

2015-3-11

# 2014 年企业债券市场与信用评级表现研究报告

联合资信评估有限公司 王 柠 张婷婷 聂 逆



联合资信评估有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

# 2014 年企业债券市场与信用评级表现研究报告

联合资信评估有限公司 王柠 张婷婷 聂逆

## 一、企业债券发行市场环境良好<sup>1</sup>

### （1）宏观经济进入中高速增长的新常态，市场流动性较为充裕

2014 年，我国经济进入中高速增长、经济结构优化升级的新常态，全年 GDP 增速为 7.4%，增幅较上年有所放缓，经济增长趋于稳定。央行继续推行稳健的货币政策，分别在 4 月和 6 月实行了两次定向降准，7~11 月四次下调正回购利率，并动用 PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）、SLO（短期流动性调节）等工具，保持流动性合理适度。11 月下调贷款和存款基准利率，引导融资成本下行，促进实际利率回归合理水平。2014 年总体资金面较为宽松，市场流动性较为充裕。

### （2）债券市场发行成本较低，发行量稳步增长，债券市场政策利于企业债券的发行

2014 年，各期限的银行间固定利率国债到期收益率曲线呈现波动下行的趋势，且下半年较上半年回落幅度更大。截止 2014 年底，5 年期、7 年期国债到期收益率较年初分别下降 99 个 BP 和 101 个 BP 至 3.51%和 3.61%，但本年度各期限国债到期收益率均值均仍略高于上年平均水平。2014 年，我国债券市场上各品种债券的发行总量超过 10 万亿元，短期融资券、中期票据、企业债券和金融机构债券的发行量均有所上升，其中企业债券的发行规模同比增加 45.28%。

2014 年 4 月，国家发改委发布《企业债券簿记建档发行业务指引（暂行）》，要求将原来主承销商自行簿记建档改为主承销商在中央结算公司簿记建

<sup>1</sup> 本文不包含集合债券的统计分析。

档，规范了企业债券的整体发行流程，有利于维护企业债券市场秩序。5 月，发改委下发《关于创新债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》，通过增加棚改相关的城投发债指标、放宽棚改概念企业债券发行条件等，对企业债券扩容有积极影响。

### **（3）债券市场违约风险事件多发，债券市场出现信用分化，监管政策对风险防范提出了更高的要求**

2014 年从“11 超日债”首例违约事件起，债券市场发生了“13 中森债”、“12 金泰债”、“12 津天联”、“13 华珠债”等多只债券的违约事件，另有多只债券触发了信用风险事件，债市信用风险不断暴露，风险事件的出现明显增多。违约事件的发生一方面对于债券市场走向成熟具有积极的促进作用，增强了投资者的风险防范意识，另一方面在年内使得投资者的投资偏好向高信用等级债券倾斜，推高了较低信用等级债券的发行成本，债券市场出现信用分化。

在此背景下，2014 年 6 月，沪、深证券交易所发布《关于对公司债券实施风险警示相关事项的通知》，规定对债项评级 AA-级以下的公司债券实施风险警示冠以“ST”字样（其中深圳证券交易所风险警示范围还包括主体评级 AA 级且评级展望为负面和主体评级 AA-级以下的公司债券），并设置买入权限。7 月，中国证券登记结算有限责任公司（简称“中证登”）修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》，将公司债、企业债等信用债券的回购资格由债项和主体评级均为 AA 级（含）以上扩大至主体评级为 AA 级且评级展望为正面或稳定的信用债券；12 月，中证登发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》，规定暂不受理新增企业债券回购资格申请，债项评级达不到 AAA 级的企业债券不得新增入库，抬高了企业债券质押门槛。9 月，发改委下发《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，通过严格规范发债准入、加强债券存续期监管、强化偿债保障以及规范和约束承销商、信用评级机构行为等措施，强化企业债券的风险防范力度。总体看，监管政策对企业债券的风险防范提出了更高的要求。

## 二、企业债券发行量大幅增长，新增可续期债券和项目收益债券

2014 年，我国银行间债券市场共有 522 家企业累计发行企业债券 575 期，发行总额为 6898.50 亿元，发行家数、发行期数和发行总额较上年分别增长 46.63%、54.16%和 45.28%，增幅明显。与中期票据发行情况相比，2014 年企业债券的发行期数、发行规模和发行家数的增长幅度均超过中期票据。2014 年企业债券发行量较上年增幅明显，除受 2013 年同比基数较小的影响外，主要是因为 2014 年融资成本降低以及国家政策支持。

具体来看，2013 年下半年，受企业债券审批趋严以及市场流动性偏紧、债券发行成本较高等因素影响，2013 年企业债券发行量下降明显。2014 年上半年，债券市场整体发行成本下降的同时，国家对基建和棚户区改造需求大幅增加，城投债发行规模同比增长较快；下半年，继 10 月初国务院 43 号文之后，中证登等监管机构频发文清理国内的城投债市场、加强企业债券的风险防范，申请发行企业债的相关审核条款更加严格，尤其随着中证登企业债券质押回购限制措施的出台，企业债券的流动性受到很大影响，发行量减少。2014 年上半年发行企业债券 369 期，下半年发行 206 期，下半年企业债发行量较上半年明显减少。

本年度，债券市场共发行可续期企业债券 2 期，发行规模共计 30 亿元。2014 年 11 月 18 日，首单项目收益债券“14 穗热电债”成功发行，发行规模 8 亿元，企业债券发行券种更加丰富。

表 1 企业债券发行基本情况表

| 项目        | 2010 年  | 2011 年  | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  | 2014 年增长率 (%) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|
| 发行期数 (期)  | 172     | 192     | 479     | 373     | 575     | 54.16         |
| 发行规模 (亿元) | 2821.20 | 2461.30 | 6484.50 | 4748.30 | 6898.50 | 45.28         |
| 发行家数 (家)  | 154     | 181     | 456     | 356     | 522     | 46.63         |

注：统计期以债券的起息日为准。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

### 三、企业债券发行规模分布

从发行规模来看，2014 年发行的企业债券的发行规模仍然主要集中在 5~20 亿元，其中 5~10 亿元区间内发行期数占比较上年有所增加，但平均单笔发行规模有所下降；10~20 亿元区间内发行期数占比较上年略有下降，但平均单笔发行规模有所上升。其他发行规模区间中，1~5 亿元的发行期数占比和平均单笔发行规模较上年均下降明显。

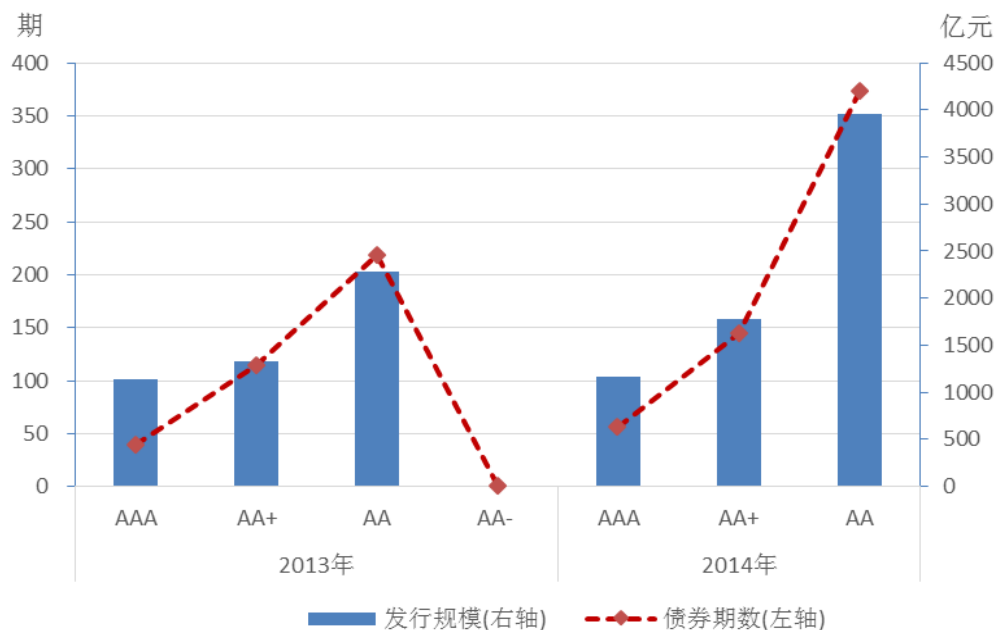
表 2 企业债券发行规模分布情况表

| 发行规模<br>(亿元) | 2013 年      |               |                | 2014 年      |               |                |
|--------------|-------------|---------------|----------------|-------------|---------------|----------------|
|              | 发行期数<br>(期) | 发行期数占比<br>(%) | 平均发行规模<br>(亿元) | 发行期数<br>(期) | 发行期数占比<br>(%) | 平均发行规模<br>(亿元) |
| 1~5 (含 5)    | 46          | 12.33         | 4.46           | 49          | 8.52          | 3.36           |
| 5~10 (含 10)  | 146         | 39.14         | 8.38           | 262         | 45.57         | 7.73           |
| 10~20 (含 20) | 157         | 42.10         | 14.89          | 232         | 40.35         | 15.14          |
| 20~30 (含 30) | 14          | 3.75          | 25.93          | 21          | 3.65          | 25.83          |
| 30~50 (含 50) | 5           | 1.34          | 45.00          | 10          | 1.74          | 41.30          |
| 50 以上        | 5           | 1.34          | 78.80          | 1           | 0.17          | 60.00          |

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

### 四、企业债券信用等级分布向 AA 级别集中的态势更加显著

从债项信用等级分布情况看，2014 年企业债券的信用等级分布在 AAA~AA 级之间，其中 AA 级企业债券的占比仍然最大，其发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比为 65.04%和 57.41%，占比较上年分别上升 9.34 和 6.60 个百分点，发行量的集中优势更加显著。2013 年发行了 1 期 AA-级企业债券，2014 年无 AA-级企业债券发行。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 企业债券信用等级分布情况

## 五、企业债券发行期限仍主要集中在 7 年期，新增 4 年期和 11 年期品种

从发行期限来看，2014 年发行的企业债券仍主要集中在 7 年期，其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 82.61%和 77.46%，占比较上年均明显上升，期限分布更加集中。同时，发行量占比较高的 6 年期企业债券在总发行期数和发行总额中的占比下降。2014 年企业债券新增加了 4 年期和 11 年期企业债券，企业债券的期限品种进一步丰富。

表 3 企业债券发行期限分布情况表

| 发行期限<br>(年) | 2013 年    |           |            |           | 2014 年    |           |            |           |
|-------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|
|             | 期数<br>(期) | 占比<br>(%) | 规模<br>(亿元) | 占比<br>(%) | 期数<br>(期) | 占比<br>(%) | 规模<br>(亿元) | 占比<br>(%) |
| 3           | 6         | 1.61      | 42.50      | 0.90      | 3         | 0.52      | 36.00      | 0.52      |
| 4           | -         | -         | -          | -         | 5         | 0.87      | 29.00      | 0.42      |
| 5           | 8         | 2.14      | 82.00      | 1.73      | 13        | 2.26      | 255.00     | 3.70      |
| 6           | 39        | 10.46     | 380.00     | 8.00      | 34        | 5.92      | 304.90     | 4.42      |

|    |     |       |         |       |     |       |         |       |
|----|-----|-------|---------|-------|-----|-------|---------|-------|
| 7  | 284 | 76.14 | 3372.80 | 71.03 | 475 | 82.61 | 5343.60 | 77.46 |
| 8  | 9   | 2.41  | 96.00   | 2.02  | 6   | 1.04  | 67.00   | 0.97  |
| 10 | 20  | 5.36  | 486.00  | 10.24 | 30  | 5.22  | 589.00  | 8.54  |
| 11 | -   | -     | -       | -     | 1   | 0.17  | 20.00   | 0.29  |
| 15 | 7   | 1.88  | 289.00  | 6.09  | 8   | 1.39  | 254.00  | 3.68  |

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

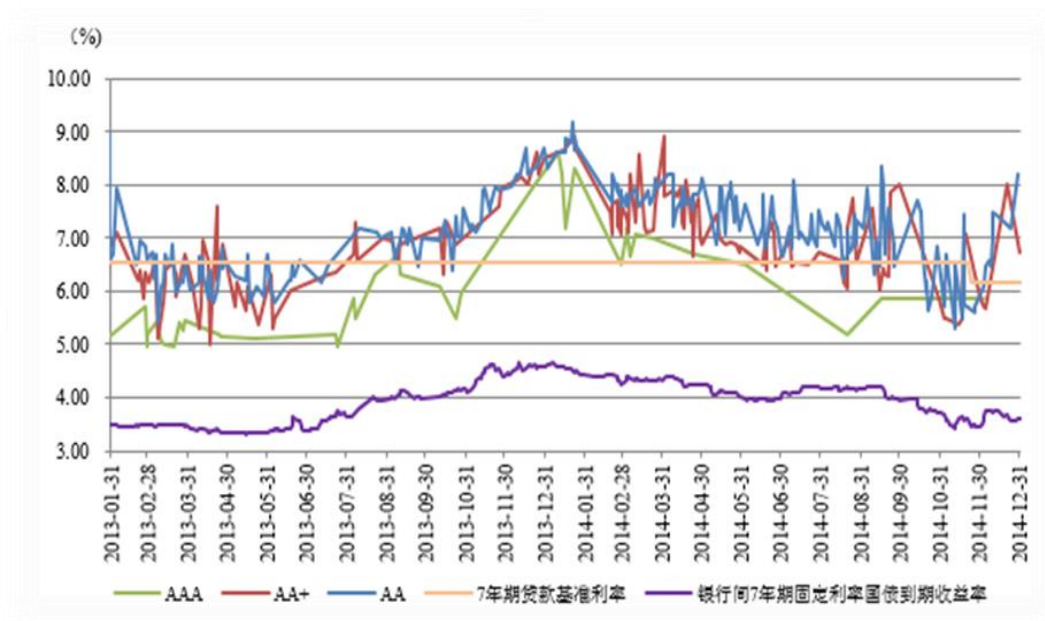
## 六、企业债券发行利率

2014 年发行的企业债券主要采用固定利率，只有 3 期企业债券采用浮动利率发行，其中 2 期为新推出的可续期债券。2014 年发行的企业债券中含有选择权的共有 65 期，在企业债券发行总期数中的占比为 11.30%，较上年同比有所上升。

将含选择权的债券期限按照选择权之前的期限重置后，2014 年发行数量最多的企业债券是发行期限为 7 年期的企业债券，共发行 445 期，发行利率区间为 5.85%~9.30%；5 年期的企业债券发行量次之，共发行 45 期，发行利率区间为 5.10%~9.00%；3 年期、6 年期和 10 年期的企业债券各发行 23 期，发行利率区间分别为 5.48%~8.50%，5.69%~8.78%，4.80%~8.99%。

图 2 以发行量最多的 7 年期企业债券为样本，统计出 7 年期企业债券的发行利率曲线。从图中可以看出，2013 年下半年以来企业债券发行利率持续上升的趋势在 2014 年年初开始改变，企业债券发行利率开始呈现波动下行态势，并于 2014 年第四季度达到低位后呈现回升态势，但仍低于年初的高位。整体上，2014 年 7 年期企业债券发行利率走势基本上与银行间 7 年期固定利率国债到期收益率走势一致。其中，AA+级和 AA 级企业债券的发行利率曲线存在重叠的现象依然较多，并且二者的发行利率全年基本上均高于 7 年期贷款基准利率（自本年年初起为 6.55%，11 月 22 日下调 0.40 个百分点至 6.15%）；AAA 级企业债券的发行利率第一季度高于 7 年期贷款基准利率，从第二季度开始持续走低，于第三季度达到低谷后略有回升，至第四季度基本平稳，下半年的发行利率始终低于 7 年期贷款基准利率。





资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 2 2013-2014 年 7 年期企业债券发行利率情况

## 七、企业债券发行主体所有制性质

从企业债券发行主体所有制性质来看，2014 年地方国有企业依然是发行企业债券的主力军，其所发行的企业债券的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 95.13%和 93.06%，较 2013 年均有所上升，企业类型集中度进一步上升。民营企业受市场环境、自身经营情况影响，发债量较上年下降。外商独资和中外合资企业的发行期数较上年有所增加，但基数仍然很小。

表 4 不同所有制性质企业的企业债券发行情况

| 企业性质   | 2013 年      |                |              |                | 2014 年      |                |              |                |
|--------|-------------|----------------|--------------|----------------|-------------|----------------|--------------|----------------|
|        | 发行期数<br>(期) | 发行期数<br>占比 (%) | 发行规模<br>(亿元) | 发行规模<br>占比 (%) | 发行期数<br>(期) | 发行期数<br>占比 (%) | 发行规模<br>(亿元) | 发行规模<br>占比 (%) |
| 中央国有企业 | 10          | 2.68           | 473.00       | 9.96           | 12          | 2.09           | 373.00       | 5.41           |
| 地方国有企业 | 345         | 92.49          | 4137.80      | 87.14          | 547         | 95.13          | 6419.80      | 93.06          |
| 民营企业   | 12          | 3.22           | 78.50        | 1.65           | 7           | 1.22           | 47.70        | 0.69           |
| 集体企业   | 1           | 0.27           | 6.00         | 0.13           | -           | -              | -            | -              |
| 外商独资企业 | 3           | 0.80           | 40.00        | 0.84           | 6           | 1.04           | 48.00        | 0.70           |
| 中外合资企业 | 2           | 0.54           | 13.00        | 0.27           | 3           | 0.52           | 10.00        | 0.14           |



|    |     |     |         |     |     |     |         |     |
|----|-----|-----|---------|-----|-----|-----|---------|-----|
| 总计 | 373 | 100 | 4748.30 | 100 | 575 | 100 | 6898.50 | 100 |
|----|-----|-----|---------|-----|-----|-----|---------|-----|

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

## 八、企业债券担保情况

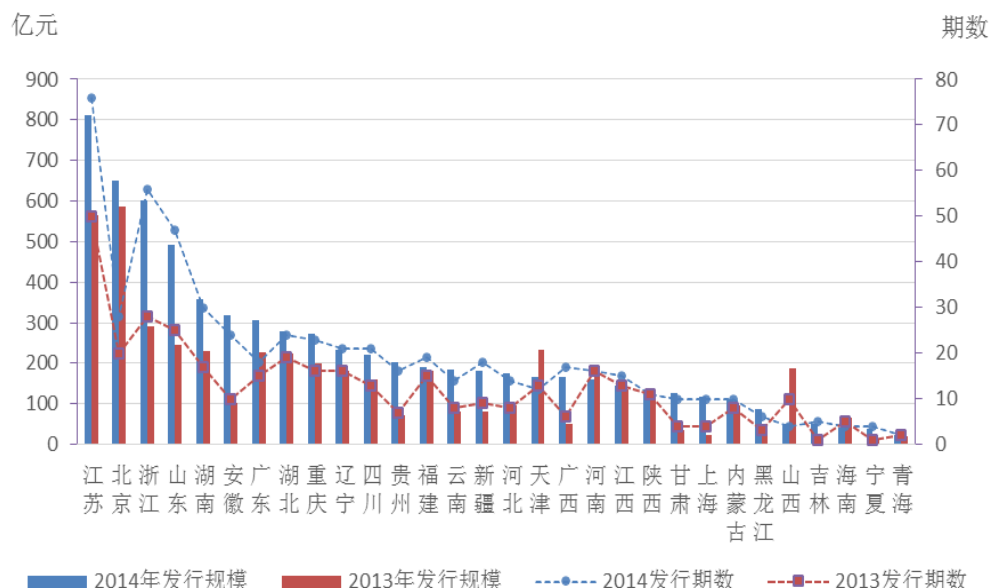
2014 年，有担保的企业债券发行期数共计 187 期，发行规模为 1801.80 亿元，分别占企业债券总发行期数和发行总额的 32.52%和 26.12%，占比较上年分别下降 3.20 个百分点和 2.97 个百分点。其中，有 110 期采用保证担保，有 77 期采用抵押担保，分别占有担保企业债券总发行期数的 58.82%和 41.18%。与 2013 年相比，采用保证担保方式增信的企业债券的占比略有下降。

在有担保的企业债券中，共有 171 期企业债券通过担保提升了信用等级，其中有 21 期通过担保增信获得 AAA 级债项级别，100 期获得 AA+级，50 期获得 AA 级。

以期限重置后的 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+的企业债券的发行利率高于同日发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的发行利率 47 个 BP，通过担保增信提升债项级别至 AA 的企业债券的发行利率高于同日发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的发行利率 62 个 BP，表明市场对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度不高。

## 九、企业债券发行主体地区分布情况

从企业债券的发行主体所在地区来看，2014 年，江苏省依靠地区经济活跃、企业数量较多并且集中等优势，共发行 76 期企业债券，发行规模达 810.50 亿元，占比分别为 13.22%和 11.75%，位列全国首位。发行规模排名 2~6 位的地区依次为北京、浙江、山东、湖南、安徽。与上年相比，除天津、河南、山西和海南四个地区的发行期数和发行规模均有不同程度的下滑外，其他各地区的发行期数和发行规模均有上升，其中浙江、安徽、贵州、新疆和广西五个地区企业债券的发行期数和发行规模上升尤为显著，增幅均超过 100%。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 3 2014 年企业债券发行主体地区分布情况

## 十、企业债券发行主体新增企业分析

2014 年，共有 311 家企业首次发行企业债券 337 期，占 2014 年总发行期数的 58.61%，合计发行规模 3779.50 亿元，占 2014 年发行总额的 54.79%。首次发行企业债券的企业家数占企业债券总发行家数的 59.58%，占比较上年下降了 14.86 个百分点，降幅较大。其中，新增发行人主体级别主要集中在 AA 级和 AA-级，占比分别为 69.45%和 18.97%；2014 年新增企业债券发行企业仍以地方国有企业为主。

## 十一、利差分析<sup>2</sup>

为了尽量保证利差检验前提条件的一致性，我们对含有选择权的企业债券的期限进行了调整，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“3+2”，则期限为 3 年）。调整后，我们以 2014 年发行期数最多的 7 年期企业债

<sup>2</sup> 本小节数据样本剔除 3 期采用浮动利率发行的企业债券，对剩余样本数共 572 期的企业债券进行利差检验分析。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。

券作为样本进行分析。通过表 5 我们可以看到，一是 7 年期企业债券的发行利率均值和利差均值与债项信用等级呈现反向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；二是 7 年期企业债券 AAA 级变异系数仍然最大，投资者可能对 AAA 级企业债券的信用风险认可度不统一。

通过对样本数量最多的 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 AAA 级和 AA+ 级企业债券的利差差异不显著外，其余各级别企业债券的利差差异均显著。

导致 AAA 级和 AA+ 级企业债券的利差差异不显著的原因主要有两个方面，一是受利差波动影响，二是受担保认可度不高影响。从图 4 和表 6 可以看到，2014 年上下半年企业债券利差波动较大，AAA 级企业债券大部分集中在上半年发行，其发行利率要高于下半年发行的 AA+ 级企业债券；有担保的 AAA 级和 AA+ 级企业债券利差基本要高于同一时间段内发行的同级别、无担保的企业债券利差，有担保的 AAA 级企业债券利差与 AA+ 级无担保的企业债券利差区分度不明显，表明市场可能对通过担保增信而提升债项评级的企业债券的认可度不高。

表 5 2014 年 7 年期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 |
| 7  | AAA    | 16    | 5.85~8.60 | 7.07 | 278.10 | NA     | 0.26 |
|    | AA+    | 116   | 5.38~8.90 | 7.15 | 297.88 | 19.78  | 0.22 |
|    | AA     | 312   | 4.99~9.30 | 7.43 | 327.85 | 29.97  | 0.19 |

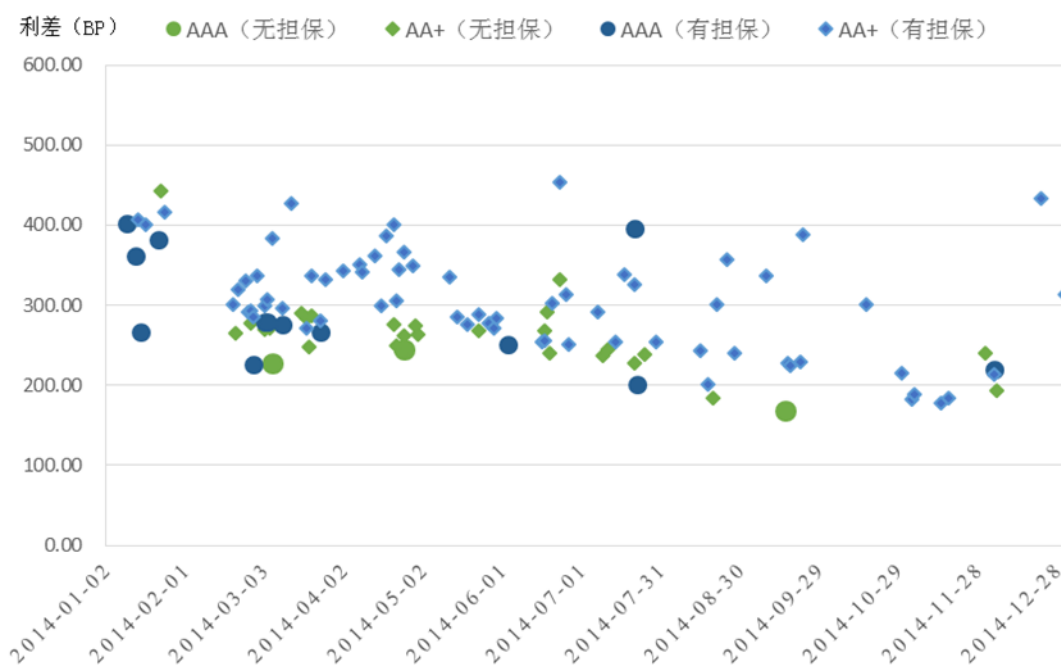
注：1. 本表仅列出发行期限为 7 年的企业债券，其他期限的企业债券由于样本量过小，故未列出；

2. 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年；

3. 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；

4. NA 表示不适用。

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 4 2014 年 7 年期 AAA 和 AA+ 级企业债券利差情况

从利差的变化情况来看，2014 年上半年，企业债券的利差均值较 2013 年上、下半年均有所上升，而下半年发行的企业债券利差均值出现较为明显的回落。由于 2014 年企业债发行主要集中在上半年，2014 年全年企业债利差均值较上年有所增大。从利差波动性来看，2014 年仅 AAA 级变异系数较上年有所下降，AA+ 级和 AA 级企业债券的变异系数较上年均有所扩大，波动水平加剧。

表 6 7 年期企业债券利差情况

| 债项级别 | 2013H1 利差  |          | 2013H2 利差  |          | 2014H1 利差  |          | 2014H2 利差  |          | 2013 年全年利差 |          | 2014 年全年利差 |          |
|------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|------------|----------|
|      | 均值<br>(BP) | 变异<br>系数 | 均值<br>(BP) | 变异<br>系数 | 均值<br>(BP) | 变异<br>系数 | 均值<br>(BP) | 变异<br>系数 | 均值<br>(BP) | 变异<br>系数 | 均值<br>(BP) | 变异<br>系数 |
| AAA  | 171.64     | 0.11     | 234.63     | 0.30     | 288.71     | 0.21     | 246.27     | 0.42     | 203.14     | 0.29     | 278.10     | 0.26     |
| AA+  | 283.68     | 0.13     | 307.34     | 0.15     | 313.32     | 0.17     | 263.17     | 0.27     | 294.16     | 0.15     | 297.88     | 0.22     |
| AA   | 299.40     | 0.09     | 323.42     | 0.12     | 351.94     | 0.13     | 282.99     | 0.23     | 310.22     | 0.11     | 327.85     | 0.19     |

## 十二、市场对评级机构信用等级认可度

从一定意义上来说，相同等级的企业债券，它所对应的利差均值越小，波动范围（标准差）越窄，市场对该信用等级的认可度越高，反之则认可度不高。从这一假说出发，以发行量最多的 7 年期企业债券作为样本，测算了大公、东方金诚、联合资信、鹏元、新世纪和中诚信六家评级机构评定的 7 年期企业债券信用等级的利差，结果如下：

表 7 2014 年各评级机构所评 7 年期企业债券利差情况

| 债项级别 | 评级机构 | 样本数（个） | 利差            |              |
|------|------|--------|---------------|--------------|
|      |      |        | 均值（BP）        | 标准差（BP）      |
| AAA  | 大公   | 2      | 246.11        | 28.38        |
|      | 东方金诚 | 3      | <b>310.04</b> | 81.34        |
|      | 鹏元   | 2      | <b>338.08</b> | 82.79        |
|      | 新世纪  | 5      | 275.16        | 92.75        |
|      | 中诚信  | 4      | 243.83        | 36.22        |
| AA+  | 大公   | 16     | 275.23        | 59.11        |
|      | 东方金诚 | 7      | <b>323.59</b> | 66.99        |
|      | 联合资信 | 11     | 292.97        | 75.13        |
|      | 鹏元   | 53     | <b>309.65</b> | 64.37        |
|      | 新世纪  | 13     | <b>267.41</b> | <b>40.63</b> |
|      | 中诚信  | 16     | 298.44        | 71.14        |
| AA   | 大公   | 40     | 311.46        | 53.50        |
|      | 东方金诚 | 26     | <b>353.16</b> | 53.06        |
|      | 联合资信 | 37     | 318.61        | 58.82        |
|      | 鹏元   | 142    | <b>346.70</b> | 60.51        |
|      | 新世纪  | 35     | 294.36        | 60.05        |
|      | 中诚信  | 36     | 297.84        | 62.07        |

注：2014 年 7 年期企业债券共有 4 只双评级债券，如“14 长寿经开债”为鹏元和联合进行评级的双评级债券，鹏元和联合分别统计一次。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

按各家机构对样本量较多的 AA+级和 AA 级企业债券的评级情况分析，仅新世纪所评的 AA+级企业债券的利差均值和利差波动最小，其余各评级机构所评的企业债券均值和标准差的表现不一，市场对评级结果认可度不一致。

### 十三、2015 年企业债券市场展望

从宏观经济基本面看，12 月举行的中央经济工作会议明确，2015 年经济将步入“新常态”，2015 年 GDP 增长目标预计为 7%左右，较上年有所下调，CPI 将维持低位，经济工作的主要任务是实现稳增长和调结构的均衡发展，地方投资总额或将超过 15 万亿元。预计 2015 年整体经济走势将保持平稳增长。2015 年，国家将延续稳健的货币政策和积极的财政政策的总基调，但将通过“微刺激”、“定向宽松”等预调微调手段，强化对实体经济的支持，深化结构性改革，优化经济结构。2015 年较大规模的基建投资计划、稳中有松的货币政策和较低的通胀水平将有利于促进债券的发行。

从市场资金面看，2014 年 12 月，央行正式下发《关于存款口径调整后存款准备金政策和利率管理政策有关事项的通知》，规定将原属于同业存款项下的存款纳入各项存款范围、同业存款暂不缴存款准备金，释放宽松信号。2015 年 2 月，央行宣布自 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并决定自 3 月 1 日起下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点。上述央行举措均有利于市场流动性的释放和资金面的稳定，起到降低融资成本的作用。在经济下行压力仍然存在的情况下，预计 2015 年央行仍将继续灵活运用各种货币政策工具组合调节市场资金面，再次降准、降息的可能性仍然存在，银行间市场的流动性也将延续宽松的态势，亦将利好企业债券的发行。

从债券市场环境看，“国九条”和“金十条”的颁布在一定程度上缓解了融资难和融资成本高的问题，国家将降低融资成本定为主要目标，在稳中有松的货币政策和相对宽松的资金面的背景下，预计 2015 年债券发行成本仍将维持在较低水平。《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》的发布，支持重点项目通过企业债券、项目收益债券、公司债券、中期票据等方式筹措资金，预计 2015 年新型债券品种仍将继续丰富，总体上 2015 年债券发行仍将呈现稳定增长态势。

企业债券市场环境方面，《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》、《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》和《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》的出台，使得 2015 年企业债发行监管仍将趋于严格，地方政府融资平台的政府性融资职能将逐渐被剥离，城投债发行审核条件收紧，城投债发行规模将受到限制，作为城投债主要券种的企业债券的发行将受到较大影响。虽然国家鼓励发行项目收益债等创新型替代产品，但成熟替代效应的形成需要较长的过渡期。同时，银行间市场交易商协会对城投类企业发债条件的放宽和“融十条”公司债券主体的扩容，也将对企业债券的发行形成一定分流影响。此外，随着债券市场日渐成熟、监管层逐步推动市场风险暴露，在经济下行压力下产能过剩日益加剧、部分行业风险聚积，预计 2015 年债券市场发生信用风险事件将有所增加，或将加剧企业债发行的信用分化。

总的来看，2015 年平稳的宏观经济环境、稳中有松的货币政策和宽松的资金面都有利于债券的发行，企业债券的发行具备良好的外部环境。但企业债券监管条件日趋严格、城投债发行受到抑制，预计 2015 年企业债券的发行量将大致与 2014 年持平或有所下降。企业债券发行利率将延续 2014 年呈现下降的趋势，各级别尤其是 AA+级和 AA 级企业债券的利差水平或将继续扩大。