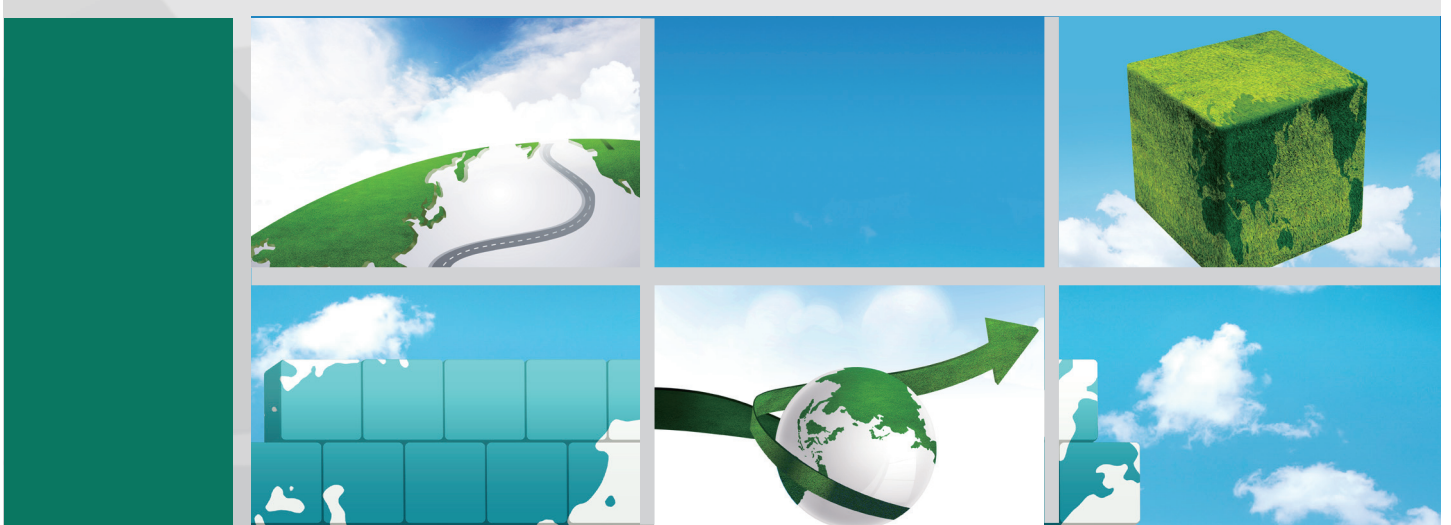




CREDIT QUARTER

新世纪评级

| 2016年第2期总第101期 |



英国脱欧公投对英国经济和全球金融市场的影响

国际石油市场波动对国际经济的影响

M1增幅扩大对经济波动与大类资产价格的影响

债券市场级别调整及风险事件月度分析报告

中国债券市场发行与评级研究

债券市场主体信用等级迁移研究

短期融资券利差分析

中期票据和企业债利差分析

公司债等级分布和利差分析

宏观经济周期与企业财务指标波动研究

>> 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.



2016年第2期 总第101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

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”)成立于1992年7月,是中国成立较早、具有全部资质、有一定知名度和声誉的信用评级机构。

新世纪评级自成立以来,立足上海、服务全国、辐射全球,为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资提供了优质、高效的信用评级服务,评级业务覆盖了中国大陆全部省市及香港地区,涵盖了全部信用评级业务品种。

新世纪评级与国际评级机构标准普尔建立了技术合作关系,形成了具有“国际视野、中国特色”的信用评级理念和方法,有力地促进了中国信用评级行业的发展。

新世纪评级将秉承“公正、规范、准确、高效”理念,坚持“以本土信用评级机构为平台、以本土信用评级人员为主体、为本土及国际化信用评级市场服务”的发展战略,为中国信用评级市场和行业的发展、中国金融的风险防范和国际化贡献自己的力量。



<http://www.shxsj.com>

更多内容请登录

新世纪评级官网

微信扫一扫
关注“新世纪评级”

本刊编辑部声明:

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

前言

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

目录

专题研究

- 1 宏观经济周期与企业财务指标波动研究
- 10 英国脱欧公投对英国经济和全球金融市场的影响
- 17 国际石油市场波动对国际经济的影响
- 29 M1增幅扩大对经济波动与大类资产价格的影响
- 43 债券市场级别调整及风险事件月度分析报告

市场研究

- 58 2016年上半年中国债券市场发行与评级研究
- 69 2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究
- 78 2016年上半年短期融资券利差分析
- 86 2016年上半年中期票据和企业债利差分析
- 102 2016年上半年公司债等级分布和利差分析

行业动态

- 108 2015年地方债全景:部分省份债务率超警戒线等

公司新闻

- 110 新世纪评级“个人住房抵押贷款资产证券化(RMBS)与信用违约互换(CDS)研讨会”在北京召开

评级公告

- 112 2016年第二季度发行债券评级汇编
- 119 2016年第二季度跟踪评级汇编

◆专题研究

宏观经济周期与企业财务指标波动研究

何金中/文

宏观经济环境对企业经营成果及决策具有重要影响，本文通过实证统计发现，企业的资产获利能力、收益质量及营运能力均与GDP增速存在明显的联动性，而企业偿债能力相关指标与GDP增速的联动性并不明显。同时，不同性质企业间的资产获利能力、收益质量、营运能力及偿债能力相关指标存在明显的结构性特征。

一、样本数据说明

2005年5月，短期融资券试水，标志着我国信用债市场进入快速发展期，信用债发行主体、信用债种类及发行规模均快速增长。宏观经济对企业经营成果及经营决策影响重大，最终均将反映为各项财务指标的变动。为检验我国信用债发行主体财务指标变动与宏观经济波动之间的联动关系，本文选取2005~2015年，在国内债券市场发行过信用债，并公布了经会计师事务所出具标准无保留意见的审计报告的企业为统计样本，其中：剔除金融企业；剔除样本数量较少的外资企业、集体企业和公众企业；考虑到资产规模对部分指标均值影响，剔除资产规模大于当年度资产规模0.9分位数及资产规模小于当年度资产规模0.1分位数样本。最终获得各年度样本数见图表1，可以看出，地方国有企业在统计样本中占绝对比重。

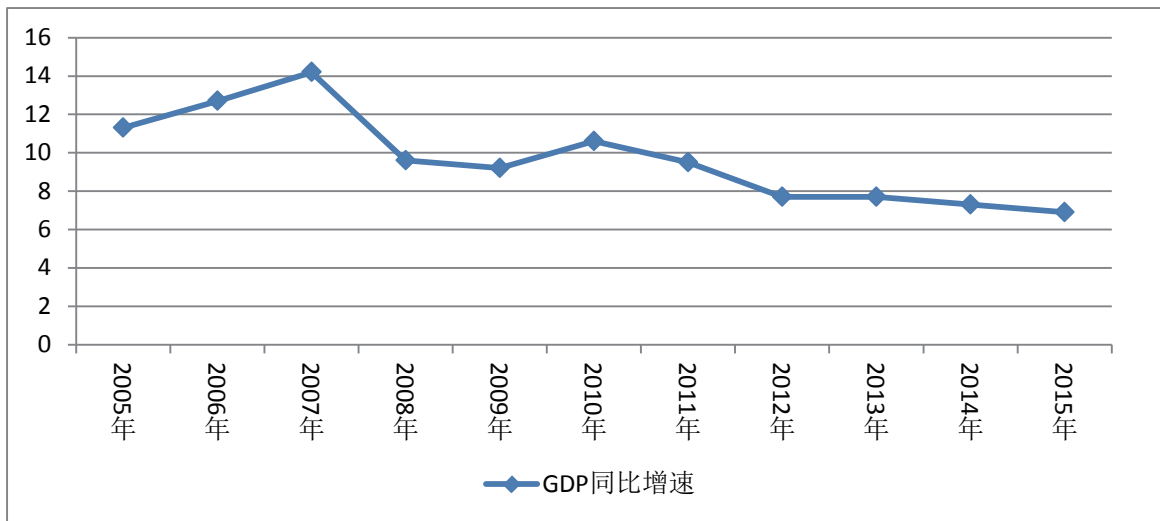
图表 1 样本数分布表

年度	企业性质			行业代码								总样本
	中央国有	地方国有	民营企业	1	2	3	4	5	6	7	8	
2005	145	369	126	53	63	36	60	44	298	43	43	640
2006	161	437	146	59	77	51	67	48	334	54	54	744
2007	175	559	232	70	86	108	78	59	437	68	60	966
2008	207	742	305	79	99	191	105	81	509	112	78	1254
2009	244	1025	360	93	127	354	136	97	560	165	97	1629
2010	248	1297	447	107	135	541	143	112	634	192	128	1992
2011	254	1541	528	119	142	691	165	116	692	220	178	2323
2012	254	1732	573	116	171	782	186	127	723	248	206	2559
2013	242	1764	541	112	162	812	185	123	692	253	208	2547
2014	231	1697	489	110	155	785	175	114	643	244	191	2417
2015	204	884	364	89	113	309	117	91	508	118	107	1452

注：行业代码1：采矿业；2：电力、热力、燃气及水生产和供应业；3：建筑业；4：交通运输、仓储和邮政业；5：批发和零售业；6：制造业；7：综合；8：除以上行业外的其他行业。

为反映宏观经济波动，本专题研究选择2005~2015年年度国内生产总值（GDP）同比增长率来衡量宏观经济波动(图表2)。从我国GDP增速变动情况看：2005~2007年，我国经济处于高速增长期，GDP持续保持两位数高速增长；2008年，受美国次贷危机及国际金融危机影响，GDP增速由14.20%大幅下降至9.60%，政府虽在2008年底推出四万亿刺激计划，但2009年GDP增速仍小幅下降至9.20%；2010年，刺激计划效果显现，GDP增速上升至10.60%，但随后进入持续放缓阶段。

图表 2 2005~2015年我国GDP增速（%）



数据来源：Wind 资讯

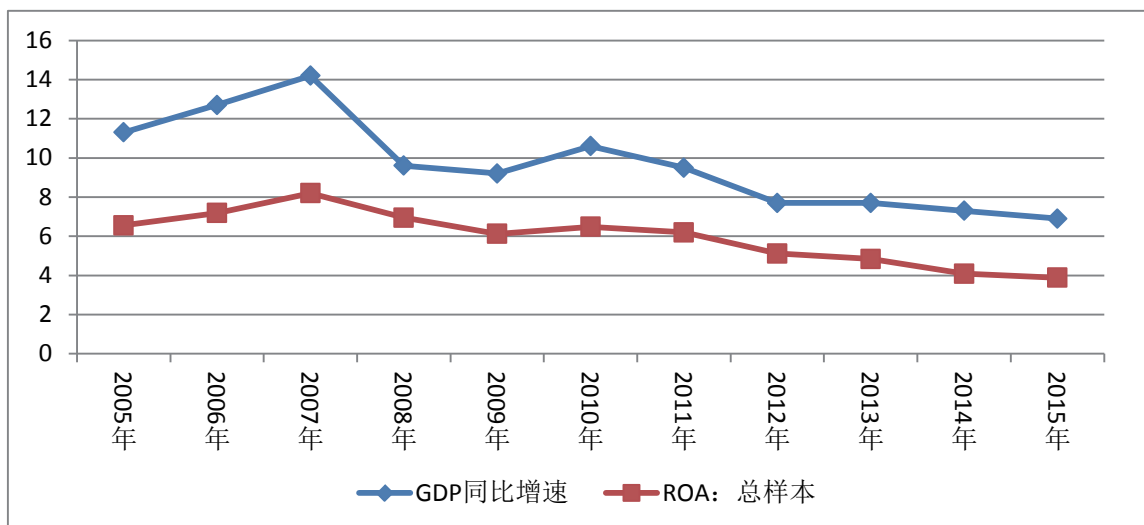
二、盈利指标

本文从盈利能力和收益质量两个方面来考察企业盈利与经济周期波动的关系。其中，盈利能力通过资产总报酬率（ROA）指标来衡量；收益质量通过经营性净收益、价值变动净收益和营业外收支净额占利润总额的比率来衡量。

1. 总资产报酬率（ROA）

从总样本数据情况看：ROA与GDP增速波动完全一致，也即资产获利能力随整个宏观经济的波动而波动，宏观经济向好，资产获利能力增强，宏观经济疲弱，资产获利能力下降。

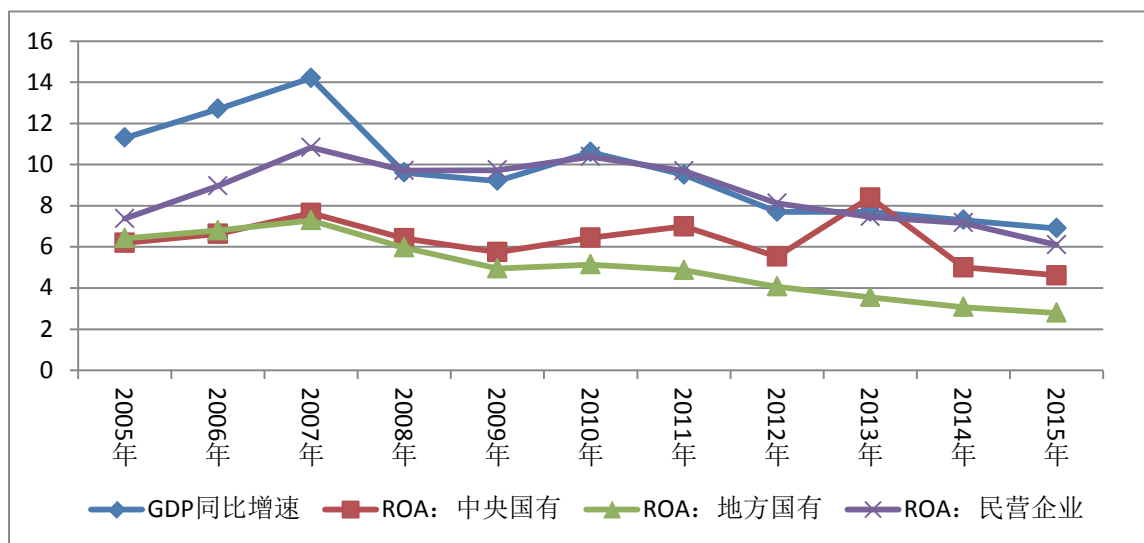
图表 3 GDP增速与ROA波动 (%)



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

从不同性质企业的资产获利能力看：除2013年外，民营企业的资产获利能力明显高于中央和地方国有企业；从2008年开始，中央国有企业和地方国有企业资产获利能力开始分化，中央国有企业的资产获利能力高于地方国有企业，且随着GDP增速持续下降，分化程度愈加明显。

图表 4 GDP增速与分企业性质ROA波动 (%)

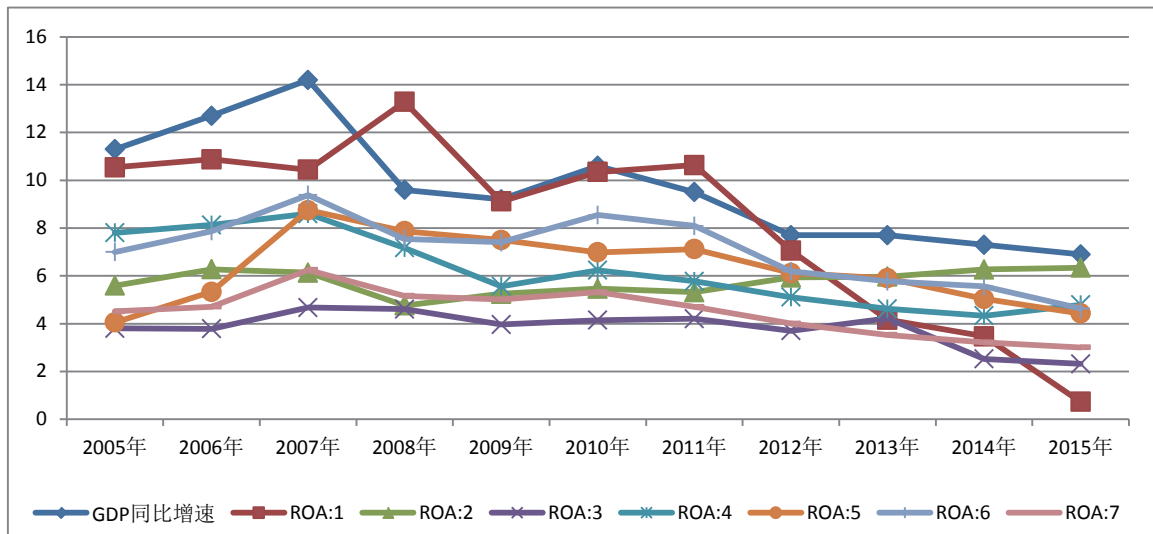


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

从不同行业的资产获利能力看：除电力、热力、燃气及水生产和供应业资产获利能力表现出较强的抗周期性外，其他行业资产获利能力与GDP增速波动步调基本一致；2011年及以前，采矿业的资产获利能力明显高于其他行业，但随后快速下降，2015年降至所有行

业最低，同时，采矿业资产获利能力的波动性明显高于其他行业；建筑业的资产获利能力大部分年份在所有行业中最低；

图表 5 GDP增速与分行业ROA波动 (%)

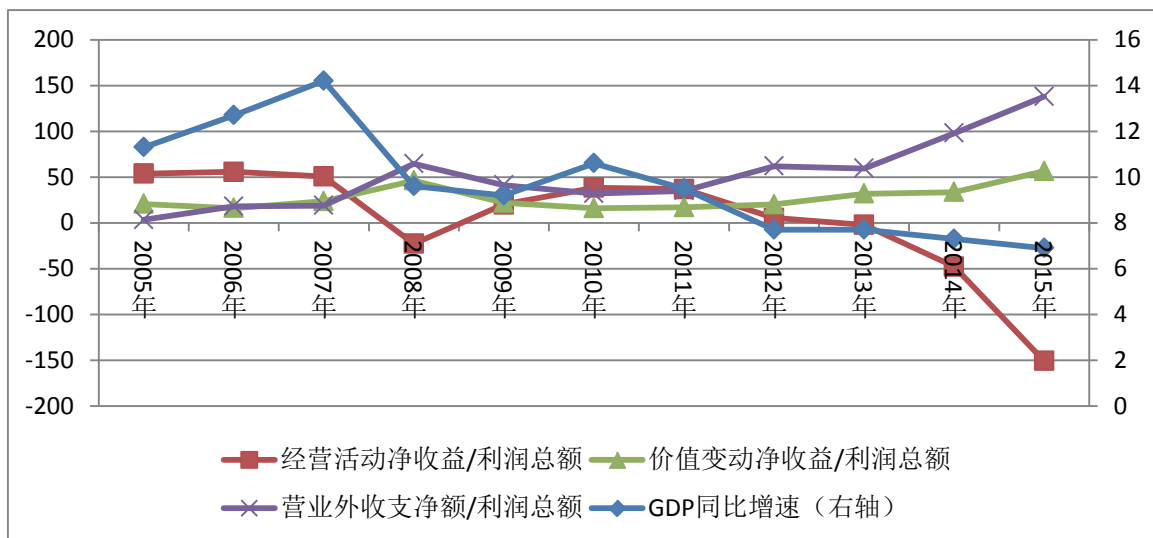


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

2. 收益质量

理论上，企业经营活动净收益占利润总额的比率越高，收益质量越高，可持续性越强。从总样本数据看：企业经营活动净收益占利润总额的比率与GDP增速波动趋势基本相符，也即宏观经济向好，企业收益质量向好，宏观经济疲弱，企业收益质量亦跟随恶化，特别是2014年和2015年，企业收益质量恶化程度非常明显。

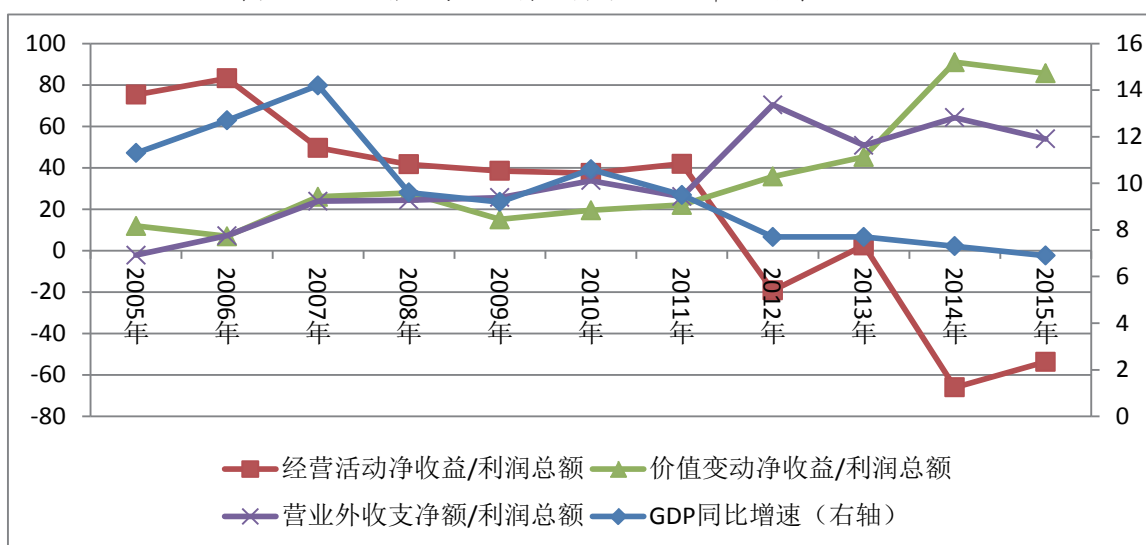
图表 6 GDP增速与收益质量指标波动：总样本 (%)



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

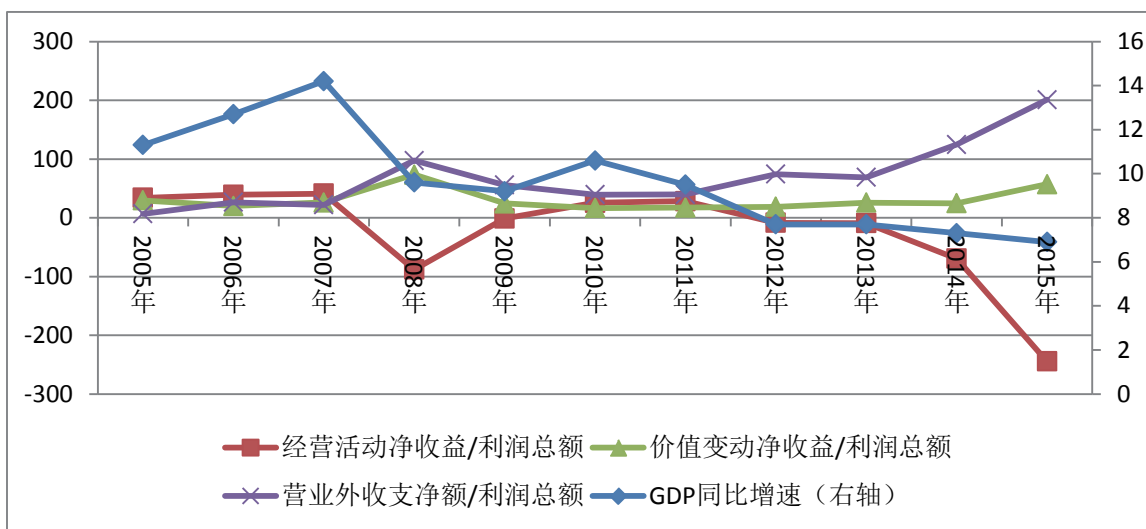
分企业性质看：无论是宏观经济向好或是疲弱，民营企业的收益质量要好于中央国有和地方国有企业；在宏观经济环境疲弱情景下，中央国有企业和地方国有企业收益对营业外收支净额及价值变动净收益的依赖性较大，特别是地方国有企业对营业外收支净额的依赖程度非常高。值得注意的是，从2012年开始，中央和地方国有企业的收益结构发生明显变化，经营活动净收益对利润总额的贡献急剧下降且最终转为负值，进而主要依靠营业外收支净额及价值变动净收益来维持盈利。2008年金融危机以来，民营企业的收益质量呈持续下滑趋势，2013年开始，价值变动净收益成为民营企业利润总额最主要来源，收益质量持续恶化。

图表 7 GDP增速与收益质量指标波动：中央国有企业（%）



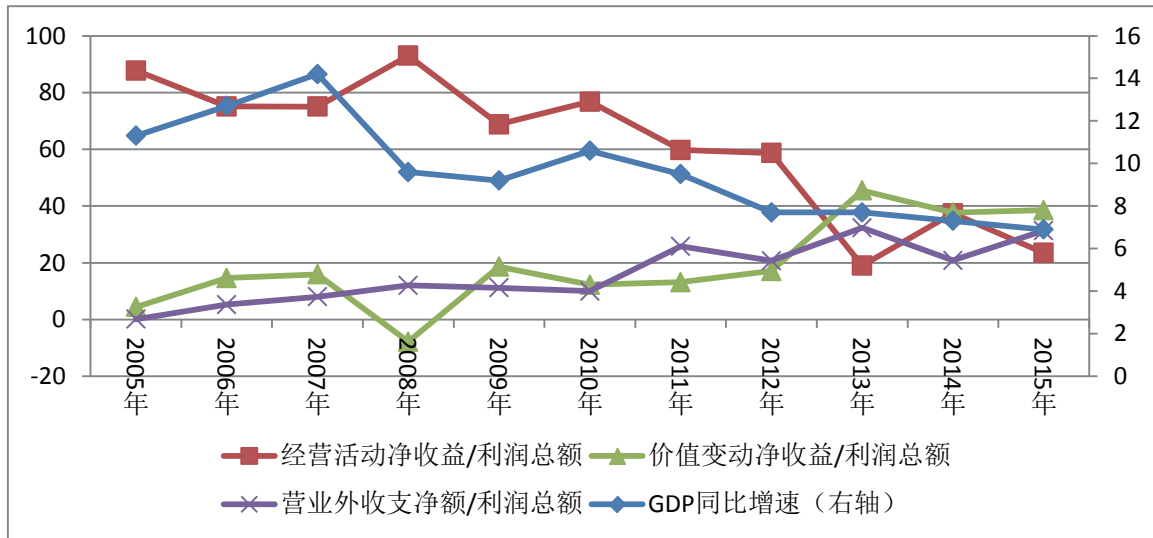
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理计算

图表 8 GDP增速与收益质量指标波动：地方国有企业（%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理计算

图表 9 GDP增速与收益质量指标波动：民营企业（%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

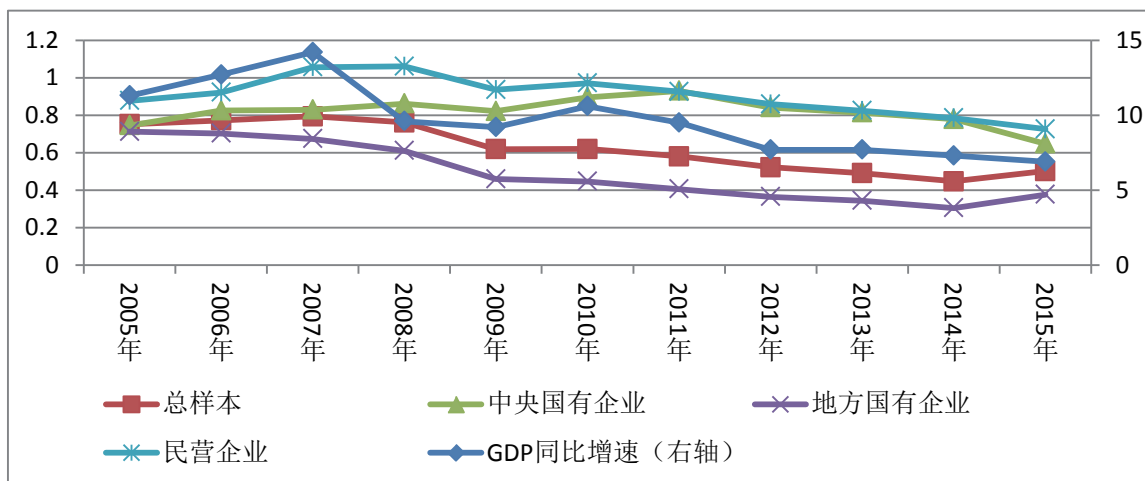
3.小结

盈利指标统计结果表明，企业的盈利能力及收益质量与GDP增速基本同向波动，在宏观经济走弱时，企业的盈利能力和收益质量均将恶化。值得注意的是，地方国有企业的盈利能力与收益质量较中央国有企业及民营企业差，其收益来源主要依靠营业外收支净额，也即地方政府补贴或财政补助，地方财力恶化对所属地方国有企业的盈利能力及收益质量的影响较大。行业层面，建筑业的资产获利能力大部分年份在所有行业中最弱，采矿业的盈利能力波动较大，而电力、热力、燃气及水生产和供应业的盈利能力则表现出较强的抗周期性。

二、营运能力

本文通过总资产周转率来衡量企业的营运能力。从总样本数据看，企业的总资产周转率与GDP增速波动基本一致。分企业性质看，民营企业的总资产周转率最高、中央国有企业次之、地方国有企业最小；民营企业总资产周转率与GDP增速波动一致性相对较高。

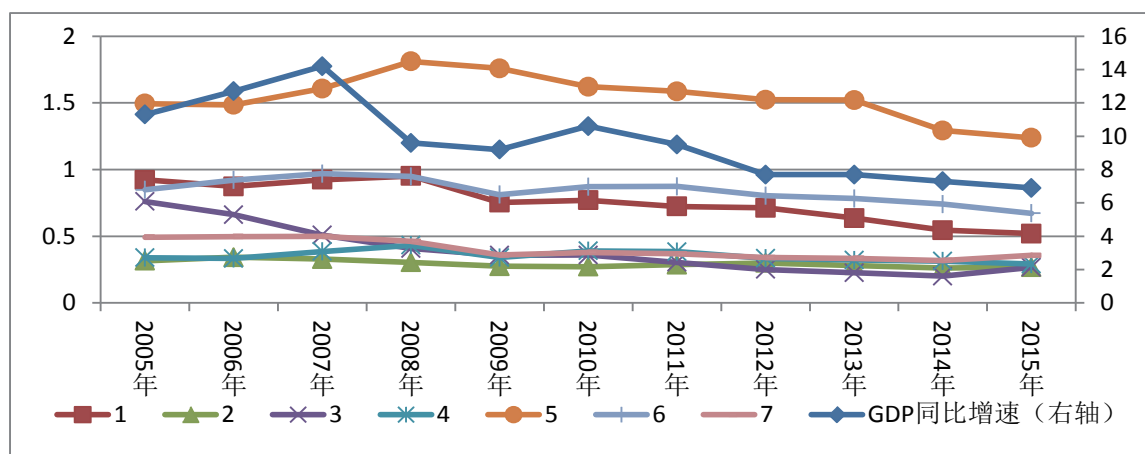
图表 10 GDP增速与总资产周转率（%、次）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

分行业看：行业间的总资产周转率呈现明显差异，批发和零售行业的总资产周转率最高，远高于其他行业；电力、热力、燃气及水生产和供应业与交通运输、仓储和邮政业的总资产周转率较低，但波动性也低。与GDP增速波动一致性方面，制造业和采矿业总资产周转率与GDP增速波动一致性相对较高。

图表 11 GDP增速与总资产周转率：分行业（%、次）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

三、偿债能力

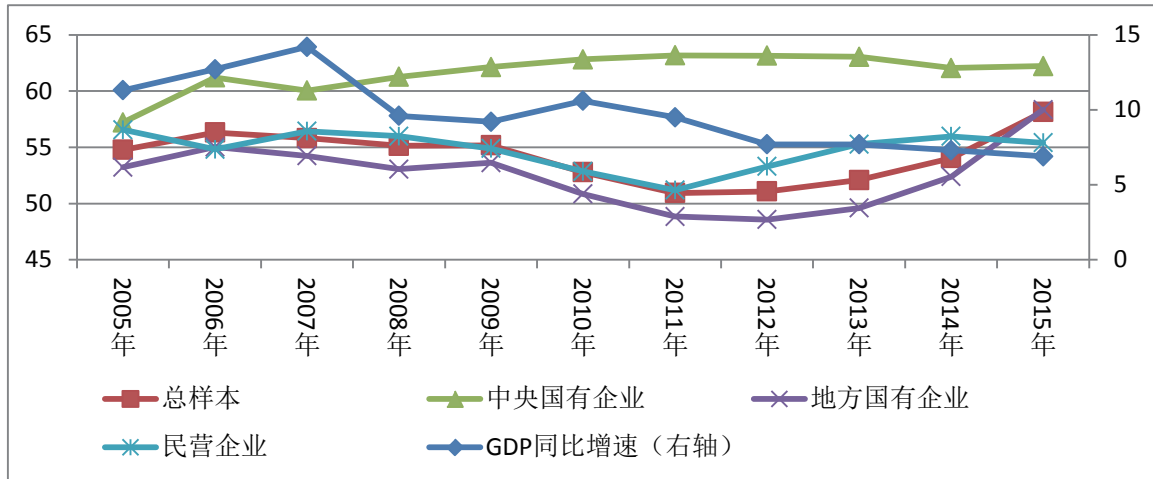
本文不考虑企业所获外部支持对偿债能力的影响，仅用相关财务指标来衡量企业的偿债能力，所考察财务指标包括资产负债率、流动比率和速动比率。

1. 资产负债率

从结果看，总样本与分企业性质的资产负债率统计结果均与GDP增速波动不存在明显

联动性，但不同企业性质间的结构性特征相对明显，中央国有企业的杠杆水平最高，民营企业次之，地方国有企业的杠杆水平最低，但2013年以来地方国有企业杠杆水平上升速度要快于民营企业，在2015年，地方国有企业的杠杆水平超过民营企业。另外，值得注意的是，2013~2015年，地方国有企业的杠杆水平快速上升，是推动总样本杠杆水平上升的主要动力。

图表 12 GDP增速与资产负债率 (%)

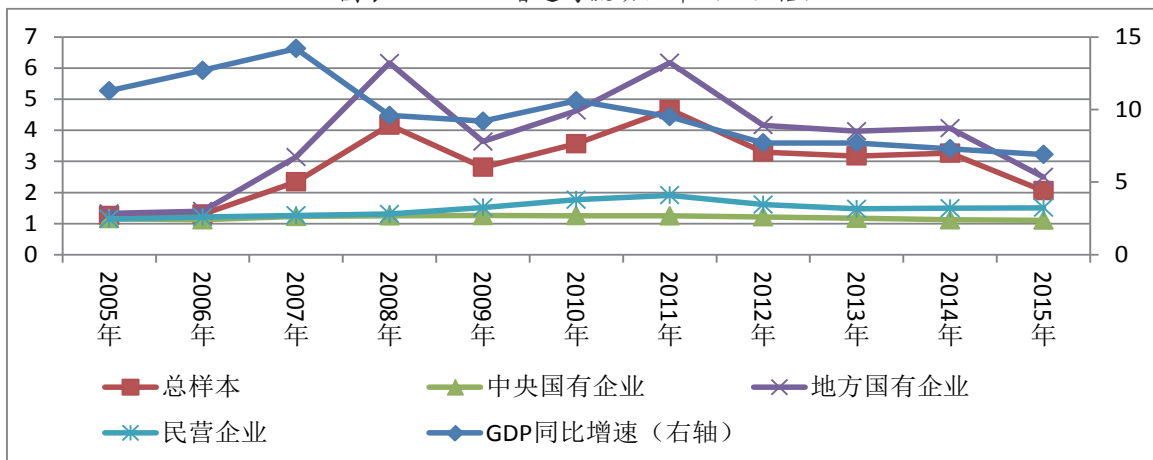


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

2. 流动比率

企业流动比率与GDP增速波动的联动性亦不明显，但存在明显的结构性特征，地方国有企业的流动比率最高，民营企业次之，中央国有企业最低。值得注意的是，中央国有企业的杠杆水平最高，但流动比率最低，地方国有企业杠杆水平低，但流动比率最高。考虑到，国有企业财务报表土地资产的入账方式，企业实际资产流动性并非指标所表现的这般高。

图表 13 GDP增速与流动比率 (%、倍)

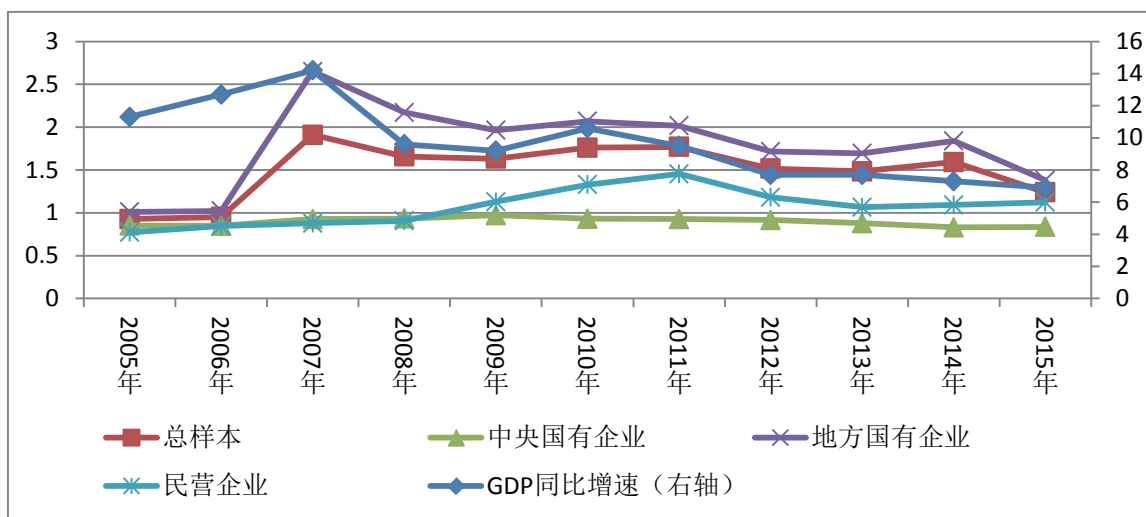


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

3.速动比率

除地方国有企业速动比率与GDP增速波动的联动性较明显外，民营企业和中央国有企业则不明显，同时，速动比率表现出来的结构性特征与流动比率相似。值得注意的是，2010~2011年，地方国有企业流动比率快速上升，而速动比率并未明显上升，这说明流动比率上升的主要动力来源于存货变动。

图表 14 GDP增速与速动比率（%、倍）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理计算

四、结论

通过本文的统计结果可以看出，企业资产获利能力、收益质量及营运能力均与GDP增速波动存在明显的联动性，当GDP增速放缓时，企业资产获利能力、收益质量及营运能力均将下降。同时，不同性质企业的资产获利能力、收益质量及营运能力存在明显的结构性特征：地方国有企业的资产获利能力、营运能力及收益质量均最差，且盈利主要依赖营业外收支净额；民营企业的资产获利能力、营运能力及收益质量均最好，但随着宏观经济的下滑，呈现下降趋势。

除地方国有企业速动比率与GDP增速波动的联动性较明显外，偿债能力相关指标与GDP增速波动的联动性不明显，但不同性质企业间的偿债能力指标存在明显的结构性差异。其中，中央国有企业的资产负债率水平最高，而流动比率和速动比率均最低；地方国有企业的资产负债率水平最低，而流动比率和速动比率最高。

◆ 专题研究

英国脱欧公投对英国经济和全球金融市场的影响

齐涵 毛健/文

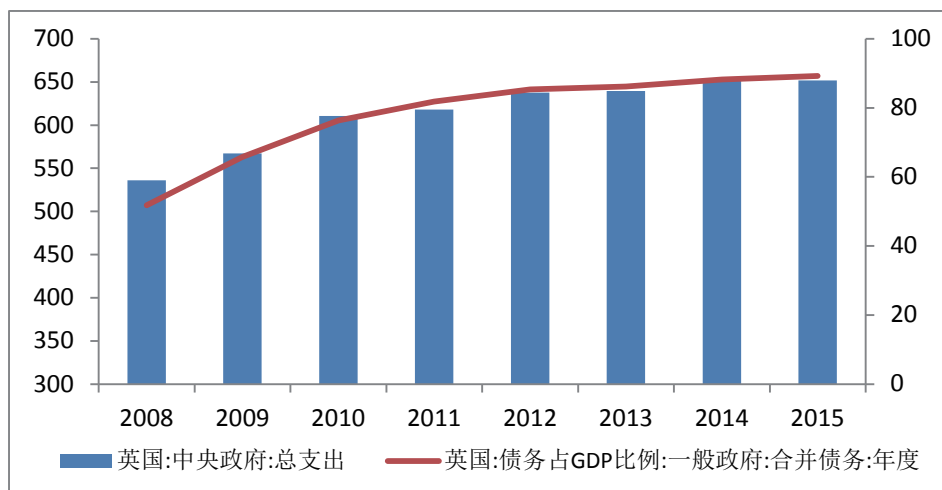
2016年6月24日，英国公投决定是否退出欧盟，最终以51.9%支持脱欧的人数对48.1%的留欧人数告一段落。此次公投结果导致全球经济、政治形势不确定性大增，黄金、日元和美元暴涨，欧元、英镑、国际油价和人民币都遭到抛售，同时英国政坛出现震荡。本文认为“脱欧”如果真的实现，将对英国和欧盟经济造成较大的负面影响，导致英国经济衰退，欧盟经济增长率下降；全球避险资产将迎来阶段性上涨机会。

一、英国举行脱欧公投的原因

（一）财政负担

欧盟作为跨国联合体，其运营成本根据各成员国的经济状况来分摊。由于英国经济领先于欧盟整体水平，英国的预算贡献在欧盟国家内处于前列。2014年英国对欧盟净财政贡献约为100亿欧元，占英国国民总收入的0.5%，近年来英国财政支出持续升高，政府债务率也由2008年的51.8%上升至2015年的89.2%（见图表1）。对欧盟的预算贡献进一步增加了英国的财政负担，导致其对欧盟离心力增加。

图表 1：英国财政支出与债务率

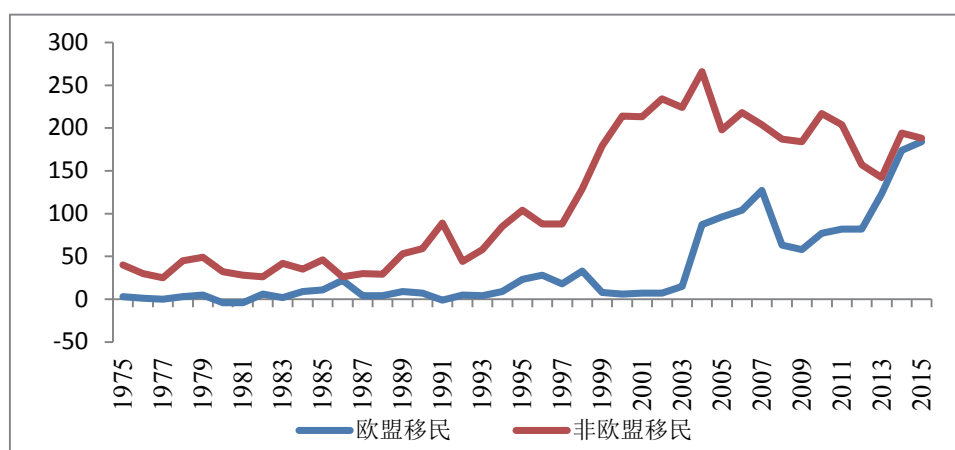


数据来源：Wind，新世纪评级

（二）移民问题

英国的医疗、教育等社会福利的质量高于欧盟国家的总体水平，近年来吸引了欧盟其他成员国的人口流入。自2008年以来，欧盟成员国流入英国的移民数量持续攀升，由2008年的5.8万人上升至2015年的28.8万人（见图表2）。在2015年，30.8万移民为工作来到英国，其中17.8万人找到了工作，13万人正在寻找工作，显著高于2014年寻找工作的人数10.4万¹。在当前全球经济下行的背景下，保护主义思潮上升。不断增长的移民虽然促进了英国经济增长，同时也给当地居民带来了一定就业冲击，并因社会福利问题使得矛盾激化。普通公民对于身边的问题更加关注，因而虽然多数精英阶层希望英国留在欧盟，许多下层选民却选择了脱离欧盟。

图表 2：英国移民流入量构成（千人）



数据来源：英国统计局，新世纪评级

（三）政策冲突

英国并非欧元区国家，可以发行自己独立的货币，有利于保持其经济与政策的独立性。但这使得英国很难真正加入欧洲大陆的事务处理。欧债危机的关键时期，欧盟为应对债务危机出台的一系列措施损害了英国的利益。其中“财政契约”规定，主要从事欧元交易业务的清算所必须设在单一货币区内，意味着大量金融机构和金融活动从伦敦转移到巴黎或法兰克福。此外2014年1月开始，欧盟开征金融交易税，显著增加伦敦的税务负担。

¹<http://www.ons.gov.uk/peoplepopulationandcommunity/populationandmigration/internationalmigration/bulletins/migrationstatisticsquarterlyreport/may2016/previous/v1>

（四）文化差异

在传统上，英国人传统上奉行经验主义原则，更注重实用性和效应，同时比较保守；而欧洲大陆人民交往便利，推崇哲理主义。地理上的隔绝，文化上的差异，使得英欧之间始终存在着一定的文化隔阂。更重要的是，英国与法国、德国等主要欧盟国家的法律体系存在较大差异。英国法律属于英美法系，而欧陆国家主要属于大陆法系，二者在法律渊源、法律结构、法官权限和诉讼程序等方面均存在较大差异，造成英国与一些主要欧盟国家的法律环境存在差异。

二、欧盟成员国的权利和约束

（一）进入欧洲单一市场的权利

欧盟同时也是一个关税同盟，意味着更低的贸易成本。更重要的是，欧盟成员国拥有通往欧洲单一市场的权利。单一市场比自由贸易协议或关税同盟更加深入，没有商品、服务、资本和人员流动的障碍。欧盟成员国身份使得英国可以0关税向其他欧盟成员国进出口。

（二）享受欧盟与其他国家签订的自由贸易协议

欧盟与60个国家签署了贸易协定，其GDP总和为英国的2.5倍。并且，欧盟正在与巴西、加拿大、印度、日本、美国等67个经济体协商，消除关税，开放服务、投资、政府采购等，其市场规模为英国的10.5倍。

（三）经营许可证

英国公司拥有在欧洲经济区提供商业服务的许可证，这对金融企业尤其重要。对于金融企业而言，其本质为审慎规则的相互认可，意味着总部在英国的金融企业可以直接在境外设立分支机构或提供服务。否则，该企业将不得不满足其提供服务国家的各种监管要求。

（四）国内法受制于欧盟单一市场规则

欧盟单一市场以四个自由为基础，即商品、服务、资本和人员流动自由。单一市场规则使得英国和其他成员国为5亿欧盟公民提供商品和服务更加容易、成本低廉。阻碍要素和产品自由流动的国内法律和规章将与单一市场规则不相容，需要进行相应调整。欧盟国家援助制度防止企业从政府获得支持赢得竞争优势，从而促进公平竞争和区域平衡发展。

（五）欧盟成员国预算

在预算方面，英国是欧盟预算第四大净出资国，排在德国、法国和意大利之后。按2016年预算安排，英国需向欧盟缴纳194亿欧元，欧盟将返还英国70亿欧元农业和地区补贴。这相当于每周支付给欧盟2.4亿英镑。

（六）英国的特殊权利

通过英国政府与欧盟的谈判，英国获得了不加入欧元区 and 申根协定的特权。由于不在欧元区内，英国可以保持货币政策的独立，同时英国纳税人不需要支付欧元区经济体的救助款。鉴于英国经济恢复势头良好，如果英国本次公投留在欧盟，英格兰银行很可能开始加息。而申根协定可以促进成员国人员的自由流动，在加强交流的同时也可能带来非法移民等问题。

三、脱欧公投对英欧和全球金融市场的影响

（一）英国政治环境发生变动

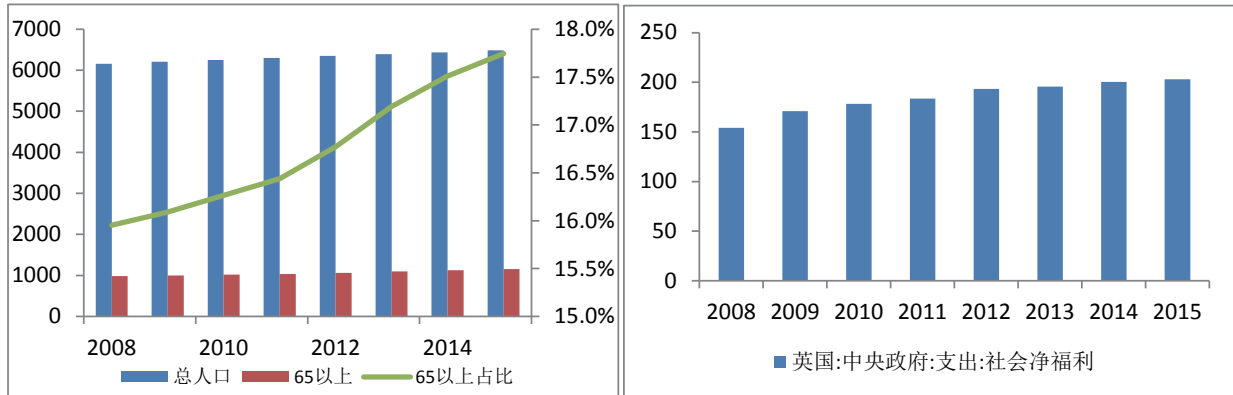
英国脱欧公投的结果引发了英国政治环境的变动。公投结果一出，英国首相卡梅伦宣布将辞去首相职位，并将触发英国脱欧程序的权力移交下一任首相。另一方面，英国最大在野党即工党现任领袖科尔宾也面临党内不信任案。由于英国两大党此前均偏向“留欧”，此次公投结果将使两党内部出现动荡。公投结果也使英国地区间关系复杂化，因为苏格兰和北爱尔兰地区的选票均以“留欧”为主，此次公投结果可能激化其独立情绪。总的来看，脱欧公投将使英国政治环境面临波动。

（二）英国人口老龄化可能加重

英国近年来面临着人口老龄化趋势加重的问题，2008年以来，英国65岁以上人口占比从大约16%稳步升至大约18%，已经接近英国总人口的五分之一。应当注意的是，来自欧盟其他成员国的移民平均年龄为30多岁，有利于扩充英国的低龄与中龄人口，改善其人口结构。如果对这些人口流入进行限制，英国的人口老龄化问题长远上有可能加重。

如果人口老龄化趋势加重，那么英国的社会福利支出在长期可能会面临更大的压力。伦敦大学移民研究中心的报告显示，在2001年至2011年的十年间，欧洲的移民对英国的财政贡献高达200亿英镑，其中欧盟15国移民的财政贡献比其获得的福利多出64%，中欧和东欧移民的财政贡献则比其获得的福利多出12%。如果对欧盟移民进行过多限制，那么财政收入的潜在损失有可能多于福利支出的节余。

图表 3：英国人口结构与净福利支出



数据来源：Wind，新世纪评级

（三）英欧贸易受到的负面影响

《里斯本条约》第50条款规定了欧盟成员国退出的程序，任何国家离开欧盟都将触发欧盟《里斯本条约》第50条；根据该条规定，如果成员国确认要脱离欧盟，欧洲理事会应在2年时间内和该国就“脱欧”后关系变动达成协议，并提交欧洲议会批准。如果2年内未能与欧盟其余27个国家一致达到新的协议，英国将失去进入欧洲单一市场的通道和在欧盟自由生活旅行的权利。英国需要在国内政策自主与进入欧盟单一市场的自由之间进行权衡。由于退出过程没有先例，协商结果存在很大不确定性。

退出之后，最终的英欧贸易关系存在三种可能情况：

第一：成为欧洲经济区成员国。就像挪威一样，英国能够进入单一市场，但需要完全遵守单一市场规定、丧失对上述规定和其他事务的参与决策权、继续向欧盟支付预算资金、接受人员自由流动规则。彼此仅对于农业、捕渔业等进出口、司法和内政不干预。

第二：签署双边经贸协定模式。英国通过一系列的双边协议保证与欧盟多方面的共融。像瑞士一样，在关税同盟之外，虽然大多数商品得以免税，但不包括服务产业，对英国金融服务业将带来巨大不利影响。同时，英国需要接受欧盟规则，向欧盟成员支付预算资金，但没有决策权。

第三：世界贸易组织框架模式。WTO建立了诸如最高关税税率等规则，英国和欧盟都必须遵守，从而避免了惩罚性关税。在这一模式下英国虽然完全掌控了经济决策，可以自由设置规则并限制移民，不用向欧盟提供赞助。但是也会丧失当前无障碍进入单一市场的权利。英国如果没有达成替代协定的情况下，英国和欧盟的关系将退化成该状态。

欧盟是英国最大的贸易伙伴，2015年英国43.7%的出口和53.1%的进口都来自欧盟(见图表4)。如果放弃欧盟成员国身份，欧盟内部零关税政策以及商品、资本的自由流动也都对英国关上了大门，无疑会对英欧之间的贸易和英国经济的发展造成影响。根据伦敦政经学院的测算，在模式一下，英国脱欧将在短期内对其他欧盟国家带来约0.12%的GDP损失，约为116亿英镑；而模式三下的损失约占GDP的0.29%，即281亿英镑。但英国脱欧对于非欧盟国家的GDP的冲击则较小。

图表 4：英国对外进出口构成

与欧盟的贸易	2000	2005	2010	2015
商品出口	113,108	123,069	145,173	134,332
占总出口百分比 (%)	60.10	58.00	53.70	47.00
服务出口	33,452	54,497	70,991	89,015
占总出口百分比 (%)	40.90	42.20	40.80	39.40
服务和商品总出口	146,560	177,566	216,164	223,347
占总出口百分比 (%)	54.30	52.00	48.60	43.70
商品进口	118,548	161,921	189,072	223,009
占进口百分比 (%)	53.50	57.40%	51.40	54.30
服务进口	37,613	52,895	58,074	68,099
占进口百分比 (%)	55.00	55.40	48.50	49.60
商品和服务进口	156,161	214,816	247,146	291,108
占进口百分比 (%)	53.80	56.90	50.70	53.10

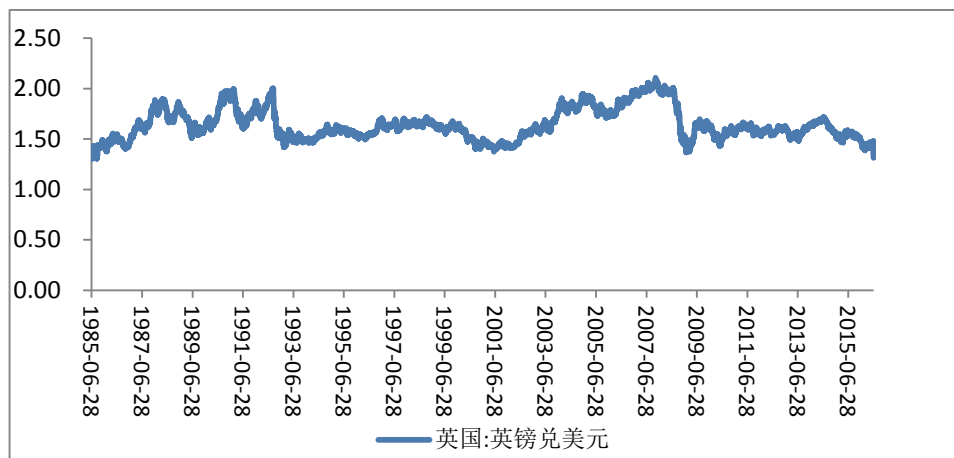
数据来源：英国统计局，新世纪评级

(四) 全球金融市场面临波动

英国脱欧公投结果引起全球金融市场避险情绪大幅上升。结果公布后，全球主要经济体股票市场纷纷下跌，美元、日元和黄金等避险资产价格上涨，而包括人民币在内的多国货币面临贬值压力。6月27日，英镑兑美元汇率跌至1.3152，为三十年来最低水平。

应当注意的是，英国退出欧盟的长期、实质影响主要在于英国与欧盟自身经济状况和国际地位的变化，至于美国、日本、中国、印度等其他主要经济体，除了长期中可能需要调整对英国和欧盟的贸易、金融活动协议外，其经济基本面不会受到实质性的影响。全球金融市场近日所表现出的波动，是避险情绪引发的资金抽离与转移，并且各国央行已经做好了充分的准备以支持市场流动性。只要脱欧事件不再产生大的扰动，这样的波动近期将逐渐平复。

图表 5：英镑兑美元汇率



数据来源：Wind，新世纪评级

四、结语

英国“脱欧”公投实质是经济全球化、区域化副作用的一次集中体现。区域化所带来的区域内人口流动及政策协调，在一定的条件下会激化区域内经济体之间的矛盾而增加其排斥力。

英国出于移民问题与财政负担等原因而开启退出欧盟一体化的进程，但长期来看，增加与欧盟的隔离长期中可能不利于英国人口结构的改善，并可能增加其福利支出。英欧贸易在长期中可能主要受到负面影响，而不利其经济发展。“脱欧”公投所引发的全球金融市场波动，本质上属于避险情绪引发的资金转移，只要脱欧事件不再产生大的扰动，这样的波动将逐渐平复。

◆专题研究

国际石油市场波动对国际经济的影响

齐涵/文

国际石油市场近年面临失衡。本文从石油市场内在的市场结构与供求关系以及外部的国际经济环境等因素出发，分析石油市场波动的原因及其对全球经济与产油国家的影响，并对石油市场的未来走势做出预判。

一、国际石油市场概况

（一）国际石油市场的结构

石油市场是石油及石油制品的生产、交易与消费关系。石油是重要的全球工业资源，其供求关系与价格波动对各国经济状况与政策有重要的影响。然而由于自然地理分布与社会经济状况的差异，国际石油资源的需求与供给存在结构性的矛盾。

2011-2015年间，主要由西方发达国家组成的经济合作与发展组织（OECD）石油需求均值为4609万桶/天，占全球石油总需求的51.00%。其中美国、加拿大等美洲国家占比最高，为26.61%，美国独占21.37%；英国、德国等欧洲地区的经合组织国家占比为15.26%；亚太地区经合组织国家占比为9.13%。经合组织之外的国家和地区占比总计49.00%，其中亚洲地区的新兴市场国家等占最大比重，为23.58%，中国和印度两个增长较快的新兴经济体占比分别为11.18%和4.20%，其他的欧洲、拉美、中东和非洲地区石油需求分别占比5.69%、7.08%、8.57%和4.07%。由此可见，全球石油需求主要集中在西方发达国家和一些经济规模较大、增长较快的新兴经济体。OECD国家和中、印两国的占比总和达到66.38%，为全球石油需求的三分之二（见图表1）。

从供给结构来看，2011-2015年间，经合组织国家石油供给均值为2258万桶/天，占全球石油总需求的28.36%。其中美洲部分占绝大比重，为23.61%，美国独占15.72%；英国、德国、日本等欧洲和亚太地区的经合组织国家占比为4.23%和0.52%。经合组织之外的国家或地区（不含OPEC成员国）中，欧洲地区占比最高，为15.53%，其中俄罗斯作为石油生产大国独占12.19%；其他的亚洲、拉美、中东和非洲地区占比分别为7.95%、5.82%、1.43%和2.66%。由部分海湾地区、北非和拉美国家组成的石油输出国组织（OPEC）的石油供给量占全球总量比重为35.78%，超过三分之一。如果纳入OPEC国

家，经合组织之外的国家或地区石油供给占比总和为**63.69%**（见图表1）。

综合来看，国际石油资源的需求与供给存在较强的不平衡性。全球石油需求主要集中在西方发达经济体和中国、印度等规模较大、增长较快的新兴经济体；全球石油供给则主要集中在这些经济体之外，尤其集中于OPEC国家。国际石油资源的重要性同其供求结构的矛盾性，使其往往成为备受市场关注的热点，并在一定的条件下派生出复杂的国际关系与地缘政治问题。

图表 1：国际石油市场结构（2011-2015年均值）

国家或地区	石油需求占比	国家或地区	石油供给占比
经合组织国家	51.00%	经合组织国家	28.36%
美洲地区	26.61%	美洲地区	23.61%
美国	21.37%	美国	15.72%
欧洲地区	15.26%	欧洲地区	4.23%
亚太地区	9.13%	亚太地区	0.52%
其他国家或地区	49.00%	其他国家或地区（不含OPEC成员国）	33.4%
欧洲地区	5.69%	欧洲地区	15.53%
亚洲地区	23.58%	俄罗斯	12.19%
中国	11.18%	亚洲地区	7.95%
印度	4.20%	中国	4.91%
拉美地区	7.08%	拉美地区	5.82%
中东地区	8.57%	中东地区	1.43%
非洲地区	4.07%	非洲地区	2.66%
全球总和	100%	OPEC	35.78%
		加工所得	2.46%
		全球总和	100%

数据来源：OPEC，新世纪评级

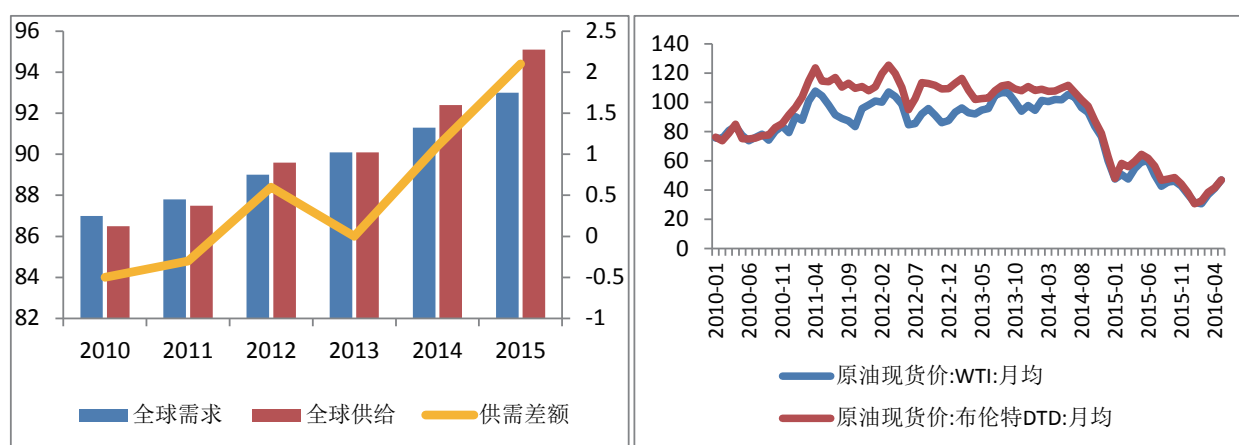
（二）国际石油市场近年失衡

2010-2015年间，全球石油需求与供给虽然总体上都处于增长的态势，但是不平衡性逐渐加剧。2010年与2011年全球石油市场总体上处于供不应求的状态，其中2010年全球石油需求量约为8700万桶/日，供给量约为8650万桶/日，供给与需求差额为-50万桶/日；2011年全球石油需求量约为8780万桶/日，供给量约为8750万桶/日，供给与需求差额为-30万桶/日。从2012年开始，国际石油市场总体上开始进入供过于求的阶段，并且供求差距总体上呈扩大趋势。2013-2015年间，国际石油供给与需求差额分别为0、110万桶/日

和210万桶/日，已经扩大至近5年的最高水平（见图表2）。

作为市场关系的直接反映，石油价格近期也面临较大的波动。2010-2013年间，随着国际石油市场由供不应求的状况逐渐改善，WTI与布伦特原油现货价格在2010年逐渐升至100美元/桶附近左右之后，在2012-2013年间总体上维持在该水平附近。在市场供过于求状况逐渐加剧的背景下，2014-2015年间，WTI与布伦特原油现货价格暴跌超过50%。其中WTI原油现货价格由2014年初的101.24美元/桶跌至2015年底的37.05美元/桶，布伦特原油现货价由2014年初的108.86美元/桶跌至2015年底的28.20美元/桶。2016年石油价格总体有所回升，5月份WTI与布伦特现货价格分别为46.96美元/桶和46.89美元/桶（见图表2）。总的来看，2014年以来国际石油市场持续处于失衡的状态。

图表 2： 2010-2015年国际石油市场供求与价格



数据来源：OPEC，Wind，新世纪评级

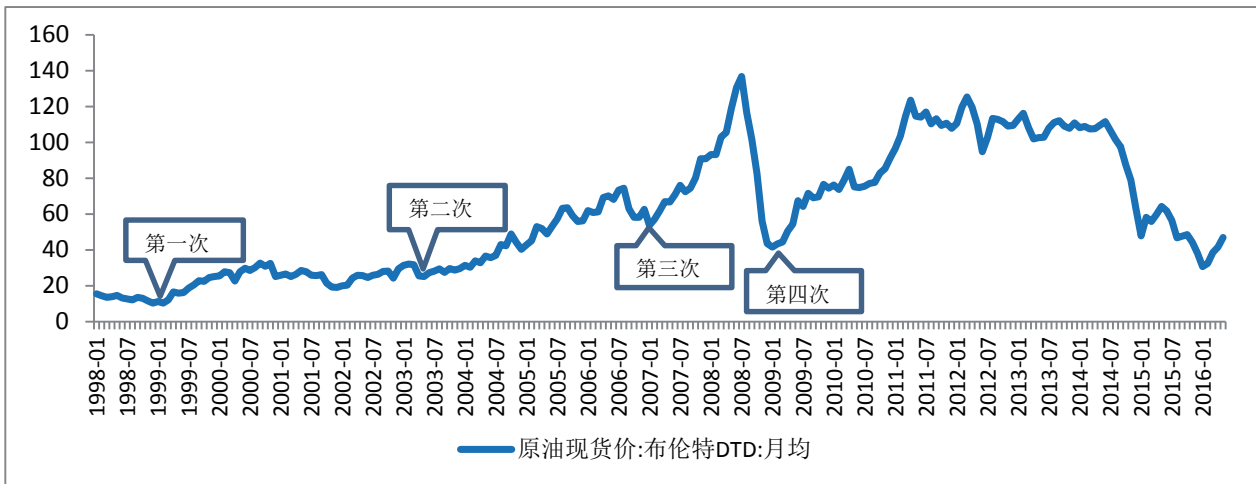
二、国际石油市场近年波动的逻辑

（一）市场结构变化

国际石油市场近年所面临的失衡状态，根本上来说是市场结构变化引起的。在以往长期的市场格局中，由于生产的集中特性，OPEC国家在一定程度上居于垄断地位，对国际石油的供求关系和价格变化有较强的影响力。在垄断性市场环境中，生产者倾向于缩减产量以抬高价格，从而实现利润的最大化。因此垄断性生产者的生产规模往往低于其可以满足的市场需求量。在历史上，如果石油市场出现了供过于求的状况，OPEC可以通过调节产量来影响全球石油供求关系和石油价格，以维护自身利益。

回顾过去20年，OPEC在市场需求萎缩、国际油价下跌的背景下，曾在1998年、2003年、2006年和2008年分别采取了四次比较集中的减产措施以影响石油供求关系，其中2008年12月OPEC决定将每日石油产量下调220万桶，是其成立以来最大规模的单次减产。四次减产的背景都与国际经济波动及石油需求萎缩有关，并且减产之后石油价格都呈现上升态势，说明在过去的较长时间中OPEC在国际石油市场中享有较大的垄断权力（见图表3）。

图表 3：OPEC 历次减产对石油价格的影响（美元/桶）

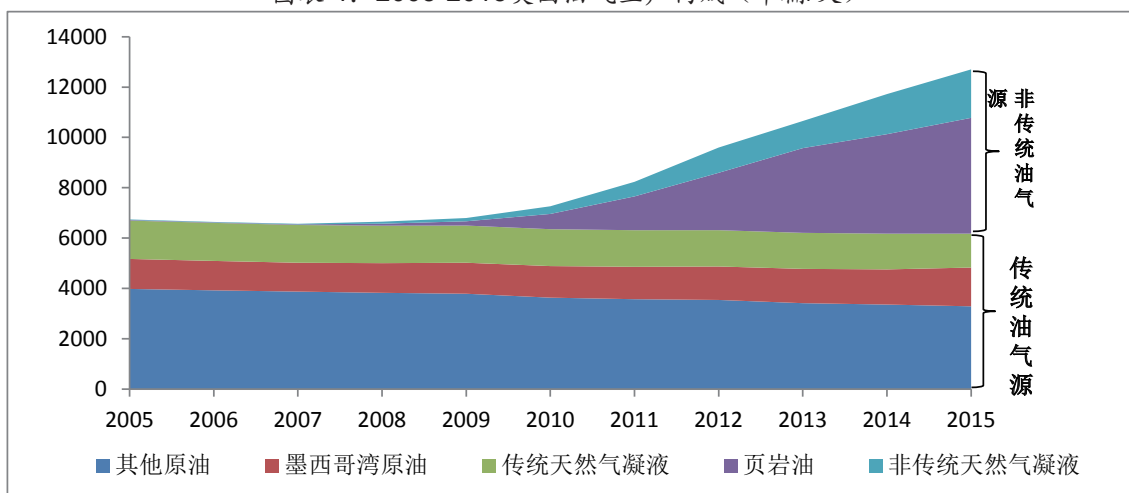


数据来源：Wind，新世纪评级

随着技术的进步，以页岩油气为代表的非传统油气资源开始冲击原有的市场结构。页岩油是在页岩层系中蕴含的石油，与传统石油资源相比，其距地表更深、开采难度更大。由于技术上的限制，当前世界页岩油的开采仍然处在初始阶段，但已展现出惊人的潜力。美国能源信息署（EIA）的报告显示，2013年底世界可开采页岩油主要分布于全球41个国家，总量为3450亿桶，占世界其他可开采原油的11.45%，2015年底其范围扩大至46个国家，总量增长至4189万桶，较2013年底增幅达21.42%。

当前页岩油的商业性大规模开采主要集中在美国、加拿大等技术上领先的国家，尤以美国为主。2005年美国页岩油厂商实现了“水平井分段压裂技术”的突破，从此美国的页岩油业逐渐进入爆发式增长阶段。2010-2015年间，美国油气生产由大约674万桶/天快速增长至1270万桶/天，增幅近100%。从生产构成来看，过去10年中美国传统油气产量总体上处于衰减的态势，而非传统油气资源产量则陡然上升，其中页岩油产量由近乎为0暴增至2015年的460万桶/天，对美国油气生产的增长贡献最大（见图表4）。

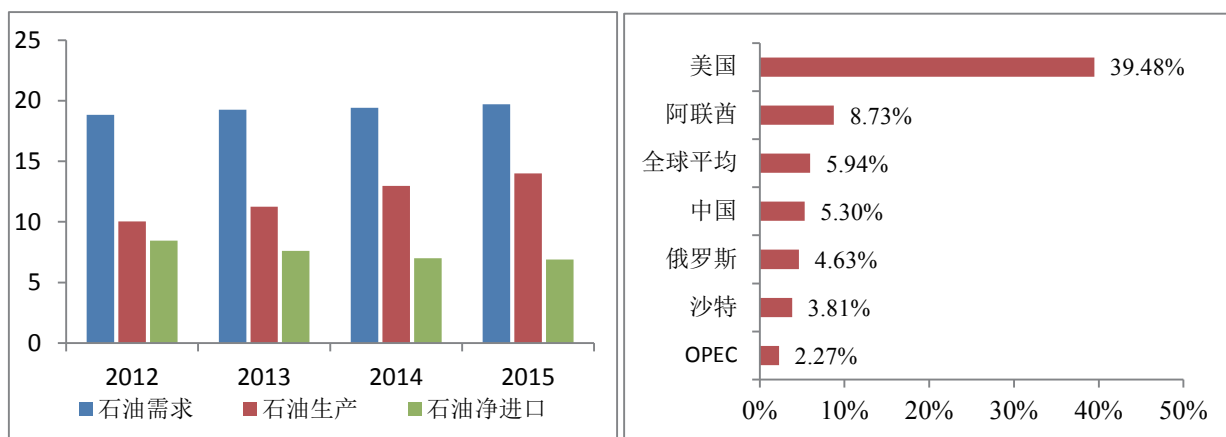
图表 4：2005-2015美国油气生产构成（千桶/天）



数据来源：EIA，新世纪评级

伴随着页岩油生产的高涨，近年来美国石油生产与需求关系发生了大幅变化。2012-2015年间，美国石油需求从1884万桶增长至1971万桶，增长幅度为4.62%；另一方面，同期内美国石油供给从1003万桶/天增长至1399万桶/天，增长幅度为39.84%。同期内阿联酋、中国、俄罗斯、沙特等产油大国的石油生产增幅分别为8.73%、5.30%、4.63%和3.81%，OPEC国家总产量增幅为2.27%，全球总产量增幅为5.94%（见图表5）。

图表 5：2012-2015美国石油供求及主要产油国石油生产增幅



数据来源：OPEC，EIA，新世纪评级

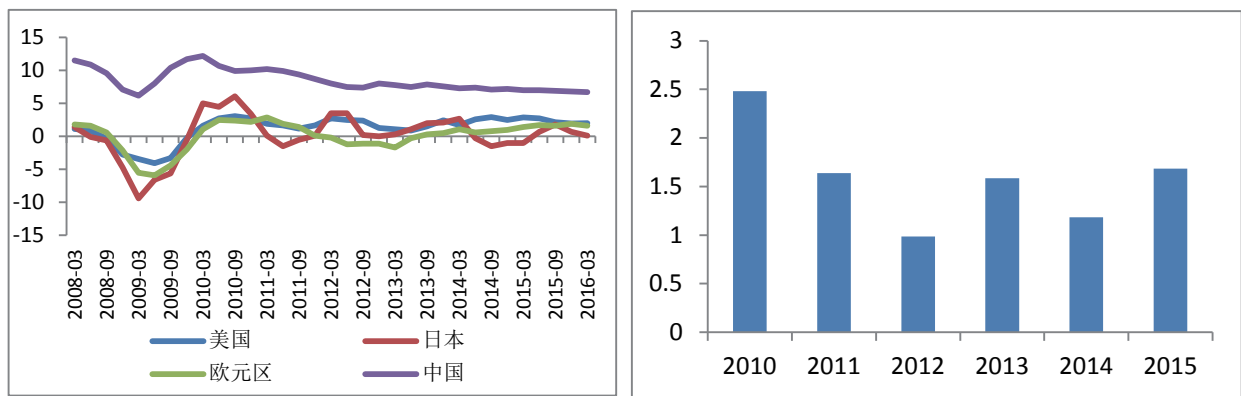
由此可见，页岩油等非传统石油资源的巨大潜力以及北美石油生产的爆发式增长，冲击了传统的石油市场结构。面对势不可当的新油源，以OPEC为代表的传统产油国家对供求关系与市场价格的影响力受到削弱，其垄断地位受到威胁。因为一旦OPEC缩减产量以抬升油价，利润空间的增长将刺激页岩油厂商的进一步扩张，而使得石油总供给无法应OPEC减产而缩小。当前OPEC对于石油价格仍然享有一定的调节能力，但是页岩油的生产将随着技术进步扩展至全球范围，届时其垄断能力将被进一步削弱。在这样的预期下，

沙特等产油大国倾向于维持甚至增加产量以争夺市场份额，而加强了全球石油供给。因此市场结构的变化是近期石油市场波动的根本原因。

（二）国际经济波动

石油市场近期波动的另一个原因是国际经济环境的波动。2008年以来，世界经济连续受到美国次贷危机和欧洲主权债务危机的拖累，美、欧、日等西方发达经济体迄今没有完全复苏；为应对经济波动而曾采取刺激措施的中国等制造业大国，在经历了生产的高速增长后，当前也面临较严重的过剩问题而处在缓慢出清的过程中。总体来看，全球经济处在失衡的状态中并且复苏乏力。这样的经济环境对国际石油需求的增长形成一定的拖累。2010年以来，世界石油需求增速总体上呈下滑态势，从2010年的2.48%跌至2014年的1.18%，在2015年才有一定的回升（见图表6）。近五年石油需求增长的降速扩大了供求的差距，加剧了国际石油市场失衡的局面。

图表 6：石油消费国GDP与国际石油需求增速（%）



数据来源：Wind，新世纪评级

三、国际石油市场波动的影响

（一）总体上有利于全球经济增长

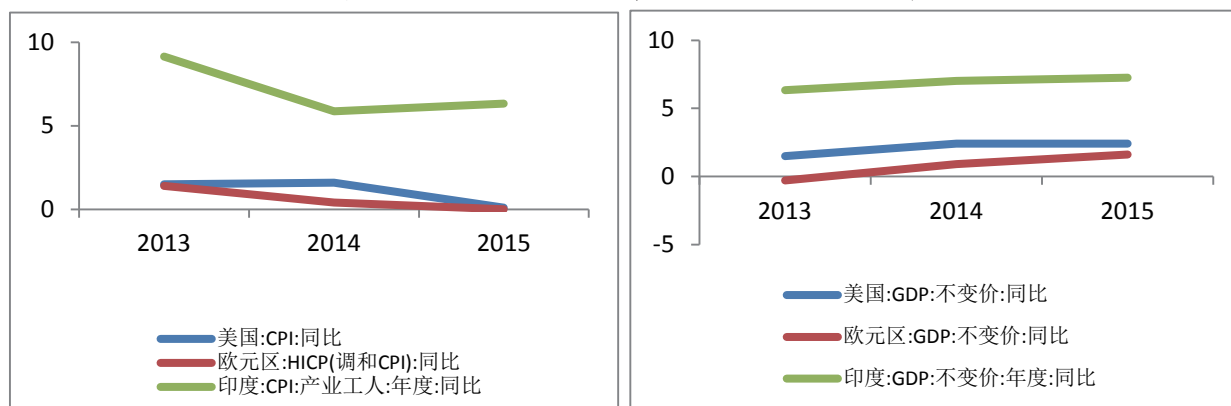
在本质上，石油市场近期的波动是其市场结构重塑的实现方式，而其重塑的主要内容是市场份额在新旧石油厂商之间的重新分配以及某些石油组织垄断权力的削弱。其根本和长远的影响是全球总体经济利益的增加。单从经济学的角度来说，在垄断性的市场环境下，垄断厂商倾向于控制产量并抬高价格以实现利润的最大化。这意味着一部分需求者将被挤出市场而无法实现产品的交易与生产。这些利益一部分为垄断厂商所占有，另一部分则成为被浪费的社会利益。总的来说，垄断关系会增加生产者的经济利益，但会损害社会总体经济利益，因为垄断阻碍了市场资源的配置，排挤了一部分原本可能实现的社会财富。垄断关系的打破，有利于更多的厂商进入市场而促进总产出的增长，另一方面，供给方面竞争的加强往往带动市场价格下跌，为下游产业提供降价空间。因此根本来说石油市

场垄断关系被打破有利于缓和全球产业链的通胀压力，并且有利于全球经济总产出的增长。

一般来说，经济增长与货币政策力度之间往往存在冲突。较强的货币政策力度可以刺激总需求，但是也会增加通货膨胀压力；如果为抑制通胀而紧缩货币，则可能影响总产出。2008年次贷危机之后，美国与欧元区的经济在宽松货币政策的刺激下呈现温和复苏态势，但是通胀率也总体走高，2011-2012年，美国消费者物价指数（CPI）同比增速分别为3.2%和2.1%，而欧元区的调和消费物价指数（HICP）则分别为2.7%和2.5%，均高于其政策目标水平。另一方面，在印度央行不断加息的背景下，印度CPI增速从2009年14.97%的高位回落，2011-2012年分别为6.49%和11.17%，高通胀的状况有一定缓和，但是受到紧缩政策的抑制，其GDP增速却持续走低，2011-2012年分别为7.87%和5.91%，较上年分别降低3.12和1.96个百分点。总的来看，在石油市场发生波动之前，美国和欧元区均面临着经济增长尚未复苏而通胀水平已经超出目标的矛盾，印度则面临着通胀态势得到控制但经济增速受到抑制的窘境。

随着石油供给的扩张和拥堵，2014年初国际石油价格开始暴跌，带动了诸多经济体通胀水平的走低。2013-2015年间，美国、欧元区和印度的居民消费价格指数总体上均呈现下行态势，其中美国2015年CPI增速为0.1%，较2013年降低1.4个百分点，欧元区2015年HICP增速为0，较2013年降低1.4个百分点，印度2015年CPI增速为6.32%，较2013年降低2.81个百分点。从经济增长来看，美国2015年GDP增速为2.4%，较2013年高出0.9个百分点，欧元区2015年GDP增速为1.6%，较2013年高出1.9个百分点，印度2015年GDP增速为7.24%，较2013年高出0.91个百分点。总的来说，在石油市场波动的背景下，美国、欧元区和印度等经济体近年均呈现出通胀压力下降与经济增速提高的态势（见图表7）¹。

图表 7：美国、欧元区和印度GDP增速与通胀水平



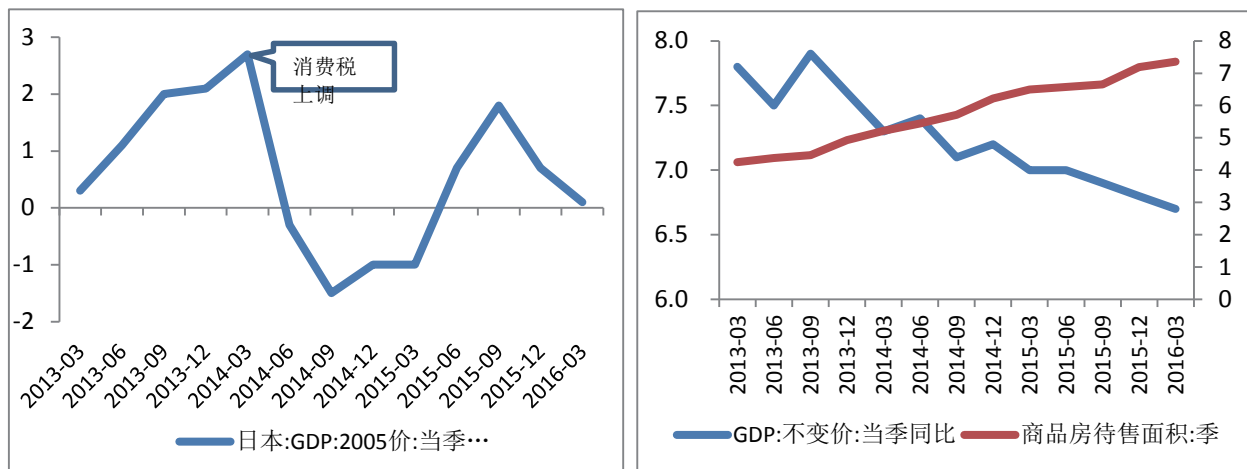
数据来源：Wind，新世纪评级

¹过低的通胀水平当然也有引发通缩的可能性，但是这完全可以通过货币宽松来避免。从中长期看通胀压力才是各国货币政策面临的主要问题。因此即使欧美通胀率降至相当低的水平，也应认为是有利的。

（二）石油进口大国享有更多政策空间

值得注意的是，与上述的美国、欧元区和印度等经济体相比，中国和日本两大经济体在同期内虽然也表现出通胀走低的态势，但是其总产出增速并没有提高。本文认为其原因在于这两大经济体受到了经济政策或经济周期的影响。在2013-2015年间，美国、欧元区和印度等经济体均处于复苏或者扩张的阶段，没有面临较严重的经济失衡问题，并且经济政策延续性较强，持续实行积极的货币政策，而财政政策没有大的变化。日本和中国则不然。2014年一季度日本GDP增速已经达到2.7%，但是同年4月日本政府将消费税率由5%上调至8%，挫伤了日本的消费需求，直接将日本经济拖回衰退泥潭。中国在多年的高速增长之后，在房地产等领域积累了较高的库存，由此进入缓慢的出清阶段（见图表8）。这些因素使得日本和中国的经济增速近年表现出乏力或下行的态势。因此本文认为，并非石油市场对日本和中国的影响有别于其他经济体，而是这种影响受到了经济政策变动或者经济周期波动的扭曲，而表现为其他形式。

图表 8：日本与中国近期面临经济失衡问题



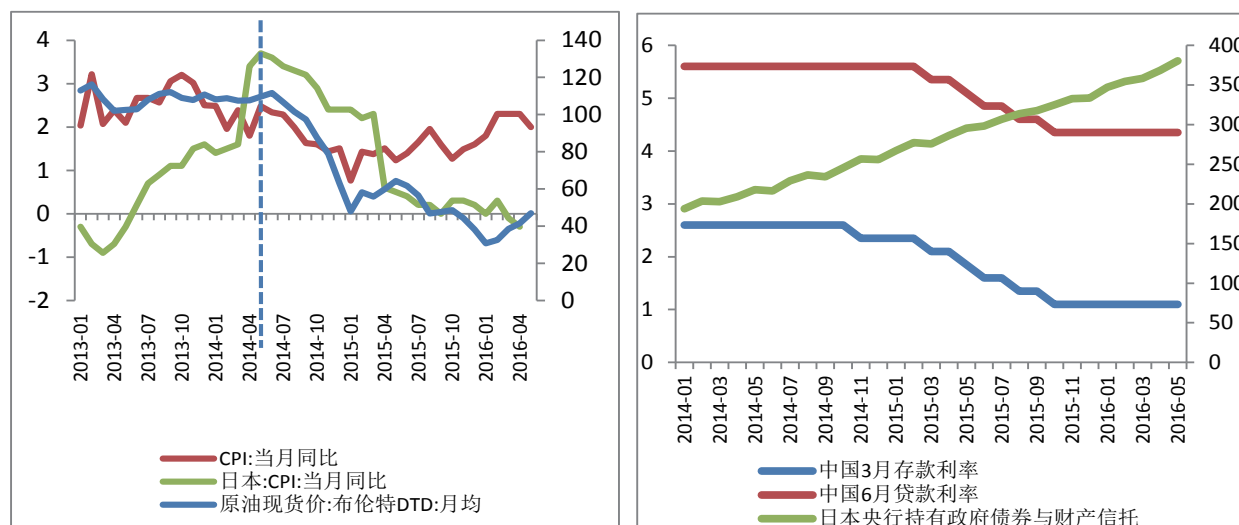
数据来源：Wind，新世纪评级

在超级量化宽松的刺激下，2014年6月日本的CPI增速已经达到3.6%，而其GDP增速则由于消费税上调而低至-0.3%。2013年初至2014年中期，中国CPI增速总体上处于2%-3%的区间内，而其GDP增速则持续下行。因此两国均面临着货币宽松与通胀水平之间的矛盾，宽松则可能加剧通胀，反之则难以支持经济。

由于油价的拖动，2014年6月至2015年底日本与中国的通胀水平均走低。中国CPI增速由2%-3%的区间降至1%-2%的区间，日本CPI增速则由3.6%降至-0.5%。在通胀走低的背景下，两国均采取了宽松或较宽松的货币政策。2014年10月以来中国3月期存款基准利率逐渐由2.6%下调至1.1%，6月期贷款基准利率逐渐由5.6%下调至4.35%，日本则得以延续其超级量化宽松政策，日本央行持有的政府债券与财产信托等资产直线上升。

因此在日本、中国等近期面临经济失衡问题的经济体中，石油市场波动的影响更多地体现为经济政策尤其是货币政策空间的扩大，而有利于其在避免高通胀的条件下更大程度地减少经济的波动性。

图表 9：低油价为石油进口国提供货币政策空间

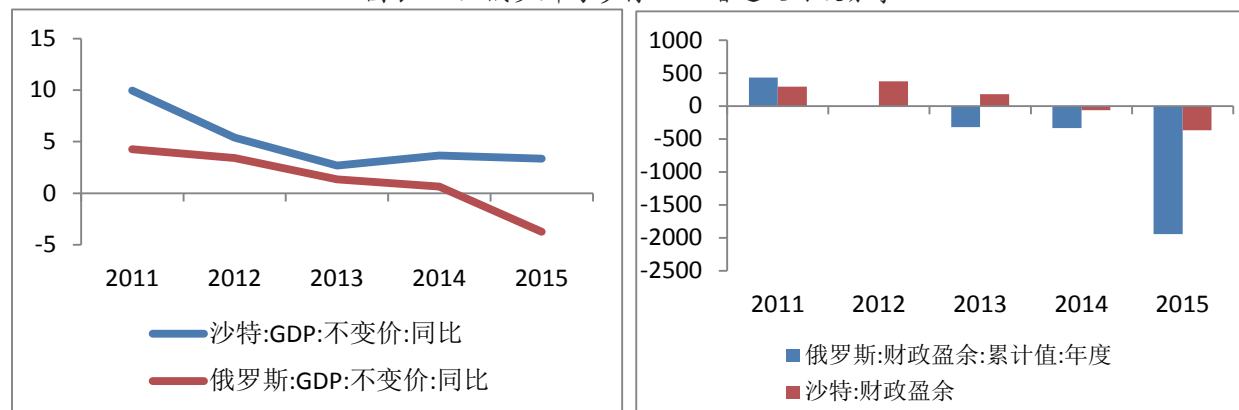


数据来源：Wind，新世纪评级

（三）部分产油国家经济政治风险升高

如前所述，石油市场变革带来的负面影响将主要由传统石油供给者承担，主要表现为石油产业收入的减少。对石油行业依赖性较强的国家，其经济增长将受到较大的冲击。俄罗斯与沙特石油出口量均居世界前列。2011-2015年间，沙特GDP增速由9.96%下滑至3.35%，而俄罗斯GDP增速由4.26%下滑至-3.73%。在财政方面，2011-2015年，沙特财政余额由2910亿里亚尔降至-3670亿里亚尔，俄罗斯财政余额由4308亿卢布降至-19450亿卢布，两国当前均面临较大规模的财政赤字。

图表 10：俄罗斯与沙特GDP增速及财政赤字



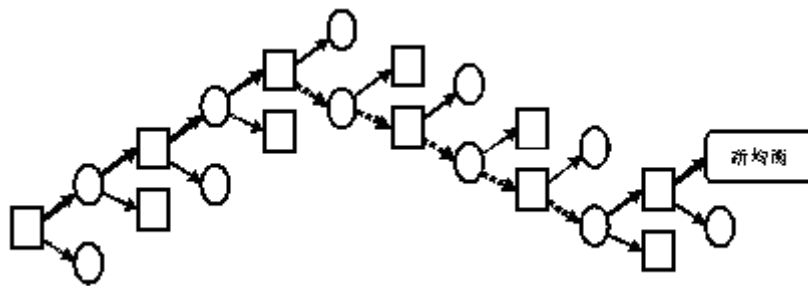
数据来源：Wind，新世纪评级

四、国际石油市场的未来走势

（一）市场结构逐渐重塑

石油市场波动的最终结果是其市场结构的重塑，也即市场份额在新旧石油厂商之间的重新分配。这一结果的实现过程将是传统石油厂商与新厂商之间的反复争夺。在新供给力量的威胁下，传统产油大国倾向于维持甚至增加产量以争夺市场份额，因为通过减产来调控价格的难度将越来越大，而且即使减产成功，也将因新厂商的扩张而面临更大的损失。石油供给的扩张使得价格下跌，而将新厂商暂时排挤在市场之外。而传统厂商自身，尤其成本较高者，也将因收入萎缩而逐渐难以为继。在长期中一部分传统厂商将被迫退出市场或减产，而新厂商将逐渐进入市场，引起市场结构的变化。最终新旧厂商份额依其成本水平得以稳定（见图表11）。

图表 11：国际石油市场结构重塑的路径

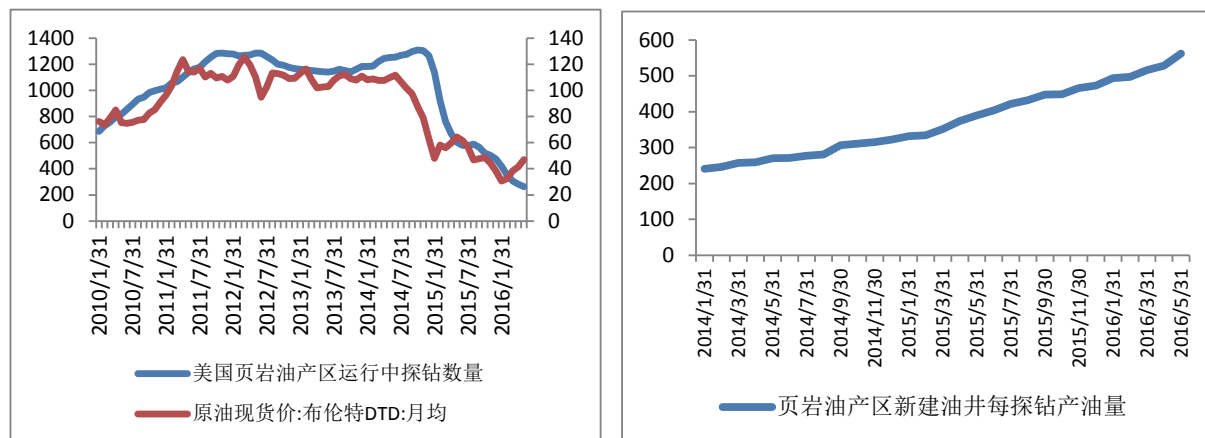


注：矩形代表传统厂商，圆形代表新厂商，矩形的实线箭头代表不减产，虚线箭头代表减产或破产，圆形的实线箭头代表不进入市场，虚线箭头代表进入市场或增产。加粗的实线或虚线箭头为市场变化的路径。为了简化，路径以外的策略不作展开。

资料来源：新世纪评级

在传统产油国的压力之下，美国页岩油行业近期遇冷。自2014年中期以来，随着布伦特现价由100美元/桶以上的高位跌至50美元/桶以下，美国页岩油产区的运行中石油探钻数量也由1305骤降至262，说明大多数页岩油厂商已经暂时被排挤在市场之外而偃旗息鼓。另一方面，美国页岩油产区新建油井的单位探钻产油量在持续升高，2014年1月至2016年4月，该指标由241桶持续攀升至562桶，除了页岩油厂商因低油价而集中产能的因素外，也反映出其在生产技术与经营方式方面所做出的努力。在传统产油国的排挤下，美国页岩油业近期仍将处于举步维艰的状态，随着一部分传统厂商的退出与页岩油成本的进一步下降，页岩油厂商才会重新大规模进入市场，并且随着技术的传播，页岩油的生产与供给将在全球范围内扩张。

图表 12：美国运行中探钻数量及单位探钻产油量



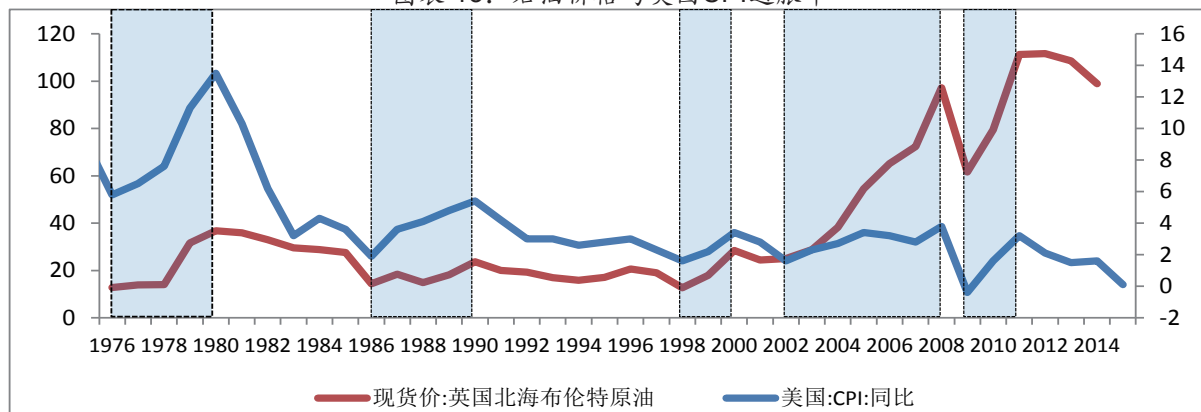
数据来源：EIA, Wind, 新世纪评级

(二) 石油需求大国中长期面临通胀问题

近年全球诸多大型经济体的通胀水平均受到石油价格的拖动而处于相对较低的水平。应当注意的是，当前的石油低价是市场失衡状态的结果，中长期内，随着市场重新恢复至稳态，石油价格将逐渐提高。依据历史经验，在油价上行的时期，石油需求大国的通胀水平往往也被抬升。以美国为例，1976-1980年间，石油价格由12.83美元/桶升至36.83美元/桶，CPI增速由5.8%升至13.5%；1986-1990年，石油价格由14.43美元/桶升至23.73美元/桶，CPI增速由1.9%升至5.4%；1998-2000年，石油价格由12.71美元/桶升至28.49美元/桶，CPI增速由1.6%升至3.4%；2002-2008年，石油价格由27.02美元/桶升至97.25美元/桶，CPI增速由1.6%升至3.8%；2009-2011年，石油价格由61.67美元/桶升至111.25美元/桶，CPI增速由-0.4%升至3.2%（见图表13）。

总的来看，当石油价格处在上升周期时，石油需求大国的通胀水平也往往走高。因此美国、欧盟、日本、印度和中国等经济体在中长期都可能面临通胀抬头的问题。除美国已经开始加息以中和油价影响之外，其余经济体当前仍然延续不同程度的宽松政策，而届时可能掣肘。印度在中长期可能重新回到高通胀时代。

图表 13：石油价格与美国CPI通胀率



数据来源：Wind, 新世纪评级

（三）部分产油国经济结构被迫转型

石油市场结构的重塑，意味部分传统产油国的石油输出利润将受到影响。一些对石油依赖性较强的国家，在长期中将不得不面临经济结构转型的需要。而其转型的实现过程，则受到行政体制等方面因素的影响。政治体制相对集中的国家，更可能通过改革的方式促进转型，而政体相对分散的国家推行改革的难度相对较大。

2016年4月，沙特颁布了“愿景2030”的改革计划，其中关键的一部分是其“国家转型计划”，即经济结构的转变。依据该计划，沙特将大力发展矿业和旅游等行业以及增加石油以外商品的出口，并且到2020年将非石油收入提高两倍多，并削减政府补贴，同时出售阿美石油公司部分股权。“愿景2030”是传统石油国家在石油市场变革的背景下被迫转型的缩影。在其他政体相对集中的石油国家，如阿联酋和科威特，类似的改革计划也可能出台。

五、结语

国际石油市场当前的状态，在直接上是供求关系的失衡，在根本上是技术进步推动的市场关系变革。在过去的长期中，资源地理分布与社会经济状况的差异曾导致国际石油市场存在难以克服的结构性矛盾，并赋予某些国际组织一定的垄断权力。而近年新技术带来的新供给正在缓和这样的矛盾，并在削弱这样的权力，表现为产油国家的竞争性生产与石油价格的暴跌。国际经济的波动与全球需求的疲软作为辅因加剧了石油市场的失衡。

垄断关系的破裂将促进资源的分配并减少产出的浪费，因此石油市场的变动在根本和长远上有利于全球总体经济利益的增加，但会因各国的具体情况差异而表现不一。在美国、欧元区和印度等正在复苏或相对平衡的经济体，表现为低通胀下的经济增长；在中国和日本等由于周期惯性或政策失误而处于失衡状态的经济体，则表现为货币政策空间的扩大，而助其更大程度地维系经济的平稳。在石油市场的波动下，部分石油国家的政治经济风险升高。

在新旧石油厂商的反复争夺中，石油市场结构将逐渐重塑，其结果是市场份额在新旧厂商之间的重新分配。一部分成本较高的传统石油生产者将被挤出市场，而对石油行业依赖性较强的国家将面临经济转型的需要，其转型的具体方式则受到政治体制等方面因素的影响。随着石油市场逐渐回复至新的稳态，国际油价也将在波折中缓慢回升。受其带动，石油需求大国在中长期将重新面临不同程度的通胀压力。

◆专题研究

M1增幅扩大对经济波动与大类资产价格的影响

毛健/文

2015年4月以来，我国M1开始增幅扩大，且与M2增速的逆剪刀差急剧扩大，货币结构呈现出活性化趋势。我们认为，本轮M1增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖，对应着居民、政府加杠杆。同时，理财产品预期收益率和定期存款利率的下降促进了单位活期存款的加速增长。准货币增长下降源于理财产品的迅猛发展。M1加速增长和固定资产投资增速下滑反映了投资机会不足，资金在金融体系内空转或者流向境外。

当前，在投资机会不足和一线城市大幅上涨的情况下，房市从一线向二三线城市蔓延。随着房价加速上涨，房地产销售增速可能逐步回落。而积极财政政策刺激力度有限，后续M1增速可能放缓。同时外汇储备下降导致基础货币不断下降，使得中国货币供应总量潜在着下降风险。在中国货币当局保持银行体系流动性合理充裕的条件下，M2将保持平稳增长。

2016年6月以来的债券价格上涨主要源自5月份CPI数据使得投资者对于通胀预期产生了分歧。当前，虽然中国经济仍然面临较大的下行压力，且产能过剩较为严重。但是，宽松的货币环境使得中国依然面临着较大的潜在通胀压力。尤其是本轮货币增速剪刀差可能导致CPI食品快速上涨，带动CPI上涨，从而增大期限利差，并抑制10年期国债收益率下行空间。

在2010年以前，M1与上证综指走势的正相关性主要源自M1与实体经济相关性较高。但是，随着两融业务的开展，风险偏好的变化逐渐对股市涨跌影响加大，降低了M1与股市走势的正相关性。本轮M1增速上涨有利于企业盈利改善，但固定资产投资不足与单位贷款增速较低意味着经济增长后续乏力。融资余额依然处于低位，表明风险偏好并未得到明显改善，分子企业盈利改善属于短期行为，恐怕难以系统全面持续回暖。

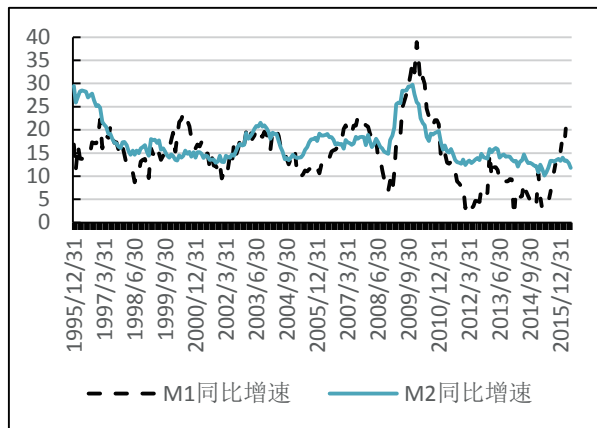
2016年以来，中国房地产开发投资增长使得需求上升，供给侧去产能却导致供给下降。充裕的流动性借此机会涌入大宗商品市场，推动大宗商品价格上涨。但是，随着房地产开发投资在4月份见顶回落，我们认为大宗商品价格后续上涨动力不足。在滞胀风险加大的情况下，黄金有望维持上涨趋势。

2015年4月以来，M1开始加速增长，并于2015年9月开始持续高于M2增速，到2016年5月M1同比增速比M2高出1倍，中国的货币结构呈现出活性化趋势。M1和M2剪刀差持续走阔，其背后的逻辑和原因是什么？对于经济波动和大类资产价格将产生哪些影响？

一、中国货币结构变化

2015年9月以来，随着M1增幅扩大，M1增速与M2增速的逆剪刀差急剧扩大，货币结构呈现出活性化趋势（见图1）。

图1 中国M1与M2同比增速



数据来源：Wind，新世纪评级

关于本轮剪刀差的解释，有观点认为是因为“货币活化”，即企业将定期存款转变为活期存款源自房地产企业利润好转，是经济回暖的前兆；同时股市下挫也促进了准货币的下降。也有观点认为是政府和居民加杠杆导致企业现金流改善和存款增加。还有观点认为这是因为定期存款利率下降导致的投机性需求增加，资金其实流向了理财等相对高收益资产和境外。

本文认为，M1的增长主要受到单位活期存款影响，本轮M1增长主要源自去库存

导致的房地产市场回暖，对应着居民、政府加杠杆。同时，理财产品预期收益率和定期存款利率的下降促进了2015年4月以来单位活期存款的加速增长。准货币增长主要受到单位定期存款和个人存款影响，其增速下降源于理财产品的迅猛发展。M1加速增长和固定资产投资增速下滑反映了投资机会不足，资金在金融体系内空转或者流向境外。

二、货币供应与货币结构

（一）中国的货币供应量体系

从1994年10月份开始，人民银行正式向社会公布货币供应量统计数据。将货币供应量层次划分为：

M0：流通中现金（货币供应量统计的机构范围之外的现金发行）；

M1：M0+企业存款（企业存款扣除单位定期存款和自筹基建存款）+机关团体部队存款+农村存款+信用卡类存款（个人持有）；

M2：M1+城乡居民储蓄存款+企业存款中具有定期性质的存款（单位定期存款和自筹基建存款）+外币存款+信托类存款；

M3：M2+金融债券+商业票据+大额可转让定期存单等。

随着股票市场的发展，导致证券公司客户（股民和机构投资者）保证金数量迅速增加。由于证券公司客户保证金主要来自于居民储蓄和企业存款，加上认购新股时，大量的居民活期储蓄和企业活期存款转为客户保证金，新股发行结束后，未中签资金又大量流回上述存款账户，造成货币供应量的统计

数据被低估，影响对货币供应量的监测¹。因此，2001年6月，中国人民银行第一次修订货币供应量统计口径，将证券公司客户保证金计入广义货币供应量M2。

2002年初，中国人民银行第二次修订货币供应量统计口径，将在中国的外资、合资金融机构的人民币存款业务分别计入到不同层次的货币供应量。

2003年，中国人民银行向社会公开《关于修订中国货币供应量统计方案的研究报告》（征求意见稿），欲修订货币供应量统计口径，此次修订将货币供应量统计口径，在原M0、M1、M2三个层次的基础上，再扩大到M3，即增加了外汇存款、保险公司存款和各种基金存款。并于2006年第三次修订货币供应量统计口径，将信托投资公司和金融租赁公司的存款不计入货币供应量²。

2011年10月起，中国人民银行第四次修订货币供应量统计口径，将住房公积金中心存款和非存款类金融机构在存款类金融机构的存款纳入货币供应量M2。其中，住房公积金存款是指住房公积金中心通过受托银行归集的、沉淀在受托银行的公积金存款；非存款类金融机构在存款类金融机构的存款包括信托公司、租赁公司、证券机构、保险机构在存款类金融机构的活期和定期存款。

（二）信用创造过程与货币结构

假设一个经济体实行比例储备制度，货

币当局通过公开市场操作，从某个私人机构A购买政府债券或外汇。则货币当局的资产方中“外汇”或“对政府债权”增加，负债方中“货币发行”或“发行债券”增加（见表1）。若A将央行支票或现金存入某商业银行甲的活期存款账户，则商业银行的资产方中“对其他金融部门债权”增加，同时负债中“单位活期存款”增加（见表2）；与之相对应，货币当局的负债方中“货币发行”或“发行债券”减少，“其他存款性公司存款”增加。由于准备金率一般小于1，超额准备金增加，这家银行有更多资金可贷给客户。当客户B有贷款需求，需要在银行开立活期账户，并通过贷款获得等额活期存款。有了活期存款，B就可以开立等额银行支票购买产品和劳务。而产品和劳务的出售者C则会把支票存入另一家银行乙。银行乙为存入支票的客户C在其账户内计入一笔存款，同时将支票存入中央银行账户。负责最终清算的中央银行则将与支票等额的准备金从银行甲划入银行乙的账户，银行乙的准备金与存款因此等量增加，并有可能将资金贷给客户D。由于部分准备金要用于支持客户B的存款，银行乙的可贷资金小于银行甲。与之类似，客户D会将获得的资金用于交易，使得第三家银行的准备金和存款增加，信用创造过程会继续下去，直至最初创造的超额准备金全部被各家银行用于支持各自的存款。在此过程中，企业可能将部分资金存为定期存款，或者通过收入分配到居民手中，成为储蓄存款，使得准货币增加。即基础货币的变化同时引起M1和M2的变化。

¹<http://www.pbc.gov.cn/bangongting/135485/135491/135597/1002431/index.html>.

²盛松成、翟春，《中央银行与货币供给》，北京：中国金融出版社，2015.4。

表1 货币当局资产负债表

资产	负债
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
货币黄金	其他存款性公司存款
其他国外资产	不计入储备货币的金融性公司存款
对政府债权	发行债券
其中：中央政府	国外负债
对其他存款性公司债权	政府存款
对其他金融性公司债权	自有资金
对非金融性部门债权	其他负债
其他资产	储备货币

资料来源：中国人民银行，新世纪评级

当财政部门征税，企业或个人向财政部门缴纳税款时，可以支付现金或支票给财政部门，此时，商业银行的负债方中“货币”部分进行内部转化。为了维持一定比率的流动性资金，企业或个人可能改变其资产配置，使得M1增加，M2下降。当商业银行将上述款项划转到中央银行时，商业银行负债方中“单位活期存款”减少，同时，资产方中“对其他金融部门债权”降低。货币当局的负债方中“其他存款性公司存款”减少，“政府存款”增加，M1下降。

表2 商业银行资产负债表

资产	负债
国外净资产	货币和准货币
对政府债权	货币
对非金融部门债权	流通中货币
票据融资	单位活期存款
非金融性公司	准货币
短期	单位定期存款
长期	个人存款
居民户	其他存款
短期	不纳入广义货币的存款
长期	债券
对其他金融部门债权	实收资本
	其他（净）

资料来源：中国人民银行，新世纪评级

由于部分行业现金流充裕而投资机会不足，如烟草等行业，或者企业将资金用于过桥贷款，或企业向银行筹措长期贷款，银行要求保留一定比例存款，企业会保留部分定期存款。中国巨额个人储蓄存款则源自金融资产供应不足，个人缺乏投资渠道。近年来随着尚未纳入货币供应量的银行理财业务、资管产品和证券投资基金迅速发展，M2和银行总负债增速之间不断分化。但随着监管层对理财产品发行和投资的监管开始收紧，银行总负债增速已下降，与M2增速之间的差距从2016年3月起也开始收窄。

监管或者资产收益率的变化会引起资产配置的调整。企业或个人欲改变其资产配置，增加房地产、商业投资等，会降低居民储蓄和企业定期存款，增加活期存款，然后再交易成非货币性资产。在此过程中，货币结构变化依然是先M2下降，然后M1上升，最后M1下降。如果资产配置仅仅是个人在储蓄存款和股票、债券、保本型理财产品或外汇中转化，则货币结构不变。仅当银行保本型理财产品购买基础资产后，M1增加。当储蓄存款转化为非保本型理财产品时，M2下降，M1随着理财产品购买基础资产增加，总货币供应量不变。

若外汇转换为国外资产，则准货币下降。若产业资本向金融资本转化，企业减少商业投资，增加证券投资，则M1下降，M2上升。

三、基于资产负债表的货币结构分析

实际统计数据发布中，将M1和M2定义为： $M1=M0+$ 单位活期存款；

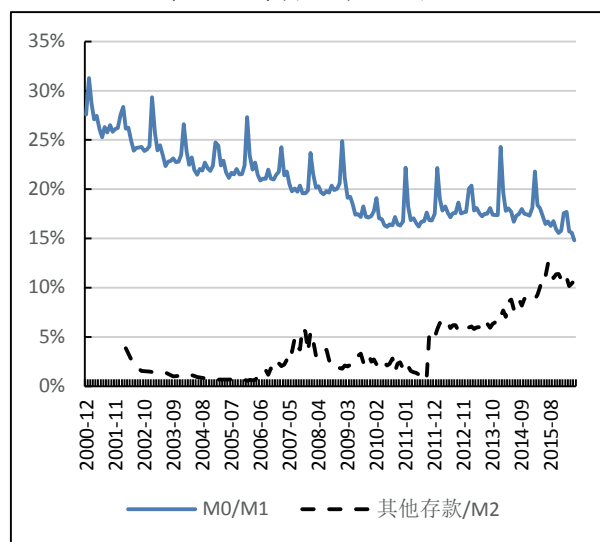
$M2=M1+$ 单位定期存款+个人存款+对其他金融性公司负债（计入广义货币的存款）。

因此，我们可以结合其他存款性公司资产负债表对货币结构进行具体分析。

（一）M1增长源于房地产去库存

由于收入和财富的增长，储蓄在收入总额中所占比率不断上升，M0占M1的比例不断下降，在2016年5月仅为14.8%。而对其他金融性公司负债占M2的比例随着金融发展逐渐提升，但在2016年5月也仅为10.74%（见图2）。因而，M0和其他存款的变化对货币结构影响较小。M1的增长主要受到单位活期存款影响，准货币增长主要受到单位定期存款和个人存款影响。

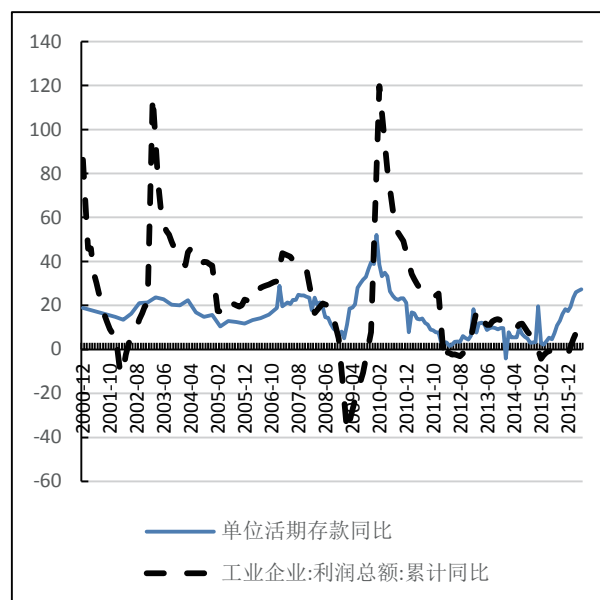
图2 M0与其他存款的占比



数据来源：Wind，新世纪评级

单位活期存款源自两方面，一是单位经营所得资金，一是融资所得资金。因而工业企业利润³、社会消费品零售总额、商品房销售额、单位贷款（其他存款性公司对非金融机构债权）等与单位活期存款正相关，其相关系数分别为0.53、0.21、0.73和0.46（见图3）。商品房销售额的变化对单位活期存款变化的解释力最强，社会消费品零售总额对单位活期存款变化的解释力最弱。2015年4月以来，社会消费品零售总额的当月同比不断下行，工业企业利润到2016年才开始扭转下行趋势，而单位贷款同比自2015年11月开始回落，仅商品房销售额自2015年2月不断增长，2016年4月同比增长55.9%后小幅回落。因此，本轮M1增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖。

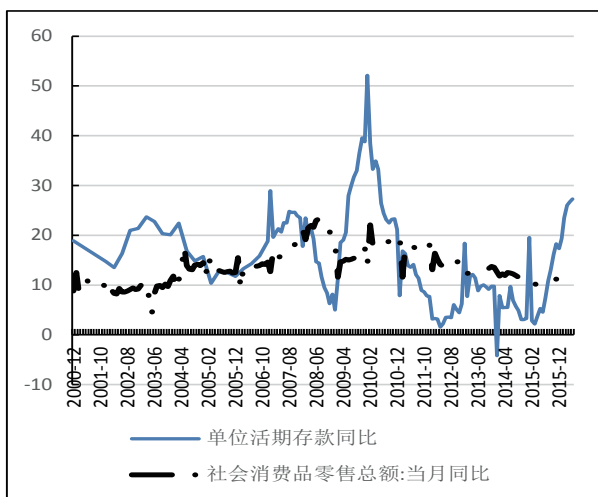
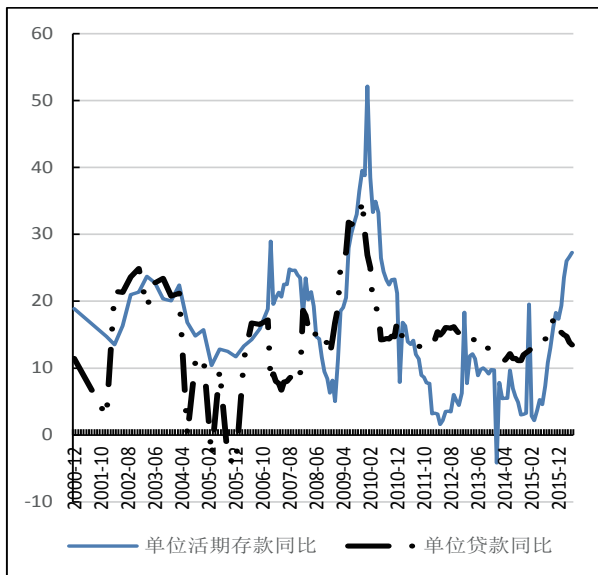
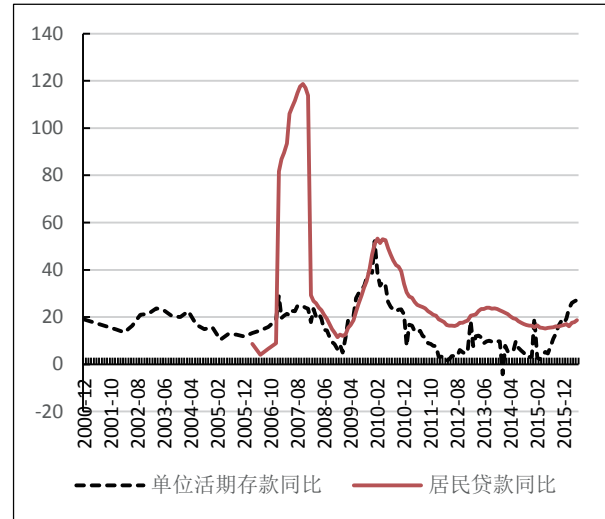
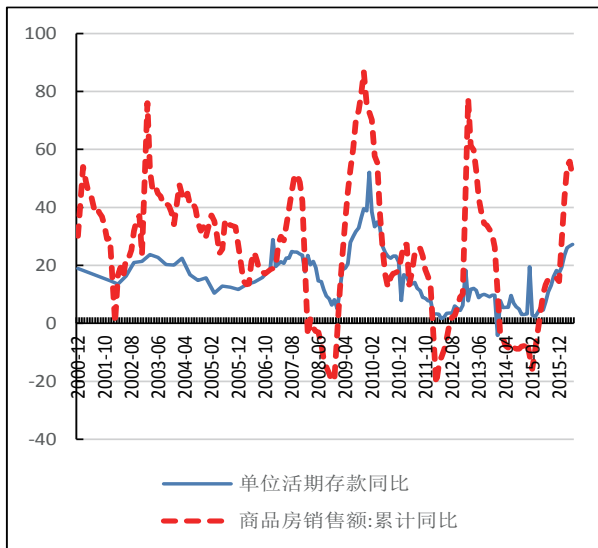
图3 单位活期存款的影响因素



³工业增加值增速是用实际增长率，剔除了价格变化对工业增加值变化的影响，而企业销售收入、企业利润等效益指标计算的是用名义增长率。因此，在价格上涨比较快的情况下，企业利润增长往往要快于工业增加值的增长，而在价格下降的情况下，企业利润增长往往要慢于工业增加值的增长。

(二) 单位活期存款增长对应居民、政府加杠杆

图4 居民贷款与单位活期存款

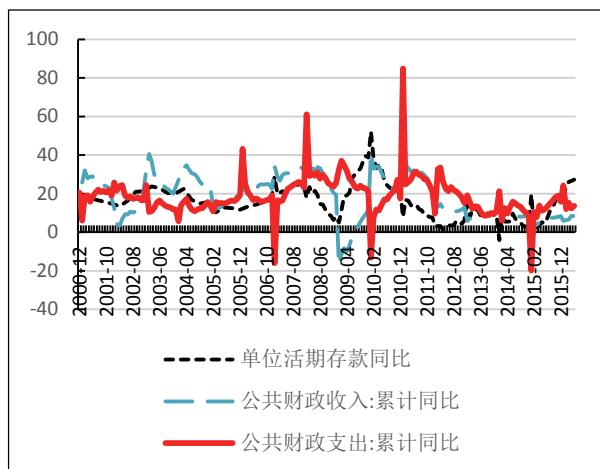


数据来源: Wind, 新世纪评级

作为经济活动的主要参与者,企业、居民和政府 在收入分配中存在着此消彼长的关系,企业净资产的增加对应着居民和政府净资产的下降。因而,单位活期存款增长一般伴随着居民贷款增速上升,二者相关系数达到0.48(见图4)。而政府逆周期的财政政策虽然可以稳定经济增长,但政府赤字一般发生在经济下行、企业收入下降时,因而二者相关性并不明显。尽管如此,在公共财政支出增速大幅高于公共收入支出增速时,如2002年、2009年、2012年和2015年,单位活期存款增速均快速提升(见图5)。

数据来源: Wind, 新世纪评级

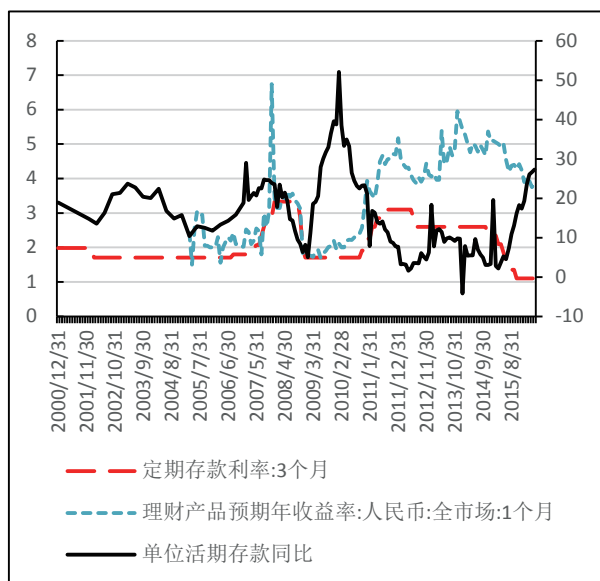
图5 财政收支与单位活期存款



数据来源：Wind，新世纪评级

(三) 机会成本降低促进投机需求

图6 单位活期存款的机会成本



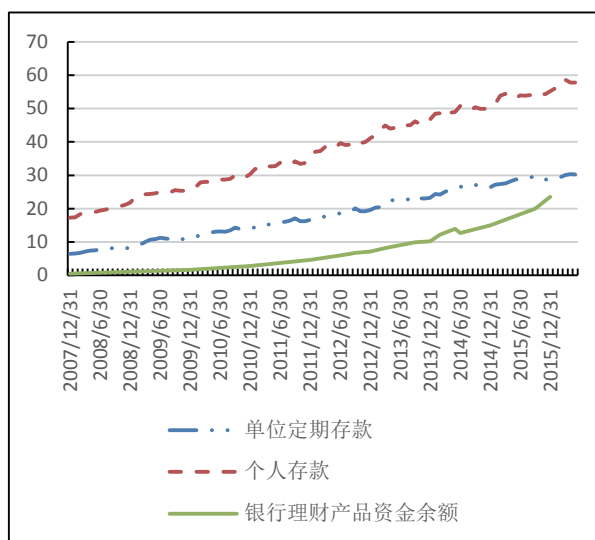
数据来源：Wind，新世纪评级

单位持有活期存款，在获得流动性的同时也牺牲了机会成本。机会成本越高，单位活期成本越低。3个月定期存款利率和1个月理财产品预期年收益率与单位活期存款同比增速的相关系数分别为-0.42和-0.60。虽然，由于受到其他因素的影响，历史上机会成本和单位活期存款的走势一致性较差（见

图6）。但是，我们无法否认理财产品预期收益率和定期存款利率的下降对于2015年4月以来单位活期存款加速增长的推动作用。

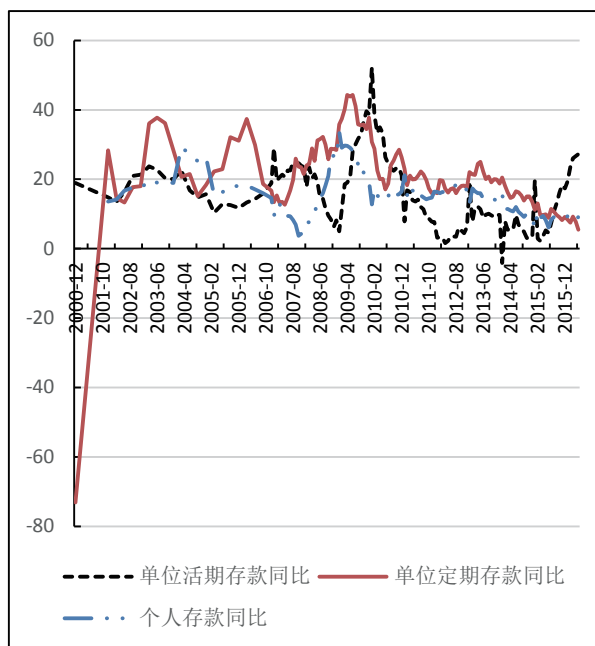
(四) 准货币下降源于理财产品迅猛发展

图7 银行理财产品余额与准货币子成分（万亿）



数据来源：Wind，新世纪评级

图8 中国单位存款与个人存款增速



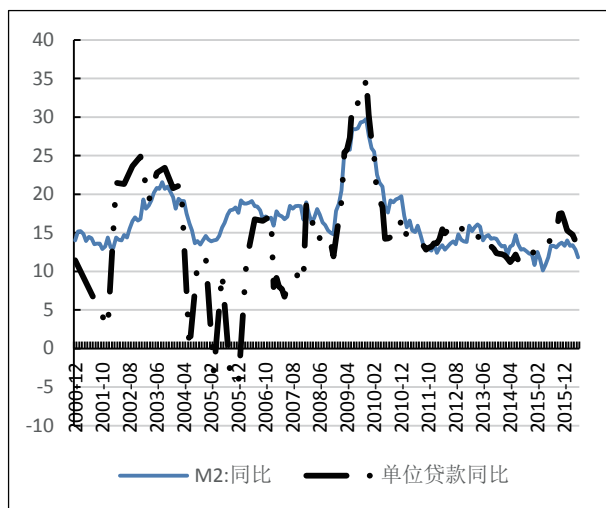
数据来源：Wind，新世纪评级

随着2007年A股暴跌和金融创新的发展，银行理财产品自2007年开始呈爆发性增长，从2007年底的0.53万亿元扩张为2015年底的23.5万亿元，相当于企业定期存款的81.5%，个人存款的42.6%（见图7）。申购理财产品的资金多为居民储蓄存款和企业定期存款，属于准货币范畴。理财产品的分流效应使得企业定期存款和个人存款增速呈现下降趋势（见图8）。

（五）M2增速与单位贷款正相关

中国银行体系主要通过存贷差盈利，M2中的准货币有相当部分用于企业贷款。譬如，企业申请银行贷款时，银行一般会要求企业保留一定比例资金在该行账户；或者在融资受到约束时，需要通过过桥贷款融资，银行会找到企业存入一笔定期存款。因而，M2增速与单位贷款正相关，二者相关系数达0.66（见图9）。本轮M1上升，M2增速较为平稳，表面银行对单位的贷款投放增速相对较低。

图9 M2增速与单位贷款



数据来源：Wind，新世纪评级

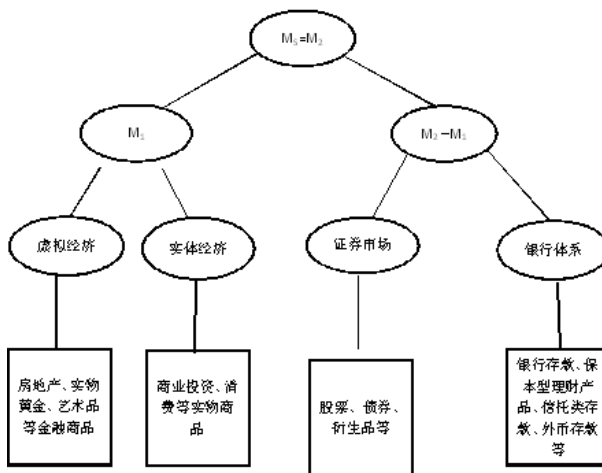
四、M1增速对经济波动和大类资产的影响

（一）货币循环流程

基于伍志文(2003)建立的虚拟经济条件下广义货币数量论基本框架,结合近年来的改革开放和金融创新,我们建立了一个综合性的货币循环流程图(见图10)。

根据货币职能的不同，一国货币分为两大部分：流动性较好、充当交易媒介的货币M1和收益性较高、作为财富储存手段的准货币M2-M1。充当交易媒介的货币量，一部分流入实体经济部门，用于购买消费品、进行生产性投资；一部分流入虚拟经济部门，用于购买房地产、实物黄金、艺术品等金融商品进行保值增值。充当财富储存手段的货币量，一部分流入资本市场，用于购买股票、债券、衍生品等；一部分流入银行体系，沉淀在货币市场、外汇市场，或者通过贷款转化为M1。

图10 货币循环流程图

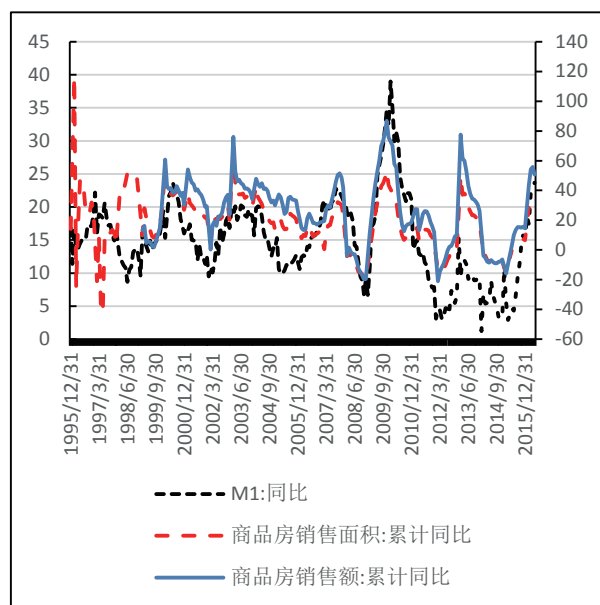


资料来源：新世纪评级

（二）M1增速与经济增长开始背离

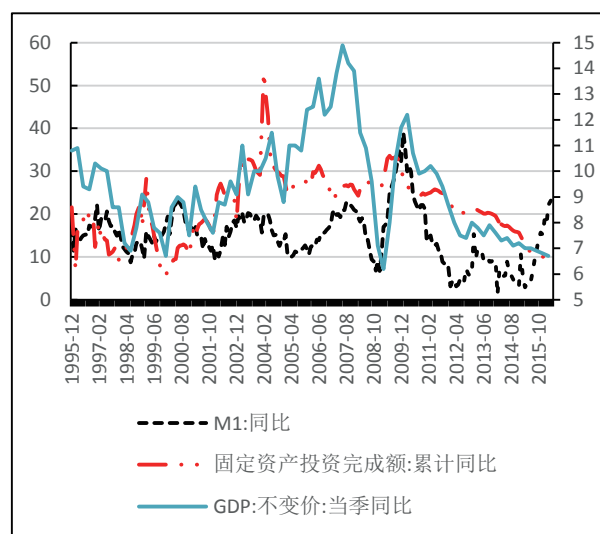
M1是交易用资金的来源，但其增长不等于交易的增长。企业可能将活期存款转化为定期存款或理财产品，而不是用于投资。因而，在M1增速上升时，如果更多货币用于交易，将促进商业投资、消费或者房地产等金融商品的生产，进而在短期内促进经济增长。部分银行体系的资金将从货币市场转为贷款，促使M1增速提升。但是，由于金融商品的需求会随着预期收益率和风险的变化而波动，其波动幅度更高于商业投资需求。当支撑房地产上涨的预期发生变化时，企业投资意愿下降，经济增长将无法持续。1999年以来，M1同比增速与商品房销售额累计同比增速走势一致性较强（见图11），但是，由于中国经济步入工业化后期和产能过剩，固定资产投资自2010年不断下行，使得M1同比增速与GDP累计同比增速走势开始背离（见图12）。

图11 M1与商品房销售



数据来源：Wind，新世纪评级

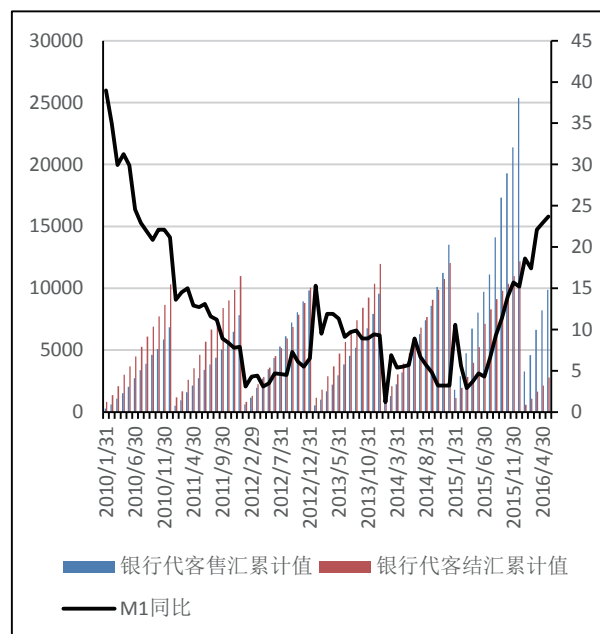
图12 M1与经济增长



数据来源：Wind，新世纪评级

企业投资意愿不足，M1却高速增长。那么，钱去哪了？我们认为这部分钱有两个流向：一是理财产品等相对高收益的资产；二是境外投资。自2015年以来，资本和金融项目银行代客结售汇逆差不断扩大，反映了资本加速流向境外（见图13）。

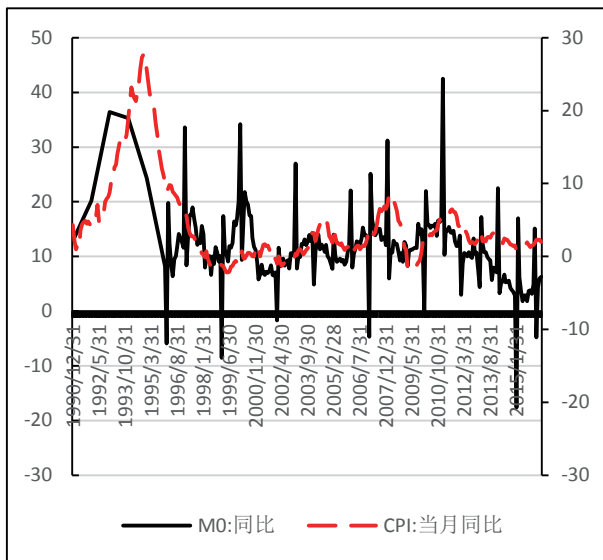
图13 M1与资本和金融项目银行代客结售汇



数据来源：Wind，新世纪评级

(三) 货币增速剪刀差可能带动CPI 上涨

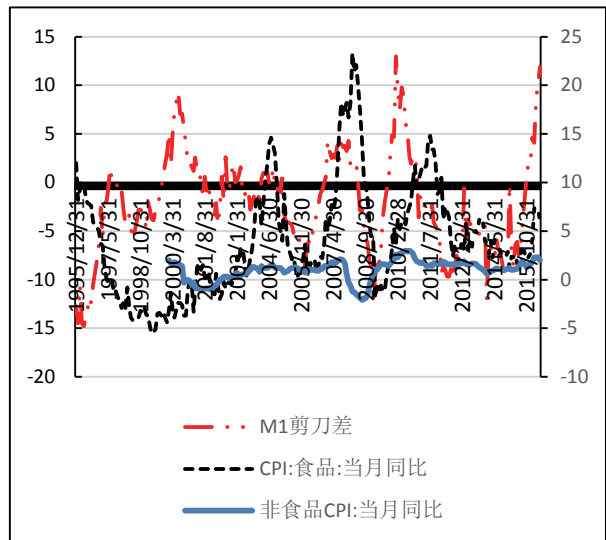
图14 M0增速与CPI走势



数据来源：Wind，新世纪评级

流通中的现金主要用于居民消费，因而对于CPI具有较大影响。1999年以后，CPI开始随着M0增速上升而上涨，随着M0增速下降而下降（见图14）。因为M1流入虚拟经济和实体经济两个部门，其与CPI的关系受到金融商品价格的影响。当资金主要流入房地产等虚拟部门时，CPI上涨压力较小。但是，随着金融商品价格上涨，M2可能向M1转化，导致生产资源向虚拟经济部分转移，从供给侧推动CPI上涨；或者资金向农产品转移，从需求侧带动CPI上涨。2004年以后，M1与M2增速剪刀差与CPI食品价格同比增速具有较高相关性，但与CPI非食品项相关性较小（见图15）。表明货币结构与物价的关系主要通过农产品价格进行传导。近年来出现的“蒜你狠”、“姜你军”、“豆你玩”、“向钱葱”等现象更是加剧了货币结构变化对CPI的影响。

图15 货币增速剪刀差与CPI走势



数据来源：Wind，新世纪评级

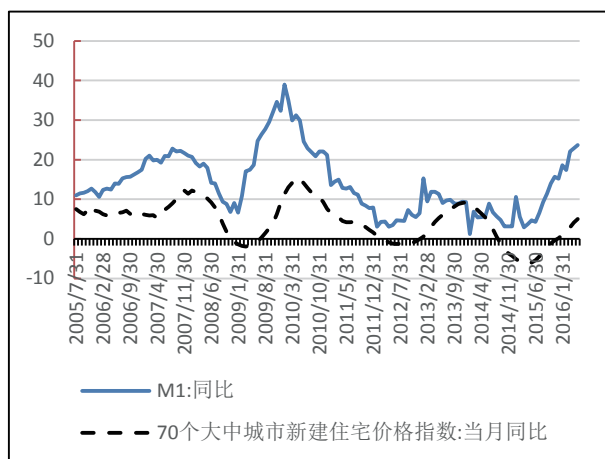
当前，虽然中国经济仍然面临较大的下行压力，且产能过剩较为严重。但是，宽松的货币环境使得中国依然面临着较大的潜在通胀压力。尤其是，本轮货币增速剪刀差可能导致CPI食品快速上涨，带动CPI上涨，使得中国陷入滞胀局面。

(四) M1增速与房价高度正相关

房地产是当前中国家庭资产保值增值的主要手段，在居民家庭资产中占有重大比例。M1资金有相当部分来自房地产市场，因而，M1增速与房价的相关性高达0.58（见图16）。伴随着房价的上涨，企业销售收入增长，M1增长；同时，企业拥有更多资金收购土地，促进了房价的进一步上涨。

当前，在投资机会不足和一线城市大幅上涨的情况下，房市从一线向二三线城市蔓延。随着房价加速上涨，房地产销售增速可能逐步回落。

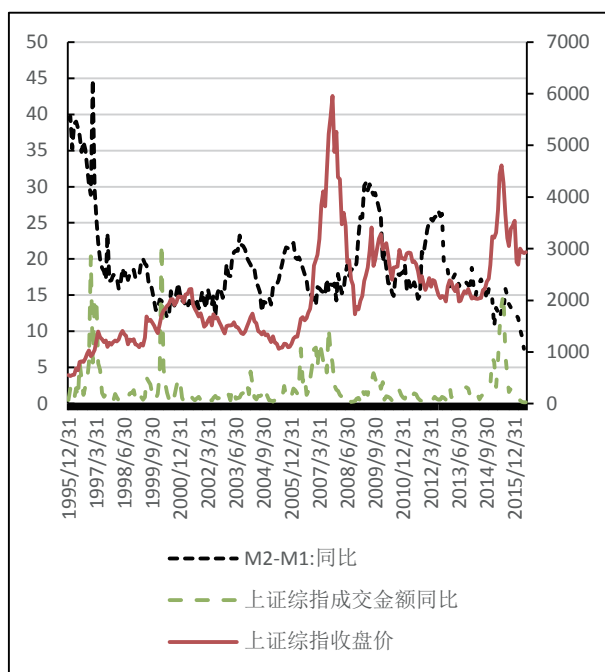
图16 M1增速与房价



数据来源：Wind，新世纪评级

(五) M1与股票市场相关性下降

图17 准货币增速与股市走势

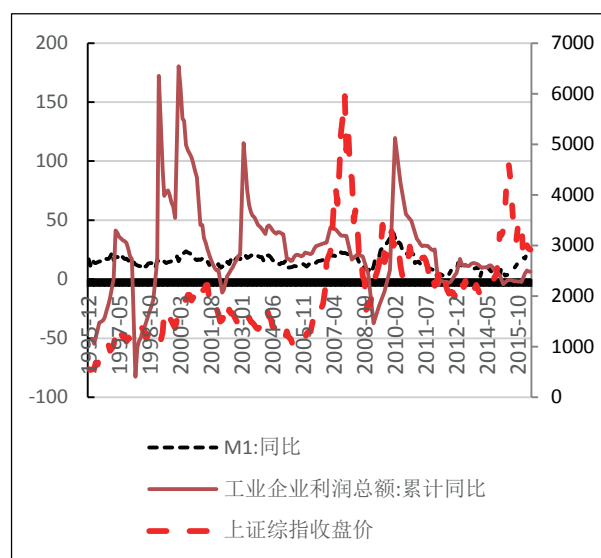


数据来源：Wind，新世纪评级

随着M1增速的上升，若经济回暖、企业利润好转，风险偏好下降，股票市场将迎来一波上涨良机。投资于金融商品的资金可

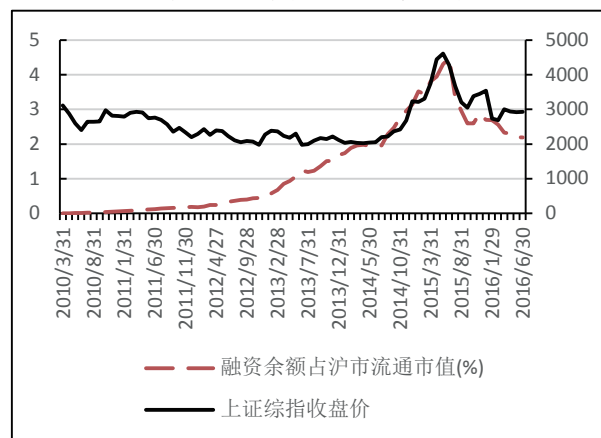
能转向股票市场，使得M2开始加速增长。同时，M2内部，资金由债券、外汇等市场流向股票市场。由于证券市场不同于商品房销售市场，通过成交额无法得到进入证券市场的资金，准货币M2-M1增速与股市关系并不明显。2003年以来，上证综指成交额同比与上证综指收盘价走势较为一致。但是，无论是成交金额同比增速还是收盘价均与准货币同比增速相关性较小（见图17）。

图18 M1增速、工业企业利润与股市走势



数据来源：Wind，新世纪评级

图19 融资余额与股市走势



数据来源：Wind，新世纪评级

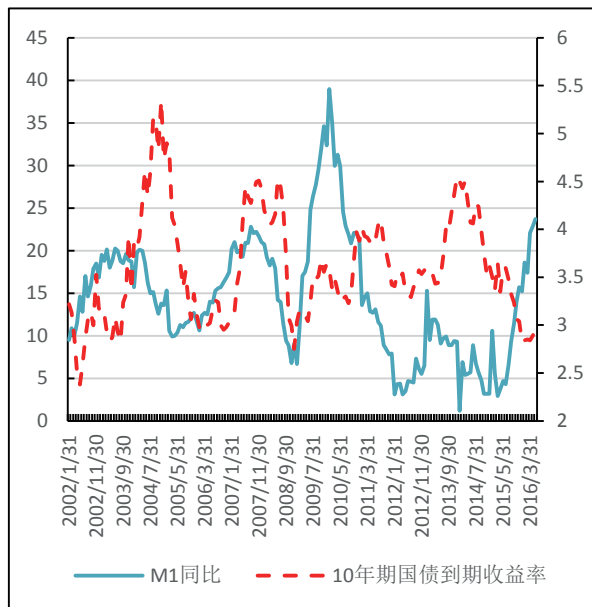
在2010年以前，M1与上证综指走势的正相关性主要源自M1与实体经济相关性较高，譬如工业企业利润增速（见图18）。但是，随着2010年两融业务的开展，风险偏好的变化逐渐对股市涨跌影响加大，降低了M1与股市走势的正相关性（见图19）。

本轮M1增速上涨有利于企业盈利改善，但固定资产投资不足与单位贷款增速较低意味着经济增长后续乏力。融资余额依然处于低位表明风险偏好并未得到明显改善，分子企业盈利改善属于短期行为，恐怕难以系统全面持续回暖。在投资机会不足的情况下，将在短期内利好价值股和绩优股，带来结构性行情。

（六）M1增速与债券收益率具有一定正相关性

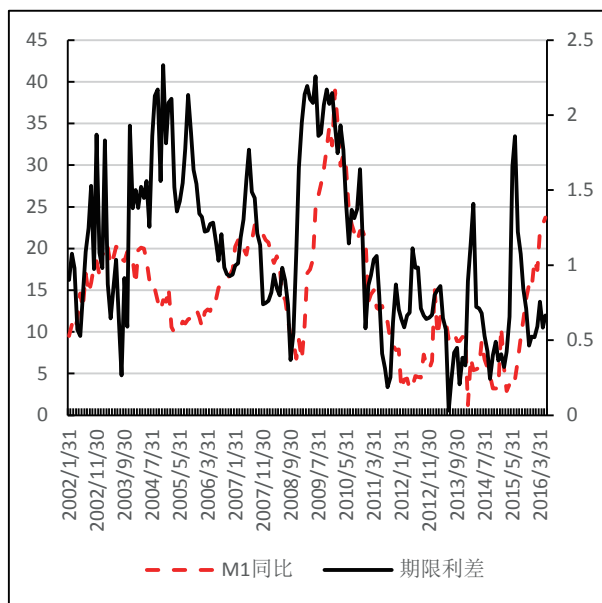
长期债券收益率主要受经济基本面影响，其利率可以分解为：预期通胀率、预期短期利率路径、期限溢价、信用风险。而通胀预期与预期短期利率路径一般与经济增长形势相关。在2010年以前，M1与实体经济相关性较高，从而也与债券收益率具有一定正相关性。当M1同比增速上升时，表明经济转暖，10年期国债收益率上升；当M1同比增速下降时，表明经济下行压力加大，10年期国债收益率下降（见图20）。

图20 M1与10年期国债到期收益率



数据来源：Wind，新世纪评级

图21 M1与期限利差



数据来源：Wind，新世纪评级

经济前景和货币政策的不确定性越大，流动性风险越大，期限溢价越高。通胀预期越高，期限利差越大。因而，M1同比增速与期限利差也具有一定正相关性（见图21）。2016年6月以来的债券价格上涨主要源自5月份CPI数据使得投资者对于通胀预期产生了分歧。当前，中国的经济下行压力较大，货币政策不确定性较小，但是，本轮货币增速剪刀差可能导致CPI食品快速上涨，带动CPI上涨，从而增大期限利差，并抑制10年期国债收益率下行空间。

（七）M1推动大宗商品价格上涨仍需借势供求基本面

大宗商品同时具备金融属性和商品属性。其价格变化受两方面因素影响：一是供求格局。这是大宗商品价格上涨的根本动力，也是资金推动大宗商品价格上涨所需要的势。二是资金面。宽松的货币环境有助于推动大宗商品价格上涨，并在流动性充裕的条件下在大类资产间轮换，填平估值洼地。在2010年以前，中国M1与固定资产投资相关性较高，从而也与大宗商品价格具有一定正相关性（见图22）。当M1同比增速上升时，大宗商品价格上升；当M1同比增速下降时，大宗商品价格下降。2014年M1的反弹却未能带动大宗商品价格上涨。

图22 M1与大宗商品价格



数据来源：Wind，新世纪评级

2016年以来，中国房地产开发投资增长使得需求上升，供给侧去产能却导致供给下降。充裕的流动性借此机会涌入大宗商品市场，推动大宗商品价格上涨。但是，随着房地产开发投资在4月份见顶回落，我们认为房地产投资增速上涨难以持续，供给侧改革的推进却可能遇到阻力，大宗商品价格后续上涨动力不足。

五、结论

我们认为，M1的增长主要受到单位活期存款影响，本轮M1增长主要源自去库存导致的房地产市场回暖，对应着居民、政府加杠杆。同时，理财产品预期收益率和定期存款利率的下降促进了2015年4月以来单位活期存款的加速增长。准货币增长主要受到单位定期存款和个人存款影响，其增速下降源于理财产品的迅猛发展。M1加速增长和固定资产投资增速下滑反映了投资机会不足，资金在金融体系内空转或者流向境外。

当前，在投资机会不足和一线城市大幅上涨的情况下，房市从一线向二三线城市蔓延。随着房价加速上涨，房地产销售增速可能逐步回落。而积极财政政策虽然可以托底经济，却可能延缓供给侧结构性改革，刺激力度有限，后续M1增速可能放缓。外汇储备下降导致基础货币不断下降，使得中国货币供应总量潜在着下降风险。在中国货币当局保持银行体系流动性合理充裕的条件下，M2将保持平稳增长。

2016年6月以来的债券价格上涨主要源自5月份CPI数据使得投资者对于通胀预期产生了分歧。当前，虽然中国经济仍然面临较大的下行压力，且产能过剩较为严重。但是，宽松的货币环境使得中国依然面临着较大的潜在通胀压力。尤其是，本轮货币增速剪刀差可能导致CPI食品快速上涨，带动

CPI上涨，从而增大期限利差，并抑制10年期国债收益率下行空间。

在2010年以前，M1与上证综指走势的正相关性主要源自M1与实体经济相关性较高。但是，随着两融业务的开展，风险偏好的变化逐渐对股市涨跌影响加大，降低了M1与股市走势的正相关性本轮M1增速上涨有利于企业盈利改善，但固定资产投资不足与单位贷款增速较低意味着经济增长后续乏力。融资余额依然处于低位表明风险偏好并未得到明显改善，分子企业盈利改善属于短期行为，恐怕难以系统全面持续回暖。在投资机会不足的情况下，将在短期内利好价值股和绩优股，带来结构性行情。

2016年以来，中国房地产开发投资增长使得需求上升，供给侧去产能却导致供给下降。充裕的流动性借此机会涌入大宗商品市场，推动大宗商品价格上涨。但是，随着房地产开发投资在4月份见顶回落，我们认为房地产投资增速上涨难以持续，供给侧改革的推进却可能遇到阻力，大宗商品价格后续上涨动力不足。

2016年6月15日以来，中国市场呈现大宗商品、A股、债券、黄金齐涨的格局。我们认为，A股仅具备阶段性的结构性机会。大宗商品价格将逐步回落，债券上行空间受制于通胀压力，在滞胀风险加大的情况下，黄金有望维持上涨趋势。

◆ 专题研究

债券市场级别调整及风险事件月度分析报告

(2016年6月)

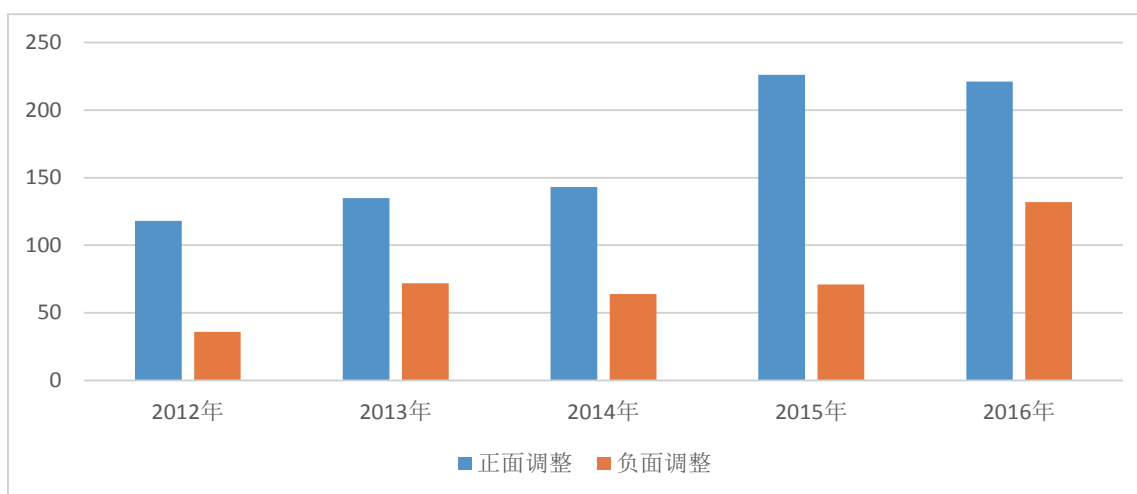
何金中 武博夫/文

一、本月级别调整情况

1.1 上调/下调发行人数量

2016年6月，评级业务进入跟踪评级高峰期。与往年同期相比，本月级别调整发行人数量明显增加，共有82家债券发行人被上调信用级别，37家被下调信用级别，下调数量较去年同期明显增加；同时，共有16家发行人评级展望上调¹，31家下调至负面。与往年相比，截至本月末，本年累计级别下调发行人数量有较大幅度增加，级别上调发行人数量则基本与去年同期持平。

图表 1. 历年1~6月评级调整情况²



资料来源：Wind资讯，新世纪评级整理

¹包括由负面上调至稳定与由稳定上调至正面，不含级别下调后展望由负面调整为稳定的情况。

²注：多家评级机构对同一家发行人进行级别调整，仅统计1次；仅限发行人委托评级。

从级别调整的分布来看，6月份级别上调集中于AAA级与AA+级（调整后级别，下同），本月分别有23家与43家发行人级别上调至相应等级；下调则集中于AA-级与AA级，分别有13家与9家发行人下调至相应等级。

从级别调整幅度来看，在级别下调中，共有5家发行人被一次下调超过1个子级，全部属于煤碳行业。其中四川省煤炭产业集团有限责任公司所发行短期融资券于本月违约，在本月内分别被新世纪与联合资信大幅度下调级别（具体详见第二部分）。义马煤业集团股份有限公司和郑州煤炭工业(集团)有限责任公司，均从AA+/负面调整为AA-/负面；内蒙古北方重工业集团有限公司由AA/稳定调整为A+/稳定；云南云维股份有限公司由A+/负面调整为BB。

图表 2. 6月级别下调超过1个子级情况

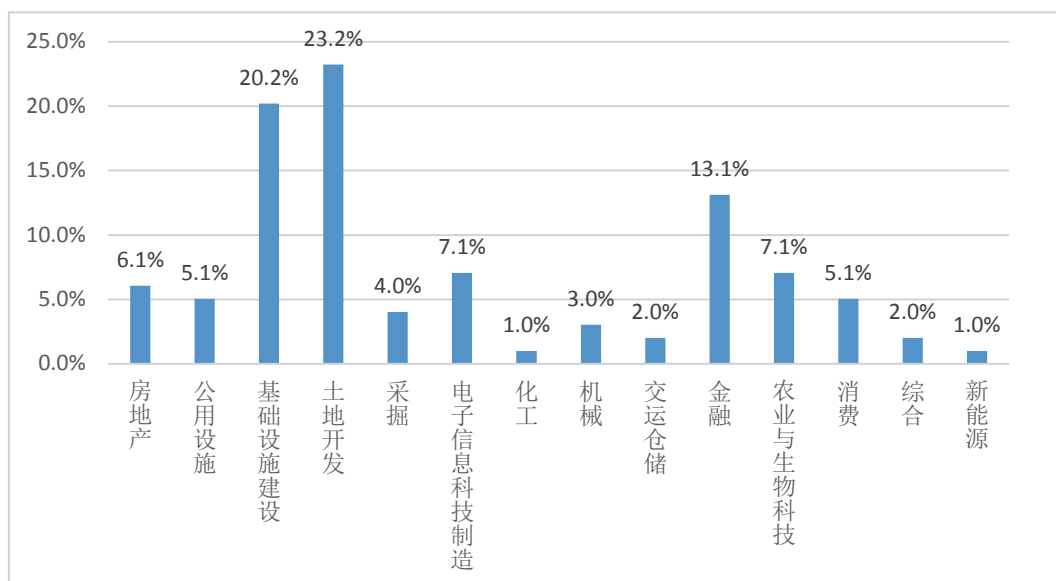
发行人	调整日期	调整后级别	调整后展望	调整前展望	调整前展望	评级机构
内蒙古北方重工业集团有限公司	2016-6-13	A+	稳定	AA	稳定	中诚信国际
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-6-14	BBB	—	AA	负面	新世纪
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-6-15	C	—	AA	负面	联合资信
四川省煤炭产业集团有限责任公司	2016-6-15	C	—	BBB	—	新世纪
云南云维股份有限公司	2016-6-17	BB	—	A+	负面	中诚信证券
义马煤业集团股份有限公司	2016-6-21	AA-	负面	AA+	负面	联合资信
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	2016-6-27	AA-	负面	AA+	负面	大公

资料来源：Wind资讯，新世纪评级整理

1.2 行业分布

从行业分布来看，在6月正面调整中，房地产、公用设施、土地开发与基础设施建设等行业发行人占据绝大多数比例，上述行业发行人占比总和达本月正面调整企业数量的54.6%。此外，电子信息科技制造业、生物技术等新兴产业上调比例也较高。

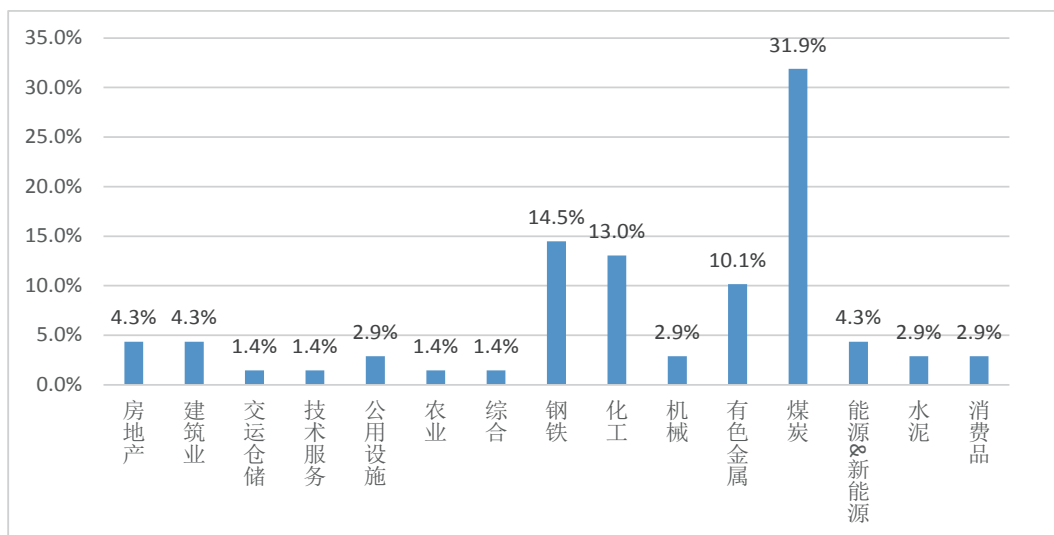
图表 3. 6月正面级别调整行业分布



资料来源：Wind资讯，新世纪评级整理

就负面调整而言，煤炭、钢铁、化工、有色金属等主要产能过剩行业依旧占据绝大多数比例，其中煤炭行业负面调整比例最高，接近本月全部负面调整的三分之一。

图表 4. 6月负面级别调整行业分布



资料来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、违约事件

6月共有2支债券发生违约，涉及发行主体2家，其中东北特殊钢集团有限责任公司为连续违约主体。本年初至6月末，国内债券市场累计共34支债券违约，涉及发行人21家，其中5家为中小企业集合发行人，16家为个体发行人，违约的34支债券中，15支已兑付，

其中8支为担保人代偿。

图表 5. 2016年6月债券市场违约事件情况

发行人	本月违约债项	债券类型	违约日期	发行规模 (亿元)	存续债券	备注
四川省煤炭产业集团有限责任公司	15川煤炭CP001	短期融资券	2016-6-15	10	13川煤炭PPN001 12川煤炭MTN1 14川煤炭PPN001 14川煤炭PPN002 07川煤债 15川煤炭PPN001 15川煤炭PPN002 10川煤债	已召开第一次持有人大会、川煤集团兑付资金筹措仍在进行中
东北特殊钢集团有限责任公司	14东特钢PPN001	定向工具	2016-6-6	3	13东特钢PPN001 13东特钢PPN002 15东特钢CP003 15东特钢PPN002 13东特钢MTN1 13东特钢MTN2	连续违约，债权人要求公司不得债转股、逃废债

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

1.川煤集团

图表 6. 川煤集团主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年第一季度
资产总额[亿元]	341.57	364.61	386.03	385.11
刚性债务[亿元]	178.30	197.24	218.32	213.74
所有者权益[亿元]	68.59	58.89	46.57	44.37
营业收入[亿元]	109.61	107.68	82.52	16.60
净利润[亿元]	-2.62	-7.13	-13.77	-2.80
经营性现金净流入量[亿元]	6.45	7.81	6.73	0.10
EBITDA (反推法) [亿元]	12.00	9.61	5.95	—
资产负债率[%]	79.92	83.85	87.94	88.48
权益资本与刚性债务比率[%]	39.54	30.40	22.18	21.56
流动比率[%]	0.79	0.68	0.58	0.54
现金比率[%]	0.40	0.30	0.24	0.18
利息保障倍数[倍]	0.67	0.11	-0.56	—
净资产收益率[%]	-4.90	-13.80	-33.53	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.02	0.03	0.02	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.15	-11.23	-6.83	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.30	0.92	0.58	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.06	0.04	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2016年6月15日，四川省煤炭产业集团有限责任公司（简称“川煤集团”）公告确认其发行的“15川煤炭CP001”未能按期足额兑付到期的短期融资券本息。对于未能足额兑付“15川煤炭CP001”本息的情况，川煤集团公告的理由是“受煤炭行业产能过剩、煤价大幅下跌、新发行债券困难等多方面因素影响，公司资金链紧张，公司虽然通过多方渠道筹集资金，但截至2016年6月15日依然未能筹集足额偿付资金”。

值得注意的是，川煤集团在6月7日发布的兑付公告中，并未对“15川煤炭”的兑付事宜发布任何风险提示，而在兑付日6月15日的前一天才对外发布“15川煤炭”到期兑付存在不确定性的特别风险提示公告。

川煤集团是四川省省属国有企业，是省内最大的国有煤炭企业。川煤集团目前已形成以煤炭开采、加工为主业，电力、煤矿机械等产业为辅的多元化发展的产业结构，煤炭业务收入贡献率持续在50%以上。截至2016年3月末，川煤集团拥有煤炭地质资源储量25.28亿吨，生产矿井26对，核定生产能力1766万吨/年；在建矿井8对，设计能力705万吨/年；洗煤厂12座，洗选能力1510万吨/年。2015年，川煤集团共生产原煤和精煤1298万吨和357万吨，同比下降2%左右，原煤50%以上销往省内主网骨干电厂，洗精煤主要销往武钢、攀钢、重钢和昆钢等骨干钢铁企业。

近年来，受宏观经济增速放缓影响，煤炭下游需求疲软。同时，前期建设产能持续释放，导致煤炭行业供给过剩，加之进口煤炭的冲击，国内煤炭价格持续下跌，行业景气度持续低迷，煤炭企业经营压力持续增大。受煤炭价格大幅下跌、自身煤炭开采成本较高、人员工资及利息负担较重导致的期间费用高企等因素影响，川煤集团经营压力持续加大，煤炭主业盈利大幅下滑，亏损持续加重。2013-2015年及2016年第一季度公司实现营业收入分别为109.61亿元、107.68亿元、82.52亿元和16.60亿元，分别同比下降5.57%、1.76%、23.36%和25.04%。同期煤炭主业毛利率分别为33.07%、20.18%、5.66%和-0.27%，亏损分别为2.62亿元、7.13亿元、13.77亿元和2.80亿元。现金流方面，受煤炭行业景气度低迷及钢铁行业恶化影响，公司下游钢厂、电厂等客户占款上升，且主要大客户更多采用商业承兑汇票及银行承兑汇票（期限多为6个月）等方式支付煤炭货款，经营性现金回笼能力弱化。

川煤集团在建矿井投资规模大，加之主业经营获现能力弱化，公司主要通过新增银行借款及发行债券的方式来满足资金需求，债务规模不断扩大，财务杠杆持续攀升，偿债压力大。2013-2015年及2016年3月末，公司资产负债率分别为79.92%、83.85%、87.94%和88.48%，处于很高水平。同期末公司刚性债务分别为178.30亿元、197.24亿元、218.32亿元和213.74亿元，债务负担沉重。此外，公司流动性压力很大，2016年3月末流动比率仅54.27%，虽然账面显示货币资金达24.05亿元，但大部分为银行承兑汇票保证金，可动用的货币资金仅3.5亿元左右。随着债务的陆续到期，公司资金压力凸显。

受煤炭行业基本面不断恶化影响，煤炭企业发行债券和获得银行借款难度加大，行业整体外部融资环境恶化，进一步加大了煤炭企业的资金周转压力。川煤集团在经营持续亏损、财务杠杆高企的情况下，很难获得新增的银行借款。此外，资本市场投资者对煤炭行业这类产能过剩行业的风险规避，致使公司难以通过发行债券的方式筹集资金。再融资渠道的不顺使得公司无法通过“借新还旧”的方式进行资金周转，流动性压力凸显，信用风险暴露增大。

目前，川煤集团存续期内债券还有5支PPN，1支中票和2支企业债，合计49.00亿元，其中1支10亿元PPN将于2016年年底到期。目前，川煤集团自身的偿债能力极弱，公司是否能够获得外部资金支持成为后期兑付关键。

2.东北特钢

图表 7. 东北特钢主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年前三季度
资产总额[亿元]	506.58	518.04	518.18	527.26
刚性债务[亿元]	343.87	360.26	337.91	325.97
所有者权益[亿元]	78.08	78.47	81.26	82.53
营业收入[亿元]	143.69	192.08	207.91	145.28
净利润[亿元]	0.52	0.64	1.28	1.62
经营性现金净流入量[亿元]	19.62	17.46	6.55	14.69
EBITDA（反推法）[亿元]	16.07	16.07	32.05	—
资产负债率[%]	84.59	84.85	84.32	84.35
权益资本与刚性债务比率[%]	22.71	21.78	24.05	25.32
流动比率[%]	0.60	0.61	0.60	0.61
现金比率[%]	0.20	0.19	0.19	0.19
利息保障倍数[倍]	1.08	1.11	1.07	—
净资产收益率[%]	0.53	0.81	1.52	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.05	0.04	0.02	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.84	0.63	1.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.73	1.67	1.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.09	—

资料来源：Wind资讯，新世纪评级整理

6月6日，“14东特钢PPN001”发行主体东北特殊钢集团有限责任公司（简称“东北特钢”）由于未能筹集足额偿付资金，构成实质性违约。东北特钢在董事长意外去世后爆出一系列违约事件，本期债券为年内第5支。

现阶段，东北特钢仍正常经营，对于公司多支债券违约，承销商已积极协调并多次召开持有人大会。在投资人等多方强烈要求下，东北特钢承诺不会对已违约债券进行债转股、不会恶意逃废债、尽一切手段保证债券本息的最终兑付。同时，因资金紧张，公司对

控股上市子公司抚顺特钢的增资承诺无法履行。

目前，东北特钢存续期内债券还有3支PPN，2支中票和1支短融，合计43.70亿元，其中3支将于2016年年内到期。在公司债务重组问题得到实质性推进前，其余存续期债券仍面临极大的违约压力。

三、其他关注事件

1. 弘昌燃气

图表 8. 弘昌燃气主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年
资产总额[亿元]	60.12	67.42	71.78
刚性债务[亿元]	23.50	23.14	22.01
所有者权益[亿元]	24.39	34.59	36.70
营业收入[亿元]	4.04	4.94	5.50
净利润[亿元]	1.49	2.69	2.10
经营性现金净流入量[亿元]	5.76	5.89	6.04
EBITDA（反推法）[亿元]	2.40	3.96	2.53
资产负债率[%]	59.43	48.69	48.87
权益资本与刚性债务比率[%]	103.79	149.50	166.76
流动比率[%]	2.45	2.88	3.44
现金比率[%]	0.06	0.08	0.09
利息保障倍数[倍]	0.00	9.95	0.00
净资产收益率[%]	6.50	8.87	5.66
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.16	0.18	0.17
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-33.55	1.71	-8.65
EBITDA/利息支出[倍]	2.60	4.01	2.71
EBITDA/刚性债务[倍]	0.08	0.17	0.11

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

6月30日，“13弘昌燃气债”的发行主体信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司（简称“弘昌燃气”）在“13弘昌燃气债”年度报告中披露公司存在资金周转困难、未能按时偿还部分债务本息及担保违约等重大风险。

弘昌燃气是一家主要从事城市燃气管道建设和燃气供应业务的民营企业，公司实际控制人为自然人陈四强。公司营业收入主要来源于天然气销售和管道安装，业务范围主要集中于河南省信阳市。2015年5月，弘昌燃气为筹措经营和建设资金，向中广核国际融资租赁有限公司以融资租赁形式借款3亿元，现因公司资金周转困难，无法按照合同约定偿还相关债务，已被起诉，公司计划通过债转股化解债务纠纷。同时，公司对外担保河南信阳毛尖集团有限公司在华融国际信托有限责任公司2亿元信托贷款出现违约，公司缺少资金履行

担保代偿责任，公司全部股东股权已被司法冻结。截至2016年6月17日，公司对外担保余额10.60亿元，其中高达5.77亿元为关注，面临的担保代偿风险非常大。另外，公司在国家开发银行贷款出现逾期欠息合计6000万元。从以上事项可以看出，现阶段，弘昌燃气已出现明显的资金困难，公司全部股东股权被冻结，面临实际控制权变动风险。

截至目前，尚未有公开信息表明弘昌燃气的经营活动受到较大影响。公司资产负债率保持在较低水平，但公司货币资金存量余额持续处于低位，较易出现资金周转紧张情况。2013~2015年，公司实现的营业收入分别为4.04亿元、4.94亿元和5.50亿元，实现净利润分别为1.49亿元、2.69亿元和2.10亿元，经营活动实现的现金净流入量分别为5.76亿元、5.89亿元和6.04亿元，货币资金余额分别为0.66亿元、0.70亿元和0.60亿元，在大规模的或有负债风险面前杯水车薪，出现贷款逾期不可避免。后期若出现因股权冻结或相关诉讼导致银行抽贷，弘昌燃气资金紧张程度恐将继续加剧，甚至影响正常经营，投资者需密切关注。

针对“13弘昌燃气债”，公司已追加其子公司河南源能企业管理咨询有限公司作保证担保，担保人承诺将不超过5亿元的现金指定存放于债券受托管理人或主承销商开立的专项账户中，债项的偿付保障程度有所提升，但在作为母公司弘昌燃气资金紧张情况未得到缓解前，子公司的保证担保增信效果值得考究。

2.云煤化与云维股份

图表 9. 云煤化与云维股份主要财务指标

主要财务数据与指标[合并口径]	云煤化				云维股份			
	2013年	2014年	2015年	2016年第一 季度	2013年	2014年	2015年	2016年第一 季度
资产总额[亿元]	693.32	764.33	696.77	668.41	135.74	126.35	79.03	77.95
刚性债务[亿元]	432.01	520.88	535.29	519.48	83.85	86.17	83.68	83.15
所有者权益[亿元]	142.91	127.93	16.88	4.30	17.97	6.03	-27.25	-29.59
营业收入[亿元]	253.29	229.78	155.37	22.29	84.74	66.23	27.91	3.67
净利润[亿元]	0.12	-33.89	-91.27	-13.41	0.01	-12.93	-37.12	-2.31
经营性现金净流入量[亿元]	5.12	2.04	-9.20	-0.70	7.83	0.77	-1.02	-0.11
EBITDA（反推法）[亿元]	43.64	7.96	-36.47	—	11.07	-2.68	-26.76	—
资产负债率[%]	79.39	83.26	97.58	99.36	86.76	95.23	134.47	137.96
权益资本与刚性债务比率[%]	33.08	24.56	3.15	0.83	21.43	6.99	-32.56	-35.59
流动比率[%]	0.66	0.70	0.59	0.51	0.59	0.42	0.29	0.28
现金比率[%]	0.21	0.28	0.15	0.09	0.24	0.20	0.14	0.11
利息保障倍数[倍]	1.08	-0.30	-1.60	—	1.04	-1.12	-5.33	—
净资产收益率[%]	2.18	-34.30	-310.30	—	2.82	-122.99	0.00	—

经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.01	0.00	-0.01	—	0.07	0.01	-0.01	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.55	-1.69	-2.31	—	8.89	-0.44	-1.17	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.89	0.31	-1.05	—	1.90	-0.42	-4.61	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.02	-0.07	—	0.13	-0.03	-0.32	—

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

6月27日，云南煤化工集团有限公司（简称“云煤化”）公告称公司及公司控股上市子公司云南云维股份有限公司（简称“云维股份”）均被债权人云南圣乙投资有限公司（简称“圣乙投资”，圣乙投资是云南省政府明确的国有资本运营公司）以公司不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由，向曲靖市中级人民法院提出破产重整申请。若法院受理圣乙投资的破产重整申请，云煤化和云维股份所发行的相应债券将提前到期、停止计息，债券违约风险或将提前暴露。

云煤化是云南省内煤炭资源储量最大的煤炭开采及煤化工企业，由云南省国资委100%持股。云维股份是一家主营煤化工的上市公司，实际控制人云煤化直接或间接持股58.34%。

目前，云维股份存续1支公司债（“11云维债”，发行金额10亿元），由云煤化提供担保，因连续两年亏损，已暂停上市且更名为“云债暂停”。“11云维债”于6月1日回售，登记回售资金9.46亿元及一年应付利息0.57亿元，出于维护债券市场稳定，由圣乙投资代为支付回购款项合计10.03亿元，回售完成后，11运维债存续本金余额0.54亿元。6月15日，圣乙投资向云维发出催收函，6月18日云维股份复函称长期亏损，无法清偿前述债务，引发后续圣乙投资向法院申请破产重整。云煤化存续2支中票，2支PPN，金额合计55亿元，全部为明年到期。

现阶段，云煤化和云维股份已基本丧失偿债能力。云维股份自2015年9月末就已资不抵债；云煤化2016年3月末净资产4.3亿元，几乎接近破产边缘。云煤化和云维股份偿债能力丧失，固然是经营层面因行业景气度持续下行而不断恶化亏损，也能看出过重的债务负担和利息支出形成的重压。云维股份自2012年开始就出现亏损迹象，2015年更是亏损37.12亿元。云煤化经营情况类似，2015年巨亏90.48亿元。经营持续恶化的情况下，两家公司债务负担持续加重，2013~2015年末及2016年3月末，云维股份资产负债率分别为86.76%、95.23%、134.48%和137.96%，云煤化资产负债率分别为79.39%、83.26%、97.58%和99.36%。如此之高的债务负担水平，利息支出必然会对公司利润形成重压。两家公司后期若无有力的外部支持，爆发违约风险的可能性极高。

附录：6月级别调整情况明细

附录1：6月级别下调情况

发行人	评级机构	调整日期	信用级别	展望	原级别	原展望	行业
江苏省建筑工程集团有限公司	大公	2016-6-7	AA-	稳定	AA	稳定	建筑业
淮北矿业(集团)有限责任公司	联合资信	2016-6-8	AA	稳定	AA+	负面	采矿业
绿地控股集团有限公司	联合信用	2016-6-8	AA+	稳定	AAA	稳定	房地产
苏州天沃科技股份有限公司	新世纪	2016-6-8	AA-	负面	AA	稳定	制造业
安徽省皖北煤电集团有限责任公司	联合资信	2016-6-12	AA-	稳定	AA	负面	采矿业
内蒙古北方重工集团有限公司	中诚信国际	2016-6-13	A+	稳定	AA	稳定	制造业
四川省煤炭产业集团有限责任公司	新世纪	2016-6-14	BBB	-	AA	负面	采矿业
山西兰花科技创业股份有限公司	鹏元	2016-6-15	AA	稳定	AA+	负面	采矿业
四川省煤炭产业集团有限责任公司	联合资信	2016-6-15	C	-	AA	负面	采矿业
四川省煤炭产业集团有限责任公司	新世纪	2016-6-15	C	-	BBB	-	采矿业
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	联合资信	2016-6-16	AA	稳定	AA+	负面	制造业
内蒙古包钢钢联股份有限公司	联合信用	2016-6-16	AA+	稳定	AAA	稳定	制造业
天脊煤化工集团股份有限公司	联合资信	2016-6-16	A+	稳定	AA-	负面	制造业
西宁特殊钢集团有限责任公司	联合资信	2016-6-16	AA-	负面	AA	负面	制造业
云南云维股份有限公司	中诚信证评	2016-6-17	BB	-	A+	负面	制造业
广东东方锆业科技股份有限公司	鹏元	2016-6-20	A+	稳定	AA-	负面	制造业
义马煤业集团股份有限公司	联合资信	2016-6-21	AA-	负面	AA+	负面	采矿业
广东肇庆星湖生物科技股份有限公司	联合信用	2016-6-22	A	稳定	A+	稳定	制造业
国奥投资发展有限公司	鹏元	2016-6-22	A	负面	AA-	负面	房地产
国家电投集团贵州金元股份有限公司	联合资信	2016-6-23	AA	负面	AA+	稳定	电力
本溪北营钢铁(集团)股份有限公司	联合资信	2016-6-24	AA-	稳定	AA	负面	制造业
湖南湘投金天科技集团有限责任公司	新世纪	2016-6-24	A+	稳定	AA-	稳定	制造业
厦门厦工机械股份有限公司	联合信用	2016-6-24	AA-	稳定	AA	稳定	制造业
山西煤炭运销集团有限公司	联合资信	2016-6-24	AA	稳定	AA+	稳定	批发和零售业
云南煤业能源股份有限公司	联合信用	2016-6-24	AA-	稳定	AA	稳定	制造业
云南沃森生物技术股份有限公司	联合资信	2016-6-24	A	负面	A+	稳定	制造业
冀东发展集团有限责任公司	鹏元	2016-6-27	AA	负面	AA+	负面	制造业
铁岭新城投资控股股份有限公司	联合信用	2016-6-27	AA-	稳定	AA	负面	公共设施管理
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	大公	2016-6-27	AA-	负面	AA+	负面	采矿业
湖南有色金属控股集团有限公司	大公	2016-6-28	AA	负面	AA+	负面	制造业
山西煤炭进出口集团有限公司	联合资信	2016-6-28	AA	稳定	AA+	负面	批发和零售业
西宁特殊钢股份有限公司	联合信用	2016-6-28	AA-	负面	AA	负面	制造业
云南煤化工集团有限公司	中诚信国际	2016-6-28	B	-	BB	-	制造业
柳州化工股份有限公司	鹏元	2016-6-29	BBB	负面	A+	稳定	制造业
盘山县国有资产经营有限公司	联合资信	2016-6-29	A+	稳定	AA-	稳定	建筑业
云南冶金集团股份有限公司	中诚信国际	2016-6-29	AA	稳定	AA+	稳定	制造业
保定国家高新技术产业开发区发展有限公司	新世纪	2016-6-30	AA-	稳定	AA	稳定	建筑业
开滦(集团)有限责任公司	中诚信国际	2016-6-30	AA+	稳定	AAA	负面	采矿业
湘电集团有限公司	新世纪	2016-6-30	AA-	稳定	AA	负面	制造业

资料来源：Wind资讯，新世纪评级整理

附录2：6月展望调整负面情况

发行人	评级机构	调整日期	信用级别	展望	原展望
永城煤电控股集团有限公司	中诚信国际	2016-6-1	AAA	负面	稳定
安阳钢铁股份有限公司	联合资信	2016-6-3	AA-	负面	稳定
浙江华友钴业股份有限公司	联合资信	2016-6-13	AA-	负面	稳定
安源煤业集团股份有限公司	中诚信证评	2016-6-14	AA	负面	稳定
河南能源化工集团有限公司	中诚信国际	2016-6-14	AAA	负面	稳定
华锐风电科技(集团)股份有限公司	联合信用	2016-6-15	A	负面	稳定
好想你枣业股份有限公司	鹏元	2016-6-16	AA	负面	稳定
湖南盈德气体有限公司	新世纪	2016-6-17	AA	负面	稳定
开滦能源化工股份有限公司	联合资信	2016-6-17	AA+	负面	稳定
苏州电器科学研究院股份有限公司	新世纪	2016-6-17	AA-	负面	稳定
新疆有色金属工业(集团)有限责任公司	新世纪	2016-6-17	AA+	负面	稳定
中华企业股份有限公司	中诚信国际	2016-6-17	AA	负面	稳定
北京昊华能源股份有限公司	大公	2016-6-21	AA+	负面	稳定
北京利尔高温材料股份有限公司	联合信用	2016-6-23	AA	负面	稳定
江西省能源集团公司	中诚信国际	2016-6-23	AA	负面	稳定
上海美特斯邦威服饰股份有限公司	大公	2016-6-23	AA	负面	稳定
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	新世纪	2016-6-23	AA	负面	稳定
阳城县阳泰集团实业有限公司	新世纪	2016-6-23	AA	负面	稳定
柳州钢铁股份有限公司	联合信用	2016-6-24	AA	负面	稳定
四川西部资源控股股份有限公司	联合信用	2016-6-24	AA-	负面	稳定
新疆天山水泥股份有限公司	联合资信	2016-6-24	AA	负面	稳定
彬县煤炭有限责任公司	鹏元	2016-6-27	AA	负面	稳定
上海嘉麟杰纺织品股份有限公司	鹏元	2016-6-27	AA-	负面	稳定
本钢板材股份有限公司	联合信用	2016-6-28	AA+	负面	稳定
大同煤矿集团有限责任公司	中诚信国际	2016-6-28	AAA	负面	稳定
甘肃省国有资产投资集团有限公司	大公	2016-6-28	AAA	负面	稳定
湖南华菱钢铁集团有限责任公司	大公	2016-6-28	AA	负面	稳定
马鞍山钢铁股份有限公司	中诚信国际	2016-6-28	AA+	负面	稳定
中联重科股份有限公司	联合资信	2016-6-29	AAA	负面	稳定
广西北部湾国际港务集团有限公司	新世纪	2016-6-30	AA+	负面	稳定
华西能源工业股份有限公司	新世纪	2016-6-30	AA	负面	稳定

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录3：6月级别上调情况

发行人	评级机构	调整日期	信用评级	展望	原级别	原展望	是否城投
淮安开发控股有限公司	鹏元	2016-6-1	AA+	稳定	AA	稳定	房地产
四川川投能源股份有限公司	鹏元	2016-6-1	AAA	稳定	AA+	稳定	电力、热力、燃气及水生产和供应业
宜华企业(集团)有限公司	中诚信证评	2016-6-1	AA+	稳定	AA	正面	制造业
北京大北农科技集团股份有限公司	联合资信	2016-6-2	AA+	稳定	AA	稳定	制造业
华电江苏能源有限公司	联合资信	2016-6-2	AAA	稳定	AA+	稳定	电力、热力、燃气及水生产和供应业
杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司	新世纪	2016-6-3	AA+	稳定	AA	稳定	综合
杭州余杭创新投资有限公司	鹏元	2016-6-3	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
仁寿县资产经营有限公司	鹏元	2016-6-3	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
深圳香江控股股份有限公司	联合信用	2016-6-3	AA	稳定	AA-	稳定	房地产
东吴证券股份有限公司	新世纪	2016-6-6	AAA	稳定	AA+	稳定	金融业
浙江仙琚制药股份有限公司	新世纪	2016-6-6	AA	稳定	AA-	稳定	制造业
重庆园业实业有限公司	东方金诚	2016-6-6	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
珠海华发实业股份有限公司	联合信用	2016-6-6	AA+	稳定	AA	稳定	房地产
东吴证券股份有限公司	鹏元	2016-6-7	AAA	稳定	AA+	稳定	金融业
广西桂冠电力股份有限公司	大公	2016-6-7	AAA	稳定	AA+	稳定	电力、热力、燃气及水生产和供应业
云南省城市建设投资集团有限公司	联合资信	2016-6-7	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
中飞租融资租赁有限公司	中诚信国际	2016-6-7	AA+	稳定	AA	稳定	租赁和商务服务业
株洲高科集团有限公司	联合资信	2016-6-7	AA+	稳定	AA	稳定	房地产
保利协鑫(苏州)新能源有限公司	中诚信国际	2016-6-8	AA+	稳定	AA	稳定	制造业
深圳华强集团有限公司	联合资信	2016-6-8	AA+	稳定	AA	正面	综合
苏州新区高新技术产业股份有限公司	中诚信国际	2016-6-8	AA+	稳定	AA	稳定	房地产
新和成控股集团有限公司	联合资信	2016-6-8	AA+	稳定	AA	稳定	金融业
新希望六和股份有限公司	联合资信	2016-6-8	AAA		AA+	稳定	制造业
重庆西部现代物流产业园区开发建设有限责任公司	中诚信国际	2016-6-8	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
洛阳银行股份有限公司	中诚信国际	2016-6-12	AA+	稳定	AA	稳定	金融业
丰汇租赁有限公司	联合信用	2016-6-13	AA	稳定	AA-	稳定	租赁和商务服务业
广东省航运集团有限公司	联合资信	2016-6-13	AA+	稳定	AA	稳定	交通运输、仓储和邮政业
海南港航控股有限公司	鹏元	2016-6-13	AA	稳定	AA-	稳定	交通运输、仓储和邮政业

南京市河西新城区国有资产经营控股(集团)有限责任公司	联合资信	2016-6-13	AAA	稳定	AA+	稳定	综合
山东鄒城农村商业银行股份有限公司	中诚信国际	2016-6-13	AA-	-	A+	-	金融业
成都交通投资集团有限公司	联合资信	2016-6-14	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
福建六建集团有限公司	大公	2016-6-14	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
常州市金坛区建设资产经营有限公司	联合资信	2016-6-15	AA	稳定	AA-	稳定	综合
东莞证券股份有限公司	鹏元	2016-6-15	AA+	稳定	AA	稳定	金融业
荣信电力电子股份有限公司	联合信用	2016-6-15	AA	稳定	AA-	稳定	制造业
长城证券股份有限公司	联合信用	2016-6-15	AAA	稳定	AA+	-	金融业
常德市城市建设投资集团有限公司	大公	2016-6-16	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
成都城建投资管理集团有限责任公司	联合资信	2016-6-16	AAA	稳定	AA+	稳定	综合
泸州市兴泸投资集团有限公司	鹏元	2016-6-16	AA+	稳定	AA	稳定	综合
南京证券股份有限公司	联合信用	2016-6-16	AA+	稳定	AA	稳定	金融业
无锡山水产业投资发展有限公司	中诚信证评	2016-6-16	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
北京金融街资本运营中心	联合资信	2016-6-17	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
贵阳白云工业发展投资有限公司	鹏元	2016-6-17	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
启迪控股股份有限公司	中诚信证评	2016-6-17	AA+	稳定	AA	稳定	综合
湘潭高新集团有限公司	鹏元	2016-6-17	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
紫光集团有限公司	中诚信证评	2016-6-17	AAA	稳定	AA+	稳定	综合
青岛出版集团有限公司	中诚信国际	2016-6-20	AA	稳定	AA-	稳定	文化、体育和娱乐业
永泰能源股份有限公司	联合资信	2016-6-20	AA+	稳定	AA	正面	采矿业
常熟东南资产经营投资有限公司	东方金诚	2016-6-21	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
华邦生命健康股份有限公司	联合信用	2016-6-21	AA+	稳定	AA	稳定	制造业
济南西城投资开发集团有限公司	联合资信	2016-6-21	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
成都兴城投资集团有限公司	联合资信	2016-6-22	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
滨州城建投资经营有限公司	联合资信	2016-6-23	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
昆山高新集团有限公司	中诚信国际	2016-6-23	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
内蒙古盛祥投资有限公司	鹏元	2016-6-23	AA	稳定	AA-	稳定	建筑业
重庆大晟资产经营(集团)有限公司	中诚信国际	2016-6-24	AA	稳定	AA-	稳定	综合
重庆市地产集团有限公司	大公	2016-6-24	AA+	稳定	AA	稳定	综合
都匀市国有资本营运有限责任公司	鹏元	2016-6-26	AA	稳定	AA-	-	房地产

TCL集团股份有限公司	中诚信国际	2016-6-27	AAA	稳定	AA+	正面	制造业
巢湖城市建设投资有限公司	大公	2016-6-27	AA+	稳定	AA	正面	建筑业
湖州市交通投资集团有限公司	中诚信国际	2016-6-27	AA+	稳定	AA	稳定	交通运输、仓储和邮政
九江市城市建设投资有限公司	大公	2016-6-27	AA+	稳定	AA	稳定	综合
乐山市商业银行股份有限公司	联合资信	2016-6-27	AA	稳定	AA-	稳定	金融业
乌鲁木齐经济技术开发区建设投资开发有限公司	东方金诚	2016-6-27	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
新奥(中国)燃气投资有限公司	大公	2016-6-27	AAA	稳定	AA+	稳定	电力、热力、燃气及水生产和供应业
宜宾市国有资产经营有限公司	中诚信国际	2016-6-27	AAA	稳定	AA+	稳定	批发和零售业
岳阳市城市建设投资有限公司	大公	2016-6-27	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
南通城市建设集团有限公司	中诚信国际	2016-6-28	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
融信(福建)投资集团有限公司	联合信用	2016-6-28	AA+	稳定	AA	稳定	房地产
威海市国有资本运营有限公司	中诚信证评	2016-6-28	AA+	稳定	AA	-	金融业
长沙市轨道交通集团有限公司	中诚信国际	2016-6-28	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
中国泛海控股集团有限公司	联合资信	2016-6-28	AA+	稳定	AA	稳定	综合
昌吉州国有资产投资经营有限责任公司	中诚信国际	2016-6-29	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
广东省粤科金融集团有限公司	联合资信	2016-6-29	AA+	稳定	AA	稳定	金融业
广西西江开发投资集团有限公司	鹏元	2016-6-29	AA+	稳定	AA	稳定	电力、热力、燃气及水生产和供应业
济南市城市建设投资有限公司	联合资信	2016-6-29	AAA	稳定	AA+	稳定	综合
江苏省吴中经济技术发展总公司	新世纪	2016-6-29	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
江西省水利投资集团有限公司	鹏元	2016-6-29	AAA	稳定	AA+	稳定	建筑业
昆山银桥控股集团有限公司	新世纪	2016-6-29	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
上海淀山湖新城发展有限公司	中诚信国际	2016-6-29	AA+	稳定	AA	稳定	建筑业
郑州宇通集团有限公司	中诚信证评	2016-6-29	AAA	稳定	AA+	-	制造业
海航集团有限公司	新世纪	2016-6-30	AAA	稳定	AA+	稳定	交通运输、仓储和邮政
湖南省轻工盐业集团有限公司	联合资信	2016-6-30	AA+	稳定	AA	稳定	制造业

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附录4：6月展望上调正面与稳定情况

评级标准	评级机构	调整日期	信用级别	最新展望	原展望
丰县经济开发区投资发展有限责任公司	鹏元	2016-6-1	AA	稳定	-
江苏亨通光电股份有限公司	中诚信证评	2016-6-3	AA	正面	稳定
袁隆平农业高科技股份有限公司	鹏元	2016-6-6	AA	正面	稳定
航天工业发展股份有限公司	鹏元	2016-6-13	AA	正面	稳定
渤海金控投资股份有限公司	联合信用	2016-6-16	AA+	正面	稳定
广州毅昌科技股份有限公司	鹏元	2016-6-20	AA-	稳定	负面
山西证券股份有限公司	鹏元	2016-6-21	AA+	正面	稳定
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	联合信用	2016-6-22	AA	稳定	负面
荣盛石化股份有限公司	新世纪	2016-6-23	AA	正面	稳定
福建圣农发展股份有限公司	联合信用	2016-6-24	AA	稳定	负面
江苏控股集团有限责任公司	大公	2016-6-24	AA	稳定	负面
南通产业控股集团有限公司	大公	2016-6-24	AA	稳定	负面
山东世纪阳光纸业集团有限公司	鹏元	2016-6-24	AA-	稳定	负面
中国民族证券有限责任公司	联合信用	2016-6-24	AA	稳定	负面
淮南矿业(集团)有限责任公司	联合资信	2016-6-27	AAA	稳定	负面
芜湖亚夏汽车股份有限公司	鹏元	2016-6-28	AA-	稳定	负面

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

◆ 市场研究

2016年上半年中国债券市场发行与评级研究

陈文沛 郭佩/文

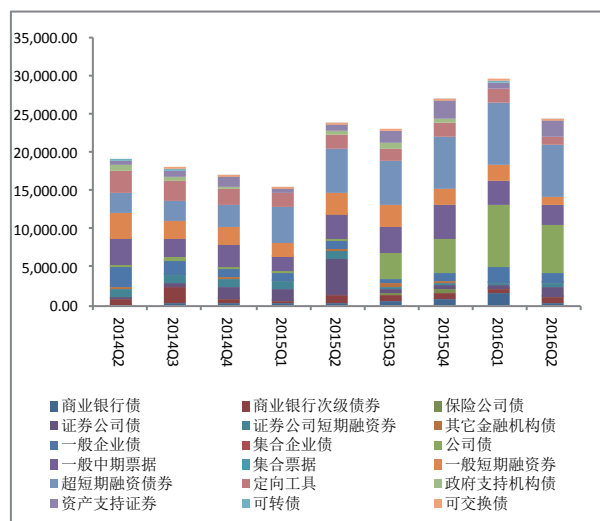
一、债券市场总体发行情况

2016年上半年，我国经济运行总体保持稳中有进，但下行压力仍然存在。其中，2016年上半年国内生产总值GDP同比增长6.7%，连续两个季度保持6.7%的水平，居民消费价格总水平CPI同比上涨2.1%，规模以上工业增加值同比增长6.0%。具体来看，规模以上工业增加值相比4月、5月有所回升，工业结构继续优化，盈利状况有所改善。具体分产业来看，第一产业增加值22097亿元，同比增长3.1%；第二产业增加值134250亿元，同比增长6.1%；第三产业增加值184290亿元，同比增长7.5%。农业生产基本稳定，工业生产稳中略升，第三产业继续在产业结构优化的进程中保持的良好发展态势。面对错综复杂的国内外形势和持续较大的经济下行压力，上半年各项数据都为完成全年经济目标奠定了较好基础。同时，政府继续实施积极的财政政策和稳健偏宽松的货币政策，保证市场流动性，降低实体融资成本；地方债务置换力度加大，实体企业及地方融资平台融资路径的放宽，有助于整个经济的稳定增长。

2016年上半年，全国债券市场共发行各类债券13414期，发行金额合计18.34

万亿元，同比增加9.48万亿，同比大幅增长107.00%。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12.99万亿元，同比大幅增长161.90%，占同期债券募集总额的70.83%，增长主要源自地方政府债和同业存单发行量的大幅增加。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5.35万亿元，同比增长37.53%，占同期债券募集总额的29.17%，其中私募债、商业银行债和保险公司债发行规模大幅增加，其余主要券种发行量也都有不同程度的增长。

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

2016年上半年，信用债市场继续保持稳步增长的趋势。其中一般公司债和私募债受政策因素影响，发行规模进一步扩大，2016年上半年发行金额同比分别增长1262.61%和3045.34%。受发改委陆续出台多项措施鼓励企业债发行的影响，2016年上半年，企业债发行规模大幅增长，同比增长79.79%。第二季度中期票据(指一般中期票据，不含中小企业集合票据和项目收益票据)和短期融资券(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)受二级市场违约事件频发，机构投资者的风险

偏好收紧，低评级信用债需求减少等原因影响，发行规模有所减小，但整体保持稳定状态。超短期融资券随着发债主体范围扩展至全部非金融法人企业，始终保持较快增长趋势，但第二季度有所回落。

利率债市场方面，地方政府债保持快速增长，发行规模进一步扩大，2016年上半年发行金额为3.58亿元，同比增长317.03%。同业存单继续延续2015年的井喷趋势，2016年上半年继续保持放量增长。

图表2. 2016年上半年主要债券产品发行情况

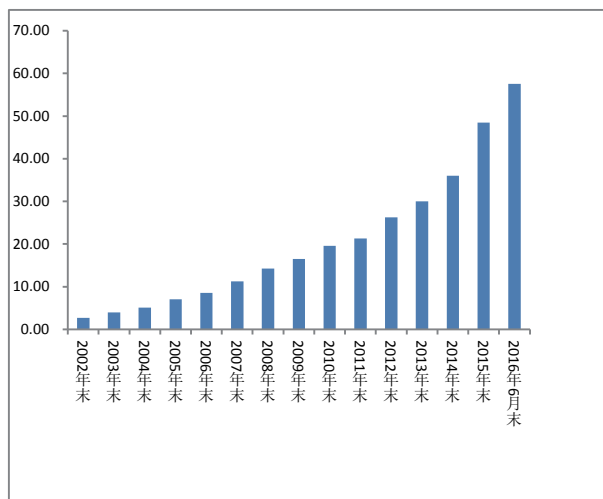
类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	70	0.52	13,677.60	7.46
地方政府债	599	4.47	35,755.00	19.49
同业存单	7,423	55.34	60,493.00	32.98
金融债	525	3.91	25,849.80	14.09
政策银行债	351	2.62	19,939.40	10.87
商业银行债	29	0.22	2,001.00	1.09
商业银行次级债券	35	0.26	1,036.00	0.56
保险公司债	2	0.01	135.00	0.07
证券公司债	60	0.45	1,668.80	0.91
证券公司短期融资券	39	0.29	718.60	0.39
其它金融机构债	9	0.07	351.00	0.19
企业债	268	2.00	3,256.50	1.78
一般企业债	268	2.00	3,256.50	1.78
集合企业债	0	0.00	0	0.00
公司债	1,351	10.07	14,156.01	7.72
一般公司债	449	3.35	6,918.53	3.77
私募债	902	6.72	7,237.48	3.95
中期票据	444	3.31	5,848.40	3.19
一般中期票据 (含PRN)	444	3.31	5,848.40	3.19

集合票据	0	0.00	0	0.00
短期融资券	1,351	10.07	18,040.55	9.84
一般短期融资券	376	2.80	3,245.55	1.77
超短期融资券	975	7.27	14,795.00	8.07
定向工具	392	2.92	3,088.95	1.68
国际机构债	1	0.01	30.00	0.02
政府支持机构债	0	0.00	0	0.00
资产支持证券	968	7.22	2,954.38	1.61
交易商协会ABN	13	0.10	33.68	0.02
证监会主管ABS	138	1.03	1,345.84	0.73
银监会主管ABS	809	6.03	1,512.75	0.82
可转债	10	0.07	200.52	0.11
可交换债	12	0.09	78.73	0.04
合计	13,414	100.00	183,429.43	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2016年6月末，全国债券市场存量债券余额57.55万亿元，比年初增加9.07万亿元，存量规模继续保持平稳增长。

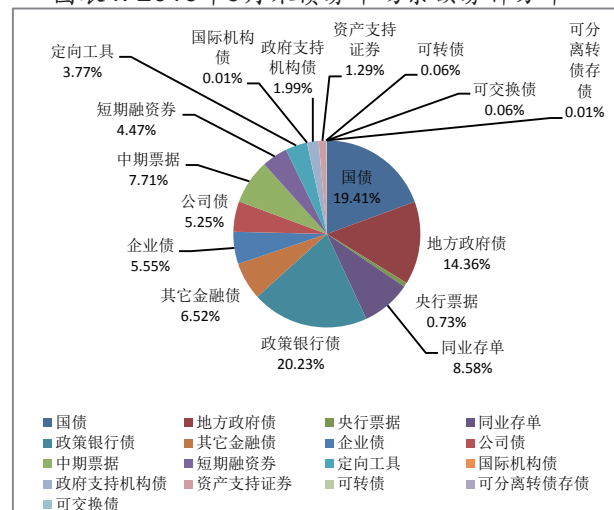
图表3. 2016年6月末债券市场存量债券余额（万亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从债券市场存量债券券种分布看，2016年6月末，国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计36.44万亿元，占比63.31%；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21.12万亿元，占比36.69%。

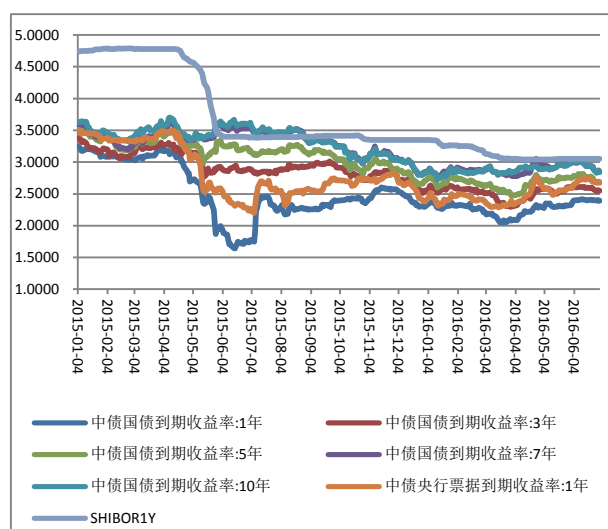
图表4. 2016年6月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2016年上半年，为应对经济下行压力，中国人民银行于2016年2月进行降准操作，自3月1日起普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。表现在债券市场收益率方面，2016年1、2月份，在债券市场供求关系相对平衡、市场主体对货币政策预期宽松、经济基础数据表现不佳以及机构配置需求释放等因素综合作用下，收益率小幅下行；3月末，呈企稳回升状态。二季度，不同期限国债收益率均有不同程度的回升，其中1年期国债收益率6月末由年初的2.09%上升至2.39%，上升30BP；3年、5年、7年和10年期国债收益率保持稳定，6月末与年初相比分别下降2BP、5BP、2BP和3BP。

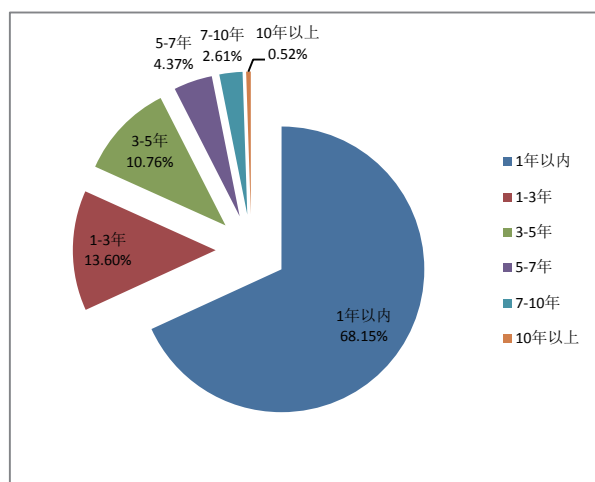
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2016年上半年发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的68.15%，1-3年、3-5年期、5-7年期、7-10年期以及10年以上期限占比分别为13.60%、10.76%、4.37%、2.61%和0.52%，5年期以下债券合计占比92.51%。

图表6. 2016年上半年债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

(一) 短期融资券和中期票据市场分析

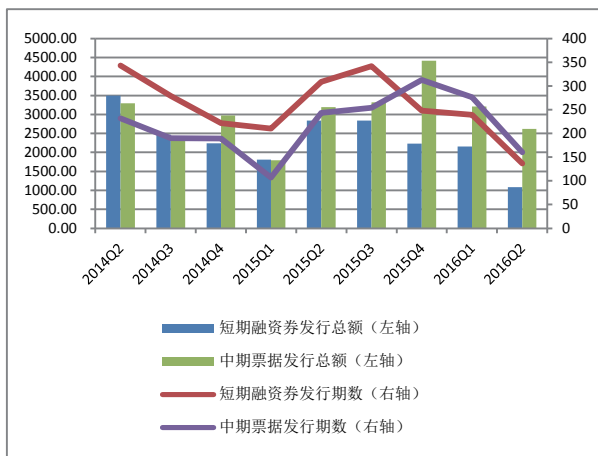
1. 非金融企业债务融资工具发行规模

2016年上半年，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行376期，同比下降27.55%；募集资金3245.55亿元，同比减少30.24%。中期票据(不含中小企业集合票据和项目收益票据)共发行436期，同比上升24.57%；募集资金5825.40亿元，同比增加16.88%。定向工具共发行392期，同比下降20.97%；募集资金3088.95元，同比减少9.85%。超短期融资券共发行975期，同比上升58.79%；募集资金14795.00亿元，同比增加40.32%。

2016年上半年，中期票据发行期数和金额同比有所增长；短期融资券和定向工具发行期数和金额同比均有所下降。

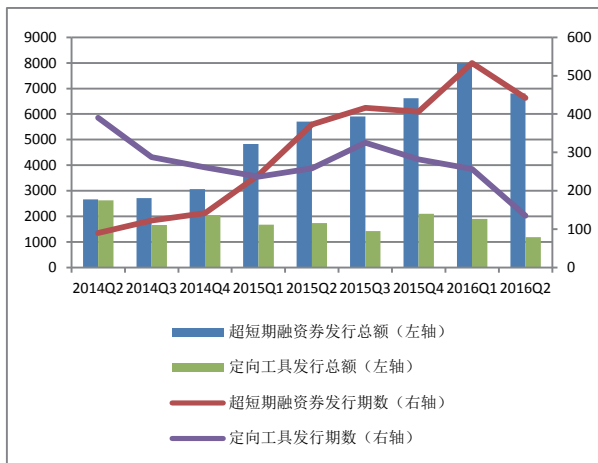
2016年2月，中国银行间市场交易商协会发布了新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》，放宽了发行超短融的门槛限制，取消了对超短融发行双评级之一满足AA、三年累计发行次数及金额等条件，受此影响，超短期融资券的发行主体进一步扩大，规模进一步增长。

图表7. 近年来短期融资券和中期票据发行情况
(亿元、期)



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表8. 近年来超短期融资券和定向工具发行情况
(亿元、期)

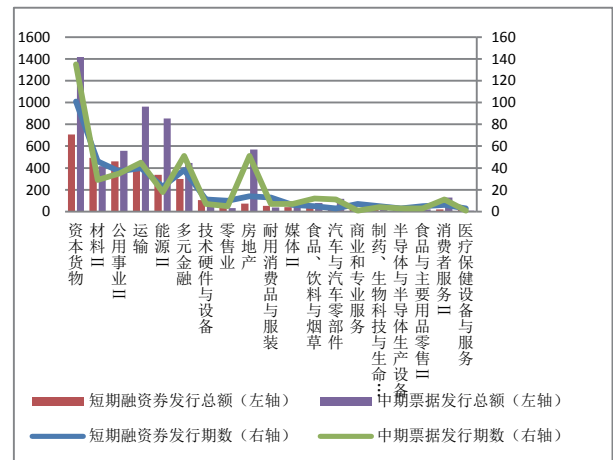


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2016年上半年短期融资券和中期票据发行人涉及18大行业，主要分布于资本货物、材料、公用事业、运输、能源和多元金融等领域。其中，材料等上述六大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为82.39%和75.80%，在中期票据中合计占比分别为79.84%和71.79%，行业集中度较高。房地产行业在中期票据市场上继续保持稳定增长的势头，发债规模进一步扩大，占比进一步提高。2016年上半年，发行金额和发行期数在中期票据中合计占比分别为9.77%和11.70%。

图表9. 2016年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况 (亿元、期)



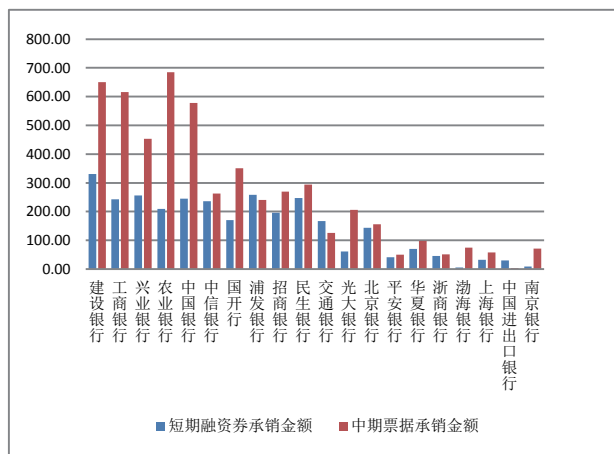
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2016年上半年，共有30家银行和13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，建设银行继续保持市场第一的位置，工商银行、兴业银行和农业银行紧随其后，中信、浦发、招商、

民生等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表10. 2016年上半年短期融资券和中期票据主要主承销商分布（亿元）



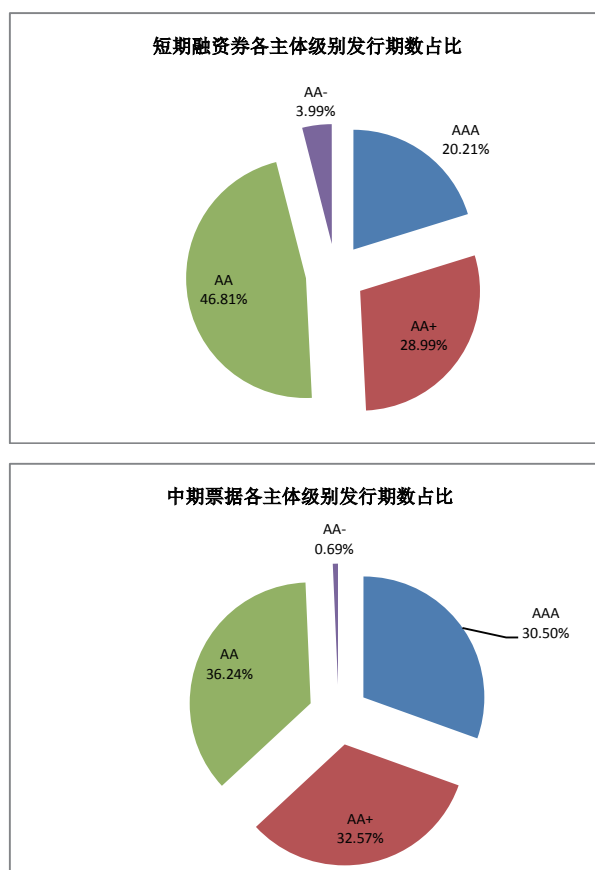
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 信用等级

2016年上半年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级等4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96.01%。A+及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，已退出债券市场。上半年短期融资券发行主体为AA-级的有15期，发行额合计42.70亿元，均为无担保债券。

2016年上半年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为99.31%。上半年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有3期，发行额合计9.00亿元，其中1期为无担保债券，2期为外部担保债券。

图表11. 2016年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

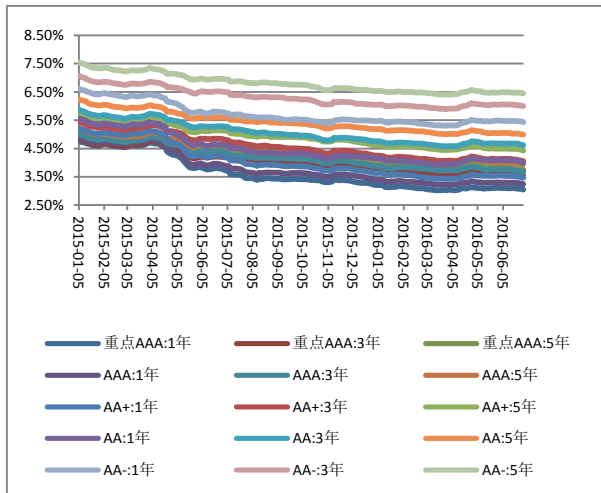


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2016年二季度银行间市场收益率小幅波动，但整体保持平稳，变动幅度较小，与债券市场整体收益率契合。从定价估值收益率看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率年初为3.39%，一季度末降为3.24%，二季度末与之持平，同年初相比下降15个BP；同期限AA级定价估值收益率年初为3.64%，一季季末为3.44%，二季度末升至4.00%，上升36BP。

图表12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



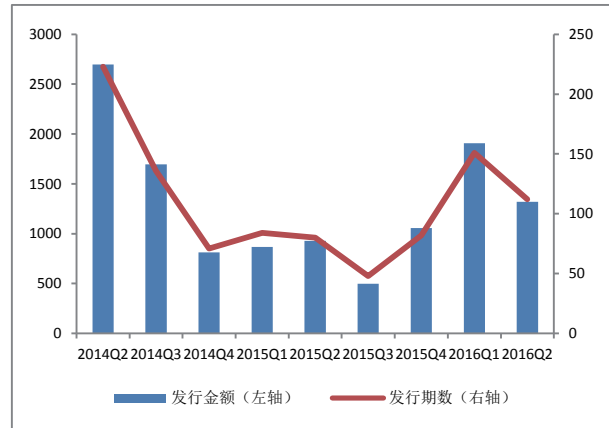
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2016年上半年，累计发行企业债券263期，同比上升60.37%；合计发行金额3228.00亿元，同比增加79.79%。2016年2月，发改委于官方网站发文《加强企业债券改革创新 支持重点领域重点项目融资》，文中肯定了企业债在直接融资中的作用，并表示将从四个方面推进企业债的发展：一是继续扩大企业债券发行规模，提高直接融资比重；二是进一步优化债券发行管理；三是扩大创新品种债券支持范围和发行规模；四是完善债券市场信用体系建设。这是继2015年政府出台多项放宽发债政策以来，又一项鼓励企业债发行的举措。因此，总体来看，城投企业未来的发债环境将会更加宽松，有望保持稳定增长。

图表13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

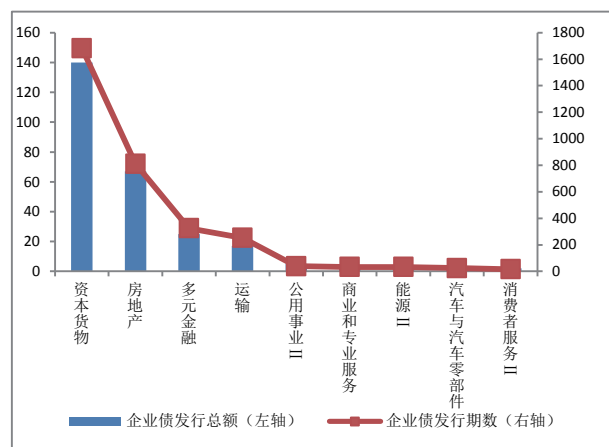


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2016年上半年企业债券发行人主要分布于资本货物、房地产、多元金融和运输等领域，发债主体主要为城投类企业。在上半年发行的263期企业债中，其中有252期属于城投债，占比高达95.82%。

图表14. 2016年上半年企业债券发行行业分布（亿元、期）

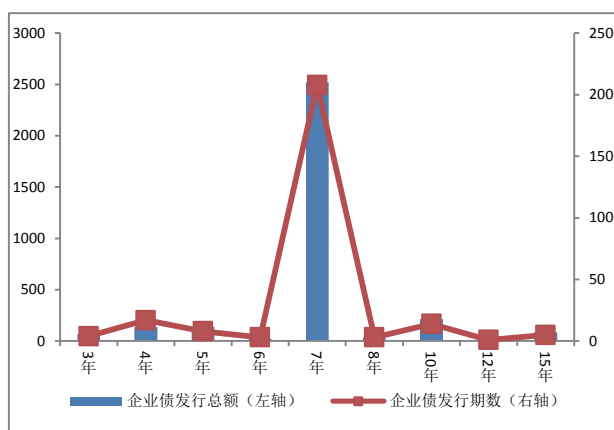


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

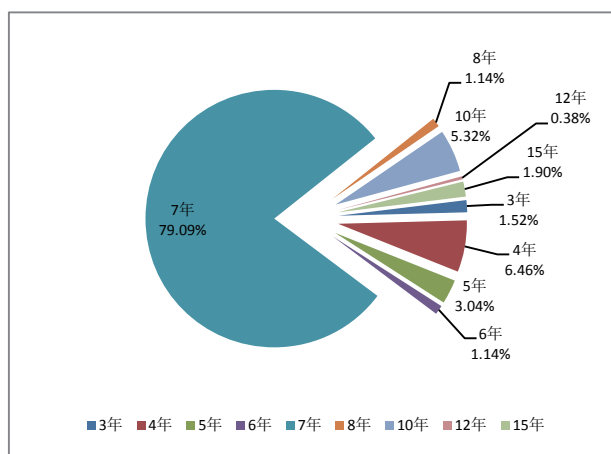
从企业债券的期限结构看，2016年上半年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为79.09%和78.08%；7年及以上债券合计占比分别为87.83%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表15. 2016年上半年企业债券发行期限结构（亿元、期）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

表16. 2016年上半年企业债券各期限发行期数占比



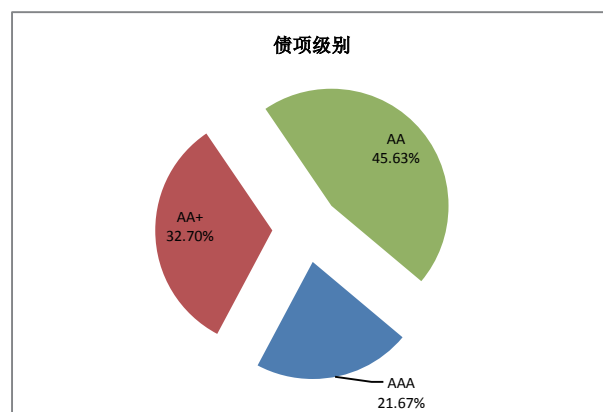
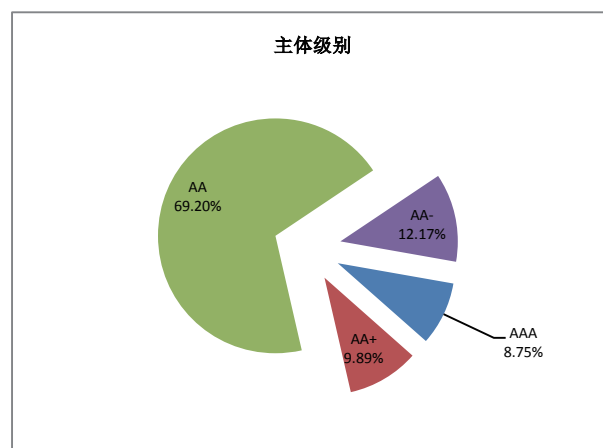
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2016年上半年发

行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为12.17%，AA级期数占比为69.20%，这两个级别的发行主体占了企业债的80%以上。发行债项信用等级最低为AA级，占比为45.63%，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. 2016年上半年企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）



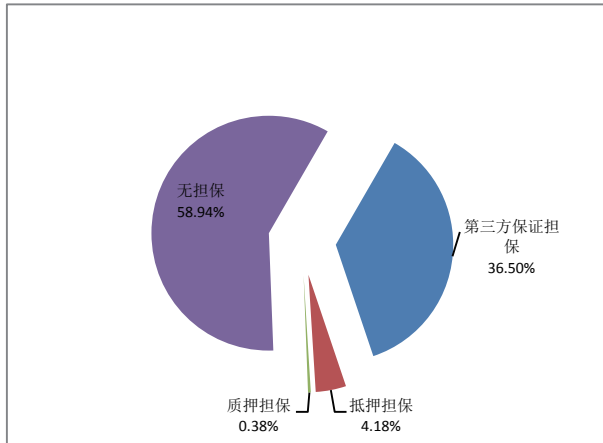
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2016年上半年发行的企业债券主要为无担保债券，占比为58.94%。其他债券采取了第三方保证担保、抵押担保等增信方式。其中，第三方保证担保债券占比为

36.50%，抵押担保债券为4.18%。

图表18. 2016年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）

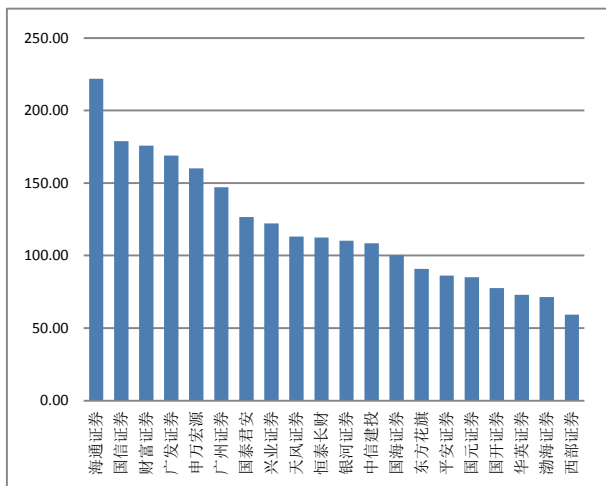


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

2016年上半年共有60家证券公司和1家银行（工商银行）参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，海通证券、国信证券、财富证券分列前三甲。海通证券后来居上，跃居首位，国信证券固定收益承销在上半年表现优异。

图表19. 2016年上半年企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

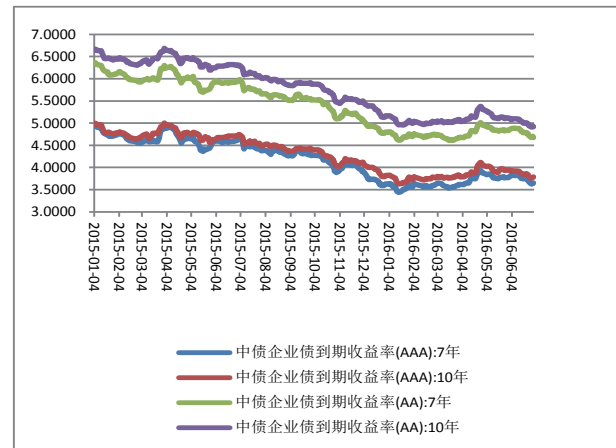


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

7. 发行利率分析

2016年上半年，企业债市场收益率曲线走势与总体市场收益率走势类似，先降后升。1-2月，在较弱的经济基本面、宽松货币政策预期以及机构年初对城投债的配置需求下，企业债收益率小幅下行；3月开始回升，4月底达到上半年的顶峰，之后波动中趋于下降。6月末中债企业债AAA级7年期收益率升至3.65%，较年初上升1BP；AA级7年期收益率6月末为4.68%，较年初下降13BP。

图表20. 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

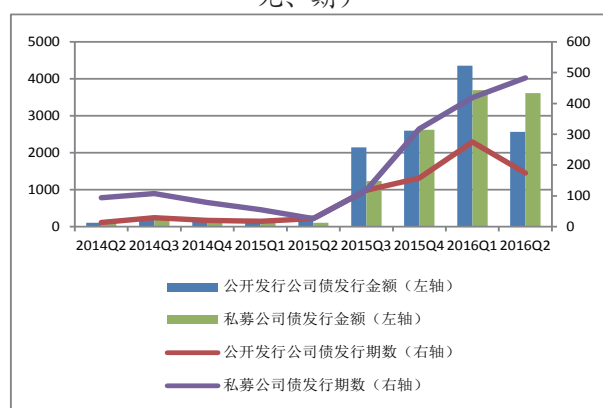
1. 发行规模

2016年上半年，交易所公司债公开发发行449期，同比大幅增加920.45%；发行金额6918.53亿元，同比增加1262.61%。交易所私募债发行902期，同比大幅上升1013.58%；发行金额7303.48亿元，同比增加3045.34%。

2015年初证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》对公司债发行形成重大

利好，公司债市场发行规模自2015年三季度以来快速发展，尤其是私募债，发行量大幅上升。私募债发债主体也由原先较低等级的中小企业转变为全等级甚至不乏高信用等级主体，中小企业私募债几乎难觅踪影，之前中小企业信用风险事件频发的状况得以改观。

图表21. 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）

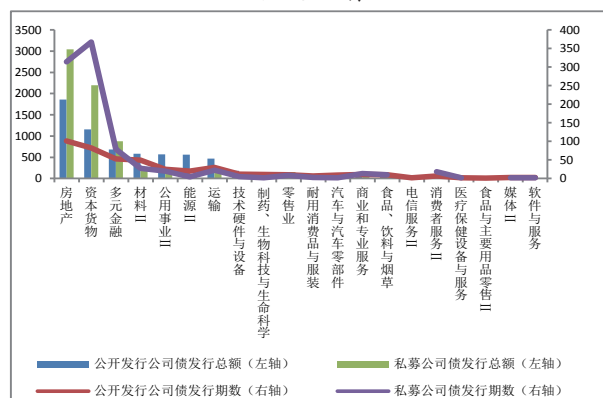


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2016年上半年公司债发行人主要分布在房地产、资本货物、多元金融、材料和公用事业等领域。其中，房地产仍为发行公司债券数量最多的行业。

图表22. 2016年上半年公司债发行所属行业分布（亿元、期）



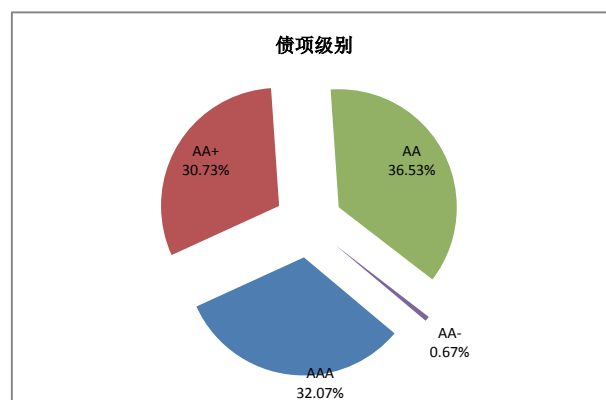
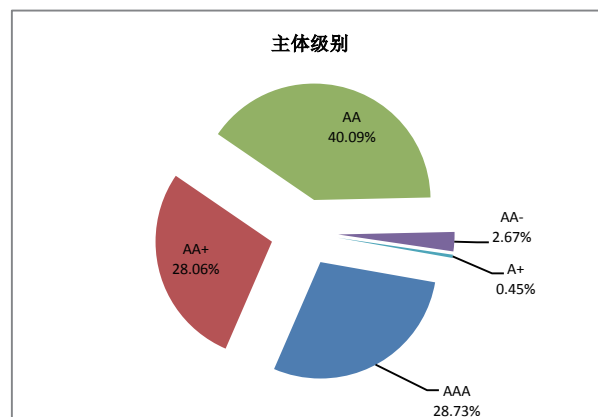
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2016年上半年发行的公司债的主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.45%、2.67%、40.09%、28.06%和28.73%。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0.67%、36.53%、30.73%和32.07%。

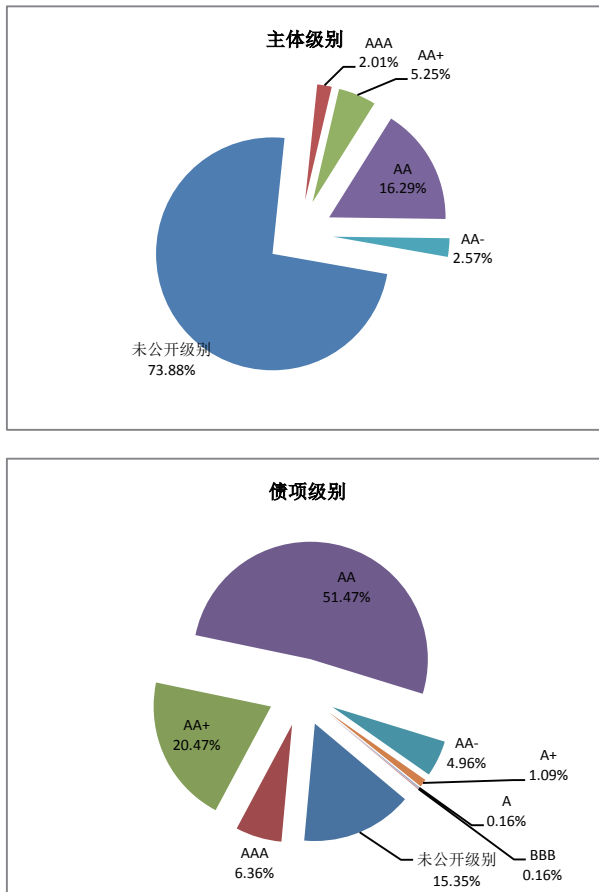
私募公司债已公开的主体信用等级包括A~AAA六个级别，并以AA级别为主；发行债项信用等级包括A~AAA六个级别，以AA及以上级别为主。

图表23. 2016年上半年公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表24. 2016年上半年私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

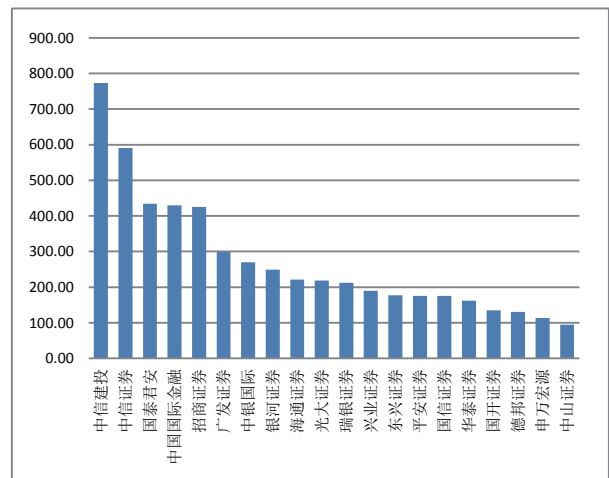


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2016年上半年共有62家证券公司参与了公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中心建设、中信证券和国泰君安排名前三。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25. 2016年上半年公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

◆ 市场研究

2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 郭文渊/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，2016年上半年度债券市场主体跟踪评级信用等级保持了较高的稳定性。

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债券数据库，数据采集时间为2016年7月12日，数据时限是2016年上半年度（2016.1.1~2016.6.30）。

二、2016年上半年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2016年上半年度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2016年上半年度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2014个。我们对2016年上半年度信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵。详见下表：

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2015年或2016年上半年度没有等级记录的样本。

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

2016年二季度开始，新世纪评级信用等级迁移分析启用购买的Wind债券数据库，由于数据信息量比Wind客户端全面，故数据结果与前期存在一定差异，同期比较分析时，我们采用Wind债券数据库的分析结果。

图表 1. 2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2016年6月末 2015年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
AAA	298	3	1				302
AA+	33	363	12	6			414
AA		63	1001	15	1	2	1082
AA-			36	137	7	1	181
A+				4	7	2	13

图表 2. 2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.68%	0.99%	0.33%			
AA+	7.95%	87.47%	2.89%	1.45%		
AA		5.81%	92.34%	1.38%	0.09%	0.18%
AA-			19.46%	74.05%	3.78%	0.54%
A+				25.00%	43.75%	12.50%

注： 1. 山西煤炭进出口集团有限公司从AAA级下调两个子级至AA级，由新世纪评级；

2. 国投新集能源股份有限公司、中国铁路物资股份有限公司和郑州煤炭工业（集团）有限公司从AA+级下调两个子级至AA-级，由大公评级；沈阳煤业（集团）有限责任公司、义马煤业集团股份有限公司和中国城市建设控股集团有限公司由AA+级下调两个子级至AA-级，由联合资信评级；

3. 内蒙古北方重工业集团有限公司从AA级下调两个子级至A+级，由中诚信国际评级；

4. 黑牛食品股份有限公司和山东新查庄矿业有限责任公司从AA级下调三个子级至A级，由鹏元评级；

5. 国奥投资发展有限公司从AA-级下调两个子级至A级，由鹏元评级；中国庆华能源集团有限公司从AA-级下调三个子级至A-级，由联合资信评级；

6. 2016年上半年内存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有四川煤炭、东北特钢、中煤集团山西华昱能源、武汉国裕物流、内蒙古霍林河煤业、亚邦投资、柳州化工、太原煤气、云南云维、肥城矿业、淄博宏达矿业、南京雨润和谷神生物，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再入列。

2016年上半年度主体等级向上迁移的主体136家，向下迁移的主体69家，等级迁移仍以上升为主。与上年同期相比，等级向上迁移数量增加5家，向下迁移数量增加38家，整体向上迁移率由7.06%下降至6.75%，向下迁移率由1.67%上升至3.43%，向下迁移趋势显著增强，且AA+级下调至AA-级的数量显著增多，2015年上半年为0家，2016年上半年为

6家。2016年上半年度主体信用稳定性较高，AAA级~AA级保持在上年末等级的概率较高（图表1和图表2），等级稳定性整体上保持了随等级上升而上升的规律。与上年度同期等级迁移矩阵相比，2016年上半年度AA-级与A+级稳定性下降较为显著，分别下降6.38个和20.54个百分点。

新世纪评级根据Wind债券数据库，整理近五年以来债券市场等级迁移调整情况。从整体来看，2011~2016年上半年度债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级向上迁移的数量多于向下迁移的数量。从迁移数量上来看，等级向上迁移数量和向下迁移数量均呈逐年上升趋势，市场跟踪评级总量也保持了逐年增长的态势。从上调率来看，虽然每年的向上迁移绝对数量呈增长趋势，但整体的向上迁移率在2011~2014年呈现下降趋势，2015年有所反弹。下调率方面，近五年基本呈现逐年上升的趋势，且2016年将会有大幅上升的可能。

图表 3. 2011~2016年上半年债券市场等级迁移调整情况

年份	上调	下调	维持	合计	上调率	下调率	维持率
2011年	124	3	700	827	14.99%	0.36%	84.64%
2012年	160	8	1086	1254	12.76%	0.64%	86.60%
2013年	168	40	1755	1963	8.56%	2.04%	89.40%
2014年	186	41	2109	2336	7.96%	1.76%	90.28%
2015年	259	64	2367	2690	9.63%	2.38%	87.99%
2016年上半年	136	69	1809	2014	6.75%	3.43%	89.92%
2015年上半年	131	31	1694	1856	7.06%	1.67%	91.27%

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，2016年上半年度债券市场存续的各类型债券的主体跟踪情况为短期融资券649家、中期票据831家、企业债1016家、公司债699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148家、中期票据166家、企业债169家、公司债108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4~11。

(一) 短期融资券迁移矩阵

图表 4. 2016年上半年度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	124	99.19%	0.81%			
AA+	166	5.42%	89.76%	3.01%	1.20%	
AA	304		6.91%	90.46%	1.97%	
AA-	49			16.33%	77.55%	2.04%
A+	3				66.67%	33.33%

图表 5. 2016年上半年度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	15	100.00%			
AA+	38		100.00%		
AA	79		5.06%	91.14%	3.80%
AA-	14			14.29%	85.71%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 6. 2016年上半年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	233	98.71%	0.86%	0.43%		
AA+	232	7.76%	86.64%	3.02%	2.16%	
AA	341		9.68%	87.10%	2.35%	0.29%
AA-	17			35.29%	58.82%	
A+	2					50.00%

图表 7. 2016年上半年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	25	100.00%			
AA+	48	2.08%	97.92%		
AA	88		5.68%	90.91%	3.41%
AA-	4			25.00%	75.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 8. 2016年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	142	97.89%	1.41%	0.70%		
AA+	198	7.58%	87.37%	3.03%	1.52%	
AA	599		4.34%	94.99%	0.50%	
AA-	74			22.97%	68.92%	5.41%
A+	2					100.00%

图表 9. 2016年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	11	100.00%			
AA+	36	2.78%	97.22%		
AA	113		5.31%	92.92%	1.77%
AA-	9			11.11%	77.78%

（四）公司债迁移矩阵

图表 10. 2016年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	124	98.39%	0.81%	0.81%		
AA+	156	7.69%	89.74%	2.56%		
AA	347		6.05%	91.35%	2.31%	
AA-	60			20.00%	76.67%	3.33%
A+	9				22.22%	33.33%

图表 11. 2016年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	17	100.00%			
AA+	32	3.12%	96.88%		
AA	56		3.57%	92.86%	3.57%
AA-	1				100.00%

从各类型债券主体2016年上半年度的信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），各类型债券呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移概率越高的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。各券种AA级以上等级的稳定性较高，均为85%以上。2016年上半年度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为6.16%、6.86%、5.71%和6.72%；等级向下迁移的概率分别为3.54%、4.09%、2.36%和3.15%。

从新世纪评级的各债券品种的迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2016年上半年度新世纪评级各券种主体信用等级迁移稳定与市场总体趋同，主体级别主要分布在AAA~AA级，且等级稳定性均较高。AA-级及以下级别样本量较小，与各券种等级迁移矩阵特征一致。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2016年上半年度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对2016年上半年度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为363个、410个、383个、307个、

446个，新世纪评级对各机构跟踪评级的主体信用等级迁移数据进行统计，计算迁移概率，并建立迁移矩阵。其他机构上半年度跟踪评级样本量较小，本期暂不统计。

（一）新世纪迁移矩阵

图表 12. 2016年上半年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	35	100.00%			
AA+	85	2.35%	97.65%		
AA	213		4.69%	92.96%	2.35%
AA-	26			15.38%	80.77%

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 13. 2016年上半年度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	110	99.09%	0.91%		
AA+	105	9.52%	87.62%	2.86%	
AA	169		10.65%	88.17%	0.59%
AA-	23			26.09%	73.91%

（三）大公迁移矩阵

图表 14. 2016年上半年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	65	98.46%	1.54%			
AA+	84	3.57%	91.67%	1.19%	3.57%	
AA	196		4.59%	94.39%	1.02%	
AA-	32			9.38%	81.25%	3.12%
A+	3					100.00%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 15. 2016 年上半年度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	59	98.31%	1.69%				
AA+	80	15.00%	75.00%	6.25%	3.75%		
AA	148		9.46%	85.81%	2.70%		
AA-	16			6.25%	75.00%	12.50%	
A+	3				33.33%	33.33%	33.33%

(五) 鹏元迁移矩阵

图表 16. 2016 年上半年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	8	100.00%					
AA+	49	4.08%	85.71%	10.20%			
AA	311		2.25%	97.11%			0.64%
AA-	72			18.06%	73.61%	4.17%	1.39%

(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12~16），各机构AAA~AA级维持原等级的比例均很高：除去联合资信AA+级稳定性为75.00%，其他均在85%以上。AAA级，新世纪和鹏元为100%，中诚信国际、联合资信和大公均有一家主体下调至AA+。AA+级维持原等级的比例为：新世纪97.65%、大公91.67%、中诚信国际87.62%、鹏元85.71%、联合资信75.00%。AA级维持原等级的比例为：鹏元97.11%、大公94.39%、新世纪92.96%、中诚信国际88.17%、联合资信85.81%。AA-级维持原等级的比例为大公81.25%、新世纪80.77%、联合资信75.00%、中诚信国际73.91%、鹏元73.61%。

2016年上半年度各机构跟踪评级主体整体稳定性较高，由高到低分别为：新世纪93.11%、大公92.69%、鹏元91.03%、中诚信国际89.51%、联合资信84.36%。

图表 17. 2016年上半年度债券市场各机构跟踪评级等级调整情况

机构	上调	下调	维持	合计	上调率	下调率	维持率
新世纪	18	7	338	363	4.96%	1.93%	93.11%
中诚信国际	34	9	367	410	8.29%	2.20%	89.51%
大公	15	13	355	383	3.92%	3.39%	92.69%
联合资信	28	20	259	307	9.12%	6.51%	84.36%
鹏元	23	17	406	446	5.16%	3.81%	91.03%

五、总结

基于对2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2016年上半年度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2016年上半年度债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级迁移向上迁移的数量仍多于向下迁移的数量，但向下迁移趋势有所增强。

2. 与2015年同期债券市场主体等级迁移矩阵相比，向下迁移趋势显著增强，AA-级与A+级稳定性下降较为显著，分别下降6.38个和20.54个百分点。

3. 债券市场中各类型债券主体，AA-级及以下级别的评级数量较小，其稳定性不可比外，AAA~AA级信用等级的稳定性均较高。

4. 各评级机构AAA级~AA级的等级稳定性均较高，除去联合资信AA+级稳定性为75.00%，其他均在85%以上。

◆ 市场研究

2016年上半年短期融资券利差分析

何金中 王衡 杜永康/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，2016年上半年发行的短期融资券的主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，利差与主体信用等级存在较好的对应关系，主体信用等级对短期融资券利差具有显著区分度。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2016年上半年短期融资券共发行376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8个样本，有效样本共计368个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有13个，最终获得355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四个级别：AAA级、AA+级、AA级和AA-级，各等级的样本量分别为73个、101个、167个和14个。从发行数量看，短期融资券主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，占比达96%以上（图表1）。从发行规模来看，短期融资券的主体信用等级分布亦主要集中于AA级及以上级别，占比达98.67%。

图表1. 2016年上半年发行的短期融资券主体信用等级分布

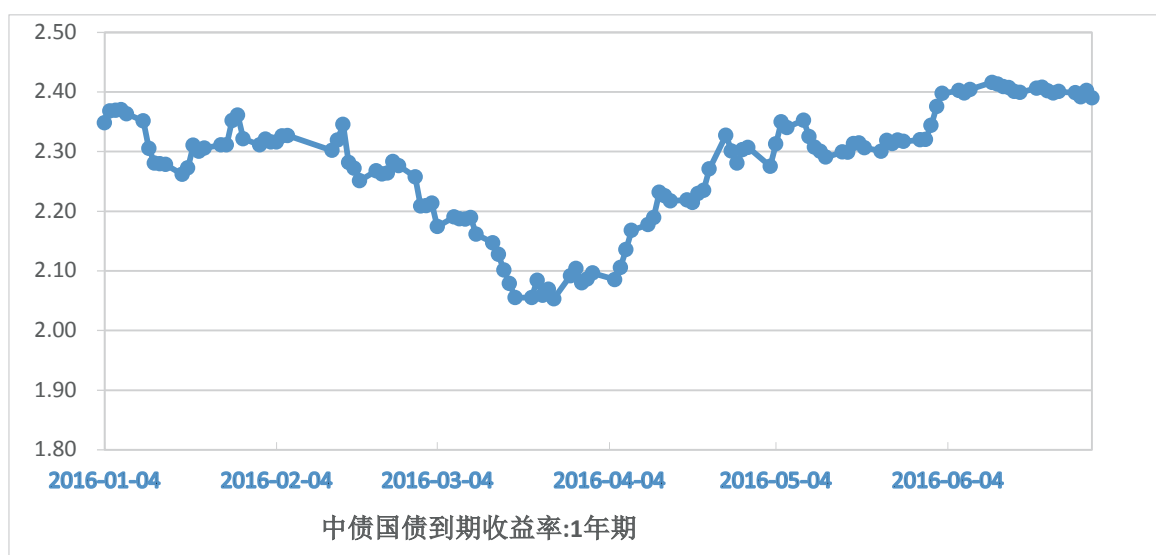
主体等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	73	20.56%	1329.5	42.50%
AA+	101	28.45%	861.9	27.55%
AA	167	47.04%	895.2	28.62%
AA-	14	3.94%	41.7	1.33%
合计	355	100.00%	3128.3	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

（二）基准利率走势分析

2016年上半年，国债利率先降后升。具体来说，2016年初至2月末，国债利率基本在2.20%~2.35%区间波动；3月，在年内首次全面降准刺激下，国债价格上涨，国债利率快速下降并脱离前期运行区间。2016年第二季度，随着商品市场持续火爆，货币政策回归稳健预期，国债价格下降，国债利率逐渐上升并于6月稳定于2.40%附近。

图表2. 2016年上半年国债利率走势（%）



数据来源：Wind 资讯

（三）利率、利差与信用等级的对应关系

2016年上半年短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低（图表3）。从发行利率的均值来看，各等级短期融资券对应的发行利率均值分别为：AAA级3.24%、AA+级3.39%、AA级4.19%、AA-级6.06%。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。2016年上半年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的发行利差、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-级的利差级差扩大比较明显。

图表3. 2016年上半年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)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	73	2.48~6.00	3.24	0.69	99.08	NR	69.35	0.70
AA+	101	2.70~7.39	3.39	0.77	113.83	14.75	75.40	0.66
AA	167	2.80~8.00	4.19	1.17	195.06	81.23	115.10	0.59
AA-	14	4.20~7.50	6.06	0.91	380.91	185.85	93.45	0.25

注：1. 发行利差为短期融资券的发行利率减去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. 2016年上半年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	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	73	2.30~6.10	3.28	0.72	104.37	NR	72.13	0.69
AA+	101	2.77~7.46	3.46	0.76	120.83	16.45	75.08	0.62
AA	167	2.80~8.11	4.27	1.16	203.28	82.46	114.9	0.57
AA-	14	4.27~7.50	6.13	0.90	387.08	183.80	90.97	0.24

注：1. 交易利差为短期融资券的上市首日收益率减去与短期融资券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、短期融资券利差的影响因素分析

考虑到大部分样本组间方差齐性检验较难通过，为检验主体信用等级及评级机构是否对短期融资券利差有影响，我们采用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验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

为检验主体信用等级对利差的影响是否显著，我们分别对AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AAA级与AA-级、AA+级与AA级、AA+级与AA-级、AA级与AA-级间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表5、图表6）：在0.05置信水平下，各主体等级对应短期融资券的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异，主体信用等级对短期融资券的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表5. 2016年上半年主体信用等级对短期融资券发行利差的Mann-Whitney U检验

组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	AA+	5320.0	9905.0	2619.0	-3.256	0.001
	AA	4804.5	24115.5	2103.5	-8.068	0.000
	AA-	2719.0	1109.0	18.0	-5.695	0.000
AA+	AA	8770.5	27275.5	3619.5	-7.829	0.000
	AA-	5192.0	1478.0	41.0	-5.697	0.000
AA	AA-	14295.0	2176.0	267.0	-4.790	0.000

图表6. 2016年上半年主体信用等级对短期融资券交易利差的Mann-Whitney U检验

组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	AA+	5381.5	9843.5	2680.5	-3.068	0.002
	AA	4818.0	24102.0	2117.0	-8.040	0.000
	AA-	2719.0	1109.0	18.0	-5.695	0.000
AA+	AA	8685.0	27361.0	3534.0	-7.968	0.000
	AA-	5190.0	1480.0	39.0	-5.714	0.000
AA	AA-	14302.0	2169.0	274.0	-4.753	0.000

（二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

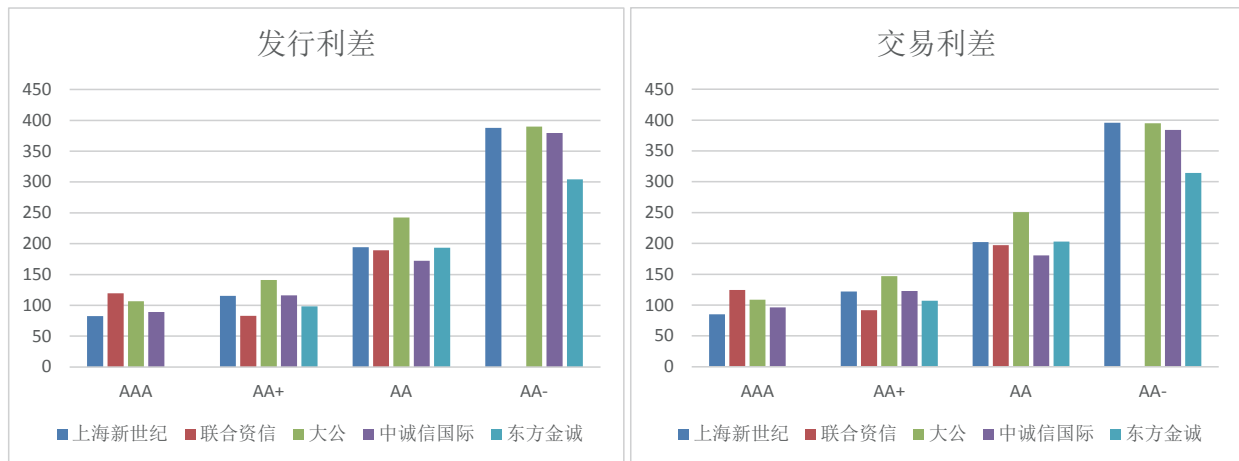
从2016年上半年各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除联合资信外，各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降（图表7~图表9）。

图表7. 2016年上半年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		72	79	72	118	14	355
AAA	样本量	7	18	13	35	—	73
	均值	82.44	119.38	106.45	89.22	—	99.46
	标准差	38.15	91.95	74.70	57.75	—	66.66
AA+	样本量	22	22	23	30	4	101
	均值	115.31	83.17	141.30	116.22	98.45	110.40
	标准差	96.21	24.64	92.85	66.71	34.15	64.84
AA	样本量	39	39	30	50	9	167
	均值	194.10	189.39	242.42	172.12	193.31	197.09
	标准差	107.75	120.82	132.16	103.70	96.84	114.63
AA-	样本量	4	—	6	3	1	14
	均值	387.70	—	389.87	379.47	304.29	366.59
	标准差	20.70	—	115.36	139.92	—	92.10

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表8. 2016年上半年各评级机构短期融资券发行利差、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9. 2016年上半年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		72	79	72	118	14	355
AAA	样本量	7	18	13	35	—	73
	均值	84.87	124.48	108.89	96.26	—	103.62
	标准差	43.65	93.75	79.77	60.62	—	69.45
AA+	样本量	22	22	23	30	4	97
	均值	122.16	91.55	147.12	123.01	106.97	118.16
	标准差	97.59	25.12	90.89	66.85	33.30	62.75
AA	样本量	39	39	30	50	9	158
	均值	202.09	197.16	250.84	180.48	203.16	206.75
	标准差	109.67	120.27	131.96	101.90	97.35	112.23
AA-	样本量	4	—	6	3	1	13
	均值	395.69	—	394.98	384.11	314.17	372.24
	标准差	22.01	—	112.74	135.20	—	89.98

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7~图表9显示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。为进一步检验评级机构对利差影响的显著性，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验，但考虑到样本数量，同一主体级别下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果

汇总见图表10、图表11。

图表10. 2016年上半年评级机构对短期融资券发行利差影响的Mann-Whitney U检验汇总

主体等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	大公	联合资信	201	295	110	-0.28	0.779
		新世纪	135	75	44	-0.119	0.905
		中诚信国际	327.5	848.5	218.5	-0.209	0.835
	联合资信	新世纪	236	89	61	-0.121	0.904
		中诚信国际	511	920	290	-0.470	0.639
	新世纪	中诚信国际	149	754	121	-0.051	0.960
AA+	大公	联合资信	660	375	122	-2.974	0.003
		新世纪	601	434	181	-1.635	0.102
		中诚信国际	707	724	259	-1.543	0.123
	联合资信	新世纪	427	563	174	-1.596	0.110
		中诚信国际	500	878	247	-1.537	0.124
	新世纪	中诚信国际	573	805	320	-0.185	0.853
AA	大公	联合资信	1165	1250	470	-1.392	0.164
		新世纪	1166	1249	469	-1.404	0.160
		中诚信国际	1462	1778	503	-2.455	0.014
		东方金诚	621	159	114	0.484	0.501
	联合资信	新世纪	1467	1614	687	-0.735	0.463
		中诚信国际	1820	2185	910	-0.537	0.591
		东方金诚	915	261	135	0.285	0.296
	新世纪	中诚信国际	1891.5	2113.5	838.5	-1.129	0.259
		东方金诚	940	236	160	-0.409	0.682
	中诚信国际	东方金诚	1454	316	179	-0.970	0.332

图表11. 2016年上半年评级机构对短期融资券交易利差影响的Mann-Whitney U检验汇总

主体等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	大公	联合资信	199	297	108	-0.360	0.719
		新世纪	140	70	42	-0.277	0.782
		中诚信国际	320	856	226	-0.035	0.972
	联合资信	新世纪	243	82	54	-0.545	0.586
		中诚信国际	500	931	301	-0.263	0.793
	新世纪	中诚信国际	118	785	90	-1.097	0.273
AA+	大公	联合资信	649	386	133	-2.725	0.006
		新世纪	597	438	185	-1.544	0.123
		中诚信国际	700	731	266	-1.418	0.156
	联合资信	新世纪	433	557	180	-1.455	0.146
		中诚信国际	578	800	252	-1.445	0.149
	新世纪	中诚信国际	573	805	325	-0.093	0.926
AA	大公	联合资信	1171	1244	464	-1.465	0.143
		新世纪	1164	1251	471	-1.380	0.168
		中诚信国际	1458	1782	507	-2.415	0.016
		东方金诚	620	160	115	-0.667	0.505
	联合资信	新世纪	1472	1609	692	-0.685	0.494
		中诚信国际	1811	2194	919	-0.463	0.643
		东方金诚	914	262	134	-1.096	0.273
	新世纪	中诚信国际	1871	2134	859	-0.959	0.337
		东方金诚	938	238	158	-0.462	0.644
	中诚信国际	东方金诚	1449	321	174	-1.075	0.282

主体信用等级为AAA级Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，参与检验的各机构间所评AAA级短期融资券发行利差、交易利差均无显著差异。

主体信用等级为AA+级Mann-Whitney U检验结果显示：0.05置信水平下，除联合资信和大公间所评AA+级短期融资券发行利差、交易利差有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

主体信用等级为AA级Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，除大公与中诚信国际间所评AA级短期融资券发行利差、交易利差有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

◆ 市场研究

2016年上半年中期票据和企业债利差分析

何金中 王衡 杜永康/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）中期票据发行概况

2016年上半年共有367家企业累计发行436期中期票据（不含集合票据），发行总规模达到人民币5825.40亿元。已发行的436期中期票据债项等级包括从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152期，占比为34.86%；其次为AA+和AAA级，发行量分别为142期和141期，占比分别为32.57%和32.34%。从发行规模看（图表1），AAA级的发行规模最大，发行占比高达62.21%。

图表1. 2016年上半年中期票据发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	141	32.34%	3624.1	62.21%
AA+	142	32.57%	1285.7	22.07%
AA	152	34.86%	913.6	15.68%
AA-	1	0.23%	2	0.03%
合计	436	100.00%	5825.4	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241期，占总发行量的55.28%；其次为3年期，共发行164期，占比为37.61%；7年期共发行22期；其余各期限发行期数均较少。

图表2. 2016年上半年中期票据发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	5年	7年	10年	合计
AAA	—	45	76	17	3	141
AA+	—	45	93	2	2	142
AA	3	73	72	3	1	152
AA-	—	1	—	—	—	1
合计	3	164	241	22	6	436

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：中期票据的发行期限主要是3年期和5年期，债项等级主要是AAA级、AA+级和AA级。

以AAA级中期票据为例，3年期的AAA级45期，占同期限发行量的27.43%；5年期的AAA级有76期，占同期限发行量的31.53%；7年期、10年期的AAA级分别为17期、3期，相比AAA级，AA级和AA-级发行的7年期和10年期的债券期数更少，这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318¹期（3年期140个样本，5年期178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。

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的发行利率均值；第二，除AA级以外，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

¹本统计剔除具有特殊延期和赎回条款样本，其中3年期剔除24个，5年期剔除64个。

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，发行利差均值越小。

图表3. 2016年上半年中期票据各期限、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	39	2.90~6.50	3.56	0.68	105.82	NR	67.66	0.64
	AA+	34	3.09~5.95	3.89	0.60	137.37	31.55	58.76	0.43
	AA	66	3.19~7.50	4.77	1.14	228.82	91.46	112.39	0.49
	AA-	1	6.00~6.00	6.00	—	341.87	113.05	—	—
5年	AAA	58	3.04~6.80	3.78	0.72	111.99	—	72.30	0.65
	AA+	56	3.30~5.50	3.99	0.43	133.15	21.16	41.03	0.31
	AA	64	3.60~5.90	4.40	0.50	176.07	42.93	46.80	0.27

注：1.发行利差为中期票据的发行利率减去与中期票据起息日、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. 2016年上半年中期票据各期限、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	39	3.04~6.53	3.76	0.82	109.70	—	67.57	0.62
	AA+	34	3.05~5.95	4.00	0.62	139.33	29.63	59.01	0.42
	AA	66	3.49~7.67	4.98	1.22	231.15	91.82	111.67	0.48
	AA-	1	5.98~5.98	5.98	—	343.97	112.82	—	—
5年	AAA	58	3.05~6.81	3.81	0.72	114.86	—	71.90	0.63
	AA+	56	3.32~5.52	4.01	0.43	135.64	20.78	41.16	0.30
	AA	64	3.60~5.90	4.42	0.50	177.78	42.13	46.58	0.26

注：1.交易利差为中期票据的上市首日收益率减去与中期票据上市日、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债项等级的差异：第一，高债项等级中期票据的上市首日利率均值都低于同期限低债项等级中期票据的上市首日利率均值；第二，除AA级以外，期限短的中期票据上市首日利率均值低于期限较长的上市首日利率均值；第三，中期票据的债项等级与交易利差呈现负相关关系，即债项等级越高，上市首日利率越低，交易利差均值越小。

为检验债项等级对3年期中期票据利差影响的显著性²，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级3年期中期票据间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表5）：在0.05置信水平下，各债项等级对应3年期中期票据的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异，债项等级对3年期中期票据的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表5. 2016年上半年债项等级对3年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

类型	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
发行利差	AAA	AA+	1120.5	1580.5	340.5	-3.566	0.000
		AA	1108.0	4457.0	328.0	-6.360	0.000
	AA+	AA	1105.5	3944.5	510.5	-4.450	0.000
交易利差	AAA	AA+	1137.0	1564.0	357.0	-3.384	0.001
		AA	1112.0	4453.0	332.0	-6.333	0.000
	AA+	AA	1103.0	3947.0	508.0	-4.468	0.000

为检验债项等级对5年期中期票据利差影响的显著性，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级5年期中期票据间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表6）：在0.05置信水平下，各债项等级对应5年期中期票据的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异，债项等级对5年期中期票据的发行利差、交易利差具有显著区分度。

²由于债项等级为AA-级的3年期中票仅1个样本，不参与检验

图表6. 2016年上半年债项等级对5年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

类型	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
发行利差	AAA	AA+	2506.5	4048.5	795.5	-4.696	0.000
		AA	2122.0	5381.0	411.0	-7.408	0.000
	AA+	AA	2365.5	4894.5	769.5	-5.379	0.000
交易利差	AAA	AA+	2517.0	4038.0	806.0	-4.636	0.000
		AA	2120.0	5383.0	409.0	-7.418	0.000
	AA+	AA	2377.0	4883.0	781.0	-5.318	0.000

(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（除了AA-等级，共139期）和5年期（178期）中期票据共317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（图表7~图表10）：3年期和5年期，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。债项等级越高，发行利差、交易利差越小。

图表7. 2016年上半年各评级机构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	东方金诚	总计
样本总量		33	36	30	33	7	139
AAA	样本量	8	9	8	13	1	39
	均值	95.91	82.43	140.77	106.77	103.60	105.82
	标准差	39.07	42.62	118.00	54.61	—	67.66
AA+	样本量	11	7	6	8	2	34
	均值	124.83	126.83	186.12	118.48	172.48	137.37
	标准差	44.25	35.30	98.39	38.04	79.14	58.76
AA	样本量	14	20	16	12	4	66
	均值	215.24	245.22	258.84	164.51	267.23	228.82
	标准差	102.51	113.08	144.69	46.77	92.20	112.39
AA-	样本量	1	—	—	—	—	1
	均值	341.87	—	—	—	—	341.87
	标准差	—	—	—	—	—	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8. 2016年上半年各评级机构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		27	57	28	62	4	178
AAA	样本量	1	21	10	26	—	58
	均值	135.50	118.21	108.86	107.27	—	111.99
	标准差	—	93.08	67.39	57.20	—	72.30
AA+	样本量	10	17	8	18	3	56
	均值	150.35	118.55	153.93	128.06	133.63	133.15
	标准差	40.61	26.75	67.52	28.95	69.44	41.03
AA	样本量	16	19	10	18	1	64
	均值	179.62	187.63	161.36	167.68	198.19	176.07
	标准差	30.07	53.78	37.52	55.86	—	46.80

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表9. 2016年上半年各评级机构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	东方金诚	总样本
样本总量		33	36	30	33	7	139
AAA	样本量	8	9	8	13	1	39
	均值	100.48	85.36	143.86	111.18	110.17	109.70
	标准差	38.51	42.64	117.99	54.59	—	67.57
AA+	样本量	11	7	6	8	2	34
	均值	127.13	130.27	188.16	118.29	175.89	139.33
	标准差	45.21	36.54	97.56	37.00	81.08	59.01
AA	样本量	14	20	16	12	4	66
	均值	216.81	247.31	261.77	167.61	268.68	231.15
	标准差	102.33	111.72	144.09	46.53	91.00	111.67

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表10. 2016年上半年各评级机构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		27	57	28	62	4	178
AAA	样本量	1	21	10	26	—	58
	均值	138.45	119.62	114.36	110.30	—	114.86
	标准差	30.05	52.67	37.34	56.23	—	46.58
AA+	样本量	10	17	8	18	3	56
	均值	152.62	121.66	155.67	130.46	135.95	135.64
	标准差	40.34	26.99	67.67	29.33	71.72	41.16
AA	样本量	16	19	10	18	1	64
	均值	182.05	189.22	161.77	169.67	197.96	177.78
	标准差	—	93.42	66.41	56.16	—	71.90

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表7~图表10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。为进一步检验评级机构对利差的影响显著性，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验，但考虑到样本数量，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果汇总见图表11~图表14。

图表11. 2016年上半年评级机构对3年期中票发行利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	中诚信国际	大公	140	91	49	-0.22	0.828
		联合资信	174	79	34	-1.64	0.102
		新世纪	144	87	51	-0.07	0.942
	大公	联合资信	84	69	24	-1.15	0.248
		新世纪	73	63	27	-0.53	0.600
		联合资信	新世纪	67	86	22	-1.35
AA+	中诚信国际	大公	50	55	14	-1.29	0.197
		联合资信	60	60	24	-0.46	0.643
		新世纪	78	112	42	-0.17	0.869
	大公	联合资信	50	41	13	-1.14	0.253
		新世纪	68	85	19	-1.41	0.159
		联合资信	新世纪	71	100	34	-0.41

AA	中诚信国际	大公	150	256	72	-1.11	0.265
		联合资信	151	377	73	-1.83	0.067
		新世纪	143	208	65	-0.98	0.328
	大公	联合资信	290	376	154	-0.19	0.849
		新世纪	255	210	105	-0.29	0.771
	联合资信	新世纪	371	224	119	-0.73	0.462

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表12. 2016年上半年评级机构对3年期中票交易利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	中诚信国际	大公	141	90	50	-0.14	0.885
		联合资信	173	80	35	-1.57	0.117
		新世纪	145	86	50	-0.14	0.885
	大公	联合资信	85	68	23	-1.25	0.211
		新世纪	71	65	29	-0.32	0.753
	联合资信	新世纪	68	85	23	-1.25	0.211
AA+	中诚信国际	大公	47	58	11	-1.68	0.093
		联合资信	59	61	23	-0.58	0.563
		新世纪	76	114	40	-0.33	0.741
	大公	联合资信	50	41	13	-1.14	0.253
		新世纪	68	85	19	-1.41	0.159
	联合资信	新世纪	74	97	31	-0.68	0.497
AA	中诚信国际	大公	151	255	73	-1.07	0.286
		联合资信	150	378	72	-1.87	0.062
		新世纪	143	208	65	-0.98	0.328
	大公	联合资信	293	373	157	-0.10	0.924
		新世纪	256	209	104	-0.33	0.739
	联合资信	新世纪	368	227	122	-0.63	0.529

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表13. 2016年上半年评级机构对5年期中票发行利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	中诚信国际	大公	486	180	125	-0.18	0.860
		联合资信	628	500	269	-0.09	0.932
	大公	联合资信	153	343	98	-0.30	0.767
AA+	中诚信国际	大公	232	119	61	-0.61	0.541
		联合资信	356	274	121	-1.06	0.291
		新世纪	235	171	64	-1.25	0.213
	大公	联合资信	127	198	45	-1.34	0.180
		新世纪	72	99	36	-0.36	0.722
	联合资信	新世纪	199	179	46	-1.96	0.051
AA	中诚信国际	大公	259	147	88	-0.10	0.924
		联合资信	299	404	128	-1.31	0.191
		新世纪	264	331	93	-1.76	0.078
	大公	联合资信	123	312	68	-1.24	0.215
		新世纪	110	241	55	-1.32	0.188
	联合资信	新世纪	348	282	146	-0.20	0.843

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表14. 2016年上半年评级机构对5年期中票交易利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	中诚信国际	大公	482	184	129	-0.04	0.972
		联合资信	645.5	482.5	251.5	-0.46	0.645
	大公	联合资信	166	330	99	-0.25	0.800
AA+	中诚信国际	大公	232	119	61	-0.61	0.541
		联合资信	360	270	117	-1.19	0.235
		新世纪	237	169	66	-1.15	0.250
	大公	联合资信	126	199	46	-1.28	0.200
		新世纪	72	99	36	-0.36	0.722
	联合资信	新世纪	198	180	45	-2.01	0.051

AA	中诚信国际	大公	260	146	89	-0.05	0.962
		联合资信	297	406	126	-1.37	0.171
		新世纪	264	331	93	-1.76	0.078
	大公	联合资信	121	314	66	-1.33	0.183
		新世纪	109	242	54	-1.37	0.171
	联合资信	新世纪	347	283	147	-0.17	0.868

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

债项等级为AAA级的3年期中票的Mann-Whitney U检验结果显示，在0.95置信水平下，各机构间的发行利差和交易利差均无显著差异；债项等级为AA+级和AA级的3年期中票的检验结果亦显示各机构间发行利差和交易利差均无显著差异。

债项等级为AAA级的5年期中票的Mann-Whitney U检验结果显示，在0.95置信水平下，各机构间的发行利差和交易利差均无显著差异；债项等级为AA+级和AA级的5年期中票的检验结果亦显示各机构间发行利差和交易利差均无显著差异。

二、企业债利差分析

（一）企业债发行概况

2016年上半年银行间市场共发行企业债263期（不含中小企业集合债及项目收益债），发行总规模为人民币3228亿元。已发行的263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15），AA级发行量为120期，占比为45.63%，居三个等级之首；AA企业债的发行规模为1340.9亿元，占比41.54%；AAA级和AA+级企业债的发行规模分别为910.1亿元和977.0亿元，分别占发行总规模的28.19%和30.27%。

图表15. 2016年上半年企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	57	21.67%	910.1	28.19%
AA+	86	32.70%	977.0	30.27%
AA	120	45.63%	1340.9	41.54%
合计	263	100.00%	3228.0	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16），共包括3~15年九种不同期限类型，集中于7年期（共发行208期、占总发行期数的79.09%），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16. 2016年上半年企业债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	3年	4年	5年	6年	7年	8年	10年	12年	15年	合计
AAA	2	2	7	—	37	2	5	1	1	57
AA+	2	3	—	1	74	—	2	—	4	86
AA	—	12	1	2	97	1	7	—	—	120
合计	4	17	8	3	208	3	14	1	5	263

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、利差与信用等级之间的关系

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208期企业债为统计样本，进行利差的统计分析。

图表17. 2016年上半年7年期企业债各债项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	37	3.25~5.15	4.01	0.51	112.75	—	47.40	0.42
AA+	74	3.89~6.70	4.88	0.69	199.71	86.96	68.58	0.34
AA	97	3.80~6.50	4.92	0.62	205.86	6.15	59.23	0.29

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17可以看出，2016年上半年所发行的7年期企业债的发行利率、发行利差与债项信用等级的对应关系比较明显，债项信用等级越高，发行利率均值、发行利差均值越低。

图表18. 2016年上半年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	37	3.25~5.15	4.01	0.51	113.05	—	47.76	0.42
AA+	74	3.89~6.70	4.88	0.69	199.19	86.14	69.10	0.35
AA	97	3.80~6.53	4.92	0.62	206.25	7.06	60.06	0.29

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

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表18可以看出，2016年上半年所发行的7年期企业债的上市日利率、交易利差与债项信用等级的对应关系也比较明显，债项信用等级越高，上市日利率均值、交易利差均值越低。

图表19. 2016年上半年7年期企业债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

类型	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
发行利差	AAA	AA+	1090	5126	387	-6.143	0
		AA	1067	7978	364	-7.119	0
	AA+	AA	6042	8664	3267	-1.004	0.315
交易利差	AAA	AA+	1103	5113	400	-6.062	0
		AA	1085	7960	382	-7.030	0
	AA+	AA	6017	8689	3242	-1.082	0.279

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

为检验7年期企业债的债项等级对利差影响是否显著，我们分别对AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级和AA级间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表19）：在0.95置信水平下，除AA+级与AA级间发行利差、交易利差未通过检验外，其余各债项等级间对应的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异。

（四）各评级机构的利差与信用等级之间的对应关系

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，结果表明，新世纪、中诚信国际、鹏元所评AA+级7年期企业债的发行利差与交易利

差均略高于AA级，一个可能原因是：今年以来，债券市场信用风险事件频发，投资者需求更偏向于相对有保障的城投类企业债，而城投类企业债发行主要集中于AA级，故出现AA+级发行利率及发行利差均值略高于AA级现象。

图表20. 2016年上半年各评级机构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		23	25	23	32	72	35	210
AAA	样本量	3	8	9	8	2	7	37
	均值	136.37	100.77	100.78	102.97	115.85	142.00	112.75
	标准差	51.14	32.81	55.73	39.87	4.68	59.50	47.40
AA+	样本量	14	7	9	10	30	5	75
	均值	209.23	176.87	184.68	194.42	221.95	126.44	200.86
	标准差	83.20	57.94	61.69	75.60	61.35	13.07	68.84
AA	样本量	6	10	5	14	40	23	98
	均值	198.15	217.03	185.63	183.55	207.96	216.87	205.75
	标准差	72.55	86.60	83.91	58.87	55.74	39.95	58.93

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表21. 2016年上半年各评级机构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		23	25	23	32	72	35	210
	样本量	3	8	9	8	2	7	37
	均值	135.52	99.83	101.38	104.11	115.40	143.07	113.05
	标准差	48.67	33.43	54.58	42.52	8.96	60.39	47.76
AA+	样本量	14	7	9	10	30	5	75
	均值	207.27	178.38	185.04	195.22	220.93	128.08	200.48
	标准差	83.69	57.42	59.79	81.82	62.25	10.85	69.53
AA	样本量	6	10	5	14	40	23	98
	均值	198.56	216.45	189.00	184.46	208.19	217.04	206.15
	标准差	74.26	89.51	83.94	56.72	56.54	42.47	59.76

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级7年期企业债的评级样本数量存在差别，图表20~21显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定差异，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在显著差异。同样，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验评级机构对7

年期企业债利差影响的显著性，但考虑到样本数量，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果汇总见图表22~23。

图表22. 2016年上半年评级机构对企业债发行利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	联合资信	大公	82	71	26	-0.962	0.336
		中诚信国际	65	71	29	-0.315	0.753
		东方金诚	53	52	17	-0.904	0.366
	大公	中诚信国际	73	80	28	-0.770	0.441
		东方金诚	62	58	17	-1.179	0.239
	中诚信国际	东方金诚	53	52	17	-0.904	0.366
AA+	新世纪	联合资信	164	67	39	-0.746	0.456
		大公	176	100	55	-0.504	0.614
		中诚信国际	184	116	61	-0.527	0.598
		东方金诚	167	23	8	-2.500	0.012
	联合资信	鹏元	278	711	173	-0.920	0.358
		大公	57	79	29	-0.265	0.791
		中诚信国际	57	96	29	-0.586	0.558
		东方金诚	54	24	9	-1.380	0.167
	大公	鹏元	83	620	55	-1.939	0.053
		中诚信国际	90	100	45	0.000	1.000
		东方金诚	83	22	7	-2.067	0.039
	中诚信国际	鹏元	140	640	95	-1.333	0.182
		东方金诚	92	28	13	-1.470	0.142
	东方金诚	鹏元	165.5	654	110	-1.234	0.217
		鹏元	24	606	9	-3.111	0.002
AA	新世纪	联合资信	48	88	27	-0.325	0.745
		大公	39	27	12	-0.548	0.584
		中诚信国际	71	139	34	-0.660	0.509
		东方金诚	78	357	57	-0.646	0.518
		鹏元	134	947	113	-0.228	0.819
	联合资信	大公	87	33	18	-0.857	0.391
		中诚信国际	139	161	56	-0.820	0.412
		东方金诚	143	418	88	-1.058	0.290
		鹏元	237.5	103	182	-0.424	0.671
	大公	中诚信国际	47	143	32	-0.278	0.781
		东方金诚	47	359	32	-1.530	0.126
		鹏元	84	951	69	-1.120	0.263
	中诚信国际	东方金诚	190	513	85	-2.380	0.017
		鹏元	300.5	1184	195.5	-1.668	0.095
	东方金诚	鹏元	800	1216	396	-0.914	0.361

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表23. 2016年上半年评级机构对企业债交易利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)	
AAA	联合资信	大公	79	74	29	-0.674	0.501	
		中诚信国际	64	72	28	-0.420	0.674	
		东方金诚	54	51	18	-0.775	0.439	
	大公	中诚信国际	74	79	29	-0.674	0.501	
		东方金诚	64	56	19	-0.943	0.346	
	中诚信国际	东方金诚	54	51	18	-0.775	0.439	
AA+	新世纪	联合资信	160	71	43	-0.448	0.654	
		大公	177	99	54	-0.567	0.571	
		中诚信国际	182	118	63	-0.410	0.682	
		东方金诚	167	23	8	-2.500	0.012	
		鹏元	279	711	174	-0.907	0.364	
	联合资信	大公	57	79	29	-0.265	0.791	
		中诚信国际	56	97	28	-0.683	0.495	
		东方金诚	54	24	9	-1.380	0.167	
		鹏元	87	616	59	-1.784	0.074	
	大公	中诚信国际	90	100	45	0.000	1.000	
		东方金诚	83	22	7	-2.067	0.039	
		鹏元	142	638	97	-1.267	0.205	
	中诚信国际	东方金诚	90	30	15	-1.225	0.221	
		鹏元	173.5	646.5	118.5	-0.984	0.325	
	东方金诚	鹏元	26	604	11	-3.017	0.003	
	AA	新世纪	联合资信	48	88	27	-0.325	0.745
			大公	39	27	12	-0.548	0.584
			中诚信国际	70	140	35	-0.577	0.564
东方金诚			79	356	58	-0.592	0.554	
鹏元			134	947	113	-0.228	0.819	
联合资信		大公	86	34	19	-0.735	0.462	
		中诚信国际	137	163	58	-0.703	0.482	
		东方金诚	139	422	84	-1.214	0.225	
		鹏元	231	1044	176	-0.582	0.561	
大公		中诚信国际	48	142	33	-0.185	0.853	
		东方金诚	46	360	31	-1.590	0.112	
		鹏元	88	947	73	-0.975	0.329	
中诚信国际		东方金诚	189	514	84	-2.411	0.016	
		鹏元	294	1191	189	-1.796	0.072	
东方金诚		鹏元	797.5	1218.5	398.5	-0.878	0.380	

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

债项等级为AAA级的7年期企业债的Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，各机构间的发行利差和交易利差均无显著差异。

债项等级为AA+级的7年期企业债的Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，除大公和联合资信间发行利差和交易利差有显著差异外，其他各机构间均无显著差异。

债项等级为AA级的7年期企业债的Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，除大公和中诚信国际间发行利差和交易利差有显著差异外，其他各机构间均无显著差异。

◆ 市场研究

2016年上半年公司债等级分布和利差分析

何金中 王衡 杜永康/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。

一、公司债发行概况

2016年上半年，公开市场一般公司债共发行449期，发行总规模为人民币6918.53亿元，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164期，占比为36.53%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，占总发行规模的52.07%。

图表1. 2016年上半年公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	144	32.07%	3602.7	52.07%
AA+	138	30.73%	1819.34	26.30%
AA	164	36.53%	1478.49	21.37%
AA-	3	0.67%	18	0.26%
合计	449	100.00%	6918.53	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、10年和15年九种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行300期，占总发行量的66.82%。

图表2. 2016年上半年公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	10年	15年	合计
AAA		18		83	5	16	3	18	1	144
AA+		21		97	3	16	1			138
AA		31	4	120	3	6				164
AA-	1	1	1							3
合计	1	71	5	300	11	38	4	18	1	449

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2016年上半年所发行公司债按期限划分主要集中于5年期，且截至2016年6月30日，300个5年期债券中仅274个已上市，因此我们选取此274个已上市的债券作为统计样本进行公司债利差统计分析。

图表3. 2016年上半年5年期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	78	2.85~5.40	3.35	0.44	69.71	NR	42.44	0.61
AA+	89	3.00~7.30	4.25	1.06	161.65	91.94	104.07	0.64
AA	107	3.23~8.00	5.62	1.17	296.45	134.79	116.50	0.39

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，债项等级越高，发行利率的均值越低；从发行利差看，随着债项等级的增高，发行利差的均值也越小。

图表4. 2016年上半年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	78	2.72~5.40	3.37	0.49	72.02	NR	48.26	0.67
AA+	89	3.00~7.29	4.24	1.07	158.97	86.95	105.71	0.66
AA	107	2.72~7.99	5.60	1.18	293.55	134.58	116.59	0.40

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

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、交易利差也均与债项等级存在一定的相关关系：从上市首日利率看，债项等级越高，上市首日利率的均值越低；从交易利差看，随着债项等级的增高，交易利差的均值也越小。

为检验债项等级对5年期公司债利差影响的显著性，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级5年期公司债间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表5）：在0.05置信水平下，各债项等级对应5年期公司债的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异，债项等级对5年期公司债的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表5. 2016年上半年5年期公司债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

类型	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
发行利差	AAA	AA+	4147	9882	1066	-7.716	0.000
		AA	3295	13910	214	-11.007	0.000
	AA+	AA	5812	13494	1807	-7.472	0.000
交易利差	AAA	AA+	4295	9733	1214	-7.240	0.000
		AA	3349	13856	268	-10.857	0.000
	AA+	AA	5818	13488	1813	-7.457	0.000

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5年期公司债发行利差均值进行比较（图表6），除东方金诚之外，各评级机构的发行利差与债项等级总体上呈现一定关系，即债项等级越高，利差均值越小。

图表6.2016年上半年各评级机构所评5年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构		新世纪	大公	联合信用	中诚信证券	鹏元	东方金诚	总样本
样本总量		48	49	85	64	18	9	273
AAA	样本量	16	17	18	26	1	—	78
	均值	72.22	71.86	74.92	64.13	44.56	—	69.71
	标准差	44.22	63.29	42.66	22.13	—	—	42.44
AA+	样本量	19	17	25	18	6	4	89
	均值	135.44	177.40	150.11	122.71	246.53	339.30	161.65
	标准差	63.50	117.67	84.17	91.74	138.86	103.34	104.07
AA	样本量	13	15	42	20	11	5	106
	均值	262.34	345.82	311.93	205.81	390.43	270.29	296.45
	标准差	106.02	108.93	110.09	104.45	72.57	114.69	116.50

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表7.2016年上半年各评级机构所评5年期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		48	49	85	64	18	9	273
AAA	样本量	16	17	18	26	1	—	78
	均值	74.66	72.43	85.80	63.17	4.83	—	72.02
	标准差	45.65	64.17	60.67	19.51	—	—	48.26
AA+	样本量	19	17	25	18	6	4	89
	均值	131.56	174.10	147.68	121.00	241.50	342.53	158.97
	标准差	64.36	120.32	83.96	95.99	132.78	115.82	105.71
AA	样本量	13	15	42	20	11	5	106
	均值	257.23	341.04	311.86	201.44	386.71	263.46	293.55
	标准差	106.67	109.95	111.03	99.04	73.57	114.70	116.59

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5年期公司债交易利差均值进行比较（图表7），除东方金诚之外，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。

图表6~7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。为进一步检验评级机构对5年期公司债利差的影响显著性，本文使用Mann-Whitney U检验来检测，但考虑到样本数量，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果汇总见图表8~9。

图表8. 2016年上半年评级机构对5年期公司债发行利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)	
AAA	新世纪	联合资信	271	324	135	-0.311	0.756	
		大公	287	274	121	-0.540	0.589	
		中诚信国际	349	554	203	-0.130	0.897	
	联合资信	大公	354	276	123	-0.990	0.322	
		中诚信国际	422	569	218	-0.394	0.694	
		大公	340	606	187	-0.845	0.398	
AA+	新世纪	联合资信	415	575	225	-0.296	0.767	
		大公	322	344	132	-0.935	0.350	
		中诚信国际	406	297	126	-1.367	0.171	
		鹏元	222	103	32	-1.591	0.112	
	联合资信	大公	507	396	182	-0.782	0.434	
		中诚信国际	624	322	151	-1.822	0.068	
		鹏元	373	123	48	-1.350	0.177	
		中诚信国际	359	271	100	-1.749	0.080	
	大公	鹏元	193	83	40	-0.770	0.441	
		中诚信国际	200	100	29	-1.667	0.096	
		中诚信国际	鹏元	200	100	29	-1.667	0.096
			联合资信	293	1247	202	-1.407	0.160
大公	145		261	54	-2.004	0.045		
中诚信国际	266		295	85	-1.658	0.097		
AA	新世纪	鹏元	116	184	25	-2.694	0.007	
		大公	1162	491	259	-1.015	0.310	
		中诚信国际	1545	408	198	-3.343	0.001	
		鹏元	1040	391	137	-2.062	0.039	
	联合资信	中诚信国际	368	262	52	-3.267	0.001	
		鹏元	184	167	64	-0.960	0.337	
		中诚信国际	229	267	19	-3.757	0.000	
		鹏元	229	267	19	-3.757	0.000	

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图9. 2016年上半年评级机构对5年期公司债交易利差影响的Mann-Whitney U检验

债项等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	新世纪	联合资信	271	324	135	-0.311	0.756
		大公	290	271	118	-0.648	0.517
		中诚信国际	359	544	193	-0.389	0.698
	联合资信	大公	357	273	120	-1.089	0.276
		中诚信国际	432	558	207	-0.645	0.519
	大公	中诚信国际	340	606	187	-0.845	0.398
AA+	新世纪	联合资信	419	571	229	-0.201	0.840
		大公	323	343	133	-0.903	0.366
		中诚信国际	400	303	132	-1.185	0.236
		鹏元	223	102	33	-1.527	0.127
	联合资信	大公	513	390	188	-0.628	0.530
		中诚信国际	618	328	157	-1.674	0.094
		鹏元	373	123	48	-1.350	0.177
	大公	中诚信国际	356	274	103	-1.650	0.099
		鹏元	193	83	40	-0.770	0.441
	中诚信国际	鹏元	197	103	26	-1.867	0.062
AA	新世纪	联合资信	286	1254	195	-1.545	0.122
		大公	142	264	51	-2.142	0.032
		中诚信国际	263	298	88	-1.547	0.122
		鹏元	113	187	22	-2.868	0.004
	联合资信	大公	1170	483	267	-0.870	0.384
		中诚信国际	1549	404	194	-3.403	0.001
		鹏元	1047	384	144	-1.908	0.056
	大公	中诚信国际	365	265	55	-3.167	0.002
		鹏元	190	161	70	-0.649	0.517
	中诚信国际	鹏元	229	267	19	-3.757	0.000

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

债项等级为AAA级的5年期公司债的Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，各机构间的发行利差和交易利差均无显著差异。

债项等级为AA+级的5年期公司债的Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，各机构间的发行利差和交易利差均无显著差异。

债项等级为AA级的5年期公司债的Mann-Whitney U检验结果显示：在0.05置信水平下，除新世纪与联合资信、新世纪与中诚信国际、联合资信与大公、大公与鹏元间的发行利差和交易利差无显著差异，联合资信和鹏元交易利差无显著差异外，其他各机构间发行利差和交易利差存在显著差异。

◆行业动态

继穆迪之后 标普也下调中国主权信用评级展望至负面

（日期：2016年4月1日 来源：华尔街见闻）

继穆迪之后，标普也下调中国主权信用评级展望至负面，同时下调香港评级展望至负面。

在31日发布的一份公开声明中，标普确认中国评级为AA-，将评级展望从稳定下调至负面；确认香港评级为AAA，将评级展望从稳定下调至负面。同时，标普确认中国短期主权债信用评级为A-1+。

标普称，中国经济再平衡的推进可能慢于之前的预期；预计中国政府和企业杠杆率将恶化，“投资比例可能远不如我们之前认为的那样稳定在GDP的30%-35%之间的可持续水平。”

我国首个保单贷款ABS项目落地

（日期：2016年4月5日 来源：上海证券报）

3月28日，太平人寿与华泰证券（上海）资产管理有限公司合作发行的“太平人寿保单质押贷款债权支持1号专项计划”，拿到了上海证券交易所无异议函复，产品于3月31日正式成立。该项目发行规模为5亿元，发行期限6个月，优先级预期收益3.8%，评级为AAA级。

这意味着，我国首个保单质押贷款ABS（资产证券化）项目正式落地，这也是国内保险公司首次将“被动”的保单质押贷款资产转换为“主动”投资资产。可以说，该项目无论对证券业还是保险业，都是一次全新的尝试。

监管强调债券承销风险，券商一级慎碰民企项目

（日期：2016年5月6日 来源：21世纪经济报道）

4月多起债券违约案例的发生，颠覆了投资者对债券市场的“信仰”，风险偏好也随之持续下降，一时间，无论一级抑或二级市场，都在寻找安全感。

21世纪经济报道记者从多名投行人士处了解到，在一级市场方面，券商已然抬高项目门槛，要求主体评级在AA级以上；部分券商甚至拒绝接受民企项目，因为担心其违约风险过高。同时，券商对主体的经营能力、偿债能力亦进行更高要求的审核。

2015年地方债全景：部分省份债务率超警戒线

（日期：2016年5月24日 来源：21世纪经济报道）

随着各省市2015年债务数据逐渐披露完毕，21世纪经济报道记者根据内地各省、直辖市、自治区披露的发债文件及评级报告中的债务数据梳理，初步绘制出了2015年地方债图谱。

2015年末，江苏省政府债务余额超1万亿，居各省份首位。此外，辽宁、云南两省份的债务率已超过100%的警戒线。

2015年政府债务增速明显放缓。在可考察的13个样本中，共9个省份2015年末的债务余额相比2014年末小幅增长。增幅最高者为山西省，增幅为12.58%。数据还显示，部分区域在2015年期间削减了政府债务。据21世纪经济报道记者梳理，江苏、四川、河北、新疆四地的政府债务余额小幅下降，降幅在4个百分点以内。

央行发布国债收益率曲线 夯实利率市场化“基准锚”

（日期：2016年6月17日 来源：金融时报）

自2016年6月15日起，人民银行网站开始发布中国国债及其他债券收益率曲线。人民银行表示，这一做法有助于提升市场主体对国债收益率曲线的关注和使用程度，夯实国债收益率曲线的基准性，为进一步深入推进利率市场化改革奠定更为坚实的基础。

“利率市场化改革，该放开的在形式上确实已经放开了，但这并不意味着真正的利率市场化，还缺乏一条基于市场的、合理的、均衡的债券市场收益率曲线。”国务院发展研究中心产业经济研究部部长赵昌文日前在接受本报记者采访时如是表示。

◆公司新闻

新世纪评级“个人住房抵押贷款资产证券化（RMBS）与信用违约互换（CDS）研讨会”在北京召开

2016年5月11日，新世纪评级“个人住房抵押贷款资产证券化（RMBS）与信用违约互换（CDS）研讨会”在北京金融街威斯汀大酒店顺利举行。各券商、银行、信托、资管和机构投资人等70多家机构，100余位嘉宾参加了此次研讨会。

新世纪评级副总裁兼市场发展部总监胡小波先生在研讨会开始时做了致辞。

2015年，个人住房公积金的资产证券化已经在我国开展，新世纪评级有幸为上海市住房公积金、武汉市住房公积金的证券化提供了评级服务，成为我国首家提供住房公积金资产证券化服务的评级机构。

伴随着住房公积金、住房抵押贷款证券化的发展，相关资产证券化的风险也在逐渐引起监管方和市场参与者的关注。为了能够在一定程度对冲资产证券化产品的信用风险，市场参与者对信用违约互换（CDS）（以下简称“CDS”）这一风险缓释工具的呼声也越来越高。但与此同时，信用违约互换作为一种金融衍生品其自身具有的风险属性，尤其是以美国次贷违约引爆CDS为导火索的次贷危机再一次成为市场参与者探讨的话题。



在这样的背景下，新世纪评级召开了“个人住房抵押贷款资产证券化（RMBS）与信用违约互换（CDS）研讨会”，希望通过分析美国次贷危机形成的原因、经验与教训，与参会嘉宾探讨我国住房抵押贷款资产证券化和CDS的未来，并介绍和分享新世纪评级在公积金资产证券化和住房抵押贷款资产证券化的评级方法和经验，共同推动中国住房抵押贷款资产证券化和公积金资产证券化、CDS的健康、稳定发展。

在研讨会中，新世纪评级副总裁兼研发总监郭继丰博士基于住房抵押贷款违约的理论假设，对于美国次贷违约的个人、结构和市场因素进行了分析，梳理了次贷危机的基本逻辑，回顾了美国住房抵押贷款资产证券化与CDS的经验和教训。

新世纪评级数据研究部总经理周美玲女士回顾了我国个人住房抵押贷款资产证券化市场发展的历史和概况，并对我国个人住房抵押贷款资产证券化和CDS的未来进行了展望。

新世纪评级结构融资部总经理叶晓明先生介绍了新世纪评级个人住房抵押贷款资产证券化和公积金资产证券化的评级思路和框架，探讨了个人住房抵押贷款资产证券化评级时的风险关注要点，对于个人抵押贷款资产证券化和公积金资产证券化的未来进行了展望。



◆ 评级公告

2016年第二季度发行债券评级汇编

短期融资券

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2016年铜陵大江投资控股有限公司第一期短期融资券	2016/4/8	A-1	AA	稳定	2016/3/18
2	2016年昆山国创投资集团有限公司第一期短期融资券	2016/4/8	A-1	AA+	稳定	2016/3/8
3	2016年东吴证券股份有限公司第一期短期融资券	2016/4/12	A-1	AA+	稳定	2016/4/7
4	2016年江苏连云港发展集团有限公司第一期短期融资券	2016/4/13	A-1	AA	稳定	2016/3/14
5	2016年南方水泥有限公司第一期短期融资券	2016/4/13	A-1	AAA	稳定	2016/6/23
6	2016年华方医药科技有限公司第一期短期融资券	2016/4/18	A-1	AA	稳定	2016/3/14
7	2016年广州珠江实业集团有限公司第一期短期融资券	2016/4/19	A-1	AA+	稳定	2016/3/24
8	2016年昆山国创投资集团有限公司第二期短期融资券	2016/4/22	A-1	AA+	稳定	2016/4/7
9	2016年漳州市城市建设投资开发有限公司第一期短期融资券	2016/4/25	A-1	AA	稳定	2015/10/30
10	2016年河南交通投资集团有限公司第二期短期融资券	2016/4/25	A-1	AAA	稳定	2016/4/15
11	2016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	2016/4/27	A-1	AA+	稳定	2016/2/16
12	2016年上海纺织（集团）有限公司第一期短期融资券	2016/4/28	A-1	AA+	稳定	2016/1/4

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
13	2016年厦门港务控股集团有限公司第一期短期融资券	2016/4/28	A-1	AAA	稳定	2015/11/25
14	2016年南京港华燃气有限公司第一期短期融资券	2016/4/29	A-1	AA	稳定	2015/12/29
15	2016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	2016/5/9	A-1	AAA	稳定	2016/2/18
16	2016年国泰君安证券股份有限公司第二期短期融资券	2016/5/9	A-1	AAA	稳定	2016/5/5
17	2016年重庆市万州三峡平湖有限公司第一期短期融资券	2016/5/19	A-1	AA	稳定	2016/2/22
18	2016年上海徐家汇商城（集团）有限公司第一期短期融资券	2016/5/26	A-1	AA+	稳定	2016/5/23
19	2016年无锡市建设发展投资有限公司第一期短期融资券	2016/5/27	A-1	AAA	稳定	2016/5/26
20	2016年杉杉集团有限公司第一期短期融资券	2016/5/31	A-1	AA	稳定	2015/12/10
21	2016年浙江海正集团有限公司第一期短期融资券	2016/6/1	A-1	AA+	稳定	2015/11/3
22	2016年国泰君安证券股份有限公司第三期短期融资券	2016/6/1	A-1	AAA	稳定	2016/5/31
23	2016年上海北方企业（集团）有限公司第一期短期融资券	2016/6/3	A-1	AA	稳定	2016/6/3
24	2016年印纪娱乐传媒股份有限公司第一期短期融资券	2016/6/8	A-1	AA	稳定	2015/10/20
25	2016年法尔胜泓昇集团有限公司第一期短期融资券	2016/6/13	A-1	AA	稳定	2016/3/30
26	2016年国家电投集团远达环保股份有限公司第一期短期融资券	2016/6/22	A-1	AA+	稳定	2016/1/21
27	2016年厦门国际港务股份有限公司第一期短期融资券	2016/6/22	A-1	AAA	稳定	2016/6/22
28	2016年南通汽运实业集团有限公司第一期短期融资券	2016/6/24	A-1	AA	稳定	2016/6/23

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	2016年盐城市海兴投资有限公司第一期中期票据	2016/4/1	AA	AA	稳定	2015/12/11
2	2016年珠海港控股集团有限公司第一期中期票据	2016/4/1	AA	AA	稳定	2016/3/14
3	2016年天津市保障住房建设投资有限公司第一期中期票据	2016/4/6	AA+	AA+	稳定	2015/12/2
4	2016年南方水泥有限公司第一期中期票据	2016/4/8	AAA	AAA	稳定	2016/3/14
5	2016年河北交通投资集团公司第一期中期票据	2016/4/8	AAA	AAA	稳定	2015/9/18
6	2016年安徽九华山旅游(集团)有限公司第二期中期票据	2016/4/11	AA	AA	稳定	2016/4/11
7	2016年浙江省农村发展集团有限公司第一期中期票据	2016/4/11	AA	AA	稳定	2016/3/14
8	2016年上海飞乐音响股份有限公司第二期中期票据	2016/4/14	AA	AA	稳定	2016/4/5
9	2016年上海新长宁(集团)有限公司第一期中期票据	2016/4/14	AA+	AA+	稳定	2015/11/12
10	2016年常州投资集团有限公司第一期中期票据	2016/4/14	AA	AA	稳定	2015/11/17
11	2016年厦门思明国有控股集团有限公司第一期中期票据	2016/4/15	AA+	AA	稳定	2015/12/30
12	2016年上海华虹(集团)有限公司第一期中期票据	2016/4/18	AA+	AA+	稳定	2016/1/25
13	2016年上海国有资产经营有限公司第一期中期票据	2016/4/19	AAA	AAA	稳定	2015/10/27
14	2016年江苏连云发展集团有限公司第一期中期票据	2016/4/20	AA	AA	稳定	2016/1/20
15	2016年太原市龙城发展投资有限公司第一期中期票据	2016/4/22	AA+	AA+	稳定	2016/1/29
16	2016年光明食品(集团)有限公司第一期中期票据	2016/4/27	AAA	AAA	稳定	2016/1/25
17	2016年太重煤机有限公司第一期中期票据	2016/4/29	AA	AA-	负面	2015/7/9
18	2016年南昌工业控股集团有限公司第一期中期票据	2016/4/29	AA+	AA+	稳定	2015/10/14
19	2016年隆鑫控股有限公司第一期中期票据	2016/4/29	AA	AA	稳定	2015/9/10
20	2016年平安不动产有限公司第二期中期票据	2016/5/17	AAA	AAA	稳定	2016/5/16

	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	2016年北京市海淀区玉渊潭农工商总公司第一期中期票据	2016/5/24	AA	AA	稳定	2016/3/17
22	2016年南京奥体建设开发有限责任公司第一期中期票据	2016/5/27	AA+	AA	稳定	2015/12/30
23	2016年上海同盛投资(集团)有限公司第一期中期票据	2016/5/30	AAA	AAA	稳定	2016/4/27
24	2016年杉杉集团有限公司第一期中期票据	2016/5/30	AA	AA	稳定	2016/3/17
25	2016年贵州高速公路集团有限公司第一期中期票据	2016/6/1	AA+	AA+	稳定	2015/10/15
26	2016年海通恒信国际租赁有限公司第三期中期票据	2016/6/1	AA+	AA+	稳定	2016/3/14
27	2016年上海新长宁(集团)有限公司第二期中期票据	2016/6/1	AA+	AA+	稳定	2016/6/1
28	2016年南京奥体建设开发有限责任公司第二期中期票据	2016/6/2	AA+	AA	稳定	2016/6/1
29	2016年湖南省建筑工程集团总公司第一期中期票据	2016/6/7	AA+	AA+	稳定	2016/1/5
30	2016年中国环球租赁有限公司第一期中期票据	2016/6/8	AA+	AA+	稳定	2016/3/14
31	2016年南京金融城建设发展股份有限公司第一期项目收益票据	2016/6/12	AAA	AA	稳定	2016/2/4
32	2016年广州开发区工业发展集团有限公司第一期中期票据	2016/6/13	AA	AA	稳定	2015/12/9
33	2016年江苏华靖资产经营有限公司第一期中期票据	2016/6/14	AA	AA	稳定	2015/11/5
34	2016年山西建筑工程(集团)总公司第一期中期票据	2016/6/20	AA+	AA+	稳定	2016/1/8
35	2016年江苏省南京浦口经济开发总公司第一期中期票据	2016/6/21	AA	AA	稳定	2015/11/26

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	2016年兴业银行股份有限公司二级资本债券	2016/4/6	AAA	AAA	稳定	2015/11/18
2	2016年渣打银行(中国)有限公司第一期金融债券	2016/4/20	AAA	AAA	稳定	2016/3/30
3	2016年第一期浙江衢州柯城农村商业银行股份有限公司"三农"专项金融债券	2016/5/11	A+	A+	稳定	2016/5/3

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	2016年国泰君安证券股份有限公司公司债券(第一期)	2016/4/6	AAA	AAA	稳定	2016/3/29
2	2016年奥瑞金包装股份有限公司公开发行公司债券(面向合格投资者)	2016/4/7	AA+	AA+	稳定	2015/12/23
3	2016年上海复星高科技(集团)有限公司公开发行公司债券(第二期)	2016/4/11	AAA	AAA	稳定	2016/3/31
4	2016年宁波经济技术开发区控股有限公司公开发行公司债券	2016/4/11	AA	AA	稳定	2015/11/24
5	2016年北京东方园林生态股份有限公司公开发行公司债券(第一期)	2016/4/13	AA	AA	稳定	2016/1/18
6	2016年安徽九华山旅游(集团)有限公司公开发行公司债券	2016/4/14	AA	AA	稳定	2015/7/16
7	2016年河北以岭医药集团有限公司面向合格投资者公开发行可交换公司债券	2016/4/14	AA	AA	稳定	2016/4/5
8	2016年金辉集团股份有限公司公司债券(第三期)	2016/4/21	AA	AA	稳定	2016/4/7
9	2016年北控水务(中国)投资有限公司公开发行公司债券(第一期)	2016/4/21	AAA	AA+	稳定	2016/2/1
10	2016年华融融德资产管理有限公司公开发行公司债券	2016/4/22	AA+	AA+	稳定	2015/11/20
11	2016年申万宏源集团股份有限公司公开发行公司债券(第一期)	2016/4/22	AAA	AAA	稳定	2016/3/11
12	2016年浙江中国小商品城集团股份有限公司公司债券(第一期)	2016/4/25	AA+	AA+	稳定	2016/2/29
13	2016年上海外高桥集团股份有限公司公司债券	2016/4/25	AAA	AAA	稳定	2015/12/23
14	2016年中国葛洲坝集团股份有限公司公司债券(第二期)	2016/4/29	AAA	AAA	稳定	2016/5/3
15	2016年浙江金汇五金产业有限公司公司债券	2016/5/4	AA	AA	稳定	2016/4/21
16	2016年中国葛洲坝集团股份有限公司公司债券(第三期)	2016/5/11	AAA	AAA	稳定	2016/5/3
17	2016年广汇汽车服务有限责任公司公司债券(第一期)	2016/5/16	AA	AA	稳定	2016/5/10
18	2016年上海复星高科技(集团)有限公司公开发行公司债券(面向合格投资者)(第三期)	2016/5/23	AAA	AAA	稳定	2016/5/18
19	2016年苏州市吴江交通投资集团有限公司公开发行公司债券(第一期)	2016/5/24	AA+	AA+	稳定	2016/5/20
20	2016年上海国际港务(集团)股份有限公司公司债券(第二期)	2016/5/31	AAA	AAA	稳定	2016/5/25
21	2016年春秋航空股份有限公司公开发行公司债券(第一期)	2016/5/31	AA+	AA+	稳定	2016/5/26

	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
22	2016年伊犁农四师国有资产投资有限责任公司面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）	2016/6/3	AA+	AA+	稳定	2016/5/26
23	2016年江苏华地国际控股集团有限公司公开发行公司债券（第一期）	2016/6/16	AA	AA	稳定	2015/12/8
24	2016年合肥兴泰金融控股（集团）有限公司公司债券	2016/6/20	AA+	AA+	稳定	2016/5/20
25	2014年武汉三镇实业控股股份有限公司公司债券（第二期）	2016/6/22	AA+	AA+	稳定	2016/6/2
26	2016年厦门港务发展股份有限公司面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）	2016/6/23	AA+	AA+	稳定	2016/4/1

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	2016年海航集团有限公司第一期可续期公司债券	2016/4/6	AA+	AA+	稳定	2015/10/22
2	2016年江苏瀚瑞投资控股有限公司公司债券	2016/4/7	AAA	AA	稳定	2015/12/4
3	2016年郑州牟中发展投资有限公司公司债券	2016/4/8	AA+	AA	稳定	2015/12/10
4	2016年重庆两江新区开发投资集团有限公司专项债券	2016/4/11	AAA	AAA	稳定	2015/11/16
5	2016年天津广成投资集团有限公司公司债券	2016/4/12	AA+	AA	稳定	2015/9/29
6	2016年天津宁河投资控股有限公司公司债券	2016/4/14	AA+	AA	稳定	2015/10/10
7	2016年杭州西湖投资有限公司公司债券	2016/4/15	AA+	AA+	稳定	2015/8/18
8	2016年南京溧水城市建设集团有限公司公司债券	2016/4/20	AA	AA	稳定	2015/6/24
9	2016年湘乡市城市建设投资开发有限公司公司债券	2016/5/10	AA+	AA-	稳定	2015/12/15
10	2016年浏阳市城市建设集团有限公司公司债券	2016/5/16	AA+	AA	稳定	2016/3/7
11	2016年黄石磁湖高新技术发展公司企业债券	2016/5/31	AA+	AA	稳定	2015/10/15
12	2016年眉山市东坡发展投资有限公司公司债券	2016/6/22	AA	AA-	稳定	2016/6/14

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	2016年湖北省政府专项债券（第一批）	2016/4/8	AAA	--	--	2016/4/7
2	2016年湖北省政府一般债券（第二批）	2016/4/8	AAA	--	--	2016/4/7
3	2016年山东省政府一般债券（第二批）	2016/4/18	AAA	--	--	2016/4/15
4	2016年宁波市政府专项债券（第一批）	2016/5/6	AAA	--	--	2016/5/5
5	2016年宁波市政府一般债券（第一批）	2016/5/6	AAA	--	--	2016/5/5
6	2016年贵州省政府一般债券（五至八期）	2016/5/26	AAA	--	--	2016/5/25
7	2016年湖北省政府专项债券（第二批）	2016/5/27	AAA	--	--	2016/5/27
8	2016年湖北省政府一般债券（第三批）	2016/5/27	AAA	--	--	2016/5/27
9	2016年山东省政府专项债券（第三批）	2016/5/30	AAA	--	--	2016/5/27
10	2016年山东省政府专项债券（第二批）	2016/5/30	AAA	--	--	2016/5/27
11	2016年广东省政府专项债券（第三批）	2016/6/8	AAA	--	--	2016/6/7
12	2016年广东省政府一般债券（第三批）	2016/6/8	AAA	--	--	2016/6/7
13	2016年第二批江西省政府专项债券	2016/6/14	AAA	--	--	2016/6/8
14	2016年第二批江西省政府一般债券	2016/6/14	AAA	--	--	2016/6/8

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	2016年沪公积金第一期个人住房贷款资产证券化信托项下资产支持证券	2016/4/22	AAA	--	--	2016-04-11
2	远东国际租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先B级	2016/6/15	AA	--	--	2016-04-29
3	远东国际租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先A级	2016/6/15	AAA	--	--	2016-04-29

2016年第二季度跟踪评级汇编

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
1	2015年东方网力科技股份有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2016/4/1
2	2015年广东南海控股投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/1
3	2014年武汉三镇实业控股股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/4/5
4	2014年上海嘉定公路建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/4/5
5	2015年贵人鸟股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/8
6	2015年上海上实(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/4/12
7	2011年海南航空股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/4/13
8	2015年北京有色金属研究总院第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/13
9	2012年上海豫园旅游商城股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/4/18
10	2015年安徽皖维高新材料股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/4/18
11	2015年江苏瀚瑞投资控股有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/18
12	2015年江苏瀚瑞投资控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/18
13	2015年兰州市城市发展投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/18
14	2015年湛江市交通投资集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/19
15	2015年上海市申江两岸开发建设投资(集团)有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/19
16	2015年湖北洋丰集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/21
17	2015年上海永达投资控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/21
18	2015年新疆特变电工集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/21
19	2015年宝钢资源有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/22

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
20	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/22
21	2016年宝钢资源有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/22
22	2011年安泰科技股份有限公司ST安泰01	AA	AA	稳定	2016/4/22
23	2012年安泰科技股份有限公司ST安泰债	AA	AA	稳定	2016/4/22
24	2015年漳州市交通发展集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/25
25	2012年王府井集团股份有限公司公司债券第二期	AA+	AA+	稳定	2016/4/25
26	2012年王府井集团股份有限公司公司债券第一期	AA+	AA+	稳定	2016/4/25
27	2013年华泰证券股份有限公司公司债券01	AAA	AAA	稳定	2016/4/25
28	2013年华泰证券股份有限公司公司债券02	AAA	AAA	稳定	2016/4/25
29	2015年华泰证券股份有限公司公司债券G1	AAA	AAA	稳定	2016/4/25
30	2015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	2016/4/26
31	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	2016/4/26
32	2015年铜陵大江投资控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/27
33	2016年铜陵大江投资控股有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/27
34	2015年铜陵大江投资控股有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/4/27
35	2012年第一拖拉机股份有限公司公司债券(第二期)	AA+	AA+	稳定	2016/4/27
36	2012年第一拖拉机股份有限公司公司债券(第一期)	AA+	AA+	稳定	2016/4/27
37	2011年上海国际港务(集团)股份有限公司第二期公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/4/27
38	2012年上海电气集团股份有限公司公司债券(第一期)	AAA	AAA	稳定	2016/4/27
39	2015年上海电气集团股份有限公司可转换公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/4/27
40	2016年上海国际港务(集团)股份有限公司第一期公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/4/27

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
41	2015年常州投资集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/28
42	2015年温州机场集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/28
43	2015年温州机场集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/4/28
44	2014年江苏凤凰置业投资股份有限公司债券	AAA	AA	稳定	2016/4/28
45	2015年永安期货股份有限公司次级债券	AA	AA+	稳定	2016/4/28
46	2012年招商证券股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/4/28
47	2014年招商证券股份有限公司公开发行公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/4/28
48	2015年交通运输部上海打捞局第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/4/29
49	2013年江阴利港发电股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/4/29
50	2015年江阴利港发电股份有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/4/29
51	2015年江阴利港发电股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/4/29
52	2011年浙江海正药业股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/5
53	2015年浙江海正药业股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/5
54	2016年浙江海正药业股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/5
55	2015年徽商银行股份有限公司二级资本债券	AA+	AAA	稳定	2016/5/5
56	2015年宜昌高新投资开发有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/5
57	2015年华工科技产业股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/5/6
58	2015年贵州高速公路集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/5/9
59	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	A-1	AA+	稳定	2016/5/9
60	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	A-1	AA+	稳定	2016/5/9
61	2013年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/9
62	2014年浙江中国小商品城集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/9
63	2014年重庆渝开发股份有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/5/10

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
64	2012年七台河宝泰隆煤化工股份有限公司公司债券	AA-	AA-	稳定	2016/5/10
65	2011年上海复星医药（集团）股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/5/10
66	2016年上海复星医药（集团）股份有限公司公开发行公司债券（面向合格投资者）（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/5/10
67	2011年吉林高速公路股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/5/11
68	2015年宁波金田投资控股有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/5/12
69	2015年中铝国际工程股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/5/12
70	2011年上海豫园旅游商城股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/12
71	2012年上海豫园旅游商城股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/12
72	2015年中铝国际工程股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/12
73	2016年上海豫园旅游商城股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/12
74	2015年江苏省南京浦口经济开发总公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/5/16
75	2015年河北省物流产业集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2016/5/16
76	2015年青岛海湾集团有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	稳定	2016/5/16
77	2015年华安证券股份有限公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/5/16
78	2015年华安证券股份有限公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/16
79	2011年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/17
80	2014年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/17
81	2015年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/17
82	2015年甘肃祁连山水泥集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/17
83	2015年广梅汕铁路有限责任公司第一期短期融资券	A-1	AA+	负面	2016/5/18
84	2015年陕西文化产业投资控股（集团）有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/5/19
85	2015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	2016/5/19
86	2015年南昌工业控股集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/5/19

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
87	2013年杭州前进齿轮箱集团股份有限公司公司债券	AA+	AA	负面	2016/5/19
88	2012年上海交运集团股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/19
89	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	2016/5/19
90	2016年南昌工业控股集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/19
91	2015年上海市北高新股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/5/23
92	2012年滨化集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/23
93	2014年滨化集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/23
94	2012年佛山佛塑科技集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/24
95	2013年佛山佛塑科技集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/5/24
96	2016年宁波经济技术开发区控股有限公司公开发行公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/25
97	2014年宁波经济技术开发区控股有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/5/25
98	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	2016/5/25
99	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	2016/5/25
100	2016年平安不动产有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/5/25
101	2016年浙江中国小商品城集团股份有限公司公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/5/25
102	2012年上海集优机械股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AA	稳定	2016/5/26
103	2015年西藏城市发展投资股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/5/26
104	2015年奥瑞金包装股份有限公司公开发行公司债券（面向合格投资者）	AA+	AA+	稳定	2016/5/26
105	2014年奥瑞金包装股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/26
106	2015年奥瑞金包装股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/26
107	2016年北控水务（中国）投资有限公司公开发行公司债券（第一期）	AAA	AA+	稳定	2016/5/27
108	2010年四川省煤炭产业集团有限责任公司公司债券	AA	AA	负面	2016/5/27
109	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	负面	2016/5/27

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
110	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-	负面	2016/5/30
111	2015年红星美凯龙家居集团股份有限公司公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/5/30
112	2016年中国葛洲坝集团股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/5/30
113	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	2016/5/30
114	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	2016/5/30
115	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	2016/5/30
116	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	2016/5/30
117	2015年安徽山鹰纸业股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/5/31
118	2015年河南中原高速公路股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/5/31
119	2015年上海市北高新（集团）有限公司第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/5/31
120	2016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	2016/5/31
121	2016年上海市北高新（集团）有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/5/31
122	2015年山东南山铝业股份有限公司公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/5/31
123	2015年上海国盛（集团）有限公司可交换公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/5/31
124	2014年上海市北高新（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/31
125	2015年上海市北高新（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/31
126	2015年上海市北高新（集团）有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/5/31
127	2015年现代牧业（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/1
128	2016年现代牧业（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/1
129	2016年上海飞乐音响股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/2
130	2015年中国葛洲坝集团股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/6/2
131	2016年上海飞乐音响股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/2
132	2014年上海浦东路桥建设股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/2

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
133	2016年广州珠江实业集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/3
134	2013年上海金桥出口加工区开发股份有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
135	2016年广州珠江实业集团有限公司公开发行公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
136	2011年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
137	2013年杭州高新技术产业开发区资产经营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
138	2013年上海金桥（集团）有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
139	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	2016/6/3
140	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	2016/6/3
141	2015年广州珠江实业集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
142	2015年浙江仙琚制药股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/6
143	2015年江苏爱康科技股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2016/6/6
144	2015年东吴证券股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/6
145	2014年南京化学工业园有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/6
146	2015年南京化学工业园有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/6
147	2015年南京化学工业园有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/6
148	2016年南京化学工业园有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/6
149	2012年上海建工集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/6
150	2015年上海建工集团股份有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/6
151	2015年上海建工集团股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/6
152	2015年上海上实（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/6
153	2014年安徽省铜陵市承接产业转移示范园区建设投资有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/7
154	2014年中炬高新技术实业（集团）股份有限公司公司债券（第二期）	AA	AA	稳定	2016/6/8
155	2014年中炬高新技术实业（集团）股份有限公司公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/8

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
156	2015年苏州天沃科技股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	负面	2016/6/8
157	2015年长江精工钢结构（集团）股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/12
158	2016年山东太阳纸业股份有限公司公开发行公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/12
159	2012年宁夏建材集团股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/12
160	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	2016/6/12
161	2013年光明食品（集团）有限公司第三期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/12
162	2015年光明食品（集团）有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/12
163	2015年光明食品（集团）有限公司第三期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/12
164	2015年光明食品（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/12
165	2016年光明食品（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/12
166	2015年温州港集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/13
167	2016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	2016/6/13
168	2008年新湖中宝股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/13
169	2015年石狮市城市建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/13
170	2010年中国盐业总公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/13
171	2012年上海新长宁（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/13
172	2012年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/13
173	2013年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/13
174	2014年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/13
175	2015年漯河市城市建设投资有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/13
176	2015年南京港（集团）有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/13
177	2016年上海新长宁（（集团））有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/13
178	2015年新疆城建（集团）股份有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/14

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
179	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	A-1	AAA	稳定	2016/6/14
180	2016年重庆两江新区开发投资集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/6/14
181	2016年重庆两江新区开发投资集团有限公司公开发行公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/14
182	2016年重庆两江新区开发投资集团有限公司专项债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/14
183	2012年天津生态城投资开发有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/14
184	2014年第二期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/14
185	2014年第一期重庆两江新区开发投资集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/14
186	2014年天津航空有限责任公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/14
187	2014年天津航空有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/14
188	2016年天津航空有限责任公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/14
189	2013年重庆两江新区开发投资集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/14
190	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	AAA	AAA	稳定	2016/6/14
191	2015年三环集团有限公司第二期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/15
192	2016年三环集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/15
193	2016年北京东方园林生态股份有限公司公开发行公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/15
194	2012年上海浦东发展银行股份有限公司次级债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/15
195	2015年上海浦东发展银行股份有限公司二级资本债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/15
196	2013年南京铁路建设投资有限责任公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2016/6/15
197	2015年江苏伟驰建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/16
198	2011年南京钢铁股份有限公司公司债券	AAA	AA-	稳定	2016/6/16
199	2016年湘乡市城市建设投资开发有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2016/6/16
200	2012年华北制药股份有限公司第一期中期票据	AAA	AA	稳定	2016/6/16
201	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	A-1	AA	稳定	2016/6/17

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
202	2008年山东钢铁股份有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/17
203	2015年湖南盈德气体有限公司公司债券	AA	AA	负面	2016/6/17
204	2015年厦门国贸集团股份有限公司可转换公司债	AA+	AA+	稳定	2016/6/17
205	2015年义乌市市场发展集团有限公司公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/6/17
206	2016年第一创业证券股份有限公司面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/6/17
207	2016年新疆有色金属工业（集团）有限责任公司公司债券	AAA	AA+	负面	2016/6/17
208	2016年上海浦东发展银行股份有限公司第二期绿色金融债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/17
209	2016年上海浦东发展银行股份有限公司第一期绿色金融债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/17
210	2010年无锡市城市投资发展有限公司市政项目建设债券	AA+	AA	稳定	2016/6/17
211	2014年太原经济技术开发区总公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/17
212	2014年新疆供销投资（控股）集团有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/17
213	2012年湖南盈德气体有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2016/6/17
214	2013年苏州电器科学研究院股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	负面	2016/6/17
215	2015年苏州电器科学研究院股份有限公司第一期中期票据	AA-	AA-	负面	2016/6/17
216	2016年上海世贸股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/20
217	2016年泰州华信药业投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/20
218	2012年南京港股份有限公司公司债券	AA	A+	稳定	2016/6/20
219	2015年广西金融投资集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
220	2015年山东海洋投资有限公司公开发行第一期公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
221	2016年山东海洋投资有限公司公开发行公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
222	2016年浙江龙盛集团股份有限公司公司债券（第二期）	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
223	2016年浙江龙盛集团股份有限公司公司债券（第一期）	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
224	2015年国泰君安证券股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/20

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
225	2016年国泰君安证券股份有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/20
226	2012年瑞安市国有资产投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/20
227	2013年无锡锡东新城建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/20
228	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	2016/6/20
229	2015年丹阳市开发区高新技术产业发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/20
230	2011年泰州华信药业投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
231	2014年上海世贸股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/20
232	2014年上海世贸股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/20
233	2015年上海世贸股份有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/20
234	2015年上海世贸股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/20
235	2012年泰州华信药业投资有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
236	2013年浙江龙盛集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
237	2015年泰州华信药业投资有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
238	2016年山东海洋投资有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
239	2014年上海城投控股股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/20
240	2015年上海城投控股股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/20
241	2015年上海华谊（集团）公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/6/21
242	2016年泸州市工业投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/21
243	2015年新疆金融投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/21
244	2016年泸州化工园区原料结构调整项目项目收益债券（第一期）	AA	--	--	2016/6/21
245	2010年江苏华靖资产经营有限公司市政项目建设债券	AA+	AA	稳定	2016/6/21
246	2012年莆田市国有资产投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/21
247	2013年江苏华靖资产经营有限公司市政项目建设债券	AA	AA	稳定	2016/6/21

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
248	2013年宁波东部新城开发投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/21
249	2014年杭州余杭经济开发建设有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/21
250	2005年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
251	2007年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
252	2008年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
253	2011年重庆市城市建设投资（集团）有限公司市政项目建设债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
254	2012年无锡市建设发展投资有限公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
255	2013年重庆市城市建设投资（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
256	2014年上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
257	2013年重庆市城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
258	2014年上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司第二期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
259	2014年上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
260	2014年重庆市城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
261	2015年重庆市城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
262	2016年重庆市城市建设投资（集团）有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
263	上海城投（集团）有限公司13沪城投美元MTN001及14沪城投MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
264	上海城投（集团）有限公司13沪城投美元MTN001及14沪城投MTN002	AAA	AAA	稳定	2016/6/21
265	2016年河北以岭医药集团有限公司面向合格投资者公开发行可交换公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/22
266	2016年华鑫证券有限责任公司公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/22
267	2016年金辉集团股份有限公司公司债券（第二期）	AA	AA	稳定	2016/6/22
268	2016年金辉集团股份有限公司公司债券（第三期）	AA	AA	稳定	2016/6/22
269	2016年金辉集团股份有限公司公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/22
270	2013年中国外运股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/22

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
271	2016年中国外运股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/22
272	2010年上海化学工业区发展有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/22
273	2012年宜兴市城市发展投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/22
274	2014年青岛海创开发建设投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/22
275	2015年宜兴市城市发展投资有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/22
276	2015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二期短期融资券	A-1	AA	负面	2016/6/23
277	2015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短期融资券	A-1	AA	负面	2016/6/23
278	2016年天津市武清区国有资产经营投资公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/23
279	2014年荣盛石化股份有限公司公司债券	AA	AA	正面	2016/6/23
280	2016年新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司面向合格投资者公开发行公司债券	AA	AA	负面	2016/6/23
281	2016年山东魏桥铝电有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
282	2010年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/23
283	2014年绍兴市上虞城市建设集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/23
284	2014年襄阳高新投资开发有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/23
285	2015年睢宁县润企投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/23
286	2016年阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/23
287	2010年萍乡市城市建设投资发展公司企业债券	AA+	AA-	稳定	2016/6/23
288	2012年萍乡市城市建设投资发展公司企业债券	AA	AA-	稳定	2016/6/23
289	2014年蚌埠高新投资集团有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2016/6/23
290	2013年天津市武清区国有资产经营投资公司第二期企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
291	2013年天津市武清区国有资产经营投资公司第一期企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
292	2015年合肥兴泰控股集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
293	2015年山东魏桥铝电有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/23

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
294	2015年天津市武清区国有资产经营投资公司企业债券	AAA	AA+	稳定	2016/6/23
295	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	负面	2016/6/23
296	2014年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/23
297	2014年阳城县阳泰集团实业有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2016/6/23
298	2015年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/23
299	2015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	2016/6/23
300	2015年阳城县阳泰集团实业有限公司第一期中期票据	AA	AA	负面	2016/6/23
301	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	2016/6/23
302	2012年舟山交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
303	2013年山东魏桥铝电有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
304	2013年山东魏桥铝电有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
305	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	2016/6/23
306	2013年舟山交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
307	2014年舟山交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/23
308	2016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	2016/6/23
309	2015年华仪集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/24
310	2016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	2016/6/24
311	2015年浙江众合科技股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA-	稳定	2016/6/24
312	2015年宝钢资源有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/24
313	2015年兰州市城市发展投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/24
314	2016年宝钢资源有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/24
315	2016年兰州市城市发展投资有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/24
316	2015年广州市时代地产集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/24

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
317	2015年重庆对外经贸（集团）有限公司面向合格投资者公开发行公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
318	2015年华宝投资有限公司公开发行公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
319	2015年上海国有资产经营有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
320	2015年上海国有资产经营有限公司可交换公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
321	2016年上海国有资产经营有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
322	2016年上海外高桥集团股份有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
323	2016年申万宏源集团股份有限公司公开发行公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
324	2013年湖南湘投金天科技集团有限责任公司公司债券	AA	A+	稳定	2016/6/24
325	2009年山东省青州市宏源国有资产经营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/24
326	2010年吴江经济技术开发区发展总公司10吴江发展债	AA	AA	稳定	2016/6/24
327	2010年盐城东方投资开发集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/24
328	2011年广西农垦集团有限责任公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
329	2012年天津新技术产业园区武清开发区总公司企业债券	AA+	AA	稳定	2016/6/24
330	2012年吴江经济技术开发区发展总公司12吴江经开债	AA	AA	稳定	2016/6/24
331	2012年盐城东方投资开发集团有限公司12 盐城东方债	AA	AA	稳定	2016/6/24
332	2012年扬州市城建国有资产控股（集团）有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
333	2013年昌润投资控股集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
334	2014年广西农垦集团有限责任公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
335	2014年天津新技术产业园区武清开发区总公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
336	2014年盐城东方投资开发集团有限公司14 盐城东方债	AA	AA	稳定	2016/6/24
337	2014年宜兴拓业实业有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/24
338	2015年无锡创业投资集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/24
339	2015年长沙天心城市建设投资开发集团有限公司第一期公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/24

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
340	2016年天津广成投资集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/24
341	2016年天津宁河投资控股有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/24
342	2009年无锡市交通产业集团有限公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/24
343	2011年兰州市城市发展投资有限公司市政项目建设债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/24
344	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	2016/6/24
345	2014年吴江经济技术开发区发展总公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/24
346	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	2016/6/24
347	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	2016/6/24
348	2015年南京栖霞建设股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/24
349	2015年重庆对外经贸(集团)有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/24
350	2016年南京栖霞建设股份有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/24
351	2014年海南航空股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
352	2015年海南航空股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
353	2016年海南航空股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
354	2016年上海国有资产经营有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/24
355	2015年无锡市交通产业集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/24
356	2015年昌润投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/24
357	2016年康得新复合材料集团股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/27
358	2016年淄博市城市资产运营有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/27
359	2016年山东省鲁信投资控股集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/6/27
360	2012年鲁信创业投资集团股份有限公司12鲁创投	AAA	AA	稳定	2016/6/27
361	2012年鲁信创业投资集团股份有限公司12鲁信债	AAA	AA	稳定	2016/6/27
362	2015年重庆康达环保产业(集团)有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/27

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
363	2016年启东市华虹电子有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
364	2016年西安曲江文化产业投资（集团）有限公司面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/27
365	2016年安徽省投资集团控股有限公司公开发行公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
366	2016年上海电气（集团）总公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
367	2016年无锡市市政公用产业集团有限公司第一期公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
368	2016年云南白药控股有限公司公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
369	2007年上海世博土地控股有限公司世博建设债券	AAA	--	--	2016/6/27
370	2009年福州建工（集团）总公司企业债券	AA+	AA	稳定	2016/6/27
371	2009年嘉善县国有资产投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/27
372	2012年福州建工（集团）总公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
373	2012年海门市城市发展投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
374	2012年嘉善县国有资产投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
375	2013年四川省港航开发有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/27
376	2014年合肥高新建设投资集团公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
377	2014年淮安新城投资开发有限公司第二期公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
378	2014年淮安新城投资开发有限公司第一期公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
379	2015年沭阳金源资产经营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/27
380	2015年乌鲁木齐经济技术开发区建设发展总公司小微企业增信集合债券	AA	AA	稳定	2016/6/27
381	2015年义乌市城市建设投资集团有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/27
382	2009年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
383	2011年上海外滩投资开发（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
384	2011年浙江吉利控股集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
385	2012年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/27

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
386	2013年浙江吉利控股集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
387	2014年淄博市城市资产运营有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
388	2009年上海久事公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
389	2011年安徽省投资集团控股有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
390	2012年云南白药控股有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
391	2013年山东省鲁信投资控股集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
392	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	2016/6/27
393	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	2016/6/27
394	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	2016/6/27
395	2015年广州电气装备集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/27
396	2015年合肥高新建设投资集团公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/27
397	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	2016/6/27
398	2016年淮安新城投资开发有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/27
399	2014年淄博市城市资产运营有限公司第二期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
400	2014年淄博市城市资产运营有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
401	2015年康得新复合材料集团股份有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
402	2015年淄博市城市资产运营有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/27
403	2009年上海久事公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
404	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	2016/6/27
405	2013年上海电气(集团)总公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
406	2014年山东省鲁信投资控股集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
407	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	2016/6/27
408	2010年合肥高新建设投资集团公司10 合肥高新债	AA+	AA	稳定	2016/6/27

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
409	2016年上海浦东发展（集团）有限公司公开发行公司债券（第一期）	AAA	AAA	稳定	2016/6/27
410	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	2016/6/27
411	2016年贵州高速公路集团有限公司第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/6/28
412	2012年山东恒邦冶炼股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
413	2015年物美控股集团有限公司公司债券（第二期）	AA	AA	稳定	2016/6/28
414	2015年物美控股集团有限公司公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/28
415	2015年长影集团有限责任公司公开发行公司债券（第二期）	AA	AA	稳定	2016/6/28
416	2015年长影集团有限责任公司公开发行公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/28
417	2016年宜昌兴发集团有限责任公司公开发行公司债券（第一期）	AA	AA	稳定	2016/6/28
418	2016年中国宝安集团股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
419	2015年厦门住宅建设集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/28
420	2009年江苏瀚瑞投资控股有限公司09 镇江新区债	AA+	AA	稳定	2016/6/28
421	2010年南昌市红谷滩城市投资集团有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/28
422	2010年嵊州市投资控股有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/28
423	2011年辽阳城市资本经营有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/28
424	2011年宁海县城投集团有限公司11 宁海城投债	AAA	AA	稳定	2016/6/28
425	2012年常州市武进城市建设投资有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/28
426	2012年慈溪市国有资产投资控股有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/28
427	2012年江苏瀚瑞投资控股有限公司12 镇江新区债	AA+	AA	稳定	2016/6/28
428	2013年蚌埠市城市投资控股有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/28
429	2013年成都文化旅游发展集团有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
430	2013年清远市交通建设开发公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
431	2013年天津市静海城市基础设施建设投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
432	2013年潍坊滨海投资发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
433	2013年乌鲁木齐高新投资发展集团有限公司13 乌高新债	AA	AA	稳定	2016/6/28
434	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	2016/6/28
435	2014年克拉玛依市城市建设投资发展有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
436	2014年嵊州市投资控股有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/28
437	2014年长影集团有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/28
438	2015年海门市城市发展投资有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/28
439	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	AA	AA	稳定	2016/6/28
440	2015年浙江滨海新城开发投资股份有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/28
441	2016年江苏瀚瑞投资控股有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/28
442	2016年郑州牟中发展投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/28
443	2010年重庆交通旅游投资集团有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2016/6/28
444	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	2016/6/28
445	2011年江苏武进经济发展集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/28
446	2013年贵州高速公路集团有限公司 13 贵州高速债	AA+	AA+	稳定	2016/6/28
447	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	2016/6/28
448	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	2016/6/28
449	2007年上海华谊（集团）公司企业债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/28
450	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	2016/6/28
451	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	2016/6/28
452	2014年江苏瀚瑞投资控股有限公司14 镇江新区MTN001	AA	AA	稳定	2016/6/28
453	2014年江苏瀚瑞投资控股有限公司14 镇江新区MTN002	AA	AA	稳定	2016/6/28
454	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	2016/6/28

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
455	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	2016/6/28
456	2015年蚌埠市城市投资控股有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/28
457	2015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	2016/6/28
458	2014年贵州高速公路集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/28
459	2015年江苏武进经济发展集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/28
460	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	2016/6/28
461	2012年无锡市市政公用产业集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/28
462	2014年无锡市市政公用产业集团有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/28
463	2015年上海华谊(集团)公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/28
464	2010年无锡产业发展集团有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2016/6/28
465	2015年上海同盛投资(集团)有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/6/28
466	2015年沈阳金山能源股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/29
467	2016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	2016/6/29
468	2016年山东黄金矿业股份有限公司第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/6/29
469	2015年上海红星美凯龙投资有限公司公开发行公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
470	2015年旭辉集团股份有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
471	2015年旭辉集团股份有限公司公司债券(第二期)	AA	AA	稳定	2016/6/29
472	2016年华峰集团有限公司公开发行公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
473	2010年杭州市交通投资集团有限公司公司债券	AAA	AA-	稳定	2016/6/29
474	2016年厦门经济特区房地产开发集团有限公司公司债券(第一期)	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
475	2016年上海中星(集团)有限公司公开发行公司债券(第一期)	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
476	2015年重庆龙湖企业拓展有限公司公司债券(第二期)	AAA	AAA	稳定	2016/6/29
477	2016年上海复星高科技(集团)有限公司公开发行公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/29

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
478	2010年江苏句容福地生态科技有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
479	2010年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券	AA+	AA	稳定	2016/6/29
480	2012年常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/29
481	2012年东台市交通投资建设集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
482	2012年贵阳市公共住宅投资建设(集团)有限公司12筑住投债	AA	AA	稳定	2016/6/29
483	2012年江苏句容福地生态科技有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
484	2012年江苏省南京浦口经济开发总公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
485	2012年乐清市国有投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
486	2012年苏州市相城城市建设有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
487	2012年浙江金汇五金产业有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
488	2013年博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
489	2013年广东省粤垦投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
490	2013年广西水利电业集团有限公司第二期公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
491	2013年广西水利电业集团有限公司第一期公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
492	2013年华峰集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
493	2013年荣成市经济开发投资公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
494	2013年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
495	2013年天津住宅建设发展集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
496	2013年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
497	2013年镇江文化旅游产业集团有限责任公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
498	2014年荣成市经济开发投资公司企业债券	AAA	AA	稳定	2016/6/29
499	2014年杭州市拱墅区经济发展投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
500	2014年乐清市国有投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
501	2014年临安市城建发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
502	2014年如皋市经济贸易开发总公司企业债券	AAA	AA	稳定	2016/6/29
503	2014年苏州市相城城市建设有限责任公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/29
504	2014年天津北辰科技园区总公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
505	2014年天津水务投资集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
506	2014年威海市中城公有资产经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
507	2014年芜湖县建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
508	2015年博尔塔拉蒙古自治州国有资产投资经营有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
509	2015年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司小微企业增信集合债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
510	2015年重庆市万州三峡平湖有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/29
511	2016年黄石磁湖高新科技发展公司企业债券01	AAA	AA	稳定	2016/6/29
512	2016年黄石磁湖高新科技发展公司企业债券02	AA+	AA	稳定	2016/6/29
513	2016年如皋市经济贸易开发总公司企业债券	AAA	AA	稳定	2016/6/29
514	2016年重庆市兴荣控股集团有限公司企业债券	AA+	AA	稳定	2016/6/29
515	2013年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2016/6/29
516	2015年临汾市尧都区投资建设开发有限公司公司债券	AA	AA-	稳定	2016/6/29
517	2010年天津保税区投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
518	2010年镇江城市建设产业集团有限公司10镇城投债	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
519	2011年杭州市萧山区国有资产经营总公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
520	2011年江苏省吴中经济技术发展总公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
521	2011年昆山银桥控股集团有限公司11昆花桥债	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
522	2011年天津东方财信投资集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
523	2011年舟山交通投资集团有限公司企业债券	AAA	AA+	稳定	2016/6/29

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
524	2012年苏州市吴江交通投资集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
525	2013年镇江城市建设产业集团有限公司13镇城投01	AAA	AA+	稳定	2016/6/29
526	2013年镇江城市建设产业集团有限公司13镇城投02	AAA	AA+	稳定	2016/6/29
527	2014年大连融达投资有限责任公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
528	2014年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
529	2014年江苏省吴中经济技术发展总公司企业债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
530	2015年湖南铁路建设投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
531	2015年天津东方财信投资集团有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2016/6/29
532	2014年德力西集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
533	2014年广东省粤垦投资有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
534	2014年广西水利电业集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
535	2014年广西水利电业集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
536	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	2016/6/29
537	2014年天津住宅建设发展集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
538	2014年西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
539	2015年德力西集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
540	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中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
541	2016年扬州绿色产业投资发展控股(集团)有限责任公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/29
542	2013年杭州市交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
543	2014年杭州市交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
544	2014年杭州市萧山区国有资产经营总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
545	2015年杭州市萧山区国有资产经营总公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
546	2015年苏州市吴江交通投资集团有限公司第一期中期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/29

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
547	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	2016/6/29
548	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	2016/6/29
549	2015年上海复星医药（集团）股份有限公司第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/6/29
550	2016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	2016/6/29
551	2014年常熟市滨江城市建设经营投资有限责任公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/29
552	2012年杭州余杭城市建设集团有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/29
553	2015年广东省广告集团股份有限公司第三期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/6/30
554	2016年安徽九华山旅游（集团）有限公司公开发行公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
555	2016年浙江航民实业集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
556	2016年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券	AA+	AA+	负面	2016/6/30
557	2009年常州投资集团有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/30
558	2010年大冶有色金属集团控股有限公司10 大冶有色债	AA+	AA	稳定	2016/6/30
559	2011年宁波市镇海投资有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/30
560	2011年扬州经济技术开发区开发总公司企业债券	AAA	AA	稳定	2016/6/30
561	2012年宝钛集团有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/30
562	2012年江苏连云发展集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
563	2012年内蒙古高新控股有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
564	2012年宁波市镇海区海江投资发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
565	2012年长沙县星城建设投资有限公司公司债券	AA+	AA	稳定	2016/6/30
566	2013年南昌水利投资发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
567	2014年湖州西塞山开发建设有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
568	2014年溧阳昆仑城建集团有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
569	2014年南通市崇川城市建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
570	2014年宁波市镇海投资有限公司公司债券	AAA	AA	稳定	2016/6/30
571	2014年扬州经济技术开发区开发总公司企业债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
572	2014年长沙县星城建设投资有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
573	2016年温州港城发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/6/30
574	2011年湘电集团有限公司公司债券	AA-	AA-	稳定	2016/6/30
575	2012年保定国家高新技术产业开发区发展有限公司公司债券	AA-	AA-	稳定	2016/6/30
576	2012年农工商房地产（集团）股份有限公司公司债券	AAA	AA-	稳定	2016/6/30
577	2014年浙江省新昌县投资发展有限公司公司债券	AAA	AA-	稳定	2016/6/30
578	2010年乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司公司债券	AAA	AA+	稳定	2016/6/30
579	2011年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券	AA+	AA+	负面	2016/6/30
580	2012年上海临港经济发展（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/30
581	2012年太原市龙城发展投资有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/30
582	2012年乌鲁木齐城市建设投资（集团）有限公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/30
583	2013年镇江城市建设产业集团有限公司第二期小微企业扶持债券	AA+	AA+	稳定	2016/6/30
584	2014年广西北部湾国际港务集团有限公司公司债券	AA+	AA+	负面	2016/6/30
585	2009年海航集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/30
586	2009年上海国盛（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/30
587	2012年上海地产（集团）有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/30
588	2013年海航集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/30
589	2015年海航集团有限公司公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/30
590	2016年海航集团有限公司第一期永续期公司债券	AAA	AAA	稳定	2016/6/30
591	2014年常州投资集团有限公司第二期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30
592	2014年常州投资集团有限公司第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级展 望	评级日期
593	2014年株洲时代新材料科技股份有限公司第一期中 期票据	AAA	AA	稳定	2016/6/30
594	2015年华西能源工业股份有限公司第一期中 期票据	AA	AA	负面	2016/6/30
595	2015年南昌水利投资发展有限公司第一期中 期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30
596	2015年棕榈园林股份有限公司第一期中 期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30
597	2016年安徽九华山旅游（集团）有限公司第二 期中 期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30
598	2016年安徽九华山旅游（集团）有限公司第一 期中 期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30
599	2016年常州投资集团有限公司第一期中 期票据	AA	AA	稳定	2016/6/30
600	2014年湘电集团有限公司第一期中 期票据	AA-	AA-	稳定	2016/6/30
601	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	2016/6/30
602	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	2016/6/30
603	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第二 期中 期票据	AA+	AA+	负面	2016/6/30
604	2015年广西北部湾国际港务集团有限公司第三 期中 期票据	AA+	AA+	负面	2016/6/30
605	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+	负面	2016/6/30
606	2015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	2016/6/30
607	2016年江西洪都航空工业股份有限公司第二 期中 期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/30
608	2016年江西洪都航空工业股份有限公司第一 期中 期票据	AA+	AA+	稳定	2016/6/30
609	2012年长沙县星城建设投资有限公司公司 债券	AA+	AA	稳定	2016/6/30

书籍系列



资信评级 英汉信用评级词汇手册 信用评级基础知识 新世纪信用评级研究与探索 新世纪信用评级国际研究

期刊系列



新世纪评级(季刊) 新世纪评级(年刊)

研究系列



宏观经济分析与展望 地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

产品系列



工商企业评级概览 金融机构评级概览 公共融资评级概览 结构融资评级概览 其他产品评级概览

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>