

◆ 市场研究

2016年第一季度中国债券市场发行与评级研究

吴晓丽 郭佩文

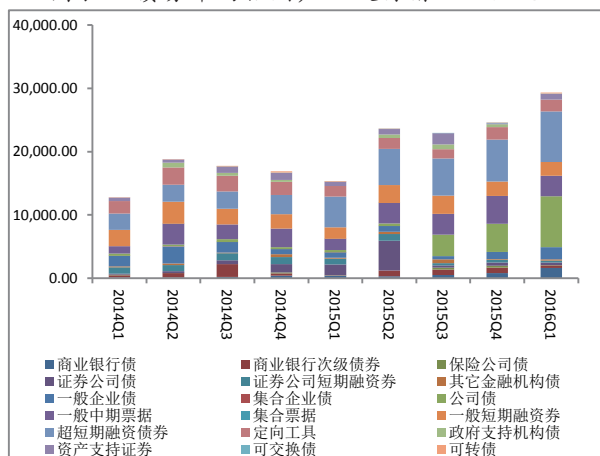
一、债券市场总体发行情况

2016年第一季度，我国经济自年初的震荡中继续恢复，呈短期企稳回升状态。其中，国内生产总值GDP同比增长6.7%，居民消费价格总水平CPI同比上涨2.1%，规模以上工业增加值同比增长5.8%。具体分产业来看，第一产业增加值8803亿元，同比增长2.9%；第二产业增加值59510亿元，同比增长5.8%；第三产业增加值90214亿元，同比增长7.6%。农业、工业生产继续稳步增长，第三产业继续在产业结构优化的进程中快速发展。面对持续的经济下行压力，第一季度的各项数据都反映了国民经济良好的开局。

2016年第一季度，全国债券市场共发行各类债券6277期，发行金额合计8.53万亿元，同比增加5.36万亿，同比大幅增长168.71%。其中，以国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为代表的利率产品合计发行5.59万亿元，占同期债券

募集总额的65.56%。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2.94万亿元，占同期债券募集总额的34.44%。

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

2016年第一季度，信用债市场继续保持较快的增长趋势。其中一般公司债和私募债受政策利好影响，发行规模继续保持快速增长，2016年第一季度发行金额同比分别增长1984%和2877%。发改委2015年陆续

¹数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2016年4月8日。

出台多项措施促进企业债（不含集合企业债和项目收益债券）发展，政策影响在2016年逐渐得以显现，2016年第一季度，企业债发行规模大幅增长，同比增长80.62%，环比增长119.83%。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）继续保持稳步增长的趋势，超短期融资券随着

发债主体范围扩展至全部非金融法人企业，继续保持快速增长态势。

利率债市场方面，2016年1月财政部发布《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》，从而地方政府债首次发债时间由2015年的第二季度提前至第一季度，这也有助于减缓集中发行带来的市场压力。同业存单继续延续2015年的井喷趋势，2016年第一季度继续保持放量增长。

图表2. 2016年第一季度主要债券产品发行情况

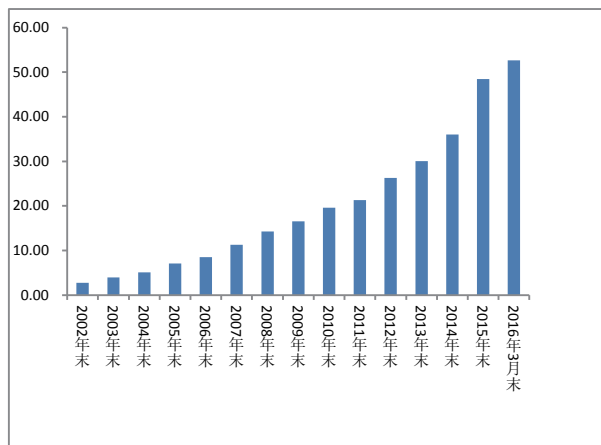
类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
国债	29	0.46%	4,400.00	5.16%
地方政府债	150	2.39%	9,554.23	11.20%
同业存单	3,260	51.94%	32,380.50	37.96%
金融债	247	3.94%	12,583	14.75%
政策银行债	165	2.63%	9,581.40	11.23%
商业银行债	20	0.32%	1,655.00	1.94%
商业银行次级债券	18	0.29%	376.00	0.44%
保险公司债	1	0.02%	35.00	0.04%
证券公司债	17	0.27%	434.00	0.51%
证券公司短期融资券	19	0.30%	270.60	0.32%
其它金融机构债	7	0.11%	231.00	0.27%
企业债	153	2.44%	1,918	2.25%
一般企业债 (含NPB)	153	2.44%	1,917.60	2.25%
集合企业债	0	0.00%	0.00	0.00%
公司债	694	11.06%	8,049	9.44%
一般公司债	275	4.38%	4,354.49	5.11%
私募债	419	6.68%	3,694.11	4.33%
中期票据	280	4.46%	3,212	3.77%
一般中期票据 (含PRN)	280	4.46%	3,212.00	3.77%

集合票据	0	0.00%	0.00	0.00%
短期融资券	772	12.30%	10,148	11.90%
一般短期融资券	239	3.81%	2,157.90	2.53%
超短期融资债券	533	8.49%	7,990.10	9.37%
定向工具	257	4.09%	1,903.70	2.23%
国际机构债	1	0.02%	30.00	0.04%
政府支持机构债	0	0.00%	0.00	0.00%
资产支持证券	421	6.71%	914	1.07%
交易商协会ABN	0	0.00%	0.00	0.00%
证监会主管ABS	352	5.61%	459.29	0.54%
银监会主管ABS	69	1.10%	454.38	0.53%
可转债	8	0.13%	180.96	0.21%
可交换债	5	0.08%	19.35	0.02%
合计	6,277	100.00%	85,291.61	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2016年3月末，全国债券市场存量债券余额52.65万亿元，比年初增加4.17万亿元，存量规模稳步增长。

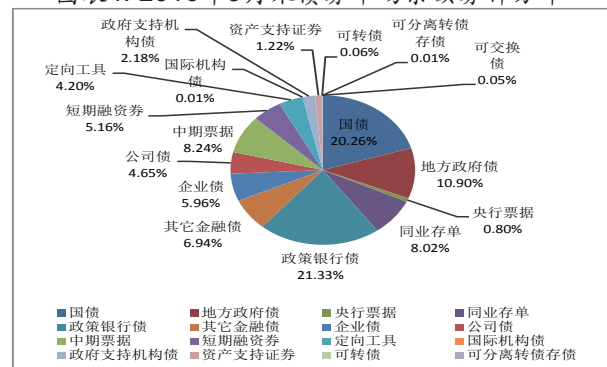
图表3. 2016年3月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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，2016年3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32.28万亿元，占比61.31%；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20.37万亿元，占比38.69%。

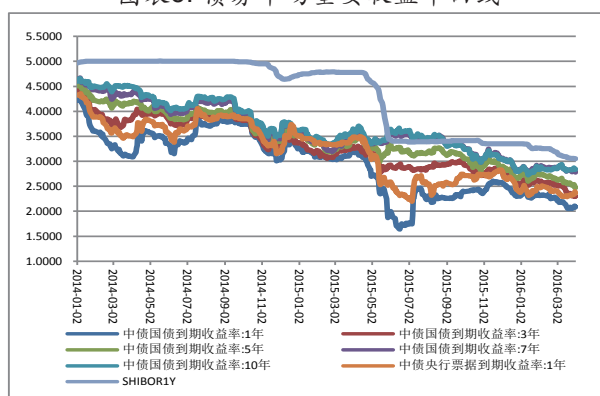
图表4. 2016年3月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2016年第一季度，不同期限国债收益率在经历了年初的短暂下行后，季末呈企稳回升态势。其中1年、3年和5年期国债收益率在第一季度保持缓慢下行，收益率分别为2.09%、2.30%和2.47%，季末与年初相比，分别下降26BP、27BP和28BP；7年和10年期国债收益率保持稳定，季末与年初相比分别下降9BP和3BP。

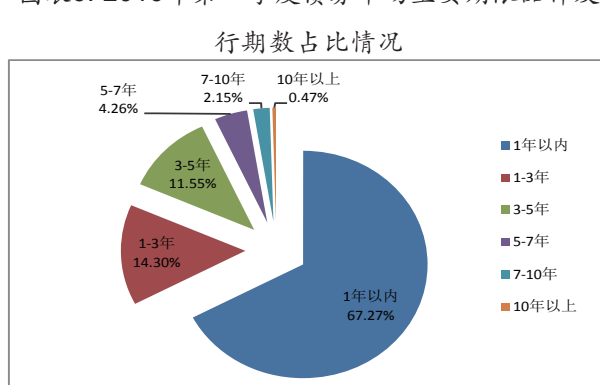
图表5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2016年第一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67.27%，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14.30%、11.55%、4.26%、2.15%和0.47%。5年期以下债券合计占比93.13%。

图表6. 2016年第一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

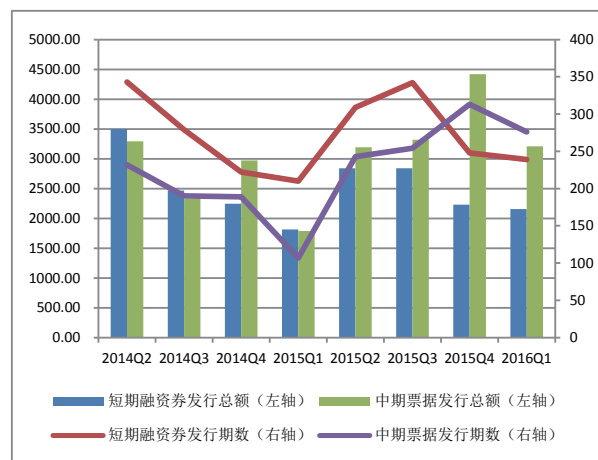
二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

(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

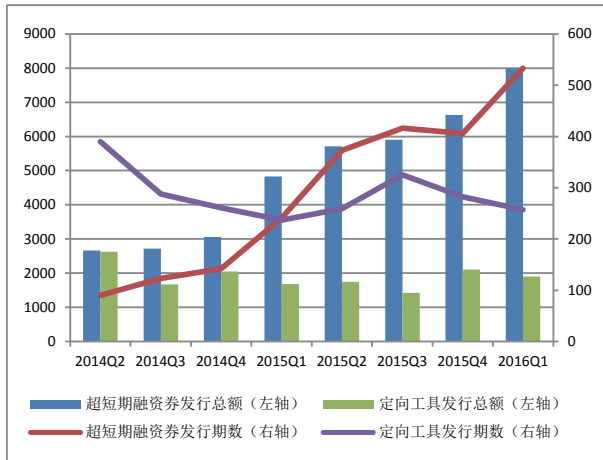
2016年第一季度，短期融资券共发行239期，同比增加13.81%；募集资金2157.90亿元，同比增长19.04%。中期票据共发行276期，同比增加157.94%；募集资金3210亿元，同比增长79.45%。定向工具共发行257期，同比增加8.44%；募集资金1903.70亿元，同比增长13.15%。超短期融资券共发行533期，同比增加121.16%；募集资金7990.10亿元，同比增长65.36%。总体来说，超短期融资券受政策刺激影响则始终保持较快增长趋势；短期融资券和中期票据与上年同期相比保持稳定增长，其中短期融资券由于超短期融资券对其的替代作用增幅较小，中期票据则有较明显增长。

图表7. 2016年第一季度短期融资券和中期票据发行情况



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表8. 2016年第一季度超短期融资券和定向工具发行情况

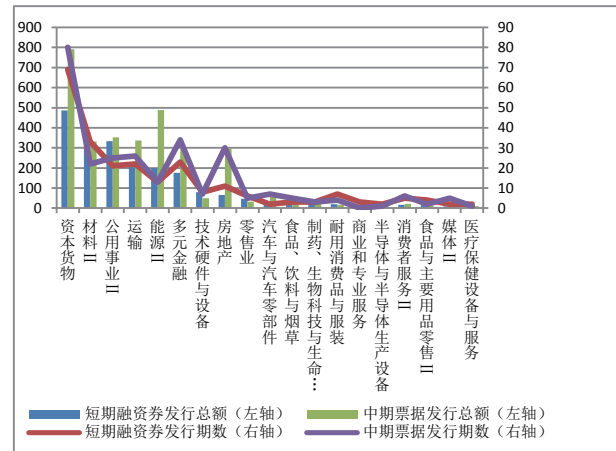


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

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，2016年第一季度短期融资券和中期票据发行人涉及18大行业，主要分布于资本货物、材料、公用事业、运输、能源和多元金融等领域，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82.46%和75.73%。在中期票据中合计占比分别为80.89%和72.46%，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，2016年第一季度发行规模占比为9.29%，占比进一步提高。

图表9. 2016年第一季度短期融资券和中期票据行业分布情况

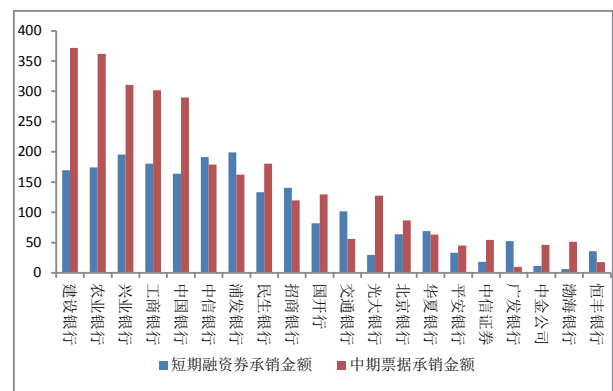


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2016年第一季度，共有28家商业银行和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，与2015年相比，建设银行继续保持第一的市场地位，农业银行和兴业银行超越工商银行和中国银行分别跃居第二和第三位，显示了强劲的发展势头，中信银行、浦发银行、民生银行和招商银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表10. 2016年第一季度短期融资券和中期票据主承销商分布（亿元）



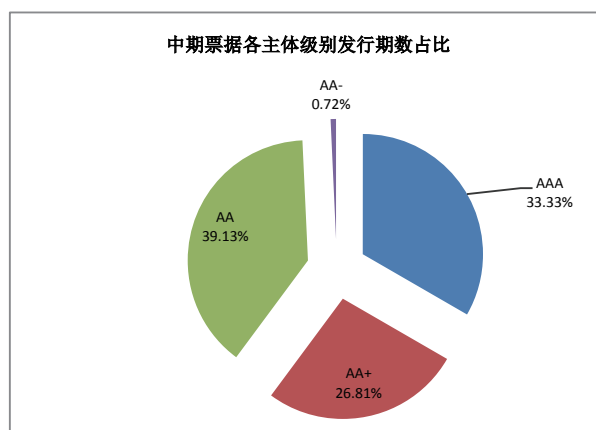
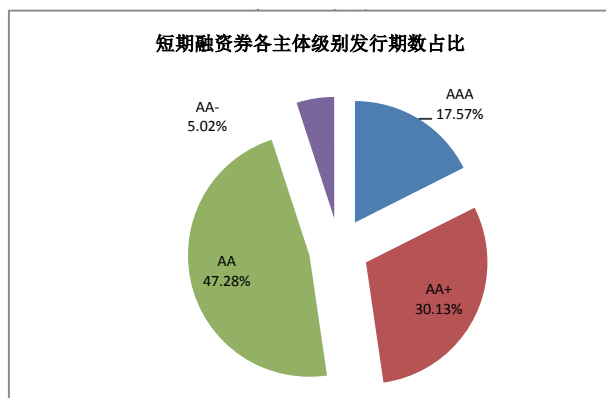
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级

2016年第一季度发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级等4个信用等级，与2015年相比，没有A+级发债企业，主体信用级别整体提升，A+级及以下信用等级企业因其自身信用风险偏低、发行成本高企、市场认可度不高等原因发债愈加困难。从整体来看，AA级及以上主体信用等级债券成为短期融资券市场最主要的发行群体，发行期数占比为94.98%，AA-级发行期数占比进一步缩小。第一季度短期融资券发行主体为AA-级的有12期，发行额合计34.20亿元，均为无担保债券。

2016年第一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，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99.28%，AA-级发行期数也进一步缩小。第一季度新发行的中期票据主体级别为AA-级的有2期，发行额合计7.00亿元，其中1期为无担保债券，1期为外部担保债券。

图表11. 2016年第一季度短期融资券和中期票据信

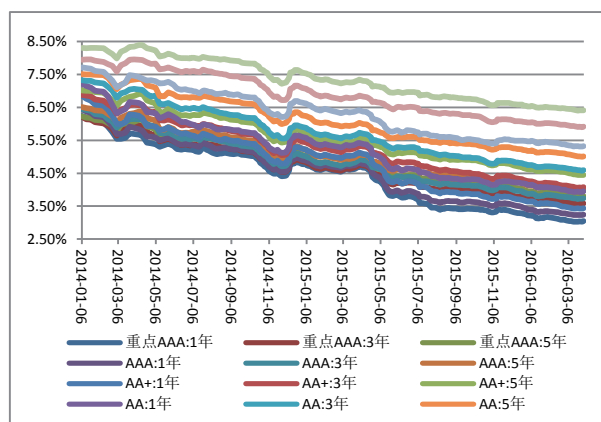


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2016年第一季度，银行间市场收益率小幅下行，但整体仍处平稳状态，并于季末呈回升态势。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3.39%，季末为3.24%，下降15BP；同期限AA级定价估值收益率年初为3.64%。季末为3.44%，下降20BP。

图表12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



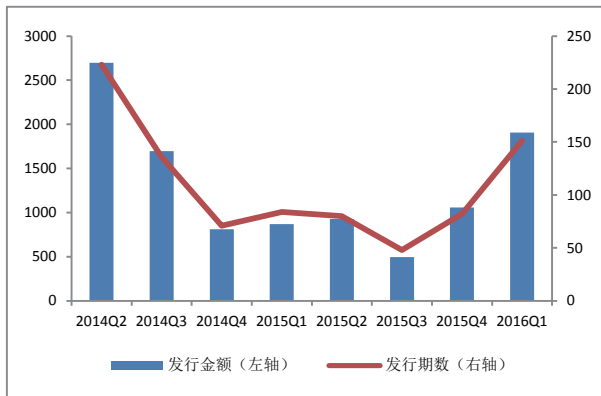
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2016年第一季度，企业债共发行151期，同比增长79.76%；合计发行金额1908.1亿元，同比增加119.83%。随着2015年政府出台多项放宽发债条件、简化发债程序的政策，企业债发债规模自2015年第四季度开始恢复，今年第一季度进一步增长，政策效果已初步显现。

图表13. 2016年第一季度企业债券发行情况

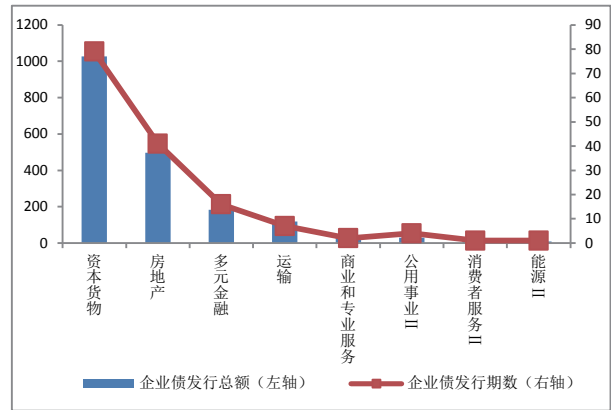


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2016年第一季度企业债券发行人主要分布于资本货物、房地产、多元金融和运输等领域，发债主体主要为城投类企业。在第一季度发行的151期企业债中，其中有145期属于城投债，占比高达96.03%。

图表14. 2016年第一季度企业债发行行业分布（亿元、期）

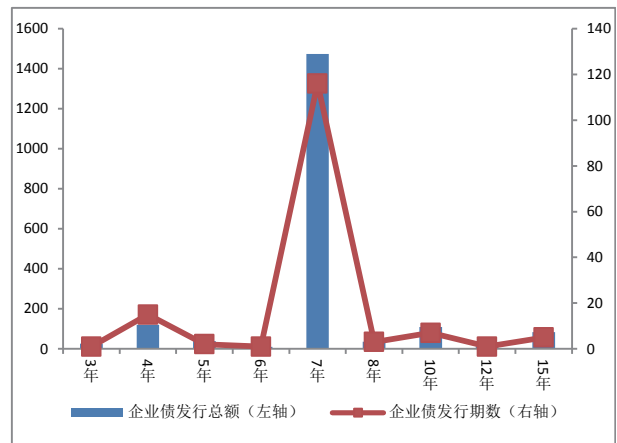


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

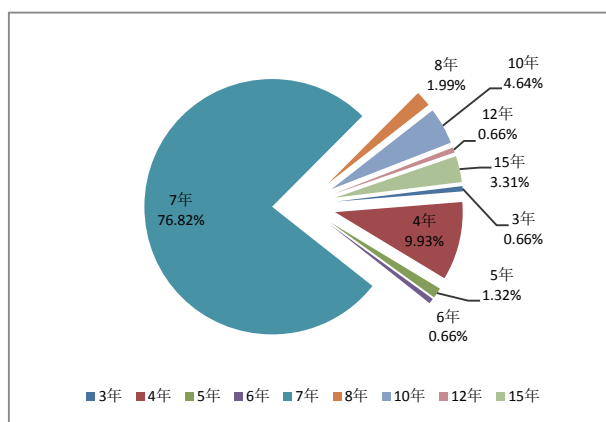
从企业债券的期限结构看，2016年第一季度发行的企业债券以7年期为主，占比为76.82%；7年及以上债券合计占比为87.42%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表15. 2016年第一季度企业债发行期限结构（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表16. 2016年第一季度企业债券各期限发行期数占比

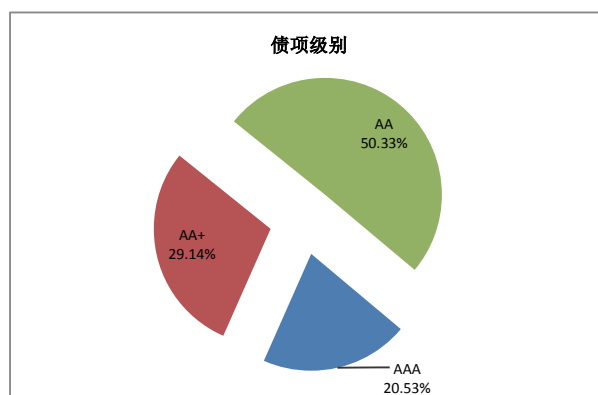
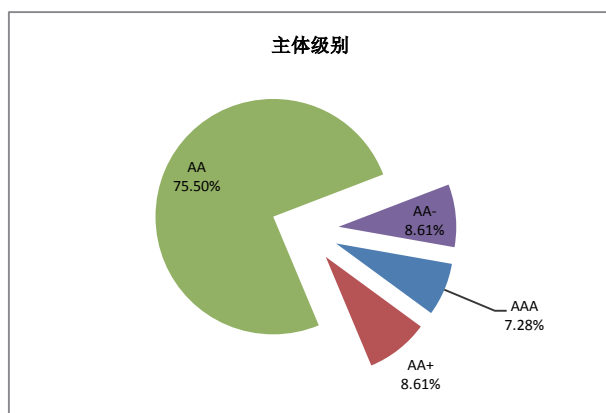


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2016年第一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8.61%，AA级期数占比为75.50%，这两个级别的发行主体占了企业债的84%以上。发行债项信用等级最低为AA级，占比为50.33%，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. 2016年第一季度企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）

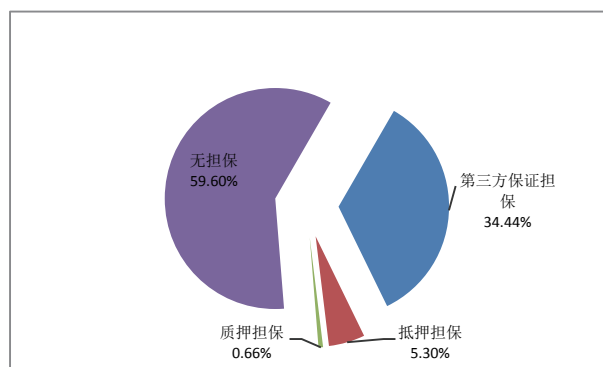


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2016年第一季度发行的企业债券主要为无担保债券，占比为59.60%。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发行期数占比为34.44%，抵押担保债券为5.30%。

图表18. 2016年第一季度企业债券增信方式分布（按发行期数）



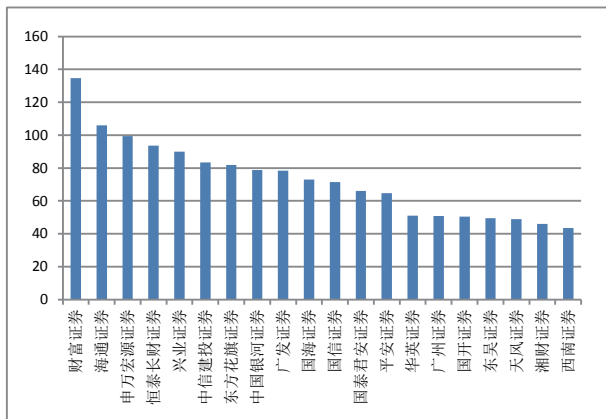
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

2016年第一季度共有62家证券公司和1家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，财富证券、海通证券和申万宏源证券分列前三甲。财富证券固定收益承销在第一季度表现优异，后来居

上，海通证券和申万宏源证券紧随其后。与2015年相比排名变化较大，表明证券公司市场竞争激烈。

图表19. 2016年第一季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

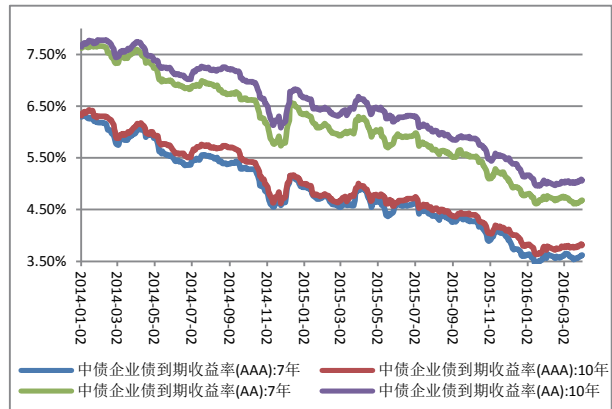


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

7. 发行利率分析

2016年第一季度，企业债收益率亦整体保持平稳状态，1月在较弱的经济基本面、宽松货币政策预期以及机构年初对城投债的配置需求下，企业债收益率小幅下行；2月基本平稳；3月，地方政府债预期供给大增和股市上涨对债市资金的分流效应增强，收益率小幅上升。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年期收益率在年初为3.64%，季末为3.62%，下降2BP；AA级、7年期收益率在年初为4.81%，季末为4.68%，下降13BP。

图表20. 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

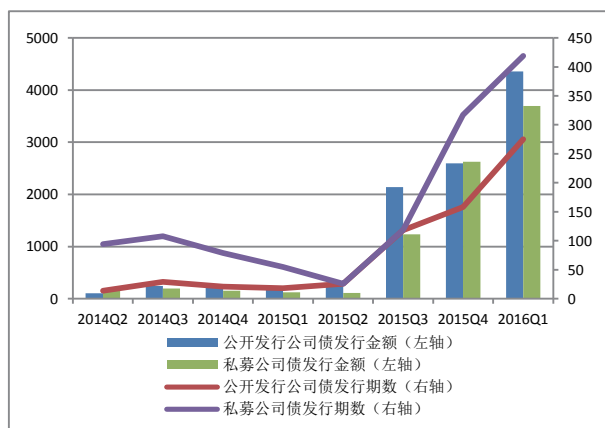
(三) 公司债券市场分析

1. 发行规模

2016年第一季度，交易所公司债公开发行275期，同比大幅增加1427.78%，环比增加74.05%；发行金额4354.49亿元，同比增长1983.99%，环比增长67.64%。交易所私募债发行419期，同比增加661.82%，环比增加32.18%；发行金额3694.11亿元，同比增长2877.08%，环比增长40.80%。

2015年初证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》对公司债发行形成重大利好，公司债市场发行规模自2015年三季度以来快速发展，尤其是私募债，发行量大幅上升。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21. 近年来公司债和私募债发行情况（亿元、期）

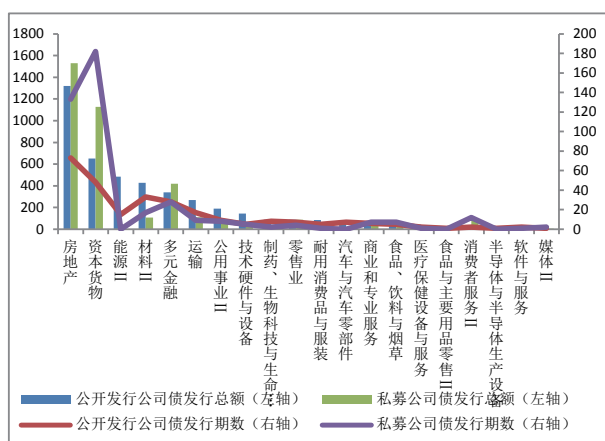


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2016年第一季度公司债发行人主要分布在房地产、资本货物、能源、材料和多元金融等领域。其中，房地产仍为发行公司债券数量最多的行业，并在第一季度发行规模快速增长。

图表22. 2016年第一季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）

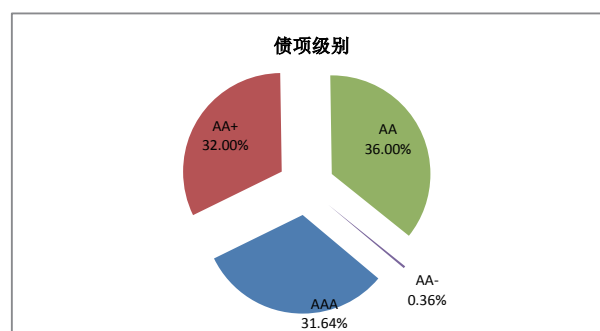
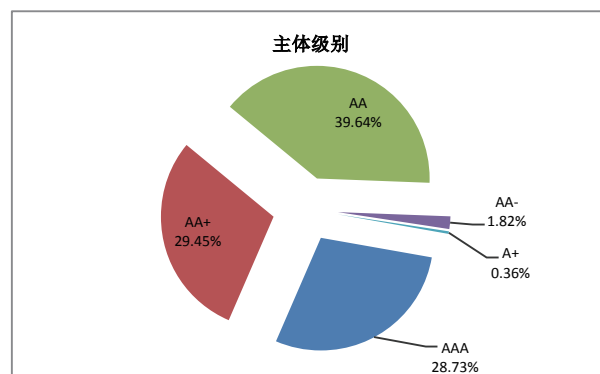


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

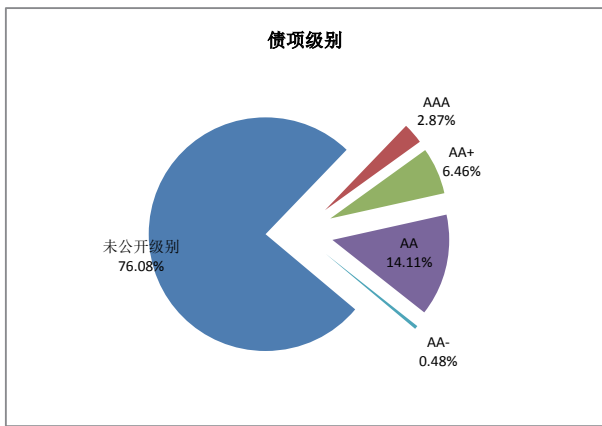
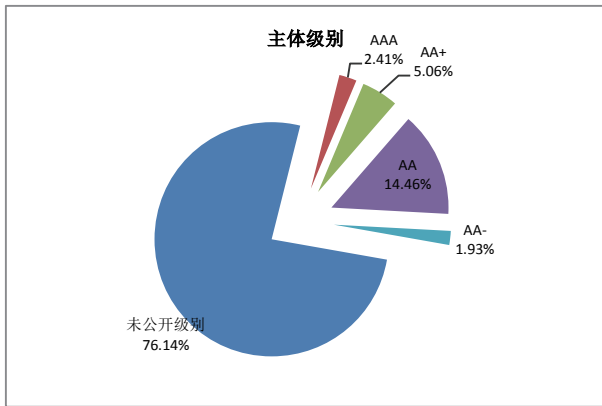
从信用等级分布来看，2016年第一季度公开发行人公司债的主体信用等级包括A+~AAA五个级别，并以AA及以上级别为主；发行债项信用等级包括AA~AAA等四个级别，以AA及以上级别为主。私募公司债已公开的主体信用等级包括AA~AAA四个级别，发行债项信用等级包括AA~AAA四个级别。

图表23. 2016年第一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24. 2016年第一季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

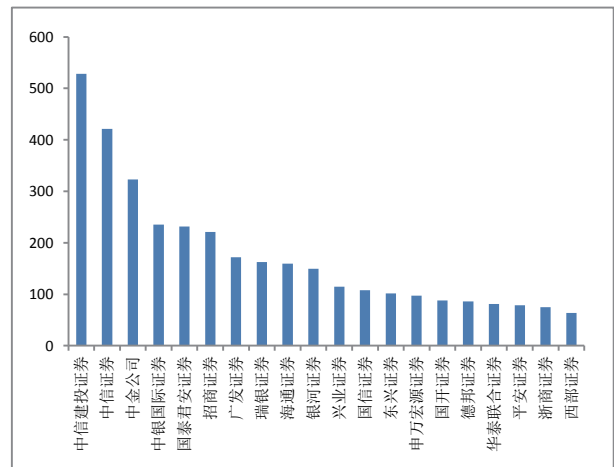


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2016年第一季度共有63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、中信证券和中金公司排名前三。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25. 2016年第一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