

2017 年第一季度中国债券市场发行与评级研究

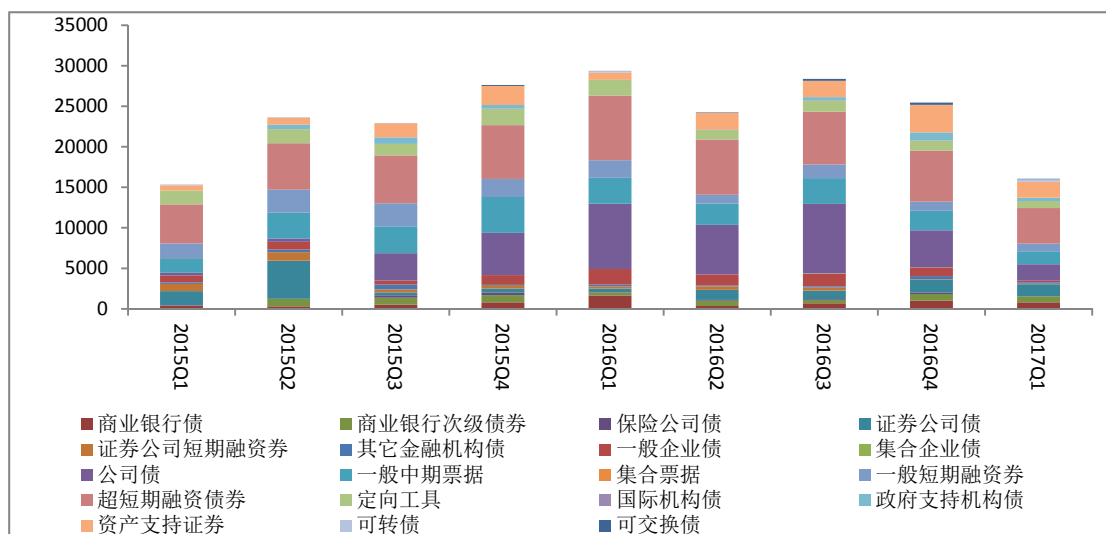
研发部 郭佩

一、债券市场总体发行情况

2017 年第一季度，我国国民经济延续了去年下半年以来稳中有进、稳中向好的发展态势，随着供给侧结构性改革的深入推进，经济结构持续调整优化，经济增速有所回升，经济运行开局良好。其中，国内生产总值 GDP 同比增长 6.9%，居民消费价格总水平 CPI 同比上涨 1.4%，规模以上工业增加值同比增长 6.8%。具体分产业来看，第一产业增加值 8654 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 70005 亿元，同比增长 6.4%；第三产业增加值 102024 亿元，同比增长 7.7%。农业生产总体稳定，工业回升态势加快，第三产业继续在产业结构优化的进程中快速发展。

2017 年第一季度，全国债券市场共发行各类债券 7878 期¹，同比增长 25.51%，发行金额合计 8.40 万亿元，同比减少 0.13 万亿，同比降低 1.52%。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 6.79 万亿元，占同期债券募集总额的 80.88%。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 1.61 万亿元，占同期债券募集总额的 19.12%。

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

¹ 数据来源为 Wind 资讯，数据提取日期为 2017 年 4 月 10 日。

2017 年第一季度，信用债市场普遍呈现收缩态势，其中企业债、公司债、中期票据和短期融资券等主要债券品种发行金额分别为 198.20 亿元、2035.35 亿元、1596.40 亿元和 5336.40 亿元，同比分别下降 89.66%、74.71%、50.42% 和 47.41%。受市场波动增强、资金面收紧、流动性趋弱、发行成本升高等因素的叠加影响，一季度多只信用债推迟或取消发行，信用债市场发行量萎缩。

利率债市场方面，因其高收益、低信用风险的特点，同业存单继续保持放量增长。2017 年第一季度，同业存单发行只数为 6068 只，占比为 77.02%，同比增长 86.13%，发行金额为 49788.20 亿元，占比为 59.30%，同比增长 53.76%，在总发行量中已超过半数的比重。

总的来说，一季度，信用债市场发行规模较去年同期有所收缩，利率债所占比重进一步提升，债券市场进入调整期。

图表 2. 2017 年第一季度主要债券产品发行情况

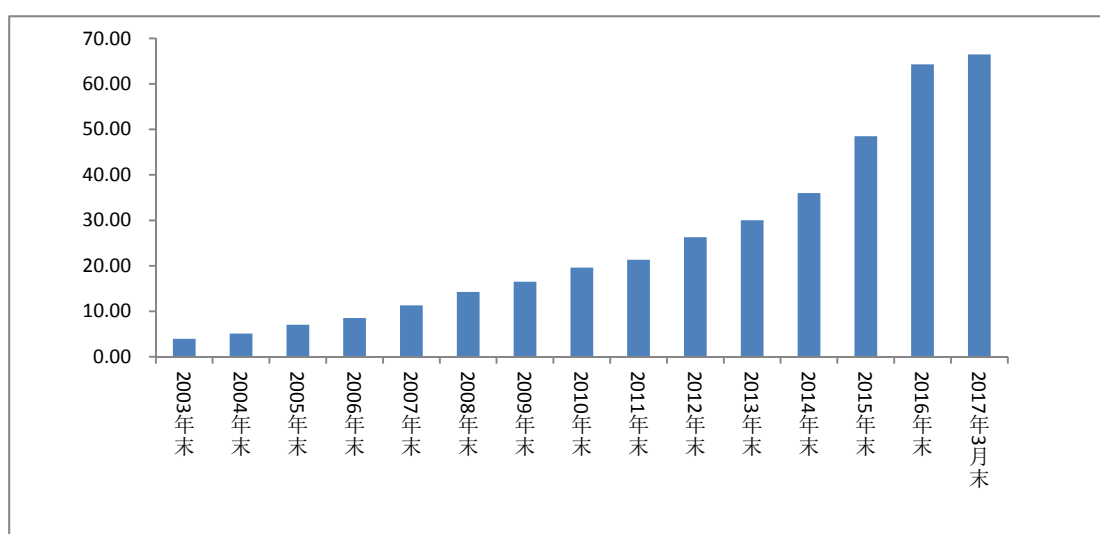
类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
国债	33	0.42	4,960.00	5.91
地方政府债	107	1.36	4,745.05	5.65
同业存单	6,068	77.02	49,788.20	59.30
金融债	270	3.43	11,697.93	13.93
政策银行债	157	1.99	8,416.50	10.02
商业银行债	11	0.14	814.00	0.97
商业银行次级债券	30	0.38	733.03	0.87
证券公司债	57	0.72	1,491.40	1.78
证券公司短期融资券	3	0.04	60.00	0.07
其它金融机构债	12	0.15	183.00	0.22
企业债	25	0.32	198.20	0.24
一般企业债（含 NPB）	25	0.32	198.20	0.24
公司债	220	2.79	2,035.35	2.42
一般公司债	75	0.95	725.43	0.86
私募债	145	1.84	1,309.92	1.56
中期票据	126	1.60	1,596.40	1.90
一般中期票据(含 PRN)	126	1.60	1,596.40	1.90
短期融资券	430	5.46	5,336.40	6.36
一般短期融资券	101	1.28	939.30	1.12
超短期融资债券	329	4.18	4,397.10	5.24
定向工具	116	1.47	868.00	1.03
政府支持机构债	3	0.04	400.00	0.48
资产支持证券	468	5.94	1,970.34	2.35
交易商协会 ABN	10	0.13	58.34	0.07
银监会主管 ABS	70	0.89	765.47	0.91

类别	发行只数	只数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重 (%)
证监会主管 ABS	388	4.93	1,146.53	1.37
可转债	2	0.03	307.17	0.37
可交换债	10	0.13	58.64	0.07
合计	7,878	100.00	83,961.68	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 2017 年 3 月末，全国债券市场存量债券余额 66.47 万亿元，比年初增加 2.20 万亿元，同比增长 26.25%。

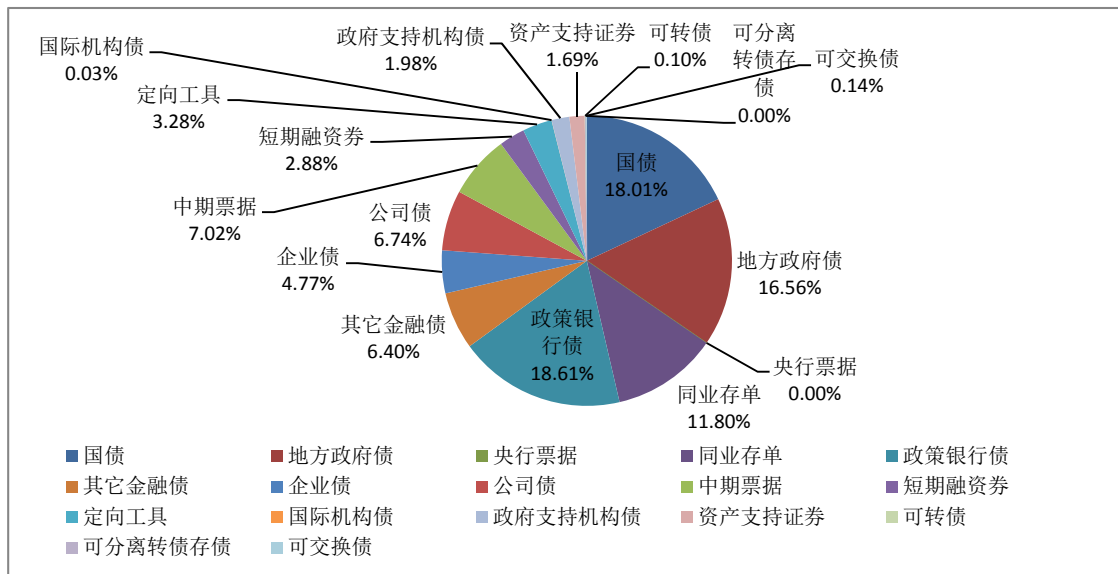
图表 3. 2017 年 3 月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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，2017 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 43.20 万亿元，占比 64.99%；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 23.28 万亿元，占比 35.01%。

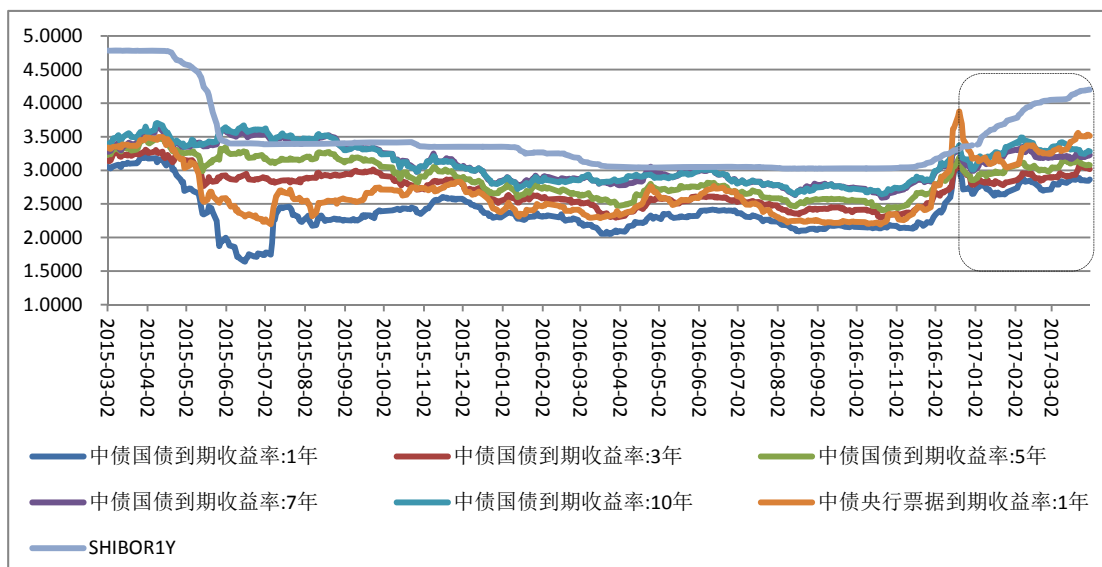
图表 4. 2017 年 3 月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2017 年第一季度，我国经济金融运行总体平稳，货币政策开始转向稳健中性，去杠杆、挤泡沫、防风险成为首要任务。央行通过公开市场操作、开启逆回购等工具稳定市场流动性，表现在债券市场收益率上则为区间震荡，曲线平坦化上行。具体来看，3 月底，1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年国债收益率分别为 2.86%、3.02%、3.08%、3.23%和 3.28%，与年初相比，分别上升 11BP、19BP、19BP、19BP 和 17BP，各品种平均上涨 17BP。

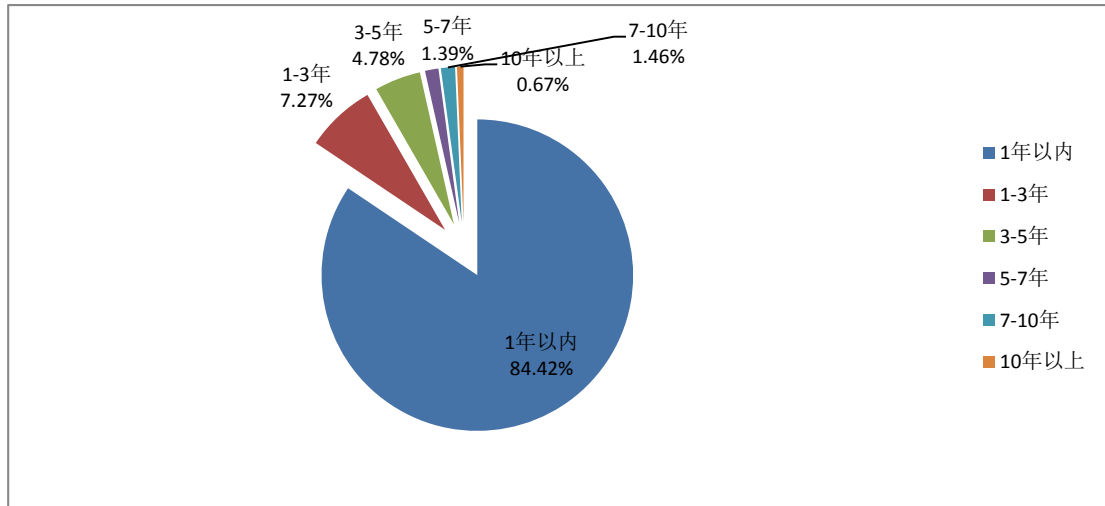
图表 5. 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2017年第一季度发行的债券依旧以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的84.42%，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7.27%、4.78%、1.39%、1.46%和0.67%。5年期以下债券合计占比96.48%。

图表 6. 2017 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

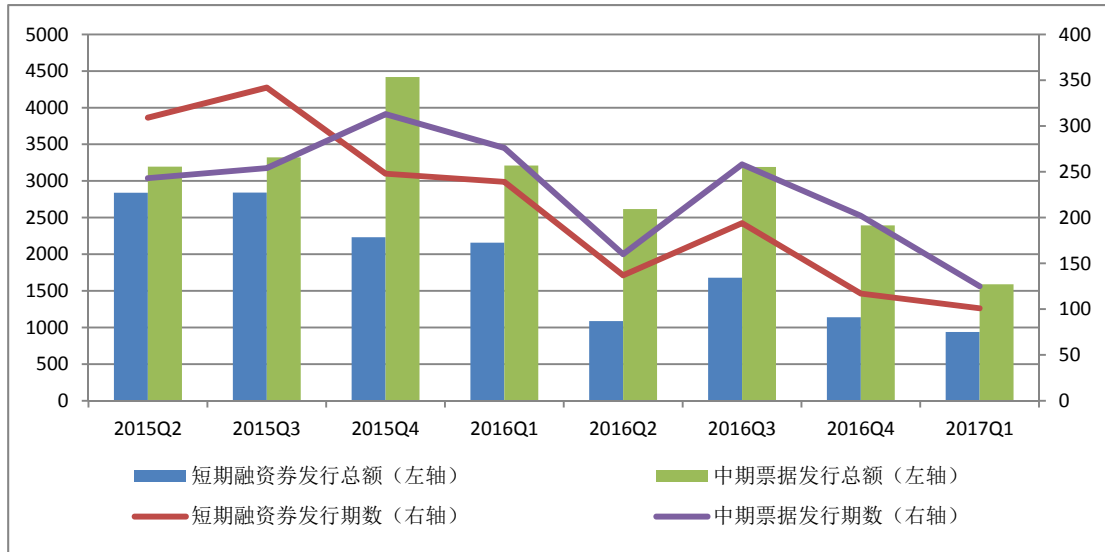
二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

（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

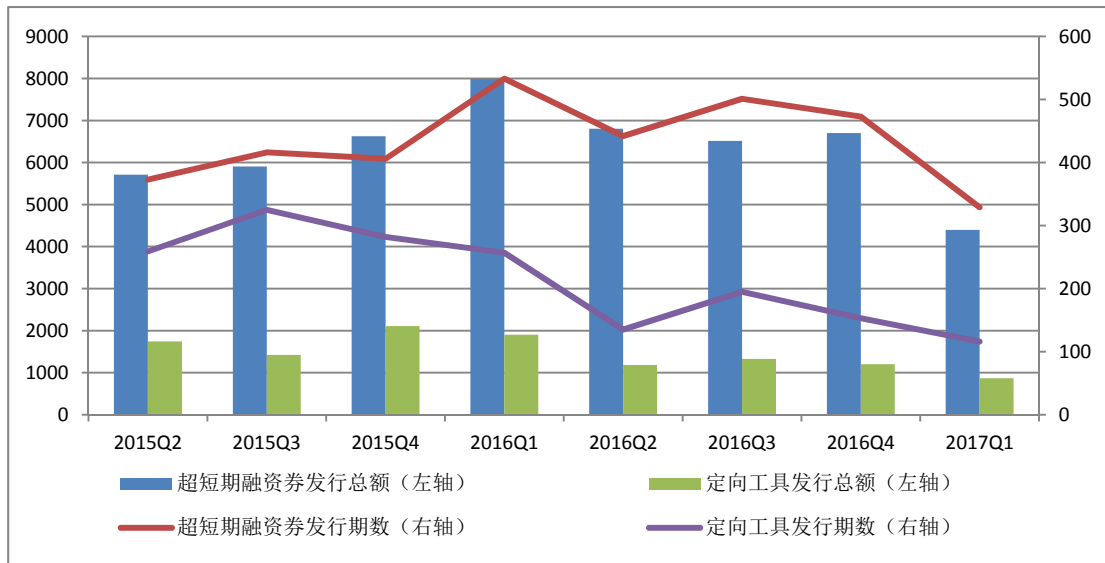
2017年第一季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行101期，同比下降57.74%；募集资金939.30亿元，同比下降56.47%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行125期，同比下降54.71%；募集资金1590.40亿元，同比下降50.45%。定向工具共发行116期，同比降低54.86%；募集资金868.00亿元，同比下降54.40%。超短期融资券共发行329期，同比降低38.27%；募集资金4397.10亿元，同比下降44.97%。

图表 7. 2017 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. 2017 年第一季度超短期融资券和定向工具发行情况

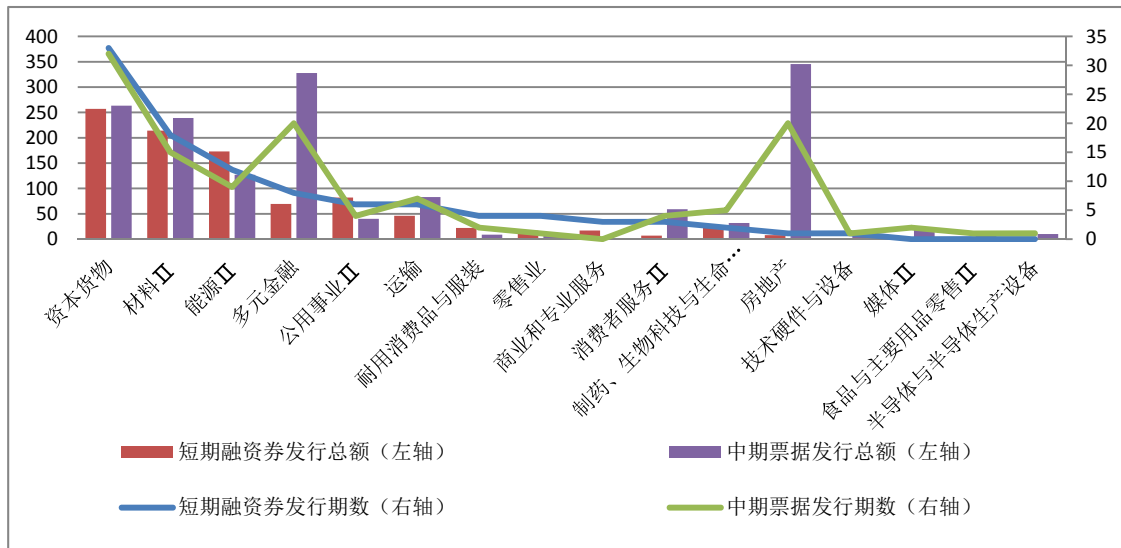


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

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, 2017 年第一季度短期融资券和中期票据发行人涉及 17 大行业, 主要分布于资本货物、材料、能源、多元金融、公用事业、运输和房地产等领域, 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 90.44%和 83.17%。在中期票据中合计占比分别为 89.66%和 85.60%, 行业集中度较高。

图表 9. 2017 年第一季度短期融资券和中期票据行业分布情况

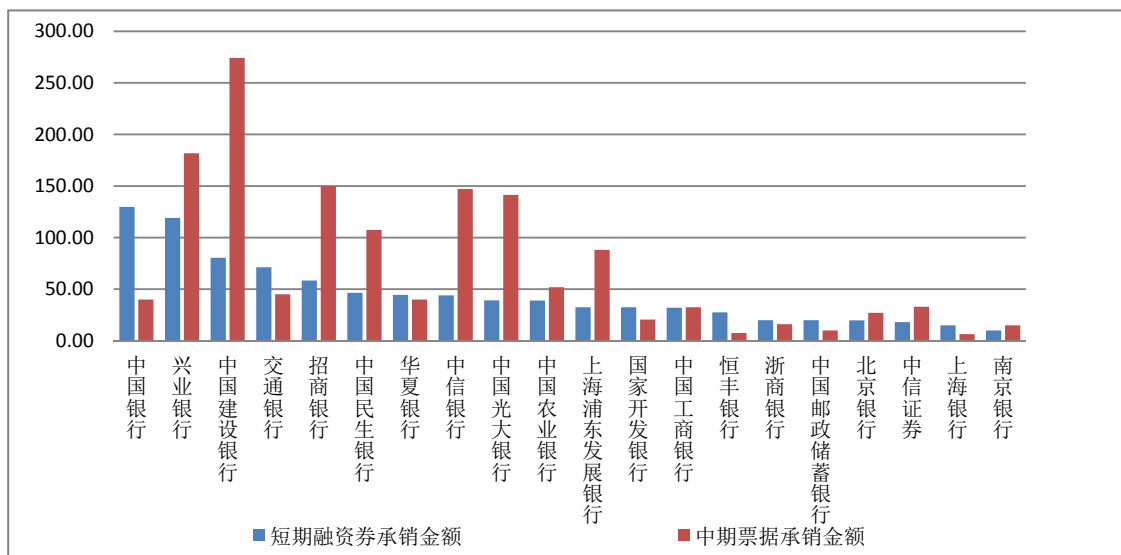


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2017 年第一季度，共有 25 家商业银行和 4 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、兴业银行和招商银行包揽前三位，中信银行超过光大银行跃居第四位，中国银行、民生银行和浦发银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表 10. 2017 年第一季度短期融资券和中期票据主承销商分布（亿元）



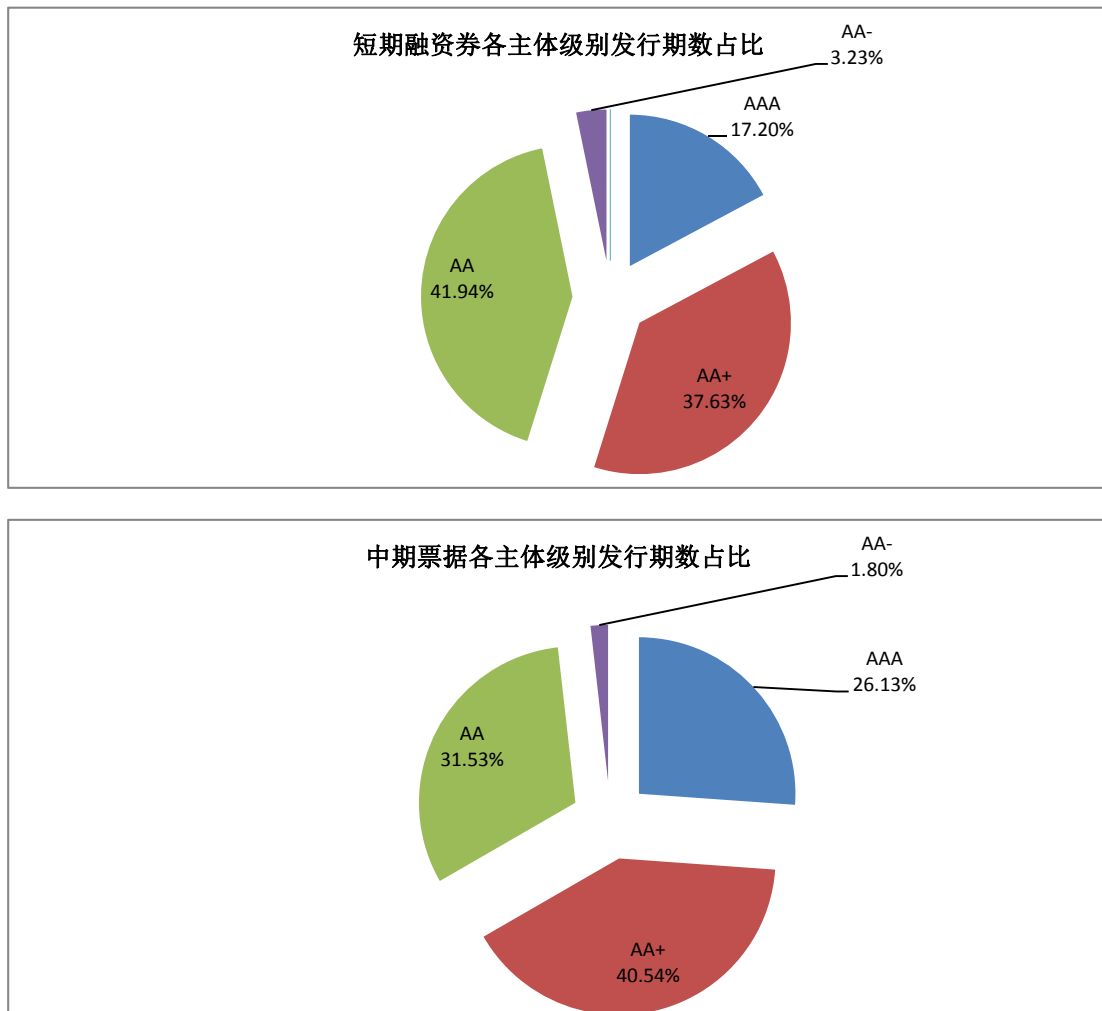
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级

2017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。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96.77%。AA-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。第一季度短期融资券发行主体为AA-级的有3期，发行额合计9.80亿元，均为无担保债券。

2017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。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98.20%。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4.00亿元，均为无担保债券。

图表 11. 2017年第一季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况

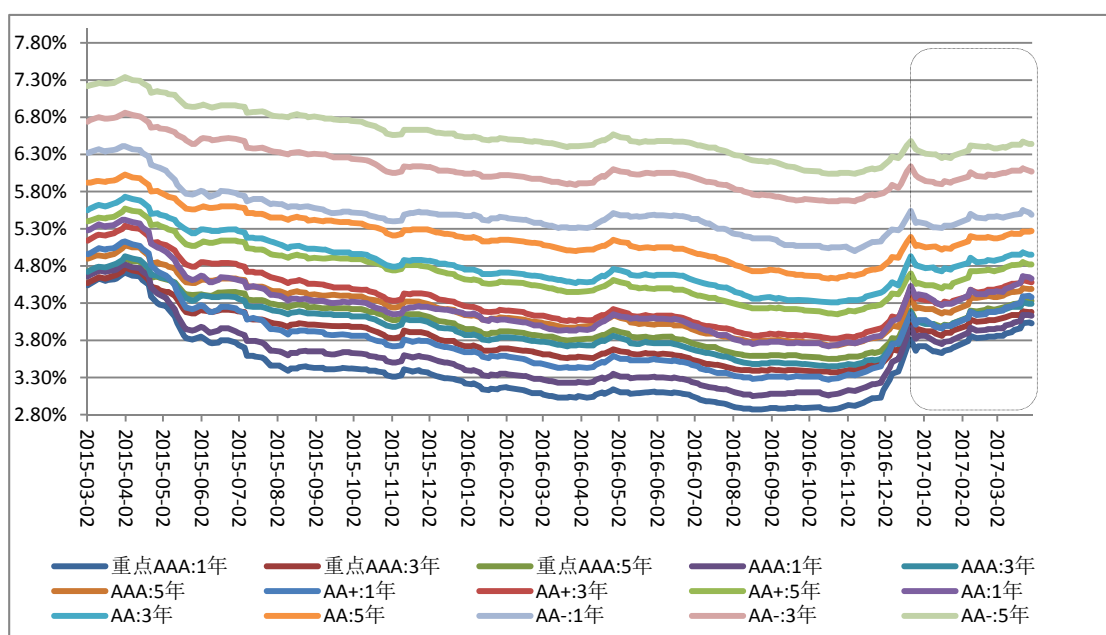


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2017年第一季度，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，整体收益率上行。1月份表现为上半月收益率下行，随着信用市场回暖，且流动性收紧，利率回升。2、3月份继续区间内震荡，收益率曲线平稳上行。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3.86%，季末为4.13%，上升27BP；同期限AA级定价估值收益率年初为4.40%，季末为4.63%，上升23BP。

图表 12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



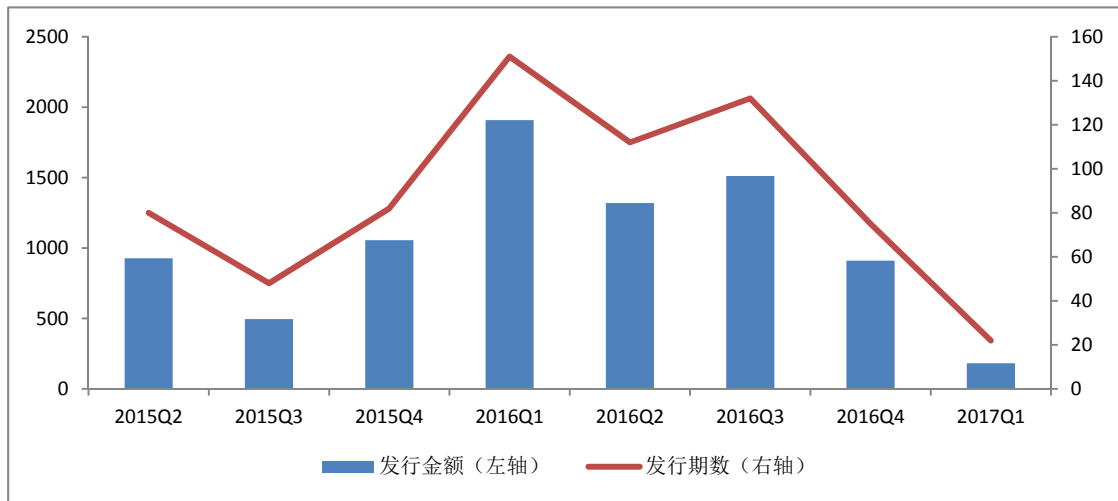
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2017年第一季度，累计发行企业债券（不含集合企业债和项目收益债券）22期，同比下降85.43%；合计发行金额182.20亿元，同比下降90.45%。受市场波动性增强，流动性趋紧、债券违约频发等影响，投资者风险偏好收紧，倾向于短期债券。另一方面，市场利率波动上行，导致一级市场发行难度加大，大部分发行人考虑到融资成本而延期或取消发行债券。

图表 13. 2017 年第一季度企业债券发行情况

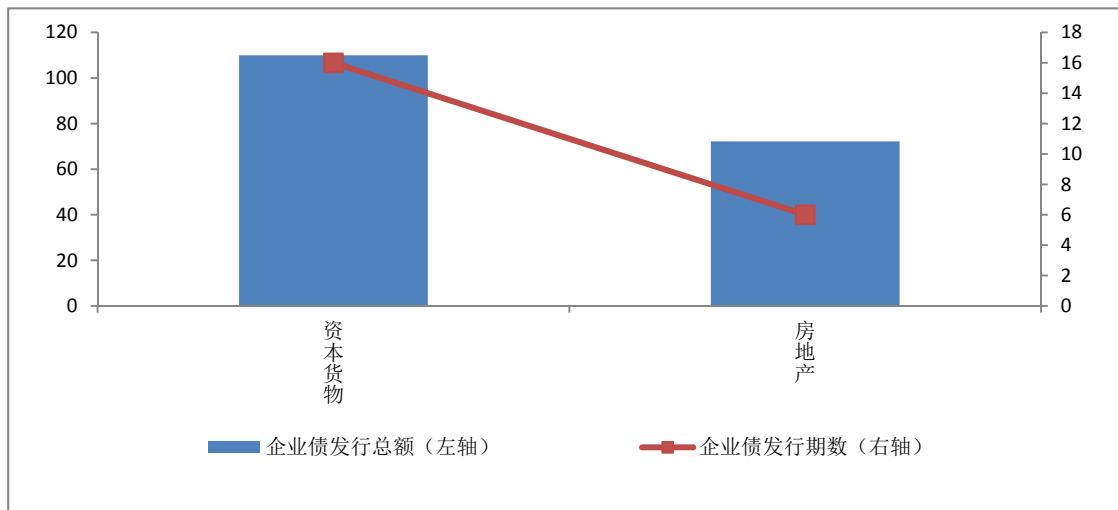


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017 年第一季度企业债券发行人主要分布于房地产、资本货物领域，发债主体主要为城投类企业。在第一季度发行的 22 期企业债中，其中有 18 期属于城投债，占比高达 81.82%。

图表 14. 2017 年第一季度企业债发行行业分布（亿元、期）



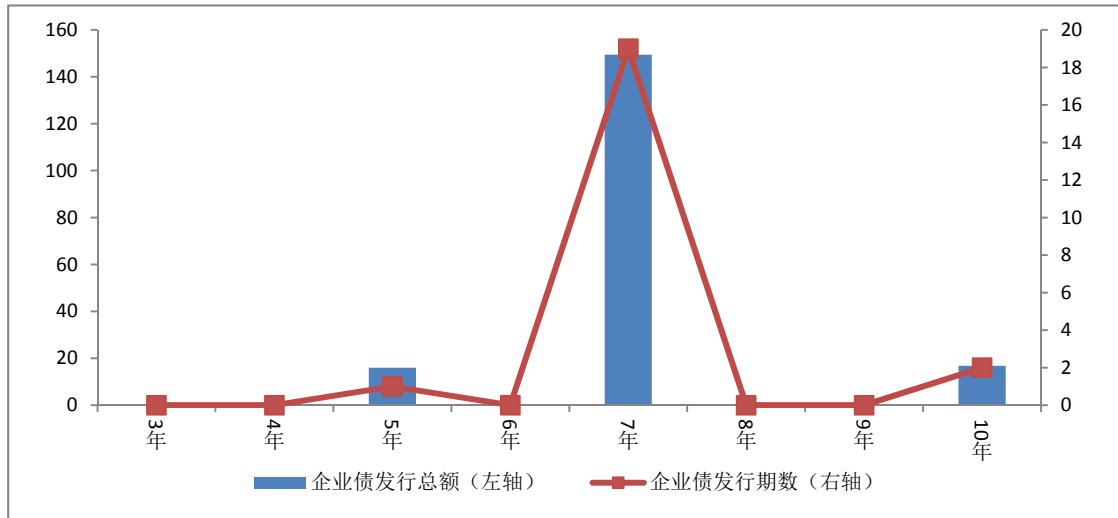
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2017 年第一季度发行的企业债券以 7 年期为主，占比为 86.36%；7 年及以上债券合计占比为 95.45%。城投公司发行的企业债大多

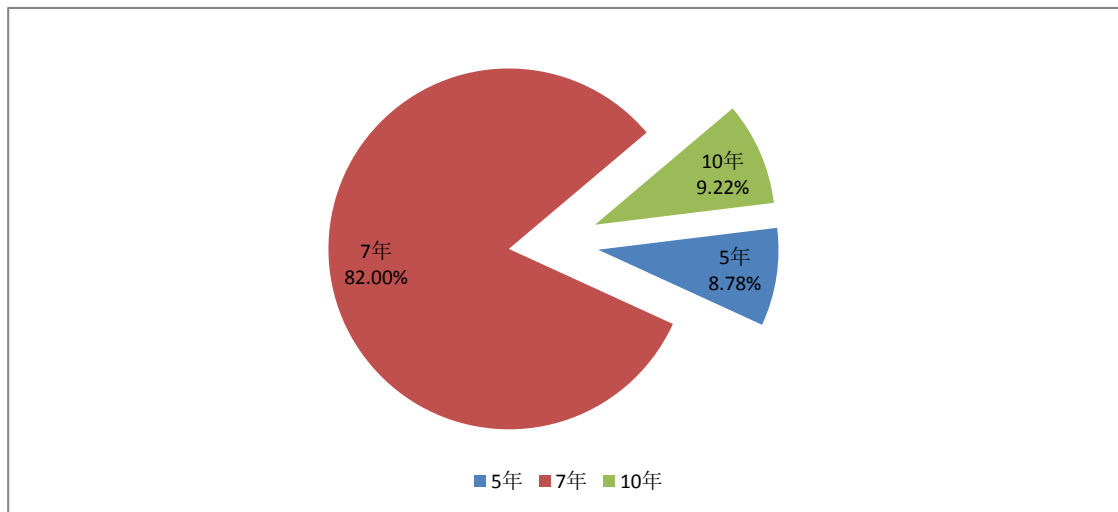
用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表 15. 2017 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

表 16. 2017 年第一季度企业债券各期限发行期数占比



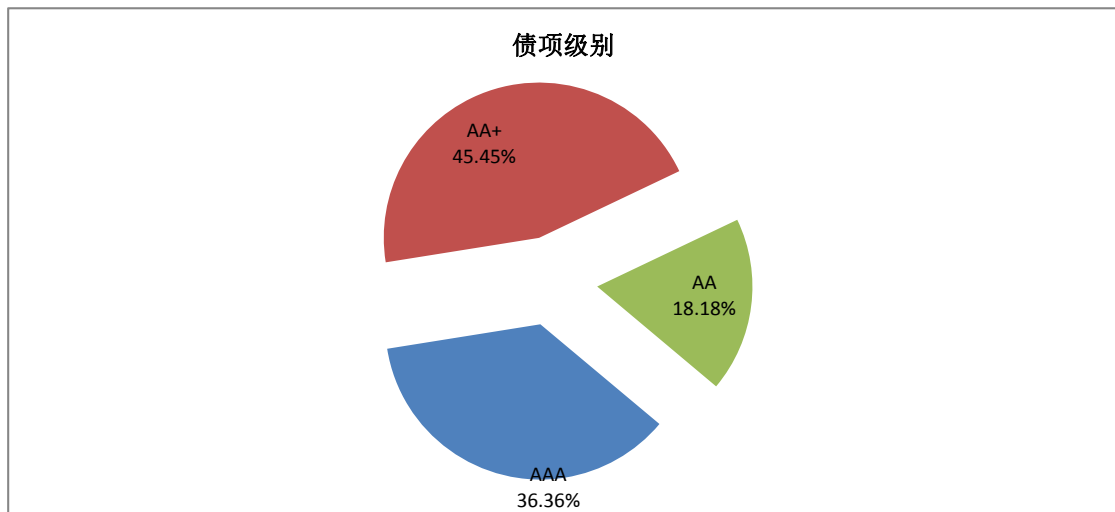
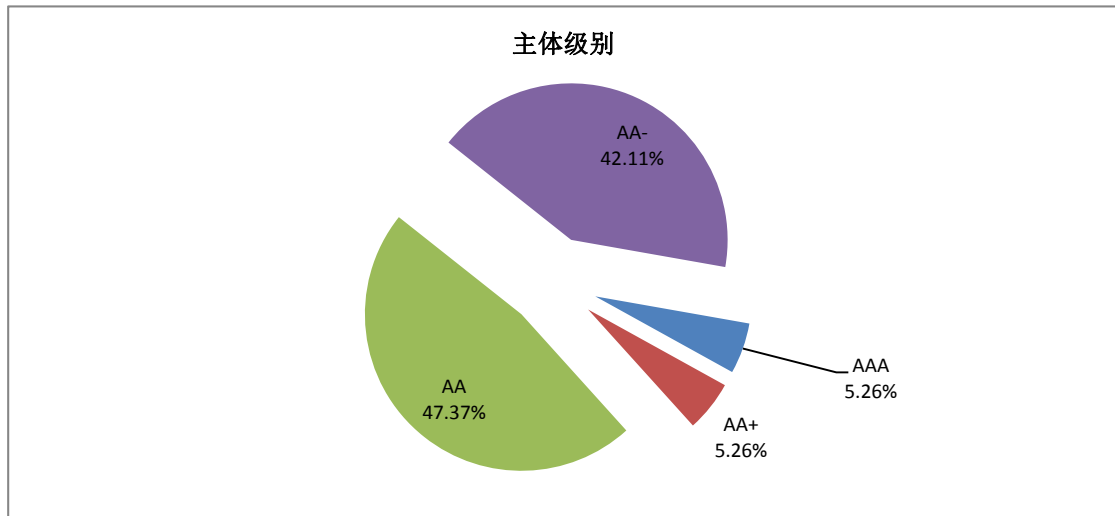
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2017 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 42.11%，AA 级期数占比为 47.37%，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 18.18%，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. 2017 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）

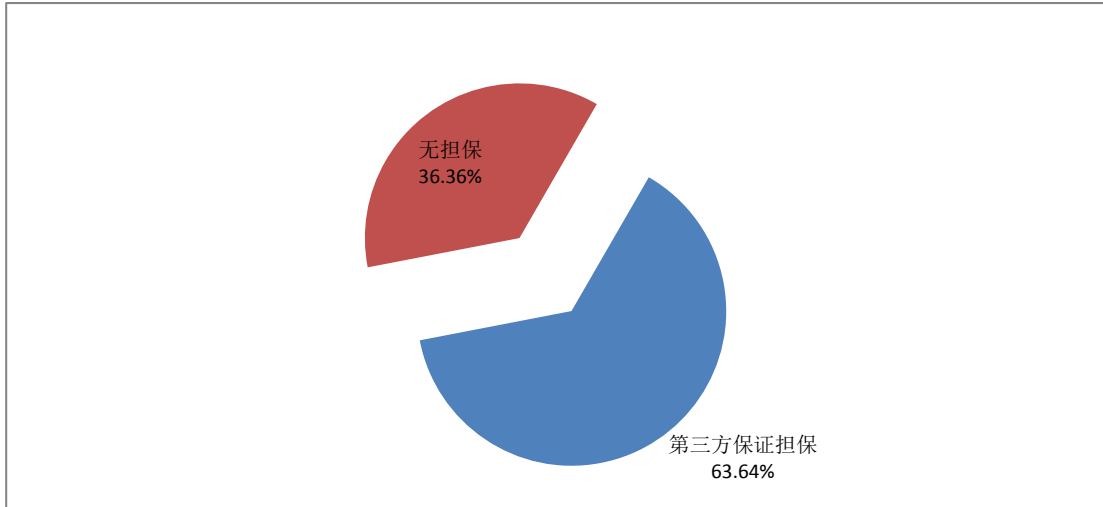


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2017 年第一季度发行的企业债券主要为第三方保证担保和无担保债券，占比分别为 63.64% 和 36.36%。

图表 18. 2017 年第一季度企业债券增信方式分布（按发行期数）

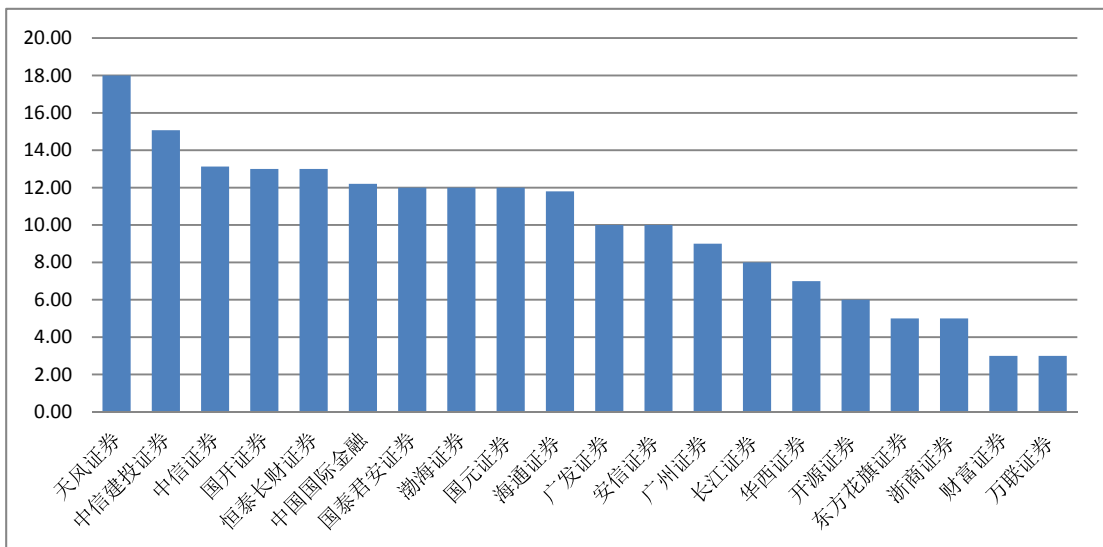


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

2017 年第一季度共有 20 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，天风证券、中信建投证券和中信证券分列前三甲。天风证券固定收益承销在第一季度表现优异，后来居上。中信证券和中信建投证券紧随其后。

图表 19. 2017 年第一季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

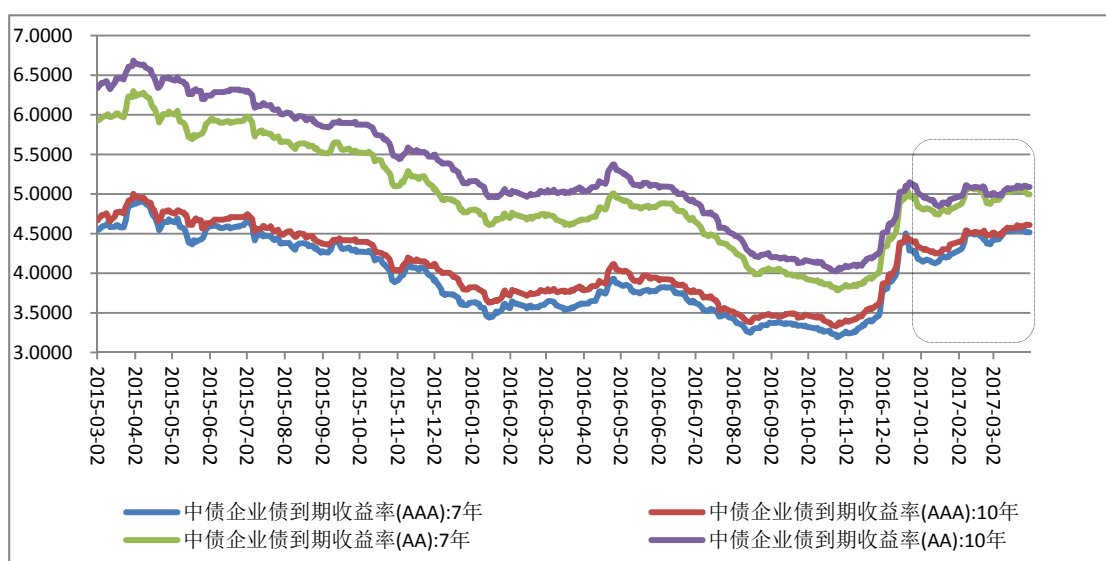


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

7. 发行利率分析

2017 年第一季度，企业债市场收益率曲线与信用债市场收益率曲线相吻合，有跌有涨，表现为震荡中上升，整体呈上行趋势。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 年期收益率在年初为 4.18%，季末为 4.52%，上升 34BP；AA 级、7 年期收益率在年初为 4.84%，季末为 5.00%，上升 16BP。

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

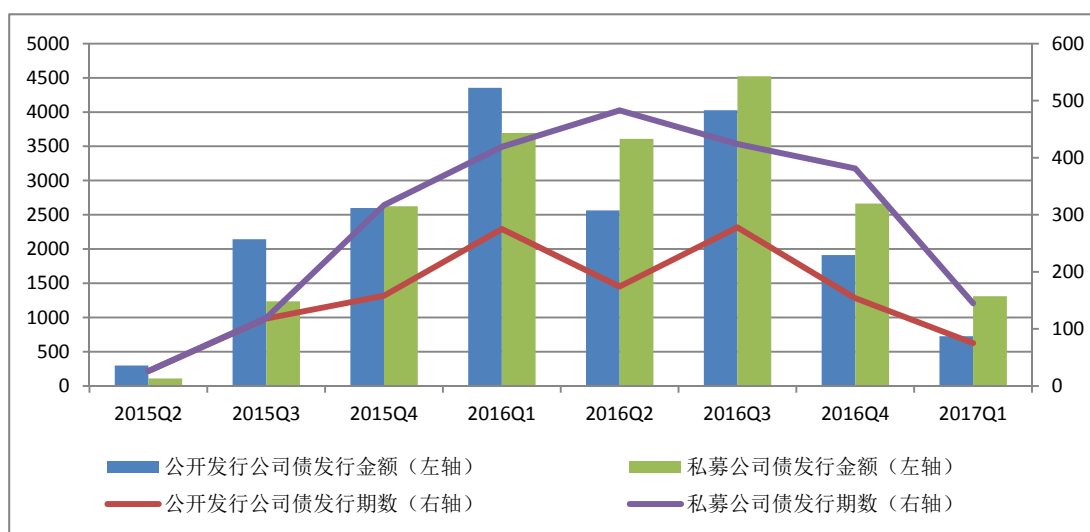
(三) 公司债券市场分析

1. 发行规模

2017 年第一季度，交易所公司债公开发行 75 期，同比下降 72.73%；发行金额 725.43 亿元，同比下降 83.34%。交易所私募债发行 145 期，同比下降 65.39%；发行金额 1309.92 亿元，同比下降 64.54%。

2016 年 10 月，上海证券交易所向各大债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》明确表示，对房地产、产能过剩行业公司债券发行审核试行分类监管。这在一定程度上增加了“风险类”企业的发债难度和成本，导致公司债发行锐减。

图表 21. 近年来公司债和私募债发行情况（亿元、期）

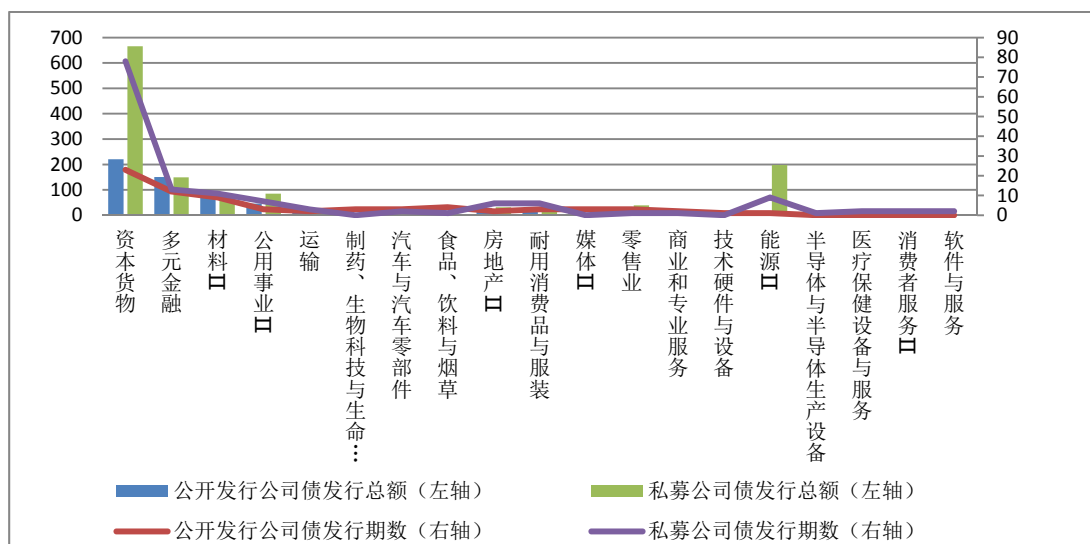


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2017 年第一季度公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、材料、公用事业和能源等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。由于监管趋严，地产公司债风险类停发，钢铁公司债关注类、风险类基本停发，使得房地产行业不再是发行公司债金额最多的行业。

图表 22. 2017 年第一季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）



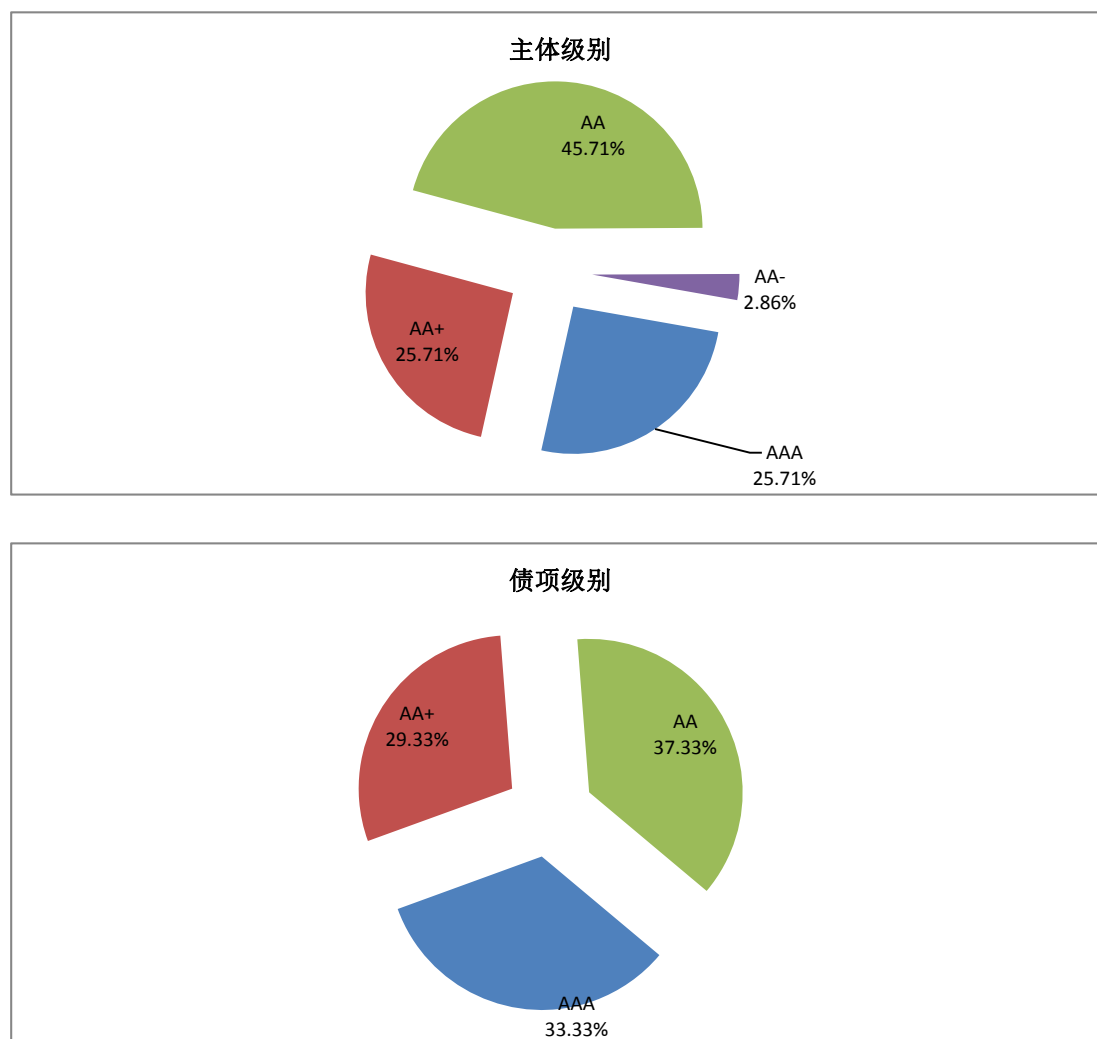
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2017 年第一季度公开发行人公司债的主体信用等级包

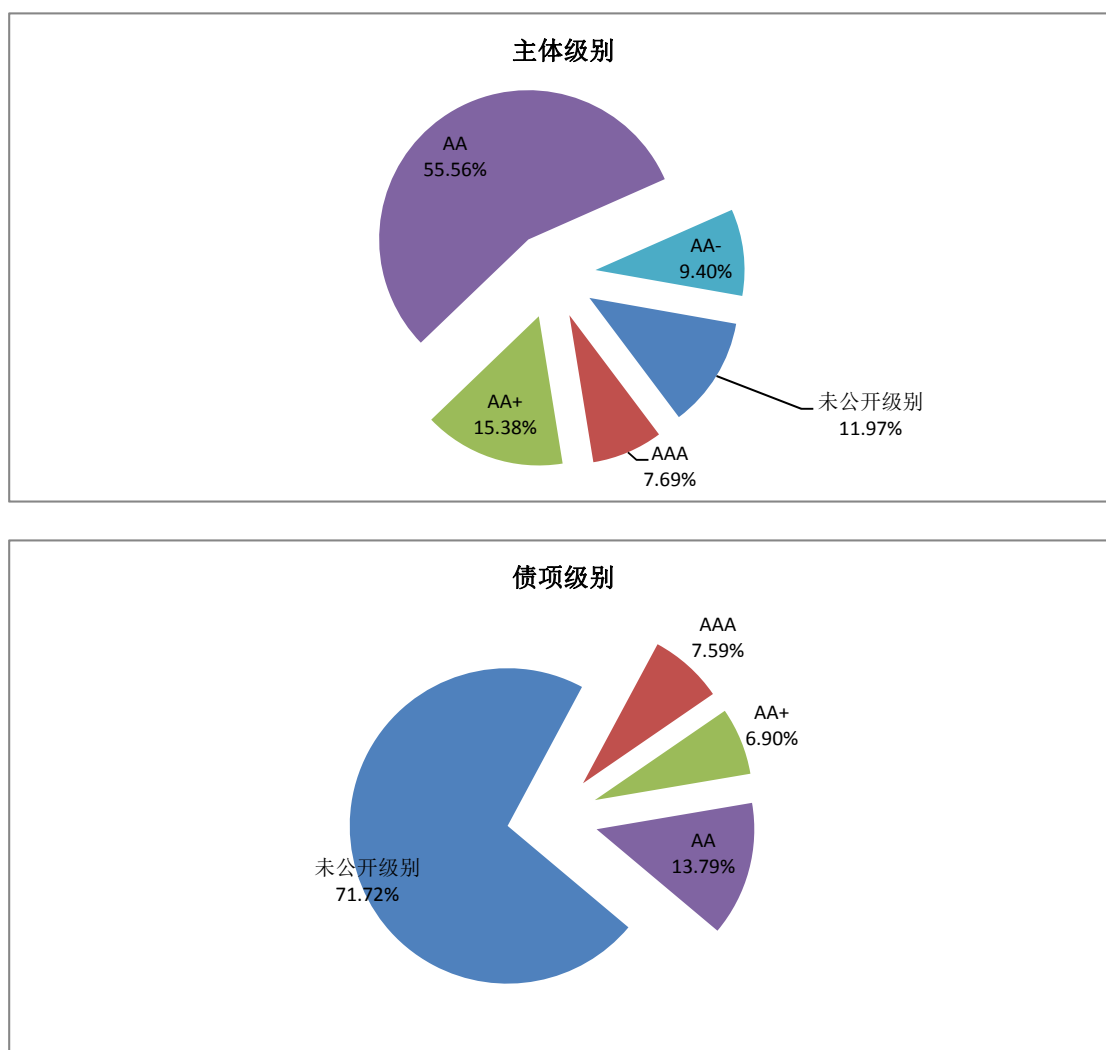
括 AA-、AA、AA+和 AAA 四个级别，期数占比分别为 2.86%、45.71%、25.71% 和 25.71%；发行债项信用等级包括 AA、AA+和 AAA 等三个级别，期数占比分别为 37.33%、29.33%和 33.33%。私募公司债主体信用等级包括 AA-、AA、AA+和 AAA 四个级别，期数占比分别为 9.40%、55.56%、15.38%和 7.69%（其中未公开级别占比 11.97%）；发行债项信用等级包括 AA、AA+和 AAA 等三个级别，期数占比分别为 13.79%、6.90%和 7.59%（其中未公开级别占比 71.72%）。

图表 23. 2017 年第一季度公开发行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. 2017 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）

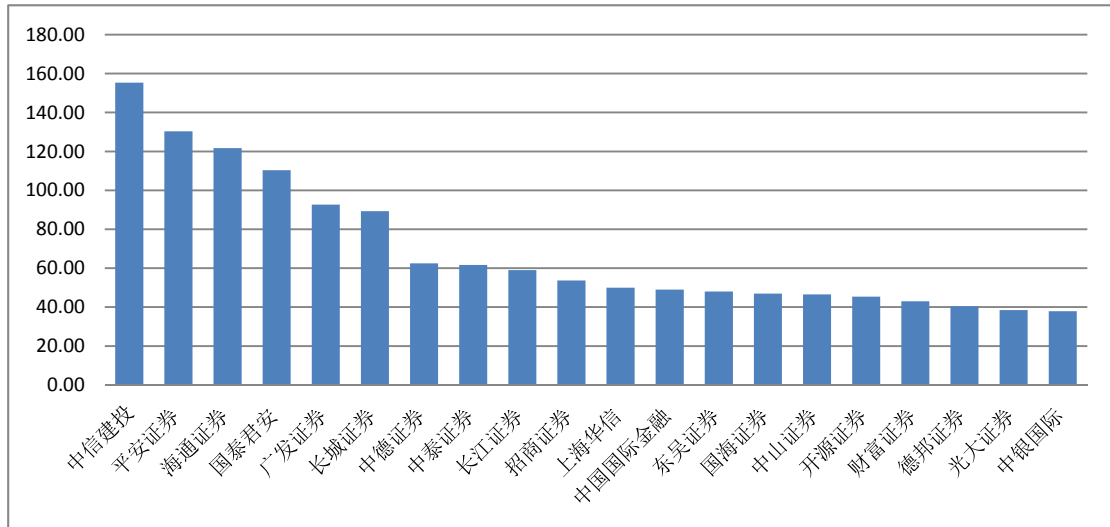


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2017 年第一季度共有 60 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、平安证券和海通证券排名前三。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. 2017 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