

2015 年度中期票据市场及利差研究报告



2016/1/29

作者: 联合资信评估有限公司 余雷 李为峰

2015 年度中期票据市场及利差研究报告

作者:联合资信评估有限公司 余雷 李为峰

一、中票¹发行市场环境

1. 经济增速进一步放缓，但经济结构有所优化

2015 年度（以下简称“本年度”），在经济增速延续下行的情况下，国家兼顾稳增长和调结构，采取积极的财政政策，同时采取稳健的货币政策，年内多次适时降准、降息，为经济增长提供了宽松的货币资金环境，对稳定经济发展起到了一定作用。本年度，我国 GDP 同比增长 6.9%，较上年下降 0.4 个百分点，增速进一步放缓，但经济结构有所优化，其中服务业产值占 GDP 的比重首次超过 50%。

2. 货币资金环境持续宽松，融资成本进一步下降

本年度，央行继续通过传统货币政策工具和新型结构性货币政策工具适时调节市场资金面，银行间市场资金面较为充足。本年度，央行共计 5 次降低存款准备金率、5 次降低贷款基准利率，并取消了存款利率上限，适时在货币市场采取逆回购操作，同时通过 SLF（常备借贷便利）、SLO（短期流动性调节工具）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，货币市场环境持续宽松，融资成本进一步下降。在宽松货币政策引导下，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 2014 年下降明显，截至 2015 年底，中长期关键期限国债如 3 年期、5 年期国债收益率较 2014 年底分别下降 82 个 BP、81 个 BP 至 2.55% 和 2.70%。

3. 各类债券发行规模增长出现分化，可续期中票步入快速发展阶段

受融资成本持续下降的影响，本年度我国债券市场上各品种债券的发行总

¹ 即中期票据（不包含集合票据），以下同。

量超过 16 万亿元，但各品种债券的发行规模增长出现分化。其中，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）和中票的发行规模分别为 32427.30 亿元和 12416.70 亿元，同比增幅分别为 50.65% 和 32.54%，企业债的发行规模为 3431.02 亿元，较上年大幅减少 50.77%；本年度交易所市场主要债券品种公司债的发行规模为 5250.99 亿元，较上年增长了近五倍。

本年度，银行间债券市场共发行永续期中票 175 期（上年仅发行 29 期），发行规模共计 3274.00 亿元，永续期中票的发行迎来爆发式增长。永续期中票具有一定的混合资本证券属性，有可能增加股东权益、降低企业资产负债率，对于高负债、重资产运营企业具有特殊吸引力；对于投资者来讲，永续期中票同样具有吸引力，主要由于当前发行永续期中票的主体信用质量相对较好，同时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。

4. 银行间债券市场运行效率进一步提升，参与主体进一步扩容，国际化发展进程加快

2015 年 5 月 26 日，人民银行发布《中国人民银行公告〔2015〕第 9 号》，宣布取消银行间债券市场交易流通审批，简化了债券银行间上市程序，一定程度上提高了企业在银行间债券市场发行债券的效率，促进企业债券融资，也对促进银行间债券市场债券发行量有积极影响。

近年来，银行间债券市场参与主体不断扩容，有利于市场对银行间债券市场债券供给和需求的增加。一方面，继 2015 年 6 月中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）允许私募投资基金进入银行间债券市场后，国务院也与 2015 年 8 月宣布允许养老基金进入银行间债券市场，银行间债券市场投资人结构进一步丰富。另一方面，本年度人民银行分批次批准多家境外机构进入银行间债券市场，截至 2015 年底，已有 308 家境外机构获准进入银行间债券市场；2015 年 5 月，央行发布通知，允许三类机构中的境外人民币清算行和境外参加行开展债券回购交易；2015 年 7 月 15 日，人民银行将境外央行、国际金融组织、主权财富基金三类境外机构投资银行间市场申请程序简化为备案制，并取消了对上述机构的额度限制，银行间债券市场对外开放程度进一步加深。

2015 年 9 月以来，央行相继批准上海汇丰银行、中银香港和招商局（香港）有限公司在我国银行间市场分别发行人民币金融债券和短期融资券，批准加拿大不列颠哥伦比亚省和韩国发行主权熊猫债，熊猫债发行显著提速，银行间债券市场国际化发展的步伐进一步加快。

5. 城投类企业发债政策由紧至松，房地产企业发债主体进一步拓宽

2014 年 12 月 1 日，交易商协会发布《关于进一步完善债务融资工具注册发行工作的通知》，对城投类企业在银行间市场注册发行债券进行了规范。规范内容包括要求地方政府说明对发行人融资功能的剥离情况、发行人举借债务不会增加政府债务规模及政府不会通过财政资金直接偿还该笔债务等。但 2015 年 3 月初，交易商协会对涉及地方政府债务企业的发债政策有微调，在银行间市场注册发行短融和中票时，需要所在地同级财政及审计部门出具专项说明的城投公司的范围有所缩小（新增纳入政府担保责任和救助责任的债务可不必出示专项说明），并支持涉及国家重点领域建设项目的城投类企业通过注册发行债务融资工具融资，城投企业发债门槛有所放松。受上述政策影响，本年度城投类企业中票发行量除一季度有所下降外，全年均保持高速增长，发行期数和发行规模（343 期，3925.05 亿元）较上年（255 期，2936.90 亿元）增长均超过 30%。

继 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后，2015 年 6 月 14 日，交易商协会宣布将中期票据的发行主体从目前的 AA 级上市公司放开到 AA 级上市及国有背景房企均可，优先开放国资委下属 16 家以房地产为主业的央企集团或其下属房地产企业和省级政府（包括直辖市）、省会城市、副省级城市及计划单列市的地方政府所属的房地产企业，进一步拓宽了房地产企业发行债务融资的主体范围。受此政策影响，本年度下半年房地产企业的中票发行有所提速，发行期数和发行规模较上半年增长均超过 150%，全年发行期数和发行规模（81 期，1118.70 亿元）较上年（37 期，417.00 亿元）均实现翻番。

6. 债券违约步入常态化，中票市场现三起违约事件

本年度债券市场共发生三十多起信用风险事件，其中有部分债券通过股

东、政府支持，或重组等方式按期实现偿付，但债券市场实质性的违约仍是发展趋势。本年度共有三起中票违约事件，“11 天威 MTN2”、“12 二重集 MTN1”和“10 英利 MTN1”相继因巨额亏损或现金流不足未能兑付部分本金或利息，开启了中票违约的“元年”。违约事件的发生和刚性兑付的打破将使信用债定价更趋合理，引导资源得到更有效的配置，强化违约常态化和市场化的预期。

二、中票发行主体家数、发行期数与发行规模

本年度，共有 683 家发行人发行中票 912 期，发行规模共计 12416.70 亿元。中票发行期数、发行规模和发行家数较 2014 年均有较大程度的增长，增幅分别为 28.27%、32.54% 和 23.96%。本年度中票发行量较上年大幅增长主要是因为融资成本的下降和中票发行政策的进一步放宽。

本年度上半年，受城投类企业中票发行大幅下降、年中流动性趋紧以及违约事件的发生导致多家企业推迟或取消中票发行计划的影响，中票的发行期数、发行规模和发行家数同比增长放缓，增幅分别为 3.57%、11.91% 和 -0.66%；下半年，受益于房地产企业发行中票的主体范围进一步拓宽以及融资成本的持续下降，中票的发行进入爆发式增长，发行期数、发行规模和发行家数同比分别增长 50.40%、49.80% 和 48.16%。

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、发行规模和发行家数均增长较快，5 年年均增长率超过 15%。截至本年度末，银行间债券市场存续中票 2758 期，存续中票金额达 40205.48 亿元，中票存量规模占公司类债券²存量总规模的 30.81%，中票已成为企业直接融资的重要渠道。

² 公司类债券包括企业债券、中期票据（不包括美元中期票据）、集合票据、短期融资券、非公开定向债务融资工具、公司债和可转债。

表 1 2011~2015 年度中票发行基本情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年增长率 (%)
发行期数 (期)	407	562	508	711	912	28.27
发行规模 (亿元)	7079.70	8123.30	6746.20	9368.40	12416.70	32.54
发行家数 (家)	314	447	413	551	683	23.96

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、中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看,本年度发行规模在 10 亿元以下(含 10 亿元)的中票的发行期数仍然最多,在总发行期数中的占比为 63.82%,但该比例较上年(68.63%)有所下降;而发行规模为 10~50 亿元(含 50 亿元)的中票的发行期数增幅较大,在总发行期数中的占比较上年有所上升。

表 2 2014~2015 年中票发行规模分布情况表

发行规模 (亿元)	2014 年			2015 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)	250	35.16	3.86	291	31.91	3.88
5~10 (含 10)	238	33.47	8.74	291	31.91	8.53
10~20 (含 20)	118	16.60	16.64	183	20.07	16.79
20~50 (含 50)	95	13.36	35.00	136	14.91	33.03
50~100 (含 100)	9	1.27	92.56	8	0.88	80.33
100 以上	1	0.14	200.00	3	0.33	200.00

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

四、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,两者发行期数总和在总发行期数中的占比超过了 70%,两者的发行规模总和在中票总发行规模中的占比超过了 60%,但占比较上年均有所下降。另一方面,本年度,特殊期限中票的发行量大幅增长,发行期数和发行规模较上年增长近 2 倍,在中票总发行期数和总发行规模中的占比较上年增长均超过 1 倍,主要是由于永续期中票的大量发行所致。本年度共发行了 175 期永续期中票,较上年(29 期)增幅明显,其中“5+N 年”期限的中票发行期数最多,在全年发行的永续期中票中的占比

为 67.05%。

表 3 2014~2015 年中票发行期限分布情况表

发行期限 (年)	2014 年				2015 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	6	0.84	41.20	0.44	4	0.44	21.00	0.17
3	220	30.94	2334.90	24.92	306	33.55	3301.35	26.59
5	348	48.95	4608.80	49.20	337	36.95	4391.45	35.37
7	38	5.34	704.50	7.52	27	2.96	636.40	5.13
8	-	-	-	-	1	0.11	39.00	0.31
10	11	1.55	208.70	2.23	6	0.66	150.00	1.21
15	4	0.56	105.00	1.12	1	0.11	15.00	0.12
特殊期限	84	11.81	1365.30	14.57	230	25.22	3862.50	31.11

注：“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。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

五、中票发行主体企业性质

本年度，国有企业的中票发行优势仍然明显，其所发中票期数与规模占中票发行总期数与总规模比例分别为 82.46% 和 87.11%，占比较上年均有所下降。而民营企业、中外合资企业和其他类型企业所发中票期数和规模较上年均增幅较大，这三种类型企业所发中票期数和规模占中票发行总期数与总规模比例较上年均有明显上升。总体看，国有企业和民营企业仍然是中票市场的主要发行主体。

表 4 2014~2015 年中票发行主体企业性质分布情况表

企业性质	2014 年				2015 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	611	85.94	8603.70	91.84	752	82.46	10815.8	87.11
民营企业	69	9.70	427.80	4.57	110	12.06	1021.9	8.23
外商独资企业	9	1.27	75.50	0.81	11	1.21	100	0.81
中外合资企业	11	1.55	90.50	0.97	19	2.08	184	1.48
集体企业	6	0.84	39.90	0.43	4	0.44	23	0.19
其他类型企业	5	0.70	131.00	1.40	16	1.75	272	2.19

注：统计中的“其他类型企业”为 A 股或 H 股上市公司，其流通股股东主要为机构投资者且机构投资者持股比例总和均超过公司总股本的 50%。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

六、中票担保情况

本年度，共有 24 期具有担保条款的中票发行，发行总额为 198.10 亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的 2.63% 和 1.60%，占比较上年均有所下降。本年度发行的具有担保条款的中票中，采用保证担保和抵押担保方式发行的中票分别有 23 期和 1 期。通过保证担保获得 AAA 级和 AA+ 级债项级别的中票分别为 18 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。

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 47 个 BP，而 5 年期要高出 56 个 BP³。

七、中票承销情况⁴

本年度，共有 39 家主承销商参与承销中票，承销商数量较上年新增 7 家。发行方式除 5 期采用代销之外，其余全部采用余额包销（2014 年除了 2 期采用代销外其余均为余额包销）。本年度共有 529 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 58.00%，该比例较上年上升约 4 个百分点。

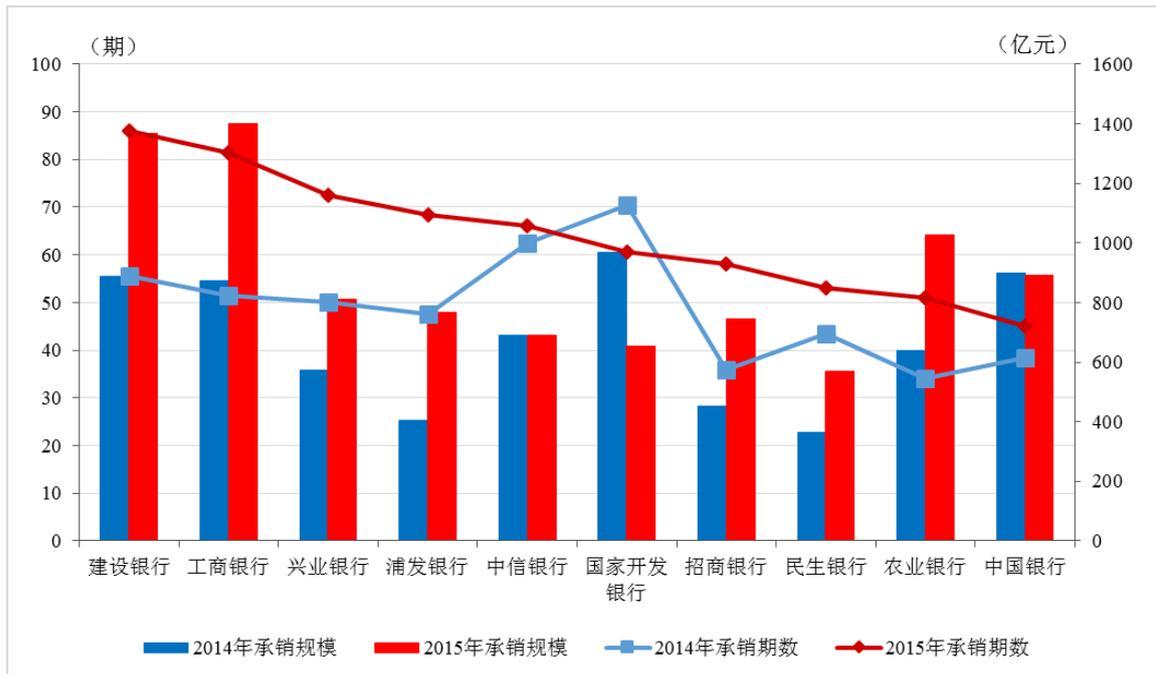
按承销期数统计，本年度建设银行以承销 86 期位居首位，工商银行、兴业银行、浦发银行和中信银行分别位列第二至第五位。与 2014 年相比，本年度国家开发银行由第一位跌落至第六位，浦发银行则跻身前五位。

按承销规模统计，本年度工商银行以承销 1398.55 亿元位居市场首位，建设银行、农业银行、中国银行和兴业银行位列第二至第五位。与上年相比，本年度农业银行和兴业银行替代了国家开发银行和中信银行进入前五名。

总体看，本年度建设银行和工商银行在中票承销期数及规模上优势明显，国有商业银行在中票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变化较小，市场集中度趋于稳定。

³ 通过计算经担保提升债项等级的中票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。

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 2015 年中票市场承销期数前十位主承销商承销情况

八、中票发行新增企业

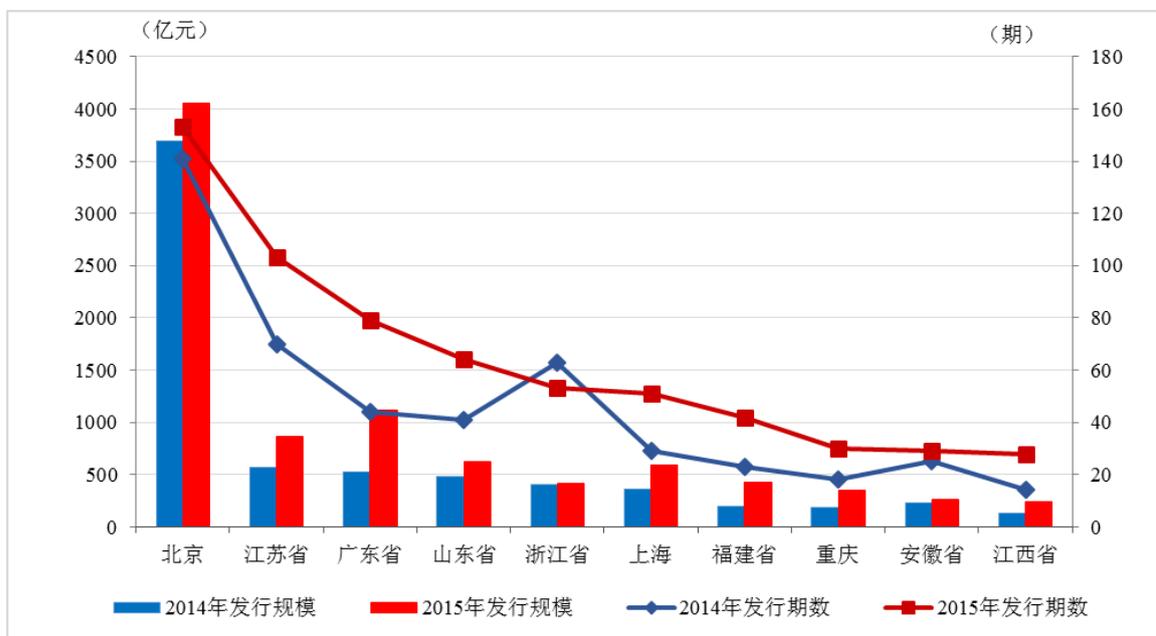
本年度，共有 292 家企业首次发行中票 353 期，合计发行规模为 3453.50 亿元，分别占发行中票企业家数、总发行期数和总发行规模的 42.75%、38.71% 和 27.81%，与上年相比均有所下降（上年分别为 46.82%、44.87% 和 28.62%）。

本年度新增的中票发行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 66.21%；其次为民营企业，占比为 15.36%。新增中票发行主体的信用等级仍集中在 AA 级和 AA+ 级，分别占新增主体数量的 58.36% 和 22.53%。

九、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（153 期）和发行规模（4048.00 亿元）上仍位列全国首位；江苏、广东、山东、浙江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。与上年相比，本年度福建和广东地区

企业所发中票期数和规模增幅较大，发行期数增幅均超过了 79%，发行规模增幅均超过了 113%；以往发行量较大的浙江地区企业所发中票期数出现下降；重庆和江西地区企业的中票发行期数首次跻身前十位。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

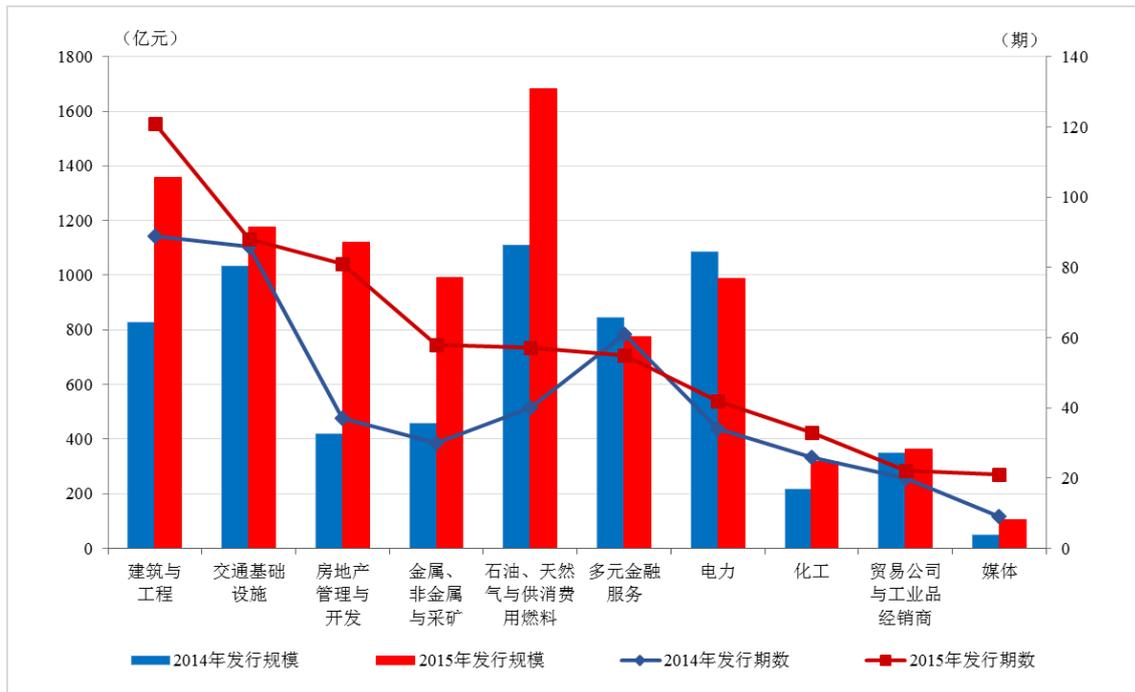
图 2 2015 年中票发行期数前十位主体地区分布情况

十、中票发行主体行业分布⁵

从中票发行主体的行业分布情况来看，本年度建筑与工程，交通基础设施，房地产管理与开发，金属、非金属与采矿以及石油、天然气与供消费用燃料行业的企业所发中票在发行期数和发行规模上位居前五位，其中建筑与工程行业（121 期）在发行期数方面仍位居首位，而石油、天然气与供消费用燃料行业在发行规模（1680.35 亿元）方面继续保持领先优势。

与 2014 年情况相比，本年度媒体行业的中票发行期数跻身前十位；房地管理与发展与媒体行业企业中票发行量增幅较大，发行期数和发行规模增幅均超过了 110%；多元金融服务行业（多数为城投企业）中票的发行期数和发行规模以及电力行业中票的发行规模则出现下降。

⁵行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准。

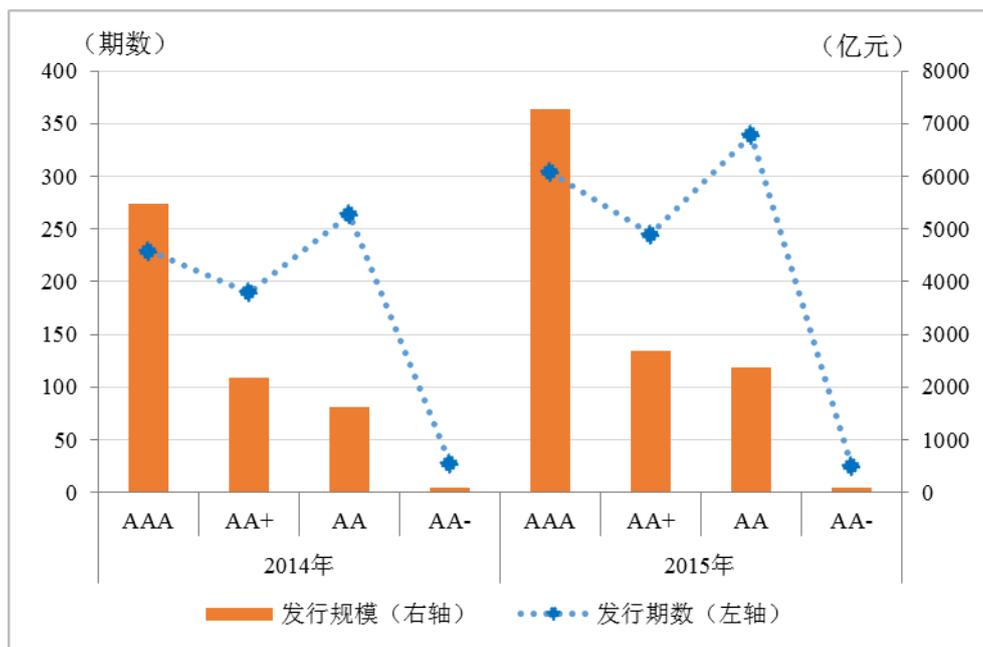


资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2015 年中票发行期数前十位主体行业分布情况

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 97.26%，占比较上年略有增加，其中 AA 级中票的发行期数仍然最多，占总发行期数的 37.17%。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 58.63%，较上年变化不大；其次为 AA+级，占比为 21.61%。整体看，本年度中票信用等级分布较上年变化不大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2014~2015 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 912 期中票中，有 865 期采用固定利率发行，45 期采用累进利率发行，2 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发行总期数的 94.85%，较上年略有上升，市场对固定利率产品认可度依然较高。本年度发行的中票共有 230 期含特殊条款（其中可续期中票 175 期），占中票发行总期数的 25.22%，占比较去年大幅上升。

剔除浮动利率中票和可续期中票，将含回售或赎回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 328 期和 358 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。

本年度，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，延续了 2014 年初以来波动下行的趋势，并在本年度 12 月初进一步降至年内最低水平，其主要得益于央行在 2015 年多次降准降息以及通过公开市场逆回购、MLF 等工具向市场注入流动性。具体看，本年度 3 年期和 5 年期各等级中票的发行利率均值均明显低于去年同期的水平，

其中 3 年期和 5 年期 AAA 级中票的发行利率均值较上年分别下降了 120BP 和 110BP，5 年期 AA 级中票的发行利率均值降幅最大，较上年下降了 144 个 BP。

表 5 2014~2015 年中票利率变化情况

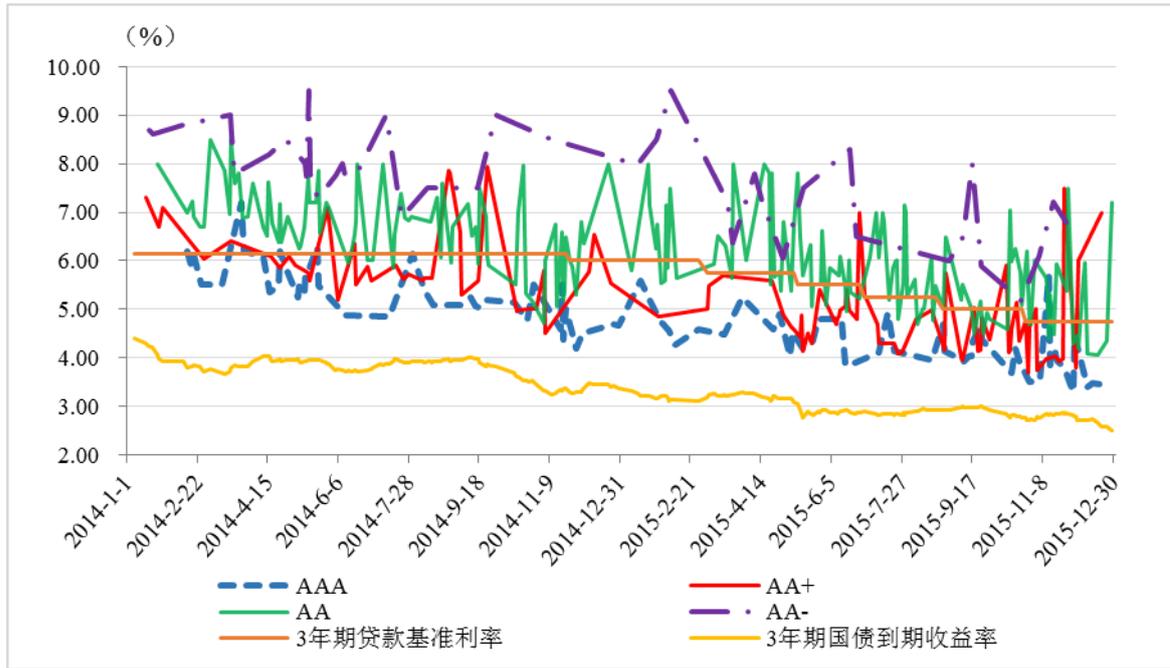
期限 (年)	债项信 用等级	2014 年			2015 年		
		样本 (个)	利率区间 (%)	利率均值 (%)	样本 (个)	利率区间 (%)	利率均值 (%)
3	AAA	45	4.20~7.20	5.37	68	3.28~5.70	4.17
	AA+	51	4.50~7.95	5.93	70	3.69~7.50	4.78
	AA	114	4.72~9.00	6.72	169	4.06~8.50	5.81
	AA-	26	6.90~6.95	8.17	21	5.17~9.50	7.01
5	AAA	115	4.59~7.50	5.65	112	3.60~6.50	4.55
	AA+	119	4.90~9.00	6.22	103	3.84~7.50	4.95
	AA	135	5.20~9.50	6.95	143	4.17~7.50	5.51

注：1. 统计样本不含浮动利率的中票和可续期中票；

2. 若债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限为“5+3”，则期限为 5 年；

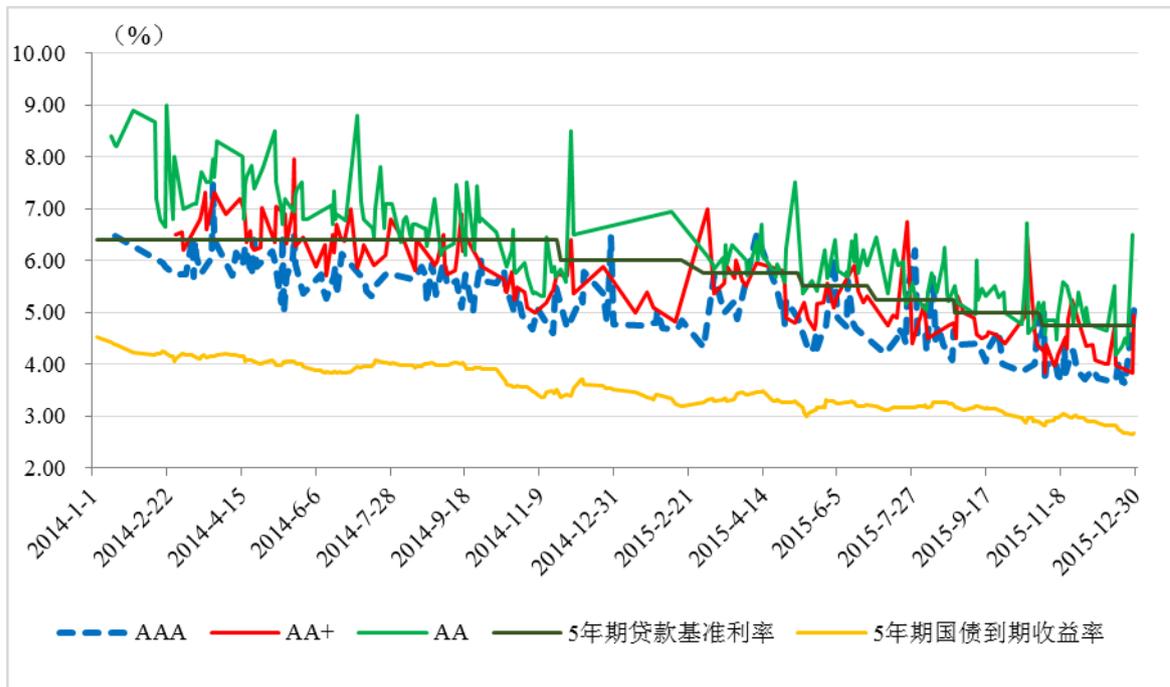
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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，2015 年 3 年期 AAA 级中票的发行利率一直处于同期限贷款基准利率之下，3 年期 AA+级中票、5 年期 AAA 级和 AA+级中票的发行利率则基本处于各自同期限贷款基准利率之下；AA 级中票（含 3 年期和 5 年期中票）的发行利率基本处同期贷款基准利率附近上下浮动；3 年期 AA-级中票的发行利率在 2015 年也出现明显下降，但仍显著高于同期贷款基准利率。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2014~2015 年 3 年期不同信用等级中票发行利率情况图



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 6 2014~2015 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和浮动利率中票，将含回售或赎回选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，确认 3 年期的 329⁷期和 5 年期的 358 期共计 687 期中票为样本，以下将以此样本进行分析。

从表 5 可以看出，2015 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差均值呈反向关系，即信用等级越高，发行利差均值越低；二是各级别中票的利差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低中票的风险溢价要求更高；三是 3 年期 AA 级中票发行利差均值较 5 年期 AA 级中票高，且波动性（变异系数）更大，主要是由于市场对个别 3 年期 AA 级中票的风险溢价要求较高所致。

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⁸。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 6 2014~2015 年各级别中票对应的利差情况

期限 (年)	债项信用 等级	2014 年			2015 年		
		利差均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	利差均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
3	AAA	160.79	N/A	33.83	125.75	N/A	37.28
	AA+	214.95	54.16	33.92	187.82	62.07	43.34
	AA	294.51	79.56	27.80	287.23	99.42	34.09
	AA-	430.71	136.20	15.76	400.96	113.73	24.86
5	AAA	173.45	N/A	24.38	142.20	N/A	34.30
	AA+	234.17	60.72	24.06	183.66	41.47	31.27
	AA	301.39	67.23	24.48	239.25	55.59	23.44

注：1. 统计样本不含浮动利率的中票和可续期中票；
2. 若债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限为“5+3”，则期限为 5 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 1 个子级的发行利差均值；
4. N/A 表示不适用；
5. 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

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。

⁷ 3 年期样本中有 1 只中票“15 三星 MTN001”为大公和中诚信进行了双评级，此处统计为两个样本。

⁸ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。

从利差变化趋势看（图 7），3 年期和 5 年期各信用级别中票的利差自 2014 年以来总体呈波动下降趋势，并于 2015 年 12 月降至年内最低水平。具体来看，本年度除 3 年期 AA 级中票利差变化不大外，其余 3 年期和 5 年期各信用级别中票的利差较上年均明显缩小；其中 5 年期 AA 级中票的利差较上年降幅最大，同比下降了约 70 个 BP。可以看出，随着融资成本的持续下行，本年度投资者对中票的整体风险溢价要求较上年有所降低，但对低等级中票的风险溢价要求依然较高。利差波动方面，本年度除 5 年期 AA 级中票以外，其余 3 年期和 5 年期各信用级别中票利差的变异系数较上年均有所增加，波动水平加大。

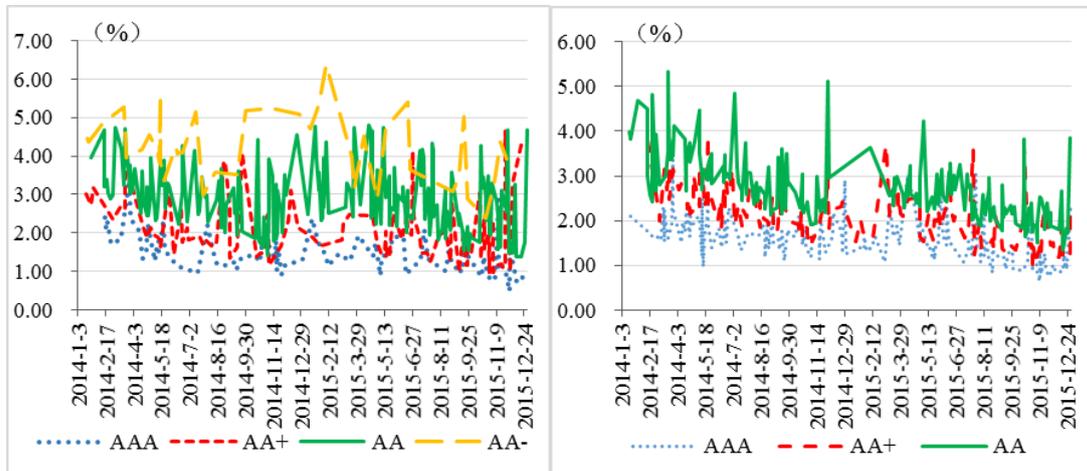


图 7 2014~2015 年上半年 3 年期（左图）、5 年期不同信用等级中票利差变化情况

十四、2016 年中票市场展望

从宏观基本面看，2016 年，受需求下降、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，经济仍面临较大的下行压力，预计 2016 年我国 GDP 同比增速将保持在 6.8% 左右，CPI 将继续维持在低位。2016 年中央经济工作会议提出，2016 年是推进结构性改革的攻坚之年，稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革（包括去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务）营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，扩大直接融资比重；央行将继续通过定向货币政策工具，服务实体经济，支持供给侧结构性改革；同时，2016 年及今后一个时期，要适度扩大总需求，积极的财政政策要加大力度。总体看，提高直

接融资比重将进一步促进债券市场的发展，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也都是有利的。

从市场资金面看，目前国际资本流动已经成为影响我国货币政策的重要因素，也会导致银行间流动性趋紧，这都要求央行继续采取宽松的货币政策。此外，由于 CPI 仍将维持在较低水平，抑制通缩也意味着宽松政策需要继续。因此 2016 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，但由于基准利率已处低位，降息的空间并不大。另一方面，美联储已经结束量化宽松货币政策，在 2015 年 12 月份加息 0.25 个百分点，2016 年可能继续加息，但是进程预计缓慢，造成的资金流出压力不会太大。总体看，宽松的货币政策和较低的基准利率均有利于中票的发行，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，供给方面，随着融资成本持续下行并仍将维持在较低水平，以及地方政府债务置换的逐步推进，市场上债券供给量将进一步增大，而城投类企业的中票发行也有望随着地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛的降低而持续增长；随着银行间债券市场的对外开放程度提高、熊猫债券市场的快速发展，银行间债券市场也有望迎来海外企业发行中票。此外，公司债券在发行主体范围扩大的情况下有望继续维持高速增长态势，交易所债券市场与银行间债券市场之间的竞争关系可能会影响到中票的发行。需求方面，随着债市参与主体持续扩容，尤其是人民币加入 SDR 货币篮子之后海外投资者对人民币资产（主要是债券）的投资配置需求进一步增加，有望促进中票的发行。信用风险方面，本年度债券市场违约事件频发，预计 2016 年在去产能、去杠杆加速趋势下，部分产能过剩行业在自身现金流枯竭、再融资能力匮乏以及政府支持下降的情况下最有可能发生违约，债券违约将回归正常化，同时也会使市场对产能过剩行业及低等级发行主体所发债券的风险溢价要求进一步提高。

利差方面，在宽松货币政策延续的情形下，预计中票的发行利差也将继续保持较低水平，但下行空间较小。随着去产能、清理僵尸企业的进行，市场对部分产能过剩行业所发高信用等级中票的风险溢价要求会进一步提高，导致高信用等级中票利差波动性加大，低信用等级中票的利差也将会因信用风险事

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 2016 年中票市场将继续保持稳定发展的态势。“十三五”规划中提出，在金融体制改革中，开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式。目前我国债券市场上中票的信用等级分布整体较高，随着市场对违约或债券市场的风险认识逐步提高，中票发行主体范围有望进一步扩大至广大中小企业，这也给我国中票市场的发展规模带来很大的增长潜力。