

债券市场研究

债券市场研究

2015 年三季度报

避险资金涌入债市推动收益率下行，四季度或回调收尾全年慢牛

固定收益研究团队

李 诗（高级分析师/项目经理）

010-66428877-347

shli@ccxi.com.cn

余 璐（项目经理）

010-66428877-663

lyu@ccxi.com.cn

谭 畅（助理分析师）

010-66428877-352

chtan@ccxi.com.cn

研究咨询部总经理

张英杰 010-66428812

yjzhang@ccxi.com.cn

（本报告完成于 2015 年 10 月 19 日）

市场环境：三季度宏观经济仍在探底，股市汇市波动增加金融稳定风险，货币政策表现出明显的维稳特征。与此同时，央行加大对外汇市场的干预。尽管如此，国内经济的持续下行叠加美联储加息预期，市场对人民币汇率仍存在一定贬值预期。为防范结构调整中经济出现断崖式下跌，货币政策取向应从“稳健”明确转向“宽松”，继续降低准备金率，打消市场对资金面的顾虑，全力支持稳增长。

信用风险：在经济整体较为低迷的宏观环境下，以银行为代表的金融机构对企业融资的收紧使得企业经营雪上加霜，偿债能力进一步恶化，前三季度级别下调与违约事件均进一步增加。随着违约事件的日益增多，债券违约后不能全额清偿的情况也将增加。预计债务重组和破产清算将成为清偿违约债务的主要方式。

监管政策：三季度开始，地方债的发行与管理进入了新阶段，债务置换额度又新增1.2万亿，地方债限额管理制度也正式落地。与此同时，银行间债券市场对外开放步伐加快，境外参与主体范围和投资范围扩大，离岸债券市场也进一步放开。总体上看，三季度的监管政策有着承上启下的作用，对内地方政府债务改革和对外债市开放同步推进，控风险与人民币国际化双管齐下。

市场表现：三季度债券市场供需两旺，一、二级市场长端利率显著下行，收益率曲线平坦化下移。虽然多起违约事件引起市场关注，但是在股票、外汇市场大幅震荡的背景下，无论是新发公司债的超低利率，还是二级市场长端利率的回落，都反映出在高收益资产逐步消失的环境下，资金对债券的巨大配置需求。

市场展望：四季度经济数据可能稍有好转，避险资金可能撤出，新的配置资金面对当前的价格高位可能会暂缓入市，因而收益率继续大幅下行的动力较小，且有一定的回调压力。但明年经济再次探底的概率仍然较大，同时资金价格大幅走高的可能较小，且一季度资产的配置需求通常较为旺盛，加上持续的通缩压力，明年初收益率仍可能继续下行。不过，大型企业债务风险暴露可能持续发酵成为引发市场变异的关键因素，还需保持警惕。

目录

一、市场环境：经济探底叠加金融震荡，宽货币稳定资金价格；货币政策取向宽松，稳增长与控风险需明确宽松预期.....	1
1、经济探底叠加金融震荡，货币政策维稳特征明显.....	1
2、资金价格在股市、汇市冲击下仍保持稳定.....	3
3、宏观调结构任重道远，贬值风险根本在经济，货币宽松预期需加强.....	4
二、信用风险：再融资收紧推升信用风险；刚兑打破清偿率难达 100%.....	5
1、级别下调进一步增多，融资收紧推动信用风险加深.....	5
2、信用风险逐步暴露，违约债券清偿方式有别.....	7
三、政策解读：地方债规范化管理起步、人民币国际化进程继续推进.....	9
1、地方债置换额度再加码，限额管理方案正式出台，地方债发行与管理进入新阶段.....	9
2、银行间债市对外开放、企业发行外债取消审批，人民币国际化再下一城.....	11
四、市场表现：信用债供需两旺，长端收益率大幅下行，信用利差持续收窄.....	12
1、债券一级市场：品种结构进一步分化，新发债主体等级重心上移，公司债发行利率屡创新低.....	12
2、债券二级市场：现券交易活跃度进一步提升，长端收益率大幅下行，信用利差普遍收窄.....	16
五、市场展望：四季度面临回调压力，明年债牛仍有望延续，警惕大企业债务风险或成变异点.....	20

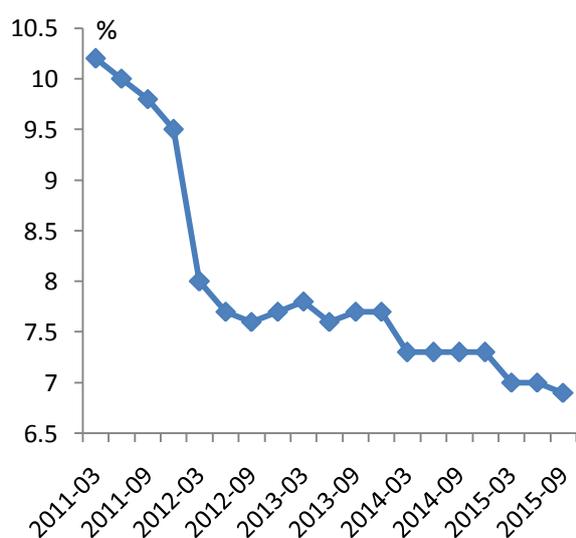
表 1:2015 年公司债和中期票据月度平均发行利率对比	15
表 2:月度债券发行只数及规模	22
表 3:月度债券净融资额	22
图 1: 宏观经济仍在探底 (GDP 增速需更新)	1
图 2: 生产领域通缩风险加大	1
图 3: 股市剧烈波动	2
图 4: 汇率改革, 人民币兑美元汇率大幅贬值	2
图 5: 月内回购利率逐渐趋稳	4
图 6: SHIBOR 保持稳定	4
图 7: 级别下调次数进一步增加	6
图 8: 级别下调后低等级主体数量大幅上升	6
图 9: 信用债发行总规模及净融资额同比、环比均增加	12
图 10: 不同券种发行量结构进一步分化, 公司债、资产支持证券发行量大幅增加, 企业债发行规模下降	13
图 11: AA+以上等级发行主体占比回升, AA 以下等级发行主体占比回落	14
图 12: AA 以上等级短期发行利率先降后稳, AA-等级发行利率波动下行	15
图 13: 信用债成交量进一步增加	17
图 14: 各主要券种交易总额均扩大	17
图 15: 国债到期收益率长短期分化	18
图 16: 国债 1 年期收益率上行, 5 年以上期限收益率下行	18
图 17: 信用债短端收益率先降后升, 长端波动下行	18
图 18: 企业债收益率全面下行, 收益率曲线略显平缓	18
图 19: 企业债信用利差震荡收窄	19
图 20: 企业债信用利差普遍收窄	19
图 21: 三季度各等级间利差较二季度末普遍收窄	20

一、市场环境：经济探底叠加金融震荡，宽货币稳定资金价格；货币政策取向宽松，稳增长与控风险需明确宽松预期

1、经济探底叠加金融震荡，货币政策维稳特征明显

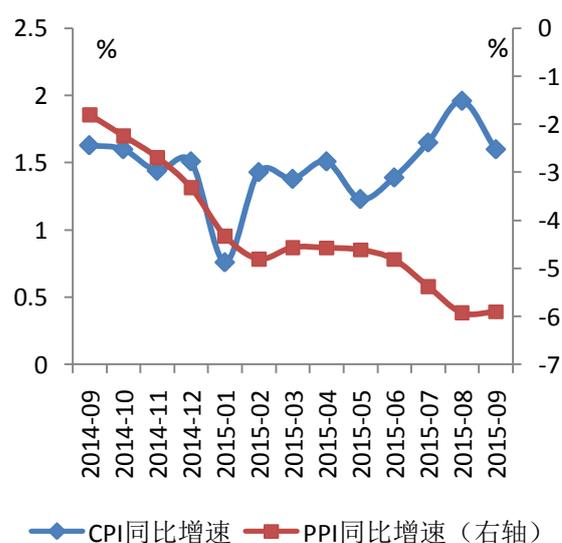
在稳增长政策的支持下，2015年上半年中国经济成功守住了7%的GDP增速，但经济企稳基础却并不牢固，进入三季度，宏观经济下行压力再次加大。从需求端来看，虽然三季度消费水平整体较二季度略有改善，但投资增速却进一步放缓，出口增速也持续为负，三项指标的绝对值均处于近几年较低水平；从供给端来看，8月、9月中国官方制造业PMI再次跌入荣枯线下方，分别为49.7%和49.8%，财新制造业PMI则持续回落至47.2%，创自2009年3月以来新低，工业增加值增速则在7月份再度回落，8月虽有所恢复，却仍低于6月水平。物价水平方面，受食品价格回升影响，三季度CPI同比增速明显回升，而PPI指数仍继续回落，且降幅进一步扩大，生产领域的通缩风险较大。数据显示，三季度宏观经济仍在继续探底。

图 1：宏观经济仍在探底（GDP 增速需更新）



资料来源：东方财富

图 2：生产领域通缩风险加大

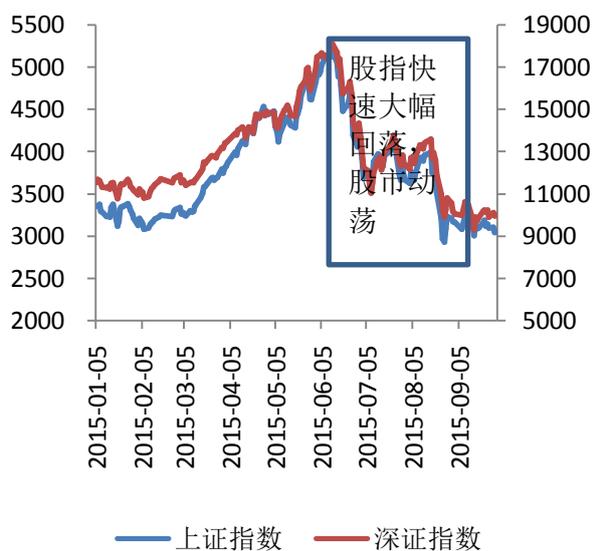


资料来源：东方财富

另一方面，为增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性，央行三季度进一步对人民币兑美元汇率中间价报价制度进行了改革。自2015年8月11日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。受此影响，8月11日至13日，人民币兑美元中间价连续三天大幅下调，从1美元兑6.1162元人民币跌至1美元兑6.4010元人民币，此后在央行的干预下，人民币兑美元汇率又有所恢复，但仍远远低于贬值前水平，截止9月底，人民币兑美元汇率中间价为1美元兑6.3613元人

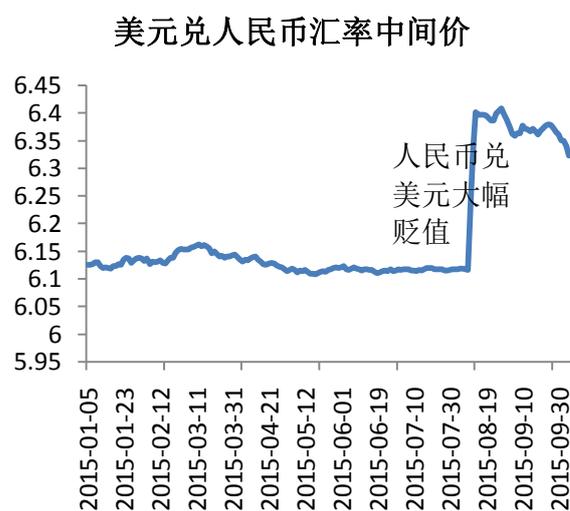
民币，较本次汇率改革前贬值接近4%。央行此举虽然意在推动人民币中间价更加市场化，却在短期内造成汇率市场的恐慌，甚至对全球金融市场都造成一定冲击，叠加美联储加息预期，国内资本外流风险在三季度较为突出，外汇储备出现明显回落，再加上股票市场的剧烈波动，金融市场的动荡进一步加大系统性风险。

图 3：股市剧烈波动



资料来源：聚源统计

图 4：汇率改革，人民币兑美元汇率大幅贬值



资料来源：东方财富

在这样的背景下，三季度经济工作的重心一方面仍在于稳增长，另一方面还要控风险。从宏观政策来看，三季度财政政策加码，债务置换额度也进一步增加至3.2万亿元，新建项目得以开展，存量债务得以循环。货币政策则表现出明显的维稳特征，在保持整体相对宽松的资金环境，配合财政政策及地方政府债务置换的同时，央行加大公开市场操作力度及频率，并搭配使用国库现金定存以及SLO，及时补充市场短期流动性。与此同时，央行还于9月中旬改革存款准备金考核制度，将此前的时点法改为平均法考核，进一步增加金融机构的流动性管理灵活性，以平抑资金面的时点波动。除此之外，定向调控也仍继续进行，但主要采用PSL、MLF等期限相对较长的工具。具体来看：

三季度央行实施了1次降息，将存贷款基准利率各自下调0.25个百分点，以及1次降准，下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，同时额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率0.5个百分点，额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率3个百分点，二者生效时间不同，但却同时于8月下旬宣布。而在政策宣布之前，股市和汇市均出现大幅下跌，可见央行此举除了是为了应对经济下行压力、引导实际利率进一步降低，保证银行体系流动性合理充裕，更是在某种程度上释放利好信号，维护金融市场的稳定。

从公开市场操作来看，自6月底重启逆回购以来，央行分别于每周二、周四实施逆回购，三季度合计实施25期逆回购，由于除了最后两期逆回购期限为14天，其余均为7天期品种，大部分逆回购均已到期，因此三季度通过逆回购净投放的资金规模实际较为有限，仅350亿元。分段来看，8月18日以前每期逆回购操作规模均不超过500亿元，目的主要在于对冲到期的逆回购，保证货币投放量维持在相对稳定的水平；从8月18日至9月8日间的5期逆回购，单期逆回购操作规模明显加大，前两期规模为1200亿元，后三期进一步扩大至1500亿元，其中8月底央行还搭配实施了三期SL0及两期国库定存招标，以进一步补充市场流动性，这主要是为了对冲因外汇占款下降及人民币贬值带来的流动性压力，维持资金面的稳定；9月8日以后，随着降准资金的陆续释放以及人民币汇率逐渐趋稳，加上当月中下旬美联储议息会议决定暂缓加息，市场流动性受到的冲击渐渐变弱，逆回购操作规模又逐步缩减；9月末，季末以及节日资金需求增加，央行适时延长逆回购期限至14天，同时又实施了一期600亿元的国库定存招标，以平抑资金的短期波动。

定向调控方面，除了定向降准外，三季度央行主要是运用MLF及PLS这两个中长期定向资金投放工具，而暂停操作相对较短期的SLF。央行分别于7月、8月及9月向国家开发银行提供PSL429亿元、604亿元、521亿元，截止9月底，PSL余额为9589亿元，PSL利率则进一步降至2.85%，较此前回落25bp。央行分别于7月和8月开展了6个月期MLF操作，投放2500亿元及1100亿元，8月底MLF余额为4900亿元，MLF的操作利率则维持3.35%。9月央行则暂停了MLF操作。

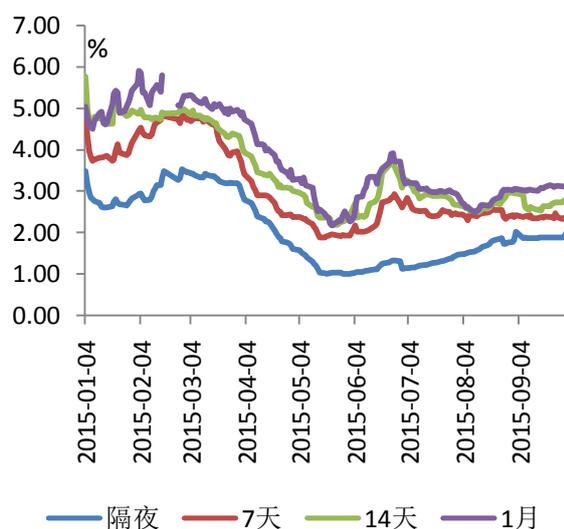
2、资金价格在股市、汇市冲击下仍保持稳定

在央行维护货币环境稳定的政策引导下，三季度资金价格的波动幅度较上半年明显收窄。分月来看，跨过半年时点，7月月内回购利率，除隔夜仍继续上行，其他期限品种均平稳回落。7月隔夜利率的上行一方面是因为当月股票市场巨幅波动，短期利率对此反应更为敏感，因而相较于其他更长期限，隔夜利率最易受到冲击，另一方面，隔夜利率经过上半年的持续走低趋势，已经处于历史相对较低水平，有一定的回调压力。进入8月，股票市场的动荡仍未结束，而外汇市场也出现剧烈波动，金融市场环境较为严峻，货币市场流动性也受到一定冲击，月内回购利率全面上行，但因央行及时补充流动性，货币市场利率上行幅度相对较小，均不超过40bp。9月份，伴随股市和汇市波动减弱，资金面又恢复平稳，各期回购利率也再次回落，仅在月底出现一定幅度的反弹。综合来看，截止9月底，除隔夜利率较6月末上行86bp，其他月内利率均小幅下行，幅度从22bp到37bp不等。

更长期的货币市场利率则表现更为稳定。以3月期和1年期Shibor走势来看，1年期Shibor在整个三季度基本保持在3.4%左右，上下波动幅度不超过2bp；3月期利率则变

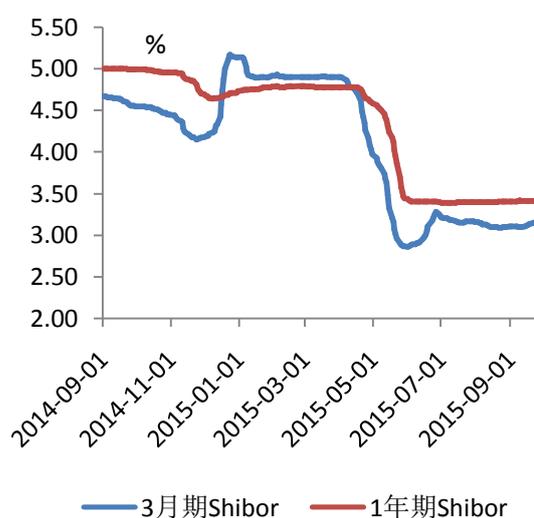
动幅度稍大，并以8月中下旬人民币汇率大幅波动为分界，此前呈现出平稳下移趋势，累计下行幅度不超过15bp，此后则小幅上行，幅度也不超过10bp，综合来看，截止三季度末，3月期Shibor反而较6月末小幅下行，3月期和1年期Shibor之间的期限利差则略有扩大。

图 5: 月内回购利率逐渐趋稳



资料来源: 聚源统计

图 6: SHIBOR 保持稳定



资料来源: 聚源统计

3、宏观调结构任重道远，贬值风险根本在经济，货币宽松预期需加强

9月以来，汇率市场表现出一定的企稳迹象，人民币兑美元的汇率出现一定幅度反弹。这在较大程度上得益于央行的外汇干预。三季度外汇储备流失规模将近2000亿美元，其中8月份外汇储备下降量创历史新高，达到约940亿美元，这其中较大比例是由央行在外汇市场的操作导致。除了即期市场干预，央行也通过各种渠道收紧资金的外汇，包括对银行征收远期售汇风险准备金等。不过，本次汇率改革后，人民币汇率形成机制越来越市场化，未来人民币汇率波动将反映更多市场预期。从中国面临的内外外部环境来看，国内经济的持续下行叠加美联储加息预期，市场对人民币汇率仍存在一定贬值预期。在雄厚的外汇储备支撑下，央行固然可以通过动用外汇储备来遏制人民币的贬值趋势，但持续的干预必然使得外汇储备逐步消耗，不利于国内资本市场的安全，更影响国际市场对中国经济的信心。由此来看，对外汇市场的干预只是权宜之计，并不可持续。由于美联储近一年来持续引导市场形成加息预期，实际加息造成的冲击可能较为有限，在这种情况下，稳定人民币汇率预期的根本仍在于稳定市场对中国经济的预期。

就国内的经济形势而言，自2015年4月30日政治局召开会议，要求把“稳增长”放在更为重要的地位，各类“微刺激”政策全面加码。进入三季度，稳增长政策力度进

一步加大，一方面，发改委批复的基建项目加大，另一方面，财政预算的执行力度也有所加快，与此同时，财政部还进一步增加了地方政府债务置换额度，并联合10家机构设立了1800亿PPP融资支持基金。央行也维持了相对宽松的货币市场环境。考虑到政策的时滞效应，预计上述政策的效果将在四季度有所显现，**四季度经济增速可能将出现小幅反弹**。然而，趋势性力量与周期性力量双重推动下的经济回落，仅仅依靠微刺激政策，难以获得强劲的反弹。**经济增速可能在短暂回升后再次走低**。长期来看，经济恢复稳定的增长，还需要结构调整，而这需要较长的时间。在此过程中需要防范经济出现断崖式下跌，避免各类风险的集中爆发，这就意味着在未来较长一段时间，稳增长政策都是必不可少的。就货币政策而言，取向应从“稳健”明确转向“宽松”，让市场不再纠结于货币政策“名不副实”的潜在风险。国庆节后央行推广信贷资产质押再贷款试点也在一定程度上释放出货币政策进一步放松的信号。

三季度宏观经济仍在探底，而股票与汇率市场的波动又加重了金融稳定风险，在这样的背景下，货币政策表现出明显的维稳特征，央行通过加大公开市场操作力度及频度，及时补充市场流动性，资金价格得以维持稳定，波动幅度较上半年进一步收窄。与此同时，央行加大对外汇市场的干预，9月以来外汇市场也表现出一定的企稳迹象。尽管如此，国内经济的持续下行叠加美联储加息预期，市场对人民币汇率仍存在一定贬值预期。未来无论是稳定汇率预期，还是防范结构调整中经济出现断崖式下跌，稳增长都是必不可少。货币政策取向应从“稳健”明确转向“宽松”，继续降低准备金率，打消市场对资金面的顾虑，全力支持稳增长。

二、信用风险：再融资收紧推升信用风险；刚兑打破清偿率难达 100%

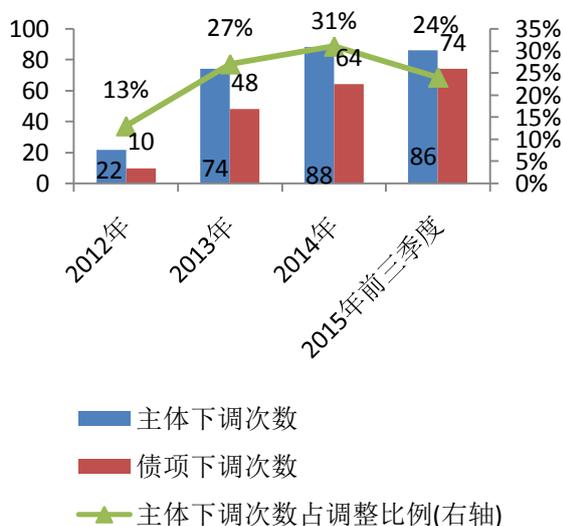
1、级别下调进一步增多，融资收紧推动信用风险加深

在经济整体较为低迷的宏观环境下，债券市场信用风险的广度与深度均继续上升。反映在级别调整上，主要体现在以下几个方面：（1）**负面评级行动次数继续增加**¹，根据中诚信国际的初步统计，2015年前三季度共发生主体级别下调86次、债项级别下调74次、展望为负面的评级行动160次、展望为发展中的评级行动1次、此外还有38次将主体列入信用评级观察名单，均较去年同期进一步增加，其中债项级别下调次数以及展望负面的评级行动次数已经超过去年全年水平，主体级别下调次数与列入信用评级观察名单的评级次数也接近去年全年水平；（2）**连续降级企业显著增加**，上述86次主体级别下调涉及71家发行人，其中有15家企业在2014年就发生过一次或多次级别下调，更有10家企业主体级别在前9个月内下调2次以上。个别企业甚至自2013或2014年就开始持续降级。与此同时，在这86次主体级别下调行动中有58次伴随着展望负面或

¹ 指级别下调，或展望为负面、列入（级别下调）信用观察名单的评级行动

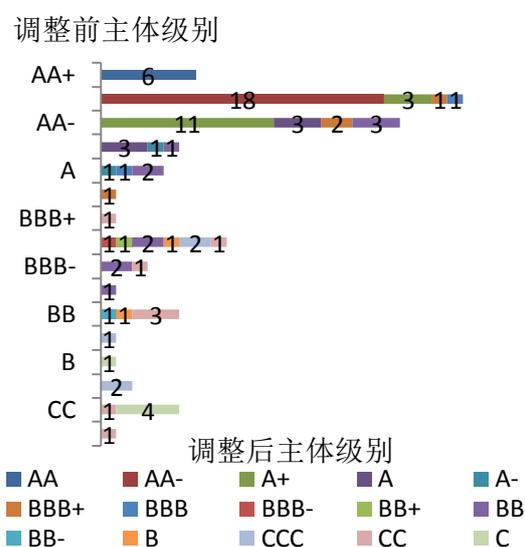
被列入评级观察名单，如果发行人面临的不利因素未能及时消除或变得更为严重，未来可能会出现进一步的下调行动；（3）**跨级下调的现象在今年更为突出**，前三季度月共出现34次跨级下调，占下调总数的约40%，其中级别下调前为AA的主体分别有一次直接降为BBB+、一次直接降为BBB，中高等级主体跨级调整的幅度与次数均较去年同期增加，进一步表明主体信用水平下降正呈现扩张趋势；（4）**级别下调后低等级主体数量大幅上升**，截止9月底，发生级别下调的71家主体中共有27家最新主体等级在BBB及以下等级，其中有14家级别已经达到CCC或更低等级，值得注意的是，最新主体级别处在投机级中的发行人，除了中小民营企业，还包括一些大型央企或国企。

图 7：级别下调次数进一步增加



资料来源：中诚信国际整理

图 8：级别下调后低等级主体数量大幅上升



资料来源：中诚信国际整理

与级别下调的特征相一致，前9月偿债危机事件较去年进一步增多。公募债市场上，上半年已经发生债券实质违约的“ST湘鄂债”、“11天威MTN2”及“12中富01”，除“12中富01”发行人发布公告称拟用2亿元人民币抵押贷款偿还该债券，其他两只债券发行人一家面临被债权人或受托管理人申请对公司进行重整或者破产清算，另一家已经主动申请破产重整，债券本息不能全额兑付的风险进一步加大。进入三季度，“12苏飞达”、“08二重债”、“12二重集MTN1”也均在回售日或还本付息日之前面临兑付困难，前者发行人最终与投资者达成“追加城投担保增信+下调票面利率”的债务重组措施，避免因大面积回售而发生的兑付危机，债项级别因追加担保而被上调至AA，而后两者的发行人则已经被债权人申请破产重整，债券级别均降至C。但由于发行人此后又发布公告称国机集团或其受托机构拟受让全部“12二重集MTN1”和“08二重债”，预计这两期债券最终还本付息应无大碍。10月中旬，“10英利MTN1”也发生违约，发行人仅通过关联方拆迁补资金偿还本息7亿元，尚余3.57亿元到期本金未能兑付。此前发行人及相关债项级别均已降至BB。与此同时，南京雨润食品有限公司发行的“12雨

润MTN1”也即将到期，而由于公司董事被执行监视居住，间接影响公司生产经营，本期中票能否如期偿付存在不确定性。

今年以来发生贷款逾期或欠息的企业明显增多，国有企业也牵涉其中。这使得银行在进行放贷时更为谨慎，前三季度已有银行对部分企业抽贷，加大了这些企业的再融资风险。除此之外，贷款逾期还可能造成银行向法院申请冻结企业资产，使得企业经营更为困难或发生资金链断裂，让贷款逾期的风险快速向包括债券在内的其他债务传导。尽管监管部门已经出台了多项政策解决企业融资难、融资贵的问题，但在经济下行压力较大、市场信用风险整体抬升的背景下，银行等金融机构风险偏好下降，对企业的资金支持仍明显收紧，这又使得企业经营雪上加霜，偿债能力进一步恶化。再融资收紧对市场信用风险加深的推动作用愈加突出。

2、信用风险逐步暴露，违约债券清偿方式有别

在信用风险上升的市场环境下，债券投资过程中信用风险管理的重要性愈加凸显。对于投资者而言，除了要加强事前甄别，提高对信用风险的识别能力，同时也要加强投后管理，持续关注投资标的的偿付风险，如果遭遇“违约”，还需要积极寻求合适的求偿方法，尽量降低违约后的损失率。

从国内已经发生的债券市场信用风险事件来看，大部分设立了担保条款的债券，在发行人不能偿还相关债券之时，均由**担保方进行代偿**从而使得债权人基本避免了投资损失。然而，也有部分债券的担保人拒绝履行相关代偿义务，这主要出现在部分中小企业私募债上；一部分发行人在不能如期足额偿还债务之后，力图**通过自筹资金来进行债务偿还**，例如，“12中富01”发行人拟**通过抵押贷款2亿元和自筹资金2.5亿元的方式来偿还本期公司债券**，目前已在公司债偿债账户中存入剩余本金的10%，去年违约的中小企业私募债“13中森债”最终也是由发行人完成清偿；“11华锐01”以及“12苏飞达”的发行人均在债券回售到期日前向债权人提出**债务重组**方案，以期望在相关债务减免的同时避免出现回售危机。前者未能通过债券持有人大会通过，**最终发行人通过出售应收账款以及通过资本金转增股本、由引入的战略投资者出资偿付**，避免了回售日兑付危机，同时未回售部分则如约在剩下的两年内利率上调100bp，选择回售与放弃回售的投资人目前均未发生损失；而后者则与债权人达成一致，对未回售部分追加担保，但同时下调未回售部分利率，这一处置结果避免了选择回售投资人的损失，未回售部分则由于追加担保偿债保证也有所提高，该部分债券持有人虽然发生了一定的利息损失，但如果未来本金能够全额偿还，则其发生的投资损失并不大。

“ST湘鄂债”的求偿方法是典型的**违约诉讼求偿**的处置方式，自2014年7月起，发行人先后为公司债的偿还采取了追加担保、提前回购、出售商标和股权偿还债务、实际控制人一致行动人减持股票进行财务资助等多种方式，但最终仍未能免于违约。截

止2015年5月4日发行人公告偿还应付利息、回售本金的35%以及相应违约金。在这种情况下，债券受托管理人于5月8日对发行人及其控股股东提起诉讼，同时**申请了财产保全**，实际控制人所持发行人股票和两处房产全部被冻结，目前该案尚在处理中，后续处置结果仍待观察。总体看来，由于公司负担较多债务，再加上抵质押物及转让资产评估价值在案件处理过程中可能出现下调，未来债券足额偿付仍存在较大不确定性。

超日太阳是比较成功的**破产重整**案例。虽然对其提出破产重整申请的并非是“11超日债”的持有人，但该公司债投资人却因为重整计划的实施获得了全额受偿。根据重整草案，一方面，职工债权、税款债权以及20万元及以下的普通债权将全额受偿，有财产担保债权按照担保物评估价值优先受偿；而普通债权超过20万元部分则按照20%的比例受偿；另一方面，在重组草案生效前提下，长城资产管理公司和上海久阳将合计在人民币8.8亿元额度内为该债券承担连带担保责任。**在重整草案通过后“11超日债”的清偿率达到100%**。今年9月，二重集团及其子公司二重重装也被债权人申请破产重整，目前法院已经裁定受理二重集团及其子公司二重重装的破产重整，两家公司均进入重整程序。与此同时，两家公司的实际控制人国机集团或其受托机构拟受让全部“12二重集MTN1”及“08二重债”，以避免债券投资人受损。**在股东的支持下，这两期债券最终或将延续刚兑**。与之相反，同样为央企背景的保定天威，母公司兵装集团早就通过股权质押等方式将优质资产直接转移到自己旗下，而将亏损严重的新能源业务转移到公司，可以看出其对公司并无支持意愿。从最新的进展来看，保定天威已经发布公告称拟向法院申请破产重整，相关债项能否获得足额偿付存在较大不确定性，且需要投资人付出较高等待成本。

总体而言，随着违约事件的日益增多，债券违约后不能全额清偿的案例也在增加。尽管“11超日债”以及“12二重集MTN1”、“08二重债”分别由重组方及实际控制人兜底，最终或实现债券的全额清偿，但前者与超日太阳上市公司的身份，光伏行业属于新能源的特征，以及涉及较多个人投资者的市场影响密切相关，后两者则有较强的股东支持意愿，均有一定支持偿付因素。我们预计未来大部分违约债券的清偿，或通过债务重组，或通过企业重组，或进行破产清算来完成后续的清偿活动，在此过程中发行人或改善经营、或变现资产、或寻求新的资金支持（包括追加担保、拓宽再融资渠道等）或在重组成功后由重组方代偿。最终清偿率的高低则将视违约程度、债务人财务状况、债权人权利状况、重组方承接债务的意愿及偿债能力等因素有所不同，但大多数情况下将难以达到100%。在国务院推动国有企业兼并重组的政策指引下，未来国有企业将更可能采取企业兼并重组的方式解决违约问题，而民营企业由于经营更加市场化，可能将更多采用债务重组或破产清算方式解决违约问题。

在经济整体较为低迷的宏观环境下，以银行为代表的金融机构对企业融资的收紧使得企业经营雪上加霜，偿债能力进一步恶化，加深了市场整体的信用风险水平，前

三季度级别下调与违约事件均进一步增加。随着违约事件的日益增多，债券违约后不能全额清偿的情况也将增加。我们预计未来大部分违约债券的清偿，或通过债务重组，或通过企业重组，或进行破产清算来完成后续的清偿活动。在国务院推动国有企业兼并重组的政策指引下，未来国有企业将更可能采取企业重组的方式解决违约问题，而民营企业由于经营更加市场化，可能将更多采用债务重组或破产清算方式解决违约问题。

三、政策解读：地方债规范化管理起步、人民币国际化进程继续推进

三季度开始，地方债的发行与管理进入了新阶段，债务置换额度又新增1.2万亿，地方债限额管理制度也正式落地。与此同时，银行间债券市场对外开放步伐加快，境外参与主体范围和投资范围扩大，离岸债券市场也进一步放开。总体上看，第三季度的监管政策有着承上启下的作用，对内地方政府债务改革和对外债市开放同步推进，控风险与人民币国际化双管齐下。

1、地方债置换额度再加码，限额管理方案正式出台，地方债发行与管理进入新阶段

在前期一系列地方债改革政策的推动下，地方债的发行从5月份开始步入正轨。随着地方债发行规模的快速增长，地方债的规范化管理也势在必行，三季度地方债改革在发行与管理方面继续推进。8月27日，财政部部长楼继伟在向十二届全国人大常委会第十六次会议作《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时表示，经全国人大、国务院批准，今年共下达6000亿元新增地方政府债券和3.2万亿元地方政府债务置换存量债务额度。紧接着，人大常委会于8月29日又通过《国务院关于提请审议批准2015年地方政府债务限额的议案》，首次明确了2015年地方政府债务总限额为16万亿元。与此同时，备受关注的地方债务甄别数据也揭开面纱，2015年地方政府债务总限额16万亿元扣除2015年批准新增的6000亿元债务后，其余的15.4万亿元即为2014年末地方政府负有偿还责任的债务15.4万亿元。实际上，去年10月出台的“43号文”和今年正式实施的新《预算法》中都明确提出要将地方存量债务纳入预算管理限额管理，但确定债务限额之前首当其冲是要明确地方政府债务的实际规模，于是去年10月份开始财政部要求各省全面开展债务甄别工作，在1月底各省将初步核算结果上报后经过各省的自查以及财政部、发改委、央行和银监会四部委的核查，截至地方债限额议案交由全国人大常委会审议之时，全国地方政府债务清理甄别工作已全部完成。因而，最终确定的地方债务存量规模，实质上是财务部门加强审核与地方政府错报、虚报规模的博弈结果，限额管理议案的获批在地方政府债务改革推进的过程中具有重大的意义。限额管理启动后，地方政府举债规模、结构、使用和偿还等信息将更加透明化，以往的地方举债的“灰色地带”将不复存在，市场对地方债的发行将可以形成较为明确的预期。另外，限额管理与存量债务置换相搭配，也有助于在防控存量城投债违约风险

的基础上有效避免新增地方债的未来偿付风险，将地方政府债务风险限制在可控范围之内。

在地方债改革在发行方面稳步推进的同时，监管层还出台政策进一步刺激地方债的需求，为巨量置换债务和新增债务的发行铺平道路。7月14日财政部、央行联合发布通知，明确将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围，地方债作为质押品时，按存款金额的115%质押。该项政策是对《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》中“地方债纳入中央国库现金管理和试点地区地方国库现金管理的抵（质）押品范围”相关内容的延续与细化。地方债纳入国库现金管理后，银行可以将其持有的地方政府债质押给央行以释放配置地方债所占用的资金，再去进行更高收益资产的配置，这有利于提高银行认购地方债的热情，通过维持地方债供需平衡以缓解地方债的供给压力，同时也为地方债的顺利发行形成良性循环。

伴随着地方政府债务改革的进行，城投债的发行也进入了收尾的时间窗口。目前地方政府债务甄别结果已经确定，对于未纳入地方政府债务范围的部分城投债，将不再由政府预算承担偿债责任，而是鼓励采用PPP模式商业化融资。2015年上半年监管层相继出台放松城投企业融资约束的政策并允许其通过发行项目收益债、永续票据以及各类专项债进行融资，为城投企业的转型辅以必要的过渡，进入三季度，这类过渡政策进一步深化。8月5日发改委正式出台《项目收益债券管理暂行办法》，与之前发布的《项目收益债券试点管理办法（试行）》相比，该政策对项目的经济效益要求进一步放松，对于政府购买或债券存续期内财政补贴收入占比超过30%的项目，内部收益率要求较此前的8%放宽至6%。随着城投企业的市场化转型逐步完成，未来更多的PPP模式下参与有收益的项目的城投企业可以通过发行项目收益债来进行融资。总之，从政策方面来看，城投债的市场化转型仍有监管层的支撑。另外，城投企业作为政府性质的特殊经营主体，在其历史使命并未完全终结以前，地方政府与城投企业之间存在的利益关系难以立即斩断，在一段时间内地方政府仍将给以其必要的信用支持。因此，无论是从监管政策还是从地方政府的态度来看，未纳入地方政府债务范围的城投企业目前的违约风险仍然可控。

三季度开始，地方债的发行与管理进入了新阶段。限额管理制度启动后，地方政府举债规模、结构、使用和偿还等信息将更加透明化，以往的地方举债的“灰色地带”将不复存在，此举与存量债务置换相搭配，有助于在防控存量城投债违约风险的基础上有效避免新增地方债的未来偿付风险，将地方政府债务风险限制在可控范围之内。与此同时，地方债务总限额的确定也意味着去年末开始的地方政府债务甄别工作已经全部完成，今后地方政府的信用边界将进一步明确。从政策方面来看，未被纳入地方政府债务范围的城投债在转型期内仍有监管层的支撑。同时，城投企业作为政府性质

的特殊经营主体，在其历史使命并未完全终结以前，地方政府与城投企业之间存在的利益关系难以立即斩断，在一段时间内地方政府仍将给以其必要的信用支持。因此，无论是从监管政策还是从地方政府的态度来看，城投企业目前的违约风险仍然可控。

2、银行间债市对外开放、企业发行外债取消审批，人民币国际化再下一城

在人民币国际化的渐进式发展过程中，伴随着人民币的国际使用范围的逐步扩大，由境外机构与个人持有的人民币规模不断增加，其对人民币资产的投资需求也与日俱增。在这样的背景下，通过进一步开放银行间债券市场来打通人民币回流的投资渠道就显得尤为重要。因而，债券市场的对外开放实质上是人民币国际化进程中的重要一环。

从银行间债券市场对外开放的历史进程来看，2010年央行正式允许境外央行或货币当局、境外人民币清算行和参加行进入银行间债券市场投资试点，银行间债券市场的对外开放正式拉开帷幕，但在这一阶段境外机构参与银行间债券市场仍存在限制，之后央行又先后允许RQFII和QFII机构申请进入银行间债券市场。进入2015年，银行间市场开放的步伐加快，央行先后放开人民币业务清算行、境外参加行以及境外央行、国际金融组织、主权财富基金在银行间市场的交易限制，交易品种的范围进一步拓展，并首次批准国际性商业银行进入银行间市场发行人民币债券。从债券品种来看，目前境外机构除了可以在银行间市场进行现券交易和回购交易之外，还可以开展债券借贷、债券远期以及利率互换等衍生品种的交易。

目前参与银行间债券市场的境外主体主要有以下三类：一是境外央行或货币当局、境外人民币清算行和参加行、国际金融组织、主权财富基金以及参加跨境贸易试点的其他境外金融机构；二是人民币合格境外机构投资者（RQFII）；三是合格境外机构投资者（QFII）。据中债数据统计，截至2015年9月，境外机构在境内的债券持有规模为5443亿元，其中利率债规模较大，占总持有规模的比重为88%，信用债规模仅占12%。从2015年以来的月度变化趋势来看，境外机构持有债券规模并未有显著扩大，月均增长率不足1%。可以看出，境外机构仍然偏好配置利率债，信用债持有规模并不大，这表明境外机构投资境内债券仍保持着谨慎的态度，更偏向于投资无风险债券。另一方面，政策效果的不显著也进一步表明政策限制并非境外机构进入境内债券市场的主要障碍，对中国市场的了解较少，当前人民币汇率的不稳定以及美元的加息预期都使得境外机构投资者认购境内债券的积极性并不高。

在允许境外机构进入境内债券市场的同时，离岸债券市场也进一步放开。三季度发改委取消了境内企业发行外债的额度审批，改行备案登记制。这一改革一方面有助于优质的国内企业有效综合利用境内外资本市场，选择低成本的资金来支持国家重点项目和领域的建设和投资。另一方面，此举进一步简政放权，促进了跨境融资的便利

化，有助于资金回流至境内。随着离岸人民币市场的投资工具的日益丰富以及离岸债券的发行规模的扩大，资本项目可兑换的程度将进一步拓展，这也是实现人民币国际化的重要一步。

三季度银行间市场对外开放的步伐加快。一方面，银行间市场的境外参与主体的范围扩大，可交易品种进一步丰富；另一方面，离岸债券市场进一步放开，境内企业发行外债的额度审批改行备案登记制。理论上，银行间市场的进一步开放有助于打通人民币回流的投资渠道，促进跨境融资的便利化。从目前的情况来看，境外机构对境内债券市场仍保持谨慎态度，偏向于配置风险较低的利率债，与此同时受人民币汇率不稳定和美元加息预期的影响，境外机构持有境内债券的规模并未因政策限制的放开而有显著增加，长期来看政策效果仍有待观察。

四、市场表现：信用债供需两旺，长端收益率大幅下行，信用利差持续收窄

1、债券一级市场：品种结构进一步分化，新发债主体等级重心上移，公司债发行利率屡创新低

永续中票、公司债和资产支持证券发行量大幅增加，企业债发行量继续回落

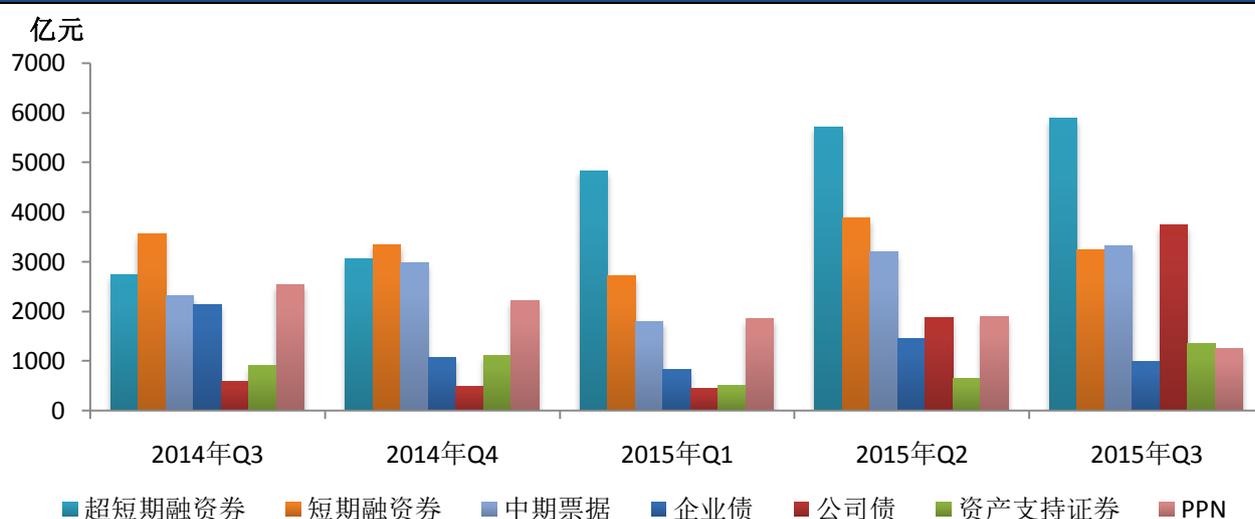
2015年3季度信用债发行总规模较2季度进一步回升，发行规模为19773.60亿元，与去年同期相比增加4787.09亿元。与此同时，3季度信用债到期量较2季度小幅回落至10402.69亿元，而与去年同期相比3季度到期量虽有所增加，但增加幅度不及发行量。因而，2015年3季度的信用债净融资额同比和环比均大幅增加，幅度分别24%和32%。

图 9：信用债发行总规模及净融资额同比、环比均增加



2015年3季度信用债的品种结构继续分化，前期政策效果进一步显现。超短期融资券的发行量仍维持上半年的扩张趋势，3季度发行规模已达到5886.8亿元，远超过其他信用债品种，其发行规模是短期融资券和中期票据的近2倍。与此同时，受部分债券品种发行政策放宽的影响，永续票据、公司债和资产支持证券等品种的发行提速。三季度共有39只规模合计为683亿元的永续票据发行，延续了上半年发行量大幅增长良好势头；公司债发行量高达3735亿元，较2季度增加近2倍；资产支持证券共发行1341.8亿元，其中9月份发行规模达到755.85亿元，创单月发行新高。另外，受地方政府债务改革的影响，企业债、PPN发行量进一步回落，且企业债规模中还包括铁道债500亿元，实际上其他企业债规模仅492亿元。

图 10: 不同券种发行量结构进一步分化，公司债、资产支持证券发行量大幅增加，企业债发行规模下降

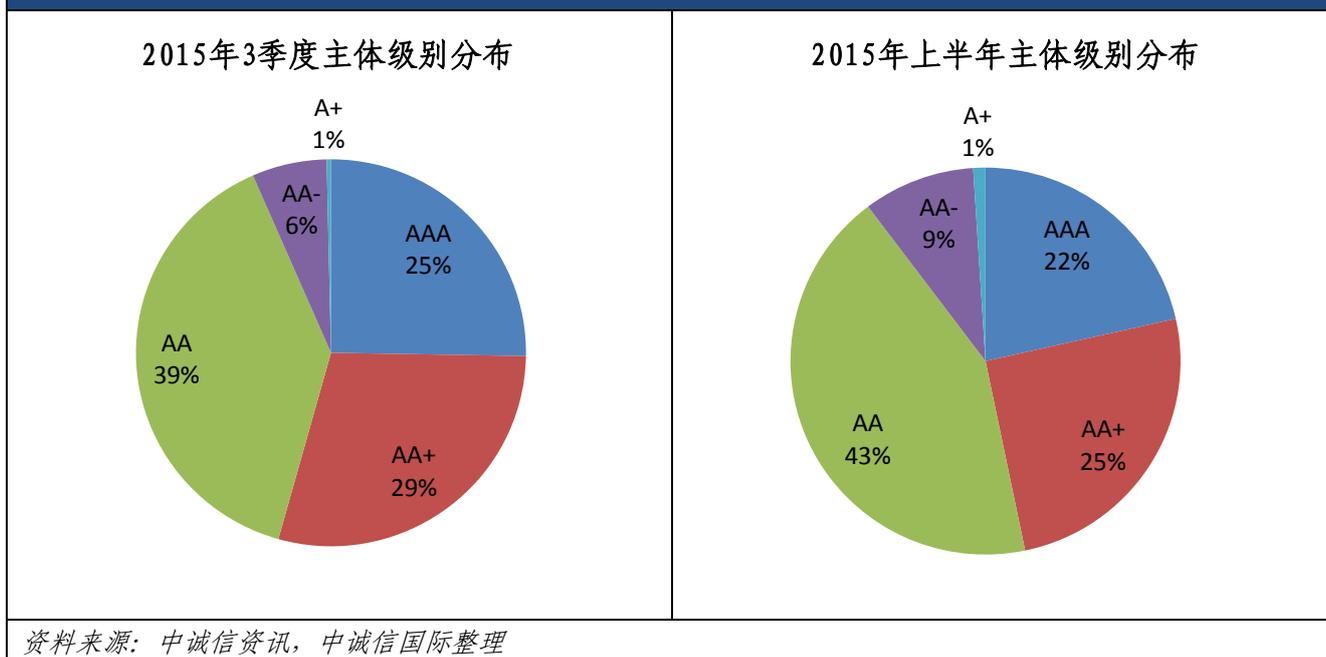


资料来源：聚源终端，中诚信国际整理

AA+以上等级发行主体占比回升，发行利率进一步回落

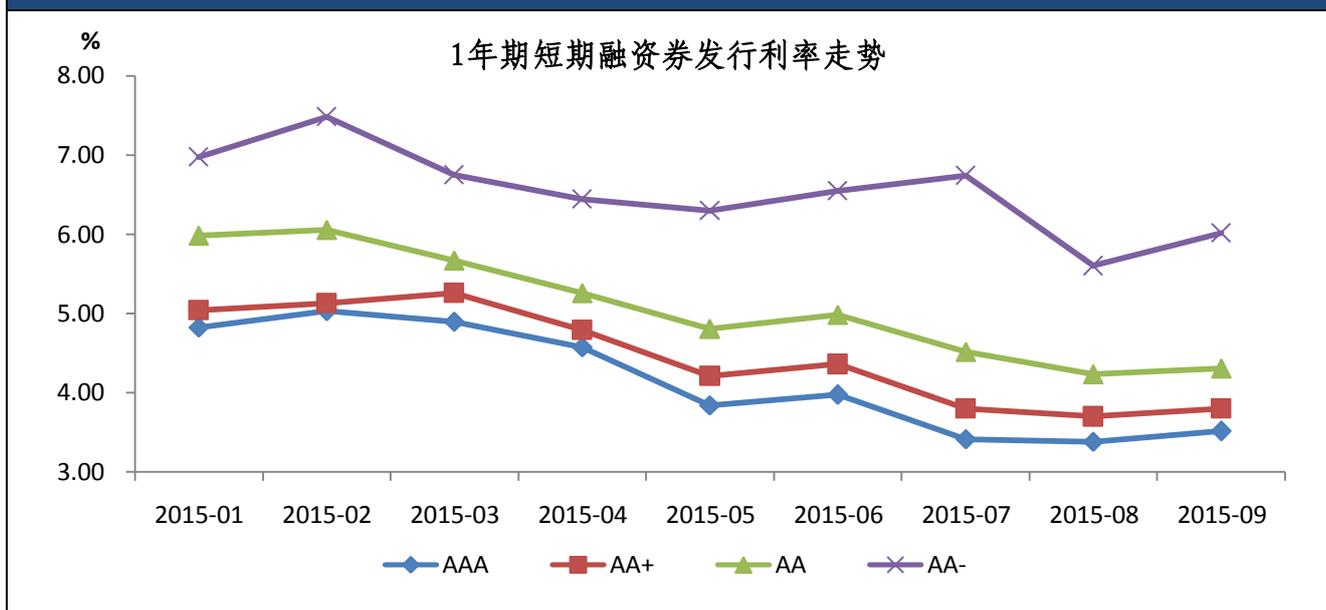
从2015年三季度新发债券的主体级别分布来看，AAA级和AA+级发行主体的数量分别占全部发行主体数量的25%和29%，分别较上半年增加3个和4个百分点，而AA级和AA-级发行主体数量占比分别为39%和6%，较上半年分别下降4个百分点和3个百分点，A+级发行主体数量占比仍维持在1%。总体上看，新发债的发行主体等级重心向AA+以上等级主体转移，AA以下等级主体占比有所回落。

图 11: AA+以上等级发行主体占比回升, AA 以下等级发行主体占比回落



从1年期短期融资券发行利率的走势来看, 三季度发行成本总体上呈现下行趋势, 其中AA以上等级发行利率先降后稳, AA-等级发行利率波动下行。6月底央行超预期降息降准后, 市场流动性大幅改善, 7月份央行连续开展逆回购操作, 资金面一直维持较为宽松的状态。在此影响下, 短期发行成本普遍回落, 仅AA-等级有所上行。8月份受人民币贬值的影响, 国内资金的流出压力导致资金面略有收紧, 但央行加大货币投放力度, 并于8月底再次降息降准, 使得短期发行成本进一步下行, 且低等级下行趋势更为明显, AA-等级发行利率下行幅度达到114bp。截至8月底, AAA等级1年期短融发行利率已降至3.38%, 更低等级发行利率也均在5.6%以下。9月份资金面整体较为稳定, 但由于季末和国庆长假的因素, 资金面在月底有所收紧, 1年期短融发行利率有所回升。截至三季度末, 1年期短融发行成本仍维持在历史较低水平。

图 12: AA 以上等级短期发行利率先降后稳, AA-等级发行利率波动下行



资料来源: 聚源终端, 中诚信国际整理

三季度公司债的发行利率普遍走低, 除3年期AA等级债券平均发行利率较6月份上行, 其余各期限各等级公司债平均发行利率均下行, 其中3年期AA+等级公司债平均发行利率下行幅度达到142bp, 其余期限品种平均发行利率下行幅度在11bp到78bp不等。截至9月份, 除3年期AA等级平均发行利率为6.09%, 其余各期限各等级平均发行利率均在5%以下。与同期限同级别的中期票据相比, 三季度公司债的平均发行利率也普遍较低, 其中3年期AAA等级公司债月度平均发行利率分别低于同期限同级别中期票据18bp到59bp不等。

表 1: 2015 年公司债和中期票据月度平均发行利率对比

日期	公司债						中期票据					
	3年期			5年期			3年期			5年期		
	AAA	AA+	AA									
2015年9月	3.84%	4.38%	6.09%	4.01%	4.69%	--	4.14%	4.42%	4.99%	4.34%	4.63%	5.35%
2015年8月	3.96%	4.66%	5.40%	4.17%	5.03%	5.99%	4.14%	4.94%	5.45%	4.66%	4.94%	5.45%
2015年7月	3.94%	4.85%	5.33%	5.07%	4.40%	6.88%	4.53%	4.36%	5.95%	4.77%	5.02%	5.67%
2015年6月	4.62%	5.80%	4.03%	4.46%	4.80%	--	4.33%	5.20%	5.66%	5.13%	5.36%	5.96%
2015年5月	4.00%	--	5.45%	--	4.59%	--	4.36%	4.64%	6.20%	4.50%	5.06%	6.05%
2015年4月	4.90%	5.63%	5.72%	--	7.50%	5.24%	4.75%	5.24%	6.31%	5.22%	5.55%	6.01%
2015年3月	4.80%	5.13%	5.07%	--	5.30%	--	4.87%	5.39%	6.35%	5.00%	5.78%	6.02%
2015年2月	5.04%	--	--	--	--	--	4.47%	--	6.36%	4.73%	4.83%	6.95%
2015年1月	--	4.89%	7.23%	4.70%	5.27%	5.50%	5.19%	5.48%	6.61%	5.14%	5.20%	--

资料来源: 聚源统计

在上半年债市融资政策放宽、供给压力待释放的大背景下，三季度信用债发行放量，信用债发行总额及净融资额均进一步增长。发行利率则在央行的大量货币投放的推动下较6月底进一步回落，其中公司债发行利率更是显著低于同期其他品种。从发行品种上看，前期发行政策的效果得以显现，信用债品种结构进一步分化。超短融继续维持上半年的扩张趋势，发行量远超过其他信用债品种，永续票据、公司债和资产支持证券等新品种的发行也明显提速，而企业债、PPN的发行量则较二季度进一步回落。考虑到当前发行利率有所下降，有融资需求的企业发行债券的动力将增加，预计四季度信用债供给规模或将进一步扩大。

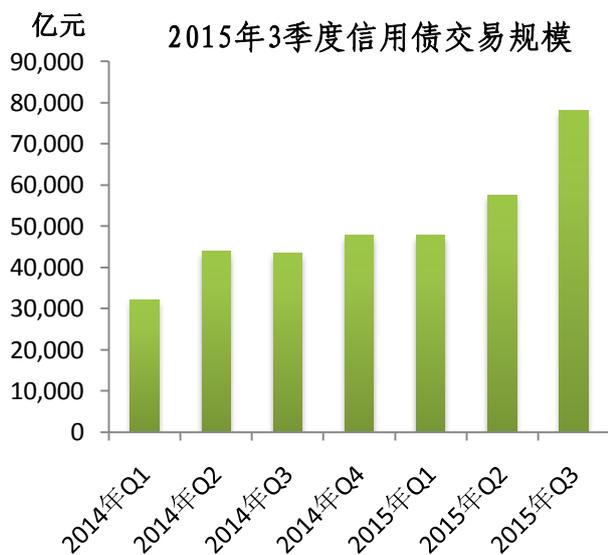
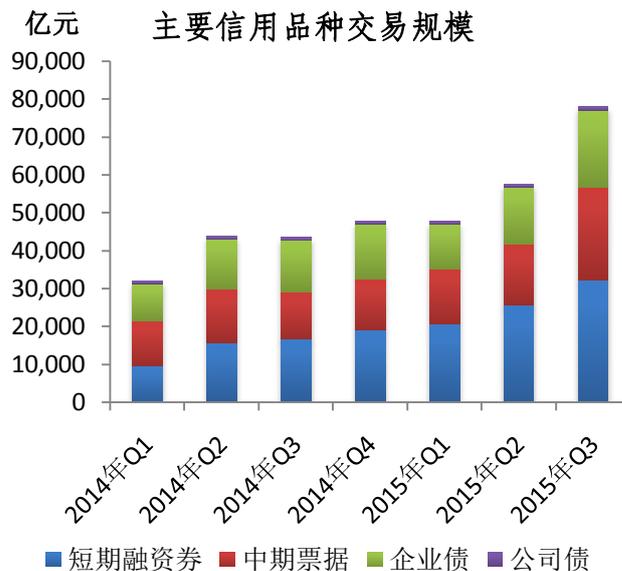
2、债券二级市场：现券交易活跃度进一步提升，长端收益率大幅下行，信用利差普遍收窄

现券交易活跃度进一步提升，各主要券种交易总额均扩大

2015年三季度信用债现券成交总量为78159.37亿元，较去年同期增加近80%。三季度各主要信用品种的交易活跃度均有所提升，其中短期融资券和中期票据的交易额分别为32215.48亿元和24507.87亿元，较去年同期增加幅度均在90%以上；企业债的交易规模为20380.54亿元，较去年同期增加50%；公司债的交易总额为962.60亿元，较去年同期增加约22%。

在2015年上半年社保基金、期货公司资产管理产品、私募基金以及境外特定机构获准进入银行间市场后，三季度央行进一步放开境外央行、国际金融组织、主权财富基金参与银行间债券市场，并于近期首次批准国际性商业银行在境内银行间市场发行人民币债券。目前，在债券市场融资产品日益多元化的同时，银行间债券市场的参与主体已经基本实现了对境内金融机构的覆盖，境外参与主体也正在逐步增加，债券市场的改革正从供需两端同步推进，长期来看现券交易的活跃度有望继续提升。

图 13: 信用债成交量进一步增加

图 14: 各主要券种交易总额均扩大²

资料来源: 中诚信资讯, 中诚信国际整理

债券长端收益率大幅下行, 信用利差和评级利差普遍收窄

从债券收益率的走势上看, 利率债和信用债短端收益率走势分歧, 长端收益率走势则相类似, 均较二季度末大幅下行。从期限结构上看, 债券收益率曲线较二季度更为平缓。以国债和各等级5年期企业债收益率曲线为例, 三季度国债1年期收益率波动上行, 3年期收益率基本持稳, 5年以上期限收益率波动下行; 信用债短端收益率先降后升, 更长期限收益率则波动下行。截至三季度末, 1年期国债收益率较二季度末上行65bp, 5年以上期限国债收益率则下行16bp到36bp不等; 信用债到期收益率全面下行, 且中长端下行趋势较短端更为明显, 1年期收益率下行14bp, 更长期限收益率下行幅度均在30bp以上。

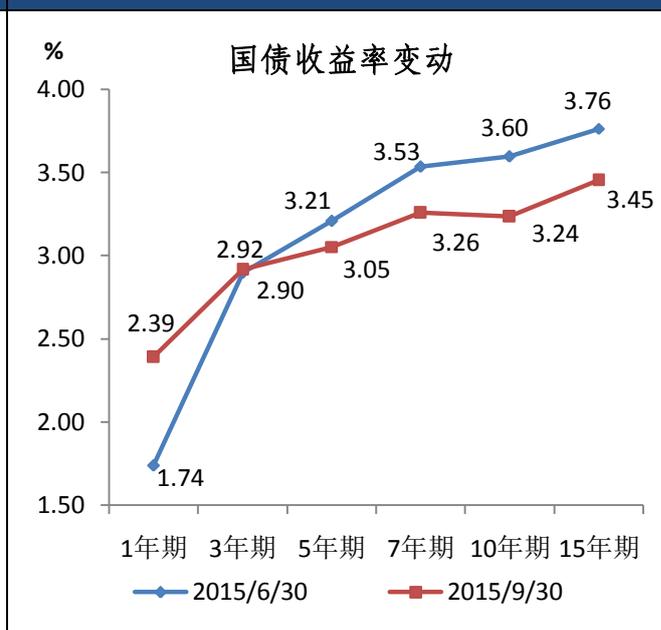
三季度信用债收益率的变动主要受到股市调整和外汇市场波动的影响。自7月初开始, 受股市震荡和IPO暂停的影响, 股市资金大量涌入债市推动债券配置需求回暖, 信用债收益率持续快速下行。截至8月10日, 1年期AAA等级企业债收益率较6月底下行幅度达到45bp, 更长期限收益率下行幅度也均超过25bp。8月中旬人民币连续三天大幅贬值后, 新兴外汇市场波动加大, 国内资金流出压力造成资金面趋紧, 信用债收益率有所回升, 且短端回升幅度更为明显。在此状况下, 央行加大资金投放力度, 并于8月底宣布降息降准, 加之市场对人民币贬值预期也有所企稳, 信用债收益率重回下行趋势。9月后半月, 随着季末考核时点和国庆长假的临近, 资金面面临一定的扰动, 但在央行大量流动性的呵护下, 资金面总体平稳, 因而信用债收益率总体变化不大。

² 短期融资券的交易规模中包括超短期融资券

图 15: 国债到期收益率长短期分化



图 16: 国债 1 年期收益率上行, 5 年以上期限收益率下行



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信国际整理

图 17: 信用债短端收益率先降后升, 长端波动下行

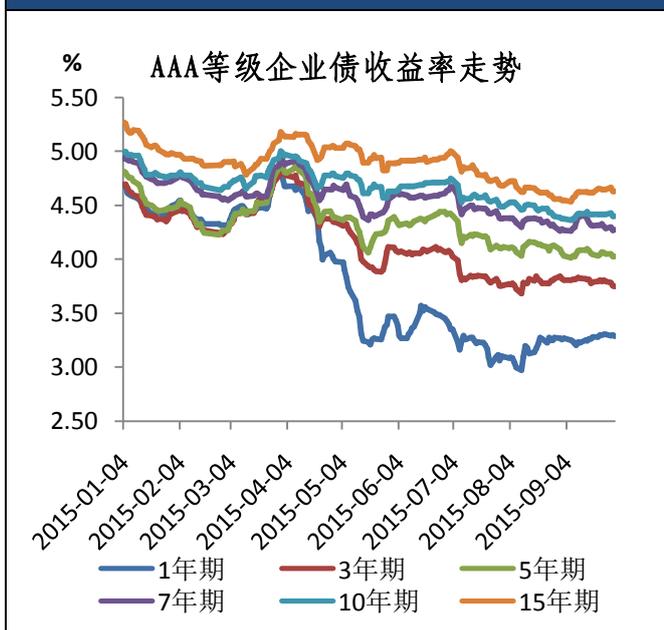
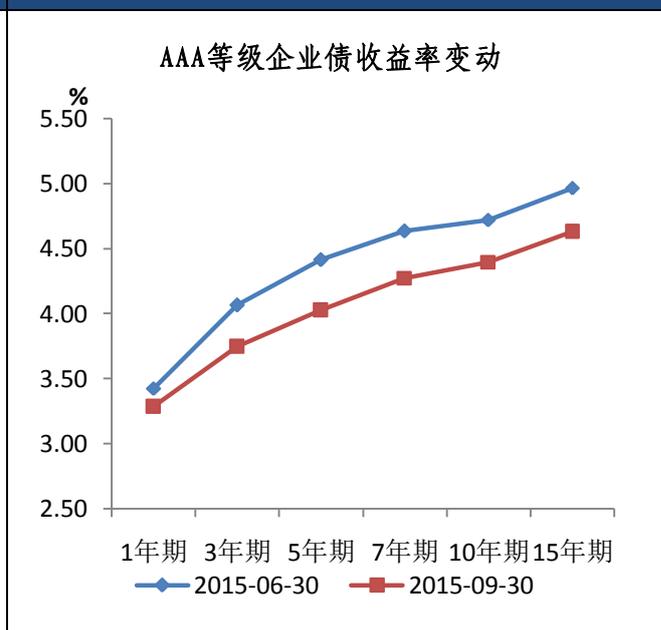


图 18: 企业债收益率全面下行, 收益率曲线略显平缓



资料来源: 中诚信资讯, 中诚信国际整理

从信用利差走势上看, 以AAA等级各期限企业债为例, 2015年三季度信用利差总体上呈现震荡收窄的趋势。分月度来看, 7月份受股市避险情绪升温、IPO暂缓等因素的影响, 信用债收益率下行推动信用利差全面大幅收窄; 8月和9月受外汇市场波动、股市回流以及央行降息降准等多种因素叠加的影响, 债券市场收益率长短期走势相背离, 且国债收益率变动幅度普遍超过同期限信用债, 受此影响, 1年期信用利差收窄, 更长

期限债券信用利差有所扩大。截至三季度末，除10年期AAA等级债券信用利差小幅扩大外，其他期限AAA等级企业债信用利差均收窄，其中1年期信用利差收窄幅度达到80bp，3年期和5年期信用利差收窄34bp和23bp。

图 19：企业债信用利差震荡收窄

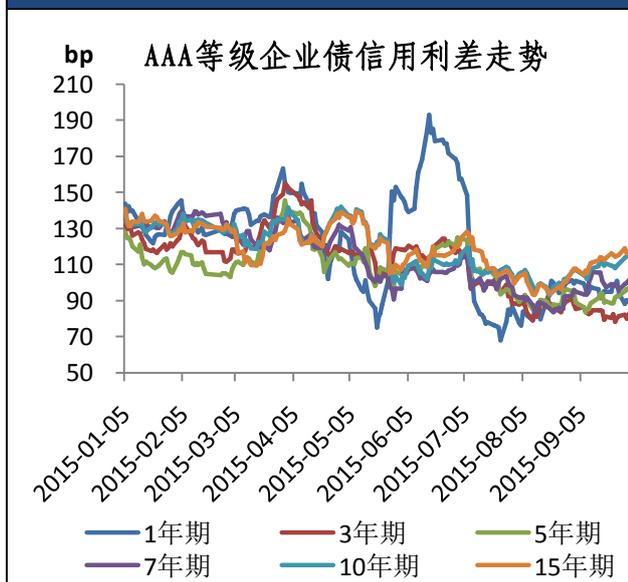
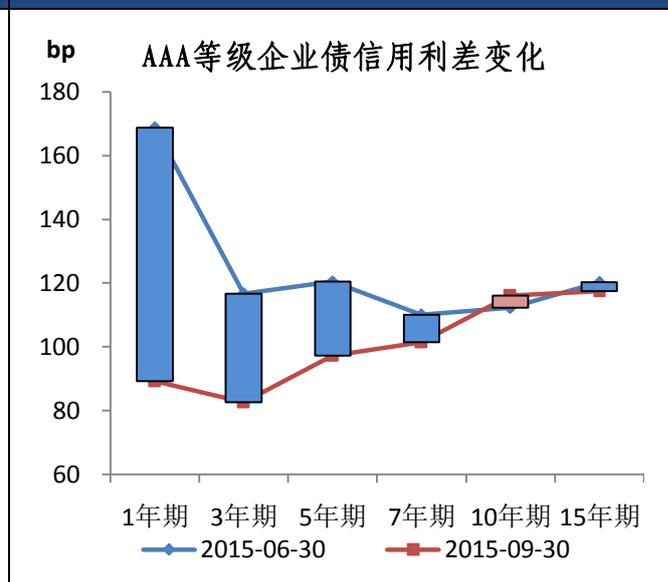


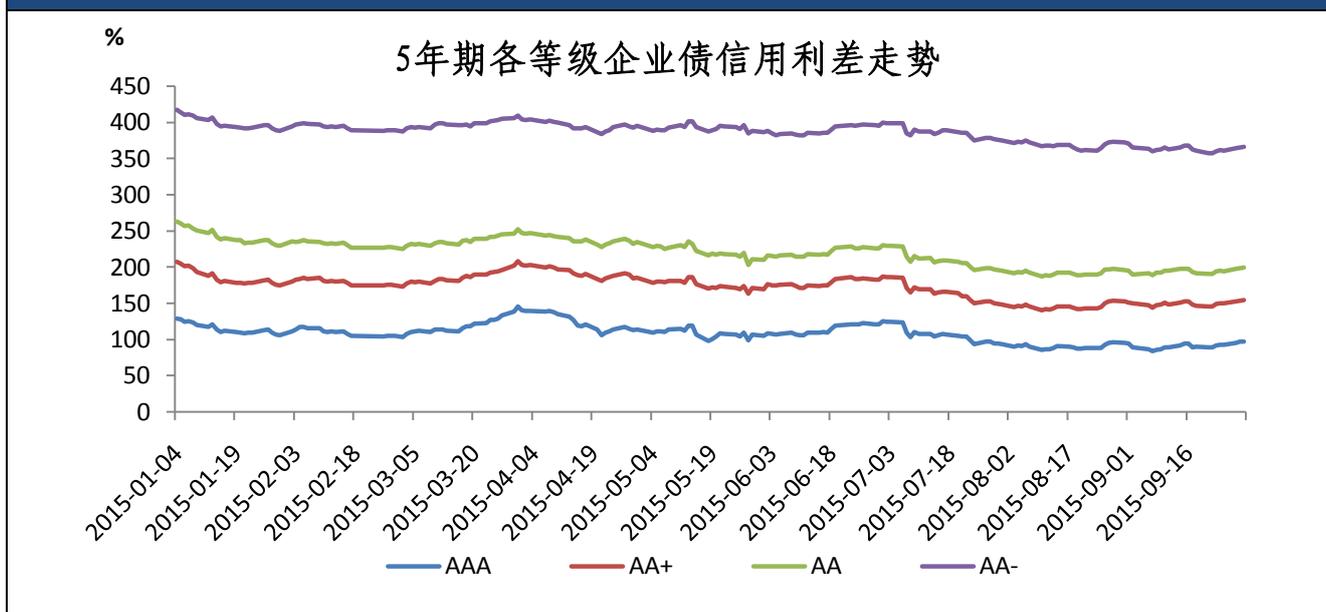
图 20：企业债信用利差普遍收窄



资料来源：中诚信资讯，中诚信国际整理

从评级利差来看，以5年期各等级企业债为例，三季度末各等级间利差较二季度末普遍收窄。具体来看，AAA与AA+级、AAA与AA级等级间利差在7月、8月普遍收窄，9月基本持稳，AA-与更高等级间利差则在7月大幅扩大，在后两月连续收窄。AA-等级与其他等级间评级利差的收窄表明，近期暴露的信用风险事件均在市场预期范围之内，与此同时投资者对信用债的风险偏好有所提升，这可能与股市震荡引起投资者对高收益债券的配置需求强烈有关。截至9月30日，AAA与AA+等级、AAA与AA等级间利差分别为57bp和102bp，AAA与AA-、AA+与AA-、AA与AA-等级间利差分别为269bp、212bp和167bp。

图 21: 三季度各等级间利差较二季度末普遍收窄



资料来源: 聚源终端, 中诚信国际整理

随着债券市场参与主体范围的扩大以及债券融资品种的增加, 三季度信用债交易活跃度进一步提升。受股市调整和外汇市场波动的影响, 三季度信用债收益率短端收益率先降后升, 长端收益率则大幅下行, 信用利差进一步收窄。展望四季度, 宏观经济可能有所改善, 避险资金在一段时间的观望后可能重新寻找高收益资产, 债券收益率可能出现一定回调。

五、市场展望: 四季度面临回调压力, 明年债牛仍有望延续, 警惕大企业债务风险或成变异点

三季度债券市场行情受到基本面、资金面、配置需求等多方面因素支撑。其中由于股票市场和外汇市场剧烈波动引入债市的避险资金是推动收益率下行的重要力量。然而这部分资金的稳定性并不高, 如果经济数据有所好转, 则随时可能撤出回到股票市场, 而新的配置资金面对较高的债券也可能会暂缓入市, 因而四季度收益率继续大幅下行的动力较小, 且有一定的回调压力。但从更长期的视角看, 宏观经济调结构的节奏缓慢, 稳增长的作用只是避免经济断崖式下跌但不能改变下行的趋势, 明年经济再次探底的概率仍然较大。在这样的大背景下, 货币收紧的可能性较小, 且一季度资产的配置需求通常较为旺盛, 如果四季度收益率调整到位, 明年初债券市场仍然受多重利好因素支持, 牛市动力仍在。

需要警惕的是, 债务风险的暴露已经从民营中小企业扩散到大型国有企业, 就有可能牵扯到地方经济和就业的重要问题。无论是“大而不倒”, 还是坚持市场化改革

的基调，风险规模的扩大都会增加对市场信心的冲击，因而大型企业债务风险暴露可能持续发酵成为引发市场变异的关键因素。

附表:

表 2: 月度债券发行只数及规模

时间	公司债		企业债		中票		短融 ³	
日期	发行只数	总发行量(亿元)	发行只数	总发行量(亿元)	发行只数	总发行量(亿元)	发行只数	总发行量(亿元)
2015-09	39	615	19	282	95	1359.7	123	1043.7
2015-08	51	879.7	20	384	68	900.3	126	1031.4
2015-07	36	688.9	13	316	92	1063.7	90	735.6
2015-06	20	450.29	17	374	103	1205.7	97	779.2
2015-05	12	170	11	429	85	1306.5	123	1025.4
2015-04	9	103.5	58	687.9	72	828.6	100	1060.4
2015-03	10	94.45	42	428	54	1031	90	764.2
2015-02	4	55	8	83	27	323.5	41	423.3
2015-01	10	147.5	30	325.22	26	396.7	74	547.3
2014-12	5	25.5	20	253.8	45	730.2	72	850.6
2014-11	9	152.5	27	431	77	1209.1	102	1132.28
2014-10	8	103.6	17	344	66	1031.6	113	1352.85
2014-09	12	95.9	41	685	76	1028.7	133	1271.5
2014-08	9	95	53	859	60	740.2	122	1208.9
2014-07	12	186.5	44	623.28	53	559.9	94	1050.7
2014-06	7	60.5	46	630	60	967.5	100	1037.9
2014-05	3	12	64	1175	107	1327.2	147	1590.7
2014-04	7	71	123	1706.4	64	993.9	158	1833.1
2014-03	13	170.5	69	913.1	61	764	137	1781.7

资料来源: 聚源统计

表 3: 月度债券净融资额

时间	公司债	企业债	中票	短融
Sep-15	581.22	96	924.7	111.2
Aug-15	655.8	258.7	536.3	-56.8
Jul-15	612.9	32	836.9	-10.1
Jun-15	390.29	279	883.2	-682.2
May-15	55	368.2	819.5	-132.3
Apr-15	93.5	590.9	263.1	-434.1
Mar-15	-43.85	346	389.3	-748.5
Feb-15	6	-2	204.2	-215.4

³自 2015 年起短期融资券不包括证券公司短融, 下同

Jan-15	123.3	325.22	283.2	-91.4
Dec-14	-67.4	165.8	91.4	246.6
Nov-14	52.7	311	799.6	-373.42
Oct-14	-13.4	309	691.6	456.05
Sep-14	35.3	574.56	536.8	391.8
Aug-14	28.4	815.5	311.2	194.7
Jul-14	181.5	596.28	-20.1	206.3
Jun-14	60.5	232.5	344.5	412.4
May-14	12	1049.77	879.2	150.4
Apr-14	71	1621.4	283.9	575.2
Mar-14	170.5	845.02	78.2	317.9

资料来源：聚源统计

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一支证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号：2015026(S)

作者	部门	职称
李 诗	研究咨询部	高级分析师/项目经理
余 璐	研究咨询部	分析师/项目经理
谭 畅	研究咨询部	助理分析师



中诚信国际信用评级有限责任公司
(穆迪投资者服务公司成员)

地址：北京市复兴门内大街 156 号
北京招商国际金融中心 D 座 12 层

邮编：100031

电话：(86010) 66428877

传真：(86010) 66426100

网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING
CO.,LTD

An Affiliate of Moody's Investors Service

ADD: 12TH Floor, Tower D.

Beijing Merchants International Finance Center

No.156, Fuxingmennei Avenue, Beijing, PRC. 100031

TEL: (86010) 66428877

FAX: (86010) 66426100

SITE: <http://www.ccxi.com.cn>