

## ◆ 市场研究

# 2015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，全国债券市场共发行各类债券16519期<sup>1</sup>，同比增长132.83%，发行金额合计23.13万亿元，同比增长89.74%，与前几年相比，不论是发行数量还是发行金额均有明显突破。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13.85万亿元，同比增长156.35%，占债券募集总额的59.88%，2015年同业存单和地方政府债放量增长，带动利率债发行规模大幅增加；以证券公司债、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9.28万亿元，同比增长36.72%，占债券募集总额的40.12%，信用债发行规模在继续保持快速增长的同时，主要受相关政策的影响，各券种发行金额出现了一定的变化。

图表1. 2015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	99	0.60%	21,216.20	9.17%
地方政府债	1,035	6.27%	38,350.62	16.58%
同业存单	6,686	40.47%	53,064.90	22.94%
金融债	1,057	6.40%	42,837.88	18.52%
政策银行债	463	2.80%	25,887.57	11.19%
商业银行债	57	0.35%	2,029.00	0.88%
商业银行次级债券	62	0.38%	2,698.64	1.17%

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2016年1月11日。

保险公司债	19	0.12%	646.50	0.28%
证券公司债	237	1.43%	7,549.20	3.26%
证券公司短期融资券	171	1.04%	2,753.60	1.19%
其它金融机构债	48	0.29%	1,273.37	0.55%
企业债	302	1.83%	3,421.02	1.48%
一般企业债(含NPB)	300	1.82%	3,405.80	1.47%
集合企业债	2	0.01%	15.22	0.01%
公司债	1,297	7.85%	9,930.39	4.29%
一般公司债	320	1.94%	5,250.99	2.27%
私募债	977	5.91%	4,679.40	2.02%
中期票据	924	5.59%	12,759.46	5.52%
一般中期票据(含PRN)	922	5.58%	12,755.20	5.51%
集合票据	2	0.01%	4.26	0.00%
短期融资券	2,543	15.39%	32,800.30	14.18%
一般短期融资券	1,109	6.71%	9,725.00	4.20%
超短期融资债券	1,434	8.68%	23,075.30	9.98%
定向工具	1,118	6.77%	8,842.95	3.82%
国际机构债	1	0.01%	30.00	0.01%
政府支持机构债	21	0.13%	1,800.00	0.78%
资产支持证券	1,411	8.54%	5,977.24	2.58%
交易商协会ABN	9	0.05%	35.00	0.02%
证监会主管ABS	1,014	6.14%	1,885.90	0.82%
银监会主管ABS	388	2.35%	4,056.33	1.75%
可转债	5	0.03%	108.00	0.05%
可交换债	20	0.12%	172.43	0.07%
<b>合计</b>	<b>16,519</b>	<b>100.00%</b>	<b>231,311.38</b>	<b>100.00%</b>

数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2006~2014年，信用债占债券市场全部发行量的比例逐步提高，占比由2006年的8.39%逐步增至2014年的50%以上，2015年主要受地方政府债的扩容影响，占比下降至

40.12%，但信用债占比逐步增长的趋势并未改变，各类竞争性市场主体在债券市场中逐渐扮演越来越重要的角色。

图表2. 2006~2015年债券市场发行规模（万亿元）



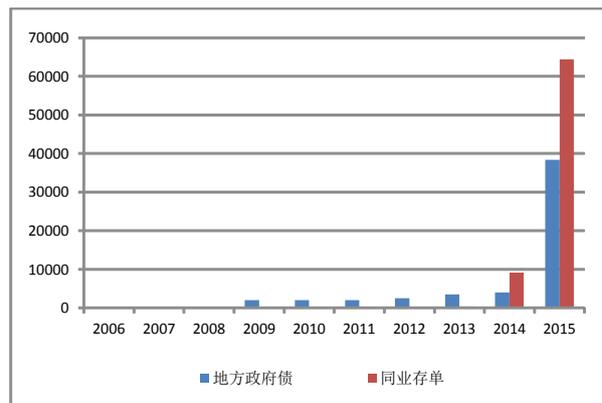
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2015年债券市场中利率债发行量突破性增长，主要为地方政府债和同业存单的放量增长带来整个利率债市场发行量的大幅增长。地方政府债方面，2014年5月，财政部印发《2014年地方政府债券自发自还试点办法》，10地方获试点，标志着地方政府债的启动，2014年全年发行4000亿元；而2015年则是地方政府债全面启动的一年，财政部下达了6000亿元新增地方政府债券和3.2万亿元地方政府债券置换存量债务额度，全年34个省市共发行地方政府债3.84万亿元；地方政府债实行年度发行额度管理，2015年末地方政府约有11万亿的存量非债券债务并将于未来2~3年置换完毕，同时2016年新增地方政府债券也将保持一定规模，因此预期未来两年地方政府债仍将保持较大规模的发行量。

同业存单方面，2013年底，人民银行公布《同业存单管理暂行办法》，标志着存

款类金融机构可在公开市场通过发行同业存单募集资金，拓宽融资渠道；2014年同业存单初试水，并在政策进一步鼓励之下，全年发行9000多亿元；2015年随着利率市场化进程的加快和互联网金融的蓬勃发展，低成本的活期和定期存款占比逐渐下降，同业存单成为存款类金融机构补充资金的重要渠道，同时，随着人民银行的多次降低降息和降准，市场预期收益率不断下降，同业存单相对配置价值上升，市场需求提升，在供需两旺的影响下，同业存单发行规模大幅增加，2015年发行规模为5.31万亿元，同比大幅增长490.55%，预期2016年同业存单发行规模仍将延续2015年发行态势并有望继续攀升。

图表3. 2006~2015年同业存单和地方政府债发行情况（亿元）

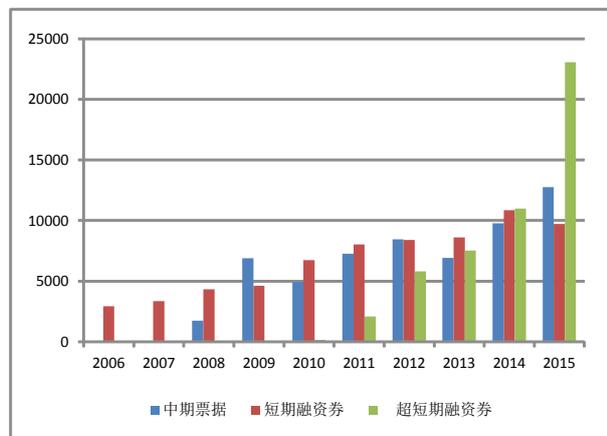


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2015年债券市场中信用债发行规模继续保持较快的增长，但主要受政策因素影响，各券种发行量各有不同的变化。其中中期票据（指一般中期票据，不含中小企业集合票据和项目收益票据）和短期融资券（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）作为信用债市场上历史悠久的主要的债券品种，继续保持了良好的发展态势。2015年中期票据发行总

额为1.27万亿元，同比增长30.26%；短期融资券受超短期融资券替代作用的影响，2015年发行总额减少至0.97万亿元，同比减少10.40%，但作为信用债市场中的地位并未改变。超短期融资券自2010年推出以来，因其注册效率高、发行流程便利、资金使用更为灵活等特点而受到推崇，但受制于高信用等级限制，发债规模初期较小，其后交易商协会不断放宽发行主体信用等级限制，2014年将发行主体由AAA级企业扩展至AA级及以上非金融企业，从而2015年发行规模迅速增至2.31万亿元，同比增长109.85%，并大幅超越短期融资券成为债券市场重要品种；2015年10月，交易商协会《进一步拓宽超短期融资券发行主体范围的工作方案》获通过，取消发债主体评级，发债主体范围扩展至全部非金融法人企业，预期2016年超短期融资券蓬勃发展态势将延续。中小企业集合票据因发债流程较长、发债企业信用质量偏低、在债券市场屡出现代偿事件等各因素影响，承销商承销意愿不强，目前已经基本在债券市场难觅身影，2015年仅发行2期4.26亿元。

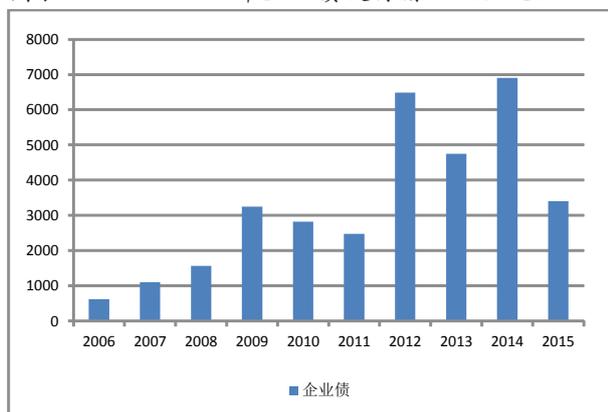
图表4. 2006~2015年中期票据、短期融资券和超短期融资券发行情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

企业债（不含集合企业债和项目收益债券）的发行受政策影响明显，2014年9月发改委出台的43号文及后续出台的相关文件，彻底改变了企业债欣欣向荣的发展进程，2014年四季度企业债发行规模急剧缩小。2015年政府陆续出台多项政策，在严格控制风险的情况下逐步放宽发债条件限制，推进市场化改革，并逐渐简化发债程序，以促进企业债健康发展。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），主要对城投企业在建项目的后续融资问题提出解决方案；5月25日，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并放宽发债条件限制；11月30日，发改委发布《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（发改办财金〔2015〕3127号），提出简化申报程序，并进一步放宽发债企业指标限制，允许债券资金适度灵活使用。发改委陆续出台相关措施，企业发债环境进一步宽松，从目前来看，效果有限，2015年全年企业债发行规模为0.33万亿元，同比下降51.54%。2015年四季度发行市场有所复苏，但2016年企业债能否再回到辉煌状态仍有较大不确定性。

图表5. 2006~2015年企业债发行情况（亿元）



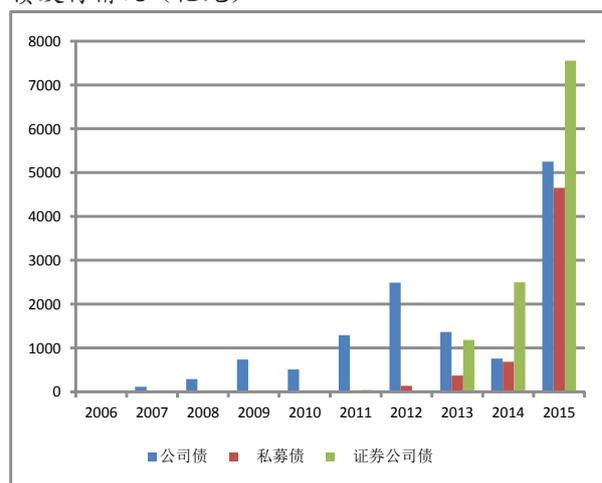
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

作为信用债市场上的传统四大明星债券之一，公司债（不含私募债）受限于发行主体须为上市公司的要求，2015年之前在发行规模方面始终处于不温不火状态。2014年10月证券业协会发布的《证券公司短期公司债券业务试点办法》成为2015年证券公司债爆发的导火索，2015年证券公司债发行总额为0.75万亿元，同比增长202.32%。而2015年初出台的《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，成为了公司债尤其是私募债腾飞的契机。2015年公司债和私募债发行总额分别为0.53万亿元和0.47万亿元，同比分别增长591.83%和582.30%。此前私募债发债主体主要集中于中小企业，信用风险相对偏高，《办法》出台后，随着较高信用等级的企业陆续发债，私募债整体信用质量有所提高。

此外，资产支持证券在2014和2015年成为债券市场新星，尤其是2014年11月银监会和证监会分别宣布其管辖的资产证券化由审批制改为备案制，更促进了资产支持证券的发展，2015年发债规模为0.60万

亿元，同比增长80.59%。随着人民币加入SDR，停滞多年的熊猫债又重新进入公众视野，2015年已发行3只熊猫债。

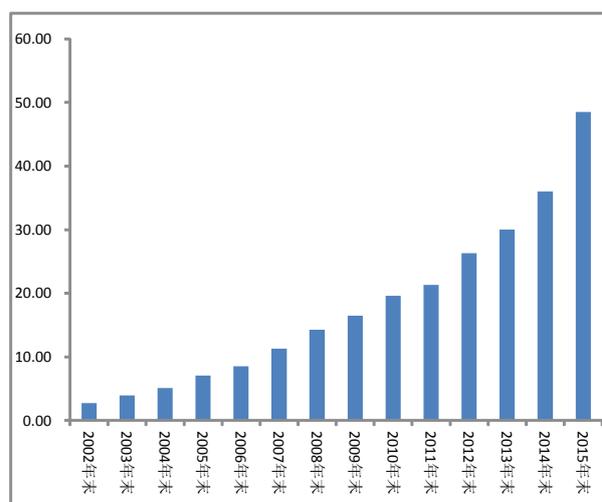
图表6. 2006~2015年公司债、私募债和证券公司债发行情况（亿元）



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年末，全国债券市场存量债券余额48.49万亿元，比年初增加12.48万亿元。

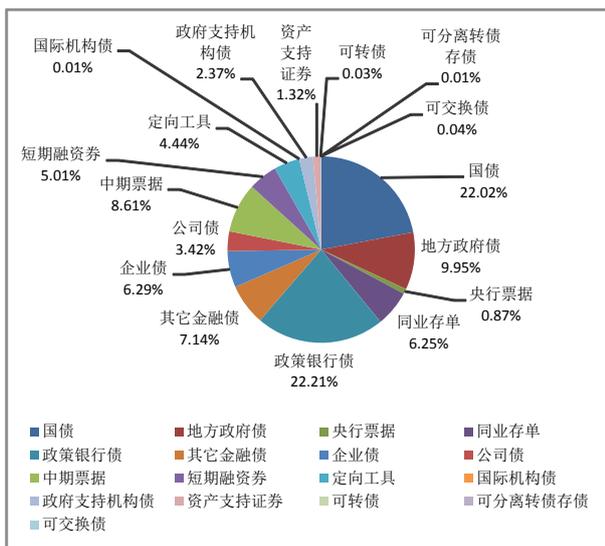
图表7. 债券市场存量债券余额（万亿元）



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29.72万亿元，占比61.30%；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18.77万亿元，占比38.70%，比年初下降1.49个百分点。

图表8. 2015年末债券市场余额券种分布

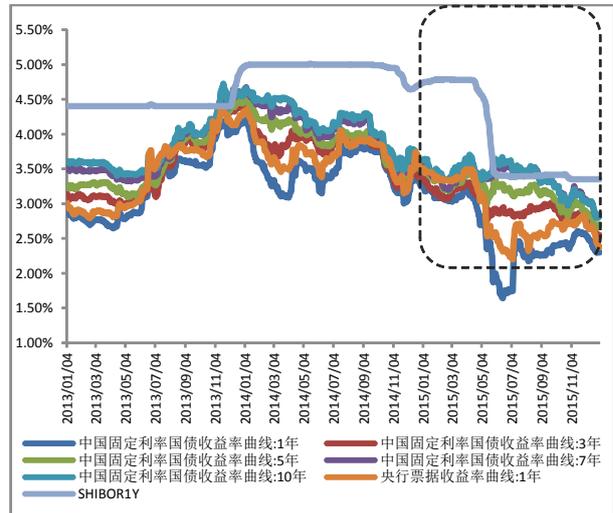


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2015年，我国宏观经济继续下行，实体经济处于去产能和去杠杆阶段，通胀水平继续保持低位，货币政策继续宽松，股票市场大幅波动，资金市场债券配置需求旺盛，2015年债券市场各品种、各期限收益率总体下行，走出了一波大牛市行情。其中，固定利率国债1年期收益率从年初的3.25%降至年末的2.30%，下降96个BP，而受年中新股密集发行、打新基金对短期固定产品需求上升等的特殊影响，收益率在6月中旬降至全年最低点1.64%，与年初相比大幅下降161个BP；10年期国债收益率由年初的3.63%降至2.82%，下降81个BP，各期限国债收益率均有所下降，降幅在75~95BP左

右。

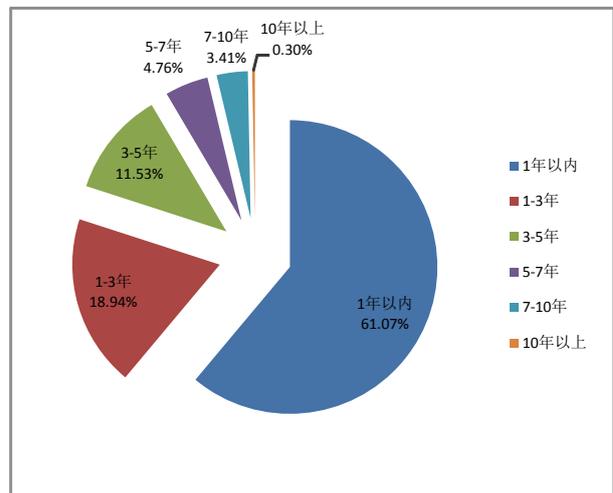
图表9. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

从发行期限看，2015年发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种期数占同期债券发行期数的61.07%，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18.94%、11.53%、4.76%、3.41%和0.30%。5年期以下占比91.53%，比2014年上升5.12个百分点。

图表10. 2015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

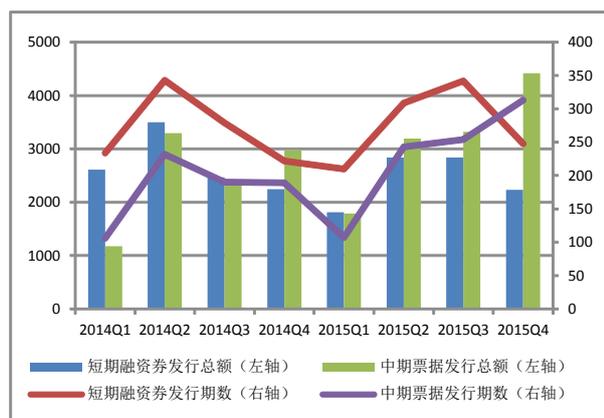
## 二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

### (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

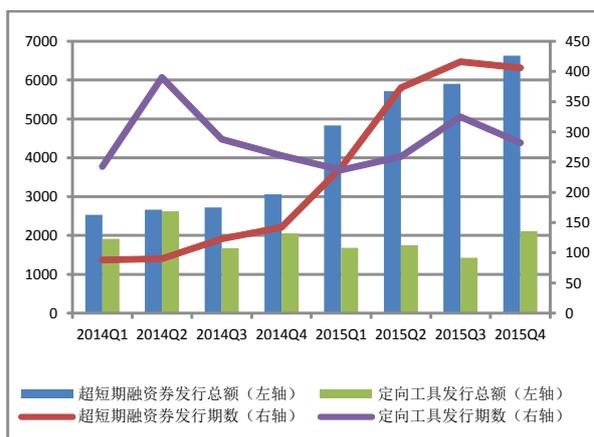
2015年，短期融资券共发行1109期，同比增加2.88%，募集资金0.97万亿元，同比减少10.40%；超短期融资券共发行1434期，同比大幅增加223.70%，募集资金2.31亿元，同比大幅增长109.85%；中期票据共发行916期，同比增加28.29%，募集资金1.27万亿元，同比增长30.26%。定向工具共发行1118期，同比减少7.14%，募集资金0.88万亿元，同比减少13.56%。

图表11. 2015年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12. 2015年超短期融资券和定向工具发行情况  
(亿元、期)

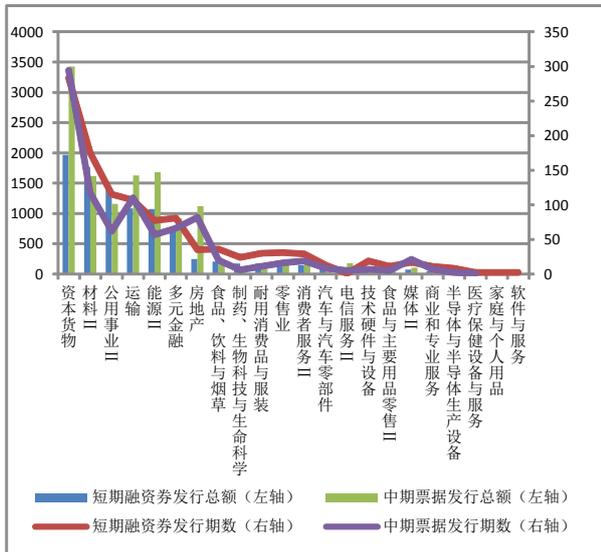


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### 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年短期融资券和中期票据发行人涉及22大行业，主要分布于资本货物、材料、公用事业、运输、能源、多元金融和房地产等领域。其中，资本货物等上述七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85.24%和78.72%，在中期票据中合计占比分别为90.77%和86.03%，行业集中度较高。其中，自2014年9月交易商协会向A股上市房地产企业开放中期票据市场后，房地产企业在中期票据市场上发债积极，2015年发行规模占比为8.22%，较2014年的4.47%有较大增长。

图13. 2015年短期融资券和中期票据行业分布情况 (亿元、期)

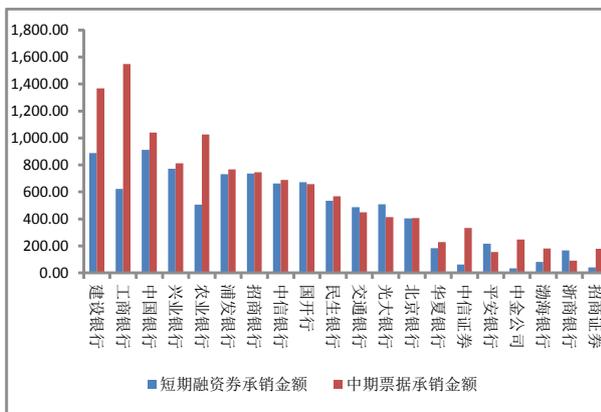


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

### 3. 主承销商分布

2015年, 共有27家商业银行和12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, 建设银行排名第一, 工商银行第二, 中国银行第三。兴业银行、浦发银行、招商银行、中信银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图14. 2015年短期融资券和中期票据主要主承销商分布 (亿元)



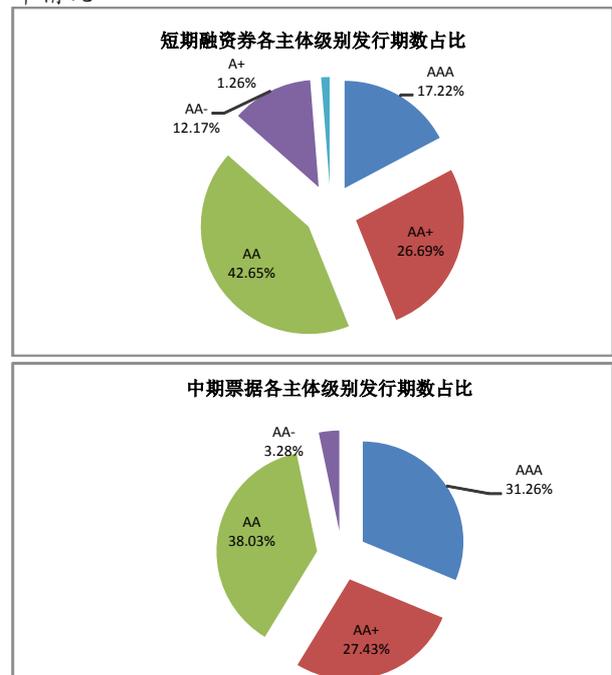
数据来源: Wind 资讯, 中国债券信息网

### 4. 信用等级

2015年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从A+级至AAA级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98.74%。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。2015年主体信用等级为A+的发行主体仅14家, 占比为1.26%, 发行数量和占比均较2014年进一步下降。

2015年发行的中期票据主体信用等级同样涵盖了从A+级至AAA级5个信用等级, 其中AA级及以上主体信用等级发行期数合计占比为96.62%。与2014年无A+级主体级别不同, 2015年新增1期主体级别为A+级债券, 但该债券债项信用等级经担保后提升至AA+, 可见投资者对较低等级中期票据认可度仍偏低。

图15. 2015年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

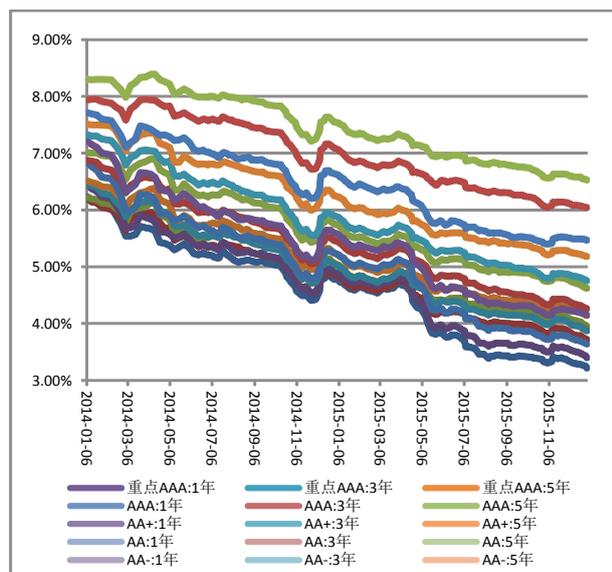


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

## 5. 发行利率

2015年，在债券市场的牛市环境中，交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值总体呈现持续下行态势，具体来看，一季度末受地方政府债供应量扩大预期、新股发行和股市火爆对债市资金的分流影响，收益率略有上扬，但仍未超过年初水平；二季度随着央行连续降息和降准，货币政策宽松力度进一步加大，同时叠加股票市场暴跌、新股暂停发行等影响，收益率陡峭下行，其后进入连续下行空间，至年末已经处于三年来的低点。2015年末，银行间1年期的AAA级定价估值收益率为3.40%，较年初的4.88%下降148个BP，其余各期限各信用等级收益率也均下降100个BP以上。

图表16. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



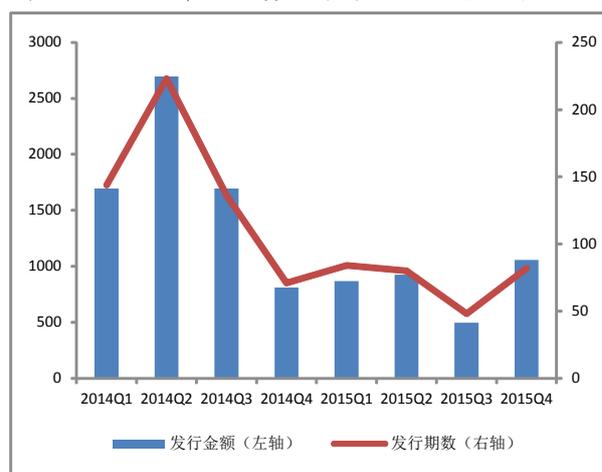
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## (二) 企业债市场分析

### 1. 发行规模

2015年，企业债共发行294期，同比减少48.96%，发行金额3347.80亿元，同比减少51.54%。企业债的发行主体大多为城投类企业，2014年受地方债务清理、发改委43号文及后续相关文件影响，自2014年四季度开始发行规模大幅下降并一直延续到2015年，全年发债数量和规模明显下滑；2015年政府出台多项有条件放宽发债条件、简化发债程序的政策，效果初步显现，2015年四季度发行规模有所恢复。

图表17. 2015年企业债发行情况（亿元、期）

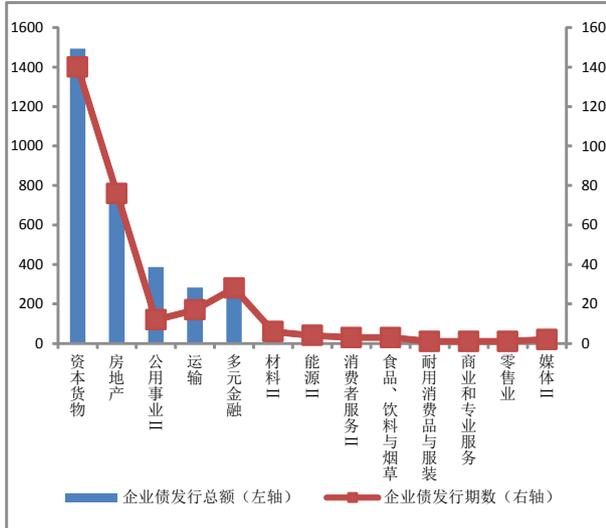


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### 2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2015年企业债发行人主要分布于资本货物、房地产、公用事业、运输和多元金融等领域，发债主体主要为城投类企业。在全年发行的294期企业债中，其中有257期属于城投债，占比高达87.41%。

图表18. 2015年企业债发行行业分布（亿元、期）

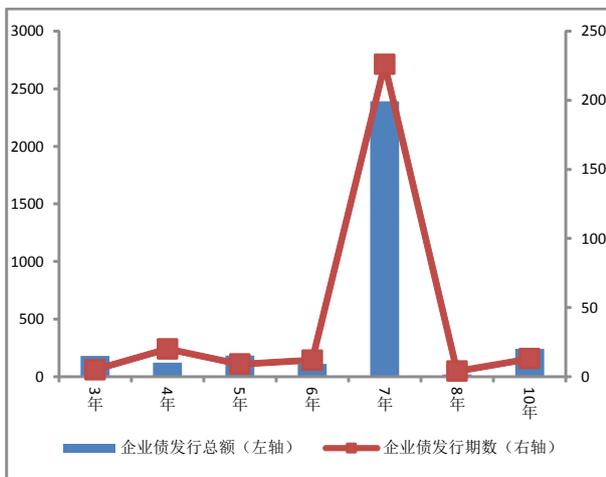


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 3. 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2015年发行的企业债以7年期为主，发行期数占比为78.20%；7年及以上债券合计占比为84.35%。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19. 2015年企业债发行期限结构（亿元、期）

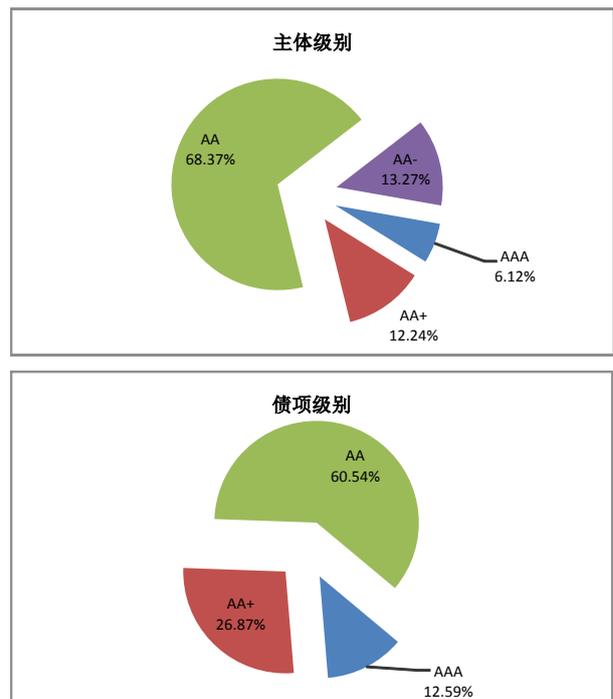


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2015年发行的企业债中，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68.37%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为60.54%，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20. 2015年企业债发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）

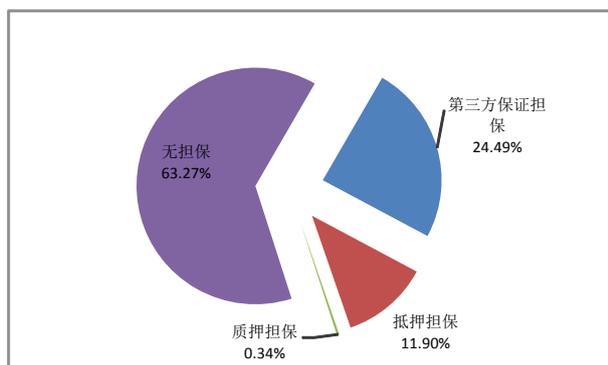


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 5. 增信方式

2014年发行的企业债主要为无担保债券，占比为63.27%。其他债券采取了第三方保证担保、抵质押担保等增信方式。其中，第三方保证担保债券为24.49%。

图表21. 2015年企业债券增信方式分布（按发行期数）

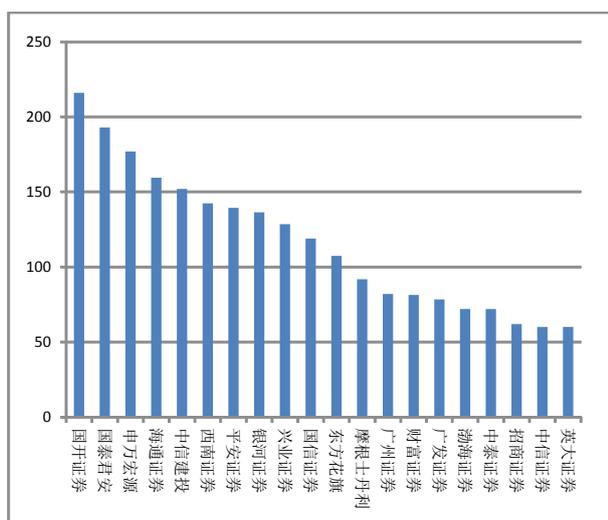


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 6. 主承销商分布

2015年共有62家证券公司和1家银行参与了企业债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，国开证券、国泰君安和申万宏源分列前三甲，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，国泰君安和申万宏源紧随其后。

图表22. 2015年企业债券主承销商分布（按募集金额，亿元）

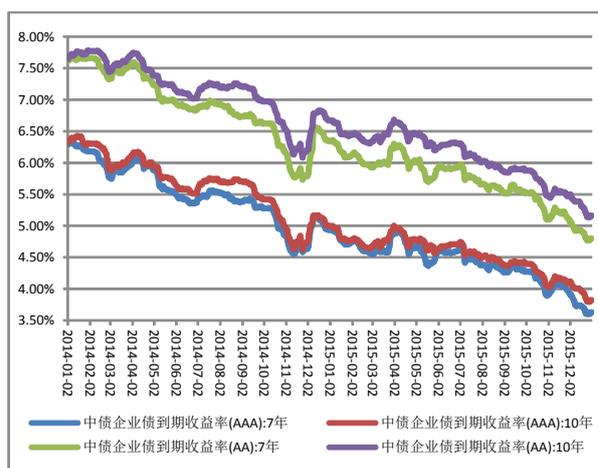


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 7. 发行利率分析

在2015年债市总体大牛的环境中，企业债收益率整体呈下行趋势，从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率年末为3.63%，较年初的4.93%下降130个BP；AA级、7年期收益率年末为4.80%，较年初的6.34%下降154个BP。

图表23. 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

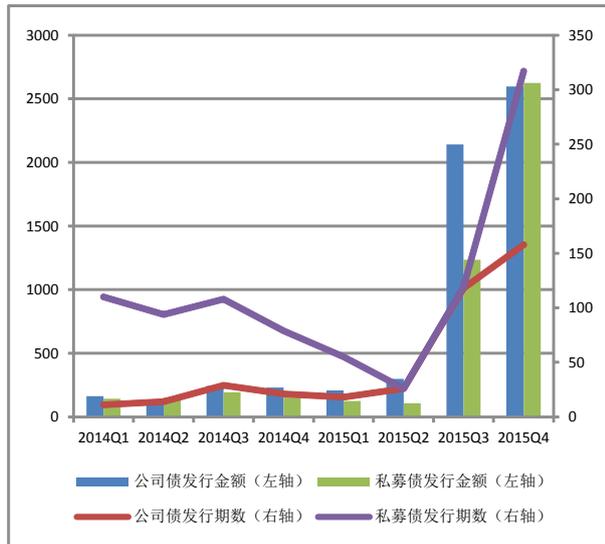
## (三) 公司债券市场分析

### 1. 发行规模

2015年，交易所公司债公开发行320期，同比大幅增加321.05%；发行金额5250.99亿元，同比大幅增长591.83%。交易所私募债发行977期，同比增加94.62%；发行金额4679.40亿元，同比大幅增长582.30%。2015年初出台的《公司债券发行与交易管理办法》中关于放宽发债主体限制、私募债实行备案制等相关举措对公司债和私募债的发行形成重大利好，众多非上市公司积极发行公司债，而私募债发债主体也由原先较低等级的中小企业转变为全等

级甚至不乏高信用等级主体，中小企业私募债几乎难觅踪影，之前中小企业信用风险事件频发的状况得以改观。

图表24. 2015年公司债和私募债发行情况（亿元、期）

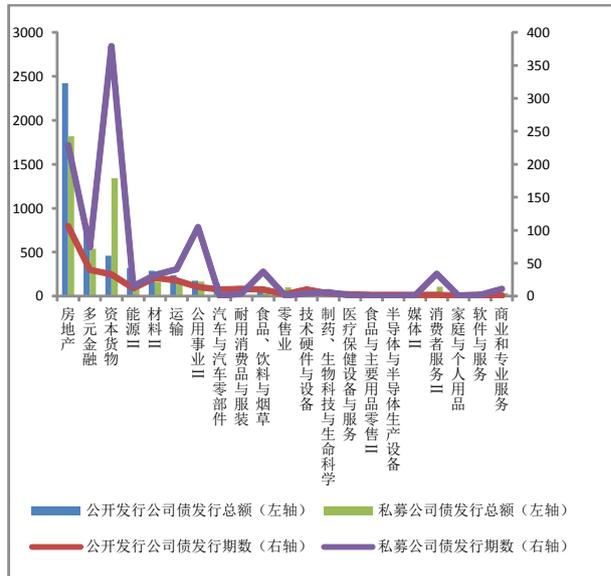


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从所属行业看，2015年公司债发行人主要分布在房地产、多元金融、资本货物、能源、材料和运输等领域，尤其是房地产行业，《办法》对发行主体的扩容为房地产发债提供了良好的契机，发行期数和规模明显增长。

图表25. 2015年公司债发行所属行业分布（亿元、期）

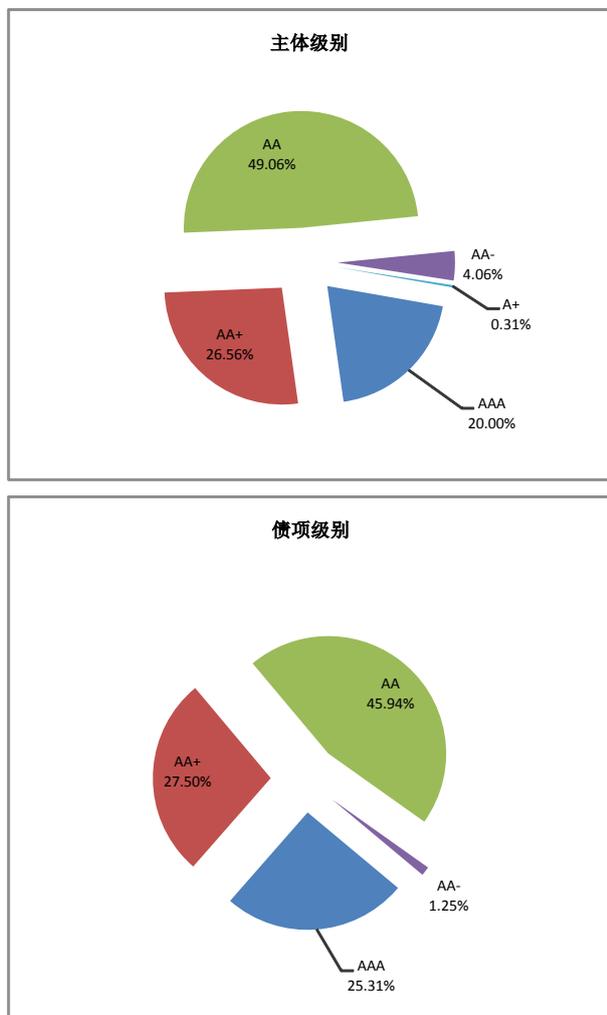


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

## 3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2015年发行的公司债的主体信用等级包括A+至AAA五个级别，其中，AA级占比49.06%，AA+级占比26.56%。发行债项信用等级包括AA-至AAA四个级别，AA级占比45.94%，AA+级占比27.50%。发行主体扩容后，信用等级有所下移。

图表26. 2015年公司债主体和债项信用等级分布  
(按发行期数)

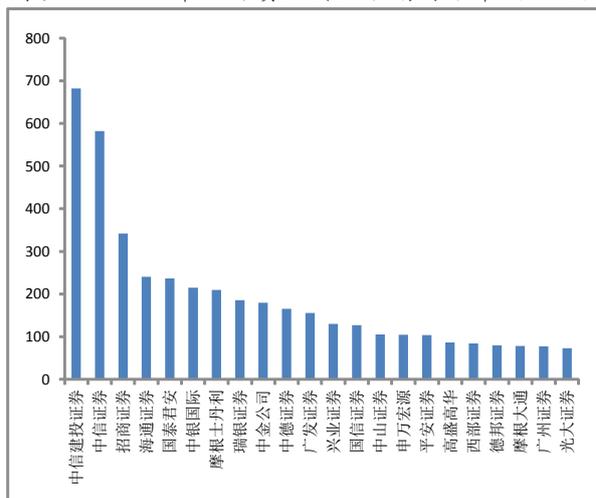


数据来源: Wind资讯, 新世纪评级

#### 4. 主承销商分布

2015年共有63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, 中信建投证券、中信证券和招商证券排名前三。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年公司债主要主承销商分布 (亿元)



数据来源: Wind资讯, 新世纪评级