

2016 年债券市场回顾与 2017 年展望

——债市或呈现“防风险、重创新、促开放”三大发展趋势

2017 年 2 月 7 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

2016 年债券市场回顾与 2017 年展望

——债市或呈现“防风险、重创新、促开放”三大发展趋势

作者：夏妍妍 刘艳

一、债券市场环境

（一）进一步推动债券市场扩容，提升发行便利化水平

2016 年，监管层继续推动债券市场的扩容。2 月，中国人民银行（以下简称“央行”）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、高收益债券等创新金融工具。8 月，国务院印发《降低实体经济企业成本工作方案》，明确提出改革完善公司信用类债券发行管理制度，合理扩大债券发行规模，提高直接融资比例。12 月，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》，推动非金融企业有序开展资产证券化，助力企业盘活存量资产，拓宽融资渠道。

发行便利化水平得到提升。2 月，交易商协会正式推出分层分类管理体系，将发行人分为第一类企业、第二类企业¹进行管理，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，从而便利企业融资行为。3 月，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布通知，建立包括沈阳等 40 个市县所属企业申请企业债券“直通车”机制，发行企业债可直接申报，无需经由省级发改委转报。10 月，上海证券交易所发布新版《上海证券交易所公司债券发行上市业

¹同时符合以下要求的为第一类企业：市场认可度高，行业地位显著，经营财务状况稳健，最近两个会计年度未发生连续亏损；最近 36 个月内累计公开发行债务融资工具不少于 3 期，公开发行规模不少于 100 亿元；最近 24 个月内无债务融资工具或者其它债务违约或者延迟支付本息的事实，控股股东、控股子公司无债务融资工具违约或者延迟支付本息的事实；最近 12 个月内未被相关主管部门采取限制直接债务融资业务等行政处罚，未受到交易商协会警告及以上自律处分；交易商协会根据投资者保护的需要规定的其他条件。不符合以上要求的为第二类企业。

务操作指南》，优化公司债券、企业债券、资产支持证券等债券产品的登记上市（挂牌）流程，提高登记上市（挂牌）效率。

（二）继续推进债券市场制度化、规范化，促进债市健康发展

监管层从加强信息披露、业务监管方面进一步推动债券市场的制度化和规范化。今年以来，《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》、《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》以及《关于进一步做好非公开发行公司债券信息披露相关工作的通知》等文件先后发布，公司债发行人及中介机构信息披露的内容和规则得到进一步细化。2 月，深圳证券交易所（以下简称“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、发行及上市等角度进一步规范公司债业务。10 月，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《公司债券发行人现场检查工作指引》，规范公司债券发行人现场检查工作，统一检查及处理标准，提高现场检查效率。上述措施有利于推动公司债业务的规范化管理以及债券市场的健康发展。此外，交易商协会四季度先后发布《微小企业贷款资产支持证券信息披露指引（试行）》以及《信贷资产支持证券信息披露工作评价规程（试行）》，加强信贷资产支持证券的信息披露和科学评价，有利于维护投资者合法权益、促进信贷资产证券化市场的健康有序发展。

（三）绿色债券相关政策相继出台，机制建设逐渐完善

绿色债券相关政策陆续出台。2015 年年底以来，央行、发改委、上交所和深交所先后发布了关于绿色债券的发行指引，释放了政策支持绿色债券发行的信号。此外，1 月，中国银行业监督管理委员会发布《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。8 月，央行等七部委联合印发了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，提出建立和完善我国统一的绿色债券界定标准，进一步明确绿色债券激励政策，推动

绿色债券市场扩容，同时首次提出对于信用评级机构开展绿色债券评级的相关要求，意见的出台对我国绿色金融体系的建设具有里程碑式的意义。

绿色债券基础设施建设逐渐完善。4 月，中国证券业协会下属的中证机构间报价系统就试点开展绿色债券有关事项发布通知，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。

此外，7 月，新开发银行成功发行 30 亿元 5 年期人民币绿色金融债券，这是国际多边金融机构在我国发行的首只绿色金融债券；9 月，全球首只气候相关债券指数中债-中国气候相关债券指数试发布；11 月，中国银行伦敦分行在境外完成“绿色资产担保债券”发行定价，募集资金用于支持中国银行的绿色信贷项目，并以其总行在境内持有的绿色债券作为担保资产池，为境外发债融资提供担保，入选担保资产池的债券均为“中债-中国气候相关债券指数”的样本券，这是全球首单兼具“双重绿色属性”的绿色资产担保债券；同月，“16 盾安 GN002”顺利完成簿记建档，国内首次在簿记建档环节引入“绿色投资人”。相关机制的不断完善以及更多绿色债券创新品种的发行，有利于我国绿色债券市场的进一步发展。

（四）把控发行节奏，完善地方政府债券的发行和风险管理

优化地方债的发行和交易管理。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，同时扩大地方政府财政、债务信息披露范围，鼓励将地方债作为抵（质）押品以改善地方债流动性。4 月，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债，此举有利于推动地方债投资主体的多元化。11 月，财政部上交所政府债券发行系统正式启用，2016 年第二批上海市政府一般债券作为首批地方债通过该系统顺利发行，该系统的启用有助于更好地服务地方经济建设。

进一步加强地方政府债务管理、防范风险。11 月，《地方政府性债务风险应急处置预案》发布，进一步明确了地方政府的债务偿还责任和范围，依据风险事件性质、影响范围和危害程度等，将政府性债务风险事件划分为四个等

级，实行分级响应和应急处置，并首次提出“财政重整”计划，此举有利于规范我国地方政府的发债行为。

（五）产品创新加速，债券市场直接融资功能得到有效发挥

我国债券市场创新产品频出。10 月，两单创新创业债券“16 龙腾 01”、“16 德品债”在上交所成功发行，标志着创新创业债券作为交易所债券市场的一个新的子品种正式问世。12 月，全国首单社会效应债券——山东沂南扶贫社会效应债券在全国银行间债券市场成功发行，专项用于沂南县扶贫特色产业项目、公共服务及基础设施等工程。同月，发改委印发《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，对债权转股权专项债券的发行主体、申报机制、募集资金用途、发行期限、增信措施等作了明确规定，从制度层面明确了债转股专项债券具体实施方案。此外，12 月《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化相关工作的通知》的印发及 2017 年 1 月 PPP 项目资产证券化座谈会的召开，标志着我国 PPP 项目资产证券化工作的正式启动。债券产品的创新，进一步丰富了我国债券市场产品体系，同时增强了对创新创业、扶贫、债转股、PPP 等工作的投融资服务功能，有利于更有效地发挥债券市场直接融资功能，促进我国经济社会健康发展。

（六）优化债券市场定价机制，增强债券流动性

国债收益率曲线得到进一步完善。9 月，财政部、央行联合印发《国债做市支持操作规则》，财政部将可在全国银行间债券市场运用随买、随卖等工具，支持银行间债券市场做市商对新发关键期限国债做市的 market 行为，这对于提高国债二级市场流动性、健全反映市场供求关系的国债收益率曲线具有积极意义。10 月，财政部在网站首次公布 30 年期国债收益率，国债收益率曲线的定价基准作用有望进一步提升。

增强债券市场流动性。8 月，交易商协会发布了《银行间债券市场做市业务指引》及《银行间债券市场做市业务评价指标体系》，对做市机构业务进行

规范指引，完善做市机构激励约束机制，此举有利于完善价格发现机制、提高债券市场流动性。12 月，《全国银行间债券市场债券预发行交易规则》以及《中央国债登记结算有限责任公司债券预发行业务结算规则》发布，明确了在银行间市场开展债券预发行的交易、结算等规则，有利于弥补当前债券市场存在的定价效率不高的问题，进一步促进市场形成合理的债券发行价格预期，同时为投资者提供新的投资机会，提升债券市场的流动性。

（七）债券市场进一步开放，市场参与主体和交易品种更加丰富

债券市场对内对外开放力度不断加大，市场参与主体和交易品种更趋多元化。对内方面，2 月，央行出台了《全国银行间债券市场柜台业务管理办法》，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。5 月，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，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。10 月，交易商协会下调非金融机构合格投资者进入银行间债市的门槛²，或将吸引更多广泛的投资者参与银行间市场，为债市引入更多资金。

对外方面，2 月，央行发布 3 号公告引入更多符合条件的境外机构投资者³，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）在外汇管理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。4 月，央行发布《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、债券回购等其他经央行许可的交易，无额度限制，实行备案制管理，资金可以自由汇出。6 月，中国外汇交易中心发布关于

² 将非金融机构合格投资者进入银行间市场的标准调整为“依法在有关管理部门或者其授权的自律组织完成登记的投资公司或者其他机构持有或管理的金融资产净值不低于 1000 万元，其他组织净资产不低于 1000 万元”。

³ 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。

修订《银行间市场同业存单发行交易规程》的公告，开放了同业存单对境外机构投资人的权限。8 月，央行、国家外汇管理局发布《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》，对 RQFII 的额度管理由过去的审批制放宽为备案制、审批制相结合。9 月，证监会指出，今后原则上不再对合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）资产配置比例作出限制，而由其自主决定，以期引入更多境外长期资金。

随着我国债券市场的不断开放以及人民币的国际化发展，债市交易品种更加丰富。8 月，首个以人民币结算的 SDR 债券完成簿记发行；自贸区跨境人民币债券业务于 9 月正式推出；12 月，首单自贸区跨境人民币债券由上海市政府成功发行，发行规模 30 亿元人民币。上述政策和债券新品种的推出，也将推动我国债券市场的国际化进程。

（八）违约事件频发，风控措施陆续出台，投资人保护机制逐渐完善

违约事件明显增加，违约常态化趋势明显。2016 年以来，公募债券市场共 26 只⁴债券发生违约，涉及 15 家违约主体，违约债券只数为 2015 年的近 3 倍。9 月，广西有色金属集团宣告破产，成为银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业，这对于打破“刚性兑付”信仰，消除债券市场定价扭曲具有积极意义。在此背景下，监管层陆续出台风险管控措施，防范金融市场系统性风险的发生。7 月，中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证登”）根据质押券的主体评级和债项评级情况，进一步提高对不同债券信用风险的区分度，整体调低信用债券的折扣系数取值水平，增加了根据发行人信息披露质量、信用评级质量情况调整折扣系数、折算率的相关规定。8 月，上海清算所根据主体信用水平、债券剩余期限、价格波动和市场流动性等因素细化了合格保证券及折扣率标准。12 月，上交所、深交所、中证登发布《债券质押式回购交易结算风险控制指引》，进一步明确投资者准入和标准券使用率、回购杠杆等风控指标要求。债券质押新规的相继出台，有利于降低债券市场的整体风险水平。

⁴ 债券违约定义为：债务人未能按照合同约定支付债券本金和/或利息，不包含技术性违约。

提高类平台发行人以及房地产、产能过剩行业的债券发行门槛，防范违约风险。8 月，交易所债券市场提高对类平台发行人的门槛，发行人最近三年的营业收入来自所属地方政府的比例若超过 50%，将不能在交易所发债，发债门槛大幅提升。10 月，上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产、产能过剩行业分别采取了“基础范围+综合指标评价”、“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准，并规定了房地产、煤炭和钢铁企业应合理审慎确定募集资金规模、明确募集资金用途及存续期披露安排。11 月，发改委发布《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业地产项目，并对用于保障性住房和安置性住房的企业债发行做出详细规定。

为了维护债券市场稳定，监管层加强投资人保护，同时推出信用风险对冲工具。7 月，《中国银监会办公厅关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》发布，明确指出各债权银行业金融机构不得随意停贷、抽贷，要通过收回再贷、展期续贷等方式最大限度地帮助企业实现解困，避免出现系统性风险。9 月，交易商协会发布《投资人保护条例范例》，针对债务融资工具违约风险点，设计了“交叉保护条款”、“事先约束条款”和“控制权变更条款”，将风险事件作为持有人会议触发情形，并分别设置了相应的投资人保护机制。同月，《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据等四份产品指引发布，推出 CDS 和 CLN，为投资者提供了信用风险对冲工具。

二、债券产品发行利率

2016 年，央行运用多种货币政策工具保障了银行间债券市场资金面的适度宽松。具体来看，2 月，央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，以保持金融体系流动性合理充裕，引导货币信贷平稳适度增长。此外，本年度央行通过逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 13050.00 亿元、27918.00 亿元、9714.11 亿元补充流动性。本年度央行开展常备借贷便利（SLF）操作共计 7122.30 亿元，隔夜、7 天、1 个

月利率分别维持在 2.75%、3.25% 以及 3.60% 的水平，SLF 利率发挥了利率走廊上限的作用。分季度来看，今年三、四季度逆回购净投放量较二季度大幅下降，并且央行于 8、9 月先后重启 14 天、28 天逆回购，减少期限短的逆回购，表明央行通过缩短放长综合提高市场杠杆成本，在保持适度流动性的基础上根据市场需要进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在此背景下，本年度利率整体较上年有所下降，但四季度利率呈现小幅上行走势。

具体来看，本年度一年期银行间固定利率国债到期收益率延续了上年以来的波动下行趋势，平均收益率（2.27%）较上年（2.55%）略有下降，三季度以来央行通过公开市场操作缩短放长，流动性管理更偏稳健，四季度一年期银行间固定利率国债到期平均收益率（2.35%）较前三季度（2.25%）略有上升。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，较上年呈波动下降趋势，四季度有所回升。本年度一年期短融的平均发行利率为 3.82%，仍然低于一年期贷款基准利率，较上年（4.85%）下降 1.03 个百分点。

与一年期银行间固定利率国债到期收益率变动相似，本年度三年期、五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率也同样延续了上年以来的波动下降趋势，平均收益率分别为 2.51%、2.65% 和 2.85%，较上年（2.97%、3.17% 和 3.34%）均有所下降。三年期公司债、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。本年度三年期公司债、五年期中票和七年期企业债的平均发行利率分别为 4.59%、4.02% 和 4.60%，均较上年有所下降。

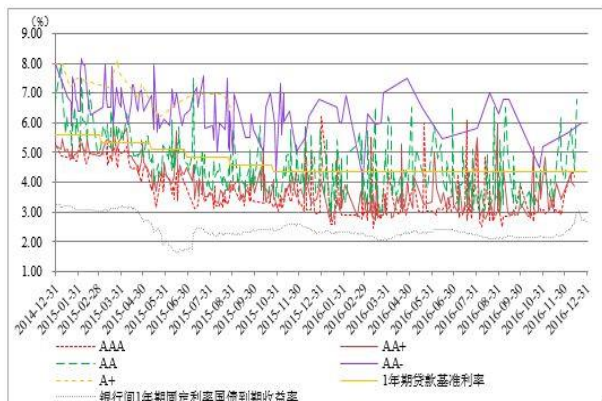


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

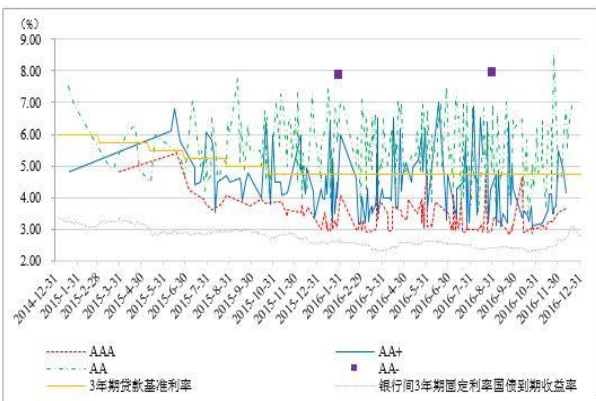


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

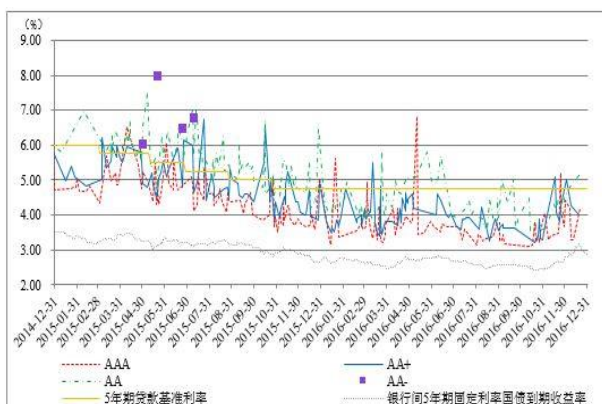


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

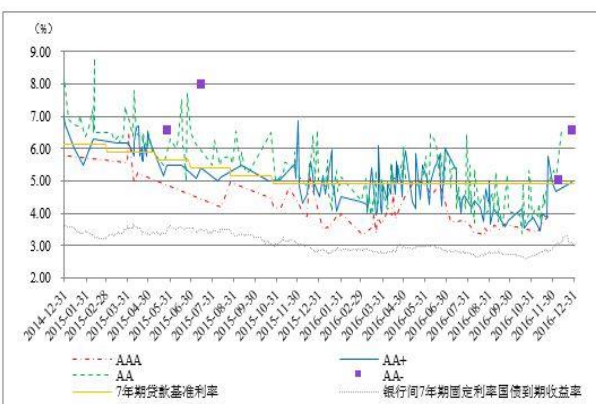


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

注：1. 统计期以起息日为准；
 2. 对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为 5 年；
 3. 样本中剔除发行利率为浮动利率的债券。
 资料来源：联合资信 gos 系统

三、债券市场发行情况

2016 年，债券市场共发行各类债券 36.18 万亿元，同比增长 56.96%。银行间债券市场新发债券 32.45 万亿元，占债券市场发行总量的 89.69%，银行间债券市场仍然是我国债券主要发行场所，其中，国债、地方政府债、金融债、企业债、超短融、同业存单的发行增幅较为明显；交易所市场新发债券 3.73 万亿元，公司债（含私募债）、资产支持证券（交易所）、可交换债的发行增长明显。截至 2016 年底，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 64.22 万亿元。

表 1 2014-2016 年债券市场发行和存量情况

| 券种类别 | 2014 年发行情况 | | 2015 年发行情况 | | 2016 年发行情况 | | 2016 年末存量情况 | |
|--------------------|-------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|--------------|------------------|
| | 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) |
| 政府债 | 112 | 20247.35 | 1126 | 58226.00 | 1298 | 89886.10 | 2501 | 220935.73 |
| 国债 | 69 | 16247.35 | 91 | 19875.38 | 140 | 29457.69 | 236 | 114683.93 |
| 地方政府债 | 43 | 4000.00 | 1035 | 38350.62 | 1159 | 60458.40 | 2265 | 106251.80 |
| 央行票据 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 1 | 59.72 |
| 金融债 | 533 | 28440.02 | 613 | 32115.79 | 818 | 41165.50 | 985 | 153216.31 |
| 政策性银行债 | 426 | 22980.52 | 460 | 25790.15 | 624 | 33470.00 | 421 | 123974.52 |
| 商业银行债券 | 89 | 4402.50 | 117 | 4707.64 | 154 | 6230.50 | 461 | 25223.79 |
| 非银行金融机构债券 | 18 | 1057.00 | 36 | 1618.00 | 40 | 1465.00 | 103 | 4018.00 |
| 政府支持机构债券 | 16 | 2150.00 | 30 | 2900.00 | 19 | 2250.00 | 119 | 14605.00 |
| 企业债券 | 584 | 6969.98 | 303 | 3431.02 | 498 | 5925.70 | 2733 | 35430.14 |
| 一般企业债 | 575 | 6898.50 | 293 | 3326.80 | 455 | 5485.30 | 2669 | 34811.66 |
| 集合企业债 | 8 | 63.48 | 2 | 15.22 | 3 | 50.00 | 16 | 139.08 |
| 项目收益债 | 1 | 8.00 | 8 | 89.00 | 40 | 390.40 | 48 | 479.40 |
| 中期票据 | 711 | 9368.40 | 912 | 12416.70 | 897 | 11077.10 | 3217 | 44735.44 |
| 集合票据 | 3 | 4.30 | 2 | 4.26 | 0 | 0.00 | 4 | 5.76 |
| 短期融资券 | 1515 | 21517.53 | 2535 | 32427.30 | 2636 | 33207.85 | 1868 | 21157.25 |
| 短期融资券 | 1072 | 10521.53 | 1105 | 9483.00 | 687 | 6062.95 | 683 | 6021.95 |
| 超级短期融资券 | 443 | 10996.00 | 1430 | 22944.30 | 1949 | 27144.90 | 1185 | 15135.30 |
| 证券公司短期融资券 | 257 | 4246.90 | 173 | 2795.60 | 60 | 1178.60 | 4 | 82.00 |
| 资产支持证券（银行间） | 224 | 2793.50 | 380 | 3986.71 | 329 | 3521.59 | 563 | 5756.90 |
| 资产支持证券（交易所） | 134 | 427.14 | 1135 | 2040.60 | 1795 | 4331.91 | 2510 | 5659.03 |
| 非金融企业资产支持票据 | 28 | 89.20 | 9 | 35.00 | 38 | 166.57 | 68 | 297.97 |
| 非公开定向债务融资工具 | 1200 | 10230.16 | 1113 | 8781.35 | 746 | 6028.85 | 2335 | 21797.86 |
| 公司债 | 688 | 1462.62 | 1518 | 10354.71 | 2842 | 27774.44 | 4747 | 43235.64 |
| 一般公司债 | 76 | 759.00 | 320 | 5250.99 | 881 | 12856.77 | 1561 | 22985.97 |
| 私募债 | 612 | 703.62 | 1198 | 5103.72 | 1961 | 14917.67 | 3186 | 20249.66 |
| 证券公司债 | 106 | 2497.05 | 237 | 7549.20 | 165 | 4260.10 | 389 | 10991.38 |
| 可转债 | 13 | 320.99 | 3 | 98.00 | 11 | 212.52 | 16 | 344.06 |
| 可交换债 | 5 | 59.76 | 31 | 251.35 | 70 | 671.19 | 90 | 887.46 |
| 项目收益票据 | 3 | 8.00 | 6 | 51.00 | 11 | 38.50 | 20 | 97.50 |
| 同业存单 | 972 | 8975.60 | 5941 | 52975.90 | 16452 | 129931.00 | 8131 | 62760.90 |
| 国际机构债 | 0 | 0.00 | 1 | 30.00 | 4 | 125.00 | 6 | 165.00 |
| SDR 债券 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 2 | 6 亿 SDR | 2 | 6 亿 SDR |
| 合计 | 7104 | 119808.50 | 16068 | 230470.49 | 28689 | 361752.52 | 30307 | 642221.05 |

注：1. “非银行金融机构债”中包含保险公司资本补充债、资产管理公司金融债以及其它金融机构债，不包括证券公司债；

2. “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、中期票据、企业债券以及原铁道部发行的所有债券；
 3. “公司债”不包含证券公司债券；
 4. 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；
 5. 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；
 6. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺少发行信息，本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2017 年 1 月 5 日已披露的数据，并会对之前数据进行追溯调整；
 7. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债等债券统计中；
 8. 2016 年发行的“16 加拿大 BC 省人民币债 01”、“16 新开发绿色金融债 01”、“16 波兰人民币债 01”和“16 加拿大银行债 01”统计在国际机构债中；
 9. 合计中不包含 SDR 债券。
- 资料来源：联合资信 gos 系统、中国债券信息网、上海清算所

（一）非金融企业所发债券情况

1、债券发行量继续保持增长

2016 年，债券市场继续扩容，非金融企业所发债券⁵的发行家数（2565 家）、发行期数（6884 期）和发行规模（78023.59 亿元）均较上年增加 25% 左右，发行期数和发行规模增幅较大在一定程度上是受到楼市转暖导致房企大量发行公司债以及企业债发行门槛降低和审批便利化的影响；非金融企业所发债券的平均发行规模变化不大。分季度来看，2016 年非金融企业债券发行期数和发行规模呈现波动下降趋势，主要是在经济基本面及货币政策等因素作用下债券市场出现大幅调整，并且第二、第四季度债券违约事件频发，诸多因素导致发行取消和推迟数量较多。

具体来看，本年度，共有 520 家企业累计发行短融（不含超短融，下同）687 期，发行规模为 6062.95 亿元，发行期数、发行家数、发行规模均较上年下降 35% 左右，平均发行规模变化不大，发行期限仍以 1 年期为主。本年度，共有 623 家企业发行超短融 1949 期，发行规模 27144.90 亿元，发行期数、发行家数、发行规模均较上年增加 15% 以上，平均发行规模小幅下降，发行期限仍以 270 天为主。本年度超短融的发行规模是短融发行规模的四倍以上，在 2015 年仅发行短融没有发行超短融的 589 家主体中，有 136 家在 2016

⁵ 非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债），不包含铁道部发行的债券。

年发行了超短融，有 17 家同时发行了短融和超短融，表明超短融对于短融的替代和分流效应有所加强。

本年度，共有 643 家企业发行中票 908 期，发行规模 11115.60 亿元，发行期数、发行家数、发行规模和平均发行规模较上年均小幅下降。本年度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期，发行期数之和占中票总发行期数的比例在 70% 以上；特殊期限中票⁶共发行 247 期，占中票总发行期数的 27.17%，较上年小幅上升，表明市场对特殊期限中票仍较为青睐；永续期中票发行 194 期，发行规模 2395.50 亿元，在中票发行期数和发行规模中的占比变化不大。本年度项目收益票据发行期数（11 期）较上年（6 期）有所增加，发行规模（38.50 亿元）较上年（51.00 亿元）有所减少。

本年度，共有 440 家企业发行企业债券⁷498 期，发行规模 5925.70 亿元，发行期数、发行家数和发行规模同比增幅均在 50% 以上，增幅显著。这主要是由于 2015 年末以来，发改委采取降低企业债券发行门槛及提高发行审批效率等措施促进了企业债券发行量的上升。本年度企业债的平均单笔发行规模为 11.90 亿元，较上年小幅上升。从发行期限来看，企业债券发行仍主要集中在 7 年期，其发行期数在企业债券总发行中的占比为 70.08%。本年度项目收益债发行期数（40 期）和发行规模（390.40 亿元）均较上年增长了 3 倍以上，对于支持相关重点领域、重点项目的建设发挥了一定的作用。

本年度，共有 558 家企业累计发行公司债（不含私募债，下同）881 期，发行规模 12856.77 亿元，发行期数、发行家数和发行规模均较上年大幅增加 2 倍以上，主要是由于公司债较低的发行门槛以及便利的发行流程，特别是楼市繁荣背景下前三季度房地产企业公司债发行量明显增加。本年度公司债平均发行规模为 14.59 亿元，较上年小幅下降。公司债发行期限仍主要集中在 3 年期，其发行期数在公司债总发行中的占比为 62.02%，5 年期一般公司债占比为 23.92%，期限结构分布未有明显变化。私募债方面，根据 Wind 资讯截至 2017 年 1 月 5 日已披露的数据，2016 年私募债发行期数（1961 期）和发行规

⁶ 特殊期限中票包括永续期中票、具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票。

⁷ 包含集合债及项目收益债。

模（1.49 万亿元）分别较上年大幅增加 63.69%、192.29%，由于私募债信息披露存在滞后性，实际增幅可能更大。作为公司债发行占比较大的房地产行业，2016 年发行公司债（包括私募债）的期数占比（22.02%）和规模占比（28.79%）在行业中分别排名第二、第一位，较上年分别下降 10.16、17.16 个百分点，主要是因为 9 月以来监管层收紧房企债券融资渠道导致四季度房地产行业公司债发行大幅下降。

表 2 2015-2016 年非金融企业发行债券情况

| 债券类型 | | 发行期数 (期) | 发行家数 (家) | 发行规模 (亿元) | 平均发行规模 (亿元) |
|------|--------|-------------|-------------|--------------|----------------|
| 超短融 | 2015 年 | 1430 | 412 | 22944.30 | 16.04 |
| | 2016 年 | 1949 | 623 | 27144.90 | 13.93 |
| 短融 | 2015 年 | 1105 | 799 | 9483.00 | 8.58 |
| | 2016 年 | 687 | 520 | 6062.95 | 8.83 |
| 中期票据 | 2015 年 | 920 | 686 | 12471.96 | 13.56 |
| | 2016 年 | 908 | 643 | 11115.60 | 12.24 |
| 企业债券 | 2015 年 | 303 | 286 | 3431.02 | 11.32 |
| | 2016 年 | 498 | 440 | 5925.70 | 11.90 |
| 公司债券 | 2015 年 | 1518 | 703 | 10354.71 | 6.82 |
| | 2016 年 | 2842 | 1384 | 27774.44 | 9.77 |
| 合计 | 2015 年 | 5276 | 2093 | 58684.99 | 11.12 |
| | 2016 年 | 6884 | 2565 | 78032.59 | 11.33 |

注：本表中公司债券含私募债。

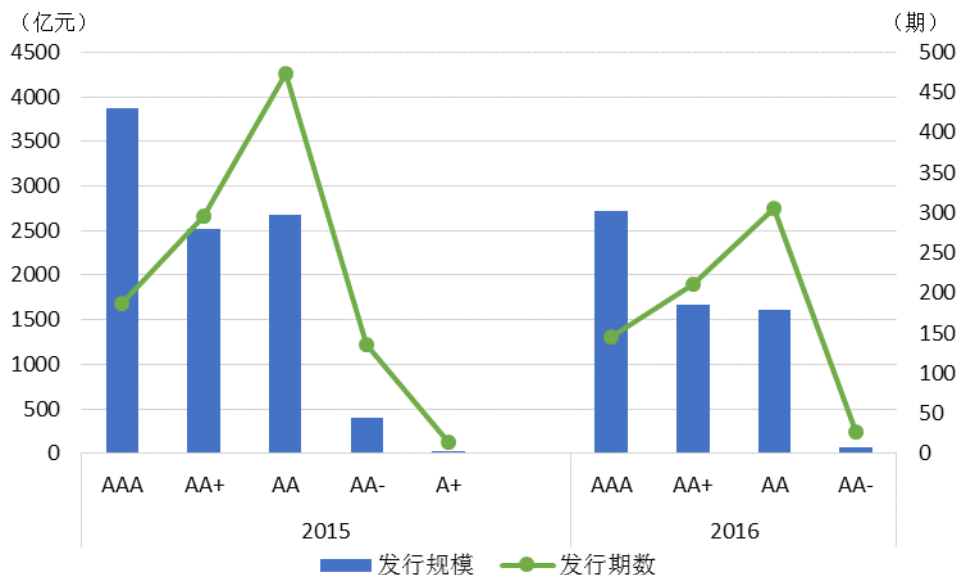
资料来源：联合资信 gos 系统

2、发行主体/债项信用等级向 AA 级（含）以上等级集中⁸

本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别，本年度无 A+级主体发行短融。从发行期数来看，AAA 级~AA 级短融发行占比为 96.22%，较上年增加 9.70 个百分点；其中短融发行期数最多的仍为 AA 级别主体，在总发行期数中的占比由上年的 42.81% 升至 44.54%，AA-级主体短融发行期数降幅明显（仅有 26 期），短融发行期数呈现向 AA 级（含）以上等级集中的态势。从发行规模来看，AAA 级~AA 级短融在发行总规模中的占比为 98.87%，较上年小幅上升；其中 AAA 级主体所发短融的规模占比（44.94%）仍然最大，且较上年上升

⁸ 以下关于非金融企业所发债券级别、企业性质、地区、行业分布以及担保债券的分析样本中均不包含私募债。

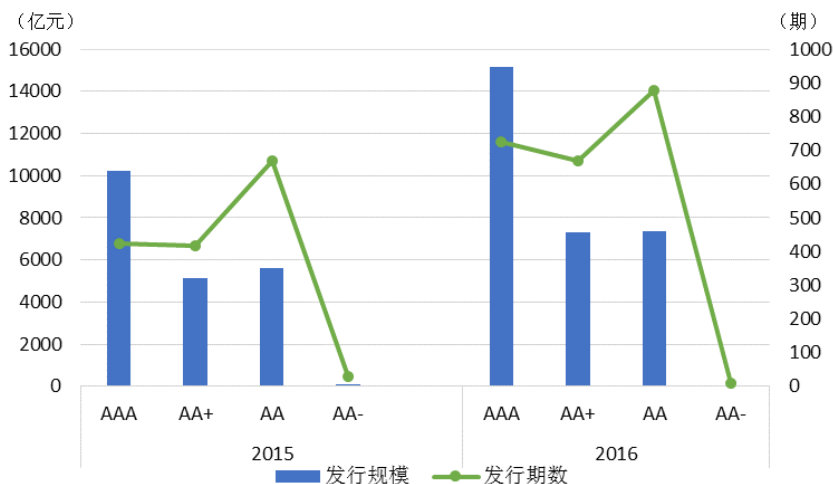
4.17 个百分点；AA-级规模占比（1.13%）进一步下降。整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势更加明显。



注：主体双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 5 2016 年短融发行主体信用等级分布情况

本年度，非金融企业所发中票、企业债、公司债的债项信用等级仍然分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是主要发行集中级别。从发行期数来看，AAA 级~AA 级非金融企业所发中票、企业债、公司债期数占比为 99.61%，较上年增加 1.49 个百分点；其中发行期数最多的仍为 AA 级，在总发行期数中的占比由上年的 43.51% 降至 38.44%；AA-级债项发行期数降幅明显（仅有 9 期），非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数向 AA 级（含）以上等级集中。从发行规模来看，AAA 级~AA 级非金融企业所发中票、企业债、公司债在发行总规模中的占比为 99.88%，较上年小幅上升；其中 AAA 级非金融企业所发中票、企业债、公司债规模占比（50.76%）仍然最大，且较上年上升 2.25 个百分点；AA-级非金融企业所发中票、企业债、公司债规模占比（0.12%）较上年进一步下降。整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用等级分布呈现向 AA 级（含）以上集中的趋势。

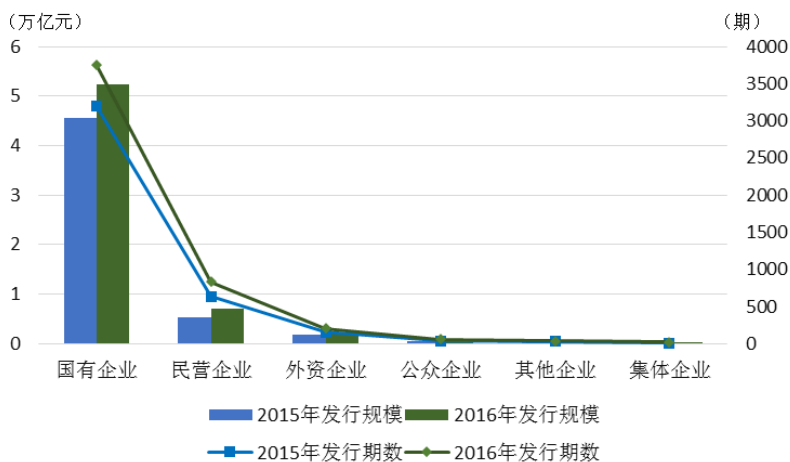


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 6 2016 年非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况

3、民营企业债券发行量占比有所上升

从发行主体的所有制性质方面看，本年度国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，但所发债券的期数和规模在非金融企业所发债券总发行期数和发行规模中的占比（76.72%和 83.18%）均较上年出现小幅下降；民营企业所发债券在非金融企业所发债券总发行期数和发行规模中的占比（17.07%和 11.16%）均较上年小幅上升。外资企业、公众企业、集体企业和其他企业本年度所发债券的发行期数和规模仍然较少。

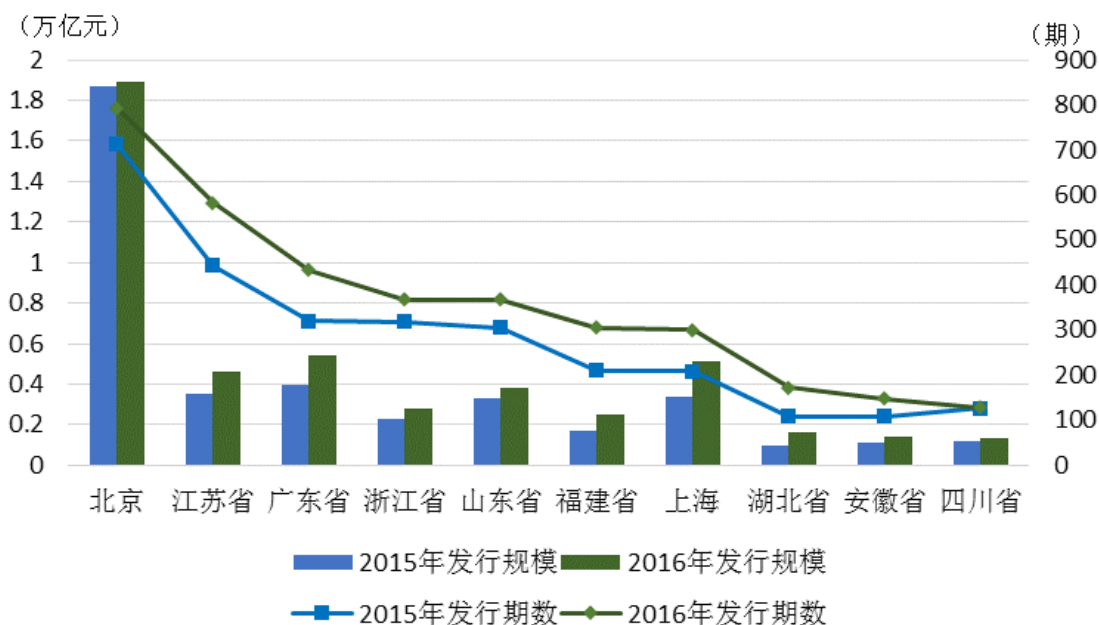


资料来源：联合资信 gos 系统

图 7 2016 年短融、超短融、中票、企业债、公司债发行主体性质分布情况

4、债券发行地区集中度保持稳定

本年度，北京、江苏、广东、浙江和山东地区的非金融企业所发债券的期数位列前五位，其中北京的非金融企业所发债券的期数（792 期）和规模（18896.16 亿元）远远领先于其他地区；福建、湖北、江苏、广东、上海、安徽的非金融企业所发债券期数和规模均较上年增加 30% 以上，增幅较为明显，其中安徽从上年第 11 位升至本年度第 9 位。从发行地区集中度来看，本年度发行债券期数前十位地区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（73.53% 和 76.14%）较上年变动不大。总体来看，债券发行的地区集中度保持稳定。



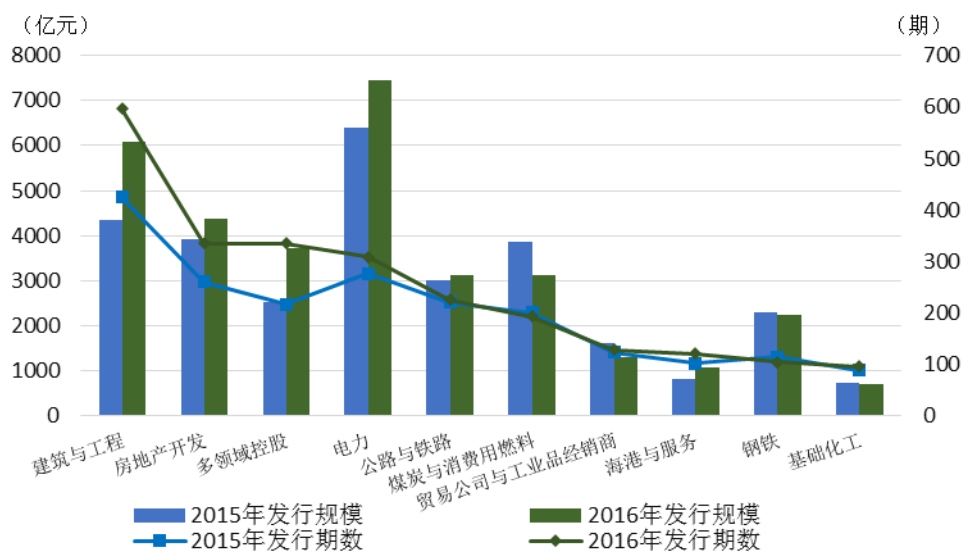
注：以 2016 年发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 8 2016 年非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况

5、债券发行主体行业集中度有所下降

本年度，建筑与工程、房地产开发、多领域控股、电力以及公路与铁路行业非金融企业所发债券的发行期数位居前五位，其中建筑与工程行业的发行期数（596 期）和发行规模（6067.08 亿元）位居首位，均较上年增加 40% 以上，

增幅明显；多领域控股行业增幅最大，发行期数（335 期）和发行规模（3733.78 亿元）均较上年增加 45%以上；海港与服务行业发行期数、发行规模分别较上年增加 18.63%、31.54%，排名从上年的第 11 位上升至第 9 位。从行业集中度来看，本年度非金融企业所发债券期数前十位行业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（56.93%和 59.86%）略低于上年水平，行业集中度有所下降。



注：以 2016 年发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 9 2016 年非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况

6、担保债券市场认可度尚可

本年度，共有 380 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 4039.33 亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的 7.72%和 6.40%，占比均较上年上升逾 2 个百分点。

其中，具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为 12 期、22 期、30 期、203 期和 113 期，发行规模分别为 95.75 亿元、185.00 亿元、249.80 亿元、2250.30 亿元和 1258.48 亿元。其中，保证担保 324 期，抵押担保 42 期，质押担保 15 期⁹，保证担保仍为主要增信方式。

⁹ “16 金阳专项债 01” 同时采取质押担保及抵押担保。

分别以担保后债项级别为 AAA 级的 3 年期公司债、5 年期中票、7 年期企业债券为样本进行分析发现，采用担保方式发行的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率分别高出 0.17、0.44 以及 0.51 个百分点¹⁰，表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有略高的风险溢价要求，但整体认可度尚可，不排除样本较少可能会对结果产生影响。

（二）非政策性金融债券发行情况

本年度，共有 208 家主体发行非政策性金融债 418 期¹¹，总发行规模 13034.20 亿元。发行家数较上年小幅增加，发行期数、发行规模均较上年减少 25% 左右。其中，除商业银行债发行量有所增加外，其它非政策性金融债发行期数和发行规模均有较大幅度下降。具体来看，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数（154 期）和发行规模（6230.50 亿元）均较上年增加 25% 以上；证券公司短融发行期数（60 期）和发行规模（1178.60 亿元）均较上年下降 50% 以上；证券公司债发行期数（165 期）和发行规模（4260.10 亿元）均较上年下降 30% 以上；保险公司债发行期数（7 期）较上年下降幅度超过 60%，发行规模（440 亿元）较上年下降 31.94%；其它金融机构债发行期数（32 期）较上年变动不大，发行规模（925 亿元）较上年减少 30% 左右。本年度非政策性金融债中共有 5 期采取保证担保方式。

从级别来看，除证券公司短融、证券公司短期公司债券外，非政策性金融债券¹²的债项级别以 AAA 及 AA+ 为主，二者发行期数（124 期）和发行规模（7094.00 亿元）在非政策性金融债券中的占比分别为 53.91%、85.70%。

¹⁰ 通过计算经担保提升债项等级的中票、企业债、公司债与在其起息日前后 15 日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

¹¹ 包括商业银行金融债、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

¹² 不包含私募债。

（三）资产支持证券发行情况

本年度，在银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（329 期）和发行规模（3521.59 亿元）均较上年下降 12% 左右；非金融企业资产支持票据 2016 年发行期数（38 期）和发行规模（166.57 亿元）较上年发行期数（9 期）和发行规模（35.00 亿元）均有明显增加。在交易所债券市场上，资产证券化产品发展迅速，本年度发行期数（1795 期）较上年增加 58.14%，发行规模（4331.91 亿元）较上年大幅增加 1 倍以上。本年度，交易所发行的资产支持证券在期数和规模上均超过了银行间债券市场。

（四）债券新品种发行情况

1、绿色债券市场发展迅速

2016 年，监管层继续鼓励和支持绿色债券的发展，相关机制不断完善，对于推动我国绿色债券市场扩容以及绿色债券市场的国际化发展和合作具有重要的积极意义。2016 年，我国共有 53 只绿色债券发行，发行规模 2052.31 亿元。本年度新发绿色债券包括金融债、企业债、公司债、中期票据、PPN、国际机构债和资产支持证券，其中金融债的发行量最大，发行期数（21 期）和发行规模（1550 亿元）分别占绿色债券发行总期数和总规模的 39.62% 和 75.52%；新发绿色债券主要集中在 AA+ 级（含）以上，其中 AAA 级绿色债券发行期数（28 期）占比（57.14%）最大；绿色债券发行主体共涉及 13 个行业，分布较为广泛，主要分布在商业银行及电力业；绿色债券发行人共涉及 11 个省份，其中北京地区发行人所发绿色债券期数最多（占比为 42.86%），上海地区发行人所发绿色债券规模最大（占比为 25.19%）；资金用途方面，主要包括清洁能源、清洁交通、能源节约污染防治以及资源节约与循环利用领域。

2、熊猫债券发行大幅提速

本年度，随着监管部门对熊猫债券的支持力度进一步加大、我国国内融资成本的下行以及人民币国际化程度的不断加深，我国债券市场共有 29 家发行主体发行熊猫债券 62 只（其中 15 只未予评级），发行规模共计 1274.40 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比增幅均在 260% 以上；本年度熊猫债券的发行人主体级别以 AAA 级为主；发行人所在地区覆盖亚洲、欧洲、美洲等地；发行主体类型扩展至多边机构、主权政府、金融企业和非金融企业，其中非金融企业占比最大；从发行主体行业分布来看，熊猫债券发行人多集中于房地产行业，另涉及金融、交通基础设施以及建材等行业；交易所债券市场熊猫债券发行优势较明显，2016 年在交易所债券市场发行的熊猫债券占本年度熊猫债券发行总期数和总规模的比例均超过 60%。

四、未来走势预测

当前我国经济呈现企稳筑底态势，2017 年面临“稳增长”与“防风险”的任务，政府将一方面通过进一步的减税降费、加大基础设施建设投资以及刺激消费等措施维持经济的平稳增长，另一方面实施稳健中性的货币政策，大力振兴实体经济，引导资金脱虚向实，防范金融风险、房地产市场风险、地方政府债务风险等。总体来看，2017 年我国宏观经济虽仍然存在一定的下行压力，但整体不会出现大幅波动。

从 2017 年债券市场来看，我们预计将有以下趋势：

第一，我国债券市场发行量将受到诸多因素的影响。一方面，2017 年，债券市场扩容、发行便利化水平提升的趋势将进一步延续，相关机制逐步完善，债市的直接融资功能将得到更好发挥，这将吸引更多企业发行债券；另一方面，基于美元加息预期以及监管层去杠杆和防风险的意图，市场利率可能会延续 2016 年四季度以来的小幅回升态势，在债市信用风险加速暴露的背景下，债市融资成本或将加大，而房地产、过剩产能行业发行门槛的提高，也将对 2017 年债券市场的发行量产生一定程度的不利影响。

第二，地方债新增规模及置换规模有望增加，地方债务风险管理将得到加强。2017 年，我国经济仍面临下行压力，积极的财政政策将继续发力稳增长，地方债新增规模有望继续扩大。地方债置换方面，2015 年和 2016 年政府债务分别置换 3.2 万亿和 4.87 万亿，仍有 6.27 万亿存量债务等待置换，2017 年地方债置换有望增加。随着地方债新增规模及置换规模的扩大，地方政府债务风险防范也将得到加强，《地方政府性债务风险应急处置预案》明确的各项原则和措施将得到进一步落实，有利于提高地方政府风险防范意识，规范自身发债行为。

第三，随着债券市场违约的常态化趋势，债券风险管控将进一步加强。2017 年，“交叉保护”等投资人保护条款、CDS 及 CLN 信用风险对冲工具将发挥更大作用；评级行业事中和事后监管预计会进一步加强，准入和监管标准有望统一；私募市场风险暴露增加，地方私募市场将面临整顿；2016 年底“债券代持”引发的风波暴露出债券市场的交易对手等风险，相关监管有望加强；债转股将逐步实施，企业的财务杠杆将有所控制。

第四，我国债券市场将迎来更深层次和更高水平的对外开放。2017 年央行将继续探索通过境内外基础设施合作，进一步扩大实际参与银行间债券市场投资的境外机构投资者范围，提升境外机构投资于中国银行间债券市场的便利性，为主要国际债券指数编制机构将人民币债券纳入相关指数创造条件，从而引导更多境外资金进入中国债市，债券市场对外开放程度有望继续提高。

第五，资产支持证券和债券新品种将加速发展。绿色债券方面，2017 年，我国绿色债券界定标准有望逐步统一，信息披露、绿色认证评估等配套制度将继续完善，绿色债券投资者的培育将从投资端带动绿色债券需求端的增长，促进绿色债券市场稳步发展。熊猫债方面，随着相关监管政策的不断完善、国内外投资者需求的不断增长以及人民币加入 SDR 的推动作用，2017 年我国熊猫债券发行量将继续增长，发行主体范围也有望进一步扩大。此外，创新创业债券、社会效应债券、债转股专项债券、PPP 项目资产证券化将得到进一步发展，支持我国社会经济各项事业，预计未来将有更多此类专项债券出现，发挥投融资功能，服务国民经济健康发展。

整体来看，2017 年我国将实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为债券市场奠定了较为稳定的资金面基础。“控险、创新和开放”或将成为 2017 年债券市场的主基调，不同行业与信用等级企业发债情况将出现分化，顺周期和过剩产能行业以及较低信用等级企业发行成本或将提升，其债券发行量受到一定的抑制。