

2015-8-6

2015 年上半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 聂逆 王柠 张婷婷



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

2015 年上半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 聂逆 王柠 张婷婷

一、企业债券发行市场环境¹

2014 年底《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（43 号文）的出台一度让发改委审批的城投类企业债券受到限制，与此同时银行间市场不断推出创新债务融资工具，对城投企业发债门槛也有所放松，证监会主管的公司债券也大举扩容，企业债券面临改革转型。为更好地发挥企业债券支持实体经济发展的作用，2015 年上半年发改委频频发文放宽企业债券的发行门槛，大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券等创新融资产品，同时加强企业债券发行管理和风险管控，有利于企业债券实现扩容。

（1）放宽企业债券发行门槛

2015 年 5 月和 6 月，发改委连续出台了《国家发展改革委办公厅关于充分发挥企业债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》和《对发改办财金〔2015〕1327 号文件的补充说明》两个文件，适当调整了企业债券发行要求。主要调整内容包括：

一是放宽发债指标限制。按照最新规定，只要企业债券的债项级别在 AA+ 以上，以及主体信用等级为 AA，使用自身合法拥有的资产进行抵质押或由担保公司担保，或项目收益确定、回报期较短的，都不受发债企业数量指标的限制²；另外，城市停车场、城市地下综合管廊、养老产业、战略性新兴产业四个专项债以及 PPP 项目融资发债均不受指标限制。

¹本报告不包含集合债券的统计分析。

²1327 号文对于发债企业数量指标的要求是：在发债募集基金投向符合国家产业政策的前提下，省会城市（计划单列市）所属城投企业，每年发行企业债券不超过 4 支；地级市所属城投企业每年发行企业债券不超过 2 支；经济总量较大、综合财力较强的百强县（县级市）所属县域城投企业，每年发行不超过 2 支企业债券；其他县（县级市）所属县域城投企业，债项级别达到 AA+ 及以上的，每年可发行不超过 2 支企业债券。

二是放宽募资资金相关要求。首先，将债券募集资金占项目总投资比例最高不超过 60%放宽至不超过 70%。其次，对于主体信用等级不低于 AA，且债项级别不低于 AA+的债券，允许企业使用不超过 40%的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金。最后，允许满足一定条件的企业发行债券³，专项用于偿还为在建设项目举借且已进入偿付本金阶段的原企业债券及其它高成本融资，也就是可以借新还旧。此外，募集资金投向变更程序得到很大简化。

三是取消或减少城投债和政府经济指标的挂钩。偿债保障措施完善的企业发行债券，不与地方政府债务率和地方财政公共预算收入挂钩。另外，本区域企业发行企业债券、中期票据等余额从不超过上年度 GDP 的 8%提高到 12%。

四是适度调整对发债企业的财务指标要求。将各类企业资产负债率要求均放宽了 5 个百分点⁴；让更多优质企业可以发行无担保债券融资；放宽企业利润指标限制，符合条件的企业发行债券，由原先主要参考“归属于母公司股东净利润”调整为可按照“净利润”和“归属于母公司股东净利润”孰高者测算净利润指标。

（2）大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券等创新产品

2015 年 4 月 9 日，发改委发布四类专项债券发行指引，支持对战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设四个重点领域发行企业债券。这四个领域的专项债券被列为加快并简化审核类债券，适当放宽准入条件，并明确城投公司发行城市停车场建设专项债券、养老产业专项债券和城市地下综合管廊建设专项债券不受发债指标限制。未来，专项债券将成为发改委支持实体经济发展的的重要手段之一。

发改委于 5 月还出台了《项目收益债券试点管理办法（试行）》，明确了项目收益债券的发行管理机制。根据规定，项目收益债券的发行方式可以选择在银行间债券市场公开发行，也可以面向合格投资者非公开发行。试点期间，非公开发行的

³条件包括符合国发[2014]43 号文件精神，在建募投项目具有稳定收益，或以资产抵质押、第三方担保等作为增信措施；企业主体长期信用评级和债项评级不低于原有评级；新发行债券规模不超过被置换债券的本息余额。

⁴城投类企业和一般生产经营类企业需提供担保措施的资产负债率要求分别放宽至 65%和 75%；主体评级 AA+ 的，相应资产负债率放宽至 70%和 80%；主体评级 AAA 的，相应资产负债率放宽至 75%和 85%。

项目收益债券的债项评级应在 AA 及以上。该办法的出台将助推项目收益债券发行扩容。

另外，发改委还鼓励一般生产经营类企业和实体化运营的城投企业通过发行一般企业债券、项目收益债券、可续期债券等，用于经有关部门批准的基础设施和公共设施特许经营等 PPP 项目建设。对于已实现市场化运营的城投公司开展规范的 PPP 项目发债融资，不受发债企业数量指标的限制，建立 PPP 项目发债绿色审核通道。社会资本方在参加 PPP 项目招投标时，可将发行企业债券纳入项目融资方案一并考虑，并同时向省级发展改革部门报送企业债券申请材料，由省级发展改革部门提前预审。

（3）加强企业债券发行管理和风险管控

在发行管理方面，2015 年上半年，发改委加强了对增量债务额管理，改进规范了企业债券发行工作，要求实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离。同时企业债券发行管理引入第三方评估机制，提升了企业债券发行效率。

2015 年 2 月 17 日，发改委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，要求企业发行企业债券，不能新增政府债务，企业应该主要依托自身信用，完善偿债保障措施。鼓励企业通过以自身拥有的土地抵押和第三方担保抵押等多种形式作为增信措施，进一步增强偿债保障。

2015 年 4 月，受发改委委托，中央国债登记结算有限责任公司（简称中债登）承担企业债券发行审核中的第三方技术评估工作。发改委不再对企业债申报材料进行具体审核，而是参考中债登出具的技术评估意见，做出是否同意发债的决定。这一举措将加快企业债券发行审批周期，同时有助于企业债券发行管理由审批制向注册制过渡。

在风险管控方面，发改委通过行政手段严防企业债券违约风险。2015 年上半年，受偿债高峰期集中到来以及经济放缓因素影响，企业债兑付风险再次备受关注。各省级发改委曾向区县级下发了紧急通知，要求各地高度重视今年企业债券本息兑付工作，并对 2015 年企业债券本息兑付情况进行进一步排查，绝不允许发生资本市场违约事件。

二、企业债券发行量下降明显

2015 年上半年，我国银行间债券市场共有 160 家企业累计发行企业债券 165 期，发行总额为 1805.40 亿元，发行期数、发行规模和发行人家数延续了去年下半年不断减少的趋势（见表 1），较上年同期降幅均超过 50%，较上年下半年降幅在 20%左右。整体看，企业债券发行受政策影响明显，2014 年下半年起城投企业发债受到限制，企业债发行量持续下滑。

从企业债券发行场所状况来看，2015 年上半年共有 156 家企业累计 161 期企业债券在银行间市场和交易所市场同时发行，分别发行 1764.40 亿元，发行规模相等，与上年同期和上年下半年相比，两个市场的发行量始终较为一致。2015 年上半年共有 4 期企业债券仅在银行间市场发行，发行规模为 41 亿元，较上年同期和上年下半年发行期数和发行规模均有所下降。

2015 年上半年发行的企业债券发行人主体仍主要为城投类企业，城投类企业发行企业债券共计 150 期，占企业债券发行总期数的 90.91%，占比较 2014 年上半年略有下降，但较 2014 年下半年有明显提高。

2015 年上半年发行企业债券中有 2 期为可续期企业债券，合计发行规模 40 亿元，可续期企业债券发行期数与上年全年发行期数相同。

表 1 2011-2015 年上半年企业债券发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015H1	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	192	479	373	575	165	-55.28	-19.90
发行规模 (亿元)	2471.30	6484.50	4748.30	6898.50	1805.40	-58.99	-27.68
发行人家数 (家)	181	456	356	522	160	-53.62	-19.19

注：统计期以债券的起息日为准，统计样本不包含中国铁路总公司所发行债券，以下同。

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

从企业债券的发行规模来看，2015 年上半年发行的企业债券的发行规模以 5~10 亿元居多，占比达 49.70%，发行期数占比环比上升明显；发行规模在 1~5 亿元的企业债券发行期数占比同比环比也均有所增加。发行规模在 10~50 亿元的企业

债券的发行期数则呈现明显减少的态势，其中 10~30 亿元规模区间的企业债券发行同比环比降幅均较明显。所有规模区间的平均单笔发行规模为 10.94 亿元，同比和环比均有所减少。

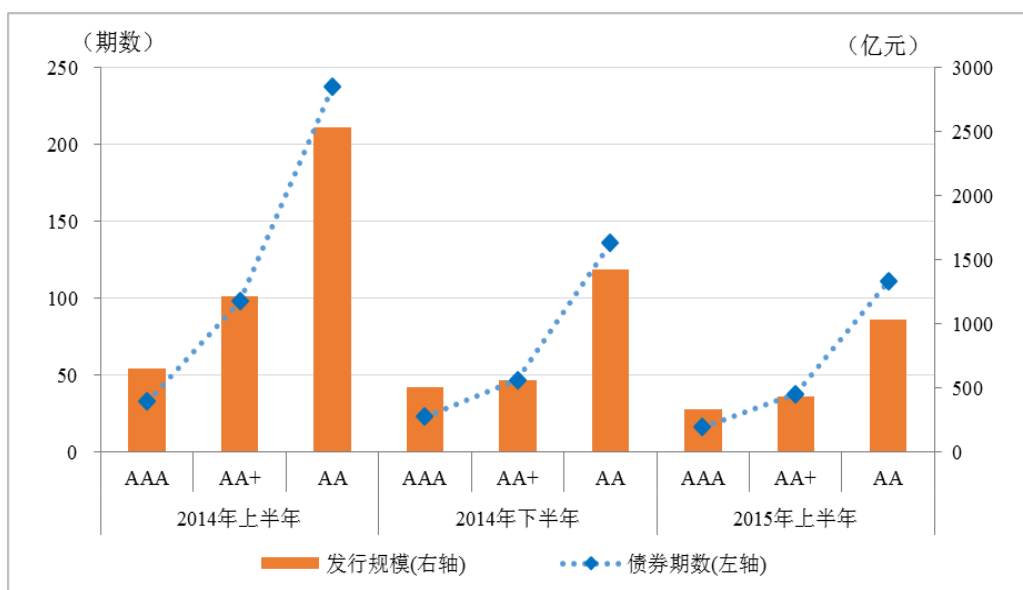
表 2 企业债券发行规模分布情况表

发行规模 (亿元)	发行期数(期)					平均单笔发行规模(亿元)		
	2014H1	2014H2	2015H1	同比增长 (%)	环比 增长 (%)	2014H1	2014H2	2015H1
1~5(含5)	29	20	19	-34.48	-5.00	4.44	4.07	4.53
5~10(含10)	176	86	82	-53.41	-4.65	8.53	8.69	8.30
10~20(含20)	144	88	58	-59.72	-34.09	14.92	14.13	14.08
20~30(含30)	14	7	5	-64.29	-28.57	24.91	26.29	28.40
30~50(含50)	6	4	-	-	-	45.87	45.00	-
50以上	-	1	1	-	0.00	-	60.00	80.00
合计	369	206	165	-55.29	-19.90	11.93	12.12	10.94

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

四、AA 级企业债券发行集中度依然较高

从债项信用等级分布情况看，2015 年上半年发行企业债券的信用等级依然分布在 AAA 级~AA 级之间，级别分布态势未有明显变化。其中，AA 级企业债券的发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行总额的 67.27%和 57.49%，AA 级企业债券集中度依然较高。



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、企业债券发行期限分布仍主要集中在 7 年期

从发行期限来看，2015 年上半年发行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 80.61%和 78.15%；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 企业债券发行期限分布情况表

发行期限 (年)	2014 年上半年		2014 年下半年		2015 年上半年	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
3	1	6	1	10	1	49
4	2	10	3	19	8	43.5
5	8	146	4	99	2	33
6	16	169.5	18	135.4	9	94
7	313	3491.5	162	1852.1	133	1410.9
8	4	47	2	20	2	12
10	21	398	9	191	5	105
11	-	-	1	20	-	-
15	4	134	4	120	3	58
合计	369	4402.00	204	2466.50	163	1805.40

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

注：本小节数据剔除可续期企业债券。

六、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，2015 年上半年国有企业特别是地方国有企业仍然是企业债券最主要的发行主体，其所发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 94.55%和 88.26%；而民营企业所发企业债券规模有明显增加，但发行期数依然较少且变化不大。

表 4 不同所有制性质企业的企业债券发行情况

项目	2014 年上半年		2014 年下半年		2015 年上半年					
	发行 期数 (期)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期)	发行 规模 (亿元)	发行 期数 (期)	发行 期数 同比 (%)	发行 期数 环比 (%)	发行 规模 (亿元)	发行 规模 同比 (%)	发行 规模 环比 (%)
中央国有企业	5	190.0	7	183.0	4	-20.00	-42.86	160.0	-15.79	-12.57

地方国有企业	360	4179.6	187	2240.2	156	-56.67	-16.58	1593.4	-61.88	-28.87
民营企业	2	16.4	5	31.3	5	150.00	0.00	52.0	217.07	66.13
集体企业	2	16.0	4	32.0	-	NA	NA	-	NA	NA
外商独资企业	-	-	3	10.0	-	NA	NA	-	NA	NA
中外合资企业	5	190.0	7	183.0	4	-20.00	-42.86	160.0	-15.79	-12.57

注：NA 表示不适用；以下同。

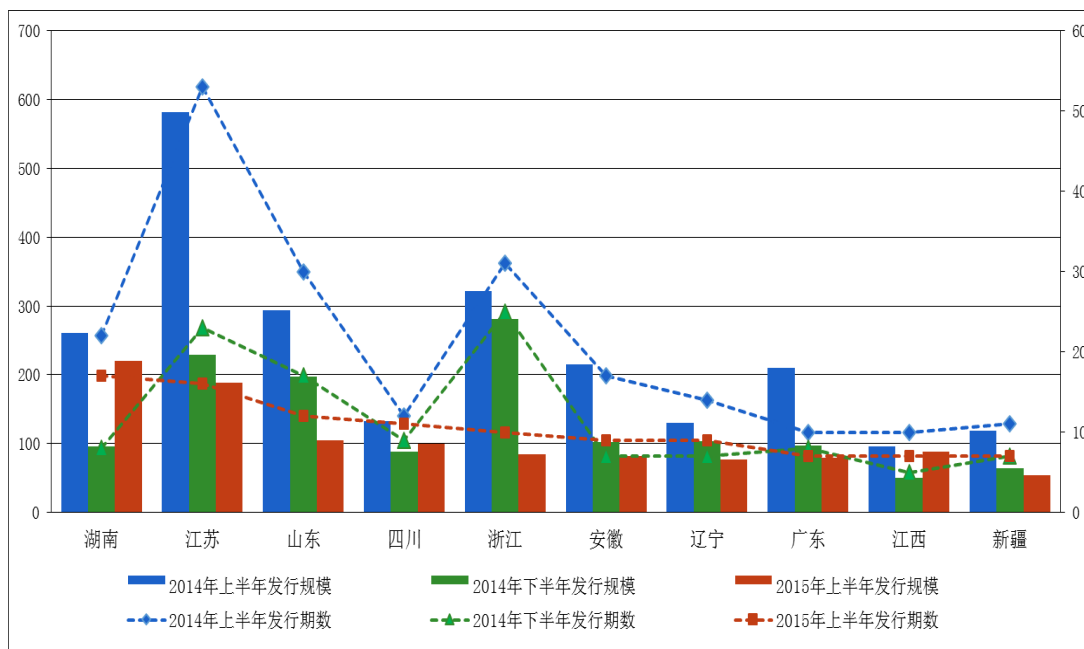
资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

七、企业债券担保情况分析

2015 年上半年发行的企业债券中，有担保债券共计 47 期，发行规模合计 482.00 亿元，分别占企业债券总发行期数和发行总额的 28.48%和 26.70%，发行期数占比较上年同期和上年下半年均有小幅下降，发行规模占比较上年同期有所下降，但较上年下半年略有提高。从担保方式看，具有担保的企业债券中，有 28 期采用保证担保，有 19 期采用抵押担保。采用保证担保方式增信的企业债券的占比与 2014 年同期相比有所提高，与 2014 年下半年相比则下降。从增信效果看，具有担保的企业债券中，共有 42 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 8 期通过担保增信获得 AAA 级；有 23 期获得 AA+级；11 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+和 AA 的企业债券的发行利率分别高于同日发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的平均发行利率 26 个 BP 和 75 个 BP，表明市场可能对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度不统一。

八、企业债券发行主体地区分布分析

2015 年上半年，湖南、江苏、山东、四川、浙江、安徽等地区企业债发行期数和发行规模排名全国前列。其中，湖南地区企业债券发行期数和发行规模超越江苏省，位列全国首位。从与上年同期和 2014 年下半年的对比情况来看，江西、新疆取代北京、重庆进入前十名；总体来看各地区发行期数和发行规模分布趋于平均。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 2 2015 年上半年发行期数前十位地区企业债券发行情况

九、企业债券发行主体新增企业分析

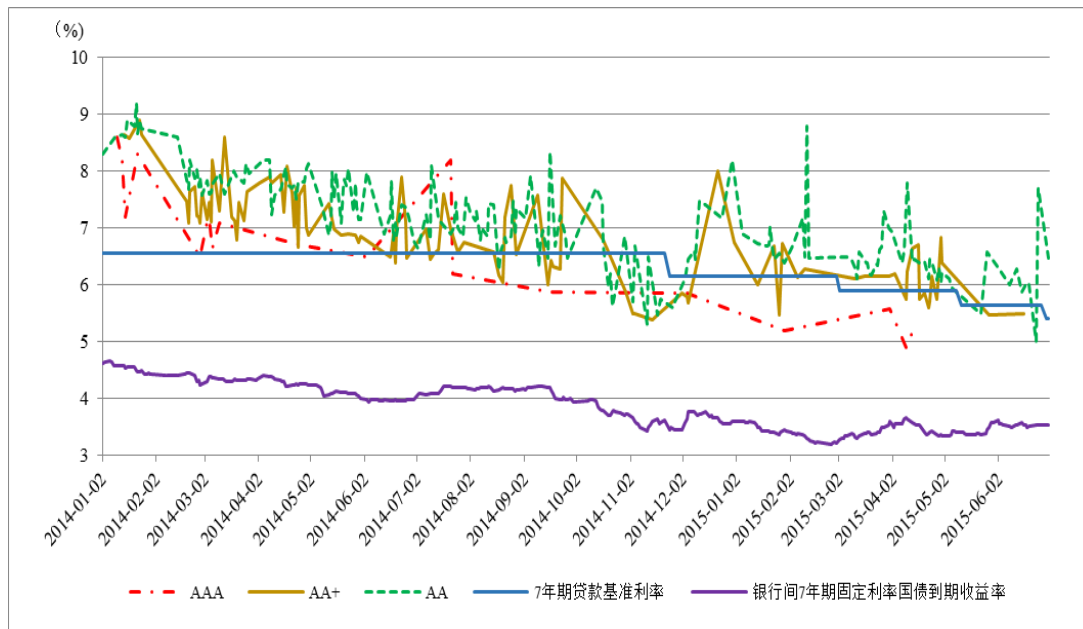
2015 年上半年，共有 90 家企业首次发行企业债券 90 期，合计发行规模 897.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模分别占发行总家数、发行总期数和发行总额的 56.25%、54.55%和 49.68%，占比较上年同期均有所上升，但较上年下半年均有所下降。其中，新增发行人企业仍以地方国有企业为主，占比 95.55%，主要集中在建筑工程与房地产管理与开发行业；新增发行人主体级别仍以 AA-为主，占比 73.33%。

十、企业债券发行利率有所下降

2015 年上半年发行的企业债券主要采用固定利率发行，有 2 期债券采用浮动利率发行。2015 年上半年发行企业债券中有 25 期含有选择权，占企业债券总发行期数的 15.15%。

将含选择权的债券期限按照选择权之前的期限重置后，2015 年上半年新发企业债券的发行期限依然以 3 年期、5 年期和 7 年期为主，发行利率区间分别为 5.28%~8.40%、4.28%~7.50%和 4.90%~8.80%。与 2014 年上半年同期相比，3 年期和 5 年期发行利率区间有所扩大，7 年期发行利率区间有所收窄；与 2014 年下半年相比，3 年期和 5 年期发行利率区间均有所收窄，7 年期发行利率区间则有所扩大。

以发行量最多的 7 年期企业债券作为样本进行统计，从图 2 可以看出，2015 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走势较为一致，呈现波动下降趋势，可能是受到去年政府债务隔离造成城投债信用分化与年初债券市场违约事件频发的影响，上半年企业债券的发行利率波动性明显加大，特别是 AA+级和 AA 级企业债券。与 7 年期贷款基准利率相比，AAA 级企业债券发行利率自 2014 年 8 月起始终低于 7 年期贷款基准利率，AA+级和 AA 级企业债券发行利率除 2014 年末一度低于 7 年期贷款基准利率外，AA+级基本围绕 7 年期贷款基准利率上下波动，AA 级则基本高于 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 3 2014-2015 年上半年 7 年期企业债券发行利率情况

十一、利差分析⁵

在对利差进行分析时，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“5+2”，则期限为 5 年）。调整后，2015 年上半年发行企业债券期限主要为 5 年期和 7 年期。从表 5 我们可以看出，相同期限的企业债券的信用等级与发行利率均值和利差⁶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。此外，7 年期的 AA+级与 AA 级企业债券的级差过小。上述分析结果的准确性可能受样本数据较少的影响。

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，各信用等级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具有良好的区分性。

表 5 2015 年上半年 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（%）
5	AAA	5	4.28~6.50	5.16	164.46	NA	49.89
	AA+	3	5.30~5.90	5.60	216.20	51.74	17.12
	AA	4	6.00~7.50	6.62	317.57	101.37	20.61
7	AAA	4	4.90~5.57	5.23	165.95	NA	18.16
	AA+	29	5.48~6.95	6.12	267.53	101.58	16.13
	AA	93	5.00~8.80	6.46	303.34	35.81	16.00

注：1. 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“5+2”，则期限为 5 年；

2. 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；

3. 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

⁵ 本小节数据样本剔除 2 期采用浮动利率发行的企业债券（可续期债），对剩余样本数共 150 期的企业债券进行利差检验分析

⁶ 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，2015 年上半年，AAA 级企业债券的利差均值较上年同比和环比均有明显回落；AA+级和 AA 级企业债券的利差均值同比有所下降，但环比略有上升。

利差波动性方面，2015 年上半年，除 AA 级企业债券的变异系数较上年同期略有扩大外，整体来看企业债券利差的波动幅度有所减小。

表 6 7 年期企业债券利差波动情况

债项级别	2014 年上半年利差		2014 年下半年利差		2015 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	288.71	20.72	246.27	41.62	165.95	18.16
AA+	313.32	17.50	263.17	27.37	267.53	16.13
AA	351.94	13.24	282.99	22.73	303.34	16.00

十二、2015 年下半年企业债券市场展望

1. 宏观经济指标企稳回升，经济好转的态势有望延续

从宏观基本面来看，上半年我国继续保持积极的财政政策和稳健的货币政策，央行两次降息、降准；政府加码基建投资，大力推动配合“一带一路”建设的国内铁路、电力、管网基建；发改委发布近 2 万亿元 PPP 推介项目，引导社会资本参与公共服务设施建设；国务院发布《推进财政资金统筹使用方案》，加速盘活上万亿元的财政存量资金，并将资金统筹用于棚户区改造、城市基础设施、铁路公路建设、重大水利工程等重点领域。在稳增长力度加大、财政政策和货币政策协同发力的背景下，上半年主要宏观经济指标出现回升势头。2015 年一、二季度 GDP 增速均为 7%，投资、消费、出口、工业增加值等主要经济指标呈现回升趋势。6 月份，官方制造业采购经理人指数（PMI）持平于上月的 50.2，连续两个月位于荣枯线上方，显示制造业企稳回升；全国居民消费价格总水平（CPI）同比上涨 1.4%，涨幅温和；但工业生产者出厂价格（PPI）同比下降 4.8%，表明工业领域仍然存在产能过剩、需求不足的问题。随着前期出台的各项稳增长政策和改革措施效果的进一步显现，经济好转态势有望延续，预计下半年经济有望企稳回升。

2. 市场资金面将维持宽松，企业发债成本将进一步下降

2015 年上半年，面对经济下行压力，央行持续通过降息、降准释放宽松信号，并灵活运用各种货币政策工具组合调节市场流动性，市场资金面较为宽松，融资成本有所下降。1-6 月，CPI 同比维持在 1.5% 以下，PPI 同比始终为负值，经济面临一定的通缩压力。预计 2015 年下半年，货币政策有望进一步放松，市场融资成本将继续走低，支持实体经济发展，以达到刺激经济增长的目的。企业债券发行利率也将相应呈现下降趋势。

3. 改革与创新成为债券市场发展新增长点，企业债券面临改革转型

2015 年，债券市场持续向好发展，一方面为支持实体经济发展，国家多次强调要合理发挥资本市场作用，扩大直接融资规模，为债券市场发展提供了政策支持；另一方面债券市场不断通过改革和创新，满足市场需求，实现市场规模持续扩容。债券市场的发展为企业债券奠定了良好的发展环境。然而，受 43 号文影响，2014 年下半年以来城投债发行受限，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，对企业债券的发行形成一定分流影响，以城投债为主要构成的企业债券发展受到较大影响，企业债券面临定位转型。2015 年上半年，发改委多次发文，放宽企业债券发行门槛，改进发行管理，允许满足条件的企业“借新还旧”，大力推广创新产品，这些都有助于企业债券的扩容。预计下半年，上述改革效果将有所体现。未来，专项债券和项目收益债券将逐步成为企业债券的新增长点。

4. 债市信用风险事件多发，企业债券将获得投资者偏爱，发行利差或将进一步下降

2015 年以来，债券市场已发生多起违约事件，但截至目前企业债券尚未发生一例违约事件。2015 年上半年，发改委通过行政手段严防企业债券信用风险，不允许企业债券发生违约，为企业债券投资者注入了强心剂。预计 2015 年下半年，企业债券发行利差或进一步下降。