

信用债市场发展与担保增信情况研究

★内容摘要与主要结论

2014年、2015年、2016年1-9月企业债发行规模分别为6,892亿元、3,364亿元、4,740亿元，企业债发行规模受政策影响波动较大。同期公司债发行规模分别为688亿元、5,250亿元、10,934亿元，公司债发行主体放开后发行规模逐年大幅增大。同期中期票据发行规模分别为9,637亿元、12,630亿元、8,978亿元，市场规模相对稳定。

2014年、2015年、2016年1-9月份担保公司增信企业债的支数分别为62支、39支、108支，占总发行支数比重分别为11%、13%、27%，占比逐年上升趋势非常明显。2014年以来，累计发行1117支公司债，仅11支由担保公司增信，占总发行支数1%；累计发行2299支中期票据，仅10支担保公司增信，占比0.4%，公司债和中期票据由担保公司增信支数极少。

担保公司增信企业债支数及规模较多而中期票据和公司债极少主要原因有：一是发改委要求低评级主体发债时需良好资信担保公司增信发行，而证监会和交易商协会则无此要求。二是企业债发行主体资质不如中期票据和公司债，为了降低违约风险，满足投资者要求。

一、信用债市场发展现状¹

(一) 企业债发行规模受政策影响波动较大

企业债由发改委审批发行，发行规模受政策影响波动较大。2015 年受地方政府性债务甄别等政策的影响，以地方城投平台为主要发行主体的企业债发行量出现下滑。2015 年 5 月，由于经济下滑，为稳增长而加大地方基础设施投资，发改委先后发布了 1327 号文、1327 号文补充说明，从发债主体、发债数量指标、募集资金总投资占比等多方面大幅下调企业债发行门槛。企业债发行规模与经济走势呈反方向变动，若经济下行，发改委则放宽企业债发行门槛，通过加大地方基础设施投资，拉动经济上行；若经济企稳，发改委则通过收紧发债门槛，减少城投债发行规模。

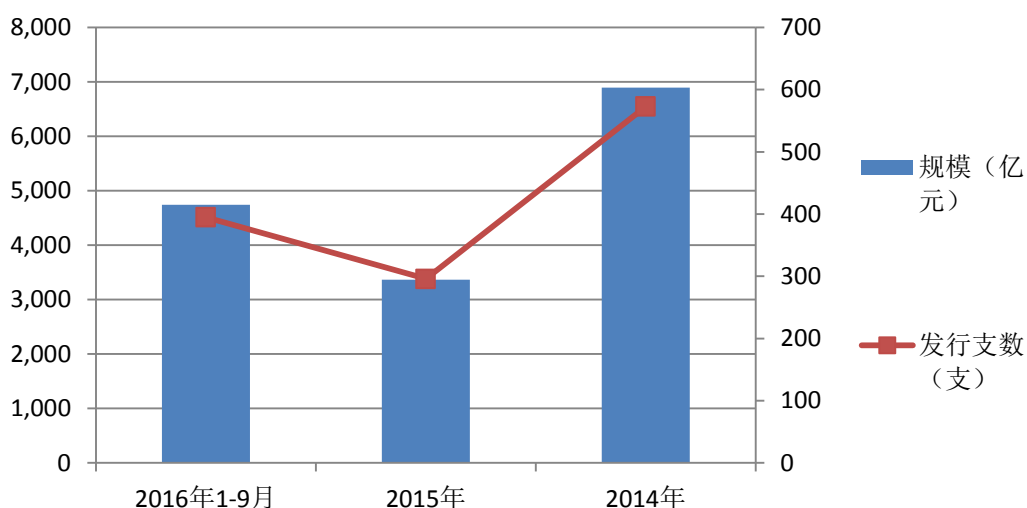
2014 年、2015 年、2016 年 1-9 月企业债发行规模分别为 6,892 亿元、3,364 亿元、4,740 亿元，预计 2016 年全年达到 6,500 亿元，同比增长 88%²；发行支数分别为 573 支、296 支、395 支，预计 2016 年全年达到 530 支。

2014 年以来企业债发行规模及支数

单位：亿元、支

¹本文研究的信用债均为公募信用债

²2016 年发行规模按照前三季度的增长比例进行计算,下同。



(二) 公司债发行主体放开后，发行规模剧增

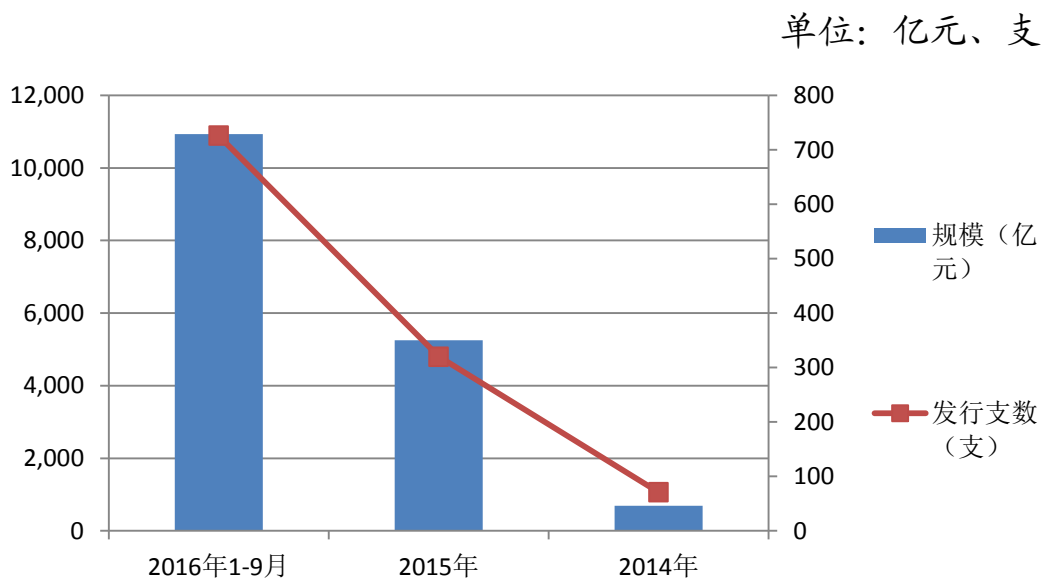
2015年1月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，公司债发行主体由原有上市公司扩大至所有公司制法人(地方融资平台除外)，同时对发行方式和交易转让场所等方面也进一步丰富。发行主体的大举扩容，加之企业债审批的缩紧，公司债2015、2016年发行规模及支数呈爆发式增长。

2014年、2015年、2016年1-9月公司债发行规模分别为688亿元、5,250亿元、10,934亿元，预计2016年全年达到12,000亿元，同比增长130%；发行支数分别为71支、320支、726支，预计2016年全年达到800支左右。

不过，证监会已经在收紧公司债监管，比如，2016年7月，证监会下发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。2016年10月，上交所发文收紧房地产和过剩产业发行公司债。据统计，2015年5月-2016年9月，房地产公司债发行规模近10,000亿元。房地产

公司债发行收紧后，预计 2017 年公司债发行规模难以继续保持高增长。

2014 年以来公司债发行规模及支数



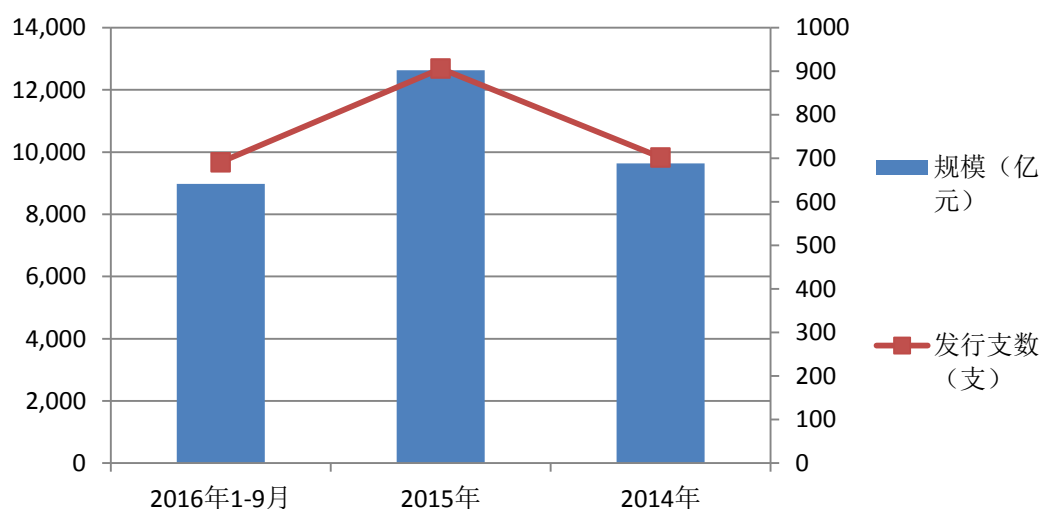
(三) 中期票据发行规模维持较高水平

中期票据采用注册制发行，发行审批流程相较于企业债和公司债等相对简化，且交易商协会发行中期票据政策变动较小，因而近年来发行规模在中长期债券中维持较高水平。

2014 年、2015 年、2016 年 1-9 月中期票据发行规模分别为 9,637 亿元、12,630 亿元、8,978 亿元，预计 2016 年全年达到 12,000 亿元，同比减小 7%；发行支数分别为 702 支、906 支、691 支，预计 2016 年全年达到 875 支左右，中期票据的发行规模和支数变动相对较小。

2014 年以来中期票据发行规模及支数

单位：亿元、支



对比企业债、公司债、中期票据发行规模可以看出，2014、2015年中期票据的发行规模远超企业债和公司债，不过2015年公司债发行主体放开后，2015、2016年公司债发行规模呈爆发式增长。

2014年以来信用债发行支数及规模

单位：亿元、支、%

名称	项目	2016年1-9月	2015年	2014年	预计2016年增长率
企业债	发行支数(支)	395	296	573	80.13%
	规模(亿元)	4,740	3,364	6,892	88.76%
公司债	发行支数(支)	726	320	71	202.50%
	规模(亿元)	10,934	5,250	688	177.68%
中票	发行支数(支)	691	906	702	-0.65%
	规模(亿元)	8,978	12,630	9,637	-6.70%

二、担保公司增信规模及支数

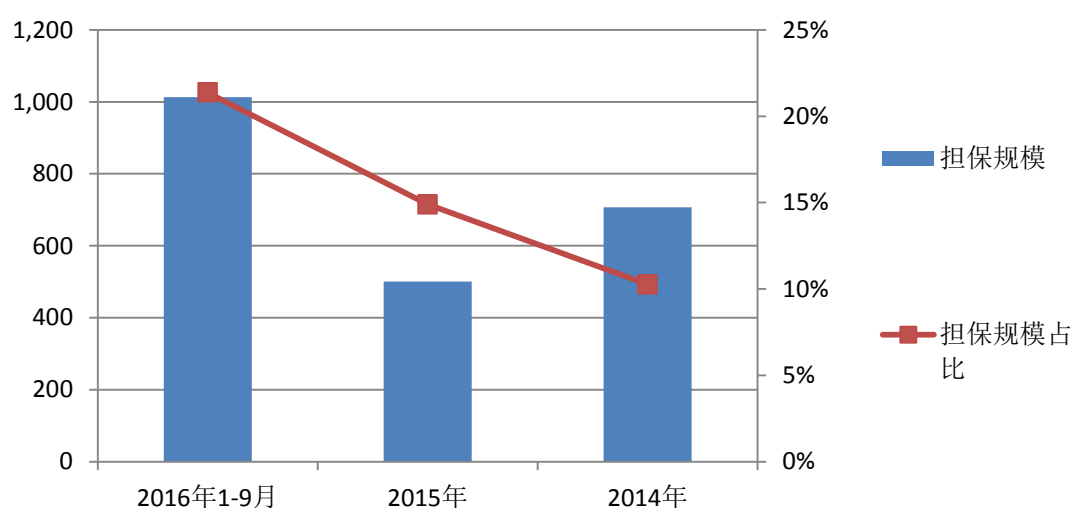
（一）担保公司增信企业债规模及支数上升趋势明显

2014年、2015年、2016年1-9月份担保公司增信企业债的规模分别为707亿元、501亿元、1013亿元，占总发行规模比例分别为10%、15%、21%，支数分别为62支、39支、108支，占总发行支数比例分别为11%、13%、27%，担保规模及支数占比上升趋势非常明显。

担保规模及支数占比上升的主要原因是发改委于2015年发布了《关于进一步推进企业债券市场化法相改革有关工作的意见》，提出由资信状况良好的担保公司（指担保公司主体评级不低于AA+及以上）提供无条件不可撤销保证担保的债券可以豁免复审环节，减少了债券发行政程序，发改委要求低评级的发行主体通过担保公司增信发行。

2014年以来担保公司增信企业债规模及占比

单位：亿元、%



2014 年以来企业债担保公司增信规模、支数及占比

单位：亿元、支、%

项目	2016 年 1-9 月	2015 年	2014 年
担保规模	1013	501	707
总发行规模	4740	3364	6892
担保规模占比	21.37%	14.89%	10.26%
担保支数	108	39	62
总发行支数	395	296	573
担保支数占比	27.34%	13.18%	10.80%

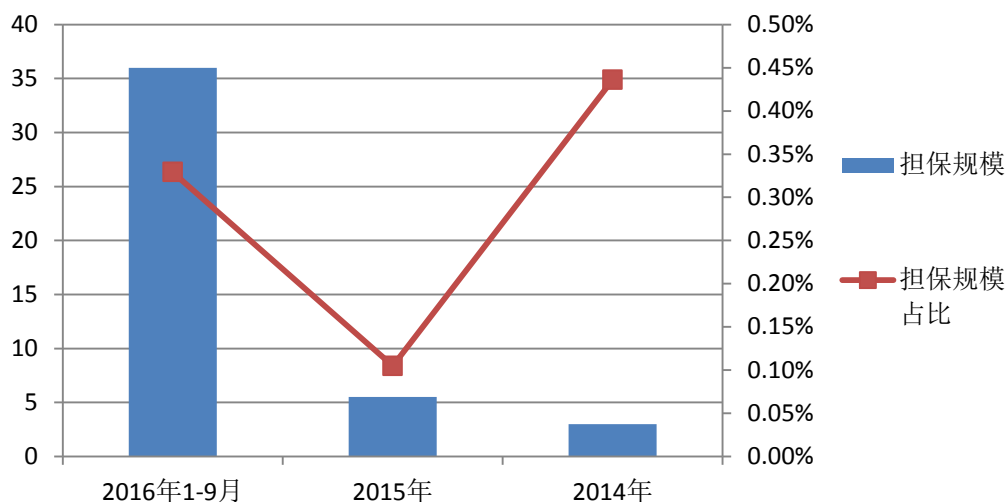
(二) 担保公司增信公司债的支数和规模均较少

2014 年、2015 年、2016 年 1-9 月份担保公司增信公司债的规模分别为 3 亿元、5.5 亿元、36 亿元，占总发行规模比例分别为 0.4%、0.1%、0.3%，支数分别为 1 支、2 支、8 支，占总发行支数比例分别为 1.4%、0.6%、1.1%。

2014-2016 年 1-9 月，共有 11 支公司债通过担保公司增信，数量远远低于企业债 209 支。

2014 年以来公司债担保公司增信规模及占比

单位：亿元、%



2014 以来公司债担保公司增信规模、支数及占比

单位：亿元、支、%

项目	2016 年 1-9 月	2015 年	2014 年
担保规模	36	5.5	3
总发行规模	10934	5250	688
担保规模占比	0.33%	0.10%	0.44%
担保支数	8	2	1
总发行支数	726	320	71
担保支数占比	1.10%	0.63%	1.41%

2014-2016 年 1-9 月担保公司增信的 11 支公司债有几个特点：

(1) 债券发行金额普遍偏小，最大不超过 10 亿元，大多数在 3-5 亿元规模；

(2) 深圳中小担担保数量为 4 支（发行主体均在深圳交易所上市并注册地在深圳，深圳中小担有一定的地域优势），中合担保担保数量为 3 支，北京中关村（发行人为中关村高新技术企

业，注册地北京）、广东省再担保（发行人为广东省企业，注册地广东东莞）、西部担保（发行人为银川地区企业，注册地银川）、三峡担保（发行人为重庆地区企业，注册地重庆）担保数量均为 1 支。由上可以看出，发行人一般和当地担保公司合作，担保公司地域优势比较明显。

（3）除了中合担保担保的两支非上市房地产公司债主体评级为 AA 以外，其他发行时主体评级均为 AA-。

2014 年以来公司债发行情况一览表

单位：亿元、年、%

证券简称	起息日期	发行总额	债券期限	票面利率	担保人	发行时主体评级
15 金一债	2015-05-15	3.00	3	7.30	北京中关村科技担保	AA-
15 岭南债	2015-06-15	2.50	5	6.80	广东省再担保	AA-
16 迪科 01	2016-03-01	2.00	3	5.50	深圳市中小担	AA-
16 新国都	2016-04-15	4.00	3	5.60	深圳市中小担	AA-
16 沃尔 01	2016-07-22	3.00	3	5.29	深圳市中小担	AA-
16 飞马债	2016-07-29	5.00	3	6.00	深圳市中小担	AA-
16 伊品债	2016-03-21	3.80	5	7.60	西部(银川)担保	AA-
14 嘉杰债	2014-03-19	3.00	5	7.50	中合担保股份有限公司	AA-
16 鸿坤 01	2016-07-08	9.00	5	4.10	中合担保股份有限公司	AA
16 鸿坤 02	2016-07-18	4.00	5	4.00	中合担保股份有限公司	AA
16 渝钢 01	2016-09-30	6.00	5	7.80	三峡担保有限公司	AA-

（三）担保公司增信中期票据的数量和规模均极少

2014 年、2015 年、2016 年 1-9 月份担保公司增信中期票据的规模分别为 25.3 亿元、23 亿元、13 亿元，占总发行规模比例分别为 0.3%、0.2%、0.1%，呈现持续下降趋势，担保公司增信

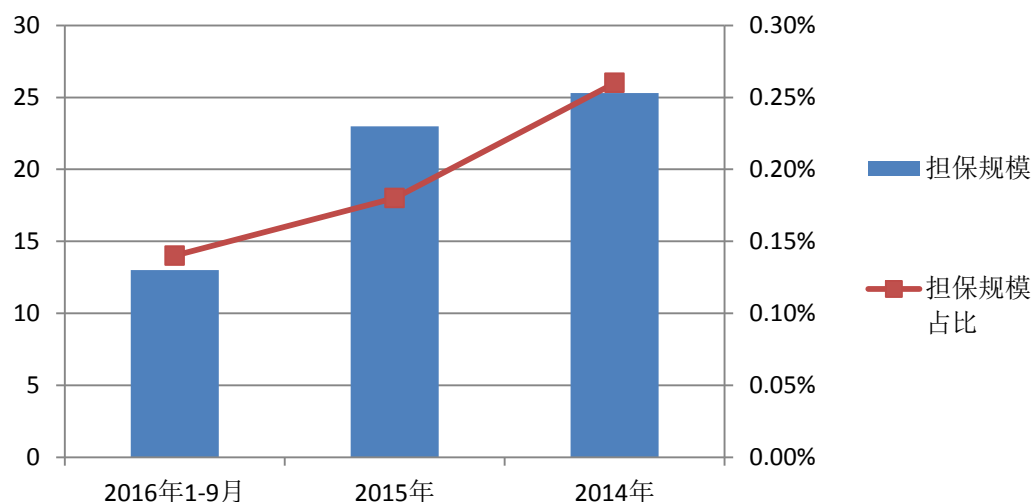
中期票据的规模远远低于企业债的规模。

2014年、2015年、2016年1-9月份担保公司增信中期票据的支数分别为4支、4支、2支，占总发行支数比例分别为0.6%、0.4%、0.3%，呈现持续下降趋势。

2014-2016年1-9月，共有10支中期票据通过担保公司增信，数量远远低于企业债209支，与公司债11支较为相近。

2014年以来中期票据担保公司增信规模及占比

单位：亿元、%



2014年以来中期票据担保公司增信规模、支数及占比

单位：亿元、支、%

项目	2016年1-9月	2015年	2014年
担保规模	13	23	25.3
发行规模	8978	12630	9637
担保规模占比	0.14%	0.18%	0.26%
总担保支数	2	4	4
总发行支数	691	906	702

担保支数占比	0.29%	0.44%	0.57%
--------	-------	-------	-------

分析 2014-2016 年 1-9 月担保公司增信的 10 支中期票据可以发现几个特点：

(1) 提供增信中期票据的担保公司数量较少。中债信用增进增信 5 支（发行主体无明显地域特点）、广东省再担保增信 3 支（发行主体均为广东省企业），江苏省担保增信 1 支（发行主体为江苏省县级平台），三峡担保增信 1 支（发行主体为重庆地区国有企业）。

(2) 发行主体评级范围由 BB+ 到 AA，大部分评级是 AA- 及 AA。

2014 年以来中期票据发行情况一览表

单位：亿元、年、%

证券简称	起息日期	发行总额	债券期限	票面利率	担保人	发行时主体评级
16 粤合资产	2016-09-05	3.00	3	4.09	广东省再担保	AA-
14 茂名港 MTN002	2014-09-19	3.00	5	7.30	广东省再担保	AA-
14 茂名港 MTN001	2014-05-29	2.00	3	7.10	广东省再担保	AA-
15 筑富实业	2015-12-29	10.00	5	4.93	江苏省再担保	AA
16 建安投资	2016-01-22	10.00	3	3.64	中债信用增进	AA
15 盐城世 MTN001	2015-10-26	6.00	5	4.55	中债信用增进	AA
15 重钢矿业	2015-07-16	4.00	3	5.50	中债信用增进	AA-
14 昆山经技	2014-06-09	20.00	5	6.00	中债信用增进	AA
14 黄石集优	2014-05-21	0.30	3	7.00	中债信用增进	BB+
15 喀斯特旅	2015-10-15	3.00	5	7.50	三峡担保	A+

三、各市场担保增信规模差异成因分析

公募信用债发行时担保公司增信主要有以下两方面的原因：
1、符合主管部门政策要求和监管理念；2、获得投资者认可，违约风险较小。下面将根据上述两方面原因具体分析企业债、中期票据、公司债三个品种。

（一）符合主管部门政策要求和监管理念

企业债由发改委审批发行，发改委要求城投负债率 65% 或一般企业负债率 75% 以上需担保措施，同时发改委要求企业债刚性兑付，故要求低评级主体发债时需采取第三方担保公司、法人担保、抵押质押等方式进行增信。特别是发改委于 2015 年发布了《关于进一步推进企业债券市场化法相改革有关工作的意见》，提出由资信状况良好的担保公司增信的债券可豁免复审环节，这可加快审核效率。故 2015 年以来，担保公司担保债券的规模和支数占比增长较快。

中期票据在银行间市场交易商协会注册发行，交易商协会监管宽松、采用市场化运作方式，发行时只要满足注册条件提交相应的文件即可。交易商协会强制要求中票债项评级 AA- 以上，评级达不到要求需担保以提高债项级别。

公司债由证监会核准发行，公司债放弃信用托底，以强化信息披露和买者自负为原则，中介机构承担尽调责任但不承担信用风险责任，审核效率最高，最为市场化，证监会对担保没有要求。

（二）违约风险较小，获得投资者认可

信用债要顺利发行成功，不仅需要发债的主管部门同意，另

外还要违约风险较小，得到市场投资者认可。

企业债发行需要发改委审批，效率较低，采用企业债融资的主要是不满足中票、公司债融资条件的政府平台企业，发行主体资质较弱。我们统计了 2014-2016 年 9 月企业债发行主体评级分布，按发行支数统计，其中评级为 AA-及以下、AA、AA+、AAA 的占比分别为 13%、70%、10%、7%。可以看出企业债 AA-及以下占比 13%，远远高于中期票据占比 3%、公司债占比 4%；企业债 AA+及以上占比 17%，远远低于中期票据占比 60%、公司债占比 54%。

企业债发行主体资质不如中期票据和公司债，为了降低违约风险，满足投资者要求，可能是担保公司增信企业债支数和规模较多的原因。

中期票据要求银行承销发行，一般要占用银行授信额度，需先通过银行内部评审，银行往往要承担一定的信用风险责任，银行承担了隐性担保的作用。另外，中期票据主要由银行承销发行，银行一般要求主体评级在 AA 级及以上，发行主体资质较好，违约风险极小，市场投资者认可度较高。上述两个因素可能是担保公司增信中期票据数量和规模极少的原因。

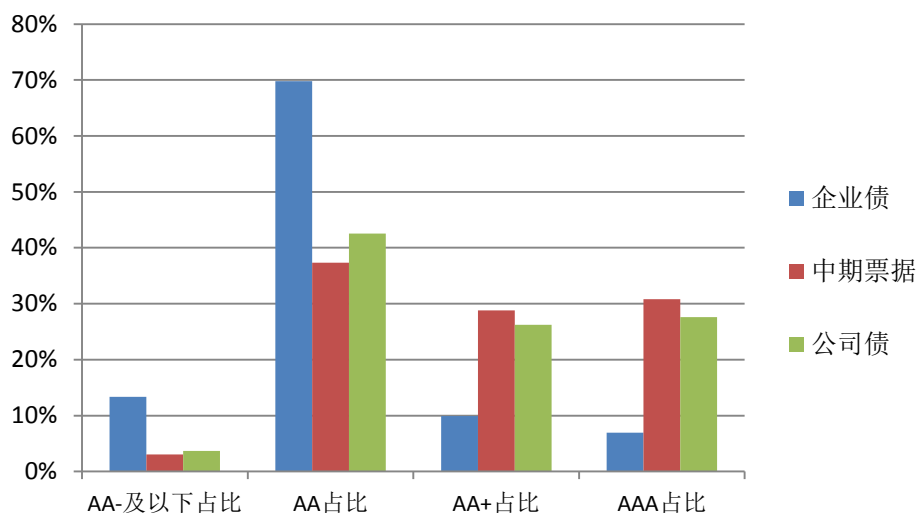
公司债发行主体资质略弱于中期票据，但远强于企业债发行主体资质，违约风险较低；同时，发行公司债的发行主体绝大部分是国内上市公司，目前 IPO 受限，退市制度短期内难以推出，上市公司具有较强壳资源价值，上市公司经营不善导致持续亏损

也可以通过增发、配股等方式融资，公司债违约风险较低。

综上，上述两个因素可能是担保公司增信公司债数量和规模较少的原因。

2014年以来企业债、中票、公司债发行占比主体评级分布

单位：%



2014年以来企业债、中票、公司债发行支数及占比主体评级分布

单位：支、%

债券品种	AA-及以下		AA		AA+		AAA	
	支数	占比	支数	占比	支数	占比	支数	占比
企业债	169	13.34%	884	69.77%	126	9.94%	88	6.95%
中期票据	70	3.05%	856	37.35%	660	28.80%	706	30.80%
公司债	41	3.67%	475	42.52%	293	26.23%	308	27.57%

(重庆进出口担保 王一思供稿)