

2020 年一季度债券市场运行报告

——债券市场存量规模破百万亿，逆周期调节政策下债券发行量将继续增长

2020 年 5 月 8 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2020 年一季度债券市场运行报告

——债券市场存量规模破百万亿，逆周期调节政策下债券发行量将继续增长

联合资信、联合评级债市研究部 董欣焱 胡颖 夏妍妍 刘艳

一、债券产品发行利率

2020 年一季度（以下简称“本季度”），在防控新冠肺炎疫情背景下，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）等工具，合理安排工具搭配和操作节奏，并于 1 月 6 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点¹，释放长期资金约 8000 多亿元，于 3 月 16 日实施普惠金融定向降准²，释放长期资金 5500 亿元，保持了市场流动性的合理充裕。此外，央行通过公开市场操作和 MLF 操作引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行³，推动实体经济融资成本降低。在此背景下，本季度，市场资金面整体较为宽松，利率水平有所下降。

本季度，一年期贷款基准利率维持在 2015 年四季度以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率呈波动下行走势，本季度平均水平（2.03%）较上季度（2.60%）和上年同期（2.40%）均有所下降。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，本季度的平均发行利率（3.73%）较上季度（4.03%）下降 30BP，较上年同期（4.32%）下降 59BP，大部分 AAA 级主体所发一年期短融的发行利率低于一年期贷款基准利率。

本季度，三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在 2015 年四季度以来的 4.75%、4.75% 和 4.90% 的水平；交易所国债三年期、银行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率呈波动下行走势。本季度，交易所国债三年期、银

¹ 中国人民银行决定于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。

² 中国人民银行决定于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。

³ 2020 年 2 月 3 日，央行下调 7 天逆回购利率 10BP 至 2.40%，3 月 30 日再次下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.20%；2 月 17 日，央行下调 MLF 利率 10BP 至 3.15%；2 月 20 日，一年期 LPR 由 4.15% 降至 4.05%，五年期 LPR 由 4.80% 降至 4.75%。

行间固定利率国债五年期和七年期到期收益率平均水平分别为 2.41%、2.64% 和 2.81%，较上季度（2.82%、3.01% 和 3.18%）和上年同期（2.74%、2.97% 和 3.11%）均有所下降。三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率走势与相应期限的银行间/交易所国债到期收益率的走势大致相同，三者均值分别为 3.81%、3.80% 和 5.39%，较上季度（4.30%、4.38% 和 6.41%）分别下降 49BP、58BP 和 102BP，较上年同期（4.53%、4.58% 和 7.32%）分别下降 72BP、78BP 和 193BP，大部分 AAA 级三年期公司债和五年期中期票据的发行利率低于相应期限的贷款基准利率，绝大部分七年期企业债的发行利率高于七年期贷款基准利率。

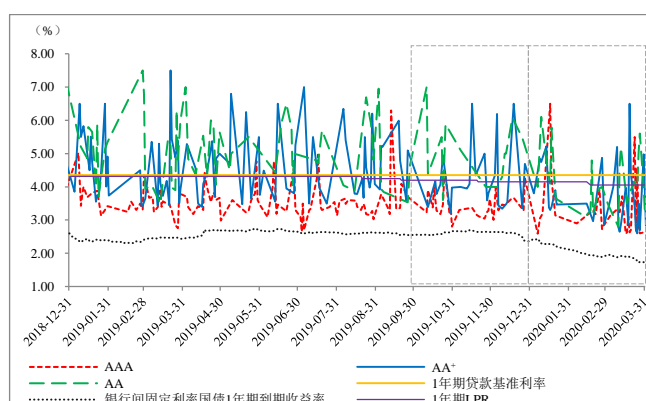


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

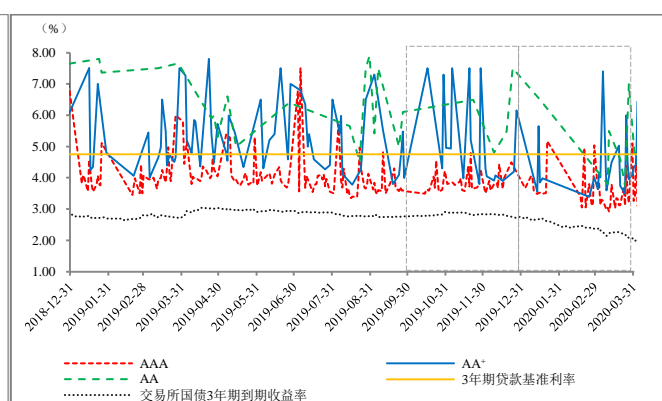


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

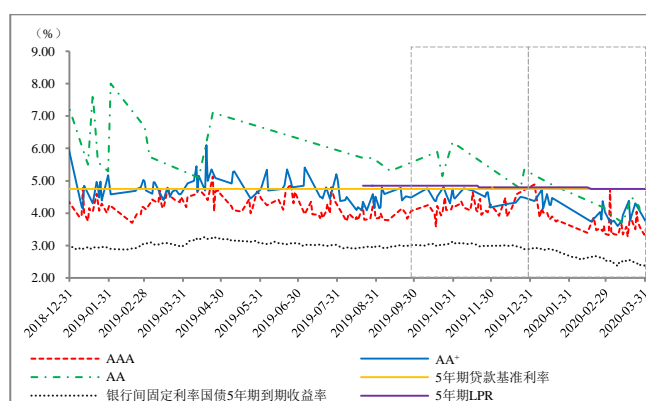


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

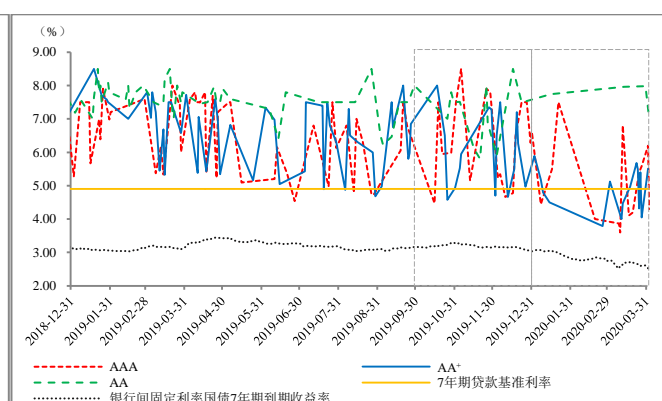


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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：联合资信 COS 系统

二、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券 11.04 万亿元，环比和同比均增加约 4%，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。其中，地方政府债、中期票据、短期融资券、证券公司短期融资券、公司债⁴以及证券公司债的发行量环比和同比均大幅增加；企业债发行量环比和同比均明显减少；资产支持证券发行量环比出现大幅下降、同比变化不一。截至 2020 年一季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模首次突破百万亿元达到 100.83 万亿元，较上季度末继续增加近 5%。

表 1 2020 年一季度债券市场发行和存量情况

| 券种类别 | 2019 年一季度 发行情况 | | 2019 年四季度 发行情况 | | 2020 年一季度 发行情况 | | 2020 年一季度末 存量 | |
|--------------------|-------------------|------------|-------------------|------------|-------------------|------------|------------------|------------|
| | 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 | 353 | 18846.37 | 74 | 11167.65 | 505 | 20728.17 | 5606 | 393449.83 |
| 国债 | 28 | 5918.10 | 39 | 9568.50 | 25 | 5436.20 | 276 | 167933.14 |
| 地方政府债 | 325 | 12928.27 | 35 | 1599.15 | 480 | 15291.97 | 5330 | 225516.69 |
| 央票 | 1 | 15.00 | 3 | 180.00 | 3 | 160.00 | 4 | 185.00 |
| 金融债 | 263 | 17972.30 | 133 | 7615.00 | 158 | 9652.60 | 1349 | 218619.20 |
| 政策性银行债 | 203 | 14129.30 | 59 | 3375.00 | 99 | 5826.80 | 296 | 160301.13 |
| 商业银行债券 | 43 | 3117.00 | 58 | 3535.00 | 35 | 2919.30 | 807 | 48730.57 |
| 非银行金融机构债券 | 17 | 726.00 | 16 | 705.00 | 24 | 906.50 | 246 | 9587.50 |
| 政府支持机构债券 | 6 | 420.00 | 12 | 1060.00 | 4 | 420.00 | 159 | 16525.00 |
| 企业债券 | 104 | 842.39 | 105 | 1049.90 | 64 | 792.00 | 2504 | 22951.35 |
| 一般企业债 | 99 | 793.19 | 98 | 997.40 | 63 | 788.00 | 2370 | 22035.39 |
| 集合企业债 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 7 | 49.10 |
| 项目收益债 | 5 | 49.20 | 7 | 52.50 | 1 | 4.00 | 127 | 866.86 |
| 中期票据 | 408 | 4958.30 | 409 | 4643.60 | 522 | 5330.77 | 5577 | 69391.18 |
| 短期融资券 | 899 | 9390.40 | 907 | 9325.69 | 1290 | 13743.80 | 2632 | 26316.59 |
| 一般短期融资券 | 128 | 1172.50 | 108 | 1127.90 | 154 | 1437.70 | 488 | 4842.40 |
| 超级短期融资券 | 771 | 8217.90 | 799 | 8197.79 | 1136 | 12306.10 | 2144 | 21474.19 |
| 证券公司短期融资券 | 19 | 470.00 | 68 | 1745.00 | 83 | 2300.00 | 81 | 2260.00 |
| 资产支持证券（银行间） | 65 | 1238.42 | 212 | 3562.78 | 70 | 1187.80 | 1000 | 13992.69 |
| 资产支持证券（交易所） | 495 | 1998.63 | 1024 | 4108.04 | 648 | 2424.47 | 5306 | 17841.82 |
| 非金融企业资产支持票据 | 135 | 518.91 | 227 | 1023.04 | 149 | 662.11 | 974 | 4024.01 |
| 非公开定向债务融资工具 | 273 | 1961.02 | 185 | 1375.95 | 287 | 2069.42 | 2832 | 21298.82 |
| 公司债 | 393 | 4318.16 | 763 | 7527.62 | 835 | 7873.42 | 7227 | 75384.33 |
| 一般公司债 | 168 | 2188.44 | 215 | 2694.49 | 282 | 3350.35 | 3317 | 40890.17 |

⁴ 不加特殊说明均不含私募债。

| | | | | | | | | |
|--------|------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|------------|
| 私募债 | 225 | 2129.72 | 548 | 4833.13 | 553 | 4523.07 | 3910 | 34494.15 |
| 证券公司债 | 56 | 1417.00 | 37 | 762.00 | 81 | 1884.50 | 620 | 14261.13 |
| 可转债 | 46 | 1243.75 | 54 | 1059.04 | 42 | 416.78 | 291 | 3945.18 |
| 可交换债 | 10 | 199.54 | 17 | 166.13 | 10 | 135.04 | 135 | 2229.50 |
| 项目收益票据 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 20 | 101.60 |
| 同业存单 | 5607 | 40481.50 | 8024 | 50206.40 | 6912 | 40627.50 | 15785 | 105309.23 |
| 国际机构债 | 3 | 50.00 | 1 | 10.00 | 0 | 0.00 | 16 | 249.60 |
| 合计 | 9136 | 106341.68 | 12255 | 106587.83 | 11663 | 110408.38 | 52118 | 1008336.04 |

注：1. “非银行金融机构债”中包含保险公司资本补充债、资产管理公司金融债、证券公司金融债以及其它金融机构债，不包括证券公司债；

2. “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、中期票据、企业债券以及原铁道部发行的所有债券；

3. “公司债”不包含证券公司债券；

4. 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；

5. 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；

6. 由于私募债券尚无权威披露口径，部分私募债券缺少发行信息，本表统计口径为 Wind 中截至 2020 年 4 月 10 日已披露的数据，并会对之前数据进行追溯调整；

7. 绿色债券、熊猫债计入所对应的中期票据、企业债券及公司债等债券统计中

资料来源：联合资信 COS 系统、中国债券信息网、上海清算所、Wind

（一）非金融企业所发债券情况

1. 债券发行量同比大幅增加

受益于市场资金面整体较为宽松背景下利率水平下降以及监管层鼓励疫情地区、疫情防控企业、民企、中小微企业等债券融资，本季度非金融企业所发债券⁵的期数、家数和规模分别为 2711 期、1770 家和 27739.99 亿元，环比均增长 14% 以上，同比均增长 40% 以上，公司债、短融⁶和超短融发行量同比增幅明显；平均发行规模为 10.23 亿元，环比变化不大，同比下降 5.38%。

短融和超短融发行量增幅显著。本季度，共有 125 家企业发行短融 154 期，发行规模为 1437.70 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 25% 以上，同比增幅均在 10% 以上，平均发行规模（9.34 亿元）环比下降 10.61%，同比略有增加，发行期限仍主要为 1 年。本季度，共有 561 家企业发行超短融 1136 期，发行规模 12306.10 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比和同比

⁵ 非金融企业所发债券包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债），不包含铁道部、中国铁路总公司及中央汇金公司发行的债券。

⁶ 不加特殊说明均不含超短融。

增幅均在 28% 以上，平均发行规模（10.83 亿元）环比和同比均增加 3% 左右，发行期限仍以 270 天为主。

中票发行量有所上升。本季度，共有 406 家企业发行中票 522 期，发行规模为 5330.77 亿元，发行期数和发行家数环比和同比增幅均在 20% 以上，发行规模环比和同比均增加 10% 左右；平均发行规模（10.21 亿元）环比和同比降幅均超 10%。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期⁷，发行期数之和占中票总发行期数的比重为 69.35%，环比上升约 18 个百分点，同比变化不大。特殊期限中票⁸共发行 145 期，占中票总发行期数的 27.78%，环比下降约 18 个百分点，同比变化不大。其中，永续期中票发行 48 期，在中票总发行期数中的占比（9.20%）环比下降约 18 个百分点，同比变化不大，环比降幅显著主要是受到上季度中央国有企业永续期中票发行较多的影响。本季度未发行项目收益票据。

企业债发行量有所下降。本季度，共有 60 家企业发行企业债⁹64 期，发行规模 792.00 亿元，发行期数和发行家数环比和同比降幅均在 35% 以上，发行规模环比下降 24.56%，同比下降 5.98%，发行量下降主要受城投企业债大幅下滑影响，或由于经济增速放缓、信用风险持续暴露以及新冠肺炎疫情背景下市场更偏好相对较短期限的城投债券。本季度，企业债的平均发行规模为 12.38 亿元，环比和同比均有所增加。从发行期限来看，企业债发行仍主要集中在 7 年期，7 年期企业债发行期数在企业债券总发行中的占比（60.94%）环比变化不大，同比下降 10 个百分点左右。本季度项目收益债仅发行 1 期，规模为 4.00 亿元。

公司债发行量大幅增加。本季度，共有 198 家企业累计发行公司债 282 期，发行规模 3350.35 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅分别为 31.16%、15.79% 和 24.34%，同比增幅均在 50% 以上。本季度，公司债平均发行规模为 11.88 亿元，环比和同比降幅均在 5% 以上。公司债发行期限仍主要集中在 3 年期和 5 年期，两者发行期数在公司债总发行中的占比（84.75%）环比和同比分别下降约 3 个和 0.5 个百分点。私募债方面，根据 Wind 截至 2020 年 4 月 10 日已披露的数据，本季度私募债发行期数（553 期）、发行家数（467 家）和发行

⁷ 不含永续期债券，按债券发行完整期限统计。

⁸ 特殊期限中票包括永续期中票、具有投资人回售选择权条款的中票、具有债券提前偿还条款的中票以及具有调整票面利率条款的中票。

⁹ 包含集合债及项目收益债。

规模（4523.07 亿元）环比均有所下降，同比增幅均在 100% 以上。

表 2 2020 年一季度非金融企业发行债券情况

| 债券类型 | 发行期数 | | | 发行家数 | | | 发行规模 | | | 平均发行规模 | | |
|-------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|
| | 本季度 (期) | 环比 (%) | 同比 (%) | 本季度 (家) | 环比 (%) | 同比 (%) | 本季度 (亿元) | 环比 (%) | 同比 (%) | 本季度 (亿元) | 环比 (%) | 同比 (%) |
| 超短融 | 1136 | 42.18 | 47.34 | 561 | 28.08 | 34.53 | 12306.10 | 50.11 | 49.75 | 10.83 | 5.58 | 1.63 |
| 短融 | 154 | 42.59 | 20.31 | 125 | 31.58 | 13.64 | 1437.70 | 27.47 | 22.62 | 9.34 | -10.61 | 1.92 |
| 中期票据 | 522 | 27.63 | 27.94 | 406 | 28.08 | 23.78 | 5330.77 | 14.80 | 7.51 | 10.21 | -10.05 | -15.97 |
| 企业债 | 64 | -39.05 | -38.46 | 60 | -36.17 | -39.39 | 792.00 | -24.56 | -5.98 | 12.38 | 23.76 | 52.78 |
| 公司债 | 835 | 9.44 | 112.47 | 652 | 2.03 | 113.77 | 7873.42 | 4.59 | 82.33 | 9.43 | -4.43 | -14.18 |
| 一般公司债 | 282 | 31.16 | 67.86 | 198 | 15.79 | 58.40 | 3350.35 | 24.34 | 53.09 | 11.88 | -5.20 | -8.80 |
| 私募债 | 553 | 0.91 | 145.78 | 467 | -1.89 | 152.43 | 4523.07 | -6.42 | 112.38 | 8.18 | -7.26 | -13.59 |
| 合计 | 2711 | 24.13 | 50.28 | 1770 | 14.34 | 45.20 | 27739.99 | 23.03 | 42.19 | 10.23 | -0.88 | -5.38 |

注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计

资料来源：联合资信 COS 系统

2. 发行主体/债项信用等级向高等级集中

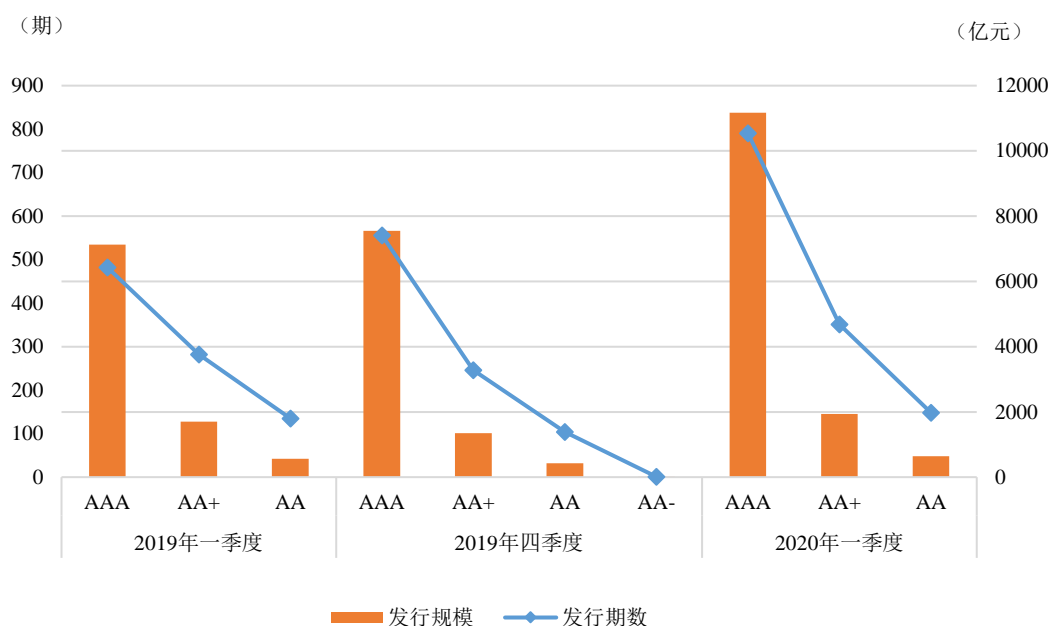
本季度，短融¹⁰发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，无 AA-级主体发行短融。

从发行期数来看，AAA 级主体所发短融的期数仍最多，在总发行期数中的占比为 61.32%，环比变化不大，同比上升 7.70 个百分点；AA+级主体所发短融的期数占比为 27.21%，环比变化不大，同比略有下降；AA 级主体所发短融的期数占比（11.47%）环比变化不大，同比略有下降。短融发行期数呈现向 AAA 级集中趋势。

从发行规模来看，AAA 级主体所发短融仍为发行规模最多的主体级别，占比为 81.28%，环比变化不大，同比上升 5.36 个百分点；AA+级主体所发短融规模占比为 14.05%，环比变化不大，同比略有下降；AA 级主体所发短融规模占比（4.67%）环比变化不大，同比略有下降。短融发行规模呈现向 AAA 级集中趋势。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现向 AAA 级集中趋势。

¹⁰ 含超短期融资券，以下同。



注：主体双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入样本
资料来源：联合资信 COS 系统

图 5 2020 年一季度短融发行主体信用等级分布情况

本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债¹¹信用等级仍分布在 AAA 级至 AA 级。

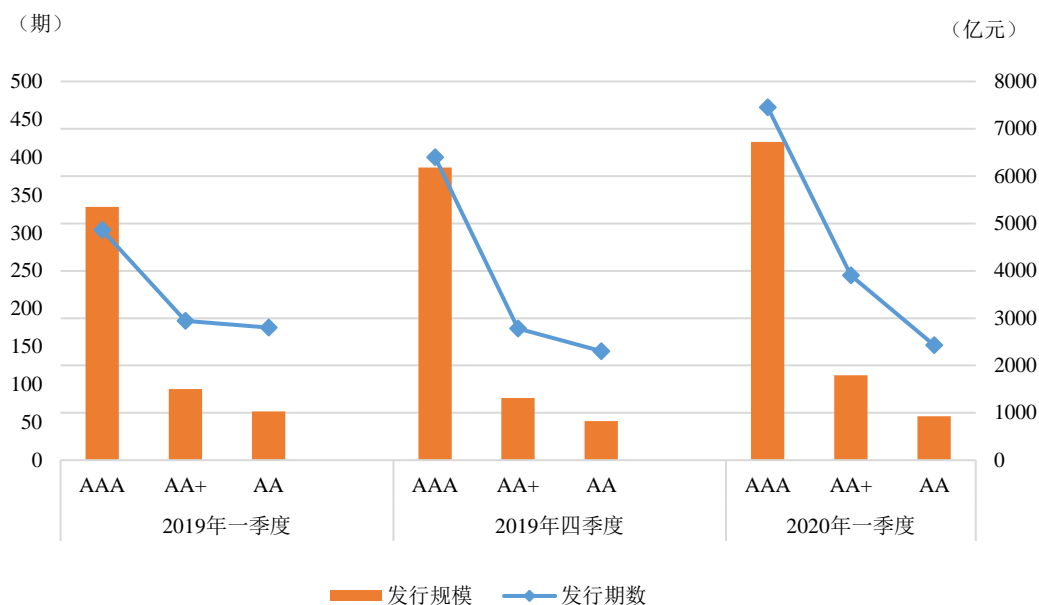
从发行期数来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行期数仍最多，在总发行期数中的占比（53.69%）环比略有下降、同比上升约 9 个百分点；其次为非金融企业所发 AA+ 级中票、企业债、公司债，其发行期数在总发行期数中的占比（28.11%）环比和同比均有不同程度上升；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比（17.51%）环比和同比均有不同程度下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数呈现向 AA+ 级（含）以上集中趋势。

从发行规模来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行规模仍远高于其它级别，在总发行规模中的占比（70.97%）环比略有下降、同比略有上升；非金融企业所发 AA+ 级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比（18.94%）环比和同比均有不同程度上升；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比（9.76%）环比和同比均有

¹¹ 以下关于非金融企业所发债券的分析样本中均不包含私募债。

不同程度下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模呈现向 AA+级（含）以上集中趋势。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用级别呈现向 AA+级（含）以上集中趋势。

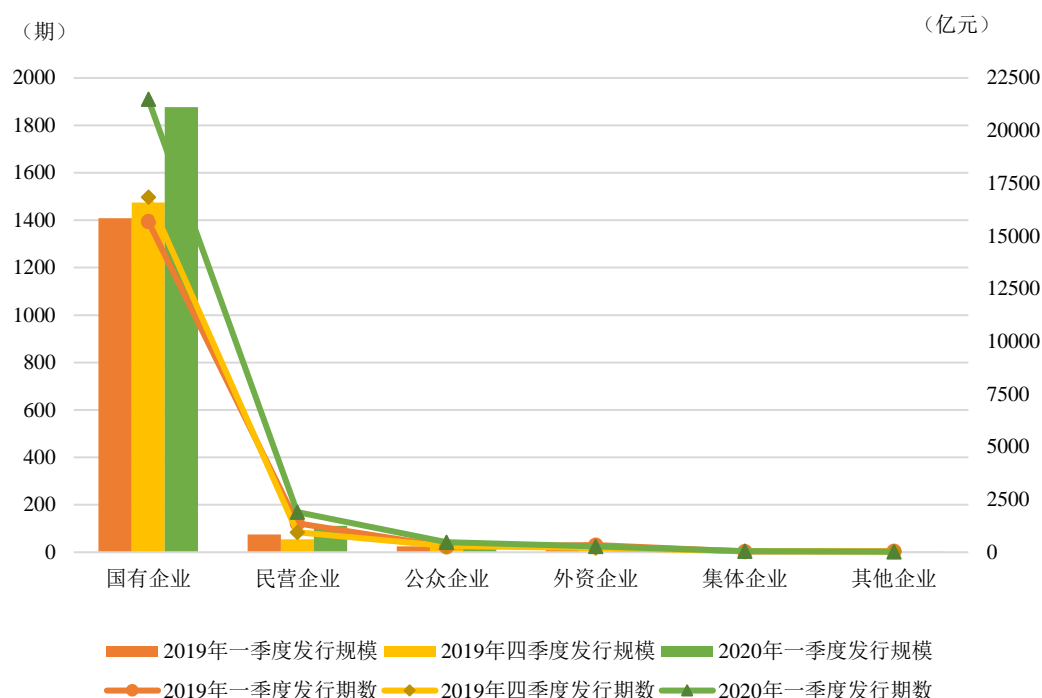


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入
资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2020 年一季度非金融企业发行中票、企业债、公司债信用等级分布情况

3. 国有企业债券发行量占比有所上升

从发行主体的所有制性质来看，本季度，国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，发行债券期数和规模分别为 1910 期、21117.83 亿元，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 88.75% 和 91.21%，环比均下降 3 个百分点左右，同比变化不大，集中度仍较高；民营企业所发债券期数和规模分别为 169 期、1243.89 亿元，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 7.85% 和 5.37%，环比和同比均变化不大。外资企业、公众企业、集体企业和其它企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。



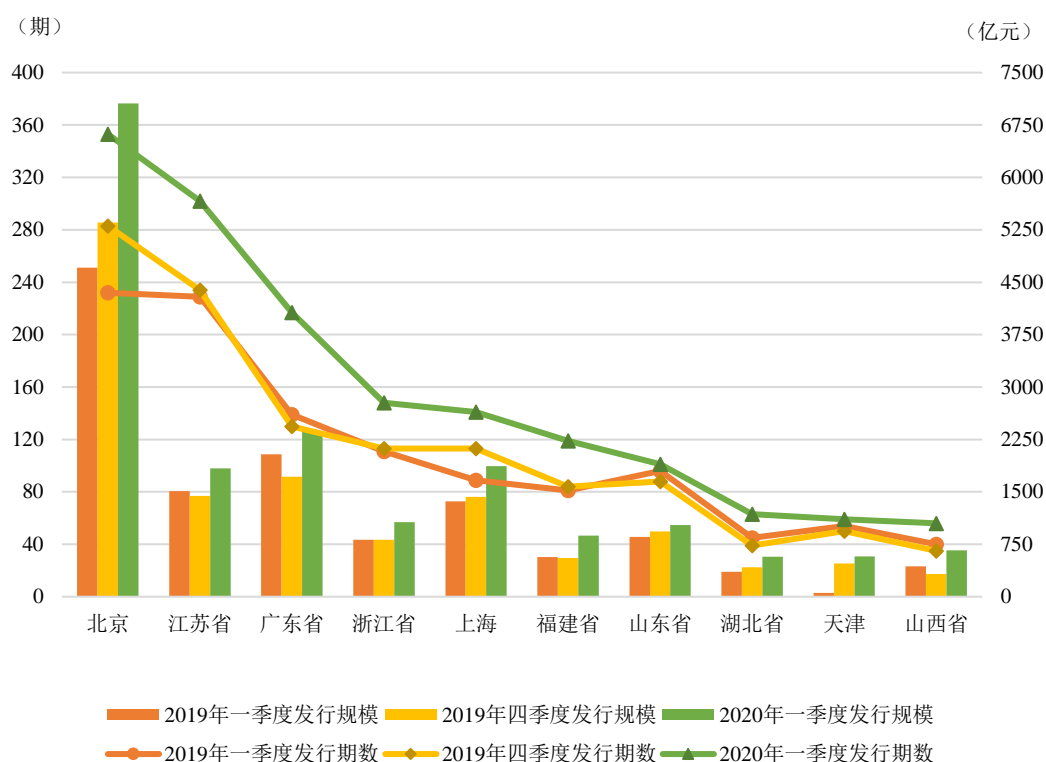
注：以 2020 年一季度发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2020 年一季度短融、超短融、中票、企业债、公司债发行主体性质分布情况

4. 债券发行地区集中度保持相对稳定

本季度，北京的非金融企业所发债券的发行期数（353 期）和发行规模（7058.10 亿元）仍均位居第一，发行优势仍然显著。与上季度和上年同期相比，本季度债券发行期数前十位地区非金融企业所发债券期数和规模均有所增加，福建、山西、湖北和浙江地区非金融企业所发债券期数和规模环比和同比增幅均超过 30%，湖北取代上季度的河南跻身本季度发行期数前十地区。从发行地区集中度来看，本季度发行债券期数前十位地区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（72.28%、77.14%）环比和同比均变化不大，债券发行的地区集中度保持相对稳定，依旧主要来自于经济较为发达地区。



注：以 2020 年一季度发行期数由高到低排序

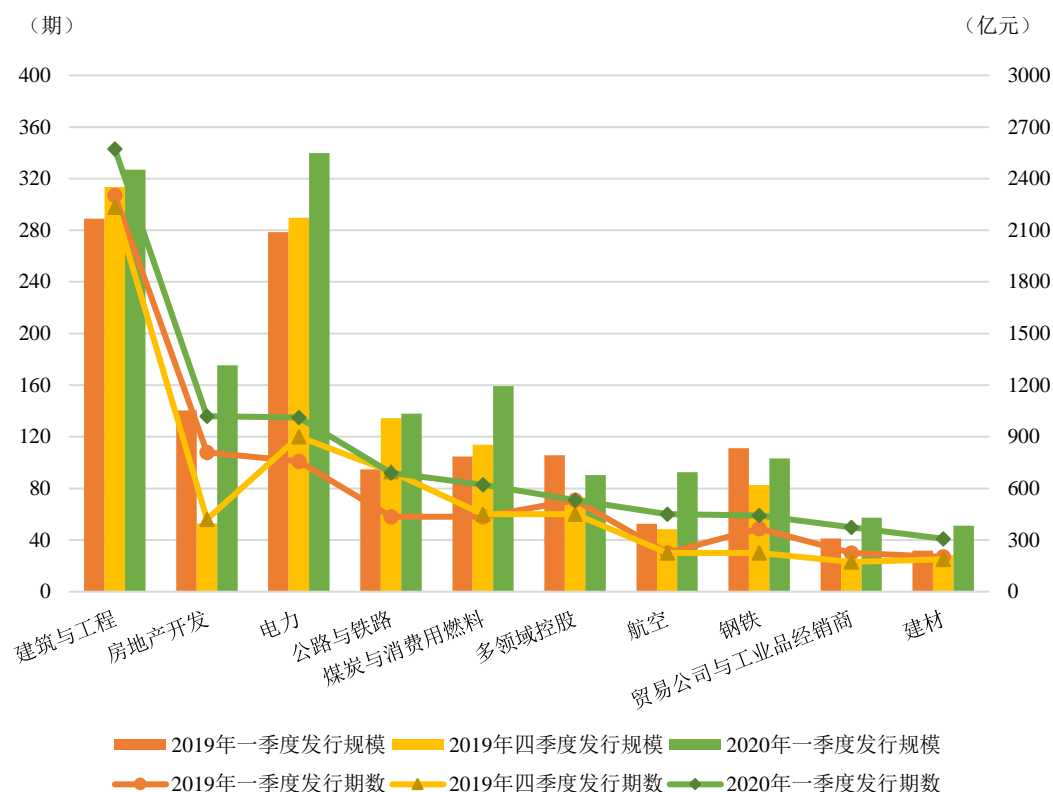
资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2020 年一季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况

5. 债券发行主体行业集中度保持稳定

本季度，建筑与工程¹²、房地产开发和电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前三位，建筑与工程行业企业所发债券的发行期数（343 期）位居首位，电力行业企业所发债券的发行规模（2548.50 亿元）位居首位。与上季度相比，除公路与铁路行业外，其他发行债券期数前十位行业企业所发债券的发行期数和发行规模均有所上升；与上年同期相比，航空、公路与铁路、煤炭与消费用燃料、建材行业企业所发债券期数和规模增幅均超过 40%。从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券期数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（64.98%、64.23%）环比变化不大、同比略有下降，行业集中度总体保持相对稳定。

¹² 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。



注：1.按照 Wind 四级行业划分；
2.以 2020 年一季度发行期数由高到低排序
资料来源：联合资信 COS 系统

图 9 2020 年一季度非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况

6. 担保债券市场认可度一般

本季度，共有 84 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 577.36 亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和发行规模的 3.89% 和 2.49%，环比和同比均略有下降。

其中，具有担保条款的短融、超短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为 3 期、15 期、21 期、22 期和 23 期，发行规模分别为 11.00 亿元、62.00 亿元、123.80 亿元、182.10 亿元和 198.46 亿元。其中，保证担保 83 期，抵押担保 1 期，保证担保仍为主要增信方式。

分别以担保后债项级别为 AAA 级的 3 年期公司债和 5 年期中票¹³为样本进

¹³ 本季度 7 年期 AAA 级的企业债大多采用保证担保，因此可比债券较少，不纳入统计。

行分析发现，采用担保方式发行的发行利率要比同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券的平均发行利率¹⁴分别高出 98BP 和 89BP，表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有一定的风险溢价要求，担保债券市场认可度一般，但不排除样本较少可能会对结果产生影响。

（二）非政策性金融债券发行情况

本季度，共有 95 家金融机构发行非政策性金融债 223 期¹⁵，总发行规模为 8010.30 亿元，非政策性金融债发行家数环比有所减少、同比有所增加，发行期数、发行规模环比和同比均明显增加，平均发行规模（35.92 亿元）环比和同比均有所下降。

具体来看，商业银行金融债（含商业银行其他一级资本工具¹⁶、商业银行二级资本工具）发行期数和发行规模（35 期、2919.30 亿元）环比和同比均有不同程度下降；证券公司所发债券期数和规模（164 期、4184.50 亿元）环比和同比均增幅显著，主要是受到利率下行以及券商流动性需求提升等因素影响；保险公司债发行 4 期，发行规模 158.50 亿元；其它金融机构债发行期数和发行规模（20 期、748.00 亿元）环比和同比有不同幅度的增加。

从级别来看，除证券公司短融和证券公司短期公司债券外，非政策性金融债券¹⁷的债项级别以 AAA 及 AA+ 为主，二者发行期数（77 期）和发行规模（4426.5 亿元）的占比分别为 87.50% 和 97.99%，较上季度（75.56%、95.90%）与上年同期（73.61%、95.61%）均有所增加。

表 3 2020 年一季度非政策性金融债券发行情况

| 债券类型 | 发行期数 | | | 发行家数 | | | 发行规模 | | | 平均发行规模 | | |
|---------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|
| | 本季度 (期) | 环比 (%) | 同比 (%) | 本季度 (家) | 环比 (%) | 同比 (%) | 本季度 (亿元) | 环比 (%) | 同比 (%) | 本季度 (亿元) | 环比 (%) | 同比 (%) |
| 商业银行金融债 | 35 | -39.66 | -18.60 | 30 | -40.00 | -18.92 | 2919.30 | -17.42 | -6.34 | 83.41 | 36.85 | 15.06 |
| 证券公司债 | 81 | 118.92 | 44.64 | 41 | 28.13 | 17.14 | 1884.50 | 147.31 | 32.99 | 23.27 | 12.97 | -8.05 |
| 证券公司短融 | 83 | 22.06 | 336.84 | 29 | 0.00 | 190.00 | 2300.00 | 31.81 | 389.36 | 27.71 | 7.98 | 12.02 |
| 保险公司债 | 4 | 100.00 | 33.33 | 4 | 100.00 | 33.33 | 158.50 | 217.00 | -59.15 | 39.63 | 58.50 | -69.36 |

¹⁴ 通过计算经担保提升债项等级的中票、公司债与在其起息日前后 15 日内起息的具有同债项等级、相同期限、无担保同类型债券的发行利率均值的差，再取差值的平均值。

¹⁵ 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。

¹⁶ 目前该分类下均为商业银行永续债。

¹⁷ 不包含私募债。

| | | | | | | | | | | | | |
|---------|-----|-------|-------|----|--------|-------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 其它金融机构债 | 20 | 42.86 | 42.86 | 14 | 40.00 | 40.00 | 748.00 | 14.20 | 121.30 | 37.40 | -20.06 | 54.91 |
| 合计 | 223 | 24.58 | 65.19 | 95 | -11.21 | 6.74 | 8010.30 | 18.72 | 39.80 | 35.92 | -4.70 | -15.37 |

资料来源：联合资信 COS 系统

（三）资产支持证券发行情况

本季度，在银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（70 期）和发行规模（1187.80 亿元）环比均减少 65% 左右，同比增减不一；非金融企业资产支持票据（ABN）发行期数（149 期）和发行规模（662.11 亿元）环比均减少约 35% 左右，同比增幅均超过 10%。在交易所债券市场上，资产支持证券发行期数（648 期）和发行规模（2424.47 亿元）环比均减少 35% 以上，同比均增加 20% 以上。本季度资产支持证券发行量环比大幅下降主要受上季度发行量较大影响，但疫情发生后监管部门发布支持融资政策有力推动了资产支持证券的发行，因此同比增加。本季度，交易所发行的资产支持证券在期数和规模上超过银行间债券市场。

本季度，为缓解新冠肺炎疫情冲击，多个“首单”疫情防控资产证券化产品发行上市，如首单小微企业知识产权暨疫情防控资产证券化项目¹⁸、首单零售商超行业供应链储架暨疫情防控资产证券化项目¹⁹等。

（四）债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行量同比有所增加

本季度，绿色债券发行期数为 53 期，发行规模为 503.09 亿元，发行期数和发行规模环比分别减少 3.64% 和 12.55%，同比分别增加 26.19% 和 0.64%。本季度新发绿色债券共涉及 39 家发行人²⁰，新增绿色债券发行人有 14 家。本季度新发绿色债券包括中票、PPN、企业债、公司债（含私募债）、商业银行债、其他金融机构债和资产支持证券，公司债（含私募债）的发行期数（22 期）和发行规模（158.50 亿元）均最多；新发绿色债券仍主要集中在 AAA 级，发行期数和发行规模占比分别为 40.43% 和 54.30%，较上年同期（43.24% 和 56.53%）均略

¹⁸ 浦东科创 1 期知识产权资产支持专项计划（疫情防控 abs）采用储架发行方式，以上海浦创龙科融资租赁有限公司为原始权益人，以原始权益人依据专利许可合同对专利客户享有的专利许可使用费支付请求权、损失赔偿请求权、其他从权利及附属担保权益为基础资产。

¹⁹ 山证汇通-供应链 1 期资产支持专项计划（疫情防控 abs）发行规模为 5.40 亿元，期限为 1 年期，由永辉青禾商业保理（重庆）有限公司作为原始权益人、永辉超市股份有限公司作为共同债务人，基础资产为保理融资债权，底层资产为永辉超市各子公司对上游供应商的应付账款。

²⁰ 关于绿色债券发行人和绿色债券发行利率的分析均不包含绿色资产支持证券。

有降低，较上季度（33.33%和 41.61%）有所提升；绿色债券发行主体涉及建筑与工程、电力、公路与铁路运输、交通基础设施等 13 个行业，其中建筑与工程行业发行期数和发行规模占比均最大（25.53%和 23.20%），复合型公用事业行业为本季度绿色债券发行新增行业；从地区分布来看，江苏地区发行人所发绿色债券期数（8 期）最多，浙江地区发行人所发绿色债券规模（72.30 亿元）最大；从发行利率来看，67.86%的绿色债券发行利率低于本季度同券种、同期限、同级别债券平均发行利率，占比较上季度（64.29%）有所增加；45.28%的绿色债券采取了第三方认证²¹；从资金投向来看，本季度绿色债券资金投向主要是清洁能源和清洁能源领域。

2. 熊猫债发行规模有所减少

本季度，我国债券市场共有 6 家发行人发行 9 期熊猫债，发行规模为 103.00 亿元，发行家数和发行规模较上年同期（7 家、155 亿元）和上季度（9 家、173 亿元）均有所减少，发行期数与上年同期持平，较上季度（12 期）有所减少。债券类别涉及定向工具（1 期）、超短期融资债券（5 期）和中期票据（3 期）。本季度，熊猫债发行主体包括境外中资背景企业以及外资企业，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于 AAA 级。

三、未来债市展望

第一，政策逆周期调节力度进一步加大，债券发行规模将稳定增长。一是在新冠肺炎疫情和世界经贸形势急剧变化可能对我国经济发展带来冲击的背景下，3 月政治局会议指出稳健的货币政策要更加灵活适度，引导贷款市场利率下行，4 月 3 日，央行决定于 2020 年 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次对中小银行定向降准，每次下调 0.5 个百分点，共释放资金约 4000 亿元，同时决定于 4 月 7 日下调金融机构在央行超额存款准备金利率 37 个基点至 0.35%。预计市场流动性将继续保持合理充裕，有利于债券发行。二是监管层将继续采取措施支持疫情地区和疫情防控企业发债融资、恢复生产，同时将继续通过加大中小微企业金融专项债券发行力度等措施支持中小微、民营企业债券融资，降低其融资成本。3 月 31 日国务院常务会议也提出“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道”，在此基础上，我国信用债市场将进一步扩容。三是 3 月 1 日新《证券法》正式实施，明确公司债公开

²¹ 没有第三方认证的主要是由发改委审核的绿色企业债以及由交易所进行认可的绿色公司债(含私募债)。

发行以及企业债发行实行注册制，有利于降低企业融资难度，提高企业融资效率，同时债券发行条件的放宽²²也有利于推动公司债、企业债扩容。四是财政政策更加积极有为，3月政治局会议提出适当提高财政赤字率，增加地方政府专项债券规模，国务院常务会议也要求“进一步增加地方政府专项债规模，在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债。各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。”地方政府专项债扩容以及发行、使用进度的提前也将推动债券发行量进一步增加。

第二，债券市场监管力度进一步加强，相关体制机制将不断完善。一是为贯彻落实新《证券法》，监管层将进一步加强对债券市场的监管，加大对欺诈发行、违规信息披露、中介机构未勤勉尽责以及操纵市场、内幕交易、利用未公开信息进行证券交易等严重扰乱市场秩序行为的查处力度。二是公司债公开发行以及企业债发行虽已正式实行注册制，但相关受理、审核机构尚未出台具体配套细则，改革要求与一些现行的发行规则和指引也存在衔接的问题，有关监管部门明确表示将尽快制定受理业务流程等配套制度，适时对外发布，预计将会很快出台。4月16日，交易商协会发布相关政策完善非金融企业债务融资工具公开发行注册制度²³，升级发行人分层分类机制²⁴，优化信息披露要求和注册发行流程，提升企业注册发行便利，公司信用类债券发行注册制将进一步完善。三是4月发布的《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》明确提出推进债券市场互联互通、统一公司信用类债券信息披露标准、加强债券市场评级机构统一准入管理等，债券市场各项体制机制将不断完善。

第三，债券市场对外开放进程继续加快，国际化水平将进一步提升。3月11日，央行、证监会有关部门负责人表示，将积极扩展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道，研究制定交易所市场熊猫债管理办法，有助于便利境外投资者参与我国债券市场。根据2020年1月16日发布的中美第一阶段经贸协议，“协议生效后3个月内，中国应审核和批准美国服务提供者已提交的尚未批准的任何信用评级服务牌照申请”，除标普外，穆迪和惠誉也有望在我国债券市场独立开展业务，一定程度上有利于提高我国评级行业和债券市场发展的国际化

²² 新《证券法》删除了公开发行公司债券对筹集资金投向、债券利率、发行人的净资产规模和累计债券余额占净资产比例四个方面的要求。

²³ 包括《非金融企业债务融资工具公开发行注册工作规程（2020版）》、《非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系（2020版）》等制度。

²⁴ 将原来“两类”架构升级为“两层四类”，适当扩大储架发行便利适用范围，拓展统一注册模式至资产支持票据等特殊产品和定向发行方式。

水平。此外，受益于我国疫情得到有效控制以及人民币资产的相对安全性，境外投资机构在我国债券市场的参与数量和投资规模也有望继续增长，我国债券市场对外开放步伐将进一步加速。

第四，债券市场仍面临较大信用风险，违约后续处置制度将不断完善。虽然近期企业融资环境有所好转，但受新冠肺炎疫情冲击，我国企业生产尚未完全恢复正常，且国外疫情扩散蔓延，我国产业链恢复面临较大挑战，部分企业营收受到冲击，出现信用风险的概率仍然较大。在此背景下，监管层将继续加强风险管控，完善债券违约处置机制。下一步，《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》有望正式出台，建立健全债券市场风险防范及化解机制，促进公司信用类债券市场健康发展。此外，我国将继续从强化信用债存续期监管、加强市场中介机构监管力度、促进信用衍生品发展等方面防控和化解债市信用风险，债券违约处置机制和方式也将进一步丰富和完善。

整体来看，今年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，但受新冠肺炎疫情影响，我国经济发展受到较大冲击，一季度经济增速出现负增长，且受海外疫情蔓延扩散影响，二季度我国经济发展仍难以恢复至正常水平，年底实现“两个翻番”目标压力较大，在此背景下，宏观政策逆周期调节力度将进一步加大，稳健的货币政策将更加灵活适度，维持债券市场流动性合理充裕，财政政策将更加积极有为，提高财政赤字率，发行特别国债，地方政府专项债提速扩容，未来债券发行量有望实现增长。在债券市场体制机制不断完善的背景下，我国债券市场对外开放程度有望持续提升，债券市场仍面临较大信用风险，违约处置制度将不断完善。