



# 新世纪评级

2018.01

2018年第1期

总第108期



P01

## 新时代中国信用评级行业 公信力重塑

通过国际比较分析中国评级业的公信力和形象,可以更清楚地认识到中国信用评级行业存在和需要解决的问题,这样有利于在新时代中国特色社会主义思想下,提高中国信用评级行业的公信力和社会形象。

P05

## 美联储货币政策影响分析

P22

## 浙江省及下辖各市经济财政实力与债务研究 (2017)

P36

## 保千里债务违约事件点评

P40

## 2017年中国债券市场发行与评级研究

# CONTENT

2018年第1期（总第108期）目录



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。

更多内容请登录新世纪评级官网 <http://www.shxsj.com>



微信扫一扫  
关注“新世纪评级”

## 专题研究 / MONOGRAPH

- 01 新时代中国信用评级行业公信力重塑
- 05 美联储货币政策影响分析
- 22 浙江省及下辖各市经济财政实力与债务研究（2017）
- 36 保千里债务违约事件点评

## 债市研究 / BOND MARKET RESEARCH

- 40 2017年中国债券市场发行与评级研究

## 市场表现 / MARKET PERFORMANCE

- 49 2017年度债券市场主体信用等级迁移研究
- 55 2017年超短期融资券利差分析
- 59 2017年短期融资券利差分析
- 63 2017年中期票据利差分析
- 68 2017年企业债利差分析
- 72 2017年公司债利差分析

## 主权研究 / SOVEREIGN RESEARCH

- 75 新世纪评级披露菲律宾、印度尼西亚、白俄罗斯等十三国主权信用评级结果

## 行业动态 / INDUSTRY NEWS

- 82 PPP全媒体社交平台项目启动
- 82 交易商协会首次公布评级机构评价结果

## 公司新闻 / COMPANY NEWS

- 83 光大水务被认定为绿色产业主体 新世纪评级为其提供服务
- 83 新世纪评级再度荣登“上海名牌榜”
- 84 全国首单轨道交通专项债券成功发行 新世纪评级地方债业务再添亮点
- 84 新世纪评级与杭州萧山区政府签署战略合作协议



# 新时代中国信用评级行业公信力重塑

■ 文 / 郭继丰

## 摘要

近日，新世纪评级副总裁郭继丰先生撰写的《新时代中国信用评级行业公信力重塑》在中国银行间市场交易商协会主办的《金融市场研究》杂志2017年第11期刊登。文章通过国际比较，从国内外信用等级的分布、信用等级的境内外对比、信用等级的向下调整特点、评级结果的市场表现、信用评级的信息披露和透明度、评级行业的竞争结构等六大方面分析了中国评级业的公信力和形象，以便于境内外投资者能够更清楚地认识到中国信用评级行业存在和需要解决的问题，有利于在新时代中国特色社会主义思想下，提高中国信用评级行业的公信力和形象，提高中国信用评级行业服务于中华民族伟大复兴的能力。

自2014年以来，中国债券市场的企业违约数量增加的同时，信用等级也出现了向上迁移的态势，评级虚高、评级泡沫的批评声占据主流。近期，媒体上曝出的某些违约事件，再次引起投资者为代表的社会各方的普遍关注和批评。中国信用评级业的公信力和形象普遍受到质疑。

在正常情况下，公信力和形象的好坏是一个相对的概念，是有参照物对比下的公信力和形象判定。中国信用评级业的公信力和形象通常是与国际上三大评级机构对比所投射的公信力和形象。以国际三大评级机构的作为参照物进一步分析中国评级业的公信力和形象，可以更清楚地认识到中国信用评级行业存在和需要解决的问题，这样有利于在新时代中国特色社会主义思想下，提高中国信用评级行业的公信力和形象，提高中国信用评级行业服务于中华民族伟大复兴的能力。

## 信用等级的分布

从信用等级的分布看，一般认为国际信用等级的分布更加合理，高等级的发债企业数量较少、低等级的信用发债企业数量较多。相反，中国信用等级的分布仅有三个等级，AA（含AA）以上企业数量较多，AA（不含AA）以下的企业数量较少。因为从金融机构的投资端来说，主流投资机构一般对于投资AA等级以下的债券十分谨慎，而更倾向于投资信用等级在AA（含AA）以上的债券。而市场上所见到的AA（不含AA）以下的等级大多是由于信用品质的下降下调而形成的。同时，中国发债的企业多以央企和地方国企为主，民营企业较少，在等级分布上更倾向于高等级。

## 信用等级的境内外对比

从信用等级境内外评级行业的对比看，中国境内评级机构所评的这些信用等级的企业或债券，以境外评级机构的全球评级体系来看，大多数的信

用等级在BB左右。在国际评级机构给予中国A+的信用等级下，大多数中国企业在境外发债获得国际评级机构是BB左右的信用等级。2017年上半年，中国人民银行发布了工作论文《中外企业信用等级的差异及其决定因素》，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。

同时，需要看到中国的企业、投资者、承销商，对国际评级机构给予中国企业BB左右的信用等级是被动地接受了；但中国的这些企业、投资者和承销商认为，在境外发行的美元债券大多数是中国的承销商、中国的投资者，国际评级机构给予的BB左右的评级无法维护中国发行的债券在国际上的定价权，呼吁中国的评级机构“走出去”。这反映了一个客观现实，中国信用评级机构的国际化脚步没有能够跟上中国企业和金融市场的国际化进程。

如果将国际评级机构给予中国企业BB左右的信用等级与第一个问题相结合，会发现，国际信用评级机构之所以出现高等级企业数量少于低等级企业的评级分布，中国企业是重要影响因素。因此，有一种观点认为，评级虚高、评级泡沫用境内评级与境外评级相比较是伪命题。

## 信用等级的向下调整特点

一是悬崖式的等级向下调整。悬崖式的等级向下调整在国际评级中常有发生，在中国信用评级行业也时有发生，这从客观上反映了企业流动性枯竭预测的难度和突发事件冲击的不可预测性。对于悬崖式的等级向下调整，评级机构的责任在于是否履行了持续跟踪评级的义务。

二是从向下调整信用等级特点看，国际评级机构具有批量性特征，而中国评级行业具有点状性特征。从2017年看，最显著的案例就是穆迪将

中国主权信用等级从Aa3下调为A1后，对中国几十家企业（含银行）进行了批量下调。这种一连串的向下调级，既引起了中国政府、企业、金融机构等的警觉，也遭到了中国信用评级行业的一致批评。

从2008年美国次贷危机引起的国际金融危机看，国际评级机构对欧洲国家的信用等级调整，也遭到了欧洲国家或欧盟的抵制，由此也引起了以欧盟等为代表的地区或国家对信用评级行业进行属地化监管，纷纷制定本国或地区的信用评级机构的认可和监管法规。中国信用评级机构向下点状性调整信用等级，反映了中国信用评级机构自我强化的维护中国金融市场稳定的责任。

## 评级结果的市场表现

从评级结果的市场表现看，通常使用三个基本的计量参数，即利差参数、迁移率和违约率。

“评级结果的市场表现”是国际评级市场常用的一个概念。这个概念在中国境内常用“评级结果的检验”。“评级结果的市场表现”与“评级结果的检验”存在本质上的不同。评级结果的市场表现是信用等级基本反映所发债券的主体或信用增进下债券的风险状况，是一个相对的、不是点对点映射的含义；也反映了评级是一门艺术，是专业意见或专家意见。而评级结果的检验是信用等级严格地反映了发债主体或信用增进下债券的信用状况，是一个具有严格、唯一、点对点映射的含义，这是把评级作为标准化的工业生产过程。实际上，境内外的评级机构都公开表明评级是一门艺术，认为是一个专业意见和看法，不是一个工业化的生产过程。

从评级市场表现的利差参数看，中国信用评级行业利差的统计结果基本体现了信用等级与利差的对应关系，且大都能够通过利差的显著性检

验。也即高信用等级的债券对应较低的利差，低信用等级的债券对应较高的利差，且分层比较清晰。

从信用等级的迁移率看，中国信用评级行业的迁移率总体表现为持续向上迁移的特征，尤其是在经济增速从高速向中高速换挡的过程中仍有这个特征。这一特征也是被普遍诟病中国信用评级行业“评级虚高、评级泡沫”的主要原因。将中国信用评级行业信用等级总体上移特征与下移数据相比较，会发现在经济增速换挡的过程中，总体的上移比率下降和下移比率上升的这个过程，以及在供给侧改革取得一定成效后上移比率又开始增加的过程。作为评级行业，需要客观、冷静面对评级机构竞争引起的级别上移。

从违约率看，中国信用评级行业的总体违约率仍未超过国际评级机构所评结果的违约率。2016年5月28日，据“高盛集团估计，把后来全额偿付的剔除在外，中国约有0.2%的公司发生违约。相比之下，穆迪的数据显示，全球和美国过去12月公司债违约率分别高达0.8%和0.9%。”<sup>1</sup>

国际评级机构的投资组合参数提供比国内的评级机构更具有参考价值。一般债券的投资组合需要违约率或违约概率、违约挽回率、迁移率等，这些参数国际评级机构有一百多年的积累，可以拿出实际的历史统计数据为投资者的投资组合提供服务。相比较而言，国内的评级机构仅有十多年的发展，无法提供这些历史统计数据，仅是内部推断参数。

## 信用评级的信息披露和透明度

从信用评级的信息披露和透明度看，国际评级机构的信息披露更全面、透明度更高。仅就评级方法或准则或指导性文件的披露看，几乎可以使用国际评级机构披露的这些文件制定出国际评级机构

<sup>1</sup>彭博环球财经. 高盛估计中国公司债违约率远低于美国，投资者却高兴不起来[J/OL]. 2016-05-28.

的评级分析过程和打分依据，但却无法使用相同的数据复制出与国际评级机构给予的相同评级结果。

相比较于国际评级机构，中国信用评级机构披露的主要是评级方法，这些评级方法侧重于评级要素和逻辑的说明，基本不可能“依葫芦画瓢”地复制出相应的评级分析过程和打分的依据，不过在静态下可以通过被评对象的比较得出可能给予的等级结果。

### 评级行业的竞争结构

从评级行业的竞争结构看，国际评级机构主要是标普、穆迪和惠誉形成的寡头垄断市场，竞争结构较为稳固，很难看出三家机构之间竞争性的级别向上迁移。中国的信用评级行业尚未形成稳固的竞争结构，被不同监管部门认可的或默认的评级机构共计至少在10家以上，且尚有新的机构或将加入被认可的评级行业。这就加剧了评级机构之间的非理性竞争，社会能够明显感受到等级向上迁移的倾向。

通过上述对中国信用评级行业与国际信用评级机构进行了比较分析，能够清楚地看出中国信用评级行业与国际评级机构存在的差距主要体现为投资者服务的参数提供能力不足、信息披露和透明度不足、市场竞争引起的级别上移、评级机构认可和监管、国际影响力不足；在信用等级分布、信用等级之间的对应关系、信用等级下调特征、评级结果的市场表现上难以区分出孰好孰坏。

在这种情况下，中国信用评级行业的评级机构，应正视自己存在的不足，在金标委“三个规范”<sup>2</sup>的基础上补充和完善包括地方政府债、资产证券化等创新金融产品的评级规范，制定信息披露和透明度管理规则，防止利益冲突，遏制竞争性的

信用等级上移，提高信用评级人员的人才队伍建设，提高信息收集和分析能力，积极引导舆论，向境内外投资者说明中国的信用评级和中国的信用状况，提高国际影响力，重塑中国信用评级行业的公信力和形象，为新时代中国特色社会主义贡献力量。

<sup>2</sup>“信用评级业务标准”包含了《信用评级主体规范》、《信用评级业务规范》和《信用评级业务管理规范》三个子规范，分别从三个角度对信用评级行业进行了规范，明确了相关领域的概念、内容和程序。

# 美联储货币政策影响分析

■ 文 / 徐永

## 摘要

美联储于2017年10月正式启动缩表，是2008年全球金融危机后扩张性货币政策的逆操作；美联储自2015年以来已连续四次加息，未来还有进一步加息的可能。由于美元在全球流动性供给结构中占有重要地位，无论缩表还是加息，美联储货币政策中长期内必将对全球利率、汇率、金融市场和货币政策取向带来深远的影响。

本文回顾了美联储、欧洲央行及日本央行的QE、缩表及利率调控历史，并分析了当今全球流动性结构及美联储货币政策正常化的可能影响，总体认为：1) 缩表的影响将是渐进和可预期的。2) 美联储缩表对美国国债市场的冲击较小，但对其MBS市场的影响不确定性较高。3) 美国货币政策正常化较有可能带来美元融资利率上升，但美元汇率则有短期升值，长期贬值的可能，缩表过程中也需要密切关注美国的资产泡沫风险。4) 当前全球货币政策仍是分化局面，但长期来看主要经济体货币政策将大概率趋同；缩表未推动欧日融资利率明显上涨，新兴市场表现整体平稳。5) 中国央行主动调控能力日益提升，跟随调整存贷款基准利率的可能性不大，但较大概率继续通过公开市场调整操作利率，美联储货币政策对中国的影响总体可控；中国资本流出状况已经明显好转，大规模资本流出现状并没有在中国持续发生；外国投资者在国内债券市场占比较低，资本流出对债券市场的影响较小，但企业外币及国内融资成本有上升风险。



## 美联储货币政策正常化

### （一）危机后的宽松历程

美联储货币政策正常化是对此前非传统货币政策调控的逆操作，背景是2008年全球金融危机爆发后，全球主要央行大规模的量化宽松操作。

作为20世纪90年代就开始采用泰勒规则来进行利率调控的国家，为应对2007年次贷危机同时避免加剧通胀，美联储采用的主要调控手段并不是后来的量化宽松，而是利率调控。其中包括下调联邦基金目标利率，缩减贴现窗口利率和联邦基金利率之间的利差（从100BP压缩到25BP），延长贴现窗口贷款期限从隔夜增加至最长90天等。

随着次贷危机逐渐演变为全球金融危机，美联储随后的政策工具组合包括了向存款类金融机构提供流动性、向证券市场的投资者直接提供流动性（主要是货币基金等非存款类机构）等。

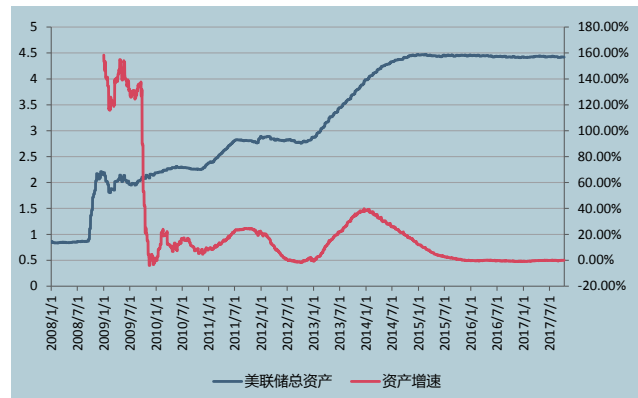
从政策效果看，2007年9月到2008年年底，虽然联邦基金目标利率已经从5.25%下调到了0.25%，但政策效果不甚理想，失业率逐步升高，从2007年4月的4.5%，逐步上升到2008年底的7.3%。

除了利率调控的历史主导地位外，危机初期美联储慎用量化宽松政策主要是因为全球大宗商品价格普遍上涨，CPI明显上升。2007年至2008年上半年，虽然美国GDP逐步恶化，但CPI从2007年初的2.1%逐步明显上涨到2008年6月的5%。

美联储早期认为如果过早推出量化宽松政策，叠加当时油价上涨等因素，可能给美国经济带来更坏的影响，不过随后美联储认为2007-2008上半年的通胀并不具持续性，未来美国和全球经济面临的主要威胁是通缩和经济下行，于是2008年第四季度量化宽松政策正式推出。

从美联储的资产负债表来看，从2008年底到2014年货币政策回归正常化计划正式提出，美联储通过传统公开市场操作或创新金融工具，向金融体系注入了大量流动性，美联储资产负债表快速扩张。

图表1 美联储资产走势（单位：万亿美元）



数据来源：美联储，新世纪评级整理

具体来看，美联储的QE一共进行了三轮，QE1的时间跨度是2008年底到2010年10月份。期间，美联储合计购买了1.725万亿美元<sup>1</sup>的各类资产，包括直接购买了1750亿三大政策性房地产机构Fannie Mae、Freddie Mac、The Federal Home Loan Banks的债务，购买了1.25万亿由Fannie Mae、Freddie Mac、Ginnie Mae发行的MBS资产，后期又将资产购买范围从公司债和MBS扩展到国债，购买了3000亿的长期国债。

期间，2010年9月，美联储进一步明确，将把购买国债等证券收到的到期本金再投资，以维持美联储的资产负债表规模。

QE2的时间跨度为2010年11月到2011年6月，美联储增加购买了6000亿的长期国债。

QE3则是从2012年9月份开始，美联储首先进行了每个月400亿的MBS购买，2013年1月，又增加了每个月450亿的国债购买。2013年12月，美

<sup>1</sup>本文货币单位除具体标注外均为美元。



联储宣布将会逐步放缓MBS和长期国债的购买节奏，同时表示如果2%的通胀目标有改善，还会逐渐减少购买，最终在2014年12月，美联储停止了QE3，但继续维持了将前期购买资产的到期本金再投资。截至2017年9月28日，美联储共持有2.5万亿美元国债、1.8万亿MBS。

除了QE，美联储在金融危机期间，同时还有一些其他辅助性操作，包括扭曲操作（operation twist）以及证券借贷计划等。

其中扭曲操作最为引人关注，美联储在2011年9月，正式宣布拉长所持国债期限的操作计划。随后美联储启动购买了4000亿期限在6年至30年的长期国债，同时卖出同等规模期限在3年以下的国债。2012年下半年，美联储又增加开展了2670亿的扭曲操作，以此降低长期利率。

## （二）缩表及加息并行，政策正常化逐步明确

三轮QE后，美国经济复苏态势逐步加强，货币政策正常化也逐步提上议程。在正式开始正常化操作之前，美联储官员2013年夏天还曾经暗示削减购债规模（Taper tantrum），一度引发包括中国在内的全球金融市场流动性恐慌。

美联储在2014年9月公布《政策正常化原则和计划》，正式明确了其货币政策正常化的设想。货币政策正常化主要由两个部分组成：一是逐渐提高联邦基金利率的目标区间到更合适的水平，二是逐渐减少美联储持有的证券类资产规模。

联邦基金利率区间调整将通过调整超额准备金的利息水平（IOER）和隔夜逆回购<sup>2</sup>利率ONRRP来实现，美联储同时表示隔夜回购的使用将限制在合理范围，并且将会逐渐退出。

而减少持有证券类资产规模将通过逐渐减少到期证券本金再投资的方式展开，不过在2014年的决

定中，美联储表示正常化进程不会包括出售MBS，同时后期美联储持有的债券将以国债为主。

在2015年3月份的会议上，针对这项正常化方案，美联储给出了更多细节，包括明确联邦基金利率目标区间的宽度是25BP，明确IOER为目标利率的区间上限，ONRRP借入利率为区间下限，同时将采用包括定期操作等在内其他政策工具配合调控等。

2015年12月，联邦公开市场委员会（FOMC）认为当前经济和经济展望使得美联储有条件走出货币政策正常化的第一步，因此当次会议后，美联储自2008年12月份以来首次将联邦基金利率的目标区间由0%-0.25%上调至0.25%-0.5%。随后2016年12月、2017年3月和2017年6月，美联储又多次上调了联邦基金利率目标区间，目前为1%-1.25%。

在2017年6月的FOMC会议上，美联储进一步明确每月缩减所持证券类资产的规模上限。同时，美联储表示，缩表后美联储的资产负债表总规模会逐步降低但仍然会高于危机前的水平，同时货币政策的正常化进程也会视经济的运行情况相机抉择。

在2017年9月的FOMC会议上，美联储虽维持联邦基金利率目标区间不变，但宣布从10月份开始正式启动缩减所持证券类资产规模，标志着美联储缩表正式开启。

## 全球货币政策走势及流动性供给

需要说明的是，从全球流动性供给的角度来看，全球主要的银行信贷及债务供应，除了美元外，还有欧元和日元等其他货币，因此分析美联储货币政策正常化影响之前，还需要同时观察全球其

<sup>2</sup>中美回购方向有差异，此处为美联储卖出债券回收货币，相当于中国央行的正回购操作。

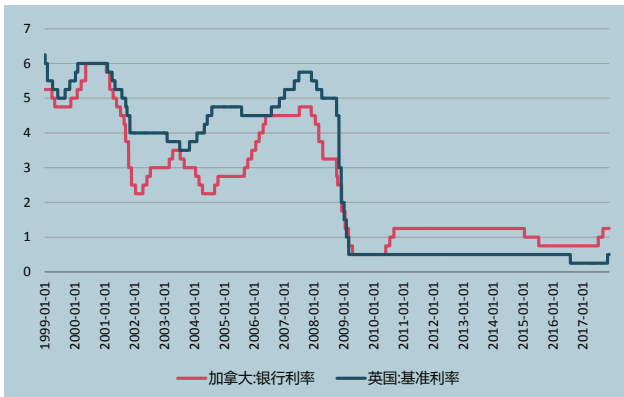
他地区的货币政策走向，以及这些币种在全球流动性供给中的变化。

### （一）全球货币政策：美、加、英加息，欧洲央行消减QE，日本央行继续宽松

当前与美联储货币政策较为同步的是加拿大央行和英国央行。加拿大央行今年7月和9月曾经两次加息，将隔夜利率的目标利率从0.5%上调至1%，其加息背后是加拿大经济的强劲增长，加拿大GDP增速已经从2015年四季度的0.35%上涨到2017年上半年的3.74%。

英国央行的加息则更多是受通货膨胀困扰，当前英国GDP并无明显好转，但英国的CPI却从2015年的负增长快速上升到10月份的高达3%，为此英国央行今年11月3日宣布加息0.25%，是其2007年7月以来的首次政策利率调整，由于英国经济增长不甚理想，英国央行持续加息的空间并不大。

图表2 英国央行和加拿大央行政策利率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

2008金融危机后，欧日央行亦采取了持续下调政策利率、向市场注入流动性及多轮资产购买的超宽松货币政策（具体操作过程参见附录：欧日央行QE历程）。其中，欧央行将主要再融资（MRO）利率、边际借款便利（MLF）利率和存款便利（DF）利率分别调至0%、0.25%和-0.4%

的超低水平，资产规模由2018年8月末的1.45万亿欧元扩张至2017年9月末的4.32万亿欧元；日本央行将政策目标利率调至-0.1%的负利率水平，资产规模由109.89万亿日元扩张至513.40万亿日元。

2017年以来，欧元区的经济复苏势头持续加强，逐渐为此前的量化宽松退出积累基础，目前欧央行尚未对退出操作给出明确的前瞻性指引，其货币政策整体仍处于宽松状态，但已开始释放退出信号。欧央行2017年10月的货币政策决议显示，欧央行虽维持了超低的基础利率，但从2018年1月起，将每个月购债规模由此前的600亿欧元缩减至300亿欧元，同时将购债期限延长9个月至2018年9月，已开始释放退出信号；会后的新闻发布会上，欧央行行长表示不会突然中止量化宽松，表明2018年9月份之后将进入购债削减新阶段，欧央行的量化宽松退出将可能遵循“削减-停止-缩表”的基本路径，最终与美联储紧缩货币政策趋同。

2017年以来，日本经济整体虽呈温和复苏态势，但通胀水平离2%的目标水平仍较远，日本央行仍将政策目标利率维持在负利率水平，并以每年80万亿日元左右的速度购债，货币政策整体维持超宽松状态，在退出宽松政策态度上偏鸽派。因此，与欧央行相比，日本央行退出宽松政策的时间会相对更加晚。

整体而言，当前全球主要央行货币政策都有逐步收紧的迹象，但受制于各国经济增长和通胀情况的差异，货币政策目前仍然是分化局面，美国、加拿大的加息方向最为明确，欧洲央行次之，日本的超宽松货币政策可能会维持更长时间。

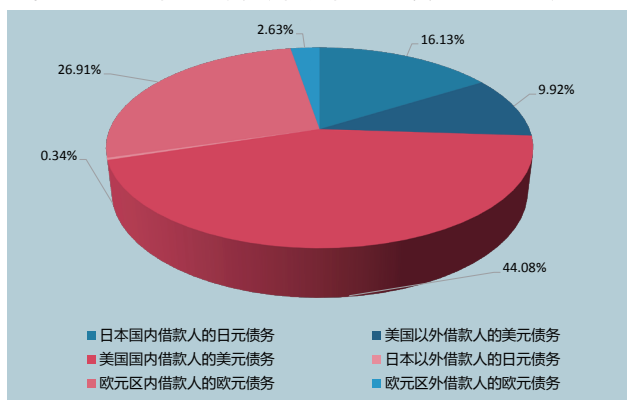
### （二）全球流动性供给结构

从全球流动性供给<sup>3</sup>的币种（人民币统计不包括在内）分布来看，在统计的美元、欧元和日元

<sup>3</sup>BIS口径，衡量全球市场融资难易程度，统计口径为银行信贷和债券债务，统计国家范围包括全球主要的40个国家，主要指标包括银行的国际债权、银行对私人非金融部门的总债权，以及债权的币种分布等。

三个币种计价的全球债务总规模中，截至2016年末，借款人来自美欧日各自国内借款人的占比仍然占主导，为87.12%<sup>4</sup>（美元融资为44.08%，欧元融资为26.91%，日元融资为16.13%），借款人来自各自境外即非居民的占比合计仅为12.89%。因此，在分析美欧日各自货币政策对全球流动性的影响时，首先的一个基本判断是，这些流动性收缩将主要影响的是其各自境内居民借款人的融资活动。

■ 图表3 2016年末全球流动性供给结构（美元、日元、欧元）



数据来源：BIS，新世纪评级整理

其次，在这些币种的非居民融资中，可以看到非美国国内借款人的美元债务占比接近10%，2016年末约超过10万亿，其中来自新兴市场的美元借款约在3.3万亿，亦是一个不小的规模。因此，美联储缩表也会对非美国借款人的美元融资产生较大影响。另外，由于美欧日的货币政策步伐并不一致，全球流动性供给可能会有一个此消彼长的结构变化，比如美元流动性供给减少，在欧洲央行特别是日本央行继续保持宽松的情况下，部分美元的需求主体可能会转向欧元和日元融资。

### 历史上的缩表及调控回顾

相比利率调控，全球央行缩表的频率要低得多，但美联储缩表也并非其首次，同时欧洲和日本

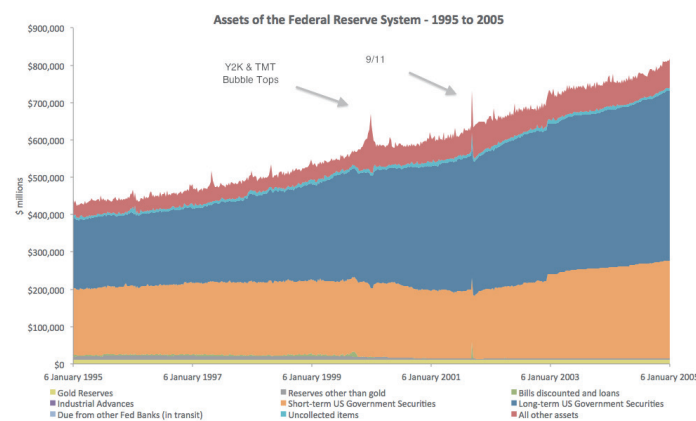
在此前也有几轮缩表行动，这些缩表行动有主动有被动，一般还同时伴随着利率的相机调控，但缩表期间或多或少伴随了金融市场的震荡，并对随后的经济增长形成了扰动，这也是本轮美联储缩表要竭力避免的。

#### （一）美联储历史缩表回顾

对于美联储而言，1920-1922年、1930-1931年、1979-1980年、2000年和2001年都有过比较明显缩表行为。其中，1920-1922年的缩表主要是源于此前战前的扩表，是对战前融资导致扩表后的一个调整。1930-1931年的缩表来自于30年代大萧条后，当时股票、金融市场的交易萎缩，是一种被动的缩表；1979-1980年代的缩表，则是70年代末滞胀危机后，美联储主席沃尔克实行的一系列包括提高贴现率、缩表等在内抑制通胀的举措。

2000年和2001年缩表则都是应对突发事件。2000年是应对网络泡沫破灭，2001年是应对9·11，而且都是快速扩表后快速缩表，表现在资产负债表规模的变化上，也是一个快速扩张后快速回落。以9·11事件后来看，9月6日美联储资产负债表为6374亿，9月13日迅速扩大到了7300亿，9月20日总资产规模又迅速回到了6332亿，期间美联储

■ 图表4 1995-2005年美联储资产规模变化



数据来源：美联储，新世纪评级整理

<sup>4</sup>日元、欧元流动性采用2016年末市场汇率调整。

主要采用的工具是资产端增减回购协议项目的规模，负债端准备金规模也有同步调整。

从缩表期间金融市场和经济增长的表现来看，1979年到1982年，美国GDP增长率分别为3.2%、-0.2%、2.6%和-1.9%，紧缩政策期间美国经济的表现并不乐观；美联储期待治理通胀的效果初期也并不理想，CPI在1980年一度上涨到13.5%，之后才逐步回落。9•11期间的政策效果则相对更好，经历震荡之后均逐步好转。道琼斯工业指数从9月10日的9605点，最低下降到了9月21日的8235点之后反弹；美国10年国债收益率则从9月10日的4.84%下降到2001年11月7日的4.22%后开始回升。2001年美国GDP增长率从2000年的4.1%，陡然下降到1%，但2002年恢复到1.8%。

### （二）日央行历史缩表回顾

日本在2001年第一次QE后就有一轮主动的缩表，从2006年3月到2007年1月，日本央行基础货币余额从110.6万亿日元逐步下降到了87.5万亿日元。当时日本央行QE政策启动后，2002年开始，日本经济开始稳定复苏，主要的推动力来自于出口和投资的增长，以及期间日元的贬值，制造业的预期景气高于非制造业，2005年底到2006年，日本核心CPI逐步改善，日本央行于是考虑逐步退出QE政策。

2006年3月，日本央行正式退出QE，将调控目标从准备金重新转移到隔夜政策利率，同时日本

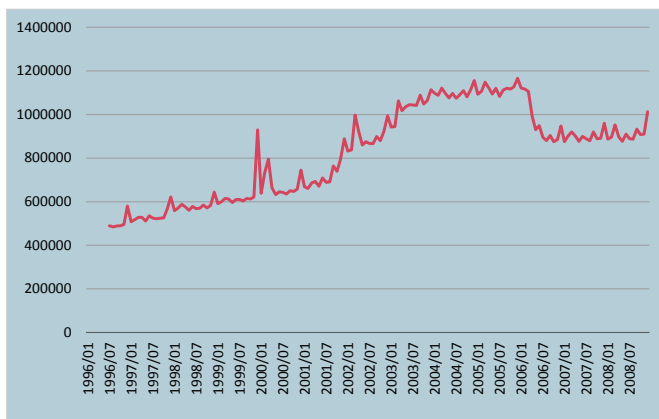
央行新设了一个中长期价格稳定的确定机制，日本央行货币政策委员会所有成员一致同意一个通胀区间，每年重新审视一次，作为通胀目标的指导，当时确定的水平是0到2%之间，低于同期美欧的通胀水平。QE退出的同时，日本央行基于对经济的乐观预期，2006年7月将政策利率从0提升至0.25%，2007年2月又进一步提高至0.5%，这个水平一直保持到2008年10月份。

日本此次QE退出期间，经济的表现和股票市场的表现有所分化。日经指数2006年3月和2006年7月开始都曾经历了短暂的上涨，但2006年日本GDP增长率为0.5%，低于2005年的0.6%。

### （三）欧央行历史缩表回顾

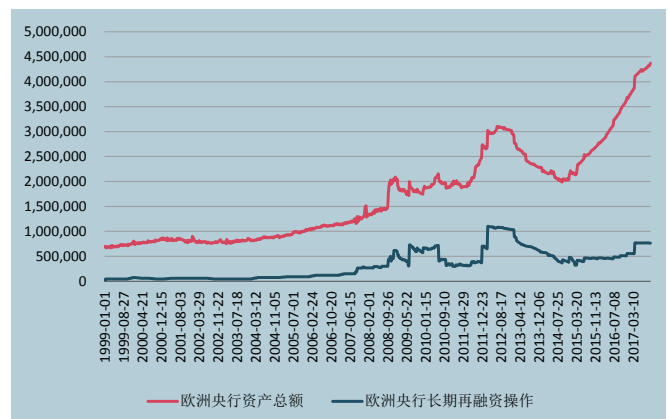
欧洲央行在2011年推出了3年期的LTRO融资，以期待银行能以此资金投向实体经济，不过由于预期悲观，大部分银行都将这部分融资又再存回了央行，政策效果并不理想，同时由于政策允许一年后这些3年期融资提前偿付，于是2013年1月到2014年底，欧洲央行的资产负债表也有一轮明显的被动收缩，收缩的项目也主要是LTRO项下的融资，欧洲央行总资产规模收缩接近1万亿欧元。欧元区此次缩表整体而言并没有造成大的震荡，德国DAX指数、法国CAC40指数缩表期间都是上涨，欧元区17国的GDP在2013年和2014年分别为-0.3%和1.1%，也在逐步好转。

■ 图表5 日本央行基础货币变化（单位：亿日元）



数据来源：日本央行，新世纪评级整理

■ 图表6 欧洲央行资产规模变化（单位：百万欧元）



数据来源：ECB，新世纪评级整理

## 美联储货币政策正常化及影响分析

### （一）美联储缩表安排

美联储缩表的主要方式是停止将“系统公开市场账户”(SOMA)中持有证券的本金还款用于再投资，具体安排如下：初期每个月减持的国债和MBS到期量分别为不超过60亿和40亿，之后1年内每三个月分别增加60亿和40亿，直到每个月分别达到300亿和200亿的规模，即每个月合计有不超过500亿的证券本金到期后不再继续投资，后期缩表节奏将按照每月上限500亿元的规模逐步进行，直至美联储资产规模降至合意水平。

按照上述计划，2017年10月启动缩表后，年内美联储缩表的总规模上限为300亿（180亿国债+120亿MBS），总体影响不大。按照逐步增加的计划，2018年的缩减总规模上限将达到4200亿（2520亿国债+1680亿MBS），2019年缩减规模上限将为6000亿（3600亿国债+2400亿MBS），之后的年度缩减规模将稳定在6000亿美元的节奏。

■ 图表7 美联储减少再投资上限变化（单位：美元）

	国债	机构债和MBS
2017年4季度	60亿	40亿
2018年1季度	120亿	80亿
2018年2季度	180亿	120亿
2018年3季度	240亿	160亿
2018年4季度开始	300亿	200亿

数据来源：纽约联储，新世纪评级整理

目前美联储资产负债表资产端以国债和MBS为主。从期限分布来看，截至9月28日，国债方面，1年内到期的国债规模为3512亿美元，其中3个月以内的有376亿美元，按照初期每个月缩减60亿美元的计划，预期2017年第四季度，缩减的国债总规模为180亿美元。

机构债方面，美联储持有的总规模较小，总规模不足70亿美元，1年以内规模为43亿美元，这部分缩表的规模影响不大。MBS方面，剩余期限主要为中长期品种，5年以下的只有1.2亿美元。2014年

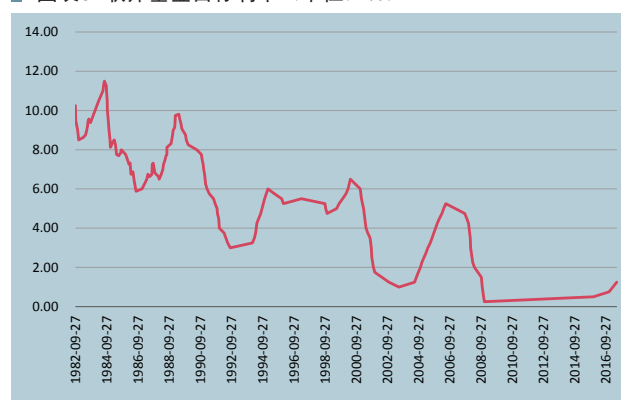
初次提出货币政策正常化方案时，美联储曾经表示不会主动出售这部分由GSE发行的MBS，不过由于MBS市场在利率变化的情况下，存在消费者大量提前还款导致本金投资被动减少的问题，2017年第四季度的减持规模预期为120亿美元。

从美联储资产负债表负债端来看，主要为联邦储备券（通货）和准备金，目前规模分别为1.5万亿和2.2万亿。后期美联储资产端持有证券类资产的减少，主要将对应负债端的准备金减少，由于货币乘数在一定阶段是较为稳定的，因此缩表对应的将是美联储货币供应量的减少。这意味着自2008年金融危机后，全球将首次迎来美元流通量的绝对减少，这种基础货币供应的减少将可能通过影响金融和资本市场的流动性供给及结构，进一步传导到实体经济等其他领域。

### （二）美联储政策利率：加息还有空间

除了缩表，美联储的货币政策正常化进程还包括加息，由于美国经济复苏势头良好，市场预期美联储在12月份还会再加息一次，并且2018年还有2-3次的继续加息可能。

■ 图表8 联邦基金目标利率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

从政策工具使用的先后顺序来看，利率工具是目前主要央行的常规调控工具，量化宽松则是非常规操作，一般是利率工具的调控效果未达目标等情况才会使用，比如此前利率调控面临的零利率下限难题。因此金融危机以来，无论是QE操作，还

是后来的缩表，美联储的操作都更为谨慎，而利率的调控在2015年12月就已经先行了一步，至今已经加息了四次。

### （三）影响分析

#### 1. 影响将是渐进和可预期的

美联储2013年讨论减少QE导致的削减恐慌，金融市场仍历历在目；而回顾其他国家的缩表历史，货币紧缩导致经济衰退的结果也需要尽力避免。不过鉴于金融危机的深刻教训，美国金融市场环境和经济基本面已经发生变化，总体判断美联储此次缩表的影响将是渐进和可预期的，原因主要有四个方面。

一是经济基本面明显好转，宽松政策持续的必要性降低。2013年6月份拟缩减QE规模时，当时美国的经济状况并不乐观，失业率高达7.5%，GDP增速也只有1.4%。在经济复苏基础尚不牢固的状况下，市场对宽松政策还有较高的预期，如果突然退出，市场反应当然剧烈。而到2017年9月，美国的失业率已经降到4.2%，GDP增速达3%，经济基本面显然要好于2013年，宽松政策持续的必要性降低。

二是美联储前瞻指引和沟通较充分，市场对缩表早有预期。在沟通机制上，此次货币政策正常化的对外沟通工作较为充分，2014年起就不断沟通预热货币政策正常化计划，并且量化了每个月的减持

规模；而2013年，根据美联储官员后期总结，当时美联储逐步退出QE的计划先期仅在部分主要金融机构做了提前沟通，更广大的市场机构并不知晓美联储的缩减计划，这种沟通的不充分，最终造成了全球市场的超预期反应，美联储之后更加强化了货币政策的前瞻指引调控，市场对缩表早有预期。

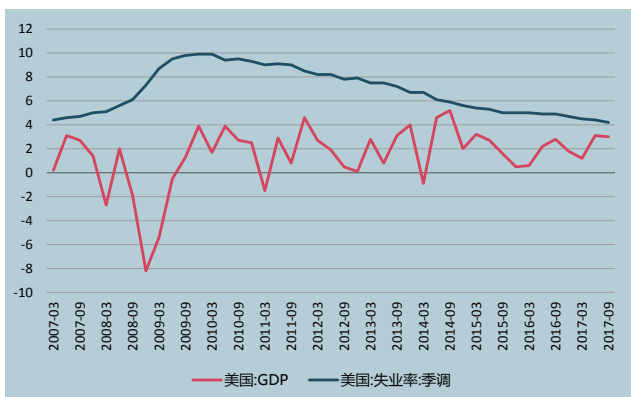
三是缩表与加息的替代效应。按照美联储货币政策正常化的安排，正常化的内容包括了加息和缩表两部分，且两者具有替代效应，只不过前者是价格调控工具，后者是数量调控工具，在当前美国整体通胀水平还不高的情况下，预期加息的频率会较为有限，但后期随着通胀回升，预期加息工具对缩表的替代作用会更加明显，这可能也会影响缩表的具体进度，降低缩表的紧缩效应。

四是美国经济基础尚不牢固，缩表进程需要循序渐进。虽然美国经济增长势头当前向好，但并不牢固，比如GDP增速的波动性较大、通胀水平今年以来走低，这些都将使得美联储的缩表及加息进程需要考虑经济增长的具体情况循序渐进。

#### 2. 对美国国债市场：影响有限

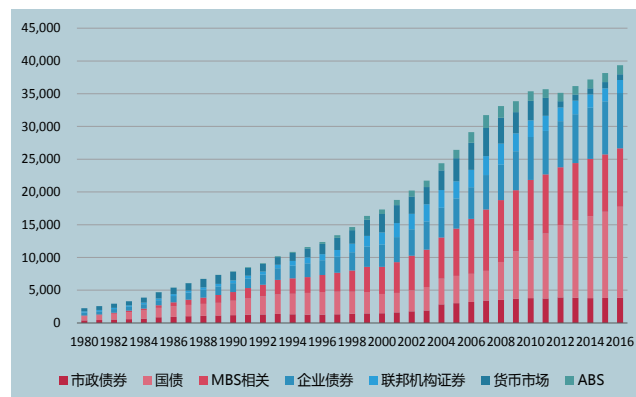
截至2017年6月末，美国机构 MBS和公众持有的国债市场余额分别约为7万亿和14万亿，美联储分别持有其中的1.8万亿和2.5万亿，持有比例分别为25.8%和18%；两类债券的日均成交量分别约为2000亿和5000亿，若后期两者每月减持规模保

图表9 美国GDP和失业率走势（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

图表10 美国债券市场未偿还余额（单位：十亿美元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

持在200亿和300亿，从减持量与市场成交量看，美联储缩表对国债的影响要比MBS市场小。

根据纽约联储的减持计划（减持计划具体由纽约联储操作），国债和MBS的减持都不存在额外抛售的问题，国债每个月的具体减持规模，要看当月国债自然到期的规模，如果到期规模低于当月减持再投资上限，则当月的净减持本金规模将为该到期规模，纽约联储不再额外抛售国债；而若当月的国债到期规模大于减持上限时，净减持的规模将为该上限，多余的到期规模纽约联储将会继续再投资。

为了降低减持及再投资给国债市场价格造成的影响，纽约联储表示，这部分继续再投资的规模将以非竞争性标购的方式参与，即不会影响当月美国国债标购的具体价格，当月国债新发行的价格仍然由参与机构市场化投标确定，美联储继续再投资的价格将由投标价格确定，再投资的部分将增加财政部实际发行的数量。

举例而言，若当月国债到期规模为350亿，高于300亿的上限，纽约联储最终减少的投资规模降为300亿，剩下的50亿会继续维持再投资，这部分继续持有的国债，购买价格将由当月国债投标的价格确定，但美联储的投资不参与投标，若当月财政部原计划发行500亿美元国债，美联储继续维持再投资后，最终实际发行的国债规模可能为550亿美元。即美联储维持再投资只会影响财政部实际发行的国债规模，但不会参与价格确定。

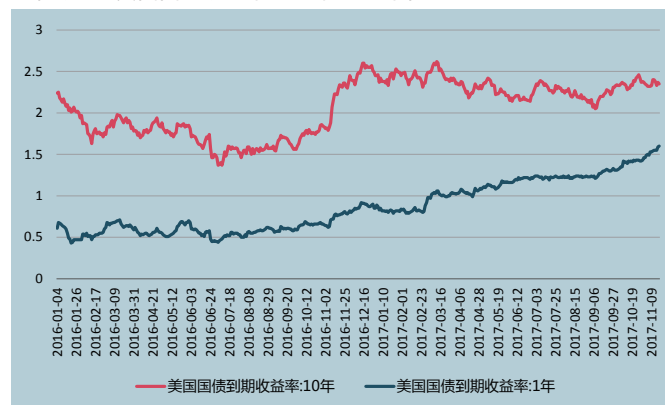
以缩表启动后美国5年期国债的两次招标结果来看，美联储的缩表进程已经开始了。9月27和10月19日的招标结果显示，此前预期招标规模均为340亿的两期5年期国债，实际发行规模分别为382.3万亿和348.5亿，纽约联储的SOMA账户分别增持了42.3亿和8.5亿的国债。

需要注意的是，在美联储逐步减持美国国债的同时，美国国债仍然需要继续发行融资，美国财政部TBAC(Treasury Borrowing Advisory

Committee)预期，财政部每年新增的国债净融资将从2017年的5250亿美元，逐步增加到2020年的1.01万亿美元。一方面美国国债的供给继续增加，另一方面美联储的需求要萎缩，因此虽然美联储减持预期影响可控，但美国国债的持有结构会发生变化，面向私人部门的债券供给会增加，这不可避免会对美国国债的发行产生一定负面影响。

另外，还需关注美国债券市场一些特有的现象，典型比如2004年6月到2005年6月，美联储加息期间美国长期国债收益率反而下降的所谓“格林斯潘之谜”现象，当时这种现象的主要原因是包括中国在内的一些新兴市场国家增持美债。但这种情况近年来已经发生了改变，2016年美联储加息以来，美国1年期国债的收益率不断上涨，从0.6%上涨到目前的1.4%附近，但10年期国债却是一个震荡行情，从2.25%最低下探过1.37%，最高上探至2.6%，目前仍在2.3%附近。不过市场对于当前美债长端收益率上涨不及预期的原因，不再仅将其解读为外国投资者增持美债，而是包括欧洲、日本QE效应，以及投资者对美国长期经济看法仍有分歧等原因。

图表11 美国国债收益率10-1年期（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

事实上随着新兴市场国家普遍面临资本流出、外储下降等问题，外国投资者在美国国债市场的持有占比在不断下降，2006年二季度到2007年初，持有量还曾经净减少3000亿，这种投资下降

的趋势，将制约美联储退出后，外国购买力跟进从而推动美债收益率下行的动能。当然今年以来，外国投资者持有美债规模较2016年略有好转，未来能否持续值得关注。截至8月底，外国投资者持有的美国国债余额达到6.3万亿，在公共流通的14万亿国债余额中占比接近45%，其中中国持有1.2万亿美国国债，日本持有1.1万亿，在全部外国投资者中合计占比为36.5%。

根据TBAC的预期，美国10年期国债的期限利差在货币政策正常化期间可能会上升约40个BP，而美国财政部可以考虑增加短期国债的比例来缓解未来发行面临的压力。目前美国10年期国债的收益率在2.3%左右，10年期和1年期的利差在90BP左右，2013年底利差曾经高达230BP，之后不断下降，假设未来几年上升40BP，仍然属于比较温和的上涨。

TBAC估计，到2021年美联储持有美国国债的规模将从2.5万亿下降到1.7万亿，同时后期到期的MBS资产也将转为持有国债，即货币政策正常化后，美联储持有的资产将主要为国债，不再将MBS作为主要持有对象。TBAC进一步估计，2021年后，美联储每年增持国债的规模将估计为1000-2000亿。

### 3. 对美国MBS市场：有较大不确定性

相比国债，美联储缩表对MBS的负面影响相

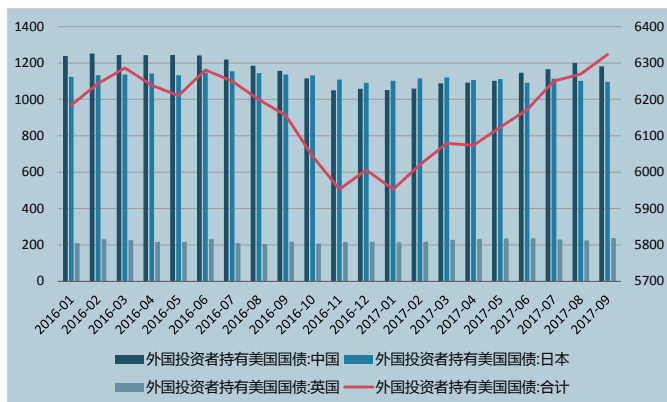
对更大。美国债券市场的资产证券化产品目前主要包括机构MBS、非机构MBS、CMO和ABS等，美联储持有的主要是机构MBS，由三大政策性机构担保。国债主要面临的是自然到期的问题，MBS市场则面临的是投资者提前还款的问题，并且这部分规模主要由消费者行为决定，具有不可控性。

一般利率上升时，消费者按揭贷款提前偿付的比例会提高，不过按照减持计划，提前还款超过再投资上限的部分，仍然会以继续再投资的方式投资，以美联储MBS每年减持2400亿美元的上限预期，初期减持MBS对市场的波动将主要受提前还款节奏的影响，但之后由于美联储已经表示过未来持有资产将以国债为主，MBS的规模可能降为零，这对市场预期的影响将更为负面。

美国机构MBS市场每年的发行额曾经超过2万亿，金融危机之后市场一度萎缩，但2016年再次回升至1.6万亿，美联储扩表过程中增持机构MBS对市场的交易活跃起到了重要支撑，若美联储以后退出MBS持有，由于美联储贡献了机构MBS市场超1/4的市场份额，MBS市场发展的困难预期增加。

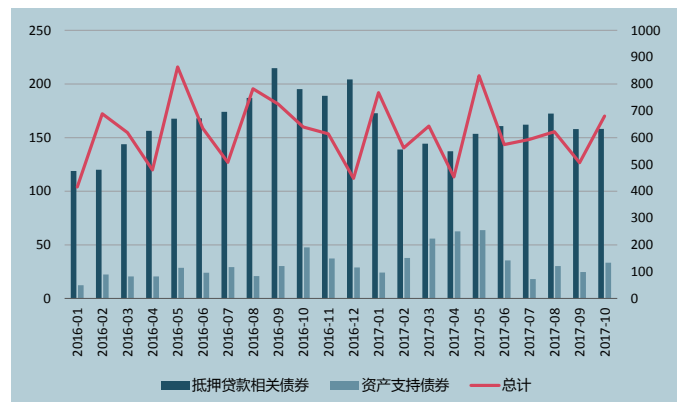
综合国债和MBS的减持计划，以TBAC的预期，到2021年美联储合意的准备金规模为6500亿美元，截止10月26日，美联储的准备金规模为2.2万亿美元，因此美联储的资产规模将可能为下降约1.6万亿，以10月份4.5万亿美元的总资产估计，缩

图表12 主要外国投资者持有美国国债情况（单位：十亿美元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

图表13 美国MBS和ABS发行情况（单位：十亿美元）



数据来源：WIND，新世纪评级整理



表完成后总资产将为2.9万亿左右。同时这个缩表的总规模与全部按照上限缩表的规模基本相当，且从缩表时间段来，按照现有节奏，美联储此轮缩表将大概率在2021年上半年就完成。

4. 对美元利率和汇率：美元融资利率大概率上行，美元汇率则可能短期升值中长期贬值

从2016年底全球流动性供给结构来看，在三个主要币种的供给中，美元流动性占总流动性供给约达54%，因此美元供给的收缩，势必影响美元融资利率，并波及美元和其他货币间的汇率水平。

利率方面，美国加息，其他国家央行为了防止资本流出，一般可能会追随着加息，典型如中国央行3月份在美联储加息后调升公开市场操作利率，从而提升整体的利率中枢水平；另外从流动性总量来说，美元流动性收缩，美元供给减少，也会推高美元融资的利率水平。这一点在美元LIBOR利率上表现得较为明显，2016年至今，3个月美元LIBOR利率已经从0.4%附近上涨到了1.35%，和美联储的前期加息幅度相当。预期后期随着缩表和加息继续推进，libor美元融资利率较有可能仍有上涨空间，目前美国利率期货市场上，对美联储12月加息的概率预期接近100%。当然主要注意的是，美联储当前的超额准备金较高，某种程度上也是美元流动性的过剩，因此缩表是流动性的正常化，其导致的美元利率上涨效应可能会比直接加息要更为缓慢。

汇率方面，根据利率平价理论，美元供应减少，美元融资利率上升，美元远期有贬值压力。事实上从2017年至今，美元指数也整体是下降走势；从国际收支影响汇率的角度，贸易赤字一般对应着一国汇率的贬值，贸易盈余对应着汇率的升值，2014年以来美国经常账户再度恶化，同样不利于美元的升值；即使是最经典的购买力平价理论，美国通胀走高的情况下，美元也面临贬值压力。

但另一方面，当前汇率也越来越受金融市场

波动及资本流动的影响，美国经济走强，美元利率上涨，吸引美元回流美国，资本流出国币种面临贬值压力，美元阶段性又可能会走向升值，2016下半年美元指数的强势升值行情应该就与美国经济复苏及美联储加息的预期有关，今年9月上旬以来，美元指数也不断走强。因此整体而言，货币政策正常化对利率、汇率影响的确定性有明显差异，美元融资利率大概率上行，但美元汇率则有短期升值，中长期贬值的可能。

资产价格方面，黄金石油与美元大部分情况下是负相关的关系，美元贬值，黄金和石油都可能上涨，今年以来在美元贬值的行情下，黄金价格和石油价格都有较为明显的涨幅，而且油价的上涨还可能推高全球的通胀水平。由于特朗普倾向于弱美元的政策，如果美元贬值持续，全球大宗商品的价格可能还有继续上涨的可能。

股票和房地产市场方面，由于美联储货币政策正常化，仍是美国经济向好的信号，缩表及加息目前并未对美国股票和房地产市场形成负面影响，道琼斯工业指数屡创历史新高，纳斯达克综合指数也超过了6600点，美国房屋价格指数6月底已经达到399，高于金融危机前的水平。但基于缩表带来的流动性收缩效应，美国股票和房地产市场不排除有较高的资产泡沫，后期调整的可能性也较高。

5. 对欧日和新兴市场：缩表未推动欧日融资利率明显上涨，新兴市场表现整体平稳

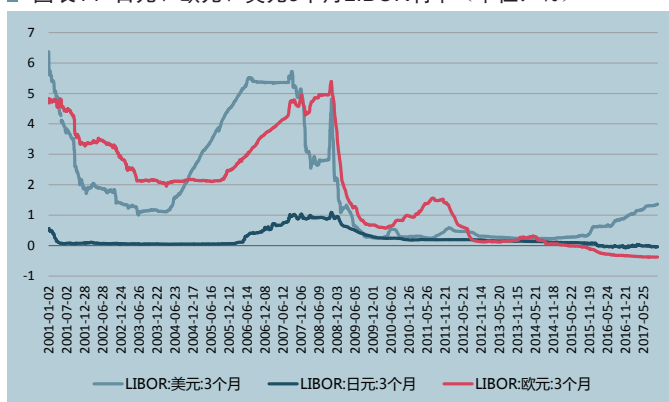
对欧日地区汇率而言，在美元今年以来总体贬值的走势下，欧元、日元今年汇率都有不同程度的回升，这其实不利于这些地区外贸增长对经济的贡献。

而从出口对这些地区GDP拉动率的表现来看，外贸恶化对日本经济的负面影响最大。2016年美国净出口对GDP年率的拉动率在-0.2%，日本实际净出口对GDP的拉动率为0.6%，欧盟28国商品和服务净出口对GDP同比的拉动率为0.2%，三

个地区2016年的GDP实际增速分别为1.6%、1%和1.9%。

当然从欧日汇率展望来看，若美元收缩后，全球市场对欧元和日元的需求增加，推动日元和欧元融资利率上升，欧日后期汇率还是较有可能贬值。不过从3个月LIBOR的融资利率实际走势来看，当前除美元融资利率的上升走势较为明确外，欧元的融资利率整体还是下行的，日元则相对平稳，缩表对欧元、日元的融资利率上涨效应则还未显现。

■ 图表14 日元、欧元、美元3个月LIBOR利率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

另外，欧洲央行QE的退出节奏也值得重点关注，基于欧洲经济复苏的不确定性，目前欧洲央行是缩减QE每月购债规模至300亿欧元，而不是完全退出。日本CPI仍在1%以下，在三大央行中预期将是最晚进行货币政策正常化。

新兴市场方面，无论是97年亚洲金融危机，还是2013年，美元的资本流出都曾经造成较大的动荡，不过从今年以来的情况来看，主要新兴国家如印度、俄罗斯汇率今年前9个月都是升值的，9月缩表宣布后至今，印度卢比和俄罗斯卢布有小幅贬值，但整体幅度并不大，特别是卢比，在9月从64贬值到65.7上方后目前又回到了65以下。

整体而言，对于新兴市场国家汇率而言，除了美联储缩表及加下带来的贬值效应外，还需关注其经济增长的状况。以印度GDP而言，虽然2016年来经

历了较大的下滑，但外汇市场可能更愿意相信印度的GDP下滑是短暂的，因而并没有过分看空卢比。货币政策方面，印度、俄罗斯、巴西和南非均在2017年降息，未表现出明显的跟随美联储货币政策正常化的趋势，但长期来看，预期各国的货币政策将大概率趋同。

6. 对中国：中美利差已处相对高位，影响总体可控

### (1)中美央行调控差异

中美央行资产负债表和调控方式有明显差异。从资产端来说，美联储目前的资产端主要是各类债券资产、包括国债、MBS以及回购协议等，前两者占到美联储总资产的96%，但对于中国央行来说，最大类的资产是外汇，截至2017年9月份，35万亿人民币的总资产中，外汇资产的规模达到21.5万亿人民币，占比达到61%，而央行持有国债的余额仅为1.5万亿人民币，占比为4.3%。

从负债端来说，美联储的负债端主要是准备金和通货（联邦储备券），目前的规模分别为1.5万亿和2.27万亿；但中国央行的负债端除了准备金和通货外，还有政府存款项，这部分的调整也会影响央行资产负债结构的变化。

总体来说，美联储通过缩减资产端的证券类资产，就可以达到缩减总资产和负债端准备金的效果，调控的主动性较强；但中国央行证券类资产很少，且外汇资产的形成与此前资本的大量流入有关，是被动地持有，因此调控的主动性主要是通过调整对金融机构的债权规模来达到，且资产端的变动还不是基本相当地反应到准备金规模的变化上，因为负债端还有政府存款等项目可以变化。

### (2)资本流出压力缓解，国内流动性未明显收缩

中美货币当局资产负债表的差异，使得美联储缩表背景下，中国央行所受到的冲击要更加可控。当国内美元面临流出压力时，央行不需要去增加对国债的持有，而是通过增加对金融机构的借

款，缓解基础货币收缩的压力，同时可以通过增减政府存款的规模，来调节准备金的合意规模，因此美联储货币政策正常化背景下，国内人民币的流动性压力整体是可控的，不会出现流动性被动收缩及利率的明显上涨。

虽然9月底央行出台了定向降准政策，但主要与普惠金融及银行间流动性结构性紧张有关，央行后期被动地进行货币宽松的概率较低。事实上，在国内去杠杆、金融监管仍在持续的情况下，中国央行不会被动宽松，而会采取相对紧平衡的流动性操作。

从今年的实际情况来看，中国当前面临的资本流出压力已在明显好转，央行被动宽松的必要性也在下降。外汇储备已经连续8个月正增长；10月外汇占款正增长21亿人民币，已是在连续22个月负增长连续第二个月正增长。9月银行结售汇也是顺差183亿人民币。

汇率方面，与美元可能短期升值，中长期可能贬值的预期相对应，人民币兑美元汇率短期可能面临贬值、中长期升值的可能性。

当然，对于汇率走势还需综合国际收支、经济增长等因素综合判断。整体而言在人民币兑美元汇率双边波动明显加强的情况下，汇率继续单边行情的可能性较低。

(3) 中美利差已在相对高位，央行加息的可能性不大

另一方面，在美联储缩表及加息背景下，虽然当前油价上涨，全球通胀反弹，但中国央行跟随加息的可能性也不大。

除了加息可能给经济增长带来负面影响外，从去年央行系列利率调控的特点来看，当前调整基准利率的信号意义过于强烈，央行更倾向于通过调整公开市场的操作利率，而非提升基准利率的方式进行利率调控。

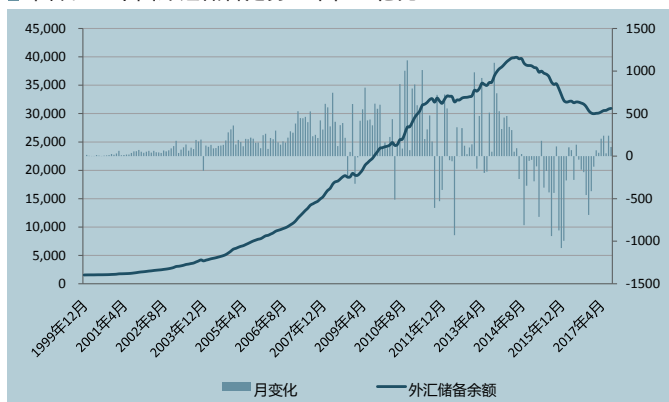
另外，从中美利差情况来看，中国继续加息的空间也有限。中美10年期国债利差，2007年以来的均值为100BP，当前超过了150BP，已处在相对高位。

#### (4) 融资成本上升风险

对中国债券市场而言，在流动性不会明显收缩，央行主动调控能力不断提升的情况下，债券市场的流动性不会受到明显的冲击。9月底以来，国内债券市场出现了一波较为明显的收益率上涨，10年期国债收益率突破3.9%关口，这是全球经济复苏向好、美联储货币政策正常化、中国经济平稳增长以及金融继续严监管等方面因素的综合推动。

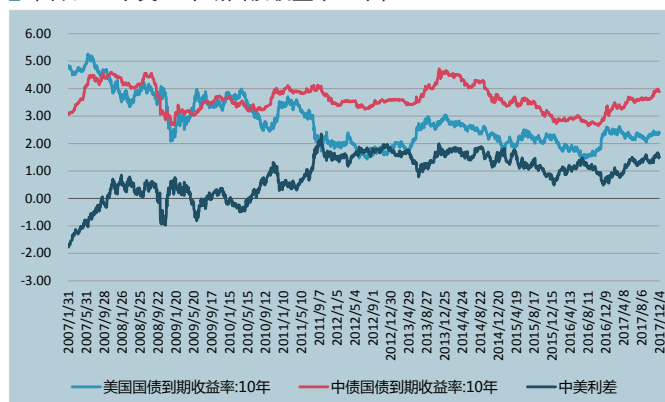
外国投资者境内债券投资方面，截至9月末，境外机构在银行间市场的债券余额为8960亿元，

图表15 中国外汇储备走势（单位：亿元）



数据来源：中国央行，新世纪评级整理

图表16 中美10年期国债收益率（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

较上年末增长15.04%，占国内债券市场的比例不到2%，即使这部分投资资金在美元流动性收缩的情况下，回流美国而减少在国内的投资，对国内债券市场的影响也较为有限。

不过，美元流动性收缩，美元融资利率上涨，部分企业美元融资资金链趋紧及违约的可能性在上升。同时如果发生提前偿还外币融资，增加国内融资的情况，也可能会推高国内的融资成本。

叠加今年债券融资收缩，表内贷款增加的情况，当前企业融资成本较高，预期后期央行在平衡去杠杆和降低企业融资成本方面，会有更多结构性的调控措施。

图表17 人民币贷款加权平均利率（单位：%）



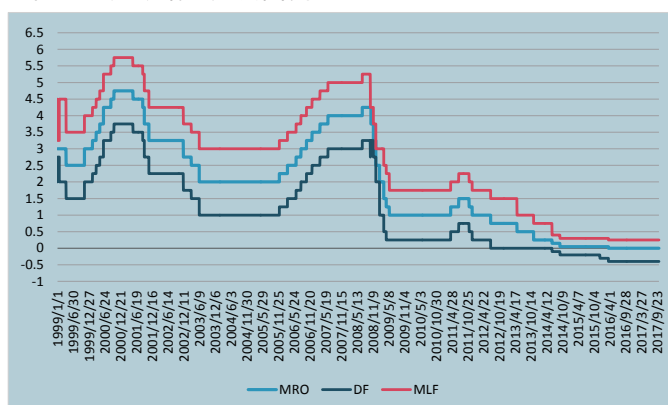
数据来源：WIND，新世纪评级整理

## 附录：欧日央行QE历程

### 欧洲央行QE历程

从欧洲央行（ECB）来说，欧洲央行日常的货币政策调控工具主要有MRO（主要再融资）、LTRO（长期再融资操作，初期期限主要为三个月以内）、MLF（边际借款便利）和DF（存款便利）以及准备金等工具，其中MLF和DF是金融机构在欧洲各国央行（NCB）的隔夜借款和存款的主要工具，其利率是欧洲央行利率走廊调控的上下限，主要再融资(Main refinancing operations)基本上每周操作，每次期限为一周，也是欧洲央行的主要政策工具。

图1 欧洲央行主要政策利率



数据来源：ECB，新世纪评级整理

2007年金融危机后，欧洲央行最初反应的应对措施主要包括调低利率，从2008年10月开始，其主要再融资利率从4.25%一路下降到2009年5月的1%，并且一直保持到2011年4月份；推出期限长达一年的LTRO提供流动性；购买欧元区发行的欧元担保债券；扩大货币政策的操作范围，自2009年7月起将欧洲投资银行批准称为合格对手方等。

之后非常规的货币操作不断推出，包括SMP（证券市场购买计划）和OMT（直接货币交易）

等，SMP于2010年5月10日公告操作，主要是干预欧元区受困的主权和私人债务市场，如买入受困国家的公债等，2012年9月6日开始，ECB用OMT取代SMP直接的货币交易，OMT的不同在于主要是购买1-3年期的欧元区公债，以调控短期利率，且没有购买的数量限制，并且允许卖出。截止2017年8月底，通过SMP购买的资产余额还有911.67亿欧元，目前两项操作均已结束。

欧洲央行还不断优化其宽松措施，包括对其常规性的LTRO进行期限改良等，在2011年增加了期限为3年期的品种。需要说明的是，欧洲央行在此期间也不断有回收流动性的操作，特别是针对SMP项下购债资产的减持，同时从2013年起，投放的LTRO融资也允许银行提前偿付，2013年期间，欧洲央行的资产负债表因此也有一轮非常明显的收缩。

之后由于欧元区经济再度恶化，欧洲央行再次推出资产购买计划，2014年6月5日开始，欧洲央行开始启动第一轮TLTRO（定向长期再融资操作）<sup>5</sup>，TLTRO相比LTRO期限更长达到了4年，且主要是定向给相关贷款指标达到的金融机构，以刺激其对非金融企业和家庭部门的信贷投放；欧洲央行<sup>6</sup>同时首次启动了负利率政策，将欧元区主要再融资操作利率从0.25%降至0.15%，将边际贷款利率从0.75%降至0.40%，将边际存款利率从0%降至-0.1%。

之后欧洲央行正式加入QE，即其量化的资产购买计划，主要包括了四大类资产的购买，分别为CBPP3（第三轮资产担保债权购买计划）<sup>7</sup>、CSPP（公司部门债券购买计划）、PSPP（公共

<sup>5</sup>2016年3月10日，欧洲央行推出了第二轮TLTRO操作。

<sup>6</sup>2014年9月、2015年12月、2016年3月，ECB又连续三次降息，目前MRO、MLF和DF的利率分别为0%，0.25%和-0.4%。

<sup>7</sup>在此之前有CBPP1和CBPP2，前者自2009年7月2日开始，2010年6月30日结束，共购买了600亿欧元的资产担保债券，截止2017年8月底，CBPP1项下还有74.5亿欧元资产余额。CBPP2自2011年11月1日开始，2012年10月31日结束，购买规模为164亿欧元。

部门债券购买计划)和ABSPP(资产支持证券购买计划),这些购买计划的节奏2015年3月到2016年3月期间是每月600亿欧元,2016年4月到2017年3月提高到了800亿欧元,2016年底,欧洲央行将QE期限延长到了2017年年底,但自2017年4月份开始,将规模降到了600亿欧元,目前外界推测今年年底QE到期时,欧洲央行可能也会跟随美联储退出其QE操作,不过由于欧洲经济复苏的基础难言巩固,欧洲央行内部分歧一直较大。

和美联储类似,ECB的QE操作也包括将购买资产的到期本金再投资的内容,截止2017年9月底,ECB的QE资产购买规模已经达到2.04万亿欧元。

## 日本央行QE、CME和QQE历程

日本央行(BOJ)方面,日本是主要发达经济体中,最早推出QE操作的国家,推出的背景是20世纪90年代日本经济以及随后2000年美国互联网经济泡沫的破灭,日本经济对内产出及出口都受到重创并受通缩阴影压制,因此2001年3月,日本正式推出了QE。

当时的QE政策主要有三方面的内容,一是从利率调控目标从政策利率转为经常账户余额调控,扩大日本央行的资产负债表规模。日本商业银行在央行的经常账户余额(current account balance)从当时的5万亿日元,之后上涨到2004年1月的30-35万亿日元,这个规模一直保持直到QE政策结束。二是日本央行做出了一个明确的承诺,就是QE政策将持续直到核心CPI保持在0或者以上,这种做法其实就是目前主要央行广泛采用的前瞻指引。三是日本央行增加了直接对日本国债的购买,改变日本央行资产负债表的结构。

QE期间,日本的基础货币规模不断膨胀,1990年,日本央行的基础货币规模为38万亿日元,占GDP比例为9%;QE前基础货币规模为64

万亿日元,占GDP比例为13%;QE后到2006年3月,则增至110万亿日元,占GDP比例为22%。

对于此次QE政策的效果,从GDP和CPI的来看,表现都较为平稳,避免了亚洲金融危机期间日本经济曾经出现过的大幅下滑,但从银行贷款的表现来看,由于金融机构的资产负债表在泡沫经济时期遭受了重创,同时QE在应对日本银行业不良贷款方面的内容较少,政策对日本银行业贷款投放的刺激作用并不明显,2006年3月,日本央行逐步退出了QE,并逐步上调了政策利率。

不过日本QE退出后不久,2008年全球又遭遇了雷曼金融危机,因此日本QE后利率上调时间段仅为2006到7月到2008年10月,之后日本的货币政策进入新一轮的货币宽松时期,具体措施包括四个方面:

一是降低利率。2008年10月份日本央行将政策利率从0.5下降到0.3,12月继续下调至0.1。需要说明的是,虽然金融危机期间全球主要经济体的出口和贸易都快速下降,但由于全球大宗商品价格金融危机期间到达历史高峰,日本CPI当时也是上涨到超过2%,日本央行当时下调利率,与通胀水平其实有所背离。

二是短期流动性的支持,日本央行以固定利率的方式,向金融机构提供三个月期限不等的抵押融资,到2010年8月,这些流动性支持的上限规模达到了30万亿日元。

三是便利企业融资的专项流动性支持,这项支持允许金融机构以公司贷款债权作为抵押,向央行融资,并且没有额度限制,这项措施一直持续到2010年3月份。

四是取消了2006年QE退出期间通胀目标指引中的0下限,强调通胀目标设定在2%,中值为1%,希望打消外界认为日本央行会允许通胀在0的认识。

虽然有这些宽松政策,但是全球经济在2010

年又遭受了欧债危机的冲击，包括日本在内货币宽松对经济的拉动越来越乏力，于是2010年10月，日本又推出了CME（comprehensive monetary easing），CME的措施内容包括：一是将目标政策利率从0.1%左右，下调至0-0.1%之间，实际上是零下限的设计，同时将补充借贷便利和补充存款便利的利率分别设定在0.3%和0.1%。二提出在通胀目标达标之前，将一直维持这种零利率的政策。三是推出资产购买计划（asset purchase program），以降低长期利率和风险偏好，购买的资产类别包括国债、短期贴现国库券、商业票据、ETF以及REITs等，设定的购买计划是到2011年年底，购买35万亿日元，不过这个规模之后逐步扩大，2013年年底结束时，规模已经达到了101万亿元，主要是购买的国债和国库券，规模分别为44万亿日元和24.5万亿日元。

可以看到，日本央行CME和QE政策相比，购买资产的类别更加丰富。调控的方式不再是负债端的基础货币，而是资产端的各类资产。同时创新设置了零利率下限。不过CME也未能挽救日本的通缩压力，于是2013年4月，日本正式推出了QQE政策（quantitative and qualitative monetary easing），并在之后的2014年10月、2015年12月、2016年1月、7月和9月先后补充了更多内容，并扩大了宽松规模。

具体而言，2013年的4月的措施主要包括两年内实现通胀2%的目标，将调控目标再次从政策利率转向基础货币，并表示将以每年增加60-70万亿的节奏增加基础货币，以每年50万亿日元的速度购买国债，停止CME政策项下的资产购买计划等。

2014年10月，基础货币的扩张规模增加到每年80万亿日元，国债、ETF和REITs每年的购买规模增加到80万亿、3万亿和900亿日元。2015年补充了更多针对ETF、国债、公司债、商业票据购买以及向央行抵押融资方面的内容。

2016年1月，日本央行则超预期地在QQE基础上推出了负利率政策，将金融机构在日本央行的经常账户存款（准备金）分三个级别分别支付0.1%、0和-0.1%的利率。7月，再次补充更多内容，包括将ETF购买规模增加到每年6万亿日元等。9月，进一步增加了收益率曲线控制等方面的内容，将日本10年期国债的收益率控制在0左右的水平。

根据2017年9月日本货币政策会议的内容，日本央行虽然表示经济在温和复苏，但价格和工资的上涨并不明显，关于负利率、收益率曲线，以及购买资产的规模也都没有变化，因此相比美欧央行，日本央行在退出宽松政策的态度上更加鸽派。



# 浙江省及下辖各市经济财政实力与债务研究（2017）

■ 文 / 张雪宜

## 区域概况：

浙江省位于我国东南沿海，与上海、江苏同为长江三角洲核心省份，也是长江经济带的覆盖省份。全省陆域面积10.55万平方公里，海域面积26万平方公里，设舟山宁波港，辖11个地级市。虽然是我国陆域面积较小的省份之一，但浙江省具有良好的产业基础，经济发展水平较高。

## 经济实力：

浙江省民营经济活跃，特色区域工业经济发达，专业市场发展充分，加之信息及海洋经济的发力，全省经济实力处于全国领先水平。2016年，浙江省实现地区生产总值4.65万亿元，居全国第4位；增

速为7.5%，高于全国水平0.8个百分点。

在G20峰会、国家信息经济示范区等利好因素的影响下，2016年浙江省经济平稳增长，产业结构持续优化升级，房地产投资及进出口实现回升。当年全省房地产开发投资7469亿元，同比增长5.0%，增速较2015年提升7.1个百分点；全省货物进出口总额2.22万亿元，同比增长3.1%，扭转了2015年负增长的局面，其中出口1.77万亿元，同比增长3.0%，增速居沿海主要省市之首。

从下辖地级市情况看，2016年杭州市和宁波市的经济实力在省内依然保持显著领先地位，地区率先推进信息、海洋、制造等产业转型，产业结构相对优





化，投资拉动的特征逐步弱化。2016年杭州市和宁波市地区生产总值分别为1.11万亿元和8541.11亿元，增速分别为9.5%和7.1%，但固定资产投资增速分别为5.1%和10.1%，相较于其他地级市，处于较低水平；温州市、绍兴市、台州市等仍为制造业强市，经济水平在省内排名中上游，但2016年经济增速总体有所放缓；衢州市、舟山市和丽水市经济发展水平相对靠后，2016年地区生产总值在1200亿元左右，经济仍以投资拉动为主，其中舟山市经济增速为省内最快，为11.3%。

#### 财政实力：

以良好的产业基础为依托，浙江省综合财力居全国前列，且具有相对健康的贡献结构。2016年浙江省一般公共预算收入为5301.98亿元，增长9.8%，其中税收收入为4540.08亿元，税收比率仅次于上海和北京；受房地产市场带动，政府性基金收入出现显著回升，2016年浙江省政府性基金收入为3930.06亿元，同比增幅达53.8%。

从下辖各地级市情况看，2016年各地级市一般公共预算收入均保持增长，但主要受“营改增”因素影响，增速总体低于2015年水平。各地级市一般公共预算收入规模及质量的总体序列与经济发展水平序列差异不大。其中，杭州市2016年一般公共预算收入为1402.38亿元，税收比率为91.93%，规模及质量显著优于其他地区，宁波的规模优势也相对突出，2016年一般公共预算收入为1114.54亿元，衢州市、舟山市、丽水市一般公共预算收入水平及质量相对偏弱，2016年一般公共预算收入规模略超100亿元。同年，各地级市基本扭转了2015年政府性基金预算收入大幅下滑的局面，除湖州市和丽水市外，其余地级市均实现两位数增速的增长。2016年杭州市政府性基金收入为1263.36亿元，规模优势依然最为显著；温州市政府性基金收入对财力的贡献度最高，2016年其政府性基金收入与一般公共预算收入的比率为107.62%。

#### 债务状况：

政府债务方面，由于基础设施建设等方面的投入，浙江省形成了较大规模的政府性债务。但随着债务管理的规范，近年来浙江省政府债务增速得到有效控制，或有债务得到大力度清理。截至2016年末，浙江省（不含宁波）政府负有偿还责任的债务余额为6994.2亿元（未含当年新增外债0.9亿元），较2015年末增长8.85%，或有债务余额为2333.3亿元，较2015年末减少40.94%。目前全省存量债务置换接近尾声，新增债务严格限额管理，总体债务风险可控。

从下辖各地级市情况看，经济发展水平排名靠前的地级市政府债务偿付压力相对集中于市本级，经济水平稍逊的地区债务压力在行政层级上有所下沉，总体来看，湖州市、丽水市、嘉兴市政府债务压力相对较大。浙江省城投平台在债券发行领域较为活跃，截至2017年9月末，各地级市城投平台债券余额合计4014.11亿元，规模仅次于江苏省和湖南省。包括债券在内，各地级市平台带息债务情况存在较明显的分化，其中绍兴市、湖州市、舟山市的平台债务负担相对较重。

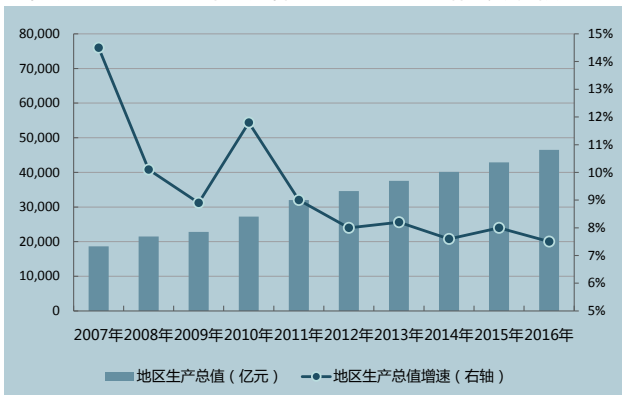
## 浙江省经济与财政实力分析

### （一）浙江省经济实力分析

浙江省民营经济活跃，特色区域工业经济发达，专业市场发展充分，加之信息及海洋经济的发力，全省经济实力处于国内领先地位。2016年在G20峰会、国家信息经济示范区等利好因素的影响下，浙江省经济平稳增长，产业结构持续优化升级，房地产投资及进出口实现回升。

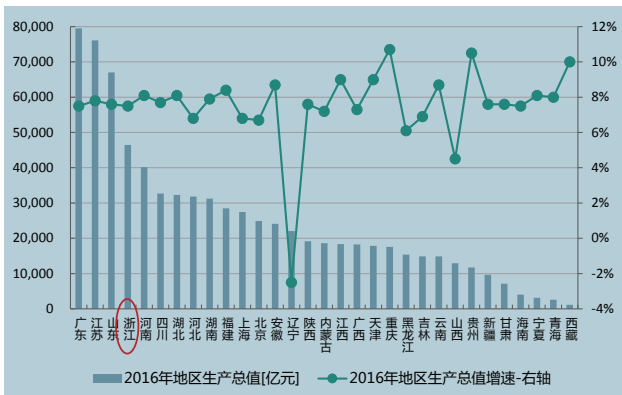
浙江省位于我国东南沿海，地处长江三角洲南翼，是长江经济带的覆盖省份，与上海、江苏、安徽、江西和福建接壤，全省陆域面积10.55万平方公里，海域面积26万平方公里。虽然是我国陆域面积较小的省份之一，但浙江省民营经济活跃，特色区域工业经济发达，专业市场发展充分，加之信息及海洋经济的发力，浙江省经济总量及发展水平处于全国领先地位。

■ 图表1 2007-2016年浙江省地区生产总值及增速变动情况



资料来源：2007-2016年浙江省国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

■ 图表2 2016年浙江省与全国其他省市地区生产总值及增速对比



数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

2016年，浙江省实现地区生产总值4.65万亿元，保持了全国第4的地位，同比增长7.5%，增速高于全国水平0.8个百分点，虽较2015年（8.0%）略有下降，但尚属平稳区间；人均GDP为8.35万元，为全国水平的1.55倍。

从三次产业结构看，自2014年第三产业占比首次超过第二产业以来，浙江省经济发展质量不断提升。2016年，浙江省实现第一产业增加值1966亿元，同比增长2.7%；实现第二产业增加值2.05万亿元，同比增长5.8%；实现第三产业增加值2.4万亿元，同比增长9.4%。三次产业增加值结构由2015年的4.3:45.9:49.8调整为4.2:44.2:51.6，三产比重进一步提高1.8个百分点，其对GDP的增长贡献率达62.9%。

浙江省具有较强的产业基础，民营经济活跃，在全国工商联发布的“2016中国民营企业500强”中，浙江省上榜数为134家，连续18年居全国首位。以民营经济为主导力量，经过多年发展，全省已形成发展成熟的特色区域经济、数量众多的规模性专业市场，涉及制造、加工、建筑、运输、养殖、纺织、工贸、服务等多个领域，如海宁皮革服装、诸暨珍珠、嵊州领带、乐清低压电器和永康五金制品等在全国享有较高知名度，同时该类细分产品也占有较高的国内市场份额。运作模式方面，浙江省主要发展以消费品市场为中心、专业市场为特色、生产资料市场为后续、其他要素市场相配套的商品交易网络，多年来同样取得了显著的交易业绩，形成了很强的市场影响力。

近年来纺织服装、化工和装备制造等传统支柱产业依然为浙江省经济发展提供基础，但同时也面临电器、服装、五金等商品消费需求下滑，实体商品交易市场运营受网络冲击等挑战。为此，浙江省持续推进产业转型升级和科技创新，2014年明确把加快发展信息经济、环保、健康、旅游、时尚、金融、高端装备制造等七大产业作为重点发展方向，2017年文化产业被新增列入浙江省重点发

展产业之一。

具体来看，在工业方面，2016年浙江省工业平稳增长，结构持续优化。2016年浙江省实现规模以上工业增加值1.4万亿元，同比增长6.2%，其中装备制造业、高新技术产业、战略性新兴产业增加值分别增长10.9%、10.1%和8.6%，占规模以上工业增加值的比重分别较2015年提高2.0、2.0和0.5个百分点至38.8%、40.1%和22.9%。从重点发展的产业看，信息经济核心产业制造业、高端装备制造业、健康制造业、环保制造业增加值分别较2015年增长13.6%、9.6%、8.9%和7.4%，拉动规模以上工业增加值增长1.4、1.3、0.3和0.8个百分点。

与此同时，工业领域去产能、去库存、去杠杆、降成本的成效持续显现。据浙江省统计局数据，2016年浙江省规模以上工业产品中，纸浆、水泥熟料、人造板、水泥、粗钢产量分别下降19.5%、9.9%、7.8%、4.1%和1.6%；2016年末规模以上工业企业产成品存货3312亿元，占全国的比重较2015年下降0.2个百分点至8.3%，产成品存货较2015年末仅增长1.7%，增速低于全国1.5个百分点；同期末，浙江省规模以上工业企业资产负债率较2015年末下降1.8个百分点至55.4%，低于全国平均水平0.4个百分点；2016年，浙江省工业企业每百元主营业务收入中的成本为84.1元，较2015年下降0.6元，低于全国水平1.4元。

在服务业方面，2016年浙江省服务业快速发展，其中信息经济、现代金融、旅游经济为转型升级的主导产业，房地产业显著回暖。2016年浙江省率先获批国家信息经济示范区，全年信息经济核心产业增加值3911亿元，占全省GDP的比重为8.4%，对GDP的增长贡献率达16.7%，以阿里巴巴、海康威视、大华、安恒信息等为代表的新兴技术在浙江不断壮大，杭州智慧城市的试点已取得明显成效。

与此同时，阿里百川计划、腾讯创业基地、

华为全球计算创新中心等落户浙江，为信息产业的创业创新带来动力；2016年浙江省金融业增加值占GDP的比重为6.6%，同年末本外币存、贷款余额分别较2015年末增长10.2%和7.0%，此外浙江省境内上市公司329家，其中中小板、创业板上市公司分别占全国的15.9%和10.5%，居全国前列；2016年G20峰会于杭州举办，极大提升了浙江的声誉和杭州的城市品牌，对区域内旅游及相关产业的发展起到明显促进作用，当年浙江省旅游总收入8093亿元，同比增长13.4%，旅游产业增加值占GDP的比重达7.1%。此外，2016年，在政策和市场的双重作用下，浙江省商品房销售旺盛，房地产投资有所回升。当年全省商品房销售面积8637万平方米，同比增长44.3%，商品房销售额9605亿元，同比增幅达52.5%；房地产开发投资7469亿元，增长5.0%，扭转了2015年负增长的局面。

此外，近年来在“海洋强国”战略的指导下，浙江省以海洋经济发展示范区和舟山群岛新区建设为契机，大力推动“宁波-舟山港”与21世纪海上丝绸之路沿线港口开展深度合作，已初步构筑起以宁波和舟山为中心、杭嘉温台为两翼发展格局。2016年，浙江省海洋经济发展平稳，海洋及相关产业增加值为6700亿元，同比增长8.4%，占全省地区生产总值的比重为14.4%。

浙江省投资、消费和净出口占比保持平稳，支出结构较为稳定。其中，投资和消费是拉动全省经济增长的主要动力，近年来最终消费和资本形成总额合计数占地区生产总值的比例保持在90%左右。2016年浙江省重点领域投资增长较快，投资结构持续优化，全年完成固定资产投资2.96万亿元，同比增长10.9%，其中第三产业投资占比67.89%。2016年浙江省重大产业项目、重大基础设施、高新技术产业、生态保护和环境治理业分别完成投资9593亿元、3998亿元、3157亿元和330亿元，同比增幅分别为17.6%、35.3%、14.3%和51.9%；战略性新兴产业完成投资2745亿元，

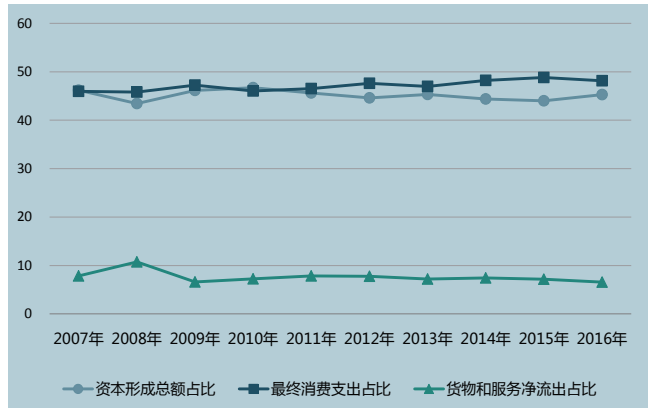
其中，新一代信息技术和物联网产业、新能源汽车、海洋新兴产业、核电关联产业等投资分别增长32.0%、29.9%、16.4%和12.1%，实现较快增长，而化纤、造纸、有色金属等高污染、高耗能行业投资分别下降21.6%、11.2%、8.0%。

消费方面，2016年浙江省消费增速进一步提升，同时创意设计、网络约车、在线教育和医疗等消费新形式不断涌现，拓展消费领域，增长动力有望持续。当年浙江省全社会零售总额为2.2万亿元，同比增长11.0%，其中网络零售额为1.03万亿元，同比增长35.4%。对外经济方面，2016年浙江省进出口依存度为47.8%，在沿海主要省市中<sup>1</sup>仅次于上海和广东。2016年浙江省对外贸易有所回暖，货物进出口总额2.22万亿元，较2015年增长3.1%，其中出口1.77万亿元，同比增长3.0%，增速居沿海主要省市之首、较2015年提升1.8个百分点；进口4536亿元，同比增长3.7%，增速较2015年提升17.1个百分点，实现正增长。

### （二）浙江省财政实力分析

以良好的产业基础为依托，浙江省综合财力位于全国前列，且具有相对健康的贡献结构。2016年浙江省一般公共预算收入持续增长，税收比率仅次于上海和北京；在房地产市场带动下，当年全省政府性基金收入出现显著回升。

■ 图表3 2007年以来浙江省地区生产总值（支出法）构成情况（单位：%）



数据来源：WIND，新世纪评级整理

以良好的产业基础为依托，浙江省综合财力位于全国前列，且具有相对健康的贡献结构，2016年全省综合财力为1.24万亿元，同比增长10.02%。近三年，以税收收入为主的一般公共预算收入对综合财力的贡献相对突出，且贡献度逐年上升，2016年一般公共预算收入占综合财力的比重增至42.86%；以国有土地使用权出让收入为主的政府性基金收入对浙江省综合财力的贡献度存在一定波动，但总体仍占有较主要份额，2016年政府性基金收入占综合财力的比重为31.77%，较2015年上升8.87个百分点。

从浙江省省本级财力看，一般公共预算收入的贡献占主导地位，较之全省财力结构，政府性基金预算收入的贡献度相对较低。浙江省财力向下级

■ 图表4 2014-2016年浙江全省和省本级综合财力规模及结构情况

指标	2014年		2015年		2016年	
	全省	省本级	全省	省本级	全省	省本级
综合财力(亿元)	11362.49	945.97	11244.87	1167.96	12371.18	657.18
一般公共预算财力(亿元)	6060.40	661.00	7932.94	1069.47	7824.68	596.19
其中:一般公共预算收入	4122.02	293.01	4809.94	353.08	5301.98	347.90
政府性基金财力(亿元)	5275.47	269.89	3261.83	—	4498.14	—
其中:政府性基金收入(亿元)	4272.02	153.92	2574.92	111.89	3930.06	102.29
国有资本经营预算财力(亿元)	26.62	15.08	50.10	27.46	48.36	13.94
其中:国有资本经营预算收入	25.59	14.95	50.03	28.29	74.38	28.65

注:综合财力=一般公共预算财力+政府性基金财力+国有资本经营预算财力

数据来源：公开资料，浙江省政府债券评级报告，新世纪评级整理

<sup>1</sup>广东、江苏、浙江、上海、山东、福建，下同。

政府倾斜力度大，因此从绝对数看，省本级财力占全省财力的比重相对较低，但考虑“省直管县”财政体制在一定程度上扩大了省本级政府财力的调配范围，且省本级负责确定税收分成比例及转移支付分配政策，省本级实际具有较强的财力调配能力。

浙江省一般公共预算收入在全国处于较高水平，近三年保持较快增长态势，税收比率在85%以上，收入持续性和质量较好。2016年浙江省一般公共预算收入为5301.98亿元，增长9.8%<sup>2</sup>，其中税收收入为4540.08亿元，税收比率为85.63%，在全国31个省市中仅次于上海和北京。增值税及营业税是浙江省最主要税种，其对税收收入的贡献度在50%左右，根据浙江统计信息网数据，2016年浙江省国内增值税为1028.05亿元，同比增长0.1%，营业税及改征增值税为1122.94亿元，同比增长14.4%。

此外，企业所得税、个人所得税、房产税和契税也是相对主要税种，2016年以上四者分别为704.69亿元、317.10亿元、184.30亿元和304.79亿元，个人所得税及契税的增幅较为显著，2016年分别为19.3%和25.2%。2016年浙江省一般公共预算支出为6974.25亿元，可比增长10.0%<sup>3</sup>，当年一般公共预算自给率为76.02%，较2015年提升3.65个百分点。在支出结构方面，2016年浙江省刚性支出<sup>4</sup>占比52.39%，民生支出<sup>5</sup>占比37.80%。从主要支出科目看，当年公共安全、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、一般公共服务支出的增速较快，均达到两位数增长，增幅分别为22.4%、16.5%、12.0%和13.0%；交通运输、文化体育与传媒、节能环保、农林水务支出出现不同程度下降，当年增速分别为-16.2%、-4.0%、-3.9%和-2.3%。

<sup>2</sup>数据来自《关于浙江省2016年财政总决算和省级财政决算草案的报告》。

<sup>3</sup>数据来自《关于浙江省2016年财政总决算和省级财政决算草案的报告》。

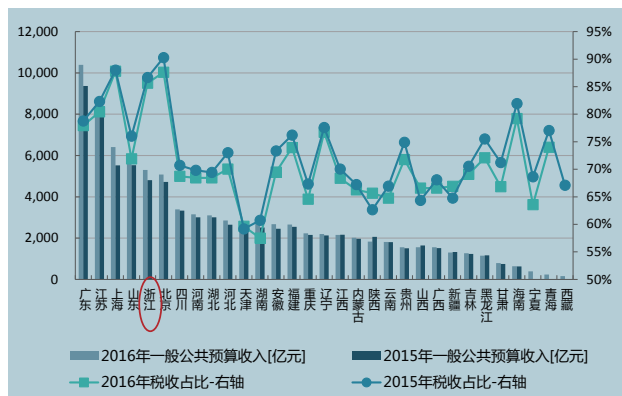
<sup>4</sup>刚性支出包括一般公共服务、教育、社会保障和就业、医疗卫生及公共安全支出。

<sup>5</sup>民生支出包括教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育、住房保障。

<sup>6</sup>数据来自《关于浙江省2016年财政总决算和省级财政决算草案的报告》。

<sup>7</sup>数据来自《关于浙江省2016年财政总决算和省级财政决算草案的报告》。

图表5 2015-2016年浙江省与全国其他省市一般公共预算收入及税收占比情况



数据来源：WIND，新世纪评级整理

浙江省政府性基金收入主要来源于国有土地使用权出让收入，近年来受房地产及土地市场景气度等因素影响存在一定波动。2016年浙江省房地产市场显著回暖，政府性基金收入同比增长53.8%至3930.06亿元。同年，由于新增建设用地审批面积增加，政府性基金支出亦显著增长。2016年全省政府性基金预算支出3756.02亿元，增长45.9%<sup>6</sup>。从省本级情况看，2016年政府性基金预算收入有所下降，为102.29亿元，降幅为5.6%<sup>7</sup>；同年政府性基金预算支出37.28亿元，下降13.7%。虽然浙江省政府性基金预算收入存在波动，但总体能覆盖支出，预算平衡情况良好。

### 下辖各市经济与财政实力分析

浙江省下辖杭州、宁波、舟山、绍兴、嘉兴、湖州、金华、台州、衢州、丽水、温州11个地级市。根据《浙江省城镇体系规划（2011-2020）》，未来浙江省城镇格局分为“三群四区七核五级”：杭州湾、温台沿海、浙中三个城市群；杭州、宁波、温州、金华-义乌四个都市区；嘉

兴、湖州、绍兴、衢州、舟山、台州、丽水为“七核”。浙江城镇将分为长三角区域中心城市（杭州、宁波、温州、金华-义乌）、省域中心城市（嘉兴、台州、湖州、绍兴、衢州、舟山、丽水）、县（市）域中心城市（60个左右）、中心镇（200个左右）和一般镇（400个左右）五个等级。

在《十三五规划纲要草案》中，浙江省提出加快构建以四大都市区为主体、海洋经济区和生态功能区为两翼的“一体两翼”区域发展新格局。杭州、宁波、温州、金华-义乌四大都市区的中心城市集聚高端要素，发展高端产业；舟山聚焦国家海洋战略；衢州、丽水聚焦绿水青山战略；湖州、嘉兴、绍兴、台州作为区域中心城市，聚焦功能均衡，生产、生活、生态融合，宜居、宜业、宜游并重。

（一）下辖各市经济实力分析

2016年杭州市和宁波市经济实力在浙江省内依然保持显著领先地位，该类地区率先推进信息、海洋、制造等产业转型，产业结构相对优化，投资拉动的特征逐步弱化；温州市、绍兴市、台州市等仍为制造业强市，经济水平在省内排名中上游，但2016年经济增速总体有所放缓；衢州市、舟山市

■ 图表6 浙江省“一体两翼”区域概况



资料来源：新世纪评级根据公开资料绘制

和丽水市经济发展水平相对靠后，经济仍以投资拉动为主，其中舟山市经济增速为省内最快。

从区域经济发展水平来看，因浙江省内各地级市资源禀赋和发展战略导向的不同，区域经济发展水平存在一定分化。从十三五规划划分的区域格局看，杭州、宁波、温州、金义四大现代都市区经济发展水平总体领先，除金华排名中游；生态功能区中绍兴、嘉兴、台州经济发展水平相对靠前，湖州、衢州、丽水相对靠后；海洋经济区舟山市目前经济总量规模较小，但得益于地缘优势和国家政策扶持，发展潜力大，2016年经济总量超越丽水市。

■ 图表7 2014-2016年“一体两翼”区域主要经济发展指标比较

指标	地区生产总值(亿元)	固定资产投资额(亿元)	社会消费品零售总额(亿元)	进出口总额(亿美元)	
2014年	四大都市区	24313	13590	10834	3489
	海洋经济区	1022	961	377	123
	生态功能区	15134	8982	6332	1078
2015年	四大都市区	26091	15355	12504	3287
	海洋经济区	1095	1135	416	726
	生态功能区	15875	10129	6976	1002
2016年	四大都市区	28272	16794	13829	—
	海洋经济区	1229	1311	457	—
	生态功能区	17002	11361	7685	—

数据来源：浙江省11个地级市国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

■ 图表8 2016年浙江省各地级市相关经济指标比较（单位：亿元，%）

序号	地区	地区生产总值	地区生产总值增速	固定资产投资	社会消费品零售总额
1	杭州市	11,050.49	9.50	5,842.42	5,176.20
2	宁波市	8,541.11	7.10	4,961.39	3,667.63
3	温州市	5,045.40	8.40	3,905.70	3,006.90
4	绍兴市	4,710.19	5.50	2,882.48	1,783.34
5	台州市	3,842.81	7.70	2,272.63	2,013.14
6	嘉兴市	3,760.12	7.00	2,790.16	1,638.49
7	金华市	3,635.01	7.50	2,084.01	1,977.87
8	湖州市	2,243.10	7.50	1,592.20	1,068.90
9	衢州市	1,245.49	7.10	981.74	609.31
10	舟山市	1,228.51	11.30	1,311.14	457.40
11	丽水市	1,200.22	7.10	841.65	571.64

数据来源：浙江省11个地级市国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

从2016年浙江省各地级市经济总量及其占全省的比重看，各地级市经济总量可分为三个梯队，其中，省会城市杭州和计划单列市宁波两市为第一梯队；传统制造业较强的温州、绍兴、台州、嘉兴、金华五市为第二梯队；湖州、衢州、丽水和舟山四市为第三梯队。

从2016年的情况看，浙江省各地级市的经济总量排序除舟山市超越丽水市外，其余较2015年无变化。杭州和宁波两市的经济总量仍在全省各市中占有绝对领先地位，2016年地区生产总值分别为1.11万亿元和8541.11亿元，经济总量合计占各地级市合计的42.13%。

经济总量位于第二梯队的五市经济发展水平较为均衡，经济总量合计占各地级市合计的45.15%。其中温州市相对领先，2016年地区生产总值为5045.40亿元，其余四市地区生产总值处于3000亿元和5000亿元之间，从高到低排名依次为绍兴市、台州市、嘉兴市、金华市。

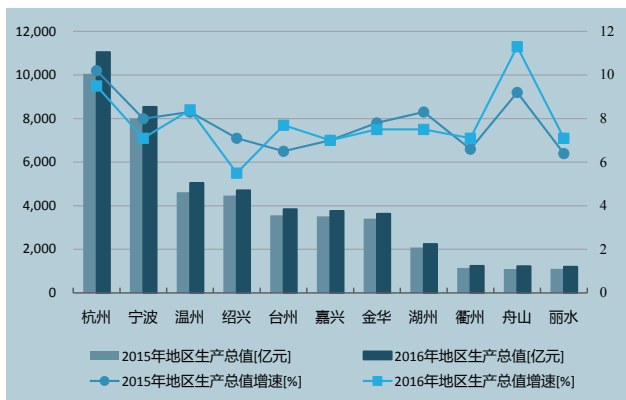
经济总量排名靠后的地级市为湖州、衢州、舟山和丽水四市，其中湖州市2016年地区生产总值为2243.10亿元，较显著领先于其余三市，其余三市地区生产总值较为相近，处于1200亿元左右，其中2016年舟山市以28.29亿元的优势领先于丽水市。

从经济增速来看，第一、第二梯队中的绝大部分城市2016年增速较2015年有不同程度放缓，第三梯队多数城市增速则有所提高。具体来看，舟山2016年经济增速同比提高幅度最为显著，为2.1个百分点，台州次之，为1.2个百分点；丽水、衢州、温州经济增速也实现正增长，同比提高幅度分别为0.7、0.5和0.1个百分点；嘉兴2016年经济增速与2015年持平；其余地级市经济增速出现不同程度下滑，其中绍兴降幅相对显著，2016年其经济增速同比下降1.6个百分点。

从人均指标来看，杭州市、宁波市及舟山市人均地区生产总值领先，2016年分别为12.14万元、10.88万元和10.64万元，远高于全省平均水平8.35万元，同时绍兴市该指标也具有相对优势，2016年为9.46万元。其余各地级市2016年人均地区生产总值均低于全省平均水平，其中温州市、丽水市和衢州市2016年人均地区生产总值与全省水平的差距较为显著，分别低于全省水平2.83万元、2.77万元和2.55万元。

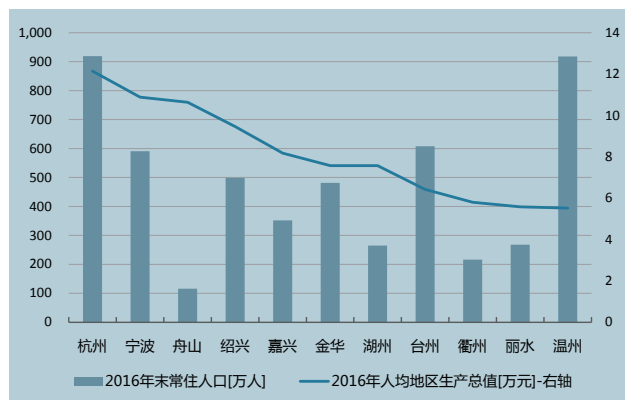
从经济增长动力看，总体上2016年投资在拉动浙江省各地级市经济增长方面仍占主导地位，除杭州外，当年其余地级市固定资产投资均实现了两位数的较高速增长；各地级市消费亦实现较高速增长，且增速相近，多数处于11%左右；进出口的增

图表9 2015-2016年浙江省各地级市地区生产总值及增速



数据来源：浙江省11个地级市国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

图表10 2016年浙江省各地级市人均地区生产总值与常住人口情况



数据来源：浙江省11个地级市国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

长动力则相对缺乏，四个地级市2016年进出口总额呈现负增长，其余地级市增速也仅限于中低速区间。

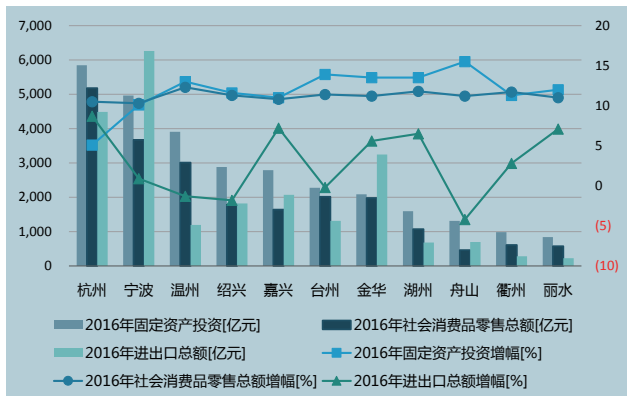
具体来看，固定资产投资方面，杭州市以5842.42亿元的投资额位居规模首位，但随着G20基础设施建设投资高峰期的度过，投资增速较2015年回落7.1个百分点至5.1%，是各地级市中唯一增速仅为个位数的城市。宁波市2016年固定资产投资完成4961.39亿元，规模位居第二，增速为10.1%，增速排名高于杭州，但低于其他地级市。温州市2016年固定资产投资完成3905.70亿元，规模位居第三，同时也实现了13%的较高增速。舟山市、衢州市、丽水市2016年固定资产投资规模居各地级市末三位，但舟山市的投资增速较快，当年以15.5%的水平列省内第一。

在房地产投资方面，2016年各地级市投资额绝对规模的排序基本遵循经济体量序列原则，但增速差异显著。2016年衢州市房地产投资增速以24.9%位列第一，温州市及金华市次之，分别为17.7%和16.7%，以上三市增速达两位数，显著高于其他地级市。台州市、舟山市和湖州市2016年房地产投资同比下滑，当年降幅分别为3.3%、11.2%和15.2%。

其余地级市2016年房地产投资增速在3%-6%。2016年浙江省绝大多数地级市房地产投资扭转了2015年负增长的局面，台州市和舟山市2016年仍呈负增长，但降幅同比缩窄8.3和3.1个百分点，而湖州市降幅同比扩大9.6个百分点。值得关注的是，舟山市、湖州市等房地产投资和固定资产投资增速的差异尤为显著，2016年当地投资主要依靠基础设施建设拉动。

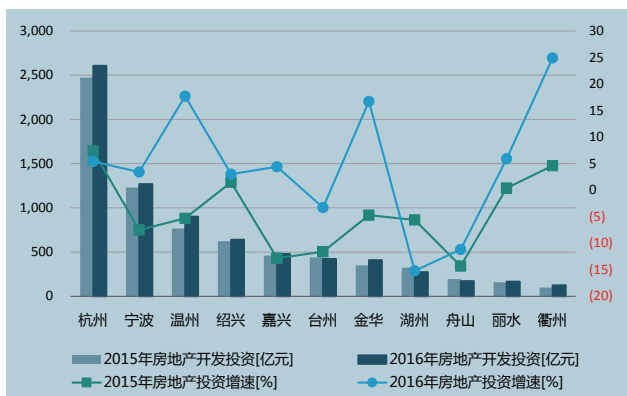
消费方面，2016年杭州市、宁波市、温州市的社会消费品零售总额位居规模前三，分别为5176.20亿元、3667.63亿元和3006.90亿元，衢州市、丽水市和舟山市居规模末三位，分别为609.31

图表11 2016年浙江省各地级市投资、消费、进出口规模及增速



数据来源：浙江省11个地级市国民经济和社会发展统计公报及统计局网站数据，新世纪评级整理

图表12 2015-2016年浙江省各地级市房地产投资额及增速情况



数据来源：浙江省11个地级市国民经济和社会发展统计公报，新世纪评级整理

亿元、571.64亿元和457.40亿元；各地级市社会消费品零售总额增速较为相近，其中温州市以12.3%的水平位居第一，宁波市以10.3%的水平排名最末。

进出口方面，宁波市凭借港口等优势以6262.09亿元的规模位列全省第一，较显著领先于排名第二和第三的杭州市（4485.97亿元）和金华市（3246.70亿元），但受欧美市场需求不足等因素影响，其增速较为有限，2016年宁波市进出口额同比增幅为0.9%。2016年绍兴市、台州市和温州市进出口总额分列全省第五至第七位，但呈现负增长，同比降幅分别为-1.8%、-0.2%和-1.3%。舟山市、湖州市、衢州市和丽水市的进出口总额均不超过1000亿元，列全省末四位，但其中丽水市增速较快，



2016年达7.1%，仅次于杭州市（8.7%）和嘉兴市（7.2%），而舟山市进出口增长不尽理想，2016年为-4.2%，是全省进出口额降幅最大的城市。

## （二）下辖各市财政实力分析

### 1. 下辖各市一般公共预算分析

2016年浙江省各地级市一般公共预算收入均保持增长，但主要受“营改增”因素影响，增速总体低于2015年水平。浙江省各地级市一般公共预算收入规模及质量的总体序列与经济发展水平序列差异不大。其中，杭州市一般公共预算收入规模及质量显著优于其他地区，宁波的规模优势也相对突出，衢州、舟山、丽水一般公共预算收入水平及质量相对偏弱。

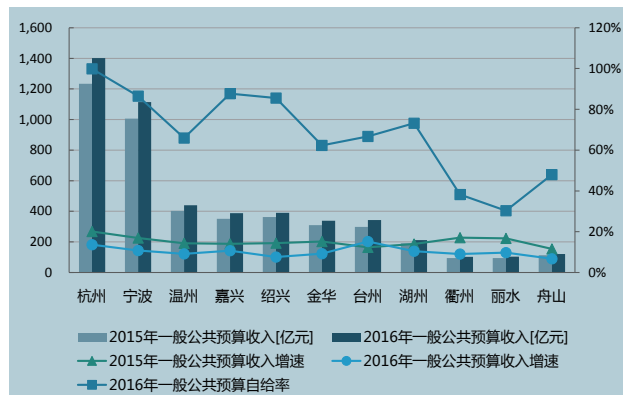
受经济发展水平差异影响，浙江省各地级市一般公共预算收入规模存在分化，总体序列与经济总量序列差异不大，但其中，2016年台州市一般公共预算收入少于GDP低于其的嘉兴市，衢州市一般公共预算收入少于GDP低于其的舟山市和丽水市。具体来看，2016年杭州市和宁波市一般公共预算收入超过1000亿元，显著领先于其他地级市，分列第一和第二位。温州市2016年一般公共预算收入为439.87亿元，位列第三；绍兴市、嘉兴市、台州市和金华市分列第四至第七位，一般公共预算收入规模在300-400亿元区间；湖州市2016年一般公共预算收入为211.2亿元，位列第八位；舟山市、丽水市和衢州市一般公共预算收入相对有限，2016年在100-130亿元区间，其中丽水市和衢州市财力较为相近，2016年一般公共预算收入分别为103.57亿元和102.56亿元。

从一般公共预算增速<sup>8</sup>来看，2016年浙江省各地级市一般公共预算收入均保持增长，但主要受“营改增”因素影响，增速总体低于2015年水平。2016年浙江省一般公共预算收入增速前五名的地

级市均实现两位增长，包括台州市、杭州市分别以15.19%和13.66%的水平位居增速前二，宁波市、嘉兴市和湖州市的增速较为相近，在10.4%-10.8%区间。绍兴市及舟山市2016年一般公共预算收入增速分别为7.55%和6.74%，位于各市末两位。

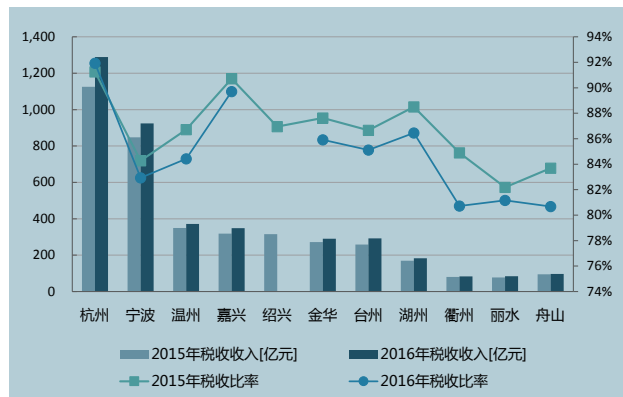
从一般公共预算收入构成看，2016年浙江省下辖各市继续保持较高的财政收入质量，税收收入占一般公共预算收入的比重均处于80%以上。其中杭州市以91.93%的水平位列第一，舟山市以80.68%的水平居于最末。从一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度看，2016年浙江省下辖各市一般公共预算自给率差异明显，杭州市一般

图表13 2015-2016年浙江省各地级市一般公共预算收入、增速及自给率情况



数据来源：新世纪评级根据公开资料整理、绘制

图表14 2015-2016年浙江省内各地级市税收收入情况<sup>9</sup>



数据来源：新世纪评级根据公开资料整理、绘制

<sup>8</sup>该部分内容中2016年一般公共预算收入增速以2015年及2016年一般公共预算收入绝对数计算而得，政府性基金收入增速同。

<sup>9</sup>未含绍兴市2016年税收收入。

公共预算自给率最高，为99.86%；嘉兴市、宁波市和绍兴市一般公共预算自给率较高，处于85%-90%之间；其他各市均低于75%，一般公共预算收入对其支出的覆盖能力相对欠佳，主要依靠上级补助收入等弥补，其中舟山、衢州、丽水三市一般公共预算自给率最低，分别为48.02%、38.19%和30.31%。

## 2. 下辖各市政府性基金预算分析

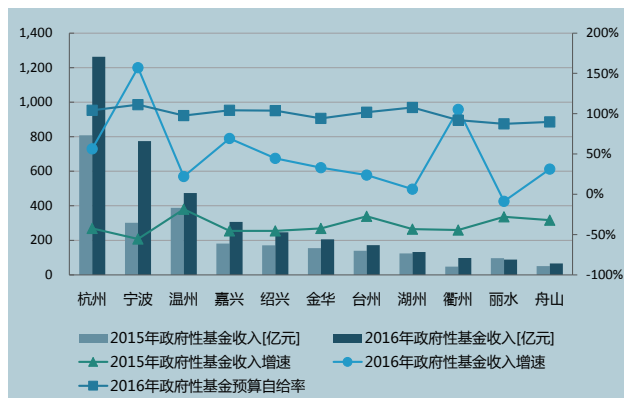
2016年浙江省各地级市基本扭转了2015年政府性基金预算收入大幅下滑的局面，除湖州市和丽水市外，其余地级市均实现两位数增速的增长，且当年收入基本能够较好地覆盖相应支出。2016年杭州市政府性基金收入规模优势依然最为显著，温州市政府性基金收入对财力的贡献度最高。

政府性基金收入是浙江省各地级市财力的重要补充。从绝对规模看，杭州市、宁波市和温州市政府性基金收入分列前三，2016年分别为1263.36亿元、774.66亿元和473.37亿元；衢州市、丽水市和舟山市分列末三位，收入规模不足百亿元，其中舟山市2016年政府性基金收入为65.97亿元。从相对规模看，以2016年政府性基金收入与一般公共预算收入的比率为参考指标，温州市政府性基金收入对财力的贡献度超越一般公共预算收入，该比率为107.62%，衢州市、杭州市和丽水市政府性基金对财力的贡献也相对较高，该比率在85%以上，其余各地级市该比率在80%以下，其中舟山市和台州市该比率处于较低水平，分别为54.83%和50.20%。

从增速看，2016年浙江省各地级市基本扭转了2015年政府性基金预算收入大幅下滑的局面，除湖州市和丽水市外，其余地级市均实现两位数增速的大幅增长。其中，宁波市2016年政府性基金收入增幅最为显著，达157.01%，衢州市次之，增速为105.26%。嘉兴市、杭州市、绍兴市、金华市和舟山市的政府性基金收入增速也较为显著，2016年处于30%以上。湖州市2016年政府性基金

收入增速仅为6.45%，而丽水市当年政府性基金收入同比减少8.74%。从政府性基金预算自给率情况看，浙江省各地级市政府性基金预算收入基本能够对相应支出形成良好覆盖。2016年宁波市、湖州市、嘉兴市、杭州市、绍兴市和台州市政府性基金预算自给率超过100%，温州市、金华市和衢州市该比率在90%-100%区间，舟山市和丽水市该比率分别为89.80%和87.36%，位列全省各市末两位，但仍属尚好水平。

图表15 2015-2016年浙江省下辖各地级市政府性基金预算收入及增速情况



数据来源：新世纪评级根据公开资料整理、绘制

## 浙江省及下辖各市债务状况分析

### （一）浙江省债务状况分析

由于基础设施建设等方面的投入，浙江省形成了较大规模的政府性债务。但随着债务管理的规范，近年来浙江省政府债务增速得到有效控制，或有债务得到大力度清理。目前全省存量债务置换接近尾声，新增债务严格限额管理，总体政府债务风险可控。

由于市政建设、交通运输设施、保障性住房和农林水务等方面的投入，浙江省形成了较大规模的政府性债务。但随着债务管理的规范，近年来浙江省政府债务增速得到有效控制，或有债务得到大力度的清理。截至2016年末，浙江省（不含宁波）政府负有偿还责任的债务余额为6994.2亿元（未含当年新增外债0.9亿元），较2015年末增长8.85%，

或有债务余额为2333.3亿元，较2015年末减少40.94%；浙江省（含宁波）地方政府债务余额为8390.8亿元，低于当年全省债务限额9685.3亿元，其中一般债务4814.5亿元、专项债务3576.3亿元。2016年末浙江省债务率为90.9%<sup>10</sup>。

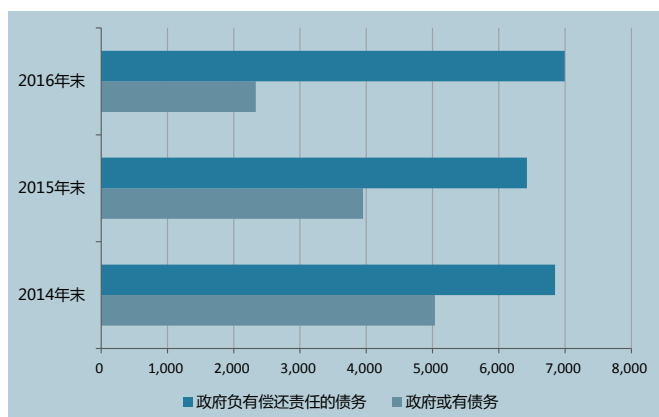
以地方政府债务余额与一般公共预算收入规模相对比，2016年末浙江省地方政府债务余额（含宁波市）是其当年一般公共预算收入的1.58倍，位列全国31个省（区）市该指标升序排列第8位，处于相对较低水平。自2014年自发自还地方政府债券以来，浙江省存量债务置换进度加快，2015及2016年浙江省（不含宁波）分别发行地方政府债券2243.6亿元和3582.7亿元。

根据公开信息，截至2017年10月11日，浙江省地方政府债券（含财政部代发、自行发行的地方政府债券）为7473.38亿元，是2016年末浙江省（不含宁波）地方政府债务余额的1.07倍，是浙江省（含宁波）地方政府债务余额的0.89倍，由此判断存量债务置换已接近尾声。根据《浙江省人民政府关于提请审议浙江省2017年省级新增地方政府债务预算调整方案（草案）的议案》，财政部核定浙江省2017年地方政府债务限额为10488.4亿元，较2016年新增地方政府债务限额803亿元，其中由浙江省政府及宁波市政府负责举借的新增债务分别为751亿元和52亿元。总体看，浙江省具有良好的产业及财力基础，目前全省存量债务置换接近尾声，新增债务严格遵循限额管理原则，且新增债务的形式及主体也有明确限定，政府债务风险整体可控。

## （二）下辖各市债务状况分析

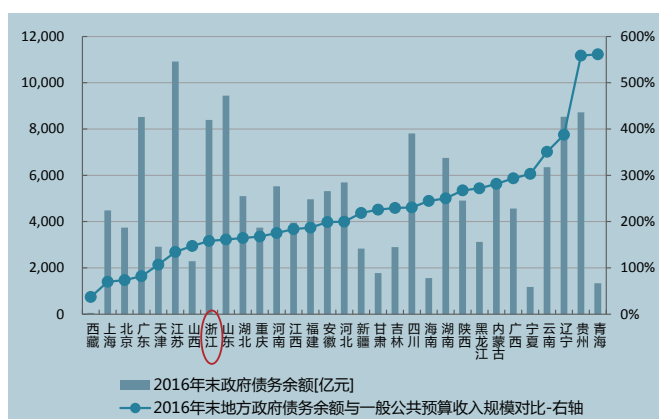
浙江省经济发展水平排名靠前的地级市政府债务偿付压力相对集中于市本级，经济水平稍逊的地区债务压力有所下沉。总体来看，湖州市、丽水市、嘉兴市债务压力相对较大。

■ 图表16 近年来浙江省政府性债务余额<sup>11</sup>情况（单位：亿元）



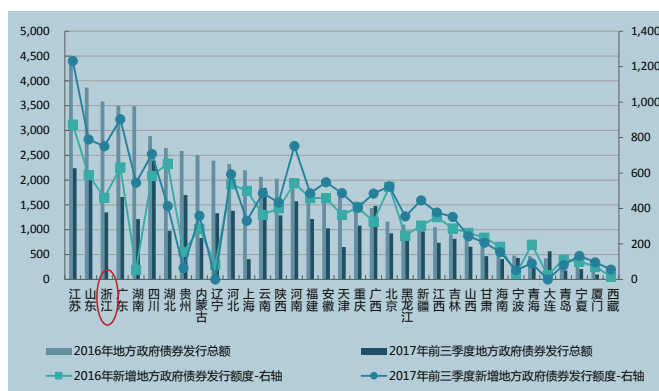
数据来源：浙江省政府债券评级报告，新世纪评级整理

■ 图表17 2016年末各省市地方政府债务余额与一般公共预算收入对比



数据来源：各省市地方政府债券信息披露文件，新世纪评级整理

■ 图表18 2016年及2017年前三季度各省市地方政府债券发行情况（单位：亿元）



数据来源：各省市地方政府债券发行文件，浙江省政府债券发行数据不包括宁波市

<sup>10</sup>数据来自《关于2016年全省和省级预算执行情况及2017年全省和省级预算草案的报告》。  
<sup>11</sup>未含宁波。

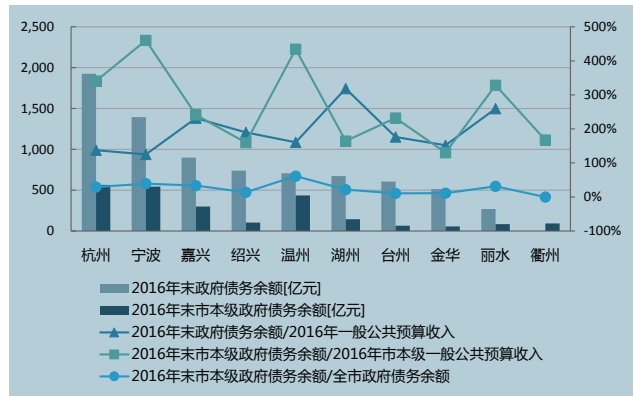
浙江省各地级市相关债务数据根据公开资料整理，信息披露口径不尽一致，本报告以尽可能统一口径的数据进行分析，但不排除相关指标计算及可比性仍存在一定瑕疵<sup>12</sup>。从全市政府债务情况看，杭州市和宁波市2016年末政府债务余额超过1000亿元，位居前二，丽水市2016年末政府负有偿还责任的债务余额为268.62亿元，规模处于相对较小的范围。

以2016年末政府债务余额与当年一般公共预算收入的比率进行比较，湖州市该比率最高，超过300%<sup>13</sup>；丽水市及嘉兴市该比率次之，处于200%-260%区间；其余地级市该比率处于100%-200%区间，其中杭州市和宁波市该比率处于相对较低水平，宁波市当年一般公共预算收入对政府债务的覆盖程度近80%，为各市最好水平。

从市本级政府债务情况看，2016年末杭州市和宁波市仍居规模前二，2016年末市本级政府债务余额均在500亿元以上；温州市和嘉兴市本级债务规模相对较大，2016年末余额在300亿元以上，分列三、四位；其余地级市本级政府债务规模在150亿元以下，金华市本级政府债务规模最小，2016年末为56.62亿元。以2016年末市本级政府债务余额与2016年市本级一般公共预算收入的比率为参考，宁波市和温州市该比率最高，超过400%；杭州市和丽水市次之，在300%以上；金华市该比率最低，为130.46%。

从债务分布看，温州市政府债务相对集中于市区，2016年末市区政府债务余额占全市债务余额的比重超过60%，占比为各市最高；同年末其余地级市市本级政府债务与全市政府债务的比率在40%以下，其中绍兴市、金华市和台州市2016年末市本级债务占比相对较低，分别为13.85%、11.03%和10.67%。总体来看，经济发展水平排名靠前的地

图表19 浙江省各地级市政府债务规模及相关指标对比



数据来源：新世纪评级根据公开资料整理、绘制

级市政府债务偿付压力相对集中于市本级，经济水平稍逊的地区债务压力有所下沉。

浙江省城投平台在债券发行领域较为活跃，城投债规模位于全国前列。包括债券在内，各地级市平台带息债务情况存在较明显的分化，其中绍兴市、湖州市、舟山市的平台债务负担相对较重。

从浙江省存续期内城投债情况来看，截至2017年9月末，各地级市城投平台债券余额合计4014.11亿元，在全国30个省市<sup>14</sup>规模降序排列中排名第三位，次于江苏省和湖南省。其中，杭州市和绍兴市城投平台债券存量最高，两者分别为826.55亿元和812.35亿元，合计占全省城投平台债券余额的40.83%；宁波市和嘉兴市存量城投债规模也相对较大，2017年9月末分别为531.30亿元和505.10亿元，合计占全省城投平台债券余额的25.82%；其余地级市存量城投债占比在10%以下，衢州市存量城投债余额最小，同期末仅29.40亿元。

以存续期内城投债余额与一般公共预算收入规模相对比，浙江省内大部分地区城投债偿付压力尚可，绍兴、湖州、嘉兴、舟山四市城投债偿付压力相对较大，上述地区2017年9月末城投债存续余

<sup>12</sup>在该部分分析中，舟山市、衢州市及温州市2016年末全口径政府债务余额未得，嘉兴市2016年末政府债务采用当年无限额数据；湖州市2016年末市本级债务采用市级债务限额数据，杭州市和绍兴市2016年末市本级债务采用市级债务口径，温州市2016年末市本级债务采用市区债务口径，舟山市本级债务数据未得。

<sup>13</sup>湖州市2016年末地方政府债务余额数据来源于《关于湖州市2016年全市和市本级预算执行情况及2017年全市和市本级预算草案的报告》。

<sup>14</sup>除西藏。

额对当地2016年一般公共预算收入的比重分别为2.08、1.80、1.30和1.28。其他地级市该比重均小于1，其中宁波、丽水、台州和衢州四市该比率低于0.5，分别为0.48、0.43、0.43和0.29。

值得关注的是，在经济发展水平相对较好的区域，县及县级市城投平台发行债券相对活跃。以县及县级市平台为发行主体的债券存量占比较高的地区有金华市、嘉兴市和湖州市，2017年9月末以上三市所辖（代管）县及县级市城投平台债券余额占全市城投平台债券余额的比重分别为94.60%、53.08%和48.58%。

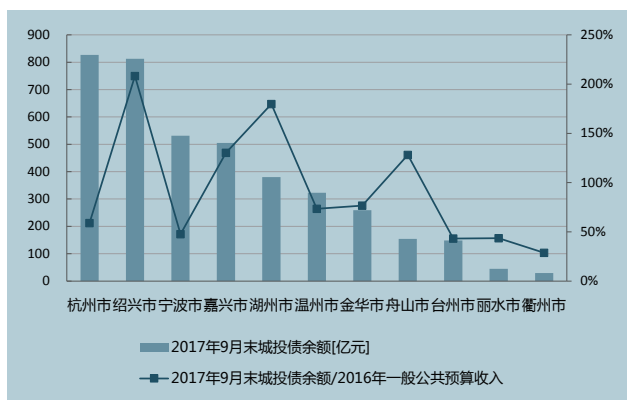
其中，金华市城投债的发行主体主要为义乌市平台，嘉兴市县及县级市城投债发行主体主要是海宁市和桐乡市平台，湖州市县及县级市城投债发行主体主要是长兴县和安吉县平台。

从浙江省城投平台带息债务情况来看，截至2016年末，各地级市城投平台带息债务合计1.72万亿元，在全国30个省市<sup>16</sup>规模降序排列中排名第五位，次于江苏省、北京市、天津市和四川省。2016年末浙江省城投平台带息债务是当年全省一般公共预算收入的3.24倍，该指标处于全国中游水平，位

列30个省市<sup>17</sup>降序排列第16位。

从各地级市看，浙江省城投平台带息债务主要分布于杭州市、宁波市和绍兴市，2016年末以上三市的城投平台带息债务占比分别为24.52%、21.45%和17.39%，其余地级市占比在10%以下。绍兴市及湖州市的城投平台带息债务负担最重，2016年末城投平台带息债务分别为2987.78亿元和1613.31亿元，是当年一般公共预算收入的7.66倍和7.64倍，绍兴市与湖州市2016年末城投平台带息债务分别是当年末政府债务余额的4.04倍和2.40倍，该指标列全省第一和第三位；舟山市和嘉兴市城投平台带息债务负担也相对较重，2016年末城投平台带息债务与当年一般公共预算收入的比率分别为4.55和3.85，列全省第三、第四；衢州市、金华市和丽水市城投带息债务负担相对较轻，2016年末上述指标分别为1.65倍、1.43倍和1.17倍。

图表20 浙江省各地级市存续期内城投债余额<sup>15</sup>与一般公共预算收入规模对比情况



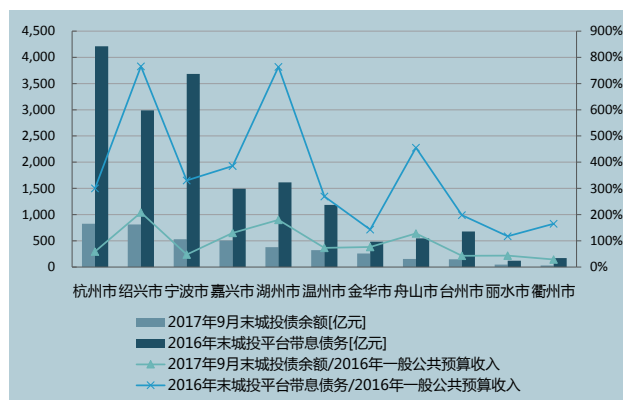
数据来源：Wind资讯及公开资料，新世纪评级整理

<sup>15</sup> 此处不包括省本级城投债券余额。

<sup>16</sup> 除西藏。

<sup>17</sup> 除西藏。

图表21 浙江省各地级市存续城投债及平台带息债务情况



数据来源：Wind资讯及公开资料，新世纪评级整理

# 保千里债务违约事件点评

■ 文 / 陈思阳



2017年12月2日，江苏保千里视像科技集团股份有限公司（简称：“保千里”或“公司”）公告称其发行的江苏保千里视像科技集团股份有限公司2016年非公开发行公司债券（简称“16千里01”或“本期债券”）第一次付息日为2017年11月30日，因公司目前现金流短缺等原因，无法按时、足额筹集资金用于偿付本期债券的应付利息，构成对本期债券的违约。

同时，公司还公告称部分银行贷款未能如期偿还或续贷，到期承兑汇票未能按时兑付，截至2017年12月1日，公司及下属子公司到期未清偿债务总额约4.55亿元（包括16千里01应付利息0.72亿元），占公司2016年末经审计净资产的10.39%。公司给出的债务违约理由是“由于公司

近年来在原控股股东及实际控制人、原法定代表人及原董事长庄敏主导下过度投资，且公司及下属公司部分资金被银行冻结、提前还款，到期贷款难以续贷，公司出现流动性风险和经营风险，致使部分银行贷款未能如期偿还或续贷，到期承兑汇票未能按期兑付。”

16千里01发行规模为12亿元，债券期限为3年，票面利率6.00%，偿还方式为每年付息一次，到期一次性还本。16千里01的评级机构为联合信用评级有限公司（简称“联合信用”）和鹏元资信评估有限公司（简称“鹏元资信”）。联合信用在前期债券发行时给予保千里主体信用级别AA-，评级展望为稳定，并在2017年6月16日调高保千里主体级别至AA级，评级展望为稳定。在保千里债

务违约风险暴露后，联合信用将保千里主体级别下调至BBB级，评级展望为负面，并在2017年11月29日进一步下调至CC，评级展望维持负面。鹏元资信在本期债券发行时给予保千里主体信用级别AA，评级展望为稳定，2017年6月15日维持保千里主体信用级别AA，评级展望下调至负面，2017年11月14日下调保千里主体信用级别至BBB级，评级展望维持负面。

### 主业经营情况良好，有别于一般违约的发行人

保千里前身为于1997年上市的江苏中达新材料集团股份有限公司（简称“中达股份”，股票代码600074）。2015年2月17日，经中国证券监督管理委员会《关于核准江苏中达新材料集团股份有限公司重大资产重组及向庄敏等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2015]291号）文件核准，中达股份进行了重大资产重组，将原有资产、负债和业务出售给原控股股东申达集团有限公司，并向庄敏、日昇创沅、陈海昌、庄明、蒋俊杰发行股份共计13.60亿股，购买深圳市保千里电子有限公司100%股权，深圳市保千里电子有限公司完成借壳上市，中达股份实际控制人变更为庄敏，并更名为保千里。保千里主业为视频及图像的采集、分析、显示、传输和处理等，主要下游终端应用行业为汽车行业。

值得注意的是，之前国内债券市场中出现违约企业多分布于煤炭、钢铁、有色金属等产能过剩行业，受到经济转型升级和国家淘汰落后产能政策等因素影响加大，加之自身经营不善而出现违约。而保千里所处的信息科技行业属于国家政策鼓励支持的新兴行业，行业发展态势向好，从保千里自身经营情况来看，其收入和盈利能力也是逐年提升的，但其在债券发行后第一次付息就发生违约，较为罕见。自2015年完成借壳上市至今，保千里2015-2016年及2017年前三季度营业收入分别为16.57亿元、41.14亿元和29.61亿元，营业利润分别为3.86亿元、7.79亿元和3.32亿元，净利润分别为3.74亿元、7.99亿元和4.08亿元，账面经营业绩一直处于较好的水平。

### 根本原因：盲目投资导致资金链断裂并终致债务违约

近年来，保千里业务范围大幅拓展，切入智能硬件、人工智能、智能手机、智能机器人、虚拟现实（VR）、在线教育等领域，基本上近两年A股市场热点题材保千里均有涉及，仅从公司公告来看，完成借壳上市以来，保千里公告的对外投资金额就达到22.46亿元，具体情况如下表：

值得注意的是，以上表格仅包括保千里公

■ 图表1 公司2015年以来对外投资项目

投资标的	投资金额(万元)	持股比例	资金来源	主要业务
深圳深国融众筹交易股份公司	2000.00	38.61%	自有资金	股权众筹;提供私募股权融资服务等
深圳市岁兰千里产业并购基金合伙企业(有限合伙)	20000.00	19.42%	自有资金	受托管理股权投资基金、受托资产管理、投资管理、股权投资等
柳州延龙汽车有限公司	64000.00	46.00%	自有资金	新能源汽车制造
深圳市岁兰成长智联产业投资企业(有限合伙)	80000.00	26.67%	自有资金	受托资产管理、投资管理、股权投资;受托管理股权投资基金等
深圳千里财富投资并购基金企业(有限合伙)	19600.00	19.60%	自有资金	股权投资基金管理、创业投资业务等
深圳市小豆科技有限公司	39000.00	100.00%	自有资金	在线教育
合计	224600.00	--	--	--

注：根据保千里公告内容整理

告的对外投资内容。根据相关媒体报道，保千里仅2017年就分别以4.30亿元和3.85亿元投资楼通宝和安威科两家企业，以及其他对外投资约20亿元，这些投资直到2017年11月15日因债务危机爆发，保千里才进行详细披露。因此保千里近两年对外投资金额应远大于上表所示。

同时，保千里高价投资的柳州延龙汽车有限公司和深圳市小豆科技有限公司，不但形成了大额商誉，同时对其收入和利润的贡献也不明显。而大额对外投资带来的是债务规模尤其是刚性债务规模的明显扩张和管理整合难度的增加。

2015-2016年末及2017年9月末，保千里负债总额分别为12.17亿元、47.43亿元和53.00亿元，其中刚性债务<sup>1</sup>分别为4.17亿元、37.56亿元和44.61亿元，占比分别为34.26%、79.19%和84.17%，可见保千里主要依靠外部融资来进行对外投资，存在短债长用的现象，且对刚性债务的依赖度不断上升。这从保千里的现金流量表也可以看出相关端倪。

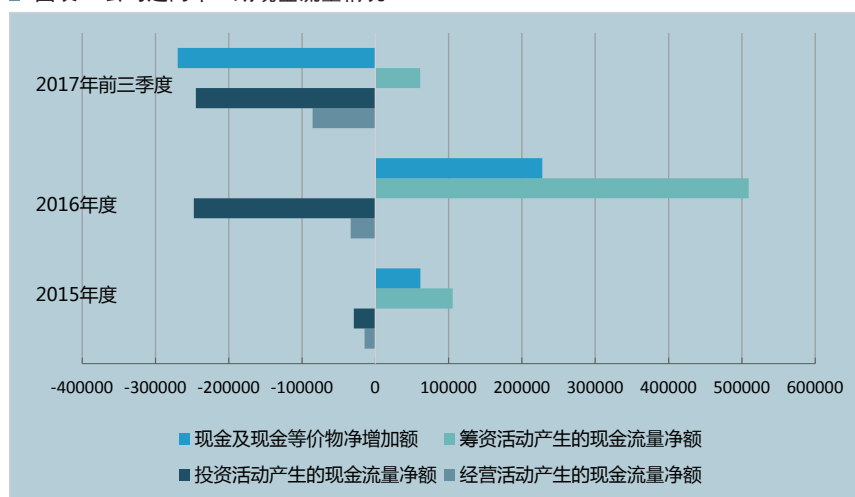
2015-2016年及2017年前三季度，保千里主业发展速度虽然较快，但主业现金回笼情况一直

不佳，同期其经营活动产生的现金流量净额分别为-1.48亿元、-3.36亿元和-8.56亿元，同期末其应收账款分别达到5.52亿元、11.18亿元和24.50亿元，到了2017年前三季度，公司现金回笼情况已明显出现问题，绝大部分的营业收入并未转化为现金流流入公司。

在此情况下，保千里仍保持了很大的对外投资力度，2015-2016年及2017年前三季度其投资活动产生的现金流量净额分别为-2.94亿元、-24.78亿元和-24.50亿元。

为了弥补流动资金缺口，保千里除银行信贷和发行债券外，还在2016年完成了非公开发行股票事项，净募集资金19.59亿元，2015-2016年及2017年前三季度其筹资活动产生的现金流量净额分别为10.54亿元、50.91亿元和6.10亿元，而现金及现金等价物净增加额分别为6.13亿元、22.78亿元和-26.98亿元，2017年前三季度在公司外部融资难以进一步拓宽、相关融资渠道收窄的情况下，其资金链出现断裂，最终出现债务违约。

■ 图表2 公司近两年一期现金流量情况



注：根据保千里公告的财务数据绘制

<sup>1</sup>本文中刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付债券。



## 触发因素：借壳上市造假/虚假估值时间因素导致公司资产及实控人股权被冻结，加速了资金链的断裂

保千里于2016年12月27日因涉嫌信息披露违法违规收到中国证券监督管理委员会（简称“证监会”）《调查通知书》（编号：沪证专调查字2016902号），2017年7月11日，证监会宣布调查结果，庄敏及其一致行动人陈海昌、庄明和蒋俊杰在保千里借壳上市的过程中，涉嫌向评估机构提供了4份虚假协议和含有虚假附件的5份协议，致使深圳市保千里电子有限公司评估值虚增2.73亿元，损害了被收购公司中达股份及其股东的合法权益。

在发现保千里资金链存在问题后，2017年9月以来，汇丰银行深圳分行、平安银行深圳分行和民生银行深圳分行申请冻结了公司部分房产和资金，根据保千里2017年10月13日公告称，合计冻结金额为1.75亿元。2017年10月17日，公司控股股东庄敏所持所有公司股权被广东省高级人民法院司法冻结。受此影响，公司融资渠道进一步受限，加速了公司资金链断裂速度，最终导致公司债务违约。

## 保千里债务违约事件思考

保千里发生债务违约，其根本原因在于企业大规模债务融资并盲目扩张、盲目对外投资。根据已披露的信息，保千里主业经营活动未表现出明显恶化迹象甚至保持良好的发展趋势（但实际上收入和盈利增长所对应的是应收账款等占款的快速上升）。保千里发生债务违约的直接触发因素是实际控制人在保千里借壳上市时造假事件。

这也从另一方面反映了实际控制人个人素质和风格对企业经营发展的影响。根据网易“清流”工作室《保千里涉嫌隐瞒客户近亲背景，巨额投资流向个人》文章报道，庄敏涉嫌将保千里巨额资金通过对外投资的方式流向其亲属等关联方。在保千里出现债务违约风险后，庄敏选择将其所持公司

6.09亿股股份对应的表决权、提名权、提案权不可撤销地授予周培钦，而不是积极应对解决风险事件。

从财务分析的角度上看，保千里资金链紧张的问题从其2017年一季报就开始显现，因此在信用风险分析中，除关注发行人的主业经营情况和效益、资产负债结构外，更要关注发行人的现金流状况并配合相关应收款项进行分析，关注发行人的收入实现质量，因为只有现金流入，发行人才有偿还债务的资金来源。

除现金流外，还应关注发行人的债务结构、债务性质等变化情况，了解发行人资产受限和融资渠道受限情况，这往往是财务风险事件爆发的导火索。同时，也应警惕假借对外投资名义转移资金的行为，对发行人的对外投资，应关注被投资对象的背景和实际资金流向。

从行业角度看，由于我国信息科技行业发展时间较短，目前国内信息科技行业企业平均规模总体偏小，为快速扩大业务规模，众多信息科技行业上市公司选择不断进行对外并购或对外投资，甚至有不少“蹭热点”或“跨界”的并购，这都增加了企业的流动性压力和管理整合压力，而且信息科技行业是一个快速发展、技术更替迅速的行业，这也对并购和投资发起方的战略判断能力提出更高挑战，以免“一着不慎，满盘皆输”。

# 2017年中国债券市场 发行与评级研究

■ 文 / 郭佩

## 债券市场总体情况

### （一）债券市场发行情况

2017年，全国债券市场共发行各类债券37267期<sup>1</sup>，同比增长28.19%，发行金额合计40.79万亿元，同比增长12.21%，发行数量和发行金额虽延续增长态势，但增速有所放缓。

从全年来看，上半年累计发行金额不及去年同期，但三季度起有所回暖并扭转下降态势。

受同业存单发行规模继续扩大的影响，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2017年合计发行31.85万亿元，同比增长24.96%，占债券募集总额的78.07%，占比由2016年的70.12%上升7.95个百分点，占债券市场发行量的比重进一步提升。

以证券公司债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计8.94万亿元，同比下降17.64%，占债券募集总额的21.93%，在2017年“去杠杆，强监管”的大背景下，信用债发行规模锐减1.92万亿元，自2011年以来首次出现下滑，占债券总体发行规模的比重延续2014年以来的下降趋势。

与此同时，信用债受市场波动增强、资金面收紧、流动性趋弱、发行成本升高等因素的叠加影响

■ 图表1 2017年全年主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	160	0.43	40,396.50	9.90
地方政府债	1,134	3.04	43,580.94	10.68
同业存单	26,954	72.33	201,665.70	49.44
金融债	1,138	3.05	49,481.41	12.13
政策银行债	612	1.64	32,844.78	8.05
商业银行债	72	0.19	3,902.00	0.96
商业银行次级债券	126	0.34	4,804.23	1.18
保险公司债	2	0.01	35.00	0.01
证券公司债	264	0.71	6,339.40	1.55
证券公司短期融资券	19	0.05	392.00	0.10
其它金融机构债	43	0.12	1,164.00	0.29
企业债	384	1.03	3,728.95	0.91
一般企业债	384	1.03	3,728.95	0.91
公司债	1,199	3.22	11,000.64	2.70
一般公司债	538	1.44	5,641.72	1.38
私募债	661	1.77	5,358.93	1.31
中期票据	916	2.46	10,390.55	2.55
一般中期票据(含PRN)	916	2.46	10,390.55	2.55
短期融资券	2,141	5.75	23,770.90	5.83
一般短期融资券	465	1.25	3,959.70	0.97
超短期融资券	1,676	4.50	19,811.20	4.86
定向工具	720	1.93	4,954.13	1.21
国际机构债	4	0.01	60.00	0.01
政府支持机构债	22	0.06	2,460.00	0.60
资产支持证券	2,371	6.36	14,335.79	3.51
交易商协会ABN	115	0.31	584.95	0.14
证监会主管ABS	1,853	4.97	7,773.54	1.91
银监会主管ABS	403	1.08	5,977.29	1.47
可转债	44	0.12	947.11	0.23
可交换债	80	0.21	1,158.84	0.28
合计	37,267	100.00	407,931.46	100.00

数据来源：Wind资讯，新世纪评级

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2018年1月2日。

响，700多只债券出现推迟或发行失败的情况，涉及金额达到6360.23亿元，创近年来新高，其中4月单月共有180只，合计1483.33亿元的债券推迟或发行失败，为全年最高。

从发行期限看，2017年发行的债券以短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的

80.08%，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8.54%、6.90%、2.34%、1.71%和0.44%，5年期以下债券合计占比95.51%。

## （二）利率债发行情况

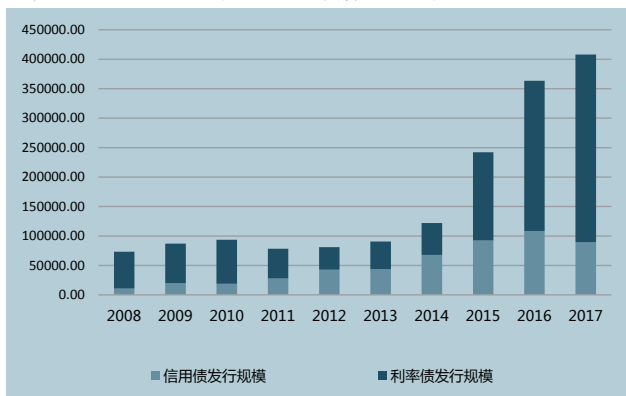
2017年债券市场中利率债发行量保持增长，所占比重进一步扩大。同业存单方面，2017年发行规模为20.17万亿元，同比增长54.92%。自2013年推出以来，同业存单的发行一直呈现高速增长，与此同时，发行人结构也发生了变化，参与方从政策性银行、国有行和股份行扩大到城商行、农商行、外资行和民营行。目前，股份行和城农商行成为发行同业存单的主力军，国有银行更多通过央行公开市场以及银行间相互资金融通渠道补充流动性。

在“去杠杆、降风险”的金融监管背景下，中国人民银行于2017年8月11日发布的二季度《中国货币政策执行报告》中提出拟于2018年一季度评估时起，将资产规模5000亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入MPA同业负债占比指标进行考核；8月31日央行发布公告，自2017年9月1日起，金融机构不得新发行期限超过1年（不含）的同业存单。

两项政策都表明了央行对规范同业业务，帮助金融机构做好流动性管理的决心。但鉴于目前多数银行的资产规模都在5000亿元以下，且留有充分的过渡期进行调整，银行发行的同业存单大多数也都在1年期（包含）以内，因此对银行业和同业存单的发行规模影响较为有限。

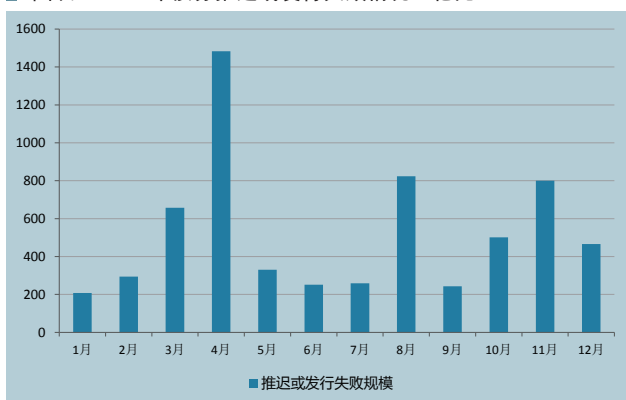
地方政府债2017年发行规模为4.36万亿元，同比下降27.93%，其中置换债2.77万亿元，新增部分1.58万亿元。2017年债市进入调整期，到期收益率不断升高，这在一定程度上推高了地方政府债发行利率，使得发行量和发行规模均不及去年全年水平。地方政府债品种方面，6月和7月财政部

图表2 2008~2017年债券市场发行规模（亿元）



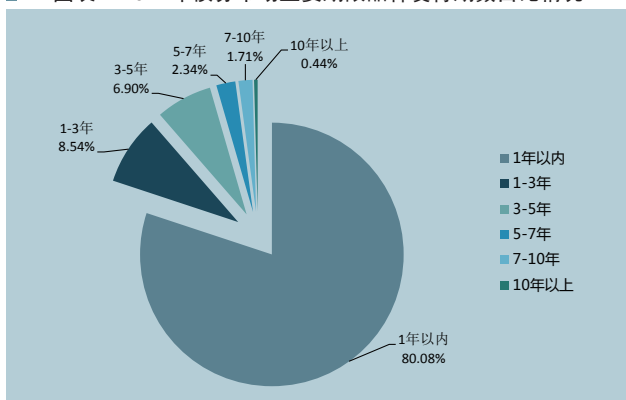
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表3 2017年债券推迟或发行失败情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

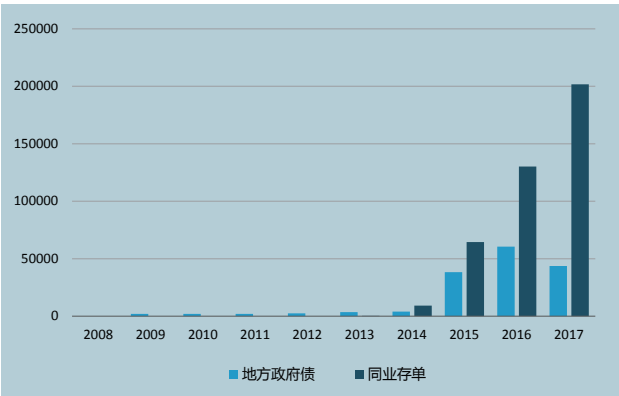
图表4 2017年债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

陆续发布关于土地储备和政府收费公路地方政府专项债券管理办法，以及试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知，进一步丰富地方政府债券种类。

图表5 2008~2017年同业存单和地方政府债发行情况（亿元）



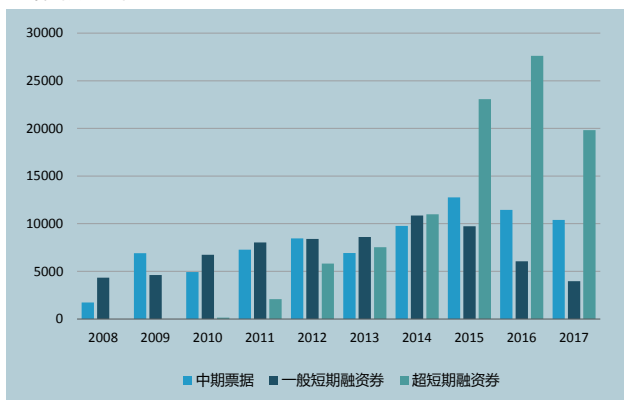
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### （三）信用债发行情况

2017年，债券市场中信用债发行规模呈现下降趋势，各主要券种发行量均呈现不同程度的下滑。非金融企业债务融资工具方面，中期票据、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）和超短期融资券发行金额分别为1.04万亿元、0.40万亿元和1.98万亿元，同比分别下降8.77%、34.43%和28.26%。

2017年9月1日，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》及相关配

图表6 2008~2017年中期票据、短期融资券和超短期融资券发行情况（亿元）



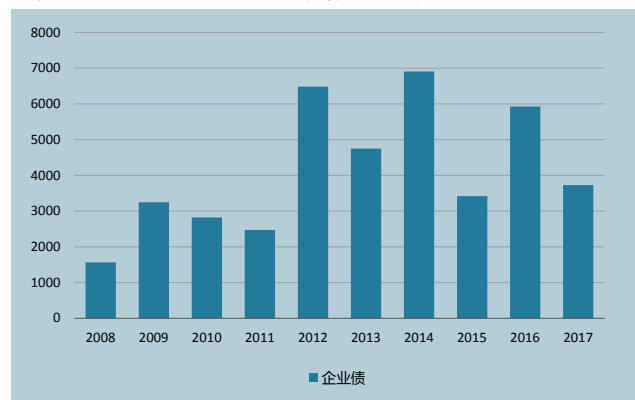
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

套文件，至此，在《非金融企业债务融资工具注册发行规则》（2016版）制度框架下包含公开发行和定向发行的注册发行多层次制度体系基本搭建完成。

企业债方面，2017年全年企业债发行规模为0.37万亿元，同比下降37.29%。2017年8月15日，国家发改委办公厅印发《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》，提出要积极防范企业债券领域地方政府债务风险。

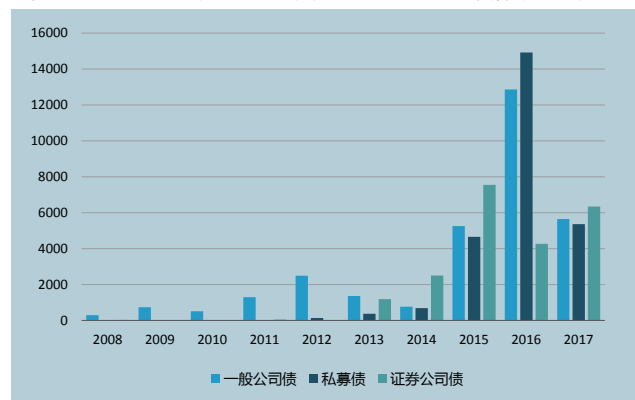
2016年10月，上海证券交易所向各大债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》明确表示，对房地产、产能过剩行业公司债券发行审核试行分类监管。这在一定程度上增加了“风险类”企业的发债难度和成本。

图表7 2008~2017年企业债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表8 2008~2017年公司债、私募债和证券公司债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

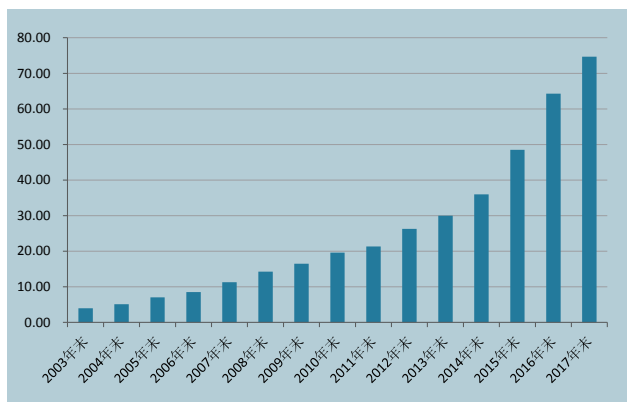
作为2015年和2016年公司债发债主力的房地产企业，自去年底交易所控制地产公司债发行后，房企公司债发行规模下降，从而导致公司债发行锐减。2017年公司债和私募债发行总额分别为0.56万亿元和0.54万亿元，同比分别下降56.59%和63.76%。

#### （四）债券市场存量债券情况

从债券市场存量规模看，截至2017年末，全国债券市场存量债券余额74.69万亿元，比年初增加10.42万亿元。

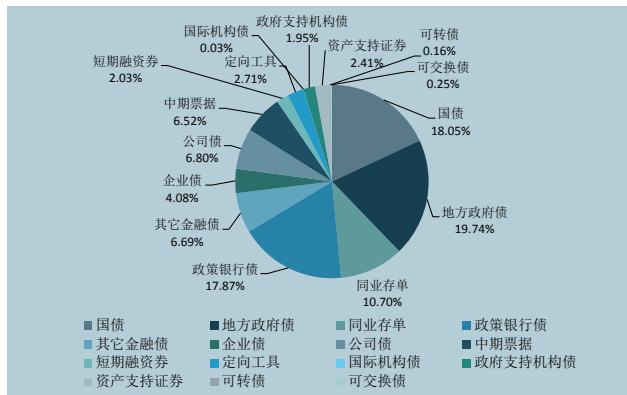
从债券市场存量债券券种分布看，2017年末，国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计49.57万亿元，占比66.37%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为主的信用产品合计25.12万亿元，占比33.63%，比年初下降2.45个百分点。

■ 图表9 2017年末债券市场存量债券余额（万亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

■ 图表10 2017年末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

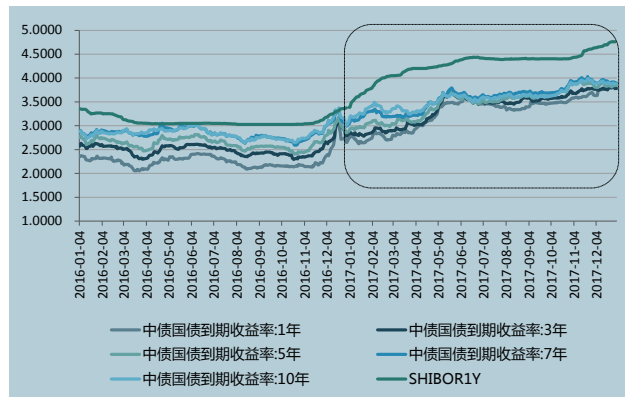
#### （五）债券市场主要收益率变化情况

2017年，中国经济表现总体稳中向好，结构调整持续优化，通胀水平温和上涨。央行持续推进稳健中性的货币政策，综合运用逆回购、中期借贷便利等工具，维护银行体系流动性基本稳定，为稳增长、促改革、调结构、惠民生、去杠杆、抑泡沫、防风险营造适宜的货币金融环境。

从债券市场收益率来看，一季度，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，国债收益率整体呈上升趋势，曲线平坦化上行，年初至2月初，国债收益率整体上行，之后，国债收益率走势有所振荡；二季度，受金融监管加强影响，同时叠加我国经济稳中向好、美联储缩表预期升温等因素，国债收益率水平抬升明显，曲线进一步平坦化。

进入6月，在监管层释放维稳信号及央行加大流动性投放力度的综合作用下，资金面趋稳，市场情绪有所缓和，各期限收益率小幅下行，但较年初相比仍保持在较高水平；三季度，债市影响因素多空交织，国债收益率水平整体窄幅区间震荡，中长期品种的国债收益率保持平稳运行，短期国债收益率受季末压力、机构短时预期和央行调整节奏等因素影响较大，波动性较强。进入四季度，在监管政策逐渐落地，资金面压力较大等的影响下，市场对通胀上行的忧虑增加，对流动性宽松的预期落空，外加海外货币政策逐步退出宽松对全球利率构

■ 图表11 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

成上行压力，10年期国债收益率不断走高，中间虽偶有回落，但延续上涨趋势，11月，收益率两次破4%，为近三年第一次。

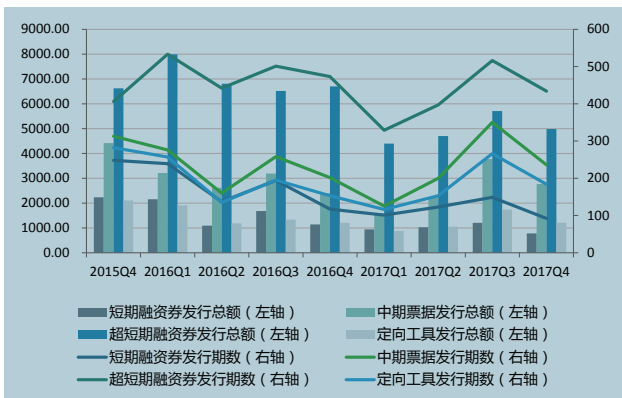
整体来看，2017年债券市场各品种、各期限收益率在区间震荡中不断走高。其中，固定利率国债1年期收益率从年初的2.75%升至年末的3.79%，上升104BP，3年期、5年期和7年期国债收益率同年初相比则分别上升95BP、95BP和86BP。10年期国债收益率也从年初的3.11%上涨至年末的3.88%，上升77BP。

### 非金融企业债务融资工具发行与评级情况

#### （一）发行规模<sup>2</sup>

2017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465期，同比下降32.31%；募集资金3959.70亿元，同比下降34.69%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行911期，同比增长1.56%；募集资金10369.45亿元，同比下降9.20%。定向工具共发行720期，同比下降2.83%；募集资金4,954.13亿元，同比下降17.76%。超短期融资券共发行1676期，同比下降14.01%；募集资金19811.20亿元，同比下降28.25%。

图表12 近年来短期融资券、中期票据、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

<sup>2</sup>此处的发行规模主要为短期融资券、超短期融资券、中期票据和定向工具的发行规模，下文因部分数据难以获取，因此不再对超短期融资券和定向工具进行其他方面的统计分析。

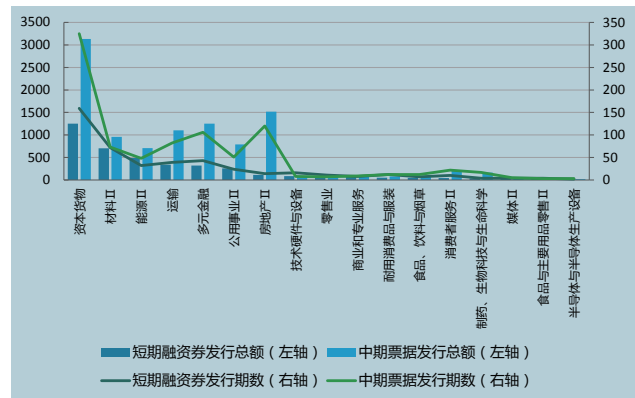
#### （二）发行人行业分布

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、房地产、多元金融、运输、能源和公用事业等领域。其中，资本货物等上述七大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为87.79%和82.37%，在中期票据中合计占比分别为91.28%和88.36%，行业集中度较高。

#### （三）主承销商分布

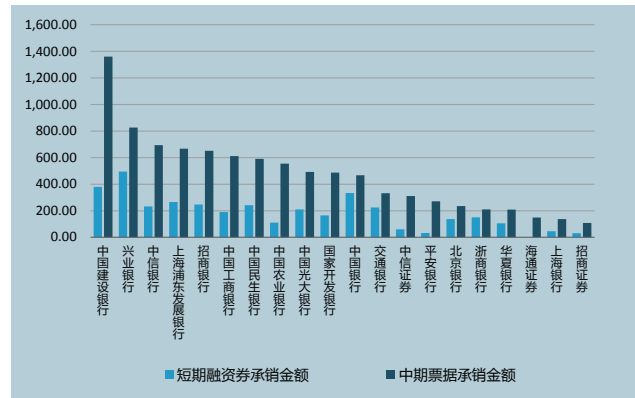
2017年，共有34家银行和12家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从承销金额来看，建设银行继续保持市场第一的位置，兴业银行和中信银行紧随其后，上海浦东发展银行超过

图表13 2017年短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表14 2017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

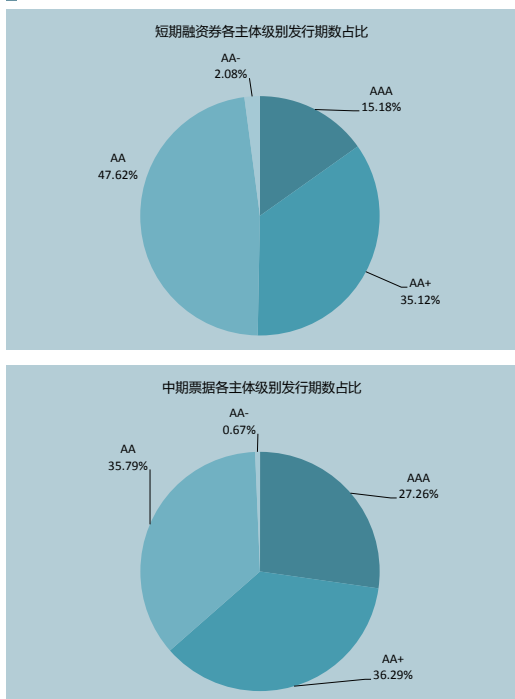
招商银行跃居第四位，民生银行、光大银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

#### （四）信用等级

2017年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级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97.92%。2017年主体信用级别为AA-的发行主体仅7家，发行额合计20.80亿元，其中2期为外部担保债券，5期为无担保债券。

2017年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为99.33%。2017年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有4期，发行额合计10.50亿元，其中1期为外部担保债券，3期为无担保债券。

图表15 2017年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

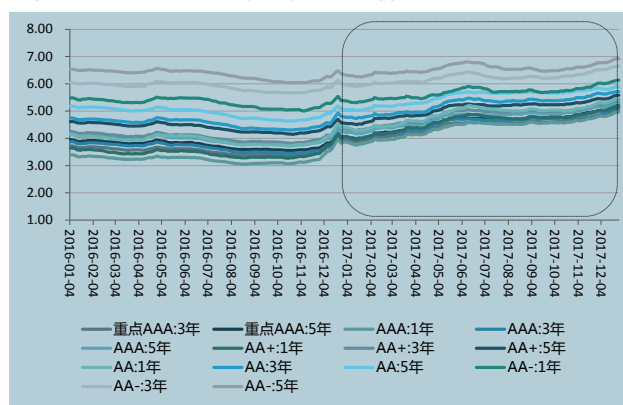


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### （五）发行利率

2017年，交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值总体与国债收益率曲线保持一致，在震荡中不断走高，中间虽偶有回落，但在年末收益率普遍大幅上行。具体来看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率为4.97%，较年初的3.86%上升111BP；同期AA级定价估值收益率为5.44%，较年初的4.40%上升104BP。

图表16 非金融企业债务融资工具定价估值走势



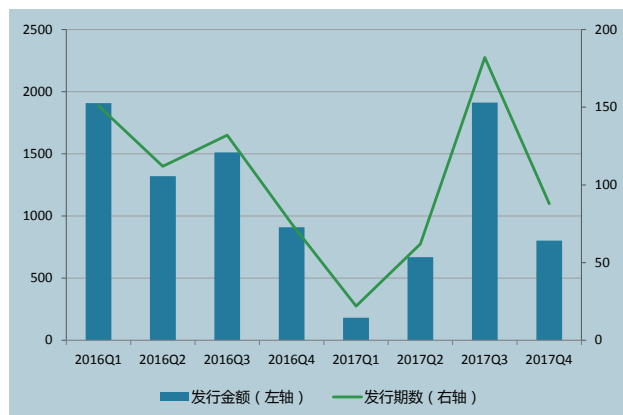
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### 企业债券发行与评级情况

#### （一）发行规模

2017年，企业债券（不含集合企业债）累计发行353期，同比下降24.89%；发行金额3554.65亿元，同比下降37.09%。

图表17 近年来企业债券发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

(二) 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017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。在全年发行的353期企业债中，其中有334期属于城投债，占比高达94.62%。

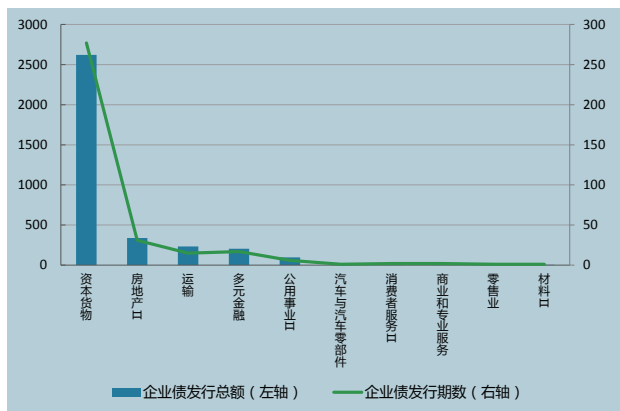
(三) 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2017年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为87.82%和84.52%；7年及以上债券合计占比分别为96.32%和94.94%。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。

(四) 信用等级分布

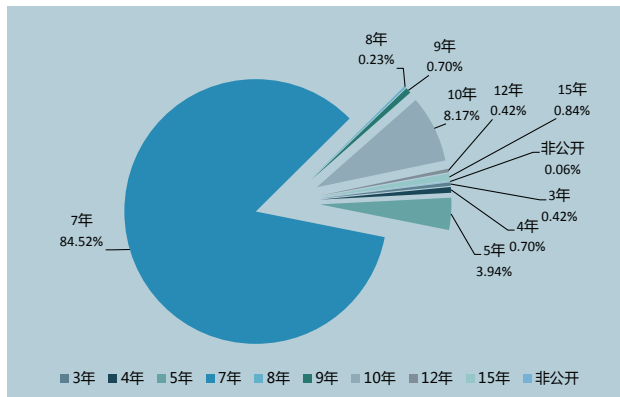
从信用等级分布看，2017年发行的企业债券中，发行主体信用等级均为BBB+级及以上级别。

图表18 2017年企业债券发行行业分布（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表19 2017年企业债券各期限发行期数占比



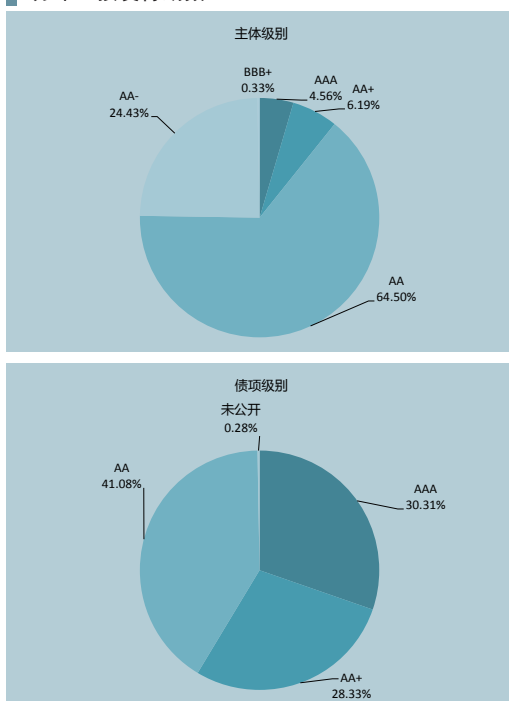
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

其中，BBB+级期数占比为0.33%，AA-级期数占比为24.43%，AA级期数占比为64.50%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为41.08%，主体AA-级及以下等级发行人均采用了信用增级措施。

(五) 增信方式

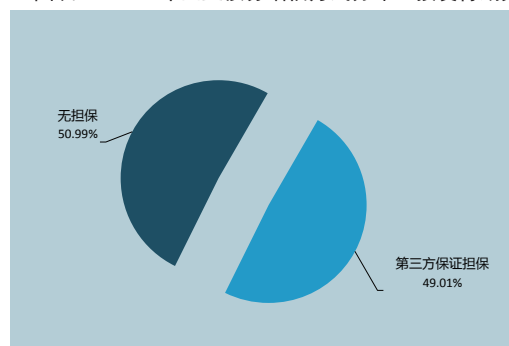
2017年发行的企业债券中无担保债券和第三方保证担保债券期数基本持平，其中无担保债券占比为50.99%，第三方保证担保债券占比为49.01%。

图表20 2017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21 2017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



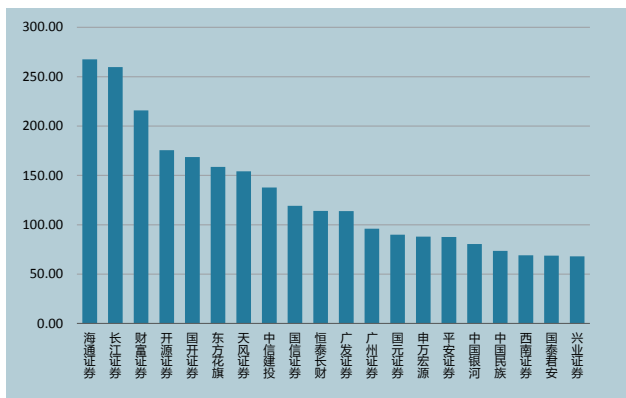
### (六) 主承销商分布

2017年共有64家证券公司参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，海通证券、长江证券和财富证券分列前三甲。

### (七) 发行利率分析

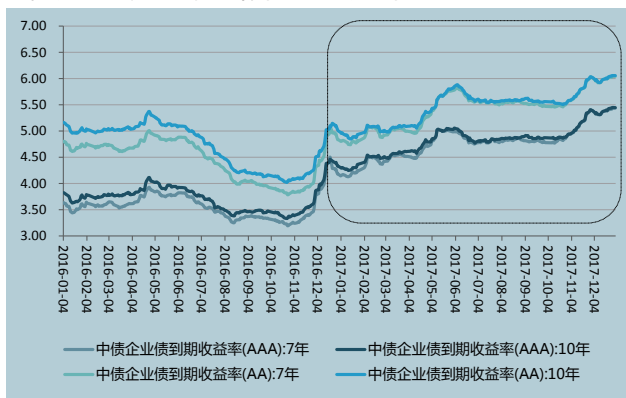
2017年，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合。一季度震荡上行，4、5月受监管加强、美联储预期缩表等内外因素叠加影响，收益率上涨，6月有所回落，三季度继续表现为区间震荡，四季度市场预期落空，流动性趋紧，各期限收益率在年末全部走高。银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率年末为5.44%，较年初的4.15%上升129BP；AA级、7年期收益率年末为6.05%，较年初的4.81%上升124BP。

■ 图表22 2017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23 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

<sup>3</sup>这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

## 公司债券<sup>3</sup>发行与评级情况

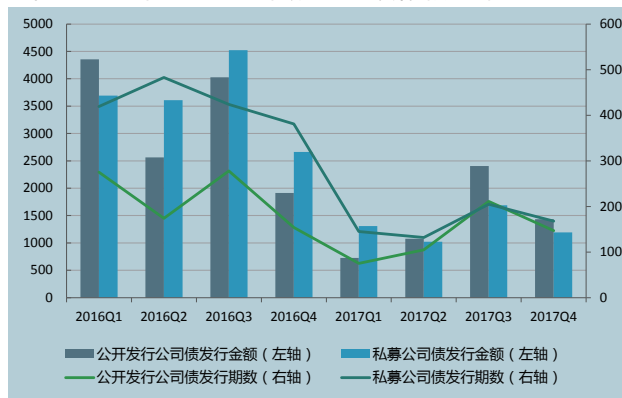
### (一) 发行规模

2017年，交易所公司债公开发行538期，同比下降38.93%，发行金额5641.72亿元，同比下降56.12%。交易所私募债发行661期，同比下降66.24%，发行金额5358.93亿元，同比下降64.09%。

### (二) 发行人行业分布

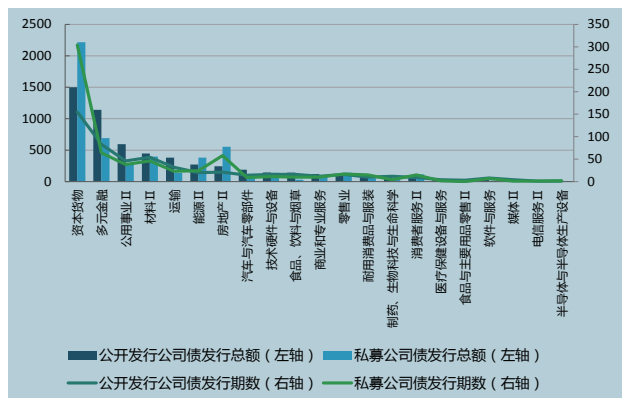
从所属行业看，2017年公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、公用事业和材料等领域。其中，资本货物成为发行公司债券金额最多的行业。由于监管趋严，房地产公司债风险类停发，钢铁公司债关注类、风险类基本停发，使得房地产行业不再是发行公司债金额最多的行业。

■ 图表24 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25 2017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

### （三）信用等级分布

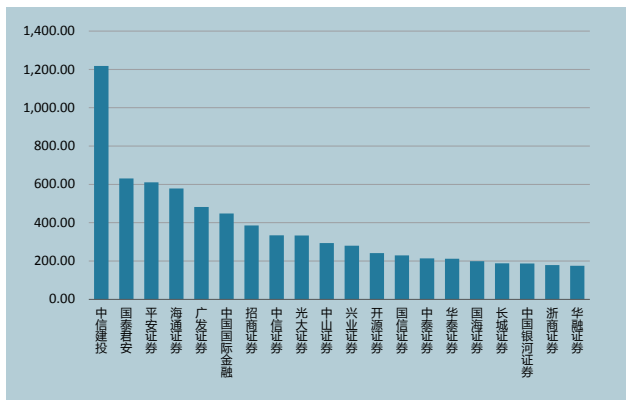
从信用等级分布来看，2017年公开发行公司债的主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.28%、2.81%、36.24%、23.03%和37.64%；发行债项信用等级包括AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为24.72%、21.19%和54.09%。

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0.22%、6.54%、55.77%、19.61%和8.06%（其中未公开级别占比9.80%）；发行债项信用等级包括A-1、AA-、AA、AA+和AAA等五个级别，期数占比分别为0.15%、0.15%、22.24%、8.32%和10.89%（其中未公开级别占比58.25%）。

### （四）主承销商分布

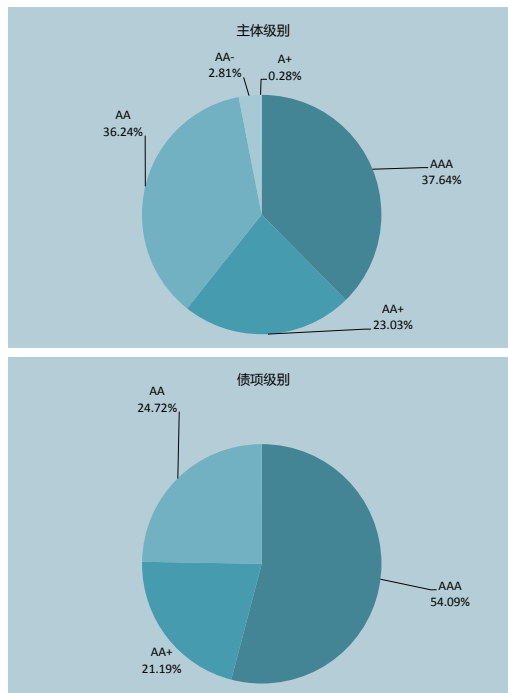
2017年共有88家证券公司参与了公开发行公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投、国泰君安和平安证券排名前三。

■ 图表28 2017年公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



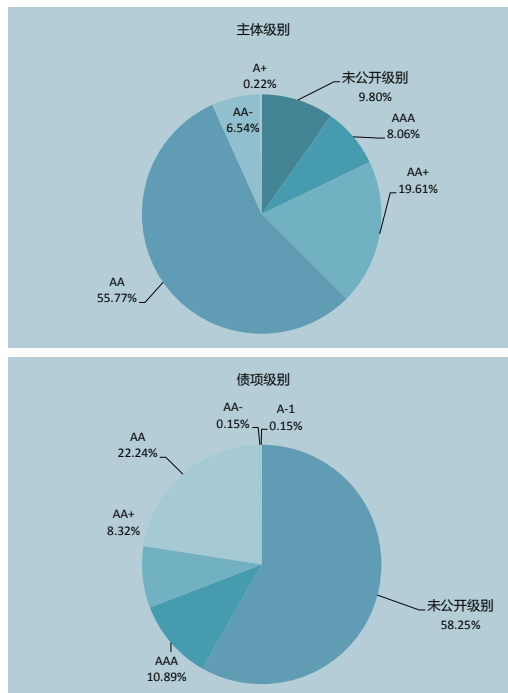
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

■ 图表26 2017年公开发行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27 2017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

# 2017年度债券市场 主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 郭文渊

## 摘要

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪”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年度债券市场一年期主体信用等级保持了较高的稳定性。与上年度相比，等级向上迁移的数量显著增多，等级向下迁移的数量显著减少。2017年新世纪一年期主体跟踪评级表现了较高的稳定性，AA-级及以上级别稳定性均在84%以上。

从主体属性来看，2017年非金融债<sup>1</sup>主体等级亦保持了较高的稳定性，但金融债主体除AAA级外，其它级别稳定性均在70%以下，新世纪金融债主体信用等级稳定性显著高于市场整体。

## 债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪所评债券主体信用等级迁移的研究对象为存续的超短期融资券、一般短期融资券、一般中期票据、一般企业债、一般公司债、可转债、可交换债、可分离可转债和金融债<sup>2</sup>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2018年1月3日，数据时限是2017年度（2017.1.1~2017.12.31）。

## 2017年度债券主体信用等级迁移情况统计

### （一）2017年度债券主体等级迁移

新世纪对2017年度静态池样本库中债券主体信用等级一年期迁移情况进行统计分析，本次更新后，2017年度静态池样本库中满足统计口径<sup>3</sup>的有

效样本3645个。我们对2017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年度债券市场一年期主体信用等级迁移分布

2017年末 2016年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	569	566	2	1					
AA+	714	86	625	2	1				
AA	1897		154	1721	14	3	1		
AA-	350			68	269	12			
A+	66			1	15	47	2	1	
A	19					9	9		
A-	7						3	4	
BBB+	6						1		2

<sup>1</sup>包含超短期融资券、一般短期融资券、一般中期票据、一般企业债、一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

<sup>2</sup>2017年三季度开始，新世纪迁移率统计静态池新加入金融债（含同业存单）发行主体，历史统计也追溯加入金融债发行主体，故数据结果与前期报告存在一定差异。

<sup>3</sup>在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除债券因评级机构不同而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券。

鉴于债券发行主体存在一年内可能多次发布评级，为便于统计级别迁移，我们约定以发行人年度内最后一次公布的主体评级级别为当年主体级别。

最后，我们在样本库中剔除2016年或2017年没有等级记录的样本。

本文中涉及的评级机构，上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，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级有限公司简称“东方金诚”。

■ 图表2 2017年度债券市场一年期主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	99.47%	0.35%	0.18%					
AA+	12.04%	87.54%	0.28%	0.14%				
AA		8.12%	90.72%	0.74%	0.16%	0.05%		
AA-			19.43%	76.86%	3.43%			
A+			1.52%	22.73%	71.21%	3.03%	1.52%	
A					47.37%	47.37%		
A-						42.86%	57.14%	
BBB+						16.67%		33.33%

注：2017年度债券市场主体信用等级迁移超过一个子级的有<sup>4</sup>：

1. 中航高科从AAA级下调两个子级至AA级，评级机构为中诚信国际；
2. 湖北宜化从AA+级先下调至AA级，最终下调至AA-级，评级机构为中诚信国际、中诚信证券和联合信用；
3. 沈阳机床从AA级先下调至AA-级，最终下调至A+级，评级机构为东方金诚；森工集团从AA级先下调至AA-级，最终下调至A+级，评级机构为中诚信国际；中弘股份从AA级下调两个子级至A+级，评级机构为大公；
4. 中安消从AA级先下调至AA-级，再下调两个子级至A级，评级机构为联合信用；
5. 翔鹭石化从A+级下调两个子级至A-级，评级机构为联合资信；
6. 南京港从A+级上调两个子级至AA级，评级机构为新世纪；
7. 浙江温岭联合村镇银行从BBB+级上调两个子级至A级，评级机构为中诚信国际；
8. 蓝焰控股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；
9. 2017年度存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有洪业化工、亿阳集团、丹东港、五洋建设、重钢股份公司、石河子经建、新查庄矿业、新疆金特钢铁和弘昌燃气，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

2017年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体338家，向下迁移的主体56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66家，向下迁移数量减少46家，整体向上迁移率由8.17%上升至9.27%，向下迁移率由3.06%下降至1.54%。2017年以来，在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，同时，由于供给侧结构性改革的持续推进，部分行业特别是产能过剩行业的景气度明显回升，企业信用质量明显改善。与上年度相比，AA级上调至AA+级的数量显著增多，2017年为154家，2016年为110家；AA+级上调至AAA级的数量较上年增加28家；AA-级上调至AA级

的数量减少15家。下调数量方面，AA+级下调至AA级的数量显著减少，上年为17家，2017年为2家。

2017年度迁移矩阵基本保持了前三季度等级迁移矩阵的基本特征，主体信用等级稳定性较高，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。AAA~AA级保持在上年末等级的比率均在87%以上。与上年度相比，除AA级在等级上调压力下稳定性低于上年外，A+级及以上级别稳定性均有所提高，特别地，A+级稳定性较上年度上升16.11个百分点。

## (二)2012~2017年债券主体等级迁移

新世纪整理了自2012年以来债券市场一年期等级迁移调整情况。从整体来看，2012~2017年债券市场主体信用等级保持了较高的稳定性，等级向上迁移的数量一直多于向下迁移的数量。从数量上来看，市场总量保持了逐年上升的趋势。向上迁移数量方面，2012~2015年等级向上迁移数量呈逐年上升趋势，2016年由于宏观经济下行及信用事件频发，等级向上迁移数量较上年减少54家，2017年在供给侧结构性改革的持续推进下企业信用质量明显改善，向上迁移数量回升。向下迁移数量方面，2012~2016年向下迁移数量除2014年与上年持平外，呈现逐年上升的趋势，2017年在企业信用质量改善的情况下向下迁移数量较上年大幅减少。

■ 图表3 2012~2017年债券市场一年期等级迁移调整情况

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	176	8	1133	1317	13.36%	0.61%	86.03%
2013年	185	41	1839	2065	8.96%	1.99%	89.06%
2014年	213	41	2222	2476	8.60%	1.66%	89.74%
2015年	326	64	2520	2910	11.20%	2.20%	86.60%
2016年	272	102	2955	3329	8.17%	3.06%	88.77%
2017年	338	56	3251	3645	9.27%	1.54%	89.19%

<sup>4</sup>以下涉及主体简称使用Wind指标“发行人中文简称”。

从向上迁移率来看，虽然2012~2015年的向上迁移绝对数量呈增长趋势，但整体的向上迁移率在2012~2014年呈现下降趋势，2015年有所反弹，2016年在向上迁移数量下降的同时向上迁移率也大幅下降，2017年向上迁移率有所回升。向下迁移率方面，2012~2016年基本呈现逐年上升的趋势，2017年向下迁移率大幅下降，达到近五年以来的最低水平。

### 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，新世纪按债券类型对2017年度债券市场主体和本公司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)非金融企业债务融资工具<sup>5</sup>迁移矩阵

图表4 2017年度债券市场非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	99.50%	0.25%	0.25%					
AA+	10.17%	89.19%	0.42%	0.21%				
AA		10.40%	88.40%	0.80%	0.27%			
AA-			18.75%	75.00%	6.25%			
A+					50.00%	25.00%	25.00%	
A						100.00%		
BBB+								100.00%

图表5 2017年度新世纪非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	12.62%	87.38%				
AA		10.20%	89.29%	0.51%		
AA-				93.33%	6.67%	
A+						100.00%
A						100.00%

<sup>5</sup>包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

<sup>6</sup>包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

#### (二)企业债迁移矩阵

图表6 2017年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.00%						
AA+	7.83%	92.17%					
AA		4.92%	94.50%	0.58%			
AA-			15.61%	82.08%	2.31%		
A+					100.00%		
A						66.67%	
A-							100.00%

图表7 2017年度新世纪企业债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	15.91%	84.09%			
AA		10.85%	89.15%		
AA-			21.05%	73.68%	5.26%
A+					100.00%

#### (三)公司债<sup>6</sup>迁移矩阵

图表8 2017年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+
AAA	100.00%						
AA+	12.27%	87.27%		0.45%			
AA		10.06%	88.05%	0.63%	0.21%	0.21%	
AA-			20.29%	72.46%	5.80%		
A+			14.29%		85.71%		
A						100.00%	
BBB+							100.00%

■ 图表9 2017年度新世纪公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	20.00%	80.00%		
AA		16.95%	83.05%	
AA-			25.00%	75.00%
A+			100.00%	

(四)金融债迁移矩阵

■ 图表10 2017年度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.91%	1.09%				
AA+	37.18%	62.82%				
AA		37.50%	62.50%			
AA-			30.51%	69.49%		
A+				30.61%	67.35%	2.04%
A					81.82%	18.18%
A-						100.00%
BBB+						100.00%

■ 图表11 2017年度新世纪金融债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	25.00%	75.00%			
AA		20.00%	80.00%		
AA-				100.00%	
A+					100.00%

从整个市场各类型债券发行主体2017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。非金融债券发行主体AA级及以上等级的稳定性较高，均在87%以上。2017年度

非金融企业债务融资工具、企业债和公司债等级向上迁移率分别为8.09%、5.90%和8.92%；等级向下迁移率分别为1.41%、1.05%和1.57%。金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移率达27.95%，向下迁移率为0.55%，AAA级等级稳定性较高为98.91%，AA+级和AA级等级稳定性相对较差，分别为62.82%和62.50%。

从新世纪所评各类型债券发行主体2017年度主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2017年度新世纪所评非金融债发行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，与各券种等级迁移矩阵特征一致。2017年度新世纪所评非金融企业债务融资工具、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8.87%、11.96%和14.67%；同期新世纪所评非金融企业债务融资工具和企业债等级向下迁移率为0.81%和0.48%，公司债未发生等级向下迁移。2017年度新世纪所评金融债发行主体等级稳定性显著高于金融债市场整体，维持率为93.48%。

按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，新世纪对2017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)新世纪迁移矩阵

■ 图表12 2017年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	13.46%	86.54%				
AA		11.14%	88.25%	0.30%		
AA-			10.87%	84.78%	4.35%	
A+			10.00%		80.00%	10.00%
A						100.00%

### (二)中诚信国际迁移矩阵

图表13 2017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年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	99.18%	0.41%	0.41%			
AA+	10.13%	88.61%	0.84%	0.42%		
AA		10.82%	87.72%	1.17%	0.29%	
AA-			22.03%	74.58%	3.39%	
A+				18.75%	81.25%	
A					100.00%	
A-						100.00%
BBB+						100.00%

### (三)中诚信证券迁移矩阵

图表14 2017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年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	8.16%	90.82%		1.02%
AA		9.76%	87.80%	1.63%
AA-			21.43%	71.43%

### (四)联合资信迁移矩阵

图表15 2017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年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.00%						
AA+	12.94%	86.47%	0.59%				
AA		12.65%	86.18%	0.88%			
AA-			27.08%	70.83%	2.08%		
A+				33.33%	58.33%	4.17%	4.17%
A					75.00%	25.00%	
A-						66.67%	33.33%

### (五)联合信用迁移矩阵

图表16 2017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年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	13.25%	85.54%		1.20%		
AA		9.34%	89.01%			0.55%
AA-			27.27%	63.64%	9.09%	
A+					100.00%	
A						100.00%

### (六)大公迁移矩阵

图表17 2017年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+
AAA	99.07%	0.93%					
AA+	19.15%	80.85%					
AA		12.64%	85.63%	1.15%	0.29%		
AA-			18.42%	80.26%	1.32%		
A+				50.00%	50.00%		
A					25.00%	50.00%	
BBB+							100.00%

### (七)鹏元迁移矩阵

图表18 2017年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	100.00%							
AA+	1.41%	98.59%						
AA		1.82%	98.01%	0.17%				
AA-			12.20%	86.18%	1.63%			
A+					100.00%			
A						100.00%		
A-							100.00%	
BBB+								25.00%

(八)东方金诚迁移矩阵

图表19 2017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年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+		100.00%				
AA		1.20%	97.60%		0.60%	0.60%
AA-			17.14%	77.14%	5.71%	
A+				66.67%	33.33%	
A					66.67%	33.33%

从各机构所评债券主体信用等级迁移矩阵来看（图表12~19），各机构所评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。除大公AA+级稳定性为80.85%外，其余各机构AAA~AA级维持原等级的比例均较高，均在85%以上。

图表20 2017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	100.00%	86.54%	88.25%	84.78%
中诚信国际	99.18%	88.61%	87.72%	74.58%
中诚信证券	100.00%	90.82%	87.80%	71.43%
联合资信	100.00%	86.47%	86.18%	70.83%
联合信用	100.00%	85.54%	89.01%	63.64%
大公	99.07%	80.85%	85.63%	80.26%
鹏元	100.00%	98.59%	98.01%	86.18%
东方金诚	100.00%	100.00%	97.60%	77.14%

总结

基于对2017年度债券市场一年期主体信用等级迁移数据的统计和分析，2017年度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2017年度主体信用等级保持了较高的稳定性，且等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。

2. AAA~AA级稳定性均在87%以上。与上年度相比，除AA级在等级上调压力下稳定性低于上年外，各级别稳定性均有所提高，特别是A+级稳定性上升幅度较大。

3. 与上年度相比，主体信用等级向上迁移趋势增强，数量增加66家；向下迁移趋势大幅减弱，数量减少46家，整体向上迁移率由8.17%上升至9.27%，向下迁移率由3.06%下降至1.54%。

4. 从分券种和分机构主体信用等级迁移来看，2017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，非金融债发行主体跟踪评级以及各评级机构AAA~AA级的稳定性均较高。金融债发行主体跟踪评级稳定性较低，整体维持率为71.51%。



# 2017年超短期融资券利差分析

■ 文 / 王衡

## 摘要

新世纪评级对超短期融资券的利差分析选取同日同期限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年发行的超短期融资券的主体信用等级主要集中于AA+级和AAA级；主体信用等级对超短期融资券利差具有显著区分度；新世纪评级在270天期主体AAA级、AA级超短期融资券的利差上表现优异，主体AA+级表现良好。

## 超短期融资券利差统计分析

### （一）超短期融资券发行概况

2017年超短期融资券共发行1676期，剔除具有担保条款的16个样本，有效样本共计1660个。在有效样本中，发行期限为270天、180天和90天的样本数，分别为974期、193期和90期，新世纪评级选取发行数量最多的270天期超短期融资券作为基础样本。

在基础样本中，超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321个、378个、272个和3个。从发行数量看，超短期融资券主体信用等级主要集中于AA+级和AAA级，合计占比达71.77%。从发行规模来看，超短期融资券的主体信用等级分布亦主要集中于AA+级和AAA级，合计占比达85.52%（图表1）。

■ 图表1 2017年超短期融资券基础样本各主体信用等级分布

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	321	32.96%	4909.00	54.03%
AA+	378	38.81%	2860.90	31.49%
AA	272	27.93%	1309.60	14.41%
AA-	3	0.31%	6.50	0.07%
合计	974	100.00%	9086.00	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>本统计剔除发行量较少的AA-级样本以及截至2018年1月2日仍未上市样本，最终总样本为970个。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系<sup>1</sup>

2017年超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，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA级4.78%、AA+级5.14%、AA级5.80%。上市首日利率与主体信用等级也存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，上市首日利率越低（图表3），这和发行利率与主体信用等级的对应关系一致。

■ 图表2 2017年超短期融资券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	321	3.28~6.40	4.78	0.48	144.06	NR	37.26	0.26
AA+	377	3.81~7.85	5.14	0.64	184.89	40.82	55.32	0.30
AA	272	4.45~8.20	5.80	0.73	253.08	68.20	65.72	0.26

注：发行利差为超短期融资券的发行利率减去与超短期融资券起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

■ 图表3 2017年超短期融资券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	321	3.28~6.40	4.86	0.45	151.89	NR	35.97	0.24
AA+	377	3.89~7.93	5.21	0.63	191.32	39.43	55.27	0.29
AA	272	4.45~8.20	5.86	0.72	259.11	67.79	66.39	0.26

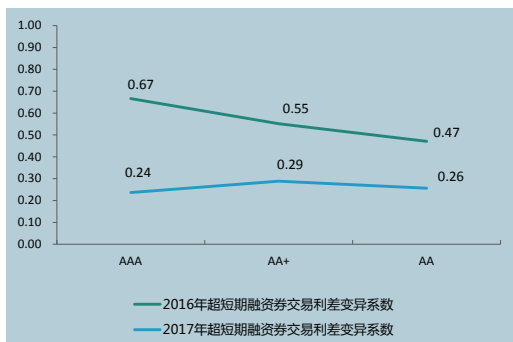
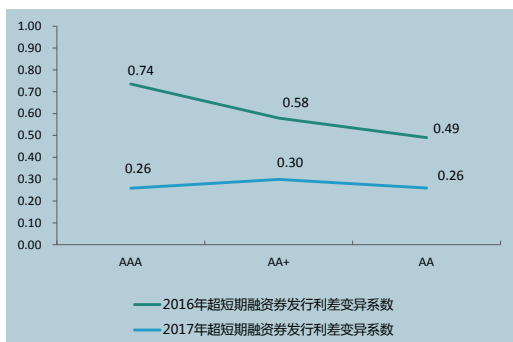
注：交易利差为超短期融资券的上市首日利率减去与超短期融资券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

超短期融资券的发行利差、交易利差与主体信用等级的对应关系也均较为明显（图表2、图表3），即主体信用等级越高，发行利差和交易利差均值越小。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。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。

与2016年相比，2017年超短期融资券各主体信用等级发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，表明利差样本的离散度较上年同期下降，即市场对超短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，市场对评级的认可程度上升。

图表4 270天期超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

## 超短期融资券利差的影响因素分析

为检验主体信用等级及评级机构是否对超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）主体信用等级对超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，检验结果显示（图表5）：在5%的显著性水平下，主体信用等级对应超短期融资券的发行利差、交易利差存在显著差异，主体信用等级对超短期融资券的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表5 2017年主体信用等级对超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	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000
AA+	0.000	—	0.000	AA+	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

### （二）信用评级机构对超短期融资券利差的影响<sup>2</sup>

从2017年各评级机构超短期融资券的发行利差、交易利差均值来看：除鹏元因样本过少无法对比外，其余各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降。需要注意的是，联合资信AAA级和AA+级、东方金城AA+级和AA级间两个等级的发行利差、交易利差较为接近，差值均在15BP以内，除此之外，其余机构不同等级间利差的差别均较为明显（图表6~7）。

<sup>2</sup>共有14个样本均同时由两家评级机构提供评级服务，同时作为两家评级机构的统计样本，最终得到分机构统计的样本总量是984，下同。

图表6~7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，但由于各机构各等级的评级样本量存在差别，这并不能说明这种差异具有显著性。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。

■ 图表6 2017年各评级机构超短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总样本
样本总量	168	279	213	290	33	1	984
AAA	样本量	31	94	73	117	7	323
	均值	141.80	164.74	137.91	131.87	140.42	136.30
	标准差	36.31	41.32	28.14	32.55	32.19	—
AA+	样本量	71	108	77	112	20	388
	均值	185.11	176.39	204.04	168.98	242.37	—
	标准差	53.89	49.61	68.61	33.25	77.71	—
AA	样本量	66	77	63	61	6	273
	均值	238.48	258.15	274.89	238.16	255.18	—
	标准差	58.54	71.42	58.38	67.16	75.15	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表7 2017年各评级机构超短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总样本
样本总量	168	279	213	290	33	1	984
AAA	样本量	31	94	73	117	7	323
	均值	149.39	170.82	146.73	140.97	139.71	135.73
	标准差	34.02	40.76	27.24	31.87	26.42	—
AA+	样本量	71	108	77	112	20	388
	均值	191.80	182.39	209.49	175.73	251.05	—
	标准差	52.70	48.98	68.46	32.94	81.47	—
AA	样本量	66	77	63	61	6	273
	均值	244.59	264.14	280.89	243.62	265.24	—
	标准差	58.99	72.44	59.03	68.39	68.68	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

通过检验，各评级机构间超短期融资券利差的差异特征较为明显，具体检验结果见图表8~10。

### 1.AAA级超短期融资券利差的机构间显著性差异检验

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，联合资信的发行利差和交易利差显著高于新世纪、大公、中诚信国际，其他参与检验的各机构间所评AAA级超短期

融资券发行利差、交易利差均无显著差异。

联合资信显著高于其他评级机构的原因是，2017年联合资信所评AAA级超短期融资券共94期，其中采掘行业共42期，该42期平均发行利率达5.07%，最终导致联合资信AAA级利差显著高于其他评级机构。

### 2.AA+级超短期融资券利差的机构间显著性差异检验

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，各机构间利差的差异较为显著：东方金诚的发行利差和交易利差显著高于其他评级机构；大公的发行利差和交易利差显著高于中诚信国际和联合资信；中诚信国际的发行利差和交易利差显著低于新世纪。

■ 图表8 2017年评级机构对AAA级超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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
	新世纪	—	0.005	0.811	0.152	0.638
	联合资信	0.005	—	0.000	0.000	0.204
	大公	0.811	0.000	—	0.108	0.592
	中诚信国际	0.152	0.000	0.108	—	0.357
	东方金诚	0.638	0.204	0.592	0.357	—
交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
	新世纪	—	0.011	0.722	0.149	0.693
	联合资信	0.011	—	0.000	0.000	0.058
	大公	0.722	0.000	—	0.122	0.689
	中诚信国际	0.149	0.000	0.122	—	0.905
	东方金诚	0.693	0.058	0.689	0.905	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表9 2017年评级机构对AA+级超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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
	新世纪	—	0.079	0.108	0.040	0.005
	联合资信	0.079	—	0.002	0.817	0.000
	大公	0.108	0.002	—	0.000	0.045
	中诚信国际	0.040	0.817	0.000	—	0.000
	东方金诚	0.005	0.000	0.045	0.000	—
交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
	新世纪	—	0.051	0.180	0.029	0.007
	联合资信	0.051	—	0.002	0.992	0.000
	大公	0.180	0.002	—	0.001	0.040
	中诚信国际	0.029	0.992	0.001	—	0.000
	东方金诚	0.007	0.000	0.040	0.000	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

具体来看，东方金诚所评AA+级超短期融资券共20期，其中三亚凤凰国际机场有限责任公司发行2期，该2期债券平均发行利率7.15%，海口美兰国际机场有限责任公司发行1期，该期债券发行利率达7.30%，江苏瀚瑞投资控股有限公司发行5期，该5期平均发行利率达6.41%，最终导致东方金诚AA+级利差显著高于其他评级机构；大公的发行利差、交易利差比该等级平均利差分别高19.30BP、18.38BP；新世纪的发行利差、交易利差与中诚信国际存在显著差异，但实际上与AA+级平均利差较为接近。

### 3.AA级超短期融资券利差的机构间显著性差异检验

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，大公发行利差、交易利差显著高于新世纪和中诚信国际，其他评级机构间均无显著差异。具体来看，大公AA级利差偏高是因为民营企业占比较高，大公所评43期AA级民营企业债券的平均发行利率达6.15%。

图表10 2017年评级机构对AA级超短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
发行利差	新世纪	—	0.147	0.001	0.979	0.439
	联合资信	0.147	—	0.090	0.126	0.972
	大公	0.001	0.090	—	0.001	0.482
	中诚信国际	0.979	0.126	0.001	—	0.568
	东方金诚	0.439	0.972	0.482	0.568	—
交易利差	新世纪	—	0.155	0.001	0.952	0.404
	联合资信	0.155	—	0.093	0.116	0.874
	大公	0.001	0.093	—	0.002	0.594
	中诚信国际	0.952	0.116	0.002	—	0.482
	东方金诚	0.404	0.874	0.594	0.482	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 2017年短期融资券利差分析

文 / 王衡

## 摘要

新世纪评级对短期融资券的利差分析选取同日同期限银行间固定利率国债到期收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明：2017年发行的短期融资券发行及交易定价总体反映了主体信用等级差异；新世纪评级在1年期主体AAA级短期融资券的利差上表现较优，主体AA+级表现优异。

## 短期融资券利差统计分析

### （一）短期融资券发行概况

2017年短期融资券共发行465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437个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有13个，最终获得424个基础样本。

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89个、160个、173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级和AA+级，合计占比达78%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主要集中于AA+级和AAA级，合计占比达76.14%。

■ 图表1 2017年短期融资券基础样本主体信用等级分布

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	89	20.99%	1447.50	39.20%
AA+	160	37.74%	1364.00	36.94%
AA	173	40.80%	872.90	23.64%
AA-	2	0.47%	8.00	0.22%
合计	424	100.00%	3692.40	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>本统计剔除发行量较少的AA-级样本，分析样本数量为422个。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系<sup>1</sup>

2017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，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA级4.88%、AA+级5.30%、AA级5.57%（图表2）。从上市首日利率来看，主体信用等级越高，上市首日利率均值越低，这和发行利率与主体信用等级的对应关系一致（图表3）。

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2、图表3），即主体信

■ 图表2 2017年短期融资券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	89	3.70~6.68	4.88	0.43	160.25	NR	39.70	0.25
AA+	160	3.95~8.00	5.30	0.81	203.59	43.33	74.72	0.37
AA	173	4.12~7.50	5.57	0.76	232.21	28.62	67.23	0.29

注：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；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

■ 图表3 2017年短期融资券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	89	4.00~6.68	4.95	0.41	166.98	NR	39.33	0.24
AA+	160	4.03~7.99	5.36	0.81	208.43	41.45	75.01	0.36
AA	173	4.12~7.60	5.63	0.75	237.48	29.05	66.95	0.28

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；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

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，而与2016年相比，2017年从AA+级到AA级的利差级差有一定程度的缩小，这表明投资者对于AA级发行主体要求的风险溢价在降低。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2016年相比，2017年短期融资券各主体信用等级发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，表明利差样本的离散度较上年同期下降，即市场对短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，市场对评级的认可程度上升。

### 短期融资券利差的影响因素分析

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。

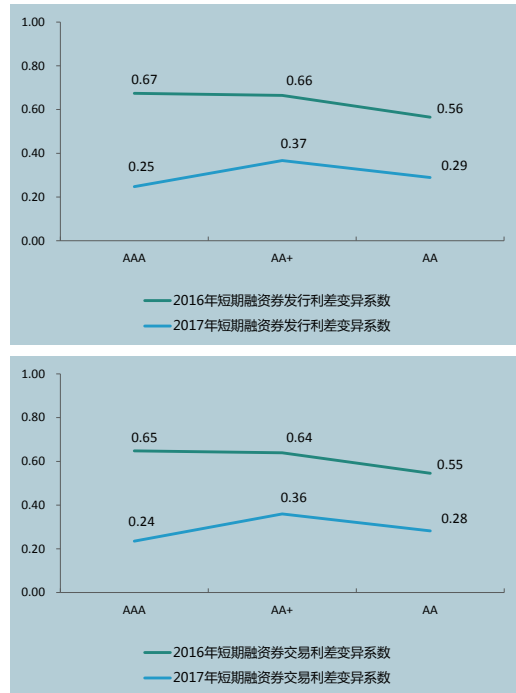
#### （一）主体信用等级对短期融资券利差的影响

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，各主体等级对应短期融资券的发行利差、交易利差均存在显著差异。

#### （二）信用评级机构对短期融资券利差的影响<sup>2</sup>

从2017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。需要注意的是，中诚信国际AA+级和AA级间两个等级的发行利差、交易利差较为接近，差值均

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

图表5 2017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	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000
AA+	0.000	—	0.000	AA+	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6 2017年各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

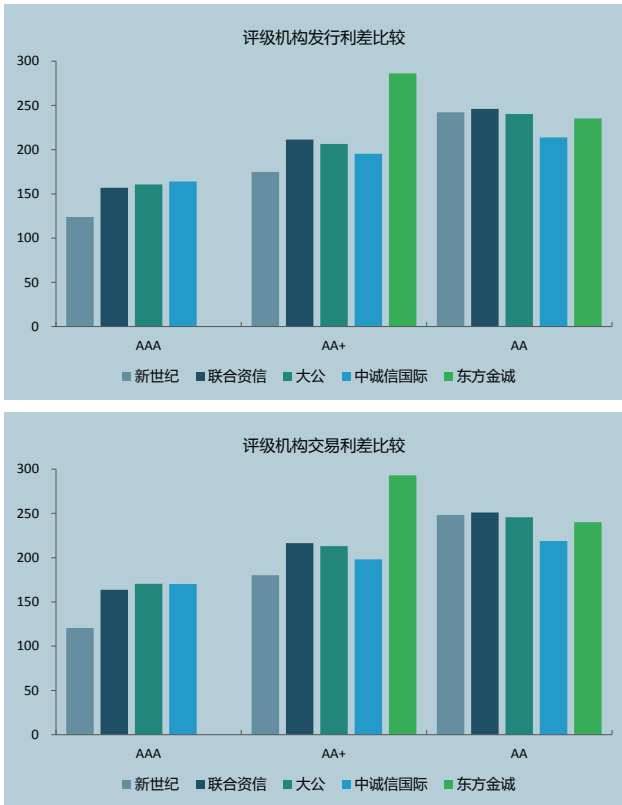
评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本	
样本总量	65	112	77	151	19	424	
AAA	样本量	3	30	14	43	—	90
	均值	123.95	156.99	160.63	163.96	—	159.78
	标准差	8.78	36.75	31.75	44.50	—	39.72
AA+	样本量	27	45	30	49	9	160
	均值	174.81	211.39	206.43	195.36	286.25	203.59
	标准差	29.65	75.58	81.05	75.03	88.40	74.72
AA	样本量	35	37	33	59	10	174
	均值	242.36	246.02	240.35	213.78	235.37	232.66
	标准差	54.42	76.01	84.33	52.69	77.08	67.31

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup> “17华凌工贸CP001”和“17湘高速CP001”同时由两家评级机构提供评级服务，同时作为两家评级机构的统计样本，最终得到分机构统计的分析样本数量是424个，下同。

在21BP以内，除此之外，其余机构不同等级间利差的差别均较为明显（图表6~8）。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，但这并不能说明这种差异具有显著性。

图表7 2017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年各评级机构短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量	65	112	77	151	19	424
AAA	样本量	3	30	14	43	90
	均值	120.48	163.75	170.42	170.26	166.46
	标准差	28.12	34.55	29.08	44.64	39.42
AA+	样本量	27	45	30	49	160
	均值	180.22	216.41	213.17	198.19	208.43
	标准差	29.25	76.02	80.86	74.10	93.75
AA	样本量	35	37	33	59	174
	均值	248.21	251.02	245.65	218.86	237.90
	标准差	53.92	76.49	82.50	53.46	74.44

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>3</sup>东方金诚和新世纪所评短期融资券AAA级发行人的家数分别为0和3，因此，该两家评级机构不参与AAA级利差显著性检验。

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。通过检验，各评级机构间短期融资券利差存在一定的差异。

### 1.AAA级短期融资券利差的机构间显著性差异检验<sup>3</sup>

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，各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

### 2.AA+级短期融资券利差的机构间显著性差异检验

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

图表9 2017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		
		联合资信	大公	中诚信国际
		—	0.753	0.552
		0.753	—	0.911
0.552	0.911	—		
交易利差	联合资信	大公		
		联合资信	大公	中诚信国际
		—	0.358	0.494
		0.358	—	0.882
0.494	0.882	—		

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10 2017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	联合资信				
		联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
		—	0.166	0.379	0.799	0.000
		0.166	—	0.837	0.420	0.010
		0.379	0.837	—	0.565	0.009
		0.799	0.420	0.565	—	0.002
0.000	0.010	0.009	0.002	—		
交易利差	新世纪	联合资信				
		联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
		—	0.222	0.263	0.978	0.000
		0.222	—	0.871	0.362	0.012
		0.263	0.871	—	0.348	0.016
		0.978	0.362	0.348	—	0.002
0.000	0.012	0.016	0.002	—		

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

下，除东方金城发行利差、交易利差显著高于其他评级机构外，其余各机构间均无显著差异。

具体来看，东方金诚所评AA+级短期融资券共9期，其中新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司发行2期，该2期债券平均发行利率7.20%，三亚凤凰国际机场有限责任公司发行1期，发行利率达7.00%，最终导致东方金诚AA+级利差显著高于其他评级机构。

### 3.AA级短期融资券利差的机构间显著性差异检验

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，除中诚信国际发行利差、交易利差显著低于新世纪外，其余机构间均无显著差异。

图表11 2017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

		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
发行利差	新世纪	—	0.946	0.465	0.004	0.275
	联合资信	0.946	—	0.646	0.064	0.697
	大公	0.465	0.646	—	0.343	1.000
	中诚信国际	0.004	0.064	0.343	—	0.474
	东方金诚	0.275	0.697	1.000	0.474	—
交易利差	新世纪	—	0.884	0.374	0.005	0.263
	联合资信	0.884	—	0.720	0.070	0.677
	大公	0.374	0.720	—	0.263	1.000
	中诚信国际	0.005	0.070	0.263	—	0.433
	东方金诚	0.263	0.677	1.000	0.433	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理



# 2017年中期票据利差分析

■ 文 / 王衡

## 摘要

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：2017年发行的中期票据各债项等级对应的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在3年期各等级中期票据的利差上表现优异。

## 中期票据利差统计分析

### （一）中期票据发行概况

2017年共有591家企业累计公开发行900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，并剔除无效样本），发行总规模达到人民币10282.45亿元，债项等级包括从AAA级至AA-级的4个信用等级。从发行期数看（图表1），中期票据主要集中于AA+级和AAA级，占比为70.23%；从发行规模看，AAA级的发行规模最大，占比达57.58%。

■ 图表1 2017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	329	36.56%	5920.95	57.58%
AA+	303	33.67%	2827.50	27.50%
AA	266	29.56%	1530.00	14.88%
AA-	2	0.22%	4.00	0.04%
合计	900	100.00%	10282.45	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表2 2017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	9	198	1	117	1	1	2	329
AA+	2	150	—	142	6	—	3	303
AA	9	129	—	124	4	—	—	266
AA-	—	2	—	—	—	—	—	2
合计	20	479	1	383	11	1	5	900

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>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，并剔除样本数量较少的AA-级债券。

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年共七种期限类型。其中，3年期中期票据的发行量最大，共发行479期，占总发行量的53.22%；其次为5年期，共发行383期，占比为42.56%；其余各期限发行期数均较少。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系

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628期<sup>1</sup>（3年期372期，5年期256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

■ 图表3 2017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	141	3.70~6.96	5.12	0.51	166.05	NR	50.09	0.30
	AA+	114	4.50~7.50	5.71	0.74	227.08	61.03	69.31	0.31
	AA	117	4.75~7.50	6.10	0.69	262.91	35.82	63.53	0.24
5年	AAA	75	4.50~7.40	5.22	0.51	166.53	NR	49.93	0.30
	AA+	95	4.89~7.50	5.60	0.53	208.77	42.24	55.05	0.26
	AA	86	5.00~7.50	6.08	0.51	257.32	48.55	43.17	0.17

注：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；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

票据的发行利率均值均低于同期限低信用等级的发行利率均值，且债项等级越高，发行利差均值越小；第二，AAA级3年期发行利率仅低于5年期10BP，且AA+级和AA级3年期发行利率均值均高于相同债项等级5年期发行利率均值，主要原因是：2017年在保持稳健中性货币政策取向的背景下，金融去杠杆持续推进，加之公开市场逆回购操作上的“锁短放长”，最终使得短端利率中枢在波动中不断被抬升，相应债券发行利率进一步走高。

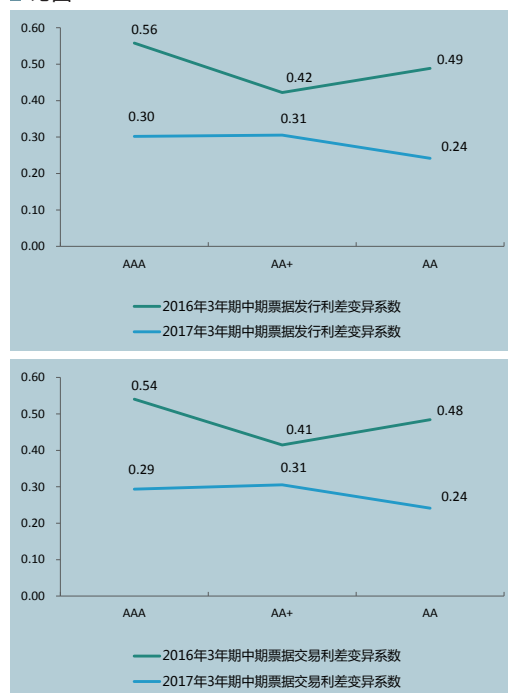
从图表4可以看出，中期票据的交易定价也较好地反映了债项等级的差异：第一，高债项等级中期票据的上市首日利率均值都低于同期限低债项等级中期票据的上市首日利率均值，且债项等级越高，交易利差均值越小；第二，除AAA级外，3年期中期票据的上市首日利率均值均高于相同债项等级5年期上市首日利率均值，该特征与发行利率相同。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2016年相比，2017年3年期中期票据各等级发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，表明利差样本的离散度较上年同期下降，即市场对中期票据信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，市场对评级的认可程度上升（图表5）。

与2016年相比，2017年5年期中期票据各等级发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，表明利

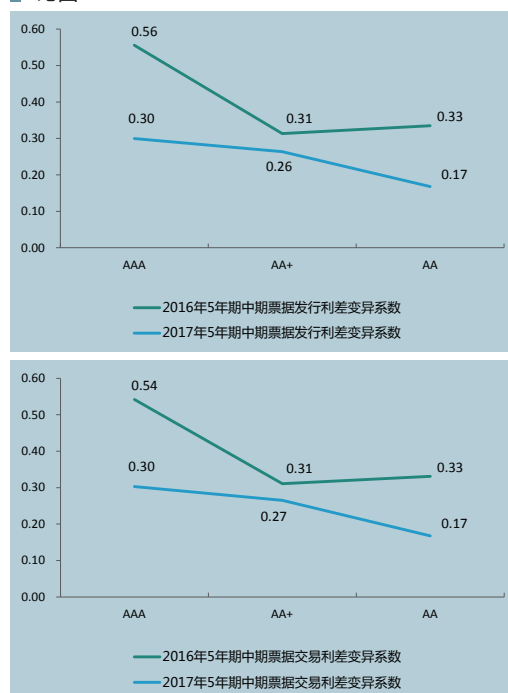
差样本的离散度较上年同期下降，即市场对中期票据信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，市场对评级的认可程度上升（图表6）。

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

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

图表4 2017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	141	3.70~6.96	5.15	0.50	168.72	NR	49.55	0.29
	AA+	114	4.30~7.54	5.72	0.74	228.18	59.46	69.72	0.31
	AA	117	4.78~7.50	6.11	0.69	264.27	36.09	63.73	0.24
5年	AAA	75	4.50~7.41	5.23	0.50	167.49	NR	50.73	0.30
	AA+	95	4.91~7.52	5.61	0.53	209.45	41.96	55.51	0.27
	AA	86	5.00~7.52	6.09	0.51	258.09	48.64	43.33	0.17

注：交易利差为中期票据的上市首日利率减去与中期票据上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

## 中期票据利差的影响因素分析

为检验债项信用等级及评级机构是否对公司债利差有影响，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）债项信用等级对中期票据利差的影响

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，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7 2017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	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8 2017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	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

### （二）信用评级机构对中期票据利差的影响

以发行期限较为集中的3年期（376期<sup>2</sup>）和5年期（257期）中期票据共633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，除东方金诚所评AA+级发行利差、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，除东方金诚所评AAA级发行利差、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 2017年各评级机构3年期中票发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计	
样本总量	47	111	63	134	21	376	
AAA	样本量	11	55	16	61	2	145
	均值	156.04	172.79	197.25	152.04	130.87	164.91
	标准差	26.27	53.06	65.13	40.95	55.25	49.98
AA+	样本量	22	32	19	32	9	114
	均值	204.37	222.33	240.39	226.23	274.45	227.08
	标准差	54.41	79.39	66.24	65.63	68.16	69.31
AA	样本量	14	24	28	41	10	117
	均值	231.07	274.19	276.24	258.26	262.10	262.91
	标准差	60.10	58.33	72.29	61.21	56.62	63.53

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表10 2017年各评级机构3年期中票交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计	
样本总量	47	111	63	134	21	376	
AAA	样本量	11	55	16	61	2	145
	均值	156.25	175.83	202.19	154.08	144.98	167.68
	标准差	25.41	52.46	62.04	40.85	29.61	49.32
AA+	样本量	22	32	19	32	9	114
	均值	205.23	222.90	241.41	228.26	274.88	228.18
	标准差	54.58	79.93	67.26	65.65	69.11	69.72
AA	样本量	14	24	28	41	10	117
	均值	234.01	275.83	277.17	259.10	264.03	264.27
	标准差	61.51	58.51	72.92	61.02	56.71	63.73

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup> “17大悦城MTN001BC”、“17中燃气MTN001”、“17中银投资MTN001”、“17普洛斯洛华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、5年期机构统计的样本分别是376期、257期。

■ 图表11 2017年各评级机构5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计	
样本总量	34	64	53	96	10	257	
AAA	样本量	5	21	12	35	3	76
	均值	171.07	167.32	160.35	164.62	187.06	166.00
	标准差	60.33	70.24	37.53	39.90	24.97	49.81
AA+	样本量	17	20	17	40	1	95
	均值	216.05	216.39	224.29	195.85	185.84	208.77
	标准差	46.38	72.29	73.52	36.26	—	55.05
AA	样本量	12	23	24	21	6	86
	均值	267.74	251.15	256.32	249.09	293.00	257.32
	标准差	57.06	31.84	38.66	50.71	25.32	43.17

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表12 2017年各评级机构5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总计	
样本总量	34	64	53	96	10	257	
AAA	样本量	5	21	12	35	3	76
	均值	173.77	167.66	161.84	165.43	187.57	166.90
	标准差	61.58	71.42	38.08	40.46	29.14	50.65
AA+	样本量	17	20	17	40	1	95
	均值	217.44	216.95	224.76	196.49	181.59	209.45
	标准差	47.32	72.74	73.44	36.99	—	55.51
AA	样本量	12	23	24	21	6	86
	均值	269.15	251.57	257.35	249.73	293.16	258.09
	标准差	57.20	31.46	38.67	51.51	24.71	43.33

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，但这并不能说明这种差异具有显著性。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。通过检验，各评级机构间中期票据利差存在一定的差异，具体检验结果见图表13~18。

### 1. 3年期AAA级中期票据利差的机构间显著性差异检验

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，联合资信和大公发行利差、交易利差显著高于中诚信国际，大公交易利差显著高于新世纪，其他机构间发行利差、交易利差均无

显著差异。具体来看，中诚信国际发行利差、交易利差比该等级均值低12.87BP、13.60BP，新世纪交易利差比该等级均值低11.43BP。

### 2. 3年期AA+级中期票据利差的机构间显著性差异检验

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，东方金诚发行利差、交易利差显著高于新世纪，其他机构间发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，新世纪发行利差、交易利差比该等级均值低22.71BP、22.95BP。

### 3. 3年期AA级中期票据利差的机构间显著性差异检验

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，大公发行利差、交易利

■ 图表13 2017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	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	
	新世纪	—	0.424	0.068	0.429
	联合资信	0.424	—	0.177	0.039
	大公	0.068	0.177	—	0.006
	中诚信国际	0.429	0.039	0.006	—
交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	
	新世纪	—	0.298	0.038	0.526
	联合资信	0.298	—	0.160	0.023
	大公	0.038	0.160	—	0.003
	中诚信国际	0.526	0.023	0.003	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表14 2017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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
	新世纪	—	0.635	0.056	0.181	0.015
	联合资信	0.635	—	0.275	0.615	0.051
	大公	0.056	0.275	—	0.436	0.134
	中诚信国际	0.181	0.615	0.436	—	0.051
东方金诚	0.015	0.051	0.134	0.051	—	
交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	
	新世纪	—	0.699	0.067	0.170	0.015
	联合资信	0.699	—	0.275	0.532	0.051
	大公	0.067	0.275	—	0.459	0.121
	中诚信国际	0.170	0.532	0.459	—	0.068
东方金诚	0.015	0.051	0.121	0.068	—	

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

差显著高于新世纪，其他机构间发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，新世纪发行利差、交易利差比该等级均值低31.84BP、30.27BP。

#### 4. 5年期AAA级中期票据利差的机构间显著性差异检验

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

#### 5. 5年期AA+级中期票据利差的机构间显著性差异检验

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，各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

#### 6. 5年期AA级中期票据利差的机构间显著性差异检验

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，东方金诚发行利差、交易利差显著高于联合资信和大公，其他机构间发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，东方金诚发行利差、交易利差比该等级均值高35.68BP、35.07BP。

图表18 2017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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪	—	0.728	0.687	0.575
联合资信	0.728	—	0.766	0.944	0.004
大公	0.687	0.766	—	0.733	0.017
中诚信国际	0.575	0.944	0.733	—	0.062
东方金诚	0.134	0.004	0.017	0.062	—

交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪	—	0.677	0.663	0.549
联合资信	0.677	—	0.655	0.888	0.004
大公	0.663	0.655	—	0.733	0.011
中诚信国际	0.549	0.888	0.733	—	0.071
东方金诚	0.134	0.004	0.011	0.071	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表15 2017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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪	—	0.053	0.031	0.122
联合资信	0.053	—	0.883	0.274	0.597
大公	0.031	0.883	—	0.322	0.573
中诚信国际	0.122	0.274	0.322	—	0.887
东方金诚	0.242	0.597	0.573	0.887	—

交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚
	新世纪	—	0.069	0.045	0.195
联合资信	0.069	—	0.898	0.211	0.650
大公	0.045	0.898	—	0.363	0.619
中诚信国际	0.195	0.211	0.363	—	0.868
东方金诚	0.266	0.650	0.619	0.868	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表16 2017年评级机构对5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	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪	—	0.922	1.000
联合资信	0.922	—	0.231	0.356
大公	1.000	0.231	—	0.845
中诚信国际	1.000	0.356	0.845	—

交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪	—	0.820	0.916
联合资信	0.820	—	0.246	0.314
大公	0.916	0.246	—	0.807
中诚信国际	0.902	0.314	0.807	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表17 2017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	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪	—	0.393	0.986
联合资信	0.393	—	0.737	0.355
大公	0.986	0.737	—	0.320
中诚信国际	0.060	0.355	0.320	—

交易利差	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际
	新世纪	—	0.377	0.986
联合资信	0.377	—	0.772	0.371
大公	0.986	0.772	—	0.303
中诚信国际	0.051	0.371	0.303	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 2017年企业债利差分析

■ 文 / 王衡

## 摘要

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到期收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明：2017年所发行的企业债的债项等级和利差之间表现出较好的对应关系；不同等级间的利差存在显著差异；新世纪评级在7年期各等级企业债的利差上表现优异。

## 企业债利差统计分析

### （一）企业债发行概况

2017年市场共发行一般企业债353期（不含项目收益债NPB），剔除无债项信用等级企业债，共得到352期，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），AA级发行量为145期，占比为41.19%，发行数量居三个等级之首；AAA级和AA级企业债的发行规模较大，合计占比75.99%。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、8年、9年、10年、12

■ 图表1 2017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	107	30.40%	1320.40	37.07%
AA+	100	28.41%	855.00	24.01%
AA	145	41.19%	1386.25	38.92%
合计	352	100.00%	3561.65	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表2 2017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	8年	9年	10年	12年	15年	合计
	AAA	1	1	8	88	—	2	5	1	1
AA+	—	—	—	92	—	—	8	—	—	100
AA	—	1	2	130	1	—	11	—	—	145
合计	1	2	10	310	1	2	24	1	1	352

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

年和15年共九种不同期限类型，其中7年期发行数量最多，共310期，占总发行期数的88.07%。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系

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306期<sup>1</sup>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。

■ 图表3 2017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	87	4.67~7.30	5.68	0.50	205.29	NR	42.61	0.21
AA+	91	5.23~8.48	6.46	0.65	278.55	73.26	59.11	0.21
AA	128	5.65~7.85	6.70	0.59	301.18	22.63	55.43	0.18

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。数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

■ 图表4 2017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	87	4.67~7.30	5.68	0.50	202.94	NR	42.75	0.21
AA+	91	5.23~8.55	6.46	0.65	277.96	75.02	59.40	0.21
AA	128	5.65~7.85	6.71	0.60	299.84	21.88	56.20	0.19

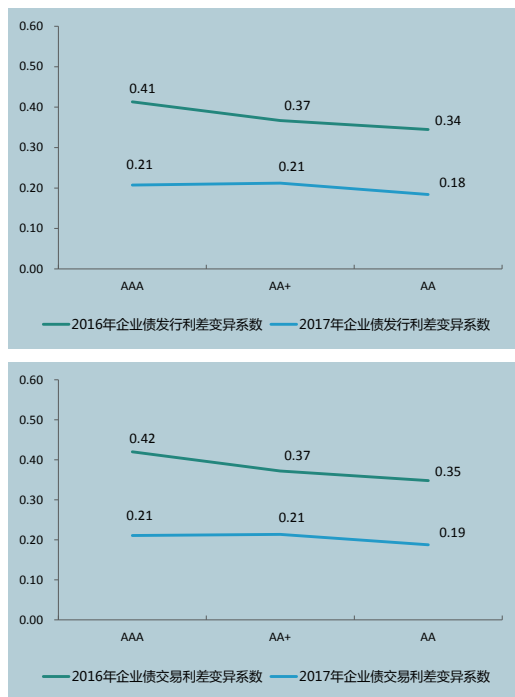
注：交易利差为企业债上市首日利率减企业债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

<sup>1</sup>剔除永续企业债和浮动利率企业债，并剔除截至2018年1月4日仍未上市的债券共4期。

从图表4可以看出，2017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。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2016年相比，2017年各等级发行利差和交易利差变异系数有所下降，表明利差样本的离散度有所下降，即市场对企业债信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，市场对评级的认可程度上升（图表5）。

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

### 企业债利差的影响因素分析

为检验债项信用等级及评级机构是否对企业债利差有影响，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）债项信用等级对企业债利差的影响

为检验7年期企业债的债项等级对利差影响是否显著，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级间7年期企业债的发行利差、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，各等级间对应的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图表6 2017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	—	0.004	AA+	0.000	—	0.007
AA	0.000	0.004	—	AA	0.000	0.007	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

#### （二）信用评级机构对企业债利差的影响<sup>2</sup>

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。除大公AA+级发行利差大于AA级外，其余各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降。需要注意的是，大公AA+级和AA级、中诚信国际AA+级和AA级间两个等级间的发行利差、交易利差均较为接近，差值均在5BP以内，除此之外，其余机构不同等级间利差的差别均较为明显（图表7~8）。

图表7 2017年各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	35	41	25	52	45	109	307	
AAA	样本量	14	17	7	16	15	19	88
	均值	185.64	208.00	169.50	218.03	220.30	207.19	205.13
	标准差	35.44	53.31	49.33	47.81	17.91	33.88	42.40
AA+	样本量	12	9	4	11	14	41	91
	均值	217.73	256.13	257.07	302.02	287.63	293.98	278.55
	标准差	49.11	63.66	75.19	64.95	62.07	44.32	59.11
AA	样本量	9	15	14	25	16	49	128
	均值	261.63	310.98	254.54	304.20	317.69	311.84	301.18
	标准差	38.90	50.12	71.09	47.58	50.29	51.80	55.43

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup> “17定远城投债01”同时由两家评级机构提供评级服务，故为两家机构的样本，最终总样本为307个。

■ 图表8 2017年各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	35	41	25	52	45	109	307	
AAA	样本量	14	17	7	16	15	19	88
	均值	184.10	205.62	168.29	212.99	217.29	206.36	202.72
	标准差	34.87	54.40	48.22	49.85	18.21	33.45	42.56
AA+	样本量	12	9	4	11	14	41	91
	均值	217.37	255.05	251.70	302.85	289.20	292.77	277.96
	标准差	50.41	64.64	69.94	65.87	62.60	44.18	59.40
AA	样本量	9	15	14	25	16	49	128
	均值	257.99	310.87	252.20	304.63	315.64	310.16	299.84
	标准差	41.76	51.60	69.84	47.72	51.16	52.72	56.20

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，但这并不能说明这种差异具有显著性。

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。通过检验，各评级机构间企业债利差存在一定的差异，具体检验结果见图表9~11。

### 1.AAA级企业债利差的机构间显著性差异检验

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，东方金诚发行利差、交易利差显著高于新世纪、联合资信和大公，鹏元发行利差、交易利差显著高于新世纪，其他各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

具体来看，东方金诚所评AAA级企业债共15期，其中安徽地方国企发行11期，该11期债券平均发行利率5.99%，最终导致东方金诚AAA级利差显著高于其他评级机构；新世纪AAA级发行利差、交易利差均值分别比鹏元低21.55BP、22.26BP。

### 2.AA+级企业债利差的机构间显著性差异检验

7年期AA+级企业债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，新世纪发行利差、交易利差显著低于中诚信国际、东方金诚和鹏元，其他各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

元，其他各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，新世纪AA+级发行利差、交易利差比该等级均值低60.82BP、60.59BP。

### 3.AA级企业债利差的机构间显著性差异检验

7年期AA级企业债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各机构间利差存在一定的差异。其中，大公发行利差、交易利差显著低于联合资信、中诚信国际、东方金诚和鹏元。

■ 图表9 2017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		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元
	新世纪	—	0.153	0.502	0.061	0.007	0.035
	联合资信	0.153	—	0.240	0.407	0.025	0.438
	大公	0.502	0.240	—	0.061	0.018	0.119
	中诚信国际	0.061	0.407	0.061	—	0.664	0.596
	东方金诚	0.007	0.025	0.018	0.664	—	0.099
	鹏元	0.035	0.438	0.119	0.596	0.099	—
交易利差		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元
	新世纪	—	0.177	0.502	0.114	0.011	0.038
	联合资信	0.177	—	0.216	0.494	0.027	0.350
	大公	0.502	0.216	—	0.053	0.026	0.094
	中诚信国际	0.114	0.494	0.053	—	0.813	0.716
	东方金诚	0.011	0.027	0.026	0.813	—	0.171
	鹏元	0.038	0.350	0.094	0.716	0.171	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表10 2017年评级机构对7年期AA+级企业债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差		新世纪	联合资信	中诚信国际	东方金诚	鹏元
	新世纪	—	0.177	0.002	0.009	0.000
	联合资信	0.177	—	0.119	0.257	0.060
	中诚信国际	0.002	0.119	—	0.443	0.937
	东方金诚	0.009	0.257	0.443	—	0.589
	鹏元	0.000	0.060	0.937	0.589	—
交易利差		新世纪	联合资信	中诚信国际	东方金诚	鹏元
	新世纪	—	0.177	0.003	0.006	0.000
	联合资信	0.177	—	0.119	0.231	0.053
	中诚信国际	0.003	0.119	—	0.584	0.937
	东方金诚	0.006	0.231	0.584	—	0.714
	鹏元	0.000	0.053	0.937	0.714	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理



具体来看，大公AA级发行利差、交易利差比该等级均值低46.64BP、47.64BP；新世纪发行利差显著低于联合资信、东方金诚和鹏元，新世纪交易利差显著低于中诚信国际、东方金诚和鹏元。具体来看，新世纪AA级发行利差、交易利差比该等级均值低39.55BP、41.85BP。

图表11 2017年评级机构对7年期AA级企业债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

		新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元
		新世纪	—	0.040	0.413	0.053	0.011
发行利差	联合资信	0.040	—	0.010	0.530	0.813	0.855
	大公	0.413	0.010	—	0.007	0.010	0.004
	中诚信国际	0.053	0.530	0.007	—	0.407	0.417
	东方金诚	0.011	0.813	0.010	0.407	—	0.772
	鹏元	0.012	0.855	0.004	0.417	0.772	—
	新世纪	—	0.053	0.529	0.020	0.011	0.008
交易利差	联合资信	0.053	—	0.008	0.665	0.843	0.887
	大公	0.529	0.008	—	0.006	0.009	0.002
	中诚信国际	0.020	0.665	0.006	—	0.539	0.537
	东方金诚	0.011	0.843	0.009	0.539	—	0.807
	鹏元	0.008	0.887	0.002	0.537	0.807	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 2017年公司债利差分析

文 / 王衡

## 摘要

新世纪评级对公司债的利差分析选取同日同期限的银行间固定利率国债到期收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明：2017年发行的公司债发行及交易定价较好的反映了债项等级差异；新世纪评级在5年期AA+级、AA级公司债的利差上表现优异。

## 公司债利差统计分析

### （一）公司债发行概况

2017年公开市场一般公司债共发行538期，发行总规模为人民币5641.72亿元，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291期，占比为54.09%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的71.02%。从公司债的发行期限来看（图表2），共包括2年、3年、4年、5年、6年、7年、8年、9年、10年和15年共十种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行328期，占总发行量的60.97%；3年期公司债发行量位居第二，共发行153期，占总发行量的28.44%。

■ 图表1 2017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	291	54.09%	4006.50	71.02%
AA+	114	21.19%	969.79	17.19%
AA	133	24.72%	665.43	11.79%
合计	538	100.00%	5641.72	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表2 2017年公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	15年	总计
	AAA	1	81	—	174	—	20	1	2	10	2
AA+	—	29	1	74	3	7	—	—	—	—	114
AA	3	43	5	80	—	2	—	—	—	—	133
合计	4	153	6	328	3	29	1	2	10	2	538

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系

考虑到分级别分机构后的样本量，本文仅研究5年期公司债利差与信用等级、利差与评级机构之间的关系。2017年5年期公司债共发行328期，剔除永续债样本以及截至2018年1月4日前未上市的22个样本，得到有效样本共306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。

■ 图表3 2017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	157	3.80~7.20	4.93	0.53	138.84	NR	45.62	0.33
AA+	74	4.38~7.70	5.75	0.75	223.49	84.65	71.31	0.32
AA	75	5.00~7.98	6.67	0.78	317.22	93.73	74.58	0.24

注：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；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

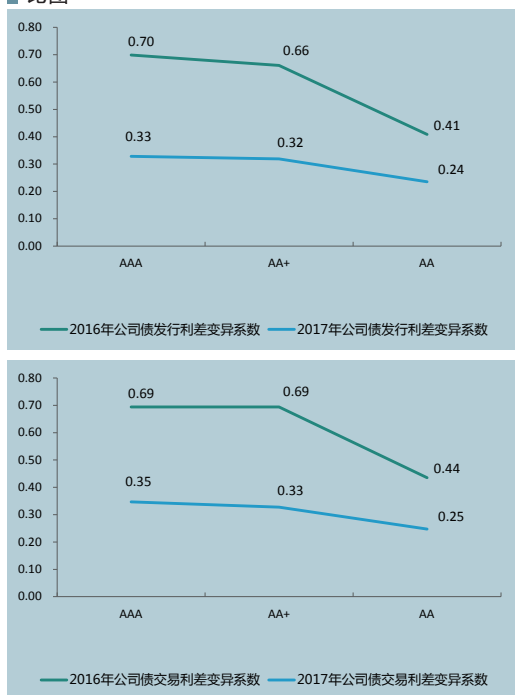
■ 图表4 2017年5年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

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	157	3.80~7.19	4.93	0.53	133.54	NR	46.33	0.35
AA+	74	4.38~7.69	5.74	0.75	217.99	84.46	71.46	0.33
AA	75	5.00~7.97	6.66	0.78	308.83	90.84	76.44	0.25

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；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2016年相比，2017年各债项等级公司债发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，表明利差样本的离散度较上年同期下降，即市场对公司债信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，市场对评级的认可程度上升（图表5）。

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

## 公司债利差的影响因素分析

为检验债项信用等级及评级机构是否对公司债利差有影响，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）债项信用等级对公司债利差的影响

为检验债项等级对5年期公司债利差影响的显著性，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级5年期公司债间的

发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表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、交易利差均存在显著差异。

图表6 2017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	—	0.002	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

### （二）信用评级机构对公司债利差的影响<sup>1</sup>

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。其中，中诚信证券AAA级发行利差在所有评级机构中最小，新世纪评级AA+级、AA级发行利差在所有评级机构中均为最小。

图表7 2017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	联合信用	大公	中诚信证券	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	41	78	47	125	6	11	308	
AAA	样本量	24	36	23	69	—	6	158
	均值	146.96	150.63	143.36	124.97	—	175.38	138.75
	标准差	54.79	59.08	39.42	27.90	—	60.34	45.49
AA+	样本量	11	19	11	30	2	1	74
	均值	188.35	220.22	233.21	231.55	259.30	251.84	223.49
	标准差	47.82	69.12	55.48	81.08	144.02	—	71.31
AA	样本量	6	23	13	26	4	4	76
	均值	259.27	320.03	356.68	294.38	387.51	349.65	317.84
	标准差	70.92	69.86	66.09	67.29	43.53	103.10	74.28

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

通过对各评级机构各等级5年期公司债交易利差均值进行比较（图表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。

<sup>1</sup> “17苏保债”和“17南三01”均同时由两家评级机构提供评级服务，分别为两家评级机构的样本，故总样本为308。

其中，中诚信证券AAA级交易利差在所有评级机构中最小，新世纪评级AA+级、AA级交易利差在所有评级机构中均为最小。

■ 图表8 2017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	联合信用	大公	中诚信证券	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	41	78	47	125	6	11	308	
AAA	样本量	24	36	23	69	—	6	158
	均值	142.25	144.16	142.27	118.76	—	165.98	133.33
	标准差	57.99	59.96	41.50	26.82	—	58.21	46.26
AA+	样本量	11	19	11	30	2	1	74
	均值	186.28	219.73	212.97	227.06	253.63	245.54	217.99
	标准差	49.18	71.57	56.73	79.13	159.67	—	71.46
AA	样本量	6	23	13	26	4	4	76
	均值	254.47	312.29	350.82	285.05	379.75	326.88	309.32
	标准差	69.87	74.33	66.28	66.46	36.95	120.50	76.05

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7~8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，但这并不能说明这种差异具有显著性。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，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验。通过检验，各评级机构间公司债利差存在一定的差异。

### 1.AAA级公司债利差的机构间显著性差异检验

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，大公发行利差、交易利差均显著高于中诚信证券，联合信用、鹏元发行利差显著高于中诚信证券，其他机构间所评AAA级公司债发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，大公发行利差、交易利差分别比该等级均值高4.61BP、8.94BP；联合信用、鹏元发行利差分别比该等级发行利差均值高11.88BP、36.63BP。

### 2.AA+级公司债利差的机构间显著性差异检验

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，参与检验的机构间所评AA+级公司债发行利差、交易利差均无显著差异。

### 3.AA级公司债利差的机构间显著性差异检验

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，大公发行利差、交易利差显著高于新世纪和中诚信证券，其他参与检验的机构间所评AA级公司债发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，大公发行利差、交易利差分别比该等级均值高38.84BP、41.50BP。

■ 图表9 2017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

		新世纪	联合信用	大公	中诚信证券	鹏元
		发行利差	新世纪	—	0.892	0.725
交易利差	联合信用	0.892	—	0.926	0.036	0.281
	大公	0.725	0.926	—	0.047	0.333
	中诚信证券	0.16	0.036	0.047	—	0.046
	鹏元	0.378	0.281	0.333	0.046	—
	新世纪	—	0.892	0.617	0.154	0.468
	联合信用	0.892	—	0.641	0.063	0.332
交易利差	大公	0.617	0.641	—	0.011	0.419
	中诚信证券	0.154	0.063	0.011	—	0.093
	鹏元	0.468	0.332	0.419	0.093	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表10 2017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

		新世纪	联合信用	大公	中诚信证券
		发行利差	新世纪	—	0.312
交易利差	联合信用	0.312	—	0.426	0.821
	大公	0.061	0.426	—	0.576
	中诚信证券	0.112	0.821	0.576	—
	新世纪	—	0.220	0.250	0.126
交易利差	联合信用	0.220	—	0.983	0.935
	大公	0.250	0.983	—	0.814
	中诚信证券	0.126	0.935	0.814	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表11 2017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

		新世纪	联合信用	大公	中诚信证券
		发行利差	新世纪	—	0.095
交易利差	联合信用	0.095	—	0.068	0.229
	大公	0.009	0.068	—	0.007
	中诚信证券	0.267	0.229	0.007	—
	新世纪	—	0.132	0.009	0.267
交易利差	联合信用	0.132	—	0.063	0.186
	大公	0.009	0.063	—	0.004
	中诚信证券	0.267	0.186	0.004	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

# 新世纪评级披露菲律宾、印度尼西亚、白俄罗斯等十三国主权信用评级结果

近日，新世纪评级根据《上海新世纪资信评估投资服务有限公司主权信用评级方法》和公开数据，完成了菲律宾、印度尼西亚、白俄罗斯、尼日利亚、柬埔寨、丹麦、意大利、土耳其、新西兰、沙特阿拉伯、墨西哥、埃及、捷克十三个国家的主权信用评级，评级结果及主要观点如下：



## 菲律宾共和国

新世纪评级评定菲律宾共和国长期外币信用等级为BBBg+级，长期本币信用等级为BBBg+级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

近年来，菲律宾经济保持高速增长，国内需求旺盛、劳动力充足、人口结构年轻等因素将使其经济有望保持高增长。

菲律宾外债规模不大，海外劳工汇款、外汇储备和贸易收入稳定，为其外债偿还提供了较强保障。

菲律宾政府财政收入逐年上升，财政平衡状况良好。

菲律宾中央银行对货币政策和汇率制度掌控能力较强，近年比索总体走强，通胀率在经历一段低迷后目前开始上升。

### ★ 风险关注：

菲律宾国内存在多支因政治或宗教诉求反政府的武装势力，暴力冲突多发，中期内难以彻底平息，将持续对其经济发展和局势稳定造成负面影响。

菲律宾近年来基础设施建设加快，基建支出大增，加之社会福利

提高，政府财政支出上升，并形成财政赤字，预计未来财政收支平衡将面临一定压力。

菲律宾落后的基础设施建设面临官僚腐败和投资不足的双重挑战，近年来政府PPP项目能否持续获得财政和海外投资支持并最终落实对菲律宾创造国内就业、拉动经济增长至关重要。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/show.php?id=13147>



## 白俄罗斯共和国

新世纪评级评定白俄罗斯共和国长期外币信用等级为BBg级，长期本币信用等级为BBg+级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

白俄罗斯与独联体国家相互依存，应对外部冲击的能力有所提升。

金融危机后，白俄罗斯经济增长乏力，复苏缓慢。

白俄罗斯经济对外依存度高，进口规模大，经常项目长期赤字。

政府财政收支基本持平，社会福利和保障等方面支出较多，财政收支平衡压力较大。

白俄罗斯央行推行的货币政策有效缓解了通胀，但通胀率仍处于高位。

### ★ 风险关注：

白俄罗斯正在进行市场化改革，但存在一定阻力，推行较为缓慢。

白俄罗斯政治、经济、金融上对俄罗斯依赖度较高，俄罗斯经济形势变化将对白俄罗斯产生较大影响。

白俄罗斯外债规模较大，外汇储备不足，偿债压力大，货币贬值加重了其偿债压力。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/show.php?id=13146>



## 印度尼西亚共和国

新世纪评级评定印度尼西亚共和国长期外币信用等级为Ag-级，长期本币信用等级为Ag-级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

印尼经济规模较大，近年来经济保持稳定增长。

印尼长期处于贸易逆差，国际大宗商品价格回暖以及世界经济复苏对印尼的出口和经常账户赤字有所改善。

印尼外债水平适中，债务结构较好。

印尼政府财政收入增长平稳，对财政赤字水平控制较好，政府债务水平较低。

印尼通货膨胀水平较低，货币政策空间相对自由。

### ★ 风险关注：

印尼工业水平处于初级阶段，基础设施发展相对滞后，政府官僚主义严重，对印尼的经济增长和投

资环境的改善形成制约。

印尼经济对矿产品出口依赖高，大宗商品价格波动对印尼经济影响较大。

印尼政府中短期目标以加强基础设施建设为主，未来或将导致财政赤字率上升，进而使得政府债务负担加重。

美元是印尼外债中的主要计价币种，随着美国货币政策回归常态化，印尼盾贬值压力持续存在，未来长期偿付压力将有所增加。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/show.php?id=13150>



## 尼日利亚联邦共和国

新世纪评级评定尼日利亚联邦共和国长期外币信用等级为BBg级，长期本币信用等级为BBg级，展望为负面。

### ★ 评级观点：

尼日利亚作为目前非洲经济规模最大的国家，在全非洲地区有重要地位，对西非及其他非洲国家具有较强的辐射力。

尼日利亚融资渠道较窄，发债较为困难，整体外债及政府债务水平平均偏低。

### ★ 风险关注：

尼日利亚近年安全形势较为严峻，恐怖活动频发，对政治稳定性及经济发展造成了负面影响。

尼日利亚经济对石油出口严

重依赖，国际油价波动对其影响较大，亦在一定程度上影响了政府财政收入的稳健性。

尼日利亚汇率及通货膨胀问题较为突出，在国际油价暴跌和实体经济不景气的双重压力下，资本大量外逃，汇率贬值和通货膨胀压力或将持续。

评级报告具体内容参阅：

<http://www.shxsj.com/show.php?id=13149>



## 柬埔寨王国

新世纪评级评定柬埔寨王国长期外币信用等级为BBg-级，长期本币信用等级为BBg-级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

柬埔寨经济发展起步晚，发展水平低，经济结构较为单一，基础设施落后，整体抗风险能力弱。

近年来，柬埔寨经济发展较快，对外贸易增长情况良好，财政收入保持较快增长。

柬埔寨市场流通货币以美元为主，近年来本币汇率及物价较为稳定。

### ★ 风险关注：

柬埔寨政府治理水平和工作效率较低，贪腐问题严重，在一定程度上降低了政治稳定性，也对经济发展有阻碍作用。

柬埔寨经济开放度高，东盟、东亚和欧美等国家宏观经济波动对其影响较大。

近年来柬埔寨加大了对基础设施建设的投资力度，但基建资金对外资依赖度高，资金来源缺乏稳定性。

柬埔寨对主要流通货币美元不具有控制权，本币瑞尔对市场影响力有限，通过本币缓解经济或金融危机的能力极为有限，货币弹性较弱。

评级报告具体内容参阅：

<http://www.shxsj.com/show.php?id=13148>



### 丹麦王国

新世纪评级评定丹麦王国长期外币信用等级为AAAg级，长期本币信用等级为AAAg级，展望为稳定。

#### ★ 评级观点：

丹麦政局稳定，政府机构监管与制约机制完善，社会福利体制发达，社会稳定。

丹麦工业高度发达，经济结构稳定且多元化发展，经济实力强。

丹麦对外开放程度高，对外贸易结构稳定且多元化，外债水平较低。

丹麦常年财政赤字，但赤字率较低，政府债务规模较小，偿债压力较小。

丹麦实行固定钉住汇率制度，历史通货膨胀率较低。

#### ★ 风险关注：

丹麦人口老龄化程度持续加深，政府财政支出压力加大，在丹

麦政府推进税改政策的情况下，政府财政负担或将加重。

丹麦实行的固定钉住汇率制度使其货币政策独立性及其可操作空间受限，为维持丹麦克朗与欧元的固定汇率，丹麦央行对外汇市场干预力度较大。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171220-5.pdf>



### 意大利共和国

新世纪评级评定意大利共和国长期外币信用等级为Ag-级，长期本币信用等级为Ag-级，展望为稳定。

#### ★ 评级观点：

意大利经济规模较大，经济结构优良，中小企业经济较为发达，金融业自由化和对外开放水平较高。近年来意大利经济逐步复苏，经济活动进入扩张态势。

意大利贸易结构多元化，国际竞争力较强，近年来经常账户持续保持盈余。

意大利政府财政收入较为稳定，且有进一步增长的空间。

#### ★ 风险关注：

意大利政府更迭较为频繁，对政府政策的连续性产生负面影响。2016年底意大利修宪公投失败，伦齐政府推行的结构性财政与经济改

革存在被迫中断的风险。

意大利金融业系统性结构性风险不断累积，银行坏账高企。

意大利国家外债和政府债务水平都较高，经济和财政改革的压力较大。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171220-4.pdf>





### 土耳其共和国

新世纪评级评定土耳其共和国长期外币信用等级为BBBg-级，长期本币信用等级为BBBg-级，展望为负面。

#### ★ 评级观点：

土耳其经济规模较大，经济结构较为合理，各产业发展均衡。

土耳其金融业发展迅速，银行资本充足率和不良贷款率总体保持在合理水平。

土耳其财政实力较强，财政支出结构合理，财政赤字率较低。

土耳其政府债务规模较小，债务水平较低，债务总额与财政收入的比值呈持续下降态势，债务负担较轻。

#### ★ 风险关注：

土耳其国内政局不稳，周边地缘政治风险上升，外交政策摇摆不定，政治稳定性恶化。

土耳其近年来失业率持续走高，经济增速整体呈下滑态势。

土耳其外贸竞争力较弱，经常账户常年赤字，国家外债不断上升；同时，外汇储备规模较小，中长期偿债压力较大。

近年来，土耳其的货币政策和汇率政策均面临较大挑战，通胀高企、货币贬值、国内政治势力的干预及全球货币政策的转向将会继续约束土耳其央行的政策空间。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171220-3.pdf>



### 新西兰

新世纪评级评定新西兰长期外币信用等级为AAg级，长期本币信用等级为AAg+级，展望为稳定。

#### ★ 评级观点：

新西兰经济市场化程度高，经济结构稳定且多元化发展，经济实力较强。

新西兰对外贸易结构稳定，常年保持贸易顺差。

新西兰财政收入增长稳定，政府债务水平较低，偿债压力较小。

新西兰货币弹性强，货币传导机制通畅，通胀基本维持在货币政策目标范围内。

#### ★ 风险关注：

新西兰近年来人口老龄化加速，政府长期实行高福利政策，政府财政负担加重。

新西兰出口以农产品为主，经

常账户收入规模不大，对外债偿付的保障程度较低。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171220-1.pdf>



## 沙特阿拉伯王国

新世纪评级评定沙特阿拉伯王国长期外币信用等级为AAg级，长期本币信用等级为AAg级，展望为负面。

### ★ 评级观点：

沙特经济规模较大，人均收入水平较高。

沙特金融市场稳定性较高，银行体系十分健康，系统性风险极低。

沙特是全球能源市场最重要的出口国之一，连续多年的石油贸易顺差帮助沙特积累了规模庞大的外汇储备。

沙特政府财政实力较强，政府债务水平较低，偿债能力较强。

沙特通货膨胀率一直保持在较低的水平。

### ★ 风险关注：

沙特王室内部权力斗争日趋激烈，周边国家和地区局势持续动荡不安，其政治稳定性受到一定程度

的削弱。

沙特经济发展严重依赖石油产业，经济结构过于单一，抗风险能力较差。经济改革成效尚未显现。

沙特对外贸易结构单一，受国际油价暴跌影响，沙特经常账户赤字高企，严重损耗了沙特外汇储备。

近两年沙特财政赤字迅速飙升，政府债务总额明显走高，预计未来偿债压力将持续上升。

沙特实行固定的汇率政策和完全开放的资本账户限制了其货币政策的自主性。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171220-2.pdf>



## 墨西哥合众国

新世纪评级评定墨西哥合众国长期外币信用等级为Ag+级，长期本币信用等级为Ag+级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

墨西哥是拉美经济大国，经济规模较大，经济改革取得一定成效。

墨西哥政府债务和外债规模较大，偿债压力较大。

墨西哥财政收入持续增长，对财政赤字控制较好。

### ★ 风险关注：

墨西哥经济对美国和石油出口的依存度高，美国经济形势和石油价格波动均对墨西哥经济影响较大。

墨西哥与美国就北美自由贸易协定重新谈判至今未达成一致意见，将对2018年墨西哥大选及墨西哥对外贸易带来不确定因素。

因国际油价低迷和美联储加息导致墨西哥货币持续贬值，墨西哥政府偿债压力不断加大。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171229-1.pdf>



## 阿拉伯埃及共和国

新世纪评级评定阿拉伯埃及共和国长期外币信用等级为BBg级，长期本币信用等级为BBg级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

埃及现任总统塞西上台以来，国内政治局势趋稳，周边外交环境有所改善。

埃及是非洲第三大经济体，经济规模和人均GDP均位居非洲前列。

近年来埃及政府为提振经济，推出多项经济改革措施，加大吸引外资力度；海湾国家不断向其提供巨额援助，经济形势逐步好转。

埃及财政收入增长较快，其中旅游收入、运河收入和石油收入为其贡献颇多。

### ★ 风险关注：

埃及经常账户常年赤字，贸易逆差逐年扩大。

埃及外债规模持续增加，外汇储备规模较小，对外债的覆盖程度偏低，偿债压力大。

埃及财政收支失衡状况较为严重，政府债务规模较大，偿债压力较大。

埃及通货膨胀率高，汇率波动剧烈，货币政策和汇率政策均面临较大的挑战。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171229-3.pdf>



## 捷克共和国

新世纪评级评定捷克共和国长期外币信用等级为AAg级，长期本币信用等级为AAg+级，展望为稳定。

### ★ 评级观点：

捷克经济规模中等，产业结构多元化且发展较为成熟，工业基础雄厚。近年来，在出口和内需增长的情况下，捷克经济增速在欧盟国家中处于前列。

捷克常年保持贸易顺差，外债规模可控，官方储备的逐年增加以及经常账户的改善对外债偿还的保障程度有所提升。

捷克财政实力较强，近年来紧缩的财政政策使得政府财政平衡状况持续好转，政府债务管理能力较强，偿债压力较轻。

捷克央行的货币政策在应对危机和刺激经济复苏方面较为有效。

### ★ 风险关注：

捷克2017年10月的议会大选结束，获胜党派与目前政府的政治诉求差异较大，政策的持续性和未来政治稳定性存在一定的不确定性。

捷克政府加大在基建、教育和科研等方面的支出，未来财政支出负担将有所加重。

2017年4月初，捷克克朗与欧元脱钩，导致克朗持续升值，将对未来出口和国内通胀形成负面影响。

评级报告具体内容参阅：  
<http://www.shxsj.com/uploadfile/kanwu/20171229-2.pdf>



### PPP全媒体社交平台项目启动

2017年12月2日，由中国经济导报社举办的媒体融合发展暨PPP全媒体社交平台启动座谈会在北京举行。

据中国经济导报社社长胡跃龙介绍，PPP全媒体社交平台以现有《中国经济导报》、中国发展网、“PPP导向标”微信公众号为基础，实施PPP传播新模式、新业态建设，完成专业数据库系统建立，提供可查、可比、可溯、可用的相关数据。构建移动客户端传播PPP建设模式的途径，实现基于移动媒体的有效覆盖。

来源：中国经济导报

### 信用债密集违约 商业银行风险发酵

2017年12月18日晚间，中国城市建设控股有限公司（以下简称“中城建”）发布公告称，由于资金链紧张，应于12月17日兑付的10亿元“12中城建MTN2”，截至兑付日终，未能按照约定将兑付资金按时足额划至托管机构，已构成实质违约。

根据同花顺统计，11月份以来，已经有15支债券违约，涉

及金额逼近150亿元。由于违约频发，今年债券市场出现大规模延迟或取消发行的情况，目前已经有760支债券出现上述问题，涉及规模高达7062.63亿元。

来源：中国经济导报

### 交易商协会首次公布评级机构评价结果

2017年12月22日，银行间市场交易商协会(下称“协会”)公布了今年对5家从事银行间市场非金融企业债务融资工具信用评级业务的评级机构的市场化评价结果。结果显示，5家评级机构的排名先后顺序依次为，中诚信国际、联合资信、大公资信、上海新世纪和东方金诚。

具体开展过程中，协会组织了121家市场成员代表(包括65家投资人、52家主承销商、4家市场基础设施)以及42名专业委员会委员对各评级机构的相应指标表现进行评价。

来源：证券时报

### 央行“302号文”规范债券市场：严控违规代持行为

2018年1月4日，央行在官网公布了传闻中的“302号文”：《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》。这份由一行三会联合下发的文件从债券杠杆率水平、监管分工、债券代持业务等方面“加码”了监管力度。

此外据媒体报道，证监会也在近日发布了302号文的配套文件——《关于进一步加强证券基金经营机构债券交易监管的通知》，对证券公司、基金管理公司及其子公司(以下统称证券基金经营机构)的证券自营、资产管理(含公募与私募基金)、投资顾问等业务参与债券交易作出进一步细化规范。

来源：新京报



### 央行：完善绿色债券认证制度，推动绿色债券市场持续健康发展

日前，人民银行与证监会联合发布《绿色债券评估认证行为指引（暂行）》（以下简称《指引》）。

《指引》的发布是贯彻党的十九大关于创新、协调、绿色、开放、共享发展理念的务实举措，是落实推进生态文明建设、发展绿色金融的重要制度安排，对于规范发展绿色债券市场、推进美丽中国建设具有积极意义。

来源：新浪新闻



### 光大水务被认定为绿色产业主体 新世纪评级为其提供服务

2017年12月26日，中国光大水务有限公司（以下简称“光大水务”）发布公告称，上海证券交易所审批通过了新世纪评级对光大水务绿色产业主体的认证，中国光大水务有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）（债券代码143209，2017年12月28日起债券简称调整为“G17光水1”）也被认定为绿色产业主体认证体系下的绿色公司债券。

光大水务是以水环境综合治理业务为主业的投资运营公司，其中污水处理业务是该公司核心主业。新世纪评级对其在主营业务、治理管理与发展战略、绿色债券相关机制和环境风险等方面进行了调研和分析，确认中国光大水务有限公司符合绿色产业主体的基本要求，认定其为污染防治类绿色产业主体，并出具了评估认证报告。

自2016年以来，我国绿色债券市场快速发展，第三方评估认证也已成为绿色债券市场健康发展的重要保障。新世纪评级近年来注重对绿色债券评估认证的研究和业务拓展，研究成果丰硕。本次光大水务的绿色产业主体和绿色公司债券的认定通过，是新世纪评级绿色债券评估认证业务在实践上的重要突破，表明了市场对新世纪评级该项业务的认可。未来新世纪评级将持续加强对绿色债券领域的研究，不断完善绿色债券评估认证的技术方法，为推动绿色金融发展做出贡献。



### 新世纪评级再度荣登“上海名牌榜”

2017年12月31日，上海市品牌推荐委员会在《解放日报》发布通告，对2017年度上海名牌产品/服务/明日之星推荐名单进行了公布。经上海市名牌推荐委员会全体会议审定，新世纪评级作为信息服务领域的品牌荣登2017年度上海名牌服务企业榜，这是公司自2008年首度被评选为上海名牌服务企业以来，第四次荣登该榜单。

“上海名牌”的组织评审是上海市实施名牌战略的重要举措，由上海市品牌推荐委员会根据申报产品的知名度、质量水准、企业质量体系、市场占有率等各项指标，采用科学的评估方法和严格的评估标准，通过预审、初审、复审等多个环节最终综合考评产生。

新世纪评级再度荣登“上海名牌榜”，凸显了公司的品牌效应，未来公司将进一步加强品牌建设，提升创新研发能力和评级服务水平，努力成为具有国际竞争力的品牌企业。



### 全国首单轨道交通专项债券成功发行 新世纪评级地方债业务再添亮点

12月11日，由新世纪评级提供评级服务的全国首单地方政府轨道交通专项债券——“2017年深圳市（本级）轨道交通专项债券（一期）”在深圳证券交易所成功发行。

本期深圳市轨道交通专项债券发行规模20亿元，期限5年，发行利率3.82%，债项级别为AAA级。债券募集资金专项用于深圳市轨道交通14号线项目，偿债资金来自项目对应的地铁运营收入和上盖物业开发收入。本期债券发行文件除债券信息披露文件、评级报告等外，还首次公开披露了第三方专业机构项目专项债券方案总体评价报告、律师事务所法律意见书。

2017年6月，财政部印发《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89号），明确并鼓励有条件的地方政府在专项债务限额以内，试行项目收益与融资自求平衡的专项债券。本次深圳轨道交通专项债券是继土地储备和收费公路领域试点专项债券之后的又一创新品种，对推进规范地方政府专项债券管理，健全地方政府举债融资机制具有积极意义。

新世纪评级作为全国地方政府债券自发自还试点首家中标的评级机构，除本项目外还先后为河北省土地储备专项债券、广东省收费公路专项债券（全国首单收费公路专项债券）等提供了优质高效的评级服务，获得了市场各方的充分认可。



### 新世纪评级与杭州萧山区政府签署战略合作协议

2017年11月24日，新世纪评级与浙江省杭州市萧山区人民政府在杭州萧山区政府行政中心就社会信用体系建设、金融机构和企业信用评级服务等签署战略合作协议，新世纪评级常务副总裁丁豪樑、浙江省杭州市萧山区副区长孙洲代表双方出席签约仪式。

萧山区国有资产经营总公司、萧山区城市建设公司、钱江世纪城开发建设有限公司等萧山区10家重点企业在签约会上对自身的发展情况、运营机制、信用管理等方面做了介绍。新世纪评级常务副总裁丁豪樑、浙江大区负责人陈涤、萧山区副区长孙洲对杭州萧山区的发展现状、未来规划等方面进行了热烈的探讨。

丁豪樑常务副总裁对萧山区的经济发展、区位优势给予了高度肯定。多年以来新世纪评级与萧山区重点企业建立了长期良好的合作关系，会议现场新世纪评级代表与出席各方对企业未来的成长机遇、风险防范等方面交换了意见。

浙江省杭州市萧山区是中国大陆极具投资地第一名、全国十强区县，经济实力雄厚，民营经济发达，集聚了众多知名企业。未来，新世纪评级与萧山区政府将共同推动区域信用风险的防范和化解，为重点企业内控、主体信用建设方面提供咨询服务，促进企业改善经营管理，为萧山“加快钱塘江金融港湾建设，打造国际新金融枢纽”助力。

# 出版刊物

## 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

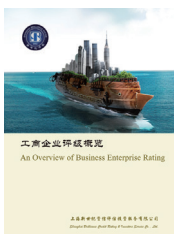
研究文章目录汇编

地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

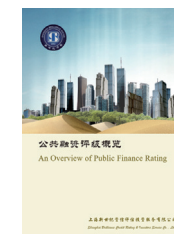
## 产品系列



工商企业评级概览



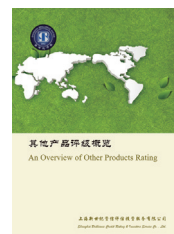
金融机构评级概览



公共融资评级概览



结构融资评级概览



其他产品评级概览

# 新世纪评级

SHANGHAI BRILLIANCE RATING

---



扫描二维码  
关注新世纪评级微信公众号

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

---

地址：中国上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001 E-mail: mail@shxsj.com

电话：021-63501349 传真：021-63500872

---