

# 2016 年第一季度债券市场回顾与二季度展望



2016/5/9

作者: 联合资信评估有限公司 王柠 刘艳

# 2016 年第一季度债券市场回顾与二季度展望

作者：联合资信评估有限公司 王 柠 刘 艳

## 一、债券市场环境

### 1、监管层支持企业债券发行，利好企业债券的发行增长

2016 年 3 月，发改委发布通知，建立部分地区企业申请企业债券“直通车”机制，包括辽宁沈阳、山东青岛、四川成都、北京西城区、上海市普陀区在内的 40 个市县所属企业，2016 年申请发行企业债时，可直接申报，无需经由省级发改委转报。3 月 29 日，发改委发布《加快城市停车场建设近期工作要点与任务分工》的通知，提出持续加大停车场建设企业债券发行，并在停车场建设领域大力推广采用 PPP 模式。上述政策均是对企业债发行的进一步放松和支持，有利于推动企业债发行的增长。

### 2、加强信息披露，规范公司债发行行为

1 月 23 日，证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 38 号——公司债券年度报告的内容与格式》，要求发行人和承销机构及时编制、报送和披露年度报告，并加强风险提示工作。2 月 19 日，深交所发布《债券业务办理指南》第 1 号、第 2 号等文件，从公司债预审核、发行及上市等角度规范公司债业务行为。这有利于公司债发行人及中介机构信息披露质量和规范运作水平的提高，进一步推动公司债信息披露标准化和透明化制度建设，有助于公司债的规范发展。

### 3、地方政府债券新增与置换额度增加，发行节奏仍将较快

1 月，财政部印发《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》，首次对地方债的发行节奏做出明确规定，以把控发行节奏<sup>1</sup>，避免集中供给，同时扩大地方政府财政、债务信息披露范围，还从鼓励将地方债作为抵（质）押品、

<sup>1</sup> 要求各季度债券发行量大致均衡，置换债券各季度发行规模要控制在全年发行规模的 30% 以内。

扩大投资人范围和新增在自贸区试点发行地方债等多方面增强二级市场流动性。根据财政部资料显示，2016 年末地方政府债务余额限额约为 17.19 万亿元，其中一般债务余额限额为 10.71 万亿元，专项债务余额限额 6.48 万亿元。根据全国两会审议通过的预算报告，2016 年新增地方债规模为 1.18 万亿，相较上年增加近一倍，其中一般债券 7800 亿，专项债券 4000 亿，债务率超过 100% 的区县没有新增债额度。另一方面，财政部已向省级财政部门下发置换债券额度上限规模，置换债券额度上限较上年置换债规模（3.2 万亿元）有所增加。此外，为了推动 2016 年地方债发行，进一步推进地方债投资主体的多元化，4 月 1 日召开的国务院常务会议决定，将社保基金债券投资范围扩展到地方政府债券。上述各项政策的支持将推动地方债发行规模增加，预计地方债将保持较快的发行速度。

#### 4、坚持绿色发展理念，助推绿色债券发行

继去年底央行允许金融机构在银行间债券市场发行绿色债券、发改委印发《绿色债券发行指引》助力绿色债券规范发展后，银监会 1 月发布《能效信贷指引》，探索以能效信贷为基础资产的信贷资产证券化试点工作、推动发行绿色金融债。3 月 7 日，发改委发布《“十三五”规划纲要草案》，提出坚持“绿色发展”理念，支持绿色金融发展。3 月 16 日，上交所正式发布《关于开展绿色公司债券试点的通知》，指出上交所将设立绿色公司债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色公司债券上市预审核或挂牌条件确认工作效率。近期，深圳证券交易所也发布了《关于开展绿色公司债券业务试点的通知》，明确将在深交所开展绿色公司债券的试点，绿色债券发行主体进一步扩大。4 月协合风电投资有限公司已成功在交易商协会注册国内首单绿色债务融资工具，成为国内首单发行绿色债券的非金融企业。随着央行、发改委、上交所和深交所等关于绿色债券的发行指引相继发布，未来我国绿色债券市场前景和空间广阔。

#### 5、需求端和供给端双向发力，推进债券市场扩容

2 月，为促进债券市场发展，扩大直接融资比重，央行出台了《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，放宽开办机构和投资者主体等，并首次允许

“年收入不低于 50 万元，名下金融资产不少于 300 万元，具有两年以上证券投资经验的个人投资者”投资柜台业务的全部债券品种和交易品种。央行还联合八部委发布《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，提出扩大公司信用类债券发行规模，拓展可交换债券、可转换债券市场；积极发展绿色债券、高收益债券、绿色资产证券化等创新金融工具，推进债券市场供给的扩容。同月，交易商协会分层分类管理体系正式推出，将发行人分为第一类企业、第二类企业<sup>2</sup>进行管理，将极大便利企业融资，提升债券市场为实体经济配置资源的效率。此外，2 月 24 日，央行发布 3 号公告称，引入更多符合条件的境外机构投资者<sup>3</sup>，同时合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）在外管局总体额度范围内投资银行间市场部分的额度不再受到限制。随着银行间债市扩容，投资者进一步多元化，央行积极稳妥推进债市对外开放有利于加大直接融资对实体经济转型支持的力度，并与“熊猫债”发行主体“引进来”相配合，共同助力人民币国际化进程以及汇率形成机制的完善。

## 6、违约事件发生频率加快，国企违约占比显著提高

本季度，共发生债券实质性违约事件 10 余起，4 月份，包括东北特钢、山西华昱、中铁物资、国裕物流等 4 家发债主体出现信用风险事件，国企、央企身份已不再是发债主体的“金钟罩”，国企债券政府兜底的现象逐步被打破。债券违约已涵盖了各种性质企业，违约债券品种也由私募债、集合债扩大至中期票据、企业债以及短融、超短融等短期债券类别，违约常态化的趋势进一步明显。

## 二、债券产品发行情况

本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 81759.72 亿元，较上季度增长 11.85%，较上年同期增长超过 100%，其中，公司债、同业存单、超

<sup>2</sup> 第一类企业可以将超短期融资券、短期融资券、中期票据、永续票据等常规产品进行多券种打包“统一注册”，在注册有效期内，对每种产品的发行规模、发行期限根据企业当时的融资需求灵活确定。

<sup>3</sup> 包括在境外依法注册成立的商业银行、保险公司、证券公司、基金管理公司及其他资产管理机构等各类金融机构，上述金融机构依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等央行认可的其他中长期机构投资者。

级短期融资券和企业债券的发行稳步增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 52.53 万亿元。

本季度，需要信用评级的债券<sup>4</sup>的发行期数和发行规模分别为 1105 期<sup>5</sup>和 21715.70 亿元，发行期数和发行规模环比分别下降 6.28% 和 15.44%，主要是由于地方政府债券（公募）<sup>6</sup>、资产支持证券（公募）、证券公司短融发行量下降较明显，同比则有较大增幅。在需要信用评级的债券中，中期票据、公司债（公募）和短融<sup>7</sup>的发行期数在需要信用评级的债券总发行期数的占比较大，分别为 25.07%、24.61% 和 21.54%。需要信用评级的债券的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例分别为 18.86% 和 26.56%，与上季度相比分别下降 3.74 和 8.57 个百分点，与上年同期相比表现不一，发行期数占比下降 3.11 个百分点，发行规模占比上升 6.66 个百分点。

本季度，未明确要求信用评级的债券<sup>8</sup>的发行期数和发行规模分别为 4460 期<sup>9</sup>和 60044.02 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 26.45% 和 28.54%，同比分别增长 163.91% 和 130.98%，主要是由于同业存单、超短融和公司债（私募）的发行量增幅较大。在未明确要求信用评级的债券中，同业存单的发行期数占未明确要求信用评级的债券总发行期数的比例最大，为 50.90%<sup>10</sup>。本季度共有 213 家银行发行同业存单，发行家数环比有所下降，降幅为 20.82%，同比增幅则超过 200%，增幅明显。

具体来看，本季度，国债的发行期数和发行规模分别为 27 期和 4100.00 亿元，发行量较上季度有小幅下降，较上年同期增幅超过 100%。地方政府债 2015 年自二季度起开始发行且发行量逐季增加，受季节性因素影响和对地方债发行节奏的控制，今年首只地方债于 2 月 15 日发行，一季度地方政府债发行期数和发行规模分别为 142 期和 9146.73 亿元，较上季度降幅分别超过 60% 和 30%，仍以公募发行为主（发行期数和发行规模占比分别为 56.34% 和 76.00%）。

本季度，中期票据和企业债券的发行环比变化不一，中期票据的发行期数

<sup>4</sup>需要信用评级的债券是指除国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、中央汇金所发政府支持机构债券和同业存单外，公开发行的债券。

<sup>5</sup>资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

<sup>6</sup>虽然地方政府债券发行量较大，但对于评级机构而言，地方政府债的发行量对其业务和收入的影响程度较小，在需要评级的债券中剔除地方政府债券后发行期数和发行规模分别为 957 期和 12133.47 亿元，环比分别增长 21.14% 和 2.31%，主要是由于公司债（公募）和企业债券的发行增长所致。

<sup>7</sup>如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超级短期融资券。下同。

<sup>8</sup>未明确要求信用评级的债券包括国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、同业存单和其他非公开发行的债券。

<sup>9</sup>资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

<sup>10</sup>截止 2016 年 3 月底存续同业存单 11263 只，共有发行人银行 309 家。



和发行规模出现 10% 和 20% 左右的降幅，或是受到季节性因素的影响，而企业债券去年底宽松政策效果显现，发行量呈现出回暖的态势，环比增幅超过 70%；同比情况来看中期票据和企业债券均受到去年来融资成本下降和发行政策逐步放宽等因素的影响，实现较明显的增幅。

本季度，金融债券发行量平稳增长，发行期数和发行规模环比分别增长 48.57% 和 61.34%，同比增幅均超过 50%。金融债券的发行仍以政策性银行债为主，发行期数和发行规模环比增幅均超过 70%，增幅较为明显，同比也有所增长；商业银行债发行期数和发行规模较上季度有小幅增长，较上年同期则有超过 250% 的明显增长；非银行金融机构债的发行量环比则有较明显的下降，同比因基数较小增幅明显。

本季度，超短融发行期数和发行规模环比增幅超过 20%，增幅较为平稳，而短融发行期数和发行规模环比则有所下降，表明超短融对短融发行的替代作用更加明显。

由于年初股市波动，导致券商举债融资积极性不强，本季度证券公司短融和公司债券发行期数和发行规模环比和同比均有所下降。

本季度，公司债发行量持续快速增加，其中房地产企业公司债发行仍然密集，发行规模占比超过公司债发行总规模的 35%。一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模环比和同比增幅均超过 65%，增幅较为明显；私募公司债发行期数和发行规模环比增幅在 20% 以上，同比增长则超过 400%。公司债发行放量增长的原因为，一是 2015 年以来公司债新规扩大了公司债的发行主体且增加了公司债发行的灵活性；二是债券收益率下行，企业有动力用低成本的公司债置换其成本相对较高的存量债务（银行贷款和境外债券等）。

本季度，资产证券化发行市场表现相对平淡，银行间债券市场资产支持证券发行单数、发行期数和发行规模环比均出现较为明显的下降，同比变动相对较小，银行间债券市场资产支持证券仍全部采用公开发行的形式。交易所市场资产支持证券发行环比亦有所下降，同比增幅则超过 100%。

表 1 2016 年一季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2015 年第一季度 发行情况	2015 年第四季度 发行情况	2016 年第一季度 发行情况	2016 年第一季度 末存量情况
------	--------------------	--------------------	--------------------	---------------------

	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
<b>政府债</b>	9	1800.00	420	19455.11	169	13246.73	1497	158449.61
国债	9	1800.00	31	5633.41	27	4100.00	236	101461.98
地方政府债	0	0.00	389	13821.70	142	9146.73	1261	56987.63
<b>央行票据</b>	0	0.00	0	0.00	0	0.00	10	4281.72
<b>金融债</b>	129	7539.60	140	7288.47	208	11759.20	914	139972.99
政策性银行债	118	7110.60	94	5208.47	164	9565.20	462	115065.20
商业银行债券	10	419.00	34	1680.00	38	2031.00	377	21960.79
非银行金融机构债券	1	10.00	12	400.00	6	163.00	75	2947.00
<b>政府支持机构债券</b>	3	500.00	6	450.00	2	350.00	109	12325.00
<b>企业债券</b>	85	867.22	88	1114.40	153	1917.60	2487	32933.46
一般企业债	84	864.00	80	1025.40	149	1886.10	2463	32731.64
集合企业债	1	3.22	0	0.00	0	0.00	14	90.83
项目收益债	0	0.00	8	89.00	4	31.50	10	111.00
<b>中期票据</b>	104	1348.80	308	4110.80	277	3207.50	2917	42496.37
美元中期票据(亿美元)	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	2.00
集合票据	1	2.40	0	0.00	0	0.00	18	32.20
<b>短期融资券</b>	445	6436.70	652	8856.00	769	9758.00	2302	27359.00
短期融资券	207	1764.80	251	2262.00	238	2152.90	1127	10026.10
超级短期融资券	238	4671.90	401	6593.60	531	7605.10	1175	17332.70
<b>证券公司短期融资券</b>	57	938.00	32	436.00	19	270.60	19	270.60
<b>资产支持证券(银行间)</b>	54	507.87	154	1702.23	62	418.83	512	5108.75
<b>资产支持证券(交易所)</b>	80	148.22	479	870.59	335	427.58	1434	2650.26
<b>非金融企业资产支持票据</b>	5	20.00	1	3.00	0	0.00	38	149.90
<b>非公开定向债务融资工具</b>	236	1948.90	279	2249.30	259	2167.20	2351	22155.39
<b>公司债</b>	80	339.48	421	5603.02	590	8174.32	2950	24700.28
证券公司债	70	1707.90	21	516.00	18	444.00	315	9448.18
可转债	1	60.00	1	14.00	8	180.96	13	313.62
可交换债	2	6.98	10	115.05	3	13.20	33	254.65
<b>项目收益票据</b>	0	0.00	2	13.00	4	10.00	13.00	69.00
<b>同业存单</b>	946	7107.40	2203	20298.10	2983	29384.00	4301	42219.00

国际机构 债券	0	0.00	0	0.00	1	30.00	3	70.00
合计	2308	31292.47	5217	73094.67	5860	81759.72	22236	525259.78

注：1. 发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计；存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计；

2. “非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债，不包括证券公司债；

3. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013 年以来铁路总公司发行的短期融资券、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券；其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数，不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数；

4. 美元中期票据以亿美元计，合计数中不包含美元中期票据；

5. “公司债”不包含证券公司债券；

6. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券。

7. 资产支持证券（银行间）指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券（交易所）指在交易所债券市场发行的资产支持证券。

8. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺失发行规模信息，本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2016 年 4 月 27 日已披露的本年度数据，并会对之前数据进行追溯调整。

资料来源：中国债券信息网，上海清算所，资产支持证券（交易所）、公司债、证券公司债、可转债、可交换债数据来源于 Wind 资讯

### 三、债券产品发行利率

本季度，央行继续通过多种货币政策工具增加流动性。自 2016 年 3 月 1 日起，央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。在公开市场操作方面，央行春节前后增加逆回购次数、灵活使用短期流动性调节工具（SLO）操作、中期借贷便利（MLF）操作和抵押补充贷款（PSL）等货币政策工具稳定短端利率，并下调 MLF 利率引导利率水平下行。在多项举措的共同作用下，本季度市场资金流动性保持适度宽松状态。

具体来看，一年期贷款基准利率继 2015 年 10 月下调后本季度维持在 4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率延续了上年波动下降的趋势，较上年四季度继续小幅下行。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍较为接近，一年期短融的平均发行利率自 2014 年以来呈现波动下降的趋势，本季度震荡下行至 3.75%，较上季度（4.13%）和上年同期（5.88%）的平均水平均有所下降，并且仍然低于一年期贷款基准利率的平均水平。

与一年期贷款利率相同，五年期和七年期贷款基准利率也经过 2015 年多次下调，于 2015 年年末分别降至 4.75% 和 4.90%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率亦延续 2015 年的下行趋势，本季度收益率均值分别降至 2.65%



和 2.85%。五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的走势大致一致，并且多数发行利率低于相应期间的贷款基准利率。五年期中期票据的平均发行利率自 2014 年持续下行，2015 年二季度略有反弹后持续下行，本季度继续降至 4.06%，较上季度（4.56%）和上年同期（5.39%）均有所下降；七年期企业债的平均发行利率亦自 2014 年呈现下行走势，上季度略现反弹，本季度继续降至 4.49% 的水平，显著低于上季度（5.22%）和上年同期（6.55%）的利率水平。

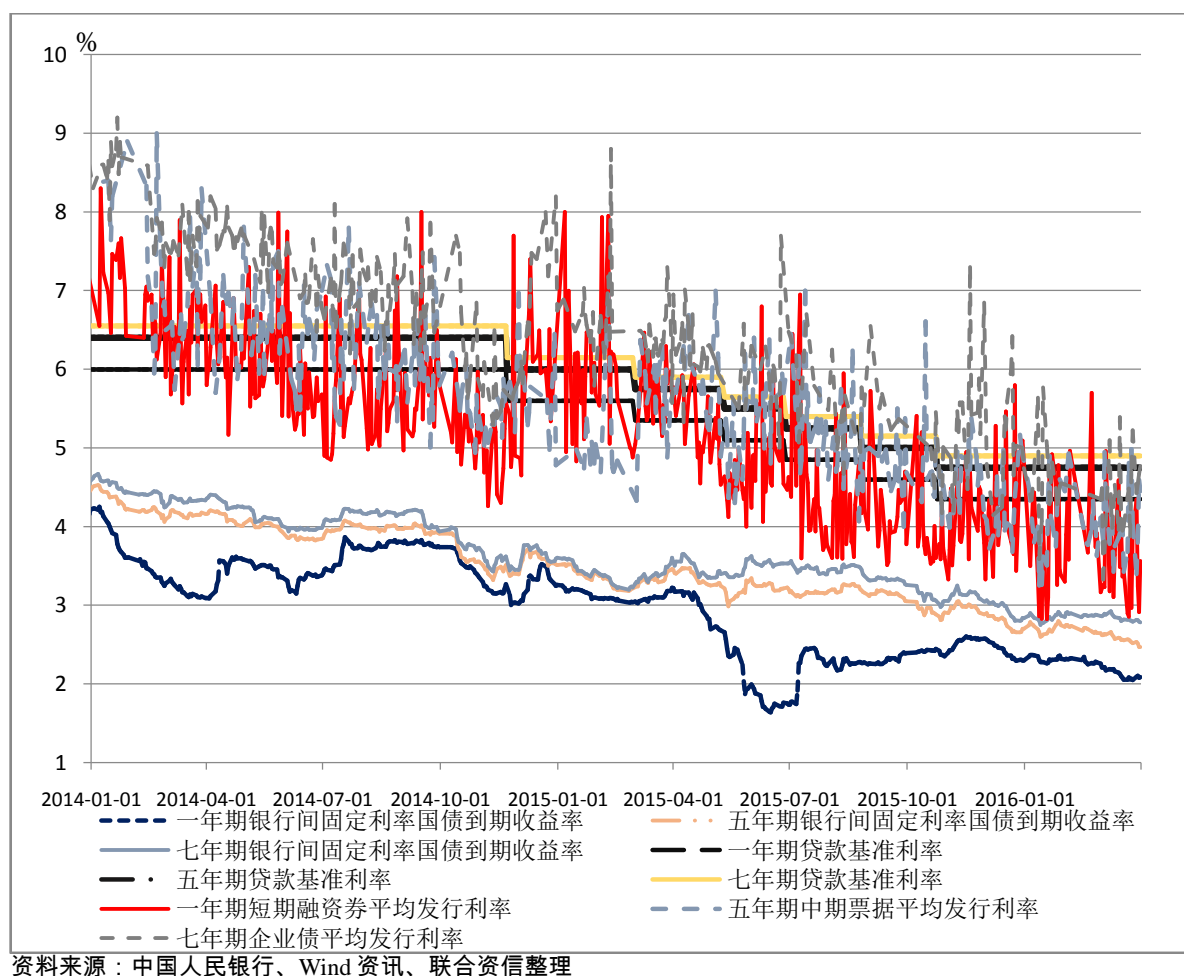


图 1 债券市场利率走势情况图

## 四、未来走势预测

### 1、宏观经济企稳态势有望延续，市场资金面仍将保持合理充裕

2016 年政府工作报告首次以区间形势提出经济增速目标为 6.5%-7.0%，我国将继续保持积极的财政政策和稳健略宽松导向的货币政策。从近期的政策动向来看，今年财政宽松的力度将进一步加大，财政赤字率将继续增加<sup>11</sup>。在政策刺激下，一季度我国经济增速为 6.7%，虽较上年四季度继续下降 0.1 个百分点，但其中消费平稳增长，投资增速稳中有升，出口逐月好转，工业生产缓中趋稳，CPI 涨幅温和，整体经济呈现企稳态势。随着供给侧改革的不断推进和各项稳增长措施效果的显现，经济好转的态势有望延续。

2016 年以来央行对银行等金融机构的监管考核由原来的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制升级为“宏观审慎评估体系”（MPA），加强逆周期调节和系统性金融风险防范，但 MPA 季末考核也在一定程度上增加了短期流动性的压力。在经济改善的预期和 4 月大量 MLF 到期的背景下，预计二季度央行将更多运用逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具，保持市场资金面的合理充裕，但流动性稳定性可能将有所下降。此外，近期美国加息预期有所降温，预计对我国流动性不会带来较大冲击。

## 2、债券市场稳步发展，违约风险值得关注

从二季度债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，2016 年地方债发行规模或超 5 万亿，发行规模较上年明显增加。但由于财政部对置换债的发行节奏做出规定，预计后续地方债的发行整体将呈现更加均匀的态势。

第二，随着上年四季度发改委降低企业债发债门槛、简化企业债发行审批程序的政策改革成效逐渐显现，同时发改委积极扩大专项债支持范围，企业债券（尤其是城投债和专项债）发行有望提速。

第三，公司债信息披露和业务发展得到不断规范，其较高的发行效率和审核速度也使得其备受企业融资青睐，预计公司债券的发行有望继续保持较快增长。

第四，交易商协会“储架发行”模式正式落地，中票、短融（含超短融）和永续票据的发行效率将有所提高，同时超短融或将进一步对短融形成替代。

<sup>11</sup>主要通过加大减税降费力度、推动营改增改革等措施降低企业运营成本，推行债转股降低企业债务杠杆率，注资设立政府投资基金和专项建设基金支持重点产业发展，推广 PPP 项目以撬动民资等，在稳增长中发挥逆周期促进经济增长的作用。

第五，交易商协会 4 月正式发布《不良贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》，对基础资产、参与机构和估值定价等方面的信息披露提出明确要求，有利于推动不良贷款资产证券化试点落地；央行等八部委印发的《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》提出加快推进住房和汽车贷款资产证券化，推进应收账款证券化等企业资产证券化业务发展，未来基于企业资产的证券化市场发展较有前景。

第六，2016 年以来，债券市场违约风险持续发酵，4 月以来违约事件发生更加频繁，在包括央企、地方国企高负债、高杠杆率的隐患下，企业资金链条断裂风险加大，与此同时我国经济正在遭遇放缓风险，今年债券市场违约风险将进一步释放。在违约增加的背景下，市场谨慎情绪加剧，取消或推迟发行的债券金额超过 1000 亿，是去年同期的 3 倍以上。投资者风险偏好可能已经出现下降，更加向高等级债券倾斜，中低评级信用债发行受到冲击。对于投资者和评级机构而言，在进行风险甄别时应当减轻对于国有企业外部支持的依赖度，更加关注企业自身经营和财务状况；同时，需在关注违约率的同时加强对于回收率的关注；监管机构正在研究推出信用违约互换（CDS），以缓释信用风险，促进债券市场的发展。

整体来看，二季度积极的财政政策将加大力度，资金面仍将保持合理充裕状态，但流动性的波动可能会有所加大。在债市各项支持政策的推动下，债券市场总体上仍有望保持稳步增长的态势。