

2017年一季度债券市场回顾与二季度展望

——防风险背景下发行量下滑，但债市机制更趋完善

2017年4月26日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街2号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

2017年一季度债券市场回顾与二季度展望

——防风险背景下发行量下滑，但债市机制更趋完善

作者：联合资信 夏妍妍 刘艳

一、债券市场环境

（一）债市扩容更具针对性，相关机制继续完善

在政府积极引导金融去杠杆的背景下，债市扩容更具针对性。2月5日，《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》发布，提出支持符合条件的涉农企业上市融资、发行债券、兼并重组，鼓励金融机构发行“三农”专项金融债，此举有利于拓展涉农项目的债市融资渠道。2月17日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对上市公司再融资作出限制的同时，间接支持转债融资¹，可转债发行或将提速。3月30日，中国人民银行等五部门发布《关于金融支持制造强国建设的指导意见》，提出设计开发符合先进制造业和战略性新兴产业特点的创新债券品种，支持制造业领域信贷资产证券化，此举有利于制造业债券产品创新和资产证券化产品的发行。本季度，国内首单 PPP（政府和社会资本合作）资产证券化项目“太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划”、中关村首只“双创债”以及深交所首单 CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券）“深圳益田假日广场资产支持专项计划”成功发行，我国债券市场产品更加丰富。整体来看，本季度债市扩容倾向于“三农”专项金融债、可转债以及资产证券化等特定券种。

完善注册专家管理和 PPP 证券化相关机制。2月20日，银行间市场交易商协会发布《非金融企业债务融资工具注册专家管理办法》，明确了注册专家

¹ 规定“上市公司申请增发、配股、非公开发行股票，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票。但对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的，不受此期限限制”。

的组成要求²，同时规定了注册专家的选聘及具体职责等内容，新规有利于提升注册发行工作质量和效率，推动债务融资工具市场平稳发展。本季度，天津金融资产交易所“PPP 资产交易和管理平台”和上海联合产权交易所“PPP 资产交易中心”先后成立，首批全国性 PPP 资产交易平台的建立为 PPP 项目的开展创造了良好条件。2 月 17 日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）分别发布《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务的通知》，为符合条件的优质 PPP 项目资产证券化产品建立绿色通道，以此提升受理、评审和挂牌转让工作效率。3 月 3 日，深交所固定收益部发布对资产证券化业务问答的最新修订，明确规定对于符合条件的 PPP 项目资产证券化，且项目及申报文件质量优良的，可以视情况缩短出具反馈意见的时间。诸多举措有利于促进我国 PPP 项目资产证券化的发展。

（二）地方政府债务平稳增加，定向支持农村基础设施建设

地方政府债务继续实行限额管理，把控发行节奏。2017 年地方政府债务上限提高到 18.8 万亿元，比 2016 年增加约 1.63 万亿元，新增一般债券、专项债券分别为 8300 亿元、8000 亿元，地方政府债务平稳增加。2 月 21 日，财政部发布《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》，要求今年合理制定债券发行计划，均衡债券发行节奏，减少地方债发行对债市的冲击，同时将研究推进地方债银行间市场柜台业务，建立地方债信用评级机构黑名单制度，地方政府债券发行将进一步规范化。

地方债定向支持农村基础设施建设。2 月 17 日，国务院发布《关于创新农村基础设施投融资体制机制的指导意见》，要求建立规范的地方政府举债融资机制，推动地方融资平台转型改制和市场化融资，重点向农村基础设施建设倾斜；允许地方政府发行一般债券支持农村道路建设，发行专项债券支持农村供

² 注册专家由投资者、承销商、会计师事务所、律师事务所、评级机构和其他机构等代表组成，其中投资者代表占比不低于 30%。

水、污水垃圾处理设施建设，探索发行县级农村基础设施建设项目集合债。此举有利于积极发挥地方债对于农村基础设施建设的融资作用。

（三）债市加速对外开放，外资参与程度进一步提升

通过跨国发债便利化和外币债券质押回购促进境内企业“走出去”。国家发展和改革委员会 2 月 14 日确定 11 家³企业作为 2017 年度外债规模管理改革第一批试点企业，在年度外债规模内，上述试点企业可灵活把握发债时机，自主选择发债时间和发债批次，此举有助于境内外统筹使用外债资金，降低借款成本，提高发债效果。3 月 20 日起，全国银行间同业拆借中心本币交易系统将提供外币债质押式回购交易服务，实现押外币债借人民币的功能，7 只⁴上市流通的外币债券可以开展外币债质押回购交易，这有利于提升外币债券流动性和吸引力，在一定程度上促进我国企业投资外币债券。

通过丰富外资参与中国债市渠道和完善外汇对冲机制促进债市“引进来”。1 月 13 日，交易商协会发布公告，新有两家外资公司⁵获得中国银行间债券市场企业债券承销牌照，这或将吸引外资机构的境外客户资源，进一步促进债市开放。2 月 24 日，国家外汇管理局发布《国家外汇管理局关于银行间债券市场境外机构投资者外汇风险管理有关问题的通知》，规定银行间债券市场境外机构投资者可以在具备资格的境内金融机构办理人民币对外汇衍生品业务，通过缓释外汇风险提升境外投资者对于中国债市的参与度。3 月 1 日，彭博正式发布两项全新固定收益指数“全球综合+中国指数”以及“新兴市场本地货币政府债券+中国指数”，将以人民币计价的中国债券与其全球指数相结合，有利于吸引更多境外投资者关注、了解并参与到中国债券市场。

³ 包括开发银行、进出口银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行等 7 家国有银行，中国人寿、中国华融、中国信达等 3 家非银行金融机构以及华为公司。

⁴ 分别是：16 世行 SDR01、15 渣打香港 SDR01、15 国开美元 1、15 国开美元 2、15 进出美元 01、13 国开美元 1、16 进出美元 01。

⁵ 新增两家公司为摩根大通银行（中国）有限公司与法国巴黎银行（中国）有限公司，至此，银行间债市已有 4 家外资银行的中国区主体拥有承销牌照。

（四）机制建设进一步完善，绿色债券迎来发展机遇期

绿色债券相关政策陆续出台。3 月 2 日，证监会发布《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》，提出重点支持长期专注于绿色产业的成熟企业等四类主体⁶发行绿色公司债券。3 月 22 日，银行间市场交易商协会发布《非金融企业绿色债务融资工具业务指引》及相关配套表格，明确了绿色项目的界定、募集资金管理、信息披露、第三方认证以及发行激励措施等方面内容，并在信息披露、绿色投资者、绿色标识、配套服务和创新发展等方面有所创新和完善。上述政策对绿色债券市场的规范和创新具有积极意义。

首只实现跨境同步的中国绿色债券指数发布。3 月 20 日，首只在中国和欧洲两地同步发布行情的中国绿色债券指数——“中财-国证绿色债券指数”发布，作为首只实现跨境同步发布的中国绿色债券指数，其发布将有助于提升我国绿色金融的国际影响力，吸引海外投资者参与我国绿色金融体系建设并促进绿色产业发展。

（五）违约事件持续发生，信息披露和风险管理进一步加强

违约事件持续发生。本季度共有 11 只债券发生违约，涉及 8 家违约主体，债券规模 97.50 亿元，违约债券期数、涉及的发行人和债券规模环比和同比均有所下降，但违约方式进一步多样化。2 月 7 日，“12 伊旗城投债”一次性按面值进行提前兑付本息，这是我国首单城投债券提前偿还的案例，在保障债券持有人权益方面具有一定的借鉴意义。

加强债券信息披露与风险管理。1 月 20 日，上交所发布《关于做好债券发行人 2016 年年度报告披露工作的通知》，对公司债券及企业债券发行人 2016 年年度报告披露工作作出明确规定⁷，督促公司债承销机构、受托管理人等履

⁶ 重点支持长期专注于绿色产业的成熟企业、在绿色产业领域具有领先技术或独特优势的潜力企业、致力于中长期绿色产业发展的政府和社会资本合作项目的企业、具有投资我国绿色产业项目计划或致力于推动我国绿色产业发展的国际金融组织或跨国公司等四类主体发行绿色公司债券。

⁷ 以下两类发行人应于 2017 年 4 月 30 日前完成 2016 年年度报告的披露工作：一是 2016 年 12 月 31 日前，公司债券、企业债券在上交所上市/挂牌，且债券在 2016 年年度报告批准报出日未到期或到期未能全额兑付的发行人。二是 2017 年 1 月 1 日至 2017 年 4 月 30 日，公司债券、企业债券在上交所上市/挂牌时未披露 2016 年年度经审计财务报告的发行人。

职尽责。3 月 17 日，上交所和深交所分别发布《公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》，强调债券发行人及受托管理人的核心作用，注重信用风险的事前事中防范化解，同时建立债券信用风险管理报告制度，指引的实施有利于落实市场参与各方债券信用风险管理的主体责任。同日，中国证券业协会发布《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》，要求受托管理人制定公司债券违约风险处置应急管理制度⁸，此举有利于加强公司债券违约风险防范，督促引导受托管理人做好公司债券违约风险的应急处置工作，保护投资者合法权益。此外，发改委、保监会等监管机构开展了债券风险排查工作，旨在全面摸清债券兑付和投资风险情况，有助于风险的提前防范和管控，避免系统性风险的发生。

二、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面整体处于中性偏紧状态。具体来看，央行综合运用逆回购、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、临时流动性便利（TLF）等多种货币政策工具，同时受到春节效应、美元加息、隐性加息⁹和季末 MPA 考核等因素的影响，银行间市场资金面阶段性趋紧。在此背景下，利率整体呈现波动上行走势。

本季度，一年期贷款基准利率维持在 2016 年初以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率于 2016 年前三季度呈现平稳走势，但自四季度以来流动性阶段性趋紧导致银行间固定利率国债一年期到期收益率小幅上行，本季度的平均水平（2.77%）较上年四季度（2.35%）和上年同期（2.24%）均小幅上升。本季度，一年期短融的平均发行利率（5.05%）与银行

⁸ 包括常态化组织结构及协调机制、触发情形和预警监测机制、应急处置预案的制定要求等，公司债券存续期内，发行人发生预计违约或实质违约情形的，受托管理人应当及时响应，启动应急处置工作并制定相应的受托管理人应急处置预案。

⁹ 1 月 24 日，央行调整 MLF 利率，6 个月 MLF 利率上调 10 个基点至 2.95%，1 年期 MLF 利率上调 10 个基点至 3.1%；2 月 3 日，央行上调逆回购利率 10 个基点，同日，央行调整 SLF 利率，隔夜利率上调 35 个基点至 3.1%，7 天 SLF 利率上调 10 个基点至 3.35%，1 个月 SLF 利率上调 10 个基点至 3.7%；3 月 16 日，央行调整 MLF 利率，6 个月 MLF 利率上调 10 个基点至 3.05%，1 年期 MLF 利率上调 10 个基点至 3.2%，同日，央行调整 SLF 利率，隔夜利率上调 20 个基点至 3.30%，7 天 SLF 利率上调 10 个基点至 3.45%，1 个月 SLF 利率上调 10 个基点至 3.8%。

间固定利率国债一年期到期收益率上升趋势大致相同，高于一年期贷款基准利率，且较上季度（3.83%）和上年同期（3.79%）均有明显上升，但波动性环比和同比均有所下降。

本季度，三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在 2016 年初以来的 4.75%、4.75% 和 4.90% 的水平；与银行间固定利率国债一年期到期收益率变动相似，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均值分别为 2.90%、3.04% 和 3.21%，较上季度和上年同期均有所上升。本季度三年期公司债、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固定利率国债到期收益率的走势大致相同，平均发行利率分别为 5.31%、5.41% 以及 5.92%，较上年四季度和上年同期均上升 1 个百分点左右，除部分评级为 AAA 的债券外，多数发行利率明显高于相应期间的贷款基准利率。

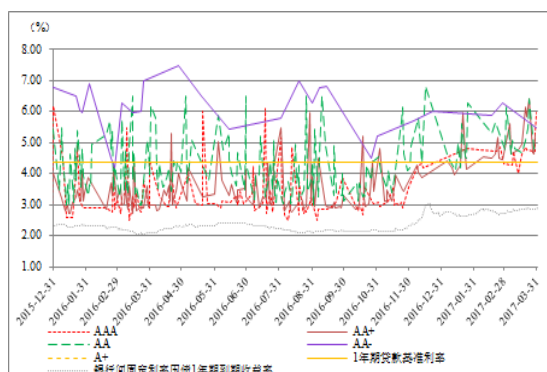


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

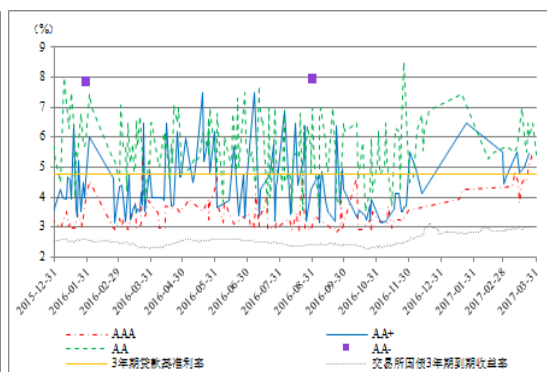


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

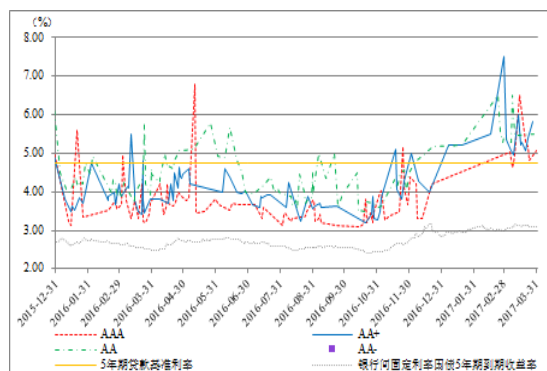


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

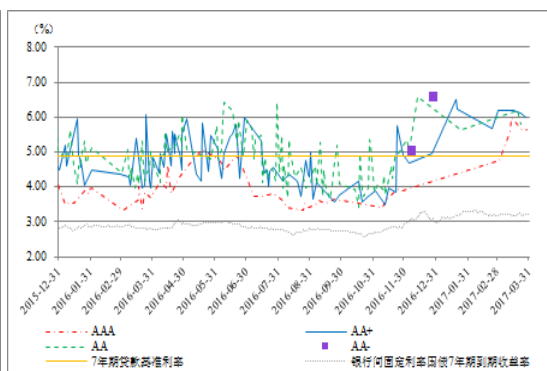


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

三、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券 8.34 万亿元，环比和同比均小幅增长。其中，银行间债券市场新发债券 7.85 万亿元，占债券市场发行总量的比重（94.10%）环比和同比均有所上升，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。本季度，地方政府债、企业债、中期票据、短期融资券（含超短融）和公司债的发行期数、发行规模环比和同比均大幅下降，主要是受资金面偏紧使得融资成本上升以及债券违约事件持续发生使得需求下降等因素的影响；同业存单发行期数、发行规模环比和同比均大幅增长，这主要是基于银行在资金面偏紧的情况下为应对 MPA 考核压力以及在市场利率变化中主动管理负债的客观需求，另一方面也为同业存单纳入 MPA 的监管预期预留更大的操作空间。截至 2017 年一季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 66.72 万亿元，继续小幅扩大。

表 1 2017 年一季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2016 年一季度发行情况		2016 年四季度发行情况		2017 年一季度发行情况		2017 年一季度末存量情况	
	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	169	13246.73	294	15857.90	138	9405.05	2601	224600.29
国债	27	4100.00	34	6268.90	31	4660.00	236	114518.32
地方政府债	142	9146.73	260	9589.00	107	4745.05	2365	110081.97
央行票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
金融债	208	11759.20	200	8739.00	207	10041.53	1013	155610.04
政策性银行债	164	9565.20	125	5973.50	155	8316.50	415	126035.92
商业银行债券	38	2031.00	61	2124.50	42	1548.53	487	25340.32
非银行金融机构债券	7	263.00	14	607.00	11	178.00	111	4233.80
政府支持机构债券	2	350.00	10	1000.00	6	470.00	120	14905.00
企业债券	153	1917.60	91	1077.00	24	193.20	2719	35178.02
一般企业债	149	1886.10	72	878.10	21	177.20	2653	34544.92
集合企业债	0	0.00	2	24.00	0	0.00	15	137.70
项目收益债	4	31.50	17	174.90	3	16.00	51	495.40
中期票据	277	3207.50	202	2392.70	122	1547.40	3255	46330.64
集合票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	4	5.76
短期融资券	769	9758.00	589	7435.90	426	5077.40	1700	19375.35
短期融资券	238	2152.90	117	1138.70	100	935.30	549	4825.85

超级短期融资券	531	7605.10	472	6297.20	326	4142.10	1151	14549.50
证券公司短期融资券	19	270.60	4	82.00	3	60.00	3	60.00
资产支持证券（银行间）	69	454.38	138	1844.96	68	759.94	574	5902.67
资产支持证券（交易所）	352	513.46	460	1583.42	365	1087.97	2757	6512.00
非金融企业资产支持票据	0	0.00	25	132.89	7	29.01	70	308.78
非公开定向债务融资工具	259	2167.20	154	1195.60	116	843.00	2317	21473.09
公司债	747	8412.10	547	4635.65	213	1973.65	4803	44783.15
一般公司债	272	4341.49	154	1912.06	71	693.23	1609	23459.84
私募债	475	4070.61	393	2723.59	142	1280.42	3194	21323.30
证券公司债	19	454.00	60	1537.00	57	1491.40	417	11816.88
可转债	8	180.96	0	0.00	2	307.17	18	647.24
可交换债	6	24.35	30	288.32	10	58.64	96	921.50
项目收益票据	4	10.00	4	12.50	1	6.00	21	103.50
同业存单	2983	29384.00	5241	33420.80	6062	50028.80	9652	78478.60
国际机构债	1	30.00	1	35.00	0	0.00	7	170.00
SDR 债券	0	0.00	1	1 亿 SDR	0	0.00	2	6 亿 SDR
合计	6046	82240.08	8050	81236.64	7828	83381.66	32147	667182.51

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 资讯中截至 2017 年 4 月 7 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；

8. 合计中不包含 SDR 债券。

资料来源：联合资信 gos 系统、中国债券信息网、上海清算所

（一）非金融企业所发债券情况

1、发行量大幅下降

本季度，受资金面偏紧导致发行成本上升以及债市信用风险事件持续发生打击市场信心导致发行不畅等因素影响，非金融企业所发债券¹⁰的发行期数

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），不包含铁道部发行的债券。

（788 期）、发行家数（540 家）和发行规模（8837.65 亿元）环比和同比均减少 50%左右，降幅明显。

具体来看，本季度，共有 92 家企业发行短融 100 期，发行规模为 935.30 亿元，发行量环比降幅均在 14%以上，同比降幅均在 55%以上，平均发行规模相对稳定，发行期限仍以 1 年期为主。本季度，共有 214 家企业发行超短融 326 期，发行规模 4142.10 亿元，发行量环比和同比降幅（40%左右）明显，平均发行规模环比变化不大，同比降幅较大，发行期限仍以 270 天为主。

本季度，共有 112 家企业发行中票 125 期，发行规模 1593.40 亿元，发行量环比和同比降幅均在 30%以上，平均发行规模环比和同比均增长 10%左右。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期，发行期数之和占中票总发行期数的比重达到 76.80%，环比提高 10 个百分点以上，同比变化不大。特殊期限中票¹¹共发行 36 期，占中票总发行期数的 28.80%，占比较为稳定，表明市场对特殊期限中票仍较为青睐；其中永续期中票发行 25 期，发行规模 354.90 亿元，在中票发行期数和发行规模中的占比相对稳定。本季度项目收益票据发行期数（1 期）和发行规模（6.00 亿元）环比和同比均有所减少。

本季度，共有 21 家企业发行企业债券¹²24 期，发行规模 193.20 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比和同比降幅均在 80%左右，降幅明显，除受融资成本上升及风险事件导致的投资需求下降影响外，还与上年四季度发改委限制房地产开发企业发行企业债券用于商业地产项目有关。本季度，企业债的平均发行规模为 8.05 亿元，环比和同比均下降 30%以上。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券总发行中的占比（70.83%）环比提高约 10 个百分点，同比变化不大。本季度项目收益债发行期数（3 期）和发行规模（16.00 亿元）环比和同比均有所下降。

本季度，共有 67 家企业累计发行公司债（不含私募债，下同）71 期，发行规模 693.23 亿元，发行期数、发行家数和发行规模同比和环比均大幅下降

¹¹ 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。

¹² 包含集合债及项目收益债。

50%左右，融资成本上升、风险事件导致的投资需求下降、上年三季度交易所债券市场提高对类平台发行人的门槛以及四季度监管层大幅收紧房地产、过剩产能行业的债市融资渠道可能是公司债发行量大幅下降的原因。本季度，公司债平均发行规模为 9.76 亿元，环比和同比均有所下降。公司债发行期限仍主要集中在 3 年期，其发行期数在公司债总发行中的占比（66.20%）环比上升约 6 个百分点，同比变化不大。私募债方面，根据 Wind 资讯截至 2017 年 4 月 7 日已披露的数据，本季度私募债发行期数（142 期）和发行规模（1280.42 亿元）环比和同比均大幅下降 50% 以上。

表 2 2017 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	326	-30.93	-38.61	214	-31.19	-30.07	4142.10	-34.22	-45.54	12.71	-4.72	-11.24
短融	100	-14.53	-57.98	92	-18.58	-59.11	935.30	-17.86	-56.56	9.35	-3.91	3.31
中期票据	125	-39.32	-55.52	112	-38.12	-55.56	1593.40	-33.75	-50.48	12.75	9.16	11.35
企业债券	24	-73.63	-84.31	21	-75.58	-85.91	193.20	-82.06	-89.92	8.05	-32.01	-35.75
公司债券	213	-61.06	-71.49	184	-51.83	-63.35	1973.65	-57.42	-76.54	9.27	9.45	-17.67
合计	788	-45.01	-59.59	540	-42.00	-54.51	8837.65	-43.18	-62.08	11.22	3.41	-6.11

注：本表中公司债含私募债。

资料来源：联合资信 gos 系统

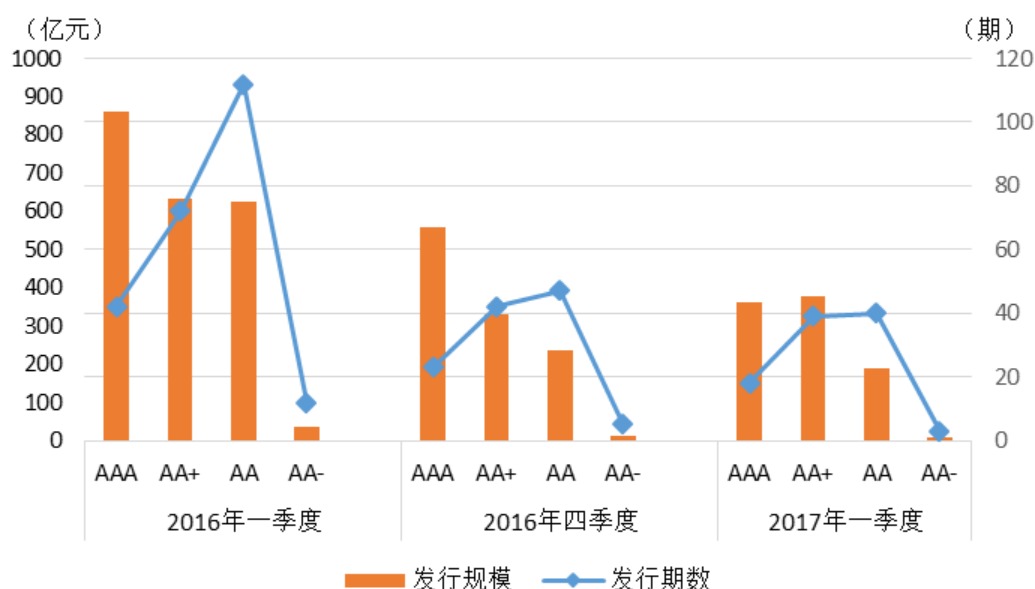
2、发行主体/债项信用等级向 AA+级（含）以上集中

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。

从发行期数来看，本季度各信用级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA 级~AA 级，占比（97.00%）环比和同比均有所升高。其中 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，在总发行期数中的占比（40.00%）环比和同比进一步下降；AA+级主体所发短融的期数占比（39.00%）环比和同比继续小幅上升，仅次于 AA 级主体所发短融期数占比；AA-级主体所发短融仅有 3 期。短融发行期数向 AA+级（含）以上级别集中趋势进一步凸显，且等级分布更为均匀。

从发行规模来看，本季度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在总发行规模中的占比升至 98.95%，环比和同比均略有上升。其中，AA+级主体超越 AAA 级主体所发短融规模，占比（40.31%）跃居第一；AA-级主体所发短融规模进一步降至 9.8 亿元。AA 级（含）以上主体所发短融规模分布更为均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA+级（含）以上集中趋势更加明显，且 AA 级（含）以上级别主体所发短融期数和规模分布更趋均匀。



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 gos 系统

图 5 2017 年一季度短融发行主体信用等级分布情况

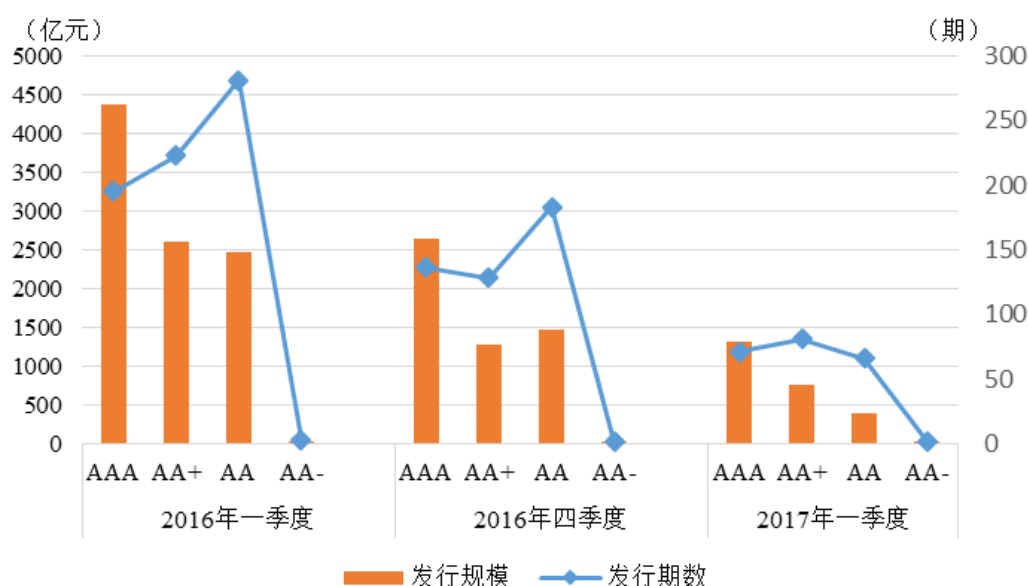
本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是主要集中级别。

从发行期数来看，本季度非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布主要集中在 AAA 级~AA 级，占比（99.09%）环比和同比均略有下降；其中非金融企业所发 AA+级中票、企业债、公司债发行期数超过 AA 级发行期数，在总发行期数中的占比（36.82%）跃居第一，环比和同比均小幅上升；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（30.00%）环比和同比均下降 10 个百分点以上；非金融企业所发 AA-级中票、企业债、公司债发行期数（2 期）仍然较少。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数向 AA+级（含）以上级别集中。

从发行规模来看，本季度非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在总发行规模中的占比（99.84%）环比和同比均小幅下降。其中，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他级别，占总发行规模的比重（53.27%）环比和同比均有所上升；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（15.82%）环比和同比均下降 10 个百分点以上；非金融企业所发 AA-级中票、企业债、公司债发行规模（4.00 亿元）仍较少。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模向 AA+级（含）以上级别集中。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布进一步向 AA+级（含）以上集中。

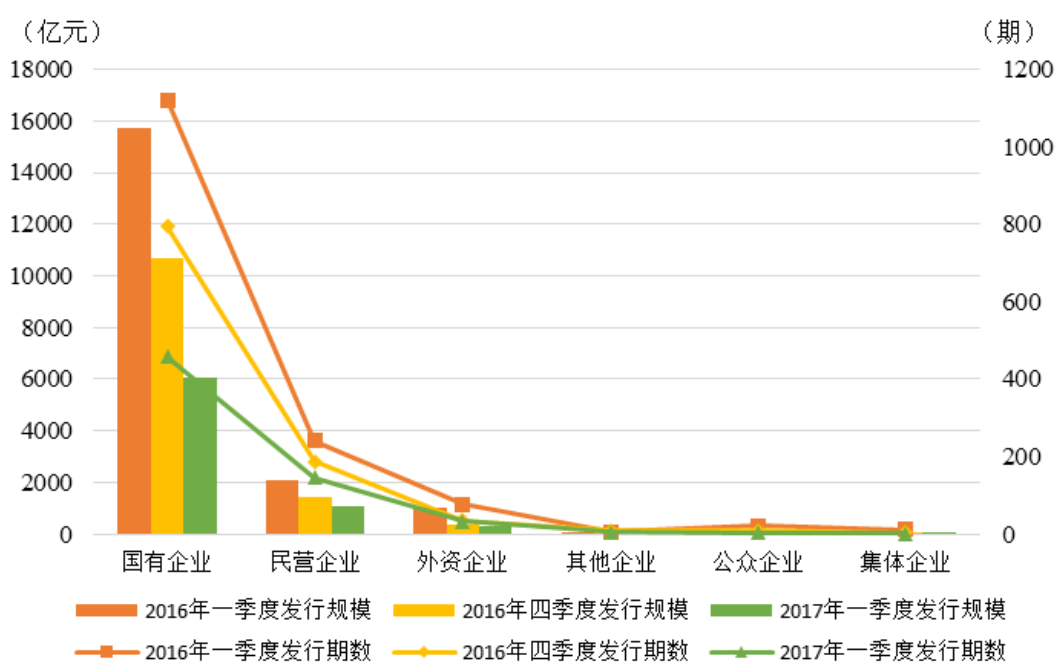


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 6 2017 年一季度非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布情况

3、民营企业债券发行量占比继续上升

从发行主体的所有制性质方面看，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，但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（70.83%、79.96%）环比和同比均出现小幅下降；民营企业所发债券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（22.38%、14.00%）环比和同比均有所上升。外资企业、公众企业、集体企业和其他企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。



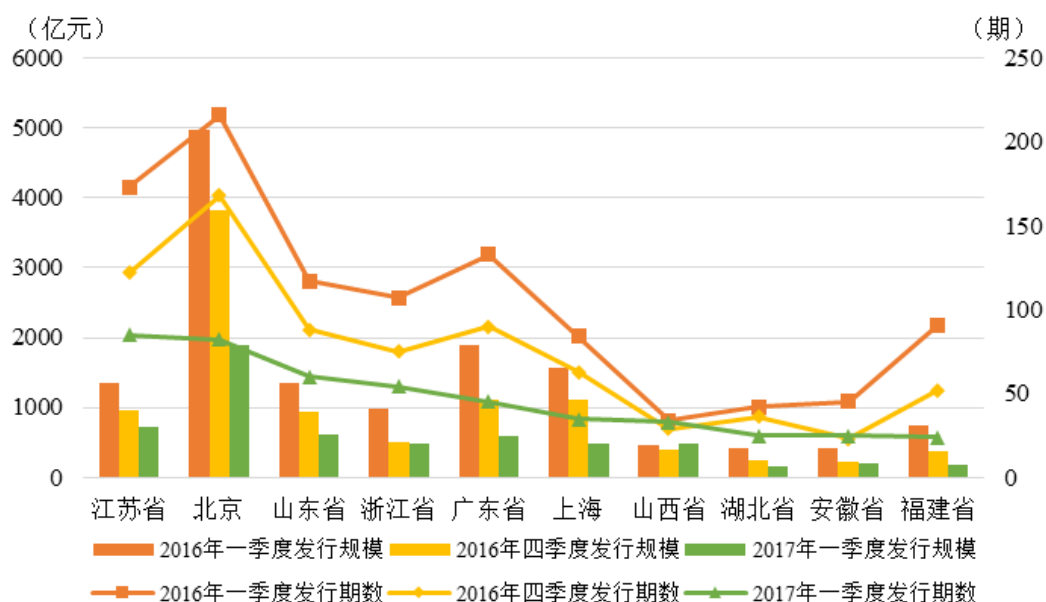
资料来源：联合资信 gos 系统

图 7 2017 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稳定

本季度，江苏、北京和山东地区的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位列前三位，其中江苏的非金融企业所发债券的期数（85 期）超越北京，位居第一，北京的非金融企业所发债券的规模（1892.82 亿元）仍然显著领先于其他地区。本季度非金融企业发行债券期数前十位的地区中，江苏、北京、山东、浙江、广东、上海、湖北、福建 8 个地区非金融企业发行债券期数和规模环比和同比均大幅下降。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（72.22%、76.56%）环比和同比均变动不大，债券发行的地区集中度保持稳定。

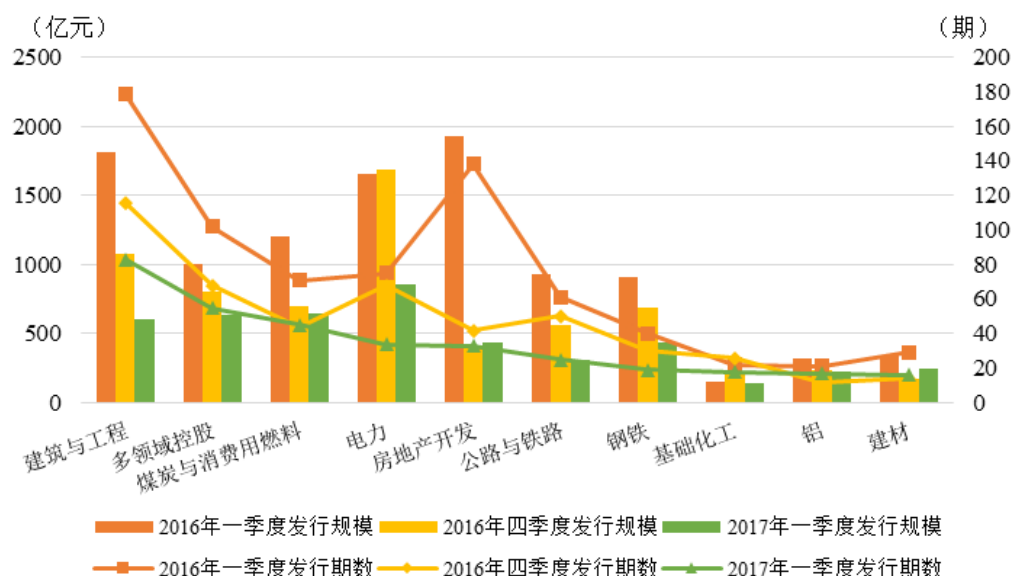


注：以本季度发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 8 2017 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、发行主体行业分布变化不大

本季度，建筑与工程、多领域控股、煤炭与消费用燃料、电力和房地产开发行业非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前五位，其中建筑与工程行业的发行期数（83 期）仍然最多，电力行业发行规模（859.00 亿元）最大。受行业融资渠道受限影响，房地产开发行业发行期数（33 期）和发行规模（437.70 亿元）环比变动不一，而同比均大幅下降 75% 以上。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占总发行期数和总发行规模的比例（53.24%、59.89%）环比略有上升，同比变化不大，行业集中度基本稳定。



注：以 2017 年本季度发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信 gos 系统

图 9 2017 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、担保债券具有略高的风险溢价要求

本季度，共有 37 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 247.80 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 5.71% 和 3.27%，同比、环比均有所下降。

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 1 期、8 期、3 期、18 期和 7 期，发行规模分别为 10.00 亿元、58.00 亿元、21.00 亿元、125.80 亿元和 33.00 亿元。其中，保证担保 32 期，抵押担保 4 期，质押担保 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、5 年期中票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 0.94、0.18 个百分点¹³，表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有略高的风险溢价

¹³ 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。本季度 7 年期 AAA 级的企业债均采用保证担保，因此无相应比较对象。

要求，但由于本季度公司债、中票发行量大幅下降，符合条件的样本较少，因此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 83 家主体发行非政策性金融债 113 期¹⁴，总发行规模 3277.93 亿元。发行家数、发行期数、发行规模同比均有所增加，环比均减少 18%左右。具体来看，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数（42 期）同比增长 10.53%、环比下降 31.15%，发行规模（1548.53 亿元）同比、环比均下降 15%左右；证券公司短融发行期数（3 期）和发行规模（60.00 亿元）同比均下降 75%以上，环比均下降 25%以上；证券公司债发行期数（57 期）和发行规模（1491.40 亿元）同比均增长 200%以上，环比小幅下降；其它金融机构债发行期数（11 期）同比增加 83.33%、环比不变，发行规模（178.00 亿元）同比下降 21.93%、环比减少 54.59%；本季度没有保险公司次级债/资本补充债发行。

从级别来看，除次级债、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¹⁵的债项级别以 AAA 及 AA+为主，二者发行期数（25 期）和发行规模（1224.00 亿元）的占比分别为 75.76%、95.44%。

（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（68 期）和发行规模（759.94 亿元）同比有所增长，环比均下降 50%以上；非金融企业资产支持票据发行期数（7 期）和发行规模（29.01 亿元）较上年同期零发行有所增长，环比均下降 70%以上。在交易所债券市场上，资产证券化产品发展速度也有所放缓，本季度发行期数（365 期）同比增加 3.69%、发行规模（1087.97 亿元）

¹⁴ 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。

¹⁵ 不包含私募债。

增加一倍以上，环比均下降 20% 以上。本季度，交易所发行的资产支持证券在期数和规模上仍超过银行间债券市场。

（四）债券新品种发行情况

1、绿色债券资金投向以节能领域为主

本季度，新发绿色债券发行期数（10 期）和发行规模（162.40 亿元）环比大幅下降，同比变化不一。本季度新发绿色债券包括金融债（含政策银行债、商业银行债以及其它金融机构债）、企业债、公司债，其中金融债的发行量最大，发行期数（6 期）和发行规模（116.00 亿元）分别占绿色债券发行总期数和总规模的 60.00% 和 71.43%；新发绿色债券主要集中在 AAA 级；绿色债券发行主体主要分布在商业银行及房地产管理和开发行业；从发行利率来看，40% 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，具备一定的发行成本优势；除 3 期企业债和 1 期公司债外，本季度所发绿色债券均采取了第三方认证；从地区分布来看，重庆地区发行人所发绿色债券期数（3 期）最多，北京地区发行人所发绿色债券规模（90.00 亿元）最大。从资金投向来看，本季度绿色债券资金投向主要是节能、清洁能源、清洁交通、绿色建筑等领域，同时国家开发银行发行首单以大气污染防治为主题的绿色债券，标志着我国绿色债券资金投向进一步拓宽。此外，本季度，全国首支城投平台公司绿色债券公开发行业，绿色债券发行主体呈现多元化发展趋势。

表 3 2017 年一季度绿色债券发行情况

债券简称	起息日	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率 (%)	债项 级别	资金投向	第三方认证 机构	债券类型
17 国开绿债 01	20170223	50	5	3.86	-	节 能 、 清 洁 能 源、清洁交通、 生态保护和适应 气候变化	普华永道中 天会计师事 务所	政策银行债
16 农发绿债 22 (增发)	20161223	40	3	3.79	-	生态保护和适应 气候变化	中节能咨询 有限公司	政策银行债
17 乌海银行 绿色金融债	20170221	5	3	4.90	AA-	节 能 、 清 洁 交 通、清洁能源、 污染防治、资源 节约与循环利用	中债资信评 估有限责任 公司	商业银行债
17 华融租赁	20170215	10	3	4.45	AAA	节 能 、 清 洁 能	安永华明会	其它金融机

绿色金融 01						源、清洁交通、生态保护和适应气候变化	计师事务所	构债
17 华融租赁绿色金融 02	20170215	10	5	4.70	AAA	节能、清洁能源、清洁交通、生态保护和适应气候变化	安永华明会计师事务所	其它金融机构债
17 河北租赁绿色金融 01	20170123	1	3	5.00	AA+	节能、清洁能源	安永会计师事务所	其它金融机构债
17 龙湖绿色债 01	20170217	16	3+2	4.40	AAA	绿色建筑	无	企业债
17 龙湖绿色债 02	20170217	14.4	5+2	4.67	AAA	绿色建筑	无	企业债
17 龙湖绿色债 03	20170307	10	5+2	4.75	AAA	绿色建筑	无	企业债
17 东江 G1	20170310	6	2+1	4.90	AA	资源节约与循环利用	无	公司债

资料来源：联合资信 gos 系统

2、熊猫债发行量大幅下降

本季度，共有 5 期熊猫债发行，发行规模 110 亿元，发行期数和发行规模环比和同比均大幅下降。其中，“17UCR01”是首单俄罗斯大型骨干企业在中国发行的熊猫债券，也是首单“一带一路”沿线国家企业发行的熊猫债券。此次发行成功，进一步拓展了“一带一路”沿线国家企业的资金融通渠道，有利于进一步推动熊猫债的发行。

表 4 2017 年一季度熊猫债券发行情况

债券简称	起息日	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率 (%)	债项级别	主体级别	债券类型
17 远洋集团 MTN001A	20170323	20	3	4.77	AAA	AAA	中期票据
17 远洋集团 MTN001B	20170323	20	5	5.05	AAA	AAA	中期票据
17 戴姆勒 PPN001	20170315	30	1	4.60	-	AAA	非公开定向债务融资工具
17 华融国际 PPN001	20170320	30	2	4.70	-	-	非公开定向债务融资工具
17UCR01	20170320	10	2+1	5.50	AAA	AA+	私募债

资料来源：联合资信 gos 系统

四、二季度债券市场展望

从本季度宏观经济运行状况来看，我国固定资产投资增速企稳回升，社会消费品零售总额增速小幅回落，进出口贸易有所改善，预计二季度经济运行整

体仍将保持平稳，在稳定经济增长的同时更加注重风险防范，金融去杠杆仍将持续，同时美元加息预期仍较强，可能对市场资金面产生一定冲击。在此背景下，央行将更多运用逆回购、MLF、SLF 等灵活、定向的货币政策工具保障资金的合理供给，预计资金面将维持中性偏紧。

从二季度债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，不同券种发行情况或有所分化。在加强防范金融风险的背景下，预计二季度债券市场短融（含超短融）、中票、企业债、公司债等主要券种发行量较一季度不会有明显改善，但受益于政策支持，可转债、资产证券化产品的发行将好于其它主要券种。

第二，地方债的发行和管理将更加规范化。4 月 1 日，财政部发布《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》，明确了地方债新增限额分配的测算方法¹⁶，未来地方债的规范发行、管理和风险防范仍将是监管层的工作重点。与此同时，地方债将按计划发行以支持地方经济建设，债务置换将加速推进。

第三，债市开放持续推进。随着相关政策的发布与实施，国外机构参与我国债市的途径和品种更加丰富，我国债市对外开放程度逐步加深，有利于吸引更多外资参与我国债券市场，同时对熊猫债的发行起到推动作用。此外，目前“债券通”筹备工作全面提速，有望于三季度公布详情，未来“债券通”的实施将加速我国债市对外开放。

第四，绿色债券有待进一步发展。绿色债券相关机制的不断完善，有利于我国绿色债券市场的规范化发展，预计在政策的引导和支持下，二季度绿色债券市场仍有一定的发展空间。

第五，继续加强债市风险管控。在债券市场违约事件持续发生的背景下，监管层将继续加强债券信息披露和风险管理。中国证券登记结算有限公司于 4 月 7 日发布并实施了《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指

¹⁶ 新增限额分配选取影响政府债务规模的客观因素，根据各地区债务风险、财力状况等，并统筹考虑中央确定的重大项目支出、地方融资需求等情况，采用因素法测算。

引》，按照新老划断原则提高信用债券的回购入库标准¹⁷，进一步加强债券回购风险管理，风险管控有望继续加强。

整体来看，预计二季度积极的财政政策将继续施行，稳健中性的货币政策使得银行间债券市场资金面中性偏紧，将对债券发行产生一定的不利影响，但在债市各项支持政策的推动下，债券市场规范化和对外开放进程将继续加快。

¹⁷ 2017 年 4 月 7 日（含）前已上市或是未上市但已公布募集说明书的信用债券入库开展回购，需满足债项和主体评级均为 AA 级（含）以上要求；2017 年 4 月 7 日（不含）后公布募集说明书的信用债券入库开展回购，需满足债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级（含）以上要求。其中，主体评级为 AA 级的，其评级展望应当为正面或稳定。另有规定的，从其规定。
