

2015-2-26

2014 年度中期票据市场及利差研究报告

联合资信评估有限公司 常茜菲 余雷 李丹



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

2014 年度中期票据市场及利差研究报告

联合资信评估有限公司 常茜菲 余雷 李丹

一、中票¹发行市场环境

1. 经济下行压力加大，但总体运行平稳

2014 年度（以下简称“本年度”），我国经济处在结构调整、转型升级的关键阶段，经济发展面临一定的下行压力，国家通过出台一系列的微刺激措施来确保经济增速的稳定。本年度，全年国民生产总值同比增长 7.4%，虽增速较上年有所回落，但主要经济指标均处于合理区间内。在经济增速稳中缓降的同时，我国的经济结构也有所优化，主要体现在就业状况良好、居民收入和消费稳定增长、服务业增长较快等方面。

2. 央行运用多种货币政策工具，市场流动性较好，融资成本有所下降

本年度，央行继续实行稳健的货币政策，银行间市场资金面较为充足。除了在公开市场开展正回购外，央行还实施了两次定向降准和一次不对称降息，四次下调了正回购利率，同时通过SLF（常设借贷便利）、SLO（短期流动性调节工具）、MLF（中期借贷便利）等新型结构性货币工具适时调节市场资金面。本年度，各期限的银行间固定利率国债到期收益率均呈波动下降趋势且较年初下降明显，截至2014年底，中长期关键期限国债如5年期、10年期国债收益率较年初分别下降99个BP和98个BP至3.51%和3.62%；但本年度各期限国债收益率均值均仍略高于上年平均水平。

3. 各类债券发行规模增幅较大，中票发行主体条件有所放宽，可续期中票迎来快速发展

受融资成本下降的影响，本年度，我国债券市场上各品种债券的发行总量超过

¹ 即中期票据（不包含集合票据），以下同。

10万亿元，各品种债券的发行规模较上年均增幅较大。本年度银行间债券市场主要债券品种短期融资券（含超短期融资券）、中票和企业债的发行规模同比分别增加35.67%、38.87%和45.28%。

本年度，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）对中票发行主体要求有所放宽，促进了中票的发行。2014年3月，交易商协会取消了有关中票发行主体的地方政府融资平台行政级别的限制（以前为省级及以上），只要企业以及地方政府符合相关条件即可发行中票。2014年9月，交易商协会放开了主体评级为AA级及以上上市房企的中票融资限制，中票的发行主体条件得到进一步放宽。

本年度，银行间债券市场共发行永续期中票29期（上年仅发行1期），发行规模共计736.00亿元。永续期中票具有混合资本证券属性，在降低企业资产负债率的同时还有可能增加股东权益；对于投资者来讲，永续期中票同样具有吸引力，一是目前其发行主体信用质量较好，二是永续期中票还有一定的收益优势。供给的增加和需求的释放使永续期中票步入快速发展阶段。

5. 信用风险事件多发，部分行业信用风险开始暴露

本年度，中小企业信用风险不断暴露，我国债券市场发生了多起信用违约事件。2014年3月4日，上海超日太阳能科技股份有限公司无法按时支付2011年公司债券利息，“11超日债”成为国内公募债券市场上首例实质违约事件；随后，“13华珠债”、“12津天联”、“12金泰债”等多只中小企业私募债也出现了违约。此外，钢铁、煤炭、有色金属等传统行业受需求下滑、大宗商品价格下跌双重负面因素的影响，产能过剩严重，信用风险持续累积。在此情形下，投资者的风险防范意识有所提高，在一定程度上抑制了低等级中票的发行。

二、中票发行主体家数、发行期数与发行规模

本年度，有 551 家发行人共发行中票 711 期，发行规模共计 9368.40 亿元。中票发行期数、发行规模和发行家数较 2013 年均大幅增加，增幅均在 33%以上。除

受到 2013 年同比基数较小的影响外，本年度中票发行量同比大幅增长主要是因为监管部门对发行主体的限制有所放开以及融资成本的下降。

本年年初开始，受到融资成本下行以及监管机构放开城投类企业行政级别限制的影响，中票的发行期数、发行规模和发行家数在上半年环比大幅增长，增幅均超过 70%，中票的发行量基本恢复到 2013 年上半年水平；下半年，中票的发行情况保持了上半年的增长势头，但环比增幅有所下降，发行期数和发行规模分别环比增幅 11.61%和 19.47%，中票的发行增长进入常态化。

从近五年的发行情况看，除 2013 年受到债市整顿的影响，其余年度中票的发行期数和发行规模均增长较快，且发行家数也不断扩大，中票已经成为企业直接融资的重要渠道。

表 1 2010~2014 年度中票发行基本情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年增长率 (%)
发行期数(期)	221	407	562	508	711	39.96
发行规模(亿元)	4814.00	7079.70	8123.30	6746.20	9368.40	38.87
发行家数(家)	167	314	447	413	551	33.41

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

三、集合票据

本年度共发行了 3 期中小企业集合票据，发行规模为 4.30 亿元。集合票据的发行期数和发行规模与上年（31 期，66.39 亿元）相比大幅减少，主要是由于 2013 年下半年以来中小企业发生了多起信用风险事件使得集合票据的发行成本有所提高，市场对集合票据的需求也有所降低。

从担保方式看，本年度发行的 3 期集合票据均采用保证担保的方式发行，其中 2 期集合票据为中债信用增进投资股份有限公司（AAA 级）担保，债项级别由 BBB 提升到 AAA；另外 1 期集合票据为中关村科技融资担保有限公司（AA 级）担保，债项级别由 BBB+提升到 AA。从发行利率看，2 期债项级别为 AAA 级的集合票据，其发行利率较同一时间段内无担保的 AAA 级中票的发行利率高出 150 个

BP 以上²；另外 1 期债项级别为 AA 级的集合票据，其发行利率也较同一时间段内无担保的 AA 级中票的发行利率高出 89 个 BP。市场对中小企业的信用风险仍然保持警惕，中小企业融资成本依旧较高。

四、中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看，本年度中票的发行期数仍然呈现出随着发行规模的增大而减少的走势，发行规模为 0~10 亿元的中票发行期数在总发行期数中的占比仍然最高，其他发行规模中票的发行期数在总发行期数中的占比均略有上升。

表 2 2013~2014 年中票发行规模分布情况表

发行规模 (亿元)	2013 年			2014 年		
	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	平均发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	平均发行规模 (亿元)
0~5 (含 5)	190	37.40	3.90	250	35.16	3.86
5~10 (含 10)	164	32.28	8.19	238	33.47	8.74
10~20 (含 20)	88	17.32	16.34	118	16.60	16.64
20~50 (含 50)	56	11.02	36.33	95	13.36	35.00
50~100 (含 100)	7	1.38	84.29	9	1.27	92.56
100 以上	3	0.59	200.00	1	0.14	200.00

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

五、中票发行期限

本年度中票的发行期限仍集中于 3 年期和 5 年期，两者发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比均超过 70%，但占比较上年有所下降。

特殊期限中票的发行期数和发行规模占比在本年度均有较大增长，一方面是永续期中票在本年内大量发行，全年共发行永续期中票 29 期（上年为 1 期），且都具有发行人赎回选择权条款，其中“5+N 年”期限的中票发行最多，在全年发行的永续期中票中的占比为 79.31%；另一方面是具有投资人回售选择权条款的中票发行期数和发行规模进一步扩大，本年共发行 50 期（上年为 13 期），其中“3+2 年”和“5+2 年”期限的中票发行期数仍然较多，本年分别发行 17 期和 15 期。

² 通过计算经担保提升债项等级的集合票据与在其起息日前后五个工作日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保中票的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

表 3 2013~2014 年中票发行期限分布情况表

发行期限 (年)	2013 年				2014 年			
	发行期数 (期)	发行期数 占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模 占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数 占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模 占比 (%)
2	4	0.79	18.00	0.27	6	0.84	41.20	0.44
3	195	38.39	1989.30	29.49	220	30.94	2334.90	24.92
4	1	0.20	19.00	0.28	-	-	-	-
5	261	51.37	3360.70	49.81	348	48.96	4608.80	49.20
6	1	0.20	200.00	2.96	-	-	-	-
7	19	3.74	607.00	9.00	38	5.34	704.50	7.52
10	5	0.98	209.00	3.10	11	1.55	208.70	2.23
15	5	0.98	120.00	1.78	4	0.56	105.00	1.12
特殊期限	17	3.35	223.20	3.31	84	11.81	1365.30	14.57

注：“特殊期限”中票包括可续期中票、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。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

六、中票发行主体企业性质

本年度，中票的发行企业仍以国有企业为主，其所发中票期数与规模占中票发行总期数与总规模比例进一步提升；而其他性质的企业所发中票的期数与规模占比均有所下降。可以看出，本年度国有企业中票发行优势进一步明显。

表 4 2013~2014 年中票发行主体企业性质分布情况表

企业性质	2013 年				2014 年			
	发行期数 (期)	发行期数 占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模 占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数 占比 (%)	发行规模 (亿元)	发行规模 占比 (%)
国有企业	398	78.35	5964.40	88.41	611	85.94	8603.70	91.82
民营企业	64	12.60	453.20	6.72	69	9.70	427.80	4.57
外商独资企业	19	3.74	163.60	2.43	9	1.27	75.50	0.81
中外合资企业	13	2.56	88.50	1.31	11	1.55	90.50	0.97
集体企业	9	1.77	52.00	0.77	6	0.84	39.90	0.43
其他类企业	5	0.98	24.50	0.36	5	0.70	131.00	1.40

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

七、中票担保情况

本年度，共有 27 期具有担保条款的中票发行，发行总额为 167.30 亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的 3.80%和 1.79%，占比较上年有所上升。其中，共

有 25 期中票通过保证担保的方式使得债项信用等级高于发行人的主体级别，通过担保增信获得 AAA 级和 AA+级债项级别的中票分别为 21 期和 4 期，担保人主要为发行企业的母公司或者第三方担保公司，其主体信用等级均较高（除 2 家为 AA+级外，其余均为 AAA 级）。中票采用担保方式发行对债项等级的提升优势明显。

以担保后债项级别为 AAA 级的中票为样本进行计算发现，采用担保方式发行的 3 年期中票的利率要比同一时间段内发行、具有同债项等级且无担保中票的平均发行利率高出 15 个 BP，而 5 年期要高出 12 个 BP³。

八、中票承销情况⁴

本年度，共有 31 家主承销商参与承销中票，承销商数量较上年新增 4 家。发行方式除 2 期采用代销之外，其余全部采用余额包销（上年均为余额包销）。本年度共有 383 期中票采用了联合主承销商的方式发行，联合承销的中票发行期数在总发行期数中的占比为 53.87%，该比例较上年上升约 9 个百分点。

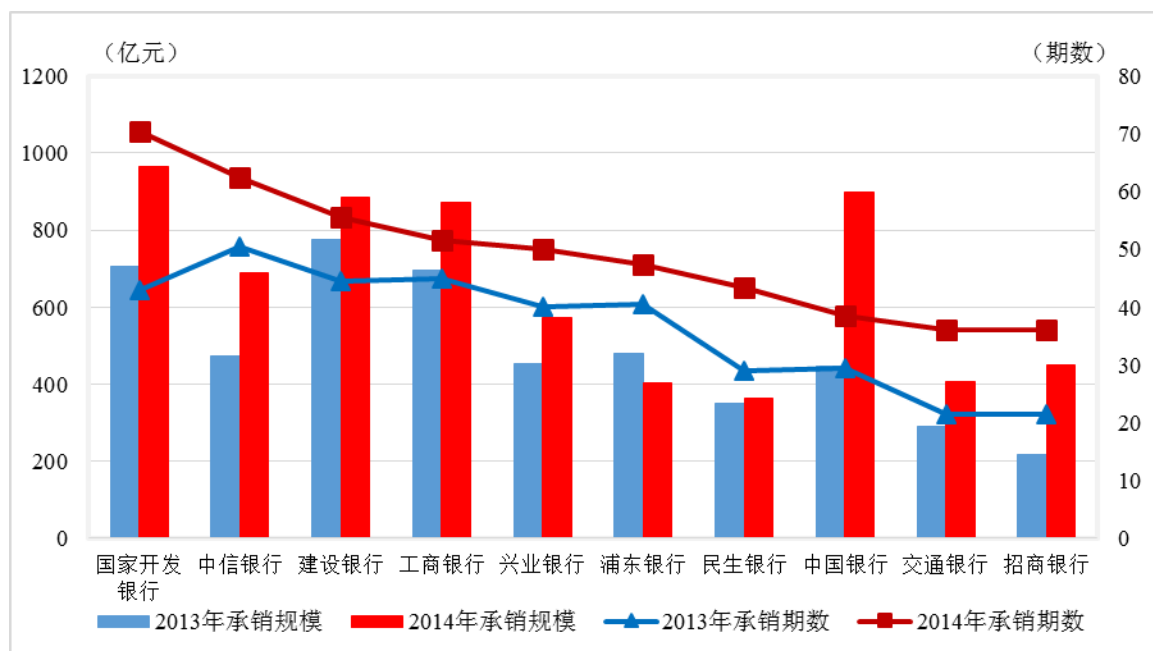
按承销期数统计，本年度国家开发银行以承销 70.5 期位居首位，中信银行、建设银行、工商银行和兴业银行分别位列第二至第五位。与上年相比，本年度兴业银行替代了浦发银行进入前五名。本年度前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 40.79%，该比例较上年下降 3 个百分点。

按承销规模统计，本年度国家开发银行以承销 966.15 亿元位居市场首位，中国银行、建设银行、工商银行和中信银行位列第二至第五位。与上年相比，本年度中国银行和中信银行替代了浦发银行和农业银行进入前五名。本年度排名前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的 46.03%，该比例较 2013 年略有下降。

总体看，本年度国家开发银行在中票承销期数及规模上优势明显，国有商业银行在承销期数和承销规模上仍然保持优势，排名前五位承销商的承销期数和承销规模在本年度总承销期数和总承销规模中的占比均有所下降，市场集中度有所下降，格局趋向均衡发展。

³ 计算方法与集合票据相同（注释 2）。

⁴ 对于此节所统计的联合承销中票，每个承销商承销的中票期数和规模的权重均为 50%。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 2014 年中票市场承销期数前十位主承销商承销情况

九、中票发行新增企业

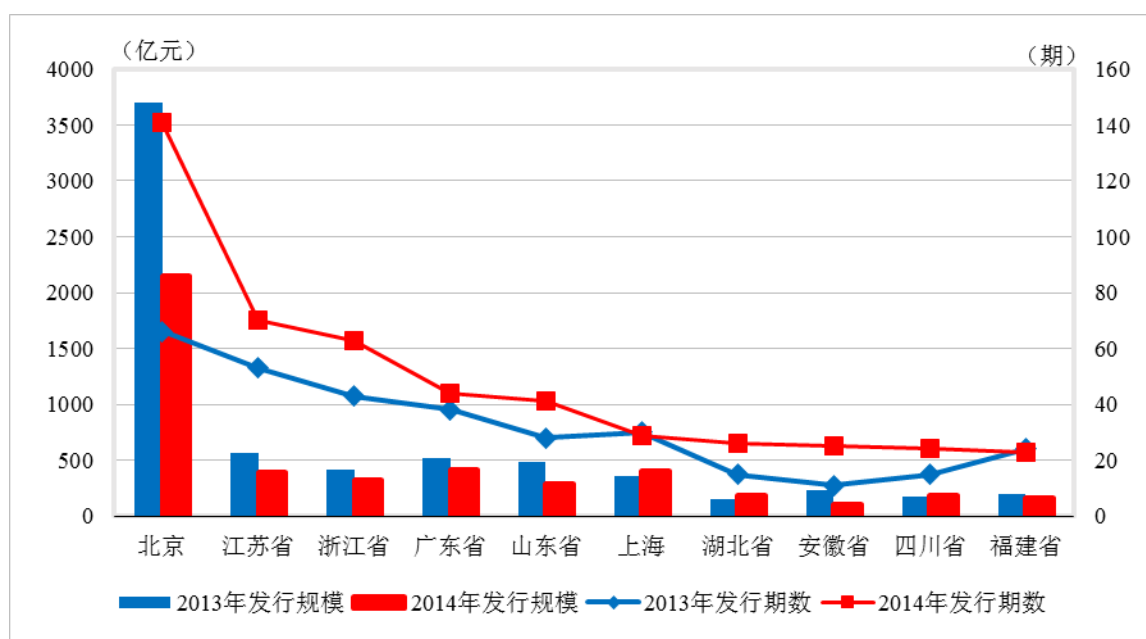
本年度，共有 258 家企业首次发行中票 319 期，合计发行规模为 2681.30 亿元，分别占发行中票企业数、总发行期数和总发行规模的 46.82%、44.87% 和 28.62%，与上年相比均略有下降（上年分别为 47.46%、46.85% 和 30.77%）。

新增企业主要分布于建筑与工程、房地产管理与开发、交通基础设施行业；企业性质方面，仍以地方国有企业为主，该类企业在新增主体中的比例为 69.38%，其次为民营企业，占比为 13.18%；新增中票发行主体的信用等级集中在 AA 级和 AA+ 级，分别占新增主体数量的 58.14% 和 21.71%。

十、中票发行主体地区分布

从中票发行主体的所在地区来看，受益于大型国有企业集中的优势，本年度北京地区的企业所发中票在发行期数（141 期）和发行规模（3694.60 亿元）上仍位列全国首位；江苏、浙江、广东、山东和上海地区经济活跃度高，本年度所发中票期数和规模均仍位列 2~6 位，但排名较上年略有变化。

从前十位中票发行期数的地区分布来看，与上年相比，除福建省和上海市外，其余发行期数排名前十位的地区企业中票发行期数均有所增加。其中安徽省和北京市企业中票发行期数增幅最大，增幅均超过 110.00%；而北京市企业的中票发行优势进一步明显，主要原因是该地区国有企业中票发行期数同比出现大幅增长（本年度达到 132 期，上年为 60 期）。从前十位中票发行规模的地区分布来看，与上年相比，除湖北省、上海市和四川省外，其余发行规模排名前十位的地区企业中票发行规模均有所增加，其中安徽省企业中票发行规模增幅超过 100.00%，北京市和山东省企业中票发行规模增幅均超过 50.00%。

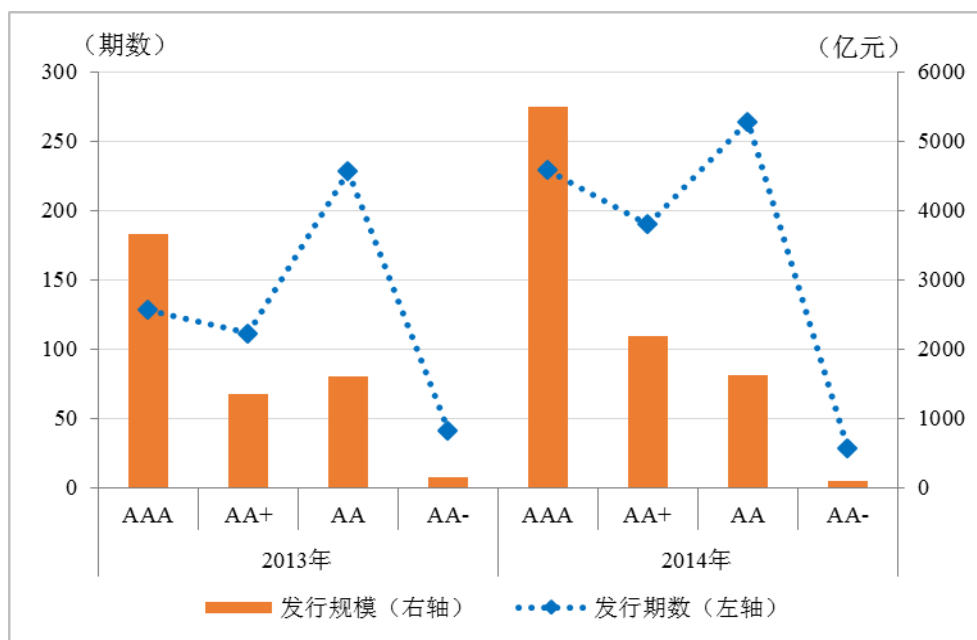


资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 2 2014 年中票发行期数前十位主体地区分布情况

十一、中票债项信用等级分布

从债项信用等级看，本年度发行的中票的债项信用等级仍然较高，介于 AA-级至 AAA 级之间。按发行期数统计，本年度发行的中票仍以 AAA 级至 AA 级的债项为主，占总发行期数的 96.06%，占比较上年略有增加，但 AA 级及以上中票级别分布较上年更加均衡。按发行规模统计，本年度 AAA 级中票的发行规模仍远高于其他级别中票的发行规模，占总发行规模的比为 58.54%；其次为 AA+级，占比为 23.23%；AAA 级和 AA+级中票的发行规模占比较上年亦有所增加。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2013~2014 年中票债项信用等级分布情况

十二、中票发行利率

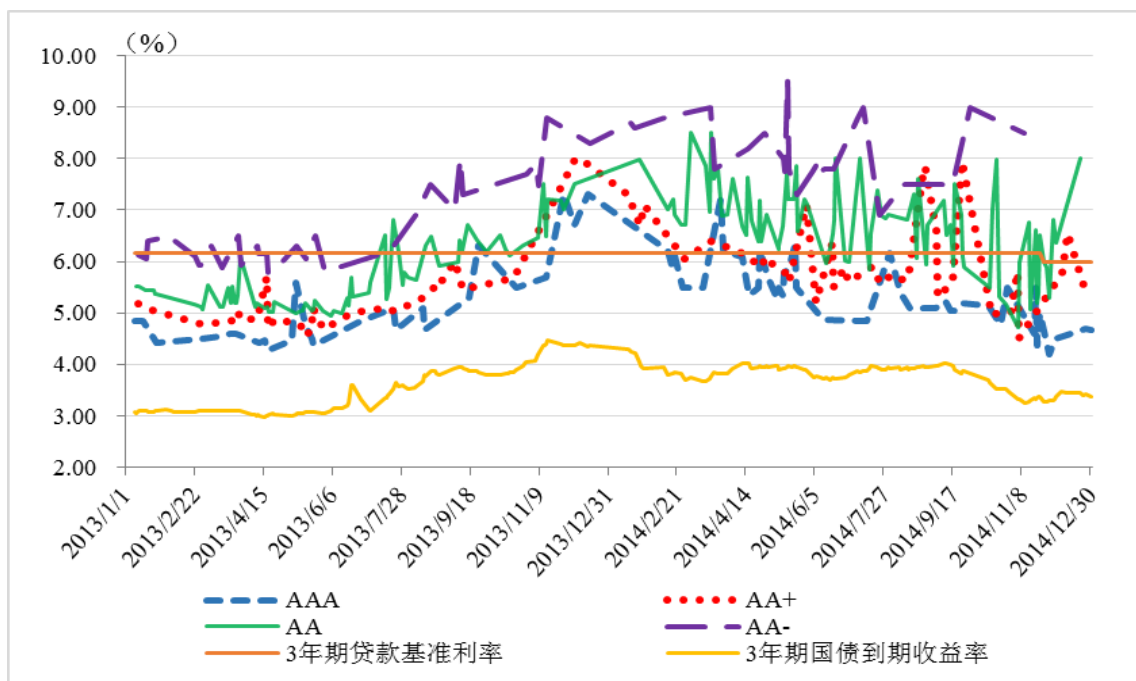
本年度发行的 711 期中票中，有 664 期采用固定利率发行，46 期采用累进利率发行，1 期采用浮动利率发行。采用固定利率发行的中票期数占本期中票总发行期数的 93.39%。本年度发行的中票共有 84 期含选择权（其中可续期中票 29 期），占中票发行总期数的 11.81%。

剔除浮动利率中票 1 期，可续期中票 29 期，含有提还款条款的中票 5 期以及含有调整票面利率条款但不含选择权的累进利率中票 1 期，将含选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，本年度 3 年期和 5 年期中票的发行期数最多，分别为 236 期和 369 期，在分析中票发行利率时主要针对这两种期限的中票进行分析。

从图 4、图 5 可以看出，3 年期和 5 年期中票的平均发行利率走势与同期限的银行间固定利率国债到期收益率走势大致相同，自本年年初起均改变了 2013 年下半年以来持续上升的趋势，由年初高位开始波动下行，并在 9 月中旬至 11 月进一步回落至年内最低水平，其主要得益于央行在 2014 年下半年多次下调正回购利率以及在 9 月、10 月两次通过 MLF 向市场注入流动性，但 12 月市场流动性出现紧

张，国债收益率和中票平均发行利率均有所回升。2014 年底，3 年期中票的平均发行利率同上年年初基本持平，5 年期中票的发行利率略低于上年年初水平。

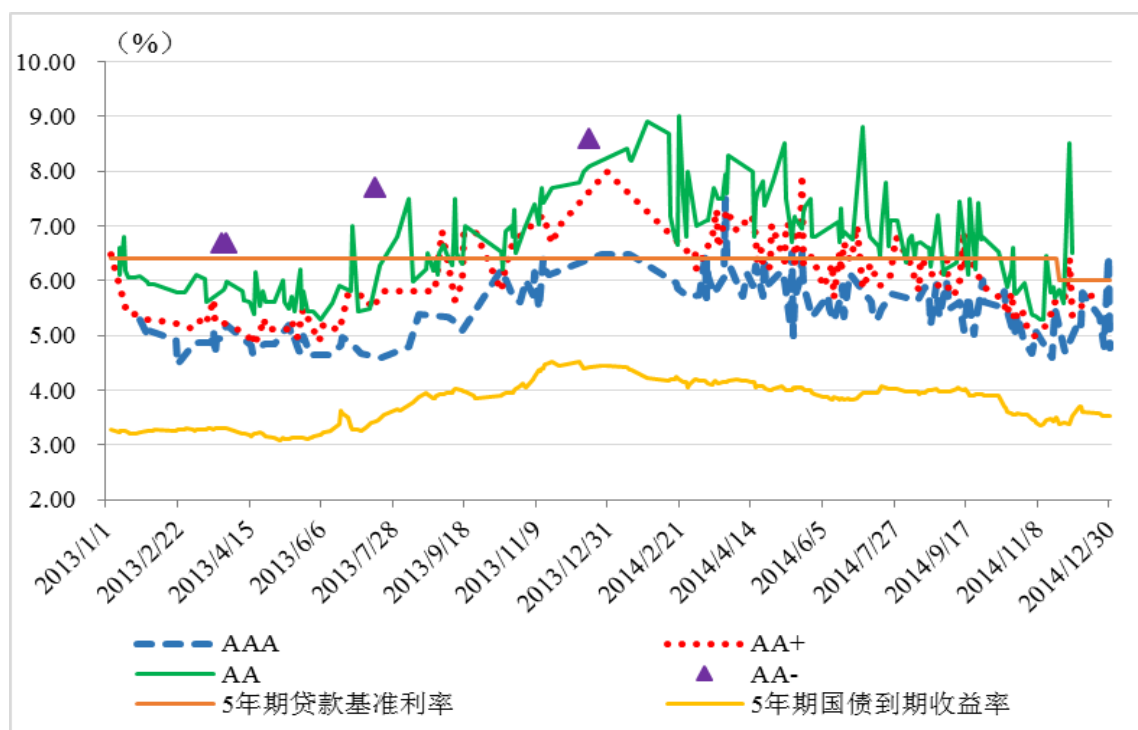
从各级别中票发行利率的区分情况看，不同信用等级中票的发行利率有较明显的区分，即对于相同期限的中票，其信用等级越高，发行利率越低。从各级别中票发行利率的走势看，除 AA-级中票外，其余各级别的 3 年期和 5 年期中票的发行利率从本年初开始均呈现波动下行的趋势。其中，AAA 级和 AA+级中票（含 3 年期和 5 年期中票）的发行利率分别于本年 3 月和 6 月降至同期贷款基准利率⁵之下；AA 级中票（含 3 年期和 5 年期中票）的发行利率于本年 10 月降至同期贷款基准利率附近，此后一直围绕同期贷款基准利率浮动；而 AA-级的 3 年期中票的发行利率在本年度一直处较高水平并围绕着年初的利率水平（约 8.50%）进行波动。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2013~2014 年 3 年期不同信用等级中票发行利率情况图

⁵ 3 年期和 5 年期银行贷款基准利率于 2014 年 11 月 22 日分别由 6.15%和 6.40%下调至 6.00%。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2013~2014 年 5 年期不同信用等级中票发行利率情况图

十三、利差⁶分析

在进行利差分析时，我们剔除了可续期中票、浮动利率中票、含有提前还款条款的中票以及含调整票面利率条款但无选择权的累进利率中票，将含有选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，本年度发行的中票的期限主要为 3 年期、5 年期和 7 年期，分别为 236 期、369 期和 44 期，以下将以这 649 期中票为样本进行分析。

从表 5 可以看出，2014 年发行的中票的信用等级、发行期限和发行利率、利差的关系主要体现在以下方面：一是相同期限的中票的信用等级与发行利率均值、利差均值呈反向关系，即信用等级越高，发行利率和利差均值越低；二是除 7 年期 AA 级中票样本较少外，相同信用等级中票的发行期限与发行利率均值、利差均值呈正向关系，即发行期限越长，发行利率均值和利差均值也越高；三是 3 年期和 5 年期中票各级别的级差均随着信用等级的降低而增加，说明投资者对信用等级较

⁶ 中票利差为中票发行利率与其起息日对应期限的银行间固定利率国债到期收益率的差。

低、期限较长中票的风险溢价要求较高；四是 3 年期 AAA 级和 AA+ 级中票利差的变异系数相对较高，波动性相对较大，可能是由于市场对通过担保增信获得较高信用等级中票的认可度不强所致。

为了研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性，我们分别对样本数量较多的 3 年期和 5 年期不同信用等级中票的发行利差进行了显著性检验⁷。检验结果显示，在 95% 的置信水平下，3 年期和 5 年期不同信用等级中票的发行利差均存在显著性差异，且均具有相当高的置信水平，体现了中票信用等级较好的风险区分功能。

表 5 2014 年各级别中票对应的利差情况

期限	债项信用等级	样本(个)	利率(%)		利差(基点)		
			区间	均值	均值	级差	变异系数
3	AAA	45	4.20~7.20	5.37	160.79	N/A	33.83
	AA+	51	4.50~7.95	5.93	214.95	54.16	33.92
	AA	114	4.72~9.00	6.72	294.51	79.56	27.80
	AA-	26	6.90~6.95	8.17	430.71	136.20	15.76
5	AAA	115	4.59~7.50	5.65	173.45	N/A	24.38
	AA+	119	4.90~9.00	6.22	234.17	60.72	24.06
	AA	135	5.20~9.50	6.95	301.39	67.23	24.48
7	AAA	31	4.55~6.70	5.77	177.42	N/A	22.48
	AA+	10	5.37~8.50	6.84	283.08	105.66	25.52
	AA	3	6.80~7.60	7.17	295.11	12.03	12.92

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 1 个子级的发行利差均值；

2. N/A 表示不适用；

3. 变异系数为标准差与均值的比。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

利差变化方面，本年度除 3 年期 AAA 级中票利差变化不大外，其余 3 年期和 5 年期各级别中票的利差较上年均有不同程度的扩大；其中 3 年期 AA- 级中票的利差较上年增幅最大，同比上升了 107 个 BP。可以看出，本年度投资者对中票的风险溢价，尤其是低等级中票的风险溢价，较上年有更高的要求。利差波动方面，本年度 3 年期和 5 年期各级别中票利差的变异系数较上年有所增加，波动水平加大。

⁷ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。

表 6 2013~2014 年中票利差变化情况

债项 级别	3 年期中票（基点）				5 年期中票（基点）			
	利差均值		变异系数		利差均值		变异系数	
	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年	2013 年	2014 年
AAA	160.42	160.79	30.06	33.83	160.25	173.45	16.00	24.38
AA+	188.28	214.95	27.22	33.92	212.86	234.17	18.20	24.06
AA	223.73	294.51	14.44	27.80	270.39	301.39	14.77	24.48
AA-	323.66	430.71	13.04	15.76	381.03	-	12.49	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十四、2015 年中票市场展望

从宏观基本面看，2015 年，受原材料价格低迷、房地产周期性和阶段性调整、部分行业产能过剩等因素影响，经济下行的压力仍然存在，而消费的增长将对经济形成较有力的支撑，预计 2015 年 CPI 将保持在低位，经济增速将继续回落但总体稳定。2014 年 12 月举行的中央经济工作会议也指出，2015 年我国要保持宏观政策连续性和稳定性，继续实施积极的、有力度的财政政策和稳健的、松紧适度的货币政策。因此 2015 年，我国基础设施建设投资力度将继续加大，货币政策也将适度宽松。总体来看，2015 年我国宏观基本面尚可，较低的 CPI、积极的财政政策和适度宽松的货币政策对债券市场的发展都是有利的。

从市场资金面看，2014 年 12 月 27 日，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。2015 年 2 月 4 日，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。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，亦利于中票的发行。但考虑到近期世界各国央行陆续降息加速了美元的回流，在外资不稳定的情况下短期的资金面波动仍可能发生。

从债券市场环境看，《关于加强地方政府性债务管理的意见》和《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》出台后，在地方政府融资平台的政府性融资职能的剥离以及地方政府融资方式规范的情况下，未来城投类企业的中票发行将受到

影响。此外，交易所债券市场的扩容将与银行间债券市场产生一定的竞争关系，也可能影响到中票的发行。需求方面，2014 年 11 月 3 日，交易商协会发布公告，允许符合标准的非金融机构合格投资人进入银行间债券市场交易业务，乙类和丙类账户得以重返银行间债券市场，债市参与主体得到扩容，中票的发行量也将因二级市场需求的增加而增加。债券市场的信用风险方面，2014 年以来我国债券市场信用风险事件频现，发生信用风险事件的债券发行主体已从民营企业波及至国有企业。在经济下行压力加大、下个别行业景气度较低的情况下，2015 年债市的风险暴露将更为频繁，发生信用风险事件的债券发行主体可能涉及部分民营企业、产能过剩行业企业和未纳入政府债务的城投债发行主体，投资者也将继续对低信用等级债券发行人保持较高警惕从而抑制这类企业发行中票。

利差方面，预计中票的发行利率将稳中有降，各级别中票，尤其是 AAA 级中票的利差水平将有所缩小；而随着银行间债券市场参与主体的扩容，部分投资者的风险偏好会相对较高，这也有利于中票利差的收窄。但低信用等级中票的利差将会因信用风险事件的发生而扩大。

整体来看，在积极财政和稳健货币政策的作用下，预计 2015 年中票市场将继续保持稳定发展的态势。为解决中小企业融资难的问题，我们认为监管层应出台更多扩容政策以使更多的中小企业进入中票市场，只要能建立合理的风险收益平衡关系，正确认识风险和建立完善的风险处置机制，中票市场必然能够更加健康、快速发展。