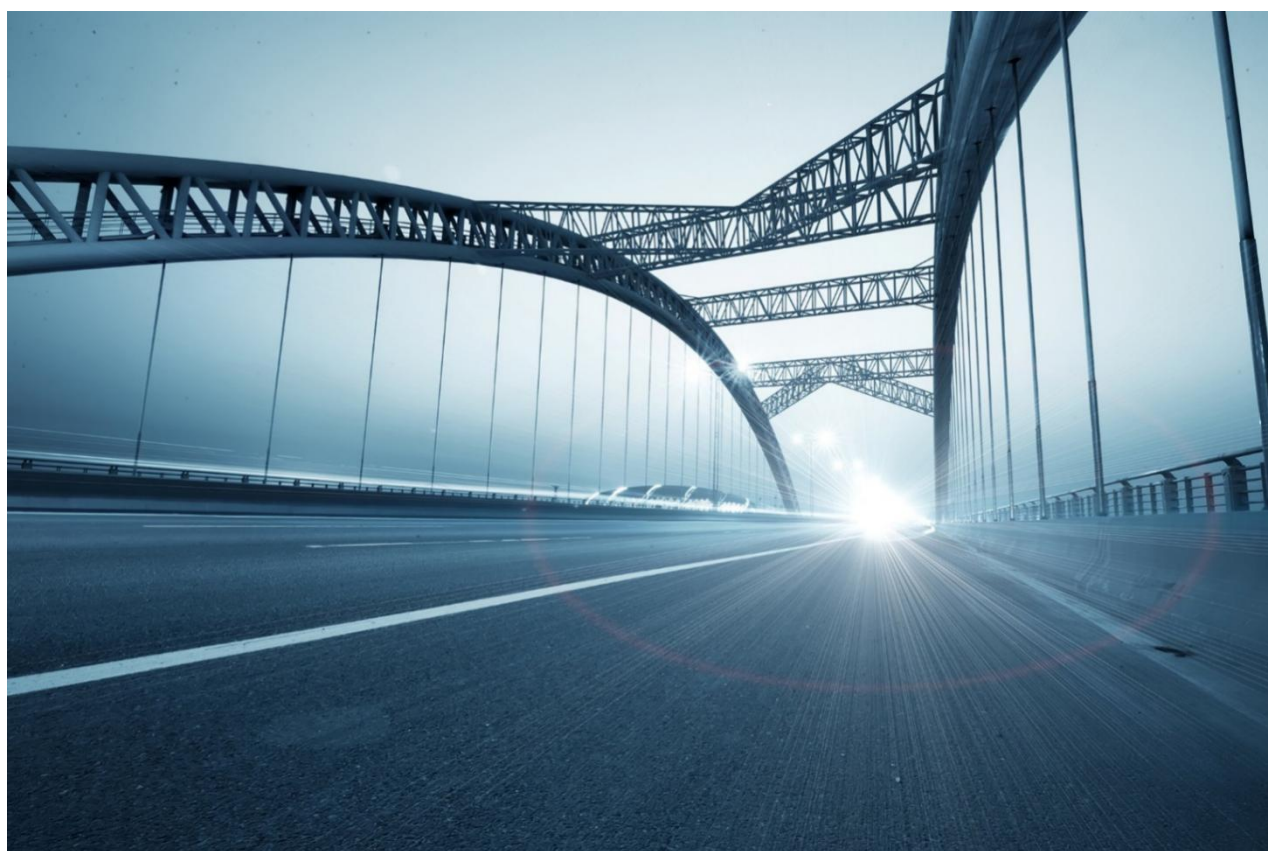


2022 年三季度债券市场发展报告

2022 年 11 月 03 日



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

2022 年三季度债券市场发展报告

联合资信评估股份有限公司 研究中心

摘要：

2022 年三季度，全球经济增长放缓，通胀高位运行，地缘政治冲突加剧，外部环境更趋复杂严峻，国内经济延续恢复发展态势，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下，监管部门出台多项举措，支持民营企业融资，创新债券品种，推动债券市场定向扩容；规范绿色债券发行，优化可转债交易规则，完善债市体制机制；便利境外投资者参与我国债券市场，优化熊猫债发行机制，推动债券市场对外开放；完善企业外债管理，加强债券市场信用风险管控。

债市整体运行情况方面，三季度，央行强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，从总量结构两方面持续发力，为实体经济提供更有力的支持，同时着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。本季度利率债收益率总体呈现先降后升态势，中短期信用债发行利率有所下行，长期信用债发行利率环比有所增长。在此背景下，一级市场利率债发行期数环比和同比均大幅下降，信用债发行量整体环比有所增长；二级市场利率债成交活跃度上升，交易量环比和同比均有所增长，信用债交易量环比有所下降，同比则有所增长。

信用债的运行特征方面，三季度，非金融企业所发债券信用等级向高级别集中，无债项评级债券占比保持稳定。从发行主体的企业性质来看，国有企业发行规模仍占据主导地位，民营企业净融资流出持续扩大。不同地区债券发行和净融资规模变化情况持续分化；行业集中度有所下降，净融资规模变化情况持续分化，三季度，在资产荒格局延续的背景下，信用债收益率继续下行，信用利差、期限利差均有所压缩。信用债风险方面，三季度信用债违约边际改善，但房地产行业企业仍存较大隐性风险，有 16 家企业通过展期缓解到期兑付压力，且主要集中于房地产管理和开发行业，房企展期仍呈现加速积累的态势。

展望四季度，预计稳增长政策将持续发力，呵护经济平稳修复，但在海外货币政策紧缩的牵制下，结构性工具或将扮演更重角色；随着地产调控政策积极加码，优质房企发债情况有望边际改善；城投严监管政策难有实质放松，内部分化仍将持续；在我国经济运行持续稳定恢复的背景下，债券市场信用风险整体可控，但存量信用债尾部信用风险或将进一步出清。

一、债券市场政策回顾

2022 年三季度，全球经济增长放缓，通胀高位运行，地缘政治冲突加剧，外部

环境更趋复杂严峻，国内经济延续恢复发展态势，但仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下，监管部门出台多项举措，支持民营企业融资，创新债券品种，推动债券市场定向扩容；规范绿色债券发行，优化可转债交易规则，完善债市体制机制；便利境外投资者参与我国债券市场，优化熊猫债发行机制，推动债券市场对外开放；完善企业外债管理，加强债券市场信用风险管控。

（一）支持债券市场定向扩容

支持民营企业债券融资。一是推出组合型信用保护合约试点。2022年7月15日，上交所发布《信用保护工具交易业务指引（2022年修订）》，明确组合型信用保护合约（以下简称CDX合约）的定义、组合管理人、期限、交易结算等要求，同时通知指出在前期信用保护合约试点基础上，开展组合型信用保护合约（以下简称CDX）业务试点，明确首批CDX业务试点产品相关组合为“CSI-SSE交易所大型发行人CDX组合”和“CSI-SSE交易所民企CDX组合”。2022年7月18日，首批两个CDX试点产品交易及报价功能上线实施，其中“CSI-SSE交易所民企CDX组合”参考实体为一篮子优质民营企业，行业分散度高，反映了交易所民营企业的整体信用风险水平，为市场提供了民企债券投资精准对冲工具。2022年7月29日，深交所发布《信用保护工具业务指引（2022年修订）》，对CDX合约业务的具体定义、组合管理人管理要求、合约交易结算等安排进行规定。上述政策的发布有助于缓解民营、小微企业融资难问题，进一步提升民营企业的融资能力。**二是提高对民企债券融资的服务力度。**2022年7月22日，证监会、发改委和全国工商联联合发布《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》，指出加强服务引导，具体包括加大债券融资服务力度，积极推动债券产品创新，培育多元化投资者结构，畅通信息沟通渠道；同时指出加强监管规范，包括加强民营企业信用体系建设，开展联合奖罚工作，提高信息披露质量、引导中介机构归位尽责和完善债券违约处置机制。上述政策的发布有助于推动债券市场更好的支持民营企业，进一步拓宽民营企业的融资渠道。为落实上述通知，2022年7月29日，中国结算修订发布《中国证券登记结算有限责任公司受信用保护债券质押式回购管理暂行办法》，适当放宽相关民企债券、科创债券开展受信用保护回购业务的发行人主体评级要求，进一步增强了受信用保护债券回购业务对服务民营经济和实体经济的支持作用。

支持文化、旅游行业企业债券融资。2022年7月21日，人民银行和文化和旅游部联合发布《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》，指出要进一步拓宽文化和旅游企业的融资渠道。交易商协会、上清所等要利用好已建立的“绿色通道”，简化业务流程，适度放宽信息披露制式要求，加大对符合条件的文化和旅游企业的支持

力度。上述政策的发布有助于进一步便利文化和旅游行业企业相关债券的发行。

支持保险公司无固定期限资本债券的发行。2022年8月12日，人民银行、银保监会联合发布《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，明确保险公司无固定期限资本债券的核心要素、发行管理等规定，通知指出保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的30%，同时指出保险集团（控股）公司不得发行无固定期限资本债券。上述政策的发布有助于推动保险公司无固定期限资本债券的发行，进一步拓宽保险公司资本补充渠道。

（二）进一步完善债市体制机制

规范绿色债券发行。2022年7月29日，绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》（以下简称《绿债原则》），从募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露等四大核心要素对绿色债券发行人提出基本要求。《绿债原则》指出绿色债券募集资金需100%投向合格绿色项目，债券存续期内应按年披露上年募集资金使用情况，鼓励提高披露频次为每半年或每季度。根据《绿债原则》，2022年9月16日，深交所发布《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第1号——绿色公司债券（2022年修订）》，对绿色公司债券业务指引进行修订，一是调整绿色公司债券募集资金用途，将募集资金用途要求中用于绿色项目的募集资金比例下限由70%提升为100%；二是明确绿色项目认定范围；三是新增项目评估与遴选流程披露要求；此外，鼓励发行人提升存续期内对绿色公司债券相关事项的信息披露频率。上述政策的发布有助于推动绿色债券标准的统一，提高绿色债券纯度和透明度，降低发行成本，也有助于推动我国绿色债券市场与国际绿色金融标准进一步接轨，吸引国际投资者参与我国绿色债券市场。

完善可转债交易规则。2022年7月29日，沪深交易所正式发布了《上海证券交易所可转换公司债券交易实施细则》《深圳证券交易所可转换公司债券交易实施细则》（以下简称《实施细则》）和《上海证券交易所上市公司自律监管指引第12号——可转换公司债券》《深圳证券交易所上市公司自律监管业务指引第15号——可转换公司债券》（以下简称《自律指引》），进一步完善可转债各项制度，《交易细则》一是设置涨跌幅限制；二是增加异常波动和严重异常波动标准；三是新增异常交易行为类型；四是提出投资者适当性要求。《自律指引》以信息披露为核心，进一步完善了可转债上市与挂牌、转股、赎回、回售等业务和信息披露行为，保护投资者合法权益。上述政策的发布进一步优化了可转债的交易机制，有助于强化风险防控，抑制过度投机，推动可转债市场健康发展。

规范自律监管实施标准。2022年8月12日，上交所发布《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第3号——公司债券和资产支持证券自律监管措施实施标准（试行）》，明确公司债和资产支持证券在申报发行及上市挂牌、上市挂牌期间信息披露及募集资金使用、信用风险管理几种情形下发行人及相关监管对象的违规行为及相应的监管措施，同时明确对专业机构违规行为的处理标准。政策的发布有助于进一步约束债券欺诈发行上市等行为，提高监管透明度，保护投资者合法权益。

（三）推动债券市场对外开放

便利境外投资者参与我国债券市场。2022年7月4日，人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局发布联合公告同意中国外汇交易中心、银行间市场清算所和香港场外结算有限公司开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（简称“互换通”），“互换通”指境内外投资者通过香港与内地基础设施机构连接，参与两个金融衍生品市场的机制安排。初期先开通“北向通”，即香港及其他国家和地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，参与内地银行间金融衍生品市场。未来将适时扩展至“南向通”。“互换通”的推出有助于便利境外投资者使用利率互换管理风险，减少利率波动对其持有债券价值的影响，有助于进一步推动债券市场对外开放。

优化熊猫债发行机制。2022年7月26日，交易商协会发布《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》，一是扩大统一注册模式使用范围，允许境外基础层企业试点采用统一注册模式；二是统一非金融企业发行熊猫债的信息披露要求；三是允许国际开发机构和外国政府类机构对原债券进行增发；四是为境外发行人发行熊猫债引入“常发行计划”，允许境外发行人在基础募集说明书框架下，后续注册发行采用续发募集说明书进行简便信息披露。上述政策的发布有助于推动熊猫债市场高质量发展，进一步扩大债券市场高水平对外开放。

（四）加强债券市场信用风险管控

加强企业外债管理。2022年8月26日，发改委发布《企业中长期外债审核登记管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），外债用途方面，《办法》明确企业外债资金使用应聚焦主业，有利于配合落实国家重大战略和支持实体经济发展，不得新增地方政府隐性债务；审核登记程序方面，《办法》明确审核登记的申请时间、主体、途径、材料等要求，以及《审核登记证明》变更的适用情形和办理流程；外债风险管理和事中事后监管方面，《办法》指出企业应当加强外债风险管理，结合实际需要合理控制外债规模，优化外债结构；法律责任方面，《办法》指出要压实各方责任，并

明确了主要惩戒措施。《办法》的发布有助于进一步完善企业中长期外债管理，有效防范外债风险，促进企业境外融资健康有序开展。

规范债券存续期信息披露。2022年7月28日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具存续期信息披露文件示范文本（2022版）》，针对46类债券存续期信息披露文件制定形成了示范文本，具体包括36类重大事项、2类付息兑付公告、2类信息变更类公告、2类行权类公告以及4类持有人会议公告。文件的发布有助于进一步提升信息披露文件的规范性，提高信息披露的针对性和有效性，加强投资者保护。

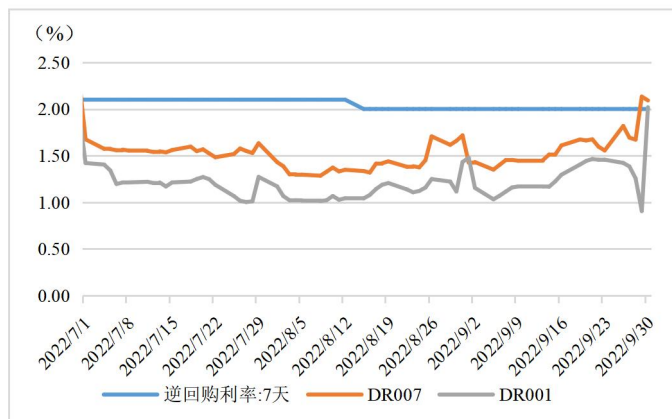
二、债券市场整体情况

（一）利率债

1. 利率债收益率总体呈现先降后升态势

本季度，外部环境更趋复杂严峻，国内经济受疫情反复、极端高温天气等因素干扰，整体运行仍较弱。在此背景下，央行强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，从总量结构两方面持续发力，为实体经济提供更有力的支持，同时着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。

从国债收益率走势看，**国债收益率总体呈现先降后升态势。7月初至8月中旬，国债收益率呈持续下行态势。**具体来看，1年期和10年期国债收益率最低点分别为1.69%和2.58%，较季初分别下行了22BP和17BP。从影响利率债收益率走势的因素来看，主要包括以下方面：1）银行间流动性持续宽松，DR007始终低于政策利率7D；2）房地产烂尾及断供风波叠加疫情因素使经济基本面恢复情况不及预期；3）7月政治局会议淡化今年经济增长目标，且宏观政策工具不及预期；4）7月美联储再次加息75BP，将联邦基金利率目标区间上调到2.25%至2.50%之间，符合市场预期，但美联储的态度较市场预期更偏鸽派。5）8月15日，央行缩量续作4000亿MLF，并将7天逆回购利率和1年期MLF均下调10BP，推动10年期国债收益率进一步下行。**8月中下旬至9月底，国债收益率呈上行态势。**具体来看，季末1年期和10年期国债收益率较最低点分别上行16BP和18BP。从影响利率债收益率走势的因素来看，主要包括以下方面：1）8月26日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上释放出强烈的鹰派信号；2）9月银行间流动性呈边际收敛趋势，DR007的利率中枢较8月有所抬升；3）9月房地产政策持续宽松，部分城市房贷利率低至下限，多地放松限购限贷、调降首付比等，房地产销售小幅回暖。整体来看，三季度国债收益率总体呈现先降后升的态势。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 2022 年三季度 DR001 及 DR007 利率走势



图 2.2 2022 年三季度 1 年期及 10 年期国债利率走势

2. 地方政府专项债基本发行完毕，利率债发行期数环比和同比均大幅下降

本季度，债券市场共发行利率债 5.87 万亿元，环比下降 12.74%，同比增长 4.18%。其中，地方政府债发行 1.10 万亿元，发行量环比和同比均有较大幅度下降，主要系今年新增专项债发行节奏前置，上半年新增限额已基本发行完毕，三季度专项债大幅缩量。截至本季度末，我国债券市场利率债品种存量规模为 81.15 万亿元，较上季度末（79.11 万亿元）继续增长。

表 2.1 2022 年三季度利率债发行和存量情况

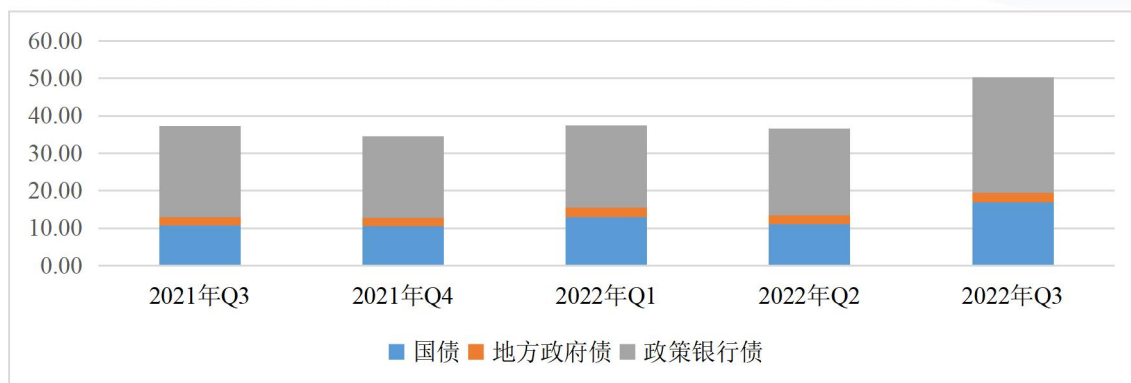
券种类别	发行期数			发行规模			2022 三季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
政府债	302	-60.88	-68.38	41258.85	-0.81	-21.52	591979.21	1.98
国债	56	21.74	40.00	30275.50	60.58	65.29	246656.19	4.40
地方政府债	246	-66.12	-73.11	10983.35	-51.71	-67.94	345323.02	0.32
政策性银行债	263	10.50	13.36	17395.40	18.30	18.75	219472.42	4.22
合计	565	-44.06	-52.40	58654.25	4.18	-12.74	811451.63	2.58

注：发行情况按发行起始日统计，债券存量按到期日统计；数据导出日为 2022 年 10 月 7 日，以下同

资料来源：Wind

3. 利率债成交活跃度上升，交易量环比和同比均有所增长

利率债仍是我国债券主要交易品种。本季度，利率债交易规模达 50.37 万亿元，环比、同比分别增长 34.97%、37.81%，成交活跃度上升。其中，国债、政策银行债的交易量增幅明显，环比、同比增幅均超 25.00%；地方政府债的交易量增幅环比和同比均不超 14.00%。



资料来源：Wind

图 2.3 主要利率债交易情况（单位：万亿元）

（二）信用债

1. 中短期信用债发行利率有所下行，长期信用债发行利率环比有所增长

本季度，一年期短融、三年期公司债及五年期中期票据的平均发行利率分别为 3.31%、3.14%、3.26%，较上季度（3.43%、3.30%和 3.62%）分别下降 12BP、16BP 和 36BP，较上年同期（3.89%、3.78%和 3.88%）分别下降 58BP、64BP 和 62BP；七年期企业债的平均发行利率为 4.99%，较上季度（4.82%）上升 17BP，较上年同期（5.36%）下降 37BP。整体来看，在市场资金流动性整体偏宽松及资产供给矛盾延续的背景下，中短期信用债发行利率继续探底，但长期信用债发行利率环比增长，同比有所下降。

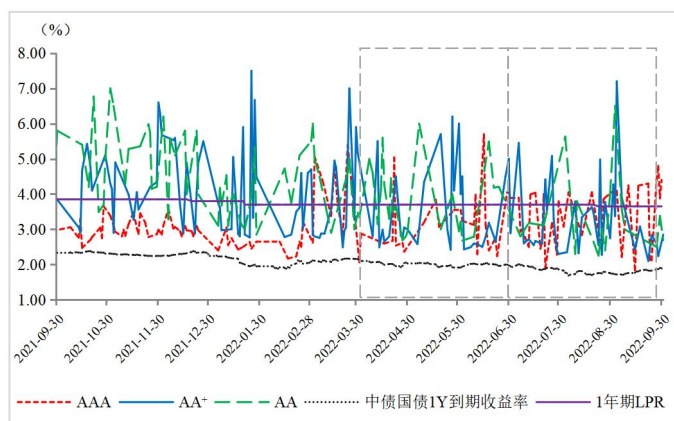


图 2.3 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

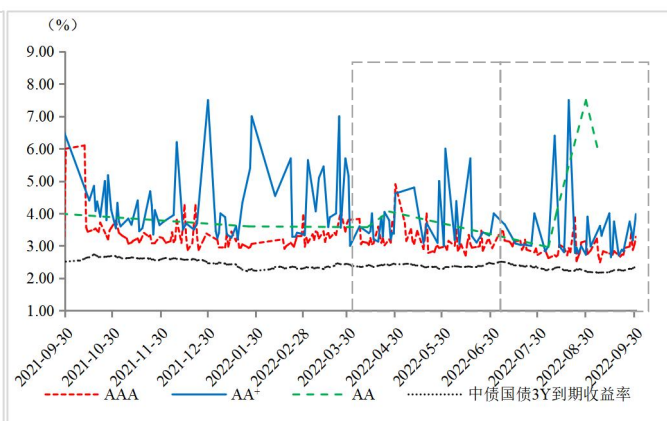
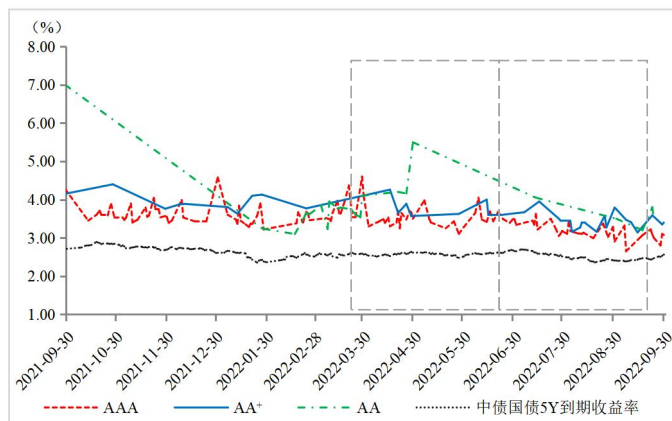


图 2.4 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势



注：1.统计期以起息日为准；2.对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年；3.样本中剔除发行利率为浮动利率的债券

资料来源：Wind

图 2.5 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

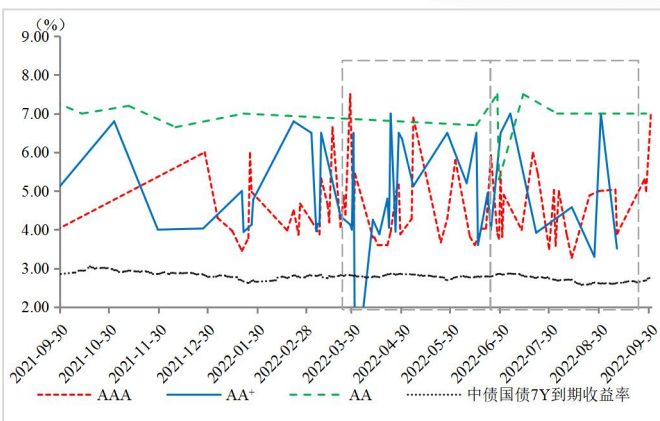


图 2.6 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

2. 信用债发行情况

（1）融资环境宽松背景下，非金融企业债券发行量环比有所增长

本季度，非金融企业所发债券的发行期数、家数和规模环比均有不同程度增长，同比均有不同程度下降。环比有所增长可能受本季度资金持续宽松影响，但整体受疫情影响，非金融企业扩大投资与融资意愿较去年同期仍然较弱。其中，企业债的发行期数、发行家数和规模环比和同比均有所下降，主要由于城投严监管环境影响，城投企业债发行持续下降；私募债发行期数、家数和规模环比和同比均有所增长，主要受融资环境宽松影响。截至2022年三季度末，非金融企业债券存量为26.37万亿元，环比增长0.41%。

表 2.2 2022 年三季度非金融企业发行债券情况

券种类别	发行期数			发行家数			发行规模			2022 三季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (家)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
超短融	1102	-7.63	7.09	601	-2.91	5.25	10950.37	-2.91	11.33	20340.54	-7.55
短融	137	-16.97	4.58	107	-17.69	3.88	1201.30	-22.02	-26.34	5505.40	-8.34
中期票据	727	-3.96	-1.36	519	-7.16	-0.19	7811.91	3.47	15.88	88480.03	3.00
企业债	254	-16.72	-10.88	116	-11.45	-10.77	1927.46	-31.10	-18.46	21830.38	-1.36
公司债	1058	-0.56	19.28	792	0.89	20.92	8780.64	-4.57	14.51	104604.27	1.29
一般公司债	386	-11.87	7.82	273	-8.70	19.74	3839.62	-20.73	1.77	51836.20	0.44
私募债	672	7.35	27.03	540	7.14	24.14	4941.02	13.39	26.84	52768.07	2.14
定向工具	259	-26.21	1.57	225	-28.33	0.45	1537.87	-25.78	-0.52	22903.09	-1.56
合计	3537	-7.77	6.41	1719	-5.60	5.98	32209.549	-6.48	8.14	263663.71	0.41

注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计；剔除中央汇金公司和中国国家铁路的数据

资料来源：联合资信 BI 系统

(2) 银行资本补充需求提升，商业银行债发行量环比和同比均有所增长

本季度，共有 129 家金融机构发行非政策性金融债 270 期¹，总发行规模为 8975.54 亿元，非政策性金融债发行期数、家数和规模环比均有所增长，发行期数和发行规模同比均有所下降。其中，商业银行债（含商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具²、商业银行二级资本工具）发行期数、家数和规模同比有所增长，主要由于银行资本补充需求提升，商业银行二级资本债发行力度加大。证券公司债发行量环比增幅显著，主要受三季度融资成本下行，券商发债提速；保险公司债发行期数、家数和规模环比和同比均有较大降幅，可能受本季度保险公司融资需求减弱影响。截至 2022 年三季度末，非政策性金融债券存量为 11.06 万亿元，环比增长 2.93%。

表 2.3 2022 年三季度非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数			发行家数			发行规模			2022 三季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (家)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
商业银行债券	72	33.33	16.13	60	33.33	33.33	5043.45	32.15	-9.17	77429.97	3.86
证券公司债	120	-26.38	84.62	47	-6.00	27.03	2590.09	-30.56	88.73	22076.97	2.07
证券公司短融	65	-16.67	38.30	28	-3.45	33.33	1154.00	-39.42	32.95	2430.00	13.29
保险公司债	4	-50.00	-33.33	2	-50.00	-33.33	26.00	-82.19	-72.04	3088.50	-3.05
其它金融机构债	9	-43.75	80.00	8	-27.27	100.00	162.00	-58.30	86.21	5622.50	-6.03
合计	270	-15.36	45.95	129	12.17	34.38	8975.54	-10.12	12.57	110647.94	2.93

资料来源：联合资信 BI 系统

(3) 资产支持证券发行量环比保持增长，同比有所下降，产品持续创新

本季度，银行间资产支持证券、交易所资产支持证券和非金融企业资产支持票据的总发行期数和总发行规模环比均有所增长，同比均有所下降。具体来看，银行间资产支持证券发行规模同比大幅下降 56.42%，主要受商业银行房贷投放大幅下降因素影响。交易所资产支持证券发行量环比大幅增长，主要受消费金融公司融资需求逐步释放影响。非金融企业资产支持票据发行期数和规模环比和同比均大幅下降，涉房类 ABS 产品发行量仍大幅萎缩。截至 2022 年三季度末，资产支持证券存量为 4.47 万亿元，环比下降 5.27%。

本季度，资产证券化产品持续创新。2022 年三季度，全国首单知识产权资产支持票据（科创票据）、全国首单绿色工程尾款 ABS、全国首单低碳转型挂钩资产支持证券等成功发行，融资渠道进一步拓宽。

¹ 包括商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具、商业银行二级资本工具、保险公司资本补充债券、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

² 目前该分类下均为商业银行永续债。

表 2.4 2022 年三季度资产支持证券发行情况

债券类型	发行期数			发行规模			2022 三季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
资产支持证券（银行间）	36	-21.74	-14.29	845.79	-56.42	2.77	15034.78	-5.39
资产支持证券（交易所）	346	-18.20	62.44	3363.75	-32.03	77.56	20876.49	-4.25
非金融企业资产支持票据	92	-41.03	-25.81	895.20	-45.04	-43.69	8834.19	-7.37
合计	474	-24.16	25.07	5104.74	-40.08	18.52	44745.46	-5.27

注：1. 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

资料来源：Wind

（4）可转债逐步受到市场认可，发行量环比和同比均有所增长

本季度，其它信用债³的发行期数和规模环比和同比均有所下降，发行家数环比和同比均有所增长。其中，同业存单发行量仍然较多，发行规模环比和同比分别小幅下降 12.67%和 3.85%。可转债发行规模环比和同比均有所增长，可转债逐步受到市场参与者的认可。其余券种发行量较少，本季度依旧无项目收益票据和标准化票据发行。截至 2022 年三季度末，其它信用债存量为 15.51 万亿元，环比下降 0.81%。

表 2.5 2022 年三季度其它信用债发行情况

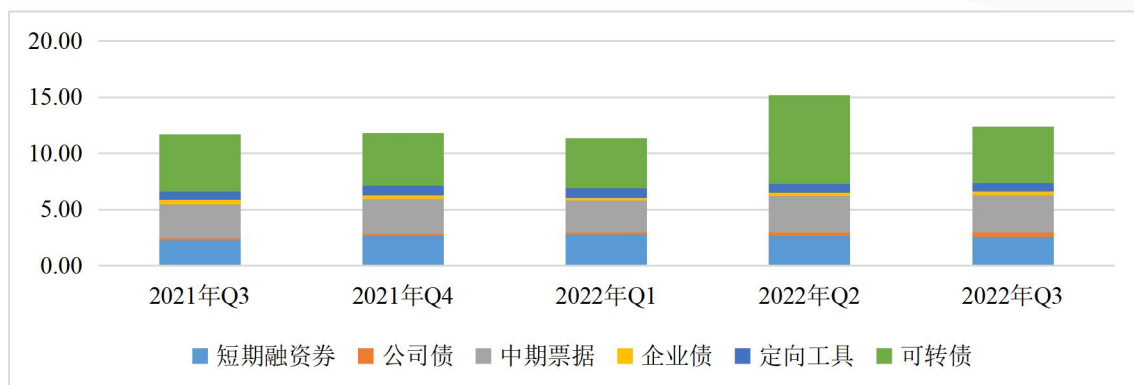
债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			2022 三季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (家)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
可转债	44	76.00	57.14	44	91.30	57.14	488.58	9.52	32.47	8008.05	4.59
可交换债	12	33.33	33.33	9	28.57	12.50	108.09	197.85	-52.85	1411.36	-4.85
项目收益票据	--	--	--	--	--	--	--	--	--	126.10	-1.10
国际机构债	--	--	--	--	--	--	--	--	--	430.00	-2.27
同业存单	6091	-14.64	-7.61	252	-4.91	0.00	47875.10	-3.85	-12.67	145104.30	-1.05
合计	6147	-14.30	-7.31	304	2.01	4.83	48471.77	-3.67	-12.67	155079.81	-0.81

资料来源：联合资信 BI 系统

3. 信用债交易量环比有所下降，同比有所增长

本季度，信用债交易规模为 31.27 万亿元，环比下降 7.92%，同比增长 20.81%。分券种来看，主要信用债中，短期融资券（含超短期融资券）的交易量环比有所下降，同比有所增长；公司债、中票、定向工具的交易量环比、同比均有所增长，尤其公司债的交易量环比、同比增幅明显，均超 40.00%；企业债、可转债的交易量环比和同比均有所下降。

³ 包括可转债、可交换债、项目收益票据、标准化票据、国际机构债和同业存单。



注：图中仅列示主要信用债券种交易情况，故与上文中的信用债总交易数据（含全部信用债）存在差异
资料来源：Wind

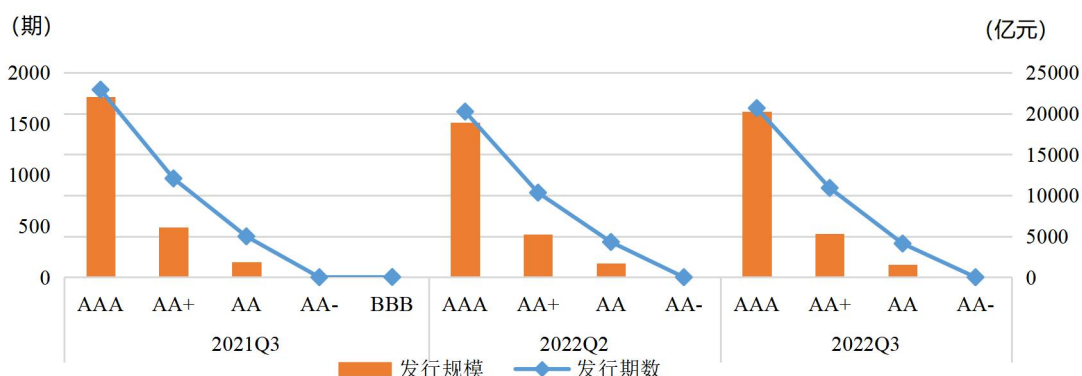
图 2.7 主要信用债交易情况（单位：万亿元）

三、债券市场运行特征

（一）非金融企业所发债券信用等级向高级别集中，无债项评级债券占比保持稳定

本季度，非金融企业所发债券的信用等级仍主要分布在 AAA 级至 AA 级⁴，在总发行期数和规模中的占比均为 99.93%，AA 级以下级别数量仅有 2 期。AAA 级的发行期数和发行规模仍为最多，占比分别为 57.84% 和 74.33%，同比均略有上升；而 AA 级发行期数和发行规模占比环比和同比均有所下降。

整体来看，本季度非金融企业债券或主体的信用级别仍集中在 AA⁺及以上级别，AAA 级和 AA⁺级债券总占比环比和同比均略有上升，信用等级向高级别集中。



资料来源：联合资信 BI 系统

图 3.1 非金融企业所发债券信用等级分布情况（单位：期、亿元）

自 2021 年取消强制评级后，无评级债券占比持续提升。2022 年三季度无债项评

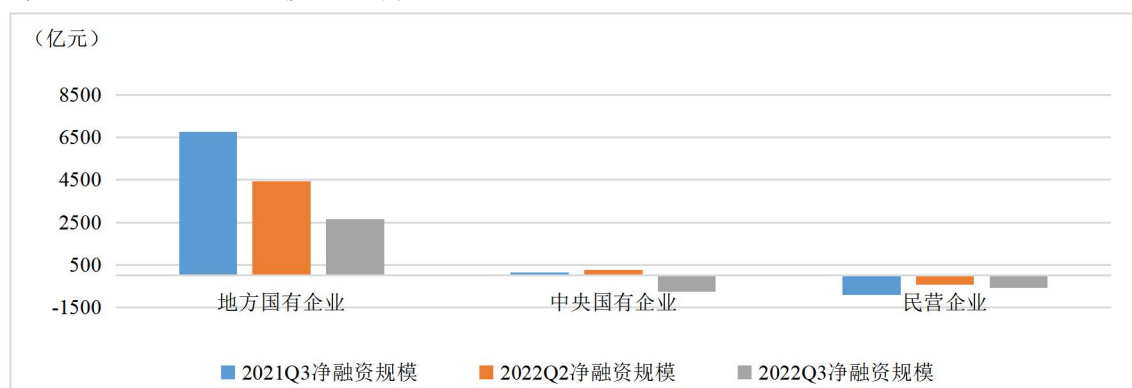
⁴ 短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级，其他为债项信用等级；信用等级统计样本不包含私募债。

级短融、中票和一般公司债共 690 期，占此三类券种总发行期数的比例为 55.20%，较 2022 年二季度（684 期、占比 55.88%）变化较小，整体保持稳定。其中，无债项评级短融和一般公司债分别占其总发行期数的比例为 89.05%和 31.09%，较 2022 年二季度（88.55%和 30.45%）均有所增长，无债项评级中票占中票总发行期数的比例为 61.62%，较 2022 年二季度（62.04%）小幅下降。

（二）国有企业发行规模仍占据主导地位，中央国有企业净融资规模由正转负，而民营企业净融资流出环比持续扩大

从发行主体的企业性质来看，本季度，国有企业⁵依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，在非金融企业所发债券总发行期数和总发行规模中的占比分别为 95.50%和 94.77%，发行期数环比和同比均有小幅增长，发行规模环比和同比均有小幅下降。其中，地方国有企业发行期数和规模环比增长（7.74%和 7.26%），同比小幅下降（-6.61%和-8.40%）；中央国有企业发行期数和规模环比表现不一，同比均有所下降；民营企业所发债券期数和规模环比均有所增长，同比均有所下降。公众企业、集体企业和其他企业⁶本季度所发债券的期数和规模仍然较少，占总发行期数和总发行规模的比率在 3%左右。

从净融资情况来看，本季度，地方国有企业净融资规模环比和同比分别下降 40.20%和 60.85%；中央国有企业净融资规模由正转负；而民营企业净融资规模持续为负，净融资流出规模环比持续扩大。



资料来源：Wind

图 3.2 非金融企业不同企业性质净融资规模（单位：亿元）

（三）不同地区债券发行和净融资规模变化情况持续分化

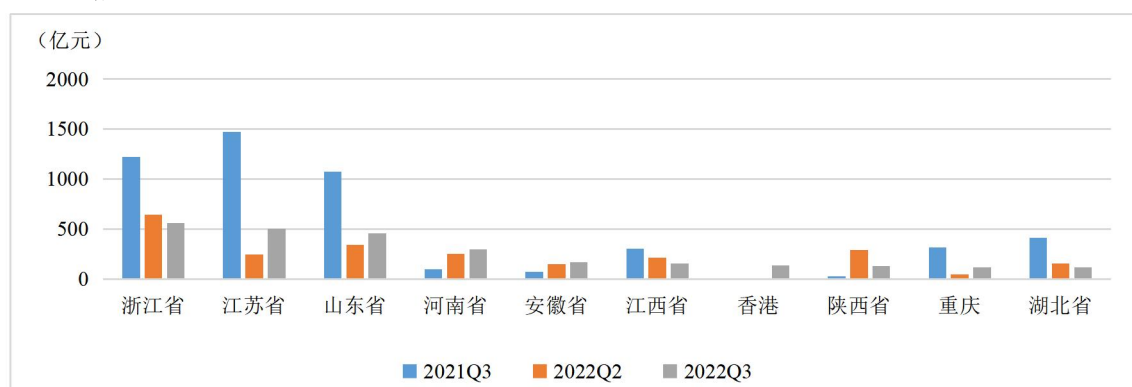
从发行主体的所属地区来看，本季度，北京、江苏、广东的非金融企业所发债券

⁵ 包括中央国有企业和地方国有企业。

⁶ 含外资企业。

的发行规模依旧位列前三位，江苏、浙江、北京的非金融企业所发债券的发行期数位列前三位。发行规模排名前十的地区中，浙江地区发行期数和规模环比增幅较显著，山东地区发行期数和规模同比降幅较显著，四川地区发行期数和规模环比增幅较显著。发行规模排名前十以外的地区中，黑龙江地区的发行期数和规模同比增幅较显著，香港、宁夏、青海地区环比增幅较显著。

从净融资情况来看，本季度，浙江、江苏和山东地区净融资规模位列前三位。在净融资规模排名前十的地区中，河南和安徽净融资规模环比和同比均有所增长；浙江、江西和湖北净融资规模环比和同比均有所下降。在净融资规模排名前十之外的地区中，福建、海南的净融资规模同比由负转正；天津、宁夏和海南的净融资规模环比由负转正，增幅较大。



注：以 2022 年三季度净融资规模由高到低排序

资料来源：Wind

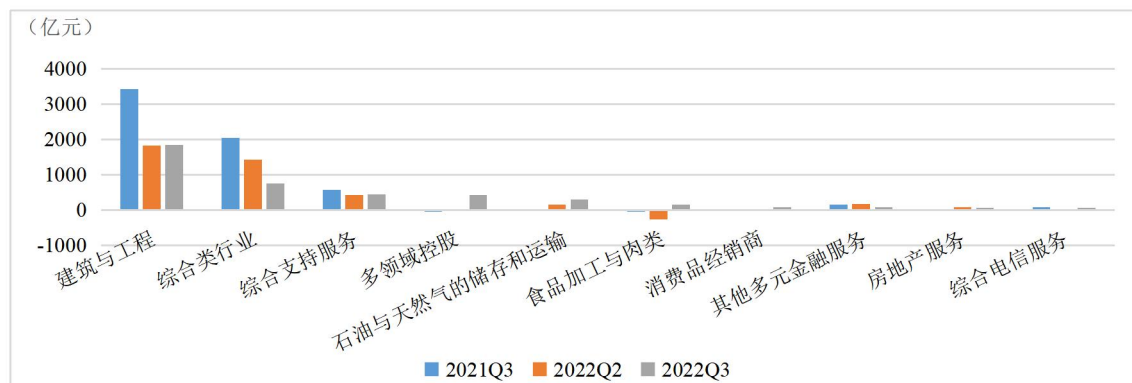
图 3.3 非金融企业净融资规模前十位地区分布情况（单位：亿元）

（四）行业集中度有所下降，净融资规模变化情况持续分化

从行业分布来看，本季度建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位，建筑与工程、综合类和综合支持服务行业企业所发债券的发行期数位居前三位。其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数和规模均位居首位，但发行期数与发行规模同比均有不同程度下降。从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券规模前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比环比和同比均有小幅下降，行业集中度有所下降。

从净融资情况来看，本季度，建筑与工程、综合类和综合支持服务行业净融资规模位列前三位。在净融资规模排名前十的行业中，多领域控股、食品加工与肉类、消费品经销商行业净融资规模环比和同比均有较大幅度增长；综合类、其他多元金融服务行业净融资规模环比和同比均有所下降。在净融资规模排名前十之外的行业中，净

融资额较多的保健护理产品经销商、出版行业的净融资规模环比和同比均有较大幅度增长；公路运输行业净融资规模环比和同比均有所下降。



注：1.按照 Wind 四级行业划分；2.以 2022 年三季度净融资规模由高到低排序

资料来源：Wind

图 3.4 非金融企业净融资规模前十位行业分布情况 (单位: 亿元)

(五) 新品种债券发行保持良好势头

本季度，我国债券市场新品种债券仍保持良好的发行势头。本季度共发行“碳中和债”31 期，合计发行规模 414.10 亿元；发行“可持续发展挂钩债券”13 期，发行规模 172.00 亿元；发行“乡村振兴债”25 期，合计发行规模 255.03 亿元；发行“熊猫债”14 期，发行规模 248.70 亿元⁷，满足了实体经济的融资需求。

(六) 信用利差、期限利差均有所压缩

1. 中短期票据信用利差、期限利差⁸均有所压缩

信用利差方面，本季度，在资产荒格局延续的背景下，中短期信用债收益率继续下行，1 年期、3 年期和 5 年期信用利差均进一步压缩，其中 1 年期、5 年期各信用等级信用利差收窄幅度较 3 年期更大。从信用利差历史分位数⁹来看，各等级信用利差均位于历史较低位置，尤其是 1 年期 AA 级分位数已压缩至极限水平。

表 3.1 2022 年三季度中短期票据信用利差情况

信用等级	1 年期			3 年期			5 年期		
	季末	变化	分位数	季末	变化	分位数	季末	变化	分位数
AAA	26.62	-12.23	4.28%	27.80	-4.02	9.55%	32.55	-19.30	11.46%

⁷ 部分“可持续发展挂钩债券”“碳中和债”“乡村振兴债”和“熊猫债”的分类存在重合的情况，统计时分别计入各券种，故存在重复计入的情况。

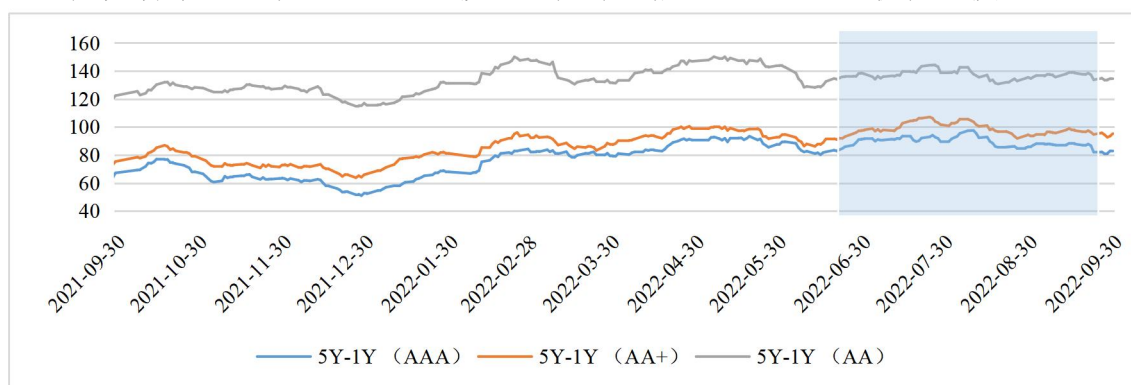
⁸ 信用利差为中债中短期票据到期收益率与中债国开到期收益率的差值。

⁹ 历史分位数计算的是某个指标的当前取值在一段历史区间中所处的分位数点。以信用利差历史分位数为例，是指将所选历史区间内的信用利差数值按照大小进行排序，并计算当前的利差水平在历史利差数据中所排的位置，其中 0 代表历史最小值位置，100 则为历史最大值位置。

信用等级	1 年期			3 年期			5 年期		
	季末	变化	分位数	季末	变化	分位数	季末	变化	分位数
AA ⁺	39.38	-10.21	3.20%	43.64	-6.04	5.83%	57.89	-10.88	9.86%
AA	46.38	-13.21	0.00%	62.64	-6.04	4.85%	103.89	-14.88	18.37%

注：变化情况为季末利差与季初利差的差值，历史分位数统计期限为 2015 年至 2022 年 9 月 30 日，以下同
资料来源：Wind

期限利差方面，本季度，各信用等级 5-1Y 期限利差有所压缩，其中 AAA 级、AA⁺及 AA 级 5-1Y 期限利差较季初分别收窄 9.05BP、2.65BP 和 3.65BP。从历史分位数情况来看，各信用等级 5-1Y 期限利差分位数均处于大于 80% 的高位。整体来看，在资产荒背景下，市场对长期限债券的偏好小幅上升，但整体仍偏谨慎。

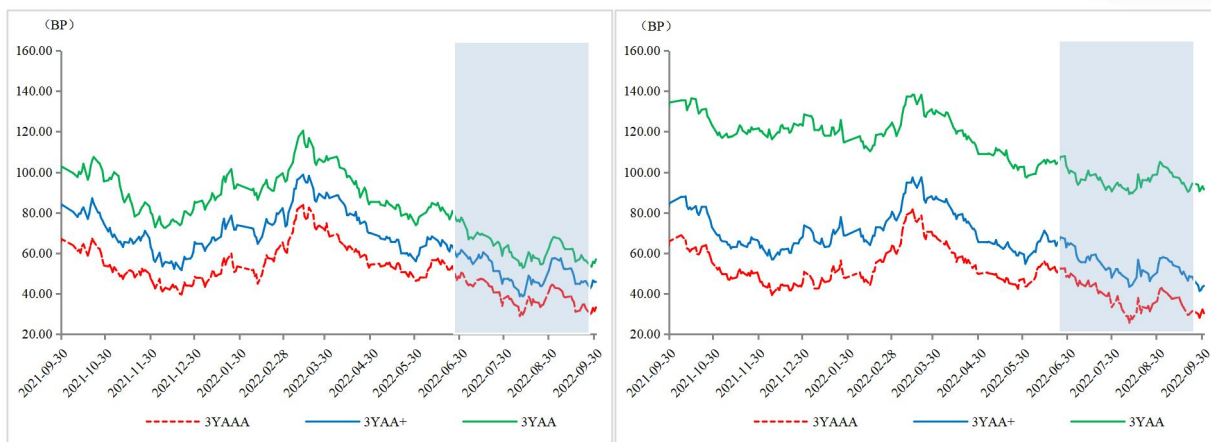


资料来源：Wind

图 3.5 2022 年三季度中短期票据期限利差情况（单位：BP）

2. 城投债和产业债信用利差整体均有所收窄

本季度，各级别 3Y 产业债和 3Y 城投债信用利差均较季初有所压缩，其中城投债较产业债的收窄幅度更大。分级别来看，城投债 AA 级利差较 AA⁺级、AAA 级收窄幅度更大，产业债 AAA 级利差较 AA 级、AA⁺级收窄幅度更大。整体来看，受三季度市场流动性整体较为宽松，但实体融资需求仍低迷影响，资产供需矛盾仍存，城投债投资资质进一步下沉，但市场对弱资质产业债仍较为谨慎。



资料来源：Wind

图 3.6 各信用等级城投债利差走势情况

图 3.7 各信用等级产业债利差走势情况

（七）信用债违约边际改善，但房地产仍存较大隐性风险

本季度，我国债券市场新增 1 家违约发行人¹⁰，共涉及到期违约债券 1 期，到期违约金额合计约 6.31 亿元；新增违约发行人家数、期数和规模较 2021 年三季度（4 家、18 期和 144.08 亿元）和 2022 年二季度（4 家、10 期和 40.76 亿元）均明显下降。违约企业为房地产管理和开发行业。此外，有 16 家企业通过展期缓解到期兑付压力，且主要集中于房地产管理和开发行业（15 家）。整体来看，本季度信用债违约边际改善，但房企展期仍呈现加速积累的态势。

本季度，我国债券市场重复违约¹¹发行人 6 家，涉及到期违约债券 8 期，到期违约规模合计约 61.81 亿元，重复违约发行人家数、期数和规模较上年同期（16 家、28 期和 266.29 亿元）和上季度（8 家、18 期和 116.73 亿元）均有所下降。

四、债券市场展望

第一，货币政策预计延续稳增长取向，结构性货币工具或扮演更重角色。三季

¹⁰ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1—2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

¹¹ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

度货币政策例会延续二季度对全球经济的研判，同时新增“经济总体延续恢复发展态势”的表述，对短期经济形势的判断趋向乐观，但会议重申三重压力仍存。此外，会议新增“用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设”的表述，预计结构性货币政策工具将持续发力，基建投资和制造业投资将对经济起到托底的作用。展望四季度，国内经济预计将呈现修复态势，但疫情扰动下消费疲弱、海外经济衰退导致外需下滑的风险仍存；此外，中美经济周期及政策周期的错位，对后续总量型货币政策的实施也将形成制约。在此背景下，**预计四季度货币政策将维持适度宽松基调，保持市场流动性的合理充裕，呵护经济平稳修复，但在海外货币政策紧缩的牵制下，结构性工具或将扮演更重角色。**

第二，优质房企发债情况有望边际改善，城投内部分化持续。地产方面，三季度，地产调控政策边际宽松，并明确未来持续宽松的政策方向，提振市场信心，但受国内疫情扰动、房企信用风险持续发酵以及烂尾、断供风波等因素影响，地产市场仍旧低迷。预计四季度，地产政策预计将保持宽松取向，改善房企融资的配套措施有望继续出台；同时，在前期行业供需两端政策的持续发力以及“保交楼、保交付”工作的积极推进下，居民购房需求和信心或将有所好转，优质房企发债情况有望边际改善，但民营房企债券融资环境恢复仍需时间。**城投方面**，今年以来，城投监管一直处于偏紧状态，融资整体遵循“总量稳定、结构优化”的思路。展望四季度，在防范化解地方政府隐性债务风险前提下，监管政策难有实质放松。此外，三季度债券技术性违约、非标违约等城投负面舆情频现，或加重市场担忧情绪，弱区域、弱资质城投企业的债券发行或受到影响。

第三，信用风险整体可控，但仍需关注弱资质民营企业信用风险。考虑到虽然国内经济三重压力仍存，且疫情反复、外需疲弱等潜在因素或将对经济修复形成干扰，短期内经济增长下行压力依然较大。在此背景下，存量信用债尾部信用风险有或进一步出清，负债率较高、对非标融资依赖较重、经营管理能力较弱的民营企业信用风险仍值得关注。此外，四季度我国债券市场信用债总偿还量约 3.52 万亿元¹²，偿还压力较三季度有所下降，但仍然较大。整体来看，四季度信用风险事件或将持续发生，但在宽信用、稳增长背景下，债券市场信用风险整体可控。

总体来看，四季度预计稳增长政策将持续发力，呵护经济平稳修复，但在海外货币政策紧缩的牵制下，结构性工具或将扮演更重角色；随着地产调控政策积极加码，优质房企发债情况有望边际改善；城投严监管政策难有实质放松，内部分化仍将持续；

¹² 总偿还量含到期还款、提前兑付以及将于 2022 年四季度发行且于季内到期超短融的情况，假定超短融发行与到期、提前兑付与 2021 年四季度情况大致相当。

在我国经济运行持续稳定恢复的背景下，债券市场信用风险整体可控，但存量信用债尾部信用风险有或进一步出清。