

2014.03.12

**2013 年企业债券
市场与信用评级表现研究报告**



2013 年企业债券市场与信用评级表现研究报告

联合资信评估有限公司 聂 逆 刘 艳 李 丹

一、企业债券发行市场情况¹

1. 企业债券发行市场环境

(1) 债市整顿对债券发行市场影响较大

2013 年 4 月下旬开始，国务院多部委针对银行间债市开展联合“打黑”行动，对债券市场进行了整顿。债市的相关监管部门在债券发行、交易及其他监管环节也不断更新设计。至 11 月，中共中央公布十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，“发展并规范债券市场，提高直接融资比重。”债券市场整体规范化发展被纳入中央顶层决策。债券市场的持续整顿对债券发行市场产生了较大影响。

(2) 发行成本上升使得中长期债券发行量下降

2013 年 1-5 月，资本市场资金面较为宽松，市场流动性较好，债券发行成本处于较低水平，各类债券发行量大幅增加。从 2013 年 6 月下旬开始，银行出现了“钱荒”，市场资金面开始收窄，市场流动性严重紧张，债券发行成本陡然上升。2013 年下半年，债券市场发行成本较上半年有显著上升，特别是第四季度，市场流动性再次出现严重紧张，债券发行成本上升至全年最高水平。面对较高的融资成本压力，2013 年下半年，企业在债务配置上多青睐选择滚动发行短期债券和分期发行中长期债券的融资方式，使得中长期债券的发行量明显下降。2013 年，短期融资券发行量有所增加，中期票据、企业债券和金融债券的发行量均有所下降。

(3) 2013 年企业债券监管政策调整较大，在提高企业债券发行效率的同时，加强了风险防范力度

2013 年 4 月，发改委出台了《关于进一步改进企业债券发行审核工作的通知》，对企业债券实行“加快和简化审核类”、“从严审核类”以及“适当控制规模和节奏类”三类分类管理，简化了国家重点支持项目和信用等级较高、偿债措施较为完善及列入

¹ 本文不包含集合债券的统计分析。

信用建设试点的发债申请程序，严格限制募集资金用于产能过剩、高污染、高耗能等国家产业政策限制领域和企业信用等级较低、负债率高、债券余额较大或运作不规范、资产不实、偿债措施较弱的发债申请。之后 5 月发改委又下发了《关于对企业债发行申请部分企业进行专项核查工作的通知》，对部分申请“从严审核类”和“适当控制规模和节奏类”企业债券发行的企业进行了专项核查。2013 年 8 月，发改委发布了《关于进一步改进企业债券发行工作的通知》，决定将地方企业申请发行企业债券预审工作委托省级发展改革部门负责，并制定《关于省级发展改革部门开展企业债券预审工作有关问题的意见》和《关于进一步规范企业债券发行行为及贯彻廉政建设各项要求的意见》。同月，发改委又颁布了《关于企业债券融资支持棚户区改造有关问题的通知》，对于专项用于棚户区改造项目的发债申请，在相关手续齐备、偿债措施完善的基础上，按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。

2013 年，发改委对企业债券的监管政策进行调整后，对企业债券发行人的资质要求更为严格，具有较低信用等级企业发行人发行企业债券的难度加大。

2. 企业债券发行量下降明显

2013 年，我国银行间债券市场共有 356 家企业发行了 373 期企业债券，发行总额为 4748.3 亿元，发行家数、发行期数和发行总额较上年分别减少 21.93%、22.13%和 26.77%，降幅明显。监管部门对企业债券发行的分类审核和专项核查以及下半年银行间债券市场资金面趋紧、发行成本上升导致企业债券发行量明显下降。与中期票据的发行情况相比，2013 年企业债券的发行家数、发行期数和发行总额的下降幅度均超过中期票据。

截至 2013 年末，我国债券市场存续的企业债券共 1601 期，存续企业债券余额 23303.53 亿元，分别较上年同期增加 27.06%和 21.23%。

表 2 企业债券与中期票据发行基本情况表

项目	企业债券			中期票据		
	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2012 年	2013 年	同比增长 (%)
发行期数 (期)	479	373	-22.13	564	510	-9.57
发行规模 (亿元)	6484.50	4748.30	-26.77	8423.30	6958.30	-17.39
发行家数 (家)	456	356	-21.93	449	415	-7.57

注：统计期以债券的起息日为准。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

3. 企业债券发行规模分布

从企业债券的发行规模来看，2013 年发行的企业债券的发行规模仍然主要集中在 5~20 亿元区间内，但该规模的企业债券发行期数、在发行总期数中的占比以及平均单笔发行规模均较上年有所减少和下降。5 亿元以下规模企业债券的发行期数较上年有所增加，在企业债券发行总期数中的占比有较大幅度上升，主要是由于随着债券市场的扩容，企业债券新增发行主体企业规模较小，债券单笔发行规模较小。

表 3 企业债券发行规模分布情况表

发行规模（亿元）	发行期数（期）		平均单笔发行规模（亿元）	
	2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
1~5（含 5）	30	46	4.50	4.46
5~10（含 10）	224	146	8.67	8.38
10~20（含 20）	200	157	14.90	14.89
20~30（含 30）	13	14	24.26	25.93
30~50（含 50）	4	5	50.00	45.00
50 以上	6	5	116.67	78.80

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

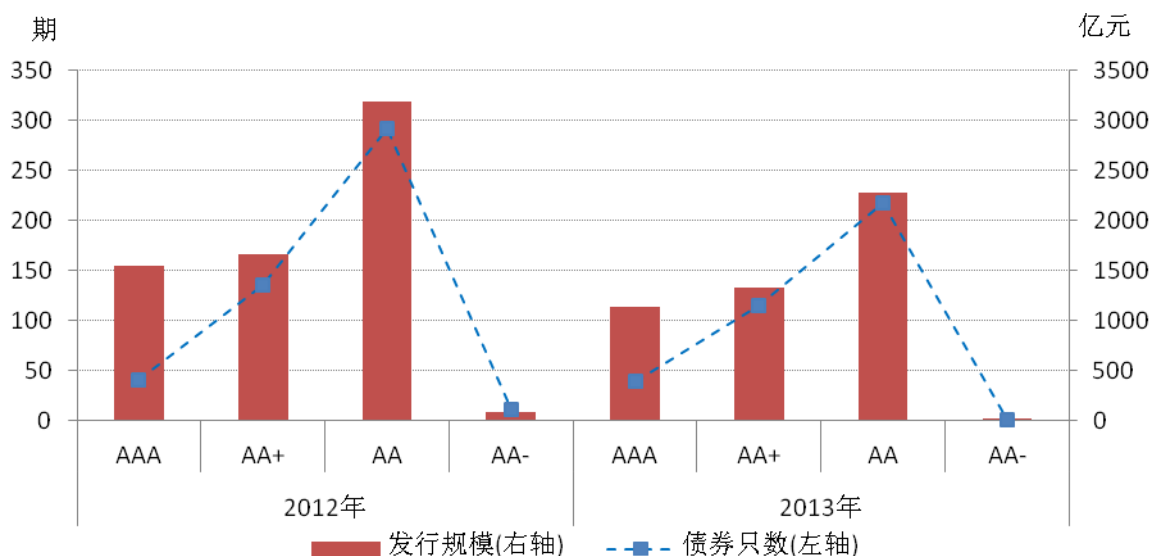
4. 企业债券信用等级分布

从主体和债项信用等级分布情况看，2013 年企业债券的信用等级分布情况与上年大致相同，均介于 AA-至 AAA 级之间，其中 AA 级的占比仍然最大。

在主体信用等级分布方面，2013 年，AA 级发债企业家数在所有发债企业家数中的占比为 63.76%，占比较上年略有上升，AA 级发债企业在企业债券发行企业中的主流地位进一步提升。AAA 级发债企业家数占比较上年也略有上升，AA+级和 AA-级发债企业家数占比较上年有所下降。

受发行审批政策趋严和发行成本上升的综合因素影响，2013 年较低信用等级的企业发行企业债券较为困难，一些较低信用等级的企业通过采用担保方式进行信用增信，从而导致 2013 年所发企业债券的整体信用等级有所提升。2013 年，AAA 级和 AA+级企业债券的发行期数在企业债券发行总期数中的占比较上年略有上升，占比分别为 10.46%和 30.83%；AA 级和 AA-级企业债券发行期数在发行总期数中的占比较上年有所下降，分别为 58.45%和 0.27%；尤其是 AA-级的企业债券由上年的 11 期下降至 1 期。从发行规模看，各级别分布情况与上年基本相同，其中，AA 级企业债券发行规

模占企业债券发行规模总额的 48.07%，占比最大。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 企业债券信用等级分布情况

5. 企业债券发行期限分布

从发行期限来看，企业债券的发行期限仍主要集中在 7 年期，其发行期数与发行规模分别占企业债券发行总期数与发行规模总额的 76.14%与 71.03%，占比较上年均有所上升。其他期限类型中，3 年期和 15 年期企业债券的发行期数和发行规模占比较上年均有所上升，其余期限的企业债券的发行期数和发行规模占比均有所下降。

表 4 发行期限分布情况表

发行期限 (年)	2012 年				2013 年			
	期数 (期)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
3	2	0.42	15	0.23	6	1.61	42.5	0.90
5	15	3.13	240.6	3.71	8	2.14	82	1.73
6	89	18.58	908.9	14.02	39	10.46	380	8.00
7	320	66.81	3889	59.97	284	76.14	3372.8	71.03
8	13	2.71	173	2.67	9	2.41	96	2.02
10	37	7.72	1043	16.08	20	5.36	486	10.24
15	3	0.63	215	3.32	7	1.88	289	6.09

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

6. 企业债券发行利率

2013 年发行的企业债券依旧多采用固定利率发行，只有 2 期企业债券采用浮动利率发行，发行额合计 33 亿元。2013 年发行的企业债券中共有 58 期企业债券含有选择权，在企业债券发行总期数中的占比达 15.55%，占比较上年下降了近 6 个百分点。

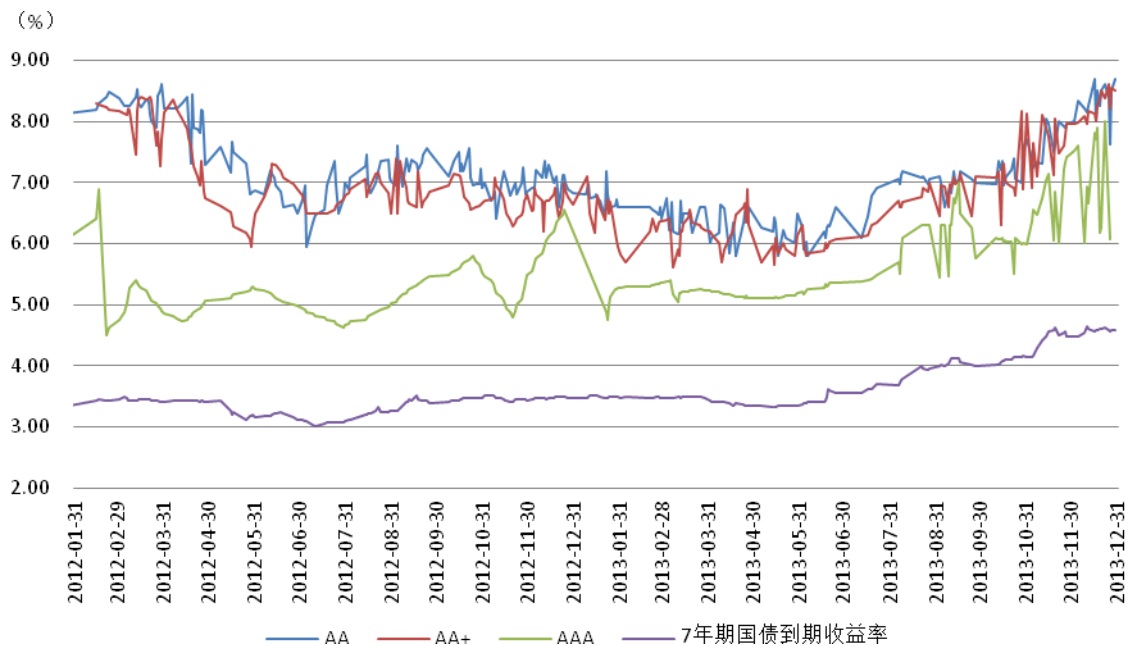
按选择权之前的期限统计，2013 年发行的企业债券的发行期限主要为 3 年期、5 年期和 7 年期，发行利率区间分别为 4.88%~8.99%、5.00%~7.31%和 4.75%~8.70%，利率区间较上年明显扩大。以发行数量最多的 259 期 7 年期企业债券作为样本，从图 2 可以看出，7 年期企业债券的发行利率曲线存在以下明显特征：一是 2013 年上半年企业债券发行利率持续 2012 年走低趋势，但下半年开始陡然持续走高；二是 2013 年第四季度企业债券的利率波动幅度明显较大；三是 AA+级和 AA 级企业债券发行利率曲线存在重叠的现象依然较多。

表 5 2013 年主要期限企业债券发行利率统计情况表

期限	债项信用等级	样本数 (个)	利率 (%)	
			区间	均值
3	AAA	1	4.88~4.88	4.88
	AA+	8	5.10~7.50	6.32
	AA	10	5.05~8.99	6.45
5	AAA	5	5.00~6.70	5.59
	AA+	15	5.00~7.10	5.83
	AA	20	5.88~7.31	6.52
7	AAA	18	4.75~8.00	5.84
	AA+	79	5.60~8.60	6.71
	AA	162	5.80~8.70	6.90

注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；文中以下部分均按此标准统计。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 2 2012-2013 年 7 年期企业债券发行利率情况

7. 企业债券发行主体所有制性质

从发行主体所有制性质来看，2013 年地方国有企业依然是发行企业债券的主要企业类型，所发企业债券的期数和规模分别占企业债券总发行期数和规模总额的 92.49% 和 87.14%，占比较上年均有所上升，企业类型较为集中。中央国有企业和民营企业所发企业债券的期数和规模占比较上年均有小幅下降。另外，2013 年发行的企业债券的发行主体类型还新增加了外商独资企业，共计发行了 3 期企业债券，发行规模合计 40 亿元。外商独资企业的加入，使得企业债券发行人类型更加丰富，但由于企业债券具有较强的政策导向性，因此国有企业在企业债券发行人中的比重始终会很大。

表 6 2013 年不同所有制性质企业的企业债券发行情况

项目	2012 年		2013 年			
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 同比 (%)	发行规模 同比 (%)
中央国有企业	18	1162.00	10	473.00	-44.44	-59.29
地方国有企业	440	5163.10	345	4137.80	-21.59	-19.86
民营企业	17	127.40	12	78.50	-29.41	-38.38

集体企业	2	13.00	1	6.00	-50.00	-53.85
外商独资企业	0	0.00	3	40.00	NA	NA
中外合资企业	2	19.00	2	13.00	0.00	-31.58
总计	479	6484.50	373	4748.30	-22.13	-26.77

注：NA 表示不适用；以下同。

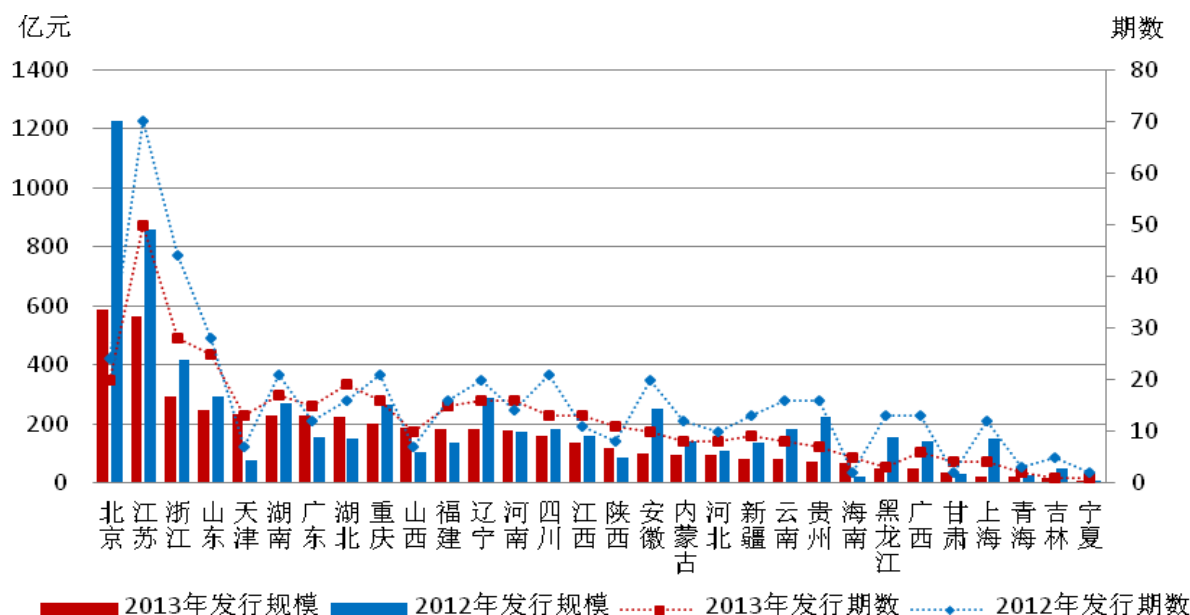
资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

8. 企业债券担保情况分析

企业债券的增信方式主要包括外部担保、股权质押、土地使用权抵押、房屋产权抵押、组合担保等。2013 年，有担保的企业债券发行期数共计 134 期，发行规模为 1381.5 亿元，分别占企业债券总发行期数和规模的 35.92%和 29.09%，占比与上年均略有上升。在有担保的企业债券中，81 期采用外部担保、53 期采用抵质押的方式进行了增信，分别占有担保企业债券总期数的 60.45%和 39.55%。与上年相比，采用外部担保方式增信的企业债券的占比略有小幅上升。

9. 企业债券发行主体地区分布分析

从企业债券的发行主体所在地区来看，2013 年，由于大型国企集中的优势，北京地区所发企业债券的发行规模达 586.5 亿元，发行规模位居首位。江苏省依靠地区经济活跃、企业数量较多、集中等优势，所发企业债券的发行期数达 50 期，发行期数排名全国第一。与上年相比，北京、江苏、浙江和山东地区所发行的企业债券规模和期数仍保持在全国前列；天津地区由于加大了城市基础设施建设和滨海新区的建设投入，其所发企业债券期数和规模均有大幅增加，分别较上年增加 85.71%和 210.00%，其发行规模越居全国前五名；山西、陕西、广东等地区的企业债券发行规模也有较大幅度增加；贵州、云南、辽宁等地区的企业债券发行规模有较大幅度下降。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 3 2013 年全国各省市企业债券发行情况

10. 企业债券发行主体新增企业分析

2013 年，共有 251 家企业首次发行企业债券 265 期，合计发行规模 3330.80 亿元，首次发行企业债券的企业家数占企业债券总发行家数的 74.44%，占比较上年有小幅上升。2013 年新增企业债券发行企业仍以地方国有企业为主。

11. 2014 年企业债券市场展望

从宏观经济基本面看，根据 3 月份发布的政府工作报告中指出，2014 年国家经济增长目标预计为 7.5% 左右，增速与上年大致相同，整体经济运行将稳中向好。2014 年，国家将继续实行稳健的货币政策和积极的财政政策，保持宏观经济政策连续性和稳定性，加快转方式调结构促升级，持续推进各项改革，这将确保宏观经济基本面较好。

从市场资金面看，在经历了 2013 年市场资金紧缺的事件后，商业银行等机构对于资金的运用将更加谨慎，市场资金面预计整体将保持较为宽松。但考虑到美国将逐渐退出 QE3 以及利率市场化推进等因素的影响，融资成本短期波动性较大仍将存在。

从债券市场环境看，2014 年债券市场的监管基调为规范化发展，监管部门将继续

加强监管力度，促进债券市场稳定发展。近期出现的“11超日债”违约事件使市场对信用风险的防范意识将有所加强，较低信用等级发行人发行债券的难度可能仍较大，较高信用等级债券将更受青睐，或将造成债券发行成本显著分化。

从企业债券市场环境看，2014 年是十八届三中全会全面经济布局的第一个实施年，各地区城镇化的推进、城市基础设施的投建和棚户区的改造等项目融资的需求将加大，加之国家发改委将企业债券的审核权下放至各省级发改委，企业债券发行效率将有所提高，企业债券发行将带有更明显的区域性和行业性特征。与此同时，企业债券发行的统一规范问题仍有待考验。另外，日前银行间市场交易商协会拟放宽省级以下城投类企业发债条件，中票对企业债券可能造成分流效应。

综上所述，预计 2014 年企业债券的发行量将大致与 2013 年持平或略有增加。

二、企业债券信用评级表现情况

1. 利差分析²

为了尽量保证利差检验前提条件的一致性，我们对含有选择权的企业债券的期限进行了调整，按选择权之前的期限进行统计（例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年）。调整后，2013 年发行的企业债券期限主要为 3 年期、5 年期和 7 年期。通过表 2 我们可以看到，各期限企业债券的发行利率均值和利差均值与债项信用等级呈现反向关系，即信用等级越高，利差均值越小，反映信用评级对企业债券的发行定价和利差影响较大；相同信用等级的企业债券，利差均值没有与期限呈现明显的正向关系，且期限越长，利差波动（用标准差和偏离系数表示）越小，反映风险溢价未随期限的增加而上升，说明流动性因素对利差影响较大，但也可能是受样本量较少因素影响。受市场流动性影响，2013 年企业债券利差总体上较上年有所扩大。以样本量最多的 7 年期企业债券的利差来看，2013 年上半年，企业债券利差波动较为平稳，但下半年市场流动性趋紧，利差波动有所加剧。

表 7 2013 年主要期限企业债券的利差分析统计情况表

期限	债项信用等级	样本数	利差（基点）
----	--------	-----	--------

² 本小节数据样本剔除2期采用浮动利率发行的企业债券，对剩余样本数共371期的企业债券进行利差检验分析。企业债券发行利差为企业债券发行利率与当期同期限银行间固定利率国债到期收益率的差。

		(个)	均值	级差	标准差	偏离系数
3	AAA	1	176.90	NA	NA	NA
	AA+	8	290.75	113.85	70.20	0.24
	AA	10	307.57	16.82	122.66	0.40
5	AAA	5	209.71	NA	40.59	0.19
	AA+	15	260.87	51.16	60.53	0.23
	AA	20	318.77	57.90	45.34	0.14
7	AAA	18	203.14	NA	59.66	0.29
	AA+	79	294.16	91.02	43.21	0.15
	AA	162	310.22	16.07	35.11	0.11

注：1. 本表仅列出发行期限为 3 年、5 年和 7 年的企业债券，其他期限的企业债券由于样本量过小，故未列出；
 2. 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年；
 3. 级差为本信用等级的发行利差均值减去比该信用等级高一个子级的发行利差均值，偏离系数为标准差与均值的比；
 4. NA 表示不适用，以下同。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

通过对所有期限企业债券和 7 年期企业债券的利差分别进行显著性检验结果显示³，在 95%的置信水平下，各信用等级的企业债券的利差差异均显著，即信用等级越高，利差越小，反映出信用等级对企业债券的利差区分能力较强。

表 8 2013 年 7 年期企业债券利差显著性检验

	AAA	AA+	AA
AAA	-	0.000	0.000
AA+	0.000	-	0.001
AA	0.000	0.001	-

2. 信用等级迁移分析

(1) 信用等级调整情况⁴

2013年，银行间债券市场发行人主体信用等级整体仍然以上调居多，但上调趋势有所减缓。2013年，我国债券市场上共有60家发行企业债券的主体信用等级被上调，占比为6.02%，12家企业的主体信用级别被下调，占比为1.20%。与上年相比，发行企

³ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。表 8 中的数据为 Scheffe 检验中的 P 值，P 值小于 5%，则检验结果显著。

⁴ 本小节数据样本为2013年初和2013年末均具有有效信用等级的企业债券发行人主体。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，故样本中不包括年内新发债券和债券在年内到期的发行主体的级别统计。如发行人在统计期内更换评级机构对其进行主体信用评级，则不包括在样本中。发行人主体信用等级调整亦不考虑等级多调和等级回调的情况。

业债券的主体信用等级被上调的数量略有减少，信用等级被下调的数量明显增加，评级稳定性整体来看有所上升。

表 11 2013 年企业债券发行人主体信用等级调整同期比较情况 (单位：家)

项目	2012 年	2013 年
样本数	502	997
上调数量	76	60
下调数量	1	12
上调率 (%)	15.14	6.02
下调率 (%)	0.20	1.20

注：上调率或下调率为上调或下调数量与有效评级数量的比，以下同。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

根据2013年企业债券发行主体信用等级迁移矩阵所示，在样本量较多的AA-级及以上级别中，有27.56%的AA-级企业债券发行主体级别迁移至AA级别，上迁率最高；AA+级别的下迁率最大，为2.21%。从评级稳定性看，AA级及以上发行人主体信用等级的迁移率较低，稳定性较好；AA-级别发行人主体信用等级的迁移率较高（AA-级以下信用级别的迁移率较高是因样本数量太少造成的），且有1个AA-级别的企业债券发行主体信用等级大跨越迁移至BB-，说明该发行人主体信用等级调整的连续性不强，级别稳定性较差。

与上年相比，2013 年发行人主体信用等级迁移改变了之前级别迁移过于单边上调的趋势，且 AA-级及以上级别上调的迁移率明显下降且迁移方向更趋多元化，但发行人主体信用等级的上迁率仍然较高。

表 12 2013 年企业债券主体信用等级迁移矩阵 (单位：%)

期初/期末	样本数 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BB-
AAA	95	99.33	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA+	136	3.41	94.32	2.27	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	392	0.00	3.36	95.59	1.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA-	156	0.00	0.00	19.13	79.78	0.55	0.00	0.00	0.00	0.55
A+	4	0.00	0.00	0.00	16.67	83.33	0.00	0.00	0.00	0.00
A	3	0.00	0.00	0.00	0.00	25.00	75.00	0.00	0.00	0.00
A-	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB+	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.00
BB-	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注：信用等级迁移率的计算采用 Cohort 法，即期初至期末均有效的各信用等级发生或未发生变化后的数量与期初各信用等级数量的比，以下同。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

表 13 2012 年企业债券主体信用等级迁移矩阵（单位：%）

期初/期末	样本数（个）	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	78	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA+	97	13.40	85.57	1.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	203	0.00	8.87	91.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA-	111	0.00	0.00	35.14	64.86	0.00	0.00	0.00	0.00
A+	8	0.00	0.00	0.00	62.50	37.50	0.00	0.00	0.00
A	4	0.00	0.00	0.00	0.00	25.00	75.00	0.00	0.00
A-	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB+	1	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00

从各家评级机构的信用等级调整情况看，2013年鹏元以9.78%的上调率成为上调率最高的评级机构，大公的上调率为0.89%，上调率最低。各家评级机构的下调率差别较小，联合下调率最高，为2.34%，鹏元的下调率最低，为0.39%。

表 14 信用评级机构等级变化表（单位：家）

项目\评级机构	中诚信	大公	联合	新世纪	鹏元
样本数	225	246	171	109	254
上调数量	5	2	17	14	22
下调数量	3	2	4	2	1
上调率（%）	2.22	0.89	7.56	6.22	9.78
下调率（%）	1.33	0.81	2.34	1.83	0.39
上调/下调（%）	166.67	109.33	323.00	339.11	2483.56

注：1. 由于东方金诚国际信用评估有限公司只有 1 个有效评级，故此表未列出；

2. “上调/下调”为上调数量与下调数量的比。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

整体来看，2013年我国企业债券发行主体的信用等级稳定性有所增强，但评级调整仍呈上调趋势，这与宏观经济实际情况有所背离，信用评级的准确性和连续性有待进一步增强。

（2）评级展望调整情况⁵

2013年初，银行间市场企业债券发行人主体信用等级展望为正面的数量为4个，展望为稳定的数量为912个，展望为负面的数量为4个，展望为观望的数量为2个⁶。除去展望为观望（共2个）的样本，截至2013年末，共有2个发行人主体信用等级的展望调升，调升率为0.22%，调升率较上年基本相同；共有12个发行人主体信用等级的展望调降，调降率为1.31%，调降率较上年有所上升。

表 15 2013 年企业债券发行人主体信用评级展望调整同期比较情况（单位：家）

项目	2013 年	2012 年
样本数	919	423
上调数量	2	1
下调数量	12	1
上调率（%）	0.22	0.24
下调率（%）	1.31	0.24

注：1. “观望”仅为一家评级机构的评级展望类型，故表格中剔除这一类型；

2. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面则视为上升，反之视为下调。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

从各家评级机构的信用等级展望调整情况看，在评级展望上调方面，鹏元上调率为2.15%，其他评级机构的信用等级展望上调率均为0；在评级展望下调方面，联合下调率最高，为2.67%，鹏元和大公下调率分别为2.25%和1.24%，中诚信和新世纪的下调率为0。

表 16 2013 年信用评级机构评级展望变化表（单位：家）

项目\评级机构	中诚信	大公	联合	新世纪	鹏元
样本数	211	242	150	93	222
上调数量	0	0	0	2	0
下调数量	0	3	4	0	5
上调率（%）	0.00	0.00	0.00	2.15	0.00

⁵ 本小节数据样本为2013年初和2013年末均具有有效信用评级及评级展望的企业债券发行人主体，但不包括级别发生变化的展望变化统计。如发行人在统计期内更换评级机构对其进行主体信用评级，则不包括在样本中。发行人主体信用等级展望调整不考虑展望多调和展望回调的情况。

⁶ “观望”是上海新世纪资信评估投资服务有限公司的评级展望类型，指依据现有信息，主体信用级别既有可能调升也有可能调降。

下调率 (%)	0.00	1.24	2.67	0.00	2.25
---------	------	------	------	------	------

注：由于东方金诚国际信用评估有限公司只有 1 个有效评级展望，故此表未列出。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

2013年企业债券发行人主体信用评级展望的调整趋势与信用等级调整趋势较一致，但调整数量较少，表明评级机构对受评对象信用状况的变化主要以信用级别调整进行评价和揭示，对评级展望的使用程度不够。这说明了评级机构对评级的跟踪程度不强，风险提示相对滞后，评级调整的连续性有待加强。

3. 市场对评级机构信用等级认可度

在市场对于评级机构信用等级的认可度方面，我们认为，从一定意义上说，对于同样信用等级的企业债券，如果其所对应的利差均值越小、波动范围越窄（标准差越小），则表明市场对该信用等级的认可度越高，反之则说明认可度不高。根据上述假说，我们对2013年发行样本量最多的7年期企业债券的信用等级利差进行了测算，共涉及大公、联合资信、鹏元、新世纪、中诚信和东方金诚六家评级机构评定的261只企业债券，结果如下：

表 17 2013 年各评级机构所评 7 年期企业债券利差情况

债项级别	评级机构	样本数 (个)	利差	
			均值 (BP)	标准差 (BP)
AAA	中诚信	3	241.64	92.06
	联合资信	3	173.83	2.58
	大公	9	187.22	46.20
	新世纪	3	241.69	79.69
	东方金诚	1	216.91	NA
AA+	中诚信	7	305.29	54.37
	联合资信	16	276.83	47.86
	大公	8	280.42	41.36
	新世纪	1	341.75	NA
	东方金诚	1	347.38	NA
	鹏元	47	297.35	39.63
AA	中诚信	16	313.98	51.17
	联合资信	21	300.47	34.21
	大公	31	297.69	26.27
	新世纪	22	304.94	34.23
	东方金诚	7	336.03	49.11
	鹏元	65	317.44	30.68

注：2013 年 7 年期企业债券共有 2 只为双评级债券，如“13 哈水投债”为鹏元和联合进行评级的双评级债券，鹏元和联合分别统计一次。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

如表11所示，整体而言，上述六家评级机构所评的7年期企业债券各信用级别的利差均值与信用等级呈现明显的逆相关关系，其中，联合资信所评的AAA级和AA+级、大公所评的AA+级和AA级企业债券的利差均值最小、标准差也较小，这在一定程度上反映市场对上述两家评级机构所评的7年期企业债券的信用级别认可度相对较高。

2014年企业债券将迎来到期兑付高峰期，在经济增速持续放缓的预期下，企业的风险暴露将有所增加，兑付风险不容忽视。评级机构应密切跟踪市场和企业风险变化因素，进一步加强企业债券评级的时效性和前瞻性。