



CREDIT QUARTER

# 新世纪评级

| 2017年第1期总第104期 |



国内不良资产管理公司信用特征初探  
公司债发行利差的结构及影响因素研究  
2016年全国及各省市经济财政实力分析  
2017年第一季度中国债券市场发行与评级研究  
2017年一季度债券市场主体信用等级迁移研究  
2017年第一季度短期融资券利差分析  
2017年第一季度中期票据和企业债利差分析  
2017年第一季度公司债等级分布和利差分析

中国企业境  
外发债情况  
及信用评级

>> 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.

# CONTENT

2017年第1期（总第104期）目录

专题研究 | MONOGRAPH

01 中国企业境外发债情况及信用评级



专题研究 | MONOGRAPH

- 01 中国企业境外发债情况及信用评级
- 07 国内不良资产管理公司信用特征初探
- 20 公司债发行利差的结构及影响因素研究
- 34 2016年全国及各省经济财政实力分析

市场表现 | MARKET PERFORMANCE

- 46 2017年第一季度中国债券市场发行与评级研究
- 61 2017年一季度债券市场主体信用等级迁移研究
- 68 2017年第一季度短期融资券利差分析
- 74 2017年第一季度中期票据和企业债利差分析
- 84 2017年第一季度公司债等级分布和利差分析

行业动态 | INDUSTRY NEWS

- 88 国有银行债转股项目密集落地 超千亿银行资管子公司待审批成立
- 89 中国准备年底前推出“债券通”

公司新闻 | COMPANY NEWS

- 90 新世纪评级为全国首批PPP资产证券化项目提供信用评级服务
- 91 全国首批扶贫票据成功发行 新世纪评级为其提供服务

公司新闻 | COMPANY NEWS

新世纪评级为全国首批PPP资产证券化项目提供信用评级服务 90



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。



微信扫一扫 关注“新世纪评级”

更多内容请登录新世纪评级官网 <http://www.shxsj.com>

近年来，随着我国金融体系改革的深化和资本项目的对外开放，债券市场也逐步与国际接轨，包括房地产企业和地方融资平台在内的我国境内的企业也逐渐走出国门，开始到境外发行债券。

# 中国企业境外发债 情况及信用评级

■ 陈文沛/文



## 一、境外债的概念及历程

境外发债，通常指境内企业及其控制的境外企业或分支机构向境外发行债券。1982年1月，中国国际信托投资公司在日本债券市场发行100亿日元的私募债券，

这是新中国成立后，中国金融机构在境外发行的第一只债券。

2007年7月，国家开发银行在香港发行了第一只人民币计价的境外债券，人民币债券开始在国际债券市场崭露头角。自此之后，为拓

宽融资渠道，选择最适宜的融资模式，建立国际信誉，试水海外债券市场的中资企业越来越多。

根据国家外汇管理局数据，截至2015年末，中国全口径外债中，债务证券合计为15140亿元，约合2332亿美元，占中国外债总额头寸的16.46%。其中短期债务证券和长期债务证券分别为5155亿元和9985亿元，分别占债务证券的34.05%和65.95%。

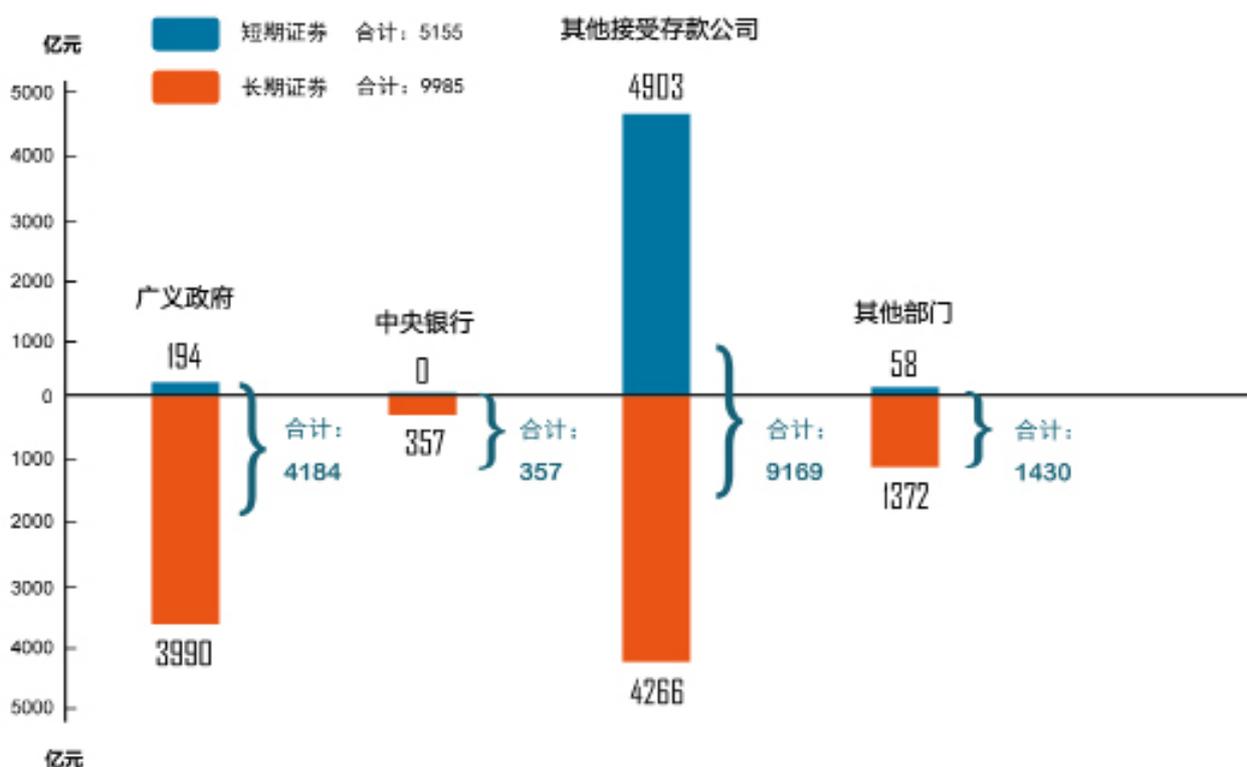
随着境外债发行规模的上升，我国对于境外发债的监管框架也逐渐完善。2015年，发改委发布《国家发展改革委关

于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（以下简称“2044号文”），以有序推进企业发行外债管理改革，促进跨境融资便利化。2044号文中，发改委取消企业发行外债的额度审批，将原来实行的审批制改革为备案制，并简化了企业发行外债的手续，为企业发行外债带来较大的便利性。

在2044号文以前，若境内非金融机构直接在境外发行1年以上的人民币债券，则适用于2012年发布的《国

家发展改革委关于境内非金融机构赴香港特别行政区发行人民币债券有关事项的通知》（境内非金融机构在除香港之外的国家或地区发行人民币债券，参照该通知执行）；若境内企业直接发行人民币以外的其他币种债券，则适用于2000年发布的《国家计划委员会、中国人民银行关于进一步加强对外发债管理的意见》。

图表1 中国2015年末按部门划分的债务证券头寸（单位：亿元）



资料来源：根据国家外汇管理局数据整理

由于发行境外债提高了企业的融资效率，有利于提高企业资金使用的灵活性，近年来，发行境外债的发行主体范围不断拓宽，除了较早期参与的大型金融机构、大型央企和国企外，地方政府融资平台、房地产企业等均纷纷参与其中。

除发行主体多元化加深外，我国境内企业赴境外发债的上市地点也多种多样，除了香港外，伦敦证券交易所、法兰克福证券交易所、

新加坡证券交易所等也有所涉及。但近半数境内企业仍然选在香港的香港联交所和香港债务工具中央结算系统上市。

同时，发行境外债能够获得不同的融资币种。从发行债券的货币类型来看，根据wind资讯统计，中资企业海外债券主要发行货币集中在人民币、美元和港币，从2003年起至今，中资企业共发行以人民币计价的海外债券4005.45亿元，以美元计价的海外债券3338.45亿美元，以港币计价的海外债券937.43亿港元，其他发行币种包括欧元、新加坡元和澳大利亚元。



## 二、境外债的评级结果

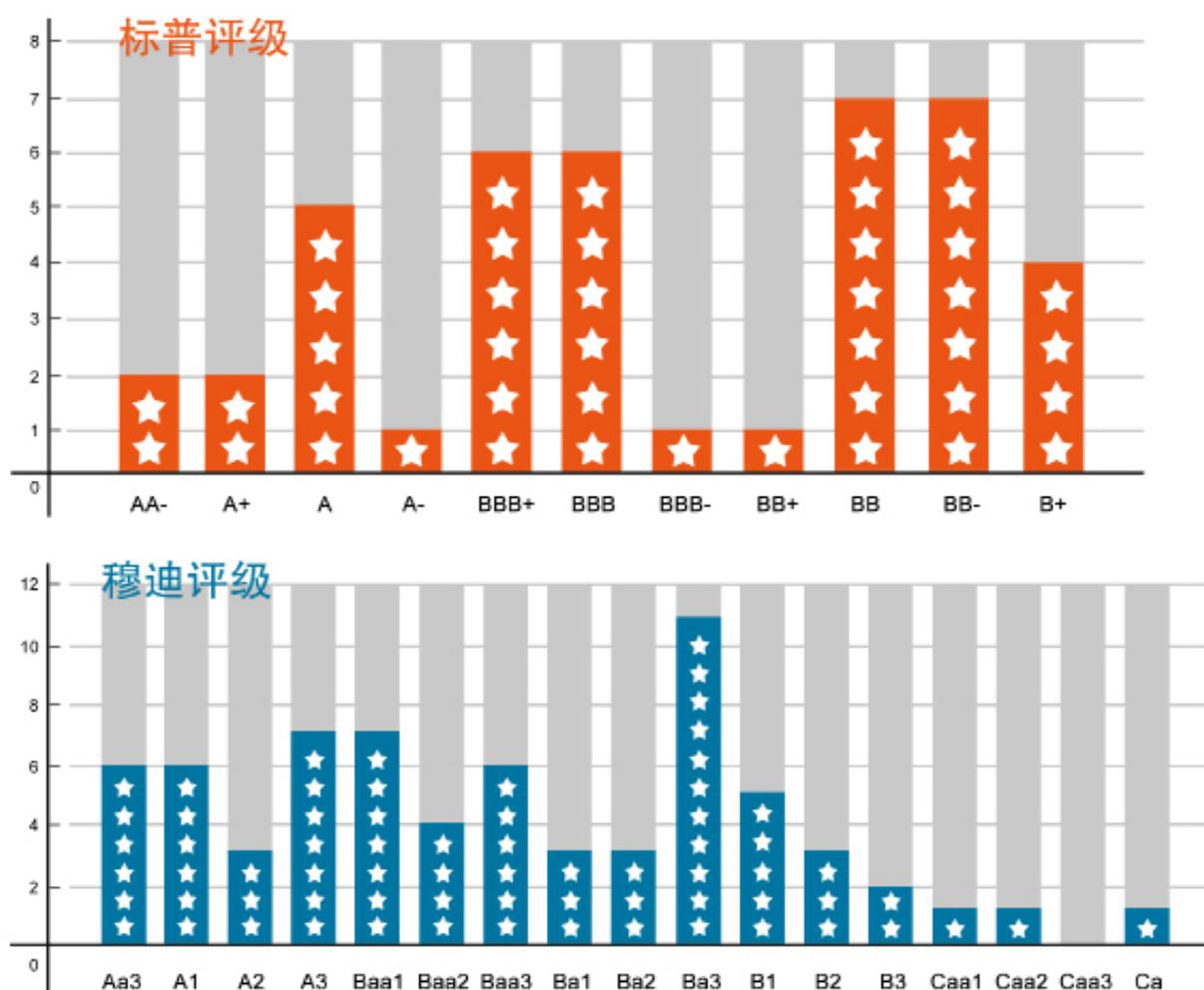
境外发债对于评级并无特别要求，若是发行私募债，则一般不需要进行评级，若是发行公募债，则通常由国际三大评级机构对所发行的债券进行评级，债券评级有利于企业提高其在海外的知名度，吸引更多的海外投资者。

据不完全统计，自2003年以来发行海外债券的400余家企业中，共有80余家企业发行的债券经国际三大评级机构评级，占比约为20%。其中标普参与评级的企业42家，穆迪参与评级的企业73家，惠誉参与评级的企业8家，这8家企业均采用双评级或三评级。在国际三大机构评级发行的海外债券的中资企业中，标普给出的

最高级别是AA-，最低级别是B+；穆迪给出的最高级别为Aa3，最低级别是Ca。

从标普、穆迪给出的评级结果来看，发行境外债的中资企业级别分布范围较广，投资级和投机级均有涉及，大部分级别都集中在A-以下，整体级别重心集中在BB+~BBB-之间。

图表2 截至2016年末发行境外债的中资企业的标普、穆迪评级情况



资料来源：根据公开信息整理

### 三、国内外信用评级差异比较和分析

从上述评级结果可以看出，国内外信用评级机构给出的信用评级结果具有一定的差异。而国内外信用评级差异是由多方面原因造成的。

首先应当注意到的是，国内外评级机构采取的评级体系是不一样的，国际评级机构采用全球评级体系，而国内评级机构是本地评级体系。

全球评级体系是指将全球的主权政府、企业、金融机构等放在同一个平台上，对它们的偿债能力和偿债意愿进行比较分析，得出不同主体或债项的信用等级。

本地评级体系则是假设本国主权信用等级为AAA的情况下，对本国的地方政府、企业和金融机构的偿债能力和偿债意愿进行比较分析，得出不同主体或债项的信用等级。

其次，一般情况下主权政府信用等级、国家风险等级将对本国的企业、金融机构的主体或债项级别形成限制。一个主权国家的企业、金融机构的主体或债项级别不高于该主权国家的信用等级。也就是说，如果一个国家的主权信用等级低于AAA，则该国的地方政府、企业和金融机构的主体和债项级别在通常情况下均低于AAA。

目前，标普、穆迪和惠誉等国际评级机构采取全球评级体系，将中国和中国境内的企业在全球范围内进行比较，对中国的主权评级结果分别为AA-和Aa3，因此对国内的企业、金融机构的主体或债项级别的评级结果基本低于AA-和Aa3。

而国内信用评级机构采用本地评级体系，将中国境内的企业在国内进行比较，在假设中国的主权级别为AAA的情况下对国内的企业、金融机构的主体或债项进行评级。

再者，国内外不同的发行条件也对国内外信用评级差异形成影响。在国际上，各个级别的债项均能发行，高收益债（即投机级债券）发行量不在少数。而国内债券市场起步较晚，对企业发债的要求较高，基本要求在AA-以上才能发行，因此目前境内发债企业获得的国内评级机构评级结果大部分都在AA-或以上。

国内现在虽然有部分企业的级别为A+或以下，但绝大部分是因为违约或者风险事件从而导致的级别下调，而非发行时的评级结果。

**S&P Global Ratings**

Americas (English)

REGULATORY RATINGS RESOURCES

Entity

RATINGS ACTIONS PRESS RELEASES RATINGS CRITERIA AND MODELS PRESALE REPORTS REQUESTS FOR COMMENT

**China (People's Republic of)**

Rating Type	Rating	Rating Date	Regulatory Identifiers	CreditWatch/ Outlook
Local Currency LT	AA- Regulatory Disclosures	16-Dec-2010	EE	Negative
Local Currency ST	A+ Regulatory Disclosures	31-Jul-2008	EE	
Foreign Currency LT	AA- Regulatory Disclosures	16-Dec-2010	EE	Negative
Foreign Currency ST	A+ Regulatory Disclosures	31-Jul-2008	EE	

**MOODY'S**

搜索评级、研究报告、分析师及其他

研究及评级 产品及解决方案 新闻及活动

**中华人民共和国**

穆迪机构代码: 599085 市场分类: 主权及超国家 行业: CENTRAL GOVERNMENT 所在地: 中国

长期评级: **Aa3** Not on Watch  
类别: 长期发行人评级 - 外币  
日期: 02 Mar 2016

展望: **Negative**  
日期: 02 Mar 2016

列入观察名单的其他债项: **No**

浏览国家上列评级

研究报告 评级 公司家族列表 市场信号

#### 四、国内信用评级机构的国际化发展

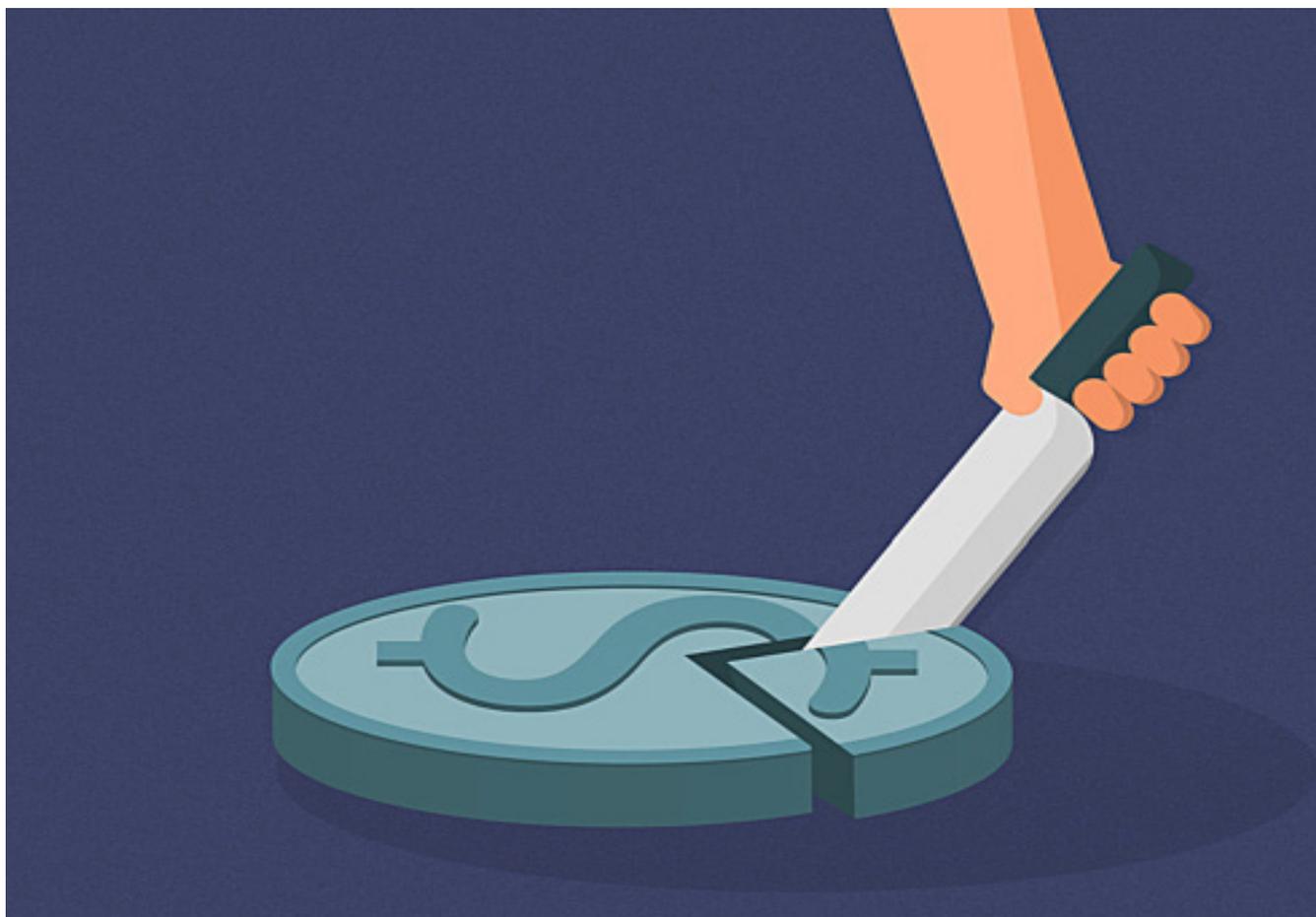
随着人民币纳入SDR和中国资本市场逐渐对外开放，国内信用评级机构开始迎来国际化发展的机遇，并且国内信用评级机构已经具备一定的国际化发展条件。

2015年12月，国际货币基金组织正式宣布人民币加入SDR，这是对人民币国际化进程的认可，也将进一步推进中国国内金融改革以及资本项目开放进程，对国内信用评级机构的国际化产生有利影响。

从债券行业的发展来看，近年来债券市场对外开放程度不断上升，熊猫债和境外债总体发行量不断扩大，涉及的发行主体类型也逐步多元化，这些债券的发展也在推进国内评级机构的国际化。

从目前来看，大部分国内评级机构已经不同程度的参与了熊猫债的评级，越来越多的在国际舞台上发表自己的见解。为了在国际上有所立足，建立自身的公信力和声誉度，和国际信用评级机构相竞争，国内评级标准需要及时向国际评级标准

靠拢，国内信用评级机构也需要及时转换国际视野，尽早搭建自身的、具有竞争力的、合适的全球信用评级体系，以适应我国债券市场的国际化发展。



# 国内不良资产管理公司信用特征初探

■ 袁轶凡 朱咏熙/文

不良资产管理公司是特指专业承接、处置不良债务的资产管理公司，本文讨论的不良资产管理公司专指银监会认可的从事不良资产批量收购处置业务的资产管理公司。从国际经验来看，不良资产管理公司对于化解金融

风险、修复市场功能具有重大意义。近年来，受宏观经济下行的影响，国内各类金融机构资产质量明显恶化，部分地区金融体系的稳定性面临较大的挑战。在这一背景下，不良资产管理公司的积极作用进一步突显，但其所累

积的风险也不断上升。为此，本文在简要回顾国内不良资产管理公司发展历程的基础之上，对不良资产管理公司的信用特点进行了分析和探讨。

## 1 行业发展历程——从四大到4+N，从政策性到商业化

我国不良资产管理公司发端于1999年。当时为应对亚洲金融危机、化解金融风险，财政部出资成立了信达、长城、东方和华融四大金融资产管理公司（以下简称“四大AMC”）分别对口接收、管理和处置来自四大国有银行及国家开发银行剥离的1.4万亿元不良贷款。在第一轮政策性不良贷款剥离的基础上，2004-2005年，为配合国有银行股改上市，

四大AMC以接受委托处置和竞标收购的方式再次承接了中国银行、中国建设银行、中国工商银行及中国交通银行合计0.78万亿的不良贷款。伴随着四大AMC的成立以及两轮大规模不良贷款剥离处置，我国不良资产管理行业实现了从无到有，得到了初步发展。

在发展初期，不良资产管理行业市场化程度相对较低，不良资产管理公司的

政策性特征较为明显。以第一轮大规模不良贷款剥离为例，一方面，四大AMC均按照账面价值收购贷款本金和应计利息，不良资产管理公司在风险定价等方面的专业性并未得到体现；另一方面，收购不良贷款的资金全部来自于人民银行再贷款及四大AMC向对口银行发行的金融债券，最终由财政部兜底，不良贷款处置回收结果不对四大AMC的盈利和偿债产生影响。

图表1 2006年3月末四大AMC不良资产处置业务情况(单位:亿元,%)

项目	累计处置规模	现金回收规模	阶段处置进度	资产回收率	现金回收率
中国华融	2468.0	546.6	70.11	26.50	22.15
中国长城	2707.8	278.3	80.11	12.70	10.28
中国东方	1419.9	328.1	56.13	27.16	23.11
中国信达	2067.7	652.6	64.69	34.46	31.56
合计	8663.4	1805.6	68.61	24.20	20.84

资料来源：中国银监会

图表2 四大AMC发展历程小结

发展阶段	期间	业务特点
政策化业务阶段	1999-2004	以账面价值收购不良银行不良贷款； 收购资金来自于银行再贷款及金融债券； 以财政部确定的现金回收率和费用率为考核目标。
商业化转型阶段	2005-2010	开始通过竞标等市场化方式收购不良资产； 开始将商业化业务和政策性分账核算，商业化业务损失自担，并实行资本利润率考核； 开始积极开展不良资产业务多元化探索。
全面商业化阶段	2010年至今	以不良资产经营为基础的金融控股公司初步成型； 开始股份制改造，引入战略投资，并实现境外上市。

资料来源：根据公开信息整理

随着第一轮政策性不良贷款剥离处置工作的逐步完成，四大AMC的商业化转型开始启动。2004年，四大AMC先后与财政部签署资产回收率和现金费用率承包责任状，并以第二轮不良贷款剥离为契机，开始尝试在不良贷款收购上引入商业化因素。2005-2006年，财政部、银监会等有关部门讨论并出台了《关于金融资产管理公司改革发展的意见》，从而进一步明确了金融资产管理公司向现代金融服务业转型的基本原则、条件和方向。

四大AMC的商业化转型，主要体现在两个方面。一方面，是考核机制的商业化。根据财政部要求，自2006年末起，四大AMC开始将政策性和商业化业务实行分账管理，商业化收购处置不良资产的收益或损失由四大资产管理公司自行享有或承担并实行资本利得考核。

另一方面，是业务模式的商业化。2005年之后，银行和四大AMC开始探索按照商业化原则出售和收购不良资产，不良贷款的主要供给方也由大型国有银行变为股份制商业银行和城市商业

银行；2007年之后收购范围更陆续拓宽至农商行、信用社以及证券公司、信托、金融租赁公司等非银行金融机构。在商业化转型过程中，四大AMC还接受监管机构的委托，对出现财务问题或经营问题的证券公司、信托公司等金融机构进行托管、清算和重组，并通过发起设立或收购相关公司，开始多元

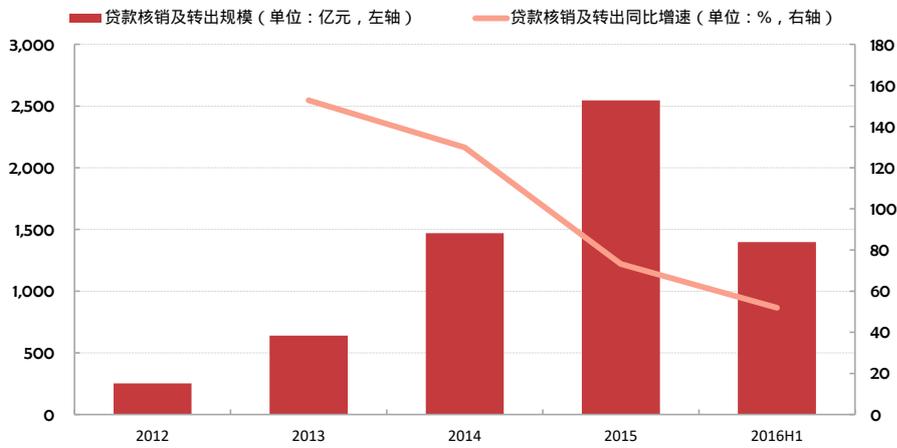
化金融布局，逐步发展成为综合金融服务平台。2010年及2012年，中国信达和中国华融先后完成股份制改造，转变为股份制金融机构；在引入战略投资者之后，2013年及2015年，中国信达和中国华融于香港联交所先后上市，从而标志着四大资产管理公司进一步向全面商业化迈进。

图表3 2012年以来不良贷款余额与不良率持续攀升



数据来源: wind, 新世纪评级整理

图表4 大型国有银行贷款核销及转出规模高速增长



数据来源: wind, 新世纪评级整理

四大AMC向全面商业化转型同时，恰逢国内金融机构不良资产生成进入上升周期。2012年以来，受经济增速放缓、实体经济经营状况恶化等因素的影响，我国银行业金融机构信贷资产质量趋于恶化，不良贷款规模和不良贷款率显著上升，拨备覆盖率持续下降。资产质量及拨备水平的下降，使得商业银行不良资产处置需求相应增加，并带动不良资产供给规模的上升，进而为不良资产管理公司的发展创造了更为有利的条件。

此外，为减轻不良激增对区域金融业生态的负面影

响，降低金融机构负担，加快推动不良资产处置力度，监管层也逐步放松了不良资产管理公司的准入限制。

2012年，财政部和中国银监会共同颁布了《金融企业不良资产批量转让管理办法》，允许除四大资产管理公司外，各省级政府原则上可设立或授权一家资产管理或经营公司参与本省（区、市）范围内不良资产的批量转让工作。其后，银监会发布《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》，进一步明确了地方资产管理公司（以下简称“地方

AMC”）设立门槛。2016年10月，银监会又下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》，在允许符合条件的省份增设一家地方AMC的同时，放开了地方AMC对外不良资产转让的限制。2012年至今，银监会先后批准了30余家地方AMC（详见附录一），其中浙江、上海两省市各有两家地方AMC。随着地方AMC的陆续设立，国内不良资产管理公司更趋多元化。

图表5 地方AMC相关监管文件概述

政策名称	颁布时间	主要内容
《金融企业不良资产批量转让管理办法》 (财金[2012]6号)	2012-01	(一)各省、自治区、直辖市人民政府原则上只可设立或授权一家地方资产管理公司,上述资产管理或经营公司只能参与本省(区、市)范围内不良资产的批量转让工作; (二)地方资产管理公司购入的不良资产应当采取债务重组的方式进行处置,不得对外转让。
《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》 (银监发[2013]45号)	2013-11	(一)地方资产管理公司注册资本最低限额为十亿元人民币,且为实缴资本。
《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》	2016-10	(一)各省级人民政府原则上可设立一家地方资产管理公司的限制,允许确有意愿的省级人民政府增设一家地方资产管理公司; (二)允许以债务重组、对外转让等方式处置不良资产,对外转让的受让主体不受地域限制。

资料来源：中国银监会

## 2 行业信用特点

“回顾近20年来的发展历程，国内不良资产管理行业呈现出政府主导程度高、双周期性明显、行业壁垒高等三大特征。

首先，政府主导程度高是不良资产管理行业区别于一般竞争性行业的重要特征之一。政府对不良资产管理公司的主导作用体现在两个方面。一方面，从所有权结构看，四大AMC及已获批通过的地方AMC中，国有及国有控股的占比相对较高，且公司高级管理人员的任免多需经政府部门批准，政府具备较强的控制力。

另一方面，在不良资产管理公司成立初期，为最大限度地发挥其在维护金融体系稳定性、促进经济发展等方面的作用，各级政府一般会根据经济形势的要求，主导不良资产管理公司经营战略，并或多或少地安排政策性任务。

例如，在成立初期，四大AMC主要任务就是承接国有银行不良贷款，为国有银行解困；同样现阶段地方政府积极推动设立地方AMC，主要目的在于利用其消化区域金融机构的不良贷款，恢

复地方金融机构的放贷能力，支持地方经济的发展。政府主导程度高这一特征决定了不良资产管理公司获得政策支持的概率较大。但高度的政府主导性或将增大不良资产管理公司后续经营风险。例如过重的政策性任务，可能会给不良资产管理公司后续商业化业务发展带来较大的负担。

其次，同时具备顺周期性和逆周期性是不良资产管理公司区别于一般金融机构的重要特征。不良资产管理公司的周期性特征体现为两个方面，一方面体现为不良资产供给的逆周期性，另一方面体现为经营风险的顺周期性。

具体来看，当宏观经济增速放缓时，企业经营情况恶化，金融机构不良资产供给规模上升，不良资产管理公司发展机会增多；但与此同时，资产价格也面临着较大的下行压力，不良资产处置、经营难度增大，不良资

产管理公司面临的经营风险相对上升。当经济状况好转时，企业现金流及盈利状况改善，资产价格上升，不良资产处置难度下降，处置收益大幅增加；但同时不良资产供给规模的减少又使得不良资产管理公司面临较大转型压力。业务机会的逆周期性和经营风险的顺周期性相叠加，使得经济波动对不良资产管理公司的影响相较于对一般金融机构而言变得更加复杂。

一般来看，当经济增速回落的幅度和持续时间相对较短时，不良资产供给增加带来的正面效应将超过经营风险上升的负面效应，经济周期对不良资产管理公司的影响相对正面；但当下行幅度和持续时间超过预期时，经营风险上升的负面效应或将超过业务机会增加带来的机遇。

从四大AMC的发展历程看，在商业化转型阶段，宏观经济虽有所波动但总体上处于扩张周期，良好的外部环境为四大AMC顺利处置存量不良资产包、实现多元化经营以及完成转型创造了有利条件。

目前，国内经济呈L型增长的态势已较为明显，未来很可能会长期在L型底部徘徊，对于新成立的不良资产管理公司而言，其面临的宏观环境较四大AMC发展初期时更为复杂。

再次，较高的行业壁垒为不良资产管理公司创造了一定的先发优势。不良资产管理公司的行业壁垒体现在准入壁垒和技术壁垒两个方面。准入壁垒方面，根据《金融机构不良资产批量处置管理办法的规定》，银行进行10户及以上不良资产批量转让的对象，只能是拥有金融资产管理公司牌照的四大AMC或者是经省级人民政府特许、银监会财政部批复同意的地方AMC。

在实际操作中，即便是10户以下的不良处置，出于防范合规风险和降低操作成本的考虑，出让不良资产的金融机构往往也不会同民间的资产管理公司进行直接合作。民间资产管理公司需要通过持牌AMC才能加入不良资产管理市场。目前持有金融牌照的不良资产管理公司只有四大AMC。地方AMC虽已放宽了一省一家的限制，

但短时间内全面放开的概率依然相对较低，准入壁垒将持续存在。

技术壁垒方面，由于不良资产本身固有的瑕疵，不良资产管理业务专业性要求较高。首先资产尽调、估值和定价能力决定了不良资产收购价格的合理性；其次处置渠道、法务诉讼等方面的实务操作能力决定了不良资产能否快速变现；

再次，资产运作能力和金融服务提供能力决定了债务重组、资产经营或债转股等手段能否顺利实现不良资产的增值。上述专业能力均需要从业务实践中长期累积，因而先入者具备先发优势，可凭借累积的技术获得竞争优势。

相对而言，准入壁垒对不良资产管理公司的保护是短期性的，技术壁垒是长期性的，且技术壁垒将随着业务经验累积而不断增强。整体来看，短期内已进入市场不良资产管理公司仍将受到行业壁垒的保护。

除了政府主导程度高、双周期性明显、行业壁垒高等三大特征外，近年来，银行业竞争格局的变化、不良爆发的区域性特征以及金融创新与金融监管的动态平衡使得不良资产管理公司面临新的机遇和挑战，这些因素在一定程度上促使不良资产管理公司竞争能力加速分化。

首先，随着金融市场改革的深化，银行业竞争格局有所改变，区域性城商行和农商行在银行体系中的重要性有所提升。其中，区域性城商行及农村金融机构因在各自经营区域内具备较强竞争力与较高市场地位，近年来在商业银行中资产占比有所上升。

然而受业务区域和行业集中度较高的影响，区域性城商行和农商行更易受到区域经济波动的影响；加之相较于国有大行和全国性股份行，城商行、农商行风险管理能力相对较弱，因而其不良贷款率及不良贷款增速显著高于银行业平均水平，这为不良资产管理公司提供了新的发展机遇。

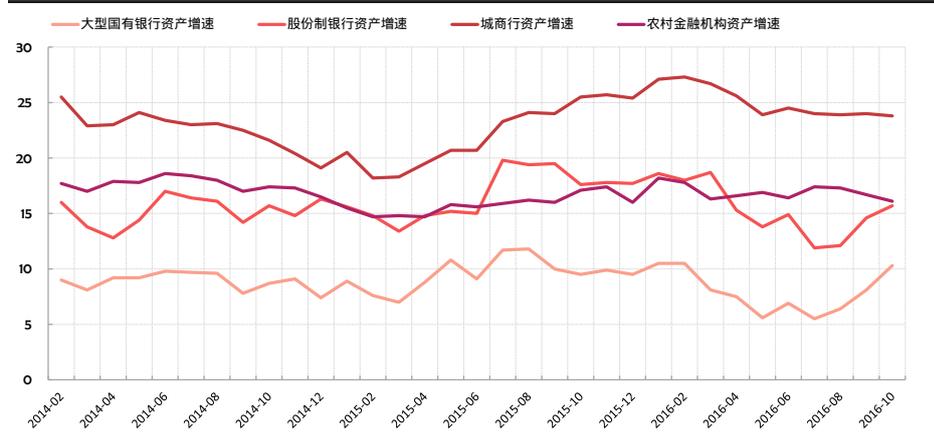
但由于城商行和农商行客户结构较大型国有银行及股份行相对分散，其不良资产更为碎片化，进而加大了清收难度。整体来看，地方性银行不良资产供给规模的上升，对不良资产管理公司而言既是机会也是挑战。

其次，在不良贷款规模全面上升的基础之上，由于区域间发展水平、产业结构和经济环境存在较大差异，不同省市在不良资产供给及处置难度等方面分化较大。整体来看，东部沿海地区经济发达，在四万亿大规模经济刺激期间信贷投放规模较大；产业结构以外向型加工制造业为主，外部需求恶化对其冲击更大；区域内民营经济占比相对较高，抗风险能力相对较弱，企业间担保链关系复杂，风险积聚程度高。

在上述背景下，2012年以来，以浙江为代表的东部沿海省市不良贷款率先集中爆发，截至2015年末浙江、广东、江苏、山东和福建等五省市合计不良贷款余额占总不良贷款额的比重已经接近50%。

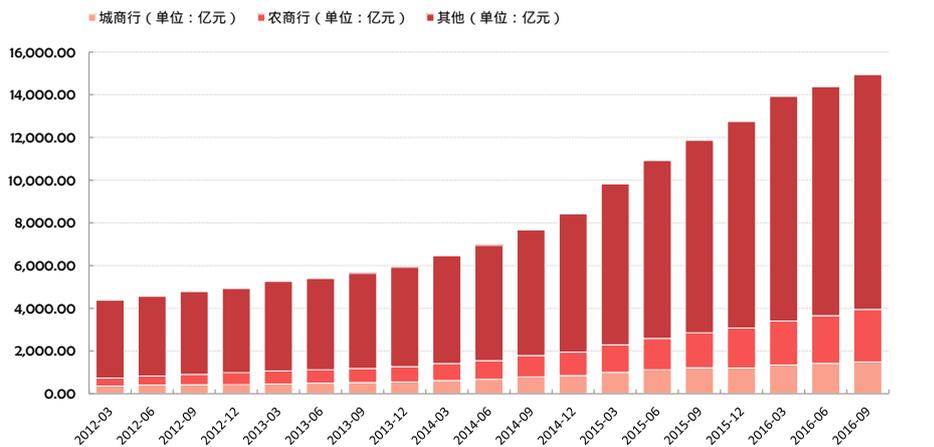
除不良资产供给规模较大外，相较于中西部地区及

图表6 城商行和农村金融机构业务保持高速扩张（单位：%）



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表7 城商行和农商行不良贷款规模及占比上升



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表8 部分省市不良率相对较高（单位：%）



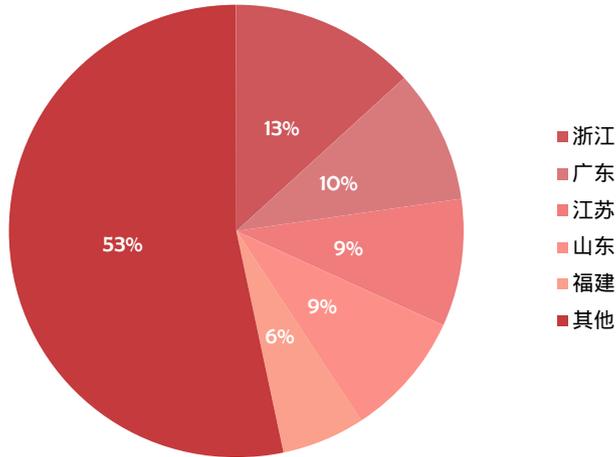
数据来源：wind，新世纪评级整理

东北地区，东部沿海省市经济市场化程度高，内生活力强，市场出清和产业转型速度较快，加之产权保护及法律环境相对较好，因而有碍不良资产处置、变现的因素相对较少。在地方AMC经营区域受限的情况下，充足的不良资产供给和较好的处置环境，不仅为东部沿海省份地方AMC创造了较大的发展空间，同时也更有利于其累积和提升业务能力。但考虑到东部沿海地区系四大AMC传统的业务区域，加之一省一家政策的放开，区域内不良资产管理公司的竞争更趋激烈。

再次，金融创新与金融监管的动态平衡，持续对不良资产管理公司的业务结构形成冲击。一方面，在金融创新的推动下，不良资产处置的方式等趋于多样化，这为不良资产管理公司特别是新成立的地方AMC提供了阶段性、结构性的发展机遇。

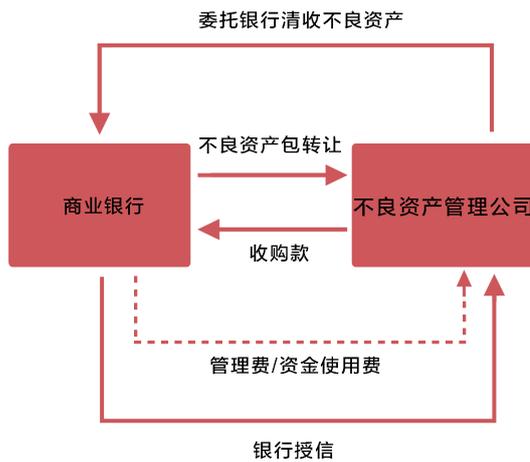
例如，近年来不良资产管理公司常作为银行不良资产处置的通道，通过代持、同业互持或收益权转让等方式帮助商业银行实现不良资产的出表。该类业务风险实际上主要由商业银行承担，不良资产管理公司根据不良

图表9 截至2015年末银行业不良资产区域分布情况



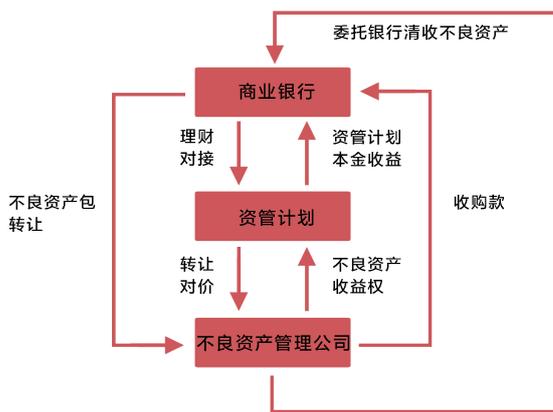
数据来源：wind，新世纪评级整理

图表10 不良资产代持业务模式图



数据来源：根据公开信息整理

图表11 不良资产收益权转让业务模式图



数据来源：根据公开信息整理

资产规模按比例提取管理费，利润空间较为稳定。2016年以前，各类通道业务占新成立的地方AMC业务量的比例较高，该类业务有利于初创地方AMC做大做强，积累业务经验。但由于实质风险并未移出银行体系，该类通道业务存在较大的监管政策风险。

2016年以来，针对不良信贷资产转让业务中存在的风险，银监会连续发布《中国银监会办公厅关于规范金融资产转让业务的通知》（银监办发[2016]56号）和《中国银监会办公厅关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（银监办发[2016]82号），着重限制商业银行通过收益权转让等方式实现不良资产假出表，以防范金融风险。

56号文和82号文之后，不良资产管理公司新增通道

业务规模收缩较为明显。通道业务受限使得部分以通道业务为主的不良资产管理公司面临较大的经营压力和业务转型压力，但也在一定程度上倒逼银行通过市场化方式转让不良资产，有利于商业化业务能力强的不良资产管理公司业务发展。此外，

2016年下半年以来，为实现“防风险、降杠杆”，监管层对于债转股、不良资产证券化等业务的限制有所放松，目前虽然正在探索阶段，预计将给资本及业务能力强的AMC带来新的发展机遇。

目前，不良资产管理行业竞争呈“4+N”的格局，四大AMC作为行业领头羊，拥有较高市场份额，综合实力明显高于地方AMC。地方AMC凭借所在地资源、信息优势在所在省市具备一定的在地优势，但受股东背景、业务结构、经营区域市场环境等因素的影响，抗风险能力分化较为明显。

具体来看，四大AMC实际控制人均为财政部，成立时注册资本均为100亿元，信达、东方股改后注册资本超过300亿，股东背景及资本实力极强。2004年启动商业化转型以来，四大AMC通过新设、收购等方式开始进军银行、证券、保险、信

托等其他金融行业，业务已实现了多元化发展。单就不良资产管理业务看，通过长时间的业务经验累积，四大AMC不良资产业务已经涵盖了从金融企业不良资产到非金融不良资产，从简单处置到债务重组、再到债转股、最后到基于不良资产的经营

图表12 四大AMC控股金融子公司基本情况

公司名称	银行	证券	保险	信托	金融租赁	期货
中国信达	南洋商业银行	信达证券	信达财险、幸福人寿	金谷国际信托	信达金融租赁	信达期货
中国华融	华融湘江	华融证券	—	华融信托	华融金融租赁	华融期货
中国东方	大连银行	东兴证券	中华联合	大业信托	中国外贸金融租赁	东兴期货
中国长城	德阳银行	长城国瑞	长生人寿	长城新盛信托	长城国兴金融租赁	—

数据来源：根据公开信息整理

和投资业务的全产品条线，且业务能力也已经历了完整经济周期的检验。此外，目前只有四大AMC拥有金融牌照，相较地方AMC而言可在法律、税收上得到更多政策支持。

地方AMC综合实力弱于四大AMC，且内部分化较为严重。从成立背景看，地方AMC大致可分为综合性地方AMC和专业性地方AMC两类。综合性地方AMC是在原有区域性国资控股平台或金融控股平台基础上，经省政府及银监会批准同意开展不良资产批量处置业务的地方AMC，如：上海国有资产经营有限公司，重庆渝富资产经营管理集团有限公司。

综合性地方AMC在地方国资系统中重要性强，在获得AMC牌照前已经具备了较

强的资本实力和经营能力，不良资产管理业务只是其多元化业务组合中的一部分，因而相较于新成立的专业性地方AMC而言，综合性地方AMC具备更强的抗风险能力。

专业性地方AMC是指以不良资产批量收购处置业务为主要业务的资产管理公司。目前，地方AMC中专业性地方AMC仍占绝大多数。由于成立时间一般较短，资本实力及业务能力相对较弱，专业性地方AMC的信用质量较四大AMC和综合性地方AMC弱，且内部进一步分化。具体如下：

首先，股东背景差异会影响专业性地方AMC可能获得的外部信用支持水平。

从所有权结构来看，已获批地方AMC涵盖了国有及

国有控股、民营控股以及纯民营等各类所有权结构。相对而言，国有及国有控股的地方AMC相较民营控股以及纯民营的地方AMC与政府关系更为紧密，同地方政府的合作更加顺畅，获取政策支持及业务支持的可能性更高。但在国有及国有控股的地方AMC中，由于所处的层级不同，其得到实质性的支持亦可能也会存在一定的差异。

例如，部分地方AMC直接由财政或国资委持股；部分则是隶属于地方国资平台或金控平台，层级相对较低，获得实质性支持的力度较弱。此外，有部分省市地方AMC采取由地方政府同四大AMC合作设立的模式。在该模式下虽可以利用四大AMC的技术优势，但其长期发展可能要服从于四大AMC的整体战略规划，未来

图表13 部分综合性地方AMC概况(单位:亿元)

公司名称	总资产	所有者权益	参/控股金融企业
上海国有资产经营有限公司	796.72	546.29	国泰君安(26.02%),太平洋保险(5.04%),浦发银行(1.92%),上海农商行(10%)
重庆渝富资产经营管理集团有限公司	1981.57	838.39	西南证券(26.99%),重庆银行(14.75%),重庆农商行(6.77%),三峡担保(50.00%),银海租赁(60.87%),进出口担保(60.00%),重庆市再担保(50.00%)

资料来源：根据公开信息整理（截至2015年末）

发展空间或将受限。

其次，业务结构和业务能力上的分化导致了地方AMC在持续经营及抗风险能力上存在差异。

2015年以前，大部分的地方AMC以通道业务为主，商业化的自行处置业务相对较少；随着2016年以来各项监管政策的推出，通道业务的空间越来越小，不良资产管理公司的可持续发展必须依靠自身的各项专业能力。

从目前的情况看，部分成立时间相对较长且市场化程度高的专业性地方AMC已积累了一定的主动管理业务经验，其运作能力在专业性地方AMC中相对靠前。

再次，所在地市场容量及法律环境上的差异使得专业性地方AMC在发展空间上形成了较大的分化。

由于区域经济体量存在较大的差异，部分地方AMC所在省市贷款总量及不良贷

款供给规模相对较小，加之不同地区对于债权的保护力度上差别较大（实践中部分中西部省市实现不良资产处置的难度很大），从而使得部分省市地方AMC业务空间可能相对较小。

总体看，国内不良资产管理行业仍有较大发展空间，未来一段时间整个行业将处于快速发展期，但我们也关注到：

- （一）不良资产管理行业受监管政策及法律环境变动影响较大，行业未来发展仍面临一定的政策风险；
- （二）由于实际经营时间相对较短，大部分地方AMC业务模式尚未定型，盈利稳定性总体较弱；
- （三）不同省市AMC在当地金融体系中承担的责任及发挥的作用不尽相同，地方政府重视程度和支持力度可能存在较大差异。因此，未来几年，各类AMC尤其地方AMC的信用质量或将出现较大程度的分化。

附录一：截至2016年11月末已获批地方AMC基本情况表

省市	公司名称	成立时间	获批时间	主要股东	注册资本 (实缴)	股权性质
上海	上海国有资产经营有限公司	1999年9月	2014年7月	上海国际集团有限公司(100%)	55.00亿元	国有
江苏	江苏资产管理有限公司	2013年5月	2014年7月	无锡国联发展(集团)有限公司(50%), 无锡市++太湖新城发展集团有限公司(33.33%), 无锡市国有资产监督管理委员会(16.67%)	30.00亿元	国有
浙江	浙江省浙商资产管理有限公司	2013年8月	2014年7月	浙江省国际贸易集团有限公司(100%)	43.75亿元	国有
安徽	安徽国厚金融资产管理有限公司	2014年4月	2014年7月	合肥博雅商贸有限公司(49%) 上海东兴投资控股发展有限公司(20%) 深圳市朗润集团有限公司(21%) 芜湖厚实商贸有限公司(10%)	10.00亿元	混合所有制, 大股东民营
广东	广东粤财资产管理有限公司	2006年9月	2014年7月	广东粤财投资控股有限公司(100%)	30.00亿元	国有
北京	北京市国通资产管理有限责任公司	2005年2月	2014年11月	北京市国有资产经营有限责任公司(100%)	10亿元	国有
天津	天津津融投资服务集团有限公司	2013年7月	2014年11月	天津市泰达国际控股(集团)有限公司(34.30%), 天津市人民政府国有资产监督管理委员会(65.70%)	29.16亿元	国有
重庆	重庆渝富资产经营管理集团有限公司	2004年2月	2014年11月	重庆市国有资产监督管理委员会(100%)	100亿元	国有
福建	福建省闽投资产管理有限公司	2008年11月	2014年11月	福建省投资开发集团有限责任公司(100%)	15.00亿元	国有
辽宁	辽宁省国有资产经营有限公司	2006年3月	2014年11月	辽宁省国有资产监督管理委员会(100%)	10.00亿元	国有
山东	山东省金融资产管理股份有限公司	2014年12月	2015年7月	山东省鲁信投资控股集团有限公司(30.54%), 幸福人寿保险股份有限公司(15.76%), 济南财金投资有限公司(15.76%), 青岛城市建设投资(集团)有限责任公司(15.76%), 山东国泰实业有限公司(15.76%), 威海市国有资本运营有限公司(4.93%); 临沂城市建设投资集团有限公司(1.48%)	20.30亿元	国有
湖北	湖北省资产管理有限公司	2015年2月	2015年7月	湖北省宏泰国有资产经营有限公司(71%), 武汉都市产业投资发展有限责任公司(19%), 利和集团有限公司(10%)	10.00亿元	混合所有制, 国有控股
宁夏	宁夏顺亿资产管理有限公司	2015年4月	2015年7月	拉萨经济技术开发区碧景创业投资合伙企业(有限合伙)(88.24%)	未披露实缴资本(认缴资本102亿元)	混合所有制, 民营控股
吉林	吉林省金融资产管理有限公司	2015年2月	2015年7月	宏运集团有限公司(80%), 吉林省金融控股集团股份有限公司(20%)	10.00亿元	混合所有制, 民营控股
广西	广西金控资产管理有限公司	2013年6月	2015年7月	广西金融投资集团有限公司(80%), 国寿财富管理有限公司(10%), 华能贵诚信托有限公司(10%)	30.00亿元	国有
内蒙古	内蒙古金融资产管理有限公司	2015年6月	2015年7月	内蒙古自治区财政厅(24.27%), 包头市财政局(9.71%), 呼和浩特市财政局(9.71%), 鄂尔多斯市财政局(9.71%), 赤峰市财政局(9.71%)	20.60亿元	国有
河南	中原资产管理有限公司	2015年8月	2015年10月	河南省财政厅(20%), 深圳华强弘嘉投资有限公司(15%) 郑州发展投资集团有限公司(15%), 重庆康达投资有限公司(15%), 河南省农业综合开发公司(15%), 百瑞信托有限责任公司(10%)	10.68亿元	国有

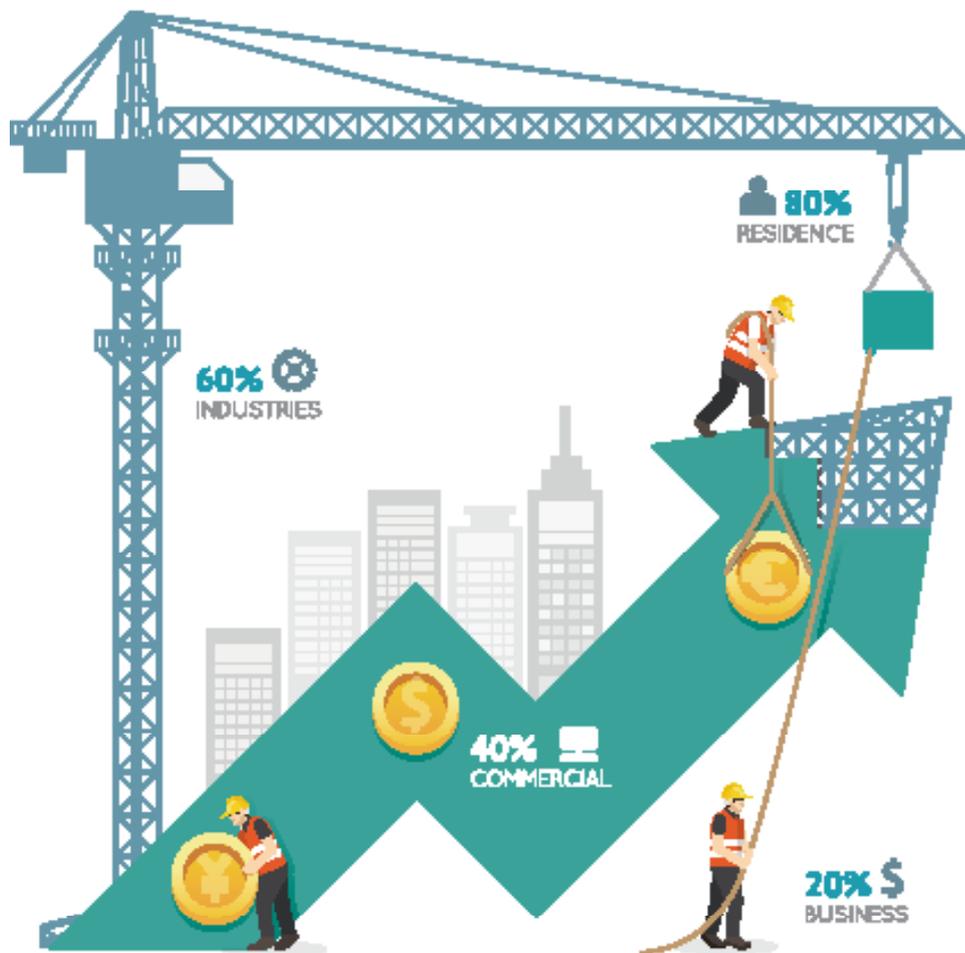
附录一：截至2016年11月末已获批地方AMC基本情况表

省市	公司名称	成立时间	获批时间	主要股东	注册资本 (实缴)	股权性质
四川	四川发展资产管理有限 公司	2015年1月	2015年12月	四川发展(控股)有限责任公司(75%),四川省国有资产经营投资管理有限责任公司(20%),四川富润企业重组投资有限责任公司(10%)	10.00亿元	国有
浙江	光大金瓯资产管理有限 公司	2015年12月	2016年11月	中国光大投资管理有限责任公司(35%),中国光大集团股份公司(20%),温州市金融投资集团有限公司(35%),温州市工业投资集团有限公司(10%)	10.00亿元	国有
河北	河北省资产管理有限公 司	2015年11月	2015年12月	河北建设投资集团有限责任公司(65.3%),华夏幸福基业控股股份公司(27.2%)	10.00亿元	混合所有制,国有控股
江西	江西省金融资产管理股 份有限公司	2016年2月	2016年5月	兴铁资本投资管理有限公司,江西省金融控股集团 有限公司,江西光明投资有限公司,江西中投电力设 备有限公司	未披露实收资 本信息(认缴资 本合计13.00亿 元)	混合所有制,国 有控股
陕西	陕西金融资产管理股份 有限公司	2016年8月	2016年8月	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会、陕西省 国际信托股份有限公司、长安国际信托股份有限公 司、中信证券股份有限公司等(尚未披露认缴比例)	未披露实收资 本信息(认缴资 本合计45.09亿 元)	混合所有制,国 有控股
山东	青岛市资产管理有限公 司	2015年9月	2016年3月	青岛国际投资有限公司(100%)	未披露实收资 本信息(注册资 本10.00亿元)	未披露
青海	华融昆仑青海资产管理 股份有限公司	2016年6月	2016年11月	青海泉汪投资管理有限公司,格尔木投资控股有限 公司,杭州汇通华源投资合伙企业(有限合伙,实际 控制人为中国华融)(尚未披露认缴比例)	未披露实收资 本信息(注册资 本10.00亿元)	国有
山西	华融晋商资产管理股份 有限公司	2016年2月	2016年10月	北京华融晋商投资中心(有限合伙,实际控制人为中 国华融),山西省财政资产管理有限公司,山西金融 投资控股集团有限公司等(尚未披露认缴比例)	未披露实收资 本信息(注册资 本30.00亿元)	国有
西藏	海德资产管理有限公司	2016年6月	2016年10月	海南海德实业股份有限公司(100%)	未披露实收资 本信息	民营
湖南	湖南省资产管理有限公 司	2015年12月	2016年8月	湖南财信金融控股集团有限公司(100%)	10.00亿元	国有
甘肃	甘肃资产管理有限公司	2016年3月	2016年10月	甘肃省国有资产投资集团有限公司(50.4%)	未披露实收资 本信息	混合所有制,国 有控股
上海	上海睿银盛嘉资产管理 有限公司	2015年6月	2016年10月	中企融信(北京)投资有限公司,上海市嘉定区国有 资产经营(集团)有限公司,上海国安环境开发集团 有限公司,上海希宝实业有限公司,上海淘派国际贸 易有限公司,深圳市鹏城和君科技有限公司。	未披露实收资 本信息(注册资 本10.00亿元)	混合所有制,民 营控股
黑龙江	黑龙江省嘉实龙昇金融 资产管理有限公司	2016年6月	2016年10月	嘉实资本管理有限公司,嘉创投资管理有限公司,中 晟合银资产管理(北京)有限公司,黑龙江文化产业 投资控股集团有限公司,深圳市尚瑞投资发展有限 公司(尚未披露认缴比例)	未披露实收资 本信息(注册资 本10.00亿元)	混合所有制企业

资料来源：国家企业信用信息公示系统

# 公司债发行利差的结构及影响因素研究

■ 周美玲 王衡 杜永康/文



债券市场中，公司债的发行利差一般定义为票面利率与同期限无风险利率（银行间国债到期收益率）的差值，即企业债务融资相对于无风险利率所需要附加的风险报酬，这直接反应了企业的发债融资成本和债券投资者的收益，是交易双方最为关注的

内容之一。因此，研究公司债发行利差的结构及其影响因素，既可为发债企业设计和选择适合债券种类提供支持，也有助于投资机构选择合适的债券进行投资。

本文以无风险利率的期限结构为切入点，分别对公司债发行利差的期限结构和风险结构进

行分析，揭示企业融资成本的总体水平和变化方向；同时，从宏观经济、公司资质和债券属性三个方面探究各主要因素对公司债发行利差有怎样的影响，为发行人提供债务融资、投资者从事债券投资和监管部门加强债券管理提供一定的参考依据。

# 1 样本说明及无风险利率的期限结构

## （一）样本说明

本文从2007年9月24日第一只公司债发行计息开始，到2016年10月31日截止，选取了1646只公司债，剔除未上市、发行期限为1.5年期以及无效债券样本，共获得可供研究的公司债样本1538只。

## （二）无风险利率的期限结构

无风险利率是指将资金投入于某一项没有任何风险的投资对象而能得到的利息率，国债由国家发行，具有最高的信用等级，投资风险趋近于0，故可将国债到期收益率作为无风险利率的替代指标。一般来说，不同期限国债的年化到期收益率是不

同的，我们可以得到2013-2016年无风险利率的期限结构变化图（图表1）。

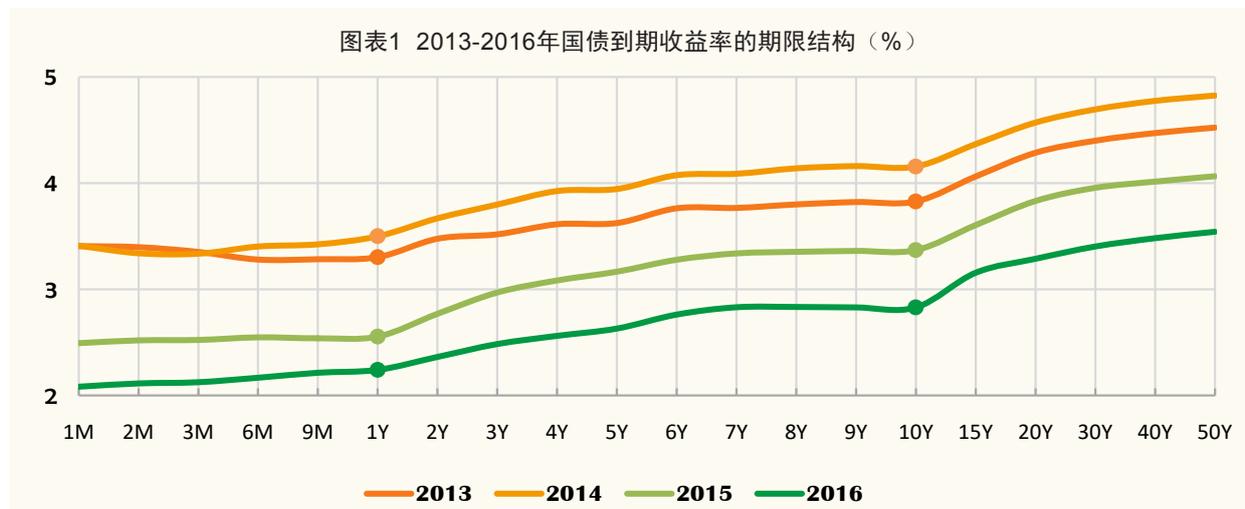
总体上，2013年各期限利率基本都小于2014年，2014~2016年度各期限利率变化具有同步性，期限利率曲线均是逐渐下移，最具代表性的是2016年1年期和10年期国债收益率要比2014年分别下降125bp和132bp，也就是说，2016年无风险利率正处于近年来的最低点。

无风险利率期限结构的这种表现主要是受到过去两年来央行多次采取降准降息的政策的影响。而对于未来的货币政策，可能会以配合供给侧改革为主，货币宽松程度将弱于2014~2015年，或者说将逐步的回归到中性

稳健的货币政策，预计2017年以后的年度无风险利率曲线可能上移。

国债收益率曲线向右上方倾斜，呈现出货币的时间价值特征，但收益率曲线随时间变化并不具有连续性，部分时期会出现跳跃、凹陷的情形，这主要跟每年的货币政策以及市场流动性有关。期限小于1年期的国债到期收益率曲线形状相对平坦，即短期限国债的期限溢价差别不大；期限介于1年期和10年期间收益率曲线向右上方倾斜，具有一定的斜率，能较好的体现不同期限国债的不同溢价；10年期以上国债收益率曲线右上方倾斜的斜率最大，但由于该期限区间的国债品种、发行规模和交易量均较少，本文认为难以真实地反映市场资金供求关系。

图表1 2013-2016年国债到期收益率的期限结构（%）



资料来源：wind，新世纪评级；2016代表日期为2016/1/1-2016/10/31

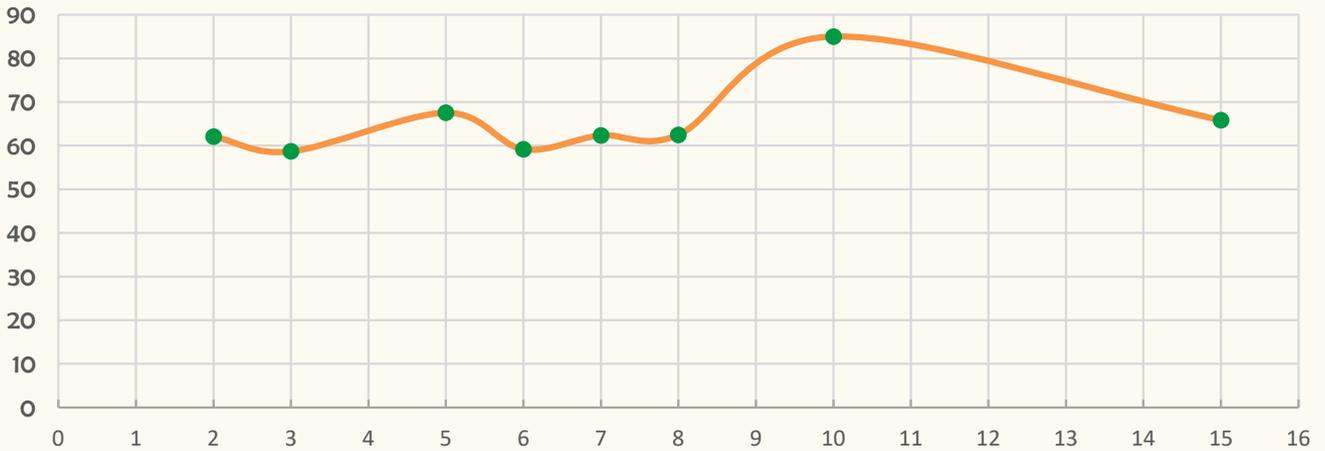
## 2 公司债发行利差的期限结构

发行利差的期限结构是指在某一时点上，不同期限债券的发行成本与到期期限之间的关系，反映了不同期限资金的成本变化，揭示了融资的总体水平和变化方

向及投资者对不同期限债券的不同风险回报要求，为发行人提供债务融资、投资者从事债券投资和监管部门加强债券管理提供可参考的依据。

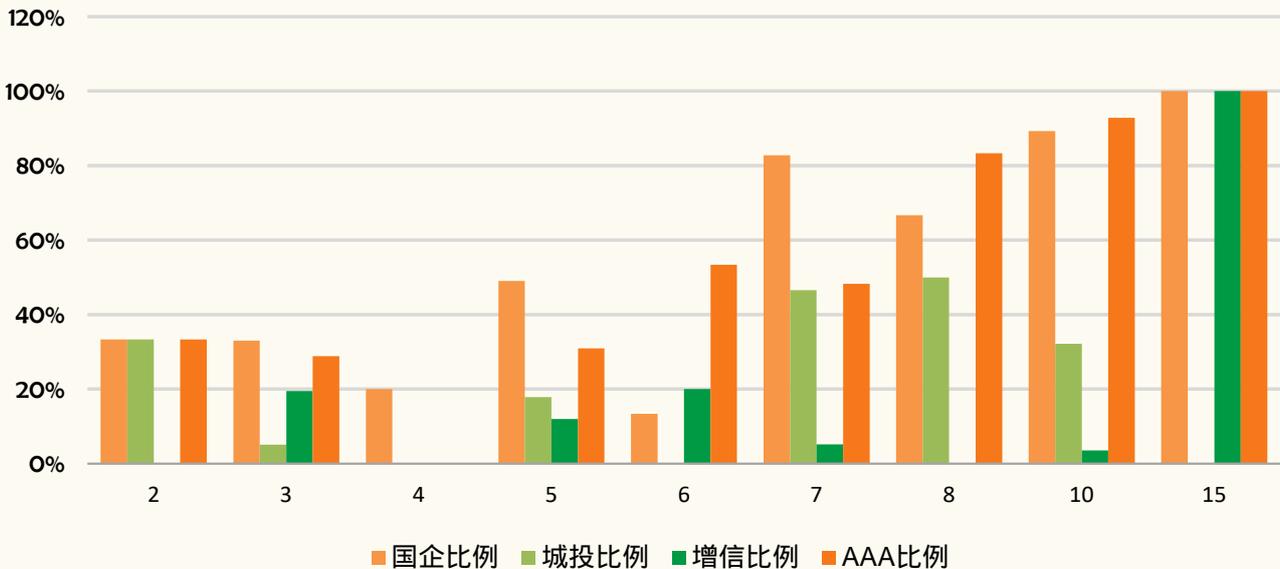
为保证结论的严谨性和有效性，考虑到债项等级AAA级公司债只数占比最大（32%），共491只，本文选取AAA级公司债为发行利差期限结构分析的样本。

图表2 2016年1-10月AAA级公司债发行利差的期限结构（bp）



资料来源：wind，新世纪评级；横轴表示发行期限，纵轴表示发行利差

图表3 2016年各发行期限不同属性债券当年占比分布图



资料来源：wind，新世纪评级；横轴表示发行期限，纵轴表示占比

### （一）2016年1-10月发行利差的期限结构特征

一般来说，资金具有时间价值，且当其他条件相同时，时间越久，时间价值越大，也就是说，短期债务的名义利率要低于长期债务的名义利率，即公司债发行利差的期限结构曲线应是向上倾斜的。然而，现存的公司债数据并未完全展示这种规律，其发行利差的期限结构整体上呈驼峰状（图表2），5年期发行利差均值高于2年、3年、6年、7年和8年期的，15年期与5年期发行利差均值相差不大，却均低于10年期发行利差均值。

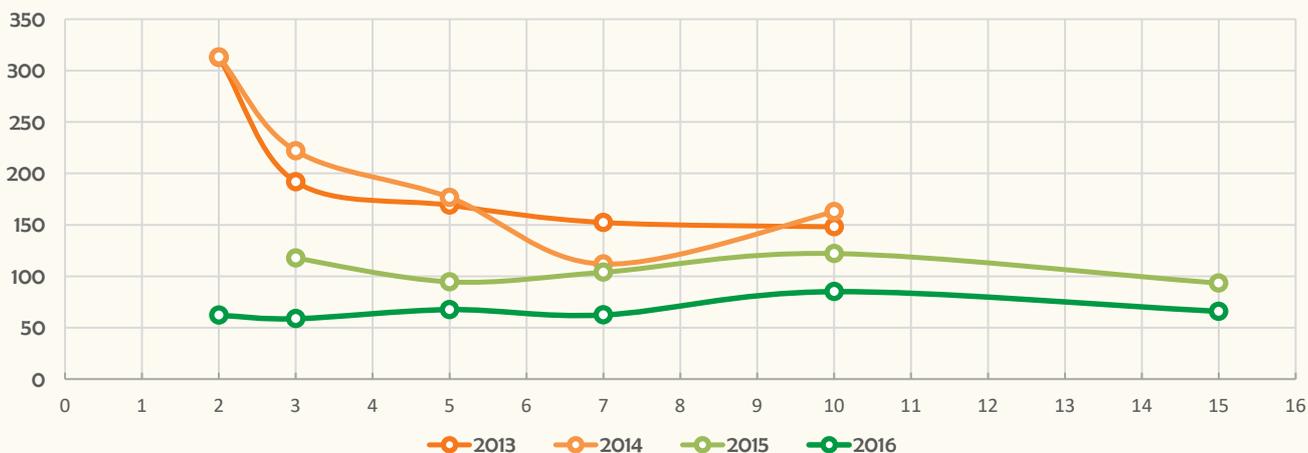
这种公司债发行利差无视长端基准利率的上升而走低的现象表明，融资成本的

高低不仅与时间有关，还会受相应的主体企业属性、增信方式、城投属性、税收优惠和提前偿还兑付等的影响（图表3）。对样本公司债相关属性的分析发现，7年期以上长限公司债67%以上都是由国企发行；发行期限越长，债项评级为AAA级占同期限债券比例越高，有增信方式的比例也越高。尤其是15年期公司债，其增信比例高达100%，所以才有国企发行的具有增信措施的高等级15年期公司债融资成本最终与5年期不相上下。另外，由于7年期和8年期城投债比例均高于5年期债券城投比例，才会出现5年期发行利差高于7年期和8年期的情况。

### （二）各年度期限结构的动态变化特征

从AAA级公司债发行利差期限结构的年度变化规律来看（图表4），其与无风险利率年度期限结构变化类似，2013年与2014年各期限发行利差较为接近；除7年期外，2014年各期限发行利差最高；而2015年、2016年各期限发行利差均是持续走低，这表明，近两年公司债的融资成本较低。再者，纵向来看，各年期发行利差逐年下降，2016年3年期、5年期、7年期和10年期公司债发行利差相较2013年分别下降130bp、100bp、90bp和70bp，期限越短，下降幅度越大，即短期融资成本较长期融资成本下降明显，这也从侧面反映出短期

图表4 AAA级公司债发行利差的年度期限结构（bp）



资料来源：wind，新世纪评级；2016代表日期为2016/1/1-2016/10/31

利差较易受当期货币政策和市场流动性的影响。

就2016年前三季度而言，AAA级公司债发行利差波动较大，第二季度各期限发行利差均大于第一、第三季度，即2016年公司融资成本先急剧上升，然后迅速下降（图表5）。与此同时，公司信用类债券发行量也一度出现明显下降，4月份更是有接近千亿规模信用债推迟或取消发行，相比第一季度1.7万亿的发行量，第二季度和第三季度发行量出现锐减，分别为1.2万亿和1.3万亿。

这主要是因为2016年第二季度违约事件频发，信用风险集中暴露，对信用债市场造成了短期的巨大冲击，投资者情绪恐慌，投资相对谨慎，融资成本增加；而到了2016年第三季度，信用事件出现频次明显下降，市场环境逐渐改善，再加上大类资产配置对债券的需求旺盛，第三季度发行利差开始回落，融资成本下降。

### 3 公司债发行利差的风险结构

按照资本资产定价模型，任何一种资产的收益都等于无风险利率加风险溢价，风险溢价与风险偏好和资产风险有关，本文所研究的发行利差即是资产的风险溢价。资产风险主要跟信用风险和流动性相关，一般而言，有违约风险的债券总是存在正的风险溢价，且风险溢价随违约风险的增加而上升；资产的流动性越高，将它变成现金时所受的损失就小，风险溢价就越小。

因此，即便两只具有相同到期期限的债券，其收益率仍会有不同，这是因为债券的风险级别不同。例如两只5年期债券，一个属于AAA级，另一个属于AA级，那么它们的收益率会有所不同，同样地，在进行发行定价时发行利差也会不同。接下来本文就具有相同发行期限但不同风险级别的公司债发行利差进行研究，我们称这种关系为发行利差的风险结构。

为保证结论的严谨性和有效性，考虑到5年期公司债发行数量占比最大（62.61%），共963只，本

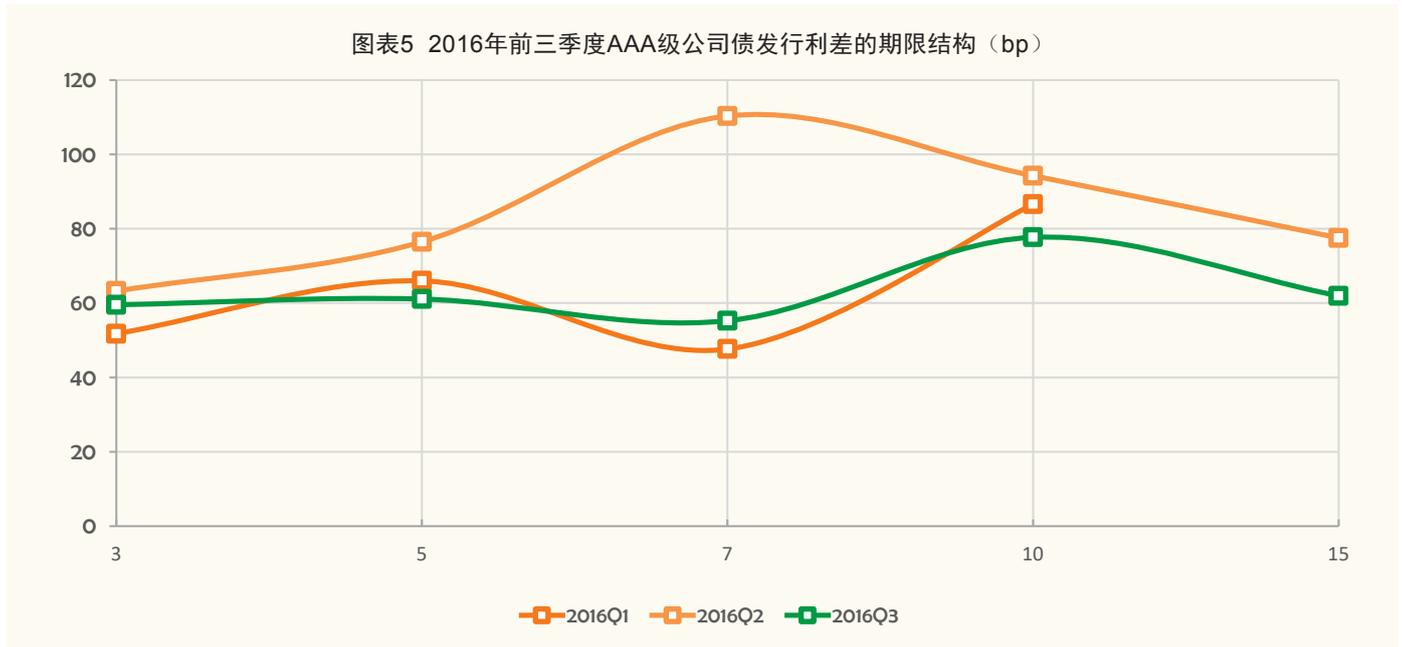
文选取5年期公司债进行发行利差的风险结构分析。

#### （一）2016年前三季度公司债发行利差的风险结构特征

理论上，公司信用级别与发行利差之间存在反向关系，即信用级别越高，发行利差越小，公司融资成本越低。对比2016年前三季度的情况发现，AA级和AA+级公司债波动幅度明显大于AAA级，且AA级公司债发行利差最大，AA+级次之，AAA级最小，即AAA级公司债融资成本最低（图表6）。

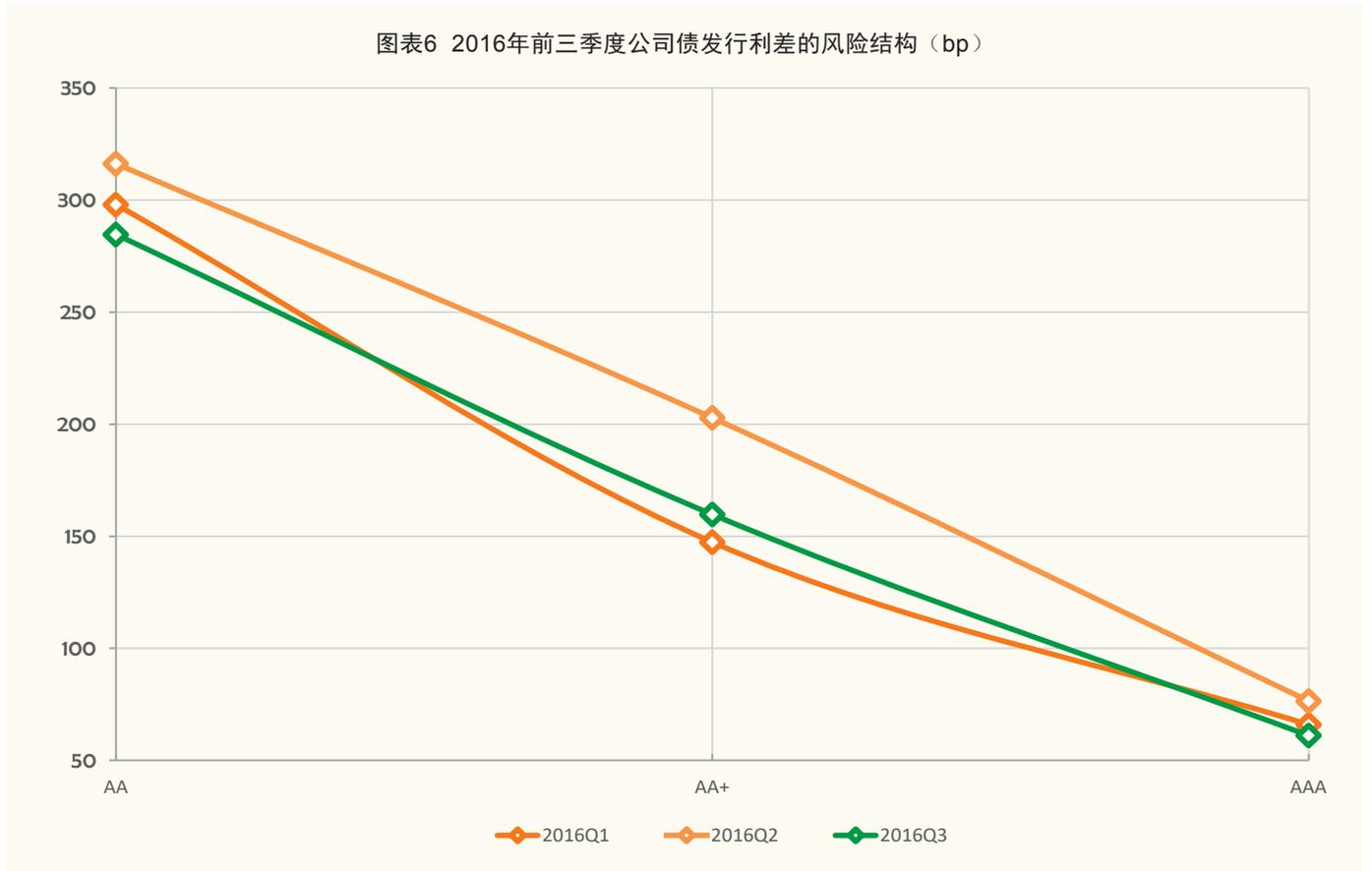
AA级和AA+级公司债发行利差先上升后下降，最终，AA级发行利差第三季度比第一季度下降14bp，AA+级第三季度却比第一季度上升了13bp；而AAA级公司债发行利差则变化不大。这说明AA级和AA+级公司债的融资成本均经历了先上升后下降的过程，而AAA级公司债抗风险能力较AA级和AA+级强，融资成本虽然有小幅下降，但变化不大，这从侧面反映了我国信用评级市场对公司债具有一定的区分度。

图表5 2016年前三季度AAA级公司债发行利差的期限结构 (bp)



资料来源: wind, 新世纪评级; 横轴表示发行期限, 纵轴表示占比

图表6 2016年前三季度公司债发行利差的风险结构 (bp)



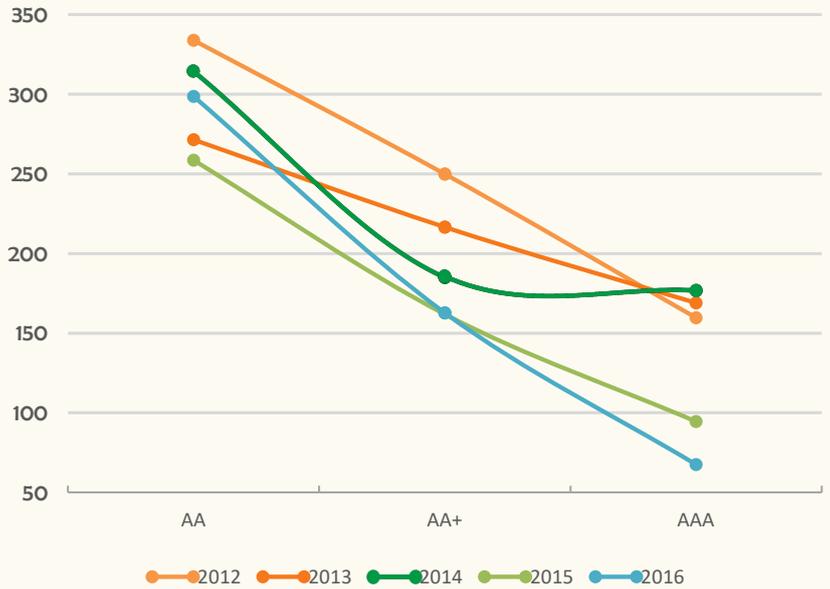
资料来源: wind, 新世纪评级

## （二）各年度发行利差风险结构的动态变化特征

从更长的时间维度观察发行利差风险结构变化发现，风险结构曲线近年来变得越来越陡峭，2016年的斜率最大（图表7）；各信用级别间发行利差的评级利差走扩，区分度增强，2016年评级利差达到近年来的最大（图表8），尤其是AAA级与AA级间的发行利差在2016年高达230bp。这表明，不同信用级别公司债的识别度在增大，公司债在逐渐分层，反映出我国债券信用评级市场正在逐步走向多层次差异化。

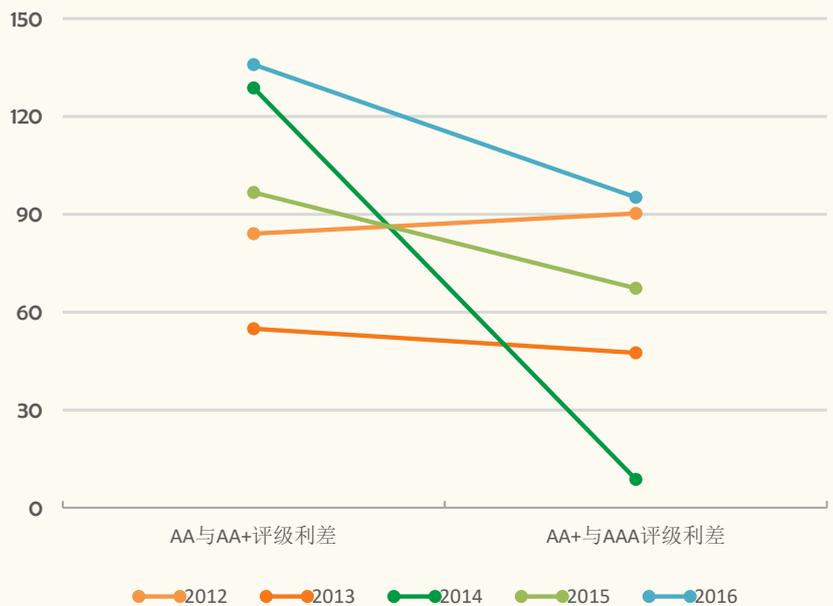
AA级公司债发行利差近5年的变化情况是下降、上升、再下降、再上升，波动较为剧烈。这表明AA级公司债抗风险能力较弱，易受市场环境波动的影响。AA+级债券在2012年之后的三年里逐年下降，直到近两年维持160bp的水平，表明AA+级公司债近年来发行成本在下降。AAA级公司债在2014年前维持在170bp左右，经过两年的下降，最终发行利差在60~70bp，即AAA级公司债近年来发行成本在下降，且最低。综上所述，AA级公司债风险波动最大，而AA+和AAA级则表现较为稳定，抗风险能力较强，从侧面反映出我国评级机构给出的评级具有很高的可信度。

图表7 5年期AAA级公司债发行利差的风险结构（bp）



资料来源：wind，新世纪评级；2016代表日期为2016/1/1-2016/10/31

图表8 5年期AAA级公司债发行利差的评级利差（bp）



资料来源：wind，新世纪评级；2016代表日期为2016/1/1-2016/10/31

## 4 公司债发行利差的影响因素分析

### （一）变量选择和实证模型

针对前文关于发行利差期限结构的分析，本文从影响发行利差的宏观经济、企业资质和债券属性三个方面选取相关变量，各变量具体说明如图表9所示，研究样本为前述1538只公司债。

于是，根据所选变量，构建发行利差的影响因素模型，实证模型为：

$$\begin{aligned}
 LC = & \alpha + \beta_1 GDP + \beta_2 CPI + \beta_3 M2 \\
 & + \beta_4 SZ + \beta_5 GSZ + \beta_6 ROE + \beta_7 CF \\
 & + \beta_8 CS + \beta_9 DPA + \beta_{10} Rf + \beta_{11} E \\
 & + \beta_{12} T + \beta_{13} A + \beta_{14} CT + \beta_{15} R + \sigma
 \end{aligned}$$

其中， $\alpha$  为常数项， $\beta_i, i=1,2,\dots,15$  为回归系数， $\sigma$  为随机误差项。

图表 9 各变量的分类选取、计算与符号

	变量	变量说明	符号
利差	发行利差	票面利率-起息日同日同期限国债利率	LC
宏观经济	国内生产总值	国内生产总值增速	GDP
	通货膨胀	居民消费者价格指数	CPI
	货币供应量	货币供应量M2	M2
	上证综指	上证综合指数	SZ
	公司债指	上证公司债指数	GSZ
企业资质	净资产收益率	净资产收益率ROE	ROE
	现金流量	经营活动现金流量净额/营业收入*100	CF
	资产负债率	资产负债率*100	CS
	偿债能力	经营活动现金流量净额/负债合计*100	DPA
债券属性	起息日国债	起息日国债利率*100	Rf
	发行规模	发行规模(亿)	E
	发行期限	发行期限(年)	T
	企业性质	发行人企业性质: 国企为1, 否则为0	A
	是否城投	是否城投债: 城投债为1, 否则为0	CT
	债项等级	AAA为3, AA、AA+为2, 其余为1	R

资料来源: wind, 新世纪评级

图表10 全样本和分债项等级样本影响公司债发行利差的因素

	变量	全样本	AAA	AA+	AA
宏观经济	国内生产总值	-15.98*	-5.15	-25.11	-21.82
	通货膨胀	-2.36	-10.60***	6.54	2.91
	货币供应量	2.16	-1.92	2.33	11.84**
	上证综指	-0.02***	-0.02***	0.01	-0.03***
	公司债指	-2.62***	-2.38***	-3.72***	-0.61
公司资质	净资产收益率	-2.13***	-0.84**	-3.17***	-0.87
	现金流量	0.01**	0.01	0.01***	0.01
	资产负债率	0.43***	0.25**	0.44**	0.80***
	偿债能力	-0.50***	-0.18	-0.95**	-0.44*
债券因素	起息日国债	-28.51*	2.71	-25.56	-39.06
	发行规模	-0.87***	-0.27***	-1.39***	-1.59**
	发行期限	-5.95***	-3.06***	-3.69	-11.86***
	企业性质	-100.75***	-28.76***	-94.54***	-95.40***
	是否城投	-29.24***	-5.33	-24.73**	-45.33***
	债项等级	-89***	—	—	—
	R平方	0.55	0.54	0.43	0.30

资料来源：wind，新世纪评级

注：\*代表在10%的显著性水平下通过检验；\*\*代表在5%的显著性水平下通过检验；\*\*\*代表在1%的显著性水平下通过检验，下同。

## （二）全样本数据分析

从全样本数据回归结果来看，就通过1%显著性水平检验的变量而言，仅有资产负债率与发行利差呈正相关，其他变量均与发行利差呈负相关（图表10）。

**宏观经济：**上证综合指数、公司债指与发行利差显著呈反比，即股票指数、上证公司债指数的走高会降低企业的发债成本，表明金融市场的繁荣可以为企业融资提供一定便利，降低企业的融资成本。

**公司资质：**净资产收益率和偿债能力系数在1%的

显著性水平下显著为负，意味着公司的盈利能力和偿债能力越强，发行利差越低，融资成本越低；资产负债率系数在1%的显著性水平下显著为正，即资产负债率每提高1%，发行利差就会上升0.43%，表明高负债的资本结构会对企业融资造成负面影响，推高融资成本。

**债券属性：**发行规模、发行期限、企业性质、是否城投和债项等级的回归系数均在1%的显著性水平下显著为负，这说明公司债发行规模越大、期限越长、由国企发行、具有城投属性，债项评级越高，其发行利差越低，融资成本越低。

分债项等级的回归结果显示：

1. 在1%的显著性水平下，通货膨胀回归系数仅对AAA级显著为负，即通货膨胀走高时，AAA级公司债发行利差则会走低，这是因为当年通货膨胀越高，货币保值增值的需求就越强，高等级收益债就越受欢迎，相应发行利差就会走低；

2. 发行期限仅对AA+级公司债发行利差影响不显著；

3. 上证综指和发行期限对AAA级和AA级公司债发行利差均有显著的负向影响，

而对AA+级公司债发行利差影响不显著；

4.公司债指和发行规模对AAA级和AA+级公司债发行利差均有显著负向影响，而对AA级公司债发行利差影响不显著；

5.企业性质对所有信用等级企业均有显著影响；

6.净资产收益率和现金流量仅对AA+级公司债发行利差有显著影响；

7.是否城投仅对AA级公司债发行利差有显著影响，这是因为城投属性对低等级公司债有很强的增信作用。

### （三）分行业发行利差影响因素分析

从分行业的回归结果来看，不同行业影响发行利差的因素并不完全相同（图表11）。在10%的显著性水平下，企业性质和债项等级对所有行业发行利差均有显著影响，且都是负向作用，表明债项等级越高，国企属性越强，公司债发行利差越小。下面分析各行业显著影响发行利差的其他影响因素。

制造业：国内生产总值、公司债指、净资产收益率、发行规模这四个因素对制造业发行利差均有显著负向影响；而

货币供应量对制造业融资成本有显著正向作用。

批零售业：仅有资产负债率与批零售业发行利差呈显著正向关系。

交通仓邮：上证综指对交通仓邮发行利差有显著负向影响；而净资产收益率和发行规模对其有显著负向影响。

建筑业：货币供应量和资产负债率均对建筑业发行利差有显著的负向影响。

房地产：净资产收益率、起息日国债利率、发行规模和是否城投均对房地产发行利差有显著的负向作用。

图表11 不同行业影响公司债发行利差的因素

	变量	制造业	批零售业	交通仓邮	建筑业	房地产	电热燃水	采矿业
宏观经济	国内生产总值	-42.90***	-19.25	0.64	-12.35	63.28	0.16	-49.69*
	通货膨胀	8.59	-22.62	2.23	18.23	-32.78	3.61	1.24
	货币供应量	10.26**	-14.24	2.11	21.27*	-21.45	0.09	-12.50
	上证综指	-0.01	-0.02	-0.04***	0.01	-0.01	-0.03***	0.01
	公司债指	-2.49***	-3.99	-1.86	0.46	-2.59	-1.52*	-8.72***
公司资质	净资产收益率	-2.67***	1.21	-1.97*	-2.74	-1.86**	-0.27	-9.77***
	现金流量	0.07	0.69	-0.13	0.01	-0.08	-0.05	-0.09
	资产负债率	0.20	1.16*	0.26	1.02**	0.44	0.31	1.44*
	偿债能力	-0.56*	-2.00	0.76	-0.54	0.32	-0.99	-0.06
债券因素	起息日国债	20.42	48.55	30.71	102.5	-135**	-37.47	-128***
	发行规模	-1.62***	-1.58	-1.13*	-0.45	-1.60***	46.04	-0.61**
	发行期限	-8.55**	-5.85	-0.65	-8	0.13	-0.64	-1.5
	企业性质	-81***	-136***	-147***	-151***	-103***	-152***	-167***
	是否城投	5.72	-2.27	-0.94	-51	-46**	4	-6
	债项等级	-73***	-40**	-58***	-73**	-138***	-44***	-62**
	R平方	0.41	0.61	0.66	0.73	0.54	0.77	0.78

资料来源：wind，新世纪评级

电热燃水：仅有上证综指和公司债指数对电热燃水发行利差有显著的负向作用，即金融系统的繁荣会减轻该行业的融资负担。

采矿业：国内生产总值、公司债指数、净资产收益率、起息日国债和发行规模对采矿业发行利差有显著的负向作用；而资产负债率则有正向影响。

#### （四）评级机构间的利差影响因素分析

从评级机构的角度来看，不同评级机构所评公司债发行利差的影响因素也存在一定差别（图表12）。

在10%的显著性水平下，企业性质和债项等级均会显著影响所有评级机构所评公司债的发行利差，这说明各评级机构对公司债的信用评级具有一定的客观性，对公司债的发行利差有一定的指导作用；除了大公以外，资产负债率均会显著影响其他评级机构所评公司债的发行利差，为正向作用；除东方金诚外，发行规模均会显著影响其他评级机构所评公司债的发行利差，为负向作用。其他机构与影响因素之间的关系有：

大公：上证综指和净资产收益率对大公所评公司债的发

行利差有显著的负向影响；

东方金诚：除资产负债率、企业性质和债项等级之外，其他因素对东方金诚所评公司债的发行利差均无显著影响；

联合评级：公司债指、净资产收益率和城投属性对联合评级所评公司债的发行利差有显著的负向影响；

鹏元：偿债能力和城投属性对鹏元所评公司债的发行利差有显著的负向影响；

新世纪评级：公司债指和净资产收益率对新世纪评级所评公司债的发行利差有

图表12 不同评级机构所评公司债发行利差的影响因素

	变量	大公	东方金诚	联合评级	鹏元	新世纪评级	中诚信证评
宏观经济	国内生产总值	13.39	-190.9	-7.3	-34.47	-32.75	-19.89
	通货膨胀	-12.14	143.73	-1.86	-0.56	3.95	0.12
	货币供应量	0.71	38.21	-4.5	14.04	7.48	4.57
	上证综指	-0.04**	0.03	-0.02	-0.03	0.01	-0.01
	公司债指	-1.1	-6.2	-3.5***	-1.4	-3.4**	-2.3***
公司资质	净资产收益率	-1.6*	-2.1	-2.6***	-1.5	-2.6***	-1.6**
	现金流量	-0.06	-0.42	0.01	0.26	0.01	0.01***
	资产负债率	-0.18	1.36*	0.49**	0.86**	1.14***	0.34*
	偿债能力	-0.57	-0.42	0.25	-0.80**	-0.99	-0.62*
债券属性	起息日国债	-29.32	195.92	-11.62	-22.5	-5.12	-35.09
	发行规模	-2.55***	-3.07	-0.69***	-4.28***	-1.40**	-0.75**
	发行期限	-1.63	-22.21	-5.20*	-10.45	-4.84	-6.75**
	企业性质	-143***	-118***	-117***	-60***	-105***	-62***
	是否城投	-38	28	-33**	-71**	-9	-20***
	债项等级	-82***	-172**	-89***	-56*	-49***	-76**
	R平方	0.64	0.57	0.56	0.45	0.61	0.55

资料来源：wind，新世纪评级

显著的负向影响；

中诚信证评：公司债指、净资产收益率、发行期限和城投属性对中诚信证评公司债的发行利差有显著的负向影响，不同寻常的是现金流量对中诚信证评公司债的发行利差有着显著的正向影响；

#### （五）不同规模、期限公司债发行利差影响因素分析

从发行规模角度，本文以发债规模10亿元作为门槛值，分别对规模超过10亿元和10亿元及其以下公司债样本进行回归分析（图表

13）。得到的结论有：

1.在10%的显著性水平下，除对两类样本均有显著影响的因素外，国内生产总值、货币供应量和现金流量对不同规模公司债的发行利差均无显著影响；

2.通货膨胀对规模超过10亿元公司债发行利差有显著的负向影响，对规模小于等于10亿元公司债发行利差无显著影响，这说明通胀走高时，规模超过十亿元的公司债融资成本较低；

3.偿债能力对规模小于等于10亿元公司债发行利差有显

著负向影响，对规模超过10亿元公司债发行利差无显著影响，这说明小规模公司债偿债能力越强，发行利差越低。

从3年期、5年期和7年期公司债回归结果来看（图表13），得到的结论有：

1.在10%的显著性水平下，企业性质和债项等级均对各期限公司债发行利差有显著负作用；

2.国内生产总值、上证综指、发行规模仅对5年期公司债发行利差有显著的负向作用，而现金流量却是正向影响；

图表13 不同规模和发行年限的公司债发行利差的影响因素

分类	变量	规模		期限		
		>10亿	≤10亿	3年期	5年期	7年期
宏观经济	国内生产总值	5.36	-3.61	50.4	-25.33*	-16.55
	通货膨胀	-8.68*	-6.68	-12.87	-2.24	-4.01
	货币供应量	-3.25	-1.83	-7.92	7.13	-2.64
	上证综指	-0.02***	-0.02***	-0.01	-0.02**	-0.02
	公司债指	-2.08***	-2.41***	-0.4	-2.27***	-3.48***
公司资质	净资产收益率	-2.02***	-2.10***	-0.19	-2.13***	-1.74*
	现金流量	0.01	0.01	0.01	0.01**	0.01
	资产负债率	0.41***	0.27**	-0.08	0.45***	0.52*
	偿债能力	-0.42	-0.79***	-2.35***	-0.40**	-0.33
债券属性	起息日国债	-48**	-53**	-12.23	-34.14	13.09
	发行规模	-0.62***	-0.57***	-0.56	-0.82***	-0.56
	发行期限	-3.84**	-3.20**	—	—	—
	企业性质	-81***	-97***	-113***	-110***	-58***
	是否城投	-31***	-26***	-29	-23**	-39***
	债项等级	-91***	-87***	-125***	-82***	-84***
	R平方	0.58	0.59	0.56	0.55	0.65

资料来源：wind，新世纪评级

3.公司债指、净资产收益率和城投属性与5年期和7年期公司债发行利差呈负相关，偿债能力与3年期和5年期公司债发行利差也呈负相关。

### （六）不同年度公司债发行利差影响因素分析

分年度来看，公司债发行利差的显著影响因素是不断变化的，这表明随着监管政策、经济环境和企业自身经营状况等的变化，融资成本的影响因素也是不断变化的。

图表14的回归结果显示，上证综指、公司债指、净资产收益率、起息日国债利率、发行期限、企业性质和债项等级均在至少三个年度对公司债发行利差有显著影响，本节称之为公共影响因素，可以预见，这些因素在未来也将对公司债发行利差的变化保持着一定的影响。同时，纵观其他影响因素，发债规模、现金流量、资产负债率和偿债能力这四个因素在过去的五年里对发行利差的影响越来越显著，尤其是2016年，更是通过了1%的显著性水平检验。

图表14 不同年度公司债发行利差的影响因素

	变量	2012	2013	2014	2015	2016
宏观经济	上证综指	-0.22**	-0.20**	0.15**	0.01	-0.12***
	公司债指	-11***	-0.67	-23***	-18 ***	-2
公司资质	净资产收益率	-3.66***	-3.71***	-2.25	-1.59 *	-3.55***
	现金流量	0.04	0.48	-0.24**	0.01	0.01***
	资产负债率	-0.24	0.25	0.81	0.06	0.52***
	偿债能力	-0.13	-0.07	-1.31	-1.60***	-0.52*
债券属性	起息日国债	-36	-299***	-96***	-183***	-41
	发行规模	-0.45	-0.22	-1.32	-1.00***	-1.00***
	发行期限	-17**	16***	4.5	11 ***	-6*
	企业性质	-51***	-53***	-133***	-116***	-138***
	是否城投	-63**	-7	-0.61	-6	-30***
	债项等级	-105***	-40***	-36	-65***	-94***
	R平方	0.63	0.68	0.72	-1.60	-0.52

资料来源：wind，新世纪评级

## 5 总结

通过对以往数据的总结及分析，本文先对公司债发行利差的结构进行研究，主要分为同等级的期限结构和同期限的风险结构；然后，为更好的理解发行利差的结

构成因，还对发行利差的影响因素进行了分析。本文有如下结论：

### 1. 公司债发行利差期限结构

通过对AAA级公司债发行利差的期限结构研究发

现，公司债发行利差期限结构整体上呈驼峰状，且各年期发行利差逐年下降，期限越短，下降幅度越大，即短端融资成本较长端融资成本下降明显；融资成本的高低不仅仅受发行期限影响，相应的主体企业属性、增信方

式、城投属性、税收优惠和提前偿还兑付等也会影响融资成本；国企背景、增信方式和城投属性这些因素大大拉低了长限公司债整体的融资成本。

## 2. 发行利差风险结构

通过对5年期公司债发行利差的风险结构分析发现，2016年前三季度，受违约事件频发的影响，AAA级公司债发行利差的波动幅度要小于AA级和AA+级，即高等级公司债抗风险能力更强，反映了我国公司债信

用评级的分层效应；风险结构曲线近年来越来越陡峭，2016年的斜率最大；各信用级别间发行利差的的评级利差走扩，级别间区分度增强，2016年评级利差达到近年来的最大。这表明公司债在逐渐分层，我国债券信用评级正走向多层次差异化，这也是“刚性兑付”逐渐打破后的必然结果。

## 3. 发行利差影响因素

从全样本公司债来看，在1%的显著性水平下，仅有资产负债率与公司债发

行利差呈正相关，资产负债率提高1%，发行利差上升0.43个百分点。宏观经济因素中上证综指和公司债指均与发行利差成反比，这说明金融市场的繁盛是降低企业融资成本的有效方法；公司资质中净资产收益率和偿债能力越强，发行利差越低，企业融资成本越低；债券属性中发行规模越大、期限越长和债项等级越高，主体为国企，具有城投属性，发行利差越低。

分债项等级来看，企业性质对所有信用级别的公司债发行利差均有显著影响，通货膨胀仅对AAA公司债发行利差显著为负，即随着通胀的走高，AAA级公司债发行利差则会走低；其他因素也随公司债信用级别的不同而影响程度也有差别。

分行业来看，企业性质和债项等级对所有行业发行利差均有显著负影响，其他显著影响因素也因行业的不同而有所差异。

分评级机构来看，鉴于评级机构评级方法和所评企业性质的差异，不同评级机构所评公司债发行利差的显著影响因素也是不尽相同的，但企业性质和债项等级均会显著影响所有评级机构所评公司债的发行利差，这说明各评级机构的信用评级具有一定的客观性。

分规模来看，发行规模超过10亿元和10亿元以下的公司债发行利差受各影响因素的作用差别不大，仅在通货膨胀和偿债能力方面有差距。

分期限来看，不同期限公司债发行利差的影响因素也各有差异，仅有企业性质和债项等级对所有样本均有显著负影响。

分年对来看，公司债发行利差随年度经济环境、监管政策、行业趋势和自身经营状况等因素的变化而不断变化，公司债融资成本的主要影响因素也是随时间不断变化的。



## 2016年全国及各省市经济财政 实力分析

■ 钟士芹/文

2016年，全国经济运行继续呈现缓中趋稳态势，经济增速维持在合理区间；工业经济运行整体平稳，服务业对经济增长继续显现较显著的拉动作用。同期，受经济下行导致企业利润下降以及全面推开营改增试点后的政策性减收等因素影响，我国一般公共预算收入增速延

续回落态势；但房地产市场持续回暖，助推相关税收，同时带动土地出让收入增长，当年政府性基金收入扭转上年回落态势，同比呈现较大幅度提升。

分经济板块看，我国各区域经济呈现分化格局，东部地区因较好的产业基础继

续保持总量领先优势，增速基本平稳；中西部地区增速相对较快，但多数省份在调结构过程中增速不断回落，增速快于东部地区的幅度逐渐收窄；东北地区仍面临较大下行压力，2016年有筑底企稳苗头，但出现较大分化。

地方财力方面，我国东部地区财政收入整体领先，西部地区财力相对较弱；从增速看，全国大部分省市财政收入增速均出现不同程度的回落，但东部地区受益于较好的产业结构，一般公共预算收入增速相对西部较高，而传统工业型和资源型的省份增速回落明显。政府性基金收入方面，东部经济发达省份因聚集了较多的资源和人口，存在较大刚性需求，在政策刺激下政府性基金收入增幅提升显著；中西部地区省份因以三线及以下城市为主，在去库存政策下土地供应有所收窄，政府性基金收入增幅总体低于东部地区。

房地产和土地市场方面，东部地区因聚集较多的一二线城市，商品房销售规模及增速整体高于中西部地区，土地市场整体较为活跃，且由于东部地区土地溢价率高，土地购置金额整体维持在较大规模；但在因城施策调控及去库存策略下，多数地区房地产市场开发投资逐渐回归理性，总体呈现低速增长态势。

## 全国及各省市经济 数据分析

2016年，在外部经济复苏缓慢、供给侧改革、产业结构调整 and 升级的背景下，我国经济增速继续呈缓中趋稳态势，经济增速维持在合理区间。分经济板块看，基于自身资源禀赋、产业结构等的差异，我国各区域经济呈现分化格局，东部地区因较好的产业基础继续保持总量领先优势，增速基本平稳；中西部地区增速相对较快，但多数省份在调结构过程中增速不断回落，且部分重工业和资源型省份在经济转型中承压较大，增速快于东部地区的幅度逐渐收窄；东北地区以重工业产业为主，面临较大下行压力，2016年有筑底企稳苗头，但出现较大分化。

2016年以来，在外部经济复苏缓慢、供给侧改革、产业结构调整 and 升级的背景下，我国经济增速继续呈放缓态势，但总体表现出了逐渐企稳的特征。根据国家统计局网站公布的数据，经初步核算，2016年我国实现国内生产总值744,127亿元，按可比价格计算，同比增长

6.7%，增速较2015年回落0.2个百分点。

分产业看，第一产业增加值63,671亿元，同比增长3.3%；第二产业增加值296,236亿元，同比增长6.1%；第三产业增加值384,221亿元，同比增长7.8%。2016年我国经济基本延续上年的缓中趋稳态势，国内生产总值增速保持在6.5%-7%的调控预期目标区间。

其中，工业经济运行整体平稳，2016年全年第二产业增加值同比增速与上年持平；第三产业增加值同比增速较上年提升0.2个百分点，对经济增长继续显现较显著的拉动作用，产业结构持续升级。

从我国31个省（市/区）的经济总量来看，2016年GDP排名前十位的省市中除辽宁外，其他省市排名与2015年相比变化不大。

其中，广东、江苏、山东经济总量超过六万亿元，保持了全国前三的地位；浙江、河南、四川分列四、五、六位，排名与上年一致；湖北排名较上年上升一位，河北下移一位，分列

第七、八位；湖南位居第九位，排名与上年一致；而辽宁因“挤水分”导致数据异常，2016年GDP总量及排名均大幅跌落，从2015年的排名第十位下降至第十四位；福建排名则上移一位至第十位。宁夏、青海、西藏三地区GDP总量未能突破四千亿，排名垫底。

分经济板块看，基于自身资源禀赋、产业结构等的差异，我国各区域经济呈现分化格局。东部沿海地区产业基础较好、产业结构调整相对领先，第三产业占比较高，经济总量和质量继续保持领先优势，在排名前十的

省市中，东部地区省市继续包揽前四位，共占六席。

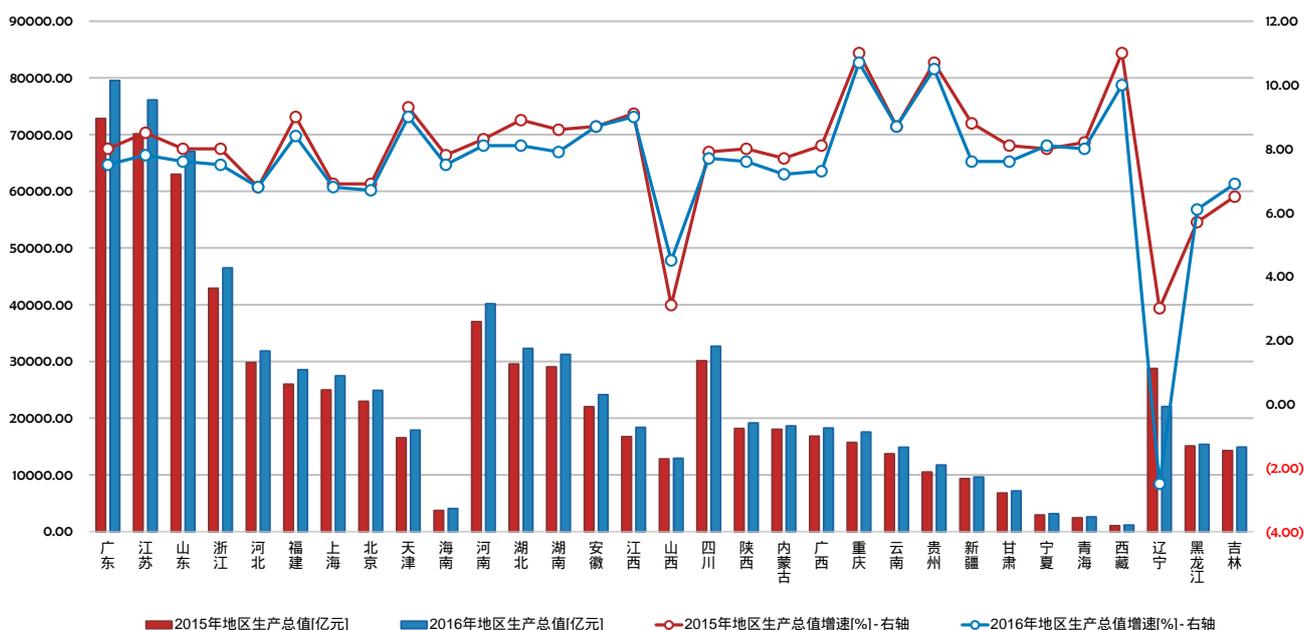
中西部地区目前仍处于工业化阶段，以第二产业为主，承担着承接东部产业转移的重任，且大多省份对能源、矿产等资源型工业较为依赖；近年来中西部地区经济保持较快发展，但地区经济发展差异性较大，其中河南、四川、湖北及湖南经济总量拥有相对优势，西藏、青海、宁夏等西北省市经济基础相对薄弱，经济总量有限。

东北地区作为我国重要的重工业产业基地，以钢铁、水泥、石化、汽车、装

备等传统产业为支柱，产业结构落后单一，在去产能、去库存、调结构的改革中受到冲击较大，但黑龙江和吉林经济数据出现筑底企稳苗头；辽宁则因“挤水分”因素，经济数据出现断崖式下跌，成为全国唯一负增长的省份。

从增速来看，全国各省市经济增速基本延续“东慢西快”的格局，但多数中西部地区省份经济增速在调结构过程中不断回落，且部分重工业和资源型省份在经济转型中承压较大，中西部地区快于东部地区的幅度逐渐收窄。

图表1. 2015-2016年全国各地区GDP及增速对比



资料来源: wind, 新世纪评级整理

2016年，全国共有28个省市经济增速在6.7%或以上，经济增速低于全国水平的仅有黑龙江、山西和辽宁，分别为6.1%、4.5%和-2.5%。分经济板块看，西部地区的重庆、贵州和西藏经济增速在两位数以上，分别为10.7%、10.5%和10.0%，位列全国前三位；天津、福建、江苏分别以9.0%、8.4%和7.8%的同比增速位居东部地区前三；江西、安徽、河南、湖北分别以9.0%、8.7%、8.1%和8.1%的同比增速位居中部地区前四；东北地区吉林和黑龙江GDP增速分别为6.9%和6.1%，均较上年提升0.4个

百分点，体现企稳特征，辽宁因“挤水分”首度出现负增长，为-2.5%。

## 全国及各省市财政实力分析

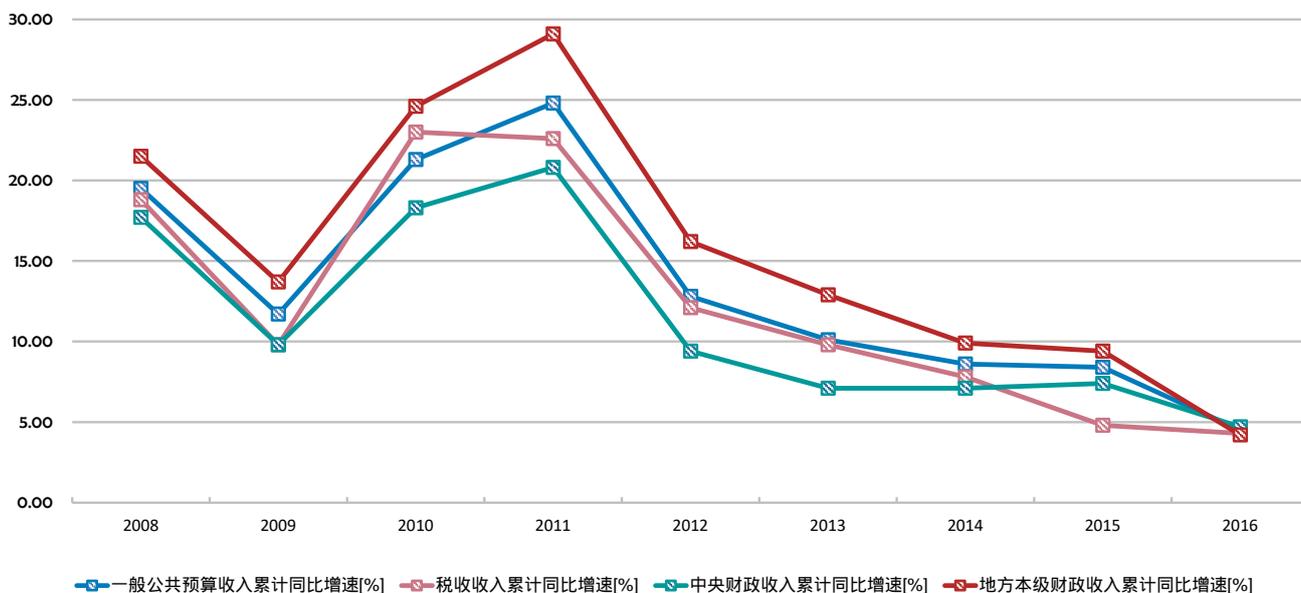
受经济下行导致企业利润下降以及全面推开营改增试点后的政策性减收等因素影响，我国一般公共预算收入增速继续延续回落态势。分区域看，东部地区财政收入整体领先，西部地区财力相对较弱；从增速看，全国大部分省市一般公共预算收入增速均出现不同程度的回落，但东部地区受益于较好

的产业结构，一般公共预算收入增速相对西部较高，而传统工业型和资源型的省份增速回落明显。

2016年，受经济下行导致企业利润下降以及全面推开营改增试点后的政策性减收等因素影响，我国一般公共预算收入增速继续延续逐年回落的走势。根据财政部网站公布的数据，2016年全国一般公共预算收入159,552亿元，较2015年增长4.5%，增速较上年下滑1.3个百分点。

其中，中央一般公共预算收入72,357亿元，同比增长4.7%，同口径增长1.2%；

图表2. 2008年以来全国及地方财政收入增速情况（单位：%）



资料来源：wind，新世纪评级整理

地方一般公共预算本级收入87,195亿元，同比增长4.2%，同口径增长7.4%。全国一般公共预算收入中的税收收入130,354亿元，同比增长4.3%；非税收入29,198亿元，同比增长5.0%。

从主要收入项目增速情况看，2016年全国一般公共预算收入中的税收收入同比增长4.3%，增速较上年下滑0.5个百分点，主要是受5月全面推开营改增试点导致的政策性减税效应影响所致。其中增值税同比增长30.9%，营业税同比下降40.4%；若将增值税和营业税合并计算，全年累计

增长5.4%，其中1-5月增长36.6%，6-12月下降16.9%。

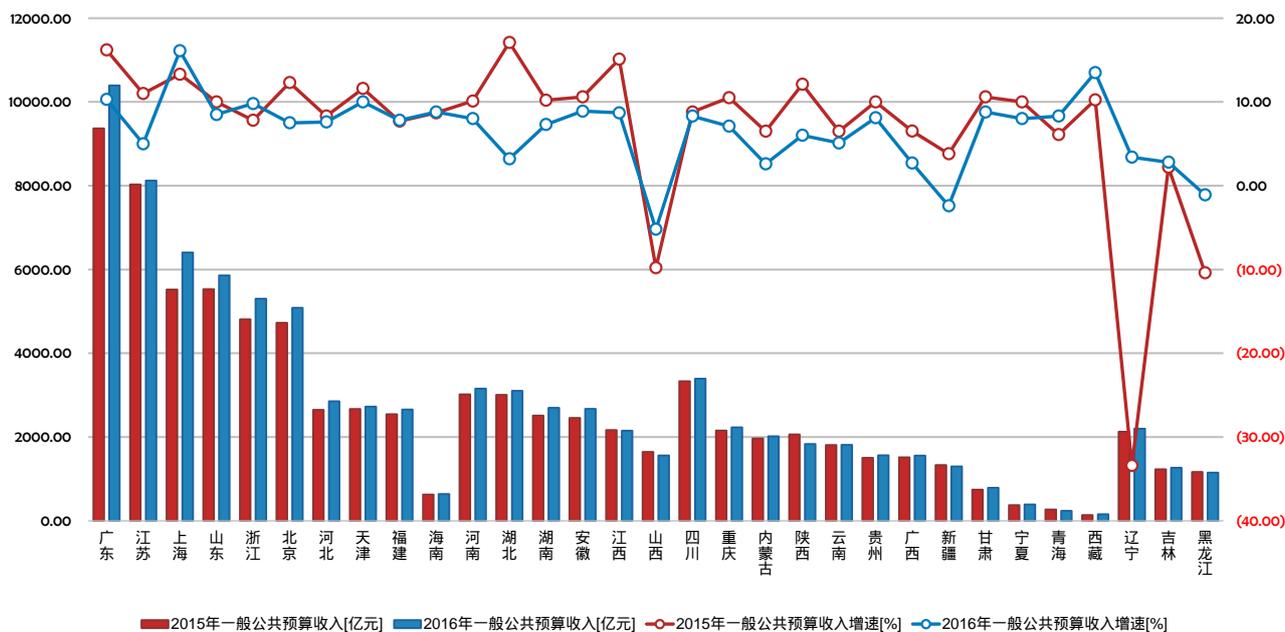
此外，2016年增幅相对较大的主要税种还包括企业所得税、个人所得税以及契税、土地增值税、房产税等房地产相关税收，上述税种分别同比增长6.3%、17.1%、10.3%、9.9%和8.3%。其中企业所得税增长主要依靠房地产企业拉动，当期房地产企业、金融企业及工业企业的企业所得税同比增速分别为26.8%、2.7%和-1.3%。2016年全国非税收入同比增长5.0%，增速较上年下滑5.6个百分点，主要系5月降成本举措落实以来，

非税收入增速大幅下降。

2016年，全国一般公共预算支出增速高于一般公共预算收入增速，民生保障仍是重点支出领域。当期全国一般公共预算支出187,841亿元，同比增长6.4%。其中，中央一般公共预算本级支出27,404亿元，同比增长7.3%；地方财政用地方本级收入、中央税收返还和转移支付资金等安排的支出160,437亿元，同比增长6.2%。

从主要支出方面看，教育、社会保障和就业、城乡社区支出、农林水支出、医

图表3. 全国各地区一般公共预算收入及增速情况



资料来源: wind, 新世纪评级整理

疗卫生与计划生育支出属最主要支出领域，支出规模分别为28,056亿元、21,548亿元、18,605亿元、18,442亿元和13,154亿元；从支出增速看，主要支出项目中城乡社区事务、社会保障和就业支出、医疗卫生与计划生育增速相对显著，2016年同比增速分别为17.1%、13.3%和10.0%。

从全国各省市一般公共预算收入情况来看，东部地区财政收入整体领先，其中广东、江苏、上海、山东、浙江、北京6省市位居前六位，2016年一般公共预算收入总量均超过5,000亿元，大幅领先于其他省市；西部

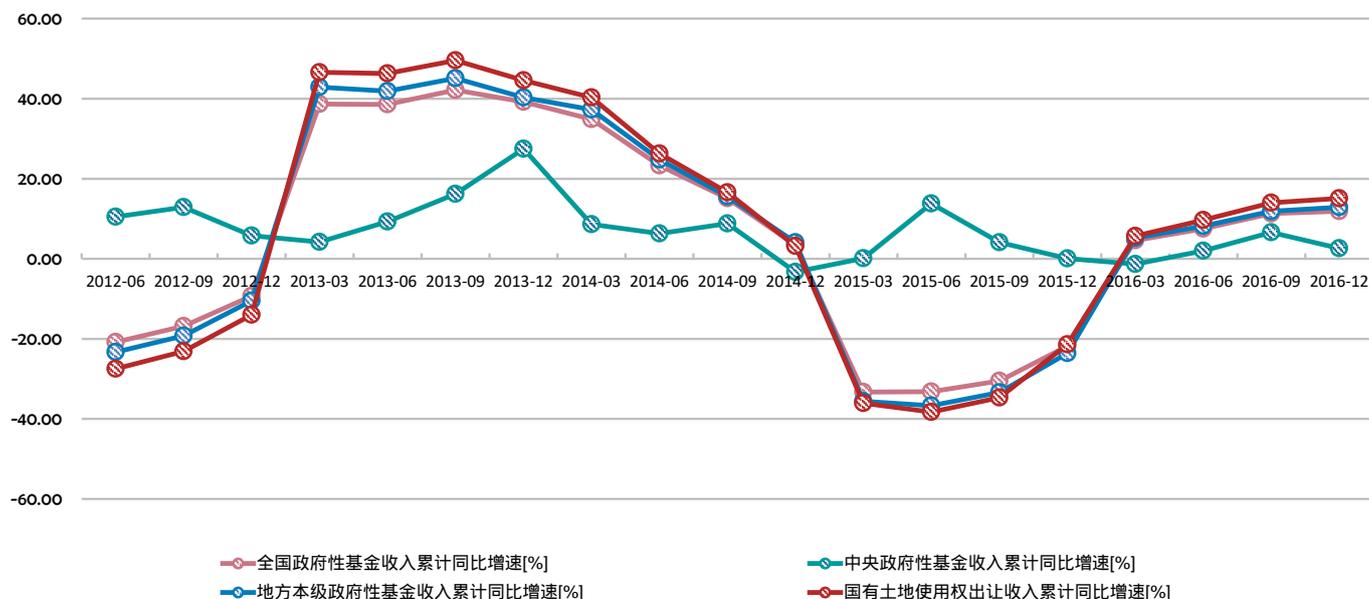
地区财力整体较弱，其中西藏、青海、宁夏一般公共预算收入均不足400亿元，排名垫底。

从增速来看，受益于第三产业发展，上海、广东、天津一般公共预算收入继续保持两位数增幅，其中上海同比增速达16.1%，位居全国第一；西藏以低基数、高增速位列全国第二，同比增速为13.5%；出现负增长的省市包括山西、新疆和黑龙江，同比增速分别为-5.2%、-2.4%和-1.1%，其中山西和黑龙江在历经2015年的大幅负增长后，降幅有所收窄。总体来看，除少数省市外，全国大部分地区财

政收入增速较2015年均出现不同程度的回落，尤以传统工业型和资源型的省份财政收入回落明显，甚至出现持续负增长或低速增长局面。

受益于货币、财政等房地产利好调控政策，2016年全国政府性基金收入扭转上年回落态势，同比呈现较大幅度提升；其中东部经济发达省份因聚集了较多的资源和人口，存在较大刚性需求，政府性基金收入增幅提升显著；中西部地区省市因以三线及以下城市为主，在去库存政策下土地供应有所收窄，政府性基金收入增幅总体低于东部地区。

图表4. 政府性基金收入累计同比增速情况



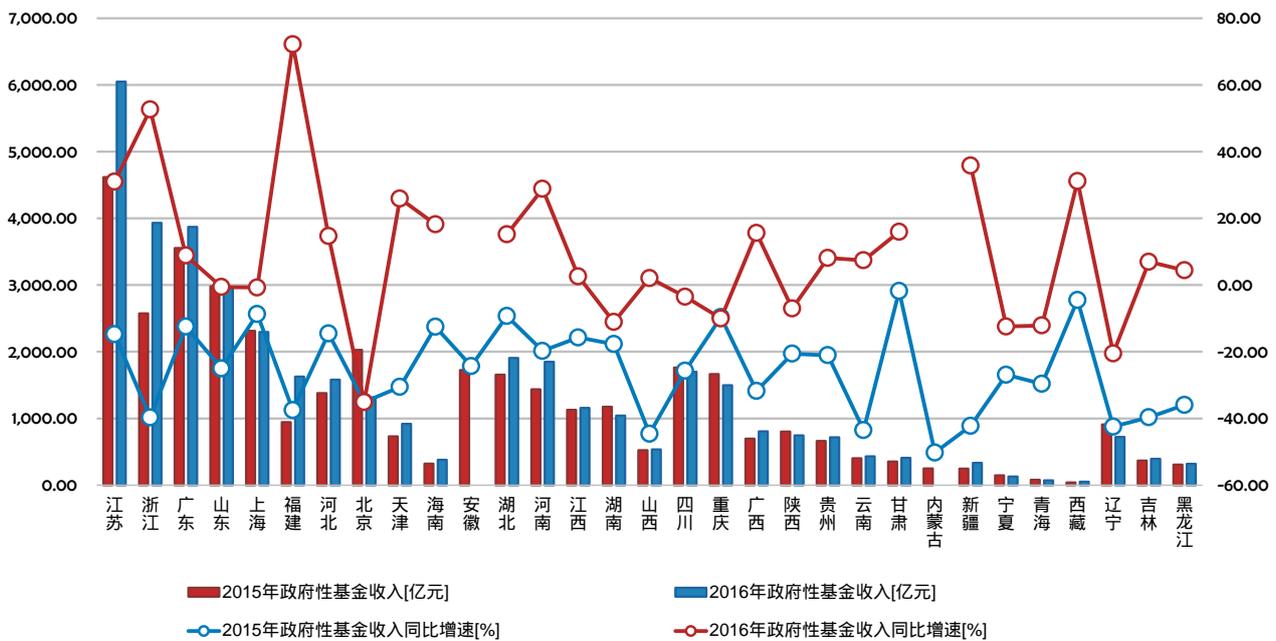
资料来源：wind，新世纪评级整理

2016年，在政策基调宽松的基础上，热点城市调控政策虽不断收紧，但总体房地产市场需求得到释放，一线城市房市趋稳，二线城市明显回暖，尤其二季度以来部分二、三线城市住宅地价出现明显提升。随着土地市场回暖，全国土地出让收入同比增速由负转正，2016年全国政府性基金收入46,619亿元，同比增长11.9%，增速较上年提升33.7个百分点。其中，中央政府性基金收入4,178亿元，同比增长2.6%，增速较上年提升2.5个百分点；地方政府性

基金本级收入42,441亿元，同比增长12.9%，增速较上年大幅提升36.5个百分点；其中国有土地使用权出让收入37,457亿元，同比增长15.1%，增速较上年提升36.5个百分点。同期，全国政府性基金支出46,852亿元，同比增长11.7%，其中，中央政府性基金本级支出2,890亿元，同比下降4.3%；地方政府性基金相关支出43,962亿元，同比增长13%，其中国有土地使用权出让收入相关支出38,406亿元，同比增长16.8%。

从全国各省市政府性基金预算收入情况来看，以2016年规模排序，江苏、浙江、广东、山东和上海等东部经济发达地区整体领先，政府性基金预算收入均超过2,000亿元，其中江苏以6,047.82亿元继续位居首位；西部地区政府性基金收入规模总体偏小，其中西藏、青海不足百亿元，排名垫底。从增速来看，2015年我国各地区政府性基金收入均出现了不同程度的下滑，其中山西、云南、内蒙古、新疆和辽宁降幅达40%以上<sup>1</sup>。

图表5. 全国各地区政府性基金收入及增速情况<sup>2</sup>



资料来源: wind, 新世纪评级整理

<sup>1</sup>本文中各省市政府性基金收入增速系根据2014-2016年政府性基金收入的绝对数计算得出。  
<sup>2</sup>公开资料未查到安徽和内蒙古2016年政府性基金预算收入数据。

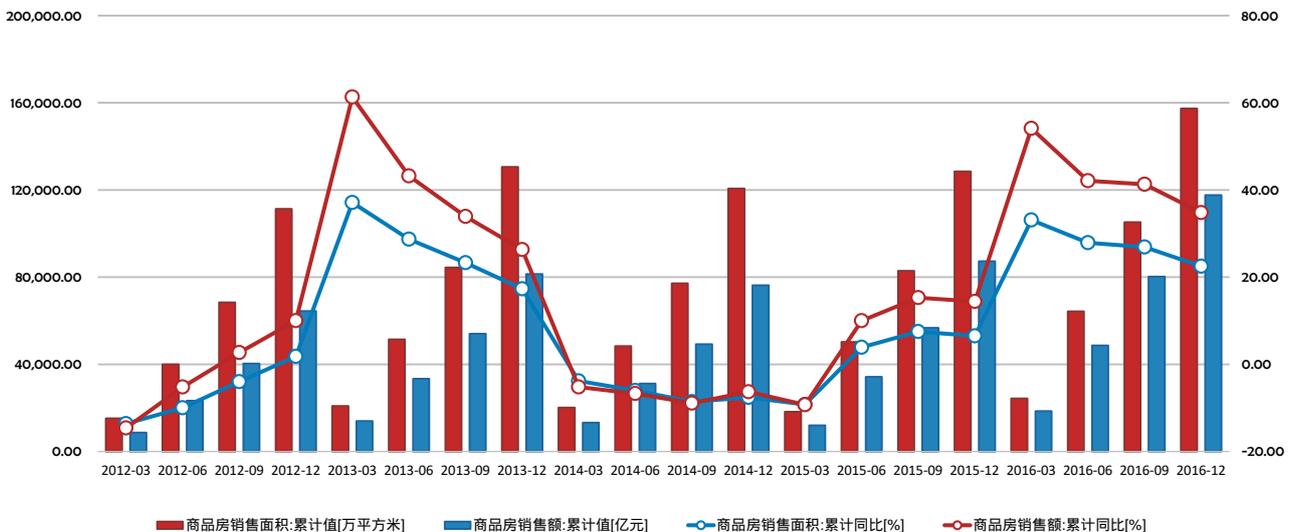
2016年随着货币、财政等利好政策的推出，各省市政府性基金收入增速出现较大分化，东部地区除北京因严厉的土地调控政策导致基金收入继续大幅回落、山东和上海略降外，其他省市均较2015年大幅增长，其中福建和浙江增幅达50%以上；其他区域的省市受人口聚集度、房地产去化水平、基金收入基数等因素影响差异较大，但整体呈现小幅增长或降幅收窄态势，其中新疆、西藏和河南增幅相对较大，分别为35.82%、31.16%和28.83%；辽宁、宁夏、青海、湖南和重庆仍延续两位数降幅，分别为-20.50%、

-12.43%、-12.14%、-11.09%和-10.03%。总体看，东部经济发达省份以一二线城市为主，因聚集了较多的资源和人口，仍存在较大刚性需求，在房地产利好政策刺激下，政府性基金收入增幅显著提升；位于中西部地区的省市因以三线及以下城市为主，房地产刚性需求较小，且在去库存政策下土地供应有所收窄，政府性基金收入增幅则整体低于东部地区。

## 全国及各省市房地产市场和土地市场分析

2016年，全国房地产市场延续前期回暖态势，商品房成交量及成交金额均创历史新高；但受因城施策调控以及多数三四线城市库存仍较高等因素影响，房地产开发企业投资仍较为谨慎，房地产开发投资额和房屋新开工面积均保持平稳低位增长。分区域看，东部地区因聚集较多的一二线城市，商品房销售额规模及增速整体高于中西部地区省份；但多数地区房地产市场开发投资逐渐回归理性，总体呈现低速增长态势。

图表6. 近年来全国商品房销售情况



资料来源: wind, 新世纪评级整理

2016年，在房地产去库存政策刺激下，我国商品房成交量及成交金额快速增长，全年商品房累计销售面积15.73亿平方米，同比增长22.50%，商品房累计销售额117,627.05亿元，同比增长34.80%，均创历史新高。2015年以来，在一系列房地产新政刺激下，自住和改善性住房需求得到一定释放，全国房地产市场整体回暖。2016年，随着房地产市场区域差异化程度加剧，调控政策逐步由整体宽松转向以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策，商品房销售面积及销

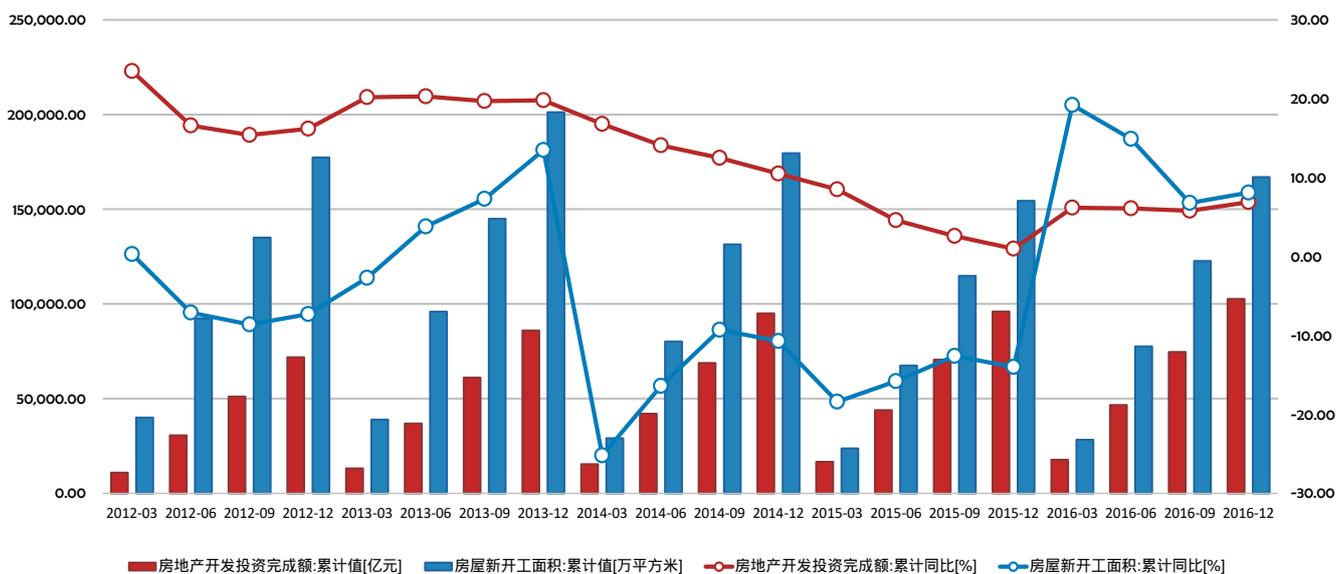
售额同比增速逐季回落；其中前三季度，多数城市的政策导向仍是去库存、支持自住型购买需求，仅少数一线城市出现政策收紧；9月以来，多个二线热点城市加大限贷限购力度，房地产调控政策趋紧。

虽然2016年全国房地产市场整体延续前期的回暖态势，但由于因城施策调控以及多数三四线城市库存仍较高等因素影响，房地产开发企业投资仍较为谨慎，全年房地产开发投资额增速虽较2015年有所提升，但总体仍保持平稳低位增长；房屋

新开工面积在经历一二季度的同比大幅增长后，三四季度累计同比增速也回落至低位。2016年全国房地产开发投资完成额102,580.61亿元，同比增长6.90%，增速较上年提升5.9个百分点；同期，房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.10%，增速较上年提升22.10个百分点。

从全国各地区的房地产市场情况看，2016年全国多数省市商品房销售额普遍呈现较大幅度增长，其中东部地区因聚集较多的一二线城市，商品房销售额规模及增速整体高于中西部地区

图表7. 近年来全国房地产开发投资情况



资料来源: wind, 新世纪评级整理

省份，其中广东、江苏和浙江三省商品房销售额分别以1.62万亿元、1.23万亿元和0.96万亿元大幅领先于其他地区；天津、浙江和海南商品房销售额增速分别为94.30%、52.50%和51.60%位居全国前列，西藏则因低基数呈现较高增速，为81.00%。

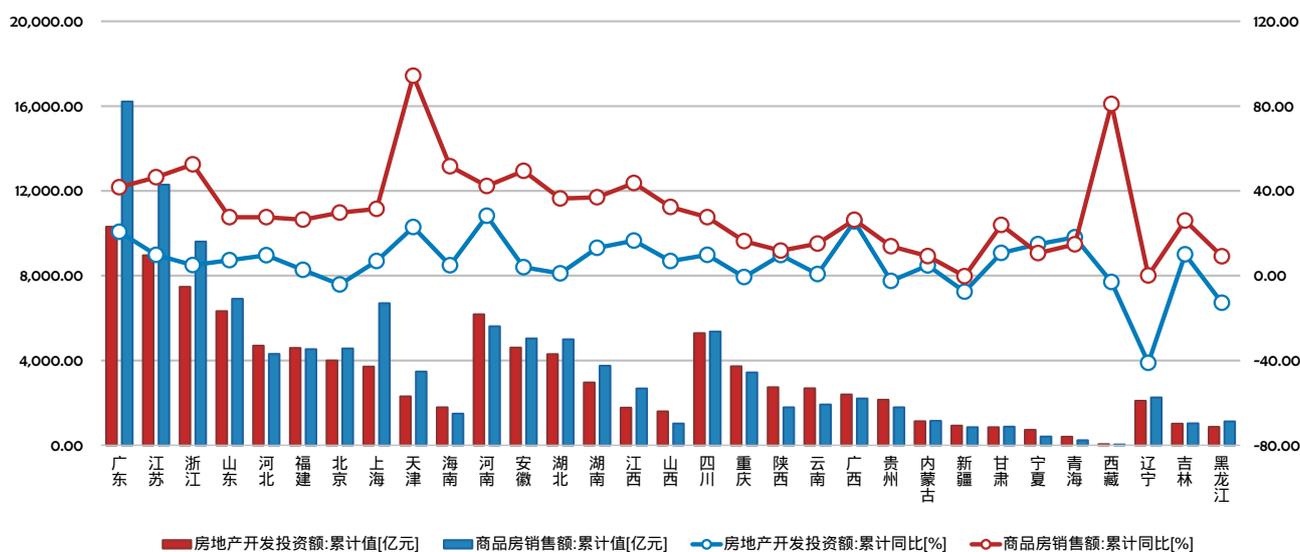
但是，在因城施策调控及去库存策略下，房地产市场开发投资逐渐回归理性，除河南、广西、天津和广东增速较高（分别为28.20%、25.60%、22.90%和20.20%）外，其他多数地区总体呈现低速增长态势；辽宁和黑龙江

因经济下行导致房地产企业预期下降，房地产开发投资额持续较大降幅，分别为-41.10%和-12.80%，增速排名垫底。

2016年，在去库存策略下，全国各类土地供需量继续保持低位，但受成交结构影响，土地市场呈现“量跌价升”态势；分区域看，二线城市较多的东部地区及个别中西部地区土地市场整体较为活跃；从金额看，由于东部地区土地溢价率高，土地购置金额整体维持在较大规模。

土地市场方面，2016年在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国各类土地供需量仍保持低位。2016年全国土地购置面积2.20亿平方米，同比下降3.40%，降幅较上年大幅收窄28.3个百分点。虽然土地购置面积同比回落，但受成交结构影响，三四线城市在去库存政策下土地供给持续收窄、一二线热点城市高价土地成交占比上升，地价涨幅显著，导致土地成交金额不断攀升，2016年全国土地成交价款9,129.31亿元，同比增长19.80%，增幅较上年大幅提升43.7个百分点。

图表8. 2016年全国各地区房地产市场情况

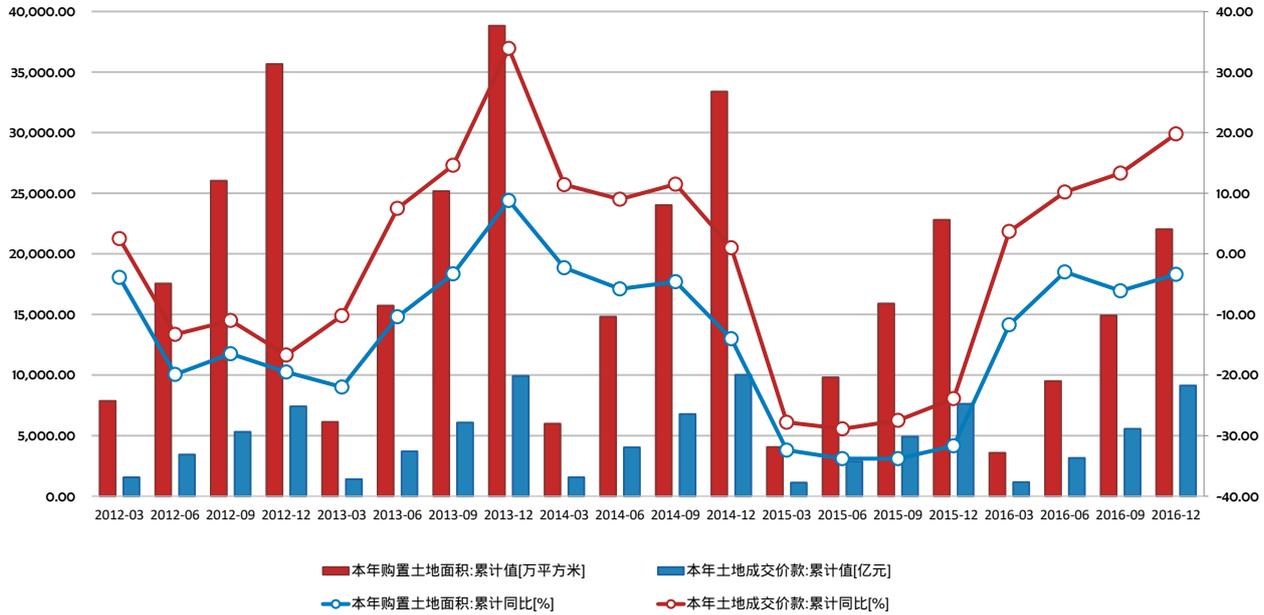


资料来源: wind, 新世纪评级整理

分地区看，由于一线城市土地资源稀缺，土地供应及成交较少，而三四线城市则仍处于去库存周期中，土地供应及成交总体回落，因此，二线城市较多的东部地区及个别中西部地区土地市场整体较为活跃。2016年土地购置面积排名前五位的省份包括安徽、山东、广东、江苏和四川，分别为2,142.70万平方米、2,093.90万平方米、1,750.32万平方米、1,736.90万平方米和1,304.72万平方米，同比增速分别为18.6%、17.1%、18.4%、2.6%和22.9%。但是，从金额看，由于东部地区土地溢价率高，土地购置金额整体维持在较大规模，2016年土地购置费超过千亿的有6个省份，全部集中在东部地区，其中北京和上海分别以268.50万平方米和229.11万平方米的购置面积获得了1,921.89亿元和1,208.28亿元的购置费，显示了很高的土地溢价率。

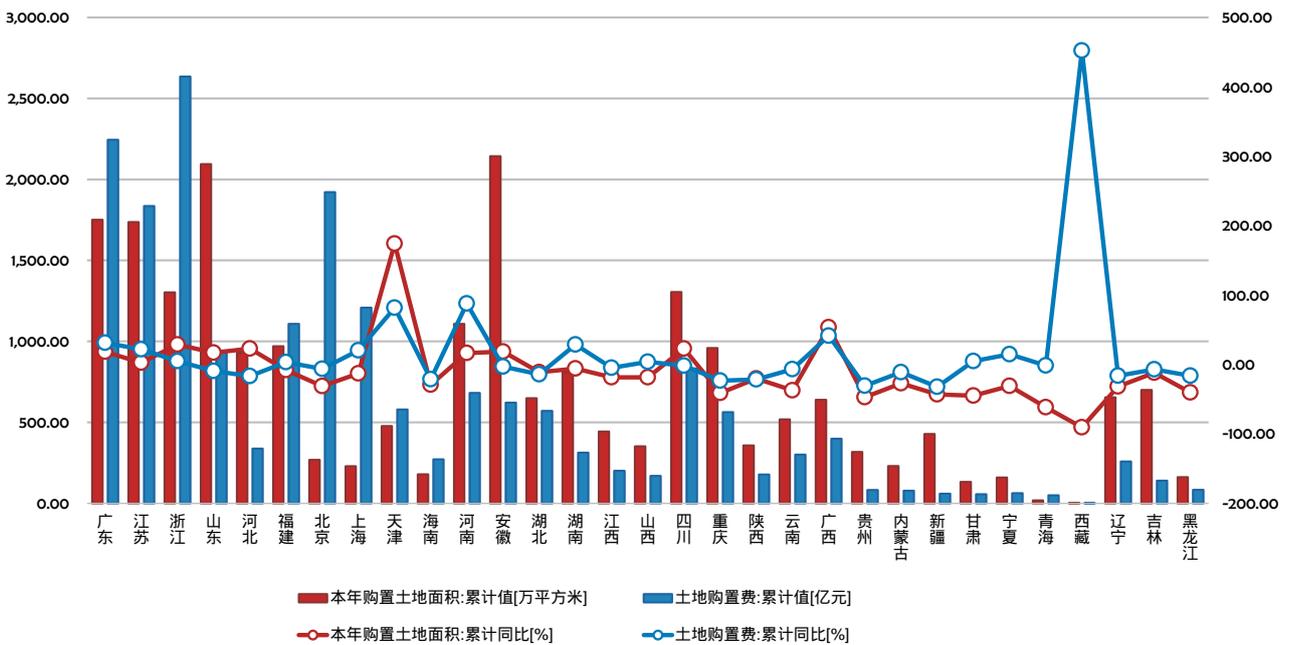
总体看，虽然2016年我国房地产市场继续回暖，但在因城施策调控政策下，一二线热点城市成交量将因政策限制而有所回落，三四线城市虽有去库存政策利好，但因人口外流、刚需不足等因素，市场基本面难以支撑高增长；且我国房地产市场在经历十几年的快速发展后，在政策指引下预计将逐步回归理性，进入相对平稳的增长水平。

图表9. 近年来全国土地市场情况



资料来源: wind, 新世纪评级整理

图表10. 2016年全国各地区土地市场情况



资料来源: wind, 新世纪评级整理

# 2017年第一季度中国债券市场 发行与评级研究

■ 郭佩/文

## 1 债券市场总体发行情况

2017年第一季度，我国国民经济延续了去年下半年以来稳中有进、稳中向好的发展态势，随着供给侧结构性改革的深入推进，经济结构持续调整优化，经济增速有所回升，经济运行开局良好。其中，国内生产总值GDP同比增长6.9%，居民消费价格总水平CPI同比上涨1.4%，规模以上工业增加值同比增长6.8%。具体分产业来看，第一产业增加值8654亿元，同比增长3.0%；第二产业增加值70005亿元，同比增长6.4%；第三产业增加值102024亿元，同比增长7.7%。农业生产总体稳定，工业回升态势加快，第三产业继续在产业结构优化的进程中快速发展。

2017年第一季度，全国债券市场共发行各类债券7878期<sup>1</sup>，同比增长25.51%，发行金额合计8.40万亿元，同比减少0.13万亿，同比降低1.52%。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6.79万亿元，占同期债券募集总额的80.88%。以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计1.61万亿元，占同期债券募集总额的19.12%。

2017年第一季度，信用债市场普遍呈现收缩态势，其中企业债、公司债、中期票据和短期融资券等主要债券品种发行金额分别为198.20亿元、2035.35亿元、1596.40亿元和5336.40亿元，同比分别下降89.66%、74.71%、50.42%和47.41%。受市场波动增强、资金面收紧、流动性趋弱、发行成本升高等因素的叠加影响，一季度多只信用债推迟或取消发行，信用债市场发行量萎缩。

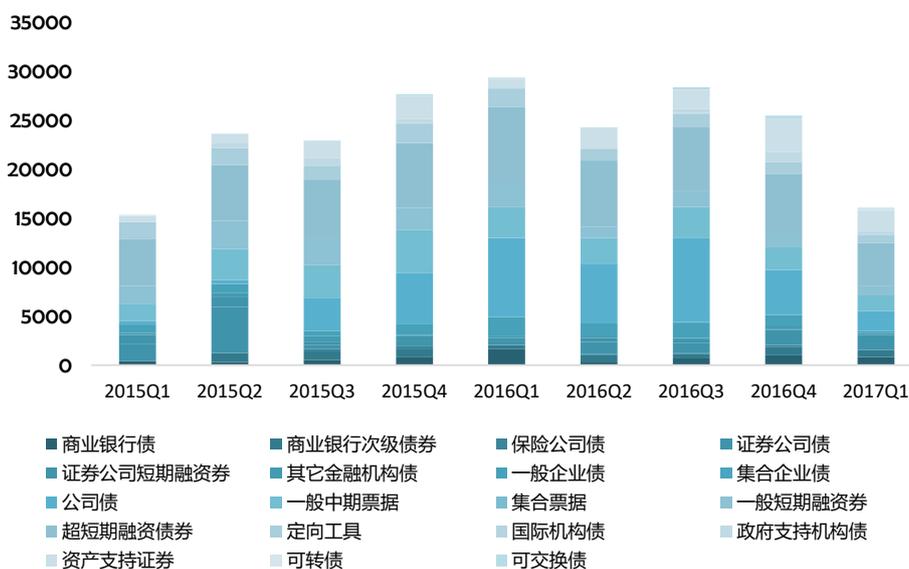
利率债市场方面，因其高收益、低信用风险的特点，同业存单继续保持放量增长。2017年第一季度，同业存单发行只

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2017年4月10日。

数为6068只，占比为77.02%，同比增长86.13%，发行金额为49788.20亿元，占比为59.30%，同比增长53.76%，在总发行量中已超过半数的比重。

总的来说，一季度，信用债市场发行规模较去年同期有所收缩，利率债所占比重进一步提升，债券市场进入调整期。

图表1 债券市场信用产品发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表2 2017第一季度主要债券产品发行情况

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
国债	33	0.42	4,960.00	5.91
地方政府债	107	1.36	4,745.05	5.65
同业存单	6,068	77.02	49,788.20	59.30
金融债	270	3.43	11,697.93	13.93
政策银行债	157	1.99	8,416.50	10.02
商业银行债	11	0.14	814.00	0.97
商业银行次级债券	30	0.38	733.03	0.87
证券公司债	57	0.72	1,491.40	1.78

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
证券公司短期融资券	3	0.04	60.00	0.07
其它金融机构债	12	0.15	183.00	0.22
企业债	25	0.32	198.20	0.24
一般企业债(含NPB)	25	0.32	198.20	0.24
公司债	220	2.79	2,035.35	2.42
一般公司债	75	0.95	725.43	0.86
私募债	145	1.84	1,309.92	1.56
中期票据	126	1.60	1,596.40	1.90
一般中期票据(含PRN)	126	1.60	1,596.40	1.90
短期融资券	430	5.46	5,336.40	6.36
一般短期融资券	101	1.28	939.30	1.12
超短期融资券	329	4.18	4,397.10	5.24
定向工具	116	1.47	868.00	1.03
政府支持机构债	3	0.04	400.00	0.48
资产支持证券	468	5.94	1,970.34	2.35
交易商协会ABN	10	0.13	58.34	0.07
银监会主管ABS	70	0.89	765.47	0.91
证监会主管ABS	388	4.93	1,146.53	1.37
可转债	2	0.03	307.17	0.37
可交换债	10	0.13	58.64	0.07
<b>合计</b>	<b>7,878</b>	<b>100.00</b>	<b>83,961.68</b>	<b>100.00</b>

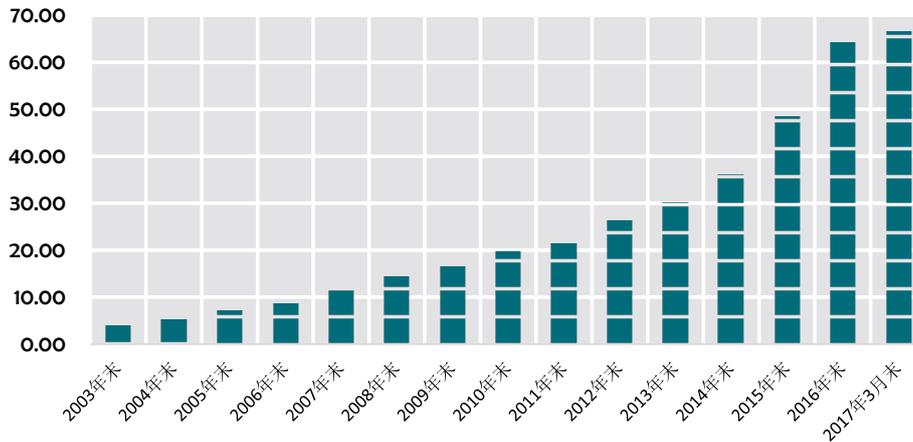
数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

从债券市场存量规模看, 截至2017年3月末, 全国债券市场存量债券余额66.47万亿元, 比年初增加2.20万亿元, 同比增长26.25%。

从债券市场存量债券券种分布看, 2017年3月末, 国债、地方政府债、央行票

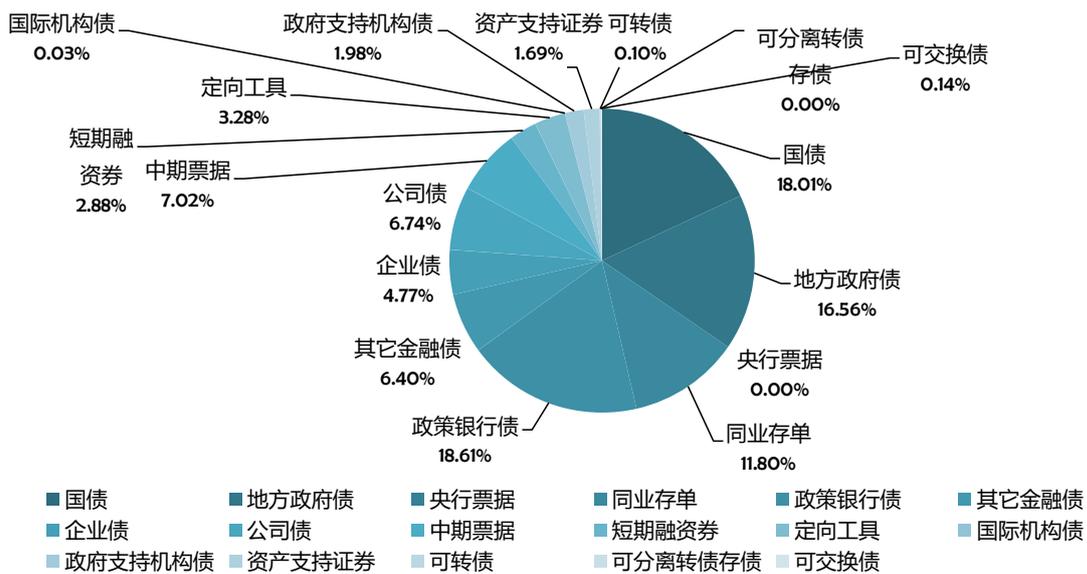
据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计43.20万亿元, 占比64.99%; 以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为主的信用产品合计23.28万亿元, 占比35.01%。

图表3 2017年3月末债券市场存量债券余额（万亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表4 2017年3月末债券市场余额券种分布

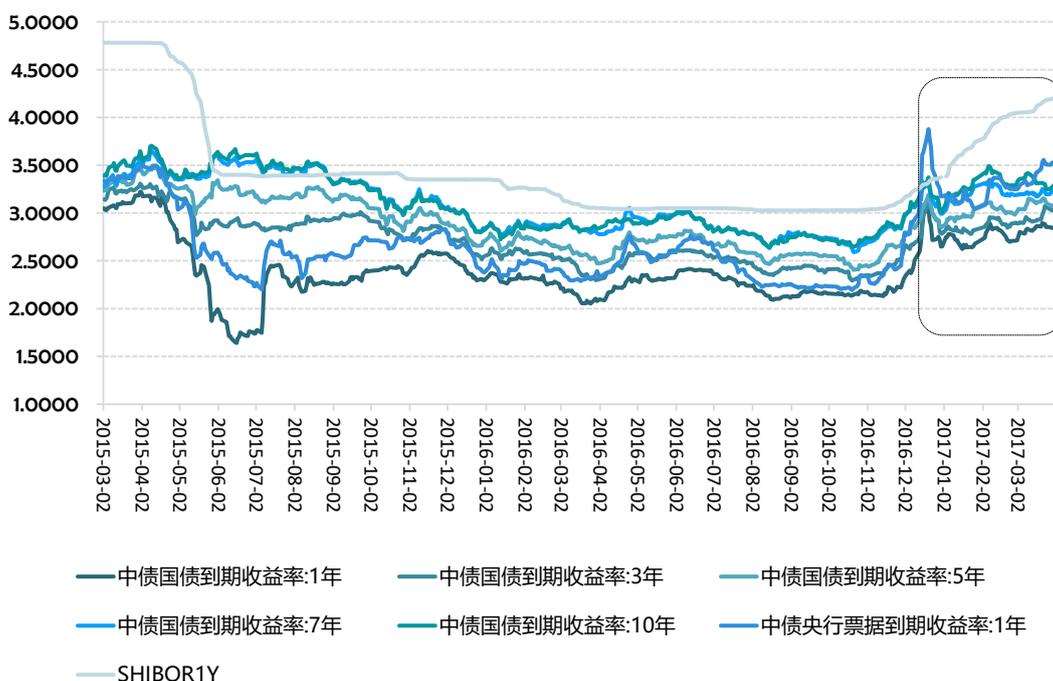


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2017年第一季度，我国经济金融运行总体平稳，货币政策开始转向稳健中性，去杠杆、挤泡沫、防风险成为首要任务。央行通过公开市场操作、开启逆回购等工具稳定市场流动性，表现在债券市场收益率上则为区间震荡，曲线平坦化上行。具体来

看，3月底，1年、3年、5年、7年和10年国债收益率分别为2.86%、3.02%、3.08%、3.23%和3.28%，与年初相比，分别上升11BP、19BP、19BP、19BP和17BP，各品种平均上涨17BP。

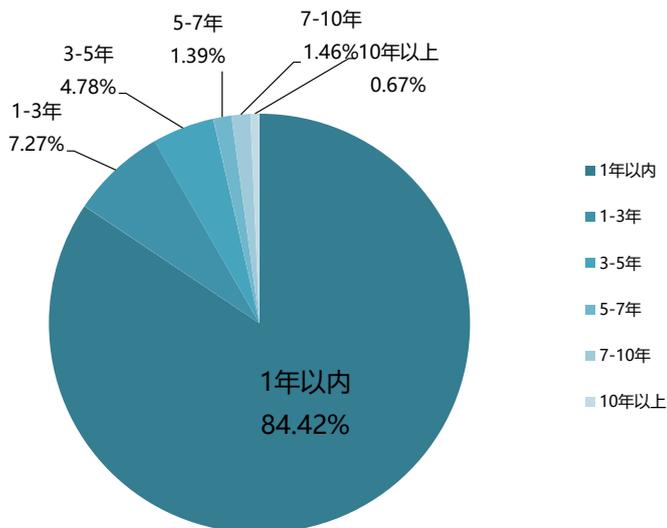
图表5 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从发行期限看，2017年第一季度发行的债券依旧以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的84.42%，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7.27%、4.78%、1.39%、1.46%和0.67%。5年期以下债券合计占比96.48%。

图表6 2017年第一季度债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 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

2017年第一季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行101期，同比下降57.74%；募集资金939.30亿元，同比下降56.47%。中期票据（不含中小企业集合票

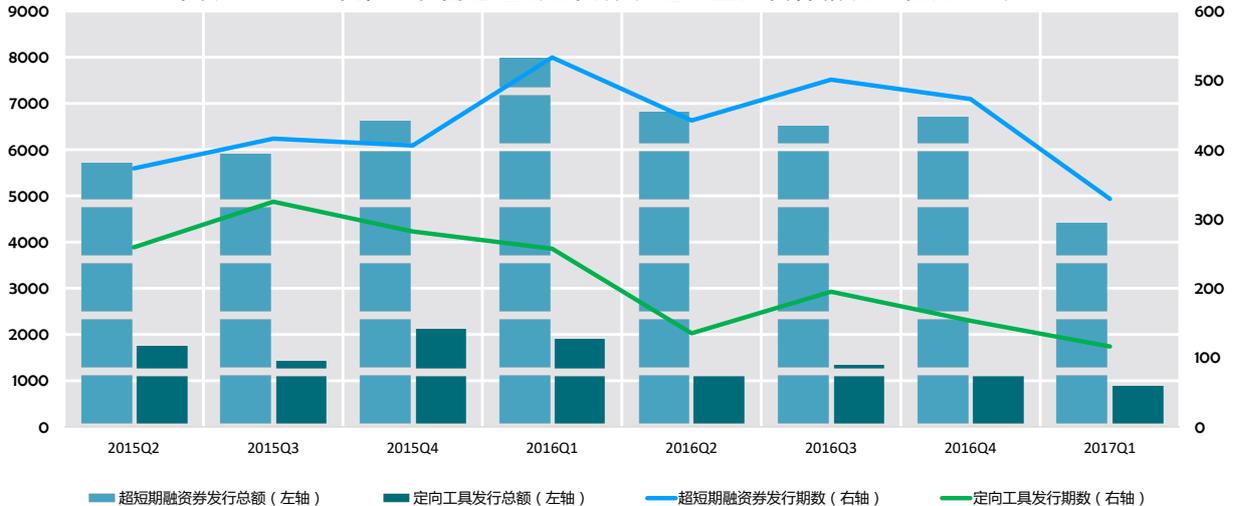
据和项目收益票据）共发行125期，同比下降54.71%；募集资金1590.40亿元，同比下降50.45%。定向工具共发行116期，同比降低54.86%；募集资金868.00亿元，同比下降54.40%。超短期融资券共发行329期，同比降低38.27%；募集资金4397.10亿元，同比下降44.97%。

图表7 2017年第一季度短期融资券和中期票据发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表8 2017年第一季度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

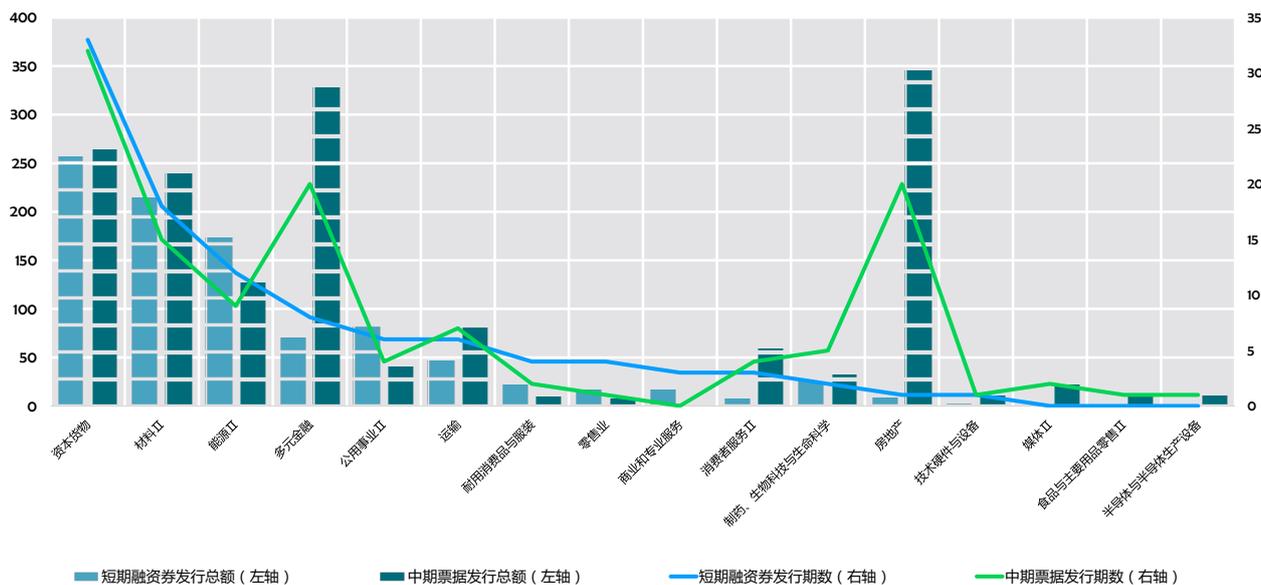
以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2017年第一季度短期融资券和中期票据发行人涉及17大行业，主要分布于资本货物、材料、能源、多元金融、公用事业、运输和房地产等领域，上述七大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合

计占比分别为90.44%和83.17%。在中期票据中合计占比分别为89.66%和85.60%，行业集中度较高。

## 3. 主承销商分布

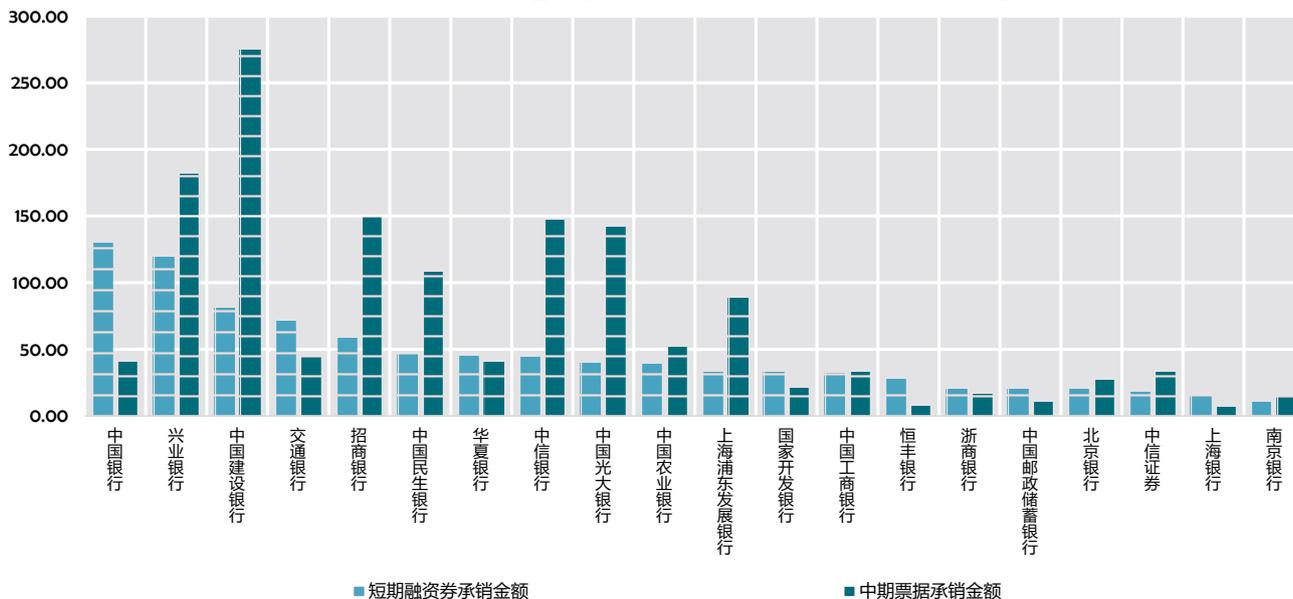
2017年第一季度，共有25家商业银行和4家证券公司承担了短期融资券和中期票

图表9 2017年第一季度短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表10 2017年第一季度短期融资券和中期票据主承销商分布（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

据的主承销工作。从承销金额来看，建设银行、兴业银行和招商银行包揽前三位，中信银行超过光大银行跃居第四位，中国银行、民生银行和浦发银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

#### 4. 信用等级

2017年第一季度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96.77%。AA-及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，占比很小。第一季度短期融资券发行主体为AA-级的有3期，发行额合计9.80亿元，均为无担保债券。

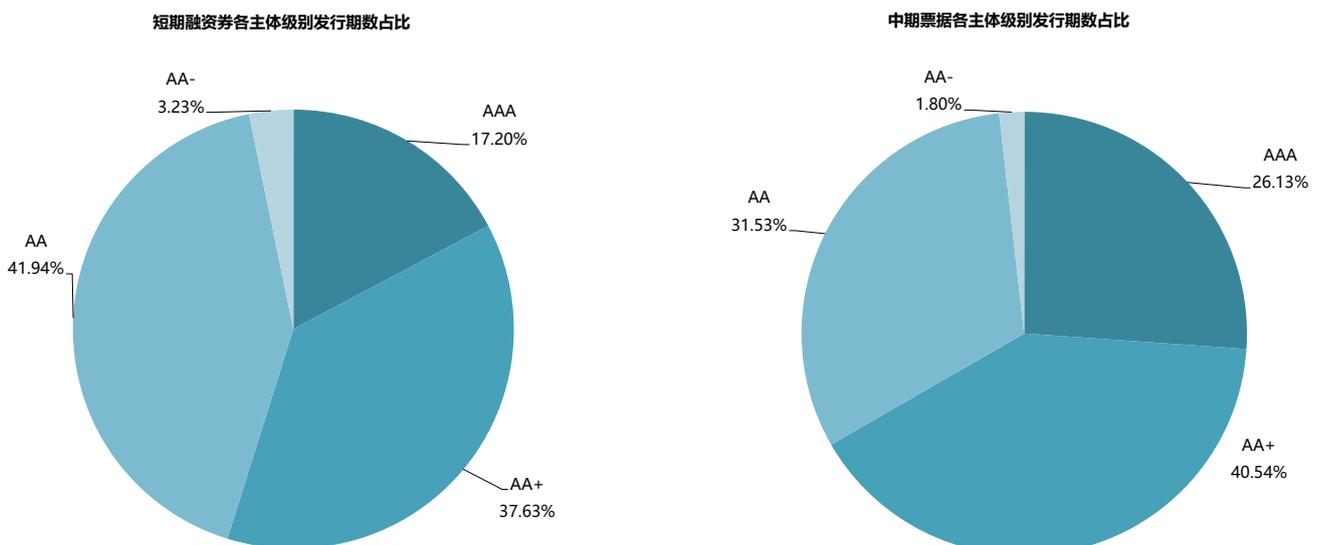
2017年第一季度发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等

级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为98.20%。第一季度新发行的中期票据主体级别为AA-级的有2期，发行额合计4.00亿元，均为无担保债券。

#### 5. 发行利率

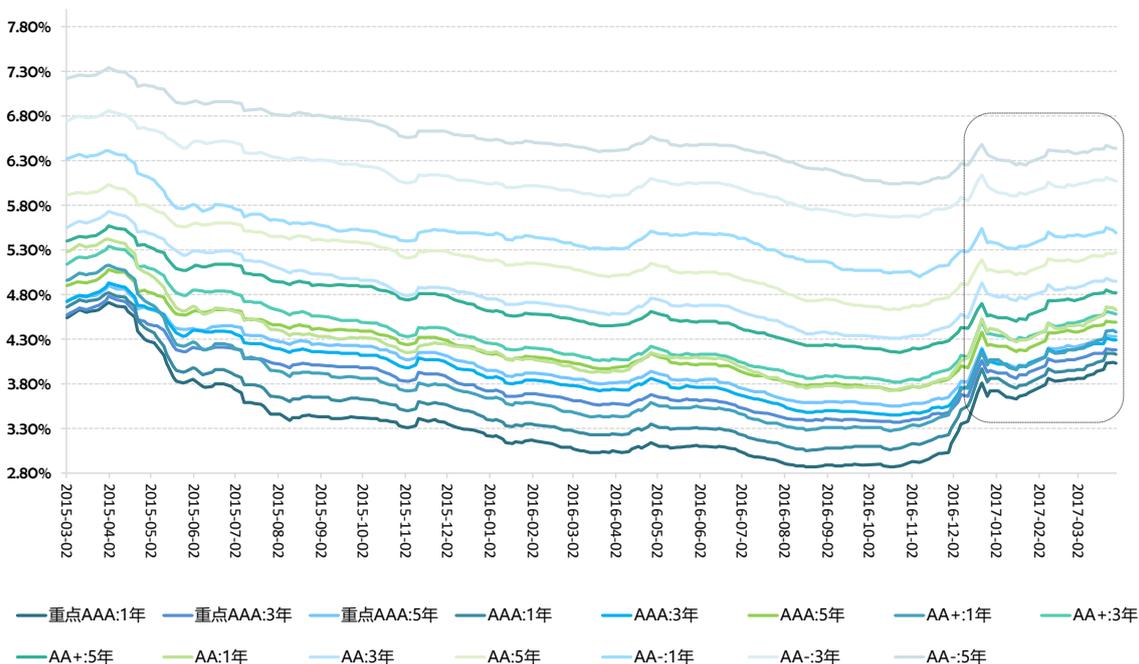
2017年第一季度，交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值总体与国债收益率曲线保持一致，整体收益率上行。1月份表现为上半月收益率下行，随着信用市场回暖，且流动性收紧，利率回升。2、3月份继续区间内震荡，收益率曲线平稳上行。从定价估值收益率看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率年初为3.86%，季末为4.13%，上升27BP；同期限AA级定价估值收益率年初为4.40%，季末为4.63%，上升23BP。

图表11 2017年第一季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况



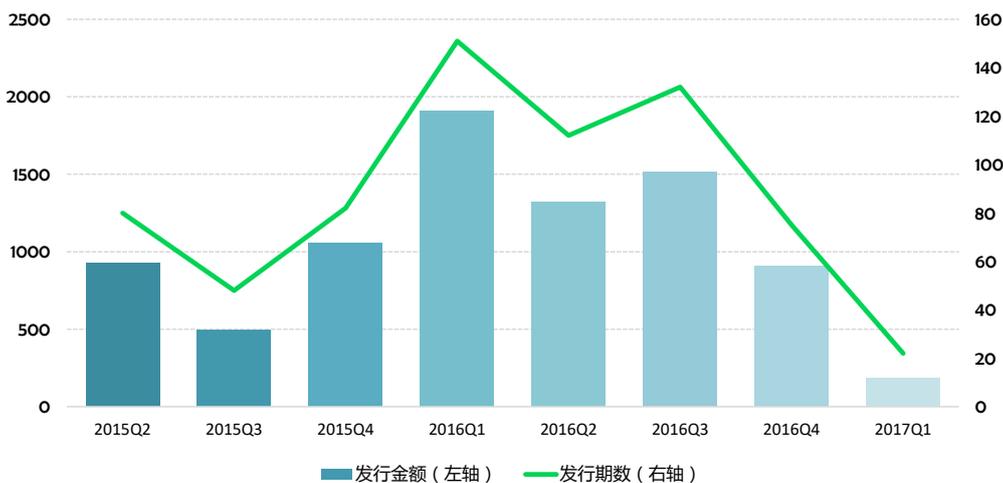
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表12 非金融企业债务融资工具定价估值走势



数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

图表13 2017年第一季度企业债券发行情况 (亿元、期)



数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

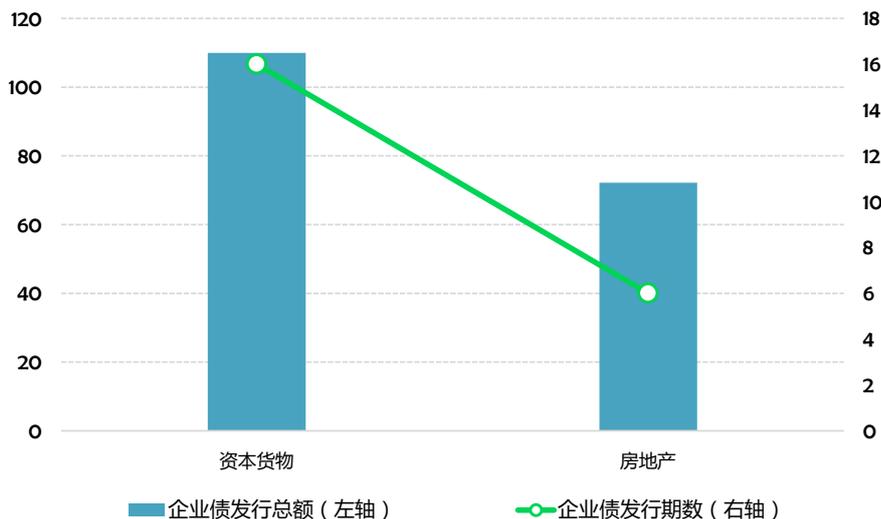
## (二) 企业债券市场分析

### 1. 发行规模

2017年第一季度, 累计发行企业债券(不含集合企业债和项目收益债券) 22期, 同比下降85.43%; 合计发行金额182.20

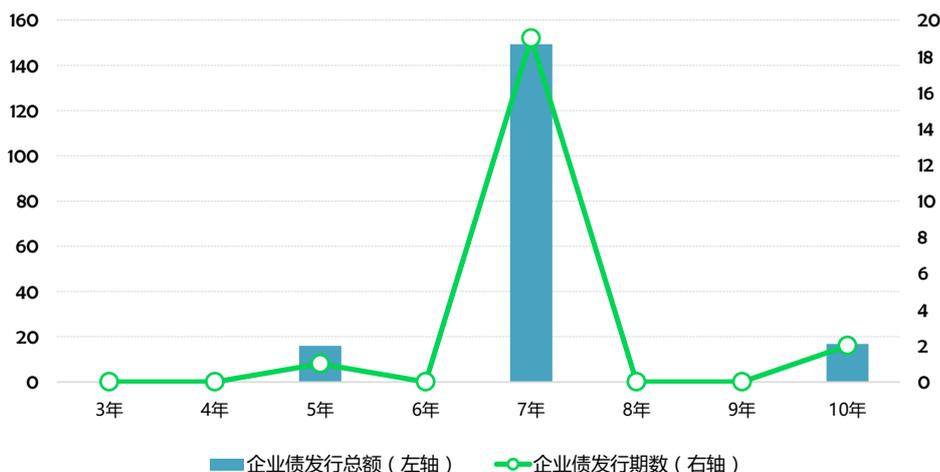
亿元, 同比下降90.45%。受市场波动性增强, 流动性趋紧、债券违约频发等影响, 投资者风险偏好收紧, 倾向于短期债券。另一方面, 市场利率波动上行, 导致一级市场发行难度加大, 大部分发行人考虑到融资成本而延期或取消发行债券。

图表14 2017年第一季度企业债发行行业分布（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表15 2017年第一季度企业债发行期限结构（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

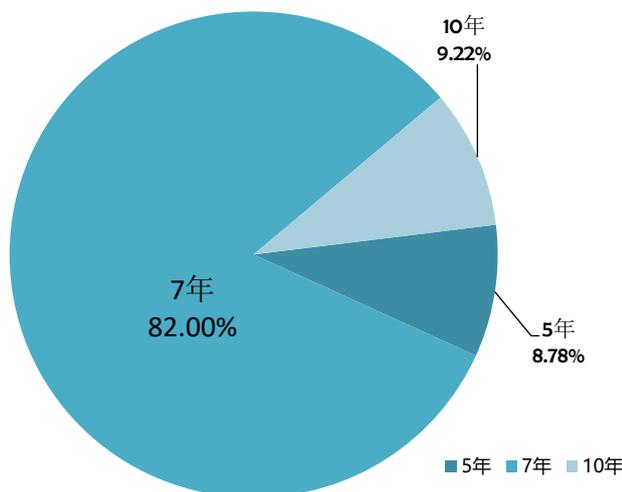
## 2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017年第一季度企业债券发行人主要分布于房地产、资本货物领域，发债主体主要为城投类企业。在第一季度发行的22期企业债中，其中有18期属于城投债，占比高达81.82%。

## 3. 发行期限结构

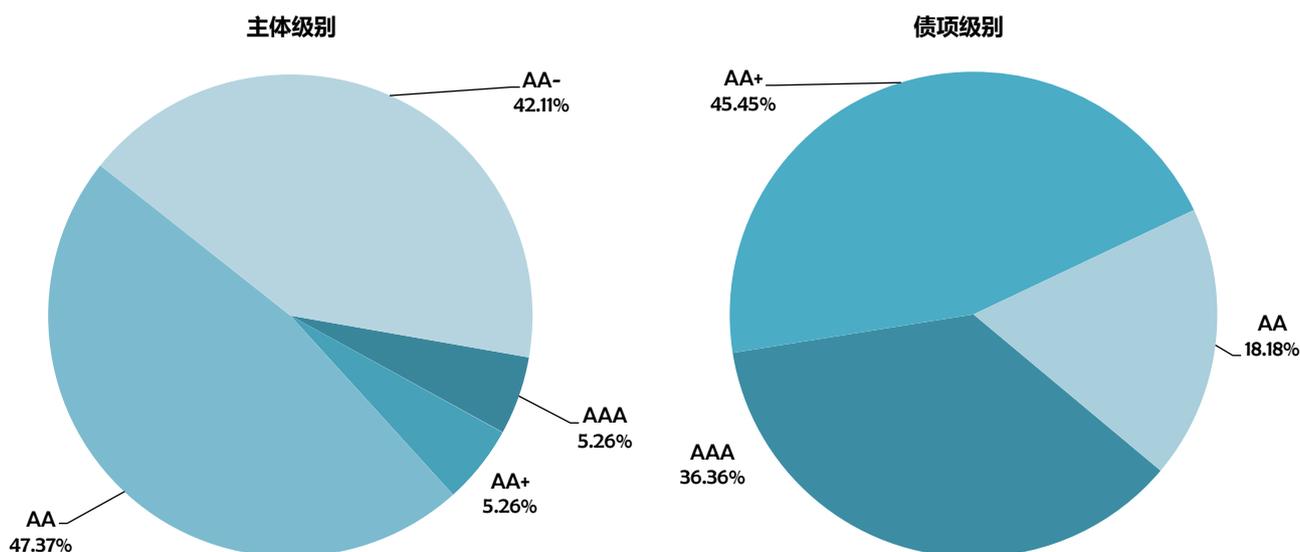
从企业债券的期限结构看，2017年第一季度发行的企业债券以7年期为主，占比为86.36%；7年及以上债券合计占比为95.45%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表16 2017年第一季度企业债券各期限发行期数占比



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表17 2017年第一季度企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 4. 信用等级分布

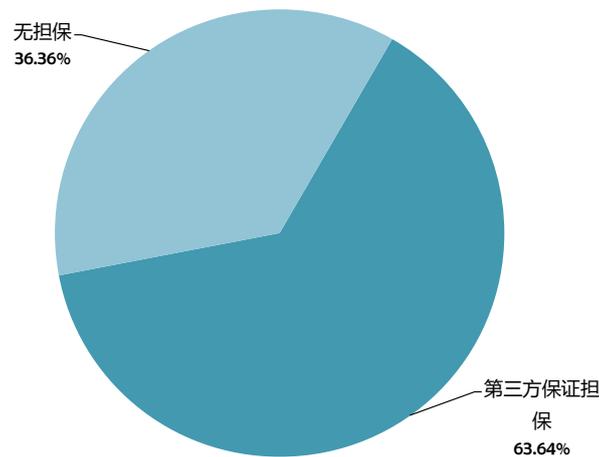
从信用等级分布看，2017年第一季度发行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为42.11%，AA级期数占比为47.37%，这两个级别的发行主体占了企业债的84%以上。发行债项信用等级最低为AA级，占比

为18.18%，说明主体AA-级发行人均采用了信用增级措施，以至于发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

#### 5. 增信方式

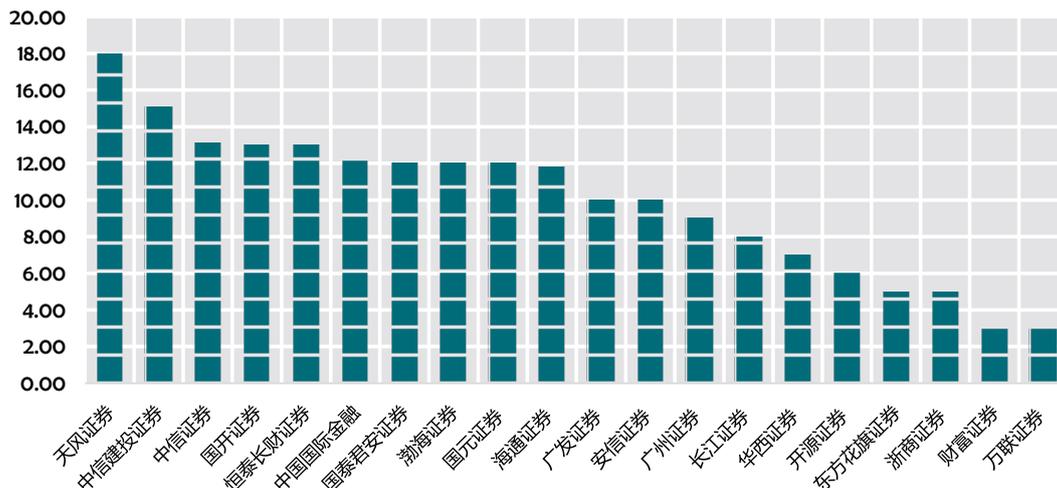
2017年第一季度发行的企业债券主要为第三方保证担保和无担保债券，占比分别为63.64%和36.36%。

图表18 2017年第一季度企业债券增信方式分布（按发行期数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表19 2017年第一季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

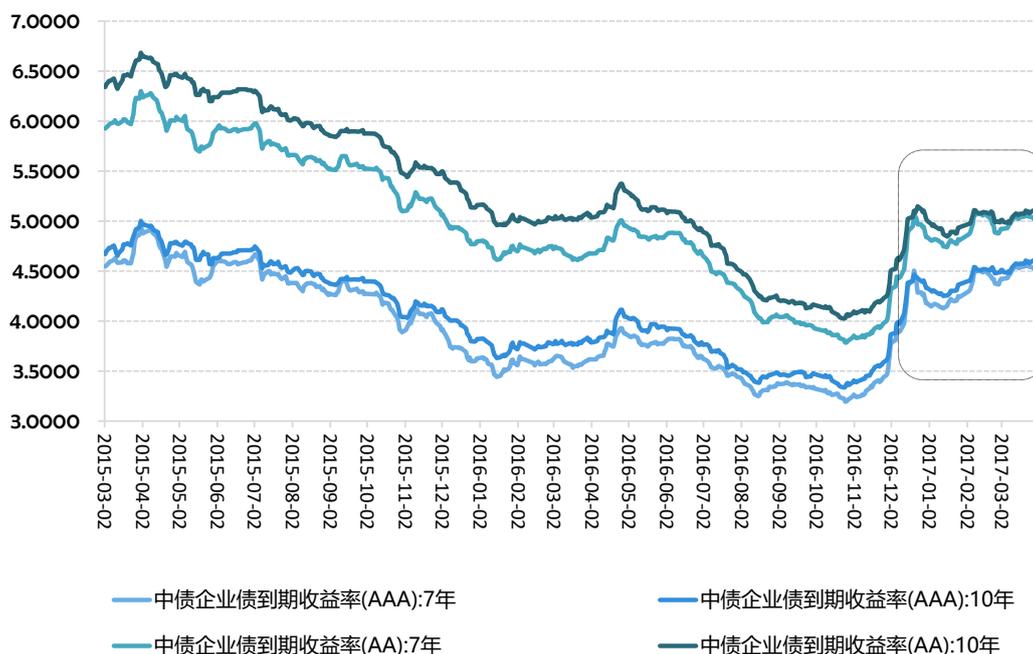
## 6. 主承销商分布

2017年第一季度共有20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，天风证券、中信建投证券和中信证券分列前三甲。天风证券固定收益承销在第一季度表现优异，后来居上。中信证券和中信建投证券紧随其后。

## 7. 发行利率分析

2017年第一季度，企业债市场收益率曲线与信用债市场收益率曲线相吻合，有跌有涨，表现为震荡中上升，整体呈上行趋势。从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率在年初为4.18%，季末为4.52%，上升34BP；AA级、7年期收益率在年初为4.84%，季末为5.00%，上升16BP。

图表20 重要期限固定利率企业债收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### （三）公司债券市场分析

#### 1. 发行规模

2017年第一季度，交易所公司债公开发行75期，同比下降72.73%；发行金额725.43亿元，同比下降83.34%。交易所私募债发行145期，同比下降65.39%；发行金额1309.92亿元，同比下降64.54%。

2016年10月，上海证券交易所向各大债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》明确表示，对房地产、产能过剩行业公司债券发行审核试行分类监管。这在一定程度上增加了“风险类”企业的发债难度和成本，导致公司债发行锐减。

#### 2. 发行人行业分布

从所属行业看，2017年第一季度公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、材料、公用事业和能源等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。由于监管趋严，地产公司债风险类停发，钢铁公司债关注类、风险类基本停发，使得房地产行业不再是发行公司债金额最多的行业。

#### 3. 信用等级分布

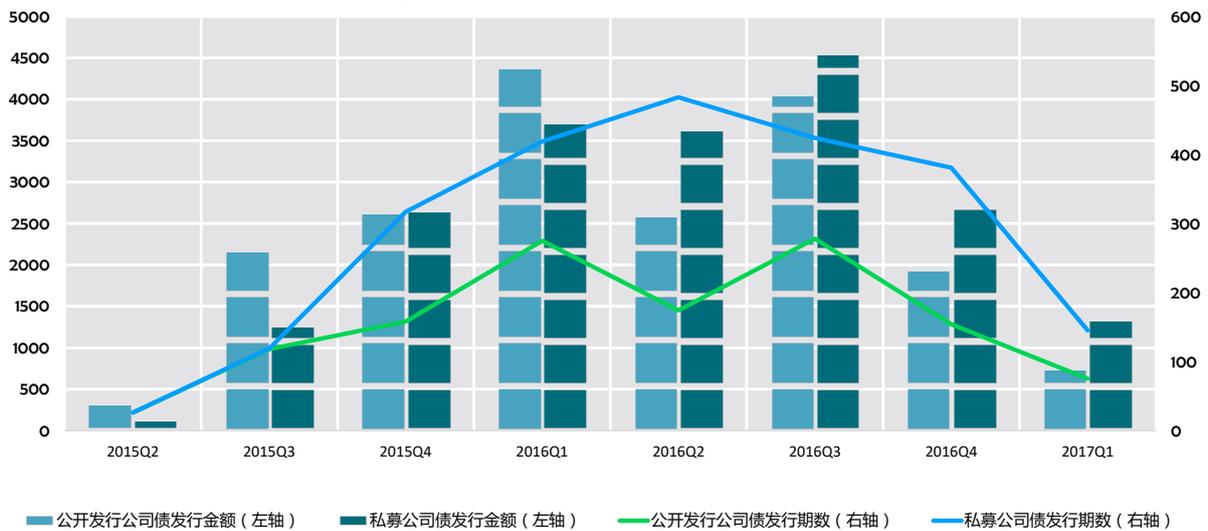
从信用等级分布来看，2017年第一季度公开发行公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为2.86%、45.71%、25.71%和25.71%；发行债项信用等级包括AA、

AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为37.33%、29.33%和33.33%。私募公司债主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为9.40%、55.56%、15.38%和7.69%（其中未公开级别占比11.97%）；发行债项信用等级包括AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为13.79%、6.90%和7.59%（其中未公开级别占比71.72%）。

#### 4. 主承销商分布

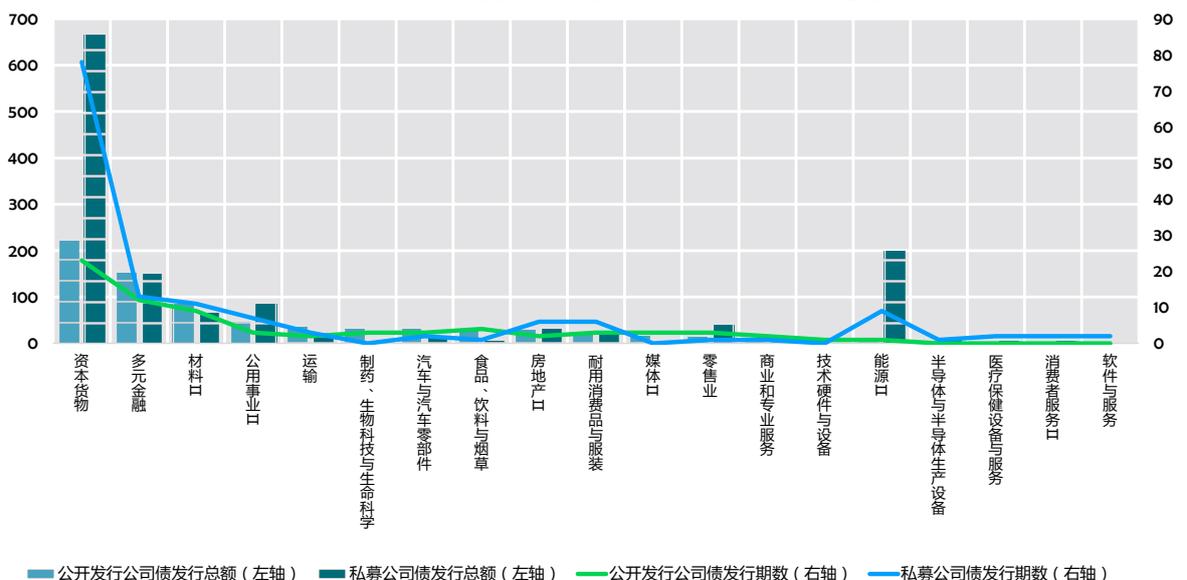
2017年第一季度共有60家证券公司参与了公开发行公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投证券、平安证券和海通证券排名前三。随着债券市场的发展，债券承销已经成为券商重要的投行业务，市场竞争日益激烈。

图表21 近年来公司债和私募债发行情况（亿元、期）



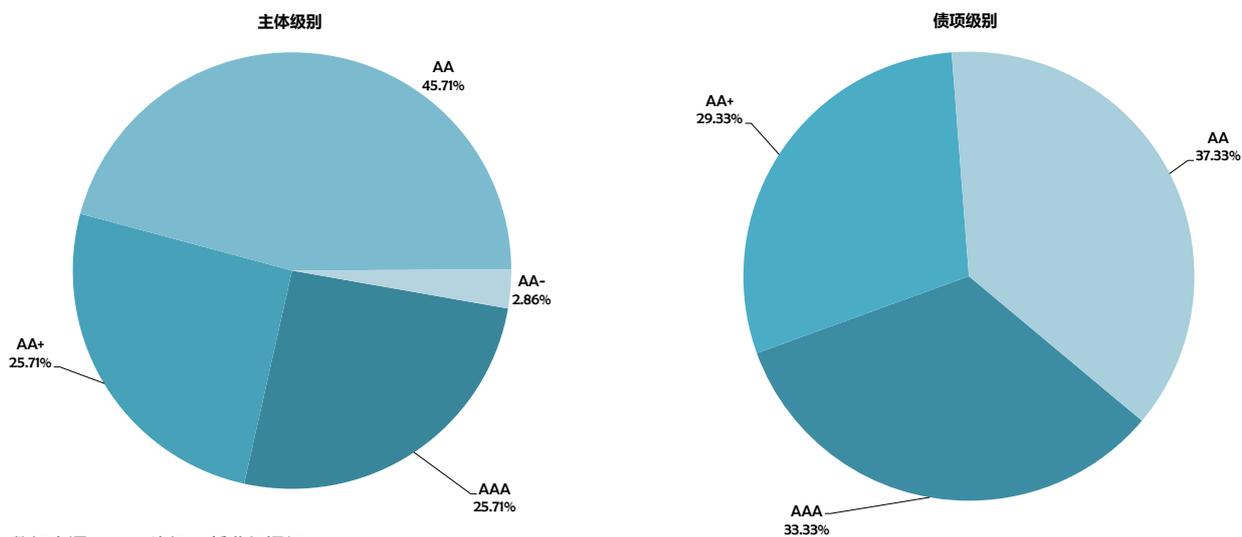
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表22 2017年第一季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）



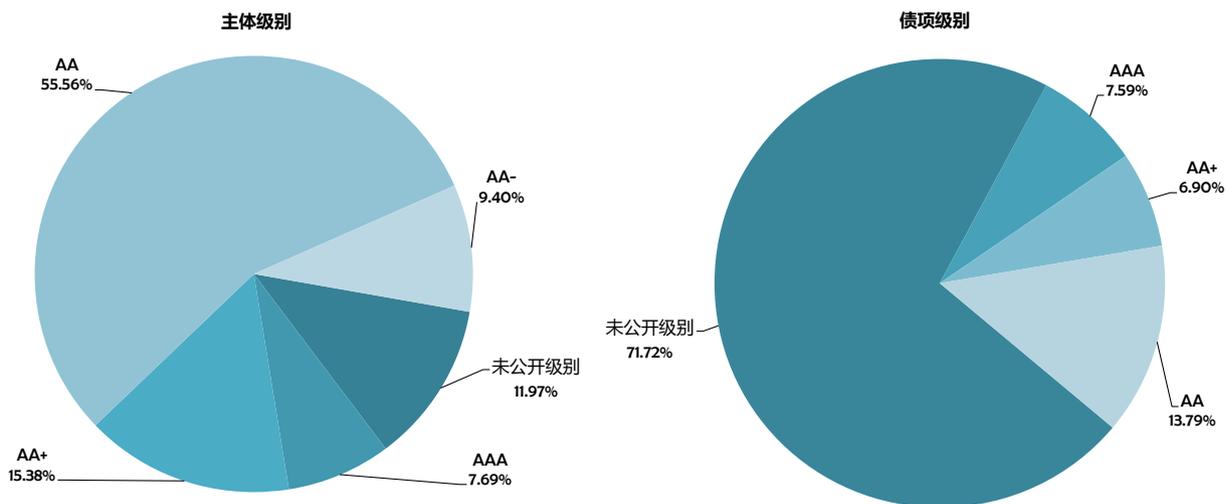
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表23 2017年第一季度公开发行人公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



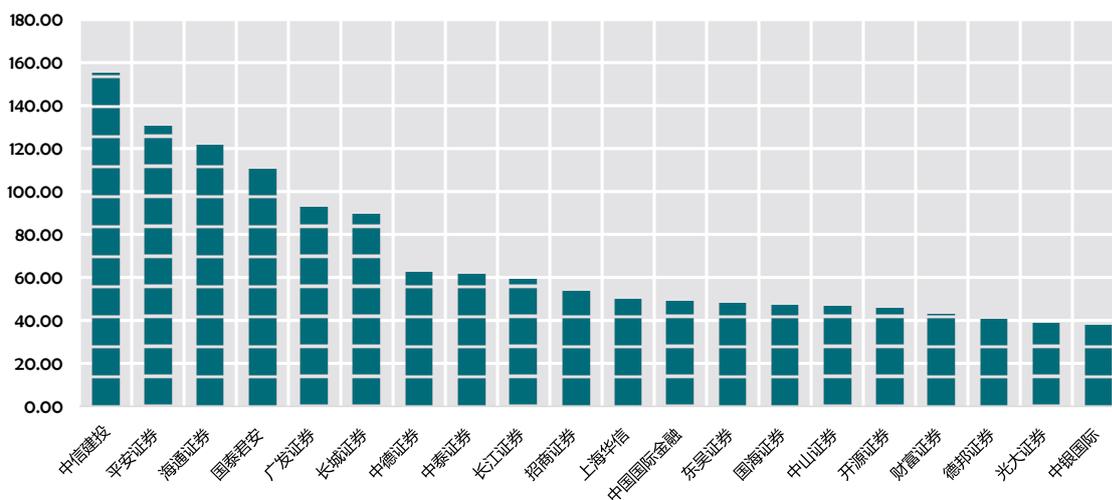
数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

图表24 2017年第一季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

图表25 2017年第一季度公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

# 2017年一季度债券市场主体 信用等级迁移研究

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，2017年一季度债券市场主体跟踪评级信用等级保持了较高的稳定性。

■ 何金中 郭文渊/文

## 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存续的短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券和可分离转债发行主体的主体信用等级。本次研究的基础数据来源于Wind资讯<sup>1</sup>，数据采集时点为2017年4月7日，数据时限是2017年一季度（2017.1.1~2017.3.31）。

## 二、2017年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2017年一季度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2017年一季度静态池样本库中满足统计口径<sup>2</sup>的有效样本328个。我们对2017年一季度信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵。详见下表：

图表1 2017年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2017年3月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
AAA	67						67
AA+	2	83	1				86
AA		4	139	5			148
AA-			4	15	1		20
A+						1	1

<sup>1</sup>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。

<sup>2</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，为便于统计级间迁移，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2016年或2017年一季度没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪评级”，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”。

图表2 2017年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2017年3月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	2.33%	96.51%	1.16%			
AA		2.70%	93.92%	3.38%		
AA-			20.00%	75.00%	5.00%	
A+						100.00%

注：A级以下的样本量较少，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

图表3 2012~2017年一季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
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%
2017年一季度	10	13	305	328	3.05%	3.96%	92.99%
2016年一季度	35	12	444	491	7.13%	2.44%	90.43%

2017年一季度主体信用等级向上迁移的主体10家，向下迁移的主体13家，等级迁移以下降为主（图表1和图表2）。与上年同期相比，主体信用等级向上迁移数量减少25家，向下迁移数量增加1家，整体向上迁移率由7.13%下降至3.05%，向下迁移率由2.44%上升至3.96%，信用事件频发使得向上迁移率较上年同期显著下降，向下迁移趋势增强。因尚未进入跟踪高峰期，一季度跟踪评级数量相对较少，但基本保持了年度

等级迁移矩阵的基本特征，主体信用等级稳定性较高，AAA~AA级保持在上年末等级的比率均在90%以上，等级稳定性整体上保持了随等级上升而上升的规律。与上年同期相比，AA+级上调至AAA级的数量显著减少，上年同期为12家，2017年一季度为2家，AA+级稳定性显著增强。

### 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，新世纪评级按债券类型对2017年一季度债券市场主体和本评级机构跟踪对象的主体信用等级迁移分别进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵，见图表4~11。

#### （一）短期融资券迁移矩阵

图表4 2017年一季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		1.96%	98.04%	
AA-			22.22%	77.78%

图表5 2017年一季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA			100.00%	
AA-				100.00%

#### （二）中期票据迁移矩阵

图表6 2017年一季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-	A
AAA	100.00%				
AA+	2.82%	95.77%	1.41%		
AA		4.40%	91.21%	4.40%	
AA-				100.00%	
A+					100.00%

图表7 2017年一季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		5.88%	88.24%	5.88%

(三) 企业债迁移矩阵

图表8 2017年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+		100.00%			
AA		3.33%	93.33%	3.33%	
AA-			22.22%	66.67%	11.11%

图表9 2017年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AA+	AA
AA+	100.00%	
AA		100.00%

(四) 公司债迁移矩阵

图表10 2017年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	2.44%	95.12%	2.44%	
AA		3.85%	94.23%	1.92%
AA-			100.00%	

图表11 2017年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA
AAA	100.00%		
AA+		100.00%	
AA		20.00%	80.00%

从整个市场各类型债券发行主体2017年一季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），各类型债券发行主体的主体信用等级基本均呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移率越高的特征，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91%以上。2017年一季度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为1.90%、2.65%、3.48%和3.23%；等级向下迁移的概率分别为0.00%、3.98%、3.48%和2.42%。

从新世纪评级的各类型债券发行主体2017年一季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2017年一季度新世纪评级各券种主体信用等级迁移稳定与市场整体情况趋同，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。2017年一季度新世纪所评短期融资券和企业债发行主体的主体信用等级各级别均维持上年等级。2017年一季度新世纪所评中期票据和公司债发行主体的主体信用等级向上迁移率分别为3.13%和7.14%；中期票据等级向下迁移率为6.25%，公司债无等级向下迁移记录。

#### 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2017年一季度本评级机构、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，计算迁移率，并建立迁移矩阵。其他机构统计期内跟踪评级样本量较小，暂不统计。

##### （一）新世纪迁移矩阵

图表12 2017年一季度债券市场新世纪评级跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		4.76%	90.48%	4.76%
AA-				100.00%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表13 2017年一季度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	3.70%	92.59%	3.70%	
AA			97.37%	2.63%
AA-			16.67%	83.33%

(三) 联合资信迁移矩阵

图表14 2017年一季度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		3.23%	90.32%	6.45%

(四) 大公迁移矩阵

图表15 2017年一季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	11.76%	88.24%		
AA		5.56%	94.44%	
AA-			25.00%	75.00%

## (五) 鹏元迁移矩阵

图表16 2017年一季度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AA	AA-
	AA	100.00%
AA-	33.33%	66.67%

(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),除大公AA+级稳定性为88.24%外,其余各机构AAA~AA级维持原等级的比例均很高,均在90%以上。  
**AAA级:**除鹏元无统计样本外,其余各机构的维持率均为100%。  
**AA+级:**新世纪评级和联合资信维持率均为100.00%、中诚信国际92.59%、大公88.24%、鹏元无统计样本。  
**AA级:**鹏元的维持率为100.00%、中

诚信国际97.37%、大公94.44%、新世纪评级90.48%、联合资信90.32%。  
**AA-级:**新世纪评级的维持率为100.00%、中诚信国际83.33%、大公75.00%、鹏元66.67%、联合资信无统计样本。

2017年一季度,大部分机构的跟踪评级主体信用等级稳定性都较高,由高到低分别为:联合资信95.71%、中诚信国际93.88%、新世纪评级92.50%、大公90.14%、鹏元78.57%。

## 五、总结

基于对2017年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析,2017年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征:

1. 总体来说,2017年一季度债券市场主体信用等级的稳定性较高,等级迁移向下迁移的数量多于向上迁移的数量,为近五年来首次出现向下迁移率高于向上迁移率的情况。

2. 与上年同期等级迁移矩阵相比,等级向上迁移数量减少25家,向下迁移数量增加1家,整体向上迁移率由7.13%下

降至3.05%,向下迁移率由2.44%上升至3.96%,向下迁移趋势显著增强。

3. 2017年一季度,AA+级上调至AAA级的数量显著减少,上年同期为12家,2017年一季度为2家,AA+级稳定性显著增强。

4. 2017年一季度除AA-级及以下级别的评级样本量较小,其稳定性不可比外,各债券类型以及各评级机构AAA~AA级的稳定性均较高。

# 2017年第一季度短期融资券利差分析

新世纪评级对短期融资券的利差分析选取同日、一年期银行间固定利率国债到期收益率（简称“国债利率”）为基准利率计算利差。利差分析结果表明，2017年第一季度发行的短期融资券的主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，除AAA级和AA+级发行利差、交易利差无显著差异，AA+级与AA级间的交易利差亦无显著差异外，其他主体信用等级对短期融资券利差具有显著区分度。

■ 何金中 王衡/文

## 短期融资券利差统计分析

### （一）短期融资券发行概况

2017年第一季度短期融资券共发行101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1个样本，有效样本共计100个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有5个，截至2017年4月1日仍未上市的样本有1个，最终获得94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18个、36个、37个和3个。从发行数量看，短期融资券主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，占比达96%以上（图表1）。从发行规模来看，短期融资券的主体信用等级分布亦主要集中于AA级及以上级别，占比达98.89%。

### （二）基准利率走势分析

整体来看，2017年第一季度国债利率延续了2016年末以来的高位运行态势，在2.60%~2.90%的区间内波动（图表2虚线处）。具体来看，2017年年初到1月中旬，由于受公开市场净投放影响，国债利率下探到2.60%附近；随后受年底资

图表1 2017年第一季度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	18	19.15	361.00	40.73
AA+	36	38.30	345.00	38.93
AA	37	39.36	170.50	19.24
AA-	3	3.19	9.80	1.11
合计	94	100.00	886.30	100.00

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

金面偏紧因素等影响，国债利率上升到2.90%附近；接下来2月上旬国债利率的走低主要跟通胀预期减弱等因素有关；3月中旬受美联储加息、一季度银行MPA考核等因素影响，国债利率走高并最终于第一季度末稳定在2.80~2.90%区间内。

图表2 2017年第一季度国债利率走势（%）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

### （三）利率、利差与信用等级的对应关系

2017年第一季度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，不同主体信

用等级短期融资券对应的发行利率均值分别为：AAA级4.68%、AA+级4.98%、AA级5.24%、AA-级5.90%。主体信用等级越高，上市首日利率越低，这和发行利率与主体信用等级的对应关系一致（图表4）。

图表3 2017年第一季度各主体信用等级对应发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	18	3.70~5.99	4.68	0.48	187.25	NR	48.09	0.26
AA+	36	3.95~7.10	4.98	0.77	219.32	32.07	74.27	0.34
AA	37	4.12~7.00	5.24	0.78	246.86	27.54	76.66	0.31
AA-	3	3.70~7.10	5.90	0.40	310.93	64.07	47.63	0.15

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. 变异系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4 2017年第一季度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	变异系数
AAA	18	4.00~5.99	4.79	0.42	198.43	NR	41.16	0.21
AA+	36	4.03~7.20	5.03	0.78	224.47	26.04	75.37	0.34
AA	37	4.12~7.06	5.31	0.79	253.84	29.37	76.99	0.30
AA-	3	5.50~6.38	5.93	0.44	313.51	59.67	54.28	0.17

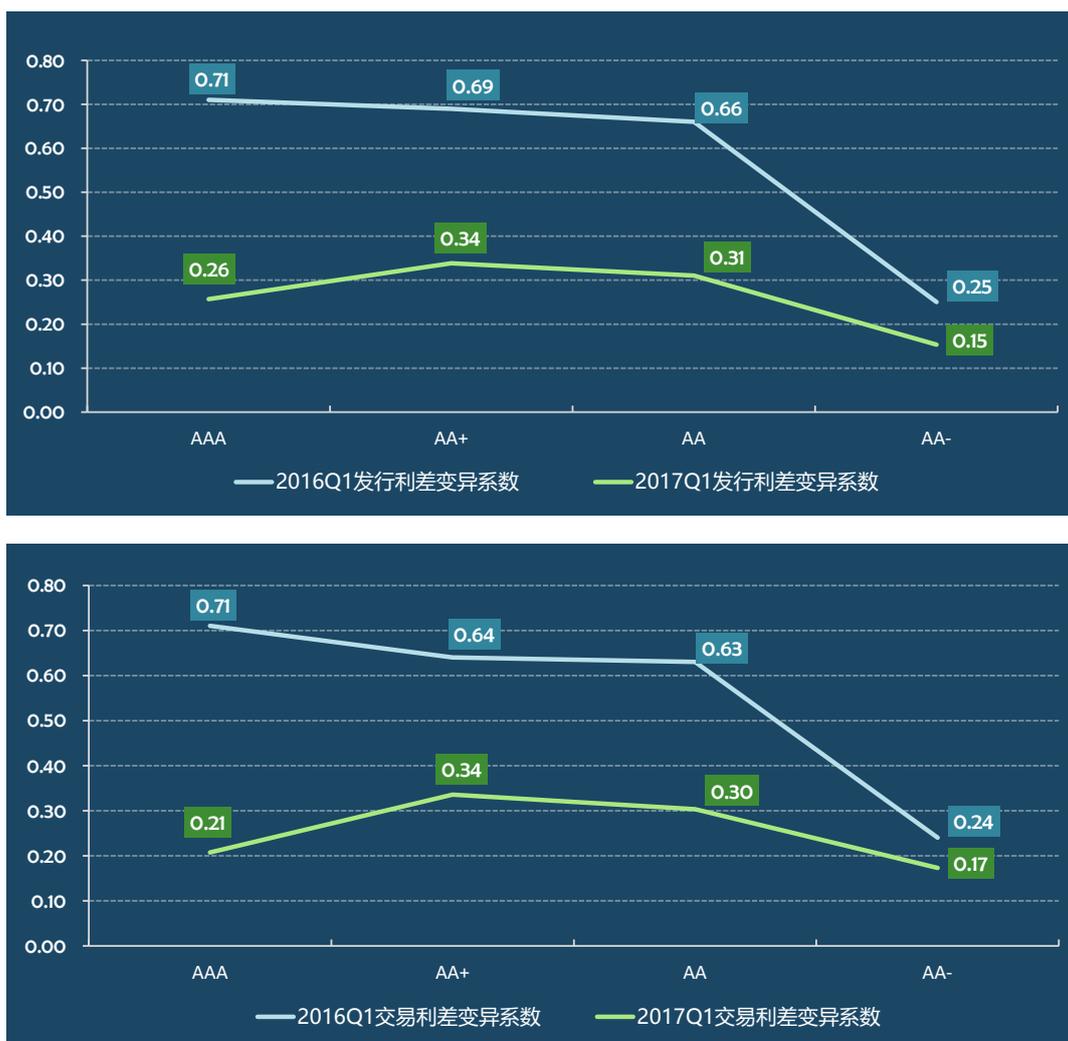
注：交易利差为短期融资券的上市首日利率减去与短期融资券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

发行利差、交易利差与主体信用等级的对应关系也均较为明显（图表3、图表4），即主体信用等级越高，发行利差和交易利差均越小。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-级的利差级差有一定程度的扩大。而与2016年第一季度时AA级到AA-级的利差级差相比，同比大幅下降，这表明2017年第一季度投资者对于AA-级发行主体要求的风险溢价在降低。

与2016年第一季度相比，2017年第一季度各主体信用等级发行利差、交易利差均值均同比上升，除AA+级交易利差标准差略升外，其他各主体信用等级发行利差、交易利差的标准差均同比下降，使得各主体信用等级变异系数同比下降。整体来看，2017年第一季度评级机构给出的短期融资券主体信用级别与市场的认可度分歧有所减小（图表5）。

图表5 1年期短期融资券发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 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、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，考虑到样本数量，同一主体级别下少于5个统计样本的不参与检验，检验结

果显示（图表6）：在5%的显著性水平下，除AAA级和AA+级发行利差、交易利差无显著差异，AA+级与AA级间的交易利差亦无显著差异外，其他主体等级对应短期融资券的发行利差、交易利差的中心位置均存在显著差异。

### （二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

从2017年第一季度各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除中诚信国际外，各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降（图表7~9）。

图表6 2017年第一季度主体信用等级对短期融资券发行利差、交易利差的Mann-Whitney U检验

	发行利差			交易利差			
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	
AAA	—	0.177	0.004	AAA	—	0.435	0.007
AA+	0.177	—	0.04	AA+	0.435	—	0.051
AA	0.004	0.04	—	AA	0.007	0.051	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

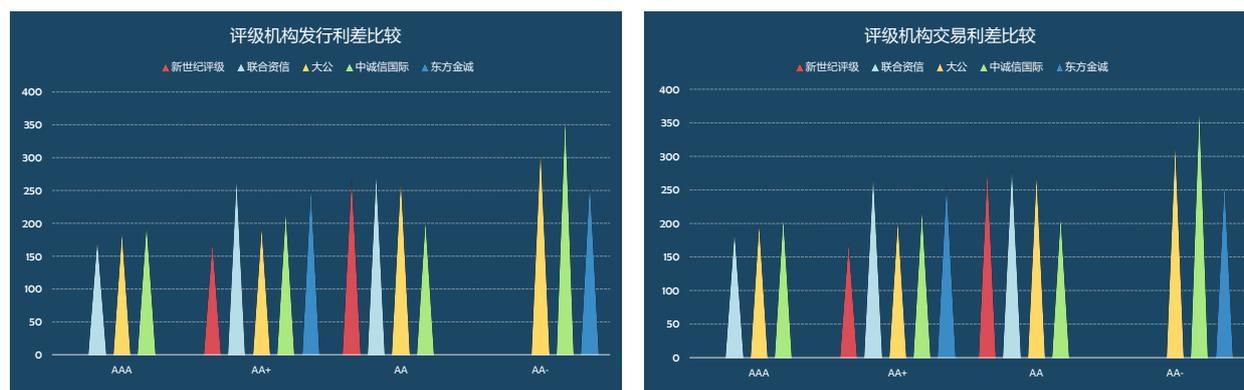
图表7 2017年第一季度各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本	
样本总量	10	24	20	35	5	94	
AAA	样本量	—	5	4	9	—	18
	均值	—	172.92	183.74	196.78	—	187.25
	标准差	—	53.55	37.46	52.13	—	48.09
AA+	样本量	5	8	6	13	4	36
	均值	168.52	264.48	191.75	213.46	252.90	219.32
	标准差	22.00	67.36	52.18	74.52	115.97	74.27

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
AA	样本量	5	11	9	12	—	37
	均值	267.36	272.69	264.56	201.37	—	246.86
	标准差	13.05	94.42	100.97	16.78	—	76.66
AA-	样本量	—	—	1	1	1	3
	均值	—	—	310.18	358.94	263.68	310.93
	标准差	—	—	—	—	—	47.63

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2017年第一季度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 2017年第一季度各评级机构短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		10	24	20	35	5	94
AAA	样本量	—	5	4	9	—	18
	均值	—	185.74	196.46	206.36	—	198.43
	标准差	—	44.57	30.58	45.65	—	41.16
AA+	样本量	5	8	6	13	4	36
	均值	168.98	271.28	202.12	217.04	257.91	224.47
	标准差	23.76	66.84	49.57	75.37	120.73	75.37
AA	样本量	5	11	9	12	—	37
	均值	276.91	281.12	268.96	207.88	—	253.84
	标准差	13.60	96.02	98.67	19.79	—	76.99
AA-	样本量	—	—	1	1	1	3
	均值	—	—	314.66	367.21	258.66	313.51
	标准差	—	—	—	—	—	54.28

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7~9显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在差异。为进一步检验评级机构对利差影响的显著性，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验，但考虑到样本数量，同一主体级别下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果汇总见图表10~12。

主体信用等级为AAA级Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，参与检验的机构间所评AAA级短期融资券发行利差、交易利差均无显著差异。

主体信用等级为AA+级Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除联合资信和新世纪评级所评AA+级短期融资券发行利差和交易利差有显著差异，联合资信和大公所评AA+级短期融资券的发行利差亦有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

主体信用等级为AA级Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除新世纪评级与中诚信国际间所评AA级短期融资券发行利差、交易利差有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

图表10 2017年第一季度评级机构对AAA级短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		联合资信	中诚信国际
	联合资信	—	0.841
	中诚信国际	0.841	—
交易利差		联合资信	中诚信国际
	联合资信	—	0.947
	中诚信国际	0.947	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11 2017年第一季度评级机构对AA+级短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		大公	联合资信	新世纪评级	中诚信国际
	大公	—	0.039	0.855	0.335
	联合资信	0.039	—	0.008	0.070
	新世纪评级	0.855	0.008	—	0.257
	中诚信国际	0.335	0.070	0.257	—
交易利差		大公	联合资信	新世纪评级	中诚信国际
	大公	—	0.071	0.273	0.861
	联合资信	0.071	—	0.008	0.051
	新世纪评级	0.273	0.008	—	0.183
	中诚信国际	0.861	0.051	0.183	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表12 2017年第一季度评级机构对AA级短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		大公	联合资信	新世纪评级	中诚信国际
	大公	—	0.939	0.739	0.477
	联合资信	0.939	—	0.777	0.124
	新世纪评级	0.739	0.777	—	0.002
	中诚信国际	0.477	0.124	0.002	—
交易利差		大公	联合资信	新世纪评级	中诚信国际
	大公	—	0.790	0.739	0.522
	联合资信	0.790	—	0.777	0.176
	新世纪评级	0.739	0.777	—	0.002
	中诚信国际	0.522	0.176	0.002	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 2017年第一季度中期票据和企业债利差分析

新世纪评级对中期票据和企业债的利差分析选取同日、同期限的银行间固定利率国债收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明，中期票据和企业债发行定价总体反映了债项等级差异，各评级机构的利差均与债项等级存在较好的对应关系，不同债项等级、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。

何金中 王衡/文

## 中期票据利差分析

### （一）中期票据发行概况

2017年第一季度共有111家企业累计发行124期中期票据（不含集合票据、项目收益票据PRN和绿色债务融资工具GN），发行总规模达到人民币1587.40亿元。已发行的124期中期票据中，债项等级包括从AAA级至AA-级的4个信用等级。从发行量看（图表1），AA+级发行量最大，共48期，占比为39.71%；其次为AAA和AA级，发行量分别为39期和35期，占比分别为31.45%和28.23%。从发行规模看（图表1），AAA级的发行规模最大，发行占比达56.44%。

### （二）中期票据的发行期限集中于3年期和5年期

从中期票据的发行期限来看（图表2），共包括2年、3年、5年、7年

图表1 2017年第一季度中期票据发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	39	31.45%	895.9	56.44%
AA+	48	38.71%	482.5	30.40%
AA	35	28.23%	205	12.91%
AA-	2	1.61%	4	0.25%
合计	124	100.00%	1587.4	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表2 2017年第一季度中期票据发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	5年	7年	10年	合计
AAA	—	21	17	—	1	39
AA+	—	21	26	1	—	48
AA	2	18	15	—	—	35
AA-	—	2	—	—	—	2
合计	2	62	58	1	1	124

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

和10年五种期限类型。其中，3年期中期票据的发行量最大，共发行62期，占总发行量的50.00%；其次为5年期，共发行58期，占比为46.77%；其余各期限发行期数均较少。

世纪评级选取期限为3年和5年的共95期<sup>1</sup>（3年期50期，5年期45期）中期票据作为研究样本，分期限进行利差统计分析，统计结果见图表3、图表4。

**（三）中期票据的发行、交易定价总体反映信用等级差异**

从图表3可以看出，中期票据的发行定价较好地反映了信用等级的差异：第一，高信用等级中期票据的发行利率均值均低于同

由于部分期限中期票据发行量较少，新

图表3 2017年第一季度中期票据各期限、各等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
3年	AAA	15	2.90~6.50	3.56	0.68	105.82	NR	67.66	0.64
	AA+	17	3.09~5.95	3.89	0.60	137.37	31.55	58.76	0.43
	AA	16	3.19~7.50	4.77	1.14	228.82	91.46	112.39	0.49
	AA-	2	6.00~6.00	6.00	0.28	341.87	113.05	36.83	0.11
5年	AAA	12	3.04~6.80	3.78	0.72	111.99	NR	72.30	0.65
	AA+	19	3.30~5.50	3.99	0.43	133.15	21.16	41.03	0.31
	AA	14	3.60~5.90	4.40	0.50	176.07	42.93	46.80	0.27

注：1.发行利差为中期票据的发行利率减去与中期票据起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；  
2.变异系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4 2017年第一季度中期票据各期限、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	上市首日利率（%）			交易利差（BP）			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
3年	AAA	15	3.04~6.53	3.76	0.82	109.70	NR	67.57	0.62
	AA+	17	3.05~5.95	4.00	0.62	139.33	29.63	59.01	0.42
	AA	16	3.49~7.67	4.98	1.22	231.15	91.82	111.67	0.48
	AA-	2	5.98~5.98	5.98	0.26	343.97	112.82	31.58	0.08
5年	AAA	12	3.05~6.81	3.81	0.72	114.86	NR	71.90	0.63
	AA+	19	3.32~5.52	4.01	0.43	135.64	20.78	41.16	0.30
	AA	14	3.60~5.90	4.42	0.50	177.78	42.13	46.58	0.26

注：1.交易利差为中期票据的上市首日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；  
2.由于样本数量较小，本统计中将中期票据上市首日无交易的上市日利率用发行利率代替。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<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12期，5年期剔除13期。

期限低信用等级中期票据的发行利率均值；第二，除AA级以外，期限短的中期票据发行利率均值低于期限较长的发行利率均值；第三，中期票据的债项等级与发行利差的对应关系比较明显，即债项等级越高，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都低于同期限低债项等级中期票据的上市首日利率均值；第二，除AA级以外，期限短的中期票据上市首日利率均值低于期限较长的

上市首日利率均值；第三，中期票据的债项等级与交易利差的对应关系比较明显，即债项等级越高，上市首日利率越低，交易利差均值越小。

与2016年第一季度相比，除AAA级3年期中期票据发行利差、交易利差均值均同比上升，标准差同比均下降外，其余各债项等级变异系数变化不大。这说明，2017年第一季度评级机构给出的3年期AAA级中期票据与市场的认可度分歧有所减小（图表5~6）。

图表5 3年期中期票据发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

注：由于AA-的样本太小，参考意义不大，故未统计。



图表6 5年期中期票据发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理



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7）：在5%的显著性水平下，除AA+级和AA级的发行利差、交易利差无差异外，其他各债项等级对应3年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异。

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8）：在5%的显著性水平下，除AA+级和AA级的发行利差、交易利差无差异外，其他各债项等级对应5年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图表7 2017年第一季度债项等级对3年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	发行利差			交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AAA	—	0.005	0.000	AAA	—	0.016	0.000
AA+	0.005	—	0.097	AA+	0.016	—	0.072
AA	0.000	0.097	—	AA	0.000	0.072	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2017年第一季度债项等级对5年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	发行利差			交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AAA	—	0.006	0.001	AAA	—	0.007	0.001
AA+	0.006	—	0.097	AA+	0.007	—	0.150
AA	0.001	0.097	—	AA	0.001	0.150	—

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2个样本，不参与检验。

#### （四）信用评级机构的利差与信用等级间的对应关系

以发行期限较为集中的3年期（除了AA-等级，共48期）和5年期（45期）中期票据共93期为研究对象，分别对各评级机构各等级的利差均值进行比较，结果表明（图表9~图表12）：

对于3年期中期票据，新世纪评级和东方金诚因有效样本过少，统计数据不具有代表性。除联合资信所评AAA级交易利差均值大于AA+级外，其他各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系：债项等级越高，发行利差、交易利差越小。

对于5年期中期票据，除联合资信所评AA+级交易利差均值大于AA级外，其他各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系：债项等级越高，发行利差、交易利差越小。

图表9~图表12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。由于大部分机构所评各等级中期票据样本数量相对较少，故暂不进行评级机构对中期票据利差是否有显著性影响的检验。

图表9 2017年第一季度各评级机构3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		2	18	9	18	1	48
AAA	样本量	—	6	2	7	—	15
	均值	—	197.14	235.80	153.26	—	181.82
	标准差	—	40.84	69.40	41.81	—	51.12
AA+	样本量	1	6	3	6	1	17
	均值	342.41	202.28	238.84	228.84	308.35	232.59
	标准差	—	31.02	38.71	28.66	—	47.06
AA	样本量	1	6	4	5	—	16
	均值	336.72	296.51	292.26	235.65	—	278.94
	标准差	—	92.46	94.34	70.04	—	83.40

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10 2017年第一季度各评级机构5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		4	6	13	18	4	45
AAA	样本量	1	1	3	7	—	12
	均值	200.76	338.00	190.83	180.88	—	198.12
	标准差	—	—	24.71	33.75	—	52.11
AA+	样本量	2	3	4	8	2	19
	均值	229.76	338.47	239.81	227.53	261.40	251.43
	标准差	20.68	116.46	31.49	41.48	106.86	67.89
AA	样本量	1	2	6	3	2	14
	均值	257.24	226.43	251.56	249.15	347.61	261.58
	标准差	—	5.06	48.54	7.36	7.07	48.30

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11 2017年第一季度各评级机构3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		2	18	9	18	1	48
AAA	样本量	—	6	2	7	—	15
	均值	—	205.92	239.05	155.48	—	186.79
	标准差	—	35.74	66.37	44.30	—	51.47
AA+	样本量	1	6	3	6	1	17
	均值	341.62	201.31	240.46	230.65	311.11	233.28
	标准差	—	36.70	41.11	29.29	—	49.07
AA	样本量	1	6	4	5	—	16
	均值	342.33	299.64	296.37	237.48	—	282.07
	标准差	—	92.97	94.77	69.25	—	83.90

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表12 2017年第一季度各评级机构5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		4	6	13	18	4	45
AAA	样本量	1	1	3	7	—	12
	均值	205.75	342.30	192.76	181.31	—	199.63
	标准差	—	—	22.74	35.31	—	53.43
AA+	样本量	2	3	4	8	2	19
	均值	228.46	339.09	241.91	229.41	259.29	252.40
	标准差	23.85	115.91	31.33	43.12	109.88	68.28
AA	样本量	1	2	6	3	2	14
	均值	261.69	226.87	252.88	249.27	346.88	262.45
	标准差	—	1.71	49.37	7.31	7.25	48.20

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 企业债利差分析

### （一）企业债发行概况

2017年第一季度银行间市场共发行企业债22期（不含中小企业集合债及项目收益债NPB），发行总规模为人民币182.20亿元。已发行的22期企业债的债项信用等级包含AAA级、AA+级和AA级3个信用等级。

从发行量来看（图表13），AA+级发行量为10期，占比为45.45%，发行数量居三个等级之首；AAA企业债的发行规模为96.20亿元，占比52.80%，发行规模居三个等级之首。

图表13 2017年第一季度企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行量		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	8	36.36%	96.20	52.80%
AA+	10	45.45%	49.00	26.89%
AA	4	18.18%	37.00	20.31%
合计	22	100.00%	182.20	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

**(二) 企业债的发行期限集中于7年期**

从企业债的发行期限来看（图表14），共包括5年、7年和10年共3种不同期限类型，其中7年期发行数量最多，共19期，占总发行期数的86.36%。

**(三) 企业债的发行利率、交易利率、利差与信用等级之间的关系**

由于企业债的期限分布主要集中于7年期，新世纪评级选取所有7年期共19期企业债为统计样本，进行利差的统计分析。

从图表15可以看出，2017年第一季度所发行的7年期AA级企业债的发行利率、发行利差均值均要低于AA+级，债项等级与利差间并未表现出较好的对应关系。

从图表16可以看出，2017年第一季度所发行的7年期AA级企业债的上市首日利率、交易利差均值与债项等级的对应关系也与发行利率、发行利差一样，存在AA级上市首日利率、交易利差略低于AA+级现象。

图表14 2017年第一季度企业债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	5年	7年	10年	合计
AAA	1	6	1	8
AA+	—	9	1	10
AA	—	4	—	4
合计	1	19	2	22

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表15 2017年第一季度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	变异系数
AAA	6	4.67~6.00	5.24	0.57	204.21	NR	57.40	0.28
AA+	9	5.63~6.50	6.10	0.36	289.95	85.74	36.74	0.13
AA	4	5.65~6.20	5.91	0.24	268.41	-21.55	24.87	0.09

注：发行利差为企业债的发行利率减去企业债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表16 2017年第一季度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	上市首日利率（%）			交易利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	6	4.67~6.00	5.24	0.58	204.19	NR	57.26	0.28
AA+	9	5.63~6.51	6.10	0.36	287.33	83.14	35.01	0.12
AA	4	5.65~6.21	5.91	0.24	268.40	-18.93	27.28	0.10

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

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

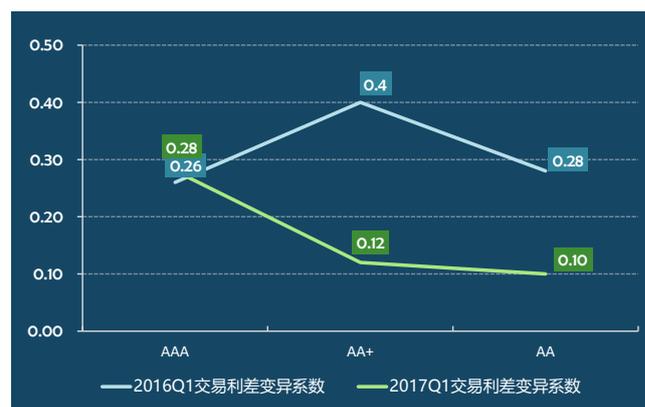
与2016年第一季度相比，AA+级和AA级7年期企业债发行利差、交易利差均值均同比上升，标准差均同比下降，使得变异系数同比下降。这说明，2017年第一季度评级机构给出的7年期AA+级、AA级企业债与市场的认可度分歧有所减小（图表17）。

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，由于AA级样本少于5个，故不参与检验。检验结果显示（图表18）：在5%的显著性水平下，AAA级与AA+级间对应的发行利差、交易利差存在显著差异。

图表 17 7年期企业债发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理



图表18 2017年第一季度7年期企业债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

	发行利差		交易利差		
	AAA	AA+	AAA	AA+	
AAA	—	0.007	AAA	—	0.013
AA+	0.007	—	AA+	0.013	—

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，对各评级机构各等级的利差均值进行比较，除鹏元外，其他各机构样本均较少。结果表明，除鹏元所评AA级企业债对应的发行利差、交易利差小于AA+级外，其余各机构间不同等级对应关系比较明显，即

债项信用等级越高，发行利差、交易利差均值越低。

图表19和图表20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。由于统计区间内大部分机构所评各等级企业债样本数量相对较少，故暂不进行评级机构对企业债利差的显著性检验。

图表19 2017年第一季度各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计
样本总量		2	2	1	2	1	11	19
AAA	样本量	2	1	—	1	—	2	6
	均值	151.22	158.26	—	238.56	—	263.01	204.21
	标准差	5.71	—	—	—	—	24.90	57.40
AA+	样本量	—	1	1	1	1	5	9
	均值	—	281.49	331.49	302.70	326.92	273.39	289.95
	标准差	—	—	—	—	—	39.05	36.74
AA	样本量	—	—	—	—	—	4	4
	均值	—	—	—	—	—	268.41	268.41
	标准差	—	—	—	—	—	24.87	24.87

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表20 2017年第一季度各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计
样本总量		2	2	1	2	1	11	19
AAA	样本量	2	1	—	1	—	2	6
	均值	152.02	156.11	—	242.67	—	261.15	204.19
	标准差	5.04	—	—	—	—	25.40	57.26
AA+	样本量	—	1	1	1	1	5	9
	均值	—	274.75	317.60	299.76	328.17	273.14	287.33
	标准差	—	—	—	—	—	38.41	35.01
AA	样本量	—	—	—	—	—	4	4
	均值	—	—	—	—	—	268.40	268.40
	标准差	—	—	—	—	—	27.28	27.28

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 2017年第一季度公司债等级分布和利差分析

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

■ 何金中 王衡/文

## 公司债发行概况

2017年第一季度，公开市场一般公司债共发行75期，发行总规模为人民币725.43亿元，债项信用等级包括从AAA级至AA级的3个信用等级（图表1）。从发行量看，AA级发行量最大，共28期，占比为37.33%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，占总发行规模的47.39%。

## 公司债的发行期限集中于5年期

从公司债的发行期限来看（图表2），共包括2年、3年、4年、5年和7年五种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行51期，占总发行量的68.00%。

图表1 2017年第一季度公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	25	33.33%	343.8	47.39%
AA+	22	29.33%	225.1	31.03%
AA	28	37.33%	156.53	21.58%
合计	75	100.00%	725.43	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表2 2017年第一季度公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	7年	合计
AAA	—	6	—	17	2	25
AA+	—	5	—	17	—	22
AA	1	9	1	17	—	28
合计	1	20	1	51	2	75

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

## 公司债发行利率、交易利率、利差与信用等级存在一定相关关系

由于2017年第一季度所发行公司债期限主要集中于5年期，截至2017年4月7日，51个样本仅38个已上市，我们选取此38个样本进行利差统计分析。

从图表3可以看出，公司债的发行利率、发行利差均与信用等级存在一定的相关关系：债项等级越高，发行利率、发行利差均值越小。

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：债项等级越高，上市首日利率、交易利差均值越小。

图表3 2017年第一季度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	变异系数
AAA	14	3.80~5.30	4.51	0.42	141.61	NR	39.12	0.28
AA+	14	4.38~6.80	5.51	0.71	243.80	102.18	70.20	0.29
AA	10	5.00~7.79	6.18	0.91	311.85	68.06	93.75	0.30

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. 变异系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4 2017年第一季度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	变异系数
AAA	14	3.80~6.75	4.62	0.71	152.02	NR	71.17	0.47
AA+	14	4.38~6.79	5.51	0.70	242.56	90.54	70.55	0.29
AA	10	5.00~7.48	6.18	0.91	310.13	67.56	91.47	0.29

注：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

与2016年第一季度相比，2017年第一季度各债项等级发行利差、交易利差均值均同比上升，除AAA级交易利差标准差略升外，其他各债项等级发行利差、交易利差的标准差均同比下降，使得各债项等级变异系数同比下降。整体来看，2017年第一季度评级机构给出的公司债债项级别与市场的认可度分歧有所减小（图表5）。

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6）：在5%的显著性水平下，除AA+级与AA级发行利差、交易利差无显著差异外，其他各债项等级对应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。

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

图表5 5年期公司债发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表6 2017年第一季度5年期公司债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

	发行利差			交易利差			
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.001	0.000
AA+	0.000	—	0.079	AA+	0.001	—	0.053
AA	0.000	0.079	—	AA	0.000	0.053	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

对各评级机构各等级5年期公司债发行利差均值进行比较（图表7），结果表明：各评级机构所评公司债债项等级越高，发行利差均值越小。

通过对各评级机构各等级5年期公司债交易利差均值进行比较（图表8），结果表明：各评级机构所评公司债债项等级越高，交易利差均值越小。

图表7和图表8的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在差异。由于统计区间内大部分机构所评各等级公司债样本数量相对较少，故暂不进行评级机构对公司债利差的显著性检验。

图表7 2017年第一季度各评级机构所评5年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	鹏元	总计	
样本总量	8	12	3	13	2	38	
AAA	样本量	4	2	3	5	—	14
	均值	118.71	179.89	134.76	148.74	—	141.61
	标准差	34.27	51.07	36.70	37.56	—	39.12
AA+	样本量	3	6	—	4	1	14
	均值	227.32	254.62	—	237.90	251.84	243.80
	标准差	61.11	78.82	—	89.10	—	70.20
AA	样本量	1	4	—	4	1	10
	均值	255.37	345.80	—	249.53	481.85	311.85
	标准差	—	74.09	—	58.86	—	93.75

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2017年第一季度各评级机构所评5年期公司债交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	鹏元	总计	
样本总量	8	12	3	13	2	38	
AAA	样本量	4	2	3	5	—	14
	均值	113.94	258.31	138.82	147.88	—	152.02
	标准差	33.37	152.68	39.00	42.26	—	71.17
AA+	样本量	3	6	—	4	1	14
	均值	231.14	257.73	—	227.63	245.54	242.56
	标准差	60.45	79.76	—	87.40	—	70.55
AA	样本量	1	4	—	4	1	10
	均值	258.12	343.06	—	249.28	473.79	310.13
	标准差	—	70.52	—	62.59	—	91.47

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

### 国有银行债转股项目密集落地 超千亿银行资管子公司待审批成立

（日期：2017年1月9日 来源：经济参考报）



进入2017年，又有商业银行市场化债转股项目落地。中国建设银行、陕西省国资委最近分别与陕西煤业化工集团有限责任公司、陕西有色金属控股集团有限责任公司、陕西能源集团有限公司等三家省属国有企业签署了市场化债转股业务合作框架协议。根据协议，中国建设银行将通过权益性投资与三家企业成立合计500亿元的去杠杆基金。

粗略估算，债转股落地项目规模已超千亿。中国社科院金融研究所银行研究室主任曾刚表示，此轮债转股实际上是供给侧结构改革的一个组成部分，债转股不是简单为了化解银行的不良资产，更多的是推动结构调整和杠杆率下降。他表示，目前债转股企业以产能过剩行业中需要改革的企业为主，以钢铁、煤炭行业企业为主，不过未来，伴随着试点的推广，债转股企业涉及的行业有望进一步扩大。

### 证监系统推进PPP证券化：交易所、中基协将落实专人负责

（日期：2017年2月10日 来源：21世纪经济报道）



发改委和证监会联合发文所推动的PPP项目资产证券化（下称PPP证券化）正在得到管理层的一步步落实。21世纪经济报道记者获悉，证监会和发改委日前曾举办有关PPP证券化的有关培训会，与此同时证监系统也表示将对PPP证券化的推动工作进行积极响应，并采取多项举措推动该项业务发展。

监管层有关负责人表示，PPP证券化需合理安排中介机构的工作结构，并将进一步做好与交易所、基金业协会等会管单位的沟通；与此同时，交易所和基金业协会将各自退出有针对性的推进政策。例如交易所将设立相应的PPP证券化工作小组，落实专项职责；而基金业协会也将落实专人专岗要求，明确并公开PPP证券化备案的详细要求。

### 国开行推出首单大气污染防治专题绿色债券

（日期：2017年2月15日 来源：金融时报）



国家开发银行将于2月21日在全国银行间债券市场发行以大气污染防治为主题的首期50亿元绿色金融债券，这是国开行践行绿色发展理念、服务国家绿色发展战略、助力供给侧结构性改革的创新实践。

据介绍，该债券为5年期固定利率品种，以中国人民银行债券发行系统公开招标方式发行，后续将在额度内连续增发，并将推出面向个人零售的柜台绿色金融债券。本期债券将是首单采用预发行模式的绿色债券，市场投资人可在发行前3个工作日内通过银行间债券市场本币交易系统开展预发行交易，提前实现交易及定价。

## 中国准备年底前推出“债券通”

（日期：2017年3月16日 来源：英国金融时报）

李克强总理表示，中国准备今年在香港和内地试行“债券通”，也就是说允许境外资金在境外购买内地的债券。根据李克强总理的说法，中国计划在年底前推出香港与中国内地债券交易互联机制。

这一名为“债券通”的计划将与现有的两地股市互联机制一道运营，后者令国际投资者和中国内地投资者获得了直接进入彼此市场的唯一途径。长期以来，香港交易所(HKEx)行政总裁李小加(Charles Li)一直期望能够建立这样的机制。他渴望将港交所定位为中国与外部世界之间的金融证券门户。李克强总理的首肯对该计划来说是个巨大的推动：三年前李克强总理曾发布类似的声明，为“沪港通”开了绿灯。此举是中国吸引国际投资者投资其巨大的债券市场的最新努力。中国的债市规模为全球第三大，未偿债务约为64万亿元人民币（合9.3万亿美元）。



## 券商发力绿色债熊猫债

（日期：2017年3月20日 来源：中国证券报）

日前，首单“一带一路”熊猫债券成功发行。中国证监会新闻发言人邓舸指出，这将进一步拓展“一带一路”沿线国家企业的资金融通渠道，深化沿线国家金融合作方式。证监会将进一步深化交易所债券市场对外开放，积极推动资本市场更好地服务“一带一路”建设。

当前，绿色债券和熊猫债券的市场热度持续走高。围绕相关政策及发展趋势，绿色债券已经构建起发行实务、评估认证、法律实务、信用评级等行业链条。东兴证券企业融资部业务总监李传玉表示，在绿色债券发行实务及运作过程中，从绿色项目的选择与评估，到绿色债券发行品种的确定，再到绿色债券发行流程，以及绿色债券第三方认证，相关金融机构有望迎来绿色债券的业务机遇。



## 非金融企业绿色债务融资工具业务指引发布

（日期：2017年3月23日 来源：中国证券报）

中国银行间市场交易商协会网站22日发布消息称，《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》及配套表格的起草工作于3月17日经中国人民银行备案同意，现予发布施行。

该指引明确表示，企业应将绿色债务融资工具募集资金用于绿色项目的建设、运营及补充配套流动资金，或偿还绿色贷款。绿色贷款应是为绿色项目提供的银行贷款或其他金融机构借款。

信息披露方面，指引要求，企业发行绿色债务融资工具应在注册文件中明确披露绿色项目的具体信息，该信息包括但不限于绿色项目的基本情况、所指定绿色项目符合相关标准的说明、绿色项目带来的节能减排等环境效益目标。



# 新世纪评级为全国首批PPP资产证券化项目提供信用评级服务



2017年3月10日，由新世纪评级提供评级服务的全国首批PPP资产证券化项目——“中信建投—网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划”获得上海证券交易所无异议函，并顺利完成簿记发行。发行结果为：优先A档，期限14年，规模7亿；优先B档，期限14年，规模4亿；利率分别为4.05%和4.15%，均获得新世纪评级给予的AAA级别。

中信建投—网新建投庆春路隧道PPP项目资产支持专项计划由浙江浙大网新集团下属子公司杭州庆春路过

江隧道有限公司作为原始权益人，以该公司拥有的杭州市庆春路隧道专营权合同收益作为基础资产，设置了合理的内部结构化分层、差额支付、回售和赎回支持等增信措施，是我国PPP项目资产证券化产品的试点示范案例。

该计划的顺利发行，标志着国家发展改革委和中国证监会推进的传统基础设施领域PPP项目资产证券化产品正式落地。PPP模式为提高我国基础设施水平发挥了积极作用，而资产证券化作为基础设施领域重要融资

方式之一，产品特征与PPP项目投资收益稳定、回报期长的特点相契合。推动PPP项目资产证券化有利于盘活PPP项目存量资产，吸引更多社会资本参与PPP项目建设，提高PPP项目资产流动性，推进供给侧结构性改革。

自PPP项目资产证券化这一全新融资模式得到政府的大力支持以来，新世纪评级持续进行深入学习和研究。本次PPP资产证券化的评级服务，也是继“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”之后，新世纪评级作为专业评级机构在PPP资产证券化评级方面的又一实践。为更好地服务于中国信用评级业，新世纪评级不断深化理论、技术研究，多角度、全方位为投资者提供信息和评级服务。

# 全国首批扶贫票据成功发行 新世纪评级为其提供服务

2017年3月14日，由新世纪评级提供信用评级服务的全国首单扶贫中期票据——“贵州高速公路投资有限公司2017年度第一期扶贫中期票据”（以下简称“17贵州高投MTN001”）和全国首单扶贫超短期融资券——“重庆鸿业实业(集团)有限公司2017年度第一期扶贫超短期融资券”（以下简称“17重庆鸿业SCP001”）在银行间市场成功发行，标志着银行间债券市场在金融精准扶贫方面取得创新性突破。

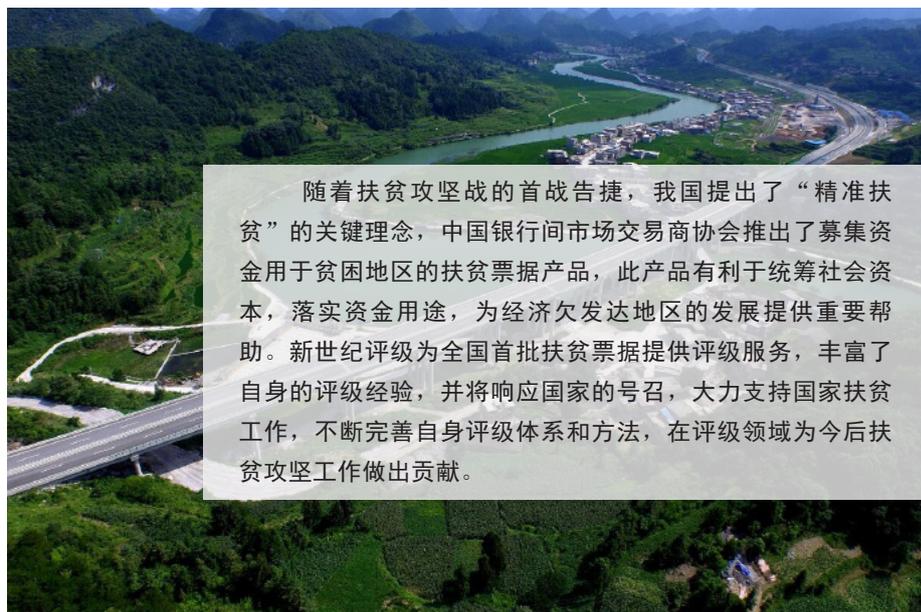
“17贵州高投MTN001”注册金额10亿元，首期发行金额5亿元，期限5+N年（永续票据），由贵州高速公路集团有限公司提供连带责任保证担保。主承销商为兴业银行，发行利率为5.39%。经新世纪评级综合评定，给予AA+的债项评级。“17贵州高投MTN001”募集资金5亿元发行后，2亿元用于乌江服务区、威宁服务区及广顺服

务区的建设，其中，威宁服务区所在的贵州威宁彝族回族苗族自治县和广顺服务区所在的贵州长顺县均属于全国特殊困难县，为国家扶贫开发重点县。服务区的建成将有利于带动当地的经济发展，注入活力，促进生产，改善当前贫困现状。

“17重庆鸿业SCP001”注册发行金额为2亿元，期限270天。主承销商为建设银行，发行利率为5.30%。经新世纪评级综合评定，给予AA的主体评级，展望为稳定。重庆黔江区属于国家级

贫困县，而重庆鸿业作为市黔江区国资委出资设立的国有独资公司，承担着促进区域产业升级和结构调整，推动基础设施建设的重任。

“17重庆鸿业SCP001”扶贫超短融募集资金主要用来偿还发行人贫困地区基础设施建设、异地扶贫搬迁项目的拟到期贷款。作为金融扶贫的又一项创新，该笔扶贫超短融为贫困地区的发展提供了新的融资渠道，有助于未来实现消除贫困、推动边远山区繁荣发展的目标。



随着扶贫攻坚战的首战告捷，我国提出了“精准扶贫”的关键理念，中国银行间市场交易商协会推出了募集资金用于贫困地区的扶贫票据产品，此产品有利于统筹社会资本，落实资金用途，为经济欠发达地区的发展提供重要帮助。新世纪评级为全国首批扶贫票据提供评级服务，丰富了自身的评级经验，并将响应国家的号召，大力支持国家扶贫工作，不断完善自身评级体系和方法，在评级领域为今后扶贫攻坚工作做出贡献。

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

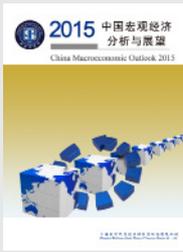


新世纪评级(季刊)



新世纪评级(年刊)

研究系列



宏观经济分析与展望

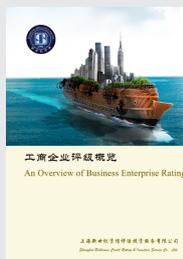


地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

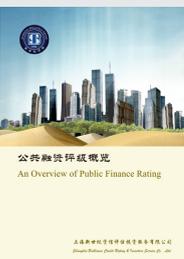
产品系列



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>