

市场研究

2016年中国债券市场发行与评级研究

陈文沛、郭佩/文

1 债券市场总体发行情况

2016年，全国债券市场共发行各类债券29071期¹，同比增长75.99%，发行金额合计36.35万亿元，同比增长57.14%，发行数量和发行金额均延续增长态势。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25.49万亿元，同比增长84.00%，占债券募集总额的70.12%，2016年同业存单继续保持放量增长，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10.86万亿元，同比增长17.04%，占债券募集总额的29.88%，信用债发行规模虽进一步扩大，但受债券市场违约事件频发影响，增速逐渐放缓，占债券总体发行规模的比重延续2014年以来的下滑趋势。

图表1 2016年全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	148	0.51	30,665.80	8.44
地方政府债	1,159	3.99	60,458.40	16.63
同业存单	16,780	57.72	130,221.60	35.83
金融债	1,042	3.58	46,277.00	12.73
政策银行债	623	2.14	33,526.80	9.22
商业银行债	64	0.22	3,673.00	1.01

¹数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2017年1月5日。

类别	发行支数	支数比重 (%)	发行额 (亿元)	面额比重 (%)
商业银行次级债券	91	0.31	2,273.50	0.63
保险公司债	7	0.02	440.00	0.12
证券公司债	165	0.57	4,260.10	1.17
证券公司短期融资券	60	0.21	1,178.60	0.32
其它金融机构债	32	0.11	925.00	0.25
企业债	498	1.71	5,925.70	1.63
一般企业债	495	1.70	5,875.70	1.62
集合企业债	3	0.01	50.00	0.01
公司债	2,839	9.77	27,779.24	7.64
一般公司债	881	3.03	12,856.77	3.54
私募债	1,958	6.74	14,922.47	4.11
中期票据	908	3.12	11,446.10	3.15
一般中期票据(含PRN)	908	3.12	11,446.10	3.15
短期融资券	2,636	9.07	33,675.85	9.26
一般短期融资券	687	2.36	6,062.95	1.67
超短期融资券	1,949	6.70	27,612.90	7.60
定向工具	741	2.55	6,024.15	1.66
国际机构债	5	0.02	130.00	0.04
政府支持机构债	14	0.05	1,400.00	0.39
资产支持证券	2,220	7.64	8,589.32	2.36
交易商协会ABN	38	0.13	166.57	0.05
银监会主管ABS	343	1.18	3,908.53	1.08
证监会主管ABS	1,839	6.33	4,514.22	1.24
可转债	11	0.04	212.52	0.06
可交换债	70	0.24	671.19	0.18
合计	29,071	100.00	363,476.87	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2016年，利率债占债券市场全部发行量的比例大幅提高，占比由2015年的59.88%上升12.22个百分点至70.12%，主要得益于同业存单和地方政府债的发行规模扩大。信用债市场受今年债券违约事件增加，风险暴露加大影响，发行规模虽保持稳定增长，但发行规模所占比重继续延续下滑趋势。

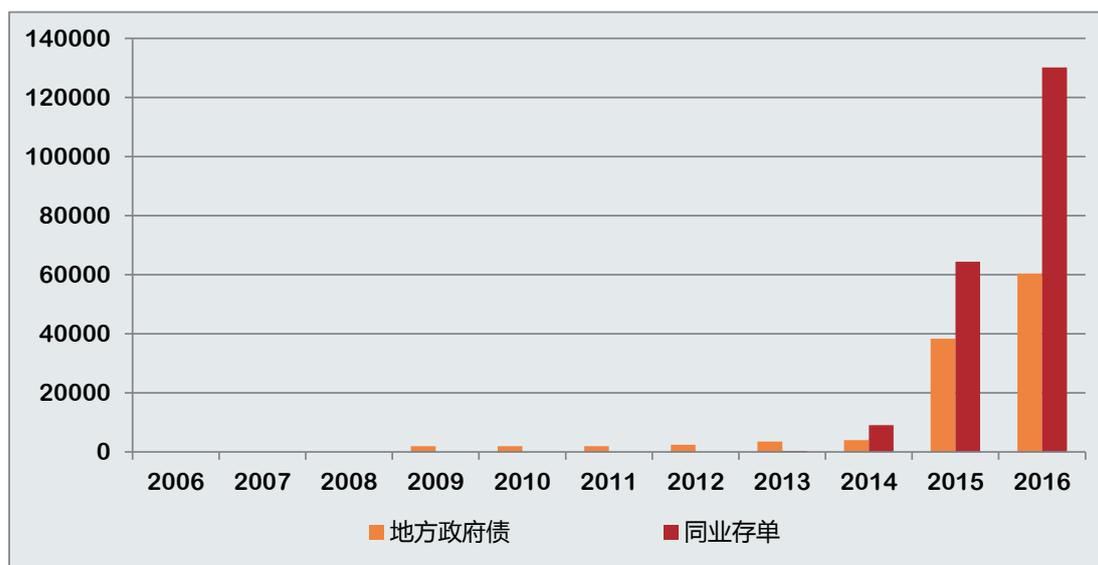
2016年债券市场中利率债发行量突破性增长，主要是同业存单和地方政府债的放量增长带来整个利率市场发行量的大幅增长。同业存单方面，2015年8月，中国基金业协会发布《证券投资基金参与同业存单会计核算和估值业务指引（试行）》，广义基金开始大规模投资同业存单，推动了同业存单井喷式的发展，这种趋势在2016年得以

图表2 2006~2016年债券市场发行规模（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表3 2006~2016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

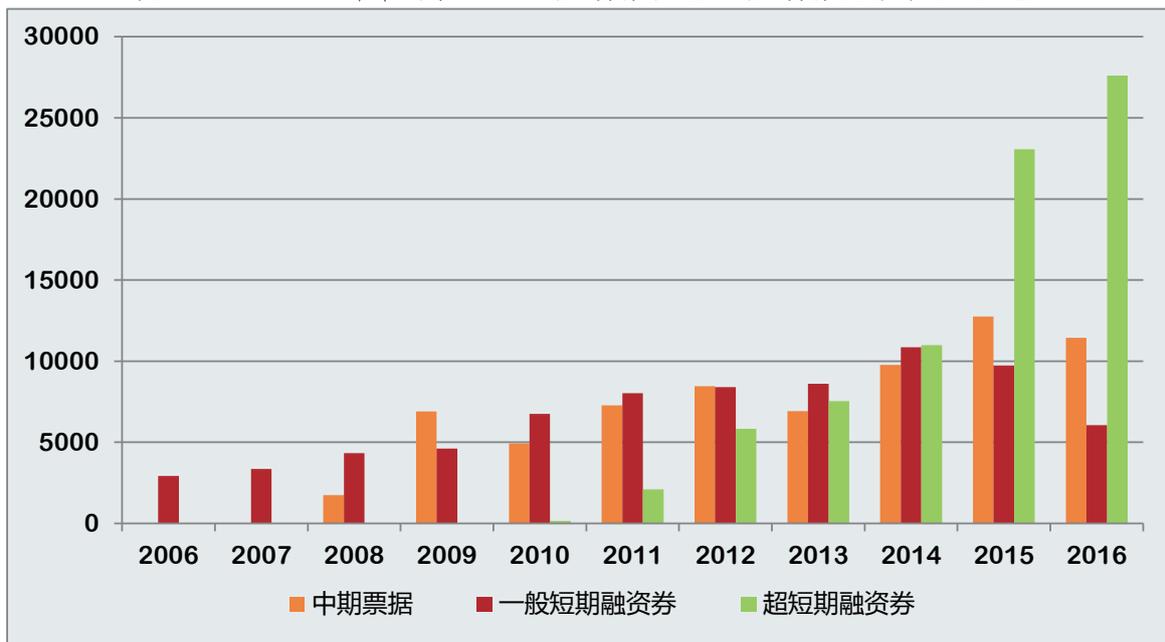
延续。2016年，同业存单发行规模为13.02万亿元，同比增长145.40%。地方政府债方面，2016年地方政府债务置换规模扩大，但在财政部2016年1月发布的《关于做好2016年地方政府债券发行工作的通知》中，要求各地每季度置换债券发行量原则上控制在当年本地区置换债券发行规模上限的30%以内，因此今年地方政府债券整体发行规模保持平稳增长。2016年新增地方政府债务限额1.18万亿元，预期未来两年地方政府债仍将保持较大规模的发行量。

2016年，债券市场中信用债发行规模继续保持稳定增长，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）因债券二级市场违约事件增加，机构投资者

风险偏好收紧等情况而导致发行量减少。2016年中期票据发行总额为1.14万亿元，同比下降10.24%；短期融资券受超短期融资券替代作用的影响，2016年发行总额减少至0.61万亿元，同比下降37.11%。2015年10月，交易商协会发布《进一步拓宽超短期融资券发行主体范围的工作方案》，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，大力鼓励超短期融资券的发行。但由于2016年债券市场违约风险暴露加大，超短期融资券虽保持增长态势，但增速较上年下降90.19%。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、在债券市场屡次出现代偿事件等各因素影响，承销商承销意愿不强，目前已经基本退出债券市场。

企业债（不含集合企业债和项目收益债券）方面，发改委于2015年12月2日发布

图表4 2006~2016年中期票据、短期融资券和超短期融资券发行情况（亿元）

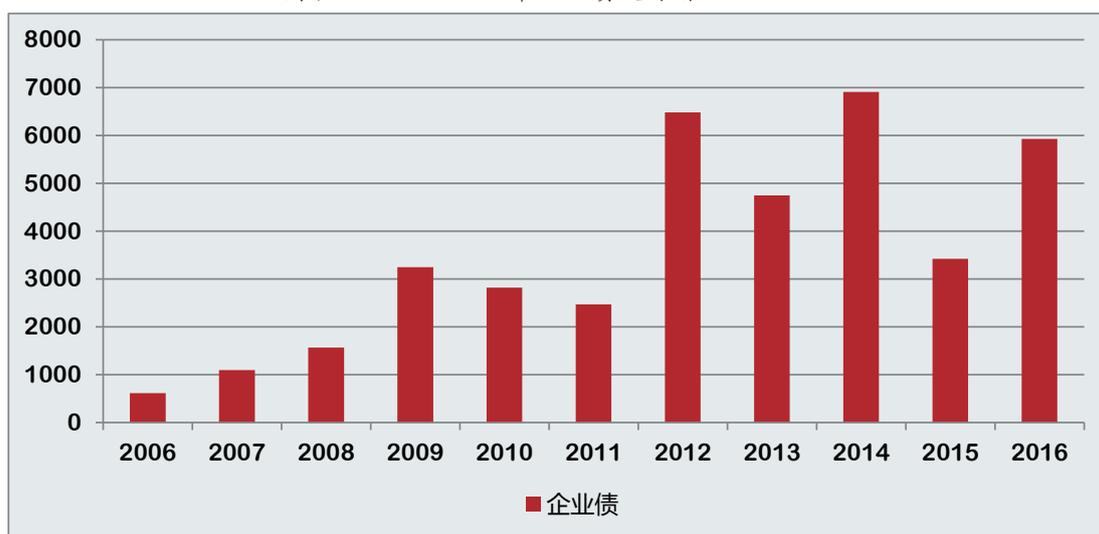


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

《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》，提出应简化企业债申报流程，放宽发债主体指标，同时提高相关机构审核效率，允许债券资金适度灵活使用。此项举措进一步放宽了企业债的发债环境。2016年全年企业债发行规模为0.59万亿元，同比增长72.52%。

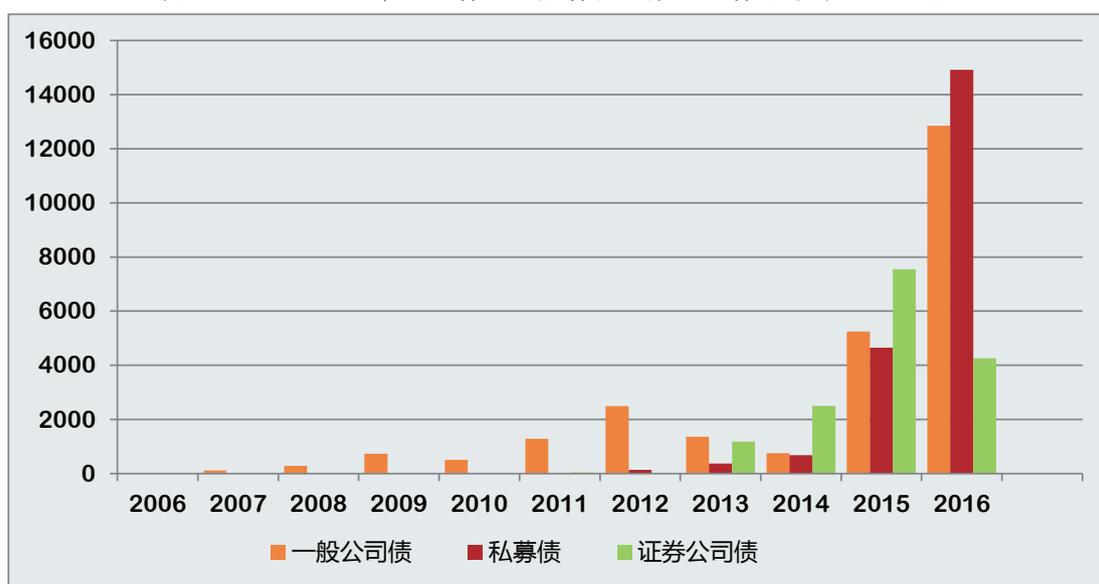
自2015年出台《公司债发行与交易管理办法》，将公司债发行主体扩大至所有公司制法人，全面建立非公开发行制度以来，无论是公司债还是私募债，发行规模一直呈现激增态势。2016年公司债和私募债发行总额分别为1.29万亿元和1.49万亿元，同比分别增长144.84%和218.90%。

图表5 2006~2016年企业债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表6 2006~2016年公司债、私募债和证券公司债发行情况（亿元）



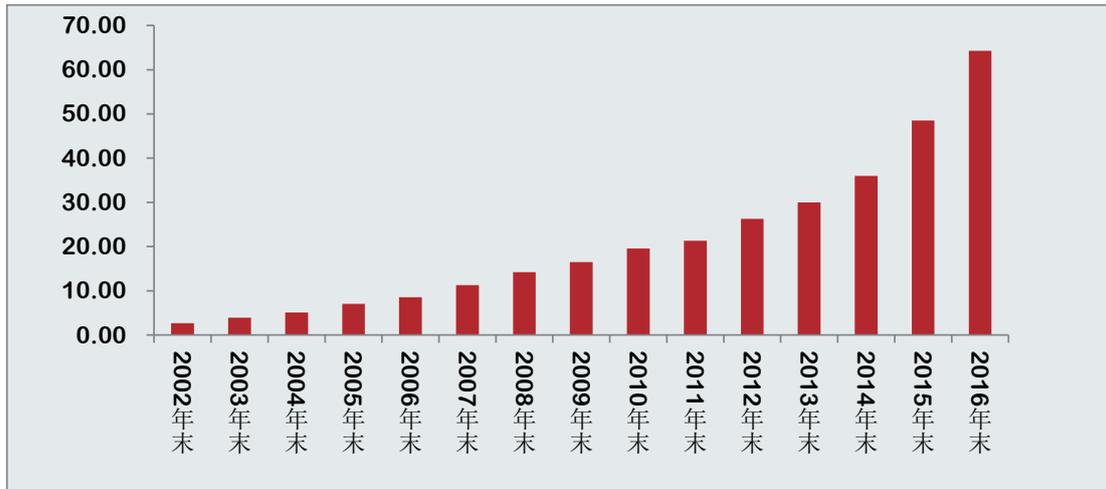
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

此外，随着人民币正式加入SDR，世界银行（国际复兴开发银行）2016年第一期特别提款权（SDR）计价债券在银行间债券市场成功发行，发行规模为5亿SDR。SDR计价债券的推出，有利于丰富债券市场交易品种，促进债券市场的开放与发展。同时，国家表示将继续支持境外各类主体在境内

发行债券融资，推动债券市场对外开放。2016年，共有5支国际机构债发行成功，发行规模为130亿元，较上年增长333.33%。

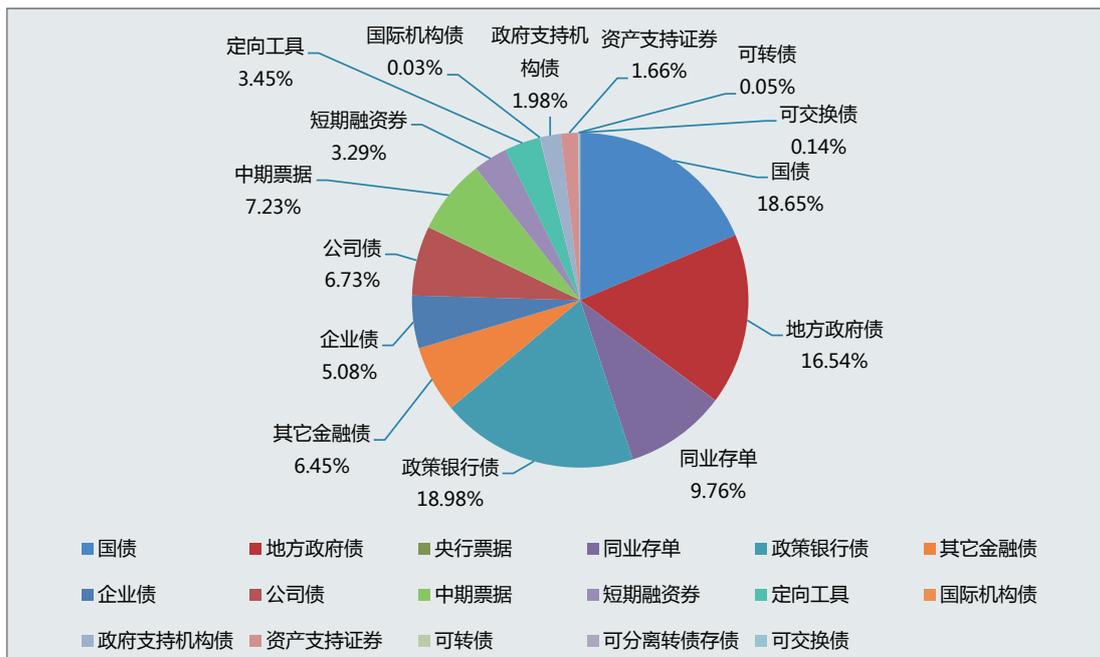
从债券市场存量规模看，截至2016年末，全国债券市场存量债券余额64.27万亿元，比年初增加15.79万亿元。

图表7 2016年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

图表8 2016年末债券市场余额券种分布



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41.08万亿元，占比63.92%；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23.19万亿元，占比36.08%，比年初下降2.62个百分点。

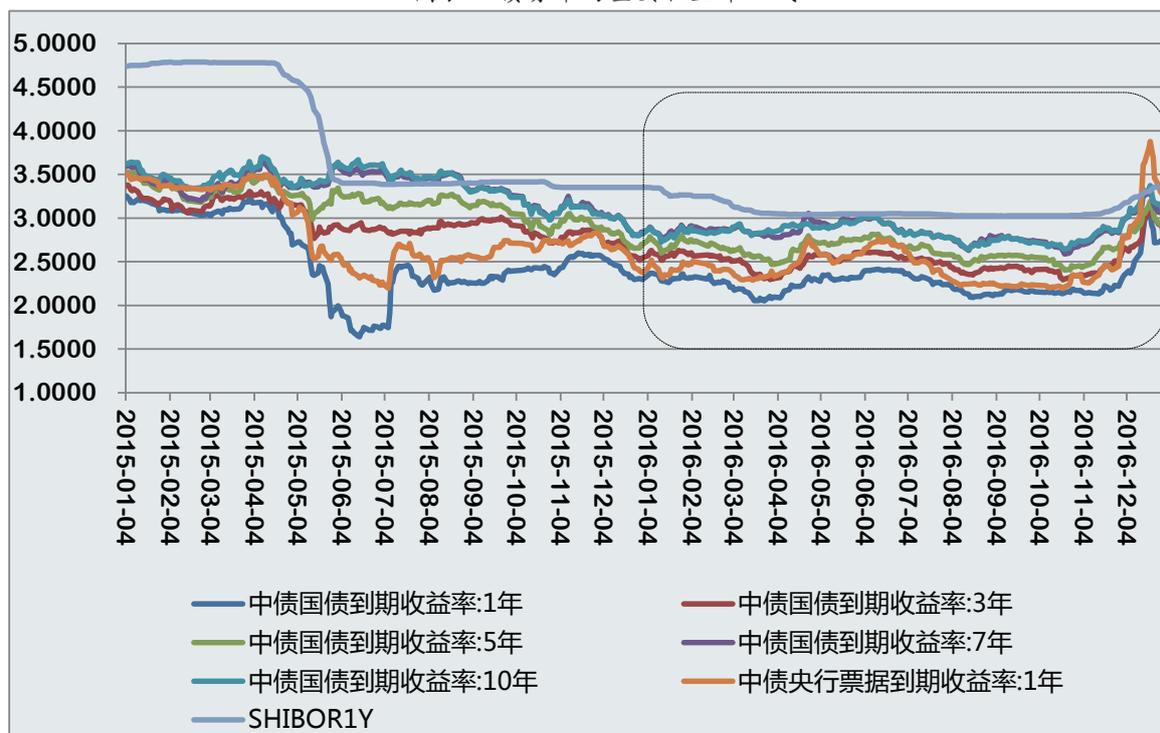
2016年，中国经济增长总体平稳，结构调整呈现积极变化，通胀水平温和上涨。央行施行稳健的货币政策，3月1日将金融机构存款准备金率从15.50%下调至15.00%，同时借助公开市场操作和中期借贷工具提供流动性，继续推进金融市场去杠杆的进程。

从债券市场收益率来看，一季度，受债券供给增加、物价涨幅小幅上升以及美联储

推迟加息等多重因素影响，债券市场收益率整体表现为区间震荡；二季度，受市场流动性整体充裕、美联储加息预期放缓、大宗商品价格走强、英国脱欧等国内外因素叠加影响，债券市场收益率继续维持震荡；三季度初，由于受经济数据表现不及预期，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，之后随着宏观数据企稳有所反弹，但整体呈现下行趋势。进入四季度，经济企稳预期增强，通胀水平有上涨趋势，市场流动性趋于稳定，债券市场收益率普遍大幅上行。

整体来看，2016年债券市场各品种、各期限收益率在经历前期和中期的震荡和下滑后在年末走高。

图表9 债券市场重要收益率曲线

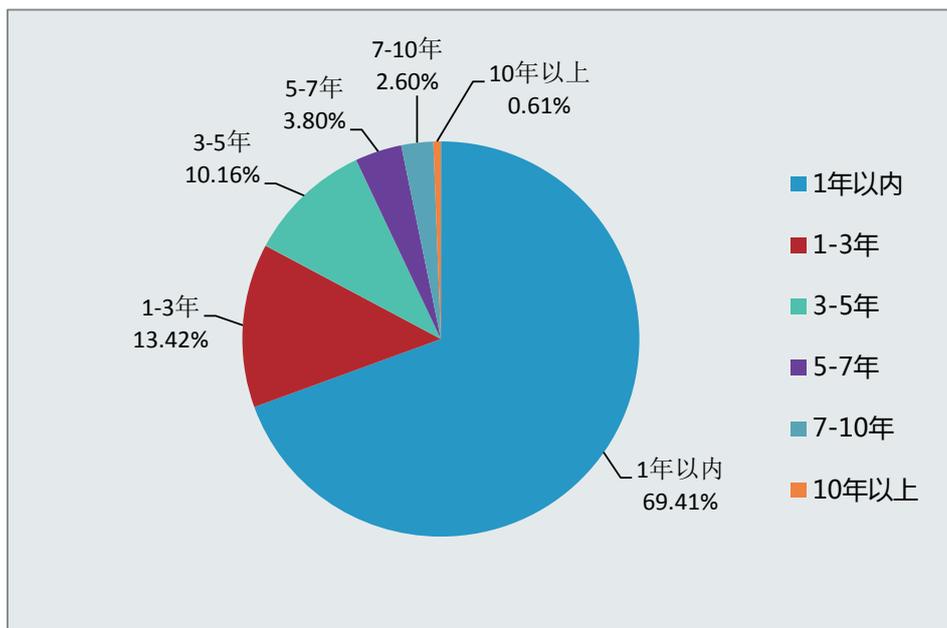


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

其中，固定利率国债1年期收益率从年初的2.30%升至年末的2.65%，上升35BP，3年期、5年期和7年期国债收益率同年初相比则分别上升24BP、15BP和15BP。10年期国债收益率也从年初的2.82%回升至年末的3.01%，上升19BP。

从发行期限看，2016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69.41%，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13.42%、10.16%、3.80%、2.60%和0.61%，5年期以下债券合计占比92.99%。

图表10 2016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

2 非金融企业债务融资工具发行与评级情况

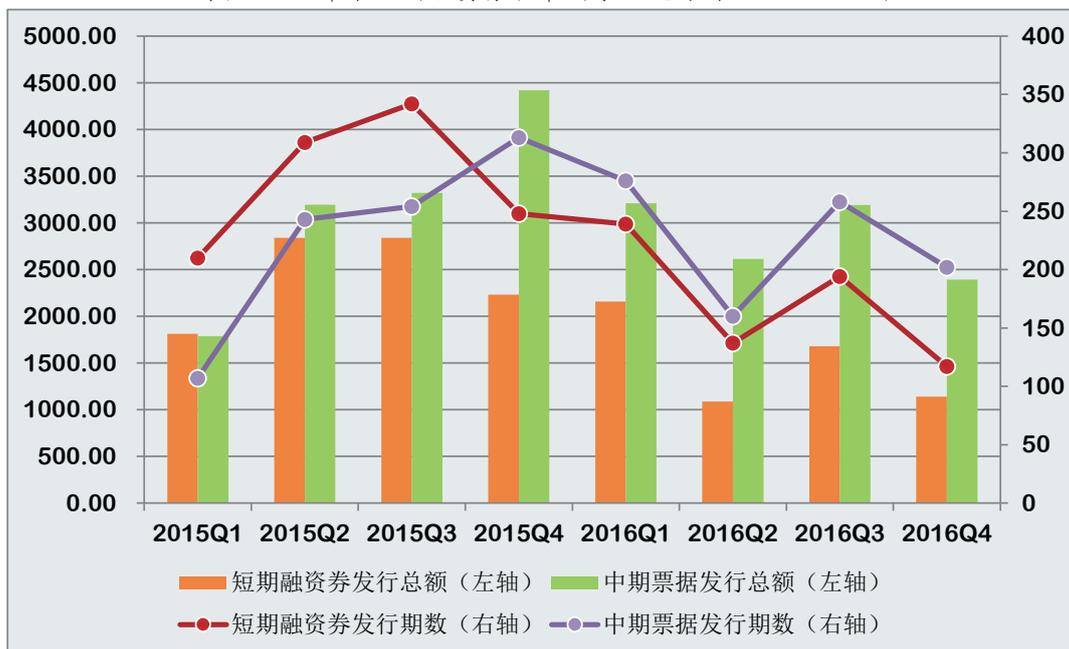
（一）短期融资券和中期票据市场分析

1. 非金融企业债务融资工具发行规模

2016年，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687期，同比减少38.05%；募集资金6062.95亿元，同比下降37.66%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益

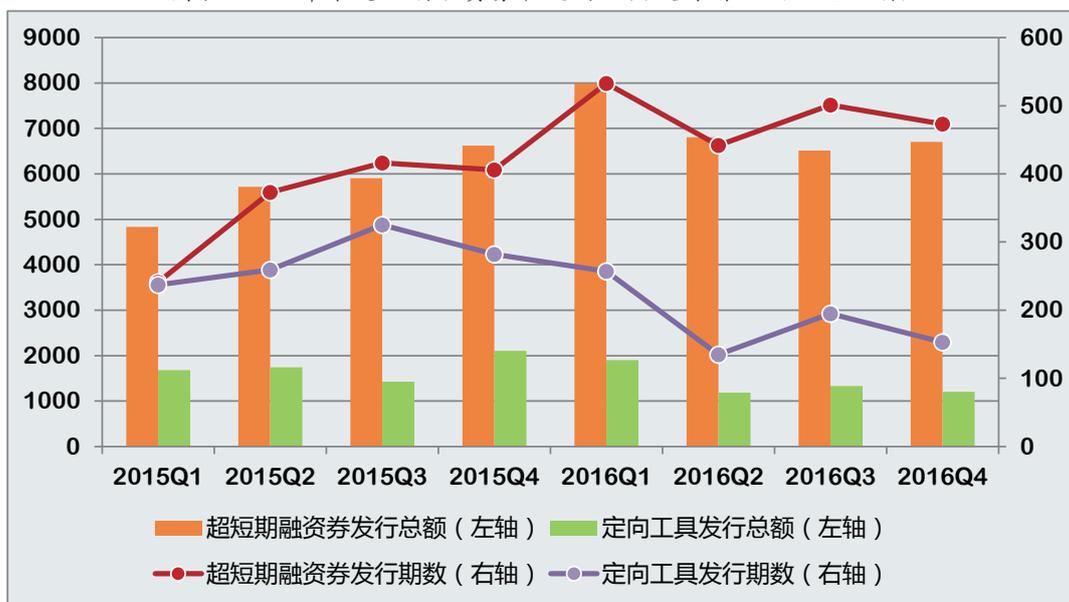
票据）共发行908期，同比减少1.52%；募集资金11446.10亿元，同比下降10.26%。定向工具共发行741期，同比减少33.72%；募集资金6024.15亿元，同比下降31.88%。超短期融资券共发行1949期，同比增长35.91%；募集资金27612.90亿元，同比增长19.66%。

图表11 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12 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、公用事业、材料、能源、运输、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85.50%和79.18%，在中期票据中合计占比分别为87.95%和82.94%，行业集中度较高。

3. 主承销商分布

2016年，共有29家银行和11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，中国银行和工商银行紧随其后，招商银行超过兴业银行跃居第四位，兴业银行、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。

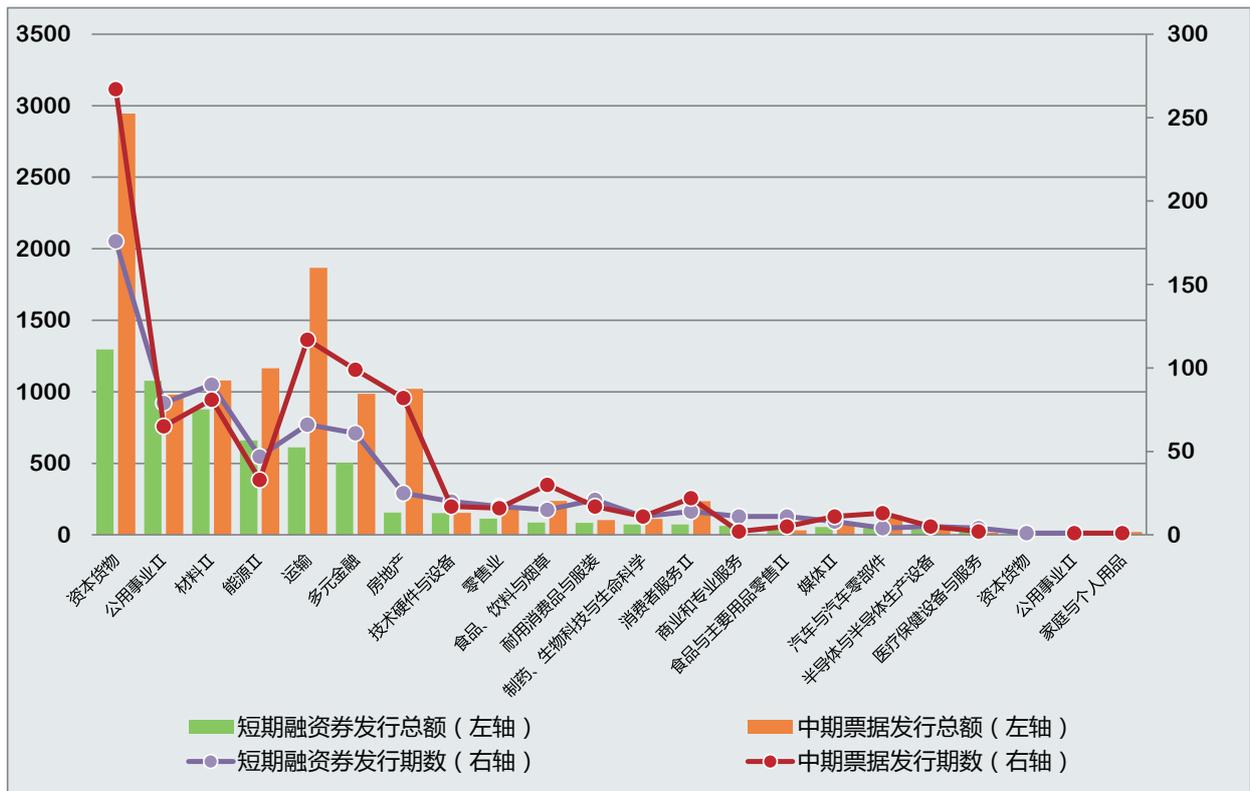
4. 信用等级

2016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96.22%。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。2016年主体信用等级为AA-的发行主体仅26家，发行额合计68.50亿元，均为无担保债券。

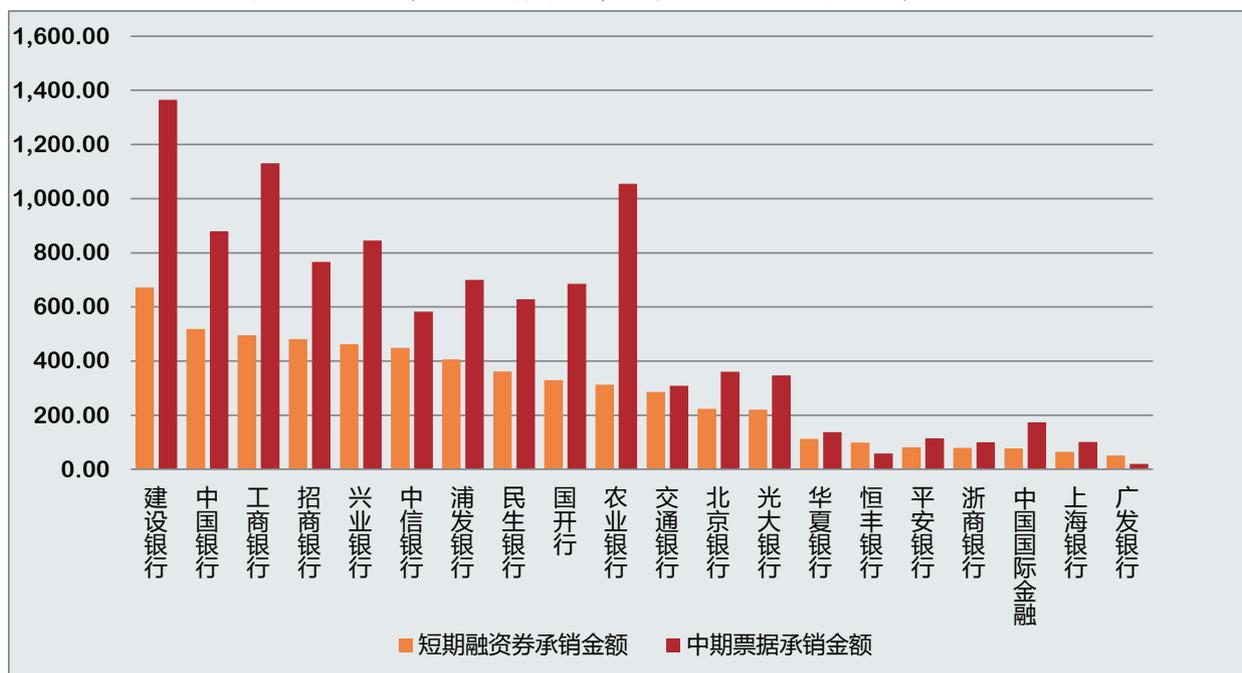
2016年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级等4个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为99.11%。2016年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有8期，发行额合计29.00亿元，其中4期为无担保债券，4期为外部担保债券。

图表13 2016年短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）



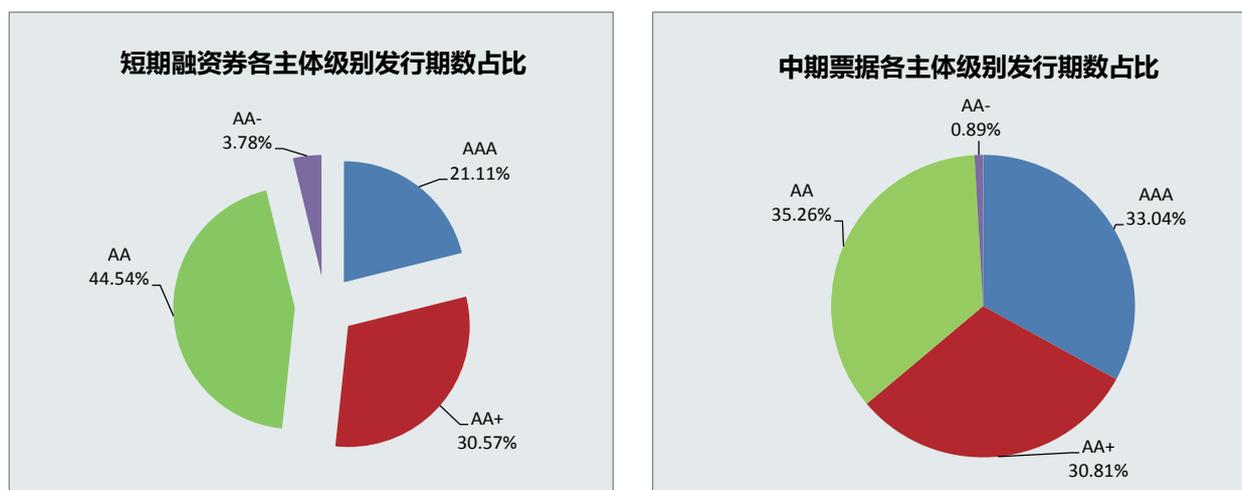
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表14 2016年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，新世纪评级

图表15 2016年短期融资券和中期票据信用等级分布情况



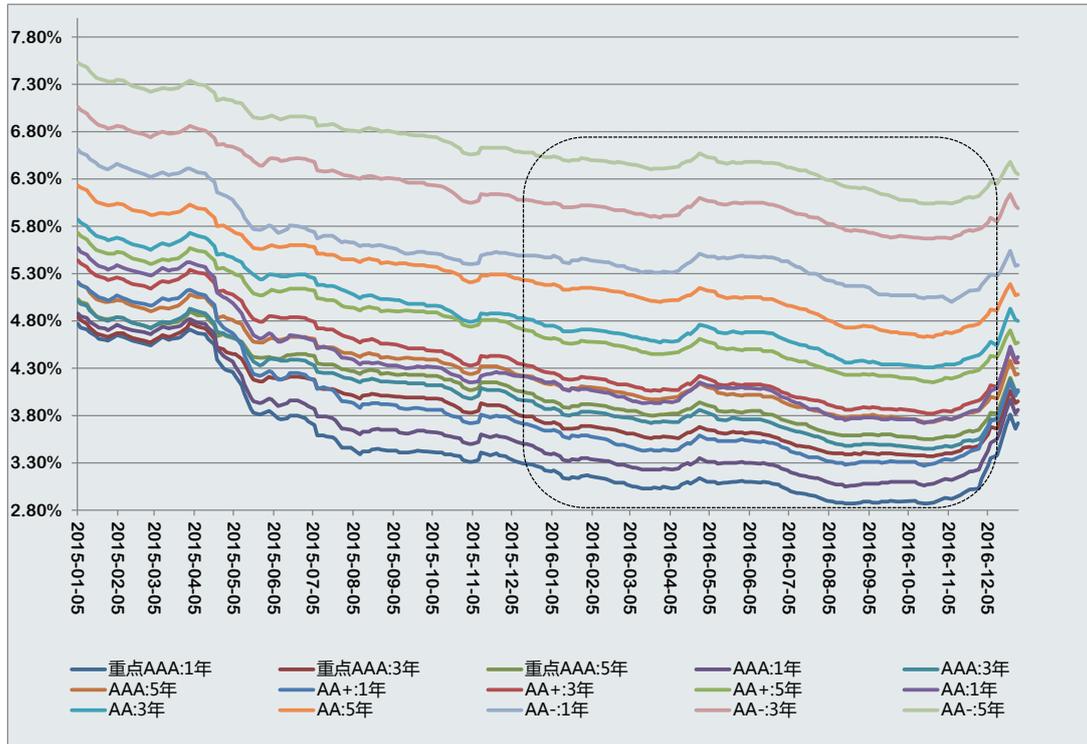
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2016年，交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值总体与国债收益率曲线保持一致，一二季度整体表现为区间震荡，三季度受经济数据表现欠佳、债券市场增速放缓等诸多原因影响，收益率普遍下行，

四季度经济企稳预期增强，通胀温和上涨，收益率普遍大幅上行。具体来看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率为3.72%，较年初的3.40%上升32BP；同期限AA级定价估值收益率为4.42%，较年初的4.15%上升27BP。

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

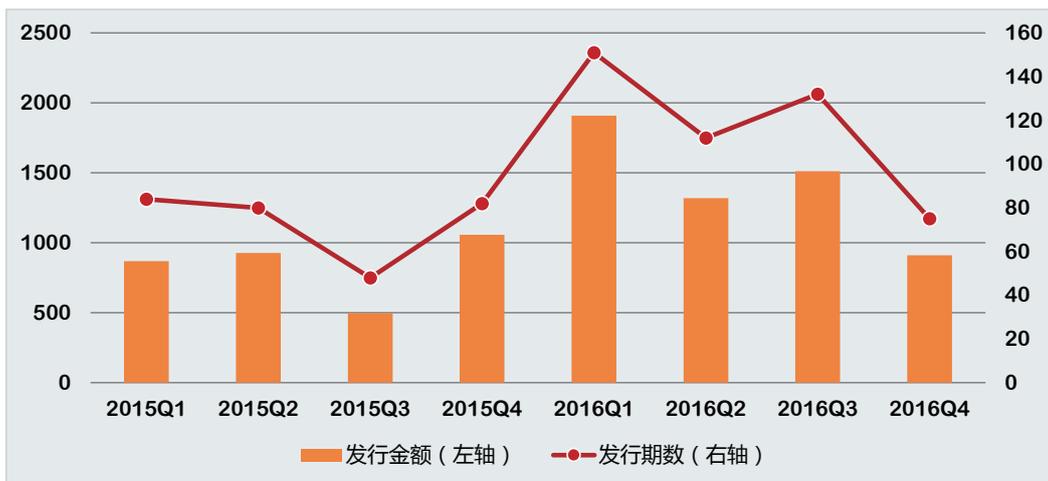
(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2016年，累计发行企业债券（不含集合企业债）470期，同比增长59.86%；发行

金额5650.30亿元，同比增长68.78%。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17 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

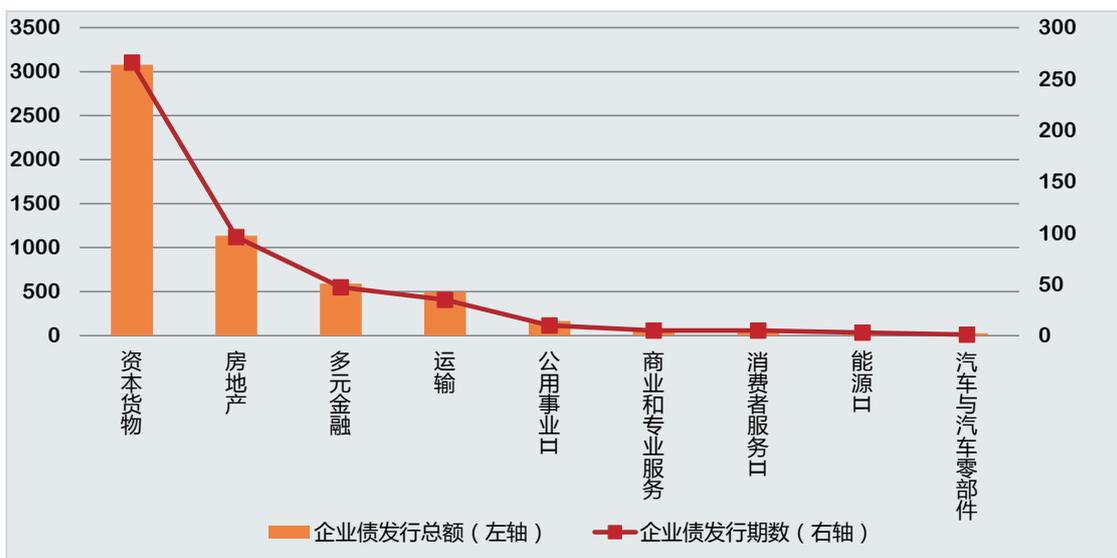
2. 发行人行业分布

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。在全年发行的470期企业债中，其中有447期属于城投债，占比高达95.11%。

3. 发行期限结构

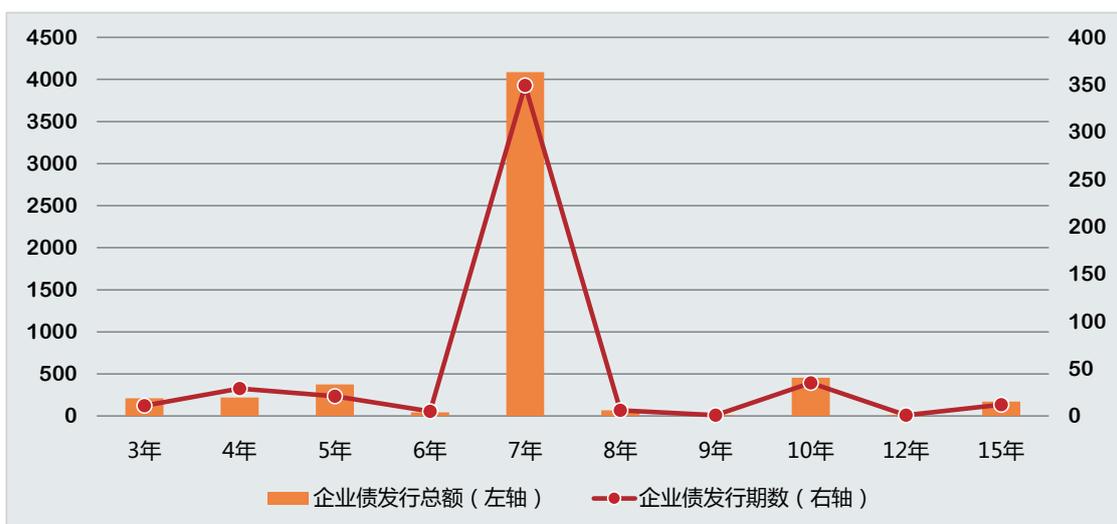
从企业债券的期限结构看，2016年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为74.26%和72.31%；7年及以上债券合计占比分别为85.96%和84.95%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表18 2016年企业债券发行行业分布（亿元、期）



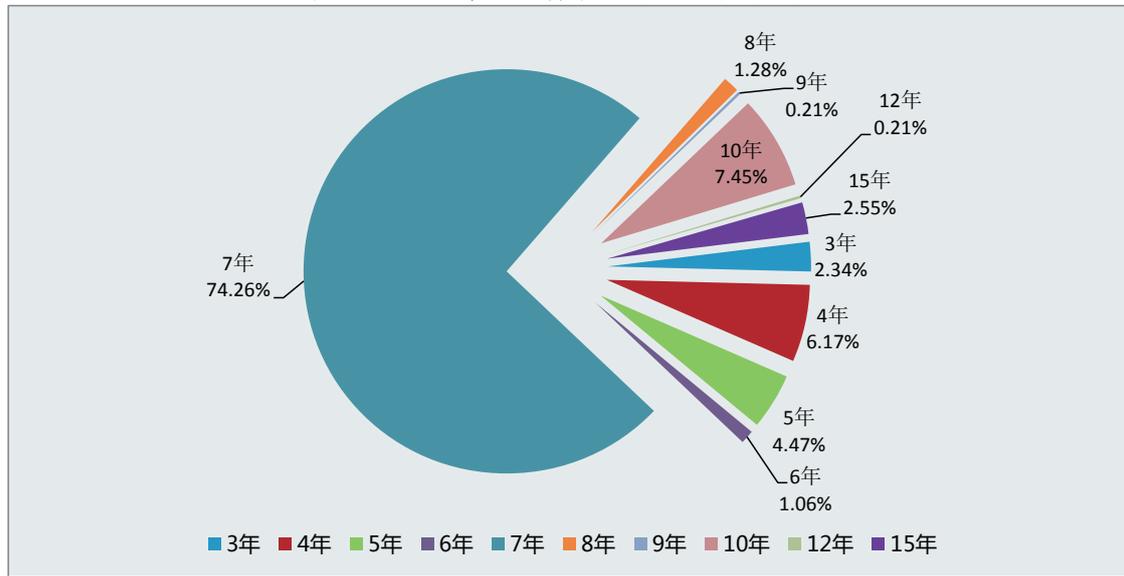
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表19 2016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

图表20 2016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13.29%，AA级期数占比为71.26%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为50.00%，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。

5. 增信方式

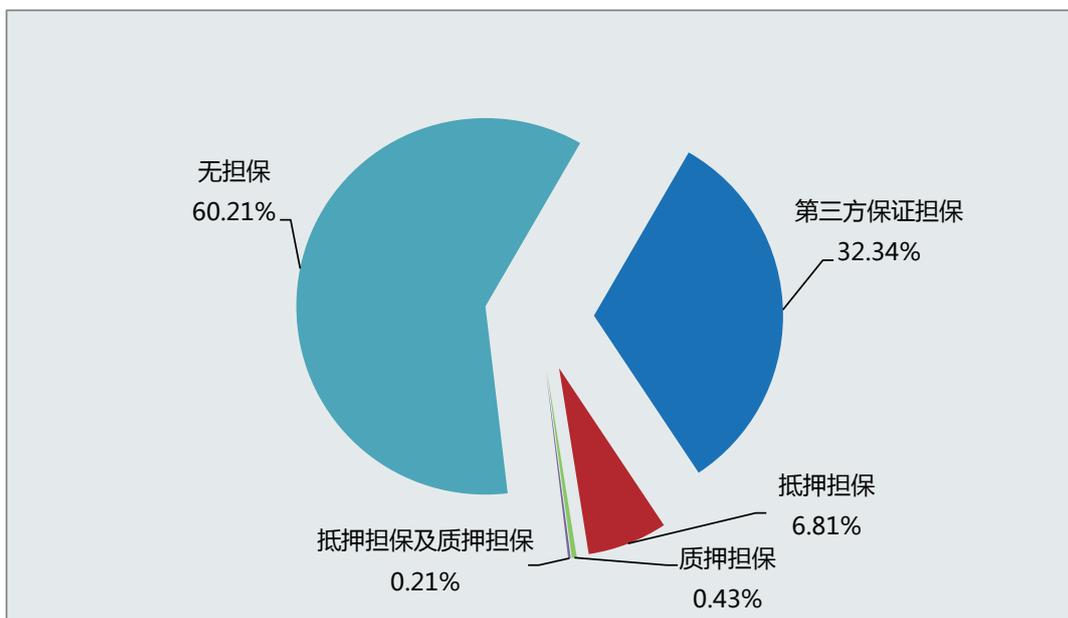
2016年发行的企业债券主要以无担保债券为主，占比为60.21%，其他债券采取了第三方保证担保、抵押担保等增信方式，其中，第三方保证担保债券占比为32.34%，抵押担保债券为6.81%。

图表21 2016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

图表22 2016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

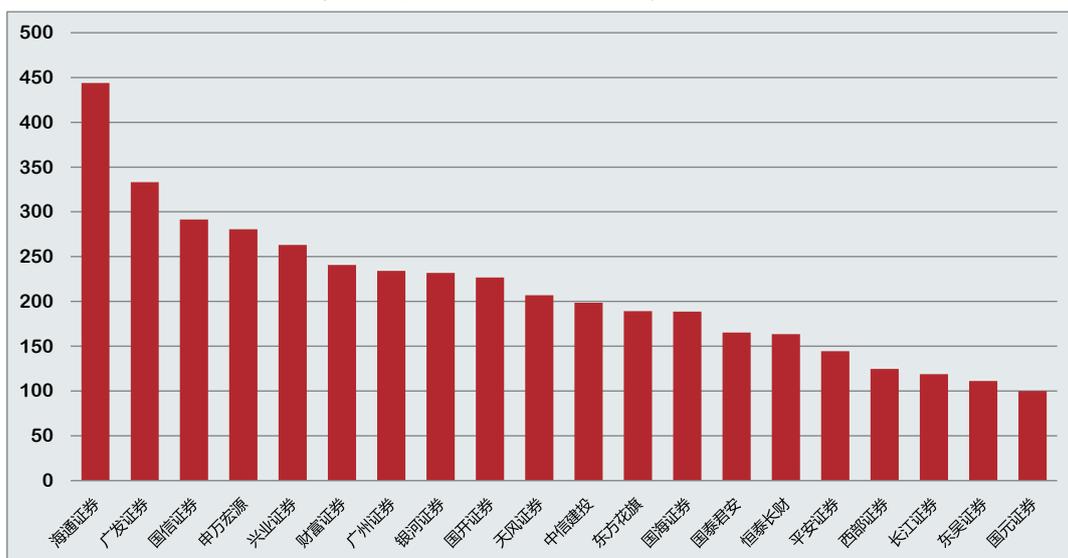
6. 主承销商分布

2016年共有69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、广发证券和国信证券分列前三甲。

7. 发行利率分析

2016年，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合。一二季度区间震荡，三季度初，表现为陡峭下行，至8月中旬下降速度减缓，开始小幅回升，总体呈现

图表23 2016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

图表24 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

下降趋势，四季度经济企稳，通胀水平有所上涨，收益率大幅回升。从银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率年末为4.18%，较年初的3.63%上升55BP；AA级、7年期收益率年末为4.84%，较年初的4.80%上升4BP。

（三）公司债券²市场分析

1. 发行规模

2016年，交易所公司债公开发行881期，同比大幅增长175.31%，发行金额12856.77亿元，同比增长144.84%。交易所私募债发行1958期，同比增长100.41%，发行金额14922.47亿元，同比增长218.90%。

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2016年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金额最多的行业。

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2016年公开发行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0.38%、4.04%、45.00%、24.81%和25.77%；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0.57%、35.87%、28.60%和34.96%。私募公司债主体信用等级包括A、A+、

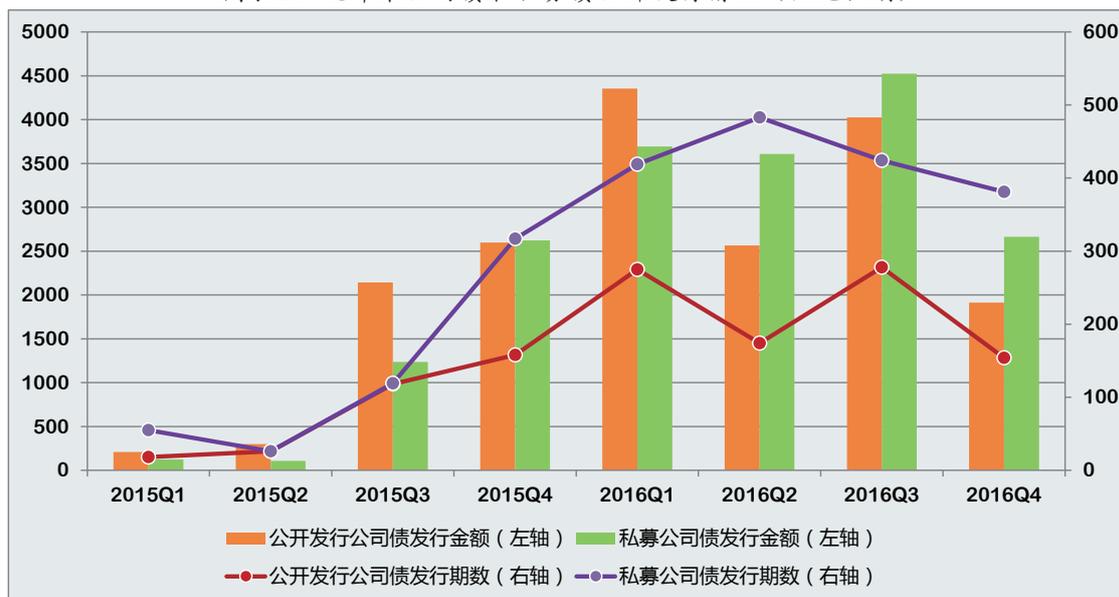
²这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

AA-、AA、AA+和AAA六个级别，期数占比分别为0.13%、0.78%、4.58%、25.23%、6.67%和2.22%（其中未公开级别占比60.39%）；发行债项信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA等五个级别，期数占比分别为0.05%、0.46%、15.99%、7.15%和3.68%（其中未公开级别占比72.68%）。

4. 主承销商分布

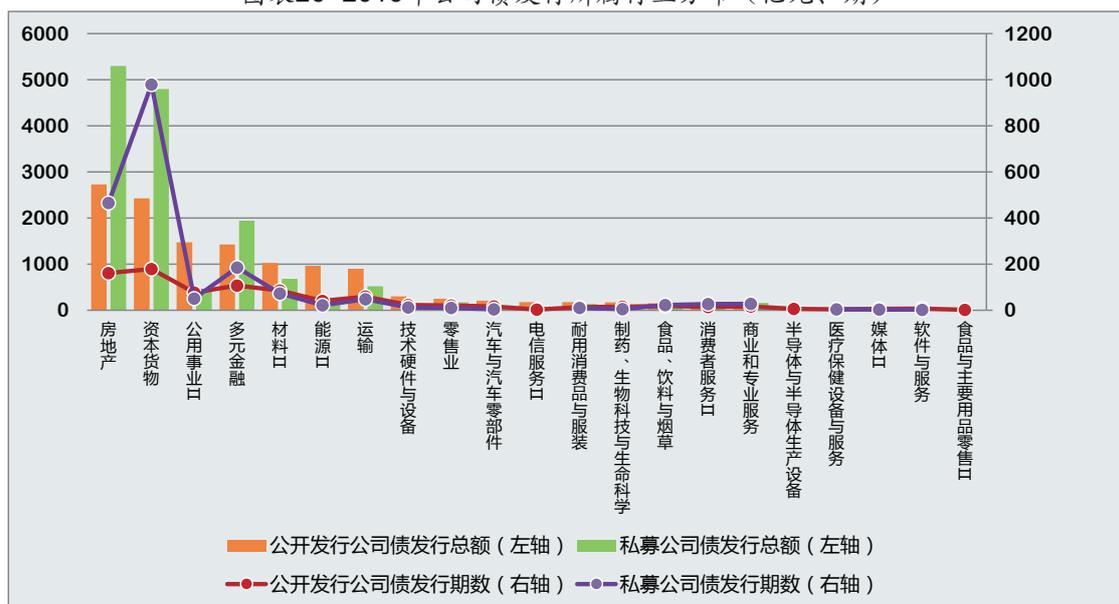
2016年共有97家证券公司参与了公开发行公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投、国泰君安和中信证券排名前三。随着债券市场的发展，债券承销已经成为券商重要的投行业务，市场竞争日益激烈。

图表25 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）



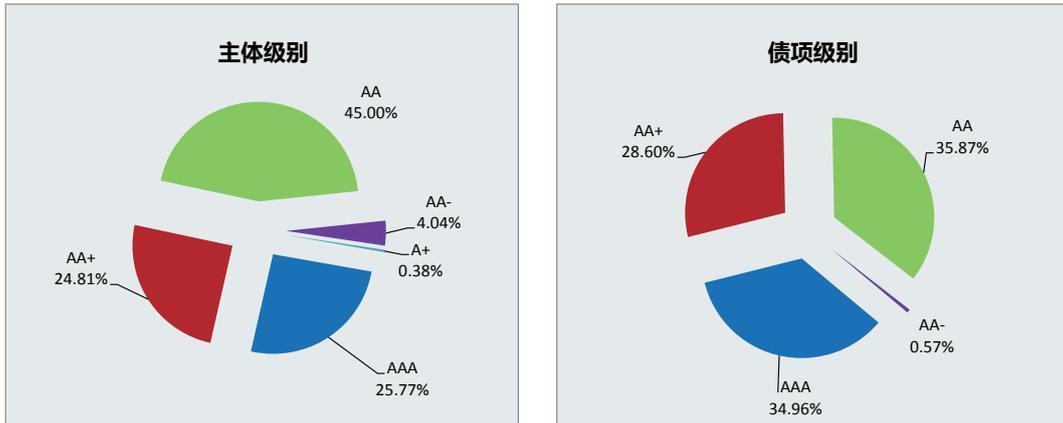
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表26 2016年公司债发行所属行业分布（亿元、期）



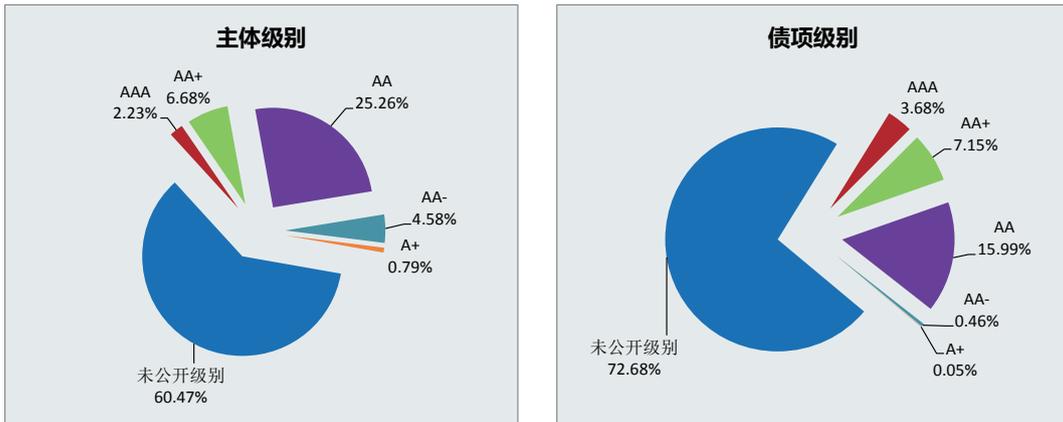
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表27 2016年公开发行人公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



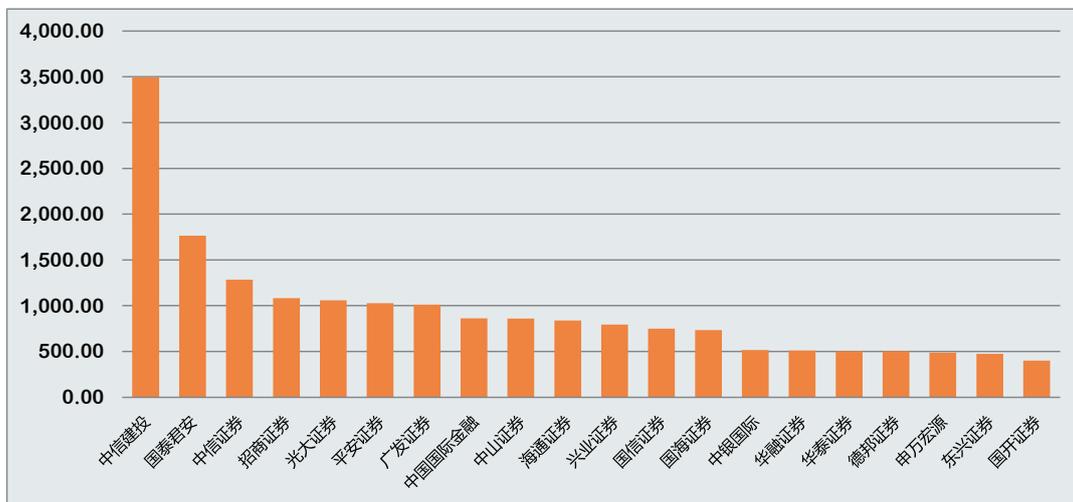
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表28 2016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

图表29 2016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