余额最小，绝大部分外资租赁公司并未实际开展相应融资租赁业务或仅承担境内外资金通道作用，随着监管环境趋严以及市场竞争的深入，部分资本规模较小、业务竞争力弱且风险管理体系不成熟的租赁企业或将面临淘汰（见图1）。

融资租赁作为与实体经济紧密结合的一种投融资方式，是推动产业创新升级、带动新兴产业发展、促进社会投资和产业结构调整积极力量。近年来，我国融资租赁行业虽然发展迅速，但在社会融资体系中的地位仍较低。联合评级使用“期末

融资租赁合同余额/期末社会融资规模存量”来评估融资租赁行业渗透率水平，该指标由2014年末的2.60%上升至2016年末的3.42%，但仍处于较低水平。截至2017年6月末，融资租赁行业渗透率为3.35%，受融资租赁行业业务规模增速放缓影响，渗透率较年初微降0.07个百分点；与2017年6月末对实体经济发放的人民币贷款余额占社会融资规模存量的67.90%相比，融资租赁行业渗透率持续处于较低水平（见图2）。

(三) 融资租赁行业资产质量有所改善，杠杆水平保持较高分位，盈利能力仍将承压

因融资租赁行业监管体制尚不完善，可获取的公开信息较少，因此本节分析以发行过债券且公开披露2017年半年度财务数据的主体为样本；考虑到融资租赁行业发展尚不成熟，虽然企业数量增长迅速，但多数企业展业时间不长，且规模较小，甚至仍未开展业务，而发债企业通常资质较好，并且数量少，因此样本公司的财务表现与全行业

的发展情况存在一定差异。

1. 业务规模稳步增长，整体盈利能力仍将承压

2017年以来，样本公司总体业务规模增速与去年基本持平。截至2017年6月末，样本公司应收融资租赁款净额合计11751.45亿元，较年初增长12.31%，年化增幅较2016年全年小幅下降1.13个百分点。

随着租赁业务规模的扩大，样本公司营业收入总额迅速增长，2017年上半年实现营业收入合计409.08亿元，同比增长39.76%，增速明显高于租赁规模增速；受收入迅速增长的影响，2017年以来样本公司净利润亦呈增长趋势，合计实现净利润124.30亿元，同比增长38.80%，增速与收入增速基本持平（见表1）。

盈利指标方面，样本公司资产利用效率有所上升，净利润增幅高于净资产增幅，2017年1~6月，样本公司平均净资产收益率为6.64%，较上年同期增加0.72个百分点。

总体看，样本公司营业收入及净利润

表1 样本公司盈利情况(单位:亿元,%)

项目	2015年	2016年	2017年1-6月
营业收入	492.20	585.52	409.08
净利润	149.90	189.51	124.30
平均净资产收益率	--	11.74	6.64

注:2017年6月数据未经审计,相关指标未年化。
资料来源:样本公司财务报表,联合评级整理。

增幅明显高于业务规模增幅，盈利能力有所提高；由于融资成本的攀升，盈利能力面临一定的下行压力。

2. 不良资产规模及占比情况整体呈下降态势，资产质量有所改善

从租赁资产质量上来看，截至2016年末，样本公司中有5家公司不良率保持为0，相比较2015年末，剩余21家样本公司中，7家公司不良率有所下降，降幅在0.03个百分点至1.48个百分点之间；14家公司不良率有所上升，增幅在0.03个百分点至1.51个百分点之间。从样本公司加权平均不良率来看，2016年末为0.93%，较年初增加0.10个百分点，当年资产质量有所下降，仍属较好水平（见图3）。

2017年以来，在样本公司有不良率统计的17家公司中，11家公司不良率较年初有所下降，降幅在0.01个百分点至1.12个百分点之间；2家公司不良率有所上升，华融租6月末不良率较年初增加0.10个百分点，海通恒信9月末不良率较年初增加0.15个百分点；4家无明显变动（即精确到小数点后两位后变动为0.00个百分点）。

从不良资产金额来看，以上17家公司

中，5家公司不良资产总额在2017年统计到的最新数据中均较2016年末无变化，4家公司有所增长，另外8家公司的不良资产金额均有所下降，整体不良资产规模较年初有所下降。

总体看，2017年以来样本公司不良率有所降低，整体资产质量有所改善。

3. 杠杆水平仍保持较高分位，资本充足性延续下降趋势

受利润留存以及当年增资的影响，2017年以来样本公司股东权益总额小幅上涨，较年初增长8.83%，年化增幅较去年全年减少7.36个百分点。然而股权融资及利润留存不足以满足业务扩张对资金的需求，因此，样本公司对外部资金的需求有所增加，负债总额及全部债务保持增长趋势，截至2017年6月末，样本公司负债总额合计13986.09亿元，较年初增长13.03%，资产负债率为87.75%，较年初微幅增加，仍然保持较高水平。有息债务方面，受债券市场利率攀升的影响，2017年以来债券发行金额增速较上年下降明显，6月末样本公司全部债务为10339.39亿元，较年初增加5.55%，受此影响，样本公司平均全部债务资本化比率小幅下降，由年初的84.87%降为84.12%，但仍然具有一定的债务

负担（见表2）。

截至2017年6月末，样本公司平均资本充足率为16.61%，较年初下降0.53个百分点。考虑到杠杆水平保持较高分位，未来业务规模的扩大将使各家公司对自有资金的增长产生一定需求，股权融资将成为公司增加资本金的重要手段（见表3）。

总体看，2017年以来，随着业务的发展，融资租赁行业内企业保持着较高的外部融资需求，杠杆水平保持较高水平，债务负担较重。

(四) 租赁企业ABS发行整体放缓，租赁信贷ABS发行提速，债券发行规模及成本均有所增长，股权融资或将成为补充资本金的重要手段

1. 2017年以来租赁企业ABS发行整体放缓，以金融租赁公司发行主体为主的租赁信贷ABS发行提速

我国资产证券化产品由不同监管机构分别监管，按照监管机构的不同，可划分为银监会监管的信贷资产支持证券（简称“信贷ABS”），证监会监管的企业资产支持证券（简称“企业ABS”），央行旗下银行间市场交易商协会监管的资产支持票据（Asset-Backed Notes，简称ABN），目前融资租赁公司以租赁信贷ABS和租赁企业ABS发行为主。截至2017年末，全年以租赁租金为基础资产的ABS产品共发行228只，占ABS产品发行总数的25.17%，年末余额为1,372.92亿元，占ABS产品余额比重为12.70%。

经历了2016年租赁企业ABS井喷式发展后，2017年以来，租赁企业ABS发行放缓，以金融租赁公司发行主体为主的租赁信贷ABS发行提速。2017年，租赁信贷ABS发行11只，发行金额为345.67亿元，发行数量较去年同期增加7只，发行金额同比增长164.13%；租赁企业ABS共发行70只，发行金额为793.21亿元，发行数量较去年同期减少45只，发行金额同比减少23.38%。

表2 样本公司杠杆水平情况（单位：亿元，%）

项目	2015年末	2016年末	2017年6月末
负债总额合计	9356.08	12373.54	13986.09
平均资产负债率	86.70	87.34	87.75
全部债务合计	7986.77	10060.44	10339.39
平均全部债务资本化比率	84.77	84.87	84.12

注：计算2017年6月的有息债务时，公开信息未能获取其他负债、长期应付款等科目中可能出现生息负债的明细。
资料来源：样本公司财务报表，联合评级整理。

表3 近年来样本公司资本充足性情况（数额单位：亿元，%）

项目	2016年末		2017年6月末	
	数额	较年初变动	数额	较年初变动
股东权益合计	1793.90	+25.03%	1952.37	+8.83%
应收融资租赁款净额合计	10463.33	+25.75%	11751.45	+12.31%
平均资本充足率	17.14	-0.10个百分点	16.61	-0.53个百分点

注：1、2017年6月数据未经审计，相关指标未年化；
2、平均资本充足率=样本公司股东权益合计/样本公司应收融资租赁款净额合计*100%；
3、2017年6月应收融资租赁款使用一年内的非流动资产与长期应收款之和近似代替。
资料来源：样本公司财务报表，联合评级整理。

份公司(汇通信诚租赁有限公司为其下属子公司)80亿元定增事项于2017年12月增资完毕;海通恒信国际租赁有限公司拟分拆在香港联交所独立上市;中建投租赁股份有限公司已完成股改并适时启动上市进程。此外,2017年以来,多家A股上市公司通过设立融资租赁公司积极开展融资租赁业务,借助上市公司平台优势以及自身产业链协同支持融资租赁市场发展(见表4)。

(五) 受益于资本规模增加、盈利能力上升等因素,2017年融资租赁行业主体信用等级调整方向均为上调,信用水平有所提升

2017年以来,全国融资租赁业仍保持稳健发展态势,未发生行业性、区域性风险的迹象,整体信用环境仍属较好,发债主体整体信用状况相对稳定。

作为反映债券市场信用风险的重要参考,评级机构对发行人的信用等级调整情况基本反映出了整体信用风险结构。2017年以来,共5家发行人主体评级有调整,均为上调,无主体被下调情况。级别调整的主体中,由AA上调为AA+的有1家,为国泰租赁有限公司;由AA+上调为AAA的主体共计4家,分别为江苏金融租赁股份有限公司、中国外贸金融租赁有限公司、长城国兴金融租赁有限公司和天津渤海租赁有限公司。具体级别调整情况如表5所示:

出现级别调整的企业主要有如下特

点:1、从股东背景来看,天津渤海租赁有限公司为上市公司全资子公司,其余4家租赁公司的第一大股东均为国有企业,股东背景及其对企业的支持力度对于融资租赁企业的信用状况有重要的影响;2、从资本实力看,有4家公司均得到了股东的资本支持(含拟增资计划),资本规模的扩大有助于各公司扩大业务规模以及增强风险抵御能力;3、除股东支持以及资本金的扩大之外,盈利能力的大幅提升增强了机构自身的抵抗风险能力,国泰租赁近年来盈利水平不断上升,2016年以来延续了上升的趋势,平均净资产收益率由上年的5.69%上升至9.34%。

二、融资租赁行业2018年信用风险展望

政策环境方面,2018年是全面贯彻十九大精神、决胜全面建成小康社会的第一年,各方面加快发展的动力和意愿会比较强,新兴行业继续快速增长,新旧动能持续转化,随着国家多个重大战略实施以及金融工作回归服务实体经济本源,融资租赁行业政策环境会进一步得到改善,融资租赁企业有望面临重要发展机遇。此外,严监管和防风险仍将是金融领域2018年的工作重点,融资租赁行业统一监管有望取得突破;如监管强度显著超出预期,或在短期内对行业内企业造成一定的不利影响。

行业发展方面,目前融资租赁企业数量和业务规模增速放缓,地域发展不平衡性显著,行业渗透率持续处于低位,2018年,融资租赁行业亟需创新业务发展模式,突破同质化竞争的发展瓶颈,延伸价值链,实现行业的可持续发展。

融资方面,融资租赁行业债券发行规模进一步增长,但受货币政策稳健偏紧、金融去杠杆政策的持续推进以及美联储加息等因素的共同作用影响,利率攀升显著。2018年,在金融体系降杠杆防风险的主基调上,流动性或仍将呈现趋紧状态,但不会出现过度紧张的市场环境;对融资租赁企业的流动性趋紧、成本上升等情况需保持关注。

财务表现方面,虽然融资租赁行业内大中型企业的资产质量整体有所改善,但2018年融资租赁行业内资产质量仍是关注重点,风险控制仍是行业内企业需重点关注及完善的重要环节;受去杠杆政策的持续推进及融资成本攀升的影响,盈利指标将面临一定的下行压力。

综上所述,2018年融资租赁行业的发展中机遇与挑战并存,需要融资租赁企业在国内经济筑底回升阶段把握服务实体经济本源这一政策红利,充分发挥融资与融物属性,积极推动业务创新,突破同质化竞争环境;与此同时也面临着融资成本攀升等情况对盈利能力造成的不利影响。总体看,联合评级对未来融资租赁行业的评级展望为“稳定”。

表5 融资租赁行业2017年以来级别调整情况

公司名称	最新级别	前次级别	评级机构	级别调整原因
天津渤海租赁	AAA	AA+	联合评级	1、股东支持(渤海金控增资) 2、收购飞机租赁资产,竞争力增强 3、收入、利润规模明显提高
中国外贸金融租赁	AAA	AA+	中诚信国际	股东支持(五矿资本通过重大资产重组完成上市,拟对公司增资30亿并实现控股)
江苏金融租赁	AAA	AA+	联合资信	1、上市进程稳步推进 2、股东支持(江苏交通控股有限公司和南京银行给予公司业务和资金支持力度较大)
国泰租赁	AA+	AA	大公国际	1、公司资产规模继续增长 2、盈利能力进一步增强 3、不良租赁资产率进一步下降
长城国兴金融租赁	AAA	AA+	中诚信国际	1、股东支持(公司计划于2018年通过股东增资20亿元,2019年通过引战增资10亿元) 2、租赁资产规模稳步提升,收入和利润规模持续增长

资料来源:公开资料,联合评级整理。

畜牧养殖行业研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 谭心远 徐璨

畜牧养殖业上接农作物及饲料产业、下连屠宰食品加工产业，关系食品供应、农牧民收入等国计民生，是大农业产业链中重要的中间环节。近年来受益于中国经济稳步增长、居民消费能力提升和政策法规的鼓励支持，中国畜牧养殖业整体快速发展。

中国畜牧养殖业参与者仍以散户为主，但行业集中度逐步提高，规模化养殖企业之间的竞争相对较小；繁育养殖技术与世界先进水平的差距不断缩小，但部分核心种群仍依赖进口；补栏滞后于供需关系的改变，行业景气度呈周期性波动，易受疫病、食品安全等不可预测因素影响；环保防疫标准更加严格，适用土地资源更难获取。

国内畜牧养殖行业债券发行人多数为民营上市公司，企业盈利水平与行业周期密切相关，波动幅度大，债务负担相对适宜，但不同企业现金类资产的真实流动性和储备规模差异较大，对行业周期性波动以及疫病风险的抵御能力有所分化。

未来随着国民经济的稳定发展，居民消费品质提升，环保标准的不断提高，畜牧养殖行业集中度将加速提升，育种改良技术持续改善，行业内企业将强化上下游产业链延伸以提高抗风险能力。

一、行业概况

根据《国民经济行业分类》(GB/T4754-

2011)，畜牧养殖业属于农、林、牧、副、渔行业的子行业，畜牧养殖指为了获得各种畜禽产品而从事的动物饲养、捕捉活动；主要包括牛、马、驴、骡、骆驼、猪、羊、鸡、鸭、鹅、兔、蜂等牲畜家禽饲养，鹿、貂、水獭、麝等野生经济动物驯养，以及其他野生动物的狩猎、捕捉。畜牧养殖业不但为纺织、油脂、食品、制药等工业提供原料，也为人民生活提供肉、乳、蛋、禽等丰富食品，为农业提供役畜和粪肥；在中国国民经济中占有重要的地位，产业发展关乎畜牧产品供应、食品安全、生态环境安全及农牧民增收等国计民生问题。

畜牧养殖产业各个环节由不同主管部门负责，其中养殖、屠宰和饲料生产由农业部管理；相关产品的国内流通和国际贸易归商务部管理；行业技术质量标准、卫生标准的制定由国家质量监督检验检疫总局以及卫生和计划生育委员会管理；此外，中国畜牧业协会作为行业自律性组织，主要负责制定行规行约，加强行业自律，协调行业内企业间、地区间生产经营问题，促进企业健康发展，研究行业发展方向、市场发展趋势，提出行业发展战略、产业政策建议等。

二、产业链分析

畜牧养殖业是农业的重要组成部分，位于全产业链的中间环节；其上游是农作物

种植、饲料生产、农药农资等行业，下游是屠宰、食品加工等行业，而后进入流通行业（见图1）。其中，饲料生产行业主要通过将玉米等能量原料与豆粕等蛋白原料再加上适量饲料添加剂混合，制成畜牧养殖业需要的主要原料——配合饲料；畜牧养殖行业主要通过养殖物种的祖代、父母代、商品代养殖，产出大量高品质的活类，为屠宰及食品加工行业提供主要原料；屠宰及食品加工行业通过对商品代畜禽的屠宰、分割、初加工及深加工，制成食品进入到流通市场，最终供应给消费者。考虑到猪肉和鸡肉是中国居民日常饮食中最重要的肉类食品，且畜牧养殖行业内公开市场发债企业以生猪和肉鸡养殖业务为主，故本文主要围绕生猪和肉鸡养殖对畜牧养殖行业进行分析。

(一) 上游行业

畜牧养殖业的直接上游为饲料行业，对于生猪和肉鸡养殖业，饲料成本约占养殖成本的70%。近年来，中国饲料总产量持续增长，2016年生产规模达到2.91亿吨，产量继续保持全球第一；中国饲料全行业企业数量有所减少但仍保持较高水平，2016年底为7000余家，行业集中化程度不高。从饲料品种看，主要包括猪饲料、蛋禽饲料、肉禽饲料、水产饲料、反刍动物饲料等；2016年，饲料品种结构同比变化不大，上述品种占饲料总产量的比重分别为41.78%、14.39%、28.78%、

图1 畜牧养殖产业链条



资料来源：联合资信整理

9.24%和4.21%。从产业区域看，中国饲料产能主要分布在各养殖大省，2016年，产能突破千万吨的省份分别为：广东、山东、河南、辽宁、河北、湖南、广西、江苏、四川，以上9省总产量为13548万吨，占全国总产量的64.80%。

饲料行业所需原材料主要包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约75~80%；其中玉米主要提供能量需求，单位占比约达到65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

1. 玉米

玉米一直是中国粮食种植的关键作物，进口规模小，对外依存度不高，优势种植区域主要分布在东北经黄淮海向西南延伸的广阔地区，包括北方春玉米区、黄淮海夏玉米区及西南山玉米区。2007年正式实施玉米临储政策以来，农户玉米种植收益不断提高，玉米种子及田间管理水平不断增强，玉米播种面积及产量逐年增加；至2015年达到顶峰，当年玉米种植面积达38119.31千公顷，玉米总产量达22463.16万吨，种植面积及产量均居世界第二；2016年，受前期扩产过快，库存充足，种植效益降低导致农民种植意愿下降影响，中国玉米种植面积和产量分别为

36759.70千公顷和21955.40万吨，同比分别下降3.57%和2.26%。

玉米价格方面，2007年起，为保障农民种植利益，提高玉米种植面积与产量，国家在东北三省和内蒙古等玉米主产区实施玉米临储政策，在玉米收获季节以指定挂牌收购价收购玉米。受玉米临储政策提振及2008年全球金融危机后经济逐渐回暖叠加影响，中国玉米价格步入上升通道，于2014年9月达到2714.17元/吨的最高点；种植效益提升农民种植意愿，在此期间中国玉米种植面积及产量快速增长，下游需求增长速度不及玉米产量增长，玉米期末库存不断增长，截至2014年底为1.66亿吨；为解决临储政策造成的玉米价格扭曲，进口价格倒挂，库存高企，玉米阶段性产能过剩的问题，2015年，国家首次下调玉米临储价格，同比下降220~260元/吨，玉米价格进入下行通道；2016年，玉米临储政策调整为“市场化+补贴”的新机制，在保障农民利益和国家粮食安全的基础上，玉米价格更加贴近市场化运作，继续推行玉米去库存；玉米价格随之快速下降，于2017年2月到达1585.62元/吨的最低点；同期，玉米期末库存在前期快速增产的惯性作用下仍保持增长，但增速明显下降，截至2016年底，玉米期末库存2.64亿吨，同比仅增长8.20%，增幅同比收窄38.19个百分点；2017年2月以来，玉米工业消费需求增长，叠加去库存导致期末

库存下降，玉米价格有所回升，2017年9月为1777.25元/吨。

总体看，中国玉米种植面积大，产量高，能够满足下游需求；近年来，中国玉米价格主要受政府政策影响，特别是临储政策的取消促使玉米价格大幅下降，玉米价格更加市场化；此外，玉米价格受其生长周期影响存在季节性变化规律，自然灾害的影响亦不容忽视。随着玉米去库存的持续推进和玉米播种面积的逐步下降，供给端呈下降趋势；需求端玉米工业消费有所回升，饲用需求稳步增长；预计2018年，中国玉米价格总体将有所回升，但价格大幅走高的可能性不大。

2. 豆粕

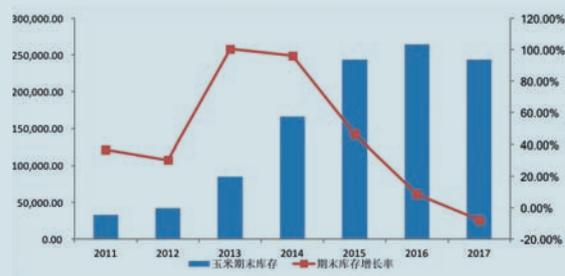
豆粕是大豆经过提取豆油后得到的一种副产品，以浸提法提取豆油后的副产品为一浸豆粕，一浸豆粕的生产工艺较为先进，蛋白质含量高，是国内目前现货市场上流通的主要品种，饲料行业消费了90%以上的豆粕，豆粕作为提取豆油过程中的副产品，生产成本低，故大豆的供需关系直接决定了豆粕的供需结构。从世界大豆种植情况看，转基因大豆因其种植简便、出产较为稳定及出油率较高等优势，生产规模快速扩张，美国、巴西、阿根廷等大豆产业市场竞争力强。中国国产大豆主要为非转基因豆，生产规模小、成本相对较高，故中国大豆主要来源于

图2 近年来中国玉米平均价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: WIND资讯

图3 近年来中国玉米期末库存 (单位: 千吨)



资料来源: WIND资讯

表1 近年来中国大豆供需情况(单位:百万吨)

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年6月末
国内产量	14.98	15.10	14.49	13.05	11.95	12.15	11.79	12.90	13,986.09
国内消费量	59.43	65.95	72.07	76.18	80.60	87.20	95.00	100.80	87.75
进口量	50.34	52.34	59.23	59.87	70.36	78.35	83.23	86.00	10,339.39
出口量	0.18	0.19	0.28	0.27	0.22	0.14	0.11	0.15	84.12

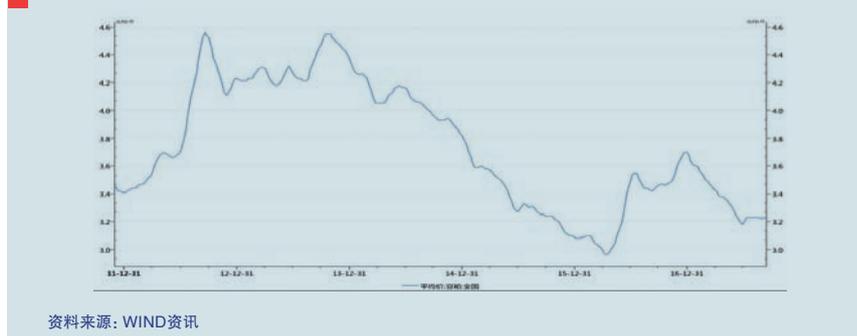
资料来源: USDA供需报告

进口。近年来受进口大豆价格较低的冲击,国内农民种植大豆积极性不高,国产大豆种植规模逐年下降,而下游饲料业及豆油消费需求的增长带动国内大豆消费量逐年增长。2016年中国大豆进口量为86.00百万吨,同比增长3.33%,进口量占国内总需求比重达86.37%,进口大豆价格很大程度上决定了中国市场豆粕价格(见表1)。

豆粕价格方面,2012年,受美洲天气干旱、进口大豆到港量不及预期、国内油厂开机率下降以及生猪存栏量增加等因素影响,豆粕价格持续上涨。2013~2015年,进口大豆供应相对宽松以及终端养殖业畜禽存栏量未有重大突破,豆粕价格进入下行通道。2016年,受南美大豆产区天气原因、超限导致物流成本上涨、原料进口大豆到港延误、美农报告不断下调美豆年末库存等多重因素的影响,豆粕价格较2015年大幅增长。2017年以来,上游大豆供应充足,油厂大豆压榨量保持增长,中国豆粕价格平稳下降,2017年9月为3.23元/公斤(见图4)。

总体看,中国饲料行业具有技术壁垒低、资金需求小,进入门槛不高,竞争激烈等特点,向下游畜牧养殖行业转移成本能力相对较弱,其销售主要采用原材料成本加成模式,行业内企业利润空间相对较薄,受上游原材料价格波动影响较大。近年来,玉米、豆粕等主要原材料价格总体呈下降趋势,有助于饲料生产企业成本控制;但受玉米临储政策取消,玉米定价更加市场化,南美大豆产区气候因素,美国农产品出口规模,国际大宗商品贸易环境,下游需求等因素综合影响,未来饲料企业将面临更大的原材料价格波动风险。

图4 近年来中国豆粕平均价格(单位:元/公斤)



资料来源: WIND资讯

表2 肉类及肉制品分类

肉 类	热鲜肉	屠宰后当日销售畜禽肉,宰后原生状态直接销售
	冷鲜肉	各种冷却分割肉,采取低温腌制(0~4℃),低温蒸煮(75~80℃),低温储藏、(0~4℃)销售流通
	冷冻肉	各种冷(速)冻的肉及肉制品,在-8℃流通
肉 制 品	高温肉制品	加热温度100℃以上,采用高温高压杀灭所有细菌,包括芽孢;在常温下,保质期可达6到12个月,甚至两年;如肉类金属罐头、肉类软罐头和用阻隔性的塑料袋或铝箔袋真空包装后高温灭菌等肉制品
	低温肉制品	加热温度100℃以下,流通温度10℃以下;加热温度属于消毒,可杀死病原菌、一般细菌和寄生虫,但不能杀死芽孢,制品水分较高,保存性较差需要在低温条件下流通;代表产品有熏煮火腿、熏煮香肠、肉冻、酱卤制品等

资料来源: WIND资讯

(二) 下游行业

畜牧养殖业的直接下游是屠宰及肉制品加工行业。屠宰是指将符合质量标准的畜禽加工为安全卫生的生肉的过程;肉制品加工是指以畜禽肉为主要原料加工成肉制品或半成品的过程。从生产的具体产品来看,屠宰的主要产品主要是冷鲜肉、热鲜肉和冷冻肉;肉制品可以分为高温肉制品和低温肉制品(见表2)。目前,中国屠宰及肉制品加工行业均以中小企业为主,行业集中度低;其中屠宰行业前十名企业屠宰量占全行业的比重不足10%,且产能过剩问题严重,大型屠宰企业的开工率

也仅在30~50%之间;肉制品加工行业前五名企业加工量约占全行业的20%,发达国家则高达50%以上。

中国是肉类生产大国,肉类产品结构以猪肉和禽肉为主。近年来,中国肉类总产量快速增长,于2014年达到8707万吨的顶峰;此后连续两年小幅回落,2016年中国肉类总产量8540万吨,同比下降0.99%,但仍保持在较高水平。目前,中国人均年消费肉类约62公斤,和发达国家超过100公斤相比还有较大增长空间(见图5、6)。

销售价格方面,中国肉制品行业平均销售价格整体呈现上涨态势,行业均价从

图5 近年来中国肉类产量情况 (单位: 万吨)



资料来源: 公开资料整理

2010年的2.63万元/吨, 增长到2015年的3.31万元/吨; 2016年行业均价小幅下降至3.27万元/吨。中国屠宰及肉制品加工行业利润空间有一定弹性, 易受上游养殖行业周期波动影响, 向下游转嫁成本的能力偏弱, 且其成本转嫁具有相对滞后性; 在养殖行业景气度高时, 活体价格上涨侵蚀利润空间; 养殖行业景气度低时, 活体价格下降可获得超额利润; 下游终端销售价格变化相对较慢 (见图7)。

受中国居民饮食习惯影响, 猪肉和鸡肉在中国肉类消费中占比很高; 近年来, 随着居民生活水平的提高, 禽类制品在肉制品消费中所占比重有所提升, 猪肉制品所占比重略有下降, 但中国消费者饮食习惯短期内难以发生重大变化。2007~2016年, 中国猪肉消费量占肉类消费量的比例一直维持在70%以上, 鸡肉消费量占肉类消费量的比例一直维持在16%以上; 2016年, 中国猪肉消费量和鸡肉消费量占肉类消费量的比例分别为72.62%和17.08%。

总体看, 中国屠宰及肉制品加工行业集中度低, 竞争较为激烈, 成本转嫁能力弱, 利润空间易受上游养殖行业景气度影响; 短期内中国居民将继续保持以猪肉和鸡肉为主的肉制品消费结构, 长期看, 随着中国经济平稳发展, 居民生活水平的提升, 肉类总消费量仍有增长空间, 消费结构中猪肉消费比例将会缓慢下降, 健康价值更高的牛、羊、

鱼等肉类消费将有所提升。

三、行业现状

(一) 繁育体系

1. 生猪养殖

生猪养殖体系根据代次繁育关系, 可分为曾祖代种猪、祖代种猪、父母代种猪 (多为二元杂种猪或纯种猪) 和商品代肉猪 (三元杂肉猪和四元杂肉猪等)。曾祖代种猪和祖代种猪为纯种猪, 多用于优良品种的选育或扩繁; 父母代种猪 (二元杂种猪或纯种猪) 多用于生产三元杂商品猪苗或四元杂商品猪苗; 商品代肉猪主要指三元杂肉猪和四元杂肉猪等, 是由二元杂种猪杂

交或二元杂种猪与纯种猪杂交形成的肉猪品种, 育肥、屠宰加工后用于食用。目前, 中国育种技术与国外先进水平存在一定差距, 国内的纯种猪主要是从国外引入的大约克、长白、杜洛克、皮特兰等瘦肉型良种猪。在品种杂交方面, 杜洛克、长白、大约克、皮特兰等品种猪通过杂交获得的三元杂或四元杂商品猪, 因其瘦肉率高、生长速度快、饲料转化率高等优点, 成为商品肉猪养殖的主流, 也是目前全球杂交模式中采用最多的杂交组合。

2. 肉鸡养殖

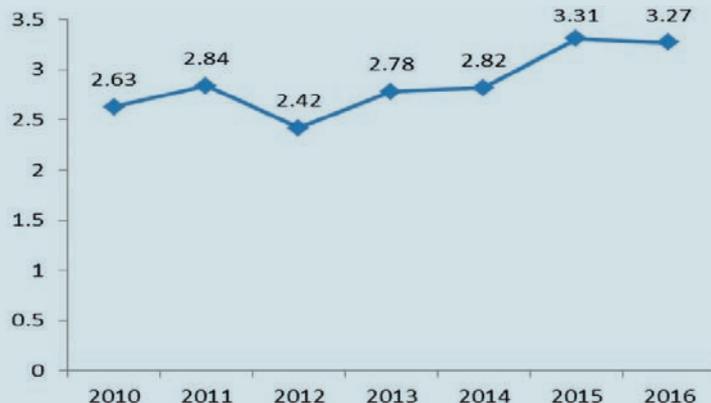
中国肉鸡的主要品类为黄羽肉鸡和白羽肉鸡。其中, 黄羽肉鸡是由国内优良的地

图6 2016年中国肉类产品结构 (单位: 万吨)



资料来源: 公开资料整理

图7 近年来中国肉制品均价走势 (单位: 万元/吨)



资料来源: 公开资料整理

表3 中国主要肉鸡养殖品种

项目	黄羽肉鸡	白羽肉鸡
外观	毛色多为黄色、黄麻、青麻等有色羽	毛色多为白色
养殖成本	饲养天龄较长、饲料转化率较低、成本较高	饲养天龄较短、饲料转化率较高、成本较低
育种和品种	自主育种,良种繁育体系已基本健全	依靠进口,代次分明的良种繁育体系
市场及竞争	价格较高、主要面临区域性竞争	价格较低、面临国际市场的竞争
养殖规模化	生产分散、规模化饲养程度不高	生产集中、规模化饲养程度较高

资料来源:公开资料整理

表4 中国生猪和肉鸡主要养殖模式

项目	散养模式	松散型“公司+农户”	紧密型“公司+农户”	公司自繁自养
主要内容	散养户利用自有劳动力和场地进行小规模养殖,负责养殖过程中的所有环节	公司与农户之间只是一种简单的产销关系,相互之间的定价按照市场价或参考市场价定价,两者之间没有严格明确的合作关系和约束力	农户作为公司养殖产业链条的一环,签订委托养殖合作协议,按分工合作方式进行生产,按内部流程定价和核算方式计算收益,公司与农户密不可分	公司建设养殖基地并雇用劳动力进行规模化养殖,负责养殖过程中的所有环节
规模扩张	难以实现快速扩张	实现规模快速扩张具有瓶颈	易于实现快速扩张	实现规模快速扩张具有瓶颈
疫病防治	疫病防治水平普遍较低	农户接受公司技术防疫的指导,但封闭性较差,难以有效防范疫病	公司制定统一的疫病防疫标准,并提供疫病控制指导,可较大程度地杜绝疾病的传播	公司制定统一的疫病防疫标准,可较大程度地杜绝疾病的传播
质量安全	无法保持产品质量的一致性,出现问题肉的概率较高	难以实施统一饲养管理,存在产品安全风险	严格实施统一饲养管理,易于控制质量	严格实施统一饲养管理,易于控制质量

资料来源:公开资料整理

方品种杂交培育而成的优质肉鸡品类,肉质鲜美,符合国人传统烹调习惯;白羽肉鸡的祖代基本是从国外引进的品种,具有饲养天龄短、饲料转化率高等特点,主要销往麦当劳、肯德基等快餐企业(见表3)。

肉鸡养殖体系根据代次繁育关系,可分为纯种鸡、曾祖代种鸡、祖代种鸡、父母代种鸡和商品代肉鸡。曾祖代种鸡和祖代种鸡多为纯种鸡,主要是用于优质鸡种的选育和扩繁;父母代种鸡多为二元或多元杂交后品种,也有部分纯种鸡,主要用于生产商品代鸡苗;商品代肉鸡多为杂交型品种,也有少量地方特色品种,主要用于终端消费者食用。

(二) 养殖模式

中国肉鸡和生猪养殖业拥有相似的养殖模式,主要包括散养模式和规模养殖模式,其中规模养殖主要有紧密型“公司+农户”模式、松散型“公司+农户”模式和公司自繁自养模式。目前,中国白羽肉鸡规模化生产主要采用公司自繁自养和松散型“公司+农户”模式;黄羽肉鸡规模化生产主要采用紧密型“公司+农户”和松散型“公司+农户”模式;生猪规模化生产主要采用公司自繁自

养和紧密型“公司+农户”模式(见表4)。

(三) 竞争格局

1. 中国肉猪及肉鸡养殖以散养为主,但近年来规模化养殖程度不断提高

2004年,年出栏规模50头以上的规模肉猪养殖场数量为1437033个;2008年,年出栏50头以上的规模养殖场数量为2421678个;2014年,年出栏50头以上的规模养殖场数量为2648978个,较2004年增加了1211945个,增长84.34%。但是,目前中国大多数肉猪养殖场的养殖规模仍然较小;2015年,全国养殖场数量合计为46558965个,而年出栏500头以上的规模养殖场合计264580个,占全国养殖场总数的比例约0.57%;市场的主体仍是养殖规模在50头以下的散户,占94.62%。目前,中国主要规模化肉猪养殖企业包括温氏股份、牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技等,其中养殖规模最大的温氏股份市场份额仅约2%左右(见表5、6)。

中国肉鸡养殖集中度低于肉猪养殖,2015年,养殖规模在2000只以上的肉鸡养殖场数量仅占1.90%;且中国肉鸡规模化养

殖一般专一发展白羽鸡或黄羽鸡;白羽鸡生产企业大多集中在北方,代表企业有正大集团、圣农发展、仙坛股份等;黄羽鸡的主要生产企业主要集中在南方,代表性的企业有温氏股份、江苏立华等。

2. 中国肉猪及肉鸡养殖行业的竞争主要集中在散养户与规模养殖企业之间,散养户处于明显劣势,规模养殖企业之间的竞争激烈程度相对较小

肉猪及肉鸡养殖进入门槛低、规模化程度不高、具有一定养殖周期,存栏量和市场价格周期性波动。在此情况下,规模养殖企业的成本优势得以体现:养殖过程中成活率高、料肉比及其他综合成本低,利润水平较高,有利于提升自身竞争力。规模化养殖企业的产品因其质量和安全性优势成为下游食品加工企业、屠宰企业和消费者的首选,市场价格明显高于散养户的产品。此外,中国屠宰及食品加工行业产能远远超过规模养殖行业的生产量,规模化养殖企业的生产量占养殖行业总产量的比例较低,规模化养殖企业之间竞争激烈程度相对较小。

表5 2015年中国肉猪养殖行业集中度情况(单位:头、个、%)

养殖场类别	年出栏规模	养殖户/场数量	场数量(个)养殖户/场数量占比
散养户	1-49	44055927	94.6239
	50-99	1479624	3.1780
专业养殖户	100-499	758834	1.6298
	500-999	174075	0.3739
小型养殖场	1000-2999	65171	0.1400
	3000-4999	13404	0.0288
中型养殖场	5000-9999	7281	0.0156
	10000-49999	4388	0.0094
大型养殖场	50000以上	261	0.0006
	合计	46558965	100.0000

资料来源:中国畜牧兽医年鉴

表6 2015年中国肉鸡养殖行业集中度情况(单位:只、个、%)

养殖场类别	养殖规模	养殖场数量	养殖场数量占比
散养户	1-1999	20814808	98.1005
	2000-9999	240841	1.1351
专业养殖户	10000-49999	134246	0.6327
	50000-99999	19532	0.0921
小型养殖场	100000-499999	6695	0.0316
	500000-999999	931	0.0044
大型养殖场	1000000以上	789	0.0037
	合计	21217842	100.0000

资料来源:中国畜牧兽医年鉴

(四) 行业主要特征

1. 行业周期性波动

肉鸡和肉猪养殖均存在明显的周期性波动特征。商品鸡苗和商品猪苗养殖出栏需要相对较长的时间(肉猪养殖周期约180天、肉鸡养殖周期约45~120天),市场需求的大幅变化与生产的及时供给之间存在一定的时间差,在短期内若出现供求不平衡或价格大幅波动的情况将导致行业出现波动;同时,当前养殖利润水平的变化、烈性疫病的发生或鸡肉和猪肉替代品的供求变化将影响下一阶段肉鸡和肉猪的供应量;由此形成的阶段性供求不平衡关系,使得供求量和肉鸡、肉猪价格都存在周期性的波动特征。

2. 季节性及地域性特征

受到中国居民消费习惯的影响,鸡肉和猪肉消费需求均具有明显的季节性特征。一般情况下,秋冬季消费需求较大,春夏季消费需求较小;重大节日期间,鸡肉和猪肉

的消费需求一般也会大幅增长;市场价格也随供需关系季节性波动。

此外,受不同地区民族消费习惯、饲养条件及地方政府政策的影响,肉猪及肉鸡行业也存在较明显的区域性分布特征。肉鸡主要生产地为华东、华北、华南等区域,中国北方多生产和消费白羽肉鸡,南方多生产和消费黄羽肉鸡。肉猪方面,东部非牧区省份猪肉生产量和消费量均较大;西部牧区居民以消费牛羊肉为主;沿海地区和淡水水域相对较大的省份居民对水产的消费量较大;中国主要的肉猪生产区为长江流域、华北、西南和东北地区,上述四大地区的肉猪生产量合计约占全国生产量的80%以上。

3. 疫病及食品安全风险

疫病风险是畜牧行业发展中面临的主要风险。生猪养殖易发生的疫病主要有蓝耳病、口蹄疫、猪呼吸道病、猪流行性腹泻等;肉鸡养殖易发生疾病主要有禽流感、大肠杆

菌病、鸡瘟等。

疫病的爆发具有不可预知性,其危害主要分为两类,一是疫病的发生将导致禽畜的死亡,直接导致出栏量的降低和养殖成本的上升;二是疫病的大规模发生与流行,容易造成消费者心理恐慌,导致市场需求迅速萎缩,产品价格快速下降。疫病对行业稳定发展造成不利影响,特别对于散养户和规模较小的养殖企业,其自身抗风险能力差,往往在疫病爆发时遭受毁灭性打击。

(五) 市场行情

生猪与肉鸡市场价格存在明显的周期性波动特征,主要受供给关系、养殖生长周期、农户补栏积极性(滞后于供给变化)和疫病因素的共同影响。历史经验来看,由于种猪扩繁及肉猪养殖需一定时间,故猪周期相对较长,一般三到五年一个周期;种鸡扩繁及肉鸡养殖所需时间相对较短,且禽流感的爆发无实质规律可寻,肉鸡价格周期波动

更加频繁，一年内可能存在多个周期。

1. 生猪行情

由于生猪养殖成本主要为饲料成本，而饲料成本又主要由玉米、大豆、小麦等粮食价格决定，因此，业界通用猪粮比作为生猪预警的核心指标（猪粮比价=生猪出场价格/玉米批发价格）；其中，生猪出场价格、玉米批发价格是指发改委监测统计的全国平均生猪出场价格和全国主要批发市场二等玉米平均批发价格。根据国家发改委、财政部、农业部、商务部2015年联合发布的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》，猪粮比从过去的6:1盈亏平衡点调整为5.5:1—5.8:1的区间；猪粮比越高，说明生猪养殖行业利润越好，反之则越差；比值过大或过小都不正常。

能繁母猪数量是判断生猪出栏量的先行指标，一般可根据能繁母猪数量粗略估算一年后肉猪出栏量。能繁母猪属于生猪养殖行业的重资产，其补栏速度受曾祖代、祖代种源质量及数量影响，规模化养殖企业亦存在补栏速度相对较慢，补栏相对谨慎的特点；在会计处理上通常计入生产性生物资产科目，并每年计提折旧，折旧期一般五年，折旧期满后更新换代。

PSY和FCR是衡量生猪养殖效率的两个重要指标，PSY=母猪年产胎次×母猪平均窝产活仔数×哺乳仔猪成活率，FCR（料肉比）指单位增重所需饲料量。近年来，随着

育种改良、养殖水平、配料技术的进步，中国生猪养殖行业PSY和FCR逐步提升。据相关部门测算，2016年，中国生猪养殖全行业平均PSY提升至18.33，同比上升2%；FCR大多数在3.5-4.0，部分大规模养殖场达3.0左右的较好水平。此外，规模化养殖企业生猪平均出栏重量也有所提升，由过去的约100-110公斤提升到2016年的约120公斤。

2010年下半年开始，宏观通货膨胀加之市场供需转变，生猪行情进入上涨周期，价格快速回升，猪粮比随之持续提高，于2011年9月达到20.21元/公斤和8.28的最高点；在此期间，能繁母猪存栏量先抑后扬，养殖户积极补栏，生猪存栏量持续提升，但滞后于价格的上涨，于2011年底达到47625万头的最高点。2012年1-7月，受上年养殖户补栏及下游需求回落影响，生猪价格持续下跌；2012年8月-2013年2月，下游需求有所恢复加之春节因素，生猪价格回升至17.32元/公斤；猪粮比大部分时间维持在6.0的盈亏平衡点之上；能繁母猪数量仍然增长至5078万头的近年来最高点，生猪存栏量维持高位。2013年3月-2013年底，生猪价格总体呈V型走势，年底价格较年初下降27.14%，猪粮比部分时段低于6.0的盈亏平衡点，养殖户出现亏损。2014年，受前期补栏数量大，存栏量保持高位，餐饮业受“三公”消费影响需求小于预期，养殖户对未来行情持悲观态度集中出栏等因素综合作用，生猪价格整体波动下降；猪粮比全年几乎都处于6.0以下，

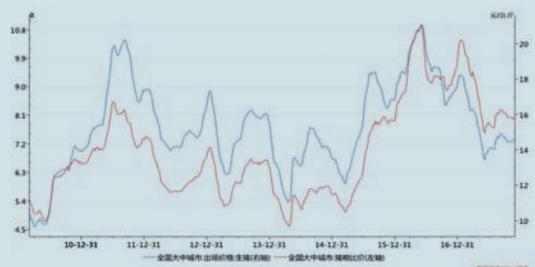
最低探至4.6，大部分养殖户出现深度亏损，行业进入周期性波谷；养殖户开始淘汰屠宰母猪，控制生猪存栏量，能繁母猪数量及生猪存栏量在此期间快速下滑，行业深度洗牌，抗风险能力弱的散户加速退出。2015年4月-2016年底，能繁母猪数量及生猪存栏量继续惯性下滑，供需关系转变，生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，生猪价格飙升，最高达到21.05元/公斤；猪粮比均超过6.0，且持续增长，最高到10.95的历史最高点，行业内企业获利颇丰。进入2017年，生猪价格理性回落，但猪粮比仍维持在7.7以上，养殖户盈利仍显著高于历史数据；2017年11月，生猪价格为14.53元/公斤，猪粮比为8.05。

总体看，生猪市场行情周期性波动，2010-2015上半年已经历一个完整周期，2015年下半年开始进入下一个周期，目前已度过本次周期繁荣顶点，行业景气度理性回落，但较高的猪粮比显示行业景气度仍维持在较高区间。养殖散户加速退出，存栏母猪数量及存栏生猪数量均继续下降，行业产能提升速度受制于种猪育种扩繁及肉猪养殖生长周期，养殖技术、品种改良带来的养殖效率继续提升；综合上述因素，预计2018年生猪价格及猪粮比均值较2017年都将小幅下降，行业周期步入相对稳定期。

2. 肉鸡行情

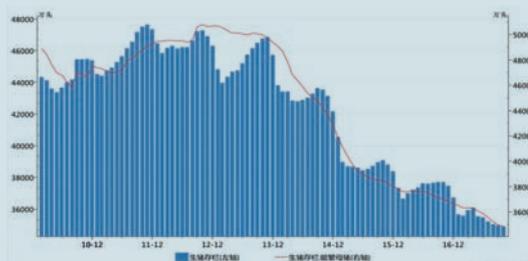
近年来，中国肉鸡行业景气度波动较

图8 近年来生猪价格及猪粮比（单位：元/公斤）



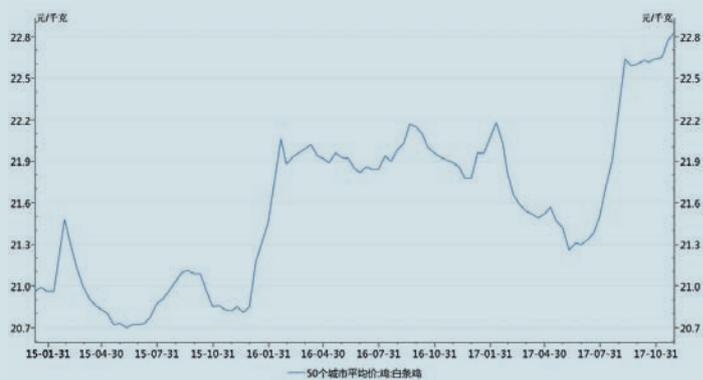
资料来源：公开资料整理

图9 近年来能繁母猪及生猪存栏情况（单位：万头）



资料来源：公开资料整理

图10 近年来白条鸡价格情况 (单位: 元/千克)



资料来源: WIND资讯

大,行业景气度除行业本身供给关系影响以外,禽流感疫情亦是重大影响因素。产量较大的白羽肉鸡生产受制于祖代种鸡引种,自2014年1月中国白羽肉鸡联盟成立以来,严控祖代鸡引种量,全面推动行业去产能:2015年,由于美国和法国先后发生禽流感,中国对美国和法国先后实施了祖代鸡引种禁令,祖代种鸡引种量减至72.02万套,同比降幅40%左右;2016年,中国祖代鸡引种主要来自于西班牙、新西兰和波兰,全年祖代鸡引种规模继续缩减至63.86万套,同比下降11.33%。

2014年,行业遭受禽流感疫情影响,白条鸡均价处于低位。2015年,禽流感疫情逐渐消退,但行业产能仍然过剩,同时受经济增速放缓和“三公消费”限制影响,肉鸡价格低位徘徊,全年白条鸡均价维持在20.70-21.13元/千克的区间,多数肉鸡养殖企业出现亏损。2016年,产量较大的白羽鸡引种数量连续三年下滑,白羽鸡供给开始收缩,白条鸡价格随之快速上涨至2016年2月的22.06元/千克,随后保持高位波动,2016年底为21.78元/千克,多数企业同比扭亏为盈。2017年上半年,多地爆发禽流感疫情,部分地区关闭活禽市场及不定期休市,致使活禽流通渠道受限,白条鸡均价快速下滑,最低点至21.26元/千克,部分肉鸡养殖企业出现

亏损;2017年三季度以来,禽流感疫情影响消除,加之前期白羽鸡引种数量下降效果显现,肉鸡行业景气度快速回升,2017年11月,白条鸡均价迅速增长至22.83元/千克的近年来最高点(见图10)。

总体看,中国肉鸡养殖行业景气度波动频繁,且波动幅度较大,禽流感疫情的影响举足轻重,其爆发的不可预知性及社会影响力易造成行业内企业短期出现大幅亏损,对企业资金周转造成一定压力。但随着白羽鸡引种数量的持续减少,肉鸡养殖行业现阶段处于去除过剩产能的最后阶段,长期发展向好。

(六) 行业壁垒

中国畜牧养殖业规模化程度不断提高,同时国家对土地、环境保护和疫病防治等方面的要求日益规范,未来畜牧养殖行业对资金、技术、人才等条件的要求必将越来越高。散养户和小规模养殖户已经较难在新形势下生存,未来新进入的养殖企业也将面临较高的进入壁垒,主要包括:

1. 资金、技术及人才壁垒

规模畜牧养殖企业,需要大量资金购买种苗、购建养殖场所、购买设备以及环保配套设施等,特别是近年来畜牧养殖机械

化、自动化、智能化程度不断提高,推升了对养殖企业的资金实力要求;此外,育种养殖周期的存在拉长了养殖企业资金回笼周期,使得规模化养殖企业需拥有充足的流动资金用于周转。

消费者对食品安全的要求日益提高,相对部门对饲料、卫生、兽药残留的标准更加严格,畜牧养殖企业必须在育种、营养、疫病防治、饲养管理等方面具有较高的技术优势,才能够提高生产效率,控制成本,确保自身的竞争优势,从而实现规模扩张并确立市场地位。此外,规模化养殖涉及较多专业技术,需要高素质的养殖管理人员和技术人员,且人员数量需与养殖规模相匹配,而上述人才培养和经验积累需要一定时间。

2. 农户信任壁垒

中国规模化养殖企业大多采取“公司+农户”的经营模式,企业与农户的相互信任是企业能够实现快速扩张的基础。这种信任需要经过长时间积累,尤其是需要经历周期低谷的检验,才能够成功建立;而且,企业在与农户的合作过程中一旦出现失信的情况,很难再次获得农户信任。

3. 土地资源及环保壁垒

中国土地资源和水资源稀缺,畜牧养殖行业发展用地和用水在部分地区受制约;规模化养殖场占地面积较大,需在隔离条件好、污染源少、周边人员活动少、交通便利的区域;同时,随着环境保护要求的不断提高,使得符合条件的养殖土地供给量相对有限,新入企业较难获得成片大面积土地。

畜牧养殖过程中会有污染物排放,随着中国对环境保护问题的日益重视,国家制定了更严格的环保标准和规范,2014年颁布的新《环境保护法》,进一步要求从事畜禽养殖的单位对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置,防止污染环境。各地方政府重视养殖环保,划定了许多限养和禁养区,拆迁或关闭了众多养殖场;据媒体统计,2012

年以来,因为各地环保问题被关闭和拆迁的小型养猪场累计超过3000万户。新入企业面临更大的环保投入和管控压力。

考虑上述土地及环保问题,农业部印发了《全国生猪生产发展规划(2016-2020年)》,划分出了生猪养殖重点发展区(河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南)、约束发展区(北京、天津、上海等大城市和江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东等南方水网地区)、潜力增长区(江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东)和适度发展区(山西、陕西、甘肃、新疆、西藏、青海、宁夏)。

(七) 未来发展

随着中国经济进入新常态,综合考虑居民消费习惯和畜牧养殖行业的现有状况,未来畜牧养殖行业将呈现出以下发展趋势:

1. 规模化程度不断提升,散户加速退出

规模化畜牧养殖企业在劳动效率、饲料成本、繁育技术、抗风险能力方面优势明显,规模化与技术进步相互促进,形成良性循环,内在规模经济效益将不断显现;下游屠宰及食品制造行业对供应稳定性、运输成本和质量安全等方面要求日益严格,散户难以满足其需求。随着农村劳动人口向城市转移,农民工就业条件不断改善,年轻一代农民从事传统养殖工作的意愿减弱;加之养殖行业的周期性波动及疫病风险,散户养殖收益波动加大,加速了散户退出。

2. 国家环保要求更加严格,土地资源日益稀缺

国家对规模化养殖产生的污水、粪便、尸体、恶臭气体等环境污染因素管控日

趋严格,特别是2014年最严《环境保护法》发布,进一步提高了环保标准;同时,各级政府针对养殖所需土地资源做出了不同规定,在靠近江河水系、人口稠密的地区设立禁养、限养区,规模化养殖所需的成片土地更难获取。各级政府对不符合环保土地资源相关要求的养殖场严格采取拆除、搬迁、关闭等措施,提高了企业的养殖成本。

3. 肉类需求持续提升,食品质量安全要求提高

联合国粮农组织数据显示,中国人均年禽畜肉消费为62千克,超过世界平均水平;但离美国、澳大利亚等发达国家超过117千克的水平仍有较大差距,中国人均肉类消费拥有充足上涨空间。在国民经济稳定发展,居民可支配收入持续提高的背景下,中国肉类需求将持续提升,也将对肉类品质提出更高要求。



表7 畜牧养殖行业相关政策

政策名称	主要内容
《中共中央国务院关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》[2008]	加快转变畜禽养殖方式，对规模养殖实行以奖代补，落实规模养殖用地政策，继续实行对畜禽养殖业的各项补贴政策；建立健全生猪、奶牛等政策性保险制度
《农业部全国生猪优势区域布局规划》[2008]	中部生猪主产区的发展重点是进一步转变传统养殖方式，采取农牧结合的方式，不断提高规模化、标准化养殖水平，扩大屠宰加工能力；完善良种繁育体系，开发利用优良的地方品种资源，培育特色优势，立足于扩大本地市场，确保大中城市销区市场供应
《中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》[2009]	加快发展畜牧水产规模化标准化健康养殖。采取市场预警、储备调节、增加险种、期货交易等措施，稳定发展生猪产业。继续落实生猪良种补贴和能繁母猪补贴政策，扩大生猪调出大县奖励政策实施范围；增加畜禽标准化规模养殖场（小区）项目投资，加大信贷支持力度，落实养殖场用地等政策
《农业部关于印发全国生猪遗传改良计划（2009—2020）》的通知[2009]	为进一步完善生猪良种繁育体系，加快生猪遗传改良进程，提高生猪生产水平，增加养猪效益。国家支持生猪核心育种场建设，生猪产业政策适当向生猪核心育种场倾斜
《中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》[2010]	实施新一轮菜篮子工程建设，加快园艺作物生产设施化、畜禽水产养殖规模化；支持建设生猪、奶牛规模养殖场（小区），开展标准化创建活动，推进畜禽养殖加工一体化；支持畜禽良种繁育体系建设。加强重大动物疫病防治，完善扑杀补贴政策，推进基层防疫体系建设，健全工作经费保障机制；加快农产品质量安全监管体系和检验检测体系建设，积极发展无公害农产品、绿色食品、有机农产品
《农业部关于加快推进畜禽标准化规模养殖的意见》[2010]	畜禽标准化生产，就是在场址布局、栏舍建设、生产设施配备、良种选择、投入品使用、卫生防疫、粪污处理等方面严格执行法律法规和相关标准的规定，并按程序组织生产的过程。实现畜禽良种化，养殖设施化，生产规范化，防疫制度化，粪污处理无害化和监管常态化。提出力争到2015年，全国畜禽规模养殖比例在现有基础上再提高10—15个百分点，其中标准化规模养殖比例占规模养殖场的50%，畜禽标准化规模养殖场的排泄物实现达标排放或资源化利用，重大动物疫病防治能力显著增强，畜产品质量安全水平明显提升
《中共中央、国务院关于加快推进农业科技持续增强农产品供给保障能力的若干意见》[2012]	大力发展设施农业，继续开展园艺作物标准园、畜禽水产示范场创建，启动农业标准化整体推进示范县建设。实施全国蔬菜产业发展规划，支持优势区域加强菜地基础设施建设。稳定发展生猪生产，扶持肉牛羊生产大县标准化养殖和原良种场建设，启动实施振兴奶业苜蓿发展行动，推进生猪和奶牛规模化养殖小区建设
《中共中央、国务院关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》[2013]	加大新一轮“菜篮子”工程实施力度，扩大园艺作物标准园和畜禽水产品标准化养殖示范场创建规模。以奖代补支持现代农业示范区建设试点。推进种养业良种工程，加快农作物制种基地和新品引种示范场建设。增加产粮（油）大县奖励资金，实施生猪调出大县奖励政策，研究制定粮食作物制种大县奖励政策
《中共中央、国务院关于全面深化农村改革加快推进农业现代化的若干意见》[2014]	完善国家粮食安全保障体系，强化农业支持保护制度，建立农业可持续发展长效机制，深化农村土地制度改革，构建新型农业经营体系，加快农村金融制度创新，健全城乡发展一体化体制机制，改善乡村治理机制
《国务院办公厅关于建立病死畜禽无害化处理机制的意见》[2014]	提出强化生产经营者主体责任，鼓励大型养殖场、屠宰场建设病死畜禽无害化处理设施，并可以接受委托，有偿对地方人民政府组织收集及其他生产经营者的病死畜禽进行无害化处理；依托养殖场、屠宰场、专业合作组织和乡镇畜牧兽医站等建设病死畜禽收集网点、暂存设施，并配备必要的运输工具；将病死猪无害化处理范围由规模养殖场（区）扩大到生猪散养户
《中共中央办公厅、国务院办公厅印发关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见的通知》[2014]	提出鼓励农业产业化龙头企业等涉农企业带动农户和农民合作社发展规模经营；引导工商资本发展良种繁育、高标准设施农业、规模化养殖等适合企业化经营的现代种养业；支持农业企业与农户、农民合作社建立紧密的利益联结机制，实现合理分工、互利共赢
《中共中央、国务院关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》[2015]	主动适应经济发展新常态，按照稳粮增收、提质增效、创新驱动的总要求，继续全面深化农村改革，全面推进农村法治建设，推动新型工业化、信息化、城镇化和农业现代化同步发展，努力在提高粮食生产能力上挖掘新潜力，在优化农业结构上开辟新途径，在转变农业发展方式上寻求新突破，在促进农民增收上获得新成效，在建设新农村上迈出新步伐，为经济社会持续健康发展提供有力支撑
农业部关于印发《全国生猪生产发展规划（2016—2020）》的通知	根据国内资源国情和国际市场竞争压力，以调结构、转方式为抓手，从优化区域布局出发，提出我国生猪分为重点发展区、潜力增长区、约束发展区和适度发展区，促进协调发展
国务院关于印发全国农业现代化规划（2016—2020年）的通知	推进包含生猪在内的畜牧业结构调整，保持生猪生产稳定、猪肉基本自给，促进南方水网地区生猪养殖布局调整；并继续推进生猪等目标价格保险试点

资料来源：公开资料整理

四、行业政策

为规范和促进畜牧业发展，提高中国畜牧业现代化水平，保障农产品供给，中共中央、国务院多次发布“一号文件”，对畜牧业的发展战略、发展方向、发展方针以及支持畜牧业发展的措施做出了重要部署。在中共中央、国务院相关文件的基础上，国务院各部委近年来陆续出台了众多与畜禽养殖相关的具体产业政策，促进畜禽养殖行业及所属企业的发展。相关政策具体如表7所示：

总体看，畜牧养殖业作为关系国计民生、社会稳定的重要基础行业，受到国家大力扶持。国家出台的一系列产业政策，主要以推进标准化规模化养殖、提高繁育技术水

平、改良品种、提高综合生产力、平抑价格波动、增加农户收入、保障市场供应、发展可持续绿色养殖业为导向，为畜牧养殖行业营造了良好的政策环境。同时，也在疫病防疫、环保水平、质量安全、土地资源等方面提出了更高要求。

五、发债企业信用状况分析

（一）市场状况

截至2017年7月底，以畜牧养殖为主营业务的存续发债企业共5家，全部为民营企业；4家为上市公司（占83.33%），1家为非上市公司；区域分布方面，发债企业来自广东、河南、福建三省，主要为传统养殖大省；养殖品

种主要为肉猪及肉鸡。

从不同级别企业主要财务指标来看，发债企业利润总额与主体级别正相关；资产负债率和全部债务资本化比率保持在较低区间；营业利润率受养殖模式及养殖品种的影响，差异明显；经营获现能力强，经营活动净现金流全部为正（见表8）。

（二）级别变动

2016年以来行业内企业有2家级别上调，未出现级别下调。两家评级上调企业均以生猪养殖为主业，评级上调原因主要是以下几点：1. 行业景气度提升，生猪市场价格进入新一轮上涨周期；2. 公司主业盈利能力大幅增强；3. 上市、定增、并购等重大事项完

成, 资本实力提升(见表9)。

(三) 财务特征

畜牧养殖类企业一般以非流动资产为主, 流动资产占总资产的比例一般在35%~45%之间。流动资产主要由存货(饲料原料和商品代为主)和现金类资产(货币资金和银行理财为主)构成; 非流动资产以在建工程、固定资产、生产性生物资产(种苗)为主。资产负债率相对较低, 负债方面, 以短期借款和应付账款构成的流动负债为主。整体盈利能力与行业周期相关性强, 同时受疫病、食品安全、资产减值损失等因素影响, 营业利润波动很大; 下游主要采用现金结算, 经营获现能力强, 应收账款规模小。

(四) 行业展望

畜牧养殖业属于重要的基础行业, 位于农业产业链的中端环节, 政策环境良好, 近年来整体持续稳定发展。行业内领先企业的资本实力不断增强, 其繁育技术、养殖效率、养殖规模和疫病防控能力较世界先进水平的差距不断缩小; 国家环保标准更加严格, 禁养、限养区域的划分使得成片土地资源更加稀缺; 以散户为主的养殖格局虽未改变, 但规模化养殖企业竞争优势更加突出, 散户加速退出, 行业集中度不断提升, 规模化效益提升了企业的抗风险能力。未来, 随着中国经济稳定发展, 居民生活水平提高, 肉类消费规模将保持增长态势, 为畜牧养殖业提供了稳定的发展空间。联合资信对中国畜牧养殖行业的评级展望为稳定。

受种苗繁育及商品代养殖周期影响, 养殖品种的供需关系改变滞后于市场价格变化, 景气度呈周期性波动; 行业内企业除受行业本身周期性波动影响外还受不可预知的疫病风险、饲料所需原材料价格波动风险影响, 导致其盈利水平波动很大。应关注行业周期所处阶段、企业用于风险储备的现金类资产规模、融资渠道、疫病防控, 并根据历史周期低谷数据进行压力测试。养殖产业链上下游有延伸、现金类资产储备充足、历史表现稳健的企业信用水平较高; 对行业景气度处于周期中末端、养殖品种单一、投资激进、现金类资产储备不足、债务期限与投资回报期限不匹配的企业保持谨慎。■

表8 主要存续企业2016年经营及财务状况(单位: 亿元、%)

项目	广东温氏食品集团股份有限公司	牧原食品股份有限公司	福建圣农发展股份有限公司	雏鹰农牧集团股份有限公司
主体级别	AAA	AA+	AA	AA
主营业务	生猪、黄羽肉鸡养殖	生猪养殖	白羽肉鸡养殖、屠宰、加工	生猪养殖
资产总额	414.38	129.31	114.12	169.28
所有者权益	313.79	56.61	62.62	68.01
现金类资产	68.93	9.84	5.07	48.88
营业收入	593.55	56.06	83.40	60.90
利润总额	123.69	23.22	6.83	9.84
经营活动现金流量净额	146.53	12.82	13.30	18.04
营业利润率	28.14	45.58	12.38	24.65
EBITDA	139.83	29.68	15.70	16.73
资产负债率	24.27	56.22	45.13	59.83
全部债务资本化率	--	48.61	34.20	53.16
EBITDA利息倍数	--	16.62	7.69	3.95
流动比率	187.56	71.59	49.26	179.44
企业规模	2016年出栏生猪1712.73万头, 肉鸡8.19亿只; 2017年9月底, 存栏种鸡约1230.94万只, 存栏种猪约123.33万头	2016年出栏生猪311.39万头	2016年底, 祖代种鸡存栏数9.73万套、父母代种鸡存栏数476.63万套; 2016年雏鸡产量41093万羽、肉鸡产量37781万羽, 2016年鸡肉销量76.18万吨	2016年出栏生猪202.22万头
未来规划	2019年出栏生猪3000万头	2017年出栏生猪600万头至800万头	--	2020年生猪出栏1000万头

注: 现金类资产包括货币资金、应收票据以及短期可变现的银行理财产品。

资料来源: 联合资信整理

表9 2016年以来主体级别变动情况

时间	公司名称	主营业务	级别	调级因素
2016年	广东温氏食品集团股份有限公司	生猪、肉鸡养殖	AA+稳定--AAA稳定	中国生猪养殖行业龙头企业, 当期行业景气度大幅提升; 公司在深交所整体上市, 融资能力和抗风险能力增强; 资产、权益、利润规模大幅增长。
2017年	牧原食品股份有限公司	生猪养殖	AA稳定--AA+稳定	非公开发行增强资本实力、行业景气度高、收入利润大幅增长。

资料来源: 联合资信整理

白酒制造行业研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 刘晓濠

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与宏观经济发展、人均收入水平及产业政策等因素密切相关。2012年，在严控“三公”消费、中央军委“禁酒令”等政策出台及宏观经济增速放缓的综合作用下，白酒制造行业逐步进入深度调整期，下游需求结构重塑，政军务消费逐渐被大众及商务消费承接。2015年以来，在居民购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素带动下，白酒制造行业景气度复苏，并于2016年延续回暖态势，行业内龙头企业业绩率先回升，但不同价格带产品因竞争环境差异业绩呈现分化趋势，品牌力、销售渠道、资金及规模等方面更具竞争优势的白酒制造企业呈现出更强的抗风险能力。

白酒制造企业具备很强的盈利水平及良好的经营获现能力，现金类资产较为充沛、债务负担较轻，整体偿债能力很强。集团控股型发债企业需重点关注母公司偿债能力、下属公司分红规模及可持续性、关联方往来款规模与回收风险等。

长期来看，在居民消费升级的趋势下，白酒制造行业将进入整合重组阶段，行业集中度将有效提高，产能过剩风险有望得到一定缓解。

一、行业概况

(一) 行业概述

在《国民经济行业分类和代码表》(GB/T4754-2011)中，白酒制造行业是“酒、饮料和精制茶制造业”大类、“酒的制造”中类下属的细分行业。白酒又名烧酒，是中国特有的一种蒸馏酒。白酒以粮谷或含淀粉质和糖质为原料，以曲类、酵母或糖化酶为糖化发酵剂，采用固态、半固态或液态发酵方式；经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏、陈酿和勾调等环节制成原酒，原酒再经长时间存储（一般在1年以上，年份酒存储时间更长），经勾兑后成为出厂的成品酒。

按香型分类，中国白酒消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型（见表1）。目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率约为70%，以五粮液、泸州老窖等为代表；清香型白酒市场占有率约为10%，以汾酒、牛栏山等为代表；酱香型白酒占比约为10%，以茅台酒等为代表；其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。随着白酒市场消费结构逐步发生变化，部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”及“酱香”型转化的趋势，口味的变化将有利于清香型、酱香型等白酒市场份额的提升。

(二) 行业运行概况

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与宏观经济发展、人均收入水平及产业政策等因素密切相关，且产品自身保值增值的特点使其具备一定投资属性。

2002~2012年，在经济快速发展带动政商务需求增长下，白酒制造行业经历了“黄金十年”高速发展期，除2008年因金融危机导致产销量增速短暂下滑外，其余均保持10%以上增速。2004~2012年，全国规模以上白酒制造企业白酒产量年复合增长15.65%，白酒消费量年复合增长15.25%；白酒制造企业毛利率处于25%~38%区间。

2012~2014年，受政府严控“三公”消费及中央军委“禁酒令”等政策陆续出台叠加经济增速放缓影响，下游政军务消费需求受到大幅冲击，导致白酒制造行业各项经营指标如产量、销售收入、产品价格及利润规模增速显著放缓，库存高企及渠道利润挤压等现象突出，白酒制造行业进入深度调整期。自2012年起，全国规模以上白酒制造企业产销量增速呈现持续下滑态势并处于历史低位，其中产、销量增速分别由2011年的15.12%和17.00%下降至2014年的2.52%和3.12%。

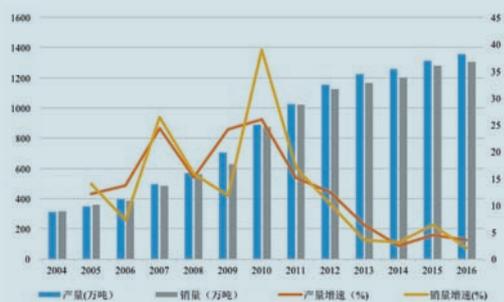
2015年以来，随着低价格弹性的政军务消费泡沫挤出，白酒价格尤其高端酒呈现波动下降态势。与此同时，大众及商务消费需求持续增长，并逐渐成为白酒需求结构的主力军，政务消费边际负面效应递减。在居民购买能力不断提升、餐饮业触底企稳回升、渠道库存去化较充分等因素综合作用下，白酒制造行业产销量增速止跌回升，进入企稳复苏态势；茅台、五粮液、洋河等龙头企业业绩率先回升，行业出现分化（见图1）。

表1 中国白酒香型主要分类

香型	特点	发酵工艺	代表企业
浓香型	酒香浓郁，口味丰满，入口绵甜，纯正	中温大曲（55~60℃）采用万年槽发酵工艺	五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒
酱香型	以酱香为主，香味细腻、复杂	高温大曲（60℃以上）原料清蒸，采用八次发酵八次蒸酒	贵州茅台、郎酒
清香型	入口绵甜，香气清正	低温大曲（不得超过50℃）并用清蒸工艺，地缸发酵	汾酒、红星二锅头、牛栏山、衡水老白干

资料来源：公开资料整理

图1 中国白酒产销量情况(单位:万吨、%)



资料来源: Wind资讯

图2 2004~2017年6月中国白酒产销率(单位:%)



资料来源: Wind资讯

从产销率来看,中国白酒供给和需求长期处于波动平衡状态,2004~2016年产销率均值为99.10%,主要由于白酒制造企业通常结合市场供需、经销商反馈、库存水平等提前安排生产及销售计划,使得产销率保持一定平衡。2002年后,高端白酒价格不断上涨,2008年底受到金融危机的影响,高端白酒需求急剧下滑,供需缺口加大,造成2009年产销率有所提升。2012~2014年,在限制“三公”消费政策影响下,产品滞销、渠道库存积压导致白酒产品产销率持续下滑并在低位徘徊。2015年以来,在行业基本面改善带动下,产销率波动复苏,并于2017年6月底回升至101.10%(见图2)。

从经营效益来看,白酒制造企业经营效益变化趋势与行业趋势基本相符。

2012~2014年,在政策对下游需求冲击影响下,全国规模以上白酒制造企业营业收入及利润总额增长率持续下滑,从2011年的54.72%和79.40%分别下降至2014年的4.80%和-13.18%。2015年以来,行业内企业经营情况明显改善,其中营业收入增速同比止跌回升,利润总额增速实现由负转正,并均在2016年延续回升态势。2016年1~12月,纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业1578家,同比增加15家;其中亏损企业113个,企业亏损面为7.16%。同期,规模以上白酒企业累计完成销售收入6125.74亿元,同比增长10.07%;累计实现利润总额797.15亿元,同比增长9.24%;亏损企业累计亏损额10.54亿元,同比下降15.92%(见图3)。

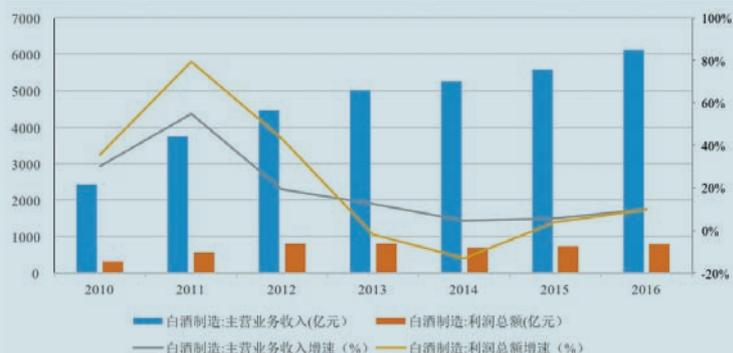
值得注意的是,2010~2012年,白酒制造

企业利润总额增速始终高于营业收入增速,2013年以来趋势发生转变,利润总额增速下滑幅度明显加大且低于营业收入同期增速。行业深度调整期间,白酒制造企业不断延伸、丰富产品线的同时加大营销力度,通过快速推新的方式应对下游需求不足及营业收入下滑的压力。上述措施一方面导致新产品的生命周期缩短以及老产品销量的下滑,另一方面新产品销量增长更多依赖于销售费用的增长推动,进而导致行业内企业利润总额增速与收入、销量增速匹配度下降。

(三) 行业生产特点

白酒生产周期较长,且具有季节性特点,生产计划一般基于企业对市场预判、经销商反馈及库存水平提前制定。白酒的生产需先经过制曲、酿造(发酵、蒸馏)、陈化老熟等步骤生产出基酒,再按照一定比例勾兑、包装生产出最终产品-成品酒。基酒生产耗时较长,其中酿造环节时间因香型不同存在差异,陈化老熟环节是将酿造的基酒灌坛封装并贮藏以勾兑成品酒,贮藏时间越长,品质越高。夏季酒醅入池温度较高,酒醅易受有害菌感染和破坏,每年9月至次年6月由于气温较低,利于酵母等微生物的培养繁殖,是生产基酒的最佳时期。每年6月份起,所有酒醅入池后,大部分白酒制造企业不再生产基酒,进入“压窖”阶段,直到当年9月份重新开始加料生产基酒。但成品酒生产在夏

图3 中国白酒制造企业经营效益



资料来源: Wind资讯

表2 2016年部分白酒制造企业产能利用率(单位:万吨/年、%)

企业	成品酒产能	产能利用率
泸州老窖集团有限责任公司	19.80	87.93
江苏洋河集团有限公司	29.00	70.51
安徽古井集团有限责任公司	14.00	59.86
今世缘集团有限公司	5.50	52.55
四川沱牌舍得集团有限公司	9.00	46.71

资料来源:公开资料整理

季并不停止。

白酒制造企业生产成本构成以原材料(主要包括粮食、包装)、直接人工、制造费用等为主,其中原材料(约占50%~60%)及直接人工(约占20%~30%)占比较大。从原材料来看,白酒制造行业上游主要为粮食种植业以及包装行业,其中粮食成本所占比重较小且主要粮食价格因国家相关收储政策基本保持稳定或呈小幅增长态势,对白酒生产成本影响不大。白酒生产所需包装物主要包括酒瓶、瓶盖、外包装等,近年来箱板纸和玻璃价格有所波动,但由于白酒产品包装的升级,整体包装物成本仍呈上升态势。包装印刷产业市场参与主体众多,行业发展成熟且竞争充分,白酒制造企业普遍采取竞标、市场比较等方式采购,集中度不高,对供应商依赖性不强。此外,白酒产品品牌溢价高,通常价格上涨驱动因素来源于供需缺口变化而非原材料价格变动,且价格上涨幅度远高于成本增幅,白酒制造企业成本压力不大。

中国白酒制造行业整体处于产能过剩。在行业黄金发展期刺激下,白酒制造企业纷纷采取较为激进的产能规划扩建生产线。根据《中国酿酒产业“十二五”发展规划》,到2015年,全行业将实现酿酒总产量8120万千升,其中白酒制造行业预计产量将达到960万千升,销售收入达到4300亿元。但在“十二五”开局的2011年,全国规模以上白酒产量就高达1025.6万千升,提前完成了既定产量额。2012年以来,在政策及经济增速放缓作用下,白酒制造行业已逐步过渡至平稳发展阶段,下游稳定增长的需求无法消化高峰期扩建产能的释放,行业产能过剩问题将持

表3 白酒制造行业需求结构占比情况(单位:%)

需求结构	政策出台前	政策出台后
政务消费	40	5
商务消费	42	45
个人消费	18	50

资料来源:公开资料整理

续存在。从2016年部分白酒制造企业产能利用率来看,大部分企业产能利用率处于70%以下,产能利用率较低;其中泸州老窖集团有限责任公司(以下简称“泸州老窖”)产能利用率较高主要系2016年通过淘汰老化、产能低的生产线,导致产能同比减少8.30万吨/年(见表2)。

2002年以来,白酒制造企业产量整体呈现增长态势,但产量增速受行业景气度变化影响波动大。2014~2016年,全国规模以上白酒制造企业产量年复合增长3.95%;2015年以来产量增速持续下滑的态势迎来拐点。2016年,全国规模以上白酒制造企业实现白酒产量1358.36万吨,同比增长3.47%;2017年1~6月,全国规模以上白酒制造企业实现白酒产量683.50万吨,同比增长4.31%,复苏势头增强(见图4)。

(四) 行业销售特点

1. 需求结构

从下游消费结构来看,白酒制造行业需求构成可划分为政务、商务及个人三部分。根据中国产业信息网数据显示,2012年严控“三公”消费等政策出台前,政务、商务及个人消费占比分别约为40%、42%和18%;经过本轮调整后,政务消费占比大幅下降至5%左右,个人及商务需求承接能力持续增强,

在消费结构占比分别提升至50%和45%左右(见表3)。本轮消费结构的调整虽然一定程度导致下游需求价格弹性提高,但大众消费需求相较于政务消费具有更稳固的基础,且随着购买力提升以及消费升级,未来行业下游需求具备稳定增长驱动力。

2. 销售模式

从销售模式来看,白酒制造企业销售模式主要包括经销,商超/酒店和直销模式,目前较为主流的是经销模式。经销模式即以地、县级城市和产品系列为单位,选择具备一定实力的代理商,代理该地区的白酒产品经销业务。商超/酒店模式下,白酒制造企业直接通过商超、酒店等渠道将白酒产品销售给终端客户。直销模式下,白酒制造企业以批发或零售的方式直接将白酒产品销售给终端客户,主要包括团购、专卖店、网络商城等。经销模式的价格操作包括裸价操作模式、半控价模式和控价模式,裸价模式即白酒制造企业将所有市场资源折算让价给经销商使用,市场运作主动权在经销商手里。半控价模式下,厂家和经销商共同投入进行市场开发、维护;控价模式下,白酒制造企业负责全部的市场开发及维护费用,经销商负责物流工作,市场控制权掌握在酒厂处。

近年来，随着白酒制造行业进入深度调整期以及消费市场及群体逐步多元化，粗放式销售管理模式渐渐无法满足企业发展需求，白酒制造企业销售模式不断发生演变。具体来看，互联网、专卖店等直销模式被各大白酒制造企业所重视，并纷纷加强电商渠道和连锁店布局建设力度，带动直销比重有所提升。此外，部分白酒制造企业成立初期由于尚未形成核心品牌主流产品，通过创新的营销方式，以高性价比定位为基础，配合可体验、便捷服务等优势，快速赢得了众多消费者青睐并打开市场，代表品牌“江小刀”。上述销售模式演变的本质是粗放型流通向精细化零售的转变，白酒制造企业通过拉近与消费者的距离，进一步提升其在产业链中的话语权。

3. 近年来销售情况

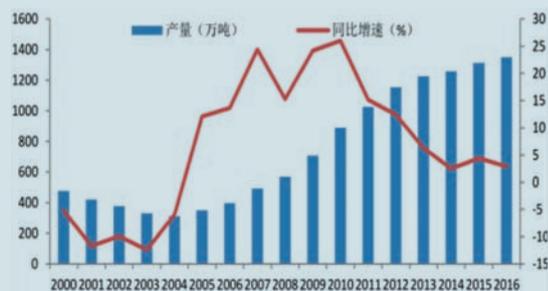
从销售额来看，近年来白酒制造企业整体收入规模持续上升。2014~2016年，全国规模以上企业实现销售收入复合增长7.93%，同时收入增速在2016年有所扩大。2016年，规模以上白酒制造企业实现销售收入6126亿元，同比增长10.07%（见图6）。

从行业集中度来看，2016年18家白酒上市公司合计实现营业收入1305亿元，同比增长13.90%，占全国规模以上企业销售规模比重21.30%，行业集中度低；2017年上半年，白酒上市公司实现销售收入788亿元，同比增速扩大至21%，整体表现明显优于行业平均水平。细分来看，2016年白酒上市公司合计收入同比增加159亿元，但其中78%的增长来自于贵州茅台、五粮液、洋河

股份、泸州老窖等行业龙头企业，行业内企业业绩分化显著（见图7）。

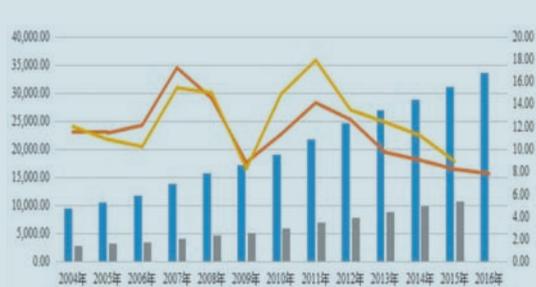
从细分产品结构来看，白酒产品价格带分布较宽，终端售价从几十元到上千元不等。通常来说，600元/瓶以上的白酒划分为高端酒，300~600元/瓶划分为次高端酒，100~300元/瓶划分为中端酒，100元/瓶以下划分为低端酒。受益于商务活动增加、大众消费升级带动行业景气度回升，2015年以来白酒产品特别是高端酒品类，如飞天茅台（53度），五粮液（52度）等纷纷上调销售价格。以京东网售价来看，2015年底上述两种高端产品终端售价下滑趋势迎来拐点，并呈现持续回升态势，2016年底售价分别达到1169元/瓶和829元/瓶，较2016年初分别上涨281元/瓶和130元/瓶；2017

图4 中国白酒制造企业产量及增速情况



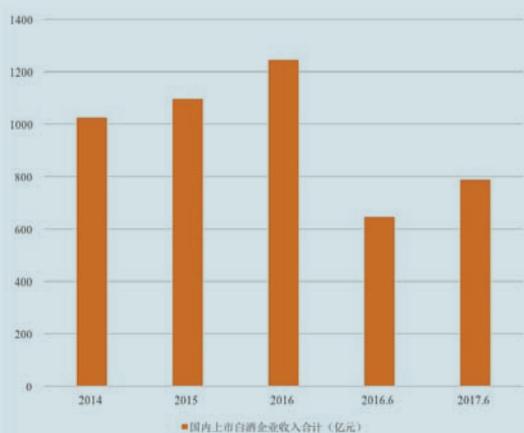
资料来源：中国产业信息网

图5 2004-2016年中国居民收入情况



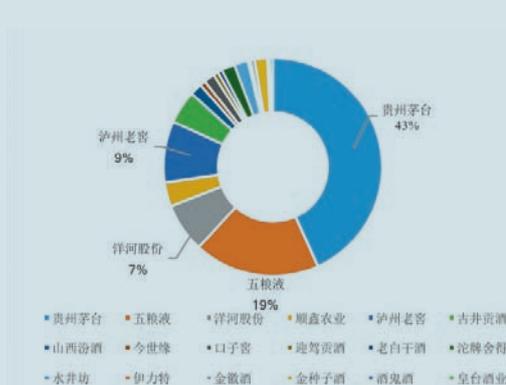
资料来源：Wind资讯

图6 国内上市白酒企业收入合计



资料来源：上市公司公告

图7 2016年国内白酒上市企业收入增长贡献度



资料来源：上市公司公告

图8 近年来飞天茅台(53度)、五粮液(52度)价格走势情况(单位:元/瓶)



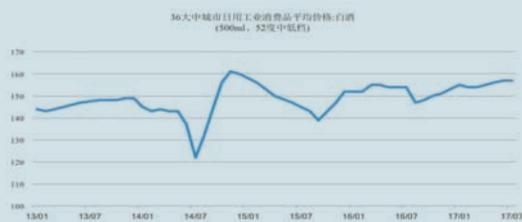
资料来源: Wind资讯

图9 近年来次高端酒零售价格走势情况(单位:元/瓶)



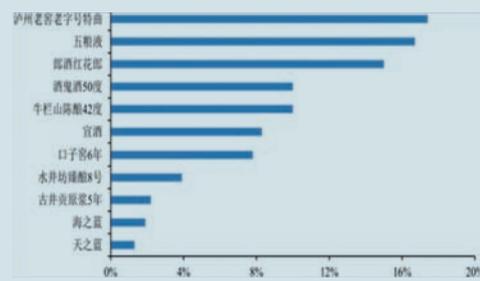
资料来源: 国家发改委

图10 36大中城市日用工业消费品平均价格:白酒(500ml、52度中低档)(单位:元/瓶)



资料来源: 国家发改委

图11 2016年以来部分白酒单品价格涨幅



资料来源: 中国产业信息网

年8月底,飞天茅台(53度),五粮液(52度)价格继续上调至1299元/瓶和969元/瓶。此外,根据2017年上半年酒仙网销售(额)排行统计,销售前十名白酒单品仍然以高端和次高端白酒产品为主,仅有小部分中低端酒(例如38度扳倒井青花瓷)出现在榜单中,下游需求回暖支撑高端酒复苏态势增强(见图8)。

次高端产品方面,行业深度调整期间需求结构转变、消费升级以及高端产品终端价格率先企稳回升均为次高端价格带产品提供了提价空间。以较为主流的洋河梦之蓝(M3)(52度)、剑南春(52度)、水井坊(52度)来看,2016年次高端产品涨幅相对较小,主要在10~20元/瓶的区间;但2017年以来,次高端产品终端售价涨幅扩大,截至2017年8月底,洋河梦之蓝(M3)(52度)、水井坊(52度)、30年青花汾酒(53度)等次高端产品价格较年初已有50~100元/瓶左右的涨幅(见图9)。

中低端产品方面,根据国家发改委36大中城市中低端白酒平均价格走势来看,2016年以来中低端酒价格涨幅相比高端和次高端酒更为缓慢,平均价格从2016年初的152元/瓶上升至2017年7月底的157元/瓶。中低端产品对应的消费人群具有较高的价格敏感度,定位在此价格带的白酒制造企业多通过薄利多销、提高周转效率的经营策略,价格波动幅度相对其他价格带小(见图10)。

整体看,在“禁酒令”、严控“三公”消费等政策出台及宏观经济增速放缓综合作用下,2012年白酒制造行业逐步从“黄金发展期”进入深度调整期,政军务消费逐渐被大众及商务消费承接,下游需求结构产生转变。2015年以来,在大众购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下,白酒制造行业景气度企稳复苏,并于2016年延续回暖态势,行业内龙头企业业绩率先回升。在高端产品价格屡次调涨的带动下,次高端产品于2017年出现较为明显

的上涨,但中低端产品受消费定位具有较强价格弹性、品牌影响力相对有限以及定价权较弱等因素影响,涨幅受限,不同价格带产品价格表现分化趋势显现(见图11)。

二、行业竞争格局

白酒制造属于完全竞争性行业,市场化程度高,行业内参与主体众多,整体竞争激烈。根据中国酒业协会不完全统计,截至2016年底中国约有白酒制造企业2万余家,其中规模以上仅1578家,行业集中度低。

由于各档次白酒竞争环境差异较大,且竞争核心要素不同,需从不同档次的细分格局单独分析。高端白酒(600元/瓶以上)目前处于寡头垄断格局,市场份额基本由茅台(飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒)、五粮液(普通五粮液、水晶五粮液、1618)、泸州老窖(国窖1573)三家白酒制造企业所占据,其中茅台及五粮液集中度约在85%以

上,行业地位显著(见图12)。高端白酒以商务宴请、送礼、政务消费等为主,价格因素在竞争中并不敏感,品牌力最为重要,而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造,短期内高端白酒寡头垄断的局面难以改变,存在很高的进入壁垒。总体看,高端白酒市场集中度高,竞争格局稳固。

随着高端白酒竞争格局的形成并日渐稳固,部分原定位高端的白酒制造企业通过降低产品价格以规避与三大品牌(茅台、五粮液、泸州老窖)的直接竞争;此外,部分区域名优酒企则通过产品结构升级进入次高端(300~600元/瓶)市场,上述两种类型企业构成了次高端产品竞争格局,竞争较高端白酒市场相对激烈。次高端白酒主要消费定位商务宴请等,核心竞争要素是品牌力以及渠道布局,代表品牌包括洋河、郎酒、剑南春、青花汾酒、水井坊等酒企(见表4)。次高端白酒本身具备较强的品牌力,但竞争力较茅台、五粮液等高端白酒差距较大,渠道能力对于次高端白酒的销量亦较为关键。经历过上轮周期调整后,目前次高端白酒市场集中度上升较为明显,根据糖酒快讯,目前80%以上的次高端市场份额为上述7家企业所占据,整体竞争格局清晰,但细分来看,洋河和剑南春受益于在渠道营销方面的强执行力,市场份额扩大明显,郎酒则由于多种原因,渠道策略执行不到位,市场份额下降明显。整体看,次高端市场亦相对集中,市场中的主要白酒品牌历史均较为悠久,在全国范围内具备一定的品牌力,但渠道、营销能力上差别造成了酒企市场表现的分化。

中低端白酒(300元/瓶以下)则属于完全竞争市场,2016年规模以上(收入2000万以上)白酒制造企业达1578家,平均每个省有50家规模以上企业。目前,中低端白酒市场主要参与者包括一线名优酒企的系列酒和全国化大众品牌(劲酒、牛栏山、红星等),市场以区域竞争为主,产品同质性较强,定价权较弱。目前,大多数省级白酒制造企业主力布局于中端酒产品,依托本土化优

势加之深耕多年所形成的口碑和区域品牌认可度,对当地经销商、终端资源等渠道控制力强,在区域市场具备较强竞争力,代表品牌包括江苏今世缘、河北老白干、甘肃金徽酒、青海青青稞酒、新疆伊力特等。对于低端产品(光瓶酒)来说,目前市场参与者以地方小酒企为主,虽然低端酒市场份额在行业内占比较高,但产能过剩、需求增长乏力等问题尤为突出,竞争环境较其他细分格局恶劣。此外,部分定位于大众品牌的白酒制造企业如“牛栏山”、“老村长”在稳固大本营市场地位后快速通过复制已有模式对外扩张,加剧了低端市场竞争(见表5)。

值得注意的是,2012年以来在政策环境及经济增速放缓对高端产品需求冲击影响下,全国性一线品牌酒企为缓解需求结构变化对业绩带来的压力,不断延伸、丰富产品价格带、下沉品牌,逐渐参与到次高端及中端市场竞争中。凭借其已积累形成的极强品牌认可度,一线品牌酒企在市场中仍处于有利竞争地位,侵蚀两个细分格局中原有参与者份额,并导致部分地方酒企逐步落后,最终面临被淘汰整合的风险。例如黄鹤楼、孔府家酒、诗仙太白等区域型白酒制造企业近年来业绩下滑明显,2014年五粮液完成对河南五谷春酒业51%股权的收购,2016年古井贡酒完成黄鹤楼酒业51%股权收购。

整体来看,高端白酒市场已形成较稳固的竞争格局,市场集中度高,进入壁垒高;次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段,市场份额主要由数家全国化的品牌酒企占据,

图12 2016年国内高端酒市场份额情况



其中部分酒企凭借其在渠道深耕快速扩大了市场份额;中低端白酒市场参与者众多,竞争尤为激烈,在品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或陆续退出市场。

三、行业政策

白酒制造行业为国家限制发展的产业。国家对白酒制造行业总体的发展思路为:控制总量、优化结构、减少污染、保障安全;完善白酒生产许可证管理办法,提高准入门槛;鼓励优势企业、名优白酒发展,提高市场集中度,淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。在行业发展历程中,政府通过一系列产业政策、税收政策、行业准入等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响(见表6)。

(一) 产业政策

2016年4月,中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》,提出了“坚

表4 2016年主要次高端酒销售额情况

企业名称	次高端白酒单品	销售规模(亿元)	同比增速
剑南春	水晶剑	63	23%
洋河股份	天之蓝、梦之蓝M1/M3	57	12%
郎酒	红花郎15年、红花郎20年	26	73%
山西汾酒	青花汾酒20年、青花汾酒30年	9	31%
水井坊	井台装、臻酿八号	10	45%
酒鬼酒	红坛、50度酒鬼、52度酒鬼	2	70%

资料来源:糖酒快讯

表5 中国白酒市场区域格局

区域	地区酒品牌	竞争格局
四川	五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春等	川酒强势，名酒众多，外来酒机会很少，但本地酒竞争也较为激烈。
贵州	茅台、习酒	地产酒较多，除茅台、习酒外规模不大，川酒在各价位都占有一定市场份额。
江苏	洋河、今世缘、汤沟	地产酒强势品牌很少，但面临皖酒与川酒的激烈竞争，外地酒如口子窖等进驻多年，在部分地区有优势。
安徽	古井贡、迎驾、口子窖、金种子、高炉家、皖酒、文王贡、宣酒	地产酒较为强势，中端与中低端优势较为明显；但地产酒品牌多，品牌间激烈竞争。
湖南	酒鬼酒、湘窖、浏阳河	受“塑化剂”事件影响，酒鬼酒下滑较大，但市场根基仍在；外地酒在中高端全面渗透，竞争威胁较大。
山西	汾酒	汾酒一家独大，汾酒及其买断品牌占据大多数市场份额，外地酒在中端与中低端无优势。
河北	老白干酒、山庄老酒、乾隆醉等	地产酒聚集在中低端，且区域格局较明显，品牌力大多不强；外来品牌纷纷介入，老窖等在河北兴建产能。
青海	青青稞酒	青青稞酒份额较大，中低端酒类消费以青青稞酒为主，外地其他香型白酒进入较少。
新疆	伊力特	伊力特在疆酒中很强势，挤压小品牌份额，外来酒难以渗透，仅泸州老窖小特曲带来一定竞争。
北京	牛栏山、红星	品牌众多，各种外地品牌激烈竞争，无单一胜者，但在低端市场牛栏山的市场根基非常稳固。

资料来源：公开资料整理

表6 近年来中国白酒制造行业主要政策梳理

名称	时间	部门	政策内容
《全国人大常委会审议刑法修正案(八)草案》	2011.5.11	全国人大常委会	醉酒驾车、“飙车”造成严重后果的将由行政处罚改为刑事处罚，对于饮酒驾车和“涉牌”违法行为也将加大行政处罚力度。
严控“三公”消费	2012.3.26	国务院	国务院召开第五次廉政工作会议要求严格控制“三公”消费，禁止公款购买香烟、高档酒和礼品
《中央军委加强自身作风建设十项规定》	2012.12.21	中央军委	中央军委要求不安排宴请、不喝酒、不上高档菜肴等
《产业结构调整指导目录(2011年本)》(2013年第21号令)	2013.2.16	国家发改委	继续将“白酒生产线”、“酒精生产线”等列入“限制类”，遵循优胜劣汰原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级。
《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的通知》	2015.7.15	国家税务总局	白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下、年销售额1000万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定。
《中国酒业“十三五”发展指导意见》	2016.4.13	中国酒业协会	坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐。预计到2020年酿酒产业销售收入达到12938亿元，比2015年9229.17亿元增长40.19%，年均复合增长6.99%。

资料来源：公开资料整理

持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐”的发展理念。预计到2020年酿酒产业销售收入达到12938亿元，比2015年9229.17亿元增长40.19%，年均复合增长6.99%。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长7.01%，并提出要注重智能智慧酿造，通过先进的工业智能化提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

(二) 供给端政策

自1999年起，国家对白酒制造行业实施生产许可证制度；《白酒生产许可证审

查细则(2006版)》明确规定白酒制造企业必须满足生产场所、工艺设备、产品标准、检验设备、质量安全等多方面条件，规模以上(年销售额500万元以上)白酒制造企业才能取得生产许可证并从事生产经营；2013年2月，国家发改委公布实施的《产业结构调整指导目录(2011年本)》(2013年第21号令)，继续将“白酒生产线”、“酒精生产线”等列入“限制类”。在行业高速发展时期，白酒制造企业很强的盈利获现能力不仅吸引外部资本进入，同时也促进行业内企业产能扩张，导致2011年已实现“十二五”产能规划。通过上述政策的实施，有权部门从限制市场参与者数量、行业内产能规模增长等维度对行业整体供给量增速进行控制，从而防止产能过剩的问题愈演愈烈。

(三) 需求端政策

2012年3月，国务院召开第五次廉政工

作会议上，明确指出现要严格控制“三公”经费，禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品；2012年12月，中央军委印发《中央军委加强自身作风建设十项规定》，要求切实改进接待工作，相关单位不安排宴请，不喝酒，不上高档菜肴等。2012年以前，白酒制造业量价齐升的需求基础主要来源于低价格弹性的政务和商务消费，上述政策的出台实施对高端政军商务消费需求造成明显冲击，进而导致白酒市场下游需求结构的调整。

(四) 税收政策

2015年，国家税务总局发布关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下、年销售额1000万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，并要求省国税局每季度都要进行审

核和上报。消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异,其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权,税负转移空间相较低端白酒制造企业大,普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端,对生产端盈利水平影响有限,而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因素,多通过降低出厂价承担更多消费税,以减轻流通端及消费端承担税负的比例,进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

四、发债企业信用分析

截至2017年8月底,中国境内公开发行债券的白酒制造发行人共10家,以全国型龙头及地方区域名优酒企为主。从信用等级分布看,受益于白酒生产业务盈利及经营获现能力很强的经营特点,行业内发行企业信用等级主要集中在AAA和AA,合计占存续主体总数70.00%,行业内企业信用质量较高。2016年以来,白酒制造行业新增发行企业仅1家:湖北稻花香酒业股份有限公司(以下简称“湖北稻花香”)(见表7)。

(一) 发债企业性质

截至2017年8月底白酒制造行业10家发行企业中,国有控股集团型企业共9家,是债券市场主要参与者(见表8)。非集团型白酒制造发行人一般为白酒业务的直接运营主体(上市公司较多),主营业务结构单一,同时受益于白酒主业盈利能力很强、经营获现能力良好等特点,对外融资需求不强,采用直接融资渠道的企业较少,目前有存续债券的仅北京顺鑫农业股份有限公司(以下简称“顺鑫农业”)。相反,国有集团控股型发行人由于承担部分政府融资职能或经营格局多元化,白酒以外的业务发展及与政府关联往来占款带来较强的对外融资需求,多采用直接融资渠道筹措低成本资金。

(二) 各信用等级发债企业概况

从发债企业经营情况来看,2015年以来伴随居民消费升级及高端白酒产品价格泡沫挤出,大众及商务消费逐渐承接政务消费,为行业景气度企稳回升提供有力支撑,带动2016年白酒制造发行人白酒业务收入及毛利率同比保持增长态势。此外,白酒制造企业也通过丰富产品结构及产品线、加大营销力度、拓展或深耕区域布局等方式在外部需求短期内无大幅提升背景下实现业绩增长,但随之而来的是销售费用率的增长。2016年,泸州老窖集团有限责任公司(以下简称“老窖集团”)销售费用同比增长75.03%,主要系为促进销售,持续加大广告宣传和市场营销(产品陈列、市场开发等)力度所致。

截至2017年8月底,AAA等级4家发行人均为全国销售型一线品牌白酒制造企业,代表品牌分别为“五粮液”、“洋河”(宿迁产发为江苏洋河集团有限公司控股股东,上述两家企业白酒板块经营实体均为上市公司江苏洋河酒厂股份有限公司)。



“泸州老窖”,品牌美誉度极高,产品定位以高端及次高端为主,产品结构及价格带较为丰富、在行业地位、经营规模、全国销售网络布局、盈利能力等方面均具备极强的竞争优势,在行业深度调整期呈现出较AA+及以下等级发行人更强的抗风险能力。从2011年以来部分一线品牌白酒制造企业利润总额变化趋势可以看出,在行业

表7 截至2017年8月底白酒制造行业存续债券对应发行企业主体信用等级分布(单位:家、%)

信用等级	家数	占比
AAA	4	40.00
AA+	2	20.00
AA	3	30.00
AA-	1	10.00
合计	10	100.00

资料来源:公开资料整理

表8 截至2017年8月底白酒制造行业发行企业基本情况

企业名称	主体信用等级	企业性质	是否上市
宜宾市国有资产经营有限公司	AAA	国有集团型	否
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	国有集团型	否
江苏洋河集团有限公司	AAA	国有集团型	否
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	国有集团型	否
安徽古井集团有限责任公司	AA+	国有集团型	否
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	AA+	国有集团型	否
今世缘集团有限公司	AA	国有集团型	否
北京顺鑫农业股份有限公司	AA	国有控股	是
湖北稻花香酒业股份有限公司	AA	民营	否
四川沱牌舍得集团有限公司	AA-	民营集团型	否

注:宿迁产发因多评级存在不同信用等级,本部分分析均将其纳入AAA信用等级统计。

资料来源:公开资料整理

外部发展环境发生较大转变情况下，茅台股份、五粮液股份及洋河股份三家酒企利润总额规模仍能保持相对稳定，部分企业仅在2014年出现同比下滑的情况，其中茅台股份利润总额更是保持持续增长态势。一线品牌白酒制造企业在产业链中极强的话语权以及消费者品牌认可度，使得价格下跌的影响均在经销商层面得到消化，经营稳定性极强（见表9）。

AA+等级发行人样本容量较少，以区域名优酒企为主，在区域渠道网络具备很强的竞争优势。截至2017年8月底，AA+等级2家发行企业分别为安徽古井集团有限责任公司（以下简称“古井集团”）及山西杏花村汾酒集团有限责任公司（以下简称“汾酒集团”），其中古井集团品牌价值位列安徽省酒企第一名，产品定位中端，坚持“聚焦策略”深耕安徽大本营。古井集团通过在每个地级市均设立一个大区，大力落实“店店通、路路通、人人通”，安徽区域主推产品网点覆盖率已达到97%以上。汾酒集团为山西省白酒生产龙头企业，产品定位以中低

端为主，销售区域主要集中在山西省内，经营效益与区域经济密切相关，近年来随着煤炭行业景气度低位运行，区域内政务、商务及个人消费需求均受到一定程度冲击，进而对汾酒集团经营业绩产生影响。

AA等级发行人以区域白酒制造企业为主，除顺鑫农业（代表品牌“牛栏山”）近年来不断加大外埠市场拓展带动经营规模相较AA等级发行人较为突出外，其余AA等级发行企业经营规模整体偏小，竞争优势并不显著。但顺鑫农业产品定位以低端为主，盈利能力（净利润率）较同等级发行人相对较弱（见表10）。

(三) 发债企业财务概况

从财务数据综合分析来看（见表11），上市公司主营业务结构普遍较集团型企业单纯，白酒业务良好的盈利获现能力使其形成良性自循环，整体债务负担极轻，财务弹性、偿债能力、资产质量及现金流状况良好。部分国有集团型企业自身为地方政府国有资产运营平台，除承担一定政府融

资职能外，还控股其他国有产业类企业（如宜宾市国有资产经营有限公司、宿迁产发等）；其余集团型企业经营格局普遍较为多元化，多伴有贸易、房地产、酒店等资金密集型业务。由于白酒主业造血能力突出，集团型企业普遍存在关联方往来占款及对外担保，在分析中应重点关注该类型发债企业其他应收款（集中度、形成原因、账龄、回收风险等）、或有负债风险、母公司债务负担及偿债能力、母公司盈利对下属上市公司分红依赖度、上市公司分红规模及可持续性。

细分来看，资产构成方面，白酒制造发行人资产以流动资产为主，现金类资产（货币资金、应收票据、理财等）、存货及其他应收款在流动资产中占比较高；固定资产及在建工程则为非流动资产主要构成。白酒制造企业普遍采用先款后货的现金结算模式，大量经销商预收款积累形成较为充沛的现金类资产。此外，由于白酒具有酿造时间较长的生产特点，半成品（基酒）存货规模普遍较大，叠加每年一季度春

表9 2011年以来一线品牌白酒制造企业利润总额情况（单位：亿元）

企业名称	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年1-6月
贵州茅台酒股份有限公司	123.35	187.00	214.32	218.82	220.02	239.58	160.84
宜宾五粮液股份有限公司	85.00	137.39	112.47	80.16	82.87	93.37	69.96
江苏洋河酒厂股份有限公司	55.31	82.15	66.86	60.31	71.65	77.61	52.22
泸州老窖股份有限公司	40.45	61.52	46.80	12.18	19.67	25.30	19.60

资料来源：公开资料整理

表10 截至2017年8月底白酒制造行业发行企业2015-2016年白酒板块经营情况（单位：亿元、%）

企业名称	主体信用等级	主要销售区域	白酒业务收入 2015/2016	白酒业务毛利率 2015/2016	销售费用率 2015/2016
宜宾市国有资产经营有限公司	AAA	全国性	205.21/234.02	71.59/71.18	7.73/8.69
宿迁产业发展集团有限公司	AAA	全国性（江苏省54.82%）	153.16/164.99	63.25/65.40	11.61/10.20
江苏洋河集团有限公司	AAA	全国性（江苏省54.82%）	153.16/164.99	63.25/65.40	11.72/10.83
泸州老窖集团有限责任公司	AAA	全国性（西南47.99%）	66.06/83.04	47.46/60.30	6.91/12.36
安徽古井集团有限责任公司	AA+	区域性（华中89.96%）	51.19/58.76	71.54/75.30	24.20/27.80
山西杏花村汾酒集团有限责任公司	AA+	区域性（山西省53.06%）	46.10/50.10	64.88/65.59	8.04/6.56
今世缘集团有限公司	AA	区域性（江苏省94.29%）	24.22/25.39	69.97/70.80	18.14/18.36
北京顺鑫农业股份有限公司	AA	全国性（北京35%）	46.48/52.04	62.11/62.59	11.82/10.92
湖北稻花香酒业股份有限公司	AA	区域性（湖北省59.92%）	21.60/20.51	40.46/46.94	22.06/21.27
四川沱牌舍得集团有限公司	AA-	全国性（各地区销售占比较分散）	9.61/12.37	51.09/65.56	13.77/17.23

注：山西杏花村汾酒集团有限责任公司销售区域数据统计为2015年。

资料来源：公开资料整理

表11 白酒发债主体2016年财务指标 (单位: 亿元、%)

主体信用等级	主体信用等级	主体信用等级总额	其他 应收款	所有者权益	预收款项	利润总额	非经营性损益
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	1693.69	112.92	922.47	107.63	105.78	投资收益3.5亿元+营业外收入7.23亿元
	宿迁产业发展集团有限公司	700.21	89.11	361.35	39.37	77.90	投资收益5.51亿元(银行理财4.01亿元)+营业外收入1.03亿元(政府补助0.83亿元)
	江苏洋河集团有限公司	510.51	65.62	275.04	38.81	76.84	投资收益5.50亿元、营业外收入0.80亿元
	泸州老窖集团有限责任公司	796.05	53.54	254.90	11.88	45.71	投资收益9.90亿元+营业外收入3.33亿元(政府补助1.96亿元)
AA+	安徽古井集团有限责任公司	168.54	1.69	73.94	13.13	11.40	投资收益1.7亿元(持有可供出售1.26亿元)+营业外收入0.74亿元
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	118.25	0.82	65.53	6.57	6.30	投资收益0.20亿元+营业外收入0.12亿元
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	127.49	30.53	53.17	11.93	6.14	营业外收入0.27亿元(政府补助0.12亿元)、公允价值变动损益2.85亿元(投资性房地产公允价值变动2.85亿元, 2015年为3.52亿元)
	今世缘集团有限公司	94.28	28.37	52.78	4.86	10.27	投资收益1.00亿元+营业外收入0.17亿元
	北京顺鑫农业股份有限公司	178.35	0.46	68.22	21.41	5.45	投资收益1.86亿元(处置长期股权投资收益)+营业外收入0.01亿元
AA-	四川沱牌舍得集团有限公司	77.72	7.21	45.96	2.53	1.99	投资收益0.55亿元(权益法核算的长投资收益)+营业外收入0.10亿元

主体信用等级	企业名称	经营活动净现金流	营业利润率	净资产收益率	全部债务 资本化比率	EBITDA利息 倍数	全部债务
AAA	宜宾市国有资产经营有限公司	152.09	28.79	8.50	30.36	11.28	402.24
	宿迁产业发展集团有限公司	82.86	59.81	16.11	22.82	254.73	106.86
	江苏洋河集团有限公司	88.76	60.60	20.82	22.77	61.86	114.76
	泸州老窖集团有限责任公司	-71.63	64.03	14.46	52.62	9.05	283.08
AA+	安徽古井集团有限责任公司	152.09	53.23	10.59	38.57	8.05	46.43
	山西杏花村汾酒集团有限责任公司	82.86	16.75	5.37	23.07	13.16	19.66
AA	湖北稻花香酒业股份有限公司	-12.66	43.81	8.66	51.07	4.36	55.50
	今世缘集团有限公司	9.46	61.28	14.65	33.00	389.49	25.99
	北京顺鑫农业股份有限公司	10.08	23.12	6.23	54.02	2.71	80.15
AA-	四川沱牌舍得集团有限公司	-5.22	41.44	2.05	31.47	5.27	21.11

资料来源: 公开资料整理

节为白酒传统消费旺季,白酒制造发行人多于年底备货满足市场需求,综合导致存货占比较高。其他应收款则主要来自关联方往来占款,如股东及关联方占款、政府融资平台往来占款及基础设施建设投资垫款等,账龄较长,坏账计提比例较低,对资产质量造成负面影响。

负债及债务负担方面,白酒制造发行人负债以流动负债为主,其中短期借款及预收款项(无需实际偿付)普遍占比较高,导致资产负债率对于企业杠杆水平的反映存在一定程度失真。2016年底,白酒制造发行人全部债务资本化比率均值为35.98%,同比减少1.72个百分点,整体债务负担较轻;泸州老窖、湖北稻花香及顺鑫农业全部

债务资本化比率均在50%以上,其中泸州老窖受控股子公司华西证券经营特点影响、顺鑫农业由于房地产开发业务资金需求较强,债务负担高于行业平均水平。

现金流方面,整体看白酒制造行业发行人受益于先款后货的结算模式,经营获现能力强。2012年行业调整初期,政策效应显现对终端需求形成严重打压,导致社会及渠道库存积压,经销商因库存周转压力减少采购,传导至白酒制造企业则呈现出预收款项持续下降的态势。2015年以来,随着需求结构调整,社会库存及渠道库存逐渐消化,白酒制造企业预收款项止跌回升,现金流好转,2016年经营活动净现金流均值为48.87亿元,同比增加18.94亿元。

偿债能力方面,白酒制造发行人较轻的债务负担、良好的盈利及经营获现能力均使其具备很强的偿债能力。从短期偿债能力来看,白酒制造发债企业较为充沛的现金类资产对短期债务具备较强的保障能力;从长期偿债能力来看,2016年白酒制造发债企业全部债务/EBITDA及EBITDA利息倍数均值分别为4.44倍和12.39倍,长期偿债能力强。

五、行业发展

2012年以前,白酒制造行业高度繁荣主要来自宏观经济及固定资产投资的高速增长和公务消费、商务宴请的刚性支出。

行业深度调整期间，白酒制造行业下游需求结构得到重塑，尽管严控“三公”消费和军队“禁酒令”政策基调仍会持续，但边际负面效应影响有限。且随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、人均可支配收入的持续增长，白酒作为中国最重要的商务宴请饮品之一，其发展前景依然较好，中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提

供新的动力。

高速增长期间，行业内大小白酒制造企业均获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高；2012年以来行业进入深度调整期，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业将挤压小酒企的生存空间。在高端市场需求萎缩的压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场，部分市

场份额在往次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。未来3~5年，白酒市场将进入整合重组阶段。行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险。■

汽车经销行业研究

文 | 联合资信评估有限公司 张豪若 陈婷

一、行业运行概况

(一) 行业整体状况

中国汽车行业自2000年以来步入快速发展期，汽车产销量连创新高，成为全球汽车行业发展最为迅速的市场之一。2005年《汽车品牌销售管理实施办法》的颁布实施，使中国汽车经销市场中规范性较低的中小经销商被大量过滤，同时促进了大型经销商向特许经营专卖店模式的高速转型，中国汽车市场主流经销渠道由此开始。2008年，受全球金融危机的影响，中国汽车销量增速呈现明显的下滑趋势。为刺激汽车产业需求，2009年国家在“十大产业调整振兴规划”中推出《汽车产业调整振兴规划》，制定了汽车产业发展的八大目标，加上成品油税费改革、小排量车购置税减免、“汽车下乡”、新能源汽车试点城市及补贴等政策的推行，使得2008年下半年延迟的市场需求和2009年当期需求集中释放，2009年中国首次超过美国成为世界汽车产销第一大国。2011年受取消购置税减免及汽车以旧换新等政策到期因素影响，汽车产销增速明显放缓，当年汽车销量同比增长仅为2.5%，是近十年来最低增

速。随着三四线城市购车需求的不断增长，2012~2013年中国汽车产销量增速企稳回升，2013年汽车累计销量为2198.41万辆，同比增长13.9%，比2012年提高9.5个百分点；2014年以来，随着中国经济“新常态”的加深，汽车销量虽保持全球第一，但增速不断下降；2016年，受益于购置税减半政策，中国汽车全年实现销量2802.82万辆，同比增长13.65%，增速高于上年8.97个百分点。2017年1~9月，汽车销量平稳增长，同比增长4.46%至2022.45万辆，受购置税优惠政策退坡等影响，增速较上年同期下降8.71个百分点（见图1）。

近十年，中国汽车保有量不断增长，年均增速保持在10%以上。截至2016年底，中国汽车保有量为1.94亿辆，同比增长12.79%；千人汽车保有量约125辆，从国际经验来看，千人保有量120辆左右是汽车销量增速的分水岭；对比美国、日本等国家，日本在2012年千人汽车保有量已达480辆，美国2014年千人保有量约为813辆，中国汽车销售市场的未来发展空间大。截至2017年6月底，汽车保有量达到2.05亿辆，首次突破2亿大关。

从汽车销量历年数据来看，不同时期

内，宏观调控、行业鼓励政策、节能环保标准以及油价波动等外部因素通过对消费者购车成本及用车成本的影响，阶段性地抑制或释放了消费需求，造成行业的周期性波动；同时，保有量的持续上升，说明行业整体仍呈现持续增长，市场需求仍有上升空间。目前，中国汽车保有量仍远低于全球平均水平，消费者首次购车的需求以及更新换代的需求将为汽车市场的未来提供发展空间，其中首次购车需求将增加现有市场中的存量客户，更新换代需求将保障现有市场的可持续性发展，而上述需求均依赖于产业技术升级、新车型推出以及道路运输指导政策等。

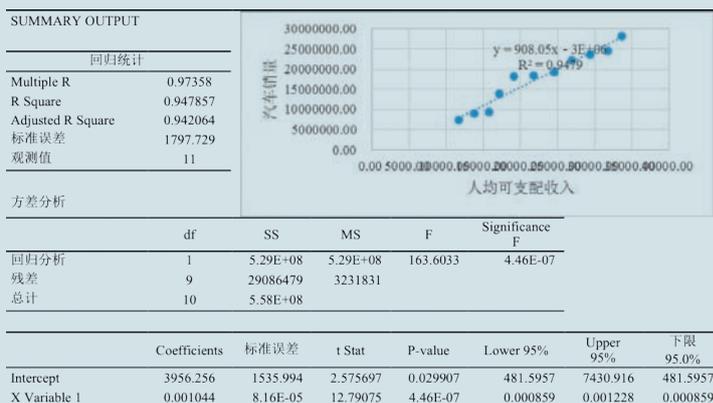
从下游需求来看，汽车经销行业与国家宏观经济形势变化息息相关。中短期来看，国内人均收入水平提高、汽车消费升级、国内人均保有量较低以及城镇化进程推进等将持续为汽车市场提供较为强劲的刚性需求。长期来看，毛利率较高的汽车维修养护等汽车后服务将成为国内汽车经销商的主要利润增长点。行业整合为未来发展趋势，资金实力雄厚、后市场服务体系完善的大型经销商将获得更大的发展空间。2015年至2018年，中国经济预计将继续保

图1 2006年~2017年9月中国汽车产销量变化情况(单位:万辆)



资料来源:中国汽车工业协会

图2 中国汽车销量与人均可支配收入回归分析



资料来源:根据Wind数据整理

持稳定增长,GDP增速年均复合增速约为6.5%-7%,居民收入水平将进一步提升,年均复合增速约为7.2%,与此相应,中国乘用车保有量规模也将进一步扩大,居民汽车消费结构也将持续升级。上述因素均可带动中国乘用车市场需求的继续增长。

汽车销售,尤其是乘用车销售,与国家居民收入水平有着密切关联。从统计回归分析结果来看(见图2),中国汽车销量与人均可支配收入的相关系数为0.948,虽然分析结果可能会由于样本空间小等原因造成误差,但基于回归结果的t检验及P值分析,两者相关性显著。随着中国居民人均可支配收入的提高,中国汽车销量将进一步增长。

(二) 乘用车子行业

按照产品用途划分,汽车行业分为乘用车产业和商用车产业。2016年,中国乘用车销量为2437.69万辆,占整个汽车市场的比重高达87%,是汽车市场的主要构成,且销量增速整体高于商用车,亦是汽车市场增长的主要动力来源。近年来,乘用车销量增长情况与汽车整体销量趋同。2015年乘用车销量首次突破2000万辆,2016年销量完成2437.7万辆,同比增长14.9%,增速相比上年提升7.63个百分点;受益于购置税减半政策,2016年,1.6升及以下乘用车销售1760.7万辆,同比增长21.4%(上年增速为10.38%),占乘用车销量72.2%(上年为68.6%),是支

撑乘用车市场增长的主力细分。2017年1~9月,乘用车和商用车分别完成销量1715.05万辆和307.40万辆,同比增长2.38%和17.85%,乘用车销量延续增长态势,但受制于小排量乘用车购置税优惠政策退坡影响,增速回落明显(见图3)。

按照车型划分,乘用车可分为轿车、SUV(运动型多用途车)、MPV(多功能车)以及交叉型乘用车。2016年,轿车销售1215.0万辆,同比增长3.4%,SUV销售904.7万辆,同比增长44.6%,MPV销售249.7万辆,同比增长18.4%,交叉型乘用车销售68.4万辆,同比下降37.8%。SUV延续快速增长,MPV增速进一步提升,体量最大的轿车增速转正,交叉性乘用车持续下滑。2017年前三季度,中国市场中乘用车销量为1715.05万辆,同比增长2.38%,增速较上年同期下降12.37个百分点。按车型分类:轿车销售831.85万辆,同比下降1.45%;SUV销售696.19万辆,同比增长16.05%;MPV销售145.09万辆,同比下降17.05%;交叉型乘用车销售41.91万辆,同比下降25.50%(见图4)。

整体来看,乘用车市场中轿车始终是最主流车型,为乘用车市场贡献一半以上的销量。近年来,SUV的增长势头逐年凸显,2016年SUV销量约占乘用车总销量的37%,一方面是由于2016年购置税相关政策拉升了整体汽车市场的销售局面;另一方面,国产SUV2016年突破600万辆关口,同比增长59%,远高于乘用车整体增长率,具有较高的性价比的国产品牌加速推出SUV新款车型,在SUV市场中占有的份额提升至50%以上。2017年以来,轿车销量增速放缓,SUV车型延续上年态势继续支撑乘用车整体增速。占比较小的MPV车型,相比于轿车和SUV来看市场成熟度较低,但考虑到“二胎”政策带来的家用需求,其近年来保持着两位数的增速,未来发展空间较大(见表1)。

(三) 商用车子行业

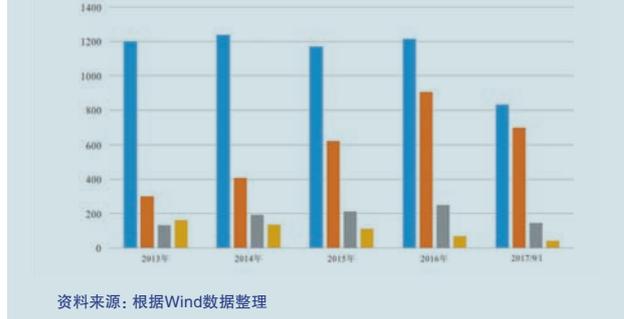
2016年,中国商用车销量为365.13万

图3 近年来中国乘用车销量变化情况 (单位: 万辆)



资料来源: 根据Wind数据整理

图4 近年来中国乘用车细分品类销量变化情况 (单位: 万辆)



资料来源: 根据Wind数据整理

表1 乘用车各细分市场销量增幅对比 (单位: %)

细分市场	2014年	2015年	2016年	2017年1-9月
轿车	3.1	-5.3	3.7	-1.5
SUV	36.4	52.4	44.6	16.1
MPV	46.8	10.1	18.4	-17.1
交叉型乘用车	-18.1	-17.5	-37.8	-25.5
乘用车市场合计	9.9	7.3	14.9	2.4

数据来源: 根据Wind数据整理

辆, 占整个汽车市场的13%, 整体规模明显小于乘用车市场。近年的市场发展态势看, 商用车行业在2010年达到历史最高点后, 由于宏观经济增速持续回落, 2011~2012年市场需求下降明显; 2013年, 轨道交通、城镇化等投资以及城市物流建设支撑了商用车、尤其是重卡车种的需求, 同时国四标准的实施进度加大了市场对国三库存车的消费力度, 商用车销量恢复性增长; 2014~2015年, 由于上年市场需求的提前释放, 以及GDP增速进一步放缓, 商用车销量再次步入下滑。2016年, 交通运输部与公安部展开专项整治行动, 统一超限超载执法新标准, 重卡的承载重量上限有所减少, 使得物流车的有效运力降低, 刺激了新车购置需求; 另外, 煤炭等大宗商品补库存带来的运输量集中释放、PPP基地项目带来运输需求增加, 重卡行业内生的替换需求等因素, 均推升了重卡新车的购置需求, 在此带动下, 商用车销售恢复正向增长, 同比增长5.66%。2017年上半年, 商用车销量210.09万辆, 同比增长17.54%。

分产品来看, 商用车主要包括货车及客车, 货车在商用车销量中的比重保持在80%以上, 货车类产品受工程建设、房地产、能源矿山及物流运输等下游行业需求影响较大, 2016年货车全年累计销量310.79万辆, 同比增长8.82%。客车方面, 中国经济增速温和下降, 客车市场总体需求持续下滑, 2016年客车全年累计销量54.34万辆, 同比下降8.73%。2017年1~9月, 货车销量增速进一步提升, 同比增长22.39%至272.78万辆; 客车销量延续下滑态势(见图5)。

二、汽车经销企业运营模式

(一) 经营模式

近年来, 各形态的汽车销售业态有所发展, 例如汽车超市、汽车综合产业园、电商平台等, 但目前汽车特许经营专卖店仍是中国汽车销售最主要的渠道。其中, 可以为客户提供整车销售、零配件销售、维修服务及信息反馈服务的4S店是目前市场的主要门店形态。在此模式下, 汽车生产商与汽车经销商签订合同, 授权经销商在一定区域内

从事汽车的营销活动; 汽车生产商通常会向汽车经销商的销售方式、宣传方式、服务标准、销售流程、店面形象标识作出要求; 这一授权过程通常由汽车生产商根据自身的建设规划图通过招商的形式确定。

首先, 由整车生产商严格挑选拟开设的专卖店的地址, 然后根据其本身对零售网络铺设的需求进行公开招标。随后, 生产商会根据申请人拟建设店铺的土地、人员配给、资金等方面的情况并经过实地考察后, 确定授予经销权。其后, 汽车生产商向确定的经销商收取一定的担保押金, 并根据自身标准指导经销商的建设、装修和陈列等。同时, 汽车生产商会为经销商提供管理、营销及技术人员训练。进行检测及考核后, 生产商会向经销商发出确认函, 并开始付运汽车, 允许其开始组织相关经营活动。

国内各大经销商均有自身根植的区域, 存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位。例如广汇汽车、庞大集团为汽车经销全线品牌型, 国机汽车、中升集团经销品牌以中高端品牌为主, 利星行为单一品牌型, 物

图5 近年来中国商用车细分品类销量情况(单位:辆)



产元通为代表的本地主力型等。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力;由于在整车及零配件采购时,经销商一般需要全额支付价款,资金占用压力较大,具备规模效益的经销商在市场及信贷环境波动的情况下,能够体现出更强的抗风险能力,行业整合将成为未来的发展趋势。

(二) 盈利模式

汽车经销商的主要收入来源包括整车销售及汽车后服务。

现阶段,整车销售是汽车经销商最为主要的收入来源,通常占比可达90%左右。经销差价和厂商返点是汽车经销商的最大利润来源:①销售价格和进货价格的差价:通常情况下,整车厂会规定某车型在某地区的毛利率(通常为6%左右),并按照厂商指导价和毛利率确定该地区的经销商的提货价格。如果厂商主动改变指导价(如厂商降价),则提货价格也会改变,经销商毛利水平不会发现显著变化。②整车厂给予的返点:由厂家根据经销商销量完成情况,在年终或者季度末以奖励的形式返回给经销商。经销商返利根据区域、车型和经销商综合表现,在2%到5%不等。由于汽车生产商在整个产业链的地位优势明显,对于下游经销商的话语权很强,使得中国汽车经销企业近年

来整车销售业务毛利率不断下降。

汽车后市场是汽车从售出到报废的过程中,围绕汽车售后使用环节中各种后继需要和服务而产生的一系列交易活动的总称。汽车后服务市场分为9类,包括:汽车配件供应,售后维修服务,汽车后装,汽车金融,二手车及租赁,汽车文化,汽车报废回收,汽车专业市场及其他。按国际惯例,在一个完整成熟的国际化汽车市场里,汽车的销售利润占整个汽车业利润的20%,零部件供应利润约占20%,其余60%的利润都是在服务领域产生的。

随着中国汽车保有量的迅速增长以及新车销量增速的逐步趋于平缓,售后业务比例不断提升。在整车销售利润空间狭窄的情况下,大部分汽车4S店逐渐把售后服务作为其服务业的一个重要利润来源,由于其较高利润回报,售后服务利润模式开始在汽车服务的赢利模式中日渐占据重要地位。汽车4S店售后服务涵盖了汽车销售以后有关汽车的质量保障、索赔、维修保养服务、汽车零部件供应、维修技术培训、技术咨询及指导、市场信息反馈等与产品和市场有关的一系列内容。

在汽车后市场中,受政策推动影响,汽车融资租赁近年来发展速度迅猛,成为汽车金融服务的主要形式之一。中国汽车金融服务业发展空间较大,根据前瞻产业研究院

《汽车金融行业市场前景与投资分析报告》

显示,中国2015年汽车金融渗透率为35%远低于发达国家,其中融资租赁市场渗透率仅为1%。而美国汽车金融渗透率达81%,其中融资租赁市场渗透率50%。随着汽车金融产品供给的增加、中国家庭理财意识的增强、年轻人逐渐成为消费的主力,包括汽车融资租赁业务在内的汽车金融将迎来蓬勃发展的黄金时期。预计到2020年,中国汽车金融渗透率将达到50%,市场规模有望突破2万亿元。

(三) 产业链地位

汽车产业链分为上游行业(包括原材料、零配件行业)、汽车整车制造行业、下游行业(包括汽车经销、维修保养、二手车交易、汽车金融、汽车油品)三部分。汽车经销处于汽车产业链中下游的汽车流通服务领域,与汽车销售终端客户紧密对接。其上游为各类汽车生产制造商,下游为终端消费者。

国家于2005年4月1日开始实施《汽车品牌销售管理办法》后,中国汽车销售行业的经营形态逐渐形成以4S专卖店为主的现状。汽车经销商在经营规模、范围、地域、利润空间等方面会受到整车制造厂商的制约。一般情况下,汽车授权经销商需与整车制造厂商协议确定车型、销量及售价,并以完成销量目标为最终考核目标。且在采购整车及零部件时通常需要全额支付价款,对资金形成占用。汽车经销商的收入规模也因此会受到经销品牌的制约。由于汽车经销商盈利来源主要为汽车购销差价及厂商返利,当汽车市场销量增速放缓的情况下,汽车经销市场竞争则会趋于激烈,部分整车销售价格下探,进销差价空间萎缩,加上需求降低导致汽车经销商去库存压力加大,新车销售利润率进一步降低。2015年以来,汽车经销商经营压力进一步加大,若汽车厂商当年定了较高的销量指标,汽车经销商为了获得厂商返利只得超负荷拿车,而当年汽车需求增速如果出现下降,则会导致经销商为了完成指标价

格而出现倒挂现象。随着近年汽车销量增速的回升，2016年国内汽车经销商库存有所降低。根据国际惯例，库存系数（库存数/销售量）在0.8~1.2之间处于合理范围，若大于1.5，则库存达到警戒水平，2016年，国内经销商绝大部分月份的库存系数均在1.5以下，特别是在12月份库存系数降至0.82，经销商的库存压力持续降低。但是2017年以来，由于汽车销售增速下降较快，库存压力有所增大。

三、行业政策

（一）地方性汽车限购政策

截至目前，中国共有八个城市先后推出了汽车限购政策，包括上海、北京、广州、天津、贵阳、杭州和石家庄。以北京为例，2010年12月，北京正式公布《北京市小客车数量调控暂行规定》实施细则，规定从2011年期，新增小客车号牌额度总量受控，申请人须参加摇号获得购车指标。同时，北京市规定外地牌照的车辆高峰期禁止驶入五环以内，以保证京牌车辆的顺利通行。上海从1994年起便采用牌照拍卖的方式控制汽车增量，对汽车牌照进行市场化配置，根据2012年上海市政府颁布的《上海市非营业客车额度拍卖管理规定》，获得牌照的车辆拥有在上海市中心城区通行的权利，每月新增牌照额度根据市场情况变化，外地车辆在工作日高峰期内，禁止驶入高架道路。

限购政策会直接影响汽车销量，并且一定程度上改变消费者的购车行为，从而影响汽车市场上各品牌与产品的竞争格局；据调查，限购政策实施后，更多的消费者会增加购车预算，改买更高端车型，如SUV车型、大型车、豪华车。同时，限购政策也加速了汽车后市场的发展，车主将更加重视对现有车辆的保养，提升相应的维修保养预算；汽车租赁市场也成为政策的受益者。

（二）持续打击汽车产业价格垄断

2014年8月以来，国家发改委及各地物价局每年均会针对汽车产业链各端的价格垄断协议行为通报并罚款，“反垄断”监管具有持续性；2016年4月，国家发改委对上海韩泰轮胎及相关经销商处以217.52万元罚款，同年12月，上海市物价局对上汽通用限定车型最低售价行为开出2.01亿元罚款。同时，国家发改委同有关部门研究起草《关于汽车业的反垄断指南》，已于2016年3月公开征求意见，该《指南》重点关注与新车销售、售后配件流通、售后维修服务以及滥用市场支配地位的行为，在结构上匹配《反垄断法》。

目前，反垄断指南正式推出在即，反垄断处罚已覆盖上游零部件、中游厂商、下游经销商及汽车后市场等产业链各端，且由于话语权较强的整车厂商因销售规模大导致罚单金额高（通常按上一年度涉案产品销售额的4%计算）。可见，反垄断监察具有较强的连续性和处罚力度，行政监管对整车生产和经销环境的整治是长期存在的目标。

（三）减征1.6升及以下排量乘用车购置税

2016年12月，财政部、国家税务总局发布《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（以下简称“通知”），自2017年1月1日起至12月31日止，对购置1.6升及以下排量的乘用车减征按7.5%税率征收车辆购置税；自2018年1月1日起，恢复10%的法定税率。本次《通知》是在2015年发布的“2015年10月1日到2016年12月31日购买1.6升及以下排量乘用车，实施减半征收车辆购置税的优惠政策”基础上，相应降低了购置税优惠力度。

从2016年销量看，之前实施的购置税减半政策有力促进了相应车型的销售，尤其在6~11月，乘用车当月销量同比增速均在17%以上，下半年贡献了全年销量的55%（2015年贡献率是52%），一定程度透支了后续的消费需求。随着新优惠政策出台，一方面对2017年的销售增长带来阶段性影

响，另一方面相应企业也可能调整新车型的布局计划。

（四）商务部正式发布《汽车销售管理办法》

《汽车销售管理办法》（以下简称“新《办法》”）自2016年1月公开征求意见，已于2017年2月经商务部审议通过，自2017年7月1日起施行；同时废止《汽车品牌销售管理实施办法》（商务部、发展改革委、工商总局令2005年第10号，以下简称“旧《办法》”）。

与旧《办法》相比，新《办法》在法规名称、适用范围、授权制度和期限、销售及售后服务、供应商对经销商的管控等方面做出了调整：新《办法》在名称上取消了“品牌”二字，行政管理将不再限于“品牌授权”模式，市场中供应商、经销商、售后服务等参与方的权责将在“销售活动”的基础上延伸至“信息明示、建立健全投诉制度”等相关方面，保障并强化了消费者的权益。新《办法》取消了单一的品牌授权模式，将品牌授权期限由1年1次调整为不低于3年，首次授权不低于5年，并且规定供应商、经销商不能对消费者限定汽车相关用品的提供商和售后服务商、强迫消费者购买保险等业务，在维护经销商的同时，更好的保障了消费者的利益，使得整车厂商的利润空间更趋市场化。新《办法》还提出多个“不得”，规定了多项供应商不得对经销商实施的行为，提供给经销商更大的自主经营权，在货源及备货、跨区域销售、销量及价格等方面削弱了供应商对经销商的限制，平衡了供应商和经销商之间的利润空间。

随着汽车市场的发展，品牌竞争加剧使得汽车经销企业盈利承压，上游厂商和下游经销商在经销准入、投资回报、垫资、经营自主权等方面的不对等凸显，厂商地位强势。新《办法》出台，在保障消费者权益的基础上，放宽市场准入，推动销售、售后分离，提倡资源共享，降低经销商的投资门槛和营

运开支,促进上下游关系由“授权经营的强势话语权”转变为“双方协商共赢的合作关系”,鼓励尝试营销新模式,行业集中度和运营效率有望得到提升,对汽车经销行业是重要的利好。但同时,汽车经销作为一个区域性和全国性企业并存、规模和盈利差异化的完全竞争行业,在“松绑”初步阶段可能会出现不合理竞争的行为,需要厂商和监管机构予以引导、约束,监督趋细化,以提升失信成本。

(五) 多国出台新能源政策 中国已开始研究制定禁售传统燃油车时间表

2017年7月,英国政府宣布将于2040年全面禁售包括油电混合动力车在内的燃油车;法国环境部也宣布到2040年前全面禁止销售汽油和柴油汽车,到2050年前努力成为碳零排放国家。此前,欧洲多个国家,包括德国、荷兰、挪威、瑞典、瑞士都先后公布过禁售传统燃油汽车的时间表。与此同时,欧洲各大汽车厂商也纷纷将重心向新能源市场偏移。印度政府《国家电动汽车任务计划》也表明,到2020年印度计划每年销售600-700万辆电动汽车,势必普及电动汽车来改善严重的污染问题。

据工信部副部长辛国斌2017年9月在中国汽车产业发展国际论坛上的致辞,中国已经开始研究制定禁售传统燃油汽车时间表。这不仅是顺应汽车产业发展的大趋势,

也与环境问题相关。就2016年市场来看,中国的乘用车能源消耗量和国际上限定标准还有差距。从现在到2025年将是汽车产业战略转型最为剧烈的几年,对传统汽车节能减排要求、新能源汽车的技术要求都会越来越高。从技术和环境角度出发,逐步停止生产和销售传统燃油车是必然之路。

四、行业竞争格局

目前中国汽车经销行业呈现出“小规模、大群体”的格局,行业内企业普遍规模小、实力弱、组织化程度低,融资能力受到限制。大型经销商在人才储备、品牌知名度、资本实力和地区市场资源整合等方面具备竞争实力,通过兼并和新建扩大市场份额,汽车经销行业的整合仍为行业未来发展趋势。根据中国汽车流通协会的统计数据显示,2016年,中国汽车经销商百强集团4S网点数达到6014家,同比增长8.8%;百强企业营业收入为1.5万亿,同比增长17.9%;整车销售780.3万辆(含二手车),同比增长19.8%;同时盈利规模有明显提升,毛利润总额为771.7亿元,同比增长34.6%,净利润为197.3亿元,同比上升34.6%。中国汽车经销商百强集团中前十名营收总计5979.35亿元,约占百强集团营收总数的39%,销量合计292.77万辆,约占百强企业总销量的37%。由此可见,中国汽车经销行业集中度依然偏低。位于榜首的广汇汽车服务

股份公司(以下简称“广汇汽车”)同100名的国北汽车控股有限公司营收额相差50倍,销量差距达到百倍规模,中国经销商阵营内部继续呈现两极化趋势(见表2)。

五、未来发展

(一) 中西部市场成未来主要增长区域,销售网点向三四线城市渗透

从汽车销量增速水平来看,东北、西北、中部、西南等地区的汽车销量增长最快,然而这些地区的4S门店数目占全国的比例都较低;另一方面,三四线城市汽车消费增长速度持续高于全国水平,已经在近年来成为中国汽车消费的主力。由于中西部地区以及三四线城市汽车消费潜力与4S店分布的不匹配,预期汽车经销商将加快在上述地区的布局,渠道西进和下沉将是大势所趋。另外,随着中国城市化进程的加快和社会财富的增长,三四线城市的汽车需求逐步突显出来,近年来主机厂纷纷意识到其市场潜力,开始积极布局三四线城市,鼓励中心城市经销商将网络下沉到三四线城市。

(二) 经销商与整车厂商开始探索合作共赢的格局

随着中国汽车经销商行业集中度的不断提高,部分汽车经销商集团在销售数量、网点数量、区域覆盖等方面都在近几年形成了一定规模,并在经营管理水平、售后服务能力等方面得到了较大提升,对推动整个汽车经销行业的服务水平及促进汽车行业的发展方面起到了越来越重要的作用。

与此同时,整车厂商与经销商的关系,也逐渐由单纯的上下游授权、供销的关系,走向了更紧密的合作共赢。近年来主要品牌整车厂商陆续放宽了对经销商的授权网点数量的限制,使得经销商得以进一步扩大单一品牌的经销网点,发挥规模优势,促进品牌销量;同时,伴随着中国汽车消费市场向二三线城市的拓展,整车厂商也开始鼓励经

表2 2016年中国汽车经销商集团前十名企业(单位:亿元、万辆)

排名	集团名称	营业收入	销量
1	广汇汽车服务股份公司	1354.22	91.50
2	中升集团控股有限公司	715.99	32.80
3	利星行汽车	661.77	15.75
4	庞大汽贸集团股份有限公司	660.09	52.18
5	上海永达控股(集团)有限公司	559.89	17.26
6	国机汽车股份有限公司	505.85	17.07
7	恒信汽车集团股份有限公司	442.84	24.12
8	大昌行集团有限公司	399.57	8.33
9	浙江物产元通汽车集团有限公司	363.94	23.20
10	中国正通汽车服务控股有限公司	315.19	10.56

注:上表中销量包含二手车销量。

资料来源:中国汽车流通协会

经销商经营卫星店、直营店等授权机制更为简单的销售渠道,依托经销商广泛的专卖店网点,共同培育潜在汽车消费市场。

(三) 整车销售逐步转向汽车后市场服务

由于汽车销售业务在国内特别是在沿海地区已相对饱和,未来销售业务收入的下滑难以避免,在整车销售领域竞争日益激烈,同时加上土地价格上升、环保压力增大、“限购”、“限行”、“限迁”等抑制汽车消费的外部不利条件,由整车销售向汽车后市场服务转移将成为一种转型趋势。而且从海外汽车流通发展经验看,汽车流通过程利润增值由制造环节逐步向汽车服务领域转移。

从2016年开始,经销商集团纷纷走上快速转型之路,有些已初显效果。比如,坚持“内生增长+外延扩张”的广汇汽车,在2017年继续延续并购整合的发展战略,重拾超豪华、豪华及中高端品牌经营网点,并加强综合服务,强化盈利水平。这些措施在优化新车业务的同时,还使得广汇汽车的售后服务、二手车、融资租赁等业务得到快速增长。得益于转型而利润大增的还有庞大集团,虽然乘用车收入维持低速增长,但其金融、保险、精品等增值服务均有大幅提高,创新业务的新能源汽车、平行进口汽车销量超过去年。为适应新形势,庞大汽贸集团股

份有限公司(以下简称“庞大集团”)还加速布局出行市场,推出叮叮约车,并加大整合公司资源、盘活资产的力度。

(四) 依托电子商务,升级产业链

从欧美发达国家发展过程能看到,汽车后市场业务范围广阔,无论是互联网还是物联网,已经成为汽车后市场企业不能忽视的领域。电子商务是汽车后市场发展的必然业态,一直以来,汽车市场渠道上偏重于传统渠道,最近几年电商崛起,传统销售渠道面临被代替的命运。而传统汽车经销企业也在积极推出互联网线上服务,例如广汇汽车与阿里巴巴合作共同打造二手车O2O交易平台;庞大集团开设了庞大电子商城;广东物资集团汽车贸易公司成立了广东最大汽车电商平台-车唯网;中国和谐新能源汽车控股有限公司与富士康、腾讯签署了互联网智能电动汽车的合作协议。

六、发债企业信用分析

截至2017年11月底,所发债券尚在存续期的汽车经销企业共10家。2016年以来,市场中未新增可查询的受评主体,由于债券到期而减少1家受评主体-中升(大连)集团有限公司(中诚信国际最新级别:AA/稳定)。

由于汽车经销行业样本数量较少,以下将按主体长期信用等级从高到低、利润总额从高到低的排序方式,列举各发行人的信用等级、财务数据(包含广汇汽车)以及相应的经营数据(见表3)。2016年,汽车销售市场增速重新步入2位数增长,该10家汽车经销类企业在2016年基本呈现了收入和利润的双增长(国机汽车股份有限公司〔以下简称“国机汽车”〕和湖北恒信德龙实业有限公司〔以下简称“恒信德龙”〕除外),业绩增长主要源于自建门店(恒信德龙)和外延式并购(上海永达投资控股集团有限公司〔以下简称“上海永达”〕、广汇系)。2016年,由于“去库存”和“国产化”政策的持续推进,中国进口车市场供需双降,导致国机汽车营业收入下滑;但受益于财务费用及资产减值损失的明显下降,利润得以增厚。恒信德龙利润下滑主要受投资性房地产公允价值变动损益大幅回落所致。2016年,该10家汽车经销类企业平均实现收入508.91亿元,利润总额均值为13.42亿元。经营活动净现金流方面,2016年,除上海申华控股股份有限公司为负值外,其余均为正值。整体看,各汽车经销发行人经济效益良好。

资本结构方面(见表4),2016年各发行主体负债水平相对变化不大。其中国机汽车受2016年非公开发行股份及偿还有息债务影

表3 2016年度/底汽车经销企业各级别对应的财务指标(单位:亿元、%)

发行人	级别	营业收入		利润总额		经营现金净流量	营业利润率	全部债务资本化比率
		当期	同比	当期	同比			
广汇汽车服务股份公司	AA+	1354.22	44.53	39.76	47.26	33.08	8.57	70.85
国机汽车股份有限公司	AA+	505.85	-21.16	8.02	29.87	86.38	5.86	57.15
广汇汽车服务有限责任公司	AA	1183.04	26.26	38.07	39.27	21.77	8.50	69.81
上海永达投资控股集团有限公司	AA	437.63	21.17	12.28	45.90	5.37	10.12	64.88
湖北恒信德龙实业有限公司	AA	364.14	26.74	9.37	-35.39	13.48	7.90	66.10
武汉正通联合实业投资集团有限公司	AA	310.45	64.37	8.69	27.93	4.65	9.10	54.54
庞大汽贸集团股份有限公司	AA	660.09	17.09	7.50	56.92	11.31	9.39	78.40
润华集团股份有限公司	AA	153.42	13.37	6.88	-2.59	4.21	10.50	50.47
宁夏上陵实业(集团)有限公司	AA-	32.78	132.23	2.69	60.92	0.04	13.28	40.39
上海申华控股股份有限公司	AA-	87.44	22.25	0.90	35.30	-4.81	0.93	63.05
中值	--	400.89	24.26	8.36	37.29	8.34	8.84	63.97
均值	--	508.91	34.69	13.42	30.54	17.55	8.42	61.56

注:上表中相同级别的企业按“利润总额”的大小排列。

资料来源:联合资信根据公开信息整理

表4 2016年度/底汽车经销企业各级别对应的财务指标(单位:亿元、%)

发行人	级别	总资产	权益	资产负债率		存货		存货周转率		全部债务资本化比率
				2016	2015	2016	占流动资产比重	2016	同比	
广汇汽车服务股份公司	AA+	1119.60	287.55	74.32%	71.11%	154.18	24.23%	8.41	-3.77	70.85%
国机汽车股份有限公司	AA+	221.45	71.5	67.71%	80.26%	77.99	45.55%	4.6	0.61	57.15%
广汇汽车服务有限责任公司	AA	877.37	226.42	74.19%	71.36%	124.83	26.29%	8.17	1.79	69.81%
上海永达投资控股集团有限公司	AA	202.53	60.05	70.35%	70.41%	43.17	33.36%	9.40	1.58	64.88%
湖北恒信德龙实业有限公司	AA	216.03	62.81	70.92%	72.58%	65.30	49.43%	5.11	0.55	66.10%
武汉正通联合实业投资集团有限公司	AA	188.75	70.89	62.44%	72.51%	29.57	21.77%	11.5	4.2	54.54%
庞大汽贸集团股份有限公司	AA	708.35	130.87	81.52%	80.28%	118.98	22.62%	5.42	0.43	78.4%
润华集团股份有限公司	AA	126.82	58.91	53.55%	54.59%	16.17	21.90%	8.59	-0.05	50.47%
宁夏上陵实业(集团)有限公司	AA-	66.77	32.37	51.51%	53.96%	13.18	50.40%	2.45	1.62	40.39%
上海申华控股股份有限公司	AA-	96.51	27.39	71.62%	75.02%	12.63	24.02%	7.65	1.32	63.05%
中值	--	209.28	66.85	70.64%	70.21%	54.24	31.96%	7.91	0.97	63.97%
均值	--	382.42	102.88	67.81%	71.94%	65.60	25.26%	7.13	0.83	61.56%

资料来源:联合资信根据公开信息整理

表5 各家企业的经营数据和整车销售业务情况的对比(单位:万辆、家、亿元、%)

发行人	营业收入		利润总额		其中:整车销售收入	其中:整车销售-毛利率
	2015年	2016年	2015年	2016年		
广汇汽车服务有限责任公司	63.26	77.75	498	598	1049.58	4.08
国机汽车股份有限公司	19.40	17.07	45	50	471.70	3.86
上海申华控股股份有限公司	8.80	10.47	-	-	190.96	0.35
湖北恒信德龙实业有限公司	16.87	20.41	178	224	323.38	1.87
武汉圣泽捷通物流有限公司	6.48	-	89	90	266.15	3.12
庞大汽贸集团股份有限公司	42.63	49.73	786	711	583.64	5.04
润华集团股份有限公司	8.60	9.44	63	66	131.60	3.73
宁夏上陵实业(集团)有限公司	1646辆	4798辆	3	3	11.55	11.23
上海申华控股股份有限公司	8.80	10.47	-	-	190.96	0.35

注:1.上表中部分缺失数据未在评级报告中披露;

2.上表中的国机汽车、申华控股的整车销售业务主要为批发业务;

3.上表中国机汽车的4S店包含参股、控股店面。

资料来源:联合资信根据公开信息整理

响,资产负债率由2015年底的80.26%下降至67.71%;武汉正通联合实业投资集团有限公司资产负债率也有明显下降;广汇系资产负债率有小幅上升。其余各主体资产负债率自2016年以来均保持基本稳定,变动不大。庞大集团负债水平最高,2016年底达到81.52%。润华集团股份有限公司负债率最低,同期为53.55%。从存货规模来看,截至2016年底,各发行主体存货占比普遍较高,而存货周转率总体也呈上升趋势。10家发行人2016年存货周转率均值为7.13次/年,较2015年增长0.83次。总体来看,截至2016年底,各发行人负债水平保持相对稳定,但负债率依旧较高;经销商面临的库存压力依然较大。

从经营情况来看,除国机汽车外,其余

各汽车经销企业2016年新车销量同比均有不同程度的增长,4S店数量也有相应上升(庞大集团因调整品牌结构,撤销了部分传统汽车经营网点)。但整车销售毛利率依旧不高。其中宁夏上陵实业(集团)有限公司整车销售毛利率最高,为11.23%,主要是该公司销量规模较小,且销售品牌中广汽传祺、广汽菲克和雷克萨斯均有新车上市。上海申华控股股份有限公司整车销售以批发为主,因此毛利率最低,2016年为0.35%(见表5)。

七、总结

汽车市场在2015年呈现出整体销量回落、商用车负增长的状况,受制于增速放缓的

环境和整车厂商的强势地位,汽车经销企业经历了库存高位的垫资压力和价格下沉的利润压力,但仍尝试扩大经销规模来获取市场份额。2016年以来,受益于购置税减半、新能源推广政策等利好,行业产销量再次步入较快增长,年度增速达10%以上;经销企业纷纷通过并购、新建等方式拓展市场份额,加大汽车后市场的投入(类金融业务)以提升综合毛利率,但同时债务水平和或有风险也随之增加,行业龙头与其他经销企业的差异明显。

未来看,新颁布的《汽车销售管理办法》为经销商提供了发展空间,可能对目前的行业格局、尤其是区域内垄断格局有所影响,新能源汽车、售后、汽车金融等推广模式也可能进行新一轮的优化调整。■



评级机构的责任边界

文 | 联合资信评估有限公司 李振宇 刘艳 夏妍妍 胡颖

在我国债券市场国际化进程不断推进的背景下，为了更好地服务境内外债券投资者、促进市场规范健康发展，我国信用评级行业应重视树立和维护行业的整体形象，推动评级行业开放透明发展。

一、信用评级相关方应共同促进中国信用评级行业发展

(一) 国内信用评级行业的整体形象

1. 信用评级机构对于我国债券市场具有重要作用

信用评级机构在债券市场上发挥了重要的不可替代的作用，具体包括：一是揭示信用风险，为投资者的投资决策提供参考；二是帮助监管机构对于信用风险的监督和管控，降低金融监管成本；三是有助

于发行人进行债务融资，降低高评级企业的发债成本，并在一定程度上引导发行人加强债务风险的优化管理。

2. 国内信用评级行业“本土化”的独特优势

我国国内信用评级行业具有“本土化”的独特优势。一是国内评级机构对中国主权的认识更为客观。国际三大评级机构由于对我国宏观经济、国内信用环境认识不足，甚至存在“政治因素”。二是对国内市场行业及企业信用的认识和把握更加深刻。一方

面，国内评级机构评级业务涉及的国内行业范围较国际评级机构具有明显优势，对于国内行业风险的认识更为充分；另一方面，国内评级机构能够更准确地评估政府支持因素对发债主体（例如城投企业和银行）信用风险的影响。三是国内评级机构对国内监管环境更加熟悉，在客户积累方面具有明显优势。国内评级机构通过长期的尽职调查和信用评级，对企业的财务和经营状况更为了解，数据积累更为丰富。四是国内评级机构对信用评级的收费具有明显优势。

(二) 共同树立和维护中国信用评级行业整体形象

对于国内信用评级机构，一是加强投资者服务理念，丰富投资者服务内容，提高投资者服务能力和质量，完善投资者服务沟通渠道和反馈机制，更好地实现服务投资者的宗旨。二是加强对评级专业人才的储备，改善人才流动频繁、人才短缺等问题。三是通过学习国际评级机构科学合理的评级技术、理念和方法，完善评级方法和加强评级技术体系建设，提升自身研究能力、业务服务能力和国际竞争力。四是逐步提高自身的独立性、透明度，逐步改善等级虚高的现象，建立市场声誉，提升公信力。五是注重对评级数据库的建设，通过积累信用数据，为评级方法和评级技术水平等基础能力的建设提供有效支撑，促进评级机构技术能力和综合实力的提升。六是共同维护行业形象和声誉，国内信用评级机构应保持良性竞争秩序，避免互相攻击，恶意中伤。

对于监管机构，一是放宽债券发行、流通、投资的门槛，扩大债券发行人的范围；取消对于债券交易流通的信用等级限制要求，促进债券流通市场化；对于债券投资可根据投资资金类型进行分类监管，放宽商业资金的投资门槛，满足不同投资者的风险偏好。二是采取多元化的监管标准，将信用等级作为监管要求的参考条件之一而不是唯一，减少对外部评级的过度、机械和不恰当使用。三是针对目前市场上存在有别于其他评级机构的等级符号（如AAA+、AAA-等）的现象，统一信用等级设置及评级符号，避免市场混乱，同时完善短融信用等级设置，在A-1级的基础上增加A-1+级，加强和完善超短融市场的信息披露机制。四是在债券发行和投资两个环节上积极推动双评级的使用，适度扩大双评级的适用范围，引导投资者使用双评级。五是在违约事件频发的背景下，要明确对违约的判定和建立交叉违约的概念；进一步

完善投资者保护纠纷解决机制，包括建立调解、仲裁等多元化投资者纠纷解决机制，形成司法、行政、自律管理三者之间互联互通的有效模式，完善债券违约处理机制及路径。六是加强事中事后监管，加大惩罚力度，增加信用评级机构不合规行为的声誉成本，净化评级市场。七是为评级机构走出去提供政策支持，比如要求赴境外发债的境内企业必须由国内的评级机构进行评级，并在发行中公示评级结果，减少我国企业对国际三大评级机构的依赖，培育和扶持评级机构的国际化发展。

二、信用评级行业的责任边界需进一步明确

从我国法律监管规定上看，《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）（2016年6月修订）》第十一条规定，“评级项目组应当对自行收集的资料信息进行评估，以保证其及时性、准确性、完整性。评级项目组在采信承销商、会计师事务所、律师事务所、资产评估等机构出具的相关材料时，应当在一般知识水平和能力范畴内对其真实性和准确性进行评估”。《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引（2013年）》第三十四条规定，“评级机构应对受评企业开展实地调查，收集有关资料，深入了解受评企业生产经营和财务情况，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行必要的核查和验证”。《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》第四十一条规定，“注册会计师、律师、信用评级机构等相关机构和人员所出具的文件含有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的，由中国人民银行按照《中华人民共和国中国人民银行法》第四十六条的规定予以处罚”。从国际信用评级监管规定看，《欧盟信用评级机构监管法规》第二次修订稿明确了信用评级机构的法律责任，当评级机构因故意或者重大过失违反有关规定，或主动评

级违反法规要求，给投资者造成损失时，评级机构应当对给投资者造成的损失进行赔偿；根据《多德-弗兰克法案》，美国证券交易委员会（SEC）允许发行人在注册说明书中省略信用评级，不追究评级机构的专家责任。

因此，我国信用评级机构的责任在于根据独立、公正、客观、科学的原则设定信用评级方法体系，严格依据公开的评级方法和程序，独立审慎地开展信用评级工作，保证信用评级的公正性、一致性和完整性。若信用评级机构严格履行上述监管规定与行为规范，不应该对其“观点”所造成的结果承担专家责任。

三、坚持市场化发展路径，促进评级业整合

评级业整合包括行业内整合以及行业之间的整合。从行业内整合的角度来看，一方面，这是评级行业发展的必然结果。由于评级行业的评级技术和方法、违约率以及市场公信力等都需要长时间的积累和市场检验，决定了评级行业不适合小而散的发展方式，而是趋于强者恒强，因此行业内的兼并与收购是行业整合的重要方式，如美国本土机构Kroll Bond和Morningstar分别收购为金融机构评级的Lace和主要做资产证券化评级的Realpoint。另一方面，这也是国际化发展的路径之一。国际三大评级机构凭借丰富的经验和国际公信力，通过在海外设立分公司和办事处、入股本土评级公司、战略并购与技术合作等方式推动自身国际化发展，如惠誉1997年并购英国IBCA公司、2000年收购Duff&Phelps评级公司，穆迪和惠誉参股中国信用评级机构等。除三大评级机构以外，国外中小评级机构也在积极通过申请资质、兼并收购、战略合作等多种方式整合资源，提升自身的国际竞争力。

从行业间整合的角度来看，一些评级机构通过兼并与收购相关企业进行资源整

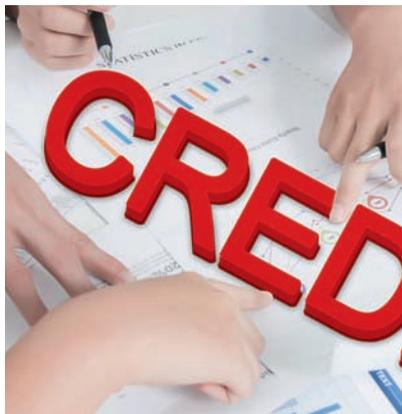
合,如收购与兼并相关模型公司、数据公司、财务公司等,为评级业务提供支持,促进了评级业务的发展。例如,穆迪2002年收购KMV公司,2017年宣布收购企业信息与商业情报提供商Bureau van Dijk公司,标普2016年宣布收购全球领先的环境数据和风险分析公司trucost等。

对我国评级行业来说,应当坚持市场化道路。从行业内整合来看,监管层在对级别竞争、价格竞争等不正当竞争行为进行严格监管的同时,应当鼓励和推动评级行业优胜劣汰,从而提高行业整体声誉和竞争力;国内评级机构要不断加强自身能力建设,在适当时机通过兼并收购国内其它评级机构来进行资源整合,同时还应积极到国际上寻找技术与战略合作伙伴,并根据当地情况分阶段采取在海外设立公司、入股国外评级机构以及兼并收购国外评级机构的方式,积极拓展自身在海外的业务和市场。从行业间整合来看,国内评级公司应审时度势,根据自身业务需求与企业信息提供商、大数据公司、模型公司、咨询公司等上下游企业进行战略合作或者兼并重组,整合资源,提高竞争力和影响力。

四、推动评级业对外开放,更好地服务于境内外债券投资者

(一) 债券市场的对外开放对国内评级机构的发展起到很大的促进作用

近年来,我国债券市场对外开放不断加速,先后允许国际投资者通过RQFII、QFII和中国银行间债券市场合格机构计划(CIBM)、“债券通”(北向通)等渠道参与到内地债券市场。与此同时,人民币纳入SDR货币、熊猫债的不断扩容、“一带一路”战略的逐步深入以及彭博、花旗将中国债券市场纳入相应指数等利好因素均对我国债券市场的进一步对外开放起到有力的推动作用,境外机构的投资额度和投资范围不断扩大,中国债券市场在全球资产



配置中扮演着越来越重要的角色,逐步成为国际外汇储备和全球资产配置中的重要一环。在债券市场对外开放加快的同时,我国评级行业也进一步对外开放,在“债券通”试运行首日,央行正式发布2017年第7号公告,对符合条件的境内外评级机构进入银行间债券市场开展业务予以规范,评级行业对外开放迎来实质性进展。

债券市场和评级行业的对外开放对国内评级机构发展的促进作用主要表现在三个方面:一是对外开放使得中国债券市场产品和参与者日益多元化,从发行端和投资端来看境外主体的参与程度都更高,进而推动了债券市场对信用评级需求的不断释放,拓展了评级机构的业务范围,增加了业务量;二是在债券市场对外开放过程中,国内评级机构通过与国际评级机构合资、加强交流与合作等方式学习和借鉴国际评级机构先进的评级技术和方法,对国内评级机构的发展壮大起到一定程度的促进作用;三是外资评级机构进入国内评级行业可以提高评级行业竞争度,促使国内评级机构从评级的量到质的转变,客观上将促进评级行业进一步与国际市场接轨,长期有利于我国评级行业的更加规范化和国际化。

(二) 监管层和评级机构应共同促进评级机构的市場功能得到更好发挥,推动评级业对外开放

在监管方面,一是加强评级行业统一

协调监管。监管层应当通过健全相关法律法规来促进统一监管的建立,加强监管部门的内部沟通,统一行业监管标准,从根本上避免多头监管乱象,规范信用评级机构的行业管理;完善事中和事后监管,针对评级结果和报告质量差等问题做出明确要求和规定,严肃处理级别竞争和价格竞争等行为,制定评级从业人员或评级机构退出机制等,利用震慑效应维护评级行业的规范发展。

二是鼓励和支持国内评级机构通过到国外独资或合资设立评级机构、申请资质等措施逐步走出去,到国际上开展业务,扩大影响,提高竞争力。

在评级机构方面,一是完善评级技术与方法,提高评级质量。通过学习国际评级机构科学合理的评级技术、理念和方法,完善评级方法和加强评级技术体系建设,提升自身研究能力、业务服务能力和国际竞争力。同时,建立区域评级和国际评级体系,将评级标准逐步与国际接轨,建立契合未来境内外投资者等市场参与者多元化要求的评级体系,开拓国际债券评级市场。此外,还要逐步提高自身的独立性、透明度,逐步改善等级虚高的现象,建立市场声誉,提升公信力。

二是加强人才储备,培养国际化人才。一方面,国内评级机构要加强对评级专业人才的储备,包括对熊猫债评级、主权评级等评级与市场方面人才的培养;同时改善人才流动频繁、人才短缺等问题,留住核心团队,增强公司凝聚力。另一方面,挖掘具有国际营销能力的人才。评级业务的海外发展不仅需要过硬的评级技术,还需要国际化的营销能力,需要与海外监管当局、相关机构等倾力斡旋,做出符合实际情况的制度安排。

三是提升投资人服务水平。国内评级机构应当加强投资者服务理念,提高评级调查、分析水平,提高评级报告风险揭示水平,强化跟踪评级,丰富投资者服务内

容,提高投资者服务能力和质量,完善投资者服务沟通渠道和反馈机制,通过举办论坛、定期发布信用利差分析、行业风险展望等方式向投资人推广对信用风险的观点,对国际投资人还应提供语言便利,以更好地实现服务投资者的宗旨,提高国际知名度、公信力、竞争力和影响力。

四是把握债券市场对外开放的机会,通过“走出去”来提高国际话语权。根据其它国家对我国评级机构的开放程度及变化,因地制宜、因时制宜,分阶段采取在海外设立公司、入股国外评级机构以及收购国外评级机构的方式,积极拓展自身在海外的业务和市场,如香港市场、“一带一路”市场等。

五是加强跨境交流合作,促进国际评级标准构建。例如可以建立一个客观和可靠的国际信用评估体系或合作联盟,对信用评级产品、技术、方法和标准等方面建立共识,探求建立国际化标准的评级体系等。

五、加强评级方法和技术模型披露,提升信息透明度

(一) 公开评级方法技术模型的背景与意义

近年来,随着“刚性兑付”逐渐被打破,我国信用违约事件的不断增多,提升评级透明度成为市场和监管机构对于评级行业的共同要求。信用评级机构公开其评级方法技术模型,投资者等市场相关方了解评级理念及依据,有利于更好地发挥信用评级的作用,并约束评级结果的公正性和一致性。

(二) 国际信用评级行业评级方法技术模型的公开程度与标准

在2008年经济危机后,美欧等国家均提高了对信用评级行业的监管力度和范围,在信息披露的监管要求上,包括评级方法技术模型的公开等方面更加全面和规范。

1. 美国评级方法技术模型公开标准的现状

根据《多德-弗兰克华尔街改革和消

费者保护法案》,评级机构需要披露评级程序和方法的前提、所依赖的数据,提供信用评级主要的假设、原则,包括定性的方法、量化的数据、有关资产相关性的假设,明确评级机构需确保对新评级方法或已有评级方法的更新进行公示,使市场参与者能够对评级方法提供意见,评级公司需听取并考虑这些意见。在此基础上,结构性金融产品应使用不同的符号来区分评级或披露结构性金融产品和其他类型评级之间的差异。美国证券交易委员会(SEC)应该对评级的程序和方法(包括定性和量化的数据、模型等)进行约束,保证通过包括定性、定量数据模型在内的程序和方法来确定信用评级。

2. 欧盟美国评级方法技术模型公开标准的现状

欧盟要求信用评级机构必须对其信用评级进行一定程度的信息披露,将评级方法、模型描述和核心假设(例如在评级业务中用到的数学或相关性假设)及其重大变化作为一般披露要求。特别的,为加强结构性金融产品监管,要求结构性金融产品所采用的信用等级符号要能清楚地区别于其他信用评级所采用的信用等级符号,或者发布一个报告能详细地描述结构性金融产品的评级方法,并解释该方法与其他信用评级方法的区别,以及结构性金融产品的信用风险特征与其他信用评级风险特征的区别。同时,要提供结构性金融产品损失和现金流的分析。

3. 国际三大信用评级机构的公开情况

国际三大信用评级机构均对其评级方法技术模型在官方网站公开,普通投资者进行网站注册后,获得评价方法模型介绍及不定期发布新的评级方法,并可对评价方法模型提出建议。惠誉还向注册用户提供了有限次数的在线评级免费体验,注册用户只需要提供相关的财务数据等信息。

公布形式主要以评级对象为分类,按照大类公布主要评级方法与模型及相关方法、子类评级中的特殊方法与模型。以标普为例,标普会按照企业、金融机构、保险、公用事业、主权、结构性金融产品几大对象进行分类,公布各类对象的一般打分模板、分析方法、评级模型、相关模型如现金流分析模型、财务预测模型等通用模型。并且,按照评价对象产品特点,公布子类评价对象相关调整模型、方法和框架,具体模型披露了模型目的、模型概要、模型假设模型的变量、用于模型开发和校准的数据、模型的局限性和不确定性以及相关标准和研究文献。

(三) 我国信用评级行业评级方法技术模型的公开程度与标准

1. 国内信用评级行业对公开披露的监管现状

目前,我国对信用评级机构信息披露中更多地强调对评级对象风险的揭示,对信用评级模型假设、评级信息的来源和质量等披露程度的规定相对较少。法律法规上,《信用评级业管理暂行办法(征求意见稿)》第三十九条规定“信用评级机构应当披露评级报告采用的评级符号、评级方法、评级模型和关键假设,内容发生变更的,应当披露变更原因和对已评级项目的影响”。

《证券市场资信评级机构评级业务实施细则(试行)》第五十八条规定“证券评级机构通过协会、证券评级机构及中国证监会指定的其他网站披露的业务制度信息至少应当包括信用等级划分及定义、评级方法、评级模型、评级程序、评级委员会制度……”。

《证券市场资信评级业务管理暂行办法》第十一条规定“证券评级机构应当自取得证券评级业务许可之日起20日内,将其信用等级划分及定义、评级方法、评级程序报中国证券业协会备案,并通过中国证券业协会网站、本机构网站及其他公众媒体向社会公告。信用等级划分及定义、评级方法和评级程序有调整的,应当及时备案、公告。”但

表1 国际三大信用评级机构对于评级方法技术模型的公开情况

披露内容	标普	穆迪	惠誉
评级流程	✓	✓	✓
评级思路及框架	✓	✓	✓
评级方法	✓	✓	✓
评级模型			
模型描述	✓	✓	✓
主要准则及风险分析	✓	✓	✓
评级要素及指标选择	✓	✓	✓
指标权重	-	✓	-
指标打分规则	✓	✓	-
评级结果	✓	✓	✓
评级流程和的变化及其导致的评级结果的变化	✓	✓	✓
评级局限性	✓	✓	✓
公示新评级方法或已有评级方法的更新	✓	✓	✓
结构性金融产品:			
损失和现金流的分析	✓	✓	✓

是，对具体评级方法、评级模型及评级程序披露程度并未规定标准。

2.国内信用评级机构的公开现状

我国国内信用评级机构逐步加强了对于评级方法技术模型的公开，在官方网站上可以查询到包括各类机构和行业及其子行业的评级分析框架，所用方法和模型的简单介绍。在主体评级方面，国内信用评级机构主要公开了评级分析思路与框架，评级要点，如风险特点分析、评级因素、指标及其衡量

方法，但对具体指标权重不会进行公开。在债项评级方面（包括结构性金融产品），国内信用评级机构主要公开了评级分析思路与框架，评级要点，如风险特点分析、所用方法和模型的简单介绍，信用等级设置及其含义，部分评级方法更新频率较低，公开程度与国际三大机构仍有一定差距。

(四) 借鉴与建议

第一，统一公开标准。我们建议公开信用评级流程、评级思路及框架、评级方

法、评级结果及其重大变化、新评级方法或已有评级方法的更新情况、评级流程和方法使用的变化情况，介绍评级模型及其核心假设、基础数据，说明评级的局限性。**第二，逐步加强公开范围与程度。**预留公开时间，定期进行检查，分对象分类型逐步公开，这可以在一定程度上约束评级机构行为，促进评级结果的公正性与一致性，提高投资者对国内信用评级行业正确认知和认可。但核心参数的计算方法以及相应权重，可由监管机构进行质询，不对投资者全部公开，防止评级对象反向操作。**第三，加强和规范结构性金融产品的信息披露。**我国已对结构性融资工具的信息披露设立独立的统一标准，但在信息披露内容方面应进一步细化和格式化，以帮助投资者更好地理解该类评级的合理性和局限性，帮助投资者科学理性地使用此类评级。**第四，及时更新评级方法技术模型。**当评级方法技术模型优化调整后，及时在网站进行公布及说明。**第五，加强与投资者的沟通。**建议国内信用评级机构在官方网站评级方法技术模型公布栏加入与投资者的留言沟通方式，加强与投资者的沟通交流。III

(本文已刊登于《金融市场研究》，2017年11月)

2017年银行间市场金融债券发行回顾及2018年展望

文 | 联合资信评估有限公司 韩夷

一、近年来银行间市场金融债券发行回顾

银行间市场金融债券的发行情况受监管政策的影响较大。经过2014年银行间市场金融债券发行的爆发式增长后，2015

年以来非政策性金融债券发行情况整体趋于平稳，虽然发行规模整体波动增长（见图1），但从债券发行主体来看，业务增幅呈现明显的回落趋势（见图2）。金融债券发行主体增长率由2014年的95.16%下降至

2016年的7.55%，发行支数呈现负增长趋势，增幅由2014年的102.26%下降2016年的-23.08%。2017年，金融债券发行主体增幅继续回落，但发行支数实现了正增长。

从债券品种来看，在绿色金融债、三

图1 2014-2017年银行间市场金融债券发行规模



资料来源：联合资信COS系统、Wind资讯

图2 2014-2017年银行间市场金融债券发行数量增长率



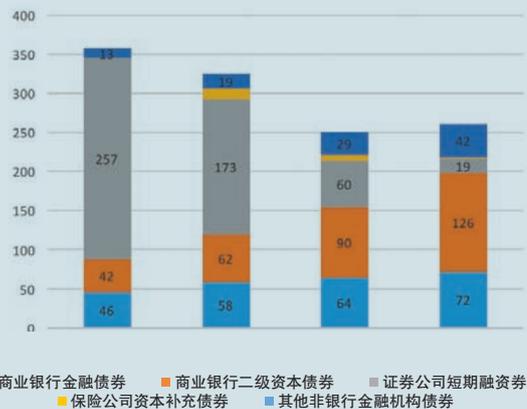
资料来源：联合资信COS系统、Wind资讯

图3 2014-2017年银行间市场金融债券发行人家数



资料来源：联合资信COS系统、Wind资讯

图4 2014-2017年银行间市场金融债券发行支数



资料来源：联合资信COS系统、Wind资讯

农金融债、小微企业金融债等带有政策背景的专项金融债券发行带动下，近年来商业银行金融债券发行量呈现平稳增长趋势；14年商业银行资本管理新规实施后，商业银行业务发展及资产规模扩张过程中资本补充需求上升，带来二级资本债发行量的持续较快增长；租赁公司和汽车金融公司等非银行金融机构近年来业务增速较快，作为补充资金来源、优化资产负债期限结构匹配的重要方式，债券发行活跃度明显提升；受股票二级市场大幅下跌的影响，16年以来证券公司短融发行量急剧缩减；保险公司自15年以来获准发行资本补充债

券，近几年发行量呈现一定的波动（见图3、图4）。

二、2017年银行间市场金融债券发行分析

2016年下半年以来，宏观审慎监管（MPA）考核机制的实行、一系列监管政策的发布以及专项整治行动的推行，使国内银行业运营开启去杠杆及强监管模式。2017年，金融行业监管政策频繁发布，监管部门将重点目标对准市场乱象最为突出的同业、理财及表外业务领域，引导金融机构去杠杆，对银行业运营模式产生较

大的影响。其中，表外理财纳入MPA广义信贷范围，同业存单纳入MPA同业负债范围并设定年度发行额度备案要求，以及同业、理财和投资业务穿透式监管等措施的推行，对商业银行资产负债配置提出新的要求；资管新规征求意见稿的发布，在打破刚性兑付、规范资金池、消除多层嵌套和通道业务等多个方面都提出了相应的要求；《商业银行流动性风险管理办法征求意见稿》则进一步加强对银行间同业业务及资产负债期限错配问题的抑制，鼓励银行回归零售业务和传统存贷款业务。一系列监管措施的出台，有助于抑制商业

银行的杠杆扩张冲动，督促银行业规范运营，使资金回归实体经济本源。目前来看，监管措施的执行已开始显现成效，银行业逐步走向规范经营的过程中，资金脱实向虚的势头得到遏制。

2017年，在去杠杆、强监管的政策背景下，金融机构尤其是商业银行同业及投资业务整体面临收缩要求，银行间市场金融债券发行情况较上年基本保持稳定，全年共有171家金融机构发行非政策性金融债券，机构数量较上年持平；金融债券发行支数为261支，较上年小幅增长4.40%；金融债券发行规模为10297.23亿元，较上年增长21.72%。

从发行主体来看，商业银行仍然是金融债券最主要的发行机构，2017年商业银行债券发行机构合计144家次，占全年债券发行机构总量的84.21%。在绿色金融债、三农金融债、小微金融债等专项金融债券的带动下，发行金融债券的商业银行数量持续增长；在自身资本补充需求的带动下，发行二级资本债券的商业银行数量整体保持增长，但增幅继续呈现回落趋势；证券公司及保险公司机构数量保持下降趋势；金融租赁公司、汽车金融公司等其他非银金融机构数量基本和上年持平，但债券发行活跃度有所上升（见图3、图4）。

从发行人级别分布来看，2017年AAA



图5 2016-2017年银行间市场金融债券发行人级别分布

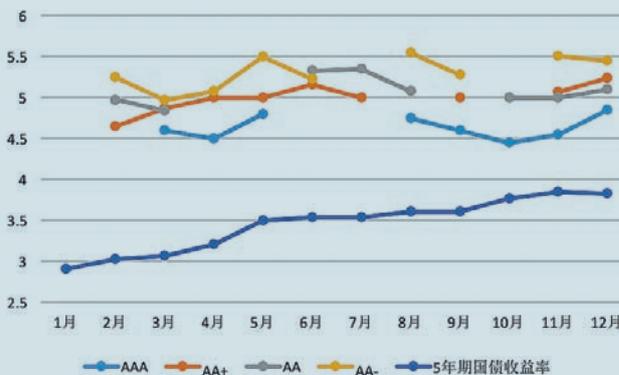


资料来源：联合资信COS系统、Wind资讯

级金融债券发行人共44家，占发行人总量的25.73%；AA+级发行人28家，占比16.37%；AA级发行人33家，占比19.30%（见图5）。整体看，AA级（含）以上债券发行人占比达到61.40%，而2016年这一数据为56.73%，发行人主体级别整体向上迁徙。

从债券发行利率来看，在稳健中性的货币政策及趋于严格的金融监管环境下，2017年银行间市场金融债券发行利率整体呈现波动上行趋势，全年利率水平较2016年有所上升。从5+5年期商业银行二级资本债券月度平均发行利率来看，上半年其波动趋势与5年期国债平均收益率波动趋势基本保持一致，在3月份出现下行后于2季度呈现上行趋势，5-6月份到达全年的相对高位；3季度继续下行趋势，9、10月份到达下半年相对低位后恢复上行走势，12月份再次到达年度相对高位，整体来看下半年呈现与5年期国债收益率不同的变化趋势（见图6）。

图6 2017年银行间市场不同等级二级资本债券平均发行利率走势图



注：5年期国债收益率选取2017年每月月初及月末5年期国债到期收益率的平均值
资料来源：联合资信COS系统、Wind资讯

从发行机构地区分布来看，北京、上海、广东、天津、江苏、浙江等东南沿海经济发达省份及直辖市的金融机构仍然是金融债券发行的主力军，此外山东、安徽等内陆省份亦保持了较高的债券发行活跃度（见图7）。2017年，浙江、山东、天津等地

图7 2016-2017年银行间市场金融债券发行人地区分布



资料来源: Wind资讯, 联合资信整理

图8 2014-2017年银行间市场同业存单发行数量



资料来源: 联合资信COS系统、Wind资讯

金融机构发债数量均较上年有明显上升。

自2014年5月127号文中提出加快银行间市场同业存单业务试点之后,伴随着资产业务发展对资金需求量的大幅上升,商业银行同业存单凭借其无需纳入同业负债监管范畴、短期性质导致资金成本相对较低、发行手续灵活便利等特点,成为金融加杠杆和监管套利的主要工具,发行量呈现爆发式增长,发行主体由大中型银行扩展至区域性中小农商行及农村信用联社。2017年,银行间市场共有539家商业银行合计发行26955支同业存单,发行规模合计201675.70亿元,规模较上年增长54.88%(见图8)。其中,全国性股份制商业银行及地方性城市商业银行是同业存单的发行主力。

三、2018年银行间市场金融债券发行展望

展望2018年,强监管和去杠杆仍将是金融行业发展的主基调,在稳健中性的货币政策环境下,银行间债券市场非政策性金融债券发行预计保持平稳态势,发行利率可能延续2017年的相对较高水平,发行机构数量及发行规模难以出现大幅增长,但部分债券品种仍可能保持较高的活跃度。

其中,商业银行金融债券及二级资本

债券仍是银行间市场非政策性金融债券最主要的业务品种。2018年,受去杠杆、强监管政策导向的影响,商业银行尤其是以往业务策略相对激进的中小银行缩表已成定局,业务重点有望重新回归于传统存贷款业务,前几年业务扩张过程中急迫的资本补充需求将有所下降,这将成为商业银行二级资本债发行的制约因素,预计2018年商业银行二级资本债发行将有所放缓。另一方面,绿色金融债、三农金融债、小微企业金融债等专项金融债券,因属于政策鼓励型的债券类型,且其中长期的性质有助于商业银行优化资产负债期限匹配,仍能够保持一定的债券发行活跃度,尤其以全国性银行、区域性城商行及资产规模在1000亿元以上的农商行为主。

随着保险公司业务的较快增长以及“偿二代”实施对保险公司偿付能力要求的提高,保险公司面临持续的资本补充需求。2017年以来保险公司资本补充债券发行过程中,保监会已开始实行发行审批证监会制度,并对去杠杆环境下债券发行额度的把控、通过股东增资及自身盈利补充资本等方面予以了关注,预计2018年监管政策仍然是保险公司债券发行的主要影响因素之一。

证券公司债券品种主要包括银行间市场短期融资券、交易所市场短期公司债券以

及私募发行的次级债。受证券市场波动的影响,近两年银行间市场证券公司短期融资券发行量骤减,因发行审批流程相对简化、期限相对更长,更多的证券公司倾向于在交易所市场发行短期公司债券,未来银行间市场证券公司短融发行状况与证券市场发展以及证券公司自身资金需求情况相关。

租赁公司和汽车金融公司近年来业务增速较快,公开市场债券发行已成为其拓宽负债渠道、补充营运资金来源、优化资产负债期限结构匹配的重要方式。2016年底监管部门允许金融租赁公司通过发行二级资本债券补充资本,丰富了金融租赁公司的资本补充渠道。预计2018年租赁公司、汽车金融公司债券发行仍将保持较高的活跃度。

2017年以来商业银行同业存单发行受到更多的限制。2017年8月中旬央行发布的《2017年第二季度中国货币政策执行报告》中提出,拟将资产规模5000亿元以上银行发行的1年以内同业存单纳入宏观审慎评估体系(MPA)同业负债占比指标进行考核,随后8月底央行规定金融机构新发行的同业存单期限不超过1年,12月底央行重新设定了同业存单年度发行额度备案要求,监管方向进一步趋严。在同业存单新规和监管收紧同业存单备案额度的叠加作用下,2018年银行同业存单发行额度缩水已成定局。//

中国PPP资产证券化业务模式初探

文 | 联合信用评级有限公司 陈诣辉 高鑫磊 李珍 胡乾慧 吴优 赵哲



项目资产证券化的业务类型、筛选标准、工作程序、监督管理进行了规范。在政府部门的积极推动下，我国PPP项目资产证券化业务开始起步。

一、中国PPP资产证券化现状

截至2017年底，我国债券市场有11单PPP资产证券化产品落地，分别为2017年2月发行的新水源，2017年3月发行的庆春、首创、绿源和九通公用事业，2017年8月发行的东环和幸福固安，2017年9月发行的泮西，2017年11月发行的仪征技师，2017年12月发行的九通基业和川投。

这11单PPP资产证券化产品具有一些明显的特征：

1. 基础资产类型分别为污水处理（3单）、交通基础设施（3单）、园区物业（2单）、供暖（1单）、综合管廊（1单）和教育（1单），均具有比较稳定的现金流。
2. 产品期限分布在0.31-18年，虽然期限较长，但大多设有2-3年的回售条款，投资者可以灵活安排投资期限。
3. 6单产品是政府付费模式，4单产品是使用者付费模式，1单为使用者付费加政

2014年11月，中国国务院提出“建立健全政府和社会资本合作（PPP）机制，在公共服务、资源环境、生态保护、基础设施等领域，积极推广PPP模式”，并“支持重点领域建设项目开展股权和债权融资。大力发展债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等融资工具。”为盘活PPP项目存量资产，吸引更多资金投入PPP领域，2016年12月26日，国家发改委和证监会联合发布了

《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资[2016]2698号），开始推动PPP项目资产证券化的试点工作。2017年6月19日，财政部、中国人民银行、中国证监会联合发布了《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金[2017]55号，以下简称“财金55号”），对政府和社会资本合作（以下简称“PPP”）

表1 中国已发行PPP资产证券化产品

成立日	项目名称	发行规模 (亿元)	结构	期限 (年)	信用级别	发行利率	基础资产 底层资产	主要增信方式	交易场所
2017-02-03	太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划	8.40	优先级分10档，共8亿元；次级0.4亿元（占4.76%）	0.78-9.79年（优先级6-10档在第5年有回售权）	优先级 AA+	4.89%	特定原始权益人新水源公司在特定期间内因提供污水处理服务产生的向付款方收取污水处理服务费及其他应付款项的收费收益权	新水源公司提供差额补足义务；新水源公司2家股东（乌鲁木齐昆仑环保集团有限公司和北京碧水源科技股份有限公司）担保	机构间私募产品报价与服务系统
2017-03-13	中信建投-网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划	11.58	优先A档，7亿元；优先B档，4亿元；次级0.58亿元（占5.01%）	14年（优先A档，每2年回售；优先B档，每3年回售）	优先级 AAA	优先A档为4.05%，优先B档为4.15%	原始权益人杭州隧道公司自专项计划设立日（含该日）享有的，在特定期间内的所有专营补贴收入所对应的债权及其从权利	杭州隧道公司的实际控制人网新集团为优先级提供差额支付承诺和回购承诺	上交所

成立日	项目名称	发行规模 (亿元)	结构	期限(年)	信用 级别	发行利率	基础资产 底层资产	主要增信方式	交易场所
2017-03-13	中信证券-首创股份污水处理PPP项目收费收益权资产支持专项计划	5.30	优先级分18档,共5亿元;次级0.30亿元(占5.67%)	1-18年(优先01为1年;优先02为2年;优先03为3年;优先04-18为4-18年,每3年回售)	优先级 AAA	优先01为3.70%;优先02为3.98%;优先03-18为4.60%	原始权益人(临沂首创水务公司)依据特许经营合同由于提供污水处理服务自基准日起对污水处理服务付款方享有的特定期间内的污水处理收费收益权	临沂首创水务公司的实际控制人首创股份提供差额支付承诺和回售流动性支持	上交所
2017-03-15	广发恒进-广晟东江环保虎门绿源PPP项目资产支持专项计划	3.20	优先级分5档,共3亿元;次级0.2亿元(占6.25%)	3-15年(优先01为3年;优先02为6年;优先03为9年;优先04为12年,优先05为15年)	优先级 AAA	4.15%	原始权益人虎门绿源依据特许经营权文件自专项计划设立日(含该日)起享有的在特定期间内就提供污水处理服务而取得的污水处理收费收益权	虎门绿源为优先级提供差额支付承诺;广东再担保提供保证担保	深交所
2017-03-31	华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目供热收费收益权资产支持专项计划	7.06	优先级分6档,共6.7亿元;次级0.36亿元(占5.10%)	1-6年,每三年回售	优先级 AAA	优先A1为3.90%;优先A2为5.00%;优先A3-6为5.20%	原始权益人(固安九通基业公用事业有限公司)在PPP项目项下基于基础资产文件享有的,在特定期间内因在固安工业园区内提供供热服务产生的向供热用户收取热费的供热收费收益权	华夏幸福为优先级提供差额支付承诺和担保	上交所
2017-08-01	富诚海富通-浦发银行PPP项目资产支持专项计划	15.25	优先级分15档,共10.54亿元;次级4.708亿元(占30.88%)	0.33-14.33年	优先级 AA+	优先A1为4.30%;优先A2为4.40%;优先A3-15为4.455%	PPP项目公司东环工程获取的鞍山市兴业环城大道(东环段)PPP项目经营权收入	结构化分层	上交所
2017-08-11	华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP资产支持票据	2.00	优先1档,0.90亿元;优先2档,1亿元;次级0.10亿元(占5%)	1-2年	优先级 AAA	4.80%	发起机构幸福物业享有的固安新型城镇化PPP项目市政物业收费收益权		银行间债券市场(私募)
2017-09-05	西咸新区沣西新城综合管廊资产支持专项计划	1.00	优先级分5档,共0.95亿元;次级0.05亿元(占5%)	0.39-4.39年	优先级 AA+	优先01为5.87%;优先02为6.07%;优先03为6.27%;优先04为6.57%;优先05为6.87%	原始权益人沣西集团享有的对承租人的管廊租金债权	沣西集团为本专项计划提供差额补足	上交所
2017-11-28	中海恒信-联储证券-仪征技师学院PPP项目资产支持专项计划	3.8	优先级分12档,共3.52亿元;次级0.28亿元(占7.37%)	0.31-11.32年(优先01为0.31年,其余优先级期限均在前一级基础上增加1年)	优先级 AA+	优先01为5.60%;优先02为5.70%;优先03为5.80%;优先04-优先12为6.50%;	原始权益人(仪征市精诚教育发展有限公司)依据仪征市技师学院整体迁建PPP项目合同的约定因运营和维护该PPP项目而获得的根据绩效考核确定的政府每年支付的服务费		上交所
2017-12-19	华夏幸福固安工业园区新型城镇化PPP项目资产支持专项计划	32	优先级分6档,各档均5亿元,共30亿元;次级2亿元(占6.25%)	0.53-5.53年(优先01为0.53年,其余优先级期限均在前一级基础上增加1年)	优先级 AAA	优先A1为6.00%;优先A2为6.20%;优先A3-优先A6为6.60%;	原始权益人(九通基业)享有的信托受益权,底层资产包括但不限于九通基业持有的能够产生现金流的三浦威特(PPP项目公司)的股权	华夏幸福基业股份有限公司为优先级提供差额支付承诺、为原始权益人提供流动性支持,为原始权益人提供购回及投资者售回提供保证担保。	上交所
2017-12-29	华西证券-川投PPP项目资产支持专项计划	2.4979	优先1档,0.3679亿元;优先2档,2.1亿元;次级0.03亿元(占1.2%)	2.15-11.16年(优先A1为2.15年;优先A2为11.16年;每3年回售)	优先级 AA+	优先A1为4.50%;优先A2为4.70%;	原始权益人(四川省投资集团有限责任公司)直接持有的天泰2号私募投资基金24679万A类基金份额,基金收益来自于资阳市雁江区停车场PPP项目经营权及收益权。	结构化分层	深交所

资料来源:中国资产证券化分析网,联合评级整理。

府可行性缺口补助。这表明，现有的PPP资产证券化产品更青睐政府付费模式，也更依赖当地政府的财政实力和信用状况。

4. 11单产品均设置了现金流超额覆盖机制，覆盖倍数达1.06-1.30倍，较高的现金流覆盖倍数提高了优先级资产支持证券的信用质量，起到了较好的信用增进作用。

5. 7单产品设置了差额支付承诺机制或担保机制，分别由原始权益人或其实际控制人、外部担保机构提供差额支付承诺或担保，起到了重要的外部增信作用。

6. 有7单产品存在主体级别，分别为：AA（担保人碧水源）、AAA（差额支付承诺人首创股份）、AAA（担保人广东再担保）、AA+（差额支付承诺人华夏幸福）、AA（洋西集团）、AAA（四川省投资集团有限责任公司）、AA+（九通基业投资有限公司）。除了碧水源和洋西集团以外，其他主体级别都在AA+以上，具有较高的主体信用。

7. 由于原始权益人或其关联方为PPP资产证券化产品提供了担保或差额支付承诺，因此，9单PPP资产证券化产品未实现出表。

总的来看，我国PPP资产证券化仍处于起步阶段，存在一些突出问题，需要引起各方的重视。

● 缺乏全生命周期的观念

目前，我国的PPP资产证券化项目主要在运营期，尚没有建设期、转移期的PPP资产证券化项目落地。这表明，我国的PPP资产证券化业务缺乏全生命周期理念，不能全面地为PPP项目提供服务。

● 过于依赖外部增信

目前，我国的PPP资产证券化项目大多需要外部增信，难以实现基于项目现金流的融资模式，也不利于PPP资产证券化项目的出表。

● 过于依赖政府信用

当前，我国PPP资产证券化项目以政府付费模式为主，使用者付费模式较少。

总之，我国PPP资产证券化仍处于起步阶段，下一步，PPP资产证券化需要向使用者付费、无外部主体增信、实现出表方向推进。

二、国外PPP资产证券化案例简析

PPP资产证券化已在海外普遍采用。美国丹佛的橄榄球队野马队（Broncos）在PPP模式下通过资产证券化为新体育馆融资。

Broncos发行了价值1.8亿美元的证券化产品，该产品由Fleet进行结构化分层，基础资产为与一家名为INVESCO Field at Mile High的球队新建体育馆相关的一系列权利合同。在PPP项目中，该体育馆实际上是由位于丹佛地区的几个县部分所有，然后他们再将该体育馆以年名义金额回租给Broncos。

该交易的基础资产是大约4,000个与体育馆有关的合同，像豪华包厢座位，俱乐部席位，或是一部分特许经营权，或者其他形式的现金流。Fleet通过其ABCP通道交易进行融资。Eagle基金和Ambac金融集团将此交易包装为AAA级。

Broncos为何选择了证券化？Broncos的首席财务官Fears称：“最简单的原因是灵活性”，“目前的数量已经足够使交易变得有意义。较未进行交易前，我们更易用此法经营业务。”

据Fears称，在过去几年中，Broncos有意地将几个与体育馆相关的合同条款设定为证券化导向型。并且，尽管现金流完备，一切准备就绪，但在遵守全国橄榄球联盟指南的前提下，在融资中实现真实销售的可能性依然很小。

全国橄榄球联盟并未批准资产转换为破产隔离SPV，所以遵循了联盟的Broncos交易并非真实出售。

Fears还说，Fleet运用了创新的结构化技术，而Broncos正是采用了这种证券化技术。标普和穆迪的投资者服务部均于Ambac金融集团包装之前将该交易评为投资级。

新体育馆的建设与运营需要大量的资金。Broncos在PPP模式下通过资产证券化为新体育馆融资，以与新建体育馆相关的一系列权利合同为基础资产，将新建体育馆未来的特许经营权收入证券化，获得了当地政府与私人企业的资金支持，成功地建好了新体育馆。

三、我国PPP资产证券化的未来发展方向

借鉴国外PPP资产证券化的业务模式，结合我国PPP项目的实际情况，我国PPP资产证券化可以建立基于全生命周期的业务模式。

PPP项目的生命周期一般长达20-30年，包括项目识别、项目准备、项目采购、项目执行和项目移交等五个阶段，其中，PPP项目的执行阶段和移交阶段涵盖了建设、运营、移交等主要环节，也是PPP项目资产形成的主要阶段。本报告针对PPP项目建设期、运营期、移交期的不同特点开展相应的资产证券化业务，满足PPP项目全生命周期的融资需要，构建PPP项目全生命周期的资产证券化业务体系。

在PPP项目生命周期的不同时期，PPP项目的相关主体可以基于不同的基础资产开展不同类型的资产证券化业务（见表2）：

在PPP项目建设期，PPP项目公司的债权方（包括银行、信托公司、融资租赁公司等）可以债权资产为基础资产发行资产支持证券；PPP项目公司自身可以PPP项目公司未来收益权为基础资产尝试开展资产证券化业务。

在PPP项目运营期，PPP项目公司的债权方依然可以债权资产为基础资产开展资产证券化业务；同时，PPP项目公司的股东方可以股权或基金份额为基础资产发行资产支持证券；PPP项目公司自身可以PPP项目的收费收益权或债权为基础资产开展资产证券化业务；PPP项目的承包商可以工程应收款等债权资

产开展资产证券化业务。

在PPP项目移交期,如果PPP项目是无偿移交,那么,PPP项目的接收方无需支付对价;如果PPP项目是有偿移交,那么,PPP项目的接收方可以PPP项目资产的收益权为基础资产发行资产支持证券,获得资金来弥补PPP项目的对价。

(一) 建设期PPP项目的资产证券化模式

1.PPP债权资产证券化

在PPP项目建设期,PPP项目有很大的融资需求。此时,银行会通过贷款、信托公司会通过信托贷款、融资租赁公司会通过设备租赁等方式向PPP项目公司提供资金支持,从而形成了银行贷款、信托贷款、租赁应收款等债权资产。基于这些债权资产,PPP项目公司的债权方可以开展债权资产证券化业务。

建设期PPP债权资产证券化项目的交

易结构如图1所示。

首先,计划管理人(证券公司或基金子公司)设立一个PPP债权资产支持专项计划作为SPV;然后,PPP项目债权人作为原始权益人将基础资产(债权资产)转让给上述SPV;接着,SPV基于债权资产发行不同层级的资产支持证券,包括优先级、次优先级、次级资产支持证券,通过优先/次优/次级的分层结构实现内部增信;此外,担保人或差额支付承诺人提供外部增信,监管银行提供资金监管服务,托管人提供资金托管服务。这样,PPP项目公司的债权方就可以将债权资产证券化,获得资金支持更多的PPP项目;资产支持证券的投资者也通过投资资产支持证券支持了PPP项目的建设。

2.PPP未来收益权资产证券化

在PPP项目建设期,PPP项目公司尚未

持有PPP资产,但其拥有PPP项目的未来收益权,包括“使用者付费”方式下的未来收费收益权、“政府付费”方式下的未来财政补贴收入、“可行性缺口”付费方式下的未来财政补贴和未来收费收益权。

PPP未来收益权资产证券化的操作模式与PPP债权资产证券化类似(见图2):首先,计划管理人(证券公司或基金子公司)设立一个PPP未来收益权资产支持专项计划作为SPV;然后,PPP项目公司作为原始权益人将基础资产(PPP未来收益权)转让给上述SPV;接着,SPV基于PPP未来收益权发行不同层级的资产支持证券,通过优先/次优/次级的分层结构实现内部增信;此外,担保人或差额支付承诺人提供外部增信,监管银行提供资金监管服务,托管人提供资金托管服务。

部分PPP项目的未来收益权来自“使用者付费”,由于“使用者付费”的未来支付方尚不确定,这时,可以通过信托公司设立一个信托计划(SPT),将PPP项目的未来收益权转化成信托受益权,这就构成了双SPV结构。

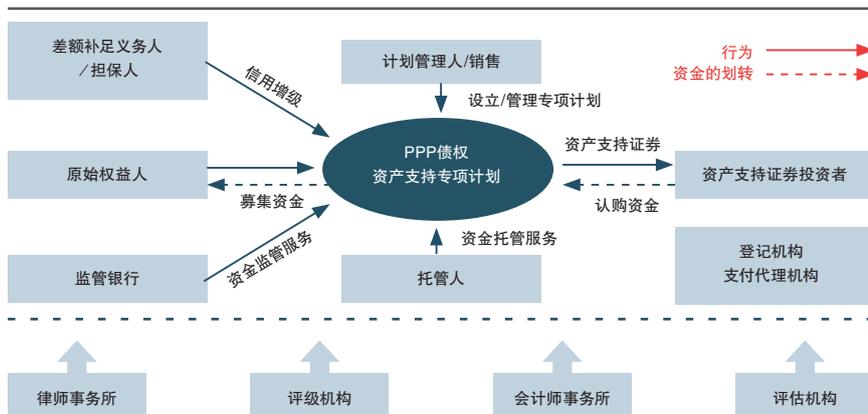
在PPP项目建设期,由于PPP项目尚未完工验收,其未来收益权尚具有一定的不确定性,因此,实务中尚未出现PPP未来收益权资产证券化项目。2017年6月,财金55号明确提出,积极探索PPP项目公司在项目建设期基于未来收益权发行资产证券化产品。未来,在监管部门的大力推动下,这类PPP资产证券化产品有望得到推广。

表2 基于全生命周期的PPP项目资产证券化

发起人主体	建设期	运营期	移交期
PPP项目公司的债权方	银行(银行贷款)、信托公司(信托贷款)、融资租赁公司(租赁应收款)	银行(银行贷款)、信托公司(信托贷款)、融资租赁公司(租赁应收款)	无
PPP项目公司的股东方	无	股东(股权及基金份额)	无
PPP项目公司	PPP项目未来收益权	PPP项目特许经营权的收费收益权或债权	无
PPP项目的建设方	无	承包商(工程应收款)	无
PPP项目的接收方	无	无	PPP项目资产的收益权

资料来源:联合评级整理

图1 建设期PPP债权资产证券化项目交易结构示意图



(二) 运营期PPP项目的资产证券化模式

1.PPP收费收益权资产证券化

当PPP项目竣工验收后,PPP项目进入运营期,此时,PPP项目资产已经形成,PPP项目公司开始按照特许经营协议向使用者收费。在运营期,PPP项目公司需要偿还建设期的各项债务、并维护、保养、修缮PPP项目,因此,PPP项目公司也有较大的融资需求。

图2 建设期PPP未来收益权资产证券化项目交易结构示意图

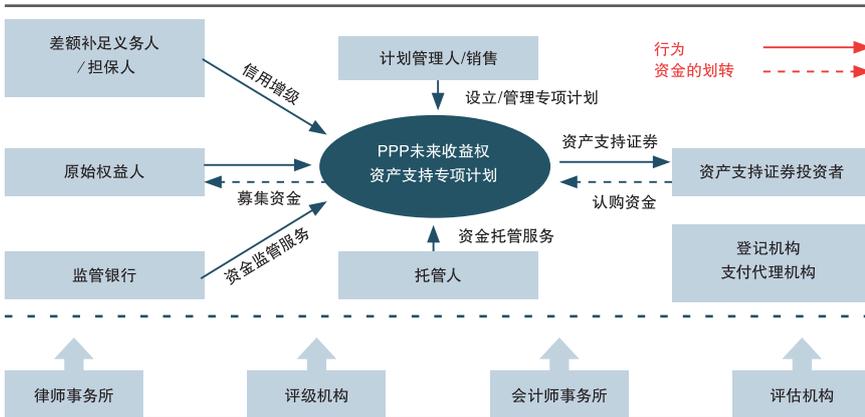


图3 运营期PPP收益权资产证券化项目交易结构示意图

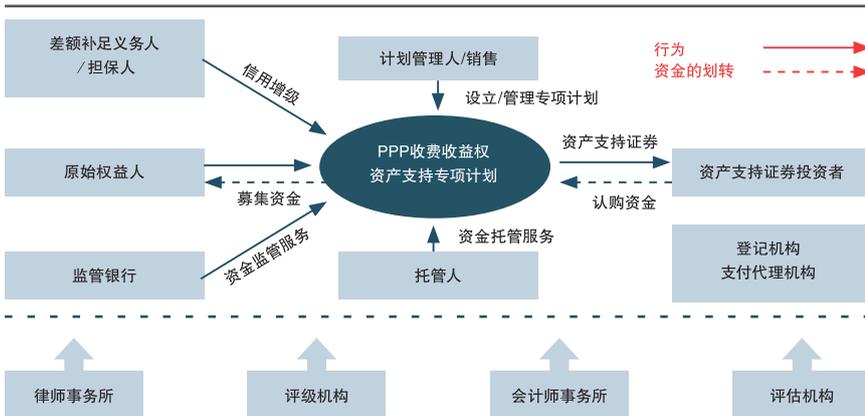
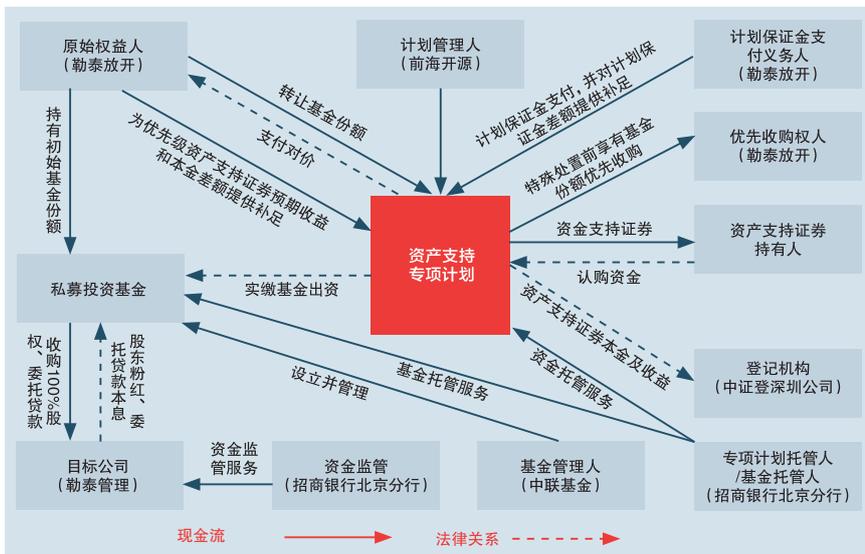


图4 PPP+REITs的交易结构参考示意图



在运营期，PPP项目公司可以收费收益权为基础资产发行资产支持证券。其具体操作模式是（见图3）：

首先，计划管理人（证券公司或基金公司）设立一个PPP收费收益权资产支持专项计划作为SPV；然后，PPP项目公司作为原始权益人将基础资产（特定期限内的PPP收费收益权）转让给上述SPV；接着，SPV基于PPP收费收益权发行不同层级的资产支持证券，通过优先/次优/次级的分层结构实现内部增信；此外，担保人或差额支付承诺人提供外部增信，监管银行提供资金监管服务，托管人提供资金托管服务。

部分PPP项目的收费收益权来自尚不确定的未来支付方，这时，可以通过信托公司设立一个信托计划（SPT），将PPP项目的收费收益权转化成信托受益权，这将形成双SPV结构。

2.PPP股权资产证券化 (PPP+REITs)

近年来，无论是财政部，还是国家发改委、证监会，都在大力推动不动产投资信托基金（REITs），通过REITs来为PPP项目提供资金。在监管部门的大力推动下，REITs有望成为PPP资产证券化的主要模式之一。

PPP项目进入运营期后，PPP项目公司的股东方（如各类财务投资者）可将其持有的股权或基金份额作为基础资产开展资产证券化业务。参考已有的类REITs项目，本课题组初步设计了PPP+REITs的交易结构。

首先，计划管理人设立一个PPP股权资产支持专项计划作为SPV；

然后，PPP项目公司的股东方作为原始权益人将基础资产（PPP项目公司的股权或PPP项目基金的基金份额）转让给上述SPV；

接着，SPV基于PPP项目公司的股权或PPP项目基金的基金份额发行不同层级的资产支持证券，通过优先/次优/次级的分层结构实现内部增信；

此外，担保人提供外部增信，监管银

行提供资金监管服务，基金管理人负责设立和管理PPP项目基金，基金托管人提供基金托管服务。

(三) 移交期PPP项目的资产证券化模式

当PPP项目运营期结束后，PPP项目进入移交期。如果PPP项目是无偿移交的，那

么，PPP项目的接收方无需支付对价。如果PPP项目是有偿移交的，那么，PPP项目的接收方将支付一定的对价。而PPP项目的接收方往往是政府部门或政府下属的国有企业。为了支付PPP项目的对价，PPP项目的接收方也有一定的融资需求。

为了满足PPP项目接收方的融资需求，

可以考虑以存量PPP项目为基础资产来发行资产支持证券。具体而言，如果PPP项目是收费路桥，那么，PPP项目接收方可以该PPP项目收费收益权为基础资产发行资产支持证券，从而获得对价资金。其操作模式可参考运营期PPP收费收益权资产证券化的操作模式。

2017年熊猫债券市场研究报告

文 | 联合资信评估有限公司 主权部

2017年，熊猫债券¹的相关法律监管不断完善，“一带一路”倡议为熊猫债券市场发展提供了契机，“债券通”政策和中国债市纳入债券指数也助推熊猫债券市场发展，但受融资成本上升、资本管制加强、房地产企业发债受限等因素影响，熊猫债券市场环境有所恶化。

2017年，中国债券市场共发行35期²熊猫债券，发行规模共计719.00亿元，发行期数、发行规模均较上年大幅降低，主要发行场所由交易所债券市场转向银行间债券市场；熊猫债券发行主体类型有所减少，发行人仍集中在房地产行业；熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，注册地多集中于香港、开曼群岛以及百慕大地区，但外国发行人正在逐渐增多；熊猫债券类型多元，平均发行规模较上年基本持平，发行期限以中短期为主，等级仍集中于AAA级，但发行利率较上年有所上升。

在央行采取中性偏紧的货币政策、房地产继续管控的情形下，熊猫债券发行成本或将保持高位运行；但考虑到“一带一

路”倡议延伸、中国债券市场持续开放及人民币汇率企稳等因素，熊猫债券市场发展存在一定契机。预计2018年熊猫债券发行量将较2017年保持稳定。

一、熊猫债券发行市场环境

(一) 融资成本上升、资本管制加强、房地产企业发债受限等因素使得熊猫债券市场环境有所恶化

2017年，受美联储加息、金融去杠杆不断深化、积极引导资金脱虚向实等因素叠加影响下，央行通过公开市场操作MLF利率、SLF利率以及逆回购利率，释放出中性偏紧的货币政策导向。2017年以来，中国银行间和交易所市场主要期限固定利率和国债到期收益率均呈现明显上升趋势，熊猫债券发行成本也随之上升。以德国戴姆勒公司为例，该公司在2016年11月和2017年5月分别发行的两只3年期熊猫债券成本相差近200BP，融资成本升高使得很多潜在的熊猫债券发行人被迫推迟或取消原定发行计划。

熊猫债券发行还受到中国外汇储备变动的的影响。2017年初，中国外汇储备跌至3万亿美元左右，为近5年来的最低值。政府为遏制不断加快的资本外流而进一步加强对资本的管制，在一定程度上限制了熊猫债券募集资金的汇出，降低部分潜在发行人意愿。

除此之外，熊猫债券的发行主体多为具有中资背景的房地产企业，随着中国供给侧改革去库存政策的实施，房地产业受到严格的政策管控，导致房地产企业融资渠道收紧。因此许多潜在熊猫债券发行人的发债受到限制，在一定程度上影响了熊猫债券的发行量。

(二) 监管政策不断完善，为熊猫债券发行提供便利

2016年以来，我国相关的熊猫债券监管政策正在逐步完善，为熊猫债券发行提供了便利。2016年12月26日，中国人民银行办公厅印发《关于境外机构境内发行人民币债券跨境人民币结算业务有关事宜的通知》（银办发[2016]258号），明确了熊猫债券账

¹熊猫债券是指境外机构在中国境内发行的以人民币计价的债券。

²熊猫债券的统计以债券起息日为准，以下同。

户开立、资金存管、跨境汇划和数据报送的规则，进一步规范了境外发行人在境内发行熊猫债券的结算业务，促进我国债券市场的对外开放。

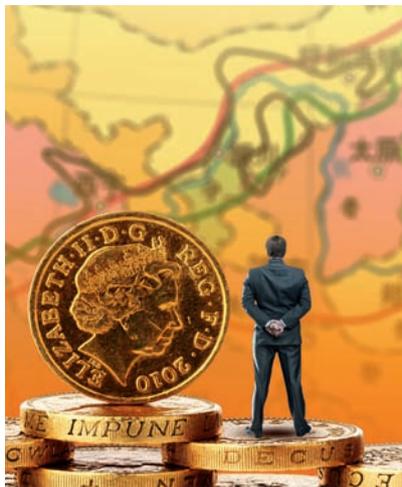
2017年5月1日，国家发展和改革委员会等五部门发布《关于进一步推进开放型经济新体制综合试点试验的若干意见》，规定我国12个试点地区³符合条件的企业的境外母公司可以在境内发行人民币债券，并且允许符合条件的跨国企业集团开展跨境人民币双向资金池业务，此举有助于推动熊猫债券的发行。

2017年11月9日，中国人民银行发布《境外商业类机构投资者进入中国银行间债券市场业务流程》，鼓励境外机构投资者作为中长期投资者投资银行间债券市场，并对境外机构投资者的投资行为实施宏观审慎管理。

(三) “一带一路”倡议为熊猫债券市场发展带来契机

2017年5月14日至15日，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京举行。此次论坛是“一带一路”倡议提出3年多来最高规格的论坛活动。参会各方在此次论坛上达成多项共识，通过了联合公报，达成了270多项成果，也为各方开启了经济合作的新空间。

“一带一路”倡议的推进为中国及沿线国家带来了大量的基建投资需求，而熊猫债券融资期限相对较长的特点正好符合基础设施建设的长周期性，因此“一带一路”倡议的推进将有效提升沿线国家发行熊猫债券的需求。沿线国家通过发行熊猫债券，可以弥补其资金需求并积累海外融资经验，马来西亚银行和匈牙利政府均在其熊猫债券募集说明书中明确提及募集基金将用于“一带一路”倡议相关项目就是很好的例证。



(四) 中国债市双向开放持续推进，“债券通”开通和中国债市纳入国际主要债券指数助力熊猫债券市场进一步发展

近年来，我国债市双向开放程度逐步加深，吸引了更多的境外发行人与投资人参与我国债券市场。2017年7月3日“债券通”正式开通，海外投资者可借助香港更完备的金融基础设施和市场体系而进入中国债券市场⁴。“债券通”的开通有助于境外投资者降低交易成本并减少交易时间差，因而获得了境外央行、商业银行、证券公司、保险公司、资产管理机构等投资者的积极参与，体现了境外投资者对境内债券较为强烈的投资意愿，熊猫债券对境外投资人的吸引力也因此不断提高。同时，“债券通”有助于熊猫债券发行产品不断丰富，首单“债券通”（北向通）人民币熊猫债券（17马来亚银行债01）、主权政府熊猫债券（17匈牙利债01BC）纷纷登陆中国债券市场。

在中国成为全球第三大债券市场以及中国债券逐步纳入国际主要债券指数的背景下，发行熊猫债券有助于投资者多元化

配置资产和优化债务结构。2017年3月1日，彭博正式发布两项全新固定收益指数“全球综合+中国指数”以及“新兴市场本地货币政府债券+中国指数”，将以人民币计价的中国债券与其全球指数相结合，有利于吸引更多境外投资者关注、了解并参与到中国熊猫债券市场。

(五) 中资美元债大量发行对熊猫债券市场造成一定影响

2017年，熊猫债券的融资成本逐步走高，而同一时期发行美元债的成本则保持平稳，在加上美元债的发行程序更为便捷，因此很多潜在熊猫债券发行人开始转向美元债市场。此外，在国内金融机构去杠杆的大背景下，房地产企业境内发债的渠道持续收紧，大量注册地在境外的中资房地产企业开始发行美元债。在此背景下，符合熊猫债券发行条件的中资房地产企业（如碧桂园、龙湖地产等）发行美元债的数量从2016年的4期合计14.50亿美元上升至11期合计48.50亿美元，对熊猫债券市场造成一定影响。

二、熊猫债券发行市场分析

(一) 2017年熊猫债券发行量大幅下降，主要发行场所由交易所债券市场转向银行间债券市场

在经历了2016年的井喷式增长之后，熊猫债券发行量在2017年出现了明显下滑。2017年度（本年度），我国债券市场共有25家主体累计发行熊猫债券35期，发行总额共计719.00亿元，发行家数、发行期数和发行总额同比降幅分别为13.79%、43.55%和43.58%，主要是国内融资成本上升、政府加强对外汇资本流动管制以及在

³ 12个试点城市和区域包括济南市、南昌市、唐山市、漳州市、东莞市、防城港市，以及浦东新区、两江新区、西咸新区、大连金普新区、武汉城市圈以及苏州工业园区。

⁴ “债券通”推出之前，海外投资者参与在岸债市主要通过合格境外投资者（QFII）、人民币合格境外投资者（RQFII）、以及境外机构投资者投资银行间债市的直接进入模式（CIBM）。QFII/RQFII 需向证监会申请资格并向外管局申请额度，CIBM 需向央行报备，“债券通”的优势在于取消了前期 CIBM 耗时较长的结算代理协议，优化和便捷了交易流程。

去库存背景下房地产企业发债受到一定限制所致。具体来看,2017年熊猫债券发行主要集中在下半年,下半年发行量占到全年发行量的60%,主要是受到7月初“债券通”开通的影响(见图1)。

从熊猫债券发行市场来看,本年度我国银行间债券市场共发行熊猫债券26期,发行总额为603.00亿元,占发行总期数和发行总规模的比例均超过70%;交易所债券市场共发行熊猫债券9期,发行总额为116.00亿元,发行期数和发行规模均较上年均大

幅下降超过75%。由于交易所债券市场以房地产企业发行熊猫债券为主,而自2016年下半年以来,监管层加强对房地产业融资的管控,导致交易所熊猫债券发行量大幅下降,熊猫债券主要发行场所也由交易所债券市场转向了银行间债券市场。

(二) 熊猫债券发行主体类型有所减少, 发行人仍集中在房地产行业

从熊猫债券发行主体类型来看,本年度熊猫债券的发行主体类型包括政府

机构、金融机构和非金融企业。与2016年发行情况相比,本年度非金融企业的发行期数和规模占比仍然最高(分别为80.00%和75.66%),但较上年均有所下降;金融机构发行期数和规模占比均有所上升;政府机构发行期数占比小幅上升但规模占比有所下降;国际多边机构则未发行熊猫债券(见图2)。

从熊猫债券发行主体行业分布来看,本年度熊猫债券发行人仍然主要集中于房地产行业(主要为注册地在境外的中资房地产企业),其发行期数占总发行期数的比例超过30%,但较上年(40%)有所下降;另涉及金融、公用事业、工业、医疗保健等行业。

(三) 熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主, 但外国发行人正在逐渐增多

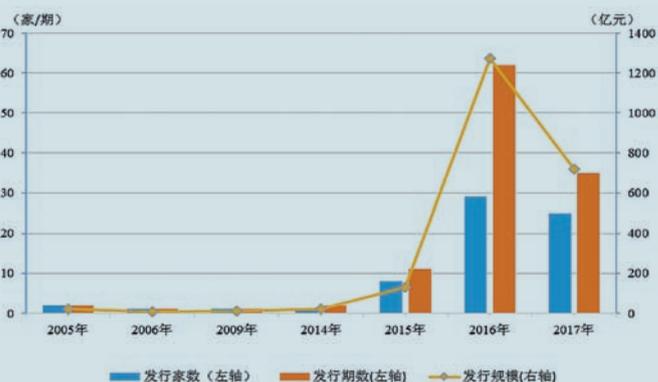
目前我国熊猫债券发行主体仍然以中资背景企业为主(约占发行主体总数的75%),以上发行人注册地多集中于香港、开曼群岛以及百慕大地区,相较于2016年新增维尔京群岛和泽西岛等避税注册地;外国发行人占发行主体总数比重较小,但与2016年相比呈现小幅上升趋势,新增马来西亚、匈牙利、俄罗斯⁵等国家,且集中于“一带一路”沿线地区(见表1)。

2017年,熊猫债券发行人募集资金用途与上年情况类似:一是以满足人民币融资需求,支持“一带一路”项目建设;二是拓展中国境内业务、发展境外业务等公司运营需求;三是偿还债务以及补充营运资金。

(四) 熊猫债券类型多元, 平均发行规模较上年基本持平

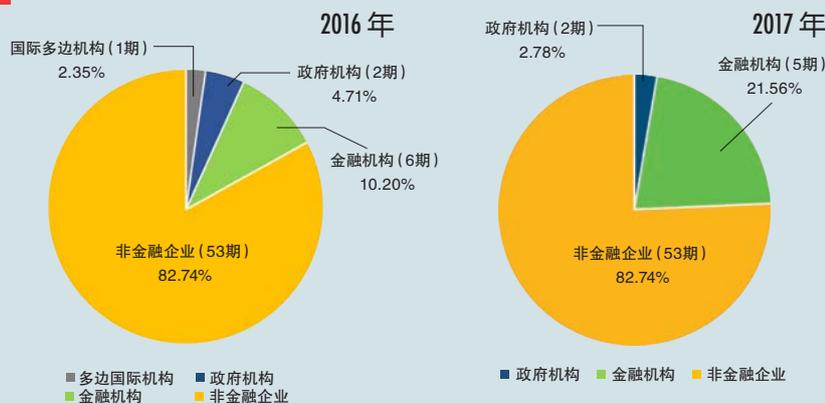
从已发行熊猫债券的债券类型看,本年度发行的熊猫债券覆盖了中期票据、金融债、国际机构债、定向工具和公司债等

图1 2005年-2017年熊猫债券发行情况



资料来源: 联合资信COS系统

图2 2016和2017年我国熊猫债券主体类型分布(按规模)



资料来源: 联合资信COS系统

⁵ 俄铝发行“17UCR01”和“17UCR02”，发行主体为俄罗斯企业，但公司注册位于泽西岛。

各种类型。与2016年熊猫债券类型相比，本年度中期票据和定向工具发行量均有所增长；但公司债降幅明显，且未发行短期融资券。本年度中期票据中“17中电新能GN001”债券是国内首单非金融企业绿色熊猫债券，主要用于中电新能源下属节能与清洁类项目的建设及运营，是绿色债券与熊猫债券的创新性结合。

从熊猫债券发行规模来看，本年度熊猫债券的发行规模多分布在20亿~30亿元甚至更高的水平，其中10亿元规模（9期）发行期数约占总发行期数的四分之一；20亿元规模和30亿元规模的发行期数约占总发行期数的比重合计超过25%。本年度熊猫债券的平均发行规模（20.54亿元）较上年（20.55亿元）基本持平，其中金融债券发行规模（2016年和2017年各发行1期）大幅上升，定向工具平均发行规模较

上年增长约15%，其余券种平均发行规模较上年均有所减少，主要是受到融资成本上升的影响（见表2）。

(五) 熊猫债券发行期限以中短期为主

从熊猫债券的发行期限⁶来看，本年度发行的熊猫债券涵盖了1年至7年的各种期限，其中3年期发行期数占比较高，约占总体样本的57.14%。与2016年相比，本年度熊猫债券发行3年期债券占发行总期数比重上升逾13个百分点，5年期债券占比上升逾10个百分点；新增1期7年期情况。总体看，为规避市场汇率大幅波动的风险，熊猫债券发行人多选择发行中短期债券。

(六) 熊猫债券信用等级仍集中于AAA级

从熊猫债券的债项信用等级分布情况看，本年度熊猫债券级别主要分布在AAA

级~AA+级之间。其中，AAA级熊猫债券发行24期共计465.00亿元，发行期数和发行规模分别约占总发行期数和发行总额的68.57%和64.67%，占较上年（分别为64.52%和65.99%）变化不大；AA+级熊猫债券发行2期共计33.00亿元，发行期数和规模分别约占总发行期数和发行总额的比重较上年有所下降；9期末予评级的债券以私募公司债和定向工具为主，以及1期绿色熊猫债券（见图3）。

(七) 熊猫债券发行利率较上年有所上升

本年度发行的熊猫债券主要采用固定利率和累进利率方式，其中有26期采用固定利率，占熊猫债券发行总期数的74.29%。与上年相比，采用累进利率方式发行的熊猫债券占比大幅下降，下降超过35个百分点。

选取近两年在银行间或交易所市场发行的样本数量较多的3年期AAA级和AA+级共计15期熊猫债券样本，发现本年度发行的熊猫债券发行成本均较上年有所上升。以3年期AAA级熊猫债券为例，银行间3年期AAA级熊猫债券的平均发行利率上升了142个BP，交易所市场3年期AAA级熊猫债券的平均发行利率上升了174个BP；此外，交易所3年期AA+级熊猫债券的平均利率（2016年和2017年各发行1期）上升了238个BP（见表3）。

表1 2017年熊猫债券发行主体地区分布情况

国家和地区	发行期数(期)	占比(%)	发行规模(亿元)	占比(%)
香港	12	34.29	305.00	42.42
开曼群岛	6	17.14	103.00	14.33
百慕大	6	17.14	76.00	10.57
德国	5	14.29	160.00	22.25
泽西岛	2	5.71	15.00	2.09
加拿大	1	2.86	10.00	1.39
马来西亚	1	2.86	10.00	1.39
维尔京群岛	1	2.86	30.00	4.17
匈牙利	1	2.86	10.00	1.39

资料来源：联合资信COS系统

表2 2016年~2017年不同债券类型熊猫债券发行情况

国家和地区	2016年			2017年		
	发行期数(期)	发行规模(亿元)	平均发行规模(亿元)	发行期数(期)	发行规模(亿元)	平均发行规模(亿元)
短期融资券	4	46.00	11.50	-	-	-
中期票据	7	180.00	25.71	15*	263.00	17.53
金融债	1	15.00	15.00	1	90.00	90.00
国际机构债	4	125.00	31.25	4	60.00	15.00
定向工具	4	110.00	27.50	6	190.00	31.67
公司债	42	798.40	19.01	9	116.00	12.89
总计	62	1274.40	20.55	35	719.00	20.54

注：*表示中期票据中包含1单绿色熊猫债券

资料来源：联合资信COS系统

三、2018年熊猫债券市场展望

(一) 中性偏紧的货币政策和房地产调控政策或将持续影响熊猫债券发行量

2018年，央行有望继续保持中性偏紧的货币政策导向，并对新增货币信贷和社会融资规模指标进行管控，表明央行货币政策调控力度或将有所加大。再加上政府防控金融风险以及美联储缩表、加息的背景，未来市场利率或将维持维持在相对高位，而熊猫债券的融资成本也相应上扬，将在一定程度上

⁶ 对含有选择权的债券的期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“3+2”、“3+3”，则期限为3年。其中，样本中剔除可续期债券。以下同。

抑制熊猫债券市场发行量的增长。

2018年,政府将继续防控金融风险,促使金融和房地产业的良好循环。在国家对房地产业持续进行宏观调控、房企融资渠道受限且融资成本较高的背景下,房地产企业融资渠道将继续保持从紧态势,房企发债规模不会出现明显回升。而目前我国熊猫债券市场仍以中资背景的房地产业为主,这将会对熊猫债券的发行持续产生影响,促使潜在的熊猫债券发行人进一步转向美元债市场。

(二) “一带一路”倡议延伸、中国债券市场持续开放及人民币汇率企稳等因素共同助力熊猫债券市场发展

2017年以来,“一带一路”倡议逐步向全球其他国家和地区延伸,新西兰已和中国签署了“一带一路”合作协议,英国、法国等发达国家均表达了参与意愿,墨西哥、智利、阿根廷、巴西等拉美国家也成为了“一带一路”倡议的自然延伸地区。熊猫债券潜在发行人范围扩大有望吸引更多优质境外发行人,同时中资企业以外的外国发行人的占比有望持续提高,并扩展至全球更多国家和地区。

中国债券市场双向开放的持续深化将吸引更多的境外投资者投资熊猫债券。“债券通”开通半年以来,已经取得了良好的示范效应,为境外投资者提供了成本更低、效率更高的直接投资境内债券市场的渠道,有助于吸引更多的境外投资者并提高熊猫债券市场活跃度。此外,继2017年中国债券加入“全球综合+中国指数”以及“新兴市场本地货币政府债券+中国指数”后,中国债券有望逐步纳入全部三大全球债券⁷指数,预计将带来约2500亿美元的资本流入,助

图3 2016年~2017年熊猫债券债项信用等级分布情况



资料来源: 联合资信COS系统

表3 2016年~2017年3年期AAA级和AA+级熊猫债券发行利率情况

债项级别	发行市场	2016年			2017年		
		利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)	利率区间 (%)	发行期数	平均利率 (%)
AAA	银行间	3.05~3.60	8	3.29	4.40~4.98	12	4.71
	交易所	2.85~4.95	11	3.76	5.50	2	5.50
AA+	银行间	-	-	-	-	-	-
	交易所	4.60	1	4.60	6.98	1	6.98

资料来源: 联合资信COS系统

力熊猫债券市场的发展。

此外,受美元指数走弱、中国经济增长韧性强劲、政府鼓励外资流入等因素影响,2017年下半年以来,人民币汇率持续企稳。中国外汇储备规模也开始回升,截至2017年12月底已上升至3.14万亿美元。在此背景下,中国政府有望放松资本外流管制,将在一定程度上利好熊猫债券市场发展。

(三) 熊猫债券相关法规及监管需要进一步完善

目前熊猫债券市场仍处于起步阶段,在诸多方面仍待进一步完善:一是熊猫债券发行的规范性制度仍待完善,目前关于熊猫债券发行的专门文件仅有2010年修订的《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》,并未形成统一的制度原则;二是财政部认可的会计准则是欧洲、中国香港和中国大陆的会计准则,采用其他国际准则的企业发行

熊猫债券进行会计准则转换会涉及较高的审计成本;三是熊猫债券账户开立及其使用缺乏统一标准,存在境外机构境内银行人民币结算账户模式⁸(即NRA账户模式)以及代收代付模式等多种方式。

在监管政策完善上,我们建议有关部门应继续完善熊猫债券发行、使用和跨境资金流动的管理,健全宏观审慎管理体系,引导市场预期,促进市场有序健康发展以支持各类主体在境内发债融资。此外,要进一步明确银行间债券市场相关会计、审计配套政策,提高境外机构参与银行间债券市场的便利性。

综上所述,一方面考虑到熊猫债券融资成本上升对发行人造成一定成本压力,另一方面考虑到“一带一路”、债券市场双向开放等政策支持的作用下,熊猫债券市场存在一定发展契机,联合资信预计2018年熊猫债券发行量将保持稳定。■

⁷ 三大全球债券指数包含摩根大通政府债券指数-全球新兴市场多元化指数、彭博巴克莱全球综合指数、花旗世界政府债券指数。

⁸ 银行间市场境外发行人可以开立境外机构人民币专用存款账户(即NRA账户)存放募集资金,办理资金(跨境)划转、本息支付等结算业务。



深圳市首发轨道交通专项债简评

文 | 联合资信评估有限公司 赵起锋

12月11日，深圳发行20亿元轨道交通专项债，成为第三个地方政府专项债新品种。其在偿债来源等方面有所创新，并具有政策指向意义。但多数建设地铁的城市不具备深圳财政实力强、政府债务负担轻的条件，该品种推广或有限。

2017年12月11日，深圳市招标发行总额20亿元人民币的轨道交通专项债，期限五年，中标利率为3.82%。这是继土储专项债和收费公路专项债之后的第三个地方政府专项债新品种。

一、为何深圳市首发轨道交通专项债

深圳市财政实力很强，2016年，深圳市

本级一般公共预算收入为1995.95亿元，本级政府性基金预算收入956.02亿元。同时，深圳市政府债务规模小，政府债务负担很轻，专项债券限额有较大空间可以利用。截至2016年底，深圳市本级负有偿还责任的债务余额97.08亿元，可能承担一定救助责任的债务1.83亿元，市本级债务率为3%。债务限额方面，2017年财政部核定深圳市本级地方政府债务限额301.78亿元，其中专项债务限额31.50亿元。通过专项债直接融资既可以

降低项目融资成本，同时又不会对政府造成过重的负担，这是深圳市自主创新并发行轨道交通专项债的基本条件。

从现有的专项债品种看，深圳市土地出让收入高，占基金预算收入的92.78%；且深圳没有新建政府收费还贷高速，对土储专项债和收费公路专项债需求低。而深圳市地铁在四大一线城市中开通最晚、里程最短、线路最少，未来轨道交通建设和投资需求大，轨道交通专项债便成为深圳市结合自身需求发行专项债的选择之一。

二、新品种新在何处

从政府专项债券的偿债来源看，土储专项债和收费公路专项债的偿债来源于指定地块的出让收入和指定公路的通行费收入，原本就是纳入基金预算管理的收入，并对应着基建预算中现有的“国有土地出让收入”和“通行费收入”，且国有土地出让收入占地方基金性收入的比例较高。普通专项债也较多以国有土地出让收入作为偿债来源的对应科目。而《深圳市轨道交通项目专项债券管理办法（试行）》（以下简称《轨道交通专项债管理办法》）中规定“以项目对应的运营收入、沿线土地出让收入、开发等专项收入”作为偿债来源。根据《2017年深圳市（本级）轨道交通专项债券（一期）信息披露文件》（以下简称“《披露文件》”），该项目预计收入来源于地铁14号线票务收入、站内资源开发收入等地铁运营收入和大运站、昂鹅车辆段及清水站上盖地的物业开发收入两大板块。本期债券存续期限五年（2017年12月~2022年12月），在债券存续期内，票务收入尚未形成，全部项目收入来自物业开发收入。

根据《披露文件》，本期债券存续期内形成的项目收入仅为2022年发生的98.44亿元物业开发收入，对本期债券本金覆盖能力强。但是由于在2022年之前建设期较长而运营期很短，项目收入还比较单

一，因此本期债券的偿债能力将主要依赖于物业开发进度，并受到房地产政策和区域房地产行情的影响。

从政府专项债创新方式来看，土储专项债和收费公路专项债都是由财政部研究相应品种的管理办法，之后由地方政府组织发行。而轨道交通专项债是由深圳市针对其自身需求设计并发行的债券，发布《轨道交通专项债管理办法》，成为《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预[2017]89号）的践行者。

从债券期限看，由于轨道交通建设和投资回报周期长的特点，轨道交通专项债的债券周期具有一定灵活性。《轨道交通专项债管理办法》中提到：“因轨道交通项目取得的专项收入暂时难以实现，不能偿还到期债券本金时，可在专项债务限额内发行相关专项债券周转偿还，项目收入实现后予以归还”，但是“不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金”。如果14号线项目对应的物业开发进度慢于预期，深圳轨道交通专项债可以利用后续发行的专项债券偿还存续债券以延长偿债周期。

三、新品种面对的新问题

预算管理方面，《轨道交通专项债管理办法》明确了“以项目对应的运营收入、沿线土地出让收入、开发等专项收入”偿还，但没有明确偿债资金对应基金预算科目。这可能是由于涉及的项目收入性质多样，可能被归入不同的基金性收入或者被归入专项收入（例如物业开发收入过程中可能产生“国有土地出让收入”，票务收入可能被归入“其他基金性收入”或被认定为专项收入）。但根据财政部《地方政府专项债务预算管理办法》，“专项债务收支应当按照对应的政府性基金收入、专项收入实现项目收支平衡，不同政府性基金科目之间不得调剂。”因此，对于项目收入较为多样化的项目如何进行项目收入的分类、预算管理和债务预算编制应当进一步明确。

与运营方合作模式方面，本期债券《披露文件》中提到项目采用公司化经营的总体思路，运营主体为深圳地铁集团。但是《轨道交通专项债管理办法》和《披露文件》中并没有提到政府与深圳地铁集团的具体合作模式，政府和建设运营方之间如何分配项

目收入以及资产归属等问题应进一步细化。

另外，根据财政部《地方政府专项债务预算管理办法》，“执行中专项债务对应的政府性基金收入不足以偿还本金和利息的，可以从相应的公益性项目单位调入专项收入弥补。”

《轨道交通专项债管理办法》中亦提到还本支出应考虑“调入专项收入”等因素，但可调入专项收入的公益性项目单位尚待明确。

从推广角度看，轨道交通项目投资规模大、投资周期长，本身资金压力也较大，多数城市的地方财力及债务压力难以支撑全部由政府融资的模式。大部分建设地铁的城市财政实力和债务状况无法与深圳相比，发行轨道交通专项债的基础条件相对薄弱，因而该专项债品种推广范围或有限。

轨道交通专项债有着一定政策指向意义，通过轨道交通专项债，将进一步强化政府债务管理的政策思路，即明确政府债务的融资主体必须是政府，融资方式只能通过发行地方政府债券。地方政府创新政府债品种也将促进政府债预算管理制度的完善。根据轨道交通专项债创新思路，未来其他与城市运营相关的项目也可能发专项债的新品种，“开正门”与“堵后门”将更加紧密的结合。■



2016年国际评级行业发展与监管动态报告

文 | 联合资信评估有限公司 郝帅 刘沛伦

2016年，全球经济整体呈缓慢复苏态势，主要经济体出现分化，全球债券发行总量略有下降。国际评级行业稳步发展，国际三大评级机构依然占据优势地位。受经济下行压力和发债企业信用资质下滑影响，国际三大评级机构所评主体信用等级呈明显调降趋势，且全球企业违约率也有所上升。

2016年，国际监管机构在继续加强对评级机构监管和强化法律责任追究的同时，将监管重心集中在加强内部控制体系的建设、评级质量监管和防范利益冲突等方面，未来将继续对评级机构的信用评级质量和行为、利益冲突和IT信息技术体系建设等多方面加强监管，监管将更趋严格和规范。

一、全球债券市场

2016年，全球经济整体呈缓慢复苏态势，但货币政策呈现分化。美联储自2015年12月起进入温和加息周期，货币政策逐步趋向常态化；欧洲主要经济体和日本央行仍普遍实行宽松货币政策。受黑天鹅事件影响，主要国家和地区的流动性波动相对较大，国债收益率出现分化，且债券市场也呈现不同的发展趋势，整体上全球主要债券品种的发行总量较上年略有下降，全球债券托管总量较上年略有增长。

(一) 国债收益率呈现分化态势

2016年，全球经济缓慢复苏，主要国家和地区的国债收益率呈分化态势。其中，美国和欧洲主要经济体的10年期国债收益率整体呈“V形”走势；日本的10年期国债收益率整体延续上年波动下行趋势。

2016年美国内需逐步提升带动经济复苏态势良好，上半年流动性整体表现较为宽松，11月特朗普当选美国总统，特朗普新政引发市场对美国经济的乐观预期，12月美联储继2015年12月后第二次加息，货币政策正常化进程更进一步。在此背景下，美国10年期国债利率上半年波动下行至最低点(1.37%)，下半年呈波动

上行趋势，12月美国10年期国债利率最高达2.6%，较上年同期的最高水平有所上升。

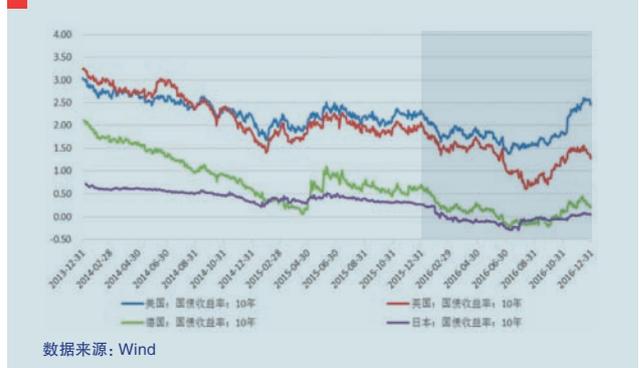
欧洲央行在2016年继续维持宽松的货币政策，3月宣布降息，下调三大基准利率¹至史上最低水平，同时将购债规模由600亿欧元扩大至800亿欧元。德国在欧洲宽松货币政策影响下，上半年10年期国债收益率整体呈波动下行走势，受英国脱欧公投影响，德国10年期国债收益率6月起降至负值，第四季度小幅回升至零以上。英国上半年流动性整体宽松，6月宣布脱欧公投，8月英国央行自2009年以来首次降息，并扩大购债规模，在此背景下，英国10年期国债收益率前8月波动下行至0.61%，四季度受经济有所回暖影响，10年期国债收益率呈波动上升趋势，但仍低于年初水平。

2016年日本央行继续实施货币宽松政策，1月底宣布降息至-0.1%，开始实施负利率政策，且维持每年80万亿日元的购债进度。在此背景下，10年期国债收益率较为平稳，呈现在零左右小幅波动趋势。

(二) 债券发行情况

2016年，美国发行的各主要券种较上年均有不同程度的增长。其中，国债发行量较上年增长2.21%，地方政府债发行量保持上升趋势，较上年增长10.07%，但增速略有下降。随着美国经

图1 2014-2016年主要发达经济体10年期国债收益率走势图



¹ 存款利率从-0.3%下调至-0.4%，主要再融资利率从0.05%下调至0.00%，边际借贷机制利率从0.30%下调至0.25%。

表1 主要经济体债券发行情况表

债券类型	美国(亿美元)			欧元区国家(亿欧元)			日本(亿日元)		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
国债	22153.80	21224.67	21693.97	21488.73	19553.16	18882.58	1758489.45	1745088.10	1688548.08
地方政府债	3391.29	4050.10	4458.08	4240.03	5060.99	4940.49	68808.26	68499.25	63460.50
企业债	14365.34	14893.82	15269.34	16335.05	15571.99	17691.43	109836.65	95282.97	126535.63
结构融资产品	18069.80	21801.54	23616.49	2170.07	2166.43	2385.57	26485.86	36091.51	45820.86
合计	57980.23	61970.13	65037.88	44233.88	42352.57	43900.07	1963620.22	1944961.83	1924365.07

注: 1.根据各国监管机构最新公布的统计数据,以下同;

2.表中欧元区国家指欧元区19个国家债券统计总数,以下同;

3.日本结构融资产品为财政年度数据,财政年度截止日为每年3月31日,以下同;

4.合计为国债、地方政府债、企业债和结构融资产品四项发行量的总和。

数据来源:美国证券业及金融市场协会(Sifma)、欧盟统计局、日本证券行业协会、联合资信整理。

表2 主要经济体债券托管情况表

债券类型	美国(亿美元)			欧元区国家(亿欧元)			日本(亿日元)		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
国债	125047.82	131915.55	139082.41	68227.12	69592.83	71081.72	8651377.78	8944872.03	9204399.60
地方政府债	37767.61	37897.85	38319.85	6930.21	7024.03	7033.94	581392.69	588944.82	595518.25
企业债	78213.27	80896.26	84401.78	43422.53	45512.67	46130.86	721687.81	697824.21	706096.93
结构融资产品	101813.54	102666.50	103995.44	14411.32	13025.06	12786.88	170682.00	175988.00	179387.00
合计	342842.24	353376.16	365799.48	132991.18	135154.59	137033.40	10125140.28	10407629.06	10685401.78

注:合计为国债、地方政府债、企业债和结构融资产品四项托管量的总和。

数据来源:美国证券业及金融市场协会(Sifma)、欧盟统计局、日本证券行业协会、联合资信整理。

经济的温和复苏,美国企业债²发行保持稳定增长趋势,发行量达到1.53万亿美元,较上年增长2.52%;结构融资产品的发行量为2.36万亿元,较上年增长8.32%,增幅较大。

欧元区国家国债发行量2016年继续保持下降趋势,较上年减少3.43%;地方政府债的发行量有所下降,较上年减少2.38%。在欧元区经济复苏的背景下,2016年企业债和结构融资产品发行量呈现明显上升趋势,较上年分别增长13.61%和10.12%,增幅较大。

2016年,日本国债和地方政府债发行量较上年有不同程度的下降,降幅分别为3.24%和7.36%。而日本企业债发行量4年来首次出现增长,且增幅高达32.80%,结构融资产品发行量为4.58万亿日元,较上年增长26.96%,继续保持高速增长。

(三) 债券托管情况

截至2016年末,美国债券托管总量为36.58万亿美元,较上年增长3.04%,各主要券种托管量均较上年有所增长;欧元区国家债券托管总量为13.70万亿欧元,较上年略有上升,除结构融资产品托管量较上年小幅下降,国债、地方政府债、企业债托管量均略有上升;日本债券托管总量为1068.54万亿日元,较上年增长2.30%,国债、地方

政府债、企业债和结构融资产品托管量较上年均略有增长。

二、国际评级行业发展动态

截至2016年底,美国认可的全国性评级机构(NRSROs)仍为10家,通过欧洲证券和市场监管局(ESMA, European Securities and Markets Authority)注册(40家)和认证(4家)³的评级机构数量也未发生变化。

(一) 国际评级行业发展较为平稳,国际三大评级机构依然占据优势地位

近年来,国际评级行业呈现稳步发展趋势,标普、穆迪和惠誉三家评级机构一直占据优势地位。根据美国证券交易委员会(SEC, Securities And Exchange Commission)的监管年报,截至2016年底,国际三大评级机构各品种存续评级业务量约为220万个,较上年同期减少2.23%,评级业务基本保持稳定。从各家机构评级业务情况来看,2016年,除惠誉存续评级业务量较上年略有上升外,标普和穆迪存续评级业务量均略有下滑。从产品类别上看,国际三大评级机构结构融资产品的存续评级业务量较上年均有所

² 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券,以下同。

³ 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构21家、标准普尔(3家在欧分支机构)、穆迪(7家在欧分支机构)、惠誉(7家在欧分支机构)、DBRS、大公欧洲评级机构,4家认证的信用评级机构分别是日本的JCR、墨西哥的HR Ratings以及美国的Kroll和Egan-Jones Ratings。

表3 国际三大评级机构各品种存续评级业务量(单位:个)

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
政府证券评级	970200	964704	952910	673166	637898	619478	194086	198375	197543
金融机构评级	61000	60005	58582	52049	50094	49472	46260	43798	44965
保险机构评级	6800	6896	6859	3336	3175	3230	3011	3077	3188
工商企业评级	53000	51105	50672	41364	42821	44676	15558	16734	17848
结构融资产品评级	85200	64222	49162	71504	68494	64188	42237	41517	39981
合计	1176200	1146932	1118185	841419	802482	781044	301152	303501	303525

数据来源:2016年SEC年报

表4 国际三大评级机构业务收入情况

项目	标普(亿美元)			穆迪(亿美元)			惠誉(亿欧元)		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
评级业务收入	24.55	24.28	25.35	22.48	23.04	23.40	6.16	7.56	8.38
非评级业务收入	25.96	28.85	31.26	10.87	11.81	12.64	2.25	2.96	3.33
合计	50.51	53.13	56.61	33.35	34.85	36.04	8.41	10.52	11.71

资料来源:国际三大评级机构年报

下降,其中标普降幅(23.45%)最为显著,穆迪和惠誉保险机构和工商企业的存续评级业务量较上年均有不同程度的上升。

从市场份额来看,2016年国际三大评级机构存续业务量在所有NRSROs机构合计占比96.40%,与上年基本持平。其中,标普存续评级业务量仍然占据优势地位,占比48.90%,穆迪和惠誉的占比分别为34.20%和13.30%。从产品类别来看,标普的结构融资产品存续评级业务量在所有NRSROs所评结构融资产品存续业务量中的占比下降4.9个百分点,其他产品类别存续评级业务量占比变化不大;穆迪政府债券评级与金融企业评级存续业务量占比略有下降,其他类别存续评级业务量占比略有上升;惠誉在各类存续评级业务量中的占比较上年均有不同程度的上升。

从收入状况来看,2016年国际三大评级机构的总业务收入继续保持增长态势。从评级业务收入看,标普评级业务收入为25.35亿美元,较2015年提高4.41%,收入上升主要是由于新增企业债券评级收入和跟踪评级业务收入等方面的增长;穆迪评级业务收入为23.40亿美元,较2015年增长1.56%,主要由于下半年在公共事业及高收益债券评级方面表现较为突出;惠誉评级业务收入为8.38亿欧元,较2015年增长了0.17%,各产品评级业务收入均出现平稳增长。此外,国际三大评级机构的非评级业务收入也均呈现不同程度的增长态势。

从分析师数量来看,截至2016年末,国际三大评级机构分析师数量为4181人,与上年基本持平(4154人)。除穆迪人数有所减少外,标普和惠誉较上年分别增长5.44%和3.36%。国际三大评级机构分析师数量在全部评级机构分析师总量中的占比为85.45%,较上年(87.21%)略有下降。

(二) 美国认可的中小评级机构发展趋于平稳

2016年,美国认可的中小评级机构发展整体趋于稳定,表现在中

小评级机构市场份额与上年基本持平,评级收入有所下降,但因各评级机构拓展业务市场需求,分析师数量整体保持增长态势。

从市场份额来看,截至2016年底,美国认可的中小评级机构共占有3.60%的存续市场份额,与上年(3.50%)基本持平,其中,DBRS市场占有率仍然较高(1.80%)。在资产支持证券评级方面,美国认可的中小评级机构共占有12.5%的存续市场份额,较上年增长2个百分点,其中,DBRS表现依旧突出,市场份额升至7.30%;其他各中小评级机构所评各类别存续评级业务量市场份额与上年基本一致。

从收入状况来看,2016年美国认可的中小评级机构评级业务收入合计为3.30亿美元,占有NRSROs机构总收入的5.60%,占比较上年(6.30%)有所下降。

从分析师数量来看,截至2016年末,美国认可的中小评级机构分析师数量为712人,较上年增加103人,除HR Ratings和KBRA的分析师数量略有下降外,其他中小评级机构的分析师数量均呈增长趋势,其中DBRS的分析师数量增幅(45.03%)最为显著。中小评级机构分析师数量在所有NRSROs分析师总量中的占比继续扩大(由2014年的11.40%上升至2016年的14.55%)。中小评级机构分析师数量的增长受益于评级业务的增加与业务的拓展,2016年,Morningstar和HR Ratings均获得了为金融机构和工商企业评级的资格,DBRS也宣布将业务范围扩张至非银行金融机构评级。

三、国际三大评级机构评级情况

(一) 全球企业违约率整体呈上升趋势

国家主权违约率整体呈上升趋势。2016年,标普和惠誉所评国家主权均有2个出现违约(莫桑比克共和国和刚果共和国),违

表5 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况 (单位: %)

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
国家主权评级	0.78	0.77	1.54	0.78	0.77	0.76	0.92	0.90	1.80
全球企业评级	0.69	1.36	2.06	0.94	1.73	2.15	0.50	1.02	0.91
结构融资产品评级	4.20	4.30	3.20	1.70	1.70	1.20	1.60	0.79	1.11

资料来源: 标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

约率分别为1.54%和1.80%; 穆迪2016年所评国家主权有1个出现违约(莫桑比克共和国), 违约率为0.76%。

近年来, 由于国际油价和大宗商品价格长期低迷, 相关行业企业违约数量增加, 国际三大评级机构全球企业违约率整体呈现上升趋势。2016年, 标普和穆迪所评全球企业违约率分别为2.06%和2.15%, 较上年均有所增长; 惠誉2016年所评全球企业违约率(0.91%)较上年变化不大。全球企业债券违约事件多发生于石油、天然气和矿产等行业, 在地域上集中于北美市场。

在结构融资产品评级中, 2016年标普和穆迪所评全球结构融资产品的违约率分别为3.2%和1.20%, 较上年有不同程度的下降, 其中标普所评全球结构融资产品的违约率为近9年来最低; 而惠誉所评全球结构融资产品的违约率为1.11%, 较上年有所上升。

(二) 全球企业评级的信用等级维持调降趋势

受全球经济增长缓慢, 石油天然气、能源行业信用风险增大影响, 国际三大评级机构对国家主权评级和全球企业评级的信用等级调整呈现明显的调降趋势。

2016年, 受经济表现疲软, 外部融资能力恶化影响, 标普和

表6 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品信用等级调整情况 (单位: %)

项目	标普			惠誉		
	2014年	2015年	2016年	2014年	2015年	2016年
国家主权评级						
上调率	8.59	12.31	6.92	11.21	6.42	8.85
下调率	14.84	15.38	18.46	9.35	12.84	18.58
全球企业评级						
上调率	9.20	7.38	7.92	7.50	8.10	7.50
下调率	8.48	11.78	12.18	7.10	12.20	11.10
结构融资产品评级						
上调率	8.40	9.90	13.20	11.50	8.40	12.00
下调率	10.00	11.20	6.70	6.70	3.80	4.50

资料来源: 标普和惠誉违约率与迁移报告

惠誉所评国家主权等级较上年均呈现出更为明显的调降趋势。根据惠誉国家主权违约率与信用等级迁移报告显示, 受国际大宗商品价格恶化影响, 其所评主权国家评级中, 新兴市场经济发展和政府执政弱点暴露, 主权信用等级别调降主要发生于新兴市场。

在全球企业评级方面, 2016年国际三大评级机构均延续上年调降趋势。其中, 标普所评全球企业等级的上调率和下调率分别为7.92%和12.18%, 惠誉所评全球企业等级的上调率和下调率分别为7.50%和11.10%, 调降趋势均较为明显, 穆迪所评全球企业信用等级也呈现明显的调降趋势, 且调降趋势逐年扩大⁴。从行业分布看, 级别调降主要发生在大宗商品领域; 从地域分布来看, 等级调降集中于拉美地区。

2016年, 标普和惠誉在结构融资产品评级中整体呈调升趋势, 可能获益于欧洲市场结构性产品表现较好。其中, 标普所评结构融资产品评级由上年的调降趋势转为明显的调升趋势, 而惠誉呈现更加明显的调升趋势。

(三) 国家主权投资级占比呈下降态势, 全球企业和结构性融资产品等级分布变化不大

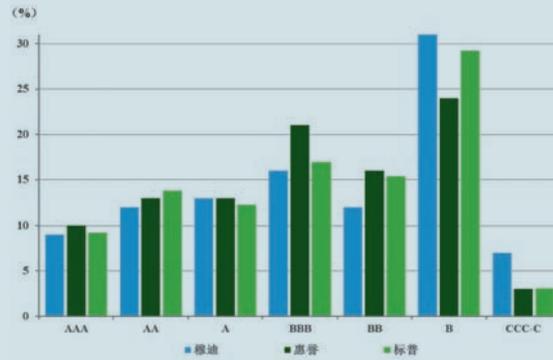
国际三大评级机构所评国家主权级别整体呈现投资级占比下降的态势, 可能是受违约率上升和信用等级调降趋势影响; 全球企业级别和全球结构性融资产品的等级分布与上年基本一致。

2016年国家主权信用等级仍主要分布在BBB级~B级(占比达85%以上), 国际三大评级机构所评国家主权占比最高的均为B级。其中, 投资级国家主权评级占比呈下降趋势, 穆迪、惠誉和标普所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为50.00%、57.00%和52.31%, 较上年均有不同程度的下降。

2016年, 惠誉和标普所评全球企业主体的信用等级分布情况与上年基本一致, 仍主要集中在A级~B级。从惠誉所评全球企业信用等级分布(见图3)来看, 信用等级占比最高的是BBB级(45.57%), 较上年略有上升; 投资级占比为65.12%, 较上年下降1.18个百分点。根据标普的违约率与迁移报告显示, 标普所评全球企业信用等级分

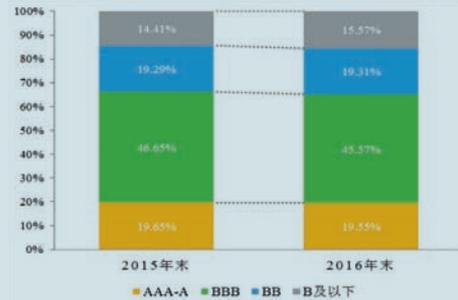
⁴ 穆迪的等级调整指标为级别偏移(Rating drift), 指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值, 用于衡量信用等级调整的情况, 该指标为负值表示信用等级呈调降趋势, 绝对值越大表明级别调整越明显。穆迪近三年的级别偏移值分别为-0.70、-8.50和-15.00, 呈逐年扩大趋势。

图2 2016年末国际三大评级机构所评国家主权信用等级分布图



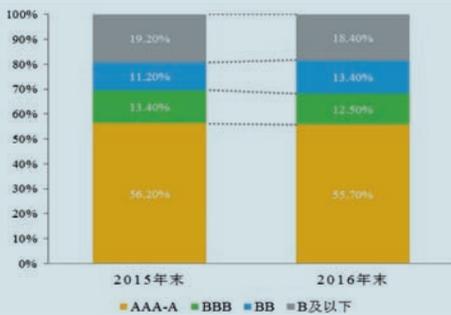
数据来源：穆迪、惠誉和标普违约率与迁移报告

图3 惠誉所评全球企业信用等级分布情况



数据来源：惠誉官网

图4 惠誉所评全球结构融资产品信用等级分布情况



数据来源：惠誉官网

布中，投资级占比52.16%，较上年增长1.42个百分点。

2016年全球结构性融资产品的等级分布整体与上年变化较小，投资级占比表现不一。从惠誉所评全球结构融资产品信用等级分布（见图4）来看，A级（含）以上信用等级占比最高；投资级占比为68.20%，较上年下降1.4个百分点。根据标普的违约率与迁移报告显示，标普所评结构性融资产品投资级占比为54.88%，较上年上升2.12个百分点。

四、信用评级国际监管动态

2016年，国际评级行业的监管重心是加强内控建设、防范利益冲突，其开展的一系列监管行为均体现了促进金融市场持续稳定发展以及加强保护投资者的目标。

（一）美国信用评级监管动态

1. 加强对评级业务相关人员的监管

2016年7月，SEC信用评级办公室发布文件进一步明确了评级分析师进行离职回顾核查的时间范围要求。为了避免与评级

分析师的新雇主存在利益关联，如果分析师离职前该评级机构对其新雇主有过评级历史或曾为其新雇主发行、承销或担保的证券产品提供评级服务，则根据其离职前该评级机构最近一次提供上述评级服务的时间，核查这个时间点与之前一年时间内，该分析师是否参与了上述评级工作或对上述评级过程造成任何影响。不仅需要核查是否存在利益冲突导致该分析师影响评级结果的可能，还需要重新进行信用评级并对前期评级结果进行修订。

2. 对评级机构的改进举措进行检查和评价

SEC在对评级机构进行年度检查时均会对上年度提出的整改要求进行复查，2016年，SEC发现除一家中小型评级机构仍未完成对相关政策和流程的修订外，2015年其提出的改进要求均已经得到各评级机构的重视和实施。SEC通过加强整改后的跟踪检查，推动整改效果的提升。

3. 强化法律责任追究

2016年3月，SEC对2012年时任标普首席信用官的Francis Parisi作出最终处罚决定。2012年Francis Parisi为改善标普在资产支持证券评级领域业务量下滑情况，针对CMBS评级模型的参数进行了调整，并公开发表文章，暗示使用新的模型可以带来20%的级别提升效果，SEC认定其欠缺充分论证，为虚假、误导性宣传行为，决定对Francis Parisi进行2.5万美金的罚款以及禁入NRSRO执业等处罚。SEC通过将责任追究进一步落实到个人，强化评级从业者的合规意识。

（二）欧盟信用评级监管动态

1. 加强对评级机构的内部控制与合规要求

内部控制方面，2016年ESMA进一步强化评级机构内部控制建设，着手开发包含前沿管理方法的内控体系框架，同时采用了实地专

项调查等方法研究如何使评级过程远离利益冲突影响,包括设立与评级机构董事会定期交流机制、提升评级机构独立非执行董事的职责范围和履职意识等;此外,ESMA大力推动在评级机构内部打造自上而下的内控文化,将其作为公司治理和提升评级质量的重要补充方式。

受近年来市场环境不景气影响,许多评级机构为了寻求利润突破选择拓宽业务种类或经营地域,而在这个过程中存在潜在合规风险。ESMA密切关注公司战略较为激进的评级机构,尤其是小型机构,观察其在扩大业务规模的同时是否能保证在评级质量控制和合规方面依旧严谨有序。

2. 强化对评级质量与评级过程的监管要求

2016年,ESMA不仅针对去年存在问题的评级机构展开了跟踪观察,检查其实施补救情况,还针对评级质量和评级过程等开展了新的专项调查,进一步强化违规后监测和调查。

2016年7月,ESMA制定并公布了一套验证和审查评级机构评级方法的指南(Validation Guidelines),为评级行业确定了涵盖定性分析和定量分析的基础技术标准,内容包括ESMA期望评级机构使用的方法以及评级机构应该考虑补充的措施。

定量分析主要包括3个方面,分别为评级准确性、预测力以及历史稳定性。(1)准确性方面,ESMA提出评级机构应使用累计准确性曲线(CAP, cumulative accuracy profile)或包含准确性调整指标的受试者工作特征曲线(ROC, receiver operator characteristic)来评估评级方法的区分度,同时评级机构也可采用额外的定量措施(如Kolmogorov-Smirnov检验)以及定性措施(如违约率分布)来进行补充;(2)预测力方面,ESMA提出评级机构应在内部定义每个级别的理想违约率(包括数量值和范围),采用二项检验和卡

方检验对理想违约率和实际违约率进行比较,同时评级机构应考虑采用进一步的量化措施(如Brier评分法, Vasicek单因子测试)以及适合验证的定性措施进行补充;(3)历史稳定性方面,ESMA提出评级机构应该制定迁移矩阵对级别变动情况进行分析,评级机构还可以考虑采用其他定量衡量指标(如“数量/系统稳定性”比值)和定性分析方法(如级别分布分析,关键因素的单因子变量分析,与其他机构评级结果、信用违约掉期差价、债券收益率等外部指标进行对比分析)。

在技术和数据不足以进行量化分析的领域,评级机构应该考虑通过技术提升加强数据样本,例如使用第三方数据扩大数据范围,合并具有相似风险特征的资产类别进行联合验证评估,或者通过创建假设交易扩充可用数据。

3. 强化法律责任追究

2016年,ESMA对惠誉的多项违规行为进行处罚。因惠誉未经授权提前披露了主权评级变动,ESMA对惠誉进行专项调查后,发现公司的内部控制存在重大缺陷,将其认定为过失行为,并对惠誉处以82.5万欧元的罚款。此外,ESMA还发现惠誉的高级分析师向惠誉集团的母公司Fimalac S.A.透露了尚未公开的6个国家的主权评级调整信息,对惠誉处以49.5万欧元的罚款。可以看出,ESMA对于评级信息泄露的法律责任追究力度有所增强。

4. 进一步完善信息技术应用

在不断优化评级数据报告系统(RADAR, Ratings Data Reporting tool)数据质量的基础上,ESMA于2016年末上线了基于RADAR的欧洲评级平台(ERP, European Rating Platform)系统,此系统可以及时向公众提供免费、最新的信用评级和评级展望信息,提高评级透明度。此外,ESMA还完成了针对评级机构的信息技术风险评估,确定了与IT治理、信息安全、IT运营和项目管理、风险管理、内部审计结构以及与流程相关的高风险领域。ESMA通过相关数据库系统的完善,进一步促进了评级机构信息透明度的提升和行业的健康发展。

5. 未来监管重点方向

ESMA在其2016年对评级机构的监管年报中公布了2017年ESMA对评级机构的监管重点,主要包括以下方面:继续加强对信用评级行为和评级质量的监管;继续加强IT信息技术体系与内控体系的建设;研究评级机构如何处理利益冲突;研究评级过程的完整性和独立性;关注因宏观经济和英国脱欧等对评级行业发展的影响,并定期与评级机构的高级管理层和其他利益相关者进行交流;继续整合RADAR数据到ESMA评级数据仓库。//



2017年度短期融资券利差分析报告

文 | 联合资信评估有限公司 郝帅 林青

一、短融¹发行基本情况

本年度，共有334家企业累计发行短融463期，发行规模为3949.70亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年降幅均在35.00%左右。短融发行量降幅较大的主要原因是2017年以来资金成本上行明显，推迟或取消发行短融数量较上年大幅增长，同时也受到超短融对短融的替代和分流作用影响。

分季度来看，受资金成本上行影响，本年第一季度的发行家数、发行期数和发行规模环比和同比均降幅明显；第二季度资金面有所缓解，且新增违约较少，投资者信心有所恢复，短融的发行家数、发行期数和发行规模环比增幅较大，但受资金成本上行影响，同比降幅仍在10%左右；第三季度资金面较为平稳，债券市场违约风险进一步缓解，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在10%以上，但在资金成本较高影响下，同比降幅均在20%以上；第四季度发行家数、发行期数和发行规模环比和同比降幅均在20%以上，主要是受年底流动性趋紧影响，推迟或取消发行短融数量大幅增长的原因。

本年度，短融发行主体的信用等级分布在AAA级~AA-级，其中AAA级~AA级仍

然是短融发行主体的主要集中级别。本年度仍无A+级主体发行短融。

从发行期数来看，本年度各信用等级主体所发短融的期数分布主要集中在AAA级~AA级，占比98.49%，较上年上升2.27个百分点；其中短融发行期数最多的仍为AA级主体，但在总发行期数中的占比（41.04%）较上年有所下降；其次为AA+级主体，在总发行期数中占比为37.37%，较上年（30.57%）明显增加；AA-级主体短融发行期数降幅明显（仅有7期），其在总发行期数的占比（0.53%）较上年进一步下降。短融发行期数呈现向AA（含）级以上高等级集中的态势，

且等级分布更为均匀。

从发行规模来看，本年度各信用等级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为99.47%，较上年小幅上升。其中AA+级主体所发短融规模超过AAA级主体，其在发行总规模中的占比（37.93%）较上年大幅上升10.48个百分点跃居第一；AA-级主体所发短融规模占比（0.53%）则进一步下降。AA（含）级以上主体所发短融规模分布更为均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向AA级（含）以上集中趋势进一步明显，且AA级（含）以上级别主体短融发行期

图1 短融发行主体信用等级分布图



资料来源：Wind资讯、上海清算所、联合资信整理

表1 2013~2017年短融发行基本情况表

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017年同比增长 (%)
发行期数(期)	860	1072	1105	687	463	-32.61
发行家数(家)	663	782	799	520	334	-35.77
发行规模(亿元)	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	3949.7	-34.86

资料来源：Wind资讯、上海清算所、联合资信整理

¹ 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

数和规模分布更趋均匀。

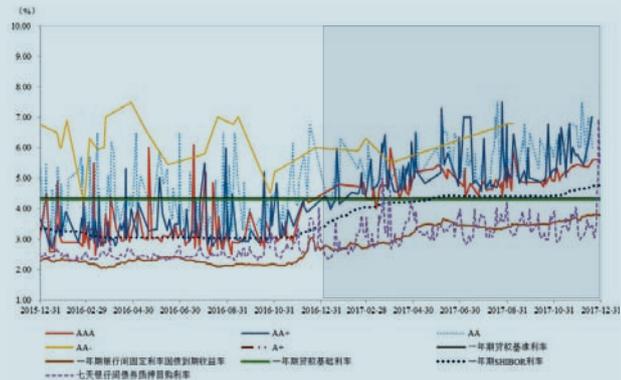
二、利率分析

从短融利率的种类来看,本年度所发短融有2期采用浮动利率发行,其余均采用固定利率发行。

本年度,央行实施稳健中性的货币政策,综合运用多种货币政策工具,通过公开市场操作、中长期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)和常备借贷便利(SLF)等措施“削峰填谷”,维护了银行间债券市场流动性的基本稳定。在银行间市场资金面整体处于紧平衡的状态下,利率上半年呈小幅波动上行走势,下半年则走势较为平稳。具体来看,本年度一年期贷款基准利率仍维持在2016年初以来的4.35%的水平;银行间固定利率国债一年期到期收益率2016年前三季度维持平稳走势,2016年四季度以来受流动性阶段性趋紧和资金面紧平衡影响持续上行,本年度下半年走势较为平稳。

本年度一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率的走势仍大致接近,但受到资金成本上行和

图2 2017年不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图



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

流动性阶段性趋紧的影响,一年期短融的发行利率相对波动较大。一年期短融的平均发行利率5.35%,较上年平均发行利率(3.78%)增幅明显,并且绝大多数时间高于一年期贷款基准利率。

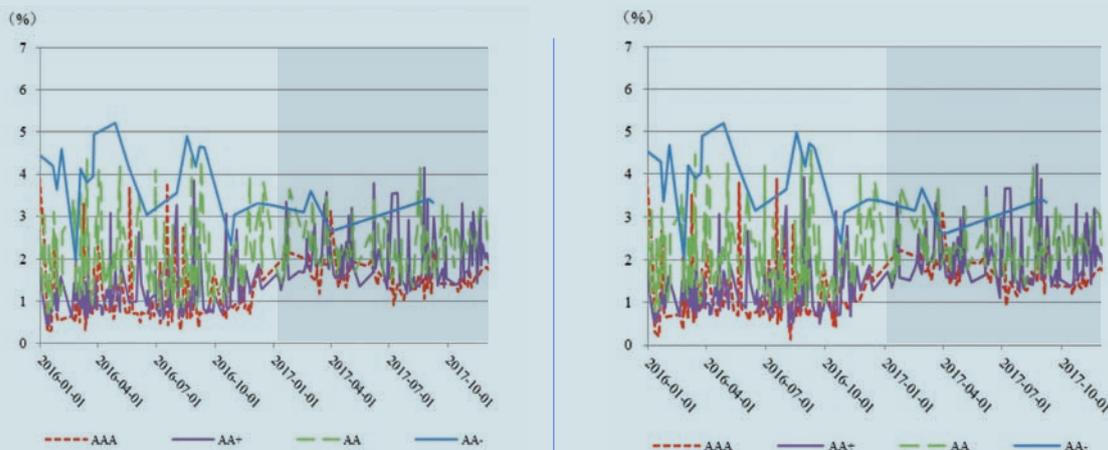
从各级别主体所发短融的发行利率来看,各级别主体所发短融的发行利率走势与一年期银行间固定利率国债收益率和市场化程度较高的R007(七天银行间债券回购加权平均利率)利率走势较为一致,

上半年均呈小幅上行趋势,下半年走势较为平稳,但波动较大。此外,AA级(含)以上主体所发短融的发行利率重叠较多。本年度,各级别主体所发短融的发行利率绝大部分均高于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

本年度所发短融中,剔除2期采用浮动利率发行的、17期发行期限在1年内的、14期

图3 2017年不同信用等级主体所发短融利差I(左图)、利差II(右图)情况



注:利差I:发行利差,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。

利差II:交易利差,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。

资料来源:Wind资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

表2 2016~2017年各等级别发行主体对应的利差I、利差II均值情况(单位:BP)

项目	主体级别	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
利差I	AAA	99.85	98.03	94.71	99.41	187.25	163.83	143.34	152.90
	AA+	107.94	125.41	120.44	136.72	219.32	202.49	189.67	206.41
	AA	185.30	205.00	170.42	198.77	246.86	227.34	222.38	255.25
	AA-	366.90	415.00	448.75	285.09	310.93	-	336.50	-
利差II	AAA	105.04	103.55	103.91	135.51	198.43	170.04	152.56	152.59
	AA+	115.51	131.35	127.00	144.40	224.47	207.47	197.69	205.65
	AA	193.85	213.28	178.70	168.00	253.84	233.36	228.08	254.81
	AA-	374.20	419.89	454.01	276.80	313.51	-	336.83	-

资料来源:Wind资讯、上海清算所、联合资信整理

表3 2016~2017年一、二级市场各等级别发行人所发短融的利差分析情况

年度	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(%)
2016	AAA	141	2.48~6.10	3.21	99.32	-	68.47	106.02	-	66.03
	AA+	200	2.70~7.39	3.42	120.49	21.17	66.40	126.71	20.69	63.93
	AA	295	2.80~8.00	4.11	189.05	68.56	57.13	196.82	70.11	54.87
	AA-	25	4.00~7.50	6.01	376.56	187.51	24.70	382.51	185.69	23.79
2017	AAA	90	3.70~6.68	4.89	160.23	-	24.63	166.88	-	23.44
	AA+	157	3.95~8.00	5.31	204.20	43.97	36.80	208.66	41.78	36.16
	AA	178	4.12~7.50	5.59	234.14	29.94	29.33	239.22	30.56	28.53
	AA-	5	5.50~6.80	6.26	321.07	86.93	11.39	322.84	83.62	12.55

资料来源:Wind资讯、上海清算所、联合资信整理

表4 2017年各等级别发行主体利差的显著性水平

	利差I: 发行利差			利差II: 发行利差		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
AAA	0.000	-	-	0.000	-	-
AA+	0.000	0.000	-	0.000	0.000	-
AA	0.000	0.003	0.007	0.000	0.003	0.007

资料来源:Wind资讯、上海清算所、联合资信整理

有担保的短融, 剩余短融共计430期, 作为短融利差分析样本。后文分析中, 如无特殊说明, 均采用上述430期作为样本。

目前, 短融的信用评级包括主体信用等级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。

在银行间债券市场资金面整体保持紧平衡和债券市场违约风险进一步缓解的背景下, 本年度短融发行利差和交易利差整体呈现波动下行的走势。具体来看(见表2), AA级(含)以上主体所发短融的发

行利差和交易利差前三季度呈逐渐收窄趋势, 第四季度受流动性趋紧影响略有扩大; 各等级别主体所发短融的发行利差和交易利差较上年均呈现不同程度的扩大。

通过表3可以看出, 2017年一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致, 主要体现在以下方面: 一是本年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, 发行人主体信用等级越低, 平均发行利率、利差I和利差II的均值越大; 二是AAA级与AA+级发行人所发短融的利差I和利差II的级差大于AA+级与AA级, 且AAA级与AA+级的级差较上年有所增加, AA+级与AA级、AA级与AA-级的级差较上年降幅明显, 表明投

资者对AAA级和AA+级发行人所发短融的风险溢价差异有所增大, 但对AA+级以下债券, 投资者的风险溢价要求差异有所减小; 三是各等级别发行人的利差I和利差II的变异系数较上年明显下降, 表明本年度各级别的利差稳定性有所提升。

我们使用Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法, 对本年度不同主体信用等级所对应的短融利差I和利差II的差异性进行了显著性检验。检验结果显示, 在95%的置信水平下, 各等级别主体所发短融的利差I和利差II的差异均显著, 表明信用等级对短融风险定价具有较好的区分度。■

评级小贴士

关于PPP项目资产证券化业务的一些基本知识

什么是PPP项目资产证券化？

所谓资产证券化，是以基础资产未来所产生的现金流为偿付支持，通过结构化设计进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的过程，而PPP项目资产证券化是以PPP项目未来所产生的现金流为基础资产发行资产支持证券的过程。

政府优先支持的PPP资产证券化项目有哪些？

政府优先支持水务、环境保护、交通运输等市场化程度较高、公共服务需求稳定、现金流可预测性较强的行业PPP项目开展资产证券化；优先支持政府偿付能力较好、信用水平较高，并严格履行PPP项目财政管理要求的地区开展资产证券化；重点支持符合雄安新区和京津冀协同发展、“一带一路”、长江经济带以及新一轮东北地区等老工业基地振兴等国家战略的PPP项目开展资产证券化。

PPP资产证券化的基础资产主要包括哪些？

在项目运营阶段，项目公司作为发起人（原始权益人），可以按照使用者付费、政府付费、可行性缺口补助等不同类型，以能够给项目带来现金流的收益权、合同债权作为基础资产，发行资产证券化产品；在项目建成运营2年后，项目公司的股东可以以能够带来现金流的股权作为基础资产，发行资产证券化产品；在项目运营阶段，为项目公司提供融资支持各类债权人，以及为项目公司提供建设支持的承包商等企业作为发起人（原始权益人），可以合同债权、收益权等作为基础资产，按监管规定发行资产证券化产品。

PPP资产证券化的意义

PPP资产证券化有利于盘活PPP项目存量资产、加快社会投资者的资金回收以及吸引更多社会资本参与PPP项目建设。

资料来源：

- 1、2016年12月26日，国家发改委和证监会联合发布的《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》（发改投资[2016]2698号）
- 2、2017年6月19日，财政部、中国人民银行、中国证监会联合发布的《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金[2017]55号）



违约案例

信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司

一、主体概况

信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司(以下简称“弘昌燃气”或“公司”)前身为1999年3月30日成立的信阳市管道燃气工程有限公司,公司于2001年7月5日变更为现名。公司为燃气行业企业,是经信阳市政府批准从事城市燃气行业的经营主体,主营城市燃气销售、管道燃气安装、各类燃气灶具、厨房用具、取暖材料和建筑材料零售等,营业收入主要来自天然气销售收入和管道安装收入,发债时公司在信阳市天然气市场的份额超过70%。公司为民营企业,控股股东是信阳弘昌房地产开发有限责任公司。

公司于2013年6月20日在银行间和上交所发行了7亿元7年期企业债“13弘昌燃气债”,债券附第4年末投资人回售权,公司用其子公司河南信阳毛尖集团有限公司拥有的50045亩集体林地使用权和林木资产为本期债券提供抵押担保,债券到期日是2020年6月20日。2017年6月20日公司无法支付回售款累计1.72亿元,构成实质违约,公司称,对于已申报回售的个人投资者的回售资金发放及相应债券的注销将于三日内完成,而对于申报回售的机构投资者,公司将与投资者沟通协商解决。6月21日,公司发布公告称已申报回售的个人投资者的回售资金发放及相应债券的注销将于6月22日完成,此后便无相关消息披露。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	发行时债券/ 主体级别	违约时债券/ 主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
13弘昌燃气债	2013-06-20	2020-06-20	2017-06-20	AA/AA-/稳定	BB+/BB-/负面	企业债	鹏元资信	回售本金违约

注: 1、违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金,单位为亿元;
2、回收规模为截至2017年10月31日该期债券已经偿付的利息和本金,单位为亿元;
3、债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别。
资料来源:联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2015-06-30	公司发布2014年年度报告,当期营业收入为5.94亿元,利润总额3.28亿元,同比均明显增加。
2016-06-30	公司发布2015年年度报告,当期营业收入5.50亿元,利润总额2.62亿元,同比均有所减少,此外,公司因涉诉事件影响,本期债券专项偿债账户已被司法冻结。
2016-07-05	“13弘昌燃气债”和“13弘昌燃气”停牌。
2016-07-11	公司主体信用评级由AA-级下调为BBB+级,评级展望由稳定调为负面。
2016-08-31	公司发布2016年半年度报告,当期营业收入2.13亿元,利润总额0.93亿元,同比均大幅减少。
2017-03-29	承销商发布风险提示,公司出现债务本息违约;大部分账户和本期债券专项账户已被冻结;发行人及其子公司部分股权已被司法冻结;发行人在建项目面临较大资金压力,且未来投产时间较不确定;公司本期债券抵押资产集中变现存在不确定性且承诺保证金尚有4.5亿缺口,同时对外担保出现违约等。
2017-04-12	公司主体信用等级由BBB+级下调为BB级,评级展望为负面。
2017-06-19	公司发布公告称由于资金方面原因,公司对原拟定于6月20日“13弘昌燃气债”回售资金发放另行安排,并于6月20日公告后续处理方案。
2017-06-20	公司发布公告称根据公司实际情况,对已经申报回售的个人投资者,公司向中国结算上海分公司提出申请,委托其于三日内办理个人投资者资金划付及相应债券的注销;对于已经申报回售的机构投资者,公司将于所有机构投资者积极协商,推进有关事项的顺利协商解决。
2017-06-21	公司发布公告称,“13弘昌燃气债”已申报回售的个人投资者的回售资金发放及相应债券的注销将于6月22日完成。
2017-06-30	公司主体信用等级下调由BB级下调为C级,评级展望由负面调整为稳定。

注:表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况。
资料来源:联合资信COS系统

三、主体违约原因

(一) 激进投资致公司债务规模骤增, 债务压力增大

2011年以来, 公司为扩大业务范围, 先后在燃气电厂、燃气管道、风电设施、二甲醚及甲醇生产项目等进行大规模投资, 在建工程投资激进, 经营和非经营性占款均严重。2011至2013年, 公司债务规模不断攀升, 由2011年的9.15亿元大幅增至2013年23.26亿元, 此后均维持在较高水平, 债务压力大。

(二) 公司经营状况恶化, 盈利能力变弱

2015年来, 公司经营状况开始变差, 2015年营业收入同比下降7.41%, 2016年上半年营业收入也不到2015年的一半, 同时利润总额也大幅减少, 2016年上半年仅为0.93亿元, 公司盈利能力变弱。

(三) 高额对外担保及多次法律纠纷削弱公司对外融资能力

2016年6月至2017年4月, 公司对外担保的受担保人出现违约, 导致公司股东股权、大部分账户和本期债券专项账户相继被冻



结。截至2017年4月12日, 公司不良违约债务3笔, 余额0.49亿元; 欠息4笔, 欠息金额905.11万元; 关注类保证担保5.83亿元, 关注类质押担保2.99亿元, 不良类担保1200万元; 此外, 因未履行给付欠款本金及补偿、承担连带清偿责任等义务, 公司8次被列入失信被执行人名单, 以上事件严重影响公司的信用状况, 进而削弱公司对外融资能力。在债务规模骤增、经营状况恶化和对外融资能力削弱的共

同影响下, 公司最终无法如期完成回售。

(四) 本期债券的担保资产专用性强, 增信力度较弱

本期债券由公司子公司信阳毛尖以其拥有的50045亩林地使用权及林木资产作为抵押担保物, 由于担保物专用性强, 处置难度较大, 可变现能力很弱, 对公司债务的增信作用很小。■

表3 主要财务指标

财务指标	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
资产总额(亿元)	34.70	39.67	60.12	67.42	71.78	70.44
所有者权益(亿元)	20.93	22.84	24.39	34.59	36.70	37.55
长期债务(亿元)	8.95	9.19	22.86	22.10	21.34	20.53
全部债务(亿元)	9.15	9.54	23.26	22.90	21.74	20.93
营业收入(亿元)	3.45	3.61	4.04	5.94	5.50	2.13
利润总额(亿元)	1.76	1.94	1.86	3.28	2.62	0.93
EBITDA(亿元)	2.24	2.36	2.39	3.95	3.53	0.93
经营性净现金流(亿元)	1.66	1.76	5.76	5.89	6.04	1.64
营业利润率(%)	59.59	62.95	59.69	69.87	58.05	48.8
净资产收益率(%)	6.77	6.65	6.12	7.78	5.73	2.26
资产负债率(%)	39.68	42.43	59.43	48.69	48.87	46.69
全部债务资本化比率(%)	30.42	29.45	48.81	39.83	37.2	35.79
流动比率(%)	322.91	255.19	244.77	287.88	343.53	467.06
全部债务/EBITDA(倍)	4.09	4.04	9.73	5.8	6.16	22.57
EBITDA利息倍数(倍)	10.46	10.36	7.43	10.63	7.35	---
经营现金流/流动负债(%)	46.61	31.93	48.05	66.11	86.86	29.37

资料来源: 联合资信COS系统



Credit Rating Report on Huadian Jiangsu Energy Co., Ltd. 2017-1 Short-term Commercial Paper

Long-term IDR: AAA
Rating Outlook: Stable
CP: A-1

Rating Date: July 21, 2017
Analysts: Sun Xin, Liu Sisi

Issue Date: October 16, 2017
Offering Amount: CNY 0.5 Bn
Tenor: 365 days
Coupon Rate: 4.72 %

Strengths

1.As a wholly-owned subsidiary of China Huadian Corporation and the major thermal power plant in Jiangsu Province, The Company enjoys advantageous external environment, increasing installed capacity, relatively stable operation and remarkable status in regional market.
2.The Company has sufficient cash flows from operations to cover the CP.

Concerns

1.With the expansion of debt stock, the Company bears a heavy debt burden.
2.The operation pressure of the Company has increased due to rising coal prices, reducing generating capacity and decreasing electricity price.
3.The Company has invested heavily in projects under construction, which makes the Company to face a financing pressure in the future. **///**

Indicators	2014	2015	2016	2Q2017
Cash Assets (CNY 100 Mn)	11.68	11.77	11.33	12.45
Total Assets (CNY 100 Mn)	218.10	234.52	289.27	295.63
Shareholders' Equity (CNY 100 Mn)	45.30	55.61	65.94	68.34
Short-term Debt (CNY 100 Mn)	64.19	76.07	110.31	83.28
Long-term Debt (CNY 100 Mn)	83.88	78.53	79.07	110.87
Total Debt (CNY 100 Mn)	148.07	154.61	189.38	194.15
Operating Revenues (CNY 100 Mn)	175.32	170.26	154.86	36.80
Gross Profit (CNY 100 Mn)	19.88	24.35	16.49	2.54
EBITDA (CNY 100 Mn)	41.74	43.73	35.26	--
Operating Margin (%)	37.61	45.04	30.06	6.60
ROA (%)	14.97	16.26	14.31	7.94
ROE (%)	34.93	33.55	18.69	--
Total Debt/Total Assets (%)	79.23	76.29	77.20	76.88
Total Debt/Capitalization (%)	76.57	73.55	74.17	73.96
Liquidity Ratio (%)	31.22	23.17	22.49	28.81
Operating Cash Flow/Current Liabilities (%)	42.87	45.41	21.04	--
Total Debt/EBITDA (X)	3.55	3.54	5.37	--
EBITDA/Interest Expense (X)	4.46	5.55	5.13	--

Notes: 1Q 2017 financial statements were unaudited.

Credit Rating Report on Guangxi Communications Investment Group Co., Ltd.

2017-1 Poverty Alleviation Medium-Term Note

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

Rating Date: August 22, 2017
Analysts: Yang Mingqi, Li Sulei

Issue Date: December 5, 2017
Offering Amount: CNY 1.50 Bn
Tenor: 3+2 years
Coupon: 5.10%

Strengths

1.As an important highway investment and operation company in the Guangxi Zhuang Autonomous Region, the Company enjoys a remarkable regional and industrial status and receives government's sustaining support in policy, funds, debt

replacement etc.

2.As the tollway's mileage continuously grows, the Company's dominant position has been further strengthened in Guangxi Expressway Network.

3.Tollways operated by the Company enjoyed long and stable track record of tolled traffic, providing stable cash flow for the Company.

4.The MTN is well covered by the Company's operating cash flow and EBITDA.

Concerns

1.Affected by the macro-economy and market conditions, the revenue of both the Company's trade and transportation and refined oil segment showed a downward trend in recent

years, indicating a weak overall profitability.

2.The Company bears a heavy debt burden due to the large-scale agent-construction projects, therefore the pressure of external financing is considerable in the future.

3.At the end of 2016, the Company was caught in disputes or litigation about the receivable and other receivables. Although the Company has made a provision for its bad debts, the recovery of receivables is uncertain.

4.The government of Guangxi Province plans to transfer the highway loan projects paid by the government into the Guangxi Highway Repayment Operations Management Center, and Lianhe Ratings will continue to focus on the progress of the transfer. **///**

Indicators	2014	2015	2016	1Q2017
Cash Assets (CNY 100 Mn)	92.35	85.08	94.64	91.64
Total Assets (CNY 100 Mn)	1737.77	1921.68	2116.85	2178.54
Shareholders' Equity (CNY 100 Mn)	560.90	600.88	625.70	664.41
Short-term Debts (CNY 100 Mn)	74.31	132.89	106.24	87.39
Long-term Debts (CNY 100 Mn)	954.41	1043.90	1212.22	1271.07
Total Debts (CNY 100 Mn)	1028.72	1176.79	1318.46	1358.46
Total Revenue (CNY 100 Mn)	249.36	194.36	175.75	59.92
Operating Profit (CNY 100 Mn)	10.64	9.74	11.67	5.15
EBITDA (CNY 100 Mn)	48.11	44.22	39.61	--
Net Cash Flow from Operations (CNY 100 Mn)	18.89	20.67	29.04	6.63
Operating Margin (%)	14.19	19.87	20.66	18.77
ROE (%)	1.25	0.77	1.15	--
Total Liabilities/Total Assets (%)	67.72	68.73	70.44	69.50
Total Debts/Capital (%)	64.71	66.20	67.82	67.15
Liquidity Ratio (%)	157.70	126.89	119.93	138.91
Operating Cash Flow/Current Liabilities (%)	8.75	7.65	10.83	--
EBITDA/Interest Expenses (X)	0.96	0.78	0.56	--
Total Debts/EBITDA (X)	21.38	26.61	33.29	--

Notes: 1. 1Q 2017 financial statements were unaudited;

2. Interest-bearing liabilities in Other Payable are stated as Short-term Debts;

3. Interest-bearing liabilities in Long-Term Payable are stated as Long-Term Debts.



Credit Rating Report on Bank of Beijing Co., Ltd. 2017-2 Green Financial Bond

Long-term IDR: AAA
Financial Bond Rating: AAA
Rating Outlook: Stable

Rating Date: October 13, 2017
Analysts: Gao Long Ma Mingjiao
Ling Zi

Issue Date: November 28, 2017
Offering Amount: CNY 15 Bn
Tenor: 3 years
Coupon: 4.90%

Strengths

1. With its businesses concentrated in the Beijing area, the Bank, as a municipal financial institution, has notable regional competitive advantage;
2. As a public traded company, the Bank has an effective corporate

governance and risk management system and standard information disclosure procedures;
3. As the leading commercial bank at municipal level, the Bank undergone rapid development and holds prominent position among competitors;
4. Good credit assets with sufficient provision reserves;
5. Strong profitability with an effective cost control system.

Concerns

1. Branch operations in other regions have undergone rapid development, but face challenges in internal control and risk management.
2. The Bank faces pressure to replenish its core capital due to rapid development, therefore its future capital

position is subject to close attention.
3. Business development and asset quality may deteriorate due to macro-economic condition, structure reform and interest rate liberalization. *NA*

Major Indicator:

Items	As of 06/30/2017	2016	2015	2014
Total Assets (CNY Bn)	2239.17	2116.33	1844.91	1524.40
Shareholders' Equity (CNY Bn)	149.7.21	143.78	116.81	96.11
Non-Performing Loan Ratio (%)	1.18	1.27	1.12	0.87
Provision Coverage (%)	237.03	256.06	278.39	324.22
Loan Loss Provision Ratio (%)	2.79	3.25	3.11	2.78
Current Ratio (%)	39.98	50.10	34.76	33.46
Shareholders' Equity/Total Assets (%)	6.69	6.79	6.33	6.30
Capital Adequacy Ratio (CAR) (%)	11.13	12.20	12.27	11.08
Tier-I CAR (%)	8.79	9.44	9.14	9.16
Core tier-I CAR (%)	7.74	8.26	8.76	9.16
Items	2017 Q 1 & 2	2016	2015	2014
Total Revenue (CNY Bn)	26.50	47.46	44.08	36.88
Total Profit before Provisions (CNY Bn)	20.59	33.84	30.29	25.16
Net Profit (CNY Bn)	11.15	17.92	16.88	15.61
Operating Expense/Total Revenue (%)	-	1.75	1.95	1.99
Average ROA before Provisions (%)	-	25.81	24.99	24.65
Average ROA (%)	-	0.90	1.00	1.09
Average ROE (%)	-	13.76	15.86	17.90

Note: 2017 Q 1&2 financial statements are unaudited; 2017 Q2 NPL ratio was derived from the bank's financial statements.

Sources: Bank of Beijing; Lianhe Credit Rating

Credit Rating Report on Huiyi 2017-3 Credit Card Installment Loan Asset-backed Securities (ABS)

Tranches	Amount (RMB Million)	In Total (%)	Credit Ratings
Senior Class A	10280.00	87.31	AAAsf
Senior Class B	799.00	6.79	AAsf+
Subordinated Class	694.76	5.90	NR
Total	11773.76	100.00	—

Note: NR——not rated

Rating Date: July 24, 2017

Analysts: Liang Tao Wang Fang Yao Jiexiong

Issuing Date: December 26, 2017

Summary

Start Date of Trust: August 31, 2017
 Final Tenor Date of ABS: September 17, 2021
 Transaction Type: Static Cash Flow (ABS)
 Vehicle Type: Special-Purpose Trust
 Underlying Assets: Credit card installment loans in the amount of RMB 11773.76 millions held by China CITIC Bank Corporation Limited
 Credit Enhancement Methods: Senior/subordinate Structure, Excess spread and Triggering event
 Trustor/Originator/Loan servicer: China CITIC Bank Corporation Limited
 Trustee/Issuer: CITIC Trust Co. Ltd.
 Loan Servicing Agency: China CITIC Bank Corporation Limited
 Custodian: China Merchants Bank Co., Ltd. Shenzhen branch
 Lead Underwriter/Bookrunner: CITIC Securities Co Ltd
 Joint Underwriter: CITIC Construction Investment Securities Co. Ltd.
 Financial Advisor: China Merchants Securities Co. Ltd

Strengths

1.The underlying assets held by CITIC Bank Corporation Limited (“CITIC Bank”) are categorized as normal credit card installment loans. CITIC Bank has a matured credit card business service and an excellent overall asset quality.

2.This transaction adopts a senior/subordinate structure as the primary credit enhancement method. Based on the issuance amount, Senior class A securities receive 12.69% of credit support from senior class B securities and subordinated class securities; Senior Class B securities

receive 5.90% credit support from subordinated class securities.

3.Although the transaction consists of a large number of borrowers, the single largest outstanding balance only accounted for 0.0022% of the total, indicating excellent risk diversification.

4.The underlying assets generate adequate profit margin as the weighted average monthly servicing fee per contract is 0.68%. It is expected that there will be a large excess interest spreads, which will provide excellent credit support for the senior class securities.

5.The weighted average account age of the underlying assets is long,

indicating good credit performance of the underlying assets.

6.The complementary structure between principal account and revenue account provides senior class securities with credit and liquidity support; triggering events of “accelerated payment” and “defaults” further protect senior class from losses.

Concerns and Risk Mitigations

1.In the event of a default, the recovery rate of the underlying assets may be low due to the nature of credit loans.

Risk mitigation: When making adjustment on the parameter of the model, Lianhe Ratings has considered the recovery rate of credit loans and incorporated it into the final rating.

2.The equations and data used in the quantitative analysis may result in a level of modeling risk.

Risk mitigation: Lianhe Ratings has repeatedly tested the tolerance level of the senior class securities utilizing borrowers default simulations, such as, change the early repayment rate, reduce the spread support, and other default simulations to reduce the modeling risk.

3.Given the complicated external environment resulted from the weak recovery of the global economy, China still faces the pressure of economic slow-down. Systematic risks stemmed from the macro-economy might affect the overall credit worthiness of the asset pool.

Risk mitigation: When making adjustments on the parameters for the default model of the asset pool, Lianhe Ratings has considered the possibility of higher default risk and low recovery ratio resulted from the aforementioned macro-economy condition and external environment. //



Credit Rating Report on Jianyuan 2017-6 Residential Mortgage-backed Securities (RMBS)

Tranches	Amount (RMB Million)	In Total (%)	Credit Ratings
Senior Class A1	3000	45.27	AAAsf
Senior Class A2	2950	44.52	AAAsf
Subordinated Class	676.26	10.21	NR
Total	6626.26	100.00	—

Note: NR— not rated

Rating Date: October 12, 2017

Analysts: Liang Tao, Liu Chang, Xu Qiannan, Meng Yaoqi

Issue Date: October 26, 2017

Summary

Start Date of Trust: September 8, 2017
 Final Maturity Date: June 26, 2037
 Transaction Type: RMBS
 Vehicle Type: Special-purpose trust
 Underlying Assets: RMB 6626.26 million residential mortgage loan held by China Construction Bank Co., Ltd
 Credit Enhancement Methods: Senior/subordinate structure, triggering event
 Trustor/Originator: China Construction Bank Co., Ltd
 Loan Servicer: China Construction Bank Co., Ltd
 Trustee/Issuer: CCB Trust Co., Ltd
 Custodian: Industrial Bank Co., Ltd
 Lead Underwriter: CITIC Securities Co. Ltd
 Joint Underwriter: China Merchants Securities Co. Ltd and China Securities Co., Ltd

Strengths

1. As of end of 2016, the NPL ratio of residential mortgage loan held by China Construction Bank Co., Ltd (Construction Bank) was 0.28%, which stood at a very low level.
 2. The underlying loans in this transaction consist of 39017 loans. The outstanding balance of each underlying loan accounted for a small percentage of the total assets, with the largest at 0.07%. The borrowers of the underlying loan are well-distributed.
 3. The senior/subordinate structure enhanced the credit worthiness of the pool. Subordinate class securities provided 10.21% in credit support to senior class securities.
 4. The complementary structure between principal account and

revenue account provides senior tranches with considerable credit and liquidity supports.

5. Construction bank is a big state-owned joint-stock commercial bank with high long-term IDR credit rating, well-developed residential mortgage underlying process, conservative risk management system and adequate information management system, which enhances its ability to provide service in this transaction.

Concerns and Risk Mitigation

1. 44.20% of the loans in the pool are from Shandong, Zhejiang and Tianjin, indicating a higher default probability resulting from geographical concentration. *Risk Mitigation:* During the cash-flow stress analysis, Lianhe

Ratings incorporated a variation of interest rate levels to ensure adequate debt service coverage of the underlying loans. The result indicated that the senior tranches securities are able to withstand interest rate hike to an acceptable extent. Lianhe Ratings will also closely monitor the changes in market interest.

2. There are numerous factors that may result in higher default risk and low recovery rate, and the data provided by issuers are prepared within a relatively short time span. *Risk Mitigation:* When making adjustments on the parameters for the default model, Lianhe Ratings has incorporated different variations in prepayment rate, spread level and default concentration scenarios to reduce certain risks stemmed from modeling.

3. The mortgage right on a portion of the collateralized residential properties have not been fully transferred and recorded to the mortgage originator. This will negatively affect the liquidation process in the event of default. *Risk mitigation:* In the event of the aforementioned scenario, the loan originator has the obligation to ensure the successful transfer of the mortgage right to the issuer. The transfer process should be completed in a timely manner to avoid liquidation losses on the issuer. However, if losses occurred, the loan originator, by law, has the full responsibility and must repurchased the assets from the issuer.

4. The underlying assets in the pool are collateralized residential mortgages. The assets value and credit quality is closely tied to the Chinese real estate market and strictly regulated by the central government. *Risk mitigation:* When making adjustments on the parameters for the default model of the asset pool, Lianhe Ratings has incorporated the possibility of higher default risk and lower recovery ratio resulted from the aforementioned situation. Lianhe Ratings will also closely monitor the changes in real estate market.//

政策指南 Policy Guidelines

央行将地方政府债券纳入自动质押融资业务质押债券范围

2017年12月13日，中国人民银行发布了《中国人民银行自动质押融资业务管理办法》（下称《管理办法》），《管理办法》将合格质押债券范围由国债、中央银行债券、政策性金融债券等扩大到人民银行认可的地方政府债券及其他有价证券。自动质押融资业务是指存款类金融机构清算账户资金不足时，通过系统自动向央行质押债券融入资金完成清算的支付系统支持机制，有助于减少清算排队现象，保障支付清算安全。

（摘自中国新闻网，2017年12月15日）

央行、证监会联合发布绿色债券评估认证行为指引暂行办法

2017年12月26日，人民银行、证监会联合制定发布了《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》（下称《指引》），《指引》从机构资质，业务承接，业务实施，报告出具，以及监督管理等方面做出了具体的规范和要求，此举旨在规范绿色债券评估认证行为，将提高绿色债券评估认证质量，促进绿色债券市场健康发展，更好服务实体经济的绿色发展。

（摘自证券时报，2017年12月26日）

央行302号文重拳规范债券代持行为

2018年1月3日，央行、银监会、证监会和保监会共同发布《规范债券市场参与者债券交易业务的通知（银发[2017]302号）》（下称“302号文”）以规范债券市场参与者债券交易业务。由于代持的回购交易没有集中交易平台，无监管约束，部分存在形式是口头协议或抽屉协议，杠杆也可以无限大，因此，302号文重拳规范债券代持，要点包括：任何债券回购交易需要签订回购主协议，远期交易需要签订衍生品主协议；严禁抽屉协议或变相组合交易规避内控和监管；除债券发行分销期间的代申购、代缴款外，其他任何形式的债券代持都被划入买断式回购里面等。

（摘自经济观察网，2018年1月4日）

《关于金融支持深度贫困地区脱贫攻坚的意见》发布，拓宽深度贫困地区直接融资渠道

2018年1月16日，央行、银监会、证监会、保监会联合印发《关于金融支持深度贫困地区脱贫攻坚的意见》（下称“意见”），《意见》要求金融部门坚持新增金融资金优先满足深度贫困地区、新增金融服务优先布设深度贫困地区的政策，要拓宽深度贫困地区直接融资渠道，对深度贫困地区符合条件的企业发行公司债、资产支持证券的，实行“专人对接、专项审核”，适用“即报即审”政策。支持深度贫困地区符合条件的企业通过发行短期融资券、中期票据、扶贫票据、社会效应债券等债务融资工具筹集资金，实行会费减半的优惠。

（摘自中国证券报，2018年1月16日）

七部门：允许采用股债结合综合性方案降低企业杠杆率

2018年1月19日，发改委、央行等七部门联合发布《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，允许采用股债结合的综合性方案降低企业杠杆率；允许实施机构发起设立私募股权投资基金开展市场化债转股；规范实施机构以发股还债模式开展市场化债转股；支持各类所有制企业开展市场化债转股；允许将除银行债权外的其他类型债权纳入转股债权范围；允许实施机构受让各种质量分级类型债权；允许上市公司、非上市公众公司发行权益类融资工具实施市场化债转股；允许以试点方式开展非上市、非公众股份公司银行债权转为优先股等。

（摘自中国证券报，2018年1月29日）

财政部：将出台地方债终身问责制

日前，财政部在《关于坚决制止地方政府违法违规举债 遏制隐性债务增量情况的报告》中透露，将研究出台地方债终身问责、倒查责任制度，坚决查处问责违法违规行

为，坚决打消地方政府认为中央政府会“买单”的幻觉，坚决打消金融机构认为政府会兜底的幻觉。财政部指出，下一步将严格执行预算法和担保法，坚决刹住无序举债之风，有效遏制隐性债务增量，坚持谁举债、谁负责，严格落实地方政府属地管理责任，债务人、债权人依法合理分担风险，积极稳妥处置隐性债务存量，坚决打好防范化解重大风险的攻坚战。

（摘自上海证券报，2017年12月25日）

两部门规范险资运用，防范化解地方债务风险

2018年1月18日，保监会、财政部联合印发了《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方债务风险的指导意见》（下称《指导意见》），明确提出保险机构不得违规向地方政府提供融资、不得要求地方政府或融资平台公司承诺保障本金和投资收益，同时要求坚决制止违法违规举债担保行为，要求保险机构充分评估地方财政可承受力，不得通过融资平台违规新增地方政府债务。《指导意见》将进一步引导保险机构和地方政府合规开展举债融资行为，从资金来源上把控地方债风险。

（摘自上海证券报，2018年1月19日）

证监会：持续加强公司债券事中事后监管

2017年，证监会对263家公司债券发行人开展了现场检查，检查发现发行人存在募集资金挪用或转借他人、使用募集资金购买理财产品、募集资金专户设立和管理不规范等募集资金管理使用方面的问题，同时存在未准确披露募集资金使用信息、重大事项披露不及时、非经营性资金占款披露不完整等信息披露方面的问题，下一步，证监会将持续加强公司债券事中事后监管，将对公司债券发行人的现场检查作为一项常规性工作来抓，保护债券持有人合法权益。

（摘自证券时报，2017年12月29日）



债市互联互通有望扩至南向通

证监会日前表示,下一步将根据市场客观需求、互联互通运行以及陆港两地监管合作情况,完善相关机制规则,适时研究扩大互联互通标的范围至“南向通”,即境内投资者经由互联互通机制安排投资于香港债券市场。业内人士表示,未来“南向通”将有助于扩大中国资本市场对外开放,为境内的资金投资香港债券市场增加便捷通道。对于境内投资者而言,“债券通”可以有效降低跨市场交易的成本,增加自身配置资产的国别、品种的范围,提高资产配置效率和收益以及丰富境内投资者相关专业经验。

(摘自证券日报, 2018年1月2日)

商业银行委托贷款不得从事债券等投资

2018年1月5日,银监会发布了《商业银

行委托贷款管理办法》(下称“办法”)。《办法》明确规定委托资金用途应符合法律法规、国家宏观调控和产业政策,资金不得用于生产、经营或投资国家禁止的领域和用途,不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资,不得作为注册资本金、注册验资,不得用于股本权益性投资或增资扩股等。银监会有关部门负责人表示,《办法》有利于促进商业银行业务健康发展,防止资金脱实向虚。

(摘自经济日报, 2018年1月7日)

应收账款ABS细则出台, 供应链金融ABS有望提速扩容

2017年12月15日,上交所、深交所、机构间报价系统同时发布了企业应收账款ABS“挂牌条件确认指南”及“信息披露指南”,对企业以应收账款ABS融资的基础

资产、风险管控、现金流归集和信息披露等环节提出了明确要求。“挂牌指南”要求基础资产界定应当清晰,从第三方受让所得的应收账款,原始权益人应当已经支付转让对价,且对价公允,基础资产池应当具有一定的分散度,原始权益人及其关联方应当通过持有5%以上的资产支持证券,保留一定比例的基础资产信用风险等。随着沪深交易所与报价系统对应收账款ABS细则的进一步明确,供应链金融ABS市场有望在2018年迎来提速扩容。

(摘自第一财经, 2017年12月17日)

深交所: 引导社会资本流向生态环保等绿色领域

2017年12月18日,深交所副总经理李鸣钟表示,下一步深交所在支持生态文明建设方面将有以下四点考虑:一是进一步支持绿色企业通过资本市场发展壮大,充分发挥资本市场资源配置功能,引导社会资本流向生态、节能、环保、环境治理等绿色领域;二是进一步优化对绿色企业、绿色产品的服务,鼓励绿色企业发行可交换债、可转换债等股债结合的创新金融工具,加大绿色股票指数、绿色债券指数、绿色上市基金等绿色产品的开发;三是强化绿色信息披露监管;四是积极实践并支持对企业进行ESG(环境、社会和公司治理)评价。

(摘自证券时报, 2017年12月19日)

上交所拟规范债券质押式三方回购交易, 正回购方准入门槛抬高

2018年1月23日,上交所、中国结算联合发布了《债券质押式三方回购交易及结算暂行办法(征求意见稿)》(下称《暂行办法》)。《暂行办法》拟在交易所市场引入国际上较为成熟的债券质押式三方回购模式,明确了三方回购业务的总体框架、投资者适当性、交易结算方式、违约处置途径以及自律管理要求。业内人士表示,《暂行办法》对正回购方设定了更严格的准入门槛,实行投资者适当性管理,并对相关参与主体进行自律管理和质押券篮子管理,从而有效降低正回购方的到期回购风险,保障市场的规范运作,这有利于构建多层次回购体系,分散债券质押式回购中央对手方风险,促进交易所债券回购市场的流动性。■

(摘自上海证券报, 2018年1月29日)

市场动向

Market Trends

“16千里01”发生实质性违约

2017年12月1日晚间,江苏保千里视像科技集团股份有限公司发布公告称,无法按时、足额筹集资金偿付“16千里01”的本期应付利息,构成实质违约。“16千里01”于2016年11月30日发行,发行规模为12亿元,发行期限为3年,发行时主体、债项评级均为AA级,评级展望为稳定。公司近年来在原董事长庄敏主导下过度投资,公司及下属公司部分资金被银行冻结、提前还款,到期贷款难以续贷,导致公司面临流动性风险及经营性风险,无法按时、足额筹集资金用于偿付本期债券的应付利息。

(摘自一财网, 2017年12月1日)

全国首单长租公寓储架发行CMBS获批

2017年12月1日,“招商融创-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划”获深交所审批通过,获批发行规模达60亿元,首期拟发行20亿元,期限为18年,其中优先级产品规模19.9亿元,预计获得AAA评级,这是全国首单长租公寓储架发行CMBS(商业物业抵押贷款证券化)产品。

(摘自中国证券报, 2017年12月5日)

深交所首单绿色小公募债成功发行

2017年12月8日,协鑫智慧能源股份有限公司在深圳交易所公开发行绿色公司债券,发行规模为5亿元,票面利率为6.5%,低于市场均值50BP以上,募集资金将用于协鑫南京燃机电联产项目建设,每年至少可节约5万吨标煤,折合减少二氧化碳排放14万吨,这是第一单由深交所核准并上市发行的民企小公募绿色债券。

(摘自上海证券报, 2017年12月8日)

全国首单轨道交通专项债券在深交所成功发行

2017年12月11日,2017年深圳市(本级)轨道交通专项债券(一期)在深圳证券

交易所成功发行,发行规模为20亿元,发行利率为3.82%,期限为5年,募集资金用于深圳市轨道交通14号线项目,这是专项债券发行试点以来,继土地储备和政府收费公路专项债券后,全国首单发行的轨道交通专项债券。

(摘自深交所网站, 2017年12月11日)

国内首单社区商业REITs成功获批

日前,“中联东吴-新建元邻里中心资产支持专项计划”成功获批并将在上海证券交易所固定收益证券综合电子平台挂牌转让,专项计划发行规模为20.5亿元,其中优先级规模14.5亿元,权益级规模6亿元,产品优先级资产支持证券获得了AAA评级。其中,物业资产估值对优先级发行规模覆盖倍数为1.41倍,物业资产净收入对于优先级资产支持证券利息及相关税费之和的覆盖倍数达1.43-1.61倍。这是国内首单社区商业REITs资产支持专项计划成功获批。

(摘自证券时报网, 2017年12月17日)

银行间首单住房租赁资产支持票据亮相

2017年12月11日,银行间首单长租公寓资产支持票据“飞驰-建融招商住房租赁资产支持票据”在交易商协会成功注册,注册总额为200亿元,首期发行规模40亿元,这是首单银行间市场长租公寓ABN,也是国内目前注册(备案)规模最大的长租公寓资产证券化类金融产品。业内人士表示,随着住房租赁证券化规模扩容,银行间市场交易商协会也会配合逐步出台促进定向债务融资工具流动性的政策,预计今后定向发行的资产支持票据价格将进一步下降,融资方的融资成本将更低。

(摘自证券时报, 2017年12月18日)

中城建再爆10亿债券违约

2017年12月18日,中国城市建设控股集团有限公司发布公告称,公司2012年度第二

期中票据“12中城建MTN2”未能于2017年12月17日兑付本息,已构成实质违约。“12中城建MTN2”于2012年12月14日发行,发行规模为10亿元,期限为5年,发行时主体和债项评级均为AA+级。此前,由于中城建未能及时足额兑付“11中城建MTN1”、“12中城建MTN1”、“12中城建MTN2”和“16中城建MTN001”本金或利息的违约事实,评级机构维持中城建主体长期信用等级为C级。

(摘自中国证券报, 2017年12月19日)

进出口银行发行首单“债券通”绿色金融债券

2017年12月22日,中国进出口银行面向境内外及“债券通”合格投资者成功发行了1期绿色金融债券,发行规模为22亿元,利率为4.68%,期限为3年,募集资金将全部用于绿色产业项目,拟重点支持“一带一路”沿线国家清洁能源应用发展,推动全球绿色“一带一路”建设,这是进出口银行发行的首单“债券通”绿色金融债券,也是国内首支以市场化方式面向全球投资者簿记发行的绿色金融债券。

(摘自新华网, 2017年12月23日)

银行间市场首单“双认证”绿色信贷ABS产品落地

2017年12月21日,农行发行农盈2017年第一期绿色信贷资产支持证券(浙江“绿水青山”专项信贷资产证券化项目),本期绿色信贷资产支持证券发行总规模为14.34亿,其中66.61%为优先A档证券,金额9.55亿,评级AAAsf; 13.95%为优先B档证券,金额2.00亿,评级AA+sf; 剩余19.44%为次级证券,金额2.79亿。此次绿色信贷ABS产品的底层资产全部为“绿水青山”绿色信贷资产,募集资金均投向绿色项目,获得评级机构和会计师事务所的“双绿色认证”(基础资产与募集资金用途均为绿色),是银行间市场的首单双认证绿色信贷ABS产品。

(摘自21世纪经济报道, 2017年12月25日)

上交所推出全国首单公募住房租赁专项公司债券

近期，由重庆龙湖企业拓展有限公司申报的住房租赁专项公司债券经上交所预审审核通过，并于12月28日获中国证监会核准，标志着全国首单公募住房租赁专项公司债券正式落地。据了解，重庆龙湖企业拓展有限公司住房租赁专项公司债券发行总规模不超过人民币50亿元，期限不超过15年，主体和债项评级均为AAA级，分期发行，募集资金将主要用于发行人上海、南京等一二线城市的公寓项目建设，项目对应的租赁住房主要定位于20至35岁的年轻人。

(摘自上海证券报, 2018年1月2日)

2017“广义外资”增持人民币债券达4540亿元

中债登与上清所公布的2017年12月份债券托管数据显示，境外机构12月份单月共增持人民币债券401亿元，增持幅度相较11月明显反弹，其中主要增持了国债329.56亿元，成为12月份境外机构的主要增持方向，国债市场中境外占比上升至4.97%的历史新高，债券市场整体中境外占比也小幅

回升至1.71%。2017年全年，如果将外资银行也考虑在内，境外机构通过CIBM、QFII/RQFII以及债券通等渠道的“广义外资”增持人民币债券规模达到4540亿元，持有存量规模达到16244亿元。展望2018年，外资的持续买入，将是我国债券市场中确定性最高的利好因素。

(摘自证券时报, 2018年1月16日)

大连机床4亿中票违约

2018年1月15日，大连机床集团有限责任公司发布公告称，鉴于大连机床已于2017年11月10日依法进入重整程序，“16大机床MTN001”不能按期足额兑付利息，已构成实质性违约。“16大机床MTN001”于2016年1月13日发行，发行规模为4亿元，发行期限为3年，发行时主体、债项评级均为AA级。自2016年11月21日“15机床CP003”违约以来，“16大机床SCP001”、“15机床CP004”、“16大机床MTN001”、“15机床PPN001”等多只债券先后违约，公司主体信用评级被调降为C级。

(摘自中国证券报, 2018年1月16日)

首单国内企业“一带一路”建设公司债券成功发行

2018年1月19日，红狮控股集团有限公司“一带一路”建设公司债券在上海证券交易所成功发行，发行规模为3亿元，期限为3年，利率为6.34%，发行主体和债项评级均为AAA级，募集资金将用于老挝万象红狮水泥项目的相关装备购置，这是首单国内企业公开发行的“一带一路”建设公司债券。

(摘自新华社, 2018年1月22日)

亿阳集团：“16亿阳01”回售违约

2018年1月26日，亿阳集团股份有限公司发布公告称，公司本应于2018年1月29日支付“16亿阳01”回售款和2017年1月27日至2018年1月26日期间的利息及相关手续费共计2.2385亿元，因公司目前正在积极推动重组中，无法按时支付本期债券回售款、利息及相关手续费，拟待公司重组完成后一并处理本期债券兑付兑息事宜。

(摘自金融界, 2018年1月29日)

国内首单租赁住房定向债务融资工具成功注册

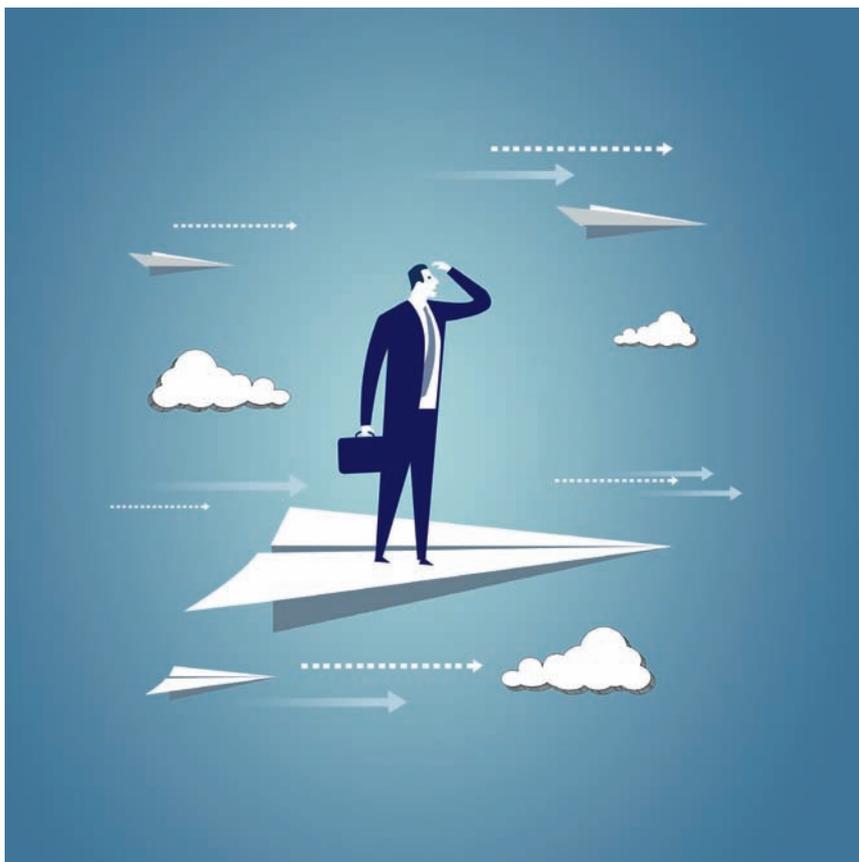
近日，上海地产(集团)有限公司租赁住房定向债务融资工具经银行间市场交易商协会注册通过，给予3+2年期10亿元额度，该项目是全国首单获批的银行间租赁住房债券产品，具有较好的社会示范效应，本单项目的注册成功，将对租赁住房直接融资市场的发展起到积极的示范意义。

(摘自中国证券报, 2018年1月30日)

丹东港新增两例债券违约

2018年1月13日，“15丹东港PPN001”因未能筹集足额偿付资金，构成实质违约，累计违约金额为15亿元，“15丹东港PPN001”于2015年1月12日发行，发行金额为5亿元人民币，期限为3年期。2018年1月30日，丹东港集团有限公司公告称，由于公司资金紧张，未能按期支付“16丹港01”债券利息1.1亿元，构成实质违约，“16丹港01”于2016年1月26日发行，发行规模为20亿元，发行时的债项和主体评级均为AA级，评级展望为稳定，本次债券违约将导致“16丹港01”、“16丹港02”两期债券启动加速清偿。

(摘自货币网, 2018年1月30日)



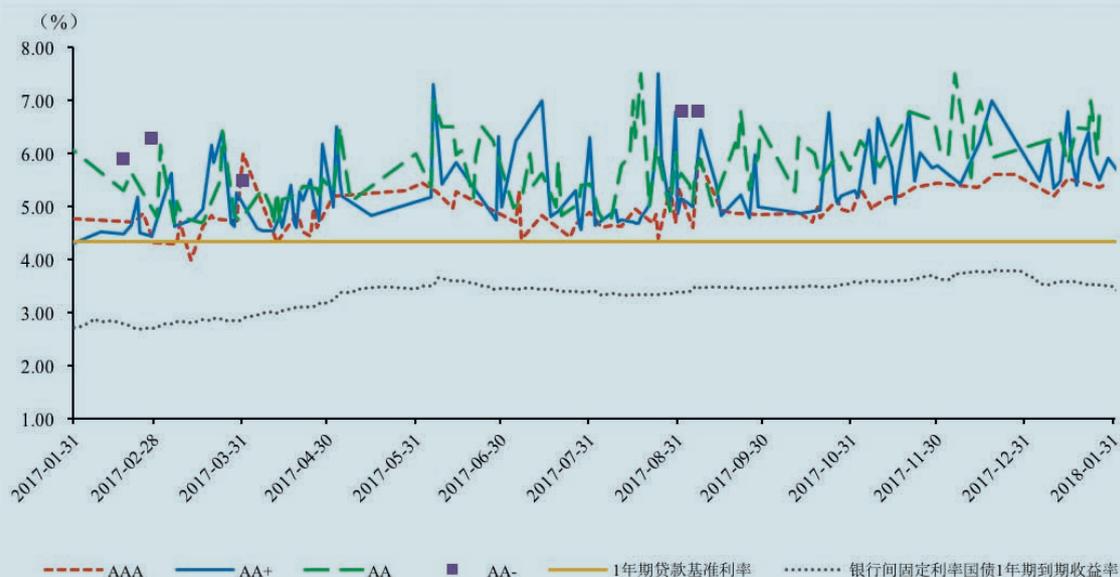
1年期短融、5年期中票、7年期企业债券和3年期公司债券发行利率走势

2017年12月至2018年1月，央行延续了稳健中性的货币政策，通过多种货币政策工具维持了银行间流动性的基本稳定。具体来看，央行实施逆回购共计33900亿元，实现净回笼13500亿元，通过中长期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)分别实现了净投放2095亿元和1379亿元；此外，央行还对金融机构开展了1595.10亿元的常备借贷便利(SLF)，稳定债券短端利率。2017年12月，受央行10月底以来持续在公开市场投放跨年资金和12月财政支出集中投放的影响，央行资金投放力度有所减弱，由于年底资金需求相对旺盛，故整体资金面趋紧。2018年1月，受央行提前公布春节期间“临时准备金动用安排”和1月定向降准政策落地的影响，资金面紧张的局面有所缓解并趋于稳定。在此背景下，2018年1月，1年期短融和3年期公司债的平均发行利率(5.87%，6.19%)较2017年12月(6.03%，6.49%)均有所下降，而5年期中票和7年期企业债的平均发行利率(6.48%，7.39%)较2017年12月(6.11%，6.87%)小幅上升。

表1 2017年12月-2018年1月债券平均发行利率(%)

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票		7年期企业债	
	2017年12月	2018年1月	2017年12月	2018年1月	2017年12月	2018年1月	2017年12月	2018年1月
AAA	5.52	5.29	6.19	5.69	5.73	5.88	6.34	6.98
AA+	6.22	5.91	6.58	6.15	6.33	6.18	6.89	7.16
AA	6.35	6.40	6.73	7.50	6.80	7.25	7.19	7.94

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



2017年12月至2018年1月，银行间1年期固定利率国债到期收益率呈下降趋势，整体来看，1年期短期融资券发行利率走势和1年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2018年1月，AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（5.29%，5.91%）较2017年12月（5.52%，6.22%）均有所下降，但AA级主体所发1年期短期融资券（6.40%）较2017年12月（6.35%）有所上升。

2017年12月至2018年1月，交易所国债3年期到期收益率呈下降趋势，总体上，3年期公司债券的平均发行利率走势分别和交易所国债3年期到期收益率的走势大致相同。2018年1月，AAA级和AA+级主体所发3年期公司债的平均发行利率（5.69%，6.15%）较2017年12月（6.19%，6.58%）均有所下降，但AA级主体所发3年期公司债的平均发行利率（7.50%）较2017年12月（6.73%）有所上升。

2017年12月至2018年1月，银行间5年期固定利率国债到期收益率整体呈现上升趋势，5年期中票平均发行利率走势与5年期固定利率国债到期收益率的走势大致相同。2018年1月，5年期AAA级和AA级中期票据的平均发行利率（5.88%，7.25%）较2017年12月（5.73%，6.80%）均有所上升，但AA+级中期票据的平均发行利率（6.18%）较2017年12月（6.33%）小幅下降。

2017年12月至2018年1月，银行间7年期固定利率国债到期收益率整体呈现上升趋势，7年期企业债的平均发行利率走势分与同期限的国债到期收益率的走势大致相同。2018年1月，7年期AAA级、AA+级和AA级企业债的平均发行利率（6.98%，7.16%和7.94%）较2017年12月（6.34%，6.89%和7.19%）均有所上升。

受3月末MPA和LCR考核临近、公开市场操作陆续到期及主要国家货币政策趋紧等因素影响，预计2018年2月和3月市场流动性的波动幅度可能会加大，预计央行仍将灵活运用多种货币政策工具以维持相对平稳的流动性水平。

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

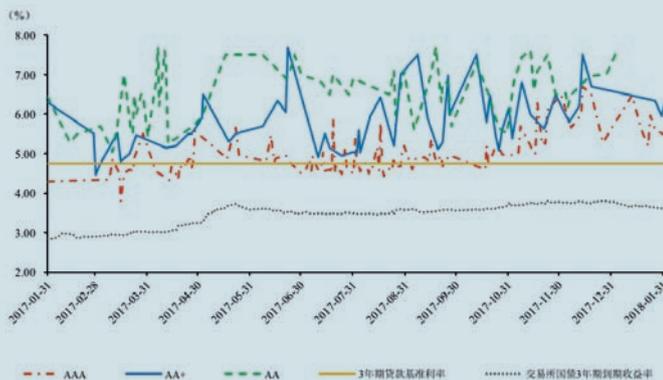


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

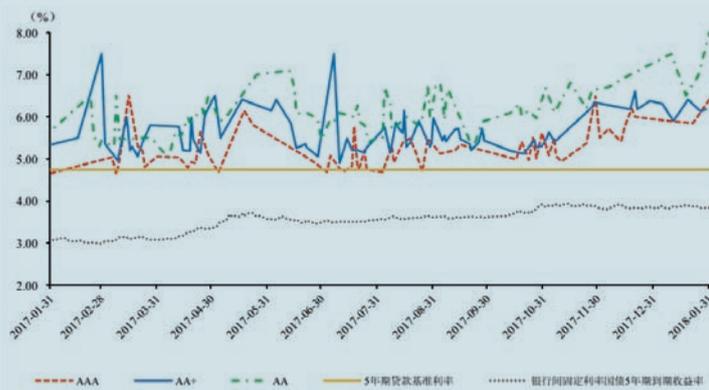
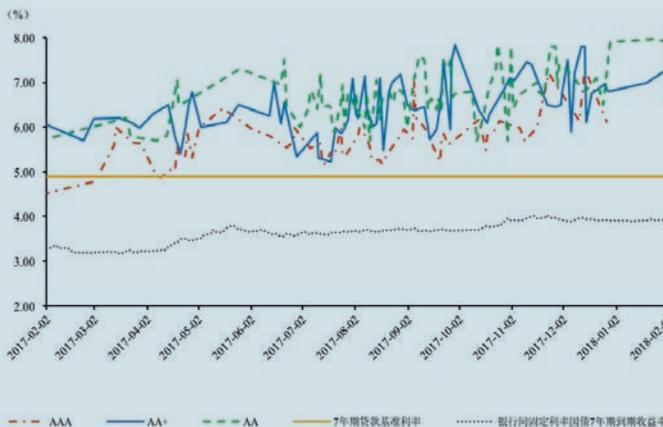


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图



2014年-2017年我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2015年	2016年	2017年	
			数值(亿元)	同比
	6.9	6.7	827121	6.9
规模以上工业增加值	6.1	6.0	-	6.6
固定资产投资总额(不含农户)	10.0	8.1	631684	7.2
社会消费品零售总额	10.7	10.4	366262	10.2
出口总额	-1.8	-2.0	277921	14.2
进口总额	-13.2	-0.6	124603	18.7
CPI	1.4	2.0	-	1.6
PPI	-5.2	-1.4	-	6.3
社会融资规模存量	12.4	12.8	1746400	12.0
M2余额	13.3	11.3	1676768	11.3
人民币贷款余额	14.3	13.5	1201320	12.7

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

2. 出口总额、进口总计价货币为人民币, 单位为亿元。

资料来源: 国家统计局、中国人民银行、海关总署、联合资信整理。

2014年-2017年我国债券发行情况

券种类别	发行期数(期)				发行规模(亿元)			
	2015年	2016年	2017年	2017年同比(%)	2015年	2016年	2017年	2017年同比(%)
政府债	1126	1299	1290	-0.69	58226.00	89916.09	83089.34	-7.59
国债	91	140	156	11.43	19875.38	29457.69	39508.40	34.12
地方政府债	1035	1159	1134	-2.16	38350.62	60458.40	43580.94	-27.92
金融债	613	818	786	-3.91	32115.79	41165.50	38691.51	-6.01
政策性银行债	460	624	545	-12.66	25790.15	33470.00	28819.78	-13.89
商业银行债券	117	154	198	28.57	4707.64	6230.50	8707.73	39.76
非银行金融机构债券	36	40	43	7.50	1618.00	1465.00	1164.00	-20.55
政府支持机构债券	30	19	25	31.58	2900.00	2250.00	3010.00	33.78
企业债券	303	498	382	-23.29	3431.02	5925.70	3730.95	-37.04
一般企业债	293	455	349	-23.30	3326.80	5485.30	3530.25	-35.64
集合企业债	2	3	0	-100.00	15.22	50.00	0.00	-100.00
项目收益债	8	40	33	-17.50	89.00	390.40	200.70	-48.59
中期票据	912	897	910	1.45	12416.70	11077.10	10212.55	-7.80
集合票据	2	1	0	-100.00	4.26	30.00	0.00	-100.00
短期融资券	2535	2636	2134	-19.04	32427.30	33207.85	23361.90	-29.65
短期融资券	1105	688	463	-32.70	9483.00	6082.95	3949.70	-35.07
超级短期融资券	1430	1950	1671	-14.31	22944.30	27194.90	19412.20	-28.62
证券公司短期融资券	173	60	19	-68.33	2795.60	1178.60	392.00	-66.74
资产支持证券(银行间)	380	343	400	16.62	3986.71	3908.53	5972.29	52.80
资产支持证券(交易所)	1016	1901	1748	-8.05	1877.52	4672.55	7544.46	61.46
非金融企业资产支持票据	9	38	113	197.37	35.00	166.57	574.95	245.17
非公开定向债务融资工具	1113	746	725	-2.82	8781.35	6028.85	5954.61	-1.23
公司债	878	2258	1198	-46.94	10266.05	27734.68	11003.15	-60.33
证券公司债	237	165	264	60.00	7549.2	4260.10	6339.40	48.81
可转债	5	11	44	300.00	108.00	212.52	947.11	345.66
可交换债	15	71	80	12.68	159.03	674.29	1167.84	73.20
项目收益票据	6	11	5	-54.55	51.00	38.50	21.10	-45.19
同业存单	5941	16453	26931	63.68	52975.90	129931.00	201872.40	55.37
国际机构债	1	4	4	0.00	30.00	125.00	60.00	-52.00
SDR计价债券(折人民币)	0	2	0	-100.00	0.00	55.80	0.00	-100.00
合计	15295	28231	37058	31.27	230136.43	362559.23	403945.56	11.42

注: 1. 除资产支持证券按照发行日统计, 其他债券均按照起息日统计; 2. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债券等券种的统计中; 3. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债, 不包括证券公司债; 4. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券; 5. “公司债”不包含证券公司债券; 6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券; 7. 资产支持证券(银行间)指在银行间债券市场发行的资产支持证券; 资产支持证券(交易所)指在交易所债券市场发行的资产支持证券; 8. 由于私募债券尚无权披露口径, 部分私募债券缺失发行规模信息, 本表统计口径为Wind资讯中截至2018年1月5日已披露的数据, 并会对之前数据进行追溯调整; 9. 2015年发行的“15韩国人民币债01”, 2016年发行的“16加拿大BC省人民币债01”、“16新开发绿色金融债01”、“16波兰人民币债01”、“16加拿大银行债01”和2017年发行的“17匈牙利债01BC”、“17马来亚银行债01”、“17中信国际债01”、“17加拿大银行债01”统计在国际机构债中; 10. 2016年发行的“16世行SDR01”和“16渣打香港SDR01”统计在SDR计价债券中。

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、Wind资讯

联合资信评估有限公司评级公告

(2017年12月1日至2018年1月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2017年第二期常州市金坛区交通产业集团有限公司公司债券	10.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-11-21	2017-12-20	7	7.10
2017年第二期宿迁市城市建设投资(集团)有限公司公司债券	4.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-08	2017-12-25	7	6.44
2017年第一期南京高新技术经济开发有限责任公司公司债券	8.00	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2017-08-04	2017-12-05	7	6.00
2017年第一期泰州凤城河建设发展有限公司公司债券	5.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-12-20	2017-12-28	7	7.90
2017年鹤岗市城市建设投资开发有限责任公司公司债券	4.00	-	-	-	AA+	AA-	稳定	2017-08-15	2017-12-15	7	6.90
2017年射洪县国有资产经营管理集团有限公司公司债券(第一期)	5.00	-	-	-	AAA	AA-	稳定	2017-11-23	2017-12-13	7	7.30
2018年安徽潜山县投资有限公司公司债券	10.00	-	-	-	AAA	AA-	稳定	2017-12-28	2018-01-18	7	6.98
2018年第一期兴义市信恒城市建设投资有限公司公司债券	8.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2018-01-10	2018-01-30	7	7.90
安徽省外经建设(集团)有限公司2018年度第一期中期票据	5.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-09-13	2018-01-12	3+2	7.30
北京城建投资发展股份有限公司2017年度第一期中期票据	10.00	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2017-09-28	2017-12-21	3+N	6.43
福建省南平市高速公路有限责任公司2018年度第一期中期票据	5.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-07-11	2018-01-22	3+2	6.95
广田控股集团有限公司2017年度第一期短期融资券	5.00	-	-	-	A-1	AA	稳定	2017-05-31	2017-12-13	365天	7.00
广西交通投资集团有限公司2017年度第一期扶贫中期票据	15.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-08-22	2017-12-05	3+2	5.10
杭州滨江房产集团股份有限公司2017年度第二期中期票据	8.20	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-07-10	2017-12-13	3	6.50
河南心连心化肥有限公司2018年度第一期中期票据	2.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-12	2018-01-24	5	6.98
黑龙江北大荒农垦集团总公司2018年度第一期短期融资券	10.00	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2017-12-04	2018-01-11	365天	5.53
江苏世纪新城投资控股集团有限公司2018年度第一期短期融资券	6.00	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-12-04	2018-01-24	365天	6.80
江阴城市建设投资有限公司2018年度第一期短期融资券	10.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-12-15	2018-01-17	365天	5.43
江阴高新区投资开发有限公司2018年度第一期短期融资券	9.00	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-11-29	2018-01-10	365天	5.68
江阴高新区投资开发有限公司2018年度第一期中期票据	3.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-11-29	2018-01-16	3+2	6.50
金地(集团)股份有限公司2018年度第一期中期票据	15.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-15	2018-01-05	5	5.90
晋能集团有限公司2018年度第一期中期票据	15.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-20	2018-01-31	3	6.50
凯盛科技集团有限公司2018年度第一期短期融资券	5.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-11-21	2018-01-22	365天	5.91
连云港市城市建设投资集团有限责任公司2018年度第一期短期融资券	7.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-12-11	2018-01-10	365天	5.49
连云港市交通集团有限公司2018年度第一期短期融资券	3.00	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-12-27	2018-01-11	365天	5.79
联发集团有限公司2017年度第二期中期票据	10.00	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2017-11-01	2017-12-01	3+N	6.20
联发集团有限公司2017年度第三期中期票据	5.00	-	AA+	稳定	AAA	AA+	稳定	2017-11-01	2017-12-04	3+N	6.20
洛娃科技实业集团有限公司2017年度第一期短期融资券	3.00	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-10-17	2017-12-04	365天	7.50
美好置业集团股份有限公司2018年度第二期中期票据	5.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-18	2018-01-26	3	7.20
美好置业集团股份有限公司2018年度第一期中期票据	5.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-07-10	2018-01-11	3	7.20
南昌轨道交通集团有限公司2018年度第一期中期票据	5.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-18	2018-01-25	5	6.10
南宁威宁投资集团有限责任公司2018年度第一期短期融资券	2.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-08-15	2018-01-25	365天	5.94
人福医药集团股份有限公司2018年度第一期短期融资券	10.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2018-01-02	2018-01-18	365天	5.49
厦门市政集团有限公司2018年度第一期中期票据	6.50	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-08-28	2018-01-17	3	5.55
山东省商业集团有限公司2017年度第三期短期融资券	6.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-12-05	2017-12-15	365天	7.00
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司2017年度第六期中期票据	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-11-14	2017-12-28	3+N	6.20
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司2018年度第一期绿色中期票据	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-10	2018-01-16	3	5.90
山西潞安矿业(集团)有限责任公司2018年度第一期短期融资券	10.00	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2017-10-24	2018-01-25	365天	5.45
沈阳地铁集团有限公司2017年度第一期中期票据	15.00	-	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-10-26	2017-12-19	5+5	6.00

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
泰州市城市建设投资集团有限公司2017年度第三期中期票据	7.50	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-15	2017-12-20	5	6.18
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第二期中期票据	20.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-15	2018-01-24	3	5.68
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第三期中期票据	20.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-25	2018-01-31	3	5.68
天津城市基础设施建设投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	30.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-27	2018-01-16	3	5.64
天士力控股集团有限公司2018年度第一期中期票据	5.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-07-10	2018-01-08	3	5.96
无锡市太湖新城发展集团有限公司2018年度第二期中期票据	12.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-11-16	2018-01-02	2+N	6.30
无锡市太湖新城发展集团有限公司2018年度第一期中期票据	12.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-11-21	2018-01-02	2+N	6.30
湘潭高新集团有限公司2017年度第一期中期票据	5.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-06-13	2017-12-04	5	6.90
新疆华凌工贸(集团)有限公司2017年度第一期短期融资券	4.00	-	-	-	A-1	AA	稳定	2017-11-10	2017-12-11	365天	6.90
宿迁市城市建设投资(集团)有限公司2018年度第一期短期融资券	3.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-10-20	2018-01-04	365天	5.49
宿迁市经济开发总公司2017年度第二期中期票据	7.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-10-25	2017-12-22	3+N	7.09
永泰能源股份有限公司2017年度第二期中期票据	10.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-11-17	2017-12-05	2+1	7.50
永泰能源股份有限公司2017年度第七期短期融资券	10.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-10-17	2017-12-13	365天	7.00
永泰能源股份有限公司2018年度第一期短期融资券	10.00	-	AA+	稳定	A-1	AA+	稳定	2017-12-05	2018-01-18	365天	7.00
漳州市交通发展集团有限公司2017年度第一期中期票据	8.00	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2017-07-28	2017-12-04	5+N	7.00
中国诚通控股集团有限公司2017年度第四期中期票据	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-04	2017-12-13	3	5.40
中国核工业建设集团有限公司2017年度第一期中期票据	18.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-11-30	2017-12-27	2+N	5.90
中国华阳经贸集团有限公司2018年度第一期短期融资券	10.00	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2018-01-02	2018-01-11	365天	7.00
中国化工集团有限公司2018年度第一期中期票据	25.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-05	2018-01-10	3	5.60
中国建筑第七工程局有限公司2017年度第一期中期票据	25.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-11-09	2017-12-26	5+N	7.00
中央汇金投资有限责任公司2018年度第一期短期融资券	50.00	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-01-22	2018-01-25	365天	4.90
中央汇金投资有限责任公司2018年度第一期中期票据	100.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-22	2018-01-25	3	5.15
重庆机电控股(集团)公司2018年度第一期短期融资券	5.00	-	AA	稳定	A-1	AA	稳定	2017-12-08	2018-01-17	365天	6.49
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司2018年度第一期中期票据	20.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-10	2018-01-25	5	6.25
珠海华发集团有限公司2017年度第二期中期票据	40.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-11-28	2017-12-18	5+N	6.70
珠海华发集团有限公司2017年度第一期中期票据	20.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-09-19	2017-12-06	5+N	6.50
2017年甘肃省政府一般债券(六期)	3.00	-	-	-	AAA	-	-	2017-11-28	2017-12-08	7	4.10
2017年甘肃省政府一般债券(五期)	7.70	-	-	-	AAA	-	-	2017-11-28	2017-12-08	5	3.95
2017年天津市滨海新区土地储备专项债券(二期)-2017年天津市政府专项债券(十九期)	6.00	-	-	-	AAA	-	-	2017-11-27	2017-12-05	5	4.30
2017年天津市政府一般债券(八期)	12.40	-	-	-	AAA	-	-	2017-11-27	2017-12-05	3	4.02
2017年天津市政府专项债券(十八期)	47.50	-	-	-	AAA	-	-	2017-11-27	2017-12-05	3	4.18
深圳市东阳光实业发展有限公司2016年度第一期中期票据	8.00	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-26	2016-07-25	3	6.27
深圳市东阳光实业发展有限公司2016年度第二期中期票据	8.00	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-26	2016-08-29	3	6.26

注: *公告内容仅包括2017年12月1日至2018年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司金融机构评级公告

(2017年12月1日至2018年1月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行 时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2017年渤海银行股份有限公司金融债券	100.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-06-13	2017-12-11	2	5.40
2017年盛京银行股份有限公司二级资本债券	60.00	-	AAA	稳定	AA+	AAA	稳定	2016-07-11	2017-12-18	5+5	4.90
2017年第一期重庆三峡银行股份有限公司二级资本债券	18.00	-	AA+	稳定	AA	AA+	稳定	2017-06-12	2017-12-19	5+5	5.00
2017年第二期重庆三峡银行股份有限公司二级资本债券	12.00	-	AA+	稳定	AA	AA+	稳定	2017-06-12	2017-12-28	5+5	5.95
昆仑银行股份有限公司2017年第一期绿色金融债券	1.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-12-06	2017-12-20	3	6.00
浙江海盐农村商业银行股份有限公司2017年二级资本债券(第一期)	1.00	-	-	-	A	A+	稳定	2017-12-12	2017-12-25	5+5	5.80
温州银行股份有限公司2017年二级资本债券	15.00	-	AA+	稳定	AA	AA+	稳定	2017-06-28	2017-12-26	5+5	5.00
2017年湖北十堰农村商业银行股份有限公司二级资本债券(第一期)	3.00	-	-	-	A+	AA-	稳定	2017-06-06	2017-12-26	5+5	5.50
东北证券股份有限公司2018年度第一期短期融资券	20.00	-	AAA	稳定	A-1	AAA	稳定	2018-01-03	2018-01-15	91天	4.99
天津银行股份有限公司2018年二级资本债券	100.00	-	AAA	稳定	AA+	AAA	稳定	2018-01-02	2018-01-18	5+5	4.80
2018年第一期中国信达资产管理股份有限公司金融债券	150.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-12	2018-01-23	10	5.50
江苏江南农村商业银行股份有限公司2014年二级资本债券	10.00	AA	AA+	稳定	AA+	AAA	稳定	2017-12-14	2014-03-25	5+5	6.90
2015年江苏江南农村商业银行股份有限公司二级资本债券	27.00	AA	AA+	稳定	AA+	AAA	稳定	2017-12-14	2015-11-27	5+5	4.88
2017年北京现代汽车金融有限公司金融债券	15.00	AA+	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-15	2017-03-06	3	4.80

注: *公告内容仅包括2017年12月1日至2018年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信评估有限公司资产支持证券评级公告

(2017年12月1日至2018年1月31日)

发起机构/贷款服务机构	受托机构/发行人	债券名称	额度 (亿元)	占比 (%)	发行利率(%)	评级	评级时间	证券发行时间	证券法定 到期日			
中国工商银行股份有限公司	交银国际信托有限公司	工元2017年第五期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-1级	40.10	30.73	五年以上贷款利率+0.05	AAA	2017-11-05	2017-12-12	2025-06-26			
		工元2017年第五期个人住房抵押贷款资产支持证券优先A-2级	77.50	59.38	五年以上贷款利率+0.47	AAA						
		工元2017年第五期个人住房抵押贷款资产支持证券次级	12.92	9.90	无票面利率	NR						
	中国对外经济贸易信托有限公司	工元2017年第六期不良资产证券化信托优先档资产支持证券	4.05	79.41	5.65	AAA				2017-12-05	2017-12-25	2022-12-26
		工元2017年第六期不良资产证券化信托次级档资产支持证券	1.05	20.59	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	和享2017年第四期个人消费贷款优先A档资产支持证券	128.90	85.68	一至五年期贷款利率+0.70	AAA	2017-11-20	2017-12-14	2022-10-26			
		和享2017年第四期个人消费贷款优先B档资产支持证券	7.75	5.15	一至五年期贷款利率+0.95	AA+						
		和享2017年第四期个人消费贷款次级档资产支持证券	13.80	9.17	无票面利率	NR						
		和享2017年第六期个人消费贷款优先A档资产支持证券	45.40	87.09	一至五年期贷款利率+0.84	AAA						
		和享2017年第六期个人消费贷款优先B档资产支持证券	2.80	5.37	一至五年期贷款利率+1.15	AA+				2017-12-05	2017-12-25	2022-11-26
		和享2017年第六期个人消费贷款次级档资产支持证券	4.53	8.69	无票面利率	NR						
中信银行股份有限公司	中信信托有限责任公司	惠益2017年第三期信用卡分期优先A档资产支持证券	102.80	87.31	5.59	AAA	2017-11-20	2017-12-26	2021-09-17			
		惠益2017年第三期信用卡分期优先B档资产支持证券	7.99	6.79	5.87	AA+						
		惠益2017年第三期信用卡分期次级档资产支持证券	6.95	5.90	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	建鑫2017年第二期不良资产支持证券优先档资产支持证券	4.00	80.00	4.90	AAA	2017-12-18	2017-12-26	2021-07-26			
		建鑫2017年第二期不良资产支持证券次级档资产支持证券	1.00	20.00	无票面利率	NR						
中国中铁股份有限公司	中铁信托有限责任公司	中国中铁股份有限公司2017年度第一期资产支持票据优先A级	35.47	90.00	5.80	AAA	2017-12-12	2017-12-20	2022-12-21			
		中国中铁股份有限公司2017年度第一期资产支持票据优先B级	1.97	5.00	6.30	AA						
		中国中铁股份有限公司2017年度第一期资产支持票据次级	1.97	5.00	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	建元飞驰2018年第一期信贷资产支持证券优先A档资产支持证券	34.04	81.65	一至五年期贷款利率+0.7	AAA	2018-01-05	2018-01-23	2022-10-26			
		建元飞驰2018年第一期信贷资产支持证券优先B档资产支持证券	2.75	6.60	一至五年期贷款利率+1.03	AA+						
		建元飞驰2018年第一期信贷资产支持证券次级档资产支持证券	4.90	11.75	无票面利率	NR						
天津天士力医药营销集团股份有限公司	天津信托有限责任公司	天津天士力医药营销集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据优先A级	8.32	83.20	6.08	AAA	2017-12-22	2018-01-16	2022-12-26			
		天津天士力医药营销集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据优先B级	0.96	9.60	6.50	AA+						
		天津天士力医药营销集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据次级	0.72	7.20	无票面利率	NR						

注：*公告内容仅包括2017年12月1日至2018年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息；NR表示未予评级。

联合信用评级有限公司评级公告

(2017年12月1日至2018年1月31日)

债券名称	发行额 (亿元)	上次评级结果			最新评级结果				发行时间	期限 (年)	发行利率 (%)
		债项 级别	主体 级别	评级 展望	债项 级别	主体 级别	评级 展望	评级 时间			
2017年众信旅游集团股份有限公司可转换公司债券	7.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-06-07	2017-12-01	6	0.30
三鼎控股集团有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第四期)	4.94	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-11-27	2017-12-05	2+1	7.20
蓝思科技股份有限公司2017年公开发行可转换公司债券信用评级	48.00	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2017-11-20	2017-12-08	6	0.30
上海华信国际集团有限公司2017年公开发行可续期公司债券(第一期)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-01	2017-12-08	3+N	7.80
上海华信国际集团有限公司2017年公开发行可续期公司债券(第二期)	30.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-14	2017-12-22	3+N	7.80
广州普邦园林股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券	8.20	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-04-10	2017-12-11	2+2+1	7.50
中融新大集团有限公司公开发行2017年公司债券(第二期)	20.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2017-12-06	2017-12-13	3+2	7.20
中融新大集团有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)(品种一)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-09	2018-01-19	2+1	7.00
中融新大集团有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)(品种二)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-09	2018-01-19	1+1+1	6.80
贵安新区开发投资有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)	28.00	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2017-08-09	2017-12-18	3+2+2	6.80
2017年江西赣锋锂业股份有限公司可转换公司债券	9.28	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-07-24	2017-12-21	6	0.30
2017年天康生物股份有限公司可转换公司债券	10.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-07-24	2017-12-22	6	0.30
中国电子科技集团公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	11.00	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2017-10-26	2017-12-25	3	5.28
2017年中航航空电子系统股份有限公司可转换公司债券	24.00	-	-	-	AAA	AA+	稳定	2017-08-21	2017-12-25	6	0.20
2017年浙江双环传动机械股份有限公司可转换公司债券	10.00	-	-	-	AA	AA	稳定	2017-06-14	2017-12-25	6	0.30
2017年广东道氏技术股份有限公司可转换公司债券	4.80	-	-	-	AA-	AA-	稳定	2017-08-07	2017-12-28	6	0.50
重庆力帆控股有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	5.00	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2017-12-28	2018-01-12	2+1	7.50
中国南方航空集团有限公司公开发行2018年可续期公司债券(第一期)(面向合格投资者)	20.00	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-01-08	2018-01-15	3+N	5.50
中国南方航空集团有限公司公开发行2018年可续期公司债券(第二期)(面向合格投资者)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-16	2018-01-22	3+N	5.49
国都证券股份有限公司2018年公开发行公司债券(第一期)	10.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-08	2018-01-16	1+1	5.82
深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)	25.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-02	2018-01-17	3+2	5.59
深圳华侨城股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-02	2018-01-17	5+2	5.70
深圳国际控股有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	3.00	-	-	-	AAA	AAA	稳定	2018-01-16	2018-01-18	3+2	5.20
湖南电广传媒股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	10.00	-	-	-	AA+	AA+	稳定	2018-01-16	2018-01-26	3+2	5.95
北京昆仑万维科技股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券(第一期)	0.50	-	AA	稳定	AA	AA	稳定	2018-01-24	2018-01-30	2+2+1	7.50
联想控股股份有限公司公开发行2018年公司债券(第一期)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-22	2018-01-30	5	6.00
中银国际证券股份有限公司2018年公开发行公司债券(面向合格投资者)	10.00	-	AAA	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-23	2018-01-30	2	5.27
2018年无锡农村商业银行股份有限公司可转换公司债券	30.00	-	AA+	稳定	AA+	AA+	稳定	2017-05-05	2018-01-30	6	0.30
东华能源股份有限公司2015年公司债券(第一期)	6.00	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-05	2015-08-11	3+2	5.88
东华能源股份有限公司2015年公司债券(第二期)	5.50	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-05	2015-09-15	3+2	5.78
天津中环半导体股份有限公司2015年公司债券	1.80	AA	AA	稳定	AA+	AA+	稳定	2018-01-08	2015-08-12	3+2	5.25
亿阳集团股份有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)(品种一)	2.09	CC	CC	负面	C	C	-	2018-01-30	2016-01-26	2+2	7.10
亿阳集团股份有限公司公开发行2016年公司债券(第二期)	7.55	CC	CC	负面	C	C	-	2018-01-30	2016-03-01	3+2	7.10
亿阳集团股份有限公司公开发行2016年公司债券(第三期)	12.10	CC	CC	负面	C	C	-	2018-01-30	2016-04-20	3+2	7.10
亿阳集团股份有限公司公开发行2016年公司债券(第四期)	3.26	CC	CC	负面	C	C	-	2018-01-30	2016-07-08	3+2	7.10
中国重型汽车集团有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)	15.60	AA+	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-30	2016-11-23	3+2	3.50
中国重型汽车集团有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)	14.40	AA+	AA+	稳定	AAA	AAA	稳定	2018-01-30	2017-04-14	3+2	5.20

注: *公告内容仅包括2017年12月1日至2018年1月31日期间新发行的债券评级信息和级别有变动的评级信息。

联合资信第三次获得 香港《财资》年度中国最佳评级机构奖



2017年度中国最佳信用评级机构
Rating Agency of the Year (2017) China



日前，联合资信荣获香港《财资》杂志颁发的“2017年度最佳评级机构”奖项(The Asset Asian Awards·Rating Agency of The Year China)。这是联合资信第三次蝉联香港《财资》杂志颁发的“年度最佳评级机构”奖项，成功实现三连冠。

“财资最佳机构奖”(The Asset Triple A Awards)由亚太区知名财经刊物——香港《财资》杂志创设，已连续评选19年。相关奖项均由专业投资者及财经分析员组成的评审团经过专业、审慎、严格的评估，从亚太地区众多参选机构中选出，旨在表彰过去一年具有卓越表现的机构。其评比在亚洲乃至国际金融市场享有较高的影响力和权威性，其获奖机构代表着各个行业的最高水平。

基于国内外资本市场参与者对联合资信本年度评级服务与业绩的认可，联合资信成为唯一获得香港《财资》杂志颁发的“2017年度最佳评级机构”奖项(The Asset Asian Awards·Rating Agency of The Year China)的中国评级机构。

长期以来，联合资信始终秉持“专业、责任、创新、坚持”的理念，矢志不渝，开拓努力，为投资者、发行人等市场参与者提供高质量的信用评级报告和专业性的研究报告。2017年，联合资信为投资者提供了包括多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体评级报告服务和各经济主体所发行债券、资产证券化产品等评级报告服务；其中完成首次评级项目1412个，较上年同期增长18.76%；出具首次评级报告1549份，较上年同期增长13.56%；出具跟踪评级报告1050份。2017年，联合资信积极开拓国际评级业务，在熊猫债、“一带一路”债券等评级新领域取得突破性进展，提升了中国评级机构的国际话语权。

展望2018，联合资信将不忘初心、牢记使命，砥砺前行，努力为投资者和债券市场提供更高质量的评级服务。





专业·责任·创新·坚持

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

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

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

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