



新世纪评级

2018.04

2018年第4期

总第111期

P01

美国信用评级行业发展及监管演变对我国的启示

本文对美国信用评级行业的发展、信用评级机构概况和信用评级市场现状进行了介绍，并通过对美国信用评级监管演变的研究，探讨了美国信用评级监管的实施成效及其对我国信用评级行业监管的启示。

P12

穆迪违约损失率研究

P19

土耳其里拉大幅贬值 外债偿付压力上升

P22

2018年上半年证券行业信用观察

P32

2018年第三季度中国债券市场发行与评级研究

P39

2018年前三季度中国债券市场违约概况



CONTENT

2018年第4期（总第111期）目录



穆迪违约损失率研究

12



2018年上半年证券行业
信用观察

22

专题研究 / MONOGRAPH

- 01 美国信用评级行业发展及监管演变对我国的启示
- 12 穆迪违约损失率研究
- 19 土耳其里拉大幅贬值 外债偿付压力上升
- 22 2018年上半年证券行业信用观察

债市研究 / BOND MARKET RESEARCH

- 32 2018年第三季度中国债券市场发行与评级研究
- 39 2018年前三季度中国债券市场违约概况

市场表现 / MARKET PERFORMANCE

- 41 2018年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究
- 46 2018年第三季度超短期融资券利差分析
- 48 2018年第三季度短期融资券利差分析
- 50 2018年第三季度中期票据利差分析
- 53 2018年第三季度公司债利差分析
- 55 2018年第三季度企业债利差分析

行业动态 / INDUSTRY NEWS

- 57 首批两单资产支持票据债券通发行 规模共20亿元
- 58 人民币债券吸引力提升 外资连续18个月增持

公司新闻 / COMPANY NEWS

- 59 新世纪评级助力首支地方政府高等学校专项债券成功发行
- 59 新世纪评级助力广东省成功发行粤港澳大湾区专项债和全国首支水资源专项债

本刊编辑部声明：

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



微信扫一扫
关注“新世纪评级”

更多内容请登录新世纪评级官网 <http://www.shxsj.com>

美国信用评级行业发展及 监管演变对我国的启示

■ 文/ 戴晓枫 陈文沛

摘要 ▶▶▶

美国是全球信用评级行业的起源国家，也是现今信用评级行业发展最为成熟的国家。本文对美国信用评级行业的发展、信用评级机构概况和信用评级市场现状进行了介绍，并通过对美国信用评级监管演变的研究，探讨了美国信用评级监管的实施成效及其对我国信用评级行业监管的启示。

一、美国信用评级行业概况

（一）美国信用评级行业的发展

1837年的金融风暴使州债倒债事件频频发生，债券投资者开始对与债券违约有关的信息收集分析产生强烈需求。1860年，亨利·普尔成立普尔出版公司；约翰·穆迪于1890年创办穆迪投资者服务公司(Moody's Investors Service)，并于1909年出版《铁路投资分析手册》；1906年，标准统计局(Standard Statistics Bureau)成立，并于1941年与普尔出版公司合并为标准普尔公司(Standard and Poor's)；1913年约翰·惠誉创办惠誉投资者服务公司(Fitch Investors Service)。

标普、穆迪和惠誉三大评级机构成立以后，凭借自身独立地位和对信息收集、整理、加工和处理的优势，在经历几次经济危机检验后建立了良好的声誉，逐步得到了美国信用评级市场的认可。同时国家认可的统计评级机构(Nationally Recognized Statistical Rating Organization, NRSRO)概念以及美国监管部门对评级结果的使用为三大评级机构创造了有利的竞争环境，助推其逐步走向垄断竞争的地位。



20世纪80年代之后，美国债券市场凭借其较低的利率、稳定的汇率和开放的资本市场吸引了大量的主权国家和私营部门，债券市场参与者范围的扩大、发行券种的日益丰富、各国债券市场规模的增大带来的活跃的跨境融资以及政府和投资者对NRSROs出具评级的认可和依赖，为NRSROs的战略扩张提供了成长的土壤。

同时，冷战之后世界经济活动开始超越国界，通过对外贸易、资本流动、技术转移、提供服务等方面形成相互依存、相互联系的全球统一经济体，促进资源和生产要素在全球合理配置，资本和产品在全球流动，科技在全球扩张。

尤其是21世纪以来，经济全球化与跨国公司的深入发展推动了跨境融资，使得国际信用评级业的评级服务需求日益增强，并呈现出评级机构集中化、业务全球化、受评对象扩大化和技术方法模型化的特点。在此背景下，美国三大评级机构开始向全球扩张，推动国际信用评级的繁荣和发展。

随着信用评级国际化发展内外需求的增加，三大评级机构在纵横两方面进行战略扩张。纵向业务发展方面，三大评级机构不断开拓本土信用评级业务，除传统的证券和公司信用评级外，其开始对结构性融资产品、理赔能力和国家主权进行信用评级。

自2008年由美国次贷危机引发的全球金融危机爆发以来，结构性融资产品如商业房地产抵押贷款支持证券（CMBS）、抵押支持证券（MBS）和资产支持证券（ABS）的评级成为信用评级市场重要的竞争领域，而根据美国证券交易监督委员会（U.S. Securities and Exchange Commission, SEC）2017年度报告，标普、穆迪和惠誉依旧占据了美国大部分市场份额。

而三大评级机构对全球各个国家开展的国家主权评级也成为走向国际化不可或缺的一步。国际货币基金组织（International Monetary Fund, IMF）在2010

年发布的报告中指出，评级机构对主权信用评级所给出的风险排序在某种程度上是可以被证实的，例如1975年以来所有出现过违约的国家，都曾在违约发生前一年被给予“非投资级”评级。因此，在活跃的跨境融资环境下，三大评级机构给予的主权信用等级成为投资者对一个国家判断的依据。

横向地域方面，三大评级机构在巩固本土市场地位的同时把目光转向了全球资本市场，它们通过新设海外机构和办事处、兼并重组、参股当地评级机构的方式进行全球业务布局，逐步确立其在全球范围内的垄断地位。

欧洲债券市场是三大评级机构国际化的主要目标，20世纪60年代初欧洲债券市场形成时，经济全球化和自由化理念使得欧洲各国监管当局基本未对评级市场准入机制进行约束和限制，三大评级机构利用先发优势在欧洲各国设立分支机构或通过兼并重组的方式，推广其评级业务和标准，实现信誉资本垄断。尽管随着欧元区的诞生，金融一体化进程加快，欧洲部分国家的金融市场出现了本土评级机构，但仍未能与美国三大评级机构抗衡。

从2017年12月20日欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority, ESMA）发布的《信用评级机构市场占有率报告》来看，2016年标普、穆迪和惠誉在欧盟市场的占有率¹分别为46.26%、31.27%和15.65%，合计占欧盟信用评级市场²的93.18%，较2015年的92.85%上升了0.33个百分点。可见，三大评级机构在欧盟布局的国际化进程仍在加快。

三大评级机构除了在欧美市场得到充分的认可外，还通过设立分支机构、控股或参股本土有影响力的评级机构以及技术合作的方式不断开拓欧美以外的评级市场，进一步巩固在国际市场上的地位和话语权。至今，三大评级机构的业务范围已经拓展到了亚洲、拉丁美洲、非洲和中东等地区。近年来，随着一些新兴市场

¹这里的市场占有率是指ESMA以各评级机构（集团层面）上报的2016年在欧盟地区提供信用评级服务和相关辅助服务收到的营业收入为基础，统计出的信用评级行业的市场占有率情况。

²2017年11月新注册的Kroll Rating Agency未纳入统计。

国家的崛起，本土债券市场上的评级机构所占的市场份额越来越多，但通常由于当地法律法规的限制，三大评级机构只能通过与当地评级机构合作，逐步实现其国际化的业务布局。

其中，亚洲信用评级市场中，印度收入排名前三的评级机构中有两家有三大评级机构参股，其中2013年标普将在印度最大的评级机构CRISIL的持股比例由此前的52.8%增至67.05%，而ICRA也于2014年被穆迪所控制，成为穆迪在印度的子公司。韩国知名评级机构KIS于2016年被穆迪100%控股。

拉美国家中，2015年穆迪收购了秘鲁信用评级领导企业Equilibrium实现控股。此外，三大评级机构在非洲均设有分公司，并将业务逐步渗透以色列等中东国家。至此，美国三大评级机构成功实现了其国际化的经营和发展。

（二）美国信用评级机构概况

《1934年证券交易法》第3(a)(62)章定义了NRSRO，即按照第15E(a)(1)(B)(ix)章，NRSRO是指发行的信用评级通过了合格机构购买者认证的信用评级机构，包含以下几个评级类别：

(i) 金融机构、经纪人、或证券商；(ii) 保险公司；(iii) 公司发行人；(iv) 资产支持证券(该术语在17 CFR 229.1101(c)中定义)发行人；(v) 政府证券发行人、市政证券发行人或由一个外国政府发行的证券发行人；或上述(i)至(v)中描述的一个或多个债务人的组合。

截至2017年末，已有10家信用评级机构注册成为了NRSROs，已注册的信用评级机构名称、注册评级类别、首次注册日期以及他们的总部所在地如表2所示。

以NRSROs上报的2016年已发行的信用评级数目为基础，可计算当年NRSROs市场占有率。10家NRSROs中，标普、穆迪、惠誉三大评级机构占据了美国评级市场95%以上的份额，寡头垄断地位非常明显。

► 图表1：美国三大评级机构分支机构设立概况（截至2017年末）

区域	标普	穆迪	惠誉
欧盟	欧盟分支机构 (法国、意大利、英国)	欧盟分支机构 【塞浦路斯、德国、西班牙、法国、意大利、英国(2个法律实体)】	欧盟分支机构 【德国、西班牙、法国、意大利、波兰、英国(2个法律实体)】
亚洲	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 中国台湾：中华信用评级(51%股份) 印度：CRISIL(67.05%股份) 马来西亚：RAM(8.2%股份) 泰国：TRIS(持有股份) 印度尼西亚：PEFINDO(技术合作)	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 中国：中诚信(49%股份) 韩国：KIS(100%股份) 印度：ICRA(控股)	中国香港分公司 日本分公司 新加坡分公司 韩国：Korea Ratings(74%股份) 马来西亚：RAM(5%股份) 印度尼西亚：Kasnic(持有股份)
拉美	墨西哥分公司 巴西分公司 阿根廷分公司	秘鲁：Equilibrium(持有股份) 墨西哥、巴西、阿根廷分公司	秘鲁：Apoyo&Asociados(持有股份) 墨西哥、巴西、阿根廷分公司
非洲	南非分公司	埃及：MERIS(35%股份) 南非分公司	南非分公司
中东	以色列：Maalot(100%股份)	以色列：Midroog(51%股份)	—

资料来源：新世纪评级根据公开资料整理

► 图表2：截至2017年末NRSROs名单

NRSRO	信用评级类别	注册日期	总部
A.M. Best Company, Inc. (A.M. Best)	类别(ii), (iii)和(iv)	2007年9月24日	美国
DBRS Ltd. (DBRS)	类别(i)~(v)	2007年9月24日	美国
Egan-Jones Ratings Co. (EJR)	类别(i)~(iii)	2007年12月21日	美国
Fitch, Inc. (Fitch)	类别(i)~(v)	2007年9月24日	美国
HR Ratings de México, S.A. de C.V. (HR Ratings)	类别(i), (iii)和(v)	2012年11月5日	墨西哥
Japan Credit Rating Agency, Ltd. (JCR)	类别(i), (ii), (iii)和(v)	2007年9月24日	日本
Kroll Bond Rating Agency, Inc. (KBRA)	类别(i)~(v)	2008年2月11日	美国
Moody's Investors Service, Inc. (Moody's)	类别(i)~(v)	2007年9月24日	美国
Morningstar Credit Ratings, LLC (Morningstar)	类别(i), (iii)和(iv)	2008年6月23日	美国
Standard & Poor's Ratings Services (S&P)	类别(i)~(v)	2007年9月24日	美国

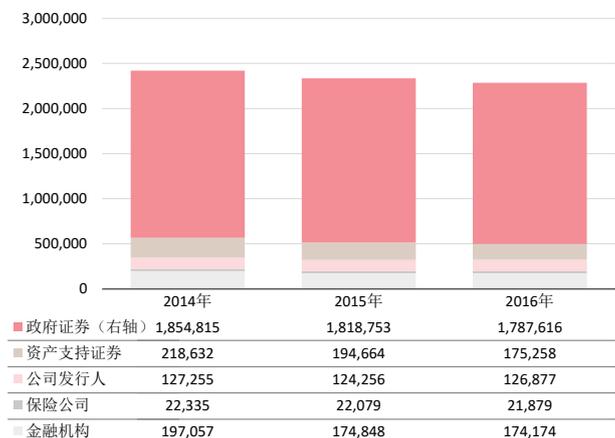
资料来源：SEC

► 图表3：SEC公布NRSROs的市场占有率统计

NRSROs	市场占有率
S&P	48.92%
Moody's	34.17%
Fitch	13.28%
DBRS	1.78%
EJR	0.81%
A.M. Best	0.39%
KBRA	0.28%
Morningstar	0.17%
JCR	0.16%
HR Ratings	0.05%

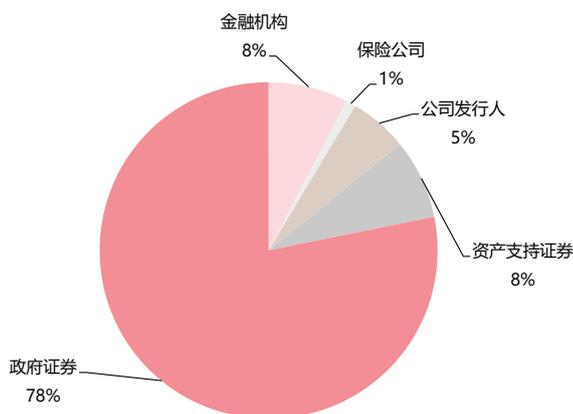
资料来源：NRSROs年度报告

► 图表4: 2014~2016年NRSROs发布的评级报告数量



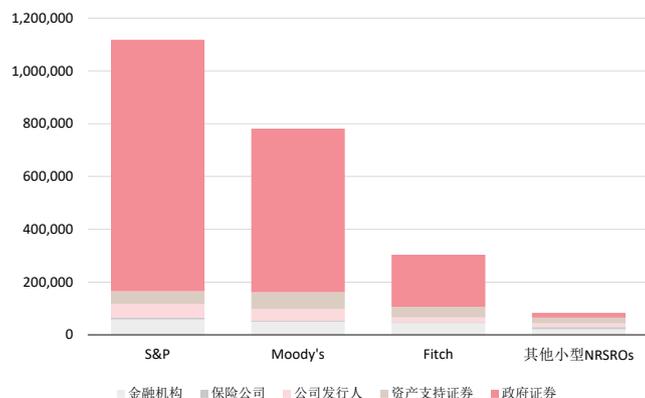
资料来源: NRSROs年度报告

► 图表5: 2016年NRSROs所发布的评级报告类型比例分布



资料来源: NRSROs年度报告

► 图表6: 2016年三大评级机构及其他小型NRSROs的评级报告数量



资料来源: NRSROs年度报告

(三) 美国信用评级市场现状

1. NRSROs发布的评级报告数量

根据2006年信用评级机构改革法案的要求, SEC每年都需要向国会提交NRSROs年度报告。在NRSROs年度报告中, 披露了当年每家NRSRO的已发布的评级报告的数量, 按评级类别分为金融机构、保险公司、公司发行人、资产支持证券和政府证券。

摘取2014年至2016年的数据, 从NRSROs发行的评级报告的总数来看, 整体呈现小幅下降趋势, 2016年发行的评级报告总数为229万份, 较2014年下滑5.55%。

从业务结构看, 政府证券所占比重最大, 然后依次分别是资产支持证券、金融机构、公司发行人和保险公司。就2016年NRSROs所发布的评级报告数量来看, 政府证券占比为78%, 资产支持证券占比为8%, 金融机构为8%, 公司发行人和保险机构分别为5%和1%。

从评级机构分布的来看, 绝大部分信用评级报告由标普、穆迪和惠誉三大评级机构所发布, 特别是在占比最大的政府证券方面, 三大评级机构所发布的评级报告数量占比在99%以上。

从2016年的数据来看, 标普仍然占据行业龙头的地位, 而三大评级机构之间评级报告数量差异主要也源于政府证券的评级报告数量差异。

仅从信用评级报告的发布数量就可以得知, 标普、穆迪和惠誉具有垄断地位。而从NRSROs的年度报告中也可以看到, 尽管去除政府证券这一类型时, 近年来NRSROs的行业集中度有小幅下降, 但在加上政府证券这一因素时整体行业集中度不断增加, 2016年时, 整个行业的集中度相当于一个有着2.67个有相同市场份额的企业市场。

2. NRSROs的分析师数量

从分析师数量来看，虽然评级报告的数量有所下滑，但从2014年到2016年，NRSROs的评级分析师（包括分析师主管）人数稳步增加，2016年达到4893人，较2014年增长了8.06%。三大评级机构的评级分析师数量较多，2016年合计为4181人，占总评级分析师的85.45%。

3. NRSROs的收入情况

（1）NRSROs整体收入情况

所有NRSROs在2016年财务报告中报告的总收入约为59亿美元³，较2015财年增加了约1亿美元。根据NRSROs年度报告，2016年，标普、穆迪和惠誉收入占有NRSROs收入的94.4%，约为55.70亿美元。图8显示了自2013年起三大评级机构收入占NRSROs的总收入的比重情况。

（2）标普评级收入情况

标普评级（Standard & Poor's Ratings Services）是S&P Global Inc.的其中一个子公司，S&P Global Inc.的业务包括三个部分：评级，市场和大宗商品市场情报和标准普尔道琼斯指数，其中评级业务由标普评级承担。

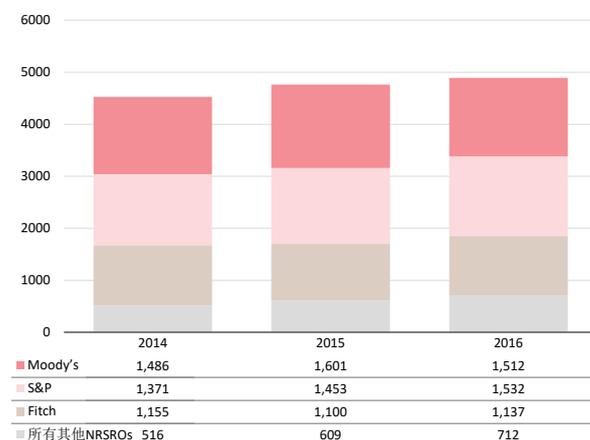
从S&P Global Inc.的年度报告来看，标普评级2017年收入约为30亿美元，占S&P Global Inc.总收入的48%左右。

（3）穆迪投资者服务收入情况

穆迪投资者服务（Moody's Investors Service, MIS）是穆迪集团（Moody's Corporation, MCO）的其中一个子公司，Moody's Corporation的业务包括两部分：评级和金融分析，分别由穆迪投资者服务和穆迪分析（Moody's Analytics, MA）承担。

从Moody's Corporation的年度报告来看，2017年穆迪的评级业务收入为27.55亿美元，占MCO收入的65%左右。

► 图表7：2014年~2016年NRSROs的评级分析师（包括分析主管）人数



资料来源：NRSROs年度报告

► 图表8：NRSROs的收入情况

NRSRO	2013	2014	2015	2016
S&P, Fitch, and Moody's	94.5%	94.3%	93.7%	94.4%
All Other NRSROs	5.5%	5.7%	6.3%	5.6%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：NRSROs年度报告

► 图表9：S&P Global Inc.收入情况（亿美元）

收入结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
评级	交易收入	6.51	9.03	10.35	11.29	11.07	11.78	15.40
	非交易收入	11.16	11.31	12.39	13.26	13.21	13.57	14.48
市场和大宗商品市场情报	10.31	11.24	11.70	12.37	23.76	25.85	24.52	
标准普尔道琼斯指数	3.23	3.88	4.93	5.52	5.97	6.39	7.33	
总收入	31.21	35.46	39.37	42.44	54.01	57.59	61.73	

资料来源：S&P Global Inc.年度报告

► 图表10：Moody's Corporation收入情况（亿美元）

收入结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
穆迪投资者服务	评级收入	15.69	18.87	20.59	22.48	23.04	23.40	27.55
	其他收入	-	-	-	0.18	0.30	0.31	0.19
穆迪分析	7.12	8.44	9.13	10.69	11.50	12.33	14.30	
总收入	22.81	27.30	29.73	33.34	34.85	36.04	42.04	

资料来源：Moody's Corporation年度报告

³ 《1934年证券交易法》第17g-3(a)3条要求每家NRSRO向美国证监会提交未经审计的年度报告，提供收入信息，这些信息不需要公开披露。

► 图表11: Fitch Group收入情况 (亿欧元)

收入结构	2011	2012	2013	2014	2015	2016
惠誉评级	4.35	6.52	5.68	6.16	7.56	8.38
惠誉方案	0.91	1.38	1.14	1.30	1.75	2.08
惠誉教育	-	-	0.33	0.38	0.46	0.43
国际商务监控	-	-	-	0.29	0.41	0.41
其他	-	-	0.26	0.28	0.34	0.41
总收入	5.26	7.89	7.40	8.41	10.52	11.71

资料来源: Fimalac年度报告

► 图表12: 美国各金融监管机构对信用评级结果的使用 (1975-1999年)

序号	年份	条例内容	最低等级	等级数目	颁布机构/条例出处
1	1975	NRSROs认可			交易商最低清偿标准之净资本条例 (Rule15c3-1, 1975)
2	1982	简化投资级债券的披露要求	BBB	1	美国证券交易委员会通过的综合披露系统 (修订号6383)
3	1984	简化非机构按揭证券的发行	AA	1	1984年国会发布的二级按揭市场增强法案
4	1987	允许使用保证金贷款抵付按揭证券及(以后的)外国债券	AA	1	联邦储备系统,T条例
5	1989	允许抚恤基金投资于高等级的资产支持证券	A	1	劳工部对雇员退休收入保障法案的放宽(PTE89-88)
6	1989	禁止存贷款投资于低于投资级的证券	BBB	1	1940年国会颁布的金融机构恢复-改革法案
7	1991	对货币市场共有基金持有的低等级票据进行限制	A1	1	美国证券交易委员会,1940年投资公司法案条例2a-7的修正案
8	1992	特定资产支持证券的发行商可豁免注册共有基金	BBB	1	美国证券交易委员会,1940年投资公司法案条例3a-7
9	1994	对银行和存贷款机构所持有的国际储备各部分的资产支持证券的资本支出进行强制性多样化	AAA BBB	1	联邦储备系统、货币监理署、联邦存款保险公司、储蓄机构监管署,追索和直接信用替代品提案
10	1998	仅交通运输部能够对投资级项目提供信用支持	BBB	1	—
11	1999	限制国家银行建立金融分置机构	A	1	金融服务现代化法案,1999

资料来源:《新世纪信用评级研究与探索》

(4) 惠誉评级收入情况

惠誉集团 (Fitch Group) 是Fimalac的子公司, Fimalac对惠誉集团的持股比例为20%。惠誉集团分为惠誉评级 (Fitch Rating)、惠誉方案 (Fitch Solutions)、惠誉学习 (Fitch Learning)、国际商业观察 (Business Monitor International, BMI) 等几个部分。根据Fimalac的年度报告来看, 惠誉评级2016年实现8.38亿欧元的收入, 占惠誉集团收入的71.56%。

二、美国信用评级监管演变

尽管早在19世纪美国就出现了最早的信用评级机构, 但是一直到20世纪30年代, 都没有监管机构关注于这个群体。随着债券市场的发展和对信用评级机构的重视, 逐渐形成了今日以行业自律为基础, NRSRO制度与美国证券交易委员会直接监管相结合的信用评级监管体系。

(一) 早期的行业自律阶段

最开始时, 信用评级仅仅发布在信用评级机构发布的刊物上, 并由订购刊物的投资者使用, 在一定程度上保持了信用评级的独立性和公正性, 信用评级行业主要依靠行业自律。1936年, 美国货币监理署 (OCC) 规定银行不得投资低于“投资级”的债券, 即低于BBB的债券。至此, 信用评级开始影响证券在市场中的销售情况。

(二) NRSRO制度的确立

为了规范信用评级行业的发展, 1975年年初, 美国证券交易监督委员会 (SEC) 在《1933年证券法》的约束下, 明确提及根据其规则的信用评级, 并开始使用国家认可的统计评级机构 (NRSRO) 制度。这一制度成为美国信用评级发展的重要奠基石。SEC通过向特定的信用评级机构发送无异议函 (No-action Letters), 确认该信用评级机构的评级结果是被国内大部分重要使用者认可的方式, 来授予该机构的NRSRO资质。

尽管一开始NRSRO制度仅仅是为了根据净资产法规确定债务证券资本费用的不同等级，而且存在很多不足，包括缺乏法律支持、定义不明确、认可标准不清楚和认可过程不透明等。然而，随着时间的推移，NRSRO概念已经更多地被纳入了SEC的法规和条例，包括《1933年证券法》，《1934年证券交易法》和1940年的《投资公司评级机构法》，最后美国国会也开始在立法时使用NRSRO概念。

（三）《信用评级机构改革法案》的出台

2003年的安然等公司丑闻事件引发了《信用评级机构改革法案》的出台，2006年9月29日，George W. Bush总统将其签署成为法律。

《信用评级机构改革法案（2006）》的第四部分在《1934年证券交易法》的中新增了第15E章，提出信用评级机构在满足特定要求的情况下，可以向SEC以提交注册申请的形式注册成为NRSROs，NRSROs自此作为专业评级机构受到SEC的监管，确定了SEC系NRSROs的唯一监管机构；并赋予了SEC对于那些向其注册成为NRSROs的信用评级机构执行注册、记录保存、财务汇报、和监管规则的权利；还修订了《1934年证券交易法》中的第17章，规定SEC针对已注册NRSROs具有记录保存、报告和检查的权利。

更重要的是，《1934年证券交易法》第15E（C）（2）章明确禁止SEC影响“确定信用评级使用的程序和方法或信用评级的实质内容”。

2007年6月，SEC根据《信用评级机构改革法案（2006）》的授权，制定并发布了六条《1934年证券交易法》下的细则17g-1~6和NRSRO表格（包含8个项目的内容及13份附表），细化了法案中提出的监管要求，并在之后多次对上述规则和表格进行了修订，多次强化了透明度和信息披露等。

根据这些规则，已注册的NRSRO必须进行某些公开披露、制作和留存某些记录、向SEC提交某些财务报告、建立和执行管理重大非公开信息的程序，以及披露和管理利益冲突。这些规则还禁止一家NRSRO存

在某些利益冲突以及从事某些不公平的、强制性的或滥用行为。

SEC分别于2009年2月和12月对上述规则进行了修订，进一步提升了NRSROs评级方法的透明度；加强了评级业绩表现的披露；禁止NRSRO从事某些不公平的、强制性和滥用行为；加强了NRSRO的记录保存。

（四）《多德·弗兰克法案》的出台

2010年7月21日，美国总统奥巴马将《全面金融改革法案》（即《多德·弗兰克法案》）签署成为法律。该法案中的Sec.931~939章节对《1934年证券交易法》15E章节进行了修订，通过施加新的汇报、披露和检查要求加强对NRSRO的监管和监控。

《多德·弗兰克法案》要求在SEC下成立信用评级办公室（Office of Credit Rating, OCR），于2012年6月成立的OCR负责对在SEC注册成为NRSROs的信用评级机构进行监管至少每年对NRSRO进行一次检查；《多德·弗兰克法案》撤销了一些法律法规中对NRSRO评级的援引，包括《联邦存款保险法》、《1992年联邦住房企业财务安全和健全法》、《1940投资公司法》和《1934年证券交易法》等；《多德·弗兰克法案》还废除了《1933年证券法》Rule 436(g)赋予信用评级机构的豁免权限。

最后，法案进一步规定SEC可以暂时中止或永久撤销一个NRSRO的发布某个特定类别的债券或某个子类别债券的信用评级的资格；法案还规定NRSRO由于进行了不当行为而受到指控时，SEC应对其进行谴责，并限制其活动或职能，如暂停其1年内从事NRSRO活动的资格等。

总体来看，《多德·弗兰克法案》主要从大的方向对信用评级机构进行监管，并指导SEC采纳规则执行一系列关于NRSROs的具体条款。

2011年1月20日，SEC通过了新的细则17g-7，强化了结构性金融产品评级的信息披露。2014年8月27日，SEC又对细则17g-1~7进行了逐一修订并新增细

则17g-8~10，新增的细则17g-8~10分别对评级机构的历史记录审查和其雇员的培训、经验及能力标准及第三方尽职调查提供方的书面证词等方面提出了细节上的要求。

总体来看，目前美国信用评级监管的法律框架主要系《1933年证券法》和《1934年证券交易法》，危机前后分别实施的两部法案，即《信用评级机构改革法案（2006）》和《多德·弗兰克法案》主要是对《1934年证券法》中15E章节进行增补和修订，SEC再根据法案授权制定相应的细则：

- 1.《1933年证券法》；
- 2.《1934年证券交易法》；
- 3.《信用评级机构改革法案（2006）》（危机前）；
- 4.《多德·弗兰克法案》（Title IX, Subsection C）（危机后）；
- 5.根据上述法案制定的细则17g-1~10。

三、美国信用评级监管的实施

（一）美国信用评级监管的具体实施和成效

1.20世纪70年代SEC确认标普、穆迪和惠誉为NRSROs

20世纪70年代先后发生了两次石油危机，受此影响，美国发生了自30年代大萧条以来最严重的经济危机，企业违约风险上升。投资者对评级产品的需求不断上升；同时，这个阶段评级机构收费模式发生了转变，最初是免费提供评级，到后来是依靠出售评级相关出版物和报告获得收入，从20世纪70年代开始实行向受评对象收费的模式。

为了规范评级行业，1975年，SEC将穆迪、标普和惠誉三家评级公司确认为NRSROs，并使用这些机构的评级结果来确定净资本规则下经纪公司的净资本额。这一时期，SEC对NRSRO概念的运用确立了三大评级机构在资本市场上的垄断地位。

2.1997年亚洲金融危机及2001年美国安然事件后出台评级监管法律

1997年，亚洲金融危机爆发。引发此次金融风暴的原因除了东南亚国家本身经济结构存在弊病、金融监管不健全等，评级机构也未能在此次危机中发挥它市场风向标的作用，美国信用评级机构在此期间的表现首度引起国际社会的广泛关注与质疑。

2001年美国能源巨头安然公司因财务造假丑闻曝光倒闭，随着安然破产案调查的不断深入，评级机构又一次受到投资者质疑。安然公司在破产前四天还被三大评级机构给予了最高等级。

2002年，美国国会通过了《萨班斯·奥克斯法案》(Sarbanes—Oxley Act of 2002)，明确要求SEC就信用评级机构的地位和作用做出说明，以加强对信用评级机构的监管。

2006年，《信用评级机构改革法案》(Credit Rating Agency Reform Act of 2006)出台，赋予了SEC对美国信用评级机构进行监管的权力，这也是自信用评级机构诞生以来，第一次从法律上确立了对评级机构的监管。

3.2007年美国次贷危机及2009年欧债危机促进SEC多次修改对NRSRO的监管文件

2007年，美国次贷危机全面爆发并迅速席卷全球。大量次级抵押贷款债券面临违约风险，而穆迪、标普、惠誉三大信用评级机构曾在危机爆发前将这些次贷产品评定为最高等级（AAA级），评级机构在此次危机中的表现引发了相关市场参与者的不满。

无独有偶，在随后发生的欧债危机中，媒体和相关市场主体纷纷指责评级机构的信用评级不客观、不准确，导致金融机构和投资者对风险处置不当。对此，欧盟政府已经提出明确抗议，并提出要建立欧洲自己的信用评级机构。在此次美国次贷危机和欧洲主权债务危机中，信用评级业遭受了前所未有的打击。

在此背景下，承受压力的SEC在对NRSRO监管方面进行了多次修改，包括对有关格式和规则进行修订等，主要内容包括：

(1) 提议对已有法律法规中涉及到参考评级结果的条款删除，尽量减少监管部门对评级结论的依赖；

(2) 对那些必不可少的监管条例，尤其是评级结论对投资者的决策有显著影响的法定评级要求，则建议提高评级机构的信息披露，如提高评级机构历史表现的统计要求及评级方法的披露；在网站上披露每一类信用评级的评级行为示例；强化备案和年度报告；强化工作底稿的规范，包括所有的初始级别、上调、下调、观察或撤销的记录，如果评级中涉及模型的，模型得出的结论（如为A级）与评级委员会得出的结论不一致（如为AA级），则需要对此显著差异做出合理解释并予以记录在案等等；

(3) 通过信息披露，强调对级别购买问题以及利益冲突的预防和管理。比如当受评方能够在证券发行前向评级机构要求提供一个初始级别，当这个级别无法满足发行方的要求时，发行方就会寻找另一个机构，直至其能够选择最有利的级别；而评级机构也了解发行方的这个特征，为了获得该项就有动机来报出“高”级别来迎合发行方的要求，因此披露发行方选择不同机构级别的过程，有利于投资者了解其所获得的不同级别，以及初始级别与最终级别之间的差别和原因；增加对可能产生利益冲突行为的限制（例如，禁止评级机构就评级对发行人进行建议和禁止评级人员参与费用讨论或协商）。

此外还要求评级机构剥离非评级业务，主分析师定期轮换、设立独立的监控岗位来调查评级机构可能存在的利益冲突及其管理效果等。

4.2014年以来SEC持续推进信用评级机构改革规则的执行

2014年8月27日，美国证券交易委员会（SEC）发布信用评级机构改革新规则，进一步加强对评级机构的监管，着重防止利益冲突、提高信息的透明度、

提高信用评级结果质量、增强评级机构责任等。2016年，SEC继续推进新规的执行。

在信息披露方面，SEC新规要求每家NRSRO机构现在必须对评级行动中所涉及到的信息进行披露。这些信息包括：用于确定信用等级的程序或方法的版本、对用于确定信用等级的数据类型的描述、对可用信息质量的评估和NRSRO认定的其它对信用评级产生影响的敏感信息。

这些举措旨在增强评级过程中的透明性，帮助用户更好的理解信用评级的分析过程以及其中涉及到的信息，包括这些信息在不同NRSROs之间的使用情况。

此外，SEC在继续支持NRSROs对非委托结构化融资产品发布主动评级的同时，鼓励NRSROs在信用评级的过程中采用更加系统和透明的方式来考虑社会、环境和治理因素。

在解决利益冲突方面，除了2015年提出的同时从事信用分析和市场销售人员的利益冲突和离职分析师的利益冲突外，SEC规则也着重强调了信用分析师或NRSRO中的其他雇员的利益冲突。

2016年7月，信用评级办公室（OCR）员工向各NRSRO机构的合规部发出信件，认为各NRSRO应制定政策和程序，以提供内部“回顾”审查流程。当分析师离任并加入被评级对象工作时，要求NRSRO对该职员过去一年的相关评级操作做出回顾。

此外，法规17g-8(c)也要求各NRSRO提供“回顾”审查，确定是否存在利益冲突影响信用评级情况，并及时公布应修订的信用评级或进行信用评级的确认，以及关于现存冲突的披露情况。这些要求将会给信用评级用户提供更多信息，帮助他们比较各个NRSRO解决和管理利益冲突的能力。

5.2015年SEC与标准普尔和解案以及2016年SEC对评级机构分析师进行问责和处罚

SEC于2015年1月21日宣布，标准普尔评级公司（以下简称“标准普尔”）已经同意向联邦和州监管

机构支付总额超过7,700万美元罚金，以了结针对该公司就某种商业抵押支持证券评级误导投资人的指控。

SEC对标准普尔发起三项指控包括：

(1) 2011年标准普尔披露的评级办法与其实际评级方法不同；

(2) 2012年标准普尔为赢回市场份额对其采用的新评级标准进行了虚假、误导性宣传；

(3) 2012年至2014年间，标准普尔对其一项重要评级相关条款进行了修改，放松了评级标准，与其公布的评级标准不符，但该公司却未向投资者完全披露此改动。

据悉，这是SEC第一次对世界主要评级公司采取处罚措施。

根据和解协议，标准普尔将向SEC会支付超过5,800万美元罚金，向纽约州检察机关支付1,200万美元罚金，向马萨诸塞州检察机关支付700万美元罚金。标准普尔同时将被禁止从事该商业抵押支持证券评级业务一年。

2015年2月3日，标准普尔同意向美国司法部和19个州及哥伦比亚特区和解有关其在金融危机中涉嫌评级欺诈的指控。标准普尔被指控在2004年至2007年间有意给商业住房抵押证券虚高评级，且没有及时警告投资者住房市场的衰落而导致投资者在金融危机中遭受巨大损失。标准普尔同意向美国司法部支付6.875亿美元，并向19个州和哥伦比亚特区支付相同的和解金额。此外，标准普尔还将与加州公务员退休基金达成和解，向后者支付1.25亿美元和解金。

2015年，SEC与标准普尔评级公司（以下简称“标普”）就标普商业抵押支持证券评级误导投资人这一案件达成和解。

2016年，SEC对该事件中主要涉及的标普分析师Francis Parisi作出处罚。为配合新发布的管道/融合商业抵押支持证券（Conduit/fusion CMBS）评级标准，标普于2012年6月发布了Francis Parisi作为主要

作者研究并起草的一篇文章，文章称面临在经济大萧条同等情况下的经济压力时，商业抵押贷款的平均损失率约为20%。这一结论建立在很多重要的假设上，但文章未能充分披露这些假设，因此这篇文章是含有虚假和误导性陈述的。

最终，SEC对Francis Parisi的处罚包括：通报批评并严令禁止其继续违反证券法案和法规等；禁止与任何一家NRSRO有关联；在10天内向SEC支付民事罚款2.50万美元等。

6. SEC对评级机构进行例行年度检查

SEC每年根据《1934年证券交易法》中SECTION 15Ep(3)对NRSROs进行年度检查并出具年度检查报告，并于2008年起在其官方网站公布年度报告，于2011年起在官网公布检查总结报告，对规范行业发展、增强信息披露起到了良好的作用。

2017年，SEC检查了评级机构的评级活动和运营、内部控制及合规水平、向监管提交的文件和公开披露情况、评级机构的自我认定等，并专项审查了信息技术风险管理、影响经营业绩的因素、评级历史信息披露、评级方法模型及实践等方面。

（二）美国信用评级监管演变对我国的启示

1. 建立评级行业统一的上位法

法律法规制度是信用评级健康、有序发展的基础，一个健康、有序的评级行业离不开严谨、完善的评级行业管理。建议监管部门注重对信用评级机构的管理工作，建立完善的信用评级法律法规制度框架，注重与信用评级国际监管的协调性，提高行业统一监管水平并加强行业自律管理程度。

美国信用评级行业已具备较为完善的法律法规体系，然而我国信用评级尚没有上位法，因此建议在国务院层面加快推进《信用评级业管理暂行办法》的发布和实施，促进信用评级监管机构的统一、协调，促进信用评级行业自律规则的统一，促进信用评级各专业委员会制定规则的协调。

2. 强化对利益冲突和信息披露的管理

从SEC推行的信用评级机构改革新规来看，SEC对利益冲突和信息披露的重视程度很高。在信息披露方面，SEC新规要求每家NRSRO机构现在必须对评级行动中所涉及到的信息进行披露，并规定了应披露信息的具体内容；在解决利益冲突方面，除了2015年提出的同时从事信用分析和市场销售人员的利益冲突和离职分析师的利益冲突外，SEC规则也着重强调了信用分析师或NRSRO中的其他雇员的利益冲突。

SEC对利益冲突和信息披露的重视能够在很大程度上促进信用评级的独立、客观和公正。

3. 通过年度现场检查实现对评级业务的事后监管

现场检查是指监管方对评级机构的已开展业务进行的检查工作，主要包括作业流程的合规性检查、评级方法的一致性检查等。

现场检查有助于监管方对评级机构具体业务进行事后监管，若发现存在不合规现象，按照相关法律法规采取一定处罚措施，进一步规范评级机构的合格管理。SEC每年根据《1934年证券交易法》中SECTION 15Ep(3)对NRSROs进行年度检查，并于2008年起在其官方网站公布年度报告，于2011年起在

官网公布检查总结报告，对规范行业发展、增强信息披露起到了良好的作用。

4. 加强对信用评级机构合规经营的引导和监督，促进评级质量的提升

标准普尔一系列受罚事件，警示评级公司的评级行为必须合法合规，必须遵循独立、客观、公正的原则。SEC对评级机构的严格监管促使信用评级机构加强自身行业自律，保护投资者的合法权益和社会公共利益。同时，监管部门应进一步加强对评级机构在评级方法和标准使用上的引导和监督，以确保信用评级的一致性，促进信用评级机构评级质量的提升和行业整体的良好、有序发展。

参考文献：

1. 《新世纪信用评级研究与探索》，朱荣恩，2012.
2. 《新世纪信用评级国际研究》，朱荣恩，2015.
3. 《中国债券市场信用评级年度报告》，中国银行间市场交易商协会，2016年.
4. 《Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations》，SEC，2017.



穆迪 违约损失率 研究

■ 编译/周美玲 武博夫 郭文渊

摘要

本文介绍了穆迪违约损失率（LGD）评估方法，LGD模型作为违约损失评估方法的核心部分，为制定评级决策提供了系统框架。根据公司挽回率的概率分布和违约处置时的预期负债结构，通过LGD模型，可推导出单项债务和优先股工具的LGD。穆迪根据历史经验数据给出了挽回率的概率分布，以及评级委员会可能给出不同于模型建议的评估结果的一般原因，为帮助企业、投资者和其他潜在的市场参与者理解LGD框架的应用提供了一般性的指导。

一、LGD评估框架

（一）LGD定义

违约损失率（Loss Given Default, LGD）反映了穆迪关于债务工具的预期违约损失的意见，表示为违约处置时估计的损失金额占总金额（本金和应计利息）的百分比。穆迪LGD评估分为六个等级（LGD1~LGD6），表示预期损失严重程度从最低到最高，通常在公司借款、发行债券和优先股时给定LGD等级。

如下表所示，LGD1的债务违约损失率低于10%，表示穆迪预估投资者将在违约处置时收回超过90%的本金和应计利息。而LGD6则表示债务违约损失率至少为90%，或收回不超过10%的本金和应计利息。

► 表1：穆迪LGD评估等级标准

LGD评估等级	损失程度（%）
LGD1	0~10
LGD2	10~30
LGD3	30~50
LGD4	50~70
LGD5	70~90
LGD6	90~100

资料来源：穆迪《Loss Given Default for Speculative-Grade Companies》

债务工具的违约损失率或者债务工具的挽回率（二者关系为和为1）取决于两方面因素，首先是公司整体的挽回情况，其次是违约时该项债务工具在公司所有债务中的偿还顺序，即预期负债结构。预期负债结构也是影响公司整体挽回率分布的重要因素。

（二）公司挽回率

1. 公司挽回率的定义与分布假设

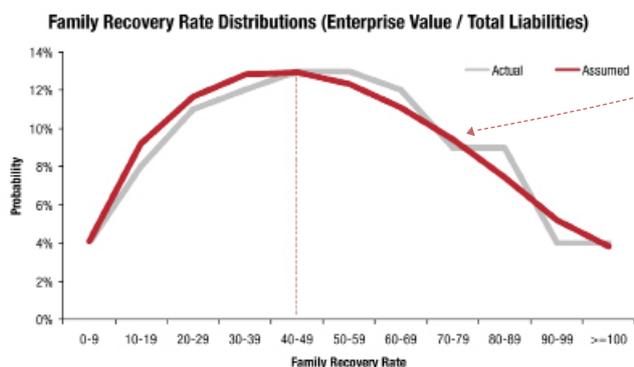
公司挽回率的定义是公司在违约处置时的企业价值与总负债的比值。

通过LGD模型，根据公司挽回率的概率分布和违约处置时的预期负债结构，可推导单项债务和优先股工具的LGD。公司整体的LGD在数值上近似等于公司各项负债（不包括优先股）LGD的加权平均值，权重为违约时各项债务在总负债中的占比。

公司挽回率概率分布以穆迪最终挽回数据库（Ultimate Recovery Database, URD）中的历史挽回数据为基准，共有三种β分布假设，这三种分布的均值分别为50%（基本假设或中值假设）、65%（高挽回假设）与35%（低挽回假设）。在具体情况下，评级委员会根据企业所处行业及企业的资本结构特征来选择一种分布。

图1中的灰线描述了穆迪URD数据库中1998年至2015年1100多家美国企业破产和低价交易案例的公司挽回率的实际历史分布。

► 图1：公司挽回率分布（企业价值/总负债）



资料来源：穆迪：《Back-Testing Moody's LGD Methodology》

尽管美国以外破产和低价交易的观测样本数量有限，但穆迪认为并没有证据表明该模型不适用于其他地区。穆迪URD数据库历史数据显示，公司挽回率的历史均值为52%，标准差为26%。需要注意的是，URD数据库中不包含关于非债务义务的信息。

公司挽回率的概率分布为每个公司挽回率可能性提供一个特定概率，给出了公司整体挽回率为0%或1%或2%等直到100%（代表所有债务全部回收）的可能性。某些情况下公司在处置时的价值很高，优先股甚至普通股股东可能会得到部分收益，使得挽回率高达120%。

实践中，公司挽回率范围从0%到120%，这表示有121种不同情景的评估。对于每个可能的挽回率，假定债权人的偿债是根据绝对优先权顺序来支付的，则可以计算每项债务的LGD。

一项债务的LGD，是公司挽回率所有情景下的违约损失率的期望。

2. 公司挽回率的估计

预期公司挽回率作为LGD模型的重要输入变量，在评估时，对于没有充分理由不使用历史经验的，穆迪给出了均值为50%、标准差为26%的β分布（见图1红线），用于模拟投机级企业在LGD模型中公司挽回率的概率分布。

当然，分析师可以根据具体情况，结合历史经验，在三种不同均值的β分布中选择一种。

对于近期有违约风险的发行人，或在分析师有充分理由不采纳历史经验分布的情况下，分析师可在评估可供分配给债权人的总价值时考虑具体情况并给出挽回率的评估期望值的范围。

对于接近违约及已违约的企业而言，基于历史经验的假设仍然成立，企业挽回率也存在较大的不确定性与不可预测性（表现为评估结果的标准差），穆迪

评级委员会使用“自下而上”的方式对面临财务困境的企业进行分析，以估计违约时的企业价值。分析时首先要进行企业估值方法的选取，对于“持续经营法”和“清算法”，穆迪通常选取企业估值较高的方法。在某些情况下，特别是当一家公司处于违约或接近违约且违约挽回率的不确定性较低时，评级委员会不需要使用LGD模型便可估计挽回前景。

（三）预期负债结构

违约的预期负债结构包括债务和非债务义务，并评估当违约时的企业价值低于总负债时有担保债务外部担保的效力。穆迪的LGD模型计算一项债务的LGD主要基于该项债务在公司负债结构中债务优先求偿权的位置，LGD模型会对贷款、债券等所有债务的预期LGD进行一致和严格的估算。

使用这种方法，需要分析师评估违约时的预期负债结构，一旦用户输入违约的预期负债结构以及影响公司挽回率分布的参数后，穆迪的LGD模型可计算出不同类别债务的违约损失率，最后需由分析师审查每项债务的预期违约损失率。

穆迪发现，资本结构中银行借款比例较低的公司LGD要高于平均水平（大约65%），而资本结构中只有第一留置权¹银行借款的企业（通常为贷款市场保护性契约结构）LGD低于平均水平（大约35%）。

因为相比债券条款，银行借款协议可以通过内嵌保护性条款来提供更大的操作空间以提高挽回率。如果违约时企业没有可用于弥补首次损失的初级资本，银行也会更谨慎。

此外，对于受监管企业或公用事业单位而言，历史上的公司违约损失率低于平均水平（大约35%），一部分原因是因为其基础资产更可靠，即使在财务困境下价值侵蚀速度也较慢；一部分原因是当企业已陷入严重财务困境时，企业管理者有时会采取战略性违约，从而获得更多监管支持。

因此，对于受监管的公用事业、基础设施建设领域的企业，以及全贷款结构（假设存在投资者保护条款）的企业而言，公司违约损失率通常设定均值为35%，标准差为26%。

全贷款结构，含有经过债务资本化的第一留置权债务的，即使企业存在少量非第一留置权债务（通常小于5%），企业仍可获得较低的违约损失率。

对于全部为第一留置权结构的简式契约结构，通常假设其承担50%的企业违约损失；如果资本结构中的银行债务由第一留置权债务和第二留置权债务混合组成，则通常设定LGD为50%。

当模型中非债务义务占总负债的比例较大时，穆迪会将LGD恢复至50%的均值，即使资本结构中的债务仅包括第一留置权贷款。

如果存在一个事实上的低层级资本层（即使是非债务义务），那么银行对违约风险的容忍度可能会有所提高，因为损失吸收层的存在，从而将触发加速违约的时间节点推迟——至少推迟到资产价值开始下降到低于该初级资本所代表的负债水平的时间。

最后，对于资本结构中不含银行债务（例如债务全部为无担保债券的结构）或银行债务相对较少或没有保护性条款的公司，由于可能在资产价值侵蚀速度高于平均值时提前触发违约，穆迪将这些公司的LGD设定为均值65%，标准差为26%。如果债务结构由没有保护性条款或保护性条款较少的担保债券组成，通常将公司挽回率设定在50%。

迄今为止，除了负债结构中贷款的比例之外，穆迪在分析中一直未能找到可以在违约前有效预测公司挽回率的行业或企业指标，除非如上文所述，受评企业是受监管的公用事业行业。

¹留置权，是指债权人按照合同约定占有债务人的动产，债务人不按照合同约定的期限履行债务的，债权人有权留置该动产，并依照法律的规定将动产折价或者以拍卖、变卖后的价款优先受偿的权利。

二、LGD模型框架

（一）模型指标及其之间的关系

预期损失率（Expected Loss, EL）表示一项债务发生损失的比率的期望。预期损失率可以用违约概率（Probability of Default, PD）与违约损失率（LGD）的乘积来表示，LGD评估结果的不同则反映了资本结构中不同债务的预期损失率的估计差异。三者关系如下：

$$EL = PD \times LGD$$

公司评级（Corporate Family Rating, CFR）²反映了穆迪关于公司预期损失率的相对意见，即公司违约概率乘以在一定时间内预期的违约损失率。

穆迪对债务结构单一且有集团法人实体的企业给出CFR评级。一旦给出CFR级别，具体债务和优先股债务也将一并给出，以确保与CFR相关的企业所有债务的EL和LGD的加权平均值与整体相等。

CFR可以适用整个投资期间，CFR评级遵循级别越低，预期损失率越高的特征，即任何时候Ba级发行人的预期损失率均值要低于所有B级发行人的预期损失率，B级预期损失率和违约率均低于Caa级等等。

违约评级（Probability of Default Rating, PDR）³反映了穆迪关于公司中一项或多项长期债务违约的可能性，与CFR相比未考虑预期的LGD。违约评级的对象是未违约的公司，评级级别范围从Aaa-PD到C-PD（尽管这种评级的实际使用通常限于投机级）。

当一家公司违约时，D-PD表示该公司在所有债务中违约，而Caa1-PD/LD的评级则表示企业在一个或多个（非全部）证券上的有限违约。Caa1-PD/LD的“Caa1”反映了尚未违约的债务的违约风险，因此不局限于已经违约的部分。

需要注意的是，PDR与CFR的含义没有可比性，因为前者仅对预期违约风险进行了评级，而后者则对包括违约风险和损失严重程度在内的预期信用损失进行评级。PDR是对信用风险排序的意见，并不表明具体的信用风险水平。

CFR相同的公司，预期LGD高于平均值水平的公司，其违约率应低于平均水平。反之亦然，即，预期LGD低于平均值水平的公司，其违约率应高于平均水平。考虑到CFR和预期的公司LGD，通过参考穆迪理想化的预期损失率表，可以很容易地推断PD，并且通常在LGD框架中直接应用。

对公司整体LGD的估计，一般在高、中、低三种类别中选择一种，且大多数企业处于中间层。LGD处于“中等”水平的公司，PDR和CFR也大致处于同一水平（尽管这些处于不同的级别），是因为理想化的预期损失和违约率反映了LGD的“中等”水平。当CFR一定时，预期LGD“高”的公司通常违约概率较低，则PDR级别可能比CFR高一个子级（即违约概率越低，违约评级PDR越高）。预期LGD“低”的公司通常违约概率较高，则PDR级别可能比CFR低一个子级（即违约概率越高，违约评级PDR越低）。

²公司评级（CFR）是长期评级，反映了公司债务和类债务义务违约的相对可能性，以及违约时预期的财务损失。CFR适用于有单一类债务和同一法人实体结构的集团企业。CFR通常用于投机级债务人，但也适用于投资级债务人。CFR通常适用于所评实体管理控制下的所有关联公司。对于金融机构或其他复杂实体，其中的一个组织或团体也可能给予CFR评级，该团体可能未实施全面的管理控制，但强势的内部支持和成员之间的凝聚力可以保证评级。CFR未涉及债务或债务类别，因此不反映债权的优先权。详见穆迪官网“Rating Symbols and Definitions, July 2017”。

³违约评级（PDR）反映集团内任何实体违约其一项或多项长期债务的相对可能性意见。对于违约所有长期债务的企业（例如破产），给出PDR为D-PD。对于有限债务违约的公司，PDR附加指标“/LD”，例如Caa1-PD/LD。当未支付利息或本金偿付超出债券条款规定的宽限期时，穆迪给出D-PD违约评级（或附加指标“/LD”）。对于低价交易，当低价交易已经完成而不是简单宣布时，穆迪指定PDR为D-PD（或附加指标“/LD”）。向现有PDR增加或删除“/LD”指标不属于信用评级行动。详见穆迪官网“Rating Symbols and Definitions, July 2017”。

► 表2: LGD模型基本框架

分析师输入部分 (\$M)		
A	CFR	B1
B	预期公司违约损失率 (LGD)	50%
C	违约时预期总负债	\$400
D	企业LGD标准差	26%
推导结果		
E	预期违约时的企业价值	\$200
F	四年累积违约率	15.2%

► 表3: 四年期理想化预期损失率 (EL=PD*LGD)

CFR	EL	CFR	EL
Aaa	0.00%	Ba1	2.31%
Aa1	0.01%	Ba2	3.74%
Aa2	0.03%	Ba3	5.38%
Aa3	0.06%	B1	7.62%
A1	0.10%	B2	9.97%
A2	0.19%	B3	13.22%
A3	0.30%	Caa1	17.86%
Baa1	0.46%	Caa2	24.13%
Baa2	0.66%	Caa3	36.43%
Baa3	1.31%	Ca	50.00%
		C	100.00%

► 表4: 违约时预期负债结构

违约时预期负债结构	金额 (\$M)
有担保	
-第一留置权银行借款	\$200
-第二留置权银行借款	-
担保证券负债合计	\$200
商业信用或其他负债	-
高级无担保债券	\$150
次级无担保债券	\$50
其他负债合计	\$200
总负债	\$400

► 表5: 预期损失率/挽回率⁴

违约时预期负债结构	金额 (\$M)	PD	LGD	预期挽回率	EL	LGD等级	债项评级
担保证券负债合计	\$200						
-第一留置权银行借款	\$200	15%	22%	78%	3%	LGD2	Ba2
-第二留置权银行借款	-						
商业信用或其他负债	-						
无担保证券负债合计	\$200						
-高级无担保债券	\$150	15%	73%	27%	11%	LGD5	B2
-次级无担保债券	\$50	15%	94%	6%	14%	LGD6	B3
总负债	\$400	15%	50%	50%	8%		B1

⁴表格计算结果经四舍五入, 不影响债项评级结论。

(二) 示例

以下例子描述了LGD模型在实践中的应用。

表2展示了LGD模型的基本框架。在本例中, 评级委员会对CFR的评级为B1级。预期公司LGD和违约处置时的预期总负债, 本例评级委员会估计分别为50%和4亿美元。表2最后一项输入公司LGD的标准差, 通常设置为26%。

两个重要的统计结果可以从表2输入数据中推导出来: 第一, 违约时预期企业价值, 在本例中为2亿美元。第二, 对比表3, 由CFR为B1级查表可知四年期理想化EL为7.62%, 则四年期违约率为15.2% (=7.62%/50%)。

表4展示了分析师估计的违约时负债结构, 本例中结构较为简单, 无非债务义务, 无第二留置权借款或优先股。穆迪假设银行借款受益于所有资产抵押。分析结果为每项债务的LGD, 这些LGD比率用于指定LGD评估等级。

表5中使用相同例子, 列示了各债项的预期损失率(根据企业违约概率与单债项的LGD乘积而得)和债项评级(根据表3而得)。

本例中, 分析师假设的银行借款、高级无担保债券和次级债的违约损失率分别为22%、73%和94%, 对应的LGD评估等级分别为LGD2、LGD5和LGD6, 债项评级分别为Ba2、B2和B3。

三、模型使用注意事项

(一) 评估结果与模型结果存在差异的原因

LGD模型结果仅作为参考，评级委员会最终还会根据经验判断来确定评级，以表示合适的违约损失风险。一般情况下，最终级别与模型结果之间的级别差异不超过一个子级。

以下列举一些评级委员会将选择与模型结果不同的信用等级情况。

◆ 穆迪认为，如果未来资本结构很可能发生变化，那么根据历史资本结构得到的模型结果将不能反映最合适的评级。

——例如，高级担保债权与无担保债权的比例可能会在特定方向发生变化，穆迪认为已经有足够的理由认定评级高于或低于模型结果，且不需要对这些负债在未来特定日期的具体规模发表意见。评级委员会也在为特定的债务义务（例如应付账款或流贷）建模提供前瞻性观点，如商品价格波动、营运资本流动等临时性因素，这些因素可能会随时间推移而逆转。

◆ 如果负债（债务或非债务义务）规模会因季节性因素大幅波动，或者这些负债具有异常特性，穆迪会认为违约时的负债规模将会大不相同。

——例如，在季节性高峰或低谷时的应付账款不能代表平均水平，或者与供应商的异常关系导致应付账款规模异常，从而导致负债规模不同于违约时的规模。同样在这些情况下，尽管可以就总体规模和方向发表观点，但穆迪无法估计出违约时负债水平的确切数额。

◆ 公司接近违约或已违约，穆迪认为预期挽回率的不确定性较低。

◆ 借款协议结构复杂，包括来自子公司的不完全担保（可能出于税务或其他因素考虑），以及部分资产抵押，这会使得偿债顺序较为复杂，不适用违约损失率模型。

◆ 高度结构化的资产支持贷款工具（ABLS）通常比穆迪LGD模型结果高一个子级⁵。穆迪认为，与其他类型的高级抵押第一留置权贷款相比，高度结构化、受到密切监控的资产支持贷款工具在违约或发行人破产时的损失会较低。

◆ 当受评公司为高度投机级时，资本结构改变的可能性很小，评级委员会会直接对公司及其受评融资工具的预期损失前景进行基本分析，而不使用LGD模型，能够较为准确地预测未来违约时的情形。

◆ 如果级别上升压力仅来自于“瀑布”结构中级别低于该融资工具的非债务义务层级，评级委员会可能会谨慎地将一支工具的评级提高超过CFR一个子级。

——例如，养老金负债没有担保，在“瀑布”中的层级较低，但在破产时可能获得比其法律地位通常所能保证的更为有利的待遇。

◆ 如果模型建议的结果高于CFR多个子级，评级委员会可能将级别限制在与CFR相同的Ba2级或更高的等级，因为这些公司一般来说距离违约还很远，其资本结构可能会随着接近违约而发生变化。

(二) 预期索赔结构对模型的影响

预期优先求偿权通常由现行的破产法决定。对于处置时每个可能的公司挽回率，每项债务的偿付由优先求偿权“瀑布”来确定。然后每项债务的预期LGD，是一些情景下⁶违约损失率的概率加权平均计算而得。

集团企业内各公司不同的法律组织结构，导致违约处置时企业的预期负债较为复杂。对于伞形集团企业，穆迪通常不会将其所有公司简单合并，而是在获得足够信息的前提下，对不同法律实体下的企业债务进行分析。

⁵参见“Refinement to ABL Ratings”，Moody’s Special Comment, January 2008.

⁶当评级委员会确定的评级与LGD模型结果的评级不同时，受影响融资工具的LGD将在模板框架内进行调整，以产生与评级委员会确定的评级一致的EL。应当注意，评级委员会可以根据具体情况给定LGD和EL。例如，这种情况很可能发生在限制性违约或低价交易时，特定工具的预期损失率通常具有较高的确定性。当评级委员会确定与模型结果不同的EL和LGD时，所有其他未受影响的融资工具的LGD和EL保持不变，因此公司整体的损失率将不会与所有工具的损失率相加和完全一致。

穆迪还会考虑企业间的担保，并区分是基于高级还是次级、有担保还是无担保。例如，运营公司对其控股母公司债务提供的高级担保，通常被视作与运营公司的高级担保债务具有同等效力。

在适当的情况下，特别是当合并口径下企业或绝对优先债权可能不被遵守的情况下，穆迪可能构建额外的集团企业评级，并相应改变“瀑布”的结构，或者简单得出结论，认为模型对该集团企业不能可靠地给出适当的评级结果。

当公司接近违约时，穆迪可能会对单个子公司的违约损失进行更详细的分析，以确定违约相关假设是否仍然适用。

——例如，在公用事业部门，母公司可能在两家子公司中拥有权益，而两家子公司在不同的州开展业务，遵从于不同的法规。这两个基本上独立的实体的违约风险可能不一定相同，尽管它们具有共同的所有权，有能力相互转移资金。在这种情况下，应当为合并口径下不同子公司分别建立“瀑布”。

（三）模型使用说明

在LGD框架下，评级委员会在判定和估计负债结构时具有很大的自由裁量权，特别是资本结构复杂的发行人。分析师与评级委员会可以对LGD框架的一般假设进行修正，可以对LGD“瀑布”中负债种类及规模等问题做出指导意见，从而得出更合适的评级结果。

——例如，当一家公司受到不利的司法判决但远未达到违约时，如果评级委员会认为判决结果极可能在违约前履行，那么这项支付义务不太可能被纳入LGD负债“瀑布”模型。其他非债务义务通常都是这种情况，其中很多都不含在LGD“瀑布”结构中，除非评级很低，并且发生违约的概率高。

当评级委员会评定的主体评级结果为B2级或更低时，还需进一步分析判断。在这种情况下，评级委员会可以采用传统的估值方法来估计LGD，而不是使用由穆迪URD数据库中经验数据推导出的平均LGD估计结果。使用与经验数据不一致的判断结果，需要对各方面有充分的认识，也预示着不同分析师对一家特定企业可能存在不一样的观点；同时，在评级结果的一

致性、可复制性与确保最高的评级质量、评级准确性之间也存在权衡关系。

然而，是否接近违约通常与违约事件的确性和可预见性相关，从而影响到违约时的负债结构，公司制企业的LGD结果也是如此。所有这些因素都支持在濒临违约企业的评级过程中（比如低级别公司进行评级）考虑更多的临时性判断。相比之下，级别越高的企业越适用通用的方法。

模型使用的是企业整体LGD的概率分布，而非单点估计结果，涵盖了企业违约损失率的所有可能的不确定情况。如果想要得到与观测到的实际结果相一致的债项预期违约损失率，企业违约损失率的所有不确定性必须纳入考虑。如果忽略不确定性并且假设已经知道企业整体违约损失率，那么在分析中严格应用优先求偿权必将导致两极分化的结果——高优先级债权通常不会遭受损失，低优先级则会遭受100%的损失。一般来说，分析中引入不确定性会降低最高优先级和最低优先级债务类别之间预期挽回率的差异。

土耳其 里拉大幅贬值 外债偿付压力上升

■ 文/ 张珏 刘柯琦

摘要 ▶▶▶

美国对土耳其加征钢铝关税，加速土耳其里拉大幅贬值。近年来，土耳其经济增长对宽松的货币政策和积极的财政政策依赖度高，货币贬值趋势较为明显。同时，土耳其外债规模常年处于高位，里拉的大幅贬值将导致其外债偿付压力显著上升。近期土耳其央行采取货币使用限制及加息的措施，对货币政策进行调整，货币贬值情况有所缓解。但在美联储持续加息的影响下，土耳其货币政策的有效性仍存在较大不确定性。新世纪评级将持续高度关注土耳其央行货币政策的实施及其主权信用风险变化。

一、美国加征钢铝关税加速土耳其货币大幅贬值

美国于8月10日晚间宣布对土耳其加征钢铝关税，税率分别上调至50%和20%，加速土耳其里拉大幅贬值。截至9月24日，在不到两个月的时间内，土耳其里拉跌幅已超过16%。

土耳其是北约成员国，2016年以前不断寻求加入欧盟。但此后土耳其的外交政策出现摇摆，并介入美俄在中东地区的战略博弈，激化了其与西方国家之间的诸多矛盾。

2016年土耳其发生政变，总统埃尔多安认定此次政变由流亡在美的前土耳其宗教人士费图拉·居伦策划，为迫使美国遣返居伦，土耳其以从事反政府间谍活动、支持居伦的理由逮捕了美国牧师安德鲁·布伦森。土美双方在交涉无果的情况下，美国决定对从土耳其进口的钢铁及铝征收惩罚性关税，引发市场恐慌，加速了土耳其货币贬值。

虽然美国对土耳其钢铁和铝增收惩罚性关税是里拉暴跌的导火索，但本次土耳其货币的大幅贬值的根本原因主要来自于土耳其的经济长期以来存在的一系列问题。

二、土耳其经济面临的内外部问题

土耳其经济自2002年以来（除2008-2009全球金融危机期间）维持高速增长，其复合增长率达5.79%。土耳其2017年实际GDP增速为7.05%，2018年第一季度GDP实际增长率达7.36%。但土耳其经济的快速增长主要依赖于极其宽松的货币政策和积极的财政政策拉动，低利率、货币超发，同时不断发行大量外债，给其经济发展留下了严重隐患。

土耳其外债处于较高水平，且近年来呈逐年上升的趋势。2017年末外债规模达4542.84亿美元，基本上是2009年末的2倍；2017年末土耳其外债与GDP之比高达53.48%。同时，土耳其对外贸易竞争力较弱，经常账户常年赤字，2008年至2014年期间，由于其资本与金融账户净流入能够抵消其经常账户赤字，国际收支基本保持盈余状态。

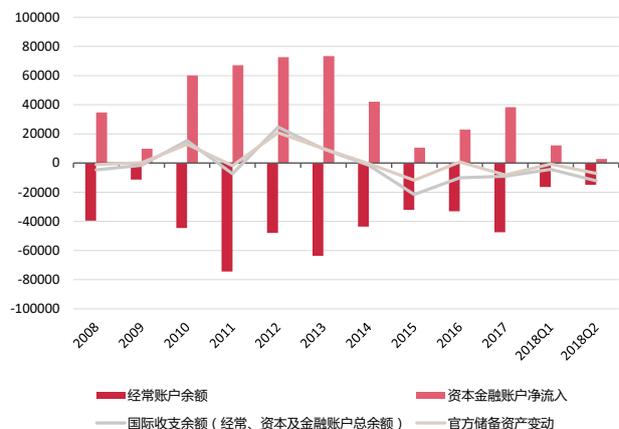
但随着2012年以来，土耳其资本不断外流，金融账户余额难以对经常账户赤字形成有效补充，土耳其国际收支余额由盈转亏，不断消耗着官方储备。

图1：土耳其里拉汇率走势



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图2：土耳其国际收支账户（单位：百万美元）



数据来源：IMF，新世纪评级整理

截至2018年7月末，土耳其外汇储备约785亿美元，难以对其外债形成有效支撑，外债偿付压力明显增加。

图3：土耳其官方储备（单位：百万美元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

土耳其总统埃尔多安多次干预土耳其央行政策的出台，使得土耳其央行的独立性和货币政策的有效性受损。埃尔多安认为高利率才是高通胀的元凶，倾向人为压低利率，并且希冀以此刺激经济增长。土耳其常年实行宽松的货币政策，并且近年货币超发导致本国货币对内贬值，通货膨胀一路上扬。

土耳其近年来的通胀水平均远超其5%的通胀控制目标，2017年土耳其CPI同比增长首次达到两位数，为11.14%，在新兴市场中目前只有阿根廷和埃及的通胀水平为两位数。2018年土耳其通胀水平进一步走高，8月其通胀率已高达17.90%。这导致里拉对外也出现贬值压力。

2014年美国复苏以来，美联储开启加息通道，美元走强。而一直以来在美元走强的时期，新兴经济体容易发生汇率和金融危机。土耳其由于其高通胀、低外汇储备、国内外政治局势不稳、叠加美元走强等因素的影响，自2012年以来，里拉兑美元汇率持续下跌，截至2018年8月底，跌幅约160%。

三、土耳其外债偿付压力上升及其影响

土耳其的外债，主要来自于欧洲银行。根据国际清算银行数据，截至2018年第一季度，外资银行持有土耳其约2233亿美元的债务。其中，西班牙、法国及意大利是土耳其最主要的三大债主国，合计约占总量的60%。一旦里拉持续贬值过度，将导致土耳其资本外流加剧以及外汇储备被过度消耗，土耳其将难以偿还欧洲银行的巨额贷款，继而殃及欧洲银行业。

同时，土耳其的货币危机导致市场恐慌向外扩散，俄罗斯、南非、印度及印度尼西亚等国货币均有不同程度的贬值，加剧了投资者对新兴经济体风险的担忧。在美国经济复苏强劲、贸易和金融政策强势、美元明显反弹的大环境下，新兴市场国家易受到资本外流的冲击。目前，越来越多的基金开始压缩新兴市场货币的投资占比或者进行沽空。

为了应对汇率贬值和资本外流，土耳其目前主要有两方面的举措，一方面是对货币使用进行限制，土耳其总统埃尔多安颁布命令：禁止土耳其实体之间的合同使用里拉以外的货币。不过土耳其美元化程度较高，连土耳其政府的许多合同都是以外币计价，实行难度较高。而另一方面则是依靠土耳其央行进行加息：土耳其央行在2018年6月进行了两次加息，将关键利率上调至17.75%，但导致国内股市、债券市场均出现暴跌。

不过，土耳其央行最终顶住政治压力，在9月13日宣布再次加息，将关键利率上调625个基点至24%，超过市场此前预期的21%，打破了市场的悲观预想，土耳其里拉短线有所拉升，释放出积极信号。土耳其里拉在未来是否能遏制跌势，可能将取决于土耳其央行是否能不受到政府干预持续保持其独立性，目前埃尔多安仍对加息这一举措表现出不欢迎的态度，其在9月14日称“只会在这段时间内容忍利率位于较高水平”。如果土耳其央行不能坚持地执行加息政策，那么里拉的未来很难被市场看好，土耳其经济也将持续恶化。

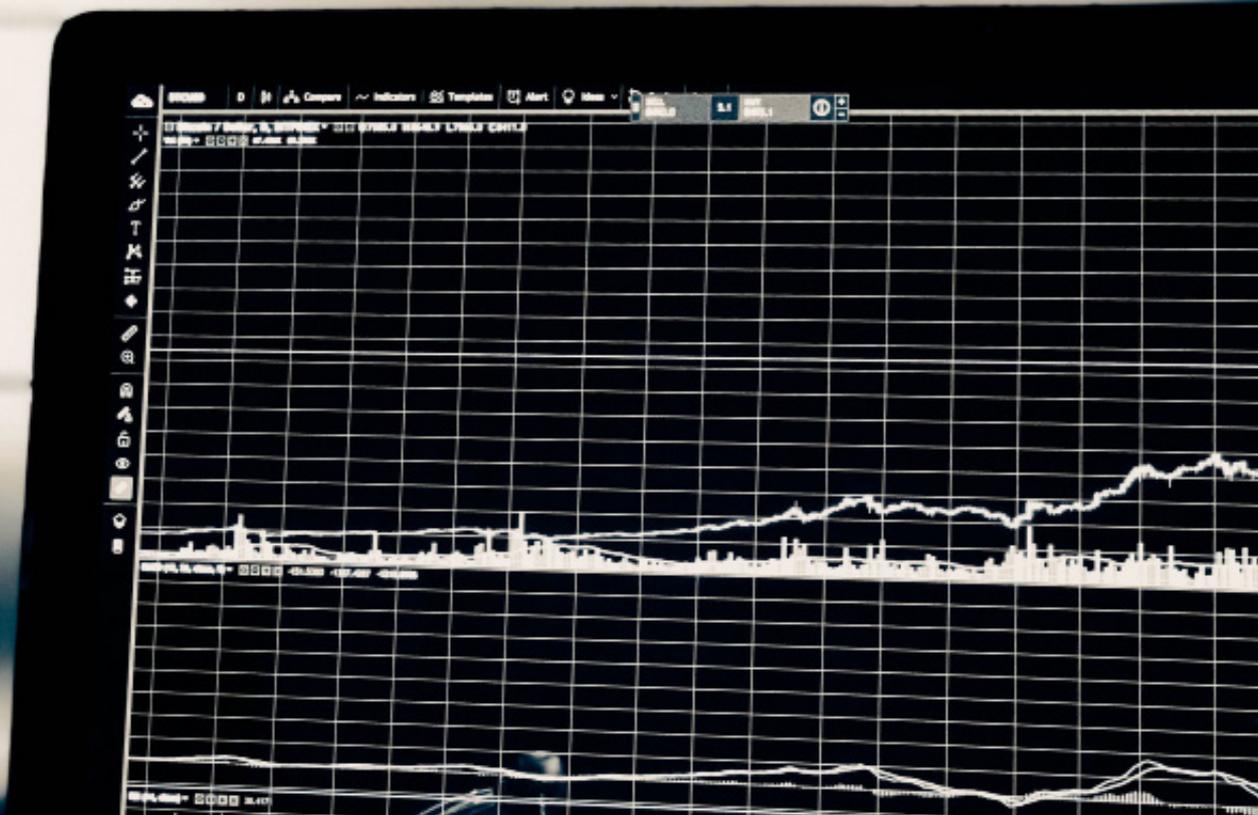
2018年上半年 证券行业 信用观察

■ 文/ 刘兴堂 艾紫薇 高飞

摘要 ▶▶▶

2018年上半年，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数逐月下跌。债市收益率持续下行带动二级市场交投活跃，债券发行规模较去年同期小幅增长。证券公司营收和利润均较去年同期有所减少。经纪业务及自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入的降低；市场两融规模小幅减少，但整体债务规模增长侵蚀了证券公司的利息收入；资产管理业务收入保持较好。从负债规模来看，随固定收益业务和股票质押业务规模增长，大部分证券公司均同比增长，流动性管理压力亦逐步加大。

从债券发行情况看，2018年上半年，证券行业发债主体信用等级集中于AAA级，行业内主体信用质量较高。从发行利差来看，相较于公开发行业产品，个别无评级或私募产品发行利差相对较大。级别调整方面，2018年上半年，评级机构分别对3家发债主体进行评级上调。主体评级和展望上调主要是发债主体行业地位上升，资产规模、经营业绩持续增强等原因。



一、行业运行数据点评

【市场环境】

上半年受内外部因素影响，股票市场短期内波动加剧，持续震荡下行，股基交易额较为低迷，两融余额略有减少。

2018年上半年，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数逐月下跌。截至2018年6月末，上证综指收盘于2847.42点，较年初下降13.90%；深圳成指收盘于9379.47点，较年初下降15.04%。

► 图表1：A股市场主要板块市盈率及上市公司情况

板块名称	静态市盈率		股票家数		最近一年平均静态市盈率	亏损家数
	2018年6月末	2017年末	2018年6月末	2017年末		
上海A股	14.02	18.08	1418	1387	17.42	71
深圳A股	25.23	35.16	2096	2075	34.45	144
沪深A股	17.05	22.63	3514	3462	21.88	215
深市主板	17.26	25.26	458	462	24.95	42
中小板	29.31	41.78	910	903	39.95	62
创业板	39.78	47.78	728	710	47.84	40

资料来源：中证指数（截至2018年6月末）

注：最近一年平均市盈率=2018年6月29日公布的最近一年平均市盈率=该市场2018年6月29日至2017年6月30日期间内每日静态市盈率的算术平均值，计算时只统计交易日天数。

从股基交易额及两融余额来看，根据Wind资讯统计，2018年3月末沪深A股市场累计股票成交金额为59.09万亿元，较去年同期基本持平，融资融券余额为9193.82亿元，较年初减少1143.93亿元。

从首发申请过会情况及定增融资情况看，2018年上半年共118家企业上会，较去年同期275家大幅减少，在剔除农业银行和三六零两笔较大定增后，定增实际募资规模为3148亿元，亦较去年同比下降23.59%。从上市公司估值情况来看，截至2018年6月末，沪深A股股票市盈率为17.05。

整体来看，受内外部因素影响，股票市场短期内波动加剧，持续震荡，股基交易额较为低迷，两融余额略有减少，同时，股票市场持续下跌带来的估值修复及企业经营情况的逐步好转使得各交易所估值水平持续得到优化。未来，受中美贸易摩擦不断反复的影响，股票市场仍有持续震荡的可能，但经济基本面和企业盈利水平的逐步企稳亦为指数的回升提供了机会。

债市收益率持续下行带动二级市场交投活跃，债券发行规模较去年同期小幅增长。

2018年上半年各月央行公开市场操作分别净回笼6815亿元、净投放4895亿元、净回笼3725亿元、净回笼800亿元、净投放3935亿元、净回笼450亿元，资金面整体平稳，而中美贸易战摩擦的加剧带动市场风险偏好下降，加之央行超预期的定向降准，使得债市整体走强，利率债及中高等级信用债收益率持续下行。

截至2018年6月末，国债1年、5年、10年期收益率分别收于3.13%、3.36%、3.49%，相比年初收益率分别下行67BP、48BP、39BP；国开债1年、5年、10年期收益率分别收于3.73%、4.17%、4.26%，相比年初收益率分别下行94BP、67BP、55BP。

交易所公司债AAA / AA+ / AA / AA-品种1年期、3年期、5年期分别收于4.62% / 4.94% / 5.46% / 6.90%、4.64% / 4.99% / 5.55% / 6.94% / 4.71% / 5.16% / 5.71% / 7.16%，相比年初分别变动-63BP / -56BP / -25BP / 52BP、-69BP / -61BP / -24BP / 15BP、-70BP / -49BP / -18BP / 26BP。

从债券交易情况来看，2018年上半年，债券市场交投活跃，银行间和交易所债券合计成交56.65万亿元，总成交量较去年同期增长28.15%。分类别看，同业存单、金融债、国债、短期融资券、中期票据成交量居前，截至2018年6月末，各券种分别成交23.80万亿元、16.59万亿元、6.74万亿元、3.35万亿元和3.31万亿元。

从债券发行规模来看，2018年上半年，根据Wind资讯统计，债券市场合计发行额为20.53万亿元，较去年同期发行规模增长13.79%。其中，同业存单发行10.88万亿元、金融债发行2.59万亿元、国债发行1.57万亿元、短期融资券发行1.47万亿元、地方政府债发行1.41万亿元；各券种分别占当期发行规模的52.91%、12.59%、7.66%、7.16%和6.86%，较去年同期分别增长14.37%、7.99%、10.02%、33.02%和-24.18%。

【证券公司盈利表现及杠杆变化】

证券公司营收和利润均较去年同期有所减少。经纪业务及自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入的降低；市场两融规模维持稳定，但整体债务规模增长侵蚀了证券公司的利息收入；资产管理业务收入保持较好。

2018年上半年，股票市场震荡加剧，沪深两市主要指数均较年初有所下跌，IPO及定增规模亦同比减少；受内外部环境影响，债券市场收益率持续下行，交投活跃。在此背景下，根据证券业协会统计，2018年上半年证券公司营业收入为1265.72亿元，较上年同期减少11.92%。其中，代理买卖证券净收入为363.76亿元，较去年下降6.38%；证券承销与保荐业务净收入较去年同期减少30.95%；证券公司资产管理业务净收入与去年同期基本持平；银行、保险等蓝筹股的集体回调使得证券公司投资收益出现一定下滑。

► 图表2：27家上市证券公司经营数据同比（单位：亿元）

	2016年上半年	2017年上半年	2018年上半年
证券公司(家)	126	129	131
盈利公司(家)	117	117	106
营业收入	1570.79	1436.96	1265.72
代理买卖证券业务净收入	559.76	388.54	363.76
证券承销与保荐业务净收入	241.16	169.23	116.86
财务顾问业务净收入	71.43	51.88	45.16
投资咨询业务净收入	23.33	15.70	14.54
资产管理业务净收入	134.34	139.98	138.88
证券投资收益(含公允价值变动)	244.86	365.89	295.50
利息净收入	169.04	197.93	112.92
净利润	624.72	552.58	328.61
	2016年6月末	2017年6月末	2018年6月末
总资产	5.75	5.81	6.38
净资产	1.46	1.75	1.86
净资本	1.18	1.50	1.56
客户交易结算资金金额(含信用交易资金)	1.74	1.27	1.11
托管证券市值	29.92	37.67	36.56
受托管理资金本金金额	14.78	18.06	15.89

资料来源：证券业协会

► 图表3：27家上市证券公司营业收入各项占比（单位：%）

	2016年上半年	2017年上半年	2018年上半年
-代理买卖证券业务净收入	35.64	27.04	28.74
-证券承销与保荐业务净收入	15.35	11.78	9.23
-财务顾问业务净收入	4.55	3.61	3.57
-投资咨询业务净收入	1.49	1.09	1.15
-资产管理业务净收入	8.55	9.74	10.97
-证券投资收益(含公允价值变动)	15.59	25.46	23.35
-利息净收入	10.76	13.77	8.92
-其他收入	8.08	7.50	14.07
营业收入	100.00	100.00	100.00

资料来源：证券业协会

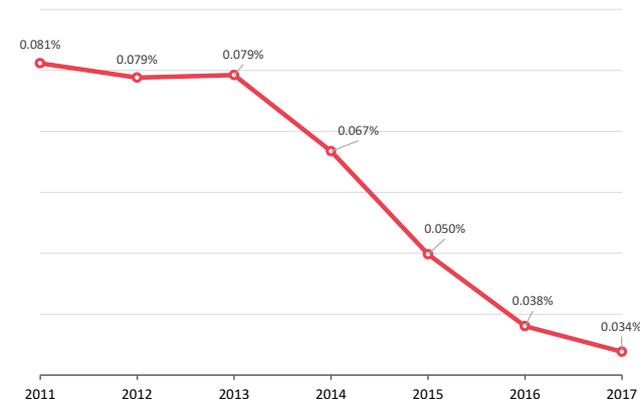
利息净收入方面，两融规模维持稳定，但利息支出的增长使得证券公司利息净收入同比下降42.95%。从资产规模来看，在经历增资提高净资本满足监管指标后，2018年上半年，为提升资本使用效率，证券公司债务规模增长较快。

从盈利结构来看，在营业收入同比下滑的条件下，代理买卖证券业务净收入和证券投资收益营收占比保持稳定，证券承销与保荐业务净收入和利息净收入贡献度分别减少2.55个百分点和4.85个百分点。其他收入主要包含期货子公司大宗商品贸易销售收入及自有物业租赁收入等，其营收贡献亦有大幅增长，但对利润影响有限。整体来看，2018年上半年证券公司盈利情况仍受股票市场景气度影响，较去年同期有所下降。从中长期看，证券公司仍需寻求传统业务转型、业务增值，拓宽整体行业业务种类，以降低市场对其经营的影响。

经纪业务：传统经纪业务收入仍受市场低迷影响，业务转型持续推进和竞价揽客情况好转遏制了佣金率下滑趋势。

2018年上半年，股票市场持续震荡，一季度股基交易额与去年基本持平。期间，证券公司持续推进零售经纪业务向财富管理转型、机构经纪业务向大宗经纪业务转型。2018年一季度证券公司代理买卖手续费净收入（含席位租赁）为194.69亿元，2018年上半年为363.76亿元。同时，为争取市场份额竞价揽客的情况有所好转，2018年一季度证券行业净佣金率为0.033%，较上年末减少0.001个百分点，下行压力有所缓解。

► 图表4：证券行业佣金率



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

佣金率降幅虽有放缓，但证券公司市场份额争夺却愈加激烈。近年来，伴随行业佣金率持续下行，市场份额占比前十大证券公司股基交易额市场份额合计占比亦不断下降，截至2018年3月末前十大市场份额合计为44.57%。

从各家证券公司股基交易额来看，2018年一季度联储证券、天风证券和西藏东方财富证券股基交易额同比增幅较大，分别为178.83%、66.58%和61.94%均超50%，中金公司通过收购中投证券100%股权亦实现了53.65%的增速。2017年前三家证券公司分别新设立营业部9家、29家和54家。同时，联储证券通过自主开发理财APP推进零售业务互联网化，西藏东方财富证券通过东方财富APP签约外部证券经纪人扩大市场份额。

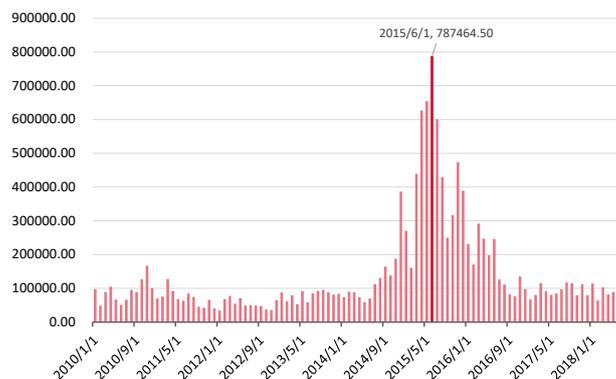
整体来看，证券公司自身提升和维持市场份额的方法仍主要依赖于业务互联网化、线下快速扩张及外聘经纪人等方式，经纪业务转型仍需持续推进。未来，随客户资源向服务附加值高的证券公司积聚，整体市场份额排名及占比仍将持续波动。

资本中介业务：融资融券业务规模维持稳定，股票质押规模同比增长，但证券公司债务规模的增长使得行业整体利息净收入水平有所减少。此外，市场股价波动和个别上市公司经营情况恶化亦对将持续挑战证券公司的流动性和信用风险管理能力。

2017年国内股票市场融资融券月平均余额为9359.03亿元，2018年上半年月平均余额为9947.29亿元，两融月均规模平稳增长。在经历两融规模快速放量及回落后，证券公司融资融券业务已逐渐趋于成熟，各公司均根据业务情况建立了逆周期调节制度、客户适当性管理和分类分级管理制度，并通过动态调整机制对客户杠杆水平进行适当控制，在业务保证金比例调整后，整体业务风险较为可控。

从融资融券市场份额来看，近两年前十大证券公司市场份额占比较为稳定。在融资融券市场份额增速方面，中信证券、西藏东方财富证券、平安证券市场份额增长较快，分别增长0.719个百分点、0.504个百分点和0.452个百分点，分列增速前三。

► 图表5：沪深两市股基成交额（单位：亿元）



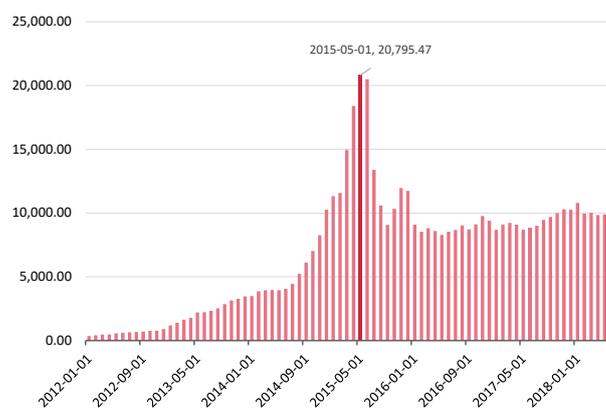
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表6：证券公司股基交易额市场份额排名（单位：%）

证券公司	2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
	市场份额	证券公司	市场份额	证券公司	市场份额	证券公司	市场份额	
华泰证券	7.71	华泰证券	7.83	华泰证券	8.85	华泰证券	8.36	
中信证券	5.23	国泰君安	5.23	中信证券	5.01	中国银河	5.09	
国泰君安	4.66	中信证券	4.88	中国银河	4.92	海通证券	4.99	
海通证券	4.60	海通证券	4.76	海通证券	4.65	广发证券	4.78	
广发证券	4.59	中国银河	4.57	国泰君安	4.47	国泰君安	4.72	
中国银河	4.53	广发证券	4.32	广发证券	4.42	申万宏源	4.60	
招商证券	4.08	招商证券	3.97	招商证券	3.78	中信证券	4.23	
申万宏源	3.09	申万宏源	3.14	国信证券	3.36	招商证券	4.11	
中信建投	3.07	国信证券	3.12	申万宏源	3.25	国信证券	3.89	
国信证券	3.02	中信建投	3.01	中信建投	2.93	中信建投	3.18	
合计	44.57	合计	44.82	合计	45.63	合计	47.94	

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表7：融资融券余额（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

综合来看，中小型证券公司及互联网证券公司能够凭借价格优势争取一定份额，但资本规模将限制其两融业务扩张速度及规模。同时，凭借资产规模优势、信用账户开户成本以及业务先发优势，大型证券公司两融业务份额难以动摇。因此，融资融券业务集中度相比传统经纪业务更为稳定。

股票质押业务方面，2018年3月12日正式实施股票质押式回购新规，其对质押比例、融资方资格、融资门槛、资金用途、业务规模等均作出了限制，2018年上半年股票质押交易市值规模快速下降，该期末，累计股票质押交易市值规模为1.41万亿元。

由于股质新规限制了不同分类评价的证券公司可参与股票质押回购交易业务融资规模，证券公司参与股票质押交易占比自2016年以来持续下降，同期末证券公司占比为45.44%，股票质押规模约为6429.04亿元。虽占

比持续下降，但证券公司股票质押规模同比去年仍有一定增长。

从利息净收入情况看，2018年上半年证券行业利息净收入为112.93亿元，较去年同比减少42.95%。股票质押新规仅适用于新增合约，在两融规模维持稳定情况下，利息净收入同比大幅下降主要系证券公司债务规模增长较快。

整体来看，依托现有市场行情及监管环境，融资融券业务在未来一段时间内仍将是证券公司较为稳定的盈利来源。受新规影响，随着股票质押回购交易业务旧合约陆续到期，其规模将持续下降。在融资融券业务规模稳定的情况下，证券公司利息净收入将受刚性债务侵蚀而进一步减少。此外，股票市场持续震荡及个别上市公司经营情况恶化等情况将持续挑战证券公司流动性和信用风险管理能力。

► 图表8：证券公司融资融券市场份额排名（单位：%）

2018年3月末		2017年末		2016年末		2015年末	
证券公司	份额	公司	份额	证券公司	市场份额	证券公司	市场份额
中信证券	6.65	中信证券	6.34	中信证券	6.03	中国银河	5.89
华泰证券	5.67	华泰证券	5.73	华泰证券	5.87	广发证券	5.70
广发证券	5.55	国泰君安	5.66	广发证券	5.76	华泰证券	5.63
国泰君安	5.50	中国银河	5.56	中国银河	5.63	中信证券	5.61
中国银河	5.46	广发证券	5.46	国泰君安	5.45	国泰君安	5.55
招商证券	5.26	招商证券	5.33	招商证券	5.43	招商证券	5.35
海通证券	4.72	海通证券	4.68	海通证券	4.76	海通证券	5.17
中信建投	4.16	中信建投	4.52	国信证券	4.04	申万宏源	4.18
国信证券	3.72	国信证券	3.79	申万宏源	3.96	国信证券	3.91
申万宏源	3.53	申万宏源	3.70	光大证券	3.24	光大证券	3.30
合计	50.24	合计	50.78	合计	45.64	合计	48.01

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表9：股权质押规模及各质押方占比（单位：亿元、%）

时间	股权质押市值规模	占比				
		证券公司	银行	一般公司	信托公司	个人
2018年6月末	14148.42	45.44	11.47	30.08	11.63	1.37
2017年末	36699.62	58.68	13.79	12.15	14.87	0.50
2016年末	62201.30	69.42	10.50	12.70	7.14	0.24
2015年末	37659.71	55.53	18.16	15.65	9.81	0.86
2014年末	16575.67	52.83	22.50	10.63	13.80	0.23
2013年末	10079.24	23.24	27.62	14.28	34.53	0.33

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表10：前十大证券公司股权质押情况（单位：亿元、%）

券商名称	全部交易			未解押交易		
	交易次数	总质押股数 (亿股)	参考市值 (亿元)	交易次数	总质押股数 (亿股)	参考市值 (亿元)
申万宏源	232	57.11	668.70	216	56.40	659.40
海通证券	467	45.04	521.55	428	41.69	484.40
中信建投	234	26.99	378.30	217	26.28	368.45
中国银河	193	22.42	366.66	177	21.88	360.86
中信证券	272	42.99	351.07	230	39.19	316.17
国信证券	269	29.21	321.55	244	27.82	296.86
招商证券	241	23.60	310.16	219	21.45	288.56
华泰证券	302	44.18	310.01	241	34.87	242.66
广发证券	276	21.63	255.97	221	18.79	226.22
光大证券	109	17.56	235.15	103	15.35	229.51

注：2018年1月1日-2018年6月末；数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表11：证券行业利息净收入（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

投行业务：债券发行规模的回升难以抵补IPO及再融资规模的下滑，加之新三板市场环境的持续恶化，证券公司投行业务结构面临再次调整。

从股票首次发行来看，在经历2016年、2017年IPO审核发行加速后，自2017年10月开始IPO审核发行速度逐步趋严趋缓。2018年上半年共118家企业上会，同比低于2017年同期的275家，且过会率仅为49.15%。按证券公司过会家数来看，根据Wind资讯统计，截至2018年6月末，中信证券、中信建投、广发证券和国泰君安以6家、5家、5家和3家的数量排名前4，过会数量占全部过会总数的36.21%，其余证券公司多为承销2家或1家。综合来看，审核趋严趋紧及监管合规要求的提升对证券公司的合规风险管理能力提出了新的要求。同时，项目资源亦将向投行团队实力较强、保荐经验丰富的证券公司集中。

从再融资市场来看，自2017年2月证监会发布再融资新规对定增定价基准、融资规模和融资时间间隔进行规范以来，市场项目数量及规模快速下降，2018年以来市场再融资规模降幅收窄但持续震荡使得整体发行难度加大。2018年上半年共发行定增146个，实际募集资金合计4323亿元，剔除农行和三六零两个规模较大定增后，上半年募集资金规模仅为3148亿元，较去年同比下降23.59%。同期，定增过审进程亦明显放缓，项目上会数量及通过率均同比减少。2018年上半年市场累计117个定增项目上会，过会率为90.6%，同比下降7.7个百分点。此外，共有83家公司108个项目终止实施定增。综合而言，再融资业务规模下滑趋势已逐步趋缓，对证券公司投行业务收入影响有限，但在监管趋严的环境下，仍需防范合规风险。

► 图表12：前十大证券公司股票承销项目储备情况（单位：亿元）

保荐机构	合计	报审家数(按审核状态)						辅导备案 登记受理
		已受理	已反馈	已预披露 更新	中止审查	暂缓表决	终止审查	
广发证券	146	3	7	11	0	0	40	85
中信建投	137	2	7	12	0	0	35	81
招商证券	135	3	2	12	0	0	34	84
中信证券	114	2	7	15	0	0	31	59
海通证券	112	0	5	6	0	0	39	62
国金证券	108	0	0	6	0	0	26	76
国信证券	98	1	5	1	0	0	35	56
民生证券	77	2	2	3	0	0	17	53
光大证券	73	1	3	6	0	0	17	46
兴业证券	69	1	0	3	0	0	9	56

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理（截至2018年8月7日）

从债券承销业务来看，2018年上半年，全国债券市场发行债券金额合计为20.53万亿元，同比增长13.79%。信用债发行规模合计4.74万亿元，同比增长32.18%；超短期融资券、一般中期票据和公司债等主要债券品种发行金额则同比分别增长40.08%、94.50%和42.73%。从前十大证券公司债券承销项目来看，得益于债券发行规模的回升，大部分证券公司均实现了承销金额的同比增长，除中投证券因承销金额并入中金公司，其排名上升较快以外，整体债券承销业务集中度较高，前十大证券公司承销金额占合计金额的比重为63.24%。

此外，新三板市场方面，2018年上半年新三板新挂牌企业家数为320家，较去年同期减少877家。同时，自2017年12月开始，股转系统挂牌公司家数逐月减少（除2018年2月增加24家），截至2018年6月末，合计挂牌企业家数为11243家。同期，新三板市场合计完成870次股票发行项目，共募资357.94亿元，较去年同期减少268.81亿元。整体来看，新三板挂牌发行速度及再融资在经过2017年高峰后开始逐步回落，证券公司退出做市、企业摘牌、融资规模减少都使得三板市场环境逐步恶化，短期内很难成为证券公式投行业务新的创收点。虽发改委和央行等五部委下发的《2018年降低企业杠杆率工作要点的通知》中提到推进创业板和新三板改革，后续制度红利不确定性仍然较高。整体来看，股票首次发行监管的趋严趋紧，加之再融资规模的持续减少以及新三板市场环境的恶化，都使得证券公司投行业务短期内难有建树，虽债券发行规模有一定回升但竞争使得承销费率偏低，较难抵补其他承销业务量的下滑，证券公司投行业务结构面临再次调整。

► 图表13：前十大证券公司债券承销项目储备情况（单位：亿元）

机构名称	2017年上半年总 承销金额(亿元)	2018年上半年总 承销金额(亿元)	债券总承销		
			市场份额(%)	只数	平均承销额(亿元)
中信证券	2036.28	2610.35	13.05	409	6.38
中信建投	1267.10	2141.68	10.70	369	5.80
中金公司	611.81	1514.19	7.57	207	7.31
招商证券	1108.67	1445.21	7.22	227	6.37
海通证券	775.09	989.19	4.94	217	4.56
国泰君安	978.08	939.42	4.70	188	5.00
光大证券	809.86	829.55	4.15	165	5.03
华泰证券	708.11	812.71	4.06	138	5.89
国开证券	563.42	775.27	3.88	78	9.94
平安证券	312.10	594.60	2.97	140	4.25

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理（截至2018年6月末）

资产管理业务：监管影响逐步减小，证券公司资管业务收入保持稳定，业务规模有所回升，但主动管理能力仍需持续加强。

自2017年二季度监管部门执行窗口指导，按大集合资金池产品、结构化资金池产品和私募资金池产品分类，要求证券公司依照“规模递减”、“严控投资范围”、“控制久期错配程度”等要求进行整顿。同时，在通道业务方面，银监会明确金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。该期末，证券期货经营机构资产管理业务资产管理规模开始环比下降。

2018年4月人民银行、银保监会、证监会与外管局联合发布大资管新规。大资管新规将之前三会的监管政策整合，提升了资管业监管的全面性与系统性。对于券商资管而言，大资管新规主要在禁止通道业务、降低产品杠杆、打破刚性兑付和禁止资金池业务四个方面规范券商资管，并将过渡期设置到2019年底。从2018年3月末基金业协会数据来看，证券公司资产管理月均规模前20名已由年初合计96282.68亿元回升至103381.20亿元，环比增长7.37%。由于严监管已经迫使各证券公司整顿自身资管业务，对于后续业务影响有限。

2017年以来，资产证券化业务持续快速增长，截至2017年末，累计共有118家机构备案确认1125只资产支持专项计划，总发行规模达16135.20亿元，较2016年底累计规模增长了133.56%。其中，终止清算产品210只，清算产品规模2323.20亿元，仍在存续期的产品915只，存续规模11710.72亿元。按照存续规模统计，证券公司发行的产品存续规模合计9568.50亿元，占比81.71%；基金子公司发行的产品规模合计2142.22亿元，占比18.29%。按照管理人备案产品的数量进行排名，德邦、华泰、中金、中信、广发和国金证券六家机构的发行数量均超过40只。

► 图表14：证券期货经营机构资产管理业务统计数据（单位：亿元、%）

产品类型	资产规模					
	2016年9月末	2016年12月末	2017年3月末	2017年6月末	2017年9月末	2017年12月末
集合资管计划	21339.44	21938.37	22850.75	22212.38	21919.08	21124.99
定向资管计划	130872.33	146857.06	160637.99	154444.21	147281.19	143938.08
合计	152211.77	168795.43	183488.74	180974.52	173746.20	165063.10

数据来源：中国证券投资基金业协会

按照管理人备案产品的规模进行排名，德邦、中金、华泰、中信、国泰君安和天弘创新发行规模均超过500亿元。随着证券公司资管业务“去通道”化趋势的持续，除进一步加强主动管理能力外，资产证券化等新兴业务亦或成为证券公司发力方向。整体来看，随着资管新规落地，资管业务监管框架的逐步完善，以通道业务为主的盈利模式将逐步退出历史舞台。综合实力强、拥有全产品线策略的证券公司更能在资管业务转型中取得优势。

自营业务：外部环境多变，证券公司自营投资难度加大，债市整体走强改善固定收益业务投资收益，但仍需把控风险。

2018年上半年股票市场震荡加剧，债券市场整体走强，利率债及中高等级信用债收益率持续下行。期间，证券公司投资收益（含公允价值变动）为295.50亿元，较去年同期减少19.42%。

► 图表15：上市证券公司自营业务情况

公司名称	净资产(亿元)	净资本(亿元)	自营权益类证券及衍生品/净资产(%)	自营固定收益类证券/净资产(%)	自营权益类证券及其衍生品(亿元)	自营非权益类证券及其衍生品(亿元)
国海证券	133.97	146.55	7.72	231.17	11.31	338.78
东方证券	499.85	437.32	39.97	189.18	174.80	827.32
第一创业	85.99	67.09	5.93	167.48	3.98	112.37
光大证券	484.2	326.84	28.90	158.82	94.46	519.08
广发证券	759.82	636.65	35.07	155.11	223.27	987.51
招商证券	751.78	541.81	30.77	148.89	166.71	806.7
东兴证券	190.27	196.09	23.40	145.46	45.88	285.23
中信建投	424.7	370.25	12.64	145.12	46.80	537.31
山西证券	122.55	76.58	13.63	143.18	10.44	109.65
东吴证券	202.91	190.04	23.16	142.31	44.01	270.45
西部证券	175.37	156.38	6.73	137.81	10.52	215.5
兴业证券	308.95	345.16	22.11	131.05	76.32	452.34
西南证券	191.2	143.51	50.84	130.78	72.96	187.68
中原证券	100.66	78.37	7.75	127.46	6.07	99.89
东北证券	148.7	135.24	26.33	126.19	35.61	170.66
中信证券	1232.18	867.08	33.23	124.35	288.13	1078.22
浙商证券	116.74	116.44	2.48	123.95	2.89	144.33
财通证券	197.55	166.14	8.75	123.32	14.54	204.88
方正证券	364.64	240.48	35.1	119.64	84.41	287.71
长江证券	250.45	234.77	25.98	116.29	60.99	273.02
太平洋	117.05	138.64	12.86	111.60	17.83	154.72
华泰证券	786.79	467.43	60.5	108.16	282.79	505.57
中国银河	631.97	507.47	32.94	96.53	167.16	489.86
国泰君安	1117.54	963.65	27.92	82.27	269.05	792.8
华安证券	120.83	91.01	7.71	77.31	7.02	70.36
国信证券	508.01	445.52	40.93	69.16	182.35	308.12
国元证券	242.89	176.19	8.77	67.10	15.45	118.23
南京证券	93.21	74.17	4.11	57.84	3.05	42.90
海通证券	1068.58	752.92	30.78	57.72	231.75	434.59
国金证券	186.66	160.75	18.89	52.38	30.37	84.20
华鑫证券	49.95	41.36	23.76	24.66	9.83	10.20

数据来源：WIND资讯（母公司口径，截至2017年末）

权益类自营业务，在市场持续震荡的情况下，证券公司自营业务操作难度加大，整体资产配置上更加注重绝对收益。未来市场外部环境多变，加之市场交投的持续低迷，权益类自营业务较难取得超额收益。

固定收益自营业务方面，各公司根据投资风格的不同，规模变化略有分化，其中仍不乏部分风格激进的证券公司利用交易性杠杆扩大债券投资规模。2016年四季度以来债券市场受央行流动性收紧监管层去杠杆的影响，出现较大幅度调整。

2018年以来，债券市场的整体走强使得高杠杆经营的证券公司加仓幅度逐步放缓。但影响市场的外部不确定因素仍然较多，证券公司固定收益自营业务仍然面临较大风险，运用正回购大幅增加债券投资杠杆的证券公司面临较大的利率风险。

证券公司杠杆一致性增长，流动性管理压力逐步加大。

2018年一季度，证券公司整体杠杆水平同比呈一致性增长。各公司主要通过增加应付短期融资券、卖出回购金融资产款及应付债券三个科目增加负债，即发放收益凭证、质押债券和发行债券三个方式。与之对应，各公司资产端主要为自营投资和股票质押业务的增长，同比增长幅度基本可以代表其资产端两项业务规模的增长。同比负债杠杆增长较慢的证券公司，则对其资产配置进行了调整，整体杠杆水平已满足其经营策略。

环比来看，亦呈一致性表现，但体现了不同的加杠杆时间。在货币资金*对短期债务的覆盖率方面，与短期债务和长期债务呈反比变动。整体债务结构则根据自身业务发展皆有所调整，略有分化。整体来看，在2017年债券市场调整的背景下，绝大部分证券公司固定收益业务规模均维持增长。同时，各公司股票质押业务规模较去年同期亦有不同程度增长。但负债规模的提升亦加大了各公司流动性风险管理的压力。

► 图表16：2018年一季度上市证券公司杠杆流动性同比变化（单位：%）

公司名称	短期债务*	刚性债务*	货币资金*/短期债务*	短期债务*/刚性债务*
东兴证券	154.57	66.52	-78.55	52.88
国信证券	115.88	41.50	-75.96	52.56
光大证券	102.64	46.29	-81.12	38.52
华安证券	90.75	72.54	-57.85	10.56
申万宏源	84.24	35.03	-46.19	36.45
招商证券	74.73	40.75	-37.80	24.14
太平洋	72.14	25.32	-95.42	37.36
中国银河	60.60	61.46	-46.82	-0.53
国泰君安	57.78	27.73	-51.29	23.52
华泰证券	45.86	20.61	-60.07	20.94
广发证券	44.69	24.76	-16.66	15.98
中原证券	38.94	31.57	-36.36	5.60
山西证券	34.68	26.39	-47.29	6.55
国元证券	31.42	13.62	-59.11	15.67
第一创业	31.03	14.35	-35.61	14.59
兴业证券	28.48	37.71	-24.85	-6.70
东方证券	24.84	9.21	-7.02	14.32
方正证券	19.76	2.45	-42.76	16.91
国海证券	12.76	6.57	-73.54	5.81
中信证券	10.33	12.07	-19.56	-1.55
国金证券	9.66	21.17	-22.96	-9.50
长江证券	2.62	11.48	-3.37	-7.95
东吴证券	1.21	29.16	-41.66	-21.64
东北证券	-4.09	11.96	-31.00	-14.34
西部证券	-4.50	-3.26	-40.16	-1.28
海通证券	-5.96	7.30	53.88	-12.35
西南证券	-6.41	7.35	18.18	-12.82
浙商证券	-9.08	-7.78	69.56	-1.41

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

注1：货币资金* = 期末货币资金 - 期末客户存款；

注2：短期债务 = 期末短期借款 + 期末衍生金融负债 + 期末交易性金融负债 + 期末卖出回购金融资产 + 期末拆入资金 + 期末应付短期融资款；

注3：刚性债务 = 期末短期借款 + 期末衍生金融负债 + 期末交易性金融负债 + 期末拆入资金 + 期末卖出回购金融资产 + 期末应付短期融资款 + 期末应付债券 + 期末长期借款。

► 图表17：2018年一季度上市证券公司杠杆流动性环比变化（单位：%）

公司名称	短期债务	刚性债务	货币资金*/短期债务	短期债务/刚性债务
华安证券	41.42	34.06	38.40	5.49
东兴证券	39.91	18.49	33.60	18.07
山西证券	31.93	29.27	-12.00	2.05
广发证券	25.50	14.87	0.51	9.25
第一创业	23.85	14.35	-26.84	8.31
国金证券	18.90	13.80	-10.56	4.49
东北证券	15.30	27.14	35.02	-9.32
西南证券	15.04	7.01	-16.48	7.51
西部证券	13.19	9.24	21.22	3.62
浙商证券	12.83	-4.14	7.87	17.71
华泰证券	11.96	6.54	-24.53	5.09
海通证券	10.85	11.97	26.42	-1.00
中原证券	10.67	7.25	-53.05	3.20
太平洋	10.03	2.54	-30.76	7.31
国信证券	9.75	3.00	-46.05	6.55
东吴证券	9.28	3.78	11.84	5.30
国海证券	8.60	3.39	-22.67	5.04
中信证券	6.65	1.45	3.05	5.13
招商证券	5.42	-3.89	7.21	9.68
兴业证券	3.40	4.35	15.46	-0.92
国元证券	3.23	-0.22	-61.89	3.46
申万宏源	1.09	1.39	13.98	-0.29
国泰君安	1.06	2.86	-3.91	-1.76
方正证券	-1.67	1.12	8.64	-2.75
中国银河	-2.08	9.51	-7.73	-10.59
光大证券	-4.66	-3.81	-26.43	-0.89
东方证券	-5.44	-4.44	-33.70	-1.05
长江证券	-8.84	0.81	109.53	-9.58

二、行业重要政策点评

2018年上半年行业政策在延续从严监管的同时，不断完善市场制度，扩大对外开放

2018年上半年以来证监会强化依法全面从严监管，继续加大稽查执法力度，提升监管科技化水平，严厉打击各类违法违规行为，继续深化发行制度改革，积极推进上市公司并购重组，完善发行审核和并购重组监察机制，进一步提升工作效率和透明度。同时，证监会发布实施的《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资证券公司并逐步放开合资证券公司业务范围等。

► 图表18：2018上半年证券行业相关法规文件情况

时间	主要内容
2018年3月8日	【第138号令】《关于修改〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉的决定》
2018年3月23日	【第6号公告】《证券公司投资银行类业务内部控制指引》
2018年3月28日	【第139号令】《证券期货市场诚信监督管理办法》
2018年4月19日	【第7号公告】《公开发行证券的公司信息披露编报规则第14号——非标准审计意见及其涉及事项的处理》（2018年修订）
2018年4月24日	【第8号公告】《公开发行证券的公司信息披露编报规则第19号——财务信息的更正及相关披露》
2018年4月28日	【第140号令】《外商投资证券公司管理办法》
2018年5月14日	【第9号公告】《关于在一定期限内适当限制特定严重失信人乘坐火车和民用航空器实施细则》
2018年5月30日	【第10号公告】《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》
2018年6月6日	【第143号令】《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》
2018年6月6日	【第142号令】《关于修改〈首次公开发行股票并在创业板上市管理办法〉的决定》
2018年6月6日	【第141号令】《关于修改〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的决定》
2018年6月6日	【第18号公告】《关于试点创新企业整体变更累计未弥补亏损、研发费用资本化和政府补助列报等会计处理事项的指引》
2018年6月6日	【第17号公告】《关于试点创新企业实施员工持股计划和期权激励的指引》
2018年6月6日	【第16号公告】《中国证监会科技创新咨询委员会工作规则（试行）》
2018年6月6日	【第15号公告】《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第40号——试点红筹企业公开发行存托凭证并上市申请文件》
2018年6月6日	【第14号公告】《公开发行证券的公司信息披露编报规则第23号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》
2018年6月6日	【第13号公告】《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》
2018年6月6日	【第12号公告】《公开发行证券的公司信息披露编报规则第22号——创新试点红筹企业财务报告信息特别规定（试行）》
2018年6月6日	【第11号公告】《保荐创新企业境内发行股票或存托凭证尽职调查工作实施规定》
2018年6月14日	【第20号公告】《存托凭证存托协议内容与格式指引（试行）》
2018年6月14日	【第19号公告】《创新企业境内发行股票或存托凭证上市后持续监管实施办法（试行）》
2018年6月15日	【第144号令】《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》
2018年6月15日	【第21号公告】《关于商业银行担任存托凭证试点存托人有关事项规定》
2018年6月27日	【第145号令】《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》
2018年6月27日	【第23号公告】《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》
2018年6月27日	【第22号公告】《关于加强证券公司在投资银行类业务中聘请第三方等廉洁从业风险防控的意见》
2018年7月3日	【第24号公告】《关于修改〈中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会工作规程〉的决定》
2018年7月10日	【第25号公告】《〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉第十五条、第二十二条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第13号》

数据来源：中国证监会，新世纪评级整理

三、行业信用等级分布及级别迁移分析¹

目前，我国证券公司的负债渠道主要包括债券正回购、证金公司转融资、两融收益权转让、发行债券（包括短期融资券、短期公司债券、公司债券和次级债券等）、同业拆借、收益互换。证券公司主要通过债券正回购增加债券自营杠杆、证金公司转融资和两融收益权转让补充融资融券资金需求，债权融资的可行途径已拓宽至发行短期融资券、短期公司债券、公司债券和次级债券等。但受制于较严格的资格和额度审批以及出于对债券销售和成本的考虑，一般仅有中大型证券公司通过债券进行融资，已发债证券公司多为大中型综合类，且呈现越是大型综合类，越是发债品种多的特点；中小型证券公司不仅发债主体少，且发债品种单一。

2018年上半年，证券行业发行债券主体共计56家，其中AAA级主体30家，AA+级主体20家，AA级主体6家。截至2018年6月末，证券行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计82家，其中AAA级主体38家，AA+级主体26家，AA级主体14家，AA-级主体3家，无评级主体1家。2018年上半年，共2家证券公司由AA+级调升至AAA级，分别为天风证券和华西证券；共1家证券公司由AA级调升至AA+级，为华鑫证券。

► 图表19：证券行业主体信用等级分布²

发行主体信用等级	截至2018年6月末			
	发行主体数量(家)	占比(%)	存续主体数量(家)	占比(%)
AAA	30	53.57	38	46.34
AA+	20	35.71	26	31.71
AA	6	10.71	14	17.07
AA-	-	-	3	3.66
无评级	-	-	1	1.22
合计	56	100	82	100

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表20：证券行业主体信用等级迁移情况

2017年末	2018年6月末			
	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	28	-	-	-
AA+	2	19	-	-
AA	-	1	6	-
AA-	-	-	-	-

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

¹本部分主体信用等级均考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，本部分统计主体等级分布时对重复主体进行了剔除，即单一主体发行多支债券时只按该主体最新信用等级统计一次。

²本部分等级分布不包含无评级的私募债券发行主体。

四、行业主要债券品种利差分析³

2018年上半年，证券行业内证券公司合计发行76支公司债券、42支次级债券和41支短期公司债券。

【公司债券】

2018年上半年，证券行业内证券公司共发行76支公司债券，期限包括期限小于1年及1年期、2年期、3年期和5年期。其中，2年期公司债券23支，主体信用等级为AAA级、AA+级和AA级的利差均值分别为202.81BP、228.40BP和324.00BP；3年期的公司债券34支，主体信用等级为AAA级和AA+级的利差均值分别为170.93BP和259.00BP；5年期的公司债券5支，主体信用等级为AAA级和AA+级的利差均值分别为118.00BP和192.52BP。

【次级债券】

2018年上半年，证券行业内证券公司共发行42支次级债券，期限包括1、2、3和5年期。其中2年期的次级债券15支，主体信用等级为AAA级和AA+级，利差均值分别为221.54BP和294.00BP；3年期的次级债券共15支，主体信用等级为AAA级、AA+级、AA级和AA-级的利差均值分别为209.30BP、236.90BP、280.37BP和354.17BP。

【短期公司债券⁴】

2018年上半年，证券行业内企业发行了41支短期公司债券，期限包括0.24年-0.25年期、0.75年-0.99年期，最高期限为1年期。其中，期限为0.24年期-0.25年期的短期公司债券共21支，主体信用等级为AAA级的利差均值为130.09BP；0.75年期-0.99年期的短期公司债券共7支，主体信用等级为AAA级的利差均值分别为192.28BP；1年期的短期公司债券共13支，主体信用等级分别为AAA级、AA+级和AA及的利差均值分别为192.38BP、251.62BP和328.73BP。

► 图表21：2018年上半年证券行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
<1年	AAA	5	188.00-218.73	201.56
1年	AAA	9	177.00-208.73	187.93
2年	AAA	17	150.16-302.49	202.81
	AA+	5	204.00-264.00	228.40
	AA	1	324.00-324.00	324.00
3年	AAA	32	95.15-254.00	170.93
	AA+	2	224.00-294.00	259.00
5年	AAA	1	118.00-118.00	118.00
	AA+	4	130.40-244.00	192.52

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表22：2018年上半年证券行业次级债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1年	AAA	1	249.14-249.14	249.14
2年	AAA	14	195.37-274.00	221.54
	AA+	1	294.00-294.00	294.00
3年	AAA	4	170.15-268.45	209.30
	AA+	6	198.15-320.15	236.90
	AA	1	280.37-280.37	280.37
	AA-	2	330.37-377.97	354.17
5年	AAA	3	174.40-215.34	189.71

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表23：2018年上半年证券行业短期公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
0.24年-0.25年	AAA	21	105.42-155.73	130.09
0.75年-0.99年	AAA	7	168.00-218.73	192.28
1年	AAA	8	169.63-218.00	192.38
	AA+	4	236.00-278.73	251.62
	AA	1	328.73-328.73	328.73

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

³发行利差=发行利率-起息日同期限中债国债到期收益率。

⁴短期公司债券为私募品种，根据发行时投资者是否需要提供主体信用评级报告，因此此处发行人主体信用评级取自最近一期发行债券时的级别；短期公司债券期限结构较分散，若无同期限中债国债到期收益率，则采用近似值。

2018年第三季度中国债券市场发行与评级研究

■ 文 / 郭佩

摘要 ▶▶▶

2018年第三季度，债券市场发行规模环比继续扩大，但同比有所下降。其中，信用债发行金额同比环比皆有所上涨；受8月份财政部连续发文助推地方政府债发行的影响，地方政府债环比大幅上涨，但国债、政策银行债等其它利率债发行金额不及去年同期，利率债整体与上年同期保持持平；因银行体系内流动性较为充足，同业存单发行量小幅缩减。收益率方面，中长期国债收益率水平较上季度末整体上行，短期限国债收益率水平走低，期限利差扩大。

一、债券市场总体情况

（一）债券市场发行情况

2018年第三季度，全国债券市场共发行各类债券10138期¹，环比增长6.42%，同比下降1.42%，发行金额合计12.20万亿元，环比增长5.41%，同比下降1.82%。

信用债市场方面，以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计3.02万亿元，同比增长7.99%，占同期债券募集总额的24.73%。

▶ 图表1：2018年第三季度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(%)
1. 国债	40	0.39	10,314.48	8.46
2. 地方政府债	501	4.94	23,884.70	19.58
3. 同业存单	6,930	68.36	49,736.90	40.77
4. 金融债	246	2.43	12,895.80	10.57
政策银行债	124	1.22	7,882.30	6.46
商业银行债	23	0.23	1,088.50	0.89
商业银行次级债券	17	0.17	1,750.00	1.43
保险公司债	2	0.02	90.00	0.07
证券公司债	44	0.43	1,066.00	0.87
证券公司短期融资券	17	0.17	415.00	0.34
其它金融机构债	19	0.19	604.00	0.50
5. 企业债	55	0.54	465.20	0.38
一般企业债	55	0.54	465.20	0.38
6. 公司债	409	4.03	4,661.19	3.82
一般公司债	217	2.14	2,849.96	2.34
私募债	192	1.89	1,811.23	1.48

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
7. 中期票据	370	3.65	4,291.15	3.52
一般中期票据	370	3.65	4,291.15	3.52
8. 短期融资券	780	7.69	8,567.70	7.02
一般短期融资券	115	1.13	1,624.60	1.33
超短期融资券	665	6.56	6,943.10	5.69
9. 定向工具	167	1.65	1,182.20	0.97
10. 国际机构债	0	0.00	0.00	0.00
11. 政府支持机构债	7	0.07	730.00	0.60
12. 资产支持证券	605	5.97	5,069.43	4.16
交易商协会ABN	40	0.39	169.72	0.14
银监会主管ABS	124	1.22	2,686.86	2.20
证监会主管ABS	441	4.35	2,212.84	1.81
13. 可转债	24	0.24	177.82	0.15
14. 可交换债	4	0.04	11.96	0.01
合计	10,138	100.00	121,988.53	100.00

¹数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2018年10月8日。

第三季度除企业债外，信用产品各主要券种发行量均较第二季度有不同程度上升。其中，短期融资券（含超短期融资券，不含证券公司短期融资券）发行期数和发行金额环比分别上涨16.59%和17.67%、中期票据（指一般中期票据，不含中小企业集合票据和项目收益票据）环比上涨10.12%和4.61%、公司债环比上涨14.57%和28.05%。

利率债市场方面，以国债、地方政府债和政策性银行债为代表的利率产品合计发行4.21万亿元，同比下降0.47%，占同期债券募集总额的34.03%。

其中，地方政府债第三季度发行规模为2.39万亿元，同比增长42.96%，环比大幅上涨100.48%，这主要得益于财政部于8月连续发布多个关于地方政府债券发行的文件。

具体来看：8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》提出，要加快地方政府专项债券发行和使用进度，《意见》提出，今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

8月20日，财政部发布《地方政府债券公开承销发行业务规程》，旨在进一步完善地方政府债券发行机制，提高债券发行效率。

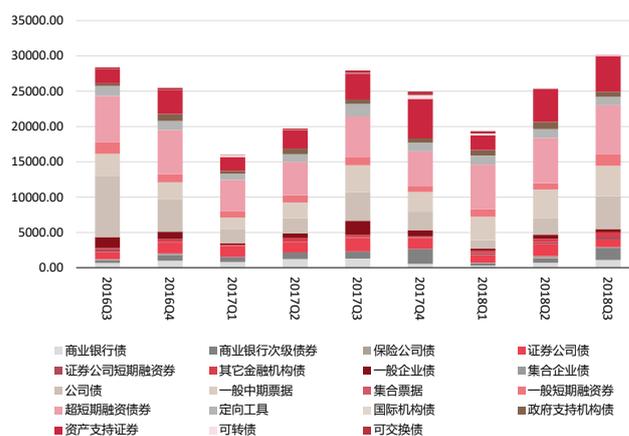
8月24日，财政部发布《地方政府债券弹性招标发行业务规程》，决定实行地方政府债券弹性招标制度，旨在保障地方政府债券发行工作顺利开展。受政策的推动影响，第三季度地方政府债的发行量得到快速增长。

同业存单方面，2018年第三季度发行金额为4.97万亿元，同比下降7.94%，较第二季度减少0.67万亿元。自央行于2018年1月公布新的同业存单年度备案额度且于一季度将同业存单纳入MPA同业负债考核以来，对同业负债依赖较大的股份制银行和城商行发行占比有所收缩，同时4月和7月的降准，释放大量资

金，银行体系内流动性较为充足，同业存单发行量小幅缩减。

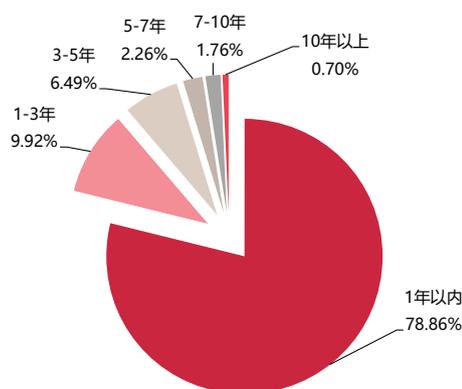
从发行期限看，2018年第三季度发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的78.86%，1-3年期、3-5年期、5-7年期、7-10年期以及10年以上期限占比分别为9.92%、6.49%、2.26%、1.76%和0.70%，5年期以下债券合计占比95.27%。

▶ 图表2：债券市场信用产品发行情况（亿元）



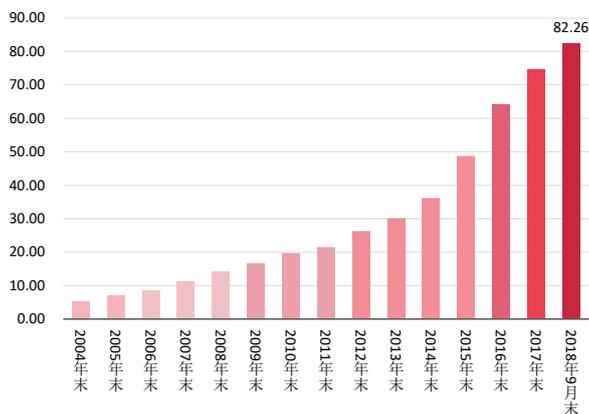
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度债券市场主要期限品种发行期数占比情况



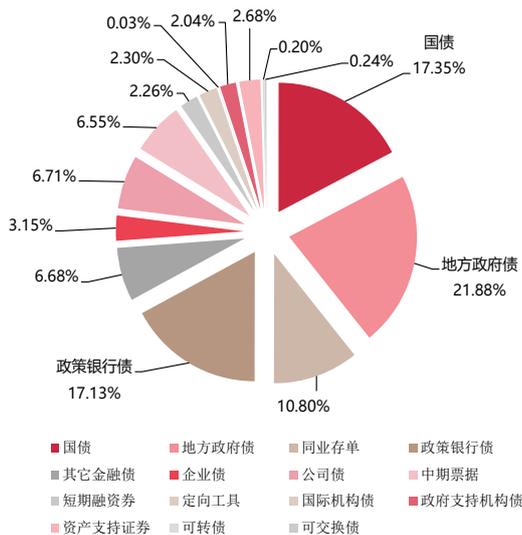
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表4: 2018年9月末债券市场存量债券余额 (万亿元)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

► 图表5: 2018年9月末债券市场余额券种分布



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

► 图表6: 债券市场主要收益率曲线



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

(二) 债券市场存量债券情况

从债券市场存量规模看,截至2018年9月末,全国债券市场存量债券余额82.26万亿元,较2017年末增加7.57万亿元。

从债券市场存量债券券种分布看,截至2018年9月末,国债、地方政府债、和政策性银行债为主的利率产品合计46.36万亿元,占比56.36%;同业存单合计19.58万亿元,占比23.80%;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27.02万亿元,占比32.85%。

(三) 债券市场主要收益率变化情况

2018年第三季度,中长期国债收益率水平较6月末整体上行,短期国债收益率水平走低,期限利差扩大。分月度来看:7月初,央行定向降准正式实施,随后资管新规实施细则发布,监管力度和节奏有所放缓,7月23日,央行释放5020亿元MLF,市场流动性大大加强。然而中美贸易战的爆发使得外部环境不确定性增加,内外因素的多空交织下,国债收益率整体表现为震荡下行,中短期国债收益率下行幅度较大,长期国债收益率略有下降,国债收益率曲线走峭。

进入8月,受益于央行此前三次降准,超额续作MLF的操作,流动性持续充裕,月初,短期限国债收益率大幅下行,长期国债收益率下降幅度较小,反应较为平稳。8月14日,财政部发文要求做好地方政府专项债券发行工作,月中及月末,地方政府债放量发行,流动性略有收紧,但整体维持宽松,各期限国债收益率震荡上行。

9月市场流动性总量虽仍处于较高水平,但地方政府专项债供给放量、短期通胀预期渐起,受此影响,月初至月中,中长期国债收益率震荡走高,短期限国债收益率反应较为平稳。9月18日,美国政府宣布将于9月24日起对约2000亿美元的中国产品加征关税,税率为10%,并将在2019年1月1日起上升至25%。同时美联储如期加息,于27日宣布加息25个基点,月末,各国债期限收益率全部走低。

具体来看：9月末，1年期和3年期国债收益率同6月末相比分别下降19BP和3BP，5年期、7年期和10年期国债收益率同6月末相比分别上升11BP、13BP和13BP。9月末，1年期和10年期国债利差为64个基点，较6月末扩大32个基点。

二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

（一）发行规模²

2018年第三季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行115期，同比下降22.82%；募集资金1624.60亿元，同比增长35.11%。超短期融资券共发行665期，同比增长28.88%；募集资金6943.10亿元，同比增长21.68%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行370期，同比增长5.41%；募集资金4291.15亿元，同比增长13.77%。定向工具共发行167期，同比下降37.22%；募集资金1182.20元，同比下降31.99%。

（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，2018年第三季度短期融资券发行人涉及16大行业，中期票据发行人涉及18大行业，主要分布于资本货物、多元金融、能源、公用事业、材料、运输和房地产等领域，上述七大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为95.26%和87.83%，在中期票据中合计占比分别为81.37%和89.19%，行业集中度较高。

（三）主承销商分布

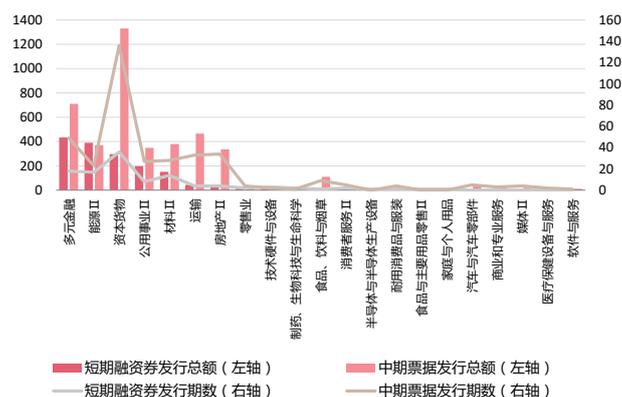
2018年第三季度，共有34家银行和12家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从合计承销金额来看，工商银行代替建设银行成为市场第一，建设银行、兴业银行紧随其后，招商银行、上海浦东发展银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

► 图表7：近年来短期融资券、超短期融资券、中期票据和定向工具发行情况（亿元、期）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表8：2018年第三季度短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表9：2018年第三季度短期融资券和中期票据主要承销商分布（亿元）



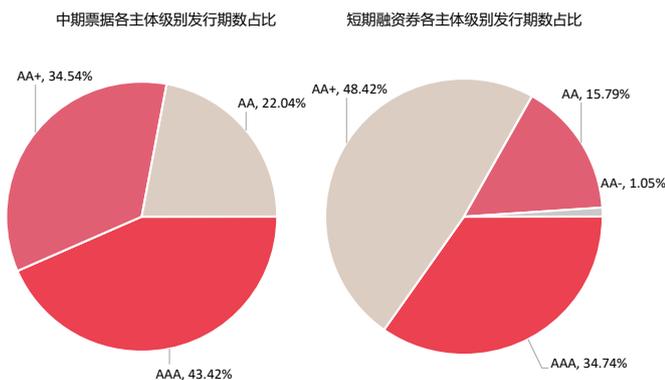
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

²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。

（四）信用等级

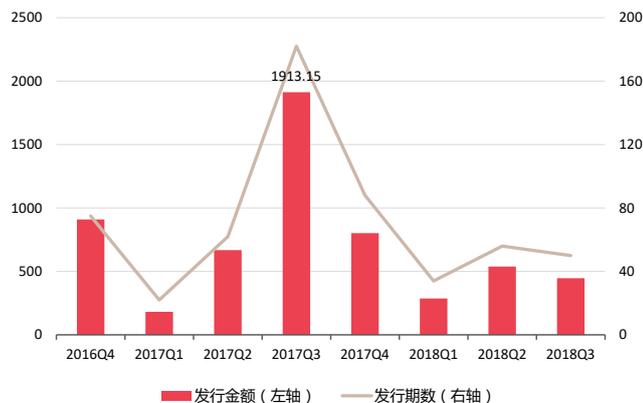
从信用等级分布看，2018年第三季度发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级等4个信用等级。其中，AAA级期数占比为34.74%，AA+级期数占比为48.42%，这两个级别的发行主体占了短期融资券发行主体的83.16%。AA-及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，占比很小。第三季度短期融资券发行主体为AA-级的仅1期，发行额合计2.50亿元，为外部担保债券。2018年第三季度发行的中期票据主体信用等级均为AA级及以上信用等级，其中，AAA级期数占比为43.42%，AA+级期数占比为34.54%，这两个级别的发行主体占了中期票据发行主体的77.96%。

► 图表10：2018年第三季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表11：近年来企业债券发行情况（亿元、期）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

三、企业债券发行与评级情况

（一）发行规模

2018年第三季度，企业债券（不含集合企业债和项目收益债券）累计发行50期，同比下降72.53%；发行金额447.00亿元，同比下降76.64%。

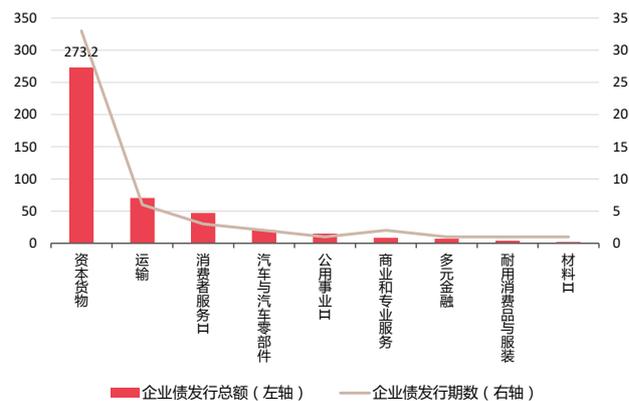
（二）发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2018年第三季度企业债券发行人主要分布于资本货物和运输等领域，发债主体主要为城投类企业。在第三季度发行的50期企业债中，其中有43期属于城投债，占比高达86.00%。

（三）发行期限结构

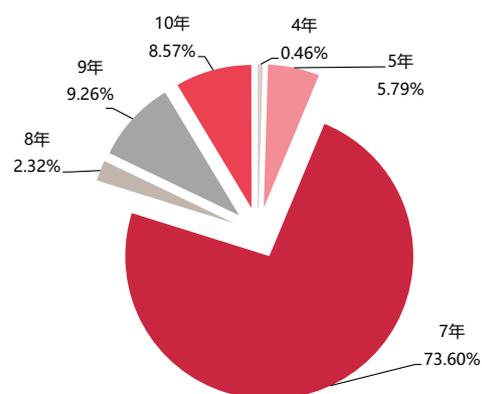
从企业债券的期限结构看，2018年第三季度发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为

► 图表12：2018年第三季度企业债券发行行业分布（亿元、期）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表13：2018年第三季度企业债券各期限发行金额占比



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

76.00%和73.60%；7年及以上债券合计占比分别为92.00%和93.75%。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，2018年第三季度发行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为21.28%，AA级期数占比为55.32%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为28.00%，由于主体AA-级发行人在发行企业债时均采用了信用增级措施，因此发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

（五）增信方式

2018年第三季度发行的企业债券仍以无担保债券

为主，占比为54.00%，其他债券均采取了第三方保证担保的增信方式，占比为46.00%。

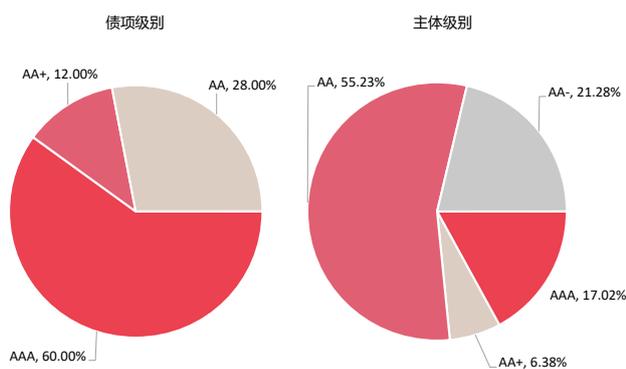
（六）主承销商分布

2018年第三季度共有34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、中信建投证券和浙商证券分列前三甲。

（七）发行利率分析

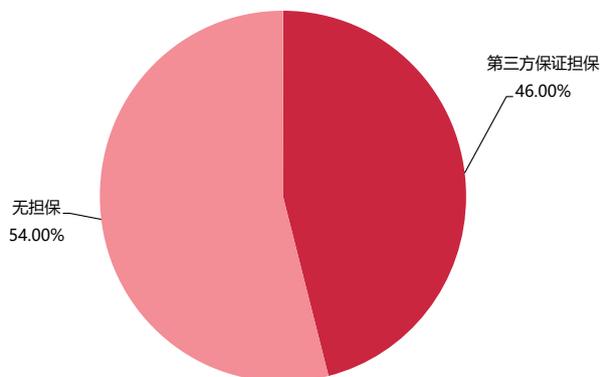
2018年第三季度，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合，先降后升，但回升幅度较低，整体有所下降。从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率在6月末4.90%，季末4.75%，下降15BP；AA级、7年期收益率在6月末为5.88%，季末为5.83%，下降5BP。

► 图表14：2018年第三季度企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）



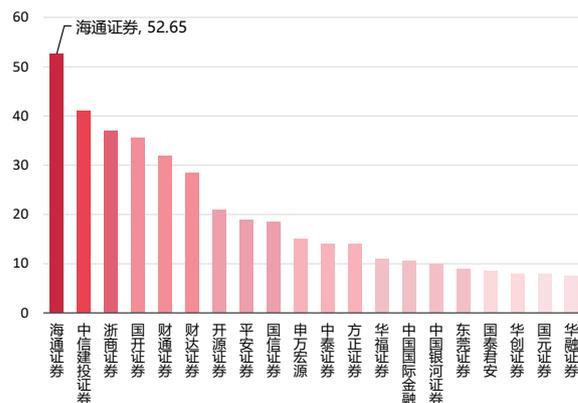
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表15：2018年第三季度企业债券增信方式分布（按发行期数）



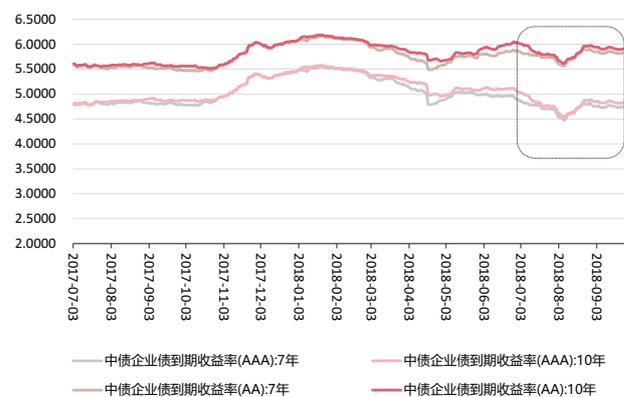
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表16：2018年第三季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表17：重要期限固定利率企业债收益率曲线



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

四、公司债券³发行与评级情况

(一) 发行规模

2018年第三季度，交易所公司债公开发行217期，同比增长2.84%；发行金额2849.96亿元，同比增长18.44%。交易所私募债发行192期，同比下降6.34%；发行金额1811.23亿元，同比增长7.39%。

(二) 发行人行业分布

从所属行业看，2018年第三季度公司债发行人主要分布在资本货物、房地产、公用事业、材料、多元金融和能源等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。

(三) 信用等级分布

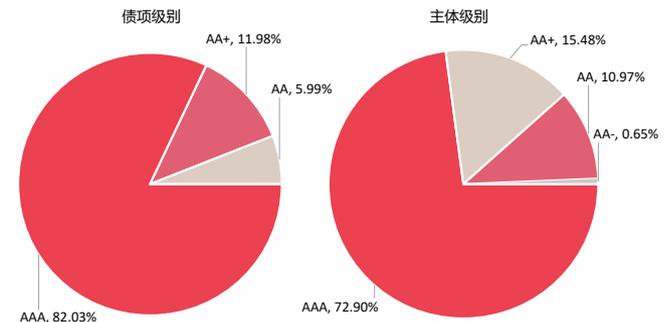
从信用等级分布来看，2018年第三季度公开发行人公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为0.65%、10.97%、15.48%和72.90%；发行债项信用等级包括AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为5.99%、11.98%和

82.03%。私募公司债主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为1.28%、41.03%、33.33%和21.79%（其中未公开级别占比2.56%）；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10.94%、14.06%和18.23%（其中未公开级别占比56.77%）。

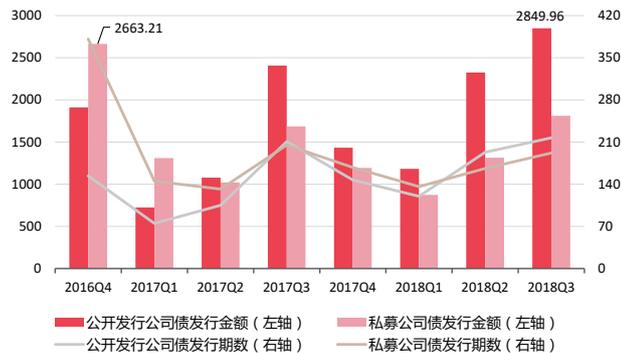
(四) 主承销商分布

2018年第三季度共有78家证券公司参与了公开发行人公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投证券、中信证券和国泰君安排名前三。

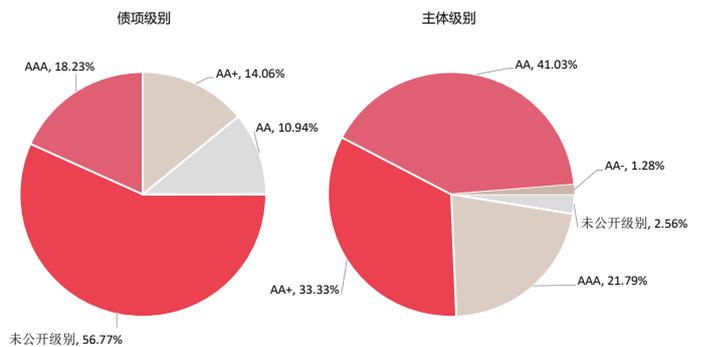
► 图表20: 2018年第三季度公开发行人公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



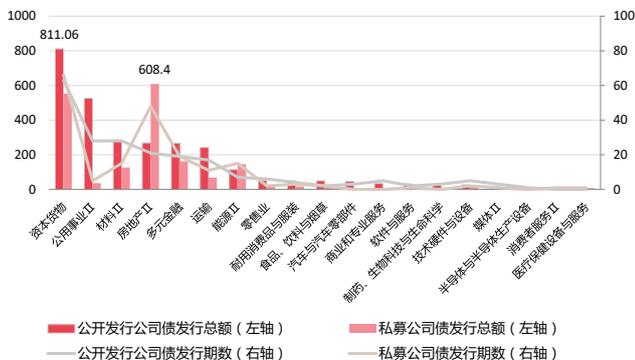
► 图表18: 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）



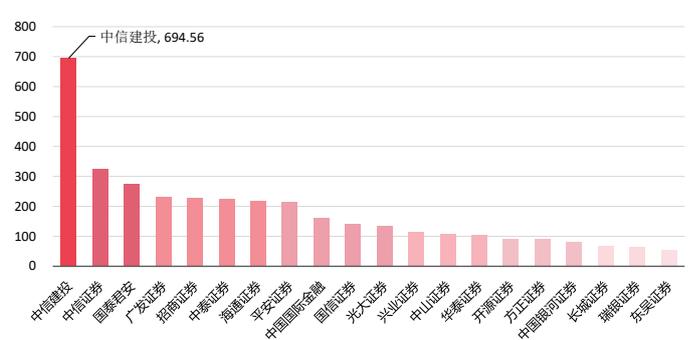
► 图表21: 2018年第三季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



► 图表19: 2018年第三季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）



► 图表22: 2018年第三季度公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

³这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

2018年前三季度中国债券市场违约概况

■ 文 / 武博夫 丁书佳

摘要 ▶▶▶

2018年前三季度债券市场违约事件¹数量较2017年大幅增加，共有74支债券发生违约，违约金额714.61亿元。其中首次违约发行人25家，当期违约规模532.70亿元，违约时待偿付债券本金余额1133.61亿元。

前三季度首次违约发行人以民营企业为主，但也出现多家中央及地方国有企业；从区域和行业分布来看，前三季度首次违约发行人涉及范围均较为广泛，集中度低，不具有结构性和系统性风险特征。

一、违约数量、违约金额和首次违约发行人

受宏观经济波动、企业盈利能力下降、融资环境整体趋紧等因素影响，2018年前三季度债券市场违约债券支数与规模均较上年有大幅上升，共有74支债券发生违约，违约金额714.61亿元，而2017年全年仅有29支债券发生违约，违约金额162.82亿元。

从违约发行人数量来看，2018年前三季度首次违约发行人为25家（详见附表），数量较2017年的9家大幅上升。首次违约发行人共有52支债券发生违约，违约规模为532.70亿元，占前三季度债券市场全部违约金额的74.54%。

▶ 图表1：债券市场历年首次违约发行人数量及其违约情况

年份	首次违约发行人数量(家)	发行人首次违约时待偿付债券本金余额(亿元)
2014年	5	13.40
2015年	20	214.90
2016年	23	548.30
2017年	9	287.70
2018年前三季度	25	1133.61
合计	82	2197.91

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

二、首次违约发行人区域与行业分布

2018年前三季度，首次违约发行人所在区域较为分散，涉及15个省市及自治区，影响面较广。北京和上海相对较多，分别为6家和3家，合计占总数的36%。

▶ 图表2：2018年前三季度首次违约发行人区域分布

区域	首次违约发行人数量(家)
北京	6
上海	3
安徽省	1
河南省	2
湖北省	2
吉林省	2
福建省	1
广东省	1
海南省	1
江苏省	1
山西省	1
四川省	1
新疆维吾尔自治区	1
云南省	1
浙江省	1
合计	25

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

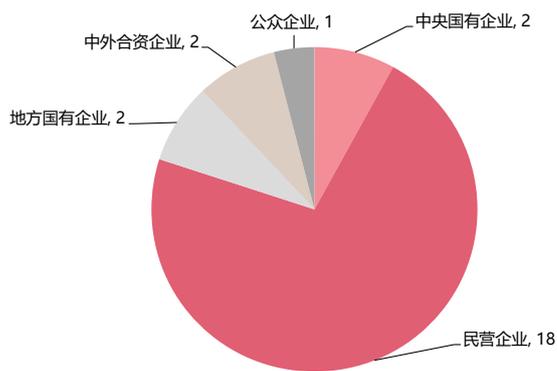
¹本文对于债券市场违约事件的统计与分析包括银行间债券市场非金融企业债务融资工具、公司债、企业债、可交换债、私募债，不包括资产支持证券。

► 图表3：2018年前三季度首次违约发行人行业分布

申万一级行业	首次违约发行人数量(家)
综合	5
公用事业	3
采掘	2
传媒	2
商业贸易	2
食品饮料	2
有色金属	2
房地产	1
纺织服装	1
机械设备	1
计算机	1
建筑装饰	1
交通运输	1
医药生物	1
合计	25

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表4：2018年前三季度首次违约发行人的所有制结构



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表5：2017年以来首次违约发行人的评级机构数量分布

评级机构	2017年	2018年前三季度
新世纪评级	-	3
中诚信合计	-	5
-中诚信国际	-	4
-中诚信证评	-	2
联合合计	3	11
-联合资信	1	4
-联合信用	3	11
大公	2	5
鹏元	2	4
东方金诚	1	3

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

注：1.年份为发行人首支债券发生违约的年份，此后持续违约的不重复统计。

2.未披露的评级信息不计入统计。未披露评级主要包括两种情况：（1）所评债券为私募；（2）已出具评级报告但所评债券尚未发行。

3.若发行人首次违约时，某家评级机构对其所评债券已经全部到期，则不计入统计。

²包含联合资信和联合信用。

³包含中诚信国际和中诚信证评

从行业分布来看，2018年前三季度首次违约发行人共涉及行业14个，未见明显的行业集中爆发特征。其中综合和公共事业行业分别为5家和3家，合计占总数的32%。

三、首次违约发行人所有制结构

就发行人所有制结构来看，2018年前三季度首次违约发行人以民营企业为主，共计18家，占总数的72%；央企、地方国企和中外合资企业各2家，占总数的8%；公众企业1家，占总数的4%。

四、首次违约发行人评级机构分布

从评级机构分布来看，2018年前三季度首次违约发行人共涉及新世纪评级、中诚信、联合、大公、鹏元、东方金诚6家信用评级机构。其中，联合²的首次违约发行人11家，占总数的44%；中诚信³和大公的首次违约发行人各5家、占总数的20%，鹏元首次违约发行人4家，占总数的16%；新世纪评级和东方金诚各3家，占总数的12%。

五、违约展望

2018年前三季度债券市场违约事件频发，一方面源于在金融严监管、融资渠道收窄背景下，部分企业特别是民营企业流动性下降导致偿债压力上升；另一方面，2018年又恰好是债券到期和回售高峰年，企业大量债务续作及偿付压力加大。

从市场层面来看，四季度债券市场仍将面临较大的债券集中兑付压力，随着经济增长下行压力进一步加大，企业融资环境不断趋紧，一些盈利能力较差且短期债务规模较高的民营企业或将继续出现违约。同时，股市持续走低，股票质押爆仓增多，股市风险有可能向债市传导，债券违约风险防控压力将持续存在。

2018年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 柯乐

摘要 ▶▶▶

2018年前三季度，债券市场主体信用等级保持了较高的稳定性，全市场AAA~AA级稳定性均高于93%。与上年同期相比，等级向上迁移的数量显著减少，向下迁移数量有所增加。非金融债¹发行主体信用等级的稳定性均在92%以上，保持了较高的稳定性，金融债发行主体信用等级稳定性相对较低，为87.82%；公司债发行主体等级向下迁移趋势显著高于其他债券发行主体。在各评级机构中，新世纪评级向上迁移率居中、向下迁移率较低。

一、债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪评级主体信用等级迁移的研究对象为存续的非金融企业债务融资工具²、企业债、公司债³和金融债发行主体的主体信用等级。本次研究的基础数据来源于Wind资讯，数据采集时点为2018年10月8日，数据时限是2018年前三季度（2018.1.1~2018.9.30）。

二、2018年前三季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2018年前三季度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2018年前三季度静态池样本库中满足统计口径⁴的有效样本3714个。我们对2018年前三季度主体信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵，

详见图表1。2018年前三季度债券市场主体信用等级向上迁移的主体187家，向下迁移的主体58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减少108家，向下迁移数量增加12家，整体向上迁移率由8.23%下降至5.04%，向下迁移率由1.28%上升至1.56%，等级向上迁移趋势明显减弱。

▶ 图表1：2018年前三季度债券市场主体信用等级迁移分布

2018年9月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
2017年末											
AAA	678	3									
AA+	51	747		1							1
AA		88	1700	14	2	4			1	1	9
AA-			38	272	9	1					2
A+				8	55	2	2				1
A					1	4					1
A-							2				
BBB+								1			
BBB									1		
BBB-									1	1	1
BB+及以下											11

¹包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

²包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

³包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

⁴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从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2017年或2018年前三季度没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪评级”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，中诚信证券评估有限公司简称“中诚信证评”，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2：2018年前三季度债券市场主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.56	0.44									
AA+	6.38	93.38		0.13							0.13
AA		4.84	93.46	0.77	0.11	0.22			0.05	0.05	0.49
AA-			11.80	84.47	2.80	0.31					0.62
A+				11.76	80.88	2.94	2.94				1.47
A					16.67	66.67					16.67
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-									33.33	33.33	33.33
BB+及以下											100.00

注：1. 盾安控股集团有限公司从AA+级下调两个子级至AA-级，评级机构为大公；
2. 山东大海集团有限公司从AA级下调两个子级至A+级，评级机构为大公；江苏辉丰生物农业股份有限公司从AA级先下调至AA-级，后又下调至A+级，评级机构为鹏元；浙江古纤道新材料股份有限公司从AA级先下调至AA-级，后又下调两个子级至A级，评级机构为大公；云南路桥股份有限公司从AA级先下调至AA-级，后又下调两个子级至A级，评级机构为东方金诚；三胞集团有限公司从AA级先下调至AA-级，后又下调两个子级至A级，评级机构为东方金诚；东方金钰股份有限公司从AA级先下调至AA-级，后又下调两个子级至A级，评级机构为联合信用；雏鹰农牧集团股份有限公司从AA级先下调至AA-级，再下调两个子级至A级，后又下调三个子级至BBB级，评级机构为联合资信和联合信用；北京华业资本控股股份有限公司从AA级下调7个子级至BBB-级，评级机构为东方金诚，10月份又继续被下调至C级，联合信用下调至CC级；
3. 洲际油气股份有限公司从AA-级下调两个子级至A级，评级机构为联合信用；
4. 中国吉林森林工业集团有限责任公司从A+级下调两个子级至A-级，评级机构为中证信用国际；吉林蛟河农村商业银行股份有限公司从A+级先下调至A级，后又下调至A-级，评级机构为新世纪评级；
5. 2018年前三季度债券市场因债券违约主体级别调整至BB+级及以下的企业有永泰能源股份有限公司、安徽盛运环保（集团）股份有限公司、中国华阳经贸集团有限公司、刚泰集团有限公司、吉林利源精制股份有限公司、金鸿控股集团股份有限公司、凯迪生态环境科技股份有限公司、新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司、印纪娱乐传媒股份有限公司、中融双创（北京）科技集团有限公司、神雾科技集团股份有限公司和中安科股份有限公司。上海华信国际集团有限公司和富贵鸟股份有限公司在统计期间内因评级机构不同导致等级波动，不包含在债券市场总体迁移矩阵中，但在参与评级的评级机构迁移矩阵中有所反映。

► 图表3：2018年前三季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（%）

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.56	0.44									
AA+	5.67	93.95		0.19							0.19
AA		7.30	90.31	0.89		0.30			0.15	0.15	0.89
AA-			14.29	82.86	2.86						
A+					80.00						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

► 图表4：2018年前三季度新世纪评级非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	5.33	94.67									
AA		6.32	93.68								
AA-				80.00					20.00		
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

2018年前三季度债券市场主体信用等级稳定性较高，AAA~A级的等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律，AAA~AA级维持在上年末等级的比率均在93%以上。

从细分等级来看，等级向上迁移期初级别集中在AA+~AA-级，与上年同期相比，AA+~AA-级上调数量均有所减少，AA+级上调至AAA级的数量减少19家，AA级上调至AA+级的数量减少53家，AA-级上调至AA级的数量减少23家。向下迁移期初级别以AA级为峰值（共31家，其中AA级下调至AA-级为14家），其余分布则较为分散，多家主体因发生信用事件被大幅度跨子级下调。

三、按债券类型统计主体信用等级迁移矩阵

通过对各类型债券的分类整理与统计，新世纪评级按债券类型对2018年前三季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3~10。

从整个市场各类型债券发行主体2018年前三季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表3、5、7、9），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。企业债发行主体AA级及以上等级的稳定性最高，达到96%以上；其次是非金融企业债务融资工具，在90%以上。2018年前三季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4.96%、3.36%和4.95%；等级向下迁移率分别为1.30%、0.62%和2.60%，公司债等级向下迁移趋势强于非金融企业债务融资工具和企业债。

相比非金融债发行主体，2018年前三季度金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移率为9.84%，向下迁移率为2.33%，分等级来看，金融债发行主体AAA级稳定性较高，为99.24%，AA+级和AA级稳定性相对较差，分别为87.95%和85.94%。

从新世纪评级各类型债券发行主体2018年前三季度主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），2018年前三季度新世纪评级各券种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。

2018年前三季度新世纪评级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4.52%、4.59%和4.00%；非金融企业债务融资工具和企业债向下迁移率分别为0.45%和0.51%，公司债未发生等级向下迁移，新世纪评级等级稳定性高于各类型债券市场整体。新世纪评级金融债因评级基数较小，向上迁移率和向下迁移率不具可比性。

▶ 图表5: 2018年前三季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	2.08	97.92									
AA		2.98	96.43	0.40		0.20					
AA-			9.83	89.60	0.58						
A+				25.00	62.50	12.50					
A						100.00					
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

▶ 图表6: 2018年前三季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	2.22	97.78									
AA		6.03	93.97								
AA-			9.09	90.91							
A+					50.00	50.00					
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

▶ 图表7: 2018年前三季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.69	0.31									
AA+	7.72	91.91									0.37
AA		6.28	89.75	1.26	0.42	0.42			0.21	0.21	1.46
AA-			8.47	83.05	3.39	1.69					3.39
A+				7.69	84.62						7.69
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										0.00	100.00
BB+及以下											100.00

▶ 图表8: 2018年前三季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	3.57	96.43									
AA		7.94	92.06								
AA-				100.00							
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

▶ 图表9: 2018年前三季度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.24	0.76									
AA+	12.05	87.95									
AA		14.06	85.94								
AA-			19.67	70.49	9.84						
A+				11.90	83.33	2.38	2.38				
A					33.33	66.67					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										50.00	50.00
BB+及以下											—

▶ 图表10: 2018年前三季度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA		33.33	66.67								
AA-			100.00	0.00							
A+					0.00	100.00					
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，新世纪评级对2018年前三季度度本公司、中诚信国际、中诚信证评、联合资信、联合信用和大公持续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。从各机构所评债券的主体信用等级迁移矩阵来看（图表11~18），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。整体来说，除AA-级及以下样本量较少，其稳定性不可比外，各机构AAA~AA级稳定性仍较高，各机构AAA~AA级维持率均在88%以上（图表19）。

五、总结

基于对2018年前三季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2018年前三季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2018年前三季度债券市场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. 与上年同期相比，2018年前三季度债券市场主体信用等级向上迁移趋势明显减弱，向上迁移数量减少108家，整体向上迁移率由8.23%下降至5.04%；因违约增多向下迁移数量增加12家，向下迁移率由1.28%上升至1.56%。

3. 2018年前三季度债券市场AAA~AA级稳定性均在93%以上，等级向上迁移期初级别集中在AA+~AA-级，向下迁移则较为分散。

4. 从分券种主体信用等级迁移来看，2018年前三季度公司债发行主体信用等级迁移至BB+级及以下级别趋势显著高于非金融企业债务融资工具和企业债；新世纪评级分券种的迁移矩阵稳定性高于各券种市场整体。

►图表11：2018年前三季度债券市场新世纪评级持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	5.17	94.83									
AA		7.74	91.25	0.34							0.67
AA-			11.11	83.33	2.78				2.78		
A+					80.00	10.00	10.00				
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

►图表12：2018年前三季度债券市场中诚信国际持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.27	0.37									0.37
AA+	8.40	91.60									
AA		7.55	91.24	0.30		0.30					0.60
AA-			12.73	80.00	3.64	3.64					
A+				5.56	88.89		5.56				
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-									100.00	0.00	
BB+及以下											—

►图表13：2018年前三季度债券市场中诚信证评持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	10.17	89.83									
AA		7.75	90.85			0.70					0.70
AA-			16.67	58.33	16.67	8.33					
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										0.00	100.00
BB+及以下											—

► 图表14: 2018年前三季度债券市场联合资信持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	98.92	0.54									0.54
AA+	7.65	91.84									0.51
AA		5.48	92.58	1.29							0.65
AA-			5.71	88.57	5.71						
A+				5.56	88.89	5.56					
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

► 图表17: 2018年前三季度债券市场鹏元持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	2.74	97.26									
AA		2.97	95.99	0.17	0.17	0.17					0.52
AA-			13.71	86.29							
A+				28.57	71.43						
A						100.00					
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

► 图表15: 2018年前三季度债券市场联合信用持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	98.97										1.03
AA+	5.88	93.14									0.98
AA		6.70	88.66	1.55		0.52			0.52		2.06
AA-				78.95		5.26	5.26				10.53
A+					100.00						
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

► 图表18: 2018年前三季度债券市场东方金诚持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	2.22	97.78									
AA		4.89	92.93	1.09		0.54					0.54
AA-			20.41	75.51	4.08						
A+				33.33	66.67						
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

► 图表16: 2018年前三季度债券市场大公持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	4.68	94.74		0.58							
AA		5.59	91.26	0.70	0.35	0.70					1.40
AA-			8.00	92.00							
A+					50.00						50.00
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

► 图表19: 2018年前三季度债券市场各机构持续评级主体等级AAA~AA级维持率情况

机构	AAA	AA+	AA
新世纪评级	100.00%	94.83%	91.25%
中诚信国际	99.27%	91.60%	91.24%
中诚信证评	100.00%	89.83%	90.85%
联合资信	98.92%	91.84%	92.58%
联合信用	98.97%	93.14%	88.66%
大公	100.00%	94.74%	91.26%
鹏元	100.00%	97.26%	95.99%
东方金诚	100.00%	97.78%	92.93%

2018年第三季度超短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2018年第三季度超短期融资券共发行665期，同比增长28.88%；主体信用等级主要集中于AAA级和AA+级；超短期融资券的发行及交易定价较好地反映了信用等级的差异；超短期融资券各主体等级间的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在270天期主体AA级超短期融资券的利差上表现良好。

一、超短期融资券利差统计分析

（一）超短期融资券发行概况

2018年第三季度超短期融资券共发行665期，同比增长28.88%，剔除具有担保条款和已取消发行的7个样本，有效样本共计658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379期、67期和30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三个级别：AAA级、AA+级和AA级，各等级的样本量分别为183个、147个和49个。从发行数量看，超短期融资券主体信用等级主要集中于AAA级和AA+级，合计占比达87.07%。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94.13%（图表1）。

▶ 图表1：2018年第三季度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	183	48.28%	2312.50	69.21%
AA+	147	38.79%	832.90	24.93%
AA	49	12.93%	196.10	5.87%
合计	379	100.00%	3341.50	100.00%

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

2018年第三季度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4.20%、AA+级5.44%、AA级6.26%。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2：2018年第三季度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	183	3.00-7.00	4.20	0.72	198.56	NR	68.73	0.35
AA+	147	3.97-8.50	5.44	1.10	321.96	123.41	107.91	0.34
AA	49	4.40-8.70	6.26	1.06	403.91	81.94	99.19	0.25

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：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度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	183	3.00-7.00	4.20	0.71	198.88	NR	68.62	0.35
AA+	147	3.97-8.50	5.44	1.10	322.33	123.45	108.04	0.34
AA	49	4.40-8.70	6.26	1.06	404.62	82.29	99.58	0.25

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：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，且利差级差较2018年上半年有所扩大，AA+级和AA级发行利差级差分别上升62.51BP和4.85BP，交易利差级差分别上升62.31BP和5.82BP。

二、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4）：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。

（二）信用评级机构对超短期融资券利差的影响¹

从2018年第三季度各评级机构超短期融资券的发行利差、交易利差均值来看：各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降（图表5~6）。

图表5~6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。检验结果显示，在5%的显著性水平下，除在AA+级别上，中诚信国际的发行利差和交易利差显著低于新世纪和大公以外，各评级机构间超短期融资券发行利差、交易利差均不存在显著差异，具体检验结果见图7~9。

► 图表4：2018年第三季度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

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
交易利差	0.000	0.000	0.000

► 图表5：2018年第三季度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	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本	
样本总量	64	121	121	68	16	390	
AAA	样本量	20	67	67	27	6	187
	均值	214.19	197.99	202.39	185.34	160.61	198.27
	标准差	88.10	69.52	72.92	27.18	36.80	68.10
AA+	样本量	38	40	37	32	7	154
	均值	353.33	278.37	319.12	343.37	320.83	322.10
	标准差	116.39	83.16	101.92	111.11	145.84	107.97
AA	样本量	6	14	17	9	3	49
	均值	410.60	400.25	384.86	414.38	484.07	403.91
	标准差	92.79	114.61	84.61	103.40	125.40	99.19

► 图表6：2018年第三季度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	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本	
样本总量	64	121	121	68	16	390	
AAA	样本量	20	67	67	27	6	187
	均值	214.02	198.30	203.51	184.33	158.80	198.56
	标准差	89.58	69.27	72.03	26.99	39.75	67.99
AA+	样本量	38	40	37	32	7	154
	均值	354.70	278.66	318.45	343.09	324.49	322.45
	标准差	117.23	81.61	102.43	112.56	143.10	108.23
AA	样本量	6	14	17	9	3	49
	均值	413.66	399.84	385.87	414.11	486.53	404.62
	标准差	90.49	114.84	85.94	102.70	129.07	99.58

► 图表7：2018年第三季度评级机构对AAA级超短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	
发行利差	新世纪	—	0.576	0.519	0.667	0.199
	中诚信国际	0.576	—	0.965	0.900	0.384
	联合资信	0.519	0.965	—	1.000	0.113
	大公	0.667	0.900	1.000	—	0.093
	东方金诚	0.199	0.384	0.113	0.093	—
交易利差	新世纪	—	0.653	0.732	0.636	0.068
	中诚信国际	0.653	—	0.788	0.773	0.160
	联合资信	0.732	0.788	—	0.760	0.088
	大公	0.636	0.773	0.760	—	0.112
	东方金诚	0.068	0.160	0.088	0.112	—

► 图表8：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	
发行利差	新世纪	—	0.002	0.104	0.451	0.471
	中诚信国际	0.002	—	0.070	0.005	0.988
	联合资信	0.104	0.070	—	0.351	0.619
	大公	0.451	0.005	0.351	—	0.360
	东方金诚	0.471	0.988	0.619	0.360	—
交易利差	新世纪	—	0.002	0.085	0.403	0.452
	中诚信国际	0.002	—	0.073	0.007	0.846
	联合资信	0.085	0.073	—	0.315	0.712
	大公	0.403	0.007	0.315	—	0.442
	东方金诚	0.452	0.846	0.712	0.442	—

► 图表9：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际	联合资信	大公	
发行利差	新世纪	—	0.934	0.575	0.724
	中诚信国际	0.934	—	0.751	0.529
	联合资信	0.575	0.751	—	0.467
	大公	0.724	0.529	0.467	—
交易利差	新世纪	—	0.934	0.575	0.724
	中诚信国际	0.934	—	0.812	0.614
	联合资信	0.575	0.812	—	0.435
	大公	0.724	0.614	0.435	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

¹共有11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390，下同。

2018年第三季度短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2018年第三季度短期融资券共发行115期，同比下降22.82%；主体信用等级主要集中于AAA级和AA+级；主体信用等级对短期融资券利差具有显著的区分作用；短期融资券各主体等级间的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在AA+级短期融资券的利差上表现优异。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2018年第三季度短期融资券共发行115期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），同比下降22.82%，剔除有担保、上市两周内无交易、发行期限较短的样本，最终获得112个基础样本。

在基础样本中，短期融资券主体信用等级包含三个级别：AAA级、AA+级和AA级，各等级的样本量分别为48个、48个和16个。从发行数量看，AAA级与AA+级短期融资券最多，占比均为42.86%。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AAA级和AA+级，合计占比达94.66%（图表1）。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

2018年第三季度短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA级4.44%、AA+级5.70%、AA级6.33%（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2017年第三季度相比，2018年第三季度从AAA级到AA+级和AA+级到AA级利差的级差均增幅较大，这表明投资者对于AA+级和AA级发行主体要求的风险溢价在增加。

▶ 图表1：2018年第三季度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	48	42.86%	1183.50	73.41%
AA+	48	42.86%	342.60	21.25%
AA	16	14.29%	86.00	5.33%
合计	112	100.00%	1612.10	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表2：2018年第三季度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	48	3.10~7.00	4.44	0.89	153.35	NR	87.76	0.57
AA+	48	4.20~8.50	5.70	1.16	280.11	126.75	115.84	0.41
AA	16	4.65~7.70	6.33	0.99	341.55	61.45	101.71	0.30

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：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度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	48	3.10~7.00	4.44	0.89	153.43	NR	87.86	0.57
AA+	48	4.20~8.50	5.70	1.16	280.60	127.16	116.38	0.41
AA	16	4.64~7.70	6.33	0.99	342.62	62.03	101.87	0.30

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

二、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4）：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

从2018年第三季度各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除中诚信国际外，各家机构其发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降，而中诚信国际AA+级和AA级利差均值倒挂的原因可能是AA级样本数量过少影响（图表5~6）。

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表5~6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，同一主体级别下少于5个统计样本的机构不参与检验。检验发现，各评级机构间短期融资券利差基本不存在显著差异。

1.AAA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，中诚信国际与联合资信间AAA级短期融资券的发行利差、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%的显著性水平下，各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

► 图表4：2018年第三季度主体信用等级对短期融资券发行利差、交易利差的Mann-Whitney U检验

	发行利差			交易利差		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000
AA+	0.000	—	0.041	AA+	0.000	—
AA	0.000	0.041	—	AA	0.000	0.045

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表5：2018年第三季度各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本	
样本总量	9	49	40	11	3	112	
AAA	样本量	1	27	17	3	—	48
	均值	99.75	168.55	135.50	135.65	—	153.35
	标准差	—	109.48	44.62	38.95	—	87.76
AA+	样本量	6	19	16	4	3	48
	均值	245.43	276.47	280.09	358.01	268.69	280.11
	标准差	92.73	124.98	117.27	114.96	119.34	115.84
AA	样本量	2	3	7	4	—	16
	均值	454.08	259.26	318.80	386.83	—	341.55
	标准差	11.30	84.03	95.19	98.50	—	101.71

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表6：2018年第三季度各评级机构短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本	
样本总量	9	49	40	11	3	112	
AAA	样本量	1	27	17	3	—	48
	均值	101.72	168.86	135.19	135.21	—	153.43
	标准差	—	109.69	44.12	39.24	—	87.86
AA+	样本量	6	19	16	4	3	48
	均值	246.29	277.35	279.90	357.55	270.91	280.60
	标准差	95.48	124.97	117.58	115.79	124.49	116.38
AA	样本量	2	3	7	4	—	16
	均值	455.85	259.66	320.31	387.29	—	342.62
	标准差	8.15	84.75	94.30	100.19	—	101.87

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表7：2018年第三季度评级机构对AAA级短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差	中诚信国际		联合资信
	中诚信国际	—	0.539
	联合资信	0.539	—
交易利差	中诚信国际		联合资信
	中诚信国际	—	0.462
	联合资信	0.462	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表8：2018年第三季度评级机构对AA+级短期融资券发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差	新世纪	中诚信国际	联合资信
	新世纪	—	0.611
	中诚信国际	0.611	—
	联合资信	0.507	0.868
交易利差	新世纪	中诚信国际	联合资信
	新世纪	—	0.611
	中诚信国际	0.611	—
	联合资信	0.507	0.843

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

2018年第三季度中期票据利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2018年第三季度中期票据共发行370期，同比增长5.71%；债项信用等级主要集中于AAA级和AA+级；中期票据的发行及交易定价较好地反映了信用等级的差异；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5年期AAA级中期票据利差上表现优异，3年期AA+级中期票据利差上表现较优。

一、中期票据利差统计分析

（一）中期票据发行概况

2018年第三季度共有269家企业累计公开发行370期中期票据（不含集合票据和项目收益票据PRN，并剔除无效样本），同比增长5.71%；发行总规模达到人民币4296.15亿元，同比增长78.54%。本期报告剔除绿色票据样本3个，共得到有效样本367个，债项等级包括从AAA级至AA级的3个信用等级。

从发行期数看（图表1），中期票据主要集中于AAA级和AA+级，占比为84.20%；从发行规模看，AAA级的发行规模最大，占比达72.47%。

从中期票据的发行期限¹来看，共包括2年、3年、5年和10年共四种期限类型。其中，3年期中期票据的发行量最大，共发行263期，占总发行量的71.66%；其次为5年期，共发行73期，占比为19.89%；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292期²（3年期221期，5年期71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2、图表3。

▶ 图表1：2018年第三季度中期票据发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	191	52.04%	3088.0	72.47%
AA+	118	32.15%	882.5	20.71%
AA	58	15.80%	290.6	6.82%
合计	367	100.00%	4261.2	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表2：2018年第三季度中期票据各期限、各等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
3年	AAA	110	3.72~7.20	4.81	0.79	154.27	NR	77.32	0.50
	AA+	66	4.47~8.50	5.59	1.00	235.82	81.55	98.47	0.42
	AA	45	4.77~8.00	6.80	0.87	355.61	119.79	85.36	0.24
5年	AAA	46	4.15~6.50	5.01	0.51	177.27	NR	51.11	0.29
	AA+	25	4.74~6.95	5.72	0.52	245.98	68.70	52.26	0.21

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：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度中期票据各期限、各等级对应的上市首日利率和交易利差统计

期限	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
3年	AAA	110	3.72~7.20	4.81	0.79	154.17	NR	77.31	0.50
	AA+	66	4.47~8.50	5.59	1.00	235.85	81.68	98.60	0.42
	AA	45	4.77~8.00	6.80	0.87	355.00	119.15	86.08	0.24
5年	AAA	46	4.15~6.50	5.01	0.51	177.27	NR	51.16	0.29
	AA+	25	4.70~6.95	5.72	0.53	245.48	68.22	51.69	0.21

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：WIND资讯，新世纪评级整理

¹对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

²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。

从图表2可以看出，中期票据的发行及交易定价较好地反映了信用等级的差异：高信用等级中期票据的发行利率均值均低于同期低信用等级的发行利率均值，即债项等级越高，发行利差均值越小。从图表3可以看出，交易利差的特征与发行利差类似。与2018年上半年相比，3年期及5年期的AAA级和AA+级发行利差及交易利差均有所减少。

二、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中期票据利差有影响，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4）：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。

5年期中期票据利差检验结果同样显示（图表5）：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。

（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（224期³）和5年期（72期）中期票据为研究对象，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6~图表9）：

3年期中期票据，各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系：债项等级越高，发行利差、交易利差越小。

5年期中期票据，除东方金诚样本量较少无法比较外，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4：2018年第三季度债项等级对3年期中期票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
交易利差	0.000	0.000	0.000

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表5：2018年第三季度债项等级对5年期中期票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

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

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表6：2018年第三季度各评级机构3年期中期票据发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	47	87	55	25	10	224	
AAA	样本量	21	45	34	9	112	
	均值	159.59	157.31	145.88	137.84	219.73	154.37
	标准差	87.44	83.37	60.24	47.54	140.80	76.81
AA+	样本量	16	25	13	7	5	66
	均值	220.89	214.77	266.61	253.17	284.49	235.82
	标准差	104.36	74.83	100.93	91.24	172.78	98.47
AA	样本量	10	17	8	9	2	46
	均值	375.88	354.49	399.63	288.70	361.51	354.42
	标准差	78.02	84.86	51.08	92.22	85.44	84.79

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表7：2018年第三季度各评级机构3年期中期票据交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	47	87	55	25	10	224	
AAA	样本量	21	45	34	9	3	112
	均值	158.47	157.30	146.47	137.86	217.64	154.29
	标准差	86.79	83.26	60.71	49.01	142.98	76.80
AA+	样本量	16	25	13	7	5	66
	均值	220.58	215.01	266.76	253.49	283.88	235.85
	标准差	104.34	75.61	100.44	90.08	173.93	98.60
AA	样本量	10	17	8	9	2	46
	均值	376.18	353.33	399.26	287.93	361.05	353.83
	标准差	77.74	85.77	50.42	94.24	84.81	85.48

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表8：2018年第三季度各评级机构5年期中期票据发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	10	33	14	13	2	72	
AAA	样本量	3	23	12	9	—	47
	均值	149.07	181.74	165.67	187.44	—	176.64
	标准差	18.50	46.08	47.71	71.24	—	50.74
AA+	样本量	7	10	2	4	2	25
	均值	250.36	243.18	335.14	224.01	199.39	245.98
	标准差	15.08	67.16	11.31	16.98	14.04	52.26

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表9：2018年第三季度各评级机构5年期中期票据交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	10	33	14	13	2	72	
AAA	样本量	3	23	12	9	—	47
	均值	147.39	182.15	165.10	187.73	—	176.65
	标准差	20.00	45.72	47.42	71.70	—	50.78
AA+	样本量	7	10	2	4	2	25
	均值	248.91	243.01	333.92	223.54	201.30	245.48
	标准差	16.27	66.40	11.31	17.55	13.56	51.69

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

³ “18杭州投资MTN002”、“18北控水务MTN002A”、“18北控水务MTN002B”和“18普洛斯MTN003”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224期、72期。

▶ 图表10：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.912	0.808
中诚信国际	0.912	—	0.736	0.754
联合资信	0.808	0.736	—	0.881
大公	0.717	0.754	0.881	—

交易利差	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.967	0.890
中诚信国际	0.967	—	0.766	0.790
联合资信	0.890	0.766	—	0.754
大公	0.786	0.790	0.754	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表11：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚
	新世纪	—	0.708	0.096	0.229
中诚信国际	0.708	—	0.094	0.194	0.636
联合资信	0.096	0.094	—	0.843	0.961
大公	0.229	0.194	0.843	—	0.935
东方金诚	0.322	0.636	0.961	0.935	—

交易利差	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚
	新世纪	—	0.789	0.105	0.256
中诚信国际	0.789	—	0.100	0.164	0.636
联合资信	0.105	0.100	—	0.905	0.961
大公	0.256	0.164	0.905	—	0.935
东方金诚	0.322	0.636	0.961	0.935	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表12：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.393	0.722
中诚信国际	0.393	—	0.221	0.100
联合资信	0.722	0.221	—	0.012
大公	0.034	0.100	0.012	—

交易利差	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.340	0.657
中诚信国际	0.340	—	0.200	0.100
联合资信	0.657	0.200	—	0.012
大公	0.050	0.100	0.012	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表13：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际	联合资信	大公
	中诚信国际	—	0.348
联合资信	0.348	—	0.619
大公	0.983	0.619	—

交易利差	中诚信国际	联合资信	大公
	中诚信国际	—	0.314
联合资信	0.314	—	0.619
大公	0.917	0.619	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表14：2018年第三季度评级机构对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	中诚信国际
	新世纪	—
中诚信国际	0.242	—

交易利差	新世纪	中诚信国际
	新世纪	—
中诚信国际	0.283	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表6~图表9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，检验结果显示，除3年期AA级中期票据大公与其他评级机构存在一定差异外，中期票据其他期限与等级上，各评级机构均不存在显著差异，具体检验结果见图表10~14。

1.通过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，各评级机构间3年期AAA级中票的发行利差、交易利差均无显著差异。

2.通过3年期AA+级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各评级机构间3年期AA+级中票的发行利差、交易利差均无显著差异。

3.通过3年期AA级中票Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，除大公的发行利差显著低于新世纪和联合资信，交易利差显著低于联合资信外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

4.通过5年期AAA级中票Mann-Whitney U检验结果显示：各评级机构间5年期AAA级中票的发行利差、交易利差均无显著差异。

5.通过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，新世纪与中诚信国际间5年期AA+级中票的发行利差、交易利差均无显著差异。

2018年第三季度公司债利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2018年第三季度公司债共发行217期，同比增长2.84%；债项信用等级主要集中于AAA级；公司债发行及交易定价较好的反映了债项等级差异；各债项等级对应3年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在3年期AAA级上的利差上均表现优异，AA+级上的利差表现较优。

一、公司债利差统计分析

（一）公司债发行概况

2018年第三季度公开市场一般公司债共发行217期，同比增长2.84%；发行总规模为人民币2869.96亿元，同比增长19.27%；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178期，占比为82.03%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的92.33%。

从公司债的发行期限¹来看，共包括1年、1.5年、2年、3年、5年、10年和15年共七种期限类型。其中，3年期公司债的发行量最大，共发行145期，占总发行量的66.82%。

（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，本期报告选取3年期公司债分析利差与信用等级、利差与评级机构之间的关系。2018年第三季度3年期公司债共发行145期，剔除永续债样本以及截至2018年10月24日前未上市的26个样本，得到有效样本共119个。

从图表2可以看出，3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，图表3显示上市首日利率和交易利差亦然。

▶ 图表1：2018年第三季度公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	178	82.03%	2649.81	92.33%
AA+	26	11.98%	175.78	6.12%
AA	13	5.99%	44.37	1.55%
合计	217	100.00%	2869.96	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表2：2018年第三季度3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	99	3.97~6.80	4.63	0.48	138.97	NR	48.02	0.35
AA+	14	4.55~8.18	6.30	1.21	303.87	164.90	119.50	0.39
AA	7	6.20~8.50	7.37	0.76	412.47	108.61	79.49	0.19

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：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度3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	99	3.97~6.79	4.63	0.48	139.10	NR	50.10	0.36
AA+	14	4.55~8.17	6.29	1.21	300.52	161.42	117.49	0.39
AA	7	6.19~8.49	7.36	0.76	414.23	113.71	71.34	0.17

注：交易利差为公司债上市首日利率减去公司债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率，下同；数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

¹对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

▶ 图表4：2018年第三季度3年期公司债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.007
交易利差	0.000	0.000	0.003

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表5：2018年第三季度各评级机构所评3年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信证券	联合信用	大公	东方金诚	鹏元	总计
样本总量	17	58	28	11	4	1	119
AAA							
样本量	14	53	21	8	2	1	99
均值	135.99	137.17	137.66	143.31	154.67	237.41	138.97
标准差	30.22	53.86	45.36	34.04	57.67	—	48.02
AA+							
样本量	3	2	4	3	1	—	13
均值	202.95	180.32	386.26	323.07	420.66	—	300.34
标准差	56.69	34.49	116.46	127.01	—	—	123.62
AA							
样本量	—	3	3	—	1	—	7
均值	—	417.48	428.07	—	350.66	—	412.47
标准差	—	120.99	44.75	—	—	—	79.49

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表6：2018年第三季度各评级机构所评3年期公司债交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信证券	联合信用	大公	东方金诚	鹏元	总计
样本总量	17	58	28	11	4	1	119
AAA							
样本量	14	53	21	8	2	1	99
均值	135.52	135.62	139.72	149.58	154.20	247.01	139.10
标准差	34.60	54.56	50.19	35.80	49.84	—	50.10
AA+							
样本量	3	2	4	3	1	—	13
均值	193.50	177.09	381.62	329.19	414.95	—	297.21
标准差	68.62	30.26	103.88	118.76	—	—	121.61
AA							
样本量	—	3	3	—	1	—	7
均值	—	411.07	436.31	—	357.45	—	414.23
标准差	—	107.34	37.24	—	—	—	71.34

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表7：2018年第三季度评级机构对3年期AAA级公司债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	—	0.355	0.920	0.495
	0.355	—	0.446	0.267
	0.920	0.446	—	0.407
	0.495	0.267	0.407	—
交易利差	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	—	0.527	0.840	0.152
	0.527	—	0.545	0.192
	0.840	0.545	—	0.262
	0.152	0.192	0.262	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

二、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3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3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4）：在5%的显著性水平下，各债项等级对应3年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异。

（二）信用评级机构对公司债利差的影响²

2018年第三季度，由于样本数量较少，东方金诚3年期AA+级公司债与AA级公司债之间利差存在倒挂，其余各评级机构在3年期公司债整体上仍表现出债项等级越高、发行利差均值越小的特征（图表5），交易利差整体特征亦然（图表6）。

对于评级机构对利差影响的显著性检验，下面对于样本数量超过5个的各机构公司债利差使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验进行显著性检验。

3年期AAA级公司债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各评级机构间3年期AAA级公司债的发行利差、交易利差均无显著差异。

² “18阳集01”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，“18新化01”无评级信息，故3年期公司债总样本为119个。

2018年第三季度企业债利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2018年第三季度企业债累计发行49期，同比下降72.78%；债项信用等级主要集中于AAA级；由于部分样本利差较高原因，AAA级与AA级之间发行利差有所倒挂。

一、企业债利差统计分析

（一）企业债发行概况

2018年第三季度市场共发行一般企业债49期（不含项目收益债NPB及浮动利率债券），同比下降72.78%，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，AAA级发行量为37期，占比为41.57%，发行数量居三个等级之首；AAA级发行规模较大，占比59.84%（图表1）。

从企业债的发行期限来看，共包括4年、5年、7年、8年、9年、10年和15年共七种不同期限类型，其中7年期发行数量最多，共38期，占总发行期数的77.55%。

（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38期企业债为统计样本，进行利差的统计分析。

从图表2可以看出，2018年第三季度所发行的7年期各等级企业债的债项等级和发行利率、发行利差均值表中，AAA级与AA+级的数值出现倒挂，即AAA级发行利率及利差均值均高于AA+级，这主要是由于AAA级产品中有部分样本发行利率较高所致，这也导致了

AAA级样本发行利率及发行利差的标准差均较大。

从图表3可以看出，2018年第三季度所发行的7年期各等级企业债的上市首日利率、交易利差均值与发行利率、发行利差有着相同的表现。

▶ 图表1：2018年第三季度企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行量		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	29	59.18%	264.5	59.84%
AA+	6	12.24%	57.0	12.90%
AA	14	28.57%	120.5	27.26%
合计	49	100.00%	442.0	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表2：2018年第三季度7年期企业债各债项等级的发行利率和发行利差

债项信用等级	样本数	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	20	4.98~8.20	7.07	1.00	348.23	NR	98.39	0.28
AA+	5	6.30~7.50	6.93	0.58	332.02	-16.21	59.62	0.18
AA	13	7.50~8.80	7.99	0.35	439.52	107.49	33.95	0.08

注：发行利差为企业债的发行利率减去企业债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度7年期企业债各债项等级的上市首日利率和交易利差

债项信用等级	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	20	4.98~8.23	7.08	1.00	347.82	NR	98.47	0.28
AA+	5	6.30~7.50	6.93	0.58	333.16	-14.66	59.69	0.18
AA	13	7.50~8.80	8.00	0.35	440.39	107.23	34.35	0.08

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

▶ 图表4：2018年第三季度7年期企业债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.342	0.001	0.003
交易利差	0.541	0.001	0.003

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表5：2018年第三季度各评级机构7年期企业债发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	鹏元	总计
样本总量	3	3	12	5	3	14	40
AAA							
样本量	2	1	7	3	2	6	21
均值	287.61	148.46	394.89	331.18	384.71	350.01	350.05
标准差	135.23	—	39.11	165.76	1.12	85.90	96.25
AA+							
样本量	—	1	2	—	—	2	5
均值	—	272.49	357.46	—	—	336.36	332.02
标准差	—	—	36.01	—	—	89.71	59.62
AA							
样本量	1	1	3	2	1	6	14
均值	448.34	419.46	426.23	404.72	485.24	448.67	438.09
标准差	—	—	30.34	23.65	—	34.07	33.05

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表6：2018年第三季度各评级机构7年期企业债交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	鹏元	总计
样本总量	3	3	12	5	3	14	40
AAA							
样本量	2	1	7	3	2	6	21
均值	287.54	150.21	395.47	330.63	384.66	347.64	349.55
标准差	136.14	—	40.08	168.77	4.63	83.18	96.31
AA+							
样本量	—	1	2	—	—	2	5
均值	—	270.75	359.66	—	—	337.86	333.16
标准差	—	—	38.59	—	—	86.15	59.69
AA							
样本量	1	1	3	2	1	6	14
均值	442.91	420.59	428.95	405.91	487.95	449.25	438.97
标准差	—	—	31.43	25.33	—	34.73	33.42

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表7：2018年第三季度评级机构对7年期AAA级企业债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差	联合资信		鹏元
	联合资信	—	0.431
鹏元	0.431	—	
交易利差	联合资信		鹏元
	联合资信	—	0.352
鹏元	0.352	—	

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

二、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4）：在5%的显著性水平下，虽然AAA级和AA+级利差均值存在倒挂，但二者利差不存在显著差异，其余级别间的发行利差、交易利差均存在显著差异。

（二）信用评级机构对企业债利差的影响¹

以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。除联合资信和鹏元AA+级外，其它各机构的发行利差和交易利差均值均随信用等级的下降而上升。

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表5~图表6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，在5%的显著性水平下，联合资信及鹏元间7年期AAA级企业债的发行利差、交易利差均无显著差异。

¹“18浔开01”、“18金湖交债”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40个。

首批两单资产支持票据债券通发行规模共20亿元

中国银行间市场交易商协会8月10日公告，近期首批两单资产支持票据(ABN)债券通成功发行，规模合计20亿元，境外投资者可以通过“债券通”参与本次ABN的认购。

资产支持票据，是指非金融企业采用结构化方式，通过发行载体发行的，由基础资产所产生的现金流作为收益支持的，按约定以还本付息等方式支付收益的证券化融资工具。目前有引入特定目的信托，和“特定目的账户+应收账款质押”的结构化融资两种模式。

来源：中国金融信息网

财政部要求加快地方政府专项债发行进度

财政部8月14日发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》(下称《意见》)，要求各级财政部门应当会同专项债券对应项目主管部门，加快专项债券发行前期准备工作，项目准备成熟一批发行一批。

财政部表示，加快地方政府专项债券发行和使用进度，旨在更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用。

《意见》提出，省级财政部门应当合理把握专项债券发行节奏，科学安排今年后几个月特别

是8月、9月发行计划，加快发行进度。今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

来源：上海证券报

财政部决定实行地方政府债券公开承销制度

为进一步完善地方政府债券发行方式，提高债券发行效率，财政部决定实行地方政府债券公开承销制度，并于8月20日制定印发了《地方政府债券公开承销发行业务规程》(以下简称《规程》)。

地方政府债券公开承销，是指各省(自治区、直辖市、计划单列市)财政部门与主承销商协商确定利率(价格)区间后，由簿记管理人组织承销团成员发送申购利率(价格)和数量意愿，按事先确定的定价和配售规则确定最终发行利率(价格)并进行配售的行为。

《规程》明确，地方政府债券公开承销通过财政部政府债券发行系统、财政部上海证券交易所政府债券发行系统、财政部深圳证券交易所政府债券发行系统开展。地方政府债券公开承销应当遵循公开、公平、公正原则，严格遵守地方政府债券发行管理有关规定。

来源：中国财经报

广东发行全国首只水资源专项债券

广东省政府8月16日成功发行10亿元水资源专项债券，债券资金将全部用于支持广东珠三角水资源配置工程建设。据悉，这是全国首只水资源专项债券。

债券首期发行10亿元，期限为10年，中标利率为3.96%。该专项债券以项目水费收入作为债务偿还来源，项目周期内的现金流收入稳定充裕，能够完全覆盖还本付息需要，信用评级为最高等级AAA级。首期债券发行后，得到了投资者的踊跃认购，认购倍数达到1.82倍。

来源：中国水利报

基建投资再获提振 银保监会新规鼓励银行承销地方债

银保监会于9月下发《中国银保监会办公厅关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》(以下简称“通知”)。通知指出，地方政府债券参照国债和政策性金融债，不适用《中国银监会关于加强商业银行债券承销业务风险管理的通知》(银监发[2012]16号)的相关规定。业内人士认为，通知下发后，银行承销地方债意愿会增强。地方债发力，特别是地方专项债加速发行，将对基建投资有提振作用，后续基建投资可能会一改此前颓势而企稳并温和反弹。

来源：中国证券报

人民币债券吸引力提升 外资连续18个月增持

外资持有人民币债券规模继续刷新历史纪录。中央国债登记结算有限责任公司（下称“中债登”）最新统计显示，截至2018年8月末，境外机构在中债登的债券托管量达14120.84亿元，环比前月末增加580.07亿元，较年初增长44.96%。这是外资连续第18个月增持人民币债券。随着近期中国债市对外开放的一系列制度安排逐一明确和完善，外资投资境内债券迎来更便利的环境。

来源：中国证券网

央行财政部：规范境外机构债券发行 深化债券市场改革开放

为促进债券市场对外开放，规范境外机构债券发行，经国务院同意，中国人民银行、财政部9月25日联合发布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》（中国人民银行 财政部公告〔2018〕第16号）。同时，《国际开发机构人民币债券发行管理暂行办法》（中国人民银行 财政部 国家发展和改革委员会 中国证券监督管理委员会公告〔2010〕第10号）正式废止。

《公告》在总结前期试点经验并借鉴国际经验的基础上，进一步明确了境外机构在银行间债券市场发债所应具备的条件、申请注册

程序，并同时就信息披露、发行登记、托管结算以及人民币资金账户开立、资金汇兑、投资者保护等事项进行了规范。

来源：人民网

《中国绿色债券市场发展报告2018》发布

中央财经大学绿色金融国际研究院9月29日在北京发布《中国绿色债券市场发展报告2018》。报告显示，2017年中国境内外发行贴标绿色债券共计2483.14亿元，相比2016年的2314.18亿元增长了7.3%。2017年全球发行绿色债券1555亿美元（约合1.01万亿元），中国贴标绿色债券发行金额约占全球的24.59%。绿色债券未来的市场创新有很大发展空间。

来源：经济时报

央行：9月份债券市场共发行各类债券4.3万亿元

10月23日，央行发布9月份金融市场运行情况，数据显示，9月份，债券市场共发行各类债券4.3万亿元。其中，国债发行3247亿元，地方政府债券发行7485亿元，金融债券发行4501亿元，公司信用类债券发行5539亿元，资产支持证券发行2250亿元，同业存单发行2万亿元。

来源：证券日报

央行发力改善民企融资环境 设立民企债券融资支持工具

10月22日，中国人民银行公告称，经国务院批准，按照法治化、市场化原则，人民银行引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资。

当日，央行还决定在今年6月份增加再贷款和再贴现额度的基础上，再增加再贷款和再贴现额度1500亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。

来源：经济日报

银保监会：允许保险资产管理公司设立专项产品

10月26日，银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。据悉，下一步，银保监会将进一步支持保险机构增加对上市公司财务性和战略性投资规模，调整和优化股权投资、债权投资等领域监管制度，对符合国家战略和宏观政策导向的项目给予更多的政策支持，为实体经济提供更多长期资金和资本性资金。

来源：中国金融新闻网

新世纪评级助力首支地方政府高等学校专项债券成功发行



2018年8月10日，由新世纪评级提供信用评级服务的全国首支公办高等学校专项债券“2018年云南省省级公办高等学校专项债券（一期）”成功发行。

本期云南省政府公办高等学校专项债券发行规模10亿元，期限5年，发行利率为3.78%。经新世纪评级综合评定，给予AAA的债项级别。本期债券的募集资金专项用于云南财经大学安宁校区一期子项目建设和云南财经职业学院建设，偿债资金来源于项目对应的学费、住宿费、食堂及国有资产有偿收益。

公办高等学校专项债是继土地储备、收费公路、轨道交通和棚户区改造之后，地方政府发行的第五个专项债券品种，亦是地方政府在基础设施建设领域外发行专项债券的首次尝试。

新世纪评级作为全国地方政府债自发自还试点中首家中标的评级机构，已先后为全国13个省、市级地方政府提供了债券评级服务，在地方政府债券评级方面积累了丰富的经验。2017年以来，新世纪评级积极助力地方政府专项债券的发行工作，进一步加强专项债券评级方法的研究，并应用于评级业务，成效显著。截至目前，已为全国首支收费公路专项债券“2017年广东省（本级）收费公路专项债券（一期）”和全国首支轨道交通专项债券“2017年深圳市（本级）轨道交通专项债券（一期）”提供了优质、高效的评级服务，得到了市场的广泛认可。

新世纪评级助力广东省成功发行粤港澳大湾区专项债和全国首支水资源专项债



2018年8月16日，由新世纪评级提供评级服务的全国首支集合多地市发行的地方政府项目收益专项债券“2018年粤港澳大湾区土地储备专项债券（一期）”和全国首支水资源专项债券“2018年广东省（本级）珠江三角洲水资源配置工程专项债券（一期）”成功发行。

本期粤港澳大湾区专项债券发行规模为341.9亿元，期限5年，发行利率3.71%。经新世纪评级综合评定，债项级别为AAA级。本期债券募集资金专项用于粤港澳大湾区相关5个地市（分别为广州市、珠海市、佛山市、东莞市、中山市）的土地储备项目，偿债资金来源于项目对应的国有土地使用权出让收入。本期债券采取集合多地市发行的方式，有效地解决了地方债碎片化问题，将有利于提高地方债的流动性和市场活跃度。

本期水资源专项债券发行规模为10.0亿元，期限为10年，发行利率3.96%。经新世纪评级综合评定，债项级别为AAA级。债券募集资金专项用于珠三角水资源配置工程项目建设，偿债资金来源项目产生的供水收入。本期水资源专项债券充分利用地方债融资成本相对较低的特点，有效发挥重大水利工程惠民生、促发展的公益性属性，亦是地方政府在项目收益专项债券领域的又一创新试点。

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

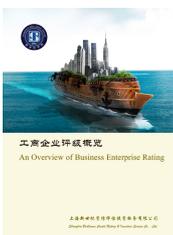


地方政府债券信用评级研究



行业信用分析报告

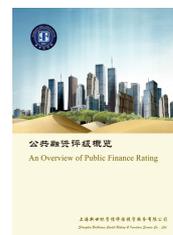
产品系列



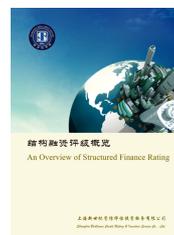
工商企业评级概览



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
