第一章
2015 年中国证券资信评级业务发展现状[①]

第一节　基础设施建设

2015 年，我国证券资信评级机构继续通过完善内部控制、加强科研开发、增加人才储备等措施，进一步保障合法合规经营和提升市场公信力。在自身基础设施建设不断夯实的同时，各机构执业能力与水平、全行业形象和地位等都得到显著提升。

一、完善内部控制，保障合法合规经营

内部控制方面，各机构根据中国证券业协会的例行检查和监管要求，对自动化办公系统、评级业务管理系统、评级业务数据库、投资者服务平台、公共披露平台等不同方面的信息系统进行了升级。如部分机构通过重划业务部门、扩充办公地点或新设子公司等措施加强信息系统管理工作。同时，在现有的合规管理制度基础上，结合当前行业出现的新情况、新问题，各机构进一步修订了各自的评级业务制度，并在官网上公布了有关业务制度。如部分机构新修订和公布了《创新产品专家评审制度》、《信用评级结果检验制度》、《研发工作管理办法》等，很多细化制度的出台为评级机构提升作业质量奠定了良好的基础。针对 2015 年公司债扩大发行主体和丰富发行方式等新情况，各家评级机构均加强了《信用评级报告内容与格式规则》、《评级业务尽职调查工作指引》、《评级业务利益冲突防范与回避制度》、《评级业务人员执行规范》等基础性业务制度完善工作，并及时在中国证券业协会和各公司的网站上进行了信息披露及业务公示，切实保障合法合规经营。

二、加强科研开发，提升市场公信力

随着交易所市场产品和制度的持续创新，近年来各家评级机构纷纷加强了科研开发的力

① 本章所涉及的证券资信评级行业数据来自 2015 年中国证券业协会专项调查统计数据。

度，不断丰富与完善自身的评级标准和方法。2015 年，各家评级机构加大了对新产品评级方法和行业研究的力度，共完成各类研究课题 143 个，其中，独立研究课题 138 个，合作开展研究课题 5 个；共发表各类科研成果 117 项，其中，公开出版书籍或专著 5 部，公开发表研究报告 112 篇。目前，各家评级机构均拥有各自的内部研究报告，部分信用评级机构在资产证券化业务风险防控、地方政府债务风险、熊猫债信用评级风险研究等领域取得了一定成果，扩大了评级行业的影响力。为加强对资本市场信用风险管理中重大课题的研究，2015 年末已有三家评级机构建立了博士后工作站，并与国内部分重点高校、科研院所开展了合作研究，借此提升市场公信力。

三、增加人才储备，提高执业能力与水平

在人才培养方面，2015 年各家评级机构更加注重评级人才的培养，不断加大内部培训力度，评级人员的整体素质进一步提高。截至 2015 年底，各家机构合计拥有证券从业资格的评级人员总数达 665 人，较 2014 年大幅增长 48.44%。其中，具有 3 年以上评级从业经验的人员数量为 359 人，较 2014 年大幅增长 53.42%，占比由 2014 年的 52% 上升至 54%；拥有注册会计师、律师等专业执业资格人员数量为 44 人，较 2014 年增加 6 人，但占比由上年的 8% 下降至 7%。在评级机构所有员工学历构成中，具有硕士以上学历的人员占比为 64%，占比较 2014 年提升了 2 个百分点；本科学历及以下员工的占比继续呈现下降态势。值得注意的是，随着各家评级机构愈加注重研发人员的储备，2015 年拥有博士学历的人员数量增加至 53 人，研发人员数量增加至 106 人，表明评级机构高层次研发人员的规模进一步提升，为提高执业能力与水平奠定了坚实的基础（见图 1－1）。

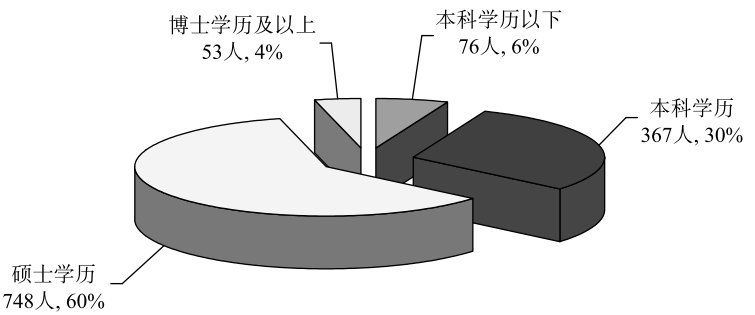

图 1－1　2015 年末 7 家证券资信评级机构人员学历结构

注：7 家证券资信评级机构包括（排名不分先后）：大公国际资信评估有限公司、东方金诚国际信用评估有限公司、联合信用评级有限公司、鹏元资信评估有限公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、上海远东资信评估有限公司和中诚信证券评估有限公司；不包括未从事证券市场评级业务的资信评级机构。

资料来源：2015 年中国证券业协会专项调查统计数据。

四、提升评级行业形象和地位，坚守独立客观公正原则

伴随着债券市场的蓬勃发展，评级行业在揭示发行人信用风险和保障资本市场有效运行等方面的重要性愈加明显，并得到了市场各方参与者和监管机构的认可。近年来，各家评级机构也逐步加强了信用知识的社会普及工作，陆续发布年度社会责任报告，进一步提升了评级行业的形象和地位。2015 年，很多评级机构通过主办或承办会议、参加论坛及会议演讲、接受媒体采访或召开新闻发布会的形式进行了多种多样的行业宣传，促进了各界对评级行业的了解，提升了评级行业在新型城镇化、资产证券化、地方债风险防控、熊猫债评级方法等热门课题领域的影响力。此外，多家信用评级机构对世界主要国家进行了主权信用评级，并不断加强与世界知名评级机构的交流考察和战略合作，部分信用评级机构已着手开拓中国香港、新加坡、欧洲等海外市场的评级业务。整体看，2015 年我国证券资信评级机构的业务拓展进一步深化，评级行业形象和地位进一步提升，并坚守住了独立、客观、公正的原则。

第二节　评级业务发展概况

一、评级业务总体稳健发展，公司债大举扩容

2015 年，我国证券评级机构的评级业务总体稳健发展，其中全年共承担首次评级项目（含担保公司、借款企业等其他主体）4 546 单[①]，较 2014 年大幅下降 30.55%，但剔除担保公司和借款企业等其他主体，全年共承担首次评级项目 2 624 单，较 2014 年大幅增长近 3 倍；承担跟踪评级项目 2 348 单，较 2014 年大幅增长 73.54%。从首次受评项目（不含担保公司、借款企业等其他主体）的情况看，受 2015 年中国证监会发布新版《公司债券发行与交易管理办法》的影响，传统的公司债（含证券公司债及次级债产品）产品数量大举扩容。其中，一般公司债项目为 1 217 单，私募公司债项目为 518 单，可转换公司债项目为 8 单，可交换公司债项目为 27 单；受 2015 年资产证券化市场提速发展的影响，全年各机构合计承担资产证券化项目 436 单，较 2014 年大幅增长 4 倍以上。与上述传统产品业务量增长的情况相一致，2015 年各家评级机构对信托、资产管理等非标产品的业务承揽量也呈现增长之势，全年合计承担项目 346 单，较 2014 年增长 16.11%，上述情况也与现有企业融资渠道变化趋势有关（见图 1－2）。

① 新世纪、大公同时拥有银行间债券市场评级资质，统计口径中包含上述业务。

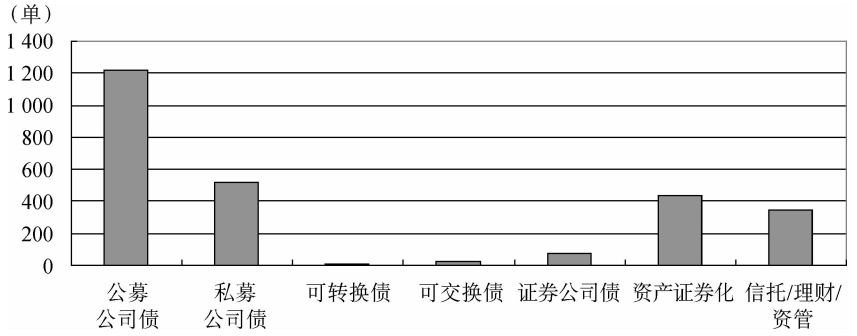

图 1－2　2015 年 7 家证券资信评级机构首次承担的评级项目情况

资料来源：2015 年中国证券业协会专项调查统计数据，相关数据统计口径以各资信评级机构报告口径为准。

从上述受评产品的份额占比情况看，公司债（含一般公司债和私募公司债）重新成为占比最大的产品，占比达到了 66.12%；资产证券化产品次之，占比达到了 16.62%；信托、理财、资产管理产品份额处于第三位，占比达到了 13.19%；证券公司债、可交换债、可转换债产品份额占比微小。

二、整体业务收入大幅增长，证券评级收入重新占据主导地位

受益于交易所债券市场发行主体的扩容，2015 年信用评级行业整体业务收入大幅增长，证券评级收入重新占据主导地位，促使各家评级机构的财务状况也达到历史最好水平（见图 1－3）。

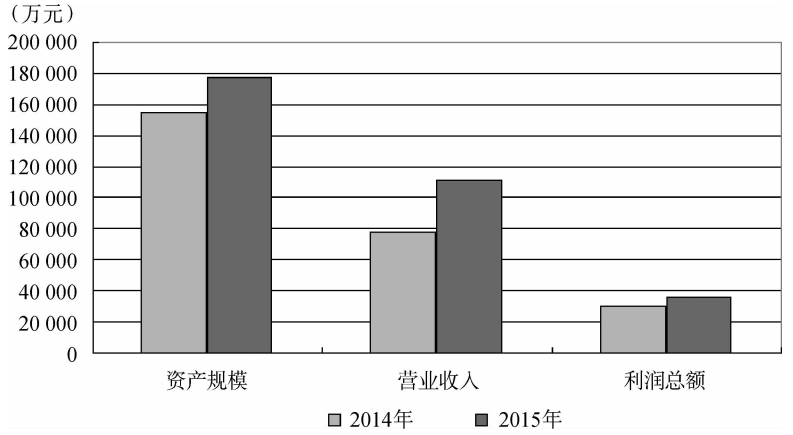

图 1－3　2015 年 7 家证券资信评级机构财务情况

资料来源：2015 年中国证券业协会专项调查统计数据。

全年 7 家证券资信评级机构的合计资产规模、营业收入和利润总额分别达到 177 498.50 万元、111 061.90 万元和 35 591.75 万元，分别较 2014 年增长了 14.79%、42.79% 和 19.24%，评级机构的各项财务指标实现了快速增长，其中，营业收入增长幅度远快于利润

的增长速度，显示评级机构整体业务规模的进一步提升。值得注意的是，2015 年各家机构证券资信评级业务收入规模大幅增加至 70 430.14 万元，较 2014 年大幅增长 184.83%，占 7 家机构整体评级收入的比例由 2014 年的 31.79% 提升至 63.42%，证券市场资信评级业务收入规模重新占据主导地位。

第三节　评级表现分析

一、一般公司债

（一）一般公司债评级情况

一般公司债 AAA 级占比较 2014 年有所提高，AA + 级占比上升最快，主体 AA - 级及以下占比均有所下降，债项 AA 级及以下占比均出现下降。

受 2015 年发行人主体扩容的影响，一般公司债整体发行规模增幅较大。2015 年共有 248 家公司发行了一般公司债，发行家数较 2014 年同比增长了 244.44%。从发行人级别分布情况来看，发行人主体级别分布在 A + 至 AAA 之间，级别跨度分布与 2014 年保持一致。其中，AA 级的企业有 130 家，占比达到了 52.42%，份额占比依旧最大，但较 2014 年下降了 1.75 个百分点，主要来自电力、公路、房地产、能源、化工等行业；AA + 主体级别家数为 66 家，份额占比为 26.61%，是占比第二大的级别，主要分布在基础设施、运输、水务、房地产、煤炭等行业。从级别分布变化情况看，2015 年 AAA 级别的发行人家数较 2014 年提升了 290.00%，占比较 2014 年增加了 1.84 个百分点，是增加较快的级次；而 AA + 级别的发行人数量较 2014 年增长了 340.00%，占比较 2014 年上升了 5.78 个百分点，是上升最快的级次。总体看，2015 年中高级别发行人（AA 级及以上）的占比较 2014 年增加较快，主要是 AA + 发行人增加较多所致（见表 1 - 1）。

表 1 - 1　　2015 年一般公司债主体级别分布及变化情况

级别	2014 年		2015 年		变化	
	主体家数（家）	占比（%）	主体家数（家）	占比（%）	家数变化（家）	占比变化（%）
AAA	10	13.89	39	15.73	290.00	1.84
AA +	15	20.83	66	26.61	340.00	5.78
AA	39	54.17	130	52.42	233.33	- 1.75
AA -	7	9.72	12	4.84	71.43	- 4.88
A +	1	1.39	1	0.40	0.00	- 0.99
合计	72	100.00	248	100.00	244.44	—

注：15 东网债发行人东方网力科技股份有限公司主体级别为 A +。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

从债项级别分布情况看，一般公司债产品中，除 14 中弘债、15 辉煌 01、15 宝信债和 15 丰汇 01 等四只债项信用级别为 AA－外，其他债项信用级别均在 AA 级及以上。2015 年合计发行的 320 期一般公司债产品中，AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 45.94%），但较 2014 年下降 2.74 个百分点；AA＋级的债项级别占比次之（期数占比为 27.50%），较 2014 年提升 3.82 个百分点；AAA 级的债项级别占比排在第三位，较 2014 年小幅下降 1.01 个百分点。AA＋级及以上的高信用级别产品占比较 2014 年有所提升，由 2014 年的 50% 上升至 52.81%，主要来自于 AA＋级债券发行期数的增长（见表 1－2）。

表 1－2　　2015 年一般公司债债项级别分布及变化情况

级别	2014 年		2015 年		变化	
	期数（期）	占比（%）	期数（期）	占比（%）	期数变化（%）	占比变化（%）
AAA	20	26.32	81	25.31	305.00	－1.01
AA＋	18	23.68	88	27.50	388.89	3.82
AA	37	48.68	147	45.94	297.30	－2.74
AA－	1	1.32	4	1.25	300.00	－0.07
A＋	0	0.00	0	0.00	—	0.00
合计	76	100.00	320	100.00	321.05	—

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

（二）一般公司债担保以控股或参股股东提供担保为主，多数担保措施增级效果明显

2015 年发行的 320 期一般公司债中，有 54 期提供了担保，占比为 16.88%，有增信措施的债券占比较 2014 年大幅下降 24.45 个百分点。2015 年一般公司债的增信措施较为单一，绝大部分来自于第三方信用担保，主要由发行人控股股东或实际控制人提供担保；小部分由专业担保公司提供担保或由发行人设定抵押担保。

从担保增级效果上看，在提供担保的 54 期一般公司债中，实现信用增级的达到 35 期，占比达到一半以上，说明多数发行人增信措施有一定增级效果。其中，主体 AA＋级别中实现增级的占比为 78.57%；主体 AA 级别中实现增级的占比为 51.85%，主体 AA－级及以下的增信全部实现了有效增级。上述统计显示，增级效果与主体级别呈现一定反向趋势，这与目前国内一般公司债市场以 AA 级为融资成本的分界线以及交易所债券市场债券质押式回购制度直接相关。

同 2014 年情况类似，在国有独资及控股企业中，除主体为 AAA 级的发行人外，多数的发行人控股股东的担保有一定增级效果，但部分以上市公司作为主要经营体的担保人担保增级效果并不明显，所涉及的行业主要是钢铁、化工等周期性行业。民营企业方面，主体级别为 AA 级的发行人担保主要来自实际控制人或参股企业，股东担保增级效果有限，其中，15 三福 01、15 三福 02 债与主体级别保持一致；而对于主体级别为 AA－级的发行人，多数外

部增级效果明显，其中，15 金一债由第三方担保公司提供担保，信用级别上升至 AA 级；15 岭南债由第三方担保公司提供担保，信用级别上升至 AA + 级（见表 1 - 3）。

表 1 - 3　　2015 年一般公司债发行增信情况统计

主体级别	债项级别	期数	增信方式
AAA	AAA	3	全部由控股股东提供担保，均来自大型国有企业
AA +	AAA	11	均由控股或参股股东提供担保
	AA +	3	均由控股或参股股东提供担保
AA	AAA	6	15 中房债由中国交通集团有限公司担保，15 甘电债由甘肃省国有资产投资集团有限公司担保，其他均为控股或参股股东提供担保
	AA +	8	均由控股或参股股东提供担保
	AA	13	15 三福 01 与 15 三福 02 由江苏望涛投资建设有限公司担保，15 海伟 01、15 海伟 02 采用抵押担保，其余均为控股或参股股东担保
AA -	AA +	5	15 义水债由国有控股股东下属企业担保，其余均为专业担保公司担保
	AA	4	15 天域债由衡阳市城市建设投资有限公司提供担保，15 金一债由北京中关村科技融资担保有限公司提供担保，15 博彦债采用抵押担保，15 云旅债由国有参股股东提供担保
	AA -	0	—
A +	AA +	1	15 东网债由深圳高新投集团有限公司提供担保
	AA	0	—
合计		54	—

资料来源：巨潮资讯网、Wind 资讯。

（三）一般公司债发行利率波动较为明显，信用等级基本体现了风险区分和排序的功能

2015 年发行的一般公司债产品期限分布较 2014 年更为分散，但产品仍以 3 年期、5 年期为主。以发行数量最多的 202 期公开发行的 3 年期公司债券作为样本，从图 1 - 4 中一般公司债的发行利率情况来看，AAA 级公司债产品的发行利率全年整体上呈现逐月下降趋势；AA + 级公司债产品的发行利率呈现上半年利率高位波动，6—8 月后利率出现下调，在 9 月达到低点后又重新上行；AA 级公司债产品的发行利率全年呈现利率高位波动之势。值得注意的是，AA 级债项级别的发行利率在 9 月显著高于其他级别，其利率走势与其他级别呈现相反状态，显示市场投资者对该期间发行的债券产品风险预期较高。

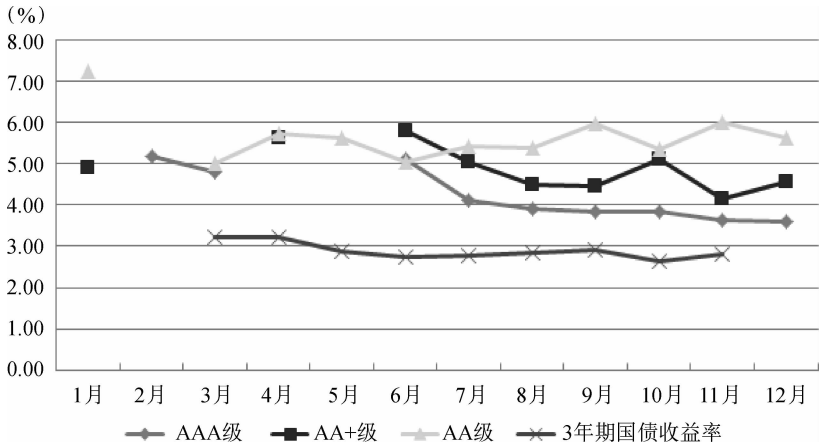

图 1－4　2015 年 3 年期一般公司债月度发行利率走势

注：①统计样本为公开发行的 3 年期公司债券的发行利率；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以债项级别为统计基础。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

从一般公司债利差统计来看，2015 年公开发行的 3 年期公司债券中所有级别的利率均值、利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大趋势，其中，AAA 级至 AA＋级的级差为 76.43 个基点，AA＋级至 AA 级的级差为 91.73 个基点，级差呈逐步扩大之势。从 2015 年公开发行的 5 年期公司债券情况看，AAA 级别利差均值和标准差水平较其他级别最低，利差均值随着级别的降低逐渐扩大。从 3 年期和 5 年期的利差对比情况看，3 年期的 AAA 级别利差均值略大于 5 年期，3 年期的级差差异相较 5 年期相对较大；3 年期的 AA 级别利差均值大于 5 年期，5 年期的级差差异略小于 3 年期。形成上述情况的差异可能来自于两方面：

（1）投资者对 3 年期的 AAA 级别的认可度相对不高。从样本实际情况看，造成上述 AAA 级利差异动的情况均来自主体级别较低而担保后增级到 AAA 级的债券（如 15 正奇债、14 京银债、14 粤运 01、14 粤运 02、15 甘电债、15 中房债）。

（2）发行的时间窗口因素。众多的 3 年期 AAA 级产品集中 6 月以后发行，而在此时间 AA＋级与 AA 级发行利率相对较为接近，AAA 级与 AA＋级发行利率相应拉高了利差水平。

为进一步研究信用等级对利差的影响程度，本章通过方差分析和多重比较检验（LSD 法），确定信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级之间的差异化（见表 1－4）。

通过对 2015 年 3 年期、5 年期不同信用等级公司债的发行利差进行显著性检验（设定显著性水平为 5%），3 年期的信用等级之间的利差差异通过了显著性检验（$F = 47.98 > F0.05 = Fcrit = 2.81$），且 AAA 级、AA＋级与 AA 级三组间显著性差异相近；5 年期的信用等级之间的利差差异也通过了显著性检验（$F = 27.38 > F0.05 = Fcrit = 2.81$），且 AAA 级、AA＋级与 AA 级三组间显著性差异也相近。由以上分析可知，信用等级显著影响利差水平，且不同信用等级之间的利差存在显著差异。

表 1－4　　2015 年部分一般公司债券的发行利率和利差分析统计情况

期限	债项信用等级（级）	样本数（个）	利率（%）		利差（基点）			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3 年	AAA	33	3.30—5.38	3.96	108.94	N/A	43.04	0.40
	AA＋	52	3.38—6.80	4.73	185.37	76.43	83.69	0.45
	AA	117	3.93—8.50	5.62	277.10	91.73	107.19	0.39
5 年	AAA	41	3.50—6.98	4.11	108.78	N/A	49.97	0.46
	AA＋	32	3.76—7.50	4.73	166.22	57.44	68.08	0.41
	AA	15	4.30—6.88	5.41	239.55	73.33	67.50	0.28

注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；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级别的发行利差均值；④N/A 表示不适用；⑤本表仅列出发行期限为 3 年、5 年的公司债券，其他期限的公司债券由于样本量过小，未列出。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

二、私募债

2015 年，随着公司债（含私募债）业务新规的相继发布，面向特定投资者非公开发行的私募债发行实现了跨越式发展。全年共有 441 家公司发行了私募债，共计发行了 1 025 期私募债，发行规模为 4 946.81 亿元，发行家数较 2014 年有所下降，但发行期数和规模均较 2014 年呈现大幅增长。其中，有评级信息的私募债发行家数 263 家，较 2014 年增加 221 家，占比为 59.64%，较 2014 年大幅提升 47.18 个百分点；有评级信息的私募债发行期数为 197 期，较 2014 年增加 134 期，占比为 19.22%，较 2014 年提升 6.67 个百分点。

从发行人级别分布情况来看，私募债发行人主体级别主要分布在 A＋级至 AAA 级之间，级别跨度分布比 2014 年有所扩大，但主要是向 AA＋级及以上更高等级发展。其中，AA 级的企业有 168 家，占比达到 38.10%，份额占比最大；AA＋级主体级别家数为 60 家，份额占比为 13.61%，是占比第二大的级别；AA－级主体级别家数为 16 家，份额占比为 3.63%，是占比第三大的级别。值得注意的是，2015 年私募债首次出现了 12 家 AAA 级别的发行人，份额占比为 2.72%。总体看，2015 年私募债中高级别发行人（AA 级及以上）的占比较 2014 年提升较大，主要是 AA 级、AA＋级发行人家数及其占比大幅增长所致（见表 1－5）。

从债项级别分布情况看，2015 年合计发行的有评级信息的 197 期私募债产品中，除 15 金—01、15 元成债、15 宝信 01、15 洲际 01、15 洲际 02、15 恒泰 01 和 15 翰宇 01 七只债项信用级别为 AA－级外，其他债项信用级别均在 AA 级及以上。其中，AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 13.27%），较 2014 年提升 4.70 个百分点；AA＋级的债项级别占比次之（期数占比为 4.00%），较 2014 年提升 2.01 个百分点；AAA 级的债项级别占比列位第三位（期数占比为 1.27%），较 2014 年提升 1.27 个百分点。AA＋级及以上的高信用级别产品占

表 1－5　　2015 年私募债主体级别分布及变化情况

级别	2014 年		2015 年		变化	
	主体家数（家）	占比（%）	主体家数（家）	占比（%）	家数变化（%）	占比变化（%）
AAA	0	0.00	12	2.72	—	2.72
AA＋	2	0.59	60	13.61	2 900.00	13.02
AA	9	2.67	168	38.10	1 766.67	35.43
AA－	8	2.37	16	3.63	100.00	1.26
A＋	3	0.89	3	0.68	0.00	－0.21
有级别	42	12.46	263	59.64	526.19	47.18
无级别	295	87.54	178	40.36	－39.66	－47.18
合计	337	100.00	441	100.00	30.86	—

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

比较 2014 年有所提升，由 2014 年的 1.99% 上升至 5.27%，主要来自于 AAA 级债券发行期数的增长。需要指出的是，在 2015 年私募债发行期数大幅增长的背景下，有级别信息的债项占比较 2014 年提升了 6.67 个百分点至 19.22%，评级在债券发行过程中的作用进一步凸显（见表 1－6）。

表 1－6　　2015 年私募债债项级别分布及变化情况

级别	2014 年		2015 年		变化	
	期数（期）	占比（%）	期数（期）	占比（%）	期数变化（%）	占比变化（%）
AAA	0	0.00	13	1.27	—	1.27
AA＋	10	1.99	41	4.00	310.00	2.01
AA	43	8.57	136	13.27	216.28	4.70
AA－	10	1.99	7	0.68	－30.00	－1.31
A＋	0	0.00	0	0.00	—	—
有级别	63	12.55	197	19.22	212.70	6.67
无级别	439	87.45	828	80.78	88.61	－6.67
合计	502	100.00	1 025	100.00	104.18	—

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

从利率及利差分布情况看，私募债的发行利率和利差显著高于同级别一般公司债的发行利率及利差。从各级别利差比较看，3 年期的利差随级别的下降而增长。在期限间的利差变化看，对应级别的利差随期限的延长而呈现增长趋势。上述情况表明，有评级信息的私募债与一般公司债在利差表现上趋势相似，利差在一定程度上能够反映评级内涵。

三、证券公司债

2015 年，我国交易所债券市场共有 69 家证券公司发行了 237 期证券公司债，其中，一

般公司债42期（占比17.72%），次级债154期（占比64.98%），短期公司债41期（占比17.30%）。产品结构中次级债占比下降较快，主要是新产品短期公司债自2014年10月试点以来陆续发行，以及一般公司债占比较2014年提高所致。上述发行的237期债券产品中，有评级信息的有116期，其中，一般公司债36期，次级债63期，短期公司债17期，各品种的评级样本数较小。

从发行人级别分布情况来看，证券公司一般公司债发行人主体级别分布在AA级至AAA级之间，级别跨度分布较2014年有所缩窄，暂无AA－级别。其中，AAA级的企业有12家，占比达37.50%，份额占比最大，较2014年下降12.50个百分点；AA＋级和AA级的企业各有10家，占比均为31.25%，份额占比并列第二位，分别较2014年提升了18.75个百分点和6.25个百分点。总体看，2015年证券公司一般公司债发行人数量较2014年大幅增长，各级别份额占比变动情况出现差异主要是2014年各对应级别的发行人家数太少所致（见表1－7）。

表1－7　　2015年证券公司一般公司债主体级别分布及变化情况

级别	家数（家）	家数同比变化（%）	家数占比（%）	占比同比变化（%）
AAA	12	200.00	37.50	－12.50
AA＋	10	900.00	31.25	18.75
AA	10	800.00	31.25	6.25
AA－	0	－100.00	—	－12.50
合计	32	300.00	100.00	—

注：中泰证券股份有限公司2015年1月主体评级为AA＋级，2015年6月主体评级为AAA级，此表将其纳入AAA级别的发行人家数之中。

资料来源：巨潮资讯、Wind资讯。

从债项级别分布情况看，2015年合计发行的36期证券公司一般公司债产品中，AAA级的债项级别占比最大（期数占比为55.56%），但较2014年下降19.44个百分点；AA＋级的债项级别占比次之（期数占比为25.00%），较2014年提升8.33个百分点；AA级的债项级别占比位列第三位，较2014年提升11.11个百分点。AA＋级以上的高信用级别产品占比较2014年下降至80.56%，主要因为AAA级债券发行期数占比下降了（见表1－8）。

表1－8　　2015年证券公司一般公司债债项级别分布及变化情况

级别	期数（期）	期数同比变化（%）	期数占比（%）	占比同比变化（%）
AAA	20	122.22	55.56	－19.44
AA＋	9	350.00	25.00	8.33
AA	7	600.00	19.44	11.11
合计	36	200.00	100.00	—

资料来源：巨潮资讯、Wind资讯。

次级债产品方面，在有评级信息的样本中，债券信用等级较 2014 年分布整体上移，主要集中在 AA 级及以上的信用级别。其中，AA + 级别的债券有 31 期，占比达到 49.21%，是占比最大的级别；AA 级别的债券有 23 期，占比为 36.51%；AAA 级别有 5 期，AA - 级别有 3 期，A + 级别有 1 期，合计占比为 14.29%（见表 1 - 9）。

表 1 - 9　　2015 年证券公司次级债债项级别分布及变化情况

级别	期数（期）	期数同比变化（%）	期数占比（%）	占比同比变化（%）
AAA	5	—	7.94	7.94
AA +	31	244.44	49.21	33.14
AA	23	53.33	36.51	9.72
AA -	3	0.00	4.76	-0.60
A +	1	—	1.59	1.59
A	0	-100.00	—	-51.79
合计	63	12.50	100.00	—

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

短期公司债产品方面，目前监管机构对该类产品无评级要求，目前发行的 41 期短期公司债产品中有 17 期进行了评级，但各家机构债券评级符号标识不统一。其中，15 太证 D1、15 申证 D1、15 申证 D2、15 申证 D3、国信 1502、山证 1501、山证 1502、山证 1503、西部 1501 债项级别为 A - 1 级，14 西部 D3 债项级别为 AA 级，银河 1503、15 招商 D3、15 招商 D4、14 海通 D3、14 兴业 D1、14 兴业 D2、15 中信 D1 债项级别为 AAA 级。

整体来看，2015 年证券公司发行人数量大幅增长，主体级别跨度分布有所收窄，且整体上移。同时，伴随着证券公司发行产品类型的多样化，有评级信息的债券数量也较 2014 年有所增长。

四、可转换公司债

受股市震荡下行影响，2015 年可转换公司债券发行期数较 2014 年大幅减少，全年共有 3 家企业发行 3 期可转换公司债券。除蓝标转债是年底发行外，其余 2 期均在大盘市场行情较好的 2015 年上半年发行。与 2014 年发行人主要来自于民营企业不同的是，2015 年发行人中中央国有企业、地方国有企业和民营企业各占一家。在有评级信息的 3 期可转债中，电气转债主体级别为 AAA 级，债项级别与主体级别保持一致；航信转债主体级别为 AA + 级，由于有第三方担保增信措施的存在，债项级别为 AAA 级；蓝标转债主体级别为 AA 级，债项级别与主体级别保持一致。

如表 1 - 10 所示，2015 年发行的可转债信用级别分布有所收窄，级别跨度分布在 AA—AAA 级之间。其中，高级别债券（AA + 级及以上）的占比由 2014 年的 46.16% 一跃提升至 66.67%，反映出在股市震荡下行中，可转债债项等级重心有所上移。

表 1－10　　2014—2015 年可转换公司债券债项信用等级分布

债项级别	2014 年		2015 年	
	发行期数（期）	占比（%）	发行期数（期）	占比（%）
AAA	2	15.38	2	66.67
AA＋	4	30.78	0	0.00
AA	6	46.15	1	33.33
AA－	1	7.69	0	0.00
总计	13	100.00	3	100.00

资料来源：Wind 资讯。

五、可交换债

2015 年，交易所债券市场共 21 家发行人发行了 25 期可交换债产品，其中 4 期为公开发行，21 期为非公开发行。上述可交换债产品均以所持目标上市公司股权作为质押物进行增信，并设置了不同的赎回及回售条款。在有评级信息的 5 期可交换债产品中，除 15 天集 EB、15 九洲债获得了 AA＋级的债项评级外，其他的 15 清控 EB、15 国盛 EB 和 15 国资 EB 等三期均获得了 AAA 级的债项评级（见表 1－11）。

表 1－11　　2014—2015 年可交换公司债券债项信用等级分布

类别	债项评级（级）	2014 年		2015 年	
		发行期数（期）	占比（%）	发行期数（期）	占比（%）
公募发行	AAA	1	20.00	3	15.00
	AA＋	0	0.00	1	5.00
	AA	0	0.00	0	0.00
私募发行	AA＋	1	20.00	1	5.00
	AA	1	20.00	0	0.00
有级别		3	60.00	5	25.00
无级别		2	40.00	15	75.00
合计		5	100.00	20	100.00

资料来源：Wind 资讯。

六、资产支持证券

2015 年，在政策的大力推动下，资产证券化业务规模大幅增长，全年共计发行 1 096 期资产证券化产品（中国证监会主管资产证券化），专项计划管理人也由 2014 年 17 家增长至 69 家，包括证券公司、资本管理公司和资产管理公司等类型。基于基础资产的信用状况，

上述资产证券化产品普遍通过优先级/次级结构、超额抵押、机构担保、利差账户等增信方式进行信用增级。2015 年，有评级信息的资产支持证券共计 886 期，其中，除次级及次优级产品外，大多数资产支持证券优先级产品的评级均在 AA—AAA 级之间，低于 AA 级的有 40 期，主要都是次优级和次级产品。其中，BBB + 级的有 1 期，A - 级的有 3 期，A 级的有 13 期，A + 级的有 12 期，AA - 级的有 11 期。

第四节　信用等级迁移分析

为研究 2015 年信用债发行人的级别调整变化情况，本章以 2015 年初存续的公司债发行人[①]作为研究主体，统计其 2015 年内信用级别及评级展望变化情况。2015 年初，交易所债券市场存续的公司债发行人共计 379 家，信用级别合计变动 44 次，占发行人总数的 11.61%，调整频率较 2014 年提升 5.03 个百分点。其中，信用级别上调 27 次，信用级别下调 17 次，级别上调次数占比大幅高于 2014 年；评级展望上调次数为 12 次，下调次数为 6 次，展望上调次数多于下调情况，展望上调大多是从负面调整为稳定。与 2014 年评级调整时间较为分散一致，2015 年评级调整不定期跟踪次数明显增多，部分企业的评级一年内甚至出现了多次调整，信用等级的调整与宏观经济对发行人信用状况的影响以及市场实际情况较为一致（见表 1 - 12）。

表 1 - 12　　2015 年公司债发行人主体评级调整情况

项目	样本数（个）	级别调升（次）	级别调降（次）	展望调升（次）	展望调降（次）
一般公司债	332	18	17	12	6
可转债	2	0	0	0	0
证券公司债	45	9	0	0	0
合计	379	27	17	12	6

注：①为与 Cohort 法样本研究基础保持一致，上表统计样本均为年初的公司债发行人；②级别和展望均发生变化的视为级别调整，不列入展望变化统计。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

为反映信用评级机构对发行人的信用等级调整变化，本章采用 Cohort 法对发行人主体信用等级变化进行分析。在信用等级迁移情况方面，2015 年 1 年期信用等级迁移矩阵显示[②]，从年初至年末，在样本量较多的 AA - 级及以上级别中，有 16.67% 的 AA - 级别向上迁移至

① 此处公司债包括一般公司债、可转债、证券公司债产品。

② 1 年期发行人主体信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即期对年初和年末均有效的信用等级从年初到年末的变动情况进行统计，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，亦不考虑年内等级多调和等级回调的情况。

AA 级别，迁移率最高；有 9.33% 的 AA + 级别向上迁移至 AAA 级别，迁移率次高；有 4.62% 的 AA 级别向上迁移至 AA + 级别，迁移率列第三位。从评级稳定性看，AAA 级发行人主体信用等级的迁移率最低，仅有 1.35% 的 AAA 级别向下发生迁移，稳定性最好；AA - 级发行人主体信用等级的迁移率最高，共有 25.00% 的 AA - 级别迁移至其他级别，稳定性最差（A 级、BBB 级和 BB 级迁移率较高是样本数量太少造成的）。值得注意的是，很多信用等级的迁移是跨越若干级别的迁移。其中，11—重债、12—重 01 发行人因为存在较大偿债压力、应收账款不断增加、盈利能力持续下滑、2015 年 1—9 月亏损幅度扩大等不利因素使其主体信用等级由 AAA 级向下迁移两个等级至 AA 级；10 煤气 02 发行人因煤炭市场景气度较差且预计未来仍将低迷，煤炭价格持续下降、收入及毛利率均有所下滑导致经营亏损扩大、现金流明显恶化、有息债务大幅增加导致偿债压力加大以及公司货币资金使用受限等风险因素使其主体信用等级由 AA 级向下迁移两个等级至 A + 级；12 舜天债发行人因经营风险和流动性风险较大、或有损失金额巨大，已被监管部门立案调查，未来持续性经营的不确定性增加致使其主体信用等级由 AA 级向下迁移多个级别至 B 级；14 天风 02 发行人因投资银行业务发展较快、资产管理业务规模有所突破，资产流动性较好，净资产水平提升等有利因素促使其主体信用等级由 AA - 级向上迁移两个等级至 AA + 级。上述情况表明该类发行人易受宏观经济波动及自身偿债能力变化等因素影响，主体信用等级调整的连续性不强，级别稳定性较差（见表 1 - 13）。

表 1 - 13　　2015 年发行人主体信用等级 1 年期迁移率　　（单位：%）

样本（个）	年末等级（级） 年初等级（级）	AAA	AA +	AA	AA -	A +	A	A -	BBB +	BBB	BB	B	CC
74	AAA	98.65	—	1.35	—	—	—	—	—	—	—	—	—
75	AA +	9.33	86.67	4.00	—	—	—	—	—	—	—	—	—
173	AA	—	4.62	90.75	3.47	0.58	—	—	—	—	—	0.58	—
48	AA -	—	2.08	16.67	75.00	6.25	—	—	—	—	—	—	—
A +	4	—	—	—	—	100.00	—	—	—	—	—	—	—
3	A	—	—	33.33	33.33	—	—	—	33.33	—	—	—	—
—	A -	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
—	BBB +	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
1	BBB	—	—	—	—	—	100.00	—	—	—	—	—	—
1	BB	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	100.00
—	B	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
—	CC	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—

注：①12 舜天债发行人主体信用等级分别于 2015 年 5 月 20 日、2015 年 7 月 22 日和 2015 年 12 月 4 日连续三次下调，由年初 AA 级大幅调降至 B 级；②12 湘鄂债发行人主体信用等级年内下调一次，由年初 BB 级大幅调降至 CC 级。

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。

整体来看，2015 年发行人主体信用等级迁移方向更加多元化，AA - 至 AA + 级别的迁移率均有所上升，迁移方向向上和向下数量均衡，跨级别调整的现象也明显增多。

综合本章所述，在监管层强化监管、交易所债券市场继续扩容的大环境下，国内证券资信评级机构在基础设施建设、评级业务发展以及评级信息质量等方面均取得了较大进步，行业地位与市场影响力稳步提升。2015 年在宏观经济增速放缓的大背景下，企业信用风险与日俱增，信用等级调整频率和幅度明显加大。在 2016 年宏观经济基本面未发生根本变化的大环境下，随着交易所信用债发行人主体的持续增长，未来发行人主体及债项级别发生迁移将趋于常态化，上述均对评级机构的执业能力与水平提出了更高要求，也为提升评级行业地位与市场公信力提供了发展契机。

第二章

证券资信评级行业面临的问题和发展方向

第一节　2015 年证券资信评级行业面临的问题

一、评级机构现有基础设施不适应日益增长的评级服务需求

现有评级服务需求主要从量和质两大方面对评级机构提出了更高要求：量的方面，随着债券市场的不断扩容，债券评级业务相应增长，满足相应资质的从业人员需求不断增加；质的方面，由于债券市场创新产品不断涌现，技术储备及更多研究性人才需求提升。而相对于国外三大评级机构，我国证券资信评级机构普遍存在基础设施建设滞后的现状。

另外，在人员方面，我国证券资信机构评级的从业人员流动性较大，人员结构偏年轻化，经验丰富的分析师流失率较高，不利于评级机构的长远发展。在数据库建设方面，由于发展历史较短，评级机构的数据库普遍存在着数据积累和储备有限的情况。评级数据库建设的相对滞后导致了评级数据对评级方法、评级检验等评级技术实证支撑的有效性不足，继而对评级机构的综合实力提升造成制约。在技术储备方面，虽然近年来各家评级机构逐步加大了研发投入，但是创新产品的系统化研究普遍不足，针对债券市场信用舆论热点进行专题分析的能力仍较滞后。

二、债券市场的不断发展要求评级机构提升服务水平

目前，我国评级行业存在着部分机构评级结果虚高、信用风险揭示程度不足、评级风险识别符号区分度低的问题。以信用风险揭示为例，2014 年“11 超日债”未按期付息成为信用债违约的首只债券，之后债券市场违约风险逐步暴露，2015 年以来信用风险事件暴发愈加频繁。2015 年债券市场主体级别下调的次数与家数均较 2014 年显著增加，发行主体评级展望为负面或列入信用观察的名单数也达到历史最高。虽然各家评级机构注重

及时揭示信用风险，但在投资者普遍关心的评级风险预警方面仍显不足。目前，评级机构需要在流动性评级、无担保情况下的发行人财务实力评级方面有所创新，才能满足投资人更多实质性需求。

目前，评级行业对于信用违约尚未形成一套准确、完整的表述方式，信用违约缺少严谨定义，信用风险事件也未被区分不同情况进行科学分类。因此，评级行业尚需进一步完善违约确认机制，明确信用违约的识别符号并形成信用违约统计的定期上报规范。

此外，在标准化债券产品迅速发展的同时，创新的非标产品评级品种也不断涌现。由于创新产品的交易结构更为复杂，模式更为多样，信用风险的揭示更加专业化和复杂化。目前，业内很多评级机构关于创新产品的信用风险内涵揭示得不够明晰和规范，因此评级机构需要进一步改进。

评级风险符号区分度方面，按现有国内评级监管制度的规定，目前债券的评级结果使用的是统一的评级符号标识（即中国人民银行 2006 年 11 月发布的信用评级行业规范），上述制度的安排有其合理性，但也存在一定的局限性。由于各家机构评级政策松紧度不同，等级符号的相同掩盖了不同评级机构信用等级结果的差异性，上述评级符号的无差异性容易加大级别竞争，助长信用等级虚高。因此，评级机构有必要在评级政策设定、评级信用结果依据分析方面增强信息披露，加强与投资者等相关方的信息沟通。

三、评级服务收费水平有待进一步提升

作为债券市场的重要组成部分，信用评级机构对减少债券信息不对称、提供债券定价参考方面发挥着重要作用。近年来，随着债券市场的蓬勃发展，信用评级机构在一二级市场中的参与度不断提升，评级结果也愈加受到市场各参与方的重视。但是，相较于证券公司、律师等其他中介服务机构，目前评级机构的整体市场地位仍相对较低，评级行业承担的品牌失信风险与其行业收益率水平很不匹配。从服务收费来看，目前我国传统债券产品的评级收费价格多年未有调整，信用评级收费水平一直很低。近年来，监管机构曾对评级机构的尽职调查深度提出过更高的要求，但现有的评级收费水平显然不能支撑相关尽职调查成本支出的增加。此外，由于我国评级机构业务同质化严重，评级品牌尚未树立，评级行业竞争激烈，在创新产品的评级价格方面竞争尤其明显。国内评级行业发展十余年来，员工薪酬、尽职调查费用、办公租金等支出逐年上升，但作为主要收入来源的债券评级收费水平一直未见上涨，上述情况不利于评级行业持续健康发展。

四、债券市场仍存在制约评级行业发展的不利因素

2015 年，在政策层面的推陈出新和制度性红利的释放下，我国债券市场规模继续保持快速增长态势，非金融企业债券净融资额在同期社会融资规模增量的占比创历史最高水平，

但目前债券市场仍存在着制约评级行业发展的不利因素，主要体现在如下方面：

（1）评级市场监管的协同程度低。目前，我国债券市场存在市场分割、多头监管的局面。虽然各监管部门的评级行政性监管规则趋同，但也产生了具有差异性的准入标准和行业执业标准，不利于评级机构按照一致性的原则进行管理并推进业务，在监管成本上升的同时，也容易产生监管标准不同条件下发债主体的监管套利。

（2）市场成熟度不足。相较于欧美国家发达的债券市场，我国评级行业发展仍处于初级阶段，违约率检验方面成熟度依旧不够。交易所债券市场因市场容量、发行交易方式的不同，在2012年之前一直未形成统一有效的定价基准，间接造成了评级利差检验标准的缺失。由于债券风险定价体系未有效建立，无论是监管层还是投资者，均呈现明显的风险厌恶倾向，不利于培育成熟的评级机构。此外，我国债券市场的风险缓释工具匮乏，针对债券市场有效的风险转换、对冲和补偿的金融产品仍处于空白状态，违约退出机制不健全，限制了债券市场的市场化进程，不利于市场化的评级检验体系的建立。

（3）评级行业的有序竞争体系尚未建立。评级行业是公信力行业，但目前我国评级机构众多，业务同质化严重，行业竞争激烈，监管部门缺少相关扶持政策，不利于评级公信力品牌的建立。

（4）市场化的多评级机制未有效建立。多评级制度的引入一定程度上丰富了评级参考序列，有利于评级质量的相互检验，对遏制市场中的评级虚高现象具有一定作用。但目前市场已施行的双评级制度主要来自行政限定的投资者付费机构，存在一定的局限性。监管机构应顺应市场需求，鼓励受评主体聘用两家及以上评级机构进行评级，增加评级信息的对比性和参照性。

第二节　2016年证券市场资信评级行业展望

一、公司债的发行量将呈现平稳增长态势，评级行业市场需求继续扩容

2015年公司债发行规则改革后，公司债发债主体范围迅速拓展，相关审批流程的简化叠加资金面的充裕带动发行量增长迅猛。尤其在2015年下半年，以房地产、类平台企业为主要新增群体的发行人增长迅速，带动公司债发行规模呈现快速增长。但目前公司债发行规模在整个债券市场发行量的占比仍较低，仍有很大发展空间。

从发展前景看，随着公司债相关规则的清晰化，2016年公司债的发行量将呈现平稳增长态势。其中，非公开发行的公司债因备案发行制度更为灵活，其发行规模有望超过公开发行的公司债。值得注意的是，2015年交易商协会、发改委陆续出台了多项债券发行利好政策，越来越多的发行人将同时满足不同监管部门发行政策的要求，未来，不同券种间的替代