

2019 年度债券市场发展报告

——我国成为全球第二大债券市场，2020 年债市存量或破百万亿

2020 年 2 月 12 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

2019 年度债券市场发展报告

——我国成为全球第二大债券市场，2020 年债市存量或破百万亿

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 董欣焱 刘晓光 夏妍妍 刘艳

一、债券市场环境

本年度（指 2019 年度，下同），在政策鼓励直接融资、支持实体经济的背景下，监管层继续推动债券市场定向扩容、加快债市对外开放，同时重点强化中介机构监管、加强债券市场风险管控，为债券市场的长远健康发展创造了良好的政策环境。

（一）债券市场定向扩容，民营、中小微企业得到重点支持

支持民营、中小微企业通过债券融资。2 月 14 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，要求研究扩大定向可转债适用范围和发行规模；扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债；支持民营企业债券发行，鼓励金融机构加大民营企业债券投资力度等。在此政策指导下，相关监管机构陆续出台一系列鼓励措施。**一是鼓励中小、民营企业发行可转债。**8 月 30 日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、全国中小企业股份转让系统有限责任公司、中国证券登记结算有限公司（以下简称“中国结算”）共同发布《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》，将非公开发行可转换公司债券发行主体范围由创新创业公司扩展至非上市公司，进一步拓宽中小、民营企业的融资渠道，降低企业融资成本。**二是推动小微企业专项金融债的发行和投资。**3 月 13 日，银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）印发《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》，鼓励发行小微企业专项金融债，并且鼓励保险公司投资商业银行发行的小微企业专项金融债、小微企业信贷资产证券化等金融产品。**三是支持科技创新企业发行债务融资工具。**9 月 2 日，交易商协会对《双创专项债务融资工具信息披露表》进行修订并予以发布，进一步拓宽双创专项债务融资工具发行主体和募集资金适用范围¹，扩大对科技创新企业支持的覆盖面，有助于促

¹ 发行主体放开地域限制，由“注册或主要经营地在国家双创示范基地、国家高新技术产业开发区和国家自主创新示范区等创业创新资源集聚区域内的园区经营企业”拓宽至“具备良好盈利能力及偿债能力的实体产业运营主体，国有资本投资、运营公司，园区经营企业等向科技创新领域具有股权投资需求的企业”。募集资金用途对于股权投资出资比例有所提高，由“不超过 30% 的资金需以股权投资或委托贷款的形式投入园区内的创新型企业”变为“募集资金用于股权投资或基金出资等用途的比例原则上不超过注册金额的 50%”。

进科技创新企业债券发行量增加。上述政策从发行端和投资端共同发力，支持民营、中小微企业债券融资。

鼓励商业银行永续债、证券公司金融债券发行，增强金融服务实体经济能力。继 2018 年底国务院金融稳定发展委员会（以下简称“金稳委”）召开专题会议，要求尽快启动永续债发行后，2019 年 1 月 24 日，中国人民银行（以下简称“央行”）决定创设央行票据互换工具（CBS），公开市场业务一级交易商可以使用合格银行发行的永续债换入央行票据，同时将主体评级不低于 AA 级的银行永续债纳入中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）和再贷款的合格担保品范围。同日，银保监会也发布公告表示将允许保险机构投资符合条件的银行二级资本债券和无固定期限资本债券。在银行永续债利好政策频繁出台的背景下，1 月 25 日，中国银行成功发行 400 亿元永续债，票面利率 4.5%，债项评级 AA+级，我国首单商业银行永续债正式落地。5 月 7 日，银保监会发布《保险公司偿付能力监管规则——问题解答第 2 号：无固定期限资本债券》，明确了银行发行无固定期限资本债券的风险因子²，该风险因子低于大部分保险资金投资品种的基础因子，有利于增强保险公司对银行无固定期限资本债券的配置需求，进一步推动银行永续债的发行。6 月，央行批量上调了中信证券、国泰君安、海通证券等十家头部券商³短融余额上限，同时证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）允许中信证券、国泰君安等七家头部券商发行金融债⁴，推动了证券公司短融和证券公司金融债的发行。

继续鼓励企业发行绿色债券。5 月 13 日，央行发布《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具的通知》，支持试验区内企业注册发行绿色债务融资工具以及绿色资产支持票据等创新产品，要求交易商协会为试验区内企业发行绿色债务融资工具开辟绿色通道，提高绿债发行效率。本年度，广州、江苏、吉林等省市先后发布文件采取贴息、支持信用增信等方式鼓励企业发行绿色债券，上述政策的出台将切实推动相关地区绿色债券发行的增加，同时对其他地区起到示范带动作用。

此外，本年度《关于推进养老服务发展的意见》《非金融企业扶贫票据业务

² 政策性银行和国有控股大型商业银行的基础风险因子为 0.20，全国性股份制商业银行的基础风险因子为 0.23。

³ 其余七家为银河证券、招商证券、华泰证券、申万宏源、中信建投、广发证券以及中金公司。

⁴ 一直以来金融债的发行主体主要是政策性银行以及商业银行，券商没有资格在银行间市场发行金融债。2019 年 6 月 25 日，中信证券、国泰君安、招商证券、广发证券、中信建投、申万宏源、华泰证券等 7 家头部券商相继发布公告称，收到证监会的监管意见书，证监会对公司申请发行金融债券无异议，券商发行金融债松绑。

指引》《关于促进家政服务业提质扩容的意见》等文件支持和鼓励相关领域的企业债券融资。上述政策的发布实施有利于进一步推动债券市场定向扩容。

（二）完善债市体制机制，强化评级行业监管

优化债券市场发行和交易相关机制。一是进一步完善企业债和公司债发行机制。10月11日，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）研究制定了《企业债券簿记建档发行业务指引》及《企业债券招标发行业务指引》，在充分披露的前提下，给予发债企业一定自主选择权，增加发行额度和公告日期安排弹性，此举有利于提升企业债券的发行效率、扩大直接融资规模。12月13日，上交所和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）发布《关于规范公司债券发行有关事项的通知》，要求发行人不得在发行环节直接或者间接认购自己发行的债券，进一步规范公司债券发行业务，维护债券市场正常秩序。**二是继续规范资产证券化业务发展。**2月14日，交易商协会发布《个人消费类贷款资产支持证券信息披露指引（2019版）》，进一步明确了循环类型的个人消费类贷款资产支持证券信息披露安排，提升消费类信贷资产支持证券标准化、透明化水平。6月24日，基金业协会发布《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》，进一步规范资产证券化业务的尽职调查工作。2019年，监管机构对8起ABS项目进行了处罚，对项目发行人、管理人和中介机构出具关注和警示函共计16张，为历年之最，提高了资产支持证券业务违规处罚力度。**三是明确永续债税收政策。**4月16日，财政部和税务总局发布《关于永续债企业所得税政策问题的公告》，明确了企业发行永续债的股息、红利、债券利息企业所得税政策及适用标准，满足条件的可以税前扣除，此举有利于永续债的规范化发展。

继续推动债券市场互联互通。5月20日，央行、证监会联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》，推出以跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金，进一步推动债券市场互联互通。8月6日，证监会、央行和银保监会联合发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》，提出在前期试点基础上将交易所债券市场参与现券交易的银行范围扩大至政策性银行和国家开发银行、国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、在华外资银行、境内上市的其他银行，为推动中国债券市场的整体发展，实现银行间和交易所市场互联互通、协同发展迈出了重要一步。

加强评级行业监管。一是制定信用评级业务信息披露准则。8月1日,《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信用评级业务信息披露规则》正式施行,各家评级机构将按照要求披露其基础信息、信用评级结果及质量统计情况、专项信息等内容,此举有利于进一步规范信用评级机构的信息披露行为,提高信用评级业务的透明度。二是明确信用评级业务利益冲突管理规则。10月10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信用评级业务利益冲突管理规则》,对隔离设置、回避安排、禁止性规定、离职审查及轮换、利益冲突管理的具体情形进行了规定,旨在保障外部评级的独立性、客观性及公正性。三是构建信用评级行业统一监管框架。11月26日,央行等四部委联合发布《信用评级业管理暂行办法》,明确中国人民银行为信用评级行业主管部门,发改委、财政部、证监会为信用评级业务管理部门,自律组织或机制作为有效补充依法开展行业自律管理的“三位一体”的监管体系,强化评级机构独立性、透明度和利益冲突管理,增大处罚力度,监管更加严格和细致化。加强评级行业监管有助于推动我国评级行业和债券市场的长远健康发展。

(三) 便利和规范境外投资者和发行人参与中国债券市场, 进一步推动债市对外开放

一是进一步便利境外机构投资者投资我国债券市场。8月23日,中央国债登记结算有限责任公司(以下简称“中债登”)等机构联合发布通知,延长境外机构投资者债券交易结算周期,债券交易结算双方中有一方为境外机构投资者即可选择T+3的结算周期。9月10日,国家外汇管理局发布公告,决定取消合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)投资总额度限制,取消单家境外机构投资者额度备案和审批,同时取消RQFII试点国家和地区限制。10月16日,央行和国家外汇管理局发布通知,允许同一境外主体QFII/RQFII和直接入市渠道下的债券进行非交易过户,资金账户之间可以直接划转,同时同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次。上述政策的实施使境外投资者参与境内金融市场的便利性大幅提升。二是积极推进熊猫债市场制度体系建设。2月1日,交易商协会正式发布《境外非金融企业债务融资工具业务指引(试行)》,明确了熊猫债券信息披露、募集资金使用、中介机构等方面的核心制度安排,对进一步规范熊猫债市场发展、推动银行间市场对外开放起到推动作用。三是升级“债券通”功能,增加报价机构。7月3日,“债券通”开通两周年,中国外汇交易中心、债券通公司与Tradeweb、Bloomberg等第三方平台升级多项“债券通”功能,“债券通”报价机构新增13家至47家,进一步满足境外投资者的投资需求,提升市场流动性。上述政策均有助于提升我国债

券市场对外开放的广度和深度。

（四）加快地方债发行和使用进度，防范地方政府债务风险

加快地方债发行和使用进度，扩大专项债适用范围。3月18日，财政部发布《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》，地方政府公开发行的 general 债券和专项债券，可通过商业银行柜台市场在本地区范围内（计划单列市政府债券在本省范围内）发行，进一步拓宽了地方债的发行渠道。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确专项债可作为重大项目资本金，金融机构可提供配套融资。9月召开的国务院常务会议进一步将可做资本金项目的范围由4个领域扩大到10个领域⁵。2019年，我国共发行地方债4.36万亿元，一般债券和专项债分别发行1.77万亿元和2.59万亿元。本年度，为了发挥稳投资、稳增长的作用，地方债整体呈现发行时间提前、发行和使用进度加快、专项债使用范围进一步扩大的特点。

加强防范和化解地方政府债务风险。2月14日，国务院办公厅印发《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》，明确提出政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信，不得向非融资担保机构进行股权投资。3月，沪深交易所窗口指导放松城投公司发行公司债的申报条件，对于到期债务六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比50%的上限限制，但不允许配套补流，这有助于融资平台到期债务的妥善解决。6月13日，发改委发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确地方国有企业作为独立法人承担外债偿还责任，禁止地方政府及其部门直接或承诺以财政资金偿还地方国有企业外债，不得为地方国有企业发行外债提供担保。6月21日，财政部、自然资源部联合印发《土地储备项目预算管理办法（试行）》，试点在土地储备领域按项目实行全生命周期预算管理，提出专项债券发行规模不得超过项目预期土地出让收入的70%等要求，进一步健全土地储备专项债券项目控制机制，有效防控专项债务风险。上述举措有利于进一步防范和化解地方政府债务风险。

⁵ 这十个领域包括铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水。

（五）继续加强债券市场风险管控，通过发展信用风险保护工具健全信用风险分担机制

债市风险管控方面，一是对债券市场信用风险进行主动管理。3月，深交所发布《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》，针对上市债券出现信用评级调整为AA级（不含）以下等情形，仅允许其采取协议大宗交易方式进行交易⁶。7月15日，中国证券业协会发布《证券公司信用风险管理指引》，要求证券公司建立风险监控、报告及预警机制、风险资产违约处置流程，加强对各类信用风险事件的防范与应对。7月29日，发改委、央行、财政部、银保监会印发《2019年降低企业杠杆率工作要点》，要求推进企业战略重组与结构调整、加快“僵尸企业”债务处置、完善破产退出相关保障机制，并要求限制高负债企业过度债务融资、及时处置企业债务风险等，进一步完善企业债务风险防控机制。二是加强资产证券化产品风险管理。4月19日，证监会发布《资产证券化监管问答（三）》，对未来经营收入类ABS产品现金流来源、特定原始权益人的持续经营能力要求、专项计划期限要求以及现金流归集和收益分配方面要求做出明确，强化未来经营收入类ABS产品的风险管理。三是强化对房地产企业信用风险管控。7月12日，发改委发布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时要求房地产企业发行外债要加强信息披露、保持外债合理期限结构和内外债合理比例等，防范房地产企业发行外债的潜在风险。

健全信用风险分担机制方面，一是继续支持信用风险缓释工具发展。继2018年四季度银行间债券市场通过鼓励发行信用风险缓释凭证（CRMW）以推动民企债券融资后，2019年1月18日，沪深交易所联合中国结算发布《信用保护工具业务管理试点办法》，明确了信用保护工具总体业务框架、参与者要求、业务开展模式、交易结算方式、信息披露以及风险防控安排等内容，推进交易所市场信用保护工具业务市场化、规范化开展。4月8日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，要求进一步完善债券发行机制，使用信用风险缓释凭证等债券融资支持工具支持民营企业债券融资。12月9日，上交所发布《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，在前期信用保护合约试点基础上，开展信用保护凭证业务试点，12月17日，首批信用保护凭证落地，共4单合计名义本金1.33亿元，有效支持债券融资44.6亿元。二是支持公募基金和保险资金投资信用衍生品。1月15日，证监会发布《公开募集

⁶ 在此之前，在深交所上市债券可以同时采取集中竞价交易和大宗交易方式进行交易。

证券投资基金投资信用衍生品指引》，允许除货币基金之外的公募基金以风险对冲为目的投资信用衍生品，基金业协会同步发布《证券投资基金投资信用衍生品估值指引（试行）》，规范证券投资基金投资信用衍生品的估值，保护基金份额持有人利益，上述政策有助于民企债务融资支持工具等信用衍生品的发展。5月15日，银保监会发布《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》，允许保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务对冲风险。上述政策对健全信用风险分担机制、提高债券市场服务实体经济能力发挥了积极作用。

（六）违约常态化背景下，违约处置机制进一步完善。

债券违约事件有所增多。本年度，债券市场新增违约发行人46家，涉及到期违约债券136期，到期违约规模合计约838.23亿元。债券市场新增违约主体家数、涉及到期违约债券期数较上年分别增加6.98%、23.64%，到期违约规模较上年略有下降，违约事件的发生呈现常态化的趋势。此外，另有28家之前已经发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金，共涉及到期违约债券66期，到期违约规模合计约364.73亿元。

违约处置机制进一步完善。一是**推动违约债券转让业务。**4月9日，北京金融资产交易所推出以动态报价机制为核心的到期违约债券转让业务，提高违约债券处置效率，为无意参与债券重组的投资者提供了退出通道。5月24日，沪深交易所联合中国结算发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》，为特定债券以及兑付存在重大不确定性且发行人或受托管理人发布公告明确提示风险的债券、存在不能按约定分配收益等情形的资产支持证券提供转让服务，进一步丰富违约处置方式。二是**进一步明确债券回购违约处置。**6月17日，全国银行间同业拆借中心、中债登和上海清算所均发布了与债券回购或债券担保违约有关的试行处置细则，明确了违约处置的范围、方式和流程，明确债权方可提出处置申请，保障债权方的权益。9月29日，北京金融资产交易所发布《北京金融资产交易所有限公司债券回购违约处置实施细则（试行）》，对债券回购违约处置申请、核验及转让信息公示、成交及结算、监测与管理等方面作出细化要求。三是**加快完善非金融企业债务融资工具违约处置和相关配套机制。**12月27日，银行间交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引（试行）》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（修订稿）》，明确市场参与各方的职责和权力，丰富违约前保护措施和

违约后处置方式，完善受托管理人和债券持有人会议制度，为市场化处置违约债券提供了操作指南。四是加快完善市场主体退出机制。7月16日，发改委等13部委联合发布《加快完善市场主体退出制度改革方案》，要求达到法定破产条件的市场主体依法通过破产程序进行清理或推动利益相关方庭外协议重组。上述政策措施进一步丰富完善了我国债券违约处置机制，有利于债券市场长远健康发展。

二、债券产品发行利率

本年度，央行继续实施稳健中性的货币政策，在全球经济增速放缓、货币政策整体趋于宽松以及中美贸易摩擦的背景下，央行分别于2019年1月、5月、9月实施三次降准⁷；于8月17日宣布新的贷款市场定价利率（LPR）形成机制，并推动银行贷款使用新的LPR报价对新增贷款进行定价，新的一年期LPR报价于8月、9月、11月三次下调，共下调0.16个百分点⁸；此外，央行灵活开展公开市场操作，综合运用逆回购、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）、国库定存等工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，同时适当加大中长期流动性投放力度，保证流动性的合理充裕，市场利率呈小幅波动下行走势。

本年度，一年期贷款基准利率仍维持在2015年四季度以来的4.35%，银行间固定利率国债一年期到期收益率整体呈波动下行走势，本年度平均水平（2.57%）较上年（3.02%）下降45个基点。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，受市场流动性较为宽松影响，本年度一年期短融的平均发行利率（4.21%）较上年（5.52%）下行131BP，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。

本年度，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%；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在本年度均呈波动下行趋势，本年度，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的平均水平分别为2.84%、3.02%

⁷ 2019年1月，央行实施全面降准，分别于1月15日和25日共下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；2019年5月，央行实施定向降准，分别在5、6、7月三次实施到位，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率；2019年9月，央行实施全面降准和定向降准，全面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），对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点。

⁸ 1年期LPR于2019年8月20日、9月20日和11月20日下调三次，分别下调0.06、0.05和0.05个百分点至4.15%；5年期LPR仅于11月20日下调一次，下调0.05个百分点至4.80%。

和 3.18%，较上年分别下降 46、42 和 43 个基点。三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率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。本年度，三年期公司债、五年期中票和七年期企业债的平均发行利率分别为 4.21%、4.48%和 6.84%，较上年（5.24%、5.49%和 7.19%）分别下行 103BP、101BP 和 35BP。此外，大多数 AAA 级主体所发三年期公司债以及五年期中期票据发行利率低于相应期限贷款基准利率，而大多数 AAA 级主体所发七年期企业债发行利率则高于七年期贷款基准利率，说明市场对于五年期以上的中长期债券的风险溢价较高。

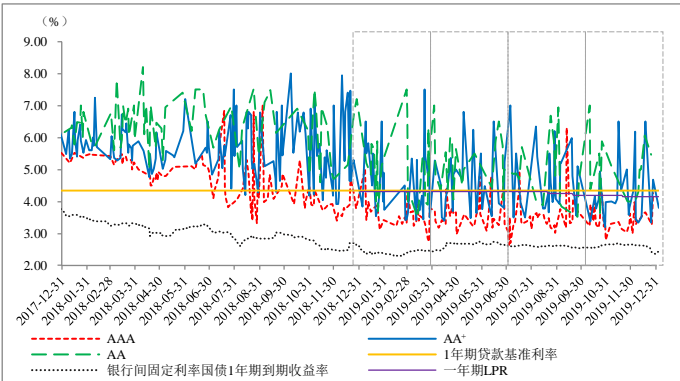


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

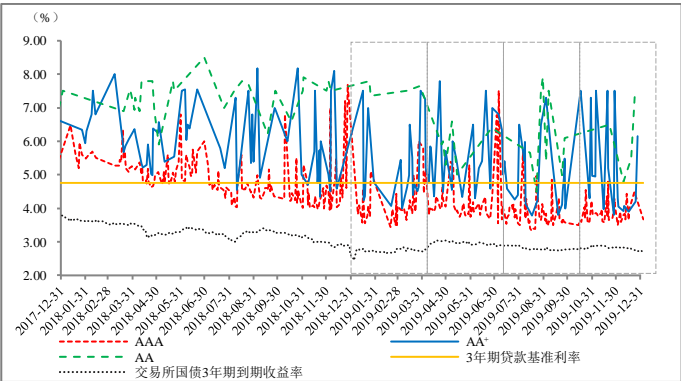


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

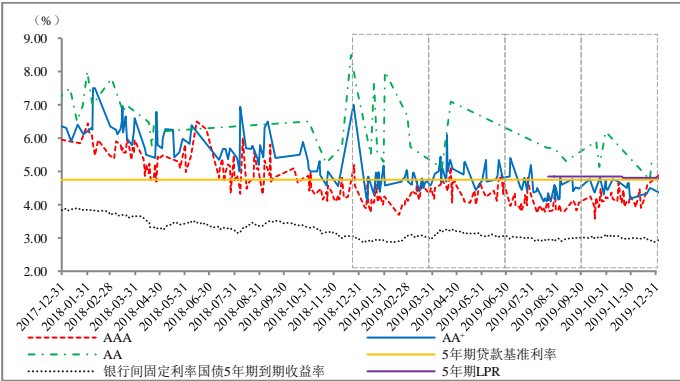


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

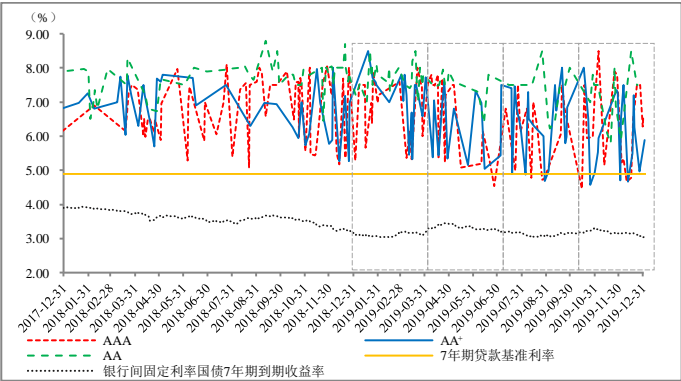


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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

三、债券市场发行情况

本年度，债券市场共发行各类债券 44.43 万亿元，较上年增长 2.86%，增幅

较上年回落近 4 个百分点。银行间债券市场新发债券 40.00 万亿元，占债券市场发行总量的 90.02%，仍是我国债券主要发行场所。为保持市场合理流动性，支持银行发行永续债补充资本，2 月央行重启央票发行，开展央行票据互换（CBS）操作⁹。本年度，企业债、中期票据、超短期融资券、证券公司短期融资券、非金融企业资产支持票据、非公开定向债务融资工具的发行量同比增幅显著，而同业存单发行规模较上年明显减少是本年度债券市场发行规模增幅放缓的主要原因；交易所市场新发债券 4.43 亿元，私募债、可转债、可交换债的发行量同比增幅均超过 50%，证券公司债的发行量较上年有所减少。截至 2019 年末，我国债券市场主要债券存量规模达到 96.23 万亿元，较上年增长了约 15.78%，规模继续扩大，我国成为仅次于美国的全球第二大债券市场。

表 1 2017-2019 年债券市场发行和存量情况

券种类别	2017 年发行情况		2018 年发行情况		2019 年发行情况		2019 年末存量	
	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	1290	83089.34	1080	77147.45	1241	80694.27	5141	375588.27
国债	156	39508.40	152	35506.77	146	37059.00	267	164405.34
地方政府债	1134	43580.94	928	41640.67	1095	43635.27	4874	211182.93
央票	0	0.00	0	0.00	7	320.00	5	220.00
金融债	787	38726.51	729	41404.20	818	54665.50	1242	206331.60
政策性银行债	545	28819.78	489	29703.80	549	35405.50	276	153318.53
商业银行债券	198	8707.73	174	9182.40	184	15980.50	788	46993.57
非银行金融机构债券	44	1199.00	66	2518.00	85	3279.50	178	6019.50
政府支持机构债券	25	3010.00	46	4170.00	46	3720.00	160	16725.00
企业债券	382	3730.95	282	2390.08	394	3631.19	2554	23795.50
一般企业债	349	3530.25	257	2260.68	372	3448.89	2421	22876.71
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	7	49.10
项目收益债	33	200.70	25	129.40	22	182.30	126	869.69
中期票据	910	10212.55	1399	15893.65	1655	18638.60	5186	65840.46
短期融资券	2134	23361.90	2912	30664.30	3503	35805.19	2116	20326.29
一般短期融资券	463	3949.70	422	4193.30	462	4436.20	486	4902.30
超级短期融资券	1671	19412.20	2490	26471.00	3041	31368.99	1630	15423.99
证券公司短期融资券	19	392.00	57	1425.00	176	4491.00	68	1745.00
资产支持证券（银行间）	400	5972.29	449	9323.35	566	9433.36	1030	14363.57
资产支持证券（交易所）	1932	8201.11	1992	9473.80	2841	10952.16	5072	17577.97
非金融企业资产支持票据	113	574.95	248	1261.25	695	2893.77	916	3729.24
非公开定向债务融资工具	725	5954.61	766	5458.87	863	6192.12	2656	20206.97
公司债	1199	11008.75	1520	16491.70	2465	25501.84	6562	69077.81

⁹ 央行票据互换工具（CBS）是为提高银行永续债的流动性，由中国人民银行决定创设的工具，公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行的永续债从人民银行换入央行票据。

一般公司债	537	5636.72	796	10034.78	891	10937.11	3094	38138.33
私募债	662	5372.03	724	6456.92	1574	14564.73	3468	30939.48
证券公司债	264	6339.40	210	4718.90	174	4033.30	588	13110.81
可转债	52	949.37	83	793.12	151	2695.19	269	3775.79
可交换债	80	1172.84	28	464.74	60	824.15	146	2264.30
项目收益票据	5	21.10	0	0.00	0	0.00	21	103.60
同业存单	26931	201872.40	27301	210832.40	27892	179712.73	15595	107239.45
国际机构债	4	60.00	4	60.00	9	135.00	16	249.60
合计	37252	404650.07	39106	431972.80	43556	444339.37	49343	962271.23

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 1 月 3 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. 债券发行量明显增加

本年度，市场资金面整体较上年宽松，同时在再融资需求的推动下，非金融企业前期积累的融资需求得到一定释放，非金融企业所发债券¹⁰的发行期数、发行家数和发行规模分别为 8017 期、2423 家和 8.36 万亿元，较上年均增加了 30% 左右，增幅明显。

短融¹¹、超短融发行量均有所增加，超短融增幅明显。本年度，共有 290 家企业累计发行短融 462 期，发行规模为 4436.20 亿元，发行期数、发行家数和发行规模分别较上年增长 9.48%、2.84%和 5.79%，平均发行规模（9.60 亿元）略有下降，发行期限仍以 1 年期为主。本年度，共有 821 家企业发行超短融 3041 期，发行规模为 3.14 万亿元，发行期数、发行家数和发行规模均较上年增加 20% 左右，增幅较大，平均发行规模（10.32 亿元）略有减少，发行期限仍以 270 天为主。

¹⁰ 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），不包含中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券。

¹¹ 如不加说明均不含超短融。

中票发行量也实现较大增长。本年度，共有 903 家企业发行中票 1655 期，发行规模为 1.86 万亿元，发行家数、发行期数和发行规模均较上年增加 18% 左右，平均发行规模变化不大。本年度中票的发行期限¹²仍主要集中于 3 年期和 5 年期，两者之和在中票总发行期数中的占比（80.00%）较上年有所下降；特殊期限中票¹³共发行 568 期，在中票总发行期数中的占比（34.32%）较上年变化不大；永续期中票共发行 273 期，在中票总发行期数中的占比（16.50%）较上年下降约 2 个百分点。本年度未发行项目收益票据。

企业债券发行量增幅显著。本年度，共有 315 家企业发行企业债 394 期¹⁴，发行规模为 3631.19 亿元，发行期数、发行家数和发行规模较上年增幅均超过 35%，增幅显著，平均发行规模为 9.22 亿元，同比增加 8.74%。企业债发行量同比大幅增加主要与本年度市场流动性合理充裕以及经济增速放缓背景下发改委密集批复企业债以稳投资、稳增长有关。从发行期限来看，企业债发行仍主要集中在 7 年期，其发行期数在企业债总发行期数中的占比（66.24%）较上年下降约 11 个百分点，5 年期企业债发行期数占比（14.47%）同比上升 8 个百分点，可能是由于经济增速放缓及信用风险持续暴露背景下市场更偏好相对较短期限的企业债。本年度项目收益债发行期数为 22 期，较上年（25 期）有所减少，发行规模为 182.30 亿元，较上年（129.40 亿元）有所增加，专项企业债¹⁵发行期数和规模分别为 57 期、460.39 亿元，较上年变化不大。

私募债发行量较上年翻番。本年度，共有 470 家企业发行公司债¹⁶891 期，发行规模为 10.94 万亿元，平均发行规模为 12.28 亿元，发行期数、发行家数、发行规模均较上年增加 10% 左右，平均发行规模较上年下降 2.63%。本年度，公司债发行期限仍主要集中在 5 年期，但发行期数在公司债总发行中的占比较上年下降约 4 个百分点，主要由于永续期公司债发行期数占比较上年有所提升。私募债方面，2019 年共发行 1574 期私募债，发行规模达 1.45 万亿元¹⁷，发行期数与发行规模均较上年增加 100% 以上，私募债发行量的大幅增长主要与市场利

¹² 不含永续期债券，按债券发行完整期限统计，以下同。

¹³ 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。

¹⁴ 包含项目收益债 22 期。

¹⁵ 本年度发行的专项企业债类型包含市场化银行债权转股权专项债券、PPP 项目专项债券、城市地下综合管廊建设专项债券、城市停车场建设专项债券、长江大保护专项绿色债券、双创孵化专项债券、养老产业专项债券、社会领域产业专项债券。

¹⁶ 如不加说明均不包含私募债。

¹⁷ 私募债根据 Wind 截至 2020 年 1 月 3 日已披露的数据统计。

率水平下行、公司债进入兑付高峰背景下借新还旧需求增加以及沪深交易所放松城投公司发行公司债申报条件有关。

表 2 2018-2019 年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		
	2018 年 (期)	2019 年 (期)	增幅 (%)	2018 年 (家)	2019 年 (家)	增幅 (%)	2018 年 (亿元)	2019 年 (亿元)	增幅 (%)	2018 年 (亿元)	2019 年 (亿元)	增幅 (%)
超短融	2490	3041	22.13	680	821	20.74	26471.00	31368.99	18.50	10.63	10.32	-2.97
短融	422	462	9.48	282	290	2.84	4193.30	4436.20	5.79	9.94	9.60	-3.37
中期票据	1399	1655	18.30	768	903	17.58	15893.65	18638.60	17.27	11.36	11.26	-0.87
企业债	282	394	39.72	232	315	35.78	2390.08	3631.19	51.93	8.48	9.22	8.74
公司债	1517	2465	62.49	818	1323	61.74	16491.75	25501.83	54.63	10.87	10.35	-4.84
一般公司债	796	891	11.93	426	470	10.33	10034.78	10937.11	8.99	12.61	12.28	-2.63
私募债	721	1574	118.31	437	911	108.47	6456.97	14564.73	125.57	8.96	9.25	3.32
合计	6110	8017	31.21	1898	2423	27.66	65439.78	83576.81	27.72	10.71	10.42	-2.66

资料来源：联合资信 COS 系统

2. 发行主体/债项信用等级继续向高等级集中¹⁸

本年度，短融¹⁹发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA-级，其中 AAA 级至 AA 级仍为短融发行主体的主要集中级别。

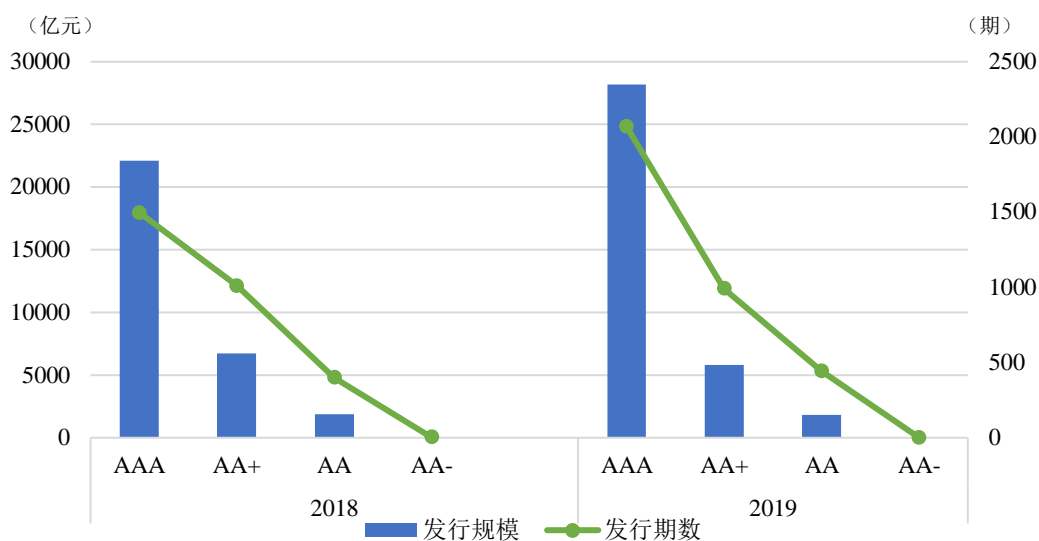
从发行期数来看，本年度各级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA~AA 级，合计占比（99.97%）较上年（99.83%）进一步上升。其中，AAA 级主体所发短融的期数占比（59.04%）较上年增长 7.63%，仍居于首位；AA+级和 AA 级主体所发短融的期数占比分别为 28.32%和 12.62%，较上年均有所下降；本年度 AA-级主体仅发行 1 期短融。短融发行期数呈现向 AAA 级集中趋势。

从发行规模来看，本年度各级别主体所发短融的规模分布主要集中在 AAA~AA 级，合计占比（99.99%）较上年（99.95%）进一步上升。其中，AAA 级主体所发短融的规模占比升至 78.69%，仍为发行规模最大的主体级别；AA+级主体所发短融的规模占比为 16.25%，较上年下降约 6 个百分点；AA 级主体所发短融的规模占比（5.05%）较上年小幅回落；AA-级主体所发短融规模仍较少。短融发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。

¹⁸ 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。

¹⁹ 含超短期融资券，以下同。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现向 AAA 级集中趋势。



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

资料来源：联合资信 COS 系统

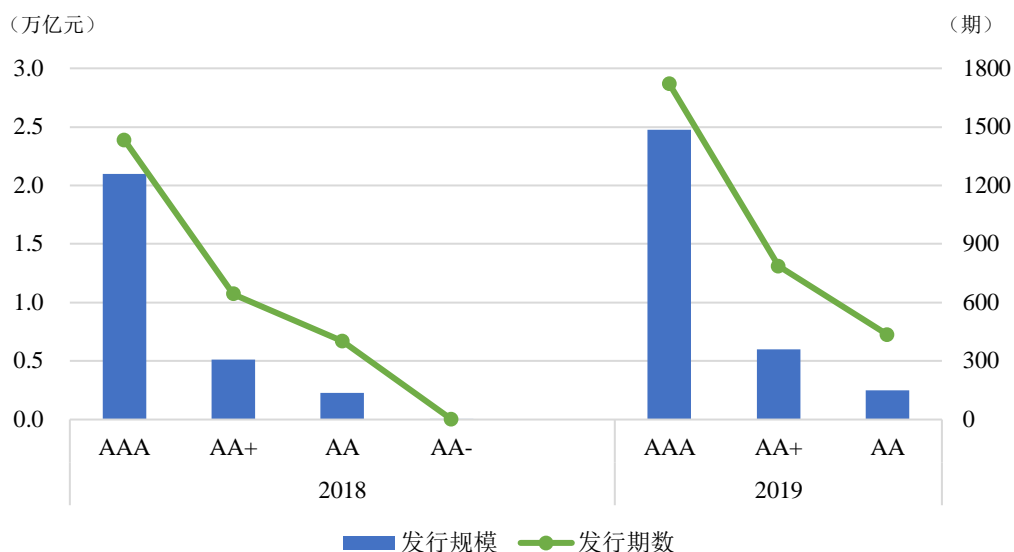
图5 2019年短融发行主体信用等级分布情况

本年度，非金融企业所发中票、企业债、公司债的债项信用等级分布在 AAA 级~AA 级。

从发行期数来看，AAA 级中票、企业债、公司债的发行期数占比（58.54%）仍位居第一，且较上年（57.81%）小幅增长；其次为非金融企业所发 AA+ 级中票、企业债、公司债，其发行期数占比（26.70%）较上年（25.96%）略有下降；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债的发行期数占比（14.76%）较上年（16.19%）也有所下降。非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数呈现向 AAA 级集中的趋势。

从发行规模来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债的发行规模占比（74.53%）仍然最大，且较上年（74.03%）继续上升；其次为非金融企业所发 AA+ 级中票、企业债、公司债，其发行规模占比（17.98%）较上年（18.00%）略有下降；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债的发行规模占比（7.49%）较上年（7.96%）也略有降低。非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用等级分布继续呈现向 AAA 级集中的趋势。



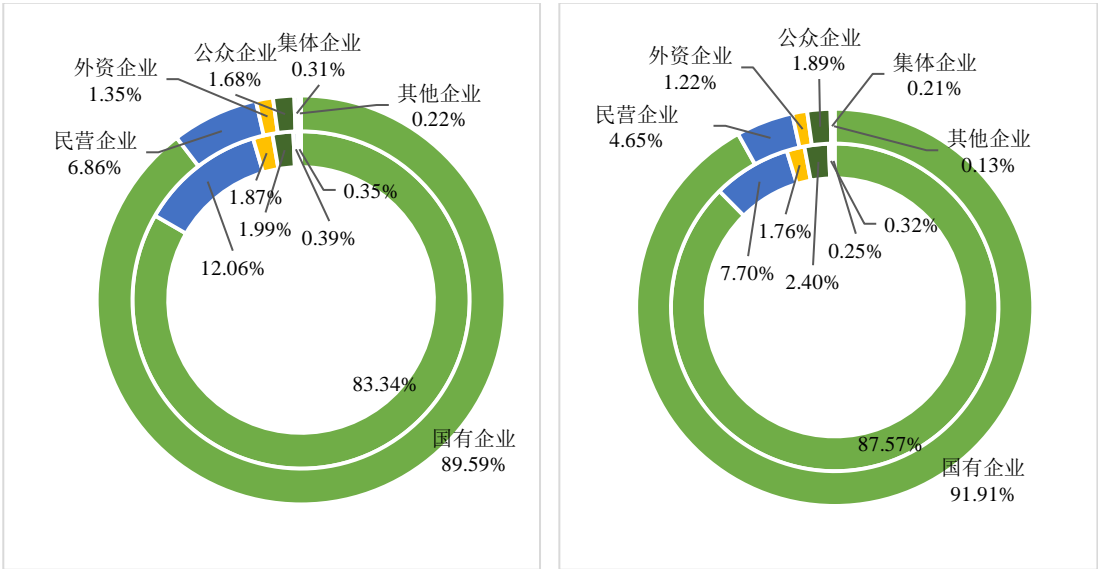
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入

资料来源：联合资信 COS 系统

图6 2019年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继续上升

从发行主体的所有制性质来看，本年度，国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，其所发债券的期数和规模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89.59%和91.91%，分别较上年上升6个和4个百分点，民营企业所发债券的期数和规模占比分别为6.86%和4.65%，分别较上年减少5个和3个百分点，主要由于经济增速放缓、经济去杠杆加上一些民营企业由于盲目扩张、大额资金拆借等原因导致信用风险持续暴露，投资人风险偏好下降，民营企业融资环境整体较差。外资企业、公众企业、集体企业和其他企业本年度所发债券的发行期数和规模仍然较少。



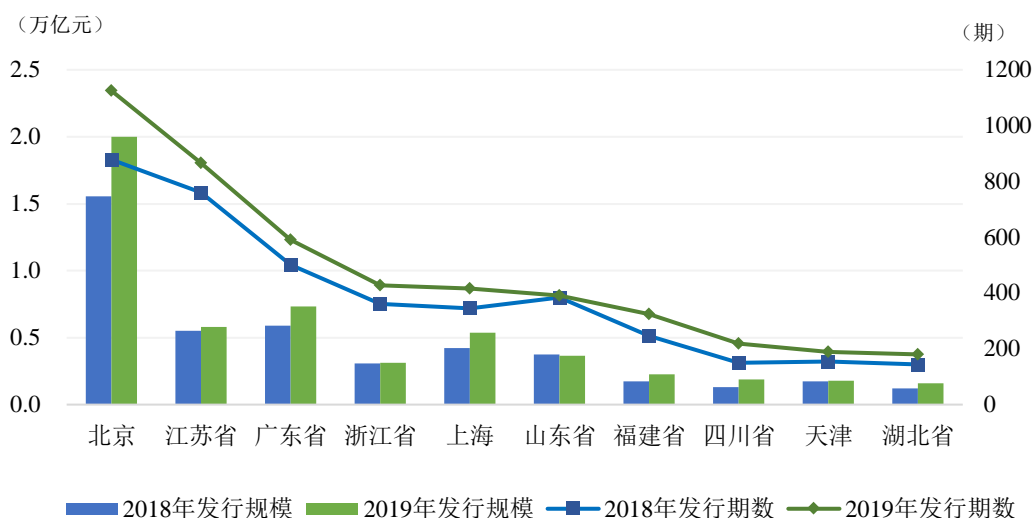
注：1.左图为发行期数分布情况，右图为发行规模分布情况；2.外环均为 2019 年发行情况，内环为 2018 年发行情况

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2019 年短融、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有所提升

本年度，北京、广东和江苏地区的非金融企业所发债券的期数和规模仍均位列前三位。其中，北京的非金融企业所发债券的期数（1125 期）和规模（2.00 万亿元）均位居首位，发行优势显著。从非金融企业发行债券期数前十位地区来看，除山东省发行规模略有减少外各地区非金融企业所发债券期数和规模均较上年有所增加；北京、上海、福建、四川、湖北地区非金融企业所发债券的期数和规模增幅均超过 20%；湖北地区的发行期数排名超越了上年排名第 8 位的山西，跻身前十。从发行地区集中度来看，本年度非金融企业所发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（73.39%和 76.48%）较上年均小幅增加，债券发行的地区集中度进一步提升，且仍主要集中于东部沿海发达地区。



注：以2019年发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信COS系统

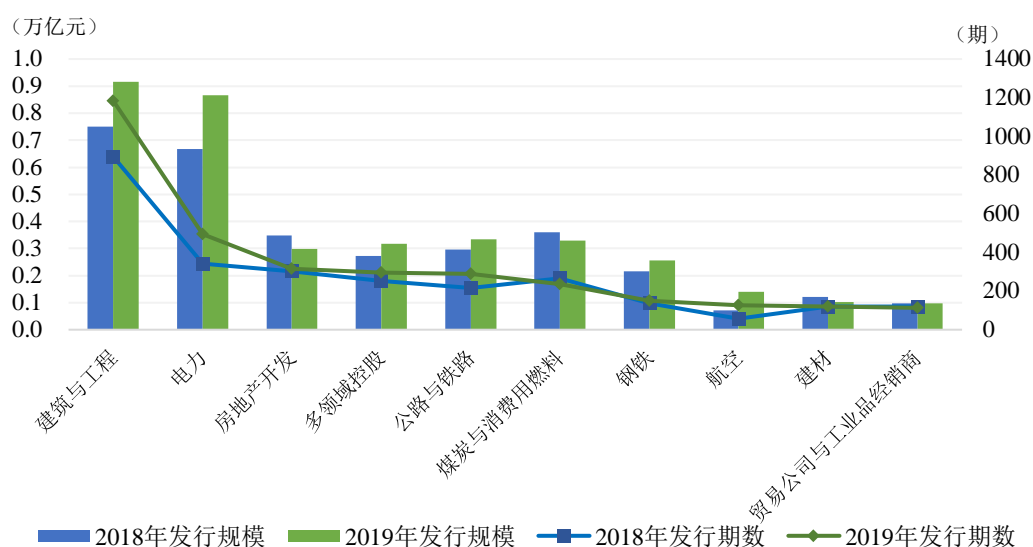
图8 2019年非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况

5. 债券发行主体行业集中度保持相对稳定

本年度，建筑与工程²⁰、电力和房地产开发²¹行业企业所发债券的发行期数和发行规模居于前三位。其中，建筑与工程行业企业的发行期数（1184期）和发行规模（9164.24亿元）继续位居首位。本年度，非金融企业所发债券期数前十位行业中，航空行业企业发行量增幅显著，其发行期数和发行规模的增幅均超过98%，发行期数排名超越上年排名第10位的公路运输业，跻身前十；煤炭与消费用燃料、贸易公司与工业品经销商行业企业所发行债券期数和规模较上年均有所下降。从行业集中度来看，本年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总发行规模中的占比（51.58%和53.02%）较上年变化不大，行业集中度保持相对稳定。

²⁰ 债券发行人中，所属建筑与工程行业的企业多数为城投企业。

²¹ 本年度非金融企业债券发行人中，约34%的房地产开发行业企业为城投企业。



注：1.按照 Wind 四级行业划分；2.以 2019 年发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 9 2019 年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

本年度，共有 388 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 2498.49 亿元，发行期数和发行规模分别占非金融企业债券总发行期数和总发行规模的 6.02%和 3.62%，占比较上年（5.79%和 3.50%）均略有上升。其中，具有担保条款的超短融、短融、中票、企业债、公司债的发行期数分别为 36 期、16 期、67 期、173 期和 96 期，发行规模分别为 157.20 亿元、98.90 亿元、375.70 亿元、1171.69 亿元和 695.00 亿元。保证担保（371 期）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、5 年期中票、7 年期企业债券为样本进行分析发现，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分别高出 45BP、78BP 以及 131BP²²，表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有较高的风险溢价要求，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。

²² 通过计算经担保提升债项等级的中票、企业债、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。

（二）非政策性金融债券发行情况

本年度，共有 215 家主体发行非政策性金融债 619 期²³，总发行规模 2.78 万亿元，发行家数较上年略有减少，发行期数、发行规模以及平均发行规模均较上年明显增加。

具体来看，商业银行金融债（含商业银行其他一级资本工具²⁴、商业银行二级资本工具）发行期数和发行家数（184 期和 110 家）均较上年变化不大，但发行规模（1.60 万亿元）较上年增加约 74.03%，增幅显著，主要由于今年以来监管部门鼓励商业银行通过多种渠道补充资本，以永续债为突破口补充银行一级资本，本年度永续债共发行 5696.00 亿元，单笔发行规模较大。本年度，证券公司所发债券共计 359 期，发行规模达 9049.30 亿元，均较上年增长 30%以上，增幅明显，主要与 6 月监管层上调中信证券、国泰君安、海通证券等多家券商短融余额上限有关。此外，本年度证券公司首次在银行间债券市场发行金融债，全年共发行 9 期，发行规模为 525.00 亿元。保险公司债发行量（9 期、7 家和 566.50 亿元）仍然较少。其它金融机构债发行期数、发行家数和发行规模（67 期、36 家和 2188.00 亿元）均较上年增加 9%以上。

从级别来看，除证券公司短融、证券公司短期公司债券外，非政策性金融债券²⁵的债项级别以 AAA 级及 AA+级为主，二者发行期数（194 期）和发行规模（1.81 万亿元）在非政策性金融债券发行中的占比分别为 74.62%和 96.65%，较上年变化不大。

表 3 2018-2019 年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		
	2018 年 (期)	2019 年 (期)	增幅 (%)	2018 年 (家)	2019 年 (家)	增幅 (%)	2018 年 (亿元)	2019 年 (亿元)	增幅 (%)	2018 年 (亿元)	2019 年 (亿元)	增幅 (%)
商业银行金融债	174	184	5.75	120	110	-8.33	9182.40	15980.50	74.03	52.77	86.85	64.58
证券公司债	210	174	-17.14	59	60	1.69	4718.90	4033.30	-14.53	22.47	23.18	3.16
证券公司短融	57	176	208.77	10	30	200.00	1425.00	4491.00	215.16	25.00	25.52	2.07
证券公司金融债	0	9	-	0	9	-	0.00	525.00	-	-	58.33	-
保险公司债	10	9	-10.00	9	7	-22.22	605.00	566.50	-6.36	60.50	62.94	4.04
其它金融机构债	56	67	19.64	33	36	9.09	1913.00	2188.00	14.38	34.16	32.66	-4.40
合计	507	619	22.09	222	215	-3.15	17844.30	27784.30	55.70	35.20	44.89	27.53

资料来源：联合资信 COS 系统

²³ 包括商业银行金融债、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。

²⁴ 目前该分类下均为商业银行永续债。

²⁵ 不包含私募债。

（三）资产支持证券发行情况

本年度，资产支持证券发行量继续保持增长。银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（556 期）较上年增长 26.06%，发行规模（9433.36 亿元）同比变化不大；2016 年末《非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》发布以来，非金融企业资产支持票据（ABN）由于发行效率高、相比交易所债券市场具有一定的发行成本优势和更好的流动性进入快速发展阶段，本年度，ABN 发行期数和发行规模分别为 695 期、2893.77 亿元，同比增幅均超过一倍。在交易所债券市场上，本年度资产支持证券发行期数和发行规模分别为 2841 期、1.10 万亿元，分别较上年增加 42.62%和 15.60%。本年度，银行间市场所发资产支持证券的规模仍然超过交易所市场。

在发行规模大幅增加的同时，资产证券化产品继续创新，多个“首单”产品发行上市，如首单交易所挂钩 LPR 浮息资产支持证券、储架汽车租赁资产支持证券、国有土地承包金资产支持证券、首单基础设施类 REITs 等，发行方式和基础资产不断丰富。

（四）债券新品种发行情况

1. 绿色债券市场快速发展

本年度，我国共发行绿色债券 191 期²⁶，发行规模为 2796.94 亿元，发行期数和发行规模较上年分别增长 49.22%和 29.58%。除资产支持证券外，本年度我国新发绿色债券共涉及 121 家发行人，较上年（88 家）有所增加，且其中 90 家为 2019 年新增发行人²⁷。从券种来看，本年度新发绿色债券包括金融债、超短融、企业债、公司债、中期票据、资产支持证券、资产支持票据、私募债、可交换债、PPN 和地方政府债，绿色债券发行品种较为丰富。其中，绿色金融债发行期数和规模分别为 31 期和 833.50 亿元，发行量仍然最多，但发行期数和发行规模较上年分别下降 16.22%和 32.74%，且占比（16.23%和 29.80%）较上年分别下降 12.68%和 27.61%，绿色企业债、绿色私募债和绿色资产支持证券的发行量占比有所增加。从级别分布来看，本年度新发绿色债券主要集中在 AA+级（含）以上，AA+级（含）以上绿色债券发行期数和发行规模在具有评级的绿色债券总发行期数和总发行规模的占比分别为 70.37%和 82.69%，较上年分别下降 5.08%和 10.38%，AA 级绿色债券总发行期数和总发行规模占比较上年有所增加，绿

²⁶ 包含资产支持证券，资产支持证券按单数统计。

²⁷ 新增发行人指在 2019 年前未发行过绿色债券的企业。

色债券发行人信用资质略有下沉。从行业分布来看，本年度绿色债券发行主体共涉及 25 个行业²⁸，其中本年新增 5 个行业²⁹，发行主体行业分布更为广泛，仍主要集中在商业银行。从区域分布来看，本年度境内绿色债券发行人共涉及 24 个省/自治区/直辖市，较上年变化不大，北京的绿色债券发行期数和发行规模（22 期和 612 亿元）均位居第一。发行成本方面，本年度共有 71 期绿色债券的发行利率低于可比债券³⁰的平均发行利率，占比达到 66.98%，较上年（61.64%）有所上升。

2. 熊猫债发行量有所减少

本年度，我国债券市场共有 19 家发行主体发行熊猫债券 40 期，发行规模共计 598.40 亿元，较上年（29 家、57 期、948.90 亿元）分别减少 34.48%、29.82% 和 36.94%，或由于美联储进入降息周期，中美国债利差走扩，利好美元债券发行，对熊猫债券市场形成一定的融资替代和挤出效应，也与政策对地产融资仍较严导致境外注册的中资房地产企业发行熊猫债减少有关。本年度所发熊猫债涉及超短融、中票、PPN、公司债、可交换债以及国际机构债，发行期数和规模最多的为定向工具（12 期、215.40 亿元）；熊猫债券发行人主要集中在汽车和半导体行业，熊猫债券发行主体涉及政府机构、金融机构和非金融企业，葡萄牙发行欧元区首单主权熊猫债、意大利存款和贷款机构股份有限公司发行首单意大利熊猫债；熊猫债券发行期限仍以 3 年期为主；受国内信用风险偏好下降影响，熊猫债券信用等级进一步向 AAA 级集中；2019 年熊猫债平均发行利率为 3.65%，较上年下降 143 个 BP，或与其向高级别集中以及市场利率水平下行有关。

四、未来债市展望

第一，债券市场发行量有望保持稳定增长。一是在经济下行压力加大的背景下，12 月中央经济工作会议明确提出继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，降低社会融资成本，增加制造业中长期融资，缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。预计 2020 年市场流动性将保持合理宽松，宽信用格局有望延续，市场利率水平有望小幅下降，债券发行将保持稳步增加。二是稳基建、

²⁸ 按照 Wind 三级行业划分。

²⁹ 2019 年绿色债券发行新增行业为半导体产品与半导体设备、海运、燃气、食品、制药行业。

³⁰ 可比债券为绿色债券起息日前后各十五天内起息的同期限、同级别、同券种的非绿色债券，不包括中央汇金公司、中国铁路总公司发行的债券及永续期债券；对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计；短期融资券和超短期融资券选用其主体级别，其他券种均选用债项级别。

稳投资背景下地方债发行量将有所增加，地方政府债券发行使用速度³¹将会加快，地方债支持地方经济建设和稳定投资的作用将得到有效发挥。三是为了支持民营经济高质量发展，我国将进一步加大对民营企业债券融资的支持力度，积极采取纾困专项债、定向可转债、信用风险缓释工具等多种方式支持民营企业进行债券融资，2020 年民营企业债券融资规模有望提升。四是政策支持鼓励绿色、科技创新等领域债券发行，将推动相关领域债券发行量的增长。此外，受 2019 年底以来新型冠状病毒感染肺炎疫情的影响，中国经济增长和企业正常生产经营受到一定程度的不利影响，但春节过后央行通过公开市场操作保持市场流动性合理充裕³²，未来市场利率水平大概率下行，有利于债券发行，同时中央等监管部门相继出台文件要求做好债券市场服务疫情防控工作³³，整体来看，疫情对债券市场影响整体上有限。

第二，债券市场相关制度不断完善，监管继续加强。近年来，监管层采取了一系列举措完善债市相关体制机制、强化监管，包括加强信息披露、风险管控和投资人保护等方面。新《证券法》将于 2020 年 3 月 1 日起全面实施，全面推行证券发行注册制度，简化公司债券发行条件、强化债券信息披露管理、加大投资者保护力度等，将有力推动我国债券市场的市场化、法治化和国际化，提高债券市场发展质量。总体来看，未来监管层将继续加强协同配合，更多规范债券发行及交易业务的细则或将出台，监管力度将持续加强，债券市场统一协同监管也将继续深化。

第三，我国债券市场对外开放程度将进一步加深。2020 年，我国债券市场将继续加快对外开放步伐，提升金融业对外开放水平，一带一路战略继续推进，债券中央存管机构（CSD）有望实现互联互通，境外投资者投资我国债券市场将更加便利，境外投资机构的参与数量和投资规模有望继续增长。此外，2019 年 7 月，金稳委宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施，包括允许外资机构在华开展信用评级业务时，可以针对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券进行评级；2020 年 1 月 15 日签署的中美贸易协定也对评级行业开

³¹ 2019 年 11 月 27 日，财政部已提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%。2020 年 1 月，地方政府发行专项债总计 7148.21 亿元。

³² 2020 年 2 月 3 日，央行以利率招标方式开展 1.2 万亿元逆回购操作，其中 7 天和 14 天期逆回购中标利率分别为 2.40% 和 2.55%，较上次下调 10BP。

³³ 具体措施包括支持受疫情影响较重企业及参与疫情防控企业债务融资工具注册发行、提高债券发行服务效率、对疫情防控期间到期公司债券支持发新还旧等。

放³⁴等内容进行了明确，未来将有更多外资评级机构参与我国评级行业，我国评级行业竞争程度和市场化、国际化水平将进一步提升。

第四，违约事件将持续发生，风险管控和违约后续处置机制将更加完善。2020 年，我国经济增速或将继续放缓，加上新型冠状病毒感染肺炎疫情的不利影响以及经济结构调整的继续深入，债券市场违约事件仍将持续发生，中小企业、消费性行业企业信用风险将有所上升。2020 年我国债券市场主要信用债总偿还量或超过 10 万亿元³⁵，较 2019 年（约为 9.28 万亿元）继续增加，偿债压力仍然较大。2019 年 12 月央行等部门联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》，明确债券违约处置原则，进一步丰富市场化债券违约处置方式。未来我国将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、完善违约后处置机制等方面进一步防控和化解债市信用风险。

整体来看，2020 年我国宏观经济下行压力仍较大，确保经济运行在合理区间仍是发展的主要目标，同时我们注意到，2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，宏观政策将继续着力于稳增长，尽可能减少新型冠状病毒感染肺炎疫情对经济增长的不利影响，稳健、灵活适度的货币政策将继续为债券市场提供合理充裕的流动性，财政政策稳增长力度将继续加大，债券发行量有望稳步增加，债市存量有望破百万亿；在各项体制机制不断完善以及对外开放进程持续推进的背景下，债市发展的规范化和国际化水平将进一步提升；违约仍将持续发生，但信用风险总体可控，违约处置制度也将不断完善。

³⁴ 包括“中国承诺继续允许美国服务提供者（包括美国独资信用评级服务提供者）对向国内外投资者出售的所有种类的国内债券进行评估”“本协议生效后 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”。

³⁵ 总偿还量含到期还款、回售以及将于 2020 年发行且于年内到期超短融的情况。其中，回售比例按 30% 进行估计，并假定超短融发行与到期与 2019 年情况大致相当。