

# 发行利率全线上行，产品发行规模结构性分化

——2017 年上半年信用债半年报

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗 胡乾慧

## ◆ 概览

政策面：上半年银行间债市侧重于推进债市对外开放（债券通）、防控地方债/城投债信用风险，推进不良资产证券化；交易所债市侧重于防控公司债信用风险、加强中介机构合规监管；绿色债、双创债、PPP 资产证券化、一带一路融资为两大市场的共同重点支持领域。

一级市场：信用债发行规模大幅下滑，监管更严的交易所债市下行尤为明显；证券公司债、可转债/可交债发行规模同比逆势上行；创新产品中的绿色债券、双创债规模翻倍，永续债发行量（9 期）最大。市场各线产品发行利率上行明显，发行利差因产品不同略有分化，其中 AAA 级一般公司债券发行利率及利差同比上行幅度最大，同比上升了 145BP 和 75BP；证券公司债平均年发行利率首次突破 5%。

二级市场：上半年公司债成交量同比增长较快，收益率波动上行，交易利差波动下降；银行间债券市场各类信用债到期收益率整体上行，信用利差走阔。

评级分布及调整：两大市场发行人仍以中高级别为主，公司债发行人向 AAA 级别集中趋势明显；上半年两大债券市场均以级别或展望上调为主基调，评级下调相对较少；4 家公司债发行人（蓝焰控股、洪业化工、柳化股份、重庆钢铁）主体级别发生大跨度调整。

信用事件：交易所债券市场上半年无债券违约，4 家企业（柳化股份、中国五矿股份、中国一重、青松建化）所发的公司债券因发行人连续两年亏损被暂停上市；银行间债券市场共有 19 期债券发生违约，仅新增 2 家违约发行人（华盛江泉、弘昌燃气）。

下半年展望：去杠杆和强监管仍为债市主基调，预计公司债券发行仍将低迷，但证券公司债、资产支持证券、绿色债、双创债的融资规模有望继续增长；下半年债市信用风险整体可控，但需重点关注信用等级较低的中小民营企业尤其是融资严重受限的中小房地产企业的违约风险。

## ◆ 债市重要监管政策

在监管当局降杠杆、防风险宏观政策的指引下，2017 年上半年债券市场政策基调侧重于防控信用风险，同时继续发挥债市服务实体经济的融资功能，加快对外开放，鼓励产品创新，对特定领域的债券产品实施鼓励政策，主要政策如下表 1。

表 1 2017 年上半年债券市场主要监管政策

主旨	内容
1、构建全方位风险防控	发行环节：规范地方政府举债融资、对产能过剩、房地产、类平台等行业进行限制、对公司债券发行进行前置条款约定

体系	交易及流通环节：将增量公司债的回购级别标准提升至债项级别 AAA； 细化公司债违约风险处置；建立以风险为导向的债券分类管理制度
	机构监管：对中介机构持续督导检查；明晰合格投资者标准；提高券商公司债承销资质要求门槛
2、加快债市开放	引进来：实施债券通，引入海外评级机构
	走出去：鼓励国内企业海外发债、推行一带一路合作
3、鼓励债市创新	品种创新：推出土地储备专项债券、PPP 项目专项债券、双创债（债转股发行主体创新：创投企业、金融租赁公司、PPP 项目公司或社会资本方等可适时发行对应债券
	基础资产创新：PPP 新政将项目公司股东持有的股权、PPP 项目建设期的未来收益权纳入基础资产范畴等
	募集资金用途创新：双创债可用于投资标的企业，双创专项债务融资工具可以委托贷款或股权投资的形式支持双创企业
4、强化债市服务实体经济	重点支持装备制造、环保、高新技术产业，支持绿色债、双创债、PPP 资产证券化等重点券种，给予雄安新区/贵州（绿色债券支持重点领域）、福建和新疆（一带一路前沿省份）特定金融支持政策
5、强化评级监管	施行地方债业务资质黑名单制度、新发核准两家上海资信有限公司、中证指数有限公司资信评级牌照；拟推行双评级以抑制评级泡沫；强化评级机构例行合规检查。

数据来源：联合评级整理。

整体来看，由于涉及到公众投资者的特殊性，交易所债券市场防风险监管力度明显大于银行间债券市场，上述措施有利于全方位规避信用风险，但是严格的防控措施也限制了部分行业融资需求，导致上半年交易所债券市场发行量下行幅度明显高于银行间市场；对绿色债、双创债、熊猫债、PPP 资产证券化的大力支持也为创新产品提供了广阔发展空间。

## ◆ 一级市场

### 一、发行情况：两大债券市场信用债发行规模均呈现下滑，交易所债券市场下滑尤为明显，绿色债券、双创债规模逆势上升

#### （一）交易所债券市场：公司债整体发行规模同比下降五成，结构性差异突出

由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限，加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降，2017 年上半年交易所债券市场发行期数、规模同比出现约 50% 的下降（如表 2）。从构成上看，发行规模较大的品种来自于公司债、证券公司债和资产支持证券。从变化上看，证券公司债因本年到期规模大、融资补充需求上升带动发行规模增长最快；可转债、可交债等含权产品因再融资政策利好、资产配置需求带动发行规模同比增长幅度较大；公司债（尤其是一般公司债）因行业融资受限、融资成本上升规模下降最为明显。

表 2 2017 年上半年交易所债券市场发行情况 单位：期 亿元 %

项目	17 年上半年		16 年上半年		同比变化	
	期数	规模	期数	规模	期数	规模
证券公司债	114	2,898.00	60	1,668.80	90.00	73.66
公司债	455	4,107.14	1103	14,330.96	-58.75	-71.34
一般公司债	180	1,802.52	449	6,918.53	-59.91	-73.95
私募债	275	2,304.62	654	7,412.43	-57.95	-68.91
可转债	5	326.51	10	200.52	-50.00	62.84

可交换债	29	269.26	14	85.73	107.14	214.08
合计	603	7,600.91	1,187.00	16,286.01	-49.20	-53.33

数据来源：wind 资讯。注：一般公司债为公募发行的公司债，下同。

### 一般公司债：AA 及以下级别发行人下滑明显，债券级别向 AAA 集中

上半年共有 152 家发行人发行 180 期一般公司债，发行规模为 1,802.52 亿元，同比下降幅度均超过 50%。一般公司债期限主要为 5 年（118 期）和 3 年（46 期）。发行人主要来自于国有企业（88 家），行业分布分散。其中，发行额度前三大行业分别来自于多领域控股（占比 13.42%）、综合类（占比 11.41%）和建筑工程（占比 9.40%），其他行业占比微小且分布均衡。

较上年同期，上半年公司债发行呈现如下特征：（1）AAA 级别发行人占比上升最快，中低级别（AA 及以下）发行人减少幅度最大；（2）债券级别由上年同期的 AA 为主变为 AAA 为主，AAA 级别占比迅速提升；（3）发行额度仍以 AAA 级别为主，AA+ 级别发行额度下降幅度最大。上述变化主要源自新质押政策的施行使得市场对 AAA 级别债券需求增加，中低级别发行人减少，相应中低级别债券发行占比下降较快。

### 私募公司债：房地产、类平台发行人下滑明显，发行人仍以 AA 级别为主

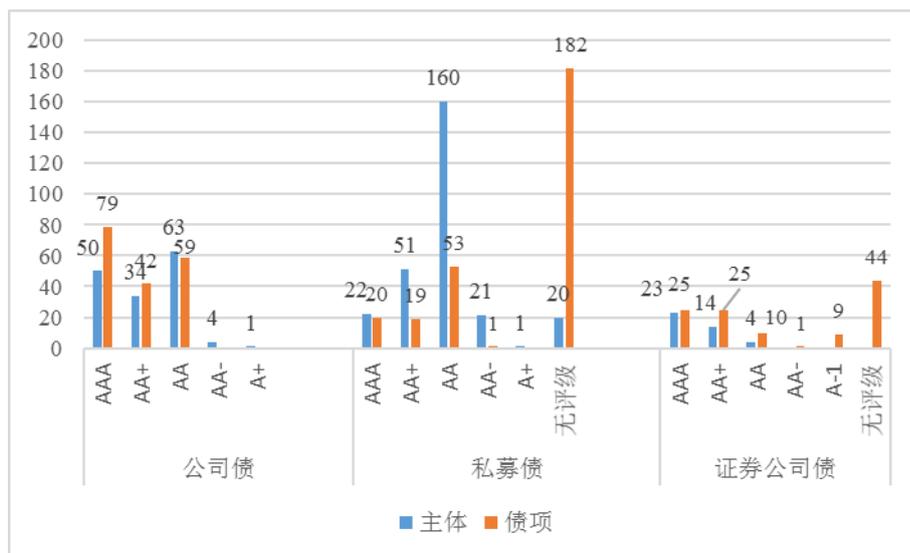
上半年共有 209 家发行人发行了 275 期私募公司债（59 期有担保），期限主要为 5 年（141 期）和 3 年（116 期）。发行人主要来自于国有企业（165 家），规模前三大行业主要来自于建筑与工程（占比 37.14%）、房地产开发（占比 11.90%）、综合类（占比 10%）。私募债评级信息依旧较少，有信息披露的发行入中 AA 级别占比依旧最大。相较于上年同期，私募债房地产（由上年 203 期下滑至 36 期）、类平台<sup>1</sup>发行期数（由上年 175 期下滑至 101 期）巨幅下降，但融资租赁企业、担保公司发债较为踊跃。

### 证券公司债：AAA 级别发行人数量增加，融资规模增幅明显

证券公司在经历前两年的融资融券业务扩张带来的资本补充需求后，长期债券于 2017 年到期规模较大，相关长期债券融资需求明显。上半年共有 41 家券商发行了 114 期公司债券，发行规模达到 2,898 亿元，发行家数、期数及规模同比均呈现大幅增长。证券公司债主体级别以 AAA 为主（占比 55%）；有信息披露的债券中，次级债债项级别主要来自于 AA+（19 期）和 AA（8 期）；普通公司债债券级别以 AAA 为主；短期公司债评级信息披露较少。相较于上年同期，有评级信息披露的证券公司债中 AAA 级别发行人数量增加明显，增量主要来自于次级债发行人。

图 1 2017 年上半年各类公司债发行评级分布情况（单位：家、期）

<sup>1</sup> 注：此处以建筑与工程与交通基础设施行业作为统计。



数据来源：wind，联合评级整理。

### 可转债：政策利好带动规模扩容明显

上半年共有 5 家发行人发行了 5 期转债，发行规模达到 326.51 亿元，规模同比大幅增长，主要源自再融资新政的利好。除光大转债发行人为光大银行外，其余 4 期主要来自于中小民营制造类企业（3 期债券主体级别为 AA）。相较于上年同期，受股市行情影响，转债的发行人家数有所下降，但发行人行业分布由原来的以制造业为主扩展到金融机构。

### 可交换债：配置需求拉动发行踊跃

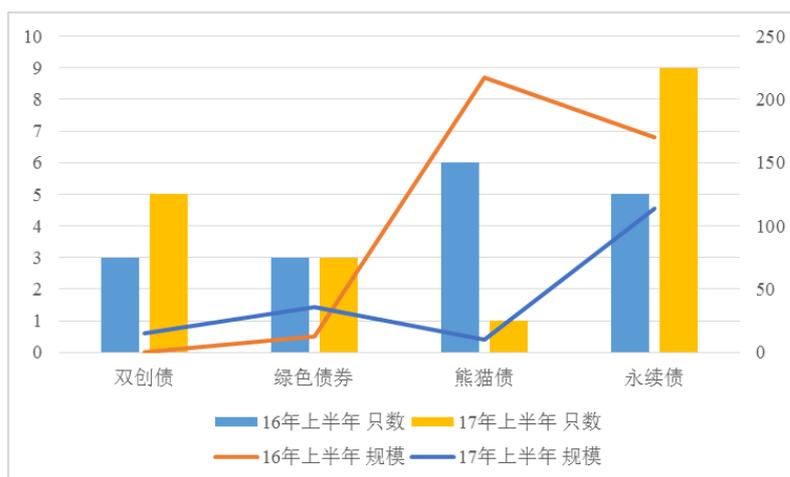
可交换债可帮助上市公司股东实现低息融资及股票溢价减持，投资者在获取固定票息时还能获得股票上涨的超额收益，在优质资产配置稀缺的情况下，上半年可交债规模扩张迅猛。上半年共有 26 家发行人发行了 29 期可交换债，发行规模为 269.26 亿元，主要为私募发行。相较于上年同期，可交债发行家数、期数和规模同比大幅增长。可交换债以 3 年期为主（22 期），普遍以上市企业股权作为质押物，部分还设有连带责任担保。有评级信息披露的可交债中，主体评级 AAA、AA 占比相对较大，债项中 AA 占比最大。

## （二）交易所债市创新品种：绿色债券、双创债规模增幅明显

2017 年上半年，交易所债券市场共发行了 77 只创新债券产品，同比小幅增长 6%；融资规模合计达到 175.37 亿元，同比下降 56.22%；创新债券总规模在公司债整体规模中占比为 1.70%，较上年同期下降较快，主要源自房地产企业熊猫债规模的下降。

从细分品种看，交易所市场共发行 5 只双创债，3 只绿色债券，1 只熊猫债、9 只永续债发行，双创债、永续债的发行频率明显加快，绿色债券和双创债发行规模增幅明显。

图 2 2017 年上半年创新债券发行情况 （单位：亿元、只）



数据来源：wind 资讯。

### 绿色债券：发行规模迅猛增长

上半年公司债券市场发行绿色债券 3 只（1 只为私募发行），发行量与上年持平；发行规模 36 亿元，较上年增长 176.92%。其中，17 东江 G1（2+1 年）、G17 龙源 1（3+2 年）发行利率均为 4.9%；G17 首 Y1（3+N 年）发行年利率为 5.5%，均设置有回售、利率调整等条款，募集资金主要用于清洁能源、清洁交通或节能领域。由于发行人来自于央企、上市公司，除 17 东江 G1 债项 AA 外，其他两只债券级别均在 AAA，发行利率略低于同类型非绿色债券的发行利率。

### 熊猫债：发行量大幅萎缩

2017 年上半年，受国内发行成本上涨及人民币汇率变化的影响，加之房地产企业融资受到限制，交易所债券市场仅有 1 期熊猫债“17UCR01”私募发行，发行规模 10 亿元，发行期数、规模大幅下降。“17UCR01”（3 年期，主体级别 AA+、债项 AAA，发行利率 5.5%，中合中小企业融资担保股份有限公司担保）是首单俄罗斯大型骨干企业在中国发行的熊猫债券，也是首单“一带一路”沿线国家企业发行的熊猫债券。此次发行成功，进一步拓展了“一带一路”沿线国家企业的资金融通渠道，具有重要示范意义。

### 可续期公司债：大型国企发行人继续增长

2017 年上半年，共有 8 家发行人发行了 9 期可续期公司债，发行规模 114 亿元，发行家数、期数同比增长明显，但发行规模同比下降约三成。可续期债券的发行利率在 4.78%~7% 之间，期限主要为 3+N、5+N。发行人主要来自多是城投、能源、交通等领域大型国有发行人，主体评级多在 AA+ 及以上。

### 双创债：规模逆势增长

上半年共有 5 家发行人发行了 5 期双创债，合计规模 15.37 亿元，发行频率较上年同期明显加快，发行规模巨幅增长。上半年双创债呈现如下新特点：（1）发行人范围进一步拓展。双创债发行人原主要以中小创新企业为主，主体级别较低，随着监管层对发行对象的放开，主体级别较高的发行人开始出现（如 17 阳普 S1 主体级别为 AA）；（2）发行方式更加多元。2017 年以前的双创债多以私募发行，随着发行人资质的提升，4 月份以来公募发行的双创债开始涌现（如 17 天图 01、17 璞泰 01、17 阳普 S1）；（3）发行效率提升。目前证监会对双创债审核采取专门通道，发行周期较快，并对双创债进行统一标识，有望实现市场分层。

### （三）银行间债券市场：信用债发行规模大幅下降，发行人仍以中高级别为主

上半年银行间债券市场共发行信用债<sup>2</sup>1,640只，总发行额为18,075.10亿元，同比减少41%。从类型看，企业债92只，规模891.60亿元，同比减少54%；中期票据329只，规模3,840.20亿元，同比减少34%；短期融资券950只，规模11,068.90亿元，同比减少39%；定向工具269只，规模1,945.40亿元，同比减少41%。

企业债中，主体级别为AA级的有48只，占比最大；其次为AA-级（21只），主体级别为AAA级（9只）和AA+级（6只）的数量较少；无主体级别的债券共8只（均为项目收益债）。

中期票据中，主体级别为AAA级、AA+级或AA级的债券数目相差不大，分别为106只，112只和104只，AA-级4只，无主体级别的债券共3只（2只为项目收益债，1只为绿色非公开定向债务融资工具）。

一般短期融资券中，主体级别为AA级的债券数目最多，而主体级别为AAA级的债券合计发行规模最大；超短期融资券中，主体级别为AAA级的债券数目和融资规模均最高。

## 二、利率利差：全市场债券发行成本同比上升明显，中票、短融发行利率上行幅度更大

（一）交易所债券市场：上半年公司债券<sup>3</sup>发行利率波动上升，等级间发行利差有所分化

上半年公司债发行利率呈现波动上行态势，1月与6月为发行利率的高点。从发行量最大的3年期公司债来看，AA、AA+级别自4月后上升趋势明显，AAA级别在达到5月的高点后有所下降。发行利差方面，1月、2月因资金、春节等因素波动较大，随后AAA级别发行利差基本呈现下降态势，AA+级别发行利差相对平稳并于6月份达到高点，AA级别则呈现波动上升。2017年上半年，3年期公司债发行利率及利差较上年同期均呈现不同幅度上升，AAA级别上行尤其明显，其发行利率及利差同比上升了145BP和75BP。

图3 3年期公司债发行利率上半年走势

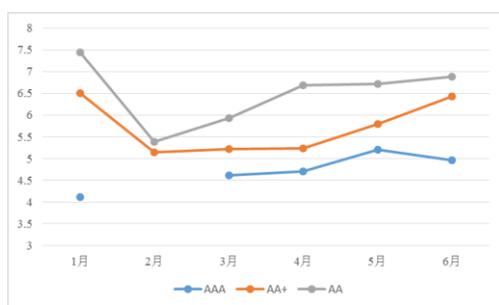
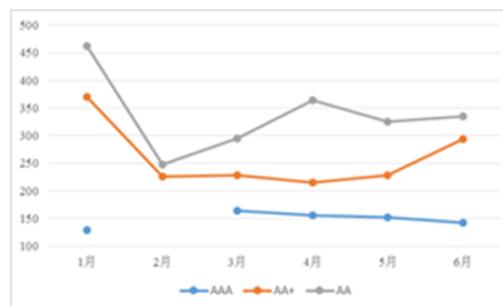


图4 3年期公司债发行利差上半年走势



数据来源：wind，联合评级整理。注：利差=收益率-同期限交易所国债收益率。

表3 2017年上半年3年期公司债发行利率及利差情况 单位：% BP

项目	平均发行利率			平均发行利差		
	17年上半年	16年上半年	同比变化	17年上半年	16年上半年	同比变化

<sup>2</sup>注：主要分析对象为非金融企业发行的信用债券。

<sup>3</sup>注：由于私募债券评级信息披露较少，此处本文分析对象主要为公募发行的一般公司债。

AAA	4.76	3.31	145	154.58	79.4	75.18
AA+	5.46	4.49	97	235.71	199.67	36.04
AA	6.45	5.7	75	329.49	320.03	9.46

数据来源：wind，联合评级整理。

上半年证券公司债发行利率同样呈波动上升态势。以3年期公司债为例，1月、2月为最低点（票面利率为4.62%），随后波动上行在5月达到最高点（票面利率为5.30%）后有所回落。上半年3年期证券公司债平均发行利率为5.01%，较上年同期的3.66%平均利率上升135BP；平均发行利差为182.48BP，较上年的30.16BP上升了152BP。

## （二）银行间债券市场：信用债发行利率整体上行，平均较上年同期高出近150BP

从各类型债券加权平均发行利率看，企业债发行利率自2016年11月份开始上行至1月份达最高点，2月份回落之后连续3个月继续上行，6月有所回落后达6.15%，但依旧比2016年最高水平高出110.14BP。中票、短期融资券的发行利率同样自2016年11月份开始一路上行，至2017年6月份别达到5.81%、4.96%，同比上升了190.36BP、157.83BP。

整体来看，受上半年债市整体调整的影响，各线信用债债券产品发行利率上行明显；公司债、熊猫债发行规模因房地产行业融资受限萎缩明显，但证券公司债、ABS、股债混合债券及部分创新类产品因政策利好、融资需求旺盛带动发行规模逆势上行；公司债发行人级别重心明显向AAA级别上移，含权类债券仍以AA级别的中小企业发行人为主。

## ◆ 二级市场

### 一、交易所债券市场：上半年公司债成交量同比增长较快，收益率波动上行，信用利差波动下降

2017年上半年，交易所债券市场合计成交各类公司债6,065.76亿元，同比增幅26.25%。从收益率情况看，受市场环境及资金面变化影响，4月中旬后公司债收益率上行明显，6月上旬在达到高点之后波动下行，上半年收益率同比平均上升约60BP。利差方面，上半年各等级债券利差呈现波动下降，低评级品种信用利差波动幅度相对明显，等级间利差变化不大。

图5 AA级别公司债收益率走势 单位：%

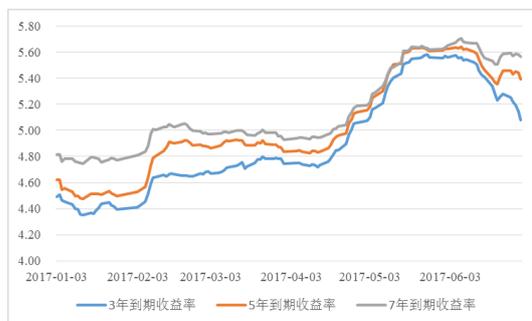


图6 3年期公司债利差走势 单位：BP



数据来源：wind，联合评级整理。注：利差=收益率-同期限交易所国债收益率。

### 二、银行间债券市场：到期收益率上行，信用利差整体走阔

上半年银行间二级市场成交量大幅较少，企业债、中期票据和短期融资券成交量分别减少 64%、46%和 55%；中期票据、短融到期收益率整体波动上行，企业债到期收益率前五个月一路上行，6 月份有所回落，但仍居于高位；各券种信用利差整体走阔。

整体来看，相较于银行间债市主要券种成交量的大幅减少，交易所债市公司债交易行情良好，收益率呈现波动上行态势，等级间交易利差变化不大。

## ◆ 评级调整

### 一、交易所债券市场：评级调升为主基调，评级下调较少

2017 年上半年，交易所债券市场存续的公募公司债发行人级别变动合计 97 次，调整频率较高。上述级别变动中，级别上调 88 次，级别下调 9 次，上调占比达到 91%。上调级别的发行人主要分布在房地产、煤炭、钢铁等行业，上调原因主要是业绩增长或增发、收购引起的竞争力提升；下调原因主要是主要源自部分煤炭、化肥生产等强周期企业业绩亏损或大幅下滑，偿债风险加大。从级别调整率来看，以年初存续的 1,126 个发行人作为统计样本，上调比率为 7.82%，下调比率为 0.80%，合计级别调整比率为 8.62%，调整率较上年同期有所提升，主要来自于提升率的大幅上升。

2017 年上半年公司债评级展望调整合计 34 次，其中上调 27 次，下调 7 次，上调频率明显，展望调整占年初发行人总数的 3.02%，总体展望调整率较上年同期有所降低。上半年，交易所债券市场共有 13 家企业被列入评级观察，主要源自业绩下滑加大了偿债能力下降风险。

表 4 2017 年上半年公募公司债发行人主体评级调整情况

项目	等级调整		展望调整	
	家数	比率 (%)	家数	比率 (%)
调升	88	7.82	27	2.40
调降	9	0.80	7	0.62
合计	97	8.62	34	3.02
样本数量	1,126	100	1126	100

数据来源：wind 资讯。

上半年共有 4 家公司债发行人发生了大跨度调整（2 个级别以上），具体名单如下表。其中，山西蓝焰控股股份有限公司因重大资产重组竞争力增强级别有所提升；级别调降主要源自钢铁、化工等强周期企业的业绩持续亏损。

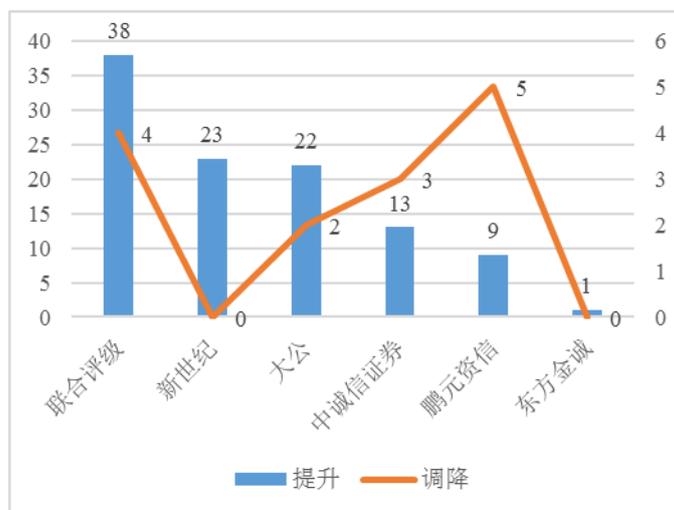
表 5 2017 年上半年公募公司债发行人主体信用等级大跨度调整一览

发行人	期初级别	展望	评级日期	期末级别	展望	评级日期
山西蓝焰控股股份有限公司	BBB	负面	2016/5/16	AA	稳定	2017/5/31
洪业化工集团股份有限公司	AA	负面	2016/5/3	BBB	负面	2017/6/27
重庆钢铁股份有限公司	AA-	负面	2016/4/29	BBB	负面	2017/5/15
柳州化工股份有限公司	BBB	负面	2016/6/29	B	负面	2017/1/24

数据来源：wind 资讯。

从各家机构看，调整次数较多的前三大评级机构分别为联合评级、新世纪和大公，各家机构评级调整如下所示（图 7）。

图 7 2017 年上半年交易所债券市场各机构评级调整情况 单位：家



数据来源：wind，联合评级整理。

## 二、银行间债券市场：上调评级亦占主流

银行间市场共有 393 只债券获债项评级调高，同比增长 14%，45 只债券获评级调低，同比减少 66%。从发行人看，共 27 家发行人获主体评级调低，13 家发行人主体评级未变但展望下调；160 家发行人获主体评级上调，其中 3 家发行人评级调整跨度在 2 个等级（含）以上，32 家发行人主体评级未变但展望上调。

从各机构情况看，大公国际对 42 家发行人给予了主体评级调高，居首位；其次为上海新世纪，对 37 家发行人给予了主体评级调高。给予主体评级调低较多的是中诚信国际和鹏元，分别对 8 家和 6 家发行人给予了主体评级调低。

◆ 表 6 2017 年上半年银行间市场各评级机构主体评级调整统计

机构	主体评级调高	仅展望上调	主体评级调低	仅展望下调
大公国际	42	12	4	1
联合资信	33	7	3	3
东方金诚	6	0	3	2
中诚信国际	28	4	8	1
鹏元资信	15	6	6	4
上海新世纪	37	3	3	2
合计	160	32	27	13

数据来源：wind，联合评级整理。

整体来看，在 2016 年国家供给侧改革的大背景下，制造业企业业绩改善明显，房地产企业销售收入提升，相应带动上述行业发行人评级或展望调升增加明显。上半年债券市场评级调整频率较高，评级上调为调整主流。

## ◆ 信用事件

### 一、交易所债券市场：上半年无债券违约，4 家企业公司债券被暂停上市

上半年交易所债券市场未发生债券违约事件。截至 6 月末，有 10 家企业披露因预测业绩大幅下滑引起其所发公司债存在被暂停上市交易风险或到期回售

资金偿付风险（柳化股份、中国五矿股份、铁岭新城、中国一重、青松建化、国电科环、重庆钢铁、厦工股份、煤气化、中华企业），实际已有4家企业的公司债被暂停上市（柳化股份、中国五矿股份、中国一重、青松建化）；另有1只公司债（柳债暂停）、2只私募公司债（14维多02、16润银01）发布了兑付风险警示。

## 二、银行间债券市场：新增违约发行人较少

上半年银行间债券市场共有19只债券发生违约，其中4只为跨市场债券，涉及11家发行人。除两家发行人为首次违约外，其余发行人均在2017年之前有过违约历史。截至2017年6月底，累计违约债券只数最多的发行人为东北特殊钢集团有限责任公司（共有12只债券违约）。

表7 上半年银行间债券市场违约债券统计

发行人	公司属性	行业	违约债券名称	发行人累计违
东北特殊钢集团有限责任公司	地方国有企业	钢铁	13东特钢 MTN2	12
			13东特钢 MTN1	
大连机床集团有限责任公司	民营企业	工业机械	14机床 PPN001	8
			16大机床 SCP002	
			16大机床 SCP003	
			15机床 PPN001	
			16大机床	
中国城市建设控股集团有限公司	民营企业	建筑与工程	14中城建 PPN002	8
			16中城建	
山东山水水泥集团有限公司	外商独资企业	建材	14山水 MTN002	5
			14山水 MTN001	
四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有企业	煤炭与消费用燃料	14川煤炭 PPN001	4
			12川煤炭	
内蒙古博源控股集团有限公司	民营企业	基础化工	16博源 SCP002	2
内蒙古奈伦集团股份有限公司	民营企业	食品加工与肉类	11蒙奈伦债	2
春和集团有限公司	民营企业	建筑机械与	12春和债	2
珠海中富实业股份有限公司	民营企业	金属与玻璃容器	12珠中富 MTN1	2
华盛江泉集团有限公司	集体企业	综合类行业	12江泉债	1
信阳市弘昌管道燃气工程有限责	民营企业	燃气	13弘昌燃气债	1

数据来源：wind，联合评级整理。

## ◆ 下半年展望

### 一、防风险、降杠杆仍为债市监管主基调，但流动性冲击有望减弱，融资成本上升有限

7月中旬召开的金融工作会议继续强调去杠杆、防范风险，表明去杠杆进程仍要持续较长时间。但从货币政策基调看，监管层强调保持货币信贷适度增长和流动性基本稳定，为供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。在货币政策和

<sup>4</sup> 跨市场债券记为同1只债券

监管政策的双重作用下，虽然去杠杆时间持续较长，但整体去杠杆方式仍较为温和，预计对市场流动性冲击不会太大。预计下半年资金面中性概率较大，利率不具备大幅上行的条件，债券融资成本上升有限。

## **二、公司债发行仍将低迷，但证券公司债、资产支持证券、创新类品种发行有望继续增量**

目前交易所债券市场对房地产、过剩产能等行业的发债限制仍在持续，新质押政策的级别限制对中小企业的债券融资形成一定打压，在债券融资成本仍高企的大背景下，公司债发行仍将持续低迷。但受益于券商的长期融资需求、投资者产品配置需要、市场支持政策利好等外部因素，证券公司债、含权类债券（可转债/可交债）、资产支持证券、创新类债券品种（绿色债券、双创债等）的发行需求仍较旺盛，上述产品有望对交易所债券市场的发行规模形成有效支撑。

## **三、信用风险整体可控，但需关注中小民营企业信用违约风险**

下半年交易所债券市场待偿还各类公司债余额为 2,999.14 亿元，11 月份为下半年偿付最高峰。下半年待偿付的金额中，证券公司债达到 1,294.28 亿元，一般公司债 1,042.66 亿元，规模占比居于前两位。由于待偿付规模主要来自于基本面较好的证券公司和主体级别较高的公司债发行人，债市违约偿付风险不大。但随着债市防风险、去杠杆政策的继续落实，较高的融资成本及融资渠道受限可能加剧中小企业流动性压力，其发生违约风险概率加大，因此投资者需要关注信用评级较低的发行人基本面变化情况，尤其是融资受限严重的房地产中小企业发行人。

## **四、评级监管趋严，评级机构经营风险加大**

尽管上半年交易所债券市场的评级准入有所增多，但评级机构的合规监管却愈加严格。从例行合规检查、业务资质黑名单制度、推行双评级等，证券资信评级机构的事中和事后监管不断加强。目前监管层意图通过市场化检验加速评级机构优胜劣汰，一方面引进国际评级机构、继续颁发境内评级机构牌照，另一方面推进打破刚性兑付实行市场化违约，上述均对评级机构的评级质量提升提出更高要求。