



# 新世纪评级

CREDIT QUARTER

2015年第2期  
总第97期

- 政府相关实体评级方法比较研究
  - 商业地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法比较研究
  - 住房抵押贷款资产支持证券信用评级方法比较研究
  - 债券盯市估值模型研究
- 2015年上半年中国债券市场发行与评级研究
  - 2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究
  - 2015年上半年短期融资券利差分析
  - 2015年上半年中期票据和企业债利差分析
  - 2015年上半年公司债等级分布和利差分析





2015年第2期 总第97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  
郭继丰

网址  
<http://www.shxsj.com>

Email:  
[mail@shxsj.com](mailto: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)》, 全方位展现公司的工作和业务发展状况, 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

### 专题研究

- 1 政府相关实体评级方法比较研究
- 11 商业地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法比较研究
- 15 住房抵押贷款资产支持证券信用评级方法比较研究
- 19 债券盯市估值模型研究

### 市场研究

- 24 2015年上半年中国债券市场发行与评级研究
- 36 2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究
- 43 2015年上半年短期融资券利差分析
- 53 2015年上半年中期票据和企业债利差分析
- 62 2015年上半年公司债等级分布和利差分析

### 行业动态

- 65 多地稳增长寄望PPP 财政部设定10%红线等

### 公司新闻

- 67 朱荣恩总裁受邀担任中国企业财务管理协会专家委员会委员等

### 评级公告

- 68 2015年第二季度发行债券评级汇编
- 77 2015年第二季度跟踪评级汇编

## ◆ 专题研究

# 政府相关实体评级方法比较研究

刘明球 陈剑波/文

2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》和《地方政府存量债务纳入预算管理体制改革的决定》等政策的颁布，使得我国地方融资平台后续债务融资方式、债务管理和债务偿还等方面发生了一定变化，驱动地方融资平台评级方法的调整与更新。因此，对比研究国际评级机构对于政府相关实体的评级方法（更新后的版本），可为地方融资平台评级方法的调整与更新提供重要的借鉴和启示。

## 一、标准普尔政府相关实体评级方法

标准普尔将政府相关实体（以下简称“GRES”）定义为部分或完全被政府控制，主要职能系为执行政府政策或公众提供服务，且在面临风险时会受到政府特殊介入的实体，并以GRES的三个主要特征作为其主要的评级要素，即GRES在政府中的重要性、政府与GRES之间的关联度和政府给予GRES的特殊介入。标准普尔对GRES的评级采用支持评级的方式，综合考虑了在没有政府特殊介入的条件下的GRES独立的信用品质（以下简称“SACP”）和政府信用状况，并对GRES对政府的重要性和GRES与政府的关联度进行评估，由此确定政府对相关实体的特殊介入力度，再根据不同的特殊介入来调整并确定政府相关实体的最终级别，级别调整通过GRES自身的独立品质等级和政府信用等级二维矩阵的方式级别映射的方式完成。

标准普尔对于GRES对政府的重要性评估主要考量GRES债务违约对当地政府和经济的影响程度、GRES是否是重大政策的执行者、是否是基础性、战略性等公共服务提供者等因素。标准普尔所使用的具体指标包括经营活动的性质、员工的数量、收入占GDP的比重以及在出口、能源生产或银行存款中所占的份额等，并以动态、实质大于形式作为判断原则。因其在政府的地位不同，GRES在政府中的重要性可以分为至关重要、非常重要、重要和一般重要四种情况。

图表 1. GRES重要性评估标准

政府相关实体承担角色对政府的重要性评估	
至关重要	<p>以下情形，政府相关实体债务违约将会对政府产生至关重要的影响：</p> <p>A: 政府相关实体经营实际上是代表政府，其主要职能是提供关键公共服务。这些公共服务无法容易地由私人机构提供，如果政府相关实体不存在时极可能由政府自己提供。</p> <p>B: 政府相关实体对地方政府经济、社会、政治目标的实现，及国家或地区政策的执行起着核心关键作用。</p>
非常重要	<p>以下情形，政府相关实体债务违约将会对政府产生非常重要的影响：</p> <p>A: 政府相关实体如独立非盈利机构一样运营，对地方政府经济、社会、政治目标的实现，及国家或地区政策的执行起着非常重要的作用。</p> <p>B: 政府相关实体是竞争市场环境下的盈利企业，债务违约和信用风险不仅会对其自身经营带来不良后果，而且对当地经济有显著的系统性影响。</p>
重要	<p>以下情形，政府相关实体债务违约将会对政府产生重要但可控的影响：</p> <p>A: 政府相关实体像独立非盈利机构一样运营，参与提供公共服务作为其重要的职能，该职能对政府起重要作用。</p> <p>B: 政府相关实体是竞争市场环境下的盈利企业，其信用状况对政府有重要作用，因为其会满足以下一个或多个条件：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●政府相关实体为公众提供必要的基础设施、商品或服务</li> <li>●其部分经营活动与政府重要公共政策相关</li> <li>●债务违约和信用风险不仅会对其自身经营带来不良后果，而且对某一经济部门产生重要的影响。</li> </ul>
一般重要	<p>以下情形，政府相关实体债务违约将会对政府产生有限的影响：</p> <p>A: 政府相关实体作为独立非盈利机构运营，参与提供公共服务作为其重要的职能，但该职能对政府的重要性相对较小。</p> <p>B: 政府相关实体是竞争市场环境下的盈利企业，其经营活动在满足以下一个或多个条件时，对政府有相对重要的作用：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●该实体是众多政府相关实体中的一员，其经营活动很容易被私营机构或规模更大的政府相关实体取代。</li> <li>●政府主要关注的是该实体的业务经营和（或）对就业的作用，并不在意其信用状况。</li> </ul>

标准普尔对于GRES与政府关联度的评估主要从政府的干预意愿和干预能力两个方面衡量，所采用的衡量指标包括政府持股比例、债务担保、政策法规可行性、管理参与程度等。标准普尔对于GRES与政府的关联度划分为不可缺少、很强、强和有限四种情况。

图表 2. GRES与政府关联度的评估标准

政府相关实体与政府之间关系强度与持续性分析	
不可缺少	相关实体本质上是政府的一个部门。政府过去一直对其提供大力及时的信用支持。
	政府过去一直（在所有情况下）对相关实体提供了相关支持： A: 相关实体有特殊的公共地位或是政府机构，可以看作是政府机构的延伸。 B: 或者，政府全资持股相关实体且负责相关实体实际经营。政府决定了相关实体的经营战略、财务决策，且对相关实体政策职能的实现有监管责任。预期，这种情况在长期内不会改变。
很强	相关实体与政府有长期紧密的关系。政府过去在大多数情况下对其提供强有力和及时的信用支持。 政府是相关实体重要稳定的大股东，过去在大多数情况下对相关实体提供了相关支持，满足以下一个或多个条件： A: 政府对相关实体经营战略和商业计划有重大影响，相关实体私有化在中期内不会发生。 B: 相关实体受益于政府对其提供最终、法定、长期担保，意味着与政府有更紧密的联系和奖励支持。 C: 政府与相关实体有公开关联关系，政府对相关实体政策干预和管控程度较高，相关实体信用状况恶化会显著影响政府声誉。
强	政府是相关实体重要股东，且（或者）政府过去在特定情况下对其提供强有力的信用支持。 政府是相关实体重要股东（持有多数股权），政府过去在特定情况下对相关实体提供了相关支持，满足以下一个或多个条件： A: 相关实体有明确的治理结构和独立的经营决策。 B: 相关实体未来三到五年会实现私有化，且（或）政府对相关实体的干预程度正在变化且相当不可预测。 C: 相关法律法规制度在一定程度上限制了政府对相关实体的介入（比如：欧盟竞争法律） 政府不是相关实体重要股东，但在突发特殊情况出现时（比如系统性金融危机），政府已对相关实体采取特殊干预措施，通常是资产注入。
有限	政府对相关实体的干预有限，且政府过去对其提供的信用支持有限。 政府持有相关实体少数股权，同其他小股东一样，对相关实体经营战略和决策影响较小。 政府是相关实体重要股东，满足以下一个或多个条件： A: 相关实体正在进行私有化或未来两年会实现私有化，随私有化进程的推进，政府持股比例会显著减少。 B: 政府对相关实体的支持意愿较弱，过去鲜少对相关实体提供及时的经营管理支持，有些情况下政府政策介入甚至会削弱相关实体的信用状况。 C: 政府行政能力有限、法律资格不足，难以对相关实体提供及时支持。 D: 政府财力有限，难以对相关实体提供支持（比如，相关实体债务规模过大时）。

标准普尔定义的政府特殊介入具有暂时的、特定性的特征，可以分为保证GRES及时偿付的兜底支持和给予GRES经营优惠的一般支持，具体包括流动性支持、提供贷款、债务救助等积极的特殊介入以及征收特别税、分红、资产剥离等负面的特殊介入。无论哪种方式的特殊介入，能否保障GRES债务到期按时偿付是其有效性的核心判断标准。GRES的特殊介入的程度通过政府与GRES之间的关联度、GRES在政府中的重要性的二维矩阵得出（如图表3所示）。

图表 3. 界定政府特殊介入的二维矩阵

政府特殊介入可能性		GRES在政府中的重要性			
		至关重要	非常重要	重要	有限
GRES与政府之间的关联度	不可缺少	完全确定	极高	高	中高
	很强	极高	很高	高	中高
	强	高	高	中高	中
	有限	中高	中高	中	低

GRES独立信用品质的高低以及其获得政府特殊介入的不同，决定了其获得政府信用评级支撑强弱。通常来讲SACP高于政府信用级别，且政府特殊介入非负面时，政府相关实体级别为其自身的SACP。反之，则根据负面影响情况进行调整。SACP低于政府信用级别，且政府特殊介入为完全确定时：无论SACP比政府信用等级低多少个子级，政府相关实体的信用等级都调整至等同于政府信用等级，反之，为其自身SACP；当政府特殊介入为极高或很高时：一般采用政府信用等级基础上向下调整一定的子级；当政府特殊介入为高、中高、中时：一般采用在政府相关实体自身信用等级基础上，上调一定的子级（详情见附录表1-5）。

## 二、穆迪的政府相关实体评级方法

穆迪对于政府相关发行者（以下简称“GRI”）的定义为由政府全部、部分持股或控制，有特别承包合同或获得中央或地方政府公共政策授权的发行者。穆迪强调政府与GRI之间的股权关系，并明确了政府最低持有股权为20%。

穆迪对于GRI的评级框架包括仅进行支持评级的评级方法和联合违约理论评级方法（以下简称“JDA”）。在GRI与政府管理过于紧密时，即出现GRI与政府间在利益存在长期结盟、有明文法律规定GRI破产时可获得向政府转移债务的权利、GRI为国有独资性质和GRI违约会对政府产生致命损害等情况，GRI的主体信用等级评定无意义，因此仅评定支持政府的信用级别，并在政府信用级别基础上进行微调来确定GRI级别，通常情况下，GRI的信用级别低于给予其支持的政府的信用等级。

在JDA的评级框架下，先确定GRI的自身风险或主体信用等级（BCA），再确定GRI支持政府的信用级别，然后进行GRI与政府违约相关性和政府提供外部支持可能性评估，并由专家委员会进行打分得出GRI的信用等级。

政府与GRI违约关联度要素是影响GRI信用级别的持续因素，短时间较为稳定，具有延续性的特征。穆迪对于政府与GRI违约相关度分析的数理基础为联合违约概率理论（具体解释见附录6），其认为影响二者联合违约概率的因素主要为二者之间的经营与财务关联度、对共同收入的依赖程度以及面临的共同信用风险，并通过多项定量和定性指标按照四档进行评分（具体情况如图表4所示），政府与GRI的违约关联度越高，二者的信用等级越趋同。

图表 4. 政府与GRI违约关联度的分析框架

	低 (30%)	中(50%)	高(70%)	很高(90%)
<b>经营与财务关联度</b>	定量打分			
直接或间接政府转移支付占GRI收入比重	0-5%	6-10%	11-20%	>20%
政府购买占GRI收入比重	0-5%	6-10%	11-20%	>20%
GRI向政府偿付（分红）金额占政府税收的比重	0-5%	6-10%	11-20%	>20%
<b>对共同收入的依赖程度</b>	定量打分			
依赖于共同资源获取的收入占各自总收入的比重	均低于50%	其中之一大于50%	均大于75%	均大于95%
<b>面临的共同信用风险</b>	定性打分			
债务结构的外汇风险	定性打分			
行业风险				
政治事件风险				

外部支持是指政府会为了避免其GRI发生债权违约而提供财政支持或其他保护措施的可能性，是影响GRI债务偿还能力的直接因素，有利的外部支持可形成有效的增级效果。穆迪主要从政府的干预意愿和干预的可行性两个方面来评估外部支持的强弱。其中政府干预意愿强烈受当地意识形态、政府救助历史、GRI的政治和经济地位等因素影响；干预的可行性主要强调政府与GRI之间的法律或准法律关系，以确认政府给予其支持的有效性，主要考虑的因素有担保、股权和支持壁垒。

图表 5. 政府对GRI外部支持的分析框架

	低	中	强	高	很高
<b>1、担保</b>	定性打分				
明确担保					
口头担保 / 意愿书					
特殊法律地位					
<b>2、股权</b>	定量打分				
政府持股比例	0-30%	31-50%	51-70%	71-90%	91-100%
私营化计划	定性打分				
<b>3、支持壁垒</b>	定性打分				
<b>4、政府干预水平</b>	定性打分				
救助历史					
意识形态					
政府管制					
参与经营规划	定性打分				
<b>5、政治关联度</b>					
<b>6、经济重要性</b>	定性打分				

### 三、标准普尔与穆迪关于政府相关实体评级的异同

标准普尔和穆迪关于政府相关实体的定义均强调了政府对其的所有权和控制权，且政府相关实体不同程度地承担了公共职能、获得政府相应的支持。但双方对于所有权和控制权的界定范围存在一定的差异。标准普尔认为大多数情况下，政府相关实体需由政府持有部分或全部股权，并履行执行公共政策和提供重要的公共服务的职能。少数情况下政府虽不持有其股权，但因其行业地位突出可得到政府特别介入的企业仍然视作政府相关实体。穆迪认为纳入政府相关实体的必要条件为政府持有其最低20%的股权，且可得到政府特殊的政策支持，在少数情况下，政府相关实体的子公司也纳入。总体上看，双方对于政府相关实体的定义在狭义范畴上基本保持一致，但标准普尔对于政府相关实体定义的外延相对较为宽泛。

标准普尔和穆迪基本采用支持评级框架，均涉及对政府相关主体自身和政府的信用状况的评定，并主要采用定性方式来分析其选用的评级要素，大体包含政府相关实体与政府的关系、其在当地经济中的影响力和地位以及其可获得政府支持等几个方面，最后结合给予其支持的政府信用状况来调整、确定政府相关实体的信用级别。整体上，二者在宏观层面的分析逻辑相近，但在具体使用的技术方法存在一定区别。标准普尔在评级要素分析中主要采用二维矩阵的方式，采用重要性和关联度作为二维因子得出政府对政府相关实体特殊介入的程度，并以政府相关实体自身信用品质和政府信用状况作为二维因子，结合不同政府特殊介入对政府相关实体级别进行调整，而穆迪更多地采用打分表的方式，以联合违约理论为逻辑依据计算政府相关实体和政府违约概率。

**附录1：在政府特别介入极高的情况下，政府相关实体级别的调整表**

SACP/政府级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
AAA	AAA															
AA+	AAA	AA+														
AA	AAA	AA+	AA													
AA-	AAA	AA+	AA	AA-												
A+	AA+	AA	AA	AA-	A+											
A	AA+	AA	AA-	AA-	A+	A										
A-	AA+	AA	AA-	A+	A	A	A-									
BBB+	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	A-	BBB+								
BBB	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB+	BBB							
BBB-	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB	BBB-						
BB+	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BB+					
BB	AA	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB				
BB-	AA	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	BB-			
B+	AA	AA-	A	A	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB	BB-	B+	B+		
B	AA-	A+	A	A	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB	BB-	B+	B	B	
B-	AA-	A	A	A	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB	BB	BB-	B+	B	B-	B-

附录2：在政府特别介入很高的情况下，政府相关实体级别的调整表

SACP/政府级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
AAA	AAA															
AA+	AAA	AA+														
AA	AAA	AA+	AA													
AA-	AA+	AA+	AA	AA-												
A+	AA	AA	AA	AA-	A+											
A	AA	AA-	AA-	AA-	A+	A										
A-	AA	AA-	A+	A+	A	A	A-									
BBB+	AA-	AA-	A+	A	A	A-	A-	BBB+								
BBB	A+	A+	A+	A	A	A-	BBB+	BBB+	BBB							
BBB-	A	A	A	A	A-	A-	BBB+	BBB	BBB	BBB-						
BB+	A-	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BB+					
BB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB	BB				
BB-	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BB+	BB	BB-	BB-			
B+	BBB+	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BB+	BB	BB-	BB-	B+	B+		
B	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BB+	BB+	BBB+	BB+	BB+	BB	BB-	BB-	B+	B	B	
B-	BBB-	BBB-	BB+	BB+	BB	BB	BB	BB	BB	BB	BB-	BB+	B	B-	B-	B-

附录3：在政府特别介入高的情况下，政府相关实体级别的调整表

SACP/政府级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
AAA	AAA															
AA+	AA+	AA+														
AA	AA+	AA	AA													
AA-	AA	AA	AA-	AA-												
A+	AA-	AA-	AA-	A+	A+											
A	AA-	A+	A+	A+	A	A										
A-	AA-	A+	A+	A	A	A-	A-									
BBB+	A+	A+	A	A	A	A-	BBB+	BBB+								
BBB	A	A	A	A-	A-	A-	BBB+	BBB	BBB							
BBB-	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB-	BBB-						
BB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB-	BB+	BB+					
BB	BBB	BBB-	BB+	BB	BB											
BB-	BBB-	BB+	BB+	BB	BB-	BB-										
B+	BB+	BB	BB	BB-	BB-	B+	B+									
B	BB	BB-	BB-	BB-	B+	B	B									
B-	BB-	B+	B+	B	B-	B-	B-									

**附录4：在政府特别介入中高的情况下，政府相关实体级别的调整表**

SACP/政府级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
AAA	AAA															
AA+	AA+	AA+														
AA	AA	AA	AA													
AA-	AA	AA-	AA-	AA-												
A+	AA-	AA-	A+	A+	A+											
A	A+	A+	A+	A	A	A										
A-	A+	A	A	A	A-	A-	A-									
BBB+	A	A	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+								
BBB	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB							
BBB-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-						
BB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BB+	BB+	BB+					
BB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-	BB+	BB+	BB+	BB	BB	BB				
BB-	BB+	BB	BB	BB	BB-	BB-	BB-									
B+	BB	BB-	BB-	BB-	B+	B+	B+									
B	BB-	B+	B+	B+	B	B	B									
B-	B+	B	B	B	B-	B-	B-									

**附录5：在政府特别介入一般的情况下，政府相关实体级别的调整表**

SACP/政府级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-
AAA	AAA															
AA+	AA+	AA+														
AA	AA	AA	AA													
AA-	AA-	AA-	AA-	AA-												
A+	AA-	A+	A+	A+	A+											
A	A+	A+	A	A	A	A										
A-	A	A	A	A-	A-	A-	A-									
BBB+	A-	A-	A-	A-	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+								
BBB	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB							
BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-						
BB+	BBB-	BB+	BB+	BB+	BB+											
BB	BB+	BB	BB	BB	BB											
BB-	BB	BB-	BB-	BB-	BB-											
B+	BB-	B+	B+	B+	B+											
B	B+	B+	B	B	B	B										
B-	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B	B-	B-	B-	B-

**附录6：JDA技术概述**

**1. 有限制条件的违约概率**

双方均违约的概率取决于：（a）其中一方违约的概率；（b）在一方已经违约的情况

下，另一方违约的概率。代数式可表示为：

$$P(A \cap B) = P(A|B) * P(B) \quad (1)$$

或同等的，

$$P(A \cap B) = P(B|A) * P(A) \quad (2)$$

我们将A定义为“债务人A债务违约”事件，B定义为“债务人B债务违约”事件。同样的，AB定义为“债务人A、B同时违约”事件。运算符P(•)表示事件“•”会发生的概率，P(•|\*)表示在事件“\*”已发生的条件下，事件“•”发生的条件概率。

Moody's评定的信用级别可用于直接推断一个特定的发行人违约的概率（P(A)和P(B)）。但为了估计违约的条件概率P(A|B)和P(B|A)，必须考虑促使债务人均发生违约的影响因素之间的关系。P(A)，P(B)，P(A|B)和P(B|A)这四个概率用来表示非支持措施风险，即他们代表在没有任何支持或干预的情况下发生债务违约的可能性。

尽管在理论上式(1)和式(2)表示的条件违约概率可以直接被估算，但通过计算低信用级别的条件违约概率和高信用级别的条件违约概率的乘积可能更为直观。用L表示“低信用级别债务人L发生债务违约”事件和用H表示“高信用级别债务人H发生债务违约”事件，我们将式(1)重新表示为：

$$P(L \cap H) = P(L|H) \times P(H) \quad (3)$$

不难想象条件概率P(L|H)可能为其理论最大值（即1），或最小值（即P(L)），以下将通过举例的方式进行说明。

P(L|H)=1。假定发行人的财务状况与另一个信用级别更高的企业的运营状况紧密相关。例如，一家分销商处于由单一供应商主导的竞争激烈的市场，分销商的财务状况高度依赖于供应商。换言之，分销商的条件违约概率依赖信用级别更高的供应商的违约概率，即P(L|H)=1。在这种情况下，事件L和H之间具有最大相关性，式(3)中的同时违约概率P(L∩H)直接等于P(H)。即案例中分销商的债项信用级别等同于供应商的信用级别（没有任何信用增级，不管发行者分销商的信用级别）。

P(L|H)=P(L)。假定高信用等级的欧洲银行向美国一家低信用级别的农业综合企业提供信用证。然而该企业的运营和财务状况主要受自身环境影响，与可能导致欧洲银行违约的环境无关。这种情况下，在欧洲银行发生违约的条件下该农业综合企业违约的条件违约概率（即P(L|H)）是企业独立的违约风险P(L)。也就是说，事件L和H是相互独立、互不相关的。在这种情况下，共同违约概率是独立违约概率的乘积P(L)\*P(H)。隐含这种支持关系的债项级别一般高于提供支持的H的信用级别。

实际中，在给定信用级别更高的实体发生债务违约的情况下，低信用级别实体的条件违约概率将介于最大相关（即 $P(L|H) = 1$ ）和相互独立（即 $P(L|H) = P(L)$ ）这两个值之间。

## 2. 相关性为中间水平情况

我们提出用简单的工具构建违约风险相关性为中间水平的模型。用 $W$ 表示相关性权重因子，高信用级别实体与低信用级别实体间的相关性为1时对应权重因子 $W=1$ ；违约事件间完全独立（即零相关）时对应的权重因子 $W=0$ 。介于0和1之间的 $W$ 表示两个违约事件间相关性为其中间水平。

利用相关性权重概念，我们可以将债务人L和H间同时违约的概率表示为：

$$P(L \cap H) = W * P(L \cap H | W=1) + (1-W) * P(L \cap H | W=0) \quad (4)$$

或更简洁的表示为：

$$P(L \cap H) = W * P(H) + (1 - W) * P(L) * P(H) \quad (5)$$

换言之，一旦我们已经确定了两个债务人各自独立的信用级别，相关性权重的设定会下调两者共同支持的债项的级别。

## 3. 部分支持

在许多情况下，债务会受益于外部支持，但有些支持缺乏足够的保证承诺。例如债券发行者是实力相对较强母公司中实力较弱的子公司，或政府仅持有其部分股权的公司。在后一种情况下，政府提供救助的动机受政府持股比例或发行人对国家经济重要性的影响。

思考以下两种极端情况对面临损失的投资者是有帮助的。第一种情况是债务人违约并且没有外部支持，这种情况发生的概率是 $P(L)$ ，即发行人L自身违约的概率。第二种情况是债务人违约但将获得有力的外部支持。如上所述，由 $P(L \cap H)$ 表示。由于外部支持力度可以由概率表示，因此其值介于0-1之间。我们以 $P(L)$ 和 $P(L \cap H)$ 的概率变化构建投资者风险模型：

$$P(L \cap H | S) = (1-S) * P(L) + S * P(L \cap H) \quad (6)$$

此处，加权参数 $S$ 表示提供外部支持的可能性。完全支持（即 $S = 1$ ）时投资者风险为L、H同时违约风险；没有外部支持（即 $S = 0$ ）时投资风险为债务人的违约风险。

## ◆ 专题研究

# 商业地产抵押贷款资产支持证券信用评级方法比较研究

郑宇/文

## 一、CMBS产品简介

商业地产抵押贷款支持证券是指商业地产抵押贷款的债权银行或地产持有人将符合一定条件的贷款组成“资产池”，以资产池为基础发行证券，通过商业地产未来租金收入对证券本息进行偿还的结构化产品。CMBS兴起于美国60年代，经过几十年的不断发展，CMBS已经成为国际ABS市场的重要品种之一。我国商业地产近年来的快速发展，已经积累了一定规模商业地产抵押贷款，但是由于商业地产贷款金额较大、周期较长，导致现金回笼较慢，一定程度上限制了商业银行对商业地产贷款的发放能力，无法充分满足商业地产开发商的融资需求。而通过CMBS将存量的商业地产贷款通过打包组合出售，加速资产周转，减轻了银行资本压力，同时CMBS市场的发展起到了对商业地产抵押贷款进行合理市场定价的作用，降低了融资成本。通过国外评级机构CMBS评级方法的比较研究，借鉴国外评级机构对CMBS风险判定的方法，有利于推动我国CMBS市场的进一步发展。

## 二、国际三大评级机构CMBS信用评级方法简介

### 1. 标普CMBS评级方法

标普CMBS的信用评级方法是以回收额为基础，通过假设商业地产贷款违约并同时考虑单个借款人或大额借款的集中度，分析目标级别情景压力下，CMBS资产池的贷款与抵押物价值比率（LTV）的临界值以及对应的回收率情况。标普首先对商业物业价值进行精确评估，其次给出基准LTV情景假设，通过对不同压力情景下的基准LTV取值进行压力测试，并且根据不同贷款结构、交易类型等考虑因素对基准LTV的压力临界值进行调整，从而得出在目标级别下，贷款发生违约时，资产池所需增信水平。

图表1. 标准CMBS评级方法框架



在对商业物业进行估值后，标普假设在全部违约发生的情况下，通过对违约回收的分析能够反映出资产池集中度与商业物业价格波动性风险，同时标普认为即使商业物业贷款拥有很高的债务偿付比例（DSCR），但商业物业贷款分期摊还较慢，需要通过再融资对贷款进行周转，导致较大的流动性风险，因此标普认为在违约发生的情况下通过LTV临界值表示贷款回收的可能性能够更好的反映极端情况下资产池的信用保障程度。

图表2. 标普基准LTV临界值

目标信用等级压力	基准贷款价值比率 (LTV)
AAA	40.00%
AA	47.5%
A	57.5%
BBB	67.5%
BB	80.0%
B	95.0%

得出基准LTV临界值后，标普会根据贷款类型、交易机制和其他因素进行调整，在贷款类型方面，标普会评估商业物业的资产质量，标普认为在经济衰退期，较好质量的商业物业能够更好的抵御外部经济环境恶化导致的物业价值下降，标普根据物业类型、物业位置与同类型位置物业比较等因素，将商业物业资产质量分为高、中和低三档类型，对于中和低两档类型的商业物业，标普会对基准LTV临界值进行向下调整，以更好的反映中低档类型物业更大的价值波动，在物业类型方面，如果商业物业属于经营性物业，包括酒店、疗养院等，相对于办公物业和住宅，经营性物业通常价值波动性较大且现金流入不稳定，因此标普对于该类型物业的基准LTV临界值进行下调，而对于有长期稳定租约的办公物业和住宅，由于其现金流入稳定且分散性较好，LTV临界值通常会进行上调。此外，如果借

款人有除入池贷款外的其他次级债务，或入池贷款为IO类型<sup>1</sup>等对LTV临界值进行微调。

根据贷款类型因素对LTV进行调整后，标普根据CMBS的交易结构进一步对LTV取值进行调整，如果入池资产池由多笔贷款组成，标普将会引入有效贷款笔数指标以衡量资产池的分散性对资产池信用增级的影响，有效贷款笔数等于赫芬达尔指数的倒数 $HHI = \sum Si^2$ ， $Si$ 为第*i*笔贷款占资产池比例，得到资产的有效贷款笔数后根据以下标准对基准LTV进行调整。

图表3. 标普贷款分散性调整标准

有效贷款笔数	目标级别下LTV调整标准(%)		
	AAA	AA	A
2	2.5	1.5	1.0
2~10	内插法	内插法	内插法
10	10.0	6.0	4.0

此外，标普还会考虑其他对资产池信用质量影响的因素，包括物业所在地经济环境、自然灾害风险、现金流来源分散度、交易条款、物业保险合同、物业管理方服务能力等。通过以上调整因素最终得出各级别下LTV临界值，进而确定在目标级别下资产池的回收情况，最终得出相应的信用增级水平。

## 2. 穆迪CMBS评级方法

穆迪在对CMBS进行评级时，根据贷款特征将入池抵押贷款分为单一借款人贷款（Single Borrower Transaction）、大额贷款（Large Loan Transactions）、融合贷款（Fusion Transactions）和导管贷款（Conduit Transactions），对于单一借款人和笔数较少的大额贷款，穆迪的评级方法与标普类似，由于资产池分散度较弱，均是采用以LTV临界值为核心指标，通过衡量不同压力情景下目标级别下资产池的回收率情况，判定所需信用增级量，而对于笔数较多分散性较好的导管贷款组成的资产池，穆迪采用多因素分析法，通过分析商业地产抵押价值、贷款特征、交易结构等因素，运用蒙特卡洛模拟的方法将各因素对资产池的影响进行数十万次模拟后得出资产池的预期损失分布，最终判定资产池所需的信用增进水平。对于融合贷款来说，通常资产池由大额贷款和导管贷款组成，因此既需要考虑大额贷款单笔的信用质量，同时也要考察资产池的分散度对所需信用增进量的影响。通常来说，导管贷款笔数越多分散度越好，资产池所需信用增信水平越少，导管贷款笔数越少，大额贷款资产池所占比重越高，则资产池需要更多信用增信来抵御集中度风险。

<sup>1</sup>IO类型贷款存续期内仅支付利息，到期一次性还本付息。与其对应的是摊还型贷款，每期本金和利息均支付。

### 3. 惠誉CMBS评级方法

惠誉对于CMBS的评级方法与穆迪比较接近，同样是根据贷款类型分为大额贷款、导管贷款和融合交易。对于大额贷款，惠誉也是以LTV和DSCR为核心指标，确定目标级别下各指标对应的回收情况。对于导管贷款，惠誉运用蒙特卡洛方法，对入池贷款相关的风险因素进行情景模拟，包括宏观经济环境、区域经济环境、商业地产抵押物质量等，通过对资产池中每笔贷款违约概率和违约损率的判定，重复数十万次模拟，汇总后得出资产的预期损失分布，从而确定目标级别所需的信用增级水平。对于融合贷款评级思路同样是以大额贷款和导管贷款的分析为基础，根据资产池的集中度进行调整，惠誉对资产池集中度评判通过贷款规模集中度和借款人集中度两方面，通过计算每一笔贷款资产池总额占比的平方求和得出贷款规模集中度指数（LCI），根据LCI指数对照表对所需信用增级量进行调整。借款人集中度是将有相关性的贷款占比求和后进行平方，对于无相关性的贷款按照LCI指数方法进行计算，两者相加后得出借款人集中度SCI，通过SCI对照表对目标级别所需信用增级量进行调整。

### 三、标普、穆迪及惠誉CMBS评级方法的比较

标普的CMBS方法对于不同类型的贷款未进行区分，均是采用LTV临界值调整法，这种方法便于操作，但对历史数据充足性和准确性要求较高。而穆迪和惠誉对于不同类型的贷款类型采用不同方法进行评级，对于导管贷款和融合贷款通过蒙特卡洛模拟得出预期损失分布后，再根据资产池的集中度情况对所需信用增级量进行微调。此方法逻辑清晰，且有一定的理论基础，但存在较大的模型风险。总体来看，三大国际评级机构对CMBS的评级方法基本框架较为类似，都是以LTV和DSCR为核心指标，计算在目标级别压力下资产池的回收率情况，但对于资产池集中度的考量方法略有差异，同时标普的评级方法更依赖于历史数据，而穆迪和惠誉的评级方法更倚重于模型分析结果。

#### 参考文献：

Mathias H, et al., 2015, 'Methodology And Assumptions For Global CMBS', Ratings Direct, Standard & Poor's Rating Services.

Parry L, et al., 2014, 'Moody's Approach to Rating US and Canadian Conduit/Fusion CMBS', Ratings Methodology, Moody's Investor Service.

Oliver S, et al., 2015, 'Moody's Approach to Rating EMEA CMBS Transactions', Ratings Methodology, Moody's Investor Service.

Pereira R, et al., 2014, 'U.S. CMBS Master Rating Criteria', Sector-Specific Criteria, Fitch Ratings.

中债资信，国际评级机构商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）评级思路简析，2013

## ◆ 专题研究

# 住房抵押贷款资产支持证券信用评级方法比较研究

沈尧侃/文

摘要：住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）的信用评级因个人信用风险较难度量，且产品存续期限长，信用表现易受宏观经济及房地产市场波动影响，其评级方法相对较为复杂。国际三大评级机构（标普、穆迪和惠誉）均使用了量化模型来分析基础资产，并结合现金流模型、交易结构、法律风险等分析内容来评定RMBS的信用等级。

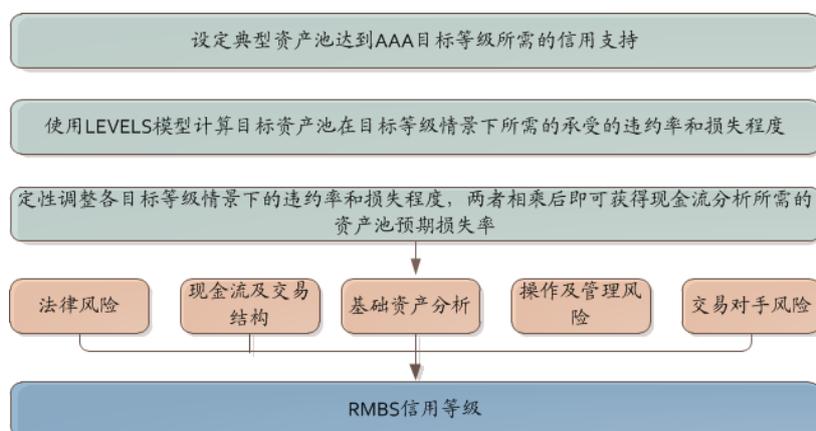
关键词：结构融资，住房抵押贷款，RMBS，信用评级

## 一、国际三大评级机构RMBS信用评级方法简介

国际三大评级机构对于RMBS的评级框架大致相近，分析内容也与其他主流结构化产品基本相同，主要包括基础资产、交易结构、现金流、法律风险、发起机构及服务机构的运营管理风险以及其他参与方的交易对手风险等，各家机构RMBS评级方法之间最大的差异主要体现在基础资产的量化处理方式以及目标资产池损失及挽回的预测方法。下文将逐一简要介绍各家评级机构目前所使用的RMBS评级方法及其配套的量化分析工具。

### 1. 标普LEVELS

图表1. 标普RMBS评级框架

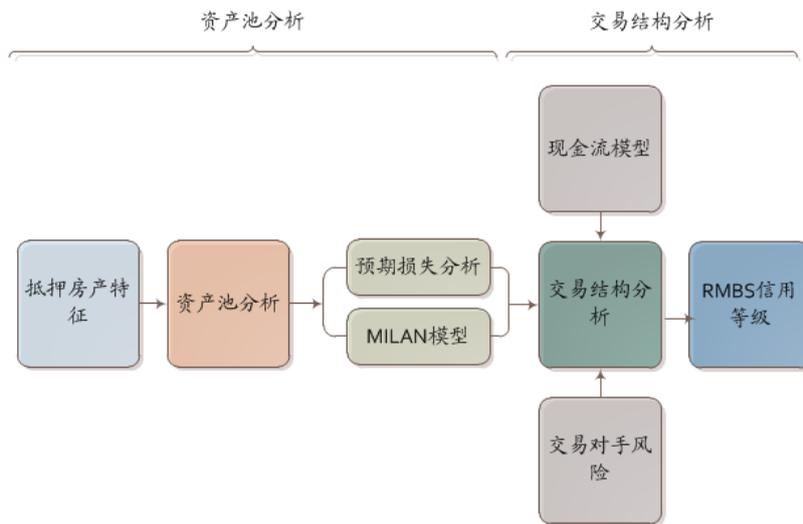


资料来源：标普

标普RMBS的信用评级方法中的基础资产数据量化处理主要基于其自行研发的LEVELS模型。标普首先会构建一个典型资产池，并将其作为比较标准，同时确定在AAA目标等级情景下该资产池所需的信用支持水平，LEVELS模型中的部分原始参数将参照该典型资产池的信用特征。随后标普的分析师通过将目标资产池中每一笔住房抵押贷款的近70余个风险特征参数导入LEVELS模型运算，导出结果是在各目标等级下每一笔抵押贷款预期违约率和预期损失程度。预期损失程度主要由两部分组成，房产价值下跌以及处置抵押房产时产生的费用及损失的利息，损失程度的测算主要参考市场历史数据表现。由LEVELS模型导出的预期违约率与损失程度相乘即为该笔资产的预期损失率，再将全部结果汇总后即可测算出目标资产池在各目标等级情景下所需要的基本信用支持水平。随后，标普会根据目标资产池的一些定性特征（如发起机构的经营管理水平、特定地域的信用风险以及当前的经济状况等）对LEVELS模型定量测算结果进行必要调整。下一步是通过现金流分析，确认目标分层结构是否能够通过目标等级压力情景下的现金流测试。最后再结合法律风险分析、发起机构和服务机构的操作管理风险分析以及交易对手风险分析等来评定RMBS的最终信用等级。

## 2. 穆迪MILAN

图表2. 穆迪RMBS评级框架



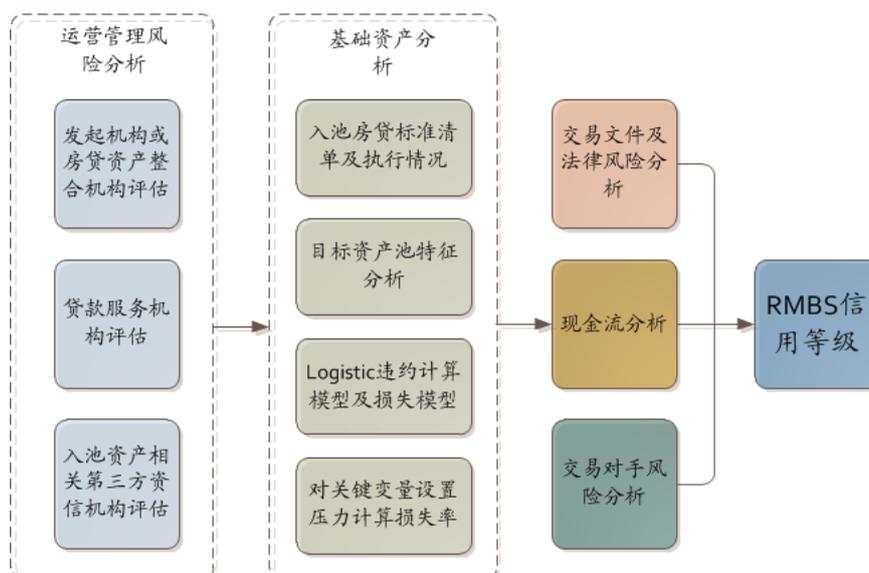
资料来源：穆迪

穆迪RMBS的信用评级首先通过结合发起机构及服务机构的管理水平、基础资产相关数据质量以及国家主权风险来进行目标资产池分析，分析产出结果为目标资产池的预期损失以及MILAN模型计算出达到标的国可获得最高信用等级所需的信用支持水平（即信用增量），目标资产池预期损失的估算主要是基于目前的宏观经济情况、房贷历史数据以及预期未来表现；MILAN模型首先为各标的国均构建了标准贷款及由标准贷款组成的标准资产池，然后根据标准贷款的信用特征和在严苛压力情景下的信用表现来计算标准资产池的基

本信用增量，然后通过目标资产池与标准资产池的比较，对基本信用增量分别在单笔贷款和资产池两个层面做调整，并推算出最终的信用增量。穆迪假设有足够分散度的RMBS资产池损失情况服从对数正态分布，因此结合目标资产池的预期损失率和MILAN模型所推算出的信用增量即可通过分布划分目标层级并计算相应的信用增量。最后再结合交易结构分析、现金流分析、交易对手风险分析等评定信用等级。

### 3. 惠誉Logistic回归

图表3. 惠誉RMBS评级框架



资料来源：惠誉

惠誉RMBS的信用评级也是从分析发起机构及服务机构的管理能力开始，并将分析结果运用于基础资产分析中。惠誉RMBS的基础资产量化分析主要应用了Logistic回归模型以及基于会计基础的损失率计算模型分别估算目标资产池的违约率及损失程度。惠誉选取了10多个与住房贷款违约率相关的变量（包括：贷款价值比、经济风险因素、个人信用评分、贷款目的、贷款期限等）构建Logistic回归模型，随后代入目标资产池的相应变量数值，即可计算出目标资产池在存续期的预期累计违约率，并根据目标资产池的风险特征及集中程度对预期违约率进行调整；惠誉的损失率计算模型主要考虑了房产减值压力、快销调整、清算时间与成本以及贷款摊还等四个因素，估计出房产处置后的净回收额，进而计算出目标资产池的预期基准损失率。随后惠誉会对关键变量施加不同程度的压力，并将相关参数再代入Logistic回归模型及损失率模型计算出各目标等级压力情景下的违约率、损失程度和损失率（即所需的信用增量）。最后再结合现金流模型、法律风险及交易结构等分析内容评定RMBS的信用等级。

## 二、标普、穆迪及惠誉RMBS评级方法的比较

标普LEVELS模型的优势在于操作性强，LEVELS模型经过多年持续不断的完善与调整，已形成较为成熟的基础数据格式模版，将目标资产池的原始数据按照模版要求准备完毕并输入模型运算后，能够在较短的时间内计算出目标资产池在各目标等级情景下所需的信用增量。但该模型对基础数据质量的要求较高，在一定程度上限制了该模型在部分新兴市场上的应用。同时，模型中各目标信用等级所对应的压力程度在设置过程中存在较多的主观判断。

穆迪MILAN模型同样具有较强的操作性，但也同样在一定程度上会受主观定性判断的影响。在数理方面，穆迪假设住房抵押贷款资产池的损失分布服从对数正态分布，但这一假设仅当入池的基础资产数量足够多且足够分散时才有效，因此若目标资产池中住房抵押贷款的集中度过高或笔数过少时就无法使用对数正态分布这一假设来进行目标分层。

惠誉使用Logistic回归模型来预测违约率，这种方法逻辑清晰，容易理解，但回归模型的构建需要大量的历史数据作支撑，并不适用于缺乏历史数据的新兴市场。同时，关键变量压力条件的设置也受主观判断的影响。此外，诸多变量之间也可能存在较强的相关性，进而导致模型预测的误差并影响评级结果。

### 参考文献：

Parisi F, et al., 2009, 'Methodology And Assumptions For Rating U.S. RMBS Prime, Alternative-A, And Subprime Loans', Ratings Direct, Standard & Poor's Rating Services.

Parry A, et al., 2015, 'Moody's Approach to Rating RMBS Using the MILAN Framework', Ratings Methodology, Moody's Investor Service.

Pereira R, et al., 2014, 'U.S. RMBS Master Rating Criteria', Sector-Specific Criteria, Fitch Ratings.

中债资信，【MBS专题研究五】RMBS评级思路研究，热点专题，2014

## ◆ 专题研究

# 债券盯市估值模型研究

李育/文

亚洲金融危机后，多国政府为建立一个稳定、健全的本地债券市场，纷纷采取逐日盯市举措，并同时设立或指定了第三方机构来提供估值。韩国、马来西亚等国在政府主导下陆续建立了本国第三方债券估值机构，并要求有关证券代理机构每日进行跟踪比较，及时揭示投资风险。2008年金融危机之后，欧美市场“第三方估值”的作用更加明显。

## 一、中国债券估值的产生

2003年1月，上证国债指数发布，该指数的样本由在上海证券交易所挂牌的国债构成，计算价格为样本的实时交易价格，如果无价，则采用最近成交价格，取价规则类同于股票。该指数发布以后，我国交易所市场国债交易活跃，上证国债指数成为了表征我国债券市场走势的风向标。随着银行间债券市场的发展，2003年以来部分机构开始编制反映银行间债券市场走势的指数。但银行间债券市场的询价交易机制以及债券的基本属性使然，个券交易不活跃，大部分债券没有价格信息，并且有价格信息的债券中充斥着异常价格。因此，在银行间债券指数的编制过程中，面临的首要问题即是如何给无价格信息的债券定价，同时识别异常价格并予以修正，如果采取同于上证国债指数的做法，则有相当一部分债券的价格要追溯至很久，这样就与债券指数表征市场的基本功能相违背。在这样的背景下，债券估值顺应而生。

从债券估值发展来看，我国债券估值是债券指数编制过程中的“副产品”，市场并未给予其足够关注。实际上，债券估值与会计准则息息相关。在2007年7月以前，投资机构对债券资产组合净值的计算是采用成本法，并非公允价值计算债券资产。2007年7月以后，新的《企业会计准则》被执行，新准则中引入“公允价值”的概念，估值正式走上台前。

## 二、估值对市场的作用

### 1. 资产组合的净值计算

根据证监会计[2007]21号文件要求，对存在活跃市场的投资品种，如估值日有市价的，应采用市价确定公允价值。对不存在活跃市场的投资品种，应采用市场参与者普遍认同，且被以往市场实际交易价格验证具有可靠性的估值技术确定公允价值。

2014年1月财政部发布了《企业会计准则第39号—公允价值计量》（以下简称《准则》）。《准则》相比以前的规定更清晰明确，并建立了独立的准则，进一步规范了公允价值计算和披露的有关规定，对债券资产公允价值计量明确了估值技术和使用方法。

### 2. 二级市场的交易基础

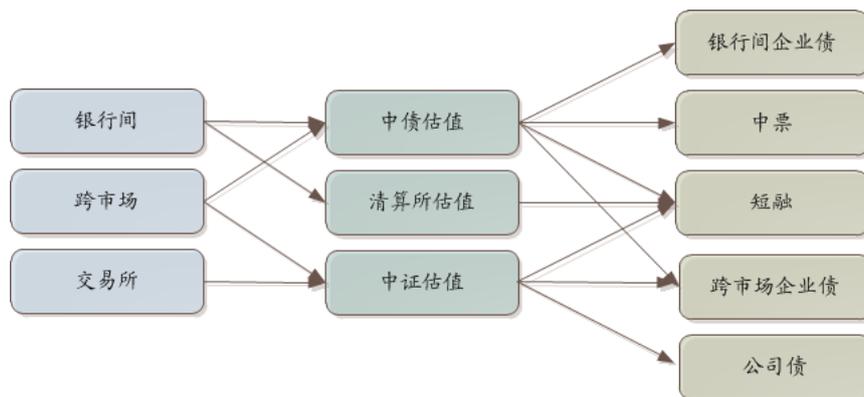
估值是二级市场中交易产品的参考价。如果估值价格大于真实价格，则买方会有浮亏。反之，如果估值价格小于真实价格，则卖方会有浮亏。

### 3. 一级市场的招标参考

通过招标系统发行的债券，投标人在投标时，往往会参考前一个交易日的曲线数据，然后做出投标价格决策。

## 三、国内债券估值体系

图表1. 债券估值系统关系图



## 四、估值的原理

债券估值应该是根据即期利率曲线来计算债券的价格，然后再根据付息频率得到债券收益率水平。因此，债券估值的关键问题是如何得到即期利率曲线。一般来讲，可以通过两种方法得到即期利率曲线，即解靴法和模型法。解靴法是利用已知期限的即期利率，结合插值法和已知债券的价格，计算得到即期利率；模型法是利用模型对经过筛选过的价格

信息进行拟合，得到贴现函数曲线，然后得到即期收益率曲线。下面我们将简单介绍下多家国外央行采用的Nelson-Siegel模型的基本原理。

## Nelson-Siegel模型

1987年，Nelson和Siegel提出了解决即期远期利率的方法。考虑一个在m时刻到期的即期远期利率 $f_{(t,m)}$ ：

$$f_{t,m} = \beta_{t,0} + \beta_{t,1} \exp\left(\frac{-m}{\tau_{t,1}}\right) + \beta_{t,2} \frac{m}{\tau_{t,1}} \exp\left(\frac{-m}{\tau_{t,1}}\right)$$

其中m为到期时间，t为即期时间， $\beta_{(t,0)}$ 、 $\beta_{(t,1)}$ 、 $\beta_{(t,2)}$ 和 $\tau_{(t,1)}$ 为被估参数。因此，将上式相应积分之后便可以得到即期利率 $s_m$ ：

$$s_m = \beta_0 + (\beta_1 + \beta_2) \frac{\tau_1}{m} \left(1 - \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)\right) - \beta_2 \exp\left(-\frac{m}{\tau_1}\right)$$

Nelson-Siegel模型对形状简单的收益率曲线的拟合效果很好，但在复杂的情景下的拟合偏差比较大。1994年，Svensson在Nelson-Siegel的模型基础上新添加了一项：

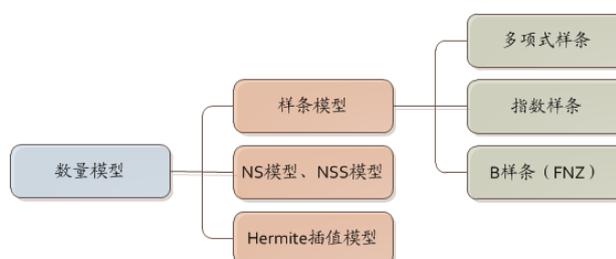
$$f_m = \beta_0 + \beta_1 \exp\left(\frac{-m}{\tau_1}\right) + \beta_2 \frac{m}{\tau_1} \exp\left(\frac{-m}{\tau_1}\right) + \beta_3 \frac{m}{\tau_2} \exp\left(\frac{-m}{\tau_2}\right)$$

同样地，将上式相应积分后便可以得到即期利率 $s_m$ ：

$$\begin{aligned} s_m = & \beta_0 + \beta_1 \left(1 - \exp\left(\frac{-m}{\tau_1}\right)\right) \left(\frac{-m}{\tau_1}\right)^{-1} \\ & + \beta_2 \left( \left(1 - \exp\left(\frac{-m}{\tau_1}\right)\right) \left(\frac{-m}{\tau_1}\right)^{-1} - \exp\left(\frac{-m}{\tau_1}\right) \right) \\ & + \beta_3 \left( \left(1 - \exp\left(\frac{-m}{\tau_2}\right)\right) \left(\frac{-m}{\tau_2}\right)^{-1} - \exp\left(\frac{-m}{\tau_2}\right) \right) \end{aligned}$$

图表2. 债券估值国际经验

国家	所用估值模型
美国	平滑样条 (FNZ)
日本	平滑样条 (FNZ)
英国	基于样条模型的VRP
法国	NSS模型
意大利	NSS模型
瑞典	平滑样条和NSS模型



## 五、债券估值流程

债券估值的流程主要由数据收集、数据筛选、曲线拟合和估值监控构成。数据收集包括银行间、交易所、做市商报价以及债券一、二级市场数据等。在收集到相关数据后，便要展开估值预判工作即债券估值人员结合市场专家估值综合判断筛选。之后则用估值模型生成即期收益率、到期收益率以及远期收益率三条曲线，利用相应曲线后，通过计算可以得出债券指数。最后需要对估值进行监控，比如，比较前后两个交易日的估值变化或与一级、二级市场比较等。

以中证债券估值为例，其流程由盘中盯市、估值预判、数据筛选、曲线拟合、曲线监控、指数计算、估值监控构成。

## 六、中证指数有限公司债券估值模型

中证采用的是多项式样条模型，其估值流程为：

### 1. 根据债券基本信息拆解未来现金流

### 2. 导入经过处理的行情数据

- ◆每日 13:00 开始上午报价成交汇总分析
- ◆每日 15:30 开始第一次全天报价成交汇总分析
- ◆每日 16:30 开始第二次全天报价成交汇总分析

### 3. 构造目标函数

$$Q = \sum_i Weight_i (Price_i - \sum_t CF_{i,t} * DF_t)^2 \quad (1.1)$$

其中CF为债券未来现金流，Price为债券价格数据，Weight为根据成交、报价情况对该价格数据赋予的权重，DF为贴现因子。三次样条函数的结构如下：

$$D(t) = \begin{cases} D_1(t) = a_1 + b_1t + c_1t^2 + d_1t^3, t \in [T_1, T_2] \\ D_2(t) = a_2 + b_2t + c_2t^2 + d_2t^3, t \in [T_2, T_3] \\ D_3(t) = a_3 + b_3t + c_3t^2 + d_3t^3, t \in [T_3, T_4] \end{cases} \quad (1.2)$$

其中， $a_i, b_i, c_i, d_i, i=1, \dots, n$ 是需要估计的参数。

### 4. 优化求解

由(1.1)可得(1.2)中贴现因子函数的系数，由此得到D(t)的表达式。

### 5. 收益率曲线

由D(t)计算得到即期收益率： $S(t) = D(t)^{1/t} - 1 \quad (1.3)$

## 6. 债券估值

由即期收益率和债券现金流计算债券理论价格：
$$PV = \sum_t \frac{CF_t}{(1+s(t))^t} \quad (1.4)$$

将PV代入（1.5），得到债券到期收益率y：
$$PV = \sum_t \frac{CF_t}{(1+y)^t} \quad (1.5)$$

此估值方法只适用于固定利率债券。

## 七、中央国债登记结算公司债券估值模型

### 1. 中债收益率曲线采用Hermite插值模型

具体公式为：

设 $x_1 < L < x_n$ ，并已知这些期限的对应收益率 $(x_i, y_i)$  ( $x_{(i+1)}, y_{(i+1)}$ )， $i \in [1, n]$ ，求任意 $x \in [x_i, x_{(i+1)}]$ 对应的收益率 $y(x)$ 。
$$y(x) = y_i H_1 + y_{i+1} H_2 + D_i H_3 + D_{i+1} H_4$$

其中：

$$H_1 = 3 \left( \frac{x_{i+1}-x}{x_{i+1}-x_i} \right)^2 - 2 \left( \frac{x_{i+1}-x}{x_{i+1}-x_i} \right)^3, \quad H_2 = 3 \left( \frac{x-x_i}{x_{i+1}-x_i} \right)^2 - 2 \left( \frac{x-x_i}{x_{i+1}-x_i} \right)^3,$$

$$H_3 = \left( \frac{x_{i+1}-x}{x_{i+1}-x_i} \right)^2 - \left( \frac{x_{i+1}-x}{x_{i+1}-x_i} \right)^3, \quad H_4 = \left( \frac{x-x_i}{x_{i+1}-x_i} \right)^2 - \left( \frac{x-x_i}{x_{i+1}-x_i} \right)^3$$

$x_i$ 为期限， $y_i$ 为收益率， $D_i$ 为斜率

### 2. 中债估值计算方法（部分）

（1）对处于最后付息周期的付息债券、待偿期在一年以下的贴现债券、零息债券、到期一次还本付息债券：

$$\text{日间估价全价计算公式：} \quad PV = \frac{FV}{y * \frac{D}{TY} + 1}$$

其中，PV：债券全价，FV：债券到期时还本付息金额，TY：债券计息年实际天数，y：收益率 D：从估值日到到期日的实际天数。

（2）对待偿期在一年以上的到期一次还本付息债券和零息债券：

$$\text{日间估价全价计算公式：} \quad PV = \frac{FV}{(1+y)^t}$$

其中，PV：债券全价，FV：债券到期时还本付息金额，y：收益率，t：待偿期。

## ◆ 市场研究

# 2015年上半年中国债券市场发行与评级研究

吴晓丽/文

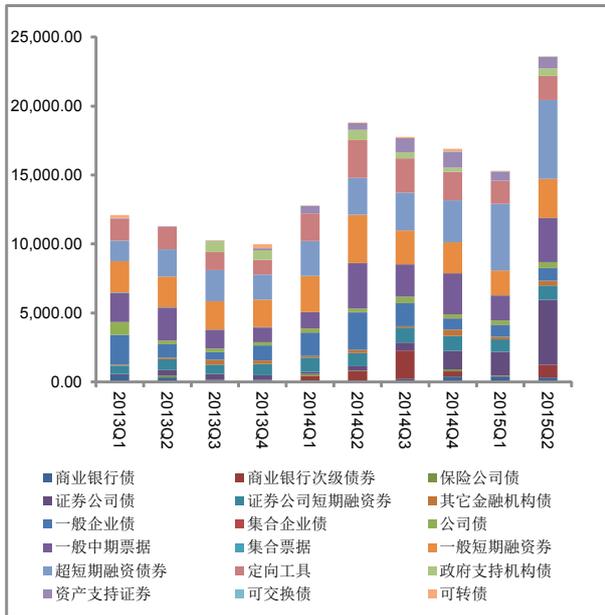
### 一、债券市场总体发行情况

2015年上半年，我国经济现企稳迹象，但下行压力仍在。其中，上半年国内生产总值GDP同比增长7.0%，连续两个季度保持7.0%的水平，居民消费价格总水平CPI同比上涨1.3%，规模以上工业增加值同比增长6.3%。具体来看，规模以上工业增加值虽连续4个月回升，但较去年同期8.8%的增速依然下降明显，传统产业去产能压力依然较大；第三产业增加值增长明显加快是二季度经济企稳的重要原因，其中金融业对GDP贡献率从去年同期9.7%上升至19.9%，但是金融业的高增长或将在下半年内逐渐弱化。上半年消费表现平稳，增长依然偏慢；投资仍未走出颓势，且有继续恶化的趋势，继续拖累经济复苏进程；受大宗商品价格不振、内需疲软等共同作用，进口大幅下降，出口的结构改善使得上半年贸易顺差额占GDP比重达到5.4%。政府继续实

施积极的财政政策和稳健偏宽松的货币政策，保证市场流动性，降低实体融资成本；地方债务置换力度加大，实体企业及地方融资平台融资路径的放宽，有助于整个经济的稳定增长。

2015年上半年，全国债券市场共发行各类债券5641期，发行金额合计8.86万亿元，同比增加3.24万亿，同比大幅增长60.69%。其中，以国债、地方政府债、同业存单和政策性银行债为代表的利率产品合计发行4.96万亿元，占同期债券募集总额的56.06%，同比大幅增长107.84%，增长主要源自地方政府债和同业存单发行量大幅增加。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3.89万亿元，占同期债券募集总额的43.94%，同比增长24.63%，除证券公司债和超短期融资券发行规模大幅增加外，其余主要券种发行量都有不同程度的趋缓或减少。

图表1. 债券市场信用产品发行情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2015年上半年，信用产品细分券种一级市场发行情况出现分化。其中，一般短期融资券、定向工具、一般企业债等主

要品种，发行金额同比均出现下降，分别为-23.87%、-28.00%和-59.21%；超短期融资券同比较大幅度的增长102.94%；此外，证券公司债发行金额大幅增加，增幅为1299.15%，成为信用债市场上的重要品种。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和政府性债务甄别的影响，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，尤其是企业债规模收缩明显；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，并日益呈现增长趋势；三是，年初新实施的《公司债券发行与交易管理办法》将公司债的发行主体扩大至所有公司制法人，并全面建立非公开发行制度，受此影响，证券公司发行的私募债最先有了明显增量。

图表2. 2015年上半年主要债券产品发行情况

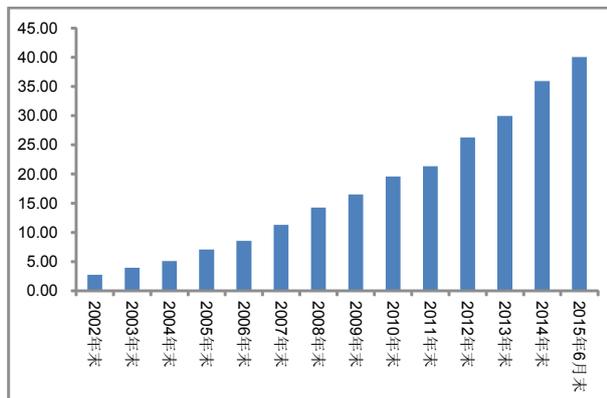
类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	39	0.69%	8573.70	9.68%
同业存单	2207	39.12%	17112.40	19.32%
地方政府债	145	2.57%	8682.65	9.80%
金融债	639	11.33%	25872.57	29.21%
政策银行债	263	4.66%	15280.60	17.25%
商业银行债	24	0.43%	707.00	0.80%
商业银行次级债券	21	0.37%	943.90	1.07%
保险公司债	3	0.05%	47.50	0.05%
证券公司债	184	3.26%	6436.10	7.27%
证券公司短期融资券	116	2.06%	1940.60	2.19%
其它金融机构债	28	0.50%	516.87	0.58%
企业债	166	2.94%	1810.62	2.04%
一般企业债	164	2.91%	1795.40	2.03%
集合企业债	2	0.04%	15.22	0.02%

公司债	125	2.22%	739.94	0.84%
一般公司债	44	0.78%	507.74	0.57%
私募债	81	1.44%	232.20	0.26%
中期票据	353	6.26%	4993.46	5.64%
一般中期票据(含PRN)	352	6.24%	4989.20	5.63%
集合票据	2	0.04%	4.26	0.00%
短期融资券	1133	20.09%	15196.20	17.16%
一般短期融资券	519	9.20%	4652.30	5.25%
超短期融资券	614	10.88%	10543.90	11.90%
定向工具	496	8.79%	3426.40	3.87%
资产支持证券	326	5.78%	1508.51	1.70%
交易商协会ABN	8	0.14%	20.00	0.02%
证监会主管ABS	206	3.65%	336.55	0.38%
银监会主管ABS	112	1.99%	1151.96	1.30%
可转债	2	0.04%	84.00	0.09%
可交换债	3	0.05%	18.98	0.02%
政府支持机构债	6	0.11%	550.00	0.62%
合计	5641	100.00%	88569.42	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6月末, 全国债券市场存量债券余额40.05万亿元, 比年初增加4.14万亿元。

图表3. 2015年6月末债券市场存量债券余额(万亿元)

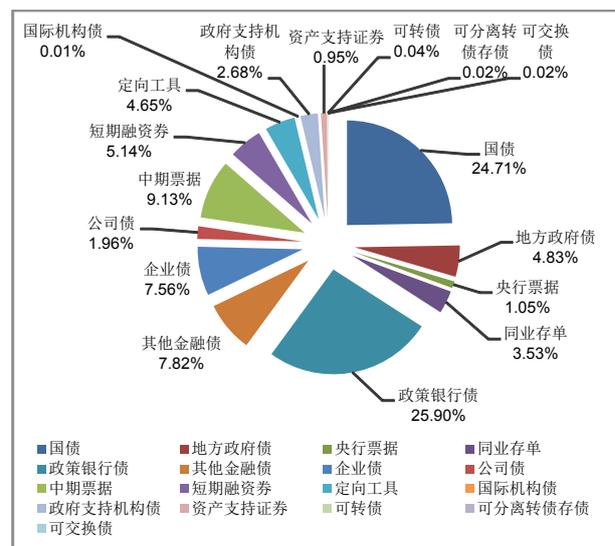


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

从债券市场存量债券券种分布看, 2015年6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24.09万亿元, 占比60.03%; 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16.01万亿元, 占比39.97%。

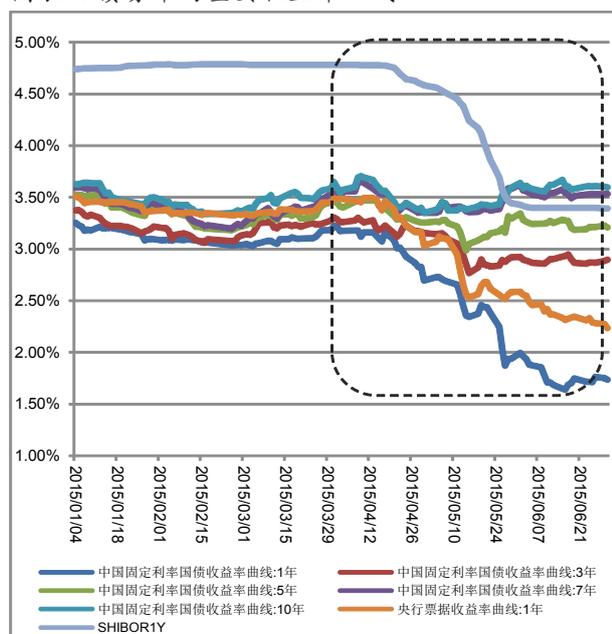
图表4. 2015年6月末债券市场余额券种分布



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2015年以来已经连续进行3次降息和3次降准，其中二季度进行了2次降息和2次降准，货币政策宽松力度进一步加大，资金面整体偏宽松，受此影响，二季度债券市场收益率曲线陡峭下行。其中，固定利率国债1年期收益率6月末由年初的3.25%降至1.74%，大幅下降151个BP，其中6月15日的1.65%创近年来的新低。1年期收益率大幅下行除上述因素影响外，还与二季度以来股票行情火爆相关，受新股密集发行影响，打新基金销售火爆，为提高资金使用效率，打新基金会配置一定比例的短期国债，从而1年期国债需求上升，收益率持续下行，6月下旬以来，随着股市的急剧下跌，打新基金被赎回，短期国债需求下降，收益率有所上扬。而3年期国债收益率则降幅趋缓，6月末由年初的3.38%降至2.90%，下降48BP，7年期和10年国债收益率相对稳定，仅下降6个BP和3个BP。

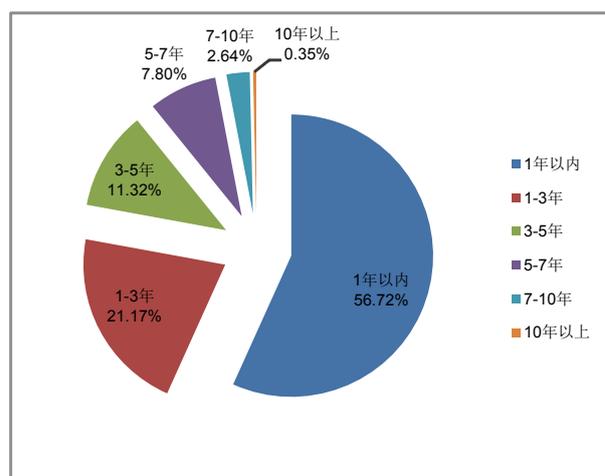
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从发行期限看，2015年上半年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56.72%，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21.17%、11.32%、7.80%、2.64%和0.35%，5年期以下债券合计占比89.20%。

图表6. 2015年上半年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

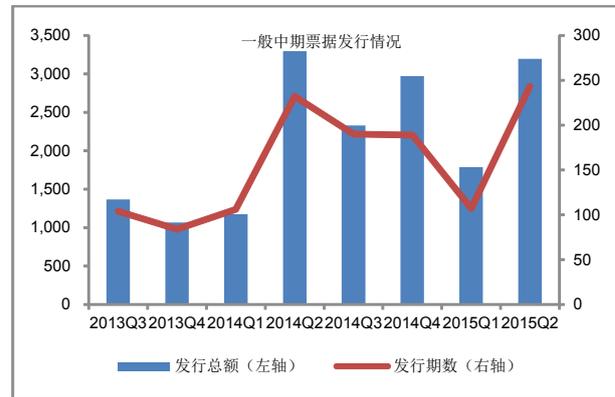
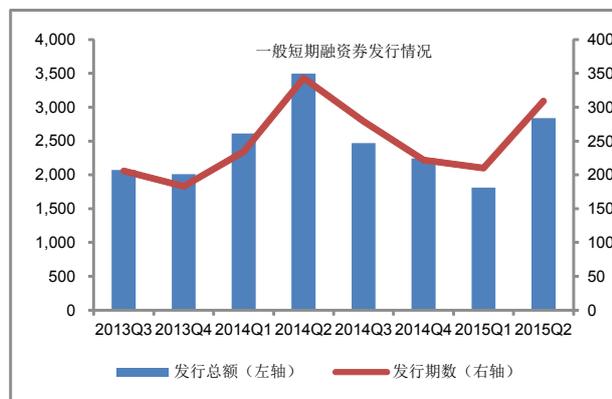
#### 1. 非金融企业债务融资工具发行规模

2015年上半年，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行519期，同比下降10.05%；募集资金4652.30亿元，同比减少23.87%。中期票据(不含中小企业集合票据和项目收益票据)共发行350期，同比上升3.55%；募集资金4984.20亿元，同比增加11.44%。定向工具共发行496期，同比下降

21.64%；募集资金3426.40元，同比减少24.49%。超短期融资券共发行614期，同比上升244.94%；募集资金10543.90亿元，同比增加102.94%。2015年上半年，中期票据发行期数和金额同比有所增长；短期融资券和定向工具发行期数和金额同比均有所下降，但同一季度相比，受央行降准、降息的有效刺激，发行期数和规模均有所增长；而超短期融资券则保持放量增长态势。

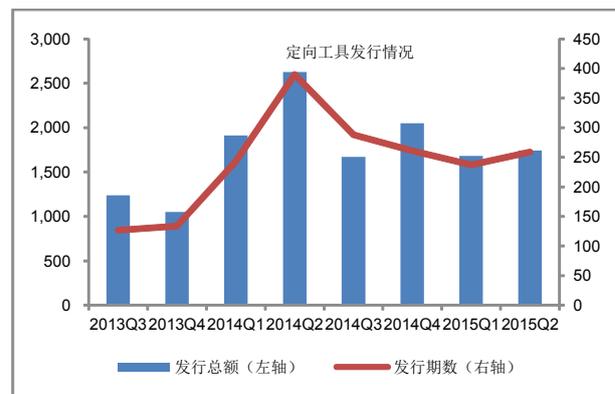
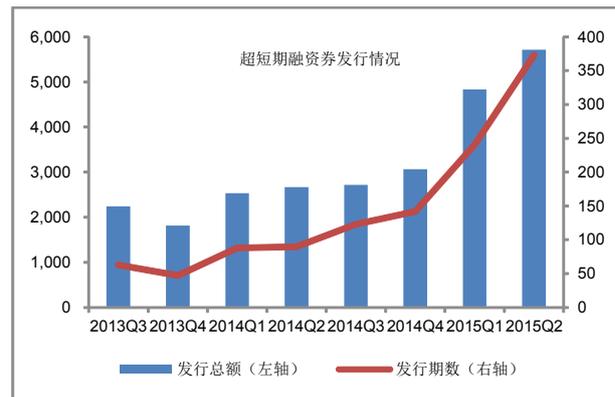
超短期融资券是非金融企业在债券市场发行的期限在270天以内的短期债券品种，具有信息披露简洁、发行流程简单、债券期限灵活、资金价格较低、市场流动性强等特点，之前发行对象控制在AAA级中央企业范围内。2014年交易商协会进一步明确了超短期融资券的扩容政策，将发行主体由AAA级企业扩展至AA及以上非金融企业，同时需满足近三年公开发行业务融资工具累计达3次或累计发行金额达50亿元。超短期融资券发行主体范围放开后，有营运资金需求的AA级及以上企业纷纷酝酿发行超短期融资券来补充流动资金，致使2015年上半年超短期融资券的发行规模进一步大幅增长。

图表7. 近年来短期融资券和中期票据发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表8. 近年来超短期融资券和定向工具发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

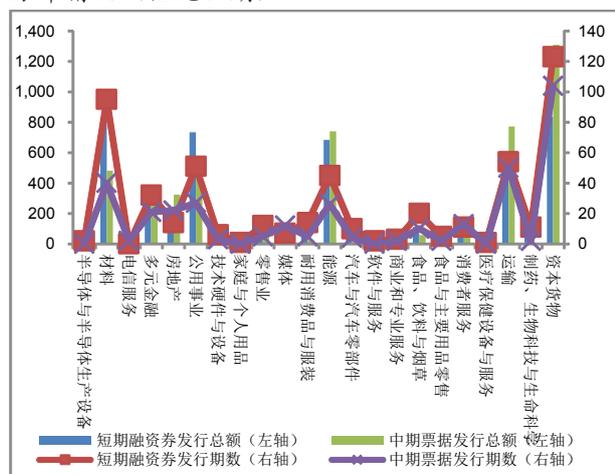
## 2. 发行人行业分布

以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2015年上半年短期融资券和中期票据发行人涉及22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84.66%和77.07%，在中期票据中合计占比分别为83.16%和76.57%，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。2015年上半年房地产行业短期融资券和中期票据发行金额分别为104.00亿元和233.50亿元，占比分别由2014年的1.65%和4.27%增至2.32%和6.49%。

图表9. 2015年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况(亿元、期)

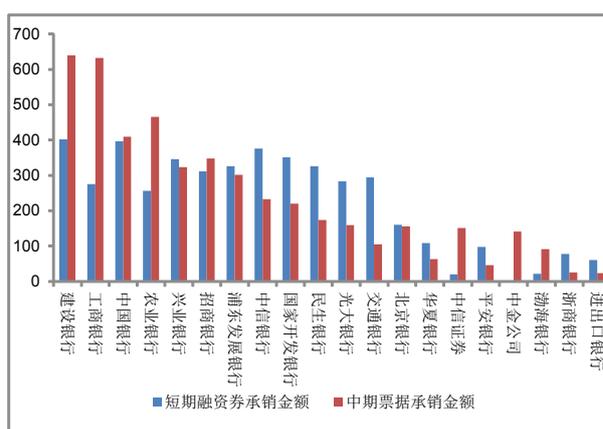


数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

### 3. 主承销商分布

2015年上半年，共有25家银行和10家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从承销金额来看，四大银行包揽前四位，兴业、招商、浦发、中信、民生等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表10. 2015年上半年短期融资券和中期票据主要主承销商分布(亿元)



数据来源: Wind资讯, 中国债券信息网

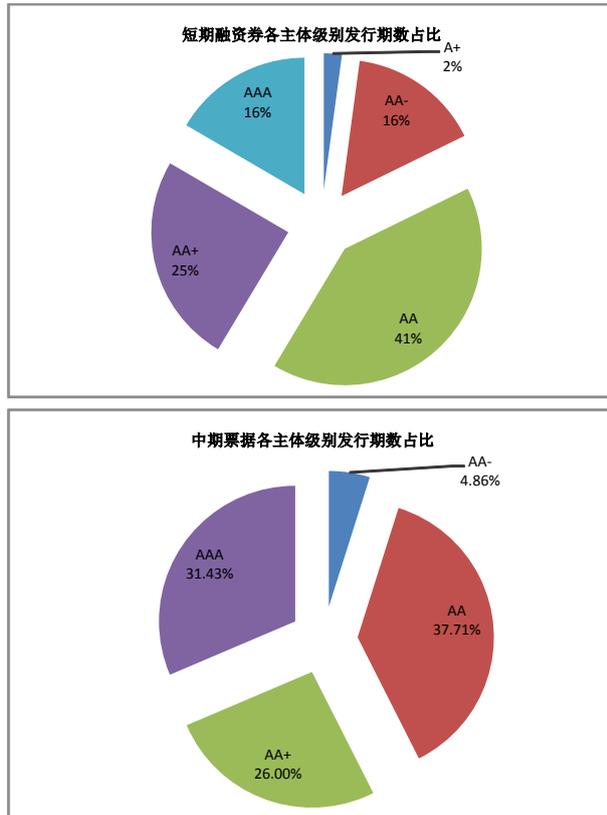
### 4. 信用等级

2015年上半年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97.88%。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。上半年短期融资券发行主体为A+级的有11期，发行额合计17.40亿元，其中10期为无担保债券，1期为外部担保。

2015年上半年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**95.14%**。上半年新发行的中期票据主体级别为**AA-**级的有**17**期，发行额合计**75.30**亿元，其中**14**期为无担保债券。

图表11. 2015年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

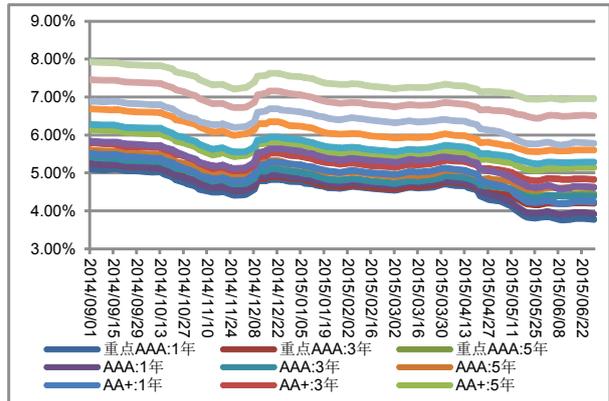


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 5. 发行利率

2015年二季度银行间市场收益率陡峭下行，与债券市场整体收益率契合。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%**，一季度末降为**4.81%**，二季度末大幅降至**3.92%**，同年初相比下降**96**个BP；同期**AA**级定价估值收益率年初为**5.57%**，一季季末为**5.42%**，二季度末降至**4.62%**，下降**95**BP。

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

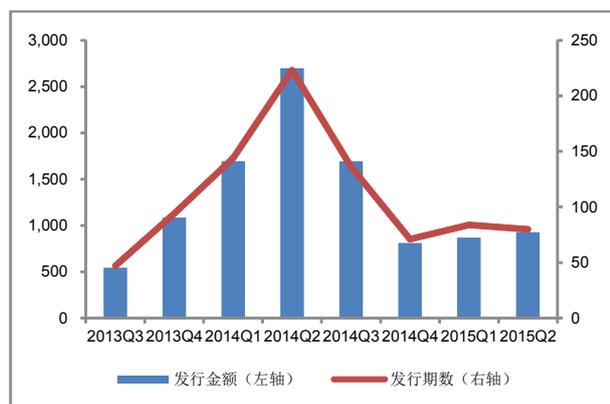
## (二) 企业债券市场分析

### 1. 发行规模

2015年上半年，累计发行企业债券（不含集合企业债）**164**期，同比下降**55.31%**；合计发行金额**1795.40**亿元，同比减少**59.11%**。2014年10月政府发布的**43**号文对城投债的发债规模和数量影响很大，以城投债为主的企业债发债数量和规模大幅下降，2015年上半年来看，发债已步入较小规模的平稳状态，但城投企业的资金需求压力和城投债到期偿付压力已逐渐累积。2015年5月11日，国务院办公厅转发《财政部人民银行银监会关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》（国办发〔2015〕40号，简称《通知》），对城投企业在建项目的后续融资问题提出解决方案。《通知》主要内容包括支持在建项目的存量融资需求，对于存量融资，银行已放款项目继续放宽，合同已到期项目可申请贷款；规范实施在建项目的增量融资，对于增量融资，优先采用**PPP**模式融资，若不适宜引入社会资本的，可由地方政府发行债务解决。

5月25日，国家发改委发布的《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）以及6月19日发布的《对发改办财金[2015]1327号文件的补充说明》，明确指出要扩大企业债融资规模，在具体要求上，放宽发债企业数量指标的限制，放宽资产负债率和净利润指标要求，并允许企业使用不超过40%的募集资金偿还银行贷款和补充营运资金。总体来看，城投企业发债环境更加宽松，未来有望放量增长。

图表13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

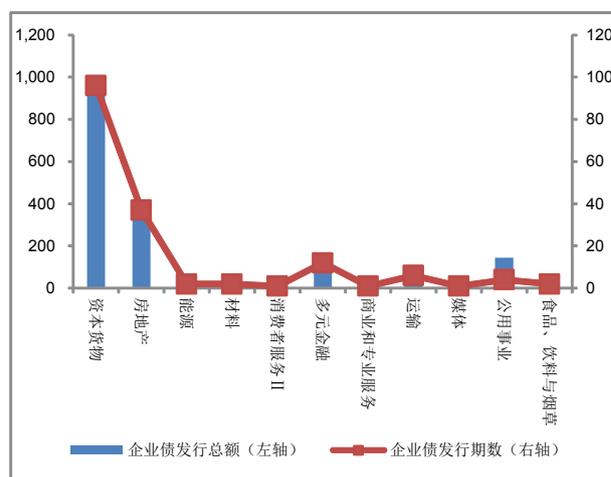


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2015年上半年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。在上半年发行的164期企业债中，其中有149期属于城投债，占比高达90.85%。

图表14. 2015年上半年企业债券发行行业分布（亿元、期）

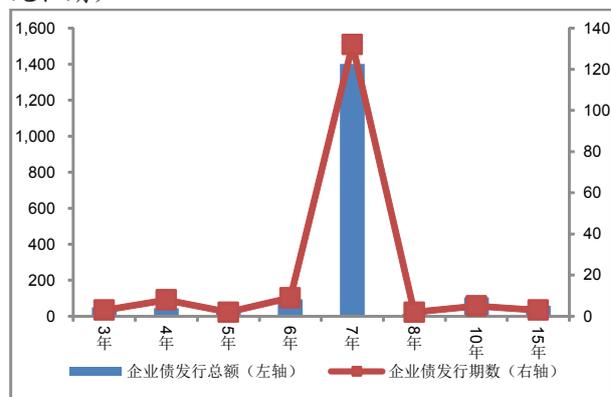


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 3. 发行期限结构

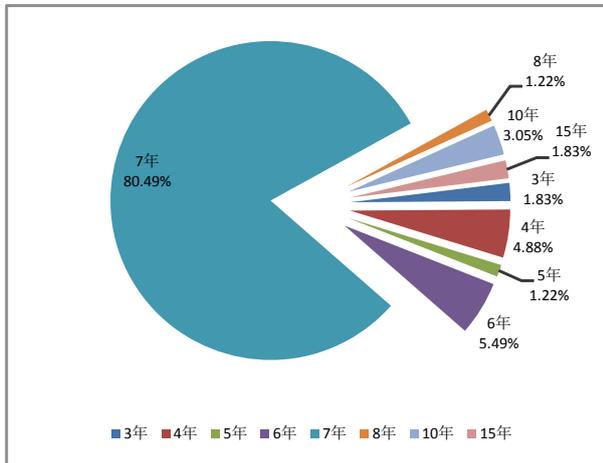
从企业债券的期限结构看，2015年上半年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为80.49%和78.03%；7年及以上债券合计占比分别为86.59%和87.77%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表15. 2015年上半年企业债券发行期限结构（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

表16. 2015年上半年企业债券各期限发行期数占比

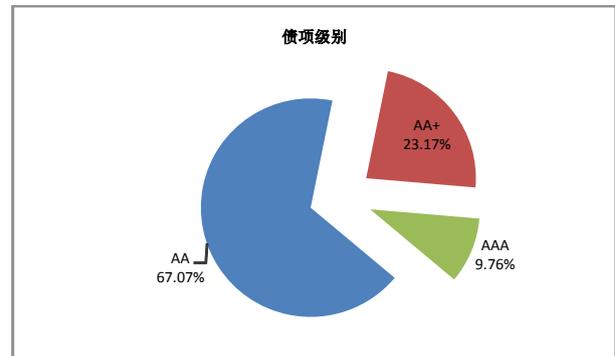
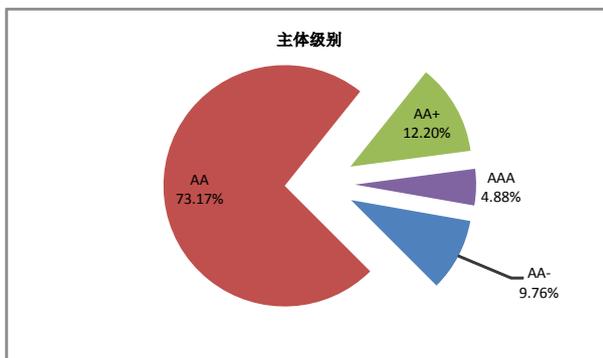


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2015年上半年发行的企业债券中，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9.76%，AA级期数占比为73.17%，这两个级别的发行主体占了企业债的80%以上。发行债项信用等级最低为AA级，占比为67.07%，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年上半年企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）

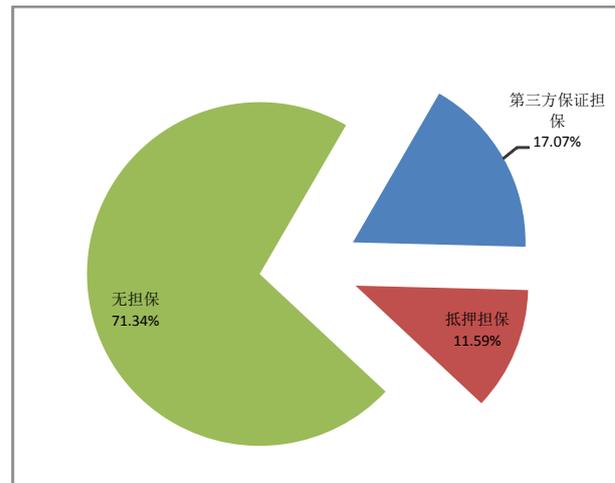


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 5. 增信方式

2015年上半年发行的企业债券主要为无担保债券，占比为71.34%。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占比为17.07%，抵押担保债券为11.59%。

图表18. 2015年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）



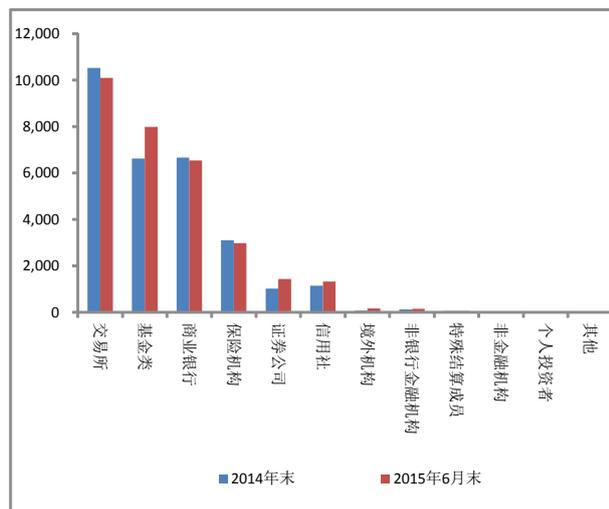
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 6. 持有者结构

截至2015年6月末，交易所、基金、商业银行和保险机构是企业债券的前四大

持有者。其中，交易所持有1.01万亿元，占比32.80%；基金持有0.80万亿元，占比25.97%；商业银行持有0.65万亿元，占比21.25%；保险机构持有0.30万亿元，占比9.60%。

图表19. 企业债券持有者结构（亿元）

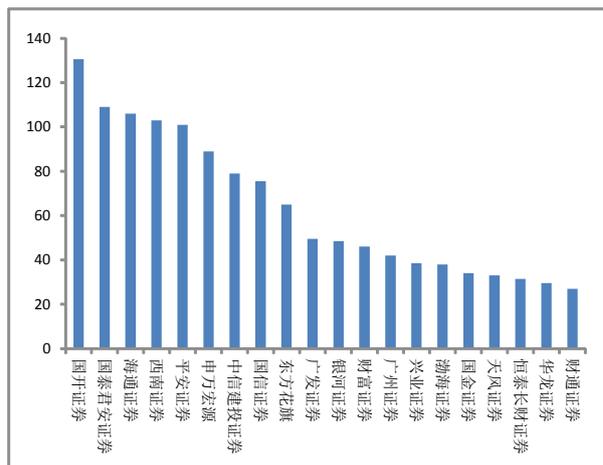


数据来源：Wind资讯，中国债券信息网

## 7. 主承销商分布

2015年上半年共有57家证券公司和1家银行（民生银行）参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，国开证券、国泰君安证券、海通证券分列前三甲。国开证券依赖强大股东背景，在以城投类债券为主的企业债承销上具有相对较大优势，国泰君安证券固定收益承销在上半年表现优异。

图表20. 2015年上半年企业债券主要主承销商分布  
（按募集金额，亿元）

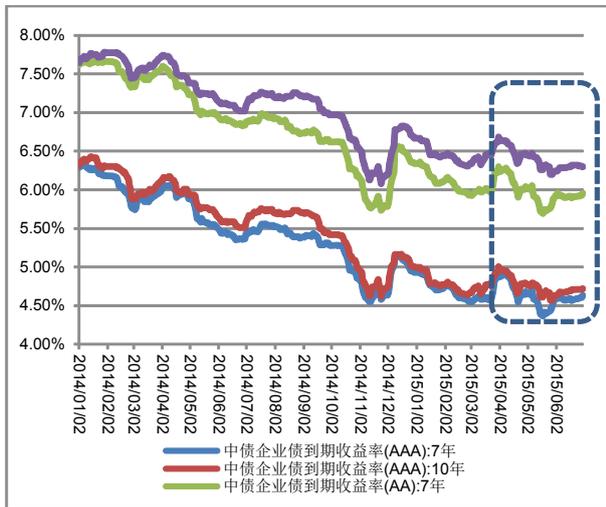


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 8. 发行利率分析

2015年上半年，企业债市场收益率曲线波动中趋于下降。受2014年12月中证登发布调整企业债回购标准的影响，企业债收益率快速上行，AAA级、7年期上升至5.15%的年末高点，2015年初为4.93%，但在较弱的经济基本面、宽松货币政策预期下，年初企业债收益率小幅下行，3月份在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下，企业债收益率反转向下，基本恢复至年初水平，随后在货币政策宽松的形势下整体进入下降通道，6月末中债企业债AAA级、7年期收益率降至4.63%，较年初下降30BP；AA级、7年期收益率6月末为5.95%，较年初下降39BP。

图表21. 重要期限固定利率企业债收益率曲线



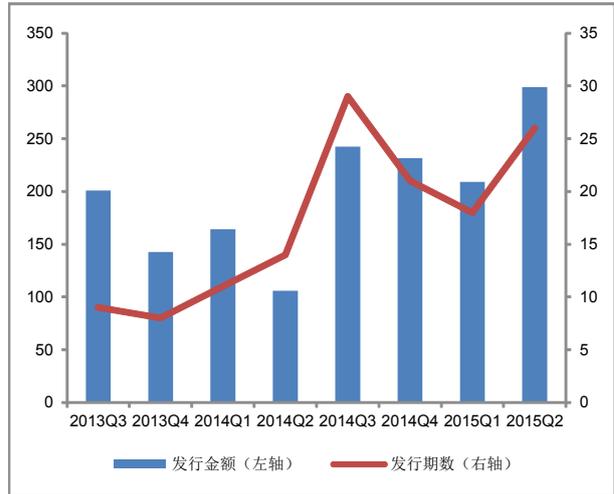
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

### (三) 公司债券市场分析

#### 1. 发行规模

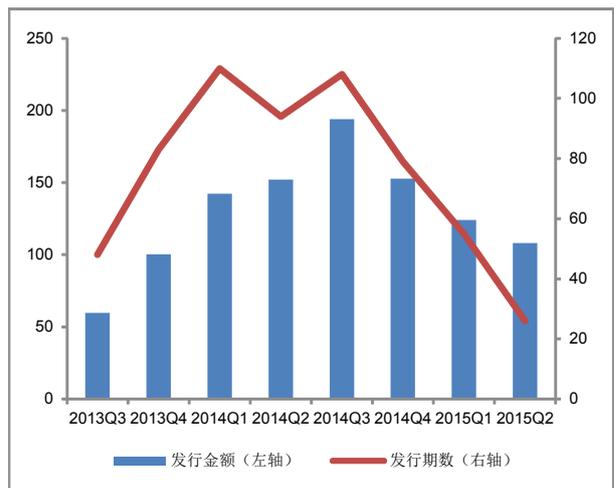
2015年上半年,交易所公司债公开发行44期,同比上升76.00%;发行金额507.74亿元,同比增加88.05%。交易所私募债<sup>1</sup>发行81期,同比下降60.29%;发行金额232.20亿元,同比减少21.11%。自2014年以来,交易所中小企业私募债多次出现信用风险违约事件。2015年,这种形势并没有良好改观,“12东飞01”、“12致富债”、“12蓝博01”、“12蒙恒达”、“13大宏债”等私募债接连出现兑付危机,中小企业私募债的一级发行市场规模继续萎缩。

图表22. 近年来公司债公开发行情况(亿元、期)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

图表23. 近年来私募公司债发行情况(亿元、期)



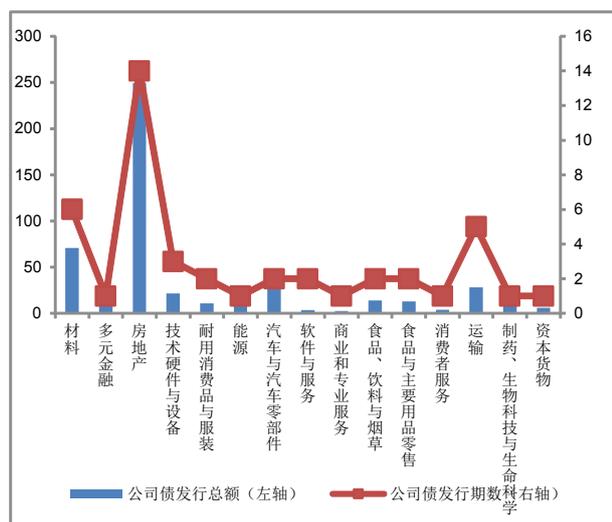
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

#### 2. 发行人行业分布

从所属行业看,2015年上半年公司债发行人主要分布在材料、房地产、汽车与汽车零部件、运输等领域。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14期房地产公司债券发行。

<sup>1</sup>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。

图24. 2015年上半年公司债发行所属行业分布  
(亿元、期)

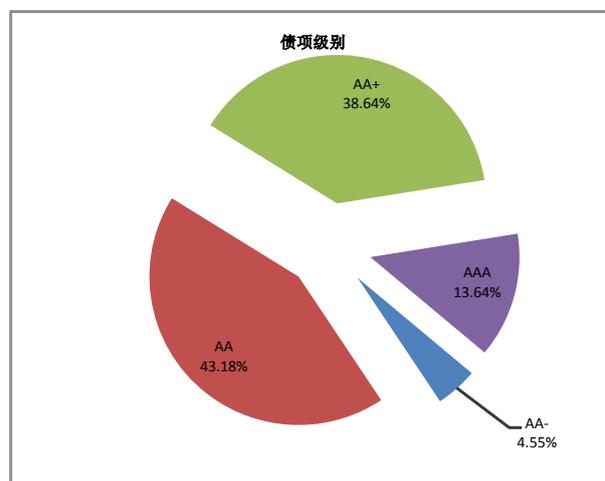
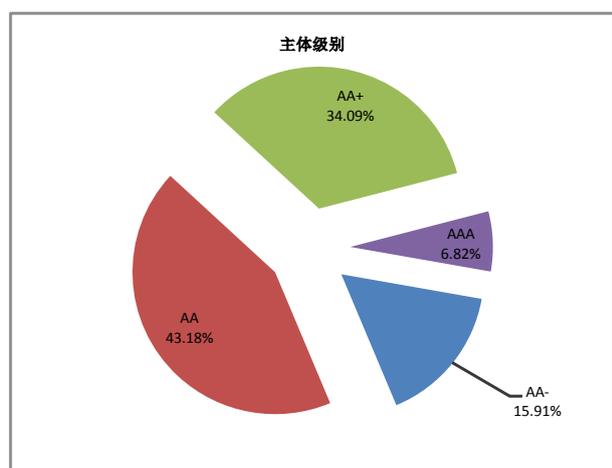


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### 3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2015年上半年发行的公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为15.91%、43.18%、34.09%和6.82%。发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为4.55%、43.18%、38.64%和13.64%。

图25. 2015年上半年公司债主体和债项信用等级分布 (发行期数)

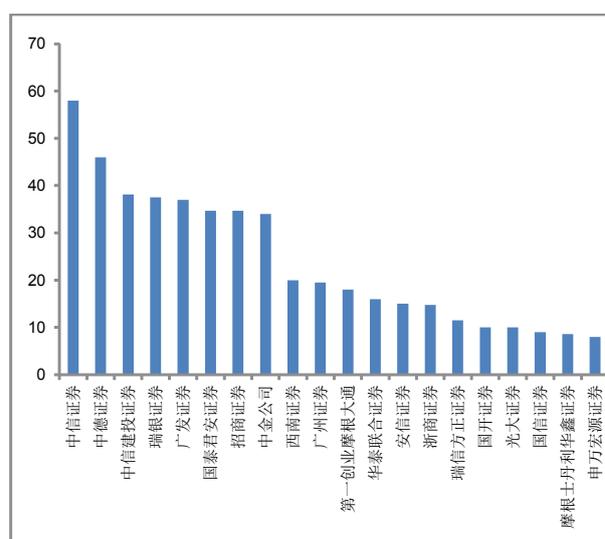


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### 4. 主承销商分布

2015年上半年共有28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，中信证券、中德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26. 2015年上半年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年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 李育 姚奕彤/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年上半年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7月7日，数据时限是2015年上半年度（2015.1.1~2015.6.30）。

### 二、2015年上半年债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2015年上半年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年上半年度静态池样本库中满足统计口径<sup>1</sup>的有效样本1874个。我们对2015年上半年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：

---

<sup>1</sup>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债券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年上半年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”，联合信用评级有限公司简称“联合信用”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，鹏元资信评估有限公司简称“鹏元”。

图表 1. 2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2014年末 \ 2015年6月末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
		AAA	245					
AA+	30	330	3					363
AA		51	924	11	1			987
AA-			37	193	6			236
A+				7	19	1		27

图表 2. 2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
		AAA	100.00%				
AA+	8.26%	90.91%	0.83%				
AA		5.16%	93.52%	1.11%	0.10%		
AA-			15.61%	81.43%	2.53%		
A+				25.93%	70.37%	3.70%	

注：级别变动在两个子级以上或等级已下调至BBB+级以下的企业如下：

1. 太原煤气化股份有限公司主体级别从AA级下调至A级，由鹏元评级；江苏飞达控股集团有限公司主体级别从AA级下调为BBB+级，由鹏元评级；江苏舜天船舶股份有限公司主体级别从AA级下调为BBB级，由鹏元评级；广西有色金属集团有限公司主体级别从AA级下调为BB级，由大公评级；

2. 内蒙古奈伦集团股份有限公司主体级别从AA-下调为BBB+级，由联合资信评级；中澳控股集团有限公司主体级别从AA-下调为BB级，由中诚信国际评级；中国中钢股份有限公司主体级别从AA-下调为BB级，由中诚信国际评级；

3. 中国高科集团股份有限公司主体级别从A级上调为AA-级，由联合信用评级；河南银鸽实业投资股份有限公司主体级别从A级下调为BBB+级，由鹏元评级；华锐风电科技(集团)股份有限公司主体级别从BBB级上调为A级，由联合资信评级；

4. 2015年上半年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、珠海中富，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列入。

2015上半年度债券市场共发生128家主体等级向上迁移，33家向下迁移，等级迁移仍以上升为主（图表1和图表2）。2015年上半年度主体信用稳定性较高，AAA级~AA-级保持在上年末等级的概率均高于80%，等级稳定性整体上保持了随等级上升而上升的规律。其中，AA+级在等级上调压力下，稳定性略低于AA级，延续了一季度的特征；等级向上迁

移方面，A+级和AA-级的向上迁移概率显著高于AA级和AA+级；等级向下迁移方面，A+级和AA-级的向下迁移概率也相对高于AA级和AA+级。

与上年同期相比，2015年上半年度除AAA级和AA级稳定性与上年同期相当外，其他等级稳定性均低于上年同期，AA+级、AA-级和A+分别下降了2.42、3.64和17.73个百分点。

### 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年上半年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655家、中期票据668家、企业债990家、公司债310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145家、中期票据152家、企业债161家、公司债35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3~10。

#### （一）短期融资券迁移矩阵

图表 3. 2015年上半年度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	70	100.00%				
AA+	123	9.76%	89.43%	0.81%		
AA	360		4.99%	93.63%	1.11%	
AA-	87			14.77%	80.68%	3.41%
A+	9				22.22%	77.78%

图表 4. 2015年上半年度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	12	100.00%				
AA+	37	13.51%	86.49%			
AA	62		8.06%	91.49%		
AA-	30			23.33%	76.67%	
A+	4				50.00%	50.00%

## (二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2015 年上半年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB
2014年末	AAA	69	100%							
	AA+	140	9.29%	98.11%	0.71%					
	AA	363		4.68%	94.49%	0.83%				
	AA-	84			13.10%	80.95%	5.95%			
	A+	7					100%			
	A	1						-		100%
	A-	1							100%	

图表 6. 2015 年上半年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末	AAA	20	100.00%			
	AA+	42	14.29%	85.71%		
	AA	80		11.25%	88.75%	
	AA-	10			40.00%	60.00%

## (三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2015 年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	107	100.00%				
	AA+	193	8.81%	90.16%	1.04%		
	AA	539		4.64%	94.06%	1.30%	
	AA-	128			14.06%	82.03%	3.13%
	A+	17				23.53%	76.47%

图表 8. 2015 年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末	AAA	11	100.00%			
	AA+	36	11.11%	88.89%		
	AA	101		3.96%	96.04%	
	AA-	13			7.69%	92.31%

#### （四）公司债迁移矩阵

图表 9. 2015 年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	39	100%				
AA+	65	6.15%	100%	1.54%		
AA	161		4.97%	94.41%		
AA-	37			16.22%	81.08%	2.70%
A+	5				40.00%	60.00%

图表 10. 2015 年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	4	100.00%			
AA+	12	8.33%	91.67%		
AA	17		5.88%	88.24%	5.88%
AA-	1			100.00%	

从各类型债券主体2015年上半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。各券种等级稳定性整体表现均较好，除短期融资券AA+级稳定性为89.43%，其他各券种AAA级、AA+级和AA级稳定性均在90%以上；各券种AA-级稳定性均为略高于80%。2015年上半年度短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为7.02%、6.14%、6.57%和6.77%；等级向下迁移的概率分别为1.83%、1.95%、1.72%和1.61%。

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年上半年新世纪评级债券主体保持了较高的稳定性，除中票和短券的AA-级外，各品种AAA~AA-级稳定性均在85%以上。

#### 四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年上半年度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对2015年上半年度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为331个、468个、360个、309个、436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。其他机构上半年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年上半年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	25	100.00%				
AA+	74	12.16%	87.84%			
AA	178		6.74%	92.70%	0.56%	
AA-	49			20.41%	79.59%	
A+	5				40.00%	60.00%

### (二) 中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2015年上半年度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	121	100.00%				
AA+	120	14.17%	85.83%			
AA	185		7.57%	92.43%		
AA-	35			17.14%	82.86%	
A+	2					100.00%

### (三) 大公迁移矩阵

图表 13. 2015年上半年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	53	100.00%				
AA+	77	5.19%	93.51%	1.30%		
AA	163		6.13%	92.64%	1.23%	
AA-	58			15.52%	81.03%	3.45%
A+	8				25.00%	75.00%

#### （四）联合资信迁移矩阵

图表 14. 2015年上半年度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	52	100.00%				
AA+	73	6.85%	90.41%	2.74%		
AA	148		12.16%	86.49%	1.35%	
AA-	28			28.57%	60.71%	7.14%
A+	5				20.00%	80.00%

#### （五）鹏元迁移矩阵

图表 14. 2015年上半年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	6	100.00%					
AA+	42	2.38%	97.62%				
AA	309		0.97%	97.10%	0.97%	0.65%	
AA-	73			10.96%	87.67%	1.37%	
A+	2					50.00%	50.00%

#### （六）各机构跟踪评级等级迁移情况的比较

从各机构的客户主体信用等级迁移矩阵来看（图表11~ 15），各机构AAA~AA-级维持原等级的比例均很高：AAA级全部为100%；AA+级维持原等级的比例为：鹏元97.62%、大公93.51%、联合资信90.41%、新世纪87.84%、中诚信国际85.83%；AA级维持原等级的比例为：鹏元97.10%、新世纪92.70%、大公92.64%、中诚信国际92.43%、联合资信86.49%；AA-级维持原等级的比例为：鹏元87.67%、中诚信国际82.86%、大公81.03%、新世纪79.59%、联合资信60.71%。

### 五、总结

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

1. 总体来说，2015年上半年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年上半年度AA+级、AA-级和A+级等级稳定性均有所下降。
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. 各评级机构跟踪评级AAA级~AA-级稳定性均较高。

## ◆ 市场研究

# 2015年上半年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年上半年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，除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

2015年上半年短期融资券共发行519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），剔除采取增信措施的10个样本，共获有效样本509个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有9个，最终获得500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83个、121个、207个、79个和10个，主要集中于AA-级及以上级别，占比达98.00%（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94.37%。

图表1. 2015年上半年短期融资券发行主体信用等级分布

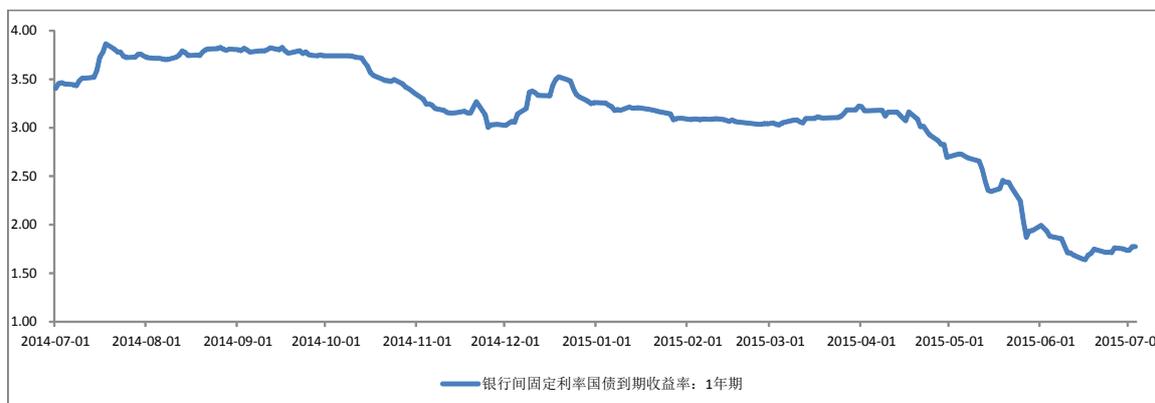
主体等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	83	16.60%	1945.0	42.94%
AA+	121	24.20%	1123.0	24.79%
AA	207	41.40%	1206.3	26.63%
AA-	79	15.80%	240.8	5.32%
A+	10	2.00%	14.4	0.32%
合计	500	100.00%	4529.5	100.00%

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，为对冲农历新年市场对货币资金需求，央行公开市场操作先松后紧，国债利率先降后升，整体波动幅度不大。2015年第二季度，随着宏观经济持续低迷，货币政策宽松力度有所加大，国债利率开始大幅下降，截至2015年上半年末，1年期国债到期收益率创2010年10月以来新低。从央行货币政策调控看，2015年上半年，央行共进行了3次降准和3次降息，其中2015年第二季度进行了2次降准与2次降息，货币政策宽松力度偏大，资金面整体偏宽松，市场利率大幅下降。

图表2. 2015年上半年国债利率走势（%）



数据来源：Wind 资讯

## （三）利率、利差与主体信用等级的对应关系

2015年上半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4.47%、AA+级4.71%、AA级5.32%、AA-级6.82%、A+级7.28%**。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年上半年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	3.16~5.49	4.47	0.55	176.61	NR	43.47
AA+	3.58~7.00	4.71	0.56	205.61	29.00	48.94
AA	3.93~8.00	5.32	0.83	265.69	60.09	77.71
AA-	5.09~8.50	6.82	0.77	403.63	137.93	80.28
A+	6.19~8.09	7.28	0.58	439.31	35.69	45.72

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4. 2015年上半年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	3.16~5.54	4.53	0.57	184.46	NR	44.27
AA+	3.63~7.10	4.75	0.57	210.78	26.32	48.48
AA	3.98~8.05	5.36	0.83	271.38	60.60	77.63
AA-	5.14~8.61	6.87	0.79	409.92	138.55	83.37
A+	6.24~8.09	7.31	0.56	443.17	33.25	44.95

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年上半年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	289.173	4	72.293	162.093	0.000
组内	220.769	495	0.446	—	—
总计	509.942	499	—	—	—

图表6. 2015年上半年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	287.573	4	71.893	158.543	0.000
组内	224.464	495	0.453	—	—
总计	512.037	499	—	—	—

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年上半年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+	-0.28996*	0.09518	0.002
	AA	-0.89082*	0.08676	0.000
	AA-	-2.27016*	0.10497	0.000
	A+	-2.62703*	0.22355	0.000
AA+	AAA	0.28996*	0.09518	0.002
	AA	-0.60086*	0.07642	0.000
	AA-	-1.98020*	0.09660	0.000
	A+	-2.33707*	0.21974	0.000
AA	AAA	0.89082*	0.08676	0.000
	AA+	0.60086*	0.07642	0.000
	AA-	-1.37934*	0.08832	0.000
	A+	-1.73621*	0.21623	0.000
AA-	AAA	2.27016*	0.10497	0.000
	AA+	1.98020*	0.09660	0.000
	AA	1.37934*	0.08832	0.000
	A+	-0.35687	0.22415	0.112
A+	AAA	2.62703*	0.22355	0.000
	AA+	2.33707*	0.21974	0.000
	AA	1.73621*	0.21623	0.000
	AA-	0.35687	0.22415	0.112

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年上半年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+	-0.26319*	0.09597	0.006
	AA	-0.86915*	0.08749	0.000
	AA-	-2.25461*	0.10585	0.000
	A+	-2.58706*	0.22541	0.000
AA+	AAA	0.26319*	0.09597	0.006
	AA	-0.60596*	0.07706	0.000
	AA-	-1.99142*	0.09740	0.000
	A+	-2.32387*	0.22157	0.000
AA	AAA	0.86915*	0.08749	0.000
	AA+	0.60596*	0.07706	0.000
	AA-	-1.38546*	0.08905	0.000
	A+	-1.71792*	0.21803	0.000
AA-	AAA	2.25461*	0.10585	0.000
	AA+	1.99142*	0.09740	0.000
	AA	1.38546*	0.08905	0.000
	A+	-0.33245	0.22602	0.142
A+	AAA	2.58706*	0.22541	0.000
	AA+	2.32387*	0.22157	0.000
	AA	1.71792*	0.21803	0.000
	AA-	0.33245	0.22602	0.142

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年上半年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，各评级机构所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）。

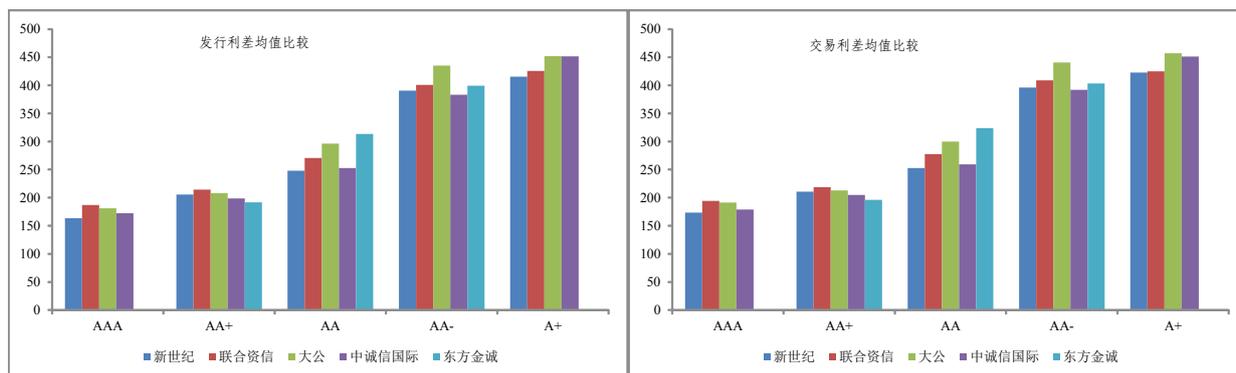
图表9. 2015年上半年各评级机构各主体信用等级短期融资券发行利差比较（单位：BP）

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		110	102	130	146	13	501 <sup>1</sup>
AAA	样本量	5	21	21	37	—	84
	均值	163.48	187.05	181.12	172.29	—	177.66
	标准差	35.79	47.56	42.72	44.61	—	44.27
AA+	样本量	24	19	42	33	3	121
	均值	205.73	214.27	208.01	198.72	191.77	205.61
	标准差	56.17	49.29	36.98	58.70	22.51	48.94
AA	样本量	53	49	40	60	5	207
	均值	248.13	270.61	296.29	252.80	313.47	265.69
	标准差	64.85	79.96	91.57	67.82	104.42	77.71
AA-	样本量	26	11	22	15	5	79
	均值	390.73	400.72	435.09	383.37	399.43	403.63
	标准差	91.52	50.45	88.44	64.45	57.08	80.28
A+	样本量	2	2	5	1	—	10
	均值	415.31	425.51	451.97	451.67	—	439.31
	标准差	39.69	21.14	59.80	—	—	45.72

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>由于“15湘高速CP001”同时由大公和联合资信出具评级，均纳入上述两机构统计范围导致样本总数增加1，下同。

图表10. 2015年上半年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年上半年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		110	102	130	146	13	501
AAA	样本量	5	21	21	37	—	84
	均值	173.32	194.31	191.28	178.85	—	185.49
	标准差	41.15	45.62	42.45	46.84	—	45.01
AA+	样本量	24	19	42	33	3	121
	均值	210.52	218.85	212.89	204.98	195.97	210.78
	标准差	55.23	49.95	37.75	57.18	18.53	48.48
AA	样本量	53	49	40	60	5	207
	均值	252.86	277.63	300.03	259.18	323.50	271.38
	标准差	63.97	78.74	94.52	66.93	103.72	77.63
AA-	样本量	26	11	22	15	5	79
	均值	395.89	408.92	440.67	392.10	403.28	409.92
	标准差	94.45	63.79	92.00	64.17	55.09	83.37
A+	样本量	2	2	5	1	—	10
	均值	422.78	425.09	456.95	451.18	—	443.17
	标准差	42.13	21.15	58.01	—	—	44.95

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9~11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）<sup>2</sup>显示：AAA级、AA+和AA-级发行利差在各评级机构间不存在显著差异；大公所评AA级发行利差明显大于新世纪与中诚信国际所评AA级发行利差，其他机构间无显著差异。

图表12. 2015年上半年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	-23.5650	0.291	-8.5359	0.575	-22.4809	0.137	-9.9962	0.728
	大公	-17.6360	0.428	-2.2785	0.857	-48.1552*	0.003	-44.3621	0.059
	中诚信国际	-8.8090	0.679	7.0092	0.598	-4.6681	0.745	7.3612	0.777
	东方金诚	—	—	13.9658	0.645	-65.3322	0.068	-8.7075	0.824
联合资信	新世纪	23.5650	0.291	8.5359	0.575	22.4809	0.137	9.9962	0.728
	大公	5.9290	0.667	6.2575	0.648	-25.6743	0.115	-34.3659	0.247
	中诚信国际	14.7561	0.229	15.5451	0.277	17.8129	0.225	17.3574	0.585
	东方金诚	—	—	22.5018	0.465	-42.8513	0.231	1.2887	0.976
大公	新世纪	17.6360	0.428	2.2785	0.857	48.1552*	0.003	44.3621	0.059
	联合资信	-5.9290	0.667	-6.2575	0.648	25.6743	0.115	34.3659	0.247
	中诚信国际	8.8270	0.470	9.2876	0.421	43.4872*	0.006	51.7233	0.056
	东方金诚	—	—	16.2443	0.584	-17.1770	0.634	35.6546	0.370
中诚信国际	新世纪	8.8090	0.679	-7.0092	0.598	4.6681	0.745	-7.3612	0.777
	联合资信	-14.7561	0.229	-15.5451	0.277	-17.8129	0.225	-17.3574	0.585
	大公	-8.8270	0.470	-9.2876	0.421	-43.4872*	0.006	-51.7233	0.056
	东方金诚	—	—	6.9567	0.816	-60.6642	0.088	-16.0687	0.697
东方金诚	新世纪	—	—	-13.9658	0.645	65.3322	0.068	8.7075	0.824
	联合资信	—	—	-22.5018	0.465	42.8513	0.231	-1.2887	0.976
	大公	—	—	-16.2443	0.584	17.1770	0.634	-35.6546	0.370
	中诚信国际	—	—	-6.9567	0.816	60.6642	0.088	16.0687	0.697

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

<sup>2</sup>东方金诚无AAA级样本，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；交易利差检验下同。

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、AA+级和AA-交易利差在各评级机构间不存在显著差异；大公所评AA级交易利差明显大于新世纪与中诚信国际所评AA级交易利差，东方金诚所评AA级交易利差明显大于新世纪与中诚信国际所评AA级交易利差，其他机构间无显著差异。**

图表13. 2015年上半年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	-20.9842	0.354	-8.3286	0.581	-24.7718	0.102	-13.0308	0.664
	大公	-17.9566	0.427	-2.3714	0.850	-47.1676*	0.003	-44.7880	0.067
	中诚信国际	-5.5304	0.798	5.5427	0.674	-6.3229	0.659	3.7816	0.889
	东方金诚	—	—	14.5558	0.629	-70.6370*	0.048	-7.3964	0.856
联合资信	新世纪	20.9842	0.354	8.3286	0.581	24.7718	0.102	13.0308	0.664
	大公	3.0276	0.829	5.9572	0.661	-22.3958	0.168	-31.7572	0.304
	中诚信国际	15.4538	0.214	13.8713	0.328	18.4488	0.209	16.8124	0.612
	东方金诚	—	—	22.8844	0.454	-45.8652	0.200	5.6344	0.900
大公	新世纪	17.9566	0.427	2.3714	0.850	47.1676*	0.003	44.7880	0.067
	联合资信	-3.0276	0.829	-5.9572	0.661	22.3958	0.168	31.7572	0.304
	中诚信国际	12.4261	0.317	7.9141	0.489	40.8447*	0.009	48.5695	0.085
	东方金诚	—	—	16.9271	0.565	-23.4693	0.516	37.3915	0.367
中诚信国际	新世纪	5.5304	0.798	-5.5427	0.674	6.3229	0.659	-3.7816	0.889
	联合资信	-15.4538	0.214	-13.8713	0.328	-18.4488	0.209	-16.8124	0.612
	大公	-12.4261	0.317	-7.9141	0.489	-40.8447*	0.009	-48.5695	0.085
	东方金诚	—	—	9.0131	0.761	-64.3140	0.070	-11.1780	0.795
东方金诚	新世纪	—	—	-14.5558	0.629	70.6370*	0.048	7.3964	0.856
	联合资信	—	—	-22.8844	0.454	45.8652	0.200	-5.6344	0.900
	大公	—	—	-16.9271	0.565	23.4693	0.516	-37.3915	0.367
	中诚信国际	—	—	-9.0131	0.761	64.3140	0.070	11.1780	0.795

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年上半年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年上半年共有302家企业累计发行350期中期票据（不含集合票据），发行总规模达到人民币4984.2亿元。已发行的350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），AA级发行量最大，共131期，占比为37.43%；其次分别为AAA级和AA+级，发行量分别为116期和89期，占比分别为33.14%和25.43%。从发行规模看（图表1），AAA级的发行规模最大，占比高达62.48%，占绝对比重。

图表1. 2015年上半年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	116	33.14%	3114.1	62.48%
AA+	89	25.43%	919.7	18.45%
AA	131	37.43%	897.1	18.00%
AA-	14	4.00%	53.3	1.07%
合计	350	100.00%	4984.2	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、8年、10年和15年八种期限类型。其中，5年期中期票据的发行量最大，共发行178期，占总发行量的50.86%；其次为3年期，共发行142期，占比为40.57%，其余各期限发行期数均较少。

图表2. 2015年上半年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	8年	10年	15年	合计
AAA	—	27	70	—	12	1	5	1	116
AA+	—	36	49	—	3	—	1	—	89
AA	1	68	58	1	3	—	—	—	131
AA-	2	11	1	—	—	—	—	—	14
合计	3	142	178	1	18	1	6	1	350

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27期，占同期限发行量的19.01%；5年期的AAA级有70期，占同期限发行量的39.33%；7年期的AAA级有12期、占同期限发行量的66.67%，10年期的AAA级有5期，占同期限发行量的83.33%，15年期的AAA级有1期，占同期限发行量的100%。再从AA-级来看，发行期限最长为5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249期<sup>1</sup>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，

<sup>1</sup>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24个样本保留118个样本，5年期剔除47个样本保留131个样本。

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年上半年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年上半年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	17	3.85~5.25	4.51	0.42	145.34	NR	35.70	0.25
	AA+	27	4.15~5.70	4.93	0.39	194.99	49.65	35.47	0.18
	AA	63	4.67~8.50	6.12	0.94	303.79	108.80	90.64	0.30
	AA-	11	6.04~9.50	7.37	1.03	426.83	123.04	100.57	0.24
5年	AAA	40	4.24~6.05	4.79	0.40	154.92	NR	35.37	0.23
	AA+	39	4.59~6.98	5.40	0.47	212.56	57.64	42.27	0.20
	AA	52	5.35~7.50	6.01	0.43	272.83	60.27	41.62	0.15

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年上半年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	17	3.85~5.28	4.53	0.42	146.78	NR	35.77	0.24
	AA+	27	4.17~5.70	4.94	0.39	196.99	50.21	34.59	0.18
	AA	63	4.70~8.54	6.15	0.94	307.16	110.17	90.66	0.30
	AA-	11	6.04~9.50	7.39	1.04	428.35	121.19	100.78	0.24
5年	AAA	40	4.25~6.06	4.79	0.40	155.06	NR	36.15	0.23
	AA+	39	4.60~6.98	5.40	0.47	212.97	57.91	42.28	0.20
	AA	52	5.35~7.52	6.03	0.43	274.41	61.45	41.94	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）各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249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年上半年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	东方金诚	总样本
样本总量		39	21	22	36	1	119 <sup>2</sup>
AAA	样本量	3	4	3	7	—	17
	均值	146.61	131.66	175.41	139.74	—	145.34
	标准差	10.82	35.08	24.96	43.84	—	35.70
AA+	样本量	7	3	6	11	—	27
	均值	187.07	235.56	211.26	180.09	—	194.99
	标准差	34.58	20.26	28.95	33.34	—	35.47
AA	样本量	25	13	10	15	1	64
	均值	315.74	281.30	333.03	288.72	220.54	303.63
	标准差	96.78	62.94	101.60	90.72	—	89.93
AA-	样本量	4	1	3	3	—	11
	均值	360.87	473.19	546.47	379.68	—	426.83
	标准差	36.39	—	83.84	83.50	—	100.57

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup>由于“15三星MTN001”同时由大公和中诚信国际同时提供评级，均纳入上述两机构统计范围导致样本总数增加1，下同。

图表6. 2015年上半年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	东方金诚	总样本
样本总量		16	34	35	45	1	131
AAA	样本量	1	13	9	17	—	40
	均值	164.16	158.29	155.61	151.44	—	154.92
	标准差	—	35.98	49.17	29.03	—	35.37
AA+	样本量	6	9	13	11	—	39
	均值	218.51	205.68	215.63	211.32	—	212.56
	标准差	20.86	29.54	55.82	45.37	—	42.27
AA	样本量	9	12	13	17	1	52
	均值	282.74	263.30	259.03	283.07	303.29	272.83
	标准差	67.39	30.65	28.32	39.44	—	41.62

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年上半年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	东方金诚	总样本
样本总量		39	21	22	36	1	119
AAA	样本量	3	4	3	7	—	17
	均值	144.69	133.29	175.50	143.07	—	146.78
	标准差	11.39	35.93	24.96	44.32	—	35.77
AA+	样本量	7	3	6	11	—	27
	均值	189.33	236.11	211.46	183.29	—	196.99
	标准差	34.09	20.34	29.34	32.68	—	34.59
AA	样本量	25	13	10	15	1	64
	均值	318.92	286.76	334.54	291.50	222.06	306.89
	标准差	96.52	63.69	102.78	90.73	—	89.96
AA-	样本量	4	1	3	3	—	11
	均值	361.58	471.73	550.19	381.06	—	428.35
	标准差	36.05	—	78.16	85.11	—	100.78

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表8. 2015年上半年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	东方金诚	总样本
样本总量		16	34	35	45	1	131
AAA	样本量	1	13	9	17	—	40
	均值	168.42	157.73	158.63	150.33	—	155.06
	标准差	—	38.45	49.10	28.70	—	36.15
AA+	样本量	6	9	13	11	—	39
	均值	219.37	204.82	216.85	211.55	—	212.97
	标准差	22.59	27.54	55.77	45.74	—	42.28
AA	样本量	9	12	13	17	1	52
	均值	285.84	264.87	260.60	283.85	305.20	274.41
	标准差	65.90	32.19	30.27	39.81	—	41.94

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年上半年银行间市场共发行企业债164期（不含中小企业集合债），发行总规模为人民币1795.4亿元。已发行的164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110期，占比为67.07%，居三个等级之首；AA级企业债的发行规模为1027.9亿元，占比57.25%；AAA级和AA+级企业债的发行规模分别为330.0亿元和437.5亿元，分别占发行总规模的18.38%和24.37%。

图表9. 2015年上半年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	16	9.76%	330.0	18.38%
AA+	38	23.17%	437.5	24.37%
AA	110	67.07%	1027.9	57.25%
合计	164	100.00%	1795.4	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3~15年八种不同期限类型，主要集中于7年期，共发行132期、占总发行期数的80.49%，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年上半年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	8年	10年	15年	合计
AAA	3	1	2	—	5	—	2	3	16
AA+	—	—	—	4	31	1	2	—	38
AA	—	7	—	5	96	1	1	—	110
合计	3	8	2	9	132	2	5	3	164

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132期企业债为研究样本，进行利差的统计分析。

图表11. 2015年上半年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	5	4.28~5.57	5.04	0.49	148.66	NR	46.64	0.31
AA+	31	5.48~6.95	6.10	0.41	265.51	116.85	42.53	0.16
AA	96	5.00~8.80	6.46	0.50	303.66	38.14	49.18	0.16

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年上半年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	5	4.28~5.58	5.05	0.49	158.86	NR	55.82	0.35
AA+	31	5.35~6.95	6.08	0.43	266.09	107.23	45.09	0.17
AA	96	5.00~8.80	6.46	0.49	301.18	35.08	50.87	0.17

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。

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），结果表明各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年上半年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	11	27	13	20	44	17	132	
AAA	样本量	1	1	1	2	—	—	5
	均值	173.98	79.50	124.53	182.65	—	—	148.66
	标准差	—	—	—	19.64	—	—	46.64
AA+	样本量	3	4	3	3	14	4	31
	均值	242.70	270.30	211.47	262.55	273.82	291.52	265.51
	标准差	21.69	57.54	16.47	47.63	42.23	18.48	42.53
AA	样本量	7	22	9	15	30	13	96
	均值	317.68	297.55	256.62	286.40	322.86	314.60	303.66
	标准差	51.94	39.87	47.26	24.82	55.11	46.97	49.18

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表14. 2015年上半年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	11	27	13	20	44	17	132	
AAA	样本量	1	1	1	2	—	—	5
	均值	194.73	69.68	138.86	195.51	—	—	158.86
	标准差	—	—	—	11.79	—	—	55.82
AA+	样本量	3	4	3	3	14	4	31
	均值	227.14	270.03	216.41	265.18	278.30	286.58	266.09
	标准差	42.82	52.47	15.68	30.32	47.13	26.30	45.09
AA	样本量	7	22	9	15	30	13	96
	均值	315.59	297.52	248.23	285.03	317.44	317.36	301.18
	标准差	53.38	43.64	47.43	26.29	56.86	45.67	50.87

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年上半年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年上半年，公开市场一般公司债共发行44期，发行总规模为人民币507.74亿元，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19期，占比为43.18%；从发行规模看，AA+级发行规模最大，占总发行规模的48.45%。

图表1. 2015年上半年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	6	13.64%	111.79	22.02%
AA+	17	38.64%	246.00	48.45%
AA	19	43.18%	137.95	27.17%
AA-	2	4.54%	12.00	2.36%
合计	44	100.00%	507.74	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26期，占总发行量的59.09%。

图表 2.2015年上半年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	2	4	—	6
AA+	4	8	5	17
AA	5	14	—	19
AA-	2	—	—	2
合计	13	26	5	44

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26期公司债进行利差统计分析<sup>1</sup>。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：债项信用等级越高，发行利率均值及发行利差均值均越小，反之，债项信用等级越低，发行利率均值及发行利差均值均越高。

图表3. 2015年上半年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	4	4.87	0.35	154.37	43.45
AA+	8	5.29	0.84	203.95	82.54
AA	14	5.55	0.89	227.84	84.43

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。

<sup>1</sup>由于部分公司债截至2015年7月13日未上市且部分公司债缺乏上市首日交易数据，有效样本数量较小，故本利差分析未对交易利差进行统计分析。

图表4. 2015年上半年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	鹏元	东方金诚	总样本	
样本总量	2	2	9	10	2	1	44	
AAA	样本量	—	—	2	1	1	—	4
	均值	—	—	132.31	219.47	133.41	—	154.37
	标准差	—	—	3.44	—	—	—	43.45
AA+	样本量	1	1	1	4	1	—	8
	均值	132.62	256.73	140.10	187.61	351.67	—	203.95
	标准差	—	—	—	65.44	—	—	82.54
AA	样本量	1	1	6	5	—	1	14
	均值	217.28	362.28	193.11	230.10	—	301.09	227.84
	标准差	—	—	62.12	103.15	—	—	84.43

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年上半年，经新世纪评级评定的公司债发行2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年上半年公司债发行概况

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
122373.SH	15舟港债	2015-05-22	AA+	AA+	4.48	5	3.15	1.33

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## ◆ 行业动态

### 多地稳增长寄望PPP 财政部设定10%红线

(2015年4月16日 21世纪经济报道)

今年以来，多地推出地方PPP（公私合营模式）示范项目，向社会资本敞开大门，各地相关配套指引文件，对PPP融资、政策方面多有支持。今年3月份，发改委和国开行联合印发通知，指出要发挥开发性金融的积极作用，优先保证PPP融资需求，符合条件的PPP项目贷款期限最长可达30年等。

在财政收入进入中低速增长新常态、土地出让收入也难以持续高速增长、地方政府举债不得再借用投融资平台等背景下，PPP成为中央极力推荐的一种应对融资缺口的优良模式。

为鼓励PPP模式的推广应用，发改委和财政部都有出台不同的鼓励文件。今年3月份，发改委和国开行联合发布的《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》，要求引入外资、民企、央企、地方国企等各类主体，运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，为PPP项目提供资金保障。尤其要发挥开发性金融的作用，如优先保障PPP项目融资需求，贷款期限最长可达30年，利率可适当优惠等。

4月13日，财政部印发《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》，对财政可承受能力进行量化控制，规定“每一年

度全部PPP项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过10%”。

### 壮士断腕，央企违约

(2015年4月22日 21世纪经济报道)

4月21日是保定天威集团有限公司2011年度第二期中期票据的付息日。

本应于当日上午10:00前划付到中央国债登记结算有限责任公司并拨付给债券持有人的利息，迟迟没有到账。当日下午五点半，中债登公告称，“截至今日日终，我公司仍未收到发行人的应付付息资金，无法代理其向投资人付息。”

至此，天威二期中票发生实质利息违约。这成为国企债券违约第一例，也是首单违约的银行间市场债券。中金公司分析认为，天威中票作为国企债券出现实质违约，超出市场预期，是公募债券市场打破“刚性兑付”的又一起里程碑事件。

### 企业债发行引入第三方评估，注册制渐行渐近

(2015年4月27日 经济参考报)

记者26日从中央国债登记结算有限责任

公司（简称中债登）获悉，受国家发展改革委委托，中债登将承担企业债券发行审核中的第三方技术评估工作。今后，发改委将不再对企业债申报材料进行具体审核，而是参考中债登出具的技术评估意见，作出是否同意发债的决定。这意味着市场呼吁已久的注册制已渐行渐近。

## 新规后首单公募非上市公司债诞生

（2015年5月20日 证券时报）

5月22日，舟山港集团有限公司2015年公司债券将正式发行，这是公司债新规发布后首单非上市公司发行的公司债，也是审批权下放后的首单小公募公司债。

## 财政部再发1万亿置换债券缓解地方政府压力稳增长

（2015年6月11日 人民网-财经频道）

在前五个月部分经济数据公布之后，经国务院批准，财政部10日在官网宣布“近日下达了第2批1万亿元置换债券额度”，再解地方债务压力。

市场认为这符合预期。此前机构测算1万亿额度并不够，因此预计第二、第三季度的发行频率仍会很高，规模仍将很大。

财政部10日表示，当前经济下行压力加

大、地方财政收入增速持续放缓，发行地方政府债券置换存量债务，有利于保障在建项目融资和资金链不断裂，处理好化解债务与稳增长的关系，还有利于优化债务结构，降低利息负担，缓解部分地方支出压力，腾出更多资金用于重点项目建设。

财政部有关负责人表示，第二批置换债券资金必须用于偿还审计确定的截至2013年6月30日政府负有偿还责任的债务中2015年到期的债务本金。发行方式上，置换债券可以采取公开发行为和定向承销两种发行方式。

到目前为止，财政部已下达2万亿地方债务置换额度，超出今年需要偿还的债务。

## 境外央行投资境内债券额度限制即将取消

（2015年6月15日 第一财经日报）

近日，央行发布《人民币国际化报告（2015年）》指出，研究取消境外央行类机构投资境内银行间债券市场的额度限制，允许境外央行类机构自主选择人民银行或银行间市场结算代理人代理其投资银行间债券市场。

这一政策为人民币“双进双出”提供制度准备，对于推进人民币国际化进程是一个积极的信号。对国内债券市场短期影响有限，但是对于降低长期利率、提高直接融资的比例有所帮助。

## ◆ 公司新闻

### 朱荣恩总裁受邀担任中国企业财务管理协会专家委员会委员



2015年6月8日，中国企业财务管理协会在北京召开专家座谈会。新世纪评级总裁朱荣恩受邀担任中国企业财务管理协会专家委员会委员，李金华会长为各位专家颁发专家聘书。

该专家团队在全国企业财务管理领域范围内选聘，开启了中国企业财务管理标准建设和财务高管向首席财务官转型的系统工程。

### 由新世纪评级提供评级服务的“汇富武汉住房公积金贷款1号资产支持证券”成功发行

汇富武汉住房公积金贷款1号资产支持证券(下称“本期证券”)已于2015年6月30日成功发行。

本期项目以原始权益人武汉公积金管理中心持有的个人住房公积金贷款作为基础资产，以其产生的现金流作为偿付基础，通过风

险隔离、现金流重组以及优先劣后分层，在交易所市场发行资产支持证券。本期证券发行规模为5亿元，分为优先级和次级两档证券，其中优先级证券发行规模为4.75亿元，占发行规模的95%，过手型，新世纪评级给予其AAA信用等级；次级证券发行规模为0.25亿元，占发行规模的5%，不评级，由原始权益人全部认购。

本期证券的成功发行意义重大，有很大的借鉴意义。一些大型城市的住房公积金中心存在着使用率偏高，短存长贷等流动性风险。公积金住房抵押贷款证券化可以通过盘活公积金存量资产、释放沉淀占用的贷款资金，为购房贷款开拓外部资金来源渠道，进而避免公积金断贷、轮号、摇号等现象。

新世纪评级注意到相较于银行信贷资产证券化产品——CLO，该资产支持证券的基础资产足够分散，使得几笔甚至几十笔资产同时违约对证券的影响也较为有限；相较于传统的住房抵押贷款支持证券——RMBS，该资产支持证券的基础资产——公积金的贷款逾期率低，资产质量要明显好于普通个人住房抵押贷款，当然其贷款利率较其有所偏低。

本期证券计划管理人为民生加银资产管理有限公司，民生银行股份有限公司为武汉公积金管理中心发放贷款的受托银行，承担着本期证券的资产服务机构，并作为托管银行，东方花旗证券有限公司为财务顾问。

## ◆ 评级公告

# 2015年第二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年常州投资集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/1	A-1	AA	稳定	2015/1/13
2	2015年南京钢铁股份有限公司第二期短期融资券	2015/4/2	A-1	AA	稳定	2015/2/8
3	2015年苏州天沃科技股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/2	A-1	AA	稳定	2015/2/19
4	2015年华泰证券股份有限公司第四期短期融资券	2015/4/3	A-1	AAA	稳定	2015/4/1
5	2015年长城证券有限责任公司第二期短期融资券	2015/4/7	A-1	AA	稳定	2015/4/3
6	2015年启东市华虹电子有限公司第一期短期融资券	2015/4/7	A-1	AA-	稳定	2015/3/12
7	2015年金元证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/4/14	A-1	AA	稳定	2015/4/7
8	2015年宁波经济技术开发区控股有限公司第一期短期融资券	2015/4/14	A-1	AA	稳定	2015/1/19
9	2015年华立集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/14	A-1	AA	稳定	2014/12/4
10	2015年百联集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/15	A-1	AAA	稳定	2015/2/16
11	2015年鹏鹞环保股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/15	A-1	AA-	稳定	2014/12/31
12	2015年华安证券股份有限公司第二期短期融资券	2015/4/16	A-1	AA	稳定	2015/4/2
13	2015年北京东方园林生态股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/16	A-1	AA	稳定	2015/1/14
14	2015年南京化学工业园有限公司第一期短期融资券	2015/4/16	A-1	AA	稳定	2015/3/10
15	2015年上海耀皮玻璃集团股份有限公司第二期短期融资券	2015/4/16	A-1	AA	稳定	2014/12/2

	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
16	2015年三环集团公司第一期短期融资券	2015/4/16	A-1	AA	稳定	2014/10/21
17	2015年广东省广告股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/16	A-1	AA	稳定	2014/10/29
18	2015年重庆莱美药业股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/16	A-1	A+	稳定	2014/10/14
19	2015年海宁中国皮革城股份有限公司第一期短期融资券	2015/4/17	A-1	AA	稳定	2014/11/18
20	2015年上海世茂股份有限公司第二期短期融资券	2015/4/17	A-1	AA	稳定	2015/3/4
21	2015年浙江省旅游集团有限责任公司第一期短期融资券	2015/4/17	A-1	AA	稳定	2014/9/16
22	2015年江苏连云发展集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/17	A-1	AA	稳定	2015/3/31
23	2015年国元证券股份有限公司第二期短期融资券	2015/4/21	A-1	AAA	稳定	2015/4/20
24	2015年杭州市商贸旅游集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/21	A-1	AA+	稳定	2015/3/12
25	2015年天津太钢天管不锈钢有限公司第一期短期融资券	2015/4/21	A-1	AA-	稳定	2015/3/2
26	2015年万安集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/21	A-1	A+	稳定	2015/2/15
27	2015年中国水利水电第八工程局有限公司第一期短期融资券	2015/4/23	A-1	AA+	稳定	2015/3/10
28	2015年广东南方报业传媒集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/23	A-1	AA+	稳定	2014/8/21
29	2015年张家口通泰控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/24	A-1	AA	稳定	2014/9/28
30	2015年扬州经济技术开发区开发总公司第一期短期融资券	2015/4/28	A-1	AA	稳定	2014/12/19
31	2015年招商证券股份有限公司第五期短期融资券	2015/4/30	A-1	AAA	稳定	2015/4/23
32	2015年湘电集团有限公司第一期短期融资券	2015/4/30	A-1	AA	负面	2015/2/2
33	2015年宁波经济技术开发区控股有限公司第二期短期融资券	2015/5/4	A-1	AA	稳定	2015/4/22
34	2015年佛山佛塑科技集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/4	A-1	AA	稳定	2015/2/5
35	2015年浙江东南网架股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/5	A-1	AA-	稳定	2015/1/6

	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
36	2015年上海复星高科技(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/5/5	A-1	AA+	稳定	2015/4/9
37	2015年南京中电熊猫信息产业集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/6	A-1	AA+	稳定	2014/12/31
38	2015年宁波金田投资控股有限公司第一期短期融资券	2015/5/6	A-1	AA	稳定	2015/3/30
39	2015年杭州钢铁集团公司第一期短期融资券	2015/5/6	A-1	AA+	稳定	2014/9/9
40	2015年上海豫园旅游商城股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/7	A-1	AA+	稳定	2014/11/20
41	2015年春和集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/7	A-1	AA-	稳定	2014/12/22
42	2015年河南佰利联化学股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/8	A-1	AA-	稳定	2014/9/29
43	2015年大众交通(集团)股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/11	A-1	AA	稳定	2014/12/16
44	2015年上海均瑶(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/5/11	A-1	AA	稳定	2015/2/27
45	2015年国元证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/5/12	A-1	AAA	稳定	2015/5/11
46	2015年龙城旅游控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/12	A-1	AA	稳定	2015/4/20
47	2015年唐山曹妃甸实业港务有限公司第一期短期融资券	2015/5/13	A-1	AA	稳定	2015/4/7
48	2015年招商证券股份有限公司第六期短期融资券	2015/5/14	A-1	AAA	稳定	2015/4/30
49	2015年厦门港务控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/14	A-1	AAA	稳定	2015/4/27
50	2015年漳州市交通发展集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/15	A-1	AA	稳定	2015/1/27
51	2015年上海申通地铁股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/18	A-1	AA+	稳定	2015/2/6
52	2015年中国盐业总公司第二期短期融资券	2015/5/18	A-1	AA+	稳定	2014/9/26
53	2015年宝钢金属有限公司第一期短期融资券	2015/5/18	A-1	AA+	稳定	2015/3/6
54	2015年嘉兴市高等级公路投资有限公司第一期短期融资券	2015/5/19	A-1	AA	稳定	2015/2/12
55	2015年上海耀皮玻璃集团股份有限公司第三期短期融资券	2015/5/20	A-1	AA	稳定	2015/3/24

	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
56	2015年长城证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/5/21	A-1	AA+	稳定	2015/5/20
57	2015年国泰君安证券股份有限公司第五期短期融资券	2015/5/21	A-1	AAA	稳定	2015/5/12
58	2015年南京新工投资集团有限责任公司第一期短期融资券	2015/5/21	A-1	AA+	稳定	2015/3/30
59	2015年厦门港务发展股份有限公司第二期短期融资券	2015/5/21	A-1	AA+	稳定	2015/5/14
60	2015年厦门港务发展股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/21	A-1	AA+	稳定	2015/5/12
61	2015年华安证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/5/22	A-1	AA	稳定	2015/5/20
62	2015年华北制药股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/25	A-1	AA	稳定	2015/4/16
63	2015年天津保税区投资控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/26	A-1	AA+	稳定	2015/4/22
64	2015年中国新兴(集团)总公司第一期短期融资券	2015/5/27	A-1	AA+	稳定	2015/2/12
65	2015年安徽盛运环保(集团)股份有限公司第一期短期融资券	2015/5/29	A-1	AA-	负面	2014/12/26
66	2015年天津中环电子信息集团有限公司第一期短期融资券	2015/5/29	A-1	AA	稳定	2015/5/13
67	2015年南京公路发展(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/6/1	A-1	AA+	稳定	2014/11/21
68	2015年山东龙力生物科技股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/1	A-1	AA-	稳定	2015/2/25
69	2015年东吴证券股份有限公司第三期短期融资券	2015/6/2	A-1	AA+	稳定	2015/5/27
70	2015年深圳市宝德投资控股有限公司第一期短期融资券	2015/6/2	A-1	AA-	稳定	2015/1/19
71	2015年上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/3	A-1	AAA	稳定	2015/2/12
72	2015年上海城建(集团)公司第一期短期融资券	2015/6/3	A-1	AAA	稳定	2015/2/12
73	2015年维维集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/4	A-1	AA-	稳定	2015/1/26
74	2015年四川省煤炭产业集团有限责任公司第一期短期融资券	2015/6/5	A-1	AA+	稳定	2014/12/8

	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
75	2015年长城证券股份有限公司第四期短期融资券	2015/6/8	A-1	AA+	稳定	2015/6/4
76	2015年中国邮电器材集团公司第一期短期融资券	2015/6/8	A-1	AA	稳定	2015/6/8
77	2015年骆驼集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/8	A-1	AA	稳定	2014/12/26
78	2015年安徽山鹰纸业股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/9	A-1	AA	稳定	2015/1/20
79	2015年黑龙江国中水务股份有限公司第二期短期融资券	2015/6/9	A-1	AA-	稳定	2015/5/5
80	2015年金元证券股份有限公司第四期短期融资券	2015/6/10	A-1	AA	稳定	2015/6/5
81	2015年江苏康得新复合材料股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/10	A-1	AA	稳定	2014/9/16
82	2015年国泰君安证券股份有限公司第六期短期融资券	2015/6/11	A-1	AAA	稳定	2015/6/10
83	2015年江苏康得新复合材料股份有限公司第二期短期融资券	2015/6/11	A-1	AA	稳定	2015/1/14
84	2015年上海申通地铁资产经营管理有限公司第一期短期融资券	2015/6/12	A-1	AA+	稳定	2015/4/1
85	2015年贵州高速公路集团有限公司第一期短期融资券	2015/6/12	A-1	AA+	稳定	2014/10/23
86	2015年广州市浪奇实业股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/16	A-1	AA-	稳定	2015/5/25
87	2015年招商证券股份有限公司第七期短期融资券	2015/6/17	A-1	AAA	稳定	2015/5/13
88	2015年天津膜天膜科技股份有限公司第一期短期融资券	2015/6/18	A-1	A+	稳定	2014/12/3
89	2015年东吴证券股份有限公司第四期短期融资券	2015/6/19	A-1	AA+	稳定	2015/6/16
90	2015年南京商贸旅游发展集团有限责任公司第一期短期融资券	2015/6/23	A-1	AA	稳定	2015/5/21
91	2015年招商证券股份有限公司第八期短期融资券	2015/6/23	A-1	AAA	稳定	2015/6/17
92	2015年国元证券股份有限公司第四期短期融资券	2015/6/24	A-1	AAA	稳定	2015/6/12
93	2015年宁夏宝塔石化集团有限公司第一期短期融资券	2015/6/26	A-1	AA	稳定	2015/6/18

## 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年苏州电器科学研究院股份有限公司第一期中期票据	2015/4/9	AA-	AA-	稳定	2014/12/22
2	2015年苏州天沃科技股份有限公司第一期中期票据	2015/4/14	AA	AA	稳定	2014/12/22
3	2015年温州市交通运输集团有限公司第一期中期票据	2015/4/14	AA	AA	稳定	2015/1/19
4	2015年青岛海湾集团有限公司第一期中期票据	2015/4/15	AA	AA	负面	2014/5/16
5	2015年上海城投控股股份有限公司第一期中期票据	2015/4/15	AAA	AAA	稳定	2014/11/21
6	2015年南京化学工业园有限公司第一期中期票据	2015/4/16	AA	AA	稳定	2015/3/10
7	2015年广州万宝集团有限公司第一期中期票据	2015/4/16	AA	AA	稳定	2015/3/11
8	2015年厦门轻工集团有限公司第一期中期票据	2015/4/16	AA	AA	稳定	2014/7/30
9	2015年江苏连云发展集团有限公司第一期中期票据	2015/4/17	AA	AA	稳定	2014/11/21
10	2015年新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司第二期中期票据	2015/4/17	AA	AA	稳定	2015/1/13
11	2015年福建七匹狼集团有限公司第一期中期票据	2015/4/17	AA	AA	稳定	2014/12/15
12	2015年苏州市吴江交通投资集团有限公司第一期中期票据	2015/4/20	AA+	AA+	稳定	2015/4/15
13	2015年浙江省旅游集团有限责任公司第一期中期票据	2015/4/20	AA	AA	稳定	2014/9/16
14	2015年河南日报报业集团有限公司第一期中期票据	2015/4/21	AA	AA	稳定	2014/9/11
15	2015年伊犁农四师国有资产投资有限责任公司第一期中期票据	2015/4/21	AA+	AA+	稳定	2014/8/5
16	2015年上海市莘庄工业区经济技术发展有限公司第一期中期票据	2015/4/21	AA	AA	稳定	2014/11/26
17	2015年天津保税区投资控股集团有限公司第一期中期票据	2015/4/22	AA+	AA+	稳定	2014/8/27
18	2015年中原出版传媒投资控股集团有限公司第一期中期票据	2015/4/22	AA+	AA+	稳定	2014/12/31
19	2015年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司第一期中期票据	2015/4/29	AA	AA	稳定	2015/1/12
20	2015年南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司第一期中期票据	2015/5/4	AAA	AAA	稳定	2014/11/24

	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
21	2015年苏州文化旅游发展集团有限公司第一期中期票据	2015/5/4	AA	AA	稳定	2014/8/29
22	2015年阳城县阳泰集团实业有限公司第一期中期票据	2015/5/7	AA	AA	稳定	2015/3/2
23	2015年华鑫置业(集团)有限公司第一期中期票据	2015/5/7	AA+	AA	稳定	2014/11/18
24	2015年厦门港务控股集团有限公司第一期中期票据	2015/5/8	AAA	AAA	稳定	2015/3/30
25	2015年江阴利港发电股份有限公司第一期中期票据	2015/5/12	AA+	AA+	稳定	2015/3/23
26	2015年上海世纪出版集团第一期中期票据	2015/5/14	AA+	AA+	稳定	2015/4/7
27	2015年万丰奥特控股集团有限公司第一期中期票据	2015/5/20	AA	AA	稳定	2014/11/12
28	2015年北京华联商厦股份有限公司第二期中期票据	2015/5/21	AA	AA	稳定	2015/4/8
29	2015年中国新兴(集团)总公司第一期中期票据	2015/5/27	AA+	AA+	稳定	2015/2/12
30	2015年江阴利港发电股份有限公司第二期中期票据	2015/6/1	AA+	AA+	稳定	2015/4/9
31	2015年福建省船舶工业集团有限公司第一期中期票据	2015/6/3	AA	AA	稳定	2014/12/29
32	2015年北京东方园林生态股份有限公司第一期中期票据	2015/6/3	AA	AA	稳定	2015/2/9
33	2015年南京市浦口区国有资产投资经营有限公司第一期中期票据	2015/6/3	AA	AA	稳定	2014/8/14
34	2015年桂林三金集团股份有限公司第一期中期票据	2015/6/3	AA	AA	稳定	2014/12/23
35	2015年南昌工业控股集团有限公司第一期中期票据	2015/6/5	AA+	AA+	稳定	2015/3/23
36	2015年武汉港务集团有限公司第一期中期票据	2015/6/9	AA	AA	稳定	2015/2/9
37	2015年陕西华山旅游集团有限公司第一期中期票据	2015/6/11	AA-	AA-	稳定	2014/12/24
38	2015年云南物流产业集团有限公司第一期中期票据	2015/6/12	AA-	AA-	稳定	2015/3/10
39	2015年湖北凯乐科技股份有限公司第一期中期票据	2015/6/12	AA-	AA-	稳定	2015/3/2
40	2015年宜宾天原集团股份有限公司第一期中期票据	2015/6/18	AA	AA	稳定	2015/2/26
41	2015年奥瑞金包装股份有限公司第一期中期票据	2015/6/23	AA+	AA+	稳定	2015/5/15

## 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年湖南省铁路投资集团有限公司公司债券	2015/4/1	AA+	AA+	稳定	2014/6/18
2	2015年丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司公司债券	2015/4/16	AA	AA	稳定	2014/9/25
3	2015年天津环城城市基础设施投资有限公司公司债券	2015/4/17	AA+	AA+	稳定	2014/11/25
4	2015年石狮市城市建设投资有限公司公司债券	2015/4/20	AA	AA	稳定	2014/8/6
5	2015年合肥兴泰控股集团有限公司公司债券	2015/4/21	AA+	AA+	稳定	2015/3/24
6	2015年建湖县城市建设投资有限公司公司债券	2015/5/22	AA	AA	稳定	2015/5/13
7	2015年海航基础产业集团有限公司公司债券	2015/6/9	AA	AA	稳定	2015/5/29

## 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年吉林九台农村商业银行股份有限公司二级资本债券	2015/4/3	A+	AA-	稳定	2014/11/24
2	2015年福建海峡银行股份有限公司二级资本债券	2015/4/22	AA-	AA	稳定	2015/1/13
3	2015年亳州药都农村商业银行股份有限公司第一期小型微型企业贷款专项金融债券	2015/4/27	A+	A+	稳定	2015/4/22
4	2015年上海银行股份有限公司二级资本债券	2015/5/4	AA+	AAA	稳定	2015/4/28
5	2015年山东寿光农村商业银行股份有限公司二级资本债券	2015/5/26	A+	AA-	稳定	2015/5/25
6	2015年长安银行股份有限公司金融债券	2015/6/4	AA	AA	稳定	2015/6/1
7	2015年第一期浙江温州瓯海农村商业银行股份有限公司"三农"专项金融债券	2015/6/4	AA-	AA-	稳定	2015/5/21

## 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	2015年舟山港集团有限公司公司债券	2015/5/20	AA+	AA+	稳定	2015/3/27
2	2014年招商证券股份有限公司公开发行公司债券	2015/5/22	AAA	AAA	稳定	2014/12/4
3	2015年华泰证券股份有限公司公司债券（第一期）	2015/6/25	AAA	AAA	稳定	2015/5/22

## 地方政府债券

	地方政府债券	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年山东省政府一般债券（第一批）	2015/5/22	AAA	--	--	2015/4/30
2	2015年贵州省政府一般债券（第一批）	2015/5/28	AAA	--	--	2015/5/25
3	2015年河北省政府一般债券	2015/6/4	AAA	--	--	2015/6/1
4	2015年河北省政府专项债券	2015/6/5	AAA	--	--	2015/6/1
5	2015年江西省政府第一批一般债券	2015/6/8	AAA	--	--	2015/6/5
6	2015年第一批广东省政府一般债券	2015/6/8	AAA	--	--	2015/6/5
7	2015年云南省政府一般债券（一至四期）	2015/6/12	AAA	--	--	2015/6/11
8	2015年山东省政府一般债券（第二批）	2015/6/23	AAA	--	--	2015/6/18
9	2015年大连市政府一般债券（第一批）	2015/6/25	AAA	--	--	2015/6/23
10	2015年大连市政府专项债券（第一批）	2015/6/25	AAA	--	--	2015/6/23
11	2015年贵州省政府一般债券（第二批）	2015/6/26	AAA	--	--	2015/6/25

## 2015年第二季度跟踪评级汇编

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
1	2013年华泰证券股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/4/1
2	2014年广汇汽车服务股份公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/2
3	2014年上海张江高科技园区开发股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/7
4	2014年上海张江高科技园区开发股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/7
5	2014年浙江龙盛集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/10
6	2014年宜兴市城市发展投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/10
7	2013年浙江龙盛集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/10
8	2012年招商证券股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/4/10
9	2012年上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/10
10	2010年上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2015/4/10
11	2014年武汉三镇实业控股股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/10
12	2014年上海仪电（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/13
13	2014年海南航空股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/4/13
14	2014年海南航空股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/4/13
15	2011年海南航空股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/4/13
16	2011年上海复星医药（集团）股份有限公司公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2015/4/14
17	2014年黄山旅游发展股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/15
18	2012年安泰科技股份有限公司ST安泰债	AA	AA	稳定	2015/4/15
19	2011年安泰科技股份有限公司ST安泰01	AA	AA	稳定	2015/4/15
20	2012年上海电气集团股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2015/4/15

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
21	2012年苏州市吴江交通投资集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/15
22	2015年上海电气集团股份有限公司可转换公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/4/15
23	2012年北京王府井百货(集团)股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/16
24	2011年浙江海正药业股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/17
25	2014年南宁城市建设投资集团有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/20
26	2014年广东南方报业传媒集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/22
27	2014年新凤鸣集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/4/22
28	2012年第一拖拉机股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/22
29	2014年华工科技产业股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/23
30	2014年大众交通(集团)股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/23
31	2014年浙江中国小商品城集团股份有限公司第三期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/23
32	2011年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/23
33	2012年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/23
34	2013年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/23
35	2014年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/23
36	2012年宁夏建材集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/23
37	2011年上海国际港务(集团)股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/4/23
38	2014年上海嘉定公路建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/4/23
39	2012年佛山佛塑科技集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/24
40	2013年佛山佛塑科技集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/24
41	2012年湖南盈德气体有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/24
42	2014年通鼎互联信息股份有限公司可转换公司债券	AA-	AA-	观望	2015/4/24
43	2013年上海金桥出口加工区开发股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/24

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
44	2011年吉林高速公路股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/4/24
45	2014年江苏凤凰置业投资股份有限公司债券	AAA	AA	稳定	2015/4/24
46	2014年杭州市交通投资集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/27
47	2013年杭州市交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/27
48	2014年杭州市交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/27
49	2012年滨化集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/27
50	2014年滨化集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/27
51	2012年上海豫园旅游商城股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/27
52	2011年上海豫园旅游商城股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/4/27
53	2014年上海宝钢包装股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/29
54	2014年南京新工投资集团有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/29
55	2014年宁波金田投资控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/29
56	2014年深圳市洪涛装饰股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/4/30
57	2014年宝钢金属有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/4/30
58	2014年新疆新鑫矿业股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/4/30
59	2014年株洲时代新材料科技股份有限公司第一期中期票据	AAA	AA	稳定	2015/4/30
60	2013年青岛银行股份有限公司金融债券	AA+	AA+	稳定	2015/4/30
61	2014年扬州经济技术开发区开发总公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/5/4
62	2014年上海临港经济发展（集团）有限公司第三期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/5/6
63	2014年河南省西保冶材集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/5/6
64	2014年海通恒信国际租赁有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/8
65	2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2015/5/8
66	2012年上海申通地铁股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/5/8

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
67	2008年山东钢铁股份有限公司公司债券	AAA	AA+	负面	2015/5/8
68	2012年山东恒邦冶炼股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/5/8
69	2012年上海银行股份有限公司第一期次级债券	AA+	AAA	稳定	2015/5/8
70	2014年广东海大集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/5/12
71	2011年昆山花桥国际商务城资产经营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/5/12
72	2015年大连天宝绿色食品股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/5/14
73	2012年上海仪电（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/14
74	2013年上海仪电（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/14
75	2012年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/5/14
76	2013年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/5/14
77	2014年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/5/14
78	2014年上海上实（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/5/15
79	2011年上海上实（集团）有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/15
80	2011年上海上实（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/15
81	2014年奥瑞金包装股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/15
82	2012年上海集优机械股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AA	稳定	2015/5/15
83	2012年南京港股份有限公司公司债券	AA	A+	稳定	2015/5/15
84	2014年宜宾天原集团股份有限公司第三期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/5/15
85	2014年广东惠州平海发电厂有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/5/19
86	2012年安琪酵母股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/5/19
87	2013年安琪酵母股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/5/19
88	2014年中炬高新技术实业（集团）股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/5/19
89	2015年上海浦东路桥建设股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/20

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
90	2011年上海同盛投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/21
91	2014年南京市浦口区国有资产投资经营有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/5/22
92	2014年上海南汇发展（集团）有限公司第二期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/5/22
93	2012年上海南汇发展（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/22
94	2013年上海南汇发展（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/22
95	2013年上海南汇发展（集团）有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/22
96	2014年上海南汇发展（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/5/22
97	2015年南京化学工业园有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/5/26
98	2014年南京化学工业园有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/26
99	2015年南京化学工业园有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/26
100	2013年杭州前进齿轮箱集团股份有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/5/26
101	2012年上海交运集团股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/5/26
102	2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2015/5/26
103	2012年七台河宝泰隆煤化工股份有限公司公司债券	AA-	AA-	稳定	2015/5/27
104	2013年东华软件股份公司可转换公司债券	AA	AA	稳定	2015/5/27
105	2015年安徽九华山旅游（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/5/29
106	2013年上海世纪出版集团第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/5/29
107	2015年长江南京航道工程局第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/1
108	2014年长安银行股份有限公司金融债券	AA	AA	稳定	2015/6/1
109	2014年福建天宝矿业集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/2
110	2014年润华集团股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/3
111	2012年广汇汽车服务股份公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/3
112	2012年广汇汽车服务股份公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/3

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
113	2013年广汇汽车服务股份公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/3
114	2013年广汇汽车服务股份公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/3
115	2015年广汇汽车服务股份公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/3
116	2015年春和集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/4
117	2014年上海百联集团股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/6/4
118	2014年武汉当代科技产业集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/4
119	2011年无锡市市政公用产业集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/5
120	2011年无锡市市政公用产业集团有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/5
121	2012年无锡市市政公用产业集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/5
122	2014年无锡市市政公用产业集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/5
123	2013年广东南海控股投资有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/5
124	2011年上海外滩投资开发(集团)有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/5
125	2015年中国建银投资有限责任公司第一期金融债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/5
126	2014年安徽山鹰纸业股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/8
127	2013年天津中环电子信息集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/8
128	2012年上海新长宁(集团)有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/8
129	2012年内蒙古高新控股有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/8
130	2014年新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/9
131	2014年中国中丝集团公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/9
132	2015年新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/9
133	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	AA	AA	稳定	2015/6/9
134	2015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	2015/6/10
135	2012年上海建工集团股份有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/11

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
136	2012年上海建工集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/11
137	2014年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/11
138	2011年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/11
139	2013年史丹利化肥股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/11
140	2012年江苏句容福地生态科技有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/11
141	2010年江苏句容福地生态科技有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/11
142	2014年德力西集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/12
143	2012年无锡市建设发展投资有限公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/12
144	2014年湖北洋丰股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/15
145	2015年福建七匹狼集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/15
146	2014年福建七匹狼集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/15
147	2011年上海电力股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/15
148	2014年绍兴市上虞城市建设集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/15
149	2012年贵阳市公共住宅投资建设(集团)有限公司12筑住投债	AA	AA	稳定	2015/6/15
150	2014年上海市北高新(集团)有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/16
151	2015年上海市北高新(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/16
152	2014年上海市北高新(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/16
153	2013年中国外运股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/16
154	2010年嵊州市投资控股有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2015/6/16
155	2014年嵊州市投资控股有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2015/6/16
156	2014年浙江荣盛控股集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/17
157	2014年浙江荣盛控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/17
158	2014年贵州高速公路集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/17

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
159	2014年太原市龙城发展投资有限公司第一期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/17
160	2013年太原市龙城发展投资有限公司第一期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/17
161	2014年天津航空有限责任公司第二期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/6/17
162	2014年天津航空有限责任公司第一期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/6/17
163	2014年浙江荣盛控股集团有限公司第一期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/6/17
164	2013年浙江荣盛控股集团有限公司第一期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/6/17
165	2015年铜陵大江投资控股有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/17
166	2014年荣盛石化股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/17
167	2013年贵州高速公路集团有限公司 13 贵州高速 债	AA+	AA+	稳定	2015/6/17
168	2009年南京钢铁联合有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2015/6/17
169	2012年太原市龙城发展投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/17
170	2014年宝鸡钛业股份有限公司第一期中期票 据	AAA	AA	稳定	2015/6/18
171	2013年河南水利投资集团有限公司第二期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
172	2013年河南水利投资集团有限公司第一期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
173	2011年无锡市交通产业集团有限公司第一期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
174	2011年无锡市交通产业集团有限公司第二期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
175	2015年无锡市交通产业集团有限公司第一期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
176	2013年上海金桥（集团）有限公司第一期中期票 据	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
177	2011年大冶有色金属集团控股有限公司第一期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/6/18
178	2014年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
179	2012年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
180	2009年无锡市交通产业集团有限公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/18
181	2014年合肥高新建设投资集团公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/18

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
182	2010年合肥高新建设投资集团公司10 合肥高新债	AA+	AA	稳定	2015/6/18
183	2010年大冶有色金属集团控股有限公司10 大冶有色债	AA+	AA	稳定	2015/6/18
184	2015年河北省物流产业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/19
185	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	2015/6/19
186	2015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	2015/6/19
187	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	2015/6/19
188	2014年海宁中国皮革城股份有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/19
189	2014年海宁中国皮革城股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/19
190	2008年新湖中宝股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/19
191	2012年常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/19
192	2014年常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/19
193	2013年乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司13 乌高新债	AA	AA	稳定	2015/6/19
194	2015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	2015/6/19
195	2015年上海世贸股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/23
196	2015年上海世贸股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/23
197	2014年山东龙力生物科技股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/23
198	2015年上海复星高科技（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/6/23
199	2014年上海复星高科技（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/6/23
200	2015年福建圣农发展股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/23
201	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	2015/6/23
202	2014年上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/23
203	2014年上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/23
204	2014年上海世贸股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/23

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
205	2015年上海世贸股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/23
206	2014年上海世贸股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/23
207	2015年上海复星高科技(集团)有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/23
208	2014年上海复星高科技(集团)有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/23
209	2014年广州海格通信集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/23
210	2013年重庆两江新区开发投资集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/23
211	2015年湖南省铁路投资集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/23
212	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	AA	AA	稳定	2015/6/23
213	2013年余姚经济开发区建设投资发展有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/23
214	2014年宁波经济技术开发区控股有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/23
215	2014年第二期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/23
216	2014年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/23
217	2010年上海复星高科技(集团)有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/23
218	2015年河南神火煤电股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/24
219	2014年河南神火煤电股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/24
220	2014年河南神火煤电股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/24
221	2013年山东魏桥铝电有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/24
222	2013年山东魏桥铝电有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/24
223	2013年上海飞乐音响股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA	稳定	2015/6/24
224	2014年宜兴拓业实业有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/24
225	2011年安徽省投资集团控股有限公司11皖投债	AAA	AAA	稳定	2015/6/24
226	2014年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/24
227	2014年上海均瑶(集团)有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/25

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
228	2011年中国农业发展集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/25
229	2010年中国农业发展集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/25
230	2015年淄博市城市资产运营有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
231	2014年淄博市城市资产运营有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
232	2014年淄博市城市资产运营有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
233	2014年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/25
234	2010年安徽皖维高新材料股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/25
235	2012年舟山交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
236	2013年舟山交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
237	2014年舟山交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
238	2013年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/25
239	2014年太原经济技术开发总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/25
240	2009年上海国盛（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/25
241	2009年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
242	2012年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
243	2014年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
244	2011年舟山交通投资集团有限公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
245	2010年无锡产业发展集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
246	2013年天津市武清区国有资产经营投资公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/25
247	2012年东台市交通投资建设集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/25
248	2013年上海陈家镇建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/25
249	2013年荣成市经济开发投资公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/25
250	2014年荣成市经济开发投资公司企业债券	AA+	AA	稳定	2015/6/25

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
251	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	AA	AA	稳定	2015/6/25
252	2014年威海市临港国有资产经营管理有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/25
253	2013年天津市静海城市基础设施建设投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/25
254	2012年上海浦东发展银行股份有限公司次级债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/25
255	2014年中关村高科技第一期中小企业集合票据	AA+	--	--	2015/6/25
256	2015年福建榕基软件股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/6/26
257	2015年山东省鲁信投资控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/6/26
258	2014年云南白药控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/6/26
259	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	2015/6/26
260	2014年江苏瀚瑞投资控股有限公司14 镇江新区MTN001	AA	AA	稳定	2015/6/26
261	2014年江苏瀚瑞投资控股有限公司14 镇江新区MTN002	AA	AA	稳定	2015/6/26
262	2014年上海城投（集团）有限公司14 沪城投MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
263	2013年上海城投（集团）有限公司13 沪城投美元MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
264	2012年泰州华信药业投资有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/26
265	2014年山东省鲁信投资控股集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
266	2012年山东省鲁信投资控股集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
267	2009年上海久事公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
268	2012年四川省港航开发有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA	稳定	2015/6/26
269	2015年北京华联商厦股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/26
270	2015年北京华联商厦股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/26
271	2014年常州投资集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/26
272	2014年常州投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/26
273	2014年重庆市城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
274	2013年重庆市城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
275	2014年广州广日股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/26
276	2012年光明食品（集团）有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
277	2013年光明食品（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
278	2013年光明食品（集团）有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
279	2013年光明食品（集团）有限公司第三期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
280	2012年江苏瀚瑞投资控股有限公司12 镇江新区债	AA+	AA	稳定	2015/6/26
281	2009年江苏瀚瑞投资控股有限公司09 镇江新区债	AA+	AA	稳定	2015/6/26
282	2012年扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
283	2009年常州投资集团有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2015/6/26
284	2012年保定国家高新技术产业开发区发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
285	2014年芜湖市建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
286	2014年镇江新区城市建设投资有限公司第二期公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/26
287	2014年镇江新区城市建设投资有限公司第一期公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/26
288	2010年盐城东方投资开发集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/26
289	2014年襄阳高新投资开发有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
290	2010年无锡市城市投资发展有限公司市政项目建设债券	AA+	AA	稳定	2015/6/26
291	2011年江苏武进经济发展集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/26
292	2013年潍坊滨海投资发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
293	2011年泰州华信药业投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/26
294	2011年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/26
295	2008年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
296	2005年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
297	2007年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
298	2013年四川省港航开发有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/26
299	2011年宁海县城市建设投资开发有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/26
300	2013年山东省鲁信投资控股集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
301	2012年嘉善县国有资产投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
302	2009年嘉善县国有资产投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/26
303	2009年上海久事公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
304	2014年淮安新城投资开发有限公司第二期公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
305	2014年淮安新城投资开发有限公司第一期公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
306	2013年重庆市城市建设投资（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
307	2011年重庆市城市建设投资（集团）有限公司市政项目建设债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
308	2014年南通市崇川城市建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
309	2012年云南白药控股有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
310	2013年蚌埠市城市投资控股有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2015/6/26
311	2015年海门市城市发展投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/26
312	2014年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/26
313	2014年天津北辰科技园区总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/26
314	2012年天津生态城投资开发有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/26
315	2012年盐城东方投资开发集团有限公司12盐城东方债	AA	AA	稳定	2015/6/26
316	2014年盐城东方投资开发集团有限公司14盐城东方债	AA	AA	稳定	2015/6/26
317	2012年鲁信创业投资集团股份有限公司12鲁信债	AAA	AA	稳定	2015/6/26
318	2012年鲁信创业投资集团股份有限公司12鲁创投	AAA	AA	稳定	2015/6/26
319	2012年海门市城市发展投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/26

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
320	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	2015/6/27
321	2015年天津住宅建设发展集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/6/29
322	2015年中国盐业总公司第二期短期融资券	A-1	AA+	负面	2015/6/29
323	2015年中国盐业总公司第一期短期融资券	A-1	AA+	负面	2015/6/29
324	2015年湘电集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	负面	2015/6/29
325	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	2015/6/29
326	2011年天津保税区投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/29
327	2014年吴江经济技术开发区发展总公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/29
328	2011年上海华谊（集团）公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
329	2010年上海华谊（集团）公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
330	2015年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/29
331	2014年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/29
332	2015年天津保税区投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/29
333	2014年中国葛洲坝集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
334	2013年中国葛洲坝集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
335	2011年中国葛洲坝集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
336	2010年中国葛洲坝集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
337	2014年湘电集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/6/29
338	2014年天津住宅建设发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/29
339	2014年广东省粤垦投资有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/29
340	2015年上海城投控股股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
341	2014年上海城投控股股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
342	2012年吴江经济技术开发区发展总公司12吴江经开债	AA	AA	稳定	2015/6/29

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
343	2010年吴江经济技术开发区发展总公司10吴江发展债	AA	AA	稳定	2015/6/29
344	2011年兰州市城市发展投资有限公司市政项目建设债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/29
345	2014年青岛海创开发建设投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/29
346	2013年清远市交通建设开发公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
347	2009年山东省青州市宏源国有资产经营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/29
348	2013年天津住宅建设发展集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
349	2009年常州市武进城市建设投资有限责任公司公司债券	AAA	AA	稳定	2015/6/29
350	2012年常州市武进城市建设投资有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/29
351	2013年广东省粤垦投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
352	2010年中国盐业总公司企业债券	AA+	AA+	负面	2015/6/29
353	2007年上海华谊（集团）公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/29
354	2011年宁波市镇海投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/29
355	2012年宁波市镇海区海江投资发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
356	2013年华峰集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
357	2010年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
358	2011年湘电集团有限公司公司债券	AA	AA	负面	2015/6/29
359	2015年天津东方财信投资集团有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2015/6/29
360	2011年天津东方财信投资集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/29
361	2010年重庆交通旅游投资集团有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2015/6/29
362	2013年天津保税区投资控股集团有限公司第一期小微企业扶持债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/29
363	2012年宝钛集团有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2015/6/29
364	2014年临安市城建发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
365	2014年宁波市镇海投资有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2015/6/29

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
366	2014年乐清市国有投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
367	2012年乐清市国有投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
368	2014年江苏省吴中经济技术发展总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
369	2011年江苏省吴中经济技术发展总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
370	2014年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/29
371	2014年长影集团有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
372	2014年克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
373	2014年天津新技术产业园区武清开发区总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
374	2012年天津新技术产业园区武清开发区总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/29
375	2012年广西农垦集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
376	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	AA	AA	稳定	2015/6/30
377	2014年镇江文化旅游产业集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
378	2015年江苏连云发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
379	2014年江苏连云发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
380	2014年扬州经济技术开发区开发总公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
381	2014年扬州经济技术开发区开发总公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
382	2014年广西水利电业集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
383	2014年广西水利电业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/6/30
384	2015年苏州电器科学研究院股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/6/30
385	2013年苏州电器科学研究院股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/6/30
386	2014年杭州市萧山区国有资产经营总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
387	2012年杭州市萧山区国有资产经营总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
388	2015年南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/30

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
389	2014年南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/30
390	2011年南京市交通建设投资控股(集团)有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/6/30
391	2013年浙江吉利控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
392	2012年浙江吉利控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
393	2014年镇江城市建设产业集团有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
394	2014年镇江城市建设产业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
395	2012年镇江城市建设产业集团有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
396	2012年镇江城市建设产业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
397	2013年镇江城市建设产业集团有限公司13镇城投02	AAA	AA+	稳定	2015/6/30
398	2013年镇江城市建设产业集团有限公司13镇城投01	AAA	AA+	稳定	2015/6/30
399	2010年镇江城市建设产业集团有限公司10镇城投债	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
400	2013年镇江城市建设产业集团有限公司第二期小微企业扶持债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
401	2013年镇江城市建设产业集团有限公司第一期小微企业扶持债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
402	2013年海航集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
403	2009年海航集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
404	2013年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
405	2011年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
406	2013年博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
407	2013年新疆五家渠城市建设投资经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
408	2012年上海金山城市建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
409	2010年江苏华靖资产经营有限公司市政项目建设债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
410	2013年江苏华靖资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
411	2013年湖南湘投金天科技集团有限责任公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/30

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
412	2012年上海临港经济发展（集团）有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
413	2013年浙江吉利控股集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
414	2011年浙江吉利控股集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
415	2011年辽阳城市资本经营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
416	2012年江苏连云发展集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
417	2013年南昌水利投资发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
418	2009年南京市交通建设投资控股（集团）有限责任公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/30
419	2013年南京铁路建设投资有限责任公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2015/6/30
420	2013年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
421	2012年江苏省南京浦口经济开发总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
422	2012年莆田市国有资产投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
423	2012年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
424	2007年上海世博土地控股有限公司世博建设债券	AAA	--	--	2015/6/30
425	2010年上海化学工业区发展有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
426	2014年天津水务投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
427	2010年乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2015/6/30
428	2012年乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
429	2013年无锡锡东新城建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
430	2010年宜兴市城市发展投资有限公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
431	2012年宜兴市城市发展投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
432	2014年扬州经济技术开发区开发总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
433	2011年扬州经济技术开发区开发总公司企业债券	AAA	AA	稳定	2015/6/30
434	2013年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/30

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
435	2010年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
436	2012年浙江金汇五金产业有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
437	2009年江苏华西集团公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2015/6/30
438	2014年杭州余杭经济开发建设有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
439	2010年南昌市红谷滩城市投资集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
440	2012年上海地产（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/30
441	2011年杭州市萧山区国有资产经营总公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
442	2013年巩义市国有资产投资经营有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/30
443	2013年广西水利电业集团有限公司第二期公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
444	2013年广西水利电业集团有限公司第一期公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
445	2011年广西农垦集团有限责任公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
446	2014年广西农垦集团有限责任公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
447	2012年高密市国有资产经营投资有限公司第二期公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
448	2012年高密市国有资产经营投资有限公司第一期公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
449	2012年福州建工（集团）总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
450	2009年福州建工（集团）总公司企业债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
451	2009年丹阳投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
452	2010年东阳市国有资产投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
453	2014年长沙县星城建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
454	2012年长沙县星城建设投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
455	2013年昌润投资控股集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
456	2010年四川省煤炭产业集团有限责任公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
457	2012年苏州市相城城市建设有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
458	2013年成都文化旅游发展集团有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
459	2010年天津保税区投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
460	2013年宁波东部新城开发投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
461	2014年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
462	2011年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
463	2014年蚌埠高新投资集团有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/30
464	2014年如皋市经济贸易开发总公司企业债券	AAA	AA	稳定	2015/6/30
465	2015年丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
466	2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/30
467	2013年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/6/30
468	2014年浙江省新昌县投资发展有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2015/6/30
469	2014年威海市中城国有资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
470	2014年溧阳昆仑城建集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
471	2014年苏州市相城城市建设有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/6/30
472	2014年北京昌鑫建设投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/6/30
473	2014年衢州市国有资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
474	2014年安徽省铜陵市承接产业转移示范园区建设投资有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/6/30
475	2014年三井住友银行（中国）有限公司金融债券	AAA	AAA	稳定	2015/6/30



# 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。

## 书籍系列



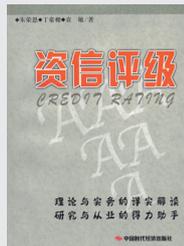
新世纪信用评级研究与探索



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

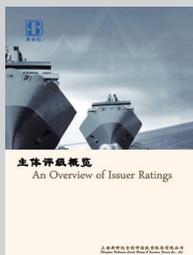


新世纪评级(季刊)



新世纪评级(年刊)

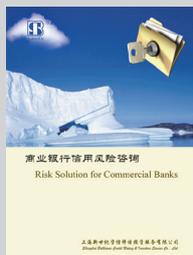
## 期刊系列



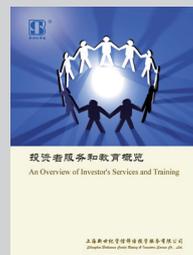
主体评级概览



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](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>