

# 2015 年第二季度债券市场发展及未来走势预测

联合资信评估有限公司 刘艳 林青



# 2015 年第二季度债券市场发展及未来走势预测

联合资信评估有限公司 刘艳 林青

## 一、债券市场环境

### （1）放宽发债门槛，企业债券有望迎来新一轮增长

2015 年 4 月，国家发展改革委员会（以下简称“发改委”）发布战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设四个专项债券发行指引，对四个重点领域发行企业债券进行松绑。5 月中旬，发改委出台《项目收益债券试点管理办法（试行）》，规定项目实施主体符合公开发行债券条件的，项目收益债券可以在银行间债券市场以簿记建档形式公开发行。5 月 27 日，发改委发布《关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》，放宽城投类企业债券发行条件，包括降低资产负债率要求<sup>1</sup>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券融资。上述一系列政策调整，意味着企业债券有望迎来新一轮快速增长。

### （2）公司债券审批向注册制过渡，市场化程度进一步提高

继 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，并建立非公开发行制度后，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

<sup>1</sup>将城投类企业和一般生产经营类企业需提供担保措施的资产负债率要求分别放宽至 65% 和 75%；主体评级 AA+ 的，相应资产负债率要求放宽至 70% 和 80%；主体评级 AAA 的，相应资产负债率要求进一步放宽至 75% 和 85%。

了较为详细的规范。上述政策的发布，将有助于提高公司债券的市场化程度以及监管政策进一步向注册制改进，推动其发行量的增加。

### **（3）完善地方政府债务管理，进一步化解地方债务风险**

4 月 2 日和 17 日，财政部先后发布了《地方政府专项债券发行管理暂行办法》和《2015 年地方政府一般债券预算管理办法》，进一步规范了地方政府的融资渠道，有利于提高地方政府债券发行的市场化、规范化运作。

此外，为了进一步化解地方债务风险，5 月 15 日，国务院转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》，《意见》为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了操作细则。6 月初，财政部下达了第二批 1 万亿元地方政府债券置换存量债务额度，通过发行地方政府债券置换存量债务，可以在一定程度上降低地方政府举债成本，解决资金期限错配问题，缓解债务偿还压力。

### **（4）取消银行间债券市场债券交易流通审批，提高债券上市流通效率**

5 月 26 日，人民银行发布公告称，根据《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》，取消银行间债券市场债券交易流通审批，所涉及的债券包括但不限于政府债券、中央银行债券、金融债券、企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，资产支持证券等。依法发行的各类债券，完成债权债务关系确立并登记完毕后，即可在银行间债券市场交易流通。这进一步提高了债券发行后上市流通效率，也是促进银行间债券市场不断扩容、发行量不断提高的重要举措。

### **（5）资产证券化注册制和信息披露制度相继落地，试点规模迎再扩容**

4 月 3 日，人民银行发布公告，宣布对信贷资产支持证券发行实行注册制管理，此举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，未来信贷资产证券化产品发行流程将实现较大简化。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，继续完善制度、简化程序，鼓励一次注册、自主分期发行，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《个人汽车贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》和《个人住房抵押贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》5 月 15 日发布并开始实施，指引规范了发起机构、受托机构等资产支持证券信息披露义务主体在注册、发行和存续期间的信息披露行为，奠定了信贷资产证券化常规发展的基础。

### （6）中国首例国企债券违约，“刚性兑付”打破将是趋势

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，“12 中富 01”、“12 蒙恒达”、“14 中澳控股 CP001”等债券先后暴露违约风险。

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、债券产品发行情况

本季度，银行间市场资金面进一步宽松。继一季度降准、降息<sup>2</sup>后，二季度央行又进行了两次降息和两次降准<sup>3</sup>以释放流动性，公开市场操作共实现净投放 350 亿元<sup>4</sup>，并继续通过 PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，使货币市场保持了宽松的环境。在此背景下，本季度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 56843.40 亿元，较上季度和上年同期均增长 40% 以上。其中，政府债（包括国债和地方政府债）、商业银行债、超级短期融资券、资产支持证券、证券公司债和同业存单的发行量环比和同比均实现较大增长。截至本季度末，主要债券品种存量规模达到 39.80 万亿元。

<sup>2</sup> 2015 年 2 月 5 日，中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。2015 年 3 月 1 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整。

<sup>3</sup> 2015 年 4 月 20 日，中国人民银行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。2015 年 5 月 11 日，中国人民银行将金融机构人民币一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%；同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。2015 年 6 月 28 日，中国人民银行将金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整；并对“三农”、小微企业贷款达到一定标准的商业银行定向降准 0.5 个百分点，对财务公司定向降准 3 个百分点。

<sup>4</sup> 数据来源：Wind 资讯。

2015 年上半年，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 88130.88 亿元，环比和同比增幅均在 30% 以上。

本季度，需要信用评级的债券<sup>5</sup>的发行期数和发行规模分别为 909 期<sup>6</sup>和 18997.07 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 77.89% 和 182.31%，同比分别增长 -3.50% 和 28.90%，主要是由于地方政府债（公募）、商业银行债的发行量增幅较大。在需要信用评级的债券中，短融<sup>7</sup>、中票和地方政府债（公募）的发行期数占需要信用评级债券总发行期数的比例分别为 33.88%、26.84% 和 12.10%，占比较大。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 29.26% 和 33.42%，该占比环比分别上升 6.02 和 11.91 个百分点，同比分别下降 24.63 和 10.24 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 2198 期<sup>9</sup>和 37846.33 亿元，发行期数和发行规模环比分别增长 30.21% 和 54.11%，同比分别增长 172.70% 和 98.98%，主要是由于同业存单、超短融、证券公司债、资产支持证券（指交易所发行的私募资产支持证券）和地方政府债（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为 53.87%，占比最大。虽然同业存单未明确要求进行债项评级，但要具备发行人主体信用级别，本季度共有 82 家银行发行同业存单，发行家数环比和同比分别增长 41.38% 和 355.56%，实现较大增长。

具体来看，本季度，国债发行期数为 26 期，发行规模为 6145.11 亿元，发行期数和发行规模较上季度增长均达 200% 左右，增幅明显，较上年同期均增长 25% 以上。

自 2014 年 5 月 21 日十省市试点采取自发自还模式发行地方政府债券起，地方政府债券的发行和管理进行了持续的渐进式改革，其中 2014 年 9 月《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文）的发布，标志着中国地方政府债券新运行机制的建立。今年上半年，财政部共下达了 5000 亿一般政府债券、1000 亿

<sup>5</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、超级短期融资券和同业存单外，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。

<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。下文同。

<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。



专项债券和 2 万亿元地方政府置换存量债务债券，但由于一季度地方政府债券零发行，财政部于 4 月发布公告要求加快地方政府债券的发行工作，本季度，地方政府债券发行期数为 145 期，发行规模为 6145.11 亿元，发行期数和发行规模同比增幅均超过 500%，呈现井喷式发行。

本季度，央票仍然处于停发状态。

受到债市反腐和发改委提高企业债券发行门槛影响，自去年下半年起，企业债券的发行量下降明显，但本季度对于降低企业债发行门槛的一系列政策调整，使得企业债券的发行量略有好转，发行期数较上季度略有减少，但发行规模环比增长 9.94%；与上年同期相比，本季度企业债券的发行期数和发行规模仍有 60% 以上的降幅，未来企业债券发债门槛的放宽有望推动其发行量的增长。

本季度，中期票据的发行期数和发行规模较上季度的增幅均在 120% 以上，增幅较大，这或是季节性因素所致；与上年同期相比，中期票据的发行期数和发行规模分别增长 5.63% 和 10.64%，同比呈现平稳增长趋势。

本季度，金融债券发行期数和发行规模环比和同比增幅均在 20% 以上。金融债的发行仍以政策性银行债为主，且政策性银行债发行期数和发行规模环比和同比均有 10% 以上的增幅；商业银行债增幅更大，发行期数和发行规模环比增幅均在 200% 左右，同比增幅也均在 50% 以上；非银行金融机构债券的发行量环比增幅均在 500% 以上，但同比则有所下降。

本季度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模环比和同比均增长 30% 以上，其中短融发行家数、发行期数和发行规模较上季度环比增幅均在 50% 左右，但同比降幅均在 10% 以上；超短融自本年度起发行量环比和同比增幅均较大。证券公司短融的发行期数和发行规模环比和同比也有小幅上升。

为配合《公司债券发行与交易管理办法》的实施，本季度监管部门陆续出台了多项配套文件，公司债发行规则更加明晰。受到政策推动的影响，本季度，一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模环比增幅均在 40% 以上，同比增幅分别为 85.71% 和 181.88%，增幅显著；私募公司债发行量环比和同比均有所减少。

去年 10 月，沪、深交易所分别发布了《上海证券交易所证券公司短期公司债券业务试点办法》，标志着证券公司短期公司债券试点工作正式启动。受此政策的持续作用影响，本季度证券公司债券发行期数和发行规模环比分别增长 64.79% 和 174.89%，同比增幅达到 10 倍以上，其中采取非公开方式发行的证券公司短期公司债券发行量仍占绝大份额。

本季度，银行间债券市场发行的资产支持证券均采用公开发行的方式，其发行单数、发行期数和发行规模环比分别增长-5.88%、7.41%和 26.82%，同比分别增长 77.78%、70.59%和 95.14%，同比增幅明显。本季度，信贷资产支持证券发行采取注册制的实施和相关信息披露指引的发布，以及国务院新增 5000 亿元信贷资产证券化试点规模（信贷资产证券化产品主要还在银行间债券市场发行），有望进一步促进银行间债券市场资产支持证券的发行。

在监管机构大力鼓励、产品发行转为备案制的大背景下，本季度，在交易所发行的资产支持证券的发行支数和发行规模环比和同比增幅均在 100%以上，发行量实现大幅增长，其中绝大部分采取非公开发行的方式。

表 1 2015 年第二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2014 年二季度 发行情况		2015 年一季度 发行情况		2015 年二季度 发行情况		2015 年二季度末 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>	28	6280.00	9	1800.00	171	14827.76	441	112837.97
国债	20	4912.00	9	1800.00	26	6145.11	220	94097.22
地方政府债	8	1368.00	0	0.00	145	8682.65	221	18740.75
<b>央行票据</b>	0	0.00	0	0.00	0	0.00	10	4281.72
<b>金融债</b>	145	7985.00	129	7539.60	186	9655.38	812	125193.73
政策性银行债	122	6715.00	118	7110.60	145	8133.48	481	106320.28
商业银行债券	16	813.00	10	419.00	35	1231.90	291	17482.45
非银行金融机构债券	7	457.00	1	10.00	6	290.00	40	1391.00
<b>政府支持机构债券</b>	8	1150.00	3	500.00	7	650.00	96	12425.00
<b>企业债券</b>	229	2742.40	85	867.22	82	953.40	2288	30776.60
一般企业债	225	2707.50	84	864.00	81	941.40	2271	30677.71
集合企业债	4	34.90	1	3.22	1	12.00	17	98.89
<b>中期票据</b>	231	3098.60	104	1348.80	244	3428.40	2363	34886.60
美元中期票据(亿美元)	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	2.00
<b>集合票据</b>	3	4.30	1	2.40	1	1.86	47	99.52
<b>短期融资券</b>	434	6111.70	445	6436.70	682	8498.50	1669	20422.53
短期融资券	345	3491.70	207	1764.80	308	2741.50	1002	9050.13
超级短期融资券	89	2620.00	238	4671.90	374	5757.00	667	11372.40

证券公司短期融资券	60	970.00	57	938.00	61	1044.60	61	1044.60
资产支持证券（银行间）	34	330.06	54	507.87	58	644.09	309	3578.34
资产支持证券（交易所）	49	148.97	76	148.22	179	334.37	374	896.26
非金融企业资产支持票据	7	10.00	5	20.00	3	12.00	47	182.90
非公开定向债务融资工具	393	3305.18	236	1948.90	259	2097.50	1941	19322.44
公司债	107	255.49	77	334.49	59	411.56	1188	7862.84
证券公司债	10	301.50	71	1720.90	117	4730.50	310	9734.95
可转债	3	43.72	1	60.00	1	24.00	7	173.72
可交换债	0	0	2	6.98	2	14.48	7	65.07
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	2	15.00	5	23.00
同业存单	78	1021.00	946	7107.40	1184	9500.00	1789	14142.60
外国债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	3	31.30
合计	1819	33757.92	2301	31287.48	3298	56843.40	13767	397981.69

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. “资产支持证券（银行间）”存量情况只包括中国债券信息网公布的资产支持证券，不包括上海清算所公布的信贷资产支持证券；

9. 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 2015 年 7 月 20 日已披露的本季度数据。

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、未来债券发行走势预测

从宏观基本面来看，本季度我国继续保持积极的财政政策和稳健的货币政策。本季度以来，央行两次降息、两次降准；政府加码基建投资，大力推动配合“一带一路”建设的国内铁路、电力、管网基建；发改委发布近 2 万亿元 PPP 推介项目，引导社会资本参与公共服务设施建设；国务院发布《推进财政资金统筹使用方案》，加速盘活上万亿元的财政存量资金，并将资金统筹用于棚户区改造、城市基础设施、铁路公路建设、重大水利工程等重点领域。在稳增长力度加大、财政政策和货币政策协同发力的背景下，本季度主要宏观经济指标出现回升势头。本季度，GDP 增长为 7%，投资、消费、出口、工业增加值等主要经济指标呈现回升趋势。



6 月份，官方制造业采购经理人指数（PMI）持平于上月的 50.2，连续两个月位于荣枯线上方，显示制造业企稳回升；全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 1.4%，涨幅温和；但工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 4.8%，表明工业领域仍然存在产能过剩、需求不足的问题。随着前期出台的各项稳增长政策和改革措施效果的进一步显现，经济好转态势有望延续，预计下半年经济有望企稳回升。

从市场资金面来看，本季度以来，央行利用多种工具维持货币市场资金充裕。下半年，货币政策也有进一步放松空间，流动性总体将继续保持宽松。

从下半年债券市场来看，预计会呈现以下几个趋势：第一，国家对融资平台在重点领域、重点项目建设方面借债政策的放松，以及地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛的降低，有望推动城投债的发行继续增长。第二，超短融第三次扩容以来，其发行主体范围拓宽，发行规模持续增长，预计下半年较高信用等级主体超短融的发行仍将保持快速增长态势。第三，公司债券扩容新政出台后，6 月 1 日首支非公开发行公司债券成功发行，标志着非公开公司债券发行工作的正式开闸，公司债券发行主体范围的扩大以及发行方式的丰富，为企业直接融资提供了更多的选择，同时新的公司债发行的实际运行，也使其效率在不断提升，公司债券的发行也有望迎来新一轮增长。第四，本季度证券公司短融发行家数与上年相比有所减少，或是由于证券公司短期公司债<sup>10</sup>的替代作用影响。7 月初，证券公司短期公司债发行主体扩展至全部证券公司并允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务。预计随着证券公司短期公司债券的不断发展，证券公司短融发行量或将进一步受到影响。第五，4 月份债券市场发生首例国企债券违约事件，随后又有多笔债券先后暴露违约风险，违约事件频现使市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高，低等级发行主体的发债成本有所上升，抑制了其债券的发行。第六，6 月末股票市场的剧烈震荡导致投资者避险情绪上升，风险偏好趋于降低风险，同时 IPO 的暂缓或将致使部分打新基金扩展到债券领域，整体来看债券市场需求向好，债券发行可能会受益。

<sup>10</sup>证券公司短期公司债，是指证券公司以短期融资为目的，约定在一年（含）以内还本付息的公司债券。2014 年 10 月，沪深证券交易所发布《证券公司短期公司债券业务试点办法》，允许获得中国证监会试点发行资质认可的证券公司和中国证券金融股份有限公司发行短期公司债券，这标志着证券公司短期公司债券试点正式启动，前期有 20 家证券公司开展了发行短期公司债券试点。

整体来看，下半年积极财政政策力度有望加大，货币政策也有进一步放松空间，资金面将持续宽松，债券市场整体上将继续保持增长的趋势。