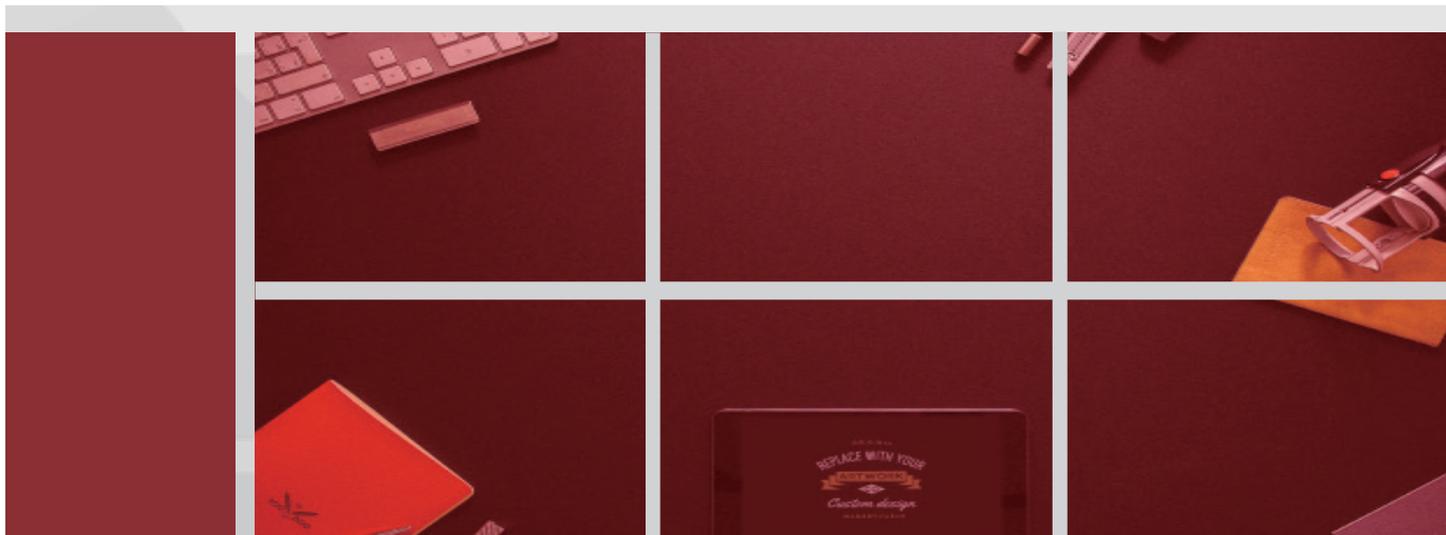




CREDIT QUARTER

# 新世纪评级

| 2016年第4期总第103期 |



我国公募信用债券抵/质押担保增信效率研究

中印两国经济发展水平差异根源探究

PPP模式助力海绵城市建设

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

国际高收益

债券的市场

发展情况和

信用评级方

法介绍

>> 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4期 总第103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

本刊编辑部声明:

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

## 前言

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

## 目录

### 专题研究

- 1 国际高收益债券的市场发展情况和信用评级方法介绍
- 13 我国公募信用债券抵/质押担保增信效率研究
- 26 中印两国经济发展水平差异根源探究
- 44 PPP模式助力海绵城市建设

### 市场研究

- 55 2016年中国债券市场发行与评级研究
- 73 2016年度债券市场主体信用等级迁移研究
- 81 2016年短期融资券利差分析
- 89 2016年中期票据和企业债利差分析
- 105 2016年公司债等级分布和利差分析

### 行业动态

- 112 证监会:批复公司债券簿记建档指引 加强对公司债的检查

### 公司新闻

- 114 “交流共享·合作共赢——2016新世纪评级福州论坛”顺利召开
- 116 新世纪评级荣获2016中国金融机构金牌榜“年度最佳债券信用评级机构”
- 117 “新世纪评级创新与风险研讨会”在京顺利召开

### 评级公告

- 119 2016年第四季度发行债券评级汇编
- 127 2016年第四季度跟踪评级汇编

## 专题研究

# 国际高收益债券的市场发展情况和信用评级方法介绍

陈文沛/文

## 一、国际高收益债券的市场发展情况

### （一）国际高收益债券的概念界定

在国际市场上，高收益债券一般被定义为评级为投资级以下的高信用风险债券，同时又被称为投机级债券或垃圾债券。一般而言，在标准普尔信用等级中低于BBB级，或在穆迪信用等级中低于Baa2级，或在惠誉信用等级中低于BBB级的债券即被视为高收益债券。通常来说，高收益债券具有信用风险高、投资收益高、信用等级偏低等特点。

### （二）国际高收益债券市场情况

美国是高收益债券的发源地，其高收益债券市场也是目前国际上最成熟、规模最大的高收益债券市场，本文主要关注美国的高收益债券市场情况。

#### 1. 美国高收益债券的发行情况

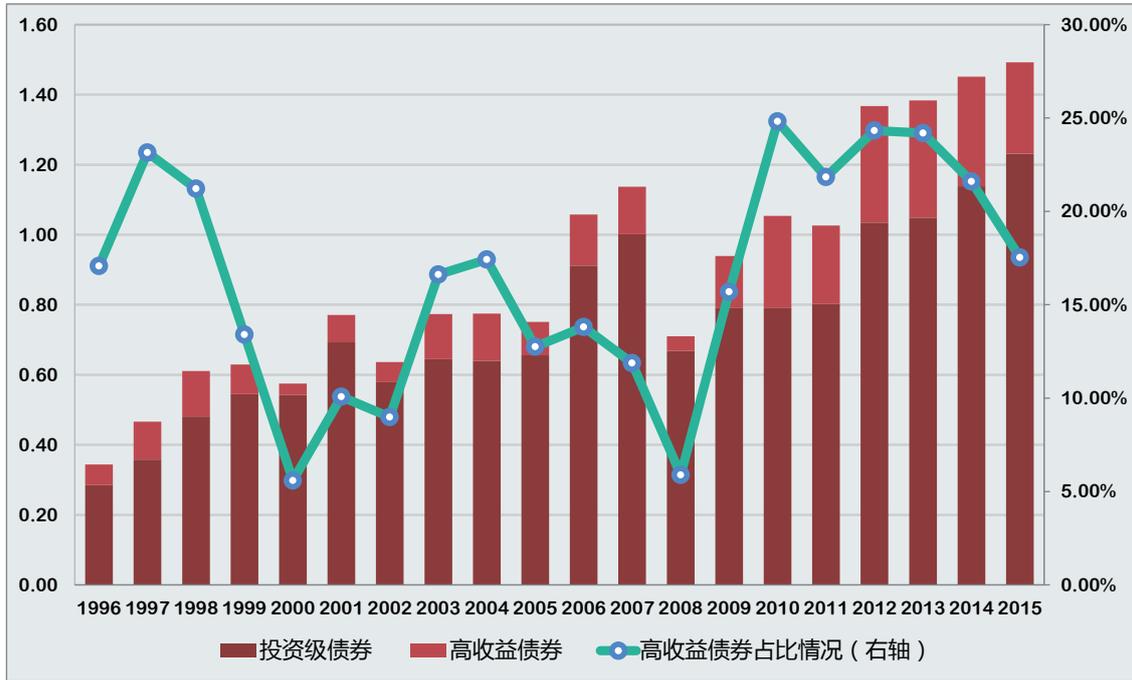
从1996年到2015年，美国公司债<sup>1</sup>的发行

额增长了近四倍，2015年共发行公司债1.49万亿美元，其中投资类债券1.23万亿美元，高收益债券0.26万亿美元。总体来看，高收益债券比例较为有限且有所波动，在这二十年期间，最低时高收益债券发行规模占公司债发行规模的比例为5.59%，最高时为24.82%。

从美国高收益债券的发行规模来看，1996年至2015年共计发行3.11万亿美元，平均每年发行规模为0.16万亿美元，其中最少的为2000年，发行规模仅为0.03万亿美元，最多的为2013年，发行规模为0.33万亿美元，与2000年相差近十倍。2008年，由于受到金融危机的影响，高收益债券的发行量由1999年的0.14万亿美元大幅减少至0.04万亿美元，但2009年后有所回升。

<sup>1</sup>不包括可转换债券。

图表1 1996年~2015年美国公司债发行情况（万亿美元）



资料来源：Sifma，新世纪评级整理

## 2. 美国高收益债券的存续情况

高收益债券的定义主要是从债券级别的角度衡量，通常而言，高收益债券有两种情况。一是发行时即为投机级的债券，这类发行人通常处于发展的初期，尽管发行人未来有较好的发展空间，但由于初创的企业在经营、财务方面未能表现的像投资级企业一样好，因此只能发行级别较低的债券，以较高的利率来募集资金以求发展；二是发行时为投资级的债券，受到企业经营不善，或是现金流危机等影响，从而债券级别被下调至投机级的。这里仅对第一类高收益债券进行分析，即发行时即为投机级的债券。

截至2016年9月末，经标普评级的发行时为投机级的美国债券中，目前仍然存续的高收益债券约有2500余支，发行金额约为1.42万亿美元，每支债券的平均发行金额为5.63亿美元/支，均没有担保。整体来看，

相较于约8万亿美元存量规模而言的公司债市场，高收益债券仍然属于小众类别。在目前存续的高收益债券中，发行时间最早的为1987年由CTC Beaver Valley Funding Corp.发行的4.24亿美元的公司债券，单支债券发行规模最大的为2006年12月由Ford Motor Co发行的49.50亿美元的公司债。

从发行时的级别分布来看，美国存续的高收益债券中，级别最高的为BB+，级别最低的为CC，级别越高的发行支数越多，其中级别为BB+的发行支数为513支，占有存续高收益债券的20.35%，而级别在CCC+以下的债券发行数量极少，共计79支，占有存续高收益债券的3.13%。此外，尽管BB-级别的债券发行支数仅占15.55%，但该级别对应的发行金额为所有级别中发行金额最高的，为2687.93亿美元。此外，发行金额较多的级别分别为BB和BB+，对应的发

行金额分别为2556.33亿美元和2458.36亿美元。

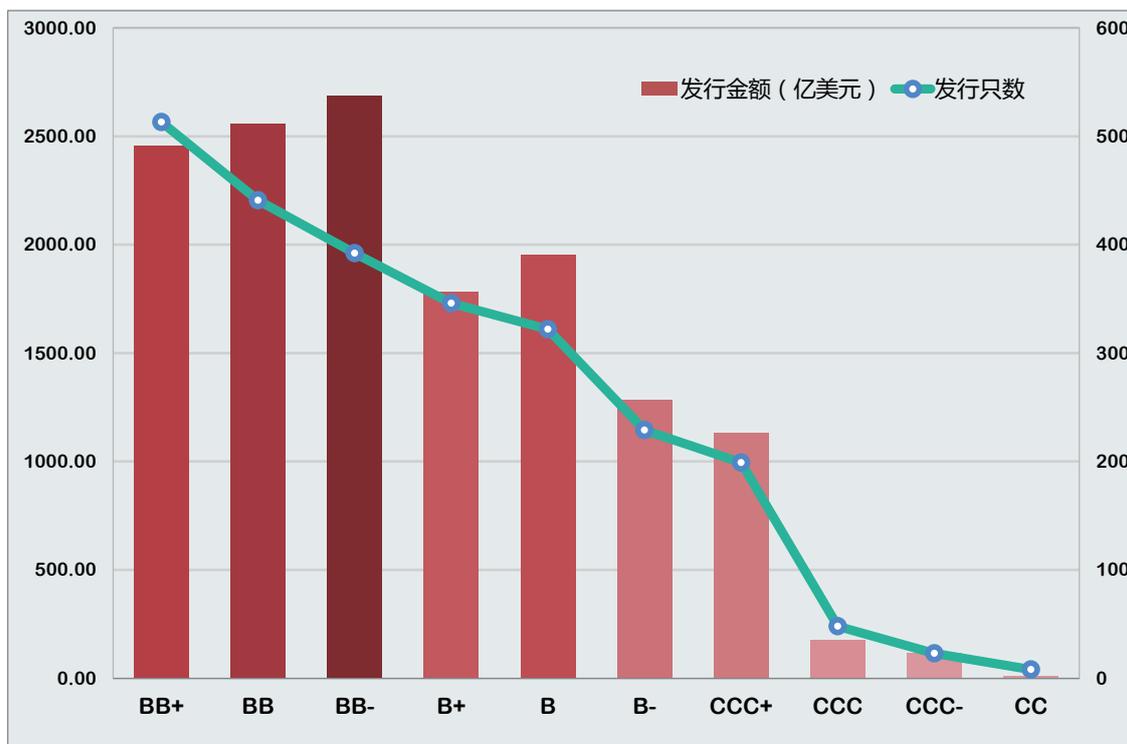
通常来说，级别越低，债券的利率越高，在CCC+级以下的79支债券中有将近一半的债券利率高于10%，最高的甚至达到18%，过高的利率使得发行人对于发行债券的兴趣下降，因此级别很低的债券发行支数较少。

从行业分布来看，发行支数较多的高收益债多分布于非必需消费、金融、能源和通讯类，该四大行业发行支数占总存续量的65.12%，发行金额占总存续量的63.02%。其中能源和通讯行业中的企业大多规模较大，融资需求较强，因此平均发行金额较

大，分别为6.13亿美元/支和8.54亿美元/支。此外，发行数量较少的医疗保健行业平均发行金额最大，达到8.96亿美元/支。进一步从细分行业来看，发行高收益债券最多的行业分别为消费金融、勘探及生产、管道和房屋建筑商。

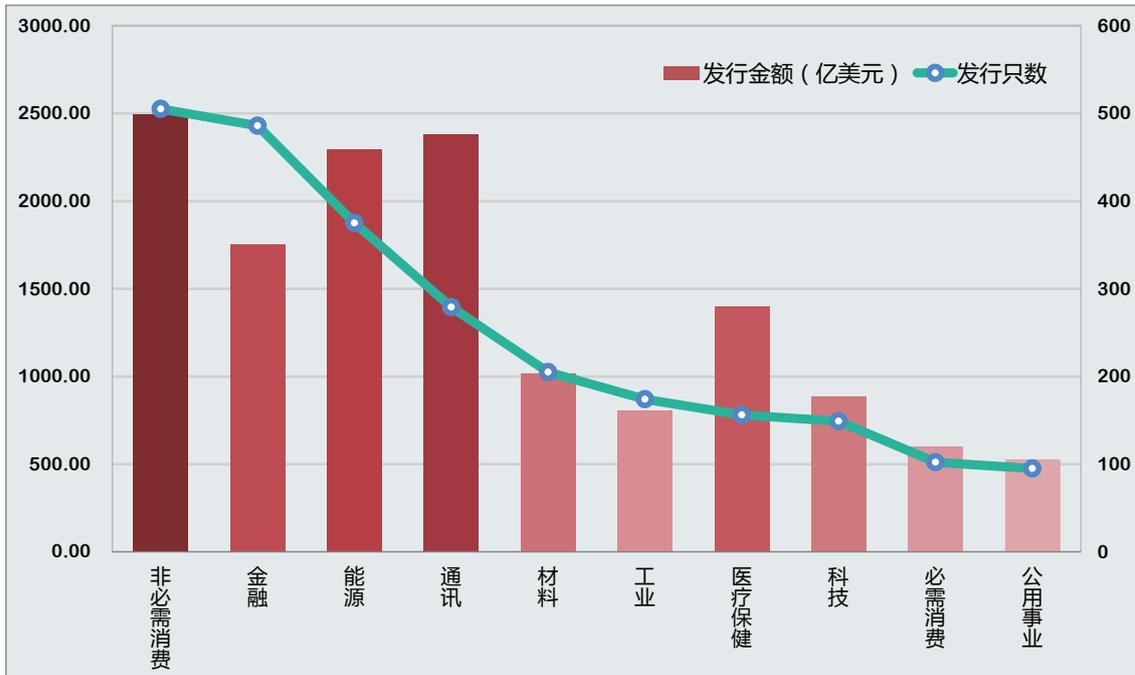
在美国存续的发行时为投机级债券中，截至2016年9月末有286支债券级别被调升为投资级，占比约为11.32%。其中调升为AA的1支，调升为A+的6支，调升为A的1支，调升为A-的10支，调升为BBB+的9支，调升为BBB的77支，调升为BBB-的182支。

图表2 目前存续的美国高收益债券发行时标普评级



资料来源：Bloomberg，新世纪评级整理

图表3 目前存续的美国高收益债券行业分布



资料来源：Bloomberg，新世纪评级整理

### （三）国际高收益债券的发行制度

美国证券发行的方式有两种，一种是公开发行的，另一种则是面向合格机构投资者的非公开发行，公司债券的发行和交易主要遵从1933年《证券法》和1934年《证券交易法》。

如果高收益债券公开发行的，则遵从1933年《证券法》的监管，需要像其他债券一样，向SEC注册后发行。信息披露方面，美国SEC强调信息披露的充分性，要求发行人提供一切与债券发行相关的信息，且要对提供信息的真实性、准确性承担法律责任，同时在债券存续期间，应按季度、按年度披露经审计的财务报告等信息，并在经营、财务状况发生重大变化时及时披露相关信息。

如果高收益债券面向美国境内的合格机

构投资者发行，则遵从1990年颁布的144A规则。1990年之前，私募发行的高收益债券由于在转售方面受到限制，市场流动性有限，由此也影响了一级市场发行情况。1990年，SEC正式颁布了144A规则，放宽了非公开发行债券的转售限制，该规则规定，当债券的投资人是合格机构投资者时，发行人可以不必向SEC进行登记注册，直接非公开发行高收益债券，该债券不能在证券交易所上市和流通，但可以在机构投资者中交易。

此规则大大促进了高收益债券发行的便利性和市场的流通性，并成为中小企业融资的一种重要方式。144A的出台建立了一个有效的私募证券法人二级市场，并将私募证券的交易置于SEC的监管之下，同时吸引更多的外国公司到美国筹资。144A对合格机构投资者有较为严格的标准，第一大类

为拥有至少一亿美元非自身证券的银行和储贷会，其净值必须在2500万美元之上；第二大类为持有1000万美元以上非自身证券的注册证券交易商；第三大类则为拥有一亿美元以上非自身证券的其他公司，包括保险公司、投资公司等。高收益债券面向合格机构投资者发行时，不必向SEC进行登记注册，发行人可以达到快速融资的目的。信息披露方面，仍需满足信息的“公平性披露原则”。

在转售阶段，对于非公众企业，如投资者提出要求，则发行人有责任提供发行人的业务性质、主要产品，以及近两年经审计的财务报表等信息。

如果高收益债券面向美国境外的投资者发行，则遵从1933年《证券法》中Regulation S（简称Reg S），Reg S也允许公司发行债券无需向SEC注册。在Reg S下发行的债券仅能出售给美国以外的投资者，而在144A下发行的债券能够出售给美国国内的合格投资者，因此相对而言144A较Reg S的监管更为严格。

144A下的债券规模通常大于5亿美元，发行期限在10年或以上，而Reg S下的债券规模一般在5亿美元或以下，期限在10年以内，信息披露的要求也较144A宽松。如果高收益债券同时面向美国境内外的投资者，则需分别符合144A和Reg S的要求。

## 二、国际高收益债券信用评级方法

### （一）标普高收益债券信用评级方法

#### 1. 短期投机级评级方法概述

2005年4月，标普发表了短期投机级评级方法（Short-Term Speculative-Grade Rating Criteria），该评级方法代表了标普对于投机级发行人的短期内（通常为滚动的12个月内）的信用质量的意见。对于长期信用评级处于投机级的发行人，其短期评级范围为：A-3、B-1、B-2、B-3、C、D。

通常而言，标普认为短期信用因素和长期信用因素较为类似，然而对于投机级发行人，短期信用因素在流动性、事件风险、对商业环境变化的敏感性方面更为注重。标普制定短期投机级评级方法的目的是为了给市

场参与者更多关于投机级发行人的额外的信用质量指标。

短期投机级评级首先关注的是流动性，这是大部分投机级发行人短期信用质量的主导因素。此外，商业因素会根据公司所处行业的不同有所变化，可能包括如下因素：周期性因素如大宗商品的定价环境，潜在的监管变化或考核审查，潜在的法律因素，潜在的新产品，延迟引入产品的潜在原因如监管机构的批准，潜在的拓展新业务或者退出原有业务，重要的潜在竞争，以及其他的潜在事件风险。

在其他条件相同的情况下，流动性更好的公司最有可能获得短期投机级级别中的最高级别，因为他们可以依靠自己的流动性优

势以缓冲短期风险。级别为**BB+**的发行人甚至可能达到**A-3**的短期评级。尽管拥有强劲的流动性和其他短期内的行业有利条件，公司的长期投机级评级意味着在长期内有较为重大的风险，例如：易受经济低迷的国内经济周期影响，产品报废风险，预期的中期竞争发展，监管风险，法律风险，或其他类型事件的风险。

## 2. 短期投机级评级方法主要关注因素

标普的短期投机级评级在分析流动性时主要关注以下因素：

### (1) 内部的流动性来源

#### ——现金，有价证券

一个公司的现金头寸是其流动性的最可靠来源，但在分析现金时有一些特殊的地方需要注意。

首先，不是所有的现金头寸都能被视为盈余，因为几乎每个公司都必须保留一定规模的现金以用于日常经营。

其次，不能光看资产负债表的面值，原因包括：信息可能过期；由于现金使用受到契约限制、跨境税收速度较慢、新兴市场子公司受到外汇限制等原因，现金可能由子公司持有而控股公司不能够自由使用；现金已承诺将支付给某个项目等。

公司分类为有价证券的资产也可能并不具有充分的流动性，价格可能有显著地波动，受到会计的约束也可能没有定期按市价估量。有价证券需要在风险方面进行评估，包括信用风险、国家风险和汇率风险等。

因此，在分析一个公司的现金头寸的流动性时，标普将根据上面提到的因素评估现金头寸的质量和可用性，同时将仔细审查财务报表的附注和其他监管披露文件，了解流动性投资策略并直接访问管理层。

#### ——现金流

一个公司产生自由现金流的能力是流动性的关键来源，自由现金流即营运资本和资本支出后剩余的现金流。现金流的分析框架包括：

**运营收入：**这个基本的现金流指标（营运资本调整和资本性支出前的现金流）根据对历史的审查以预测年度水平和相对波动率，包括季节性波动和商品价格波动影响。

**营运资本/经营性现金流：**根据公司的性质和经营周期，营运资本可以是现金流的关键使用者，也可以是潜在的现金流来源。对于季节性强和营运资本变化强的公司，例如零售商，标普关注高峰和低谷时营运资金的使用情况和相关的流动性需求和来源。一个公司可能暂时地从营运资本中抽取现金，例如通过保理业务或证券化的方式将应收账款兑现、清理不必要的库存、或延长对供应商的付款时间等。

**资本性支出/自由现金流：**标普在分析自由现金流时将预测公司需要维护的资本性支出，以及可能增长的资本性支出。在需要的情况下，有些较为灵活的公司也可能削减资本性支出。

## （2）外部的流动性来源

### ——银行信用额度

对一个公司的银行信用额度分析包含了对所有相关因素的审查，包括：是否符合签约的承诺；合同有效期；当前和预估的使用额度和可获得的额度；银行团质量；银行对公司的支持程度；契约和触发机制分析等。

金融契约分析是投机级信用分析中至关重要的一环。标普要求受评公司提供所有银行贷款协议和债券条款的复印件，并审查发行人所提供的关于金融条款和合规水平的补充资料。

标普将审查历史合约履行情况，并对未来的合规性和履约水平做出预计。对于出现问题或者预期出现问题的公司将考察其获得豁免权或者修改条款的能力。标普还将审查违反金融条款的处罚情况，以确定公司是否触发了违约事件或债务超过限制。

此外，实质性不利变化的条款也将被审查，以确定在流动性短缺或其他危机的情况下公司对银行集团行为的影响程度。

对于投机级发行人而言，评级触发的额度变化将小于投资级发行人，但在BB或B水平中评级的影响将更为显著，例如将发行人的级别由BB-下调至B+将触发看跌期权或者银行抽贷现象。

### ——市场参与度

为评估一家公司的市场参与度，标普考察公司的债券市场和股票市场历史表现以及是否能在银行和资本市场获取资金作为参考。短期的现金流分析将包括融资的质量和

潜在的风险。

公司对证券化市场的参与度也将纳入考量，内容包括在证券化市场可能获得的流动性，以及被证券化的资产的本质（数量、质量和可售度）。

### ——出售非战略资产的能力

有市场价值的非战略资产可被视为流动性支持的后备力量，但是，在实际出售这些资产时将有一定的风险，因为这类交易的完结时间通常难以估计。

### ——母公司支持

尽管需要进一步的探究，但母公司支持也被视为流动性来源的一种。在分析母公司支持时，标普将考察母公司对于子公司或其它类似子公司的历史支持记录，子公司在母公司的战略地位和母子公司的交叉违约条款等。此外，随着母公司的经营和财务策略发生变化，母公司对于子公司的态度和支持力度也将随之改变。

## （3）现金的使用

除了营运资本和资本性支出，短期内将使用现金的情况有如下几种：

### ——偿还到期债务

公司的债务期限安排是分析的重点，特别是短期内的债务，包括短期债务和一年内到期的长期债务。对于大多数投机级公司来说，市场融资是没有保证的，阶段性的市场流动性缺乏或者临时的信贷利差增加将使得公司的市场融资变得困难，或者昂贵。短期银行债务的滚动也需要重视。

短期信用评级级别高的公司有充足的现金对近期的到期债务进行覆盖，或有良好的再融资计划。

尽管在短期评级时强调的是未来12个月的时间内的信用情况，但不意味着债务到期日在12个月之后的债务不需要分析。如果一家公司能够为未来18个月内到期的债务偿还提供良好可靠的策略直接偿还或通过再融资的方式偿还，则可能在短期评级内取得较高的级别。

对于短期信用评级级别较低的公司，债务到期的具体时间更为重要，通常按照月度的频率分析公司的债务到期情况；对于流动性更差的公司，需要建立具体日期的到期日模型进行分析。

除了银行借款和债券，其他金融债务也将被纳入分析，包括租赁和或有义务。

### ——股息

预期的普通股和优先股股息将被视为预期要使用的现金。为了保持在股票市场的声誉，一个有着良好付息记录的公司很少会有减少股息派发的行为。

### ——收购

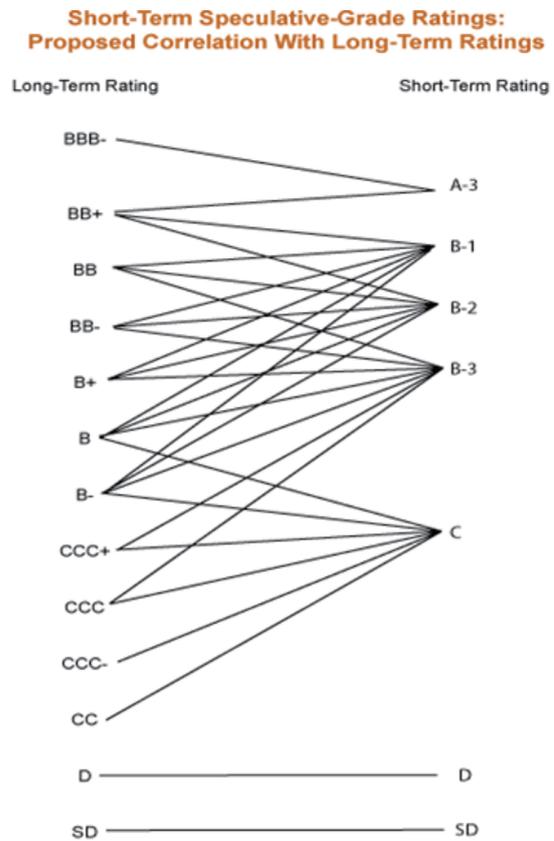
在现金流预测时还将考虑近期的收购计划和融资策略。对于比较激进的公司，标普可能在没有特定收购目标的情况下，做一个关于收购的基本假设。

### ——其他

其他可能使用现金的情况包括：养老金、债务产生的衍生品（保证金）、或有债

务、债券回购、诉讼、环境义务等。

## 3. 短期投机级评级与长期评级的对应关系



## （二）穆迪高收益债券信用评级方法

### 1. 投机级流动性评级方法概述

穆迪于2002年9月发布了投机级流动性评级方法（Speculative Grade Liquidity Ratings, SGL评级），该评级是为投机级债券发行人提供的短期评级，等级体系从SGL-1（非常好）到SGL-4（弱）。穆迪的投机级流动性评级主要考虑接下来的12个月内，发行人从内部资源产生的现金流和从外部资源获取的融资能否偿还相应期间内的债务，该评级方法具有以下特点：

在长期债务和发行人评级中，穆迪均考虑流动性因素。SGL评级从现有的评级中剥离出流动性，以作特别阐释；

发行人违约通常由于缺乏履行偿还的能力或者意愿。SGL评级强调发行人偿还的能力，而不考虑其相关意愿；

SGL评级时针对投机级发行人的短期评级，同时不牵涉到商业票据市场；

SGL评级和长期评级没有映射关系，所以具有相同级别的发行人可能有不同的SGL评级；

SGL评级反映了发行人从内部资源产生现金流的能力，以及对于外部资源的依赖度和获取能力。

### 2. 投机级流动性评级分析框架

穆迪进行SGL评级将分析发行人的营运现金流、目前的和预期的现金余额、内部资源和其他流动性来源。该方法的核心内容是发行人未来12个月内预计的现金流和现金债

务。穆迪根据一系列因素来评估发行人营运现金流的潜在波动性，包括由于行业周期性的营运现金需求、发行人的竞争地位和再投资的需求。

考虑到实际现金流可能达不到预期的情况，穆迪将评估其他公司可用的外部流动性资源覆盖意料之外的现金流短缺的情况。对于一个投机级发行人，最重要的外部流动性来源的就是银行的贷款额度，穆迪主要分析可能对公司使用额度产生影响的实质性不利变化条款、触发条款和其他形式的限制。SGL评级时通常假设金融契约没有被修改，以及贷款人不会违反契约。

另一个在分析其他流动性时考虑的因素是发行人的资产受限程度。具有大量未受限资产的发行人具有更好地财务灵活性。另外，当发行人使用自身所有资产以确保债务的偿还时，将缺乏财务灵活性。

SGL评级同时考虑发行人可以出售多少资产、产品线或部门。一般来说，只有短期内极有可能卖出的资产会被视为短期流动性来源。另外，为确定资产的变现价值，将对其进行审查。

SGL评级时假设发行人在短期内将不从市场融资，并预计长期债务的偿还将由营运现金流或建立现金余额承担。发行人如果推迟再融资并容忍大额当期债务将增加其对市场的依赖度。如果在未来12个月内需要从市场融资将对SGL评级产生负面影响。在债务到期前对到期日进行管理将对发行人的流动性评级产生积极影响。

SGL评级也不将未来可能的收购纳入考虑范围，穆迪不会预测是否存在收购行为和

其对流动性的潜在影响程度。大规模收购（或合并）由于会改变发行人的流动性将被视为离散事件，在事件宣告时SGL级别将进行调整。然而，如果发行人已经公开公告在短期内将进行收购行为，SGL评级将对潜在

购买资产的规模、支持购买的可用资源和发行人在历史上收购时流动性的保持情况进行分析。

### 三、高收益债券市场发展和信用评级国际经验对我国的借鉴意义

#### （一）高收益债券市场发展国际经验对我国的借鉴意义

##### 1. 进一步完善市场基础性制度

高收益债券之所以能够在美国首先发展并成熟起来，主要是得益于美国债券市场较为完善的市场基础性制度安排和设施，包括良好的法律环境和司法程序、较为发达的信用评级体系、完备的信息披露制度和会计审计制度，以及高效的交易结算系统等。

完善的基础性制度和设施是债券市场发展日趋成熟的表现，一系列基础性制度和安排的建立为高收益债券条款的充分执行提供了保障，降低了违约事件的发生概率以及违约损失率，为违约事件的处理和解决提供了法律依据和制度上的保证，促进整个高收益债券市场的健康发展。

当前，要发展我国的高收益债券市场，应针对高收益债券违约概率较大的特征，着重在风险防范、监测、处置方面加强系统性制度建设，完善市场激励约束机制和市场基础设施，特别是在信息披露、中介机构的独立性、危机化解制度、法律制度和有效实施等方面，对相关权利人尤其是债券持有人进行有效保护。

##### 2. 根据市场需求推动创新

随着金融市场的发展，简单地通过规避信用风险较高的债券品种的方式实现风险管理手段已经不能满足投资管理的需要。信用风险交易市场的缺失，会使投资者缺乏有效的信用风险对冲工具，降低债券投资对不同投资者的适用性，又反过来会限制债券市场的发展。信用风险衍生产品创新，使信用风险具有价格和流动性，使信用风险的有效管理成为可能。

美国高收益债券市场的兴起和发展在一定程度上是在经济结构转变、企业融资需求强烈以及投资者更高投资回报要求的情况下，市场积极创新的结果。而信用违约互换（CDS）和债券抵押债务凭证（CBO）这类信用衍生产品的推出，有效转移和对冲了信用风险，不仅有利于一级发行市场的发行，也有利于二级交易市场流动性的提高，从而促进了高收益债券市场的发展。

目前，我国的成长型中小企业对于资金的渴求很强，即便是处于高速发展期也能承担较高的融资成本，而其具有的高速成长的特征，对于改善企业的信用资质非常有利，由于具备了这样的信用跃迁惯性，可以满足

投资者获得高收益的预期。因此，我国的债券市场经过多年的发展，已经基本具备了发展高收益债券的基础条件，应该积极探询和结合投资主体和发行主体的具体需求，在风险可控的原则下推出符合当前市场环境的高收益债券和信用衍生品。

### 3. 进一步完善私募发行以及合格投资者制度

在美国市场中，私募发行是高收益债券的主要发行方式。建议借鉴美国144A规则，进一步完善我国私募债券的发行、定价、交易和流通机制，严格限定投资者的范围和交易方式。

私募作为一种发行灵活便捷、成本较低的资金募集方式，非常适合有特定融资需求或不宜于公募融资的中小企业。和公募债券及银行贷款相比，债券私募发行能够提供差异化的债券融资和证券投资渠道，而且一旦归入私募债券发行的范畴，则能够享受相关法律规定的投资者保护和反欺诈条款的保护，它比一般的根据民事法律享受的合同法律保护对于投资者更加有利。因此，私募发行制度可以作为我国发展高收益债券市场的一条重要途径。

目前我国发行私募债券所涉及的市场较多，市场信息较分散且不完整。为了便于对私募债券市场加强监管，提高市场透明度，建议我国建立统一的私募债券交易信息监测平台，以便能够掌握更全面的信息，更好的进行风险防范和管理。

另外，考虑到高收益债券风险相对较高的特点，发行对象应主要限于合格投资者。美国高收益债券的投资者主要是具备较

高的风险识别、风险管理和风险承受能力的机构投资者，这些投资者主要包括保险公司、高收益共同基金、养老基金等多种投资机构。目前我国债券市场仍缺乏高风险偏好型投资机构，因此我国发展高收益债券市场应注重培育和发展高收益债券的合格投资者，促进投资主体的多元化，拓宽投资者的投资渠道。

### （二）高收益债券信用评级对我国的借鉴意义

从国际经验来看，信用评级不仅是高收益债券的衡量标准，也是这一市场不可或缺的重要风险揭示工具。相比普通债券，高收益债券具有高信用风险特征，也更注重发行主体的流动性，因此强制要求对其进行信用评级符合我国目前的实际发展要求，可以为投资者的风险识别和监管部门的风险监测提供参考。

与欧美债券市场相比，我国债券市场起步较晚，相关的债券发行人主要为资质较好、规模中上的企业，虽然近年来发生多单债券违约情况，但目前违约企业占整体债券市场的比重仍处于很低水平，与国际债券市场多层次的信用违约结构有所不同，因此国内债券市场在发行人的广度和深度方面与国际债券市场存在一定差距，尚不能完全满足风险偏好较高、关注高收益债券的投资人需求。

进一步看，开拓高收益债券市场为债券市场扩大债券规模、丰富各类债券产品及投资人构成的未来趋势，对评级机构发展及改善评级级别具有如下借鉴意义：

第一，开拓高收益债券市场有利于完善

评级机构的技术体系。

目前国内评级行业的评级技术研究仍处于快速发展阶段，与相对成熟的国际三大评级机构存在一定差距。开拓高收益债券市场可以进一步加强国内评级机构评级技术的实际实践，完善国内债券市场的信用评级序列，丰富利差分析、等级迁移分析等信用评级检验的样本，进一步提升信用利差等市场检验及反馈机制的研究水平。

第二，开拓高收益债券市场有利于提升评级机构的公信力及地位。

信用评级的公信力为信用评级信息中所体现的专业能力和社会责任性，是可信度和专业度的结合。由于目前债券发行人主要集中于AA-级及以上的信用等级，加之部分媒体的误导性报道，公众对评级机构的可信度、专业性存在一定的质疑，与国际三大评级机构相比国内信用评级机构的公信力较为有限。

在成熟的市场环境下，信用评级机构的信誉价值随着信用评级公信力的增强而提高。当信用评级产品被公众所普遍认同时，就具有市场生命力，从而得以持续发展。由于信用债市场为公众了解评级信息的最主要渠道，开拓高收益债券市场有助于向公众及投资者展现较为完整的评级序列层次，有助于消除针对信用级别分布的部分偏见，有助于提升公众对评级机构的认知，从而保持了评级行业的市场生命力。

## 专题研究

# 我国公募信用债券抵/质押担保增信效率研究

何金中/文

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。

## 1 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<sup>1</sup>，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，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。

<sup>1</sup>折扣率=到期日抵押或质押物价值/抵押或质押物现值。

## 2 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。

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

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。

### 3 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。

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 <sup>-</sup>	AA	AA <sup>+</sup>	AAA
A <sup>+</sup>	1	—	12	—	—
AA <sup>-</sup>	1	1	131	26	1
AA	—	—	13	82	2
AA <sup>+</sup>	—	—	—	3	—
AAA	—	—	—	—	1

数据来源：Wind资讯、新世纪评级整理

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 <sup>-</sup>	AA	AA <sup>+</sup>	AAA
A <sup>+</sup>	—	1	5	—	—
AA <sup>-</sup>	2	—	17	12	—
AA	2	—	4	33	5
AA <sup>+</sup>	—	—	—	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。

## 4 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<sup>2</sup>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。

<sup>2</sup>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。

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。

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 $b$ 、 $c$ 、 $d$ 。

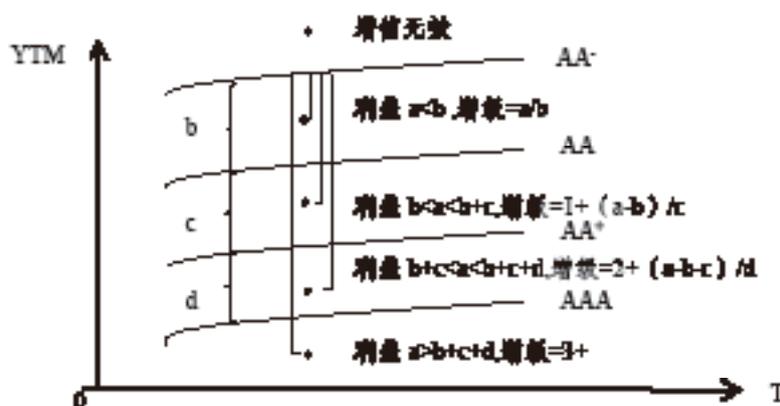
若 $a < b$ ，则判定市场认可的增信等级为 $a/b$ 个子级。

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。



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。

### （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

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。

## （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，这或可从抵押/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。

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

## 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<sup>3</sup>和抵押比率警戒线<sup>4</sup>三个方面进行对比分析来探讨抵押担保增信效率差异。

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。

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	—	—
海域使用权	3	—	—
码头	1	—	—
停车场	1	—	—
合计	220	54	19.71

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	—	—	—

<sup>3</sup>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)。

<sup>4</sup>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。

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	—	—	—

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

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<sup>5</sup>，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，从质物类型和初始抵押比率<sup>6</sup>两个方面进行对比分析来探讨质押担保增信效率差异。针对抵押比率警戒线<sup>7</sup>，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。

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

<sup>5</sup>抵押比率=抵押物评估价值/(债券发行本金+一年应付利息)。

<sup>6</sup>初始抵押比率=债券发行时质物评估价值/(债券发行本金+一年应付利息)。

<sup>7</sup>抵押比率警戒线指的是当抵押比率低于某一值时，发行人需追加质物至警戒线水平。

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。

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

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	—	—	—

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。

## 5 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.

## 专题研究

# 中印两国经济发展水平差异根源探究

齐涵/文

当今世界各国经济发展状况千差万别。当代中国与印度都从落后的农业国起步，却走出了截然不同的发展道路。本文结合西方国家的历史经验，从社会性质与国家制度的角度探究中印两国当前经济发展水平差异的根源。

## 1 中国与印度的发展历程

### （一）相似的初始阶段

中国与印度都在古代发展出了辉煌的农业文明，并且都在近代西方国家的殖民活动中沦为（半）殖民地。随着战后民族独立运动的兴起，中华人民共和国成立于1949年，印度共和国成立于1950年。

在建国之初，中国与印度的经济状况表现出很多共同点。1949-1950年，中国和印度的人均GDP分别为65美元和62美元（1960年不变价）；农业占GDP比重分别为59%和51%；大规模制造业和公共事业占GDP比重分别为9%和6%；农业就业人数占比分别为77%和72%；工业就业人数占比分别为7%和11%；服务业就业人数占比分别为16%和17%。

总的来看，当时的中国与印度人均产出

较低、农业在生产和就业中占主导地位，均表现出落后农业国的特征（如图表1）。

图表1 1949-1950年中国与印度经济状况

经济指标	中国	印度
人均GDP(1960年不变价)	65美元	62美元
农业占GDP比重	59%	51%
大规模制造业和公共事业占GDP比重	9%	6%
农业就业人员占就业总数比重	77%	72%
工业就业人员占就业总数比重	7%	11%
服务业就业人员占就业总数比重	16%	17%

资料来源：阿瓦什尼·塞思：《中国和印度：不同绩效的制度根源》，《发展与变迁》2008年第5期；中国国家统计局；新世纪评级整理

在发展战略方面，建立之初的中印两国都参考“苏联模式”，完全或主要实行计划经济，都采取“五年计划”的方式，并将重工业作为发展重点，以期实现前苏联式的快速工业化。

## （二）中途的重大转折

经过几十年计划经济模式的发展，中国与印度在20世纪80年代前后都经历了制度和政策上的重大变革。中国以1978年的十一届三中全会为转折点，开始改革开放，并于1992年提出建立“社会主义市场经济体制”，实行家庭联产承包责任制与国有企业股份制改造，纠正片面强调重工业的发展思路，并且进行金融和外汇制度改革。印度则于1991年正式开启经济自由化改革，结束国有行业的垄断，取消投资和工业领域的许可证制度，并且放宽对外贸和外资的限制。总的来看，两国都开始强调市场机制的作用，开始注重激发市场主体的活力，并且加强对外经济交流。

值得一提的是，曾长期实行计划经济的前苏联从1985年开始也经历了一系列重大

变革，即其自由化改革与解体分裂。中国、印度与前苏联三个国家的不同变革，其相同的根本原因是原有经济模式导致的体制僵化与生产低效。在这种模式难以为继的背景下，三者均开始了向市场方式的过渡，只是表现形式不同。在中国表现为以生产资料公有制为基础的市场经济体制，在印度表现为比较全面的市场化，在前苏联则表现为市场化伴随着政治变革（政治变革的重要因素是苏共领导人对国家权力的忽视）。一言以蔽之，中国、印度和前苏联在20世纪80年代前后所发生的变革，其实质都是由“计划”向“市场”的发展模式转变。

## （三）当前的巨大差异

上世纪80年代开始，中印两国发展水平仍然较低，且中国相对落后。从衡量经济实力与人均财富的两项重要指标，即GDP与人均GNI来看，1980年中国GDP为5100亿国际元，印度为6200亿国际元，比中国高出近20%；1980年中国人均GNI为250国际元，印度为420国际元，比中国高出68%。

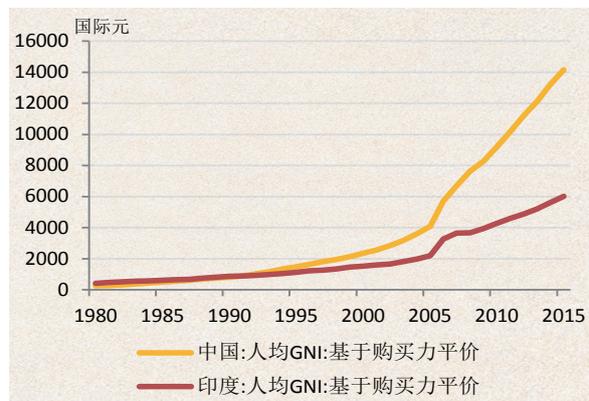
随着两国开启市场化道路，如今中国和

图表2 中国与印度GDP总量



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表3 中国与印度人均GNI



资料来源：Wind，新世纪评级整理

印度之间已拉开较大的距离。2015年中国GDP为18.37万亿国际元，印度为7.51万亿国际元（如图表2）；中国人均GNI为14160国际元，印度为6020国际元（如图表3）。不论是经济总量还是人均收入，中国都是印度的约2.5倍。

从其他的发展水平指标来看，当前印度较中国也存在较大的差距。2013-2014年，中国粮食总产量为6.01亿吨，印度为2.63亿吨；中国蔬菜总产量为7.06亿吨，印度为1.56亿吨；中国发电量为52451亿千瓦时，印度为9750亿千瓦时；中国人均能耗量为

2226千克油当量，印度为606千克油当量；中国每百人互联网用户为49人，印度为18人；中国每百人移动电话使用量为92人，印度为74人；中国改善的卫生设施占比为75%，印度为39%。在诸多发展指标上，中国均数倍于印度（如图表4）。

总的来看，中国与印度几乎同时建立共和国，都从落后的农业国起步，都曾效仿前苏联采取计划经济模式，又都因为该模式难以继而转向市场经济体制。但时至今日，印度的发展水平却大大落后于中国。两国在相似的发展道路上走出了不同的结果。

图表4 2013-2014年中国与印度发展水平比较

发展水平指标	中国	印度	中国/印度
GDP总额(2005价)(亿国际元)	171900	69800	2.5
人均GNI(购买力平价)(国际元)	13200	5610	2.4
粮食总产量(亿吨)	6.01	2.63	2.3
蔬菜总产量(亿吨)	7.06	1.56	4.5
发电量(亿千瓦时)	52451	9750	5.4
人均能耗量(千克油当量)	2226	606	3.7
互联网用户(每百人)	49	18	2.7
移动电话使用量(每百人)	92	74	1.2
改善的卫生设施占比(%)	75	39	1.9

资料来源：姚国跃、刘胜华：《中国与印度土地制度及其效能比较研究》，《世界地理研究》2015年第2期；世界银行；新世纪评级整理

## 2 工业化缓慢是印度相对落后的直接原因

### （一）印度投资需求相对不足

投资需求对经济增长的拉动作用不同，是中国与印度发展速度差异的一个重要原

因。在过去几十年的发展中，印度年均投资率较中国的差距在10个百分点之上。1978年左右中国投资率跃居30%之上，并在90年代初突破40%；印度投资率在整个20世纪下

半叶增长缓慢，1960年至2000年的时间内仅增加了约10个百分点，同期内中国增加了近30个百分点。2004年印度投资率首次升至30%之上，大约相当于1978年中国改革开放之初的水平（如图表5）。

从外部投资来看，自21世纪初至今，外国对中国直接投资净额持续增长，在2000年-2014年期间由383.99亿美元升至2890.97亿美元。相比之下，外国对印度直接投资在2000年-2014年期间由40.31亿美元升至352.83亿美元，增长非常缓慢，而且当前的水平仅相当于中国在本世纪初的水平（如图表6）。

不论是从总体需求还是外部需求来看，在过去的长期中，投资对印度经济的拉动作用均远远低于对中国经济的拉动作用。

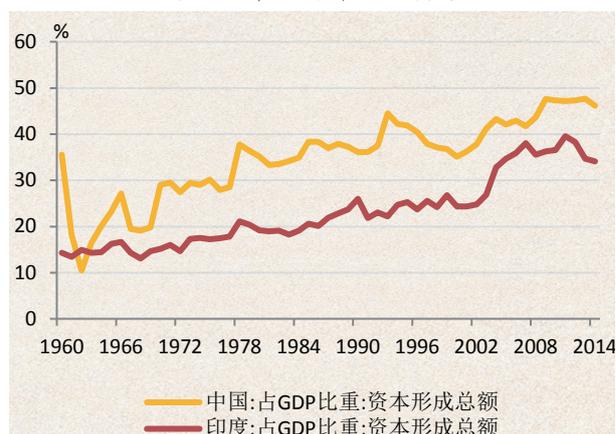
## （二）印度出口需求相对不足

出口需求对经济增长的拉动作用不同，是中国与印度发展速度差异的另一个重要原因。在20世纪80年代之前，中国与印度都对涉外经济活动进行限制，因此两国的出口对GDP贡献率均处于较低水平。1978年中国实行改革开放后，其出口占比开始快速增长，2006年高至35.36%，此后由于国际金融危机和中国经济转型等原因而有所下降。

1991年印度开始经济改革后，其出口占比也开始加速提升，但总是与中国保持一段差距。2014年印度出口占比为22.91%，大约相当于中国在本世纪初的水平（如图表7）。

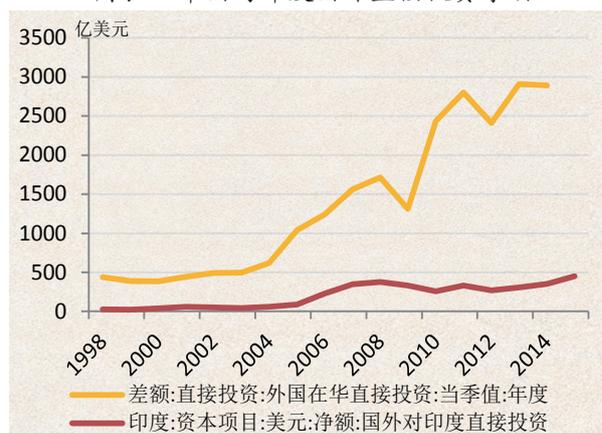
出口贡献的差异导致中国与印度贸易差额迥异。改革开放开启后，中国对外贸易总

图表5 中国与印度投资率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表6 中国与印度国外直接投资净额



资料来源：Wind，新世纪评级整理

图表7 中国与印度出口贡献率



资料来源：Wind，新世纪评级整理

体保持顺差的状态，并且在加入WTO之后迅速增长，2015年贸易顺差为5930亿美元。印度对外贸易在过去的多年中却保持着逆差状态，并且呈现扩大的趋势，2015年贸易差额为-1260.65亿美元（如图表8）。

从出口产品的构成来看，2014年中国工业制品出口占出口总额的95.1%，而初级产品仅占4.8%。同年印度工业制品出口占比为64.5%，远远低于中国（如图表9）。

在中国的工业制品出口中，附加值较高的机械及运输设备占出口总额比重为45.7%，已近半壁江山，印度同类出口占比仅为15.3%。可见印度出口仍以初级产品和低附加值的工业品为主。不仅如此，从2000年至今，印度的工业品出口占比呈现出下降的趋势（如图表10）。

不论是从对GDP贡献率还是从产品结构来看，印度的出口需求对经济的支持力度均远低于中国。

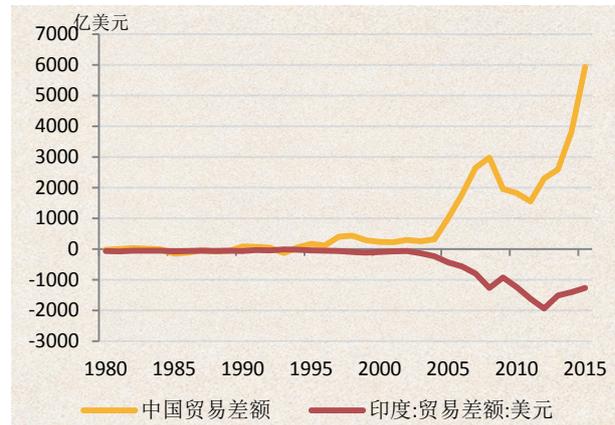
### （三）印度工业占比相对落后

投资与出口需求对经济增长贡献的长期差异，造成了中国与印度产业结构的差异。从改革开放之初至今，中国工业占比持续保持在40%以上，对国民经济起着支撑作用，近年则由于经济周期作用和经济转型需要而有所下降。

而印度的工业占比偏低，总体处于30%之下，并且在1980-2014年的几十年间，由24.29%升至30.81%，仅增加了约7个百分点（如图表11）。

另一方面，1980年至今，印度的服务业占比较高，一直在40%之上，并且上升态

图表8 中国与印度贸易差额



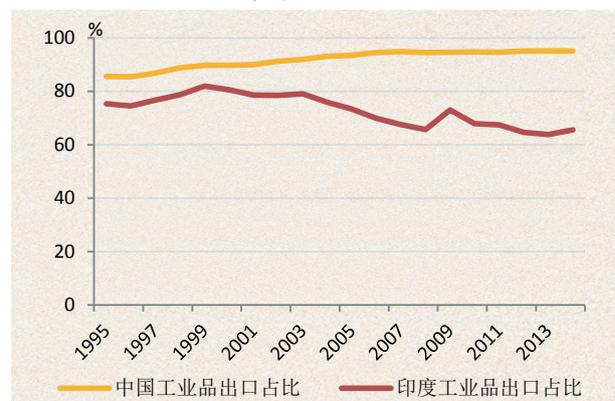
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表9 2014年中国与印度出口结构

出口类别	中国	印度
初级产品	4.8%	34.4%
工业制品	95.1%	64.5%
工业制品中的机械及运输设备	45.7%	15.3%
未分类商品	0.1%	1.1%
总和	100%	100%

资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表10 中印工业品出口占比



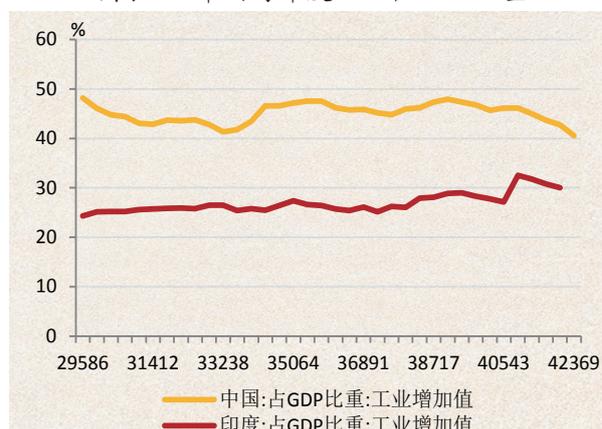
资料来源: Wind, 新世纪评级整理

势优于工业，在1980-2014年间，由40.81%升至52.6%，增加了约12个百分点。同期内中国服务业占比低于工业，2000年以前一直低于40%，但是保持了较快的上升态势，从1980年的22.23%升至2014年的48.09%（如图表12）。

总的来看，在过去几十年的发展中，投资需求与出口需求对中印两国经济增长的拉动作用差别很大，并由此形成了不同的产业结构。在投资和出口两大因素的支持下，中国长期保持着工业占主导地位的增长模式，并且已经开始逐渐向服务业主导的模式转变。与中国相比，印度的工业占比持续偏低，而形成了服务业占主导的产业结构。在印度长期的经济增长中，工业始终没能发挥主导作用。

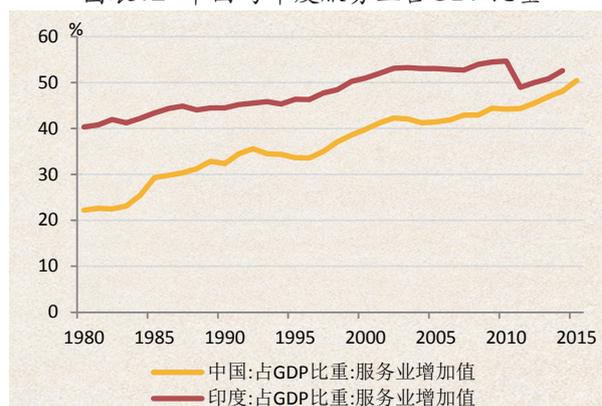
因此工业化相对缓慢是印度当前发展水平落后于中国的直接原因。

图表11 中国与印度工业占GDP比重



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表12 中国与印度服务业占GDP比重



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

### 3 中印发展水平差异的根源

#### (一) 现代工业的生产特征

欲探究中国与印度发展水平差异的根源，应先从传统农业与现代工业的生产特征谈起。中国、印度以及包括英、法、德、日在内的发达国家，在开启工业化道路之前，都以传统的农业生产模式为主。这样的生产模式下，土地分割为零散的小块，从属于独立生产的农村家庭。这些农村家庭中的劳动

力在各自据有的地块上从事农业生产，最终获得农业产出以自足。因此传统农业生产具有分散、割裂以及自给自足之特征（如图表13）。

现代工业的运作方式与传统农业不同。现代工业以大规模的工厂为生产单位，而非以家庭为单位。在这样的模式下，工厂经营者需要在大片完整的地块上建立厂房、设备

等基本设施，并且雇佣大量劳动力协同工作，而批量生产出工业产品。这些工业产品被销往海内外市场，以换取资金和原料，从而实现工厂的持续运转。因此现代工业有着聚合、规模以及依赖市场之特征（如图表13）。

由此可见，现代工业的规模性生产与传统农业的分散性生产存在着根本差别。落后农业国要建立和发展现代工业，就必须实现土地与劳动力的聚集与整合，这在一定程度上意味着对传统农业的瓦解。除了土地和劳动力之外，工业化还要求充足的资金、广阔的市场以及原料、产品的顺利流通。这些因素都有利于工厂扩大收入并且降低成本以获取更高的利润，因而有利于工业的发展。

总结来说，现代工业具有规模性的生产特征，这意味着落后农业国在工业化过程中必须尽力创造符合这种特征的条件，也即土地、劳动力、资金的聚集，市场需求的膨胀以及产品和原料的便利输送。

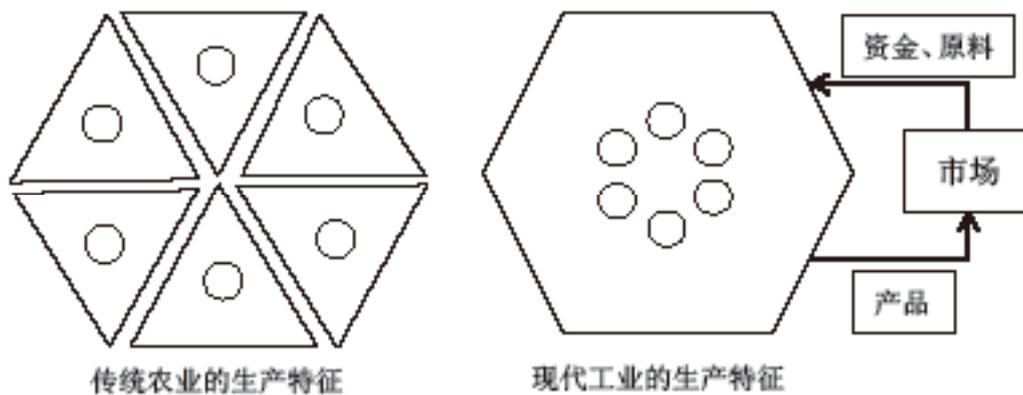
## （二）国家力量对于工业化的作用

现代工业具有规模性特征，这要求落后农业国在工业化的过程中，需要在土地、劳动力、资金、市场和运输等方面创造出适应这种特征的条件。在这样的过程中，国家力量起到重要的保障和促进作用，主要表现在以下几点：

第一，传统农业与现代工业的冲突。如前所述，传统农业与现代工业在生产方式上存在着根本的对立性，最主要地体现在土地和劳动力方面。因此对于落后的农业国来说，工业化在相当的程度上意味着传统农业的瓦解，也即意味着大量农业就业人口放弃原有的自给自足方式并脱离土地，从而实现资源的重新整合。这样的瓦解虽然是工业化的必要条件，但是可能暂时损害部分农业就业人员的利益而激化社会矛盾。有效的国家政策利于缓解这方面的阻力。

第二，金融业发展的要求。厂房、设备

图表13 传统农业与现代工业的生产特征



等基础性设施是工业生产的先决条件，这些设施的投建需要大量资金的支持。金融业尤其是银行业的发展有利于社会资金的聚集，从而支持工厂或是政府的投资。再者，一些国家在农业文明时期尚没有统一的货币，不利于资金的流转。对于落后农业国，货币金融体系的建立和完善靠个体力量难以实现，往往需要国家政策的支持。

第三，便利运输条件的要求。工业的运转需要原料与产品的运输，因此发达、畅通的运输线路对于工业化是必要的。自给自足的小农经济不需要商品的大范围输送，因此鲜有发达的运输线路。在农业国发展工业的初期，范围广、耗资大、回报周期长的运输、交通投资，借助政府支持可以更顺利地推进。

第四，开拓市场的要求。市场需求是工业生产的直接动力，工业的发展需要持续的市场需求作为支持。在开拓市场需求的过程中，国家力量可以起到重要作用，对内表现为促进农业人口与土地分离而扩大内部需求，对外表现为实行一定程度的贸易保护，并鼓励产品出口，以扩大外部需求。

第五，提高劳动力素质的要求。与传统农业劳作相比，现代工业的生产方式需要更高的劳动力素质。在农业文明时期，教育资源由上层社会掌握，基层群众没有普遍接受教育的机会，而被束缚在土地上从事农业生产。在基层普及教育以提高劳动力素质，一般需要覆盖广、效力强的国家政策。

总的来说，落后农业国实现工业化的过程意味着社会经济的实质性变革，需要在生产、就业、货币、市场、运输、教育等等方

面破旧立新。在这个过程中，集中、高效的国家力量可以起到保障和促进的作用。如果没有足够程度的国家强制力，则可能持续受到旧因素的阻力而难以推进。

这一结论可以在西方国家的历史中得到印证。包括英国、法国、德国、美国、日本在内的主要西方发达国家，在其工业化的过程中，国家力量都起到了重要的推动作用，而法、德、美、日等后起者尤为明显。在其工业化的初期，这些国家在政策方面表现出强烈的共性：大都使用军事力量清除工业化障碍，如英西、英荷、英法战争，法国拿破仑战争，美国南北战争，德国普奥、普法战争，日本倒幕运动等；大都出现了圈地运动以实现农业劳动人口和土地的分离与整合，从而为工业化准备土地和劳力资源；大都废除内部关税，并提高对外关税，以促进国内要素流通并防止外部制造品涌入；大都普及教育，以提高劳动力素质；大都完善交通设施，建立铁路网络；大都积极开拓殖民地，以获取原料产地和制造品市场（如图表14）。

不论从理论还是历史经验来看，在一国工业化的过程中，尤其在其初级阶段，强大、高效的国家力量，包括行政力量与军事力量等，能够在土地、劳力、资金、市场、交通、教育等方面为工业的规模性生产创造必要条件，因此对本国工业化起着重要的保障和推动作用。

图 表 14 主要西方发达国家在各自工业化初期的政策

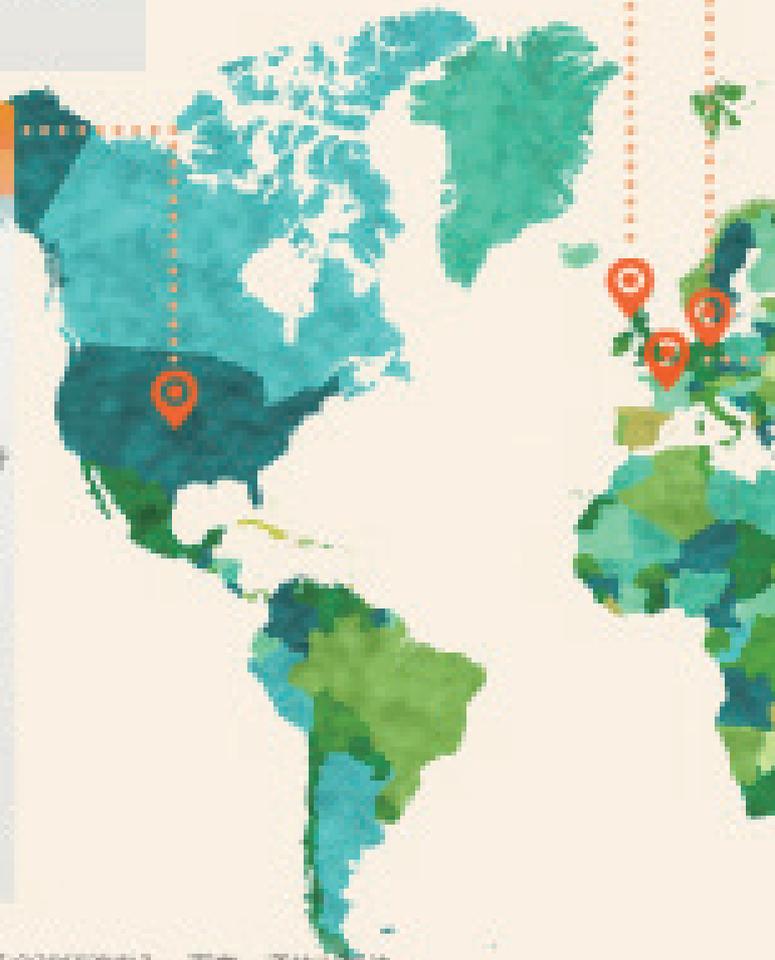
### 英国 工业化起步：17世纪末 促进工业化的国家政策

1. 通过议会法案推行圈地运动，迫使农业劳动力与土地分离，强迫农民进入工厂劳作，以实现土地与劳动力资源的整合；
2. 限制制成品的出口，对制成品出口给予补贴，实行易货贸易，垄断海外市场；
3. 开拓殖民地，以便获得原材料和制成品市场，并在争取殖民地的过程中击败荷兰、西班牙、法国等。

### 美国 工业化起步：18世纪末 促进工业化的国家政策

1. 通过西进运动等手段开垦土地，并垦殖原住民和印第安人让地；
2. 通过南北战争瓦解了南方的种植园经济，为现代化工业发展扫清障碍，同时维护了国家统一；
3. 自1816年起，废除一系列内部关税，并针对大多数进口商品征收20%的关税，此后的一个世纪中税率逐步提高，在1930年的《斯穆特-霍利关税法》中达到顶点；
4. 改善交通，建设埃拉伯兰大道与伊利诺河等，修建铁路；
5. 成立全国第一家银行和第一家银行，发展金融业；
6. 开拓殖民地，以便获得原料产地和制成品市场。

资料来源：〔英〕罗伯特·C·艾伦著，陆扬译：《全球经济史》，南京：译林出版社，2015年版，第42-44页、第68页、第79-81页、第119-121页；新世记洋行整理。



### （三）印度缺乏推行工业化的国家力量

与西方主要发达国家相似，中国与印度的工业化过程，实质上也是一个实现土地与劳动力资源整合、资金市场发展、原料与产品运输便利以及市场扩张等条件的创造与成熟之过程。因此从1949年左右建国至今，中国和印度工业化的进展程度，取决于两国

对上述条件的满足程度，而这样的满足程度，正如前述的理论与经验，又受到两国国家力量强弱的影响。

通过对中印两国在土地、关税、交通、人口和教育等领域的政策与效果，可以窥见其推行国家政策力量的强弱。中国实行土地公有制，并且土地的管理与征收受地方和基

### 德国 工业化起步：18世纪末 促进工业化的国家政策

1. 出现了圈地运动，迫使农业劳动力与土地分离；
2. 通过战争手段实现国家统一，建立关税同盟，废除内部关税，并统一征收外部关税，从而经济美国制造商；
3. 发展初等教育，至19世纪中期，初等教育已在全国普遍普及；
4. 完善交通设施，至1913年一统时全国铁路里程达99.3万公里；
5. 开垦殖民地，以获取原料产地和制成成品市场。

### 德国 工业化起步：18世纪末 促进工业化的国家政策

1. 出现了圈地运动，迫使农业劳动力与土地分离；
2. 多次击败欧洲保守势力的武装同盟，开创了工业文明在欧洲大陆的传播；
3. 颁布《商法典》、《刑法典》与《民法典》，维护工商业的发展环境，并且限制工会和罢工；
4. 统一货币，成立法兰克福银行，为工业化提供资金支持；
5. 废除内部关税并征收统一的外部关税，以便本国厂商更迅速并防止国外产品竞争；
6. 普及世俗性初等和中等教育，并发展专科学校和大学；
7. 开拓殖民地，以获取原料产地和制成成品市场。

### 日本 工业化起步：19世纪中期 促进工业化的国家政策

1. 出现了圈地运动，迫使农业劳动力与土地分离；
2. 废除封建等级，任何人可以自由选择职业；
3. 废除等级制关税以建立全国市场，促进国内商品流通，并征收高外部关税以保护本国工业；
4. 完善交通，1873年，日本第一条铁路竣工；
5. 国家使用部分国债投资办厂，并参照德国模式建立银行体系；
6. 普及教育，1872年开始推行义务教育制小学教育，到1900年已有90%的学龄儿童入学；
7. 开拓殖民地，以获取原料产地和制成成品市场。

层的影响较小，印度实行土地私有，没有统一的土地管理体系，土地的管理和征收受到地方、基层群众等多方面的牵制；中国在建国时便已废除内部关税，印度迄今尚未废除内部关税；中国铁路营运里程在1980-2015年间增长了110%，印度仅增长8%；印度人口增速一直远高于中国；2011年左右中国

15岁及以上成人识字率为95%，已基本消灭文盲，同期印度15岁及以上成人识字率为69%，仍有近三分之一的文盲。

总的来看，印度在土地资源整合、促进要素流通、控制人口过快增长和提高劳动力素质等方面的政策效果都远逊于中国（如图表15）。

# 图表 15 中国与印度的部分国家政策比较



中国



印度

## 关税政策



中国大陆与前述发达国家一样，在工业化起步阶段便废除了内部关税

自印度建国以来，始终存在中央和地方两个征税主体，各邦拥有独立的课税权力；印度政府自20世纪80年代便开始尝试改革税制，以促进统一税制体系的形成，截至2015年底仍未实现



政策效果

工业原料与产品可以在中国大陆境内自由地流通，有利于降低工商企业负担

印度内部关税的存在形成了税基、税率混乱以及重复征税的现象，加重了工商业成本

## 土地政策



**土地权属** 中国实行土地公有制，即国家土地所有制和集体土地所有制，并且实行有偿、有限期、可流动的土地使用制度

印度实行土地私有制，70%的土地属于私人，并且基本是永久产权

**土地管理** 中国于1986年成立国家土地管理局，逐渐建立起土地垂直管理体制，实行统一的《土地管理法》

除了征地方面，印度没有统一的土地管理法律，地方政府拥有土地的实际管理权、控制权和征税权

**土地征收** 中国土地征收的补偿范围严格限定在与被征收土地有直接联系的经济损失，补偿价格是一种政策性价格

印度土地征收的补偿范围是“任何附着于土地之物”及“任何合法权利及利益遭受损失之人”，补偿价格基于市场，2011年印度《征地和重新安置法案》规定，农村用地补偿价需要达到市场价的4倍，城市用地补偿价则为市场价的2倍



政策效果

与中国相比，印度的土地资源缺乏统一管理，并且征地制度考虑范围很广、补偿价格很高，这使得印度的投资项目在征地过程往往受到多方阻力，并且投资成本被高额补偿推升。这是制约印度投资需求的重要原因；印度于2013年通过新的征地法案，要求公私合营项目征地前要先征得70%的土地所有者同意，私营项目征地前要先征得80%的土地所有者同意，进一步增加了征地的难度。现任总理莫迪上台后试图通过修改草案，于2015年9月宣告失败

资料来源：陈国跃、刘继华：《中国与印度土地制度及其效能比较研究》，  
《世界地理研究》2015年第2期；Wind；新世纪中国地理



中国



印度

## 交通政策



中国与印度都重视铁路网络的建设，两国历届政府都计划斥巨资建设和完善铁路网络

### 政策效果

虽然都重视铁路建设，但是中印两国铁路网络的实际情况迥异，1980年中国铁路营业里程为5.11万公里，印度为4.12万公里；2015年左右中国铁路营业里程已经升至12.1万公里，印度仅为6.6万公里（见图表14）；截至2015年底中国高速铁路营业里程已达2.34万公里，居世界第一

## 人口政策



中国于1973年开始在全国范围推行计划生育，以缓解人口压力，并且逐渐上升为基本国策，写入宪法

### 政策效果

中国的人口出生率得到了有效控制，人口出生率由1963年的43‰降至2013年的12‰

印度在建国之初便提出了计划生育政策，是世界上最早提出计划生育政策的国家，1976年印度政府曾对几百万人强制实行绝育手术

大规模绝育成为1977年国大党下台的重要原因，印度政党从此再不敢推行强制性计划生育，印度人口出生率一直远高于中国，2014年高达20‰（见图表17）

## 教育政策



中国在清政府时期便开始探索义务教育，在民国时期以及新中国成立以后，政府都重视义务教育制度的建设与完善

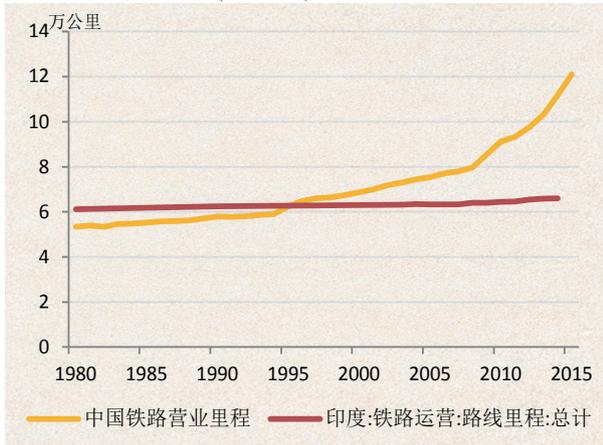
### 政策效果

2011年左右中国15岁及以上成人识字率为95%，已基本消灭文盲

印度在1944年提出了《印度战后教育发展》的计划，但是普及教育的工作进展起来困难重重，直至2002年印度才以法律的形式确立了免费义务教育的基本权利

同期，印度15岁及以上成人的识字率为99%，仍有近三分之一的文盲。从这方面来看，印度劳动力总体素质低于中国

图表16 中国与印度铁路营运里程



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

图表17 中国与印度人口出生率

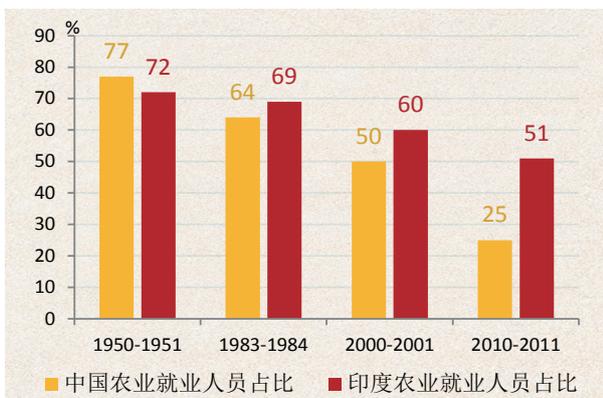


资料来源: Wind, 新世纪评级整理

印度在上述领域尤其是土地领域的政策效力不足,也影响了其劳动力资源的整合。1951年-2011年的60年间,中国农业就业人员占比由77%下降至25%,降低了52个百分点,印度农业就业人员占比由72%下降至51%,仅降低了19个百分点(如图表18)。在2011年左右印度仍然有超过一半的劳动人口从事农业生产,中国则有25%。而同期日本、法国、美国、德国和英国这一比例分别为4%、2.9%、1.6%、1.5%和1.1%,均远低于前两者(如图表19)。

这反映了中国农业在向机械化、现代化的方向发展,而能够实现劳动力由农业向工业和服务业的流动,印度农业则仍然在很大程度上保留着传统的生产方式,使得劳动力被大量束缚在农业领域而无法流向工业和服务业,日本等发达国家由于完成了工业化与农业的现代化,而实现了劳动力结构的优化。印度当前的劳动力结构反映出其无力为工业化实现劳动力资源的整合。

图表18 中国与印度农业就业人员占比



资料来源: 世界银行, 新世纪评级整理

图表19 2010-2011农业就业人员占比



资料来源: Wind, 新世纪评级整理

总的来说，中国与印度都积极推行有利于工业化的政策，但是政策的效力差别很大。在中国推行工业化的过程中，国家力量极大地提高了政策效率。这在某些情况下意味着一定程度的强制，或许会在短期内损害小部分群体的利益，但是在长期中，可以极大地促进总体福利的增长。在执行工业化政策的过程中，印度国家力量所发挥的作用远逊于中国。因此在其工业化过程中，印度在实现土地、劳动力、资金的聚集，市场需求膨胀以及产品和原料便利输送等条件的力量弱于中国。这导致印度工业化的进度比中国慢得多。与规模性工业相比，IT、通信等服务业部门属于技术密集型行业，并不要求土地、劳动力等要素的聚集与整合，因此对国家政策的依赖低于工业。这是过去多年中印度服务业增速持续高于工业的重要原因。

因此本节的结论是：印度工业化的相对落后、服务业领先于工业的态势及其以第三产业为主的产业结构，主要原因都是印度缺乏推行工业化的国家力量。

#### （四）社会性质是中印发展水平差异的根源

印度推行工业化政策的效力不足主要源于两个方面，一是其社会经济状况对工业化的阻力，二是其政治法律体系限制了国家政策的执行。

从社会经济状况来看，在所有制方面，中国实行生产资料尤其是土地资源的公有制，农村土地在农户间平均分配使用，印度实行生产资料尤其是土地资源的私有制，存在着庞大的农民与地主阶层，他们仍然采用传统的农业生产方式，造成土地与劳力的分

散；在社会阶层方面，新中国成立时废除了一切封建社会等级制度，印度则在相当程度上保留了其等级制度即种姓制度，人们倾向于依据种姓来划分群体，不同种姓之间有很强的隔离性（如图表20）。

从政治法律体系来看，在政治体制方面，中国实行人民代表大会制度，全国人大和地方各级人大代表实行差额选举，印度参照西方模式建立了议会制共和制，联邦议会的人民院议员由直接普选产生；在政党制度方面，中国实行中国共产党执政、各民主党派参政议政的多党合作与政治协商制度，既有利于考虑各方意见，又保证了决策的集中性，印度实行西方式的多党制，各党派在联邦和邦议会选举中争取选票，并且执政党的政策往往成为在野党攻讦的把柄而难以推行；从国家结构来看，中国实行单一制，一切权力归于中央，印度则实行联邦制，各邦在行政与立法上享有一定的自主权（如图表20）。

总的来看，印度的社会经济保留了较多的封建性因素，如庞大的农民、地主阶层与封建等级制度，这些因素都会造成土地、劳力资源的割裂，从而阻碍印度的工业化进程。另一方面，印度在独立时参照西方模式建立了以多党制和普选制为特征的西式民主政体，将影响国家政策的力量赋予各个阶层和基层民众，包括掌握大量土地的地主阶层、占劳动人口半壁江山的农民以及占成人总数三分之一的文盲，这些群体都倾向于保护自身的短期利益而阻碍国家进行破旧立新的工业化改革。

图表 20 中印社会经济状况与政法体系



中国

VS



印度

生产资料尤其是土地资源的公有制，土地归国家和集体所有，农户、企业等依法享有使用权，土地在农户之间的分配比较平均



所有制

生产资料尤其是土地资源的私有制，目前占农户总数1.6%的大户拥有近20%的耕地，占比50%的小农拥有1%的耕地

完全废除了社会等级制度，并且由于实行土地资源的公有制，不存在掌控大量土地的地主阶层；建国时废除了一切封建等级制度



社会阶层

由于实行土地的私有制，自建国以来一直存在着庞大的农民与地主阶层；很大程度上保留了封建种姓制度。

实行人民代表大会制度，全国人民代表大会是最高立法机关。全国人大代表和地方各级人大代表实行差额选举



政治体制

在独立时参照西方模式建立了议会制共和制，联邦议会为最高立法机构，其中人民院为最主要部分，由直接普选产生

中国共产党执政、各民主党派参政议政的多党合作与政治协商制度



政党制度

实行西方式的多党制，各党派在印度各邦以及联邦议会选举中争取选票

实行单一制，一切权力归于中央，地方权力具有中央授权性



国家结构

实行联邦制，具有联邦和邦两个行政与立法层面，各邦行政与立法机构享有一定的自主权

资料来源：林良光主编：《印度政治制度研究》，北京：北京大学出版社，1995年版，第79-80页、第193-197页、第209-211页、第222-224页、第245-246页；新世纪评级整理

再者，联邦制的国家结构也使国家政策在地方的推行可能面临阻力。2013年印度通过了限制投资项目征地的新法案，以及莫迪政府试图修改此法案却终告失败，是印度保守力量通过民主政体阻碍国家工业化的直接体现。

因此保守性的社会经济状况与分散性的政治体系之间的冲突，是印度工业化政策乏力且工业化进程缓慢的制度性深层原因。保守性的社会经济状况导致印度在工业化过程中受到的阻力大于中国，而分散性的政治体系导致印度推行工业化的政策效力弱于中国。

欲进一步探究这一深层原因的根源，应追溯至中国与印度在半殖民地或殖民地时期的社会状况及两国争取民族独立的方式。在新中国成立以前，中国属于半殖民地半封建社会性质，西方列强主要通过签订不平等条约和扶植代理人的方式获取利益，但是在整个中国近代史上，没有任何一个西方国家完全统治过中国，因而也无法直接改造中国的国家制度；印度在独立之前则属于完全性质的殖民地，1849年英国完全确立了在印度的统治，并于1858年通过了《印度政府法》，参照本国的议会制度逐渐在印度建立了完整的政治和法律体系（如图表21）。

从独立方式来看，中国自辛亥革命推翻封建帝制开始，经历了一系列的大规模战争，包括护国战争、护法战争、北伐战争、土地革命战争、抗日战争和解放战争等，并在建国后进行了社会主义改造，通过一系列战争与革命彻底清除了殖民因素与封建因素。印度则不然，其独立过程是通过“非暴力与不合作”运动而非革命战争进行的，这

样的和平独立方式无法在根本上改变印度原有的社会经济状况，同时也保留了从英国移植来的议会民主制度（如图表21）。

总的来看，中国与印度虽然都经历了由农业国沦为（半）殖民地最后争取独立的历史，但是两国在（半）殖民地时期的社会状况与独立方式截然不同。中国在独立前属于半殖民地半封建社会；印度在独立前则属于完全的殖民地，移植了英国的议会民主制度，呈现出封建社会与西式民主杂糅的状态。中国的独立是通过一系列暴力战争完成的，彻底清除了殖民因素与封建因素，建立了社会主义公有制与人民代表大会制度；印度的独立是通过和平运动进行的，很大程度上保留了原有的社会结构。

（半）殖民地状况与独立方式的差异，导致中印两国在独立时分属不同的社会性质。中国为社会主义社会，以生产资料公有制、人民代表大会制度及多党合作与政治协商制度为特征；印度独立时的社会性质应定义为“保留了大量殖民地参与的半资本主义半封建社会”，是一种落后农业国移植西方式民主而形成的社会。社会性质的差异是中国与印度当前发展水平差异的根源所在。这一根源导致中国与印度独立后的社会经济状况和国家制度不同，进而导致两国推行工业化政策的效力不同，最终导致两国工业化进程与发展水平的不同。

# 图表 21 中国与印度的独立方式与社会性质



中国

VS



印度

半殖民地半封建社会。西方列强通过签订不平等条约和扶植代理人的方式获取利益，但是在整个中国近代史，没有任何一个西方国家完全统治过中国，因而也无法直接改造中国的国家制度



(半)殖民地状况

1849年东印度公司征服印度全境，印度完全沦为英国的殖民地；  
1858年英国通过《印度政府法》，开始逐步移植西方式民主，参照英国的议会制度在印度建立了完整的政治法律体系

辛亥革命、护国战争、护法战争、北伐战争、土地革命战争、抗日战争、解放战争



独立方式

印度独立运动在“非暴力与不合作”思想的指导下进行，而不是通过大规模的暴力战争

新中国成立时为新民主主义社会，三大改造完成后为社会主义社会



社会性质

建国时属于保留大量殖民地残余的半资本主义半封建社会

资料来源：洪共播：《印度独立后的政治变迁》，合肥：黄山书社，2011年版，第25-29页、第73页；新世纪评级整理

## 4 结语

人类文明兴起于农业。黄河、印度河及尼罗河等温带和热带的河流冲击平原，具备良好的农耕条件，因而发展出包括古代中国与古代印度在内的辉煌农业文明。传统农业国家逐渐形成了分散性的小农生产方式，并孕育出新的社会因素。

以英国为代表的欧洲西部各国，原本也处在相似的道路，却因农业发展水平相对滞后、社会转型的阻力较小，而得以汲取世界文明成果，率先开始了瓦解传统农业社会并建立工业生产方式的过程。工业生产的规模性特征决定了这个过程必然伴随着土地、劳力和资金等要素的大规模聚集，原料与产品的便利运输，市场需求的膨胀以及劳动者素质的提高。

为了实现这些条件，西欧和北美各国使用国家力量对国内社会进行改造，并将包括中国与印度在内的亚洲、非洲和南美洲等地的传统农业国家全部变为（半）殖民地，以获得廉价原料、劳力和庞大的产品市场，最终约在19世纪末完成了工业化路程。在这个过程中，中国沦为半殖民地社会，并为争取民族独立进行了多次暴力战争；印度则完全沦为英国殖民地，并被移植了西方议会制度。

二战之后的50-70年代，亚非拉各国纷纷独立，开启了各自的发展道路。中国与印度在独立之初都属于落后的农业国，却由于（半）殖民地状况以及独立方式的不同而具有不同的社会性质。中国属于社会主义社会，并建立了生产资料尤其是土地资料的公

有制、人民代表大会制度以及多党合作和政治协商制度；印度属于保留了大量殖民残余的半资本主义半封建社会，存在大量的地主和农户，并建立了相对分散的议会制、多党制和联邦制。

两国在独立之初都提出了工业化的愿景，但是社会性质差别所决定的国家制度差别，使得两国推行工业化政策的效力迥然不同。中国可以高效地为工业化创造条件，印度的国家政策却总是受到多方的阻力而难以推行，使得两国在土地、劳力、资金、交通、市场、教育和人口等方面的工业化政策效果迥异。这样的差别积累至今，终于造成了两国发展水平的巨大差异。

从中国与印度的发展历程中，可以得出这样的结论：对于产业结构相对落后、从落后农业国起步的国家，直接照搬西方制度不一定适合本国的发展需要，而依据本国的发展阶段建立符合具体国情的政治经济制度，或许更有利于国家的进步与人民生活的改善。

### 参考文献

- 1.阿瓦什尼·塞思：《中国和印度：不同绩效的制度根源》，《发展与变迁》2008年第5期；
- 2.姚国跃、刘胜华：《中国与印度土地制度及其效能比较研究》，《世界地理研究》2015年第2期；
- 3.（英）罗伯特·C·艾伦著，陆贇译：《全球经济史》，南京：译林出版社，2015年；
- 4.林良光主编：《印度政治制度研究》，北京：北京大学出版社，1995年；
- 5.洪共福：《印度独立后的政治变迁》，合肥：黄山书社，2011年。

## 专题研究

# PPP模式助力海绵城市建设

邵一静/文

近期，国家出台了一系列政策，积极推进海绵城市的建设，2015年和2016年，财政部、住建部、水利部组织开展了海绵城市建设试点工作。由于海绵城市建设资金规模巨大，而财政补助有限，中央政府积极鼓励采用PPP模式，利用社会资本助推海绵城市发展。

## 1 海绵城市的起源

在加强城市基础建设的背景下，为解决传统城市雨水处理模式所导致的水资源流失、内涝频繁、旱涝急转的问题，2012年4月，在《2012年低碳城市与区域发展科技论坛》中，海绵城市的概念首次被提出；2013年12月12日，习近平总书记在《中央城镇化工作会议》讲话中强调：提升城市排水系统时要优先考虑把有限的雨水留下来，优先考虑更多利用自然力量排水，建设自然存积、自然渗透、自然净化的海绵城市。2014年住建部正式颁布关于海绵城市建设的规范性文件《海绵城市建设技术指南—低影响开发雨水系统构建（试行）》（简称“技术指南”）。

《技术指南》里对海绵城市作出了明确的定义：海绵城市是指城市能够像海绵一样，在适应环境变化和应对自然灾害等方面

具有良好的“弹性”，下雨时吸水、蓄水、渗水、净水，需要时将蓄存的水“释放”并加以利用，提升城市生态系统功能且减少城市洪涝灾害的发生。

传统城市建设模式主要依靠管渠、泵站等“灰色基础设施”来组织排放径流雨水，以“快速排除”和“末端集中”控制为主要设计原则，而海绵城市则强调优先利用植被草沟、雨水花园、生物滞留池、下沉式绿地等“绿色基础设施”来组织排放径流雨水，以“慢排缓释”和“源头分散”控制为主要设计理念，强调采用低影响开发理念，合理利用城市雨洪资源，通过加强城市规划建设管理，实现雨水径流的有效控制，从而建立新的城市发展模式，实现资源与环境的协调发展。根据《技术指南》，海绵城市的建设途径主要有以下几个方面：一是对城市原有

生态系统的保护。最大限度的保护原有的河流、湖泊、湿地、坑塘、沟渠等水生态敏感区；二是生态恢复和修复。对传统粗放式城市建设模式下，已经受到破坏的水体和其他自然环境，运用生态的手段进行恢复和修

复，并维持一定比例的生态空间；三是低影响开发。根据需求适当开挖河湖沟渠，增加水域面积，促进雨水积存、渗透和净化。

## 2 海绵城市相关政策梳理

自从习总书记在2013年中央城镇化工作会议上明确提出建设生态海绵城市后，海绵城市已成为新型城镇化战略重要组成部分，国家层面的相关政策密集出台。为推动海绵城市建设，财政部出台了中央财政对于海绵城市建设的支持性文件，在资金上对海绵城市建设予以补助，补助期限为3年，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年6亿元，省会城市每年5亿元，其他城市每年4亿元。而2015年10月国务院办公厅发布

的《关于推进海绵城市建设的指导意见》中提出了海绵城市建设的总体目标，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将70%的降雨就地消纳和利用。要求到2020年，城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。此外相关部门还从海绵城市建设指南、建设方案的编制、试点城市的申报、绩效考核等方面作出了规定。

图表1 海绵城市相关政策汇总

时间	政策	发布单位	相关内容
2013.12	中央城镇化工作会议讲话	习近平	提出要大力建设自然积存、自然渗透、自然净化的“海绵城市”。
2014.08	关于进一步加强城市节水工作的通知	发改委、住建部	新建城区硬化路面可渗透面积不低于40%，加快对使用年限超过50年材质落后供水管网的更新换代。
2014.10	关于印发海绵城市建设技术指南—低影响开发雨水系统构建(试行)的通知	住建部	对海绵城市与低影响开发系统构建的规划、设计、工程建设、维护管理做出指导，并提供部分具体案例。
2014.12	关于开展中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知	财政部、住建部、水利部	中央财政对海绵城市建设试点给予专项资金补助，补助期限为3年，具体补助数额按城市规模分档确定，直辖市每年6亿元，省会城市每年5亿元，其他城市每年4亿元。对于采用PPP模式达到一定比例的城市，按上述补助奖励10%。
2015.01	关于组织申报2015年海绵城市建设试点城市的通知	财政部、住建部、水利部	首次明确对申报试点城市申请资格审核的要求，包括：城市发展对排水防涝基础设施建设、调蓄雨洪和应急管理需求强烈；试点区域总面积原则上不少于15km <sup>2</sup> ，多年平均降雨量不低于400mm；优先鼓励旧城改造项目，包括城市水系统、城市园林绿地、市政道路、绿色建筑小区等。

时间	政策	发布单位	相关内容
2015.04	2015年海绵城市建设试点城市名单公示	财政部、住建部、水利部	迁安、白城、镇江、嘉兴、池州、厦门、萍乡、济南、鹤壁、武汉、常德、南宁、重庆、遂宁、贵安新区和西咸新区为首批16个试点海绵城市及地区。
2015.05	关于2015年深化经济体制改革重点工作意见的通知	国务院、发改委	开展城市地下综合管廊和“海绵城市”建设试点，鼓励社会资本参与城市公用设施建设和运营，拓宽多元投资渠道。
2015.07	关于印发海绵城市建设绩效评价与考核办法(试行)的通知	住建部	海绵城市建设绩效评价与考核指标分为水生态、水环境、水资源、水安全、制度建设及执行情况、显示度六个方面；海绵城市建设绩效评价与考核分三个阶段：1、城市自查；2、省级评价；3、部级抽查。
2015.08	推进海绵城市建设水利工作的指导意见的通知	水利部	加强海绵城市建设的水利技术支撑，提出城市河湖水系重要控制节点的水位、流量、水质等关键技术指标。
2015.09	国务院常务会议	李克强	海绵城市建设要与棚户区、危房改造和老旧小区更新相结合；采取PPP、政府采购、财政补贴等方式，创新商业模式，吸引社会资本参与项目建设运营。
2015.10	关于推进海绵城市建设的指导意见	国务院办公厅	通过海绵城市建设，综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将70%的降雨就地消纳和利用。到2020年，城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。支持符合条件的企业通过发行企业债券、公司债券、资产支持证券、项目收益票据募集资金，用于海绵城市建设项目。
2015.12	关于推进开发性金融支持海绵城市建设的通知	住建部和国开行	建立健全海绵城市建设项目储备制度，加大对海绵城市建设项目的信贷支持力度。
2016.2	关于印发城市适应气候变化行动方案的通知	发改委、住建部	大力建设屋顶绿化、雨水花园、储水池塘、微型湿地、下沉式绿地、植草沟、生物滞留设施等城市“海绵体”，增强城市海绵能力。
2016.02	关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见	国务院	充分利用自然山体、河湖湿地、耕地、林地、草地等生态空间，建设海绵城市，提升水源涵养能力，缓解雨洪内涝压力，促进水资源循环利用。鼓励单位、社区和居民家庭安装雨水收集装置。
2016.02	关于深入推进新型城镇化建设的若干意见	国务院	加强海绵型建筑与小区、海绵型道路与广场、海绵型公园与绿地、绿色蓄排与净化利用设施等建设。
2016.02	关于开展2016年中央财政支持海绵城市建设试点工作的通知	财政部、住建部、水利部	对申报试点城市申请资格审核的要求包括：试点区域集中连片（须包括一定比例的老城区），且不少于15平方公里，多年平均降雨量不低于400毫米；城市建成区内至少有一个汇水片区达到海绵城市建设总体要求，在“小雨不积水、大雨不内涝、水体不黑臭、热岛有缓解”方面取得了初步成效。
2016.03	海绵城市专项规划编制暂行规定	住建部	海绵城市专项规划的规划范围原则上应与城市规划区一致，同时兼顾雨水汇水区和山、水、林、田、湖等自然生态要素的完整性。
2016.03	关于做好海绵城市建设项目信息报送工作的通知	住建部	填报海绵城市基础信息，加强项目进展监管。

时间	政策	发布单位	相关内容
2016.04	海绵城市建设试点绩效评价指标体系	财政部、住建部	海绵城市建设试点绩效评价指标包括:资金使用和管理(0-15分)、政府和社会资本合作(0-10分)、成本补偿机制(0-10分)、产出数量(0-20分)、产出质量(0-10分)、项目效益(0-25分)、技术路线(0-10分)。
2016.04	2016年中央财政支持海绵城市建设试点城市名单公示	财政部、住建部、水利部	北京市、天津市、大连市、上海市、宁波市、福州市、青岛市、珠海市、深圳市、三亚市、玉溪市、庆阳市、西宁市和固原市等14个城市成为2016年中央财政支持海绵城市建设试点范围。
2016.08	关于提高城市排水防涝能力推进城市地下综合管廊建设的通知	住建部	要求将城市排水防涝与城市地下综合管廊、海绵城市建设协同推进。
2016.09	《2016-2020年建筑业信息化发展纲要》	住建部	全面提高建筑业信息化水平,在海绵城市建设中积极应用BIM、虚拟现实等技术开展规划、设计,探索基于云计算、大数据等的运营管理,并示范应用。

资料来源:新世纪评级根据公开信息整理

### 3 我国海绵城市建设进展

为了切实有效的推进海绵城市的建设,2015年和2016年,财政部、住建部和水利部组织开展了海绵城市建设试点工作。根据竞争性评审,迁安、白城、镇江、嘉兴、池州、厦门、萍乡、济南、鹤壁、武汉、常德、南宁、重庆、遂宁、贵安新区和西咸新区等16个城市入选第一批试点城市;福州、

珠海、宁波、大连、玉溪、深圳、上海、庆阳、西宁、固原、三亚、青岛、天津、北京等14个城市入选第二批试点城市。从地区分布来看,华东地区共10个城市入选试点城市,占比33.33%,是试点城市分布最多的区域;东北地区仅2个城市入选试点城市,占比6.67%。

图表2 试点城市分布区域(单位:个)

试点城市	第一批	第二批	合计
华东地区	6	4	10
华中地区	3	0	3
西南地区	3	1	4
华北地区	1	2	3
华南地区	1	3	4
东北地区	1	1	2
西北地区	1	3	4
合计	16	14	30

资料来源:新世纪评级根据公开信息整理



## 图表4 第二批试点城市建设概况



试点城市	三年建设计划
青岛	计划总投资48.8亿元，计划2016年开工52个项目，2017年开工158个项目，2018年开工58个项目；建成后，试点区内年度房屋开工率达到75%，室内采暖由集中采暖40%以上达到要求。
宁波	试点区域面积30.95平方公里，计划建设海绵型建设小区、海绵型道路与广场、海绵型公园和绿地、海绵型学校医院、海绵型住宅小区等共153项。
福州	计划建设海绵型建筑与小区、海绵型道路与广场类、海绵型公园与绿地类、海绵型学校医院类、海绵型住宅小区、内涝治理类、管网建设类、管网类共162个项目，总投资78亿元。
上海	试点区域：浦东新区前滩地区（区域面积79平方公里，总投资60.08亿元）、松江新城、普陀桃浦地区。
深圳	试点区域：光明新区（共54个项目，总投资21.30亿元）、坪山新区（投资1亿元）。
昆明	建立昆明滇池海新区样区西部生态新区在内的海绵城市工程样板，共计447个项目，总投资108.56亿元。
承德	在中心城区规划20.3平方公里的试点区域，开展海绵型道路、海绵型公园、河道综合整治、雨水湿地、管网和厂站等六大类项目，总投资40.41亿元。
西安	规划建设海绵城市项目258项，试点面积28.6平方公里，总投资47.38亿元。
西宁	规划建设海绵城市项目313项，总投资57.9亿元。
固原	规划建设221个海绵型建筑小区、49个海绵型公园绿地、151个海绵型道路与广场、对30公里的泾河上游城区段进行高标准综合治理，建设固原市二次污水处理厂及提标工程，并建成海绵型城市监测平台。
天津	试点区域包括津滨发展新城和中街生态城，将建成15个示范区。
北京	通州区和延庆区将作为先行示范区，分别结合城市副中心和新城建设，建设平原和山地海绵城市。
大连	试点面积21.8平方公里，总投资超过35亿元，共计75个项目。
武汉	共5大项214个项目

试点城市涵盖了大、中、小不同规模的城市，每个试点城市确定不小于15平方公里的试点区域，根据自然地理条件和水文状况不同，试点内容各有侧重。在试点过程中，新城区坚持目标导向，按照雨水径流控制的要求，将雨水就地消纳利用，解决好城市建设与水安全、水资源、水环境、水生态的协调关系；老城区坚持问题导向，结合城镇棚户区改造和城乡危房改造、老旧小区有机更新等，以缓解城市内涝积水、黑臭水体治理、城市热岛为突破口，改善城市人居环境。

目前第一批试点城市已经全部公布了海绵城市建设项目实施规划，根据住建部水务处副处长牛璋彬2016年5月5日的介绍，16个试点城市三年实施计划试点区域总面积为435平方公里，共设置了建筑与小区、

道路与广场、园林绿地、地下管网、水系整治等各类项目3159个，总投资865亿元，每平方公里平均投资约为2亿元。截至2016年5月，已开工建设并形成实物工作量的项目593个，完成投资184亿元。

根据图表3，第一批试点城市建设项目的资金规划中，中央财政补贴合计207亿元，占三年投资额的21.31%；规划PPP模式筹集资金415.37亿元，占三年投资额的42.77%。住建部城建司副司长章林伟表示，海绵城市建设政府能提供15%-20%的资金，其余都是社会资本。因此如何吸引社会资本，顺利推行PPP项目是推动海绵城市建设的关键。

第二批14个试点城市的建设工作也在有序开展。

## 4 海绵城市建设模式

国务院办公厅在《关于推进海绵城市建设的指导意见》中提出“到2020年，城市建成区20%以上的面积达到目标要求；到2030年，城市建成区80%以上的面积达到目标要求。”根据国家统计局数据，2015年全国建成区面积为5.21万平方公里，按照年复合增长率3%估算，到2020年全国建成区面积约为6.04万平方公里，到2030年建成区面积约为8.12万平方公里。

按照住建部估计的海绵城市建设每平方公里投资1-1.5亿元测算，到2020年，总投资规模将达到1.21-1.81万亿；到2030年，

总投资规模将达6.49-9.74万亿元。虽然中央财政对海绵城市建设试点予以每年12到18亿元的专项资金补助，但相较于海绵城市巨大的投资额，仅靠财政支持是杯水车薪，中央政府在多项政策中鼓励采用PPP模式，以社会资本投资为主、政府与社会资本共担风险的PPP模式将成为海绵城市建设项目的主要模式。

截至2016年12月22日，依据财政部PPP项目库，明确标注的海绵城市PPP项目已达57个，总投资额合计1151.60亿元。其中识别阶段项目34个，总投资额合计

614.89亿元；准备阶段项目6个，总投资额合计218.10亿元；采购阶段项目12个，总投资额合计206.43亿元；执行阶段项目5个，总投资额合计112.18亿元。从示范项目来看，包含9个财政部示范项目和4个省级示范项目，投资额合计分别为267.43亿元和35.10亿元。运作模式上，这些入库项目大部分都采用BOT模式，同时项目合作期限较长，大部分在15年以上，有的项目期限达到了30年。

图表5 财政部PPP项目库中的海绵城市PPP项目

项目	金额 (亿元)	开始时间	期限	目前阶段	回报机制	备注
玉溪市玉溪大河上游汇水分区海绵项目包	5.29	2016.04.01	15年	识别阶段	政府付费	
河南省平顶山市海绵城市建设项目	44.28	2016.8.24	15年	识别阶段	政府付费	
河南省洛阳市海绵城市示范区	59.25	2016.08.23	20年	识别阶段	政府付费	
额尔古纳市海绵城市建设工程	1.50	2016.04.26	25年	识别阶段	可行性缺口补助	
兰溪市扬子江海绵城市生态综合整治工程	1.85	2016.04.22	17年	识别阶段	可行性缺口补助	
海拉尔区海绵城市工程	15.00	2016.06.27	20年	识别阶段	政府付费	
庆阳市海绵城市项目	47.35	2016.04.01	20年	识别阶段	政府付费	
合阳县城市低洼区雨水收集综合利用工程	2.78	2016.05.16	20年	识别阶段	政府付费	
石家庄正定新区起步区海绵城市一期项目	70.89	2015.12.01	30年	识别阶段	可行性缺口补助	
南华县海绵城市建设项目	34.03	2016.01.01	14年	识别阶段	政府付费	
楚雄市海绵城市建设项目	243.19	2015.11.30	15年	识别阶段	可行性缺口补助	
经开区园区道路及配套设施建设项目(海绵城市建设)项目	5.00	2015.07.20	12年	识别阶段	政府付费	
日照市海绵城市建设工程	12.00	2015.06.04	20年	识别阶段	政府付费	
新右旗海绵城市工程	0.50	2016.05.09	20年	识别阶段	政府付费	
沧州市黄骅市海绵城市之生态综合治理项目	10.00	2015.09.30	30年	识别阶段	政府付费	
山东济南市海绵城市兴济河、玉绣河流域试点区域园林绿地系统建设等共14个项目	49.33	2015.07.01	15年	识别阶段	可行性缺口补助	
山东省济南市海绵城市兴济河流域大明湖兴隆片区渗漏区恢复工程	1.62	2015.07.01	15年	识别阶段	政府付费	

项目	金额 (亿元)	开始时间	期限	目前阶段	回报机制	备注
山东省济南市海绵城市东部片区韩仓河等河道截污整治工程项目	2.65	2015.07.01	15年	识别阶段	使用者付费	
根河市海绵城市工程	1.00	2016.05.01	20年	识别阶段	政府付费	
牙克石市海绵城市工程	5.00	2016.05.27	15年	识别阶段	政府付费	
兰溪市扬子江海绵城市生态综合整治工程	2.38	2016.04.22	17年	识别阶段	可行性缺口补助	
悦来新城海绵城市建设PPP项目	36.44	2015.03.01	15年	准备阶段	政府付费	
孝感市临空经济区海绵城市PPP项目	9.45	2016.07.04	20年	准备阶段	政府付费	省级示范项目
四平市海绵城市建设PPP项目	53.91	2016.04.25	28年	准备阶段	政府付费	第三批财政部示范项目
岳阳市海绵城市之中心城区湖泊河道综合整治系列工程PPP项目	94.06	2015.12.01	25年	准备阶段	可行性缺口补助	第三批财政部示范项目
西咸国际文化教育园沙河海绵性生态修复项目	8.00	2016.01.01	15年	准备阶段	政府付费	第三批财政部示范项目
大理市海绵城市建设PPP项目	16.24	2015.11.01	16年	准备阶段	政府付费	
安徽省池州市海绵城市建设清溪河流域水环境综合整治PPP	10.83	2015.04.02	12年	采购阶段	政府付费	第三批财政部示范项目
安徽省池州市海绵城市滨江区及天堂湖新区棚改基础设施PPP项目	12.31	2016.02.17	12年	采购阶段	政府付费	第三批财政部示范项目
宿州市城市门户海绵城市示范PPP项目	3.12	2015.06.03	13年	采购阶段	政府付费	
安徽阜阳市京九路等海绵型道路工程PPP项目	13.85	2015.10.12	12年	采购阶段	政府付费	第三批财政部示范项目
固原市海绵城市PPP项目	29.88	2016.03.27	25年	采购阶段	政府付费	
贵州贵安新区海绵城市试点两湖一河PPP项目	13.34	2016.05.01	16年	采购阶段	政府付费	
凤凰县海绵城市建设PPP项目	20.07	2016.01.16	15年	采购阶段	可行性缺口补助	第三批财政部示范项目
三亚市海绵城市试点区域PPP项目	38.53	2016.4.30	23年	采购阶段	可行性缺口补助	

项目	金额 (亿元)	开始时间	期限	目前阶段	回报机制	备注
四川省遂宁市河东新区海绵城市建设仁里古镇PPP项目	13.20	2015.5.20	13年	采购阶段	可行性缺口补助	
四川省遂宁市河东新区海绵城市建设一期改造及联盟河水系治理PPP项目	10.01	2015.05.20	10年	采购阶段	政府付费	
萍乡市海绵城市建设PPP项目	28.55	2015.03.20	20年	采购阶段	使用者付费	第三批财政部示范项目
湖北省武汉市青山示范区海绵城市(南干渠片区)项目	12.74	2016.05.01	10年	采购阶段	政府付费	省级示范项目
吉首市环境综合治理一体化PPP项目(海绵城市老区)	4.67	2015.04.20	15年	执行阶段	政府付费	省级示范项目
吉首市环境综合治理一体化PPP项目(海绵城市新区)	8.24	2015.04.20	15年	执行阶段	可行性缺口补助	省级示范项目
唐山迁安市海绵城市建设项目	38.42	2015.06.01	25年	执行阶段	可行性缺口补助	
岳池县城东新区基础设施、智慧城市及海绵城市建设项目	35.00	2015.08.26	10年	执行阶段	可行性缺口补助	
镇江市海绵城市建设项目	25.85	2015.08.12	23年	执行阶段	可行性缺口补助	第二批财政部示范项目

资料来源：CPPPC，新世纪评级整理

盈利模式方面，目前国内海绵城市PPP项目盈利模式主要有三种，分别是使用者付费、政府付费和可行性缺口补助。其中含海绵体的生态公园、生态停车场等可以提供门票收入或者运营收入的自主经营项目回报机制为使用者付费，最终由消费用户直接付费购买公共产品和服务获得收益；污水处理厂、雨水收储利用、湿地再造等准经营项目，一般通过运营收入加政府补贴实现盈亏平衡，最终由消费者和政府共同购买；而生态环境治理、市政道路、排水管网等公共产品和服务由政府直接付费购买。

由于海绵城市建设项目的公益性，故回报机制主要系政府付费和可行性缺口补助，在上述57例海绵城市PPP项目中分别占28例和27例，使用者付费的项目仅2例；从项目规模来看，政府付费、可行性缺口补助和使用者付费项目投资额分别为477.89亿元、642.51亿元和31.20亿元。

除海绵城市试点城市以外，很多非试点城市也开始了海绵城市的建设，进一步推动了海绵城市的发展，例如湛江将投资约46亿元建设22.82平方公里的试点区域，聊城计划投资约11.7亿元建设约40平方公里试点区

域，铜陵计划投资**6.96**亿元，安排海绵城市建设项目**22**个等。

在中央政策的支持下，同时借助**PPP**模式解决资金问题，海绵城市的行业标准、建

设模式逐渐明晰，并由试点城市加速向全国推广。从长期来看，海绵城市相关产业具有巨大的市场容量，未来将有越来越多的企业和城市参与到海绵城市建设中。

## 5 海绵城市建设中面临的问题

我国海绵城市建设处于起步阶段，新世纪评级认为，在建设过程中有几个问题尚需进一步解决。

1、**技术支撑不足**。海绵城市建设综合性强，创新性强，涉及规划、设计、建设、运营、维护等多步骤，而目前关于海绵城市建设国家建筑标准尚不完善，各专业间也缺乏相互融合，应用产品尚未形成规模化，需要在未来进一步解决。

2、**建设任务较重**。2015年4月公布的第一批海绵城市试点，规定为**3**年期限，需在试点区域完成**70%**的降雨就地消纳和利用目标，截至2016年5月，已经一年的时间，但建设进度整体小于**20%**。此外2016年夏季，第一批**16**个试点海绵城市中有**10**个发生内涝，第二批**14**个试点海绵城市中有**9**个发生内涝，目前海绵城市建设效果仍未充分体现，未来海绵城市建设任务将任重道远。

3、**缺乏稳定的收益回报**。虽然中央财政给予试点海绵城市资金补助，但资金缺口仍然较大，因此各地将**PPP**模式作为筹资的重要渠道。从我国已颁布的**PPP**政策文件来看，**PPP**没有固化的模式，也没有明确的盈

利模式，而海绵城市建设项目多数具有公用事业性质，不具盈利性，回报机制主要依靠政府补助和政府购买，项目收益存在不确定性，此外大部分项目期限都在**15**年以上，项目实施过程中有可能出现政策不持续的风险，导致海绵城市**PPP**项目落地率仍然不高。

虽然目前政府无论从政策上还是财政上都在鼎力支持海绵城市的建设和**PPP**模式的使用，企业参与的积极性也开始被调动，但提高企业收益预期和稳定性仍是持续吸引社会资本的关键。

市场研究

# 2016年中国债券市场发行与评级研究

陈文沛、郭佩/文

## 1 债券市场总体发行情况

2016年，全国债券市场共发行各类债券29071期<sup>1</sup>，同比增长75.99%，发行金额合计36.35万亿元，同比增长57.14%，发行数量和发行金额均延续增长态势。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25.49万亿元，同比增长84.00%，占债券募集总额的70.12%，2016年同业存单继续保持放量增长，带动利率债发行规模大幅增加；以证

券公司债、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10.86万亿元，同比增长17.04%，占债券募集总额的29.88%，信用债发行规模虽进一步扩大，但受债券市场违约事件频发影响，增速逐渐放缓，占债券总体发行规模的比重延续2014年以来的下滑趋势。

图表1 2016年全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	148	0.51	30,665.80	8.44
地方政府债	1,159	3.99	60,458.40	16.63
同业存单	16,780	57.72	130,221.60	35.83
金融债	1,042	3.58	46,277.00	12.73
政策银行债	623	2.14	33,526.80	9.22
商业银行债	64	0.22	3,673.00	1.01

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2017年1月5日。

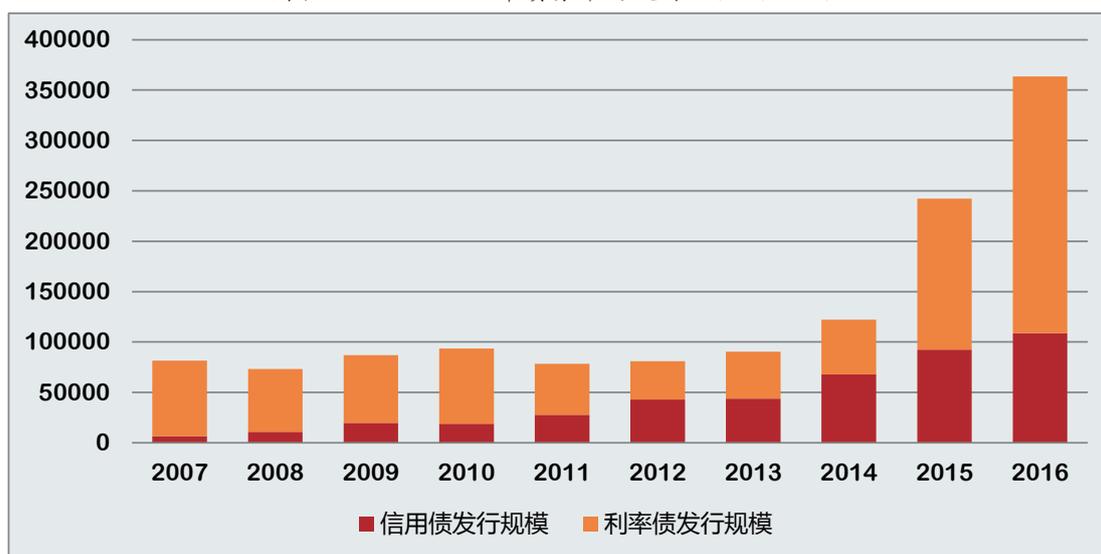
类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
商业银行次级债券	91	0.31	2,273.50	0.63
保险公司债	7	0.02	440.00	0.12
证券公司债	165	0.57	4,260.10	1.17
证券公司短期融资券	60	0.21	1,178.60	0.32
其它金融机构债	32	0.11	925.00	0.25
企业债	498	1.71	5,925.70	1.63
一般企业债	495	1.70	5,875.70	1.62
集合企业债	3	0.01	50.00	0.01
公司债	2,839	9.77	27,779.24	7.64
一般公司债	881	3.03	12,856.77	3.54
私募债	1,958	6.74	14,922.47	4.11
中期票据	908	3.12	11,446.10	3.15
一般中期票据(含PRN)	908	3.12	11,446.10	3.15
短期融资券	2,636	9.07	33,675.85	9.26
一般短期融资券	687	2.36	6,062.95	1.67
超短期融资券	1,949	6.70	27,612.90	7.60
定向工具	741	2.55	6,024.15	1.66
国际机构债	5	0.02	130.00	0.04
政府支持机构债	14	0.05	1,400.00	0.39
资产支持证券	2,220	7.64	8,589.32	2.36
交易商协会ABN	38	0.13	166.57	0.05
银监会主管ABS	343	1.18	3,908.53	1.08
证监会主管ABS	1,839	6.33	4,514.22	1.24
可转债	11	0.04	212.52	0.06
可交换债	70	0.24	671.19	0.18
合计	29,071	100.00	363,476.87	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2016年，利率债占债券市场全部发行量的比例大幅提高，占比由2015年的59.88%上升12.22个百分点至70.12%，主要得益于同业存单和地方政府债的发行规模扩大。信用债市场受今年债券违约事件增加，风险暴露加大影响，发行规模虽保持稳定增长，但发行规模所占比重继续延续下滑趋势。

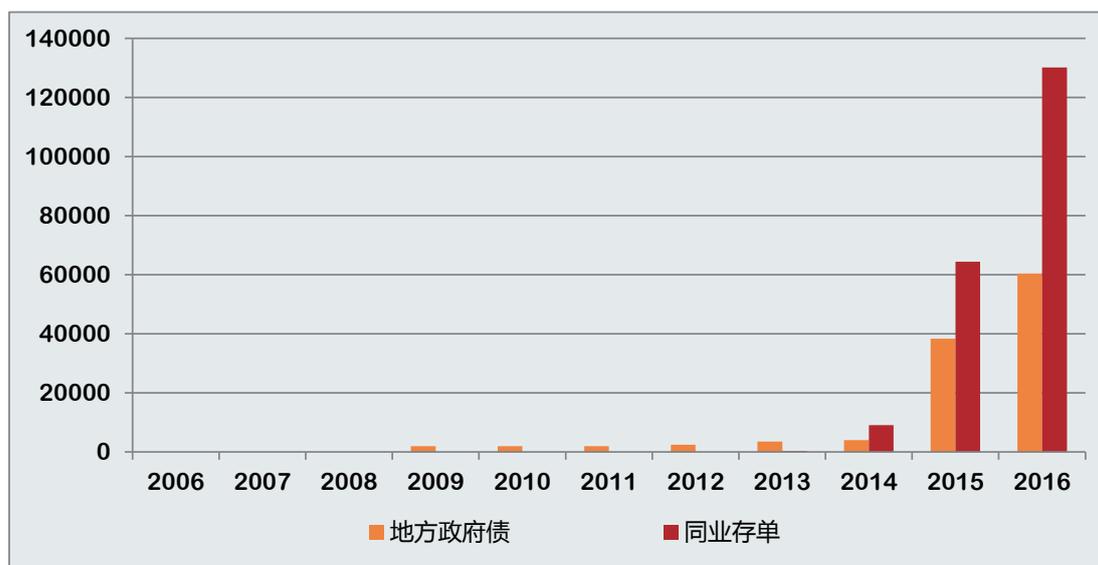
2016年债券市场中利率债发行量突破性增长，主要是同业存单和地方政府债的放量增长带来整个利率市场发行量的大幅增长。同业存单方面，2015年8月，中国基金业协会发布《证券投资基金参与同业存单会计核算和估值业务指引（试行）》，广义基金开始大规模投资同业存单，推动了同业存单井喷式的发展，这种趋势在2016年得以

图表2 2006~2016年债券市场发行规模（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表3 2006~2016年同业存单和地方政府债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

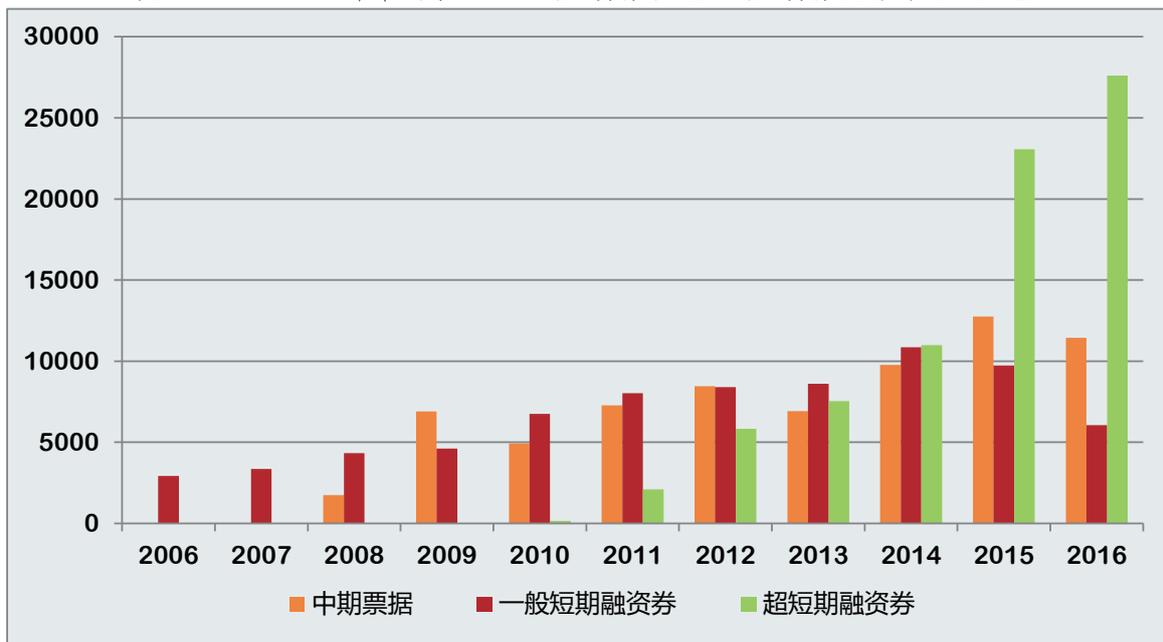
延续。2016年，同业存单发行规模为13.02万亿元，同比增长145.40%。地方政府债方面，2016年地方政府债务置换规模扩大，但在财政部2016年1月发布的《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》中，要求各地每季度置换债券发行量原则上控制在当年本地区置换债券发行规模上限的30%以内，因此今年地方政府债券整体发行规模保持平稳增长。2016年新增地方政府债务限额1.18万亿元，预期未来两年地方政府债仍将保持较大规模的发行量。

2016年，债券市场中信用债发行规模继续保持稳定增长，各券种发行量各有不同的变化。其中，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）因债券二级市场违约事件增加，机构投资者

风险偏好收紧等情况而导致发行量减少。2016年中期票据发行总额为1.14万亿元，同比下降10.24%；短期融资券受超短期融资券替代作用的影响，2016年发行总额减少至0.61万亿元，同比下降37.11%。2015年10月，交易商协会发布《进一步拓宽超短期融资券发行主体范围的工作方案》，取消发债主体评级，发债主体范围扩展至全部非金融法人企业，大力鼓励超短期融资券的发行。但由于2016年债券市场违约风险暴露加大，超短期融资券虽保持增长态势，但增速较上年下降90.19%。中小企业集合票据因发债流程较长、发债企业信用质量偏低、在债券市场屡次出现代偿事件等各因素影响，承销商承销意愿不强，目前已经基本退出债券市场。

企业债（不含集合企业债和项目收益债券）方面，发改委于2015年12月2日发布

图表4 2006~2016年中期票据、短期融资券和超短期融资券发行情况（亿元）

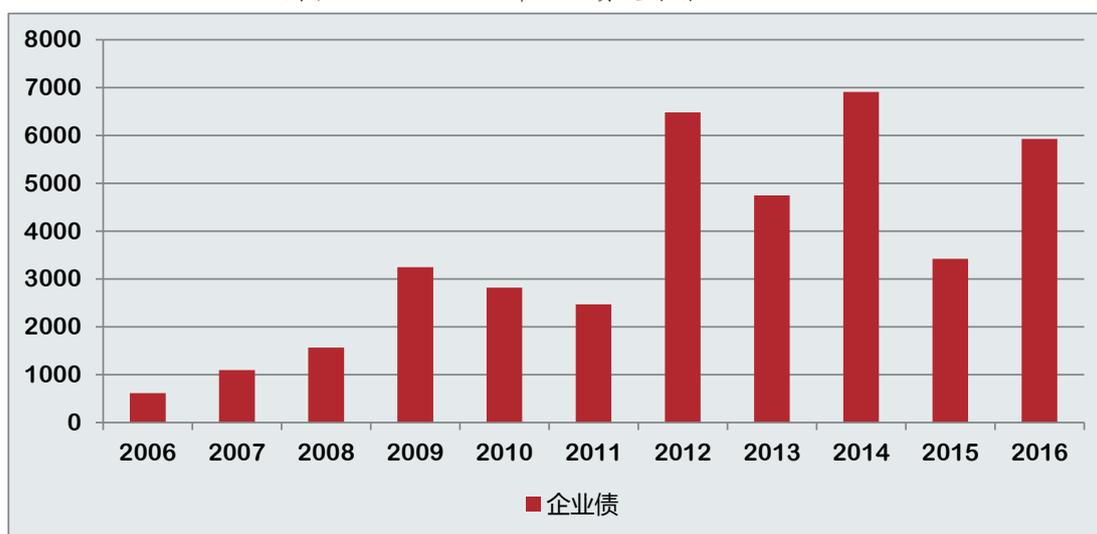


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

《关于简化企业债券申报程序 加强风险防范和改革监管方式的意见》，提出应简化企业债申报流程，放宽发债主体指标，同时提高相关机构审核效率，允许债券资金适度灵活使用。此项举措进一步放宽了企业债的发债环境。2016年全年企业债发行规模为0.59万亿元，同比增长72.52%。

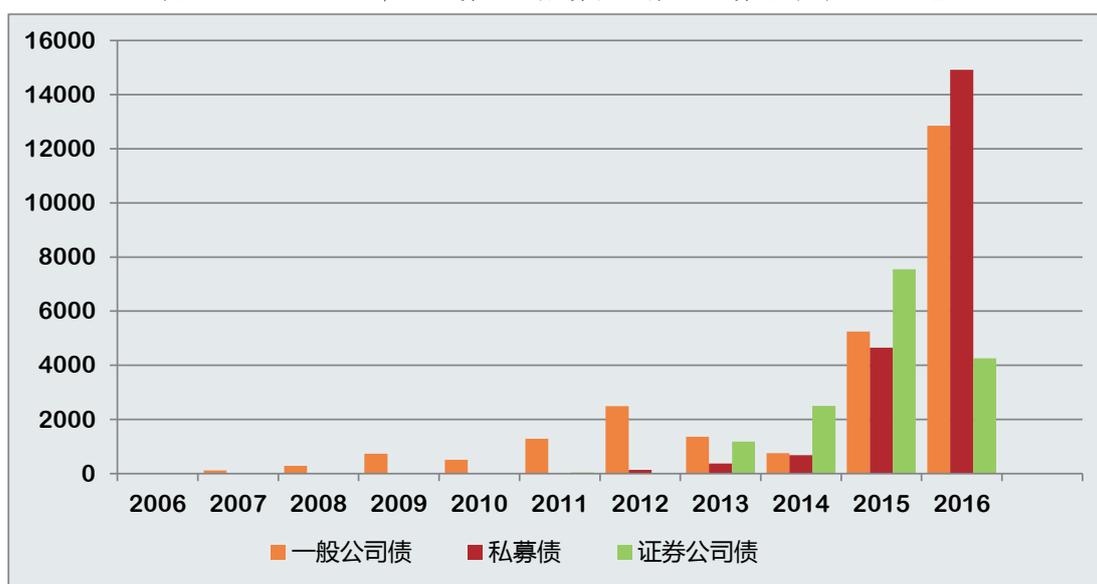
自2015年出台《公司债发行与交易管理办法》，将公司债发行主体扩大至所有公司制法人，全面建立非公开发行制度以来，无论是公司债还是私募债，发行规模一直呈现激增态势。2016年公司债和私募债发行总额分别为1.29万亿元和1.49万亿元，同比分别增长144.84%和218.90%。

图表5 2006~2016年企业债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表6 2006~2016年公司债、私募债和证券公司债发行情况（亿元）



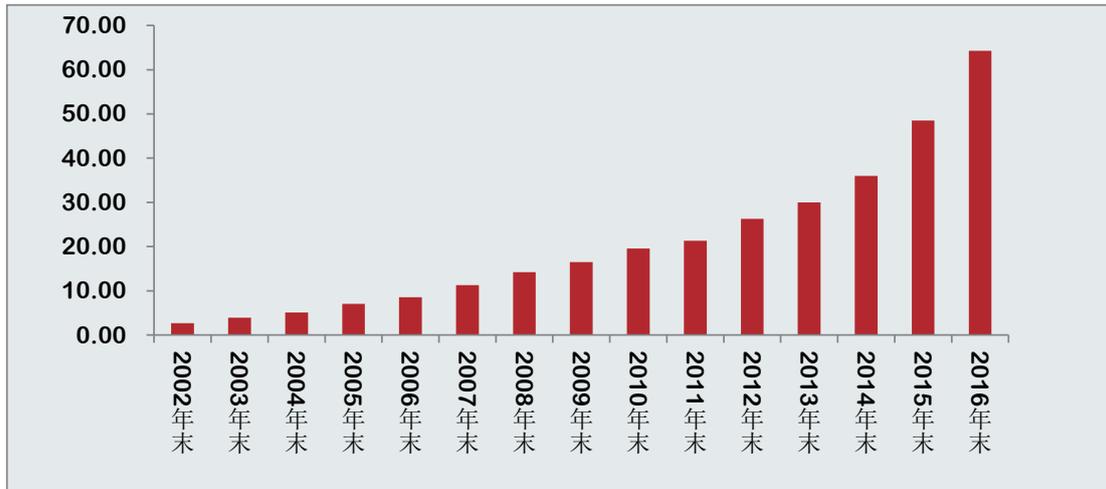
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

此外，随着人民币正式加入SDR，世界银行（国际复兴开发银行）2016年第一期特别提款权（SDR）计价债券在银行间债券市场成功发行，发行规模为5亿SDR。SDR计价债券的推出，有利于丰富债券市场交易品种，促进债券市场的开放与发展。同时，国家表示将继续支持境外各类主体在境内

发行债券融资，推动债券市场对外开放。2016年，共有5支国际机构债发行成功，发行规模为130亿元，较上年增长333.33%。

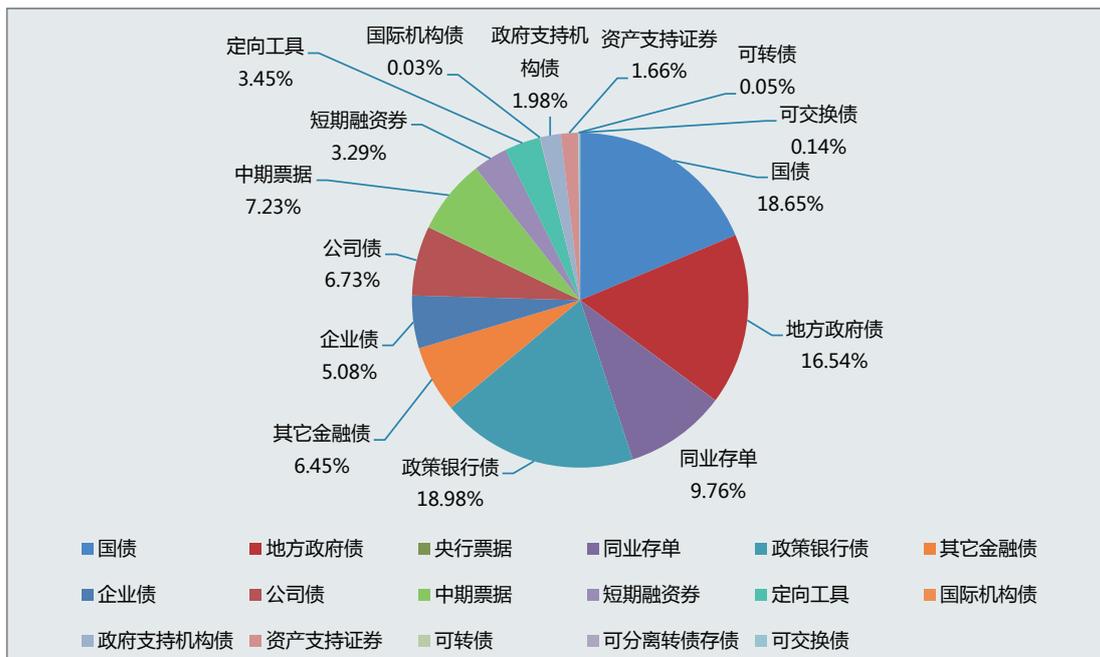
从债券市场存量规模看，截至2016年末，全国债券市场存量债券余额64.27万亿元，比年初增加15.79万亿元。

图表7 2016年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

图表8 2016年末债券市场余额券种分布



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41.08万亿元，占比63.92%；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23.19万亿元，占比36.08%，比年初下降2.62个百分点。

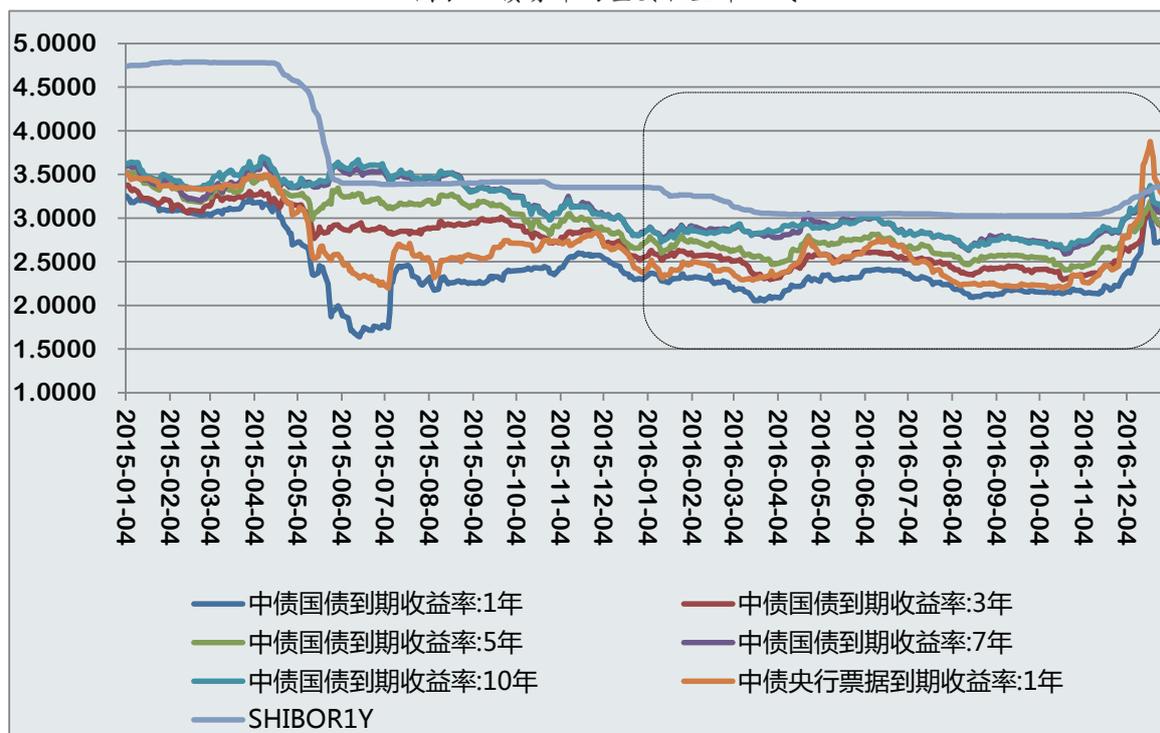
2016年，中国经济增长总体平稳，结构调整呈现积极变化，通胀水平温和上涨。央行施行稳健的货币政策，3月1日将金融机构存款准备金率从15.50%下调至15.00%，同时借助公开市场操作和中期借贷工具提供流动性，继续推进金融市场去杠杆的进程。

从债券市场收益率来看，一季度，受债券供给增加、物价涨幅小幅上升以及美联储

推迟加息等多重因素影响，债券市场收益率整体表现为区间震荡；二季度，受市场流动性整体充裕、美联储加息预期放缓、大宗商品价格走强、英国脱欧等国内外因素叠加影响，债券市场收益率继续维持震荡；三季度初，由于受经济数据表现不及预期，社会融资规模和信贷投放量降低，债券市场增速放缓等诸多原因影响，债券市场收益率普遍下行，部分期限利率债收益率连破多年新低，之后随着宏观数据企稳有所反弹，但整体呈现下行趋势。进入四季度，经济企稳预期增强，通胀水平有上涨趋势，市场流动性趋于稳定，债券市场收益率普遍大幅上行。

整体来看，2016年债券市场各品种、各期限收益率在经历前期和中期的震荡和下滑后在年末走高。

图表9 债券市场重要收益率曲线

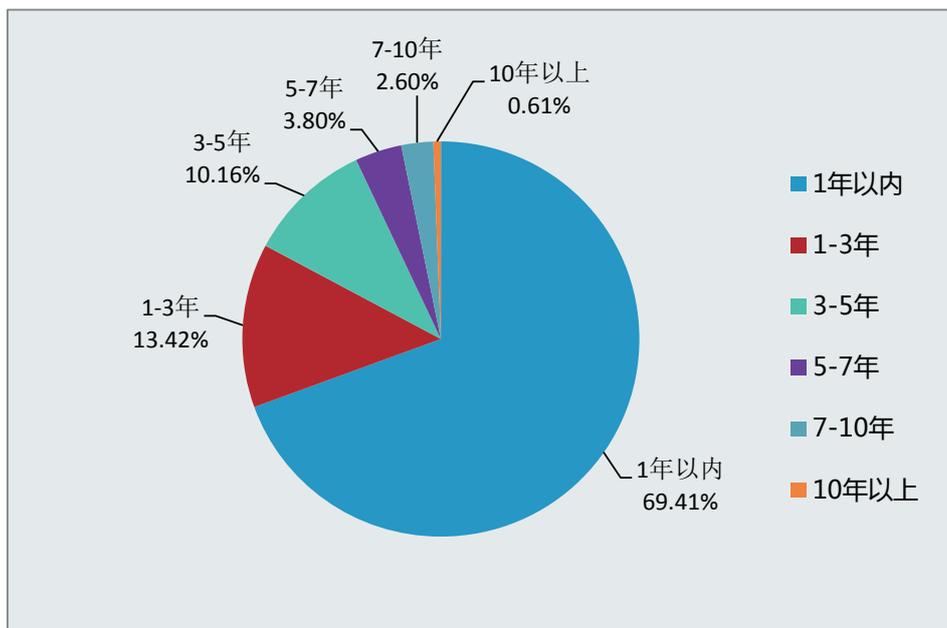


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

其中，固定利率国债1年期收益率从年初的2.30%升至年末的2.65%，上升35BP，3年期、5年期和7年期国债收益率同年初相比则分别上升24BP、15BP和15BP。10年期国债收益率也从年初的2.82%回升至年末的3.01%，上升19BP。

从发行期限看，2016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69.41%，1-3年期、3-5年期、5-7年期、7-10年期以及10年以上期限占比分别为13.42%、10.16%、3.80%、2.60%和0.61%，5年期以下债券合计占比92.99%。

图表10 2016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

## 2 非金融企业债务融资工具发行与评级情况

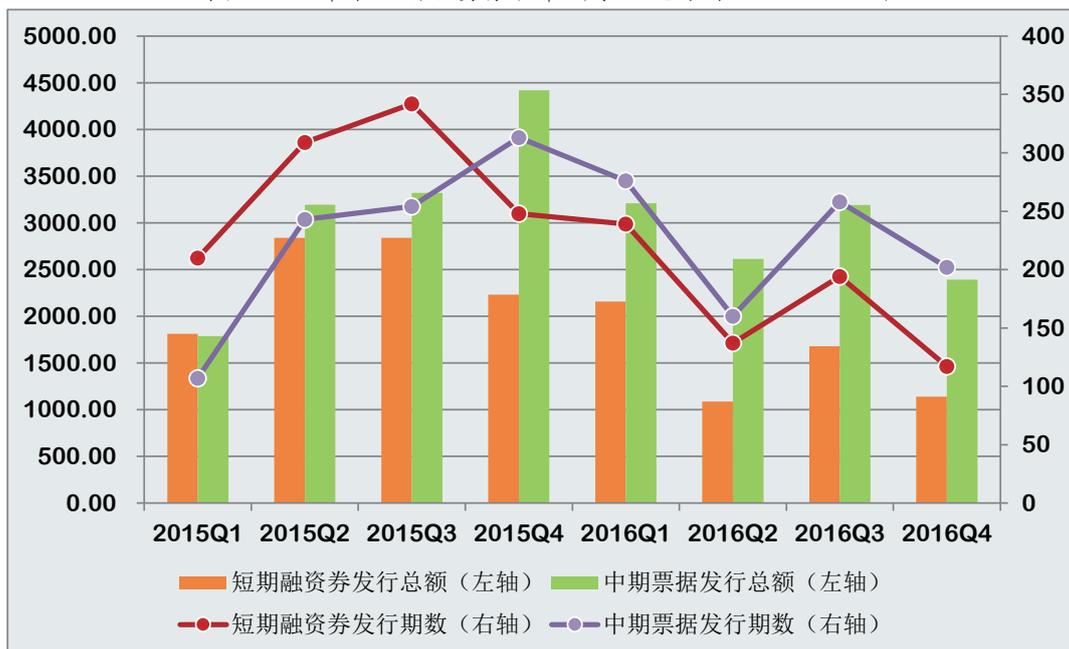
### （一）短期融资券和中期票据市场分析

#### 1. 非金融企业债务融资工具发行规模

2016年，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687期，同比减少38.05%；募集资金6062.95亿元，同比下降37.66%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益

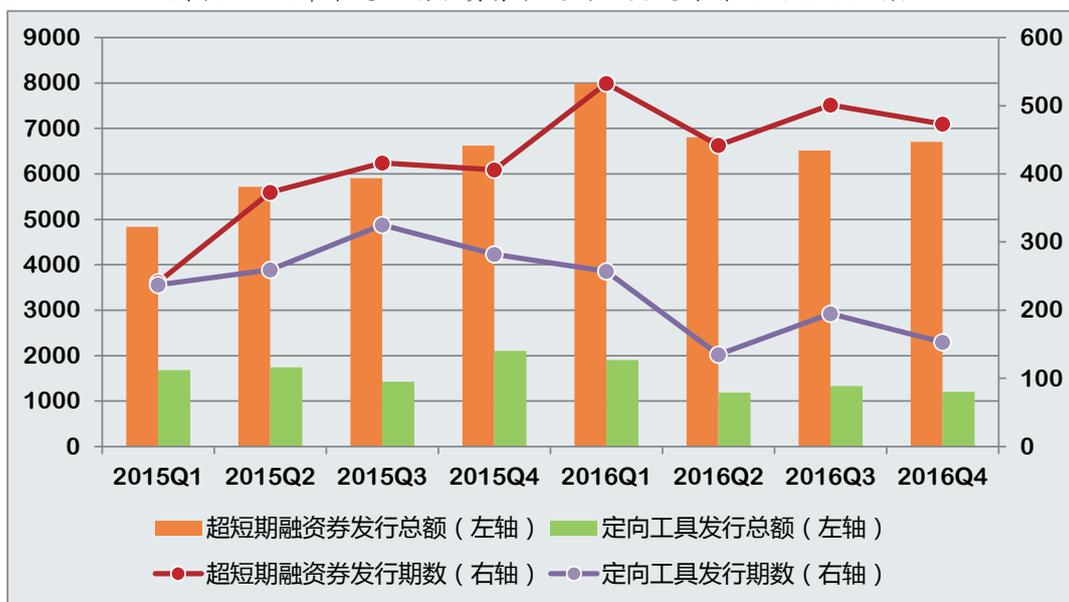
票据）共发行908期，同比减少1.52%；募集资金11446.10亿元，同比下降10.26%。定向工具共发行741期，同比减少33.72%；募集资金6024.15亿元，同比下降31.88%。超短期融资券共发行1949期，同比增长35.91%；募集资金27612.90亿元，同比增长19.66%。

图表11 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12 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年短期融资券和中期票据发行人涉及22大行业，主要分布于资本货物、公用事业、材料、能源、运输、多

元金融和房地产等领域。其中，资本货物等上述七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85.50%和79.18%，在中期票据中合计占比分别为87.95%和82.94%，行业集中度较高。

### 3. 主承销商分布

2016年，共有29家银行和11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，中国银行和工商银行紧随其后，招商银行超过兴业银行跃居第四位，兴业银行、中信银行、浦发银行、民生银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

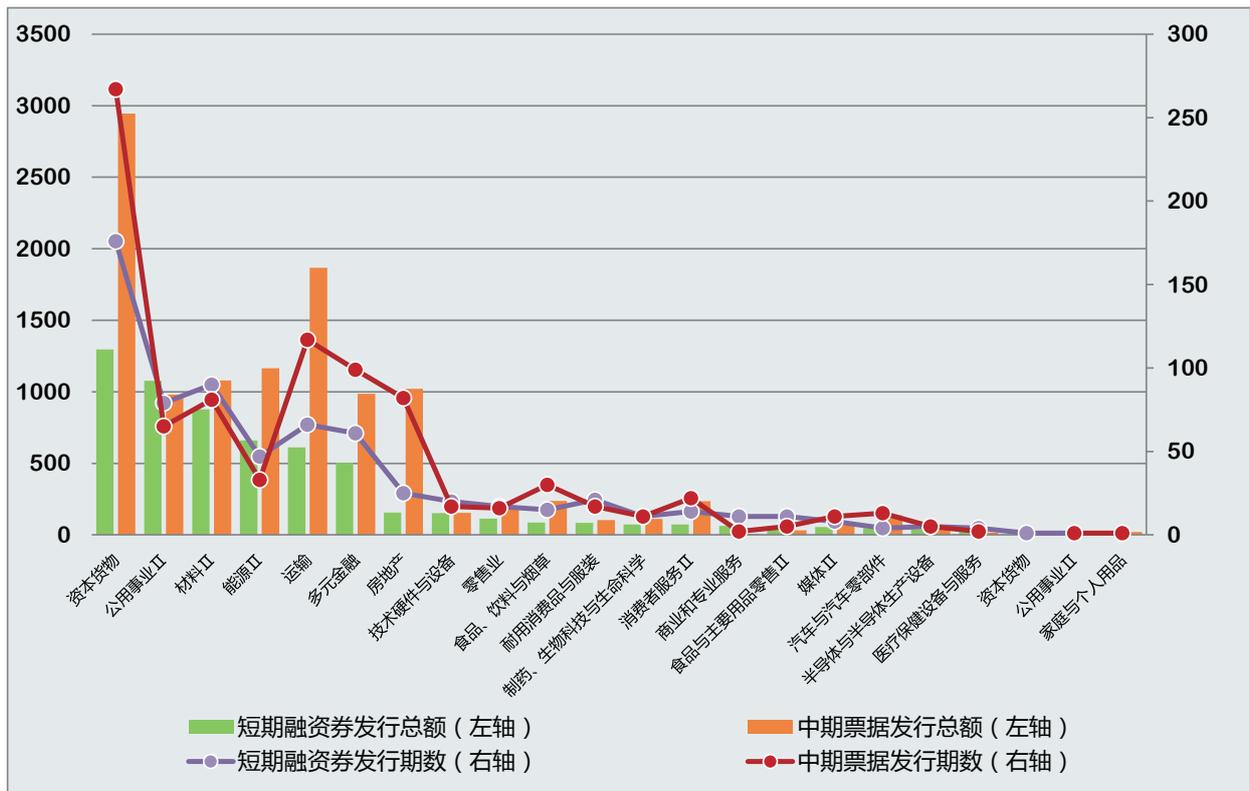
### 4. 信用等级

2016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96.22%。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。2016年主体信用等级为AA-的发行主体仅26家，发行额合计68.50亿元，均为无担保债券。

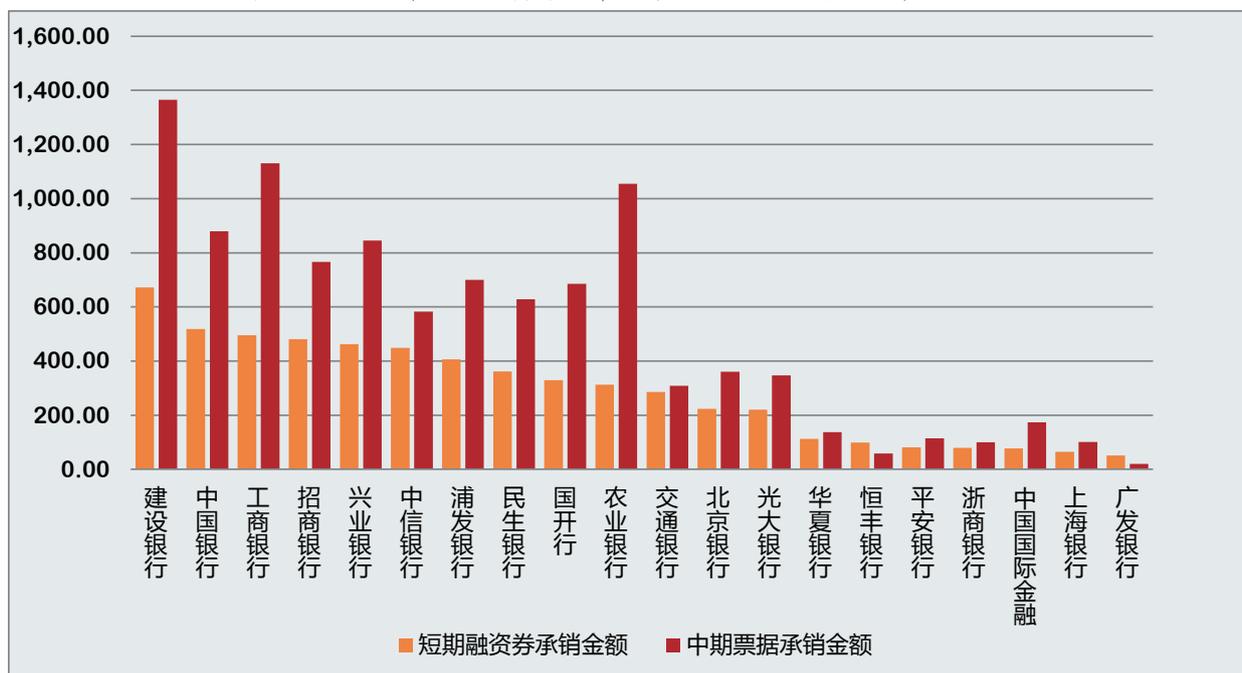
2016年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为99.11%。2016年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有8期，发行额合计29.00亿元，其中4期为无担保债券，4期为外部担保债券。

图表13 2016年短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



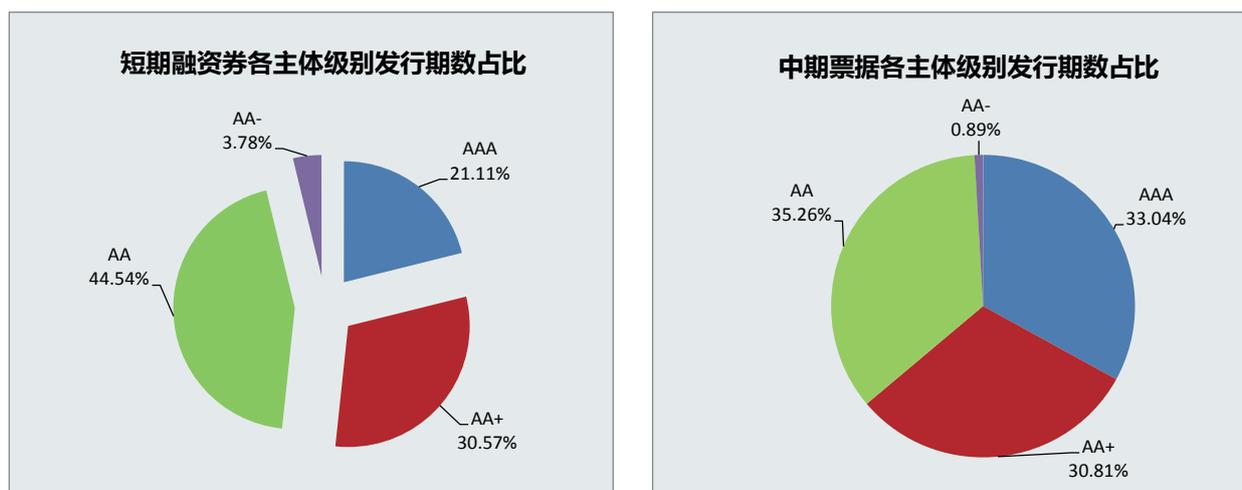
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表14 2016年短期融资券和中期票据主要承销商分布（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表15 2016年短期融资券和中期票据信用等级分布情况



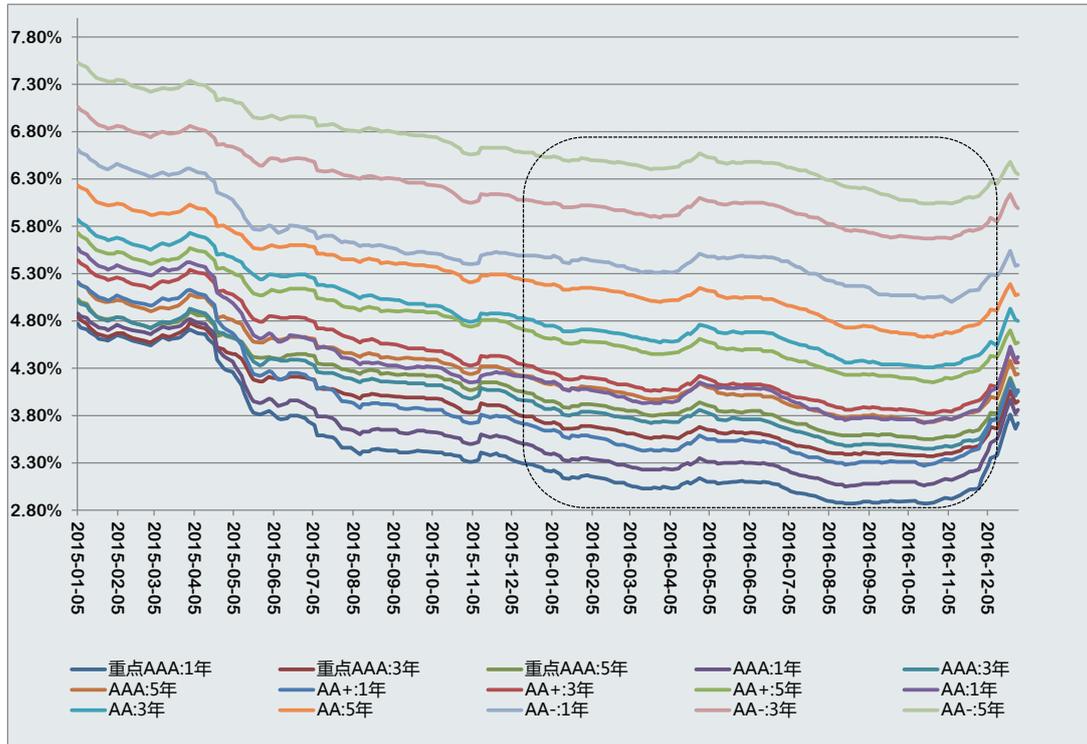
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### 5. 发行利率

2016年，交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值总体与国债收益率曲线保持一致，一二季度整体表现为区间震荡，三季度受经济数据表现欠佳、债券市场增速放缓等诸多原因影响，收益率普遍下行，

四季度经济企稳预期增强，通胀温和上涨，收益率普遍大幅上行。具体来看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率为3.72%，较年初的3.40%上升32BP；同期限AA级定价估值收益率为4.42%，较年初的4.15%上升27BP。

图表16 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

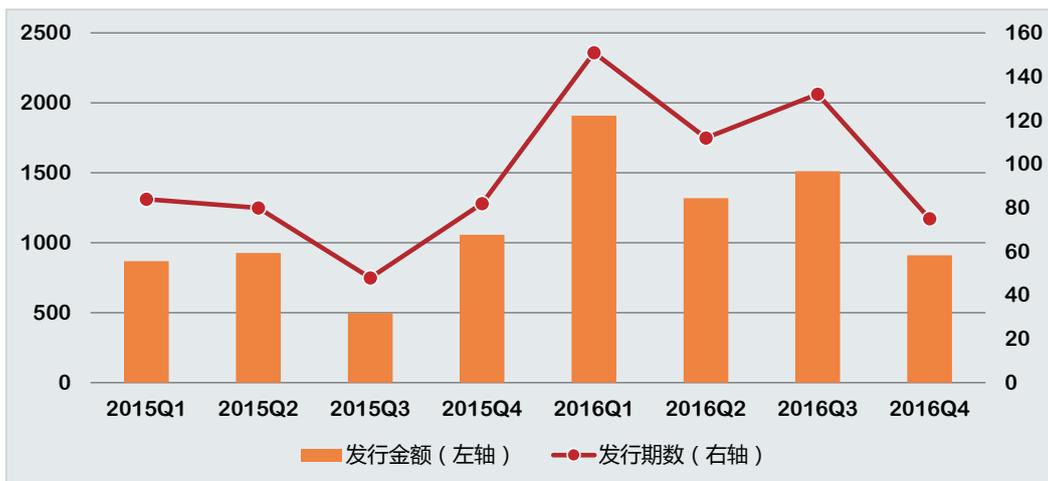
## (二) 企业债券市场分析

### 1. 发行规模

2016年，累计发行企业债券（不含集合企业债）470期，同比增长59.86%；发行

金额5650.30亿元，同比增长68.78%。继续受政府放宽发债政策的影响，城投企业未来的发债环境将会更加宽松，规模有望进一步扩大。

图表17 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

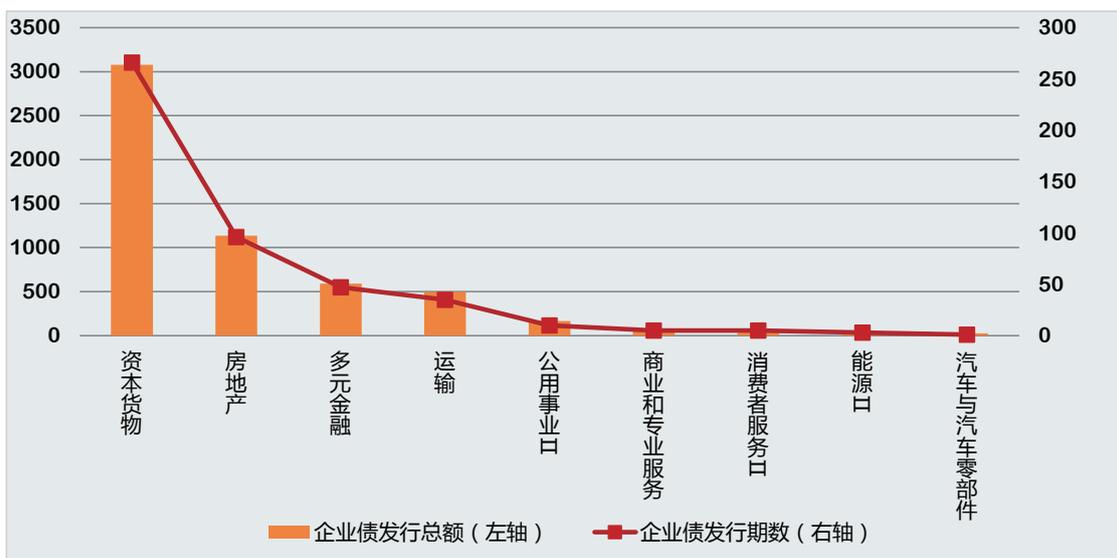
## 2. 发行人行业分布

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。在全年发行的470期企业债中，其中有447期属于城投债，占比高达95.11%。

## 3. 发行期限结构

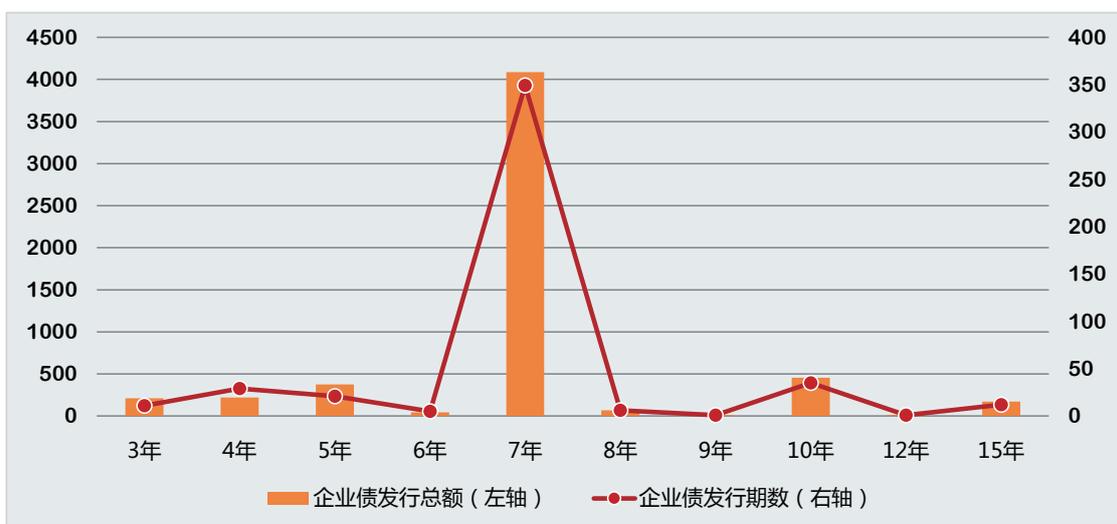
从企业债券的期限结构看，2016年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为74.26%和72.31%；7年及以上债券合计占比分别为85.96%和84.95%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表18 2016年企业债券发行行业分布（亿元、期）



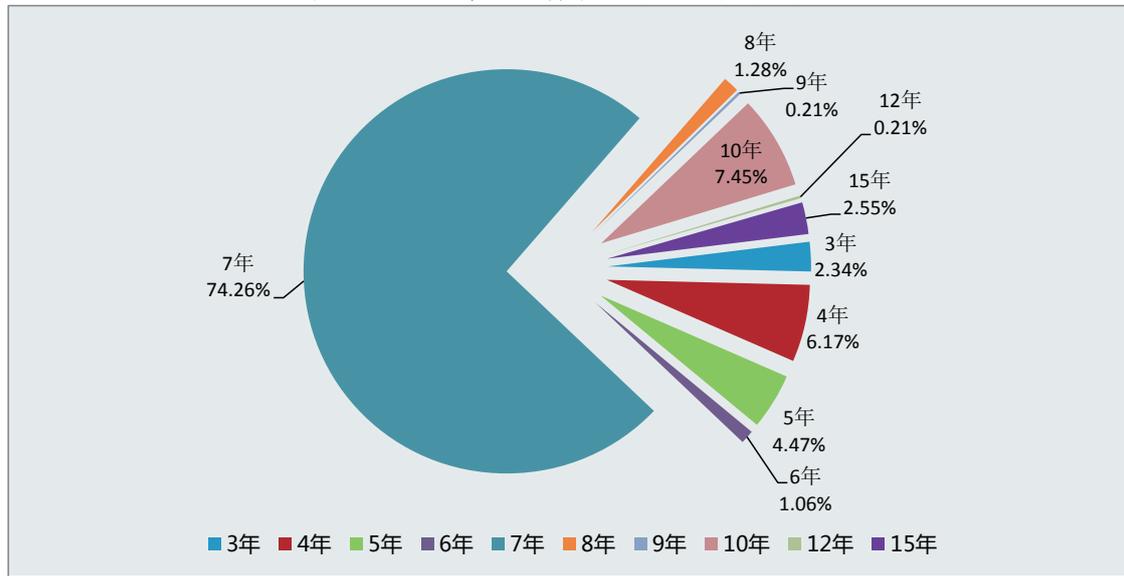
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表19 2016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

图表20 2016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13.29%，AA级期数占比为71.26%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为50.00%，说明主体AA-级发行人均采用了信用增级措施，因此发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

#### 5. 增信方式

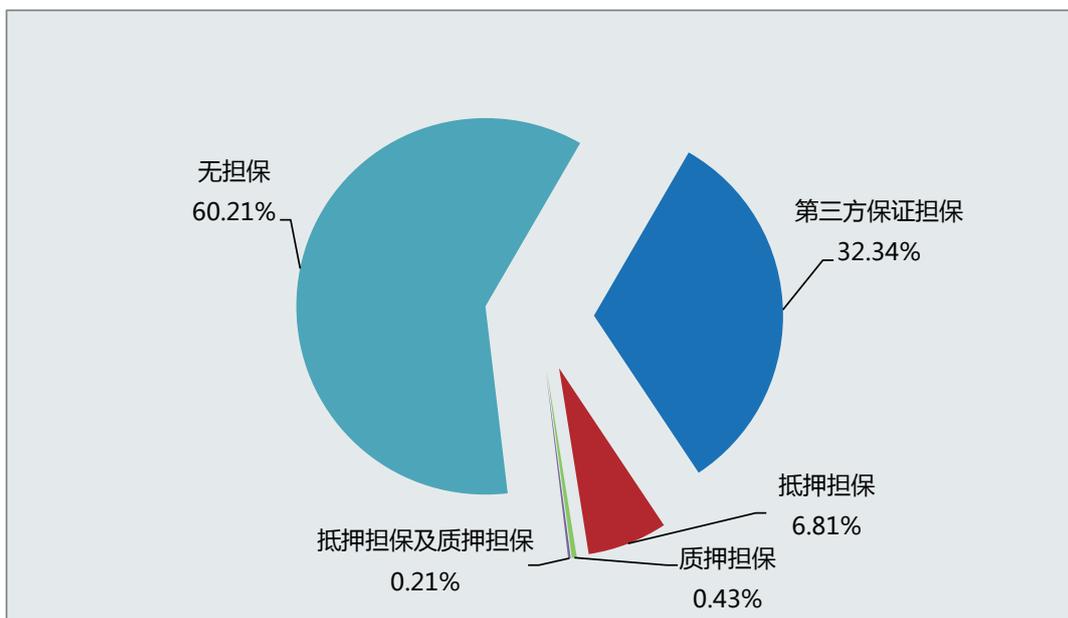
2016年发行的企业债券主要以无担保债券为主，占比为60.21%，其他债券采取了第三方保证担保、抵押担保等增信方式，其中，第三方保证担保债券占比为32.34%，抵押担保债券为6.81%。

图表21 2016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

图表22 2016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

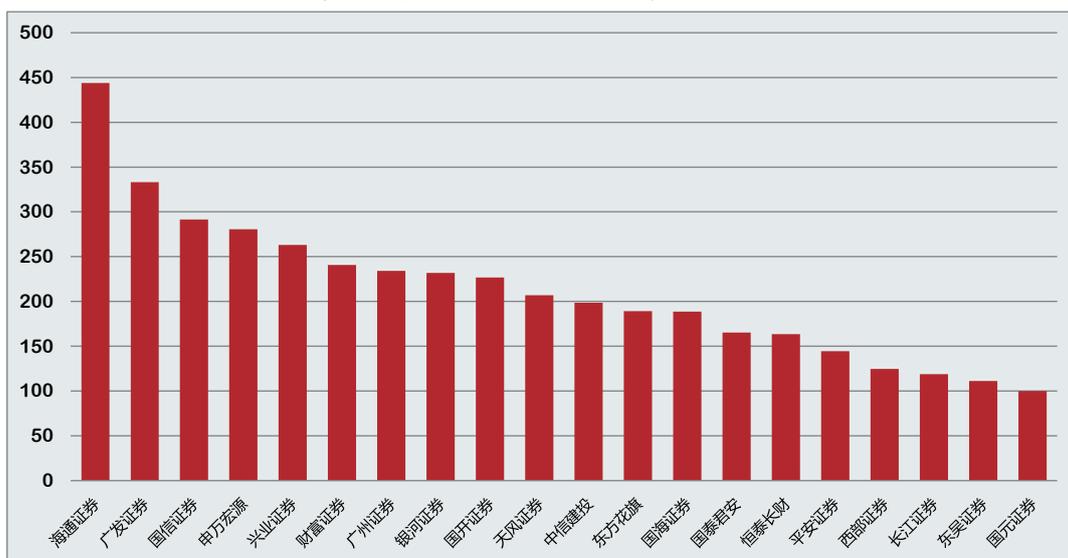
## 6. 主承销商分布

2016年共有69家证券公司参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，海通证券、广发证券和国信证券分列前三甲。

## 7. 发行利率分析

2016年，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合。一二季度区间震荡，三季度初，表现为陡峭下行，至8月中旬下降速度减缓，开始小幅回升，总体呈现

图表23 2016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

图表24 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

下降趋势，四季度经济企稳，通胀水平有所上涨，收益率大幅回升。从银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率年末为4.18%，较年初的3.63%上升55BP；AA级、7年期收益率年末为4.84%，较年初的4.80%上升4BP。

### （三）公司债券<sup>2</sup>市场分析

#### 1. 发行规模

2016年，交易所公司债公开发行881期，同比大幅增长175.31%，发行金额12856.77亿元，同比增长144.84%。交易所私募债发行1958期，同比增长100.41%，发行金额14922.47亿元，同比增长218.90%。

#### 2. 发行人行业分布

从所属行业看，2016年公司债发行人主要分布在房地产、资本货物、公用事业和多元金融等领域。其中，房地产仍为发行公司债券金额最多的行业。

#### 3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2016年公开发行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0.38%、4.04%、45.00%、24.81%和25.77%；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0.57%、35.87%、28.60%和34.96%。私募公司债主体信用等级包括A、A+、

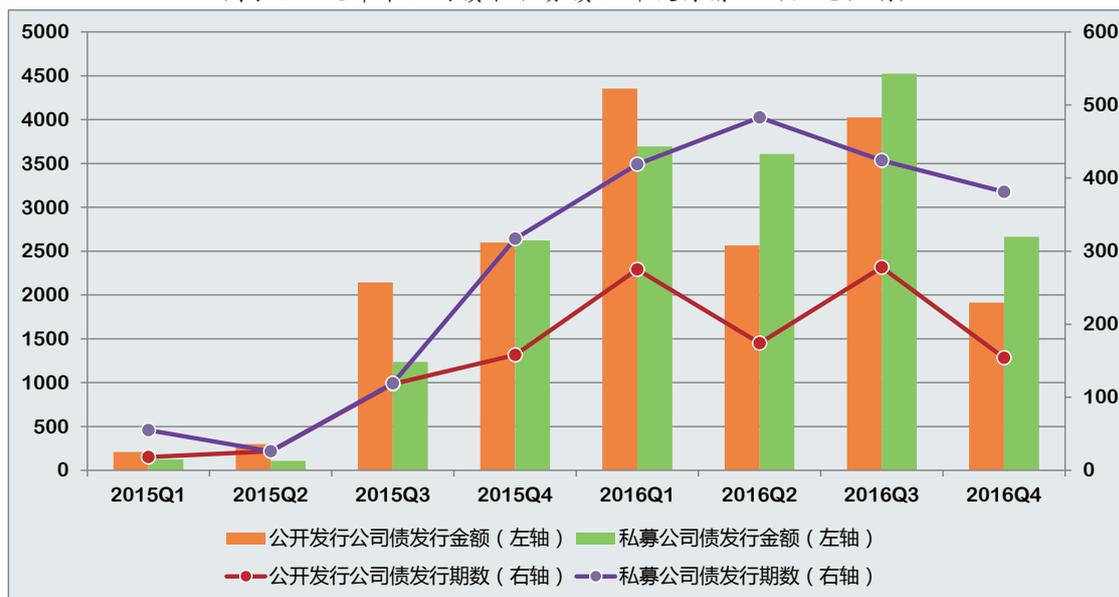
<sup>2</sup>这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

AA-、AA、AA+和AAA六个级别，期数占比分别为0.13%、0.78%、4.58%、25.23%、6.67%和2.22%（其中未公开级别占比60.39%）；发行债项信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA等五个级别，期数占比分别为0.05%、0.46%、15.99%、7.15%和3.68%（其中未公开级别占比72.68%）。

#### 4. 主承销商分布

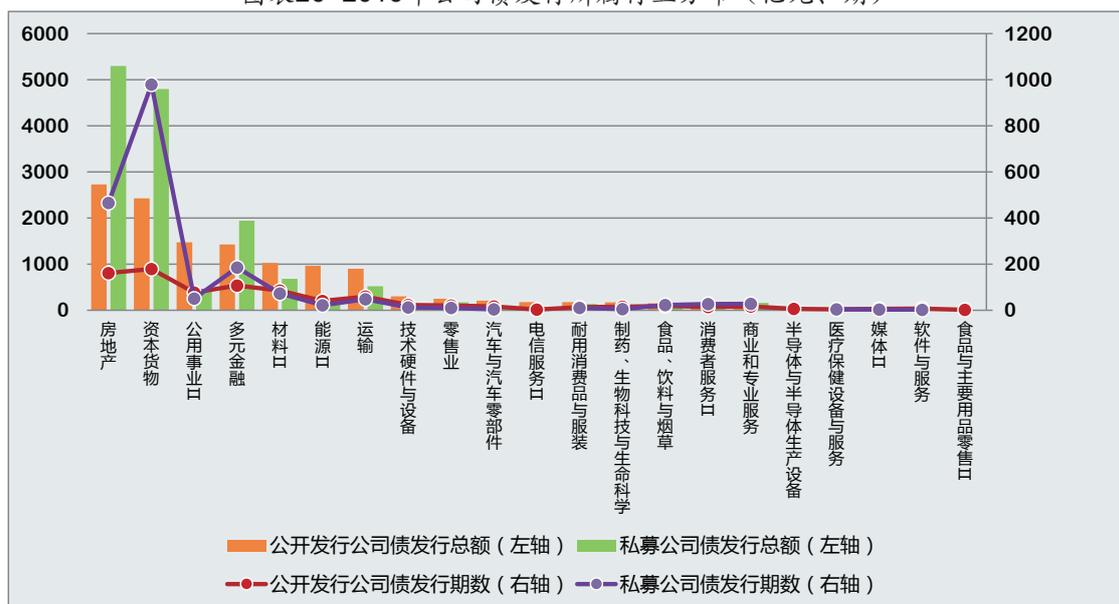
2016年共有97家证券公司参与了公开发行公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投、国泰君安和中信证券排名前三。随着债券市场的发展，债券承销已经成为券商重要的投行业务，市场竞争日益激烈。

图表25 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）



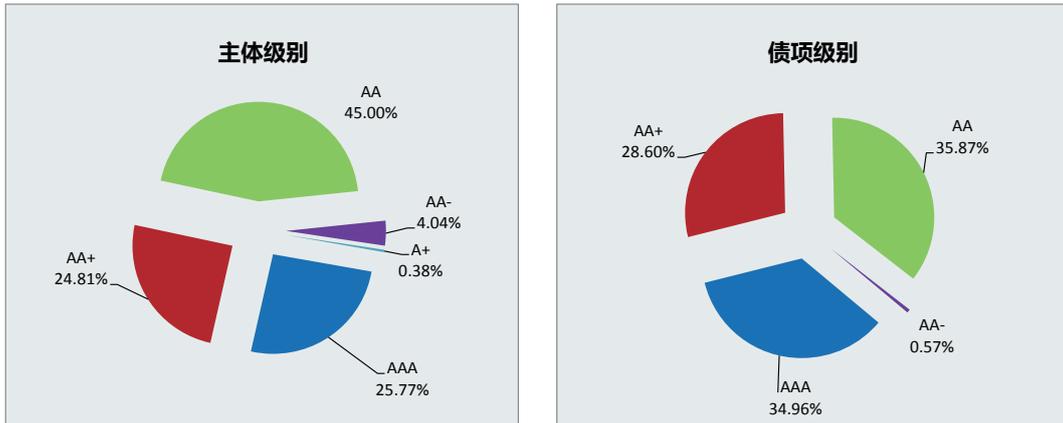
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表26 2016年公司债发行所属行业分布（亿元、期）



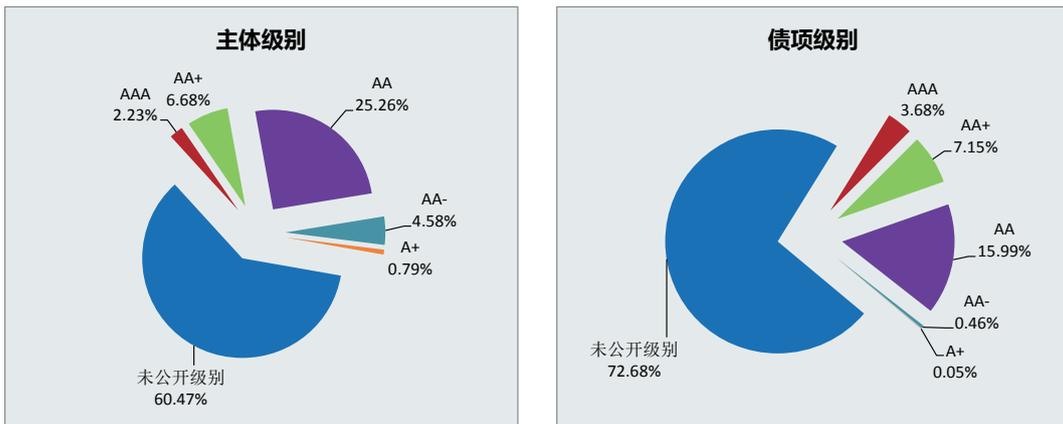
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表27 2016年公开发行人公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



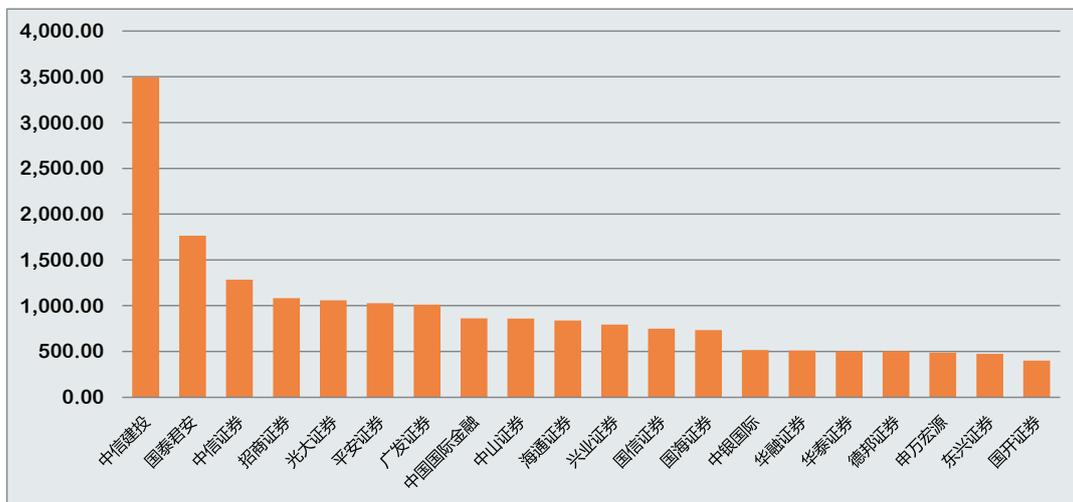
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表28 2016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

图表29 2016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2017年1月16日，数据时限是2016年度（2016.1.1~2016.12.31）。

## 二、2016年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2016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年度静态池样本库中满足统计口径<sup>1</sup>的有效样本2956个。我们对2016年度信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵。详见下表：

<sup>1</sup>在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除债券因评级机构不同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投资服务有限公司简称“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年度债券市场主体信用等级迁移分布

2015年末 \ 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
AAA	381	7					388
AA+	52	499	15	6			572
AA		86	1494	21	1	1	1603
AA-		1	64	254	11	2	332
A+				4	13	5	22

图表2 2016年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.20%	1.80%				
AA+	9.06%	86.93%	2.61%	1.05%		
AA		5.35%	92.91%	1.31%	0.06%	0.06%
AA-		0.30%	18.93%	75.15%	3.25%	0.59%
A+				14.81%	48.15%	18.52%

注：1. 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司从AA+级下调两个子级至AA-级，由中诚信国际评级；沈阳煤业（集团）有限责任公司和义马煤业集团股份有限公司由AA+级下调两个子级至AA-级，由联合资信评级；国投新集能源股份有限公司、郑州煤炭工业（集团）有限责任公司和中国铁路物资股份有限公司从AA+级下调两个子级至AA-级，由大公评级；

2. 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；

3. 黑牛食品股份有限公司从AA级下调三个子级至A级，由鹏元评级；

4. 山东新查庄矿业有限责任公司从AA级下调至BBB+级，由鹏元评级；

5. 海南海岛建设股份有限公司从AA-级上调两个子级至AA+级，由鹏元评级；

6. 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；山西乡宁焦煤集团有限责任公司从AA-级下调两个子级至A级，由大公评级；

7. 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；大兴安岭林业集团公司从AA-级下调三个子级至A-级，由鹏元评级；

8. 信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司从AA-级下调至BBB+级，由鹏元评级；

9. 新疆金特钢铁股份有限公司从A+级下调三个子级至BBB+级，由鹏元评级；

10. 太原煤炭气化（集团）有限责任公司从A级下调两个子级至BBB+级，由大公评级；

11. 利亚德光电股份有限公司参与发行中关村高科技2014年度第一期中小企业集合票据，由新世纪评级，2015年跟踪级别为BBB级；2016年利亚德发行公司债，联合信用评级为AA级；

12. 2016年度存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有川煤集团、中城建、内蒙古博源集团、大连机床、东北特钢、中煤集团山西华昱能源、内蒙古霍林河煤业、国裕物流、亚邦控股、柳州化工、太原煤气化、云南云维、华盛江泉、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年度主体等级向上迁移的主体208家，向下迁移的主体100家，等级迁移仍以上升为主（图表1和图表2）。与上年度相比，等级向上迁移数量减少53家，向下迁移数量增加36家，整体向上迁移率由9.70%下降至7.04%，向下迁移率由2.38%上升至3.38%，信用事件频发使得向上迁移率较上年度显著下降，向下迁移趋势增强。AA-级上调至AA级的数量显著减少，2015年度为90家，2016年度为64家。且AA级上调至AA+级的数量减少也较多，2015年度为102家，2016年度为86家。

2016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，等级稳定性整体上保持了随等级上升而上升的规律。其中，AA+级在等级上调压力下，稳定性略低于AA级，延续了前三季度的特征；与上年度等级迁移矩阵相比，2016年度A+级稳定性下降较为显著，下降了22.30个

百分点，A+级下调趋势增强。

新世纪评级根据Wind债券数据库，整理自2011年以来债券市场等级迁移调整情况。从整体来看，2011~2016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趋势。2011~2015年等级向上迁移数量呈逐年上升趋势，2016年由于宏观经济下行及信用事件频发，等级向上迁移数量较上年减少53家。从上调率来看，虽然2011~2015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，2016年在向上迁移数量下降的同时向上迁移率也大幅下降，甚至低于2014年。下调率方面，近五年基本呈现逐年上升的趋势，且2016年有大幅上升。

图表3 2011~2016年度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%	84.65%
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	261	64	2367	2692	9.70%	2.38%	87.92%
2016年	208	100	2648	2956	7.04%	3.38%	89.58%

### 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，分别进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵，见图表4~11。  
新世纪评级按债券类型对2016年债券市场主体和本评级机构跟踪对象的信用等级迁移

#### （一）短期融资券迁移矩阵

图表4 2016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年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	97.95%	2.05%			
AA+	7.94%	87.85%	2.80%	0.93%	
AA		7.35%	89.71%	1.96%	
AA-			17.39%	76.81%	2.90%
A+				66.67%	33.33%

图表5 2016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年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	2.44%	95.12%	2.44%	
AA		6.06%	90.91%	3.03%
AA-			11.76%	88.24%

#### （二）中期票据迁移矩阵

图表6 2016年度债券市场中中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	98.71%	1.29%			
AA+	9.34%	85.99%	2.75%	1.37%	
AA		8.84%	88.21%	2.08%	0.17%
AA-			15.00%	76.67%	5.00%
A+					60.00%

图表7 2016年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末		2016年末			
		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%				
AA+	4.62%	93.85%	1.54%		
AA		8.55%	88.82%	2.63%	
AA-			6.67%	86.67%	

(三) 企业债迁移矩阵

图表8 2016年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末		2016年末				
		AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	98.71%	1.29%				
AA+	7.76%	88.36%	2.16%	1.29%		
AA		3.25%	96.08%	0.56%		
AA-			23.53%	71.76%	2.35%	
A+					55.56%	

图表9 2016年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末		2016年末			
		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%				
AA+	2.94%	97.06%			
AA		4.55%	93.94%	1.52%	
AA-			7.14%	85.71%	

(四) 公司债迁移矩阵

图表10 2016年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末		2016年末				
		AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	98.73%	1.27%				
AA+	11.23%	86.10%	2.67%			
AA		6.65%	91.21%	1.90%		
AA-		1.32%	27.63%	68.42%	2.63%	
A+				20.00%	40.00%	

图表11 2016年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	9.38%	90.62%		
AA		5.88%	91.18%	2.94%
AA-			33.33%	66.67%

从各类型债券主体2016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7.24%、7.09%、5.94%和8.64%；等级向下迁移的概率分别为3.68%、3.85%、2.25%和2.69%。

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。2016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5.68%、6.25%、4.15%和7.26%；等级向下迁移的概率分别为2.84%、2.94%、1.55%和1.61%，稳定性优于市场总体。

#### 四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，新世纪评级对2016年度本评级机构、中诚信国际、联合资信、大公和鹏元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年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	4.90%	94.12%	0.98%	
AA		5.98%	92.03%	1.99%
AA-			8.89%	86.67%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表13 2016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

2015年末 \ 2016年末		2016年末			
		AAA	AA+	AA	AA-
AAA	98.67%	1.33%			
AA+	9.15%	88.24%	1.96%	0.65%	
AA		6.93%	91.24%	1.09%	
AA-			14.29%	83.33%	

(三) 联合资信迁移矩阵

图表14 2016年度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末		2016年末				
		AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	98.75%	1.25%				
AA+	12.61%	79.83%	5.04%	1.68%		
AA		6.64%	89.45%	2.34%		
AA-			8.33%	80.56%	8.33%	

(四) 大公迁移矩阵

图表15 2016年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末		2016年末				
		AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	95.71%	4.29%				
AA+	4.59%	89.91%	2.75%	2.75%		
AA		4.00%	95.27%	0.73%		
AA-			9.68%	82.26%	3.23%	

### （五）鹏元迁移矩阵

图表16 2016年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	2.27%	90.91%	6.82%		
AA		1.71%	97.87%		
AA-			23.26%	71.32%	2.33%

（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79.83%，其他均在88%以上。AAA级，新世纪和鹏元为100%，联合资信有一家主体下调至AA+，中诚信国际有两家主体下调至AA+，大公有三家主体下调至AA+。AA+级维持原等级的比例为：新世纪94.12%、鹏元90.91%、大公89.91%、中诚信国际88.24%、联合资信79.83%。

AA级维持原等级的比例为：鹏元97.87%、大公95.27%、新世纪92.03%、中诚信国际91.24%、联合资信89.45%。AA-级维持原等级的比例为新世纪86.67%、中诚信国际83.33%、大公82.26%、联合资信80.56%、鹏元71.32%。

2016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92.03%、大公91.63%、中诚信国际91.35%、鹏元90.77%、联合资信87.73%。

## 五、总结

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

1. 总体来说，2016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，但向上迁移数量较上年有显著下降，向下迁移趋势有所增强。

2. 与2015年度债券市场主体等级迁移

矩阵相比，A+级稳定性下降较为显著，下降了22.30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79.83%，其他均在88%以上。

## 市场研究

# 2016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、1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年发行的短期融资券的主体信用等级主要集中在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年短期融资券共发行687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12个样本，有效样本共计675个。在有效样本中，非1年期的有14个，最终获得661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141个、200个、295个和25个。从发行数量看，短期融资券主体信用等

级主要集中在AA级及以上级别，占比达96.22%（图表1）。从发行规模看，短期融资券的主体信用等级分布亦主要集中在AA级及以上级别，占比达98.85%。

### （二）基准利率走势分析

从2016年全年来看，国债利率在前三季度呈现震荡走势，第四季度末出现大幅调整。具体来说，第一季度，在降准的刺激下，国债利率下降脱离前期运行区间；第二季度随着商品市场持续火爆，货币政策回归稳健预期，国债利率逐渐上升

图表1 2016年发行的短期融资券主体信用等级分布

主体信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量 (期)	占比	发行规模 (亿元)	占比
AAA	141	21.33%	2682.50	45.64%
AA+	200	30.26%	1597.50	27.18%
AA	295	44.63%	1530.20	26.03%
AA-	25	3.78%	67.50	1.15%
合计	661	100.00%	5877.70	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

并于6月末稳定于2.40%附近；第三季度，随着通缩压力增大，国债利率下降到2.10%附近；由于受美联储加息、债券代持事件以及资金面偏紧等影响，债券市场在第四季度末出现大幅调整，国债利率最高上升到3.05%。随着央行加大流动性投放力度，监管层协调解决“萝卜章”事件等，最终国债利率在2016年12月末回落到2.65%附近。

### （三）利率、利差与信用等级对应关系

2016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3.22%、AA+级3.42%、AA级4.11%、AA-级6.01%。

图表3 2016年各主体信用等级对应发行利率和发行利差

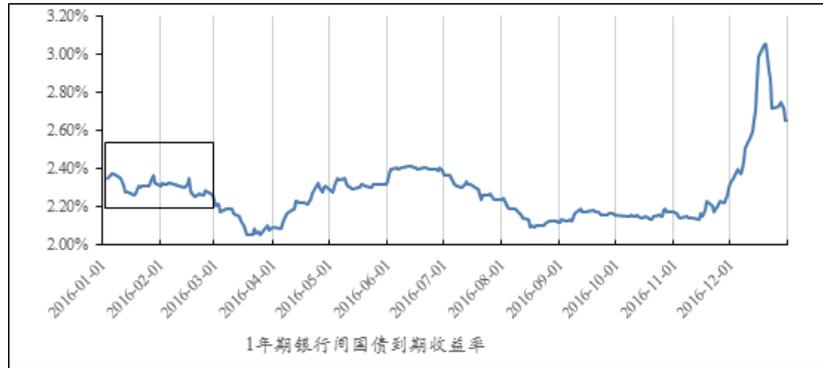
主体信用等级	样本数	发行利率 (%)			发行利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	141	2.48~6.10	3.22	0.70	99.48	NR	68.36	0.69
AA+	200	2.70~7.39	3.42	0.81	120.52	21.04	80.10	0.66
AA	295	2.80~8.00	4.11	1.10	189.14	68.61	107.84	0.57
AA-	25	4.00~7.50	6.01	0.91	376.59	187.45	93.38	0.25

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2 2016年国债利率走势



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

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）明显，AA级发行利率的差异性明显大于其他等级，同时，短期融资券的上市首日利率与主体信用等级也存在较好的对应关系，主体信用等级越高，上市首日利率越低（图表4）。

发行利差、交易利差与信用等级的对应关系也均较为明显（图表3、图表4），利差大小与等级高低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，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。另外，与2015年相比，2016年各主体信用等级的发行利率、发行利差以及交易利差均有一定程度的降低。然而，除AAA等级外，各主体信用等级的发行利率、发行利差以及交易利差的标准差均有一定程度的扩大。这说明在违约债券数量爆增的2016年，短期融资券发行人信用质量较2015年明显分化。

图表4 2016年各主体信用等级对应上市首日利率和交易利差

主体信用等级	样本数	上市首日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	141	2.30~6.18	3.28	0.72	106.11	NR	69.98	0.66
AA+	200	2.60~7.46	3.49	0.82	126.71	20.6	80.97	0.64
AA	295	2.80~8.11	4.19	1.1	196.82	70.11	108.28	0.55
AA-	25	4.08~7.50	6.07	0.89	382.51	185.68	91.06	0.24

注：1.交易利差为短期融资券的上市首日利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1%的显著性水平

下，各主体信用等级间发行利差、交易利差的中心位置均存在显著差异，这说明，主体信用等级对短期融资券的发行利差、交易利差均具有显著区分度。

图表5 2016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+	19990	38321	9979	-4.597	0.000
	AA	17107	78159	7096	-11.133	0.000
	AA-	10074	3787	63	-7.673	0.000
AA+	AA	34398	88363	14298	-9.735	0.000
	AA-	20270	5155	170	-7.593	0.000
AA	AA-	44435	6925	775	-6.557	0.000

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表6 2016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+	20750	37562	10739	-3.750	0.000
	AA	17421	77846	7410	-10.878	0.000
	AA-	10073	3788	62	-7.678	0.000
AA+	AA	34380	88380	14280	-9.746	0.000
	AA-	20270	5155	170	-7.593	0.000
AA	AA-	44441	6919	781	-6.544	0.000

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## （二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

2016年各评级机构所评短期融资券的总样本是

663只<sup>1</sup>，从样本的发行利差均值、交易利差均值来看，除联合资信AA+发行利差均值略低于AAA外，其余各机

构发行利差、交易利差均随主体信用等级的上升而下降（图表7~图表9）。

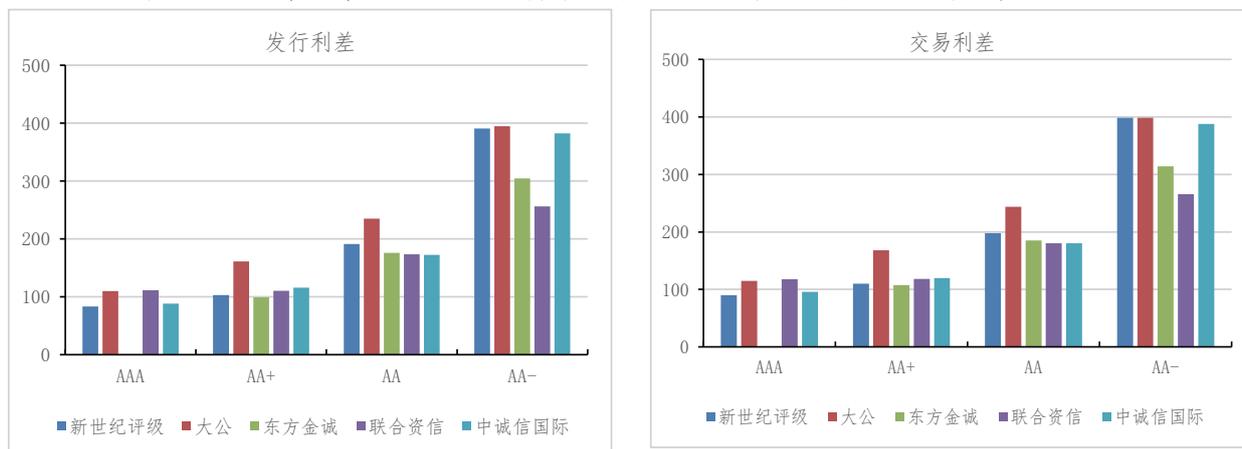
图表7 2016年各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	大公	东方金诚	联合资信	中诚信国际	总计	
样本总量	124	130	19	175	215	663	
AAA	样本量	12	20	—	51	60	143
	均值	83.14	109.85	—	111.45	88.26	99.12
	标准差	36.05	71.01	—	87.85	48.65	67.96
AA+	样本量	41	41	6	52	60	200
	均值	102.88	161.21	98.85	110.52	115.61	120.52
	标准差	72.87	108.24	29.32	70.78	64.56	80.10
AA	样本量	65	58	12	70	90	295
	均值	191.09	234.99	175.78	173.26	172.31	189.14
	标准差	105.23	117.96	92.10	105.46	99.96	107.84
AA-	样本量	6	11	1	2	5	25
	均值	390.73	394.77	304.29	256.12	382.27	376.59
	标准差	46.39	93.40	—	104.86	123.54	93.38

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup> “16华润水泥CP001”、“16中电国际CP001”均同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的统计样本，最后得到分机构统计的样本总量是663，下同。

图表8 2016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		新世纪评级	大公	东方金诚	联合资信	中诚信国际	总计
样本总量		124	130	19	175	215	663
AAA	样本量	12	20	—	51	60	143
	均值	89.82	114.73	—	117.56	95.53	105.59
	标准差	38.67	74.69	—	89.15	50.70	69.68
AA+	样本量	41	41	6	52	60	200
	均值	109.86	167.96	107.51	118.07	119.46	126.71
	标准差	74.64	107.74	29.07	71.32	66.80	80.97
AA	样本量	65	58	12	70	90	295
	均值	197.88	243.52	185.12	180.39	180.31	196.82
	标准差	106.57	119.19	92.70	105.37	99.32	108.28
AA-	样本量	6	11	1	2	5	25
	均值	398.83	398.57	314.17	265.48	388.06	382.51
	标准差	46.09	90.44	—	107.32	120.87	91.06

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显示的利差均值在各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10、图表11。

图表10 2016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	新世纪 评级	大公	178	350	100	-0.779	0.436
		联合资信	359	1657	281	-0.438	0.662
		中诚信国际	399	2229	321	-0.589	0.556
	大公	联合资信	751	1805	479	-0.396	0.692
		中诚信国际	890	2351	521	-0.883	0.377
联合资信	中诚信国际	2920	3296	1466	-0.379	0.705	
AA+	新世纪 评级	大公	1313	2090	452	-3.603	0.000*
		东方金诚	964	164	103	-0.638	0.524
		联合资信	1932	2439	1061	-0.039	0.969
		中诚信国际	1908	3243	1047	-1.266	0.206
	大公	东方金诚	1026	102	81	-1.339	0.181
		联合资信	2351	2020	642	-3.281	0.001*
		中诚信国际	2465	2686	856	-2.586	0.010*
	东方金诚	联合资信	193	1518	140	-0.409	0.683
		中诚信国际	202	2009	179	-0.022	0.982
	联合资信	中诚信国际	2755	3573	1377	-1.068	0.286
AA	新世纪 评级	大公	3637	3989	1492	-1.991	0.046*
		东方金诚	2538	465	387	-0.042	0.966
		联合资信	4783	4398	1913	-1.596	0.110
		中诚信国际	5460	6631	2536	-1.412	0.158
	大公	东方金诚	2166	319	241	-1.667	0.095
		联合资信	4345	3911	1426	-2.891	0.004*
		中诚信国际	5171	5855	1760	-3.339	0.001*
	东方金诚	联合资信	555	2848	363	-0.748	0.455
		中诚信国际	669	4584	489	-0.530	0.596
	联合资信	中诚信国际	5618	7262	3133	-0.058	0.953
AA-	新世纪 评级	大公	48	105	27	-0.603	0.546
		中诚信国际	34	32	13	-0.365	0.715
	大公	中诚信国际	92	44	26	-0.170	0.865

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号。  
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11 2016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	新世纪 评级	大公	181	347	103	-0.662	0.508	
		联合资信	372	1644	294	-0.210	0.834	
		中诚信国际	379	2249	301	-0.891	0.373	
	大公	联合资信	753	1803	477	-0.422	0.673	
		中诚信国际	871	2369	539	-0.678	0.498	
	联合资信	中诚信国际	2866	3350	1520	-0.059	0.953	
AA+	新世纪 评级	大公	1330	2073	469	-3.445	0.001*	
		东方金诚	963	165	102	-0.669	0.503	
		联合资信	1912	2459	1051	-0.116	0.908	
		中诚信国际	2000	3151	1139	-0.629	0.529	
	大公	东方金诚	1026	102	81	-1.339	0.181	
		联合资信	2333	2039	661	-3.138	0.002*	
		中诚信国际	2494	2657	827	-2.787	0.005*	
	东方金诚	联合资信	194	1517	139	-0.434	0.664	
		中诚信国际	215	1996	166	-0.312	0.755	
	联合资信	中诚信国际	2874	3454	1496	-0.373	0.709	
	AA	新世纪 评级	大公	3621	4005	1476	-2.072	0.038*
			东方金诚	2532	471	387	-0.042	0.966
联合资信			4761	4419	1934	-1.502	0.133	
中诚信国际			5389	6701	2606	-1.157	0.247	
大公		东方金诚	2162	323	245	-1.605	0.108	
		联合资信	4354	3902	1417	-2.934	0.003*	
		中诚信国际	5160	5866	1771	-3.296	0.001*	
东方金诚		联合资信	559	2844	359	-0.800	0.424	
		中诚信国际	675	4578	483	-0.592	0.554	
联合资信		中诚信国际	5581	7299	3096	-0.186	0.853	
AA-		新世纪 评级	大公	51	102	30	-0.302	0.763
	中诚信国际		34	32	13	-0.365	0.715	
	大公	中诚信国际	92	44	26	-0.170	0.865	

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号。  
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

主体信用等级为AAA级和AA-级的检验结果显示：在5%显著性水平下，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，各机构间所评AA-级短期融资券发行利差、交易利差业均无显著差异。

主体信用等级为AA+级的检验结果显示：在5%显著性水平下，除大公与新世纪评级、大公与联合资信、大公与中诚信国际间发行利差和交易利差存在显著差异外，其余机构之间的发行利

差、交易利差均无显著差异。对照图表7~8，即大公AA+级短期融资券的发行利差、交易利差显著高于新世纪评级、联合资信和中诚信国际。

主体信用等级为AA级的检验结果显示：在5%显著性水平下，除大公与新世纪评级、大公与联合资信、大公与中诚信国际间发行利差和交易利差存在显著差异外，其余机构之间的发行利差和交易利差均无显著差异。对照图表7~8，即大公所评AA

级短期融资券的发行利差、交易利差显著高于新世纪评级、联合资信和中诚信国际。

## 市场研究

# 2016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到期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，大多数评级机构的利差均与信用等级存在较好的对应关系，各债项等级、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。

## 1 中期票据利差分析

### （一）中期票据发行概况

2016年共有633家企业累计发行891期中期票据（不含集合票据），发行总规模达11339.60亿元，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），AAA级发行量最大，共313期，占比为35.13%；其次为AA级和AA+级，发

行量分别为305期和270期，占比分别为34.23%和30.30%。从发行规模看，AAA级的发行规模最大，发行占比高达61.14%。

图表1 2016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	313	35.13%	6933.4	61.14%
AA+	270	30.30%	2509.4	22.13%
AA	305	34.23%	1886.8	16.64%
AA-	3	0.34%	10	0.09%
合计	891	100.00%	11339.6	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表2 2016年中期票据发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	5年	6年	7年	10年	合计
AAA	3	104	162	3	26	15	313
AA+	—	98	165	—	4	3	270
AA	4	150	144	—	6	1	305
AA-	—	3	—	—	—	—	3
合计	7	355	471	3	36	19	891

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

### （二）中期票据的发行期限集中于5年期和3年期

从中期票据的发行期限来看（图表2），共包括2年、3年、5年、6年、7年和10年共六种期限类型。其中，5年期中期票据的发行量最大，共发行471期，占总发行量的52.86%；其次为3年期，共发行355期，占比为39.84%；其余各期限发行期数均较少。

从图表2可以看出，中期票据发行期限在债项等级的分布上，基本呈现的规律为：发行期限越长，高信用等级中期票据占比越高，低信用等级中期票据发行期限相对较短。以AAA级中期票据为例，3年期的AAA级104期，占同期发行量的29.30%；5年期的AAA级165期，占同期发行量的34.39%；7年期、10年期的

AAA级分别为26期和16期，分别占同期发行量的72.22%和78.95%。相比AAA级，AA+级、AA级和AA-级发行期限主要集中在3年期和5年期，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599期<sup>1</sup>（3年期290个样本，5年期309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3~4。

从图表3可以看出，中

图表3 2016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	86	2.90~6.50	3.44	0.58	96.98	—	55.95	0.58
	AA+	72	2.97~6.09	3.83	0.61	136.19	39.21	58.74	0.43
	AA	129	3.07~7.50	4.56	1.06	211.20	75.01	103.70	0.49
	AA-	3	4.80~6.70	5.83	0.96	337.34	126.14	90.31	0.27
5年	AAA	105	3.04~6.80	3.66	0.62	103.40	—	59.98	0.58
	AA+	93	3.21~5.50	3.92	0.45	128.35	25.52	41.12	0.32
	AA	111	3.40~6.00	4.28	0.54	166.17	37.82	48.64	0.29

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

<sup>1</sup>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65个，5年期剔除162个

图表4 2016年中期票据各期限、各等级对应的上市首日利率和交易利差统计

期限	债项信用等级	样本量	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	86	2.90~6.54	3.47	0.58	99.90	—	55.85	0.56
	AA+	72	3.00~6.12	3.86	0.62	138.33	38.43	58.50	0.42
	AA	129	3.10~7.53	4.59	1.06	213.53	75.20	103.83	0.49
	AA-	3	4.84~6.70	5.86	0.94	339.52	125.99	87.91	0.26
5年	AAA	105	3.05~6.81	3.68	0.62	106.30	—	60.00	0.56
	AA+	93	3.23~5.52	3.93	0.45	130.28	24.54	41.31	0.32
	AA	111	3.42~6.02	4.29	0.54	167.86	37.59	48.56	0.29

注：1.交易利差为中期票据的上市首日利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。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

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均低于同期限低信用等级中期票据的发行利率均值；第二，中期票据的信用等级与发行利差呈现负相关关系，即等级越高，发行利差均值越小。

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均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，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，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<sup>2</sup>，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5%的显著性水平下，各

图表5 2016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+	5224	7497	1483	-5.725	0.000
		AA	5060	18160	1319	-9.461	0.000
	AA+	AA	5036	15265	2408	-5.655	0.000
交易利差	AAA	AA+	5233	7487	1492	-5.693	0.000
		AA	5056	18164	1315	-9.470	0.000
	AA+	AA	5047	15254	2419	-5.627	0.000

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup>由于债项等级为AA-级的3年期中票仅3个样本，不参与检验。

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，即债项等级对3年期中期票据的发行利差、交易利差具有显著区分度。

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5%显著性水平下，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，即债项等级对5年期中期票据的发行利差、交易利差具有显著区分度。

#### （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（292<sup>3</sup>期）和5年期

（310<sup>4</sup>期）中期票据共602个样本为研究对象，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）：各评级机构3年期和5年期中期票据发行利差、交易利差均与债项等级存在较好的对应关系，即信用等级越高，发行利差、交易利差越小。

图表6 2016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+	7950	11752	2385	-6.208	0.000
		AA	6882	16554	1317	-9.825	0.000
	AA+	AA	6947	13964	2576	-6.158	0.000
交易利差	AAA	AA+	8035	11666	2470	-5.995	0.000
		AA	6920	16516	1355	-9.742	0.000
	AA+	AA	6963	13947	2592	-6.119	0.000

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>3</sup> “16中药控股MTN001”、“16恒安国际MTN001”均同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的统计样本，最后得到分机构统计的样本总量是292，下同。

<sup>4</sup> “16华润水泥MTN001”同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的统计样本，最后得到分机构统计的样本总量是310，下同。

图表7 2016年各评级机构3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		65	83	49	84	11	292
AAA	样本量	17	24	15	30	2	88
	均值	87.51	77.53	129.74	102.27	78.91	96.82
	标准差	37.78	30.10	91.57	51.15	34.92	55.33
AA+	样本量	17	24	11	17	3	72
	均值	128.25	132.34	177.38	114.76	163.96	136.19
	标准差	43.24	49.84	101.25	34.40	57.87	58.74
AA	样本量	30	34	22	37	6	129
	均值	209.60	235.28	243.61	170.09	217.40	211.20
	标准差	90.94	110.75	136.63	70.46	105.38	103.70
AA-	样本量	1	1	1	—	—	3
	均值	341.87	244.85	425.29	—	—	337.34
	标准差	—	—	—	—	—	90.31

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2016年各评级机构5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		47	99	49	109	6	310
AAA	样本量	3	35	16	52	—	106
	均值	122.17	111.93	108.16	94.91	—	102.74
	标准差	47.52	78.58	58.08	44.62	—	59.70
AA+	样本量	15	30	14	30	4	93
	均值	145.47	114.07	142.64	128.23	122.20	128.35
	标准差	41.37	27.43	54.81	39.81	61.14	41.12
AA	样本量	29	34	19	27	2	111
	均值	168.33	172.38	155.39	164.62	152.78	166.17
	标准差	38.67	51.34	37.33	61.44	64.22	48.64

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表9 2016年各评级机构3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		65	83	49	84	11	292
AAA	样本量	17	24	15	30	2	88
	均值	91.40	79.42	133.07	104.46	83.89	99.52
	标准差	36.90	29.08	91.51	51.52	37.17	55.27
AA+	样本量	17	24	11	17	3	72
	均值	130.41	134.52	179.37	116.75	167.37	138.33
	标准差	43.76	48.96	101.15	33.44	59.21	58.50
AA	样本量	30	34	22	37	6	129
	均值	212.07	237.25	246.18	172.57	219.28	213.53
	标准差	92.97	110.27	136.55	70.13	104.29	103.83
AA-	样本量	1	1	1	—	—	3
	均值	343.97	249.47	425.11	—	—	339.52
	标准差	—	—	—	—	—	87.91

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10 2016年各评级机构5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		47	99	49	109	6	310
AAA	样本量	3	35	16	52	—	106
	均值	123.98	114.14	113.94	97.43	—	105.63
	标准差	46.06	78.89	57.80	44.38	—	59.72
AA+	样本量	15	30	14	30	4	93
	均值	147.41	116.24	144.34	130.03	123.94	130.28
	标准差	41.47	27.60	54.72	40.09	63.29	41.31
AA	样本量	29	34	19	27	2	111
	均值	170.44	174.11	156.23	166.32	155.60	167.86
	标准差	38.84	50.75	36.96	61.86	59.91	48.56

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级3年期和5年期中期票据的评级样本数量存在差别，图表7~10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的显著性，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3

年期、5年期中期票据利差影响的显著性，但考虑到样本数量，同一债项等级下少于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	新世纪评级	大公	237	291	84	-1.643	0.100
		联合资信	393	468	168	-0.953	0.341
		中诚信国际	369	760	215	-0.875	0.382
	大公	联合资信	375	405	105	-2.165	0.030*
		中诚信国际	387	648	183	-1.011	0.312
	联合资信	中诚信国际	536	950	236	-2.167	0.030*
AA+	新世纪评级	大公	220	186	67	-1.247	0.212
		联合资信	348	513	195	-0.238	0.812
		中诚信国际	318	277	124	-0.706	0.480
	大公	联合资信	223	407	107	-0.888	0.374
		中诚信国际	188	218	65	-1.341	0.180
	联合资信	中诚信国际	536	325	172	-0.847	0.397
AA	新世纪评级	大公	784	542	311	-0.077	0.939
		东方金诚	556	110	89	-0.042	0.966
		联合资信	924	1156	459	-0.686	0.493
		中诚信国际	1153	1125	422	-1.677	0.094
	大公	东方金诚	299	79	58	-0.292	0.771
		联合资信	567	973	336	-0.364	0.716
		中诚信国际	698	1013	310	-1.270	0.204
	东方金诚	联合资信	114	706	93	-0.341	0.733
		中诚信国际	162	784	81	-1.051	0.293
	联合资信	中诚信国际	1426	1130	427	-2.325	0.020*

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表12 2016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	新世纪评级	大公	239	289	86	-1.567	0.117
		联合资信	403	458	158	-1.217	0.223
		中诚信国际	380	748	227	-0.620	0.535
	大公	联合资信	382	398	98	-2.367	0.018*
		中诚信国际	390	645	180	-1.083	0.279
	联合资信	中诚信国际	539	947	239	-2.115	0.034*
AA+	新世纪评级	大公	221	185	68	-1.200	0.230
		联合资信	345	516	192	-0.318	0.751
		中诚信国际	320	275	122	-0.775	0.438
	大公	联合资信	223	407	107	-0.888	0.374
		中诚信国际	190	216	63	-1.435	0.151
	联合资信	中诚信国际	542	319	166	-1.006	0.315
AA	新世纪评级	大公	778	548	313	-0.038	0.969
		东方金诚	555	111	90	0.000	1.000
		联合资信	930	1150	465	-0.605	0.545
		中诚信国际	1150	1129	426	-1.633	0.102
	大公	东方金诚	299	79	58	-0.292	0.771
		联合资信	568	972	337	-0.346	0.729
		中诚信国际	696	1015	312	-1.238	0.216
	东方金诚	联合资信	114	706	93	-0.341	0.733
		中诚信国际	161	785	82	-1.016	0.309
	联合资信	中诚信国际	1427	1129	426	-2.337	0.019*

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表13 2016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	大公	联合资信	418	908	278	-0.041	0.968
		中诚信国际	598	1749	371	-0.658	0.511
	联合资信	中诚信国际	1642	2187	809	-0.879	0.380
AA+	新世纪评级	大公	235	200	95	-0.436	0.663
		联合资信	445	590	125	-2.408	0.016*
		中诚信国际	396	639	174	-1.228	0.219
	大公	联合资信	390	600	135	-1.890	0.059
		中诚信国际	352	638	173	-0.932	0.351
	联合资信	中诚信国际	817	1013	352	-1.449	0.147
AA	新世纪评级	大公	774	402	212	-1.339	0.181
		联合资信	941	1075	480	-0.179	0.858
		中诚信国际	912	684	306	-1.402	0.161
	大公	联合资信	459	972	269	-1.002	0.317
		中诚信国际	440	641	250	-0.145	0.885
	联合资信	中诚信国际	1125	766	388	-1.031	0.303

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号，下同。  
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表14 2016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	大公	联合资信	433	893	263	-0.345	0.730
		中诚信国际	621	1725	347	-0.998	0.318
	联合资信	中诚信国际	1625	2203	825	-0.736	0.462
AA+	新世纪评级	大公	237	198	93	-0.524	0.600
		联合资信	444	591	126	-2.384	0.017*
		中诚信国际	396	639	174	-1.228	0.219
	大公	联合资信	389	601	136	-1.865	0.062
		中诚信国际	351	639	174	-0.907	0.364
	联合资信	中诚信国际	814	1016	349	-1.493	0.135
AA	新世纪评级	大公	779	397	207	-1.444	0.149
		联合资信	935	1081	486	-0.097	0.923
		中诚信国际	911	685	307	-1.386	0.166
	大公	联合资信	453	978	263	-1.113	0.266
		中诚信国际	443	638	253	-0.078	0.938
	联合资信	中诚信国际	1125	766	388	-1.031	0.303

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号，下同。  
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

3年期中票的检验结果显示：在5%显著性水平下，债项等级AAA级中，除联合资信与大公、联合资信与中诚信国际所评的发行利差和交易利差存在显著差异外，其他各机构间发行利差和交易利差均无显著差异。

对照图表7和图表9，联合资信所评AAA级发行利差、交易利差显著低于大公和中诚信国际；债项等级为AA+级中，各机构间发行利差和交易利差不存在显著差异；债项等级为AA级中，除

联合资信与中诚信国际间的发行利差和交易利差存在显著差异外，其他各机构间均无显著差异。

对照图表7和图表9，中诚信国际所评AA级发行利差和交易利差显著低于联合资信。

5年期中票的检验结果显示：在5%显著性水平下，债项等级为AAA级中，各机构间发行利差和交易利差不存在显著差异；债项等级为AA+级中，除新世纪评级与联合资信间的发行利差

和交易利差存在显著差异外，其他各机构间无显著差异。

对照图表8和图表10，联合资信所评AA+级发行利差和交易利差显著低于新世纪评级；债项等级为AA级中，各机构间发行利差和交易利差均不存在显著差异。

## 2 企业债利差分析

### （一）企业债发行概况

2016年银行间市场共发行企业债470期（不含中小企业集合债及项目收益债），发行总规模为5650.30亿元。

已发行的470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级占比50%，

居三个等级之首；从发行规模看，AA企业债的发行规模为2533.70亿元，占比44.84%，亦为三个等级中最大，AAA级和AA+级企业债的发行规模分别为1547.50亿元和1569.10亿元，分别占发行总规模的27.39%和27.77%。

### （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年十种不同期限类型，但主要集中于7年期（共发行349期、占总发行期数的74.26%），其他期限类型的企业债分布则较为分散。企业债发行期限在债项信用等级的分布特征并不明显。

图表15 2016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	发行量		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	97	20.64%	1547.50	27.39%
AA+	138	29.36%	1569.10	27.77%
AA	235	50.00%	2533.70	44.84%
合计	470	100.00%	5650.30	100.00%

数据来源: Wind资讯, 新世纪评级整理

图表16 2016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	9年	10年	12年	15年	合计
AAA	7	2	15	1	56	2	—	10	1	3	97
AA+	4	3	2	1	112	—	—	9	—	7	138
AA		24	4	3	181	4	1	16	—	2	235
合计	11	29	21	5	349	6	1	35	1	12	470

数据来源: Wind资讯, 新世纪评级整理

### (三) 企业债的发行利率、上市首日利率、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349期企业债为统计样本, 进行利差的统计分析。

从图表17可以看出, 2016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, 即债项信用等级越

高, 发行利率均值、发行利差均值越低。

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

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5%的显著性水平下, 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均存在显著差异。

图表17 2016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	56	3.25~5.15	3.87	0.47	102.01	—	42.13	0.41
AA+	112	3.42~6.70	4.67	0.71	182.72	80.71	67.03	0.37
AA	181	3.40~6.60	4.75	0.71	193.18	10.46	66.57	0.34

注：1.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

图表18 2016年7年期企业债各等级的上市首日利率和交易利差

债项信用等级	样本量	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	56	3.25~5.15	3.87	0.47	101.82	—	42.75	0.42
AA+	112	3.42~6.70	4.67	0.71	181.87	80.06	67.65	0.37
AA	181	3.40~6.60	4.76	0.71	193.41	11.53	67.27	0.35

注：1.交易利差为企业债上市首日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

图表19 2016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+	2459	11737	863	-7.648	0.000
		AA	2646	25558	1050	-8.963	0.000
	AA+	AA	15452	27620	9124	-1.437	0.151
交易利差	AAA	AA+	2487	11709	891	-7.554	0.000
		AA	2681	25522	1085	-8.883	0.000
	AA+	AA	15381	27690	9053	-1.537	0.124

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

#### （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<sup>5</sup>，我们对各评级机构各等级的利差均值进行统计，结果表明（图表20），除新世纪评级、大公和中诚信国际所评AA+级7年期企业债的发行利差、交易利差均略高于AA级以及东方金诚AAA级发行

利差、交易利差略高于AA+级外，其余各机构的发行利差、交易利差均与债项等级存在较好的对应关系。

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评级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评级机构间存在显著差异。

因此，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，但考虑到样本数量及检验的有效性，同一债项等级下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果汇总见图表22、图表23。

图表20 2016年各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	大公	东方金诚	联合资信	鹏元	中诚信国际	总样本
样本总量		36	32	46	53	136	48	351
AAA	样本量	6	11	7	13	7	12	56
	均值	103.09	99.24	142.00	90.33	99.02	95.07	102.01
	标准差	48.75	50.11	59.5	29.66	17.69	34.74	42.13
AA+	样本量	18	10	6	15	50	14	113
	均值	197.76	184.01	128.36	141.52	196.22	189.08	183.64
	标准差	81.07	58.2	12.6	58.27	62.64	73.16	67.43
AA	样本量	12	11	33	25	79	22	182
	均值	181.98	153.69	193.38	186.13	206.92	177.5	193.19
	标准差	63.45	75.48	52.41	72.43	69.51	55.89	66.39

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>5</sup> “16北固产投债”和“16井开债”均同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的统计样本，最后得到分机构统计的样本总量是351，下同。

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5%显著性水平下，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5%显著性水平下，新世纪评级与联合资信、联合资信与鹏元、东方金诚与大公、东方金诚与鹏元、东方金诚与新世纪评级间的发行

利差和交易利差存在显著差异，联合资信与中诚信国际间的发行利差存在显著差异，联合资信与大公间的交易利差存在显著差异。对照图表20~21，联合资信所评AA+级发行利差、交易利差显著低于新世纪评级和鹏元，东方金诚所评AA+级发行利差和交易利差显著低于新世纪评级、鹏元和大公。除前述机构间差异外，其他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5%显著性水平下，大公与鹏元间的发行利差和交易利差存在显著差异，大公与东方金诚间的发行利差存在显著差异。对照图表20~21，大公所评AA级发行利差和交易利差显著低于鹏元，大公所评AA级发行利差显著低于东方金诚。除前述机构间差异外，其他机构间的发行利差和交易利差均无显著差异。

图表21 2016年各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	大公	东方金诚	联合资信	鹏元	中诚信国际	总样本
样本总量		36	32	46	53	136	48	351
AAA	样本量	6	11	7	13	7	12	56
	均值	100.85	101.14	143.07	88.99	95.1	96.67	101.82
	标准差	49.25	49.04	60.39	30.59	17.15	36.67	42.75
AA+	样本量	18	10	6	15	50	14	113
	均值	195.73	185.31	129.56	141.57	194.61	189.87	182.88
	标准差	81.74	56.38	10.36	58.72	63.3	78.55	68.19
AA	样本量	12	11	33	25	79	22	182
	均值	181.92	158.43	192.77	185.59	207.04	178.17	193.42
	标准差	65.1	80.47	54.67	73.58	69.81	53.87	67.08

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表22 2016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	新世纪评级	大公	49	104	28	-0.503	0.615
		东方金诚	33	58	12	-1.286	0.199
		联合资信	59	131	38	-0.088	0.930
		中诚信国际	56	115	35	-0.094	0.925
		鹏元	37	54	16	-0.714	0.475
	大公	东方金诚	88	83	22	-1.494	0.135
		联合资信	139	161	70	-0.087	0.931
		中诚信国际	127	149	61	-0.308	0.758
		鹏元	94	77	28	-0.951	0.342
	东方金诚	联合资信	97	113	22	-1.862	0.063
		中诚信国际	91	99	21	-1.775	0.076
		鹏元	61	44	16	-1.086	0.277
	联合资信	中诚信国际	160	165	69	-0.490	0.624
鹏元		122	88	31	-1.149	0.251	
中诚信国际	鹏元	117	73	39	-0.254	0.800	
AA+	新世纪评级	大公	265	141	86	-0.192	0.848
		东方金诚	256	44	23	-2.067	0.039*
		联合资信	366	195	75	-2.169	0.030*
		中诚信国际	302	226	121	-0.190	0.849
		鹏元	602.5	1743.5	431.5	-0.257	0.797
	大公	东方金诚	106	30	9	-2.278	0.023*
		联合资信	165	160	40	-1.942	0.052
		中诚信国际	123	177	68	-0.117	0.907
		鹏元	288	1542	233	-0.337	0.736
	东方金诚	联合资信	70	161	41	-0.312	0.755
		中诚信国际	44	166	23	-1.567	0.117
		鹏元	60	1536	39	-2.940	0.003*
	联合资信	中诚信国际	179	256	59	-2.008	0.045*
鹏元		301	1844	181	-3.021	0.003*	
中诚信国际	鹏元	424.5	1655.5	319.5	-0.495	0.620	
AA	新世纪评级	大公	165	111	45	-1.292	0.196
		东方金诚	247	788	169	-0.744	0.457
		联合资信	228.5	474.5	149.5	-0.016	0.987
		中诚信国际	214	381	128	-0.144	0.885
		鹏元	457	3729	379	-1.114	0.265
	大公	东方金诚	170.5	819.5	104.5	-2.087	0.037*
		联合资信	154	512	88	-1.700	0.089
		中诚信国际	148	413	82	-1.489	0.136
		鹏元	300	3795	234	-2.470	0.014*
	东方金诚	联合资信	1062	649	324	-1.390	0.165
		中诚信国际	1003	537	284	-1.357	0.175
		鹏元	1779	4549	1218	-0.546	0.585
	联合资信	中诚信国际	600	528	275	0.000	1.000
鹏元		1074.5	4385.5	749.5	-1.810	0.070	
中诚信国际	鹏元	906.5	4244.5	653.5	-1.773	0.076	

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表23 2016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	新世纪评级	大公	48	105	27	-0.603	0.546
		东方金诚	32	59	11	-1.429	0.153
		联合资信	63	127	36	-0.263	0.792
		中诚信国际	53	118	32	-0.375	0.708
		鹏元	38	53	17	-0.571	0.568
	大公	东方金诚	91	80	25	-1.223	0.221
		联合资信	144	156	65	-0.377	0.706
		中诚信国际	127	149	61	-0.308	0.758
		鹏元	98	73	32	-0.589	0.556
	东方金诚	联合资信	96	114	23	-1.783	0.075
		中诚信国际	88	102	24	-1.521	0.128
		鹏元	63	42	14	-1.342	0.180
	联合资信	中诚信国际	158	167	67	-0.598	0.550
		鹏元	125	85	34	-0.911	0.362
中诚信国际	鹏元	120	70	42	0.000	1.000	
AA+	新世纪评级	大公	266	140	85	-0.240	0.811
		东方金诚	256	44	23	-2.067	0.039*
		联合资信	364	197	77	-2.097	0.036*
		中诚信国际	302	226	121	-0.190	0.849
		鹏元	605	1741	434	-0.222	0.824
	大公	东方金诚	106	30	9	-2.278	0.023*
		联合资信	166	159	39	-1.997	0.046*
		中诚信国际	124	176	69	-0.059	0.953
		鹏元	301	1529	246	-0.079	0.937
	东方金诚	联合资信	69	162	42	-0.234	0.815
		中诚信国际	46	164	25	-1.402	0.161
		鹏元	65	1531	44	-2.808	0.005*
	联合资信	中诚信国际	181	254	61	-1.920	0.055
		鹏元	311	1834	191	-2.865	0.004*
中诚信国际	鹏元	447.5	1632.5	342.5	-0.122	0.903	
AA	新世纪评级	大公	164	112	46	-1.231	0.218
		东方金诚	249	786	171	-0.693	0.488
		联合资信	230	473	148	-0.065	0.948
		中诚信国际	211	384	131	-0.036	0.971
		鹏元	450	3736	372	-1.196	0.232
	大公	东方金诚	176	814	110	-1.938	0.053
		联合资信	161	505	95	-1.460	0.144
		中诚信国际	152	409	86	-1.337	0.181
		鹏元	318	3777	252	-2.248	0.025*
	东方金诚	联合资信	1063	648	323	-1.405	0.160
		中诚信国际	997	543	290	-1.254	0.210
		鹏元	1764.5	4563.5	1203.5	-0.638	0.523
	联合资信	中诚信国际	595	533	270	-0.107	0.915
		鹏元	1067	4393	742	-1.868	0.062
中诚信国际	鹏元	901	4250	648	-1.818	0.069	

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 市场研究

# 2016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到期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，但债项等级为AA+级和AA级的发行利差、交易利差在部分机构间差异明显。新世纪评级所评的公司债利差表现稳定，AA+级和AA级的发行利差、交易利差在所有评级机构中均为最小。

## 一、公司债发行概况

2016年一般公司债共发行881期，发行总规模为人民币12856.77亿元，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316期，占比为35.87%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，为6960.88亿元，占总发行规模的54.14%。

图表1 2016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	308	34.96%	6960.88	54.14%
AA+	252	28.60%	3093.00	24.06%
AA	316	35.87%	2782.39	21.64%
AA-	5	0.57%	20.50	0.16%
合计	881	100.00%	12856.77	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），5年期公司债的发行量最大，共发行590期，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

图表2 2016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	1	39	1	172	10	41	5	35	4	308
AA+	—	31	1	188	4	25	1	2	—	252
AA	—	69	4	230	4	9	—	—	—	316
AA-	2	2	1	—	—	—	—	—	—	5
合计	3	141	7	590	18	75	6	37	4	881

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 三、公司债发行利率、上市首日利率、利差与信用等级存在一定相关关系

由于2016年所发行公司债期限主要集中在5年期，截至2017年1月5日，590个样本中578个已上市，故选此578个样本进行公司债的利差统计分析。

率、发行利差均与信用等级存在一定的相关关系：从发行利率来看，债项信用等级越高，发行利率的均值越低；从发行利差来看，随着债项信用等级的增高，发行利差的均值也越小。

从图表3可以看出，公司债的发行利

图表3 2016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	171	2.83~7.00	3.32	0.49	69.41	NR	47.71	0.69
AA+	181	2.95~7.80	4.18	1.08	158.73	89.31	105.98	0.67
AA	226	3.23~8.50	5.52	1.22	290.29	131.56	119.43	0.41

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：从上市首日利率来看，债项信用等级越高，上市首日利率的均值越低；从交易利差来看，随着债项信用等级的增高，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5%显著性水平下，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，即债项等级对5年期公司债的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表4 2016年5年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

债项信用等级	样本量	上市首日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	171	2.72~6.99	3.36	0.57	74.65	NR	56.28	0.75
AA+	181	2.95~7.79	4.18	1.08	155.62	80.97	107.79	0.69
AA	226	3.23~10.75	5.52	1.26	287.62	132.01	126.17	0.44

注：1.交易利差为公司债上市首日利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

图表5 2016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+	20042	42440	5164	-10.855	0.000
		AA	15950	63451	1072	-16.153	0.000
	AA+	AA	24445	58584	7974	-10.582	0.000
交易利差	AAA	AA+	21287	41194	6409	-9.555	0.000
		AA	16664	62737	1786	-15.525	0.000
	AA+	AA	24783	58245	8312	-10.295	0.000

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

各评级机构各等级5年期公司债样本总量为579<sup>1</sup>个，通过对其发行利差均值和交易利差进行比较（图表6、图表7），可以看出，除东方金诚AA+级发行利差和交易利差高于AA级之外，其他各评级机构的发行利差和交易利差均与债项等级呈一定关系，即债项等级越高，发行利差和交易利差均值越小。

由于各机构各等级的评级样本量存在差异，图表6~7显示的利差均值在各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，同一债项等级下少于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6 2016年各评级机构所评5年期公司债发行利差统计（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	大公	东方金诚	联合信用	鹏元	中诚信证券	总样本
样本总量	95	101	21	167	33	162	579
AAA	样本量	31	29	2	37	2	172
	均值	65.75	72.35	64.54	76.80	54.94	69.39
	标准差	46.26	57.56	6.93	38.03	14.67	47.57
AA+	样本量	37	33	7	53	9	181
	均值	116.68	211.89	331.50	140.87	237.07	158.73
	标准差	71.21	123.25	74.44	75.64	140.32	105.98
AA	样本量	27	39	12	77	22	226
	均值	226.74	362.68	254.19	307.63	340.02	290.87
	标准差	99.56	90.17	120.79	116.81	104.95	119.60

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表7 2016年各评级机构所评5年期公司债交易利差统计（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	大公	东方金诚	联合信用	鹏元	中诚信证券	总样本
样本总量	95	101	21	167	33	162	579
AAA	样本量	31	29	2	37	2	172
	均值	75.63	74.09	67.33	90.65	39.31	74.64
	标准差	61.01	57.17	3.95	55.25	48.76	56.11
AA+	样本量	37	33	7	53	9	181
	均值	114.43	209.77	336.29	135.64	231.13	155.62
	标准差	71.98	123.92	82.56	80.63	133.91	107.79
AA	样本量	27	39	12	77	22	226
	均值	220.34	358.60	254.63	308.68	333.92	288.17
	标准差	104.91	92.76	123.28	128.75	107.12	126.28

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>上海远东资信评估有限公司仅有一个样本，剔除该样本；“16南三01”、“16鲁高01”均同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的统计样本，最后得到分机构统计的样本总量是579。

图表8 2016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	新世纪评级	大公	914.5	915.5	418.5	-0.459	0.647
		联合信用	919	1427	423	-1.853	0.064
		中诚信证券	1466	3787	970	-0.949	0.342
	大公	联合信用	860	1351	425	-1.441	0.150
		中诚信证券	1386	3664	951	-0.596	0.551
联合信用	中诚信证券	2267.5	3618.5	1062.5	-1.625	0.104	
AA+	新世纪评级	大公	1010	1475	307	-3.571	0.000*
		东方金诚	711	279	8	-3.899	0.000*
		联合信用	1443	2652	740	-1.972	0.049*
		鹏元	795	286	92	-2.063	0.039*
		中诚信证券	1463	1697	760	-0.167	0.867
	大公	东方金诚	613	207	52	-2.260	0.024*
		联合信用	1719.5	2021.5	590.5	-2.522	0.012*
		鹏元	700	203	139	-0.291	0.771
		中诚信证券	1547	1303	400	-3.127	0.002*
	东方金诚	联合信用	378	1452	21	-3.788	0.000*
		鹏元	70	66	21	-1.111	0.266
		中诚信证券	304	921	18	-3.686	0.000*
	联合信用	鹏元	1589.5	363.5	158.5	-1.599	0.110
		中诚信证券	2746	1814	911	-1.514	0.130
	鹏元	中诚信证券	311	1015	112	-1.903	0.057
AA	新世纪评级	大公	537	1674	159	-4.793	0.000*
		东方金诚	527	253	149	-0.396	0.692
		联合信用	1002.5	4457.5	624.5	-3.077	0.002*
		鹏元	509	716	131	-3.337	0.001*
		中诚信证券	1065	1861	636	-0.277	0.782
	大公	东方金诚	1134	192	114	-2.665	0.008*
		联合信用	2694	4092	1089	-2.411	0.016*
		鹏元	1259.5	631.5	378.5	-0.758	0.448
		中诚信证券	2319	1597	372	-4.901	0.000*
	东方金诚	联合信用	418	3587	340	-1.466	0.143
		鹏元	161	434	83	-1.766	0.077
		中诚信证券	407	1484	259	-0.635	0.525
	联合信用	鹏元	3706	1244	703	-1.212	0.226
中诚信证券		5584	2417	1192	-3.476	0.001*	
鹏元	中诚信证券	1063	1493	268	-3.370	0.001*	

注：sig ( 双侧 ) 检验值小于等于0.05的加“\*”号。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表9 2016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	新世纪评级	大公	926	904	430	-0.288	0.773
		联合信用	921	1425	425	-1.829	0.067
		中诚信证券	1536	3717	1040	-0.440	0.660
	大公	联合信用	848	1363	413	-1.596	0.111
		中诚信证券	1476	3574	1018	-0.087	0.930
联合信用	中诚信证券	2388	3498	942	-2.405	0.016*	
AA+	新世纪评级	大公	1015	1470	312	-3.512	0.000*
		东方金诚	711	279	8	-3.899	0.000*
		联合信用	1500	2595	797	-1.505	0.132
		鹏元	789	292	86	-2.229	0.026*
		中诚信证券	1468	1692	765	-0.118	0.906
	大公	东方金诚	614	206	53	-2.225	0.026*
		联合信用	1736	2005	574	-2.669	0.008*
		鹏元	697	206	136	-0.383	0.702
		中诚信证券	1544	1306	403	-3.095	0.002*
	东方金诚	联合信用	376	1454	23	-3.742	0.000*
		鹏元	74	62	17	-1.535	0.125
		中诚信证券	303	922	19	-3.657	0.000*
	联合信用	鹏元	1576	377	145	-1.868	0.062
		中诚信证券	2709	1851	948	-1.236	0.216
	鹏元	中诚信证券	322	1004	101	-2.174	0.030*
AA	新世纪评级	大公	547	1664	169	-4.662	0.000*
		东方金诚	518	262	140	-0.669	0.503
		联合信用	991	4469	613	-3.162	0.002*
		鹏元	509	716	131	-3.337	0.001*
		中诚信证券	1058	1868	643	-0.201	0.841
	大公	东方金诚	1128	198	120	-2.531	0.011*
		联合信用	2674	4112	1109	-2.294	0.022*
		鹏元	1268.5	622.5	369.5	-0.894	0.372
		中诚信证券	2301	1615	390	-4.750	0.000*
	东方金诚	联合信用	435	3570	357	-1.261	0.207
		鹏元	168	427	90	-1.514	0.130
		中诚信证券	419	1472	247	-0.853	0.394
	联合信用	鹏元	3734	1216	731	-0.976	0.329
		中诚信证券	5587	2414	1189	-3.491	0.000*
	鹏元	中诚信证券	1050	1506	281	-3.208	0.001*

注：sig (双侧) 检验值小于等于0.05的加“\*”号。

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5%显著性水平下，仅联合信用与中诚信证券的交易利差存在显著差异，其他各机构间的发行利差和交易利差均无显著差异。对照图表6~7，中诚信证券所评AAA级交易利差显著小于联合信用。

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5%显著性水平下，新世纪评级与大公、新世纪评级与东方金诚、新世纪评级与鹏元、大公与东方金诚、大公与联合信用、大公与中诚信证券、东方金诚与联合信用、东方金诚与中诚信证券的发行利差和交易利差存在显著差异，新世纪评级与联合信用的发行利差存在差异，鹏元与中诚信证券的交易利差存在显著差异。

对照图表6~7，新世纪评级所评AA+级的发行利差、交易利差分别为116.68BP、114.43BP，在所有评级机构中最小，东方金诚所评的发行利差、交易利差分别为331.50BP、336.29BP，在所有评级机构中最大。除前述机构间差异外，其他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5%显著性水平下，新世纪评级与大公、新世纪评级与联合信用、新世纪评级与鹏元、大公与东方金诚、大公与联合信用、中诚信证券与大公、中诚信证券与联合信用、中诚信证券与鹏元的发行利差和交易利差存在显著差异。

对照图表6~7，新世纪评级所评AA级的发行利差、交易利差分别为226.74BP、220.34BP，在所有评级机构中最小，大公所评的发行利差、交易利差分别为362.68BP、358.60BP，在所有评级机构中最大。除前述机构间差异外，其他各机构间发行利差和交易利差均无显著差异。

## 行业动态

### 证监会：批复公司债券簿记建档指引 加强对公司债的检查

（日期：2016年10月8日 来源：新浪财经）



上交所9月30日正式发布《公司债券簿记建档发行业务指引》（以下简称《指引》），规范公司债券的发行定价和配售方式，促进交易所债券市场的健康发展。

《指引》要求簿记建档应当遵循“公平、公正、公开”原则，对簿记建档参与方的职责、簿记建档内控制度、簿记建档现场管理、簿记建档流程和自律管理等进行了规定。《指引》规范的对象为公开发行公司债券（包括大公募和小公募公司债券），非公开发行的公司债券采用簿记建档方式发行的，参照适用本指引。根据《指引》要求，簿记管理人应当建立、健全簿记建档各项内部制度，加强簿记建档的内部约束和监督机制。簿记管理人可在自有场所或上交所进行簿记建档发行，簿记场所应当满足簿记建档工作需要，符合安全、保密要求。

### “债转股”指导意见细节：不允许银行直接债转股 政府不兜底

（日期：2016年10月11日 来源：债市观察）



10月10日，国务院发布《关于市场化银行债权转股的指导意见》。这意味着，中国新一轮债转股大幕将正式拉开，其与上世纪末、本世纪初的债转股具有明显的不同。

在上述指导意见中，对于债转股的主要内容包括以下几点：

- 1、银行不得直接将债权转为股权。银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现。
- 2、政府不承担损失的兜底责任。
- 3、禁止将“僵尸企业”列为债转股对象。
- 4、银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件。
- 5、允许参考股票二级市场交易价格确定国有上市公司转股价格，允许参考竞争性市场报价或其他公允价格确定国有非上市公司转股价格。

### 上交所公司债新政：房企、钢铁、煤炭发债收紧

（日期：2016年10月31日 来源：21世纪经济报道）



10月28日，上海证券交易所向债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》（简称《监管函》）称，将房地产业采取“基础范围+综合指标评价”的分类监管标准；产能过剩行业采取“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准。上交所在《监管函》中表示，房地产企业的公司债券募集资金不得用于购置土地，发行人应就此出具书面承诺，监管机构将持续监管发行人履行承诺的情况。

特别是，于房地产市场调控期间在重点调控的热点城市存在竞拍高价地、哄抬地价等行为的房企将被禁止发行公司债。

### 证监会力推绿色公司债“点名表扬”激发券商积极性

(日期: 2016年11月7日 来源: 第一财经日报)

中国证券业协会4日发布首期“绿色公益榜”，对11家绿色债券承销商或绿色资产证券化产品管理人进行“点名表扬”，中信建投、中金公司等多家券商上榜。绿色债券及绿色资产证券化产品具有明显的社会公益性质，因缺乏爆发式增长带来的盈利性，资本对接缺乏积极性。为了构建绿色金融体系，激发金融资本对绿色产业的支持，2016年8月31日，中国人民银行等七部委联合印发《关于构建绿色金融体系的指导意见》(下称《意见》)。

《指导意见》作为涵盖绿色金融各方面的纲领性指导文件，对包括绿色债券在内的绿色金融体系建设，规划了发展方向及实施路径。同时提出了支持和鼓励绿色投融资的一系列激励措施，包括通过再贷款、专业化担保机制、绿色信贷支持项目财政贴息、设立国家绿色发展基金等措施支持绿色金融发展。

### 上海自贸区债券来了!

(日期: 2016年12月8日 来源: 华尔街见闻)

12月8日，上海市政府在上海自贸区成功发行30亿元人民币地方政府债券，获得83.3亿元的投标量，最终发行利率落在2.85%。这标志着，除银行间市场和交易所之外，中国第三个债券市场——自贸区债券市场正式诞生。

就利率而言，自贸区债市的利率相比较银行间市场和交易所发行地方债利率更高。今年8月和11月在这两个市场发行的3年期一般债中标利率均仅较投标日前5个工作日的中债3年期国债收益率曲线的均值高出5个基点。而今日上海市的这期地方债则较同期限国债前5日均值上浮20个基点。

### 今年全球发债6.6万亿美元创纪录

(日期: 2016年12月29日 来源: FT中文网)

今年全球债务发售达到了创纪录的水平，主要发债方是那些积极利用廉价借债成本的公司——如今举债成本受到了唐纳德·特朗普(Donald Trump)承诺刺激美国经济增长的威胁。

数据提供商Dealogic的数据显示，主导上半年的债券大涨帮助吸引了那些通过银行发行债务的借款方背上略高于6.6万亿美元的债务，打破了2006年创下的上一个年度纪录。

公司占到了6.62万亿美元发债总额的一半以上，凸显了欧洲央行(ECB)和日本央行(BoJ)所采取的负利率政策、以及谨慎的美联储(Fed)在多大程度上鼓励了公司提升杠杆。

公司债券销售额同比增长8%，达3.6万亿美元，领头的是那些为大规模并购筹资而进行的100亿美元以上的巨额交易。其余债务包括通过银团、美国和国际机构发售的主权债券、抵押贷款支持证券和担保债券。这些数字不包括在定期拍卖中售出的主权债务。



### 2016年债券违约近400亿 沪辽鲁冀京占比超七成

(日期: 2016年12月29日 来源: 21世纪经济报道)

债券市场从打破刚性兑付到风险加速爆发，只用了两年多时间。2016年以来，信用债违约进入频发期。据wind资讯统计，截至2016年12月28日，共有79只债券发生违约，涉及35家发行企业，违约规模398.94亿元。相比2015年的违约规模117.1亿元增加了两倍多。

## 公司新闻

# “交流共享·合作共赢——2016新世纪评级福州论坛”顺利召开



2016年12月1日，由上海新世纪资信评估投资服务有限公司主办的“新世纪评级福州论坛”在福州悦华酒店会议中心顺利举行。本次论坛以“交流共享·合作共赢”为主旨，除新世纪评级的专业人员外，还特地邀请了来自金融机构、律师事务所等单位的多位专家，共同梳理宏观经济、债券市场的脉络，就新兴债券品种的发展趋势、资产证券化品种的政策法规等内容，和来自各个行业的近百位嘉宾进行交流与分享。

论坛正式开始前，新世纪评级副总裁

兼市场营销总监郭继丰博士代表新世纪评级致欢迎辞，对各位嘉宾的到来表示热烈的欢迎，同时也对福建省内广大发行人和合作伙伴们一直以来对新世纪评级的支持表达了真挚的谢意。

随后，来自兴业银行总行投行部债券处的陈菲处长作为第一位演讲嘉宾上台进行了分享，对近来银行间市场债券情况予以了详细的介绍与解读。

浦发银行总行投资银行及大客户部债券承销项目实施团队主管李剑先生以银行间市

场债券发展趋势以及新兴产品为主题进行了详细介绍。

招商银行总行投行部债券承销高级经理王衍先生以银行间债务融资工具创新产品为主题进行了精彩点评。

之后，新世纪评级副总裁兼市场营销总监郭继丰博士以供给侧改革下的中国宏观经济为演讲主题，就供给侧改革的内涵、供给侧改革背景下经济增长模式的选择、当前中国宏观经济现状等内容与参会嘉宾进行了热烈的探讨和分享，并对我国宏观经济的短期及中长期趋势进行了展望。

新世纪评级总裁助理、结构融资评级总监姜波先生对资产证券化产品的各类基础资产和评级方法进行了全面的介绍与分析。

此外，海通证券债券融资部资深高级项目经理张臻超先生、光大证券固定收益总部执行董事武鹏先生、北京大成（上海）律师事务所合伙人张奇元先生分别对交易所市场创新债券、交易所市场结构化产品、我国资产证券化实务等内容进行了分享。

新世纪评级在各主管机构、发行人、合作伙伴的大力支持下，一直坚持以提高自身评级实力为主线，不断完善评级体系，从成立至今已取得了长足的进步。本次福州论坛的召开，不仅在各个单位间搭建了一个债券业务的交流合作平台，有利于彼此之间共同学习与提高，同时也进一步提升了新世纪评级在福建省内的品牌知名度。



陈菲女士就“银行间市场债券情况”进行演讲



郭继丰博士就“供给侧改革下的中国宏观经济”进行演讲



姜波先生就“资产证券化产品的各类基础资产和评级方法”进行演讲

## 公司新闻

# 新世纪评级荣获2016中国金融机构金牌榜 “年度最佳债券信用评级机构”

2016年12月9日，由金融时报社主办、中国社会科学院金融研究所战略合作的“2016金融时报年会”在京隆重召开，会中进行了“2016中国金融机构金牌榜”颁奖典礼，上海新世纪资信评估投资服务有限公司荣获“年度最佳债券信用评级机构”。

本次金融时报年会的主题为“助推供给侧改革 培育增长新动能”，来自人民银行、银监会、证监会和保监会等国家有关部委、金融主管和监管部门、主要金融机构的领导，以及著名经济专家和新闻媒体人士等200余位嘉宾参加了本次活动。

“中国金融机构金牌榜”是由中国金融领域最具权威的主流媒体《金融时报》，联

合国家级权威学术研究机构中国社会科学院金融研究所，推出的全国性重要金融行业年度评选活动，自2008年以来已成为金融界最具权威、公正、认知度最高的金融评选品牌之一，受到社会各界的高度认可和广泛关注。

该榜单以尊重客观、公开数据为前提，采取指标体系综合评价、访问咨询和专家评审相互结合的科学评选方法，对国内主要金融机构进行年度评选。

新世纪评级作为中国成立较早、具有全部资质的信用评级机构，经过多年的数据积累及业务实操经验，建立了一套较为专业、完善的评级方法体系和模型，在不断努力夯实评级技术的基础上全面开展评级业务，为金融机构、地方政府的信贷和债券融资、资产证券化等结构化融资、境外企业熊猫债融资等提供了优质、高效的信用评级服务，且评级结果普遍具有较好的利差表现和稳定的迁移率，较为客观地体现了发债企业的整体信用水平，赢得了市场和学界的广泛认可。



## 公司新闻

# “新世纪评级创新与风险研讨会”在京顺利召开

2016年12月28日，由上海新世纪资信评估投资服务有限公司主办的“新世纪评级创新与风险研讨会”在北京金融街威斯汀大酒店顺利举行。来自交易商协会、保险资管业协会、证监会和券商、银行、信托等90多家机构的100余位嘉宾参加了本次研讨会，共同就债券市场的信用风险与评级业务创新等话题进行交流与分享。

研讨会上，新世纪评级公共融资评级总监鞠海龙以“地方政府和城投平台信用评级”为主题，就地方政府城投平台信用质量展望、如何看待地方政府对城投平台的外部支持以及城投平台转型路在何方等内容和与会嘉宾进行了深入的探讨和分享。





新世纪评级公共融资评级总监鞠海龙在进行演讲



新世纪评级结构融资评级总监姜波在和嘉宾交流

新世纪评级结构融资评级总监姜波的演讲主题为“资产证券化产品评级和风险”，他用详实的数据和朴实的语言对资产证券化产品的分类、评级思路、评级框架和风险关注点进行了全面的介绍。

新世纪评级主权评级研究部研究员曹曼茜向与会嘉宾展示了2005-2016年中国熊猫债券市场概况和世界主要外国债券市场概况，就熊猫债信用评级情况及境内外机构的评级差异予以了详细的分析，同时还对熊猫债券市场的未来前景进行了展望。

新世纪评级工商企业评级总监张明海向与会嘉宾回顾和总结了近年来国内信用债市场的各类信用事件，对信用事件与违约事件的具体定义，信用事件与评级处置的经典案例等进行了介绍，同时对未来几年的信用风险发表了前瞻性意见。



新世纪评级主权评级研究部研究员曹曼茜  
在进行分享



新世纪评级工商企业评级总监张明海在演讲

评级公告

## 2016年第四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	交通运输部上海打捞局2016年度第一期短期融资券	2016/10/8	A-1	AA+	稳定	2016/8/30
2	苏州市吴江交通投资集团有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/10/8	A-1	AA+	稳定	2016/9/19
3	广汇汽车服务有限责任公司2016年度第四期短期融资券	2016/10/10	A-1	AA	稳定	2016/9/21
4	国泰君安证券股份有限公司2016年第七期短期融资券	2016/10/10	A-1	AAA	稳定	2016/9/30
5	安徽山鹰纸业股份有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/10/14	A-1	AA	稳定	2016/5/31
6	泸州市工业投资集团有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/10/17	A-1	AA	稳定	2016/8/11
7	金红叶纸业集团有限公司2016年度第二期短期融资券	2016/10/18	A-1	AA	稳定	2016/10/14
8	中国环球租赁有限公司2016年度第二期短期融资券	2016/10/20	A-1	AA+	稳定	2016/9/23
9	国泰君安证券股份有限公司2016年第八期短期融资券	2016/10/24	A-1	AAA	稳定	2016/10/24
10	无锡市建设发展投资有限公司2016年度第二期短期融资券	2016/10/25	A-1	AAA	稳定	2016/9/22
11	安徽九华山旅游(集团)有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/10/31	A-1	AA	稳定	2016/10/11
12	三环集团有限公司2016年度第二期短期融资券	2016/11/3	A-1	AA	稳定	2016/9/28
13	淮北市建投控股集团有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/11/9	A-1	AA	稳定	2016/8/16
14	河南交通投资集团有限公司2016年度第三期短期融资券	2016/11/17	A-1	AAA	稳定	2016/10/18

	短期融资券	公告日期	债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
15	上海华谊(集团)公司2016年度第一期短期融资券	2016/11/18	A-1	AAA	稳定	2016/10/31
16	上海宝钢气体有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/11/18	A-1	AA+	稳定	2016/9/19
17	宁波经济技术开发区控股有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/11/21	A-1	AA+	稳定	2016/5/25
18	新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司2016年度第一期短期融资券	2016/11/22	A-1	AA	负面	2016/10/17
19	天津住宅建设发展集团有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/11/29	A-1	AA	稳定	2016/10/12
20	南方水泥有限公司2016年度第二期短期融资券	2016/12/8	A-1	AAA	稳定	2016/11/10
21	北京有色金属研究总院2016年度第一期短期融资券	2016/12/8	A-1	AA	稳定	2016/10/31
22	重庆康达环保产业(集团)有限公司2016年度第一期短期融资券	2016/12/13	A-1	AA	稳定	2016/8/26
23	中国盐业总公司2016年度第一期短期融资券	2016/12/16	A-1	AA+	稳定	2016/11/10
24	哈尔滨誉衡集团有限公司2016年度第二期短期融资券	2016/12/19	A-1	AA-	稳定	2016/11/17

## 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	南京市浦口区国有资产投资经营有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/9	AA	AA	稳定	2016/7/26
2	福建七匹狼集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/14	AA	AA	稳定	2016/6/30
3	湖南省建筑工程集团总公司2016年度第二期中期票据	2016/10/17	AA+	AA+	稳定	2016/9/6
4	润华集团股份有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/17	AA	AA	稳定	2016/7/27
5	武汉市城市建设投资开发集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/17	AAA	AAA	稳定	2016/9/12
6	中国商用飞机有限责任公司2016年度第一期中期票据	2016/10/17	AAA	AAA	稳定	2016/7/27

	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
7	贵阳高科控股集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/18	AA	AA	稳定	2016/9/2
8	天津市武清区国有资产经营投资公司2016年度第二期中期票据	2016/10/18	AA+	AA+	稳定	2016/9/6
9	中国水利水电第五工程局有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/18	AA+	AA+	稳定	2016/7/5
10	中国商用飞机有限责任公司2016年度第二期中期票据	2016/10/19	AAA	AAA	稳定	2016/10/18
11	广汇汽车服务有限责任公司2016年度第一期中期票据	2016/10/19	AA	AA	稳定	2016/9/21
12	泰豪科技股份有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/20	AA	AA	稳定	2016/8/30
13	唐山曹妃甸实业港务有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/21	AA	AA	稳定	2016/4/15
14	天津中环电子信息集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/24	AA	AA	稳定	2016/9/19
15	厦门思明国有控股集团有限公司2016年度第二期中期票据	2016/10/24	AA	AA	稳定	2016/10/18
16	山西省国新能源发展集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/25	AA	AA	稳定	2016/8/25
17	北控水务(中国)投资有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/26	AA+	AA+	稳定	2016/5/23
18	上海申迪(集团)有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/27	AAA	AAA	稳定	2016/7/26
19	浙江荣盛控股集团有限公司2016年度第二期中期票据	2016/10/27	AA	AA	正面	2016/10/24
20	浙江龙盛集团股份有限公司2016年度第一期中期票据	2016/10/28	AA+	AA+	稳定	2016/6/20
21	天津航空有限责任公司2016年度第四期中期票据	2016/10/31	AA+	AA+	稳定	2016/6/14
22	淮安新城投资开发有限公司2016年度第二期中期票据	2016/10/31	AA	AA	稳定	2015/12/23
23	浙江荣盛控股集团有限公司2016年度第三期中期票据	2016/10/31	AA	AA	正面	2016/10/24
24	安泰科技股份有限公司2016年度第一期中期票据	2016/11/8	AA	AA	稳定	2016/7/20
25	宁波杭州湾新区开发建设有限公司2016年度第二期中期票据	2016/11/9	AA	AA	稳定	2016/7/25
26	新疆金融投资有限公司2016年度第一期中期票据	2016/11/11	AA+	AA+	稳定	2016/5/30

	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
27	扬州市扬子江投资发展集团有限责任公司2016年度第一期中期票据	2016/11/11	AA	AA	稳定	2016/8/22
28	吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司2016年度第一期中期票据	2016/11/16	AA	AA	稳定	2016/7/15
29	连云港市城建控股集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/11/18	AA+	AA+	稳定	2016/6/3
30	南京金融城建设发展股份有限公司2016年度第二期项目收益票据	2016/11/21	AAA	AA	稳定	2016/10/9
31	甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司2016年度第三期中期票据	2016/11/23	AAA	AAA	稳定	2016/10/24
32	重庆渝开发股份有限公司2016年度第一期中期票据	2016/11/25	AAA	AA	稳定	2016/8/17
33	安琪酵母股份有限公司2016年度第一期中期票据	2016/11/28	AA+	AA+	稳定	2016/9/6
34	南方水泥有限公司2016年度第二期中期票据	2016/11/30	AAA	AAA	稳定	2016/7/13
35	武汉新港建设投资开发集团有限公司2016年度第一期中期票据	2016/12/1	AA	AA	稳定	2016/11/17
36	广汇汽车服务有限责任公司2016年度第二期中期票据	2016/12/1	AA	AA	稳定	2016/11/18
37	光明食品(集团)有限公司2016年度第三期中期票据	2016/12/5	AAA	AAA	稳定	2016/12/2
38	常州投资集团有限公司2016年度第二期中期票据	2016/12/5	AA	AA	稳定	2016/12/5
39	陕西汽车集团有限责任公司2016年度第一期中期票据	2016/12/8	AA	AA	稳定	2016/8/9
40	中国盐业总公司2016年度第一期中期票据	2016/12/9	AA+	AA+	稳定	2016/9/18
41	南昌水利投资发展有限公司2016年度第一期中期票据	2016/12/19	AA	AA	稳定	2016/11/4
42	河南交通投资集团有限公司2016年度第二期中期票据	2016/12/20	AAA	AAA	稳定	2016/11/17

## 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	吉林九台农村商业银行股份有限公司2016年第一期二级资本债券	2016/10/13	AA-	AA	稳定	2016/10/10
2	2016年渣打银行(香港)有限公司特别提款权计价债券	2016/10/20	AAA	AAA	稳定	2016/8/15
3	2016年合肥科技农村商业银行股份有限公司二级资本债券	2016/11/9	AA-	AA	稳定	2016/5/13
4	兴业银行股份有限公司2016年第三期绿色金融债券	2016/11/10	AAA	AAA	稳定	2016/10/31
5	2016年河北唐山农村商业银行股份有限公司二级资本债券	2016/11/14	AA-	AA	稳定	2016/4/21
6	交通银行股份有限公司2016年绿色金融债券	2016/11/15	AAA	AAA	稳定	2016/11/11
7	2016年聊城农村商业银行股份有限公司二级资本债券	2016/11/15	A+	AA-	稳定	2016/8/26
8	青岛银行股份有限公司2016年第二期绿色金融债券	2016/11/17	AA+	AA+	稳定	2016/11/1

## 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	浙江荣盛控股集团有限公司2016年公司债券(第一期)	2016/10/10	AA	AA	正面	2016/9/12
2	上海长峰(集团)有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券	2016/10/12	AA+	AA+	稳定	2016/9/23
3	宁夏建材集团股份有限公司2016年公开发行公司债券	2016/10/17	AA	AA	稳定	2016/9/12
4	上海张江高科技园区开发股份有限公司公开发行2016年公司债券(第二期)	2016/10/18	AAA	AAA	稳定	2016/9/22
5	北京东方园林环境股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)	2016/10/19	AA	AA	稳定	2016/10/17
6	中国环球租赁有限公司公开发行2016年公司债券(第二期)	2016/10/21	AA+	AA+	稳定	2016/10/17
7	厦门港务发展股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	2016/10/20	AA+	AA+	稳定	2016/10/17
8	江东控股集团有限责任公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	2016/10/25	AA+	AA+	稳定	2015/11/26
9	江苏凤凰出版传媒集团有限公司公开发行2016年可交换公司债券(面向合格投资者)	2016/10/26	AAA	AAA	稳定	2016/7/13
10	上海永达投资控股集团有限公司2016年公开发行公司债券(第一期)	2016/10/27	AA	AA	稳定	2016/10/19

	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
11	上海新华发行集团有限公司公开发行2016年公司债券(第二期)	2016/10/31	AA+	AA+	稳定	2016/10/26
12	伟星集团有限公司公开发行2016年公司债券(第一期)	2016/11/2	AA	AA	稳定	2016/5/11
13	万丰奥特控股集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	2016/11/9	AA	AA	稳定	2015/12/22
14	厦门港务控股集团有限公司公开发行2016年公司债券(第二期)	2016/11/15	AAA	AAA	稳定	2016/11/11
15	中国环球租赁有限公司公开发行2016年公司债券(第三期)	2016/11/18	AA+	AA+	稳定	2016/11/8
16	广东宝丽华新能源股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)	2016/11/24	AA+	AA+	稳定	2016/8/10
17	第一创业证券股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	2016/11/24	AA+	AA+	稳定	2016/11/17
18	启东市华虹电子有限公司2016年公司债券(第二期)	2016/11/29	AA	AA	稳定	2016/8/29
19	华泰证券股份有限公司2016年公司债券(第一期)	2016/11/30	AAA	AAA	稳定	2016/10/20
20	广东宝丽华新能源股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)	2016/12/8	AA+	AA+	稳定	2016/11/28
21	华泰证券股份有限公司2016年公司债券(第二期)	2016/12/9	AAA	AAA	稳定	2016/12/5
22	第一创业证券股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第三期)	2016/12/9	AA+	AA+	稳定	2016/11/28

## 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年鄂尔多斯市国有资产投资控股集团有限公司公司债券	2016/10/13	AA	AA	稳定	2016/9/14
2	2016年广西金融投资集团有限公司公司债券	2016/10/24	AA+	AA+	稳定	2016/5/4
3	2016年无锡锡东新城建设发展有限公司公司债券	2016/11/1	AA	AA	稳定	2016/6/2
4	2016年溧水经济技术开发区总公司企业债券	2016/11/1	AAA	AA	稳定	2016/6/12
5	2016年宜兴拓业实业有限公司公司债券	2016/11/7	AA	AA	稳定	2016/9/22
6	2016年第二期合肥兴泰金融控股(集团)有限公司小微企业扶持债券	2016/12/2	AA+	AA+	稳定	2016/11/16

## 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年山东省政府专项债券(第五批)	2016/10/11	AAA	--	--	2016/9/21
2	2016年山东省政府专项债券(第四批)	2016/10/11	AAA	--	--	2016/9/21
3	2016年山东省政府一般债券(第四批)	2016/10/11	AAA	--	--	2016/9/21
4	2016年贵州省政府公开发行业第四批专项债券(九-十二期)	2016/10/28	AAA	--	--	2016/10/25
5	2016年贵州省政府一般债券(十七-二十期)	2016/10/28	AAA	--	--	2016/10/25
6	2016年广东省政府专项债券(第五批)	2016/10/31	AAA	--	--	2016/10/28
7	2016年大连市政府一般债券	2016/11/7	AAA	--	--	2016/11/3
8	2016年大连市政府专项债券	2016/11/7	AAA	--	--	2016/11/3
9	2016年广东省政府一般债券(第五批)	2016/12/2	AAA	--	--	2016/11/29
10	2016年广东省政府专项债券(第六批)	2016/12/2	AAA	--	--	2016/11/29

## 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	中电投融和融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据次级资产支持票据	2016/10/26	--	--	--	2016/8/24
2	中电投融和融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先B级资产支持票据	2016/10/26	AA+	--	--	2016/8/24
3	中电投融和融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先A3级资产支持票据	2016/10/26	AAA	--	--	2016/8/24
4	中电投融和融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先A2级资产支持票据	2016/10/26	AAA	--	--	2016/8/24
5	中电投融和融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先A1级资产支持票据	2016/10/26	AAA	--	--	2016/8/24
6	龙元2016年第二期信贷资产支持证券次级档	2016/11/21	--	--	--	2016/8/26

	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
7	龙元2016年第二期信贷资产支持证券优先B档	2016/11/21	AA+	--	--	2016/8/26
8	龙元2016年第二期信贷资产支持证券优先A2档	2016/11/21	AAA	--	--	2016/8/26
9	龙元2016年第二期信贷资产支持证券优先A1档	2016/11/21	AAA	--	--	2016/8/26
10	龙元2016年第三期信贷资产支持证券优先B档	2016/12/8	AA	--	--	2016/9/7
11	龙元2016年第三期信贷资产支持证券优先A档	2016/12/8	AAA	--	--	2016/9/7
12	平安国际融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先B级	2016/12/16	AA	--	--	2016/10/25
13	平安国际融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据优先A级	2016/12/16	AAA	--	--	2016/10/25
14	平安国际融资租赁有限公司2016年度第一期信托资产支持票据次级	2016/12/16	--	--	--	2016/10/25

评级公告

## 2016年第四季度跟踪评级汇编

		债券信用 等级	主体信用 等级	评级 展望	评级日期
1	2015年汨罗市城市建设投资开发有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2016/10/9
2	南方水泥有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/10/12
3	江苏连云发展集团有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/10/18
4	2014年江西省地方政府债券	AAA	--	--	2016/10/19
5	2015年江西省地方政府债券	AAA	--	--	2016/10/19
6	2012年青岛华通国有资本运营(集团)有限责任公司公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/10/21
7	江东控股集团有限责任公司2016年面向合格投资者公开发行人公司债券	AA+	AA+	稳定	2016/10/24
8	2015年贵州省地方政府债券	AAA	--	--	2016/10/25
9	厦门港务控股集团有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/10/26
10	2012年山西汽车运输集团有限公司公司债券	AA+	A+	稳定	2016/10/31
11	2016年杭州市下城区城市建设发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/11/2
12	上海纺织(集团)有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/11/3
13	2015年河北省地方政府债券	AAA	--	--	2016/11/7
14	2015年宁波市地方政府债券	AAA	--	--	2016/11/11
15	重庆市万州三峡平湖有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/11/16
16	镇江新区城市建设投资有限公司2014年第一期公司债券	AA	AA-	稳定	2016/11/18
17	镇江新区城市建设投资有限公司2014年第二期公司债券	AA	AA-	稳定	2016/11/18
18	2014年乌兰察布市集宁区城市建设投资开发有限责任公司公司债券	AA	AA-	稳定	2016/11/24
19	上海北方企业(集团)有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/11/25

		债券信用等级	主体信用等级	评级展望	评级日期
20	唐山曹妃甸实业港务有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/11/28
21	唐山曹妃甸实业港务有限公司2016年度第一期中期票据	AA	AA	稳定	2016/11/28
22	上海徐家汇商城(集团)有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/11/29
23	无锡市建设发展投资有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/11/30
24	杉杉集团有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/12/1
25	杉杉集团有限公司2016年度第二期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/12/1
26	浙江海正集团有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/12/6
27	2016年乌兰察布市集宁区国融投资发展有限公司公司债券	AA+	AA-	稳定	2016/12/8
28	2015年大连市地方政府债券	AAA	--	--	2016/12/9
29	2015年太仓市科教文化发展有限公司公司债券	AA	AA	稳定	2016/12/12
30	2015年云南省地方政府债券	AAA	--	--	2016/12/12
31	厦门国际港务股份有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AAA	稳定	2016/12/13
32	2012年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券跟踪评级报告(品种一)	AA+	AA	稳定	2016/12/13
33	2012年高密市国有资产经营投资有限公司公司债券跟踪评级报告(品种二)	AA+	AA	稳定	2016/12/13
34	普洛斯洛华中国海外控股(香港)有限公司2016年公司债券(第一期)	AAA	AAA	稳定	2016/12/16
35	2014年广东省地方政府债券	AAA	--	--	2016/12/21
36	2015年广东省地方政府债券	AAA	--	--	2016/12/21
37	南京化学工业园有限公司2016年度第一期超短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/12/22
38	上海地产(集团)有限公司2015年度第一期中期票据	AAA	AAA	稳定	2016/12/23
39	2016年北票市建设投资有限公司公司债券	AA+	AA-	负面	2016/12/26
40	伊犁农四师国有资产投资有限责任公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA+	稳定	2016/12/26
41	淮安新城投资开发有限公司2016年度第二期中期票据	AA	AA	稳定	2016/12/27
42	南通汽运实业集团有限公司2016年度第一期短期融资券	A-1	AA	稳定	2016/12/28

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

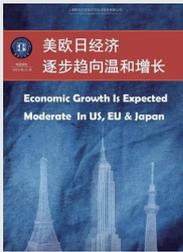
期刊系列



新世纪评级(季刊)

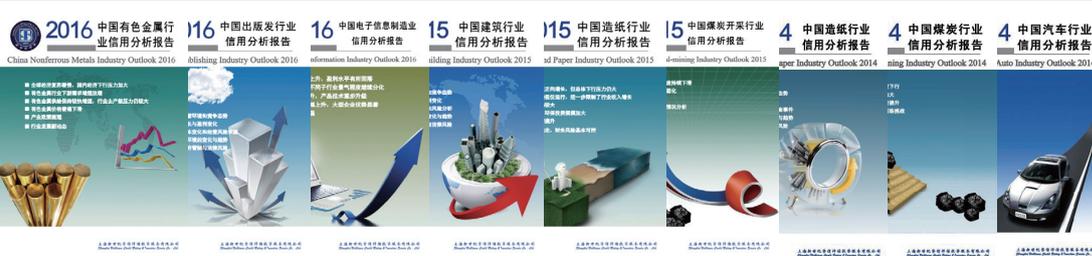
新世纪评级(年刊)

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](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>