



2012年3月19日——2012年3月23日

市场隐含评级周报 试行版

研究开发部

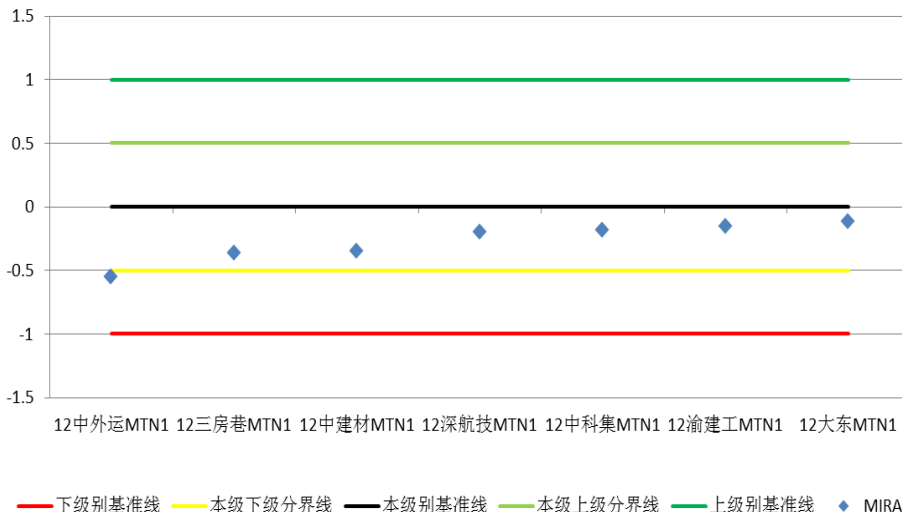
许南星 电话: 010-88090010

邮件: xunanxing@chinaratings.com.cn

李 喆 电话: 010-88090030

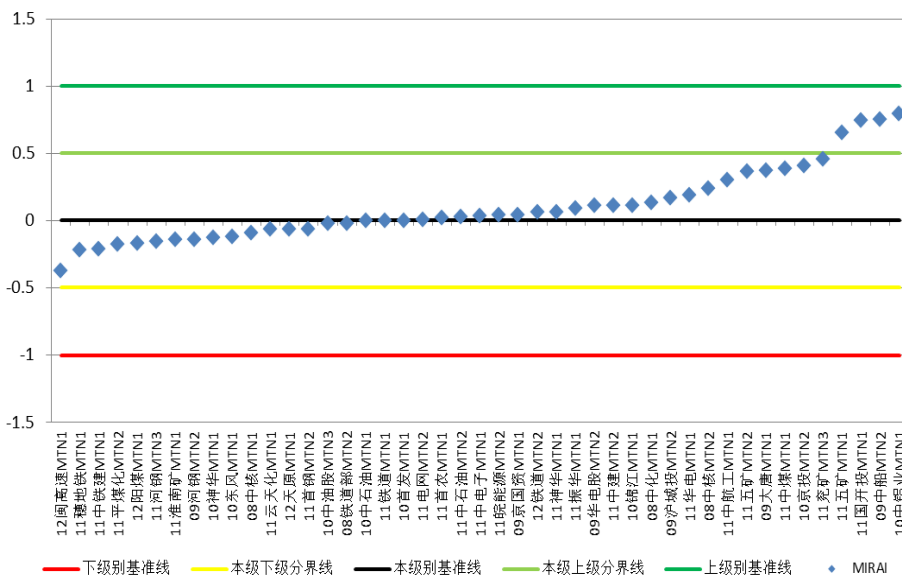
邮件: lizhe@chinaratings.com.cn

新上市固息 MTN 市场隐含评级调整系数分布图



上周共有 7 支固定利率中期票据新上市交易。其中, 有 6 支新券的 MIRAI¹处于 -0.5 至 0 之间; 仅有 12 中外运 MTN1 这一支新券的 MIRAI 处于 -1 至 -0.5 之间 (-0.55)。

二级市场有报价固息 MTN 市场隐含评级调整系数分布图



上周共有 45 支剩余期限大于 1 年²的中票在二级市场有报价。其中, 有 41 支券的 MIRAI 处于 -0.5 至 0.5 之间; 有 4 支券的 MIRAI 处于 0.5 至 1 之间, 分别为 11 五矿 MTN1(0.65)、11 国开投 MTN1 (0.75)、09 中船 MTN2 (0.75)、10 中铝业 MTN1 (0.80)。此外, 12 闽高速 MTN1 的 MIRAI 在 -0.5 至 0.5 区间内与其他券相比明显较小(-0.38)。

¹ MIRAI (Market Implied Rating Adjusting Index, 市场隐含评级调整系数) 是我们尝试研究开发的一种利用市场信息进行信用评级的方法, 若 MIRAI 处于 -0.5 至 0.5 之间, 说明受评债项信用利差更接近其同级别二级市场信用利差; 若处于 -0.5 至 -1 之间, 说明受评债项信用利差更接近其低一级别二级市场信用利差; 若小于 -1, 则说明该债项信用利差甚至高于其低一级别二级市场信用利差, 反之类同。具体详见附录。

² 上周共有 55 支中期票据在二级市场上有报价, 不过为减少短端流动性带来的非信用因素影响, 本文只对剩余期限大于 1 年的固定利率的中期票据进行分析。



近一周新上市固息 MTN 信息汇总

债券简称	发行人	上市日期	发行期限(年)	发行利率(%)	上市首日收益率(%)	MIR AI	发行主体信用评级	评级机构
12 中外运 MTN1	中国外运股份有限公司	03-20	3	4.720	4.72	-0.55	AAA	上海新世纪
12 三房巷 MTN1	江苏三房巷集团有限公司	03-20	3	7.980	7.90	-0.36	AA-	联合资信
12 中建材 MTN1	中国建材股份有限公司	03-20	3	4.720	4.70	-0.35	AAA	大公
12 深航技 MTN1	中国航空技术深圳有限公司	03-19	5	5.540	5.50	-0.20	AA+	中诚信国际
12 中科集 MTN1	中科实业集团(控股)有限公司	03-22	3	5.900	5.90	-0.18	AA	上海新世纪
12 渝建工 MTN1	重庆建工集团股份有限公司	03-22	5	6.100	6.10	-0.15	AA	大公
12 大东 MTN1	上海华润大东船务工程有限公司	03-20	3	7.650	7.50	-0.11	AA-	上海新世纪

数据来源: Wind 资讯, 中国债券信息网, 中债资信整理

近一周二级市场有报价固息 MTN 信息汇总

债券简称	发行人	发行期限(年)	剩余期限(年)	发行利率(%)	双边报价周内收益率均值(%)	MIR AI	发行主体信用评级	评级机构
12 闽高速 MTN1	福建省高速公路有限责任公司	5	4.96	5.53	5.56	-0.38	AA+	中诚信国际
11 穗地铁 MTN1	广州市地下铁道总公司	5	4.76	5.15	4.92	-0.22	AAA	中诚信国际
11 中铁建 MTN1	中国铁建股份有限公司	7	6.58	6.28	5.03	-0.21	AAA	中诚信国际
11 平煤化 MTN2	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司	5	4.59	6.01	4.89	-0.18	AAA	大公
12 阳煤 MTN1	阳泉煤业(集团)有限责任公司	5	4.79	5.13	4.90	-0.17	AAA	大公
11 河钢 MTN3	河北钢铁集团有限公司	5	4.65	5.09	4.89	-0.15	AAA	中诚信国际
11 淮南矿 MTN1	淮南矿业(集团)有限责任公司	5	4.77	5.13	4.88	-0.14	AAA	联合资信
09 河钢 MTN2	河北钢铁集团有限公司	5	2.05	4.18	4.64	-0.14	AAA	中诚信国际
10 神华 MTN1	神华集团有限责任公司	5	2.98	4.37	4.56	-0.13	超 AAA ³	中诚信国际

³ 信用评级为超 AAA 企业的具体为: 铁道部、中石油、中海油、中石化、中国电信、中国联通、中国移动、国家电网、南方电网、中国神华。在计算上述超 AAA 企业的 MIRAI 时, 本级别参考信用利差采用超 AAA 银行间中短期票据收益率的信用利差。



10 东风 MTN1	东风汽车集团股份有限 公司	3	1.31	3.49	4.36	-0.12	AAA	中诚信国际
08 中核 MTN1	中国核工业集团公司	5	1.08	5.50	4.30	-0.09	AAA	中诚信国际
11 云天化 MTN1	云天化集团有限责任公司	5	4.32	5.81	5.38	-0.07	AA+	大公
12 天原 MTN1	宜宾天原集团股份有限 公司	3	2.82	6.63	5.72	-0.07	AA	上海新世纪
11 首钢 MTN2	中国首钢集团有限公司	5	4.67	5.26	4.83	-0.06	AAA	大公
10 中油股 MTN3	中国石油天然气股份有限 公司	5	3.16	3.97	4.55	-0.02	超 AAA	联合资信
08 铁道部 MTN2	中华人民共和国铁道部	5	1.08	5.28	4.18	-0.02	超 AAA	联合资信
10 中石油 MTN1	中国石油天然气集团公司	5	3.10	4.09	4.54	-0.00	超 AAA	联合资信
11 铁道 MTN1	中华人民共和国铁道部	5	4.16	4.98	4.64	-0.00	超 AAA	联合资信
10 首发 MTN1	北京市首都公路发展集团 有限公司	3	1.48	3.49	4.40	0.00	AAA	中诚信国际
11 电网 MTN2	国家电网公司	5	4.60	5.30	4.68	0.00	超 AAA	大公
11 首农 MTN1	北京首都农业集团有限 公司	3	2.18	5.29	5.08	0.02	AA+	联合资信
11 中石油 MTN2	中国石油天然气集团公司	5	4.01	4.90	4.61	0.03	超 AAA	联合资信
11 中电子 MTN1	中国电子科技集团公司	3	1.96	4.82	4.56	0.03	AAA	联合资信
11 皖能源 MTN2	安徽省能源集团有限公司	3	2.44	5.98	5.09	0.04	AA+	大公
09 京国资 MTN1	北京国有资本经营管理 中心	5	1.96	3.48	4.55	0.04	AAA	大公
12 铁道 MTN2	中华人民共和国铁道部	5	4.96	4.65	4.65	0.06	超 AAA	联合资信
11 神华 MTN1	神华集团有限责任公司	5	3.97	5.14	4.57	0.06	超 AAA	中诚信国际
11 振华 MTN1	上海振华重工(集团)股份 有限公司	5	3.93	5.85	5.25	0.09	AA+	联合资信
09 华电股 MTN2	华电国际电力股份有限 公司	5	2.01	3.96	4.55	0.11	AAA	中诚信国际
11 中建 MTN2	中国建筑股份有限公司	5	4.33	5.44	4.77	0.11	AAA	中诚信国际
10 锦江 MTN1	锦江国际(集团)有限公司	3	1.42	3.40	4.36	0.11	AAA	中诚信国际
08 中化 MTN1	中国中化集团公司	5	1.08	5.50	4.27	0.13	AAA	中诚信国际
09 沪城投 MTN2	上海市城市建设投资开发 总公司	5	2.06	3.50	4.55	0.17	AAA	上海新世纪
11 华电 MTN1	中国华电集团公司	5	4.70	5.28	4.77	0.19	AAA	中诚信国际
08 中核 MTN2	中国核工业集团公司	5	1.64	4.15	4.43	0.24	AAA	中诚信国际
11 中航工 MTN1	中国航天科工集团公司	3	2.08	4.93	4.55	0.30	AAA	联合资信
11 五矿 MTN2	中国五矿集团公司	3	2.63	5.36	4.60	0.37	AAA	中诚信国际
09 大唐 MTN1	大唐国际发电股份有限 公司	5	1.95	4.10	4.51	0.37	AAA	中诚信国际
11 中煤 MTN1	中国中煤能源股份有限 公司	5	4.41	5.65	4.74	0.39	AAA	联合资信
10 京投 MTN2	北京市基础设施投资有限 公司	3	1.50	3.49	4.35	0.41	AAA	中诚信国际



11 兖矿 MTN3	兖矿集团有限公司	5	4.69	5.21	4.75	0.46	AAA	联合资信
11 五矿 MTN1	中国五矿集团公司	5	4.64	5.36	4.72	0.65	AAA	中诚信国际
11 国开投 MTN1	国家开发投资公司	3	2.04	4.88	4.50	0.75	AAA	中诚信国际
09 中船 MTN2	中国船舶工业集团公司	5	2.01	3.45	4.49	0.75	AAA	联合资信
10 中铝业 MTN1	中国铝业公司	3	1.02	3.87	4.20	0.80	AAA	中诚信国际

数据来源：Wind 资讯，中国债券信息网，中债资信整理



附录 市场隐含评级方法简介

市场隐含评级是一种利用市场信息进行信用评级的方法，并且已经在成熟市场中获得广泛应用。结合国外对于此方法的研究以及国内债券市场的实际情况，我们尝试研究开发了 MIRAI (Market Implied Rating Adjusting Index, 市场隐含评级调整系数)⁴。该方法通过比较某一债券信用利差⁵与中央结算公司同日、同期限各等级信用债二级市场信用利差来获取市场对该债券信用水平的判断⁶。虽然 MIRAI 具有一定的局限性，但是我们认为其对于债券信用风险的判断仍具有一定的参考价值。

MIRAI 具体计算公式如下：

$$MIRAI_i = \begin{cases} \frac{\ln(Spread_i / Spread_b)}{\ln(Spread_u / Spread_b)} & \text{若 } Spread_i < Spread_b \\ \frac{\ln(Spread_i / Spread_b)}{\ln(Spread_b / Spread_d)} & \text{若 } Spread_i > Spread_b \end{cases}$$

其中， $Spread_i$ 为债券 i 的信用利差， $Spread_b$ 为同一日债券 i 对应同一级别信用利差基准曲线上相同期限点的信用利差（即本级信用利差）， $Spread_u$ 为同一日债券 i 对应高一级别信用利差基准曲线上相同期限点的信用利差（即高一级信用利差）， $Spread_d$ 为同一日债券 i 对应低一级别信用利差基准曲线上相同期限点的信用利差（即低一级信用利差）。

⁴ 具体方法参见我们在 2011 年 6 月份的《金融发展评论》上发表的论文[《基于中国市场的市场隐含评级研究》](#)。

⁵ 对于新发债券，我们使用其上市首日收益率来计算信用利差；对于二级市场上有报价的债券，我们利用其双边报价的平均收益率来计算信用利差。

⁶ 选取同期限政策性金融债收益率为基准利率。



免责声明：本报告系根据公开信息做出的独立判断。对于该等公开信息，本公司不保障其真实性和准确性。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见不构成任何机构或个人做出证券买卖出价或询价的依据。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不承担任何法律责任。本报告版权归中债资信评估有限责任公司所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。
