



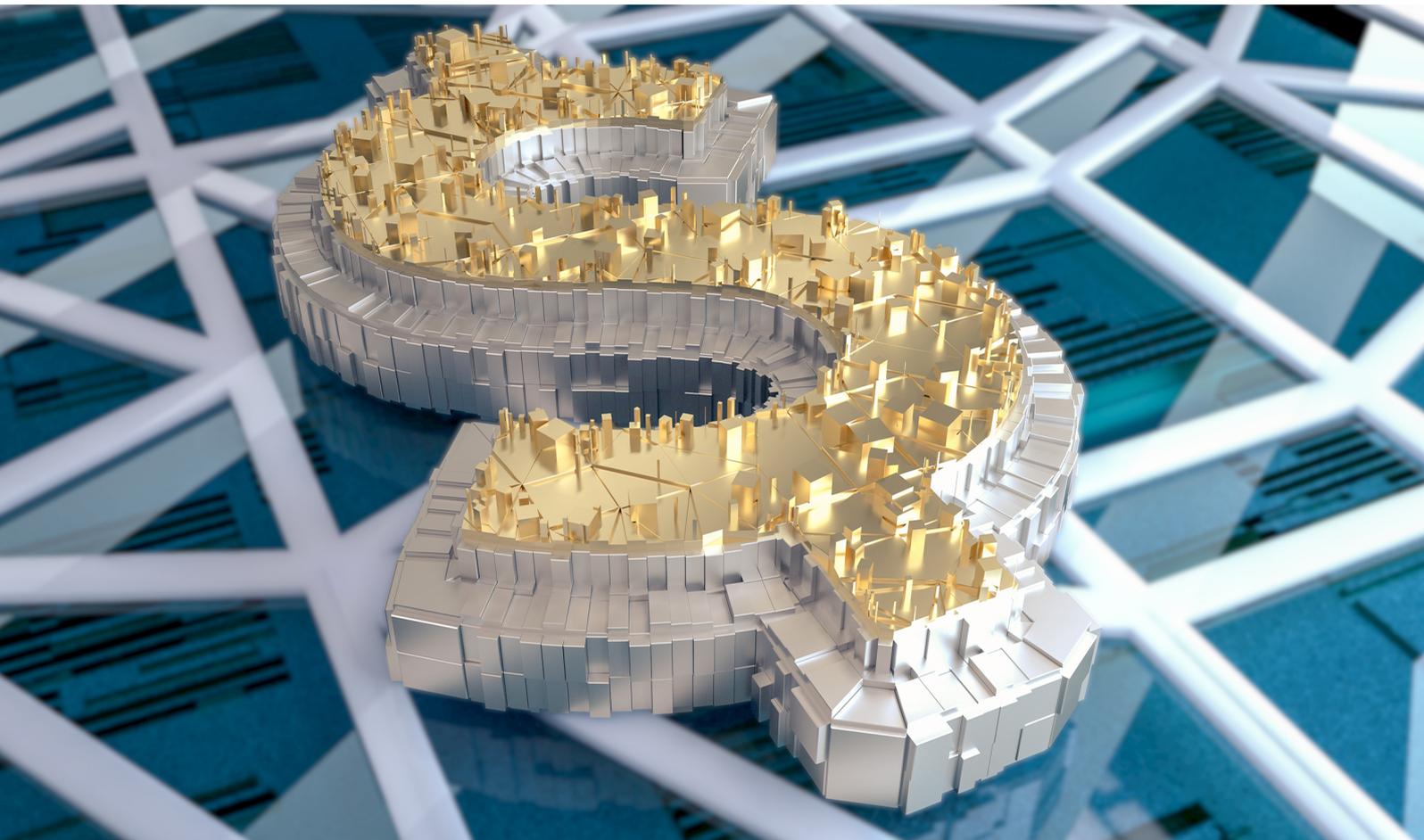
# 新世纪评级

2019.01

2019年第1期

总第112期

www.shxsj.com



## P02

### 违约定义和界定标准的比较研究

对于违约，社会各界有着看似相似但又不同的界定。不同监管机构对违约的定义与各自相关的信用品种相挂钩，而评级机构对违约的定义主要与债券相挂钩。本文旨在梳理国内外各界对违约的定义和界定标准，对比各方对违约定义和界定标准的异同点，使市场各方对违约的界定标准有一个更直观全面的了解。

-  政府停摆对美国主权信用的负面影响 P12
-  有色金属行业2019年度信用展望 P17
-  2018年广东省收费公路信用质量分析 P28
-  中国债券市场回顾与展望（2019年1月） P39
-  债券市场利率回顾与展望（2019年1月） P48
-  2018年债券市场违约概况 P56

# 新世纪评级

Shanghai Brilliance Rating

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”）成立于1992年7月，是目前国内成立较早、资质齐全、具有较高知名度的信用评级机构。

新世纪评级自成立以来，立足上海、服务全国、辐射全球，为中国实体经济、金融机构、地方政府的信贷和债券融资、结构化融资以及境外企业在境内发行熊猫债的融资提供了优质、高效的信用评级服务。评级业务覆盖了境内除中国台湾、澳门外的全部省市和境外的部分国家和地区，涵盖了全部信用评级业务品种，在诸多业务品种的评级服务上取得了全国第一和多项荣誉。

2018年，新世纪评级业务稳定增长、评级方法体系持续完善、评级质量和研发能力稳步提高，市场声誉明显提升，全年新增违约企业数量少，在国家发改委和银行间市场交易商协会的市场化评价中名列前茅。

## 专题研究 / MONOGRAPH

违约定义和界定标准的比较研究	02
政府停摆对美国主权信用的负面影响	12
有色金属行业2019年度信用展望	17
2018年广东省收费公路信用质量分析	28

## 债市研究 / BOND MARKET RESEARCH

中国债券市场回顾与展望（2019年1月）	39
债券市场利率回顾与展望（2019年1月）	48
2018年债券市场违约概况	56

## 市场表现研究 / RATING PERFORMANCE

2018年债券市场主体信用等级迁移研究	58
2018年超短期融资券利差分析	63
2018年短期融资券利差分析	65
2018年中期票据利差分析	67
2018年公司债利差分析	70
2018年企业债利差分析	72

## 行业动态 / INDUSTRY NEWS

潘功胜谈中国债券市场 继续推动债券市场对外开放	75
“债券通”一级市场信息平台上线	75

## 公司新闻 / COMPANY NEWS

“2019新世纪评级信用展望”研讨会在沪召开	76
“新世纪评级浙江2019新年论坛”召开 魏杰教授等 嘉宾应邀参会	77

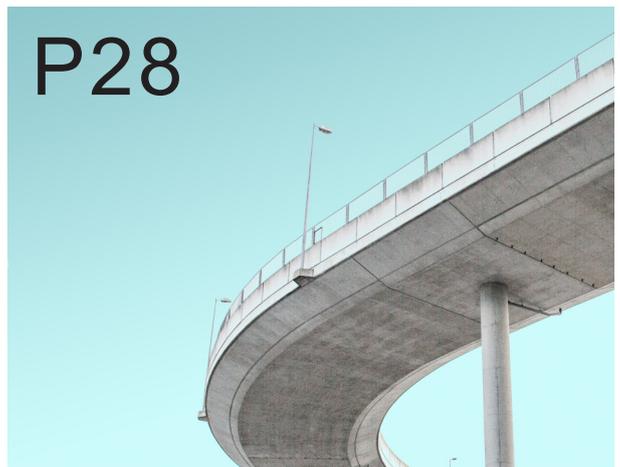
## 本刊编辑部声明：

本刊所刊载内部研究文章版权归新世纪评级所有，转载文章版权归原作者所有，非经同意不得作任何形式转载或复制。文中所有观点仅代表研究人员个人观点。更多精彩内容请登录新世纪评级官方网站浏览：  
<http://www.shxsj.com>



## 违约定义和界定标准的比较研究

对于违约，社会各界有着看似相似但又不同的界定。不同监管机构对违约的定义与各自相关的信用品种相挂钩，而评级机构对违约的定义主要与债券相挂钩。本文旨在梳理国内外各界对违约的定义和界定标准，对比各方对违约定义和界定标准的异同点，使市场各方对违约的界定标准有一个更直观全面的了解。



## 2018年广东省收费公路信用质量分析

广东省是我国重要的交通枢纽省区之一，也是国家重点打造的粤港澳大湾区及“一带一路”沿线国家市场的重要物流枢纽之一。本文分析了广东省收费公路的基本布局、资本效益与营运主体的具体情况，总体来看，广东省收费公路信用质量保持稳定。

# 违约定义和界定标准的比较研究

■ 文/周美玲

## 摘要 >>>

本文旨在梳理国内外各界对违约的定义和界定标准，对比各方对违约定义和界定标准的异同点，对违约的界定标准有一个更直观全面的了解。主要结论如下：

广义违约即不能履行合同义务，不管是没有能力还是没有意愿，均属违约，在债权债务关系中，即体现为债务人不能全额偿还债务。

巴塞尔协议III和银监会对违约的定义类同，对无法全额偿还债务的认定情形也基本相同。巴塞尔协议III和银监会、金融衍生产品交易协议，对按时偿付均设有一定的宽限期；特别地，巴塞尔协议和银监会设有限额管理，即透支限额或者新核定的限额小于目前的余额，各项透支将被视作逾期。

国际三大评级机构对违约的定义，虽然级别符号使用方面有所差异，但是对违约的情景界定基本类似，除穆迪包含来自主权的对债权债务关系可能造成违约的情景外，国际三大评级机构对主要的违约情景判定标准基本一致，主要有三类事件，即没有支付或延期支付债务利息或本金、破产和低价交易。穆迪对技术性违约给出明确定义和说明，且并没有将技术性违约定性为违约。标普在其违约的定义中虽然未明确对技术性违约的处理，但从标普的评级行动历史来看，标普对技术性违约的界定与穆迪类似，对于未能履行债券发行契约所载条款，不包括支付本金和利息的义务，例如未能维持规定的偿债基金等，且同样不算作违约。

国内评级机构中联合、鹏元和中债资信对主体和债项违约分别进行了定义，违约情景描述较为详细，东方金诚仅对主体违约进行了定义，中诚信国际和新世纪对违约的定义则采用了较为广义的定义方式。国内评级机构对违约的定义方式虽有差异，但整体上并不存在显著冲突，对违约的判定较为一致。



## 一、广义违约的定义

对于违约，社会各界有着看似相似但又不同的界定。不同监管机构对违约的定义与各自相关的信用品种相挂钩，而评级机构对违约的定义主要与债券相挂钩。我们先从中国的法律层面对违约的定义出发，探究违约广义层面的界定。

### (一)中国合同法对违约的界定<sup>1</sup>

《中华人民共和国合同法》第七章第一百零七条至第一百二十条详述了违约责任，核心定义为第一百零七条：“当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的，应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等违约责任”。结合其他法条，从履约程度和意愿来讲，违约形态又分为不能履行、延迟履行、不完全履行和拒绝履行。

这一定义表明：首先，违约的主体是合同当事人；其次，违约是一种客观状态，而不管当事人的主观状态如何；最后，违约行为的发生，使债权人的债权受到损害而无法实现。

## 二、银行间市场对违约的定义

信用作为金融交易的基础，银行间市场是金融市场交易发生的主要场所之一，银监会、银行间市场交易商协会、人民银行总行征信管理局在相关文件中均对违约进行了定义。

巴塞尔协议和银监会对违约的定义着重于债务人，适用于银行贷款的信贷管理。而人民银行总行征信管理局在主体违约的基础上，给出债券违约的具体定义，并细分为长期债券违约与短期债券违约。银行间市场交易商协会对违约的界定主要是针对金融衍生品交易的定义。

### (一)巴塞尔委员会对违约的界定<sup>2</sup>

根据《巴塞尔新资本协议征求意见稿（第三稿）》对违约的定义，若出现以下一种情况或同时出

现以下两种情况，债务人将被视为违约：

(1) 银行认定，除非采取追索措施，如变现抵押品（如果存在的话），借款人可能无法全额偿还对银行的债务。

以下情况将视为可能无法全额偿还债务：银行停止对贷款计息；在发生信贷关系后，由于信贷质量可能出现大幅度下降，银行冲销了贷款或计提了专项准备；银行将贷款出售并相应承担了较大的经济损失；银行同意消极债务重组（*distressed restructuring*），由此可能发生较大规模地减免或推迟偿还本金、利息或费用（若适用的话），造成债务规模的减少；就借款人对银行的债务而言，银行将债务人列为破产企业或类似的状况；债务人申请破产或者已经破产，或者处类似的保护状态，由此将不履行或延期履行偿还银行债务；

(2) 债务人对于银行的实质性信贷债务逾期90天以上。若客户违反了规定的透支限额或者新核定的限额小于目前的余额，各项透支将被视为逾期。

### (二)中国银监会对违约的界定<sup>3</sup>

银监会2012年第1号令《商业银行资本管理办法（试行）》的附件5《信用风险内部评级体系监管要求》中规定：银行信贷关系中债务人出现以下任何一种情况应被视为违约：

(1) 债务人对银行集团的实质性信贷债务逾期90天以上。若债务人违反了规定的透支限额或者重新核定的透支限额小于目前的余额，各项透支将被视为逾期。

(2) 商业银行认定，除非采取变现抵质押品等追索措施，债务人可能无法全额偿还对银行集团的债务。出现以下任何一种情况，商业银行应将债务人认定为“可能无法全额偿还商业银行债务”：

第一，商业银行对债务人任何一笔贷款停止计息或应计利息纳入表外核算；

<sup>1</sup>参见《中华人民共和国合同法》之第七章违约责任。

<sup>2</sup>参见《巴塞尔新资本协议征求意见稿（第三稿）》第101页。

<sup>3</sup>参见银监会网站“中国银行业监督管理委员会令2012年第1号”中附件《信用风险内部评级体系监管要求》之第六章风险参数量化第三节违约概率估计及要求。

第二，发生信贷关系后，由于债务人财务状况恶化，商业银行核销了贷款或已计提一定比例的贷款损失准备；

第三，商业银行将贷款出售并承担一定比例的账面损失；

第四，由于债务人财务状况恶化，商业银行同意进行消极重组，对借款合同条款做出非商业性调整，具体包括但不限于以下情况：一是合同条款变更导致债务规模下降；二是因债务人无力偿还而借新还旧；三是债务人无力偿还而导致的展期；

第五，商业银行将债务人列为破产企业或类似状态；

第六，债务人申请破产，或者已经破产，或者处于类似保护状态，由此将不履行或延期履行偿付商业银行债务；

第七，商业银行认定的其他可能导致债务人不能全额偿还债务的情况。

### (三) 人民银行总行征信管理局对违约的界定<sup>4</sup>

人民银行总行征信管理局2011年发布的征信行业标准中给出了与违约相关的术语定义。债券违约是指债券发行主体不能按照事先达成的债券协议履行其义务的行为。债券违约分为长期债券违约和短期债券违约。违约认定的条件如图表1。

在人民银行违约率检验系统<sup>5</sup>中，沿用了征信行业标准中对债券违约的定义，其中，债项违约是指债项发行主体不能按照事先达成的债项协议履行其义务的行为。违约率系统对违约的定义的划分更为细化，债项违约分为四类，长期债项发行主体违约、长期债项违约、短期债项发行主体违约、短期债项违约。

图表1：人民银行征信局征信行业标准中违约的定义

债务人违约	债券违约	
	长期债券违约	短期债券违约
在考察期间，债务人如发生下述情形之一的，即被认定为违约： 1. 债务人任一笔贷款本金逾期90天以上； 2. 债务人任一笔贷款欠息90天以上； 3. 在贷款五级分类项下，贷款由正常类（正常或关注）调为不良类（次级、可疑或损失）； 4. 债务人贷款核销； 5. 债务人任一笔信用证、票据、保函等表外业务发生垫款； 6. 债务人破产、重组或被接管； 7. 债务人发行的各类债券未能按期偿还债券本金、利息。	长期债券或长期债券发行主体出现下述情形之一的，认定该债券发生违约： 1. 长期债券未到期前，债券发行主体破产或被接管。 2. 债券发行主体不能在此长期债券到期日后90日内全额、偿还本金和利息； 3. 债券发生不利于债权人的债务重组行为，即通过重组使得债权人的债权受到不同程度的损失，包括本金和利息减免和延期等； 4. 债券未到期，但是有充分证据证明债券履行主体不能全额、按期偿还债券本金和利息； 5. 债券发行主体在债券到期日使用贷款偿还债券本金、利息。	短期债券或短期债券发行主体出现下述情形之一的，认定该债券发生违约： 1. 短期债券主体不能在债券到期日后30日内全额、偿还本金和利息； 2. 债券发生不利于债权人的债务重组行为，即通过重组使得债权人的债权受到不同程度的损失，包括本金和利息减免和延期等； 3. 债券未到期，但是有充分证据证明债券履行主体不能全额、按期偿还债券本金和利息； 4. 债券发行主体在债券到期日使用贷款偿还债券本金、利息。

图表2：人民银行征信局违约率检验系统中违约的定义

主体违约	债项违约			
	长期债项发行主体违约	长期债项违约	短期债项发行主体违约	短期债项违约
债务人在企业征信系统中的信贷业务记录符合以下任一条件，即认定为主体违约： 1. 债务人任一笔贷款本金逾期90天以上； 2. 债务人任一笔贷款欠息90天以上； 3. 在贷款五级分类项下，贷款由正常类（正常或关注）调为不良类（次级、可疑或损失）； 4. 债务人贷款核销； 5. 债务人任一笔信用证、票据、保函等表外业务发生垫款； 6. 债务人破产或被接管。	长期债项到期年份出现下述一个或多个事件时，就认定债项发行主体违约，进而认定该债项也会违约： 主体违约条件1-6； 长期债项其他年份（即长期债项未到期年份）出现债项发行主体破产或被接管时，就认定债项发行主体违约，进而认定该债项也会违约。	出现下述一个或多个事件时，就认定该债项违约： 1. 长期债项发行主体不能在此长期债项到期日后90日内全额、按期偿还本金和利息； 2. 债项发生不利于债权人的债务重组行为，即通过重组使得债权人的债权受到不同程度的损失，包括本金和利息减免和延期等； 3. 债项未到期，但是有充分证据证明债项履行主体不能全额、按期偿还债项本金和利息； 4. 债项发行主体在债项到期日前7日内发生了大于或等于债项本金的贷款业务。	出现下述一个或多个事件时，就认定该债项违约： 主体违约条件1-6。	出现下述一个或多个事件时，就认定该债项违约： 1. 短期债项主体不能在债项到期日后30日内全额、按期偿还本金和利息； 2. 债项发生不利于债权人的债务重组行为，即通过重组使得债权人的债权受到不同程度的损失，包括本金和利息减免和延期等； 3. 债项未到期，但是有充分证据证明债项履行主体不能全额、按期偿还债项本金和利息； 4. 债项发行主体在债项到期日前7日内发生了大于或等于债项本金的贷款业务。

<sup>4</sup>中国人民银行关于发布《征信数据元 信用评级数据元》和《征信数据交换格式 信用评级违约率数据采集格式》两项行业标准的通知。

<sup>5</sup>参见中国人民银行上海总部金融服务二部2018年《关于违约率系统检验结果的通报》。

#### (四)中国银行间市场交易商协会金融衍生产品交易对违约的界定<sup>6</sup>

《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年）》对违约事件的定义为，下列事件构成交易一方在本协议下的违约事件：

（1）交易一方未按本协议的约定履行支付义务，或未按主协议第四条第（一）款的约定履行交付义务，且在另一方发出的未履约通知生效后的第3个营业日届满时仍未纠正的。

（2）交易一方的履约保障提供者未按其签署或出具的履约保障文件的约定履行有关义务且在适用的宽限期届满时仍未纠正的；或对其签署或出具的履约保障文件下的全部或部分义务、履约保障文件的有效性予以否认或明示将拒绝履行；或未经另一方书面同意，交易一方的履约保障文件在其所保障的交易项下义务履行完毕前提前到期、终止或失效（该履约保障文件按照其条款正常到期、终止或失效的情况除外）。

（3）交易一方对本协议下的全部或部分义务、本协议的有效性予以否认或明示将拒绝履行。

（4）交易一方在本协议下或该交易一方的履约保障提供者在履约保障文件下作出的某项声明与保证被证实作出或被视作出之日存在实质性的不实陈述、误导或重大遗漏。

（5）在交易一方或该交易一方的履约保障提供者发生分立后仍然存续，或与另一实体联合、合并或重组，或把其实质性资产转移到另一实体的情况下，该最终存续、承继或受让的实体未能履行或明示将不履行前述交易一方或履约保障提供者在本协议或原履约保障文件下的义务，或未经另一方同意，该最终存续、承继或受让的实体履行本协议下的义务未获得原履约保障文件的保障。

#### （6）交叉违约

若交易一方、该交易一方的履约保障提供者或在

补充协议中为本款目的而指定的针对该交易一方的特定实体在其他债务文件下出现违约且在适用的宽限期届满时仍未纠正，从而导致出现下列任一情形的，也构成该交易一方对本协议的违约，即交叉违约：

a.其他债务文件下的债务被宣告或可被宣告加速到期，且该等债务的累计本金数额超过交叉违约起点金额；

b.其他债务文件下的债务虽不存在被宣告或可被宣告加速到期的情形，但出现付款违约，且该等违约累计金额超过交叉违约起点金额。

除非交易双方在补充协议中另有约定，其他债务文件指借款合同、债券及其担保协议。交叉违约起点金额是指触发交叉违约的最低违约金额；交易双方可在补充协议中约定适用于交易一方的交叉违约起点金额，若无约定，则视为对该交易一方不适用交叉违约。

#### （7）特定交易下违约

若交易双方在补充协议中约定适用本款，则在已有效达成的特定交易下，交易一方、该交易一方的履约保障提供者或在补充协议中为本款目的而指定的针对该交易一方的特定实体发生下列任一情形的，构成该交易一方对本协议的违约：

a.对该特定交易予以否认或明示将拒绝履行；

b.未按约定履行支付义务，且该不履约行为导致该特定交易发生清算、被提前终止或义务被宣告加速到期的情形；

c.未按约定在该特定交易的最终支付日履行支付义务，或未支付与该特定交易的提前终止有关的任何款项，且在适用的宽限期届满时仍未纠正的；

d.未按约定履行任何交付义务，且在适用的宽限期届满时仍未纠正的，导致该特定交易所属协议下的全部交易发生清算、被提前终止或义务被宣告加速到期。但若上述第b、c或d项的情形是由于一个相当于主协议第七条第（一）款或第（三）款<sup>7</sup>所述事件导致的除外。

<sup>6</sup>参见银行间市场交易商协会网站《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年）》之第六条违约事件第9页。

<sup>7</sup>参见银行间市场交易商协会网站《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议（2009年）》之第七条终止事件第13页。

### (五)监管机构违约定义的认定条件比较

虽然巴塞尔协议III、银监会、人民银行总行征信管理局对违约的定义相对接近，但在认定条件仍存一定差异。在贷款核销、债务人破产和重组、逾期等认定上，各方基本一致；而在被接管、借新还旧、展期、表外业务发生垫款等方面在条文上未取得一致。

关于贷款本息逾期的判定，巴塞尔协议III、银监会、人民银行总行征信管理局对主体违约的认定标准一致为90天，超过90天为违约。

需要注意的是，90天类似于宽限期的概念，有别于债务人无力偿还而导致的展期<sup>8</sup>。而银监会将展期列入了违约的范围。金融衍生产品交易协议中对违约的认定，亦适用宽限期：“未履约通知生效后的第3个营业日届满时仍未纠正的”则认定为违约。

关于债务限额管理，巴塞尔协议III和银监会的定义均将“透支限额或者重新核定的透支限额小于目前的余额”的各项透支视为逾期，那么，再比照90天的标准，则可能认定为违约。

图表3：监管机构对违约的认定条件

认定条件	巴塞尔协议III	银监会	人民银行总行 征信管理局	违约率系统 主体违约
贷款停止计息	√	√		
核销/计提准备	√	√	√	√
贷款折价出售	√	√		
消极债务重组	√	√	√	√
破产	√	√	√	√
被接管			√	√
逾期90天以上	√	√	√	√
透支限额	√	√		
借新还旧		√		
展期		√		
表外业务垫款			√	√
正常类调为不良类			√	√
认定无法全额偿债	√	√		
债券未能按期偿付			√	

债务限额管理最为人知的案例为美国政府面临的政府债务悬崖，隔几年便要爆发一次。1960年以来，美国国会授权债务上限的提升已经有78次，包括永久性提高债务上限、暂时提高以及修订债务限额的定义等<sup>9</sup>。2011年标普曾因奥巴马政府债务上限之争可能使美国面临违约风险而下调了美国国债评级。

### 三、国际信用评级机构对违约的定义

违约在信用评级中作为特定的信用状态，如何界定是信用评级机构不可避免的话题，国际评级机构由于发展历史相对较长，积累的违约情景多样化，对违约的定义相对明确；而国内评级机构面对各种违约情形，对违约的定义仍在摸索中前进。

国际三大评级机构对信用评级的定义意见基本一致，即信用评级并不意味着评级对象可以对应一个具体的违约概率，而是对评级对象违约可能性的一个排序。而具体到违约的界定细节，三大评级机构大致相似但也存在一定差异。

#### (一)标普违约定义<sup>10</sup>

标普对违约状态（state of default）的定义是指：

(1) 对任何一项或多项金融债务（评级的或未评级的）发生的支付违约，除非标普认为主体在未规定宽限期的情况下，能在5个工作日内偿付，或在有规定宽限期情况下较早或30天内可以偿付；

(2) 企业发生申请破产或类似的举动使得债务发生违约。标普还认为，优先股不是财务义务，未能支付优先股股息不属于违约；而低价交易（distressed exchange）则属于违约，因为债权人被迫以本金折让、票息降低、期限延长或其它条款减少的方式将债权替换成现金或其它工具；监管接管（R）也不一定表示违约，因为监管机构可能有权支持一类或一些债务的偿付<sup>11</sup>。

<sup>8</sup>贷款展期是指贷款到期不能归还，经批准办理延长归还时间的手续。短期贷款展期不得超过原贷款期限；中期贷款展期不得超过原贷款期限的一半；长期贷款展期最长不得超过3年。

<sup>9</sup>李建华《美国债务悬崖又到了》，观察者网，2017年3月16日。

<sup>10</sup>参见标普《2015 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions》第69页。

<sup>11</sup>在标普违约率的研究中，D/SD/R均视作违约处理。

标普的违约级别分为SD（选择性违约）和D（违约）两种，根据标普对SD和D的级别定义，当标普相信违约将是一般性的违约，并且发行人无法到期偿付所有或实际上所有债务时给予D评级；当标普认为发行人有选择地对特定的债务或债务类别进行违约，但仍将继续及时地履行对其他债务或债务类别的偿付义务时给予SD评级。

### (二)穆迪违约定义<sup>12</sup>

在穆迪的定义下，债务违约由四类事件组成：

- a. 未能按照合约规定支付或延期支付利息或本金（不包括在合约允许的宽限期内支付的情况）；
- b. 债券发行人或债务人提出申请破产保护或法律接管，使其未来可能不能履行或者延期履行债务协议的支付义务；
- c. 发生以下两种情形的低价交易：债务人给债权人提供新的或重组债务，或一组新的证券组合、现金或资产，从而使债务人可以相对于原始债务承担较少的金融义务；该交易可能使得债务人避免最终破产或违约；
- d. 由主权国家导致的信贷协议或契约的付款条件变化，从而使债务人可以承担较少的金融义务，例如，主权国家或债务人实行强行的币值改革，或强行改变一些其他方面的原始承诺，如指数化或到期日的改变。

此外，穆迪定义的违约不包括所谓的“技术性违约”（technical defaults），穆迪对技术性违约的定义是指除了支付本金和利息，未能履行债券发行契约所载条款，例如超过最高杠杆率或未达到最低债务覆盖倍数。除非债务人不能修复这些财务指标，且当这些财务指标要求未满足的情况下触发债务加速清偿条款，而债务人不能履行时，则违约。对于结构化金融证券来说，技术性违约（例如不满足超额抵押测试或发行人法律文件规定的其他违约事件），或临时性的

利息支付延期（其条款允许在到期日之前的合法的相利息延期支付行为），不构成违约。另外，因纯粹技术上的原因或管理失误而导致长期债务未能及时兑付的情况不算违约，只要不影响到债务人偿还债务的能力和意愿，并能在很短的时间内（例如，1~2个工作日）得以补救。最后，因为债权有效性的法律纠纷而未能按期支付金融合约或债权，也不属于违约。

### (三)惠誉违约定义<sup>13</sup>

惠誉对违约的定义分为有限违约（Restricted Default, RD）和违约（Default, D）两种。

有限违约是指惠誉认为债务人已经对某一特定类别的债券、贷款或其他重大金融债务发生选择性付款违约或消极债务重组，但债务人尚未发生破产、清算、被接管等结束正常经营的情形，或停业。

违约评级是指惠誉认为债务人已经发生破产、接管、清算以及其他终止营业的事件。违约评级只有在主体或债务发生实质性违约之后才会给予，在展期或宽限期内完成支付不被视作违约，除非发生了破产或类似事件，或者消极债务重组。

### (四)国际评级机构违约定义比较

国际评级机构对违约的界定并未将债务违约和主体违约分开来分别定义，标普和惠誉对违约的定义角度，更偏向从债务主体的角度对违约进行界定，两家机构的违约评级SD和D、RD和D，可以理解为主体违约程度的不同。穆迪对违约的定义则明确仅适用于债务或类债务（例如掉期协议）。

图表4：国际评级机构对违约的认定条件

认定条件	标普	穆迪	惠誉
没有支付或延期支付债务利息或本金	√	√	√
宽限期	√	√	√
低价交易/消极债务重组	√	√	√
破产或类似事件	√	√	√
监管接管	√	√	√

<sup>12</sup>参见穆迪官网《Rating Symbols and Definitions, JULY 2017》。

<sup>13</sup>参见《Fitch's Ratings Definitions》第20页。

国际评级机构对违约的定义角度虽然存在一定差异，级别符号使用方面亦不尽相同，但是对违约的界定条件基本类似，除了穆迪特别包含了来自主权的对债权债务关系可能造成违约的情景外，违约的认定主要有三大类事件：没有支付或延期支付债务利息或本金、破产和消极债务重组。

国际三大评级机构对违约的界定中，均认为宽限期内的偿还不算做违约。对于宽限期的界定，一种是合同有约定的情况下，在合同约定的宽限期内付款不属于违约；另一种是在合同没有约定的情况下，标普的认定标准为5个工作日内或30天，穆迪的认定标准为“很短的时间内（例如1~2个工作日）”。对于合同没有约定的情况下，标普和穆迪的界定相对模糊，似乎标普的更为宽松。

在穆迪的违约定义中对“技术性违约”给出明确定义和说明，且并没有将技术性违约定性为违约。标普在其违约的定义中虽然未明确对技术性违约的处理，但从标普的评级行动历史来看，标普对技术性违约事件的界定与穆迪类似，对于未能履行债券发行契约所载条款，不包括支付本金和利息的义务，同样不算作违约。

#### 四、国内评级机构对违约的界定

大多数国内的评级机构并未对违约进行明确定义，但从各机构官方发布的报告来看，各机构间对违约的界定存在一定的差异。

##### (一)新世纪违约定义<sup>14</sup>

新世纪评级对违约的定义：违约（Default）在合同中是指合同主体违反合同约定，通过作为和不作为的方式未履行合同义务的状态。在信用评级中，违约是指金融债务人未能按照债务合同的约定偿还债务本息的状态。

##### (二)中诚信国际违约定义<sup>15</sup>

从中诚信国际2016年的信用风险年报来看，只要未按照合同约定的日期按时还款即为违约，包括因技术性原因造成的未按期支付本利的情况。

##### (三)联合资信违约定义<sup>16</sup>

联合资信认为宽松的债券违约定义标准是：债券未能如期兑付且在宽限期内（通常1-2个工作日）未及时调整的情况视为债券违约。

联合资信认为严格的债券违约定义标准是，债务人发生下列任何一种情况均视其发行的债券违约：

a. 债务人未能按照合约规定支付或延期支付债券本金和/或利息，包括在宽限期内的延期支付；

b. 债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显地帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；

c. 债务人申请破产或进入破产清算程序，被接管，被停业或关闭；

d. 债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务，明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；

e. 债务人的其他金融债务发生违约，如对商业银行的实质性信贷债务逾期90天以上。

但是如果债券具有担保，在债务人发生上述c、d或e的情况时，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约。

如果从发行人主体信用质量的角度考虑，联合资信认为债务人发生上述严格的债券违约定义中的任何一种情况，可判定为债务人主体发生违约。

<sup>14</sup>参见《新世纪评级方法总论2012》之第一章信用评级的基本定义和理念第三节违约、违约率与违约概率。

<sup>15</sup>未找到中诚信国际关于违约的官方定义，文中观点参见中诚信国际《2016年债市回顾与展望之风险篇：连环违约超八成，关注私募债回售压力》。

<sup>16</sup>参见联合资信《2012年违约事件为债券市场敲响风险警钟》。

具体来讲<sup>17</sup>，联合评级认为发行人出现下述一个或多个事件时，即可判定主体发生违约：债务人未能按照合同约定支付债券本金和/或利息；债务人（被）申请破产或进入破产清算程序；被接管；被停业或关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图（例如和解或重整中的债务重组），债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况。债券未能如期兑付且在宽限期内（通常1-2个工作日）未及时纠正的情况视为债券违约。

#### （四）鹏元违约定义<sup>18</sup>

法律意义上的违约是指合同当事人一方不履行合同义务或履行合同义务不符合约定。

就债券信用评级而言，违约主要考量受评对象所涉及金融债务合同下的偿付义务是否得到履行。根据违约对象的不同，违约分为债务人违约和债项违约。

##### （1）债务人违约

受评债务人在信用级别有效期内出现下列行为或特征之一的，则视为“债务人违约”：

①受评债务人所涉及金融债务合同下的任意一项债务未能按期、足额地依照债务合同条款支付债务本金或利息（在合同允许的宽限期内得到足额偿付的情况除外）；

②受评债务人与债权人之间发生债务折价清偿：受评债务人对其所涉及的债务进行重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显地帮助债务人避免债券违约的意图。债权人做出让步的情形包括但不限于：债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）的情况；

③受评债务人处于破产申请或进入破产清算程序，被接管，被停业或关闭等经营停止状态；

④受评债务人不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务，明显缺乏清偿能力或书面承认其无力偿还到期债务；

⑤公司认定的其他债务人违约情形。

##### （2）债项违约

受评债务在其存续期间出现下列行为或特征之一的，则视为“债项违约”：

①受评债务本金或利息未能按期、足额地依照债务合同条款得到偿付；

②受评债务到期前发生折价清偿：债务人对该项债务进行重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显地帮助债务人避免债务违约的意图。债权人做出让步的情形包括但不限于：债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）的情况。

对于一些债务错过偿还时间是由技术失误或管理失误导致的，只要不涉及债务人偿债的能力和意愿，并且在短时间内（通常为1或2个工作日）做出修正，这样的情况本公司并不认定为违约。

##### （3）债务人违约和债项违约的关系

①当受评债务人被认定为违约时，并不一定导致受评债务被认定为违约：受评债务人被认定为违约的情况下，如果不涉及该受评债务，或者该受评债务因启用增信措施或其它原因得以按期、足额偿付的，则该受评债务不被认定为违约。

②当受评债务被认定为违约时，则受评债务人一定被认定为违约。

<sup>17</sup>参见联合评级《2018年上半年中国债券市场评级质量检验报告》。

<sup>18</sup>参见鹏元《信用评级基本定义》。

### (五)东方金诚违约定义<sup>19</sup>

东方金诚认为受评对象出现以下任何一种情况时都将被视为违约：

(1) 有充分证据证明受评主体无意愿或无法履行其偿债义务（包括本金、利息和手续费）；

(2) 发生对债权人不利的债务重组，包括本金、利息和手续费的减免或延期；

(3) 债券发行人未能按期偿还债券或其它公开发行债务的本金和利息；

(4) 受评对象申请破产或已经进入破产程序；

(5) 其他对主体偿债能力和意愿产生严重负面影响的情况。

### (六)中债资信违约定义<sup>20</sup>

中债资信认为对于评级业务而言，违约主要考量评级对象所涉及债务文件下的偿付义务是否得到履行。与主体评级、债项评级业务类型的划分相对应，违约可区分为主体违约和债项违约。

受评主体发生下述情形之一的，即被认定为构成“主体违约”：

1. 受评主体在其为一方当事人的债务文件下出现未在约定或依行业惯例确定的支付日（或回售日）和宽限期内及时、全额地履行偿付义务的行为；

2. 受评主体发生不利于债权人的困境债务重组行为；

3. 受评主体发生下列任一影响其履行债务偿付能力的情形：

(1) 解散（出于联合、合并或重组目的而发生的解散，但承继债务偿还义务的主体信用等级不低于受评主体的除外）；

(2) 法院裁定受理发行人自身、其债权人或依法负有清算责任的人针对其的破产程序申请；

(3) 其债权人作为担保权人采取行动取得了其

全部或大部分资产，或使其全部或实质部分资产被查封、扣押、冻结或强制执行，且上述情形在30天内未被相关权力机关撤销或中止，导致其债务偿还义务将出现实际无法履行可能的；

(4) 受评主体依法被接管，或发生分立后仍然存续，或与另一实体联合、合并或重组，或把其实质性资产转移到另一实体的情况下，最终接管方或存续、承继、受让的实体未能履行或承继，或明示将不履行或不承继受评主体的债务；

(5) 受评主体书面承认其无力偿付相应义务；

(6) 其他任何对受评主体履行债务偿付能力产生实质影响的情形。

在债券存续期间，受评债项发生下述情形之一的，即被认定为构成“债项违约”：

1. 相应债务文件项下的债务本金及利息未能在约定或依行业惯例确定的支付日（或回售日）及宽限期内获得及时、足额偿付；

2. 债项到期前，相应债务文件涉及偿付义务的全部当事方，包括但不限于债务人、担保人，均明示不偿还该到期债务；

3. 在债务文件中存在交叉违约条款、事先约束条款等特殊约定情况下，任何触发债券违约条件的情形发生时；

4. 相应债务文件项下的债务本金及利息发生不利于债权人的困境债务重组。

### (七)国内评级机构违约定义比较

从国内评级机构对违约的定义可以看到：联合资信、鹏元和中债资信对主体违约和债券违约分别进行定义，违约情景描述较为详细，东方金诚仅对主体违约进行了定义，中诚信国际和新世纪对违约的定义则采用了较为广义的定义方式，即未按照事先约定的合同或协议履行义务的行为判定为违约，大公尚未披露相关文件。

<sup>19</sup>参见东方金诚《评级违约率检验制度》。

<sup>20</sup>参见《中债资信信用评级定义文件》。

主体违约的认定条件中，发生未按期足额偿债、消极债务重组、债务人申请破产或进入破产清算程序等三大类事件时，联合、鹏元、东方金诚以及中债资信的认定一致。在债项违约的认定条件中，发生未按期足额兑付和消极债务重组的认定亦较为一致。

债项违约的认定条件方面，联合结合了债券的偿付情况和主体的偿债能力情况，认定情景较为全面。而鹏元和中债资信则仅从债项本身的偿付情况或条款出发进行认定。

图表5：国内评级机构对主体违约的认定条件比较

认定条件	联合	鹏元	东方金诚	中债资信
未按期足额偿债	√	√	√	√
消极债务重组	√	√	√	√
破产	√	√	√	√
解散				√
被接管、停业等	√	√		√
书面承认无力偿债		√		√
资产被司法执行				√
证明无意愿或无力偿债			√	
其他		√	√	√

图表6：国内评级机构对债项违约的认定条件比较

认定条件	联合	鹏元	中债资信
未如期足额兑付	√	√	√
消极债务重组	√	√	√
破产	√		
被接管、停业等	√		
资不抵债	√		
书面承认无力偿债	√		
其他金融债务违约	√		
触发交叉违约条款、事先约束条款			√
明示不偿债			√

## 五、主体违约与债项违约的关系

从主体违约的认定条件和债项违约的认定条件来看，存在一定程度上的重合，即主体违约与债项违约存在一定的关联性。业界比较一致的观点认为，债项违约，则必然认定主体违约；主体违约，债项是否认定为违约，还需要看是否存在担保人或其他增信方式的履约情形。

对于已到期的债券是否违约，根据是否按期足额偿付可以比较容易判别其是否违约，而无需讨论主体的状态是否违约。对于未到期的债券，如果主体已经发生了其他债务违约，但财务困境的状况尚未走到破产或重组的地步，一般情况下，亦不会直接认定债务违约，除非该债项设有交叉违约条款等保护条款。但是，对于未到期的债券，如果其发行主体已经发生了类似破产或消极债务重组等违约事件，而该债项亦无担保人或其他保护条款的情况下，需如何认定？

首先从人民银行对债券的信用等级的定义<sup>21</sup>来看，可以不直接认定违约。“在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证债务偿还”的情况下，对应的信用等级为CC级。

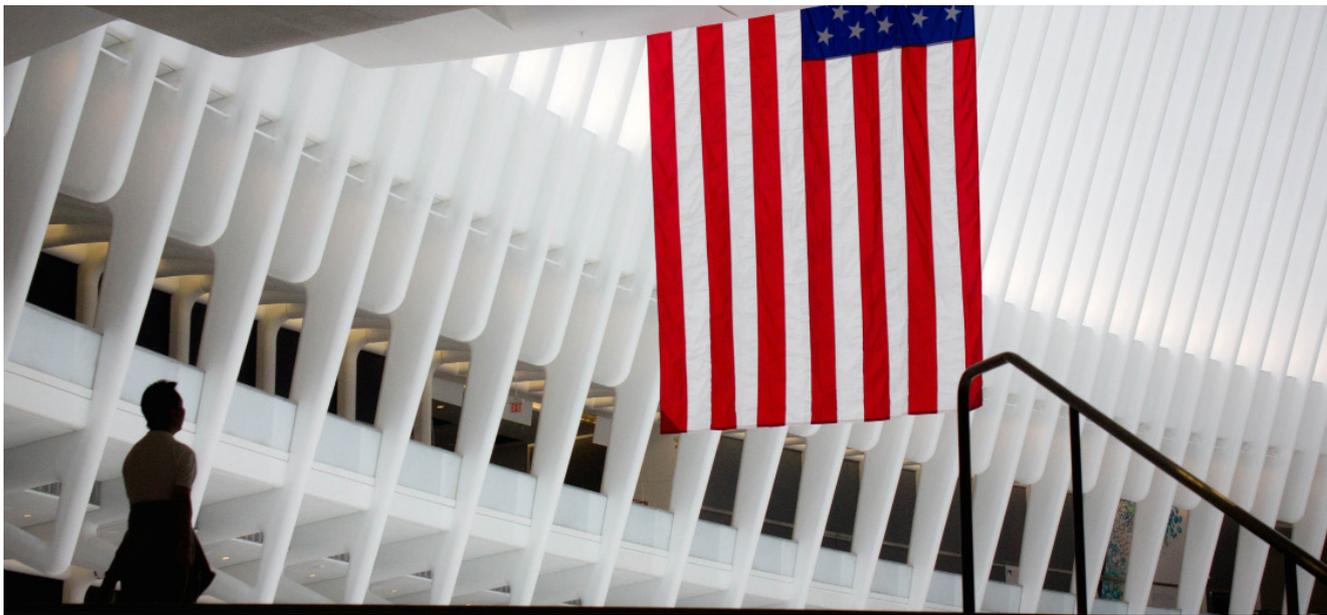
从人民银行总行征信管理局2011年发布的征信行业标准中对债项违约的认定标准中，“长期债券未到期前，债券发行主体破产或被接管”或“债券发生不利于债权人的债务重组行为”或“有充分证据证明债券履行主体不能全额、按期偿还债券本金和利息”均应认定为违约。

国际评级机构中，不管是标普对违约状态的定义，还是穆迪对债务违约的定义，还是惠誉对债务人违约和违约评级的定义，均可以看到，国际三大评级机构对主体已经发生了类似破产或消极债务重组等违约事件，未到期债券均会判定为违约。国内评级机构中联合对此情形亦明确界定为违约。

<sup>21</sup>参见《中国人民银行信用评级管理指导意见》（银发[2006]95号）。

# 政府停摆对美国主权信用的负面影响

■ 文/ 曹曼茜



## 一、美国政府关门时长不断创纪录

因美墨边境墙拨款争执，美国联邦政府部分机构自2018年12月22日零时至1月25日持续关门35天。这是2018年的第三次政府关门，也是40年来美国政府首次在一年内三次陷入关门危机，创下美国政府关门的最长时间纪录<sup>1</sup>。

美国政府关门（亦称“政府停摆”）是指政府预算案未获国会参议院、众议院两院批准，联邦政府无支出预算，将关闭部分政府机构并停止相应服务。美国政府虽然关门，但国家机器依然保持运作。国家安全和执法部门等政府主要职能部门继续保持运转，而联邦政府环境、教育、商务部和住房等非必要部门的大部分雇员暂时无薪休假。

美国政府关门的法律和制度基础是《1921年预算

与会计法案》及《1974年美国国会预算暨截留控制法案》。其制度根源在于美国三权分立的政治体制，用于制衡行政部门和立法部门，为避免行政分支开支无度。但实际上，包括此次在内，美国政府历史上共停摆22次，其中除了两次是由于国会聚餐推迟一天通过预算案和技术原因导致政府关门外，其余政府停摆的主要原因包括三大类，即美国共和党和民主党产生分歧、参众两院产生分歧以及两院和总统产生分歧。政府关门经常沦为国会两党促使对方做出让步的“工具”，本次政府关门的背后动机便主要在于此。

本次美国政府关门的根本原因在于特朗普竞选时曾承诺在美墨边境修建隔离墙，建设费用由墨西哥承担，后改由美国承担。在最新一轮的预算表决中，特朗普要求在拨款法案中加入57亿美元边境墙建设费

<sup>1</sup>此前政府关门持续的最长时间为21天。

用，民主党表示坚决反对。2018年12月19日，美国参议院通过临时的预算决议，但因决议中不包括57亿美元边境墙拨款而遭到特朗普的拒绝。2019年1月3日，中期选举产生的新一届美国国会正式宣誓就职，民主党重夺众议院控制权，共和党虽在参议院中占53席的多数地位，但未达到预算法案通过需要的60票，国会两院分裂加剧，民主党拒绝与特朗普进行谈判，政府进入持续的关门状态。

2019年1月25日，特朗普在民主党人“政府先开门，之后再谈边境安全”的坚持要求下终于做出妥协，当日宣布并正式签署了临时拨款法案，但该法案并不包括特朗普要求的57亿美元美墨边境墙预算。同时，联邦政府承诺恢复运作至2月15日，其间国会参众两院的共和、民主党议员组成跨党派委员会，就加强国土安全的资金问题提出建议。由此，美国才结束了此轮政府停摆。

此次政府关门背后反映的是两党对于2020年大选的博弈。于共和党而言，在美墨边境修建隔离墙是特朗普竞选总统时的重要承诺，是他稳固票仓、寻求连任的重要政治筹码，这就决定了共和党在此问题上不会轻易妥协。而民主党则坚持认为，美墨边境墙在加强边境安全上低效、昂贵且没有必要，是共和党煽动保守派选民的政治噱头。民主党在2018年中期选举中获得阶段性重要胜利，于是在边境墙问题上阻击特朗普。而特朗普担心若未能履行承诺，则可能在2020年大选中丧失优势，不惜以政府关门的方式胁迫民主党让步。面对僵局，两党均态度强硬、不肯妥协，显示两党之间的共识和合作越来越少，而分歧和斗争则愈演愈烈。

## 二、信用评级机构调级示警，美国主权风险值得关注

国际三大评级机构中的两家均在1月份发出了对美国主权信用下降的示警。1月9日，惠誉警告称，如果美国持续的政府停摆导致其触及债务上限，对财政政

策制定造成更明显的稳定性影响，包括围绕美国债务上限的“边缘政策”（指政治上故意将危险局势推至极限，以说服对方服从我方的政治要求），惠誉将在今年晚些时候下调美国的AAA主权债务信用评级。

惠誉全球主权评级主管James McCormack在媒体发言上表示，美国的财政状况出现了实质性的恶化，债务水平和利息负担都持续上升，如果政府关闭持续到3月1日，可能触及债务上限，从而给美国的主权信用等级带来负面影响。

1月10日，穆迪也表示，虽然政府关门对美国主权信用评级暂时没有直接影响，但对这一评级的负面影响达到了扰乱经济的程度。穆迪预计，美国联邦政府部分停摆每一周对美国实际GDP的影响大约为-0.04%，虽然不是很大，但如果政府关门持续，将损害美国多个行业的债券发行者。其中，包括对地方政府、面向消费者的公司和消费者资产支持证券等美国实体产生更广泛的负面影响，进而对美国经济产生更广泛的负面影响，也不利于美国主权信用。同时，穆迪也同意政府关门将影响美国债务上限的观点。虽然当前的政府关门不会影响社保、医保等强制性支出，不影响国会在2019财年已经批准拨款的支出或美国政府债务的本金与利息偿付，但如果政府关门持续，将使有关美国债务上限的谈判复杂化。

穆迪早在12月22日美国政府刚关门时对福克斯新闻表示，如果只是一次短暂关门，对美国经济基本不会有影响。穆迪副总裁与高级信贷官William Foster还称，政府关门只会停止联邦自主性支出，暂时不会对美国的主权债务评级产生实质性的影响，“但如果关门被延长了，穆迪会重新进行评估”。

## 三、政府长期停摆或将影响美国公共财政信用

美国两党预算分歧难以协调，反映出美国公共财政正经历困难，其背后的一大重要原因是日益升高的美国债务风险，而政府关门可能进一步耽搁财政政策

的制定，增加政策不稳定性，从而加剧美国公共财政的信用风险。当前，美国国债正面临总量高、境外投资者占比高的“两高”问题。

从总量上看，美国未清偿国债总额常年持续上升。截至2018年底，美国一般政府债务总额约为21.51万亿美元，占GDP比重约106.75%。美国是国债占GDP比重最高的发达国家和地区之一，仅次于日本（251.83%）、意大利（129.42%）和葡萄牙（126.44%），远高于发达国家和地区平均水平的66.58%。

从发债情况上看，发债币种、国内产业结构完整度和外债持有者比重是对国债危机爆发有着深刻影响的“三块木板”，美国前两项木板较为完整，但第三块木板岌岌可危。美国主要通过本币发债，较大程度地减少了违约风险；国内产业结构完善，能够抵御经济危机；然而境外投资者持有美国国债的比重较高，情况不容乐观。截至2017年末，美国一般政府外债总额为6.53万亿美元，同比增长4.70%，占一般政府总债务的31.52%。

推动美国国债上升的国内原因主要有两点：

（1）美国的民主政治制度使得历任总统实施的货币与财政政策较为短视化，总统为获得选民支持而常承诺一系列改善民生的措施，安排短期的福利政策，实现这些措施和政策的重要融资方式就是发行国债。

（2）美国政府常以扩张性财政政策来解决任期内经济问题和刺激经济增长，又为了填补财政赤字而扩

大国债发行，使得美国国债规模不断上升。

境外积极地大量持有美国国债也有两大方面原因：

（1）美国与其两个最大债权国（中国和日本）居民的消费和储蓄意识不同。美国居民倾向于提前享受借贷消费，维持着高消费率与低储蓄率；而其债权国则一直保持高储蓄率和低消费率，美国国债以美国经济实力为支撑，成为了受到境外投资者青睐的固定收益投资标的。

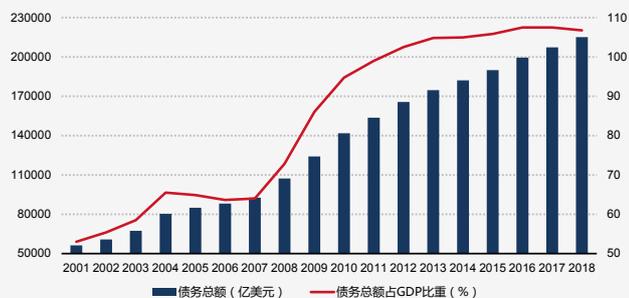
（2）在经济全球化和石油美元体系背景下，美元成为了世界结算货币和重要的国际储备货币，世界各国都有积累美元资产的动机。而美国国债一直被视为全球最安全、最具有流动性的金融资产，境外投资者都想通过增持美债完成资本积累，从而从需求端角度带动了美债供给的增长。

#### 四、政府停摆对美国社会和经济的负面影响日渐显现

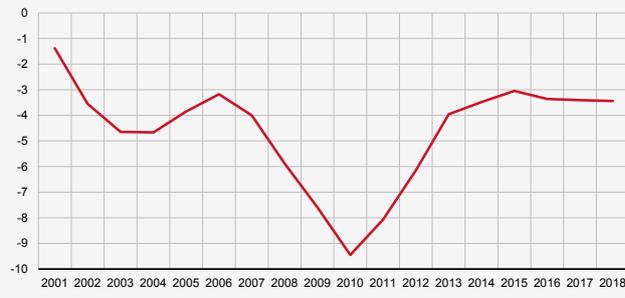
政府关门对美国社会和经济的多个方面产生了直接影响：

一是政府经济职能的运行受阻。美国司法部、国土安全部、国务院、住房及城市发展部、交通部、财政部、农业部、商务部、内政部共9个部门暂时停摆，经济数据发布、食品和药品常规监管、股市监管审批和调查等多项工作将延期执行，美联储获得的经济数据不足，履职难度加大。

图表1：美国一般政府债务总额及占比



图表2：美国财政赤字率（单位：%）



二是社会民生受到影响。联邦政府210万联邦政府雇员中约有80万人在关门期间薪水中断，包括38万名雇员被强制无薪休假，以及处于关键岗位继续上班的42万名雇员在政府关门期间无法拿到薪水。虽然政府表示，无薪工作的雇员可在拨款法案通过后补领工资，但迟迟拿不到薪水将对雇员们的正常生活造成影响，美国联邦雇员协会也表示将起诉特朗普政府。

另据《华盛顿邮报》，85%的联邦雇员声称，因为收入不确定性，他们不得不减少假期开支。此外，政府提供的多项居民生活服务中止。

数百万生活在贫困线以下的美国居民可能不能及时拿到美国农业部发放的食品券。多个国家公园由于管理人员进入无薪休假而陷入混乱状态，影响旅客的旅行体验。政府关门已经造成民众不满，据路透社和益索集团的一项联合调查，针对本次联邦政府关门，50%的调查对象认为是特朗普的责任，7%认为是共和党的责任，32%认为应归罪于民主党。

随着政府停摆时长的累积，这些影响可能开始显示在经济数据中，对未来经济增长构成影响。

股市方面，政府关门对美股形成一定的短期扰动。历史上6次超过十天的政府关门期间，美股出现4次下跌、2次上涨；开门后1个月内3次下跌、3次上涨；美股波动率也是在关门期间或者开门后1个月内走高，但随后逐渐回落。

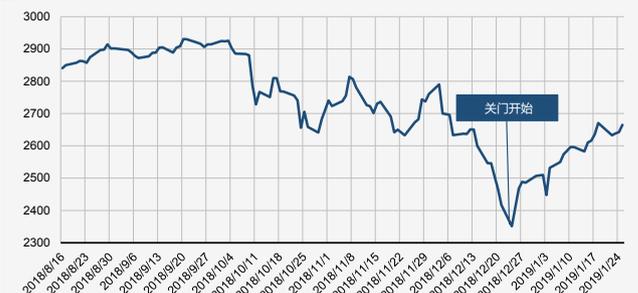
总体上看，经历过美国政府的频繁停摆，投资者已对该事件及其影响有一定认识和预期，使其影响控制在短期之内。就本次看，12月22日政府关门以后S&P500波动上涨，2018年12月22日至2019年1月25日整体上涨13.34%。

债市方面，民主、共和两党就预算问题的争议反映出美国财政存在一定问题，市场对美国债投资趋于谨慎，致使债市趋于下跌。在美国历史上超过十天的6次政府关门中，关门期间及政府重新运作后3个月左右甚至更长时间，10年期美国国债收益率普遍上涨，期限利差走阔，即出现短期内美债收益率攀升，

债市下跌。本次政府关门后，12月24日-1月3日美国10年期国债收益率下跌6.79%，1月3日-1月25日上涨8.03%，整体小幅上涨0.69%。若2月15日后政府再次关门，美国债市下跌或将进一步显化。

大宗商品方面，随着关门时间进一步拉长，黄金避险功能或继续显化，能源与工业金属价格由于更多反应了供需状况及经济预期，则受影响不大。2019年1月25日COMEX黄金价格指数收于1308.70美元，较政府关门前上涨2.84%。

图表3: S&P 500指数 (单位: 美元)



数据来源: Bloomberg, 新世纪评级整理

图表4: 美国10年期国债收益率 (单位: %)



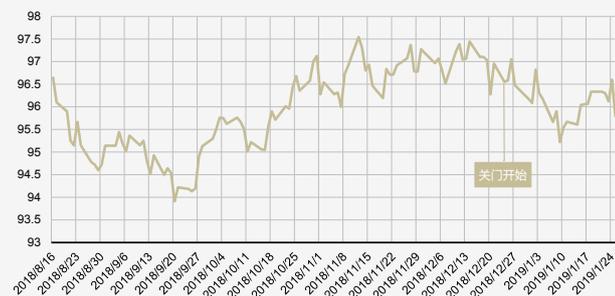
数据来源: Bloomberg, 新世纪评级整理

图表5: COMEX黄金价格指数 (单位: 美元)



数据来源: Wind, 新世纪评级整理

图表6: 美元即期价格指数 (单位: 美元)



数据来源: Bloomberg, 新世纪评级整理

汇率方面, 美联储受政府关门影响, 缺少数据来构建经济前景及货币政策预期 (例如GDP和零售销售等数据都有待相关部门提供), 加息节奏或进一步放缓。美元指数趋于下跌, 在历史上超过十天的6次关门期间, 美元指数4次下跌, 2次上涨。本次政府关门以后, 美元指数开始波动下跌, 1月25日美元即期价格指数较12月24日下跌0.79%。

综合以往美国政府关门的经验看来, 政府关门给经济带来的短期波动一般可在长期中得到缓解, 但由于此次政府关门持续时间较长, 给美国社会和经济均带来一定负面影响, 并引发市场对美国货币政策和财政政策的可靠度的质疑。在当前美国国债总量和境外投资者占比双高的情况下, 财政调节的不及时甚至失控更可能加剧美国的债务风险, 影响美国主权信用评级。特朗普总统1月25日签署的临时拨款法案仅能维持政府运行至2月15日, 其后特朗普总统能否与国会就预算法案达成一致、恢复政府长期正常运作并维护美国政策可靠度, 我们将密切关注。



# 有色金属行业2019年度信用展望

■ 文/ 胡颖 刘佳

## 摘要 ▶▶

2018年以来，有色金属行业需求缺乏实质性支撑，有色价格较上年末有所回落，但均价变化相对不大，行业收入继续增长，但采选和延压子行业利润表现呈现分化。样本企业大多在行业中排名靠前，有一定的资源和规模优势，2018年盈利能力有所提升，杠杆水平有所下降。行业集中度方面，行业内企业进一步整合，尤其上游资源端企业集中度进一步提升。展望2019年，安全与环保监管趋严常态化，有利于加速过剩产能出清，优化行业竞争格局；价格方面，贸易争端影响持续，全球经济下行压力加大，预计有色金属转弱，对有色金属价格提振或不利；金属矿供应仍较有序，短期内行业信用质量有望保持稳定。总体来看，伴随有色金属行业收入盈利好转，行业企业信用质量改善，2018年行业内7家发债主体信用等级向上迁移。从市场表现看，前三季度行业内发债主体发债数量和规模均较上年同期有所增加，发行利差仍遵循随信用等级提升而下降的规律。

## 一、行业基本面

2018年以来，行业供给侧改革持续推进，但不再实行“一刀切”，改革边际效应有所递减；新环境税法于2018年起实施，环保及安全督查监管趋严，企业运营面临成本上升压力，但政策实施有利于行业过剩产能加速出清。

有色金属行业下游主要为房地产、电力、家电、汽车等行业，其发展与宏观经济发展及固定资产投资

密切相关，是典型的周期性行业。我国作为新兴工业化国家，在世界有色金属工业中的地位不断增强，生产和消费规模不断扩大。

2012年以来，我国铜铝铅锌四种基本金属产量和消费量全部位居全球第一，已成为全球最大的有色金属生产和消费国，构成了全球范围内的有色金属需求的“中国因素”。虽然国内对于有色金属消费需求可观，但我国有色金属矿产资源较为稀缺，每年需要从国外大量进口资源，资源保障程度处于很低水平，

有色金属价格主要受全球范围内供需状况决定，行业运营风险具备全球性特征。且伴随前期有色金属行业高速发展，国内冶炼环节存在大规模低效产能投入，过剩产能亟待清理，加上我国在下游精深加工、军工及航空等领域高附加值产品进口替代能力较弱，行业“中间大、两头小”的产业链格局问题较为突出。此外，稀土等部分品种存在资源过度无序开发、资源无效利用问题、能耗较高、环境污染等问题较为严重。

针对以上问题，目前产业政策以大力发展矿山原料生产、淘汰落后产能、提高资源利用效率、降低有色金属生产的能源消耗、治理环境污染为主要方向，指导性的行业规划、强制性的准入门槛、供给侧改革措施相继推出。

2017年以来，行业供给侧改革持续推进，4月，

发改委、工信部等四部委发布清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案，启动对违法违规电解铝产能的整顿，根据有色金属协会统计，自启动以来至2017年末目前已有529万吨建成产能停产，另有505万吨在建产能停建，总计涉及违法违规电解铝产能1,034万吨。

2017年以来，国家安监总局推出多项矿山安全生产政策，并于9月在全国范围内开展安全生产大督查。同时，环保部推出排污者付费、第三方治理与排污许可证制度，碳交易市场已经启动，新环境税法也于2018年1月1日起实施，2018年以来国家又陆续推出多项环保及安全政策，预计未来一段时间环保及安全督查力度将持续加强。环保和安全政策的趋严，短期内将增加企业运营成本，但中长期看将有利于行业过

图表1：2017年以来有色金属行业相关主要产业政策一览表

政策名称	发布部门/发布日期	要点
关于全民所有自然资源资产有偿使用制度改革的指导意见	国务院/2017年1月	完善矿产资源有偿使用制度，除协议出让等特殊情形外，对所有矿业权一律以招标、拍卖、挂牌方式出让，严格限制矿业权协议出让，强化矿产资源保护。
全国国土规划纲要(2016—2030年)	国务院/2017年2月	有序建设有色金属产业基地，发挥资源优势，在中西部地区适度建设有色金属深加工基地，利用进口铜、镍等原料，在沿海地区合理布局建设有色金属基地。加强稀土等资源保护力度，合理控制开发利用规模，促进新材料及应用产业有序发展。
关于推进黄金行业转型升级的指导意见	工信部/2017年3月	推进供给侧结构性改革，着力构建结构优化、资源节约、环境友好、绿色发展、安全发展的现代化黄金产业，提出“十三五”期间，黄金产量年均增长3%左右，到2020年末，黄金产量达到500吨，黄金年生产能力达到600吨，黄金开采企业数量从600多家减少到450家左右；固体废物综合利用率达到35%以上，水循环利用率达到90%以上。
清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案	发改委、工信部等四部委/2017年4月	将用6个月时间，通过企业自查、地方核查、专项抽查、督促整改4个阶段，全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作。
非煤矿山安全生产“十三五”规划	国家安监总局/2017年8月	到2020年，非煤矿山法治建设将得到全面加强，淘汰关闭矿山6000座；生产安全事故起数、生产安全事故死亡人数、从业人员千人死亡率较2015年下降10%。
关于开展全国安全生产大检查综合督查的通知	国家安监总局/2017年8月	定于9月份在全国范围内开展安全生产大检查综合督查。此次综合督查的范围是全国31个省(区、市)和新疆生产建设兵团，非煤矿山为重点抽查行业领域之一。
金属非金属矿山重大生产安全事故隐患判定标准(试行)	国家安监总局/2017年9月	加强矿山安全管理规范，提高政策的可操作性。
关于推进环境污染第三方治理的实施意见	环保部/2017年9月	围绕加快实施大气、水、土壤污染防治行动计划，实现环境质量改善，以环境污染治理“市场化、专业化、产业化”为导向，推动建立排污者付费、第三方治理与排污许可证制度有机结合的污染治理新机制。
安全生产应急管理“十三五”规划	国家安监总局/2017年9月	提出了“十三五”时期安全生产应急管理的基本原则：强化应急准备，突出应急处置，实施重点突破，推进改革创新。
矿业权交易规则(试行)	国土资源部/2017年9月	将有关建立省市两级矿业权交易机构、矿业权审批信息公开制度、开展网上交易试点、公示信息与配号系统关联等内容进行整合，国土资源主管部门的职责。
冶金企业和有色金属安全生产规定	国家安监总局/2018年1月	对企业的安全生产保障提出要求，明确各生产设施、操作环节、易燃易爆危险物处理、人员培训等方面的相关规定，要求有关部门加强监督管理并明确法律责任。
燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)	国家发改委/2018年3月	对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了24条整治意见。《方案》指出，“未核先建、违规核准、批建不符、开工手续不全等违规在建燃煤自备电厂，一律停止建设。中发9号文件出台之后未经批准或未列入规划的新建燃煤自备电厂，一律停建停运。自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳依法合规设立的政府性基金及附加，并严格执行政策性交叉补贴政策等内容。
2018年工业节能监察重点工作计划	工信部/2018年3月	对2017年违规企业整改落实情况专项督察，对重点高耗能行业专项监察，对阶梯电价执行专项监察，对重点用能产品设备能效提升专项监察等。
关于加强涉重金属行业污染防控的意见	生态环境部/2018年4月	规定重金属减排措施和工程包括四个方面，分别是淘汰落后产能、工艺提升改造、清洁生产技术改造和实施特别排放限值，并要求到2020年，全国重点行业的重点重金属污染物排放量比2013年下降10%。
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院/2018年6月	要求严控“两高”行业产能。重点区域新增钢铁、焦化电解铝等产能；重点区域京津冀及周边地区、长三角汾渭平原等区域，实施煤炭消费总量控制。
《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	工信部、生态环境部/2018年9月	对钢铁、建材、铸造、有色、化工、焦化等高污染和高耗能行业，不再进行统一的停工限产比例，由各个地方根据当地的实际情况，制定停工限产的范围和时间。政策较去年来说，限产覆盖范围缩窄，且力度也有所减弱，对于达到环保要求的企业甚至可执行不限产政策。

数据来源：公开信息，新世纪评级整理

剩产能快速出清，促进行业结构进一步优化。

2018年3月22日，国家发改委下发《燃煤自备电厂规范建设和运行专项治理方案(征求意见稿)》(下称《方案》)，对全国燃煤自备电厂的建设和运行提出了24条整治意见。《方案》指出，“未核先建、违规核准、批建不符、开工手续不全等违规在建燃煤自备电厂，一律停止建设。自备电厂自发自用电量应承担并足额缴纳依法合规设立的政府性基金及附加，并严格执行政策性交叉补贴政策等内容”。目前政府性基金补缴问题仍未确定，但未来政府性基金征缴将趋严。

山东省是全国最大的电解铝生产省份，自备电比例为100%，且省内存在较多电解铝企业过往没有足额缴纳政府性基金，面临的电费压力较大，其产业竞争力未来下降的可能性大；同时，考虑到氧化铝、铝土矿的资源优势，以及自备电比例较低，广西、云南未来的优势有望增强。

2018年6月，国务院颁布《关于打赢蓝天保卫战三年行动计划》的通知，将京津冀及周边地区、长三角地汾渭平原等域列为重点。该计划在去年采暖季限产规划的重点区域的基础之上，增加了河南洛阳平顶山、三门峡市和吕梁市。若该计划最终能够落实最终将影响到全国72%的氧化铝产能以及31%的电解铝产能。

9月国家最新发布了《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，今年取暖季政策较去年来说，限产覆盖范围缩窄且力度也有所减弱。对于达到环保要求的氧化铝及电解企业甚至可执行不限产政策。

2018年以来，有色金属下游细分行业需求进一步分化，电网基本建设投资及汽车产业增速下滑，房地产与家电投资保持较高增速，总体看有色金属下游需求基础仍缺少实质性支撑。

电力方面，2014~2016年，我国电网投资需求呈加速扩张态势，电网基本建设投资完成额分别为4,118亿元、4,603亿元和5,426亿元，分别同比增长5.75%、11.74%和16.90%。随着骨干网架大规模投

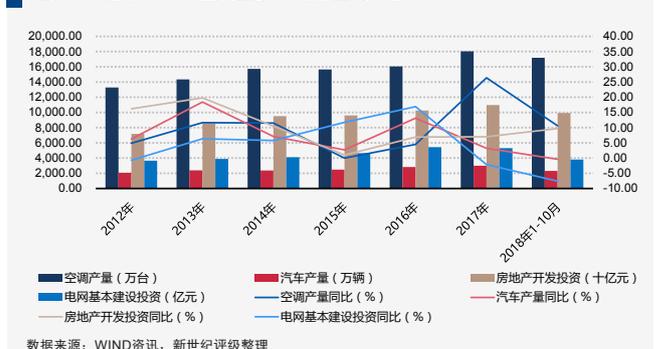
资时代的结束，2017年电网基本建设投资同比下滑2.15%至5,314亿元。2018年1-10月，电网基本建设投资为3,814.00亿元,同比减少7.60%。

房地产方面，2016年以来，得益于前期信贷宽松政策出台，房地产市场持续回暖，拉动房地产投资相应增长，2016年及2017年全国房地产开发投资分别为10.26万亿元和10.98万亿元，同比分别增长6.9%和7.0%，增速较上年同期提升5.9个百分点和0.1个百分点，全国房屋新开工面积分别为16.69亿平方米和17.87亿平方米，同比分别增长8.1%和7.02%。2018年1-10月，全国房地产开发投资额为9.93万亿元，较上年同期增长9.70%；全国房屋新开工面积分别为16.88亿平方米，较上年同期增长16.30%。

汽车方面，2017年，汽车产量为2,994.20万辆，同比增长仅3.20%，增速较上年同期下滑9.90个百分点。2018年1-10月，汽车产量为2,322.60万辆，同比减少0.40%。家电方面，受高温天气影响，2017年我国空调产量达18,039.80万台，同比增长26.40%，增速较去年提升21.90个百分点；2018年1-10月，空调产量为17,175.50万台，同比增长10.60%。

中长期来看，电网投资减缓，汽车产量增速持续回落，随着我国房地产市场调控政策的出台，房地产行业需求也存在较大不确定性，家电行业以存量更新为主、增长空间有限，总体来看有色金属下游需求增长仍然承压。

图表2：近年来有色金属主要下游行业增长情况



2018年以来十种有色金属产量增速同比有所回升，但增长水平仍低于宏观经济增长速度。2018年主要有色金属价格总体呈波动回落态势，而均价较2017年相对平稳。

2014年以来，受经济增速放缓影响，房地产、汽车和家电等有色金属主要下游行业整体表现出增速放缓趋势，电网投资在前期加速扩张之后亦有所放缓。受此影响，我国有色金属产量增长速度有所下降。

2014~2017年，全国十种有色金属产量分别为4,417万吨、5,090万吨、5,283万吨和5,378万吨，同比分别增长7.2%、5.8%、2.5%和3.0%，2017年增速虽较上年有所回升，但行业增长速度仍低于宏观经济增长水平。随着供给侧改革边际效应递减及有色金属价格普遍回升激励的影响，2018年1-10月，全国十种有色金属产量为4,478.50万吨，同比增长4.40%，增速较上年同期提升1.0个百分点。

分品种看，精炼铜产量在铜冶炼产能扩张的带动下保持较快增速，2016-2017年及2018年1-10月，精炼铜产量分别为843.63万吨、888.90万吨和739.30万吨，分别同比增长5.95%、7.70%和10.60%，总体国

图表3：近年来我国十种有色金属产量及增速



数据来源：国家统计局

图表4：主要有色金属产量变化（单位：万吨）

产品	2015年	2016年	2017年	2018年1-10月
精炼铜	796.36	843.63	888.90	739.30
原铝	3,141.31	3,187.32	3,227.00	2,771.00
铅	385.82	466.54	471.60	396.20
锌	615.50	627.35	622.00	465.20
镍	33.18	21.99	20.26	11.73*
锡	16.69	18.27	18.22	12.89*

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理  
注\*：镍和锡的产量为2018年1-9月累计数

内精铜市场仍呈现供应略过剩格局（国内铜精矿产量与进口量之和大于消费量）。

电解铝产量在供给侧改革以及行业自律同步推进的情况下增速放缓，2016-2017年分别为3,187.32万吨和3,227.00万吨，分别同比增长1.28%（增速较上年下降7.15个百分点）和1.60%。2018年1-10月，电解铝产量为2,771.00万吨，同比增长4.40%。

因再生铅产量增长影响，原生铅供应短缺对铅产量增长影响相对较小，2016-2017年及2018年1-10月，铅产量分别为466.54万吨、471.60万吨和396.20万吨，同比分别增长5.70%、9.70%和8.30%。

受锌价持续低迷影响，2015年末开始行业企业控制产量，2016-2017年及2018年1-10月，锌产量分别为627.35万吨、622.00万吨和465.20万吨，同比分别增长1.96%，减少0.70%和3.10%。

近年来受全球镍矿产量逐步下降的影响，我国精炼镍产量呈逐年下降趋势，2015-2017年及2018年1-9月分别为33.18万吨、21.99万吨、20.26万吨和11.73万吨，同比分别减少5.97%、8.67%、7.47%和增长1.04%。主要受冶炼加工费持续低迷的影响，2017年及2018年1-9月我国精炼锡产量分别为18.22万吨、12.89万吨，同比分别减少0.31%和0.41%。

作为大宗商品之一，有色金属的价格主要受全球经济增长预期及矿山资源开发供给状况的影响。2014-2015年因下游需求持续低迷，大多数有色金属价格持续下滑，导致部分矿山停产，资源供给端逐步紧缩。2016年以来，受供需情况有所好转、原油期货上涨带来的大宗商品上涨等一系列利好因素影响，主要有色金属产品价格普遍出现明显反弹。根据世界金属统计协会（WBMS）数据，当年除铜供给过剩外，大多数有色金属呈现供需紧平衡格局，供给小规模短缺。受上述因素影响，2016年末铜、铝、铅、锌、锡现货价格分别较年初上涨22.70%、17.58%、35.09%、56.93%、56.73%，全年均价分别较上年下降6.36%，上涨3.55%、11.10%、9.70%和9.12%。

2017年，以美欧为首的发达经济体复苏，全球经济数据稳步回升，带动大宗商品价格持续回暖，全年铜、铝、铅、锌、锡现货均价分别较上年上涨28.76%、15.53%、25.85%、41.95%、19.98%。其中，铅锌价格涨幅最大，国际矿业巨头嘉能可锌矿项目未能复产，国内铅锌矿山受制于安全及环保压力新项目投产不及预期，由此带来的供需紧缺格局是支撑锌价及铅价走强的主要因素；受铜矿主产区智利罢工因素影响，铜价快速上涨；铝在国内供给侧改革政策

预期以及国外市场供需紧缺等因素影响下，亦有较大幅度增长。

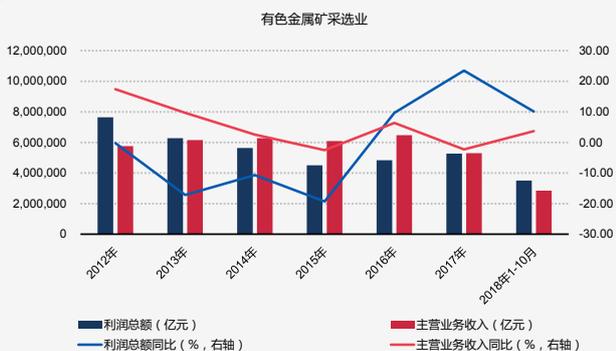
2018年以来，铜价呈现先震荡后下行趋势，走势偏弱，11月末价格较上年末下降9.05%；铝价受国内矿山治理整顿、中美贸易摩擦和国内需求不旺等多重因素影响，由高位波动下行，11月末价格较上年末下降8.16%；因国家加大环保督察，上半年部分地区再生铅厂进入整合、升级而大规模减停产，铅价持续上涨，6月末价格较年初上涨11.55%，但下半年开始随着再生铅供给逐渐恢复和市场进入淡季，铅价逐步回落；锌价在连续大幅上涨后呈现回落态势，一方面因国外矿山产能逐步释放、精矿供给增加，另一方面受下游需求增速放缓影响，11月末锌价较上年末下降17.54%；受锡矿供给波动和中美贸易战的影响，锡价波动较大，但价格仍处于高位；上半年镍价在在新能源汽车产量高速增长和环保限产的驱动下保持上涨趋势，但7月以来受中美贸易战和下游不锈钢需求疲软镍价出现波动下滑，11月末镍价较上年末下降2.15%。

图表5：近年来主要有色金属价格情况（元/吨）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理；左轴为铝、铅、锌的价格，右轴为铜、锡和镍的价格；为长江有色金属平均价格。

图表6：近年来有色金属行业整体收入及盈利变动情况



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

总体来说，2018年以来，有色金属价格走势总体呈现波动回落态势。从均价来看，2018年1-11月铜、铅、锡和镍的价格分别较2017年上涨3.15%、4.09%、1.26%和23.85%，铝和锌的价格分别较2017年下降1.28%和1.22%，均价变动相对平稳。

2018年以来，有色金属行业结构实现进一步整合，尤其是上游资源端企业集中度实现较大提升。有色金属产品价格总体呈波动下滑，但均价较上年变化不大，有色金属企业收入保持增长，矿采选企业盈利水平持续提升，而冶炼与压延加工业经营压力加大。

2018年以来，供给侧改革政策继续推进，有色金属行业环保及安全生产监管趋严，部分矿山因安全隐患、生产成本上升等原因停产，有色金属行业结构实现进一步整合，尤其是上游资源端企业集中度实现较大提升。从行业企业数量来看，2018年10月末，有色金属矿采选业和冶炼及压延加工企业单位数分别较2017年年末减少12.90%和4.77%。

2017年，有色金属采选业实现营业收入5,301.10亿元，同比减少2.30%，实现利润总额527.20亿元，同比增长23.50%；有色金属冶炼与压延加工业实现营业收入55,142.40亿元，同比增长15.70%，实现利润总额2,023.90亿元，同比增长28.60%。

2018年1-10月，有色金属采选业实现营业收入2,850.90亿元，同比增长3.70%，实现利润总额350.80亿元，同比增长10.10%；有色金属冶炼与压延加工业实现营业收入41,032.50亿元，同比增长8.00%，实现利润总额991.50亿元，同比减少20.10%。

财务杠杆方面，受行业景气度好转影响，2017年末有色金属矿采选业和压延加工业的资产负债率分别为51.44%和63.34%，分别较上年期末下降1.52个百分点和0.66个百分点，企业财务压力有所减轻。2018年以来，有色金属企业财务杠杆有所上升，10月末有色金属矿采选业和压延加工业的资产负债率分别升至56.24%和64.17%。

从有色金属行业50家发债企业样本（行业排名居前）的利润总额占比来看，2017年，样本企业利润总额为692.55亿元，在行业利润总额中占比为27.15%，2016年这一占比仅为11.75%。2018年前三季度，样本企业利润总额为527.01亿元。

## 二、行业样本数据分析

以下分析中样本选取自有色金属行业<sup>1</sup>尚在存续期的78家发债企业，剔除经营数据公开程度较差的企业12家，此外为避免因合并口径问题导致重复计算而剔除集团下属子公司的样本13家、因下属子公司有色行业特征更明显而剔除集团样本3家，共筛选出50家样本企业。其中，上市公司19家，占比约四成；按企业性质划分，包含中央国企7家、地方性国企20家、民营企业17家、其他企业（集体企业、外资企业等）6家。分

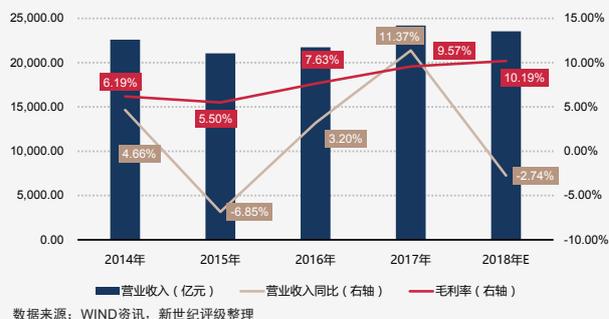
析中引述的样本收入、期间费用、现金流等期间数据2018年度数据统计期间一般为2017Q3-2018Q3；另外江铜集团、魏桥铝电等9家企业最新财务数据仅到2018年上半年度，数据统计期间为2017H1-2018H1。

2017年以来，受益于有色金属价格的持续回升及产品产销量增速有所恢复，样本企业营业收入增长较快，毛利率进一步提升，盈利能力及经营性现金流状况持续改善。同期，样本企业资产负债率有所下降态势，企业信用质量进一步改善。但需关注，目前企业应收账款周转速度受下游需求低迷影响有所放缓，且行业负债经营程度较高、资本支出规模较大，均对企业信用质量存在不利影响。

【营收状况】受价格持续下跌、产销量增速下滑的影响，2015年有色金属样本企业收入整体出现下滑，但2016年以来随着价格持续回升，行业整体毛利率提升，收入恢复增长，2017年，样本企业总计实现营业收入2.42亿元，较上年增长11.37%，增速较上年提升8.17个百分点。2018年以来有色金属均价总体平稳，样本企业当年预计营业收入较上年基本持平，整体毛利率略提升至10.19%。

【经营业绩】随着债务规模扩张，样本企业财务费用快速增长，2015年样本企业财务费用支出达到572.53亿元的较高水平；且大型有色企业大部分为国企，人员负担重，管理费用亦处于偏高水平，伴随收入下滑，当年期间费用率达6.06%。受益于央行降息，

图表7：样本企业收入及毛利率变动情况



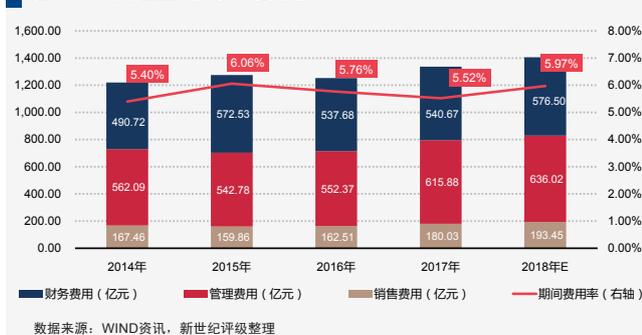
<sup>1</sup>根据新世纪评级《有色金属行业信用评级方法（2018版）》，有色金属行业包括有色金属采选、冶炼、压延三个子行业。

样本企业财务费用有所减少，且伴随收入增长，2016年样本企业期间费用率有所下降。2017年样本企业收入增速加快，期间费用率较上年有所下降。2018年以来受融资成本上升影响，样本企业预计财务费用较上年增长6.63%，管理费用亦有所增长，全年期间费用率预计较上年增加0.45个百分点至5.97%。

有色金属行业利润主要来自于毛利，从整体上看，2016年以来随着行业持续回暖，企业盈利状况逐步改善，2017年样本企业净利润同比大增228.47%；2018年样本企业预计实现净利润464.97亿元，较上年增长2.71%。近年来样本企业非经营性损益波动较大，对净利润产生一定影响。其中，2014、2015年因行业景气度低迷，有色金属价格持续下跌，企业对存货计提较大规模减值准备，两年合计计提506.96亿元。随着有色金属行业回暖，价格走高，2016年资产减值损失规模有所减少。样本企业2017年计提的资产减值损失规模较大，一方面魏桥铝电因关停产能，大规模计提在建工程、固定资产减值准备（当年共计提40.38亿元），另一方面因经营业绩较好、出于平滑利润考虑，部分企业计提的资产减值损失有所增加。2018年前三季度样本企业计提资产减值损失共计71.61亿元。

【运营效率】受下游客户回款速度减慢影响，样本企业应收账款周转时间有所延长，由2013年的11.80天增至2018年（预期）的16.41天，但周转速度仍处于较快水平。样本企业期末库存账面价值变动与价格走势更为相关，实际周转效率近年来整体变化不明显，2018年（预期）为69.91天，较上年增加7.97天，主

图表8：样本企业期间费用变动情况



要是由于产品价格处于相对高位，存货以期末价格计价，而营业成本多以历史成本结算（偏小），由此计算得到的存货周转天数有所增加。

【债务状况】有色金属行业固定资产投资规模较大（2015年以来投资持续负增长，但每年固定资产投资完成额仍超过5,000亿元），导致行业整体负债规模近年来持续增长，资产负债率于2015年达到最高点。

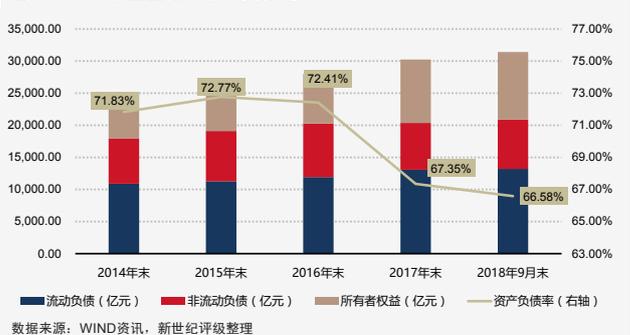
图表9：样本企业盈利来源及构成分析（单位：亿元）



图表10：样本企业应收账款及存货变动情况



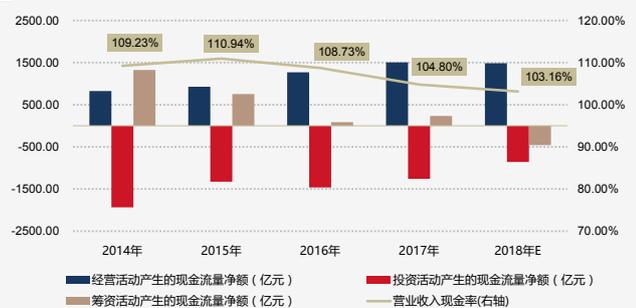
图表11：样本企业杠杆水平变化趋势



行业总体资产负债率较高，但受益于行业景气度好转及国家去杠杆因素影响，近年来有所下降，2018年9月末样本企业资产负债率为66.58%，较2015年末高点下降6.19个百分点。从债务结构来看，行业带息债务占比较大，同期末样本企业的带息债务为1.38万亿元，占负债总额约66%，且行业负债以短期债务为主，同期末长短期债务比为58.24%。

【现金流量】有色金属行业整体业务收现能力较强，受益于产品价格回升，2016年以来行业经营活动现金流有所好转，2015-2017年样本企业实现经营活动现金净流入分别为929.24亿元、1,269.16亿元和1,506.72亿元。2018年经营活动现金净流入预计为1,484.92亿元，营业收入现金率为103.16%；经营活动现金流对带息负债的覆盖率为10.67%，较上年提升0.22个百分点。受去杠杆因素影响，有色金属行业资本性投资有所放缓，但投资规模仍较大，2015-2017年及2018年（预期）样本企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为1211.43亿元、1035.11亿元、929.58亿元和983.59亿元。受资本性开支规模较大影响，前几年样本企业非筹资性现金呈净流出，2017年以来受益于经营活动产生的现金流增加及资本性投资支出波动下降，非筹资性现金由净流出转为净流入，2015-2017年及2018年（预期）样本企业非筹资性净现金流分别为-397.51亿元、-194.82亿元、248.73亿元和627.02亿元。同期，筹资性净现金流与非筹资性净现金流基本呈反向变化。

图表12：样本企业现金流量分析（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

### 三、行业信用等级分布及级别迁移分析<sup>2</sup>

#### （一）主体信用等级分布

受益于债券市场回暖，2018年前三季度，有色金属行业发行债券的主体合计27家（其中7家仅发行超短期融资券），较上年同期增加4家；公开市场发行债券规模1,149.30亿元，较上年同期增长40.33%。新发债主体级别分布在AA级及以上，其中AAA级主体10个，AA+级主体8个，AA级主体9个。截至2018年9月末，有色金属行业仍在存续期内的债券发行主体共计64个（3个为2018年新发债主体），其中AAA级主体19个，AA+级主体14个，AA级主体28个，AA-级主体1个，A+级主体1个，C级主体1个。发债主体中39家为各央企及地方国有企业，区域地位稳固。

图表13：有色金属行业主体信用等级分布

发行主体信用等级	2018年前三季度		截至2017年9月末	
	发行主体数量(家)	占比	发行主体数量(家)	占比
AAA	10	37.04%	19	29.69%
AA+	8	29.63%	14	21.88%
AA	9	33.33%	28	43.75%
AA-	--	--	1	1.56%
A+	--	--	1	1.56%
C	--	--	1	1.56%
合计	27	100.00%	64	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

#### （二）主体信用等级迁移

受有色价格大幅波动影响，有色企业主体信用等级波动较大。在下游需求不足、价格长期承压的背景下，2015年有色金属行业亏损企业增加，行业整体信用质量下降，致2016年7家有企业主体信用等级下移，8家展望亦调整为“负面”。随着有色金属行业经营状况好转，多数前期亏损企业2016年度实现扭亏，行业整体信用质量有所改善，2017年2家主体信用等级上移，7家评级展望亦由负面调整为稳定，另外，1家因自身经营及财务状况弱化主体信用等级下移（内蒙古矿业）。随着有色金属价格持续上升、行业景气度回暖，2017年大多数有色企业经营业绩大幅增长，行业整体信用质量有所提升，2018年，有色金属行业61家公开发行债券存续主体中7家主体信用等级上移，分

<sup>2</sup>本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债信用的评级结果。此外，统计主体等级分布时需剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

别为南山铝业、闽西兴行、金川集团、北方稀土、新兴发展、天齐锂业和东阳光科，另外，利源精制因融资环境、沈阳利源建设影响，流动资金紧张、大量债务逾期，短期流动性危机致整体经营能力和偿债能力显著削弱，2018年8月以来被联合信用连续5次下调信用等级，由AA调降至C，14利源债未能及时付息已构成实质违约。

图表14：有色金属行业主体信用等级迁移情况

2018年9月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	C
AAA	15	-	-	-	-	-
AA+	4	10	-	-	-	-
AA	-	3	26	-	-	1
AA-	-	-	-	1	-	-
A+	-	-	-	-	1	-

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

### （三）行业主要债券品种利差分析<sup>3</sup>

2018年前三季度，有色金属企业发债数量有所增加，期间行业合计发行98支债券，较上年同期增加26支；包含50支超短期融资券、6支短期融资券、27支中期票据及15支公司债，发债主体对超短期融资券的发行选择倾向仍较明显。

总体上看，行业债券发行利差随主体信用等级下降及发行期限上升大体呈扩大趋势。

#### 1.短期融资券<sup>4</sup>

2018年1-9月，有色金属行业内南山集团（AAA）、山东宏桥（AA+）、远高集团（AA）3家企业共发行6支一般短期融资券，债券发行利差随着主体信用等级下降而增大，主体等级AAA、AA+和AA的债券发行利差均值分别为213.16BP、292.10BP和456.20BP，分别较上年同期增加64.60BP、121.99BP和115.76BP。

#### 2.中期票据

2018年1-9月，有色金属行业内13家企业共发行27支中期票据。其中，中铝集团（AAA）发行4

支3年期、1支5年期中期票据，发行利差均值分别为138.15BP和181.66BP。中国有色集团（AAA）、陕西有色（AAA）、中国黄金集团（AAA）、南山集团（AAA）和中国铝业（AAA）各发行1支3年期中期票据，发行利差区间为100.14~233.95BP，其中南山集团同级别中发行利差最大；招金集团（AAA）发行1支5年期中期票据，发行利差为154.94BP。山东宏桥（AA+）发行8支3年期中期票据，发行利差均值为387.09BP；厦门钨业（AA+）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为156.81BP；锡业股份（AA+）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为328.88BP；铜陵有色（AA+）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为275.46BP。北方铜业（AA）发行2支3年期中期票据，发行利差均值为198.32BP；中科集团（AA）发行1支3年期中期票据，发行利差为221.95BP。

3年期中期票据发行主体中AA+与AA主体发行利差倒挂，部分系北方铜业（AA）债项信用级别增进至AAA，部分系中科集团（AA）财务结构稳健、盈利能力较强，财务质量处于AA级同行业企业中等偏上水平，市场认可度较高。

#### 3.公司债券

2018年1-9月，有色金属行业内10家企业共发行15支公司债券。其中，南山集团（AAA）发行3支、招

图表15：有色金属行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AAA	1	213.16	213.16
AA+	4	259.86~324.09	292.10
AA	1	456.20	456.20

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表16：有色金属行业中期票据发行利差情况（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
3年	AAA	8	66.69~233.95	159.38
5年	AAA	2	154.94~181.66	168.30
3年	AA+	14	140.92~419.15	329.93
3年	AA	3	174.68~221.95	202.94

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>3</sup>本部分所统计债券均为公开发行的债券，发行利差=发行利率-起息日同期限中债国债到期收益率。

<sup>4</sup>短期融资券统计对象仅为1年期短期融资券，不包含超短期融资券。

金矿业（AAA）发行3支、中国铝业（AAA）发行2支、招金集团（AAA）发行1支公司债券；天齐锂业（AA+）和西部矿业（AA+）各发行1支公司债券；盛宴集团（AA）、盛屯矿业（AA）、中科集团（AA）和新凤祥集团（AA）各发行1支公司债券。

债券发行利差整体随着主体信用等级下降而增大，主体等级AAA、AA+和AA的债券发行利差均值分别为170.63BP、275.49BP和362.01BP。其中AAA企业新发行公司债券中5年期发行利差低于3年期发行利差主要系招金矿业（AAA）5年（3+2）期公司债券发行利差仅90.24BP，受益于财务结构较稳健、毛利率处于同业较好水平及发行时点较好等综合影响。

图表17：有色金属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
3年	AAA	6	116.71~251.69	179.74
5年	AAA	3	90.24~217.02	152.40
5年	AA+	2	246.61~304.37	275.49
3年	AA	1	265.90	265.90
5年	AA	3	372.77~406.37	394.04

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

#### 四、2019年度行业信用展望

因我国的矿山资源匮乏，企业主要通过进口精矿或通过收购海外矿山方式拓展资源储备，因此行业供给主要由全球资源开发情况确定，且受各国有色金属采矿政策的影响。

需求方面，除稀土等部分品种以外，我国有色金属产品出口量相对较小，因此行业需求主要受国内下游房地产、家电、汽车、电网建设等行业需求决定。作为大宗商品，有色金属价格除受供需面影响外，还与全球投资者对于宏观经济的预期、美元走势乃至全球政治局势等因素有关。

从成本构成角度来看，有色金属不同品种、所处的不同产业链环节细分行业的成本要素构成不尽相同，相关的要素成本价格变动与细分行业信用质量密切相关，行业共同的成本因素有产能结构（以折旧与摊销体现）、安全装备支出、环保支出等因素。此

外，有色金属行业为资金密集型行业，资金成本变动对于行业财务状况产生一定影响。影响行业信用质量的主要核心因素如下表所示。

图表18：影响行业信用质量的核心信用因素及2019年度趋势预测

核心信用因素	2019年度变化趋势预测	潜在影响
宏观经济	<p>全球经济走势：贸易战背景下经济下行压力加大</p> <p>美元走势：美联储或转鸽，强势美元预期减弱</p> <p>国内政策：货币政策：稳健中性，强化政策统筹协调，缓释信用收缩，引导资金流向民营企业、小微等重要领域和薄弱环节。财政政策：结构性积极，优先推进减税降费。</p> <p>行业政策：供给侧改革有力推进，环保核查趋严，短期内企业运营成本增加。</p>	<p>负面</p> <p>贵金属避险需求或增加</p> <p>正面</p> <p>短期负面，长期正面</p>
国内宏观经济走势	经济进入调整期，宏观经济增速预期将进一步放缓	负面
中观	<p>全球矿山资源开发情况：大型矿山入选品位下降，资源枯竭，矿山项目建设区期较长，产能增长较慢，行业供给总体较有序</p> <p>有色金属市场：当前供需格局显示有色价格有下行压力</p> <p>行业固定资产投资：投资负增长</p> <p>竞争格局：行业集中度有所提升</p>	<p>中性</p> <p>中性</p> <p>中性</p> <p>正面</p>

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

#### 有色金属下游需求增速放缓，行业经营承压

我国宏观经济增长持续放缓，目前有色金属行业面临的发展环境仍较为复杂，电网投资高速增长不可持续，房地产受宏观调控影响存在较大不确定性，家电行业仍以存量更新为主增长空间有限，汽车行业虽有所回暖但增长动力不足，有色金属产品总体需求或将维持低速增长态势，行业经营仍然承压。

#### 部分金属矿山供给短缺延续，铜、铝、铅等有色金属供需平衡预计仍将存在

世界金属统计局(WBMS)数据显示，2018年1-10月全球铝、铅、镍等多数金属供应短缺，其中铝供应短缺24.64万吨，铅供应短缺27.8万吨，镍供应短缺1万吨，锡供应短缺0.63万吨；仅锌供应过剩14.63万吨。

铝供给方面，受指标置换影响，我国2018年电解铝新增产能约330万吨，2019-2020年仍有300万吨产能待释放，预计电解铝供给紧张将有所缓解。

铅供给方面，随着澳大利亚Paroo Station（帕罗站矿产8万吨）和墨西哥的Naica（奈卡）矿（年产1.9万吨）的重启及国内铅矿山产能的增长，铅供应由短缺转为略微过剩。

锌矿方面，国际锌矿巨头嘉能2018年上半年重启澳大利亚Lady Loretta矿场的锌生产，2018年锌产量预估为106-112万吨，较上年稳中略降，并计划在2019-2020年有限度增产；五矿资源位于澳洲的Dugald River矿山项目2017年已投产，年产锌金属量21万吨，另Vedanta Resources位于南非的Gamsberg矿也于2018年中投产，年产锌金属量25万吨，锌矿有一定供给增加压力。

2018年1-9月铜市场供应短缺0.63万吨，随着上轮铜矿产高峰产能释放，2018年全球铜矿新增的供给有限，且铜矿的品位在不断下降，影响现有铜矿产出，铜市总体供给受限。

#### 全球经济下行压力加大，预计有色需求转弱

金属消耗量和全球经济发展密切相关。2019年贸易战前景仍不明朗，全球经济下行压力加大。世界银行业预计2019年全球经济增长放缓0.1个百分点至3.0%；国际货币基金组织（IMF）在2018年10月发布

的《全球经济展望》也调低了2019年全球经济增长预期。经济增速放缓影响下，有色需求将有所转弱，不利于提振有色产品价格。

#### 供给侧改革持续推进，安全与环保监管趋严常态化，产能结构改善可期

中短期内，供给侧改革将持续推进。此外，环保及安全督查监管趋严，新环境税法的实施，有利于加速行业过剩产能出清，促进行业结构进一步优化。

#### 行业经营成本上升，企业信用质量进一步分化

从发债企业来看，有色金属大型企业多数或拥有较强的矿产资源储备，或拥有下属上市公司直接融资渠道畅通，或为国资国企背景在改革方面得到政府的大力支持，具有较强的抗风险能力；而行业内信用水平较低的中小型企业抗风险能力较弱，随着过剩产能整治、安全与环保成本费用上升以及资金成本上升，信用水平存在下降空间。

# 2018年广东省收费公路信用质量分析

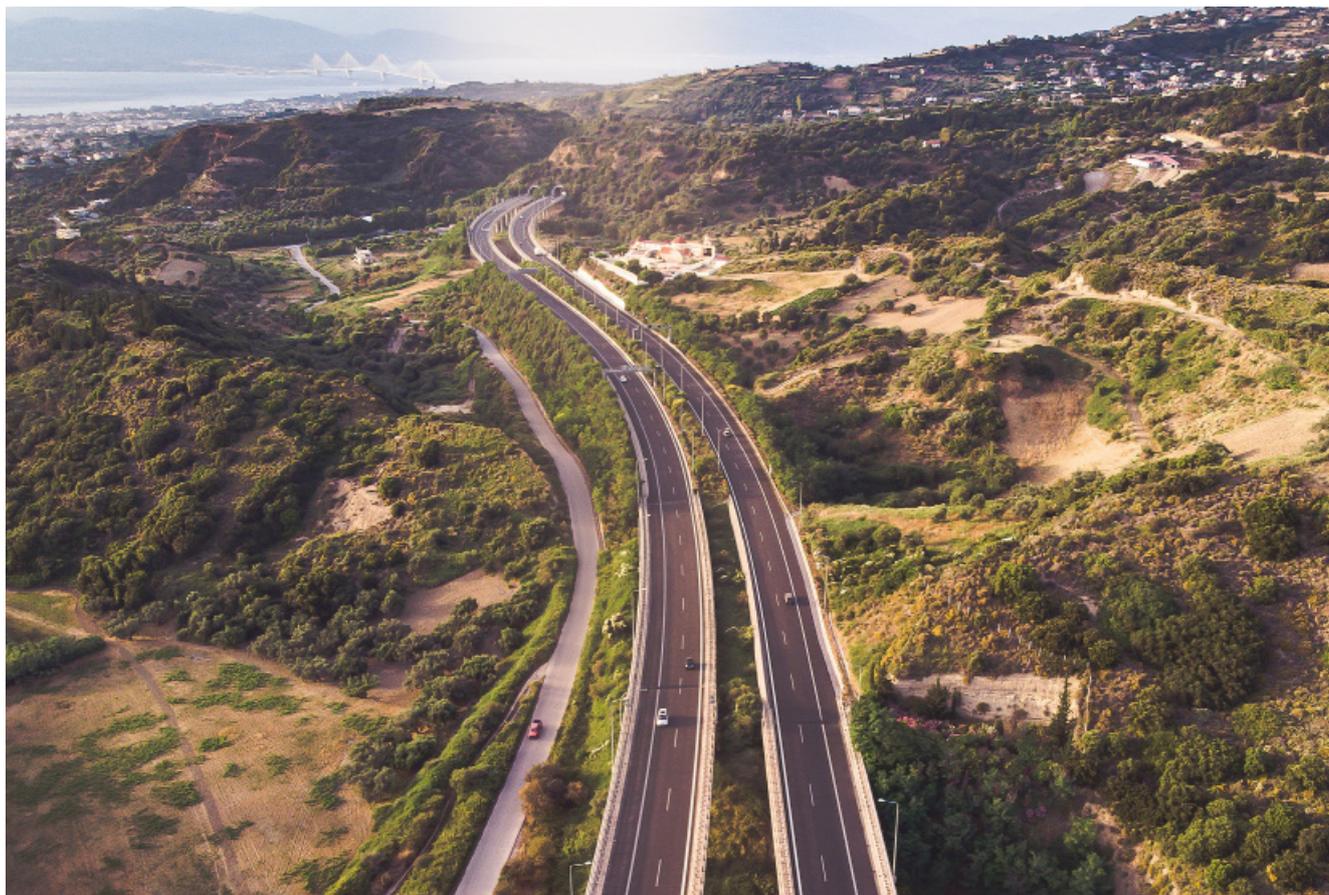
■ 文/张佳

## 摘要 ▶▶▶

广东省是我国重要的交通枢纽省区之一，也是国家重点打造的粤港澳大湾区及“一带一路”沿线国家市场的重要物流枢纽之一。广东省收费公路路网基本成型，经济产业发展与交通运输格局相互促进，全省收费公路效益水平高于行业均值并排名全国前列，但省内不同区域路段存在效益分化：珠江三角洲凭借强势路网密度和经济发展水平，其地区路产效益可居于全国前列，粤东、粤西和粤北山区虽受到珠三角经济辐射，但仍存在明显差距。区域经济、产业结构、客货需求及地形地势等不同因素决定了广东省内收费公路网络疏密不均的布局和效益分化的境况。

目前，广东省内存量债务还本付息及营运养护税费等支出仍偏高，省内收费高速公路的收支不平衡困境改善难度仍存在。展望未来，短期内广东省收费公路建设任务仍较重，区域内收费公路投建主体仍面临一定资本支出压力；而中长期看，广东省内收费公路债务风险的化解可依赖省内自身收费公路经营效益有效积累逐步偿付，达到收支平衡。

债市发行上，广东省内收费公路行业发债主体信用等级集中于AA+级及以上，区域行业内主体信用质量较高，整体融资成本可控，发行利差也比较符合市场规律，市场认可度偏高。总体来看，广东省收费公路信用质量保持稳定。



## 一、外部环境

广东省地处中国大陆最南部，东邻福建，北接江西、湖南，西连广西，南临南海，珠江口东西两侧分别与香港、澳门特别行政区接壤，西南部雷州半岛隔琼州海峡与海南省相望，优越的地理位置使得广东省成为我国重要交通枢纽。近年来，广东省区域经济得到快速发展，目前经济体量已稳居全国各省市之首，且经济增速维持在中高速增长区间。2015-2017年，广东省地区生产总值分别为7.28万亿元、7.95万亿元和8.99万亿元，全省地区生产总值增速分别为8.0%、7.5%和7.5%，分别高于全国水平1.1个百分点、0.8个百分点和0.6个百分点。广东省产业结构逐步转型升级，第三产业已成为经济增长的主要驱动力。

根据空间布局及区域功能等，广东省可划分为珠三角、粤东（亦称“东翼”）、粤西（亦称“西翼”）、粤北（亦称“山区”）四大区域，其中珠三角地区依托良好的地理区位优势和政策优势成为经济发展的领先区域，而粤东西北地区受传统经济发展模式影响较大，经济发展活力不足。“十三五”期间，广东省将巩固提升珠三角城市群核心竞争力并强化其辐射带动作用，振兴发展粤东西北地区，增强发展整体性，以实现区域协调发展。

图表1：2017年广东省区域经济发展状况

指标	珠三角	东翼	西翼	山区
年末常住人口(万人)	6150.54	1732.26	1605.20	1681.00
地区生产总值(亿元)	75809.75	6431.62	7156.88	5756.88
地区生产总值增速(%)	7.9	7.2	7.0	5.6
人均生产总值(元)	124800	37093	44763	34334
规模以上工业增加值(亿元)	26973.37	2617.49	2129.66	1529.67
固定资产投资总额(亿元)	25463.54	4844.08	3597.47	3572.87
社会消费品零售总额(亿元)	27318.18	3880.79	3724.98	3016.03
进出口总额(亿美元)	9610.51	211.18	92.24	150.93

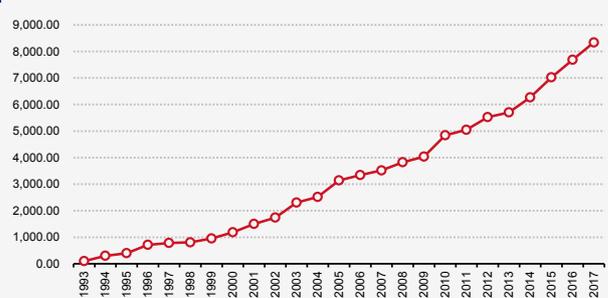
资料来源：广东省统计概要

## 二、路产规模与布局

广东省高速公路的建设走在全国前列，1989年8月建成通车的广佛高速公路，是广东省首条、国内第二条建成通车的高速公路，随后“九五”、“十五”、“十一五”和“十二五”期间，广东省分别建设通车高速公路里程786公里、1954公里、1699公里和2182公里。随着路网不断完善，广东省高速公路路网已成为我国华南地区最重要的公路交通网络系统。截至2017年末，全省高速公路通车总里程为8338公里，居全国第一，占全国通车里程的6.29%。依托全国重要的交通枢纽地位，广东省公路建设仍有一定增长空间。“十三五”时期，广东省计划基本建成高速公路网，累计通车里程预计达1.1万公里，国家高速公路粤境段基本建成。

广东省高速公路路网规划布局方案是以“九纵五横两环”为主骨架、以加密线和联络线为补充，形成以珠江三角洲为核心、以沿海为扇面、以沿海港口（城市）为龙头向山区和内陆省区辐射的快速路网，国（省）高射线、国（省）高纵线、国（省）高横线、国高并线、地区环线、国高联线、环城环线、城市环线、省高联线与支线等不同路网等级将广东省内交通体系与国家干线主动脉<sup>1</sup>、周边省份紧密相连，清晰的路网布局及不断完善的路网规划也为省内的客货运输带来极大的便捷。

图表2：广东省高速公路通车里程（单位：公里）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>根据2010年起实施的《国家高速公路网规划》，共有15条国家级高速公路行经广东省内，包括首都放射线1条（含并行线2条），南北纵线6条（含联络线1条），东西横线2条，地区环线1条（含联络线1条）和城市环线1条。

广东省内路网分区域看，珠江三角洲（广州、深圳、佛山、珠海、东莞、中山、惠州、江门、肇庆）为省内高速公路路网最中心最密集区域，当地经济发展快速，客货运输需求旺盛，高速路网布局与经济发展相互促进；以珠江三角洲为核心向粤西（西翼，阳江、茂名、湛江）、粤东（东翼，汕尾、揭阳、汕头、潮州）和粤北（山区，梅州、河源、韶关、清远、云浮）连接和辐射，粤西粤东及粤北地区受传统经济发展模式影响较大，经济发展活力不足，加之地形地势（部分山区丘陵地区及其他相对落后地区多为生态脆弱区域）复杂，其配套路网建设密度不高，呈分散式分布。区域经济、产业结构、客货需求及地形地势等不同因素决定了广东省内高速路网目前相对疏密不均的布局。

广东省收费公路结构不断优化，收费里程中高速公路比重明显增加。2015-2017年，广东省收费公路里程分别为10374.84公里、10952.00公里和8195.57公里。2017年公路收费里程大幅下降主要系取消车辆通行费年票制收费后，绝大部分普通公路项目取消收费<sup>2</sup>以及深圳市境内部分高速公路免费通行<sup>3</sup>。收费路网的不断完善离不开持续的建设投资，2015-2017年，广东省收费公路累计投资建设总额分别为6182.47亿元、6930.56亿元和7677.93亿元，其中收费高速公路分别投资794.82亿元、760.76亿元和1305.50亿元，每公里收费高速公路投资约1亿元。2017年是广东省高速公路建设的快速发展期，全年新增6个高速公路项目建成通车，随着新通车项目纳入统计范围，收费公路累计建设投资总额相应增加。

得益于持续的收费公路建设和完善路网布局，中东部地区在“十二五”规划的建设浪潮中，路网建设基本成形。截至2017年末，广东、湖南、河南、河北和四川省的收费高速公路里程已超过6000公里，其中广东省收费高速公路里程达7778.29公里，位居全国第一；路网密度上，天津和上海的路网密度均超过

1000公里/万平方公里，北京、广东、江苏及福建收费高速公路路网密度也均超过400公里/万平方公里，其中广东省达到433.06公里/万平方公里，位居全国第四。广东省内收费高速公路里程和密度均处于全国前列，区域内珠三角的路网密度更为突出。

图表3：广东省高速公路网络编号示意图



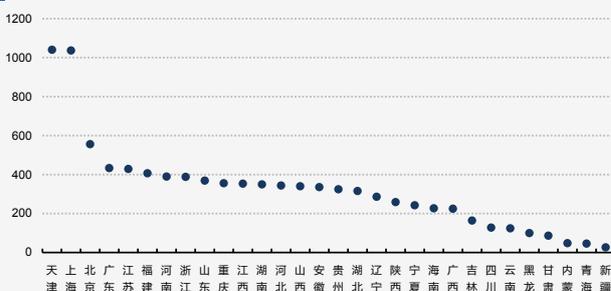
资料来源：广东省交通运输厅

图表4：广东省收费公路里程与投资情况（单位：公里，亿元）

里程	2015年末		2016年末		2017年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
收费公路里程总计	10374.84	6.16%	10952.00	5.56%	8195.57	-25.17%
其中：高速公路	6612.84	11.71%	7269.90	9.94%	7778.29	6.99%
一级公路	3353.50	-9.16%	3370.40	0.50%	302.77	-91.02%
二级公路	78.41	-24.96%	--	--	--	--
独立桥梁	330.09	475.07%	311.70	-5.57%	114.51	-63.26%
投资	2015年末		2016年末		2017年末	
	规模	增速	规模	增速	规模	增速
累计建设投资总额	6182.47	17.57%	6930.56	12.10%	7677.93	10.78%
其中：高速公路	5392.30	17.29%	6153.06	14.11%	7458.56	21.22%
一级公路	525.00	-9.02%	559.64	6.60%	40.98	-92.68%
二级公路	5.38	-69.26%	--	--	--	--
独立桥梁	259.78	290.59%	217.85	-16.14%	178.39	-18.12%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：2017年末各省市路网密度（单位：公里/万平方公里）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理（图表中的高速公路里程为收费里程）

<sup>2</sup>2016年末根据《广东省交通运输厅关于落实取消车辆通行费年票制有关工作的函》，为降低社会物流成本，广东省政府决定取消车辆通行费年票制，包括清远在内的18个地市于2017年1月1日零时起取消年票制，取消内容包括车辆通行费年票、次票或委托高速公路代收普通公路次票，原纳入年票制收费管理的165个收费公路项目改为非收费公路。

<sup>3</sup>2016年2月7日起，深圳市政府再次通过政府补偿的方式对南光、盐坝、盐排、龙大4条高速公路实施收费调整，调整收费后，南光高速公路全线、盐坝高速公路全线、盐排高速公路全线和龙大高速公路起点至松岗互通立交23.8公里免费通行。

### 三、区域行业政策

区域内收费公路主体控股的高速路产的收费期限与收费标准的确定和调整由国家和广东省政府决定，企业主体基本无自主权。2012年6月起，广东省高速公路统一收费标准：收费费率按四车道0.45元/车公里、六车道以上0.60元/车公里执行，一至五类收费系数分别为1、1.5、2、3、3.5。2015年6月起，为确保完成全国高速公路电子不停车收费联网工作目标，广东省决定实施高速公路车型分类调整和货车完全计重收费工作（全国ETC联网同步）。同时为维持客运票价稳定，鼓励公共交通出行，对四类车（40座以上大型客车）实施降档收费，即按三类车收费。

广东省对高速公路载货类汽车实行完全计重收取车辆通行费。完全计重即以实地测量的车货总重量为依据计重收取车辆通行费（不含委托高速公路代的普通收费公路行次票），收费标准以元/吨·公里为单位（四车道高速路基本费率为0.09元/吨·公里、六车道以上高速路基本费率为0.12元/吨·公里），对于正常装载部分及超限部分，分别按照规定的比例和公式计收通行费。

为完善地方政府专项债券管理，规范政府收费公路融资行为，财政部和交通运输部印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》财预（2017）97号（简称“97号文”）。2017年10月，全国首单地方政府收费公路专项债来自广东省：广东省地方政府收费公路专项债券发行规模63.00亿元，期限7年，利率成本3.99%，募集资金将用于广东省东山至潮州古巷公路等13条政府收费公路的建设，偿债资金来源于项目对应的车辆通行收入。包括广东省、海南省、河北省等12个省市及计划单列市先后发行了收费公路专项债券，2017年收费公路专项债券累计发行规模440.04

亿元。地方政府收费公路专项债券资金专款专用于新建政府收费公路项目，有利于合理控制收费公路建设进度和新增债务规模，防范债务风险。

“97号文”提出：“发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡”。地方政府收费公路通行费收入和专项收入属于政府性基金收入，并主要用于偿还政府还贷收费公路债务。我国政府收费公路通行费收入对债务本息的覆盖倍数较低，虽然收费公路专项债券有利于降低融资成本以及改善债务期限，但利息压力仍然沉重，加之在全国路网成型的基础上，新建路产主要布局地质条件较差的中西部和中东部的非主干路线，实际车流和路产效益评估或不乐观，路产运营期间的政府性基金收入能否覆盖利息支出和管理养护等其他支出存在不确定性；此外专项债务到期偿付时，若政府性基金收入不足以偿付本金，偿债资金保障能力将值得关注。

### 四、收费路产效益与债务化解

广东省收费公路的建设投入资金主要来源于两个方面，一是资本金投入，二是债务性资金投入，两类资金投入比例结构约35%:65%。在“十一五”和“十二五”建设大浪潮下，广东省收费公路建设资金需求量大，存量债务连年攀升且债务积聚。在债务性资金投入中，考虑到融资成本，公路建设贷款主要依靠银行贷款。2017年末银行贷款余额占债务性债务余额达87.6%，每公里路产背负的债务余额超过4500万元，债务背负压力较大。

图表6：收费公路车辆通行费车型分类

车型	车型及规格	
	客车	货车
一类车	≤7座	≤2吨
二类车	8座-19座	2吨-5吨(含5吨)
三类车	20座-39座	5吨-10吨(含10吨)
四类车	≥40座	10吨-15吨(含15吨),20英尺集装箱车
五类车	-	>15吨,40英尺集装箱车

资料来源：《收费公路车辆通行费车型分类》

图表7：广东省收费高速公路债务情况（单位：亿元）

广东省收费高速公路	2015年末	2016年末	2017年末
累计建设投资总额:资本金	1693.99	2039.27	2554.24
累计建设投资总额:银行贷款	3389.37	3856.45	4701.24
年末债务余额	3005.76	3495.35	3627.16
年末债务余额:银行贷款余额	2462.20	3087.58	3178.47
单公里债务余额	0.4545	0.4808	0.4663

资料来源：WIND资讯，新世纪评级整理

根据规划，省内“十三五”规划投资继续加密，对外筹融资需求仍较强烈，增量债务需求仍将带来区域内收费公路建设运营主体高负债运行。

区域内收费路产效益上，由于区域经济发展和客货运输需求较旺盛等因素，2015-2017年广东省收费高速公路通行费收入分别为422.31亿元、489.71亿元和534.04亿元，复合增长率达12.45%，单公里年通行费收入水平超过650万元，处于行业前列（收费高速公路单公里年收费水平约358万元）和区域前列（全国第五，前四为上海、北京、浙江和江苏）。

但是就目前而言，广东省收费公路行业同样也面临着收支难抵的困境，近期通车路产的产能释放效力和释放速度远不及大动脉和干线路产，行业债务集中到期偿付，还本付息规模偏大，加之养护运营及税费，省内收费高速公路收支出现失衡，2014-2017年，广东省收费高速公路收支平衡结果分别为12.02亿元、-130.10亿元、-176.28亿元和-118.83亿元，2015年开始出现明显的入不敷出局面，2017年收支缺口出现缩减主要系：（1）广东省车辆保有量和公路交通流量持续较快增长，通行费收入较快增长；（2）部分收费公路项目债务置换支出减少，还本付息支出减少。

中短期内广东省内成熟路产增速或乏力、新建路产较多为非干线路产效益不确定性较大，存量债务还本付息及营运养护税费等支出仍偏大，未来广东省内收费高速公路收支不平衡困境的改善难度仍存在。

债务消化水平上，广东省收费高速公路存量债务消化周期约6-7年，低于行业平均水平（消化周期10年），其中由于较充沛且较稳定增长的通行费收入和可期的车流量，广东省通行费收入尚可对年度还本付息支出形成有效覆盖（2017年全国各省份通行费可覆盖还本付息支出的仅包括上海、江西、安徽、广东和四川五省）。广东省作为东部地区经济发展大省，其大规模建设高峰已经过去，路网趋于稳定和完善，新增债务在相对受控的同时，通行费收入会随着交通量的增长而增加，收费公路的偿债能力将不断增强，届

时债务规模会逐步下降，收支或将趋于平衡，直到偿还全部债务，含广东省在内的东部地区的收费高速公路债务清偿更多是通过路段自身经营效益有效积累进行偿付。同时，广东省内收费公路发债企业大多为区域内交通基础设施建设投资运营主体，能获得地方政府在土地资产注入、资本金拨付和贴息补助等多方面支持，有利于降低企业的偿债风险。

图表8：广东省收费高速公路效益与还本付息能力（单位：亿元）

广东省收费高速公路	2014年	2015年	2016年	2017年
通行费收入	399.22	422.31	489.71	534.04
支出	387.20	552.42	665.99	652.87
还本付息	238.40	370.80	476.49	467.20
还本	/	225.20	326.27	316.18
付息	/	145.60	150.22	151.02
养护经费	39.35	35.37	34.30	36.75
运营管理	67.60	63.11	62.79	60.23
税费	37.56	47.98	49.78	54.47
收支平衡结果	12.02	-130.10	-176.28	-118.83
单公里年通行费收入[万元/公里]	674.43	638.63	673.61	686.58
存量债务消化周期[年]	6.27	7.12	7.14	6.79
通行费收入利息覆盖水平[倍]	/	2.90	3.26	3.54
通行费收入当期债务覆盖水平[倍]	/	1.88	1.50	1.69
通行费收入当期还本付息水平[倍]	1.67	1.14	1.03	1.14

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

此外，考虑到政府政策在不同时期存在鼓励不同运输模式发展而增加替代风险，近年来，广东省高铁建设进程加快，路网布局规划陆续出台，铁路开放运力程度或将影响省内交通运输体系内的竞争格局。

截至2018年2月末，广东省铁路营业里程达到4510公里，全省16个地级市已通高铁（河源、梅州、阳江、湛江、茂名市已有高铁在建）；出省铁路通道增加到12条，其中高速铁路出省通道5条，已基本形成以广州、深圳枢纽为中心，连通粤东西北和辐射中南、华东、西南地区的路网格局。

未来三年，广东省内广铁集团路网规划安排建设项目有8个，其中2018年拟开工的项目5个，包括深茂铁路深圳至江门段、汕尾至汕头铁路、龙川至梅州至龙岩铁路、丹佛联络线及广珠客运改造工程、广州站站改配套工程新建棠溪站（白云站）。

根据广东省铁路网十三五规划，到2020年广东省铁路运营总里程将达5500公里，以高速铁路为骨干的铁路网络基本形成，高速铁路运营里程将达2000公

里，实现市市通高速铁路，与各陆路相邻省（区）均有高速铁路连接，铁路出省通道由13条增加到17条；城际铁路运营里程达650公里，珠三角城际铁路网覆盖珠三角九市及清远市区；城市轨道交通运营里程达1100公里，广州、深圳等中心城市轨道交通网基本建成。高速铁路网的不断完善或将对收费高速公路网产生一定竞争分流影响。

## 五、资本支出

依托全国重要的交通枢纽地位，广东省公路建设仍有一定增长空间。“十三五”时期，广东省计划基本建成高速公路网，通车里程达1.1万公里，国家高速公路粤境段基本建成，省内干线全部贯通。具体表现为：加强内部联通，加快推进港珠澳大桥、深中通道、虎门二桥等珠江口过江通道以及汕湛高速等省内骨干网络建设，有序实施高速瓶颈路段改扩建，强化珠三角地区对粤东西北的辐射；完善对外通道，重点推进汕昆高速、武深高速等国家高速公路以及广佛肇等出省通道建设，实现与各陆路相邻省（区）间拥有5条以上高速公路通道，与港澳间拥有6条高速公路通道；优化路网衔接，完善地方衔接道路规划建设，逐步消除城市出入口交通瓶颈，加强高速公路与沿线重要经济开发区、产业园区、城市新区、重要城镇连接。

图表9：广东省高速公路“十三五”规划示意图



资料来源：广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划

2017年末的省内高速公路通车里程（8338公里）距“十三五”末要求的1.1万公里仍有2662公里的建设任务。2018年上半年度，广东省高速公路完成投资494.5亿元，较上年同期同比增长15.7%，完成全年进度加快6.2个百分点，预计2018年广东省高速公路通车里程或将突破9000公里。考虑到收费公路行业内投融资机制不断规范及区域政府性债务防范强化，广东省内收费高速公路投资增速未来在保持一定高位基础上随着路段建设任务逐步实现或有所回落。

图表10：2018年上半年广东交通基础设施建设（公路）完成情况（单位：亿元）

公路项目	本年投资计划	本年实际完成投资额	本年实际完成占年计划比重	本年实际完成较去年同期完成比
高速公路	880	494.5	56.2%	115.7%
普通国省道	120	82.6	68.8%	224.9%
农村公路	100	59.8	59.8%	98.9%
合计	1100	636.9	57.9%	122.1%

资料来源：2018年上半年广东省交通运输经济运行分析

## 六、省内收费公路营运主体分析

广东省内高速公路投资建设和运营主体较多，包括省级交通集团（含四家运营主体子公司）和市级交通投建主体（广州深圳东莞等），广东省内收费公路上市公司包括粤高速A、深高速和东莞控股等。不同主体控股路产分布在不同区域内，路段效益因地理区位、产业结构和经济发展水平差异等因素而存在分化，珠三角路段效益明显优于粤东粤北和粤西，但总体而言广东省内各个收费公路运营主体的收费质量居于行业前列。

（一）省级收费公路主体：广东省交通集团有限公司（简称“粤交通”）

职能定位高，区域垄断强优势。粤交通是广东省交通基础设施建设的主力军和省级投融资主体，定位高并对省级管辖的高速公路投资、建设和运营统一管理，构建“公路投资建设运营，出行服务及物流、智慧交通、施工和设计及监理、土地等配套资源开发”五大板块，拥有广东省高速公路有限公司、广东省路桥建设发展有限公司、广东省公路建设有限公司和上市公司粤高速A等四大收费公路运营子公司及工程施工主体广东省长大公路工程有限公司。

图表11: 广东省交通集团经营管理高速公路情况 (条, 公里, 亿元, 万元/公里)

明细	2016年				2017年			
	数量	里程	通行费	单公里年通行费	数量	里程	通行费	单公里年通行费
1.经营性高速	65	5244	-	-	65	5329	-	-
合并范围内	50	4739	235.81	497.60	50	4823	275.30	570.80
合营及联营	15	506	-	-	15	506	-	-
2.政府还贷高速	-	-	-	-	11	839	-	-
合并范围内	-	-	-	-	-	-	-	-
代管	-	-	-	-	11	839	-	-
合计	65	5244	-	-	76	6168	-	-



资料来源: 广东省交通集团有限公司公开数据及2017年社会总结报告

图表12: 粤交通及下属子公司控股路产情况 (单位: 公里, 万元/公里/年, 年)

名称	控股路产收费里程	单公里年通行费收入	存量债务消化周期	布局
广东省交通集团有限公司	4823	570	8	2017年末, 经营管理(参控股及代管)高速公路总里程为6168公里, 约占广东省收费公路总里程75.26%。
——广东省高速公路有限公司	2050.95	570	9	收费路产约占广东省收费公路总里程25%。经营的高速公路主要位于广东省粤北、粤西和粤东地区。
——广东省路桥建设发展有限公司	1361.22	560	14	收费路产约占广东省收费公路总里程16.61%, 主要控股核心路产京珠高速粤境甘塘至太和段、二广高速。
——广东省公路建设有限公司	632	950-1000	9	从事管理广东省珠江三角洲地区的高速公路, 收费路产约占广东省收费公路总里程7.71%。核心路产广深高速公路质量优良, 处于行业前列。
——广东省高速公路发展股份有限公司[粤高速A]	158.12	1880	2	上市公司, 截至2017年末控股高速公路里程158.12公里, 核心路产广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段。

数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理 (注: 单公里收费水平为2017年口径)

图表13: 粤交通合并口径授信情况 (单位: 亿元)

主体	截止日期	授信额度	已使用信贷额	未使用信贷额
本部	2016-12-31	24.00	0.00	24.00
广东高速	2016-03-31	1038.73	619.73	419.00
粤路桥	2018-03-31	1271.35	729.59	541.76
粤路建	2017-12-31	924.39	480.94	443.45

数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

截至2017年末, 粤交通经营管理(参控股及代管路段)的76条高速公路总里程达6168公里, 约占广东省收费公路总里程75.26%。

**路产质量优良, 资金回笼能力较强。**粤交通所辖路产包括连接广东省内主要城市的路段和出省通道, 区位优势明显, 路产质量较优, 收费通行量和通行费收入水平保持较高水平且不断增长, 在全国高速公路行业中也拥有很强的竞争优势。2015-2017年, 粤交通实现营业收入分别为413.12亿元、432.73亿元和451.59亿元, 其中通行费收入分别为211.02亿元、235.81亿元和275.30亿元, 路产单公里年通行费收入(570万元)处于全国省级交通主体收费公路收费水平前列。随着广东省高速路网逐步完善, 路网效益增强, 粤交通收费公路通行费收入有望持续增长; 加之车辆通行费业务资金回笼能力较强, 经营环节资金持续较大规模净流入, 2015-2017年经营活动现金流量净额分别为160.37亿元、166.34亿元和205.17亿元, 可为即期债务偿付提供有力保障。

**外部支持力度高, 融资渠道通畅。**粤交通系广东省国资委下属的国有独资企业, 承担着广东省重点综合运输规划中的大部分高速公路建设任务, 在项目资本金等方面获得了广东省人民政府大力支持, 广东省人民政府对在2012-2016年间公司投资建设的高速公路项目安排了近200亿元的补助资金, 2017年粤交通收到省级交通建设专项资金35.76亿元, 其资本实力不断增强。

间接融资方面, 粤交通及下属子公司与多家银行保持着良好的合作关系, 其本部授信规模小, 主要通过下属二级子公司进行外部融资; 直接融资方面, 粤交通拥有两家上市公司粤高速A[000429.SZ]和粤运交通[3399.HK], 融资渠道多元化且通畅。融资成本方面, 粤交通本部及下属子公司发行债券利差基本可控, 市场认可度较高, 自本部于2005年发行债券历史以来, 粤交通合并范围内累计发行440.80亿元, 债券余额约202.80亿元, 整体发行债券期限偏长期化(期限15年), 债务偿付期较分散, 集中偿付压力尚可。

图表14：截至2018年11月8日粤交通合并口径债券发行历史情况（单位：亿元，%，年，BP）

证券名称	发行时信用等级	起息日	到期日期	发行规模	当前余额	发行利率	当期利率	发行期限	发行利差
13粤交通MTN2	AAA/稳定/AAA	2013-04-25	2028-04-25	15.00	15.00	5.39	5.39	15	161.85
13粤交通MTN1	AAA/稳定/AAA	2013-01-30	2028-01-30	5.00	5.00	5.59	5.59	15	171.79
05粤交通债	AAA/稳定/AAA	2005-06-29	2020-06-29	15.00	15.00	5.30	5.30	15	129.76
11粤交通MTN1	AAA/稳定/AAA	2011-11-25	2018-11-25	20.00	20.00	5.44	5.44	7	192.68
07粤交通债	AAA/稳定/AAA	2007-08-07	2017-08-07	10.00	--	5.20	5.20	10	82.25
10粤交通MTN2	AAA/稳定/AAA	2010-06-17	2015-06-17	15.00	--	4.12	4.12	5	149.53
10粤交通MTN1	AAA/稳定/AAA	2010-01-29	2015-01-29	15.00	--	4.69	4.69	5	168.87
09粤交通MTN1	AAA/稳定/AAA	2009-09-16	2014-09-16	30.00	--	4.50	4.50	5	164.43
11粤交通CP01	AAA/稳定/A-1	2011-06-27	2012-06-26	15.00	--	4.96	4.96	1	146.43
10粤交通CP02	AAA/稳定/A-1	2010-06-04	2011-06-04	20.00	--	2.73	2.73	1	89.59
10粤交通CP01	AAA/稳定/A-1	2010-03-08	2011-03-08	15.00	--	2.84	2.84	1	132.95
09粤交通CP01	AAA/稳定/A-1	2009-04-22	2010-04-22	20.00	--	1.88	1.88	1	89.08
08粤交通CP01	AAA/稳定/A-1	2008-12-24	2009-12-24	15.00	--	3.65	3.65	1	256.92
06粤交通CP01	AAA/稳定/A-1	2006-12-21	2007-12-21	20.00	--	3.84	3.84	1	173.49
05粤交通CP01	AAA/稳定/A-1	2005-08-08	2006-08-08	30.00	--	2.92	2.92	1	128.79
12粤交通CP001	AAA/稳定/A-1	2012-09-14	2013-09-14	15.00	--	4.22	4.22	1	142.16
本部小计(加权/平均)	--	--	--	275.00	55.00	4.03	4.03	-	148.79
16粤高02	AAA/稳定/AAA	2016-08-11	2031-08-11	10.00	10.00	3.57	3.57	15	53.65
16粤高01	AAA/稳定/AAA	2016-06-16	2031-06-16	20.00	20.00	4.10	4.10	15	77.52
14广东高速债	AAA/稳定/AAA	2014-10-29	2029-10-29	20.00	20.00	5.40	5.40	15	146.37
12广东高速债	AAA/稳定/AAA	2012-06-26	2027-06-26	15.00	15.00	5.36	5.36	15	169.93
10广东高速债	AAA/稳定/AAA	2010-07-02	2025-07-02	20.00	20.00	4.68	4.68	15	92.40
广东高速小计(加权/平均)	--	--	--	85.00	85.00	4.70	4.70	-	107.97
14粤路桥MTN001	AAA/稳定/AAA	2014-05-12	2024-05-12	10.00	10.00	6.30	6.30	10	217.95
18粤桥01	AAA/稳定/AAA	2018-08-16	2033-08-16	5.00	5.00	4.90	4.90	15	100.62
16粤桥02	AAA/稳定/AAA	2016-09-23	2031-09-23	20.00	20.00	3.69	3.69	15	65.66
16粤桥01	AAA/稳定/AAA	2016-07-12	2031-07-12	30.00	30.00	4.00	4.00	15	66.54
15粤路桥债	AAA/稳定/AAA	2015-05-21	2030-05-21	20.00	20.00	5.18	5.18	15	146.47
粤路桥小计(加权/平均)	--	--	--	85.00	85.00	4.53	4.53	-	119.45
15粤路建	AA+/稳定/AAA	2015-12-11	2030-12-11	15.00	15.00	4.25	4.25	15	93.28
13粤路建债	AA+/稳定/AAA	2013-03-29	2028-03-29	20.00	20.00	5.44	5.44	15	161.02
10粤路建债	AA+/稳定/AAA	2010-07-16	2025-07-16	20.00	20.00	4.65	4.65	15	100.96
粤路建小计(加权/平均)	--	--	--	55.00	55.00	4.83	4.83	-	118.42
11粤高速MTN1	AA+/稳定/AA+	2011-10-13	2016-10-13	10.00	--	6.79	6.79	5	312.56
09粤高债	AA+/稳定/AAA	2009-09-21	2014-09-21	8.00	--	5.10	5.10	5	222.12
粤高速A(加权/平均)	--	--	--	18.00	0.00	6.04	6.04	-	267.34
14粤运02	AA/稳定/AAA	2015-12-17	2020-12-17	3.80	3.80	3.58	3.58	5	81.33
14粤运01	AA/稳定/AAA	2015-09-28	2022-09-28	4.00	4.00	4.20	4.20	7	89.52
粤运交通(加权/平均)	--	--	--	7.80	7.80	3.90	3.90	-	85.43
合并口径综合	--	--	--	440.80	202.80	4.34	4.34	-	141.23

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

负债经营程度高，但债务期限结构尚可，即期债务压力小。随着粤交通下属的收费公路项目的持续投建，其积累了较大规模的债务，且以刚性债务为主，2017年末其刚性债务约达2300亿元，约占其负债规模的87%，但粤交通刚性债务期限结构尚属合理，以中长期刚性债务为主，较充裕的现金类资产对短期刚性债务可以形成有效覆盖，短期债务偿付压力可控；同时主业通行费业务收入可对当期利息支出形成很强的保障，对还本付息的支付保障力度逐年增强。

**资本支出压力。**粤交通作为广东省省级交通建设主体，职能定位高的同时在省内重要交通项目投资建设及运营方面负有重要承接任务，在建及拟建路产项目仍较多，未来几年仍将保持较高投入，面临着资本支出压力并将持续高负债运行。根据公开资料：截至

2017年底，粤交通在建的收费公路及桥梁项目共19个，总投资合计2063.68亿元，已投资329.97亿元，未来尚需投资1733.71亿元。

## （二）市级收费公路主体

广东省主要收费公路市级主体包括广州市、深圳市和东莞市等下属重要交通基础设施平台：广州交通投资集团有限公司（简称“广交投”）、深圳高速公路股份有限公司（简称“深高速”，600548.SH）和东莞市交通投资集团有限公司（简称“东莞交投”，含下属上市子公司东莞发展控股股份有限公司，简称“东莞控股”，000828.SZ）。

广交投主要负责广州市及周边地区经营性交通基础设施建设投融资和管理，截至2018年3月末共控股收费路产里程353.19公里，核心路产为新国际机场高速、东二环高速等，两条核心路产收费规模占通行费收入比重约60%，其中东二环高速的单公里年通行费收费超过5000万元，目前暂为已公开省内高速路段收费水平第一，新国际机场高速的单公里年通行费收费也超过2000万元/公里/年，居于全省前十，但需关注收费到期的情况，新国际机场高速将于2023年收费到

图表15：粤交通财务情况（单位：亿元）

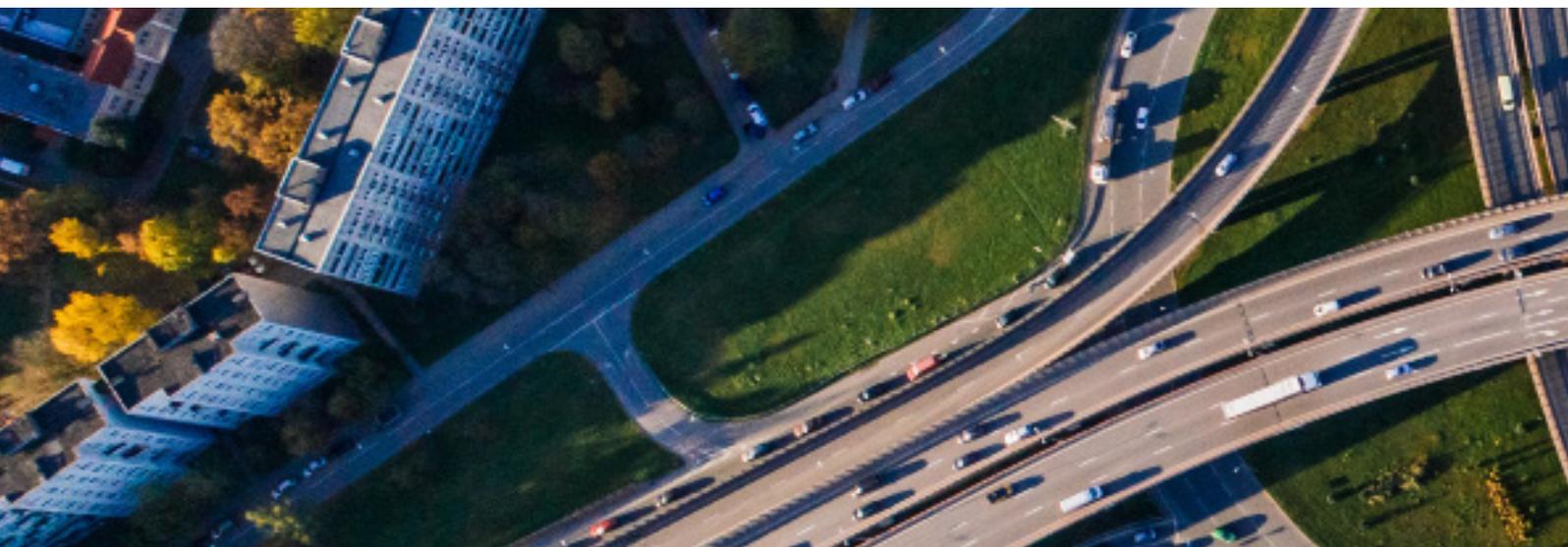
指标	2015年(末)	2016年(末)	2017年(末)
负债总额	2374.98	2588.85	2640.16
其中：刚性债务	2083.26	2255.73	2311.69
资产负债率	73.14%	71.95%	70.87%
长短期债务比	563.30%	570.90%	519.01%
现金类资产	169.02	258.81	196.19
短期刚性债务现金覆盖率	175.56%	301.38%	145.91%
现金比率	47.20%	67.07%	46.00%
营业收入现金率	97.99%	96.32%	97.44%
经营活动现金流净额	160.37	166.34	205.17
通行费收入	211.02	235.81	275.30
利息支出	104.06	97.70	92.65
通行费收入利息覆盖倍数[倍]	2.03	2.41	2.97
当期偿还债务支付的现金	179.54	190.13	171.37
通行费收入当期债务覆盖倍数[倍]	1.18	1.24	1.61
通行费收入还本付息覆盖倍数[倍]	0.74	0.82	1.04

数据来源：新世纪评级根据公开信息资料整理、计算

图表16：广东省市级收费公路主体路产信息（单位：公里，万元/公里/年，年）

名称	控股路产收费里程	单公里年通行费收入	存量债务消化周期
广州交通投资集团有限公司	353.19	1150	13
深圳高速公路股份有限公司	582.50	780	2
东莞市交通投资集团有限公司	181.68	2114	5
——东莞发展控股股份有限公司	55.57	1967	3

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理（注：单公里收费水平为2017年口径）



期，届时核心收费路产之一路段归还政府，或将对营收规模等产生影响。

深高速为广东省内收费公路两大上市公司之一，是深圳市重要的高速公路投资、建设、运营和管理主体，其路产分布于深圳市、广东省部分地区和其他省份，核心路产包括机荷西段、机荷东段、清连高速和水官高速，其中水官高速、机荷东段和机荷西段的单公里年收费水平约为3200万元、3000万元和2800万元，居于已公开省内高速路段收费水平第二第三第四位，三条路段收费规模占深高速通行费的比重约40%，核心路产质量优良，但深高速部分路段分布于粤北和省外湖南湖北地区，部分路段尚未完成效益释放，其综合路段收费效益被拉平。

东莞交投是东莞市最主要的路桥建设投运主体，路产包括莞深高速、常虎高速和惠常高速，其中莞深高速属于上市公司东莞控股的资产。莞深高速、常虎高速和惠常高速的单公里年通行费收费水平约为2000万元，路段优质。

财务表现上，由于行业特性，各家市级收费公路主体基本维持较高负债运行，财务杠杆尚合理可控，弹性较强，其中东莞控股目前债务期限结构以短期化为主，且刚性债务同样呈现短期化，考虑到东莞控股自2016年起加大金融板块业务发展，融资租赁及商业保理均属于资金密集型业务，对资金的调用较为频繁且多元业务资金回笼不及主业收费营运业务，随着业

务的开拓，中短期内资金压力不减。

广东省内市级收费公路主体均保持较大规模收费流入，可对利息支付形成有效保障，其中深高速年度通行费收入可对当期还本付息形成有力保障；债务消化水平上，广交投存量债务规模偏大，且近三年新通车路段较多，路产尚需时间培育，效益尚未完全释放，债务消化周期偏长，加之广交投在建收费公路项目资金支出需求仍较大，债务压力不减；深高速和东莞交投债务消化周期优于行业平均水平，尤其是上市公司凭借较优质资源的占有和对外债务的控制，债务消化周期较短。

广东省内市级收费公路主体债券发行的市场认可度较高，债务融资成本基本可控，发行利差尚在可接受范围内，债券到期偿付分布较合理。

图表17：2017年末广东省市级收费公路主体财务情况（单位：亿元，%）

指标	广交投	深高速	东莞交投	其中：东莞控股
负债	518.92	216.99	171.20	45.33
刚性债务	448.66	118.63	137.13	35.68
资产负债率	66.07	57.91	52.11	44.37
长短期债务比	259.05	218.70	196.57	51.49
现金类资产	79.84	25.21	25.00	10.17
短期刚性债务现金覆盖率	0.76	0.61	0.71	0.44
现金比率	55.24	37.03	43.32	34.00
营业收入现金率	104.01	94.62	99.25	79.18
经营活动现金流净额	35.89	26.61	14.25	0.49
通行费收入	35.71	48.37	26.21	10.93
利息支出	22.50	7.27	7.51	0.11
通行费收入利息覆盖倍数	1.59	6.65	3.49	95.46
当期偿还债务支付的现金	88.24	21.79	52.08	44.21
通行费收入当期债务覆盖倍数	0.40	2.22	0.50	0.25
通行费收入还本付息倍数	0.32	1.66	0.44	0.25

数据来源：新世纪评级根据公开信息资料整理、计算



图表18：2018年11月8日广东省内市级收费主体债券发行历史情况（单位：亿元，%，年，BP）

证券名称	发行时信用等级	起息日	到期日期	发行规模	当前余额	发行利率	当期利率	发行期限	发行利差
17广州交投MTN001	AAA/稳定/AAA	2017-09-05	2022-09-05	20.00	20.00	5.58	5.58	5.00	193.97
16粤交投MTN002	AAA/稳定/AAA	2016-11-11	2021-11-11	10.00	10.00	3.39	3.39	5.00	86.48
16广州交投MTN001	AAA/稳定/AAA	2016-07-15	2021-07-15	10.00	10.00	3.39	3.39	5.00	70.82
18粤交投MTN001	AAA/稳定/AAA	2018-05-23	2021-05-23	10.00	10.00	5.77	5.77	3.00	250.85
15粤交投PPN001	AAA/稳定/-	2015-09-25	2020-09-25	10.00	10.00	5.10	5.10	5.00	197.74
14粤交投PPN004	AAA/稳定/-	2014-09-29	2019-09-29	10.00	10.00	6.80	6.80	5.00	287.96
14粤交投PPN001	AAA/稳定/-	2014-03-25	2019-03-25	15.00	15.00	7.50	7.50	5.00	335.10
18粤交投SCP001	AAA/稳定/-	2018-04-20	2019-01-15	10.00	10.00	4.50	4.50	0.74	151.49
17粤交投SCP002	AAA/稳定/-	2017-08-04	2018-05-01	10.00	--	4.45	4.45	0.74	112.20
17粤交投SCP001	AAA/稳定/-	2017-03-17	2017-09-13	10.00	--	4.50	4.50	0.49	167.98
14粤交投PPN003	AAA/稳定/-	2014-08-22	2017-08-22	10.00	--	6.80	6.80	3.00	285.94
16粤交投SCP001	AAA/稳定/-	2016-11-24	2017-08-21	10.00	--	3.20	3.20	0.74	99.99
14粤交投PPN002	AAA/稳定/-	2014-08-08	2017-08-08	5.00	--	7.10	7.10	3.00	319.30
11广交投MTN1	AAA/稳定/AA+	2011-11-29	2016-11-29	26.00	--	5.99	5.99	5.00	264.42
15广交投CP001	AAA/稳定/A-1	2015-05-15	2016-05-15	10.00	--	3.58	3.58	1.00	123.60
14广交投CP002	AAA/稳定/A-1	2014-08-07	2015-08-07	5.00	--	4.94	4.94	1.00	123.86
10广交投MTN2	AAA/稳定/AA+	2010-07-13	2015-07-13	19.00	--	4.46	4.46	5.00	191.14
14广交投CP001	AAA/稳定/A-1	2014-03-12	2015-03-12	10.00	--	5.90	5.90	1.00	269.17
13广交投CP001	AAA/稳定/A-1	2013-11-25	2014-05-24	10.00	--	5.50	5.50	0.49	132.66
10广交投MTN1	AAA/稳定/AA+	2010-03-12	2013-03-12	5.00	--	3.72	4.97	3.00	132.78
广交投小计(加权/平均)		--	--	225.00	95.00	5.21	--	--	189.87
18深圳高速MTN002	AAA/稳定/AAA	2018-08-15	2023-08-15	8.00	8.00	4.49	4.49	5.00	115.19
07深高速债	AAA/稳定/AAA	2007-07-31	2022-07-31	8.00	8.00	5.50	5.50	15.00	95.00
18深圳高速MTN001	AAA/稳定/AAA	2018-07-30	2021-07-30	10.00	10.00	4.14	4.14	3.00	105.29
SZEW B2107	AAA/稳定/-	2016-07-18	2021-07-18	3.00	3.00	2.88	2.88	5.00	19.75
15深高速MTN001	AAA/稳定/AAA	2015-08-18	2018-08-18	9.00	--	3.95	3.95	3.00	102.51
14深高速MTN001	AAA/稳定/AAA	2014-05-08	2017-05-08	10.00	--	5.50	5.50	3.00	156.96
11深高速	AAA/稳定/AA+	2011-07-27	2016-07-27	15.00	--	6.00	6.00	5.00	218.55
12深高速PPN001	AAA/稳定/-	2012-12-21	2015-12-21	8.00	--	5.90	5.90	3.00	274.30
10深高速MTN2	AAA/稳定/AA+	2010-03-26	2013-03-26	3.00	--	3.72	4.97	3.00	143.79
10深高速MTN1	AAA/稳定/AA+	2010-03-15	2013-03-15	4.00	--	3.72	4.97	3.00	135.80
06深高速CP01	AAA/稳定/A-1+	2006-01-11	2006-10-11	10.00	--	3.07	3.07	0.75	152.40
深高速小计(加权/平均)		--	--	88.00	29.00	4.71	--	--	138.14
16东莞交投MTN001	AA+/稳定/AA+	2016-03-17	2019-03-17	10.00	10.00	3.09	3.09	3.00	72.16
15莞交投MTN001	AA+/稳定/AA+	2015-07-27	2018-07-27	6.00	--	4.10	4.10	3.00	126.91
12莞路桥MTN1	AA+/稳定/AA	2012-10-26	2015-10-26	8.00	--	5.49	5.49	3.00	240.87
13莞路桥CP001	AA+/稳定/A-1	2013-07-25	2014-07-25	6.00	--	5.70	5.70	1.00	218.93
莞路桥小计(加权/平均)		--	--	30.00	10.00	4.45	--	--	164.72
17东莞发展SCP001	AA+/稳定/-	2017-04-27	2017-07-26	12.00	--	4.74	4.74	0.25	182.14
15东莞控SCP001	AA+/稳定/-	2015-10-26	2016-07-22	15.00	--	3.64	3.64	0.74	126.82
17东莞发展SCP002	AA+/正面/-	2017-07-21	2018-04-17	6.00	--	4.50	4.50	0.74	112.30
16东莞发展SCP002	AA+/正面/-	2016-07-20	2017-04-16	7.50	--	2.89	2.89	0.74	67.56
16东莞发展SCP001	AA+/稳定/-	2016-07-18	2017-04-14	7.50	--	2.91	2.91	0.74	65.60
07东控CP01	A/稳定/A-1	2007-04-27	2008-01-22	5.50	--	3.95	3.95	0.74	175.76
14东莞控CP002	AA+/稳定/A-1	2014-09-04	2015-09-04	2.00	--	5.22	5.22	1.00	141.78
14东莞控CP001	AA+/稳定/A-1	2014-08-18	2015-08-18	3.00	--	5.24	5.24	1.00	149.26
12东控CP001	AA+/稳定/A-1	2012-11-07	2013-11-07	2.00	--	5.07	5.07	1.00	213.59
10东控CP01CE	AA+/稳定/A-1	2010-09-01	2011-09-01	3.00	--	3.44	3.44	1.00	153.14
10东控CP01	AA+/稳定/A-1	2010-09-01	2011-09-01	2.00	--	3.44	3.44	1.00	153.14
09东控CP01	AA+/稳定/A-1	2009-12-23	2010-12-23	5.00	--	3.74	3.74	1.00	225.45
11东控01	AA+/稳定/AA	2011-09-22	2014-09-22	4.00	--	7.25	7.25	3.00	333.14
11东控02	AA+/稳定/AA+	2011-09-22	2016-09-22	3.00	--	7.40	7.40	5.00	348.36
东莞控股小计(加权/平均)		--	--	77.50	0.00	--	--	--	174.86

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

# 中国债券市场回顾与展望（2019年1月）

■ 文 / 戴晓枫 郭佩

## 摘要

2018年，债券市场在经历了上年的深度调整后，整体发行情况较上年明显回暖。市场流动性合理充裕，信用债发行金额同比大幅增加，但国债和地方政府债的发行金额不及去年同期，利率债整体较上年同期小幅下降；同业存单则继续保持增量发行，但规模所占比重首次出现下滑。鉴于今年信用违约等负面事件较多，债券市场违约债券支数与规模均较2017年大幅上升。收益率方面，各期限国债收益率水平较上年末下行，短期限国债收益率水平下行幅度大于长期限收益率，期限利差扩大。预计2019年，在积极的政策和稳健的货币政策下，在支持债券市场直接融资力度不断加大的背景下，债券市场流动性将继续保充裕，债券发行规模将持续增长。

## 一、债券市场总体情况

### （一）债券市场发行较上年回暖

2018年，全国债券市场共发行各类债券39194期<sup>1</sup>，同比增长5.17%，增速较上年下降23.02个百分点，发行金额合计43.76万亿元，同比增长7.28%，

增速较上年下降4.95个百分点，发行数量和发行金额虽延续增长态势，但增速继续放缓。从全年来看，上半年累计发行金额优于上年同期，三季度虽有小幅下降，但四季度扭转下降态势并开始回暖（图表1）。

图表1：2018年全年主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)	类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
1.国债	154	0.39	36,010.97	8.23	7.中期票据	1,418	3.62	16,967.15	3.88
2.地方政府债	930	2.37	41,651.67	9.52	一般中期票据(含PRN)	1,418	3.62	16,967.15	3.88
3.同业存单	27,319	69.70	210,985.60	48.21	8.短期融资券	2,918	7.45	31,270.30	7.15
4.金融债	1,061	2.71	52,454.10	11.99	一般短期融资券	428	1.09	4,778.30	1.09
政策银行债	557	1.42	34,649.80	7.92	超短期融资券	2,490	6.35	26,492.00	6.05
商业银行债	106	0.27	5,170.20	1.18	9.定向工具	764	1.95	5,443.87	1.24
商业银行次级债券	67	0.17	4,007.20	0.92	10.国际机构债	3	0.01	54.60	0.01
保险公司债	9	0.02	570.00	0.13	11.政府支持机构债	25	0.06	2,530.00	0.58
证券公司债	211	0.54	4,718.90	1.08	12.资产支持证券	2,680	6.84	20,049.87	4.58
证券公司短期融资券	57	0.15	1,425.00	0.33	交易商协会ABN	248	0.63	1,256.98	0.29
其它金融机构债	54	0.14	1,913.00	0.44	证监会主管ABS	1,986	5.07	9,474.54	2.17
5.企业债	286	0.73	2,418.38	0.55	银监会主管ABS	446	1.14	9,318.35	2.13
一般企业债	286	0.73	2,418.38	0.55	13.可转债	83	0.21	793.12	0.18
6.公司债	1,525	3.89	16,527.30	3.78	14.可交换债	28	0.07	464.74	0.11
一般公司债	798	2.04	10,104.18	2.31	合计	39,194	100.00	437,621.67	100.00
私募债	727	1.85	6,423.12	1.47					

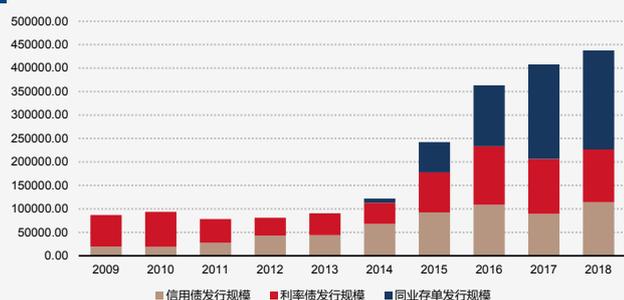
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2019年1月2日。

以证券公司债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计11.43万亿元，较2017年增加2.49万亿元，同比大幅增长27.82%；信用债发行规模占债券募集总额的26.12%，较上年上升4.19个百分点，打破了2014年以来的下降趋势（图表2）。

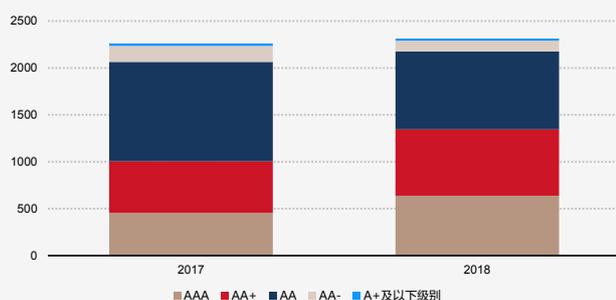
从信用债主体的信用等级来看，AAA级和AA+级高等级主体数量占比较上年明显增加，AA级及以下等级的主体数量占比较低。这主要是由于在债券市场2018年信用风险事件持续爆发的环境下，投资者整体

图表2：2009-2018年债券市场发行规模（亿元）



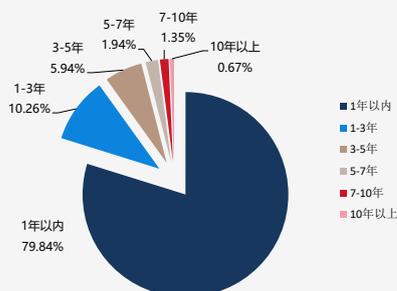
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表3：2017-2018年信用债主体级别分布表<sup>2</sup>



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表4：2018年债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

风险偏好下降，导致中低信用等级企业发债难度加大，数量和占比较上年下降（图表3）。

从发行期限看，2018年发行的债券以短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的79.84%，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10.26%、5.94%、1.94%、1.35%和0.67%，5年期以下债券合计占比96.04%（图表4）。

债券市场推迟发行或发行失败方面，2018年，共有700多支债券出现推迟或发行失败的情况，涉及金额达到4479.21亿元，同比下降29.57%。其中，8月单月共有83支，合计495.31亿元的债券推迟或发行失败，为全年最高（图表5）。

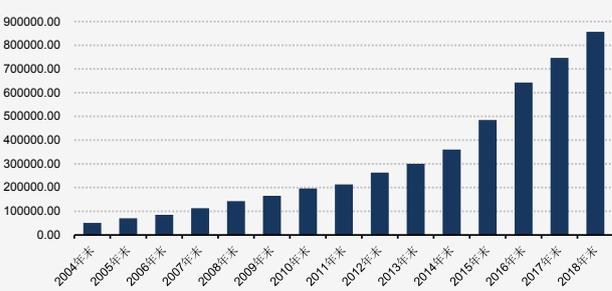
从债券市场存量规模看，截至2018年末，全国债券市场存量债券余额85.65万亿元，比年初增加10.96万亿元（图表6）。

图表5：2018年债券推迟或发行失败情况（亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表6：2018年末债券市场存量债券余额（亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

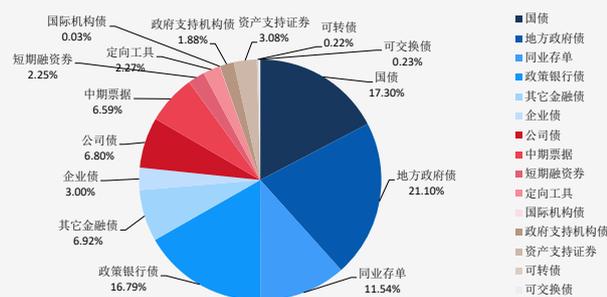
<sup>2</sup> 不包括利率债、同业存单和资产支持证券。

从债券市场存量债券券种分布看，2018年末，国债、地方政府债和政策性银行债为主的利率产品合计47.27万亿元，占比55.19%；同业存单合计9.89万亿元，占比11.54%；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28.50万亿元，占比33.27%；资产支持证券2.64万亿元，占比3.08%。

### （二）债券市场主要收益率波动下行

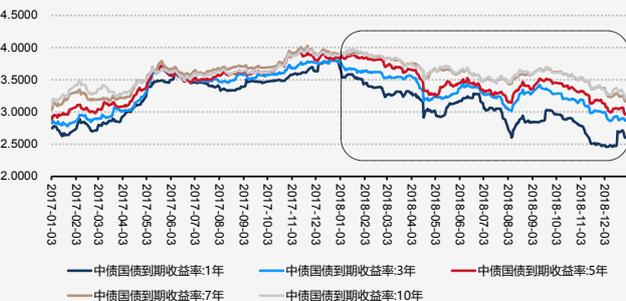
2018年，我国经济总体发展平稳，通胀保持温和水平，但是受内外部需求回落、中美贸易战、内部金融强监管及地方政府隐性债务监管趋严等因素在短期内集中发酵影响，经济景气度持续回落，工业生产、消费、投资及进出口集体走弱，经济增长压力加大。

图表7：2018年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8：债券市场重要收益率曲线



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表9：2017—2018年违约发行人数量及其违约债券情况

指标	2017年	2018年
违约债券支数	29	131
涉及债券余额(亿元)	240.34	1210.79
涉及发行人数量	17	51
其中：首次违约发行人数量	9	43

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

央行施行稳健中性的货币政策，综合运用逆回购、中期借贷便利等工具，维护银行体系流动性稳定，为稳增长、促改革、调结构、惠民生、去杠杆、抑泡沫、防风险营造适宜的货币金融环境（详见附表：2018年主要经济事件和政策对国债收益率的影响）。

整体来看，2018年债券市场各品种、各期限收益率在区间震荡中走低。其中，1年期国债收益率从年初的3.79%降至年末的2.60%，下降119BP，3年期、5年期和7年期国债收益率同年初相比则分别下降91BP、87BP和74BP。10年期国债收益率也从年初的3.88%降至年末的3.23%，下降65BP。2018年末，1年期和10年期国债利差为63个基点，较上年末扩大54个基点。

### （三）债券市场违约高发

债券违约方面，2018年共有131支债券发生违约，涉及债券余额1210.79亿元，违约债券支数与规模均较2017年大幅上升。

从发行人来看，2018年首次违约发行人共43家，涉及违约债券共109支、债券余额1020.94亿元。2018年违约事件主要集中于民营企业，区域分布和行业分布较为分散。

## 二、各类型债券产品发行情况

### （一）利率债发行情况

以国债、地方政府债和政策性银行债为代表的利率产品2018年合计发行11.23万亿元，同比下降3.86%，占债券募集总额的25.66%，占比由2017年的28.64%下降2.98个百分点，占债券市场发行总量的比重连续五年下滑。2018年地方政府债发行930期，同比下降17.99%，发行规模为4.17万亿元，同比下降4.43%，包含一般债券2.22万亿元，专项债券1.95万亿元。

总体来说，今年地方政府债发行在第三季度呈现“井喷”态势，主要为受全年财政政策安排影响，财政部8月连续发布多个关于地方政府债券发行的文件，积极推动地方政府债的快速增长。

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，今年地方政府专项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。

## （二）同业存单发行情况

2018年同业存单继续保持增量发行，合计发行21.10万亿元，规模创历史新高，同比增长4.62%，占募集债券总额的48.21%，较2017年下降1.23个百分点，所占比重自2013年发行以来首次出现下滑。

具体来看，上半年同业存单发行规模稳步增长，但增速放缓，较2017年上半年下滑42.82个百分点。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、7月和10月的降准，释放大量资金，银行体系内流动性较为充足，第三季度、第四季度同业存单发行量较上年同期小幅缩减。

## （三）非政策性金融债券发行情况

2018年，以商业银行债、商业银行次级债券等为主的非政策性金融债券合计发行1.78万亿元，同比增长7.02%，规模保持稳步增长，其中，商业银行债、证券公司债和商业银行次级债券发行规模占据较大比重，分别为29.04%、26.50%和22.51%。为支持民营企业和小微企业的发展，央行采取多项措施改善其融资环境，定向支持金融机构向其发放贷款，融资成本较低的情况下，商业银行为补充营运资金、增加中长期资金来源和优化负债结构，债券发行需求较为旺盛。

## （四）信用债发行情况

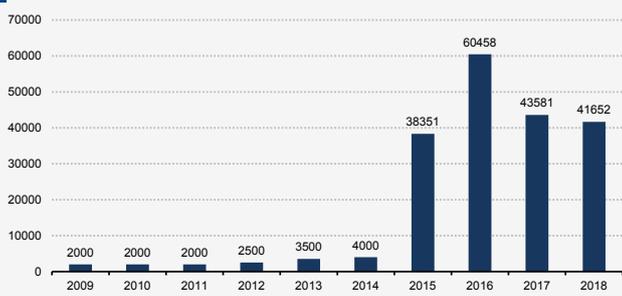
2018年，债券市场中信用债发行规模呈现快速增长态势，除企业债外各主要券种发行量均呈现不同程度的上升。信用债发行显著回暖的主要原因包括：一是2017年“去杠杆，强监管”背景下信用债整体发行规模收缩而产生的低基数效应；二是2018年为应对经济下行压力、缓解实体经济融资难，宏观政策及各类政策对债券市场的支持力度增加，资金面整体较为宽松，债券发行成本下降。

### 1. 非金融企业债务融资工具发行与评级情况

#### （1）发行规模<sup>3</sup>

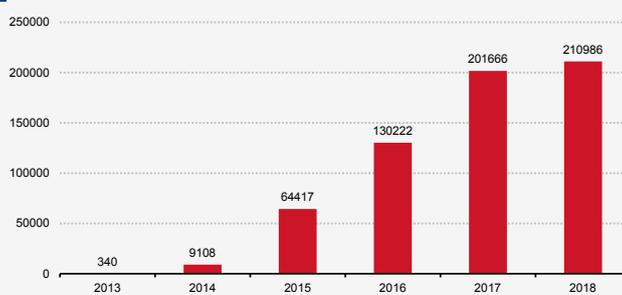
2018年，超短期融资券共发行2490期，同比增长48.57%；募集资金26492.00亿元，同比增长33.72%。定向工具共发行764期，同比增长6.11%；募集资金5443.87亿元，同比增长9.89%。

图表10：2009-2018年地方政府债发行情况（亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表11：2013-2018年同业存单发行情况（亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>3</sup>此处的发行规模主要为短期融资券、超短期融资券、中期票据和定向工具的发行规模，下文因部分数据难以获取，因此不再对超短期融资券和定向工具进行其他方面的统计分析。

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428期，同比下降7.96%；募集资金4778.30亿元，同比增长20.67%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行1418期，同比增长54.80%；募集资金16967.15亿元，同比增长63.29%。

（2）发行人行业分布

以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2018年短期融资券和中期票据发行人涉及22大行业，主要分布于资本货物、多元金融、能源、材料、运输、公用事业和房地产等领域。其中，资本货物等上述七大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为89.46%和83.88%，在中期票据中合计占比分别为93.42%和90.76%，行业集中度较高。

（3）主承销商分布

2018年，共有38家银行和12家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从承销金额来看，建设银行继续保持市场第一的位置，兴业银行和工商银行紧随其后，招商银行、民生银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

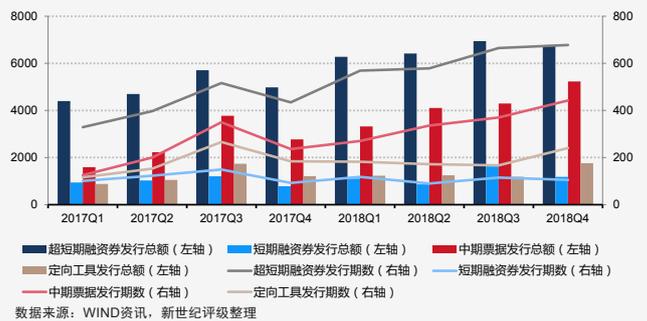
（4）信用等级

从信用等级分布看，级别重心有所上移，AA+级和AAA级占据较大比重，投资者风险偏好下降。

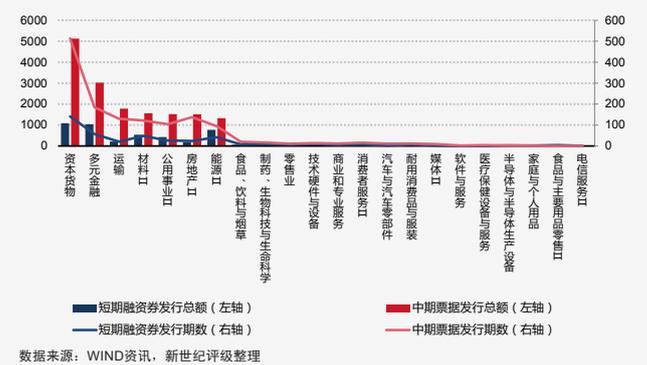
2018年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级等4个信用等级。其中，AAA级期数占比为24.03%，AA+级期数占比为47.35%，这两个级别的发行主体占了短期融资券发行主体的71.38%。2018年短期融资券发行主体为AA-级的仅3期，发行额合计2.50亿元，均为外部担保债券。

2018年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级4个信用等级。其中，AAA级期数占比为37.05%，AA+级期数占比为35.88%，这两个级别的发行主体占了中期票据发行主体的72.93%。2018年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有3期，发行额合计7.70亿元，其中2期为外部担保债券，1期为无担保债券。

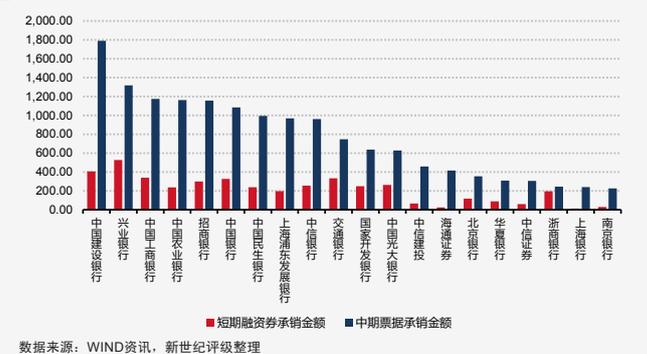
图表12：近年来超短期融资券、短期融资券、中期票据、和定向工具发行情况（亿元、期）



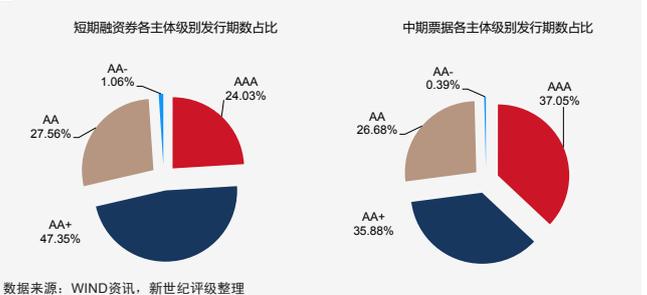
图表13：2018年短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



图表14：2018年短期融资券和中期票据主要承销商分布（亿元）



图表15：2018年短期融资券和中期票据信用等级分布情况



## 2.企业债券发行与评级情况

### (1) 发行规模

2018年，企业债券（不含集合企业债和项目收益债）累计发行259期，同比下降26.63%；发行金额2256.88亿元，同比下降36.51%。受益于央行今年的多次公开市场操作，企业融资环境进一步回暖，2018年公司债和私募债发行总额分别为1.01万亿元和0.64万亿元，同比分别增长79.10%和19.86%。

2018年2月13日，国家发改委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力 严格防范地方债务风险的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》中两部委明确表示，要进一步发挥企业债券直接融资功能，增强金融服务实体经济能力，严格防范地方债务风险，纯公益性项目不得作为募投项目申报企业债券。同年，为扩宽优质企业的融资渠道，提高直接融资比重，国家发改委于12月12日发布《关于支持优质企业直接融资 进一步增强企业债券服务实体经济能力的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》明确了优质企业支持范围，优化了发行管理方式，规范了优质企业信息披露要求，对企业实行“负面清单+事中事后监管”模式，利好民营企业。

### (2) 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2018年企业债券发行人主要分布于资本货物、运输和多元金融等领域，发债主体主要为城投类企业。在全年发行的259期企业债中，其中有232期属于城投债，占比高达89.58%。

### (3) 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2018年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为80.69%和75.01%；7年及以上债券合计占比分别为91.51%和88.88%。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。

### (4) 信用等级分布

从信用等级分布看，2018年发行的企业债券中，发行主体信用等级均为AA-级及以上级别。其中，AA-

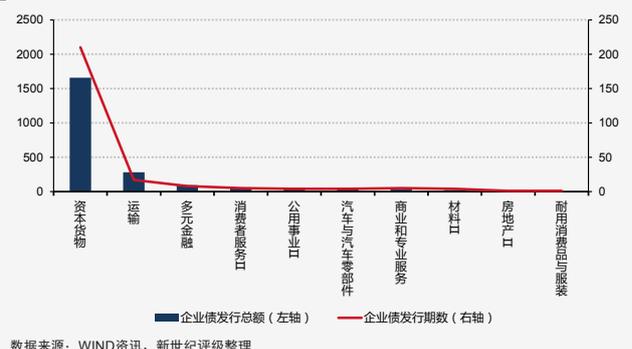
级期数占比为20.66%，AA级期数占比为53.52%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为30.50%，由于主体AA-级发行人在发行企业债时均采用了信用增级措施，因此发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

图表16：近年来企业债券发行情况（亿元、期）



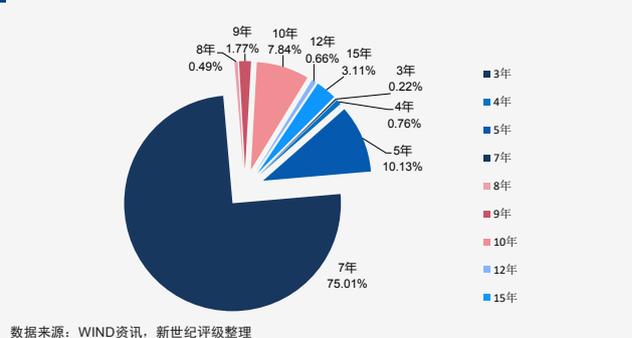
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表17：2018年企业债券发行行业分布（亿元、期）



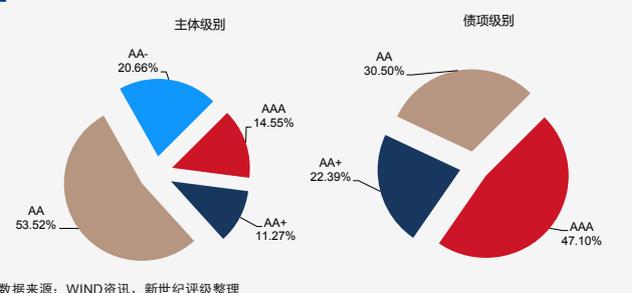
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表18：2018年企业债券各期限发行期数占比



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表19：2018年企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

(5) 增信方式

2018年发行的企业债券仍以无担保债券为主，占比为53.67%，其他债券均采取了第三方保证担保的增信方式，占比为46.33%。

(6) 主承销商分布

2018年共有58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，国开证券、海通证券和中信建投分列前三甲。

3. 公司债券<sup>4</sup>发行与评级情况

(1) 发行规模

2018年，交易所公司债公开发行798期，同比增长48.33%，发行金额1.01万亿元，同比增长79.10%。交易所私募债发行727期，同比增长9.98%，发行金额6423.12亿元，同比增长19.86%。

2018年7月30日，上交所发布《公司债券优化融资监管指南和持续融资监管指南》。对市场认可度高、行业地位显著、经营财务状况稳健且已在债券市场多次开展债券融资的公司申请发行公司债券，上交所将实行简化审核。简化审核旨在让优质发行人可结合自身的融资需求，更自主、便利地通过公司债券市场融资，发挥市场在资源配置中的决定性作用。同时对优化交易所债券市场结构、提升债券市场服务实体经济能力也有进一步推动作用。

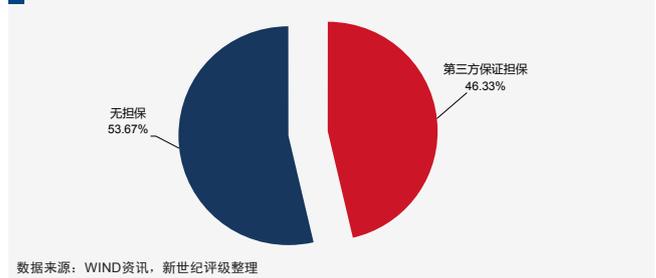
(2) 发行人行业分布

从所属行业看，2018年公司债发行人主要分布在资本货物、房地产、多元金融、公用事业和运输等领域。其中，资本货物成为发行公司债券金额最多的行业。

(3) 信用等级分布

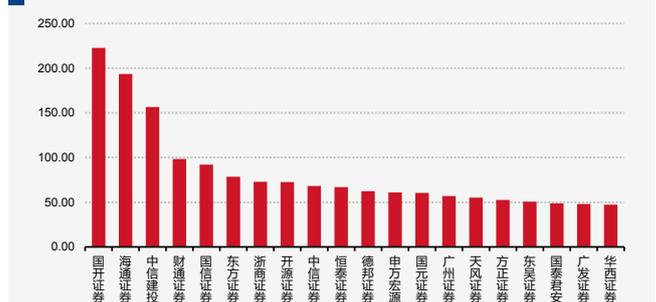
从信用等级分布来看，2018年公开发行公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为1.17%、19.67%、24.36%和54.80%；发行债项信用等级包括AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为9.02%、17.79%和73.18%。

图表20: 2018年企业债券增信方式分布 (按发行期数)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表21: 2018年企业债券主要主承销商分布 (按募集金额, 亿元)



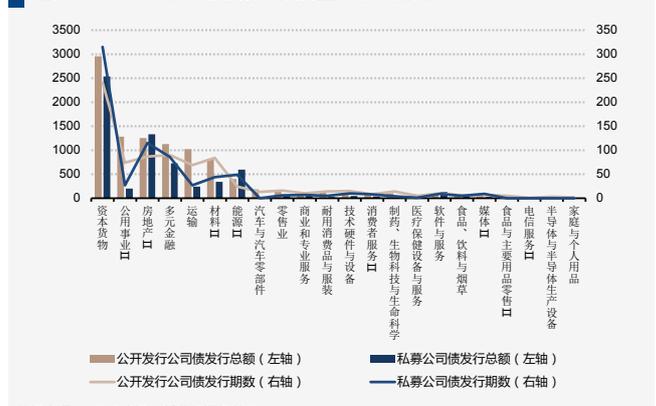
数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表22: 近年来公司债和私募债公开发行情况 (亿元、期)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表23: 2018年公司债发行所属行业分布 (亿元、期)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

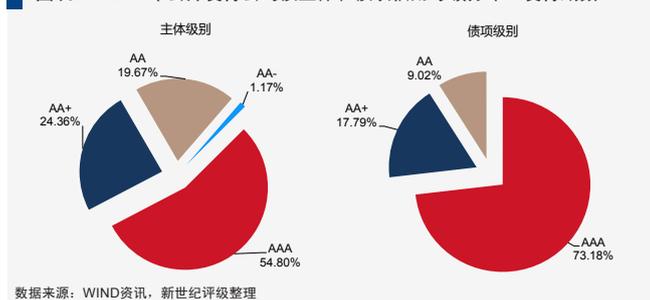
<sup>4</sup>这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

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2.06%、44.85%、32.04%和14.65%（其中未公开级别占比6.41%）；发行债项信用等级包括A-1、AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为0.14%、12.93%、12.52%和14.03%（其中未公开级别占比60.39%）。

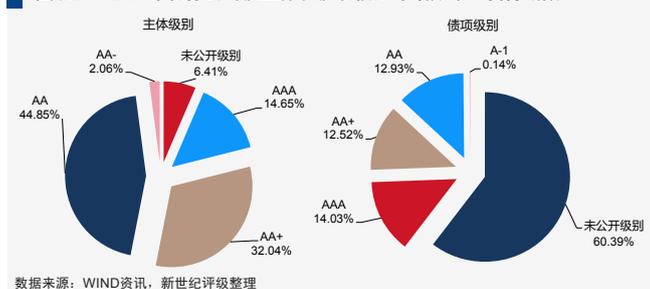
#### （4）主承销商分布

2018年共有91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、中信证券和国泰君安排名前三。

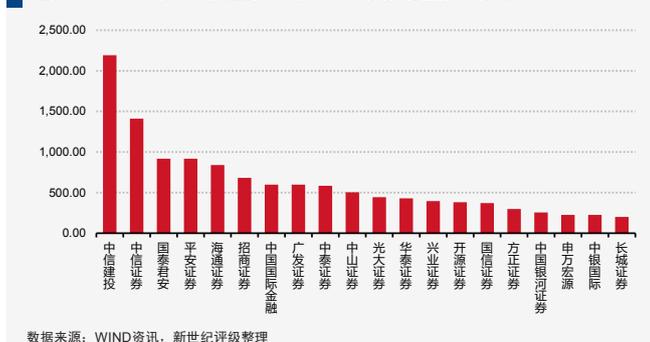
图表24：2018年公开发行人公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



图表25：2018年私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



图表26：2018年公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



#### （五）资产支持证券发行情况

2018年，我国资产支持证券市场依然保持快速发展势头，全年共发行2.00万亿元，创历史新高，同比增长39.86%。其中证监会主管ABS占据最大比重，占发行总量的47.25%，为9474.54亿元，同比增长21.88%，银保监会主管ABS占发行总量的46.48%，为9318.35亿元，同比增长55.90%，交易商协会ABN发行规模最小，为1256.98亿元，同比大幅增长114.89%。

### 三、展望

2018年，债券市场在经历了上年的深度调整后，整体发行情况较上年明显回暖。但受全球经济景气度回落、贸易摩擦升级和国内金融强监管、结构性去杠杆、政府债务规范化管理持续推进的共同影响，我国社会融资规模存量增速持续下降，并出现了广义信用收缩、企业融资难度上升、债券市场违约高发的现象。下半年，在稳健中性的货币政策及各类支持债券市场发展和实体经济融资的具体政策下，债券市场得到了持续稳定的发展。

展望2019年，在稳健的货币政策下，债券市场资金面将保持充裕，发行利率将有所回落，但受美联储货币政策持续收紧等不确定性因素影响，下行空间有限。债券市场直接融资仍是国家政策支持的重点，各类政策积极促进“宽货币”向“宽信用”传导，债券发行规模将持续增长。从具体产品类型看，在结构性去杠杆持续推进下，优先股、永续债、商业银行二级资本债等作为去杠杆的有效工具未来发行量将持续增长；在大力支持实体经济发展和融资的政策环境下，非金融企业债券发行有望保持增长势头；随着基建补短板节奏加快、力度加大，地方政府专项债发行有望较上年增加；资管新规下，存款类金融机构资产出表需求大，RMBS、不良贷款ABS等产品仍有望保持快速增长。

附表：2018年主要经济事件和政策对国债收益率的影响

时间	主要经济事件和政策	影响
2018.01-2018.03	开年来相对宽松的资金面、偏弱的融资需求以及经济增长的预期目标淡化。	国债收益率曲线出现较大幅度的下滑。
2018.04	3日,美国发布301清单,建议对价值500亿美元中国产品征收额外关税,并声称要对另外1000亿美元的中国产品征收关税,中方采取强硬对等500亿美元产品清单还击,并回应“必将采取新的综合应对措施,中美贸易摩擦导致市场避险情绪升温。”	国债收益率整体下行,短期限收益率下降幅度大于长期限收益率
	17日,央行下调大型商业银行、股份制、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点。	
	27日,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。	国债收益率小幅上行。
2018.06	1日,央行扩大MLF担保品范围,新纳入MLF担保品范围的有三类:不低于AA级的小微企业、绿色和“三农”金融债券,AA+、AA级公司信用类债券,优质的小微企业贷款和绿色贷款。	国债收益率整体表现为震荡下行,中长期限收益率下行幅度大于短期限收益率,期限利差收窄
	24日,央行宣布自7月5日起定向降准,下调五大国有银行和十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点,用于释放资金定向支持“债转股”项目。	
2018.07	6日,美国对中国340亿美元输美产品加征25%关税,中美贸易摩擦升级,外部环境不确定性增加。	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。
2018.08	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,积极推动地方政府债的快速增长。	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。
2018.09	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。	月初至月中,中长期限国债收益率震荡走高,短期限国债收益率反应较为平稳。
	17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10%的关税,并将在2019年1月1日起上升至25%。	月末,各国债期限收益率全部走低。
	26日,美联储货币政策委员会FOMC全体投票同意加息25个基点,将联邦基金目标利率区间上调至2%-2.25%。	
2018.10	7日,央行宣布年内第四次降准:自2018年10月15日起,下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点。降准所释放的部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿元中期借贷便利(MLF),并额外释放7500亿元。	国债收益率整体表现为震荡下行,短期限收益率下行幅度大于中长期限收益率,各期限收益率全部走低。
2018.11	13日,央行公布10月金融数据显示,社融、M2增速大幅低于预期,经济基本面下行压力较大,叠加发达经济体货币政策正常化存在不确定性、中美经贸摩擦走势不明。	国债收益率整体延续上月下行趋势,短期限收益率下行幅度大于中长期限收益率,各期限收益率继续走低。
2018.12	19日,央行宣布决定创设定向中期借贷便利(TMLF),符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行,可向中国人民银行提出申请。定向中期借贷便利资金可使用三年,操作利率比中期借贷便利(MLF)利率优惠15个基点,目前为3.15%。同时,根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况,中国人民银行决定再增加再贷款和再贴现额度1000亿元。	短期限收益率下旬陡峭上行,中长期限收益率走低。
	31日,国家统计局公布12月制造业PMI数据,显示该数据继续超预期下滑,掉至荣枯线下方,制造业景气度减弱。	各期限国债收益率全部走低。

# 债券市场利率回顾与展望（2019年1月）

■ 文 / 徐永 黄田

## 摘要 ▶▶

2018年信用债市场发行在整体信用收缩的情况下，受益于标准化债权业务发展的有利环境，以及相对宽松的货币资金情况，全年发行明显回暖，主要信用债发行成本下降，信用利差收窄，不过民营企业债券发行人的融资环境相对恶化，违约情况增加。2019年中国经济面临的内外部压力仍较大，财政政策有一定的发力空间，在财政赤字率提高的情况下，地方债的发行将明显放量；预期金融类信用债的发行将继续增加，非金融类信用债的发行也将保持增长，房地产等行业的债券到期融资压力较大，发行成本在货币政策护航下整体反弹压力较小，但需关注基本面边际改善给债市利率带来的调整压力。

## 一、金融监管继续强化，债券市场发行有所回暖，非金融类信用债发行及净融资额均大幅增长

### （一）坚持防风险思路，金融监管继续强化

2018年，监管层延续了防风险和去杠杆的思路，继续出台政策整治金融市场违法违规行为，上半年陆续推出了包括委托贷款、理财业务、大额风险暴露等

在内的针对商业银行的政策，资管新规及配套细则，地方政府及国有企业监管政策等。

受金融强监管影响，表外融资明显萎缩，同时在系列政策支持下，债券融资明显加速。2018年，新增社会融资规模中表外融资减少2.93万亿元，而上年同期为增加3.57万亿元；而同期新增社会融资规模中债券融资增加4.86万亿元，较2017年的2.64万亿元明显增加。

图表1：2018年主要金融监管政策一览表

时间	发布者	文件	主要内容
2018.01.05	银保监会	《商业银行委托贷款管理办法》	规定委托贷款的资金来源，不得是受托管理的他人资金、银行授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等；银行不得接受委托人为金融资产管理和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请；资金不得用于国家禁止领域、不得从事债券、资管等金融产品投资等。
2018.01.13	银保监会	《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》	重点整治公司治理不健全、违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害金融消费者权益、利益输送、违法违规展业、案件与操作风险、行业廉洁风险等8个方面22条乱象。
2018.03.30	财政部	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》	金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企业事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资；不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。
2018.04.27	央行、银保监会、证监会、外汇管理局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	按照产品类型统一监管标准，强化金融机构的勤勉尽责和信息披露义务，明确资产管理业务不得承诺保本保收益，打破刚性兑付，严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险，抑制通道业务。
2018.05.04	银保监会	《商业银行大额风险暴露管理办法》	商业银行对同业单一客户或集团客户的风险暴露不得超过一级资本净额的比例由50%下降至25%，对同业业务的限制进一步加强；对于小额分散投资的资管和资产证券化产品，设置了风险暴露的宽松处理办法等。
2018.05.25	银保监会	《商业银行流动性风险管理办法》	新增净稳定资金比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率三个流动性风险监管指标。
2018.07.20	央行	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	对4月发布的资管新规相关事项做进一步明确：公募资产管理产品可以适当投资符合要求的非标准化债权类资产，过渡期内金融机构可以发行老产品投资新资产，但需符合相应要求等。
2018.08.08	国家发改委、人民银行、财政部、银保监会、国资委	《2018年降低企业杠杆率工作要点》	建立健全企业债务风险防控机制，充分发挥国有企业资产负债约束机制作用，加强金融机构对企业负债的约束，完善国有企业资本管理机制，健全企业债务风险监测预警机制，完善大型企业债务风险联合处置机制。
2018.09.13	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	分类确定国有企业资产负债约束指标标准，完善国有企业资产负债自我约束机制，合理设定资产负债率水平和资产负债结构；加强资产负债约束日常管理；加强金融机构对高负债企业的协同约束；强化企业财务失信行为联合惩戒机制。
2018.09.28	银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	商业银行应当根据募集方式、投资性质、运作方式等分类管理理财产品；建立健全管理体系和管理制度，并从销售管理、投资运作管理、理财托管、信息披露、和监督管理等方面对理财产品作出相应规定。

数据来源：新世纪评级根据公开资料整理

图表2: 新增社会融资规模中表外融资与债券融资情况 (单位: 亿元)



图表3: 债券市场发行情况 (剔除同业存单)



图表4: 利率债发行情况 (单位: 亿元)



图表5: 信用债发行情况 (单位: 亿元)



## (二) 利率债发行继续下降, 非金融类信用债明显反弹

2018年, 全国债券市场各类债券共发行3.92万支, 较上年增加1864支; 发行金额合计43.76万亿元, 较上年增长7.24%, 发行支数和发行规模均较去年增加。2018年, 同业存单发行支数和发行规模分别为2.73万支和21.10万亿元, 较上年分别增长1.43%和4.62%。剔除同业存单后, 债券市场全年的发行规模为22.66万亿元, 发行支数1.19万支, 较去年分别增长9.80%和14.24%, 发行规模和发行支数全部较去年回暖。

分大类来看, 利率债发行规模较2017年继续下降, 主要是今年国债和地方政府债发行规模较上年减少所致, 2018年分别发行3.67万亿元和4.16万亿元, 较上年分别下降8.42%和4.43%。此外, 政策性银行债发行同比上升, 2018年发行3.46万亿元, 较上年增长5.50%。

信用债方面, 金融类信用债<sup>1</sup>2018年发行规模为1.78万亿元, 较上年增长6.80%, 主要是商业银行债和证券公司短期融资券发行较上年增加所致。

2018年, 非金融类信用债<sup>2</sup>的发行规模明显反弹, 由2017年的5.60万亿元增加到2018年的7.40万亿元, 同比增幅为32.30%。受益于今年央行货币政策的结构性宽松, 以及资管新规落地后信用债市场承接的部分表外融资需求, 传统信用债发行明显回暖, 其中中期票据、短期融资券和定向工具2018年合计发行5.37万亿元, 而去年发行量为3.91万亿元, 是传统信用债回暖的主要动力。

2018年资产支持证券总发行规模为2.01万亿元, 同比上涨35.89%, 其中交易商协会ABN发行1256.98亿元, 证监会主管ABS发行9509.74亿元, 银监会主管ABS发行9318.35亿元。

<sup>1</sup>该处金融类信用债包括商业银行债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司债、证券公司短期融资券和其他金融机构债。

<sup>2</sup>该处非金融类信用债包括超短期融资券、短期融资券、中期票据(不含项目收益票据)、定向工具、企业债(不含项目收益债券)、公司债、私募债、可转债和可交换债。

### （三）利率债和金融类信用债净融资较上年下降，非金融类信用债净融资额大幅增长

从净融资的走势来看，2018年债券市场净融资额为11.39万亿元，较上年增长3.64%；剔除同业存单后，债券市场净融资额为9.59万亿元，较2017年的9.28万亿元上涨2.28%。在2018年信用债发行整体回暖的带动下，今年债券市场净融资经历了2017年的明显下降后开始反弹。

从分类净融资情况来看，因2018年发行规模的下降，利率债净融资额较上年下降，2018年净融资额为5.76万亿元，下降幅度为15.16%；金融类信用债的净融资较2017年下降幅度较大，为8065.95亿元；非金融类信用债2018年的净融资额为1.71万亿元，受发行规模反弹影响，净融资额较2017年大幅增长537.99%。

### （四）除企业债融资成本上升外，其余债券发行成本普遍下降，其中短期限、高等级信用债的发行成本下降幅度较大

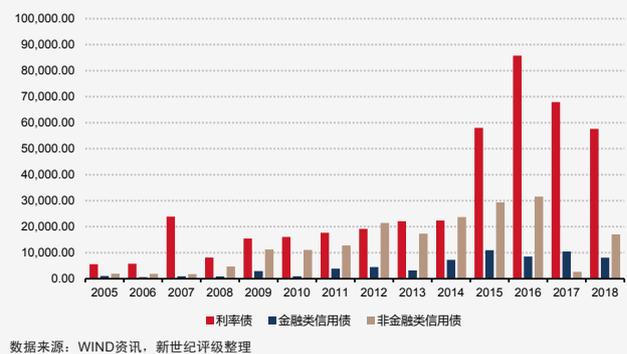
2018年，债券市场发行成本普遍下降，国债、地方政府债、政策性银行债、公司债、企业债、中期票据和短期融资券当年的加权平均发行利率分别为3.3148%、3.8926%、4.0773%、5.3187%、6.4674%、5.4047%和4.5489%，较2017年分别变化-24BP、-5BP、-1BP、-3BP、30BP、-16BP和-22BP，其中企业债发行成本上升，其他券种的发行成本全部下降。

2018年在保持市场流动性合理充裕的基调下，资金面中性偏松，资金利率较上年下降，从而带动债券市场发行成本普遍下行，国债和短期融资券成本下降较大，较2017年分别下降24BP和22BP。但在金融防风险和强监管的背景下，地方政府隐性债务监管趋严，地方融资平台融资压力增加，企业债发行成本较2017年上升30BP。

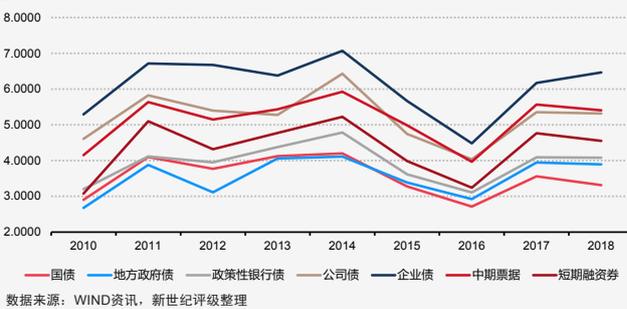
图表6：债券市场发行与净融资情况（剔除同业存单）



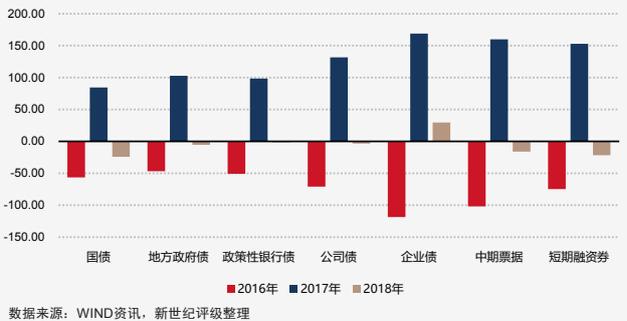
图表7：债券市场分类净融资情况（单位：亿元）



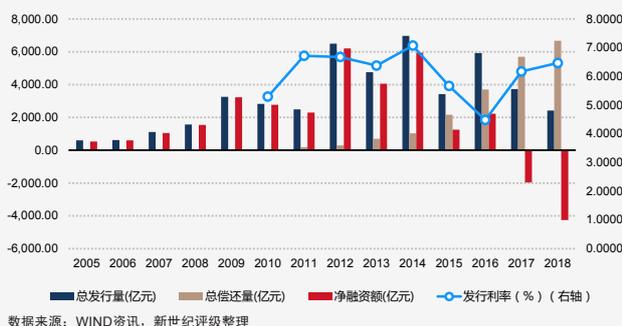
图表8：主要债券发行成本走势（单位：%）



图表9：主要债券发行成本变化（单位：BP）



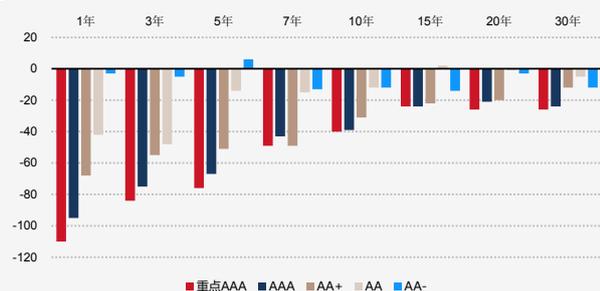
图表10：企业债发行与净融资走势



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

2018年企业债总发行量仅2418.38亿元，到期偿还量为6671.56亿元，而2017年发行3730.95亿元，到期量为5693.28亿元，发行规模明显下降。2016年以来企业债发行量逐年下降主要与地方政府债务严监管有关，同时受城投平台所发债券集中到期影响，发行成本从2016年开始再次逐渐上升，受此影响，净融资额从2016年开始逐步下滑，2018年下降到2005年以来最低，为-4253.18亿元。

图表11：非金融企业债务融资工具定价估值情况（单位：BP）



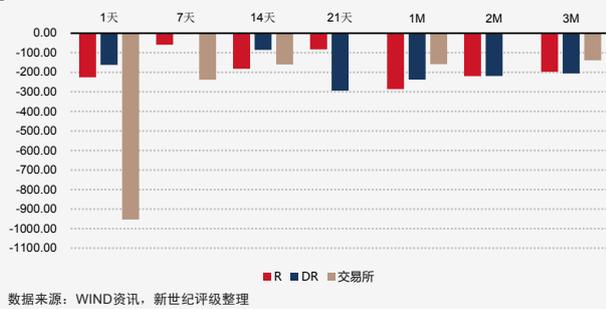
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

不同期限和评级的信用债发行成本也普遍下降，以2018年非金融企业债务融资工具定价估值的变化情况来看，除5年期AA-级和15年期AA级较2017年小幅上升外，其余期限和级别全部下降，其中短期限的成本下降幅度多数高于长期限，高等级的下降幅度高于低等级。

## 二、资金利率及债券市场二级收益率均下降，信用利差整体收缩

### （一）资金利率及债券市场二级收益率全部下降

图表12：资金利率变化（单位：BP）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

2018年，我国宏观经济面临下行压力，为缓解去杠杆带来的金融市场流动性压力，央行货币政策由稳健中性逐步调整到边际宽松和结构性宽松，全年通过公开市场操作、定向降准、再贷款和再贴现等措施缓解紧张的资金面，资金利率持续下行。年末R007较2017年末下降了59BP，从期限来看，1天、7天和14天的R下降幅度高于DR，而2M和3M的R下降幅度与DR基本持平，显示非银金融机构的短期融资成本比银间波动率大。

图表13：10年期主要利率债收益率曲线（单位：%）

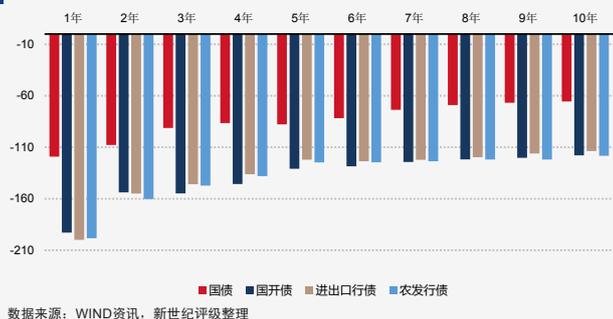


数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

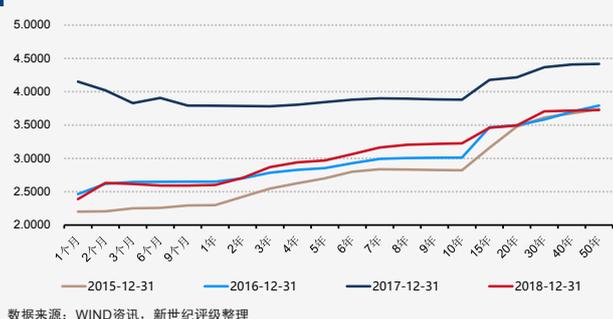
债券市场二级收益率方面，2018年，中长期利率债收益率显著下行，10年期国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率年末分别为3.23%、3.64%、3.86%和3.78%，较上年末分别下降65BP、118BP、114BP和118BP。

从期限来看，所有期限的国债、国开债、进出口行债和农发行债收益率全部下降，下降幅度分别在65-176BP、118-193BP、107-200BP和113-198BP之间。

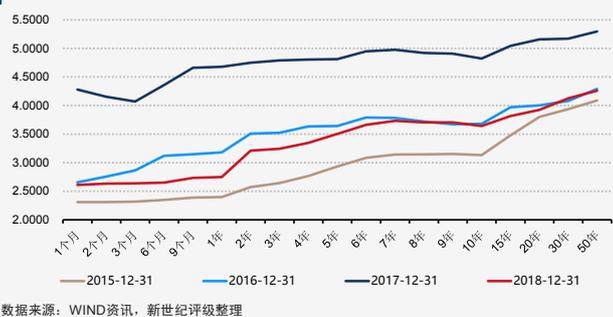
图表14:各期限主要利率债收益率较上年变化(单位:BP)



图表15:国债收益率曲线(单位:%)



图表16:国开债收益率曲线(单位:%)



图表17:AAA级城投债收益率曲线(单位:%)



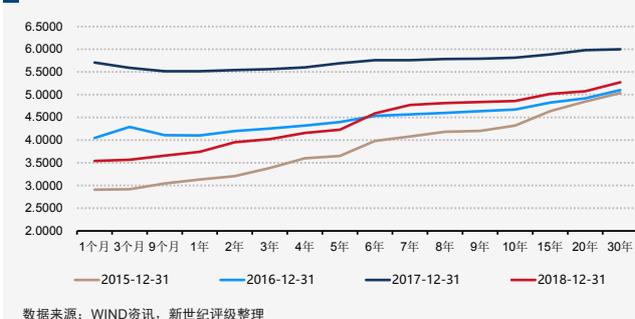
具体来看,年初在监管政策连续密集出台的影响下,市场情绪较为谨慎,同时受资金面波动影响,短端债市收益率上升,但随着社融增速的持续回落以及中美贸易战带来的投资者风险偏好变化,长端二级市场收益率明显下行。

二季度,债市利率波动较大,4月央行定向降准带来的资金供给边际改善和货币政策边际宽松带动债市收益率迎来一波下行,但随后在资金面短期收紧、利率债供给放量、信用风险事件频发以及美联储加息预期等因素扰动下,债市收益率迎来反弹压力,三季度债市收益率在多空因素共同作用下震荡调整,首先经济数据的持续走弱对债市收益率的下行形成支撑,但通胀预期的抬头、地方政府债供给的加快以及国务院常务会议和中央政治局会议确定的“几家抬”的政策合力信号带动利率债收益率8月中旬至季末有所回升。

四季度在经济数据全面走弱、油价及大宗商品价格持续回落和10月初定向降准的带动下,债市收益率普遍下行。

2018年信用债收益率走势与利率债表现一样,普遍下降,但与国债同期限收益率相比,信用债收益率下降幅度高于国债。2018年末,5年期国债收益率较上年末下降了87BP,而同期限城投债AAA级和AA+级收益率分别下降了145BP和146BP。

图表18:AA+级城投债收益率曲线(单位:%)



图表19：主要信用债利差走势（单位：BP）



（二）信用利差整体下降，级差降幅不及利差

2018年，在流动性保持合理充裕的基调下，信用利差整体下降。分阶段看，年初受强监管政策影响，信用利差普遍走扩，随后在央行公开市场操作、定向降准安排下，资金面较为平稳，2-4月长端信用债利差开始收缩，5月和8-9月在融资偏紧、信用风险事件频发、中美贸易战以及美联储加息预期扰动下，信用利差多数走扩，之后四季度在定向降准释放流动性带动下，长端信用利差再度下降。

图表20：2018年行业利差变化（BP）



行业利差方面，2018年利差涨幅较大的行业分别是轻工制造、机场、电子、化工、医药生物、通信、煤炭开采等领域，与此前多为过剩产能债涨幅较大不同，今年涨幅较大的多与环保以及公司具体的信用事件有关。

图表21：2018主要信用债净融资走势



信用利差的走势与信用债的发行和净融资情况密切相关，从主要信用债（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、可转债、可交换债）2018年的净融资走势来看，在信用利差走扩的1、5、8-9月，由于投资者信用风险偏好下降，净融资规模明显下降，而在信用利差下降期间，净融资则明显上升。

图表22：中短期票据AA+-AAA+级差走势（单位：BP）



与信用利差走势大体类似，2018年级差整体较上年末下降，从全年来看，上半年不同期限的评级利差整体较为稳定，但是下半年中短期票据不同期限间出现较为明显的分化，5年期级差收缩较少，2018年末较上年末仅下降了0.4BP，而1年期和3年期均下降了6BP。

三、2019年债券市场利率展望

（一）经济下行压力未消，利率预期总体下行

2019年中国经济增长仍将面临一定压力，外贸净出口在中美贸易战影响下负面影响可能进一步显现，房地产投资在棚改货币化逐步退出的情况下，面临一定下行压力；基建投资在财政收入下降及赤字率限制下反弹空间可能较为有限；制造业行业的投资也将受制行业利润及融资的改善状况。

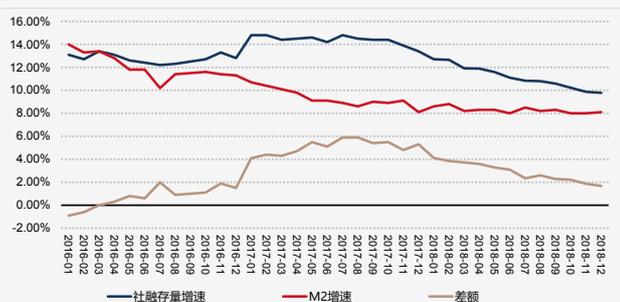
需求端的压力，叠加金融监管政策影响，社会融资规模2018年的增量较2017年已经出现了下降，社融存量增速也跌破了10%，与M2之间的差距缩小，预期2019年信用收缩的状况仍将持续，广谱利率仍有下行空间。

需要关注的是未来金融监管政策的走向。2018年四季度以来，监管层关于影子银行以及非标融资监管的表态有所放松，一旦未来非标持续萎缩的情况放缓，社融增速也将会回升，融资需求将有望推动融资利率反弹。

另外虽然经济下行、流动性宽松、通胀水平走低等支撑债券利率向下，但表内贷款利率，由于受商业银行资本约束、风险偏好等多种因素影响，目前仍是上行的状态，这种利率分化的局面预计将在“宽信用”的各种约束逐渐缓解后逐步统一。

央行货币政策的总体基调也有利于利率的进一步下行，此前中央经济工作会议指出，稳健的货币政策要松紧适度，同时要进一步减税降费、有效缓解企业融资难融资贵的问题。

图表23: 社融及M2增速



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

图表24: 贷款利率走势



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

另外美联储加息速度将放缓，我国货币政策面临的外部约束有所降低，预计2019年央行货币政策仍将保持稳健中性，重点疏通货币政策传导机制，配合积极财政政策共同发力，流动性总体仍将是合理充裕。

2019年资金利率在货币政策稳健中性的环境下，也将有进一步下行的空间，10年国债收益率有跌破3%的较大可能，不过在财政货币政策持续发力的情况下，经济下行压力后期有边际改善的可能，届时将形成对利率下行走势的调整压力。

## (二) 债市供给预期平稳增长，关注行业融资成本及到期压力

预期2019年债券市场利率债的发行将受地方政府债的放量而较2018年提高，在预算赤字率可能提高至2.8%甚至3%，专项债的发行明显提速的情况下，地方政府债的发行量可能较2018年发行量增加达到1万亿。

为了缓解地方政府债2019年的供给冲击，财政部已经提前新增了地方政府债务13900亿元的限额，并将地方政府债的发行时间提前，1月份至今地方政府债的发行也明显提速，不过由于地方政府债需求火爆，其较国债的利差下限已经由40BP下降到25-40BP，预期地方政府债发行给债市利率带来的上涨压力较小。

2018年金融类信用债的发行仅较上年小幅增加，主要是商业银行资本补充类债券放量并不明显，预期2019年随着商业银行永续债等受政策鼓励品种发行的增加，金融类信用债的发行也会有较大的改善。

非金融类信用债方面，2019年预期发行仍将平稳增长，在保持2017年发行规模的预期下，预期全年仍将形成8万亿左右的供给，但一旦非标融资的形势变化以及贷款利率的下行，可能将对信用债的发行及融资成本形成一定的冲击。

民营企业及部分股权质押比例较高的上市公司的资金链条，在信用整体收缩的情况下，预期仍不乐观。2018年较多发行人的违约原因，来自于现金流及融资渠道的断裂，相比而言2019年面临更加有力的融资环境，这将有利于缓解民营企业及中小企业的融资及违约压力。

图表25：2018年主要支持实体经济融资政策一览表

时间	发布者	文件或操作	主要内容
2018.03.19	银监会	《中国银监会办公厅关于2018年推动银行业小微企业金融服务高质量发展的通知》	继续监测“三个不低于”，提出“两增两控”的新目标，同时从完善机构体系、提升服务效率、改进贷款支付、落实尽职免责、盘活信贷资源、主动开展信息披露等方面提出具体要求，推动银行业小微企业金融服务由高速增长转向高质量发展。
2018.06.25	央行、银保监会、证监会、国家发改委、财政部	《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》	加大货币政策支持力度，引导金融机构聚焦单户授信500万元及以下小微企业信贷投放；加大财税政策激励，提高金融机构支小积极性；加强贷款成本和贷款投放监测考核，促进企业成本明显降低。
2018.08.18	银保监会	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	疏通货币政策传导机制，满足实体经济有效融资需求，大力发展普惠金融，强化小微企业、“三农”、民营企业等领域金融服务，支持基础设施领域补短板，积极发展消费金融，切实发挥保险资金的风险管理和保障功能。
2018.09.06	财政部、税务总局	《关于金融机构小微企业贷款利息收入免征增值税政策的通知》	自2018年9月1日至2020年12月31日，对金融机构向小型企业、微型企业和个体工商户发放小额贷款取得的利息收入，免征增值税。
2018.10.25	财政部、工业和信息化部	《关于对小微企业融资担保业务实施降费奖补政策的通知》	中央财政在2018-2020年每年安排资金30亿元，采用奖补结合的方式，对扩大小微企业融资担保业务规模、降低小微企业融资担保费率等政策性引导较强的地方进行奖补。
2018.10.31	国务院	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》	加强地方政府专项债券资金和项目管理，加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度、保障融资平台公司正常融资需求、充分调动民间投资积极性、规范有序推进PPP项目，深化投资领域“放管服”改革、同时需防范化解地方政府隐性债务风险和金融风险。
2018.11.08	国务院	《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》	减少社会资本准入限制，缓解中小微企业融资难融资贵问题，营造公平竞争市场环境，简化企业投资审批，进一步减轻企业税费负担，降低企业生产经营成本。

数据来源：新世纪评级根据公开资料整理

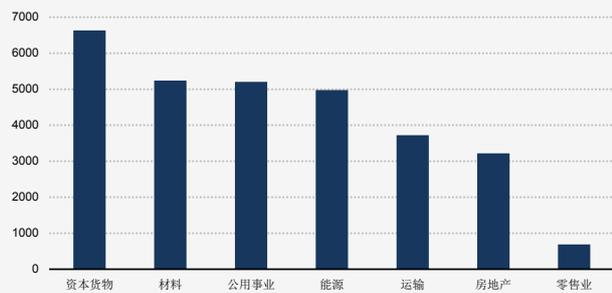
2019年除了需要关注企业的现金流及融资情况外，还需要关注企业的利润的表现，上市公司商誉减值情况可能拖累企业的利润增速，而民营工业企业利润增速是否能出现持续企稳走升，在整体工业企业利润减速的情况下，也将是未来影响企业融资成本的重要因素。

具体行业方面，今年到期信用债规模较大的行业集中在资本货物、材料、公用事业、能源运输及房地产等行业，这些行业的融资成本及现金流压力将相对较大，需密切关注这些行业潜在的融资及违约风险。

从具体的到期节奏来看，1、3、4月份是2019年主要产业债的到期高峰，四季度的到期压力将有所下降。从到期的主体评级分布来看，多数集中在AAA级别，到期品种方面，除了超短期融资券外，公司债、企业债、定向工具及私募债的到期规模均较大，公司债、企业债的发行审批因为政策支持已经明显加快，但定向工具及私募债此前由于信息披露相对有限，面对明年较大的到期规模，潜在偿付风险仍然值得关注。

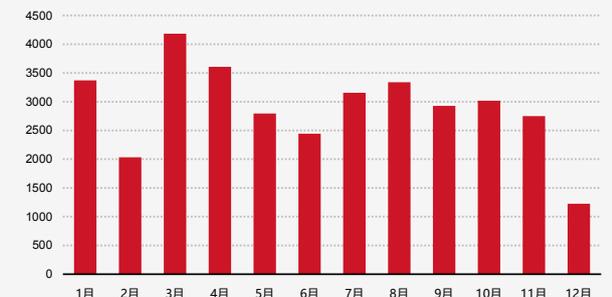
整体而言，2019年债券市场的发行无论利率债、金融类信用债和非金融类信用债，都可能较2018年有一定增长，但债市融资利率在整体信用收缩及货币政策宽松持续的情况下，仍有下行的空间，信用债的发行人则因为利润表现、行业及到期节奏等不同，表现将可能有所分化。

图表26：主要产业债到期情况（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表27：主要产业债到期月度分布（单位：亿元）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

# 2018年债券市场违约概况

■ 文 / 武博夫 丁书佳

## 摘要 ▶▶▶

2018年债券市场违约事件数量较往年大幅增加，全年共有131支债券发生违约，涉及债券余额1210.79亿元。从发行人来看，2018年首次违约发行人共43家，涉及违约债券共109支、债券余额1020.94亿元。2018年违约事件主要集中于民营企业，区域分布和行业分布较为分散，此外2018年违约事件中涉及的上市公司数量较多。

## 一、违约发行人数量与涉及债券

2018年债券市场违约债券支数与规模均较2017年大幅上升，共有131支债券<sup>1</sup>发生违约，涉及债券余额1210.79亿元，而2017年全年仅有29支债券发生违约，涉及债券余额240.34亿元。其中，2018年第四季度违约债券支数与规模较多，共59支债券违约，涉及债券余额498.23亿元。

2018年43家首次违约发行人的109支债券违约，涉及债券余额1020.94亿元，较2017年的9家、10支、75.04亿元大幅上升。其中，2018年第四季度首次违约发行人共18家，在市场信用环境回缓趋势下仍较第三季度的15家有所增加，这主要是由于新增违约发行人主要集中于前三季度中已发生风险事件的企业，包括盛运环保、中弘股份、金立通信、金茂纺织、雏鹰农牧等多家发行人在债券违约前已出现其他债务逾期、延期兑付等负面事件。

图表1：2017—2018年违约发行人数量及其违约债券情况

指标	2017年	2018年
违约债券支数	29	131
涉及债券余额(亿元)	240.34	1210.79
涉及发行人数量	17	51
其中：首次违约发行人数量	9	43

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>不包括资产支持证券。

## 二、首次违约发行人区域与行业分布

2018年首次违约发行人所在区域较为分散，涉及18个省市及自治区。其中，北京和广东省相对较多，分别为9家和4家；其次为山东省、安徽省和上海，各为3家。广东省、山东省和安徽省的发行人违约主要集中在第四季度。从行业分布来看，按申万一级行业分类标准，

图表2：2018年首次违约发行人区域分布

区域	全年数量	其中：第四季度
北京	9	3
广东省	4	3
山东省	3	2
安徽省	3	2
上海	3	-
江苏省	2	1
辽宁省	2	2
山西省	2	1
浙江省	2	1
河南省	2	1
湖北省	2	-
吉林省	2	-
新疆维吾尔自治区	2	-
甘肃省	1	1
宁夏回族自治区	1	1
福建省	1	-
四川省	1	-
云南省	1	-
合计	43	18

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表3：2018年首次违约发行人行业分布

申万一级行业	全年数量	其中：第四季度
综合	7	2
房地产	4	3
公用事业	4	1
商业贸易	3	1
化工	3	2
采掘	2	-
传媒	2	-
有色金属	2	-
制造业	1	1
食品饮料	2	1
批发和零售	1	1
农林牧渔	1	1
交通运输、仓储和邮政业	1	1
建筑业	1	1
非银金融	1	1
电子	1	1
纺织服装	1	-
钢铁	1	-
机械设备	1	-
计算机	1	-
建筑装饰	1	-
无信息	1	1
合计	43	18

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

2018年首次违约发行人共涉及行业22个，分布较为分散。具体来看，综合、房地产、公用事业行业相对较多，分别为7家、4家、4家。其中，房地产行业的发行人违约主要集中在第四季度。

### 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年首次违约发行人以民营企业为主，共计33家，占总数的76.74%，中央国有企业和地方国有企业各为3家，各占总数的6.98%。其中，民营企业违约主要集中于第四季度，共计16家，占全年的近50%。

### 四、违约事件涉及的上市公司

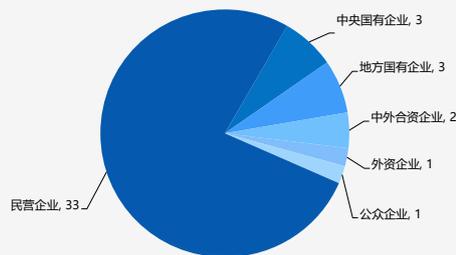
2018年违约事件中涉及上市公司数量较多，在全部43家首次违约发行人中，15家为上市公司，11家为上市公司的关联方。其中，中弘股份由于股价低于面值，股票已于12月28日被强制退市；同时多家可交换债发行人发生违约，包括神雾环保母公司神雾科技、飞马国际母公司飞马投资、中珠医疗第二大股东一体集团、欧浦智网母公司中基投资和北讯集团母公司龙跃实业。

### 五、首次违约发行人评级机构分布

从评级机构分布来看，2018年首次违约发行人共涉及联合<sup>2</sup>、中诚信<sup>3</sup>、大公、鹏元、新世纪评级、东方金诚6家信用评级机构。

其中，联合涉及的首次违约发行人和违约债券余额最多，合计为18家、743.38亿元；其次为中诚信和大公，首次违约发行人各为10家，债券余额分别为430.07亿元、246.64亿元；鹏元7家、184.87亿元；新世纪评级4家、46.25亿元，东方金诚3家、27.50亿元。

图表4：2018年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5：2018年首次违约发行人所有制数量分布

发行人所有制类型	全年数量	其中：第四季度
中央国有企业	3	-
地方国有企业	3	1
中外合资企业	2	-
外资企业	1	1
公众企业	1	-
民营企业	33	16
合计	43	18

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表6：2018年首次违约发行人的评级机构分布

评级机构	首次违约发行人数量	涉及违约债券余额(亿元)
联合合计	18	743.38
其中：联合资信	6	542.30
联合信用	18	743.38
中诚信合计	10	430.07
其中：中诚信国际	7	402.92
中诚信证评	4	61.52
大公	10	246.64
鹏元	7	184.87
新世纪评级	4	46.25
东方金诚	3	27.50

数据来源：Wind，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。

图表7：2018年首次违约发行人评级机构分布



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup>包含联合资信和联合信用。

<sup>3</sup>包含中诚信国际和中诚信证评。

# 2018年度债券市场主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 柯乐

## 摘要 ▶▶

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本公司”）近期更新了本公司主体信用等级静态池样本库，同时对静态池中的样本进行信用等级迁移情况的统计和分析。

研究发现，2018年度债券市场一年期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91%。与上年度相比，等级向上迁移的数量显著减少，向下迁移数量有所增加。2018年新世纪评级一年期主体跟踪评级表现了较高的稳定性，AA-级及以上级别稳定性均在81%以上。

从主体属性来看，2018年非金融债<sup>1</sup>发行主体信用等级的稳定性均在90%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86.65%；公司债发行主体等级向下迁移趋势高于其他债券发行主体。新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债等级稳定性高于相应类型债券市场整体。

## 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<sup>2</sup>、企业债、公司债<sup>3</sup>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2019年1月2日，数据时限是2018年度（2018.1.1~2018.12.31）。

## 二、2018年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2018年度静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2018

年度静态池样本库中满足统计口径<sup>4</sup>的有效样本3794个。我们对2018年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。详见下表：

图表1：2018年度债券市场主体信用等级迁移分布

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	687	3									
AA+	65	751		1		2					1
AA		97	1697	15	2	3		1	1		19
AA-			40	281	9	2	1		1		3
A+				9	65	3	1		1		1
A					2	10					1
A-							3				
BBB+								1			
BBB									1		
BBB-									1	1	
BB+及以下											11

<sup>1</sup>包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

<sup>2</sup>包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

<sup>3</sup>包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

<sup>4</sup>在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除债券因评级机构不同而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券。鉴于债券发行主体存在一年内可能多次发布评级，为便于统计级别迁移，我们约定以发行人年度内最后一次公布的主体评级级别为当年主体级别。最后，我们在样本库中剔除2017年或2018年度没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估投资服务有限公司简称“新世纪评级”，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”，中债鹏元资信评估股份有限公司简称“鹏元”，东方金诚国际信用评级有限公司简称“东方金诚”，中债资信评估有限责任公司简称“中债资信”。

2018年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体214家，向下迁移的主体75家，等级迁移以上升为主（图表1和图表2）。与上年度相比，主体信用等级向上迁移数量减少124家，向下迁移数量增加19家，整体向上迁移率由9.27%下降至5.64%，向下迁移率由1.54%上升至1.98%，等级向上迁移趋势明显减弱。2018年以来，在全球经济景气度回落、贸易摩擦升级和国内金融强监管、结构性去杠杆、政府债务规范化管理持续推进的共同影响下，我国社会融资规模存量增速持续下降，并出现了广义信用收缩、企业融资难度上升、债券市场违约高发的现象，企业信用状况分化。

与上年度相比，AA级上调至AA+级的数量显著减少，由上年的154家减少至97家；AA-级上调至AA级的数量较上年减少28家；AA+级上调至AAA级的数量减少21家。下调数量方面，AA级下调至BB+级及以下的数量由去年的3家增加至19家。

2018年度迁移矩阵基本保持了前三季度等级迁移矩阵的基本特征，主体信用等级稳定性较高，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。AAA~AA级保持在上年末等级的比率均在91%以上。与上年度相比，BBB级及以上级别稳定性均有所提高。

### 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95%以上；其次是非金融企业债务融资工具，在89%以上。

图表2：2018年度债券市场主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.57	0.43									
AA+	7.93	91.59		0.12		0.24					0.12
AA		5.29	92.48	0.82	0.11	0.16		0.05	0.05		1.04
AA-			11.87	83.38	2.67	0.59	0.30		0.30		0.89
A+				11.25	81.25	3.75	1.25		1.25		1.25
A					15.38	76.92					7.69
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										33.33	33.33
BB+及以下											100.00

注：观察期内等级迁移超过2个子级（含2个子级）的主体数量共44家。

图表3：2018年度债券市场非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.57	0.43									
AA+	7.39	92.05		0.18		0.18					0.18
AA		7.76	89.80	0.72	0.14	0.14					1.44
AA-			14.29	82.86	2.86						
A+					80.00				20.00		
A						100.00					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

图表4：2018年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年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	5.83	94.17									
AA		7.88	90.30	0.61							1.21
AA-				88.89							11.11
A+											
A						100.00					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表5：2018年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	2.45	97.55									
AA		3.64	95.77	0.39		0.10					0.10
AA-			10.00	88.33	1.11						0.56
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年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 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		6.61	93.39								
AA-			16.67	83.33							
A+					50.00	50.00					
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

图表7：2018年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.70	0.30									
AA+	9.19	89.75				0.71					0.35
AA		6.86	87.53	1.46	0.42	0.21		0.21	0.21		3.12
AA-			8.20	81.97	1.64	1.64	1.64		1.64		3.28
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

2018年度非金融企业债务融资工具、企业债和公司债整体等级向上迁移率分别为5.68%、3.85%和5.52%，企业债向上迁移趋势最弱；等级向下迁移率分别为1.38%、0.73%和3.48%，公司债等级向下迁移趋势最强。相比非金融债发行主体，2018年度金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移率为10.54%，向下迁移率为2.81%，分等级来看，金融债发行主体AAA级稳定性较高，为99.26%，AA+级和AA级稳定性相对较差，分别为85.56%和83.82%。

图表8：2018年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	3.39	96.61									
AA		7.58	92.42								
AA-				100.00							
A+					100.00						
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

从新世纪所评各类型债券发行主体2018年度主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），2018年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5.56%、5.37%和3.74%；非金融企业债务融资工具和企业债向下迁移率分别为1.11%和0.49%，公司债未发生等级向下迁移，新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债等级稳定性高于相应类型债券市场整体。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9：2018年度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.26	0.74									
AA+	14.44	85.56									
AA		14.71	83.82	1.47							
AA-			19.40	70.15	8.96	1.49					
A+				11.11	83.33	3.70	1.85				
A					20.00	80.00					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-									50.00	50.00	
BB+及以下											

图表10：2018年度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA			22.22	77.78							
AA-				30.00	60.00	10.00					
A+						83.33	16.67				
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年度本公司、中诚信国际、中诚信证评、联合资信、联合信用、大公、鹏元和东方金诚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。

图11：2018年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年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	5.59	94.41									
AA		7.92	91.09	0.33							0.66
AA-			13.16	81.58	2.63						2.63
A+					80.00	10.00	10.00				
A						100.00					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

图12：2018年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年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.29	0.35									0.35
AA+	8.88	91.12									
AA		7.65	90.88	0.29		0.29					0.88
AA-			12.28	80.70	3.51	3.51					
A+				8.70	82.61	4.35			4.35		
A						100.00					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-									100.00	0.00	
BB+及以下											

图13：2018年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年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	10.66	89.34									
AA		7.64	89.58								0.69
AA-			8.33	58.33	8.33	8.33	8.33		8.33		
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-										0.00	100.00
BB+及以下											

图14：2018年度债券市场联合资信持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	98.94	0.53									0.53
AA+	7.80	91.71									0.49
AA		5.77	91.67	1.28							1.28
AA-			7.69	87.18	5.13						
A+				4.35	91.30	4.35					
A					33.33	66.67					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

从各机构所评债券的主体信用等级迁移矩阵来看（图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基本一致。

图15：2018年度债券市场联合信用持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	98.99										1.01
AA+	5.71	92.38				0.95					0.95
AA		7.04	84.92	2.01		0.50		0.50	0.50		4.52
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16：2018年度债券市场大公持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	4.62	94.22		0.58		0.58					
AA		5.56	90.28	0.69	0.35	0.35					2.78
AA-			12.28	80.70	3.51	3.51					
A+				8.70	82.61	4.35			4.35		
A						100.00					
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-									100.00	0.00	
BB+及以下											

图17：2018年度债券市场鹏元持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 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		3.11	95.67	0.17	0.17	0.17					0.69
AA-			12.50	85.94	0.78						0.78
A+				28.57	71.43						
A						100.00					
A-											
BBB+									100.00		
BBB										100.00	
BBB-											
BB+及以下											100.00

图18：2018年度债券市场东方金诚持续评级主体信用等级迁移矩阵（%）

2018年末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	4.08	95.92									
AA		6.45	90.86	1.08		0.54	0.54				0.54
AA-			19.23	76.92	3.85						
A+					27.27	72.73					
A						0.00					100.00
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

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84%以上。

## 五、总结

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

1. 总体来说，2018年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124家，整体向上迁移率由9.27%下降至5.64%；因风险事件增多向下迁移数量增加19家，向下迁移率由1.54%上升至1.98%。

3. 2018年度债券市场AAA~AA级稳定性均在91%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；新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债等级稳定性高于相应类型债券市场整体。

图表19：2018年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%	94.41%	91.09%
中诚信国际	99.29%	91.12%	90.88%
中诚信证评	100.00%	89.34%	89.58%
联合资信	98.94%	91.71%	91.67%
联合信用	98.99%	92.38%	84.92%
大公	100.00%	94.22%	90.28%
鹏元	100.00%	97.26%	95.67%
东方金诚	100.00%	95.92%	90.86%

# 2018年超短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

## 摘要 ▶▶

2018年超短期融资券共发行2490期，同比增长48.66%；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较好。

## 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年超短期融资券共发行2490期，同比增长48.66%，剔除具有担保条款和截至2019年1月4日尚未上市的25个样本，有效样本共计2465个。在有效样本中，发行期限主要集中于270天、180天和90天的样本数，分别为1345期、365期和110期，新世纪评级选取发行数量最多的270天期超短期融资券作为基础样本。

在基础样本中，超短期融资券主体信用等级包含四个级别：AAA级、AA+级、AA级和AA-级，各等级的样本量分别为552个、575个、217个和1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83.79%。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AAA级和AA+级，合计占比达91.41%（图表1）。

图表1：2018年超短期融资券基础样本各主体信用等级分布

主体信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	552	41.04%	7117.00	60.49%
AA+	575	32.75%	3637.30	30.92%
AA	217	16.13%	1007.90	8.57%
AA-	1	0.07%	3.00	0.03%
合计	1345	100.00%	11765.20	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>1</sup>本统计剔除发行量较少的AA-级样本，最终总样本为1344个。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系<sup>1</sup>

2018年超短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低（图表2）。从发行利率的均值来看，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA级4.45%、AA+级5.46%、AA级6.33%。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。超短期融资券的发行利差、交易利差与主体信用等级的对应关系也均较为明显（图表2、图表3），即主体信用等级越高，发行利差和交易利差均值越小。

图表2：2018年超短期融资券各主体信用等级对应发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	552	2.98-7.00	4.45	0.76	153.16	NR	61.79	0.40
AA+	575	3.78-8.50	5.46	1.04	251.88	98.73	100.29	0.40
AA	217	4.23-8.70	6.33	0.89	334.42	82.53	87.45	0.26

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

图表3：2018年超短期融资券各主体信用等级对应上市首日利率和交易利差

主体信用等级	样本数	上市首日利率(%)			交易利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	552	2.98-7.00	4.45	0.76	153.44	NR	61.78	0.40
AA+	575	3.78-8.50	5.45	1.04	252.48	99.05	100.37	0.40
AA	217	4.23-8.70	6.33	0.89	334.45	81.97	87.48	0.26

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

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2017年有所扩大，AA+级和AA级发行利差级差分别上升57.91BP和14.33BP，交易利差级差分别上升59.62BP和14.18BP。变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年相比，2018年超短期融资券AAA级与AA+级发行利差和交易利差的变异系数有所上升，而AA级发行利差和交易利差的变异系数基本持平。表明市场对AAA级和AA+级超短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所增加。

## 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5~6）：在5%的显著性水平下，全市场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，新世纪评级所评主体信用等级对应超短期融资券的发行利差、交易利差亦存在显著区分度，与整体市场保持一致。

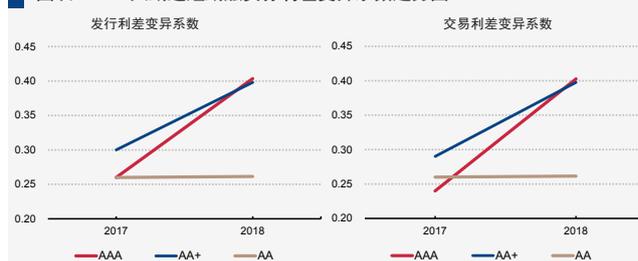
### （二）信用评级机构对超短期融资券利差的影响<sup>2</sup>

从2018年各评级机构超短期融资券的发行利差、交易利差均值来看：各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降（图表7~8）。图表7~8显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但由此并不能说明这种差异具有显著性。

通过Mann-Whitney U两独立样本非参数检验可

知，同一级别上，各机构间的发行利差和交易利差不具有显著性差异，仅在个别级别上个别评级机构与其他评级机构间存在显著差异。在5%的显著性水平下，在AAA级上，东方金诚因存在两个利差较低样本且样本数量较少导致其发行利差、交易利差显著低于其他评级机构；在AA+级上，中诚信因所评企业中大型国企较多导致其发行利差、交易利差显著低于其他评级机构。除此之外，各评级机构之间均不存在显著差异。

图表4：270天期超短期融资券利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：2018年主体信用等级对超短期融资券发行利差、交易利差的Mann-Whitney U检验

	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6：2018年新世纪评级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

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7：2018年各评级机构超短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）<sup>3</sup>

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	222	455	401	241	56	1376
AAA						
样本量	62	208	182	88	21	561
均值	166.71	150.02	155.76	149.97	117.74	152.51
标准差	81.98	59.69	60.54	46.27	63.79	61.53
AA+						
样本量	124	188	146	109	30	598
均值	264.43	217.65	262.96	270.37	303.98	252.65
标准差	102.18	72.60	106.52	107.23	128.91	100.54
AA						
样本量	36	59	73	44	5	217
均值	339.51	328.72	336.33	328.06	392.90	334.42
标准差	89.27	84.55	84.46	92.93	113.28	87.45

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表8：2018年各评级机构超短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本
样本总量	222	455	401	241	56	1376
AAA						
样本量	62	208	182	88	21	561
均值	166.91	150.37	156.13	150.06	117.56	152.79
标准差	82.09	59.66	60.39	46.61	63.51	61.53
AA+						
样本量	124	188	146	109	30	598
均值	264.67	218.54	263.33	271.13	305.38	253.28
标准差	102.63	72.62	106.58	107.13	129.33	100.65
AA						
样本量	36	59	73	44	5	217
均值	340.04	328.17	336.67	327.92	393.37	334.45
标准差	89.51	84.79	84.25	92.56	115.42	87.48

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup>共有22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1376，下同。

<sup>3</sup>由于鹏元仅有一个样本，故未在表中列出，下同。

# 2018年短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

## 摘要 ▶▶▶

2018年短期融资券共发行428期，同比下降7.96%；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AAA级和AA+级短期融资券的利差上表现较优。

## 一、短期融资券利差统计分析

### （一）短期融资券发行概况

2018年短期融资券共发行428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7.96%，剔除有担保、上市两周内无交易、发行期限低于一年的样本，最终获得409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136个、185个和88个。从发行数量看，AAA级与AA+级短期融资券最多，占比分别为33.25%和45.23%。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89.95%（图表1）。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系

2018年短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA级4.62%、AA+级5.67%、AA级6.34%（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年相比，2018年从AAA级到AA+级和AA+级到AA级利差的级差均明显扩大，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	136	33.25%	2717.50	58.34%
AA+	185	45.23%	1472.60	31.61%
AA	88	21.52%	468.20	10.05%
合计	409	100.00%	4658.30	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2：2018年短期融资券各主体信用等级对应发行利率和发行利差

主体信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	136	3.10-7.00	4.62	0.74	163.11	NR	61.12	0.37
AA+	185	3.92-8.50	5.67	1.03	266.12	103.01	101.83	0.38
AA	88	4.60-8.20	6.34	0.89	327.26	61.14	89.93	0.27

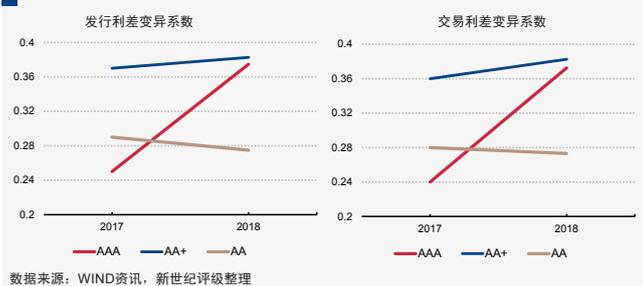
注：发行利差为短期融资券的发行利率减去与短期融资券起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

图表3：2018年短期融资券各主体信用等级对应上市首日利率和交易利差

主体信用等级	样本数	上市首日利率(%)			交易利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	136	3.10-7.00	4.62	0.74	163.40	NR	60.89	0.37
AA+	185	3.92-8.50	5.66	1.03	266.37	102.97	101.90	0.38
AA	88	4.60-8.20	6.34	0.89	327.60	61.23	89.49	0.27

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

图表4：1年期短期融资券利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：2018年主体信用等级对短期融资券发行利差、交易利差的Mann-Whitney U检验

	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6：2018年新世纪评级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

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.003	0.000	0.003
交易利差	0.003	0.000	0.002

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7：2018年各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本
样本总量	55	156	131	56	13	411
AAA						
样本量	9	63	49	16	—	137
均值	164.88	168.86	153.80	169.85	—	163.33
标准差	40.89	75.86	47.47	36.41	—	60.95
AA+						
样本量	28	61	57	29	10	185
均值	267.17	244.56	272.25	279.66	320.49	266.12
标准差	97.88	94.26	101.80	101.49	142.20	101.83
AA						
样本量	18	32	25	11	3	89
均值	354.91	325.03	314.97	328.54	242.01	325.88
标准差	82.92	98.55	81.41	99.90	34.83	90.36

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表8：2018年各评级机构短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总样本
样本总量	55	156	131	56	13	411
AAA						
样本量	9	63	49	16	—	137
均值	165.25	168.89	154.55	169.59	—	163.60
标准差	39.68	75.95	46.72	36.35	—	60.71
AA+						
样本量	28	61	57	29	10	185
均值	267.53	244.90	272.58	279.41	320.82	266.37
标准差	98.13	94.17	101.61	101.88	143.22	101.90
AA						
样本量	18	32	25	11	3	89
均值	354.95	325.90	315.12	328.90	240.27	326.23
标准差	83.45	97.59	80.67	99.59	32.75	89.91

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年相比，2018年短期融资券AAA级发行利差和交易利差的变异系数大幅上升，AA+级和AA级发行利差和交易利差的变异系数基本持平略有波动。表明市场对AAA级短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所增加。

## 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5~6）：在5%的显著性水平下，全市场的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，新世纪评级所评主体的发行利差、交易利差亦存在显著差异。

### （二）信用评级机构对短期融资券利差的影响<sup>1</sup>

从2018年各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除东方金诚外，各家机构其发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降，而东方金城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7~8）。

图表7~8显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，Mann-Whitney U两独立样本非参数检验结果显示，在5%的显著性水平下，在各等级上，各评级机构间发行利差、交易利差的差异均不具有显著性。

<sup>1</sup>共有2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411，下同。

# 2018年中期票据利差分析

■ 文 / 孙田原

## 摘要 ▶▶

2018年中期票据共发行1400期，同比增长55.56%；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3年期AAA级和AA+级、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良好。

## 一、中期票据利差统计分析

### （一）中期票据发行概况

2018年共有761家企业累计公开发行1400期中期票据（不含集合票据、项目收益票据PRN和绿色票据GN），同比增长55.56%；发行总规模达到人民币16799.35亿元，同比增长63.38%。债项等级包括从AAA级至AA-级的4个信用等级。

从发行期数看（图表1），中期票据主要集中于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<sup>1</sup>来看，共包括2年、3年、4年、5年、8年和10年共六种期限类型。其中，3年期中期票据的发行量最大，共发行1023期，占总发行量的73.07%；其次为5年期，共发行284期，占比为23.29%；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1056期<sup>2</sup>（3年期795期，5年期260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	726	51.86%	12036.20	71.65%
AA+	437	31.21%	3437.20	20.46%
AA	236	16.86%	1323.65	7.88%
AA-	1	0.07%	2.30	0.01%
合计	1400	100.00%	16799.35	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2：2018年中期票据各期限、各等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	债项信用等级	样本数	发行利率(%)			发行利差(BP)			
			区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
3年	AAA	373	3.72~7.50	4.97	0.82	172.04	NR	74.48	0.43
	AA+	241	4.10~8.50	5.91	0.96	263.90	91.86	93.00	0.35
	AA	181	4.62~8.50	6.69	0.79	340.03	76.13	77.28	0.23
5年	AAA	150	4.07~6.50	5.10	0.60	169.11	NR	48.48	0.29
	AA+	92	4.55~7.50	5.90	0.59	243.94	74.83	51.94	0.21
	AA	18	5.25~8.50	6.78	0.86	330.86	86.92	83.66	0.25

注：发行利差为中期票据的发行利率减去与中期票据起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

图表3：2018年中期票据各期限、各等级对应的上市首日利率和交易利差统计

期限	债项信用等级	样本数	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	373	3.72~7.50	4.97	0.82	172.31	NR	74.44	0.43
	AA+	241	4.10~8.50	5.91	0.96	264.16	91.86	93.06	0.35
	AA	181	4.62~8.50	6.69	0.79	340.23	76.07	77.43	0.23
5年	AAA	150	4.07~6.50	5.10	0.60	169.61	NR	48.46	0.29
	AA+	92	4.55~7.50	5.90	0.59	243.83	74.83	51.26	0.21
	AA	18	5.25~8.50	6.78	0.86	331.25	86.92	82.76	0.25

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

<sup>1</sup>对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

<sup>2</sup>本统计剔除浮动利率中期票据、含有提前还款条款中期票据、含有调整票面利率条款但不含选择权的累进利率中期票据以及永续中期票据；对于存在选择权的中期票据，期限为选择权之前的期限。同时由于AA-级样本仅有一个，故统计中也剔除了该样本。

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2017年相比，3年期及5年期的各级别发行利差及交易利差均有所扩大，说明市场的风险偏好有所下降。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年相比，2018年3年期中期票据AAA级AA+级发行利差和交易利差的变异系数大幅上升、AA+级发行利差和交易利差的变异系数则略有上升，表明利差样本的离散度较上年同期有不同程度的上升，即市场对中期票据信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所加大，其中AAA级表现的更为突出。而AA级发行利差和交易利差的变异系数则略有下降（图表4）。

不同于3年期中期票据，与2017年相比，2018年5年期AAA级和AA+级中期票据发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，而AA级则上升较大，表明利差样本市场对AAA级和AA+级中期票据信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所减小，而AA级中期票据信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧则出现较明显的上升（图表5）。

## 二、中期票据利差的影响因素分析

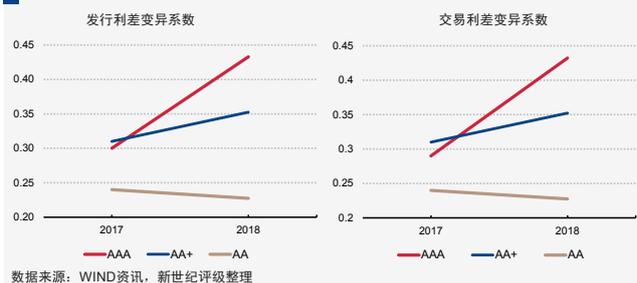
为检验债项信用等级及评级机构是否对中期票据利差有影响，我们采用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法检验影响因子的显著性。

### （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6~7）：在5%的显著性水平下，全市场各债项等级对应3年期中期票据的发行利

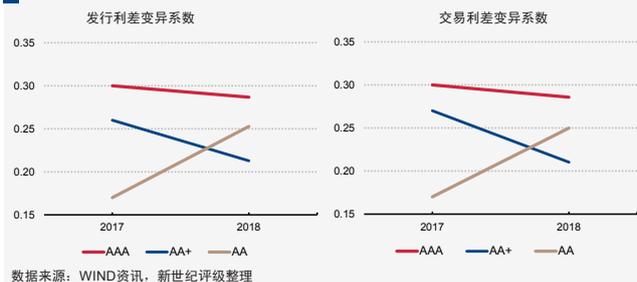
差、交易利差均存在显著差异；新世纪所评债项等级对应3年期中期票据的发行利差、交易利差亦存在显著差异，与全市场一致。5年期中期票据利差检验结果同样显示（图表8~9）：在5%的显著性水平下，全市场及新世纪所评各债项等级对应5年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图表4：3年期中期票据利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：5年期中期票据利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表6：2018年债项等级对3年期中期票据利差影响的Mann-Whitney U检验

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
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7：2018年新世纪所评债项等级对3年期中期票据利差影响的Mann-Whitney U检验

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
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8：2018年债项等级对5年期中期票据利差影响的Mann-Whitney U检验

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
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9：2018年新世纪所评债项等级对5年期中期票据利差影响的Mann-Whitney U检验

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

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

(二) 信用评级机构对中期票据利差的影响

以发行期限较为集中的3年期（811期<sup>3</sup>）和5年期（265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10~13）：

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而存在AA级利差与AA+级倒挂外，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10~13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，但由这并不能说明这种差异具有显著性。通过Mann-Whitney U两独立样本非参数检验可知，同一级别上，各机构间的发行利差和交易利差基本不具有显著性差异，仅在个别级别上个别评级机构与其他评级机构间存在显著差异。

在5%的显著性水平下，在3年期AAA级中期票据上，东方金诚是发行利差、交易利差显著高于新世纪及中诚信；在3年期AA+级中期票据上，新世纪的发行利差、交易利差显著低于联合及大公外；在3年期AA级中期票据上，大公的发行利差、交易利差显著低于联合及新世纪。其余评级机构间在3年期各等级中期票据的发行利差、交易利差均无显著差异。在5年期AAA级和AA+级中期票据上，各评级机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

图表10：2018年各评级机构3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	129	294	250	93	45	811	
AAA	样本量	42	156	131	36	22	387
	均值	160.80	164.88	173.10	182.00	203.55	171.01
	标准差	73.09	73.03	69.53	75.52	91.63	73.56
AA+	样本量	51	80	68	27	15	241
	均值	241.39	256.07	276.73	280.48	294.15	263.90
	标准差	78.45	94.38	93.12	83.90	130.19	93.00
AA	样本量	36	58	51	30	8	183
	均值	348.81	334.24	355.19	305.54	370.73	339.84
	标准差	73.41	77.00	75.22	75.64	76.87	76.90

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表11：2018年各评级机构3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	129	294	250	93	45	811	
AAA	样本量	42	156	131	36	22	387
	均值	160.53	165.35	173.61	181.51	203.85	171.32
	标准差	72.49	72.92	69.61	75.80	91.65	73.50
AA+	样本量	51	80	68	27	15	241
	均值	241.31	256.62	276.85	281.36	293.65	264.16
	标准差	78.56	94.68	93.03	83.03	130.85	93.06
AA	样本量	36	58	51	30	8	183
	均值	348.84	334.03	355.81	305.39	373.50	340.04
	标准差	73.24	77.25	74.94	76.26	76.31	77.06

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表12：2018年各评级机构5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	35	110	64	44	12	265	
AAA	样本量	11	69	38	29	7	154
	均值	155.74	171.68	167.63	159.89	191.98	168.25
	标准差	40.28	47.58	42.54	46.13	92.65	48.29
AA+	样本量	20	39	19	11	4	93
	均值	246.48	245.90	250.26	235.29	211.14	244.16
	标准差	36.16	61.52	56.04	35.29	26.39	51.70
AA	样本量	4	2	7	4	1	18
	均值	293.01	432.31	328.98	352.18	207.21	330.86
	标准差	49.93	159.96	67.85	70.31	—	83.66

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表13：2018年各评级机构5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计	
样本总量	35	110	64	44	12	265	
AAA	样本量	11	69	38	29	7	154
	均值	156.80	171.77	168.46	160.30	193.34	168.70
	标准差	41.18	47.44	42.05	46.39	93.58	48.28
AA+	样本量	20	39	19	11	4	93
	均值	246.53	245.48	249.93	235.48	213.57	244.06
	标准差	34.78	61.04	55.50	35.05	25.07	51.03
AA	样本量	4	2	7	4	1	18
	均值	295.26	431.03	329.25	351.87	207.12	331.25
	标准差	47.42	158.86	68.27	68.91	—	82.76

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>3</sup>共有16个3年期样本、5个5年期样本同时由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811期、265期。

# 2018年公司债利差分析

文 / 孙田原

## 摘要

2018年公司债共发行798期，同比增长48.33%；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级上的利差表现较优，AA+级上的利差上均表现优异。

## 一、公司债利差统计分析

### （一）公司债发行概况

2018年公开市场一般公司债共发行798期，同比增长48.33%；发行总规模为人民币10110.68亿元，同比增长79.21%；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584期，占比为73.18%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的85.72%。

从公司债的发行期限<sup>1</sup>来看，共包括0.75年、1年、2年、2.5年、3年、4年、5年、10年和15年共九种期限类型。其中，3年期公司债的发行量最大，共发行500期，占总发行量的62.66%。

### （二）利率、利差与信用等级的对应关系

本期报告选取样本数量最多的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3年期公司债共发行500期，剔除永续债样本以及截至2019年1月9日前未上市的114个样本，得到有效样本共386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。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年相比，2018年公司债AAA级与AA+级发行利差和交易利差的变异系数有所上升，而AA级发行利差和交易利差的变异系数有所下降，与企业债情况类似。表明市场对AAA级和AA+级超短期融资券发行人信用资质的判

图表1：2018年公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	584	73.18%	8666.61	85.72%
AA+	142	17.79%	1157.98	11.45%
AA	72	9.02%	286.09	2.83%
合计	798	100.00%	10110.68	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2：2018年3年期公司债各等级对应的发行利率和发行利差

债项等级	样本量	发行利率(%)			发行利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	290	3.90~7.20	4.82	0.64	156.43	NR	57.90	0.37
AA+	67	4.33~8.18	6.15	1.05	286.21	129.79	102.41	0.36
AA	29	5.90~8.50	7.33	0.64	406.38	120.17	69.56	0.17

注：发行利差为公司债的发行利率减去公司债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率，下同；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

图表3：2018年3年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

债项等级	样本量	上市首日利率(%)			交易利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	290	3.90~7.19	4.82	0.64	159.17	NR	59.13	0.37
AA+	67	4.32~8.17	6.15	1.04	288.78	129.61	101.74	0.35
AA	29	5.89~8.49	7.32	0.64	410.98	122.20	67.64	0.16

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

<sup>1</sup>对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

断与评级机构给出的级别存在的分歧有所扩大，而AA级明显缩小（图表4）。

## 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

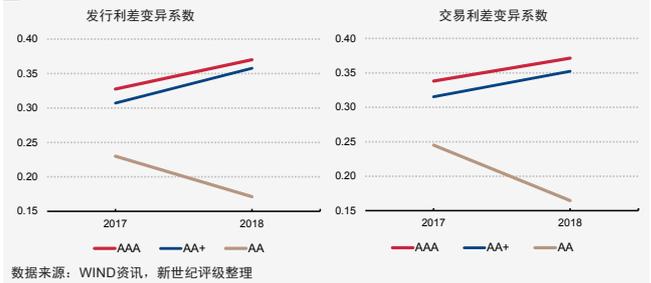
为检验债项等级对3年期公司债利差影响的显著性，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级3年期公司债间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表5、6）：在5%的显著性水平下，全市场各债项等级对应3年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异，而新世纪所评主体中，AAA级与AA+级公司债的发行利差、交易利差存在显著差异，而AA级样本仅有三个，未进行检验。

### （二）信用评级机构对公司债利差的影响<sup>2</sup>

2018年，各评级机构在3年期公司债整体上表现出债项等级越高、发行利差均值越小的特征（图表7），交易利差整体特征亦然（图表8）。

图表7~8显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但由此并不能说明这种差异具有显著性。通过Mann-Whitney U两独立样本非参数检验可知，在5%的显著性水平下，在AAA级方面，除中诚信的发行利差显著低于联合，交易利差显著低于联合及大公外，其余各评级机构间发行利差、交易利差均无显著差异；在AA+级方面，除新世纪所评部分上海国企利率较低，使得发行利差、交易利差显著低于联合及大公外，其余各评级机构间发行利差、交易利差均无显著差异；在AA级方面，中诚信与联合间发行利差无显著差异，而中诚信的交易利差则显著低于联合。

图表4：3年期公司债利差变异系数趋势图



图表5：2018年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6：2018年新世纪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	0.006	—	—
交易利差	0.006	—	—

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7：2018年各评级机构所评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	远东	总计
样本总量	62	172	109	30	13	5	1	392
AAA	40	144	78	22	6	4	—	294
均值	149.58	148.33	169.27	189.51	191.37	217.33	—	158.95
标准差	46.20	53.02	67.41	91.31	85.88	114.91	—	62.79
AA+	19	20	17	7	3	1	—	67
均值	230.44	285.57	326.77	352.95	279.61	292.92	—	287.27
标准差	60.19	88.91	124.84	119.31	137.17	—	—	103.44
AA	3	8	14	1	4	—	1	31
均值	338.61	393.94	437.77	374.85	382.81	—	342.69	404.67
标准差	122.62	81.10	41.33	—	46.09	—	—	68.48

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表8：2018年各评级机构所评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	远东	总计
样本总量	62	172	109	30	13	5	1	392
AAA	40	144	78	22	6	4	—	294
均值	152.73	148.89	175.21	196.32	187.66	224.86	—	161.77
标准差	50.56	54.03	68.96	90.34	80.95	102.29	—	64.16
AA+	19	20	17	7	3	1	—	67
均值	232.19	289.76	327.90	357.60	281.88	289.52	—	289.84
标准差	61.80	94.24	120.03	112.09	127.62	—	—	102.70
AA	3	8	14	1	4	—	1	31
均值	339.10	390.84	444.26	410.81	382.38	—	354.00	408.32
标准差	127.92	71.46	38.02	—	44.94	—	—	66.80

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup>有6个样本同时由两家评级机构提供评级服务，1个样本同时由三家机构提供评级服务，分别为两家评级机构、三家机构的样本，1各样本无评级信息，故3年期公司债总样本为392个。

# 2018年度企业债利差分析

■ 文 / 孙田原

## 摘要 ▶▶▶

2018年企业债累计发行255期，同比下降27.76%；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年市场共发行一般企业债255期（不含项目收益债NPB及浮动利率债券），同比下降27.76%，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119期，占比为46.67%，发行数量居三个等级之首；AAA级发行规模较大，总发行额为1210.80亿元，占比54.27%（图表1）。

从企业债的发行期限<sup>1</sup>来看，共包括4年、5年、7年、8年、9年、10年、12年和15年共八种不同期限类型，其中7年期发行数量最多，共202期，占总发行期数的79.22%。

### （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年期企业债为统计样本，进行利差的统计分析，去除2019年1月9日前未发行样本，共计201个样本。

从图表2可以看出，2018年所发行的7年期各等级企业债的债项等级和发行利率、发行利差均值表中，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	119	46.67%	1210.80	54.27%
AA+	57	22.35%	457.10	20.49%
AA	79	30.98%	563.10	25.24%
合计	255	100.00%	2231.00	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2：2018年7年期企业债各债项等级的发行利率和发行利差

债项信用等级	样本量	发行利率(%)			发行利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	80	5.09~8.50	6.90	0.96	335.33	NR	95.92	0.29
AA+	50	5.26~8.50	6.81	0.86	322.67	-12.66	81.40	0.25
AA	71	6.45~8.80	7.76	0.45	424.63	101.96	54.59	0.13

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

图表3：2018年7年期企业债各等级的上市首日利率和交易利差

债项信用等级	样本量	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	80	5.09~8.50	6.90	0.96	337.52	NR	95.81	0.28
AA+	50	5.26~8.50	6.81	0.86	324.81	-12.71	81.17	0.25
AA	71	6.45~8.80	7.77	0.45	427.53	102.72	55.29	0.13

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

<sup>1</sup>有选择权的，期限为选择权之前的期限。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年相比，2018年AAA级和AA+级的发行利差和交易利差变异系数有所上升，表明利差样本的离散度有所增加，即市场对企业债信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所加大，而AA级的发行利差和交易利差变异系数则有所下降（图表4）。

## 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

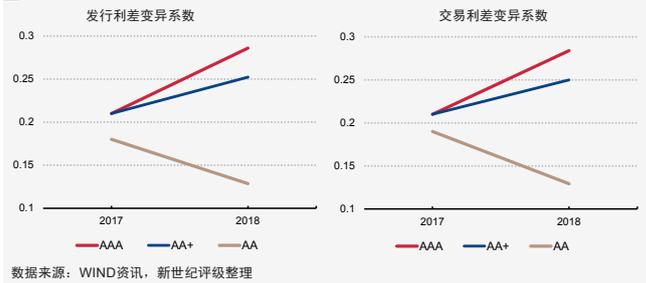
为检验7年期企业债的债项等级对利差影响是否显著，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级间7年期企业债的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验。检验结果显示（图表5）：在5%的显著性水平下，虽然AAA级和AA+级利差均值存在倒挂，但二者利差不存在显著差异，而其余级别间的发行利差、交易利差均存在显著差异。

### （二）信用评级机构对企业债利差的影响<sup>2</sup>

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。中诚信国际、大公、东方金诚和鹏元的AA+级利差出现倒挂，新世纪、联合资信的发利差和交易利差均值随信用等级的下降而上升。鹏元和东方金城所评AAA级发行利差、交易利差较高是导致市场总体AAA级和AA+级利差出现倒挂的重要原因。

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表6和图表7的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能说明这种差异具有显著性。

图表4：7年期企业债利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：2018年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	0.341	0.001	0.003
交易利差	0.331	0.001	0.003

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表6：2018年各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	21	39	40	17	30	57	204	
AAA	样本量	8	12	21	8	16	81	
	均值	242.35	292.80	339.79	336.35	358.26	387.62	335.96
	标准差	73.75	94.60	88.04	97.43	85.86	88.50	95.49
AA+	样本量	5	13	7	5	5	16	51
	均值	262.83	285.38	343.88	256.44	355.99	371.74	322.38
	标准差	57.68	77.88	47.45	75.57	85.12	67.50	80.61
AA	样本量	8	14	12	4	9	25	72
	均值	384.97	408.75	436.82	414.50	425.37	441.51	424.56
	标准差	73.72	48.46	41.18	30.51	81.61	40.79	54.21

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7：2018年各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	21	39	40	17	30	57	204	
AAA	样本量	8	12	21	8	16	81	
	均值	243.93	294.51	341.54	337.22	363.10	388.77	338.09
	标准差	73.75	95.07	88.28	97.74	84.00	88.02	95.35
AA+	样本量	5	13	7	5	5	16	51
	均值	265.84	287.20	345.07	261.06	359.58	372.85	324.45
	标准差	56.04	77.37	49.37	78.91	85.59	67.32	80.39
AA	样本量	8	14	12	4	9	25	72
	均值	388.51	409.90	440.99	417.67	427.63	444.70	427.44
	标准差	71.49	49.05	42.16	30.49	82.51	42.70	54.91

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup>共有3个样本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204个。

图表8：2018年评级机构对7年期AAA级企业债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

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

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表9：2018年评级机构对7年期AA+级企业债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

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

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表10：2018年评级机构对7年期AA级企业债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

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

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

为进一步检验评级机构对利差的影响显著性，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验，但考虑到样本数量，同一债项级别下少于5个统计样本的机构不参与检验。通过检验，各评级机构间企业债利差存在一定的差异，具体检验结果见图表8~10。

### 1.AAA级企业债利差的机构间显著性差异检验

7年期AAA级企业债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，东方金诚发行利差、交易利差显著高于新世纪、联合资信和大公，鹏元发行利差、交易利差显著高于新世纪，其他各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，东方金诚所评AAA级企业债中，部分四川、湖南地方城投利率较高，最终导致东方金诚AAA级利差显著高于其他评级机构；同样由于鹏元所评AAA级企业债中，部分地方城投利率较高，导致鹏元AAA级利差显著高于新世纪。具体来看，新世纪AA级发行利差、交易利差比该等级均值低93.62BP、94.16BP。

### 2.AA+级企业债利差的机构间显著性差异检验

7年期AA+级企业债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，新世纪发行利差、交易利差显著低于中诚信国际、东方金诚和鹏元，其他各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。具体来看，新世纪AA+级发行利差、交易利差比该等级均值低60.82BP、60.59BP。

### 3.AA级企业债利差的机构间显著性差异检验

7年期AA级企业债Mann-Whitney U检验结果显示：在5%的显著性水平下，各机构间利差存在一定的差异。其中，大公发行利差、交易利差显著低于联合资信、中诚信国际、东方金诚和鹏元。具体来看，大公AA级发行利差、交易利差比该等级均值低46.64BP、47.64BP；新世纪发行利差显著低于联合资信、东方金诚和鹏元，新世纪交易利差显著低于中诚信国际、东方金诚和鹏元。具体来看，新世纪AA级发行利差、交易利差比该等级均值低39.55BP、41.85BP。

## 潘功胜谈中国债券市场 继续推动债券市场对外开放

1月17日,在北京举行的“中国债券市场国际论坛”上,中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜表示,境外投资者对于配置人民币资产有强烈需求,下一步将继续推动债券市场对外开放,推出债券ETF等产品。

截至2018年末,中国债券市场余额86.39万亿元人民币,约合12.59万亿美元,位居世界第三。

潘功胜表示,我国一直不断推动、加快中国债券市场对外开发的步伐,放松市场的准入管理,扩大投资者的范围,取消额度限制,丰富风险对冲工具等等,下一步在债券市场将有更多开放举措。

来源:央视网

## 发改委:扩大优质民营企业债券发行规模

国家发展改革委新闻发言人孟玮1月22日表示,发挥企业债券对国家战略和规划的支撑作用,加大对有关重点领域和项目的支持。重点是扩大优质民营企业债券发行规模,推动债券品种创新,鼓励银行向民营企业发放3年期以上的中长期贷款,特别是先进制造业的中长期贷款。

孟玮介绍称,发挥企业债券对国家战略和规划的支撑作用,加大对有关重点领域和项目的支持,比如,支持长江经济带污染防治等重

点项目融资。同时,加大企业债券对脱贫攻坚、农业农村、水利、生态环保、社会民生、能源、交通等基础设施领域补短板支持力度。

她表示,扩大优质民营企业债券发行规模,推动债券品种创新,鼓励银行向民营企业发放3年期以上的中长期贷款,特别是先进制造业的中长期贷款。同时,协调推进发展前景较好的民营企业违约债券处置,助力民营企业纾困。

来源:中国新闻网

## 2018年地方政府债券发行41652亿元

财政部1月23日发布的全国地方政府债券发行和债务余额情况显示,2018年,全国发行地方政府债券41652亿元,全国地方政府债务余额183862亿元,控制在全国人大批准的限额之内。

去年全国发行的地方政府债券中,发行一般债券22192亿元,发行专项债券19460亿元;按用途划分,发行新增债券21705亿元,占当年新增债务限额的99.6%,发行置换债券和再融资债券19947亿元。

截至2018年年末,全国地方政府债务余额183862亿元,控制在全国人大批准的限额之内。其中,一般债务109939亿元,专项债务73923亿元;政府债券180711亿元,非政府债券形式存量政府债务3151亿元。

来源:中国财经报

## 今年4月起中国债券将纳入彭博巴克莱债券指数

2月,中国人民银行发布公告称,彭博公司正式确认将于今年4月起将中国债券纳入彭博巴克莱债券指数,并将在20个月内分步完成。

据了解,被完全纳入后,以人民币计价的中国债券在彭博巴克莱债券指数54.07万亿美元的市值中占比达到6.03%,将成为继美元、欧元、日元计价之后的第四大货币债券。初步估算,加入该指数后,将有1000多亿美元流入中国债券市场。

来源:人民网

## “债券通”一级市场信息平台上线

“债券通”一级市场信息平台上线仪式2月22日在香港举行。未来通过“债券通”平台,投资者除了在二级市场交易已发行的债券之外,还可以在一级市场参与债券发行;发行人将可以在“债券通”平台直接发行债券。

“债券通”是内地与香港债券市场互联互通的创新机制,自2017年7月开通“北向通”交易以来,境外投资者经由“债券通”平台可以投资内地债券市场。

来源:新华网

# “2019新世纪评级信用展望”研讨会在沪召开

1月22日，“2019新世纪评级信用展望”研讨会在上海大酒店召开，本次研讨会邀请到来自券商、银行、基金和资管等数十家机构的近百位嘉宾参会。

研讨会上，新世纪评级研发总监戴晓枫以“中国宏观经济和债券市场发展展望”为主题进行开场演讲，她对我国宏观经济面临的国际环境和运行状况进行了具体分析，并进行了展望。在国内债券市场方面，她认为2019年在稳健的货币政策下，债市资金面将保持充裕、发行规模将持续增长，国内债券市场发展趋势整体向好。

随后，新世纪评级工商企业评级总监助理沈其恺以“中国民营类产业债信用风险展望”为主题，对2018年债券市场总体及民营企业违约情况进行了介绍，并对2018年出台的各项民营企业纾困措施进行了梳理。在2019年展望方面，她挑选了汽车、造纸、医药等多个发债民营企业较多的行业进行了具体分析和总结。

新世纪评级金融机构评级分析师何泳萱以“中国债券市场主流担保机构信用研究”为主题，对2011年以来融资担保机构债券市场担保情况进行了介绍，并对融资担保机构的行业监管环境与主要盈利模式进行

了简述。在案例分析方面，她以十多家市场主流担保公司为样本，比较了不同公司间的信用要素与债券收益率。

新世纪评级公共融资评级分析师张雪宜以“地方政府及城投企业评级展望”为主题，回顾了历年来地方政府债及城投债的发行情况，总结了相关时期的市场特征，并对未来一段时间内地方政府及城投企业的信用风险状况进行了展望。

新世纪评级总裁助理、结构融资评级总监姜波以“聚焦ABS热点问题”为主题，对2012年以来ABS市场的发行情况进行了介绍，并对2018年ABS产品的信用事件进行了分析和总结。在ABS热点问题上，他就ABS产品违约的界定、主体信用质量和资产质量、ABS产品历史数据与实际表现等话题，和与会嘉宾进行了充分的交流。

本次研讨会在热烈的掌声中圆满闭幕，新世纪评级对国内经济和债券市场的专业分析与前瞻研究，受到了参会嘉宾的一致好评和广泛认可。新世纪评级将继续加强学习研究、开拓创新，为投资者提供更多的精彩内容和价值服务。



1	2	4	1.研讨会现场	5.沈其恺在演讲
3	5	6	2.姜波在演讲	6.何泳萱在演讲
			3.戴晓枫在演讲	
			4.张雪宜在演讲	

# “新世纪评级浙江2019新年论坛”召开 魏杰教授等嘉宾应邀参会

3月1日，“新世纪评级浙江2019新年论坛”在杭州滨江银泰喜来登酒店召开。本次论坛以“穿越寒冬的民企、意犹未尽的城投、另辟蹊径的ABS、调整布局中的中国经济”为主题，旨在探讨2019年中国宏观经济的发展趋势，以及去杠杆、强监管环境下民营企业与城投企业的信用风险展望。来自浙江省内上市公司及地市级政企等单位的近四百位代表共同参加了本次活动，清华大学文化经济研究院院长魏杰教授作为特邀嘉宾出席论坛。

新世纪评级副总裁郭继丰、姚可代表公司参会，来自新世纪评级的专业团队分别围绕债券市场信用风险概况与关注要点、城投企业信用评级方法与风险展望、ABS市场发行情况与热点话题等内容进行了分享。新世纪评级浙江市场团队负责人陈涤主持了本次论坛。

论坛开场，郭继丰副总裁发表致辞，对各位领导和

各位嘉宾的到来表达了感谢。他提到，新世纪评级是我国知名的信用评级机构，坚持“国际视野、中国特色”评级思路和管理理念，坚持“行稳致远”的发展定力，为中国信用评级行业的发展做出了自己应有的贡献。在刚过去的2018年，新世纪评级业务和研发数量稳定增加、评级体系和研发体系持续完善、评级质量和研发质量稳步提高，投资者服务、市场占有率、市场声誉稳步提升。2018年，新世纪评级的新增违约企业数量较少，整体评级质量较好，在国家发改委和银行间市场交易商协会的市场化评价中处于前列。2019年，新世纪评级期望与各位企业家、承销商、投资者进一步携手合作，在新时代创造新的辉煌！

随后，魏杰教授以《2019年中国经济展望》为主题发表演讲，围绕宏观经济环境、财政与货币政策、中美贸易战、“一带一路”、战略性新兴产业等热点话题，与广大参会嘉宾一起进行了分享。



1	2	1. 论坛现场
	3	2. 郭继丰在致辞
		3. 魏杰教授在演讲

在深入分析国内外经济环境的基础上，魏杰教授提出2019年中国经济的基本状态是“以稳为主，稳字当头”，并对稳就业、稳金融、稳外贸、稳投资、稳预期等多个方面的内容进行了解读。

具体而言：一是稳就业，要通过大规模的减税费、调整生态环境政策，来降低企业运营成本，发挥中小企业对就业的吸纳能力；二是稳金融，在保证流动性充足的基础上，调整去杠杆政策，改变货币传导机制，稳定股市和外汇储备，推动金融供给侧改革；三是稳外贸，在保护国家核心经济利益的基础上，妥善处理中美贸易关系，全方位开放中国市场，经营好“一带一路”战略；四是稳投资，重点是引导社会资本投向支撑中国未来发展的三大产业，即战略性新兴产业、现代服务业、现代制造业；五是稳预期，主要是解决好两个问题：稳定资产价值，保障财富安全；进行理论创新，稳定民企预期。

新世纪评级质量总监兼工商企业评级总监张明海以《信用风险与评级关注要点》为主题进行演讲，他对2019年债券市场最新的违约情况及主要违约原因进行了介绍，从行业层面和微观层面两个角度对企业的信用评级关注要点进行了具体分析，并对2019年债券市场整体信用风险环境进行了展望。

新世纪评级公共融资部总经理刘道恒以《城投行业评级与展望》为主题进行演讲，他对城投企业的具体定义以及相关评级方法进行了详细介绍，解答了城投企业在评级过程中关注的主要问题。同时，他对2018年城投企业发生的信用事件进行了点评，分析了违约事件特点及产生原因。展望2019年城投企业的信用环境，他认为市场融资环境略有好转，有助于缓解流动性压力，标准债安全会有保障，但非标等高成本资金兑付仍有压力。

新世纪评级总裁助理兼结构融资评级总监姜波以《聚焦ABS市场的热点》为主题进行了演讲，他对2012年以来的ABS市场发行情况进行了介绍，并对2018年ABS产品的信用事件进行了分析和总结。在ABS热点问题上，他就RMBS和CMBS、个人汽车抵

押贷款ABS、消费性贷款ABS等话题，和与会嘉宾进行了充分的交流。

在嘉宾们热烈、专注的讨论与交流中，本次论坛圆满落幕。与会各方对此次论坛的举办给予了一致的好评及高度赞赏。新世纪评级将继续加强学习研究、开拓创新，为广大投资者提供更多的精彩内容 and 价值服务。



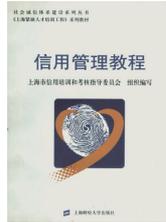
4 张明海在演讲  
5 刘道恒在演讲  
6 姜波在演讲

# 出版刊物

## 书籍系列



资信评级 (第一版)



信用管理教程



企业信用管理



资信评级



资信评级 (第二版)



英汉信用评级词汇手册



信用评级基础知识



企业内部控制规范与案例



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



中国、新兴市场国家、发达国家宏观经济分析与展望

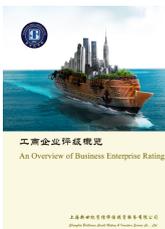


研究文章目录汇编

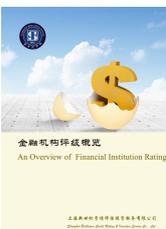


地方政府债券信用评级研究

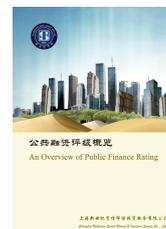
## 产品系列



工商企业评级概览



金融机构评级概览



公共融资评级概览



结构融资评级概览



其他产品评级概览

# 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

SHANGHAI BRILLIANCE CREDIT RATING & INVESTORS SERVICE CO.,LTD.



地 址：中国上海 汉口路398号华盛大厦14楼

邮编：200001

电话：021-63501349 021-63500711

传真：021-63500872

E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

网址: <http://www.shxsj.com>