

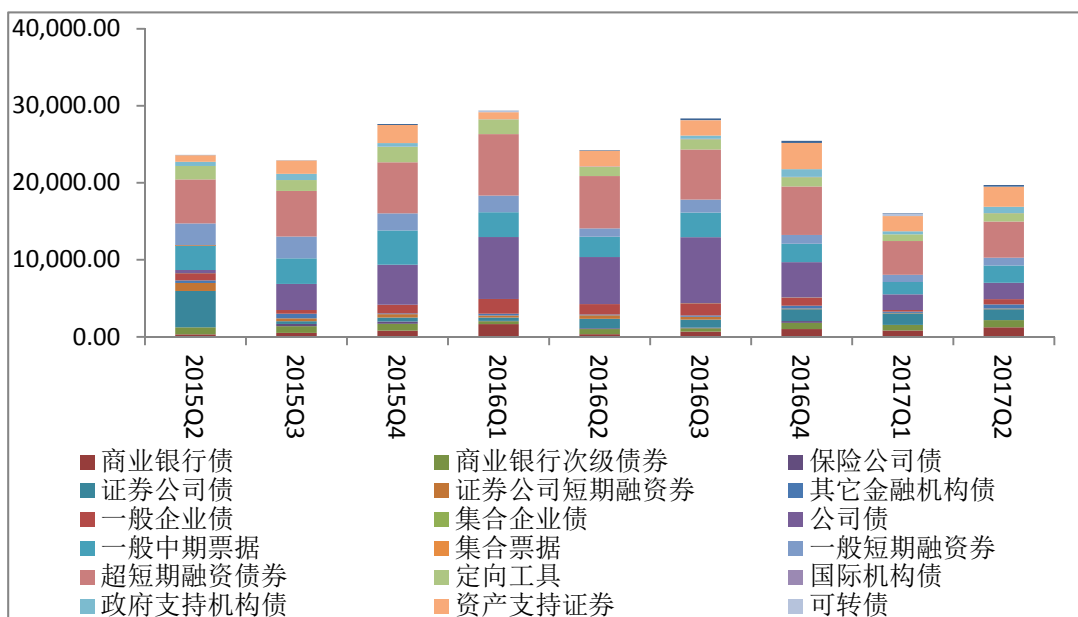
# 2017 年上半年中国债券市场发行与评级研究

郭佩/文

## 一、债券市场总体发行情况

2017 年上半年,全国债券市场共发行各类债券 16673 期,发行金额合计 18.05 万亿元,同比下降 1.58%。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 14.46 万亿元,同比增长 11.32%,占同期债券募集总额的 80.13%。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 3.59 万亿元,同比下降 32.90%,占同期债券募集总额的 19.87%。

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

2017 年上半年,在货币政策收紧和强监管的共同作用下,市场流动性趋紧,债市进入调整期,而进入 6 月,随着市场流动性状况的改善,投资者情绪有所缓和,债市明显回暖。

信用债市场方面,二季度虽较一季度有所改善,但 2017 年上半年企业债、公司债、中期票据和短期融资券等主要债券品种的发行金额与去年同期相比仍处于下降水平。其中,企业债、公司债、中期票据、短期融资券发行金额分别为 891.60 亿元、4131.24 亿元、3825.20 亿元和 11058.90 亿元,同比分别下

降 72.62%、70.82%、34.59%和 38.70%。

利率债市场方面，同业存单继续保持快速增长，发行规模进一步扩大，2017 年上半年发行金额为 95088.10 亿元，同比增长 57.19%。受市场资金面紧张、发行成本上升，2017 年置换债发行规模下降，置换难度上升等多方面因素影响，地方政府债发行规模同比下降 47.95%，为 18609.75 亿元。

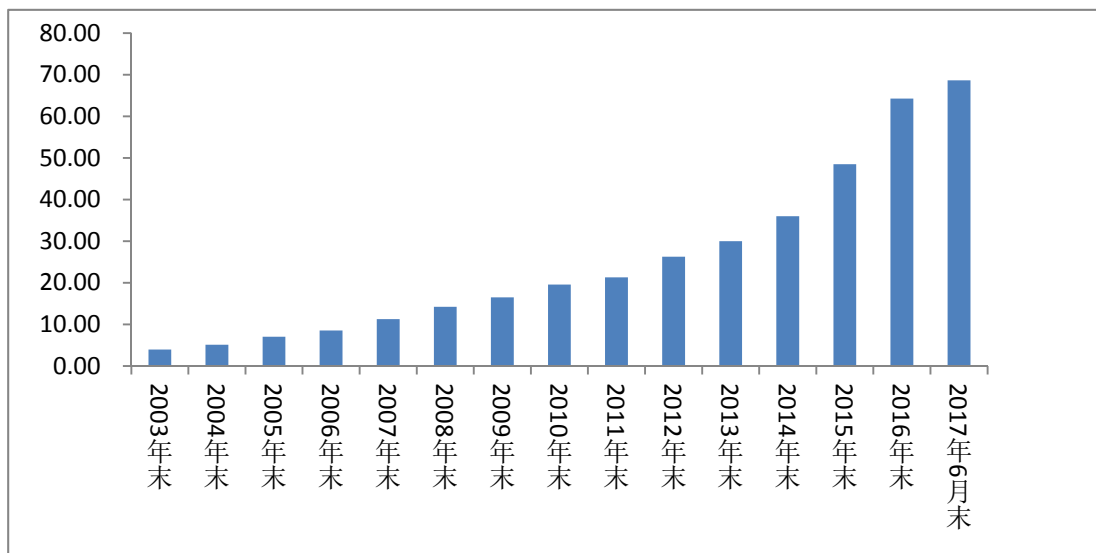
图表 2. 2017 年上半年主要债券产品发行情况

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
国债	74	0.44	14,429.40	8.00
地方政府债	379	2.27	18,609.75	10.31
同业存单	12,572	75.40	95,088.10	52.69
金融债	539	3.23	23,955.53	13.28
政策银行债	306	1.84	16,472.80	9.13
商业银行债	31	0.19	2,047.00	1.13
商业银行次级债券	59	0.35	1,674.73	0.93
证券公司债	114	0.68	2,898.00	1.61
证券公司短期融资券	7	0.04	140.00	0.08
其它金融机构债	22	0.13	723.00	0.40
企业债	92	0.55	891.60	0.49
一般企业债（含 NPB）	92	0.55	891.60	0.49
公司债	457	2.74	4,131.24	2.29
一般公司债	180	1.08	1,802.52	1.00
私募债	277	1.66	2,328.72	1.29
中期票据	329	1.97	3,825.20	2.12
一般中期票据（含 PRN）	329	1.97	3,825.20	2.12
短期融资券	950	5.70	11,058.90	6.13
一般短期融资券	224	1.34	1,965.30	1.09
超短期融资券	726	4.35	9,093.60	5.04
定向工具	269	1.61	1,930.40	1.07
国际机构债	1	0.01	30.00	0.02
政府支持机构债	11	0.07	1,200.00	0.66
资产支持证券	966	5.79	4,709.61	2.61
交易商协会 ABN	28	0.17	102.50	0.06
银监会主管 ABS	157	0.94	1,911.81	1.06
证监会主管 ABS	781	4.68	2,695.30	1.49
可转债	5	0.03	326.51	0.18
可交换债	29	0.17	269.26	0.15
合计	16,673	100.00	180,455.49	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 6 月末，全国债券市场存量债券余额 68.66 万亿元，比年初增加 4.39 万亿元，存量规模继续保持平稳增长。

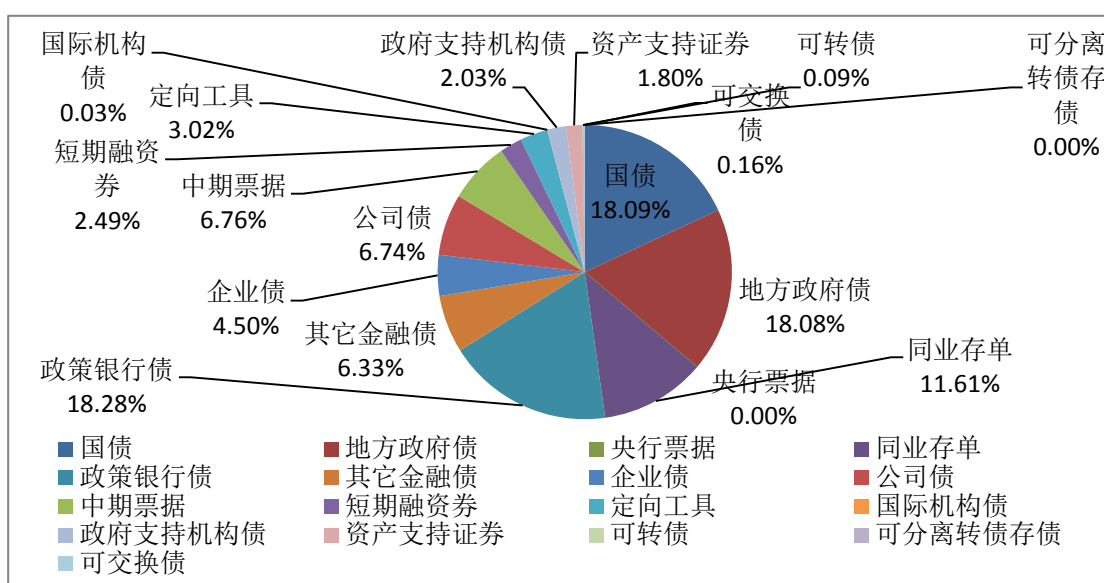
图表 3. 2017 年 6 月末债券市场存量债券余额（万亿元）



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，2017 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 45.36 万亿元，占比 66.06%；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 23.30 万亿元，占比 33.94%。

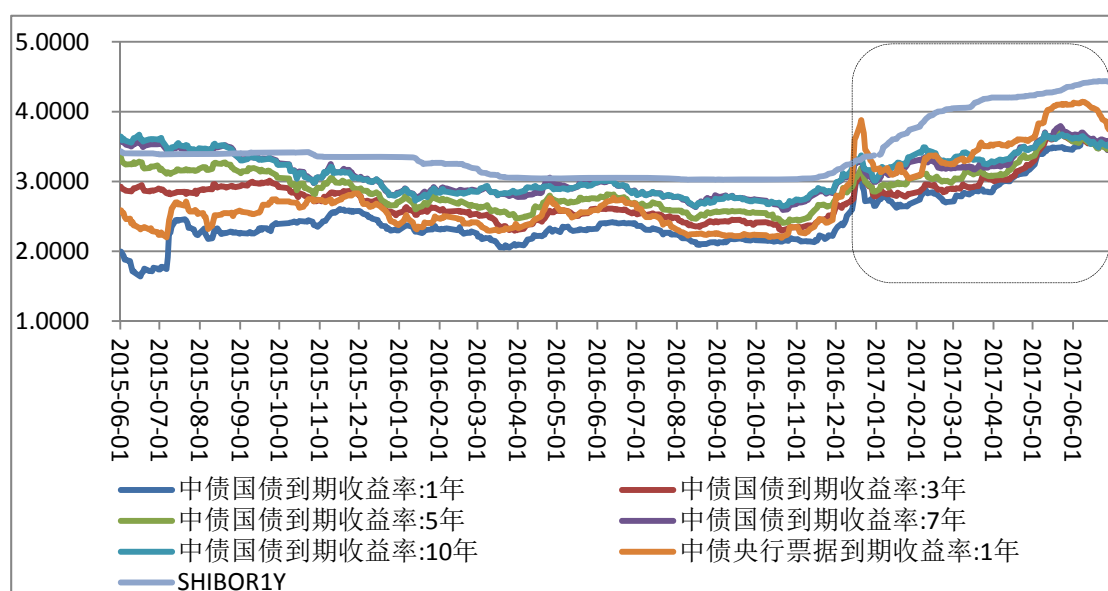
图表 4. 2017 年 6 月末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2017年上半年,我国经济运行稳中向好,央行实施稳健中性的货币政策,维护流动性运行平稳、中性适度,以达到去杠杆、抑泡沫、防风险的要求。具体表现在债券市场收益率上则为:1—3月,受监管趋严、央行在MPA评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围指标等影响,收益率较年初有所上升,曲线平坦化上移。4—5月继续保持震荡上行,国债收益率出现长期收益率低于短期收益率的现象,呈倒挂形态。进入6月,在监管层5月份释放维稳信号及央行加大流动性投放力度的综合作用下,市场情绪有所缓和,各期限收益率小幅下行,稳中有降,但较年初相比仍保持在较高水平。其中,6月末,1年、3年、5年、7年和10年国债收益率分别为3.46%、3.50%、3.49%、3.62%和3.57%,与年初相比,分别上升71BP、67BP、60BP、58BP和46BP。

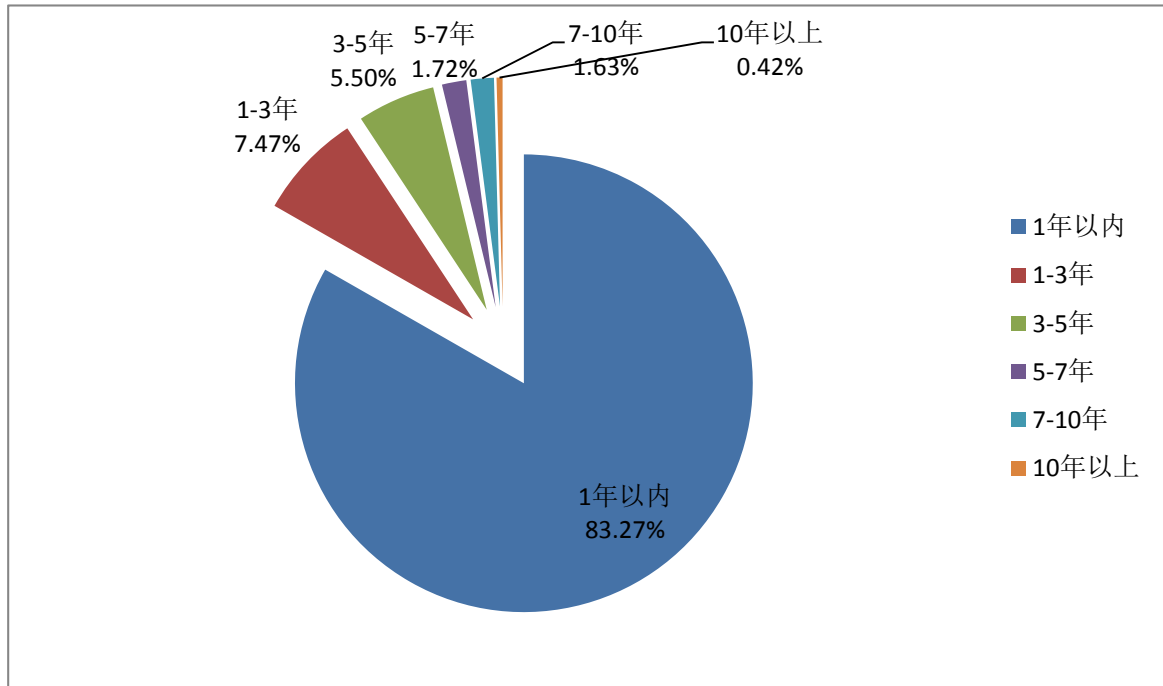
图表5. 债券市场重要收益率曲线



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83.27%,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7.47%、5.50%、1.72%、1.63%和0.42%,5年期以下债券合计占比96.23%。

图表 6. 2017 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

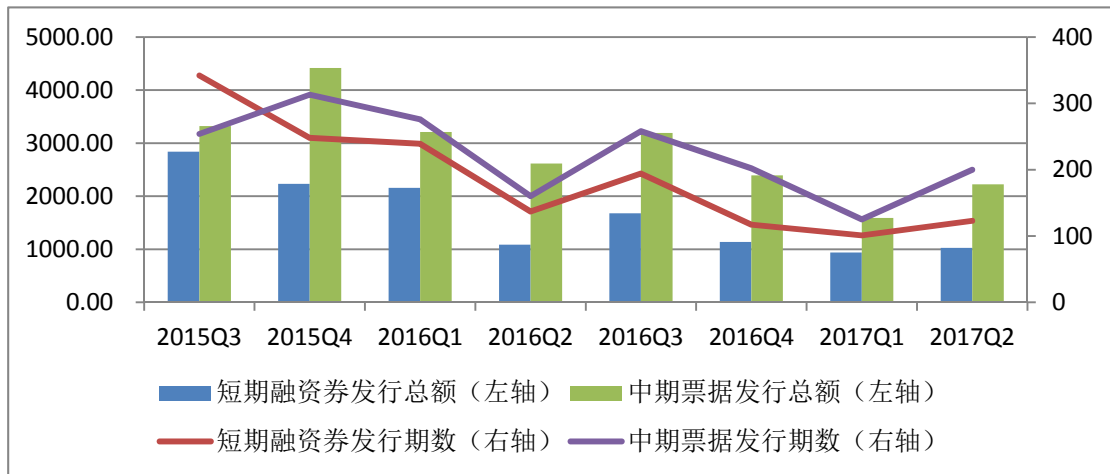
## 二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

### （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

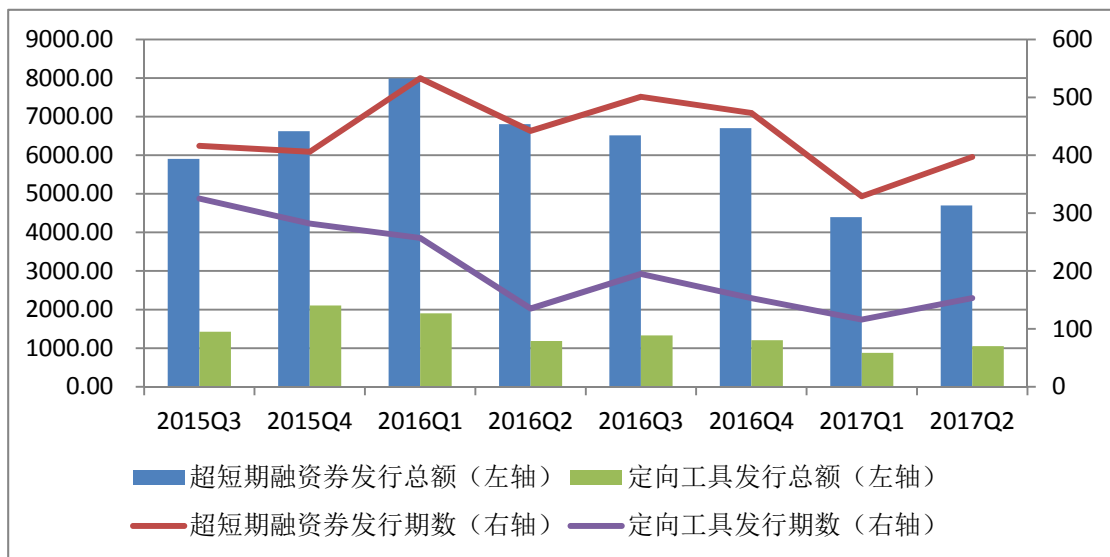
2017 年上半年，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行 224 期，同比下降 40.43%；募集资金 1965.30 亿元，同比减少 39.45%。中期票据(不含中小企业集合票据和项目收益票据)共发行 325 期，同比下降 25.46%；募集资金 3814.70 亿元，同比降低 34.52%。定向工具共发行 269 期，同比下降 31.38%；募集资金 1930.40 元，同比减少 37.51%。超短期融资券共发行 726 期，同比下降 25.54%；募集资金 9093.60 亿元，同比减少 38.54%。

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）



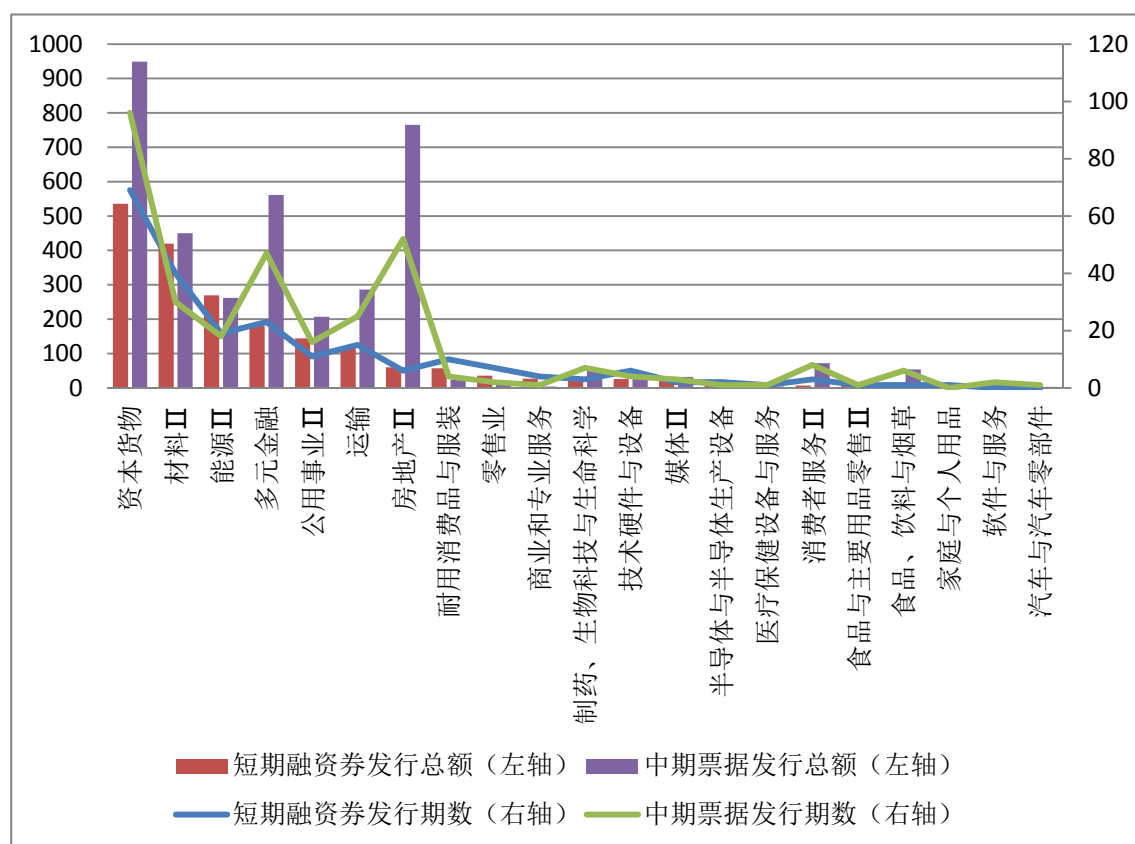
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## 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，2017 年上半年短期融资券和中期票据发行人涉及 21 大行业，主要分布于资本货物、材料、多元金融、能源、运输和公用事业等领域。其中，资本货物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 84.72%和 79.02%，在中期票据中合计占比分别为 71.18%和 71.38%，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，2017 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

20.05%和 16.00 %。

图表 9. 2017 年上半年短期融资券和中期票据行业分布情况（亿元、期）

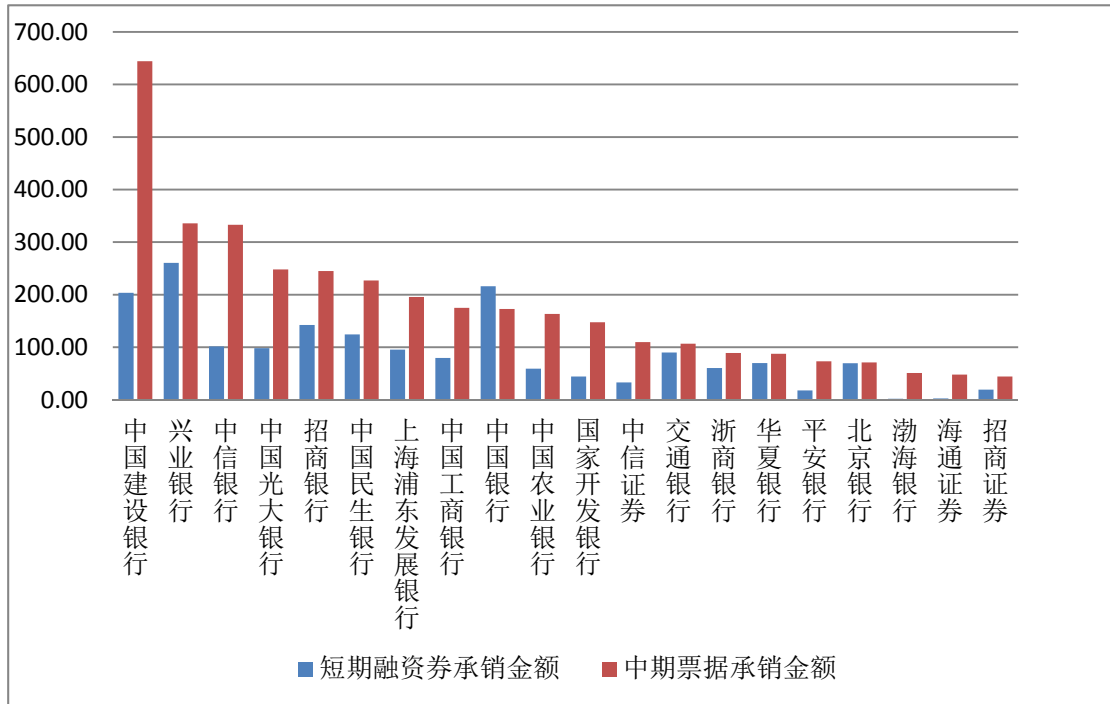


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 3. 主承销商分布

2017 年上半年，共有 28 家银行和 9 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，兴业银行、中信银行紧随其后，招商、民生、光大等股份制银行的债券承销业务发展良好。

图表 10. 2017 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

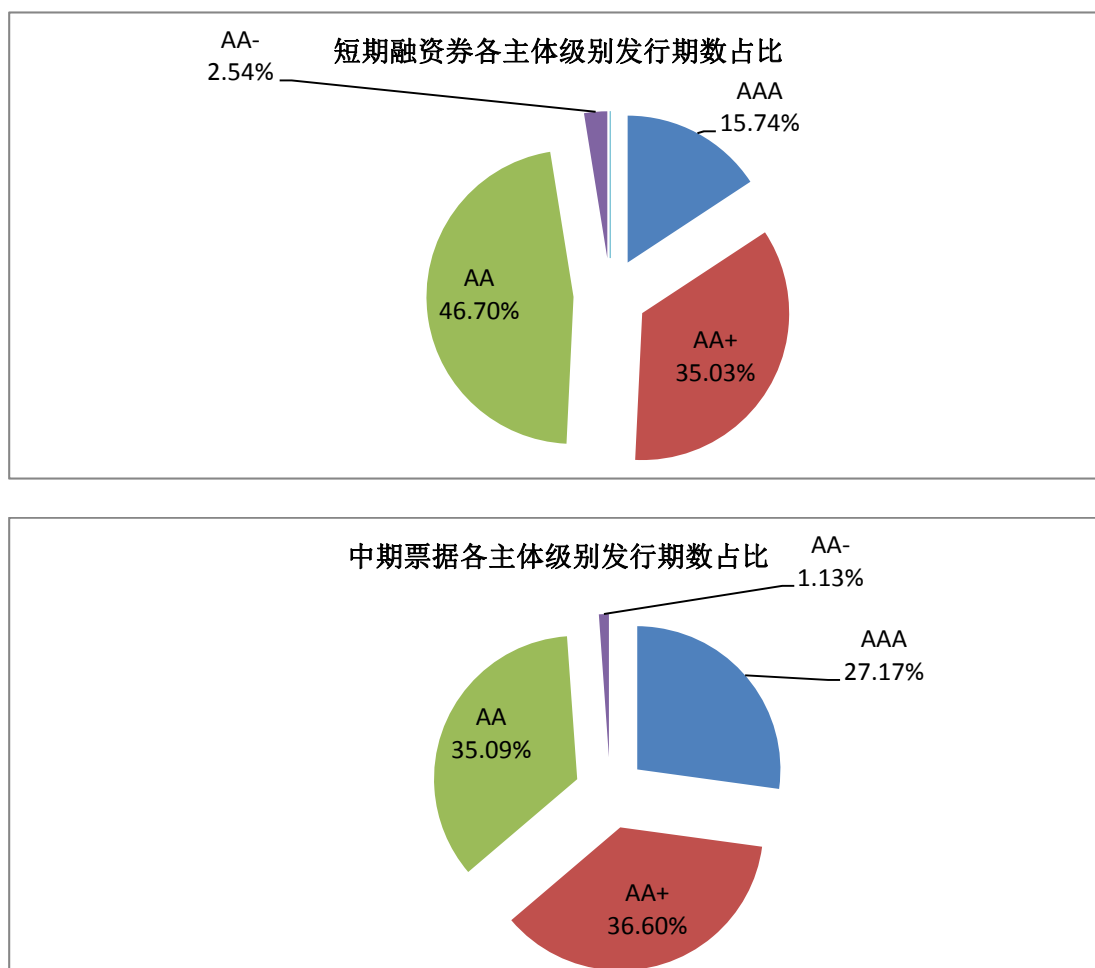
#### 4. 信用等级

2017 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 97.46%。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。上半年短期融资券发行主体为 AA-级的有 5 期，发行额合计 18.80 亿元，其中 2 期为外部担保债券，3 期为无担保债券。

2017 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 98.87%。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 7.00 亿元，其中 1 期为外部担保债券，2 期为无担保债券。



图表 11. 2017 年上半年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

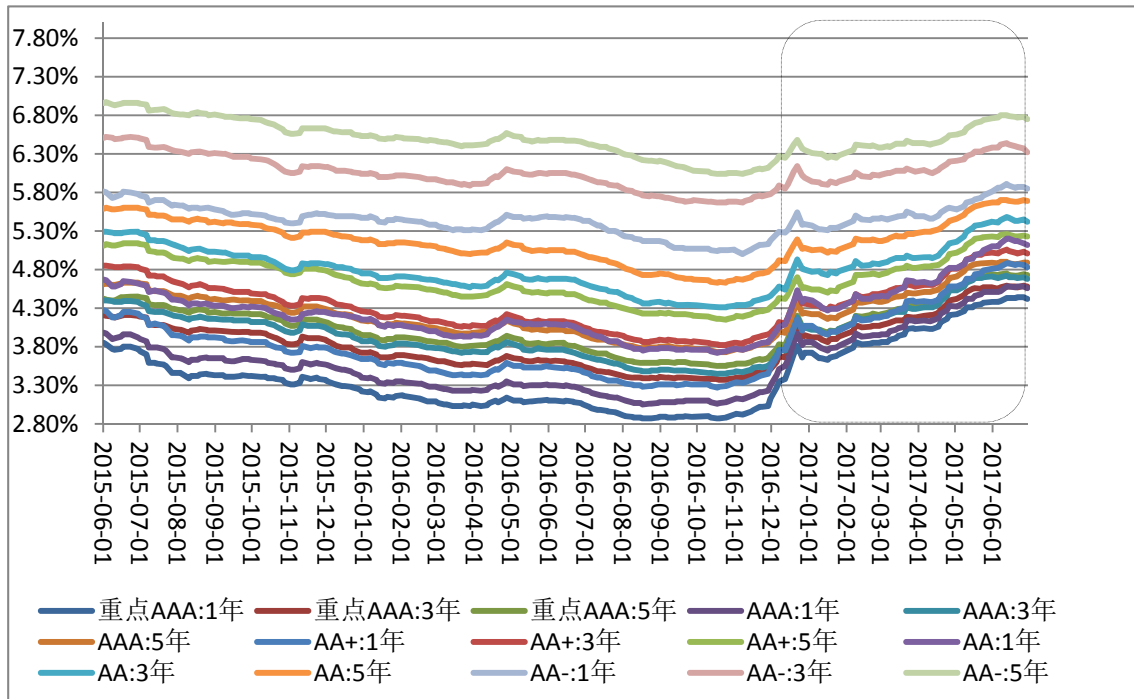


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 5. 发行利率

2017 年第二季度，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。4、5 月份表现为区间内震荡上行，曲线继续保持平坦化上移，6 月份，因市场情绪缓和，出现小幅下行，但仍处于高位。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%，6 月末为 4.56%，上升 70BP；同期限 AA 级定价估值收益率年初为 4.40%，6 月末为 5.12%，上升 72BP。

图表 12. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



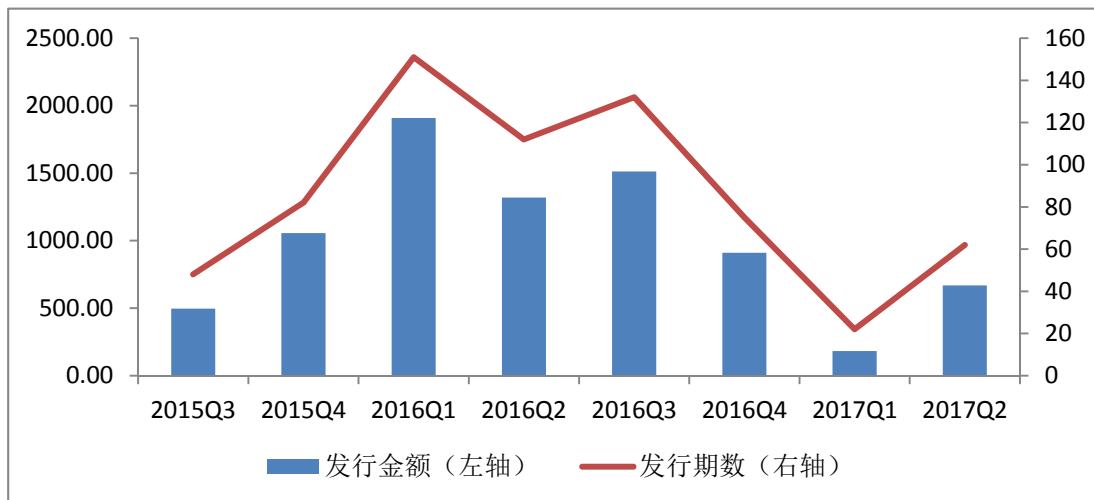
数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

## (二) 企业债券市场分析

### 1. 发行规模

2017 年上半年, 累计发行企业债券 (不含集合企业债和项目收益债券) 84 期, 同比下降 68.06%; 合计发行金额 850.90 亿元, 同比下降 73.64%。

图表 13. 近年来企业债券发行情况 (亿元、期)

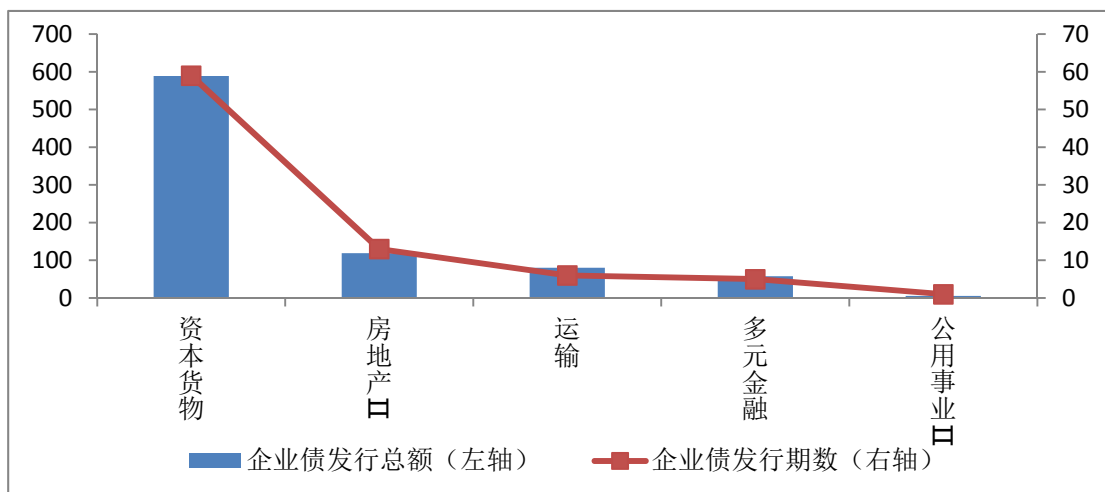


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

## 2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017年上半年企业债券发行人主要分布于资本货物、房地产、运输和多元金融等领域，发债主体主要为城投类企业。在上半年发行的84期企业债中，其中有79期属于城投债，占比高达94.05%。

图表 14. 2017 年上半年企业债券发行行业分布（亿元、期）

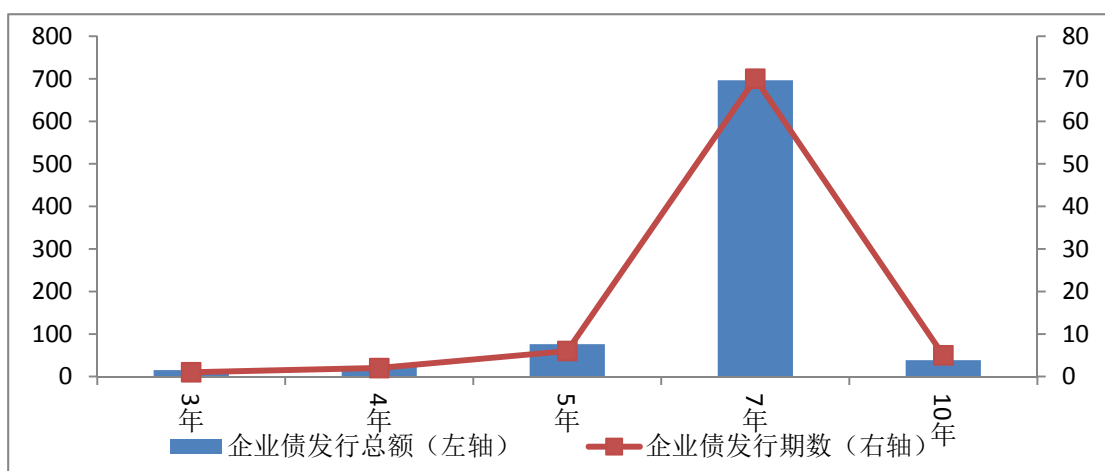


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

## 3. 发行期限结构

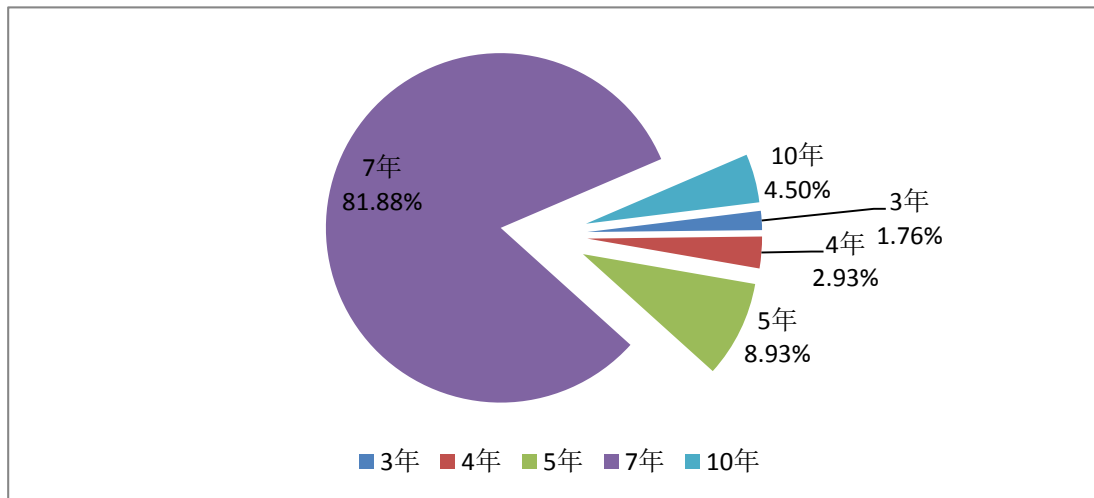
从企业债券的期限结构看，2017年上半年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为83.33%和81.88%；7年及以上债券合计占比分别为89.29%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

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

图表 16. 2017 年上半年企业债券各期限发行期数占比

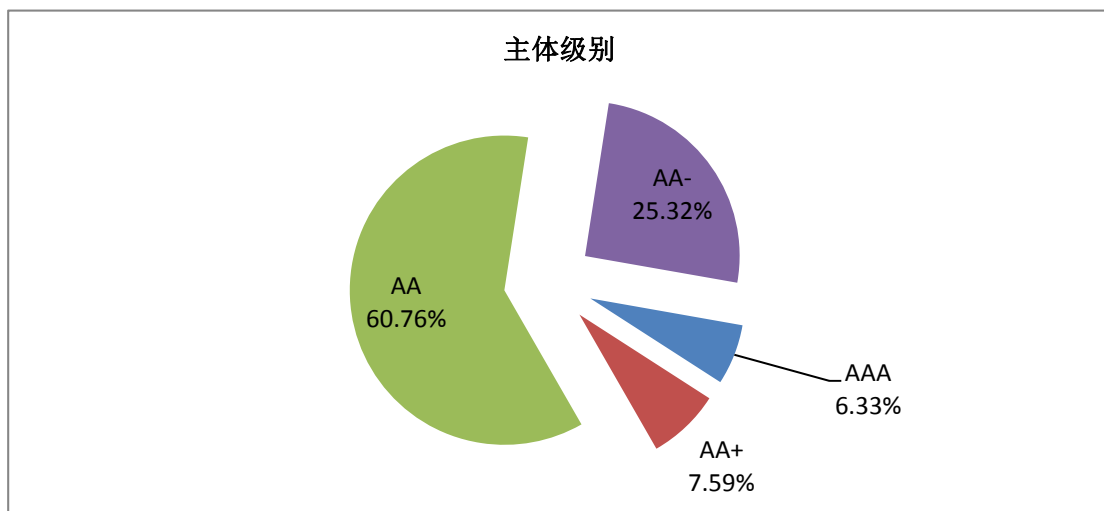


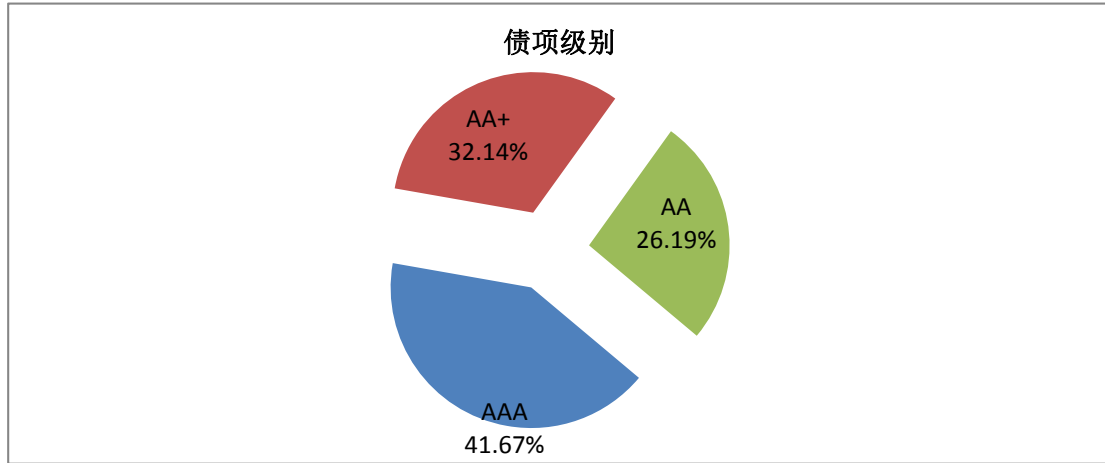
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

#### 4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2017 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 25.32%，AA 级期数占比为 60.76%，这两个级别的发行主体占了企业债的 80% 以上。由于主体 AA-级发行人均采用了信用增级措施，因此发行债项信用等级最低为 AA 级，占比为 26.19%。

图表 17. 2017 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）



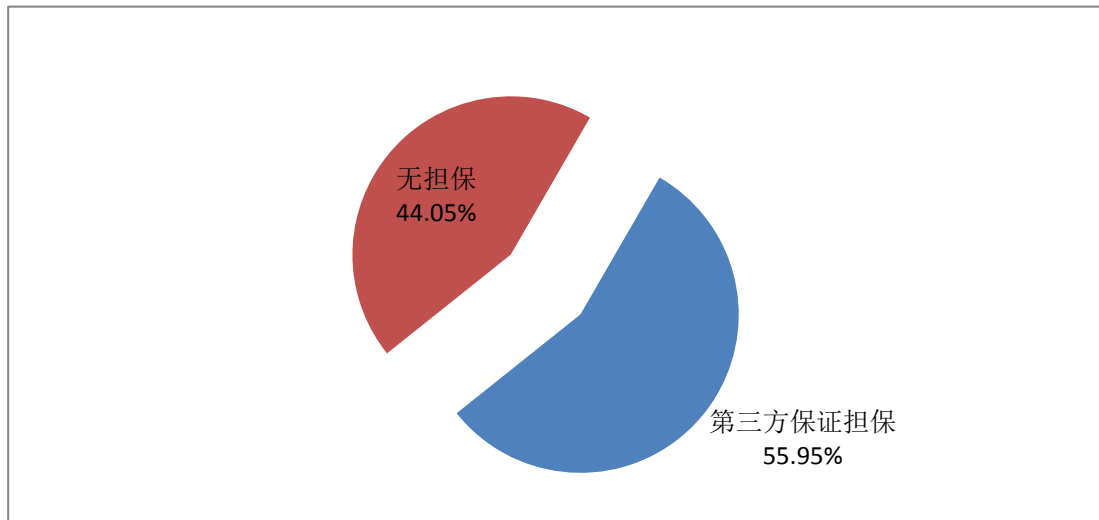


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 5. 增信方式

2017 年上半年发行的企业债券主要为第三方保证担保债券，占比为 55.95%。其他债券均为无担保债券，占比为 44.05%。

图表 18. 2017 年上半年企业债券增信方式分布（按发行期数）

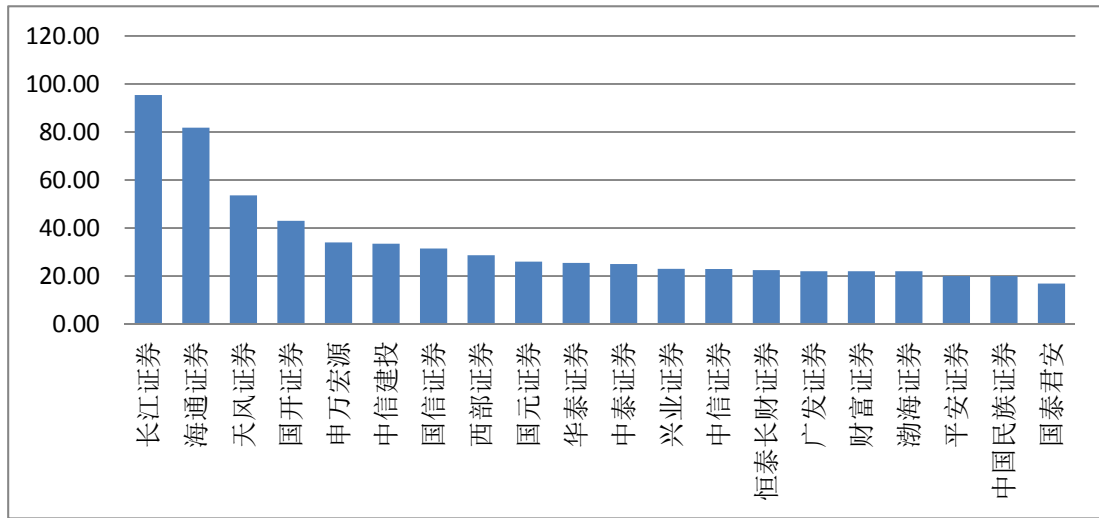


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 6. 主承销商分布

2017 年上半年共有 43 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，长江证券、海通证券、天风证券分列前三甲。

图表 19. 2017 年上半年企业债券主要承销商分布（按募集金额，亿元）

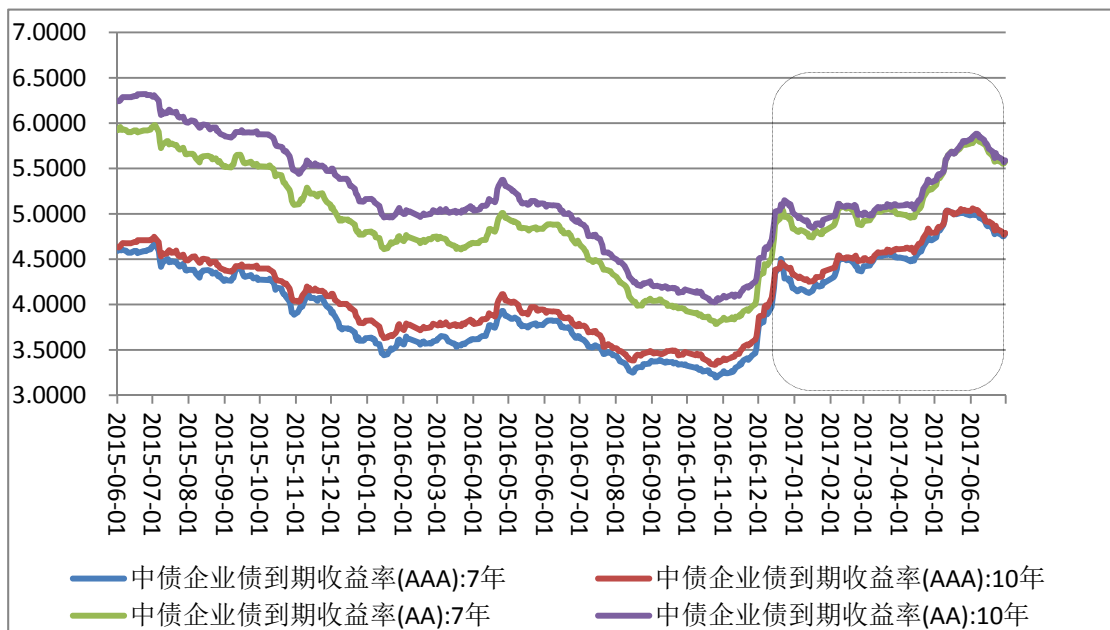


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### 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，震荡中整体保持上行，虽有小幅下行，但仍处于较高水平。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 4.15%，季末为 4.78%，上升 63BP；AA 级、7 年期收益率在年初为 4.81%，季末为 5.58%，上升 77BP。

图表 20. 重要期限固定利率企业债收益率曲线



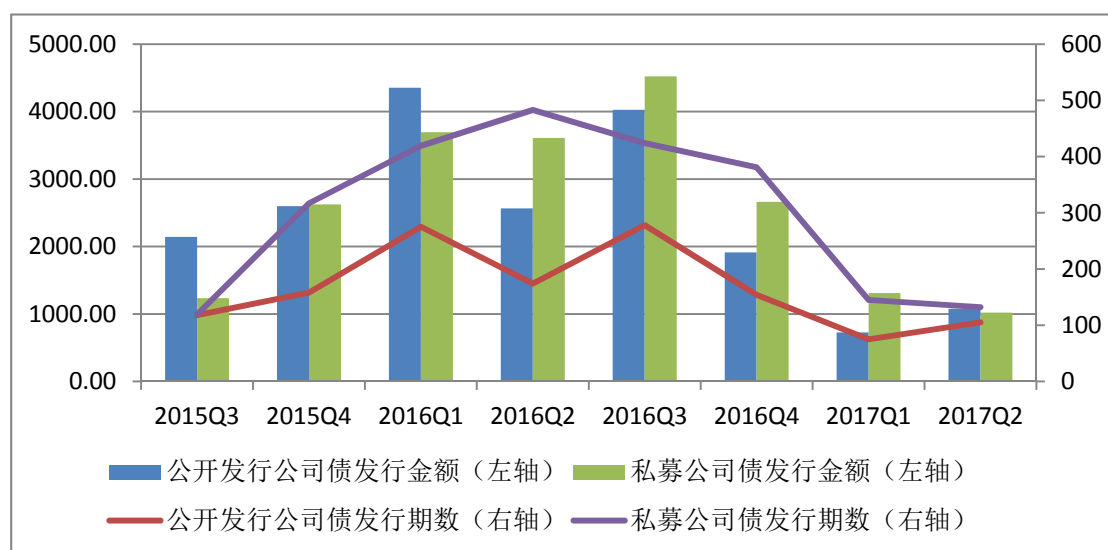
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

### （三）公司债券市场分析

#### 1. 发行规模

2017年上半年，交易所公司债公开发发行 180 期，同比下降 59.91%；发行金额 1802.52 亿元，同比下降 73.95%。交易所私募债发行 277 期，同比下降 69.29%；发行金额 2328.72 亿元，同比下降 68.11%。

图表 21. 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）

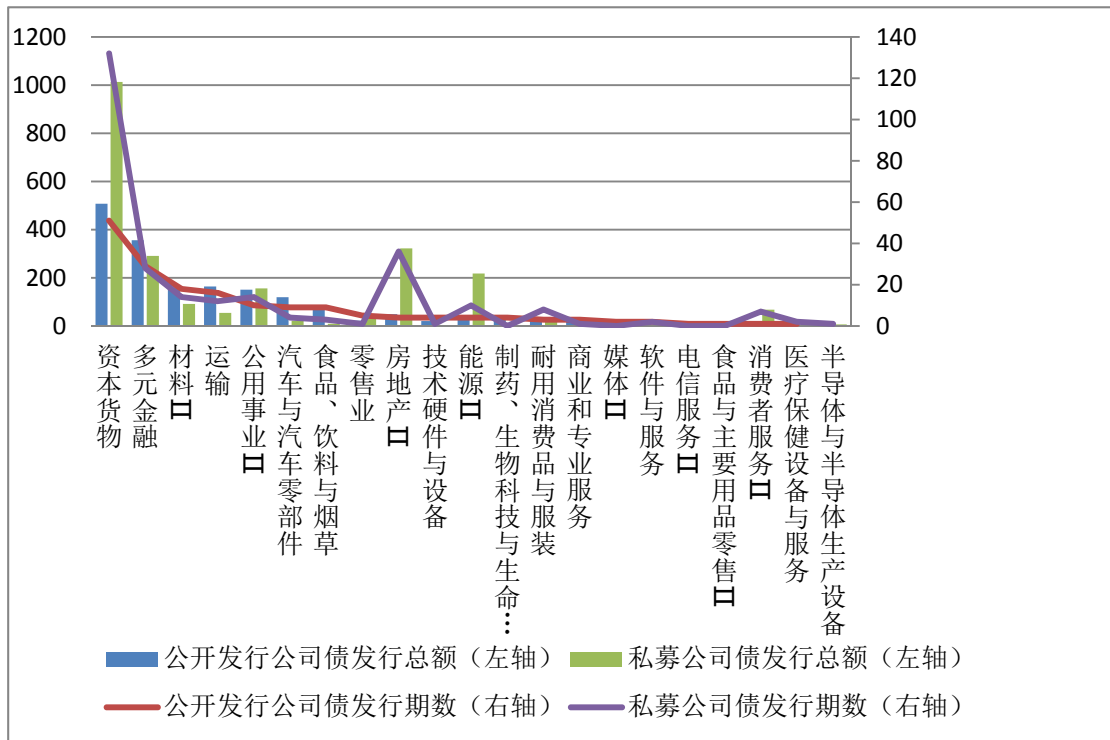


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

#### 2. 发行人行业分布

从所属行业看，2017年上半年公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、房地产、公用事业、运输等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。

图表 22. 2017 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

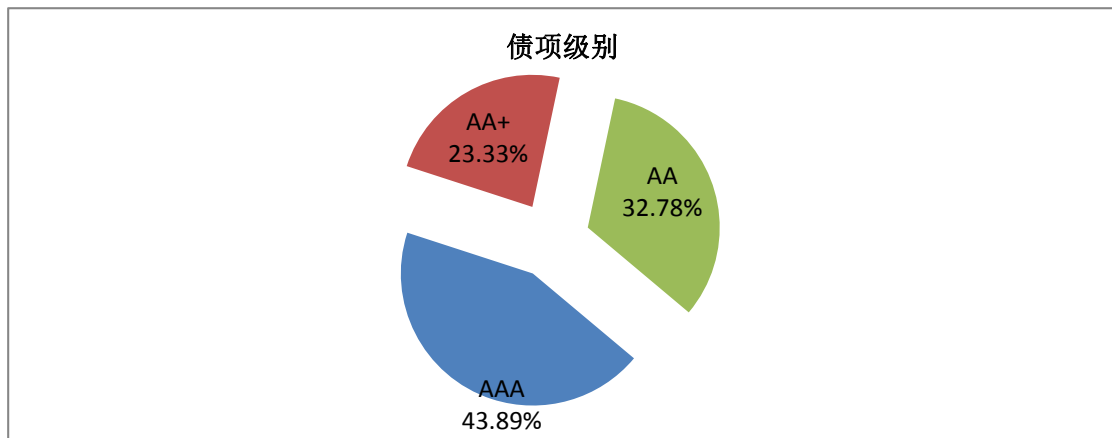
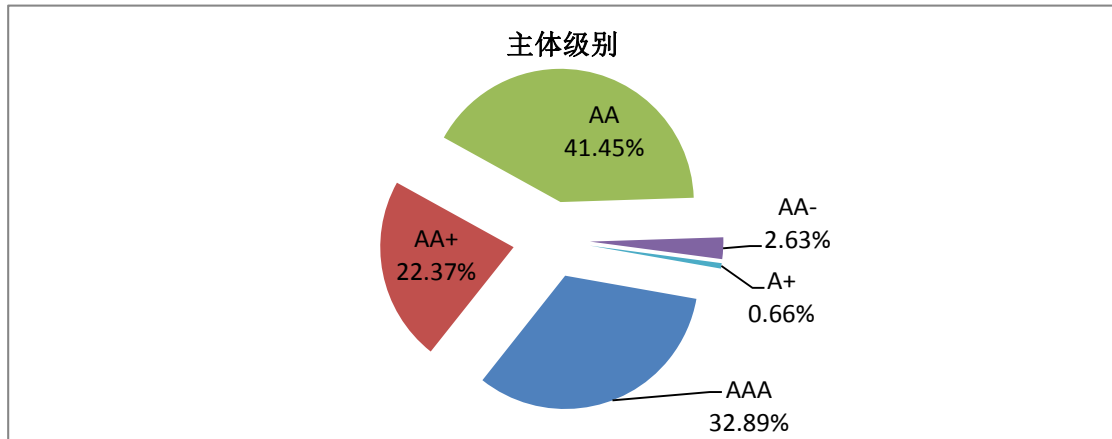
### 3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2017 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 0.66%、2.63%、41.45%、22.37%和 32.89%。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 32.78%、23.33%和 43.89%。

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 0.47%、8.53%、58.29%、18.01%和 5.69%（其中未公开级别占比 9.00%）；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 0.36%、19.86%、6.86%和 7.22%（其中未公开级别占比 65.70%）。

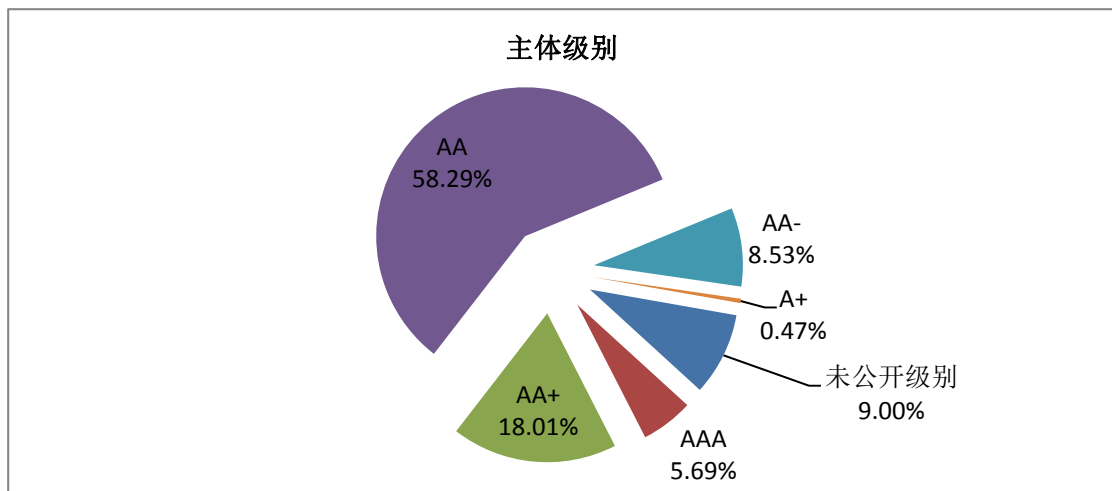


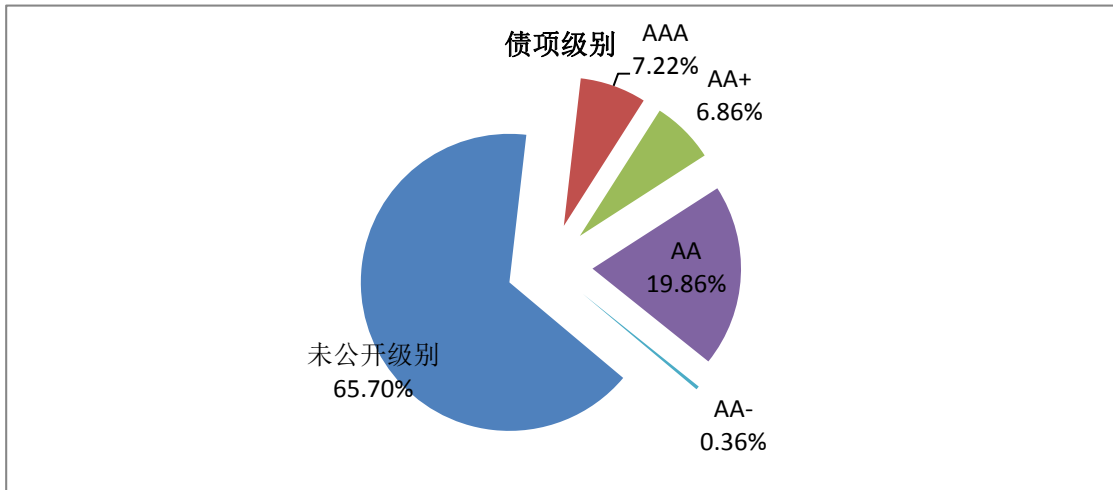
图表 23. 2017 年上半年公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表 24. 2017 年上半年私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



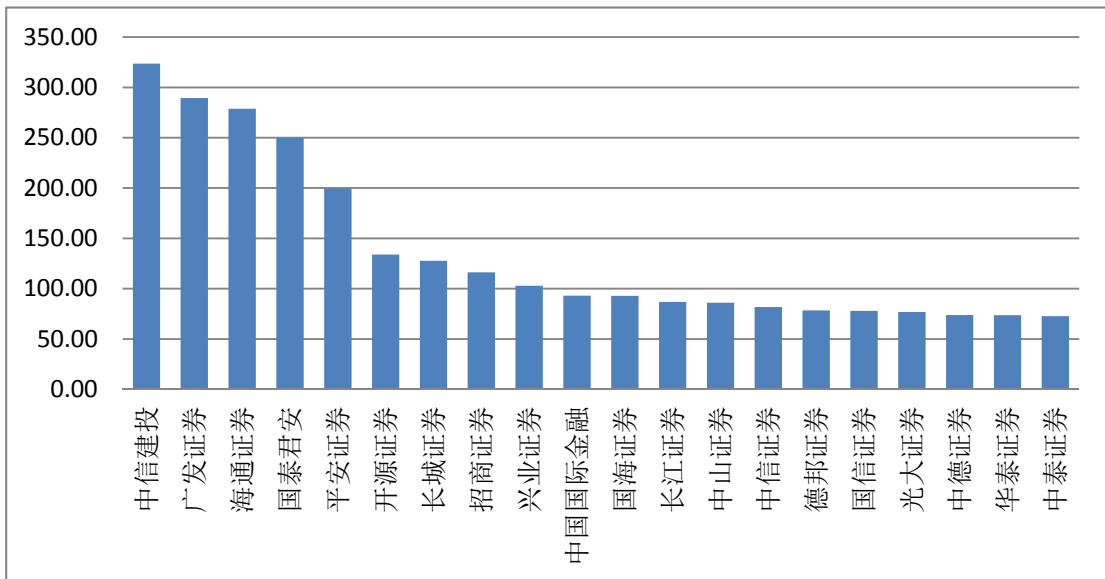


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

#### 4. 主承销商分布

2017 年上半年共有 77 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，中信建投、广发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