

2016 年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告



2016/7/28

作者: 联合资信评估有限公司 李为峰

2016 年上半年企业债券市场与信用评级表现研究报告

作者:联合资信评估有限公司 李为峰

一、企业债券发行市场环境¹

继 2015 年国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）多次发文放松企业债券的发行审核要求、推出并大力推广专项债券、项目收益债、可续期债券和绿色债券等创新品种债券后，2016 年上半年，监管层持续加大对企业债券发行的支持力度，进一步简化企业债券发行申报程序，扩大专项债券支持范围，加强对企业债券信用风险的防控。

（一）简化企业债券发行申报程序，提高发行效率

继 2015 年 12 月下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（以下简称“《意见》”）后，2016 年 2 月，发改委发文取消了 14 项中央指定地方实施行政审批事项，其中包括了对上报发改委的地方企业发行企业债券的预审，将《意见》中提出的简化企业债券发行申报程序进一步落实。2016 年 3 月，发改委发文称，将对 2015 年国务院督查中落实有关政策措施成效较明显的地区实行企业债券“直通车”机制的激励支持，40 个市县所属企业 2016 年申请发行企业债券时可直接申报，无需经由省级发改委转报。上述措施均有利于进一步简化企业债券发行申报程序，促进企业债券发行规模的增长。

（二）扩大专项债券支持范围，发挥企业债券对重点领域、重点项目建设的支持作用

继 2015 年发改委发布多类专项债券发行指引，规定城市停车场、城市地下

¹ 本报告不包含集合债券的统计分析。

综合管廊、养老产业、战略性新兴产业、“双创孵化”服务等领域发行专项债券的不受发债条件限制后，2016 年上半年，监管层持续扩大专项债券支持范围，进一步发挥企业债券对重点领域、重点项目建设的支持作用。3 月 21 日，中国人民银行、民政部、银监会等五部门联合下发《关于金融支持养老服务业加快发展的指导意见》，提出支持处于成熟期的优质养老服务企业通过发行企业债、公司债、非金融企业债务融资工具等方式融资。3 月 23 日，发改委发布《加快城市停车场建设近期工作要点与任务分工》的通知，提出持续加大停车场建设企业债券发行，并在停车场建设领域大力推广采用 PPP 模式。

（三）企业债券市场违约风险进一步暴露，监管层加强对企业债券信用风险的防控

2016 年 5 月 4 日，内蒙古奈伦集团股份有限公司因无法偿付“11 蒙奈伦债”应付利息及回售款项而构成实质违约，这是继 2015 年“08 二重债”、“10 中钢债”和“12 圣达债”三只债券违约后企业债券市场的又一例违约事件，企业债券市场违约风险进一步暴露。但目前企业债违约仍集中在产业类企业债券，城投类企业债券在地方债务置换的背景下风险有所缓解。

针对企业债券市场日益增多的违约事件，2016 年 2 月，发改委发文提出了 2016 年加强企业债券改革创新的重点工作安排，其中包括进一步优化债券发行管理，不断总结第三方技术评估经验和做法，进一步简化程序，完善规则，强化信息披露，强化中介机构责任，加强事中事后监管，优化企业债券发行管理；另一方面，贯彻以信用管理为核心的监管理念，依托大数据平台，规范企业债券相关主体行为，并与金融业监督管理部门建立信用信息共享机制，加强信用约束，开展守信联合激励和失信联合惩戒，有效防控企业债券信用风险。

二、企业债券发行量明显回升

2016 年上半年，我国银行间债券市场共有 253 家企业累计发行企业债券 268 期²，发行总额为 3256.50 亿元，发行家数、发行期数和发行总额均明显回升，

² 统计期以债券的起息日为准，以下同。

同比增幅均超过 50%，环比增幅均为 100%左右。整体看，企业债券发行受政策影响明显，2016 年上半年，受益于上年末以来发改委降低企业债券发行门槛及提高发行审批效率等措施，企业债券发行量改变了上年的下滑态势，2016 年上半年发行量已接近 2015 年全年水平。

从企业债券发行市场来看，2016 年上半年共有 250 期企业债券在银行间市场和交易所市场同时发行，发行规模共计 3053.20 亿元，发行期数和发行规模占企业债券总发行期数和发行总额的比例均在 93%以上，较 2015 年同期均有所下降，较 2015 年下半年均略有上升；另有 18 期企业债券仅在银行间市场发行，发行规模为 203.30 亿元。

2016 年上半年，可续期企业债券共发行 7 期，发行规模共计 121.00 亿元，项目收益债券共发行 10 期³，发行规模共计 80.50 亿元，以上两种债券的发行期数和规模同比和环比均明显增加；受益于监管层的大力支持，专项债券共发行 35 期，发行规模共计 494.10 亿元，发行量达到去年全年水平的 7 倍；此外还有 1 期绿色企业债券（“16 京汽绿色债 01”）发行，发行规模 25.00 亿元。

表 1 2012~2016 年上半年度企业债券发行基本情况

| 项目 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 上半年 | 同比增长 (%) | 环比增长 (%) |
|-----------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 发行期数 (期) | 479 | 373 | 575 | 301 | 268 | 62.42 | 97.06 |
| 发行规模 (亿元) | 6484.5 | 4748.3 | 6898.5 | 3415.8 | 3256.5 | 80.38 | 102.22 |
| 发行家数 (家) | 456 | 356 | 522 | 284 | 253 | 58.13 | 104.03 |

资料来源：联合资信 gos 系统

三、企业债券发行主体新增企业分析⁴

2016 年上半年，共有 151 家企业首次发行企业债券 158 期，合计发行规模 1765.00 亿元，分别占发行总家数、总发行期数和发行总额的 59.68%、58.96% 和 54.20%，较 2015 年同期均小幅上升，较 2015 年下半年则均有不同程度的下降。其中，新增发行人企业仍以地方国有企业为主，占比为 98.01%，主要集中在房地产和资本货物行业；新增发行人主体级别主要集中在 AA 级和 AA-级，

³ 其中有 5 期为私募发行。

⁴ 以下若无特殊说明，所有统计不包括私募发行的债券。

占比分别为 65.56%和 19.21%。

四、企业债券发行规模分布

从发行规模来看，2016 年上半年新发企业债券的发行规模仍主要分布在 5~20 亿，其中 10~20 亿元规模的企业债券发行期数最多，发行期数占比为 46.77%，较 2015 年大幅上升；5~10 亿元规模区间的企业债券发行期数占比较 2015 年明显下降。此外，发行规模在 30 亿元以上的企业债券的发行期数则呈明显减少的态势。平均单笔发行规模方面，2016 年上半年企业债券平均单笔发行规模为 12.27 亿元，较 2015 年（11.38 亿元）有所增加。

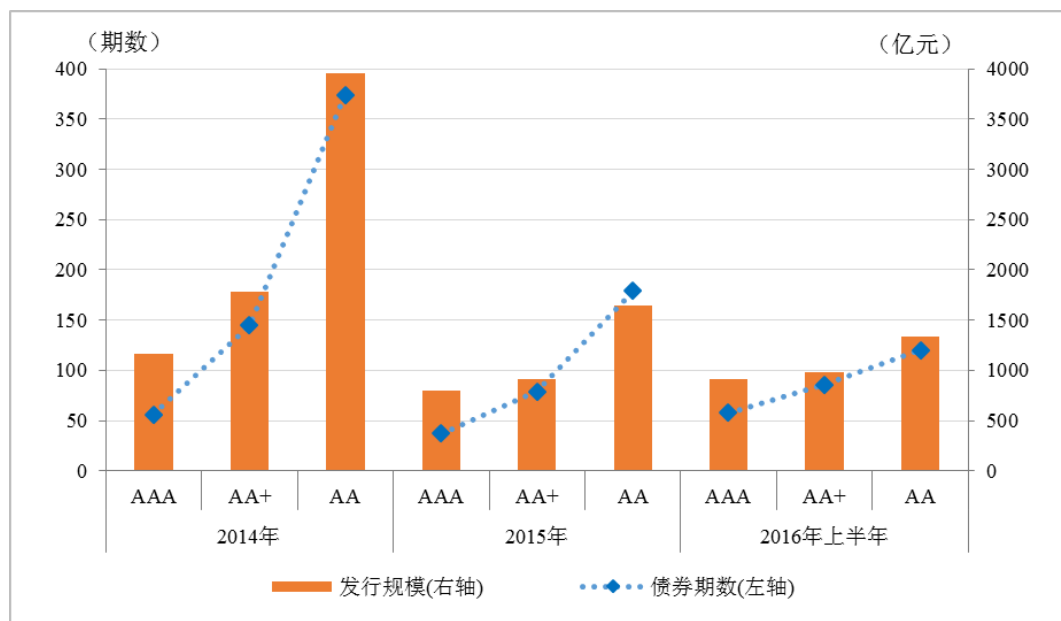
表 2 2014~2016 年上半年企业债券发行规模分布情况表

| 发行规模 (亿元) | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 年上半年 | |
|--------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| | 发行期数 (期) | 占比 (%) | 发行期数 (期) | 占比 (%) | 发行期数 (期) | 占比 (%) |
| 1~5 (含 5) | 49 | 8.52 | 35 | 11.86 | 21 | 7.98 |
| 5~10 (含 10) | 262 | 45.57 | 146 | 49.49 | 100 | 38.02 |
| 10~20 (含 20) | 232 | 40.35 | 99 | 33.56 | 123 | 46.77 |
| 20~30 (含 30) | 21 | 3.65 | 9 | 3.05 | 18 | 6.84 |
| 30~50 (含 50) | 10 | 1.74 | 4 | 1.36 | 1 | 0.38 |
| 50 以上 | 1 | 0.17 | 2 | 0.68 | - | - |
| 合计 | 575 | 100.00 | 295 | 100.00 | 263 | 100.00 |

资料来源：联合资信 gos 系统

五、AA 级企业债券发行集中度有所下降

从债项信用等级分布情况看，2016 年上半年新发企业债券的信用等级依然分布在 AAA 级~AA 级之间（见图 1），且级别分布更加均匀。其中，AA 级企业债券发行集中度依然较高，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行总额的 45.63%和 41.54%，但较 2015 年均较有较大幅度的下降。



资料来源：联合资信 gos 系统

图 1 企业债券信用等级分布情况

六、企业债券发行期限分布仍主要集中在 7 年期

从发行期限来看，2016 年上半年发行企业债券仍主要集中在 7 年期，其发行期数在总发行期数中的占比为 76.05%，较 2015 年明显上升；其他期限企业债券发行量依然较少，期限结构分布未有明显变化。

表 3 2014~2016 年上半年企业债券发行期限分布情况表

| 发行期限 (年) | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 上半年 | |
|-------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| | 发行期数 (期) | 占比 (%) | 发行期数 (期) | 占比 (%) | 发行期数 (期) | 占比 (%) |
| 3 | 2 | 0.35 | 3 | 1.02 | - | - |
| 5 | 10 | 1.74 | 5 | 1.69 | 4 | 1.52 |
| 6 | 22 | 3.83 | 5 | 1.69 | 3 | 1.14 |
| 7 | 443 | 77.04 | 211 | 71.53 | 200 | 76.05 |
| 8 | 6 | 1.04 | 1 | 0.34 | 1 | 0.38 |
| 10 | 23 | 4.00 | 10 | 3.39 | 9 | 3.42 |
| 15 | 4 | 0.70 | 1 | 0.34 | - | - |
| 特殊期限 | 65 | 11.30 | 59 | 20.00 | 46 | 17.49 |
| 合计 | 575 | 100.00 | 295 | 100.00 | 263 | 100.00 |

注：“特殊期限”企业债券包括永续期企业债券、具有投资人回售选择权条款的企业债券、具有债券提前偿还条款的企业债券以及具有调整票面利率条款的企业债券。

资料来源：联合资信 gos 系统

七、企业债券发行主体仍以地方国有企业为主

从企业债券发行主体所有制性质来看，2016 年上半年地方国有企业依然是企业债券最主要的发行主体，其所发企业债券的期数占总发行期数比例在 99% 以上，较 2015 年有较大幅度上升。其他各类别企业所发企业债券的期数占比均有所下降甚至零发行。

表 4 2014~2016 年上半年企业债券发行主体企业性质分布情况表

| 发行期限 (年) | 2014 年 | | 2015 年 | | 2016 上半年 | |
|-------------|-------------|-----------|-------------|-----------|-------------|-----------|
| | 发行期数 (期) | 占比 (%) | 发行期数 (期) | 占比 (%) | 发行期数 (期) | 占比 (%) |
| 中央国有企业 | 12 | 2.09 | 8 | 2.71 | - | - |
| 地方国有企业 | 547 | 95.13 | 277 | 93.90 | 261 | 99.24 |
| 民营企业 | 7 | 1.22 | 7 | 2.37 | 2 | 0.76 |
| 集体企业 | - | - | 1 | 0.34 | - | - |
| 外商独资企业 | 6 | 1.04 | 1 | 0.34 | - | - |
| 中外合资企业 | 3 | 0.52 | 1 | 0.34 | - | - |
| 合计 | 575 | 100.00 | 295 | 100.00 | 263 | 100.00 |

资料来源：联合资信 gos 系统

八、企业债券担保情况分析

2016 年上半年发行的企业债券中，有担保债券共计 108 期，发行规模共计 1236.40 亿元，占企业债券总发行期数和发行总额的比例分别为 41.06% 和 38.30%，较 2015 年均有一定程度的提升。在有担保的企业债券中，96 期采用保证担保，占担保债券总期数的 88.88%，较 2015 年（67.86%）大幅上升。

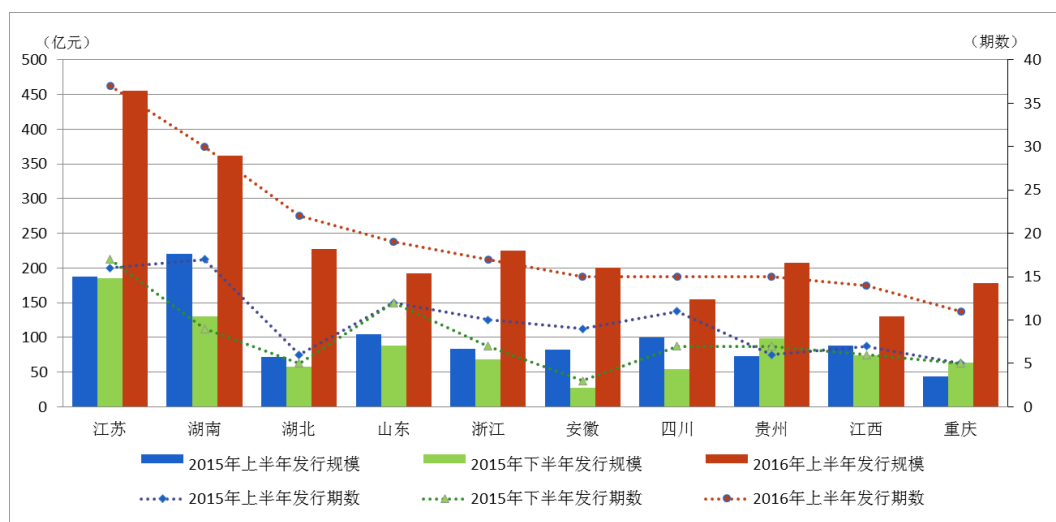
从增信效果看，具有担保的企业债券中，共有 103 期企业债券通过担保增信获得高于发行人主体级别的债项级别，其中有 34 期通过担保增信获得 AAA 级，有 62 期获得 AA+ 级，7 期获得 AA 级，通过增信提升信用等级至 AA+ 及以上的债券期数占通过担保增信提升信用等级的债券总期数的 93.20%，较 2015 年（85.71%）有明显上升。以期限重置⁵后的 7 年期企业债券为样本进行统计发现，通过担保增信提升债项级别至 AA 和 AA+ 的企业债券的发行利率分别高于同日

⁵ 对含有选择权的企业债券的期限进行调整，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。

发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的平均发行利率 129BP 和 94BP，表明市场对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度存在差异。

九、企业债券发行主体地区分布趋于集中

2016 年上半年，江苏地区企业债券的发行期数和发行规模均位居首位。其次，湖南、湖北、山东、浙江、安徽等地区企业债券发行期数和发行规模均排名全国前列，重庆地区企业债券发行量和发行规模均首次进入前十名。从发行地区集中度来看，发行期数排名前十位的地区企业债券发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比分别为 74.14%和 72.27%，较 2015 年（61.46%和 64.59%）均有较大幅度的提升，企业债券发行地区趋于集中。



资料来源：联合资信 gos 系统

图 2 发行期数前十位地区企业债券发行情况

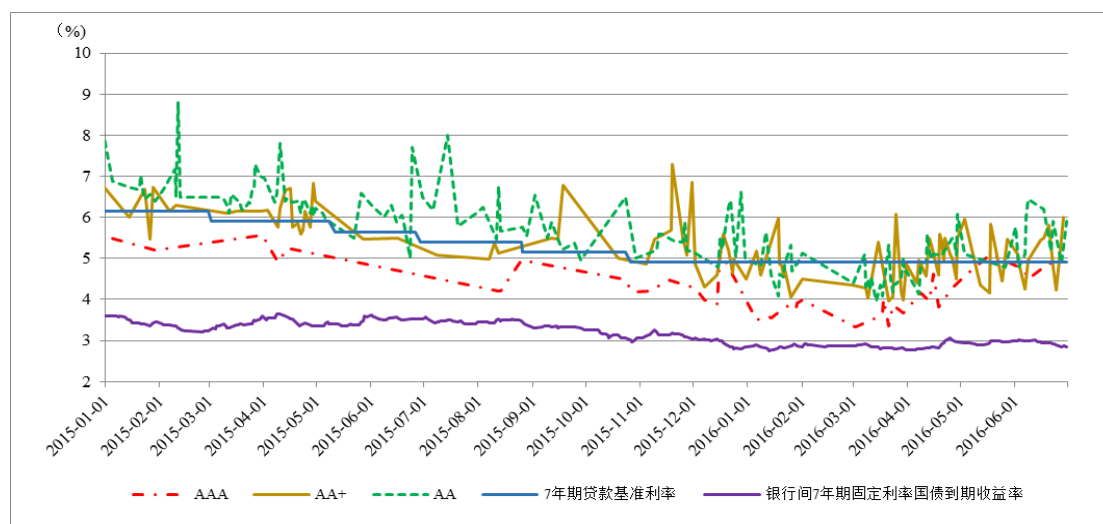
十、企业债券发行利率有所下降

2016 年上半年所发企业债券仍主要采用固定利率的方式发行，其中有 46 期含有选择权，占企业债券总发行期数的 17.49%，较 2015 年（20.60%）有所下降。

将含选择权的债券期限按照选择权之前的期限重置后，剔除可续期债券，2016 年上半年企业债券的发行期限依然主要为 7 年期、5 年期和 3 年期，发行利

率区间分别为 3.33%~6.70%、3.17%~6.80%和 3.30%~7.50%。与 2015 年相比，各期限平均发行利率、发行利率上限和下限均有所降低，且利率区间有所收窄，主要是受到市场资金面整体趋于宽松的影响。

以发行量最多的 7 年期企业债券作为样本进行统计，从图 3 可以看出，2016 年上半年 7 年期企业债券发行利率与 7 年期银行间固定利率国债到期收益率的走势出现分化，呈现出波动上升的态势，可能是受债券市场违约事件频繁的影响。与 7 年期贷款基准利率相比，2016 年上半年 AAA 级企业债券发行利率基本上一度低于 7 年期贷款基准利率，但从二季度开始逐渐靠近 7 年期贷款基准利率，主要是因为二季度发行的多只 AAA 级企业债券均通过担保大幅提升了债项等级，发行利率较高；AA+级和 AA 级企业债券发行利率曲线基本围绕 7 年期贷款基准利率上下波动，两者重合部分则较上年明显增多。



资料来源：联合资信 gos 系统

图 3 2015~2016 年上半年 7 年期企业债券发行利率情况

十一、利差分析⁶

在对利差进行分析时，我们按期限重置后的样本进行统计分析。2016 年上半年新发企业债券期限主要为 7 年期、5 年期和 3 年期。从表 5 我们可以看出，

⁶ 本小节数据样本剔除 7 期可续期的企业债券，对剩余样本数共 242 期的 3 年、5 年和 7 年期企业债券进行利差检验分析。

7 年期、5 年期和 3 年期企业债券的信用等级与发行利率均值和利差⁷均值均成反向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；但相同信用等级的债券，债券期限与发行利率均值及利差均值未表现出明显的正向关系，即发行利率均值和利差均值未随着期限的增加而递增；5 年期 AAA 级和 AA+ 级之间、7 年期 AA+ 级和 AA 级之间的级差均较小，区分度不够。同时，相同期限企业债券中，AAA 级变异系数均最大，表明投资者对 AAA 级企业债券的信用风险认可度不统一的情况仍然存在。上述分析结果的准确性可能受样本数量较少的影

响。剔除期限的影响，我们对 7 年期企业债券样本做进一步分析。通过对 7 年期企业债券的利差进行显著性检验，结果显示在 5% 的显著水平下，除 AA+ 级和 AA 级企业债券的差异不显著外，其余各级别企业债券的利差差异均显著，信用等级对于企业债券发行利差的区分性总体较好。导致 7 年期 AA+ 级和 AA 级企业债券的差异不显著的主要原因是 AA+ 级企业债券中 80% 以上均通过担保增信提升了债项等级，由于市场对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度存在较大差异，导致 AA+ 级企业债券的利差整体偏高。

表 5 2016 年上半年企业债券的利差分析统计情况表

| 期限 | 债项信用等级 | 样本（个） | 利率（%） | | 利差 | | |
|----|--------|-------|-----------|------|--------|--------|---------|
| | | | 区间 | 均值 | 均值（BP） | 级差（BP） | 变异系数（%） |
| 3 | AAA | 3 | 3.30~4.58 | 3.95 | 145.67 | N/A | 48.05 |
| | AA+ | 3 | 3.76~4.48 | 4.24 | 186.67 | 41.00 | 22.50 |
| | AA | 13 | 4.09~7.50 | 5.48 | 302.08 | 115.41 | 31.78 |
| 5 | AAA | 13 | 3.17~6.80 | 3.78 | 111.92 | N/A | 83.99 |
| | AA+ | 6 | 3.68~4.20 | 3.84 | 119.67 | 7.75 | 14.21 |
| | AA | 3 | 4.35~5.77 | 4.90 | 229.67 | 110.00 | 32.22 |
| 7 | AAA | 34 | 3.33~5.15 | 4.07 | 118.71 | N/A | 37.91 |
| | AA+ | 72 | 3.89~6.70 | 4.90 | 201.97 | 83.26 | 33.67 |
| | AA | 95 | 3.80~6.50 | 4.93 | 207.04 | 5.07 | 28.98 |

注：1. 级差为本信用等级的发行利差均值减去比该信用等级高一个子级的发行利差均值，变异系数为标准差与均值的比；

2. 本小节数据剔除可续期企业债券；

3. N/A 表示不适用。

资料来源：联合资信 gos 系统

⁷ 企业债券发行利差为企业债券发行利率与当期同期限银行间固定利率国债到期收益率的差。

在利差变化方面，以 7 年期企业债券为例，2016 年上半年，在资金面整体较为宽松的背景下，各信用等级利差均值同比和环比均有所回落，其中 AA 级企业债券利差均值降幅最大，同比和环比降幅分别为 96BP 和 43BP。从利差波动性方面来看，2016 年上半年各信用等级企业债券的变异系数较上年同期和上年下半年均有所扩大，主要是由于 2015 年下半年以来，企业债券市场风险事件的不断暴露，导致企业债券利差的波动幅度明显扩大。

表 6 7 年期企业债券利差波动情况

| 债项级别 | 2015 年上半年利差 | | 2015 年下半年利差 | | 2016 年上半年利差 | |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 均值 (BP) | 变异系数 (%) | 均值 (BP) | 变异系数 (%) | 均值 (BP) | 变异系数 (%) |
| AAA | 166.25 | 18.05 | 121.46 | 34.58 | 118.71 | 37.91 |
| AA+ | 267.55 | 16.07 | 215.40 | 33.43 | 201.97 | 33.67 |
| AA | 303.33 | 16.15 | 250.21 | 25.18 | 207.04 | 28.98 |

资料来源：联合资信 gos 系统

以 7 年期企业债券为例，2016 年上半年，联合资信所评 AAA 级和 AA+级企业债券的利差均值分别为 108BP 和 177BP，较全市场同级别企业债券利差均值分别低 10BP 和 25BP；联合资信所评 AA 级企业债券的利差均值为 224BP，较全市场同级别企业债券利差均值高 17BP。

十二、2016 年下半年企业债券市场展望

1. 经济整体运行平稳，流动性保持合理充裕，有利于债券市场规模持续扩容

2016 年上半年，我国 GDP 同比增长 6.7%，呈现平稳增长态势，就业物价形势稳定，经济结构不断优化，但仍然存在一定的下行压力。2016 年下半年，政府将继续着力推进结构性改革，尤其是供给侧结构性改革，加快新旧发展动能转换，通过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 2016 年全年我国 GDP 增速在 6.7%左右，CPI 保持温和上升，PPI 负增长也将继续收窄。

2016 年上半年，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，除 3

月 1 日下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点外，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。在此背景下，2016 年上半年，各期限的银行间固定利率国债到期收益率波动中略有下降。预计 2016 年下半年市场资金面仍将处于合理充裕的状态，企业债务融资成本仍会维持在较低水平，有利于债券市场规模持续扩容。

2. 企业债券发行量将持续增长，创新品种将成为企业债券市场新的增长点

2016 年下半年，发改委相关松绑企业债券发行门槛的前期政策效果将进一步显现，在保增长和化解存量债务风险的双重压力下，监管层对企业债券发行要求将维持放宽趋势，这将对企业债券的发行带来积极的影响。同时，在国家“供给侧改革”转型升级过程中，监管层前期推出的推广专项债券和绿色债券的措施也将逐步落实，创新品种债券的支持范围和发行规模有望持续扩大，企业债券也将进一步发挥在稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险中的作用。此外，2016 年 5 月监管层连续发文⁸加速银行间债券市场开放，扩大银行间市场境内外投资者范围，有利于提高银行间债市的活跃度，或将从需求端进一步促进下半年企业债券的发行。但另一方面，2016 年下半年为企业债券到期高峰（共有 66 期企业债券将到期），企业债券的信用风险暴露需要持续关注，预计企业债违约风险仍将集中在产业类企业债券，城投类企业债券违约的可能性较小。

综上所述，联合资信预计，2016 年下半年企业债券发行量将持续增长，其中专项债券、绿色债券等创新产品在监管层的支持下有望持续扩容，成为企业债券市场新的增长点。

⁸ 《中国人民银行公告〔2016〕第 8 号》和《境外机构投资者投资银行间债券市场备案管理实施细则》。