

◆ 市场研究

2016年上半年中国债券市场发行与评级研究

陈文沛 郭佩/文

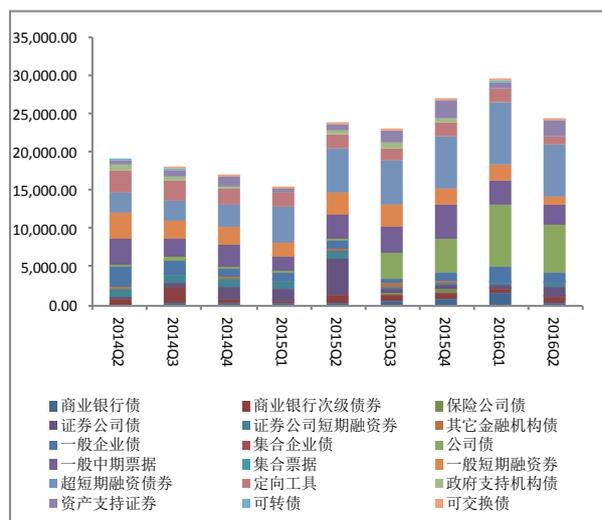
一、债券市场总体发行情况

2016年上半年，我国经济运行总体保持稳中有进，但下行压力仍然存在。其中，2016年上半年国内生产总值GDP同比增长6.7%，连续两个季度保持6.7%的水平，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6.0%。具体来看，规模以上工业增加值相比4月、5月有所回升，工业结构继续优化，盈利状况有所改善。具体分产业来看，第一产业增加值22097亿元，同比增长3.1%；第二产业增加值134250亿元，同比增长6.1%；第三产业增加值184290亿元，同比增长7.5%。农业生产基本稳定，工业生产稳中略升，第三产业继续在产业结构优化的进程中保持的良好发展态势。面对错综复杂的国内外形势和持续较大的经济下行压力，上半年各项数据都为完成全年经济目标奠定了较好基础。同时，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。

2016年上半年，全国债券市场共发行各类债券13414期，发行金额合计18.34

万亿元，同比增加9.48万亿，同比大幅增长107.00%。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12.99万亿元，同比大幅增长161.90%，占同期债券募集总额的70.83%，增长主要源自地方政府债和同业存单发行量的大幅增加。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5.35万亿元，同比增长37.53%，占同期债券募集总额的29.17%，其中私募债、商业银行债和保险公司债发行规模大幅增加，其余主要券种发行量也都有不同程度的增长。

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年上半年，信用债市场继续保持稳步增长的趋势。其中一般公司债和私募债受政策因素影响，发行规模进一步扩大，2016年上半年发行金额同比分别增长1262.61%和3045.34%。受发改委陆续出台多项措施鼓励企业债发行的影响，2016年上半年，企业债发行规模大幅增长，同比增长79.79%。第二季度中期票据(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)受二级市场违约事件频发，机构投资者的风险

偏好收紧，低评级信用债需求减少等原因影响，发行规模有所减小，但整体保持稳定状态。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，始终保持较快增长趋势，但第二季度有所回落。

利率债市场方面，地方政府债保持快速增长，发行规模进一步扩大，2016年上半年发行金额为3.58亿元，同比增长317.03%。同业存单继续延续2015年的井喷趋势，2016年上半年继续保持放量增长。

图表2. 2016年上半年主要债券产品发行情况

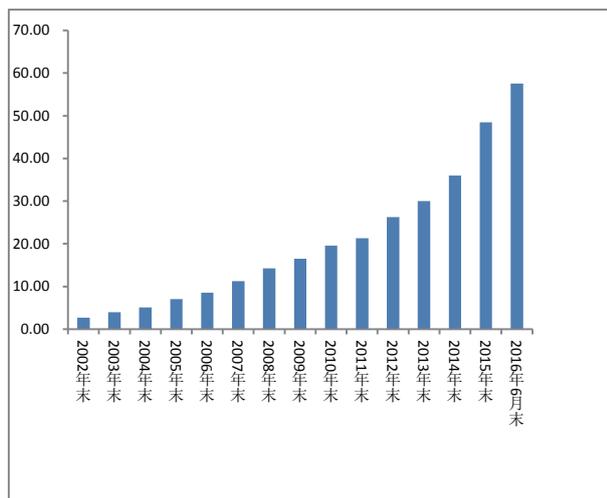
| 类别 | 发行支数 | 支数比重 (%) | 发行额 (亿元) | 面额比重 (%) |
|---------------|-------|----------|-----------|----------|
| 国债 | 70 | 0.52 | 13,677.60 | 7.46 |
| 地方政府债 | 599 | 4.47 | 35,755.00 | 19.49 |
| 同业存单 | 7,423 | 55.34 | 60,493.00 | 32.98 |
| 金融债 | 525 | 3.91 | 25,849.80 | 14.09 |
| 政策银行债 | 351 | 2.62 | 19,939.40 | 10.87 |
| 商业银行债 | 29 | 0.22 | 2,001.00 | 1.09 |
| 商业银行次级债券 | 35 | 0.26 | 1,036.00 | 0.56 |
| 保险公司债 | 2 | 0.01 | 135.00 | 0.07 |
| 证券公司债 | 60 | 0.45 | 1,668.80 | 0.91 |
| 证券公司短期融资券 | 39 | 0.29 | 718.60 | 0.39 |
| 其它金融机构债 | 9 | 0.07 | 351.00 | 0.19 |
| 企业债 | 268 | 2.00 | 3,256.50 | 1.78 |
| 一般企业债 | 268 | 2.00 | 3,256.50 | 1.78 |
| 集合企业债 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 |
| 公司债 | 1,351 | 10.07 | 14,156.01 | 7.72 |
| 一般公司债 | 449 | 3.35 | 6,918.53 | 3.77 |
| 私募债 | 902 | 6.72 | 7,237.48 | 3.95 |
| 中期票据 | 444 | 3.31 | 5,848.40 | 3.19 |
| 一般中期票据 (含PRN) | 444 | 3.31 | 5,848.40 | 3.19 |

| | | | | |
|-----------|---------------|---------------|-------------------|---------------|
| 集合票据 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 |
| 短期融资券 | 1,351 | 10.07 | 18,040.55 | 9.84 |
| 一般短期融资券 | 376 | 2.80 | 3,245.55 | 1.77 |
| 超短期融资券 | 975 | 7.27 | 14,795.00 | 8.07 |
| 定向工具 | 392 | 2.92 | 3,088.95 | 1.68 |
| 国际机构债 | 1 | 0.01 | 30.00 | 0.02 |
| 政府支持机构债 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 |
| 资产支持证券 | 968 | 7.22 | 2,954.38 | 1.61 |
| 交易商协会ABN | 13 | 0.10 | 33.68 | 0.02 |
| 证监会主管ABS | 138 | 1.03 | 1,345.84 | 0.73 |
| 银监会主管ABS | 809 | 6.03 | 1,512.75 | 0.82 |
| 可转债 | 10 | 0.07 | 200.52 | 0.11 |
| 可交换债 | 12 | 0.09 | 78.73 | 0.04 |
| 合计 | 13,414 | 100.00 | 183,429.43 | 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6月末，全国债券市场存量债券余额57.55万亿元，比年初增加9.07万亿元，存量规模继续保持平稳增长。

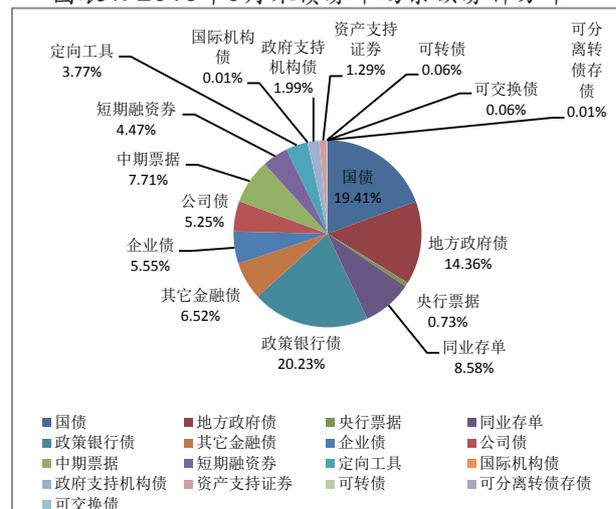
图表3. 2016年6月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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，2016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36.44万亿元，占比63.31%；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21.12万亿元，占比36.69%。

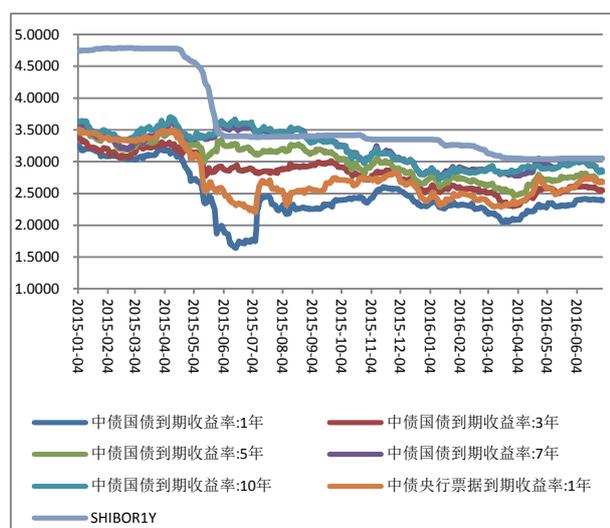
图表4. 2016年6月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2016年上半年，为应对经济下行压力，中国人民银行于2016年2月进行降准操作，自3月1日起普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。表现在债券市场收益率方面，2016年1、2月份，在债券市场供求关系相对平衡、市场主体对货币政策预期宽松、经济基础数据表现不佳以及机构配置需求释放等因素综合作用下，收益率小幅下行；3月末，呈企稳回升状态。二季度，不同期限国债收益率均有不同程度的回升，其中1年期国债收益率6月末由年初的2.09%上升至2.39%，上升30BP；3年、5年、7年和10年期国债收益率保持稳定，6月末与年初相比分别下降2BP、5BP、2BP和3BP。

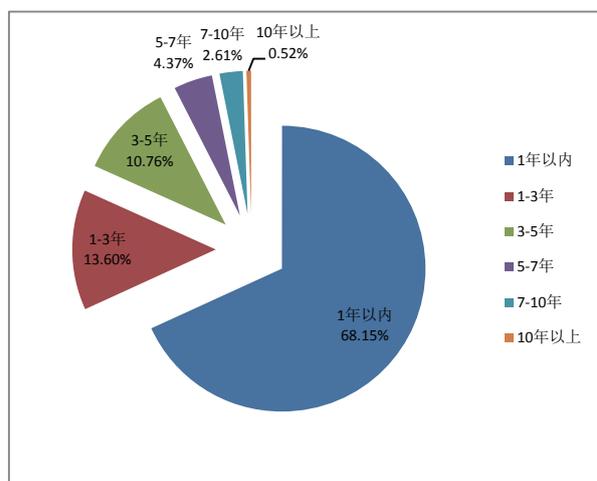
图表5. 债券市场重要收益率曲线



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68.15%，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13.60%、10.76%、4.37%、2.61%和0.52%，5年期以下债券合计占比92.51%。

图表6. 2016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

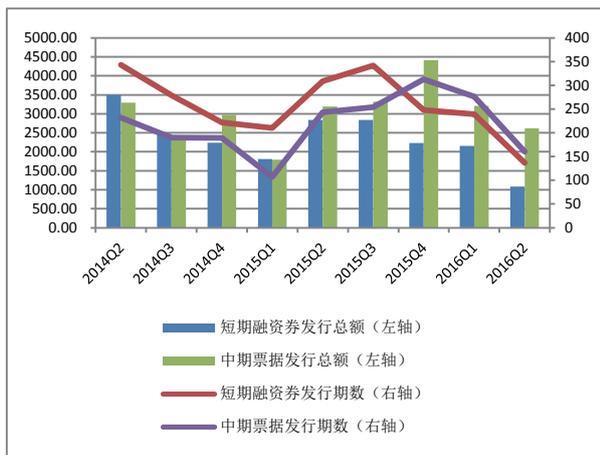
1. 非金融企业债务融资工具发行规模

2016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376期，同比下降27.55%；募集资金3245.55亿元，同比减少30.24%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行436期，同比上升24.57%；募集资金5825.40亿元，同比增加16.88%。定向工具共发行392期，同比下降20.97%；募集资金3088.95元，同比减少9.85%。超短期融资券共发行975期，同比上升58.79%；募集资金14795.00亿元，同比增加40.32%。

2016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。

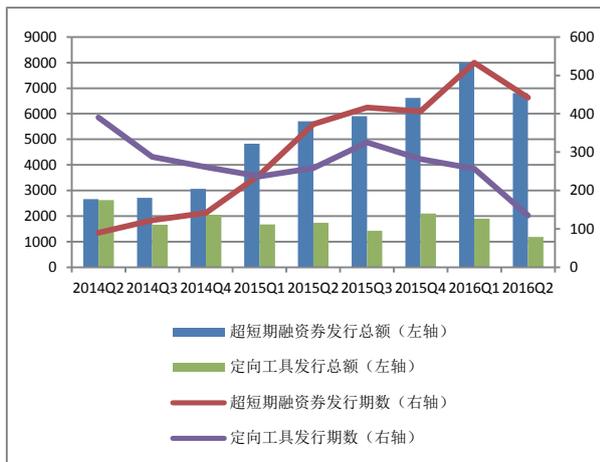
2016年2月，中国银行间市场交易商协会发布了新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》，放宽了发行超短融的门槛限制，取消了对超短融发行双评级之一满足AA、三年累计发行次数及金额等条件，受此影响，超短期融资券的发行主体进一步扩大，规模进一步增长。

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)

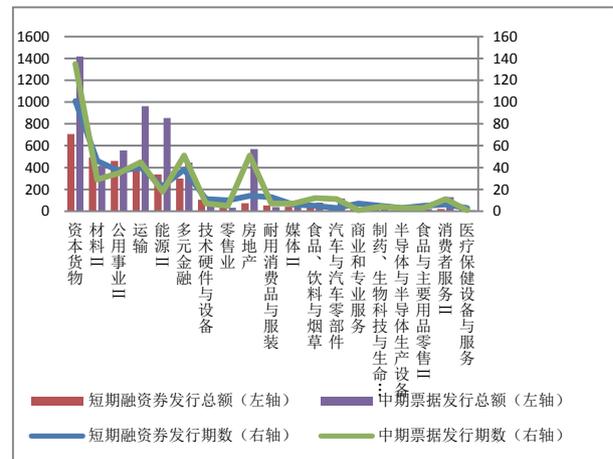


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

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，2016年上半年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。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82.39%和75.80%，在中期票据中合计占比分别为79.84%和71.79%，行业集中度较高。房地产行业在中期票据市场上继续保持稳定增长的势头，发债规模进一步扩大，占比进一步提高。2016年上半年，发行金额和发行期数在中期票据中合计占比分别为9.77%和11.70%。

图表9. 2016年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况 (亿元、期)



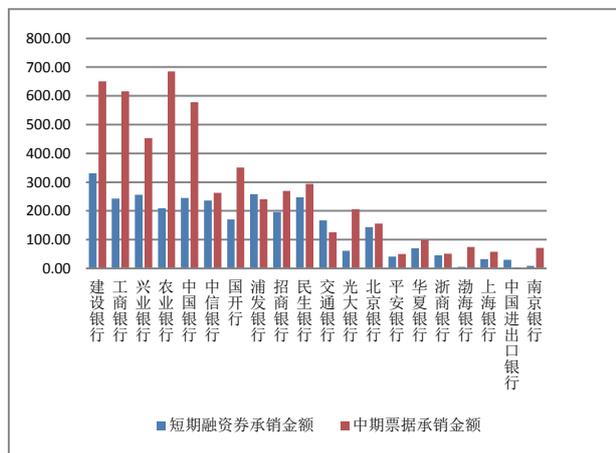
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2016年上半年，共有30家银行和13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，建设银行继续保持市场第一的位置，工商银行、兴业银行和农业银行紧随其后，中信、浦发、招商、

民生等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表10. 2016年上半年短期融资券和中期票据主要主承销商分布（亿元）



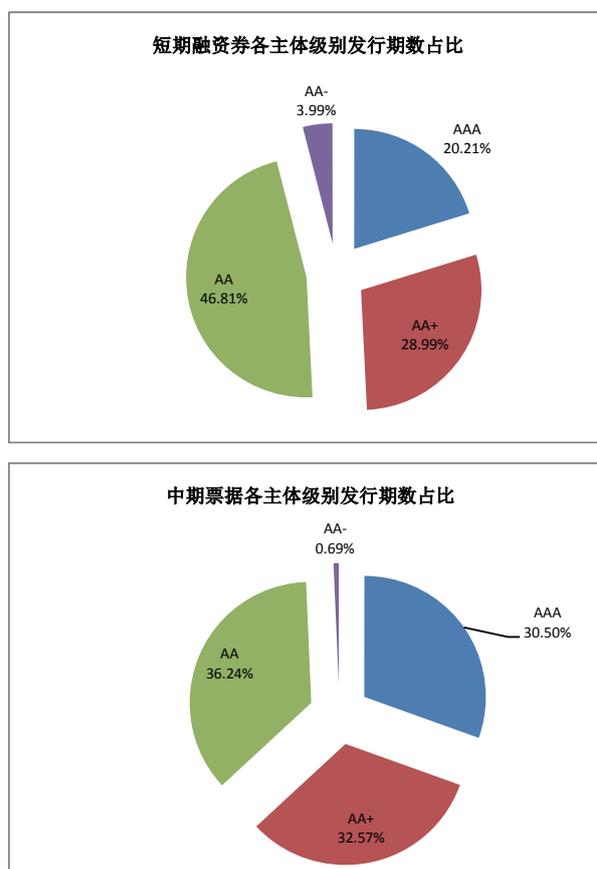
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级

2016年上半年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。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96.01%。A+及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，已退出债券市场。上半年短期融资券发行主体为AA-级的有15期，发行额合计42.70亿元，均为无担保债券。

2016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99.31%。上半年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有3期，发行额合计9.00亿元，其中1期为无担保债券，2期为外部担保债券。

图表11. 2016年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

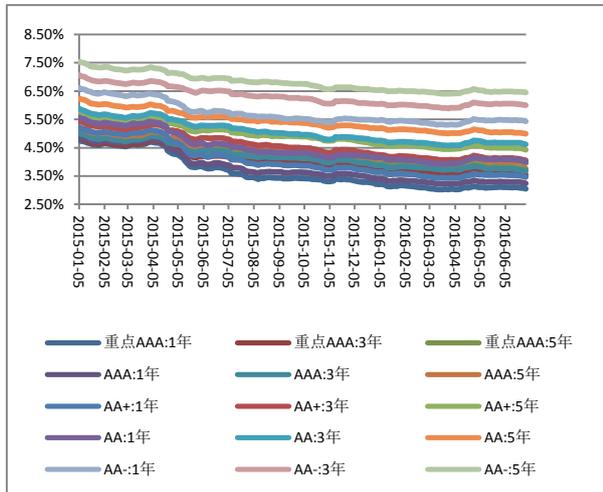


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2016年二季度银行间市场收益率小幅波动，但整体保持平稳，变动幅度较小，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3.39%，一季度末降为3.24%，二季度末与之持平，同年初相比下降15个BP；同期限AA级定价估值收益率年初为3.64%，一季季末为3.44%，二季度末升至4.00%，上升36BP。

图表12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



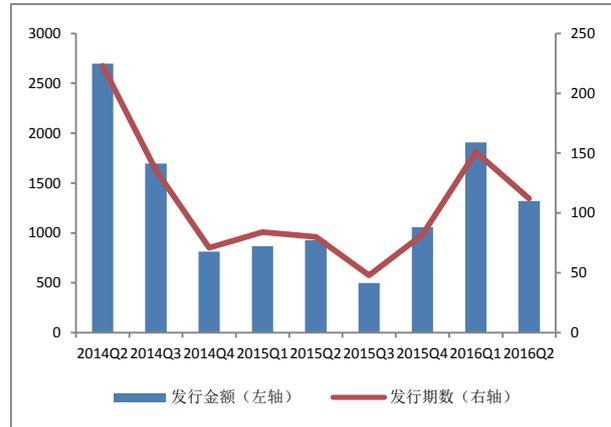
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2016年上半年，累计发行企业债券263期，同比上升60.37%；合计发行金额3228.00亿元，同比增加79.79%。2016年2月，发改委于官方网站发文《加强企业债券改革创新 支持重点领域重点项目融资》，文中肯定了企业债在直接融资中的作用，并表示将从四个方面推进企业债的发展：一是继续扩大企业债券发行规模，提高直接融资比重；二是进一步优化债券发行管理；三是扩大创新品种债券支持范围和发行规模；四是完善债券市场信用体系建设。这是继2015年政府出台多项放宽发债政策以来，又一项鼓励企业债发行的举措。因此，总体来看，城投企业未来的发债环境将会更加宽松，有望保持稳定增长。

图表13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

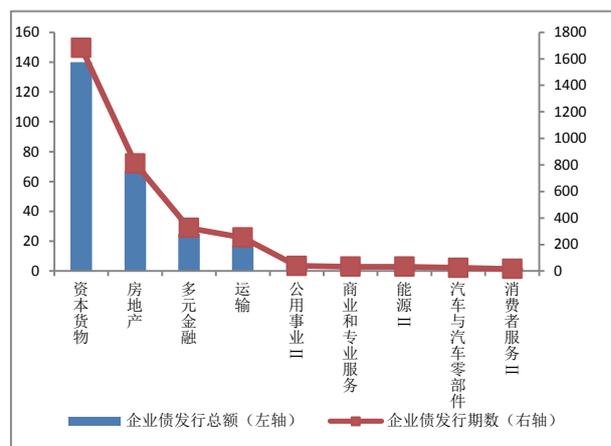


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2016年上半年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。在上半年发行的263期企业债中，其中有252期属于城投债，占比高达95.82%。

图表14. 2016年上半年企业债券发行行业分布（亿元、期）

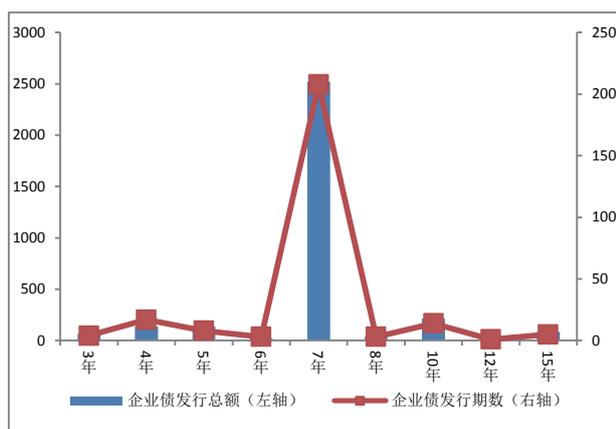


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

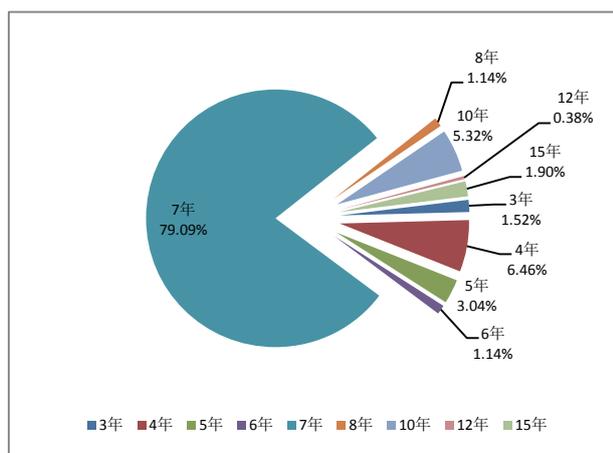
从企业债券的期限结构看，2016年上半年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为79.09%和78.08%；7年及以上债券合计占比分别为87.83%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

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. 2016年上半年企业债券各期限发行期数占比



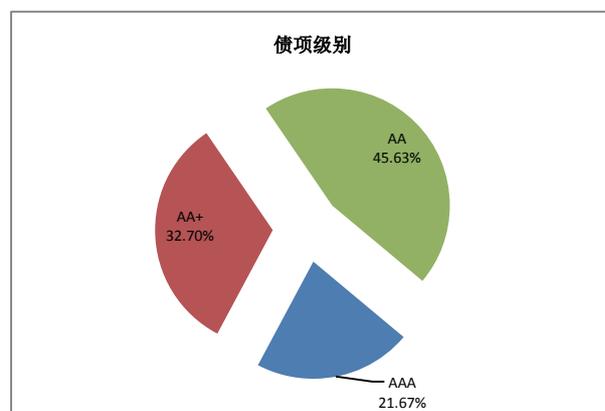
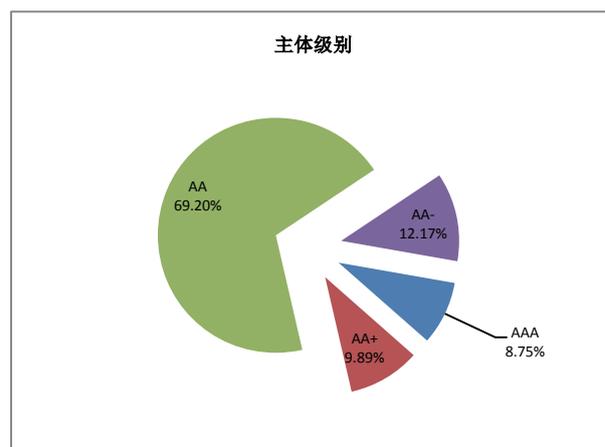
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2016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12.17%，AA级期数占比为69.20%，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45.63%，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）



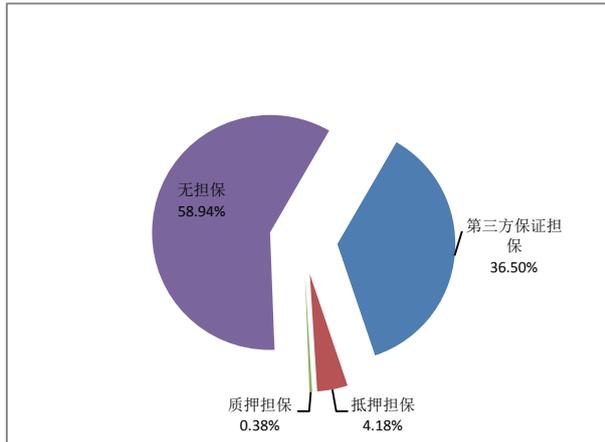
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2016年上半年发行的企业债券主要为无担保债券，占比为58.94%。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

36.50%，抵押担保债券为4.18%。

图表18. 2016年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）

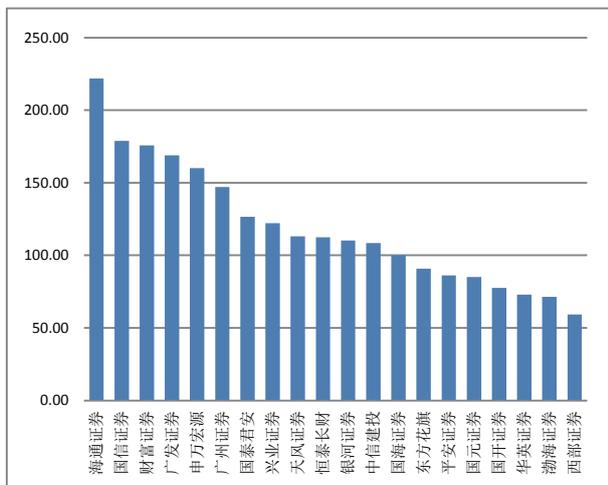


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

2016年上半年共有60家证券公司和1家银行（工商银行）参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，海通证券、国信证券、财富证券分列前三甲。海通证券后来居上，跃居首位，国信证券固定收益承销在上半年表现优异。

图表19. 2016年上半年企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

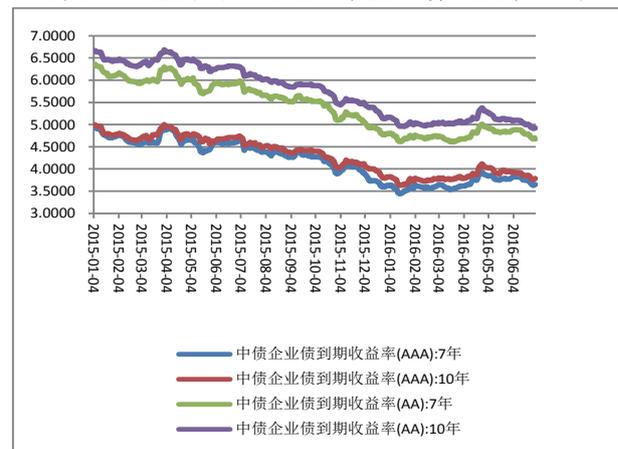


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

7. 发行利率分析

2016年上半年，企业债市场收益率曲线走势与总体市场收益率走势类似，先降后升。1-2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；3月开始回升，4月底达到上半年的顶峰，之后波动中趋于下降。6月末中债企业债AAA级7年期收益率升至3.65%，较年初上升1BP；AA级7年期收益率6月末为4.68%，较年初下降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

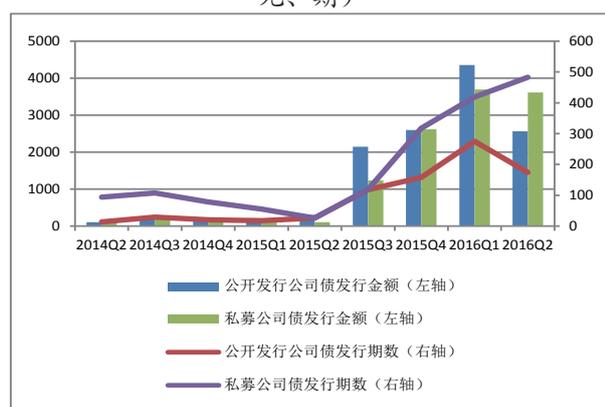
1. 发行规模

2016年上半年，交易所公司债公开发发行449期，同比大幅增加920.45%；发行金额6918.53亿元，同比增加1262.61%。交易所私募债发行902期，同比大幅上升1013.58%；发行金额7303.48亿元，同比增加3045.34%。

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公开发行情况（亿元、期）

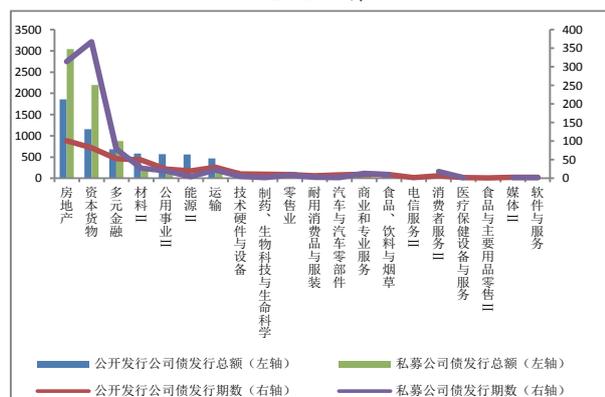


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2016年上半年公司债发行人主要分布在房地产、资本货物、多元金融、材料和公用事业等领域。其中，房地产仍为发行公司债券数量最多的行业。

图表22. 2016年上半年公司债发行所属行业分布（亿元、期）



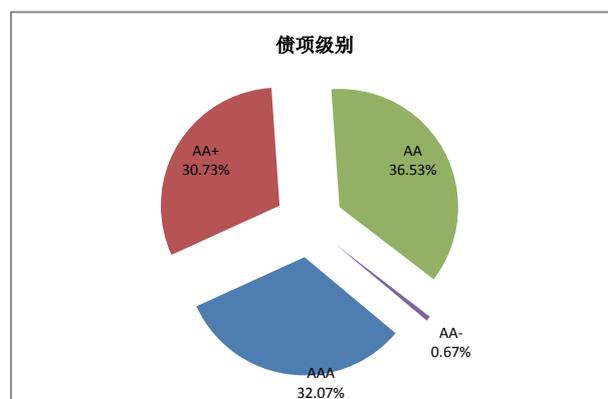
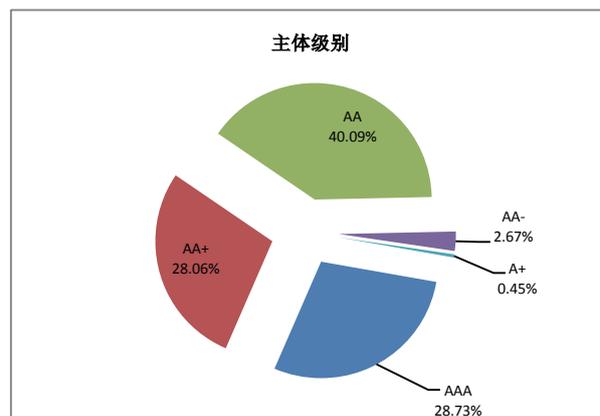
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2016年上半年发行的公司债的主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.45%、2.67%、40.09%、28.06%和28.73%。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0.67%、36.53%、30.73%和32.07%。

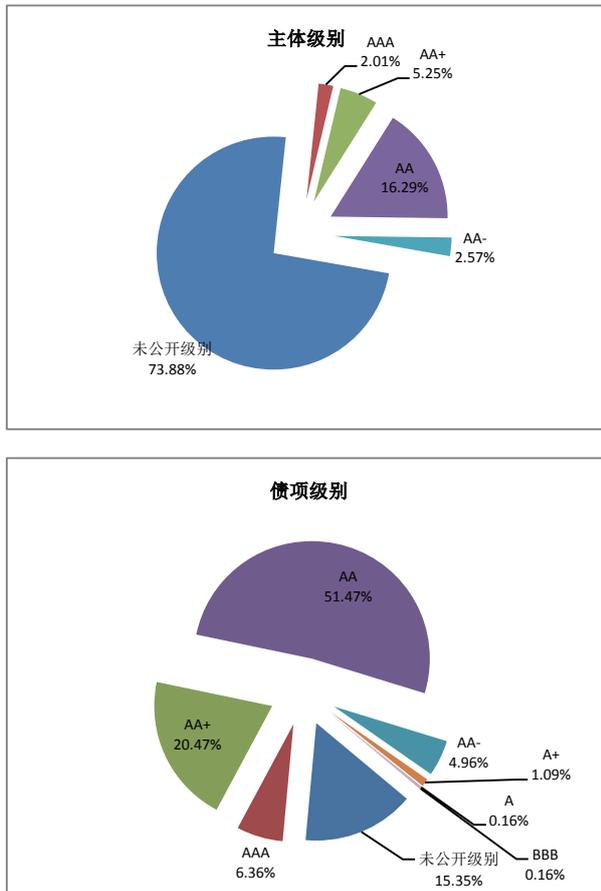
私募公司债已公开的主体信用等级包括A~AAA六个级别，并以AA级别为主；发行债项信用等级包括A~AAA六个级别，以AA及以上级别为主。

图表23. 2016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

图表24. 2016年上半年私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

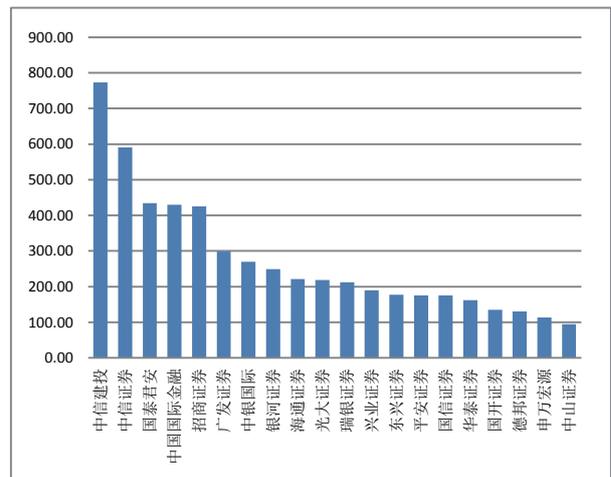


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2016年上半年共有62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，中心建设、中信证券和国泰君安排名前三。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