

我国公募信用债券抵/质押担保增信效率研究

研发部 何金中

抵/质押担保是融资过程中广泛采用的增信措施之一，对降低融资方的融资成本、降低投资者在面临违约事件时所遭受的损失程度以及融资的顺利推进均具有积极意义。随着我国信用债市场的快速发展，违约进入常态化阶段，担保在债券市场上的重要性亦不断提高。本文梳理了 2009 年以来我国公募信用债市场主要券种的抵/质押担保情况，通过定量分析方法对抵/质押担保的增信效果进行了探析。

本文的统计梳理结果显示：采取抵/质押担保增信的主要为地方国有企业发行的企业债；用于抵押的抵押物以土地及房产为主，用于质押的质物在 2010 年 6 月前主要为应收账款，在 2010 年 6 月后主要为上市公司股票或非上市公司股权；市场虽对质押担保的认可程度要高于抵押，但整体而言均不高，故评级机构应谨慎评价抵/质押担保的实际增信效果；上市公司股票质押增信效果要明显高于其他抵/质押资产担保，而海域使用权、码头和停车场等抵押资产几乎无增信作用；初始抵/质押比率并不显著影响增信效果，而实际操作安排中的抵押比率警戒线对抵押担保的增信效果影响显著。

一、抵/质押担保的增信原理及差异

（一）抵/质押担保增信原理

抵押和质押的增信原理比较相近。在抵押或质押担保中，发行人是偿债的第一层保障，足额的抵押标的物（抵押物）或质押标的物（质物）是第二层保障，当发行人违约时，债权人可以通过处置抵押物或质物来弥补损失，并且对抵押物或质物变现所得价款享有优先受偿权。

在对有抵押或质押担保的债券进行信用评级时，获得债券最终信用级别的逻辑是在发行人主体信用等级基础上加抵押或质押的增级。抵押或质押担保的增级效果主要取决于债券到期时抵押或质押物的价值对债券本息的覆盖程度，覆盖程度越高，对债权人的保障程度也就越高，增级效果也越好。但在信用评级实践中，抵押或质押的增级需在债券发行时就予以确定，对到期时抵押物或质物的价值的估计成为增级效果评估的关键。

目前，评估到期日抵押物或质物价值的普遍方式是在抵押物或质物现值的基础上乘以折扣率¹，理论上，资产质量越好、变现能力越强、价值越稳定，折扣率就越大。折扣率的影响因素众多，如抵押物或质物性质、种类和折扣年限等，

¹ 折扣率=到期日抵押或质押物价值/抵押或质押物现值。

对折扣率进行准确估计比较困难。由于银行抵押或质押贷款与抵押或质押担保债券比较相似，我们可以参考国内银行业对抵押物或质物的折扣率，一般情况下，房产、土地使用权、在建工程的抵押折扣率不超过 70%，机器设备的抵押折扣率不超过 50%，动产质押折扣率不超过 60%，人民币存单、国债、金融债、本票和银行承兑汇票质押折扣率不超过 90%。

（二）抵/质押担保差异

抵/质押担保的增信原理虽然相近，但在法律层面还是有明显的差异。

第一，抵押担保的抵押物为动产和不动产，如土地使用权、房屋、机器设备、交通运输工具等；质押担保的质物为动产和权力，如货物、股票、股份、应收账款、存款单、票据、债券、商标使用权、专利权和著作权等。

第二，抵押担保可以在抵押人所担保债权不超过抵押物价值的基础上重复设置抵押权，但不得超出其剩余部分，在处置抵押物所得价款清偿债权的次序方面，原则上已登记的优于未登记的、先登记的优于后登记的、均未登记的不论设定时间先后按同一顺序；质押担保在法律层面上不允许在同一质物上重复设置质权。

第三，抵押担保的当事人可以自愿办理抵押登记，而质押担保的当事人不必办理质押登记，且与抵押不同的是，质押不仅要有书面合同，而且以质物的转移占有为生效条件，而抵押物不可转移占有。

第四，抵押担保期间，抵押物所产生的自然孳息和法定孳息由抵押人收取，抵押权人无权收取抵押物所生孳息；而在质押担保中，除当事人在质押合同中另有约定外，质物在质押担保期间所生孳息，均由质权人依法收取。

第五，对于抵押担保而言，债务履行期届满，抵押权人未受清偿时，可与抵押人协商以抵押物折价或以拍卖、变卖该抵押物的所得价款受偿，其价款超过债权数额的部分归抵押人所有，不足部分由债务人清偿，若协议不成的，可向人民法院提起诉讼；对于质押担保而言，债务履行期届满，质权人未受清偿的，可与出质人协议以质物折价或依法拍卖、变卖质物的所得价款清偿债权，其价款超过债权数额的部分归出质人所有，不足部分由债务人清偿，若协议不成，质权人可直接变卖质物。

二、我国公募信用债抵/质押担保概览

本文对 2009~2015 年及 2016 年上半年发行的并附有抵/质押担保措施的短期融资券（1 年期、不含超短期融资券）、中期票据（不含集合票据）、企业债（不含集合企业债）和公司债（不含私募债）进行了梳理统计，共获得抵押担保债券共 309 支，质押担保债券共 107 支。为便于后文的定量分析，我们剔除担保数据

缺失及同一抵/质押对应多期债券的样本，最终共获得抵押担保样本 274 个，质押担保样本 88 个，占初始样本的比例分别为 88.67%和 82.24%，占比较高，筛选后样本基本可代表总体样本。

图表 1 抵押担保的抵押物分布情况 (单位: 个)

券种\抵押物	土地使用 权	土地& 房产	房产	采矿 权	海域使 用权	土地&在 建工程	其他	合计
短期融资券	1	1	—	—	—	—	—	2
中期票据	1	—	—	—	—	1	—	2
企业债	229	13	4	4	3	1	3	257
公司债	3	1	5	2	—	1	1	13
合计	234	15	9	6	3	3	4	274

注：其他分别为土地&林木资产、采矿权&车辆、码头和停车场各 1 个
数据来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

从抵押担保统计样本的券种分布情况看，主要集中于企业债，共 257 个，占统计样本的比例为 93.80%。从统计样本的抵押物分布情况看，单独使用土地使用权作为抵押物的统计样本最多，共 234 个，占比 85.40%，其次为同时使用土地使用权与房产，共 15 个，占比 5.47%，而采用房产、采矿权、海域使用权、在建工程、车辆和码头等资产作为抵押物的样本较少。另外，从统计样本发行主体性质看，主要以国有企业为主，共 251 个，占比 91.61%。

图表 2 质押担保的质物分布情况 (单位: 个)

券种\质物	应收账款	股票	股权	合计
短期融资券	2	2		4
中期票据	1	3		4
企业债	52	9	11	72
公司债		5	3	8
合计	55	19	14	88

数据来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

从质押担保统计样本的券种分布情况看，亦主要集中于企业债，共 72 个，占统计样本的比例为 81.82%。从统计样本的质物分布情况看，以应收账款作为质物的样本最多，共 55 个，占比 62.50%；上市公司股票与非上市公司股权作为质物的样本量基本相当，分别为 19 个和 14 个。从统计样本发行主体性质看，主要以国有企业为主，共 72 个，占比 81.82%。值得注意的是，在 2010 年 6 月前，应收账款质押担保被地方融资平台广泛使用，但在《国务院关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》(国发[2010]19 号)下发后，地方融资平台应收账款质押担保被叫停，因此本文所统计的应收账款质押担保样本主要为 2010 年 6 月前发行的债券。

本文统计样本的券种分布情况显示，无论是抵押还是质押担保，均主要集中于企业债，这主要是受企业债自身特点所致。首先，我国企业债的发行主体主要

为地方城投企业，其自身的盈利能力及偿债能力均较弱，虽在多方面可获得地方政府支持，但均属于隐性支持，在法律层面无法获得有效肯定；其次，企业债相对于其他券种而言，单支债券发行规模大，且期限较长。所以，企业债相对而言更需要相应的增信措施来获得投资者的认可及满足监管要求，以确保其顺利发行。

本文统计样本的抵押物、质物分布显示，抵押物主要为土地，质物主要为应收账款，这与发行主体的资产结构特征相一致。我国企业债的发行主体主要为地方城投企业，其资产主要为地方政府注入的土地资产以及代建基础设施等工程类项目所形成的应收当地政府的应收账款，所以其能用于大规模抵押的资产主要为土地使用权，能用于质押的资产主要为应收账款。

三、评级机构对抵/质押担保的认可程度

由于抵/质押担保均是针对具体债项，评级机构在对具体债项进行信用评级时，是在发行主体的主体信用等级的基础上考虑增信措施后得出债项的信用等级。所以，债项信用等级与发行主体的主体信用等级的级差可视为评级机构对抵/质押担保措施的认可程度，也即抵/质押的增级效果。当短期融资券的发行主体的主体信用等级达到 A⁻级及以上时，短期融资券的债项信用等级都可以达到最高等级 A-1 级，所以无法体现级差。对于中长期债券而言，评级机构对大部分抵/质押担保给予了信用增级，但亦有小部分未给予。

从抵押担保的具体增级情况看，除短期融资券外，在本文所统计的 272 个抵押担保样本中，有 18 个未得到增级，债项等级与主体等级相同；213 个样本的债项等级较主体等级获得 1 个子级的增级，其中 131 个由 AA⁻级增至 AA 级，82 个由 AA 级增至 AA⁺级；40 个样本的债项等级较主体等级获得 2 个子级的增级，其中 12 个由 A⁺级增至 AA 级，26 个由 AA⁻级增至 AA⁺级，2 个由 AA 级增至 AAA 级；仅 1 个样本的债项等级较主体等级获得 3 个子级的增级，由 AA⁻级增至 AAA 级。

图表 3 抵押担保样本主体等级与债项等级分布情况 (单位: 个)

主体等级 \ 债项等级	A-1	AA ⁻	AA	AA ⁺	AAA
A ⁺	1	—	12	—	—
AA ⁻	1	1	131	26	1
AA	—	—	13	82	2
AA ⁺	—	—	—	3	—
AAA	—	—	—	—	1

数据来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

从质押担保的具体增级情况看，除短期融资券外，在本文所统计的 84 个质押担保样本中，有 7 个未得到增级，债项等级与主体等级相同；55 个样本的债

项等级较主体等级获得 1 个子级的增级，其中 1 个由 A⁺级增至 AA⁻级，17 个由 AA⁻级增至 AA 级，33 个由 AA 级增至 AA⁺级，4 个由 AA⁺级增至 AAA 级；22 个样本的债项等级较主体等级获得 2 个子级的增级，其中 5 个由 A⁺级增至 AA 级，12 个由 AA⁻级增至 AA⁺级，5 个由 AA 级增至 AAA 级。

图表 4 质押担保样本主体等级与债项等级分布情况 (单位: 个)

主体等级 \ 债项等级	A-1	AA ⁻	AA	AA ⁺	AAA
A ⁺	—	1	5	—	—
AA ⁻	2	—	17	12	—
AA	2	—	4	33	5
AA ⁺	—	—	—	2	4
AAA	—	—	—	—	1

数据来源: Wind 资讯、新世纪评级整理

整体来看，评级机构对于抵/质押担保增信给予的增级水平基本为 1 个子级或 2 个子级。同时，我们也注意到，采用抵/质押担保增信的债券的发行主体的主体信用等级都偏低，主要集中于 AA⁻和 AA 级，这其中存在一定政策性因素或机构投资者对所投债券的资质要求的影响，例如：发改委规定，企业主体评级在 AA⁻级及以下的，需要保障措施或担保；保监会对保险资管机构投资境内具有国内信用评级机构评定的 AA 级（含）以下长期信用评级的债券设置了风险监测比例，若通过抵/质押增信来提高债券信用等级，可突破比例限制。

四、市场对抵/质押担保的认可程度

理论上，若抵/质押担保获得市场认可，将在一定程度上有利于降低投资者在违约事件发生时所遭受的损失程度，在市场有效假设前提下，风险与收益对等原则，那么投资者要求的回报水平也应有所下降，也即发行人的发行成本下降。那么，市场对抵/质押担保的认可程度将反应到债券的发行定价中。接下来，本文将通过对债券发行利率的研究来分析市场对抵/质押担保的认可程度。

债券的发行利率是市场选择的结果，受众多因素影响，包括发行主体的信用风险大小、增信措施和市场环境等，想从发行利率中分离出单个因素的影响较困难，只能通过粗略估计来度量。接下来，我们将主要借助各券种相应的中债到期收益率²和评级机构的评级结果来估计增信措施对发行利率的影响，进而代表市场对增信的认可程度。思路如下：

步骤 1：将债券发行时票面利率与相同起息日、相同券种、相同主体信用等级对应的中债到期收益率进行对比，若票面利率高于中债到期收益率，则判定增信无效，市场不认可，无增信等级，反之进入步骤 2。

² 公司债使用中债企业债到期收益率作为比较基准，企业债中的城投债使用中债城投债到期收益率作为比较基准。

步骤 2: 将债券票面利率与相同起息日、相同券种、相同主体信用等级对应的中债到期收益率求利差 a , 同时, 从主体信用等级开始, 对每一个更高信用等级对应的中债到期收益率间求级差, 通过比较利差 a 与级差来计算市场认可的增信等级。例如, 某债项的主体信用等级为 AA^- , 那么我们将逐级计算 AA 与 AA^- 、 AA^+ 与 AA 、 AAA 与 AA 对应中债到期收益率的级差, 分别计为 b 、 c 、 d 。

若 $a < b$, 则判定市场认可的增信等级为 a/b 个子级。

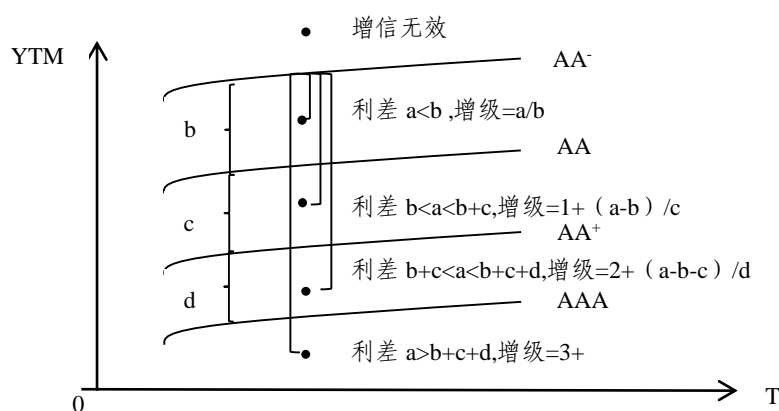
若 $b < a < b+c$, 则判定市场认可的增信等级为 $1 + (a-b) / c$ 个子级。

若 $b+c < a < b+c+d$, 则判定市场认可的增信等级为 $2 + (a-b-c) / d$ 个子级。

若 $a > (b+c+d)$, 则判定市场认可增信等级达到 3+ 个子级。

当市场认可的增信等级小于 0.5 个子级时, 意味着债券票面利率更加接近主体信用等级对应的中债到期收益率, 而离较主体信用等级更高子级对应的中债到期收益率远, 这说明市场对增信的认可程度并不高, 本文亦将该样本判定为增信无效。反之, 当市场认可的增信等级高于 0.5 个子级时, 本文将其认定为增信有效样本。

图表 5 市场对抵/质押担保的认可程度测算逻辑



接下来, 我们将通过前述思路来分析市场对抵/质押担保的认可程度。

图表 6 市场对抵/质押担保认可程度 (单位: 个)

担保类别	增信等级				增信无效	增信有效	有效占比 (%)
	未增级	小于 0.5 个子级	介于 0.5 个子级至 1 个子级	大于 1 个子级			
抵押	135	85	46	8	220	54	19.71
质押	42	18	15	13	60	28	31.82

(一) 抵押担保

通过步骤 1, 本文从 274 个抵押担保样本中判定出市场认为增信无效的样本

135 个。通过步骤 2，在剩下的 139 个样本中，市场认可的最低增信等级不到 0.01 个子级，最高的 1.59 个子级；市场认可增信等级小于 0.5 个子级的有 85 个，介于 0.5 到 1 个子级的 46 个，高于 1 个子级的样本仅 8 个。所以，通过步骤 1 和步骤 2，在 274 个抵押担保样本中，市场认为增信无效样本合计 220 个，增信有效样本合计 54 个，增信有效样本占比较低，仅 19.71%。整体来讲，市场对抵押担保的认可程度较低。

与评级机构对抵押担保的认可程度相比，市场对抵押担保的认可度明显要低。在市场认为抵押担保无效的 220 个样本中，评级机构对 174 个样本给予了 1 个子级增级，对 25 个样本给予了 2 个子级增级，对 1 个样本给予了 3 个子级增级，仅 20 个样本未给予增级。在市场认为抵押担保有效的 54 个样本中，市场对 50 个样本认可的增级量低于评级机构，仅 4 个样本高于评级机构，且高的子级量不超过 0.5。

图表 7 市场与评级机构对抵押担保认可度对比（单位：个）

		样本数	市场认可增级情况				市场认为增信无效	市场认为增信有效
			未增级	小于 0.5 个子级	介于 0.5 个子级至 1 个子级	大于 1 个子级		
评级机构给予的增级情况	未增级	20	13	7	—	—	20	—
	1 个子级	213	110	64	35	4	174	39
	2 个子级	40	11	14	11	4	25	15
	3 个子级	1	1	—	—	—	1	—
合计		274	135	85	46	8	220	54

（二）质押担保

通过步骤 1，本文从 88 个质押担保样本中判定出市场认为增信无效的样本 42 个。通过步骤 2，在剩下的 46 个样本中，市场认可的最低增信等级仅 0.05 个子级，最高为 1.92 个子级；市场认可增信等级小于 0.5 个子级的有 18 个，介于 0.5 到 1 个子级的 15 个，高于 1 个子级的样本 13 个。所以，通过步骤 1 和步骤 2，在 88 个质押担保样本中，市场认为增信无效样本合计 60 个，增信有效样本合计 28 个，增信有效样本占比 31.82%。整体来讲，市场对质押担保的认可程度亦不太高，但要高于抵押担保。

与评级机构对质押担保的认可程度相比，市场对质押担保的认可度亦明显低。在市场认为质押担保无效的 60 个样本中，评级机构对 36 个样本给予了 1 个子级增级，对 14 个样本给予了 2 个子级增级，仅 10 个样本未给予增级。在市场认为质押担保增信有效的 28 个样本中，市场对 20 个样本认可的增信等级低于评级机构，仅 8 个样本高于评级机构。

图表 8 市场与评级机构对质押担保认可度对比 (单位: 个)

		样本数	市场认可增级情况				市场认为增信无效	市场认为增信有效
			未增级	小于 0.5 个子级	介于 0.5 个子级至 1 个子级	大于 1 个子级		
评级机构给予的增级情况	未增级	11	7	3	—	1	10	1
	1 个子级	55	27	9	12	7	36	19
	2 个子级	22	8	6	3	5	14	8
合计		88	42	18	15	13	60	28

(三) 增信效率差异分析

1. 抵押与质押担保增信效率差异分析

通过前文的统计分析可知,市场对质押担保的认可度要高于抵押担保,这或可从抵/质押担保增信的差异中得到解释。首先,质押担保的质物为动产,而抵押担保的抵押物主要为不动产,动产的处置过程及成本较不动产具有明显优势;其次,质押在法律上不允许在同一质物上重复设置质权,而抵押可以在不超过抵押物价值的基础上重复设置抵押权,这导致抵押容易出现第三方,存在登记先后顺序与清偿顺序限制,而质押不会出现;再者,质押以质物向质权人转移占有为生效条件,而抵押物不可转移占有,这就导致债权人对质物的监督管理要便于抵押物;最后,当投资者不能足额受偿时,若投资人与发行人协议不成,可直接变卖质物获得受偿,而抵押则需通过诉讼,相对而言,在质押增信中,投资人占据更加有利位置。

2. 抵押担保有/无效差异分析

在本文所统计的 274 个抵押担保样本中,虽然其中 220 个未得到市场认可,但仍有 54 个样本获得有效增信,那么是何种原因导致的抵押增信认可程度差异?本文将市场不认可的 220 个样本作为抵押无效组,将市场认可的 54 个样本作为抵押有效组,从抵押物类型、初始抵押比率³和抵押比率警戒线⁴三个方面进行对比分析来探讨抵押担保增信效率差异。

图表 9 抵押有/无效组抵押物分布情况

抵押物类型	抵押无效组 (个)	抵押有效组 (个)	有效组占比 (%)
土地	182	52	22.22
土地+房产	15	—	—
土地+在建工程	3	—	—
土地+林木资产	1	—	—
房产	8	1	11.11
采矿权	5	1	16.67
采矿权+车辆	1	—	—

³ 初始抵押比率=债券发行时抵押物评估价值/(债券发行本金+一年应付利息)。

⁴ 抵押比率警戒线指的是当抵押比率低于某一值时,发行人需追加抵押物至警戒线水平。

抵押物类型	抵押无效组 (个)	抵押有效组 (个)	有效组占比 (%)
海域使用权	3	—	—
码头	1	—	—
停车场	1	—	—
合计	220	54	19.71

抵押物类型方面，抵押有效组的抵押物仅包含土地、房产和采矿权 3 种，相比之下，抵押无效组的抵押物类型相对丰富得多。从各类抵押物的有效组占比情况看，市场对土地抵押的认可要略高，但由于其他抵押物类型的样本数量非常少，并不能从统计角度说明市场对土地资产抵押的认可程度显著高于其他类型抵押物。

图表 10 初始抵押比率单因素方差分析结果

	平方和	自由度	均方	F 值	显著性
组间	0.973	1	0.973	2.152	0.144
组内	122.975	272	0.452	—	—
总数	123.948	273	—	—	—

初始抵押比率方面，抵押有效组的平均初始抵押率为 2.38 倍，无效组为 2.23 倍，抵押有效组的平均初始抵押比率要略高于抵押无效组。进一步，本文以初始抵押比率为因子，对抵押有效组和无效组进行单因素方差分析，检验结果在 0.05 置信水平下并不显著，这说明初始抵押比率并不显著影响抵押担保是否有效。

图表 11 抵押比率警戒线单因素方差分析结果

	平方和	自由度	均方	F 值	显著性
组间	0.464	1	0.464	3.983	0.047
组内	31.707	272	0.117	—	—
总数	32.171	273	—	—	—

抵押比率警戒线方面，抵押有效组的平均抵押比率警戒线为 1.71 倍，无效组为 1.60 倍，抵押有效组的平均抵押比率警戒线亦略高于无效组。同样，我们进行单因素方差分析，检验结果在 0.05 置信水平下显著，这说明抵押比率警戒线显著影响抵押担保是否有效。这一检验结果与初始抵押比率存在差异，或主要因为初始抵押比率仅为债券发行时的抵押比率⁵，同时，大部分抵押都配有释放安排，且抵押物价值又是波动的，而抵押比率警戒线是对债券整个存续期间的抵押比率的最低要求，较初始抵押比率而言，抵押比率警戒线更能有效框定债券整个存续期间的抵押物价值要求，更能反映发生违约事件时投资者可处置抵押物价值。

3. 质押担保有/无效差异分析

在本文所统计的 88 个质押担保样本中，其中 60 个未得到市场认可，28 个

⁵ 抵押比率=抵押物评估价值/（债券发行本金+一年应付利息）。

样本获得有效增信。同样，本文将市场不认可的 60 个样本作为质押无效组，将市场认可的 28 个样本作为质押有效组，从质物类型和初始质押比率⁶两个方面进行对比分析来探讨质押担保增信效率差异。针对质押比率警戒线⁷，除上市公司股票质押外，部分应收账款和非上市公司股权质押的操作安排中并未作明确安排，故在此不进行讨论。

图表 12 质押有/无效组抵押物分布情况

质物类型	质押无效组 (个)	质押有效组 (个)	有效组占比 (%)
股票	11	8	42.11
股权	9	5	35.71
应收账款	40	15	27.27
合计	60	28	31.82

质物类型方面，质押有效组和无效组的质物类型均包括上市公司股票、非上市公司股权和应收账款 3 类。从各类质物的有效组占比情况看，市场对上市公司股票质押的认可最高，非上市公司股权次之，应收账款最小。相比而言，上市公司股票的流动性要明显强于非上市公司股权和应收账款，且市场价值信息容易获取，故市场对上市公司股票质押的认可度相对较高。

图表 13 初始质押比率单因素方差分析结果

	平方和	自由度	均方	F 值	显著性
组间	0.381	1	0.381	0.263	0.609
组内	124.664	86	1.450	—	—
总数	125.045	87	—	—	—

初始质押比率方面，质押有效组的平均初始抵押率为 2.80 倍，无效组为 2.66 倍，质押有效组的平均初始质押比率要略高于质押无效组。进一步，本文以初始质押比率为因子，对质押有效组和无效组进行单因素方差分析，检验结果在 0.05 置信水平下并不显著，这一结果与初始抵押比率方差分析结果一样，这说明初始质押比率亦不显著影响质押担保是否有效。

(四) 抵/质押担保无效原因探析

整体而言，市场对抵押和质押担保增信的认可度均不高，可能原因包括以下几个方面：

第一，为满足监管要求而进行形式上的抵/质押担保。发改委要求资产负债率高于 80%（含）或主体信用等级不高于 AA⁻（含）的发行人发行企业债时需采取增信措施。从本文所统计的样本分布特征可知，采取抵/质押担保的主要为企业债，且大部分发行人的主体信用等级为 AA⁻及以下，增信措施又不为市场所认可，说明这些债券的增信措施或仅为满足监管要求，为促使债券顺利发行而进行

⁶ 初始质押比率=债券发行时质物评估价值/（债券发行本金+一年应付利息）。

⁷ 质押比率警戒线指的是当质押比率低于某一值时，发行人需追加质物至警戒线水平。

形式上的抵/质押担保。

第二，国有资产处置受到诸多限制，变现存疑。本文统计样本的发行主体主要为国有企业，用于抵/质押的资产也主要为国有资产，在现有的法律体系下，当发行主体违约时，对抵/质押物进行处置，也即对国有资产进行处置会受到诸多限制，变现存疑。

第三，抵/质押资产存在瑕疵可能。目前，国内社会信用体系仍不完善，部分抵押人或出质人可能存在主观造假抵/质押物行为，从而较大程度上影响其实际增信效果。如“10 佳城投”，发行人以拥有的 1143.07 公顷、评估价值 34.15 亿元的柳树岛国有土地使用权进行抵押担保，但后来被查出违规，地方政府为发行人办理假土地证，并将柳树岛用途由绿化用地调整为建设用地，再按商业、旅游、娱乐用途进行作价评估，事实上，柳树岛真正可用于抵押的国有建设土地仅约 70 公顷。目前，债券市场上的质押资产虽尚未爆出造假案例，但在其他融资领域却屡见不鲜，如 2012 年上海钢贸企业通过仓单重复质押融资、虚假仓单质押骗贷行为等。

第四，即使不存在法律方面障碍，抵/质押物处置难度仍较大，变现能力一般。一般来讲，发行人用于抵/质押资产的规模均较大，少则几个亿，多则五六十亿，大规模的资产处置难度比较大，耗时较长，交易成本亦较高，例如土地资产的转让，涉及土地建设规划、地上附属建筑物等一系列问题，给土地的顺利出让带来一定障碍，变现能力一般。

第五，目前国内公募债券市场尚无处置抵/质押物案例，无示范效应。虽然我国公募债市场违约事件持续爆发，但仍尚无对抵/质押物处置的案例，市场缺乏案例示范效应。

五、总结

目前，国内公募债券市场中企业债使用抵/质押担保的比例最高，且抵押资产主要以土地及房产为主，质押资产主要为应收账款、上市公司股票和非上市公司股权。大部分情况下，评级机构给予抵/质押担保 1 个或 2 个子级的增级量，普遍高于市场对抵质押担保的认可度。

通过本文的统计分析，国内市场对抵/质押担保的认可程度并不高，风险缓释作用偏弱，在信用评级作业中，评级机构应谨慎评价增信措施的实际效果。整体而言，市场对质押担保的认可度要高于抵押，上市公司股票质押增信效果要明显高于其他抵/质押资产担保，而海域使用权、码头和停车场等抵押资产几乎无增信作用。初始抵/质押比率并不显著影响增信效果，而实际操作安排中的抵押比率警戒线对抵押担保的增信效果影响显著。

由于我国债券市场的发行主体主要以国有企业为主，用于抵/质押担保的资产也主要为国有资产，在现行法律体系下，对国有资产进行处置会受到诸多方面的限制，若能从制度安排上明晰对用于抵质押担保的国有资产进行处置，或可提高市场对抵/质押担保的认可程度。

参考文献:

1. 中华人民共和国担保法,全国人大法规库,2005.
2. 兴业证券担保系列研究,兴业证券研究所,2014.
3. 信用风险缓释技术研究—押品、风险管理与新资本协议,兴业证券研究所,2013.
4. 商业银行的抵押品风险管理研究,杨茜,2010.