

2016年上半年中期票据市场及利差研究报告



2016/7/27

作者: 联合资信评估有限公司 余雷 林青

2016 年上半年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 林青

一、中票¹发行市场环境

1. 经济整体运行平稳，但下行压力较大

2016 年上半年，在经济处于“新常态”的背景下，我国政府继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，在适度扩大总需求的同时，着力推进供给侧结构性改革，经济持续运行在合理区间。2016 年上半年，我国 GDP 同比增长 6.7%，呈现平稳增长态势，其中投资增速回落，消费增长平稳，外贸延续低迷的格局，就业物价形势稳定，经济结构不断优化，但是国内有效需求特别是民间投资增长乏力，企业生产经营仍存在困难，传统行业产能过剩问题仍比较突出，工业品价格还在下跌。整体看，我国经济整体运行平稳，但仍面临较大的下行压力。

2. 货币政策继续保持稳健，融资成本进一步下降

2016 年上半年，央行继续实施稳健的货币政策，更加注重松紧适度，流动性保持合理充裕。具体来看，央行从 3 月 1 日起全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，同时，有针对性地加大了逆回购的频率和力度，并灵活使用 SLO（短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）、MLF（中期借贷便利）、PSL（抵押补充贷款）等货币政策工具稳定短端利率。尽管受到宏观审慎评估体系（MPA）、春节现金需求上升、月末缴税、票据诈骗等风险因素影响，2016 年上半年银行间流动性出现阶段性趋紧现象，但在央行货币政策的保障下，流动性整体保持适度宽松。在此背景下，2016 年上半年，各期限的银行间固定利率国债到期收益率波动中略有下降。

¹ 即中期票据（不包含集合票据和政府支持债券），以下同。

3. 银行间债券市场开放加速，参与主体不断扩容

2016 年 2 月 24 日，央行发布公告称，在我国境外依法注册成立的各类金融机构及其依法合规面向客户发行的投资产品，以及养老基金、慈善基金、捐赠基金等中国人民银行认可的其他中长期机构投资者，均可投资银行间债券市场，并且没有额度限制。2016 年 5 月 27 日，央行上海总部、国家外汇管理局、中央国债登记结算有限责任公司等单位相继发布关于境外机构投资者投资银行间债券市场的细则，银行间债市对境外投资者开放再进一步。2016 年 5 月 6 日，央行发布公告，住房公积金、养老金、慈善基金被首次明确作为独立非法人机构投资者参与银行间市场，银行理财产品在银行间市场的开户范围也从 16 家上市银行扩展至全部银行。上述政策从境内、外两个方面加速银行间债券市场开放，丰富银行间债券市场参与主体，完善投资者结构，有助于增加银行间债券市场的活跃度以及市场对银行间债券的需求，推动银行间债券市场债券发行量增长。另外，2016 年上半年，境外非金融企业中芯国际集成电路制造有限公司在银行间债券市场发行了一期中期票据，债券市场不断开放的成果进一步显现。

4. 首单绿色债务融资工具发行，推动银行间绿色债券发展

2016 年 4 月 6 日，协和风电投资有限公司在银行间债券市场发行了首单绿色债务融资工具“16 协合风电 MTN001”，随后 5 月 20 日，新疆金风科技股份有限公司也发行了绿色债务融资工具“16 金风科技 GN001”。上述两期绿色债务融资工具的发行标志着银行间债券市场绿色债券进入发展阶段。在前期广泛征求市场意见的基础上，结合绿色债券注册发行经验，交易商协会正着手完善《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》并将适时发布，以为绿色债券提供系统性的配套支持，更好地发挥银行间债券市场对绿色产业的支持作用。

5. “分层管理”体系落地，中票发行效率进一步提升

2016 年 2 月，中国银行间市场交易商协会发布了新修订的《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程》，对非金融企业公开发行债务融资工具实行“分层分类”管理。“分层分类”是按照主体分层、产品分类的思路，根据主体

资质、信息披露成熟程度、合规性等指标，将债券发行人分为第一类企业和第二类企业进行管理。第一类企业可就公开发行超短期融资券、短期融资券、中票等品种编制同一注册文件，进行统一注册，并在注册有效期内自主发行，对每种产品的发行规模、发行期限根据企业当时的融资需求灵活确定。这一举措可有效提升债务融资工具的注册效率，有助于加快中票发行。

6. 违约事件不断增多，多只中票延期或取消发行

2016 年上半年，债券市场违约事件频繁发生，债券违约已由私募债、集合债扩大至中期票据、企业债以及短融、超短融等短期债券类别，违约常态化的趋势进一步明显。其中，2016 年上半年，“11 天威 MTN1”、“13 山水 MTN1”、“13 东特钢 MTN2”和“11 威利 MTN1”等中票相继暴露违约风险，违约事件已超过 2015 年全年数量。受此影响，投资者投资态度更趋谨慎，产能过剩行业和较低信用等级企业发行中票难度加大，加之市场阶段性流动性趋紧，导致 2016 年上半年推迟或取消发行中票期数累计达 110 期，抑制了中票发行量的增长。

二、中票发行主体家数、发行期数与发行规模

2016 年上半年，我国银行间债券市场有 367 家企业共发行中票 436 期，发行规模共计 5484.90 亿元。与上年同期相比，发行主体家数、发行期数和发行规模分别增长 23.33%、25.29%和 14.81%；与 2015 年下半年相比，发行主体家数、发行期数和发行规模降幅均在 20%以上。

分季度看，受节日效应、资金面波动影响，2016 年一季度，中票的发行期数和发行规模较 2015 年四季度略有下降。2016 年二季度，受违约事件频发影响，取消或推迟发行中票数量大幅增加，中票的发行期数和发行规模进一步下降，环比降幅均超过 25%。

表 1 2011~2016 年上半年中票发行基本情况

| 项目 | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年上半年 | 同比增长 (%) | 环比增长 (%) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|-----------|----------|----------|
| 发行期数 (期) | 407 | 562 | 508 | 711 | 912 | 436 | 25.29 | -22.70 |
| 发行规模 (亿元) | 7079.70 | 8123.30 | 6746.20 | 9368.40 | 12416.70 | 5484.90 | 14.81 | -28.20 |
| 发行家数 (家) | 314 | 447 | 413 | 551 | 683 | 367 | 22.33 | -24.02 |

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, 2016 年上半年中票的发行规模仍主要集中在 0~5 (含 5) 和 5~10 (含 10) 亿元, 合计发行期数在总发行期数的占比为 73.64%, 占比较上年同期和 2015 年下半年均有明显增长, 集中趋势更加明显。

表 2 2015~2016 年上半年中票发行规模分布情况表

| 发行规模 (亿元) | 2015 年上半年 | | 2015 年下半年 | | 2016 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) | 121 | 34.77 | 170 | 30.14 | 164 | 35.54 | -3.53 | 37.61 |
| 5~10 (含 10) | 105 | 30.17 | 186 | 32.98 | 145 | 38.10 | -22.04 | 33.26 |
| 10~20 (含 20) | 66 | 18.96 | 117 | 20.74 | 76 | 15.15 | -35.04 | 17.43 |
| 20~50 (含 50) | 50 | 14.37 | 86 | 15.25 | 41 | -18.00 | -52.33 | 9.40 |
| 50~100 (含 100) | 5 | 1.44 | 3 | 0.53 | 7 | 40.00 | 133.33 | 1.61 |
| 100 以上 | 1 | 0.29 | 2 | 0.35 | 3 | 200.00 | 50.00 | 0.69 |

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

2016 年上半年中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期, 两者发行期数、发行规模总和在总发行期数、总发行规模中的占比分别为 72.71% 和 74.36%, 其中期数占比同比和环比变化不大, 规模占比同比和环比增幅均超 10 个百分点。2016 年上半年共发行特殊期限债券 100 期, 占中票总发行期数的 22.94%, 占比较上年同期略有增长, 较 2015 年下半年下降超过 5 个百分点; 其中可续期中票发行了 77 期, 包括“3+N 年”、“5+N 年”和“5+5+N 年”三种期限品种, 其中“5+N 年”期限的中票发行期数仍最多, 在可续期中票发行总期数占比为 68.83%。

表 3 2015~2016 年上半年中票发行期限分布情况表

| 发行期限 (年) | 2015 年上半年 | | 2015 年下半年 | | 2016 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 | 19.00 | 1 | 2.00 | 3 | 0.00 | -100.00 | 29.50 | 55.26 | 1375.00 |
| 3 | 122 | 1329.60 | 184 | 1971.75 | 140 | 14.75 | -91.98 | 1685.60 | 26.77 | -14.51 |
| 5 | 133 | 1641.60 | 204 | 2749.85 | 177 | 33.08 | -83.78 | 2393.00 | 45.77 | -12.98 |
| 7 | 13 | 375.00 | 14 | 261.40 | 13 | 0.00 | -100.00 | 243.50 | -35.07 | -6.85 |
| 8 | 1 | 39.00 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 10 | 4 | 100.00 | 2 | 50.00 | 3 | -25.00 | -1350.00 | 62.00 | -38.00 | 24.00 |
| 15 | - | - | 1 | 15.00 | - | - | - | - | - | - |
| 特殊期限 | 72 | 1273.00 | 158 | 2589.50 | 100 | 38.89 | -75.39 | 1071.30 | -15.84 | -58.63 |
| 合计 | 348 | 4777.20 | 564 | 7639.50 | 436 | 25.29 | -95.52 | 5484.90 | 14.81 | -28.20 |

注：“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。

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

2016 年上半年，国有企业所发中票的发行期数和发行规模占中票总发行期数和总发行规模的比例分别为 84.17% 和 87.38%，占比较上年同期和 2015 年下半年均有不同程度增长，发行优势更加明显；集体企业和其他类企业所发中票的发行期数和发行规模同比和环比也出现明显增长。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 2015~2016 年上半年中票发行主体企业性质分布情况表

| 企业性质 | 2015 年上半年 | | 2015 年下半年 | | 2016 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 | 4151.90 | 469 | 6663.90 | 367 | 29.68 | -21.75 | 4792.70 | 15.43 | -28.08 |
| 民营企业 | 41 | 319.30 | 69 | 702.60 | 42 | 2.44 | -39.13 | 417.70 | 30.82 | -40.55 |
| 外商独资企业 | 4 | 42.00 | 8 | 73.00 | 3 | -25.00 | -62.50 | 32.00 | -23.81 | -56.16 |
| 中外合资企业 | 10 | 96.00 | 8 | 73.00 | 6 | -40.00 | -25.00 | 43.00 | -55.21 | -41.10 |
| 集体企业 | 2 | 8.00 | 2 | 15.00 | 5 | 150.00 | 150.00 | 25.50 | 218.75 | 70.00 |
| 其他类企业 | 8 | 160.00 | 8 | 112.00 | 13 | 62.50 | 62.50 | 174.00 | 8.75 | 55.36 |
| 总计 | 348 | 4777.20 | 564 | 7639.50 | 436 | 25.29 | -22.70 | 5484.90 | 14.81 | -28.20 |

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

2016 年上半年，共有 14 期具有担保条款的中票发行，发行总额为 110.50 亿元，分别占中票总发行期数和发行总额的 3.21% 和 2.01%，占比较上年同期和 2015 年下半年均有所上升。2016 年上半年发行的具有担保条款的中票中有 12 期采用保证担保，2 期采用抵质押担保，采用抵质押担保方式发行的中票的债项信用等级与发行人主体信用等级相同，而采用保证担保方式发行的中票的债项信用等级均高于发行人的主体级别。通过保证担保获得 AAA 级和 AA+ 级债项级别的中票分别为 8 期和 3 期，担保人主要为发行企业的母公司或第三方担保公司。

以担保后债项级别为 AAA 级的中票（共 8 期）为样本进行分析发现，采用担保方式发行的 3 年期和 5 年期中票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中票的平均发行利率分别高出 56 个和 34 个 BP²，市场对通过担保提升债项信用等级的中票认可度一般。

七、中票承销情况³

2016 年上半年共有 39 家主承销商参与承销中票，承销方式均采用余额包销（2015 年全年除 5 期采用代销外其余全部采用余额包销）。2016 年上半年共有 255 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 58.49%。

按承销期数统计，2016 年上半年建设银行和民生银行以承销 40.5 期并列排名第一，兴业银行、浦发银行和工商银行分别位列第三至第五位。与上年同期和 2015 年下半年相比，民生银行排名大幅提升。

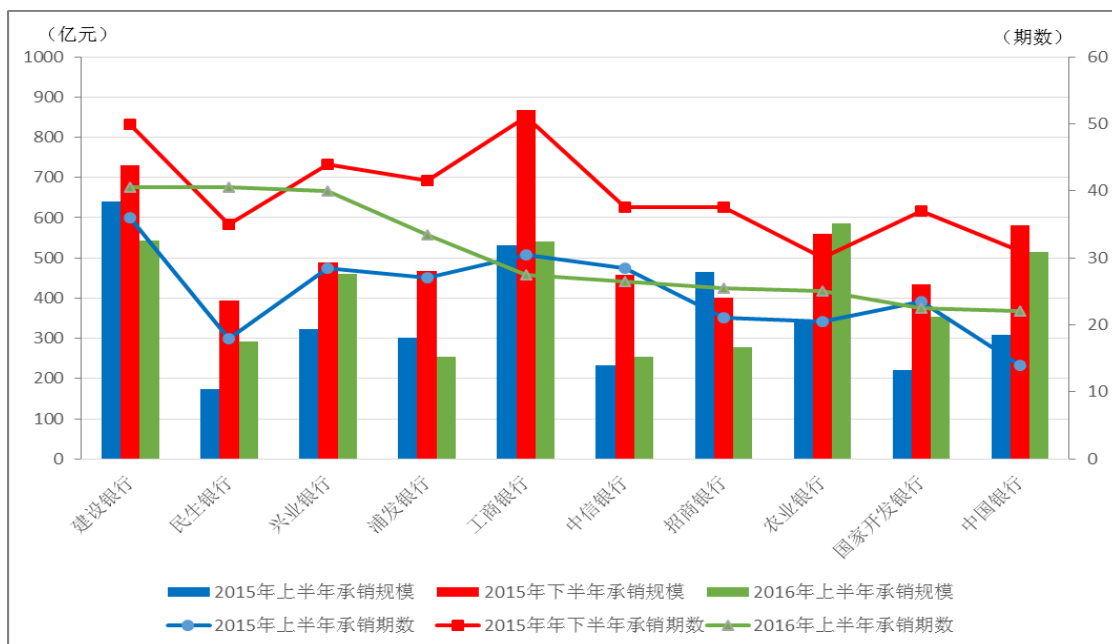
按承销规模统计，2016 年上半年农业银行以承销 586.05 亿元位居市场首位，建设银行、工商银行、中国银行和兴业银行位列第二至第五位。与上年同期和 2015 年下半年相比，农业银行由第四位上升至首位。

总体看，2016 年上半年，大型国有商业银行在中票承销规模上继续保持优

² 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。

³ 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%。

势，但承销期数优势有所下降；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不大，市场集中度趋于稳定。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 2016 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

2016 年上半年共有 112 家企业首次发行中票 134 期，合计发行规模 1046.20 亿元，分别占发行中票企业家数、总发行期数和发行总额的 30.52%、30.73% 和 19.07%，占比较上年同期均变化不大，环比均出现不同程度下降。

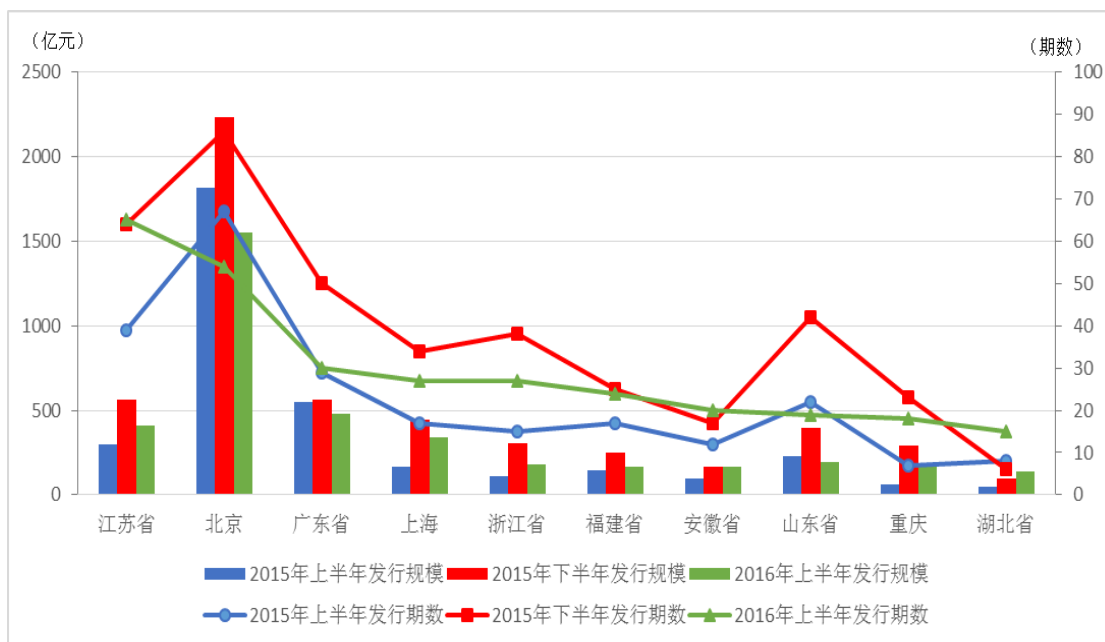
2016 年上半年新增的中票发行企业主要分布于建筑与工程，房地产管理与开发以及多元金融服务行业⁴；企业性质方面，新增主体仍以国有企业为主，该类企业在新增中票发行企业中的占比为 66.07%；新增中票发行主体的信用等级仍主要为 AA 级和 AA+ 级，分别占新增中票发行企业数量的 45.54% 和 25.00%。

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，江苏、北京、广东和上海地区所发中票期数和规模均位列前 4 位，其中江苏地区所发中票期数（65 期）超过北京位列

⁴ 行业分类采用全球行业分类系统（GICS）三级行业的分类标准，以下同。

全国首位，北京地区所发中票规模（1555.10 亿元）依然保持领先地位。与上年同期和 2015 年下半年相比，2016 年上半年湖北地区企业中票发行规模和发行期数均有明显增长，跻身前十位，北京和山东地区中票发行规模和发行期数均有明显下降。



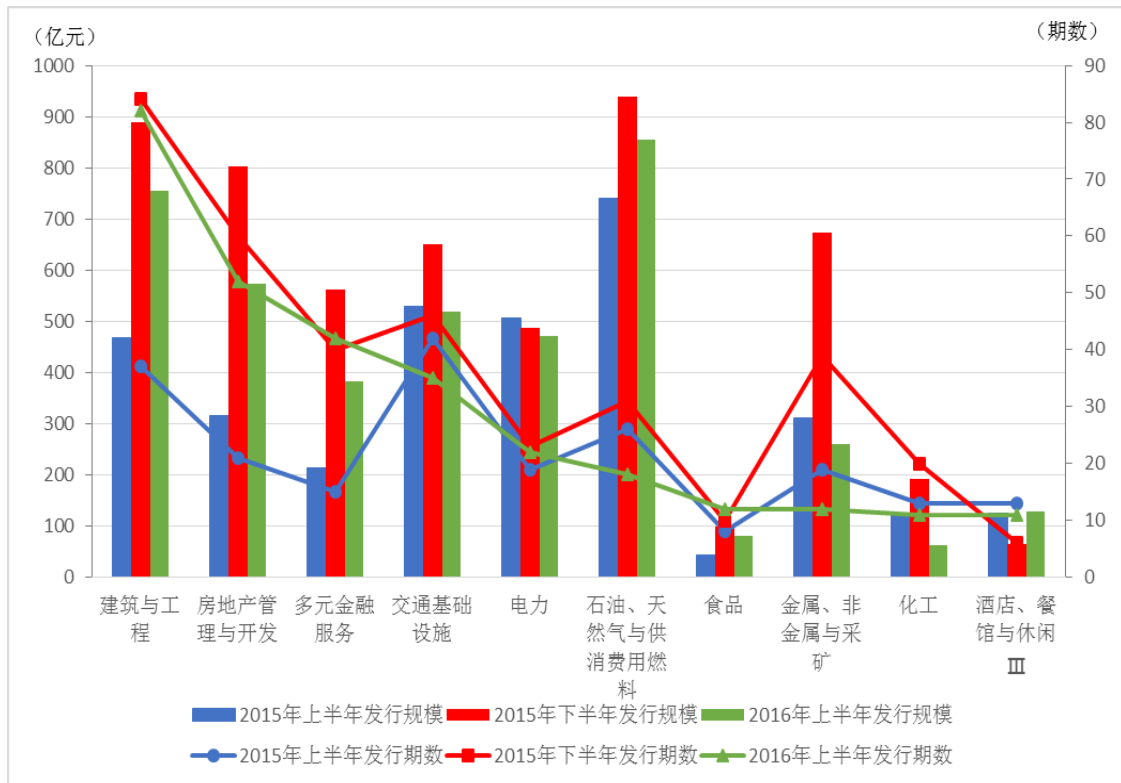
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 2 2016 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

从中票发行主体的行业分布情况来看，2016 年上半年建筑与工程，房地产管理与开发，多元金融服务，交通基础设施，电力以及石油、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均位居前六位，其中建筑与工程行业（82 期）在发行期数方面位居首位，而石油、天然气与供消费用燃料在发行规模（854.10 亿元）方面继续保持领先优势。

与上年同期和 2015 年下半年相比，2016 年上半年，金属、非金属与采矿和化工行业企业中票发行期数和发行规模均降幅明显；多元金融服务（多数为城投企业）、食品行业企业中票发行期数均出现不同程度的增长；酒店、餐馆与休闲行业企业中票发行规模增幅较大。

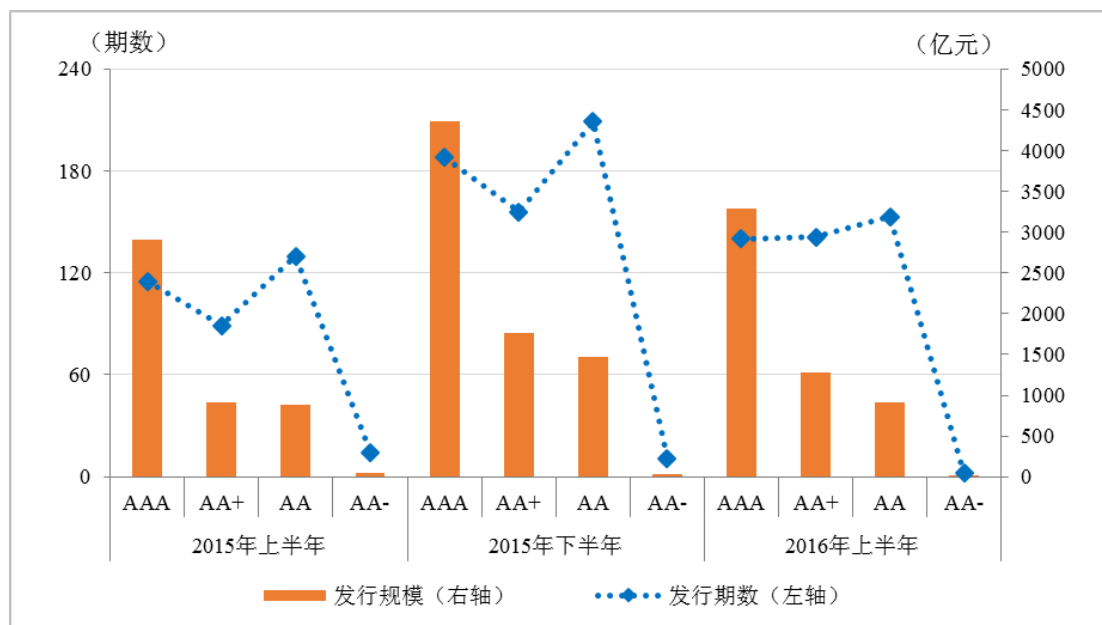


资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2016 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，2016 年上半年发行的中票的债项信用等级仍介于 AAA 级至 AA-级之间。按发行期数统计，2016 年上半年发行的中票仍以 AAA 级至 AA 级的债项为主，占总发行期数的比例达 99.54%，占比较上年同期和 2015 年下半年均有所上升，AA-级中票上半年仅在 1 月份发行了 2 期；AA 级中票的发行期数仍然最多，占总发行期数的 35.09%，AA+级中票发行期数占比同比、环比均提升明显。按发行规模统计，2016 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，占总发行规模的比为 59.88%，占比较上年同期和 2015 年下半年变化不大；其次为 AA+级，占比为 23.29%。整体看，2016 年上半年 AA+级中票发行期数占比增加明显，中票信用等级分布呈向 AA 级（含）以上集中的趋势。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 4 2015~2016 年上半年中票债项信用等级分布情况

十二、中票发行利率

2016 年上半年发行的 436 期中票中，有 417 期为固定利率，19 期为累进利率，采用固定利率发行的中票期数占本期中票发行总期数的 95.64%，较上年略有上升。本年度发行的中票共有 100 期含特殊条款（其中可续期中票 77 期），占中票发行总期数的 22.94%，占比较上年有所回落。

剔除可续期中票，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仍然最多，分别为 148 期和 190 期，在分析中票发行利率时将主要针对这两种期限的中票进行分析。

2016 年上半年，央行继续灵活运用多种货币政策工具保障了银行间市场资金面的适度宽松，利率整体呈现下行趋势。具体来看，3 年期和 5 年期贷款基准利率经过 2015 年 5 次降息，分别由 6.00%、6.15% 降至 4.75%、4.90%，并在 2016 年保持稳定；3 期和 5 年期银行间固定利率国债到期收益率延续了 2015 年以来的波动下行趋势，2016 年上半年的平均水平（2.52%、2.68%）较 2015 年下半年（2.83%、3.03%）和上年同期（3.11%、3.31%）均有所回落。

2016 年上半年，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。具体看，2016 年 1~3 月，受益于央行灵活运用各种货币政策工具保持市场流动性宽松，3 年期和 5 年期中票的平均发行利率均继续呈波动下行趋势；但自 3 月下旬开始，受信用风险事件频发、季末宏观审慎评估体系考核等因素影响，货币市场流动性持续紧张，大批量债券集中取消发行，3 年期和 5 年期中票的平均发行利率均开始回升，并维持在 2016 年以来的较高水平，直到 5 月才开始缓慢回落；6 月中旬后，央行适时进一步加大流动性投放力度，单周公开市场操作净投放量也创近 4 个月新高，资金面总体保持平稳，中票的平均发行利率进一步小幅回落。

2016 年上半年，3 年期和 5 年期各级别中票的发行利率均值均明显低于上年水平。其中 3 年期和 5 年期 AAA 级中票的发行利率均值较 2015 年下半年分别下降了 43BP 和 56BP，较上年同期分别下降 101BP 和 106BP；3 年期 AA+ 级中票的发行利率均值环比降幅最大，环比下降 80BP；3 年期 AA- 级中票的发行利率均值同比降幅最大，同比下降 170BP。

表 5 2015~2016 年上半年中票利率变化情况

| 期限 (年) | 债项信用等级 | 2015 年上半年 | | | 2015 年下半年 | | | 2016 年上半年 | | |
|-----------|--------|-----------|-------------|-------------|-----------|-------------|-------------|-----------|-------------|-------------|
| | | 样本 (个) | 利率区间 (%) | 利率均值 (%) | 样本 (个) | 利率区间 (%) | 利率均值 (%) | 样本 (个) | 利率区间 (%) | 利率均值 (%) |
| 3 | AAA | 21 | 3.85~5.58 | 4.57 | 47 | 3.28~5.70 | 3.99 | 41 | 2.90~6.50 | 3.56 |
| | AA+ | 28 | 4.15~6.99 | 5.00 | 42 | 3.69~7.50 | 4.63 | 36 | 3.09~5.00 | 3.83 |
| | AA | 69 | 4.67~8.50 | 6.20 | 100 | 4.06~7.80 | 5.54 | 69 | 3.19~7.50 | 4.82 |
| | AA- | 12 | 6.04~9.50 | 7.45 | 9 | 5.17~8.00 | 6.42 | 2 | 5.50~6.00 | 5.75 |
| 5 | AAA | 46 | 4.24~6.50 | 4.84 | 66 | 3.60~6.20 | 4.34 | 61 | 3.04~6.80 | 3.78 |
| | AA+ | 42 | 4.59~6.98 | 5.39 | 61 | 3.84~7.50 | 4.64 | 58 | 3.30~5.50 | 4.01 |
| | AA | 53 | 5.35~7.50 | 6.02 | 90 | 4.17~7.00 | 5.21 | 71 | 3.60~7.00 | 4.47 |

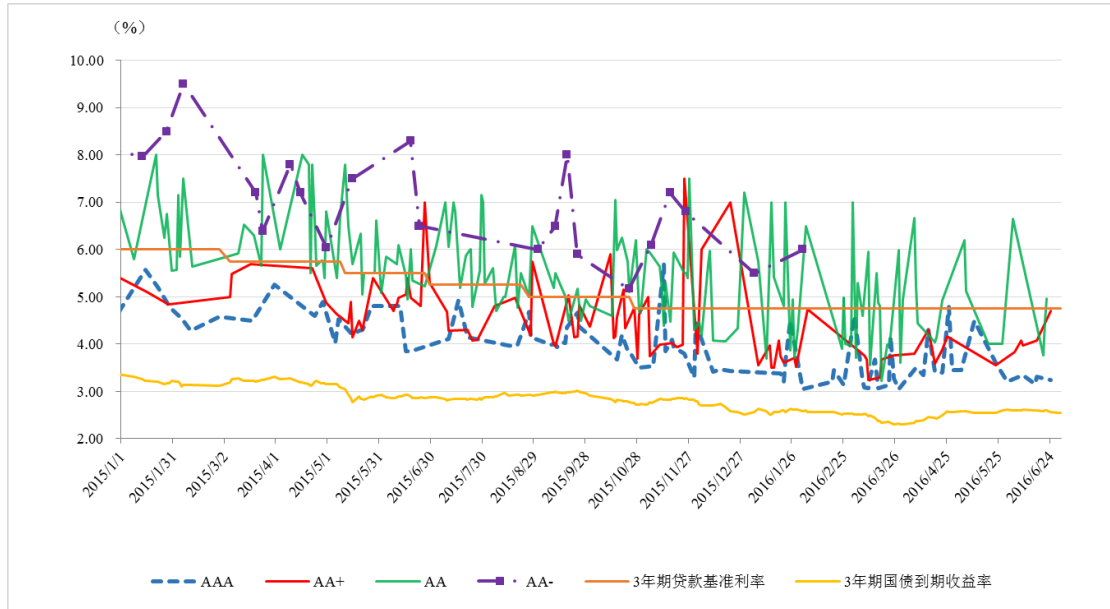
注：1. 统计样本不含浮动利率的中票和可续期中票；

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

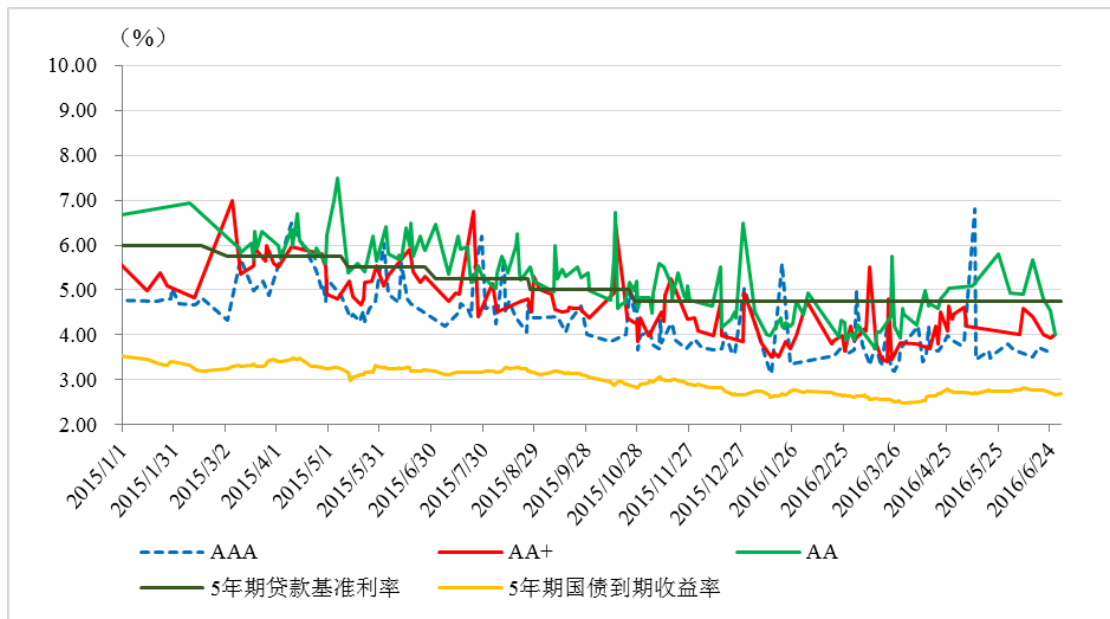
从各级别中票发行利率的区分情况看，不同信用等级中票的发行利率有较明显的区分，即对于相同期限的中票，其信用等级越高，发行利率越低。从各级别中票发行利率的走势看，2016 年上半年除个别异常债券外，3 年期和 5 年期 AAA 级和 AA+ 级中票的发行利率基本均处于同期限贷款基准利率之下；AA

级中票（含 3 年期和 5 年期中票）的发行利率基本处同期贷款基准利率附近上下浮动；3 年期 AA-级中票发行量较少，其发行利率一直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 2015~2016 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 2015~2016 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⁵分析

在进行利差分析时，我们剔除了可续期中票，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，确认 3 年期的 149⁶期和 5 年期的 190 期共计 339 期中票为样本，以下将以此样本进行分析。

从表 6 可以看出，2016 年上半年发行的中票的信用等级、发行期限和发行利差的关系主要体现在以下几个方面：一是在发行期限相同的情况下，中票的信用等级与发行利差呈现出明显的反向关系，即信用等级越高，发行利差均值越低；二是 AAA 级和 AA+级中票的发行期限与发行利差均值呈正向关系，即发行期限越长，发行利差均值也越高；三是 AAA 级中票的发行利差波动性最大，原因是 AAA 级中票中涉及一些景气度较低行业企业发行的中票或经担保提升债项信用等级的中票，投资者对这些高信用等级中票的认可度一般。

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⁷。检验结果显示，在 95%的置信水平下，除 3 年期和 5 年期 AAA 级与 AA+级外，其他不同信用等级中票的发行利差均存在显著性差异，中票的信用等级的风险区分功能总体较好。

表 6 2015~2016 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 | 2015 年上半年 | | | 2015 年下半年 | | | 2016 年上半年 | | |
|-----------|--------|--------------|------------|-------------|--------------|------------|-------------|--------------|------------|-------------|
| | | 利差均值 (BP) | 级差 (BP) | 变异系数 (%) | 利差均值 (BP) | 级差 (BP) | 变异系数 (%) | 利差均值 (BP) | 级差 (BP) | 变异系数 (%) |
| 3 | AAA | 152.24 | N/A | 25.28 | 113.91 | N/A | 40.38 | 104.78 | N/A | 63.10 |
| | AA+ | 202.75 | 50.52 | 26.56 | 177.90 | 63.99 | 53.40 | 131.33 | 26.54 | 34.48 |
| | AA | 311.96 | 109.21 | 30.21 | 270.08 | 92.18 | 36.29 | 233.88 | 102.56 | 48.33 |
| | AA- | 436.26 | 124.3 | 23.22 | 354.00 | 83.92 | 22.60 | 317.45 | 83.57 | 10.88 |
| 5 | AAA | 159.82 | N/A | 26.25 | 129.92 | N/A | 38.49 | 112.85 | N/A | 62.05 |
| | AA+ | 212.45 | 52.64 | 19.16 | 163.80 | 33.88 | 36.02 | 134.55 | 21.70 | 30.47 |
| | AA | 272.97 | 60.52 | 15.02 | 219.41 | 55.61 | 24.61 | 182.94 | 48.39 | 32.33 |

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

⁵ 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。

⁶ 3 年期样本中有 1 只中票“16 镇江交通 MTN001”为联合资信和中诚信进行了双评级，此处统计为两个样本。

⁷ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法，显著性检验中不包括样本数量只有 2 个的 3 年期 AA-级中票。

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 2015 年以来总体呈波动下降趋势，并在 2016 年上半年保持在低位波动。具体来看，2016 年上半年 3 年期和 5 年期各级别中票的利差较 2015 年下半年和上年同期均有不同程度收窄。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风险溢价要求较上年有所降低。

利差波动方面，2016 年上半年，3 年期和 5 年期 AAA 级和 AA 级中票利差的变异系数环比、同比均有所增加，波动水平加大；AA+ 级中票利差的变异系数环比则出现下降；AA- 级中票利差的变异系数环比、同比均有所下降。

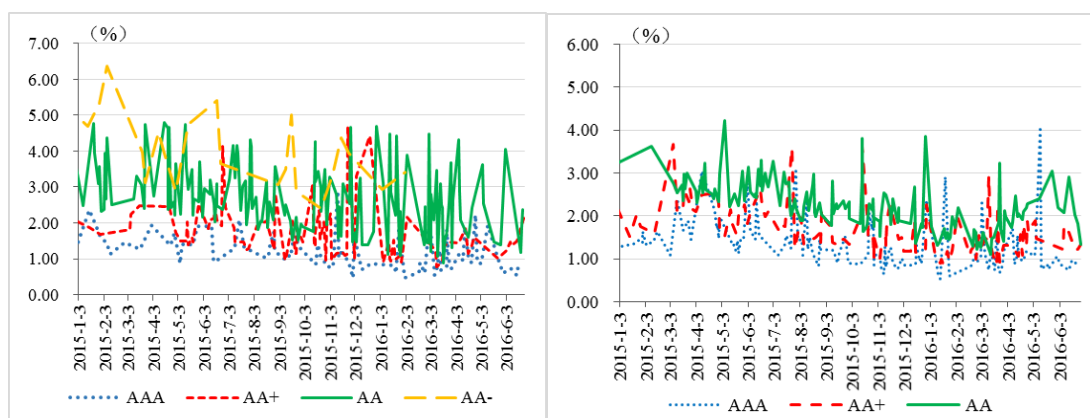


图 7 2015~2016 年上半年 3 年期（左图）、5 年期不同信用等级中票利差变化情况

十四、2016 年下半年中票市场展望

从宏观经济看，在我国经济处于“新常态”的背景下，2016 年下半年，政府将继续着力推进结构性改革，尤其是供给侧结构性改革，加快新旧发展动能转换，通过实施积极的财政政策和稳健并灵活适度的货币政策，为经济平稳运行托底，具体措施包括适当增加财政支出，大力支持创新发展，加大重大基础设施工程建设等。2016 年下半年工业将继续保持低位运行，投资增速尤其是民间投资的逐步回落将使下半年整体投资增长承压，消费将成为推动经济增长的主要力量。预计 2016 年我国 GDP 增速在 6.7% 左右，CPI 保持温和上升，PPI 负增长也将继续收窄。

从市场资金面看，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，但降准降息的可能性仍然存在。此外，美元加息的推迟在一定程度上缓解了人民币贬值和资本外流压力，有助于资金面的稳定。预计 2016 年下半年银行间资金面仍将处于合理充裕的状态。

从债券市场环境看，供给方面，由于融资成本持续维持在较低水平，且 2016 年下半年中票到期规模达 3478.30 亿元，到期规模再创新高，或将在一定程度上促进企业融资需求增加并促进中票发行量增长。地方政府融资平台在银行间债券市场发行债券门槛有所降低，同时市场对城投类企业所发中票的需求可能会因为信用风险事件的发生而增加，这将促进城投类企业的中票发行；但交易所债券市场的快速发展以及公司债券发行量的大幅增加可能会影响到中票的发行。2016 年上半年，有 1 家海外企业发行了 1 期中票，另有 2 期“绿色中票”发行，随着熊猫债券和绿色债券政策的不断支持，这两类债券在银行间债券市场有望增长。需求方面，银行间债券市场对内、对外开放程度进一步提高，银行间债券市场参与主体更加丰富，有助于增加银行间债券市场的活跃度以及市场对银行间债券的需求。信用风险方面，2016 年上半年债券市场违约事件频发，在经济下行压力加大以及去产能、去杠杆加速趋的势下，预计中票违约仍将有可能发生，市场对低评级中票仍然趋于谨慎，下半年发行的中票债项评级仍将集中在 AA 级及以上，AA-级中票发行量仍将处较低水平。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在较低水平，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企业所发高信用等级中票的风险溢价要求仍将维持在高水平，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 年下半年中票市场将继续保持稳定发展的态势。