

2016年三季度债券市场回顾与四季度展望



2016/11/2

作者：夏妍妍

2016年三季度债券市场回顾与四季度展望

作者：夏妍妍

一、债券市场环境

（一）风控措施陆续出台，债券市场监管加强

2016年8月，交易所债券市场提高对类平台发行人的门槛，发行人最近三年的营业收入来自所属地方政府的比例若超过50%，将不能在交易所发债，发债门槛较此前大幅提升。上海证券交易所9月底将房企发债准入门槛调整为主体评级AA级及以上且满足企业性质为境内上市公司等四项条件，准入后根据五项分类指标¹划分为正常类、关注类及风险类进行不同的审核管理，风险管控进一步加强。

为进一步加强质押式回购业务风险管理，提高质押券风险科学化和精细化管理水平，中国证券登记结算有限责任公司于2016年7月8日发布了《标准券折算率（值）管理办法（2016年修订版）》以及《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（2016年修订版）》，根据质押券的主体评级和债项评级情况，进一步提高了对不同债券信用风险的区分度，整体调低信用债券的折扣系数取值水平，增加了根据发行人信息披露质量、信用评级质量情况进行折扣系数、折算率调整的相关规定。8月29日，上海清算所发布了《银行间市场清算所股份有限公司中央对手清算业务保证券管理规程》和《修订〈债券交易净额清算业务质押式回购质押券管理规程〉的通知》，根据主体信用水平、债券剩余期限、价格波动和市场流动性等

¹ 5项分类指标分别为：（1）最近一年末总资产小于200亿元；（2）最近一年末营业收入小于30亿元；（3）最近一年末扣除非经常性损益后净利润为负值；（4）扣除预收账款后资产负债率大于65%；（5）存货中，开发产品、开发成本、土地储备于三、四线城市占比大于50%。上述分类指标，若触发一项及以内为正常类，触发两项为关注类，触发三项及以上为风险类。

因素细化了合格保证券及折扣率²标准。债券质押新规的相继出台，有利于降低债券市场的整体风险水平。

（二）债券市场进一步制度化和规范化，推动债市健康发展

7月，多地证监局向辖区内证券公司下发《关于进一步规范证券公司公司债券业务发展有关问题的通知》，要求券商健全公司债券业务制度体系，完善内控机制，加强公司债合规管理，规范执业行为。8月8日，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布《关于做好对外转让债权外债管理改革有关工作的通知》，规定境内金融机构向境外投资者转让不良债权，形成境内企业对外负债，统一纳入企业外债登记制管理。8月22日，国务院印发《降低实体经济企业成本工作方案》，明确提出统一公司信用类债券市场发行准入标准和审核规则、合理扩大债券发行规模、加快债券产品创新、规范债券发行企业信息披露行为、加强信用评级制度建设等诸多举措。9月6日中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布的《公开发行公司债券监管问答（五）》明确提出，对失信被执行人、对安全生产领域失信生产经营单位、对环境保护领域失信生产经营单位实施联合惩戒措施，限制其发行公司债券。9月8日，中国银行间市场交易商协会发布《城市基础设施建设类企业信息披露表》，对城市基础设施建设类发债企业信息披露的要求更加严格和细致。上述政策进一步明确和规范了债券市场规则，有利于推动我国债券市场健康发展。

（三）增强债券流动性，优化定价机制

8月4日，中国银行间市场交易商协会发布了《银行间债券市场做市业务指引》及《银行间债券市场做市业务评价指标体系》的公告，对做市机构业务进行规范指引，完善做市机构激励约束机制。此举有利于提高债券市场流动性、完善价格发现机制。9月30日，财政部、央行联合印发《国债做市支持操作规则》，财政部将可在全国银行间债券市场运用随买、随卖等工具，支持银行间债券市场做市商对新发关键

² A类主体不同剩余期限的质押券折扣率标准统一为95%。B类主体中，AA+级剩余期限0-1（含）年的质押券折扣率标准为90%，剩余期限1-5（含）年的折扣率标准为85%，剩余期限大于5年的折扣率标准为80%；AA级根据以上剩余期限分类折扣率标准分别为90%、75%、55%；AA-及以下评级品种折扣率标准统一为40%。

期限国债做市的 market 行为，这对于提高国债二级市场流动性、健全反映市场供求关系的国债收益率曲线具有积极意义。上述政策的出台有利于推动债券定价机制的完善。

（四）政策鼓励支持 PPP 模式发展，利好债券市场

8 月 30 日，发改委发布了《关于做好传统基础设施领域政府和社会资本合作工作通知》，推动 PPP 项目与资本市场深化发展相结合，明确了能源、交通运输、水利、环保等七大领域的 PPP 重点项目类别。此外，财政部近日发布第三批示范项目，投资总额超过 1.17 万亿，较第二批示范项目投资额增加超过八成。一系列 PPP 政策的陆续出台和落地，有利于增加债券的供给，将资本引入债券市场。

（五）加快发展绿色债券，积极推动债券市场支持绿色产业发展

7 月 1 日，证监会发文指出，将进一步推进绿色债券发行试点工作，条件成熟后对绿色债券进行统一标识，适时发布绿色债券指数、设立绿色债券板块，鼓励发行绿色资产支持证券，加快培育绿色债券专业投资群体，推动绿色债券健康发展。8 月 31 日，中国人民银行等七部委联合印发了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，提出建立和完善我国统一的绿色债券界定标准，进一步明确绿色债券激励政策，推动绿色债券市场扩容，加强企业环境信息披露，首次提出对于信用评级机构开展绿色债券评级的相关要求，推动绿色债券市场的国际化发展和合作，对于我国绿色金融体系的建设具有里程碑式的意义。9 月 2 日，中债登与气候债券倡议组织、中节能咨询有限公司合作编制的中债-中国气候相关债券指数试发布，成为全球首只气候相关债券指数。随着相关机制的不断完善，我国绿色债券市场将得到进一步发展。

（六）债券市场开放水平提高，市场参与主体和交易品种更加丰富

8 月 30 日，中国人民银行、国家外汇管理局发布了《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》，对 RQFII 的额度管理由过去的审批制放宽为备案制、审批制相结合，这对于我国资本市场引入长期投资者、构建人民币回流机制进而促进人民币国际化具有重要意义。8 月 31 日，首个以人民币结算的 SDR 债券——世界银行 2016 年第一期 SDR 计价债券“木兰”完成簿记发行，发行规模为 5

亿 SDR，发行利率为 0.49%，期限 3 年，该债券的成功发行有利于提高中国债券市场的多样性和开放度。9 月 7 日，中央国债登记结算有限责任公司发布了《中央国债登记结算有限责任公司中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》，自贸区跨境人民币债券业务正式推出。上述政策和债券新品种的推出，有助于吸引境外投资者，丰富债券发行及投资主体，提高债券市场的开放水平。

（七）违约事件频繁发生，投资人保护力度加强

今年以来，债券市场违约事件明显增加，违约常态化趋势明显。三季度共有十只债券发生违约，涉及债券规模 40.2 亿元。9 月 12 日，广西有色金属集团宣告破产，成为银行间市场债券发行人中第一家破产清算企业，这对于打破“刚性兑付”信仰，消除债券市场定价扭曲具有积极意义。

在此背景下，监管层出台措施维护债券市场整体稳定，加强投资人保护，并推出信用风险对冲工具。7 月 6 日，《中国银监会办公厅关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》发布，明确指出各债权银行业金融机构不得随意停贷、抽贷，要通过收回再贷、展期续贷等方式最大限度地帮助企业实现解困，避免出现系统性风险。9 月 8 日，中国银行间市场交易商协会发布《投资人保护条例范例》，针对债务融资工具违约风险点，设计了“交叉保护条款”、“事先约束条款”和“控制权变更条款”，将风险事件作为持有人会议触发情形，并分别设置了相应的投资人保护机制，进一步推动了投资人保护机制的完善。9 月 23 日，中国银行间市场交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》以及信用风险缓释合约、信用风险缓释凭证、信用违约互换、信用联结票据等四份产品指引，推出 CDS 和 CLN，为投资者提供信用风险对冲工具。

二、债券产品发行利率

本季度，央行综合运用多种货币政策工具，保障了银行间债券市场资金面的适度宽松。具体来看，央行通过逆回购、央行票据、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 650.00 亿元、4008.00 亿元、1608.00 亿元、2526.11 亿元补充流动性，开展常备借贷便利（SLF）操作共计 22.52 亿元稳定短端利率水

平。此外，央行于 8、9 月先后重启 14 天逆回购以及 28 天逆回购，减少期限短的逆回购，通过缩短放长综合提高市场杠杆成本，在保持适度流动性的基础上根据市场需要进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在此背景下，三季度利率整体呈现小幅下行走势。

具体来看，本季度，一年期银行间固定利率国债到期收益率延续了今年上半年以来的小幅波动下行趋势，平均收益率（2.20%）较上季度（2.31%）和上年同期（2.27%）略有下降。一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍大致接近，呈波动下降趋势。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.65%，仍然低于一年期贷款基准利率，较上季度（3.94%）和上年同期（4.24%）有不同程度下降。

与一年期银行间固定利率国债到期收益率变动相似，本季度三年期、五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率也同样延续了今年以来的波动下降趋势，平均收益率分别为 2.44%、2.58%和 2.77%，较上季度和上年同期均略有下降。三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与相应期限的银行间固定利率国债到期收益率的走势大致相同，并且多数发行利率低于相应期间的贷款基准利率。本季度三年期公司债的平均发行利率为 4.43%，五年期中票的平均发行利率为 3.73%，七年期企业债的平均发行利率为 4.31%，较上季度和上年同期均有所下降。

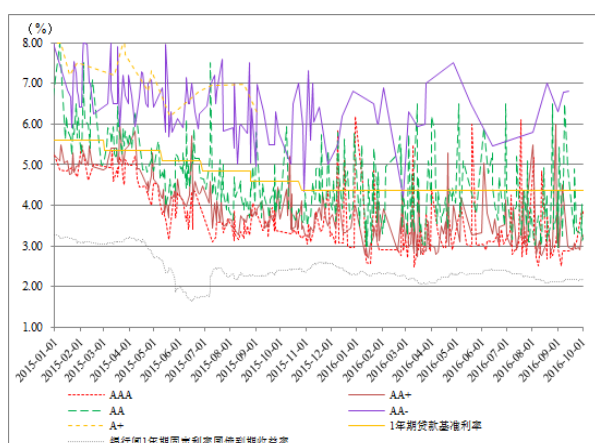


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势图

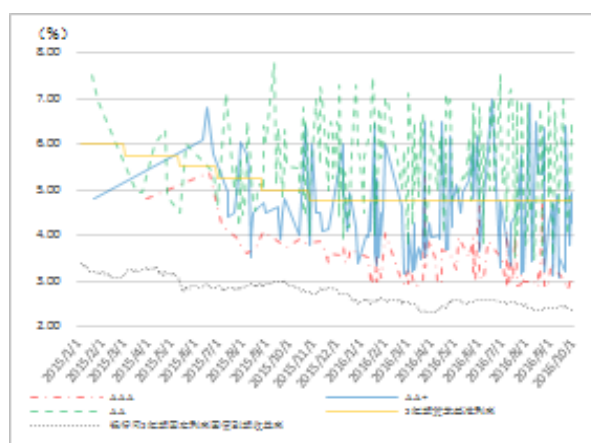


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

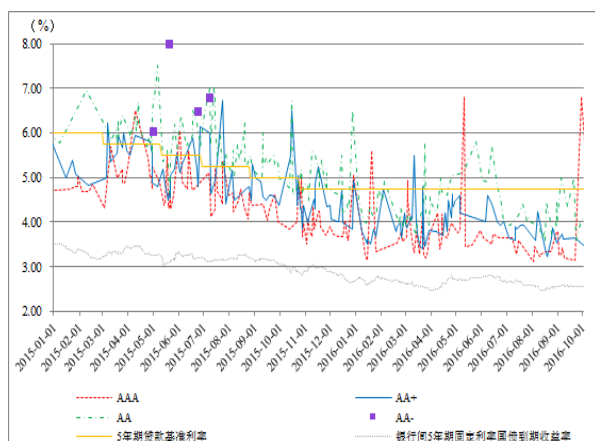


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势图

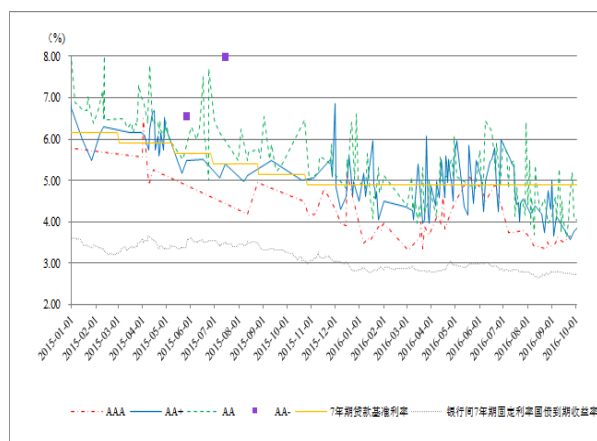


图4 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势图

三、债券市场发行情况

今年以来，我国债券市场主要债券品种发行规模呈现波动增长趋势，前三季度发行规模已超过去年全年水平。本季度，我国债券市场主要债券品种发行规模合计97797.85亿元，较上季度略有减少，较上年同期大幅增加。其中，政府支持机构债券、企业债券、资产支持证券（交易所）、公司债、可交换债、同业存单、外国债券的发行规模环比、同比均有所增加。截至本季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到61.50万亿元。

表1 2015年至2016年第三季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2015年发行情况		2016年第一季度发行情况		2016年第二季度发行情况		2016年第三季度发行情况		2016年第三季度末存量情况	
	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)	期数(期)	规模(亿元)
政府债	1126	58226.00	169	13246.73	490	34677.16	339	25195.60	2248	209119.97
国债	91	19875.38	27	4100.00	39	8977.60	40	10111.19	237	111947.67
地方政府债	1035	38350.62	142	9146.73	451	25699.56	299	15084.41	2011	97172.30
央行票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	4	273.72
金融债	613	32115.79	208	11759.20	218	11706.00	192	8942.20	939	149323.71
政策性银行债	460	25790.15	164	9565.20	186	10417.10	149	7574.20	433	122146.42
商业银行债券	117	4707.64	38	2031.00	24	971.00	30	1092.00	416	23722.29
非银行金融机构债券	36	1618.00	6	163.00	8	318.00	13	276.00	90	3455.00
政府支持机构债券	30	2900.00	2	350.00	2	350.00	4	400.00	112	13725.00
企业债券	303	3431.02	153	1917.60	115	1338.90	139	1644.2	2690	35122.56
一般企业债	293	3326.80	149	1886.10	109	1289.90	125	1431.20	2645	34702.98

集合企业债	2	15.22	0	0.00	0	0.00	1	78.00	14	115.08
项目收益债	8	89.00	4	31.50	6	49.00	13	135.00	31	304.50
中期票据	912	12416.70	277	3207.50	159	2277.40	259	3199.50	3122	45101.94
集合票据	2	4.26	0	0.00	0	0.00	0	0.00	10	15.25
短期融资券	2535	32427.30	769	9758.00	582	7895.00	697	8169.40	2073	23978.45
短期融资券	1105	9483.00	238	2152.90	138	1092.65	194	1678.70	818	7145.25
超级短期融资券	1430	22944.30	531	7605.10	444	6801.90	503	6490.70	1255	16833.20
证券公司短期融资券	173	2795.60	19	270.60	20	448.00	17	378.00	14	315.00
资产支持证券(银行间)	388	4056.33	69	454.38	69	891.46	67	717.73	497	4690.49
资产支持证券(交易所)	1135	2040.60	352	513.46	506	1106.38	489	1313.15	1574	3605.77
非金融企业资产支持票据	9	35.00	0	0.00	13	33.68	0	0.00	45	168.78
非公开定向债务融资工具	1113	8781.35	259	2167.20	136	1159.15	197	1506.90	2307	21662.66
公司债	1429	10341.16	747	8412.10	623	5863.07	920	8851.43	4178	37363.90
一般公司债	320	5257.99	272	4341.49	173	2515.04	282	4088.18	1392	21082.62
私募债	1109	5083.17	475	4070.61	450	3348.03	638	4763.25	2786	16281.28
证券公司债	237	7549.20	18	444.00	41	1214.80	45	1046.30	357	10107.28
可转债	5	108.00	8	180.96	2	19.56	1	12.00	16	344.80
可交换债	15	159.03	3	13.20	8	61.38	23	267.04	64	573.77
项目收益票据	6	51.00	4	10.00	3	16.00	0	0.00	16	85.00
同业存单	5941	52975.90	2983	29384.00	3924	31031.80	4304	36094.40	6564	59259.50
外国债券	1	30.00	1	30.00	0	0.00	2	60.00	5	130.00
木兰债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	5.00 亿 SDR	1	5.00 亿 SDR
合计	15976	230503.90	6041	82118.93	6911	100084.74	7695	97797.85	26837	615019.04

注：1. “非银行金融机构债”中包含保险公司资本补充债、资产管理公司金融债以及其它金融机构债，不包括证券公司债。

2. “政府支持机构债券”包括汇金公司发行的债券、2013年以来铁路总公司发行的短期融资券、中期票据、企业债券以及原铁道部发行的所有债券。

3. “公司债”不包含证券公司债券。

4. 证券公司债券包括一般证券公司债券、证券公司次级债券和证券公司短期公司债券。

5. 资产支持证券（银行间）指在银行间债券市场发行的资产支持证券；资产支持证券（交易所）指在交易所债券市场发行的资产支持证券。

6. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺失发行规模信息，本表统计口径为 Wind 资讯中截至 2016 年 10 月 19 日已披露的本季度数据，并会对之前数据进行追溯调整。

7. 绿色债券计入所对应的中期票据、企业债券及公司债统计中。

资料来源：联合资信 gos 系统、中国债券信息网、上海清算所

（一）非金融企业所发债券³情况

1. 发行量保持稳定

前三季度，非金融企业所发债券的发行期数、发行家数和发行规模均呈现先降后升的趋势，主要是由于二季度违约事件频发导致债券发行取消和推迟数量较多。本季度，共有 1433 家非金融企业发行债券 2014 期，发行规模为 21814.53 亿元，发行量环比、同比均有所增加。

具体来看，本季度，共有 176 家企业累计发行短融（不含超短融，以下同）194 期，发行规模为 1678.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度呈现不同程度的回升，但受到今年违约事件频发和超短融的替代和分流作用的影响，发行量同比降幅在 40% 左右，降幅较大。本季度，短融平均单笔发行规模为 8.65 亿元，环比、同比均有所上升。本季度短融发行期限均为 1 年期。

本季度，共有 326 家企业发行超短融 502 期，发行规模 6440.70 亿元，发行期数和发行家数较上季度有所回升，发行规模小幅下降；与去年同期相比，超短融发行期数、发行家数以及发行规模呈现不同程度的回升，对于短融的替代和分流效应有所加强。本季度，超短融的平均单笔发行规模为 12.83 亿元，较上季度和去年同期均有小幅下降。本季度超短融的发行期限为 30 至 270 天不等，仍以 270 天为主。

本季度，共有 220 家企业共发行中票 259 期，发行规模 3199.50 亿元，发行期数、发行家数、发行规模较上季度均增加 20% 以上；与去年同期相比，发行期数、发行家数小幅增加，发行规模小幅减少。本季度中票平均单笔发行规模为 12.35 亿元，环比、同比均有所下降。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期，发行期数之和占中票总发行期数的比例在 60% 以上；特殊期限中票⁴共发行 79 期，占中票总发行期数的 30.74%，占比环比、同比均有所增长，表明市场对特殊期限中票较为青睐。

本季度，共有 131 家企业发行企业债券 139 期，发行规模 1644.2 亿元，发行期数、发行家数和发行规模较上季度均增长 20% 左右，较去年同期增长 200% 左右，主

³ 非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债），不包含铁道部发行的债券。

⁴ 特殊期限中票包括可续期中票、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。

要是由于 2015 年末以来，发改委采取降低企业债券发行门槛及提高发行审批效率等措施促进了企业债券发行量的上升。本季度，企业债的平均单笔发行规模为 11.83 亿元，环比、同比均小幅上升。从发行期限来看，本季度企业债券发行仍主要集中在 7 年期，其发行期数在企业债券总发行期数中的占比为 64.75%；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。

本季度，共有 580 家公司累计发行公司债 920 期，发行规模 8851.43 亿元，发行期数、发行家数、发行规模均较上季度有不同程度回升，与去年同期相比大幅增加，主要是由于今年以来债券产品发行利率较低，房地产市场相对繁荣使得房地产管理与开发行业发行期数（137 期）和发行规模（2565.77 亿元）较去年同期大幅增长。本季度公司债平均发行规模为 9.62 亿元，环比、同比均有所增加。本季度发行公司债券仍主要集中在 3 年期，其发行期数在公司债总发行期数中的占比为 62.59%；其他期限公司债券发行量依然较少，期限结构分布未有明显变化。

表 2 2016 年前三季度非金融企业发行债券情况

债券类型		发行期数 (期)	发行家数 (家)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元)
超短融	Q1	533	307	7955.10	14.93
	Q2	444	268	6801.90	15.32
	Q3	502	326	6440.70	12.83
短融	Q1	238	225	2152.90	9.05
	Q2	138	128	1092.65	7.92
	Q3	194	176	1678.70	8.65
中期票据	Q1	281	252	3215.50	11.44
	Q2	164	151	2632.40	16.05
	Q3	259	220	3199.50	12.35
企业债券	Q1	153	149	1917.60	12.53
	Q2	115	111	1338.90	11.64
	Q3	139	131	1644.20	11.83
公司债券	Q1	747	502	8412.10	11.26
	Q2	623	419	5863.07	9.41
	Q3	920	580	8851.43	9.62
合计	Q1	1952	1186	23653.20	12.12
	Q2	1484	954	17728.92	11.95
	Q3	2014	1179	21814.53	10.83

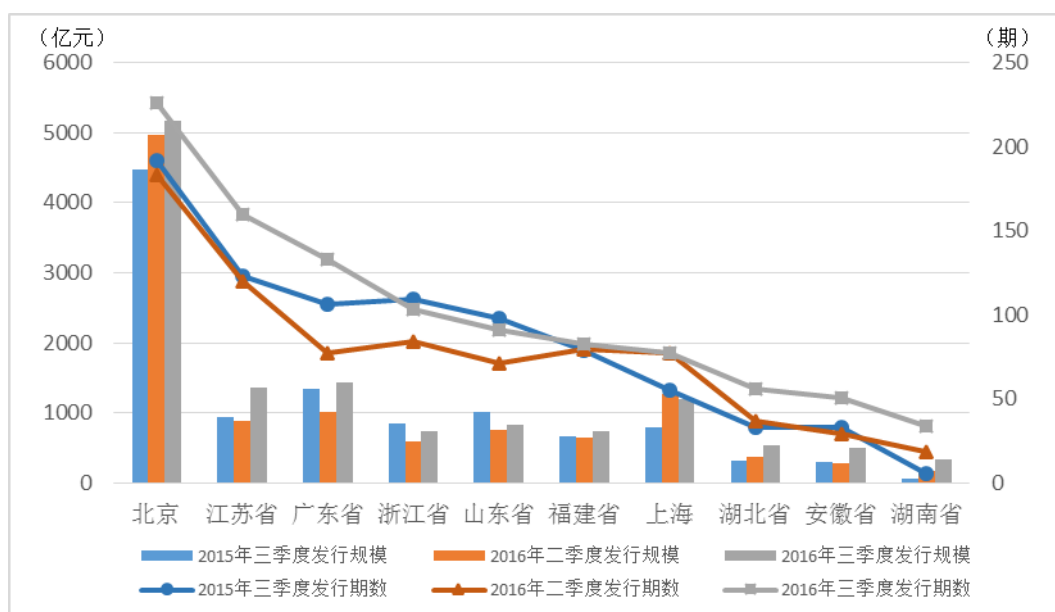
资料来源：联合资信 gos 系统

2. 发行主体仍以国企为主

从发行主体的所有制性质方面看，本季度国有企业依然是非金融企业债券发行最多的企业类型，但所发债券的期数和规模在非金融企业债券总发行期数和总发行规模中的占比（73.73%和 81.16%）较上季度均出现小幅下降，与去年同期相比，发行期数和发行规模占比变动不大。民营企业所发债券在非金融企业债券发行期数和发行规模中的占比（18.97%和 12.48%）较上季度均小幅上升，与去年同期相比，发行期数和发行规模占比变动不大。外资企业、公众企业和其他企业所发债券的发行期数和规模仍然较少。

3. 债券发行量的地区集中度基本稳定

本季度，北京、江苏、广东、浙江和山东地区的非金融企业所发债券的期数位列前五位，其中北京地区非金融企业所发债券的期数（226期）和规模（5159.90亿元）远远领先于其他地区，江苏、湖北、安徽、湖南地区的非金融企业所发债券的期数和规模环比和同比均有较大增幅。从发行集中度来看，本季度发行债券期数前十位地区的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（76.82%、74.83%）环比和同比均变动不大。总体看，债券发行量的地区集中度基本稳定。

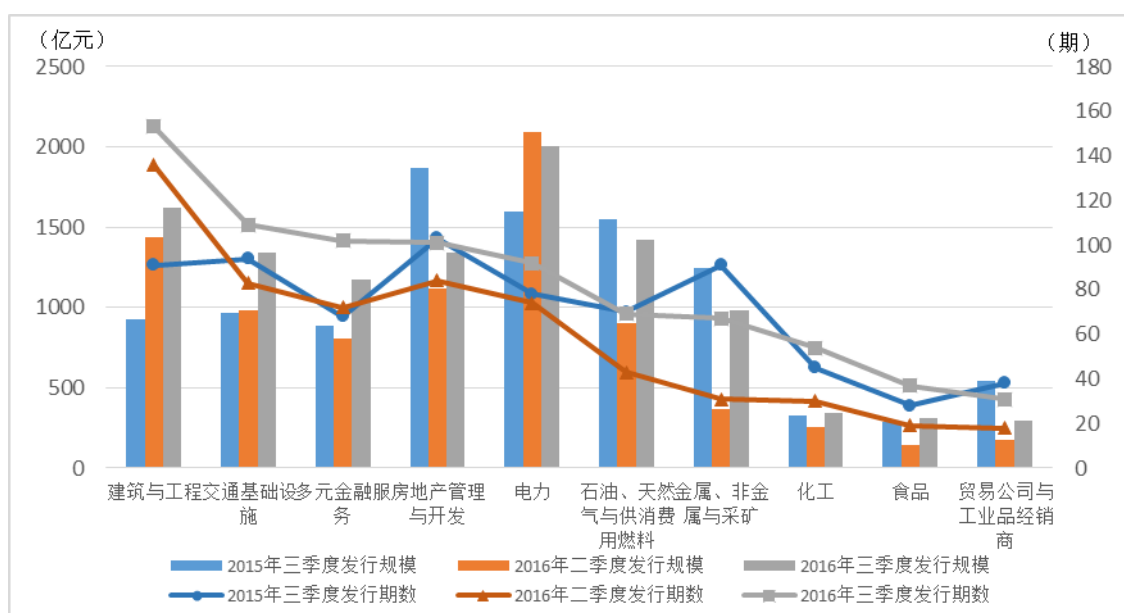


资料来源：联合资信 gos 系统

图5 2016年第三季度非金融企业发行债券期数前十位主体地区分布情况

4. 发行主体行业分布变化不大

本季度，建筑与工程、交通基础设施、多元金融服务、房地产管理与开发、电力行业的非金融企业所发债券在发行期数上位居前五位，其中建筑与工程行业在发行期数（153期）和发行规模（1624.70亿元）均位居首位，且增长趋势明显。在发行期数排名前十位的行业中，金属、非金属与采矿行业的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模环比增幅很大，均在100%以上，但同比均下降20%左右。从行业集中度来看，本季度发行债券期数前十位行业的发行期数和发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（60.15%、64.87%）较上季度均有所上升，但较去年同期变动不大。



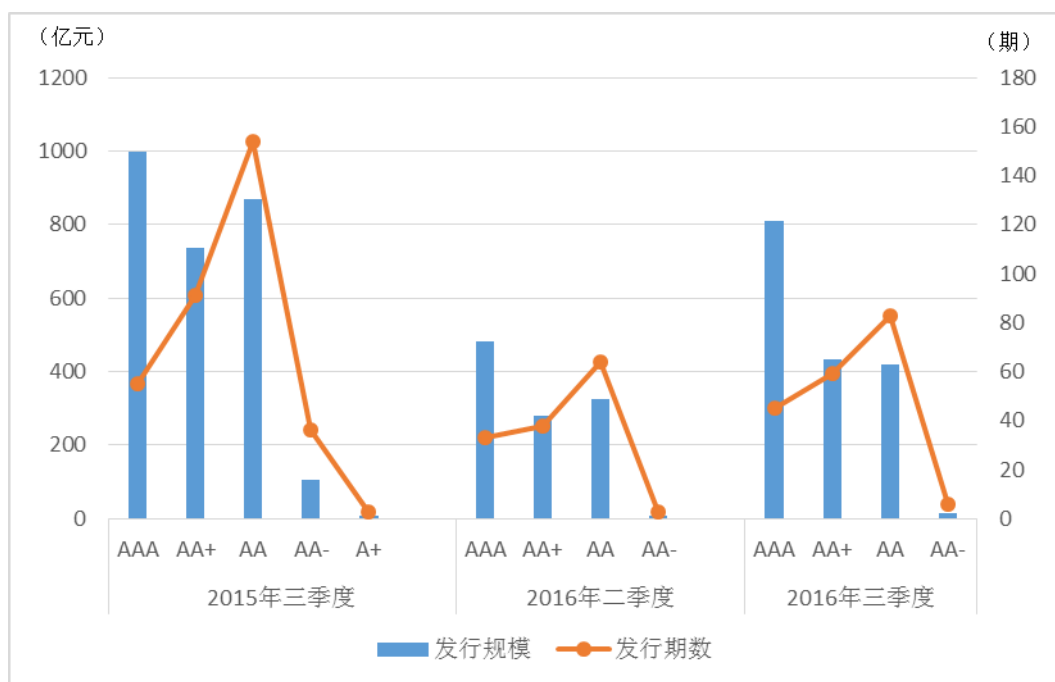
资料来源：联合资信 gos 系统

图 6 2016 年第三季度非金融企业发行债券期数前十位主体行业分布情况

5. 发行主体信用等级向高级别集中

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别，所发短融的规模在发行总规模中的占比为 99.21%，同比和环比均变动不大。从发行期数来看，本季度 AA 级主体所发短融期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 43.01%，占比环比、同比均有小幅下降；AAA 级主体所发短融期数在总发行期数中的占比同比上升，环比小幅下降；AA+级主体所发短融在总发行期数中的占比环比、同比均有小幅上升；AA-级主体所发短融（6

期) 仍然较少。从发行规模来看, 本季度 AAA 级主体所发短融发行规模仍然最大, 规模占比 (48.40%) 较上季度和去年同期均有所上升, 发行优势更加明显; AA+级主体所发短融在总发行规模中的占比较上季度与去年同期变化不大; AA 级主体所发短融在总发行规模中的占比环比、同比均小幅减少; AA-级主体所发短融规模 (13.3 亿元) 在总发行规模中的占比较上季度变化不大, 较上年同期大幅下降。整体来看, 本季度短融发行主体信用等级分布呈现向 AA+级 (含) 以上集中的趋势。



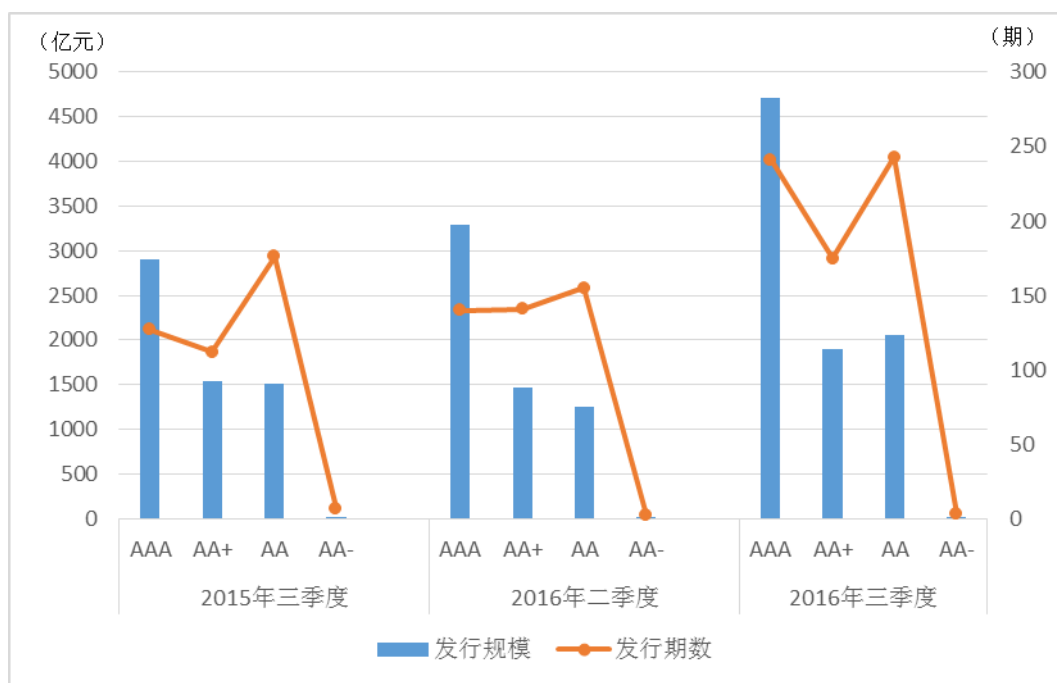
资料来源：联合资信 gos 系统注：主体双评级的债券按两期发行分别计入样本。

图 7 2016 年第三季度短融发行主体信用等级分布情况

从债项信用等级来看, 本季度非金融企业所发中票、企业债、公司债⁵的债项信用等级仍介于 AAA 级~AA-级之间。按发行期数统计, 本季度发行仍以 AAA 级~AA 级债项为主, 占总发行期数的比例达 99.55%, 较上季度和去年同期均有所上升。从发行期数来看, AA 级的发行期数仍然最多, 占总发行期数的 36.71%, 较上季度小幅上升, 较去年同期小幅下降; AAA 级债项发行期数在总发行期数中的占比环比、同

⁵ 非金融企业所发中票、企业债、公司债的债项信用等级分析包含中期票据 (含集合票据和项目收益票据)、企业债 (含集合企业债及项目收益债)、公司债券 (不含私募债)。

比均有所上升；AA+级债项发行期数在总发行期数中的占比同比、环比均小幅下降；AA-级发行期数（3期）仍然较少。从发行规模来看，本季度AAA级的发行规模仍远高于其他级别的发行规模，占总发行规模的54.25%，较上季度小幅下降，较去年同期有所上升；AA+级债项发行规模在总发行规模的占比同比、环比均小幅下降；AA级债项发行规模在总发行规模的占比同比小幅下降，环比小幅上升；AA-级主体发行规模（8.5亿元）仍较少。整体来看，本季度非金融企业所发债券的债项信用等级分布呈现向AAA级集中的趋势。



资料来源：联合资信 gos 系统注：主体双评级的债券按两期发行分别计入样本。

图9 2016年第三季度非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况

6. 担保债券市场认可度不高

本季度，共有98期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为1050.16亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的7.23%和6.28%，占比同比有不同程度的上升，环比变动不大。

其中，具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为4期、3期、8期、51期和32期，发行规模分别为46亿元、35亿元、59亿元、

551.10 亿元和 359.06 亿元。其中，保证担保 78 期，抵押担保 18 期，质押担保 2 期，保证担保为主要增信方式。

分别以担保后债项级别为 AAA 级的 3 年和 5 年期中票、3 年期公司债、7 年期企业债券为样本进行分析发现，采用担保方式发行的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率分别高出 0.31、1.64、0.22 以及 0.54 个百分点⁶，表明在违约常态化的背景下，市场对通过担保提升债项信用等级的债券认可度一般，但由于样本较少，所以单支债券发行利率较高可能会对结果产生影响。

（二）非政策性金融债券发行情况

本季度，共有 72 家主体发行非政策性金融债 105 期⁷，总发行规模 2768.30 亿元。发行期数较上季度和去年同期小幅增加，发行规模同比、环比均有所减少。具体来看，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数（30 期）和发行规模（1092.00 亿元）环比和同比均变动不大；证券公司短融发行期数（17 期）和发行规模（378 亿元）环比和同比均变动不大；证券公司债发行期数（45 期）环比、同比均小幅增加，发行规模（1046.3 亿元）环比小幅减少，同比大幅增加；其它金融机构发行期数（13 期）环比和同比变动不大，发行规模（276 亿元）环比小幅减少，同比大幅下降。

本季度发行期数最多的是证券公司债，占非政策性金融债券发行总期数的 42.86%。发行规模最大的是商业银行债（包括商业银行二级资本工具），占非政策性金融债总发行规模的 39.45%。本季度非政策性金融债中共有 3 期采取保证担保方式。

⁶ 通过计算经担保提升债项等级的中票、企业债、公司债与在其起息日前后 15 日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

⁷ 包括商业银行金融债、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

（三）资产支持债券发行情况

本季度，资产证券化产品发行表现较为平稳，银行间债券市场资产支持证券发行期数（67期）和发行规模（717.73亿元）均为环比小幅下降，同比大幅下降。交易所债券市场发行期数（489期）环比、同比变动不大，发行规模（1313.15亿元）环比小幅上升，同比大幅上升。

（四）债券新品种发行情况

本季度共有12家主体发行19期熊猫债，总规模395.80亿元。其中短期融资券1期、中期票据2期、公司债14期、国际机构债2期。与上季度相比，熊猫债发行期数和发行规模均有所增加。本季度熊猫债发行主要分布在房地产管理与开发、多元金融服务行业。

本季度共发行18期绿色债券，总规模631.40亿元。其中公司债11期、金融债6期、国际机构债1期。基于政策的鼓励和支持，与上季度相比，本季度绿色债券发行期数和发行规模均有较大幅度增长。从级别来看，分布在AAA和AA+级别，获得AAA级别的绿色债券占比最高，为72.22%。

四、未来走势预测

在我国经济处于“新常态”的背景下，政府将继续实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，保证经济的平稳运行。预计四季度，基础设施建设投资将继续稳增长，消费潜力将得到进一步的挖掘和释放，外贸对经济增长的贡献短期内不会有明显改善，全年GDP增速在6.7%左右。在经济增长方式转型的大背景下，为保障去产能、去杠杆的经济结构改革，央行将更多运用逆回购、MLF、SLF等灵活、定向的货币政策工具保障资金的适度供给。预计2016年四季度银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

从四季度债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，在债券市场违约风险持续升温的背景下，一方面，监管层将更加注重债市风险管理，各项监管可能会趋严。9月央行与证监会已经就债券市场跨市场执法达成一致；近日房企发债项目监管呈现收紧迹象；证监会制定并发布了《公司债券发行人

现场检查指引》，统一检查及处理标准。一系列举措将有利于完善债市监管，降低风险水平。另一方面，投资者的态度更加谨慎，风险偏好倾向于较高信用等级债券，因此信用级别较低的发行人发行债券可能会受到一定影响。

第二，今年以来经济下行压力持续，为了降低实体企业成本稳定经济增长，政策鼓励支持扩大债券发行规模，提高直接融资比例，此举将对四季度债券市场的发行起到积极的促进作用。

第三，绿色债券相关政策继续出台和落地，绿色债券的发展不断提速，预计在政策的引导和支持下，四季度绿色债券市场仍有一定的发展空间。

第四，随着人民币国家化程度加深，债券市场的参与主体和交易品种愈加丰富，我国债券市场的开放水平不断提高，四季度熊猫债发行和境内企业海外发债也有望维持稳步增长态势，我国债券市场的国际化发展将更进一步加深。

整体来看，四季度积极财政政策将继续施行，稳健灵活的货币政策有望为银行间债券市场提供适度宽松的资金面。在债市各项支持政策的推动下，债券市场总体上仍有望保持稳步发展的态势。