

2015-8-4

2015 年上半年中期票据市场及利差研究报告

联合资信评估有限公司 余雷 李为峰



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

2015 年上半年中期票据市场及利差研究报告

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. 经济总体运行平稳，经济发展趋好

2015 年上半年，在经济转型、下行压力仍然存在的情况下，国家推行稳增长政策的力度不断加大，同时在积极的财政政策和稳健的货币政策配合下，2015 年上半年我国经济运行仍处在合理区间，呈现缓中趋稳、稳中有好的发展态势。2015 年上半年，我国国民生产总值同比增长 7.0%，略高于市场预期，消费和对外贸易指标出现好转，经济结构进一步优化，但固定资产投资，尤其是房地产开发投资增速出现回落。

2. 货币政策继续保持宽松，融资成本进一步下降

2015 年上半年，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。2015 年上半年，央行共进行了三次降准、降息，公开市场操作共实现净投放 350 亿元，并继续通过 SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，货币市场保持了宽松的环境。在宽松货币政策引导下，2015 年上半年，各期限的银行间固定利率国债到期收益率继续波动下行，融资成本较 2014 年进一步下降。截至 2015 年 6 月底，中长期关键期限国债如 3 年期、5 年期国债收益率较 2014 年年底分别下降 52 个 BP 和 30 个 BP 至 2.90%和 3.21%。

3. 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

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。根据公告内容，依法发行的各类债券，完成债权

¹ 即中期票据（不包含集合票据），以下同。

债务关系确立并登记完毕后，即可在银行间债券市场交易流通。央行取消银行间债券市场债券交易流通审批，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需求的增加。一方面，银行间债券市场境外机构投资者进一步扩容。2015年4月30日，人民银行再批准32家外资机构进入银行间债券市场，银行间债券市场对外开放程度有所加深；至2015年6月底，已有236家境外机构获准进入银行间债券市场。另一方面，继2014年11月交易商协会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后，2015年6月16日，人民银行宣布允许私募投资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。

4. 监管层对城投类企业的中票发行政策取向由紧至松

2014年12月1日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“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。受政策影响，2015年一季度城投类企业中票发行期数（33期）同比、环比出现大幅下降（同比、环比降幅分别为29.79%和51.47%），但二季度之后其中票发行量稳步回升并超过了去年同期水平。

5. 债券违约步入常态化，中票市场现首例违约

2015 年上半年债券市场信用风险事件和违约事件依旧多发。除了中小企业私

募债、中小企业集合票据和公司债发行人陆续出现了违约之外，2015 年 4 月 21 日，由于中国保定天威集团发生巨额亏损，未能按期兑付 2011 年度第二期中期票据（“11 天威 MTN2”）的利息，成为国内首单国企违约的债券，也是首单发生违约的中期票据。可以看出，“刚性兑付”的打破已成为趋势，这将有助于逐步引导资金的合理配置，强化违约常态化和市场化的预期。从长期来看，打破刚性兑付是促进市场健康、良性发展的必然选择。

二、中票发行主体家数、发行期数与发行规模

2015 年上半年，我国银行间债券市场有 300 家企业共发行中票 348 期，发行规模共计 4777.20 亿元。与上年同期相比，2015 年上半年发行中票的企业家数略有下降，但发行期数和发行规模同比分别增长 3.57%和 11.91%。与 2014 年下半年相比，2015 年上半年中票发行主体家数、发行期数和发行规模均有所下降，降幅分别为 7.20%、6.32%和 7.98%。

分季度看，2015 年一季度，受节日效应和城投类企业的中票发行期数大幅下降的影响，中票的发行期数和发行规模较 2014 年四季度大幅下降，降幅均超过 43%。2015 年二季度，得益于融资成本的不断下降、资金面的宽松以及 2015 年 3 月份交易商协会对地方政府融资平台的债券发行政策从此前的收紧转为适度放松，中票的发行期数和发行规模较一季度均有较大幅度增长，增幅均在 120%以上；但 2015 年 5 月下旬以来，受新股集中发行、半年末等因素导致市场流动性暂时趋紧的影响，共有 35 家企业²推迟或取消了原定的中票发行计划，这在一定程度上抑制了中票发行量的增长。

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。

² 指 2015 年 5 月 20 日~6 月 30 日之间在上海清算所发布推迟或取消中票发行公告、且在 6 月 30 日之前没有重新发行中票的企业数量。

表 1 2010~2015 年上半年中票发行基本情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 上半年	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数 (期)	221	407	562	508	711	348	3.57	-7.20
发行规模 (亿元)	4814.00	7079.70	8123.30	6746.20	9368.40	4777.20	11.91	-6.32
发行家数 (家)	167	314	447	413	551	300	-0.66	-7.98

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, 2015 年上半年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趋势, 其中发行规模为 0~10 (含 10) 亿元的中票发行期数在总发行期数中的占比仍然最高, 为 64.94%, 但 5~10 (含 10) 亿元区间的中票发行期数占比同比和环比均略有下降。总体看上半年各发行规模区间中票的发行期数占比较为稳定, 各发行规模区间的平均发行规模也变化不大。

表 2 2014~2015 年上半年中票发行规模分布情况表

发行规模 (亿元)	2014 年上半年		2014 年下半年		2015 年上半年			
	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	期数 (期)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)	占比 (%)
0~5 (含 5)	120	35.71	130	34.67	121	0.83	-6.92	34.77
5~10 (含 10)	111	33.04	127	33.87	105	-5.41	-17.32	30.17
10~20 (含 20)	60	17.86	58	15.46	66	10.00	13.79	18.96
20~50 (含 50)	41	12.20	54	14.40	50	21.95	-7.41	14.37
50~100 (含 100)	3	0.89	6	1.60	5	66.67	-16.67	1.44
100 以上	1	0.30	-	-	1	-	-	0.29
总计	336	100.00	375	100.00	348	3.57	-7.20	100.00

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

2015 年上半年中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期, 两者的发行期数总和在总发行期数中的占比超过 70%, 两者的发行规模总和在发行总额中的占比超过 60%, 两者占比同比和环比均有所下降, 主要是由于可续期中票的大量发行所致。2015 年上半年共发行了 55 期可续期中票, 超过了 2014 年全年的水平

(29 期)。2015 年上半年发行的可续期中票包括“3+N 年”和“5+N 年”两种期限品种，其中“5+N 年”期限的中票发行期数较多。

表 3 2014~2015 年上半年中票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)	发行规模 (亿元)	期数 (期)	发行规模 (亿元)	期数 (期)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)	发行规模 (亿元)	同比增幅 (%)	环比增幅 (%)
2	3	17.00	3	24.20	3	0.00	0.00	19.00	11.76	-21.49
3	114	1156.10	106	1178.80	122	7.02	15.09	1329.60	15.01	12.79
5	168	2375.80	180	2233.00	133	-20.83	-26.11	1641.60	-30.90	-26.48
7	16	331.50	22	373.00	13	-18.75	-40.91	375.00	13.12	0.54
8	-	-	-	-	1	-	-	39.00	-	-
10	5	61.70	6	147.00	4	-20.00	-33.33	100.00	62.07	-31.97
15	2	40.00	2	65.00	-	-	-	-	-	-
特殊期限	28	286.60	56	1078.70	72	157.14	28.57	1273.00	344.17	18.01
合计	336	4268.70	375	5099.70	348	3.57	-7.20	4777.20	11.91	-6.32

注：特殊期限中票包括可续期中票、有投资人回售选择权条款的中票以及有债券提前偿还条款的中票，以下同。

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

2015 年上半年，发行中票的企业类型仍以国有企业为主，国有企业所发中票的发行期数和发行规模占中票发行总期数和发行总额的比例均在 80%以上，发行优势明显。但上半年国有企业发行量占比同比和环比均有所下降，而民营企业中外合资企业等类型企业的发行量同比、环比均有较大幅度增长。总体看，国有企业和民营企业是中票市场的主要发行主体。

表 4 2014~2015 年上半年中票发行主体企业性质分布情况表

企业性质	2014 年上半年		2014 年下半年		2015 年上半年					
	期数 (期)	发行规模 (亿元)	期数 (期)	发行规模 (亿元)	期数 (期)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)	发行规模 (亿元)	同比 增幅 (%)	环比 增幅 (%)
国有企业	283	3917.90	328	4685.80	283	0.00	-13.72	4151.90	5.97	-11.39
民营企业	34	202.80	35	225.00	41	20.59	17.14	319.30	57.45	41.91
外商独资企业	8	71.50	1	4.00	4	-50.00	300.00	42.00	-41.26	950.00
中外合资企业	4	19.50	7	71.00	10	150.00	42.86	96.00	392.31	35.21
集体企业	4	34.00	2	5.90	2	-50.00	0.00	8.00	-76.47	35.59
其他类企业	3	23.00	2	108.00	8	166.67	300.00	160.00	595.65	48.15
总计	336	4268.70	375	5099.70	348	3.57	-7.20	4777.20	11.91	-6.32

注：统计中的其他类型企业主要为 A 股或 H 股上市公司，流通股股东主要为机构投资者且持股比例均超过 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

2015 年上半年共有 9 期具有担保条款的中票发行，发行总额为 56.50 亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的 2.59%和 1.18%，占比同比和环比均有所下降。其中有 8 期采用保证担保，1 期采用抵押担保，通过担保增信发行的中票的债项信用等级均高于发行人的主体级别。

2015 年上半年发行的有担保条款的中票中，获得 AAA 级和 AA+级债项级别的中票分别为 6 期和 1 期，均采用保证担保方式发行，担保人主要为发行企业的母公司，担保人主体信用等级均较高。另有 2 期中票分别通过保证担保和抵押担保方式增信获得了 AA 级债项级别。

以担保后债项级别为 AAA 级的中票（共 6 期）为样本进行分析发现，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 39 个 BP³，而 5 年期则要高出 82 个 BP，市场对通过担保提升中票的债项等级的认可度一般。

七、中票承销情况⁴

2015 年上半年共有 31 家主承销商参与承销中票，承销商数量同比、环比变化不大。发行方式除 5 期采用代销之外，其余全部采用余额包销（2014 年全年除 2 期采用代销外其余全部采用余额包销）。2015 年上半年共有 181 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 52.01%，该比例同比和环比均有所下降。

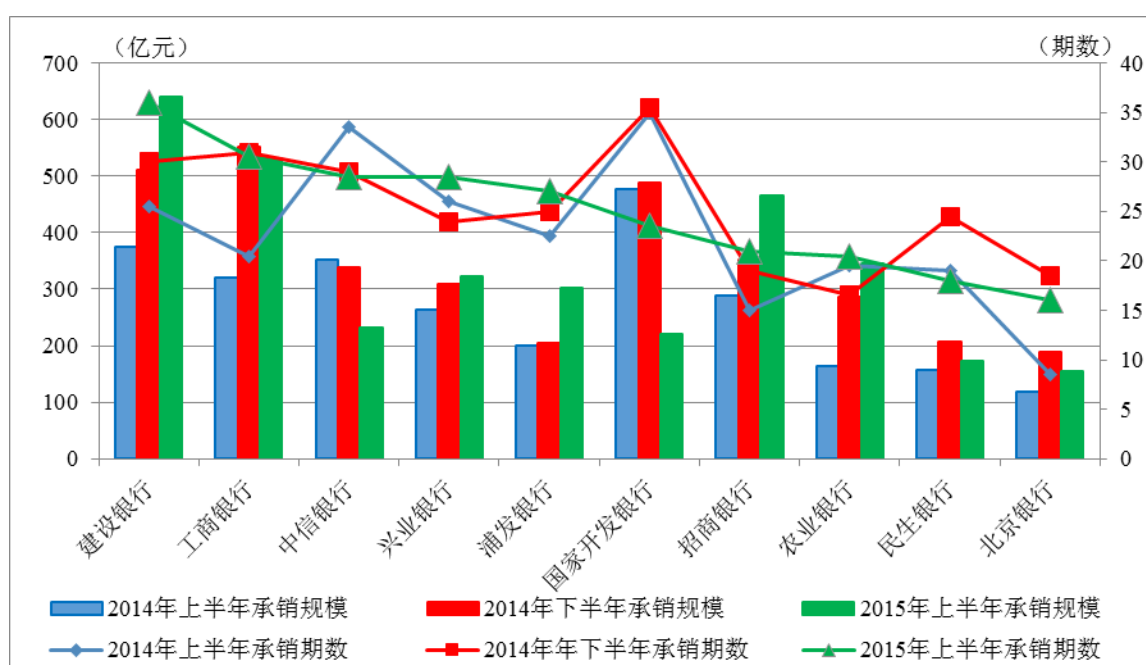
按承销期数统计，2015 年上半年建设银行以承销 36 期位居市场首位，工商银行、中信银行、兴业银行和浦发银行分别位列第二至第五位，国家开发银行则跌落至第六位。2015 年上半年前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 43.25%，

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 15 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%。

该比例同比和环比均略有提高。按承销规模统计，2015 年上半年建设银行以承销 639.30 亿元位居市场首位，工商银行、招商银行、农业银行和兴业银行位列第二至第五位，国家开发银行则跌落至第八位。2015 年上半年排名前五位承销商的承销规模总和占总承销规模的 48.23%，该比例同比和环比均略有提高。

总体看，2015 年上半年，建设银行在中票承销期数及规模上优势明显；排名前五位承销商的承销期数和承销规模在 2015 年上半年总承销期数和总承销规模中的占比均略有提高，市场集中度有所上升。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 2015 年上半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

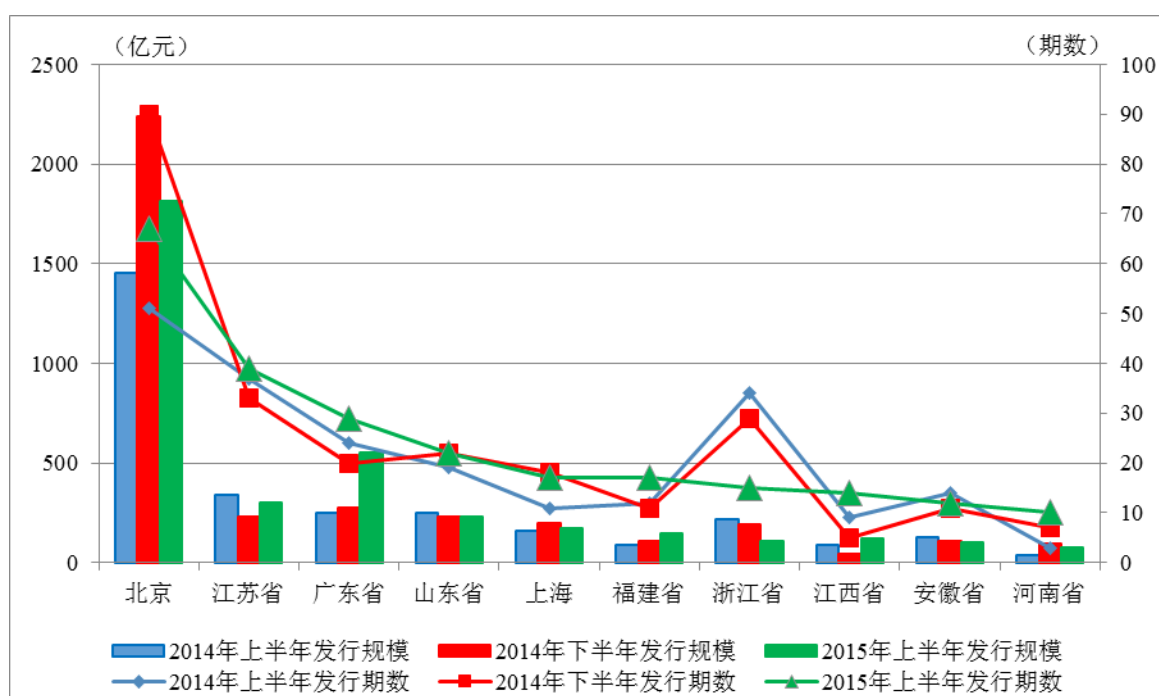
2015 年上半年共有 94 家企业首次发行中票 105 期，合计发行规模为 1008.20 亿元，分别占发行中票企业家数、总发行期数和发行总额的 31.33%、30.17%和 21.10%，新增企业发行家数、发行期数占比较上年同期和去年下半年均有所减少，而发行规模占比同比、环比下降幅度均不大。

2015 年上半年新增的中票发行企业主要分布于建筑与工程，房地产开发，酒店、度假村与豪华游轮行业；企业性质方面，新增主体仍以国有企业为主，该类企

业在新增主体中的比例为 78.72%，其次为民营企业，占比为 14.89%；新增中票发行主体的信用等级主要为 AA 级，占新增主体数量的 51.06%。

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，2015 年上半年北京地区的企业所发中票在发行期数（67 期）和发行规模（1815.60 亿元）上仍位列全国首位；江苏、广东、山东和上海地区 2015 年上半年所发中票期数和规模位列 2~5 位。与上年相比，2015 年上半年，广东地区企业中票发行规模和发行期数增幅均较大，江西和河南地区企业发行期数首次跻身前十位，而以往发行量较大的浙江地区 2015 年上半年发行量降幅较大。



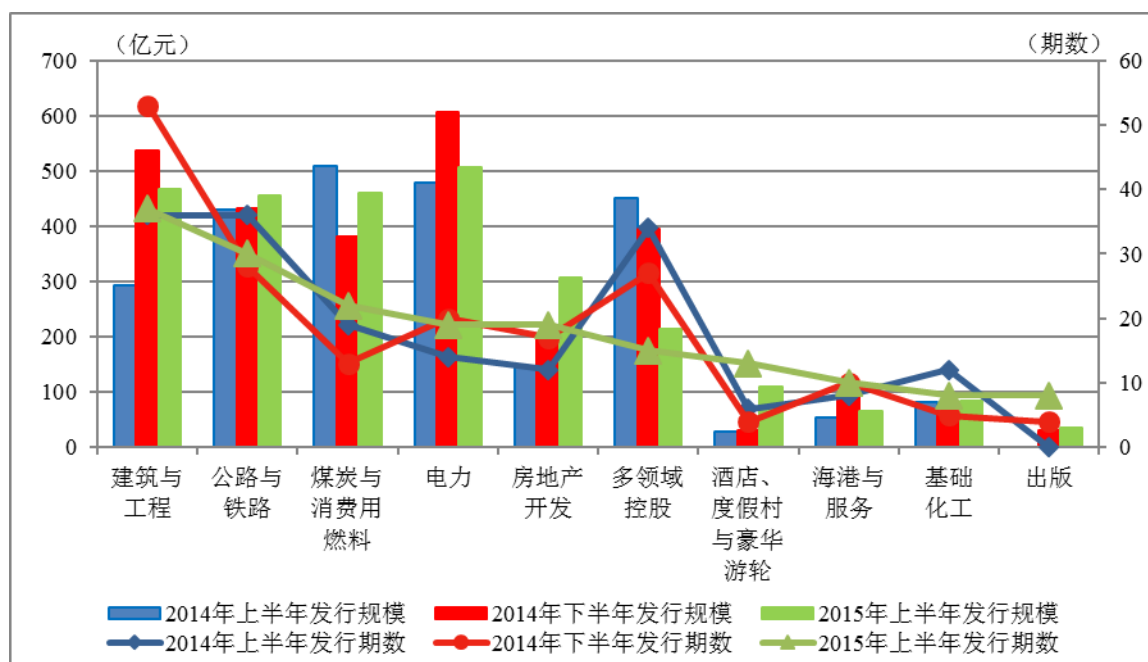
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 2 2015 年上半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，2015 年上半年建筑与工程，公路与铁路，煤炭与消费用燃料，房地产开发以及电力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（37 期）在发行期数方面位居首位，而电力行业在发行规模（506 亿元）方面继续保持领先优势。

2015 年上半年，出版行业和酒店、度假村与豪华游轮行业中票发行期数首次跻身前十位；房地产开发企业中票发行规模同比、环比增幅均超过 50%，主要得益于 2014 年 9 月交易商协会放开主体评级为 AA 级及以上上市房企的中票融资限制；多领域控股行业（多数为城投企业）中票发行期数和规模环比降幅较大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2015 年上半年中票发行期数前十位主体行业分布情况

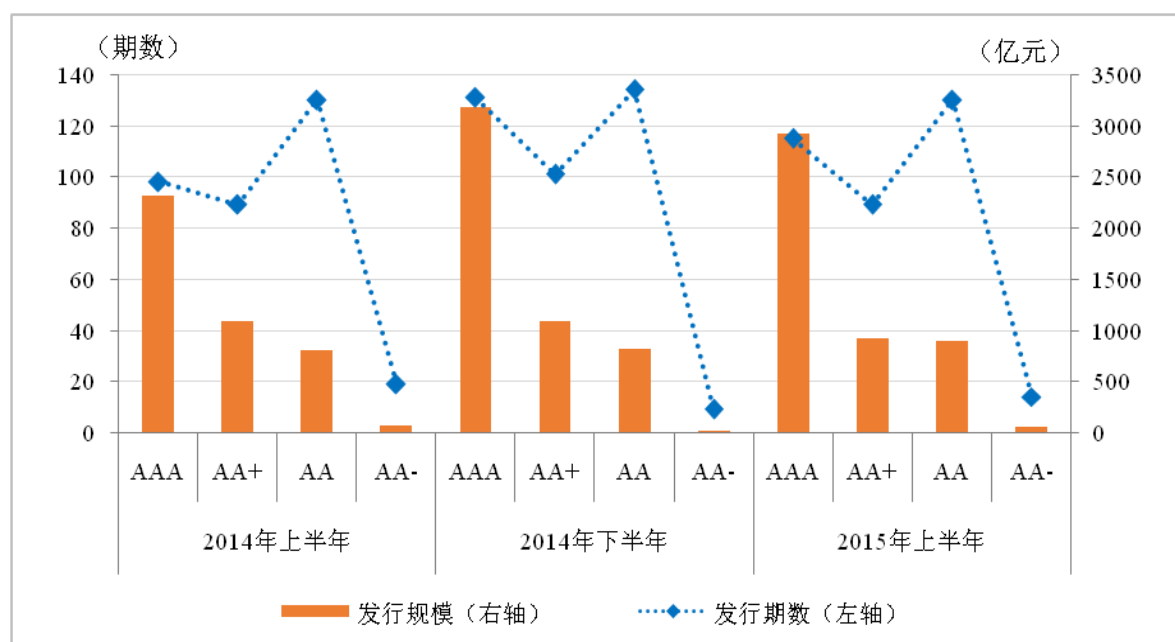
十一、中票债项信用等级分布

从债项信用等级看，2015 年上半年发行的中票的债项信用等级分布于 AAA 级~AA-级之间，其中主要集中于 AA 级以上，AA-级中票发行量较少。按发行期数统

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。

计，2015 年上半年发行的中票仍以 AAA 级~AA 级的债项为主，占总发行期数的比例为 95.98%；其中 AA 级中票的发行期数仍然最多，占总发行期数的 38.69%。与上年同期相比，AAA 级中票的发行期数占比增幅较大；与 2014 年下半年相比，AAA 级和 AA+级中票发行期数占比有所下降，中票信用等级分布整体略有下移。

按发行规模统计，2015 年上半年 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 61.00%。与上年同期相比，AAA 级中票的发行规模占比增幅较大，而 AA+级中票的发行规模占比降幅较大；与 2014 年下半年相比，AA+级中票的发行规模占比进一步下降，AA 级和 AA-级中票的发行规模占比则均有所上升。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2014~2015 年上半年中票债项信用等级分布情况

十二、中票发行利率

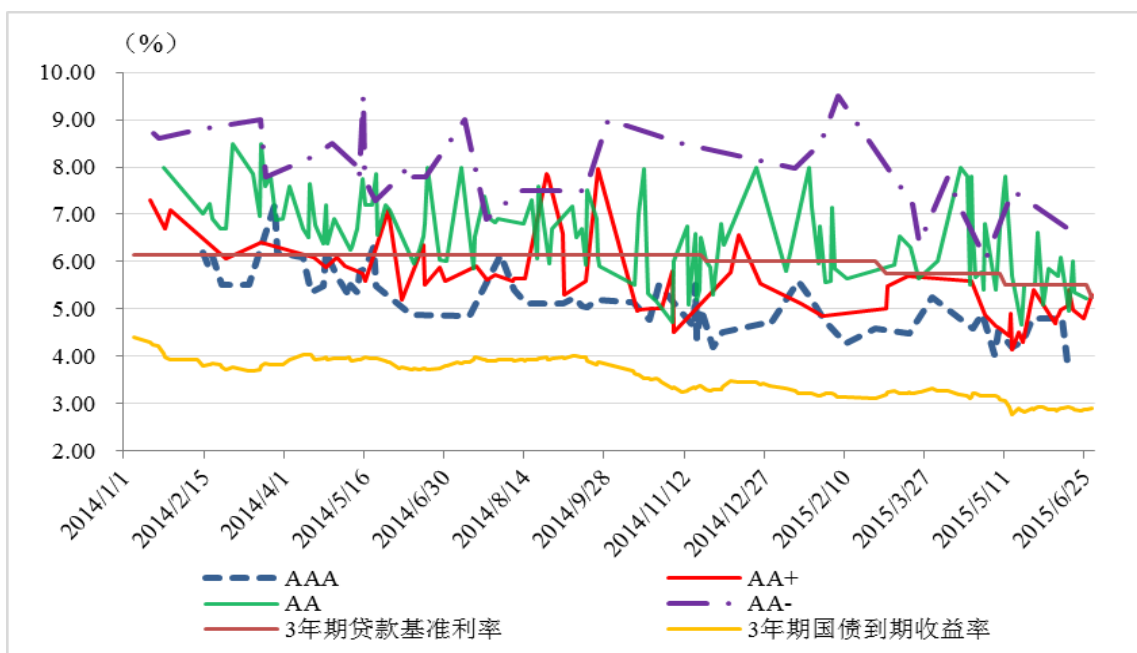
2015 年上半年发行的 348 期中票中，有 330 期采用固定利率发行，17 期采用累进利率发行，1 期采用浮动利率发行。采用固定利率发行的中票期数占本期中票总发行期数的 94.83%，该比例较上年略有上升，市场对固定利率产品认可度依然

较高。2015 年上半年发行的特殊期限中票有 72 期（其中可续期中票 55 期），占中票发行总期数的 20.69%。

剔除浮动利率中票和可续期中票，并将含有投资人回售选择权条款中票的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 130 期和 141 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 5、图 6 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 2014 年年初高位开始波动下行，尤其在 2014 年 9~11 月降幅明显，但年末出现回升。2015 年 1~2 月，央行通过在全国推广分支机构常备借贷便利、巨额逆回购和降准缓解了春节资金面紧张的局面，中票的平均发行利率继续波动下行；3~4 月上旬，虽然降息、中期借贷便利的续作和公开市场逆回购利率下调使得市场资金面进一步向好，但股市火爆对债市资金的分流作用明显，同时万亿地方债置换政策的出台加大了市场对中长期债券大量供给的预期，3 年期和 5 年期中票平均发行利率普遍上行；之后随着货币政策的进一步宽松，中票平均发行利率于 5 月中旬降至 2015 年以来的最低，但 6 月又出现略微回升。2015 年 6 月份，3 年期和 5 年期 AAA 级中票的发行利率均值（分别为 4.16%和 5.13%）均明显低于去年同期的水平（3 年期为 4.87%，5 年期为 5.65%）；与今年 1 月份 AAA 级中票的发行利率均值相比，3 年期中票的发行利率低于今年年初的水平（5.18%），但 5 年期中票的发行利率则略高于今年初水平（5.85%）。

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 年上半年，3 年期 AAA 级和 AA+级中票的发行利率一直处于同期限贷款基准利率之下，5 年期 AAA 级和 AA+级中票的发行利率则基本处于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）的发行利率于去年 10 月降至同期贷款基准利率附近后基本处同期贷款基准利率之上浮动；3 年期 AA-级中票的发行利率在 2015 年上半年也出现明显下降，但仍显著高于同期贷款基准利率。



注：1. 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%；

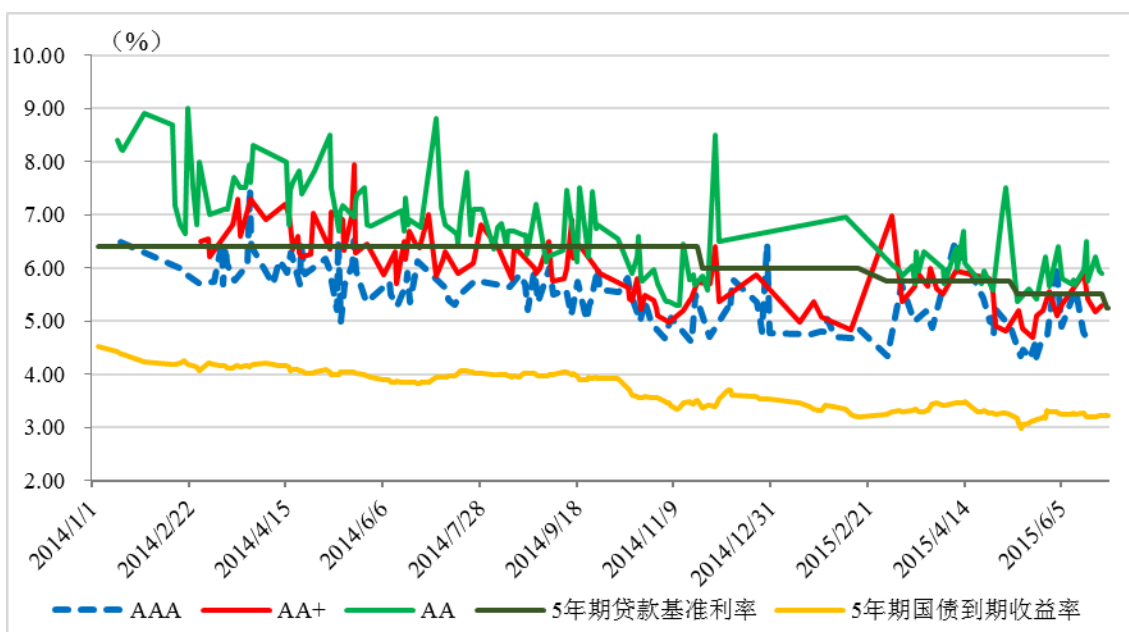
2. 3 年期和 5 年期银行贷款基准利率于 2015 年 3 月 1 日由 6.00% 下调至 5.75%；

3. 3 年期和 5 年期银行贷款基准利率于 2015 年 5 月 10 日由 5.75% 下调至 5.50%；

4. 3 年期和 5 年期银行贷款基准利率于 2015 年 6 月 27 日由 5.50% 下调至 5.25%。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 5 2014~2015 年上半年 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 年上半年 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，并将含有投资人回售选择权条款的中票期限按照选择权之前的期限重置后，以下将以 3 年期的 130 期和 5 年期的 141 期共计 271 期中票为样本进行分析。

从表 5 可以看出，在发行期限相同的情况下，中票的信用等级与发行利率均值、利差均值呈反向关系，即中票的信用等级越高，发行利率和利差均值越低；各级别中票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低中票的风险溢价要求更高；AAA 级和 AA+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；3 年期 AA 级中票发行利率均值和利差均值较 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，这推高了 3 年期 AA 级中票的平均风险溢价水平。

表 5 2015 年上半年各级别中票对应的利差情况

期限 (年)	债项信用等级	样本 (个)	利率 (%)		利差 (BP)		
			区间	均值	均值	级差	变异系数
3	AAA	21	3.85~5.58	4.57	152.24	N/A	25.28
	AA+	28	4.15~6.99	5.00	202.75	50.52	26.56
	AA	69	4.67~8.50	6.20	311.96	109.21	30.21
	AA-	12	6.04~9.50	7.45	436.26	124.30	23.22
5	AAA	46	4.24~6.50	4.84	159.82	N/A	26.25
	AA+	42	4.59~6.98	5.39	212.45	52.64	19.16
	AA	53	5.35~7.50	6.02	272.97	60.52	15.02

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

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，我们对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，除了 3 年期 AAA 级与 AA+级中票的利差差异不显著外，其余 3 年期和 5 年

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显著性检验采用 Scheffe 检验方法。

期的各级别中票的利差均存在显著性差异，中票信用等级的风险区分功能总体较好。

导致 3 年期 AAA 级与 AA+级中票的利差差异不显著的主要原因是 2015 年上半年社会融资成本不断下行，与 AAA 级中票的发行期数在各月份均衡分布的情况相比，AA+级中票大多集中于 5 月和 6 月发行，这段时间债券融资成本已处低位，使得 AA+级中票的发行利率有明显下降，并与 AAA 级中票的发行利率差异缩小。另外，有担保的 3 年期 AAA 级中票的发行利差也基本要高于同一时间段内发行的同期限无担保的 AAA 级中票利差，市场对通过担保增信而提升债项评级的中票认可度一般，这也在一定程度上推高了 3 年期 AAA 级中票的平均风险溢价水平。

从利差变化趋势看（图 7），3 年期和 5 年期各级别中票的利差自 2014 年以来总体呈波动下降趋势，于 2014 年 11 月降至 2014 年最低水平，年末有所上升。2015 年上半年，虽然融资成本继续下行、资金面进一步宽松，但受信用风险事件多发的影响，各级别中票的利差维持波动态势。

除了 3 年期 AA-级中票的利差均值一直处较高水平外，与上年同期相比，3 年期和 5 年期各级别中票的利差均值较上年同期均有不同程度收窄，其中 5 年期 AA+级和 AA 级中票的利差均值降幅较大；与 2014 年下半年相比，3 年期 AA+级和 5 年期 AAA 级中票利差均值变化不，其余 3 年期、5 年期各级别中票的利差均有不同程度扩大，其中 3 年期 AA 级中票的利差均值增幅最大，环比增加约 40 个 BP。可以看出，2015 年上半年中票的利差环比有所回升，投资者对中票的风险溢价要求有所提高，可能是受 2015 年上半年信用风险事件多发影响所致。

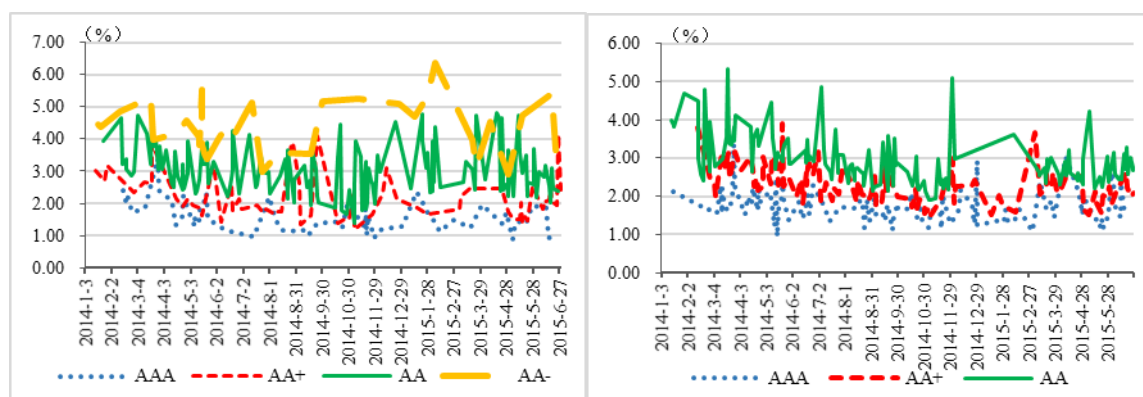


图 7 2014~2015 年上半年 3 年期（左图）、5 年期不同信用等级中票利差变化情况

表 6 2014~2015 年上半年中票利差变化情况

债项级别	3 年期中票利差均值 (BP)			5 年期中票利差均值 (BP)		
	2014H1	2014H2	2015H1	2014H1	2014H2	2015H1
AAA	188.72	134.08	152.24	187.17	161.00	159.82
AA+	227.31	203.06	202.75	268.74	203.44	212.45
AA	317.69	271.44	311.96	341.61	265.15	272.97
AA-	423.92	446.00	436.26	-	-	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

十四、2015 年下半年中票市场展望

从宏观基本面看，2015 年上半年，在积极的财政政策和稳健的货币政策配合下，政府继续加大基础设施建设投资力度，同时大力发展“一带一路”战略实现国际产能合作和产业输出，消费、出口等主要经济指标出现好转，制造业企稳回升。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 2015 年下半年经济有望企稳回升。

从市场资金面来看，2015 年上半年，央行利用多种工具维持货币市场资金充裕。下半年，货币政策也有进一步放松空间，流动性总体将继续保持宽松。随着美国经济形势的好转，2015 年下半年美联储加息的可能性较高，这或将导致外资大量流出，使我国货币市场出现波动。

从债券市场环境看，预计会呈现以下几个方面趋势：一是融资成本整体下行趋势明显并仍将维持在较低水平，利于债券发行量的提高。二是随着地方政府债务置换的逐步推进，市场上中长期债券供给量将进一步增大，但监管层将地方政府债纳入国库现金管理质押品范围提高了地方政府债券的流动性，同时在宽松货币政策配合下，对中票发行的影响减弱。三是国家对地方政府融资平台在重点领域、重点项目建设方面借债政策的放松，以及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，有望推动城投类企业的中票发行继续增长。四是公司债券发行主体范围的扩大以及发行方式的丰富，为企业直接融资提供了更多的选择，公司债券的发行也有望迎来新一轮增长，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。五是 2015 年 3 月，交易商协会就可续期票据的发行向相关机构发送征求意见稿，对发行人的评级、发行机构的类型及资金投向

都未做过多规定，并支持符合产业政策、偿债压力较小的发行人公开或定向发行永续期票据，永续期票据的发行门槛有望进一步放宽，这将使永续期中票快速发展的局面得到进一步延续。六是在银行间债券市场对外开放程度进一步提高、债市参与主体得到扩容的情况下，中票发行量也将因二级市场需求的增加而增加。七是 2015 年 4 月份债券市场发生首例国企债券违约事件，随后又有多笔债券先后暴露违约风险，违约事件频现使市场对低等级发行主体所发债券的风险溢价有所提高，低等级发行主体的发债成本有所上升，抑制了其债券的发行。

整体来看，2015 年下半年积极财政政策力度有望加大，货币政策也有进一步放松空间，资金面将持续宽松，预计中票市场整体上将保持稳定增长的态势。