

## ◆ 市场研究

# 2015年第三季度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

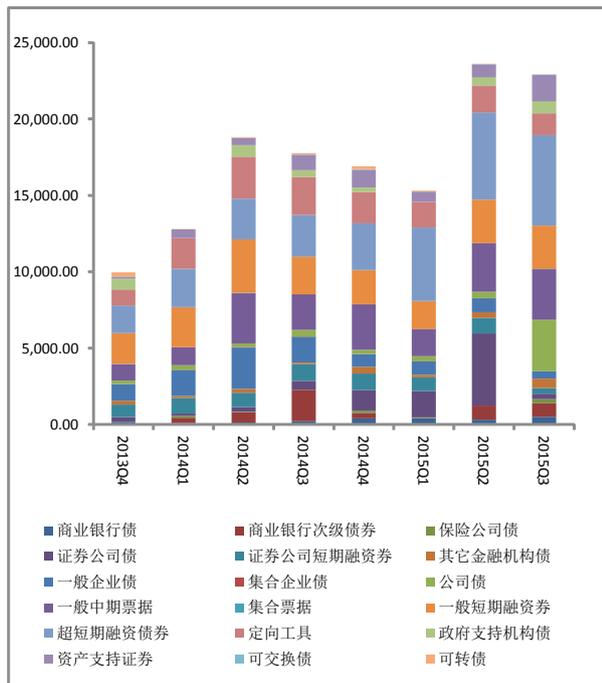
2015年第三季度，我国经济总体运行平稳，但仍然面临较大的下行压力。前三季度国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，居民消费价格（CPI）同比上涨1.4%，规模以上工业增加值同比增长6.2%。具体而言，由于受到固定资产投资增速回落与工业增长疲弱的影响，GDP同比增长速度自2009年以来首次跌破7%。2015年前三季度固定资产投资（不含农户）增长39.45万亿元，同比名义增长10.3%（扣除价格因素实际增长12.0%），增速比上半年回落1.1个百分点。整体来看，在投资增速放缓的环境下，工业部门依然面临较大的去库存与去产能压力。与此同时，伴随经济结构的转型，消费与服务业对经济增长的贡献愈发重要，第三产业占GDP增加值比重保持增加趋势。2015年第三季度，GDP当季增加值为17.36万亿元，其中第二产业为6.98万亿元，单季

同比增长5.8%，累计同比增长6.0%；第三产业为8.57万亿元，单季同比增长8.6%，累计同比增长8.4%。2015年第三季度，我国政府继续维持积极的财政政策与稳健的货币政策，在保证市场流动性的同时控制货币信贷平稳增长，增加直接融资比例，降低社会融资成本，进而推动经济的平稳运行与经济增长结构的转型优化。

2015年第三季度，全国债券市场共发行各类债券4628期，发行金额合计6.71万亿元，同比增加3.37万亿，同比大幅增长101.29%。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4.41万亿元，占同期债券募集总额的65.83%，同比大幅增长73.39%，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2.29万亿元，占同期债券募集总额

的34.17%，同比增长33.48%，其增长主要得益于公司债发行规模的大幅增加。短期融资券和中期票据同比亦有较大幅度增长，但环比来看发行规模略有下降；证券公司债环比缩量明显；而企业债继续延续了2015年以来的萎缩态势，发行量进一步减少。

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年第三季度，信用产品细分券种一级市场发行情况基本延续了上半年的发展趋势，但具体券种则有明显变化。

第三季度，证券公司债发行规模环比大幅萎缩，而一般公司债的发行规模则急速

扩张。年初新实施的《公司债券发行与交易管理办法》（以下简称“《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数量和金额最先在第二季度大幅增长，环比大幅增长174.00%。但在经历第二季度的扩张后，主要证券公司已经基本完成第一轮的发债，从而第三季度发行规模迅速回落，环比减少92.47%，新发行债券主要集中于第二季度尚未发债和之前发债规模与数量均较小的证券公司。《办法》对一般企业的刺激则在第三季度得到明显体现，从而一般公司债尤其是以房地产企业为主体的发债规模明显放量，同比增长821.11%，环比增长729.80%。

第三季度，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，企业债继续延续了2015年以来的萎缩态势，同比下降70.79%，但据媒体报道，10月份发改委对推进企业债市场化改革发布意见，企业债可望改变当前的颓废局势；一般短期融资券在经历了年初的缩量后，目前已经回归稳定发展态势，第三季度发行规模环比增长0.04%，同比增长15.07%；因为发行主体扩容，超短期融资券年初放量增长，目前也已进入稳定增长通道，第三季度发行规模环比增长3.41%，同比增长115.73%。一般中期票据2015年继续保持稳定发展趋势，第三季度发行规模环比增长3.79%，同比增长42.57%。

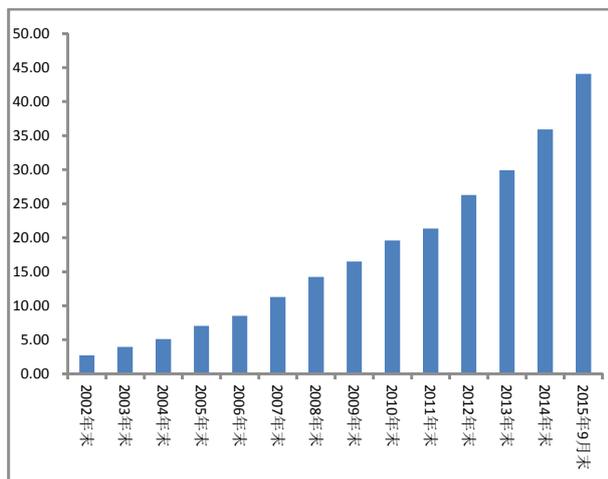
图表2. 2015年第三季度主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	27	0.58%	6681.40	9.96%
同业存单	1933	41.77%	16232.40	24.21%
地方政府债	501	10.83%	15846.27	23.63%
金融债	204.00	4.41%	8375.74	12.49%
政策银行债	105	2.27%	5380.00	8.02%
商业银行债	24	0.52%	512.00	0.76%
商业银行次级债券	15	0.32%	864.74	1.29%
保险公司债	6	0.13%	290.50	0.43%
证券公司债	19	0.41%	355.00	0.53%
证券公司短期融资券	23	0.50%	377.00	0.56%
其它金融机构债	12	0.26%	596.50	0.89%
企业债	48.00	1.04%	496.00	0.74%
一般企业债	48	1.04%	496.00	0.74%
集合企业债	0	0.00%	0.00	0.00%
公司债	237.00	5.12%	3376.51	5.04%
一般公司债	118	2.55%	2141.70	3.19%
私募债	119	2.57%	1234.81	1.84%
中期票据	256.00	5.53%	3321.70	4.95%
一般中期票据 (含PRN)	256	5.53%	3321.70	4.95%
集合票据	0	0.00%	0.00	0.00%
短期融资券	758.00	16.38%	8747.50	13.05%
一般短期融资券	342	7.39%	2840.70	4.24%
超短期融资券	416	8.99%	5906.80	8.81%
定向工具	325	7.02%	1425.00	2.13%
资产支持证券	328.00	7.09%	1726.42	2.57%
交易商协会ABN	0	0.00%	0.00	0.00%
证监会主管ABS	201	4.34%	384.63	0.57%
银监会主管ABS	127	2.74%	1341.79	2.00%
可转债	0	0.00%	0.00	0.00%
可交换债	2	0.04%	25.00	0.04%
政府支持机构债	9	0.19%	800.00	1.19%
<b>合计</b>	<b>4628</b>	<b>100.00%</b>	<b>67053.94</b>	<b>100.00%</b>

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9月末，全国债券市场存量债券余额44.08万亿元，比年初增加8.17万亿元。

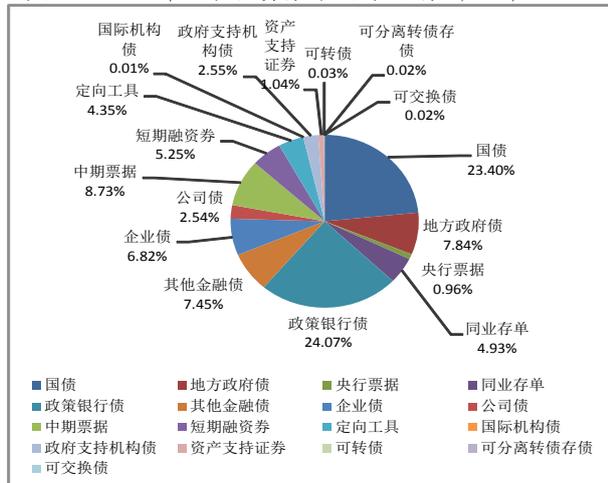
图表3. 2015年9月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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9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26.98万亿元，占比61.20%；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17.10万亿元，占比38.80%。

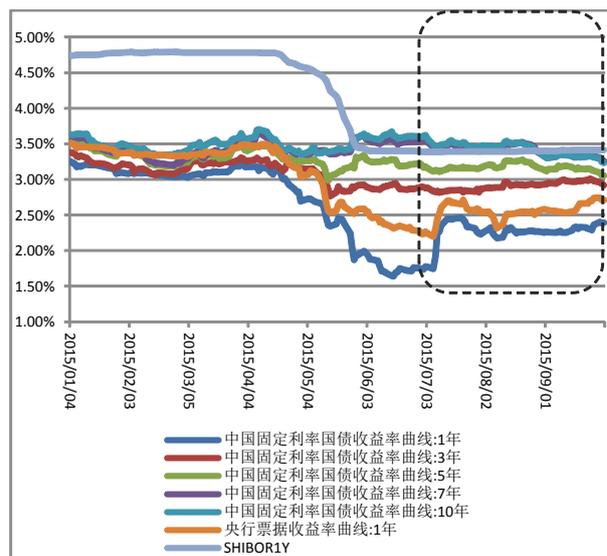
图表4. 2015年9月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

债券市场收益率在经历了第二季度的陡峭下行后，第三季度略有回升并逐渐企稳，其中，固定利率国债1年期收益率9月末由6月末的1.74%回升至2.39%，上升65个BP，但同年初的3.25%仍处于较低区间。而中长期收益率则继续保持稳定状态，其中3年期国债收益率由6月末的2.90%升至2.92%，5年期、7年期和10年期9月末收益率同6月末相比则分别下降15BP、27BP和36BP。

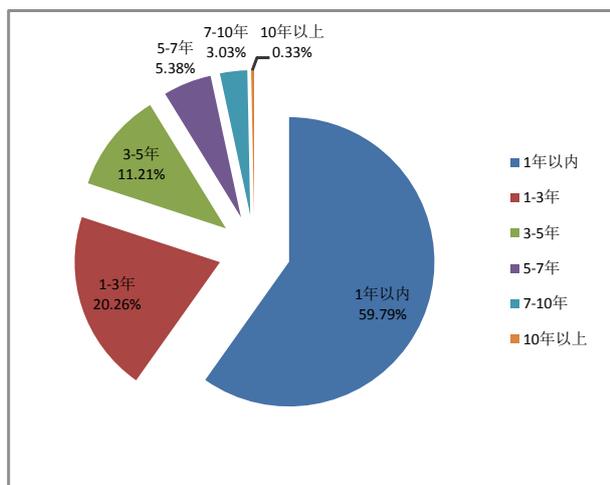
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2015年第三季度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59.79%，1-3年期、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20.26%、11.21%、5.38%、3.03%和0.33%，5年期以下债券合计占比91.26%。

图表6. 2015年第三季度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

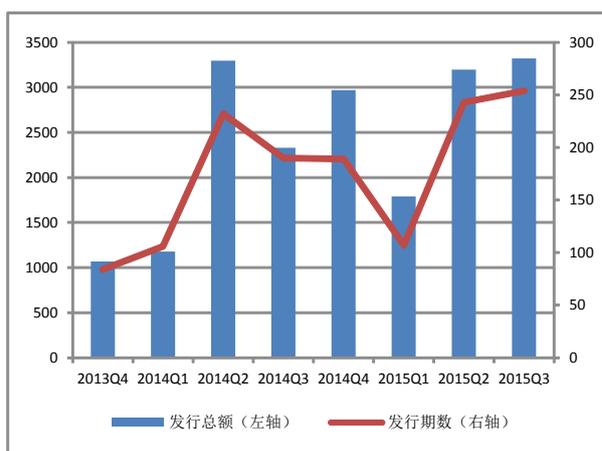
## 二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

### (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

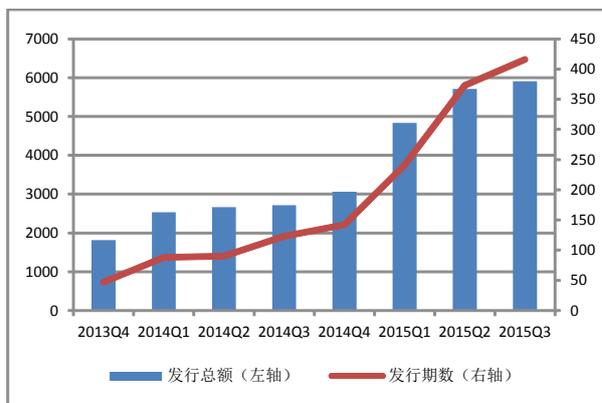
2015年第三季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行342期，同比增加22.58%；募集资金2840.70亿元，同比增长15.07%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行254期，同比增加33.68%；募集资金3321.70亿元，同比增长42.57%。定向工具共发行325期，同比减少12.85%；募集资金1425.00元，同比下降14.70%。超短期融资券共发行416期，同比增加238.21%；募集资金5906.80亿元，同比增长117.32%。整体来看，短期融资券和中期票据发行规模同第二季度相比保持稳定，处于稳步发展通道。

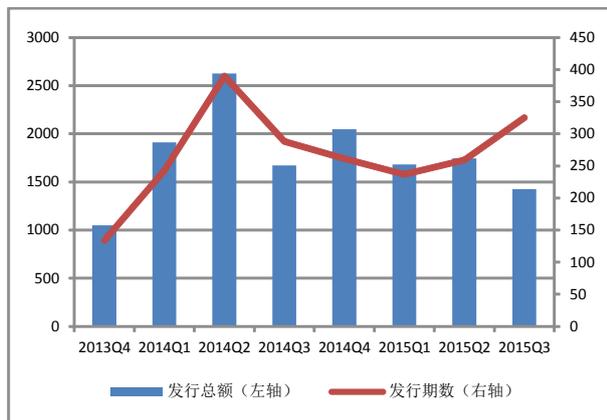
图表7. 近年来短期融资券和中期票据发行情况（亿元、期）



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）





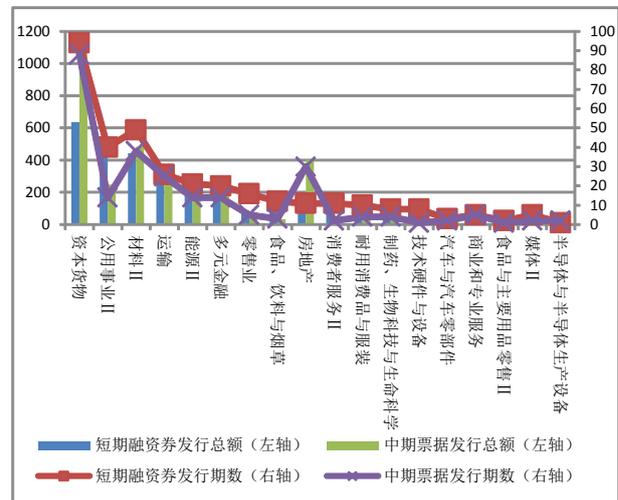
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 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年第三季度短期融资券和中期票据发行人涉及18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，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80.93%和73.10%，在中期票据中合计占比分别为79.00%和75.98%，行业集中度较高。同时，房地产行业企业中期票据发债规模明显增长。

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出现恢复性增长，尤其是第三季度增幅明显。2015年第三季度房地产行业短期融资券和中期票据发行金额分别为77.00亿元和402.00亿元，占比分别由2014年的1.65%和4.27%增至2.71%和12.10%。

图9. 2015年第三季度短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）

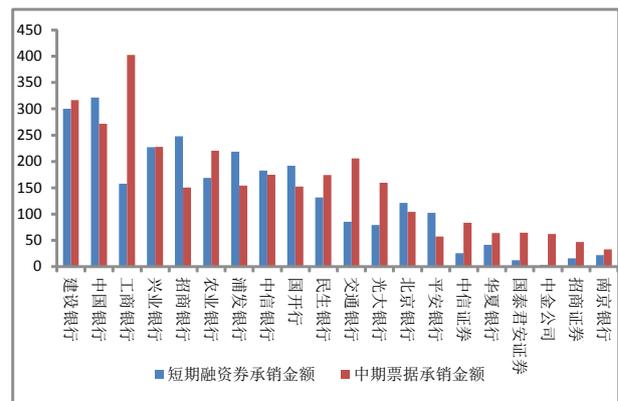


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 3. 主承销商分布

2015年第三季度，共有26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，建设银行、工商银行和中国银行包揽前三位，兴业银行超过农业银行跃居第四位，招商银行、浦发银行、中信银行、民生银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图10. 2015年第三季度短期融资券和中期票据主要承销商分布（亿元）



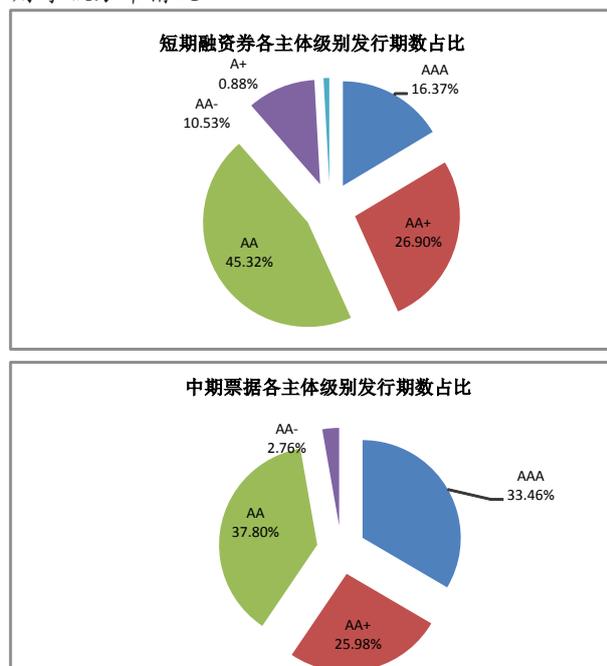
数据来源：Wind资讯，中国债券信息网

## 4. 信用等级

2015年第三季度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99.12%。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。第三季度短期融资券发行主体为A+级的仅3期，发行额合计6.90亿元，均为无担保债券。

2015年第三季度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97.24%。第三季度新发行的中期票据主体级别为AA-级的有7期，发行额合计25.00亿元，其中6期为无担保债券，1期为外部担保债券。

图表11. 2015年第三季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况

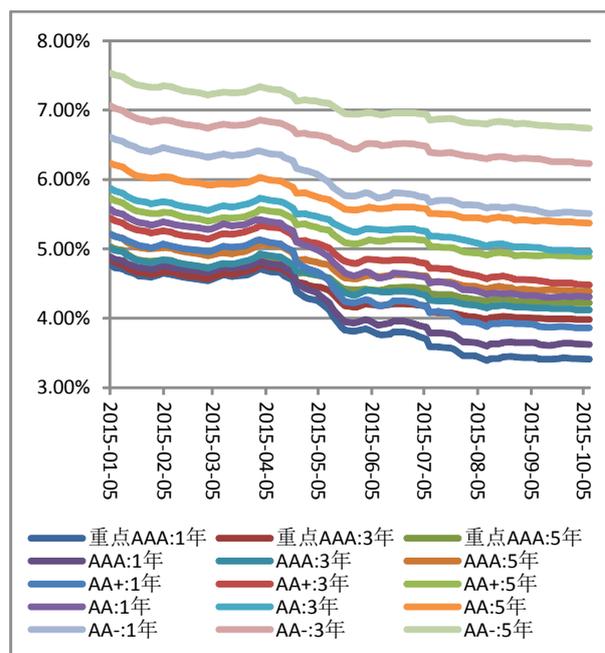


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 5. 发行利率

2015年第三季度银行间市场收益率在经历了第二季度的陡峭下行后继续缓慢下行，但整体已回归平稳。从定价估值收益率看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率由6月末的3.92%降至9月末的3.63%，下降29个BP；同期限AA级定价估值收益率由6月末的4.62%降至4.32%，下降29个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

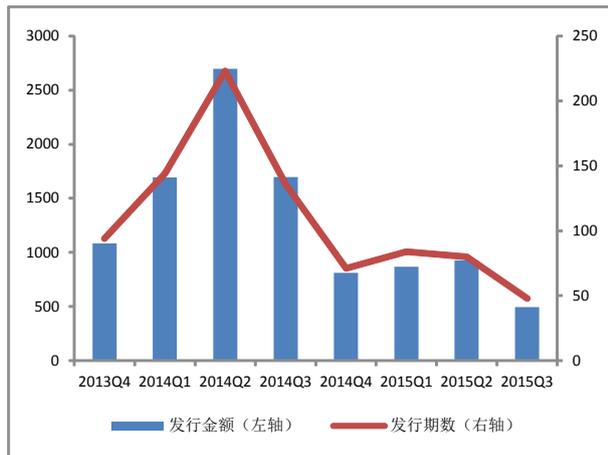
### 1. 发行规模

2015年第三季度，累计发行企业债券（不含集合企业债）48期，同比减少64.71%；发行金额496.00亿元，同比减少70.75%，与第二季度发行量和发行规模比也进一步下降，整体延续了自2014年第三季度以来的下降趋势。

10月份，有媒体报道，发改委发布《关

于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，在申报程序、分类管理、资金使用效率、信息披露等方面对企业债发行提出要求。在简化申报程序方面，指出三类信用优质企业可获发债豁免复审，包括主体或债券信用等级为AAA级的债券、由资金状况良好的担保公司提供无条件不可撤销保证担保的债券、使用有效资产进行抵质押且债项级别在AA+以上的债券。这一举措有助于企业债项目审核效率加快，企业债券有望改变当前的颓废局势。

图表13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

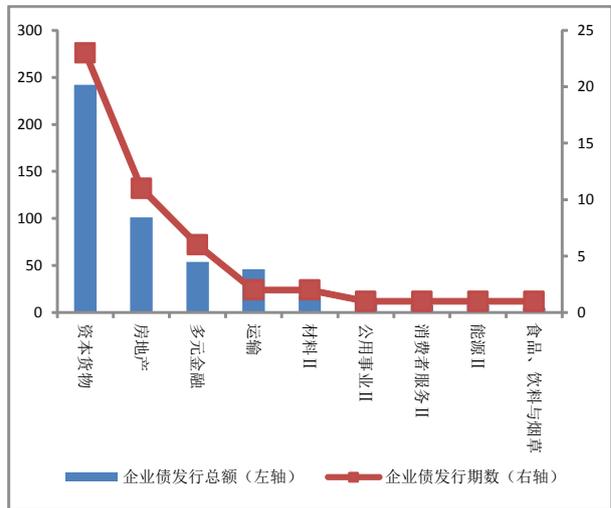


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2015年第三季度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。在第三季度发行的48期企业债中，其中有42期属于城投债，占比高达87.50%。

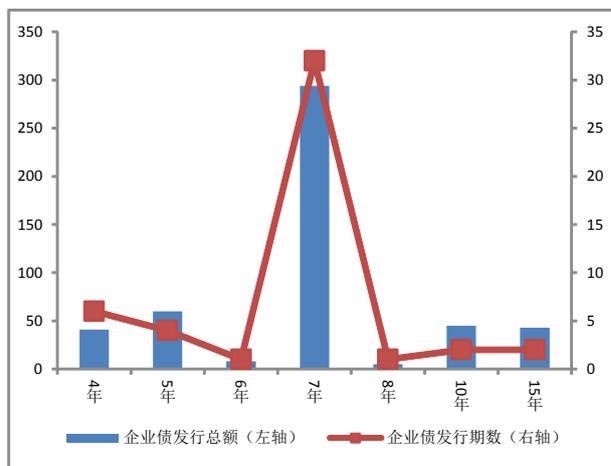
图表14. 2015年第三季度企业债券发行行业分布（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

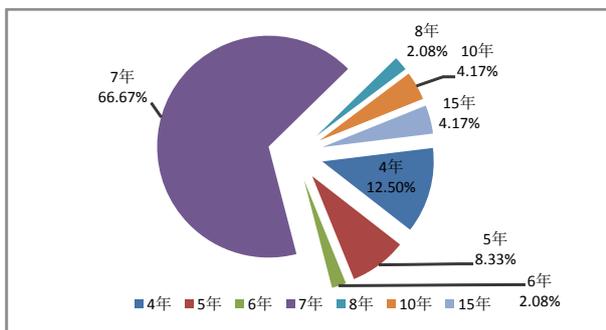
## 3. 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2015年第三季度发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为66.67%和59.27%；7年及以上债券合计占比分别为77.08%和78.02%。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。



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

表16. 2015年第三季度企业债券各期限发行期数占比

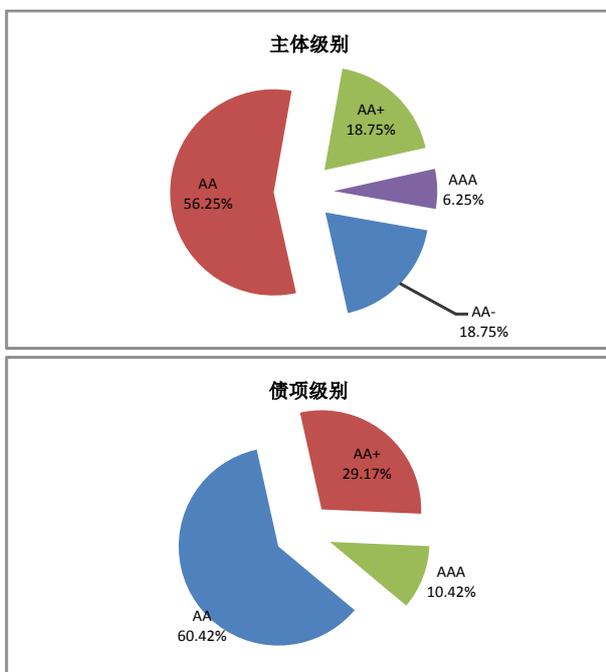


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2015年第三季度发行的企业债券中，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18.75%，AA级期数占比为56.25%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为60.42%，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年第三季度企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）

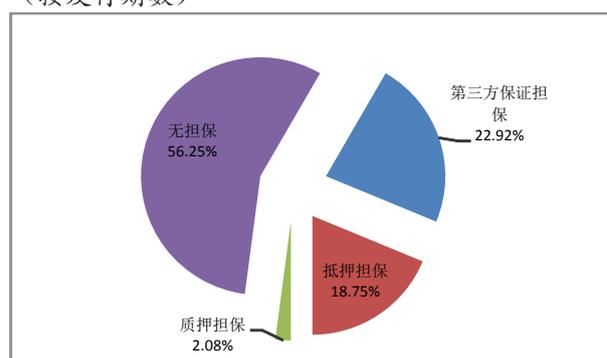


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 5. 增信方式

2015年第三季度发行的企业债券仍以无担保债券为主，占比为56.25%，但担保债券占比增多，担保债券主要采取采取第三方保证担保、抵押担保等增信方式，其中，第三方保证担保债券占比为22.92%，抵押担保债券为18.75%。

图表18. 2015年第三季度企业债券增信方式分布（按发行期数）

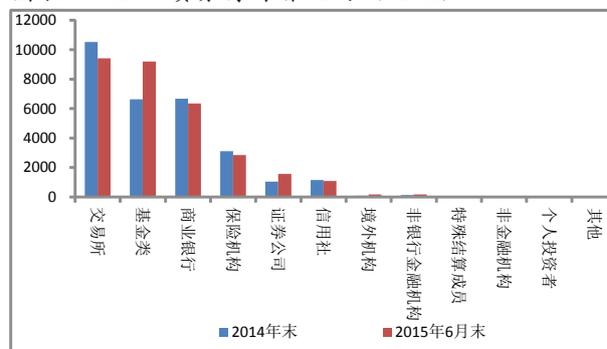


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 6. 持有者结构

截至2015年9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0.94万亿元，占比30.56%；基金持有0.92万亿元，占比29.82%；商业银行持有0.63万亿元，占比20.59%；保险机构持有0.28万亿元，占比9.20%。

图表19. 企业债券持有者结构（亿元）

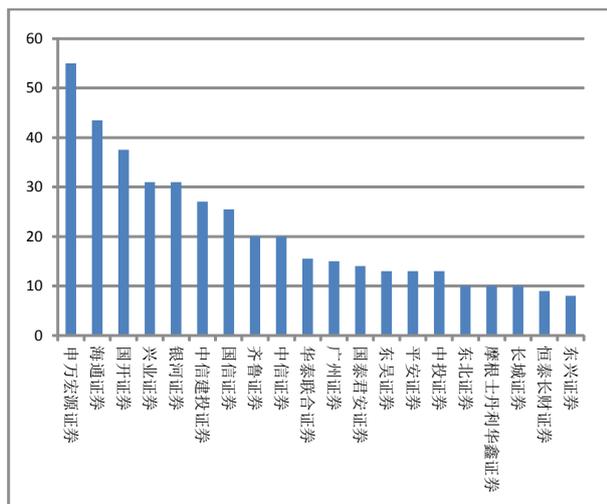


数据来源：Wind资讯，中国债券信息网

## 7. 主承销商分布

2015年第三季度共有56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，申万宏源证券、海通证券和国开证券分列前三甲。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，申万宏源证券后来居上，跃居首位。

图表20. 2015年第三季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

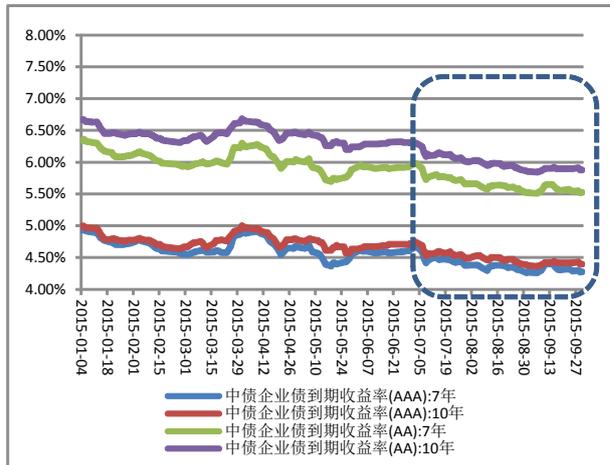


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 8. 发行利率分析

2015年第三季度，企业债市场收益率曲线继续缓慢趋于下行，同6月末相比，9月末中债企业债AAA级、7年期收益率由4.63%降至4.27%，下降36个BP；AA级、7年期收益由5.95%降至5.52%，下降43个BP。

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

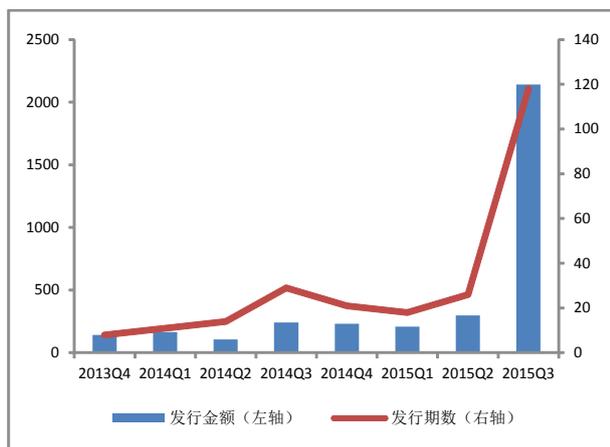
## （三）公司债券市场分析

### 1. 发行规模

2015年第三季度，交易所公司债公开发行118期，同比增加3.07倍，环比增加3.54倍；发行金额2141.70亿元，同比增长7.84倍，环比增长6.17倍。交易所私募债<sup>1</sup>发行119期，同比增加1.10倍，环比增加3.58倍；发行金额1234.81亿元，同比增长6.37倍，环比增长10.42倍。年初新实施的《办法》对整个债券市场的影响已由证券公司债逐渐扩展到公司债，第三季度不论是公开发行，还是私募发行，交易所公司债发行数量和发行金额均有放量增长，尤其是私募债，之前发债主体以中小企业为主，信用质量偏低，自2014年以来多次出现信用风险违约事件，发债规模始终未有突破且有所萎缩，但随着《办法》的实施，发债主体数量和信用质量明显提升，发债规模出现爆发式增长。

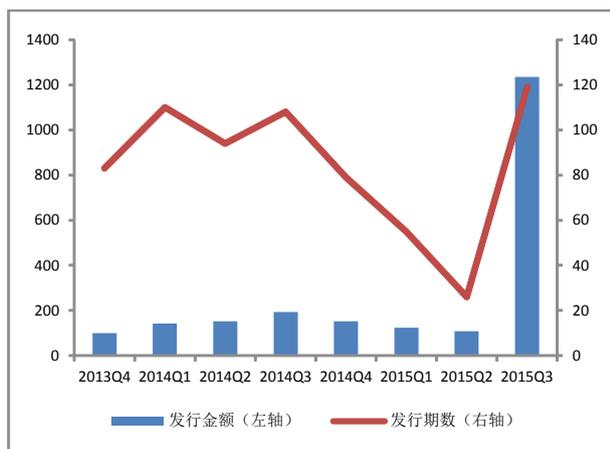
<sup>1</sup>部分中小企业私募债在区域性股权交易中心备案发行，由于信息采集受限，本报告研究的中小企业私募债仅指在交易所债券市场发行的相关产品。

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）

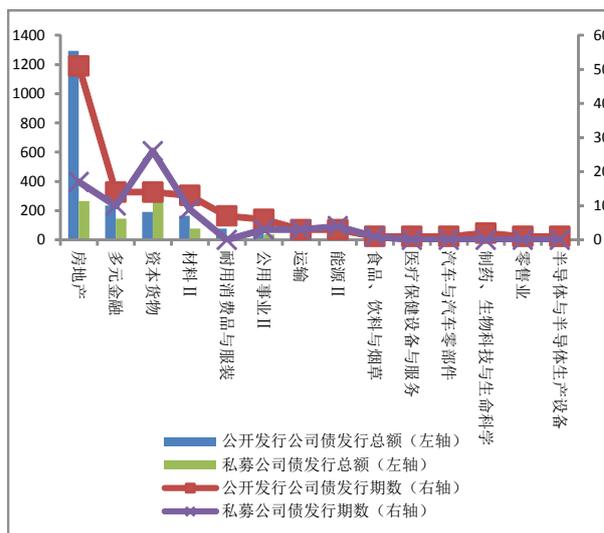


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从所属行业看，2015年第三季度公司债发行人主要分布在房地产、多元金融、资本货物和材料等领域。其中，房地产仍为发行公司债券数量最多的行业，并在第三季度发行规模极速增长。

图表24. 2015年第三季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）

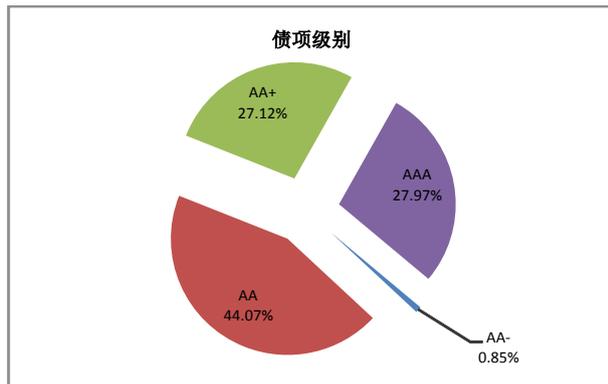
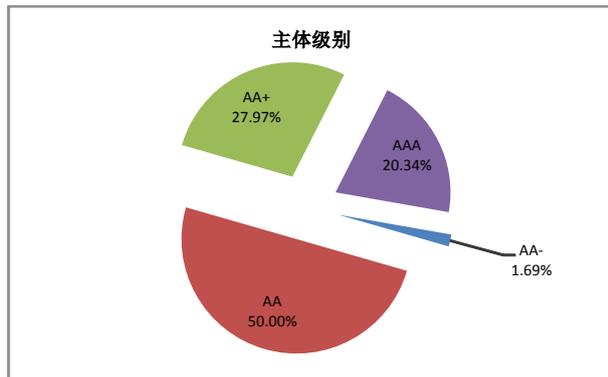


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 3. 信用等级分布

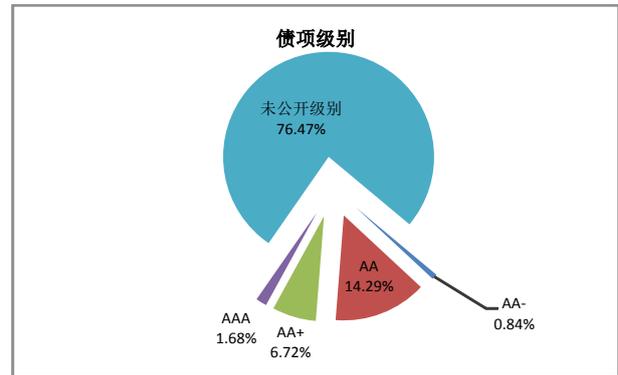
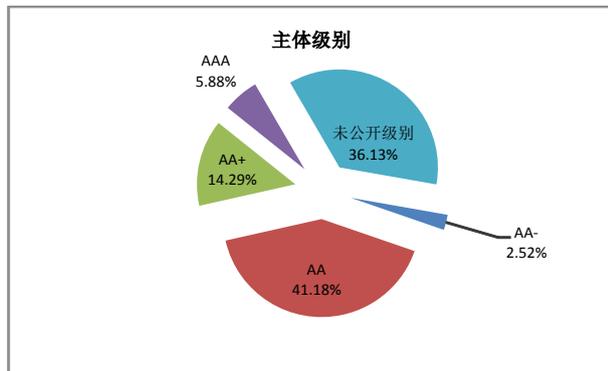
从信用等级分布来看，2015年第三季度公开发行人债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为1.69%、50.00%、27.97%和20.34%；发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为0.85%、44.07%、27.12%和27.97%。私募公司债主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为2.52%、41.18%、14.29%和5.88%（其中未公开级别占比36.13%）；发行债项信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA等四个级别，期数占比分别为0.84%、14.29%、6.72%和1.68%（其中未公开级别占比76.47%）。

图表25. 2015年第三季度公开发行人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

图表26. 2015年第三季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

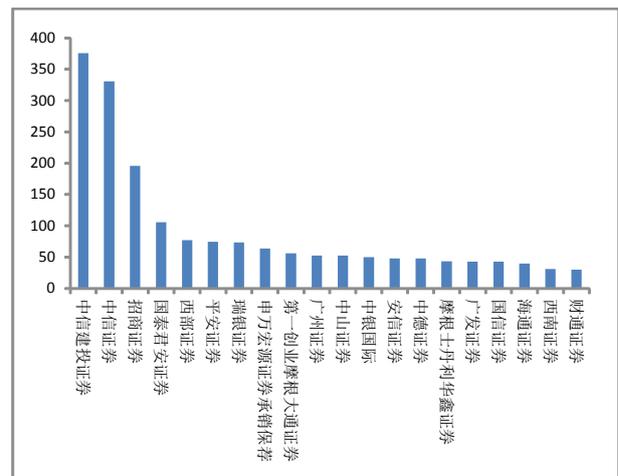


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 4. 主承销商分布

2015年第三季度共有32家证券公司参与了公开发行人公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投证券、海通证券和光大证券排名前三。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。

图表27. 2015年第三季度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