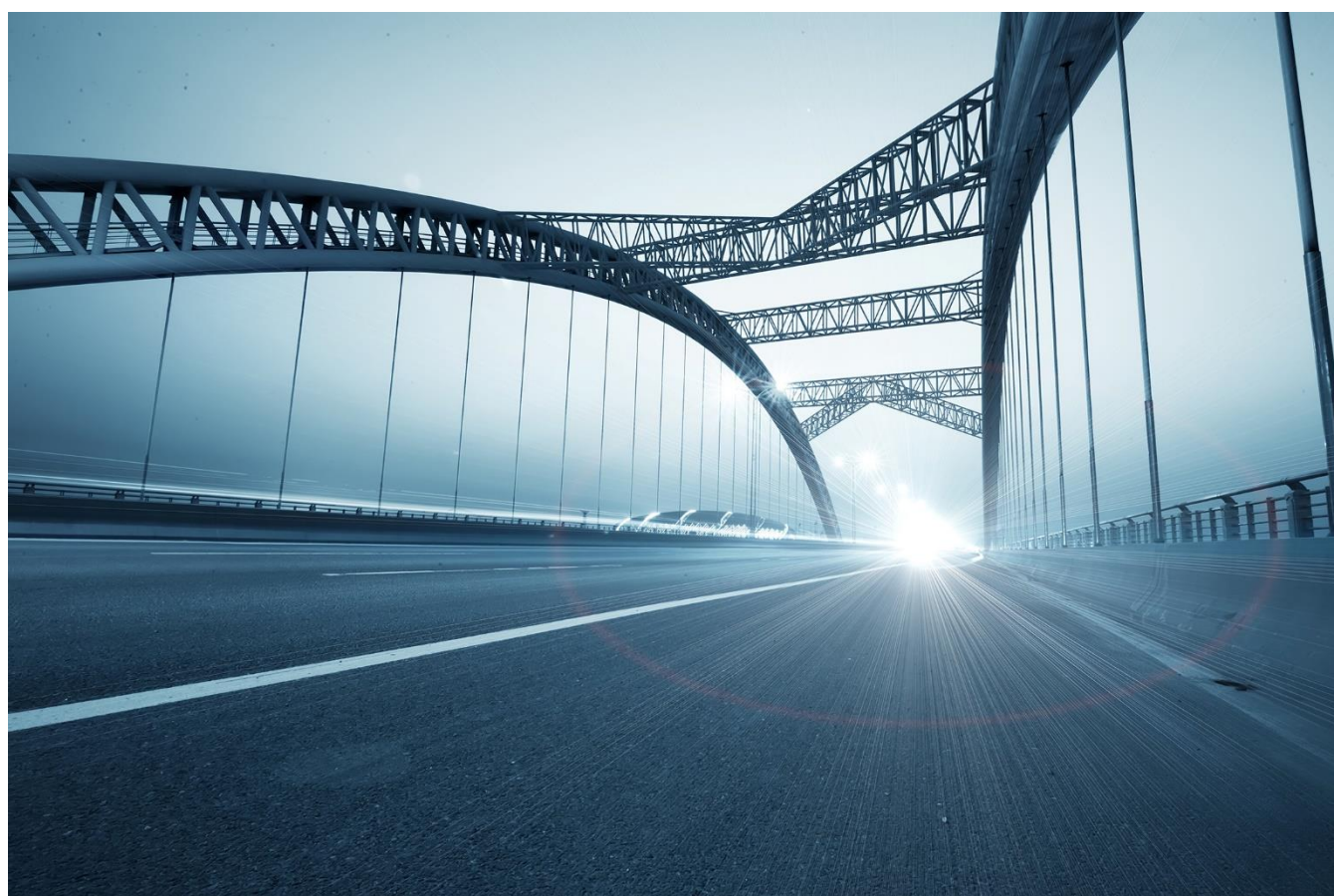


2018 年上半年中国债券市场评级质量检验报告

2018 年 7 月 31 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 10 层

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

网址：www.unitedratings.com.cn

2018 年上半年中国债券市场评级质量检验报告

作者：王自迪 郝帅

本文从违约率分析、信用等级迁移分析和利差分析三个方面对 2018 年上半年我国债券市场评级质量进行检验。检验结果显示，违约方面，2018 年上半年，我国债券市场新增 9 家发行人主体违约，新增违约发行人数量有所增加；信用等级迁移方面，2018 年上半年公募债券市场发行人主体信用等级调升趋势有所减弱，评级稳定性变化不大；利差分析方面，银行间市场资金面保持中性偏松，但受到融资环境紧张和债券违约多发影响，各主要券种利差较上年均有所上升，利差波动水平保持稳定，各主要券种信用等级基本均对利差体现出较好的区分度。

一、违约情况统计分析¹

（一）新增违约主体数量增加，违约风险有所上升

1. 公募市场主体违约与债券违约统计²

2018 年上半年，我国公募市场新增 7 家违约发行人，共涉及债券 9 只，新增违约主体数量较 2017 年下半年（新增 3 家）和 2017 年上半年（新增 4 家）有所增加。新增 7 家违约发行人中，上海华信国际集团有限公司因大举扩张、负债高企，最终在负面事件的冲击下爆发流动性危机，未能按时兑付 3 期债券的到期本金或利息（合计 43.74 亿元）；中融双创（北京）科技集团有限公司经营稳定性较差且或有负债规模较大，因流动性紧张未能按时兑付“16 长城 01”到期利息（0.42 亿元）；凯迪生态环境科技股份有限公司因经营恶化、业

¹ 根据最新信息披露情况，本年度报告对往年数据进行了追溯调整。

² 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）未及时调整的情况视为债券违约，债券违约未包括技术性违约。

绩亏损，资金链紧张，无法偿还“11 凯迪 MTN1”到期本金和利息（6.98 亿元），其控股股东阳光凯迪新能源集团有限公司受此冲击亦未能按时兑付“16 凯迪债”到期利息（1.22 亿元）；富贵鸟股份有限公司因鞋服行业持续低迷且公司管理不善，偿债能力恶化，最终无法按期偿还“14 富贵鸟”到期回售本金及利息（7.02 亿元）；新疆金特钢铁股份有限公司受钢铁行业景气度影响，经营状况发生恶化，处于停产状态，偿债能力下滑，最终公司采取打折回购方式兑付“13 金特债”到期回售本金，投资者损失部分本金（2.19 亿元）；柳州化工股份有限公司经营恶化、连年亏损，资不抵债，于 2018 年 1 月 31 日被柳州中院裁定重整，“11 柳化债”3 月 27 日应付利息暂由担保人履行担保义务，公司构成主体违约（详见表 1）。

2018 年上半年，公募市场有 5 家 2018 年之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金（详见表 1），共涉及债券 8 只，未偿付资金规模合计 31.07 亿元；其中 5 只债券为首次违约（未偿付本息合计 24.31 亿元），3 只债券（“12 春和债”、“16 中城建 MTN001”和 16 大机床 MTN001）在 2017 年已发生违约，2018 年上半年均再次未能按时偿付债券利息或本金（合计 6.76 亿元）。

表 1 2018 年上半年我国公募市场违约发行人主体信息表

序号	发行人名称	企业性质	所属行业	所在地区	期初主体级别和展望	期末主体级别和展望	违约债券	债券类型	债券到期日	判定违约原因	违约状态
1	上海华信国际集团有限公司	民营	石油、天然气与供消费用燃料	上海	AAA/稳定	C	17 沪华信 SCP003	超短期融资券	2018/6/25	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	新增违约发行人
							17 沪华信 MTN001	中期票据	2020/6/21	发行人未按时兑付债券利息	
							17 沪华信 SCP002	超短期融资券	2018/5/21	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	
2	中融双创（北京）科技集团有限公司	民营	金属、非金属与采矿	山东	AA/稳定	BB/负面	16 长城 01	公司债	2019/6/13	发行人未按时兑付债券利息	新增违约发行人
3	凯迪生态环境科技股份有限公司	民营	独立电力生产商与能源贸易商	湖北	AA/稳定	C	11 凯迪 MTN1	中期票据	2018/5/5	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	新增违约发行人

4	阳光凯迪新能源集团有限公司	合资	多元金融服务	湖北	AA/负面	C	16 凯迪债	公司债	2021/6/2	发行人未按时兑付债券利息	新增违约发行人
5	富贵鸟股份有限公司	民营	纺织品、服装与奢侈品	福建	B/列入观察名单	C	14 富贵鸟	公司债	2020/4/22 (2018/4/23*)	发行人未按时兑付回售本金及利息	新增违约发行人
6	柳州化工股份有限公司	国有	化工	广西	B/负面	B/负面	11 柳化债	企业债	2019/3/27	公司破产重整, 由担保人代偿债券利息	新增违约发行人
7	新疆金特钢铁股份有限公司	国有	金属、非金属与采矿	新疆	B-/负面	CC/负面	13 金特债	企业债	2020/5/23 (2018/5/23*)	发行人未按时兑付回售本金及利息	新增违约发行人
8	亿阳集团股份有限公司	民营	综合类	黑龙江	CC/负面	C	16 亿阳 04	公司债	2021/4/21	发行人未按时兑付债券利息	发行人 2017 年已违约
							16 亿阳 01	公司债	2020/1/27 (2018/1/29*)	发行人未按时兑付回售本金及利息	
9	春和集团有限公司	民营	机械	浙江	C/稳定	C/稳定	12 春和债	企业债	2018/4/24	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	发行人 2016 年已违约、债项 2017 年已违约
10	丹东港集团有限公司	合资	交通基础设施	辽宁	C	C	13 丹东港 MTN1	中期票据	2018/3/13	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	发行人 2017 年已违约
							15 丹东港 MTN001	中期票据	2018/3/10	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	
							16 丹港 01	公司债	2021/1/27	发行人未按时兑付债券利息	
11	中国城市建设控股集团有限公司	民营	建筑与工程	北京	C	C	16 中城建 MTN001	中期票据	2021/3/1	发行人未按时兑付债券利息	发行人 2016 年已违约、债项 2017 年已违约
12	大连机床集团有限责任公司	民营	机械	辽宁	C	C	16 大机床 MTN001	中期票据	2019/1/14	发行人未按时兑付债券利息	发行人 2016 年已违约、债项 2017 年已违约

注: 本表的违约债券是指违约发行人未能按时偿付利息和本金的债券; 行业分类采取 Wind 三级行业分类标准; 期初及期末主体级别和展望均指违约债券的评级机构所出具的主体级别和展望, 期初时间为 2018 年 1 月 1 日, 期末时间为 2018 年 6 月 30 日, 除鹏元资信外, 其他评级机构出具的 C 级主体级别无展望, 以下同; *所示债券到期日为债券回售日期。

资料来源: 联合资信 COS 系统

通过对主体违约进行统计，2018 年上半年³我国公募债券市场发行人主体违约率为 **0.29%**，较 2017 年（0.19%）有所上升，违约级别范围有所扩大，且首次出现 AAA 级违约发行人；其中，AAA 级违约率为 0.16%，AA+级、AA 级、AA-级、BBB+级和 B 级违约率分别为 0.13%、0.34%、0.33%、14.29% 和 100.00%，较 2017 年基本均有所上升（详见表 2）。

表 2 2015~2018 年上半年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

发行人 主体级别	2015 年			2016 年			2017 年			2017 年 7 月 1 日~ 2018 年 6 月 30 日		
	样本 数量	违约 家数	违约率	样本 数量	违约 家数	违约率	样本 数量	违约 家数	违约率	样本 数量	违约 家数	违约率
AAA	366.5	0	0.00	472.5	0	0.00	568	0	0.00	608.5	1	0.16
AA+	550	1	0.18	666.5	2	0.30	758	0	0.00	791.5	1	0.13
AA	1465.5	0	0.00	1692.5	5	0.30	1922.5	3	0.16	1782.5	6	0.34
AA-	478	3	0.63	405	3	0.74	367	0	0.00	304.5	1	0.33
A+	48.5	1	2.06	42.5	1	2.35	52.5	0	0.00	57	0	0.00
A	21	0	0.00	17	3	17.65	18.5	0	0.00	16.5	0	0.00
A-	17.5	0	0.00	10.5	0	0.00	8.5	0	0.00	7	0	0.00
BBB+	23	0	0.00	11	0	0.00	9	1	11.11	7	1	14.29
BBB	45	4	8.89	18.5	1	5.41	10.5	0	0.00	5.5	0	0.00
BBB-	27	2	7.41	11	2	18.18	3.5	1	28.57	2.5	0	0.00
BB+	18.5	0	0.00	10.5	1	9.52	5	0	0.00	4	0	0.00
BB	9.5	1	10.53	15	3	20.00	6	2	33.33	2	0	0.00
BB-	2	0	0.00	3.5	1	28.57	2.5	0	0.00	1	0	0.00
B+	3	0	0.00	0	0	-	0	0	-	0	0	-
B	0	0	-	3.5	1	28.57	0.5	0	0.00	1	1	100.00
B-	1.5	1	66.67	1	1	100.00	1.5	0	0.00	1	0	0.00
CCC	1	0	0.00	2.5	0	0.00	1	0	0.00	0	0	-
CC	2	1	50.00	1	0	0.00	1	0	0.00	1.5	0	0.00
C	0	0	-	2	2	100.00	0.5	0	0.00	0	0	-

注：1. 发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体，不包括所发债券年初存续但主体被终止信用评级的发行人；发行人主体信用等级有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，对于所有债券均到期的发行人，我们认为其主体信用等级失效；年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为 1 个样本，年末主体信用等级失效的发行人计为 0.5 个样本；表中发行人主体级别为当年年初级别；发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次。

2. 发行人主体违约率 = 当年发生违约的发行人家数 / 经调整的发行人样本家数。

3. 当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人。

³ 2018 年上半年违约率的统计时间范围为 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日。

4. 2018 年上半年违约率的统计时间范围为 2017 年 7 月 1 日至 2018 年 6 月 30 日。

资料来源：联合资信 COS 系统

2. 私募市场主体违约与债券违约统计

2018 年上半年，我国私募债券市场新增违约发行人 3 家，分别为富贵鸟股份有限公司、中安科股份有限公司和神雾环保技术股份有限公司，共涉及违约债券 3 只（违约金额 19.65 亿元），新增违约主体数量高于 2017 年⁴全年水平（2 家）；另有 3 家 2018 年之前已发生违约的发行人未能按时偿付其到期债券利息或本金，违约债券共计 3 只（违约金额 15.77 亿元）。违约发行人中，富贵鸟股份有限公司、丹东港集团有限公司和大连机床集团有限责任公司所发公募债券在 2018 年上半年也出现未能按时兑付的现象。

表 3 2018 年上半年我国私募债券市场违约发行人主体信息表

序号	发行人名称	企业性质	所属行业	所在地区	涉及债券	债券到期日	判定违约原因	违约状态
1	富贵鸟股份有限公司	民营	纺织品、服装与奢侈品	福建	16 富贵 01	2021/8/12 (2018/5/8)	触发交叉违约条款	新增违约发行人
2	中安科股份有限公司	民营	信息技术服务	上海	15 中安消	2018/12/17 (2018/5/2)	发行人未按时兑付债券本金及利息	新增违约发行人
3	神雾环保技术股份有限公司	民营	机械	北京	16 环保债	2019/3/14 (2018/3/14*)	发行人未按时兑付回售本金及利息	新增违约发行人
4	大连机床集团有限责任公司	民营	机械	辽宁	15 机床 PPN001	2018/2/5	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	发行人 2016 年已违约、债项 2017 年已违约
5	丹东港集团有限公司	合资	交通基础设施	辽宁	15 丹东港 PPN001	2018/1/13	发行人未按时兑付到期债券本金及利息	发行人 2017 年已违约
6	四川省煤炭产业集团有限责任公司	国有	石油、天然气与供消费用燃料	四川	15 川煤炭 PPN001	2018/1/9	发行人未按时兑付到期债券本金	发行人 2016 年已违约

注：*所示“16 环保债”到期日为债券回售日期；据公司公告，“16 富贵 01”因触发交叉违约条款于 2018 年 5 月 8 日提前到期；“15 中安消”应于 2017 年 12 月 17 日回售，由于私募信息披露不完全，无法确定其回售登记情况和偿还情况，公司违约公告称，债券应于 2018 年 4 月 30 日（遇节假日顺延至 2018 年 5 月 2 日）支付剩余本息合计 0.944 亿元，据此推测，可能是投资者全额登记回售，但公司仅支付部分回售款，剩余资金经协商延期至 2018 年 4 月 30 日。

资料来源：联合资信 COS 系统

⁴ 2017 年上半年私募债券市场无新增违约发行人，2017 年下半年私募债券市场新增违约发行人 2 家。

整体来看，2018 年上半年我国债券市场新增违约发行人数量有所增加，公募债券市场新增违约发行人期初级别中枢整体上移，AA-级及以上的违约发行人数量明显增加，且出现首例 AAA 级发行人违约事件；违约券种涉及超短期融资券、中期票据、企业债、公司债和定向债务融资工具。从违约主体企业性质来看，新增违约发行人以民营企业为主，主要受到金融严监管政策持续落地、融资环境整体趋紧以及公司治理不完善、股票质押比例过高等因素影响；从行业和地域分布来看，违约主体所属行业和地区分布较为分散。

二、信用等级迁移分析⁵

（一）公募债券市场信用等级调整情况

1. 发行主体信用等级调升趋势有所减弱，评级稳定性变化不大

2018 年上半年，我国公募债券市场上共有 218 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 4.32%，较 2017 年下半年（3.47%）有所上升，较 2017 年上半年（5.81%）有所下降；其中信用等级被调升的有 173 家，调升率为 3.43%，较 2017 年下半年（2.84%）小幅上升，但较 2017 年上半年（5.00%）有所下降，信用等级被调降的有 45 家，调降率为 0.89%，较 2017 年上半年（0.81%）和 2017 年下半年（0.63%）均小幅上升。整体来看，2018 年上半年我国公募债券市场信用等级仍呈调升趋势，但调升趋势有所减弱，评级稳定性整体变化不大。

从等级调整企业类型来看，2018 年上半年主体信用等级被调升和调降的均以国有企业为主，占比分别为 71.10%和 42.22%，调升占比较 2017 年下半年（72.73%）和 2017 年上半年（71.25%）变化不大，调降占比较 2017 年下半年（56.25%）和 2017 年上半年（61.54%）均有所下降，随着国企改革持续推进，部分国有企业信用风险有所缓释；民营企业调降占比（37.78%）较 2017 年下

⁵ 发行人统计样本涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体。

半年（34.38%）和 2017 年上半年（28.21%）均有所上升，主要是因为上半年违约事件多发、再融资渠道整体趋紧，民营企业经营和流动性承压，信用状况受到较大冲击。从等级调整企业所属行业来看，调升企业主要集中于建筑与工程、房地产管理和开发以及多元金融服务等行业，而调降企业主要分布在化工、建筑与工程、商业银行、石油、天然气与供消费用燃料等行业；建筑与工程行业的调升和调降现象均较为明显，表明在地方政府债务风险管控力度逐步加强、城投企业融资渠道受限等因素影响下，城投行业企业内部信用风险趋于分化；此外，受金融去杠杆影响，部分城商行和农商行信用状况有所下滑。从等级调整企业区域分布来看，调升企业主要分布在经济较为发达的浙江、江苏、广东和北京等地，调降企业主要集中于去产能压力较大的湖北和山东的民营企业。

2. 评级展望呈现调升趋势，但调整数量仍然较少

2018 年上半年，我国债券市场上信用评级展望被调升的发行人有 14 家（由负面调整为稳定的有 9 家，由稳定调整为正面的有 5 家），信用评级展望被调降的发行人有 9 家（均为由稳定调整为负面），评级展望调升率和调降率分别为 0.28% 和 0.18%，分别较 2017 年上半年（1.08%、0.42%）和 2017 年下半年（0.48%、0.38%）有不同程度的下降。整体来看，2018 年上半年发行人主体信用评级展望调整仍呈现调升趋势。

相比主体信用等级调整，2018 年上半年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然较少，且较 2017 年上半年和 2017 年下半年均有所下降，信用级别调整仍然是评级机构对受评对象信用状况的变化进行评价和揭示的主要方式。

表 4 2017 上半年~2018 上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2017 年上半年	2017 年下半年	2018 年上半年	2017 年上半年	2017 年下半年	2018 年上半年	2017 年上半年	2017 年下半年	2018 年上半年
样本数量（家）	4797	5042	5051	4797	5042	5051	4797	5042	5051
调升数（家）	240	143	173	52	24	14	292	167	187
调降数（家）	39	32	45	20	19	9	59	51	54
调升率（%）	5.00	2.84	3.43	1.08	0.48	0.28	6.09	3.31	3.70
调降率（%）	0.81	0.63	0.89	0.42	0.38	0.18	1.23	1.01	1.07

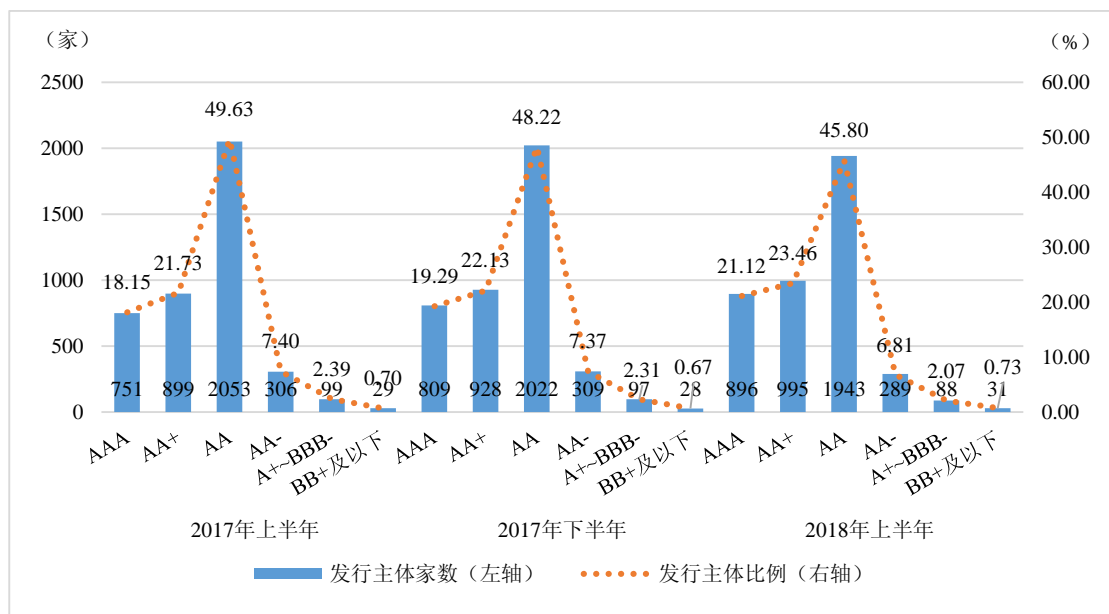
注：1. 发行人样本数量为统计期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；

2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，以下同；
3. 评级展望调升调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；
4. 由超过一家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被计数多次，以下同；
5. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；
6. 调升率或调降率 = 年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与年初样本数量的比。

（二）信用等级迁移矩阵⁶

信用等级向较高级别集中，各级别稳定性变化不大

2018 年上半年，我国债券市场发行主体信用等级整体分布变化不大，仍主要集中在投资级（BBB-级及以上），占比为 99.27%，较 2017 年下半年（99.33%）和 2017 年上半年（99.30%）变化不大。其中 AA 级占比（45.80%）仍最高，但较 2017 年下半年（48.22%）和 2017 年上半年（49.63%）有所下降；而 AAA 级和 AA+ 级占比环比和同比均略有上升，发行人信用等级呈现向 AA+ 级（含）以上集中的趋势。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 1 2017 年上半年~2018 年上半年我国公募市场债券发行主体信用等级分布图

⁶ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括期间新发债券和债券在期间到期的发行主体的级别统计，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

在样本数量较多的 A+级及以上级别中进行观察，从稳定性来看，各评级迁移率均在 15%以下，稳定性较好，其中 AAA 级和 A+级的稳定性同比和环比均略有下降，其他各级别的稳定性同比均略有上升，环比均略有下降，整体来看，各评级稳定性变化不大；从迁移方向看，除 AAA 级和 A+级表现为调降趋势外，其他各评级均表现出明显的调升趋势；从迁移范围看，除 AA+级外，各评级均有部分发行人的评级迁移范围超过 5 个子级，评级迁移范围较宽。此外，2018 年上半年有 13 家发行主体信用等级由投资级被下调至投机级，较 2017 年下半年和 2017 年上半年分别增加了 6 家和 11 家；2018 年上半年无发行主体信用等级由投机级上调至投资级的现象。

表 5 2018 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级一年期迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	854	99.53	0.12	-	-	-	-	-	-	-	-	0.35
AA+	948	4.85	94.94	0.11	0.11	-	-	-	-	-	-	-
AA	2028	-	4.64	94.48	0.44	0.05	0.10	-	-	-	-	0.30
AA-	315	-	-	8.25	87.94	1.59	1.27	0.32	-	0.32	-	0.32
A+	57	-	-	-	3.51	89.47	3.51	1.75	-	-	-	1.75
A	11	-	-	-	-	-	81.82	-	-	-	-	18.18
A-	5	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BBB+	3	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-
BBB	3	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-
BBB-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB+及以下	18	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；

2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况，无法体现各家评级机构的具体迁移情况。

资料来源：联合资信 COS 系统

大跨度评级调整数量有所增加

2018 年上半年，我国债券市场共有 **12** 家发行主体信用等级出现大跨度评级调整⁷（见表 6），且均为大跨度调降，较 2017 年上半年（8 家）和 2017 年

⁷ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人主体信用等级在统计期内调整超过 3 个子级以上（含 3 个子级）。例如，期初等级为 AA，期末等级调整为 A-，等级调整跨越 AA-、A+、A 三个子级，则视为发生大跨度调整。

下半年（7 家）大跨度评级调整数量均有所增加。发生大跨度评级调整的 12 家发行主体中有 8 家为民营企业，民营企业对宏观经济波动、行业周期性和政策不确定性的承受能力较弱，经济增速放缓、产业结构调整背景下部分民营企业的生产经营和财务状况受到不利影响，信用风险有所加大。

表 6 2018 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
1	上海华信国际集团有限公司*	AAA	稳定	C		大跨度调降
2	凯迪生态环境科技股份有限公司*	AA	稳定	C	稳定	大跨度调降
3	山东金茂纺织化工集团有限公司*	AA	稳定	A	负面	大跨度调降
4	浙江古纤道新材料股份有限公司	AA	稳定	A	负面	大跨度调降
5	阳光凯迪新能源集团有限公司*	AA	稳定	C		大跨度调降
6	安徽盛运环保（集团）股份有限公司	AA	稳定	BB		大跨度调降
7	中融双创（北京）科技集团有限公司	AA	稳定	BB	负面	大跨度调降
8	湖北宜化化工股份有限公司	AA-		A-		大跨度调降
9	神雾科技集团股份有限公司	AA-	稳定	B		大跨度调降
10	中弘控股股份有限公司	A+	负面	CCC	负面	大跨度调降
11	富贵鸟股份有限公司	A	负面	C		大跨度调降
12	中安科股份有限公司	A		C		大跨度调降

注：1. 主体等级不为 C 级、评级展望为空的发行人均被列入评级观察名单；

2. *所示发行人被多家评级机构给予主体级别，统计期间发生多次大跨度评级调整。

资料来源：联合资信 COS 系统

整体来看，2018 年上半年，在经济去杠杆、金融强监管、美联储缩表和加息、中美贸易战等宏观不确定性因素较大的背景下，企业融资环境趋紧，部分民营企业经营承压、再融资难度加大，债券市场违约事件多发，发行主体信用等级调升趋势有所减弱，信用等级大跨度调整现象有所增加，评级稳定性整体变化不大。

三、利差分析

2018 年上半年，央行继续实施稳健中性的货币政策，在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行 1 月实施普惠金融定

向降准，4 月对部分商业银行降准 1 个百分点置换 MLF，6 月宣布下调部分银行存款准备金 0.5 个百分点⁸，并通过公开市场操作、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、临时准备金动用安排（CRA）、国库定存等多种货币政策工具，加强预调微调和预期管理，保持了流动性的合理充裕。在此背景下，银行间市场资金面整体处于中性偏松状态，利率水平整体较为平稳，但受到融资环境紧张和债券违约多发影响，各主要券种利差较 2017 年下半年和 2017 年上半年基本均有所上升。

从表 7、表 8 中可以看出，本年度债券市场上债券信用等级对债券的利差⁹的影响主要体现在以下方面：一是短融¹⁰、中票¹¹、企业债券¹²、公司债¹³、商业银行金融债以及商业银行二级资本工具¹⁴的信用等级与发行利率均值和利差均值基本呈反向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；二是中期票据和企业债券的 AA+ 级级差大于 AA 级级差，表明在违约常态化背景下，投资者对 AAA 级以下中期票据和企业债券的风险溢价要求有所上升；三是对于相同信用等级、不同期限的企业债券和公司债券，其利差均值与期限表现出正向关系，即发行利率均值和利差均值随着期限的增加而递增，而相同信用等级、不同期限的中期票据未表现出正向关系。

利差波动性方面，短融、中票、企业债、公司债和商业银行债券和商业银行二级资本工具利差变异系数环比和同比均变化不大，表明各债券品种各级别的利差表现相对稳定。

⁸ 2018 年 7 月 5 日起实施。

⁹ 利差包括发行利差和交易利差，发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额，交易利差为债券上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的同期限国债利率的差额，利差分析中，短融的利差包括发行利差和交易利差，中票、企业债、公司债、商业银行金融债和商业银行二级资本工具的利差均指其发行利差。

¹⁰ 上半年所发短融中，剔除 3 期发行期限在 1 年内的、7 期有担保的和 4 期上市两周内未发生交易的，剩余短融共计 192 期，作为短融利差分析样本；此外，由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析，以下同。

¹¹ 剔除了项目收益票据、集合票据、可续期中票和浮动利率中票，将含回售或赎回选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，确认 3 年期的 365 期和 5 年期的 139 期共计 504 期中票为样本，进行利差分析，以下同。

¹² 企业债（不包括项目收益债和集合债）样本筛选方法同中票，确认 5 年期的 9 期和 7 年期的 77 期共计 86 期企业债券为样本，进行利差分析，以下同。

¹³ 公司债（不包括私募债）样本筛选方法同中票，确认 3 年期的 174 期和 5 年期的 32 期共计 206 期公司债为样本，进行利差分析，以下同。

¹⁴ 商业银行金融债和商业银行二级资本工具样本筛选方法同中票，确认 3 年期的 32 期和 5 年期的 1 期商业银行金融债和 5 年期的 28 期商业银行二级资本工具为样本进行利差分析，以下同。

表 7 2018 年上半年一、二级市场各别发行人所发短融的利差分析情况

主体级别	发行利差			交易利差		
	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
AAA	188.09	-	11.47	188.19	-	11.64
AA+	246.35	58.26	26.21	246.56	58.37	26.05
AA	318.37	72.02	25.18	318.37	71.81	24.89

注：1. 级差为本信用等级的发行利差均值减去比该信用等级高 1 个子级的发行利差均值，以下同；变异系数为标准差与均值的比，以下同。

资料来源：联合资信 COS 系统

表 8 2018 年上半年各类债券分级别利差分析统计情况

债券类型	期限 (年)	债项信用等级	利率		利差		
			区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
中期票据	3	AAA	4.35~7.50	5.45	204.31	-	30.96
		AA+	4.93~7.90	6.20	278.84	74.53	24.87
		AA	5.30~8.40	6.76	334.53	55.68	17.32
		AA-	7.00~7.00	7.00	335.71	1.18	-
	5	AAA	4.48~6.50	5.43	187.32	-	22.45
		AA+	5.30~7.50	6.14	257.40	70.08	16.60
AA		5.75~8.00	6.76	317.46	60.06	17.13	
企业债券	5	AAA	4.83~5.88	5.38	183.51	-	12.95
		AA+	6.60~6.80	6.70	296.82	113.31	10.07
		AA	6.50~6.50	6.50	297.95	1.13	-
	7	AAA	5.29~7.98	6.67	298.69	-	24.07
		AA+	5.70~8.10	7.12	341.03	42.34	19.58
		AA	6.50~8.30	7.48	372.49	31.46	14.62
公司债	3	AAA	4.50~7.00	5.21	182.64	-	25.37
		AA+	4.99~8.00	6.20	276.79	94.14	28.19
		AA	5.90~8.50	7.24	383.37	106.58	18.11
	5	AAA	4.78~6.15	5.40	184.26	-	14.07
		AA+	5.50~7.80	6.66	325.90	141.64	23.98
商业银行金融债	3	AAA	4.30~5.35	4.77	146.48	-	13.57
		AA+	4.83~5.54	5.16	166.69	20.21	15.72
		AA	4.97~5.56	5.18	179.31	12.62	11.59
		AA-	5.34~5.50	5.42	203.24	23.93	5.99
		A+	6.10~6.10	6.10	266.02	86.71	-
	5	AAA	5.00~5.00	5.00	134.31	-	-
商业银行二级资本工具	5	AAA	4.45~4.45	4.45	115.89	-	-
		AA+	4.80~4.90	4.85	120.27	4.38	15.51
		AA	5.00~6.00	5.26	165.60	45.33	25.82

		AA-	5.00~6.20	5.42	186.28	20.68	24.49
		A+	5.00~5.90	5.55	212.85	26.57	20.74
		A	5.30~5.80	5.64	221.27	8.42	14.67

资料来源：联合资信 COS 系统

为研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性，我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对 1 年期短融、3 年期和 5 年期中票、7 年期企业债券以及 3 年期和 5 年期公司债的利差进行了显著性检验¹⁵。

整体来看，剔除样本数量较少的 3 年期 AA-级中票，除 AA+级与 AA 级七年期企业债的发行利差不显著外，各级别发行主体所发短融的发行利差及交易利差、各期限中票、企业债和公司债的不同信用等级的发行利差均存在显著性差异，表现出较好的区分度，但上述显著性检验结果可能会受到样本数量较少的影响。

¹⁵ 在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。