

2015-12-11

我国债券市场最新发展趋势和对策

联合资信评估有限公司 刘 艳



 **联合资信评估有限公司**
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

我国债券市场最新发展趋势和对策

联合资信评估有限公司 刘 艳

近一年来，我国债券市场保持快速发展步伐，在债券发行、国际化发展和信用风险暴露方面出现了很多新形势。在此背景下，投资者、发行人、评级机构都应顺应债市发展趋势，助力债券市场的“新常态”健康发展。

一、债券市场发展新形势

1. 公司债新规推动其发行量大幅增长

2015 年 1 月份，中国证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，将境内公司债券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，并取消了公司债券公开发行的保荐制和发审委制度，以简化审核流程。此后 4 月 23 日，中国证券业协会发布《非公开发行公司债券备案管理办法》和《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，明确其负责非公开发行公司债券的事后备案工作，以及对非公开发行公司债券项目承接负面清单进行管理。5 月，沪、深交易所先后发布了《公司债券上市预审核工作流程》、《公司债券上市规则（2015 年修订）》、《非公开发行公司债券业务管理暂行办法》以及《关于公开发行公司债券投资者适当性管理相关事项的通知》，对公司债券的预审核、发行上市及相关披露规则进行了较为详细的规范。发行主体的扩容、非公开发行制度的建立、审核流程的简化以及此后的一些列配套措施的刺激效果明显。2015 年前 10 个月，公司债（含私募公司债）共发行 516 期，合计发行规模为 5814.18 亿元，发行期数和发行规模同比分别增长 32.99% 和 408.42%，发行规模增幅显著。在交易所市场发行利率保持较低水平的背景下，公司债的发行规模仍将保持较快增长。

2. 企业债发展速度下降

与公司债显著增长形成鲜明对比的是企业债发行量的萎缩。2014 年 43 号文的

出台一度让发改委审批的城投类企业债受到限制。为了发挥企业债支持实体经济发展的作用，今年以来，发改委频频发文放宽企业债的发行门槛，适当调整了企业债发行要求，包括降低资产负债率要求等，并提出鼓励优质企业发债用于重点领域、重点项目融资，同时还将支持县域企业发行企业债融资。此外，发改委还大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券等创新融资产品，同时加强企业债发行管理和风险管控，以促进企业债的发展。但受制于严格的资质审核和审批周期较长以及公司债大举扩容对于企业债替代作用等因素的影响，企业债发行量下降明显。2015年前10个月，企业债发行期数和发行规模同比分别下降六成左右。为了推动企业债发行，10月，发改委下发《关于进一步推进企业债券市场化方向改革有关工作的意见》，再次放松企业债发行要求，包括缩短发债审核周期，精简申报材料，债项级别为AA及以上发债主体（含县域企业）不受发债企业数量指标限制，以及高评级企业豁免复审等六个方面。受益于该项政策，企业债的发行效率将有所提高，或将推动企业债发行量的增长。

3. 超短融对短融的替代作用逐步显现

近年来随着发行超短期融资券的准入条件不断降低，超短融受到越来越多发行人的青睐。2014年，超短融发行家数首次突破三位数，全年发行期数和发行规模也近乎成倍增长，发行规模更是首次突破万亿元大关，超过了一般短融的发行规模。2015年前10个月，超短融市场进一步发展，超短融共发行1176期，合计发行规模为18355.00亿元，发行期数和发行规模分别同比增长241.86%和108.15%；超短融发行规模在短融（包括一般短融和超短融）发行总规模中的占比接近70%，超短融已经成为企业债券融资工具中的第一大券种。11月，交易商协会提出取消超短融“主体评级、累计发行次数以及累计发行金额”等发债门槛，超短融对于短融的替代效应将进一步显现。

4. 资产支持证券在政策推动下实现显著增长

2014年以来，在监管机构大力鼓励、产品发行转为备案制的大背景下，资产支持证券发行量实现显著增长。2014年11月，银监会和证监会先后明确信贷资产

证券化和证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务正式由审批制变更为备案制。2015 年 4 月 3 日，人民银行宣布对信贷资产支持证券发行实行注册制管理，标志着我国信贷资产证券化产品“银监会备案+央行注册”模式正式确立。4 月 13 日，国务院常务会议决定，新增 5000 亿元信贷资产证券化试点规模，为资本市场注入了新的活力。此外，由中国银行间市场交易商协会制定的个人汽车贷款和个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）于 5 月 15 日发布并开始实施，奠定了信贷资产证券化常规发展的基础。8 月 25 日，保监会印发《资产支持计划业务管理暂行办法》，对保监会主导下的资产证券化业务操作规则加以规定。在一系列政策的推动下，2015 年前 10 个月，银行间和交易所市场共发行资产支持证券 825 期，合计发行规模为 3698.88 亿元，发行期数和发行规模分别同比增长 217.31% 和 61.62%，增幅较大，其中交易所资产支持证券发行量增长更加显著。

5. 中国债市国际化发展进程加快

2015 年以来，熊猫债券发行显著提速。2015 年 5 月，央行发布通知，允许三类机构中的境外人民币清算行和境外参加行开展债券回购交易。7 月 15 日，央行下发《中国人民银行关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》，取消了原来的额度限制，相关境外机构投资者可自主决定投资规模，只需备案管理，同时交易品种由只能投资于现券和回购拓展到了借贷、远期以及利率互换等。9 月 22 日，中国央行批准上海汇丰银行和中银香港在中国银行(601988,股吧)间债市分别发行 10 亿元和 100 亿元人民币金融债券，这是国际性商业银行首次获准在银行间债券市场发行熊猫债券。11 月 2 日，招商局集团（香港）有限公司首期 5 亿元短期融资券在我国银行间债券市场成功发行，这是境外非金融企业在银行间债券市场公开发行的首只熊猫债券。上述机构获准在境内银行间债券市场发行人民币债券，进一步扩大了境内银行间债券市场发行主体范围，有利于促进境内债券市场扩大对外开放，中国债券市场国际化发展的步伐进一步加快。与此同时，债券市场国际化的发展也为评级行业带来更加广阔的发展空间。

6. 信用风险加速暴露，“刚性兑付”打破将是趋势

今年以来，我国债券市场信用风险逐步暴露，并且逐渐从中小企业扩展到国企和央企。2015年4月21日，由于中国保定天威集团发生巨额亏损，未能按期兑付2011年度第二期中期票据的本年利息，开启了中国首例国企债券违约。此后，“08二重债”、“12二重集MTN1”和“10中钢债”违约，表明违约风险已逐步暴露至中央企业。11月12日，山东山水水泥集团有限公司未按期偿付“15山水SCP001”本金和利息，成为中国首例超短融违约。此外，“12东飞01”、“13沈阳SMECN1”、“12湘鄂债”、“11天威MTN2”、“12中富01”、“10英利MTN1”等债券先后出现本金或/和利息违约。可以看出，企业的违约风险呈现上升之势。这一方面是由于2015年是偿付高峰期，偿债压力较大；另一方面则是由于部分强周期行业和中小企业本身抗风险能力较弱，经济下行对其负面冲击较大。随着信用风险的深化，债券市场的风险兜底越来越难以为继，打破“刚性兑付”已成为共识，这有助于逐步引导资金的合理配置，强化违约常态化和市场化的预期。长期来看，打破刚性兑付是促进市场健康、良性发展的必然选择。

二、债券市场各方参与者应有新对策

投资者应进一步关注风险。2015年以来，我国央行基准利率多次下调以及股市的大幅波动助推了债券市场走牛，债市火爆行情使众多投资者从中获益，同时债券创新产品的层出不穷，也给投资者提供了更多的可供选择的债券投资标的。但是，随着我国经济增速的放缓，今年以来债市信用风险事件不断发生，打破“刚性兑付”已经成为共识。因此，在这种情况下，投资者应进一步关注债券信用风险的变化，尤其是产能过剩行业、部分强周期行业以及本身抗风险能力较弱的中小企业所发债券，做到合理配置资金，分散投资风险。

对于发行人来说，公司债和超短融的发行主体扩容以及资产支持证券的放量发行，为发行人增添了新的融资渠道，同时债券发行审批逐渐向注册制的转变也为发行人增加了一定的发行便利，减少了融资的时间成本，这些都在一定程度上促进了企业的直接融资。在此背景下，建议债券发行人根据所属行业、自身经营特点和债

务结构等方面选择适当的债券品种和期限，合理规划自身总体债务规模和结构，以达到既降低融资成本又能预防和化解自身信用风险。

评级机构应该更专业。目前我国市场上存在评级虚高、评级结果区分度不够（例如短融债项级别一般均为 A-1 级）、信用风险揭示程度不足等问题。随着债券发行量的不断增长，特别是在未要求必须进行评级的超短融、私募债等产品的快速发展以及风险事件频发的背景下，评级机构要顺应市场的发展，必须要在提高评级方法的科学性、强化评级结果的区分度、揭示和预警信用风险、扩大评级产品种类等方面进行改进。例如针对短融增加 A-1+ 的信用等级符号，以加强短期债券的信用风险区分度；及时发布风险预警公告，加强对风险事件的风险揭示；加大评级质量的检验频率，确保评级结果的准确性和可比性；研究提供不考虑外部支持情况下企业自身偿债能力的财务实力评级或流动性评级等新的评级产品，为投资者提供更多风险参考。