

联合信用评级有限公司

2015 年年度公司债券发行及利差分析研究报告

一、概要

本文首先简要回顾 2015 年货币市场和国债市场情况，以及基准利率变化态势，分析对比了全市场公司债券发行以及联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）评级的公司债发行情况。

2015 年，央行多次降低利率和准备金率，市场流动性偏宽松，债券市场基准利率呈现整体下降。较低的融资成本和公司债券发行主体扩容共同促使公司债券一级市场发行量大幅增长。2015 年新发债券中，较高等级债项占主要部分，市场对不同信用等级的债项进行了较为有效的定价。

二、债券市场概况

1. 行业发展环境

在我国宏观经济进入“新常态”的大背景下，经济增速放缓及结构转型调整成为当前经济周期的主要特征。2015 年我国政府兼顾稳增长和调结构，适时推出供给侧改革的方针政策。货币政策层面，央行采取降准、降息的货币政策，引导金融市场利率不断下降，各券种收益率持续下行，社会融资成本逐渐降低。然而，在宏观层面去杠杆、去库存和去产能过剩的形势下，经济增长呈现下行态势，经济增速低于去年水平。中国统计局公布 2015 年宏观经济数据为全年 GDP 总值达到 676,708 亿元，同比增长 6.9%，增速较 2014 年下滑了 0.4 个百分点，为 1990 年以来最低。

在流动性总量适度充裕、资金面整体稳中趋松的大背景下，我国交易所债券市场继续保持良好发展态势。截至 2015 年底，交易所债券市场托管余额为 14,517.94 亿元，同比增长 9.86%，市场规模持续增长。同时，交易所债券市场的债券品种不断丰富，投资者结构更趋合理，充分发挥了交易所市场在我国金融资源配置中的作用，对经济发展的支持力度日益明显。

随着经济增速放缓，企业信用风险凸显。2015 年，在交易所债券市场方面，共有 12 期债券发生了信用风险事件，其中 9 期债券发生违约，另有 3 期债券有政府协调救助。随着“12 东飞 01、02”、“12 蓝博 01、02”、“12 致富债”、“12 蒙恒达”、“12 湘鄂债”、“13 大宏债”、“12 中富 01”共 9 期债务发生违约，刚性兑付的局面已经打破。在发生违约的 7 家企业中 1 家为中外合资企业，其余 6 家为民营企业。截至目前，在交易所市场国企尚未出现实质性违约。实质性违约的发生使违约率检验机制开始发挥作用，“零违约”被打破，对未来评级行业工作提出更高的要求，评级行业将面临更严格的评价和检验机制。



2. 行业政策

证监会公布公司债新规，交易所债券市场管制放松

2015 年 1 月，证监会正式发布《公司债券发行与交易管理办法》，实现了公司债发行主体、发行方式、发行期限和流通场所的全面扩容，建立“全面建立非公开发行制度”。卖方角度，证监会将扩大公司债券发行主体范围，丰富债券发行方式。交易所公司债券发行主体将扩展至所有公司制法人，并将全面建立健全债券私募发行的相关制度；证监会允许全国中小企业股份转让系统挂牌公司发行中小企业私募债；推出并购重组债券、市政公司债券、可交换债券等创新品种。买方角度，证监会表示要积极培育交易所债券市场机构投资者，增强交易所债券市场的融资能力。发行主体范围扩展是建立在投资者分层的基础上的，公众投资人只能投资最高评级的 AAA 信用债，而风险识别和承担能力较强的合格投资人才可以投资具有一定信用风险的品种。这样的机制兼顾了市场发展及风险承受能力。从 2015 年公司债券市场大扩容的节奏来看，该管理办法的意义是重大的。

引入负面清单，设置风险屏障，完善备案制

2015 年 4 月，中国证券业协会（以下简称“中证协”）同时发布了《非公开发行公司债券备案管理办法》和《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》。以负面清单的形式，对新版非公开发行债券（私募债）项目的发行人范围做出限制。其中，对包括地方融资平台、问题房企等 11 类企业关上私募发行公司债的大门。需强调的是，负面清单不是一成不变的。指引规定，中证协可以邀请相关主管部门、证券交易场所、证券公司及其他行业专家成立负面清单评估专家小组，至少每半年对负面清单进行一次评估，可以根据业务发展与监管需要不定期进行评估。负面清单为备案制的实施人为设置了风险屏障，从大范围上阻断了部分风险的释放。

《非公开发行公司债券备案管理办法》共八章 18 条，主要内容包括了对发行人备案登记的要求，具体来看：《办法》明确备案登记应当包括发行人、债券发行、中介机构和债券持有人保护相关安排信息；承销机构或自行销售的发行人关于报备信息内容需真实、准确、完整的承诺；承销机构或自行销售的发行人关于非公开发行公司债券的销售符合适当性要求的承诺；承销机构对项目承接符合负面清单规定的承诺。《办法》的发布是监管层简政放权、转变职能的表现，这对激发市场活力有很大的积极作用。实施备案制后，同时，也对投资者的研判能力提出了新的要求。

加强对公司债券发行与交易环节参与方的管理，强调机构职责

2015 年 6 月，中国证券业协会发布了《公司债券受托管理人执业行为准则》。《准则》指出，受托管理人应当为协会会员，包括发行公司债券的承销机构，以及其他经中国证监会认可的机构，同时，为发行提供担保的机构不得担任本次债券发行的受托管理人，自行销售的发行人不得担任本次债券发行的受托管理人。对受托管理人的义务做了明确规定，在公司债券存续期内，受托管理人应当持续关注发行人的资信状况，监测发行人是否出现一些重大事项，包括发行人经营方针、经营范围或生产经营外部条件等发生重大变化；债券信用评级

发生变化；发行人主要资产被查封、扣押、冻结；发行人发生未能清偿到期债务的违约情况；发行人当年累计新增借款或对外提供担保超过上年末净资产的 20%；发行人放弃债权或财产，超过上年末净资产的 10%；发行人发生超过上年末净资产 10%的重大损失等，当出现以上情形时，受托管理人应当按照规定和约定履行受托管理职责。

作为《公司债券发行与交易管理办法》的配套规则，《准则》明确中国证券业协会对受托管理业务实施自律管理。至此，《公司债券发行与交易管理办法》配套规则陆续出齐。

促进债市发展，提高流动性

2015 年 2 月 16 日，上交所正式发布《上海证券交易所债券质押式协议回购交易暂行办法》以及相关指引，标志着债券质押式协议回购正式推出。同年 8 月，深交所也发布《深圳证券交易所债券质押式协议回购交易暂行办法》。协议回购是交易所现有债券质押式回购的有益补充，可为各类债券提供更为灵活的回购交易、结算机制，有助于扩大公司债券和资产证券化产品的投资群体，提高二级市场流动性。此举有助于提升交易所债券市场的活力，使之稳定、健康、长效发展。

动态把握交易流动性风险，规避风险

继 2014 年 6 月，中国证券登记结算有限责任公司（下称“中证登”）发布了关于修订《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值指引》。逐步对部分存在潜在高风险的回购质押券采取下调折扣系数取值的风险防控措施，分四批调低了评级在 AA 以下但提供资产抵押担保的信用债质押折扣系数。针对 2015 年四季度以来债券市场杠杆率引起市场普遍关注的问题，11 月中证登进一步完善债券质押回购精细化动态调整风险管理机制，对部分回购质押债券的标准券折算率予以动态调整，调低或调高相关回购质押券折算率，修正相关质押券适用折算率的偏差。

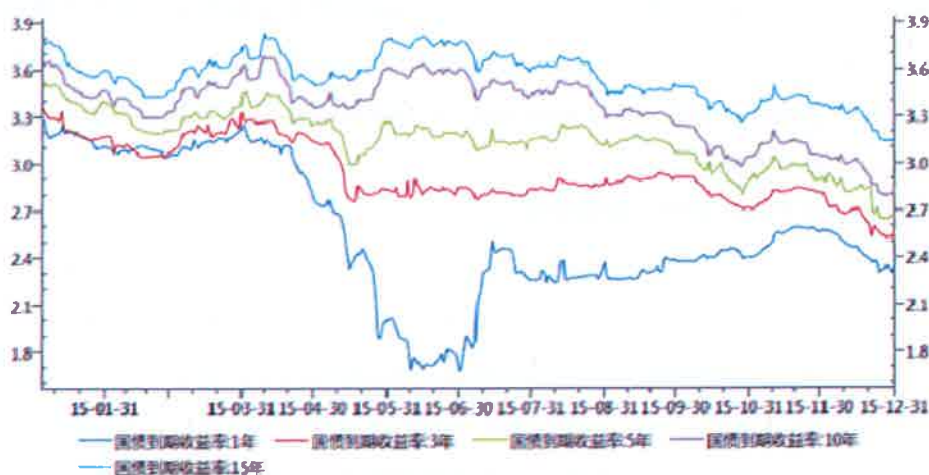
总体来看，2015 年是交易所债券市场快步前行的一年，市场规模爆发性增长，进一步对接实体经济，通过交易产品的不断丰富和完善，匹配社会多方融资需求。我国现下正处于“稳增长、调结构”的关键时期，发债主体经营情况、偿债能力波动较大，提高风险识别能力，强化风险度量标准，提升风险判定的准确性。信用评级肩负的责任将更为具体，未来随着交易所债券市场政策的陆续深化实施，证券资信评级行业面临的外部环境将进一步规范和完善。

3. 基准利率情况

2015 年，央行八次降低存款准备金、五次降低贷款基准利率，为宏观经济运行提供了较低的货币资金环境。同时，2015 年央行加快了利率市场化改革的步伐，取消存款利率上限，增强了对价格型工具的运用，并且适时在货币市场采取逆回购操作，多次降低逆回购利率，引导货币市场资金利率下行。以主体评级 AA 级的 5 年期公司债券发行利率为例，除 1 月利率较高外，3 月为全年利率的低点，其后利率水平逐渐震荡走高，但整体波动幅度并不大，全年多数时间利率维持在 5~6%之间。

2015 年，应对国内经济增速放缓，下行压力加大，央行继续采取相对稳健的货币政策，资金整体趋于宽松，债券市场持续显现“牛市”格局，债券收益率曲线下行，交易所债券市场价格一路上行。2015 年中证公司债指数由年初的 154.18 点增长至年末的 171.10 点，增长 16.92 点。从债券市场收益率看，由于资金面下半年稳中趋松，市场利率下行，债券市场收益率整体呈现震荡下行态势，收益区间变化较大。尤其是 5、6 月份期间债券市场短期品种到期收益率下行明显；随着 9 月份央行不断向市场注入流动性，长短期债券收益率逐步下行且债券利差有所收窄；11 月~12 月长短期债券收益率均转头向下，且中长期收益率已经触及年内低点。

图 1 近 12 个月国债收益率曲线变化（单位：%）



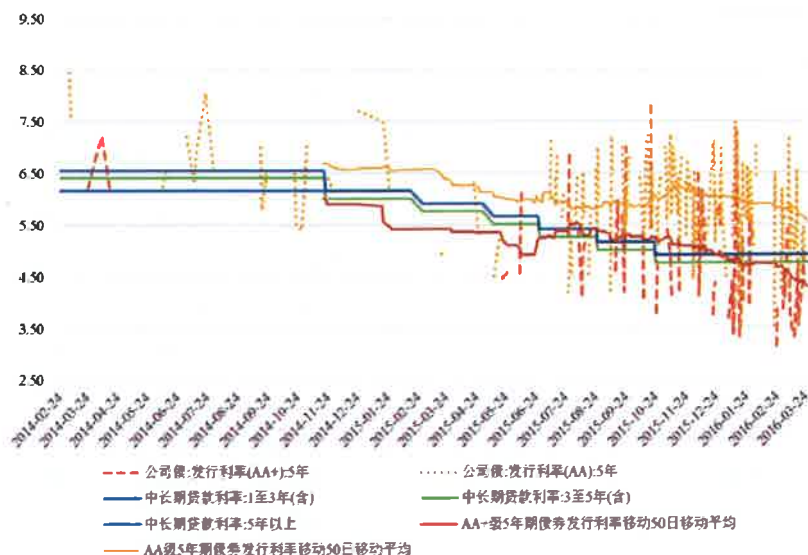
数据来源：Wind

4. 发行利率变化情况

随着整体货币政策转向宽松，交易所市场公司债券发行利率呈现整体下降趋势。从全年发行情况来看，债项期限集中于 3 年期和 5 年期，发行利率范围分别为 3.30%~9.90%以及 3.38%~8.30%。

以发行量最多的 5 年期债券为例，从发行利率看，如下图所示，随着央行下调存贷款利率，5 年期 AA 级债券和 AA+级债券发行利率呈现整体波动下降态势，与银行贷款利率的走势基本一致，其中 5 年期 AA+债券发行利率与银行贷款利率大致相当，5 年期 AA 级债券发行利率显著高于同期银行贷款利率。此外，从波动性上看，随着交易所公司债券市场扩容，发行利率波动性有所增加。

图 2 2014~2015 年 5 年期 AA 级以及 AA+级公司债券发行利率情况



数据来源：wind，联合评级收集整理

整体来看，随着国家大力推动降低社会融资成本，2015 年基准利率呈现波动下降趋势。

5. 2015 年公司债券发行情况

2015 年，交易所市场新发行公司债券（含可交换债、可转债、私募债、一般公司债和证券公司债）1,580 期，发行主体合计 746 家。如下表所示，2015 年证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，实现了公司债发行主体、发行方式、发行期限和流通场所的全面扩容。在此政策推动下，2015 年，交易所债券市场共有 248 家企业发行一般公司债券 320 期，发行规模 5,250.99 亿元，发行期数和金额分别较 2014 年大幅增长了 300.00%和 581.95%，呈爆发性增长态势。从发行金额来看，公司债市场的主体由证券公司债、一般公司债和私募债组成，三者合计占 2015 年发行金额的 98.34%。从联合评级 2015 年参与评级的 194 期公司债券来看，一般公司债发行金额 1,862.99 亿元，占全市场该类债券发行金额的 35.48%。

表 1 2015 年全市场及联合评级参与评级的公司债券发行情况（单位：期，亿元）

	发行期数	发行金额	联合评级期数	联合评级金额
可交换债	23	190.05	2	22.00
可转债	3	98.00	1	24.00
私募债	1026	5,054.21	44	466.60
一般公司债	320	5,250.99	114	1,862.99
证券公司债	208	6,806.50	33	817.00
总计	1580	17,399.75	194	3,192.59

数据流来源：Wind，联合评级整理

从 2015 年联合评级参与评级的公司债项目的行业分布来看，多元金融、房地产和资本货物行业合计在发行期数和发行金额中的占比分别为 63.92%和 73.42%，如下表所示。

表 2 联合评级 2015 年参与评级的公司债券行业分布情况 (单位: 亿元)

行业	发行期数	期数占比	发行金额	金额占比
多元金融	54	27.84%	1,125.00	35.24%
房地产	49	25.26%	1,024.29	32.08%
资本货物	21	10.82%	194.70	6.10%
材料	14	7.22%	122.60	3.84%
运输	12	6.19%	99.30	3.11%
能源	12	6.19%	309.90	9.71%
公用事业	7	3.61%	93.50	2.93%
食品、饮料与烟草	4	2.06%	40.00	1.25%
汽车与汽车零部件	3	1.55%	51.00	1.60%
医疗保健设备与服务	3	1.55%	21.00	0.66%
技术硬件与设备	2	1.03%	34.00	1.06%
消费者服务	2	1.03%	9.00	0.28%
耐用消费品与服装	2	1.03%	15.00	0.47%
制药、生物科技与生命科学	2	1.03%	20.00	0.63%
软件与服务	2	1.03%	3.50	0.11%
媒体	1	0.52%	10.00	0.31%
食品与主要用品零售	1	0.52%	3.00	0.09%
半导体与半导体生产设备	1	0.52%	1.80	0.06%
零售业	1	0.52%	7.00	0.22%
商业和专业服务	1	0.52%	8.00	0.25%
总计	194	100.00%	3,192.59	100.00%

数据来源: Wind, 联合评级整理

从联合评级参与的公司债券的信用级别分布来看, 仍以 AA 级别债项为主, 占全年联合评级参与评级债项数量的 51.55%; 其次为 AA+ 级别债项, 占 23.71%; AAA 级别债项占 19.07%。从金额分布上看, 由于单期公司债发行规模明显随着级别提升而增加, 如下表所示, 导致 AA 级别债项金额占比虽然仍未最高, 但比例低于债项占比, 为 39.57%; AA+ 和 AAA 级别债项发行金额占比分别为 26.87% 和 28.84%。

表 3 2015 年公司债发行债项级别分布情况 (单位: 亿元, 期)

发行时债项级别	发行期数	期数占比	发行金额	金额占比	单期平均发行金额
无评级	2	1.03%	59.50	1.86%	29.75
AA-	7	3.61%	31.30	0.98%	4.47
AA	100	51.55%	1,263.20	39.57%	12.63
AA+	46	23.71%	858.00	26.87%	18.65
AAA	37	19.07%	920.59	28.84%	24.88
A-1	2	1.03%	60.00	1.88%	30.00
总计	194	100.00%	3,192.59	100.00%	16.46

数据来源: Wind, 注: 表中包含 2 支没有披露评级信息的私募公司债以及两支证券公司短期公司债

从联合评级参与评级的公司债发行规模分布来看, 单期 30 亿元以下的占比较高, 其中

10 亿元以内的债项期数占 33.51%，10 至 20 亿元的债项占 37.11%，20 至 30 亿元的债项占 13.40%，合计占 2015 年债项总数的 84.02%，如下表所示。

表 4 2015 年联合评级参与新发债项规模分布（单位：期，亿元）

单期发行规模	发行期数	期数占比
0~10	65	33.51%
10~20	72	37.11%
20~30	26	13.40%
30~40	15	7.73%
40~50	5	2.58%
50~60	6	3.09%
60~70	1	0.52%
70~80	2	1.03%
80~90	1	0.52%
150~160	1	0.52%
总计	194	100.00%

数据来源：Wind，联合评级收集整理

从公司债券发行期限来看，全年联合评级参与的公司债券中，5 年期公司债发行金额占比最高，为 42.03%；其次为三年期品种，发行金额占比为 34.51%。

从发行主体的性质来看，2015 年联合评级参与的新发债项的发行主体共 141 家，其中以国有企业为主，地方国有和中央国有企业合计占发行主体总数的 51.06%；其次为民营企业，占 23.4%；外商独资和中外资企业合计占 16.31%

总体来看，2015 年受益于公司债券发行主体范围扩大以及融资成本的整体下降，公司债券发行规模同比出现较大增幅；从级别分布来看，以 AA 和 AA+ 级别债项为主；从期限分布看，以 5 年期及三年期债项为主；从行业分布来看，多元化金融和房地产企业是发债的主力军。

三、一级市场发行利差研究¹

信用等级对发行利率的影响

从信用等级对发行利率的影响来看，发行利率于信用等级存在较好的对应关系。从发行利率的平均值来看，AA- 级别债项的发行利率最高，为 7.57%。随着信用等级的提升，发行利率的均值逐级下降，AA、AA+ 和 AAA 级别债项分别为 6.14%、5.11% 和 4.09%，级别之间的级差分别为 143 个基点、103 个基点和 103 个基点，AA- 与 AA 级别之间的利差最大，反映了投资者对 AA 级别以上债项的偏好。但整体上看，各个信用等级发行利率级差分布较为平均，债项信用级别能够较好的匹配市场对信用风险的认知。

¹ 本文以下部分若无特殊指明，研究对象均为联合评级参与评级的 2015 年新发公司债券

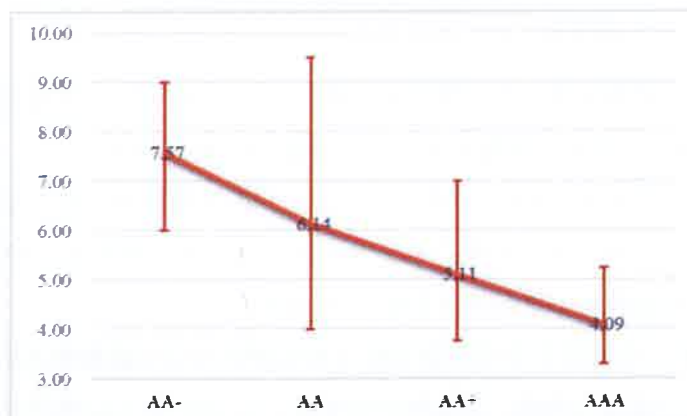
表 5 2015 年发行公司债券发行利率与信用等级的关系 (单位: %, 只)

发行债时项级别	平均发行利率	发行利率最小值	发行利率最大值	发行利率标准差	发行期数
AA-	7.57	6.00	9.00	1.02	7
AA	6.14	4.00	9.50	1.19	100
AA+	5.11	3.77	7.00	0.88	44
AAA	4.09	3.30	5.25	0.50	36
总计	5.56	3.30	9.50	1.35	187

数据来源: Wind, 注: 剔除可转债、可交债、证券公司短期公司债和无评级债项

同时, 联合评级也注意到, 虽然各等级发行利率均值分布较为合理, 但 AA 级 100 个债项发行利率跨度较大, 最低发行利率为 4.00%, 最高发行利率 9.50%, 与 AA-和 AA+级别发行利率范围重叠程度较高, 如下图所示。联合评级认为, 这一方面是大量样本所产生的必然结果, 另一方面也与该级别中房地产企业发行债券占比较高, 由于大部分房地产企业发行债券募集资金用于替换信托借款, 对发行利率敏感性较低有关。

图 6 2015 年债项发行利率与信用等级的关系 (单位: %)



数据来源: Wind, 联合评级整理, 注: 剔除可转债、可交债、证券公司短期公司债和无评级债项

信用等级对发行利差的影响及评级质量分析

从 2015 年发行利差情况看, 不同信用级别的发行利差呈现出良好的区隔, AA-到 AAA 各等级债项平均发行利差分别为 4.74%、3.19%、2.10%和 1.08%, 如下表所示; 级别之间利差的差异分别为 155 个基点、109 个基点和 102 个基点, 利差逐级下降。同时从利差的变异系数来看, 也呈现逐级下降的态势, 反映了市场对高级别债券的信用风险认知较为一致。

表 7 2015 年发行利差概况 (单位: %, 期)

债项级别	平均利差	利差最小值	利差最大值	利差的方差	利差变异系数	发行期数
AA-	4.74	2.79	5.85	1.49	0.31	7
AA	3.19	0.94	6.76	1.60	0.50	100
AA+	2.10	0.94	4.14	0.86	0.41	44
AAA	1.08	0.29	2.69	0.22	0.21	36
总计	2.59	0.29	6.76	2.01	0.78	187

数据来源: Wind, 注: 剔除可转债、可交债、证券公司短期公司债和无评级债项

从评级质量来看, 将全市场利差数据 (如下表所示) 与联合评级参与评级债券的利差数

据相比，剔除样本数量较少的 AA-级债项，可以发现：对于 AA 级债券，联合评级参与评级的债项发行利差低于全市场水平，但该级别债券利差变异系数高于市场总体，显示联合评级 AA 级公司债发行利差离散度高于市场，市场对联合评级参与评级的债券信用风险认知差异较大；而对于 AA+和 AAA 级债券，联合评级参与评级的债券在平均利差和利差变异系数等方面均低于市场水平，显示市场对联合评级对信用风险的判断认同度较高。

表 8 全市场公司债券 2015 年发行利差情况（单位：%、期）

债项级别	平均利差	利差最小值	利差最大值	利差的方差	利差变异系数	发行期数
AA-	5.15	2.79	6.54	1.18	0.23	14
AA	3.62	0.89	6.97	1.56	0.43	317
AA+	2.23	0.35	6.19	1.08	0.49	171
AAA	1.33	0.29	5.12	0.86	0.65	122
总计	2.83	0.29	6.97	1.65	0.58	624

数据来源：Wind，注：剔除可转债、可交债、证券公司短期公司债和无评级债项

增信措施对发行利差的影响

2015 年，共有 29 只公司债券发行时采用了担保增信措施。从增信措施与发行利差的关系来看，如下表所示。AA 级采用增信措施的债项平均发行利差显著高于未采用增信措施的同级别债项的平均发行利差，显示投资者对债券进行定价时给予主体信用级别更高的权重；AA+及 AAA 级债项中采用增信措施的债项发行利差分别为 39 个基点和 56 个基点，利差差异水平相对较低。

表 9 2015 年公司债增信对利差的影响（单位：%）

增信方式	AA	AA+	AAA	总体
未增加担保方式	2.95	2.02	0.88	2.54
保证担保增信	5.12	2.41	1.44	2.97
利差差异	2.17	0.39	0.56	0.44

数据来源：Wind

其他因素对发行利差的影响

从发行方式来看，剔除可转债、可交债、证券公司短期公司债及无评级债项，联合评级参与评级的 2015 年新发公司债券中共有 126 期采用公开募集方式，61 期采用非公开募集方式。从不同发行方式债券的发行利差情况来看，如下表所示，AA-到 AAA 级债券，私募债券对于公募债券的利差分别为-92 个基点、132 个基点、142 个基点和 113 个基点。联合评级认为，对于 AA 级及以上级别的债券，由于公募债券流动性优势及具备质押入库条件等，享有对同级别私募债券 100 个基点以上的利差溢价；但对于 AA-级债券，由于不具备入库条件，公募债券流动性优势明显削弱，而私募债券直接销售的优势显现，导致私募债券在较低级别上具备一定利差优势。

表 10 2015 年发行方式对公司债发行利差的影响 (单位: %)

发行方式	AA-	AA	AA+	AAA	总体
公募	5.40	2.70	1.55	1.01	2.04
私募	4.48	4.02	2.97	2.14	3.70
差异	-0.92	1.32	1.42	1.13	1.66

数据来源: Wind

除发行方式外, 联合评级也注意到, 发行主体是否是上市公司对债券发行利差也有一定影响, 如下表所示。对于 AA 及 AA+级债项, 上市公司作为发行主体的公司债券发行利差较非上市公司发行的公司债券低 98 个基点和 66 个基点, 但对于 AAA 的高等级债项, 这一差异不明显; 而对于 AA-债项, 非上市公司发行的债券发行利差较上市公司低 123 个基点。

表 11 发行主体是否上市的公司债发行利差的影响 (单位: %)

是否上市公司	AA-	AA	AA+	AAA	总计
是	5.09	2.58	1.80	1.10	2.25
否	3.87	3.57	2.46	1.06	2.84
差异	-1.23	0.98	0.66	-0.04	0.59

数据来源: Wind

总体来看, 2015 年公司债一级市场有效性较强, 发行利率和发行利差均与债项信用等级有较为良好的对应关系, 增信措施、发行方式等因素对发行利差影响较为显著。但联合评级也注意到, AA 级债项发行利率区分度不高。

联合信用评级有限公司

