

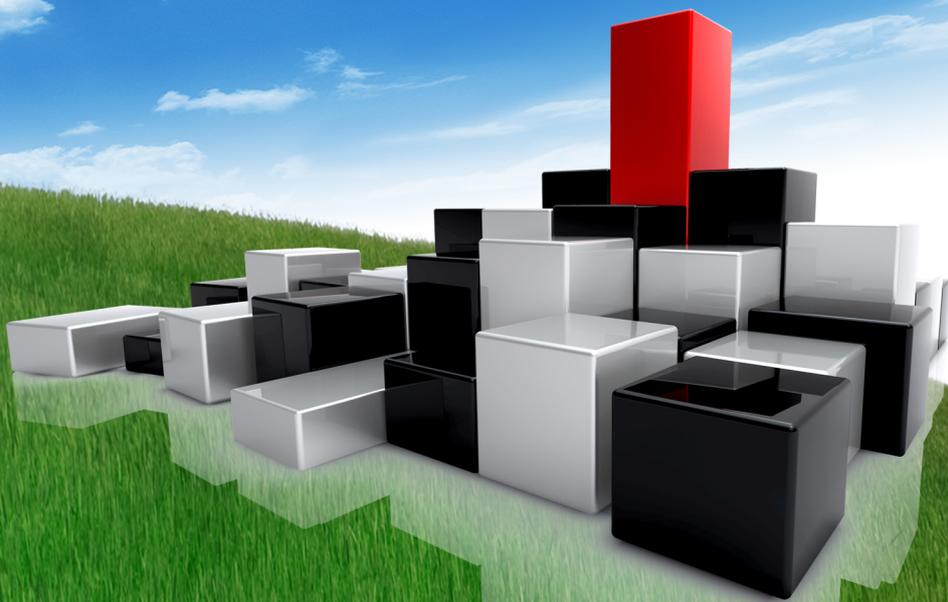


新世纪评级

CREDIT QUARTER

2015年第1期
总第96期

- 构建以政府综合财务报告为基础的政府信用评级方法
 - 财政内控制度建设是政府治理现代化的重要体现
 - 保险公司信用评级方法的比较研究
 - 标普信贷资产支持证券评级方法总结
- 2015年第一季度中国债券市场发行与评级研究
 - 2015年第一季度债券市场主体信用等级迁移研究
 - 2015年第一季度短期融资券利差分析
 - 2015年第一季度中期票据和企业债利差分析
 - 2015年第一季度公司债等级分布和利差分析





2015年第1期 总第96期
(内部刊物, 仅供参考)

主办:
上海新世纪资信评估投资服务有限公司

地址
上海市汉口路398号 华盛大厦14F

邮编
200001

电话
021-63501349

传真
021-63500872

联系人
鞠海龙

网址
<http://www.shxsj.com>

Email:
mail@shxsj.com

本刊编辑部声明:
本刊所刊载内部研究文章版权归新世纪评级所有, 转载文章版权归原作者所有, 非经同意不得作任何形式转载或复制。文中所有观点仅代表研究人员个人观点。

前言

《新世纪评级》是公司内部研究性刊物, 具体包括《新世纪评级(季刊)》和《新世纪评级(年刊)》, 多方位展现公司的工作和业务状况, 并全面展示对国际、国内信用评级及债券市场的最新理论和见解。

目录

资信论坛

- 1 构建以政府综合财务报告为基础的政府信用评级方法
- 3 财政内控制度建设是政府治理现代化的重要体现

专题研究

- 5 保险公司信用评级方法的比较研究
- 11 标普信贷资产支持证券评级方法总结

市场研究

- 21 2015年第一季度中国债券市场发行与评级研究
- 33 2015年第一季度债券市场主体信用等级迁移研究
- 39 2015年第一季度短期融资券利差分析
- 49 2015年第一季度中期票据和企业债利差分析
- 58 2015年第一季度公司债等级分布和利差分析

行业动态

- 61 四部委联合审查地方债务甄别结果等

公司新闻

- 63 新世纪评级与麦格希财讯集团会晤等

评级公告

- 67 2015年第一季度发行债券评级汇编
- 72 2015年第一季度跟踪评级汇编

◆ 资信论坛

构建以政府综合财务报告为基础的政府信用评级方法

《中国会计报》/文

“政府综合财务报告改革，为政府的主体信用评级创造了条件。”上海新世纪资信评估投资服务有限公司（下称“新世纪评级”）总裁朱荣恩近日向《中国会计报》记者表示。

事实上，《权责发生制政府综合财务报告制度改革方案》倡导利用政府综合财务报告对政府进行财务分析，并用于对政府的信用评级。此举无疑为正在试点的地方政府债券自发自还的信用评级打开了一道崭新的大门，并构建以政府综合财务报告为基础的政府信用评级新方法。

有利于准确评价政府信用

去年，国务院批准了10个省市试点地方政府债券自发自还。新世纪评级积极参与了广东、山东、江西、深圳等4个地方政府的债券评级。

“目前来看，地方政府还没有建立基于权责发生制的资产负债表，在这种情况下，新世纪的评级方法体系并没有将其作为地方政府信用评级的必要材料。”朱荣恩表示，

财政部目前正在着手进行地方政府权责发生制综合财务报告的相关工作，广东省财政厅也进行了相关市区的试点工作，新世纪评级将密切关注事情的进展，及时对地方政府债券信用评级方法体系进行完善。

朱荣恩表示，从技术层面看，没有基于权责发生制的政府综合财务报告，在对地方政府信用评级的时候只能从政府预算报告来分析，而这样做存在一定的缺陷，如不能反映地方政府的负债，也不能反映地方政府的存量资金。

“综合财务报告能全面反映政府的资产、负债，加上与预算配合，能全面反映收入状况，对政府信用评级来说，有助于摸清政府家底，从而准确评价政府信用。”朱荣恩如是说。

为政府主体信用评级创造条件

在朱荣恩看来，综合财务报告改革，将有利于改进政府信用评级。“目前对地方政府的信用评级，其实是债项信用评级，而不是主体信用评级。综合财务报告出来后，为

政府的主体信用评级创造了条件。”

目前，就社会信用体系建设中信用评级产品的层次和分支来看，信用评级侧重于服务债券发行的债项评级与主体评级，从而形成了债项评级带动主体评级的运行机制，而不是以主体评级为基础的债项评级分层运行机制。

朱荣恩表示，主体信用是债项信用的基础，尽管存在着以资产支持的债券与主体相分离的情况，但是主体信用与可分离的资产之间仍然存在诸多联系；这样的信用确定关系和联系，决定了要对债项做出信用评级，就首先要对债项的发行主体进行信用评级；决定对主体进行授信，也首先要对主体的信用进行评级，然后才是考虑信用增进条件下授信额度的确定。

朱荣恩认为，主体信用对债项信用、授信额度的确定关系，决定了主体信用评级是所有信用评级（包括债项评级、信贷评级、商业授信）的基础。这也就意味着从社会信用体系的建设、从市场经济的信用风险防范来看，首先要解决的是主体的信用评级。进一步而言，只有建立了主体信用评级的基础，才构建了社会信用体系的基石，才能培育信用体系的中介组织和服务业，才能通过主体评级、信用评级机构的发展、法制的完善，形成良性、和谐的社会信用体系。

构建政府信用评级新方法

对于长期以来呼吁并践行主体信用评级的朱荣恩来说，权责发生制政府综合财务报告改革，将打破目前以债项信用评级为主的政府信用评级局面，并为构建以主体信用评级为基础的政府信用评级提供了契机。

国际评级机构在评级市场上的产品主要分为两类，第一类为主体评级，包括交易对手和发债主体评级；第二类为债项评级，包括各种债券评级。在评级产品两分类的基础上，国际评级机构以主体评级为基础对债项进行评级，也即主体评级常规化、常态化，债项评级具体化。

国际评级机构以主体评级为基础，既可以保证评级机构收入的稳定性，也可以避免发债主体在发债时对评级机构施加压力，保持信用评级的相对稳定性。因为主体评级已经存在，评级机构不可能因为发债主体发行债券而临时调整主体级别，只能根据已经存在的主体级别，结合发债条件、增级措施等，对债券进行评级。这样，既避免了评级机构收入的波动性，也避免了信用级别的波动性。

而中国大陆的评级是以债项评级带动主体评级，缺乏主体信用评级、交易对手评级，这样就使得发债主体在发债时，容易通过付费机制、评级机构的竞争关系，对评级机构施加影响。这不仅增加了评级机构管理利益冲突的难度，而且容易引起信用级别的较大概率迁移。

权责发生制政府综合财务报告改革，在朱荣恩看来，相当于为今后对政府进行主体信用评级打开了一道大门。“对综合财务报告的资产负债进行财务比率分析，为政府信用评价提供了基础条件，同时，也为各个地方政府的信用高低提供了参考的维度。”

（本文刊登于《中国会计报》2015年3月13日第317期）

◆ 资信论坛

财政内控制度建设是政府治理现代化的重要体现

朱崇恩/文

2014年财政部成立了内部控制委员会、推行实施《财政部内部控制基本制度（试行）》（财办[2014]40号），是落实党的十八届四中全会依法治国、提高政府治理水平的重要体现。财政部2012年颁布实施的《行政事业单位内部控制规范（试行）》（财会[2012]21号）为财政部全面推进财政内控制度的实施提供了实践经验。在这样的情况下，加快推进财政部内控制度建设，有利于财政部落实党风廉政建设主体责任、防控廉政风险，有利于推动财税体制改革，有利于财政部门主动加强对政府内部权力制约。

推进财政部门内控制度的建设，需要全面落实新《预算法》的全口径预算管理、推进权责发生制政府综合财务报告制度改革。落实新《预算法》就是要按照新预算法，对一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算进行全口径预算，保持各预算的完整性、独立性，并建立政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算与一般公共预算之间的衔接机制，增加预算的透明度，增强预算的硬约束。在推进全口径预算的同时，应根据国发[2014]63号文的通知，推进《权责发生制政府综合财务报告制度改革方案》的落实，完善财政财务报告体系。

推进财政部门内控制度的建设，需要加强政府债务管理，推进地方政府信用评级。加强政府债务管理，就是要将地方政府的各类债务纳入预算管理，避免部分政府债务游离于预算之外；就是要落实2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，加强对地方政府债务规模的控制和结构调整，加强对地方政府债务举借方式的管理，增强地方政府举借债务的透明度，有堵有疏，促进地方经济、社会的协调发展，防范和化解地方政府债务风险。推进地方政府信用评级就是在2014年十省市地方政府债券评级试点的基础上，扩大地方政府发行主体的范

围、扩大地方政府债券的品种、调整地方政府债务的融资方式和融资结构，并继续以信用评级的市场化机制，对地方政府的债务进行评级，全面提高地方政府债务的透明度、管控能力和制度的完善。

推进财政部内控制度的建设，需要加强地方政府资金、资产和资源的“三资”管理。地方政府不仅掌握着财政性货币资金，而且经营着道路、桥梁、学校、医院等公共基础设施和用财政拨款购建形成的政府办公大楼、政府出资建造的公益性建筑等政府性资产，以及土地、矿产、森林、岸线、航线等资源性资产。加强地方政府资金、资产和资源的“三资”管理就是要对这些资金、资产和资源进行整体把握、编制财务报表，摸清地方政府的“三资”规模和结构，规范地方政府资金、资产、资源的使用程序，提高地方政府资金、资产和资源在空间和时间上的配置合理性，提高资金、资产、资源的使用效率和透明度。

推进财政部内部控制制度的建设，需要加强财政资金存量管理，盘活存量资金，提高财政资金的使用效率。目前，地方政府财政资金的状况一方面表现为地方政府用于经济增长和发展的资金紧张、地方政府融资规模不断扩大，另一方面表现为大量的历史财政资金结余，尤其是存在着大量已经出库而没有能够合理使用的资金。在这样的情况下，需要对存量资金进行集中登记，加强预算管理约束，盘活使用存量资金，提高财政资金使用效率，降低地方政府融资规模。

（本文刊登于中文核心期刊《财政监督》2015年第3期）

◆ 专题研究

保险公司信用评级方法的比较研究

李育/文

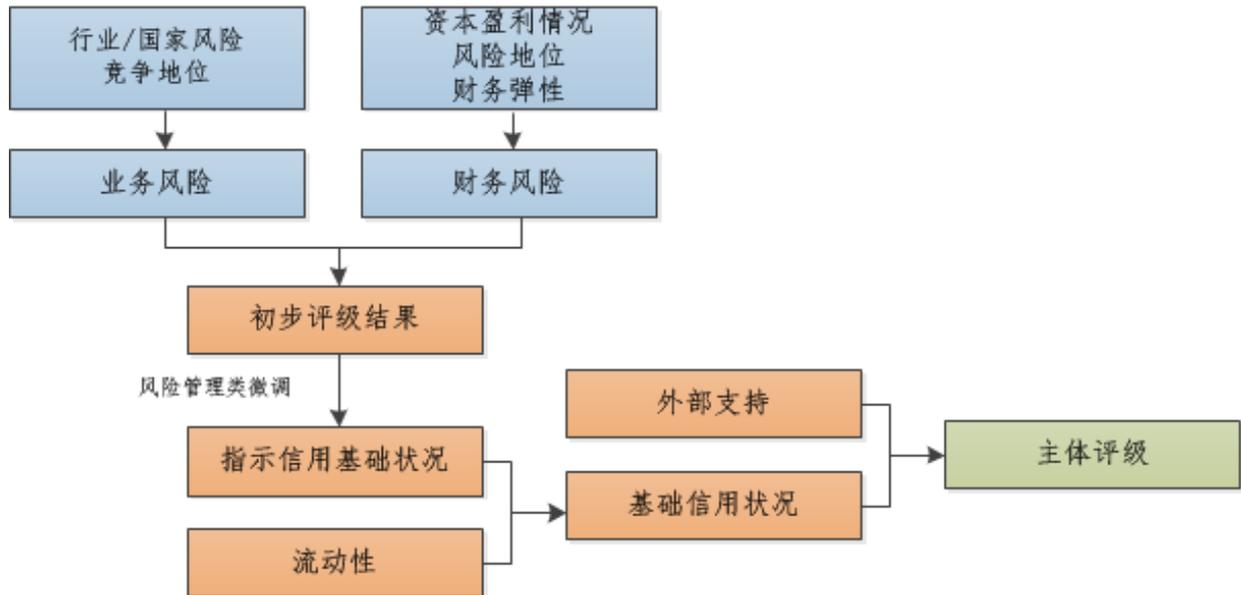
随着保险业的蓬勃发展，信用评级制度及保险信用评级机构已经成为各国保险监管机构进行有效监管的辅助工具。国际信用评级机构发展比较成熟，并形成了完善的保险评级体系。根据保险业务划分，保险公司主要分为寿险公司与财险公司。世界评级机构对各类保险公司都建立了对应的评级方法论。不同的评级方法体系中，影响各类保险公司的关键要素大致相同，只是根据保险业务的类别，对要素归类并设置不同的权重，因此本文综合了寿险与财险的评级方法以便研究。对于保险公司的评级方法，标普和穆迪在评级关键要素的选取上基本一致，都是从业务风险、财务风险和其他考虑因素三个方面进行分析，只是在评级步骤、归类、影响因素的定义和权重上有所不同。由此可见，标普和穆迪所构建的保险公司评级总框架上并无明显差别。

一、保险公司的评级步骤

（一）标普的评级步骤

标普从保险行业/国家风险评价和竞争地位开始，得到业务风险的判断结果。再从资本与盈利情况，风险地位和财务弹性的评价进行分析，得到财务风险的判断结果。再把得到的业务风险和财务风险进行有效结合，得到初步评价结果。再考虑公司风险管理与公司治理的问题，对初步评价结果进行微调，得到指示基础信用状况。然后运用流动性测试或者偿付风险评价，得到基础信用状况。接着对得到的基础信用状况和外部支持体系进行整合，得到主体信用评级。最后在没有违约风险问题的基础上，得到财务能力评级等同于主体信用评级的结果。

图表1：标普评级流程图



（二）穆迪的评级步骤

穆迪对保险公司评级步骤与标普类似，先后对各个子因素进行分析得到业务风险、财务风险和运营环境的判断结果。再进行压力测试和情景分析，得出一个指示评级结果。之后对其他因素和外部环境进行评估，对指示评级结果微调，得出最后评级结果。值得注意的是，压力测试和情景分析是穆迪评级步骤中重要的环节。穆迪针对中短期内经济、金融突变情况和灾难性的突发事件，设置不同的调整因素。

二、保险公司业务风险

（一）标普的业务风险评估

标普结合行业/国家风险与竞争地位，建立业务风险状况矩阵，得出业务风险的评估。标普的评级矩阵给出的是指示判断，会在细节上进行微调，同时要考虑例外的情况，某些保险公司的情况不适用于矩阵的评判标准。例如，保险公司一定程度上非保费盈利的表外风险不适用于矩阵的分析框架。

标普将行业风险聚焦在五个方面。第一是行业平均的净资产收益率，标普建立了ROE矩阵分别对财险寿险进行评估。第二个是行业产品风险，即要考虑触发保单赔付的风险。一只保险产品的好坏与否，产品设计是关键。保险产品的设计需要覆盖到很多问题，设计上的缺陷可能会造成严重的偿债风险。例如，在财险产品中要考虑到自然灾害、破产法等法律变更的频率、财务作假等因素。第三是准入门槛，门槛一定程度上的提高可以淘汰一部分小公司，保证留存在市场上的公司具有相对强大的综合实力，避免因出现偿付危机对金融体系造成扰乱。第四是行业发展前景，标普主要考察在保费的增长程度。第五个方面

是合规，也就是考察监管部门的监管和治理能力。标普将保险公司的竞争地位分为六个等级。竞争地位分析会因国家地区的不同而差异化，通常会考虑以下几点：运营状况、声誉度、市场份额、销售管控、地理多元化、产品多元化。

（二）穆迪的业务风险评估

与标普相比，穆迪主要从市场地位/声誉和多元化两个子因素对业务风险分析。穆迪以相对市场占有率（保险公司保费收入与行业平均保费收入的比率）为主要指标对市场地位进行定量判断。同时，穆迪考虑到保险公司的风险常常是由产品的缺陷引起，保险行业产品不断推陈出新，保费收入过度依赖单一产品或者单一地区会造成巨大的经营风险。每个保险产品都具有独特的波动性与竞争特性。例如，灾难保险产品与养老金保险产品具有不同的风险特征。因此，保险公司会采用多元化的产品策略分摊风险。所以穆迪结合了产品种类的多元化和产品地缘多元化来定性分析。例如，保险公司拥有五种或更多产品线，每种产品线至少占10%保费收入来源，穆迪会将产品多元化与地理多元化评为Aaa。

三、保险公司财务风险

对于保险公司来讲，财务风险也就是偿付能力风险，偿付能力是保险公司在任何时间履行全部责任（保单负债和其他负债）的能力。偿付能力的核心监管指标为偿付能力充足率。随着保险业的日渐发展成熟，国际上偿付能力监管体系经历了两次发展变革，也就是我们常听到的“偿一代”（Solvency I）和“偿二代”（Solvency II）。从全局来看，财务风险也就是围绕如何运用保险资金来分析。保险资金运用的核心是资产负债管理。由于保险负债的长期性特征，资产负债管理一直以来都是保险资金运用的重要基础，良好的资产负债状况是保险公司生存与可持续发展的基石。资产负债管理的管理理念贯穿了保险公司经营的全过程，保险产品设计、准备金提取、投资策略制定、流动性管理、再保险安排等等。如果不重视资产负债管理，保险公司将会遭受重大损失。

（一）标普的财务风险评估

标普从风险地位与财务弹性来考虑保险公司的财务问题。风险地位的评价主要目的是考虑无法通过资本与盈利评估的风险。标普从三个层面进行分析，第一是企业年金。第二是外汇风险，对国际型保险公司来讲，业务基本全球化分布，海外市场的比重很高，汇率的变动常会引起公司债务的价值波动。第三是投资风险。在财务弹性方面，标普主要从未来的两年时间内外部资产的来源与支出上分析，可以从以下几点来观察：外部资产来源、财务杠杆、固定费用保障倍数。

（二）穆迪的财务风险评估

穆迪从四个方面考虑财务风险。第一个是资产状况，穆迪用高风险资产比例和再保覆

盖率两个定量指标来评估资产的风险，同时也会兼顾声誉和无形资产。第二个是资本充足率，穆迪聚焦在保险公司对偿二代（Solvency II）的实行状况，例如，如果偿二代比率高于200%，穆迪会在资本充足方面给予Aa评价。第三个是盈利情况，主要从ROC、资本收益的夏普比率和流失准备金比率来评估。第四个是财务弹性，穆迪选用四个指标来衡量：调整财务杠杆、总杠杆、收入覆盖和现金流覆盖。

四、其他考虑因素

（一）标普的其他考虑因素

在上述考量因子之外，标普还会考虑公司风险管理、公司治理、流动性、主权评级以及外部支持等影响因素对公司整体信用质量提升的影响。

1. 公司的风险管理

国际保险公司会在董事会下设立风险管理委员会和风控部门。标普对公司风险管理的评估有一套成熟的方法，主要集中在五个方面。第一是公司风险管理的文化，例如，风控的架构和体系，风险披露的流程等。第二是风控的覆盖面，一般会包括信用风险、利率风险、市场风险、保险风险、操作风险。第三是新兴风险的管理，也就是对目前没有风险但未来会产生风险的因素进行把控，例如，未来宏观经济局势的变化、新科技对金融的冲击等。第四是风控模型，也是从定量的角度去考察公司的风险，例如，对市场风险来讲，大部分保险公司会采用VaR模型对市场风险进行定量估测。第五是风险战略，也就是站在整个公司的运营角度去制定的风险战略。风险战略的制定是极其重要的，必须对投保人的风险偏好做出全局的分析。

2. 公司治理

标普主要从公司治理结构完整程度、未来发展战略合理性、兼并收购和商业模式等方面对公司治理进行评估。

3. 流动性

标普对流动性分析，集中在持续性基础和激烈竞争市场的条件下，满足流动性需求的能力。标普的打分规则里，将流动性的强弱评为1到5级。标普会把各种触发公司流动性变化的因素考虑进去。或有事件的影响以及公司实施的计划都要评估。这些因素包括：缺乏责任保险覆盖，抵押品的贬值，保险/再保险协议的约束性条款使公司处于受限地位。标普认为保险公司常会面临严峻的突发性事件，例如重大灾难，需要公司立即偿付大额资金，是考验公司在短期内现金产生的能力。分析保险公司处理突发困难的能力根本上是对公司流动性的评估。

4. 主权评级

保险公司的基础信用评级会受到其所在国家的主权评级限制。标普认为，大多数保险公司基础信用评级不会高于主权评级，主要原因在于保险资金的固定收益投资收益率很大程度上受国家宏观经济影响。

5. 外部支持

标普对外部支持的评估，主要考虑国家支持与集团支持。保险业不仅仅是金融市场的问题，更是一个社会民生问题，出生、教育、医疗、住房、养老等一系列民生问题都与保险息息相关。保险业的市場风险容易引起社会的稳定性问题，所以保险公司的经营常常会得到国家的支持。

(二) 穆迪的其他考虑因素

穆迪考虑的其他因素包括公司治理与风险管理、主权评级、外部支持、特殊情况评级和会计政策与披露。前四点与标普的考虑因素基本一致，主要差别体现在特殊情况评级和会计政策与披露上。

1. 特殊评级情况

在少数特殊情况下，某单一关键因素或子因素对保险公司的业务风险或财务风险有绝对影响，为主导地位。因此，穆迪会对此评级因素的权重做相应调整。

2. 会计政策与披露

穆迪认为，IFRS、GAAP或者其他本地、法定GAAP基础与其公司评级方法密切相关，所以穆迪会对某些公司的会计数据进行调整来匹配其评级标准。然而，对于各国本地评级机构而言，发行人会计记账标准基本趋同，则不需要进行调整。

参考文献

'Insurers: Rating Methodology', May 7, 2013, Ratings Direct, Standard & Poor's Rating Services.

'Global Property and Casualty Insurers', August 21, 2014, Rating Methodology, Moody's Investor Service.

'Global Life Insurers', August 21, 2014, Rating Methodology, Moody's Investor Service.

附表：标普和穆迪保险公司评级要素

标普评级要素			穆迪评级要素			
类别	一级指标	二级指标	类别	一级指标	二级指标	
业务风险	保险行业和国家风险	经济风险	业务风险	市场地位和声誉	相对市场占有率	
		政治风险			销售服务	销售管控
		金融系统风险		产品及多元化		产品风险
		支付环境和法规			产品多元化	
		净资产收益		资产质量	高风险股本比率	
		产品风险	无形资产股本比率			
		准入门槛	资本充足率		盈利能力	资本收益（近五年平均）
		市场前景				资本收益的夏普比率（近五年平均）
		机构框架	流动性及资产负债管理		流动负债比率	
		竞争地位		业务状况	财务弹性	调整财务杠杆
	声誉			总杠杆		
	市场份额			盈利覆盖（近五年平均）		
	销售渠道			现金流覆盖（近五年平均）		
	经营地域分散程度		运营环境	经济强度		
	其他多元化	机构强度				
资本与盈利	准备金充足率			风险事件敏感度		
	资本充足率	保险深度				
	风险地位			企业年金	保险密度	
		外汇风险				
	投资杠杆					
财务弹性	外部资金来源与流动性	其他定性考虑因素	公司风险管理			
	财务杠杆		公司治理			
	固定支出覆盖		流动性			
财务风险	资本与盈利	其他考虑因素	主权评级			
			风险地位	国家支持		
	财务弹性				集团支持	
			外部资金来源与流动性			
			财务杠杆			
固定支出覆盖						
其他定性考虑因素	外部支持	其他考虑因素	公司治理与风险管理			
			特别评级情况			
			会计政策与披露			
			主权评级			
			外部支持			

◆ 专题研究

标普信贷资产支持证券评级方法总结

薛雨婷 陈文沛/编译

标普对结构融资类产品评级有较为完整的评级方法体系，本文主要对标普的债券抵押支持证券（Collateralized Bond Obligation, CBO）和贷款抵押支持证券（Collateralized Loan Obligation, CLO）评级方法进行总结，主要包括评级流程、资产管理、跟踪评级、交易信用风险等方面。

一、评级流程

CBO/CLO的评级流程始于发起人书面要求评级，推进评级流程的必须关键项目包括：签订评级合同以确认评级要求等相关问题；提交详细的条款清单¹，列明交易结构；提交详细的交易手册，在协调会上对交易特征进行详细说明并解释评级涉及的相关问题；与资产管理方或专门服务人就资产管理、投资和运营等方面进行现场访谈；提交完整的交易法律文件、投资组合数据以及违约/现金流压力分析。其中，详细的条款清单对进行有效的信用评级分析来说至关重要，尤其是在CBO/CLO交易结构较复杂的情况下。

通常，CBO/CLO评级先要对其信用、交易结构、现金流和法律完备性进行分析，此时一般需要与法律顾问及分析团队的其他成员相配合。其次，是对交易相关方最感兴趣的信用增级水平进行分析。信用增进实际效果对交易结构和抵押程度均比较敏感，为了对提出的信用增级水平进行评估，分析师需要两个必要的因素：资产组合的数据和发起人最终确

¹条款清单包括：资本结构和每个档次的级别要求；现金流及支付顺序；信用增级水平；合格资产定义；资产组合参数和抵押品质量检验；替代评级（如信用估计或相关性评级）；资产替换/增加、再投资、重组/整改、交易标准；比率测试；过渡期、循环/再投资期；摊销/赎回触发机制和时期；利率/汇率对冲；法律问题；监管问题。

定的交易结构。在交易结构确定后，将进行现金流分析和信用增级评估，由于涉及多重压力测试，这一过程较复杂。虽然用于压力测试的变量是可识别的（如挽回水平、违约情景和利率的压力），但用于测试信用增进的“决定性”压力因素较难先验识别。最后，评审委员会将基于信用增级的充分性给出最终级别。

二、发起人/资产管理人审查

在CBO/CLO评级过程中，分析师需对发起人或资产管理人进行审查。资产管理人的首要责任是对资产组合进行管理以使基础资产债务人违约或破产的情况下损失最小化。CBO/CLO交易相较于传统的ABS，对资产池中每一个债务人的履约表现更加敏感，在衡量每一债务人的违约风险方面，资产管理人必须监控其信用质量的变化，因此，投资者的最终回报较大部分取决于资产管理人的尽职表现。

图表1：发起人/资产管理人的审查内容

公司概况	承销/投资策略和目标	服务和信贷监控能力
<ul style="list-style-type: none"> ● 公司背景 ● 组织结构和人员配备 ● 财务实力 ● CLO历史级别和多个CLO交易能力 ● 在管理高收益债券、银行贷款、新兴市场资产和资产支持证券中的竞争地位 ● 作为服务商，管理人或投资人的经验 ● 管理的高收益债券、银行贷款和新兴市场基金的数量 ● 覆盖行业和未覆盖行业 ● 每个分析师覆盖的级别和行业 ● 扩充专业知识的能力 ● 新兴市场所覆盖的地区 ● 资产支持证券类型 ● 行业排名 ● 企业贷款和管理资产组合的经验 ● 员工在企业贷款和管理资产组合的经验（包括进公司前） ● 管理的资产组合和基金的相似和不同 ● 公司在扩大信贷和管理资产组合方面的战略目标 ● 管理人的薪酬安排 	<ul style="list-style-type: none"> ● 信贷审批政策 ● 承销指导方针 ● 投资策略 ● 投资风格 ● 交易时决策制定、选择和审批过程 ● 贷款登记簿和交易文件的分解 ● 研究方法和能力 ● 信贷样本和研究报告 ● 信贷流程 ● 资产组合出现的任何附属服务商和基金的任何附属咨询员 ● 研究的深度和广度 ● 公司的审计状态，如已审计，审计人员是否提及公司内部控制问题 ● 汇率和利率的对冲风险 ● 价格来源 ● 关于证券估值的政策和程序，以及职责分离情况 	<ul style="list-style-type: none"> ● 服务程序，CLO证券化的管理和监控，确保CLO交易文件的能力 ● 识别执行上述服务、管理、监测和合规功能具体服务方，以及他们是单独执行还是共同执行 ● 资产组合管理和报告生成 ● 信用审查频率和范围 ● 确定信用改变情况的信用审查频率 ● 收集和支付处理 ● 循环信贷实施和流动性管理 ● 拖欠处理能力 ● 处理信用问题 ● 处理信用风险证券和违约资产的能力 ● 资产组合的历史表现 ● 系统和备份能力 ● 应急能力 ● 服务提供商和受托人的转换问题

三、跟踪评级

通常，标普会审查之前给出的信用等级以确定此级别能否继续反映按时支付本息的概率，分析师将审查和监控交易的各方面内容，如资产组合信用风险及现金流压力测试结果等。具体来看，CBO/CLO基础跟踪信息包括：当前资产组合数据、违约资产信息、资产池变化情况、当前债务人等级、银行内部评级系统与标普等级之间的映射矩阵、最新的交易现金流、触发事件、覆盖倍数测试以及违约模型检验结果。

当前资产组合数据应包含三个主要方面：（1）单个抵押证券的完整信息，至少包括如下数据：发行人名称、票面价值、利率（若是浮动利率，说明指数和利差）、到期日、摊还计划、标普建议的行业分类、标普给出的级别或替代级别²；（2）资产组合相关参数和资产类别的完整构成情况，包括：发行人集中度、行业集中度、地区集中度、国家集中度、等级分布、零息或支付频率较债券低的贷款、固定利率和浮动利率抵押品、债券和贷款、优先担保、优先无担保和次级类、定额与滚动债务或贷款；（3）上一次报告日后所有资产组合交易数据。

分析师依赖必要的跟踪信息进行跟踪评级，跟踪报告的更新频率取决于交易信息的参数，每次报告必须标明关键的交易日期。通常跟踪评级应每季度更新一次，除了定期的运行报告，分析师还应该参照资产组合当前的运营数据。

四、评价CBO/CLO交易的信用风险

CBO/CLO信用评级分析包括三个主要方面：（1）对资产池的信用分析、信用增进的形式、对期望的交易等级需提供的充足的信用增进水平、现金流分析；（2）分析与交易结构、抵押、管理等相关的风险；（3）交易的法律（完备性）分析。经评级的结构化证券通常由特殊目的实体（SPE）发行。

1. 确定信用增级

在资产组合中，债务人信用风险是所有CBO/CLO交易现金流分析的核心。资产组合的信用风险评价基于多个因素，包括每一个债务人的信用质量、每一个基础资产的期限、债务人集中度、行业集中度以及信用增级的充分性。

（1）信用风险度量的几种方法

■ 对于每个债务人逐一评级

²替代级别，指的是信用估计或者“影子评级”，需要在报告中特别标注，并写明其适用日期区间。

■ 公开信用评级和信用估计

■ 借鉴其他全国认可的统计评级机构（NRSROs）的评级结果

■ 量化模型

■ 银行内部信用评分系统

■ 银行追踪记录

（2）测算违约风险和信用增进水平

分析师在结构融资中使用多种方法去确定资产池的潜在损失，具体分析方法由资产池大小所确定。通常，分析师在分析中小规模资产池时，会对每一笔特定债务进行评级。这些债务的级别、规模、期限和摊还时间表，都是标普CBO/CLO违约模型中的关键输入要素。

（3）信用增进方式

■ 优先级/次级

优先级/次级结构是最为常见的增信方式之一。在优先级/次级CBO或CLO中，次级能够为优先级提供信用支持，优先级CLO持有者较次级持有者拥有优先偿付顺序，受此影响，次级信用等级通常低于优先级，然而作为风险补偿，次级持有者享有更高的利率。如果超额担保在优先级/次级交易结构中是唯一的信用增进方式，则超额担保量等同于在保证优先级持有者不损失的情况下，交易结构预期能够承受的信用损失。

偿付结构，即交易如何分配抵押现金流偿还本金，对超额担保或信用增进随时间推移的累积效果具有重要影响。所有偿付结构反映了在部分还款和优先级支持之间的权衡。常用的几种偿付结构种类包括：（1）按顺序偿付，即要求完全偿付优先级债务后才能偿付次级债务；（2）快速支付/慢速支付，即同时偿付优先级和次级债务，但更快偿付优先级债务且支付比例更高；（3）按比例支付，即根据初始优先级/次级覆盖倍数按比例偿付优先级和次级债务，直到偿付完优先级债务。

■ 现金抵押/储备账户

现金抵押或储备账户是信用增级的另一种方式。为了对债务持有者提供保障，额外的现金被存放在高信用等级投资银行账户中，通常该账户由受托人或保管人负责管控。现金储备一般在现金流交易的初始阶段使用，在该阶段，从CBO/CLO证券出售的现金收益可以用于购买基础抵押物和作为储备账户的基金。然而现金储备或许不是最有效的信用支持方式，因为现金储备的合格投资收益通常低于CBO/CLO证券的应付利息，从而导致储备账户中的现金分配为“负”。

■ 超额利差

当资产池中基础资产获得的利率高于CBO/CLO证券发行利率时，即形成了超额利差。受利率期限结构影响，超额利差有可能使基础资产获得更高的利息。通常，产生超额利差的可能程度不在评级中被考虑，然而，如果在交易过程中存在超额利差，其可以提供额外的损失保护层以保障被评级证券持有者利益。超额利差能够用于购买额外的资产或设立储备账户以应对未来的信用损失和流动性风险，或直接支付给投资者。

■ 金融担保机构保险

获得一个高级别（如AAA级）的金融担保机构保险也是增信的一种常见方式，此类保险将所评证券持有者所持基础资产的信用风险转移给保险公司。若担保政策和条款满足标普标准，则全额担保的债务信用等级的评定主要基于保险公司的信用等级。对债券保险交易的信用分析与“独立”交易（如优先级/次级结构）相似，主要的不同点在于债券保险交易的分析更侧重于对保险方承担风险的评价。债券保险方的交易组合的信用质量也需要被监控。

信用增进可以包含上述任意组合的增信方式，此外，为了达到要求的信用等级，也可以使用其他特定措施以提供必要的信用支持。通常，提供这些信用增进方式的主体信用等级至少要与CBO/CLO中优先级信用等级一样高。

2. 信用增级水平：现金流分析和违约估计

（1）现金流分析

CBO/CLO评级分析强调对所评证券信用和流动性的考量，以最终确定资产池的现金流能否保证及时还本付息。对现金流分析的相关假设包括违约率/违约时间、回收率/回收时间、前期和经常性支出、利率、分期偿付和优先偿付。

现金流分析旨在根据所评证券相关条款，通过分析偿付结构和需要支付的债务数量，评估按时偿付全额本息的可能性。如果一项交易有多个层级，还需评估次级对优先级的支持程度是否与每个层级给予的信用等级相一致。此外，现金流分析也被用来测算流动性和其他储备，分析主要考虑交易的结构要素，包括本息的偿付分配、提前分期偿付、赎回事件、超额利差累积以及储备水平。

CBO/CLO现金流分析基于交易的优先偿付顺序考虑使用可用现金流偿还债券。通常，现金流模型假定按计划收回的本金和收益在周转期之后和没有通过特定测试时可以用来偿付所评债务。现金流分析不论从债券的选择性赎回还是贷款的不定期摊还，均不考虑抵押物的提前偿付。该类提前偿付分析需要一种既能生成利率期限结构，又能随着收益率曲线

的演变，预测公司债券和贷款提前偿付率的复杂模型。此外，利率模型不适用非常短期限的资产组合，若利率模型不适用，则现金流模型实际反映不出资产组合之外的交易资产的贬值风险。由于存在上述论及的抵押风险因素，CBOs/CLOs现金流中应限制该类交易。

鉴于CBO/CLO交易结构的多变性，实际应用中并不采用标准的现金流模型，而是依赖于由发起者或其顾问提供的特定资产交易现金流模型。每个现金流模型会被评估以确定其能否准确地反映交易结构，同时能够衡量抵押资产、债务或权益等一系列风险要素。

由于现金流分析主要基于资产池中每笔资产的条款和条件，因而需要由独立的第三方机构完成对每笔贷款/债券实质性条款和条件的验证。对资产属性及上述提及的现金流模型的验证结果，均需在交易结束之前被提供。通常，验证的内容包括：未偿本金数额、适用利率、债务人信用等级或未评级的资产替代等级、调整基准利率和偿付条款的选择权、费用收入、到期日、对分期摊还资产的摊还时间表、贷款在借款人资本结构中的偿付顺序、交叉违约条款、抵押物价值、对抵押权/留置权的简要描述、内嵌选择权（包括选择性条款）等。

（2）违约估计

违约模型主要考虑基础债务人信用风险、债务人的集中度和债务的到期时间，并通过调整模型输入的部分信息进行调整以解决行业集中度问题。虽然模型和输入调整项考虑了债务人和行业的集中度风险，但在资产池中，风险暴露限额可能使信用风险更加多样化。违约模型就假定违约的债务占原始资产池本金比例计算违约频率，计算出的违约频率是发行人或投资银行在其资产池现金流模型中的关键输入假设之一。

构造CBO/CLO模型是为了回答“给定信用等级，需要假设资产池中多少债务人会违约”。通常，资产池中每笔资产被给予一个反映债务人信用等级和债务剩余期限的违约率。债务人信用等级越高，债务剩余期限越短，该笔资产违约风险越低。

模型也对资产池中摊还资产的信用进行分析，其他条件相同情况下，资产的信用风险会随着待偿还期限的增长而增加。摊还资产定期部分偿还本金，降低了信用风险随时间推移的暴露程度。非摊还资产由于到期全额偿还本金，因而较摊还资产存在更长的风险期间。与有相似到期期限的非摊还资产相比，摊还资产的现金流交易享有更短的平均到期期限和较低的风险损失暴露。

为确定资产池的违约风险，要求提供的信息包括：资产池中债务和债务人数量；债务人信用等级；待偿还本金；每笔债务的到期日；摊还资产的摊还计划。

举例来说，假设资产池中有三只相互独立违约的相同规模债券，每一只的违约率均为20%，则模型的计算方法详见下表。

图表2：标普违约模型计算方法

	不违约概率	一只债券违约概率	两只债券违约概率	三只债券违约概率
第一步：资产池中有一只债券	80%	20%	0%	0%
第二步：资产池中有两只债券	64%	32%	4%	0%
第三步：资产池中有三只债券	51.2% ³	38.4% ⁴	9.6% ⁵	0.8% ⁶

参照第三步得出的最终分布，可以确定在不打破特定交易的损失临界值时，三只债券的资产池会损失的债券数量。假定特定交易的损失临界值是12%，则需找出可能损失的债券数量从而使损失比该数量更多债券的概率低于或等于12%。若不损失债券（即损失债券只数为0）的概率为51.2%，则损失债券（即损失债券只数大于0）的概率为100%减去51.2%，即48.8%。因为48.8%高于12%，故必须覆盖至少一只债券损失的可能性。若从剩余的48.8%中减去损失一只债券的概率（38.4%），则剩余概率为10.4%，低于12%的临界值。从计算结果可以看出12%的损失临界值允许该资产组合中一只债券损失。通常，要求达到的信用等级和资产池中资产的加权平均期限确定了特定交易的损失临界值。

■ 债务人集中风险

债务人集中限制能使资产池多样化并降低每个债务人的潜在损失暴露程度。样本池的敏感性分析表明当资产池规模减少到少于30个债务人（每个债务人的集中度限制约为3%）时，违约次数或期望损失会急剧增加。增加资产池中债务人数量可分散投资者面临的信用风险，如一个由40个BB信用等级债务人构成的资产池很可能比一个由20个BB信用等级债务人构成的资产池损失更低。

对于债务人或行业高度集中的小规模资产池，现金流对一个债务人违约或一个行业经济衰退更加敏感。为了便于分析，小资产池通常指由不超过10个债务人发行的债券或贷款构成的资产池，对这类资产池，分析师可采用逐一债务人违约分析的方法。在评估过程中，选择某一债务人的贷款或债券可能会对要求达到的期望信用等级水平所需要的信用增量产生实质影响。对小规模且对一些债务人或行业拥有相对较大的风险暴露的资产池进行评级时，应考虑增量违约风险。

³80%×80%×80%=51.2%

⁴20%×80%×80%+80%×20%×80%+80%×80%×20%=38.4%

⁵20%×20%×80%+20%×80%×20%+80%×20%×20%=9.6%

⁶20%×20%×20%=0.8%

■行业集中风险

行业分散限制了对特定行业的风险暴露，因而限制了给定经济环境下的潜在损失暴露程度。经验表明，同一行业内的公司通常有类似的经营表现，尤其是在经济衰退期，这意味着同行业公司间具有较高的信用风险相关性，且一些行业公司可能较其他行业具有更高的相关性。多样化资产组合的行业具有边际递减效益，在现金流交易中，标普假定由13个行业、每个行业资产占比不超过8%的资产池是相当多元化的，进一步分散行业的边际效益可能不能覆盖增加的成本。

对更高行业集中度引起的更高违约风险的说明如下：

■若某一行业集中度在8%到12%之间，则分析师需通过假定该行业中每一债务人的信用等级比实际信用等级低一个子级来对附加风险进行调整；

■若某一行业集中度在12%到16%之间，则分析师需通过假定该行业中每一债务人的信用等级比实际信用等级低三个子级或一个完整等级来对附加风险进行调整；

■若某一行业集中度超过16%，将会逐一分析每笔交易。该情景下，风险分析通常基于特定行业背景，且投资者应该评估对资产组合集中行业的认可度以及行业内和行业间的相关性。

定义行业、并将企业债务人划分至相应行业是必须的，标普将行业划分为39个大类以部分缓释行业间的信用风险相关性，分类标准可能会随着行业内或行业间信用风险相关性的变化而被重新评估。

(3) CBO/CLO模型应用方式

CBO/CLO违约模型有三种主要的应用方式。首先，作为一种结构模型，发行人能够使用适当的模型在CLO初始评级过程中衡量每个档次增信程度。其次，作为一种交易模型，管理人可用其监控任何购买、出售或再投资对资产组合违约风险的影响。最后，作为一种替代模型，发起人/服务机构可用其定期测试资产组合并监控新增资产对资产组合违约风险的影响。

违约模型可被投资银行家和发行人用来转换为结构模型以确定不同信用等级资产组合的损失率。为确定任一资产池中任一笔交易的损失率，结构模型给出给定信用等级水平下的资产组合损失容忍度，即基准债券的违约概率。基准债券的信用等级和CBO/CLO预期达到的信用等级相一致，期限则和资产池的加权平均到期期限相同。模型能够得出一个情景损失率，使超过该损失率的概率不高于基准债券的违约率。

交易模型是结构模型的延伸，两者主要区别是交易模型比较了情景损失率和盈亏平衡

损失率。盈亏平衡损失率是交易现金流模型能承受的最大损失率，是在CBO/CLO评级过程中建立的反映违约模型之外的因素，这些因素同样是现金流模型的输入和分析要素，如资产和负债之间的利差、假定的回收价值和时间以及交易的支付优先顺序等。交易模型输出情景损失率、盈亏平衡损失率和资产池构成能否通过测试的结果，若情景损失率大于交易的盈亏平衡损失率，则不能通过测试，需调整现金流压力情景并重新运行程序。

可能引起情景损失率增加而使测试不能通过的事件包括资产替代、降级、违约以及发生“逆向选择”等。替代模型的应用与交易模型类似，都是比较交易的盈亏平衡损失率和情景损失率。任何资产组合的违约分析不论在交易前期衡量额外风险还是运用更动态的分析方法监控交易是否能维持给定级别方面都需要足够灵活。

（4）运用CBO/CLO模型

如前所述，传统的CBO/CLO模型会基于债务人信用等级和债务期限赋予资产池中每笔资产一个违约率。受特定债务在债务人资本结构中的追索权先后顺序影响，债务人信用等级可能高于或低于债务人特定债务的信用等级，追索权的优先顺序以及该债务是否有担保在现金流模型中主要通过资产的挽回价值来体现。资产池中每笔资产对应的违约率则主要用来构造由资产池中债务人违约引起的潜在损失分布。某些情况下，模型需对输入变量进行修饰。如，若资产池中有未评级的企业债务人，则应使用适当的近似等级或信用估计做替代，否则债务人信用等级则被视为CCC-。

CBO/CLO模型通常用于距离到期日超过一年的债务，当资产中的部分资产剩余期限不足一年时，需对模型的输出违约频率进行调整，或者用当前的短期贷款标准分析该类资产池。

（5）违约时间和情景分析

除了违约数量，违约时间也会影响现金流交易中对资产组合损失的承受能力。为确定每个档次需要的信用增级水平，需对违约时间进行压力情景假设。违约时间假设反映了在适当的压力情景下，信用增进应该足够吸收损失并偿付已评级的债务。现金流模型中的违约时间应根据交易偿付分配和资产池特征设定，通常，在交易存续期内，若信用支持水平发生实质性变化，则应根据债务期限在不同期间设定压力情景以测试其对债务的偿付能力。前期违约压力情景假设违约发生在交易前期，如发生在第1年年末，若信用支持力度随着时间推移逐渐增强，则前期违约相较于后期违约会产生更多的现金流损失。

根据交易结构、支付条款和资产池，分析师可以对各种违约情景进行测试。由于CBO/CLO分析的多变量属性、交易的复杂性和每个现金流模型的细微差异，通常较难先验地预测出运行何种现金流会对交易产生更大压力。零违约运行结果有助于确定模型和结构的“基准水平”，并检验所有覆盖倍率测试应通过的情景。

另一个需要注意的现金流情景输入假设是费用结构。通常，支付CBO/CLO参与各方，包括受托人、管理人和服务方等费用的顺序优先或等同于已评级债券持有者的支付顺序。若优先支付交易参与各方的费用，则应覆盖该费用以不损害债券持有者的利益。此外，为了确保现金流能够足额偿付参与各方费用以激励其充分履行其职责，在违约和现金流场景中应包含该类费用的最大值。若替代交易参与方的费用限值高于初始费用限值，则在模型中应采用较高的替代费用限值。

CBO/CLO结构中适用的几种违约情景包括：假设交易生命周期中零违约；假设交易生命周期中违约均匀发生；假设交易生命周期中违约非均匀发生，如从第一年年末到到期前一年年末，每两年发生一次违约；假设违约发生在一年以后，且在交易生命周期中期延续（即“中期”违约压力情景）；假设交易生命周期最后几年发生违约，且延续到交易的最后一年（即“后期”违约压力情景）；受周转期、法定到期日和交易结构不同影响，违约可能更集中于某段压力时间区间。

交易结构和支付条款或优先偿付顺序是违约压力情景设置需考虑的重要因素。通常，若信用支持随着时间推移逐渐释放，如在按比例支付结构或以超额利差作为信用支持方式的结构中，假设中期或后期违约或许更为恰当。此外，若超额利差作为信用支持方式，不同的违约情景应与不同的提前偿付和再投资假设相结合以测试超额利差减少的交易。需注意的是后期违约假设可能显著增加交易的压力，因为若违约发生在交易快到期时，则可能由于没有足够充分的时间收回违约资产致使较大规模损失。

通常，违约情景假设违约量主要基于原始抵押资产余额，中后期违约情景或许要求的违约水平不同。此外，若抵押资产池增加提供必要的信用支持，则违约情景或将同时应用于原始和增加的抵押资产池。最终，不同交易的假设违约时间区间或都不同，每笔交易的条款和支付结构以及资产特征在现金流运行过程中的违约分配上具有重要作用。

（6）挽回和损失程度假设

像违约假设一样，挽回或损失程度假设同样是现金流交易的内在组成部分，其直接确定债务人违约后某一资产的损失程度或预计损失以得到覆盖该违约需提供的信用增进水平。挽回情况取决于三个主要因素：优先级、时间和违约后的处理办法。

美国资本市场发展起来的基准挽回假设主要基于两大因素：（1）美国资本市场CBO/CLO的交易记录和历史违约回收数据；（2）每种交易结构的细小差别，包括违约清算机制和管理约束。

在一个特定的市场体系内，回收率取决于特定管理人或金融机构采取的行为，如果其拥有灵活的管理能力，则能够通过循序渐进的过程得到最大回收金额。对新兴市场而言，由于其二级市场流动性偏低，回收率也较低，所以通常假定主权违约回收率为25%，高级无担保企业债券回收率为15%。

◆ 市场研究

2015年第一季度中国债券市场发行与评级研究

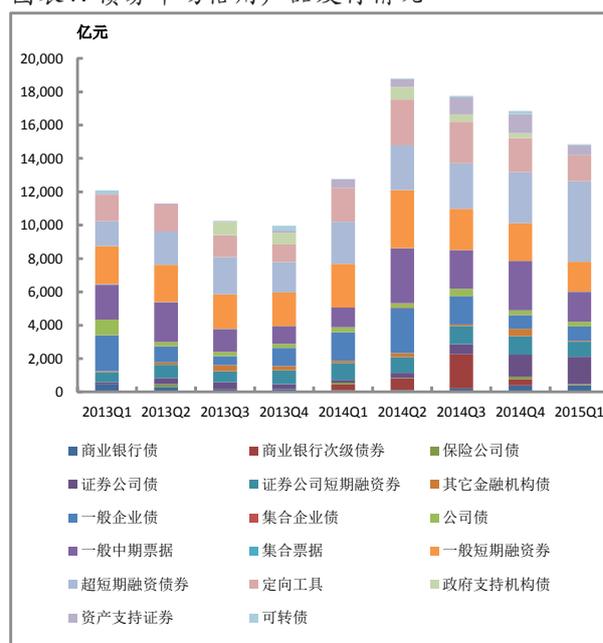
王海燕/文

一、债券市场总体发行情况

2015年第一季度，我国经济增长的下行压力仍然较大，通货紧缩风险开始显现。其中，国内生产总值GDP同比增长7.0%，居民消费价格总水平CPI同比上涨1.2%，规模以上工业增加值同比增长6.4%。从经济发展动能看，固定资产投资和房地产投资对经济的拉动作用减弱，创新型产业等推动经济增长的新动能尚在培育发展阶段。

2015年第一季度，全国债券市场共发行各类债券2277期，发行金额合计3.13万亿元，同比增加0.90万亿，同比增长28.75%。其中，以国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为代表的利率产品合计发行1.63万亿元，占同期债券募集总额的52.26%。以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计1.49万亿元，占同期债券募集总额的47.74%。

图表1. 债券市场信用产品发行情况



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

2015年第一季度，信用产品细分券种一级市场发行情况出现了分化。其中，一般短期融资券、超短期融资券、一般中期票据、定向工具、企业债等主要品种，发行金额同比变化分别为-30.61%，+90.95%，+51.99%，-27.29%和-48.78%。我们认为

其中的影响因素主要有：一是，受国务院和财政部对地方政府性债务管理新框架政策的影响，城投企业融资受到较强抑制，其发行的短期融资券、中期票据、企业债等各品种的规模均在收缩；二是，超短期融资券因为

发行主体扩容，增长较多，并因用途相似但程序更为简便而取代了部分短期融资券。以上因素导致了信用债市场券种增长不平衡的局面，同时也说明我国的债券市场受“看得见的手”——政府政策的影响程度很高。

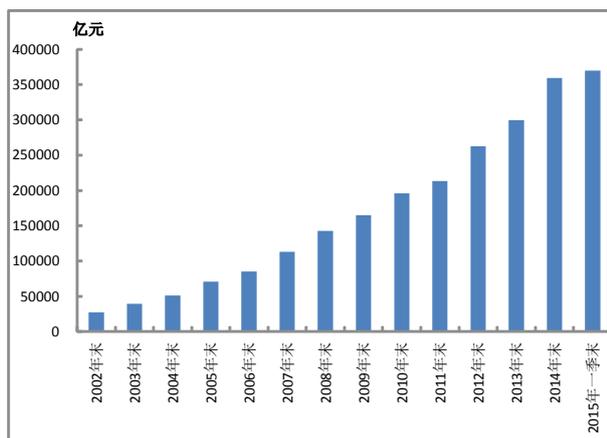
图表2. 2015年第一季度主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	11	0.48	2,100.00	6.71
同业存单	965	42.38	7,137.70	22.82
金融债	255	11.20	10,199.20	32.61
政策银行债	118	5.18	7,110.60	22.73
商业银行债	8	0.35	392.00	1.25
商业银行次级债券	2	0.09	27.00	0.09
保险公司债	3	0.13	47.50	0.15
证券公司债	66	2.90	1,672.40	5.35
证券公司短期融资券	55	2.42	896.00	2.86
其它金融机构债	3	0.13	53.70	0.17
企业债	85	3.73	871.22	2.79
一般企业债	84	3.69	868.00	2.77
集合企业债	1	0.04	3.22	0.01
公司债	50	2.20	294.70	0.94
一般公司债	18	0.79	208.95	0.67
私募债	32	1.41	85.75	0.27
中期票据	108	4.74	1,791.20	5.73
一般中期票据 (含PRN)	107	4.70	1,788.80	5.72
集合票据	1	0.04	2.40	0.01
短期融资券	451	19.81	6,644.70	21.24
一般短期融资券	210	9.22	1,812.80	5.80
超短期融资券	241	10.58	4,831.90	15.45
定向工具	237	10.41	1,554.90	4.97
资产支持证券	112	4.92	619.58	1.98
交易商协会ABN	5	0.22	8.00	0.03
证监会主管ABS	53	2.33	103.71	0.33
银监会主管ABS	54	2.37	507.87	1.62
可转债	1	0.04	60.00	0.19
可交换债	2	0.09	6.98	0.02
合计	2,277	100.00	31,280.18	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从债券市场存量规模看，截至2015年3月末，全国债券市场存量债券余额36.97万亿元，比年初增加1.05万亿元。

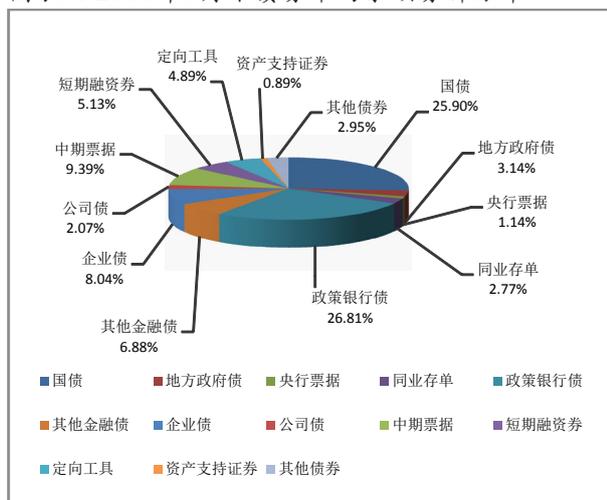
图表3. 2015年3月末债券市场存量债券余额



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从债券市场存量债券券种分布看，2015年3月末，国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计22.10万亿元，占比59.77%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为主的信用产品合计14.87万亿元，占比40.23%，与年初持平。

图表4. 2015年3月末债券市场余额券种分布

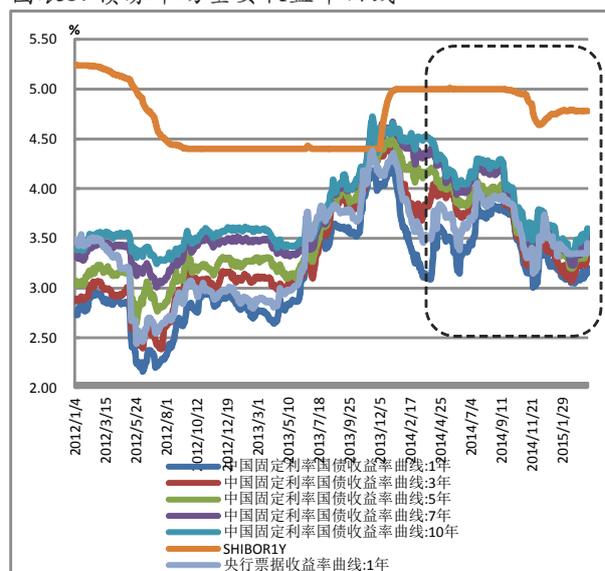


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

为应对经济下行压力，中国人民银行分别于2015年2、3月进行降准、降息操作，于2月5日起全面下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点并定向降准，于3月1日起全面下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.25个百分点。

表现在债券市场收益率方面，2015年1、2月份，在债券市场供求关系相对平衡、市场主体对货币政策预期宽松、经济基础数据表现不佳以及机构配置需求释放等因素综合作用下，收益率小幅下行；进入3月后，1万亿地方政府债务置换推出，地方政府债预期供给量扩大，叠加股市上涨、新股密集发行对债市资金的分流作用，债券市场承压预期增强，收益率反弹至年初水平。其中，固定利率国债1年期收益率年初为3.22%，季末为3.20%，下降2BP；10年期国债收益率年初为3.62%，季末为3.60%，下降2BP。

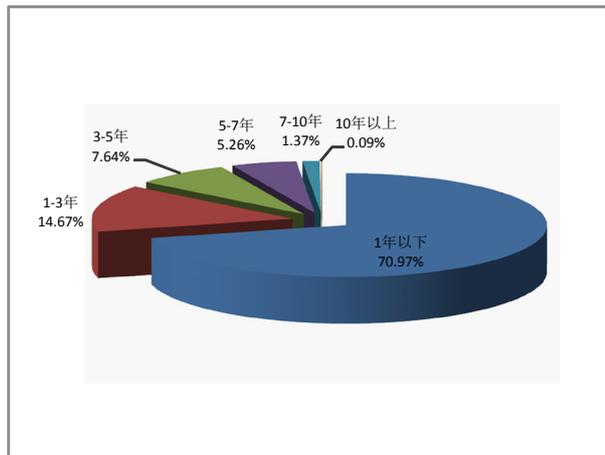
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从发行期限看，2015年第一季度发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的70.97%，1-3年、3-5年期、5-7年期、7-10年期以及10年以上期限占比分别为14.67%、7.64%、5.26%、1.37%和0.09%，5年期以下债券合计占比93.28%。

图表6. 2015年第一季度债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

（一）短期融资券和中期票据市场分析

1、非金融企业债务融资工具发行规模

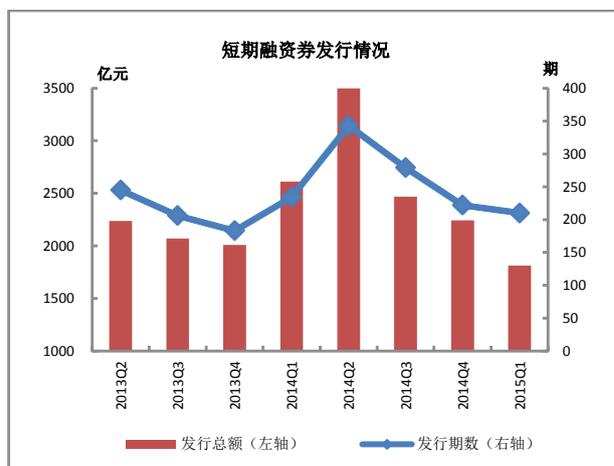
2015年第一季度，短期融资券（指一般类短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行210期，同比下降10.26%；募集资金1812.8亿元，同比减少30.61%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行107期，同比略微上升0.94%；募集资金1788.8亿元，同比增加51.99%。定向工具共发行237期，同比下降2.07%；募集资金1554.9元，同比减少27.29%。超短期融资券共发行241期，同比上升173.86%；募集资金4831.9亿元，同

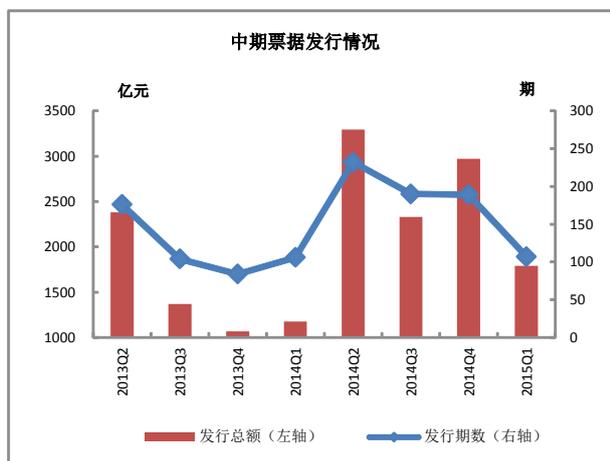
比增加90.95%。此外，从图表7和8可以看出，一般短期融资券、中期票据、定向工具在2015年第一季度环比发行量下降幅度较大，仅有超短期融资券环比发行量正增长，且增长较快。

超短期融资券是非金融企业在债券市场发行的期限在270天以内的短期债券品种，具有信息披露简洁、发行流程简单、债券期限灵活、资金价格较低、市场流动性强等特点，之前发行对象控制在AAA级中央企业范围内。2014年交易商协会进一步明确了超短期融资券的扩容政策，将发行主体由AAA级企业扩展至AA及以上非金融企业，同时需满足近三年公开发行债务融资工具累计达3次或累计发行金额达50亿元。

超短期融资券发行主体范围放开后，有营运资金需求的AA级及以上企业纷纷酝酿发行超短期融资券来补充流动资金，致使2015年第一季度超短期融资券的发行规模大幅增长。同时，超短期融资券的放量增长对短期融资券的发行形成了一定的替代作用，短期融资券的发行量有所下降。

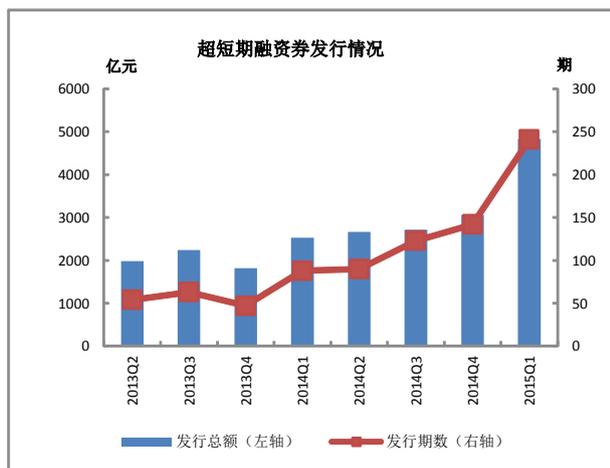
图表7. 2015年第一季度短期融资券和中期票据发行情况





数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

图8. 2015年第一季度超短期融资券和定向工具发行情况



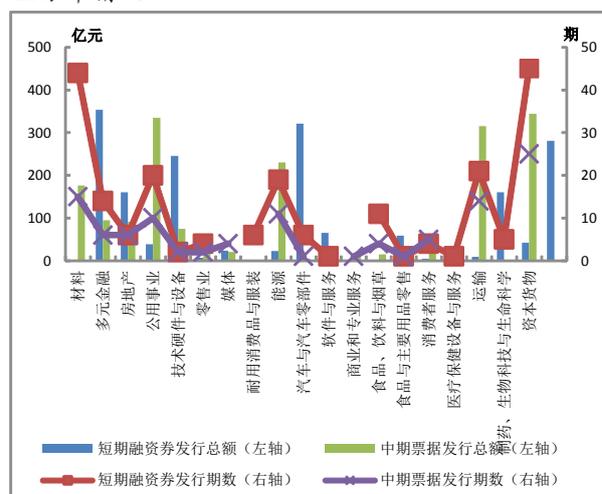
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

2、发行人行业分布

以Wind行业分类标准(WICS)二级行业作为分类依据, 2015年第一季度短期融资券和中期票据发行人涉及19大行业, 主要分布于材料、多元金融、公用事业、能源、运输和资本货物等领域。其中, 材料等上述六大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为84.0%和77.62%, 在中期票据中合计占比分别为83.65%和75.7%, 行业集中度较高。

2014年房地产行业进入周期性调整阶段, 全国房地产开发投资9.5万亿元, 名义增长10.5% (扣除价格因素实际增长9.9%), 比2013年回落9.3个百分点。由于房地产关联的上下游行业较多, 国家在稳增长的主基调下放松了房地产行业的一系列政策, 通过取消限购限贷、降低首付比例、减免税费等来刺激房地产市场。与此同时, 债券市场监管部门也向房地产开发企业敞开了债券融资的大门, 房地产企业债券融资在几年停滞后可望恢复增长。

图9. 2015年第一季度短期融资券和中期票据行业分布情况

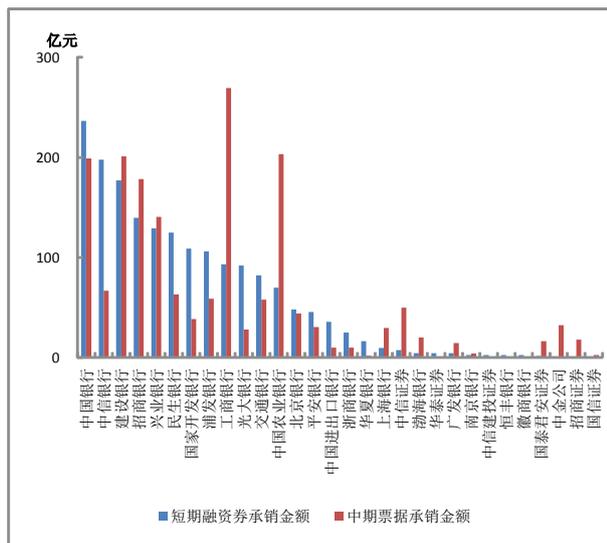


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

3、主承销商分布

2015年第一季度，共有23家商业银行和7家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从非金融企业债务融资工具承销金额来看，工商银行排名第一，中国银行第二，建设银行第三。兴业、招商、中信、浦发、民生等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表10. 2015年第一季度短期融资券和中期票据主承销商分布



数据来源：Wind资讯，中国债券信息网

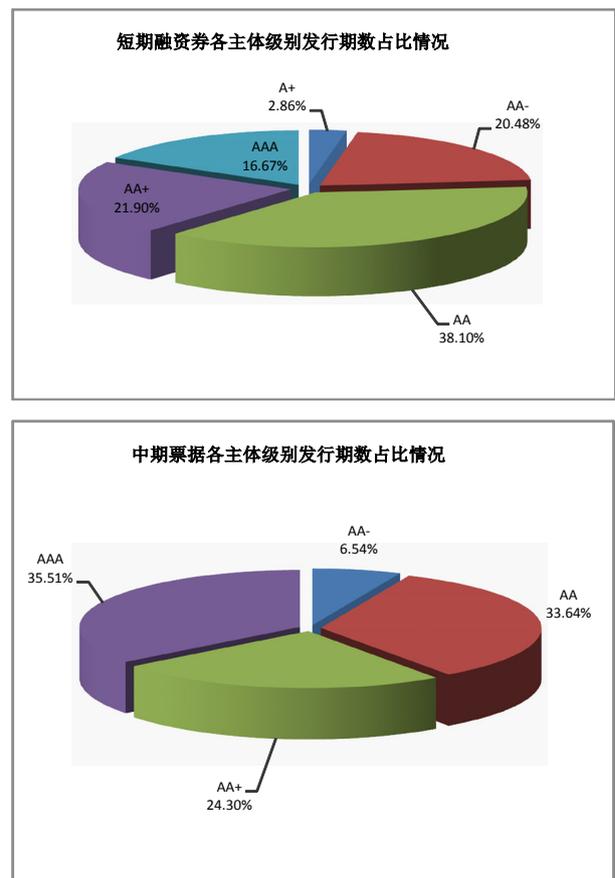
4、信用等级

2015年第一季度发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从A+级至AAA级等5个信用等级。从整体来看，AA-级及以上主体信用等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体，发行期数占比为97.14%。A+及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，占比很小。第一季度短期融资券发行主体为A+级的有6期，发行额合计9.2亿元，均为无担保债券。

2015年第一季度发行的中期票据主体

信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为93.46%。第一季度新发行的中期票据主体级别为AA-级的有7期，发行额合计28.3亿元，均为无担保债券。

图表11. 2015年第一季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况



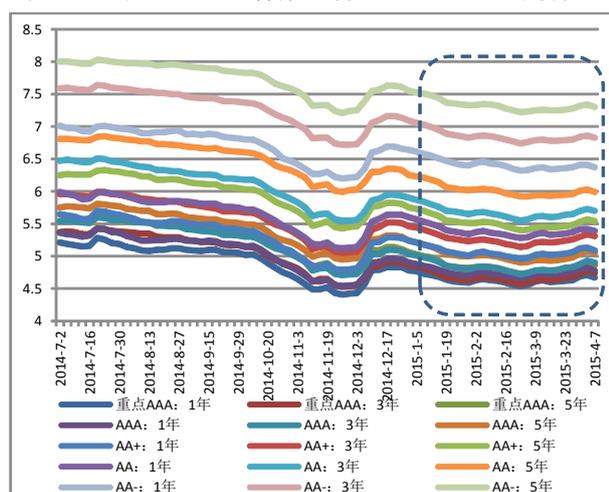
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5、发行利率

与债券市场整体收益率契合，2015年第一季度银行间市场收益率也呈“V”型走势。1-2月，因经济基础数据较弱、机构投资者年初配置需求、市场预期央行降息降准

等因素影响，收益率小幅下行；3月，财政部推出巨量地方政府债务置换额度和股市持续分流，收益率反弹上升至接近年初水平。从定价估值收益率看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率年初为4.88%，季末为4.81%，下降7BP；同期限AA级定价估值收益率年初为5.57%，季末为5.42%，下降15BP。

图表12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

（二）企业债券市场分析

1、发行规模

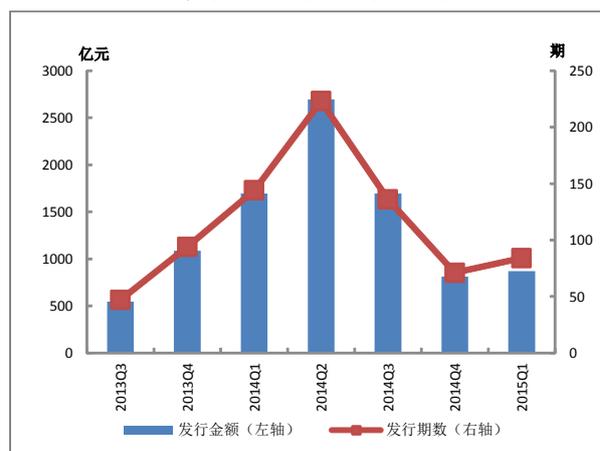
2015年第一季度，累计发行企业债券（不含集合企业债）84期，同比下降41.67%；合计发行金额868亿元，同比减少48.78%。随着地方政府性债务改革的逐步推进，城投债的发行门槛不断收紧，企业债发行量大幅萎缩，基础设施建设资金面临来源不足的风险。

为进一步扩大基础设施投资，发挥稳增长的积极作用，2015年4月9日，国家发改委发布了四个专项债券发行指引，加大了对信息电网油气等重大网络工程、健康与养老

服务、生态环保、清洁能源、粮食和水利、交通、油气及矿产资源保障工程等七大类重大投资工程包，以及信息消费、绿色消费、住房消费、旅游休闲消费、教育文体消费和养老健康消费等六大领域消费工程的支持力度。

国家发改委的四个专项债券发行指引分别为《城市地下综合管廊建设专项债券发行指引》、《城市停车场建设专项债券发行指引》、《养老产业专项债券发行指引》和《战略性新兴产业专项债券发行指引》，涵盖了拉动重点领域投资和消费需求增长的主要领域。发改委在四个专项债券发行指引中均明确积极开展债券品种创新，对于具有稳定偿债资金来源的项目，可按照融资—投资建设—回收资金封闭运行的模式，开展项目收益债券试点。

图表13. 2015年第一季度企业债券发行情况



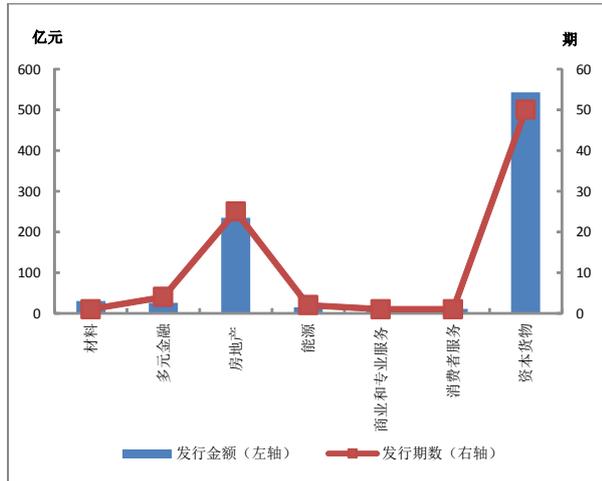
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2、发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2015年第一季度企业债券发行人主要分布于房地产、资本货物等领域，发债主体主要为城投类企业。在第一季度发行的84期企业

债中，其中有79期属于城投债，占比高达94.05%。

图表14. 2015年第一季度企业债券发行行业分布 (WICS二级行业)

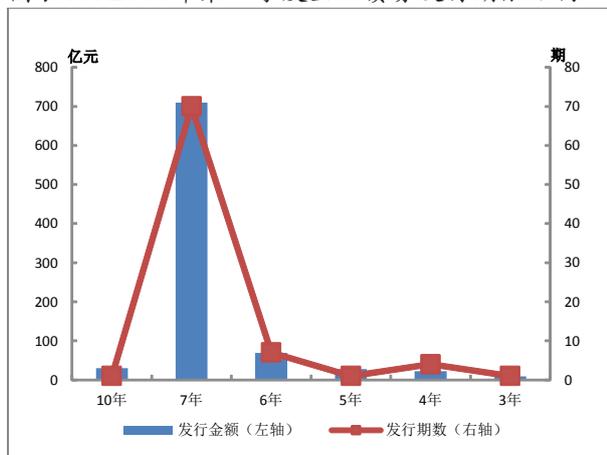


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

3、发行期限结构

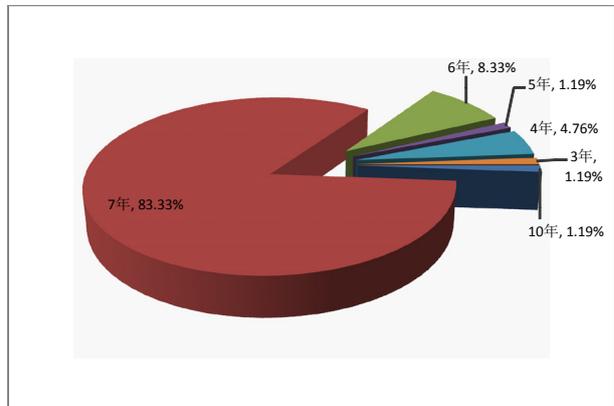
从企业债券的期限结构看，2015年第一季度发行的企业债券以7年期为主，占比为83.33%；7年及以上债券合计占比为84.52%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表15. 2015年第一季度企业债券发行期限结构



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

表16. 2015年第一季度企业债券各期限发行期数占比

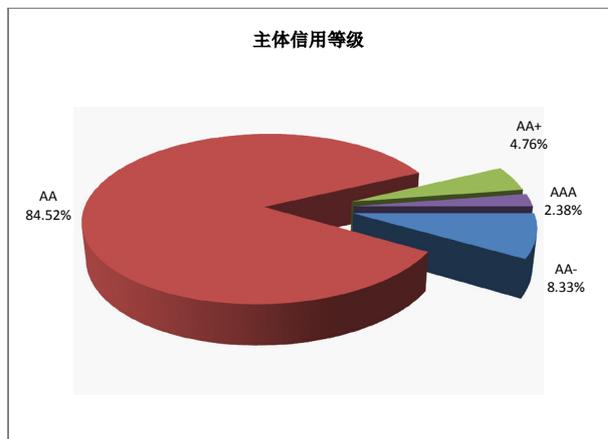


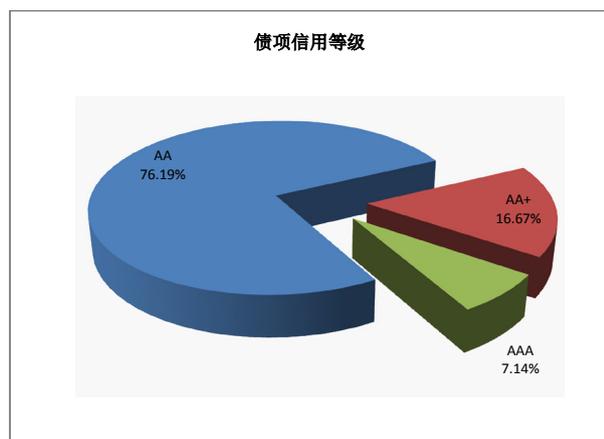
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

4、信用等级分布

从信用等级分布看，2015年第一季度发行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为8.33%，AA级期数占比为84.52%，这两个级别的发行主体占了企业债的90%以上。发行债项信用等级最低为AA级，占比为76.19%，说明主体AA-级发行人均采用了信用增级措施，以至于发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

图表17. 2015年第一季度企业债券发行主体和债项信用等级分布 (按发行期数)



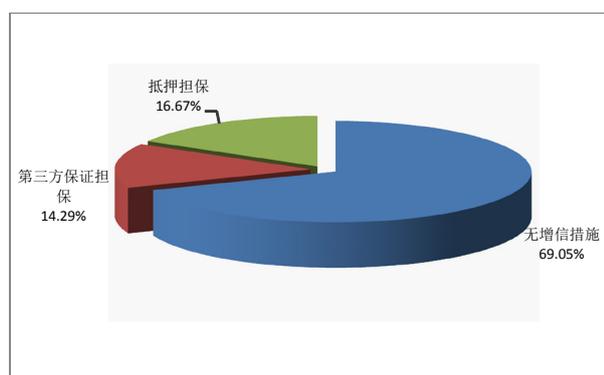


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5、增信方式

2015年第一季度发行的企业债券主要为无担保债券，占比为69.05%。其他债券采取了第三方保证担保、抵押担保等增信方式。其中，第三方保证担保债券为14.29%，抵押担保债券为16.67%。

图18. 2015年第一季度企业债券增信方式分布 (按发行期数)



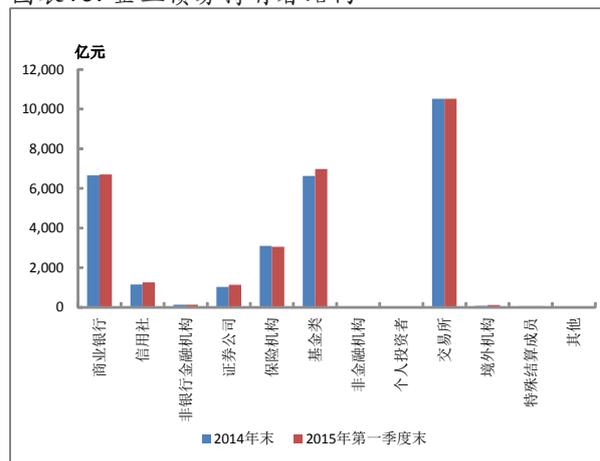
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

6、持有者结构

截至2015年第一季度末，交易所、商业银行、基金和保险机构是企业债券的前四大持有者。其中，交易所持有1.05万亿元，占比35.10%；商业银行持有0.67万亿元，

占比22.37%；基金持有0.70万亿元，占比23.25%；保险机构持有0.30万亿元，占比10.16%。

图19. 企业债券持有者结构

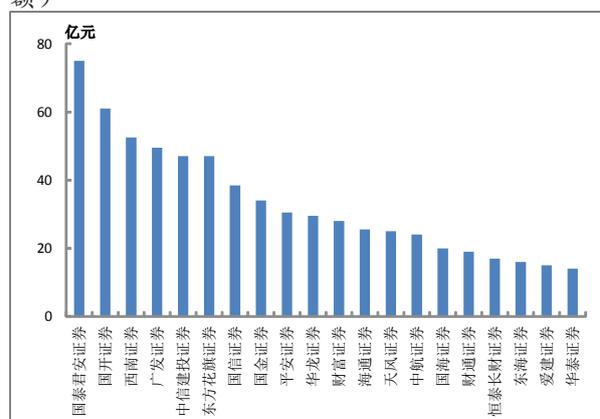


数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

7、主承销商分布

2015年第一季度共有42家证券公司参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，国泰君安证券、国开证券和西南证券分列前三甲。国泰君安证券固定收益承销在第一季度表现优异，国开证券依靠强大股东背景，在以城投类债券为主的企业债承销上具有相对较大优势。

图20. 2014年企业债券主承销商分布 (按募集金额)



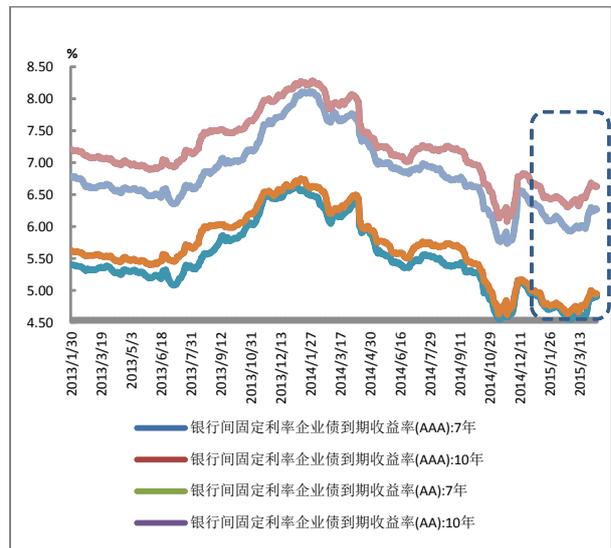
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

8、发行利率分析

2015年第一季度，企业债市场收益率曲线走势与总体市场收益率走势类似，先降后升。1-2月，在较弱的经济基本面、宽松货币政策预期以及机构年初对城投债的配置需求下，企业债收益率小幅下行；3月，地方政府债预期供给量大增和股市上涨对债市资金的分流效应增强，企业债收益率反转向上升，基本恢复至年初水平。从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率在年初为4.93%，季末为4.94%，上升1BP；AA级、7年期收益率在年初为6.34%，年末为6.30%，下降4BP。

另据媒体报道，2015年3月，各省级发改委向区县级发改委下发了紧急通知，核心内容为：“国家发展改革委要求各地高度重视今年企业债券本息兑付工作，并对2015年企业债券本息兑付情况进行进一步排查，绝不允许发生资本市场违约事件。”通过该通知可以看出，国家发改委就企业债券本息安全兑付工作对地方政府表达了不可逾越的强硬姿态。再结合财政部1万亿的地方政府存量债务置换计划，预期企业债发行人的流动性风险和信用风险将得到适度缓解。

图表21. 重要期限固定利率企业债收益率曲线（单位：%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

（三）公司债券市场分析

1、发行规模

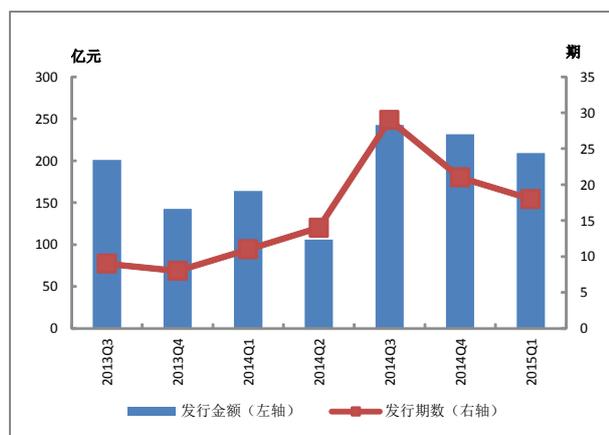
2015年第一季度，交易所公司债公开发行18期，同比上升63.63%；发行金额208.95亿元，同比增加27.41%。交易所私募债¹发行32期，同比下降71.82%；发行金额85.75亿元，同比减少41.73%。自2014年以来，交易所中小企业私募债多次出现信用风险违约事件。进入到2015年第一季度，这种形势并没有良好改观，“12东飞

¹部分中小企业私募债在区域性股权交易中心备案发行，由于信息采集受限，本报告研究的中小企业私募债仅指在交易所债券市场发行的相关产品。

01”、“12致富债”、“12蓝博01”等私募债接连出现兑付危机，中小企业私募债的一级发行市场规模继续萎缩。

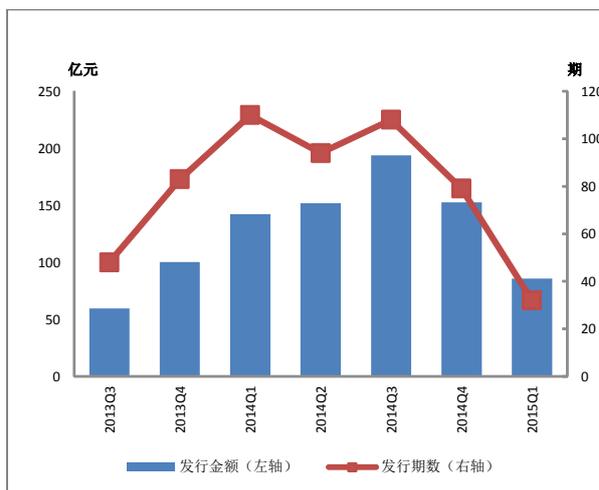
2015年1月16日，证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》。新管理办法的重要变化主要体现在以下几个方面：一是扩大了发行主体范围。将发行主体从原来的境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司扩大至所有公司制法人；二是允许采用灵活的发行方式。公司债券，可以公开发行为，也可以非公开发行为。在公开发行为中取消保荐制度和发审委制度，私募发行采取向中证协备案制。公开发行为债券，可以申请一次核准、分期发行；三是拓展了交易场所。将公开发行为公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统，非公开发行为公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台。

图表22. 2015年第一季度公司债公开发行情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表23. 2015年第一季度私募公司债发行情况

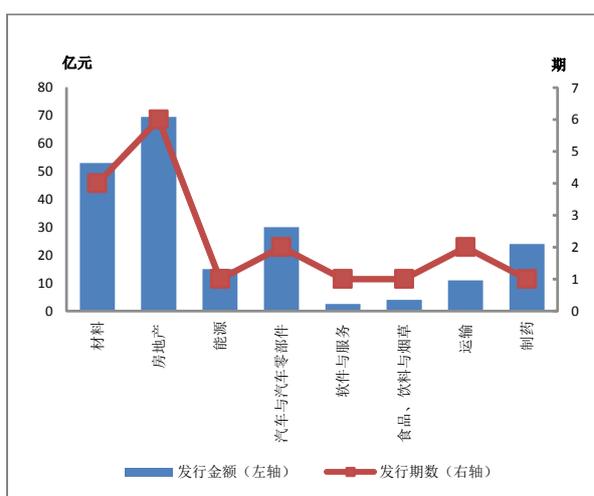


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2、发行人行业分布

从所属行业看，2015年第一季度公司债发行人主要分布在材料、房地产、汽车与汽车零部件等领域。其中，房地产成为发行公司债券数量最多的行业，共有上实发展、中弘控股等6期房地产公司债券发行。

图表24. 2015年第一季度公司债发行所属行业分布 (WICS二级行业)



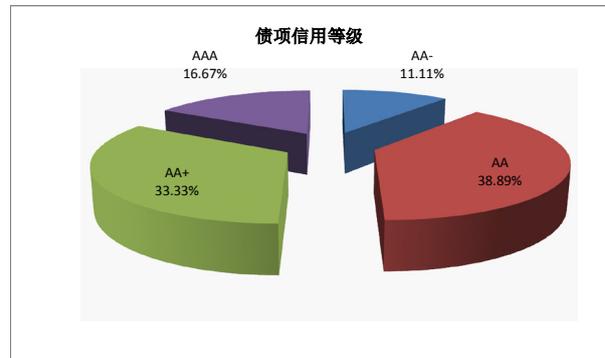
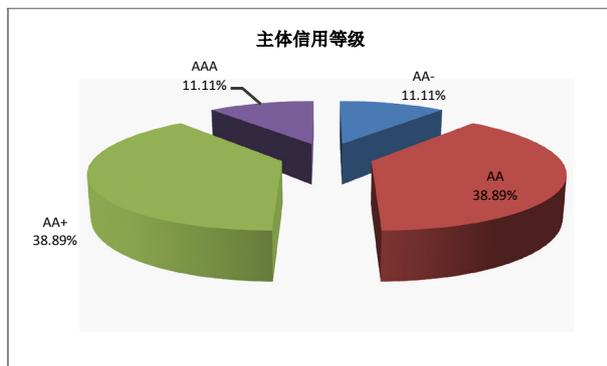
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3、信用等级分布

从信用等级分布来看，2015年第一季度发行的公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，其中，AA级占比38.89%，AAA级占比11.11%。发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，AA级占比38.89%，AAA级占比16.67%。

根据新的《公司债券发行与交易管理办法》，资信状况符合以下标准的公司债券可以向公众投资者公开发行人，也可以自主选择仅面向合格投资者公开发行：（1）发行人最近三年无债务违约或者迟延履行本息的事实；（2）发行人最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的1.5倍；（3）债券信用评级达到AAA级；（4）中国证监会根据投资者保护的需要规定的其他条件。其中，对于拟面向合格投资者公开发行公司债券的，发行人先向上海、深圳证券交易所提交公开发行并上市申请材料，由交易所对申请材料是否符合上市条件进行预审。交易所预审通过后，发行人向证监会报送行政许可申请材料，证监会以交易所预审意见为基础简化核准程序。相关行政许可申请受理及批文发放事宜均在交易所办理。

图表25. 2015年第一季度公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

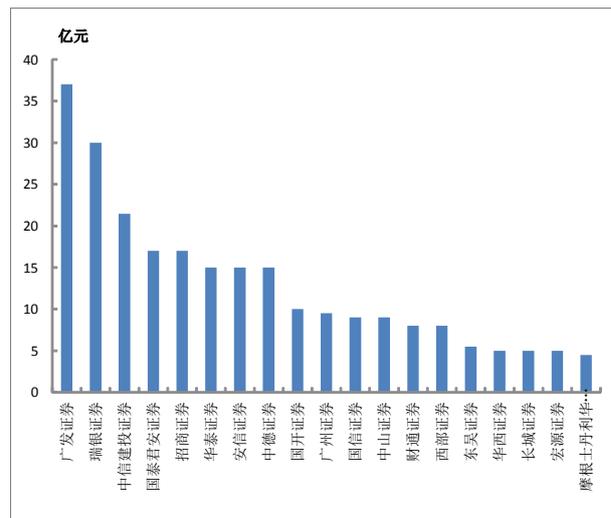


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4、主承销商分布

2015年第一季度共有36家证券公司参与了公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，广发证券、瑞银证券和中信建投证券排名前三。随着债券市场的发展，债券承销已经成为券商重要的投行业务，市场竞争日益激烈。

图表26. 2015年第一季度公司债主承销商分布（按募集金额：亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

◆ 市场研究

2015年第一季度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 李育/文

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本公司”）近期更新了本公司主体信用等级静态池样本库，同时对静态池中的样本进行信用等级迁移情况的统计和分析。研究发现，2015年一季度债券市场总体平稳，主体跟踪评级信用等级整体稳定性较强。

一、债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪评级债券主体信用等级迁移的研究对象为非金融企业债务融资工具（短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券、可分离转债存债）发行主体的信用等级。本次研究的基础数据来源于Wind资讯金融终端，数据采集时间为2015年4月7日，数据时限是2015年一季度（2015.1.1~2015.3.31）。

二、2015年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2015年一季度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2015年一季度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本360个。我们对2015年一季度信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵。详见下表：

¹在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除因评级机构不同从而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券。鉴于债券发行主体存在一年内可能多次发布评级，为便于统计级别迁移，我们约定以发行人年度内最后一次公布的主体评级级别和评级机构为当年主体级别和评级机构。

最后，我们在样本库中剔除2014年或2015年一季度没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估有限公司简称“新世纪”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”。

图表 1. 2015年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2014年末 \ 2015年3月末		2015年3月末					合计
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	
AAA		72					72
AA+		3	71				74
AA			10	138	1		149
AA-				7	42	1	50
A+					3	6	9

图表 2. 2015年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年3月末		2015年3月末				
		AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA		100.00%				
AA+		4.05%	95.95%			
AA			6.71%	92.62%	0.67%	
AA-				13.73%	82.35%	1.96%
A+					33.33%	66.67%

注1. 保定天威集团主体级别从BBB级下调为BB级，由联合资信评级；

2. 内蒙古奈伦集团股份有限公司主体级别从AA-下调为BBB+，由联合资信评级；

3. 2015年一季度内存续债券主体发生风险事件的天威集团、湘鄂债、二重集团、德阳二重、内蒙古奈伦集团，因等级下调至BBB+级以下级别，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再入列。

一季度跟踪评级数量较少，但基本保持了年度等级迁移矩阵的基本特征。2015年一季度债券市场的主体信用稳定性较高（图表1和图表2），等级迁移以上升为主，AAA级~AA-级保持在上年末等级的概率较高。等级稳定性基本上呈现随等级下降而下降的规律，与上年度同期等级迁移矩阵相比，2015年一季度等级稳定性变化规律更显著。

三、按债券类型统计主体信用等级迁移矩阵

通过对各类型债券的分类整理与统计，2015年一季度债券市场发行各类型债券的主体跟踪情况为短期融资券277家、中期票据204家、企业债125家、公司债34家，其中包括一家企业发行多种债券的情况；新世纪评级的各类债券发行主体的跟踪情况分别为短期融资券65家、中期票据37家、企业债14家、公司债2家，含一家企业发行多种债券的情况。新世纪评级按债券类型对债券市场主体和本评级机构跟踪对象的信用等级迁移分别进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵，见图表3~图表10。

(一) 短期融资券迁移矩阵

图表 3. 2015年一季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	60	100.00%				
AA+	64	4.69%	95.31%			
AA	105		5.71%	94.29%		
AA-	40			12.50%	85.00%	2.50%
A+	8				37.50%	62.50%

图表 4. 2015年一季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	6	100.00%				
AA+	13		100.00%			
AA	30		6.67%	93.33%		
AA-	15			20.00%	80.00%	
A+	1				100.00%	-

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2015年一季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	59	100.00%			
AA+	53	1.89%	98.11%		
AA	84		9.52%	89.29%	1.19%
AA-	6			33.33%	66.67%

图表 6. 2015年一季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	5	100.00%			
AA+	8	0.00%	100.00%		
AA	21		9.52%	90.48%	
AA-	3			66.67%	33.33%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2015年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末						
AAA		35	100.00%			
AA+		31	3.23%	96.77%		
AA		53		5.66%	94.34%	
AA-		4			25.00%	75.00%

图表 8. 2015年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末						
AAA		2	100.00%			
AA+		5		100.00%		
AA		6		16.67%	83.33%	
AA-		1				100.00%

(四) 公司债迁移矩阵

图表 9. 2015年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末							
AAA		10	100%				
AA+		9		100%			
AA		9			100.0%		
AA-		3				100%	
A+		1					100%

图表 10. 2015年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末						
AAA		0	-			
AA+		1		100%		
AA		0			-	
AA-		1				100%
A+		1				100.00%

从各类型债券主体2015年一季度的信用等级迁移矩阵来看（图表3、5、7、9），各类型债券呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移概率越高的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。2015年一季度由于跟踪评级量较小，各券种等级稳定性整体表现均较好，等级向上迁移和向下迁移的概率均较低。2015年一季度短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为6.14%、5.39%、4.00%和0.00%；等级向下迁移的概率分别为0.36%、0.98%、0.80%和2.94%。

从新世纪评级的各债券品种的迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），2015年一季度新世纪评级的样本量较小，各品种主体信用等级迁移稳定，与市场总体趋同。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年一季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信对2015年一季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为71个、124个、71个、68个，新世纪评级对各机构跟踪评级的主体信用等级迁移数据进行统计，计算迁移概率，并建立迁移矩阵。其他机构一季度跟踪评级样本量较小，本期暂不统计。

（一）新世纪迁移矩阵

图表 11. 2015年一季度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	6	100.00%				
	AA+	13		100.00%			
	AA	34		11.76%	88.24%		
	AA-	17			17.65%	82.35%	
	A+	1				100.00%	-

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2015年一季度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末	AAA	45	100.00%			
	AA+	33	9.09%	90.91%		
	AA	37		5.41%	94.59%	
	AA-	9				100.00%

（三）大公迁移矩阵

图表 13. 2015年一季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	10	100.00%				
	AA+	16		100.00%			
	AA	24		4.17%	95.83%		
	AA-	18			22.22%	72.22%	5.56%
	A+	3					100.00%

（四）联合资信迁移矩阵

图表 14. 2015年一季度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	11	100.00%				
	AA+	16	6.25%	87.50%	6.25%		
	AA	35		2.86%	94.29%	2.86%	
	AA-	3				100.00%	
	A+	2					100.00%

（五）各机构跟踪评级等级迁移情况的比较

由于一季度样本总量有限，分布于各机构分各等级的样本量均较小，各机构评级的等级稳定性有待样本量积累的检验。从各机构的客户主体信用等级迁移矩阵来看（图表11~14），各机构AAA~AA级维持原等级的比例均很高：AAA级全部为100%；AA+级新世纪和大公为100%，中诚信国际和联合资信分别为90.91%和87.50%；AA级稳定性分别为大公95.83%、中诚信94.59%、联合资信94.29%、新世纪88.24%，与上年度同期等级迁移矩阵相比，各机构AA级稳定性均下降。另外，AA-级主体维持原等级的比例由高到低分别为中诚信国际100.00%、大公93.75%、新世纪82.35%、联合75.00%、大公72.22%。

五、总结

基于对2015年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2015年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2015年一季度债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级迁移向上迁移的数量仍多于向下迁移的数量；
2. 与2014年同期债券市场主体等级迁移矩阵相比，2015年一季度等级稳定性随等级下降而下降的规律更显著。
3. 债券市场中各类型债券主体信用等级的迁移规律较为一致。
4. 各评级机构样本量较小，AAA级~AA级的等级稳定性很高。

◆ 市场研究

2015年第一季度短期融资券利差分析

何金中/文

新世纪评级对短期融资券的利差分析选取同日、一年期银行间固定利率国债到期收益率（简称“国债利率”）为基准利率计算利差。利差分析结果表明，2015年第一季度发行的短期融资券的主体信用等级主要集中于AA-级及以上级别，利差与主体信用等级存在较好的对应关系，主体信用等级对利差的影响较为显著，除AAA级与AA+级、AA-级与A+级之间的利差均值差异不显著外，利差均值在其它各主体信用等级间均存在显著差异。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行主体的信用等级分布

2014年短期融资券共发行210期（为一般短期融资券，不包括超短期融资券与证券公司短期融资券），剔除有担保和特殊条款的1个样本，有效样本共计209个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有4个，最终获得205个1年期基础样本。

在基础样本中，短期融资券主体信用等级包含五个级别：AAA级、AA+级、AA级、AA-级和A+级，各等级的样本量分别为33个、45个、78个、43个和6个，主要集中于AA-级及以上级别，占比达97.07%（图表1）。从发行规模来看，短期融资券的主体信用等级分布主要集中于AA级及以上级别，占比达91.81%。

图表1. 2015年第一季度短期融资券发行主体信用等级分布

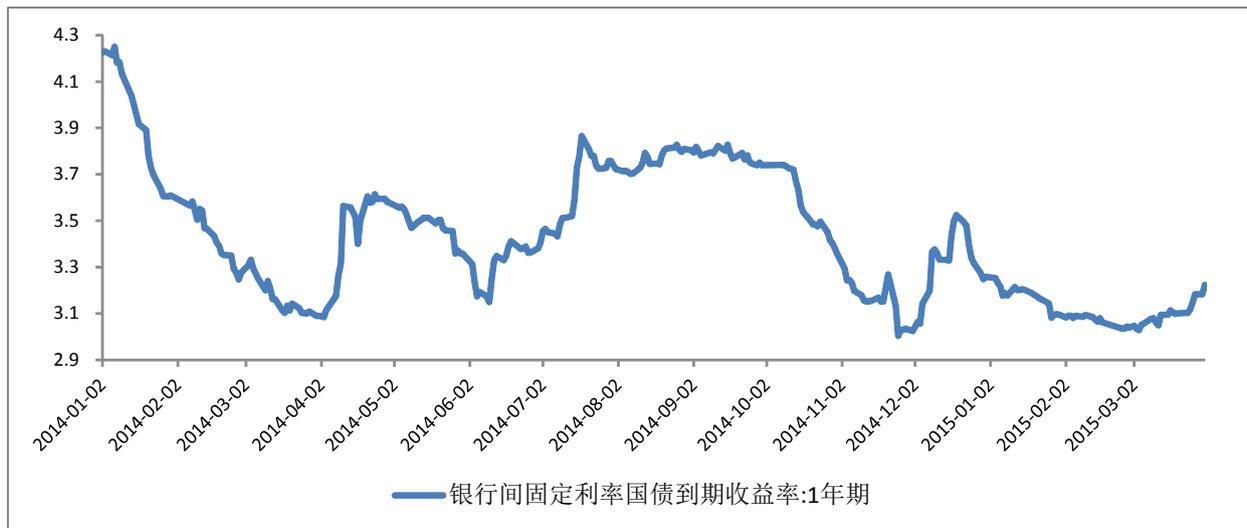
主体等级	发行期数		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	33	16.10%	731.0	41.78%
AA+	45	21.95%	414.5	23.69%
AA	78	38.05%	461.0	26.35%
AA-	43	20.98%	134.1	7.66%
A+	6	2.93%	9.2	0.53%
合计	205	100.00%	1749.8	100.00%

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

(二) 基准利率走势分析

2015年第一季度，国债利率先降后升。具体来说，2015年1~2月，国债利率延续了去年12月的下降趋势，2015年3月，国债利率则快速上升。2015年第一季度，央行货币政策继续保持稳健偏宽松，央行2月4日的降准缓解了农历新年市场对资金的需求，随后市场利率继续下行，逐步接近去年低位；2015年3月，央行通过公开市场操作不断回收农历年前投放的资金，同时，股票市场开始突破2015年初至2月的整理平台，随后重新步入升势，巨量资金涌入股票市场，导致货币市场资金利率上升。

图表2. 2015年第一季度国债利率走势(%)



数据来源：Wind 资讯

（三）利率、利差与主体信用等级的对应关系

2014年短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低（图表3）。从发行利率的均值来看，各主体信用等级短期融资券对应的发行利率均值分别为：AAA级4.91%、AA+级5.16%、AA级5.85%、AA-级7.07%、A+级7.62%。同时，不同主体信用等级的短期融资券发行利率的差异性（标准差）也与主体信用等级存在一定对应关系，AA级和AA-级的发行利率的差异性明显大于其他级别发行利率的差异性。2014年短期融资券的上市日交易利率与主体信用等级也存在较好的对应关系，等级越高，上市日交易利率越低（图表4），和发行利率与主体信用等级的对应关系一致。

发行利差、交易利差与主体信用等级的对应关系也均较为明显（参见图表3、图表4），利差大小与主体信用等级高低整体上呈现较为显著的负相关关系，即主体信用等级越高发行利差和交易利差均越小。同时，不同主体信用等级的短期融资券发行利差、交易利差的差异性特征与发行利率差异性特征非常相似，发行利差、交易利差在各主体信用等级之间的级差存在一定差异，从AA级到AA-级的利差级差扩大非常明显。

图表3. 2015年第一季度短期融资券各主体信用等级对应发行利率和发行利差

主体等级	发行利率 (%)			发行利差 (BP)		
	区间	均值	标准差	均值	级差	标准差
AAA	4.25~5.49	4.91	0.29	178.83	NR	29.16
AA+	4.70~7.00	5.16	0.36	204.30	25.47	36.45
AA	4.98~8.00	5.85	0.73	273.74	69.43	72.45
AA-	5.89~8.50	7.07	0.75	394.57	120.83	75.36
A+	7.20~8.09	7.62	0.38	446.51	51.94	37.10

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4. 2015年第一季度短期融资券各主体信用等级对应上市日交易利率和交易利差

主体等级	上市日利率 (%)			交易利差 (BP)		
	区间	均值	标准差	均值	级差	标准差
AAA	4.35~5.54	4.99	0.27	186.74	NR	27.61
AA+	4.75~7.10	5.20	0.37	208.18	21.44	36.63
AA	4.64~8.05	5.89	0.75	277.28	69.10	74.44
AA-	5.89~8.61	7.12	0.76	400.37	123.08	77.22
A+	7.31~8.09	7.66	0.35	451.01	50.64	33.08

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、短期融资券利差的影响因素分析

为研究影响利差的因素，我们利用单因素方差分析方法，从短期融资券主体信用等级以及评级机构角度，用LSD（Least-Significant Difference）方法检验影响因子的显著性。

（一）主体信用等级对短期融资券利差的影响

按主体信用等级对短期融资券发行利差、交易利差进行分组，并进行方差分析。分析结果表明，主体信用等级对发行利差、交易利差的影响均显著。

图表5. 2015年第一季度短期融资券主体信用等级对发行利差的方差分析结果

差异源	平方和	自由度	均方	F值	显著水平
组间	132.107	4	33.027	89.850	0.000
组内	73.515	200	0.368		
总计	205.622	204			

图表6. 2015年第一季度短期融资券主体信用等级对交易利差的方差分析结果

差异源	平方和	自由度	均方	F值	显著水平
组间	131.769	4	32.942	86.009	0.000
组内	76.602	200	0.383		
总计	208.372	204			

从发行利差、交易利差的方差分析结果（图表5、图表6）可以看出，相伴概率均明显小于显著性水平0.05，表示拒绝主体信用等级对发行利差、交易利差的影响不显著的原假设，也就是说5个主体信用等级的利差中至少有一个和其他4个有明显差异，也有可能5个主体信用等级的利差之间都存在显著差异。

为了进一步验证不同主体信用等级之间的发行利差、交易利差是否存在显著差异，本文使用LSD多重比较方法进行检验。检验结果显示（图表7、图表8），除AAA级与AA+级之间、AA-级和A+级之间的发行利差均值差异、交易利差的均值差异未通过显著性检验外，其它各主体信用等级间发行利差、交易利差的均值差异均在0.05置信水平上通过显著性检验。这说明市场对主体信用等级AAA与AA+级、AA-与A+级的短期融资券的定价差异不显著，对其它主体信用等级之间的短期融资券的定价有显著差异。

图表7. 2015年第一季度各主体信用等级短券对应发行利差的均值显著性检验结果

变量 (I)	变量 (J)	发行利差显著性检验结果		
		均值差异 (I-J)	标准误差	Sig.
AAA	AA+	-0.25477	0.13895	0.068
	AA	-0.94852*	0.12590	0.000
	AA-	-2.15749*	0.14031	0.000
	A+	-2.67621*	0.26908	0.000
AA+	AAA	0.25477	0.13895	0.068
	AA	-0.69375*	0.11349	0.000
	AA-	-1.90272*	0.12929	0.000
	A+	-2.42144*	0.26350	0.000
AA	AAA	0.94852*	0.12590	0.000
	AA+	0.69375*	0.11349	0.000
	AA-	-1.20897*	0.11516	0.000
	A+	-1.72769*	0.25686	0.000
AA-	AAA	2.15749*	0.14031	0.000
	AA+	1.90272*	0.12929	0.000
	AA	1.20897*	0.11516	0.000
	A+	-0.51872	0.26422	0.051
A+	AAA	2.67621*	0.26908	0.000
	AA+	2.42144*	0.26350	0.000
	AA	1.72769*	0.25686	0.000
	AA-	0.51872	0.26422	0.051

注：*表示均值差异在0.05的水平是显著的，即通过显著性检验。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8. 2015年第一季度各主体信用等级短券对应交易利差的均值显著性检验结果

变量 (I)	变量 (J)	发行利差显著性检验结果		
		均值差异 (I-J)	标准误差	Sig.
AAA	AA+	-0.21443	0.14184	0.132
	AA	-0.90546*	0.12852	0.000
	AA-	-2.13631*	0.14323	0.000
	A+	-2.64274*	0.27467	0.000
AA+	AAA	0.21443	0.14184	0.132
	AA	-0.69103*	0.11585	0.000
	AA-	-1.92187*	0.13198	0.000
	A+	-2.42831*	0.26897	0.000
AA	AAA	0.90546*	0.12852	0.000
	AA+	0.69103*	0.11585	0.000
	AA-	-1.23085*	0.11755	0.000
	A+	-1.73728*	0.26219	0.000
AA-	AAA	2.13631*	0.14323	0.000
	AA+	1.92187*	0.13198	0.000
	AA	1.23085*	0.11755	0.000
	A+	-0.50644	0.26971	0.062
A+	AAA	2.64274*	0.27467	0.000
	AA+	2.42831*	0.26897	0.000
	AA	1.73728*	0.26219	0.000
	AA-	0.50644	0.26971	0.062

注：*表示均值差异在0.05的水平是显著的，即通过显著性检验。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

(二) 各评级机构的利差与短期融资券主体信用等级的对应关系

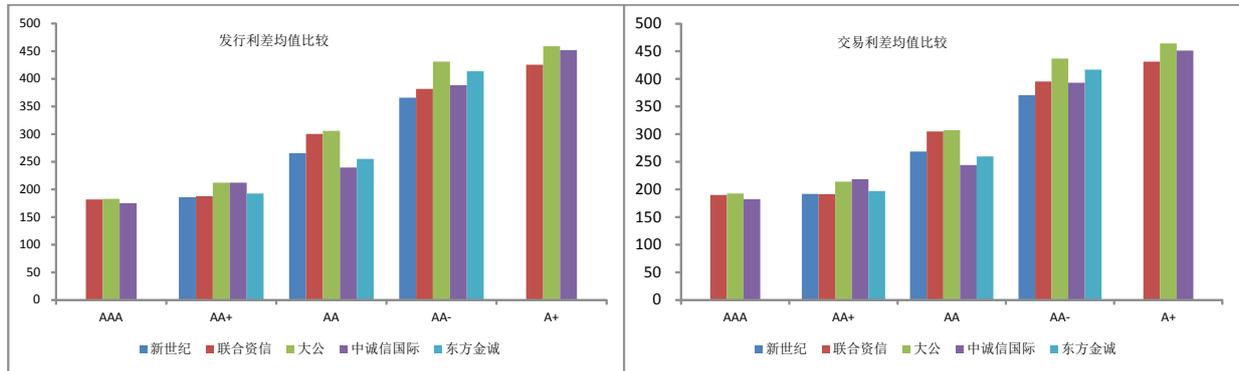
从2015年第一季度各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，各评级机构缩评各主体信用等级发行利差、交易利差均与主体信用等级存在较好的对应关系（图表9~图表11）。

图表9. 2015年第一季度各评级机构各主体信用等级短期融资券发行利差比较（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		39	39	62	59	6	205
AAA	样本量		9	8	16		33
	均值		181.53	183.00	175.22		178.83
	标准差		35.76	11.76	32.26		29.16
AA+	样本量	6	7	21	10	1	45
	均值	185.61	187.54	212.06	212.15	192.33	204.30
	标准差	12.42	12.25	22.89	66.84		36.45
AA	样本量	19	16	18	24	1	78
	均值	265.48	300.19	305.74	239.41	255.14	273.74
	标准差	54.58	84.60	95.23	35.84		72.45
AA-	样本量	14	5	12	8	4	43
	均值	365.97	381.64	430.98	388.52	413.70	394.57
	标准差	66.37	67.36	90.64	69.51	54.66	75.36
A+	样本量		2	3	1		6
	均值		425.51	458.80	451.67		446.51
	标准差		21.14	50.37			37.10

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10. 2015年第一季度各评级机构各主体信用等级短期融资券发行利差均值、交易利差均值比较图（单位：BP）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11. 2015年第一季度各评级机构各主体信用等级短期融资券交易利差比较（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		39	39	62	59	6	205
AAA	样本量		9	8	16		33
	均值		189.93	192.47	182.07		186.74
	标准差		34.28	13.98	29.35		27.61
AA+	样本量	6	7	21	10	1	45
	均值	191.85	191.40	214.04	218.52	197.10	208.18
	标准差	12.42	12.32	22.92	67.79		36.63
AA	样本量	19	16	18	24	1	78
	均值	268.68	304.85	307.18	244.03	259.48	277.28
	标准差	54.76	85.05	102.80	34.91		74.44
AA-	样本量	14	5	12	8	4	43
	均值	370.31	395.22	436.98	393.05	416.77	400.37
	标准差	68.03	92.59	87.74	68.10	53.23	77.22
A+	样本量		2	3	1		6
	均值		431.17	464.18	451.18		451.01
	标准差		12.55	44.76			33.08

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

由于各评级机构各主体信用等级的评级样本量存在差别，图表9~图表11的利差均值统计数据表现出各评级机构间同一主体信用等级的利差存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各主体信用等级的利差在机构间存在显著差异。同样，本文使用LSD多重比较方法来检验评级机构对利差影响的显著性。

各主体信用等级短期融资券发行利差机构间的均值差异LSD检验结果（图表12）显示¹：AAA级和AA+级发行利差在各评级机构间不存在显著差异；中诚信国际AA级发行利差明显大于联合资信与大公所评AA级发行利差，其他机构间无显著差异；新世纪所评AA-级发行利差明显小于大公所评AA-级发行利差，其他机构间无显著差异。

图表12. 2015年第一季度短期融资券各主体信用等级上评级机构间的发行利差均值显著性检验

评级机构(I)	评级机构(J)	AAA		AA+		AA		AA-	
		均值差异	Sig.	均值差异	Sig.	均值差异	Sig.	均值差异	Sig.
新世纪	联合资信			-1.93214	0.924	-34.7038	0.141	-15.6727	0.687
	大公			-26.4564	0.122	-40.2530	0.079	-65.0132*	0.032
	中诚信国际			-26.5480	0.163	26.07577	0.221	-22.5470	0.496
	东方金诚							-47.7307	0.263
联合资信	新世纪			1.93214	0.924	34.70382	0.141	15.6727	0.687
	大公	-1.47708	0.920	-24.5243	0.128	-5.54917	0.815	-49.3405	0.219
	中诚信国际	6.30729	0.616	-24.6159	0.175	60.77958*	0.008	-6.8743	0.872
	东方金诚							-32.058	0.523
大公	新世纪			26.45643	0.122	40.25298	0.079	65.0132*	0.032
	联合资信	1.47708	0.920	24.52429	0.128	5.54917	0.815	49.3405	0.219
	中诚信国际	7.78438	0.552	-0.09157	0.995	66.32875*	0.003	42.4663	0.217
	东方金诚							17.2825	0.688
中诚信国际	新世纪			26.5480	0.163	-26.0758	0.221	22.5469	0.496
	联合资信	-6.30729	0.616	24.61586	0.175	-60.77958*	0.008	6.8743	0.872
	大公	-7.78438	0.552	0.09157	0.995	-66.32875*	0.003	-42.4663	0.217
	东方金诚							-25.1838	0.582
东方金诚	新世纪							47.7307	0.263
	联合资信							32.0580	0.523
	大公							-17.2825	0.688
								25.1838	0.582

注：均值差异为评级机构(I)均值-评级机构(J)均值；*表示均值差异在0.05的水平是显著的，即通过显著性检验。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

¹AAA级中新世纪和东方金诚缺乏样本，发行利差未进行LSD检验；AA+级和AA级中东方金诚样本量过少，发行利差未进行LSD检验；A+级各评级机构样本量均较少，发行利差未进行LSD检验。

各各主体信用等级短期融资券交易利差机构间的均值差异LSD检验结果（图表13）显示：AAA级和AA+级交易利差在各评级机构间不存在显著差异；中诚信国际AA级交易利差明显大于联合资信与大公所评AA级交易利差，其他机构间无显著差异；新世纪所评AA-级交易利差明显小于大公所评AA-级交易利差，其他机构间无显著差异。

图表13. 2015年第一季度发行的短期融资券各等级上评级机构间的交易利差均值显著性检验

评级机构(I)	评级机构(J)	AAA		AA+		AA		AA-	
		均值差异	Sig.	均值差异	Sig.	均值差异	Sig.	均值差异	Sig.
新世纪	联合资信			0.4488	0.983	-36.167	0.139	-24.9104	0.534
	大公			-22.1869	0.198	-38.4941	0.105	-66.6648*	0.032
	中诚信国际			-26.6693	0.166	24.65713	0.263	-22.7377	0.504
	东方金诚							-46.4589	0.288
联合资信	新世纪			-0.4488	0.983	36.16704	0.139	24.9104	0.534
	大公	-2.54126	0.854	-22.6357	0.164	-2.32709	0.924	-41.7543	0.309
	中诚信国际	7.85875	0.507	-27.1181	0.140	60.82416*	0.010	2.1727	0.960
	东方金诚							-21.5485	0.675
大公	新世纪			22.1869	0.198	38.49413	0.105	66.6648*	0.032
	联合资信	2.54126	0.854	22.63571	0.164	2.32709	0.924	41.7543	0.309
	中诚信国际	10.40001	0.400	-4.48243	0.752	63.15125*	0.006	43.9271	0.214
	东方金诚							20.2058	0.648
中诚信国际	新世纪			26.66934	0.166	-24.6571	0.263	22.7377	0.504
	联合资信	-7.85875	0.507	27.11814	0.140	-60.82416*	0.010	-2.1727	0.960
	大公	-10.4000	0.400	4.48243	0.752	-63.15125*	0.006	-43.9271	0.214
	东方金诚							-23.7213	0.614
东方金诚	新世纪							46.4589	0.288
	联合资信							21.5485	0.675
	大公							-20.2058	0.648
								23.7213	0.614

注：均值差异为评级机构(I)均值-评级机构(J)均值，*表示均值差异在0.05的水平是显著的，即通过显著性检验。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

◆ 市场研究

2015年第一季度中期票据和企业债利差分析

何金中/文

新世纪评级对中期票据和企业债的利差分析选取同日、同期限的银行间固定利率国债收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明，中期票据和企业债发行定价总体反映了债项信用等级差异，各评级机构的利差均与债项信用等级存在较好的对应关系，各债项信用等级、不同信用评级机构间的利差因评级样本量差异而存在一定差异。

一、中期票据利差分析

（一）债项等级为AA级的中期票据发行量较为集中

2015年第一季度共有100家企业累计发行107期中期票据（不含集合票据），发行总规模达到人民币1788.8亿元。已发行的107期中期票据的信用等级（债项）包括从AAA级至AA-级4个信用等级。

从发行量看（图表1），AAA级发行量最大，共39期，占比为36.45%；其次分别为AA级和AA+级，发行量分别为35期和26期，占比分别为32.71%和24.30%。从发行规模看（图表1），AAA级的发行规模最大，占比高达66.22%，占绝对比重。

图表1. 2015年第一季度中期票据发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	39	36.45%	1184.6	66.22%
AA+	26	24.30%	324.1	18.12%
AA	35	32.71%	251.8	14.08%
AA-	7	6.54%	28.3	1.58%
合计	107	100.00%	1788.8	100.00%

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）中期票据的发行期限集中于5年期和3年期

从中期票据的发行期限来看（图表2），共包括2年、3年、5年、6年、7年和10年六种期限类型。其中，5年期中期票据的发行量最大，共发行55期，占总发行量的51.40%；其次为3年期，共发行44期，占比为41.12%，其余各期限发行期数均较少。

图表2. 2015年第一季度中期票据发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	5年	6年	7年	10年	合计
AAA		10	26		2	1	39
AA+		8	17		1		26
AA	1	21	12	1			35
AA-	2	5					7
合计	3	44	55	1	3	1	107

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表2可以看出，中期票据发行期限在债项信用等级的分布上，基本呈现的规律为：高债项信用等级中期票据发行期限相对较长，低债项信用等级的中期票据发行期限相对较短。

以AAA级和AA-级中期票据为例，3年期的AAA级10期，占同期限发行量的22.73%；5年期的AAA级有26期，占同期限发行量的47.27%；7年期、10年期的AAA级分别为2期、1期，占同期限发行量的66.67%和100%。再从AA-级来看，发行期限最长为3年期，主要集中于3年期。以上情况也说明中期票据的发行期限越长，对债项信用等级的要求越高。

（三）中期票据的发行、交易定价总体反映债项信用等级差异

由于部分期限中期票据发行量较少，新世纪评级选取期限为3年和5年的共79期¹中期票据作为研究样本，分期限进行利差统计分析。

从图表3可以看出，中期票据的发行定价较好地反映了债项信用等级的差异：第一，高债项信用等级中期票据的发行利率均值都低于同期限低债项信用等级中期票据发行利率

¹为准确统计分析信用等级对利差的影响，本利差分析剔除具有特殊条款和担保措施样本，其中3年期剔除7个样本保留37个样本，5年期剔除13个样本保留42个样本。

的均值；第二，中期票据的债项信用等级与发行利差呈现负相关关系，即债项信用等级越高，发行利率越低，利差均值越小。与历史利差统计结果相比，2015年第一季度并未出现明显的期限短的中期票据发行利率均值低于相同债项信用等级期限较长的发行利率均值的现象，可能是长期市场利率走低预期所致。

图表3. 2015年第一季度中期票据各期限各债项信用等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	债项信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
3年	AAA	7	4.28~5.58	4.88	0.47	167.67	NR	43.81	0.26
	AA+	5	4.85~5.70	5.23	0.35	201.15	33.48	33.31	0.17
	AA	20	5.28~8.50	6.31	0.91	309.28	108.13	91.55	0.30
	AA-	5	6.38~9.50	7.91	1.20	470.19	160.92	123.82	0.26
5年	AAA	17	4.33~5.70	4.85	0.29	153.90	NR	28.73	0.19
	AA+	15	4.83~6.98	5.59	0.54	224.38	70.48	54.27	0.24
	AA	10	5.64~6.95	6.11	0.40	279.82	55.44	40.18	0.14

注：1.发行利差为中期票据的发行利率减中期票据起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

2.偏离系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4. 2015年第一季度中期票据各期限各债项信用等级对应的上市日交易利率和交易利差统计

期限	债项信用等级	样本数	上市日利率 (%)			交易利差 (BP)			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
3年	AAA	7	4.30~5.58	4.89	0.47	169.16	NR	43.95	0.26
	AA+	5	4.85~5.70	5.24	0.35	200.43	31.27	33.32	0.17
	AA	20	5.32~8.54	6.33	0.92	312.94	112.52	91.51	0.29
	AA-	5	6.38~9.50	7.93	1.20	472.05	159.10	123.80	0.26
5年	AAA	17	4.35~5.71	4.85	0.29	154.34	NR	28.87	0.19
	AA+	15	5.84~6.98	5.58	0.53	223.94	69.60	52.88	0.24
	AA	10	5.65~6.96	6.14	0.41	282.18	58.24	41.25	0.15

注：交易利差为中期票据的上市首日收益率减中期票据上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表4可以看出，中期票据的交易定价也较好地反映了债项信用等级的差异：第一，高债项信用等级中期票据的上市日利率均值都低于同期限低债项信用等级中期票据上市日利率的均值；第二，中期票据的债项信用等级与交易利差呈现负相关关系，即等级越高，上市首日利率越低，交易利差均值越小。

（四）信用评级机构的利差与债项信用等级存在较好的对应关系

同样以发行期限较为集中的3年期和5年期中期票据共79期为研究对象，分别对各评级机构各债项信用等级3年期和5年期中期票据的利差均值进行比较，结果表明，各评级机构的发行利差、交易利差均与债项信用等级存在较好的对应关系（图表5~图表8）。

图表5. 2015年第一季度各评级机构各债项信用等级3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	总样本
样本总量		14	6	7	10	37
AAA	样本量	1	1	2	3	7
	均值	158.73	125.68	190.96	169.12	167.67
	标准差			62.76	48.18	43.81
AA+	样本量	1	1	2	1	5
	均值	180.39	247.93	194.96	187.52	201.15
	标准差			39.45		33.31
AA	样本量	11	4		5	20
	均值	321.25	282.74		304.16	309.28
	标准差	101.16	51.91		105.25	91.55
AA-	样本量	1		3	1	5
	均值	313.13		546.47	398.43	470.19
	标准差			83.84		123.82

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表6. 2015年第一季度各评级机构各债项信用等级5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	总样本
样本总量		5	13	10	14	42
AAA	样本量		5	5	7	17
	均值		169.04	140.96	152.33	153.90
	标准差		41.14	24.92	18.04	28.73
AA+	样本量	3	4	4	4	15
	均值	225.04	206.64	240.25	225.75	224.38
	标准差	8.96	39.53	86.52	62.33	54.27
AA	样本量	2	4	1	3	10
	均值	330.96	253.01	296.43	275.93	279.82
	标准差	44.19	13.34		42.52	40.18

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

由于样本数量差异，图表5~8的利差均值统计数据表现出评级机构间利差均值存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各债项信用等级的利差在评级机构间存在显著差异，仍有待数据的积累和进一步检验。

图表7. 2015年第一季度各评级机构各债项信用等级3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	总样本
样本总量		14	6	7	10	37
AAA	样本量	1	1	2	3	7
	均值	157.84	126.33	191.11	172.57	169.16
	标准差			62.81	48.40	43.95
AA+	样本量	1	1	2	1	5
	均值	178.15	246.66	194.03	189.27	200.43
	标准差			40.02		33.32
AA	样本量	11	4		5	20
	均值	325.64	286.48		306.18	312.94
	标准差	100.66	51.87		105.93	91.51
AA-	样本量	1		3	1	5
	均值	314.31		550.19	395.34	472.05
	标准差			78.16		123.80

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表8. 2015年第一季度各评级机构各债项信用等级5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	总样本
样本总量		5	13	10	14	42
AAA	样本量		5	5	7	17
	均值		167.55	144.40	152.01	154.34
	标准差		43.61	24.96	17.47	28.87
AA+	样本量	3	4	4	4	15
	均值	226.64	207.78	235.54	226.48	223.94
	标准差	11.28	35.43	87.64	59.04	52.88
AA	样本量	2	4	1	3	10
	均值	331.88	254.46	301.76	279.46	282.18
	标准差	44.62	15.37		45.79	41.25

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、企业债利差分析

（一）企业债的债项级别以AA级为重心

2015年第一季度银行间市场共发行企业债84期（不含中小企业集合债），发行总规模为人民币868亿元。已发行的84期企业债的信用等级（债项）包含AAA级、AA+级和AA级3个信用等级。

从发行量来看（图表9），AA级发行量为64期，占比为76.19%，居三个等级之首；AA级企业债的发行规模为609亿元，占比70.16%；AAA级和AA+级企业债的发行规模分别为98亿元和161亿元，分别占发行总规模的11.29%和18.55%。

图表9. 2015年第一季度企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	6	7.14%	98	11.29%
AA+	14	16.67%	161	18.55%
AA	64	76.19%	609	70.16%
合计	84	100.00%	868	100.00%

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）企业债的发行期限集中于7年期

从企业债的发行期限来看（图表10），共包括3~10年六种不同期限类型，主要集中于7年期（共发行70期、占总发行期数的83.33%），其他期限类型的分布则较为分散。企业债发行期限在债项信用等级的分布特征不明显。

图表10. 2015年第一季度企业债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	3年	4年	5年	6年	7年	10年	合计
AAA	1	1	1		2	1	6
AA+				3	11		14
AA		3		4	57		64
合计	1	4	1	7	70	1	84

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

（三）企业债的发行利率、交易利率、利差与债项信用等级存在一定相关关系

由于企业债的期限分布主要集中于7年期，新世纪评级选取所有7年期共70期企业债为研究样本，进行利差的统计分析。

图表11. 2015年第一季度7年期企业债各债项信用等级的发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	2	5.19~5.57	5.38	0.27	185.26	NR	15.95	0.09
AA+	11	5.48~6.95	6.24	0.38	283.31	98.05	37.72	0.13
AA	57	6.00~8.80	6.58	0.46	317.82	34.51	45.55	0.14

注：发行利差为企业债的发行利率减去企业债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表11可以看出，企业债的发行利率、发行利差均与债项信用等级存在一定的相关关系：从发行利率看，债项信用等级越高，发行利率的均值越低；从发行利差看，债项信用等级越高，发行利差的均值也越小。

图表12. 2015年第一季度7年期企业债各债项信用等级的首日交易利率和交易利差

债项信用等级	样本数	上市日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	1	5.31~5.31	5.31		206.91	NR		
AA+	10	5.49~6.95	6.26	0.39	288.76	81.85	41.96	0.15
AA	49	5.98~8.80	6.56	0.47	312.31	23.54	51.24	0.16

注：1.交易利差为企业债上市首日收益率减企业债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率；

2.本统计未包含截至2015年4月2日未上市的10个样本。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表12可以看出，企业债的上市日利率、交易利差也均与债项信用等级存在一定的相关关系：从上市日利率看，债项信用等级越高，上市日利率的均值越低；从交易利差看，债项信用等级越高，交易利差的均值也越小。

（四）各评级机构的利差与债项信用等级存在一定的对应关系

以发行期限最为集中的7年期企业债为研究对象，对各评级机构各债项信用等级的利差均值进行比较（图表13、图表14），结果表明大部分评级机构的发行利差、交易利差均值与债项信用等级总体上呈现一定关系，即债项信用等级越高，利差均值越小。

图表13. 2015年第一季度各评级机构各债项信用等级7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	鹏元	东方金诚	总样本
样本总量		4	14	3	10	30	9	70
AAA	样本量	1			1			2
	均值	173.98			196.53			185.255
	标准差							15.95
AA+	样本量		1		1	7	2	11
	均值		211.55		250.75	299.82	277.7	283.31
	标准差					31.74	1.41	37.72
AA	样本量	3	13	3	8	23	7	57
	均值	328.76	314.71	286.61	299.93	327.24	321.77	317.82
	标准差	48.92	42.01	8.94	24.80	56.65	34.29	45.55

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表14. 2015年第一季度各评级机构各债项信用等级7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	鹏元	东方金诚	总样本
样本总量		3	14	2	8	25	8	60
AAA	样本量	1						1
	均值	206.91						206.91
	标准差							
AA+	样本量		1		1	6	2	10
	均值		212.78		258.60	313.74	266.90	288.76
	标准差					29.87	0.90	41.96
AA	样本量	2	13	2	7	19	6	49
	均值	343.98	312.48	276.16	291.12	317.70	321.07	312.31
	标准差	51.62	48.84	9.33	27.53	63.87	39.79	51.24

注：本统计未包含截至2015年4月2日未上市的10个样本。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

由于样本数量差异，图表13、图表14的利差均值统计数据表现出各评级机构间存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各债项信用等级的利差在评级机构间存在显著差异，仍有待数据的积累和进一步检验。

◆ 市场研究

2015年第一季度公司债等级分布和利差分析

何金中/文

新世纪评级对公司债的利差分析选取同日、同期限的银行间固定利率国债收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明：公司债发行定价总体反映了债项信用等级差异，各评级机构的利差均与债项信用等级存在较好的对应关系。但由于样本量限制，公司债利差分析仍有待数据的进一步积累和分析。

一、债项等级为AAA级和AA级的公司债发行量较为集中

2015年第一季度，公开市场一般公司债共发行18期，发行总规模为人民币208.95亿元，债项信用等级包括从AAA级至AA-级的4个信用等级（图表1）。从发行量看，AA级发行量最大，共7期，占比为38.89%；从发行规模看，AA+级发行规模最大，占总发行规模的42.59%。

图表1. 2015年第一季度公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	3	16.67%	48	22.97%
AA+	6	33.33%	89	42.59%
AA	7	38.89%	59.95	28.69%
AA-	2	11.11%	12	5.74%
合计	18	100.00%	208.95	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、公司债的发行期限集中于5年期

从公司债的发行期限来看（图表2），共包括3年、5年和7年三种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行10期，占总发行量的55.56%。

图表 2. 2015年第一季度公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	3年	5年	7年	合计
AAA	1	2		3
AA+	1	2	3	6
AA	1	6		7
AA-	2			2
合计	5	10	3	18

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、公司债发行利率、利差与债项信用等级存在一定相关关系

由于公司债发行数量主要其中于5年期，新世纪评级选取所有5年期共10期公司债进行利差统计分析¹。统计结果表明（图表3），公司债的发行利率、发行利差与债项信用等级存在一定的相关关系：AA级的发行利率均值、发行利差均值均明显高于AAA级和AA+级的发行利率均值与发行利差均值。

图表3. 2015年第一季度5年期公司债各债项信用等级对应的发行利率和发行利差

债项信用等级	样本量	发行利率 (%)		发行利差 (BP)	
		均值	标准差	均值	标准差
AAA	2	4.75	0.07	132.31	3.44
AA+	2	4.95	0.21	151.93	16.72
AA	6	5.80	1.14	246.96	110.75

注：发行利差为公司债的发行利率减去起息日同期限的银行间固定利率国债到期收益率。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

通过对各评级机构各债项信用等级5年期公司债发行利差均值的比较（图表4），由于样本数量原因，并不能得出明确的结论。

¹由于样本数量原因，部分公司债截至2015年4月2日未上市且部分公司债缺乏上市首日交易数据，故本利差分析未对交易利差进行统计分析。

图表4. 2015年第一季度各评级机构各债项等级5年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构		新世纪	大公	联合信用	中诚信证券	总样本
样本总量		1	1	4	4	10
AAA	样本量			2		2
	均值			132.31		132.31
	标准差			3.44		3.44
AA+	样本量			1	1	2
	均值			140.10	163.75	151.93
	标准差					16.72
AA	样本量	1	1	1	3	6
	均值	217.28	362.28	166.03	245.38	246.96
	标准差				142.46	110.75

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

四、新世纪评级评定的公司债发行情况

2015年第一季度，经新世纪评级评定的公司债发行1期（图表5），由于样本量极小，新世纪评级的公司债利差分析暂不具备统计分析条件。

图表5. 新世纪评级2015年第一季度公司债发行概况

证券代码	证券简称	起息日期	发行信用等级	发行时主体评级	发行时票面利率(%)	发行期限(年)	起息日同期限国债收益率(%)	利差(%)
122349.SH	14中炬02	2015-01-26	AA	AA	5.50	5	3.33	2.17

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

◆ 行业动态

四部委联合审查地方债务甄别结果

(2015年02月02日 来源：经济观察网)

继财政部发文要求在3月8日前将地方存量债务甄别结果自查上报后，近日，财政部、发改委、中国人民银行、银监会联合发文《关于开展地方政府存量债务清理甄别初步结果核查工作的通知》。通知要求核查截止日期为2015年4月8日，核查的债务为一类债务，也就是地方政府直接债务。

关于这次存量债务核查工作的具体分工是，财政部专员办负责核查买断（BT）和工程应付款；发改委核查企业债务，也就是融资平台的债务；中国人民银行、银监会负责核查地方债务中的银行贷款、短融债券等。

江西首批80个PPP项目曝光：总投资1065亿元

(2015年03月04日 来源：债券圈)

江西省发改委3日召开新闻发布会，对外推出该省首批80个PPP项目，总投资1065.17亿元人民币。包含基础设施类项目35个，投资729.82亿元；公共服务类项目33个，投资187亿元；生态环保类项目12个，投资148.35亿元。

国企跨境投融资地域限制放开

(2015年03月04日 来源：证券时报)

央行货币政策司二司副司长郭建伟透露，央行与有关部门就金融机构支持中国企业“走出去”制定相关政策，目前已报送国务院，预计将于近期出台。该政策旨在拓宽中国企业跨境投融资渠道，简化中国企业海外投融资手续的审批流程。

郭建伟称，“今后国有企业跨境投融资地域将放开限制，国企不单单可以选择在港发行离岸人民币债券，任何离岸市场都可自主选择。”

ABS业务再次创新 首单出表产品落子南方资本

(2015年03月06日 来源：21世纪经济报道)

资产证券化业务再次创新，首单出表ABS项目出现在南方资本。

根据南方基金官网公告显示，由南方基金全资子公司南方资本管理有限公司作为管理人的国内首单真实出表的资产支持证券“南方骐元-远东宏信（天津）1号资产支持专项计划”取得深圳交易所挂牌无异议函。

这是证监会资产证券化新规发布以后，第二单由基金子公司设立的资产支持专项计

划。与之前的以租赁债权为基础资产的ABS相比，本次专项资产支持证券实现了真实出表，对于整个融资租赁行业具有积极的指导意义。

信贷资产证券化试点放开：3只外资行产品落地

（2015年03月06日 来源：21世纪经济报道）

随着资产证券化业务逐渐由审批走向常规化，受到金融机构的关注度也日益上升。

今年以来，信贷资产证券化又添新的发起机构-外资银行，第一批参与者已经陆续入场，截至目前已有3只外资行发起的产品落地，而渣打银行首次将银团贷款放入资产池中。

中小企业私募债违约率已超3%

（2015年03月06日 来源：中国证券报）

“据招商证券统计，截至2月末，整个私募债领域的违约率已经超过3%。从已有案例来看，流动性周转出现问题及担保公司不履行代偿责任，是引爆私募债违约风险最常见的导火索。”

今年以来，中小企业私募债违约事件不断，“12东飞01”“12致富债”和“12蓝博01”接连变身“黑天鹅”。本周的ST奈伦债事件，则反映出公募债领域的违约风险也在进一步暴露。分析人士指出，在今年私募债迎来到期高峰期以及产能过剩相关企业经营恶化难以扭转的背景下，信用债市场违约事件的发生将步入常态化。不过，鉴于个

券违约事件呈现出的分散化特征，以及监管层高度防范市场系统性风险的立场和态度，未来信用债市场发生系统性风险的可能性很小。

详解1万亿地方债券置换方向：自发自还 往中西部倾斜

（2015年03月12日 来源：21世纪经济报道）

3月11日，全国政协委员、财政部副部长朱光耀在回应媒体提问时表示，今年国务院明确批准置换地方存量债务的额度为1万亿元。虽然此消息对“3万亿额度之说”以及“10万亿中国QE说”进行了辟谣，但也证实了处置存量地方债的方法。

据了解，2015年作为置换债券的第一年，1万亿规模在分配上将会向中西部倾斜。

地方债评级微调

（2015年03月26日 来源：第一财经日报）

财政部3月20日公布《关于做好2015年地方政府一般债券发行工作的通知》（下称《通知》），就2015年地方政府一般债券发行、承销、信用评级和信息披露等工作做出详细规定。

与2014年的相关规定相比，2015年的《通知》最重要的两点在于，一是明确提出一般债券进行债项信用评级是“就债券发行人按时、足额偿还债券的能力和意愿出具意见”，二是信用级别中的“AAA级可以用‘-’符号进行微调”。

◆ 公司新闻

新世纪评级连续三年荣登上海名牌榜



2014年12月31日,经上海市名牌推荐委员会全体会议审定,审定新世纪评级作为服务领域的品牌荣登2014年度上海名牌服务企业榜,这是公司自首评以来连续三次荣登榜单。

《征信》杂志刊登朱荣恩总裁文章 《基于主体信用评级的中国社会信用体系建设》

日前,《征信》杂志在2014年第12期中发表了新世纪评级总裁朱荣恩撰写的文章《基于主体信用评级的中国社会信用体系建设——兼论中国信用评级业的发展战略》。该文章从中国社会信用体系建设取得的成就、中国社会信用体系建设存在的问题、主体评级在社会信用体系建设中的作用、以主体评级为基础的中国社会信用体系的完善等方面进行系统性阐述,并从加强独立性和利益冲突管理、构建评级过程的质量控制体系、建立金融产品的良性定价机制、推动中国评级业的国际化进程等方面对基于主体评级的中国信用评级业发展战略提出合理建议。

《中国征信》杂志刊登朱荣恩总裁文章 《促进中国信用评级市场协调发展的思考》

由中国人民银行征信中心主办的《中国征信》杂志2015年第1期刊出了新世纪评级总裁朱荣恩撰写的文章《促进中国信用评级市场协调发展的思考》。

文章认为,2014年中国信用评级市场业务品种不断增加,业务结构不断优化,同时也意味着中国信用评级机构的多头监管愈加复杂,因此在当前情况下,推进中国的信用评级业务的常态化、信用评级市场准入的统一化、信用评级机构监管政策的协同化愈加迫切。

新世纪评级2015年年会暨迎春联欢会举行

2015年2月13日,新世纪评级2015年年会暨迎春联欢会在上海大酒店举行。

年会上,朱荣恩总裁发表致辞,对公司2014年的发展进行了回顾和总结,并提出了2015年的经营管理目标以及发展的重点工作。

朱荣恩总裁指出,2014年公司在以下方面取得了良好的成效。首先,公司收入超额完成计划,创新产品收入增速较快,在收入中占比提高,其中,地方政府债券评级业务获得全国首单业务,全年获得4单,排名第一;首单评级的信贷资产证券化(CLO)成功发行。其次,公司转型升级初显成效。第三,高层沟通、对外交流效果显著。第四,市场部有规范、有组织的营销体系初步建立。第五,评级业务稳定增长、评级质量稳步提高。第六,合规管理逐渐制度化、常态化。第七,研发能力稳步提高、影响力稳步提升。第八,行政和后勤保障能力不断提升。

朱荣恩总裁表示,在2015年,公司将以稳定增长、建立健全风险管控体系、推进创新为经营管理目标,促进公司业务的长效增长和发展。

丁豪樑常务副总裁宣读了2014年公司考核中先进个人和优秀团队的名单,并亲自为先进个人和优秀团队颁奖。

此外,年会特邀嘉宾、股东单位中国金融教育发展基金会副理事长贺增强先生也发表讲话,他高度评价了新世纪评级近年来取得的优异成就。

晚会还播出了公司2014年的大事记,公司员工也表演了丰富多彩的娱乐节目,充分体现了新世纪评级的团队合作精神和员工风采。



新世纪评级发布《2015年中国宏观经济分析与展望》



2015年2月27日，新世纪评级发布《2015年中国宏观经济分析与展望》。

报告中指出，2015年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健偏松的货币政策。从中长期看，中国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大而进入稳定发展的新常态。同时，自贸区的建设、“一带一路”战略的实施和中韩自贸区谈判的完成有利于加强我国与海外的贸易合作，有助于推进人民币国际化，对资源配置优化、相关区域的产业链完善和基础设施建设具有良好的推动作用。但是，在国际经济、金融尚没有完全稳定的条件下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，中国国内的经济增长和发展仍然会伴随着诸多结构性风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险及国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

新世纪评级2015年度工作动员大会召开



2015年3月18日，新世纪评级2015年度工作动员大会召开。

会议由常务副总裁丁豪樑主持，市场部门、业务部门、研发部门和行政部门负责人分别对2015年的工作目标做了发言，总裁朱荣恩对此次动员大会进行总结发言，提出了2015年的总体经营管理目标和重点工作。

朱荣恩总裁表示，2015年公司的总体经营管理目标包括收入稳定增长，建立健全风险管控机制，推进市场营销体系创新、组织结构创新、管理机制创新、研究创新以及创新产品人才培养；2015年的重点工作主要涉及建立市场化管理体系、推进评级业务部门创新、推进研发部门综合服务体系建设、质量控制、合规管理等10大方面。

朱荣恩总裁接受《中国会计报》采访谈政府信用评级

2015年3月，新世纪评级总裁朱荣恩接受《中国会计报》采访，就《权责发生制政府综合财务报告制度改革方案》对政府信用评级的影响发表了自己的看法。

朱荣恩总裁表示，政府综合财务报告改革，为政府的主体信用评级创造了条件。综合财务报告能全面反映政府的资产、负债，加上与预算配合，能全面反映收入状况，对政府信用评级来说，有助于摸清政府家底，从而准确评价政府信用，并将打破目前以债项信用评级为主的政府信用评级局面，并为构建以主体信用评级为基础政府信用评级提供契机。

新世纪评级与麦格希财讯集团会晤

2015年3月20日，新世纪评级与标准普尔母公司麦格希财讯集团(McGraw Hill Financial)会晤。

上午，麦格希财讯集团总裁Douglas Peterson一行拜访了新世纪评级，并与新世纪评级总裁朱荣恩进行了良好的沟通交流。双方回顾了自2006年以来新世纪评级与标准普尔的合作历程，并就进一步的交流合作展开友好磋商。

参与此次交流活动的还包括标准普尔亚太总裁庞善乐，麦格希集团中国区总经理张岩，新世纪评级常务副总裁丁豪樑，以及新世纪评级总裁助理兼国际业务部总经理姜波。



◆ 评级公告

2015年第一季度发行债券评级汇编

短期融资券

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年南京钢铁股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/7	A-1	AA	负面	2014/7/4
2	2015年浙江日发控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/1/9	A-1	AA-	稳定	2014/12/9
3	2015年华泰证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/12	A-1	AAA	稳定	2015/1/12
4	2015年安徽九华山旅游(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/1/13	A-1	AA-	稳定	2014/8/22
5	2015年中国盐业总公司第一期短期融资券	2015/1/14	A-1	AA+	稳定	2014/9/26
6	2015年山东地矿股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/15	A-1	AA-	稳定	2014/8/25
7	2015年大连天宝绿色食品股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/16	A-1	AA-	稳定	2014/12/4
8	2015年福建圣农发展股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/16	A-1	AA	稳定	2014/11/25
9	2015年东吴证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/19	A-1	AA+	稳定	2015/1/13
10	2015年浙江省农村发展集团有限公司第一期短期融资券	2015/1/19	A-1	AA	稳定	2014/11/18
11	2015年济南圣泉集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/19	A-1	AA-	稳定	2014/12/15
12	2015年上海世茂股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/19	A-1	AA	稳定	2014/9/22
13	2015年陕西清水川能源股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/20	A-1	AA	稳定	2014/9/10
14	2015年金元证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/21	A-1	AA	稳定	2015/1/20

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
15	2015年黑龙江国中水务股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/21	A-1	AA-	稳定	2014/9/22
16	2015年安徽星马汽车集团有限公司第一期短期融资券	2015/1/22	A-1	AA-	稳定	2014/5/15
17	2015年招商证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/1/23	A-1	AAA	稳定	2015/1/12
18	2015年天津住宅建设发展集团有限公司第一期短期融资券	2015/1/26	A-1	AA	稳定	2014/11/14
19	2015年第一创业证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/2/3	A-1	AA	稳定	2014/11/28
20	2015年华泰证券股份有限公司第二期短期融资券	2015/2/4	A-1	AAA	稳定	2015/2/4
21	2015年招商证券股份有限公司第二期短期融资券	2015/2/5	A-1	AAA	稳定	2015/2/5
22	2015年广西农垦集团有限责任公司第一期短期融资券	2015/2/15	A-1	AA	稳定	2014/12/9
23	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第一期短期融资券	2015/2/17	A-1	AA+	稳定	2014/11/4
24	2015年河北省物流产业集团有限公司第一期短期融资券	2015/2/27	A-1	AA-	稳定	2014/7/14
25	2015年东吴证券股份有限公司第二期短期融资券	2015/2/28	A-1	AA+	稳定	2015/2/15
26	2015年德力西集团有限公司第一期短期融资券	2015/2/28	A-1	AA	稳定	2014/11/25
27	2015年盐城东方投资开发集团有限公司第一期短期融资券	2015/3/2	A-1	AA	稳定	2014/3/6
28	2015年广西水利电业集团有限公司第一期短期融资券	2015/3/2	A-1	AA	稳定	2014/12/3
29	2015年江苏法尔胜泓集团有限公司第一期短期融资券	2015/3/2	A-1	AA	稳定	2014/12/11
30	2015年华泰证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/3/4	A-1	AAA	稳定	2015/2/28
31	2015年中山兴中集团有限公司第一期短期融资券	2015/3/5	A-1	AA	稳定	2014/7/10
32	2015年上海外滩投资开发(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/3/5	A-1	AA+	稳定	2015/1/12
33	2015年菱花集团有限公司第一期短期融资券	2015/3/5	A-1	AA-	稳定	2014/12/17
34	2015年南京雨润食品有限公司第一期短期融资券	2015/3/9	A-1	AA	稳定	2014/11/4

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
35	2015年招商证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/3/10	A-1	AAA	稳定	2015/3/11
36	2015年伊犁农四师国有资产投资有限责任公司第一期短期融资券	2015/3/10	A-1	AA+	稳定	2014/8/5
37	2015年长城证券有限责任公司第一期短期融资券	2015/3/11	A-1	AA	稳定	2014/7/11
38	2015年华安证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/12	A-1	AA	稳定	2014/9/15
39	2015年杭州前进齿轮箱集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/13	A-1	AA	稳定	2014/12/31
40	2015年万丰奥特控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/3/13	A-1	AA	稳定	2014/11/7
41	2015年国元证券股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/16	A-1	AAA	稳定	2014/10/24
42	2015年金元证券股份有限公司第二期短期融资券	2015/3/16	A-1	AA	稳定	2015/2/26
43	2015年新疆城建(集团)股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/16	A-1	AA-	稳定	2014/12/18
44	2015年河南中原高速公路股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/16	A-1	AA+	稳定	2014/12/31
45	2015年上海耀皮玻璃集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/16	A-1	AA	稳定	2014/9/29
46	2015年金红叶纸业集团有限公司第二期短期融资券	2015/3/16	A-1	AA	稳定	2014/12/15
47	2015年鹏鹞环保股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/17	A-1	AA-	稳定	2014/12/31
48	2015年招商证券股份有限公司第四期短期融资券	2015/3/17	A-1	AAA	稳定	2015/3/12
49	2015年广东粤合资产经营有限公司第一期短期融资券	2015/3/23	A-1	AA-	稳定	2015/2/9
50	2015年长江南京航道工程局第一期短期融资券	2015/3/27	A-1	AA-	稳定	2014/8/15
51	2015年光明食品(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/3/30	A-1	AAA	稳定	2015/2/9
52	2015年福建龙洲运输股份有限公司第一期短期融资券	2015/3/31	A-1	AA-	稳定	2014/12/30

中期票据

	中期票据	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年福建旗滨集团有限公司第一期中期票据	2015/1/16	AA	AA	稳定	2014/10/20
2	2015年西安曲江文化产业投资(集团)有限公司第一期中期票据	2015/1/19	AA	AA	稳定	2014/9/17
3	2015年上海外高桥(集团)有限公司第一期中期票据	2015/1/21	AAA	AAA	稳定	2014/12/9
4	2015年新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司第一期中期票据	2015/1/26	AA	AA	稳定	2014/7/25
5	2015年北京华联商厦股份有限公司第一期中期票据	2015/1/27	AA	AA	稳定	2014/11/27
6	2015年河南神火煤电股份有限公司第一期中期票据	2015/2/2	AA	AA	稳定	2014/12/1
7	2015年上海均瑶(集团)有限公司第一期中期票据	2015/2/2	AA	AA	稳定	2014/11/19
8	2015年华数数字电视传媒集团有限公司第一期中期票据	2015/2/2	AA	AA	稳定	2014/8/11
9	2015年现代牧业(集团)有限公司第一期中期票据	2015/2/3	AA	AA	稳定	2014/11/3
10	2015年上海复星高科技(集团)有限公司第一期中期票据	2015/2/27	AA+	AA+	稳定	2015/1/14
11	2015年中山兴中集团有限公司第一期中期票据	2015/3/2	AA	AA	稳定	2014/7/8
12	2015年上海世茂股份有限公司第一期中期票据	2015/3/3	AA	AA	稳定	2014/12/8
13	2015年广汇汽车服务股份公司第一期中期票据	2015/3/4	AA	AA	稳定	2014/7/30
14	2015年山东太阳纸业股份有限公司第一期中期票据	2015/3/10	AA	AA	稳定	2014/7/24
15	2015年无锡市交通产业集团有限公司第一期中期票据	2015/3/11	AA+	AA+	稳定	2014/8/4
16	2015年淄博市城市资产运营有限公司第一期中期票据	2015/3/12	AA+	AA+	稳定	2014/12/15
17	2015年汕头港务集团有限公司第一期中期票据	2015/3/16	AA-	AA-	稳定	2014/8/12
18	2015年镇江文化旅游产业集团有限责任公司第一期中期票据	2015/3/17	AA	AA	稳定	2014/12/25
19	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第一期中期票据	2015/3/20	AA+	AA+	稳定	2014/6/4
20	2015年上海市北高新(集团)有限公司第一期中期票据	2015/3/27	AA	AA	稳定	2015/2/11

企业债券

	企业债券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年铜陵大江投资控股有限公司公司债券	2015/1/9	AA	AA	稳定	2014/3/6
2	2015年天津东方财信投资集团有限公司公司债券	2015/1/21	AAA	AA+	稳定	2014/9/29
3	2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券	2015/3/5	AA	AA-	稳定	2014/7/15
4	2015年开封新区基础设施建设投资有限公司公司债券	2015/3/13	AA	AA	稳定	2014/3/19
5	2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券	2015/3/18	AA	AA	稳定	2014/5/20
6	2015年乌鲁木齐经济技术开发区建设发展总公司小微企业增信集合债券	2015/3/19	AA	AA	稳定	2014/7/17
7	2015年海门市城市发展投资有限公司公司债券	2015/3/26	AA+	AA	稳定	2015/3/2

公司债券

	公司债券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2014年中炬高新技术实业（集团）股份有限公司公司债券（第二期）	2015/1/22	AA	AA	稳定	2014/12/29

金融债券

	金融债券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年兴业银行股份有限公司第一期金融债券	2015/1/13	AAA	AAA	稳定	2014/10/13
2	2015年中国建银投资有限责任公司第一期金融债券	2015/1/14	AAA	AAA	稳定	2014/12/10
3	2015年江苏长江商业银行股份有限公司第一期金融债券	2015/2/10	A+	A+	稳定	2014/7/24

资产支持证券

	资产支持证券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年银河金汇-瀚华小额贷款资产支持专项计划1号优先级	2015/1/5	AA+	--	--	2014/12/5

2015年第一季度跟踪评级汇编

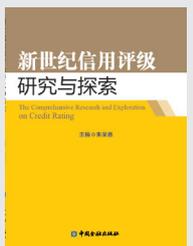
		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
1	2014年中电投远达环保(集团)股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/1/4
2	2014年浙江中国小商品城集团股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/1/6
3	2013年海城市金财土地房屋投资有限公司第二期公司债券	AA	AA	稳定	2015/1/8
4	2013年海城市金财土地房屋投资有限公司第一期公司债券	AA	AA	稳定	2015/1/8
5	2014年光明食品(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/1/9
6	2014年上海市北高新(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/1/12
7	2014年天津保税区投资控股集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/1/12
8	2014年天津保税区投资控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/1/12
9	2014年广西北部湾国际港务集团有限公司第三期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/1/14
10	2014年广西北部湾国际港务集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/1/14
11	2014年重庆两江新区开发投资集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/1/16
12	2014年北京光线传媒股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/1/20
13	2014年宜宾天原集团股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/1/22
14	2014年天津中环电子信息集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/1/29
15	2014年浙江东南网架股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/3
16	2014年中国邮电器材集团公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/3
17	2014年广东粤合资产经营有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/4
18	2014年山西省经贸投资控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/5
19	2014年江苏法尔胜泓 集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/5
20	2014年华电新疆发电有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/2/5

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
21	2014年德力西集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/6
22	2014年广州市浪奇实业股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/6
23	2014年北京东方园林生态股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/6
24	2014年湖北洋丰股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/9
25	2014年重庆对外经贸(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/10
26	2014年上海华谊(集团)公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/2/10
27	2014年云南白药控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/2/11
28	2014年中国新兴(集团)总公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/2/12
29	2014年嘉兴市高等级公路投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/12
30	2014年百联集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/2/13
31	2014年蚌埠玻璃工业设计研究院第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/13
32	2014年深圳市铁汉生态环境股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/13
33	2014年润华集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/13
34	2014年浙江杭钢商贸集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/13
35	2014年陕西汽车控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/13
36	2014年武汉市城市建设投资开发集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/2/13
37	2014年成都文化旅游发展集团有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/15
38	2014年福建中旅集团公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/15
39	2014年唐山曹妃甸实业港务有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/16
40	2014年喜临门家具股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/2/16
41	2014年广西水利电业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/26
42	2014年新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/26
43	2014年温州机场集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/2/28

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
44	2011年南京钢铁股份有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/2/28
45	2014年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/4
46	2014年上海南汇发展(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/5
47	2014年福建圣农发展股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/5
48	2014年华仪电器集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/3/11
49	2014年厦门港务发展股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/11
50	2014年浙江仙琚制药股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/3/16
51	2014年宁夏建材集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/16
52	2014年南方水泥有限公司第四期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/17
53	2014年玖龙纸业(重庆)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/18
54	2014年上海紫江企业集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/18
55	2014年南京中电熊猫信息产业集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/19
56	2013年江阴利港发电股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/3/19
57	2014年杭州杭氧股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/20
58	2014年温州市公用事业投资集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/24
59	2014年南京港(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/25
60	2014年上海复星医药(集团)股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/25
61	2014年江苏中天科技股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/3/26
62	2014年绿能高科集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/3/27
63	2015年南京钢铁股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/30
64	2014年陕西文化产业投资控股(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/3/30

公司概况

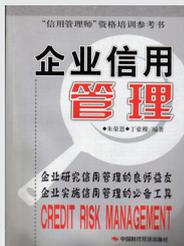
上海新世纪资信评估投资服务有限公司成立于1992年7月，是一家专业从事债券评级、企业资信评估等信用服务业务的全国性信用评级机构，是我国信用评级行业第一家取得包括人民银行、证监会、发改委、保监会等全部评级资质的评级机构。



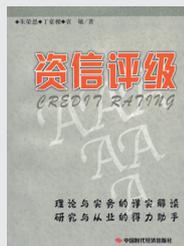
新世纪信用评级研究与探索



企业内部控制规范与案例



企业信用管理



资信评级



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识

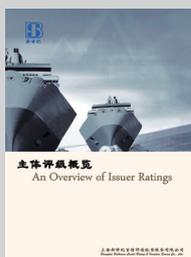
书籍系列



新世纪评级(季刊)

新世纪评级(年刊)

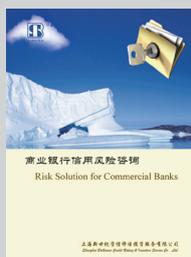
期刊系列



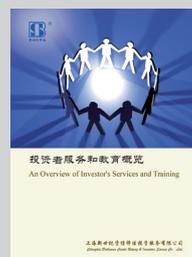
主体评级概览



债项评级概览



商业银行信用风险咨询



投资者服务和教育概览

产品系列



中国宏观经济分析与展望



行业信用分析报告

研究系列

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>