

2015 年企业债券市场与信用评级表现研究报告



2016/2/29

作者: 联合资信评估有限公司 聂逆 张婷婷

2015 年企业债券市场与信用评级表现研究报告

作者:联合资信评估有限公司 聂逆 张婷婷

一、企业债券发行市场环境¹

随着债市信用风险的不断暴露,2014 年下半年以来,各部门纷纷收紧企业债券的发行条件,加强企业债券的风险防范。继中证登 2014 年 7 月修订《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》,抬高企业债券的质押回购资格²使企业债券的流动性开始下降后,发改委 9 月下发《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》,从资产质量、偿债资金来源和地方政府性债务风险等多个方面新增了城投企业发债准入审核条件,城投企业发债条件趋于严格;随后国务院于 10 月初颁布《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(43 号文),要求剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务,加之中证登于 12 月发布《关于加强企业债券回购风险管理相关措施的通知》,再次抬高企业债券的质押回购资格³、清理国内的城投债市场,企业债券的流动性受到很大影响。整体来看,企业债券发行量自 2014 年下半年开始呈下降趋势。2015 年,随着我国进入经济增速换挡期、结构调整阵痛期和前期政策消化期的“三期叠加”时期,经济增速下行压力较大,为更好地发挥企业债券支持实体经济发展的作用,2015 年度发改委多次发文放松企业债券的发行审核要求、简化审批程序,此外还推出并大力推广了专项债券、项目收益债券、永续期债券和绿色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,有利于企业债券市场稳健发展。

¹本报告不包含集合债券的统计分析。

²债项评级达不到 AAA 级、主体评级为 AA 级(含)以上的企业债券不得新增入库。

³债项评级达不到 AAA 级、主体评级为 AA 级(含)以上(若主体评级为 AA,其评级展望应为正面或稳定)的企业债券不得新增入库。对不符合规定的入库企业债券,将采取措施分批分步压缩清理出库。

（一）多次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》（发改办财金〔2015〕1327 号）和《对发改办财金〔2015〕1327 号文件的补充说明》两个文件，对企业债券发行要求进行适当调整，包括：对于债项级别在 AA+ 以上，以及主体信用等级为 AA 并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、回报期较短的发债企业，放宽了其发债数量指标的限制⁴；放宽募资资金相关要求，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%，允许一定条件⁵的企业使用不超过 40% 的募集资金用于偿还银行贷款和补充营运资金，同时允许满足一定条件的企业发行债券⁶，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，还将债券余额占 GDP 的预警线从 8% 提升至 12%，并简化企业募集资金投向变更程序。

2015 年 12 月 2 日，发改委正式下发《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》（以下简称《意见》）较为全面地对企业债券发行进行规范，进一步降低企业债券发行门槛。主要调整内容包括：（1）简化企业债券审批流程，放宽发行条件。地方企业直接向省发改委提交企业债申报材料，不再要求提供省发改委的部分预审意见，对于信用优良企业发债，豁免委内复审环节⁷，对于创建社会信用体系建设示范城市所属企业发行的债券以及创新品种债券包括“债贷组合”，城市停车场建设、城市地下综合管廊建设、养老产业、战略性新兴产业等专项债券，项目收益债券，永续期债券等，可直接向国家发改委申报发行债券；（2）进一步放宽发债企业数量指标限制，债项级别

⁴1327 号文对于发债企业数量指标的要求是：在发债募集资金投向符合国家产业政策的条件下，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。

⁵主体信用等级不低于 AA，且债项级别不低于 AA+

⁶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。

⁷豁免条件包括：主体或债券信用等级为 AAA 级的债券、由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级在 AA+ 及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券和债项级别 AA+ 及以上，使用有效资产进行抵、质押担保的债券。

AA 以上的发债主体（包括城投企业），均不受发债指标的限制；（3）在募资资金使用上，允许所有等级的债券使用不超过发债规模 40% 的资金用于补充营运资金，支持债券资金用于项目前期建设，若募集资金投资项目实施确有困难，允许债券资金按程序变更用途，企业在对债券资金的使用上更趋于灵活。

（二）推出并大力推广专项债券、项目收益债券、可续期债券、绿色债券等创新产品

2015 年 4 月，发改委发布四类专项债券发行指引，规定城市停车场、城市地下综合管廊、养老产业、战略性新兴产业四个领域发行专项债券均不受发债指标限制，并被列为加快并简化审核类债券，适当放宽准入条件，专项债券成为发改委支持实体经济发展的的重要手段之一。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和可续期债券等，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。

发改委于 8 月正式出台了《项目收益债券试点管理办法》，提出重点支持基础设施和共用事业特许经营项目、以及其他有利于结构调整、改善民生和提供公共产品和服务的项目通过项目收益债券融资。同时还规定，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，对于非公开发行的项目收益债券的债项评级应在 AA 及以上，并明确债券存续期内合法合规的财政补贴占项目收入的比例合计不得超过 50%。该办法的出台使项目收益债券的发行管理机制日趋成熟。

2015 年 12 月，继央行发布绿色债券法规之后，发改委下发《绿色债券发行指引》，重点支持节能减排技术改造、绿色城镇化和能源清洁高效利用等 12 个领域发行绿色企业债券，对申请发行绿色债券的企业，适当调整审核准入条件，包括债券募集资金占项目总投资的比例放宽至 80%、豁免受发债指标的限制、核定发债规模时不考察企业其他信用类产品的规模（在资产负债率低于 75% 的前提下）、鼓励上市公司及其子公司发行绿色债券等，并引导和鼓励社会资本参与绿色项目建设。该指引的出台对绿色企业债券的扩容起到积极的推动作用。

（三）企业债券市场违约风险事件不断暴露，债市违约步入常态化，监管部门提出更高要求以防范信用风险

2015 年，债市发生多起信用风险事件，债券违约已由私募债扩展至公募债、由民营企业扩展至国有企业，债券违约已经扩散至所有债券类型。2015 年企业债券市场先后发生了“08 二重债”、“10 中钢债”和“12 圣达债”三只债券的违约事件。

在经济下行压力加大、债市违约步入常态化的背景下，发改委于 2015 年 11 月和 12 月依次下发《企业债券中介机构信用评价办法》、《企业债券发行信息披露指引》和《关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见》，对第三方中介机构、债券发行人以及委内监管部门提出更高的要求，以防范信用风险。在加强中介机构管理方面，发改委将通过中介机构信用档案，建立起守信激励和失信惩戒机制，对中介机构的失信失职行为将严格追究相关责任，加强问责机制的建立，强化中介机构服务的规范化管理；此外，还鼓励保险公司等机构发展债券违约保险，探索发展信用违约互换，转移和分散担保风险。在对债券发行人的具体要求上，重点强化信息披露，鼓励企业开展债券担保和再担保业务，加强偿债保障机制建设。在改善委内监管部门的监管效率方面，发改委要求省级发展改革部门承担区域内企业债券事中事后监管责任，做好项目进度检查、重大事项协调、偿债能力动态监控等，同时，发改委或省级发改委将对企业债券存续期管理实行“双随机”抽查，检查募集资金使用合规情况，并做到全程留痕，实现责任可追溯。

二、企业债券发行量下降明显

2015 年，我国银行间债券市场共有 284 家企业累计发行企业债券 301 期⁸，发行总额为 3415.80 亿元，发行家数、发行期数和发行总额较上年分别减少 45.59%，47.65%和 50.48%，降幅较大。

具体来看，自 2014 年下半年开始企业债券监管政策趋严使发行量骤减以来，2015 年上半年，发改委出台的一系列放宽企业债券的发行门槛的政策，使

⁸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的 2 期债券，以下同。

企业债券发行量有所复苏；2015 年第三季度，随着信用债市场违约事件的频发，多家企业纷纷取消已公开发行文件的债券发行，企业债券市场发行活跃度也明显降低。第四季度，发改委发文进一步简化企业债券审批流程、降低发行门槛，企业债券发行期数和发行规模呈增长态势。2015 年各季度企业债券分别发行 84 期、81 期、48 期和 88 期，整体看企业债券的发行受政策影响较为明显。

从企业债券发行场所状况来看，2015 年共有 286 期企业债券在银行间市场和交易所市场同时发行，发行规模共计 3263.80 亿元，发行期数和发行规模占企业债券总发行期数和发行总额的比例均在 95% 以上；有 15 期企业债券仅在银行间市场发行，发行规模为 152.00 亿元。从企业债券发行人主体类型来看，2015 年城投类企业⁹发行企业债券共计 264 期，占企业债券总发行期数的 87.71%，占比较 2014 年（88.52%）略有下降。

2015 年企业债券中创新产品的发行量有所上升。本年度发行永续期企业债券 5 期，合计发行规模 108.00 亿元，发行项目收益债券 8 期，发行规模共计 89.00 亿元，以上两种债券的发行期数和规模较上年明显增加，增幅均超过 200%。此外，本年度首次发行专项债券共 5 期，发行规模为 51.5 亿元，创新产品的品种进一步丰富。

表 1 2011-2015 年企业债券发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2015 年增长率 (%)
发行期数 (期)	192	479	373	575	301	-47.65
发行规模 (亿元)	2461.30	6484.50	4748.30	6898.50	3415.80	-50.48
发行家数 (家)	181	456	356	522	284	-45.59

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，2015 年新发企业债券规模仍主要分布在 1~20 亿，其中以 5~10 亿元最多，发行期数占比为 49.50%，较上年进一步上升；10~20 亿元规模区间的企业债券发行期数占比较上年则明显下降。此外，发行规模在 50 亿元

⁹按 wind 企业性质分类

以上的企业债券的发行期数较上年增加 1 期，发行期数占比略有上升。平均单笔发行规模方面，除 10~20 亿元规模区间的企业债券的平均单笔发行规模较上年略有减少之外，其他规模区间的平均单笔发行规模同比均有所增加。

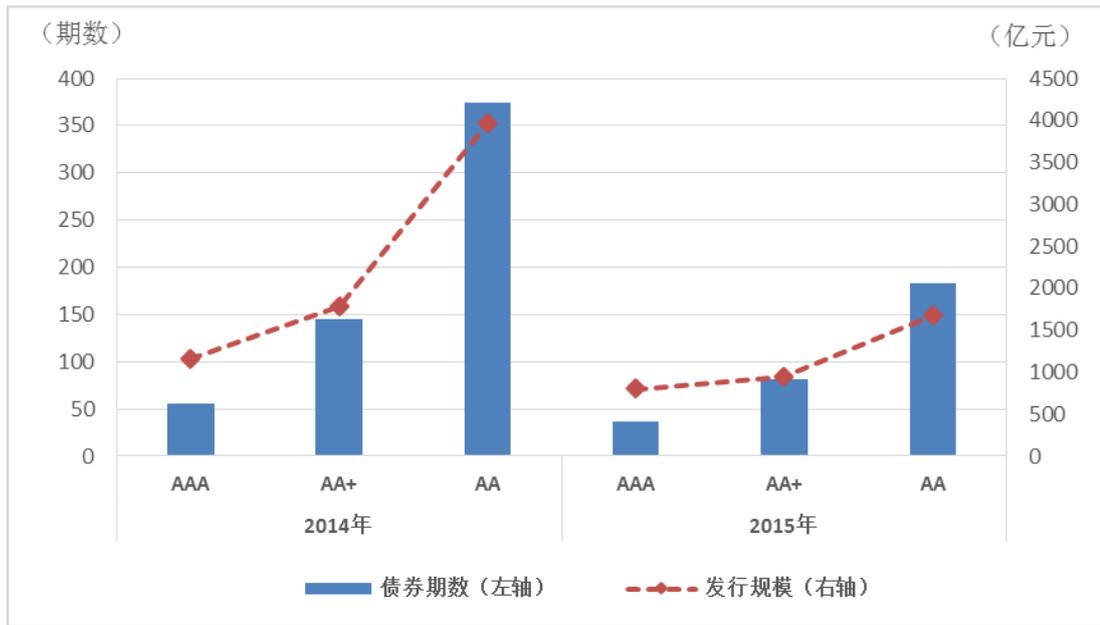
表 2 企业债券发行规模分布情况表

发行规模 (亿元)	2014 年			2015 年		
	发行期数 (期)	占比 (%)	平均单笔发行 规模 (亿元)	发行期数 (期)	占比 (%)	平均单笔发行 规模 (亿元)
1~5 (含 5)	49	8.52	3.36	36	11.96	4.44
5~10 (含 10)	262	45.57	7.73	149	49.50	8.10
10~20 (含 20)	232	40.35	15.14	101	33.55	14.47
20~30 (含 30)	21	3.65	25.83	9	2.99	28.00
30~50 (含 50)	10	1.74	41.30	4	1.33	44.00
50 以上	1	0.17	60.00	2	0.66	80.00

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

四、AA 级企业债券的发行量占比下降较为明显

从信用等级分布情况看，2015 年发行的企业债券的信用等级依然分布在 AAA 级~AA 级之间，债券的信用等级整体较高。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占总发行期数和发行总额的比例分别为 60.80% 和 49.02%，占比较上年（65.04% 和 57.41%）下降较为明显，原因主要包括，一是由于信用风险事件的不断暴露使较高信用等级主体的债券发行优势更加显性化，二是在监管部门对企业采用担保增信的政策鼓励下，采用担保方式获得较高信用等级的债券明显增加，三是 2014 年下半年中证登对质押回购资质的提高，使新发企业债券的信用等级随之向上迁移。整体来看，AA 级企业债券的发行量占比呈下降态势。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2015 年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，4 年期企业债券的发行量占比上升较为明显

发行期限方面，2015 年新发企业债券仍然主要集中在 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 76.69% 和 72.55%，占比较上年均明显下降；此外，4 年期企业债券发行量较上年明显增加，发行期数和发行规模在总发行期数和发行总额中的占比上升也较为明显。本年度发行的企业债券的期限品种较上年有所变化，减少了 11 年期的企业债券，同时新增加了 20 年期的企业债券。

表 3 企业债券发行期限分布情况表

发行期限 (年)	2014 年				2015 年			
	期数 (期)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)	期数 (期)	占比 (%)	规模 (亿元)	占比 (%)
3	2	0.35	16	0.23	3	1.01	139.00	4.20
4	5	0.87	29	0.42	20	6.76	122.40	3.70
5	12	2.09	245	3.57	8	2.70	133.00	4.02
6	34	5.93	304.9	4.44	12	4.05	111.50	3.37
7	475	82.90	5343.6	77.80	227	76.69	2399.90	72.55

8	6	1.05	67	0.98	4	1.35	19.00	0.57
10	30	5.24	589	8.58	16	5.41	262.00	7.92
11	1	0.17	20	0.29	-	-	-	-
15	8	1.40	254	3.70	5	1.69	101.00	3.05
20	-	-	-	-	1	0.34	20.00	0.60
合计	573	100.00	6868.5	100.00	296	100.00	3307.8	100.00

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国有企业为主

从企业债券发行主体所有制性质来看，2015 年国有企业依然是企业债券最主要的发行主体，其所发企业债券的期数和规模分别占总发行期数和发行总额的 96.68% 和 97.32%，较上一年变化不大。此外，民营企业所发企业债券规模有所增加，但发行期数与上年持平且依然较少；外商独资企业和中外合资企业分别仅发行 1 期。总体来看，企业债券各企业性质的发行主体占比基本稳定。

表 4 不同所有制性质企业的企业债券发行情况

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 (%)
中央国有企业	12	2.09	373.00	5.41	8	2.66	360.00	10.54
地方国有企业	547	95.13	6419.80	93.06	283	94.02	2967.80	86.88
民营企业	7	1.22	47.70	0.69	7	2.33	60.00	1.76
集体企业	-	-	-	-	1	0.33	3.00	0.09
外商独资企业	6	1.04	48.00	0.70	1	0.33	10.00	0.29
中外合资企业	3	0.52	10.00	0.14	1	0.33	15.00	0.44
总计	575	100	6898.50	100	301	100.00	3415.80	100.00

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 年发行的企业债券中，有担保债券共计 112 期，发行规模合计 1149.00 亿元，占企业债券总发行期数和发行总额的比例分别为 37.21% 和 33.64%，占比较上年分别提高 4.69 个百分点和 7.52 个百分点。在有担保的企业债券中，76

期采用保证担保、36 期采用了抵质押担保，分别占有担保债券总期数的 67.86% 和 32.14%。与 2014 年相比，采用保证担保方式增信的企业债券的占比明显提高。

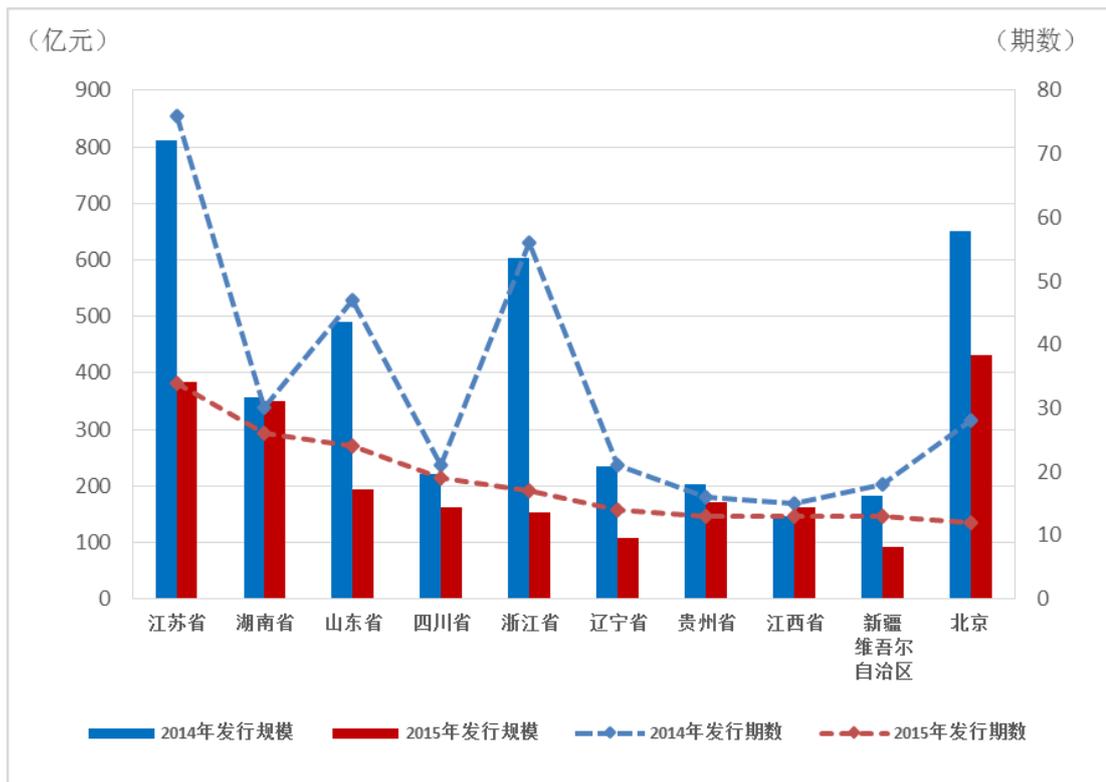
从增信效果看¹⁰，具有担保的企业债券中，共有 91 期企业债券通过担保增信获得高于发行人主体级别的债项级别，其中有 19 期通过担保增信获得 AAA 级，有 49 期获得 AA+级，23 期获得 AA 级，通过增信提升信用等级至 AA+及以上的债券期数占通过担保增信提升信用等级的债券总期数的 85.71%，该比例较 2014 年（70.76%）有所上升。以期限重置¹¹后的 7 年期企业债券为样本进行统计发现，通过担保增信提升债项级别至 AA 和 AA+的企业债券的发行利率分别高于同日发行、具有相同债项级别的无担保企业债券的平均发行利率 60 个 BP 和 41 个 BP，表明市场对通过担保提升信用级别的企业债券的认可度不一。

八、企业债券发行主体地区分布分析

2015 年，江苏地区经济活跃度高，企业债券的发行期数继续蝉联榜首，北京地区凭借大型国有企业集中的优势发行规模超过江苏，位居首位。其次，湖南、山东、四川、浙江、贵州等地区企业债券发行期数和发行规模均排名全国前列。同上年相比，发行期数排名前十位的地区中，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 61.46% 和 64.59%，较上年（60.87%和 61.42%）均略有上升，企业债券地区分布相对稳定。

¹⁰ “15 邳棚改项目 NPB”、“15 余棚改项目 NPB01”和“15 西咸管沟项目 NPB01”3 期项目收益债券因无主体评级，无法判断其增信效果。

¹¹对含有选择权的企业债券的期限进行调整，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。



资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

图 2 2015 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

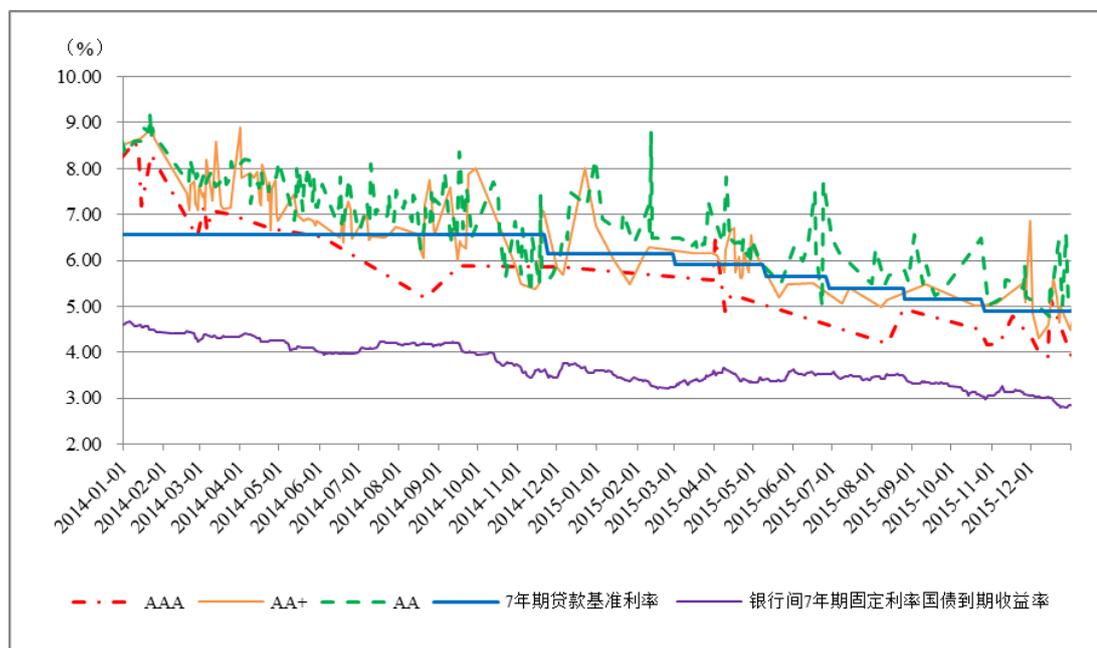
2015 年，共有 175 家企业首次发行企业债券 178 期，合计发行规模 1800.00 亿元，分别占发行总家数、总发行期数和发行总额的 61.40%、59.14% 和 52.70%，与上年相比，发行家数和发行期数占比均小幅上升，发行规模占比则小幅下降。其中，新增发行人企业仍以地方国有企业为主，占比为 98.29%，主要集中在房地产和资本货物行业；新增发行人主体级别主要集中在 AA 级和 AA-级，占比分别为 68.54% 和 17.98%。

十、企业债券发行利率有所下降

2015 年发行的企业债券主要采用固定利率的方式发行，其中，有 62 期含有选择权，占企业债券总发行期数的 20.60%，占比较上年（11.30%）明显上升。

将含选择权的债券期限按照选择权之前的期限重置后，剔除可续期债券，2015 年企业债券的发行期限依然主要为 7 年期、5 年期和 3 年期，发行利率区间分别为 3.90%~8.80%、3.70%~8.00% 和 3.50%~8.40%。与 2014 年相比，各期限发行利率上限和下限均有所降低且利率区间有所扩大，主要是由于 2015 年央行连续 5 次降息带动企业融资成本下行，以及采用担保方式进行增信的企业比例明显上升且担保企业的发行利率普遍仍然偏高所致。

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 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，呈现出波动下降的态势，2015 年企业债券发行利率的波动性较上年明显加大，尤其是 AA+级和 AA 级企业债券。与 7 年期贷款基准利率相比，2015 年 AAA 级企业债券发行利率基本上一直低于 7 年期贷款基准利率，AA+级和 AA 级企业债券发行利率曲线重合部分较上年明显减少，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 7 年期企业债券发行利率情况

十一、利差分析¹²

在对利差进行分析时，我们按期限重置后的样本进行统计分析。2015 年新发企业债券期限主要为 7 年期、5 年期和 3 年期，但 3 年期企业债券中 AA+ 级和 AAA 级别样本量过小，利差分析时暂不考虑 3 年期企业债券。从表 5 我们可以看出，5 年期和 7 年期企业债券的信用等级与发行利率均值和利差¹³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。同时，相同期限企业债券中，AAA 级变异系数均最大，表明投资者对 AAA 级企业债券的信用风险认可度不统一的情况仍然存在。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的区分性良好。

表 5 2015 年企业债券的利差分析统计情况表阴影

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 (%)
3	AAA	4	3.58~5.29	4.41	139.87	NA	55.58
	AA+	4	4.80~7.99	6.92	393.91	254.04	39.70
	AA	23	5.04~8.40	6.25	326.30	-67.61	25.15
5	AAA	8	3.70~6.50	4.63	143.15	NA	53.03
	AA+	12	4.28~8.00	5.41	239.68	96.53	39.55
	AA	11	4.87~7.50	6.13	305.57	65.89	24.89
7	AAA	17	3.90~5.57	4.58	131.89	NA	32.58
	AA+	54	4.31~7.30	5.75	243.39	111.50	26.01
	AA	141	4.80~8.80	6.19	285.25	41.86	20.81

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一个子级的发行利差均值，变异系数为标准差与均值的比；

2. 本小节数据剔除永续期企业债券；

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

¹²本小节数据样本剔除 5 期永续期的企业债券，对剩余样本数共 274 期的 3 年、5 年和 7 年期企业债券进行利差检验分析

¹³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，本年度，在资金面持续宽松的背景下，企业债券各信用等级利差均值同比均明显回落，但受到 2015 年债券市场信用风险事件频发的影响，不同信用等级企业债券的利差降幅有所差异，AAA 级企业债券的利差均值较上年减少 146.21BP，降幅最为显著。从利差波动性方面来看，2015 年全年各信用等级企业债券的变异系数较上年均有所扩大，特别是 AAA 级企业债券，主要是由于下半年企业债券市场风险事件的不断暴露导致下半年变异系数明显增加，致使整体企业债券利差的波动幅度较大。

表 6 7 年期企业债券利差变动情况

债项级别	2014H1 利差		2014H2 利差		2015H1 利差		2015H2 利差		2014 年全年利差		2015 年全年利差	
	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	121.41	34.25	278.10	25.64	131.89	32.58
AA+	313.32	17.50	263.17	27.37	267.53	16.13	215.40	33.33	297.88	21.68	243.39	26.01
AA	351.94	13.24	282.99	22.73	303.34	16.00	250.21	25.22	327.85	19.12	285.25	20.81

资料来源：中国债券信息网、Wind 资讯、联合资信整理

十二、2016 年企业债券市场展望

1. 宏观经济下行压力日益显现，预计债券市场规模将持续扩容

2016 年，全球贸易低速增长、外部需求疲软、房地产行业阶段性调整以及部分行业产能过剩的态势仍将持续，经济下行压力仍然较大，预计 2016 年我国 GDP 增速有继续探底的可能，CPI 将继续维持在低位。中央财经领导小组会议强调 2016 年我国将继续保持积极的财政政策，适度扩大总需求，同时采取稳健的货币政策服务于实体经济，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，推动供给侧结构性改革，逐步淘汰落后产能、发展优质企业、促进经济结构转型升级。预计 2016 年在宏观经济下行压力持续较大和经济结构转型升级的关键时期，积极的财政政策将促进社会融资规模的扩大，较低的 CPI 将为宽松货币政策提供较为广阔的空间，从而促进债券市场的进一步发展。

2. 市场资金面保持适度宽松，企业发债成本将进一步降低但下降空间或有限

2016 年，面对经济总体仍将疲软的状况，中央经济会议指出，保持稳健的货币政策基调不变的同时，由“松紧适度”调整为“灵活适度”，货币政策将保持进一步宽松。但由于目前基准利率已处于低位，降息的空间有限，采取定向释放流动性（PSL、MLF、SLO 等货币政策工具）将成为调节市场资金面的主要手段，另一方面，随着美国进入升息周期，人民币贬值预期以及资本外流压力增大，2016 年央行降息的频率和幅度可能将比 2015 年明显减少。预计 2016 年市场资金面仍将保持适度宽裕，企业发债成本仍会维持在较低水平，甚至延续下行的趋势，但下降的幅度或有限。

3. 企业债券发行量将有所回升，其中创新品种成为未来企业债券市场发展新亮点

2016 年，中国经济仍然面临着较大的下行压力，总需求不足与产能过剩的矛盾依然存在，央行将继续保持市场流动性的相对宽松，支持实体经济的发展，预计企业债务融资成本仍维持在低位甚至进一步降低，且发改委相关松绑企业债券发行门槛的政策效果有望在 2016 年逐渐显现。此外，在保增长和化解存量债务风险的双重压力下，企业债券作为企业重要的融资方式，具有融资成本较低、融资期限较长、融资规模较大等优势，预计监管部门对企业债券发行要求将维持放宽趋势，这都将对企业债券的发行带来积极的影响。此外，在国家“供给侧改革”转型升级过程中，企业债券仍然是企业重要的融资渠道，尤其是棚户区改造项目收益债、四大领域专项债券、绿色债券等创新品种的作用将更加突出，成为债券市场新的增长点。但同时，2016 年为城投企业债到期高峰（共有 244 期企业债券将集中到期），企业债券的信用风险暴露需要持续关注。综上所述，联合资信预计，2016 年企业债券发行量将随政策的进一步放松以及宽松政策效果的显现而有所回升，其中可续期债券、项目收益债券、专项债券、绿色债券等创新产品发行量将大幅增加，为实现企业债券的扩容注入新的力量。