

# 2016年第三季度中国债券市场发行与评级研究

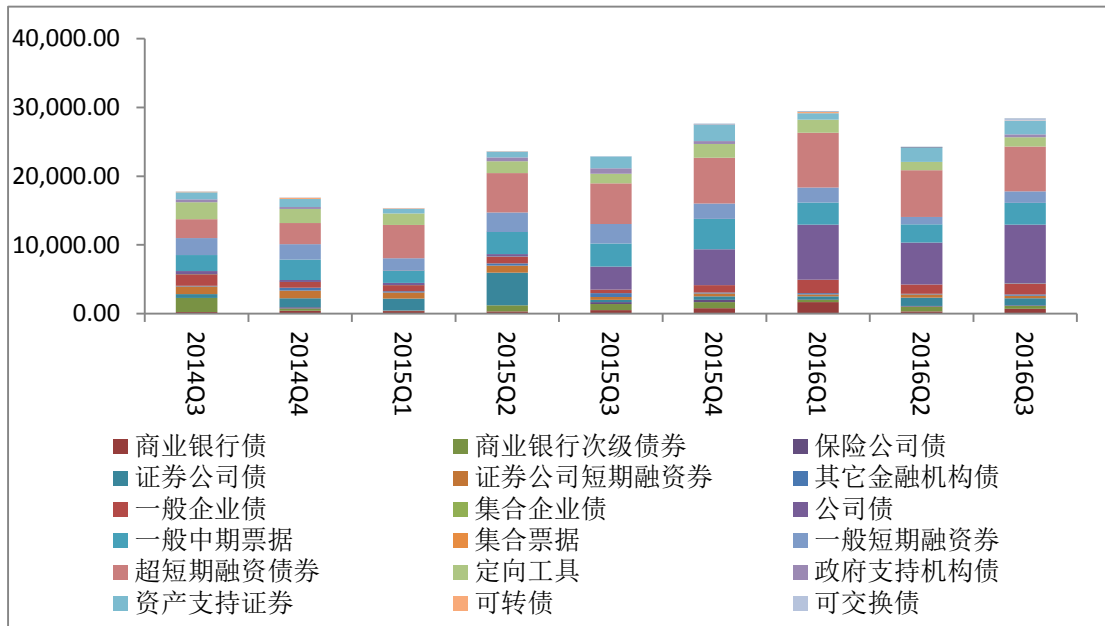
陈文沛、郭佩/文

## 一、债券市场总体发行情况

2016 年第三季度，我国经济总体运行稳中有进，但仍然面临较大的下行压力。其中，2016 年前三季度国内生产总值（GDP）同比增长 6.7%，连续三个季度保持 6.7% 的水平；具体分产业看，第一产业增加值 4.07 万亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 20.94 万亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 27.99 万亿元，增长 7.6%。居民消费价格（CPI）同比上涨 2.0%，其中 9 月份同比上涨 1.9%，涨幅比上月扩大 0.6 个百分点。规模以上工业增加值同比增长 6.0%，其中 9 月份同比增长 6.1%，较 8 月份回落 0.2 个百分点。固定资产投资（不含农户）42.69 万亿元，同比名义增长 8.2%（扣除价格因素实际增长 9.5%），增速比上半年回落 0.8 个百分点。整体来看，面对复杂严峻的国内外形势，我国第三季度 GDP 同比增速符合预期，经济企稳态势得以延续，“三去一降一补”取得了一定成效。2016 年第三季度，我国政府继续坚持积极的财政政策与稳健的货币政策，不断推动供给侧改革，以增强经济中长期发展韧性，并推进经济增长结构的转型优化。

2016 年第三季度，全国债券市场共发行各类债券 7881 期，发行金额合计 9.76 万亿元，同比增加 3.05 万亿元，同比增长 45.45%。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 6.92 万亿元，占同期债券募集总额的 70.90%，同比增长 56.92%，增长主要源自同业存单发行量的增加；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 2.84 万亿元，占同期债券募集总额的 29.10%，同比增长 24.02%，其增长主要得益于公司债和企业债发行规模的大幅增加；短期融资券和中期票据同比有所减少，但环比来看发行规模呈小幅增长态势；此外，这一季度新增了三只国际机构债，允许符合条件的外资机构可在国内发行人民币债券，此举将会提升中国资本账户的开放度，起到缓解人民币升值压力的作用。

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 年第三季度，信用产品细分券种一级市场发行情况有所变化，扭转了二季度的颓势。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）、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）、企业债和公司债等主要品种均呈现上升趋势，改变了二季度以来因债券二级市场违约情况频发，机构投资者风险偏好收紧而导致的发行量减少的局面。其中短期融资券发行期数和发行金额环比上涨 41.61%和 54.34%，中期票据环比上涨 61.25%和 22.03%，企业债环比上涨 17.86%和 14.57%，公司债环比上涨 59.77%和 57.02%。

利率债市场方面，上半年全国地方政府债发行支数达到 599 支，发行额为 3.58 万亿元，接近 2015 年全年 3.8 万亿元的发行水平，但第三季度增速放缓，由第二季度的 199.33%下降至-33.41%。截至 9 月末全国各地共发行地方政府债券 898 支，发行规模突破 5 万亿元。此外，同业存单发行规模继续保持增长态势，不过增速已经放缓，井喷趋势渐渐平息。

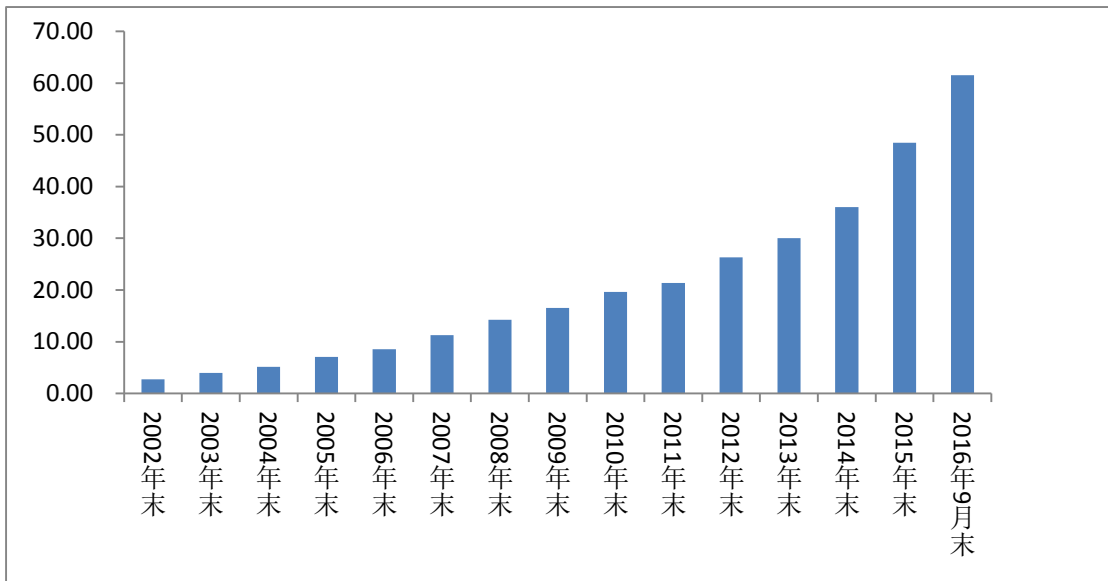
图表 2. 2016 年第三季度主要债券产品发行情况

| 类别            | 发行支数  | 支数比重(%) | 发行额(亿元)   | 面额比重 (%) |
|---------------|-------|---------|-----------|----------|
| 国债            | 42    | 0.53    | 10,419.30 | 10.68    |
| 地方政府债         | 299   | 3.79    | 15,084.41 | 15.46    |
| 同业存单          | 4,534 | 57.53   | 36,099.60 | 37.00    |
| 金融债           | 255   | 3.24    | 10,364.30 | 10.62    |
| 政策银行债         | 149   | 1.89    | 7,584.00  | 7.77     |
| 商业银行债         | 19    | 0.24    | 686.00    | 0.70     |
| 商业银行次级债券      | 12    | 0.15    | 418.00    | 0.43     |
| 保险公司债         | 2     | 0.03    | 90.00     | 0.09     |
| 证券公司债         | 45    | 0.57    | 1,046.30  | 1.07     |
| 证券公司短期融资券     | 17    | 0.22    | 378.00    | 0.39     |
| 其它金融机构债       | 11    | 0.14    | 162.00    | 0.17     |
| 企业债           | 139   | 1.76    | 1,592.20  | 1.63     |
| 一般企业债         | 138   | 1.75    | 1,566.20  | 1.61     |
| 集合企业债         | 1     | 0.01    | 26.00     | 0.03     |
| 公司债           | 889   | 11.28   | 8,573.25  | 8.79     |
| 一般公司债         | 278   | 3.53    | 4,026.18  | 4.13     |
| 私募债           | 611   | 7.75    | 4,547.07  | 4.66     |
| 中期票据          | 258   | 3.27    | 3,191.50  | 3.27     |
| 一般中期票据（含 PRN） | 258   | 3.27    | 3,191.50  | 3.27     |
| 短期融资券         | 695   | 8.82    | 8,194.40  | 8.40     |
| 一般短期融资券       | 194   | 2.46    | 1,678.70  | 1.72     |
| 超短期融资券        | 501   | 6.36    | 6,515.70  | 6.68     |
| 定向工具          | 195   | 2.47    | 1,330.50  | 1.36     |
| 国际机构债         | 3     | 0.04    | 65.00     | 0.07     |
| 政府支持机构债       | 4     | 0.05    | 400.00    | 0.41     |
| 资产支持证券        | 545   | 6.92    | 1,999.88  | 2.05     |
| 证监会主管 ABS     | 67    | 0.85    | 717.73    | 0.74     |
| 银监会主管 ABS     | 478   | 6.07    | 1,282.15  | 1.31     |
| 可转债           | 1     | 0.01    | 12.00     | 0.01     |
| 可交换债          | 22    | 0.28    | 228.14    | 0.23     |
| 合计            | 7,881 | 100.00  | 97,554.48 | 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 9 月末，全国债券市场存量债券余额 61.53 万亿元，比年初增加 13.05 万亿元。

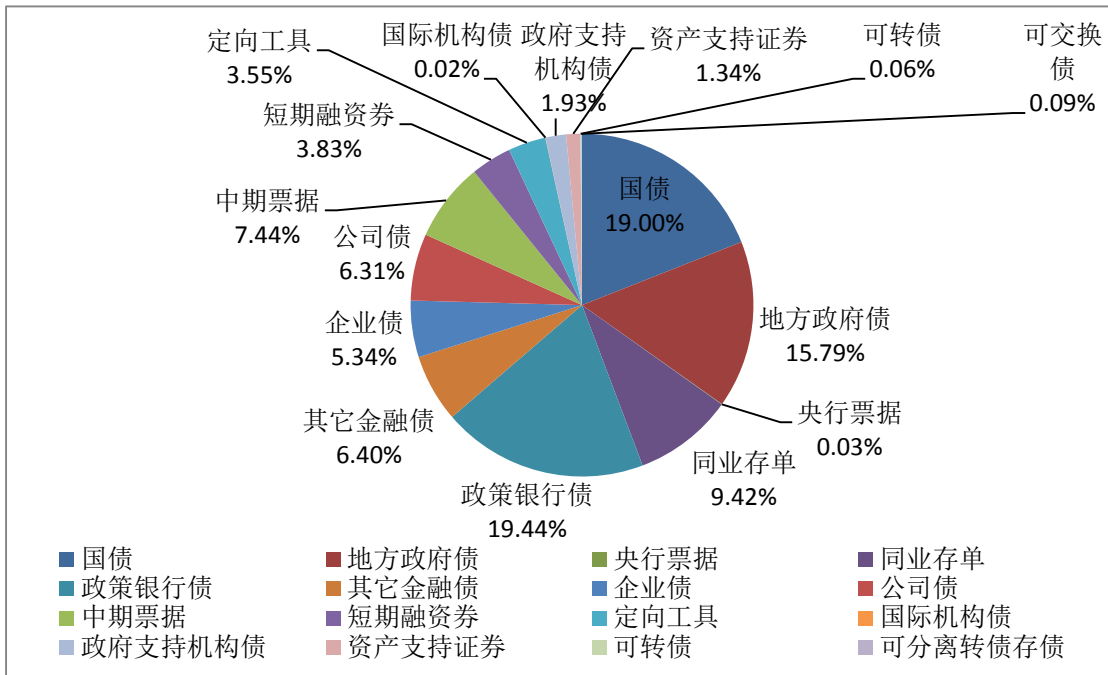
图表 3. 2016 年 9 月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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，2016 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 39.19 万亿元，占比 63.69%；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 22.34 万亿元，占比 36.31%。

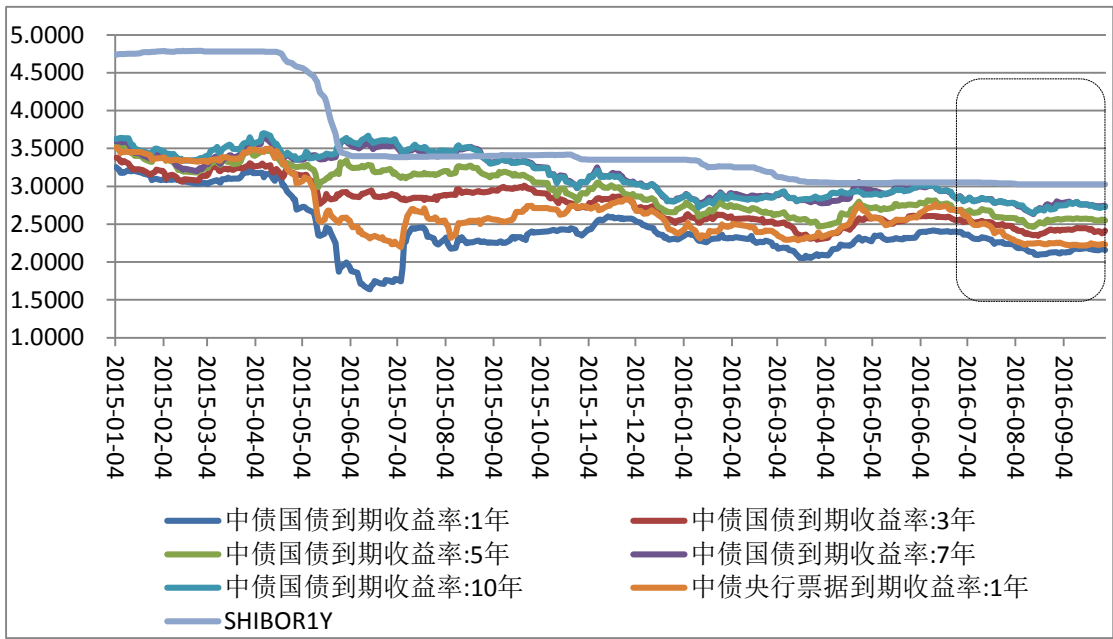
图表 4. 2016 年 9 月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

今年以来，债券市场违约事件频发，“刚性兑付”被打破，投资者纷纷避险，寻求稳定的投资工具，使得部分风险偏好较低的资金流入利率债市场，国债市场因此供不应求。具体表现为两个阶段，7月初至8月中旬，由于受7月份经济数据表现欠佳，社会融资规模和信贷投放量降低，债券市场增速放缓等诸多原因影响，债券市场收益率普遍下行，部分期限利率债收益率连破多年新低。从8月中旬数据来看，1年期国债收益率由6月末的2.39%跌至2.10%，下降29个BP，3年期、5年期和7年期国债收益率同6月末相比则分别下降19BP、21BP和19BP。10年期国债收益率则跌破2.7%，降至2.67%，创近年来新低。8月下旬至9月末，国债发行量继续增加，社会融资规模扩大，14天逆回购常态化。债券市场收益率大多数呈企稳回升状态，但9月末数据与6月末相比，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期均有不同程度的下降，分别为23BP、14BP、14BP、11BP和11BP。

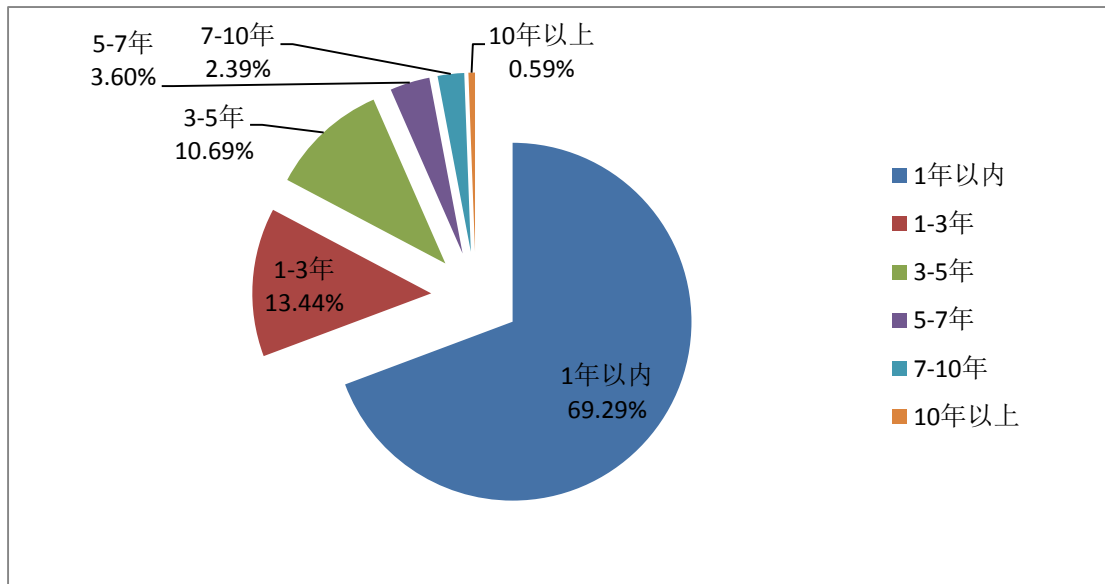
图表 5. 债券市场重要收益率曲线



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 69.29%，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 13.44%、10.69%、3.60%、2.39%和 0.59%，5 年期以下债券合计占比 93.42%。

图表 6. 2016 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

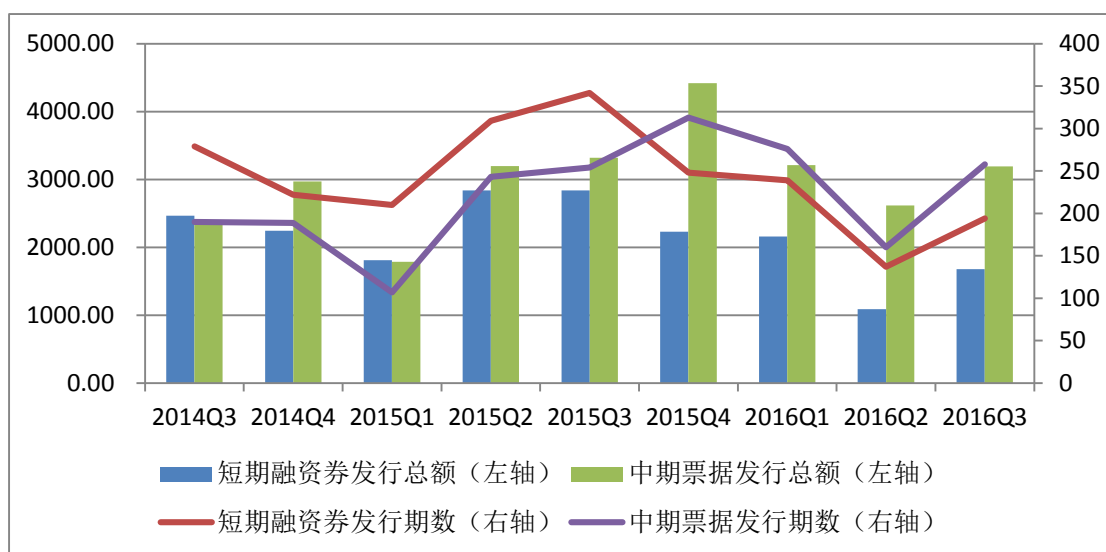
## 二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

### （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

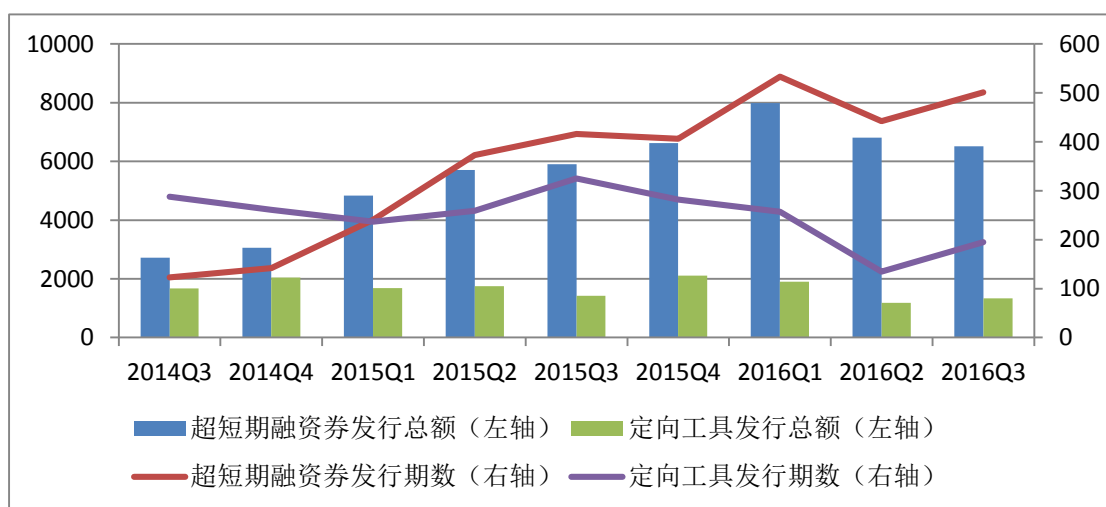
2016 年第三季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行 194 期，同比减少 43.28%；募集资金 1678.70 亿元，同比下降 40.91%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行 258 期，同比减少 1.57%；募集资金 3191.50 亿元，同比下降 3.92%。定向工具共发行 195 期，同比减少 40%；募集资金 1330.50 元，同比下降 6.63%。超短期融资券共发行 501 期，同比增长 20.43%；募集资金 6515.70 亿元，同比增长 10.31%。尽管同比数据表现不佳，但短期融资券、中期票据、定向工具和超短期融资券的发行规模同第二季度相比均有所增长，呈企稳回升状态。

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）

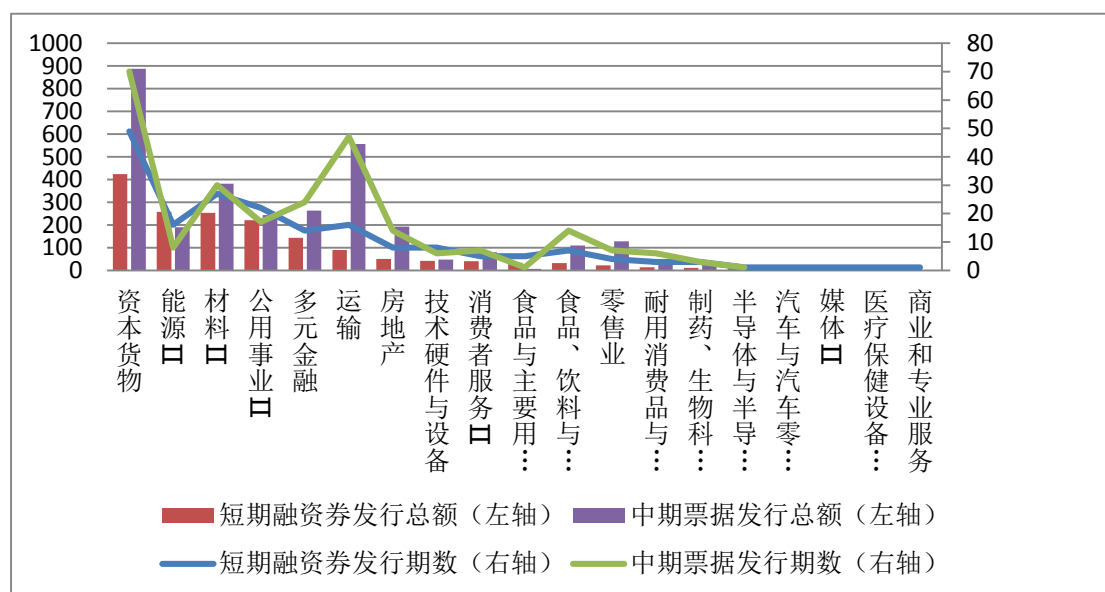


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## 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 年第三季度短期融资券发行人涉及 22 大行业，中期票据发行人涉及 17 大行业，都主要分布于资本货物、材料、公用事业、能源、运输和多元金融等领域，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 82.76%和 74.23%，在中期票据中合计占比分别为 79.05%和 75.97%，行业集中度较高。

图表 9. 2016 年第三季度短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



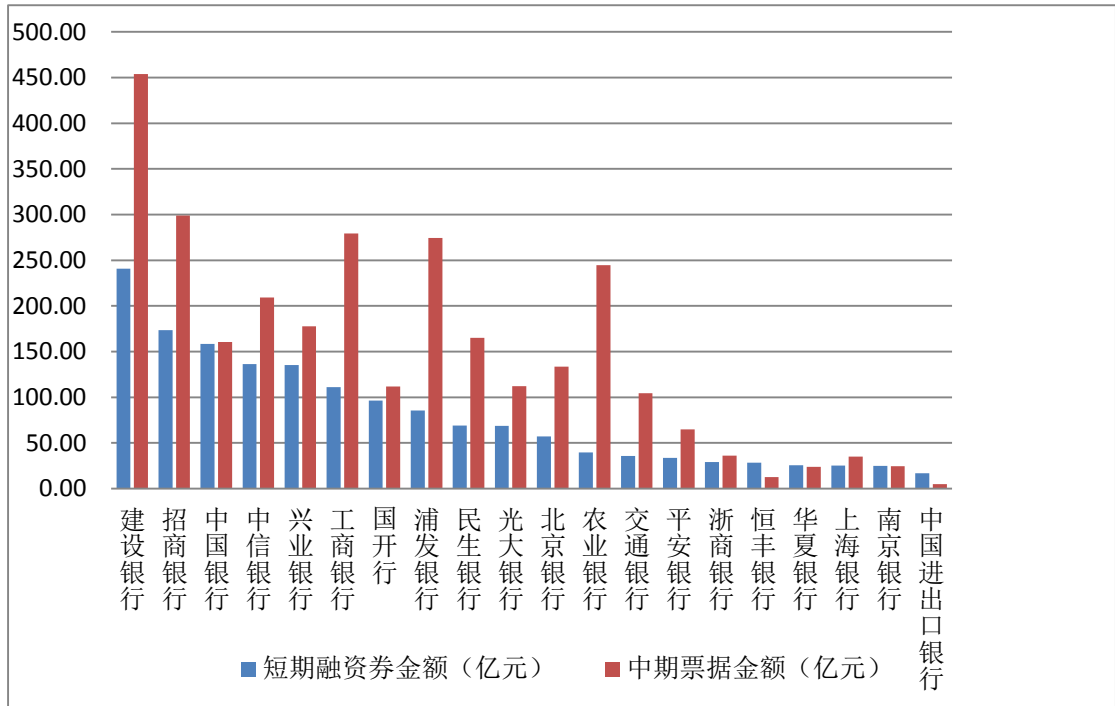
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## 3. 主承销商分布

2016 年第三季度，共有 28 家银行和 14 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，招商银行和中国银行紧随其后，中信银行超过兴业银行跃居第四位，招商银行、中信银行、浦发银行、民生银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。



图表 10. 2016 年第三季度短期融资券和中期票据主要主承销商分布（亿元）



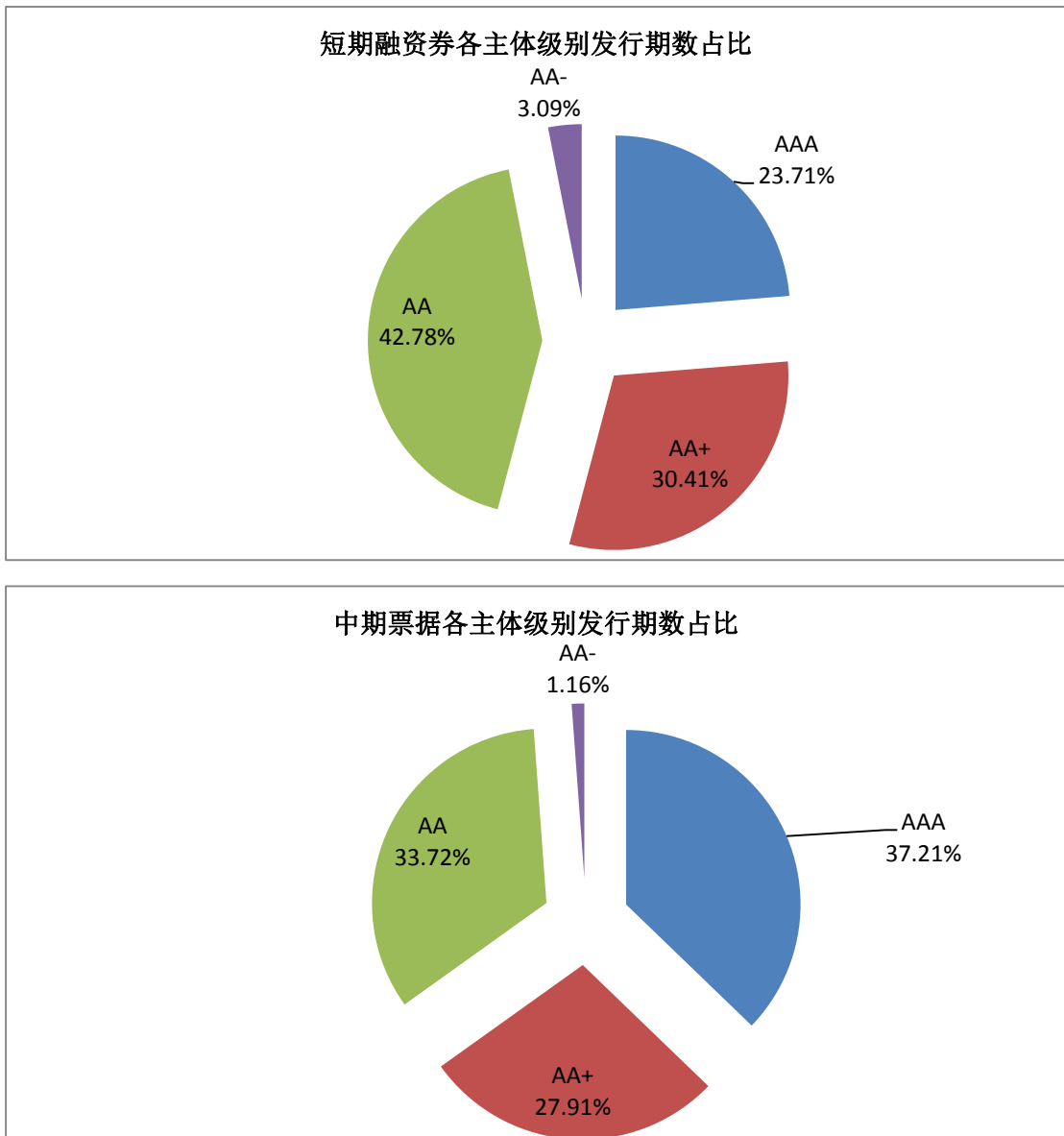
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

#### 4. 信用等级

2016 年第三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。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 96.91%。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。第三季度短期融资券发行主体为 AA-级的仅 6 期，发行额合计 13.30 亿元，均为无担保债券。

2016 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 98.84%。第三季度新发行的中期票据主体级别为 AA-级的有 3 期，发行额合计 16.00 亿元，其中 2 期为无担保债券，1 期为外部担保债券。

图表 11. 2016 年第三季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况

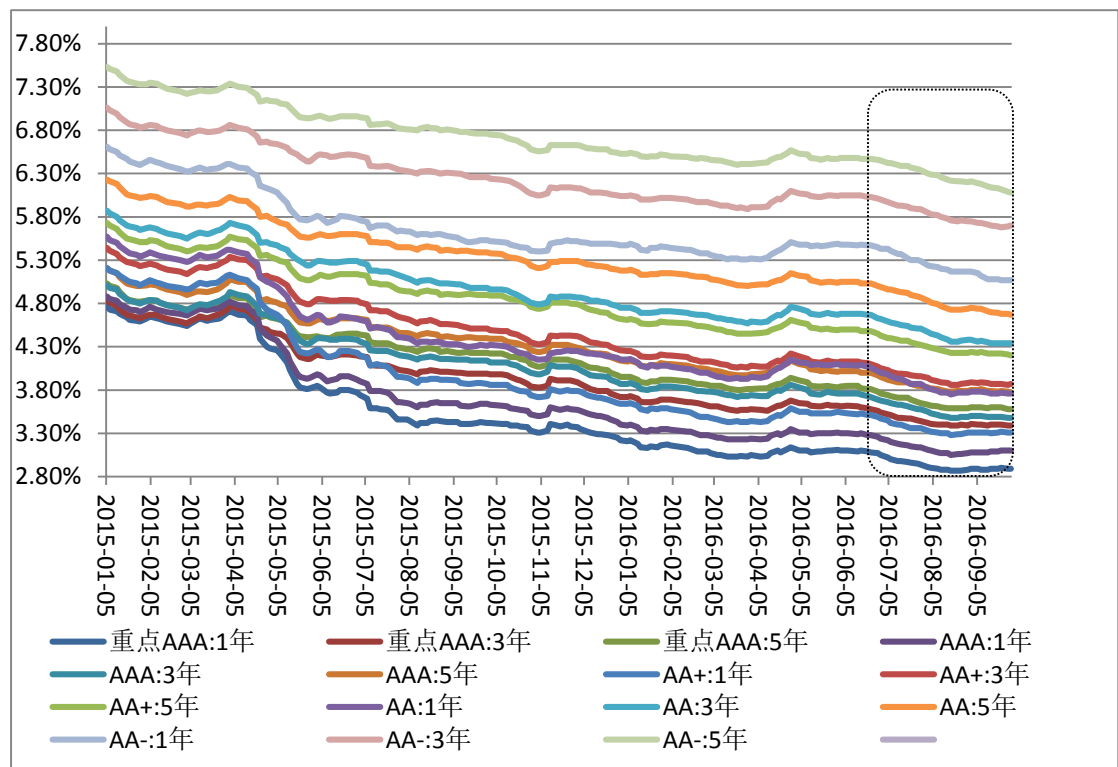


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

### 5. 发行利率

2016 年第三季度银行间市场收益率在经历了第二季度的小幅波动后, 7 月初开始陡峭下行, 与债券市场收益率契合。8 月初高级别定价估值收益率减速放缓, 略有回升, 但整体呈下降趋势。较低级别定价估值收益率则继续保持下行趋势。具体来看, 银行间 1 年期的 AAA 级定价估值收益率由 6 月末的 3.24% 降至 9 月末的 3.10%, 下降 14 个 BP; 同期限 AA 级定价估值收益率由 6 月末的 4.00% 降至 3.76%, 下降 24 个 BP。

图表 12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



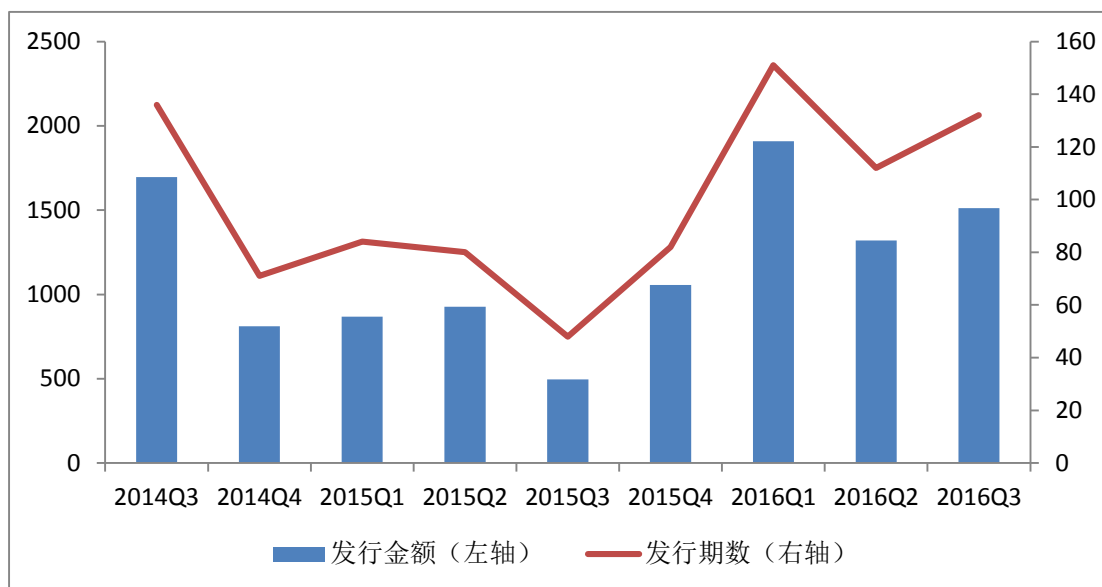
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## （二）企业债券市场分析

### 1. 发行规模

2016 年第三季度，累计发行企业债券（不含集合企业债）132 期，同比增加 175.00%；发行金额 1512.20 亿元，同比增长 204.88%，与第二季度发行量和发行规模相比有所回升。继续受政府放宽发债政策的影响，城投企业未来的发债环境将会更加宽松，规模有望进一步扩大。

图表 13. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

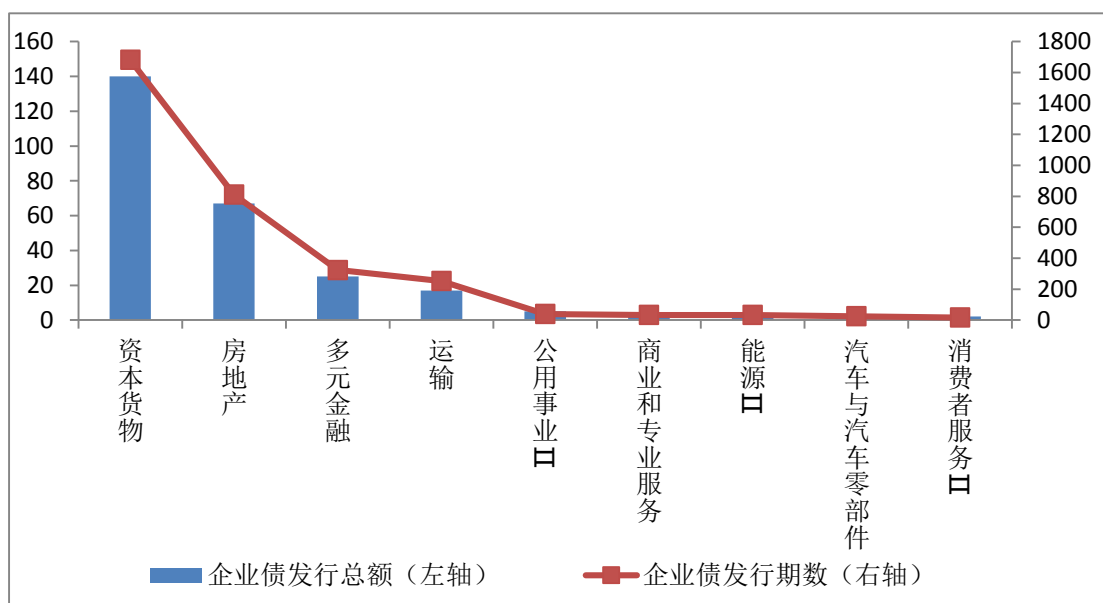


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看, 2016 年第三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。在第三季度发行的 132 期企业债中, 其中有 124 期属于城投债, 占比高达 93.94%。

图表 14. 2016 年第三季度企业债券发行行业分布（亿元、期）

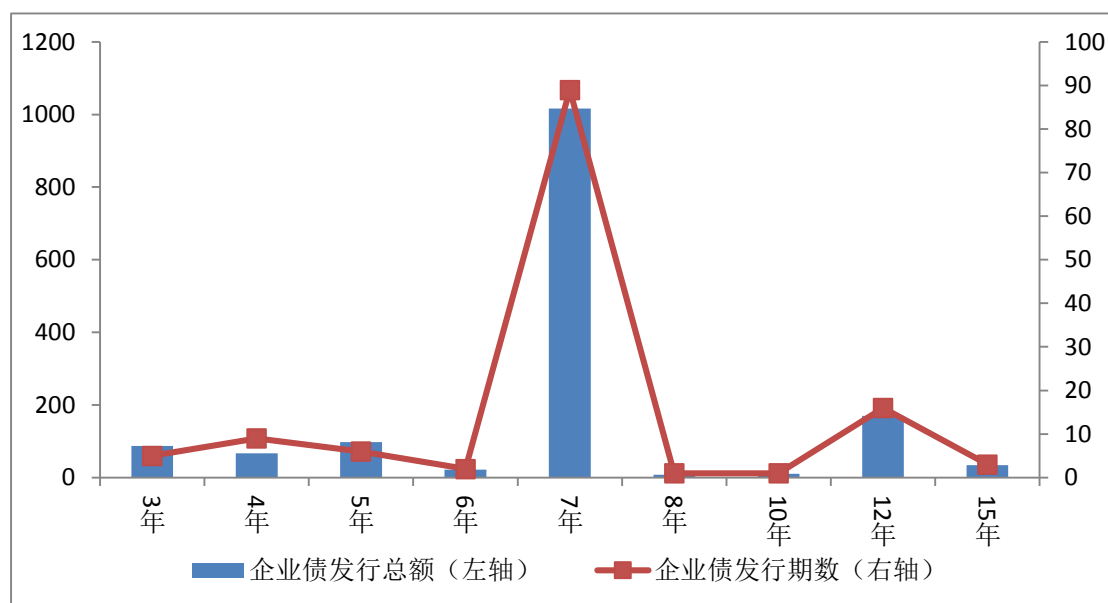


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

### 3. 发行期限结构

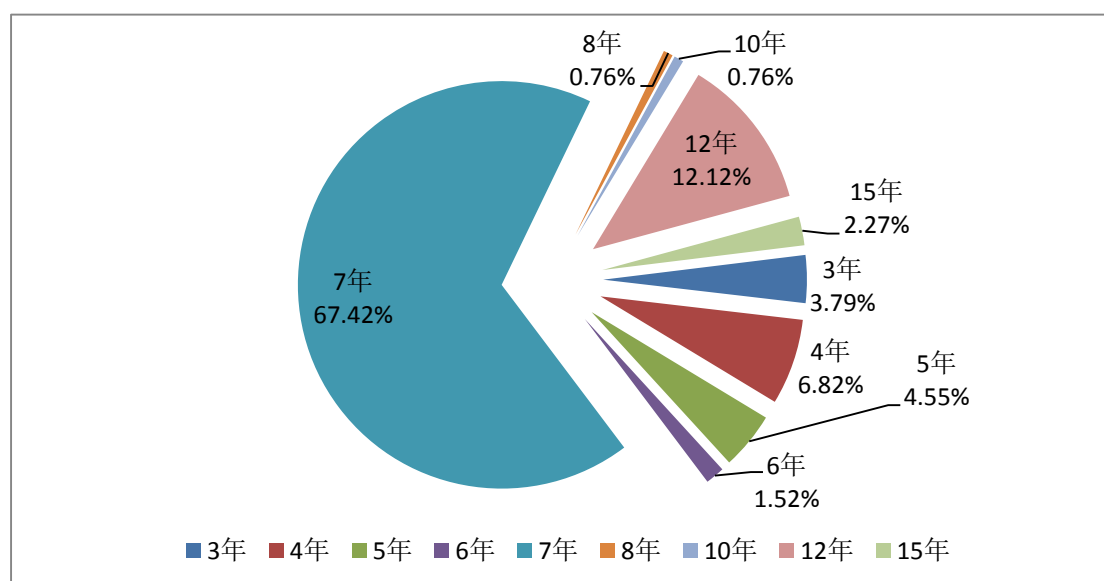
从企业债券的期限结构看,2016 年第三季度发行的企业债券以 7 年期为主,期数和金额占比分别为 67.42%和 67.24%; 7 年及以上债券合计占比分别为 83.33%和 81.92%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设,债券期限一般较长。

图表 15. 2016 年第三季度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

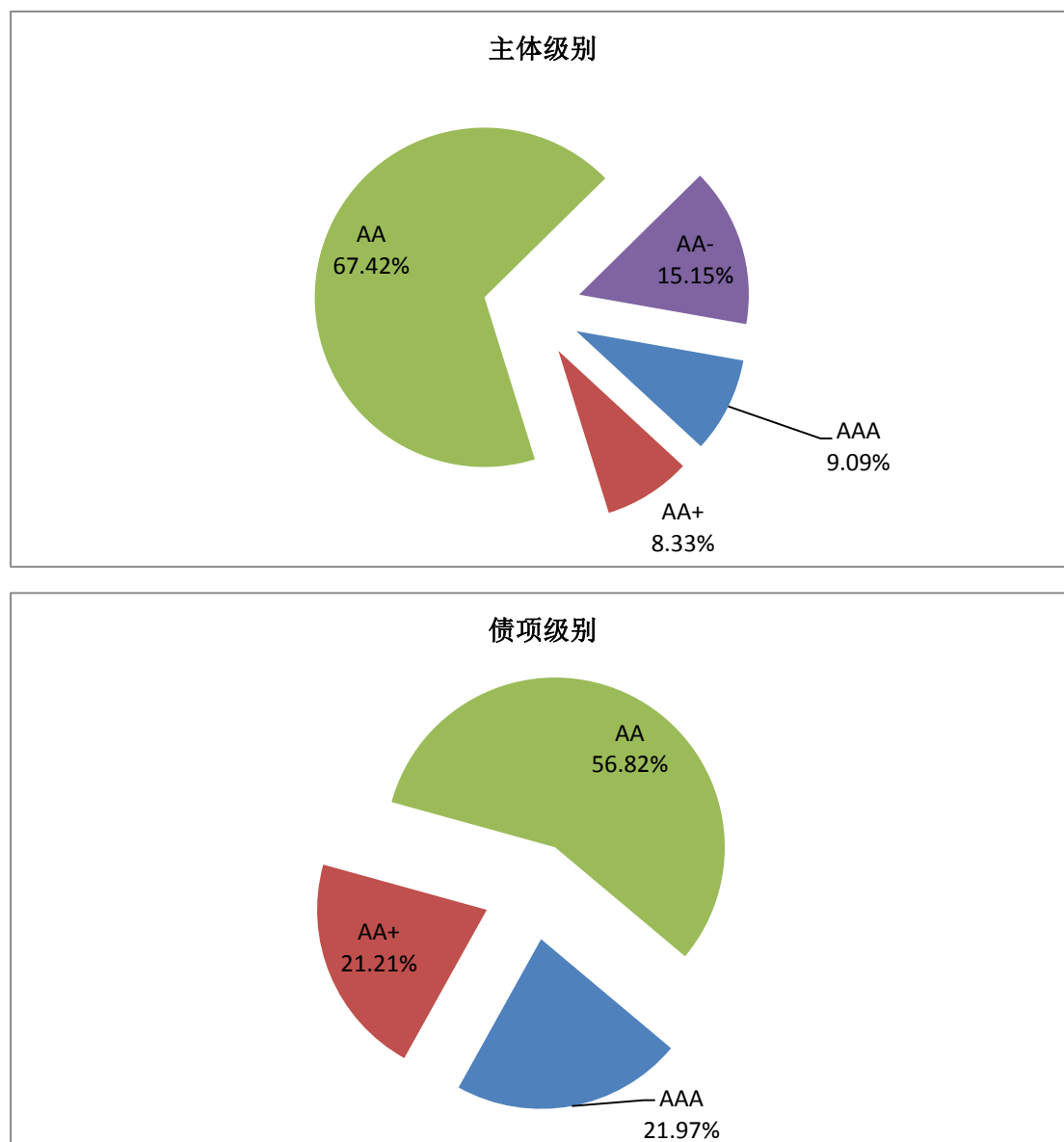


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

#### 4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2016 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 15.15%，AA 级期数占比为 67.42%。发行债项信用等级最低为 AA 级，占比为 56.82%，说明主体 AA-级发行人均采用了信用增级措施，因此发行的企业债中没有债项 AA-级的债券。

图表 17. 2016 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）



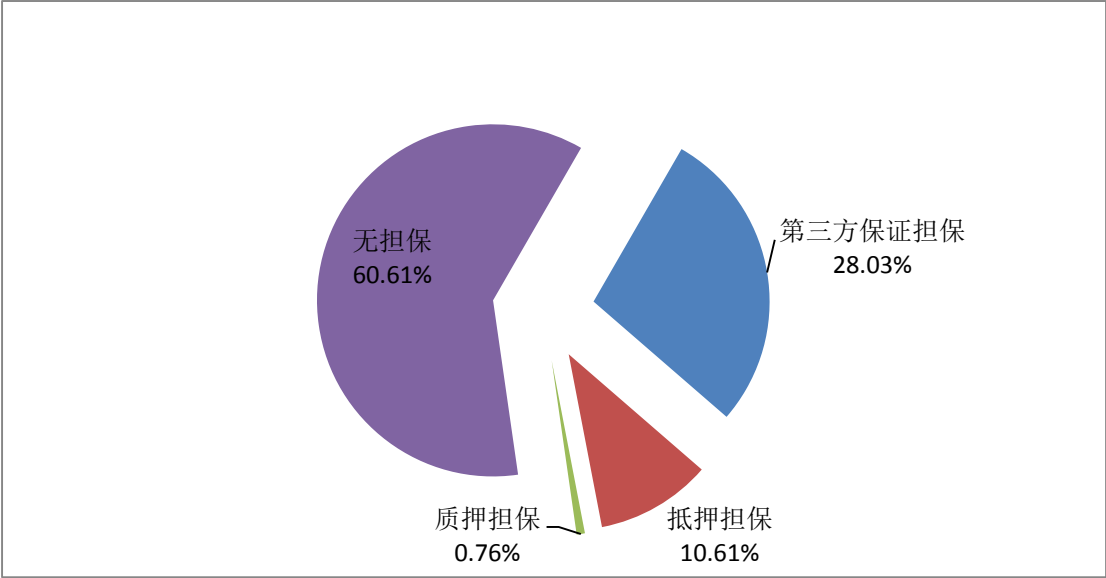
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

#### 5. 增信方式

2016 年第三季度发行的企业债券仍以无担保债券为主，占比为 60.61%，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 28.03%，抵押担保债券为 10.61%。

图表 18. 2016 年第三季度企业债券增信方式分布（按发行期数）

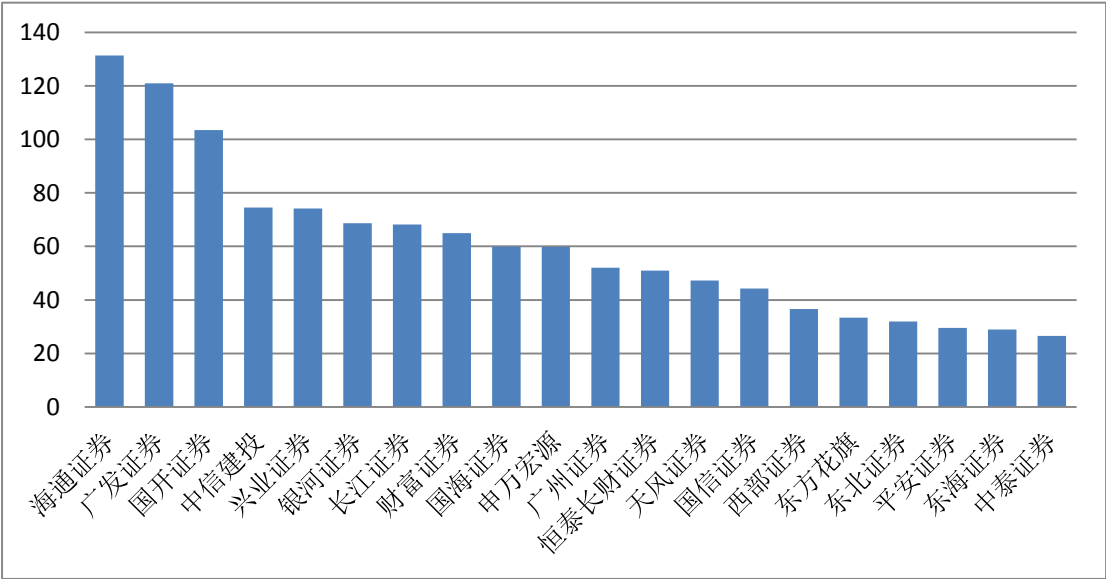


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

2016 年第三季度共有 51 家证券公司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、广发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，海通证券后来居上，跃居首位。

图表 19. 2016 年第三季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

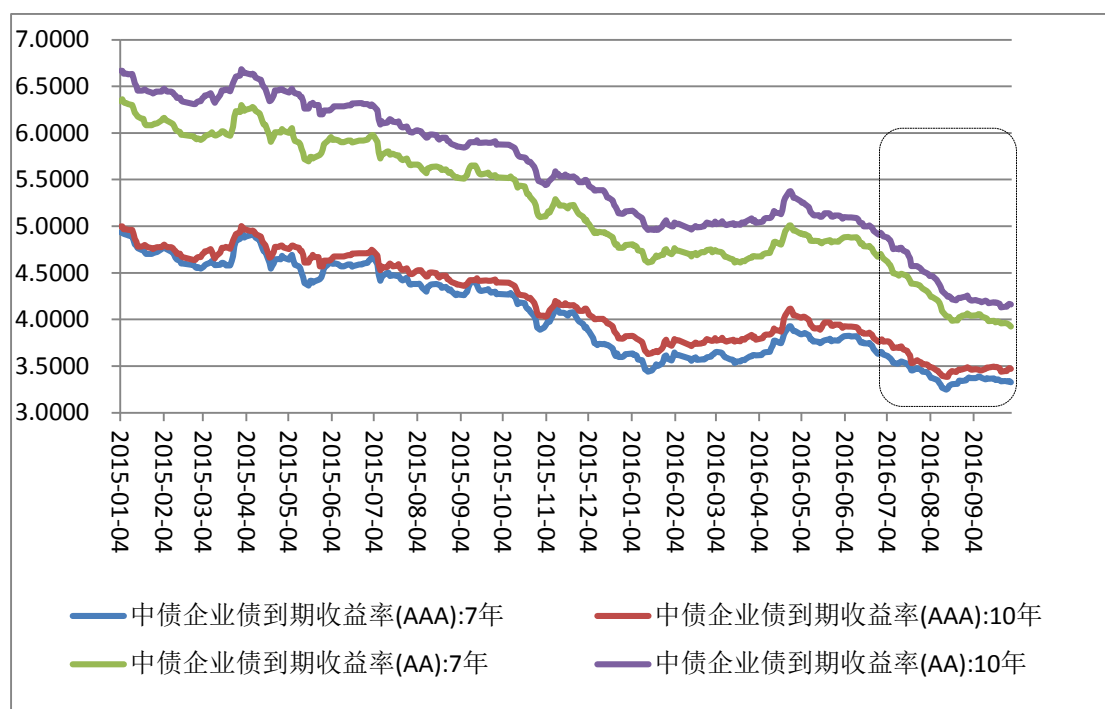


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## 7. 发行利率分析

2016 年第三季度，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合。7 月初，表现为陡峭下行，至 8 月中旬下降速度减缓，开始小幅回升，但与上季度相比，总体呈现下降趋势。同 6 月末相比，9 月末中债企业债 AAA 级、7 年期收益率由 3.65% 降至 3.33%，下降 32 个 BP；AA 级、7 年期收益由 4.68% 降至 3.93%，下降 75 个 BP。

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<sup>1</sup>市场分析

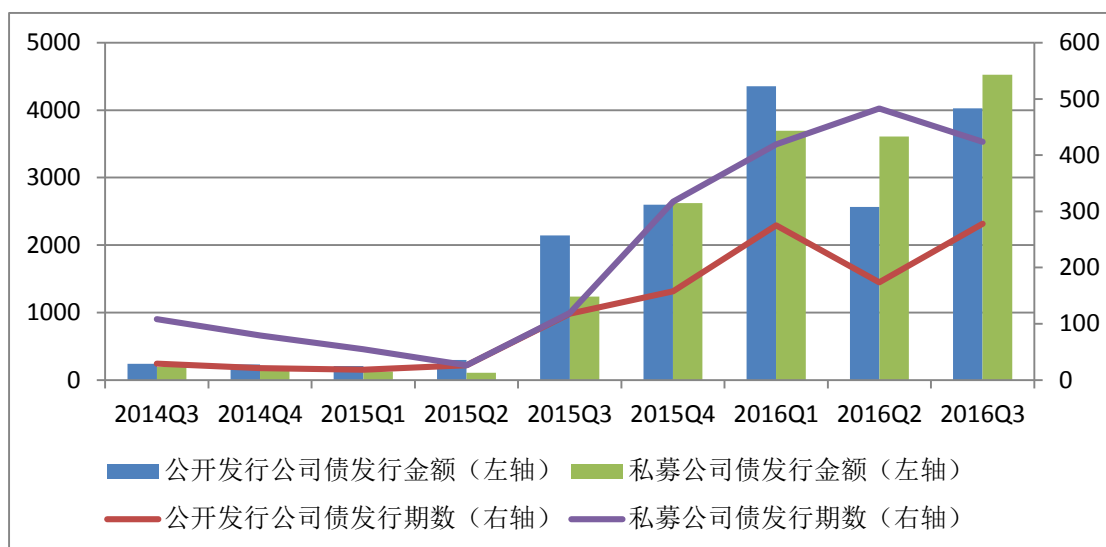
#### 1. 发行规模

2016 年第三季度，交易所公司债公开发行 278 期，同比大幅增加 135.59%，环比增加 59.77%；发行金额 4026.18 亿元，同比增长 87.99%，环比增长 57.02%。交易所私募债发行 424 期，同比增加 256.30%，环比减少 12.22%；发行金额 4523.13 亿元，同比增长 266.30%，环比增长 25.32%。在经历了第二季度的冲击后，公司债的市场规模重新开始放量增长，私募债发行期数虽略有减少，但发行金额仍然呈现上涨趋势。

<sup>1</sup> 这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。



图表 21. 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）

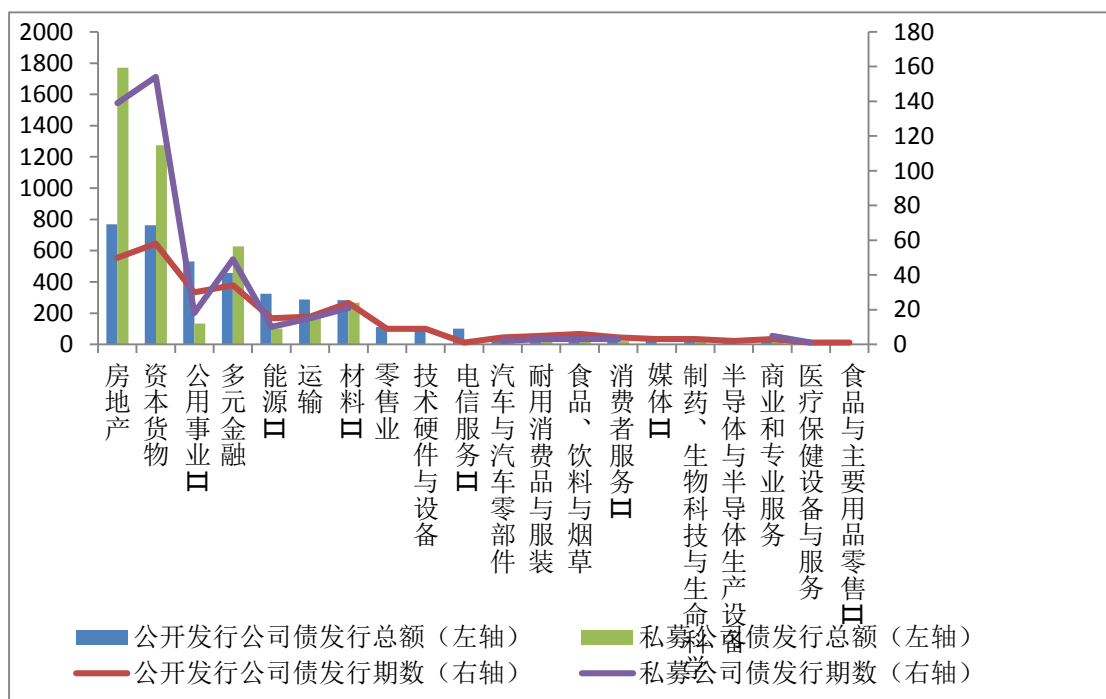


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从所属行业看，2016 年第三季度公司债发行人主要分布在房地产、资本货物、公用事业和多元金融等领域。其中，房地产仍为发行公司债券数量最多的行业。

图表 22. 2016 年第三季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）

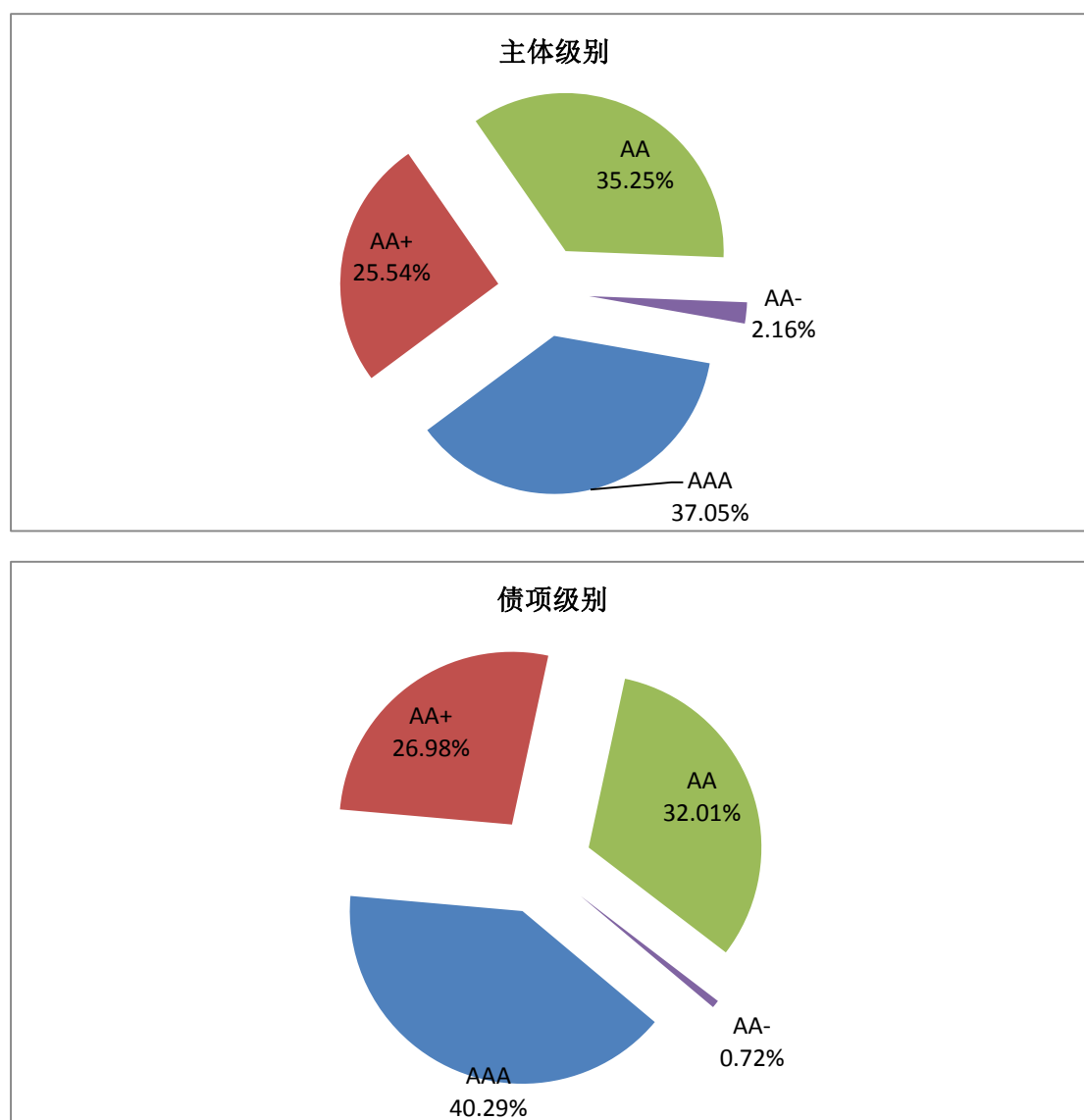


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 3. 信用等级分布

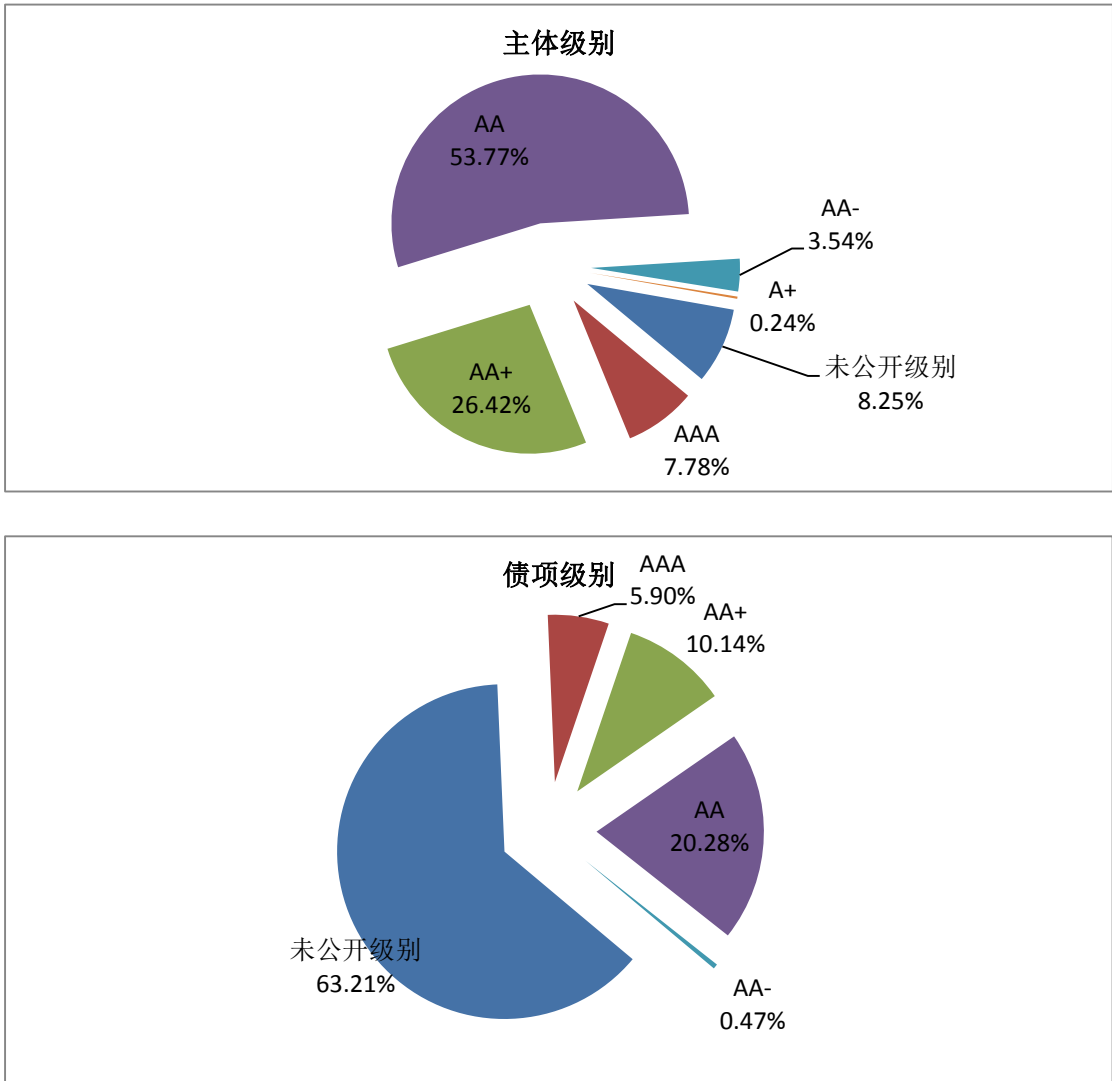
从信用等级分布来看，2016 年第三季度公开发行人公司债的主体信用等级包括 AA-、AA、AA+和 AAA 四个级别，期数占比分别为 2.16%、35.25%、25.54%和 37.05%；发行债项信用等级包括 AA-、AA、AA+和 AAA 等四个级别，期数占比分别为 0.72%、32.01%、26.98%和 40.29%。私募公司债主体信用等级包括 A+、AA-、AA、AA+和 AAA 五个级别，期数占比分别为 0.24%、3.54%、53.77%、26.42%和 7.78%（其中未公开级别占比 8.25%）；发行债项信用等级包括 AA-、AA、AA+和 AAA 等四个级别，期数占比分别为 0.47%、20.28%、10.14%和 5.90%（其中未公开级别占比 63.21%）。

图表 23. 2016 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 24. 2016 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）

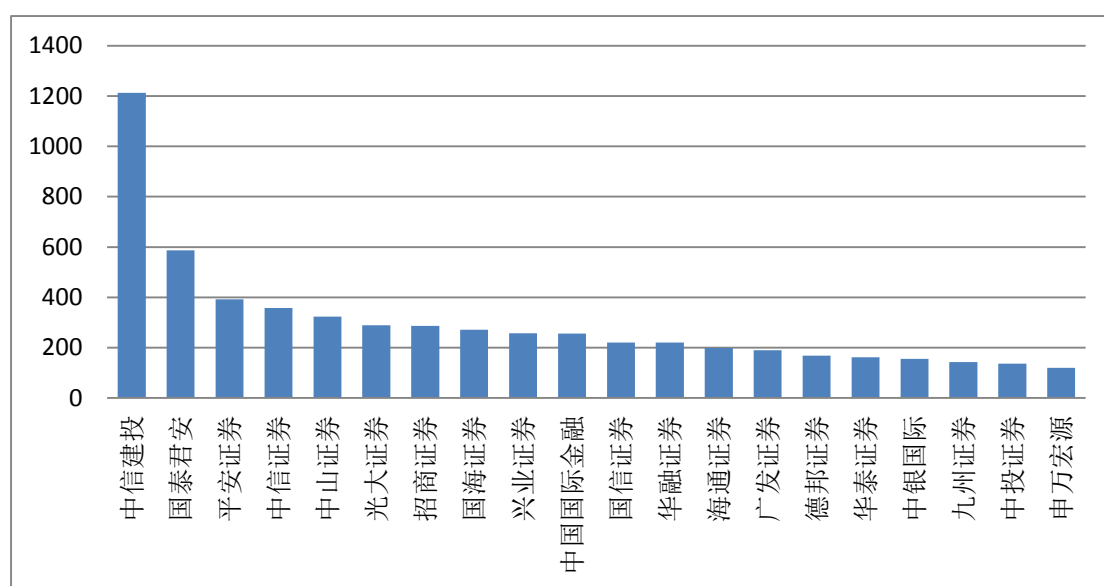


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

#### 4. 主承销商分布

2016 年第三季度共有 81 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、国泰君安和平安证券排名前三。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 25. 2016 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