

◆ 市场研究

2015年上半年中国债券市场发行与评级研究

吴晓丽/文

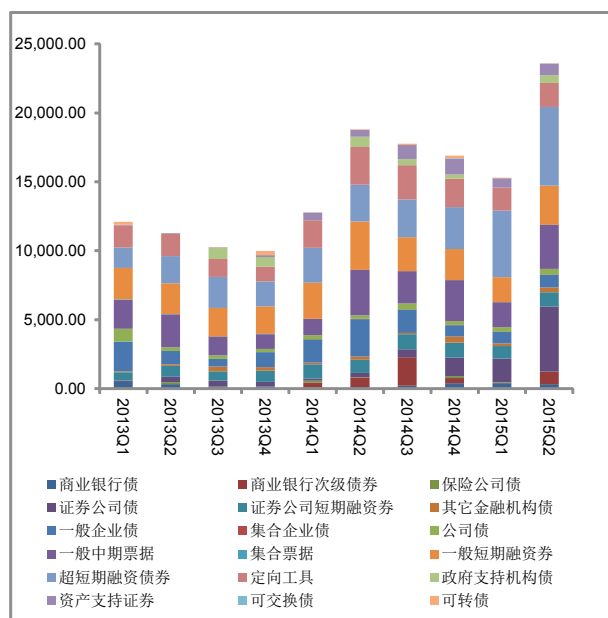
一、债券市场总体发行情况

2015年上半年，我国经济现企稳迹象，但下行压力仍在。其中，上半年国内生产总值GDP同比增长7.0%，连续两个季度保持7.0%的水平，居民消费价格总水平CPI同比上涨1.3%，规模以上工业增加值同比增长6.3%。具体来看，规模以上工业增加值虽连续4个月回升，但较去年同期8.8%的增速依然下降明显，传统产业去产能压力依然较大；第三产业增加值增长明显加快是二季度经济企稳的重要原因，其中金融业对GDP贡献率从去年同期9.7%上升至19.9%，但是金融业的高增长或将在下半年内逐渐弱化。上半年消费表现平稳，增长依然偏慢；投资仍未走出颓势，且有继续恶化的趋势，继续拖累经济复苏进程；受大宗商品价格不振、内需疲软等共同作用，进口大幅下降，出口的结构改善使得上半年贸易顺差额占GDP比重达到5.4%。政府继续实

施积极的财政政策和稳健偏宽松的货币政策，保证市场流动性，降低实体融资成本；地方债务置换力度加大，实体企业及地方融资平台融资路径的放宽，有助于整个经济的稳定增长。

2015年上半年，全国债券市场共发行各类债券5641期，发行金额合计8.86万亿元，同比增加3.24万亿，同比大幅增长60.69%。其中，以国债、地方政府债、同业存单和政策性银行债为代表的利率产品合计发行4.96万亿元，占同期债券募集总额的56.06%，同比大幅增长107.84%，增长主要源自地方政府债和同业存单发行量大幅增加。以商业银行债、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3.89万亿元，占同期债券募集总额的43.94%，同比增长24.63%，除证券公司债和超短期融资券发行规模大幅增加外，其余主要券种发行量都有不同程度的趋缓或减少。

图表1. 债券市场信用产品发行情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2015年上半年，信用产品细分券种一级市场发行情况出现分化。其中，一般短期融资券、定向工具、一般企业债等主

要品种，发行金额同比均出现下降，分别为-23.87%、-28.00%和-59.21%；超短期融资券同比较大幅度的增长102.94%；此外，证券公司债发行金额大幅增加，增幅为1299.15%，成为信用债市场上的重要品种。我们认为其中的影响因素主要有：一是，受国务院和财政部对地方政府性债务管理和政府性债务甄别的影响，城投企业融资受到较强抑制，其发行的短期融资券、中期票据、企业债等各品种的规模均在收缩，尤其是企业债规模收缩明显；二是，超短期融资券因为发行主体扩容，增长较多，并因用途相似但程序更为简便而取代了部分短期融资券，并日益呈现增长趋势；三是，年初新实施的《公司债券发行与交易管理办法》将公司债的发行主体扩大至所有公司制法人，并全面建立非公开发行制度，受此影响，证券公司发行的私募债最先有了明显增量。

图表2. 2015年上半年主要债券产品发行情况

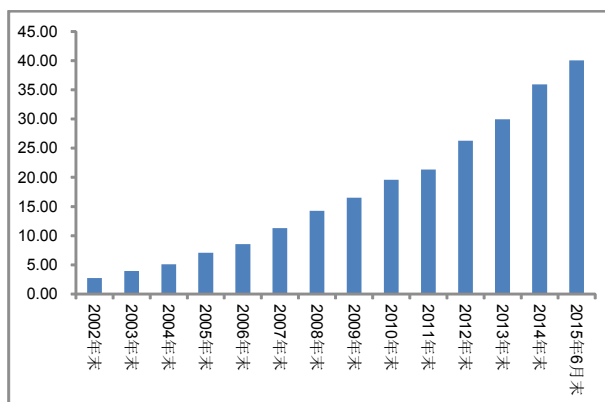
类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	39	0.69%	8573.70	9.68%
同业存单	2207	39.12%	17112.40	19.32%
地方政府债	145	2.57%	8682.65	9.80%
金融债	639	11.33%	25872.57	29.21%
政策银行债	263	4.66%	15280.60	17.25%
商业银行债	24	0.43%	707.00	0.80%
商业银行次级债券	21	0.37%	943.90	1.07%
保险公司债	3	0.05%	47.50	0.05%
证券公司债	184	3.26%	6436.10	7.27%
证券公司短期融资券	116	2.06%	1940.60	2.19%
其它金融机构债	28	0.50%	516.87	0.58%
企业债	166	2.94%	1810.62	2.04%
一般企业债	164	2.91%	1795.40	2.03%
集合企业债	2	0.04%	15.22	0.02%

公司债	125	2.22%	739.94	0.84%
一般公司债	44	0.78%	507.74	0.57%
私募债	81	1.44%	232.20	0.26%
中期票据	353	6.26%	4993.46	5.64%
一般中期票据(含PRN)	352	6.24%	4989.20	5.63%
集合票据	2	0.04%	4.26	0.00%
短期融资券	1133	20.09%	15196.20	17.16%
一般短期融资券	519	9.20%	4652.30	5.25%
超短期融资券	614	10.88%	10543.90	11.90%
定向工具	496	8.79%	3426.40	3.87%
资产支持证券	326	5.78%	1508.51	1.70%
交易商协会ABN	8	0.14%	20.00	0.02%
证监会主管ABS	206	3.65%	336.55	0.38%
银监会主管ABS	112	1.99%	1151.96	1.30%
可转债	2	0.04%	84.00	0.09%
可交换债	3	0.05%	18.98	0.02%
政府支持机构债	6	0.11%	550.00	0.62%
合计	5641	100.00%	88569.42	100.00%

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

从债券市场存量规模看, 截至2015年6月末, 全国债券市场存量债券余额40.05万亿元, 比年初增加4.14万亿元。

图表3. 2015年6月末债券市场存量债券余额(万亿元)

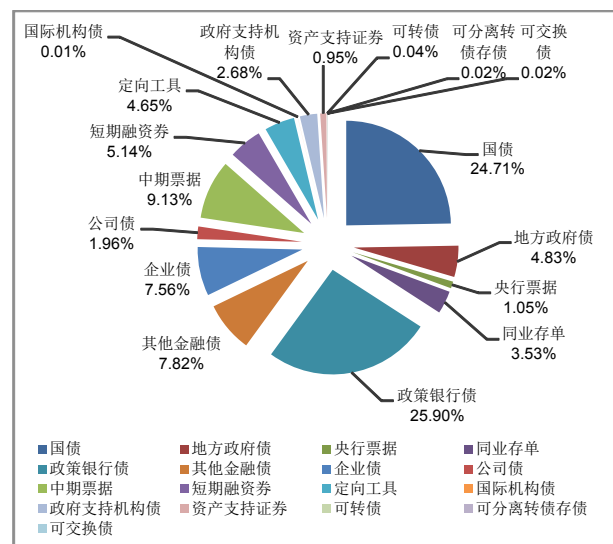


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

从债券市场存量债券券种分布看, 2015年6月末, 国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为主的利率产

品合计24.09万亿元, 占比60.03%; 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16.01万亿元, 占比39.97%。

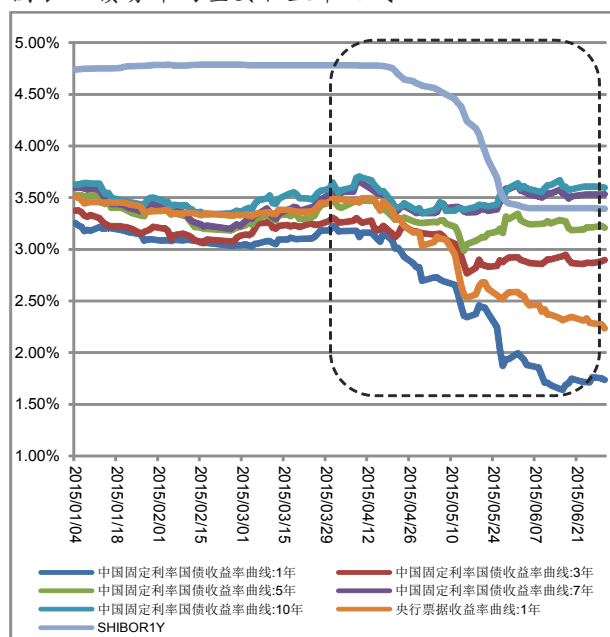
图表4. 2015年6月末债券市场余额券种分布



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

为应对经济下行压力，中国人民银行2015年以来已经连续进行3次降息和3次降准，其中二季度进行了2次降息和2次降准，货币政策宽松力度进一步加大，资金面整体偏宽松，受此影响，二季度债券市场收益率曲线陡峭下行。其中，固定利率国债1年期收益率6月末由年初的3.25%降至1.74%，大幅下降151个BP，其中6月15日的1.65%创近年来的新低。1年期收益率大幅下行除上述因素影响外，还与二季度以来股票行情火爆相关，受新股密集发行影响，打新基金销售火爆，为提高资金使用效率，打新基金会配置一定比例的短期国债，从而1年期国债需求上升，收益率持续下行，6月下旬以来，随着股市的急剧下跌，打新基金被赎回，短期国债需求下降，收益率有所上扬。而3年期国债收益率则降幅趋缓，6月末由年初的3.38%降至2.90%，下降48BP，7年期和10年期国债收益率相对稳定，仅下降6个BP和3个BP。

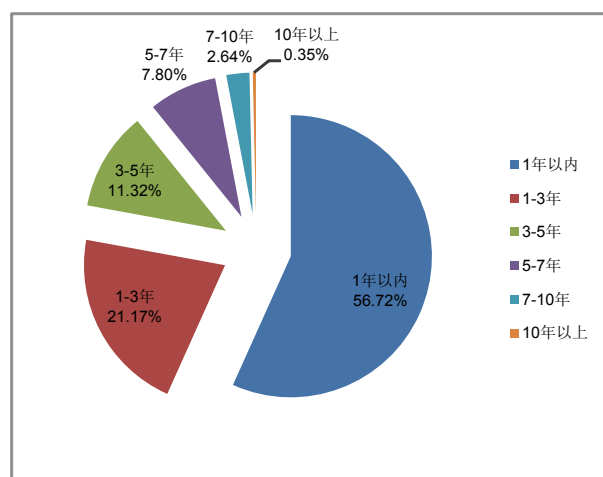
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从发行期限看，2015年上半年发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的56.72%，1-3年、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21.17%、11.32%、7.80%、2.64%和0.35%，5年期以下债券合计占比89.20%。

图表6. 2015年上半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

二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

(一) 短期融资券和中期票据市场分析

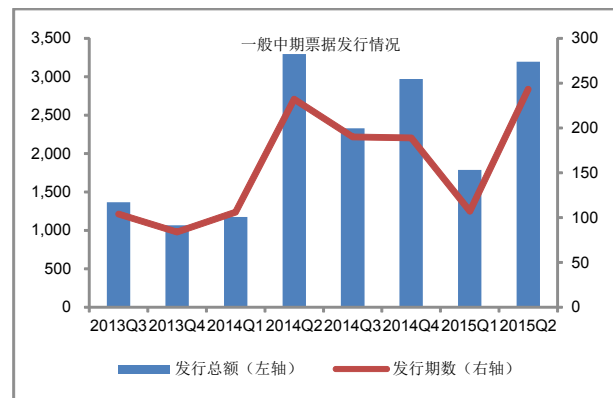
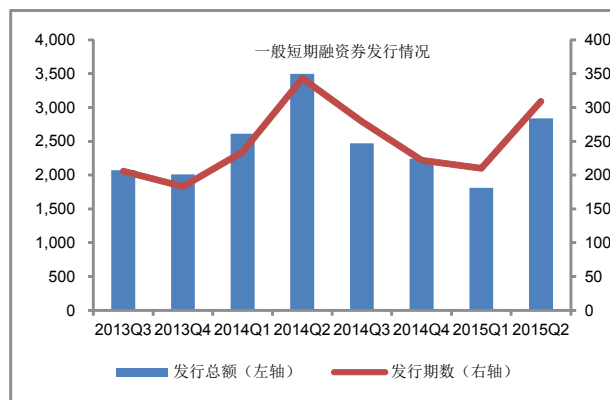
1. 非金融企业债务融资工具发行规模

2015年上半年，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519期，同比下降10.05%；募集资金4652.30亿元，同比减少23.87%。中期票据(不含中小企业集合票据和项目收益票据)共发行350期，同比上升3.55%；募集资金4984.20亿元，同比增加11.44%。定向工具共发行496期，同比下降

21.64%；募集资金3426.40元，同比减少24.49%。超短期融资券共发行614期，同比上升244.94%；募集资金10543.90亿元，同比增加102.94%。2015年上半年，中期票据发行期数和金额同比有所增长；短期融资券和定向工具发行期数和金额同比均有所下降，但同一季度相比，受央行降准、降息的有效刺激，发行期数和规模均有所增长；而超短期融资券则保持放量增长态势。

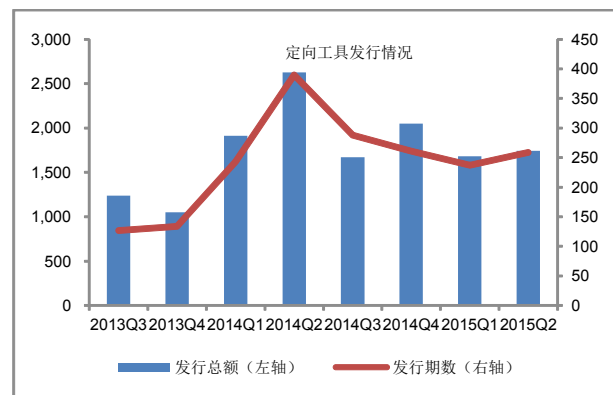
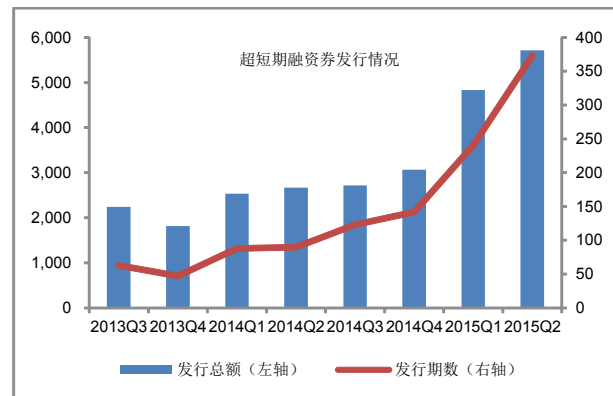
超短期融资券是非金融企业在债券市场发行的期限在270天以内的短期债券品种，具有信息披露简洁、发行流程简单、债券期限灵活、资金价格较低、市场流动性强等特点，之前发行对象控制在AAA级中央企业范围内。2014年交易商协会进一步明确了超短期融资券的扩容政策，将发行主体由AAA级企业扩展至AA及以上非金融企业，同时需满足近三年公开发行业务融资工具累计达3次或累计发行金额达50亿元。超短期融资券发行主体范围放开后，有营运资金需求的AA级及以上企业纷纷酝酿发行超短期融资券来补充流动资金，致使2015年上半年超短期融资券的发行规模进一步大幅增长。

图表7. 近年来短期融资券和中期票据发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表8. 近年来超短期融资券和定向工具发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

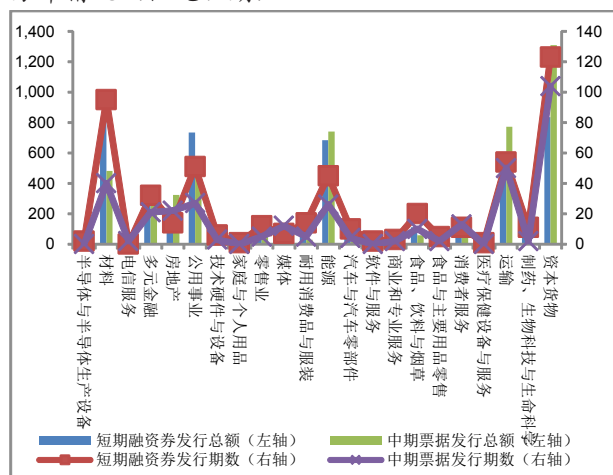
2. 发行人行业分布

以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2015年上半年短期融资券和中期票据发行人涉及22大行业，主要分

布于材料、多元金融、公用事业、能源、运输和资本货物等领域。其中，材料等上述六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84.66%和77.07%，在中期票据中合计占比分别为83.16%和76.57%，行业集中度较高。

2014年房地产行业进入周期性调整阶段，全国房地产开发投资9.5万亿元，名义增长10.5%(扣除价格因素实际增长9.9%)，比2013年回落9.3个百分点。由于房地产关联的上下游行业较多，国家在稳增长的主基调下放松了房地产行业的一系列政策，通过取消限购限贷、降低首付比例、减免税费等来刺激房地产市场。与此同时，债券市场监管部门也向房地产开发企业敞开了债券融资的大门，房地产企业债券融资在几年停滞后可望恢复增长。2015年上半年房地产行业短期融资券和中期票据发行金额分别为104.00亿元和233.50亿元，占比分别由2014年的1.65%和4.27%增至2.32%和6.49%。

图表9. 2015年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况(亿元、期)

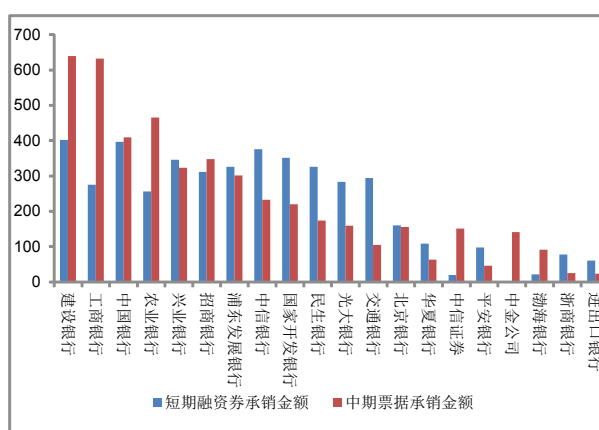


数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

3. 主承销商分布

2015年上半年, 共有25家银行和10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, 四大银行包揽前四位, 兴业、招商、浦发、中信、民生等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表10. 2015年上半年短期融资券和中期票据主要主承销商分布(亿元)



数据来源: Wind资讯, 中国债券信息网

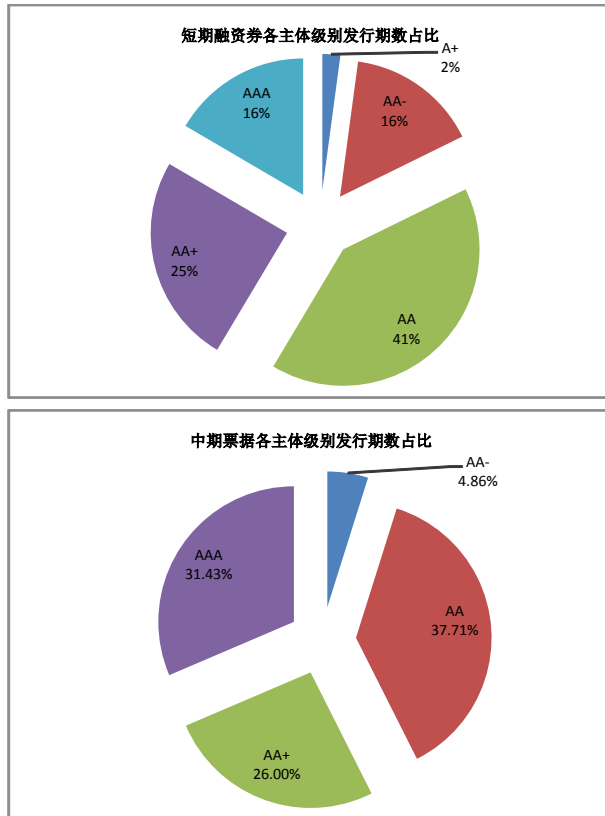
4. 信用等级

2015年上半年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从A+级至AAA级等5个信用等级。从整体来看, AA-级及以上主体信用等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体, 发行期数占比为97.88%。A+及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因, 占比很小。上半年短期融资券发行主体为A+级的有11期, 发行额合计17.40亿元, 其中10期为无担保债券, 1期为外部担保。

2015年上半年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券, AA级及以上主体信用等级中期票

据的发行期数合计占比为**95.14%**。上半年新发行的中期票据主体级别为**AA-**级的有**17**期，发行额合计**75.30**亿元，其中**14**期为无担保债券。

图表11. 2015年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

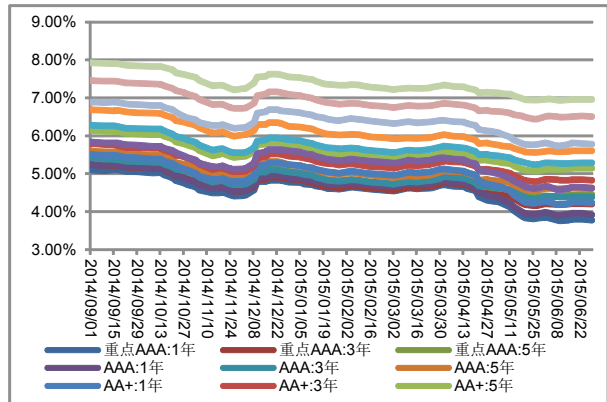


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2015年二季度银行间市场收益率陡峭下行，与债券市场整体收益率契合。从定价估值收益率看，银行间1年期的**AAA**级定价估值收益率年初为**4.88%**，一季度末降为**4.81%**，二季度末大幅降至**3.92%**，同年初相比下降**96**个BP；同期**AA**级定价估值收益率年初为**5.57%**，一季季末为**5.42%**，二季度末降至**4.62%**，下降**95**BP。

图表12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

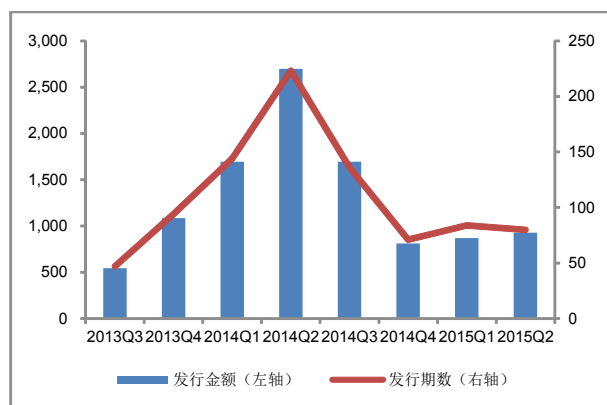
(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2015年上半年，累计发行企业债券（不含集合企业债）**164**期，同比下降**55.31%**；合计发行金额**1795.40**亿元，同比减少**59.11%**。2014年10月政府发布的**43**号文对城投债的发债规模和数量影响很大，以城投债为主的企业债发债数量和规模大幅下降，2015年上半年来看，发债已步入较小规模的平稳状态，但城投企业的资金需求压力和城投债到期偿付压力已逐渐累积。2015年5月11日，国务院办公厅转发《财政部人民银行银监会关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题意见的通知》（国办发〔2015〕40号，简称《通知》），对城投企业在建项目的后续融资问题提出解决方案。《通知》主要包括支持在建项目的存量融资需求，对于存量融资，银行已放款项目继续放宽，合同已到期项目可申请贷款；规范实施在建项目的增量融资，对于增量融资，优先采用**PPP**模式融资，若不宜引入社会资本的，可由地方政府发行债务解决。

5月25日，国家发改委发布的《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）以及6月19日发布的《对发改办财金[2015]1327号文件的补充说明》，明确指出要扩大企业债融资规模，在具体要求上，放宽发债企业数量指标的限制，放宽资产负债率和净利润指标要求，并允许企业使用不超过40%的募集资金偿还银行贷款和补充营运资金。总体来看，城投企业发债环境更加宽松，未来有望放量增长。

图表13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

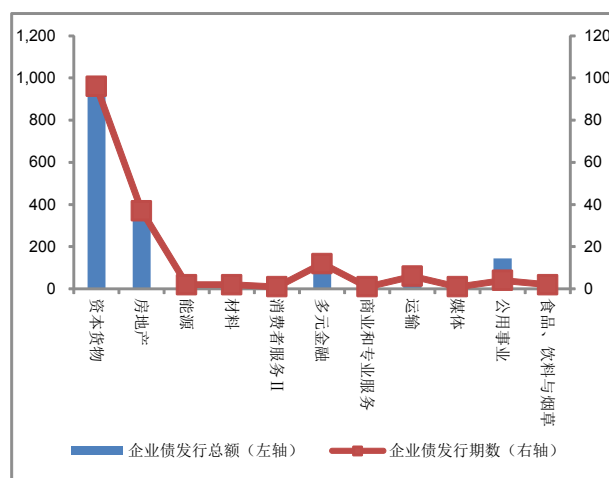


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2015年上半年企业债券发行人主要分布于房地产、资本货物等领域，发债主体主要为城投类企业。在上半年发行的164期企业债中，其中有149期属于城投债，占比高达90.85%。

图表14. 2015年上半年企业债券发行行业分布（亿元、期）

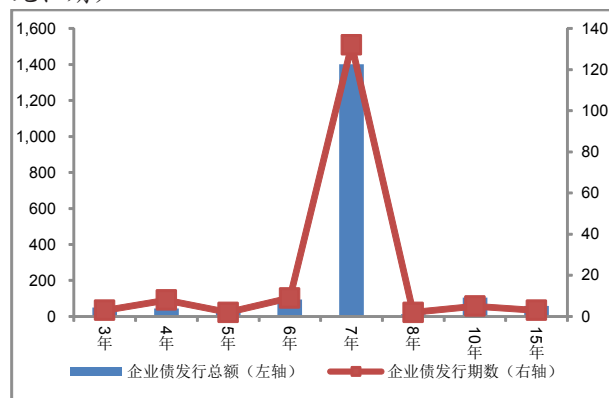


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

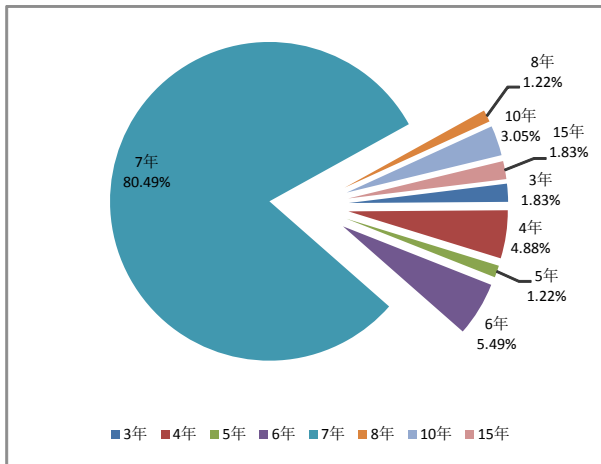
从企业债券的期限结构看，2015年上半年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为80.49%和78.03%；7年及以上债券合计占比分别为86.59%和87.77%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表15. 2015年上半年企业债券发行期限结构（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

表16. 2015年上半年企业债券各期限发行期数占比

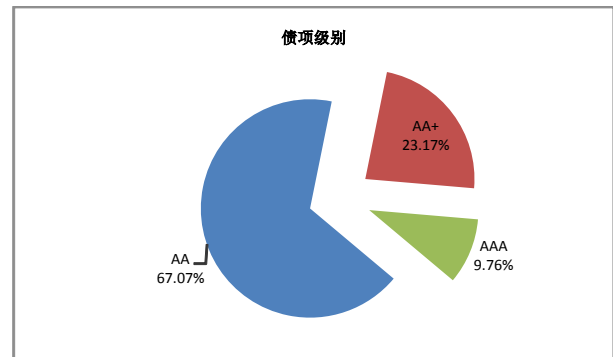
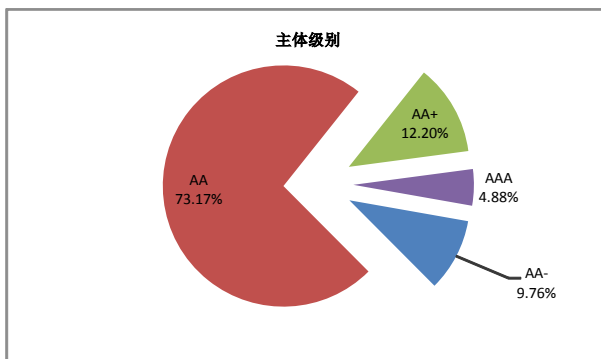


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2015年上半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9.76%，AA级期数占比为73.17%，这两个级别的发行主体占了企业债的80%以上。发行债项信用等级最低为AA级，占比为67.07%，说明主体AA-级发行人均采用了信用增级措施，以至于发行的企业债中没有债项AA-级的债券。

图表17. 2015年上半年企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）

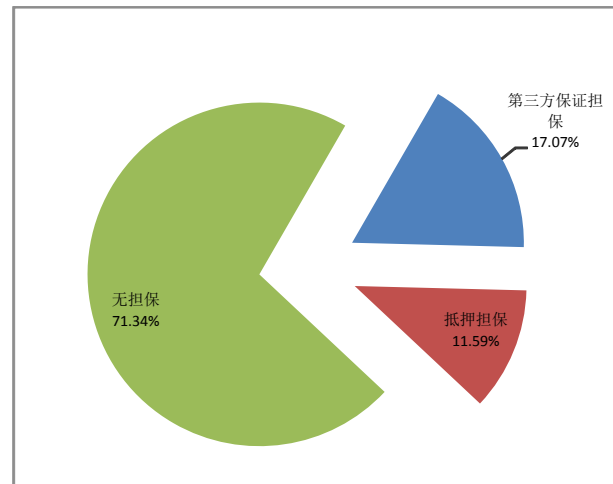


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2015年上半年发行的企业债券主要为无担保债券，占比为71.34%。其他债券采取了第三方保证担保、抵押担保等增信方式。其中，第三方保证担保债券占比为17.07%，抵押担保债券为11.59%。

图表18. 2015年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）



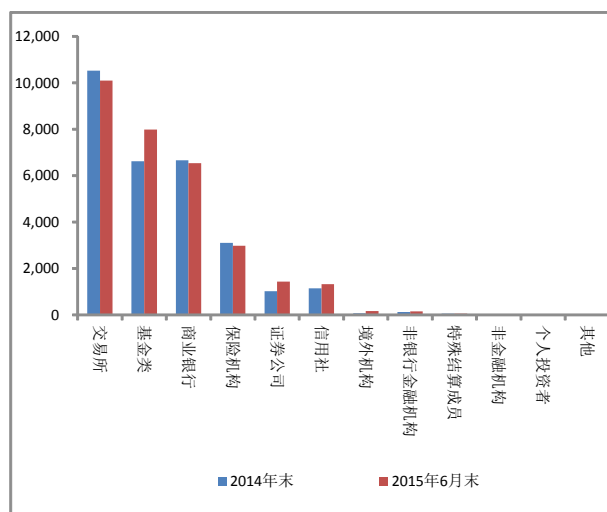
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

6. 持有者结构

截至2015年6月末，交易所、基金、商业银行和保险机构是企业债券的前四大

持有者。其中，交易所持有1.01万亿元，占比32.80%；基金持有0.80万亿元，占比25.97%；商业银行持有0.65万亿元，占比21.25%；保险机构持有0.30万亿元，占比9.60%。

图表19. 企业债券持有者结构（亿元）

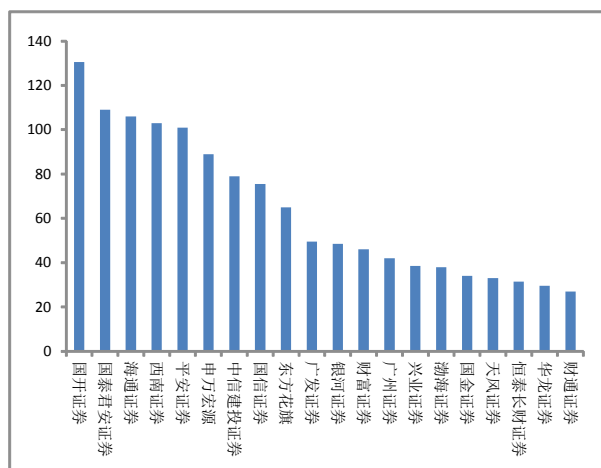


数据来源：Wind资讯，中国债券信息网

7. 主承销商分布

2015年上半年共有57家证券公司和1家银行（民生银行）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、国泰君安证券、海通证券分列前三甲。国开证券依赖强大股东背景，在以城投类债券为主的企业债承销上具有相对较大优势，国泰君安证券固定收益承销在上半年表现优异。

图表20. 2015年上半年企业债券主要主承销商分布
（按募集金额，亿元）

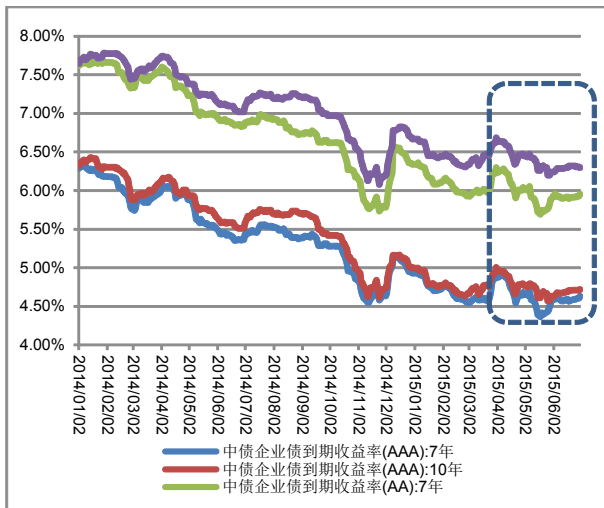


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

8. 发行利率分析

2015年上半年，企业债市场收益率曲线波动中趋于下降。受2014年12月中证登发布调整企业债回购标准的影响，企业债收益率快速上行，AAA级、7年期上升至5.15%的年末高点，2015年初为4.93%，但在较弱的经济基本面、宽松货币政策预期下，年初企业债收益率小幅下行，3月份在地方政府债预期供给量大增和股市上涨对债市资金的分流效应增强下，企业债收益率反转向下，基本恢复至年初水平，随后在货币政策宽松的形势下整体进入下降通道，6月末中债企业债AAA级、7年期收益率降至4.63%，较年初下降30BP；AA级、7年期收益率6月末为5.95%，较年初下降39BP。

图表21. 重要期限固定利率企业债收益率曲线



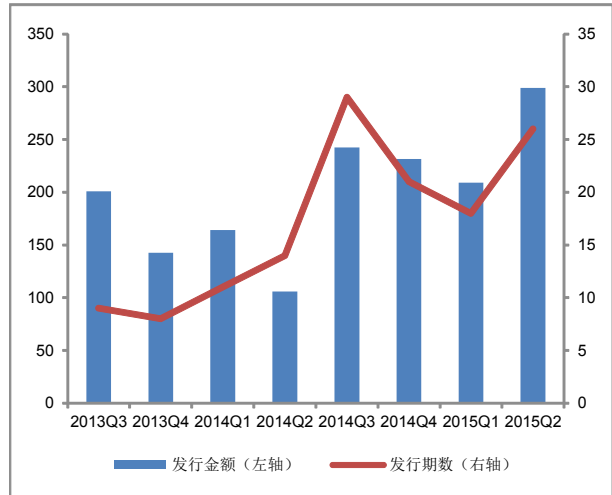
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

(三) 公司债券市场分析

1. 发行规模

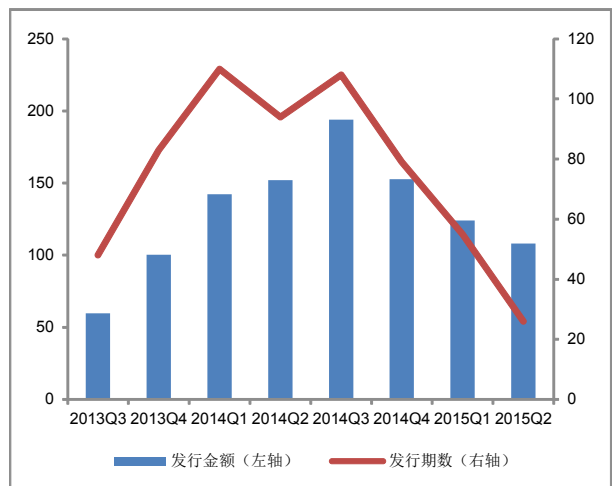
2015年上半年, 交易所公司债公开发行44期, 同比上升76.00%; 发行金额507.74亿元, 同比增加88.05%。交易所私募债¹发行81期, 同比下降60.29%; 发行金额232.20亿元, 同比减少21.11%。自2014年以来, 交易所中小企业私募债多次出现信用风险违约事件。2015年, 这种形势并没有良好改观, “12东飞01”、“12致富债”、“12蓝博01”、“12蒙恒达”、“13大宏债”等私募债接连出现兑付危机, 中小企业私募债的一级发行市场规模继续萎缩。

图表22. 近年来公司债公开发行情况 (亿元、期)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

图表23. 近年来私募公司债发行情况 (亿元、期)



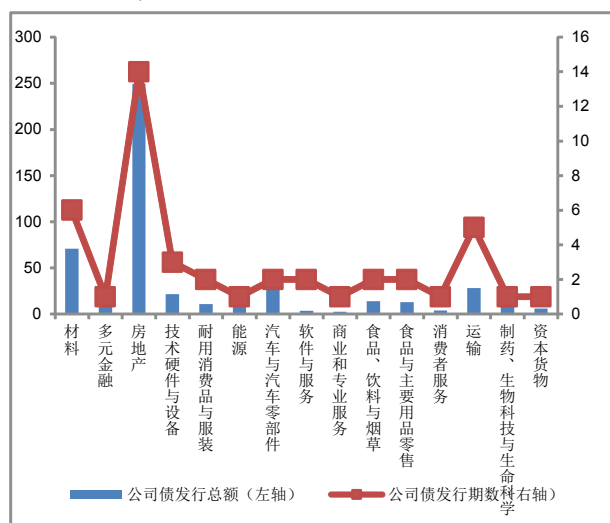
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看, 2015年上半年公司债发行人主要分布在材料、房地产、汽车与汽车零部件、运输等领域。其中, 房地产成为发行公司债券数量最多的行业, 共有上实发展、中弘控股等14期房地产公司债券发行。

¹部分中小企业私募债在区域性股权交易中心备案发行, 由于信息采集受限, 本报告研究的中小企业私募债仅指在交易所债券市场发行的相关产品。

图24. 2015年上半年公司债发行所属行业分布
(亿元、期)

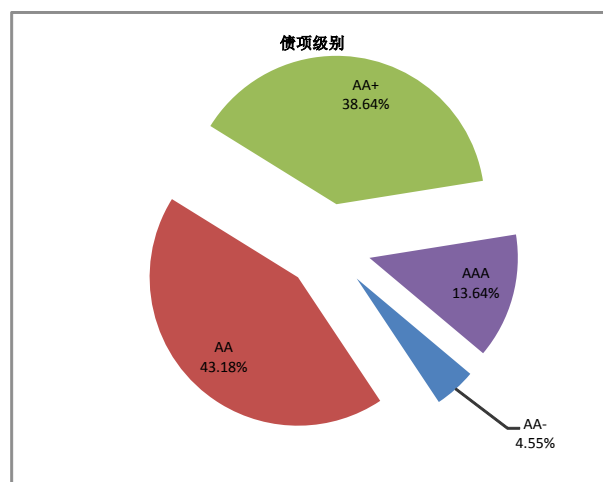
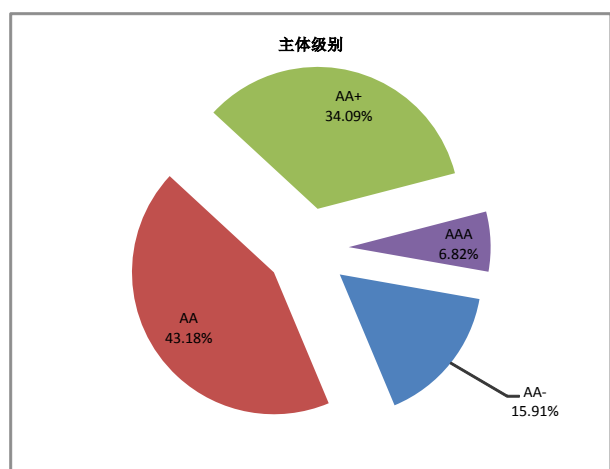


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2015年上半年发行的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15.91%、43.18%、34.09%和6.82%。发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为4.55%、43.18%、38.64%和13.64%。

图25. 2015年上半年公司债主体和债项信用等级分布 (发行期数)

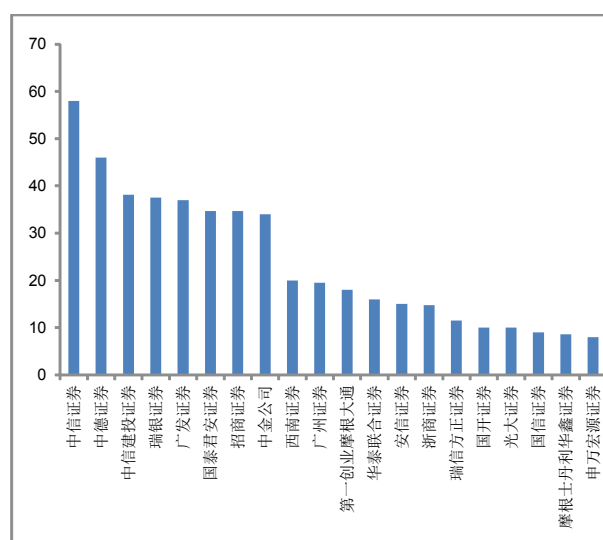


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2015年上半年共有28家证券公司参与了公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信证券、中德证券和中信建投证券排名前三。随着债券市场的发展，债券承销已经成为券商重要的投行业务，市场竞争日益激烈。

图26. 2015年上半年公司债主承销商分布 (按募集金额, 亿元)



数据来源：Wind资讯，新世纪评级