

# 2016 年第二季度债券市场回顾与三季度展望



2016/7/31

作者: 联合资信评估有限公司王柠

# 2016 年第二季度债券市场回顾与三季度展望

作者:联合资信评估有限公司王柠

## 一、债券市场环境

### 1、信息披露要求进一步明确，规范公司债发行行为

为进一步规范公开发行公司债券的发行人信息披露行为，证监会于 2016 年 5 月 13 日发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 39 号——公司债券半年度报告的内容与格式》以及《关于公开发行公司债券的上市公司半年度报告披露的补充规定》，明确公司债半年度报告的内容与格式，并加强资信评级机构定期和不定期跟踪评级情况的披露要求。公司债发行人及中介机构信息披露内容和规则得到进一步细化，公司债的合规化管理有所加强。上交所 5 月起积极推动与证监局、地方政府部门签署《公司债券业务合作备忘录》有关工作，加强与地方政府合作，形成监管合力，共同监测、管理债券市场风险，初步构建了多方参与的公司债券监管合作框架，有助于推动地方企业发行公司债券，加大债券市场对实体经济直接融资的贡献。

### 2、优惠政策相继出台，助力绿色债券发展

3 月和 4 月，上交所、深交所相继发布《关于开展绿色公司债券试点的通知》和《关于开展绿色公司债券业务试点的通知》，明确将开展绿色公司债券的试点，同时鼓励政府相关部门和地方政府出台更多优惠政策，共同发展绿色债券市场。4 月 13 日，中证协下属的中证机构间报价系统（简称“报价系统”）就试点开展绿色债券有关事项发布通知称，支持绿色债券发行人利用募集资金优化债务结构，鼓励开展绿色债券品种创新，设立绿色债券申报受理及审核绿色通道，提高绿色债券的发行、转让工作效率等。4 月 15 日，中债-中国绿色债券指数和中债-中国绿色债券精选指数试发布，这两个指数由中央国债登记

结算有限责任公司（下称“中债登”）和中节能咨询有限公司（下称“中节能咨询”）合作编制，为国内首批发布的绿色债券指数。4 月协合风电投资有限公司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；随后首单绿色公司债券（G16 嘉化 1）、绿色企业债券（16 京汽绿色债 01）成功发行。2016 年前五个月银行间和交易所申请获批绿色债券超千亿元，绿色债券的发展进入提速阶段。

### 3、加速银行间债券市场开放，丰富银行间债券市场参与主体

央行 4 月 14 日发布《境外央行类机构进入中国银行间债券市场业务流程》和《境外央行类机构进入中国银行间外汇市场业务流程》，规定境外央行类机构可以投资的交易品种包括债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易，无额度限制，实行备案制管理，资金可以自由汇出，有利于推进人民币国际化。5 月 27 日，央行上海总部、国家外汇管理局等相关单位相继发布关于境外机构投资者投资银行间债券市场的细则，明确了对境外机构投资者备案管理、外汇管理、联网和开户操作的具体内容，银行间债市对境外投资者开放再进一步。6 月 21 日，中国外汇交易中心（下称交易中心）发布了关于修订《银行间市场同业存单发行交易规程》的公告，在同业存单投资人范围中增加了“境外金融机构及央行认可的其他机构”，意味着同业存单对境外机构投资者开放了投资权限，银行间市场对外开放更进一步。6 月，发改委试点海外发债，要求试点企业适当控制海外分支机构和子公司发行外债，鼓励其境内母公司直接发行外债，推进国际债券市场的扩容。此外，5 月 6 日，央行发布〔2016〕第 8 号公告，住房公积金、养老金、慈善基金被首次明确作为独立非法人机构投资者参与银行间市场，而银行理财产品在银行间市场的开户范围也从 16 家上市银行大幅扩展至全部银行，银行间债券市场合格机构投资者进一步扩容。上述政策从境内、外两个方面加速银行间债券市场开放，丰富银行间债券市场参与主体，完善投资者结构，有助于增加银行间债券市场的活跃度以及市场对银行间债券的需求，推动银行间债券市场债券发行量增长。

#### 4、违约事件密集发生，风险仍待释放

本季度，债券市场违约事件频繁发生，违约常态化的趋势愈发明显，违约债券既包含煤炭、钢铁等产能过剩行业的主体发生首次违约，如东北特钢、春和集团、华昱能源等；还包含去年已经发生违约的主体的其他存续债券，如“11 天威 MTN1”、“13 山水 MTN1”等，2016 年上半年违约数量已超过 2015 年全年。在供给侧改革背景下，产能过剩行业的部分企业风险仍待释放，预计违约事件的发生仍将保持较高频率。

## 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 99459.16 亿元，较上季度增长 21.65%，较上年同期增长 1 倍以上，其中，地方政府债、资产支持证券（交易所）和同业存单的发行稳步增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 57.45 万亿元。

本季度，需要信用评级的债券<sup>1</sup>的发行期数和发行规模分别为 957 期<sup>2</sup>和 28582.28 亿元，发行期数略有下降，发行规模则明显上升，同比则均有较明显上升，主要是由于地方政府债（公募）、公司债（公募）的发行量增幅较大。在需要信用评级的债券中，地方政府债（公募）<sup>3</sup>、公司债（公募）和中期票据<sup>4</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 47.13%、18.08%和 16.61%。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 14.33%和 28.74%，发行期数较上季度和上年同期分别下降 4.53 和 7.64 个百分点，发行规模较上季度和上年同期分别上升 2.18 和 8.84 个百分点。

<sup>1</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>2</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>3</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 668 期和 9832.10 亿元，环比分别下降 30.20%和 18.97%，主要是由于公司债（公募）和中期票据的发行降幅较大所致。

<sup>4</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。下文同。

本季度，未明确要求信用评级的债券<sup>5</sup>的发行期数和发行规模分别为 5316 期<sup>6</sup>和 70876.88 亿元，发行期数和发行规模环比和同比均有所上升，主要是由于同业存单和证券公司债（私募）的发行量增幅较大。其中，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，占比升至 73.81%。本季度共有 259 家银行发行同业存单，发行家数环比和同比均有小幅上升。

具体来看，本季度，国债的发行期数和发行规模分别为 39 期和 8977.60 亿元，发行期数和发行规模较上季度和上年同期均有所上升。在稳增长压力加大的背景下，本季度地方政府债发行节奏加快，发行期数和发行规模分别为 451 期和 25699.56 亿元，较上季度和上年同期增幅分别均超过 200%和 100%，呈现大幅增长，上半年新增和置换发行规模均达到全年规模的 60%。从发行方式来看，仍以公募发行为主（发行期数和发行规模占比分别为 64.08%和 72.96%）。

本季度，中期票据和企业债券的发行均有所下降，发行规模环比降幅均在 30%左右，或是受到违约事件频发的影响；同比变化则表现不一，本季度，中期票据较上年同期下降 30%左右，企业债券则实现同比增幅 40%左右。

本季度，金融债券发行期数环比略有上升，发行规模环比则基本不变，同比增幅均在 20%左右。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 10%左右，同比增长 30%左右；商业银行债发行期数和发行规模较上季度和上年同期则均有所下降；非银行金融机构债的发行量环比和同比亦有所增长。

本季度，短融的发行期数和发行规模环比和同比降幅均在 40%以上，主要是受到违约事件频发影响和超短融对其替代作用持续增强所致；超短融受风险事件影响，发行期数和发行规模环比降幅在 10%以上，同比则实现大幅增长。

由于股市行情回暖，导致券商举债融资热情回温，本季度证券公司所发短融和公司债券发行期数和发行规模环比和同比基本均有所上升。

本季度，公司债发行减速，主要亦是受到第二季度信用风险事件频发带来的冲击，融资成本上升使得地产企业公司债发行降温，导致公司债的发行期数和发行规模环比均有所下降，同比则呈大幅增长态势。

本季度，资产证券化产品发行表现较为平稳，银行间债券市场和交易所市

<sup>5</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>6</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。



场资产支持证券发行期数和发行规模环比和同比均有所上升，交易所市场发行增幅较为明显，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。

表 1 2016 年二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2015 年第二季度发行情况		2016 年第一季度发行情况		2016 年第二季度发行情况		2016 年第二季度末存量情况	
	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>	<b>171</b>	<b>14827.76</b>	<b>169</b>	<b>13246.73</b>	<b>490</b>	<b>34677.16</b>	<b>1955</b>	<b>189552.15</b>
国债	26	6145.11	27	4100.00	39	8977.60	240	106657.74
地方政府债	145	8682.65	142	9146.73	451	25699.56	1715	82894.41
<b>央行票据</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>10</b>	<b>4281.72</b>
<b>金融债</b>	<b>186</b>	<b>9655.38</b>	<b>208</b>	<b>11759.20</b>	<b>218</b>	<b>11706</b>	<b>887</b>	<b>143261.01</b>
政策性银行债	145	8133.48	164	9565.20	186	10417.10	444	119023.72
商业银行债券	35	1231.90	38	2031.00	24	971.00	390	22710.29
非银行金融机构债券	6	290.00	6	163.00	8	318.00	53	1527.00
<b>政府支持机构债券</b>	<b>7</b>	<b>650.00</b>	<b>2</b>	<b>350.00</b>	<b>2</b>	<b>350.00</b>	<b>108</b>	<b>13675.00</b>
<b>企业债券</b>	<b>82</b>	<b>953.40</b>	<b>153</b>	<b>1917.60</b>	<b>115</b>	<b>1338.90</b>	<b>2567</b>	<b>33871.86</b>
一般企业债	81	941.40	149	1886.10	109	1289.90	2536	33617.53
集合企业债	1	12.00	0	0.00	0	0.00	14	90.83
项目收益债	244	3428.40	4	31.50	6	49.00	17	163.50
<b>中期票据</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>277</b>	<b>3207.50</b>	<b>159</b>	<b>2277.40</b>	<b>2967.00</b>	<b>43752.34</b>
美元中期票据(亿美元)	1	1.86	0	0.00	0	0.00	1	2.00
<b>集合票据</b>	<b>682</b>	<b>8498.50</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>11</b>	<b>16.55</b>
<b>短期融资券</b>	<b>308</b>	<b>2741.50</b>	<b>769</b>	<b>9758.00</b>	<b>582</b>	<b>7895</b>	<b>2157</b>	<b>25808.55</b>
短期融资券	374	5757.00	238	2152.90	138	1092.65	962	8316.25
超级短期融资券	61	1044.60	531	7605.10	444	6801.90	1195	17492.30
<b>证券公司短期融资券</b>	<b>16</b>	<b>644.09</b>	<b>19</b>	<b>270.60</b>	<b>20</b>	<b>448.00</b>	<b>20</b>	<b>448.00</b>
<b>资产支持证券（银行间）</b>	<b>16</b>	<b>644.09</b>	<b>62</b>	<b>418.83</b>	<b>65</b>	<b>579.87</b>	<b>500</b>	<b>4760.44</b>
<b>资产支持证券（交易所）</b>	<b>1</b>	<b>9.13</b>	<b>335</b>	<b>427.58</b>	<b>429</b>	<b>874.77</b>	<b>1834</b>	<b>3476.32</b>
<b>非金融企业资产支持票据</b>	<b>260</b>	<b>2110.00</b>	<b>0</b>	<b>0.00</b>	<b>13</b>	<b>33.68</b>	<b>48</b>	<b>176.58</b>
<b>非公开定向债务融资工具</b>	<b>59</b>	<b>411.56</b>	<b>259</b>	<b>2167.20</b>	<b>136</b>	<b>1159.15</b>	<b>2281</b>	<b>21608.06</b>
<b>公司债</b>	<b>26</b>	<b>298.79</b>	<b>590</b>	<b>8174.32</b>	<b>473</b>	<b>5783.04</b>	<b>3513</b>	<b>30269.49</b>
<b>证券公司债</b>	<b>10</b>	<b>336.00</b>	<b>18</b>	<b>444.00</b>	<b>41</b>	<b>1214.80</b>	<b>321</b>	<b>9312.98</b>

可转债	2	14.48	8	180.96	2	19.56	15	333.17
可交换债	1	12.00	3	13.20	6	54.38	44	349.93
项目收益票据	0	0.00	4	10.00	3	16.00	16	85.00
同业存单	0	0.00	2983	29384.00	3924	31031.80	5539	49371.10
国际机构债券	0	0.00	1	30.00	0	0.00	3	70.00
合计	1827	41806.18	5860	81759.72	6679	99469.16	24796	574480.25

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 7 月 30 日已披露的本年度数据，并会对之前数据进行追溯调整。

9. 本季度共发行 16 金风科技 GN001、G16 嘉化 1、16 京汽绿色债 01、16 协合风电 MTN0014 期绿色债券，分别统计在所对应中期票据、企业债券及公司债统计中。

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

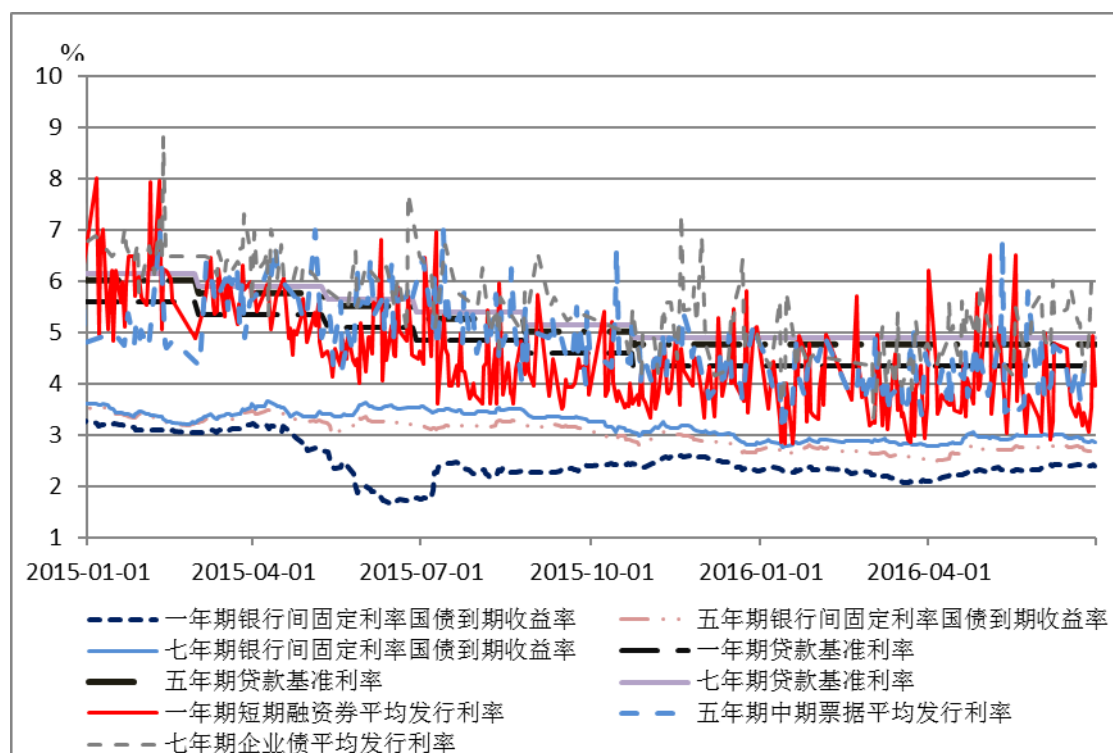
### 三、债券产品发行利率

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，流动性保持合理充裕。具体来看，本季度，央行有针对性地加大了逆回购的频率和力度，并灵活使用 SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等货币政策工具稳定短端利率，保障了银行间债券市场资金面的适度宽松。受到财政存款上缴、MLF 到期、MPA（宏观审慎评估体系）考核等因素的影响，资金面出现阶段性趋紧的现象。但在央行货币政策的保障下，流动性整体保持适度宽松。在此背景下，整体利率水平呈现小幅上行走势。

具体来看，一年期银行间固定利率国债到期收益率改变了 2015 年以来的下行趋势，整体出现小幅回升，本季度的平均水平（2.31%）较上季度小幅回升 0.07 个百分点，但较上年同期（2.41%）小幅回落。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大致接近，但在违约事件频发和流动性阶段性趋紧的影响下，本季度一年期短融的发行利率波动较大。本

季度一年期短融的平均发行利率为 3.94%，较上季度（3.79%）有小幅上升，但仍较上年同期（5.00%）略有下降，一年期短融平均发行利率本季度仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率。

与一年期银行间固定利率国债到期收益率变动相似，本季度五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率也结束了 2015 年来的下行走势，收益率均值分别小幅上升至 2.71% 和 2.92%。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相同，并且多数发行利率低于相应期间的贷款基准利率。五年期中票的平均发行利率自 3 月末以来受信用风险事件频发、季末宏观审慎评估体系考核等因素影响回升，此后维持在 2016 年以来的较高水平，直到 5 月才开始缓慢回落，本季度五年期中票的平均发行利率为 4.24%，较上季度（4.04%）有所上升，较上年同期（5.53%）则有所下降。本季度七年期企业债的平均发行利率呈现小幅上升的态势，其平均利率（5.11%）明显高于上季度（4.49%）的利率水平，仍低于上年同期（6.18%）的利率水平。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 债券市场利率走势情况图



## 四、未来走势预测

在我国经济处于“新常态”的背景下，政府将继续实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底。预计下半年，消费稳增长作用将进一步凸显，基础设施建设投资仍将是稳定投资增长的主要动力，出口短期内增长空间有限，全年 GDP 增速在 6.7% 左右。在经济增长方式转型的大背景下，为保障去产能、去杠杆的经济结构改革，央行将更多运用逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具，但降准的可能性仍然存在。此外，美元加息的推迟在一定程度上缓解了人民币贬值和资本外流压力，有助于资金面的稳定。预计 2016 年下半年银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

从下半年债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，2016 年上半年地方债发行大幅增长，完成了全年上限的 60% 以上，下半年新增地方债发行限额为 2858.17 亿元，置换债上限 17936.84 亿元，发行规模将明显少于上半年。

第二，公司债信息披露规则不断细化，业务发展不断规范，上半年公司债的发行同比实现大幅增长，在违约事件边际效应减弱的背景下，预计公司债券的发行有望保持平稳增长。

第三，绿色债券相关政策相继落地，绿色债券的发展呈现提速的态势，预计下半年绿色债券市场仍有一定的发展空间。

第四，国际化发展方面，随着投资者范围的不断丰富，人民币国际化程度加深，在全球低利率的背景下，海外金融机构对中国市场的配置需求正在加大，熊猫债发行和境内企业海外发债也有望升温，债券市场的国际化发展将进一步。

第五，2016 年以来，债券市场违约风险持续升温，债券违约发生明显提速。投资者的态度较为谨慎，风险偏好倾向于较高信用等级债券，信用级别较低的发行人发行债券可能会受到一定抑制。在信用风险逐渐暴露的背景下，监管层正考虑推出对冲信用风险的工具——信用违约互换（CDS）和信用联结票据（CLN），以缓冲违约风险。

整体来看，下半年积极财政政策将继续施行，稳健的货币政策有望为银行间债券市场提供适度宽松的资金面。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增长的态势。