债券市场发展回顾与展望

2016/2/17

作者: 联合资信评估有限公司 王柠 刘艳

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

债券市场发展回顾与展望

作者:联合资信评估有限公司 王柠 刘艳

一、 债券市场环境

（一）公司债新规松绑发行条件，丰富发行方式，推动公司债券发行快速增长

2015 年 1 月，中国证监会发布了《公司债券发行与交易管理办法》，将境内公司债券发行主体扩大至所有公司制法人，取消公司债券公开发行的保荐制和发审委制度，全面建立非公开发行制度。4 月，中国证券业协会发布《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》，确立非公开发行公司债券事后备案规则，以“负面清单”的形式对非公开发行公司债券项目的发行人范围做出限制。5 月，沪、深交易所先后发布多项配套措施对公司债券的预审核、上市交易以及转让等行为做出具体规范。7 月，证监会将证券公司发行短期公司债券试点扩大到所有证券公司，短期公司债发行主体范围进一步拓宽。上述措施使得公司债发行主体大幅扩容、债券发行及转让效率得以提升，有力地推动了公司债券发行量的增长。

（二）企业债发行政策逐步放松，鼓励发行创新品种

为了发挥企业债支持实体经济发展的作用，国家发展改革委员会（以下简称“发改委”）5 月和 6 月连续出台《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，放松企业债券发行条件，包括放宽发债指标限制和募集资金用途、降低资产负债率要求等；12 月，发改委下发《关于简化企业债券审报程序加强风险防范和改革监管方式的

意见》，简化企业债券申报、审批程序，豁免发改委对于信用优良企业[1]的复审环节，扩大不受发债企业数量指标限制主体范围等。此外，发改委还先后发布战略性新兴产业、养老产业、城市地下综合管廊建设、城市停车场建设、双创孵化等五个专项债券发行指引以及《项目收益债券管理暂行办法》，大力推广专项债券、项目收益债券等创新产品。上述政策使企业债审批流程提速和简化，发债门槛降低，企业债券品种增加，未来企业债券发行或将有所升温。

（三）资产证券化注册制落地，市场持续快速发展

4 月，央行宣布对信贷资产支持证券（CLO）发行实行注册制管理，信贷证券化产品“银监会备案+央行注册”模式正式确立，有利于提高证券化产品的发行效率，促进证券化业务的开展。5 月，国务院常务会议决定，新增 5000 亿元信贷资产证券化试点规模，促进多层次资本市场建设。在此背景下，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）先后下发了关于个人汽车贷款、个人住房抵押贷款、个人消费贷款和棚户区改造项目贷款等资产支持证券的信息披露指引（试行），就相关资产证券化产品的发行及信息披露进行了规范。证监会于 7 月允许证券公司开展融资融券收益权资产证券化业务，9 月保监会也印发了《资产支持计划业务管理暂行办法》，使得证监会和保监会主导下的资产证券化业务规模实现较快提升。这一系列的政策使得本年度资产支持证券市场保持了快速发展态势。

（四）“置换”与“新增”相结合，全面化解地方债务风险

2015 年，为化解地方政府债务风险，财政部推出共计 3.2 万亿元的债务置换额度，地方政府新增债券额度 6000 亿元，并印发《地方政府一般债券发行管理暂行办法》、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，将地方债自发自还的范围扩展到全国，按照募集资金用途不同将地方政府债券划分为一般债券和专项债券，地方政府债券发行工作稳步推进。5 月，财政部、央行、银监会联合明

[1] 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。

确可采用定向承销方式发行一定额度的地方债，推动地方政府债务置换高效、便捷地开展。7 月，财政部和央行联合发布通知，将地方政府债券纳入国库现金管理和地方现金管理质押品范围，提高了地方政府债券的流动性。8 月 29 日，全国人大常委会通过了关于批准《国务院关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案》的决议，2015 年地方政府债务限额锁定 16 万亿元，12 月，财政部发布《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，明确对地方政府债务余额实行限额管理，有利于规范地方政府债务管理，缓解地方政府债务压力，推动地方在限额内统筹资金支持重点项目建设。与此同时，为减轻政府债务和财政压力，国家相继出台多项配套政策大力推广 PPP 模式，推出一大批 PPP 模式示范和试点项目，总投资近四万亿元。在上述措施的推进下，地方政府债券发行量大幅增加。

（五）债券市场发行和投资主体扩容，国际化发展程度进一步深化

发行端方面，1 月，央行与保监会联合发布 2015 年第 3 号公告，允许保险公司在全国银行间债券市场发行资本补充债券，4 月，中国期货业协会发布《期货公司次级债管理规则》允许期货公司以非公开方式发行次级债，首单保险公司资本补充债券和首单期货公司资本补充债券分别于 7 月和 6 月成功发行，标志着保险公司与期货公司新的资本补充路径正在形成，有利于进一步扩大银行间债券市场发行主体，丰富债券市场可投资品种。6 月，央行发布的《人民币国际化报告（2015 年）》提及“支持境外机构在境内发行人民币债券”，在政策促进下，上海汇丰银行、中银香港、渣打香港、招商局（香港）有限公司多家境外金融机构以及韩国等外国政府在我国发行了熊猫债券，熊猫债发行主体范围不断扩充，发行量实现较大增长。

投资端方面，4 月和 6 月，中国期货业协会和央行分别下发《关于做好期货公司及其资管产品进入银行间债券市场备案工作的通知》和《关于私募投资基金进入银行间债券市场有关事项的通知》，期货公司及其资产管理产品、私募投资基金先后获准进入银行间债券市场。8 月，国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》，支持养老金入市投资债券市场，债券的投资主体得到进一步扩

容。

债券市场国际化方面，6 月，央行宣布允许获准进入银行间市场的清算行和参加行开展债券回购交易；7 月，央行取消境外央行、国际金融组织、主权财富基金额度限制，并由审批制改为备案制，债券市场境外投资者范围不断拓宽。此外，央行分批次批准包括 RQFII、QFII 等在内的多家境外机构进入银行间债券市场，截至 2015 年底，已有 308 家境外央行、主权财富基金等境外机构获准进入银行间债券市场，债券市场对外开放程度不断加深，债券市场国际化发展的步伐进一步加快。在推动银行间债市对外开放的同时，9 月，发改委取消境内企业发行外债的额度审批，改为实行备案登记制，进一步简政放权，便利优质企业跨境融资。另外，国务院研究启动个人境外投资试点，允许符合条件的个人开展境外投资，拓宽跨境资金流动渠道，境内机构及个人进入境外债券市场的途径拓宽。

二级市场和定价机制方面，为配合债券市场扩容和发行量的扩大，5 月，央行取消银行间债券市场债券交易流通审批，对上市交易流通相关流程进行精简，有助于提高债券交易流通的效率。短期国债启动滚动发行 、10 年期国债期货合约正式在中金所挂牌，对进一步完善国债期限结构、优化国债收益率曲线以及增强国债收益率的定价基准作用具有重要的推动作用。

（六）绿色债券指导性意见落地，绿色债券市场正式启动

为加快推动经济结构转型升级和经济发展方式转变，实现绿色发展、循环发展、低碳发展，将企业债券支持绿色发展和节能减排落到实处，银监会 1 月发布《能效信贷指引》探索以能效信贷为基础资产的信贷资产证券化试点工作、推动发行绿色金融债后，12 月 22 日央行发布 2015 年第 39 号公告（以下简称“39 号文”），允许金融机构在银行间债券市场发行绿色债券，明确将符合条件的绿色债券纳入相关货币政策操作的抵质押品范围；并公布了由中国金融学会绿色金融专业委员会编制的《绿色债券支持项目目录》，详细列举了绿色债券支持项目的六大类别，包括节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交

通、清洁能源、生态保护和适应气候变化。之后为形成政策合力破解资源环境瓶颈约束，发改委也发布了《绿色债券发行指引》，进一步放宽绿色企业债券准入条件。上述举措标志着我国绿色债券市场正式启动，2015 年 10 月和 2016 年 1 月中国农业银行、上海浦东发展银行分别成功发行离岸和境内绿色债券。在经济转型升级过程中，我国面临空前的环境和资源压力，绿色投资领域空间巨大，未来绿色债券发展潜力巨大。

（七） 违约常态化的趋势进一步明显，“刚性兑付”打破仍是发展趋势

2015 年，在经济加速去产能、去杠杆的背景下，债券市场信用风险事件不断增加，债券市场共发生信用风险事件 30 余起，公募市场 9 只债券发生实质性违约，16 家发行人发生主体违约，债券违约率和发行人主体违约率均有所上升。债券违约呈现由私募债至公募债、由民营企业至国有企业扩展的趋势，并且违约债券品种扩大至中期票据、企业债等常见券种，债券违约的常态化趋势进一步明显。

二、债券产品发行情况

本年度，我国债券市场上主要债券品种发行规模合计 229912.26 亿元，较上年度增长 91.98%，其中，地方政府债券、超级短期融资券、资产支持证券、公司债、证券公司债和同业存单的发行量增幅显著。截至本年度末，主要债券品种存量规模达到 48.20 万亿元。

本年度，需要信用评级的债券[2]的发行期数和发行规模分别为 3733 期[3]和 75265.39 亿元，发行期数和发行规模同比分别增长 26.71%和 68.22%，主要是由于地方政府债（公募）、公司债（公募）、资产支持证券（公募）、非银行金融机构债的发行量增幅较大。在需要信用评级的债券中，短融[4]、地方政府债（公募）和中期票据的发行期数在需要信用评级的债券总发行期数的占比较大，分

[2] 需要信用评级的债券是指除国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、中央汇金所发政府支持机构债券和同业存单外，公开发行的债券。

[3] 资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

[4] 如未明确标注“含超短融”，则仅为短期融资券，不包括超级短期融资券。下文同。

别为 29.60%、24.43%和 16.58%。需要信用评级的债券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分别为 24.45%和 32.74%，较上年分别下降 18.32 和 4.62 个百分点。

本年度，未明确要求信用评级的债券[5]的发行期数和发行规模分别为 10424 期[6]和 154646.87 亿元，发行期数和发行规模同比分别增长 184.65%和 106.13%，主要是由于同业存单、超短融、地方政府债（私募）和公司债（私募）、资产支持证券（私募）和证券公司债（私募）的发行量增幅较大。在未明确要求信用评级的债券中，同业存单的发行期数占未明确要求信用评级的债券总发行期数的比例最大，为 56.99%。虽然同业存单未明确要求进行债项评级，但要求发行人具备主体信用级别，本年度共有 257 家银行发行同业存单，发行家数同比增长 188.76%，增幅明显。

具体来看，本年度，国债的发行期数和发行规模分别为 91 期和 19875.38 亿元，较上年分别增长 31.88%和 22.33%。

在地方政府存量债务置换稳步推进、全面自发自还的背景下，本年度地方政府债券发行创下近三年最快增速，发行期数和发行规模分别达到 1035 期和 38350.62 亿元，，发行期数同比增幅达到 20 倍以上，发行规模同比增幅超过 800%，并以公募为主（发行期数和发行规模占比分别为 59.81%和 79.34%）。

自 2015 年二季度以来发改委已经逐步放宽企业债的发行门槛，并鼓励项目收益债等创新品种的发行，但由于审批依旧严格、流程仍然冗长等原因，本年度企业债的发行量较上年明显回落，发行期数和发行规模同比降幅在 50%左右。

本年度中期票据的发行量较上年分别增长 28.27%和 32.54%，增幅较为明显，主要是受益于多次降息带来的融资成本下降和放开房企发行中票主体范围、完善永续票据发行注册工作等政策的影响。

本年度，金融债券发行期数和发行规模同比增幅超过 10%。金融债券的发行仍以政策性银行债为主，商业银行债发行期数同比增幅超过 30%，主要是由于二级资本工具发行期数的增长较为明显。非银行金融机构债券发行期数和发行规模同比分别增长 100.00%和 53.07%，主要是由于保险公司资本补充债券发

[5] 未明确要求信用评级的债券包括国债、央行票据、政策性银行债、超级短期融资券、同业存单和其他非公开发行的债券。

[6] 资产支持证券和非金融企业资产支持票据按发行单数计算，其他券种均按发行期数计算。

行数量的大幅增加，资产管理公司金融债券发行量也明显增多。

本年度，短融（含超短融）的发行期数和发行规模同比增幅超过 50%，其中短融发行期数和发行规模增速较上年明显放缓，而超短融发行期数和发行规模同比实现超过 100%的增幅，主要是受益于融资成本下行和超短融发行主体扩容的影响，更多的企业倾向于通过超短融进行融资，超短融对短融的替代效应明显。证券公司短融的发行期数和发行规模同比降幅均超 30%，主要是由于下半年股市震荡的背景下，证券公司融资需求有所下降所致。

本年度，在公司债发行主体扩容、发行效率不断提高的背景下，公司债发行呈现“井喷式”增长，尤其是房地产企业公司债券发行量增长显著。一般公司债（不包括私募债）的发行期数和发行规模同比增幅均超过 300%；私募公司债发行期数同比增长近 30%，发行规模同比增长则超过 600%。

随着 2014 年 10 月证券公司短期公司债试点工作的启动，2015 年上半年证券公司债券发行量同比实现大幅增长，下半年受到股市波动影响证券公司融资需求回落，证券公司债发行大幅回落，发行量不及全年的六分之一，但从全年情况来看发行期数和发行规模同比增幅仍超过 100%，并且依然以非公开发行方式为主。

本年度，随着银监会和央行相继完成由原审批式向备案制和注册制转变，新制度下的高发行效率得以体现：银行间债券市场资产支持证券发行单数、发行期数和发行规模同比增幅分别为 63.08%、71.88%和 45.21%，增幅较为明显，仍全部采用公开发行的方式；交易所发行的资产支持证券发行量呈现爆发式增长，发行单数、发行期数和发行规模同比增幅均超过 300%，其中发行单数反超银行间市场，并且全部采取非公开发行的方式。

表 1 2015 年债券市场发行和存量情况

券种类别	2013 年发行情况		2014 年发行情况		2015 年发行情况		2015 年末存量情况	
	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）
政府债	**86**	**19044.01**	**112**	**20247.35**	**1126**	**58226.00**	**1363**	**149757.81**
国债	62	15544.01	69	16247.35	91	19875.38	240	101497.69
地方政府债	24	3500.00	43	4000.00	1035	38350.62	1123	48260.12
央行票据	**20**	**5362.00**	**0**	**0.00**	**0**	**0.00**	**10**	**4281.72**
金融债	**333**	**21401.30**	**533**	**28440.02**	**613**	**32115.79**	**874**	**132705.10**
政策性银行债	285	19960.30	426	22980.52	460	25790.15	460	109958.10

商业银行债券	35	1132.00	89	4402.50	117	4707.64	347	20093.00
非银行金融机构债券	13	309.00	18	1057.00	36	1618.00	67	2654.00
政府支持机构债券	**14**	**1900.00**	**16**	**2150.00**	**30**	**2900.00**	**109**	**13275.00**
企业债券	**374**	**4752.30**	**584**	**6969.98**	**303**	**3431.02**	**2378**	**31634.14**
一般企业债	373	4748.30	575	6898.50	293	3326.80	2357	31459.31
集合企业债	1	4.00	8	63.48	2	15.22	14	90.83
项目收益债	0	0.00	1	8.00	8	89.00	7	84.00
中期票据	**507**	**6716.20**	**711**	**9368.40**	**912**	**12416.70**	**2758**	**40205.48**
美元中期票据(亿美元)	**1**	**2.00**	**0**	**0.00**	**0**	**0.00**	**1**	**2.00**
集合票据	**31**	**66.39**	**3**	**4.30**	**2**	**4.26**	**30**	**60.68**
短期融资券	**1076**	**15859.80**	**1515**	**21517.53**	**2535**	**32427.30**	**2083**	**24186.40**
短期融资券	860	8324.80	1072	10521.53	1105	9483.00	1098	9460.00
超级短期融资券	216	7535.00	443	10996.00	1430	22944.30	985	14726.40
证券公司短期融资券	**134**	**2995.90**	**257**	**4246.90**	**173**	**2795.60**	**32**	**436.00**
资产支持证券（银行间）	**13**	**144.98**	**224**	**2793.50**	**380**	**3986.71**	**504**	**5298.17**
资产支持证券（交易所）	**29**	**73.98**	**134**	**427.14**	**1016**	**1877.52**	**704**	**1629.08**
非金融企业资产支持票据	**18**	**48.00**	**28**	**89.20**	**9**	**35.00**	**41**	**158.90**
非公开定向债务融资工具	**534**	**5668.08**	**1200**	**10230.16**	**1113**	**8781.35**	**2262**	**21393.99**
公司债	**358**	**1698.54**	**471**	**1414.03**	**844**	**10012.25**	**2293**	**16674.05**
证券公司债	**38**	**1179.60**	**106**	**2497.05**	**237**	**7549.20**	**337**	**9965.40**
可转债	**8**	**544.81**	**13**	**320.99**	**5**	**108.00**	**46**	**2309.55**
可交换债	**1**	**2.57**	**5**	**59.76**	**15**	**159.03**	**16**	**197.42**
项目收益票据	**0**	**0.00**	**3**	**8.00**	**6**	**51.00**	**9**	**59.00**
同业存单	**10**	**340.00**	**972**	**8975.60**	**5941**	**52975.90**	**3209**	**30274.40**
外国债券	**0**	**0.00**	**0**	**0.00**	**0**	**0.00**	**1**	**10.00**
国际机构债	**0**	**0.00**	**0**	**0.00**	**1**	**30.00**	**1**	**30.00**
合计	**3584**	**87798.46**	**6887**	**119759.91**	**15264**	**229942.26**	**19023**	**481989.84**

注：1．发行数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券发行量合计；存量数据为中国债券信息网与上海清算所公布的债券托管量合计；

2．“非银行金融机构债”中包含资产管理公司金融债，不包括证券公司债；

3．“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、企业债券等以及原铁道部发行的所有债券；其中“政府支持机构债券”存量期数仅为中国债券信息网公布的政府支持机构债券的存量期数，不包括上海清算所公布的政府支持机构债券的存量期数；

4．美元中期票据以亿美元计，合计数中不包含美元中期票据；

5．“公司债”不包含证券公司债券；

6．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。

7．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。

8．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 1 月 28 日已披露的本年度数据，并会对之前数据进行追溯调整。

9．2015 年共发行 6 只熊猫债券，包含 3 只金融债券，1 只非公开定向债务融资工具，1 只短期融资券和 1 只外国政府债券，除外国政府债券外均已包含在上述所列券种统计中，故只列出剩余 1 只国际机构债券。

资料来源：中国债券信息网，上海清算所，资产支持证券（交易所）、公司债、证券公司债、可转债、可交换债数据来源于 Wind 资讯

三、债券产品发行利率

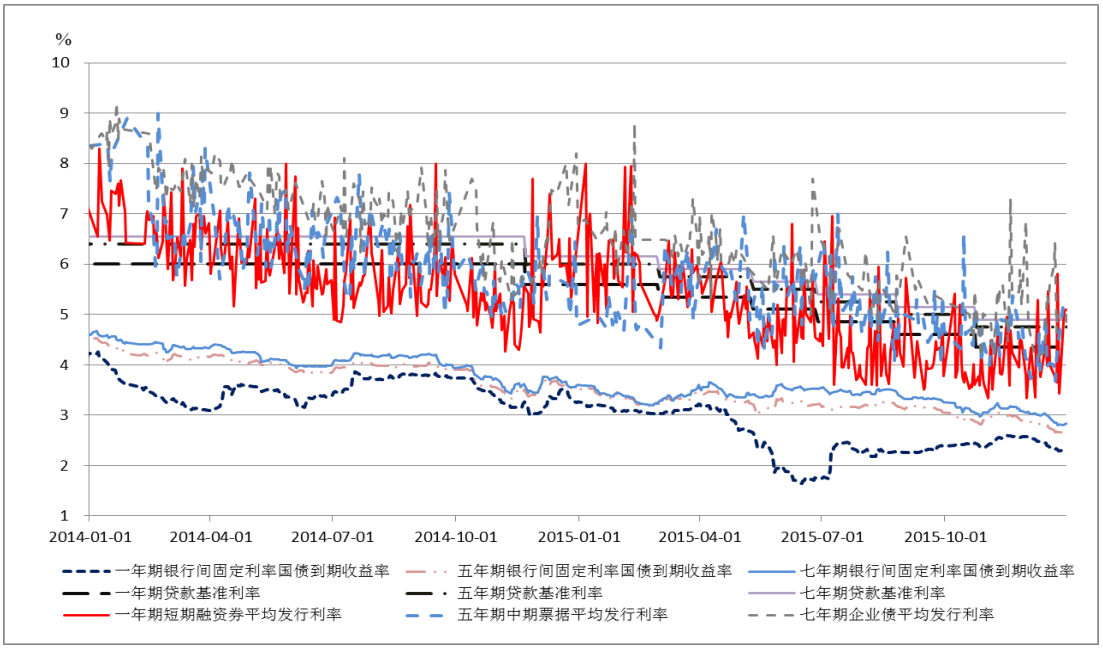
本年度，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。具体来看，一是综合运用货币工具组合调节流动性，央行年内先后进行了五次降息和降准，降幅分别达到 125BP 和 300BP，并通过公开市场逆回购、PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等多种货币政策工具，保持银行体系流动性充裕。二是引导金融机构加大对小微企业、“三农”和棚户区革新等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持，年内多次针对符合标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低存款准备金率，推广信贷资产质押再贷款试点、运用信贷政策支持再贷款，扩大对“三农”、小微企业的信贷投放。三是进一步推进金融市场改革，更好发挥市场在资源配置中的作用。央行基本放开商业银行和农村合作金融机构存款利率上限，下调分支行常备借贷便利利率，探索利率走廊模式，有利于控制利率波动、灵活调节利率，增加金融机构对实体经济的支持；央行还将对商业银行存款准备金的考核由时点法改为平均法，从而降低金融机构应对突发性支付的超额准备金需求，提高资金使用效率，便于在出现流动性缺口时释放一定的流动性。在此背景下，本年度，银行间市场资金面充足，利率水平整体上呈现较为明显的下行走势。

具体来看，一年期贷款基准利率继 2014 年 11 月下调至 5.60%后，本年度经过 5 次下调[7]，四季度末降至 4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率上半年延续了 2014 年波动下降的趋势，下半年走势趋于平坦，整体较上年有所回落。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大致接近，一年期短融的平均发行利率受 2014 年末流动性趋紧和 2015 年一季度信用风险事件的影响略有回升外，近两年保持波动下行的走势，并且绝大多数时间低于一年期贷款基准利率。

与一年期贷款利率相同，五年期和七年期贷款基准利率也经过多次下调，2015 年年末分别降至 4.75%和 4.90%。五年期和七年期银行间固定利率国债到期收益率延续 2014 年的下行趋势，走势相对较为平稳，收益率均值由一季度的

[7] 本年度 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日、8 月 26 日和 10 月 24 日分别下调 0.25 个百分点。

3.35%和 3.40%分别降至四季度的 2.88%和 3.05%，明显低于上年四季度的利率水平。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基本一致，其中五年期中期票据的平均发行利率自一季度的 5.38%降至四季度的 4.55%，低于上年末的水平，并且多数时间处于五年期贷款基准利率之下；七年期企业债的平均发行利率前三季度呈现持续下行的走势，四季度出现较大波动，但总体利率水平（5.22%）依然较三季度（5.59%）继续下降，仍基本高于七年期贷款基准利率水平。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 1 债券市场利率走势情况图

四、未来走势预测

从宏观经济层面来看，2015 年中国经济步入“新常态”，经济增长减速，改革深化，总体呈现稳中趋缓的发展态势，全年 GDP 增长 6.9%，经济增速低于去年水平，消费需求增长平稳、固定资产投资增速下滑、进出口持续低迷，实体经济走势疲弱，CPI 处于较低水平。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的主要任务，包括解决工业产能过剩、去库存、去杠杆、降低企业成本、改善薄弱环节等，强调推进供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和

效率，增强经济持续增长动力。预计 2016 年宏观经济走势仍受去产能、去库存和清理债务等因素影响，投资和消费都面临下滑压力，但政府或将通过基建投资、刺激消费等政策保证经济运行在合理区间，并通过供给侧改革以达到促进经济长期有质量和效率增长的目的，预计全年 GDP 增速在 6.7%左右，CPI 整体低位运行。

从市场资金面看，2016 年央行将继续运用多种货币政策工具，支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，营造适度宽松的货币金融环境。2016 年起央行开始实施“宏观审慎评估体系”，有助于防范系统性金融风险，促进存款准备金率的定向调整，维持流动性的合理充裕。2016 年，美国进入加息周期，在国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，人民币相对美元仍存在贬值压力，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张。2016 年流动性环境整体有望保持宽松，为债券发行提供良好的资金面环境。

展望 2016 年债券市场，预计会出现以下趋势：

第一，由于地方政府债置换和发行相关政策落地，地方政府债券置换工作稳步推进，在当前宏观经济下行压力的背景下，地方政府稳增长仍需要大量的资金支持；财政部在限额管理实施意见中明确当经济下行压力大、需要实施积极财政政策时，可适当扩大当年新增债务限额，2016 年地方债置换限额已下达省级政府，上限超过去年，预计未来地方政府债券的发行量仍将较为可观，较上年有一定幅度的增长。

第二，受 2015 年 12 月发改委正式发文的影响，企业债券的发行条件进一步放松、审批程序简化，企业债券发行量出现回升；城投企业发债要求、在建项目的融资及再融资需求也有所放宽，城投企业外部融资环境趋于宽松、风险较低，预计企业债券发行量将有所回升。

第三，公司债新政下，审批流程简化、发行效率不断提升，尤其是小公募和私募公司债券的审核效率已经非常接近甚至赶超银行间产品；同时公司债券发行利率下行降低了企业融资成本，利于支持企业转型升级的资金需求从而助推产业转型升级、房地产去库存，预计公司债券的发行有望保持快速增长的态势。

第四，资产证券化产品注册制确立、信息披露更加完善，监管层支持资产证券化业务创新、丰富产品形式，从未来发展趋势来看，基础资产类型有望进一步丰富，商业地产相关资产有望成为新的大类资产，交易结构创新趋于多元化，预计资产支持证券的发行量仍将快速增长。

第五，交易商协会“储架发行”模式[8]下债券发行的市场化效率提高，利于带动短融、超短融和中票的发行，超短融发行主体的扩容将继续推动超短融发行量快速增长，超短融对短融的替代作用或将日益凸显。

第六，新产品方面，项目收益债券发行管理办法的发布有望助推项目收益类债券的发行增长。发展绿色金融已列入全国金融业“十三五”发展规划，得到国家层面高度重视，绿色债券发行指导意见也已发布，监管层积极探索绿色信贷资产证券化，未来绿色金融债券等绿色债券的发行有望迈入较为快速的发展阶段。2015 年熊猫债发行规模上升明显，随着人民币加入 SDR 货币篮子，对人民币债券的配置需求有望上升，且较为宽松的资金面也为熊猫债券的发行创造了条件，预计熊猫债的发行将继续增长。“十三五”规划中指出要“开发符合创新需求的金融服务，推进高收益债券及股债相结合的融资方式”，高收益债券和股债相结合的融资方式未来发展前景广阔。

第七，在 2016 年在去产能、去杠杆加速的背景下，违约债券覆盖面将有所扩大，债券违约将进一步趋于常态化，刚性兑付打破的趋势也趋于明显化，未来因违约造成实际损失的可能性或将有所提高。由于国内外宏观经济持续低迷，部分强周期行业（例如钢铁、煤炭、有色金属、化工、工程机械）内企业出现产能过剩，产品销量及价格持续下滑，盈利能力大幅下降，债务负担加重，过重依赖银行融资，可能面临较高的信用风险。

整体来看，2016 年积极的财政政策将加大力度，货币政策也有进一步放松的空间，资金面仍将保持宽松，随着债市市场化改革进程加速，债券市场总体上将保持稳步增长的态势。

[8]发行人可以对短融、超短融和中票三个品种实行“打包注册”，在其注册有效期内随时自主选择发行融资工具，没有注册额度限制。