



新世纪评级

CREDIT QUARTER

2015年第3期
总第98期

- 地方政府债务管理和政府内控
- 中国债券市场信用状况与风险事件分析
- 互联网金融的风险特征与信用评级的必要性
- 互联网金融的评级思路与制度建设
- 2015年第三季度中国债券市场发行与评级研究
- 2015年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究
- 2015年第三季度短期融资券利差分析
- 2015年第三季度中期票据和企业债利差分析
- 2015年第三季度公司债等级分布和利差分析



2015年第3期 总第98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
吴晓丽

网址
<http://www.shxsj.com>

Email:
mail@shxsj.com

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

前言

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

目录

专题研究

- 1 地方政府债务管理和政府内控
- 10 中国债券市场信用状况与风险事件分析
- 19 互联网金融的风险特征与信用评级的必要性
- 31 互联网金融的评级思路与制度建设

市场研究

- 39 2015年第三季度中国债券市场发行与评级研究
- 51 2015年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究
- 59 2015年第三季度短期融资券利差分析
- 69 2015年第三季度中期票据和企业债利差分析
- 78 2015年第三季度公司债等级分布和利差分析

行业动态

- 82 地方债纳入国库现金管理质押品范围等

公司新闻

- 84 新世纪评级信用风险暨资产证券化论坛在北京召开等

评级公告

- 86 2015年第三季度发行债券评级汇编
- 96 2015年第三季度跟踪评级汇编

◆ 专题研究

地方政府债务管理和政府内控

戴晚枫 王静茹/文

十八大提出要深化行政体制改革、建设职能科学、结构优化、廉洁高效、人民满意的服务型政府，为满足国家治理体系现代化的需求，政府内部控制应运而生。政府内控制度建设旨在规范公共权力运行，对行政权力形成有效的制约和监督。同时，随着地方政府债务风险逐渐暴露，地方政府债务管理已成为全面深化改革的着眼点和突破口，成为国家治理的重要构成。地方政府债务管理制度的建设不仅成为推进财政部门内部控制建设中不可或缺的部分，也是落实国家治理的制度保障。目前，信用评级被引入地方政府债券发行中，成为地方政府债务管理的有效外部监督机制，对提高政府信息透明度、推动地方政府债务内控制度建设、规范地方政府举债融资行为具有积极的意义。

一、地方政府债务管理是国家治理的重要构成

“完善和发展中国特色社会主义制度、推进国家治理体系和治理能力现代化”是我国全面深化改革的总体目标，也是实现社会主义现代化的必由之路。现代国家的责任与职能决定了国家治理的目标，不仅是维护现代国家的基本秩序和稳定，还要发展国民经济、提供公共服务以提高全社会人民的福祉。国家治理目标的实现有赖于完善的国家治理体系和高效的政府治理能力。然而，国家治理体系并非一成不变的制度设计，而是在社会经济环境的流变中，通过不断改革，实现结构性、动态均衡调试的过程。合理、优化的国家治理体系不仅可以实现党、国家、社会各项事务治理的制度化、规范化、程序化，而且是提升治理能力的前提保障。

近年来，随着地方政府债务风险逐渐暴露，地方政府债务管理问题受到中央和地方各级政府前所未有的重视，其已经超出常规经济和财政范畴，上升至国家治理的层面。党的十八届三中全会、中央经济工作会议提出“建立规范合理的中央和地方政府债务管理和风险预警机制”、“着力防控债务风险”等要求的重要举措，地方政府债务管理已成为全面深化改革的着眼点和突破口，成为国家治理的重要构成。

地方政府债务管理，一言概之，即政府及有关职能部门采取一系列治理手段和措施，防范可能发生的债务违约风险。落实地方政府债务管理，首先要将地方政府的各类债务纳入预算管理，避免部分政府债务游离于预算之外，再者合理调整地方政府债务规模和结构，规范地方政府债务举借方式，增强地方政府举借债务的透明度，疏堵并济，有效控制和化解地方政府债务风险，促进地方政府债务的市场化、透明化和规范化。此外，乘地方政府债务管理改革之东风，可探索建立地方政府债券市场并推动其健康发展，进一步促进地方经济、社会的协调发展。

二、地方政府债务内控制度建设是落实国家治理的制度保障

十八大提出要深化行政体制改革、建设职能科学、结构优化、廉洁高效、人民满意的服务型政府。在提升国家治理水平的迫切需求下，政府内部控制应运而生。建立政府内控制度旨在规范公共权力运行，对行政权力形成有效的制约和监督，实质上就是“把权力关进制度的笼子里”。2012年财政部颁布实施《行政事业单位内部控制规范（试行）》（财会[2012]21号）。2014年，在行政事业单位内控实践经验的基础上，财政部率先成立内部控制委员会、推行实施《财政部内部控制基本制度（试行）》（财办[2014]40号）。财政部门内控制度的建立是完成财税体制改革任务、建立现代化财政制度的必然要求，是落实党风廉政建设主体、防控廉政风险的有效手段，也是落实党的十八届四中全会依法治国、提高政府治理水平的重要体现。

推进财政部门内控制度建设，需要在推行全口径预算管理以及政府综合财务报告制度的基础上，完善地方政府债务管理，全面提高地方政府债务的透明度以及管控能力。2014年《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“43号文”）、财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号）等政策相继出台，我国各级政府积极采取一系列措施化解地方政府债务风险，规范地方政府举债融资行为，但在地方政府债务管理中也显露出一些难以根治的痼疾。在地方政府债务管理改革遭遇瓶颈之际，将内部控制理念引入地方政府债务管理不仅是一个合理而可行的突破，也成为公共管理领域中一次大胆的尝试。

地方政府债务内控制度建设需要从两个方面着力展开。一是引入内部控制的管理理念，确立地方政府债务内部控制的整体思想和总体原则。内部控制的治理核心在于“制衡”，将“制衡”嵌入地方政府债务管理中，在治理结构、权责分配、业务流程等方面形成相互制约的监督机制。二是借鉴内部控制的技术手段，按照内部控制五要素内容制定具体的地方政府债务内部控制框架和政策程序。具体从控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通、监督活动等五方面设计地方政府债务内部控制体系。总而言之，地方政府债务内控制度建设不仅是推进财政部门内控制度建设中不可或缺的部分，也将是落实现代化国家治理的基石与制度保障。

三、信用评级在地方政府举债融资过程中具有监督效应，也是国家治理有效的外部监督机制之一

长期以来，在地方政府债务问题上我国中央政府采取“以堵为主”的基调，地方政府债务管理问题并未受到中央及地方政府的重视，相应的债务管理制度处于缺失状态。2014年8月，全国人大通过了《中华人民共和国预算法》的修订（以下简称“新《预算法》”），新《预算法》赋予了地方政府适度的举债权限。此前，法律明令禁止“地方政府发行地方政府债券”，但在政治竞争、社会管理、经济建设等压力下，地方政府绕过体制障碍，使用其他更为多元和隐蔽的方式举债以满足建设资金需求。2008年国际金融危机爆发，各级财政面临捉襟见肘的困境，为配合积极财政政策刺激经济发展的计划，地方政府通过政府融资平台等方式融资，债务规模急剧膨胀，加之对我国地方债务管理制度建设落后于地方政府债务的实践，地方债务风险逐渐暴露并引起中央重视，中央及地方政府开始尝试对地方政府债务进行全面的管

2009年起国务院同意地方政府在批准额度内发行债务，地方政府债券进入由财政部代发代还本付息的阶段。2011-2013年间，国务院开始推进地方政府自行发行债券，财政部代办还本付息试点工作，上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东等地陆续开始政府债券自发代还试点。2014年5月份财政部发布《2014年地方政府债券自发自还试点办法》（以下简称“试点办法”），当年广东省、山东省、深圳市等十省市成功发行自发自还的地方政府债券。而在此次地方政府债券自发自还试点中，财政部配套试点办法出台了《关于2014年地方政府债券自发自还试点信用评级工作的指导意见》（财库[2014]70号）文件，信用评级自此被引入地方政府债券发行中，成为地方政府债券风险控制中的一大亮点。截至2015年8月末，除西藏从未发行地方政府债券外，其余35个地方政府¹均已发行过地方政府债券，并经过评级机构的信用评级。在地方政府债券发行中引入信用评级机制，可以对地方政府债务管理形成有效的外部监督，对提高政府信息透明度、推动地方政府债务内控制度建设、规范地方政府举债融资行为具有积极的意义。因此，信用评级也成为国家治理的外部监督机制之一。

第一，地方政府债券信用评级有利于提高地方政府信息的透明度。信用评级具有信息披露、风险揭示的功能，信用评级机构在揭示地方政府存在的信用风险时，增强了政府与投资者之间的信息沟通，保障了投资者的知情权。政府债务信息的披露及债务偿付风险的揭示，提高了政府信息透明度。此外，地方政府债券评级开启了我国市政债评级，一定程度上解决了投资者和地方政府间的信息不对称，有利于我国地方政府债务的市场化、透明

¹深圳市2014年发行地方政府债券，2015年尚未发行。

化和规范化，以及地方政府债券市场的发展。

第二，地方政府信用评级有利于推动地方政府债务内控制度建设。在地方政府债券发行中引入信用评级，一方面可以提高地方政府官员对债务风险的认识，增强其债务风险防范意识，创造良好的内部控制环境；另一方面，信用评级机构通过揭示政府债务风险，发挥了其在地方政府债务内控中应有的外部监督作用。

第三，地方政府债券信用评级有利于规范地方政府举债融资行为。信用评级本身具有价格发现的功能，各地区经济发展状况、财政实力、政府治理水平等方面各有不同，相应各地方政府表现出不同的信用状况，而地方政府信用状况影响着债券发行利率高低。再者，信用评级增强了地方政府信息的透明度，使政府举债行为接受社会和市场监督，约束着地方政府规范其举债融资行为，不断提高自身债务治理水平。

四、地方政府债务内控制度亟待建设

目前，由于管理存在缺陷，地方政府举债融资行为没有受到有效的监督和约束，短期内债务规模急剧膨胀，存在较大的债务风险隐患，而局部的地方政府债务风险或可引发系统的财政金融风险。统计数据显示，截至2014年末，地方政府性债务总规模为24万亿²，其中政府负有偿还责任的债务为15.4万亿，较2013年6月末增长41.3%³，或有债务8.6万亿，较2013年6月末增长22.9%。

鉴于金融市场发展程度、地方财政自律性以及财政分权程度等，我国目前地方债务管理模式基本采取行政控制和制度约束相结合的双重模式，建立地方政府债务内控制度可以对地方政府举债权力形成较好的制约和监督体系，提升地方政府债务管理水平。目前，在地方政府债务管理中主要存在以下几点问题：

（一）缺乏全方位的债务内控制度框架以形成有效约束机制

2014年8月，新《预算法》赋予了地方政府适度举债权限，明确了通过发行地方政府债券举债的唯一性，并将我国各级地方政府发行的债券纳入全面预算管理，规范了地方政府债务管理。2014年9月“43号文”的颁布标志着我国中央政府加强地方政府债务管控的开始。2015年8月29日，全国人大常委会批准《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》的决议，地方政府债务限额管理随之正式启动。我国从债务甄别、债券发行管理以及预算管理等方面出台了相应的办法文件，规范地方政府债务发行行为，对地

²据2011年审计结果，2010年底，全国地方政府性债务余额为10.72万亿，其中政府负有偿还责任的债务6.71万亿，负有担保责任的或有债务2.34万亿，可能承担一定救济责任的其他相关债务为1.67万亿。

³一类债务大幅增长，可能是增加2013年审计时本应纳入但未纳入的债务内容。

方政府性债务进行针对性的管理，标志着我国地方政府债务管理水平得到一定的提升。但是，从目前的地方政府债务管理制度设计上，中央及地方政府仍未瞄准债务内部管理中的各薄弱环节，将内部控制的制衡机制有效地嵌入债务内控管理之中，制度设计的缺乏使得对债务管理的全过程未能形成有效的监督机制。

图表 1. 地方政府债务管理相关文件

发布时间	名称	文号	主要内容
2014.09.21	国务院关于加强地方政府性债务管理的意见	国发〔2014〕43号	规范地方政府债务融资机制，疏堵结合，赋予地方政府适度举债融资权限；提出政府不得通过企业进行融资，对地方政府债务实行规模控制。
2014.09.26	国务院关于深化预算管理制度改革的决定	国发〔2014〕45号	完善政府预算体系，积极推进预算公开；改进预算管理和控制，建立跨年度预算平衡机制；在财政收入管理、支出结构、预算执行、债务管理、理财行为等方面提出规范管理要求。
2014.10.23	地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法	财预〔2014〕351号	对地方政府截至2014年12月31日尚未清偿的债务进行清理甄别，分类纳入预算管理。
2015.03.12	地方政府一般债券发行管理暂行办法	财库〔2015〕64号	对地方政府一般债券发行进行规范管理，包括利率、信息披露、信用评级等方面。
2015.03.18	2015年地方政府专项债券预算管理办法	财预〔2015〕32号	地方政府在2015年1月1日起发行的专项债券、为置换截至2014年12月31日的存量专项债务的专项债券，在未超过国务院规定的规模可纳入政府性基金预算管理。
2015.03.19	关于做好2015年地方政府一般债券发行工作的通知	财库〔2015〕68号	对2015年地方政府一般债券发行中的具体工作进行指导，包括承销团组建、信用评级、信息披露、债券发行等。
2015.04.08	地方政府专项债券发行管理暂行办法	财库〔2015〕83号	对地方政府专项债券发行进行规范管理，包括利率、发行期限、信息披露、信用评级等方面。
2015.04.09	关于做好2015年地方政府专项债券发行工作的通知	财库〔2015〕85号	对2015年地方政府专项债券发行中的具体工作进行指导，包括承销团组建、信用评级、信息披露、债券发行等。
2015.04.17	2015年地方政府一般债券预算管理办法	财预〔2015〕47号	地方政府在2015年1月1日起发行的一般债券、为置换截至2014年12月31日的存量一般债务的一般债券，在未超过国务院规定的规模可纳入一般公共预算管理。

资料来源：国务院和财政部网站，新世纪评级整理

（二）权责分离滋生道德风险而导致风险防范意识不足

管理的核心在于责任明确，在责任不明的情况下，任何管理和规范制度必将流于形

式。在我国现行的地方政府债务管理中，软预算约束和政治任命周期，导致政府债务举借和偿还权责的时空分离，地方政府及官员缺乏主动控制风险的动力，风险防范意识明显不足。

自2014年10月，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），将政府性债务分类纳入预算管理。2015年以来，又陆续颁布《2015年地方政府专项债券预算管理办法》（财预〔2015〕32号）和《2015年地方政府一般债券预算管理办法》（财预〔2015〕47号），将新发行及为置换存量债务而发行的一般债券、专项债券在未超过国务院规定的规模内分别纳入一般公共预算管理和政府性基金预算管理。但是，在我国现行行政体制下，预算管理对地方政府的约束作用长期软化，加之缺乏地方政府破产机制以及地方政府债务风险本身所具有的外部性，使得一旦地方政府债务出现违约风险时，中央政府为维护社会稳定势必伸出援手而最终为地方政府债务违约埋单。虽然“43号文”规定“地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则”，但现行政治环境及路径依赖下，地方政府仍普遍产生强烈的机会主义心理和中央兜底的高度预期，债务还款责任无形中向上级政府转移。

此外，在我国地方政府领导政治任命中，每届任期一般五年，而地方政府所举借债务多用于资本性投资，债务期限一般较长，往往出现本届政府举债，下一届政府实际偿还的权责分离现象。加之单纯以经济指标和形象工程为主的政绩衡量标准，使得地方政府官员在其任期内过度增加债务融资，而将相关还款责任转移至下任官员。举债权利和偿债责任的时空分离诱发地方政府过度举债和投资行为异化；地方政府在享受过度举债带来的利益的同时，通过风险转嫁而无需承担相应责任。地方政府债务管理中的道德风险，使地方政府官员缺乏主动防范债务风险意识和动力，未能给地方政府债务内部控制创造良好的生态环境。

（三）政府财务信息透明度低，难以真实反映地方政府融资行为

我国现行的政府财政报告制度实行以收付实现制政府会计核算为基础的决算报告制度，主要是反映政府年度预算执行情况的结果，对反映预算收支情况、加强预算管理和监督发挥了重要作用，但并不能反映政府整体的财务状况、运行情况以及财政中长期可持续性。公开准确的政府财务信息是揭示地方政府信用风险、有效实施地方政府债务管理的基础，财务信息不透明只会成为滋生债务风险的温床。由于缺乏以资产负债表、收入费用表等报表为核心的权责发生制政府综合财务报告制度，地方政府债务信息得不到真实反映，加大了地方政府融资的随意性，不利于规范政府融资行为。此外，政府财务信息不透明也不利于强化地方政府资金、资产和资源的“三资”管理，降低了政府运行效率、增加了财政风险隐患，难以满足提升政府财政管理水平、建立现代财政制度的需求。

（四）内外部监督力量集体缺位，地方政府举债融资行为有失规范

有效的监督是地方债务内控的要素之一。在我国地方政府债务管理中，由于政府内部以及中介机构、社会公众等各方监督力量缺失，进一步诱发地方政府举债融资行为有失规范。目前，在地方政府内部没有制定明确的内部审计机构履行对地方政府债务的监督职能。从2011年开始，国家审计署仅对全国政府性债务进行过两次全面“摸底”，公布了相应的全国性债务审计结果，但是没能形成常规、持续的监督检查，也没有形成对地方政府债务管理中某一或某些方面有针对性的专项监督检查。

从国际经验来看，在市政债发行中，一般会由律师事务所出具法律意见书声明债券已合法并具有约束力，信用评级机构对地方政府信用评级，不同信用级别影响着债券的发行、筹资成本和流通性；保险公司可以通过为债券增信加强债务清偿保障。从2014年地方政府债券自发自还试点中，信用评级机制被引入地方政府债券发行中，但我国市政债信用评级处于起步阶段，清一色AAA级的地方政府债券级别弱化了信用评级的意义，在一定程度上信用评级只是为了满足监管部门的发行要求。在我国现行的地方政府债务管理中，审计、律师、保险等本应在地方政府债券管理中发挥重要中介机构仍处于集体缺位状态。另外，政府信息不透明也弱化了社会公众对地方政府举债融资行为的外部监督作用。

五、加强地方政府债务内控制度建设的建议

地方政府债务内部控制实质上就是中央和地方政府借鉴内部控制的理论研究和有益经验，从政府部门内部开始规范地方政府债务管理，将地方政府债务风险保持在可控范围内。针对地方政府债务内控制度建设，可借鉴COSO委员会颁布的《内部控制——整合框架（2013）》以及财政部制定的《行政事业单位内部控制规范（试行）》（财会[2012]21号）、《财政部内部控制基本制度（试行）》（财办[2014]40号）等具体内容，从地方政府债务内控总体原则和具体制度框架两个层面建设地方政府债务内控制度。

（一）引入内控管理理念，确立地方政府债务内部控制的整体思想和总体原则

首先应明确责任，一方面中央政府应立足于预警防范财政风险、逐步培育地方政府“一级财权、一级债权”，建立责任型政府，明确“谁借谁还、风险自担”的机制；另一方面，需明确地方政府是化解地方债务风险的责任主体，地方政府应树立风险防范理念，选择合适的制度框架和治理手段，健全各项债务管理制度，确保其债务“借、用、还”的规范性。其次，在地方政府债务内控制度建设中，将“制衡”思想嵌入各项管理工作中，形成决策、执行和监督三者分离的制约机制，实现治理结构、权责分配、业务流程等方面相互制约的监督机制。

在地方政府债务内部控制中，应遵守全面性原则、重要性原则、制衡性原则和适应性原则。具体来说，地方政府债务内部控制应贯穿地方政府举债、用债、偿债的全过程，实现对整个债务融资行为的全面控制；在全面控制的基础上，关注地方政府债务行为中重要

环节以及重大经济事项的重大风险；在债务内控中，政府内部的部门管理、职责分工、业务流程等方面相互制约和相互监督；地方政府债务内控制度应随着地方政府债券市场的完善、外部环境的变化、地方政府举债行为的调整以及管理要求的变化不断修订和完善。

（二）结合内部控制要素，制定具体的地方政府债务内控框架与政策程序

内部控制包括五个不可分割的要素，即控制环境、风险评估、控制活动、信息与沟通和监督活动。在地方政府债务内控制度建设中，可以从以上五方面搭建内控框架，并设计具体政策和程序以实施控制活动。

控制环境是实施内部控制的基础。应在整个政府内部强化债务风险防范理念，建立地方债务内控的良好环境。地方政府官员主动控制风险的意识在于多大程度上为自己的行为埋单。为防范地方政府官员债务违约的道德风险，可在中央政府层面通过法规和制度建设，硬化预算约束、强化官员考核问责机制并纠正不正确的政绩导向，改变地方政府行为决策，使主动控制债务风险成为其理性选择。

在风险评估方面，在地方政府债务分类纳入全口径预算管理后，对现有债务管理“借、用、还”各环节和流程风险点进行全面梳理和识别，建立健全公开透明的风险防控指标体系。通过对地方政府债务率、新增债务率、偿债率、预期债务率等地方政府债务风险指标的测算，识别和评估债务风险发生的可能性和影响程度，衡量地方政府债务风险状况。

在控制活动方面，以反复、动态的风险识别和分析为基础，通过政策和程序将地方政府债务风险降低至可接受水平。在债务风险较高时要积极采取措施，逐步降低风险；债务风险相对较低时，合理控制债务余额的规模和增长速度，并发挥债务融资的积极作用。此外，可以通过“分事行权、分岗设权、分级授权”，实现决策、执行和监督相互分离、相互制约，通过流程再造和信息化手段，做到关口前移，未病先防。

在信息与沟通方面，加快建立权责发生制的政府综合财务报告制度，全面反映政府的资产负债情况，完善地方政府性债务统计报告制度。政府信息的公开使一些隐性债务显性化，有利于规范地方政府融资行为。另外，在政府内部信息沟通中应鼓励各部门之间资金需求和使用情况的交流，使各部门做好合理的资金安排和规划，使地方政府发行债务的具有可操作的依据和更合理的用途。

在监督活动方面，应加快政府内部审计机制建设，由国家审计机关对地方政府债务情况清查、分析，并对债务使用情况作出评价，分析和预测偿债能力和风险水平。对重点举债项目，实行“专人管理、全程监督、专项审计”。在外部监督上，通过信用评级等中介机构，揭示地方政府债务风险水平，同时，通过信息公开制度加强社会公众对地方政府举债融资的外部监督作用。

政府内部审计机构应对地方政府债务内部控制的有效性进行评价并出具相关内控有效性评价报告，揭示相关内控制度的缺陷，有针对性的提出审计处理意见和建议。地方政府根据审计意见进行债务内控制度的修订和完善。

六、强化信用评级外部监督功能的建议

信用评级是国家治理和地方政府债务管理的有效外部监督机制。在我国地方政府债券市场开始建立，本土信用评级行业稳步发展的背景下，需进一步强化信用评级对地方政府债务管理的外部监督作用。

（一）完善信用评级机构监管，确定地方政府债券信用评级规范

首先，建议央行相关部门与财政部相关部门制定地方政府债券信用评级机构认可的制度，统一认可具有地方政府债券信用评级资质的机构，为地方政府债券选择评级机构提供合规、可操作的名单。再者，建议央行相关部门增加地方政府债券信用评级的规范，或与财政部相关部门共同制定地方政府债券信用评级规范，其规范应包括地方政府债券信用评级的内容构成、收费构成、评级时间、评级流程、材料清单等内容，规范信用评级机构和地方政府在地方政府债券信用评级中的行为。

（二）完善地方政府对评级机构的选择机制，避免评级机构间的不良竞争

地方政府在选择信用评级机构时应以市场化、公开获得中国人民银行征信局和证监会认可的信用评级机构为选择对象，采用与工商企业、金融机构发行债券一样的市场化机制，以信用评级机构的地方政府信用评级经验、信用评级质量、研发能力、工作效率等为标准，并以熟悉信用评级业务和市场的专业人士意见作为选择依据。此外，地方政府应认识到地方政府债券信用评级内容包括地方政府主体评级、地方政府债券评级和跟踪评级三方面的内容，相应地，信用评级费用应包括主体评级费、债券评级费和跟踪评级费三部分，而且信用评级工作需要必要的评级时间。所以，地方政府在选择信用评级机构时应将主体、债券和跟踪评级三方面的报价和必要的评级时间列入选择标准，避免信用评级机构之间以减少评级收费、缩短评级时间、降低信用评级质量等进行不良的竞争

（三）加强评级方法研究，发挥信用评级对地方政府债券的监督作用

信用评级机构应加强地方政府债券发行制度、法律法规的研究，加强地方政府债券信用评级理论、信用评级方法的研究，根据法律法规及财政管理体制的变化，及时调整和更新地方政府债券评级方法。再者，由于地方政府债券评级与已较为成熟的工商企业评级具有较大差异，信用评级机构应加强对专业评级人才的培养和储备。此外，信用评级机构应加强对投资者和市场的宣传和教育的宣传和教育，使之正确认识信用评级对地方政府信息披露、地方政府债券定价的作用。

◆ 专题研究

中国债券市场信用状况与风险事件分析

武博夫 李育/文

自从2014年3月“11超日债”利息违约以来，中国债券市场开始步入违约常态化阶段。截至2015年年中，债券市场已经发生二十余起信用风险事件，其中有4支公募债券及十余支私募债券发生实质性违约，涉及到的发行人主体也从民营企业波及到国有企业、乃至中央国有企业。从经济环境背景看，信用风险事件的频繁发生是当前宏观经济增速放缓的结果，而允许市场上信用质量较差的企业有序违约，则是中国债券市场发展的必经之路。

一、中国债券市场信用质量现状

自2005年以来，中国债券市场取得了长足的发展，债券类别愈发多样化，发行主体范围广泛。截至2015年6月末，中国债券市场存量债券共计13,719支，存量余额40万亿元。其中，信用类债券¹12,835支，存量余额达到17.5万亿元。伴随信用类债券发行种类的增多与发行数量的增加，作为中国企业重要的直接融资渠道，信用类债券的风险质量也成为中国经济增长与经济发展结构转型的重要指标。

2012年以来，伴随中国宏观经济增长速度的放缓与结构化转型的加深，我们可以观察到中国债券市场的信用质量具有加剧分化的趋势，债券市场发行人的主体评级上调、下调幅度开始加大。2013年，公开发行债券市场上共有48家债券发行人被下调主体级别，2014年为83家（含担保公司2家），2015年上半年为39家（含担保公司1家）。自2014年年初至2015年年中，债市市场上共有103家企业的主体评级被下调，数量较2013年及之前增幅较大，涵盖的行业范围也更为广泛。其中，共有15家企业的主体评级被连续下调。在2014年以来最终发生违约的信用风险事件中，其债券发行人普遍经历了多次级别下调，或者单

¹包含短期融资券、超短期融资券、中期票据、中小企业集合票据（含区域集优中小企业集合票据）、非政策性融资券（商业银行债券、非银行金融机构债券）、企业债券（含政府支持机构债券）资产支持证券、资产支持票据和非公开定向债务融资工具

次下调多个子级。

在这些下调主体中，制造业占据了绝大部分比例。其中，矿业、五金、建材和机械制造等重工业部门最为明显。另一方面，不同所有制结构的企业之间，信用质量也产生了分化。总体来看，国有企业、尤其是中央国有企业的信用质量较民营企业有极大的优势。AAA与AA+级别的债券发行主体中，国有企业占据了多数。自从2014年年初以来，评级下调的债券发行主体中，民营企业与地方国有企业占据了绝大多数份额。

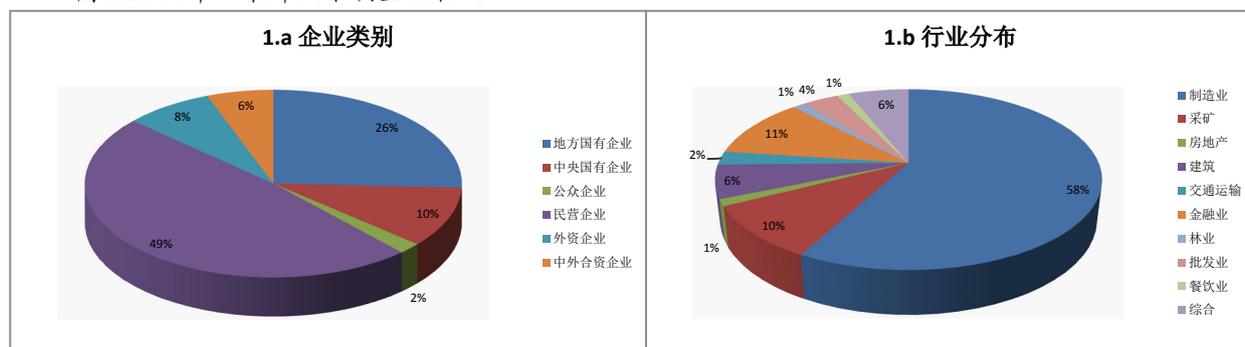
表1：企业性质与级别分布（截至2015年7月10日）

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB及其他
中央国有企业	201	77	70	15	7	-	-	4
地方国有企业	256	477	1205	278	24	2	2	3
民营企业	7	57	230	167	30	3	2	21
中外合资企业	8	12	23	10	1	-	-	1
外商独资企业	3	13	22	10	1	-	-	2
集体企业	-	1	8	6	-	-	-	-
公众企业	28	16	13	6	1	1	-	-
其他企业	-	1	7	2	2	-	-	-
合计	503	654	1578	494	66	6	4	31

数据来源：Wind 资讯

总的来说，中国债券市场发行人主体信用质量的分化的主要原因是不同企业之间资本实力、竞争力与外部支持力度不同。越是资本雄厚、经营业绩良好的企业，如中央国有企业、大型地方国有企业和部分具有技术、市场优势的民营企业，其信用等级越高，信用质量越好；而小型地方国企、小型民营企业的信用质量有恶化的趋势，这既体现在下调主体评级的高比例上，也体现在违约主要是中小企业私募债券的违约上。

图1:2014年以来评级下调企业状况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

另一方面，债券市场发行人信用质量的分化也在产业组织上有明显体现，不同行业之间的信用质量变动趋势有明显的差别。总的来说，2012年以来制造业的信用风险逐渐增大，首先体现在光伏等新兴产业上，这也是最早爆发公募债券实质性违约的行业。传统制造业行业，如矿业、钢铁、有色金属、机械制造等，产业链之间相关性强，容易受到联动影响；而第三产业与轻工业的信用质量分化并没有显著特征。

截至2015年年中，就已发生的信用风险事件与信用等级调整趋势来看，中国债券市场从整体上仍保持稳定。与已发行信用类债券的整体体量相比，信用风险事件只占据了很小的一部分，暂时还不必有形成系统性风险的担忧。然而，随着违约事件逐渐步入常态化，不同债券发行人之间因为自身信用质量不同而产生的等级分化将会延续。

二、违约风险的累积与传导

2014年至今的违约事件中，违约事件的传导路径主要包含两个阶段：第一个阶段主要体现在宏观层面与外部因素，企业受到行业景气度波动的影响，经营状况恶化，造成营业收入下降，同时投资成本难以如期收回，偿债压力剧增；第二个阶段则更多取决于企业自身素质，包括资本实力、能否取得外部融资援助、经营策略的变动等，这反映了中国债券发行企业在制度环境与运营模式上暴露出的问题。

从中国债券市场历史上的信用风险事件案例来看，信用事件的爆发主要集中在2010年、2011年、2012年以及2014年至今。其中，2010-2011年的信用事件爆发主要是因为地方融资平台的资产划转与置换风险，2012年则主要集中在光伏行业等新能源领域。随着2013年以来货币政策的逐渐收紧，银行信贷供给下降弱化了发行人的外部融资能力。可以认为，2012年光伏行业信用风险事件的发生是当前违约事件常态化的一次“预演”——在下行的经济形势下行行业风险的累积，将造成企业融资成本加大，偿债能力受到损害。这一路径与后来发生的违约事件如出一辙。

2014年以来，信用风险事件集中爆发与中国宏观经济周期波动的大背景紧密相关。自2012年以来，中国宏观经济增长速度持续放缓。从微观层面上，原有的地方经济增长支柱产业普遍面临经营业绩的下滑和投资回报率的下降，造成偿债压力上升。在已发生的信用风险事件中，新能源、化工、机械等工业部门行业占据了绝大比例。这些行业与宏观经济周期联动性强，普遍具有固定资产投资规模较大、投资回报周期长、资产负债率相对较高等特点，也是产能过剩问题的重灾区。近年来，中国经济增长模式的平稳转型成为中国宏观经济政策制定者的主要挑战，产能过剩背后意味着信贷政策与产业经济政策亟需调整，以达到调整经济增长结构的目的。在下行的宏观经济与行业周期面前，企业的经营管理能力与公司治理水平会面临更大的考验，这对于资金密集型行业的企业尤为关键。盲目的规模扩张会对现金流的稳定性有更高的要求，同时会使得企业的信用风险在面临行业不景气时加速放大。

当信用风险累积到第二个阶段时，企业自身经营状况与战略管理可能会成为信用风险事件爆发的“最后一根稻草”。以熔盛重工为例，2008年以来船舶制造行业面临全球性的行业低谷期。然而在国际海运业与船舶制造业长期低迷的行业环境下，熔盛重工并未采取谨慎、稳健的财务政策，反而逆风而行，积极拓展订单，进而造成更严重的资金缺口。2012年以来，随着行业环境进一步的恶化，熔盛重工等船舶制造企业在合同中不得不被动提高资金垫付比例，最高可超过订单款项的90%。这意味着拥有巨大规模订单的熔盛重工面临更大的资金缺口，也意味着公司不得不提高自己的财务杠杆，筹资压力进一步加大，从而导致了信用风险事件最终的爆发。

三、造成信用风险事件的主要因素

（一）行业风险与行业景气度

行业因素是中国债券市场信用风险产生的主要直接原因。一方面，如前所述，2012年以来宏观经济增长放缓对企业信用质量产生了普遍的影响，而行业因素是其在微观层面主要的传导路径之一；另一方面，行业因素对企业信用质量的影响是全方面的，即使是信用质量较高的企业，也会因为行业周期的变动受到影响，乃至遭遇降级。此外，对于部分产业结构较为单一的地区，行业风险会直接影响地区经济活力与经济增长。

行业风险与行业周期、产业组织和宏观经济整体环境等因素密切相关。我们可以认为，中国宏观经济面临的结构性问题是债券市场信用风险事件爆发的原因之一。2012年以来，与中国经济面临的过度投资问题相呼应，债券市场面临的行业风险主要集中在钢铁、水泥、有色金属、机械制造等产能过剩问题严重的工业部门行业，尤其是以光伏行业为代表的新兴产业。

作为一项资本、技术密集型的新兴产业，中国光伏产业在2004年后开始飞速发展，2007年已经成为世界最大的太阳能电池生产国，产业链规模庞大。但中国光伏产业从前端原材料、技术设备的采购到最终产品光伏电池组件的销售都深深地依赖海外市场，由于行业下游光伏发电市场成本高昂，国内需求发展缓慢，产品需求仍然依赖欧美市场，也为后期风险的爆发埋下伏笔。在光伏行业发展初期，高利润、高补贴等因素诱导了大批中国企业进入市场，形成了供大于求的产业格局。到2012年之后，一方面是过剩的产能，另一方面是国际金融危机后海外市场需求大幅萎缩，多晶硅价格从2008年超过400美元/公斤的高点跌至不足20美元/公斤，远低于大部分企业的成本线，给无序扩张下的光伏企业带来了致命的打击。

作为一门新兴产业，光伏行业的发展较传统制造业更为迅速，产业组织结构并不稳定，所以面临危机时受到的负面影响也比传统制造业更剧烈。相比而言，传统重工业与制造业所面临的信用风险更能反应出当前中国经济结构转型过程中所面临的问题与挑战。与

光伏行业不同的是，信用风险并未在传统制造业产生行业性与区域性的集中爆发，这主要是因为中国经济在增速放缓的同时总体保持稳定，行业短期去库存压力尚处于可接受范围。以船舶制造、有色金属、机械制造等行业为例，信用风险事件在小范围内的局部发生可以认为是去库存周期内的必然现象。

（二）公司治理与企业战略

对于一家企业来说，公司治理上的弊端会在面临外部负面因素影响时加倍放大。对于处于成熟、稳定、竞争性强的行业的企业来说，激进扩张战略常常是信用风险事件的前奏。这主要体现在民营企业上，因为各级国资委的统一布控普遍以保证涉及国计民生行业的稳定运行为目的，客观上对国有企业的激进战略起到了遏制作用。除前文中提到的熔盛重工因财务策略激进导致的违约风险之外，最典型的便是中科云网的转型失败。

中科云网科技集团股份有限公司原为北京湘鄂情股份有限公司，于2012年4月5日发行5年期无担保公司债券4.80亿元，发行时鹏元资信给予AA主体评级，评级展望为稳定。债券发行后，公司酒楼业务收入下滑明显，2013年上半年度公司营业利润与净利润均为亏损，鹏元资信于2013年6月将公司主体评级下调至AA-，评级展望调整为负面。2013年末，公司酒楼持续停业，盈利能力迅速下降，为改善现状，公司通过收购进入环保、影视、互联网领域，并宣布与中科院合作建立大数据实验室，同时更名为中科云网科技集团股份有限公司。由于公司主营业务持续亏损，同时业务转型前期投入较大，公司债务负担明显加重。2014年2月，鹏元资信将公司主体评级下调至A级，评级展望为负面。此后其主体评级被多次连续下调，直至违约事件发生。

“12 湘鄂债”是公募债券本金违约的第一单，2013年以来中科云网（原“湘鄂情”）主营亏损，管理不佳，陷入流动性困局，具备了信用质量恶化的典型特征。由于公司管理者公司战略过于激进，跨行转型不断受挫，造成自有资金严重不足。

与此同时，公司治理方面也存在一些问题，公司和实际控制人涉嫌违规被证监会立案调查导致定增受阻、融资渠道受限。2014年10月12日，中科云网被中国证监会立案调查，直接导致公司定增方案无法实施。12月26日，公司实际控制人孟凯因涉嫌违反证券法律法规也被证监会立案调查，其所持有的股份也全部处于质押状态且部分股份被限制交易。截至2015年4月6日，公司通过大股东财务资助、处置资产、回收应收账款等方式已收到偿债资金1.61亿元，但尚有2.41亿元资金缺口，构成实质性违约。

四、国有企业与民营企业信用质量的分化

对于单个企业来说，我们试图寻找普遍因素（宏观经济波动、行业周期、区域经济发展等）之外对企业信用质量与信用风险产生影响的因素。可以认为，企业的所有权与股权治理体制对企业获得外部支持的能力有显著的影响，这首先体现在国有企业与民营企业信

用质量的分化上。

国有企业比民营企业更容易获得各级国资委更雄厚稳定的资本支持，具有产业布局和产业组织上的优势。对于偿债能力陷入困境的企业，能否及时地获得外部支持不但决定了企业能否继续维持运营，更决定了信用风险事件是否会最终演变为违约事件。一般而言，国有企业可以从三个维度进行分类：**1、按企业市场地位或竞争程度分类**，即根据企业的法律地位、竞争性以及产品价格管制与否，将企业分为垄断性国企和竞争性国企。垄断性国企的经营能力普遍强于竞争性国企，政府对垄断性国企的支持力度大大强于竞争性国企，天威集团就属于竞争性国企；**2、按利益属性和赋予目标分类**，即将国有企业划分为承担特定任务的国企、有战略利益的商业性国企和以投资者利益为主的纯粹商业性国企三类。一般来讲，政府对承担特定任务的国企和符合国家战略方针的商业性国企的支持要明显强于纯粹商业性国企。**3、按法律地位和持股比重分类**，即将国企划分为政府直接管辖的国企、具有独立法人地位的国企、公私合营的国有股份公司三类。

从企业性质看，除天威集团、二重集团与广西有色以外，爆发信用风险事件的企业如超日太阳能、华锐风电、湘鄂情、蒙奈伦、中澳控股、珠海中富等均为民营企业。与国有企业相比，民营企业能够获得的政府支持有限，同时在企业陷入经营困境后易受到银行抽贷等金融机构融资收紧行为影响，从而导致资金周转困难、现金流枯竭并进一步加剧偿付危机；同时民营企业发行人偿付能力主要取决于自身资金状况及股东支持意愿及实力，相较于国企其偿付意愿和动力相对不足。工业部门行业资金需求量大，行业景气程度与获得银行贷款的能力息息相关，这又直接受到货币政策与地方产业政策的影响。对于地方政府而言，工业部门企业，尤其是大中型国有企业在经济增长、纳税和解决就业等问题上具有不可替代的地位。

从产业结构上，市场地位较高的垄断性国企的信用质量要普遍强于市场占有率较低的国企。一方面，垄断性国企多处于自然垄断行业，规模较大，融资渠道多元化，抗风险能力强；另一方面，对于那些关系到国家战略布局、重大民生问题的重要性国企，政府会持续支持；对于某些竞争性国企，政府逐渐减少干预，回归于市场，支持力度也会一定程度上减弱。相比而言，对于地方国有企业，地方政府会更多考虑企业信用风险对地方经济的影响，从而采取救助措施。我们从两个方面考虑国企对地方政府的贡献：第一、国企对地方政府的税收贡献。这是较为明显的参考标准，企业对地方政府税收贡献越大，关系越紧密，当遇到经营危机时，政府支持的力度也会越大；第二、提供就业的人口。

以国企龙煤集团为例，龙煤集团是黑龙江省唯一的大型省级煤炭生产企业，吸纳了全省约20万就业人口，受煤炭行业景气度下行影响，龙煤集团自2012年以来持续亏损，2014年以来吨煤开采成本与售价倒挂，2014年公司陷入深度亏损，对权益侵蚀很大，资产负债率接近90%，自身偿债能力极弱。但是考虑到其社会重要性，黑龙江省政府于2014年10月印发《关于支持龙煤集团改革发展政策措施的通知》，实际控制人黑龙江省政府对龙煤集

团支持意愿明确，对拓宽龙煤集团资金链具有积极作用，截至目前为止，龙煤集团存续期内债务和债券仍正常还本付息。

除此之外，从已经发生的信用风险事件中，国有企业之间获得外部援助的机会也不尽相同。对国有企业的援助与产业政策密不可分。以天威集团与广西有色为例，前者作为中央国有企业兵装集团的子公司，在税收等因素上地方的贡献不如后者，因此很难像后者那样由地方政府牵头，在违约事件濒临爆发的最后时刻得到银行体系的援助。此外，天威集团主营的新能源行业已经经历了多年的过度扩张，在产业布局上缺乏政策支持。作为国资委直属的中央国有企业，天威的母公司兵装集团会更多从产业结构和产业组织布局上来制定公司治理政策，因此企业经营面临困难、舍弃主营光伏行业的子公司，割裂、隔离信用风险，也属于预料之中。在11天威MTN2因无法按期兑付利息，成为首例国企违约债券后，市场逐渐意识到，政府不再会为全部国企兜底。政府对国企的支持力度会随着国企改革和政府财政体制改革而发生分化。

长期以来，出于稳定市场、控制风险扩散等因素的考虑，政府主导的银行体系与各级国资委、国有企业会对因为发行人产生偿债危机的信用产品进行救援和兑付，即所谓“刚性兑付”现象。从短期和局部来看，违约事件得以避免发生，投资人的利益得到了保护；但是从长远来看，这并不利于中国债券市场发挥其发现、辨别风险的功能，也不利于信用风险的及时暴露。甚至，有观点认为，刚性兑付的存在实际上只是将信用风险从企业层面转移到了银行体系，有造成系统性风险的可能。这也说明，对于中国金融政策的制定者和债券市场的监管者而言，建立健康、稳定、市场化的直接融资体系仍将是一个长远的目标。

五、总结

自2005年以来，中国债券市场发展迅速，发行数量和发行规模增长明显，可以较好的为企业提供直接融资渠道。同时，自2012年以来，债券发行主体之间的风险结构开始产生分化，部分信用风险较高的企业产生了信用风险事件，乃至造成违约。

截止至目前为止，债券市场的违约事件仍然保持在可控范围之内，我们可以排除违约事件造成系统性风险的可能。事实上，通过市场化途径来甄别并释放当前宏观经济环境下逐渐累积的信用风险，有利于债券市场的可持续发展。

与此同时，中国债券市场的健康发展在很大程度上取决于监管体制的良好运行。在市场化运作机理的约束下，通过释放违约风险，有利于完善资本市场定价机制，使我国债券市场达到风险与收益的匹配。

附录一：主要信用风险事件中发行人主体评级下调情况

信用事件爆发时间	债券简称	下调后主体评级	下调日期	发行时主体评级	首次评级日期	评级机构
2011年6月	11海龙CP01	CCC	2012/2/15	A+	2008/6/30	联合资信
2012年3月	11新中基CP001	CC	2010/10/11	AA-	2010/6/4	中诚信国际
2014年3月	11超日债	C	2014/5/21	AA	2011/7/13	鹏元
2014年7月	13华通路桥CP001	BB+	2014/7/16	AA-	2013/1/22	联合资信
2014年10月	08二重债	CC	2015/6/29	AA	2008/6/23	中诚信国际
2014年11月	11华锐01	BBB	2014/11/21	AAA	2011/9/2	联合信用
2015年4月	12湘鄂债	CC	2015/4/3	AA	2011/12/20	鹏元
2015年4月	11天威MTN2	C	2015/4/2	AA+	2011/1/5	联合资信
2015年5月	12中富01	CC	2015/5/26	AA	2011/12/26	中诚信证券
2015年6月	12桂有色MTN1	BB	2015/6/8	AA	2012/2/16	大公国际

附录二：公募债券主要信用风险事件原因与后续处理对照

信用事件爆发时间	债券简称	评级机构	主营业务	企业性质	信用事件	后续处理
2006年7月	06福禧CP01	远东	高速公路投资运营	民营企业	违规借贷社保基金，公司资产被法院冻结	董事长被捕，评级公司被暂停业务
2011年6月	11海龙CP01	联合资信	纺织品原材料生产	地方国有企业	遭受证监会调查，会计信息披露存在重大瑕疵，资不抵债	公司破产重组，债券按时兑付
2012年3月	11新中基CP001	中诚信国际	番茄加工及贸易	地方国有企业	遭证监会调查，资不抵债，多笔贷款违约	债券按时兑付
2014年3月	11超日债	鹏元	光伏	民营企业	产能过剩，业绩下滑，利息违约	破产重组，债券本息逾期后于14年10月份由担保公司全额代偿
2014年7月	13华通路桥CP001	联合资信	基础设施建设	民营企业	公司高管被调查，短期偿债能力下降	地方政府提供支持，债券按期足额兑付
2014年10月	08二重债	中诚信国际	机械制造	中央国有企业	产能过剩，连续亏损，贷款逾期	-
2014年11月	11华锐01	联合信用	风电机组制造	民营企业	公司盈利连续恶化，债券暂停交易	拓展风电机组运维业务，盈利状况有所好转
2015年4月	12湘鄂债	鹏元	餐饮	民营企业	主营业务盈利能力恶化后转型失败，本息违约	无法按期足额偿付

2015年4月	11天威MTN2	联合资信	光伏	中央国有企业	巨额亏损, 计提大量资产减值, 利息违约	无法按期足额偿付
2015年5月	12中富01	中诚信证券	饮料包装	民营企业	本金违约	控股股东股份被冻结, 无法按期足额兑付
2015年6月	12桂有色MTN1	大公国际	有色金属	地方国有企业	产能过剩, 长期亏损, 流动性恶化	地方政府提供支持, 债券本息由银行代偿

附录三：2014年以来中小企业私募债违约风险事件案例

时间	债券简称	行业	担保人	违约事件	原因	处理方式	实质性违约
2014年4月	13中森债	化工	中海信达担保有限公司	未能按期兑付利息	产能过剩, 流动性紧张	担保人代偿	否
2014年4月	12华特斯	化工	天龙控股集团有限公司	按期兑付本息存在不确定性	破产重组	担保人代偿	否
2014年4月	12金泰01/02	机械设备	-	未能按期兑付本息	合同纠纷, 陷入民间借贷与联保互保	宣布无法兑付本息	是
2014年7月	12津天联	化工	天津海泰投资担保有限公司	未能按期兑付本息	法律诉讼, 董事长失联	担保人未足额代偿	是
2014年8月	13华珠债	纺织服装	中海信达担保有限公司	未能按期兑付利息	资金紧张	宣布无法兑付本息	是
2015年1月	12东飞01	机械设备	东台市交通投资建设集团有限公司	未能按期兑付本息	资金链断裂	宣布无法兑付本息, 担保人拒绝代偿	是
2015年2月	12致富债	纺织服装	中海信达担保有限公司	未能达成回购协议, 未能按期兑付本息	资金链断裂	宣布无法兑付本息, 担保人拒绝代偿	是
2015年2月	12蓝博01	机械设备	中海信达担保有限公司	未能按期兑付本息	债务逾期, 资金紧张, 资产受限	宣布无法兑付本息, 担保人拒绝代偿	是
2015年2月	12蒙恒达	交通运输	东胜诚投有限责任公司	未能按期兑付利息	现金流紧张	担保人未能提供代偿	是
2015年4月	13大宏债	纺织机械	射阳县城市投资发展有限责任公司	业务停滞, 贷款逾期	行业不景气	担保人逾期提供代偿	否
2015年6月	12桂有色MTN1	大公国际	有色金属	地方国有企业	产能过剩, 长期亏损, 流动性恶化	地方国有企业	地方政府提供支持, 债券本息由银行代偿

◆ 专题研究

互联网金融的风险特征与信用评级的必要性

互联网金融研究组/文

一、互联网金融的现状

(一) 互联网金融的发展历史和业态

互联网金融（IT FIN）是指以依托于支付、云计算、社交网络以及搜索引擎、app等互联网工具，实现资金融通、支付和信息中介等业务的一种新兴金融，并在近年实现了快速的发展。究其原因，首先，互联网技术的快速提升为互联网金融的快速发展提供了重要的技术支撑；其次，互联网金融产品相比传统金融产品无可比拟的灵活性以及相对较高的收益率为大众投资理财提供了更加便利和丰富的选择，无疑是互联网金融爆发式增长的重要因素；另外，互联网快速遍布的传播渠道也为小额贷款人提供了更加便利的借贷渠道，市场需求旺盛。

我国互联网金融的发展经历了金融互联网、第三方支付崛起、爆发式发展、全面发展等几个阶段。2005年之前的金融互联网阶段主要是金融机构传统业务网络化，如网上银行等。2005年~2012年的第三方支付崛起，主要是互联网与金融的结合深入到了金融业务领域。自2011年中国人民银行开始发放第三方支付牌照后，第三方支付机构的快速发展使网络支付、结算等业务变得更为快捷和便利。2012年~2013年属于爆发式的发展阶段，尤其是2013年被称为中国互联网金融的元年，自这一年起，线上平台不断出现，如P2P网贷平台、众筹融资平台等；一些保险、银行、电商也纷纷展开网络业务，不断建设和改造线上平台。自2014年以后就进入了全面发展阶段，移动支付、云计算、社交网络、搜索引擎等新兴技术与传统金融深入结合，为客户提供全方位、快捷、高效的金融服务。

目前，互联网金融的主要业态分为六类：互联网支付、P2P网络借贷、大数据金融、众筹模式、金融机构创新型互联网平台和互联网金融门户。

（二）互联网金融的业态规模

1. 互联网支付

互联网支付是指具备一定实力和信誉保障的非银行机构，借助计算机、通信和信息安全技术，与各大银行签约，在客户与银行之间建立连接的第三方电子支付模式。从事第三方支付的主要机构包括快钱、银联在线支付、财付通、支付宝等。互联网支付的运营模式主要分为两类：一是近场支付，如手机钱包等；二是远程支付，如支付宝等。截至2015年上半年末，获得许可的第三方支付机构有270家，市场交易规模达到4万亿元，环比增速24.8%。

2. P2P网络借贷平台

P2P网络借贷平台是指通过互联网平台直接进行资金借与贷的匹配，借贷人通过P2P网络平台寻找有出借能力和意愿的出借方，帮助贷款人通过与其他贷款人一起分担风险，也帮助借款人在充分比较的信息中选择最优利率借款。从事P2P网络借贷的主要机构包括人人贷、宜信、翼龙贷等。P2P的运营模式主要分为三类：一是纯线上模式，如人人贷等；二是线上线下模式，如翼龙贷等；三是债权转让模式，如宜信等。截至2015年上半年末，全国范围内正常运营的P2P网络借贷平台数量已上升至2028家，相对2014年年底增加了28.76%。2015年上半年全国P2P网贷成交额3354.01亿元，同比增长219.29%，超过去年全年1.89%；平均利率13.55%，同比下降4.12个百分点；期限6.04个月，同比延长0.92个月；参与人数日均15.22万人，同比上升211.89%。

3. 大数据金融

大数据金融是指通过对海量非结构化的数据进行筛选分析和提炼，为互联网金融机构提供客户和价值信息，挖掘与收集客户的交易和消费记录，掌握客户的消费习惯和偏好，进行精准营销。大数据金融的运营模式主要分为两类：一是平台模式，如阿里小贷等；二是供应链金融模式，如京东、苏宁等。截至2015年上半年末，全国共有小额贷款公司8951家，贷款余额9594亿元。

4. 众筹模式

众筹融资主要是指通过互联网平台筹集某项创业或活动的小额资金，并由项目发起人向投资人提供一定回报的活动。众筹平台的运作模式大同小异——需要资金的个人或团队将项目策划交给众筹平台，经过相关审核后，便可以在平台的网站上展示他们的项目，利用互联网SNS传播的特性向公众推广项目情况。众筹平台从募集成功的项目中抽取一定比例的服务费用。

众筹模式有三大规则：一是设定筹资目标及天数；二是在设定天数内，达到目标金额即成功，发起人可获得资金；项目筹资失败则将已获资金全部退还给支持者；三是众筹不是捐款，支持者的所有支持一定要设有相应的回报。

截至2014年底，我国众筹共有116个平台，筹资额超过9亿元。根据私募通统计，当年度国内典型的13家众筹平台共发生融资事件9088起，募集总金额13.81亿元。其中，股权类众筹事件3091起，募集金额10.31亿元；奖励类众筹事件5997起，募集金额3.49亿元。截止2015年8月底，全国共有正常运营众筹平台230家（含私募股权融资平台），北京以62家平台数位居榜首；广东省以55个平台数位居其次；上海以37家平台数排在第三。北京、广东、浙江、上海和江苏五个地区众筹平台数继续保持前五，占全国总量的79.13%。

5. 金融机构创新型互联网平台

金融机构创新型互联网平台是指银行、证券和保险等传统金融机构通过信息技术对传统运营流程和服务产品进行改造或重构，实现经营、管理的全面信息化。信息化金融机构主要从事三种经营模式：一是传统业务的电子化模式，即基于电子商务需求构建的互联网平台，为用户提供开户、销户、查询、对账、转账、信贷、投资理财等一站式的金融服务（如商业银行建立的专业电子商务金融服务平台）。二是基于互联网的创新金融服务模式，不设立实体分支机构，纯粹通过互联网开展业务的专业化电子商务金融服务平台（如浙江网商银行、众安在线财产保险公司等）；三是金融电商模式，主要是银行业、证券业和保险业通过搭建自己的电商平台，增加用户粘性和积累真实可信的用户数据，从而可以依靠自身数据去发掘用户的需求（如建行的“善融商务”、国泰君安在网上商城等）。

6. 互联网金融门户

互联网金融门户是利用互联网进行金融产品的销售及为金融产品销售提供第三方服务的平台。核心是“搜索+比价”模式，采用金融产品垂直比价的方式，将各家金融机构的产品放在平台上，用户通过对比挑选合适的金融产品。互联网金融门户多元化创新发展，形成了提供高端理财投资服务和理财产品的第三方理财机构，提供保险产品咨询、比价、购买服务的保险门户网站等。目前互联网门户领域又可细分为信贷、理财、保险、P2P等行业的产品，其中发展较快的是互联网理财。互联网理财中代表性的是基于互联网的基金销售。基于互联网的基金销售又可细分为基于电子商务平台的基金销售和基于第三方支付平台的基金销售，如余额宝等。

从互联网基金的情况看，根据艾瑞咨询数据显示，2014年中国互联网基金的交易规模为61947.4亿元，同比增长175.4%。从渠道看，通过网上认申购基金时，使用过最多的三个渠道分别是第三方支付平台、网上银行、基金官网，占比分别是46%、45.6%、28.7%。其次是手机银行和电子商务平台。

从运营情况看，现阶段互联网金融门户的主要收入来源有佣金、推荐费、广告费、培训费以及咨询费等。总体来看，无论是佣金、广告费还是推荐费，互联网金融门户盈利的核心在于流量以及转化率。与吸引流量相比，目前互联网金融门户处理信息的成本在短期内很难降低，这就造成行业内企业总体盈利不高，其持续发展的来源基于持续投入和时间积累。

二、互联网金融不同业态的风险特征和对系统性风险的冲击

（一）互联网金融不同业态的风险特征

随着我国互联网产业的快速发展，依托于互联生存、业务运营及业务推广的互联网金融企业数量越来越多，涉及的交易规模日趋扩大。各种互联网金融模式，无论怎样包装，实际上经营的仍然是金融业务。金融作为特殊的行业，风险防范必不可少。本文主要分析互联网支付、P2P网络借贷平台和众筹融资的风险特征。

1. 互联网支付

互联网支付业务由人民银行负责监管，颁发第三方支付牌照270家，目前呈巨头竞争格局。第三方支付的发展在整合了众多银行卡支付下，大大提升了买卖双方支付的便捷性，也为银行的零售电子商务和小额信贷的结算业务节约了营销成本。然而，第三方支付平台的资金运作却很容易成为监管盲区，形成无法掌控的风险。2009年3月，银监会下发的《关于“支付宝”业务的风险提示》，明确提出了五大风险，分别是第三方支付机构信用风险、网络黑客盗用资金风险、信用卡非法套现风险、发生洗钱等犯罪行为风险以及法律风险。而对于行业本身，也存在市场份额过于集中、金融渗透性较强以及信息安全等风险。

（1）集中性风险

根据iResearch艾瑞咨询统计数据显示，2014年中国第三方互联网支付交易规模市场份额中，支付宝占比49.6%，财付通占比19.5%，银商占比11.4%，快钱占比6.8%，汇付天下占比5.2%，易宝支付占比3.2%，环迅支付占比2.7%，其他占比1.6%。其中，支付宝一家独大，占据市场近50%的份额，前三家互联网支付企业市场份额达到80.5%，过于集中的市场不利于金融风险的分散。

（2）延伸性风险

互联网支付除提供转移货币资金的服务外，还参与了基金、保险、P2P平台等金融业务，其提供基金超市、为保险提供交易、付款、退款及理赔的一条龙服务，以及为客户先行垫付保险金等服务，为P2P平台提供资金管理等业务，业务的延伸伴随着一定的风险传

导。

(3) 安全性风险

互联网支付安全风险体现在两方面，一是网络黑客盗用资金风险。网络黑客通过用户浏览网页的历史记录，盗用用户的帐号密码资料将资金转入自己的帐号自己消费；黑客通过发送各种钓鱼网站引诱用户点击从而盗用用户的资料；通过不法手段获取被害人的手机号码以及身份证信息后，利用异地补办手机卡的方式，获取被害人与支付宝绑定的手机的验证码，从而对被害人的支付宝密码进行肆意更改；利用被害人的手机丢失，而手机中又绑定了支付工具，这种情况极易被不法分子利用并盗刷。二是信息安全风险。对提供互联网支付的企业来讲，对于隐私信息企业或组织都有责任和义务采取有效措施，防止有意或无意的未授权信息泄露。

2. P2P网络借贷平台

P2P网络借贷属于借贷范畴，近年来迅速扩张的行业规模使得行业乱象日益暴露，市场形成了典型的“柠檬市场”特征，不利于行业的有序发展。P2P网络借贷在中国发展迅速，同时也暴露出非常多的问题，既有传统金融理论框架下的风险，也有新的信息安全和操作风险。

中国人民银行副行长刘士余在2013年12月已公开表示，“互联网金融不能触碰非法集资、非法吸收公众存款两条法律红线，尤其P2P平台不可以办资金池、也不能集担保、借贷于一体”。而在2013年11月25日举行的“九部委处置非法集资部际联席会议”上，中国人民银行对P2P网络借贷行业非法集资行为进行了清晰的界定，主要包括三类情况：资金池模式、不合格借款人导致的非法集资风险以及“庞氏骗局”。

(1) 监管风险

目前，P2P网络借贷企业进入门槛低，相关监管细则尚未出台。在实际操作中，可能会构成事实上的非法集资和非法吸收公众存款行为。由于参与资金的运作，一些P2P网络借贷公司打破了网贷的法律界线，使公司性质由第三方中介转为吸储和放款的金融机构。同时，网络借贷企业贷款规模未受到本金的严格约束，其在实际上进行着比传统金融机构更为激进的监管套利。相对于银行，同样是进行期限“错”配以赚取利差，P2P网络借贷并没有任何制度性的保证以应对违约、挤兑等各种风险。

(2) 倒闭风险

截止2015年8月31日，零壹研究院数据中心监测到的P2P借贷平台共3169家（仅包括有线上业务的平台），其中正常运营的有2113家；上海有267家线上P2P借贷平台，正

常运营的有185家。截止2015年8月31日，零壹研究院数据中心统计的问题平台共1056家（不含港澳台地区，山东、广东、浙江三省问题平台数量共计502家，占全部问题平台的47.54%），占总平台数量的三成以上，行业内企业面临倒闭或洗牌的风险很大。

（3）竞争风险

据数据统计，2014年全国P2P平台1575家，当年新上线平台超900家；至2015年8月末，全国P2P借贷平台3169家，当月新增平台84家，1-8月累计新增平台1594，远超上年全年水平。可以看到，大型金融机构、互联网、制造业企业、独立平台等机构的不断进入，使得2015年以来网络信贷企业数量快速增长，市场竞争加剧。

（4）延展性风险

从产业链看，目前P2P网络借贷行业的产业纵深发展不断扩大，已经从单纯借贷模式逐步向信托、票据、保险、股权基金等资产领域扩展。在横向范围扩大的同时，P2P行业的纵向产品价值链也在深化，对于交易产品的期限灵活性、打包类别、抵质押品、市场转让交易等加以进一步优化。在行业总体发展监管欠缺的情况下，多元化的衍生，通过传导效应将势必将放大一些风险。

（5）信息披露风险

从信贷管理全流程看，P2P网络借贷行业资金使用透明度问题主要表现在三个方面：首先是信息披露不到位。尽管有年报、季报提供，但还未形成具体项目的信息披露标准，对于社会投资人直接参与风险信息甄别的机制没有完全建立。其次是资金流向不清晰，在规范性要求下资金应该从社会投资人账户直接划到社会融资人（借款人）账户，但有机构仍变相采用资金池模式，难以跟踪资金流向，而且即便是资金到了社会融资人（借款人）账户，现在平台公司也还做不到持续性跟踪资金流向。最后是还款来源不可查，多数公司并没有严格建立社会融资人（借款人）还款来源的定期评估、跟踪及信息披露规范，社会投资人对其融资还款来源的可靠性，缺乏直观、明确、可跟踪的了解途径和工具。

（6）风控模型尚需验证

目前，P2P网络借贷企业的风控系统均依托线上数据模型，其历史的记录并不能充分地模拟和预测未来，而且贷款申请者也完全可以通过构造虚假交易、提高交易频率以及获取更多好评来提高其信用评价，故风控有效性尚需时间检验。且仅抽样式现场调研难以充分控制客户信用风险，在目前我国征信系统尚未全覆盖的情况下，高度依赖评分模型的放贷依据面临一定的损失风险。

（7）技术风险

根据乌云漏洞收集平台的数据显示，2014年以来，平台收到的有关P2P行业漏洞总数为402个，2015年上半年235个，仅今年上半年就比去年一年增长了40.7%。其中，高危漏洞占56.2%，中危漏洞占23.4%，低危漏洞占12.3%，8.1%被厂商忽略。同时，乌云报告显示，截至2014年底，已有近165家P2P平台由于黑客攻击造成系统瘫痪，恶意篡改，资金被洗劫一空等。在未来的一定时间内，黑客攻击为行业常态化现象，一些技术支撑不强的平台因为黑客攻击而面临倒闭。

3. 众筹融资

众筹项目种类繁多，除股权类众筹外，还有产品众筹（包括产品研发、实体店铺等商业项目，还包括公益项目、赈灾项目等，还有一些以影视类项目为代表的伪众筹）和债权众筹等。众筹融资面临的风险主要有监管风险、资金托管风险、信用风险和非标准风险。

（1）监管风险

尽管股权类众筹的监管已明确由证监会负责，但由于众筹在中国刚起步，目前国内缺乏专门的法律法规对众筹行业予以规范，对于众筹平台及相关项目的日常监管细则尚未出台。在外部监管缺失的情况下，一些众筹项目很容易变成诈骗或者非法集资的工具。此外，股权类众筹面临例如不能网上直接买卖股权，不能出售标准化、份额化的股票等较多政策风险点。至于产品类众筹，由于产品都是预售的，项目周期比较长，一旦做不出产品，甚至将资金挪用，或是产品达不到预期，投资者实际制约力较薄弱。

（2）资金托管风险

当前众筹融资平台仅是互联网线上的普通平台。但在实际操作中，投资者将资金打到众筹融资平台的账户，项目成功后，融资平台再将资金划拨到筹资者账户中，众筹融资平台在其中扮演了支付中介的角色。整个过程并没有资金监管部门。众筹融资平台完全凭着信用运营着庞大的资金。在此期间，众筹融资平台如果出现信用危机，投资者的资金难以追回。此外，从项目开始到结束的一段时间内，被托管的资金是会产生收益的，而资金在托管期间所产生的收益应该如何分配也尚无法律做出明确规定。

（3）信用风险

除融资项目发起人因为对项目管理不当而给投资者造成损失的风险外，众筹融资平台对发起者的资格并没有硬性要求，对融资成功后的项目不再监督，因此会产生依靠虚假身份发起项目的信用风险问题（包括携款潜逃、关联方融资、信息披露透明度低）。此外，平台还面临股权众筹的投后管理和退出机制不完善等风险。

(4) 非标准化风险

各家众筹融资网站基本已建立起各自模式化的流程和标准，来进行融资项目的申请和审核，但融资项目能否上线最终还是凭借团队的经验。融资项目的风险、金额设定、信用评级也由平台方决定，弹性空间较大。而不同团队能力参差不齐，对风控、操作的控制也不同，如果融资项目属于前沿性的高科技产品，还会碰到缺乏鉴定标准的非标准化风险。

(二) 互联网金融的结构性风险对系统性风险的冲击

互联网金融由于互联网的介入，拥有更加社会化的平台和更大的外部性，对风险控制、风险识别等问题的要求更高。可以看到越来越多的金融工具、金融机构和金融市场将不再是简单的数量加总，而是相互之间有机地结合在一起，因此，一旦某一环节产生风险，如果没有必要的风险隔离与保险制度设计，风险很容易传导到其他互联网金融业务中，甚至放大到整个金融体系中，系统性风险对金融系统和实体经济的冲击更大，破坏性可能更强，持续时间更长。因此，必须要防范系统性风险快速传播的可能性。

第一，互联网支付将不具流动性的或流动性差的资产转化为流动性强的资产，并在支付平台上积聚了大量在途资金，表现出“类银行”业务即吸收存款的功能（主要表现为储值功能、接受银行卡的资金充值、支付交易）。而此“类银行”结算和吸储等业务，超出了有关法律法规对第三方支付机构业务范围的规定，且未纳入中国人民银行账户管理监管范围。它们可能为非法转移资金和套现提供便利，因此形成潜在的金融风险。

第二，没有存款保险制度管理，第三方支付平台沉淀的资金还可能触发挤兑风潮，由于信息不对称以及“羊群效应”的存在。

第三，在内部交易模式下，第三方支付平台还涉及到虚拟货币的发行和使用，且游离于监管体系之外，难以跟踪平台内部的资金流向。当越来越多的人认可和使用虚拟货币后，一旦虚拟货币与现实货币对接出现问题时，将可能引致极大的金融风险。

第四，按照古典经济学著名的“费雪方程式”，互联网金融业务会使货币流通速度加快，如果货币供应量和有效需求不变，则可能导致物价上升而引起通胀。中国人民银行如果不要求经营者将在途资金存入银行，所引起的货币运动将在其监控之外。

此外，虚拟货币如果脱离法定货币约束，可能通过信用扩张引起通胀，对货币政策实施带来了潜在风险。

在P2P借贷领域，与借贷规模快速发展形成鲜明对比的是行业乱象重重。与此同时，问题平台数量激增，P2P平台经营不善、不合规、道德风险等问题严重。P2P平台可能涉及非法集资、洗钱犯罪和非法从事金融活动等扰乱金融市场秩序的风险。行业发展的乱象

会在一定程度上影响市场参与双方的信心，不利于金融体系的稳定。

网络借贷平台操作程序不完善，管理制度、风控体系不健全，使得借款者信贷信息有很大差异，进而为同一借款者多处借贷、多处违约等行为打开了便利之门，交易不确定性与复杂性的增加影响出借者的风险识别和控制，影响到整个网络借贷行业甚至金融行业的健康发展。

对于众筹融资，面临公开发行政券或非法集资风险。2010年12月我国颁布的《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》的第6条规定：“未经国家有关主管部门批准，向社会不特定对象发行、以转让股权等方式变相发行股票或者公司、企业债券，或者向特定对象发行、变相发行股票或者公司、企业债券累计超过200人的，应当认定为擅自发行股票、公司、企业债券罪”。按照现阶段众筹的融资方式很容易触及非法集资这一法律红线。因此众筹融资一旦在出资人人数上没有明确限定，也会涉及公开发行政券的法律问题。

三、互联网金融风险监管和信用评级的必要性

（一）互联网金融风险监管的相关政策

互联网金融发展迅速，而相关风险监管存在一定程度滞后性。前期，我国仅出台了一些诸如《电子银行业务管理办法》、《非金融机构支付管理办法实施细则》等对金融业务的网上服务进行规范，但对互联网金融企业的准入和退出机制、信息披露制度、风险监管、业务开展和金融犯罪等问题都没有专门的相关的法律法规作为支撑。面对互联网金融创新暴露出的问题，鼓励金融创新，促进互联网金融健康发展，明确监管责任，规范市场秩序，经党中央、国务院同意，中国人民银行、工业和信息化部、公安部、财政部、国家工商总局、国务院法制办、银监会、证监会、保监会、国家互联网信息办公室于2015年7月18日联合印发了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（银发〔2015〕221号，以下简称《指导意见》）。7月23日保监会在内部印发《指导意见》发布后的第一个落实的分类监管细则《互联网保险业务管理暂行办法》。随后人民银行于7月31日发布了《非银行支付机构网络支付业务管理办法（征求意见稿）》，为规范非银行支付机构网络支付业务、保护当事人合法权益提供了依据；最高人民法院于8月6日发布了《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》，国务院法制办公室于8月12日发布了《非存款类放贷组织条例（征求意见稿）》，分别对互联网金融中网络借贷的适用法律和组织条例进行了规定。监管政策的连续发布明确了关于互联网金融的行为准则和法律责任，也成为未来行业发展的基石。

图表1. 专门针对有关互联网金融行业主要的全国性政策一览

发布日期	发布主体	政策名称	内容提要
2004年8月	全国人大常 委会	《电子签名法》	规范电子签名行为，确立电子签名的法律效力
2006年1月	银监会	《电子银行业务管理办法》	互联网银行的重要监管法规
2008年9月	国家税务总 局	《关于个人通过网络买卖虚拟货币取得收入征收个人所得税问题的批复》	对有关虚拟货币的税务处理问题进行了确定
2009年6月	文化部、商 务部	《关于加强网络游戏虚拟货币管理工作的通知》	规定要严格市场准入,加强对网络游戏虚拟货币发行主体和网络游戏虚拟货币交易服务提供主体的管理
2009年7月	文化部	《“网络游戏虚拟货币发行企业”、“网络游戏虚拟货币交易企业”申报指南》	为开展经营性互联网文化单位申请从事“网络游戏虚拟货币发行服务”业务的申报和审批工作提供可操作性指导规则
2010年6月	中国人民银 行	《非金融机构支付服务管理办法》	规范非金融机构支付服务行为
2011年8月	银监会	《关于人人贷有关风险提示的通知》	提示P2P 信贷业务的风险
2012年5月	保监会	《关于提示互联网保险业务风险的公告》	对互联网保险业进行了向广大投保人进行了风险提示
2014年4月	银监会、中 国人民银行	《关于加强商业银行与第三方支付机构合作业务管理的通知》	对商业银行与第三方支付机构合作进行了规范
2014年8月	上海市政府	《关于促进本市互联网金融产业健康发展的若干意见》	全国首个省级地方政府促进互联网金融发展意见
2015年7月	国务院	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	鼓励互联网与银行、证券、保险、基金的融合创新，为大众提供丰富、安全、便捷的金融产品和服务
	十部委	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	互联网金融监管的基础性指导文件
	保监会	《互联网保险业务管理暂行办法》	对保险机构开展互联网金融业务的准入、行为规范及违规处罚等进行了规定
2015年8月	中国人民银 行	《非银行支付机构网络支付业务管理办法（征求意见稿）》	规范非银行支付机构网络支付业务、保护当事人合法权益
	最高人民法 院	《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》	规定了互联网金融中网络借贷的适用法律
	国务院法制 办公室	《非存款类放贷组织条例（征求意见稿）》	规定了互联网金融中网络借贷的适用组织条例

资料来源：新世纪评级整理

（二）互联网金融信用评级的必要性

互联网金融首先以金融属性为重，因此需坚守三个金融服务原则，即资金安全、偿付

能力与流动性管理。互联网金融前期无明确的准入标准，造成行业参与者良莠不齐，在发展中存在各种问题，其中信用风险是制约行业发展的重要原因，引入第三方信用评级可以部分解决上述问题。具体来说，其必要性体现在以下几个方面：

1. 信用评级的功能和作用

信用评级的功能是指信用评级本身所具有的客观属性，无论信用评级在市场经济还是非市场经济条件下，信用评级的基本功能都不会改变。而信用评级作用则是信用评级功能的具体体现。信用评级的功能及作用主要为以下三个方面：

(1) 信用评级的信息不对称缓减功能

信用评级的信息不对称是指主体与投资者之间信息占有寡多不同，从而主体可能通过隐藏信息、隐藏行为的方式损害投资者的利益。未来缓减主体与投资者之间的信息不对称，维护投资者的利益，需要能够通过信用评级来揭示主体或金融工具的信用信息。信用评级的投资者服务作用是信用评级缓减信息不对称功能的具体体现。信用评级机构通过对主体的实地调查，对其财务风险、业务风险等分析，为投资者提供投资决策的参考。

(2) 信用评级的风险揭示功能

为了缓解包括财务、经营、环境方面的信息不对称，信用评级就需要通过信用评级活动，搜集并加工信息，形成相应的信用风险报告，并以简单的符号加以表示，以揭示主体或金融工具的信用风险大小，从而形成了信用评级的风险揭示功能。信用评级的定价参考作用是信用评级风险揭示功能的具体体现。信用评级机构通过信用评级为市场的众多投资者提供了定价的参照物。

(3) 信用评级提高市场交易效率的功能

在信用评级缓释信息不对称和揭示信用风险功能的同时，派生出信用评级提高市场效率的功能，主要体现为两个方面：首先，信用评级降低了投资者对投资对象的收集成本和费用，也降低了投资者对投资对象信用信息的收集成本和费用，及其对信用信息的整理、加工、分析的成本和费用；其次，信用评级降低了金融工具或产品发行者寻找投资者的成本和费用，也降低了金融工具或产品利率的谈判成本和费用，节约了发行者的成本和费用。投资者和发行者交易成本和费用节约的同时，通过市场价格的竞争，节约了融资时间，从而提高了整体信用交易效率。

2. 互联网金融监管需要引入信用评级的必要性

从债务融资监管来看，信用评级作为其重要构成，在债券发行或银行授信中已经作为制度作出了相应的安排。无论在发达经济体还是新兴经济体的债券发行监管中，大多需要发债主体提交信用评级报告，从而使得信用评级报告成为发行债券的必要条件。信用评级

在监管制度的安排表明监管者可以通过信用评级有效降低投资者和发行者之间的信息不对称，促进证券市场的健康发展，降低债务融资工具交易中的信用风险。

互联网金融以金融属性为重，在互联网金融中引入信用评级也可以利用信用评级的功能和作用，有效降低投资者和发行者之间的信息不对称，促进互联网金融市场的健康发展，降低交易中的信用风险。

3. 互联网金融引入信用评级的意义

(1) 互联网金融本身不具有管理风险的功能

随着金融业务的拓展和衍生金融产品的出现，金融中介风险管理的功能大大强化了，而之所以出现这种情况是因为参与成本提高了，风险管理旨在降低参与成本。但互联网金融的特征是借款人和存款人之间的直接交易，不涉及参与成本，因此互联网金融不具有管理风险的功能。第三方信用评级机构则可以通过其专业人员、知识和经验等帮助互联网金融进行风险管理。

(2) 持续经营问题

互联网金融前期无明确的准入标准，造成行业参与者良莠不齐，很多实体经营基础薄弱，其是否具有足够资金进行人员、技术方面的投入以及日常的运营维护，将直接影响其是否具有持续经营能力，并将影响投资者的资金安全。第三方信用评级机构可以利用其已经积累的知识和经验，通过市场公开信息和内部信息对相应主体进行主体信用评级，独立、客观、公正的对其持续经营的能力进行判断，从而帮助投资者进行筛选。

(3) 信息不对称问题

互联网金融难以独立解决信息不对称问题。一方面，网络无法囊括所有信息，也无法确认信息的真实性。具体来看，对于任何一个借贷项目，在目前的信息技术条件下，潜在的网络贷款人依然无法独立确定以下要素：（1）借款人及其项目所陈列信息的真实性和准确性；（2）贷款项目的违约风险；（3）贷款利率与贷款风险是否匹配等。另一方面，互联网信息公开本身也存在着高额成本，包括社会安全成本、隐私保护成本等等，且一般情况下这些成本要远高于互联网金融交易的收益。信用评级在解决信息非对称方面可以发挥重要作用。

(4) 道德法律风险

目前对互联网金融的监管及相关法律法规还处于逐步完善阶段，互联网金融中存在非法集资、欺诈及洗钱等行为，在此背景下，信用评级的专业从业人员能够对相关事项进行判断，将成为互联网金融监管的有效手段。同时专业的信用机构以第三方的角度来评价信用产品，避免互联网金融平台为了高利润而自行提高债务人信用评分。

◆ 专题研究

互联网金融的评级思路与制度建设

互联网金融研究组/文

2015年9月，人民银行等十部委联合发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（以下简称“指导意见”）明确提出支持互联网金融稳步发展，推动信用基础设施建设和配套服务体系建设。其中推动信用基础设施和配套服务体系建设包含两层含义，第一是完善互联网金融行业所处的信用生态环境建设，第二是支持具备资质的信用中介机构组织开展互联网企业信用评级。互联网金融是新生事物和新兴业态，在我国出现时间并不长，但随着智能手机的普及，得到了迅速的发展，已呈现出市场规模大、业态丰富的景象。按照“指导意见”分类，我国互联网金融大致可以分为互联网支付、网络借贷、股权众筹融资、互联网基金销售、互联网保险、互联网信托和消费金融等业态，实际上市场上出现的互联网金融业态可能要超过“指导意见”的分类，而各业态企业之间在运营模式上也不尽相同。对于业态如此丰富的行业进行评级，需要对行业的风险特征有所掌握。

一、互联网金融的主要风险

互联网金融是把互联网的创新成果与传统的金融产业深度融合，推动技术进步、效率提升和组织变革，提升金融产业创新力和生产力，形成更广泛的以互联网为基础设施和创新发展新形态。从这个角度来看，互联网金融本质仍属于金融，没有改变金融产业的基本属性。但在运作模式上，由于依托的传播媒介及生态环境不同，互联网金融相对传统的金融产业在运作模式上有较大的变革，使互联网金融与传统的金融产业的风险特征又不完全相同。传统金融行业的风险特征，互联网金融都具备，而互联网金融还有一些新的风险特征，即基于互联网平台衍生出的新的风险特征。互联网金融集知识密集型、资金密集型和科技密集型特征于一体。

（一）技术风险

互联网金融的媒介是互联网或移动互联网，其发展依赖网络技术。互联网金融的业务都是由计算机程序和软件完成，一旦发生计算机系统故障、计算机硬件故障、网络系统故障等，都可能导致互联网金融业务无法正常开展，从而抑制互联网金融行业发展，损害客户的利益。一方面，一旦技术出现问题，将会对互联网金融交易中的资金安全构成威胁。

另一方面，互联网大数据本身需要庞大数据库的支撑，随着数据的集中，可能面临数据库遭到非法窃取、泄露和篡改的风险，从而对客户的个人隐私、个人财产以及人身安全造成的威胁。

（二）信用风险

不同于传统金融产业，互联网的“虚拟性”特点，即互联网金融中的一切业务活动，如交易、支付结算等都在虚拟的电子信息中进行，市场参与者身份认证难以确认，容易导致信用风险。其中，互联网金融企业特别是第三方支付类企业的资金流量巨大，更容易产生信用风险。

（三）法律与维权风险

互联网的虚拟性容易导致交易主体之间的责、权、利边界不明确，而对某些互联网金融行为（如虚拟货币）本身的违法与不违法难以界定。同时，由于互联网金融作为新生事物，出现时间不长，相关的法律法规也不健全，传统金融法规很难渗透适用到互联网金融的各个领域，由此产生很多纠纷无法可依、无责可究。

二、互联网金融信用评级的思路

对于互联网金融的评级仍然可以采用个体评级和支持评级相结合的方法。其中个体评级可以从三个角度进行评价：业务风险、风险管理和财务风险，其中三者之间是否相互匹配是判断个体信用主要尺度。对于互联网金融这样的新生事物，能够获得外部支持，以及获得外部支持的力度，对于企业信用质量的影响往往是决定性。通常我们会发现，那些具有大型机融机构背景的互联网金融企业，更容易存活并获得发展，直至创造出一种全新经营业态。

（一）业务风险

业务风险的产生一般来源于两方面，一是外部的生存环境因素（外部环境），二是自身运营因素（竞争力）。

1. 外部环境

互联网金融主体在一定的金融生态环境中开展金融创新活动，互联网金融的发展受到外部运营环境的制约和影响。金融产业的发展是为了更好的服务于实体经济，实体经济的发展也会影响到金融产业，互联网金融的发展同样不会脱离实体经济。实体经济的发展不仅仅意味着经济总量的增长，还表现为产业结构优化、持续发展的潜力。而作为新生事物，行业竞争状态、法律监管环境及社会信用环境等都对互联网金融企业的信用状况产生显著的影响。

2.竞争状况

互联网金融企业不同的盈利模式决定了其实现收益的难易程度和稳定性，盈利模式的确立往往确定了企业的生存空间及其所能达到的高度。如具有电子交易平台且具有担保功能的第三方支付企业通过获取店铺费、商品登录费、交易服务费等实现盈利，该类企业生存取决其所依赖平台的稳定性；而那些采用独立的第三方网关模式的支付企业通过收取年服务费和交易手续费的方式盈利，具有独立网关、灵活性大，但容易被复制。

前面多次强调互联网金融是新生事物，新生事物的产生到推广需要一个培育的过程。互联网金融企业的竞争地位，或者称之为市场竞争力主要表现为其对市场渗透的能力，体现的是企业发展的动力及爆发力。我们主要通过考察互联网金融企业是否有能力引入足够的资金、技术去完成渠道的建设、市场的推广，实现市场份额、市场排名、流量等方面的优势，取得品牌的影响力。

相对于传统金融业，互联网金融是基于运营模式的创新与变革，取得效率和服务上的竞争优势，创新是互联网金融企业产生和持续发展的核心要素。能否为用户不断提供全新的体验，提高客户粘性，是判断企业创新能力直接依据。

无论实体企业还是互联网企业，对于技术开发、市场开拓、渠道建设的投入都是为了获取合理的回报，盈利水平也是判断互联网金融企业运营成功与否的重要依据。当然，判断企业的盈利情况，不能仅仅从盈利规模或者其他盈利指标给出结论，还需要结合企业所处发展阶段综合考量。

3.风险管理

对于传统金融企业，风险管理是核心环节之一，对于互联网金融企业来说同样如此，所谓知识密集型主要体现在风险管理环节。对于互联网金融企业来说，各个环节的风险管理都需要设置几层机制，一是防范，二是监控和预警，三是纠正，最后是当损失无法避免时，是否有足够的实力承担损失。

健全的治理结构和有序的内部管理是企业稳定经营的基础条件，良好的公司治理与管理有助于企业经营决策的科学性及合理性，有助于管理政策的执行与经营目标的实现。而治理结构的不完善可能会使经营决策的制定和执行缺乏科学性、规范性以及有效性，进而增加了经营风险。同时，经营独立性、关联交易、信息披露、人员配备等信息的掌握，可以对企业的治理和管理有更直观的判断。

信用风险是所有金融企业都要面临的风险，互联网金融也不例外，只是不同业态的互联网金融企业信用风险表现形式会有所差异。对于多数互联网金融企业，可以从客户选

择及信用审查、业务类型及风险敞口、集中度、欺诈及监控机制的建立等角度进行综合判断。

互联网金融企业面临的主要的市场风险包括客户流失的风险、替代品及其他企业竞争的风险、行业内现有企业的竞争风险等。

互联网金融平台在金融活动中多承担着资金周转功能，如第三方支付、电商系金融等，相比传统金融的线下严格审查，互联网金融平台由于“虚拟性”特点，很难对在资金周转过程中的沉淀资金实施有效的担保和监管，如果缺乏有效的流动性管理易引发支付风险。流动性管理体系的建立、流动性监测及预警方式是判断流动性管理水平的重要依据。

传统金融互联网化，使互联网金融与传统金融在操作和技术风险方面有着不一样的表现形式。互联网金融企业日常业务运营高度依赖网络平台，资金流的所有环节几乎都依赖网络操作完成，网络平台需要高度的安全性。同时依托网络平台建立的大数据，也是互联网金融企业核心竞争力的体现。

（二）财务风险

财务状况是企业经营状况的体现，同时财务状况也会影响到企业未来的经营。对于财务风险的分析，一方面是反映企业经营成果；另一方面，从评级的角度来说，还需要反映企业承担风险的能力。

资本是互联网金融企业吸收各类风险损失的重要缓冲工具，所以资本状况成为衡量受评企业抗风险能力的关键要素。而资本的来源又包括债务资本和权益资本，杠杆的使用会提高企业的收益水平，也会放大财务风险。对于资本与杠杆的评价，重点是考察业务风险与资本及财务杠杆的匹配程度，而非机械角度的计算指标的高低。

当企业发生危机或面临突发事件时，流动性几乎是扭转局面的唯一要素。流动性最好的资源是现金类资产；对于往来及库存，则需要根据业务情况记性进行具体分析。

（三）支持评级

金融产业的发展需要信用体系的支撑。而互联网金融作为新生事物，且存在“虚拟性”的特点，尤其需要信用体系的支撑，而这类支撑也是大多数互联网金融企业所缺失的。这种情况下，强有力的外部支持，对互联网金融企业迅速占领市场显得尤为关键。阿里小贷迅速确立行业地位，离不开阿里巴巴完善的网络平台及大数据的支撑；平安陆金所的壮大，同样离不开平安集团的“信用背书”。支持评级主要是股东支持，包括资金支持、技术支持、信用支持、品牌支持等，其他的还包括，实体金融机构、政府、上下游客户等。

（四）互联网金融工具评级

互联网金融是新生事物，基于互联网金融企业产生的互联网金融工具更是新生事物。互联网金融工具，是相对于实体企业融资工具而言，互联网金融企业的融资工具，本质上与实体企业融资工具没有差别，但形式上表现出多样化和创新的特点。目前，市场上出现的互联网融资工具，主要是网络借贷的资产证券化和股权众筹融资，今后可能还会出现很多新的形势。其中网络借贷资产证券化与银行信贷资产证券化几乎没有显著区别。

股权众筹融资主要是指通过互联网形式进行公开小额股权融资的活动，一般有特定的项目。对于这类融资工具的评级，主要从三个角度，一是对特定项目的评价，核心是能否产生持续稳定的现金流；二是对众筹平台的评价，核心是运作项目的水平、资金实力、技术实力等；三是众筹平台与项目之间的联系，核心是平台对项目的支撑力度，以及能够提供多少程度的信用背书。

三、互联网金融的主体和金融工具信用评级

继央行等十部委发布《有关促进互联网金融行业健康发展的指导意见》（下称《指导意见》）后，由人民银行牵头成立了中国互联网金融协会。行业协会的成立，将加强互联网金融行业的自律规范，加快行业管理规则和行业标准的制定。行业协会制定的行业标准、经营规范、信息披露、信用评级、行业监管等适用范围应扩大到行业所有企业，将互联网金融行业所有企业纳入监管范围，并明确实施信用评级的要求，实现对整个行业发展形成有力的影响和管理。信用评级作为第三方机构，遵循独立、客观、公正的原则，可保证信用评级的公正性、一致性及完整性。

（一）互联网金融运行主体评级

首先，互联网金融企业作为业务的运营主体，本身虽然在一定程度上可以缓解信息不对称的问题，但其作为媒介平台自身经营实力、风险控制能力等情况投资者很难把握，主体评级可使得互联网金融企业信息透明度增强，降低投资者的投资风险。

第二，主体评级可加强互联网金融企业强化信用理念和提高信用的意愿，以信用规范主体的行为，促进行业发展水平的提升。

第三，互联网金融本身的具有互联网和金融的双属性，其金融安全风险、经营风险、风控难度、监管难度、合规风险等各方面均不同于一般金融企业。对互联网金融运行主体进行信用评级，信用主体构建内部风险管理制度和机制、提高内部风险管理的技术水平的需求将大幅提高。

第四，主体评级可优化互联网金融行业生态环境，形成行业信用主体自主守信、管理风险的市场约束和激励机制。

互联网金融运行主体的评级离不开市场化、社会化的中介机构对主体信用进行评级。只有建立互联网金融企业主体信用评级制度，才能缓减市场运行中的信用信息不对称风险，形成主体守信的软约束机制，激励信用主体使用风险管理的技术、提高风险管理水平。

（二）互联网金融工具需要评级

互联网金融工具作为投资者直接投资的对象，其信用风险评级对投资者具有重要的风险揭示作用。互联网金融发展速度快，且互联网金融工具具有投资风险高、结构复杂性、创新产品合法合规性弱等特征。

一般来讲，互联网金融工具投资对象在资本实力、收入情况、现金流稳定性、抗风险能力等方面相对较弱，偿债能力相对较差。对互联网金融工具投资风险的揭示，可进一步缓解交易过程中的信息不对称风险。

对于结构复杂的互联网金融工具，往往投资者权益实现条件复杂，或经多层、拆分、重组等结构化复杂设计。一方面对互联网金融公司内部控制系统和信息技术等要求均较高，互联网运营平台的运营能力是支持复杂金融工具发展的重要保障，对主体的信用运营能力的评价显得相当重要。另一方面，投资者权益在结构化设计中的合同条款的保障程度，是信用评级的重要关注点，具有充分揭示风险的作用。

互联网金融工具快速发展的背景下，金融工具创新也日新月异，在外部监管边界不明确的情况下，创新型金融产品的合法合规性成为投资者权益能否得到保障的重要因素。对于金融创新工具的监管，美国互联网金融监管机构消费者金融保护署则坚持两条基本监管原则，首先是产品设计是否考虑消费者权益的保护，然后是相关信息披露是否完全和真实。

四、美国互联网金融监管启示

2009年12月11日美国众议院通过了金融监管改革法案，成立消费者金融保护署（以下简称“CFPB”），对世界各国金融监管保护开启了新的思路。CFPB主要有两个职责，一是监管金融机构，防止其对消费者发放掠夺性的贷款；二是保护消费者权益。

CFPB监管一切与消费者金融有关的金融机构与金融产品，面对金融创新的多样化发展，在监管过程中CFPB坚持五个关键的行动原则。一是提高信息透明度，要求对包括信用卡和抵押贷款在内的金融产品成本、杠杆率、风险状况以及消费者应明确知晓的事项进行及时披露。二是坚持简易原则，确定金融理财产品的合理杠杆率并以此为标准，其他越过合理杠杆率的产品会受到更多的监督。三是保持公平，对反映合理的消费预期的金融中介机构加强保护，同时督促各机构对利益受损的消费者予以赔偿。四是问责制，对联邦金融机构侵害消费者权益的行为予以制裁，加大对违规行为的问责力度。五是访问原则，推

行公平借贷法和社区再投资法，努力确保金融服务不足的消费者和社区获得审慎的贷款和投资。

消费者金融保护署的成立具有积极作用。一是由专门机构负责消费者权益保护，改变了过去多头监管的局面，可以有效地推行政策法规的实施。二是CFPB拥有广泛的权利，可以一步监管次级抵押贷款和信用卡行业的滥用。三是全面保障消费者的信贷、储蓄、支付和其他消费金融产品或服务，并规范相关金融机构。四是加大金融信息披露力度，进一步清理金融机构的不公平和欺诈做法，促进金融市场公平、高效，创新发展。

五、互联网金融信用评级的认证和自律规则

中国互联网金融协会作为行业监管方应制定互联网金融行业信用评级的自律规则，在评级机构及人员、评级业务管理、自律管理等方面制定细则，促进互联网金融市场健康发展。

（一）互联网金融信用评级机构的统一认证

根据IOSCO的基本原则，信用评级机构应该保持独立性和防范利益冲突，对信用评级过程进行管理和质量控制，实现信息透明和信息披露。为此，申请信用评级的机构需要在条件上符合IOSCO的基本原则，并同时满足具有一定评级经验的条件。人民银行、银行间市场交易所协会、保监会、证监会等不同市场监管主体对其各自监管业务的评级均建立准入机制和标准制度，对评级机构实行准入监管。

对互联网金融企业开展的信用评级应纳入互联网金融的监管机构的监管体系，对信用评级机构建立准入机制及标准，实行准入制，由监管机构统一认证。

（二）互联网金融信用评级机构及人员监管

信用评级机构应当遵循独立、客观、公正的原则，保证信用评级的公正性、一致性、完整性。信用评级机构从业人员应遵守相关法律法规和职业规范，遵循诚实、守信、独立、勤勉、尽责的原则。受评企业、信用评级委托方、信用评级结果使用方及其他相关主体应共同维护信用评级的独立、客观和公正。

信用评级机构应建立清晰合理的治理结构，完善评级技术和基础数据体系，建立健全并切实执行管理制度，为信用评级质量提供保障。信用评级机构应建立并不断完善信用评级体系，加强评级技术的研究开发，通过定期培训等多种方式加强从业人员职业道德修养，提高执业能力。信用评级机构应加强数据库等信息体系建设，建立完善并严格执行信用评级信息管理制度，包括评级信息的使用和管理、数据库管理、档案管理等。

信用评级机构应建立健全利益冲突管理工作机制和相关制度，有效识别、防范和消除

信用评级业务中产生的利益冲突，如无法有效消除的，则应对产生的利益冲突进行充分披露和有效管理。

信用评级机构及其从业人员不得有不正当交易、商业贿赂以及向受评企业提供咨询服务等影响信用评级质量的违法违规行为。对于在开展信用评级业务中知悉的国家秘密、商业秘密和个人隐私，信用评级机构及其从业人员应当履行保密义务，不得利用相关信息为任何机构或个人谋取不正当利益。信用评级机构的董事、监事和高级管理人员应具有良好的声誉，保证信用评级机构规范运作并独立、客观、公正地开展评级业务。参与信用评级的人员应具备相应的职业操守、专业知识和从业经历。

（三）互联网金融信用评级业务基本要求

信用评级机构应遵循市场拓展与信用评级分离原则，不得采取低于行业公允价格、级别保证和诋毁同业等不正当竞争手段承揽业务。项目立项前，信用评级机构应对评级项目进行自我评估，保证本机构具备相应的评级能力。确定立项的，信用评级机构应组建至少由2名专业分析人员组成的评级小组，小组成员应符合相关资质要求。

评级小组应在多渠道、多方式收集受评企业信用质量相关资料并开展研究分析工作的基础上撰写评级报告初稿，提出信用等级及相关建议，并至少经过小组初审、部门复审、公司三审的三级审核，形成评级报告。评级结果应由信用评审委员会通过召开评审会议以投票表决方式确定。评审会议应至少由5名评审委员参加，参会评审委员独立发表评审意见。评级小组成员不得参与其负责项目最终级别的确定。

（四）互联网金融信用评级的自律管理

中国互联网金融协会可制定信用评级机构和人员的从业准则，可建立健全信用评级机构市场化评价体系，对信用评级机构的业务表现进行评价。

◆ 市场研究

2015年第三季度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

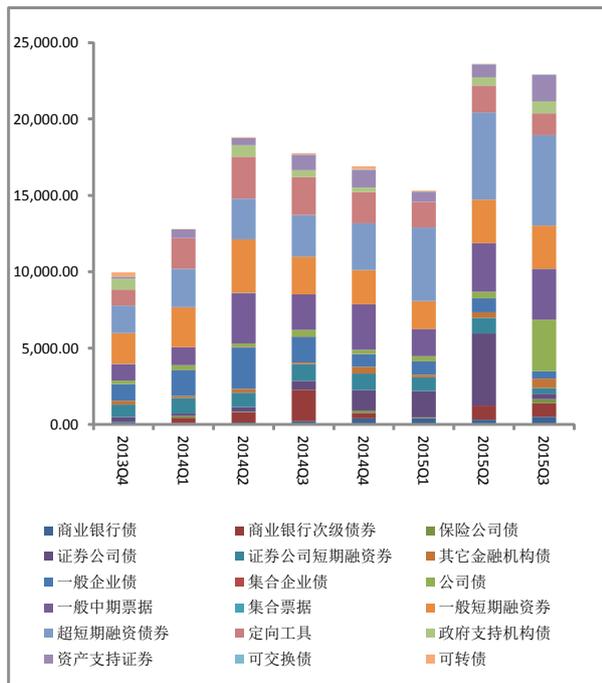
2015年第三季度，我国经济总体运行平稳，但仍然面临较大的下行压力。前三季度国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，居民消费价格（CPI）同比上涨1.4%，规模以上工业增加值同比增长6.2%。具体而言，由于受到固定资产投资增速回落与工业增长疲弱的影响，GDP同比增长速度自2009年以来首次跌破7%。2015年前三季度固定资产投资（不含农户）增长39.45万亿元，同比名义增长10.3%（扣除价格因素实际增长12.0%），增速比上半年回落1.1个百分点。整体来看，在投资增速放缓的环境下，工业部门依然面临较大的去库存与去产能压力。与此同时，伴随经济结构的转型，消费与服务业对经济增长的贡献愈发重要，第三产业占GDP增加值比重保持增加趋势。2015年第三季度，GDP当季增加值为17.36万亿元，其中第二产业为6.98万亿元，单季

同比增长5.8%，累计同比增长6.0%；第三产业为8.57万亿元，单季同比增长8.6%，累计同比增长8.4%。2015年第三季度，我国政府继续维持积极的财政政策与稳健的货币政策，在保证市场流动性的同时控制货币信贷平稳增长，增加直接融资比例，降低社会融资成本，进而推动经济的平稳运行与经济增长结构的转型优化。

2015年第三季度，全国债券市场共发行各类债券4628期，发行金额合计6.71万亿元，同比增加3.37万亿，同比大幅增长101.29%。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4.41万亿元，占同期债券募集总额的65.83%，同比大幅增长73.39%，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2.29万亿元，占同期债券募集总额

的34.17%，同比增长33.48%，其增长主要得益于公司债发行规模的大幅增加。短期融资券和中期票据同比亦有较大幅度增长，但环比来看发行规模略有下降；证券公司债环比缩量明显；而企业债继续延续了2015年以来的萎缩态势，发行量进一步减少。

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年第三季度，信用产品细分券种一级市场发行情况基本延续了上半年的发展趋势，但具体券种则有明显变化。

第三季度，证券公司债发行规模环比大幅萎缩，而一般公司债的发行规模则急速

扩张。年初新实施的《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称“《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数量和金额最先在第二季度大幅增长，环比大幅增长174.00%。但在经历第二季度的扩张后，主要证券公司已经基本完成第一轮的发债，从而第三季度发行规模迅速回落，环比减少92.47%，新发行债券主要集中于第二季度尚未发债和之前发债规模与数量均较小的证券公司。《办法》对一般企业的刺激则在第三季度得到明显体现，从而一般公司债尤其是以房地产企业为主体的发债规模明显放量，同比增长821.11%，环比增长729.80%。

第三季度，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，企业债继续延续了2015年以来的萎缩态势，同比下降70.79%，但据媒体报道，10月份发改委对推进企业债市场化改革发布意见，企业债可望改变当前的颓废局势；一般短期融资券在经历了年初的缩量后，目前已经回归稳定发展态势，第三季度发行规模环比增长0.04%，同比增长15.07%；因为发行主体扩容，超短期融资券年初放量增长，目前也已进入稳定增长通道，第三季度发行规模环比增长3.41%，同比增长115.73%。一般中期票据2015年继续保持稳定发展趋势，第三季度发行规模环比增长3.79%，同比增长42.57%。

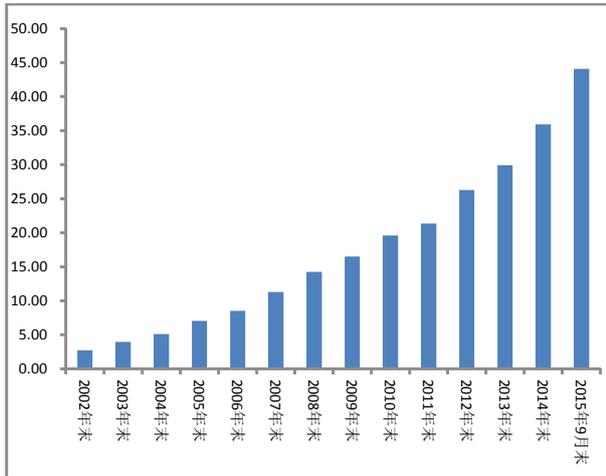
图表2. 2015年第三季度主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	27	0.58%	6681.40	9.96%
同业存单	1933	41.77%	16232.40	24.21%
地方政府债	501	10.83%	15846.27	23.63%
金融债	204.00	4.41%	8375.74	12.49%
政策银行债	105	2.27%	5380.00	8.02%
商业银行债	24	0.52%	512.00	0.76%
商业银行次级债券	15	0.32%	864.74	1.29%
保险公司债	6	0.13%	290.50	0.43%
证券公司债	19	0.41%	355.00	0.53%
证券公司短期融资券	23	0.50%	377.00	0.56%
其它金融机构债	12	0.26%	596.50	0.89%
企业债	48.00	1.04%	496.00	0.74%
一般企业债	48	1.04%	496.00	0.74%
集合企业债	0	0.00%	0.00	0.00%
公司债	237.00	5.12%	3376.51	5.04%
一般公司债	118	2.55%	2141.70	3.19%
私募债	119	2.57%	1234.81	1.84%
中期票据	256.00	5.53%	3321.70	4.95%
一般中期票据 (含PRN)	256	5.53%	3321.70	4.95%
集合票据	0	0.00%	0.00	0.00%
短期融资券	758.00	16.38%	8747.50	13.05%
一般短期融资券	342	7.39%	2840.70	4.24%
超短期融资券	416	8.99%	5906.80	8.81%
定向工具	325	7.02%	1425.00	2.13%
资产支持证券	328.00	7.09%	1726.42	2.57%
交易商协会ABN	0	0.00%	0.00	0.00%
证监会主管ABS	201	4.34%	384.63	0.57%
银监会主管ABS	127	2.74%	1341.79	2.00%
可转债	0	0.00%	0.00	0.00%
可交换债	2	0.04%	25.00	0.04%
政府支持机构债	9	0.19%	800.00	1.19%
合计	4628	100.00%	67053.94	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9月末，全国债券市场存量债券余额44.08万亿元，比年初增加8.17万亿元。

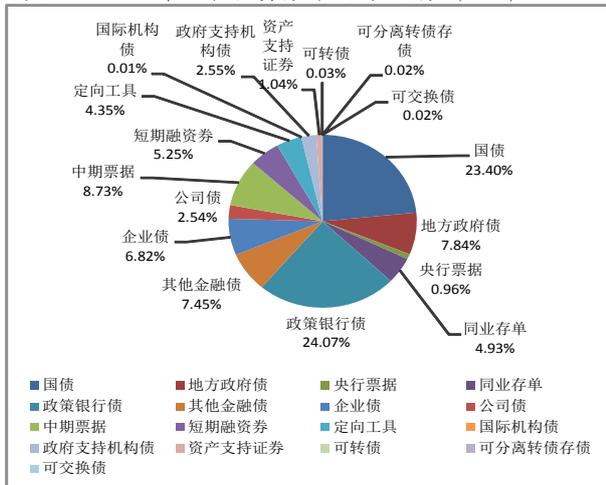
图表3. 2015年9月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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9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26.98万亿元，占比61.20%；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17.10万亿元，占比38.80%。

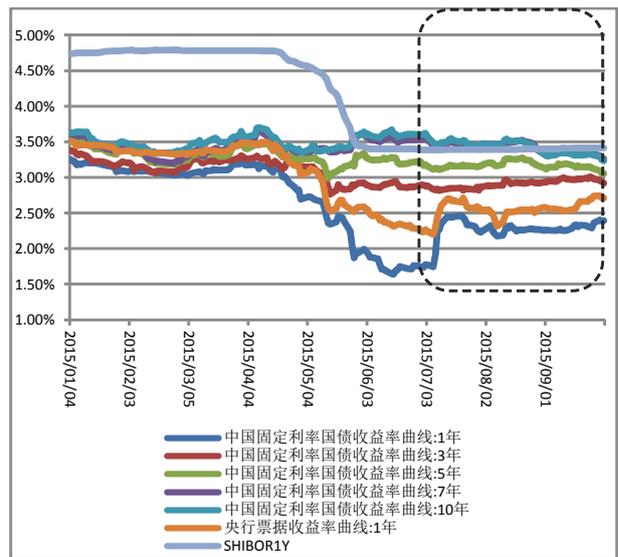
图表4. 2015年9月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

债券市场收益率在经历了第二季度的陡峭下行后，第三季度略有回升并逐渐企稳，其中，固定利率国债1年期收益率9月末由6月末的1.74%回升至2.39%，上升65个BP，但同年初的3.25%仍处于较低区间。而中长期收益率则继续保持稳定状态，其中3年期国债收益率由6月末的2.90%升至2.92%，5年期、7年期和10年期9月末收益率同6月末相比则分别下降15BP、27BP和36BP。

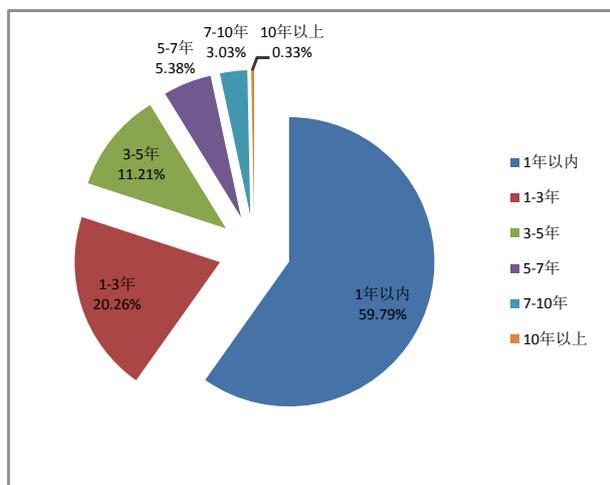
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2015年第三季度发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的59.79%，1-3年期、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20.26%、11.21%、5.38%、3.03%和0.33%，5年期以下债券合计占比91.26%。

图表6. 2015年第三季度债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

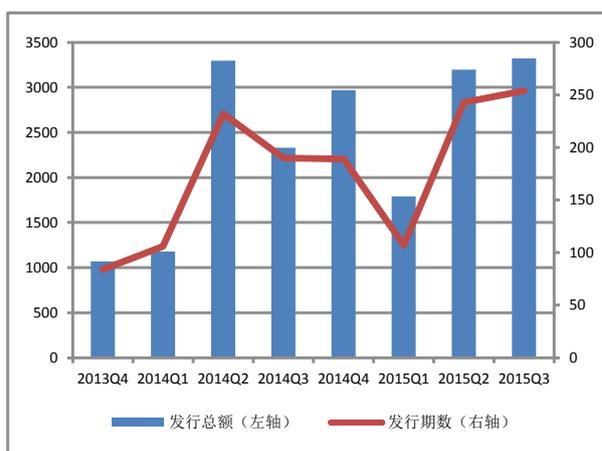
二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

(一) 短期融资券和中期票据市场分析

1. 非金融企业债务融资工具发行规模

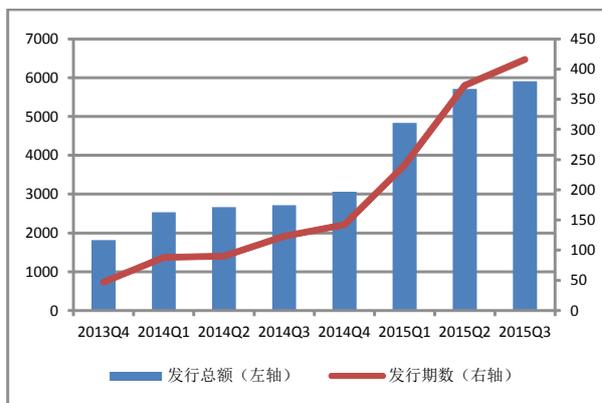
2015年第三季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行342期，同比增加22.58%；募集资金2840.70亿元，同比增长15.07%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行254期，同比增加33.68%；募集资金3321.70亿元，同比增长42.57%。定向工具共发行325期，同比减少12.85%；募集资金1425.00元，同比下降14.70%。超短期融资券共发行416期，同比增加238.21%；募集资金5906.80亿元，同比增长117.32%。整体来看，短期融资券和中期票据发行规模同第二季度相比保持稳定，处于稳步发展通道。

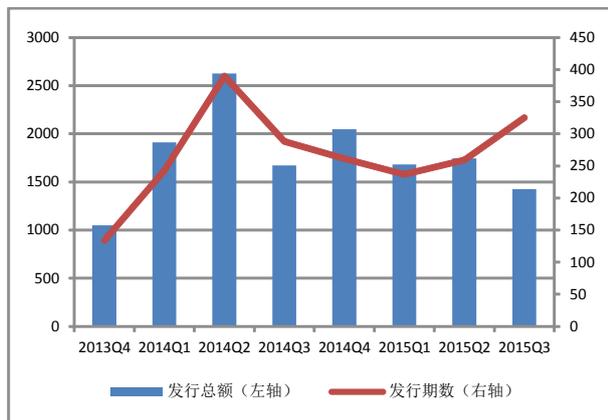
图表7. 近年来短期融资券和中期票据发行情况（亿元、期）



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）





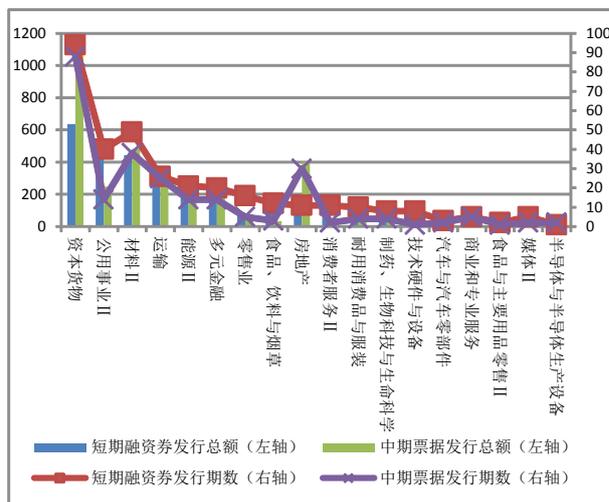
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

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年第三季度短期融资券和中期票据发行人涉及18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，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80.93%和73.10%，在中期票据中合计占比分别为79.00%和75.98%，行业集中度较高。同时，房地产行业企业中期票据发债规模明显增长。

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出现恢复性增长，尤其是第三季度增幅明显。2015年第三季度房地产行业短期融资券和中期票据发行金额分别为77.00亿元和402.00亿元，占比分别由2014年的1.65%和4.27%增至2.71%和12.10%。

图9. 2015年第三季度短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）

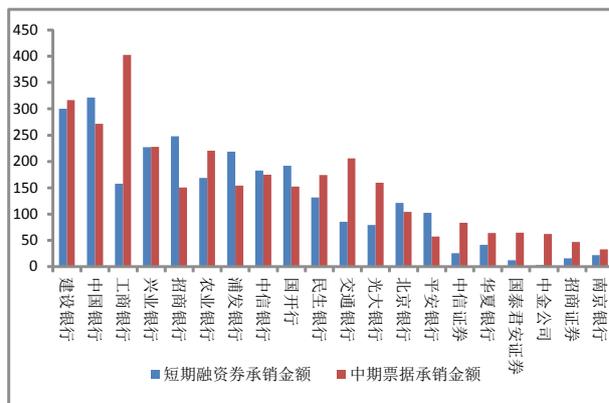


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2015年第三季度，共有26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，建设银行、工商银行和中国银行包揽前三位，兴业银行超过农业银行跃居第四位，招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图10. 2015年第三季度短期融资券和中期票据主要承销商分布（亿元）



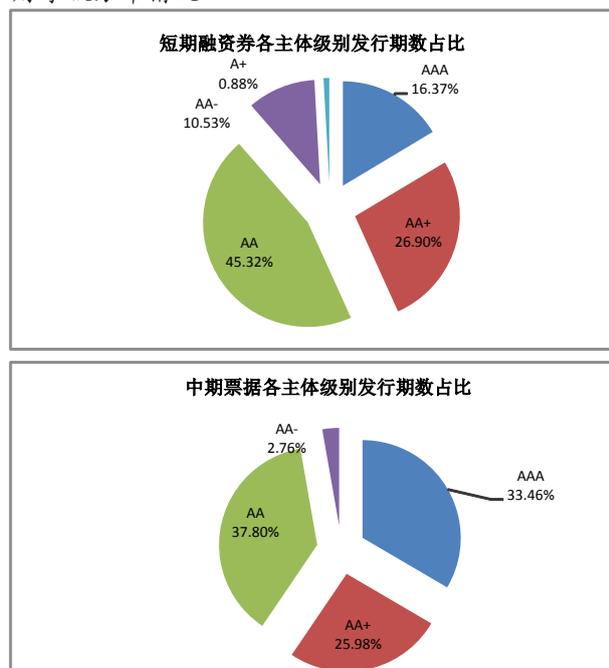
数据来源：Wind资讯，中国债券信息网

4. 信用等级

2015年第三季度发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从A+级至AAA级等5个信用等级。从整体来看，AA-级及以上主体信用等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体，发行期数占比为99.12%。A+及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，占比很小。第三季度短期融资券发行主体为A+级的仅3期，发行额合计6.90亿元，均为无担保债券。

2015年第三季度发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为97.24%。第三季度新发行的中期票据主体级别为AA-级的有7期，发行额合计25.00亿元，其中6期为无担保债券，1期为外部担保债券。

图表11. 2015年第三季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况

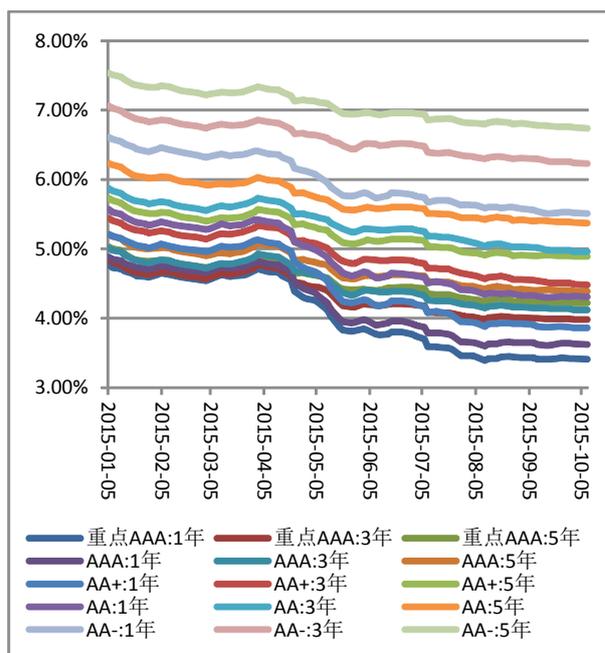


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2015年第三季度银行间市场收益率在经历了第二季度的陡峭下行后继续缓慢下行，但整体已回归平稳。从定价估值收益率看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率由6月末的3.92%降至9月末的3.63%，下降29个BP；同期限AA级定价估值收益率由6月末的4.62%降至4.32%，下降29个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

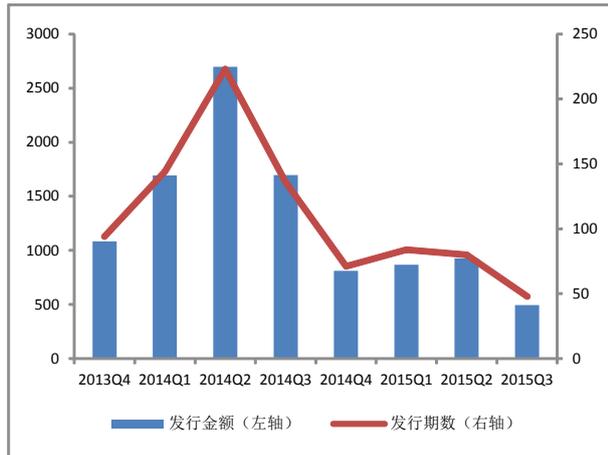
1. 发行规模

2015年第三季度，累计发行企业债券（不含集合企业债）48期，同比减少64.71%；发行金额496.00亿元，同比减少70.75%，与第二季度发行量和发行规模比也进一步下降，整体延续了自2014年第三季度以来的下降趋势。

10月份，有媒体报道，发改委发布《关

于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，在申报程序、分类管理、资金使用效率、信息披露等方面对企业债发行提出要求。在简化申报程序方面，指出三类信用优质企业可获发债豁免复审，包括主体或债券信用等级为AAA级的债券、由资金状况良好的担保公司提供无条件不可撤销保证担保的债券、使用有效资产进行抵质押且债项级别在AA+以上的债券。这一举措有助于企业债项目审核效率加快，企业债券有望改变当前的颓废局势。

图表13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

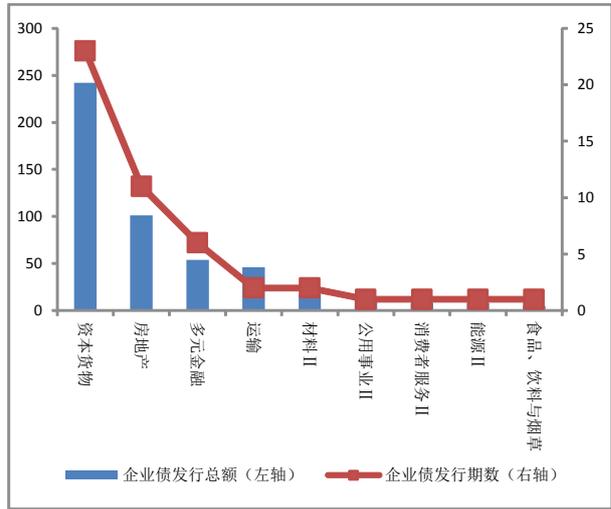


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2015年第三季度企业债券发行人主要分布于房地产、资本货物等领域，发债主体主要为城投类企业。在第三季度发行的48期企业债中，其中有42期属于城投债，占比高达87.50%。

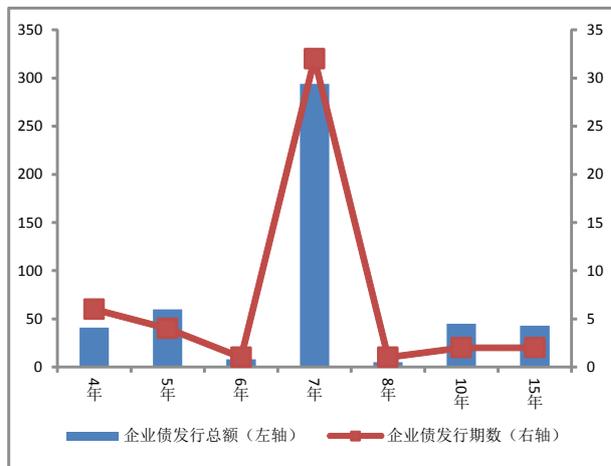
图表14. 2015年第三季度企业债券发行行业分布（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

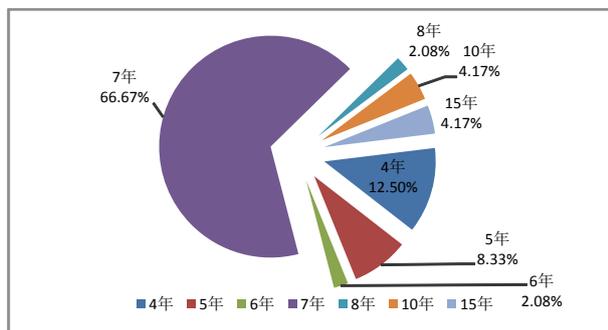
3. 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2015年第三季度发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为66.67%和59.27%；7年及以上债券合计占比分别为77.08%和78.02%。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。



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

表16. 2015年第三季度企业债券各期限发行期数占比

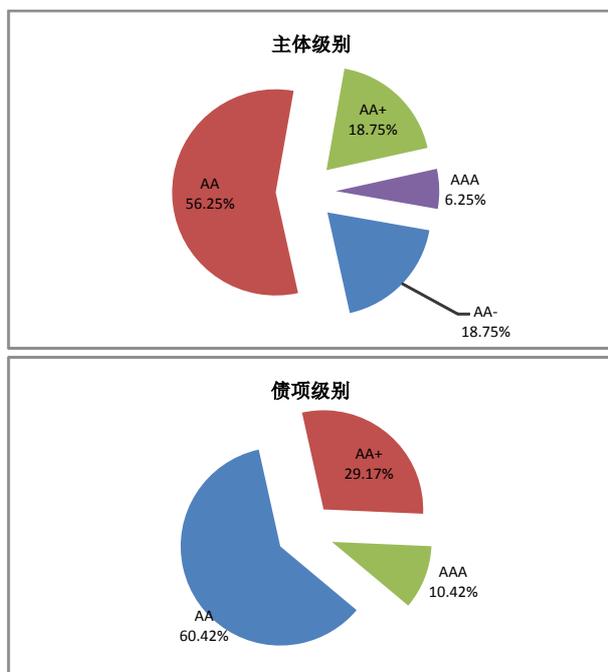


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2015年第三季度发行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为18.75%，AA级期数占比为56.25%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为60.42%，说明主体AA-级发行人均采用了信用增级措施，以至于发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

图表17. 2015年第三季度企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）

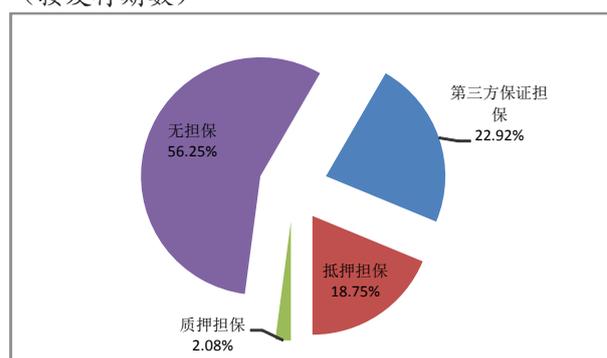


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2015年第三季度发行的企业债券仍以无担保债券为主，占比为56.25%，但担保债券占比增多，担保债券主要采取采取第三方保证担保、抵押担保等增信方式，其中，第三方保证担保债券占比为22.92%，抵押担保债券为18.75%。

图表18. 2015年第三季度企业债券增信方式分布（按发行期数）

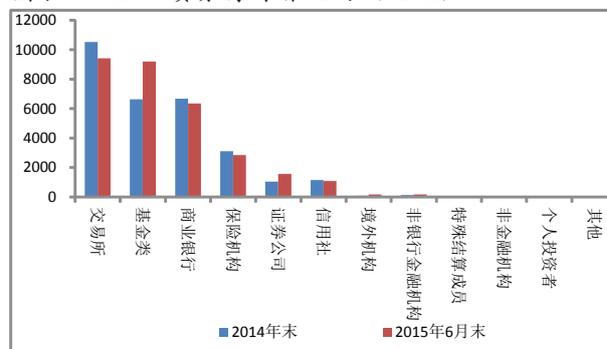


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

6. 持有者结构

截至2015年9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0.94万亿元，占比30.56%；基金持有0.92万亿元，占比29.82%；商业银行持有0.63万亿元，占比20.59%；保险机构持有0.28万亿元，占比9.20%。

图表19. 企业债券持有者结构（亿元）

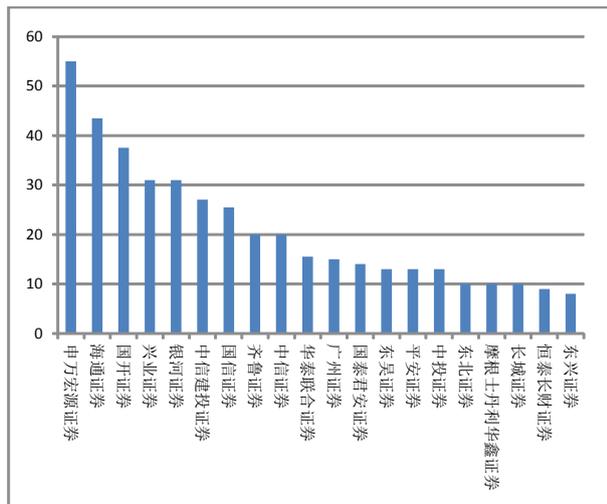


数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网

7. 主承销商分布

2015年第三季度共有56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，申万宏源证券、海通证券和国开证券分列前三甲。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，申万宏源证券后来居上，跃居首位。

图表20. 2015年第三季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

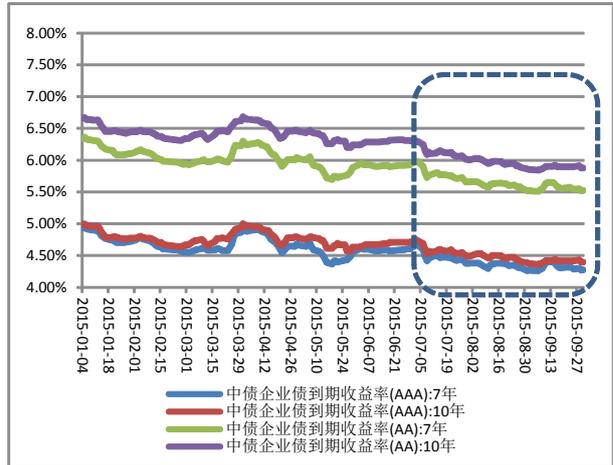


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

8. 发行利率分析

2015年第三季度，企业债市场收益率曲线继续缓慢趋于下行，同6月末相比，9月末中债企业债AAA级、7年期收益率由4.63%降至4.27%，下降36个BP；AA级、7年期收益由5.95%降至5.52%，下降43个BP。

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

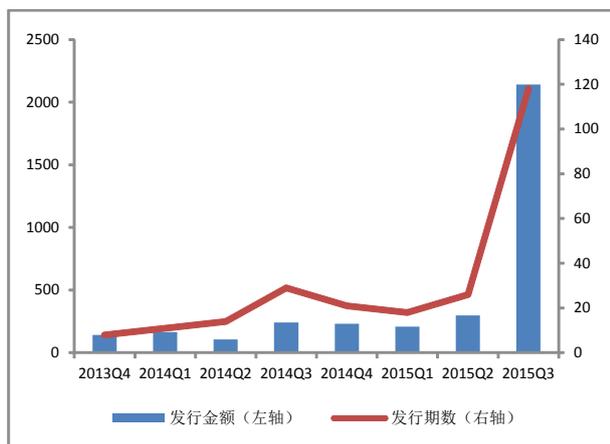
（三）公司债券市场分析

1. 发行规模

2015年第三季度，交易所公司债公开发行118期，同比增加3.07倍，环比增加3.54倍；发行金额2141.70亿元，同比增长7.84倍，环比增长6.17倍。交易所私募债¹发行119期，同比增加1.10倍，环比增加3.58倍；发行金额1234.81亿元，同比增长6.37倍，环比增长10.42倍。年初新实施的《办法》对整个债券市场的影响已由证券公司债逐渐扩展到公司债，第三季度不论是公开发行，还是私募发行，交易所公司债发行数量和发行金额均有放量增长，尤其是私募债，之前发债主体以中小企业为主，信用质量偏低，自2014年以来多次出现信用风险违约事件，发债规模始终未有突破且有所萎缩，但随着《办法》的实施，发债主体数量和信用质量明显提升，发债规模出现爆发式增长。

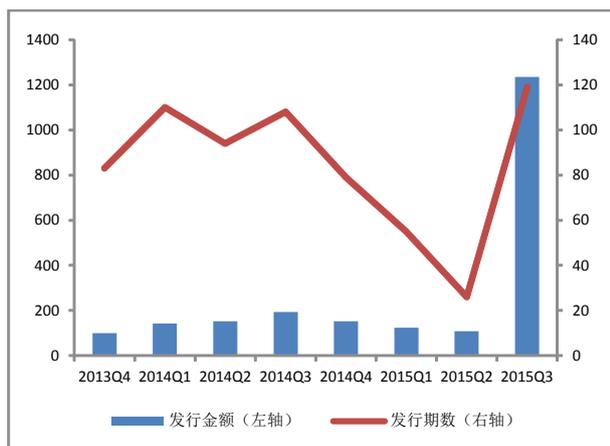
¹部分中小企业私募债在区域性股权交易中心备案发行，由于信息采集受限，本报告研究的中小企业私募债仅指在交易所债券市场发行的相关产品。

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. 近年来私募公司债公开发行情况（亿元、期）

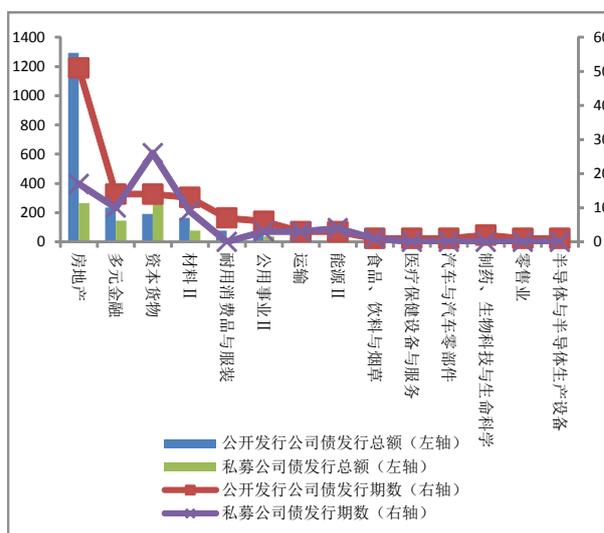


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2015年第三季度公司债发行人主要分布在房地产、多元金融、资本货物和材料等领域。其中，房地产仍为发行公司债券数量最多的行业，并在第三季度发行规模极速增长。

图表24. 2015年第三季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）

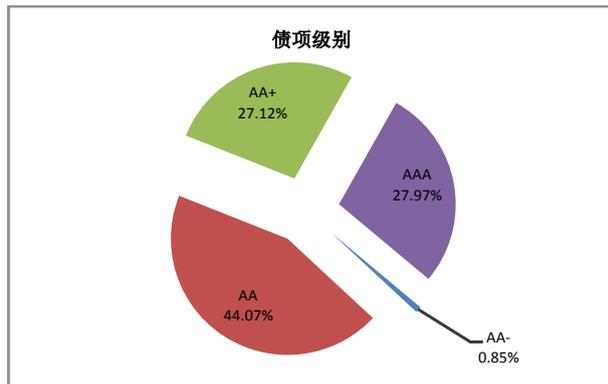
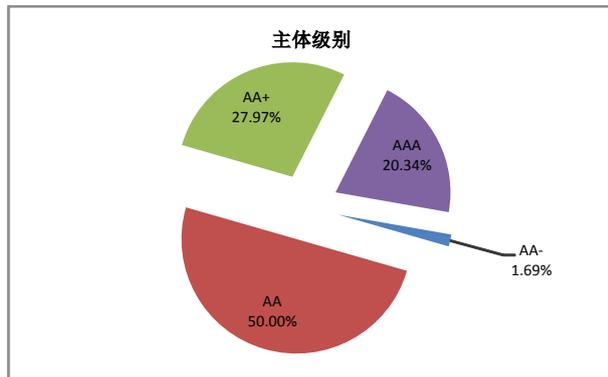


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

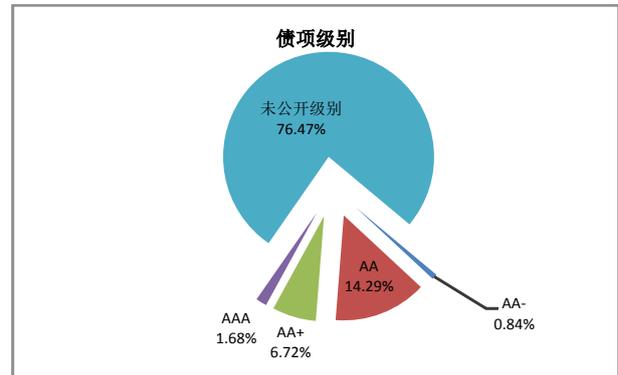
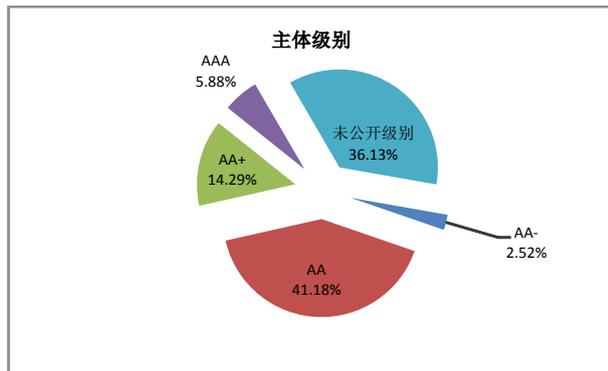
从信用等级分布来看，2015年第三季度公开发行人公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为1.69%、50.00%、27.97%和20.34%；发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为0.85%、44.07%、27.12%和27.97%。私募公司债主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为2.52%、41.18%、14.29%和5.88%（其中未公开级别占比36.13%）；发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为0.84%、14.29%、6.72%和1.68%（其中未公开级别占比76.47%）。

图表25. 2015年第三季度公开发行人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

图表26. 2015年第三季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

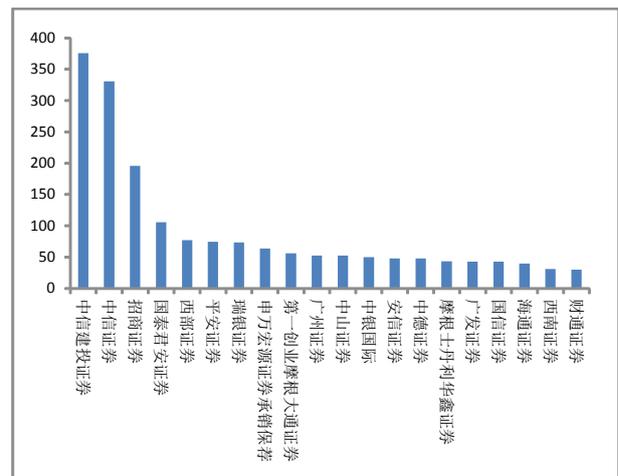


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2015年第三季度共有32家证券公司参与了公开发行人公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投证券、海通证券和光大证券排名前三。随着债券市场的发展，债券承销已经成为券商重要的投行业务，市场竞争日益激烈。

图表27. 2015年第三季度公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

◆ 市场研究

2015年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 李育/文

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本公司”）近期更新了本公司主体信用等级静态池样本库，同时对静态池中的样本进行信用等级迁移情况的统计和分析。研究发现，2015年前三季度债券市场总体平稳，主体跟踪评级信用等级整体稳定性较强。

一、债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪评级债券主体信用等级迁移的研究对象为非金融企业债务融资工具（短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券、可分离转债存债）发行主体的信用等级。本次研究的基础数据来源于Wind资讯金融终端，数据采集时间为2015年10月11日，数据时限是2015年前三季度（2015.1.1~2015.9.30）。

二、2015年前三季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2015年前三季度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2015年前三季度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2620个。我们对2015年前三季度信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵。详见下表：

¹在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除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年前三季度没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估有限公司简称“新世纪”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，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年前三季度债券市场主体信用等级迁移分布

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	316	316							
AA+	479	41	433	5					
AA	1369		78	1275	14	2			
AA-	397			63	320	10	3		1
A+	41				9	30	1	1	
A	3				1	1			1
A-	1							1	

图表 2. 2015年前三季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	100.00%							
AA+	8.56%	90.40%	1.04%					
AA		5.70%	93.13%	1.02%	0.15%			
AA-			15.87%	80.60%	2.52%	0.76%		0.25%
A+				21.95%	73.17%	2.44%	2.44%	
A				33.33%	33.33%			33.33%
A-							100.00%	

- 注：1. 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. 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；
 3. 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；
 4. 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；
 5. 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；
 6. 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；
 7. 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；
 8. 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；
 9. 滁州市交通基础设施开发建设有限公司主体级别从A级上调为A+级，由联合资信评级；
 10. 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；
 11. 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；
 12. 2015年第三季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第三季度债券市场共发生193家主体等级向上迁移，38家向下迁移，等级迁移仍以上升为主（图表1和图表2）。2015年前三季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，延续了上半年的特征；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。

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年前三季度债券市场发行各类型债券的主体跟踪情况为短期融资券856家、中期票据1119家、企业债1295家、公司债362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151家、中期票据193家、企业债254家、公司债64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年前三季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	85	100.00%						
AA+	160	8.13%	91.25%	0.63%				
AA	472		5.93%	92.58%	1.27%	0.21%		
AA-	116			18.10%	77.59%	3.45%	0.86%	
A+	14				21.43%	71.43%		7.14%
A	1					100.00%		
A-	1							100.00%

图表 4. 2015年前三季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	3	100.00%				
AA+	27	3.70%	96.30%			
AA	95		8.42%	88.42%	2.11%	1.05%
AA-	22			22.73%	72.73%	4.55%
A+	3				66.67%	33.33%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2015年前三季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	93	100.00%							
AA+	198	8.08%	91.41%	0.51%					
AA	632		5.54%	93.20%	1.27%				
AA-	171			16.37%	80.12%	2.92%	0.58%		
A+	14				21.43%	71.43%		7.14%	
A	2					50.00%			50.00%
A-	1							100.00%	

图表 6. 2015年前三季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	3	100.00%				
AA+	28	7.14%	92.86%			
AA	123		6.50%	91.06%	2.44%	
AA-	34			11.76%	85.29%	2.94%
A+	4				50.00%	50.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2015年前三季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	134	100.00%						
AA+	255	9.41%	89.41%	1.18%				
AA	681		6.17%	92.51%	1.17%	0.15%		
AA-	200			19.00%	79.00%	2.00%		
A+	15				20.00%	80.00%		
A	1					100.00%		
A-	1							100.00%

图表 8. 2015年前三季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	21	100.00%				
AA+	54	7.41%	92.59%			
AA	135		7.41%	89.63%	2.22%	0.74%
AA-	40			25.00%	72.50%	2.50%
A+	3				66.67%	33.33%

(四) 公司债迁移矩阵

图表 9. 2015年前三季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	36	100.00%						
AA+	67	8.96%	89.55%	1.49%				
AA	198		4.55%	94.44%	1.01%			
AA-	54			20.37%	72.22%	5.56%	1.85%	
A+	3				66.67%			33.33%

图表 10. 2015年前三季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	2	100.00%				
AA+	8		100.00%			
AA	41		2.44%	95.12%	2.44%	
AA-	10			30.00%	60.00%	10.00%
A+	2				100.00%	

从各类型债券主体2015年前三季度的信用等级迁移矩阵来看（图表3、5、7、9），各类型债券呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移概率越高的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。2015年前三季度各券种等级稳定性整体表现均较好，等级向上迁移和向下迁移的概率均较低。2015年前三季度短期融资券、中票、企业债和公司债等

级向上迁移的概率分别为7.83%、7.51%、8.42%和7.73%；等级向下迁移的概率分别为2.34%、2.14%、1.78%和3.31%。

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年前三季度新世纪评级短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为10.60%、8.29%、10.24%和9.38%；等级向下迁移的概率分别为3.31%、2.59%、2.36%和4.69%。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年前三季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对2015年前三季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为489个、655个、571个、493个、614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。其他机构前三季度跟踪评级样本量较小，本期暂不统计。

（一）新世纪迁移矩阵

图表 11. 2015年前三季度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	37	100.00%				
	AA+	94	10.64%	89.36%			
	AA	268		7.46%	91.04%	1.12%	0.37%
	AA-	79			21.52%	77.22%	1.27%
	A+	10				20.00%	80.00%

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2015年前三季度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
2014年末	AAA	150	100.00%					
	AA+	166	13.86%	85.54%	0.60%			
	AA	266		8.65%	91.35%			
	AA-	63			15.87%	80.95%	1.59%	1.59%
	A+	5					100.00%	

(三) 大公迁移矩阵

图表 13. 2015年前三季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	76	100.00%						
AA+	112	5.36%	92.86%	1.79%				
AA	257		5.45%	93.77%	0.78%			
AA-	113			14.16%	80.53%	3.54%	1.77%	
A+	11				36.36%	54.55%		9.09%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2015年前三季度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	85	100.00%							
AA+	107	13.08%	85.05%	1.87%					
AA	231		11.69%	87.01%	1.30%				
AA-	58			25.86%	68.97%	3.45%			1.72%
A+	9				11.11%	88.89%			
A	1					100.00%			
A-	1							100.00%	

(五) 鹏元迁移矩阵

图表 15. 2015年前三季度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+	BBB+
AAA	6	100.00%							
AA+	52	1.92%	98.08%						
AA	432		1.16%	97.45%	0.93%	0.46%			
AA-	117			14.53%	83.76%	0.85%		0.85%	1.72%
A+	2					50.00%	50.00%		
A	1							100%	

（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98.08%、大公92.86%、新世纪89.36%、中诚信国际85.54%、联合资信85.05%；AA级维持原等级的比例为：鹏元97.45%、大公93.77%、中诚信国际91.35%、新世纪91.04%、联合资信87.01%；AA-级维持原等级的比例为：鹏元83.76%、中诚信国际80.95%、大公80.53%、新世纪77.22%、联合资信68.79%。

五、总结

基于对2015年前三季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2015年前三季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2015年前三季度债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级迁移向上迁移的概率仍大于向下迁移的概率；
2. 与2014年同期债券市场主体等级迁移矩阵相比，2015年前三季度等级稳定性整体弱于上年同期，且AA+级、AA-级和A+级稳定性显著弱于上年同期。
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年第三季度短期融资券利差分析

何金中/文

新世纪评级对短期融资券的利差分析选取同日、一年期银行间固定利率国债到期收益率（简称“国债利率”）为基准利率计算利差。利差分析结果表明，2015年第三季度短期融资券的发行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年第三季度短期融资券共发行342期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），剔除有担保的5个样本，有效样本共计337个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有7个，最终获得330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54个、91个、147个、35个和3个，主要集中于AA-级及以上级别，占比达99.09%（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96.02%。

图表1. 2015年第三季度发行的短期融资券主体信用等级分布

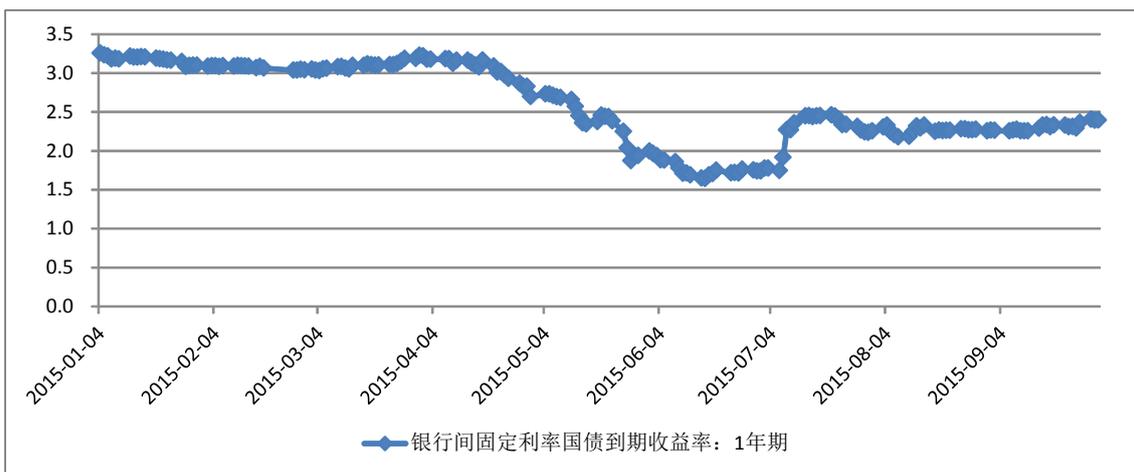
主体等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	54	16.36%	1095	39.31%
AA+	91	27.58%	743.6	26.69%
AA	147	44.55%	836.3	30.02%
AA-	35	10.61%	103.9	3.73%
A+	3	0.91%	6.9	0.25%
合计	330	100.00%	2785.7	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

（二）基准利率走势分析

2015年第三季度，1年期国债到期收益率在7月中上旬受资本市场剧烈波动、市场整体缺乏流动性影响下，由1.8%快速上升至2.5%，后阶段小幅调整后稳定在2.3%左右（图表2）。2015年第三季度，央行货币政策继续延续前期的稳健偏宽松，2015年8月26日，央行进行了一次降息降准操作。实体经济方面，2015年第三季度，国内经济运行仍处于疲弱状态，物价水平有企稳回升迹象，但受大宗商品持续疲弱影响，物价水平大幅回升的可能性较小。

图表2. 2015年前三季度国债利率走势（%）



数据来源：Wind 资讯

（三）利率、利差与信用等级的对应关系

2015年第三季度短期融资券的发行利率与信用等级存在较好的对应关系，即等级越高，发行利率越低（图表3）。从发行利率的均值来看，各等级短期融资券对应的发行利率均值分别为：AAA级3.46%、AA+级3.78%、AA级4.37%、AA-级6.15%、A+级6.74%。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。2015年第三季度短期融资券的首日交易利率与信用等级也存在较好的对应关系，等级越高，首日交易利率越低（图表4），和发行利率与信用等级的对应关系一致。

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

图表3. 2015年第三季度各主体信用等级对应发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)			
			均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	54	3.05~4.30	3.46	0.27	114.84	NR	26.74	0.23
AA+	91	3.28~5.30	3.78	0.36	145.88	31.04	36.12	0.25
AA	147	3.60~7.50	4.37	0.69	207.24	61.36	69.51	0.34
AA-	35	4.80~7.60	6.15	0.78	386.99	179.75	78.09	0.20
A+	3	6.28~6.98	6.74	0.40	447.98	60.99	39.77	0.09

注：1. 发行利差为短期融资券的发行利率减与短期融资券起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

2. 偏离系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理。

图表4. 2015年第三季度各主体信用等级对应首日交易利率和交易利差

主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)			
			均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	54	2.83~4.35	3.51	0.28	120.69	NR	27.39	0.23
AA+	91	3.16~5.35	3.84	0.40	152.31	31.63	39.67	0.26
AA	147	3.65~7.49	4.42	0.69	212.17	59.85	68.87	0.32
AA-	35	4.85~7.71	6.21	0.78	393.72	181.56	79.47	0.20
A+	3	6.28~7.09	6.77	0.43	447.96	54.24	41.30	0.09

注：1. 交易利差为短期融资券的上市首日收益率减与短期融资券上市日日、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

二、短期融资券利差的影响因素分析

为研究影响利差变化的因素，我们利用单因素方差分析方法，从短期融资券主体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，利差与等级的对应关系较好（图表5、图表6）。

图表5. 2014年第三季度发行的短期融资券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	206.919	4	51.730	156.950	0.000
组内	107.118	325	0.330	—	—
总计	314.038	329	—	—	—

图表6. 2015年第三季度发行的短期融资券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	206.657	4	51.664	153.799	0.000
组内	109.174	325	0.336	—	—
总计	315.831	329	—	—	—

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个信用等级中至少有一个和其他4个有明显区别，或5个信用等级之间都存在显著差异。

为了进一步验证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。检验结果表明（图表7、图表8），除A+级与AA-级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。等级AA-与A+级间检验结果不显著的一个可能原因是A+级样本数量偏少。

图表7. 2015年第三季度各主体信用等级短券对应发行利差的均值显著性检验结果

变量 (I)	变量 (J)	发行利差显著性检验结果		
		均值差异 (I-J)	标准误差	Sig.
AAA	AA+	-0.31042*	0.09862	0.002
	AA	-0.92389*	0.09136	0.000
	AA-	-2.72128*	0.12458	0.000
	A+	-3.32852*	0.34054	0.000
AA+	AAA	0.31042*	0.09862	0.002
	AA	-0.61347*	0.07658	0.000
	AA-	-2.41086*	0.11419	0.000
	A+	-3.01810*	0.33688	0.000
AA	AAA	0.92389*	0.09136	0.000
	AA+	0.61347*	0.07658	0.000
	AA-	-1.79739*	0.10798	0.000
	A+	-2.40463*	0.33482	0.000
AA-	AAA	2.72128*	0.12458	0.000
	AA+	2.41086*	0.11419	0.000
	AA	1.79739*	0.10798	0.000
	A+	-0.60724	0.34537	0.080
A+	AAA	3.32852*	0.34054	0.000
	AA+	3.01810*	0.33688	0.000
	AA	2.40463*	0.33482	0.000
	AA-	0.60724	0.34537	0.080

注：*表示均值差异在0.05的水平上具有显著性，即通过显著性检验。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8. 2015年第三季度各主体信用等级短券对应交易利差的均值显著性检验结果

变量 (I)	变量 (J)	发行利差显著性检验结果		
		均值差异 (I-J)	标准误差	Sig.
AAA	AA+	-0.31708*	0.09956	0.002
	AA	-0.91579*	0.09223	0.000
	AA-	-2.73217*	0.12577	0.000
	A+	-3.27056*	0.34379	0.000
AA+	AAA	0.31708*	0.09956	0.002
	AA	-0.59872*	0.07731	0.000
	AA-	-2.41510*	0.11528	0.000
	A+	-2.95348*	0.34010	0.000
AA	AAA	0.91579*	0.09223	0.000
	AA+	0.59872*	0.07731	0.000
	AA-	-1.81638*	0.10901	0.000
	A+	-2.35476*	0.33802	0.000
AA-	AAA	2.73217*	0.12577	0.000
	AA+	2.41510*	0.11528	0.000
	AA	1.81638*	0.10901	0.000
	A+	-0.53838	0.34867	0.124
A+	AAA	3.27056*	0.34379	0.000
	AA+	2.95348*	0.34010	0.000
	AA	2.35476*	0.33802	0.000
	AA-	0.53838	0.34867	0.124

注：*表示均值差异在0.05的水平上具有显著性，即通过显著性检验。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）各评级机构的利差与短期融资券主体信用等级的对应关系

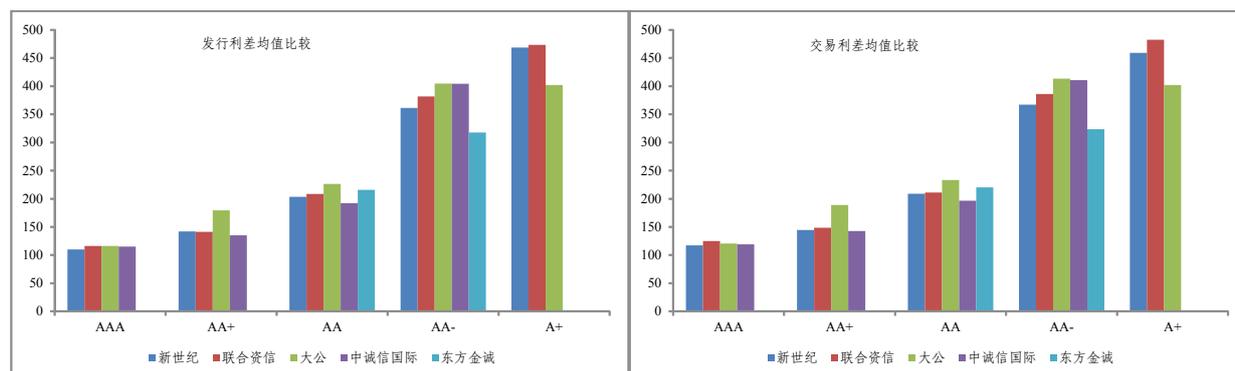
从2015年第三季度各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，各等级发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系（图表9~图表11）。

图表9. 2015年第三季度各评级机构短期融资券发行利差均值比较（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		84	88	66	87	5	330
AAA	样本量	8	15	7	24	—	54
	均值	110.02	116.20	116.02	115.24	—	114.84
	标准差	7.22	35.90	30.10	24.51	—	26.74
AA+	样本量	25	31	14	21	—	91
	均值	141.81	141.16	179.58	135.22	—	145.88
	标准差	30.12	31.70	55.53	17.33	—	36.12
AA	样本量	43	35	32	34	3	147
	均值	203.44	208.48	226.29	192.05	215.97	207.24
	标准差	70.76	74.40	76.88	54.98	42.91	69.51
AA-	样本量	7	6	12	8	2	35
	均值	361.44	381.80	404.52	404.28	317.55	386.99
	标准差	101.43	77.80	77.48	64.20	2.59	78.09
A+	样本量	1	1	1	—	—	3
	均值	468.45	473.34	402.14	—	—	447.98
	标准差	—	—	—	—	—	39.77

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10. 2015年第三季度各评级机构短期融资券发行利差均值、交易利差均值比较图（单位：BP）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表11. 2015年第三季度各评级机构短期融资券交易利差均值比较（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		84	88	66	87	5	330
AAA	样本量	8	15	7	24	—	54
	均值	117.25	124.87	120.66	119.23	—	120.69
	标准差	7.44	33.35	33.32	26.97	—	27.39
AA+	样本量	25	31	14	21	—	91
	均值	144.58	148.43	189.02	142.79	—	152.31
	标准差	32.19	35.86	58.42	23.56	—	39.67
AA	样本量	43	35	32	34	3	147
	均值	208.88	211.22	233.33	196.68	220.14	212.17
	标准差	70.11	73.38	76.63	53.34	43.63	68.87
AA-	样本量	7	6	12	8	2	35
	均值	367.05	386.10	413.44	410.80	323.38	393.72
	标准差	99.68	76.40	83.11	62.90	5.93	79.47
A+	样本量	1	1	1	—	—	3
	均值	459.32	482.39	402.17	—	—	447.96
	标准差	—	—	—	—	—	41.30

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表9~图表11的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在差异。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。

考虑A+级各评级机构样本量均较少，本文仅对AAA、AA+、AA级和AA-级使用LSD多重比较方法来检验评级机构对利差影响的显著性。各等级短期融资券发行利差机构间的均值检验结果（图表12）显示，各机构所评主体级别为AAA级与AA-级短期融资券发行利差在各机构间均无显著差异；AA+级方面，大公所评短券发行利差显著高于其他所有评级机构，其他评级机构间无差异；AA级方面，大公所评短券发行利差显著高于中诚信国际，其他机构间无差异。

图表12. 2015年第三季度发行的短期融资券各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	-0.0627	0.604	0.0074	0.935	-0.0516	0.745	-0.2055	0.643
	大公	-0.0600	0.675	-0.3780*	0.001	-0.2296	0.159	-0.4330	0.258
	中诚信国际	-0.0517	0.647	0.0670	0.502	0.1127	0.481	-0.4284	0.302
	东方金诚	—	—	—	—	-0.1267	0.760	0.4379	0.494
联合资信	新世纪	0.0627	0.604	-0.0074	0.935	0.0516	0.745	0.2055	0.643
	大公	0.0027	0.983	-0.3855*	0.001	-0.1780	0.297	-0.2275	0.568
	中诚信国际	0.0110	0.904	0.0595	0.532	0.1643	0.328	-0.2229	0.605
	东方金诚	—	—	—	—	-0.0751	0.858	0.6433	0.326
大公	新世纪	0.0600	0.675	0.3780	0.001	0.2296	0.159	0.4330	0.258
	联合资信	-0.0027	0.983	0.3855*	0.001	0.1780	0.297	0.2275	0.568
	中诚信国际	0.0083	0.944	0.4450*	0.000	0.3422	0.047	0.0046	0.990
	东方金诚	—	—	—	—	0.1028	0.807	0.8708	0.159
中诚信国际	新世纪	0.0517	0.647	-0.0670	0.502	-0.1127	0.481	0.4284	0.302
	联合资信	-0.0110	0.904	-0.0595	0.532	-0.1642	0.328	0.2229	0.605
	大公	-0.0083	0.944	-0.4450	0.000	-0.3422*	0.047	-0.0046	0.990
	东方金诚	—	—	—	—	-0.2394	0.568	0.8663	0.175
东方金诚	新世纪	—	—	—	—	0.1267	0.760	-0.4379	0.494
	联合资信	—	—	—	—	0.0751	0.858	-0.6433	0.326
	大公	—	—	—	—	-0.1028	0.807	-0.8708	0.159
	中诚信国际	—	—	—	—	0.2394	0.568	-0.8663	0.175

注：均值差异为评级机构(I)均值-评级机构(J)均值。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

各等级短期融资券交易利差机构间的均值检验结果（图表13）与发行利差机构间的均值检验结果一致：各机构所评主体级别为AAA级与AA-级短期融资券交易利差在各机构间均无显著差异；AA+级方面，大公所评短券交易利差显著高于其他所有评级机构，其他评级机构间无差异；AA级方面，大公所评短券交易利差显著高于中诚信国际，其他机构间无差异。

图表13. 2015年第三季度发行的短期融资券各等级上评级机构间的交易利差均值显著性检验

评级机构(I)	评级机构(J)	AAA		AA+		AA		AA-	
		均值差异	Sig.	均值差异	Sig.	均值差异	Sig.	均值差异	Sig.
新世纪	联合资信	-0.0748	0.544	-0.0389	0.696	-0.0231	0.882	-0.1902	0.672
	大公	-0.0361	0.805	-0.4437*	0.001	-0.2452	0.128	-0.4636	0.233
	中诚信国际	-0.0183	0.873	0.0170	0.877	0.1215	0.442	-0.4386	0.298
	东方金诚	—	—	—	—	-0.1112	0.787	0.4364	0.502
联合资信	新世纪	0.0748	0.544	0.0389	0.696	0.0232	0.882	0.1902	0.672
	大公	0.0388	0.764	-0.4048*	0.001	-0.2221	0.188	-0.2733	0.500
	中诚信国际	0.0565	0.543	0.0559	0.593	0.1447	0.383	-0.2483	0.570
	东方金诚	—	—	—	—	-0.0880	0.832	0.6267	0.345
大公	新世纪	0.0361	0.805	0.4437*	0.001	0.2452	0.128	0.4636	0.233
	联合资信	-0.0388	0.764	0.4048*	0.001	0.2221	0.188	0.2733	0.500
	中诚信国际	0.0177	0.883	0.4607*	0.001	0.3667*	0.032	0.0250	0.946
	东方金诚	—	—	—	—	0.1341	0.747	0.9000	0.151
中诚信国际	新世纪	0.0183	0.873	-0.0170	0.877	-0.1215	0.442	0.4386	0.298
	联合资信	-0.0565	0.543	-0.0559	0.593	-0.1446	0.383	0.2483	0.570
	大公	-0.0177	0.883	-0.4607*	0.001	-0.3667*	0.032	-0.0250	0.946
	东方金诚	—	—	—	—	-0.2326	0.575	0.8750	0.177
东方金诚	新世纪	—	—	—	—	0.1112	0.787	-0.4364	0.502
	联合资信	—	—	—	—	0.0880	0.832	-0.6267	0.345
	大公	—	—	—	—	-0.1341	0.747	-0.9000	0.151
	中诚信国际	—	—	—	—	0.2326	0.575	-0.8750	0.177

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的水平上具有显著性，即通过显著性检验。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

◆ 市场研究

2015年第三季度中期票据和企业债利差分析

何金中/文

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

一、中期票据利差分析

（一）债项等级为AA级的中期票据发行量较为集中

2015年第三季度共有232家企业累计发行254期中期票据（不含集合票据），发行总规模达到人民币3321.7亿元。已发行的254期中期票据的债项信用等级包括从AAA级至AA-级的4个信用等级。

从发行量看（图表1），AA级发行量最大，共94期，占比为37.01%；其次为AAA和AA+级，发行量分别为89期和65期，占比分别为35.04%和25.59%。从发行规模看（图表1），AAA级的发行规模最大，占比高达59.05%。

图表1. 2015年第三季度中期票据发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	89	35.04%	1961.6	59.05%
AA+	65	25.59%	741.8	22.33%
AA	94	37.01%	597.3	17.98%
AA-	6	2.36%	21.0	0.63%
合计	254	100.00%	3321.7	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、7年和10年五种期限类型。其中，5年期中期票据的发行量最大，共发行136期，占总发行量的53.54%；其次为3年期，共发行105期，占比为41.34%；7年期共发行8期；其余各期限发行期数均较少。

图表2. 2015年第三季度中期票据发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	5年	7年	10年	合计
AAA	—	24	59	4	2	89
AA+	—	24	36	3	2	65
AA	1	51	41	1	—	94
AA-	—	6	—	—	—	6
合计	1	105	136	8	4	254

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：期限越长，高信用等级中期票据占比越高，低信用等级的发行期限相对较短。

以AAA级中期票据为例，3年期的AAA级24期，占同期发行量的22.86%；5年期的AAA级有59期，占同期发行量的43.38%；7年期、10年期的AAA级分别为4期、5期，均占同期发行量的50%。再从AA-级来看，全部6期的发行期限均为3年期，不存在发行期限为5年期以及更长的中期票据。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181¹期（3年期89个样本，5年期92个样本）中期票据作为研究样本，分期限进行利差统计分析，统计结果见图表3~4。

¹由于部分样本具有特殊延期和赎回条款，发行定价存在一定特殊性，与本文统计的其它普通中期票据存在较大差异，故将该部分样本剔除，下同。

从图表3可以看出，中期票据的发行定价较好地反映了信用等级的差异：第一，高信用等级中期票据的发行利率均值都低于同期限低信用等级中期票据发行利率的均值；第二，除AA级外，信用等级相同、期限短的中期票据发行利率均值低于期限较长的发行利率均值；第三，中期票据的信用等级与发行利差呈现负相关关系，即等级越高，发行利率越低，利差均值越小。

图表3. 2015年第三季度中期票据各期限、各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	20	3.85~5.50	4.23	0.37	129.35	NR	39.39	0.30
	AA+	18	3.95~5.50	4.42	0.45	150.63	21.29	45.88	0.30
	AA	47	4.50~7.70	5.57	0.84	267.35	116.72	86.61	0.32
	AA-	4	5.90~8.00	6.60	0.97	361.83	94.48	96.70	0.27
5年	AAA	33	4.00~6.20	4.60	0.51	141.95	NR	50.11	0.35
	AA+	25	4.39~6.74	4.81	0.48	165.69	23.75	47.61	0.29
	AA	34	4.97~6.50	5.48	0.38	230.92	65.22	37.39	0.16

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

2.偏离系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4. 2015年第三季度中期票据各期限、各等级对应的首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	20	3.88~5.50	4.24	0.37	130.86	NR	39.17	0.30
	AA+	18	3.97~5.53	4.44	0.45	152.10	21.23	45.80	0.30
	AA	47	4.50~7.72	5.59	0.83	270.11	118.01	86.22	0.32
	AA-	4	5.94~8.04	6.62	0.98	365.21	95.11	97.65	0.27
5年	AAA	33	4.02~6.21	4.62	0.51	143.98	NR	49.64	0.34
	AA+	25	4.39~6.76	4.83	0.48	166.66	22.69	47.81	0.29
	AA	34	4.98~6.52	5.49	0.38	232.41	65.75	37.45	0.16

注：1.交易利差为中期票据的上市首日收益率减与中期票据上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

2.由于样本数量较小，本统计中将中期票据上市首日无交易的上市日利率用发行利率代替。

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信用等级的差异：第一，高信用等级中期票据的上市首日利率均值都低于同期限低信用等级中期票据上市首日利率的均值；第二，中期票据的信用等级与交易利差呈现负相关关系，即等级越高，上市首日利率越低，交易利差均值越小。

（四）信用评级机构的利差与信用等级存在较好的对应关系

以发行期限较为集中的3年期和5年期中期票据共181期为研究对象，分别对各评级机构各等级的利差均值进行比较，结果表明，除联合资信的5年期中票评级外²，各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系（图表5~图表8）。

图表5. 2015年第三季度各评级机构3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	总样本
样本总量		24	21	14	30	89
AAA	样本量	4	4	3	9	20
	均值	107.53	109.25	117.43	151.94	129.35
	标准差	13.34	19.83	18.00	48.19	39.39
AA+	样本量	3	5	2	8	18
	均值	122.19	142.06	178.82	159.61	150.63
	标准差	25.62	40.16	100.94	42.77	45.88
AA	样本量	17	12	7	11	47
	均值	243.74	276.95	342.70	245.41	267.35
	标准差	59.86	79.37	88.05	107.86	86.61
AA-	样本量	—	—	2	2	4
	均值	—	—	404.34	319.32	361.83
	标准差	—	—	137.81	42.85	96.70

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

²联合资信所评5年期AAA级中票发行利差和交易利差高于其所评5年期AA+级中票。

图表6. 2015年第三季度各评级机构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		20	20	17	33	2	92
AAA	样本量	3	8	5	17	—	33
	均值	110.36	172.88	138.77	133.90	—	141.95
	标准差	19.78	68.90	41.89	41.46	—	50.11
AA+	样本量	6	7	5	7	—	25
	均值	167.50	150.05	148.62	191.99	—	165.69
	标准差	42.92	19.07	15.57	75.30	—	47.61
AA	样本量	11	5	7	9	2	34
	均值	230.33	230.06	219.58	244.49	214.81	230.92
	标准差	39.89	29.57	24.95	49.89	1.51	37.39

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表7. 2015年第三季度各评级机构3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	总样本
样本总量		24	21	14	30	89
AAA	样本量	4	4	3	9	20
	均值	107.69	111.11	120.27	153.47	130.86
	标准差	13.43	17.92	20.26	47.66	39.17
AA+	样本量	3	5	2	8	18
	均值	123.03	144.78	181.42	160.24	152.10
	标准差	23.02	39.48	103.87	42.30	45.80
AA	样本量	17	12	7	11	47
	均值	247.30	278.38	345.00	248.68	270.11
	标准差	60.36	78.60	87.50	107.59	86.22
AA-	样本量	—	—	2	2	4
	均值	—	—	406.48	323.95	365.21
	标准差	—	—	141.39	42.48	97.65

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表8. 2015年第三季度各评级机构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		20	20	17	33	2	92
AAA	样本量	3	8	5	17	—	33
	均值	111.09	174.60	141.36	136.14	—	143.98
	标准差	21.24	68.60	41.85	40.45	—	49.64
AA+	样本量	6	7	5	7	—	25
	均值	169.39	150.78	148.90	192.90	—	166.66
	标准差	43.21	18.63	15.56	75.58	—	47.81
AA	样本量	11	5	7	9	2	34
	均值	231.55	231.54	220.50	246.83	216.18	232.41
	标准差	40.16	29.67	24.46	49.55	2.37	37.45

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级的评级样本数量相对较小，图表5、图表6、图表7、图表8的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在差异，仍有待数据的积累和进一步检验。

二、企业债利差分析

（一）企业债的债项级别以AA级为重心

2015年第三季度银行间市场共发行企业债48期（不含中小企业集合债），发行总规模为人民币496亿元，受政府对融资平台债务融资的管控及地方政府债券发行的替代效应影响，企业债的发行规模较去年同期相比明显萎缩。已发行的48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29期，占比为60.42%，居三个等级之首；AA企业债的发行规模为237亿元，占比47.78%；AAA级和AA+级企业债的发行规模分别为91亿元和168亿元，分别占发行总规模的18.35%和33.87%。

图表9. 2015年第三季度企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	5	10.42%	91	18.35%
AA+	14	29.17%	168	33.87%
AA	29	60.42%	237	47.78%
合计	48	100.00%	496	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4~15年七种不同期限类型，集中于7年期（共发行32期、占总发行期数的66.67%），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甚明显。

图表10. 2015年第三季度企业债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	4年	5年	6年	7年	8年	10年	15年	合计
AAA	—	1	—	3	—	1	—	5
AA+	1	2	—	9	—	1	1	14
AA	5	1	1	20	1	—	1	29
合计	6	4	1	32	1	2	2	48

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32期企业债为统计样本，进行利差的统计分析。

图表11. 2015年第三季度7年期企业债各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	3	4.20~4.95	4.45	0.43	95.55	NR	44.69	0.47
AA+	9	4.89~8.00	5.71	1.02	230.70	135.15	104.95	0.45
AA	20	4.96~8.00	5.89	0.70	248.32	17.62	66.26	0.27

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，随着信用等级的增高，发行利差的均值也越小。

图表12. 2015年第三季度7年期企业债各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	3	4.20~4.96	4.45	0.44	112.25	NR	45.30	0.40
AA+	9	4.89~8.00	5.71	1.02	228.22	115.97	105.25	0.46
AA	20	4.96~8.00	5.89	0.70	250.95	22.73	65.34	0.26

注：1.交易利差为企业债上市首日收益率减去企业债上市日、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，企业债的上市首日利率、交易利差也均与信用等级存在一定的相关关系：从上市首日利率看，债项信用等级越高，上市首日利率的均值越低；从交易利差看，随着信用等级的增高，交易利差的均值也越小。

(四) 各评级机构的利差与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，对各评级机构各等级的利差均值进行比较（图表13、图表14），结果表明，除鹏元外，各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级总体上呈现一定关系，即信用等级越高，利差均值越小。

图表13. 2015年第三季度各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	鹏元	东方金诚	总样本
样本总量		4	7	5	6	8	2	32
AAA	样本量	1	1	—	1	—	—	3
	均值	147.12	68.09	—	71.44	—	—	95.55
	标准差	—	—	—	—	—	—	44.69
AA+	样本量	1	3	—	1	2	2	9
	均值	215.00	154.08	—	180.19	328.16	281.27	230.70
	标准差	—	8.81	—	—	187.23	91.58	104.95
AA	样本量	2	3	5	4	6	—	20
	均值	223.95	264.47	225.48	255.54	262.58	—	248.32
	标准差	10.71	63.15	34.07	130.76	51.72	—	66.26

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表14. 2015年第三季度各评级机构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		4	7	5	6	8	2	32
AAA	样本量	1	1	—	1	—	—	3
	均值	164.55	86.90	—	85.29	—	—	112.25
	标准差	—	—	—	—	—	—	45.30
AA+	样本量	1	3	—	1	2	2	9
	均值	216.42	151.54	—	178.05	322.24	280.19	228.22
	标准差	—	10.45	—	—	191.41	91.56	105.25
AA	样本量	2	3	5	4	6	—	20
	均值	232.91	265.30	227.84	258.91	263.74	—	250.95
	标准差	16.24	64.30	31.27	129.99	50.60	—	65.34

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

◆ 市场研究

2015年第三季度公司债等级分布和利差分析

何金中/文

新世纪评级对公司债的利差分析选取同日、同期限的银行间固定利率国债收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明：公司债发行定价总体反映了信用等级差异，各评级机构的利差均与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。

一、债项等级为AAA级和AA级的公司债发行量较为集中

受年初证监会发布的新公司债办法《公司债发行与交易管理办法》出台的影响，近期公司债的发行规模爆发式增长，2015年第三季度，公开市场一般公司债共发行118期，发行总规模为人民币2145.7亿元，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52期，占比为44.07%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，占总发行规模的39.73%。

图表1. 2015年第三季度公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	33	27.97%	852.5	39.73%
AA+	32	27.12%	621.5	28.96%
AA	52	44.07%	669.3	31.19%
AA-	1	0.85%	2.4	0.11%
合计	118	100.00%	2145.7	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2年、3年、4年、5年、6年、7年、8年和10年八种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行79期，占总发行量的66.95%。

图表 2.2015年第三季度公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	10年	合计
AAA	—	6	1	15	1	7	—	3	33
AA+	—	2	1	23		3	1	2	32
AA	—	8	1	41	2	—	—	—	52
AA-	1	—	—	—	—	—	—	—	1
合计	1	16	3	79	3	10	1	5	118

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、公司债发行利率、交易利率、利差与信用等级存在一定相关关系

由于2015年第三季度所发行公司债期限主要集中于5年期，新世纪评级选取所有5年期共79个样本为统计样本，进行公司债利差统计分析。

图表3. 2015年第三季度公司债各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）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	15	3.50~4.60	4.02	0.31	86.15	NR	32.17	0.37
AA+	23	3.53~6.05	4.72	0.69	154.15	68.00	70.51	0.46
AA	41	4.12~7.80	5.64	0.96	246.34	92.18	97.61	0.40

注：1. 发行利差为公司债的发行利率减去公司债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率，下同。

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

从图表3可以看出，公司债的发行利率、发行利差均与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，随着信用等级的增高，发行利差的均值也越小。

图表4. 2015年第三季度5年期公司债各等级的首日交易利率和交易利差

债项信用等级	样本量	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	9	3.60~4.59	4.04	0.34	88.25	NR	33.61	0.38
AA+	14	3.72~6.04	4.79	0.69	162.07	73.82	69.13	0.43
AA	27	4.12~7.48	5.34	0.86	220.23	58.16	85.40	0.39

注：1.交易利差为公司债上市首日收益率利率减公司债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率，下同；

2.截至2015年10月12日，79个样本中仅50个已上市。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表4可以看出，公司债的上市首日利率、交易利差也均与信用等级存在一定的相关关系：从上市首日利率看，债项信用等级越高，上市首日利率的均值越低；从交易利差看，随着信用等级的增高，交易利差的均值也越小。

通过对各评级机构各等级公司债发行利差均值的比较（图表5），除鹏元外，各评级机构的发行利差与信用等级总体上呈现一定关系，即信用等级越高，利差均值越小。

图表5.2015年第三季度各评级机构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		5	14	28	21	11	1	80
AAA	样本量	—	4	2	9	—	—	15
	均值	—	102.15	101.10	75.72	—	—	86.15
	标准差	—	33.79	8.07	32.70	—	—	32.17
AA+	样本量	3	3	8	6	4	—	24
	均值	127.66	172.80	152.72	126.89	220.52	—	156.94
	标准差	57.12	78.35	41.28	90.52	75.06	—	70.30
AA	样本量	2	7	18	6	7	1	41
	均值	283.61	259.20	254.27	254.15	214.85	112.47	246.34
	标准差	111.91	121.03	95.85	110.23	74.63	—	97.61

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表6.2015年第三季度各评级机构公司债交易利差均值（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		3	8	17	15	7	1	51
AAA	样本量	—	2	1	6	—	—	9
	均值	—	115.10	116.17	74.64	—	—	88.25
	标准差	—	26.55	—	31.62	—	—	33.61
AA+	样本量	1	2	6	3	3	—	15
	均值	82.37	198.94	150.88	165.19	202.61	—	165.93
	标准差	—	29.70	50.61	116.20	70.70	—	68.27
AA	样本量	2	4	10	6	4	1	27
	均值	280.59	189.82	230.87	236.48	197.33	108.71	220.23
	标准差	106.78	55.81	98.98	87.87	68.02	—	85.40

注：“15海亮01”同时由大公和鹏元提供评级服务，按2个样本处理；

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

通过对各评级机构各等级公司债交易利差均值的比较（图表6），除大公和鹏元外，各评级机构的交易利差与信用等级总体上呈现一定关系，即信用等级越高，利差均值越小。

四、新世纪评级评定的公司债发行情况

2015年第三季度，经新世纪评级评定的公司债发行11期（图表7），占同期公开发行公司债总量的9.32%。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7. 新世纪评级2015年第三季度公司债发行概况

证券代码	证券简称	起息日期	发行信用等级	发行时主体评级	发行时票面利率(%)	发行期限(年)	起息日同期限国债收益率(%)	利差(%)
122396.SH	15时代债	2015-7-10	AA	AA	6.75	5	3.12	3.63
122410.SH	15龙湖03	2015-7-27	AAA	AAA	4.20	7	3.41	0.79
122409.SH	15龙湖02	2015-7-27	AAA	AAA	3.93	5	3.16	0.77
122413.SH	15精工债	2015-7-29	AA	AA	5.20	5	3.16	2.04
122427.SH	15海正01	2015-8-13	AA+	AA+	3.97	5	3.26	0.71
122414.SH	15物美01	2015-8-13	AA	AA	4.70	3	2.94	1.76
122443.SH	15桂金债	2015-8-21	AA+	AA+	5.00	8	3.50	1.50
122447.SH	15物美02	2015-9-8	AA	AA	4.75	3	2.98	1.77
122457.SH	15新金债	2015-9-16	AA+	AA+	4.47	7	3.32	1.15
122480.SH	15南铝02	2015-9-25	AA+	AA+	4.40	5	3.12	1.28
122479.SH	15南铝01	2015-9-25	AA+	AA+	4.97	5	3.12	1.85

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

◆ 行业动态

银行间债市进一步放开三类境外机构审批改备案

（2015年7月14日 来源：华尔街见闻）

继4月末批准大量境外机构进入银行间债市之后，央行7月14日发布《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，明确外国央行、国际金融组织、主权财富基金三类境外机构参与银行间债市的额度将通过备案制完成，而无需审批，并且可投资范围也将扩大至更多品种。

分析人士认为，此举有利于推动人民币从结算货币到投资货币再到储备货币的转变。

地方债纳入国库现金管理质押品范围

（2015年7月15日 来源：经济参考报）

财政部、央行日前联合发文，将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围，地方债作为质押品时，按存款金额的115%质押。

通知称，在国债基础上，增加地方政府债券作为国库现金管理商业银行定期存款质押品。参与中央和地方国库现金管理商业银行取得国库定期存款，以记账式国债或地方政府债券现券作为质押。地方政府债券不受发行主体的限制，可以跨地域质押。

中国首只巨灾债券境外成功发行

（2015年7月16日 来源：财新网）

日前，中再产险发行的巨灾债券PandaRe在境外获成功配售。该债券成为国际债券市场上第一只由中国保险机构发行的巨灾债券，也是中国的巨灾风险首次在国际资本市场得以分散。

政策利好拉低融资成本 房企扎堆发行境内公司债

(2015年8月11日 来源：上海证券报)

随着境内外融资环境的变化，今年以来房企纷纷转向境内发债。根据上证报资讯统计结果，年内房企境内公司债发行额已达到**2141**亿元，而房企海外债券的发行金额则下降四分之一。而且，房企发债的票面利率大大降低，今年以来的平均利率为**5.65%**，相比去年的**7.56%**降低了**25%**以上。

第二次债市革命：交易所逆袭银行间？

(2015年8月25日 来源：上海证券报)

在过去近4个月时间内，上交所共受理“新公司债”上市或挂牌申请超过**300**家，计划融资总金额超过**7300**亿元，上述受理的“新公司债”中已经完成发行的将近**70**家，总的融资规模超过**1800**亿元。今年**1-7**月，加上完成发行的存量公司债，上交所公司债券已完成发行的融资规模超过**6500**亿元，是去年全年水平的**2**倍以上，也超过同期上交所股票融资规模。

企业债发行量锐减六成，谁成了城投融资的新宠？

(2015年9月9日 来源：21世纪经济报道)

43号文（文件名称为《关于加强地方政府性债务管理的意见》）下发近一年之际，融资平台通过债券市场融资的方式已经发生大幅变化。

根据中债登披露的数据，今年前**8**月企业债的发行量为**2176.62**亿元，相比去年同期下降**61.15%**。企业债是融资平台在债券市场上融资的主要渠道，另一渠道是发行中期票据。同期中期票据的发行量则大幅上升。

21世纪经济报道记者采访了解到，**43**号文下发后，发改委和交易商协会分别下发企业债和中期票据的指导意见，形成“一紧一松”的局面，更多的城投企业转向交易商协会注册发行债务融资工具。同时，公司债的兴起分流了一部分融资平台到交易所发行公司债。

◆ 公司新闻

新世纪评级总裁朱荣恩被评选为“2015金融教育先进工作者”

经中国金融教育发展基金会审议，2015“金融教育先进集体、先进工作者”获奖名单日前公布。新世纪评级总裁朱荣恩被评选为“2015金融教育先进工作者”。

2015年9月10日，《金融时报》刊登了该获奖名单。



新世纪评级信用风险暨资产证券化论坛在北京召开

2015年9月18日下午，新世纪评级在北京金融街洲际酒店召开“新世纪评级信用风险暨资产证券化论坛”。国家发改委、财政部、证监会、中国人民银行交易商协会、中国保险资管业协会、中国银行业协会等监管机构和协会代表，各券商、银行、信托、资管和机构投资者等130余位嘉宾共同参加了此次论坛。

本次论坛新世纪评级与各位参与嘉宾共同分享了新世纪评级对中国债券市场信用风险和资产证券化信用评级的研究和实践成果。



新世纪评级认为，自从“超日债”利息违约以来，中国债券市场开始步入违约常态化阶段。截止至2015年年中，债券市场已经发生二十余起信用风险事件，其中有4支公募债券及十余支私募债券发生相应的信用事件或实质性利息或本金违约。从发债

主体看,这些信用事件中既有民营企业,也有国有企业、乃至中央国有企业;从行业看涉及光伏制造、有色金属等产能过剩企业。

新世纪评级认为,中国债券市场的发债企业以中央和地方国有企业为主,整体信用质量较好,但是信用事件或违约事件时有发生。新世纪评级认为,中国债券市场出现相应的信用事件,既有宏观经济增速下滑、过剩产能需求不足、经济结构转型、产业升级换代的宏观和行业因素,也有企业经营管理不善、违法经营或融资的经营和财务因素,也有允许发债企业有序违约的制度因素。新世纪评级认为,中国债券市场整体信用质量处于较高水平,国企的信用质量与其所处行政层级、与中央政府和地方政府的信用等级存在密切关系,国企信用质量在不同行业上表现不同,国企信用质量出现分化,结构性的信用风险事件将会有所发生。同时,新世纪评级认为,在中国债券市场制度逐渐完善、金融市场和社会对违约事件容忍度不断提高的条件下,债券市场出现违约将成为新常态。

新世纪评级认为,2014年起资产证券化开始进入快速发展阶段,2015年各类资产证券化产品的产品不断丰富。这既是中国资产证券化制度设计和推出的结果,也是中国金融市场深入发展的必然。同时,在资产证券化业务快速增长的情况下,资产证券化的信用风险和信用评级应该成为监管部门、投资者、社会等关注的问题。

在论坛上,新世纪评级金融机构评级副总监熊荣萍与各机构共同回顾、探讨了中国信用债市场发展概况、信用债发行主体信用质量与变化以及商业银行的信用质量。新世纪评级工商企业评级副总监鞠海龙从“福禧事件”开始对两年来债券市场主要信用事件进行了完整的梳理和分类。新世纪机构融资评级副总监姜波先生则从新世纪资产证券化的评级思路、内外部增信、ABS评级框架、ABS产品风险等方面介绍了新世纪评级在中国市场ABS的实操经验。



本次论坛,新世纪评级特邀标准普尔亚太区结构融资评级董事雷明峰发表了《标准普尔证券化评级与中国市场证券化发展观察》的演讲,从标准普尔ABS的资产池信用风险分析、法律与监管风险分析、支付结构与现金流量分析、作业与管理风险分析、交易相对人5个方面与参与的嘉宾分享了标普资产证券化评级的经验,从全球市场2015年的发展角度向大家介绍了ABS的国际化经验,从监管支持、市场化措施、与国际市场更趋一致的产业化发展等几方面介绍了对中国证券化市场发展的观察;标准普尔认为,中国资产证券化市场发展历史较短与总体经济不确定性是主要的风险考虑,目前在中国的信贷资产证券化结构上尚未看到重大风险。

◆ 评级公告

2015年第三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年上海北方企业（集团）有限公司第一期短期融资券	2015/7/1	A-1	AA	稳定	2014/8/8
2	2015年新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司第一期短期融资券	2015/7/2	A-1	AA	稳定	2015/1/20
3	2015年华方医药科技有限公司第一期短期融资券	2015/7/2	A-1	AA	稳定	2014/11/28
4	2015年上海浦东土地控股（集团）有限公司第一期短期融资券	2015/7/2	A-1	AA+	稳定	2014/12/2
5	2015年山东魏桥铝电有限公司第一期短期融资券	2015/7/7	A-1	AA+	稳定	2015/3/12
6	2015年上海仪电（集团）有限公司第一期短期融资券	2015/7/8	A-1	AA+	稳定	2015/5/14
7	2015年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司第一期短期融资券	2015/7/9	A-1	AA+	稳定	2014/9/9
8	2015年南方水泥有限公司第一期短期融资券	2015/7/10	A-1	AAA	稳定	2015/6/8
9	2015年上海徐家汇商城（集团）有限公司第一期短期融资券	2015/7/10	A-1	AA+	稳定	2015/3/4
10	2015年上海纺织（集团）有限公司第一期短期融资券	2015/7/13	A-1	AA+	稳定	2015/2/5
11	2015年杭州市交通投资集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/14	A-1	AA+	稳定	2015/5/19
12	2015年武汉新港建设投资开发集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/20	A-1	AA	稳定	2014/12/30
13	2015年重庆两江新区开发投资集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/20	A-1	AAA	稳定	2015/6/10
14	2015年扬州绿色产业投资发展控股（集团）有限责任公司第一期短期融资券	2015/7/21	A-1	AA	稳定	2015/1/15

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
15	2015年南昌工业控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/22	A-1	AA+	稳定	2015/2/3
16	2015年盐城东方投资开发集团有限公司第二期短期融资券	2015/7/23	A-1	AA	稳定	2015/6/9
17	2015年武汉市水务集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/24	A-1	AA+	稳定	2015/6/12
18	2015年安徽九华山旅游(集团)有限公司第二期短期融资券	2015/7/27	A-1	AA	稳定	2015/5/29
19	2015年长江南京航道工程局第二期短期融资券	2015/7/28	A-1	AA-	稳定	2015/6/1
20	2015年江苏华地国际控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/29	A-1	AA	稳定	2015/3/18
21	2015年南通汽运实业集团有限公司第一期短期融资券	2015/7/30	A-1	AA	稳定	2014/12/10
22	2015年福建圣农发展股份有限公司第二期短期融资券	2015/7/31	A-1	AA	稳定	2015/6/19
23	2015年宁夏建材集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/3	A-1	AA	稳定	2015/4/23
24	2015年棕榈园林股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/3	A-1	AA	稳定	2015/6/29
25	2015年广东省广告集团股份有限公司第二期短期融资券	2015/8/3	A-1	AA	稳定	2015/6/26
26	2015年钱江水利开发股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/3	A-1	AA	稳定	2015/2/6
27	2015年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/3	A-1	AA+	稳定	2015/5/5
28	2015年润华集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/4	A-1	AA	稳定	2015/6/3
29	2015年通州建总集团有限公司第一期短期融资券	2015/8/4	A-1	AA-	稳定	2015/5/15
30	2015年招商证券股份有限公司第九期短期融资券	2015/8/6	A-1	AAA	稳定	2015/8/6
31	2015年中国建材国际工程集团有限公司第一期短期融资券	2015/8/6	A-1	AA	稳定	2015/6/1
32	2015年南京钢铁股份有限公司第三期短期融资券	2015/8/6	A-1	AA	稳定	2015/5/8
33	2015年上海市北高新(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/8/10	A-1	AA	稳定	2015/6/25

	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
34	2015年武汉当代科技产业集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/10	A-1	AA	稳定	2015/7/14
35	2015年宁波大榭开发有限公司第一期短期融资券	2015/8/10	A-1	AA	稳定	2014/12/15
36	2015年山东魏桥铝电有限公司第二期短期融资券	2015/8/11	A-1	AA+	稳定	2015/7/13
37	2015年昌润投资控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/8/12	A-1	AA	稳定	2015/5/25
38	2015年上海宝钢气体有限公司第一期短期融资券	2015/8/12	A-1	AA+	稳定	2015/6/29
39	2015年上海城建(集团)公司第二期短期融资券	2015/8/12	A-1	AAA	稳定	2015/6/27
40	2015年深圳市洪涛装饰股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/13	A-1	AA	稳定	2015/7/13
41	2015年中建海峡建设发展有限公司第一期短期融资券	2015/8/13	A-1	AA	稳定	2015/6/5
42	2015年三鼎控股集团有限公司第二期短期融资券	2015/8/14	A-1	AA-	稳定	2015/7/20
43	2015年三门峡黄河明珠(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/8/18	A-1	AA-	稳定	2015/7/22
44	2015年杉杉集团有限公司第一期短期融资券	2015/8/19	A-1	AA	稳定	2015/5/27
45	2015年广州珠江实业集团有限公司第二期短期融资券	2015/8/19	A-1	AA+	稳定	2015/7/20
46	2015年中国盐业总公司第三期短期融资券	2015/8/19	A-1	AA+	负面	2015/7/23
47	2015年浙江仙琚制药股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/19	A-1	AA-	稳定	2015/7/22
48	2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/8/20	A-1	AA	稳定	2015/7/1
49	2015年南京市浦口区国有资产投资经营有限公司第一期短期融资券	2015/8/20	A-1	AA	稳定	2015/6/5
50	2015年沈阳金山能源股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/21	A-1	AA	稳定	2015/6/26
51	2015年中铝国际工程股份有限公司第一期短期融资券	2015/8/25	A-1	AA+	稳定	2015/6/23
52	2015年陕西汽车控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/8/25	A-1	AA	稳定	2015/7/10

	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
53	2015年金元证券股份有限公司第五期短期融资券	2015/8/25	A-1	AA	稳定	2015/7/3
54	2015年合肥高新建设投资集团公司第一期短期融资券	2015/8/31	A-1	AA	稳定	2014/8/5
55	2015年上海上实(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/8/31	A-1	AAA	稳定	2015/8/4
56	2015年江苏中天科技股份有限公司第二期短期融资券	2015/9/1	A-1	AA+	稳定	2015/8/18
57	2015年北京东方园林生态股份有限公司第二期短期融资券	2015/9/1	A-1	AA	稳定	2015/7/16
58	2015年江苏中天科技股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/1	A-1	AA+	稳定	2015/8/18
59	2015年中国葛洲坝集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/1	A-1	AAA	稳定	2015/6/8
60	2015年浙江荣盛控股集团有限公司第一期短期融资券	2015/9/1	A-1	AA	稳定	2015/8/7
61	2015年光明食品(集团)有限公司第二期短期融资券	2015/9/1	A-1	AAA	稳定	2015/8/3
62	2015年宝钢金属有限公司第二期短期融资券	2015/9/2	A-1	AA+	稳定	2015/7/31
63	2015年中国建材国际工程集团有限公司第二期短期融资券	2015/9/6	A-1	AA	稳定	2015/8/3
64	2015年厦门国际港务股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/7	A-1	AAA	稳定	2015/6/9
65	2015年淄博市城市资产运营有限公司第一期中期票据	2015/9/7	A-1	AA+	稳定	2015/6/1
66	2015年阳光电源股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/8	A-1	AA	稳定	2015/8/20
67	2015年浙江中国小商品城集团股份有限公司第二期短期融资券	2015/9/9	A-1	AA+	稳定	2015/6/9
68	2015年上海同盛投资(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/9/9	A-1	AAA	稳定	2015/7/28
69	2015年浙江万马股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/10	A-1	AA	稳定	2015/6/3
70	2015年杭州钢铁集团公司第二期短期融资券	2015/9/11	A-1	AA+	稳定	2015/8/11

	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
71	2015年无锡市建设发展投资有限公司第一期短期融资券	2015/9/11	A-1	AAA	稳定	2015/6/12
72	2015年安徽山鹰纸业股份有限公司第二期短期融资券	2015/9/14	A-1	AA	稳定	2015/7/22
73	2015年新疆供销投资(控股)集团有限责任公司第一期短期融资券	2015/9/15	A-1	AA	稳定	2015/7/20
74	2015年中国新兴(集团)总公司第二期短期融资券	2015/9/17	A-1	AA+	稳定	2015/6/16
75	2015年武汉市水务集团有限公司第二期短期融资券	2015/9/17	A-1	AA+	稳定	2015/6/12
76	2015年广东省广告集团股份有限公司第三期短期融资券	2015/9/17	A-1	AA	稳定	2015/8/3
77	2015年润华集团股份有限公司第二期短期融资券	2015/9/18	A-1	AA	稳定	2015/7/16
78	2015年国泰君安证券股份有限公司第七期短期融资券	2015/9/18	A-1	AAA	稳定	2015/9/16
79	2015年江苏法尔胜泓昇集团有限公司第二期短期融资券	2015/9/18	A-1	AA	稳定	2015/7/1
80	2015年杭州钢铁集团公司第三期短期融资券	2015/9/21	A-1	AA+	稳定	2015/8/11
81	2015年南京港(集团)有限公司第一期短期融资券	2015/9/21	A-1	AA	稳定	2015/6/4
82	2015年浙江英特集团股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/21	A-1	AA	稳定	2015/7/22
83	2015年南京化学工业园有限公司第二期短期融资券	2015/9/23	A-1	AA+	稳定	2015/8/12
84	2015年广东惠州平海发电厂有限公司第二期短期融资券	2015/9/28	A-1	AA+	稳定	2015/9/2
85	2015年广东惠州平海发电厂有限公司第一期短期融资券	2015/9/28	A-1	AA+	稳定	2015/9/2
86	2015年贵人鸟股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/29	A-1	AA	稳定	2015/6/17
87	2015年北京四方继保自动化股份有限公司第一期短期融资券	2015/9/29	A-1	AA	稳定	2015/3/11

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年珠海港控股集团有限公司第一期中期票据	2015/7/2	AA	AA	稳定	2014/12/19
2	2015年上海张江高科技园区开发股份有限公司第一期中期票据	2015/7/2	AA+	AA+	稳定	2014/12/29
3	2015年上海世茂股份有限公司第二期中期票据	2015/7/3	AA	AA	稳定	2015/5/13
4	2015年南京栖霞建设股份有限公司第一期中期票据	2015/7/6	AA	AA	稳定	2015/5/28
5	2015年德力西集团有限公司第一期中期票据	2015/7/8	AA	AA	稳定	2014/11/25
6	2015年山西省经济建设投资集团有限公司第一期中期票据	2015/7/8	AA	AA	稳定	2014/12/26
7	2015年宁波杭州湾新区开发建设有限公司第一期中期票据	2015/7/9	AA	AA	稳定	2015/2/26
8	2015年上海长峰（集团）有限公司第一期中期票据	2015/7/13	AA	AA	稳定	2014/11/17
9	2015年上海北方企业（集团）有限公司第一期中期票据	2015/7/14	AA	AA	稳定	2014/8/8
10	2015年上海纺织（集团）有限公司第一期中期票据	2015/7/15	AA+	AA+	稳定	2015/2/5
11	2015年淮安新城投资开发有限公司第一期中期票据	2015/7/16	AA	AA	稳定	2014/9/19
12	2015年中铝国际工程股份有限公司第一期中期票据	2015/7/16	AA+	AA+	稳定	2015/4/3
13	2015年江苏康得新复合材料股份有限公司第一期中期票据	2015/7/20	AA	AA	稳定	2015/2/2
14	2015年杭州杭氧股份有限公司第一期中期票据	2015/7/20	AA	AA	稳定	2014/10/27
15	2015年安徽皖维新材料股份有限公司第一期中期票据	2015/7/20	AA	AA	稳定	2014/11/26
16	2015年中国商用飞机有限责任公司第一期中期票据	2015/7/21	AAA	AAA	稳定	2015/6/9
17	2015年蚌埠玻璃工业设计研究院第一期中期票据	2015/7/23	AA	AA	稳定	2015/2/13
18	2015年江东控股集团有限责任公司第一期中期票据	2015/7/27	AA+	AA+	稳定	2014/9/5
19	2015年金华市城市建设投资有限公司第一期中期票据	2015/7/27	AA	AA	稳定	2014/9/18
20	2015年宁波大榭开发有限公司第一期中期票据	2015/7/31	AA	AA	稳定	2014/12/15

	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年光明食品（集团）有限公司第一期中期票据	2015/8/5	AAA	AAA	稳定	2015/6/4
22	2015年重庆两江新区开发投资集团有限公司第一期中期票据	2015/8/10	AAA	AAA	稳定	2015/7/6
23	2015年天津市保障住房建设投资有限公司第一期中期票据	2015/8/12	AA+	AA+	稳定	2015/7/8
24	2015年昌润投资控股集团有限公司第一期中期票据	2015/8/12	AA	AA	稳定	2015/5/25
25	2015年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	2015/8/12	AA	AA	稳定	2015/6/4
26	2015年上海东浩兰生国际服务贸易（集团）有限公司第一期中期票据	2015/8/13	AAA	AAA	稳定	2015/7/22
27	2015年上海建工集团股份有限公司第一期中期票据	2015/8/14	AAA	AAA	稳定	2015/6/12
28	2015年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	2015/8/14	AA+	AA+	稳定	2014/9/9
29	2015年物美控股集团有限公司第一期中期票据	2015/8/17	AA	AA	稳定	2015/5/15
30	2015年福建七匹狼集团有限公司第二期中期票据	2015/8/17	AA	AA	稳定	2015/6/15
31	2015年杭州市萧山区国有资产经营总公司第一期中期票据	2015/8/18	AA+	AA+	稳定	2015/5/11
32	2015年华西能源工业股份有限公司第一期中期票据	2015/8/19	AA	AA	稳定	2015/6/5
33	2015年绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营有限公司第一期中期票据	2015/8/20	AA+	AA+	稳定	2015/3/24
34	2015年山西煤炭进出口集团有限公司第一期中期票据	2015/8/28	AAA	AAA	负面	2015/6/19
35	2015年上海复星医药（集团）股份有限公司第一期中期票据	2015/8/31	AA+	AA+	稳定	2015/7/22
36	2015年棕榈园林股份有限公司第一期中期票据	2015/8/31	AA	AA	稳定	2015/6/3
37	2015年上海上实（集团）有限公司第一期中期票据	2015/9/1	AAA	AAA	稳定	2015/8/4
38	2015年上海外高桥（集团）有限公司第二期中期票据	2015/9/1	AAA	AAA	稳定	2015/7/23
39	2015年漯河市城市建设投资有限公司第一期中期票据	2015/9/2	AA	AA	稳定	2015/6/15
40	2015年合肥高新建设投资集团公司第一期中期票据	2015/9/2	AA	AA	稳定	2014/8/5

	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
41	2015年上海均瑶(集团)有限公司第二期中期票据	2015/9/7	AA	AA	稳定	2015/7/20
42	2015年中国农业发展集团有限公司第一期中期票据	2015/9/7	AAA	AAA	稳定	2015/6/24
43	2015年广东南海控股投资有限公司第一期中期票据	2015/9/10	AA+	AA+	稳定	2015/5/21
44	2015年广东广珠城际轨道交通有限责任公司第一期中期票据	2015/9/10	AA+	AA+	稳定	2015/9/7
45	2015年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第二期中期票据	2015/9/10	AA	AA	稳定	2014/7/27
46	2015年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期中期票据	2015/9/10	AA	AA	稳定	2014/7/27
47	2015年广州电气装备集团有限公司第一期中期票据	2015/9/16	AA	AA	稳定	2015/5/18
48	2015年万丰奥特控股集团有限公司第二期中期票据	2015/9/16	AA	AA	稳定	2015/8/26

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年中国建银投资有限责任公司第二期金融债券	2015/7/17	AAA	AAA	稳定	2015/6/5
2	2015年贵州花溪农村商业银行股份有限公司二级资本债券	2015/8/4	A	A+	稳定	2015/3/4
3	2015年上海浦东发展银行股份有限公司二级资本债券	2015/9/1	AAA	AAA	稳定	2015/6/24
4	2015年徽商银行股份有限公司二级资本债券	2015/9/7	AA+	AAA	稳定	2015/7/3
5	2015年亳州药都农村商业银行股份有限公司第二期小型微型企业贷款专项金融债券	2015/9/10	AA-	AA-	稳定	2015/9/7
6	2015年江苏长江商业银行股份有限公司第二期金融债券	2015/9/11	A+	A+	稳定	2015/8/19
7	2015年华夏人寿保险股份有限公司第一期资本补充债券	2015/9/15	AA	AA+	稳定	2015/9/1

资产支持证券

	资产支持证券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年浙元第一期信贷资产证券化信托优先B档资产支持证券	2015/7/7	A+	--	--	2015/5/15
2	2015年浙元第一期信贷资产证券化信托优先A-2档资产支持证券	2015/7/7	AAA	--	--	2015/5/15
3	2015年浙元第一期信贷资产证券化信托优先A-1档资产支持证券	2015/7/7	AAA	--	--	2015/5/15
4	2015年海元第一期信贷资产证券化信托优先B档资产支持证券	2015/8/14	AA-	--	--	2015/9/18
5	2015年海元第一期信贷资产证券化信托优先A1档资产支持证券	2015/8/14	AAA	--	--	2015/9/18
6	2015年海元第一期信贷资产证券化信托优先A2档资产支持证券	2015/8/14	AAA	--	--	2015/9/18

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年广州市时代地产集团有限公司公司债券	2015/7/8	AA	AA	稳定	2015/4/22
2	2015年重庆龙湖企业拓展有限公司公司债券(第二期)	2015/7/23	AAA	AAA	稳定	2015/7/20
3	2015年长江精工钢结构(集团)股份有限公司公司债券	2015/7/27	AA	AA	稳定	2015/4/22
4	2015年浙江海正药业股份有限公司公司债券	2015/8/11	AA+	AA+	稳定	2015/4/17
5	2015年物美控股集团有限公司公司债券(第一期)	2015/8/11	AA	AA	稳定	2015/5/15
6	2015年广西金融投资集团有限公司公司债券	2015/8/19	AA+	AA+	稳定	2015/4/7
7	2015年物美控股集团有限公司公司债券(第二期)	2015/8/28	AA	AA	稳定	2015/8/25
8	2015年新疆金融投资有限公司公司债券	2015/9/14	AA+	AA+	稳定	2015/7/20
9	2015年山东南山铝业股份有限公司公司债券(第一期)	2015/9/22	AA+	AA+	稳定	2015/8/4
10	2015年湖南盈德气体有限公司公司债券	2015/9/29	AA	AA	稳定	2015/4/27

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年乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司小微企业增信集合债券	2015/8/14	AA	AA	稳定	2015/2/12
2	2015年重庆市万州三峡平湖有限公司公司债券	2015/8/17	AAA	AA	稳定	2015/6/23
3	2015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	2015/8/18	AA	AA	稳定	2015/2/13
4	2015年太仓市科教文化发展有限公司公司债券	2015/8/20	AA	AA	稳定	2015/7/22
5	2015年沭阳金源资产经营有限公司公司债券	2015/9/2	AA+	AA	稳定	2015/4/30

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年宁波市政府专项债券（第一批）	2015/7/3	AAA	--	--	2015/7/2
2	2015年宁波市政府一般债券（第一批）	2015/7/3	AAA	--	--	2015/7/2
3	2015年第一期广东省政府专项债券	2015/7/6	AAA	--	--	2015/6/29
4	2015年第二批广东省政府一般债券	2015/7/14	AAA	--	--	2015/7/13
5	2015年山东省政府专项债券第一批	2015/7/17	AAA	--	--	2015/7/8
6	2015年云南省政府专项债券（一至四期）	2015/7/20	AAA	--	--	2015/7/17
7	2015年山东省政府专项债券第二批	2015/9/7	AAA	--	--	2015/9/2
8	2015年山东省政府一般债券（第三批）	2015/9/7	AAA	--	--	2015/9/2
9	2015年河北省政府专项债券（第二批）	2015/9/11	AAA	--	--	2015/9/9
10	2015年河北省政府一般债券（第二批）	2015/9/11	AAA	--	--	2015/9/9
11	2015年贵州省政府一般债券（第三批）	2015/9/11	AAA	--	--	2015/9/6
12	2015年云南省政府公开招标专项债券（五至八期）	2015/9/14	AAA	--	--	2015/9/11
13	2015年云南省政府公开招标一般债券（五至八期）	2015/9/14	AAA	--	--	2015/9/11
14	2015年第三批广东省政府一般债券	2015/9/28	AAA	--	--	2015/9/28
15	2015年第二期广东省政府专项债券	2015/9/28	AAA	--	--	2015/9/28

2015年第三季度跟踪评级汇编

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
1	2013年成都文化旅游发展集团有限责任公司第二期中 期票据	AA	AA	稳定	2015/7/2
2	2013年成都文化旅游发展集团有限责任公司第一期中 期票据	AA	AA	稳定	2015/7/2
3	2012年成都文化旅游发展集团有限责任公司第一期中 期票据	AA	AA	稳定	2015/7/2
4	2014年中科实业集团（控股）有限公司第一期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/7/3
5	2009年重庆龙湖企业拓展有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/6
6	2014年重庆对外经贸（集团）有限公司第一期中期票 据	AA	AA	稳定	2015/7/6
7	2014年内蒙古水务投资（集团）有限公司第一期中期 票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/6
8	2013年内蒙古水务投资（集团）有限公司第一期中期 票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/6
9	2014年南方水泥有限公司第四期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/7/8
10	2014年招商证券股份有限公司公开发行公司债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/8
11	2014年阜新银行股份有限公司二级资本债券	A+	AA-	稳定	2015/7/8
12	2014年阜新银行股份有限公司金融债券	AA-	AA-	稳定	2015/7/8
13	2014年中国商用飞机有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/8
14	2014年广州电气装备集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/9
15	2012年广州电气装备集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/9
16	2014年湖北凯乐科技股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/9
17	2015年湖北凯乐科技股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/9
18	2015年汕头港务集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/9
19	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	2015/7/9
20	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	2015/7/9

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
21	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	2015/7/9
22	2014年陕西汽车控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/10
23	2015年浙江日发控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/10
24	2015年河南中原高速公路股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/10
25	2014年温州市公用事业投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
26	2013年温州市公用事业投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
27	2015年河南日报报业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
28	2014年河南日报报业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
29	2013年河南日报报业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
30	2014年钱江水利开发股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
31	2013年钱江水利开发股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
32	2013年钱江水利开发股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
33	2012年陕西汽车集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/10
34	2014年上海浦东发展（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/10
35	2012年上海浦东发展（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/10
36	2011年上海浦东发展（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/10
37	2014年北京光线传媒股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/13
38	2015年盐城东方投资开发集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/13
39	2014年上海紫江企业集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/13
40	2014年盐城东方投资开发集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/13
41	2013年天津市武清区国有资产经营投资公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/13
42	2012年天津市武清区国有资产经营投资公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/13
43	2014年中福海峡（平潭）发展股份有限公司第一期短期融资券	A-1	A+	稳定	2015/7/14

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
44	2014年喜临门家具股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/14
45	2014年兴业银行股份有限公司二级资本债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/14
46	2014年中国光大银行股份有限公司二级资本债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/14
47	2011年兴业银行股份有限公司第一期次级债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/14
48	2015年兴业银行股份有限公司第一期金融债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/14
49	2011年兴业银行第一期小企业贷款专项金融债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/14
50	2011年保定天威英利新能源有限公司第一期中期票据	A	A	负面	2015/7/14
51	2010年保定天威英利新能源有限公司第一期中期票据	A	A	负面	2015/7/14
52	2015年现代牧业(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/14
53	2014年江苏吴江中国东方丝绸市场股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/14
54	2015年广东省广告集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/15
55	2015年济南圣泉集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/15
56	2015年北京东方园林生态股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/15
57	2014年北京东方园林生态股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/15
58	2014年北京东方园林生态股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/15
59	2013年北京东方园林生态股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/15
60	2013年中信大锰矿业有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/15
61	2014年上海浦东现代产业开发有限公司第一期中期票据	AAA	AA	稳定	2015/7/15
62	2012年广西新发展交通集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/15
63	2012年四川沱牌舍得集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/16
64	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	2015/7/16
65	2015年黑龙江国中水务股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/17
66	2015年黑龙江国中水务股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/17

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
67	2014年绿能高科集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/17
68	2014年杭州经济技术开发区资产经营集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
69	2013年杭州经济技术开发区资产经营集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
70	2015年温州市交通运输集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
71	2014年温州市交通运输集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
72	2014年福建龙净环保股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
73	2012年福建龙净环保股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
74	2014年北京云政金融控股有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
75	2014年天津水务投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
76	2013年上海永达投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
77	2013年中国长城计算机深圳股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/17
78	2014年绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/17
79	2012年绍兴市柯桥区中国轻纺城市场开发经营有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/17
80	2012年舟山港股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/17
81	2013年上海文化广播影视集团有限公司13 沪广电MTN1	AAA	AAA	稳定	2015/7/17
82	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	A-1	AA+	稳定	2015/7/17
83	2011年四川省煤炭产业集团有限责任公司第一期第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/17
84	2012年四川省煤炭产业集团有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/17
85	2015年苏州天沃科技股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/20
86	2015年广东科达洁能股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/20
87	2014年深圳市铁汉生态环境股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/20
88	2015年河南佰利联化学股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/20
89	2014年江苏中天科技股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/20

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
90	2015年武汉港务集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
91	2014年武汉港务集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
92	2015年苏州天沃科技股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
93	2014年山东金茂纺织化工集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
94	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	AA	AA	稳定	2015/7/20
95	2013年四川龙蟒集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
96	2011年鸿达兴业集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
97	2011年鸿达兴业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/20
98	2014年广州珠江实业集团有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/20
99	2014年广州珠江实业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/20
100	2011年广州珠江实业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/20
101	2014年上银第一期信贷资产证券化信托优先B级资产支持证券	AA+	--	--	2015/7/20
102	2014年上银第一期信贷资产证券化信托优先A-2级资产支持证券	AAA	--	--	2015/7/20
103	2014年上银第一期信贷资产证券化信托优先A-1级资产支持证券	AAA	--	--	2015/7/20
104	2015年龙城旅游控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/21
105	2014年华仪电器集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/21
106	2015年鹏鹞环保股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/21
107	2014年武汉市城市建设投资开发集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/7/21
108	2014年淄博高新技术产业开发区国有资产经营管理公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/7/21
109	2013年江苏文峰集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/21
110	2013年江苏文峰集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/21
111	2013年龙城旅游控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/21
112	2012年龙城旅游控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/21
113	2013年广州百货企业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/21

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
114	2014年贵阳高科控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/21
115	2014年江苏井神盐化股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/21
116	2013年江苏井神盐化股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/21
117	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	AA+	AA+	稳定	2015/7/21
118	2013年浙江海正集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/21
119	2011年浙江海正集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/21
120	2013年江苏省广播电视集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/21
121	2015年金红叶纸业集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
122	2015年金红叶纸业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
123	2015年上海耀皮玻璃集团股份有限公司第三期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
124	2015年上海耀皮玻璃集团股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
125	2015年上海耀皮玻璃集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
126	2015年华北制药股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
127	2015年新疆城建(集团)股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/22
128	2015年福建龙洲运输股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/22
129	2015年三鼎控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/22
130	2015年上海均瑶(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/22
131	2014年上海均瑶(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/22
132	2014年北京市海淀区玉渊潭农工商总公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/22
133	2014年潍坊滨海投资发展有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/22
134	2012年华北制药股份有限公司第一期中期票据	AAA	AA	稳定	2015/7/22
135	2014年青银第一期信贷资产证券化信托项下资产支持证券B档	AAA	--	--	2015/7/22
136	2014年青银第一期信贷资产证券化信托资产支持证券优先A-2档	AAA	--	--	2015/7/22

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
137	2015年中国邮电器材集团公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/23
138	2015年浙江省农村发展集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/23
139	2015年山东地矿股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/23
140	2013年河南省郑州市第一期区域集优中小企业集合票据	AAA	--	--	2015/7/23
141	2013年河南豫光金铅集团有限责任公司第一期中期票据	A+	A+	稳定	2015/7/23
142	2012年珠海港控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
143	2011年珠海港控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
144	2015年珠海港控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
145	2013年重庆商社(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
146	2015年山东太阳纸业股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
147	2013年山东太阳纸业股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
148	2015年阳城县阳泰集团实业有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
149	2014年阳城县阳泰集团实业有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
150	2013年方大炭素新材料科技股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
151	2013年方大炭素新材料科技股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/23
152	2012年江苏华东有色投资控股有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/7/23
153	2011年江苏华东有色投资控股有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/7/23
154	2012年正邦集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/23
155	2012年天津大沽化工股份有限公司第二期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/23
156	2014年杭州市商贸旅游集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/23
157	2013年广西机场管理集团有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/23
158	2014年百联集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/23
159	2013年百联集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/23

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
160	2015年上海外高桥（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/23
161	2015年启东市华虹电子有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/24
162	2015年广西水利电业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/24
163	2014年温州机场集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/24
164	2015年广东粤合资产经营有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/24
165	2014年华电新疆发电有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/24
166	2015年石狮市城市投资建设有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/7/24
167	2012年贵州赤天化集团有限责任公司第二期中期票据	A+	A+	负面	2015/7/24
168	2012年贵州赤天化集团有限责任公司第一期中期票据	A+	A+	负面	2015/7/24
169	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	AA	AA	稳定	2015/7/24
170	2014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	AA	AA	稳定	2015/7/24
171	2012年杉杉集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
172	2011年杉杉集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
173	2011年杉杉集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
174	2013年上海临港经济发展（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
175	2012年上海临港经济发展（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
176	2014年鲁信创业投资集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
177	2014年玖龙纸业（天津）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
178	2013年神东天隆集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
179	2014年南宁城市建设投资集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
180	2012年江苏法尔胜泓昇集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
181	2014年北京碧水源科技股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
182	2013年上海新华传媒股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
183	2012年上海新华传媒股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/24
184	2013年贵阳开磷化肥有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	负面	2015/7/24
185	2015年中国新兴（集团）总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
186	2013年中国新兴（集团）总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
187	2013年乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
188	2012年乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
189	2015年南昌工业控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
190	2013年重庆高科集团有限公司二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
191	2013年重庆高科集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/24
192	2015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	2015/7/27
193	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	2015/7/27
194	2015年张家口通泰控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/27
195	2015年菱花集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/27
196	2012年上海宝山中小企业第一期集合票据	AA+	--	--	2015/7/27
197	2012年山东省临沂市第一期区域集优中小企业集合票据	AAA	--	--	2015/7/27
198	2013年四川省宜宾市第一期区域集优中小企业集合票据	AAA	--	--	2015/7/27
199	2014年漳州市交通发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
200	2013年漳州市交通发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
201	2014年中国宝安集团股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
202	2014年中国宝安集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
203	2015年福建旗滨集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
204	2013年福建旗滨集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
205	2013年福建旗滨集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
206	2014年安徽广电传媒产业集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
207	2012年广东省水电集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
208	2012年张家口通泰控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
209	2013年玖龙纸业（太仓）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
210	2013年唐山曹妃甸实业港务有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
211	2011年唐山曹妃甸实业港务有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/27
212	2014年浙江台州高速公路集团股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/27
213	2013年江苏苏化集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	负面	2015/7/27
214	2014年上海浦东土地控股（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/27
215	2012年宝钢工程技术集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/27
216	2012年上海城建（集团）公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/27
217	2014年蚌埠玻璃工业设计研究院第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/28
218	2014年福建中旅集团公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/28
219	2015年伊犁农四师国有资产投资有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/28
220	2014年临商银行股份有限公司二级资本债券	AA-	AA	稳定	2015/7/28
221	2015年西安曲江文化产业投资（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
222	2013年西安曲江文化产业投资（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
223	2015年广州万宝集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
224	2013年广州万宝集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
225	2014年四川华西集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
226	2014年四川华西集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
227	2015年万丰奥特控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
228	2015年厦门轻工集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
229	2015年苏州文化旅游发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
230	2013年新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
231	2013年玖龙纸业（重庆）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
232	2011年广西五洲交通股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/28
233	2011年贵州开磷（集团）有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/7/28
234	2013年维维集团股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/28
235	2015年上海张江高科技园区开发股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
236	2014年上海张江高科技园区开发股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
237	2014年南京中电熊猫信息产业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
238	2012年南京中电熊猫信息产业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
239	2011年南京中电熊猫信息产业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
240	2012年湖南省建筑工程集团总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
241	2010年湖南省建筑工程集团总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
242	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	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
243	2015年华数数字电视传媒集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
244	2012年广东南方报业传媒集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/28
245	2014年中国通用技术（集团）控股有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/28
246	2011年中国通用技术（集团）控股有限责任公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/28
247	2011年上海国际集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/28
248	2010年上海国际集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/28
249	2014年江西省地方政府债券	AAA	-	-	2015/7/28
250	2015年万安集团有限公司第一期短期融资券	A-1	A+	稳定	2015/7/29
251	2015年安徽星马汽车集团有限公司第一期短期融资券	A-1	A+	负面	2015/7/29
252	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	A-1	AA	稳定	2015/7/29

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
253	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	A-1	AA	稳定	2015/7/29
254	2015年骆驼集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/29
255	2015年南京雨润食品有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	负面	2015/7/29
256	2015年陕西清水川能源股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/29
257	2014年浙江杭钢商贸集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/29
258	2015年天津太钢天管不锈钢有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/7/29
259	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	A-1	AA+	稳定	2015/7/29
260	2015年厦门港务控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/7/29
261	2015年北京农业第一期中小企业集合票据	AA+	--	--	2015/7/29
262	2012年北京市海淀区科技中小企业第一期集合票据	AA+	--	--	2015/7/29
263	2013年四川省第一期中小企业集合票据	AAA	--	--	2015/7/29
264	2012年山东省潍坊市第四期区域集优中小企业集合票据	AAA	--	--	2015/7/29
265	2013年新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市第一期区域集优中小企业集合票据	AAA	--	--	2015/7/29
266	2013年福建海峡银行股份有限公司第二期金融债券	AA	AA	稳定	2015/7/29
267	2013年福建海峡银行股份有限公司第一期金融债券	AA	AA	稳定	2015/7/29
268	2015年福建海峡银行股份有限公司二级资本债券	AA-	AA	稳定	2015/7/29
269	2014年齐商银行股份有限公司第一期金融债券	AA	AA	稳定	2015/7/29
270	2014年宁波经济技术开发区控股有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
271	2014年宁波经济技术开发区控股有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
272	2013年南京雨润食品有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/7/29
273	2012年南京雨润食品有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/7/29
274	2015年青岛海湾集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2015/7/29
275	2014年华立集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
276	2015年南京市玄武区国有资产投资管理控股（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
277	2014年天津新技术产业园区武清开发区总公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
278	2014年伟星集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
279	2014年宁波工业投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
280	2013年韩泰轮胎有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/29
281	2013年深圳市市政工程总公司第一期中期票据	AAA	AA-	稳定	2015/7/29
282	2013年红星美凯龙家居集团股份有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/29
283	2012年红星美凯龙家居集团股份有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/29
284	2013年红星美凯龙家居集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/29
285	2012年红星美凯龙家居集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/29
286	2014年合肥市国有资产控股有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/29
287	2012年上海市信息投资股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/29
288	2014年江苏凤凰出版传媒集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
289	2013年江苏凤凰出版传媒集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
290	2015年厦门港务控股集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
291	2014年厦门港务控股集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
292	2013年上海申通地铁集团有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
293	2013年上海申通地铁集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
294	2013年上海电气（集团）总公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2015/7/29
295	2014年江苏省建筑工程集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/29
296	2015年重庆莱美药业股份有限公司第一期短期融资券	A-1	A+	稳定	2015/7/30
297	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	A-1	AA	稳定	2015/7/30
298	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	A-1	AA	稳定	2015/7/30

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
299	2015年嘉兴市高等级公路投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/30
300	2015年浙江省旅游集团有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/30
301	2015年中山兴中集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/30
302	2015年三环集团公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/30
303	2014年陕西文化产业投资控股(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/7/30
304	2015年宝钢金属有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/30
305	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	A-1	AA+	稳定	2015/7/30
306	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/30
307	2015年杭州钢铁集团公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/7/30
308	2015年山东寿光农村商业银行股份有限公司二级资本债券	A+	AA-	稳定	2015/7/30
309	2014年第一期浙江温州鹿城农村商业银行股份有限公司小型微型企业贷款专项金融债	AA-	AA-	稳定	2015/7/30
310	2014年华夏银行股份有限公司二级资本债券	AAA	AAA	稳定	2015/7/30
311	2014年嘉兴市高等级公路投资有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/30
312	2013年嘉兴市高等级公路投资有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/30
313	2012年嘉兴市高等级公路投资有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/30
314	2015年浙江省旅游集团有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/30
315	2015年华鑫置业(集团)有限公司第一期中期票据	AA+	AA	稳定	2015/7/30
316	2015年中山兴中集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/30
317	2013年新疆特变电工集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/7/30
318	2012年融捷投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA	稳定	2015/7/30
319	2014年广东志高空调有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/30
320	2013年广东志高空调有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/7/30
321	2013年彩虹集团公司第一期中期票据	AAA	AA-	负面	2015/7/30

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
322	2011年彩虹集团公司第一期中期票据	AA-	AA-	负面	2015/7/30
323	2014年山西阳煤化工投资有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	负面	2015/7/30
324	2013年山西阳煤化工投资有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	负面	2015/7/30
325	2013年南京新工投资集团有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
326	2012年南京新工投资集团有限责任公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
327	2012年南京新工投资集团有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
328	2012年上海环境集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
329	2011年上海环境集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
330	2011年上海华虹（集团）有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
331	2011年上海华虹（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
332	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/7/30
333	2014年山东省政府债券	AAA	--	--	2015/7/30
334	2015年江苏长江商业银行股份有限公司第一期金融债券	A+	A+	稳定	2015/7/31
335	2013年泉州银行股份有限公司第一期金融债券	AA	AA	稳定	2015/7/31
336	2012年泉州银行股份有限公司第一期金融债券	AA	AA	稳定	2015/7/31
337	2015年吉林九台农村商业银行股份有限公司二级资本债券	AA-	AA	稳定	2015/7/31
338	2014年湖州西塞山开发建设有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/7/31
339	2015年安徽盛运环保（集团）股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	负面	2015/8/3
340	2014年广东省政府债券	AAA	--	--	2015/8/6
341	2015年云南物流产业集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/8/11
342	2015年北京农业第二期中小企业集合票据	AA+	--	--	2015/8/13
343	2015年桂林三金集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/8/13
344	2015年广西农垦集团有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/8/14
345	2015年南京公路发展（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/8/14

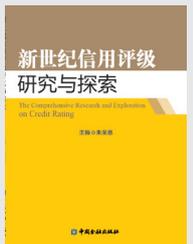
		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
346	2014年天津滨海新塘建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/8/17
347	2014年西安市保障性住房集合债（第二期）	AAA	--	--	2015/8/18
348	2014年西安市保障性住房集合债（第一期）	AAA	--	--	2015/8/18
349	2015年华立集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/8/20
350	2015年德力西集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/8/21
351	2015年武汉新港建设投资开发集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/8/24
352	2010年萍乡市城市建设投资发展公司企业债券	AA+	AA-	稳定	2015/8/24
353	2012年萍乡市城市建设投资发展公司企业债券	AA	AA-	稳定	2015/8/24
354	2015年万丰奥特控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/8/25
355	2015年深圳市宝德投资控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2015/8/25
356	2011年江苏双良科技有限公司第一期中期票据	AA+	AA-	稳定	2015/8/25
357	2015年江苏康得新复合材料股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/8/26
358	2012年慈溪市国有资产投资控股有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2015/8/28
359	2014年舟山市定海区国有资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/8/28
360	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	A-1	AA+	稳定	2015/8/31
361	2015年海宁中国皮革城股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/8/31
362	2015年上海徐家汇商城（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/9/10
363	2015年华方医药科技有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/9/11
364	2015年陕西华山旅游集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/9/11
365	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	A-1	AA+	稳定	2015/9/14
366	2015年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/9/15
367	2015年上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/9/15
368	2012年青岛华通国有资本运营（集团）有限责任公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/9/16

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
369	2015年山西省经济建设投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/9/16
370	2011年浙江省德清县交通投资集团有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2015/9/17
371	2015年福建省船舶工业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/9/17
372	2015年上海北方企业(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/9/17
373	2015年上海外滩投资开发(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/9/18
374	2015年杭州前进齿轮箱集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/9/21
375	2015年上海纺织(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2015/9/22
376	2015年淮安新城投资开发有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2015/9/22
377	2015年上海纺织(集团)有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2015/9/22
378	2010年平湖市城市发展投资(集团)有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/9/23
379	2015年天津环城城市基础设施投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/9/23
380	2014年天津环城城市基础设施投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2015/9/23
381	2014年江西稀有金属钨业控股集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2015/9/24
382	2015年江苏华地国际控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/9/24
383	2015年南通汽运实业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/9/24
384	2015年百联集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/9/25
385	2015年开封新区基础设施建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2015/9/25
386	2015年扬州绿色产业投资发展控股(集团)有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/9/28
387	2015年光明食品(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2015/9/28
388	2015年常州投资集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2015/9/29
389	2013年中国宜兴环保科技工业园发展总公司企业债券	AA	AA	稳定	2015/9/29

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

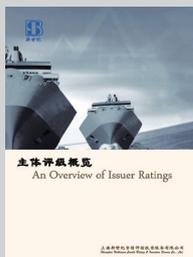


新世纪评级(季刊)



新世纪评级(年刊)

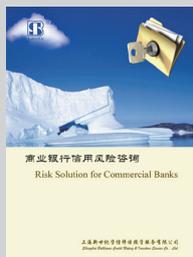
期刊系列



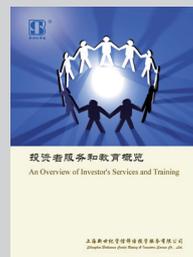
主体评级概览



债项评级概览

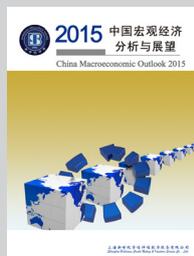


商业银行信用风险咨询



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

<http://www.shxsj.com>