



CREDIT QUARTER

新世纪评级

| 2017年第3期总第106期 |



2015年汇改以来人民币兑美元汇率走势及未来预期研判
金融去杠杆下各行业盈利对融资成本的覆盖水平普遍下降
固本强基协调监管 核心再造行稳致远
发展全域旅游 开创旅游业新格局

2017年上半年中国债券市场发行与评级研究
2017年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

2017年上半年短期融资券利差分析

2017年上半年中期票据利差分析

2017年上半年企业债利差分析

2017年上半年公司债利差分析

债券市场国际化进程加速 境内信用评级行业机遇挑战并存 —— 《金融时报》专访新世纪评级董事长朱荣恩

>> 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.

- 82 “中国消费金融资产证券化发展论坛”在沪成功举办
- 83 新世纪评级25周年庆系列活动——“金融去杠杆暨资产证券化展望”研讨会在沪顺利召开
- 86 新世纪评级喜获2017年湖北省企业债券融资奖励

人物
访谈

债券市场国际化进程加速 境内信用评级行业机遇挑战并存

——《金融时报》专访新世纪评级董事长朱荣恩



香港与内地债券市场互联互通获批（以下简称“债券通”）、“北向通”上线运行，标志着中国债券市场国际化的新里程碑。同时，中国人民银行发布公告，允许境外评级机构在银行间债券市场开展信用评级服务，标志着服务于中国债券市场的信用评级行业对外的全面开放。

债券市场与信用评级有着天然的联系，在我国债券市场开放进程加速、信用评级市场对境外评级机构开放的背景下，我国信用评级行业将面临何种机遇与挑战？为此，《金融时报》记者就中国债券

市场和信用评级对外开放等相关问题，采访了国内资深信用评级专家、上海新世纪资信评估投资服务有限公司董事长兼总裁朱荣恩教授。

记者：朱教授，您作为信用评级行业的资深专家，见证了中国债券市场和信用评级行业的发展，在您看来，“债券通”已经获批、“北向通”已经上线运行，这些将对中国债券市场和信用评级行业产生什么影响？

朱荣恩：“北向通”建立了全球债券投资者投资中国债券市场的渠道、制度，未来“南向通”上

线将促进境内的投资者投资境外债券，这样就形成了境内外债券投资的双向渠道和制度。这样的渠道和制度，将进一步推动中国债券市场的国际化、资本项下的自由兑换和人民币的国际化，将有利于外汇储备的稳定和人民币汇率的稳定。

中国债券市场的国际化对中国境内信用评级行业既是机遇也是挑战。

从机遇方面看，中国债券市场的国际化为中国信用评级行业提供了发展的机遇。熊猫债的发展已经为中国的信用评级机构提供了新的信用评级业

务，也促使中国信用评级机构进一步研究和发布主权信用评级。“北向通”将为中国的信用评级行业向全球投资者展示自己的评级方法、标准、评级结果提供机会。

从挑战方面看，境外的投资者已经适应了境外评级机构的评级方法、评级准则、违约率数据参数和评级报告体系，而对中国信用评级机构来讲，这还比较陌生。中国的评级机构要让国际投资者认可，还有很长的路要走。

从评级的核心参数违约率看，中国信用评级行业的评级参数积累仍较短、仍没有一个完整经济周期的违约率数据积累。

从评级报告的表达模式看，境外的评级机构偏重于观点的表述和论述，境内的评级机构则偏重数据的真实、准确、完整的描述，境内外信用评级机构评级报告的这种差异，需要给境外投资者一段适应期。

记者：中国人民银行的公告，已经允许境外评级机构在境内从事信用评

级业务，您如何认识中国信用评级行业对境外信用评级机构的开放？随着境外评级机构的进入，境内外的信用评级机构谁更具有竞争优势？

朱荣恩：中国信用评级行业对境外信用评级机构开放是中国提高开放水平和包容发展的体现。

中国信用评级行业对境外信用评级机构的开放，对中国境内的评级机构而言，是近距离学习境外评级机构的机会，有利于促进境内的评级机构培育更加成熟的、具有国际视野的信用评级人才、信用评级方法、准则和被国际认可的信用评级结果；对境外评级机构而言，可更熟悉和适应中国债券信用评级市场的监管制度、中国的信用文化和特征、中国企业的运行规则。

记者：有观点认为中国信用评级“虚高”是开放中国信用评级市场的主要原因，您对这个观点如何评价？

朱荣恩：中国信用评级“虚高”也许是中国信用评级市场对境外评级机

构开放的原因之一，但应该不是主要原因。

中国信用评级市场对外开放的主要原因仍是中国提高开放水平和包容性发展。债券市场与信用评级是天然的孪生兄弟，有债券市场就会有信用评级，有债券市场的开放就有信用评级的开放。“债券通”已经获批、“北向通”已经上线运行，这些都标志着中国债券市场的对外开放。

在这样的情况下，中国信用评级市场的对外开放也就是水到渠成的事情，这样有利于熊猫债、境外债的发行者和国际投资者分别听到来自境内外不同信用评级机构的观点和看法，有利于中国债券市场和信用评级市场的进一步发展。

至于中国信用评级“虚高”的问题是一种现象。这种现象在评级结果的市场表现上主要有两个方面：一是近几年中国信用评级的等级迁移大多表现为上调数量多于下调数量（上下调包括信用等级、展望的上下调整），在迁移率矩阵表上体现为

上调比率大于下调比率。二是随着中国经济增长从高速向中高速“换挡”和供给侧的改革，中国债券市场的发债企业出现了违约，2015年和2016年违约数量较多。

产生这种现象的原因是多方面的，包括监管的竞争、承销商的竞争、投资者的竞争和评级机构之间的竞争等。这些竞争到最后着力点都会聚焦到评级机构，直接或间接地给评级机构施加压力。尤其是中国的信用评级市场仍处于机构扩容状态、评级机构之间未能形成稳定的竞争格局，这种竞争会驱动级别上移。

中国信用评级机构的评级结果究竟如何？前段时期，网上披露了一篇题为《中外企业信用评级的差异及其决定因素》的中

国人民银行工作论文，该论文认为境内外的评级机构存在评级基准效应，若放在同一个基准上，经过调整后，境内外评级机构的评级大多数处于同一位置，有24%左右存在差异。

记者：中国的信用评级市场已经对外开放，境外评级机构也将会进来。境内的评级机构是否有走出去的战略或条件？

朱荣恩：境内的评级机构应该都有走出去的想法或行动，就新世纪评级而言，我们始终坚持“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”的战略。

熊猫债、境外债、“债券通”、“北向通”

都是中国债券市场国际化发展的不同阶段，也是中国信用评级市场国际化的表现；人民币已经纳入了SDR，成为国际储备货币；这些都为中国信用评级机构走出去提供了必要条件。

境内评级机构能否走出去、能走多远还取决于评级机构的跨境监管问题。目前，境内的评级机构到香港或欧盟进行注册登记并从事信用评级业务问题不大，是个“投入和产出”之间关系的一个决策。但是，境内的评级机构要进入美国的信用评级市场，就面临评级的跨境监管问题，这个问题需要政府间进行沟通、协调，达成一致跨境监管的共识。



2015年汇改以来人民币兑美元汇率走势及未来预期研判

■ 余潜/文

2015年8月人民币汇率形成机制改革以来，人民币兑美元汇率趋于贬值，其主要原因在于中国宏观经济增速放缓、国际收支平衡表中资本与金融项目出现大额逆差、国际投机性资金不断外流、中国央行主动释放下跌动能及市场对人民币贬值预期的加强。在全球经济复苏迟缓的背景

下，这一时期的人民币兑美元汇率贬值并未对我国的进出口贸易产生明显影响，但却抑制了外商投资的增长势头，并造成外汇储备的下降，同时也对部分行业及居民生活产生较大影响。预计短期内，受到美联储加息，美元持续走强等外部因素的影响，人民币兑美元汇率仍将继续承压；长

期来看，随着中国经济供给侧结构性改革的稳步推进、对外贸易形势的逐步改善，再加上相对充足的外汇储备及近期央行为平抑人民币贬值预期而引入“逆周期因子”等因素，人民币兑美元汇率将保持稳定。

1 人民币兑美元汇率走势的三个阶段

自2005年7月21日中国央行宣布参考一篮子货币，实行单一的、有管理的浮动汇率制度以来，人民币兑美元汇率的变动主要经历了三个阶段。

第一个阶段是从2005年7月21日到2014年1月27日，人民币兑美元汇率处于震荡升值状态。由于中国经常项目和资本与金融项目均为顺差，加上短期资本大量流入中国，即使中国货币政策决策机构不断用人民币买进美元的方式防止人民币兑美元汇率出现短时间内大幅

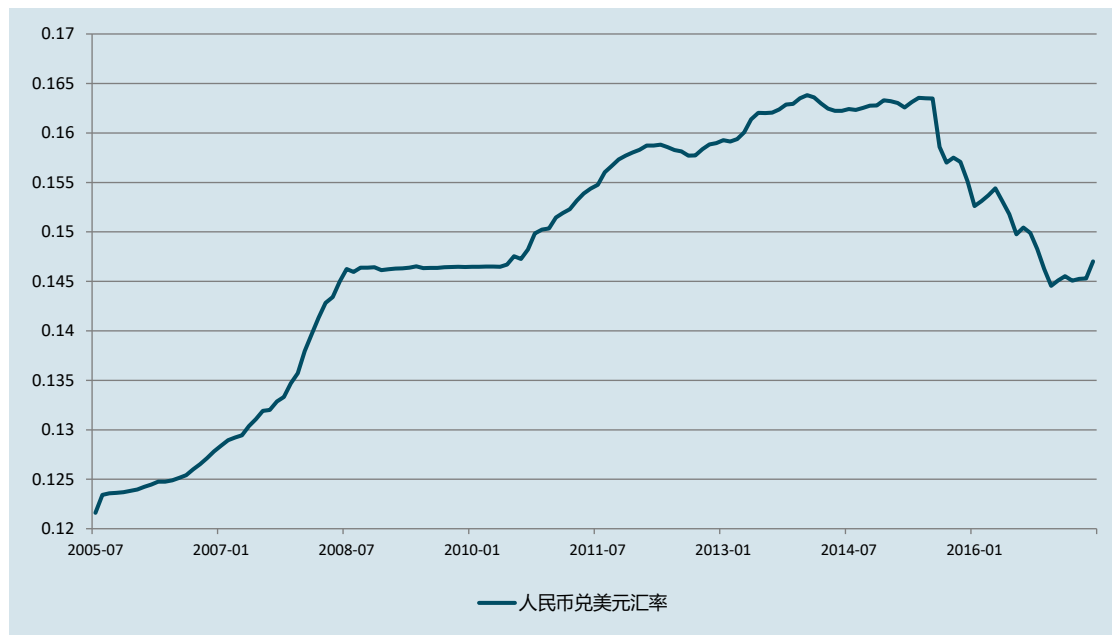
度升值的情况，人民币兑美元汇率还是总体趋向升值。

第二个阶段是从2014年1月27日到2015年8月10日，人民币兑美元汇率处于双向波动的状态。此时中国经常项目和资本与金融项目虽然仍是顺差，但顺差额度已较前一阶段有大幅度的降低；另外，短期国际资本频繁地流入和流出中国。这些都导致人民币兑美元汇率在一定区间内相互波动，且波动幅度总体处于可控水平。

第三个阶段是从2015年8月11日汇改到现在，人民

币兑美元汇率处于震荡贬值的状态。人民币汇率中间价从2015年8月10日的611.62人民币/100美元下跌至2017年1月4日的695.26人民币/100美元，累计贬值幅度超过13%，为近年来的最低点。此后人民币兑美元汇率始终处于震荡波动态势，并延续至今。这种现象引发了国内外外汇交易市场及相关金融参与者的高度关注。新世纪评级基于现有数据，针对2015年8月以来的人民币兑美元汇率贬值背后的原因及其对中国经济产生的影响展开研究，并对人民币未来走势进行预估。

图表1 2005年7月至2017年6月人民币兑美元中间价走势图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2 2015年汇改以来人民币兑美元汇率贬值的原因

（一）中国宏观经济步入新常态，经济增速换挡

影响汇率走势的因素较多，其中最基础的因素是该国宏观经济基本面的表现。中国经济经过多年的高速增长，近年来速度有所放缓，步入所谓“新常态”阶段。具体表现为GDP增速从2012年的7.9%一路下滑至2016年的6.7%，创下八年来的新低。PPI与CPI之差连续54个月维持负值，且平均值达-4.9%，国内供给与需求相背离的程度达到历史

高位，供需严重失衡，经济发展活力受到明显制约，导致经济持续疲软。不断下行的宏观经济无法有效支撑人民币汇率的走高，进而导致人民币兑美元汇率走弱。

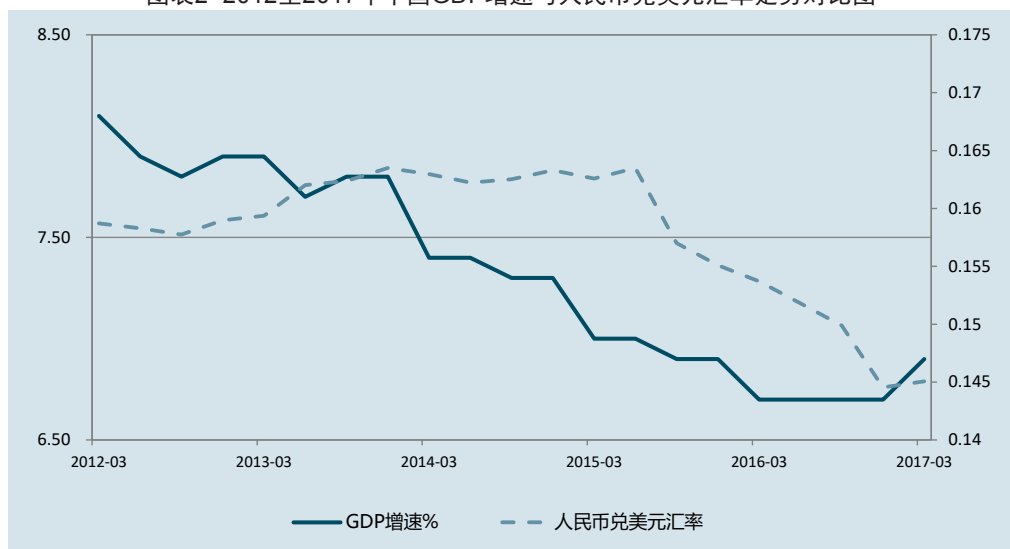
（二）中国国际收支平衡表中资本与金融项目出现逆差

国际收支状况是一国居民对外经济、金融关系的总和，反映着该国在国际经济体系中的地位，也影响着该国宏观与微观经济的运行。

国际收支逆差也被称为国际收支赤字，是指某一国在国际收支上支出大于收入。国际收支逆差会导致本国外汇市场上外汇供给减少（我国对外币的供给），需求增加（我国对外币的需求），从而使得外汇的汇率上涨，本币的汇率下跌。

进入21世纪以后的很长一段时间里，中国国际收支平衡表中的经常项目和资本与金融项目长期保持顺差。但是自2015年二季度以来这种情况逐渐发生了变化。尽管中国的经常项目继续保持顺差，但是资本与金融项目出现逆差。图表3说明了2015年二季度至2016年中

图表2 2012至2017年中国GDP增速与人民币兑美元汇率走势对比图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

国资本与金融项目差额的变化情况（其中 Q 表示季度）。

从图表3可以看到，2015年二季度以来，中国的直接投资、证券投资、金融衍生工具投资和其他投资在绝大部分时间内都处于资本外流的状态，非储备性金融项目全部为逆差，且该逆差在2015年三季度暴涨177%，并于2015年四季度达到1504亿美元的历史高位，此后非储备性金融项目逆差一直处于超过1000亿美元的高企状态（2016年二季度除外）。资本的净流出导致外汇市场上人民币的净供给以及美元的净需求不断增加，进而导致人民币兑美元汇率持续承压。

（三）国际投机性资金流出中国

国际投机性资金就是我们常说的“热钱”。作为一种外部冲击，热钱的大量流出对人民币汇率的影响主要通过以下机制进行运作：由于我国长期实行严格的外汇管理制度，境外热钱流入或流出我国境内时，无论是长期还是短期，都会涉及到货币兑换的问题，当热钱大量流出我国时，需要在外汇市场上将人民币（境内热钱）大量兑换成美元（境外热钱），这会造成外汇市场上人民币的供给增加，在需求不变的情况下，必然会导致人民币价格的下跌，即人民币汇率的贬值。

2003年以来，“热钱”

通过虚假的国际贸易、直接投资、贸易信贷、“地下钱庄”等途径进入中国，投机中国的股票、房地产等各种人民币资产。近几年来，中国经济增长速度较前些年有所放缓，股票市场自2015年股灾之后持续低迷，部分区域的房地产市场出现泡沫化趋势。而与此同时，美国宏观经济复苏的节奏虽然较为缓慢但十分稳定，再加上2015年底美联储开启加息路径，美国货币政策回归正常化，美元逐步走强，资本开始回流美国。

在这种情况下，境外投资者需要进行不同币种之间资产的调整，“热钱”开始大量撤离中国。“热钱”流出的情况可以从国家外汇管

图表3 2015年二季度至2016年末中国资本与金融项目的变化情况¹（单位：亿美元）

时间(季度)	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
直接投资	297	-114	50	-177	-318	-304	332
证券投资	-160	-172	-252	-409	78	-105	-185
金融衍生工具投资	1	-14	0	10	-34	-8	-15
其他投资	-647	-1109	-1302	-688	-250	-934	-1163
非储备性金融项目	-508	-1409	-1504	-1263	-524	-1351	-1031

资料来源：国家外汇管理局、新世纪评级整理

¹按照中国国际收支平衡表的编制方法，中国的资本与金融项目分为资本项目和金融项目，后者反映资本流动所带来的外汇收入和支出的变化以及储备资产的变化。金融项目又分为非储备性金融项目和储备资产，前者反映资本流动所带来的外汇收入和支出的变化，后者反映官方储备资产的变化。图表2中的非储备性金融项目包括直接投资、证券投资、金融衍生工具投资和其他投资，而其他投资则反映的是货币存款与贷款、保险与养老金交易、贸易信贷等所带来的外汇收入和支出的变化。图表2中正数表示净外汇收入，负数表示净外汇支出。

理局国际收支平衡表的“其他投资”以及“净误差与遗漏”项目中得到进一步的观察²。

从图表4可以看到，在2015年以前，中国的“其他投资”负债项时而顺差，时而逆差，说明中国在这个项目下时而净流入的资本多，时而净流出资本的资本多。但自2015年开始，中国“其他投资”负债项大增，并跃升至3516亿美元；2016年，“其他投资”负债项依然高达3035亿美元，且这种趋势仍然在继续。

从图表5可以看到，多年来中国的“净误差与遗漏”项目均为顺差，说明通过非正常渠道流入中国的资

本多于流出中国的资本。但在2009年以后，中国的“净误差与遗漏”项目均为逆差，并且呈现出持续增长的态势。2015年和2016年“净误差与遗漏”项目的逆差分别高达2130亿美元和2227亿美元，创下历史最高记录。这表明，2015年以来，通过非正常渠道流出的资本不仅远多于流入的资本，且流出资本的规模有进一步扩大的趋势。

（四）货币政策决策机构主动释放下跌动能

全球经济复苏缓慢和国内经济结构性失调削弱了我国供给与需求之间的协调性，导致产能过剩情况较为严重；为了维护宏观经济的

内在稳定性，为供给侧结构性改革创造有利条件，在客观上就需要扩大外贸出口来提振需求并改善供给，这为中国货币政策决策机构主动释放下跌动能提供了原始动力。此外，由于经济基本面决定了汇率的长期走势，2014年以来，美国经济稳步复苏，美元逐渐走强，而中国经济则步入“新常态”，经济增速较前期明显放缓；在2015年8月人民币兑美元汇率出现趋势性贬值之前，美元指数较前期低位已上涨25%，欧元兑美元汇率贬值超过20%，而同期人民币兑美元汇率基本处于固定区间内双向波动的态势，甚至在部分时间段还出现过阶段性上涨的情况；因此，相对

图表4 2007-2016年间“其他投资”负债项目变动表（单位：亿美元）

时间(年度)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
货币存款	408	27	116	603	483	-594	758	814	-1226	-880
贷款	173	36	71	791	1,051	-168	934	-343	-1667	-1147
贸易信贷	291	-190	321	495	380	423	449	-21	-623	-1008

资料来源：国家外汇管理局、新世纪评级整理

图表5 2007-2016年间“净误差与遗漏”项目变动表（单位：亿美元）

时间(年度)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
净误差与遗漏	133	188	-414	-529	-138	-871	-629	-669	-2130	-2227

资料来源：国家外汇管理局、新世纪评级整理

²国家外汇管理局国际收支平衡表的“其他投资”以及“净误差与遗漏”项目可以反映非正常渠道的资本流动情况，即热钱的流动情况。

世界其他主要货币而言，人民币汇率存在明显高估的情况，这又为中国货币决策机构主动释放下跌动能提供了直接诱因。

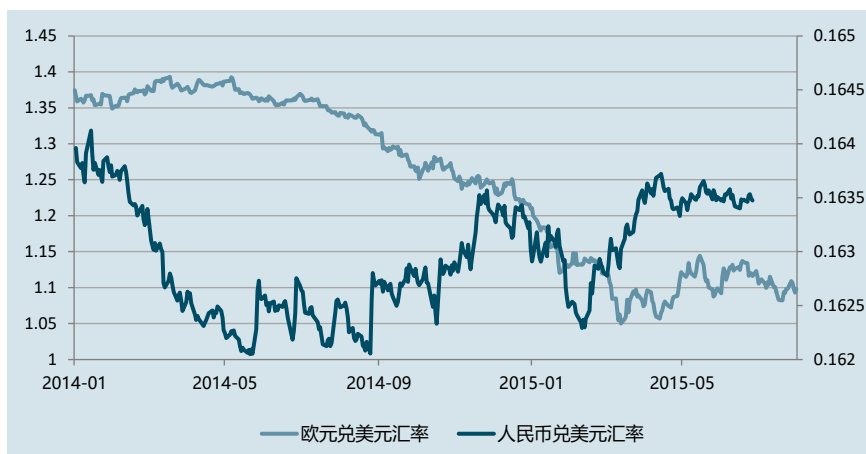
在人民币积累了较大的下跌动能的背景下，中国货币政策决策机构采用更富弹性、市场化程度更高的人民币汇率运行新机制，同时通过不断的调低人民币汇率中间价的方式来主动释放人民币的贬值动能，并促进人民币汇率走势更加合理化。

（五）人民币贬值预期不断加强

人们对某种货币未来走势的心理预期因素在很大程度上会影响人们的行为。当他们预测其未来会有升值的趋势时，他们则会大量买进这种货币，相反则会大量抛售这种货币。

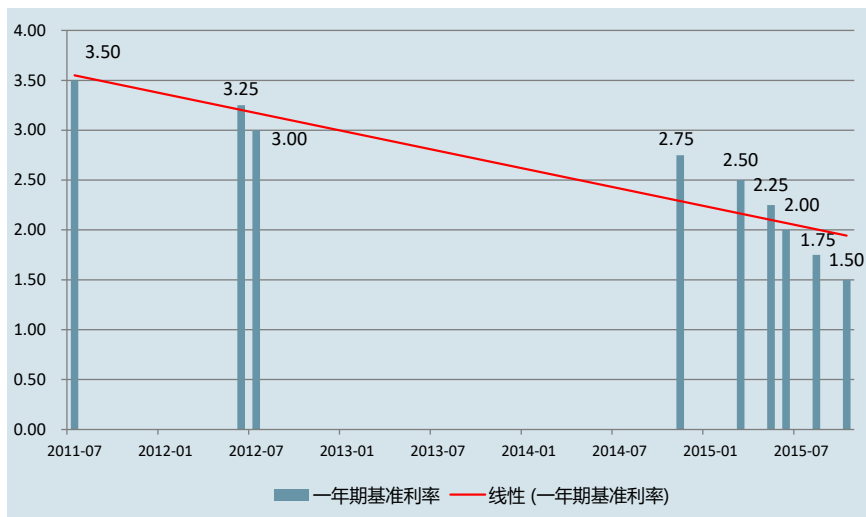
2011年下半年之后，为稳定经济增长，中国的货币政策从前期的紧缩转为适度宽松，截至2016年3月，中国央行连续8次降息，8次降准；一年期基准利率和法定存款准备金率分别从3.5%和21.5%下降至1.5%和17%，其中1.5%的一年期基准利率为新中国成立以来的最低水

图表6 2014年初至2015年8月欧元兑美元汇率走势及人民币兑美元汇率走势图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表7 2011年7月至2016年12月中国央行公布的一年期基准利率一览图（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

平。这一行为引发了金融市场的波动，导致人们大量抛售人民币，加剧了人民币贬值的压力。而且2016年来，人民币一直处于贬值的走势，人们预测人民币汇率还存在着高估现象没有贬值彻底，未来一段时间仍将处于贬值区间，加之美联储有意无意的释放加息信息，

导致人们对美元升值预期，于是不断从中国市场撤回资金，真实的资金流出反过来又进一步强化了人们对人民币汇率贬值的心理预期，以此形成恶性循环，资本跨境流动剧烈，进而使得中国外汇市场不断受压，人民币兑美元汇率持续贬值。

3 人民币汇率贬值对中国经济的影响

（一）对中国进出口的影响

理论上，人民币兑美元汇率贬值，有利于出口，对进口则会产生一定的抑制作用。而实际情况却是，受多种因素的影响，此轮人民币贬值并未对出口产生整体性的促进作用，对进口也没有产生明显的不利影响。

从出口方面来看，中国的出口贸易主要以美元计价和结算，人民币兑美元汇率贬值会导致中国出口商品的价格下降，从而会促进中国商品的出口。但是，作为中国第一大出口市场的欧盟经济低迷，作为中国第二大出口市场的美国虽然经济在缓慢复苏，但整个世界经济处于不景气状态，中国出口商品的价格下降对中国商品的出口推动作用不大。

考虑到汇率对出口贸易的影响在时间上具有滞后效应，可以观察2016年中国出口贸易的变化情况。据海关总署的统计数据显示，2016年全年，中国出口贸易总额13.84万亿元人民币，较上年同比下降2%，继2015年

下降2.9%以后降幅有所缩小。从出口区域分布来看，对“一带一路”沿线国家及部分新兴市场国家的出口增长较快，但对以欧美日为代表的发达国家出口下降较为明显。总体来看，人民币兑美元汇率的贬值对中国外贸出口的促进作用基本上被全球经济的不景气所抵消。

从进口方面来看，理论上，人民币兑美元汇率贬值具有两个效应：一是通货膨胀效应，二是进口减少效应。即在人民币持续贬值的情况下，以美元结算的铁矿石、石油、机械设备、粮食等大量用于满足居民生产生活的商品进口成本便会提高，进而整个产业链的成本也随之提高，最终引发成本拉动型的通货膨胀；而与此同时，进口商品价格的相对上涨，会导致对该商品需求的降低，进而导致商品进口数量的减少。

但是，由于世界经济复苏乏力，人民币兑美元汇率一定幅度的贬值对中国生产成本和价格水平影响较为有限。据国家统计局的统计数据显示，2016年全年，

中国工业生产者价格指数（PPI）同比下降1.4%，居民消费价格指数（CPI）同比上升2.0%，基本都处于合理偏紧缩的状态。另外，据海关总署的统计数据显示，2016年全年，中国进口贸易总额10.49万亿元人民币，较上年同比微增0.6%，与2015年相比甚至有所好转。由此可见，人民币兑美元汇率贬值对中国的进口也没有产生明显的不利影响。

（二）对外商直接投资的影响

一直以来，外商对中国的直接投资对于中国的经济发展发挥了非常重要的作用，而人民币汇率的贬值则会抑制外商对中国直接投资的规模。

首先，人民币汇率发生大幅波动会提高外商直接投资汇兑收益的风险，并且对企业成本结构造成影响，进而外商直接投资的资金规模会减小。

其次，若人民币持续贬值，国内外投资者便会倾向于持有外币资产来进行保值，并会将人民币大量兑换为外币，这样会使国内资本大量外流，出现资本项目收

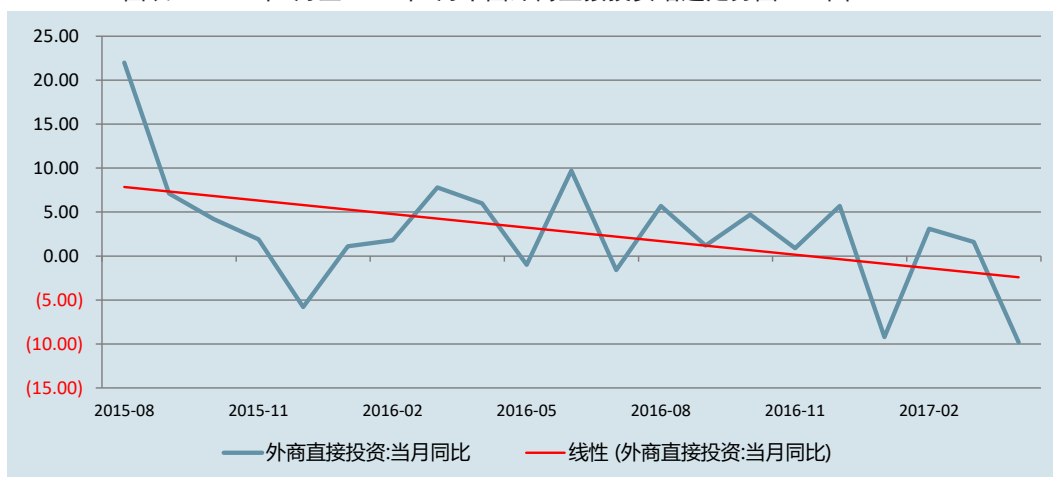
支逆差，导致人民币汇率再次贬值，进一步抑制外国的直接投资规模。根据商务部统计的数据显示，2015年下半年以来，中国外商直接投资增速整体呈现下降态势，其中2017年4月份，中国实际使用外资总额89亿美元，同比下降9.8%，创下近年来的最低水平。

（三）对中国外汇储备的影响

尽管2015年中国经常项目收支状况为顺差，且总额高达3306亿美元，但是由于中国“其他投资”项目和“净误差与遗漏”项目的高额逆差，再加上由人民币汇率贬值预期而导致的居民结汇意愿不足和购汇意愿强劲，中国央行不得不动用外汇储备来满足外汇市场的需求，以稳定人民币兑美元汇率的波动，从而导致中国外

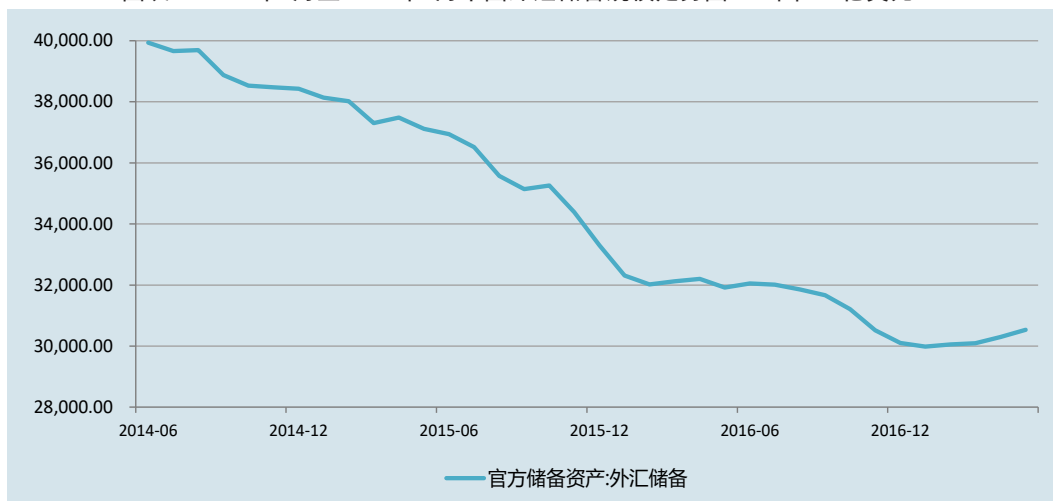
汇储备规模的连续下降。从2014年中至2016年末，中国外汇储备减少了9827亿美元，这已经远远超过了2016年世界上第三大外汇储备国瑞士的全部外汇储备。但就外汇储备的绝对总量而言，中国外汇储备规模依然高达3万亿美元以上，长期位居世界第一。

图表8 2015年8月至2017年4月中国外商直接投资增速走势图（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表9 2014年6月至2017年5月中国外汇储备规模走势图（单位：亿美元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（四）对股市的影响

在人民币兑美元汇率持续贬值的背景下，上证指数总体呈现下降的态势，股指从2015年年中的4000点下降到2017年年初的3000点左右。人民币贬值造成股市下跌，一方面是由于来自国外的“热钱”纷纷流出，另一方面是由于人民币贬值造成国内资产的相对缩水，首当其冲的便是房地产、金

融等相关权重版块，从而拖累大盘。而与此同时，国家为控制人民币贬值速度，期间又多次采取紧缩性货币干预手段，导致市场上可流动资金的进一步减少。对于企业来说，获取资金的成本增加，股市总体会趋于低迷。当然，从另一个角度来看，人民币兑美元汇率贬值促使一部分国际“热钱”流出包括股市在内的国内资本市场，这有利于缓解前期国内

股票市场出现的过度投机行为，能够促使股票市场进一步趋向于理性和良性发展。

（五）对债券市场的影响

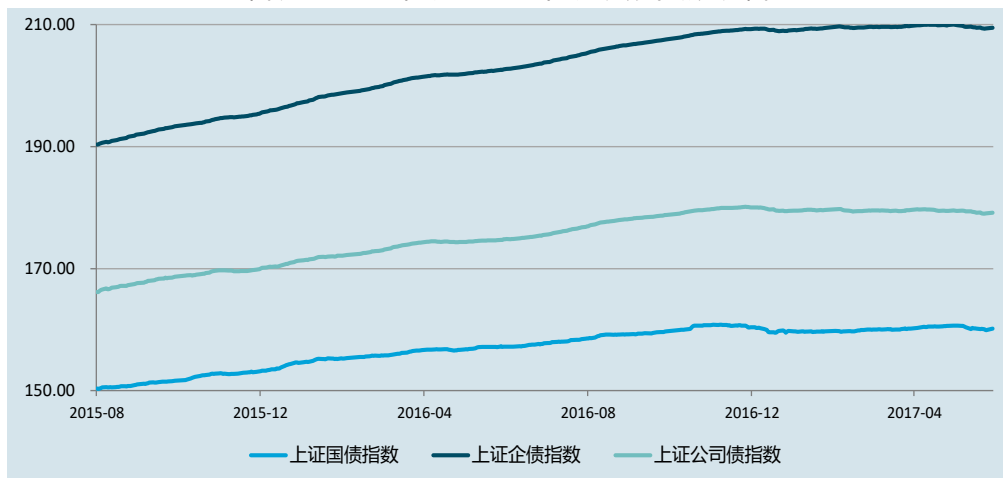
相对于股票市场，人民币兑美元汇率贬值则会对债券市场产生一定的正面影响。这主要是由于债券市场的安全性向来较股市更高，具有天然的避险属性。人民

图表10 2015年8月至2017年5月上证综合指数走势图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表11 2015年8月至2017年5月债券市场走势图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

币兑美元汇率的贬值本身及其对股市的负面影响都会在一定程度上引发投资者的恐慌心理，整体市场风险偏好大幅降低，使得债券的配置价值上升，进而资金不断流向以债券市场为代表的具有较好避险属性的金融市场，利好债市。

（六）对部分行业及居民生活的影响

具体到各行业和居民的日常生活领域，人民币兑美元汇率贬值所产生的影响也是多方面的。

1. 推动房地产行业的“去泡沫化”进程。近期人民币汇率持续贬值，以人民币形式持有的资产严重缩水，这或将导致国内外投资者抛售在中国的房地产，加剧中国资金外流，继而引发

房价下跌，国内资产泡沫破裂。

2. 促进中国旅游服务行业的发展。此前由于人民币一直处于升值的状态，导致来华旅游成本一路不断上涨，国外游客人数逐年下降。随着人民币的贬值，来华旅游的成本下降，会吸引更多的国外游客来华旅游，并在华进行衣食住行等消费活动，这必将带动旅游等相关服务行业的快速发展。

3. 有助于钢铁、水泥等过剩产能的化解。最近几年，中国对钢铁、水泥需求低迷不振，积压了大量的库存和产能，人民币贬值使得钢铁、水泥对外出口的价格降低，增加了竞争优势，有助于减轻国内库存与能耗压力。

4. 纺织服装等劳动密集型行业普遍受益。近些年来，由于生产和人力成本的上升，中国纺织服装行业在国际上的竞争优势不断减弱，但随着近期人民币不断贬值，国外的订单数量也逐渐增加，这不仅有利于提高相关企业的出口利润，更有助于促进整个社会就业状况的改善。

5. 境外旅游和留学的费用上升。近些年来，中国境外旅游和海外留学的人数逐年增加。人民币贬值，加大了此类人员在境外（尤其是以美元为主要流通货币的国家）的各种开销负担。

4 人民币兑美元汇率未来走势判断

（一）短期来看，人民币兑美元汇率将继续承压

尽管中国央行于2017年5月底为人民币汇率定价机制引入“逆周期因子”³，

用于平顺周期波动，但在未来一段时间内，人民币兑美元汇率仍处于承压状态，不排除短期内继续走低的可能性。主要原因在于伴随着美国经济的缓慢复苏，美国国

内通胀压力开始显现，因长期量化宽松所导致的低利率状态已经终结，美联储已于2015年末开启了加息进程。就目前的态势来看，美国货币政策回归正常化的路径远未结束，预计未来两到三年内仍会加息7-9次，联邦基础利率的上升会进一步

³中国央行并未披露“逆周期因子”的具体构成要素，市场推测是由各中间价报价银行根据现在所处的汇率周期进行反向报价，然后由央行统一加权平均处理，最后得出市场价格。

夯实美元汇率坚挺的基础，美元相对于人民币的强势地位仍会持续一段时间。

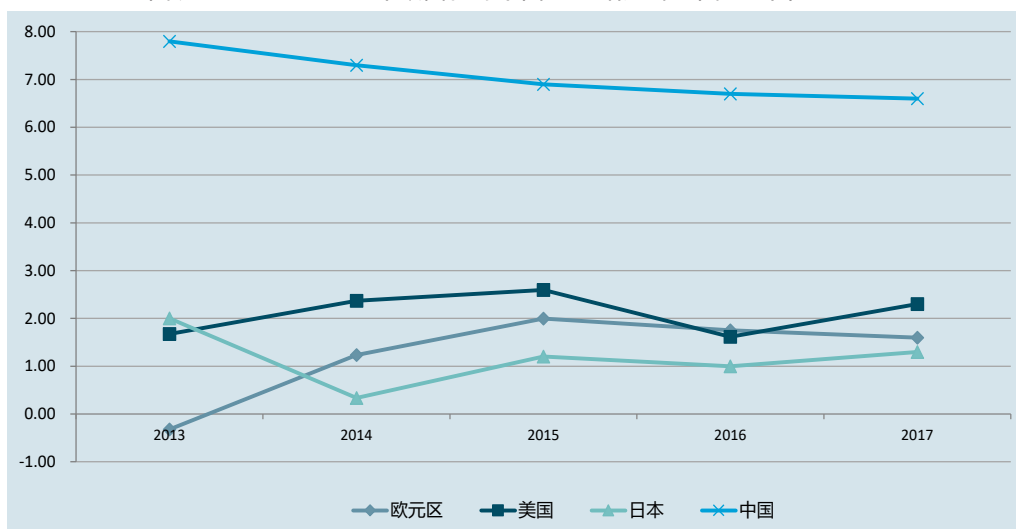
（二）长期来看，人民币兑美元汇率将保持稳定

决定人民币汇率长期走势的基本因素包括宏观经济基本面、对外贸易状况及外

汇储备规模。这是因为宏观经济基本面对一国货币价格（即汇率）发挥着支撑性的作用，对外贸易状况则直接影响着一国国际收支状况，外汇储备规模的大小决定着一国货币政策决策机构稳定外汇市场能力的高低。

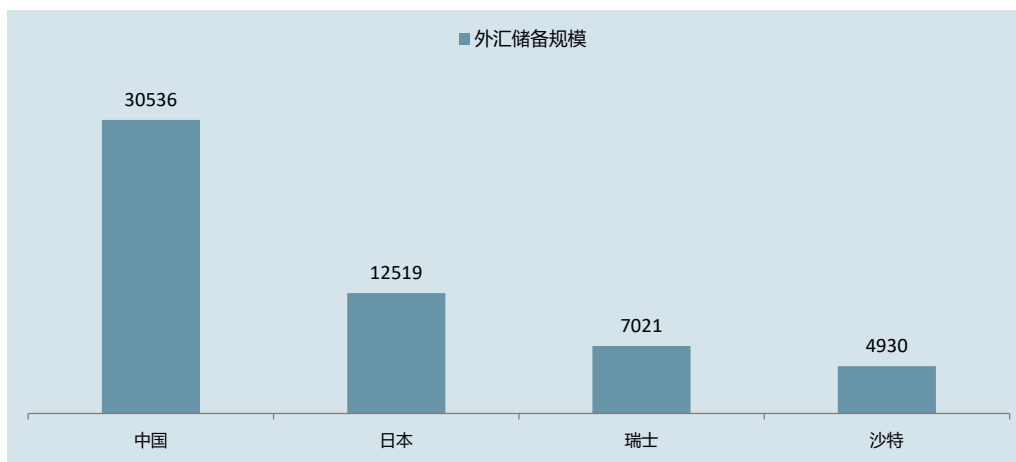
首先，从宏观经济的角度来看，中国经济虽然从前期的高速增长调整为中高速增长，步入经济发展的“新常态”，但伴随着供给侧结构性改革的稳步推进，中国经济的发展方式和产业结构都在经历重大变化，消费在经济增长中发挥主要拉动作

图表12 2013至2017年欧美日与中国GDP增速对比图⁴（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表13 截至2017年5月全球主要外汇储备拥有国排名（单位：亿美元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁴其中2017年数据为IMF预估值。

用，第三产业增加值在国民生产总值中所占比重超过50%，以高新技术产业为代表的经济增长新动能正在不断累积，创新驱动发展已成为全社会的共识，经济发展的质量和效益都明显提高。

中国经济的发展速度依然远高于世界主要发达经济体，且预计未来较长时间内，中国经济依然能够保持中高速增长势头（见图表12）。在这样的宏观经济背景下，人民币兑美元汇率基本上不存在大幅度贬值的基础。

其次，从对外贸易的角度进行分析，中国国际收支

的经常项目多年来一直都处于顺差状态。根据海关总署公布的统计数据显示，2016年全年，中国贸易顺差高达3.35万亿元人民币，约合5100亿美元，位居世界首位。

对于一个开放型的发展中国家来说，由于短期资本的流动存在较大的不确定性，经常项目收支情况成为影响本币汇率中长期走势的一个关键性因素，中国经常项目收支的巨额顺差对于稳定人民币兑美元汇率发挥着基础性的作用。

最后，从外汇储备方面来看，中国拥有庞大的外汇

储备。尽管自2014年年中以来，中国外汇储备规模连续下降，但截至2017年5月的最新统计数据显示，中国的外汇储备仍然高达30536亿美元，就绝对数而言，远远超过世界第二大外汇储备国日本的12519亿美元，位居世界第一。巨额的外汇储备将对于稳定人民币汇率同样发挥着十分重要的作用。

综合来看，上述所有因素决定着人民币兑美元汇率长期将保持稳定态势，人民币兑美元汇率不存在大幅贬值的基础。

综上所述，2015年汇改后人民币兑美元汇率总体呈现贬值态势，是由多种因素共同作用导致的，也是人民币汇率机制进一步市场化的结果，它对我国经济的影响也是多方面多层次的。

过去一年多来，中国央行采取了一系列完善人民币汇率市场化形成机制的措施，随着汇率机制改革的日益深入，人民币汇率发生双向波动会成为常态，这也是增强人民币国际话语权的客观要求。在中国宏观经济逐步企稳回升的大背景下，人民币不存在大幅贬值的基础，这种双向波动也会变得更加可控。



金融去杠杆下各行业盈利对融资成本的覆盖水平普遍下降

■ 孙田原/文

2017年以来，因金融去杠杆及监管加强，货币市场和债券市场出现了一定程度的流动性紧张，银行间同业拆借利率及债券发行利率纷纷走高。在债券发行利率高企，融资成本急剧攀升的情况下，债券市场取消发行的规模明显增加。由于贷款利率仍维持低位，显著低于债券发行利率，企业的融资模式逐步由债券直接融资转向银行贷款类间接融资。但银行自身负债端资金成本

上升明显且贷款额度有限，预计未来银行贷款利率也将逐渐上升。

在供给侧结构性改革推动下，产能过剩行业盈利水平改善明显，盈利水平对融资成本的覆盖倍数有所提升，但仍处较低水平，整体信用风险仍值得关注；除产能过剩行业外，其余大部分行业的盈利水平对融资成本的覆盖倍数出现不同程度下降，财务负担明显加重，不利于企业发

展，也有可能在某些行业形成一定风险。

尽管近期央行加大资金投放力度，流动性压力有所缓解，但长期来看金融去杠杆仍将持续推进，货币供给增速将长期维持较低水平，企业融资成本不会出现明显的下降。另一方面，去杠杆将有利于降低系统性风险以及倒逼僵尸企业退出，有利于盘活存量资金，提升资金效率，从而使得实体经济健康发展。

1 市场流动性偏紧，利率走高

近年来，商业银行体系内部同业业务大规模扩张，部分商业银行通过同业业务大幅扩张了自身资产规模，并通过委外投资等方式向外投资，通过期限错配等方式进行套利。而2017年以来，监管层加强金融业务监管，推进金融去杠杆，商业银行难以继续通过同业负债增加杠杆来扩大货币乘数，同时央行也没有进行大规模的基础货币投放，这使得市场上流动性逐步趋紧，M2同比

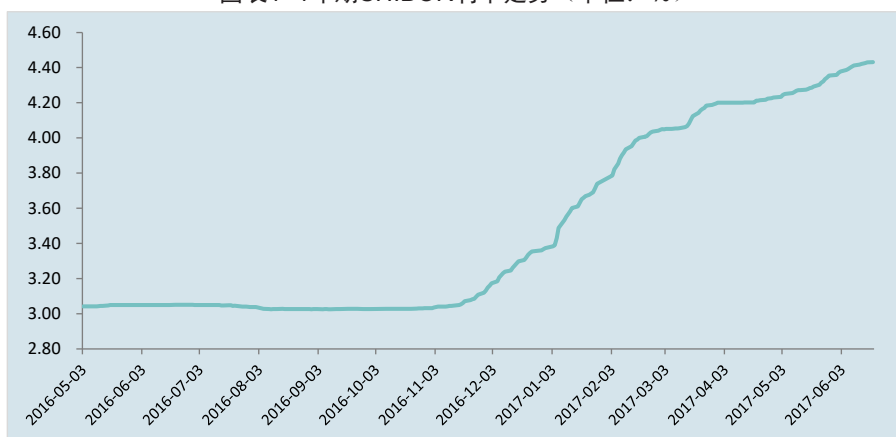
增速更是在5月份创历史新低，银行间同业拆借利率及信用债发行利率纷纷走高。

货币市场中，SHIBOR（上海同业拆借利率）自2017年以来呈逐步上升趋势，5月下旬，1年期SHIBOR利率较去年同期相比上升超过100BP，有史以来首次高于4.30%的1年期贷款基准利率。

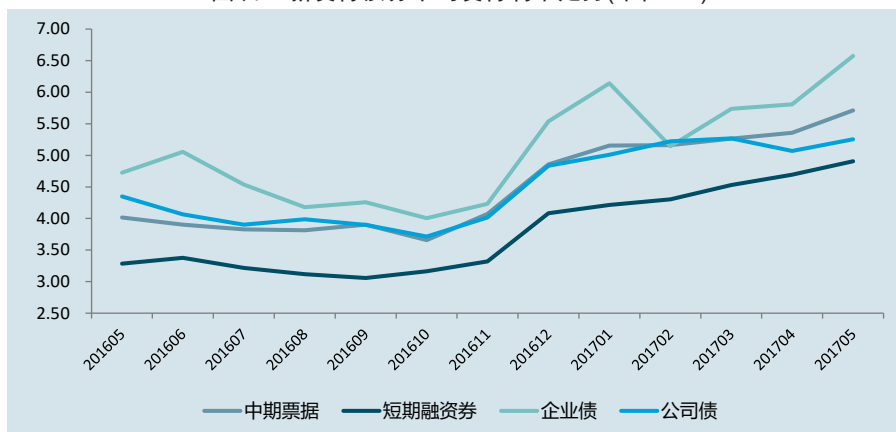
债券市场中，2017年以来，各类债券的月均发行利

率整体上升趋势较为明显，从平均发行利率上看，短期融资券、公司债、企业债及中期票据的平均发行利率较去年同期均有100-200BP的上涨，上升幅度非常明显。以5年期及以上的AAA级评级的中期票据为例，其平均发行利率在2017年5月已上升至5.2420%，较去年同期的3.5966%上升了164个BP，同时也明显高于央行公布的5年期以上人民币贷款4.90%的基准利率。

图表1 1年期SHIBOR利率走势（单位：%）



图表2 新发行债券平均发行利率走势(单位: %)



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2 盈利对融资成本的覆盖水平普遍下滑

对于企业来说，在直接融资方面，债券发行利率逐步走高，较高的发行成本将给发行主体带来较重的财务负担。据Wind数据显示，新发行短期融资券的平均发行利率在2017年5月已上升至4.90%，而去年同期仅为3.29%；而5年期以上的较长期限的中期票据平均发行利率则也由去年5月的3.60%上升至目前的5.24%。

在间接融资方面，由于当前银行对优质客户的争夺较为激烈，为了争夺客户，银行近期发放贷款的加权平

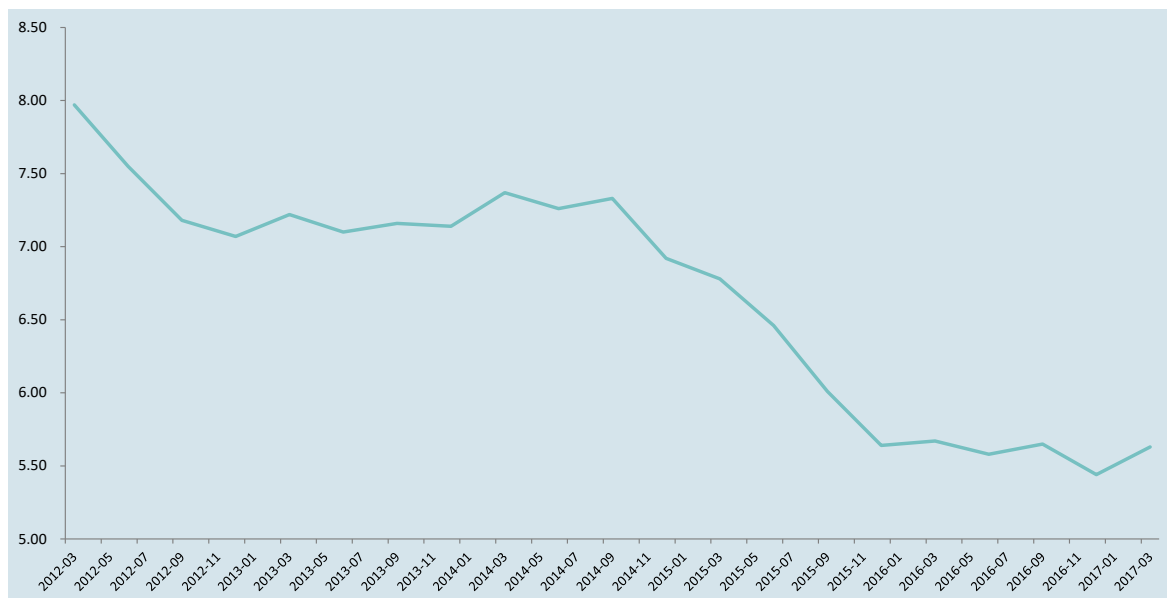
均利率尚较为平稳，贷款利率未见明显上调，而4.30%的短期贷款利率及4.90%的长期贷款利率相较于债券发行利率来说处于较低水平。在当前银行贷款利率相对较低的情况下，部分企业开始将融资方式重新向间接融资转变，5月份人民币贷款规模高于整体社会融资规模便是很好的一个证明。

但是由于银行在当前金融去杠杆及监管加强的背景下，自身的流动性也比较紧张，部分中小银行开始在货币市场争夺资金，5月下旬SHIBOR银行间一年期同

业拆借利率已经高于一年期的贷款利率，负债端包括存款、同业存单、同业理财等在内的各个资金来源的成本均出现了快速上升。在银行自身资金成本上升以及整体贷款额度受限的情况下，预计未来银行将会调高贷款利率，从而使企业的间接融资成本同样出现明显上升。

在企业直接融资成本明显上升及间接融资成本面临上升压力的背景下，若企业自身的盈利水平无法相应提升，那么高企的融资成本将严重制约企业的发展。为了比较现在与去年同期不同融

图表3 金融机构一般人民币贷款加权平均利率（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

资成本下，企业盈利水平对融资成本覆盖水平的变化，我们选取了按申万行业分类的各行业平均毛利率、总资产报酬率以及投入资本报酬率三个指标，并构建盈利水平指数，来衡量各行业的平均盈利水平。

最后，我们将各行业的盈利水平指数分别除以当前及去年同期的新发行短期融资券¹平均发行利率得到各行业的盈利水平对融资成本的

覆盖倍数，以此反应各行业盈利水平对融资成本覆盖能力的变化情况。

从2016及2017两年的计算结果比较看，除采掘、钢铁以及有色金属三个行业之外，其余各行业的盈利水平对融资成本覆盖倍数均有不同程度的下降，说明大多数行业盈利水平上升幅度无法很好地覆盖融资成本的上升，财务负担加重。在此情况下，除了各行业盈利能

力靠前且历史信用水平良好的部分企业仍有能力及意愿继续融资之外，大多数企业将放弃继续融资来扩大经营规模的动能，这也导致了大量债券取消发行。另一方面，若企业为了维持资金链而不得已继续融资，高于当前企业盈利水平的融资成本将影响企业的整体盈利成果，将对企业的进一步发展造成不利的影响，或陷入恶性循环。

图表4 各行业盈利水平指数

行业	2016盈利水平指数	2017年化盈利水平指数	行业	2016盈利水平指数	2017年化盈利水平指数
国防军工	1.82	0.86	纺织服装	5.53	4.11
建筑装饰	1.47	1.08	休闲服务	6.05	4.15
交通运输	1.38	1.38	房地产	5.5	4.15
商业贸易	2.11	2.19	农林牧渔	5.6	4.38
钢铁	0.66	2.48	通信	5.18	4.49
公用事业	4.08	2.71	电子	4.2	4.51
有色金属	1.03	2.91	食品饮料	4.08	4.62
综合	3.01	2.99	家用电器	5.58	5.06
计算机	4.94	3.29	轻工制造	5.91	6.46
建筑材料	5.42	3.47	化工	5.23	6.78
机械设备	3.36	3.65	传媒	6.3	7.23
采掘	2.23	3.74	医药生物	7.17	7.63
电气设备	4.92	3.96	汽车	7.82	9.57
非银金融	4.41	3.99			

数据来源：新世纪评级整理计算

¹从各类债券发行成本看，短期融资券的成本最低。

图表5 各行业盈利水平对融资成本覆盖倍数

行业	2016盈利覆盖倍数	2017年化盈利覆盖倍数	行业	2016盈利覆盖倍数	2017年化盈利覆盖倍数
国防军工	0.55	0.18	纺织服装	1.68	0.84
建筑装饰	0.45	0.22	休闲服务	1.67	0.85
交通运输	0.42	0.28	房地产	1.84	0.85
商业贸易	0.64	0.45	农林牧渔	1.70	0.89
钢铁	0.20	0.51	通信	1.57	0.92
公用事业	1.24	0.55	电子	1.28	0.92
有色金属	0.31	0.59	食品饮料	1.24	0.94
综合	0.91	0.61	家用电器	1.70	1.03
计算机	1.50	0.67	轻工制造	1.80	1.32
建筑材料	1.65	0.71	化工	1.59	1.38
机械设备	1.02	0.75	传媒	1.91	1.48
采掘	0.68	0.76	医药生物	2.18	1.56
电气设备	1.49	0.81	汽车	2.38	1.95
非银金融	1.34	0.81			

数据来源：新世纪评级整理计算

3 供给侧改革助推产能过剩行业盈利改善，但整体信用风险仍值得关注

在前面所分析的当前各行业盈利水平的数据中，可以看到在近年来政府推进供给侧结构性改革去产能政策后，采掘（以煤炭企业为主）、钢铁以及有色金属三个行业逐步退出低效产能，市场供需关系逐步出清，行业盈利水平得到了明显的提升。即使在当前融资成本显著上升的情况下，其盈利水平对融资成本的覆盖倍数也

有所上升。

煤炭企业方面，2016年，全国共计退出煤炭低效产能2.9亿吨，超额完成既定目标，2017年去产能目标为1.5亿吨。在去产能政策推进之后，煤炭市场供求关系明显改善，秦皇岛Q5500动力煤年初至今的均价为613元/吨、焦煤均价为1562元/吨，分别同比上升61%、122%，价格

较实施去产能政策之前上升明显。在煤价回暖、煤炭需求小幅上升的情况下，煤炭行业整体现金流大幅好转，盈利能力获得显著的提升。今年一季度，全国规模以上煤炭企业盈利708.7亿元，相比去年同期的亏损6.5亿元，提升十分明显。

钢铁行业方面，2016年，全国共压减6500万吨粗

钢产能，2017年1-5月，全国已压减粗钢产能4239万吨，完成全年任务的84.8%。同时，截至2017年6月30日，1.2亿吨产能的“地条钢”企业被彻底取缔。在整体产能被压缩以及“地条钢”等落后产能被取缔的背景下，钢铁行业供需关系得到明显的改善，钢价明显上升并持续保持高位，钢厂盈利能力得到明显改善。

2016年全国黑色金属冶炼和压延加工业利润总额1659.1亿元，同比增长了232.3%，由2015年的负增长转变为大幅正增长；2017年前5月利润总额为1053.1亿元，同比继续大幅增长93.5%。

有色金属行业方面，继煤炭、钢铁两大重要产能过剩行业开始推进供给侧改

革之后，有色金属行业调结构去产能的改革也被推上日程，电解铝去产能工作稳步推进，并推动产业结构进一步升级。而同时近期有色金属商品价格有所上涨，行业整体的盈利能力得到一定的提升。而伴随着有色金属行业供给侧改革的正式实施，预计行业盈利能力将得到进一步的提升。

可以看到，在供给侧改革政策实施以后，煤炭、钢铁、有色金属等产能过剩行业的盈利水平得到了明显的提升，行业内企业的现金流得到了很大的改善，信用风险有所下降。但另一方面，这三个行业虽然近期盈利能力上升较快，但绝对盈利水平仍然不高，盈利水平对融资成本的覆盖倍数仍较低，若去产能工作推进不及预期或产品价格出现较大的波

动，仍有可能导致信用风险。

除煤炭、钢铁、有色之外的其它行业，盈利水平对融资成本的覆盖倍数均出现了不同程度的下降。其中，房地产、建筑材料及建筑装饰行业受近期房地产调控政策影响，盈利能力出现一定程度的下降，而伴随着融资成本的上升，其覆盖倍数下降更加明显，当未来房地产市场出现明显向下趋势，其盈利能力可能会受到更大的影响，若融资成本长期处于高位，可能会出现一定的信用风险；汽车、生物医药、化工等行业本身盈利能力有所提升，但由于融资成本上升过快，其盈利水平对融资成本的覆盖倍数有所下降，不过如果能维持当前盈利水平，当前的融资成本仍在其可接受的范围之内。

4 短期资金压力或将有所缓解，但长期依然不乐观

2017年6月以来，央行通过MLF等方式向市场投放了较多的资金，缓解了5月份以来市场上的资金压力，同时在金融去杠杆政策上给予了金融机构4至6个月的过渡期，短期内市场上的资金压力或将有所缓解。但是金融去杠杆仍然是目前监管

层着力推进的重要政策。在政策影响下，货币供应增速将维持在较低水平，市场整体融资规模预计仍不乐观，企业融资成本将不会出现明显下降，较高的融资成本对实体经济将造成一定不利影响。另一方面，金融去杠杆有利于降低整体系统性风

险，有利于经济平稳发展；而且融资成本的上升及融资规模的下降也有利于淘汰一部分僵尸企业，使得资金可以更好的流向运营状况良好的企业，有助于调整产业结构，增强企业整体盈利能力，有利于实体经济健康发展。

附录：三项盈利能力指标统计数据

附表1 各行业平均毛利率（单位：%）

行业	2016毛利率	2017Q1毛利率	行业	2016毛利率	2017Q1毛利率
有色金属	8.46	9.6	食品饮料	16.56	19.08
建筑装饰	11.35	10.33	医药生物	20.31	19.11
商业贸易	10.71	10.49	汽车	19.68	21.16
钢铁	10.73	11.05	电气设备	20.35	21.55
交通运输	12.23	11.26	轻工制造	23.43	21.88
农林牧渔	14.63	11.74	建筑材料	25.6	22.25
国防军工	13.69	12.01	家用电器	21.62	22.55
公用事业	15.81	12.57	计算机	18.04	24.03
纺织服装	13.9	14.09	传媒	24.38	25.53
机械设备	15.35	15.73	通信	26.02	25.9
采掘	18.68	18.04	房地产	27.56	27.74
电子	16.25	18.09	非银金融	30.15	30.67
化工	19.06	18.19	休闲服务	33.16	31.1
综合	19.34	18.22			

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

附表2 各行业平均总资产报酬率（单位：%）

行业	2016总资产报酬率	2017年化总资产报酬率	行业	2016总资产报酬率	2017年化总资产报酬率
非银金融	2.45	1.70	采掘	2.42	3.91
国防军工	2.45	1.89	钢铁	2.03	3.99
休闲服务	3.68	2.18	电子	4.58	4.52
建筑装饰	2.63	2.26	传媒	5.29	4.59
交通运输	2.43	2.37	食品饮料	4.51	4.64
计算机	4.99	2.43	有色金属	3.35	4.73
房地产	4.02	2.47	纺织服装	6.06	4.98
综合	3.12	2.65	农林牧渔	6.24	5.27

行业	2016总资产报酬率	2017年化总资产报酬率	行业	2016总资产报酬率	2017年化总资产报酬率
建筑材料	4.40	3.04	家用电器	5.91	5.28
电气设备	4.36	3.13	轻工制造	5.40	5.80
通信	4.01	3.36	医药生物	6.65	6.50
商业贸易	3.51	3.63	化工	4.91	6.67
机械设备	3.75	3.75	汽车	7.17	7.95
公用事业	4.63	3.85			

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

附表3 各行业平均投入资本报酬率（单位：%）

行业	2016投入资本报酬率	2017年化投入资本报酬率	行业	2016投入资本报酬率	2017年化投入资本报酬率
家用电器	3.75	2.39	采掘	2.5	6.02
休闲服务	6.39	3.26	食品饮料	6.92	7.17
国防军工	5.37	3.45	纺织服装	12.17	7.42
建筑材料	6.59	3.92	综合	3.45	7.58
计算机	8.86	3.98	电气设备	9.57	8.06
钢铁	2.69	4.52	电子	7.81	8.3
建筑装饰	4.55	5.07	机械设备	7.39	9.24
商业贸易	5.02	5.17	农林牧渔	10.69	10.79
有色金属	0.38	5.2	轻工制造	7.09	10.96
公用事业	7.14	5.23	化工	10.29	12.81
通信	6.55	5.27	医药生物	13.29	19.27
非银金融	4.84	5.44	传媒	9.65	19.66
交通运输	3.95	5.57	汽车	15.97	23.04
房地产	7.06	5.73			

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

固本强基协调监管 核心再造行稳致远

——第五次全国金融工作会议点评

■ 徐永/文



高规格的全 国金融工作会议于7月14-15日召开，会议强调了金融作为国家重要核心竞争力的地位，明确了金融工作回归本源、优化结构、强化监管和市场导向的四项原则，服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革的三项任务，在经济增速下行和去杠杆宏观背景下，为未来五年金融工作指明了方向。

服务实体方面，会议提出要把发展直接融资放在更加重要的位置，发展中小银

行和民营金融机构，清理规范中间业务环节，避免变相抬高实体经济融资成本。

防控金融风险方面，提出要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。要把国有企业降杠杆作为重中之重，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。加强互联网金融监管。

深化金融改革方面，国家决定设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银

行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。

同时，会议还明确加强功能监管，更加重视行为监管，要扩大金融对外开放。提出深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。继续实施稳健的货币政策，保持货币信贷适度增长和流动性基本稳定。

图表1 全国金融工作会议背景资料

时间	会前主要背景	会后措施要点
1997年11月17日至19日	国内金融混业风险、亚洲金融危机	成立四大资产管理公司、证监会、保监会
2002年2月5日至7日	加入WTO, 银行业不良资产处置, 商业银行改革	组建中央汇金公司, 银监会成立, 建行、工行、中行完成股份制改革并上市
2007年1月19日至20日	主要国有银行完成上市, 国际金融危机	农行完成上市, 汇金注资国开行, 国开行商业化改革, 创业板开闸
2012年1月6日至7日	地方政府债务危机, 国际经济缓慢复苏	地方政府债务风险防范, 地方政府债启动置换, 利率和汇率市场化改革, 人民币加入SDR
2017年7月14日至15日	金融风险防范, 经济去杠杆, 经济增速缓中趋稳, 全球货币政策正常化	设立国务院金融稳定发展委员会, 强化人民银行宏观审慎管理, 降低国企杠杆, 金融开放

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

会议背景回顾

本次会议是第五次全国金融工作会议，从此前四次会议后的结果来看，会后五年都在会议定调的基础上，在金融领域发展和改革方面取得重大突破。

会议召开前，资产泡沫、金融风险防范、分业监管混业经营的现状让市场期待的突破主要集中在金融监管协调等方面，从会后通报结果来看，设立在国务院层面的国务院金融稳定发展委员会，虽然低于市场关于“超级央行”的预期，但强调了人民银行宏观审慎管理和防范系统性风险的职责。

同时加强功能监管，

更加重视行为监管的内容，虽然没有明确为“混业监管”，但相比“分业监管”模式下的机构监管，已是不小的进步，功能监管有望使得监管机构之间未来展开更多的合作，打击跨行业的监管套利行为，而行为监管则在监管和机构自律之间寻找平衡。另外会议也明确了地方政府的属地风险处置责任，由此金融管理基本形成了地方政府、三会、央行以及国务院金融稳定发展委员会四个层级的特征。

此次会议明确提出了推动经济去杠杆，并两次提出要把国有企业降杠杆作为重中之重，但并没有提出“金融去杠杆”，同时“金融去

杠杆”也未出现在此前任何正式官方文件中，只是在相关监管文件中针对金融机构的监管指标和多项业务提出了杠杆率方面的要求，被市场笼统解读为“金融去杠杆”，不过预期不提“金融去杠杆”不会给去杠杆的方向带来实质性影响，强化监管仍然是未来五年的重要主题。

此次会议召开后，《人民日报》已经连续两日在头版刊登评论员文章，其中关于“经济发展进入新常态，上规模、拼数量的外延式扩张老路已走到尽头”，“经济金融经过上一轮扩张期后，进入下行‘清算’期”的解读，叠加会议通报“稳

增长，调结构，控总量”提法中首次强调数量控制等内容，都可能对未来货币政策和金融机构的发展产生重要影响。

服务实体经济，避免变相抬高实体经济融资成本

会议明确金融工作的第一个任务是服务实体经济，为实体经济服务也是防范金融风险的根本举措，并分别从服务理念、融资结构、融资成本等方面进行了具体阐述。

提出金融要注重供给侧的存量重组、增量优化、动能转换，由于我国此前的发展模式是比较粗放的注重生产要素和人力的投入，而新发展动能则更多围绕科技、创新以及绿色可持续发展等内容，因此金融为实体经济服务首先要基于这个发展理念。

要把发展直接融资放在更加重要的位置，改善间接融资结构，推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构。直接融资继续获得重视，另外在前期金融机构委托投资、多层嵌套等业务模式中，中小银行

是推动主力，同时也潜藏了不小金融风险，市场一度有银行业市场化退出机制将可能首先让中小银行实验的预期，不过从金融普惠的角度而言，中小银行是三农、中小企业服务的重要力量，仍然需要政策支持。

要促进金融机构降低经营成本，清理规范中间业务环节，避免变相抬高实体经济融资成本，则指向了金融服务的规范健康经营，不规范的中间业务环节，最终导致的是实体经济的融资成本居高，不利于实体经济的健康发展。

防控金融风险，推动经济去杠杆，降低国有企业杠杆

防控金融风险是会议提出的第二个任务，从去年下半年以来，在央行的正式文件中，防控金融风险的表述，已经从此前的严守不发生系统性、区域性金融风险底线，改为仅保留不发生系统性风险，而去掉了区域性风险字样。

这种提法不代表不重视区域性金融风险，从本次会议的通报来看，明确谈到“地方政府要在坚持金融管

理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任”，可见在金融行业主要为垂直管理的情况下，矛盾的主要方面是中央监管机构对系统性风险的防范，只要中央事权职责到位，区域性风险也在可控的范围之内，但并非不重视区域性风险，地方政府也需要强化属地风险处置责任。

会议提出要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。经济和金融是一体两面的关系，经济去杠杆，金融机构的杠杆自然也会根据实体经济状况有所变化。

执行稳健的货币政策，虽然与央行二季度例会中“稳健中性”的提法略有不同，事实上由于对下半年经济有下行预期，市场也有货币政策再度宽松的预期，不过去掉“中性”两字不代表短时间内货币政策的转向，基于货币政策连续性和稳定性的一贯作风，货币政策更应该是基于实体经济状况相机抉择，而不是突然转向。

银监会会后的通报还将防范金融风险进行细化，包

括着力防范流动性风险、信用风险、影子银行业务风险等重点领域风险。有计划、分步骤，深入整治乱搞同业、乱加杠杆、乱做表外业务等市场乱象。

要把国有企业作为降杠杆的重中之中，在国内个人、非金融企业、金融机构和政府四大主体的杠杆率（债务/GDP）中，截至2016年末，最高的是非金融企业，其中国企和非国企的降杠杆举措稍有不同，从政策发布的文件来看，由于国企融资有软约束，国企的降杠杆主要有债转股等策略，而民企的降杠杆则相对市场化。

要加强互联网金融监管，则是对当前方兴未艾的互联网金融创新仍然表示了谨慎态度。

深化金融改革，设立国务院金融稳定发展委员会

深化金融改革是金融工作会议提出的第三个任务，会议提出要加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。

设立国务院金融稳定发展委员会是本次会议的重要成果，虽然目前还未知具体的架构和人员安排，但在金融专业化门槛的背景下，有望从比现有“一行三会”更高的层面来指导中国的金融管理，利好金融行业的稳健运行。

地方政府的属地风险处置责任，以及严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任的内容，在地方政府债务风险控制的背景下，“借新债还旧债”不仅要受到增量控制，还有终身问责，可以给地方政府领导人带来更多硬约束，存量城投债要么得到置换，要么商业化处置，预期影响不大，但一些不规范的PPP融资，可能受到更多监管。

金融管理部门要形成有风险没有及时发现就是失职、发现风险没有及时提示和处置就是渎职的严肃监管氛围。监管和创新一直是互促互利，对监管工作的要求趋严，一方面使得监管专业化要求增强，另一方面，机构创新面临的监管环境也更加严厉，不合规的套利创新、趋利性创新有望受到更多压制。

会议虽然没有将金融对外开放列为金融工作的几大任务之一，但也着重强调了要扩大金融对外开放，深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。

“稳步实现资本项目可兑换”虽然与此前的“加快实现资本项目可兑换”在时间表安排上更显缓慢，不过当前人民币贬值压力仍存，对资本项目可兑换保持谨慎是有必要的。



发展全域旅游 开创旅游业新格局

■ 杜永康/文

随着我国经济的快速发展和人均可支配收入大幅提高，人们对旅游的需求不断高涨，旅游消费也日趋大众化和日常生活化。然而，由于我国旅游业软硬件设施发展较为缓慢，旅游产品过于单一，庞大的旅游消费需求与缺乏多样性的有限供给之间差距较大，尤其是旅游产

品和旅游服务的品质，已远远跟不上消费升级的需求。因此，为解决当前旅游业发展困境，国家大力推进旅游业从景区点旅游向全域旅游的战略性调整，把发展全域旅游作为迎接大众旅游时代旅游消费新要求 and 调整地区经济发展模式、创新经济发展新动能的重要举措。

近年来，在国家政策的大力支持下，旅游业得到了迅速的发展。政策方面，以全域旅游为中心，中央及各级政策就涉及旅游业的方方面面给予了大力扶持，详细制定了各项“旅游+”发展战略，努力推动以旅游业为优势产业带动区域经济多领域的协同发展，积极改善旅

游环境，让游客不仅乐在景点，更乐在旅途。

从旅游业发债企业来看，行业企业财务状况较好，盈利能力较强，资产负债率较低，流动性较为充裕，行业整体信用风险偏低。未来，在国家政策的大力支持下，旅游业将保持良好的发展态势，持续释放旅游业经济、社会、环境的综合效益，带动和促进经济社会协调发展。

旅游业发展现状

随着全面建成小康社会进程的大力推进，我国人均可支配收入不断增长，旅游已经成为人民群众日常生活的重要组成部分，我国已从“小众旅游”步入“大众旅

游”的时代，加之政府各旅游战略的有序推进，旅游业随之迅猛发展，国内旅游、入境旅游稳步增长，出境旅游快速发展，旅游已然成为稳增长、调结构、惠民生的重要力量。

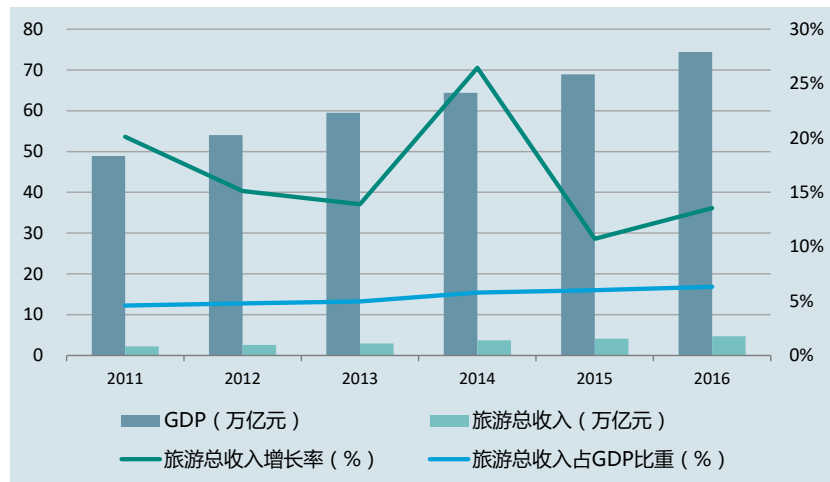
2015年，我国旅游总收入达到4.13万亿元，约占当年GDP总量的6.0%，连续多年保持上升趋势。据国家旅游局公开数据，预计2016年我国旅游总收入将达到4.69万亿元，同比增长13.6%。其中，国内旅游总收入3.9万亿元，同比增长14%，入境旅游收入1200亿美元，同比增长5.6%；出境游消费达到1098亿美元，同比增长4.2%；旅游服务贸易顺差102亿美元，较上年扩大11.5%。另外，据联合国世界旅游组织测算，2016年

我国旅游业对国民经济综合贡献率达11%、对社会就业综合贡献超过10.26%，与世界平均水平基本持平。

国家旅游局最新数据显示，国内旅游市场高速增长，入境和出境旅游市场稳中有进。2016年，预计全年国内旅游44.4亿人次，同比增长11%；国内旅游总收入3.9万亿元，同比增长14%。入境旅游人数1.38亿人次，同比增长3.8%；出境旅游人数1.22亿人次，同比增长4.3%，我国继续保持世界第一大出境旅游客源国和第四大入境旅游接待国的地位。

另外，据国家旅游局预计，2017年全年国内旅游人数48.8亿人次，同比增长10%；国内旅游收入达4.4万亿元，同比增长12.5%。

图表1 2011~2016年我国GDP、旅游业总收入及其增长率和占GDP比重



资料来源：Wind 资讯，国家旅游局公开数据，新世纪整理

总体来说，得益于GDP及国民收入水平持续增长，加之人们旅游消费观念的不断增强，我国旅游业处在高速发展期，同时政府也在政策方面对旅游业给予了大力支持，预示着我国旅游业的接待规模和国际竞争力将会大幅提升，在国际旅游大舞台上扮演越来越重要的角色。

旅游业政策支持

近年来，为推动旅游业进一步快速发展，我国旅游业政策主要围绕着“515战略”、“旅游+”战略、“全域旅游”战略、“一带一路”旅游合作战略铺展开来，《“十三五”旅游业发展规划》等相关政策文件均围绕全域旅游开展工作部署，加大了政策扶持的力度。

所谓全域旅游，是指以旅游业为优势产业带动促进一个地区经济社会协调发展，从原来孤立的点向全社会、多领域、综合性的方向迈进，让旅游的理念融入经济社会发展全局。随着国家对旅游产业发展的日趋重视，各项扶持政策不断推出，2017年3月，国务院更是将全域旅游概念首次写入政府工作报告，上升为国家层面的旅游发展战略方向，预示着我国推进“全域旅游”的步伐将更加务实、坚定。

在2016年全国旅游工作会议上，国家旅游局局长李金早提出，要推动我国旅游从“景点旅游”向“全域旅游”转变，一年多以来，

国家旅游局围绕全域旅游先后发布了《国家全域旅游示范区认定标准》、《全域旅游示范区创建验收标准》、《全域旅游示范区创建工作导则》等多个文件，为全域旅游的发展提供了强有力的政策保障。

2016年12月，国务院发布《“十三五”旅游业发展规划》明确指出，“十三五”时期，我国旅游业发展将以转型升级、提质增效为主题，必须创新发展理念，转变发展思路，加快由景点旅游发展模式向全域旅游发展模式转变，促进旅游发展阶段演进，实现旅游业发展战略提升。

2017年3月，李克强总理在政府工作报告中指出，完善旅游设施和服务，大力发展乡村、休闲、全域旅游。同时，国家旅游局还发布《“十三五”全国旅游公共服务规划》和《“十三五”全国旅游信息化规划》，旨在加速推进旅游公共服务体系建设及旅游数字化、网络化、智能化，全面提高旅游公共信息服务水平，推动旅游公共服务信息化、品质化、均等化、全域化、现代化、国际化发展。6月，国家旅游局发布

《全域旅游示范区创建工作导则》提出，坚持融合发展、创新发展，丰富旅游产品，增加有效供给，第一次明确提出推动旅游与13个领域融合发展，将为全域旅游示范区完善产品体系提供行动指南。

全域旅游也得到了各级政府的重视和支持。截至2016年末，随着国家各项旅游支持政策的不断实施及“全域旅游示范区”创建全面启动，国家旅游局在首批262家国家全域旅游示范区创建单位的基础上，再新增100家创建单位，不仅囊括了旅游业发展的重点区域，还覆盖了全国31个省区，加速了区域资源的整合，同时，设立旅游发展委员会的省区市已达20个，13个设区市、34个县已成立旅游警察。

另外，随着以旅游厕所革命为重点的旅游公共服务供给侧改革深入推进，目前，全国已新（改）建旅游厕所5万余座，大大缓解了景区一厕难求、厕所设施简陋的局面，游客对旅游投诉与质监服务的评价也达历史新高。如今，在国家政策的大力支持下，全域旅游已经形成上下协同、深入推进的工作格局。

旅游业已发债企业信用状况及财务分析

2016年,旅游行业公开发行业务主体共计28家,其中,AAA级主体2家,AA+级主体3家,AA级主体21家,AA-级主体2家。

截至2017年6月30日,这28家主体评级发生变动的有5家,其中,陕西华山旅游集团有限公司和三湘印象股份有限公司,主体信用等级由AA-级上调至AA级,西安曲江文化产业投资(集团)有限公司主体信用等级由AA级上调至AA+级,华天酒店集团股份有限公司评级展望由负面调整为稳定,贵

州旅游投资控股(集团)有限责任公司评级展望由稳定调整为负面。总体来看,旅游发债企业信用级别较高,行业整体信用状况稳中向好。

从这28家企业2017年第一季度的财务情况来看(图表2),资产总额均值为240.24亿元,旅游业作为轻资产行业,除华侨城集团公司、海航旅游集团有限公司和北京首都旅游集团有限责任公司三家公司资产规模较大外,其他企业资产规模均较小;资产负债率均值为58.76%,除开元旅业集团有限公司、福州文化旅游投资集团有限公司、天津市旅游(控股)集团有限公司和

陕西旅游集团有限公司4家企业资产负债率略高外,其他企业均在合理范围内;销售毛利率均值为35.43%,整体毛利率较高;因旅游业受季节和节日的影响较大,2017年一季度是旅游业的淡季,很多旅游业企业经营活动产生的现金流净额和净利润较少,甚至为负,而从2016年全年表现来看,上述企业经营活动产生的现金流净额和净利润均值分别为6.53亿元和4.51亿元,总体保持较高水平。

总体来看,旅游业企业整体财务状况较好,盈利能力较强,资产负债率较低,流动性较为充裕,行业整体信用风险偏低。

图表2 2017年第一季度公开发行债券旅游企业主要财务数据

发行人名称	最新主体评级	资产总额(亿元)	资产负债率(%)	净利润(亿元)	销售毛利率(%)	净资产收益率(%)	经营活动产生的现金流净额(亿元)
华侨城集团公司	AAA/稳定	1968.62	70.90	7.88	38.38	1.22	-93.01
北京首都旅游集团有限责任公司	AAA/稳定	755.66	62.65	-0.86	37.88	-0.93	10.32
西安曲江文化产业投资(集团)有限公司	AA+/稳定	451.51	71.87	-1.46	16.64	-1.46	-21.86
湖北省鄂西生态文化旅游圈投资有限公司	AA+/稳定	349.06	60.19	0.08	12.45	0.06	1.48
张家界市经济发展投资集团有限公司	AA/稳定	291.32	51.16	-1.13	42.90	-0.87	-3.38
扬州瘦西湖旅游发展集团有限公司	AA/稳定	225.91	56.88	0.09	14.46	0.12	-2.29
嘉兴市湘家荡发展投资集团有限公司	AA/稳定	187.49	54.52	-0.03	70.09	-0.03	-1.00
开元旅业集团有限公司	AA/稳定	167.80	74.94	0.61	15.38	1.32	2.14
武汉旅游发展投资集团有限公司	AA/稳定	151.35	45.13	-0.18	43.04	-0.16	-0.99
河北旅游投资集团股份有限公司	AA/稳定	148.41	50.64	0.12	38.11	-0.09	-1.26
龙城旅游控股集团有限公司	AA/稳定	134.27	67.71	-1.28	10.46	-3.18	0.99

发行人名称	最新主体评级	资产总额 (亿元)	资产负债率(%)	净利润 (亿元)	销售毛利率(%)	净资产收益率(%)	经营活动产生的现金流净额(亿元)
云南世博旅游控股集团有限公司	AA/稳定	133.57	56.23	-0.67	22.49	-1.60	0.31
三湘印象股份有限公司	AA/稳定	123.24	47.77	0.75	35.44	1.33	-15.65
陕西旅游集团有限公司	AA/稳定	121.25	79.20	-0.35	36.52	-1.95	0.07
无锡灵山文化旅游集团有限公司	AA/稳定	99.84	59.39	0.24	48.84	0.62	1.04
福州文化旅游投资集团有限公司	AA/稳定	96.21	76.08	0.02	63.46	0.08	-0.41
天津市旅游(控股)集团有限公司	AA/稳定	84.03	74.85	0.01	17.93	0.08	2.59
苏州历史文化名城保护集团有限公司	AA/稳定	76.30	37.09	-0.03	48.01	-0.07	-2.46
吉林省长白山开发建设(集团)有限责任公司	AA/稳定	71.73	65.19	-0.68	59.40	-2.66	-3.04
黄山旅游集团有限公司	AA+/稳定	67.63	33.55	0.56	43.51	1.27	0.71
陕西华山旅游集团有限公司	AA/稳定	52.32	47.44	-0.28	6.09	-1.05	-0.43
安徽九华山旅游(集团)有限公司	AA/稳定	52.23	55.66	0.41	50.84	0.92	0.62
华天酒店集团股份有限公司	AA-/稳定	88.46	67.47	-0.93	59.04	-2.25	-0.04
贵州旅游投资控股(集团)有限责任公司	AA-/负面	79.79	59.06	-0.41	13.74	-1.26	0.05
均值	—	240.24	58.76	0.09	35.43	-0.45	-5.00

资料来源：Wind 资讯，新世纪整理

旅游业发展展望

旅游业具有浓厚的多产业融合发展特色，特别是步入大众旅游新时代以及随着全域旅游发展战略的提出，旅游产业融合发展成为未来产业发展的新高地。

2017年以来，随着《“十三五”全国旅游公共服务规划》、《“十三五”全国旅游信息化规划》、《全域旅游示范区创建工作导则》等一系列支持全域旅游相关政策不断推进实

施，全域旅游必将以新模式、新理念推动旅游业转型升级、提质增效、科学发展、全面发展，持续增加旅游有效供给，引领“旅游+”相关产业不断升级，切实满足人民群众不断增长的旅游需求。目前，国家旅游局已公布了两批国家全域旅游示范区，在全域旅游示范区内先行先试国家信息化相关政策，以全域旅游开创旅游发展新格局。

目前，我国已实现从旅游短缺型国家到旅游大国的历史性跨越，成为世界第

一大出境旅游客源国和全球第四大入境旅游接待国。旅游业已全面融入国家战略体系，走向国民经济建设的前沿，成为国民经济战略性支柱产业。就旅游业发债企业而言，企业财务状况较好，盈利能力较强，资产负债率较低，流动性较为充裕，行业整体信用风险偏低。未来在国家各项政策的支持，旅游业发展将保持良好的发展态势，持续释放旅游业经济、社会、环境的综合效益，带动和促进经济社会协调发展，更好地服务于国家经济发展和社会进步。

2017年上半年中国债券市场 发行与评级研究

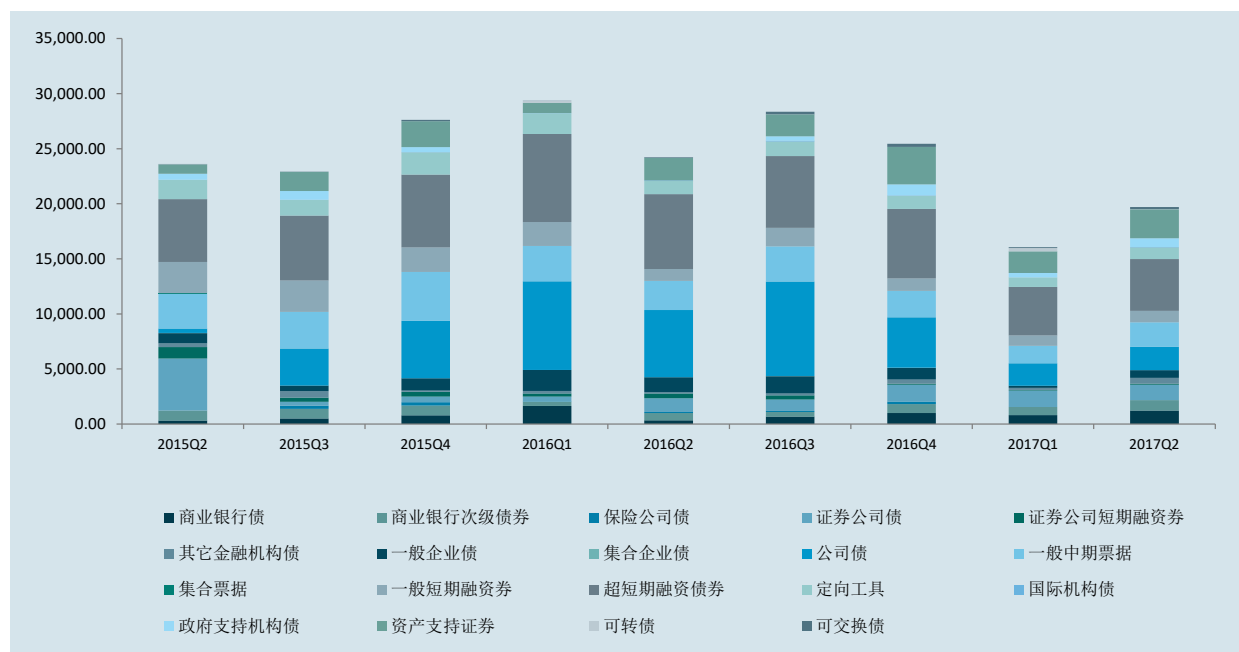
■ 郭佩/文

1 债券市场总体发行情况

2017年上半年，全国债券市场共发行各类债券16673期，发行金额合计18.05万亿元，同比下降1.58%。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14.46万亿元，同比增长11.32%，占同期债券募集总额的

80.13%。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3.59万亿元，同比下降32.90%，占同期债券募集总额的19.87%。

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

2017年上半年，在货币政策收紧和强监管的共同作用下，市场流动性趋紧，债市进入调整期，而进入6月，随着市场流动性状况的改善，投资者情绪有所缓和，债市明显回暖。

信用债市场方面，二季度虽较一季度有所改善，但2017年上半年企业债、公司债、中期票据和短期融资券等主要债券品种的发行金额与去年同期相比仍处于下降水平。其中，企业债、公司债、中期票据、短期融资券发行金额分别为891.60亿元、

4131.24亿元、3825.20亿元和11058.90亿元，同比分别下降72.62%、70.82%、34.59%和38.70%。

利率债市场方面，同业存单继续保持快速增长，发行规模进一步扩大，2017年上半年发行金额为95088.10亿元，同比增长57.19%。受市场资金面紧张、发行成本上升，2017年置换债发行规模下降，置换难度上升等多方面因素影响，地方政府债发行规模同比下降47.95%，为18609.75亿元。

图表2 2017年上半年主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
国债	74	0.44	14,429.40	8.00
地方政府债	379	2.27	18,609.75	10.31
同业存单	12,572	75.40	95,088.10	52.69
金融债	539	3.23	23,955.53	13.28
政策银行债	306	1.84	16,472.80	9.13
商业银行债	31	0.19	2,047.00	1.13
商业银行次级债券	59	0.35	1,674.73	0.93
证券公司债	114	0.68	2,898.00	1.61
证券公司短期融资券	7	0.04	140.00	0.08
其它金融机构债	22	0.13	723.00	0.40
企业债	92	0.55	891.60	0.49
一般企业债(含NPB)	92	0.55	891.60	0.49
公司债	457	2.74	4,131.24	2.29
一般公司债	180	1.08	1,802.52	1.00
私募债	277	1.66	2,328.72	1.29
中期票据	329	1.97	3,825.20	2.12
一般中期票据(含PRN)	329	1.97	3,825.20	2.12
短期融资券	950	5.70	11,058.90	6.13
一般短期融资券	224	1.34	1,965.30	1.09

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
超短期融资券	726	4.35	9,093.60	5.04
定向工具	269	1.61	1,930.40	1.07
国际机构债	1	0.01	30.00	0.02
政府支持机构债	11	0.07	1,200.00	0.66
资产支持证券	966	5.79	4,709.61	2.61
交易商协会ABN	28	0.17	102.50	0.06
银监会主管ABS	157	0.94	1,911.81	1.06
证监会主管ABS	781	4.68	2,695.30	1.49
可转债	5	0.03	326.51	0.18
可交换债	29	0.17	269.26	0.15
合计	16,673	100.00	180,455.49	100.00

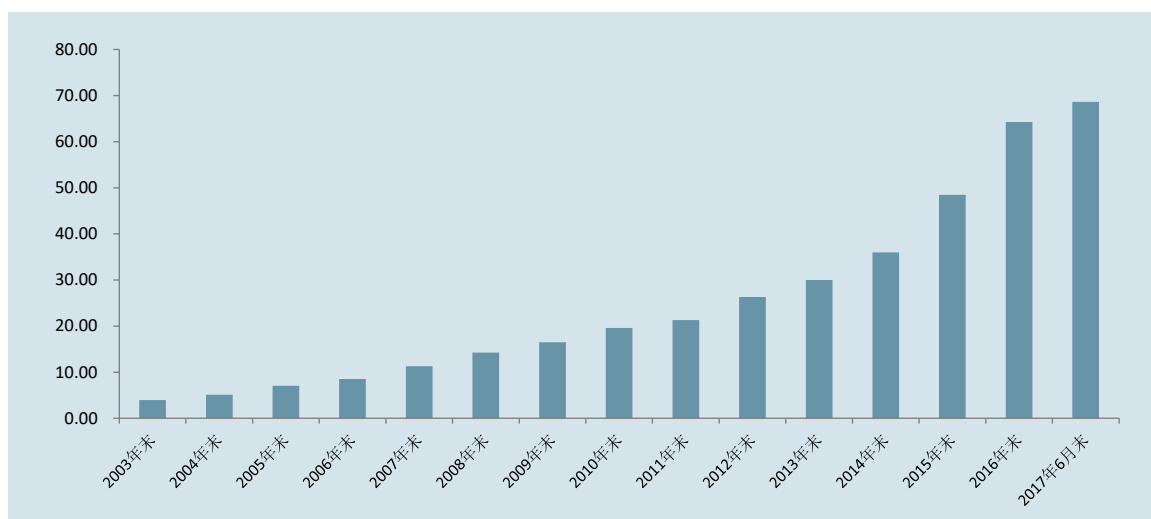
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从债券市场存量规模看，截至2017年6月末，全国债券市场存量债券余额68.66万亿元，比年初增加4.39万亿元，存量规模继续保持平稳增长。

从债券市场存量债券券种分布看，2017年6月末，国债、地方政府债、央行票

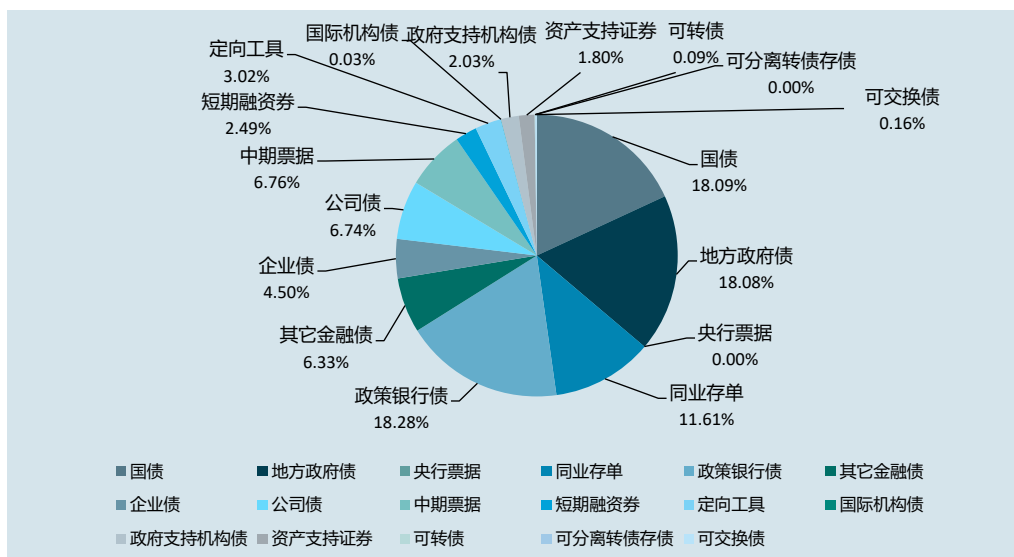
据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计45.36万亿元，占比66.06%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为主的信用产品合计23.30万亿元，占比33.94%。

图表3 2017年6月末债券市场存量债券余额（万亿元）



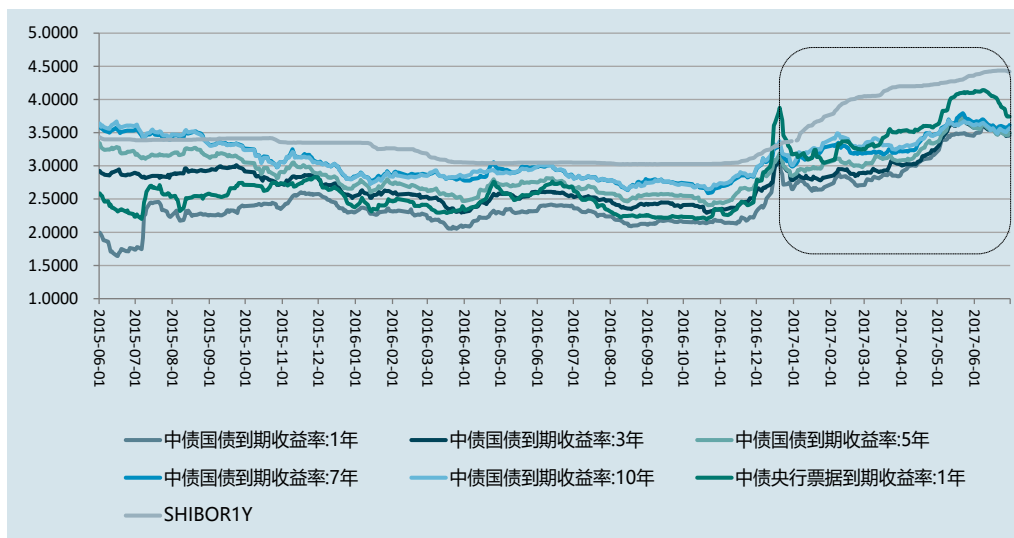
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表4 2017年6月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表5 债券市场重要收益率曲线



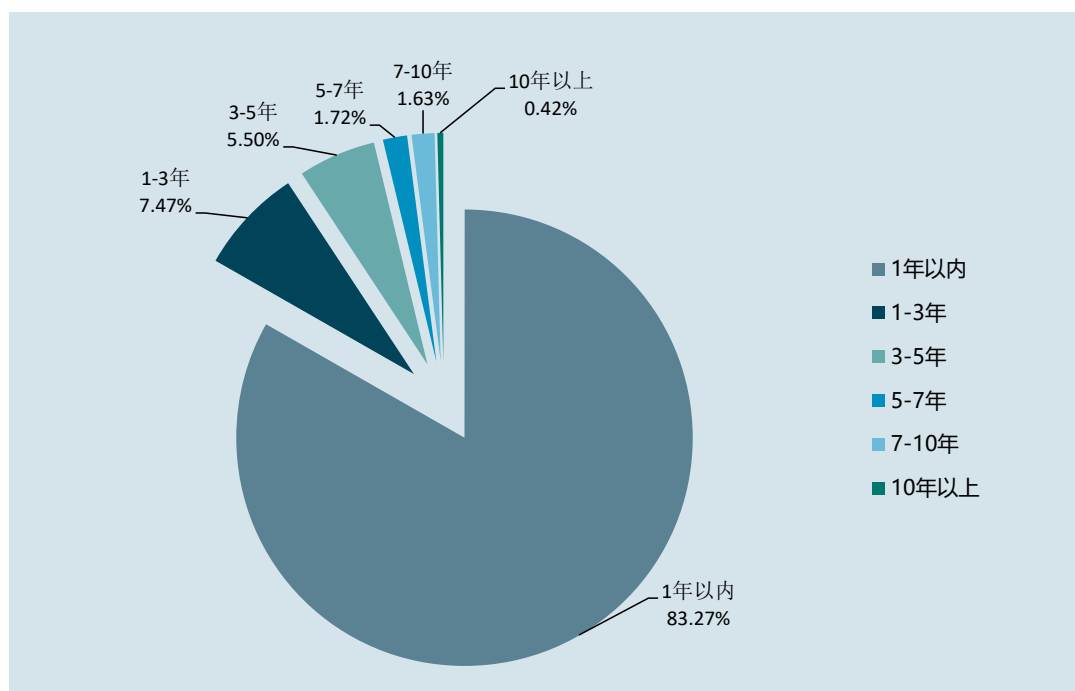
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2017年上半年，我国经济运行稳中向好，央行实施稳健中性的货币政策，维护流动性运行平稳、中性适度，以达到去杠杆、抑泡沫、防风险的要求。具体表现在债券市场收益率上则为：1—3月，受监管趋严、央行在MPA评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围指标等影响，收益率较年初有所上升，曲线平坦化上移。4—5月继续保持震荡上行，国债收益率出现长期收益率低于短期

收益率的现象，呈倒挂形态。进入6月，在监管层5月份释放维稳信号及央行加大流动性投放力度的综合作用下，市场情绪有所缓和，各期限收益率小幅下行，稳中有降，但较年初相比仍保持在较高水平。其中，6月末，1年、3年、5年、7年和10年国债收益率分别为3.46%、3.50%、3.49%、3.62%和3.57%，与年初相比，分别上升71BP、67BP、60BP、58BP和46BP。

从发行期限看，2017年上半年发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的83.27%，1-3年、3-5年期、5-7年期、7-10年期以及10年以上期限占比分别为7.47%、5.50%、1.72%、1.63%和0.42%，5年期以下债券合计占比96.23%。

图表6 2017年上半年债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

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年上半年，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行224期，同比下降40.43%；募集资金1965.30亿元，同比减少39.45%。中期票据(不含中小企业集合票据和项目收益票据)共发行325期，同比下降25.46%；募集资金3814.70亿元，同比降低34.52%。定向工具共发行269期，同比下

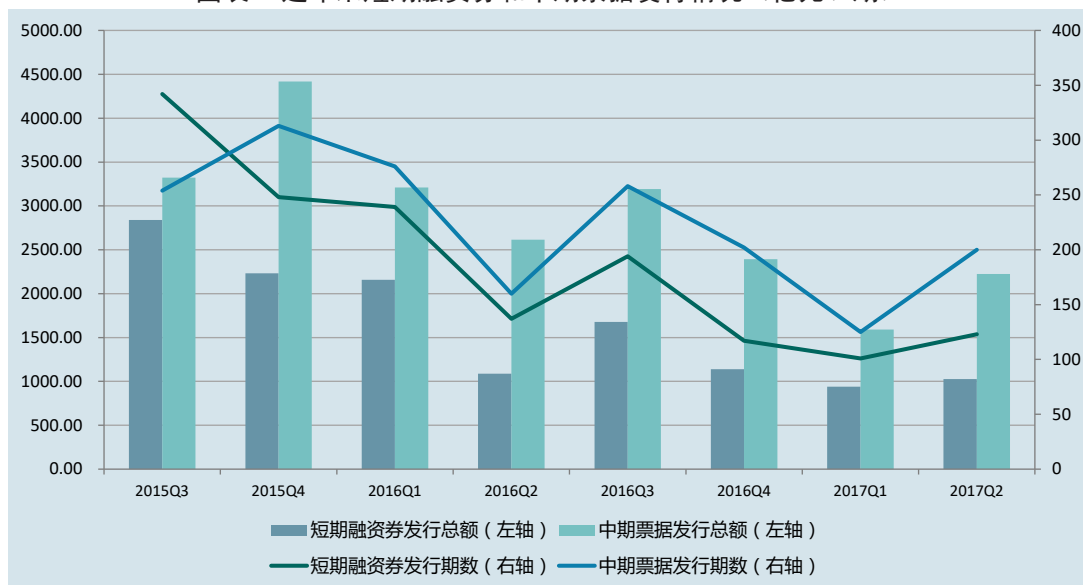
降31.38%；募集资金1930.40元，同比减少37.51%。超短期融资券共发行726期，同比下降25.54%；募集资金9093.60亿元，同比减少38.54%。

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年上半年短期融资券和中期票据发行人涉及21大行业，主要分布于资本货物、材料、多元金融、能源、运输和公用事业等领域。其中，资本货物等

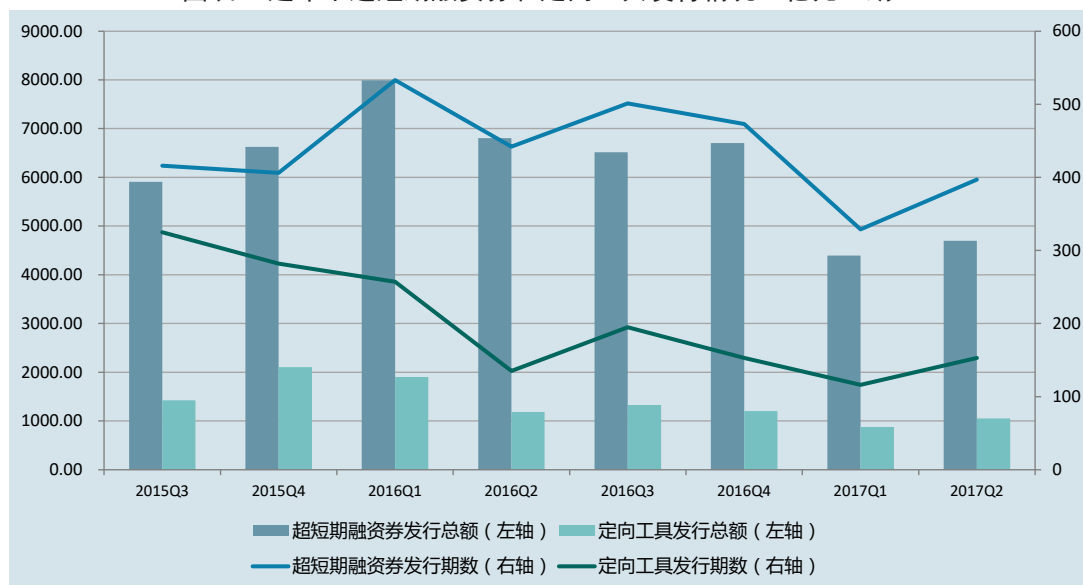
上述六大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为**84.72%**和**79.02%**，在中期票据中合计占比分别为**71.18%**和**71.38%**，行业集中度较高。房地产行业在中期票据市场上继续保持稳定增长的势头，发债规模进一步扩大，占比进一步提高，2017年上半年，发行金额和发行期数在中期票据中合计占比分别为**20.05%**和**16.00%**。

图表7 近年来短期融资券和中期票据发行情况（亿元、期）



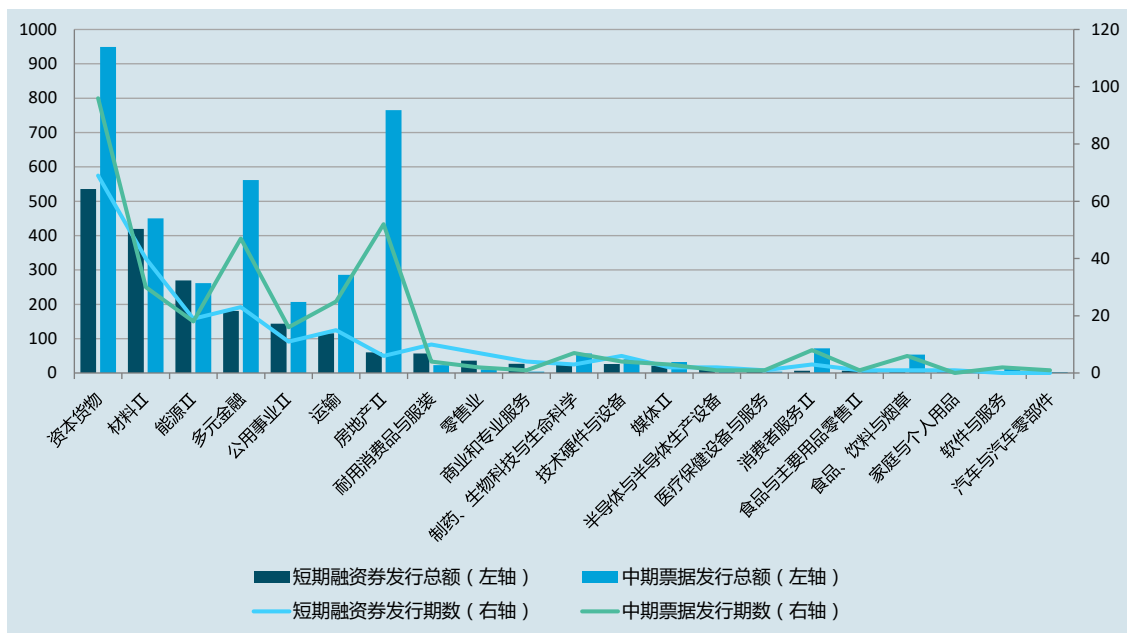
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表8 近年来超短期融资券和定向工具发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表9 2017年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2017年上半年，共有28家银行和9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，兴业银行、中信银行紧随其后，招商、民生、光大等股份制银行的债券承销业务发展良好。

4. 信用等级

2017年上半年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级等4个信用等级。从整体来看，AA级及以上主体信用等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体，发行期数占比为97.46%。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。

上半年短期融资券发行主体为AA-级的

有5期，发行额合计18.80亿元，其中2期为外部担保债券，3期为无担保债券。

2017年上半年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为98.87%。

上半年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有3期，发行额合计7.00亿元，其中1期为外部担保债券，2期为无担保债券。

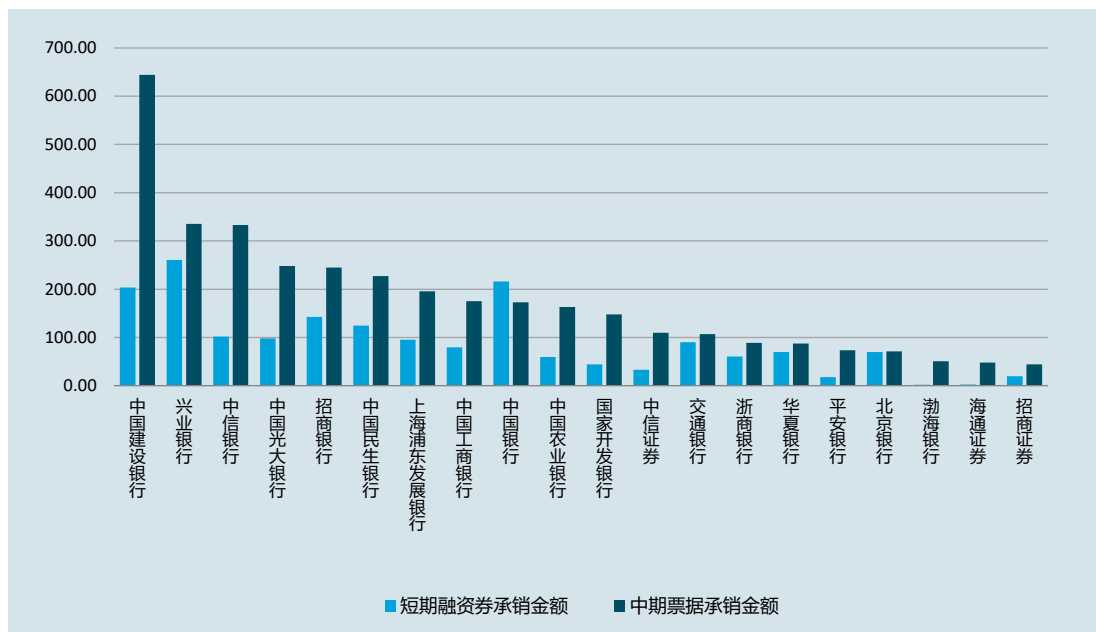
5. 发行利率

2017年第二季度，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。4、5月份表现为区间内震荡上行，曲线继续保持平坦化上移，6月份，因市场情绪缓和，

出现小幅下行，但仍处于高位。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%，6月末为4.56%，上升

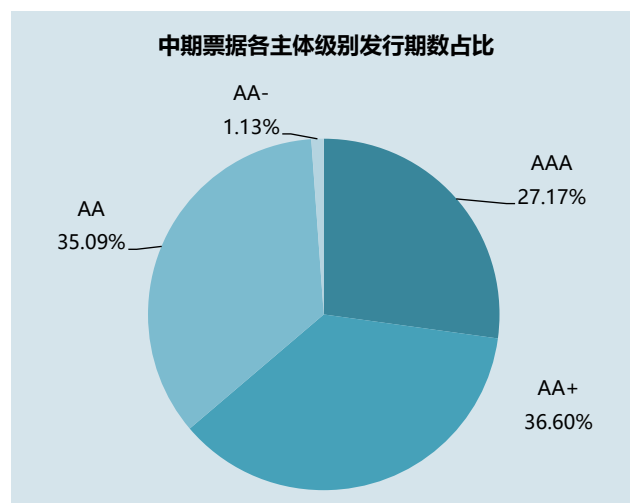
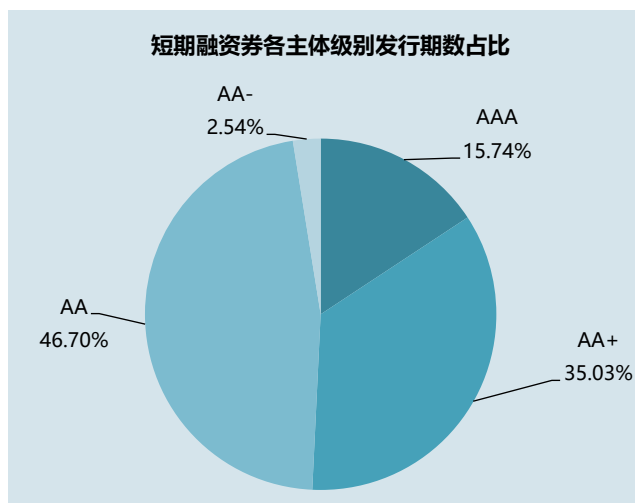
70BP；同期限AA级定价估值收益率年初为4.40%，6月末为5.12%，上升72BP。

图表10 2017年上半年短期融资券和中期票据主要主承销商分布（亿元）



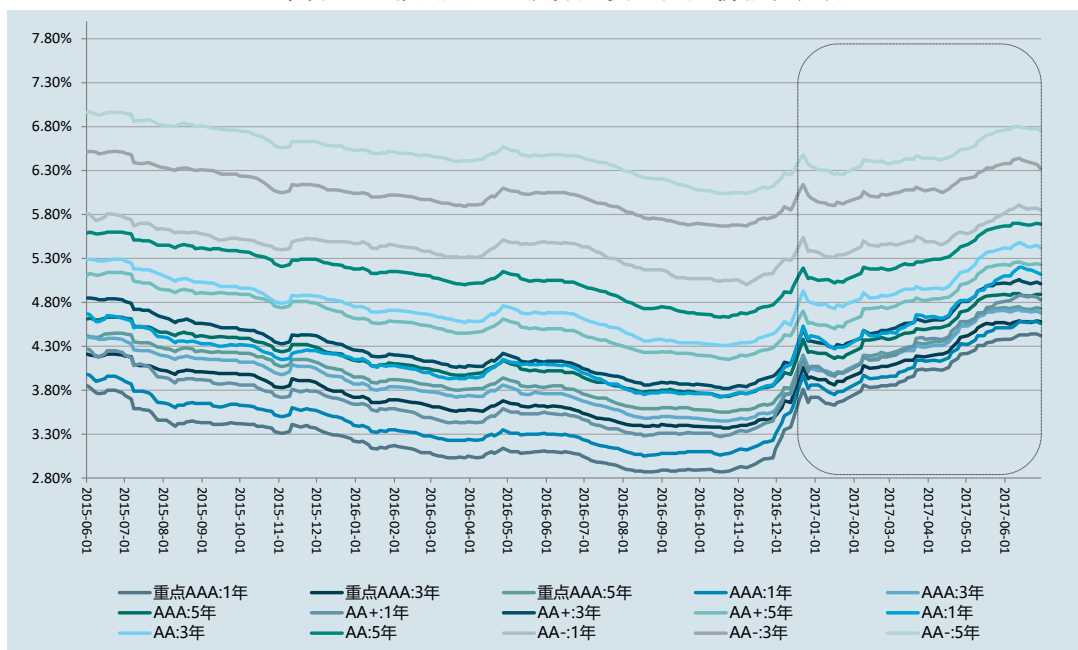
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表11 2017年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

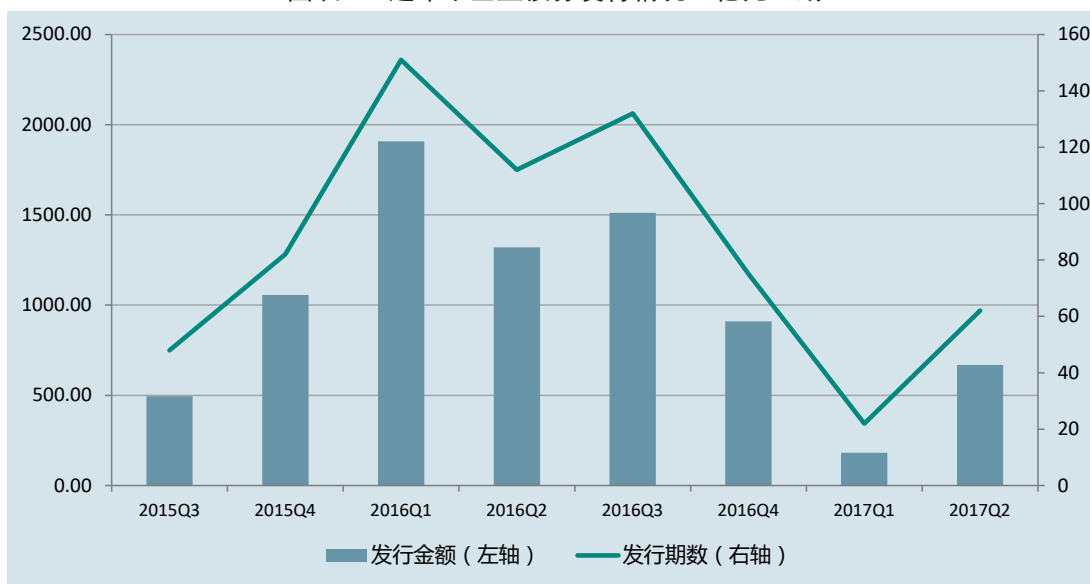


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表12 非金融企业债务融资工具定价估值走势



图表13 近年来企业债券发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

（二）企业债券市场分析

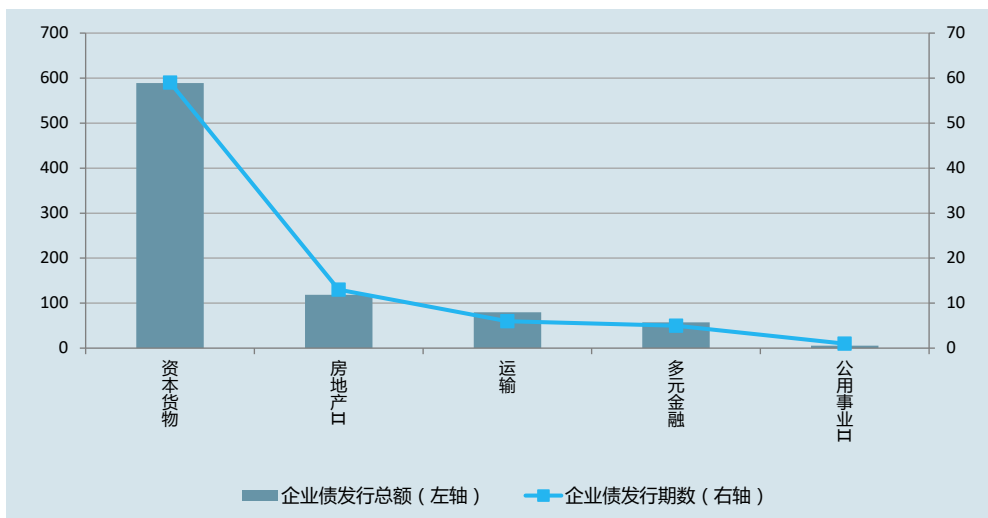
1. 发行规模

2017年上半年，累计发行企业债券（不含集合企业债和项目收益债券）84期，同比下降68.06%；合计发行金额850.90亿元，同比下降73.64%。

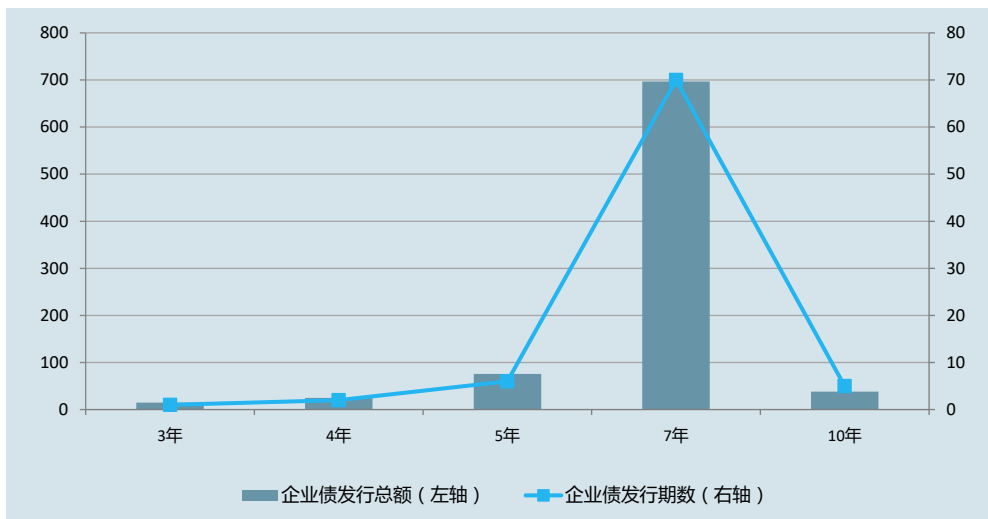
2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017年上半年企业债券发行人主要分布于资本货物、房地产、运输和多元金融等领域，发债主体主要为城投类企业。在上半年发行的84期企业债中，其中有79期属于城投债，占比高达94.05%。

图表14 2017年上半年企业债券发行行业分布（亿元、期）



图表15 2017年上半年企业债券发行期限结构（亿元、期）

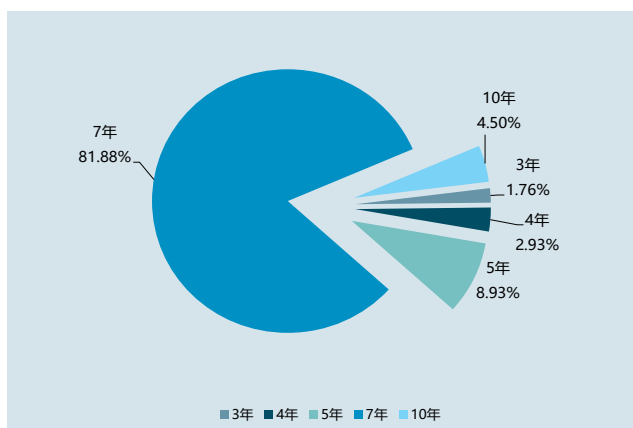


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2017年上半年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为83.33%和81.88%；7年及以上债券合计占比分别为89.29%。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年上半年企业债券各期限发行期数占比



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

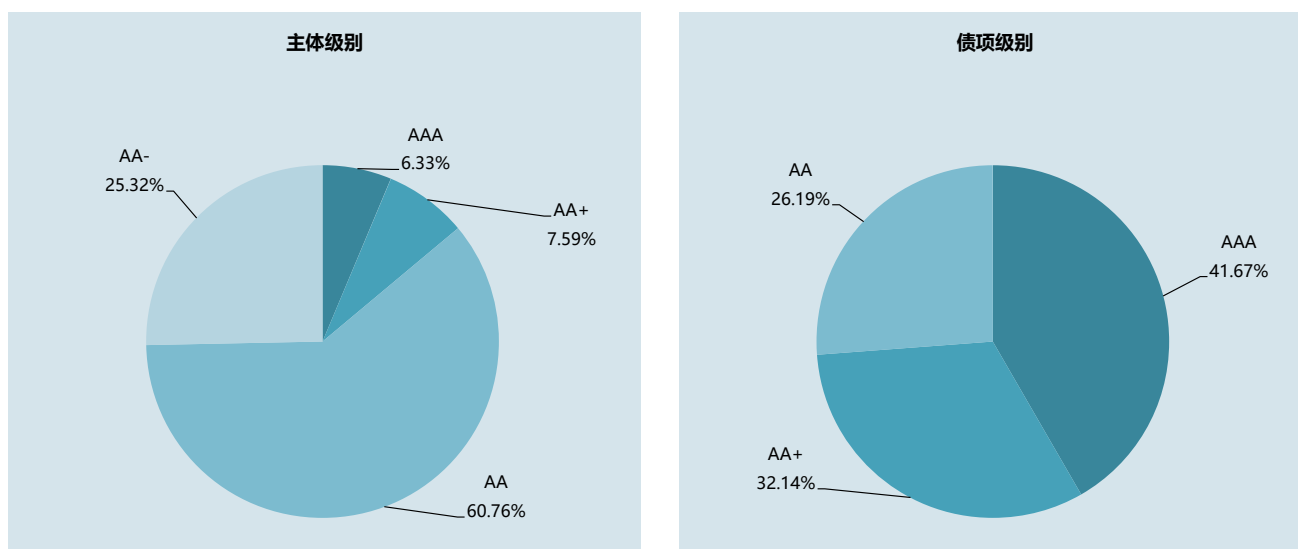
从信用等级分布看，2017年上半年发行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为25.32%，AA级期数占比为60.76%，这两个级别的发行主体占了企业债的80%以上。由于主体AA-级发行人均采用了信用增级措

施，因此发行债项信用等级最低为AA级，占比为26.19%。

5. 增信方式

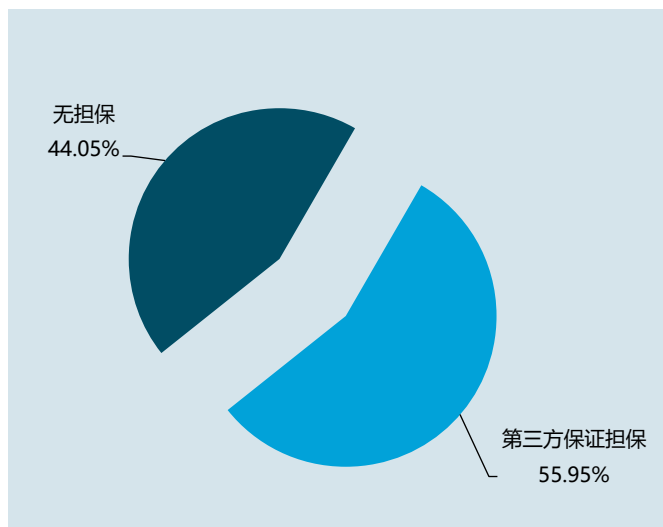
2017年上半年发行的企业债券主要为第三方保证担保债券，占比为55.95%。其他债券均为无担保债券，占比为44.05%。

图表17 2017年上半年企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表18 2017年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

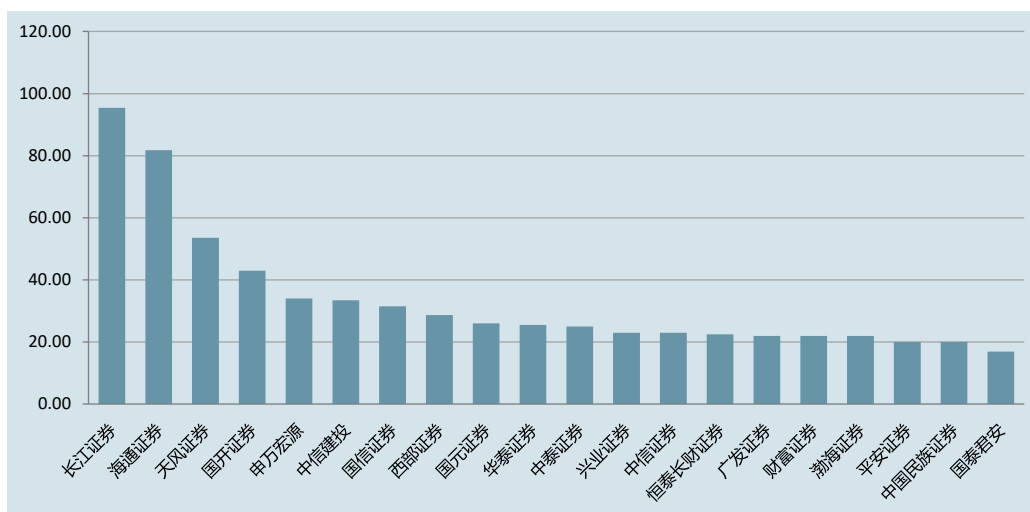
2017年上半年共有43家证券公司参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，长江证券、海通证券、天风证券分列前三甲。

7. 发行利率分析

2017年上半年，企业债市场收益率曲

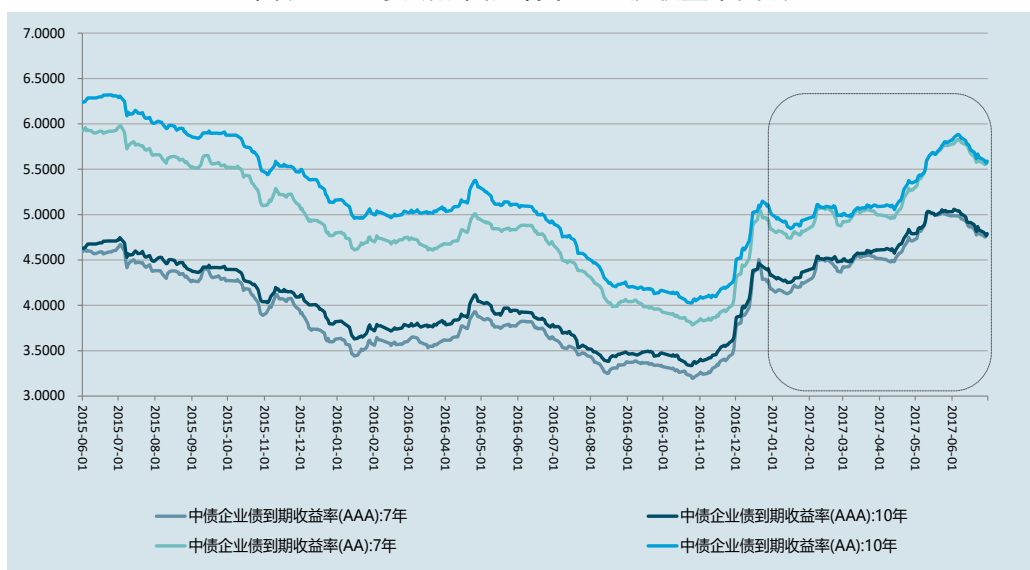
线走势与总体市场收益率走势类似，震荡中整体保持上行，虽有小幅下行，但仍处于较高水平。从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率在年初为4.15%，季末为4.78%，上升63BP；AA级、7年期收益率在年初为4.81%，季末为5.58%，上升77BP。

图表19 2017年上半年企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

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

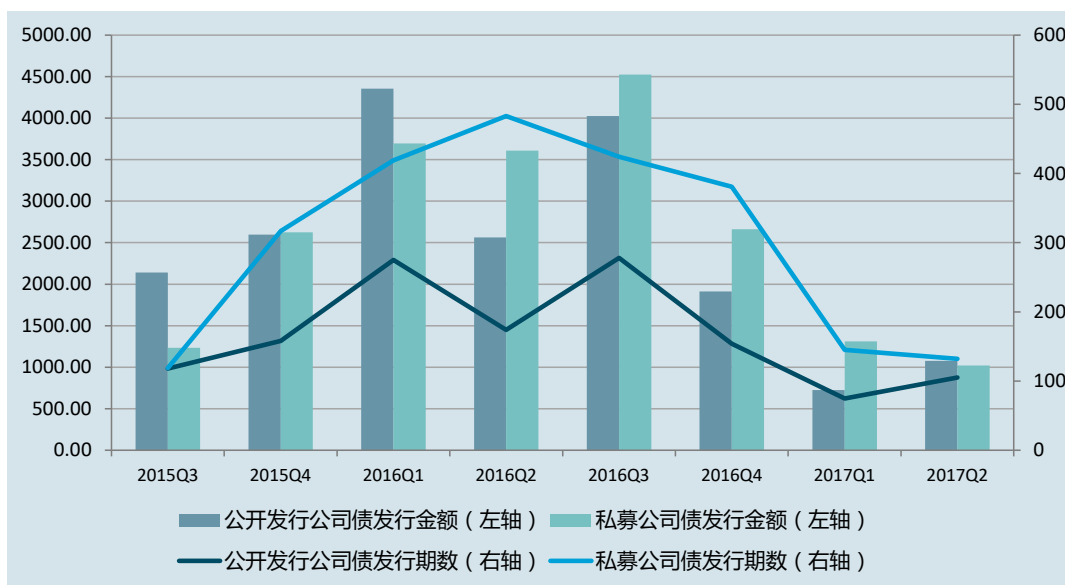
1. 发行规模

2017年上半年，交易所公司债公开发行180期，同比下降59.91%；发行金额1802.52亿元，同比下降73.95%。交易所私募债发行277期，同比下降69.29%；发行金额2328.72亿元，同比下降68.11%。

2. 发行人行业分布

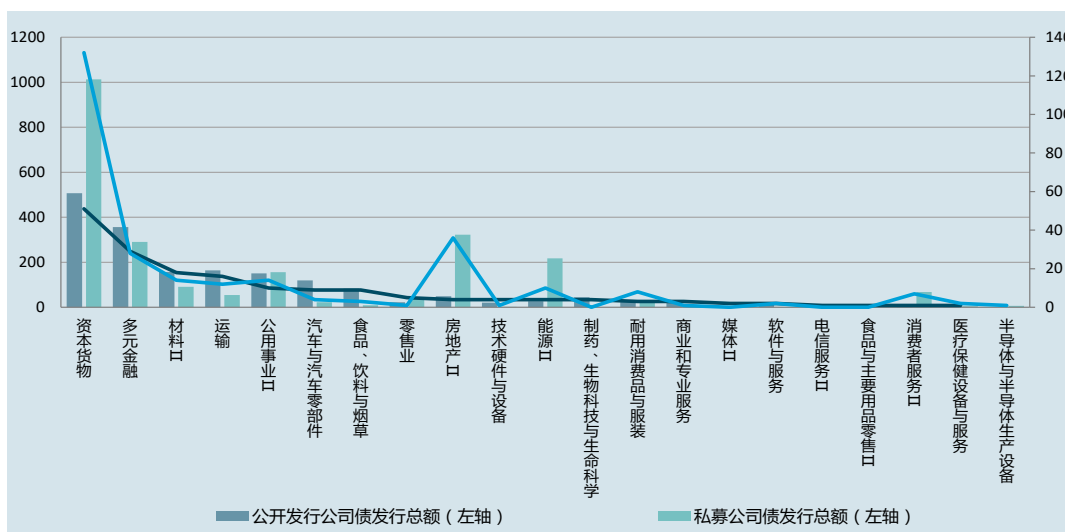
从所属行业看，2017年上半年公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、房地产、公用事业、运输等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。

图表21 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表22 2017年上半年公司债发行所属行业分布（亿元、期）



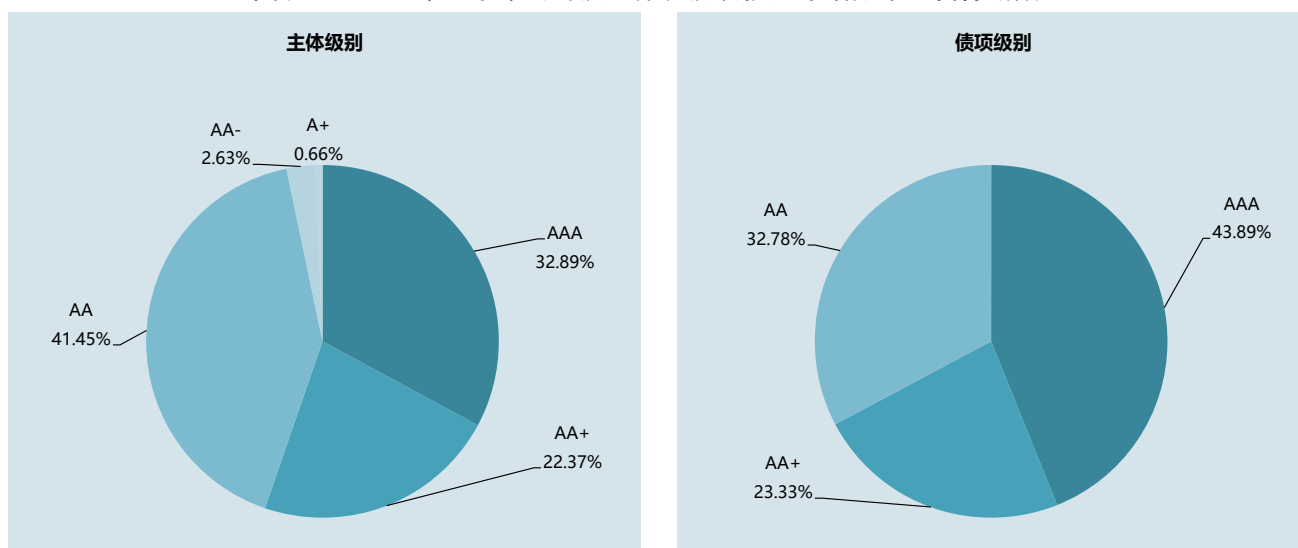
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2017年上半年发行的公司债的主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.66%、2.63%、41.45%、22.37%和32.89%。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32.78%、23.33%和43.89%。

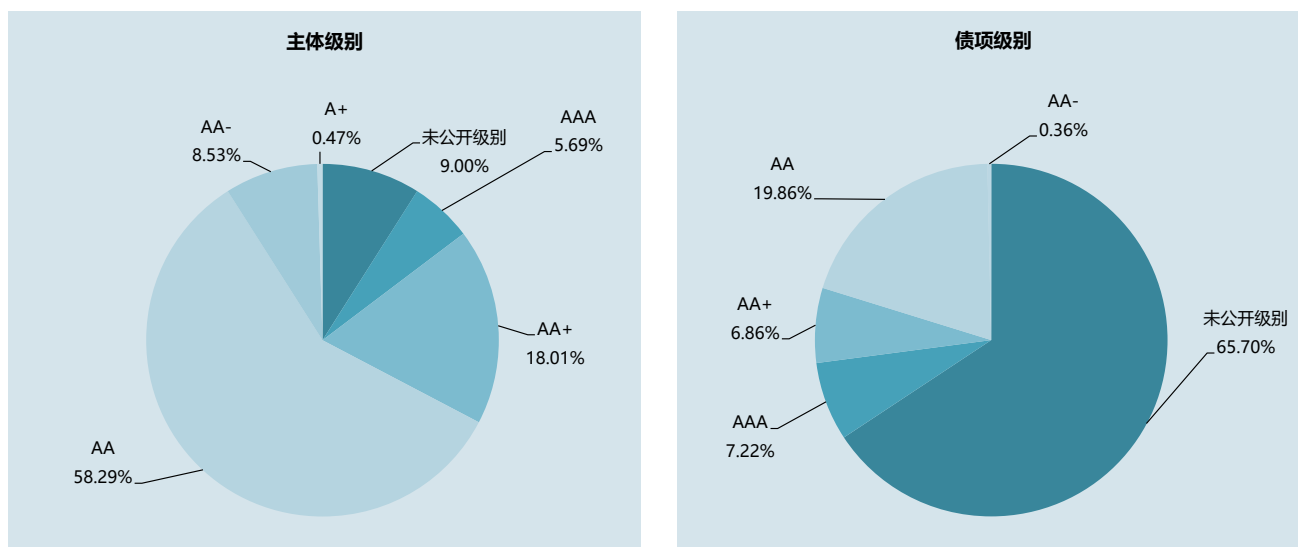
私募公司债主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.47%、8.53%、58.29%、18.01%和5.69%（其中未公开级别占比9.00%）；发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为0.36%、19.86%、6.86%和7.22%（其中未公开级别占比65.70%）。

图表23 2017年上半年公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表24 2017年上半年私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



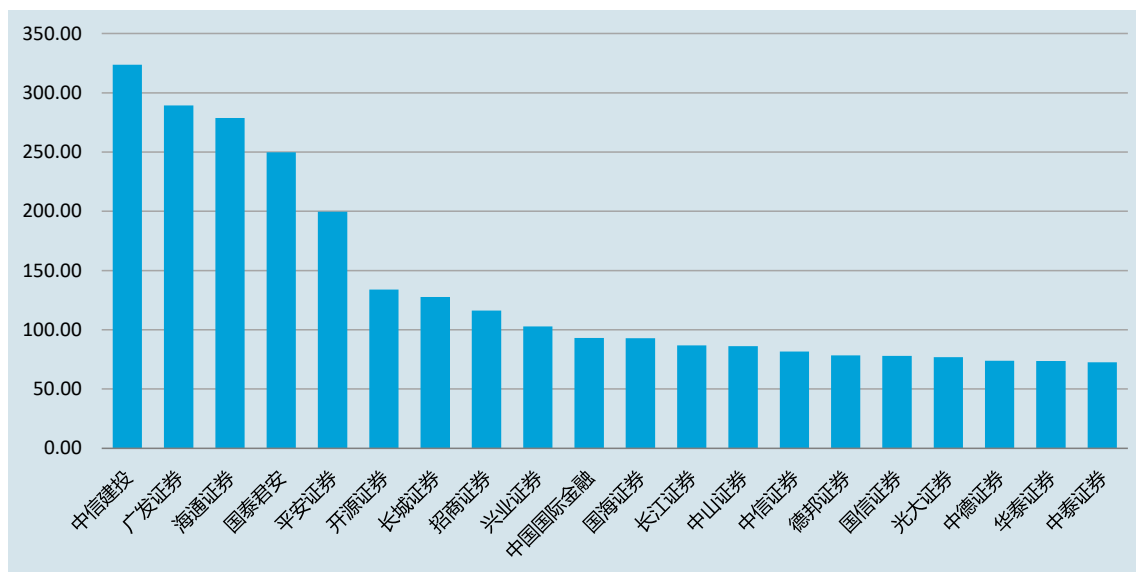
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2017年上半年共有77家证券公司参与了公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投、广发证券和海通证券排

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25 2017年上半年公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2017年上半年度债券市场 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年上半年度债券市场主体跟踪评级信用等级保持了较高的稳定性。

■ 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，数据采集时点为2017年7月5日，数据时限是2017年上半年度（2017.1.1~2017.6.30）。

二、2017年上半年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2017年上半年度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2017年上半年度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2528个。我们对2017年上半年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年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
AAA	381						381
AA+	36	438	1				475
AA		83	1355	11	1		1450
AA-			34	153	6		193
A+			1		10	1	12

¹在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除债券因评级机构不同而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券。鉴于债券发行主体存在一年内可能多次发布评级，为便于统计级别迁移，我们约定以发行人年度内最后一次公布的主体评级级别和评级机构为当期主体级别和评级机构。

最后，我们在样本库中剔除2016年或2017年上半年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”，中诚信证券评估有限公司简称“中诚信证券”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，联合信用评级有限公司简称“联合信用”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，鹏元资信评估有限公司简称“鹏元”，东方金诚国际信用评估有限公司简称“东方金诚”。

图表2 2017年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	7.58%	92.21%	0.21%			
AA		5.72%	93.38%	0.76%	0.07%	
AA-			17.62%	79.27%	3.11%	
A+			8.33%		83.33%	8.33%

注：1. 沈阳机床股份有限公司从AA级下调两个子级至A+级，评级机构为中诚信国际；
 2. 洪业化工集团股份有限公司跟踪期内经营业绩出现重大不确定性，主体级别从AA级下调七个子级至BBB-级，评级机构为中诚信证券；
 3. 南京港股份有限公司从A+级上调两个子级至AA级，评级机构为新世纪评级；
 4. 山西蓝焰控股股份有限公司跟踪期内完成重大资产重组，主体级别由BBB级上调六个子级至AA级，评级机构为鹏元。
 5. 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。

2017年上半年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体155家，向下迁移的主体28家，等级迁移以上升为主（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增加19家，向下迁移数量减少41家，整体向上迁移率由6.75%下降至6.13%，向下迁移率由3.43%下降至1.11%。向上迁移率和向下迁移率与上年同期相比，均在下降，信用风险的有效控制使得向下迁移率显著下降。2017年上半年

度跟踪评级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92%以上，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。与上年同期相比，A+级及以上级别稳定性均有所提高，上年同期AAA级有4家主体级别向下迁移，2017年上半年度AAA级稳定性为100%；AA+级下调至AA级的数量显著减少，上年同期为12家，2017年上半年度为1家。

图表3 2012~2017年上半年度债券市场等级迁移调整情况

年份	向上迁移	向下迁移	维持	合计	向上迁移率	向下迁移率	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年上半年度	155	28	2345	2528	6.13%	1.11%	92.76%
2016年上半年度	136	69	1809	2014	6.75%	3.43%	89.82%

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，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。
新世纪评级按债券类型对2017年上半年度债券市场主体和本公司跟踪对象的主体信用

（一）短期融资券迁移矩阵

图表4 2017年上半年度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	4.90%	95.10%		
AA		5.73%	94.27%	
AA-			18.18%	81.82%

图表5 2017年上半年度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	4.35%	95.65%		
AA		3.45%	96.55%	
AA-				100.00%

（二）中期票据迁移矩阵

图表6 2017年上半年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	8.95%	90.66%	0.39%		
AA		11.20%	87.68%	0.84%	0.28%
AA-			20.00%	66.67%	13.33%

图表7 2017年上半年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年6月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	14.55%	85.45%		
AA		14.29%	84.42%	1.30%
AA-				100.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表8 2017年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年6月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	7.55%	92.45%			
AA		4.04%	95.41%	0.55%	
AA-			14.17%	83.33%	2.50%

图表9 2017年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年6月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	17.07%	82.93%		
AA		10.08%	89.92%	
AA-			22.22%	72.22%

(四) 公司债迁移矩阵

图表10 2017年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年6月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	9.69%	89.80%	0.51%		
AA		8.87%	90.17%	0.72%	
AA-			26.42%	71.70%	1.89%
A+			16.67%		83.33%

图表11 2017年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	17.39%	82.61%		
AA		20.41%	79.59%	
AA-			33.33%	66.67%

从整个市场各类型债券发行主体2017年上半年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87%以上。2017年上半年度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移率分别为4.79%、7.30%、4.98%和8.19%；等级向下迁移率分别为0.00%、1.11%、0.85%和0.80%。

从新世纪评级的各类型债券发行主体2017年上半年度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2017年上半年度新世纪评级各券种主体信用等级迁移稳定性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年上半年度新世纪所评短期融资券、中期票据、企业债和公司债发行主体的主体信用等级向上迁移率分别为3.33%、11.31%、11.98%和15.75%；同期新世纪所评中期票据和企业债等级向下迁移率为1.19%和0.52%，短期融资券和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年上半年度本公司、中诚信国际、中诚信证券、联合资信、联合信用、大公、鹏

元和东方金诚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。

（一）新世纪评级迁移矩阵

图表12 2017年上半年度债券市场新世纪评级跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	13.33%	86.67%		
AA		10.80%	88.73%	0.47%
AA-			20.00%	76.00%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表13 2017年上半年度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	6.11%	93.13%	0.76%	
AA		5.56%	93.06%	1.39%
AA-			21.05%	73.68%

(三) 中诚信证券迁移矩阵

图表14 2017年上半年度债券市场中诚信证券跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	6.41%	92.31%	1.28%	
AA		9.09%	88.18%	1.82%
AA-			33.33%	66.67%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表15 2017年上半年度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	5.81%	94.19%		
AA		8.37%	91.16%	0.47%
AA-			25.00%	75.00%

(五) 联合信用迁移矩阵

图表16 2017年上半年度债券市场联合信用跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	10.00%	88.57%	1.43%	
AA		8.81%	91.19%	
AA-			25.00%	75.00%

(六) 大公迁移矩阵

图表17 2017年上半年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	18.09%	81.91%		
AA		10.80%	88.00%	1.20%
AA-			11.11%	86.11%

(七) 鹏元迁移矩阵

图表18 2017年上半年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		1.73%	98.08%	0.19%
AA-			11.36%	87.50%

(八) 东方金诚迁移矩阵

图表19 2017年上半年度债券市场东方金诚跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年6月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		0.74%	98.52%	
AA-			20.00%	70.00%

图表20 2017年上半年度债券市场各机构跟踪评级主体等级AAA~AA-级维持率情况

机构	AAA	AA+	AA	AA-
新世纪评级	100.00%	86.67%	88.73%	76.00%
中诚信国际	100.00%	93.13%	93.06%	73.68%
中诚信证券	100.00%	92.31%	88.18%	66.67%
联合资信	100.00%	94.19%	91.16%	75.00%
联合信用	100.00%	88.57%	91.19%	75.00%
大公	100.00%	81.91%	88.00%	86.11%

机构	AAA	AA+	AA	AA-
鹏元	100.00%	100.00%	98.08%	87.50%
东方金诚	100.00%	100.00%	98.52%	70.00%

从各机构所评债券主体信用等级迁移矩阵来看（图表12~19），除大公AA+级稳定性为81.91%外，其余各机构AAA~AA级维

持原等级的比例均较高，均在86%以上，其中各机构的AAA级维持率均为100%。

五、总结

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

1. 总体来说，2017年上半年度债券市场主体信用等级的稳定性较高，与2017年一季度不同，等级迁移向上迁移的数量转变为多于向下迁移的数量，重新延续以前年度向上迁移数量较多的规律。

2. 与上年同期等级迁移矩阵相比，等级向上迁移数量增加19家，向下迁移数量减少41家，整体向上迁移率由6.75%下降至6.13%，向下迁移率由3.43%下降至1.11%，信用风险的有效控制使得向下迁移率显著降低。

3. 2017年上半年度，AA+级下调至AA级的数量显著减少，上年同期为12家，2017年上半年度为1家，AA+级下调率降低使得AA+级稳定性显著增强。

4. 2017年上半年度除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年上半年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年上半年发行的短期融资券的主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，利差与主体信用等级存在较好的对应关系，主体信用等级对短期融资券利差具有显著区分度。

■ 王衡/文

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2017年上半年短期融资券共发行224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、上市两周内无交易的样本，有效样本共计213个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有7个，最终获得206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41个、74个、89个和2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99 %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99.56%。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

2017年上半年短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低（图表2）。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4.78%、AA+级5.11%、AA级5.37%、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3）。

图表1 2017年上半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	41	19.90%	679.5	36.97%
AA+	74	35.92%	677	36.83%
AA	89	43.20%	473.5	25.76%
AA-	2	0.97%	8	0.44%
合计	206	100.00%	1838	100.00%

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对应关系也均较为明显（图表2、图表3），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年上半年时AA级到AA-级的利差级差相比，同比大幅下降，这表明2017年上半年投资者对于AA-级发行主体要求的风险溢价在降低。

图表2 2017年上半年各主体信用等级对应发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	41	3.70~6.00	4.78	0.44	211.22	NR	38.02	0.18
AA+	74	3.95~7.50	5.11	0.76	243.33	32.11	71.23	0.29
AA	89	4.12~7.50	5.37	0.72	266.41	23.07	65.49	0.25
AA-	2	5.50~6.30	5.90	0.57	319.96	53.55	78.16	0.24

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3 2017年上半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	变异系数
AAA	41	4.00~6.08	4.87	0.43	219.50	NR	37.40	0.17
AA+	74	4.03~7.49	5.17	0.76	248.55	29.05	71.35	0.29
AA	89	4.12~7.60	5.45	0.72	273.89	25.34	65.24	0.24
AA-	2	5.50~6.38	5.94	0.63	326.21	52.33	79.01	0.24

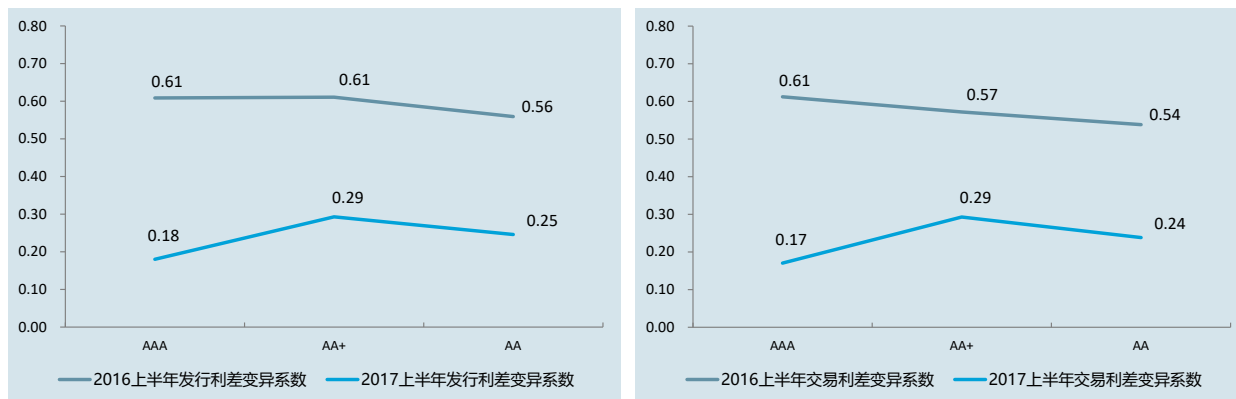
注：交易利差为短期融资券的上市首日利率减去与短期融资券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

与2016年上半年相比，除AA-级因数据较少不参与统计外，2017年上半年各主体信用等级发行利差、交易利差均值均同比上升，且对应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年上半年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4）。

图表4 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

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、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5）：在5%的显著性水平下，除AAA级和AA+级交易利差不存在显著差异外，其余各主体等级对应短期融资券的发行利差、交易利差的中心位置均存在显著差异。

（二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

从2017年上半年各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除东方金诚外，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6~8）。

图表5 2017年上半年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	—	0.031	0.000	AAA	—	0.090	0.000
AA+	0.031	—	0.003	AA+	0.090	—	0.002
AA	0.000	0.003	—	AA	0.000	0.002	—

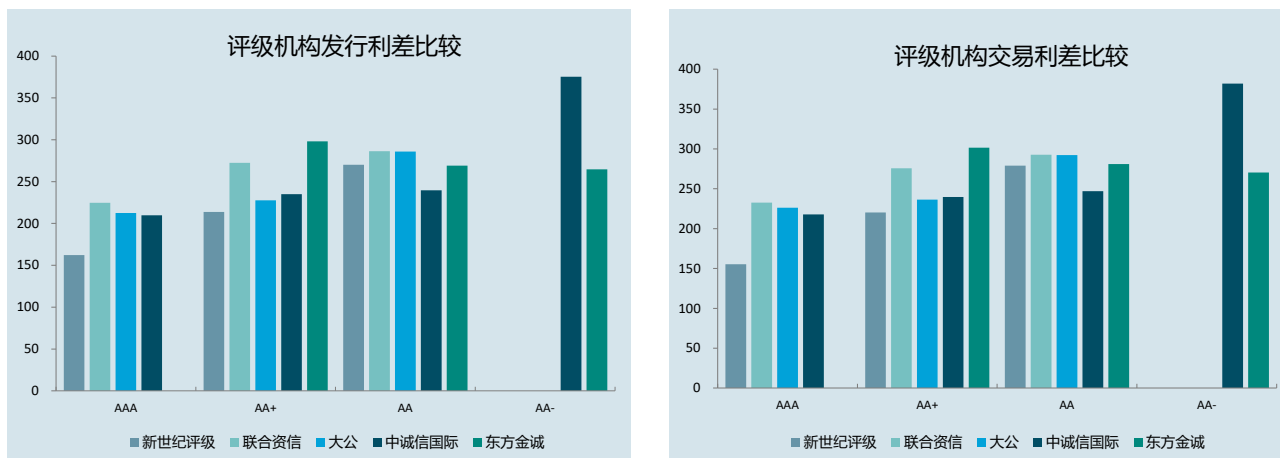
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表6 2017年上半年各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		29	43	40	82	12	206
AAA	样本量	2	9	7	23	—	41
	均值	162.30	224.76	212.59	209.76	—	211.22
	标准差	1.90	54.24	30.95	31.64	—	38.02
AA+	样本量	13	16	12	27	6	74
	均值	213.86	272.52	227.58	235.04	298.19	243.33
	标准差	27.24	69.43	48.72	77.83	107.45	71.23
AA	样本量	14	18	21	31	5	90
	均值	270.06	286.41	285.82	239.56	269.16	263.45
	标准差	41.66	79.58	86.24	35.81	74.74	66.05
AA-	样本量	—	—	—	1	1	2
	均值	—	—	—	375.22	264.69	319.96
	标准差	—	—	—	—	—	78.15

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表7 2017年上半年各评级机构短期融资券发行利差、交易利差均值比较图（单位：BP）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2017年上半年各评级机构短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		29	43	40	82	12	206
AAA	样本量	2	9	7	23	—	41
	均值	155.37	232.71	226.36	217.82	—	219.50
	标准差	22.60	46.20	24.92	33.33	—	37.40
AA+	样本量	13	16	12	27	6	74
	均值	220.20	275.67	236.36	239.79	301.68	248.55
	标准差	29.31	72.79	46.90	77.62	107.66	71.35
AA	样本量	14	18	21	31	5	89
	均值	279.02	292.78	292.19	247.04	281.10	273.89
	标准差	41.55	79.33	85.61	36.24	75.41	65.65
AA-	样本量	—	—	—	1	1	2
	均值	—	—	—	382.08	270.34	326.21
	标准差	—	—	—	—	—	79.00

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6~8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9~11。

主体信用等级为AAA级短期融资券Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各机构间所评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+级短期融资券Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，发行利差方面，联合资信和

新世纪评级、中诚信国际均有显著差异；交易利差方面，联合资信和新世纪评级具有显著差异，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级短期融资券Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除中诚信国际和新世纪评级、联合资信发行利差、交易利差均有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

图9 2017年上半年评级机构对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	大公	中诚信国际
	联合资信	—	0.368	0.116
	大公	0.368	—	0.750
	中诚信国际	0.116	0.750	—
交易利差		联合资信	大公	中诚信国际
	联合资信	—	0.711	0.216
	大公	0.711	—	0.391
	中诚信国际	0.216	0.391	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图10 2017年上半年评级机构对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		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪评级	—	0.025	0.828	0.942	0.136
	联合资信	0.025	—	0.095	0.044	0.658
	大公	0.828	0.095	—	0.879	0.190
	中诚信国际	0.942	0.044	0.879	—	0.113
	东方金诚	0.136	0.658	0.190	0.113	—
交易利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪评级	—	0.032	0.550	0.806	0.079
	联合资信	0.032	—	0.126	0.063	0.658
	大公	0.550	0.126	—	0.605	0.223
	中诚信国际	0.806	0.063	0.605	—	0.148
	东方金诚	0.079	0.658	0.223	0.148	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图11 2017年上半年评级机构对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		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪评级	—	0.362	0.893	0.012	0.579
	联合资信	0.362	—	0.888	0.036	0.655
	大公	0.893	0.888	—	0.107	0.720
	中诚信国际	0.012	0.036	0.107	—	0.599
	东方金诚	0.579	0.655	0.720	0.599	—
交易利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪评级	—	0.425	0.762	0.020	0.579
	联合资信	0.425	—	0.978	0.049	0.941
	大公	0.762	0.978	—	0.129	0.820
	中诚信国际	0.020	0.049	0.129	—	0.478
	东方金诚	0.579	0.941	0.820	0.478	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

2017年上半年中期票据利差分析

新世纪评级对中期票据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：中期票据发行及交易定价较好的反映了债项等级差异，各债项等级对应的发行利差、交易利差均存在显著差异，各评级机构的利差因评级样本量限制而存在一定差异。

■ 王衡/文

一、中期票据发行概况

2017年上半年共有**264**家企业累计发行**321**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**3801.70**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**112**期，占比为**34.89%**；其次为**AA+**和**AA**级，发行量分别为**108**期和**99**期，占比分别为**33.64%**和**30.84%**。从发行规模看，**AAA**级的发行规模最大，发行占比达**57.26%**。

图表1 2017年上半年中期票据发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	112	34.89%	2176.90	57.26%
AA+	108	33.64%	1054.50	27.74%
AA	99	30.84%	566.30	14.90%
AA-	2	0.62%	4.00	0.11%
合计	321	100.00%	3801.70	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、中期票据的发行期限集中于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、4年、5年、7年、9年和10年共7种期限类型。其中，3年期中期票据的发行量最大，共发行170期，占发行量的52.96%；其次为5年期，共发行139期，占比为43.30%；其余各期限发行期数均较少。

图表2 2017年上半年中期票据发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	7年	9年	10年	合计
AAA	1	72	1	35	1	1	1	112
AA+	1	51	—	54	1	—	1	108
AA	4	45	—	50	—	—	—	99
AA-	—	2	—	—	—	—	—	2
合计	6	170	1	139	2	1	2	321

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

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232期¹（3年期136期，5年期96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。

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，3年期发行利率均值均低于相同债项等级5年期发行利率均值，但二者已非常接近²；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

¹本统计剔除浮动利率中期票据、含有提前还款条款中期票据、含有调整票面利率条款但不含选择权的累进利率中期票据以及永续中期票据；对于存在选择权的中期票据，期限为选择权之前的期限。其中，截至2017年7月5日“17泰禾MTN001”仍未上市，故对此不做统计。

²与以往不同的是，3年期发行利率均值与相同债项等级5年期发行利率均值之间差距非常小，且债项等级越高差别越小，主要原因是，2017年上半年金融去杠杆、严监管等导致市场流动性紧张，短期资金面压力加大，短期债券发行利率升高，期限利差进一步收窄。其中，AAA级3年期发行利率仅低于5年期1BP。

利率均值；第二，除AAA级外³，3年期中期票据的上市首日利率均值均低于相同债项等级5年期上市首日利率均值；第三，债项等级越高，交易利差均值越小。

与2016年上半年相比，2017年上半年3年期各债项等级发行利差、交易利差均值均同比上升，标准差均同比下降，使得各债项等级变异系数均同比下降。这说明，2017年上半年评级机构给出的3年期中期票据与

市场的认可度分歧有所减小（图表5）。

与2016年上半年相比，2017年上半年5年期各债项等级发行利差、交易利差均值均同比上升，除AA+发行利差、交易利差的标准差同比上升外，其他各债项等级标准差均同比下降，使得各债项等级变异系数均同比下降。这说明，2017年上半年评级机构给出的5年期中期票据与市场的认可度分歧有所减小（图表6）。

图表3 2017年上半年中期票据各期限、各等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	债项信用等级	样本数	发行利率（%）			发行利差（BP）			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
3年	AAA	53	3.70~6.55	5.12	0.56	131.26	NR	54.48	0.42
	AA+	40	4.50~7.00	5.46	0.62	176.94	45.67	56.76	0.32
	AA	41	4.75~7.50	5.83	0.66	210.36	33.42	65.70	0.31
	AA-	2	6.40~6.80	6.60	0.28	339.38	129.02	38.95	0.11
5年	AAA	24	4.50~6.50	5.13	0.49	130.39	NR	48.31	0.37
	AA+	33	4.95~7.50	5.54	0.58	179.11	48.72	59.01	0.33
	AA	39	5.00~7.50	5.98	0.56	211.46	32.35	42.36	0.20

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年上半年中期票据各期限、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	53	3.70~6.58	5.16	0.55	135.20	NR	53.15	0.39
	AA+	40	4.30~7.02	5.48	0.63	178.56	43.36	57.01	0.32
	AA	41	4.78~7.50	5.86	0.66	212.42	33.87	66.38	0.31
	AA-	2	6.44~6.80	6.62	0.26	340.53	128.11	35.12	0.10
5年	AAA	24	4.50~6.52	5.15	0.49	131.66	NR	49.35	0.37
	AA+	33	4.97~7.52	5.56	0.58	180.14	48.48	58.81	0.33
	AA	39	5.00~7.52	5.99	0.56	213.08	32.93	42.67	0.20

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.由于样本数量较少，对于上市首日无交易的中期票据，本统计用发行利率代替上市首日利率。

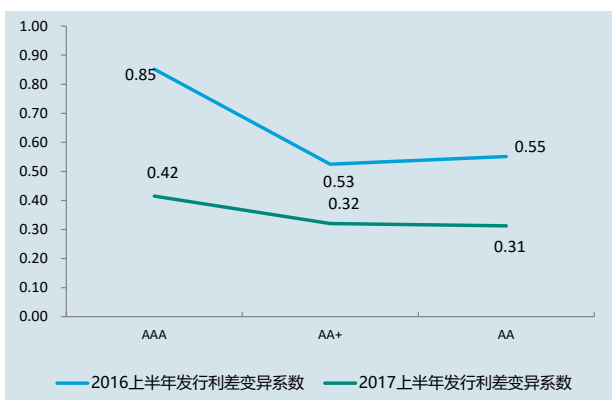
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

³2017年上半年山西省数家煤企共发行7期3年期AAA级中期票据，平均发行利率6.03%，最终导致3年期AAA级中期票据上市首日利率略高于5年期AAA级中期票据。

为检验债项等级对3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⁴，检验结果显示（图表7）：在5%的显著性水平下，各债项等级对应3年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异。

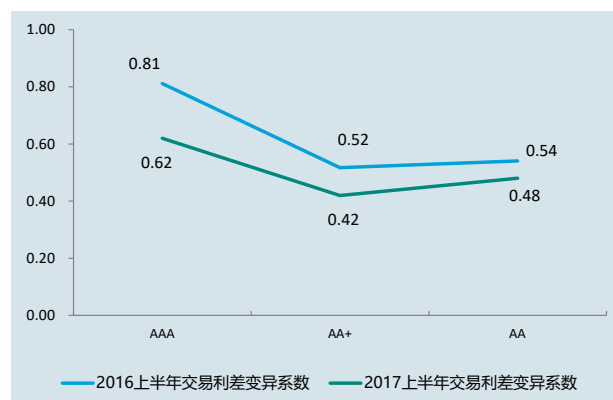
为检验债项等级对5年期中期票据利差影响的显著性，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级5年期中期票据间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表8）：在5%的显著性水平下，各债项等级对应5年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异。

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

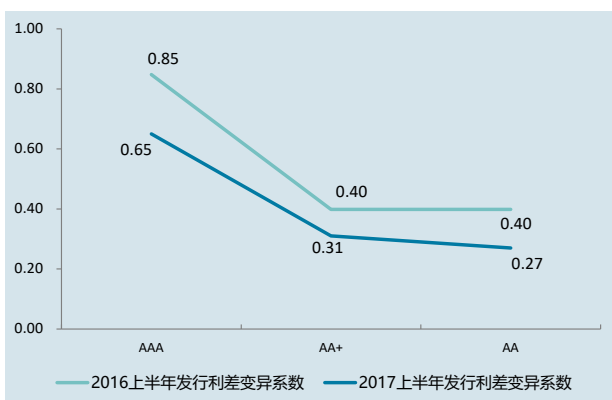


数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

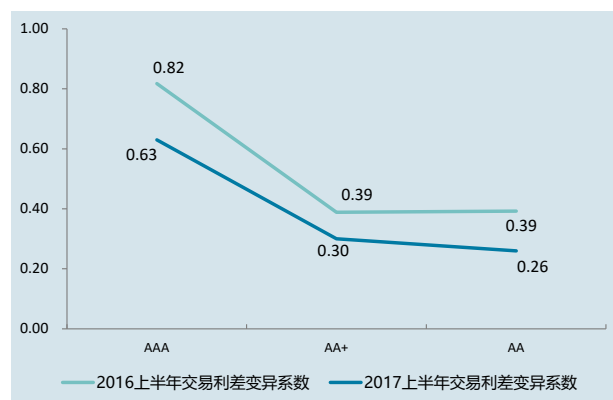
注：由于AA-的样本太小，参考意义不大，故未统计。



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



⁴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。

图表7 2017年上半年债项等级对3年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

发行利差				交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000	0.000
AA+	0.000	—	0.016	AA+	0.000	—	0.014
AA	0.000	0.016	—	AA	0.000	0.014	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2017年上半年债项等级对5年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

发行利差				交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000	0.000
AA+	0.000	—	0.002	AA+	0.000	—	0.002
AA	0.000	0.002	—	AA	0.000	0.002	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

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（136期⁵）和5年期（96期）中期票据共232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⁶（图表9~图表12）：

对于3年期中期票据，除中诚信国际所评AA级发行利差、交易利差均值小于AA+级、联合资信所评AA+级交易利差均值小于AAA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，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。

⁵ “17中银投资MTN001”和“17中药控股MTN001”均同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的样本，最后得到3年期分机构统计的样本总量是138期，剔除AA-等级，共136期。

⁶ 东方金诚因有效样本过少，统计数据不具有代表性。

图表9 2017年上半年各评级机构3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		12	42	24	52	6	136
AAA	样本量	2	20	10	23	—	55
	均值	102.68	145.93	152.27	106.32	—	128.95
	标准差	17.90	57.30	73.70	35.29	—	55.00
AA+	样本量	6	10	7	15	2	40
	均值	163.05	148.13	165.43	193.98	275.07	176.94
	标准差	66.34	30.26	56.07	54.39	33.55	56.76
AA	样本量	4	12	7	14	4	41
	均值	217.27	224.57	215.96	190.33	221.10	210.36
	标准差	73.04	68.12	82.09	58.29	63.53	65.70

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10 2017年上半年各评级机构3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		12	42	24	52	6	136
AAA	样本量	2	20	10	23	—	55
	均值	101.76	150.83	158.80	109.15	—	133.06
	标准差	18.94	55.03	68.69	34.27	—	53.44
AA+	样本量	6	10	7	15	2	40
	均值	165.52	148.46	167.56	196.04	275.46	178.56
	标准差	66.48	31.44	56.98	54.18	30.19	57.01
AA	样本量	4	12	7	14	4	41
	均值	222.64	227.40	217.93	190.40	224.71	212.42
	标准差	73.07	68.58	83.11	58.61	62.35	66.38

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11 2017年上半年各评级机构5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		14	18	26	32	6	96
AAA	样本量	2	4	4	13	1	24
	均值	106.24	129.64	128.60	133.95	142.47	130.39
	标准差	51.65	103.88	24.81	35.70	—	48.31
AA+	样本量	5	7	7	13	1	33
	均值	191.68	205.70	198.44	152.86	135.84	179.11
	标准差	22.11	105.89	23.64	40.46	—	59.01
AA	样本量	7	7	15	6	4	39
	均值	216.09	207.96	205.68	206.01	239.29	211.46
	标准差	66.19	24.86	37.61	44.74	38.13	42.36

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表12 2017年上半年各评级机构5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计
样本总量		14	18	26	32	6	96
AAA	样本量	2	4	4	13	1	24
	均值	109.39	131.97	129.13	134.80	144.31	131.66
	标准差	54.25	105.75	23.38	37.17	—	49.35
AA+	样本量	5	7	7	13	1	33
	均值	192.47	206.38	199.45	154.61	131.59	180.14
	标准差	23.51	105.61	24.60	39.67	—	58.81
AA	样本量	7	7	15	6	4	39
	均值	218.53	208.77	207.83	206.71	240.30	213.08
	标准差	66.74	25.35	37.68	46.51	36.36	42.67

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表9~图表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的差异。为进一步检验评级机构对利差的影响显著性，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验，但考虑到样本数量，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验。

3年期AAA级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除中诚信国际和联合资信所评AAA级中票发行利差和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。

3年期AA+级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除中诚信国际和联合资信所评AA+级中票发行利差

和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。

3年期AA级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各等级不同机构间所评的AA级中票发行利差、交易利差均无显著差异。

5年期AA+级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除中诚信国际和新世纪评级、中诚信国际和大公所评AA+级中票发行利差和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。

5年期AA级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，不同机构间所评AA级中票发行利差、交易利差均无显著差异。

图表13 2017年上半年评级机构对3年期AAA级中票发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		联合资信	大公	中诚信国际
	联合资信	—	0.930	0.036
	大公	0.930	—	0.100
	中诚信国际	0.036	0.100	—
交易利差		联合资信	大公	中诚信国际
	联合资信	—	0.895	0.015
	大公	0.895	—	0.060
	中诚信国际	0.015	0.060	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表14 2017年上半年评级机构对3年期AA+级中票发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪评级	—	0.914	0.568	0.161
	联合资信	0.914	—	0.696	0.025
	大公	0.568	0.696	—	0.341
	中诚信国际	0.161	0.025	0.341	—
交易利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪评级	—	0.828	0.668	0.243
	联合资信	0.828	—	0.558	0.025
	大公	0.668	0.558	—	0.275
	中诚信国际	0.243	0.025	0.275	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表15 2017年上半年评级机构对3年期AA级中票发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		联合资信	大公	中诚信国际
	联合资信	—	0.673	0.080
	大公	0.673	—	0.551
	中诚信国际	0.080	0.551	—
交易利差		联合资信	大公	中诚信国际
	联合资信	—	0.673	0.064
	大公	0.673	—	0.551
	中诚信国际	0.064	0.551	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表16 2017年上半年评级机构对5年期AA+级中票发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪评级	—	0.372	0.570	0.034
	联合资信	0.372	—	0.482	0.362
	大公	0.570	0.482	—	0.013
	中诚信国际	0.034	0.362	0.013	—
交易利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪评级	—	0.372	0.685	0.043
	联合资信	0.372	—	0.482	0.405
	大公	0.685	0.482	—	0.013
	中诚信国际	0.043	0.405	0.013	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表17 2017年上半年评级机构对5年期AA级中票发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪评级	—	0.949	0.805	0.775
	联合资信	0.949	—	0.217	0.943
	大公	0.805	0.217	—	0.586
	中诚信国际	0.775	0.943	0.586	—
交易利差		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪评级	—	0.848	0.751	0.668
	联合资信	0.848	—	0.418	0.943
	大公	0.751	0.418	—	0.697
	中诚信国际	0.668	0.943	0.697	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

2017年上半年企业债利差分析

新世纪评级对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：企业债发行及交易定价总体反映了债项等级差异，各评级机构间不同债项等级与利差具有明显的对应关系，即债项等级越高，发行利差、交易利差均值越低。

■ 王衡/文

一、企业债发行概况

2017年上半年市场共发行企业债68期（不含集合企业债、项目收益债NPB和专项债券），发行总规模为人民币745.20亿元。已发行的68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1），AAA级发行量为33期，占比为48.53%，发行数量居三个等级之首；AAA级企业债的发行规模为401.30亿元，占比53.85%，发行规模居三个等级之首。

图表1 2017年上半年企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行量		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	33	48.53%	401.30	53.85%
AA+	21	30.88%	189.80	25.47%
AA	14	20.59%	154.10	20.68%
合计	68	100.00%	745.20	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2），共包括3年、4年、5年、7年和10年共5种不同期限类型，其中7年期发行数量最多，共58期，占总发行期数的85.29%。

图表2 2017年上半年企业债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	3年	4年	5年	7年	10年	合计
AAA	1	1	5	26	—	33
AA+	—	—	—	19	2	21
AA	—	1	—	13	—	14
合计	1	2	5	58	2	68

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

三、企业债的发行利率、交易利率、利差与信用等级之间的关系

由于企业债的期限分布主要集中于7年期，新世纪评级选取所有7年期共55期¹企业债为统计样本，进行利差的统计分析。

从图表3可以看出，2017年上半年所发行的7年期各等级企业债的债项等级和发行利率、发行利差均值表现出较好的对应关系，即债项等级越高，发行利率、发行利差均值越低。

从图表4可以看出，2017年上半年所发行的7年期各等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，存在债项等级越高，上市首日利率、交易利差均值越低现象。

与2016年上半年相比，各等级7年期企业债发行利率、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年上半年评级机构给出的7年期企业债与市场的认可度分歧有所减小（图表5）。

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+级与AA级7年期企业债间的发行利差、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+级和AA级发行利差不存在显著差异外，其他等级间对应的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图表3 2017年上半年7年期企业债各债项等级的发行利率和发行利差

债项信用等级	样本量	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	24	4.78~6.42	5.55	0.40	211.54	NR	34.71	0.16
AA+	19	5.34~6.98	6.20	0.45	277.49	65.96	46.65	0.17
AA	12	5.65~7.50	6.54	0.59	313.38	35.88	49.18	0.16

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4 2017年上半年7年期企业债各等级的上市首日利率和交易利差

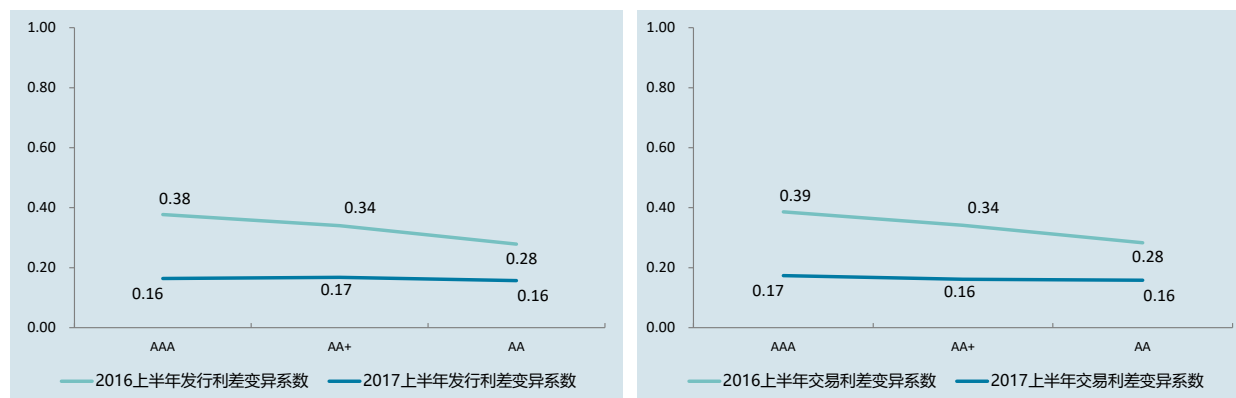
债项信用等级	样本量	上市首日利率（%）			交易利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	24	4.78~6.42	5.55	0.40	207.55	NR	36.09	0.17
AA+	19	5.34~6.98	6.20	0.45	273.92	66.37	44.23	0.16
AA	12	5.65~7.50	6.54	0.59	310.65	36.73	49.26	0.16

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

¹对于存在选择权的企业债，期限为选择权之前的期限，并剔除永续企业债和浮动利率企业债。

图表 5 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6 2017年上半年7年期企业债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差				交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000	0.000
AA+	0.000	—	0.078	AA+	0.000	—	0.053
AA	0.000	0.078	—	AA	0.000	0.053	—

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，各机构间不同债项等级与利差的对应关系比较明显，即债项信用等级越高，发行利差、交易利差均值越低。

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，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的差异。为进一步检验评级机构对利差的影响显

著性，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验，但考虑到样本数量，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验。

7年期AAA级企业债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，参与检验的各机构间所评AAA级企业债发行利差、交易利差均无显著差异。

图表7 2017年上半年各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计
样本总量		5	9	5	10	5	21	55
AAA	样本量	2	8	2	6	1	5	24
	均值	204.07	193.43	225.56	214.24	238.51	229.25	211.54
	标准差	52.93	24.02	2.90	46.73	—	33.44	34.71
AA+	样本量	3	1	1	2	2	10	19
	均值	229.68	281.49	331.49	278.40	258.98	289.56	277.49
	标准差	47.34	—	—	34.37	96.08	37.02	46.65
AA	样本量	—	—	2	2	2	6	12
	均值	—	—	348.80	339.98	277.32	304.72	313.38
	标准差	—	—	10.90	71.98	33.55	51.40	49.18

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8 2017年上半年各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计
样本总量		5	9	5	10	5	21	55
AAA	样本量	2	8	2	6	1	5	24
	均值	200.52	191.32	225.71	203.60	238.01	227.73	207.55
	标准差	52.28	24.55	10.26	50.13	—	33.24	36.09
AA+	样本量	3	1	1	2	2	10	19
	均值	229.95	274.75	317.60	274.53	260.82	285.16	273.92
	标准差	47.70	—	—	35.68	95.25	34.96	44.23
AA	样本量	—	—	2	2	2	6	12
	均值	—	—	342.37	341.91	272.56	302.35	310.65
	标准差	—	—	9.38	72.81	43.68	49.21	49.26

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表9 2017年上半年评级机构对7年期AAA级企业债发行利差、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	鹏元
	联合资信	—	0.439	0.057
	中诚信国际	0.439	—	0.465
	鹏元	0.057	0.465	—
交易利差		联合资信	中诚信国际	鹏元
	联合资信	—	0.606	0.057
	中诚信国际	0.606	—	0.361
	鹏元	0.057	0.361	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

2017年上半年公司债利差分析

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：公司债发行及交易定价较好的反映了债项等级差异，各评级机构利差均与债项等级存在较好的对应关系，且各评级机构所评相同债项等级公司债的发行利差、交易利差均无显著差异。

■ 王衡/文

一、公司债发行概况

2017年上半年，公开市场一般公司债共发行180期，发行总规模为人民币1802.52亿元，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，AAA级发行量最大，共79期，占比为43.89%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的60.09%。

图表1 2017年上半年公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	79	43.89%	1083.1	60.09%
AA+	42	23.33%	381.22	21.15%
AA	59	32.78%	338.2	18.76%
合计	180	100.00%	1802.52	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、公司债的发行期限集中于5年期

从公司债的发行期限来看（图表2），共包括2年、3年、4年、5年、6年、7年和10年共七种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行118期，占总发行量的65.56%。

图表2 2017年上半年公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	6年	7年	10年	总计
AAA	—	17	—	52	—	6	4	79
AA+	—	9	—	30	1	2	—	42
AA	1	20	1	36	—	1	—	59
合计	1	46	1	118	1	9	4	180

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

三、公司债发行利率、交易利率、利差与信用等级存在一定相关关系

2017年上半年5年期公司债共发行118期，剔除截至2017年7月10日未上市的10个样本，有效样本共108个。从图表3可以看出，5年期公司债的发行利率、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，5年期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。

与2016年上半年相比，2017年上半年

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年上半年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）。

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

图表3 2017年上半年5年期公司债各等级对应的发行利率和发行利差

债项信用等级	样本量	发行利率（%）			发行利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	48	3.80~6.50	4.76	0.46	146.68	NR	39.82	0.27
AA+	29	4.38~6.80	5.52	0.59	230.17	83.49	57.39	0.25
AA	31	5.00~7.98	6.44	0.88	325.53	95.37	85.00	0.26

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年上半年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	变异系数
AAA	48	3.80~6.89	4.81	0.60	142.72	NR	58.84	0.41
AA+	29	4.38~6.79	5.52	0.59	221.46	78.74	58.90	0.27
AA	31	5.00~7.97	6.44	0.88	312.22	90.76	89.27	0.29

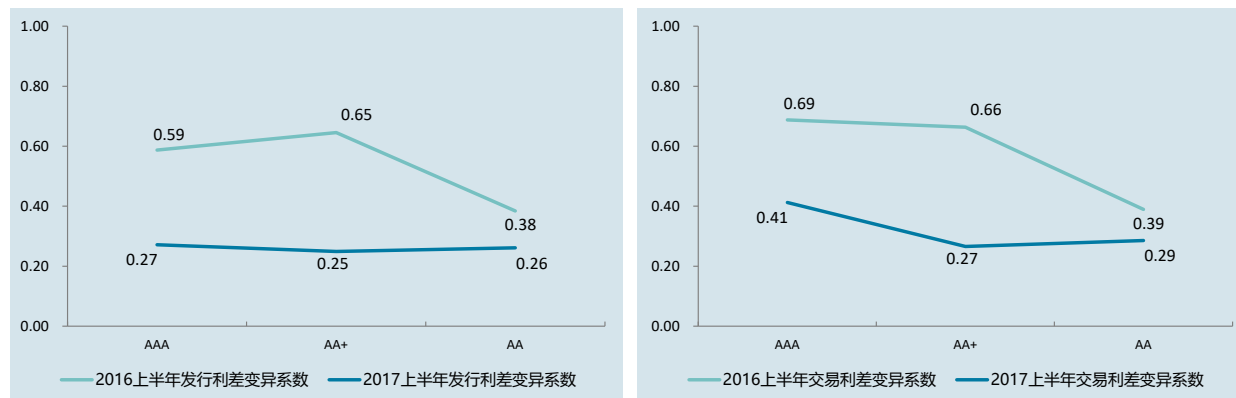
注：交易利差为公司债上市首日利率减去公司债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

验结果显示（图表6）：在5%的显著性水平下，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均存在显著差异。

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）¹，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。

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年上半年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	—	0.000	0.000
AA+	0.000	—	0.000	AA+	0.000	—	0.000
AA	0.000	0.000	—	AA	0.000	0.000	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表7 2017年上半年各评级机构所评5年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	东方金诚	鹏元	总计
样本总量	15	31	19	37	2	5	109
AAA	样本量	9	10	10	18	—	48
	均值	157.01	145.44	136.01	143.45	—	146.68
	标准差	64.27	30.07	19.52	34.75	—	39.82
AA+	样本量	4	10	5	9	—	29
	均值	224.45	233.66	248.73	216.12	—	230.17
	标准差	50.22	69.20	45.40	60.31	—	57.39
AA	样本量	2	11	4	10	2	32
	均值	298.57	312.17	406.98	288.16	417.20	326.74
	标准差	61.09	86.07	41.01	65.39	44.88	83.90

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

¹ “17南三01”同时由2家评级机构提供评级服务，同时作为2家评级机构的样本，最后得到分机构统计的样本总量是109。

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。

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表7~8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9~10。

图表8 2017年上半年各评级机构所评5年期公司债交易利差均值（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	东方金诚	鹏元	总计
样本总量		15	31	19	37	2	5	109
AAA	样本量	9	10	10	18	—	1	48
	均值	151.48	145.64	136.35	137.14	—	198.80	142.72
	标准差	70.63	80.40	22.70	56.92	—	—	58.84
AA+	样本量	4	10	5	9	—	1	29
	均值	219.96	234.52	209.22	211.74	—	245.54	221.46
	标准差	54.19	73.00	47.34	58.64	—	—	58.90
AA	样本量	2	11	4	10	2	3	32
	均值	295.50	301.57	391.61	273.86	405.22	333.54	313.26
	标准差	52.86	95.18	45.32	63.49	30.99	146.68	88.02

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表9 2017年上半年评级机构对AAA级公司债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券
	新世纪评级	—	0.683	0.744	0.440
	联合信用	0.683	—	0.880	0.598
	大公	0.744	0.880	—	0.848
	中诚信证券	0.440	0.598	0.848	—
交易利差		新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券
	新世纪评级	—	0.514	0.806	0.355
	联合信用	0.514	—	0.326	0.924
	大公	0.806	0.326	—	0.179
	中诚信证券	0.355	0.924	0.179	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

债项信用等级为AAA级Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各机构间所评AAA级公司债发行利差、交易利差均无显著差异。

债项信用等级为AA+级Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，参与检验的各机构间所评AA+级公司债发行利差、交易利差均无显著差异。

债项信用等级为AA级Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，参与检验的各机构间所评AA级公司债发行利差、交易利差均无显著差异。

图表10 2017年上半年评级机构对AA+级公司债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		中诚信证券	大公	联合信用
	中诚信证券	—	0.462	0.514
	大公	0.462	—	0.205
	联合信用	0.514	0.205	—
交易利差		中诚信证券	大公	联合信用
	中诚信证券	—	0.713	0.462
	大公	0.713	—	0.947
	联合信用	0.462	0.947	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表11 2017年上半年评级机构对AA级公司债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		中诚信证券	联合信用
	中诚信证券	—	0.398
	联合信用	0.398	—
交易利差		中诚信证券	联合信用
	中诚信证券	—	0.573
	联合信用	0.573	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理



全国首单扶贫专项债券成功发行

（日期：2017年6月28日 来源：网易财经）

6月26日，由国家开发银行牵头主承销的湖北省交通投资集团有限公司专项扶贫超短期融资券成功发行，募集资金25亿元，全部用于归还起始于湖北省恩施土家族苗族自治州的扶贫高速公路项目借款。本期债券是中国银行间市场交易商协会建立扶贫票据工作机制以来，全国首单募集资金全部用于扶贫用途的专项扶贫债务融资工具，同时也是目前市场上发行金额最大的扶贫债务融资工具。

据介绍，扶贫债券作为募集资金用于精准扶贫项目建设、偿还精准扶贫项目借款或者补充精准扶贫项目营运资金的债务融资工具，是一种市场化、透明化的直接债务融资方式，具有注册发行便捷、筹集资金规模大、发行利率相对较低的特点。从本期债券发行情况看，专项扶贫债券得到了市场的认可，在资金市场资金供给阶段性趋紧、资金利率季节性攀升，债市交投情绪整体偏谨慎的背景下，实现了全额认购。



央行放开境外评级机构在中国银行间债市信用评级业务

（日期：2017年7月3日 来源：新浪新闻）

7月3日，为推动银行间债券市场对外开放，促进信用评级行业健康发展，央行根据《中华人民共和国中国人民银行法》制定并发布今年第7号公告，对境内外信用评级机构在银行间债券市场开展信用评级业务有关事宜给予规范。允许境外评级机构在中国银行间债市开展信用评级业务，但需提交监管承诺函，并指定其在境内的分支机构配合监管。境外评级机构的境内分支机构应按要求及时提供监管所需资料；境外评级机构发生可能影响其信用评级业务开展的重大不利变化的，其境内分支机构应当及时报告。

央行依法对开展银行间债券市场信用评级业务的信用评级机构进行监督管理。中国银行间市场交易商协会对开展银行间债券市场信用评级业务的信用评级机构进行自律管理。符合要求的信用评级机构开展银行间债券市场信用评级业务，应当向交易商协会就拟开展的债券评级业务类别申请注册。



第一单！北京发行90亿土储专项债，评级AAA

（日期：2017年7月13日 来源：同花顺财经）

7月7日，北京市财政局发布消息称，北京计划于7月14日发行总额90亿元土地储备专项债券，共涉及朝阳区、东城区、石景山区、大兴区四个区。募集资金用于各区土地储备、土地一级开发等。同日，北京市政府还拟发行138亿元专项债券，募集资金主要用于城市副中心建设等。

据了解，所谓土地储备专项债券，是地方政府为了土地储备融资，以项目对应，以国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还，纳入政府性基金预算管理的地方政府专项债券。今年6月，财政部和国土部联合印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》，明确今年将在国权试点发行土地储备专项债券。

全国金融工作会议召开 要设立国务院金融稳定发展委员会

（日期：2017年7月17日 来源：新华网）

全国金融工作会议14日至15日在北京召开。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出席会议并发表重要讲话。他强调，金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。必须加强党对金融工作的领导，坚持稳中求进工作总基调，遵循金融发展规律，紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务，创新和完善金融调控，健全现代金融企业制度，完善金融市场体系，推进构建现代金融监管框架，加快转变金融发展方式，健全金融法治，保障国家金融安全，促进经济和金融良性循环、健康发展。

习近平强调，要加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。



财政部深交所政府债券发行系统获批启用

（日期：2017年7月26日 来源：搜狐财经）

为发挥交易所债券市场功能，进一步完善地方债市场建设，在财政部的指导下，深交所开发了财政部深交所政府债券发行系统，专门用于政府债券发行，并全面做好了相关业务和技术准备。近日，财政部正式批复同意启用财政部深交所政府债券发行系统发行地方政府债券。记者从深交所获悉，四川省将于8月1日首次在深交所通过这一系统公开招标发行政府一般债券。

本次发行债券品种为记账式固定利率附息债券，总规模300亿元，分为四个期限品种，其中3年期、5年期、7年期各90亿元，10年期30亿元。此次首批在深交所招标发行的四川省地方政府债券可享受免税待遇，所有开立证券账户的投资者均可参与地方债认购，通过集中竞价系统及综合协议交易平台进行二级市场交易，并可比照国债参与深交所的质押回购，平均质押比率约为98%。



全国首单停车场PPP 资产证券化项目获批

（日期：2017年7月31日 来源：和讯新闻）

在深圳证券交易所“即报即审、专人专岗”的绿色通道机制下，“华西证券-川投PPP项目资产支持专项计划”获得深交所资产支持证券挂牌条件确认的无异议函。该项目由四川省投资集团有限责任公司作为发起人并担任原始权益人，资产服务机构为四川省川投航信股权投资基金管理有限公司，计划管理人和承销机构为华西证券股份有限公司，对应的底层资产为资阳市雁江区停车场PPP项目。

雁江区停车场PPP项目已同时纳入发改委重点项目政府与社会资本合作（PPP）储备库和财政部PPP项目库，为全国首单准经营性存量资产政府与社会资本合作（PPP）项目。



“中国消费金融资产证券化发展论坛” 在沪成功举行

2017年7月7日和8日，由新世纪评级协办的“中国消费金融资产证券化发展论坛”在中国金融信息中心成功举办。本次论坛以“合规创新，投融联动”为主题，汇集了监管层、资产端、投资机构、发行方、服务商和包括信用评级机构等中介机构的专家，共同就消费金融资产证券化的政策、市场、创新和风险控制等话题展开讨论，旨在促进中国消费金融资产证券化的发展与创新。

新世纪评级总裁助理兼结构融资部评级总监姜波先生与结构融资部总经理章虎先生出席论坛并发表演讲。

姜波先生在主题发言中指出了资产证券化产品和传统产品的本质区别，分享了评级机构对资产证券化产品的主要分析要素等观点。章虎先生对消费金融ABS的信用评级模型进行了实例分析。此外，姜波先生还主持了围绕资产方和投资者对消费金融资产证券化产品看法的圆桌论坛。

在消费金融资产证券化方面，新世纪评级已相继为蚂蚁金服、网商银行、微众银行等客户的多类消费金融结构化产品提供了优质、高效的信用评级服务。目前，新世纪评级已经在资产证券化业务方面取得了优异的成绩，借鉴国际三大评级机构的评级技术，结合国内资产证券化项目的实际操作经验，相继开发完成了11类结构化产品的评级方法。未来，新世纪评级将继续完善评级资产证券化评级体系，为中国资产证券化的发展与创新贡献力量。



新世纪评级25周年庆系列活动——“金融去杠杆暨资产证券化展望”研讨会在沪顺利召开

2017年7月21日，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25周年之际，新世纪评级主办的“金融去杠杆暨资产证券化展望”研讨会在上海陆家嘴丽思卡尔顿酒店顺利召开。除新世纪评级的专业人员外，本次会议还特地邀请了来自招商

证券、华林证券等单位的多位专家，共同就金融去杠杆背景下的中国宏观经济发展趋势、资产证券化未来前景等内容，与来自各个行业的近两百位嘉宾进行交流与分享。

新世纪评级副总裁兼市场总监郭继丰博士以“总杠杆率控制与资产证券化”

为主题，就国际主要经济体的经济和货币政策趋向、中国的经济增长与宏观政策、供给侧改革与资产证券化等内容进行了精彩的分析和点评。

新世纪评级研发总监戴晓枫女士以“金融去杠杆展望”为主题，对金融加杠杆的背景、金融去杠杆的历程



研讨会现场

▼ 郭继丰博士在发表演讲



与现有成效以及未来金融去杠杆工作的展望等内容予以了详细的介绍与解读。

新世纪评级研发部研究员何金中先生则以“金融去杠杆下信用风险展望”为主题，深入浅出地就金融去杠杆与企业去杠杆的关系、金融去杠杆下信用风险现状和未来展望等内容发表了自己的见解。

华林证券资产管理事业部ABS业务负责人杨奔先生以“资产证券化发展展望”为主题，就去杠杆的本质与风险、金融去杠杆的市场实践、资产证券化市场发展展望等内容进行了分析与解读。

新世纪评级结构融资部总经理章虎先生以“资产证券化信用风险展望”为主题，凭借丰富的实践经验对原始权益人、担保人信用质量、交易结构设置、资产证券化未来风险等内容向在场嘉宾进行了讲解，并做了案例分析。

在会议最后环节，来自招商证券研究所的首席债券分析师、复旦大学计量金融学博士、中国人民银行金融研究所博士后徐寒飞博士，华林证券ABS负责人杨奔先生，新世纪评级总裁助理、结构融资评级总监姜波先生，新世纪评级研发部研究员徐



戴晓枫女士在进行演讲



何金中先生在进行演讲



杨奔先生在演讲



章虎先生在进行演讲

永女士等嘉宾共同登台，在郭继丰博士的主持下以“金融去杠杆对中国债券市场和资产证券化发展的影响”为主题，展开了一场精彩、热烈的圆桌讨论。

嘉宾们围绕着当前债券市场调整情况、金融去杠杆的引发因素和市场表现以及

资产证券化市场的受影响情况等内容，纷纷发表了自己的见解，并对全球进入了利率走高和加息周期、中国宏观经济走势和未来金融风险等进行了分析和展望。

此次研讨会的召开，正值新世纪评级成立廿五周年之际，在当下金融去杠杆

的背景下，新世纪评级将积极加强相关领域的学习和研究，不断完善已有的信用评级体系，与时俱进，为服务实体经济、防控和化解金融风险贡献更多力量。



▲ 嘉宾们在进行圆桌讨论

新世纪评级喜获2017年湖北省企业债券融资奖励

2017年7月25日，湖北省企业债券融资持续健康发展推进工作会议在湖北省发改委大楼召开。会议中，湖北省发改委对上年度省内企业债券融资工作活跃，业绩排名居前，贡献突出的券商、担保、评级等中介机构先进单位进行了表彰奖励。

新世纪评级作为2016年度湖北省企业债券资信评级业绩排名第二位的评级机构，荣获15万元奖励。

本次湖北省发改委对新世纪评级的表彰奖励是对新世纪评级长期以来工作的肯定和认可。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，一直致力于信用评级行业的发展，不断提高自身评级技术，持续进行对评级方法的研究，为企业融资提供优质、高效的信用评级服务，助力实体经济增长。





书籍系列



期刊系列

新世纪评级(季刊)

新世纪评级(年刊)



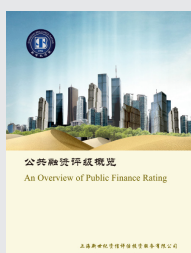
研究系列

宏观经济分析与展望

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告



产品系列

工商企业评级概览

金融机构评级概览

公共融资评级概览

结构融资评级概览

其他产品评级概览

上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.



地址：中国 上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: mail@shxsj.com

<http://www.shxsj.com>