



目录

上半年概况及展望.....1
重要监管政策.....2
一级市场.....2
二级市场.....4
评级分布及调整.....5
信用事件.....7
下半年展望.....8

上半年概况

- ◆ 政策面：上半年债市监管侧重于防控信用风险，强化债券市场服务实体经济的融资功能，加快债市开放，鼓励产品创新，对特定领域的特定产品实施鼓励政策。
- ◆ 一级市场：信用债发行规模大幅下滑，交易所债市规模下降幅度更大，证券公司债和可转债发行规模同比逆势上行；全市场债券发行利率同比均有所上升，中票、短融上行明显；一般公司债中，各档级别发行利率及利差同比上升幅度不一，AAA 级别上升幅度最大。
- ◆ 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。
- ◆ 信用事件：交易所债券市场上半年无债券违约，4 家企业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，新增违约发行人较少。

下半年展望

- ◆ 随着近期市场资金面趋向平稳，流动性冲击有所减弱，加之企业微观基本面的改善，市场融资需求有望回升。预计债券融资成本较上半年有望下行，但高中等级的债券发行利差变化仍将出现分化。
- ◆ 下半年证券公司债和一般公司债待偿付规模占比居于前两位，整体偿付风险不大。但随着债市防风险、去杠杆政策的继续落实，较高的融资成本可能加剧中小企业流动性压力，投资者需要关注信用级别较低的发行人基本面变化情况。

作者—何苗苗

hemm@creditratings.com.cn

作者—胡乾慧

huqh@creditratings.com.cn

审定—陈诣辉

chenyh@creditratings.com.cn

◆ 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体系	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
	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
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（债转股条款）
	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
4、强化债市服务实体经济	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
	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

数据来源：联合评级整理。

◆ 一级市场

- 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
 (一) 交易所债券市场：公司债发行规模降幅最大，证券公司债发行规模逆势上升

由于房地产等部分行业融资受限，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、规模同比及环比均出现约60%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。从变化上看，证券公司债因本年到规模大融资需求上升带动发行规模增长较快；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（含一般公司债和私募债）因融资成本上升规模下降最为明显。

创新品种方面，一般公司债中共有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。

表2 2017年上半年交易所债券市场公司债发行情况 单位：期、亿元、%

项目	17年上半年		同比变化		环比变化	
	期数	规模	期数	规模	期数	规模
证券公司债	114	2,898.00	90.00	73.66	8.57	11.84
公司债	455	4,107.14	-66.96	-71.41	-68.96	-69.44
私募债	180	1,802.52	-80.60	-75.80	-58.33	-69.65

一般公司债	275	2,304.62	-38.75	-66.69	-73.40	-69.29
可转债	5	326.51	-50.00	62.83	400.00	2,620.89
可交换债	29	269.26	107.14	214.08	-49.12	-54.25
合计	603	7,600.91	-58.73	-53.43	-62.98	-54.30

数据来源: wind, 联合评级整理。

(二) 银行间债券市场: 信用债发行规模大幅下降

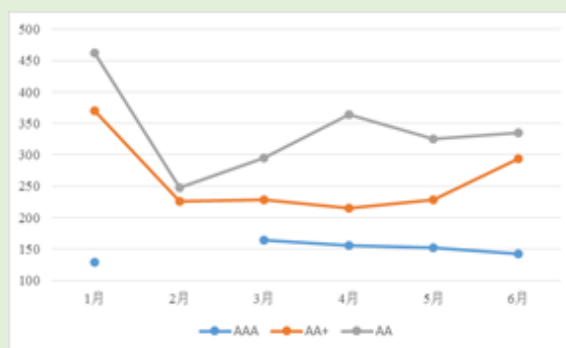
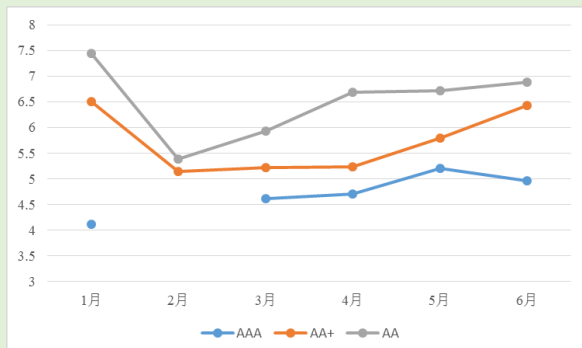
上半年银行间债券市场共发行信用债¹1,640只, 总发行额为18,075.10亿元, 同比减少41%。从类型看, 企业债92只, 规模891.60亿元, 同比减少54%; 中期票据329只, 规模3,840.20亿元, 同比减少34%; 短期融资券950只, 规模11,068.90亿元, 同比减少39%; 定向工具269只, 规模1,945.40亿元, 同比减少41%。

● 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²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, 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1 3年期公司债发行利率上半年走势 单位: % 图2 3年期公司债发行利差上半年走势 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。

表3 2017年上半年交易所债券市场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
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。

¹注: 主要分析对象为非金融企业发行的信用债券。

²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。

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。

整体来看，在防风险降杠杆的大背景下，系统性的供需关系变化使得债券整体融资成本和发行利差较上年同期上行明显。

（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。

◆ 二级市场

● 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3 AA级别公司债收益率走势 单位：%

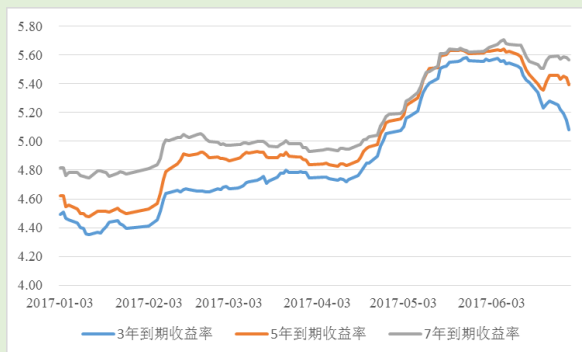
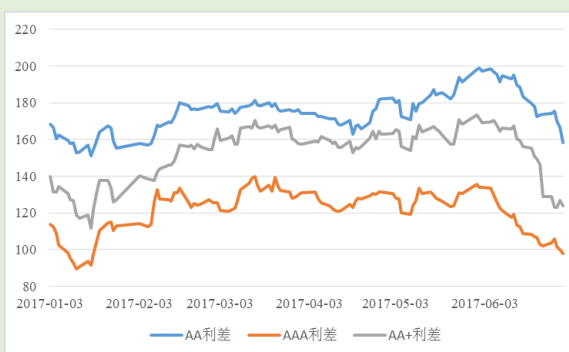


图4 3年期公司债利差走势 单位:BP



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。

● 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减少，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。

从企业债情况看，同期限下高等级企业债到期收益率涨幅更大：以5年期企业债为例，AAA级企业债和AA级企业债到期收益率同比分别增长125.52BP和110.08BP。同级别下中短期企业债品种涨幅更大：以AAA级为例，3年期企业债和10年期企业债到期收益

率分别增长了 140.13BP 和 105.12BP。受到期收益率大幅上升影响，企业债信用利差整体走阔，5 年期的变化幅度更为明显，5 年期 AAA 级和 AA 级企业债信用利差同比分别走阔 47.61BP 和 33.17BP。

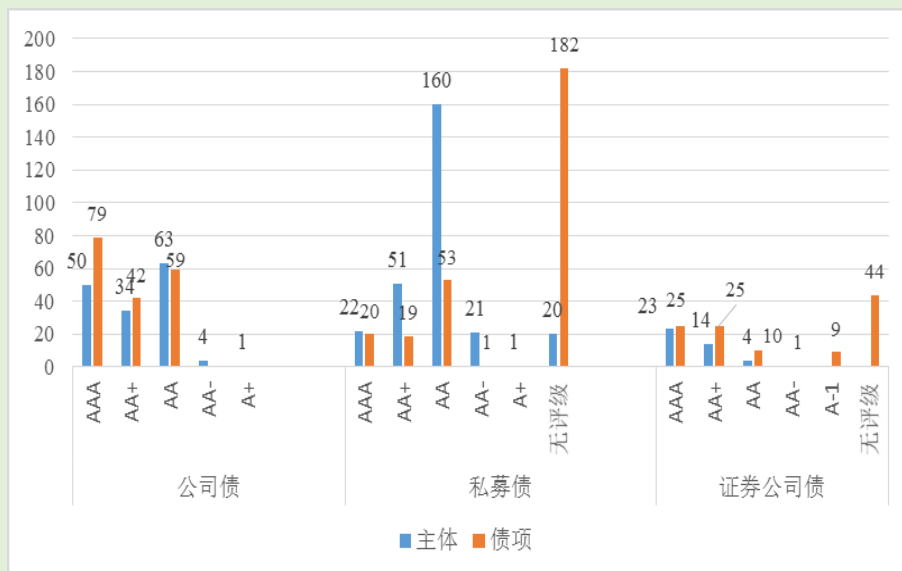
◆ 评级分布及调整

- 评级分布：两大市场发行人仍以中高级别为主，依券种不同发行人集中程度有所差异
(一) 交易所债券市场：一般公司债债券级别继续向 AAA 集中，发行人以国企为主，行业分散；私募债发行人主要来自于 AA 级别的类平台企业，AAA 级别券商发行人较同比增加较多

一般公司债：上半年共有 152 家发行人发行 180 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，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。19 期债券设有增信，其中 17 期为第三方担保、1 期为抵押担保、1 期为质押担保。上半年一般公司债发行呈现如下特征：（1）AAA 级别发行人占比提升，AA 级别发行人占比下降较快；（2）债券级别继续向 AAA 集中；（3）双创债、永续债发行频率明显加快。

私募公司债：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），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，有信息披露的发行人中 AA 级别占比依旧最大。

图 5 2017 年上半年公司债评级分布情况 单位：家、期



数据来源：wind，联合评级整理。

证券公司债：上半年共有 41 家券商发行了 114 期公司债券，主体级别均在 AA 以上，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。

可转债：上半年共有 5 家发行人发行了 5 期转债，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：上半年共有 26 家发行人发行了 29 期可交换债，多为私募发行。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。

（二）银行间债券市场：企业债和一般短融以 AA 级发行人为主，中期票据主要发行人来自于 AA+ 级别，超短融以 AAA 级发行人为主

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。

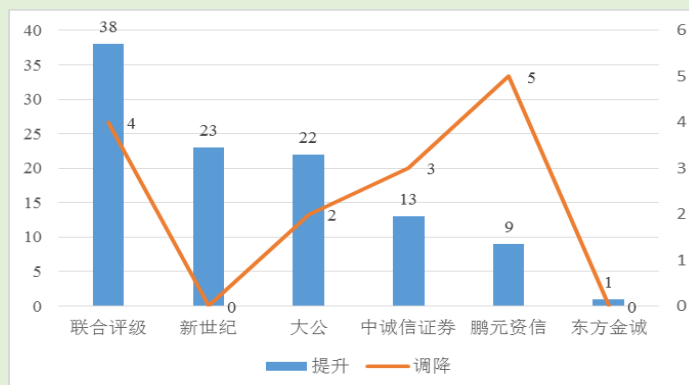
● 评级调整：两大债券市场均以级别或展望上调为主基调

（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，交易所债券市场共有 120 家发行人发生了级别/展望调整，其中 106 家主体级别/展望发生上调，主要源自业绩增长或增发、收购引起的竞争力提升；14 家发行人主体级别或展望发生了下调，主要源自煤炭、化肥生产等强周期企业业绩大幅下滑，偿债风险加大。各家机构评级调整如下所示（图 6），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。

2017 年上半年，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。

图 6 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 4 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。

◆ 信用事件

● 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。

● 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 5 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	发行人累计违约债
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	

³ 跨市场债券记为同 1 只债券

			15 机床 PPN001	
			16 大机床 MTN001	
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 MTN001	
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 MTN002	
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	建筑机械与重	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任公司	民营企业	燃气	13 弘昌燃气债	1

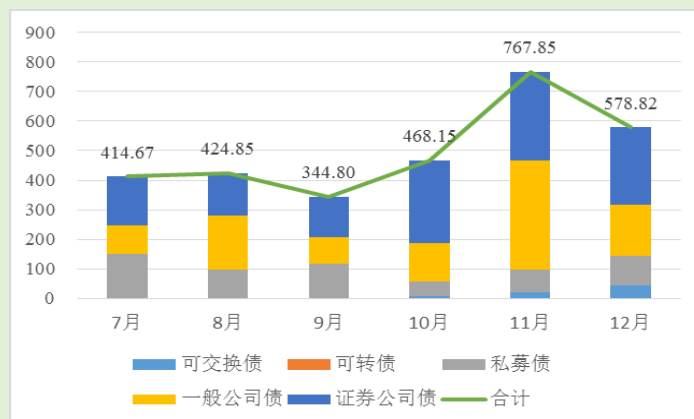
数据来源: wind, 联合评级整理。

◆ 下半年展望

● 下半年证券公司债和一般公司债偿付规模较大, 整体偿债风险可控

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, 偿付风险不大。但随着债市防风险、去杠杆政策的继续落实, 较高的融资成本可能加剧中小企业流动性压力, 因此投资者需要关注信用级别较低的发行人基本面变化情况。

图 7 2017 年下半年待偿付公司债规模情况 单位: 亿元



数据来源: wind, 联合评级整理。

● 市场债券融资需求有望回升, 债券融资成本较上年有望下行

近期金融工作会议继续强调去杠杆, 虽然去杠杆时间持续较长, 但整体去杠杆方式仍

较为温和，预计对市场冲击不会太大。随着近期市场资金面趋向平稳，流动性冲击有所减弱，加之企业微观基本面的改善，市场融资需求有望回升。我们预计债券融资成本较上半年有望下行，但高中等级的债券发行利差变化仍将出现分化。

免责声明:

本报告由联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”,具有中国证券监督管理委员会核准的证券市场资信评级业务资格)制作。

联合评级在自身所知情范围内,与本研究报告中可能所涉及的证券或证券发行方不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本研究报告中的信息均来源于公开资料,联合评级对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断,仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下,本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险,联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本研究报告版权为联合评级所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合信用评级有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的,联合评级将保留向其追究法律责任的权利。

Disclaimer:

This report has been prepared by United Credit Rating Co., Ltd. (hereinafter referred to as "United Ratings", which is qualified for the securities rating business approved by the China Securities Regulatory Commission).

As far as the United Ratings concerned, there is no conflict of interest with the involving securities or securities issuers in the report that laws and regulations require disclosure, restrictions or silence.

The information in this research report is from public resources without guarantee of accuracy, completeness, or reliability by the United Ratings. The information, opinions and assumptions contained in this report only reflect the judgment of the United Ratings at the issue of this report and only for the purpose of reference, not offering or inviting to sell or purchase securities and other investment instruments. Under no circumstances shall the information and opinions in this report give investment advices to any person. Users should determine how to use of the contents of this research report with their own investment objective and financial status and therefore take risk on their own. United Ratings bear no legal responsibilities on the use of this research report.

The copyright of this research report is owned by the United Ratings. Organizations and individuals cannot reproduce, copy or publish in any form without prior written permission. A reference to "United Credit Ratings Co., Ltd" shall be made in any citation and reference, deletion and amendment of this report should not be made against the original intent. The United Ratings reserves the right to pursue legal liability to unauthorized publication and forwarding of this research report.