

---

# 2021 年三季度债券市场发展报告

2021 年 10 月 21 日



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

# 2021 年三季度债券市场发展报告

联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

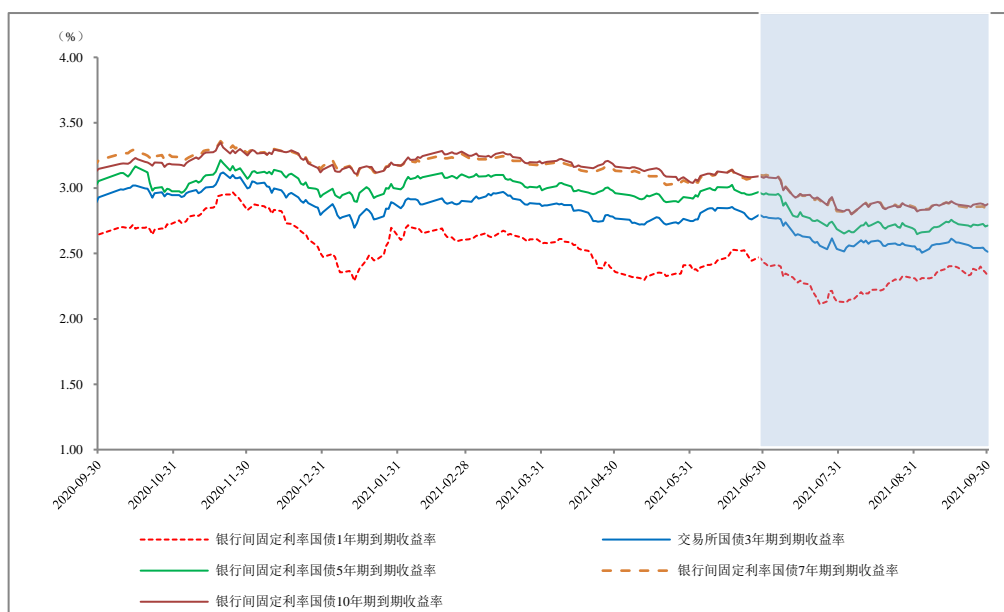
## 一、债券市场整体情况

### （一）利率债

#### 1. 国债收益率整体呈小幅下降走势

2021 年三季度（以下简称“本季度”或“三季度”），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）以及常备借贷便利（SLF）等工具，合理安排工具搭配和操作节奏，维持市场流动性的合理充裕。今年以来我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有效实施宏观政策，经济总体延续恢复态势。整体来看，本季度，货币市场利率水平呈小幅下降态势。

具体来看，本季度银行间固定利率国债一年期到期收益率平均水平（2.29%）较上季度（2.44%）下降 15BP，较上年同期（2.38%）下降 9BP；银行间固定利率国债三年期、五年期、七年期以及十年期到期收益率平均水平分别为 2.59%、2.74%、2.89%和 2.89%，较上季度（2.79%、2.96%、3.11%和 3.13%）分别下降 20BP、22BP、22BP 和 24BP，较上年同期（2.72%、2.86%和 3.05%和 3.02%）分别下降 13BP、12BP、16BP 和 13BP。



资料来源：Wind

图 1 各期限银行间固定利率国债到期收益率走势

#### 2. 利率债发行量环比和同比均有所下降

本季度，债券市场共发行利率债 3.86 万亿元，环比和同比均下降约 28.00%。

其中，三季度国债和政策性银行债的发行量降幅显著。截至三季度末，我国债券市场利率债品种存量规模达到 72.42 万亿元，较上季度末（68.91 万亿元）继续增长。

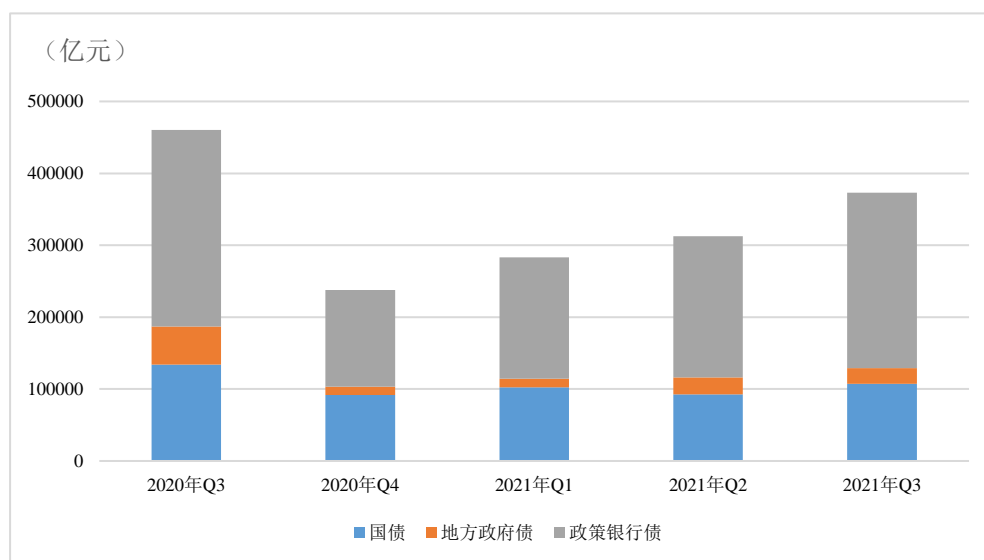
表 1 2021 年三季度利率债发行和存量情况

券种类别	2020 年三季度 发行情况		2021 年二季度 发行情况		2021 年三季度 发行情况		2021 年三季度末 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	645	40478.25	602	42541.56	728	31907.00	7440	507147.93
国债	45	18760.80	50	17991.20	31	9992.50	264	220071.72
地方政府债	600	21717.45	552	24550.36	697	21914.50	7176	287076.21
央票	3	150.00	3	150.00	3	150.00	3	150.00
政策性银行债	229	11965.80	156	10684.40	112	6169.50	294	199148.17
政府支持机构债券	10	1080.00	4	200.00	3	400.00	173	17795.00
合计	887	53674.05	765	53575.96	846	38626.50	7910	724241.10

注：“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；  
资料来源：Wind

### 3. 利率债交易量环比继续增长，同比有所下降

利率债仍是我国债券主要交易品种。三季度，利率债交易规模达 37.32 万亿元，环比增长 19.45%，同比下降 18.94%。其中，国债和政策性银行债的交易量环比均有所增长，同比均有所下降；地方政府债的交易量环比和同比均有所下降。



资料来源：Wind

图 2 主要利率债交易情况

## (二) 信用债

### 1. 各期限信用债发行利率整体呈小幅下降走势

本季度，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(3.89%)较上季度(4.19%)下降 30BP,较上年同期(3.96%)下降 7BP。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,其中三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率分别为 3.78%、3.88%和 5.36%,较上季度(4.01%、4.17%和 5.65%)分别下降 23BP、29BP 和 29BP,较上年同期(4.21%、4.30%和 6.53%)分别下降 43BP、42BP 和 117BP。

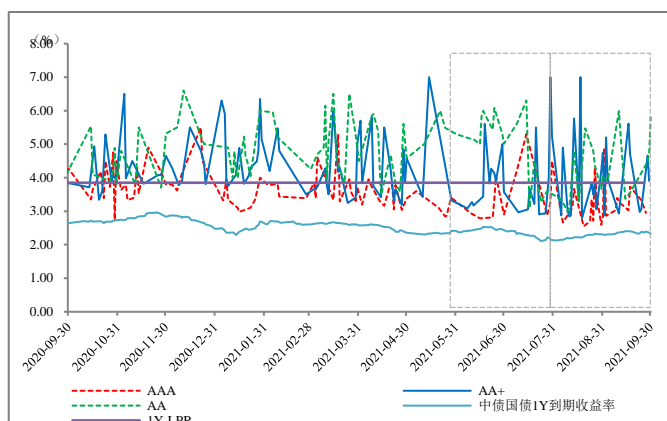


图3 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

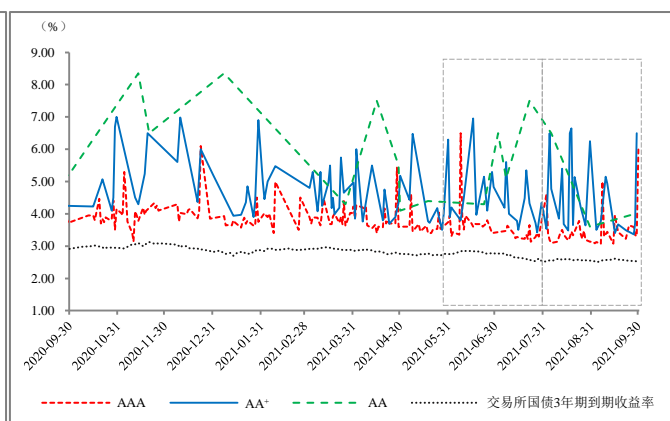


图4 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

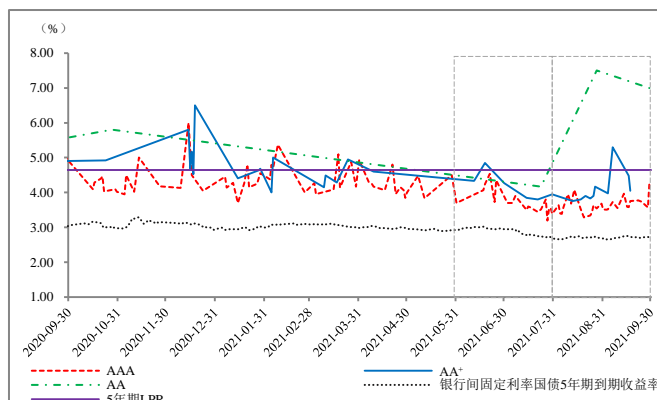


图5 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势

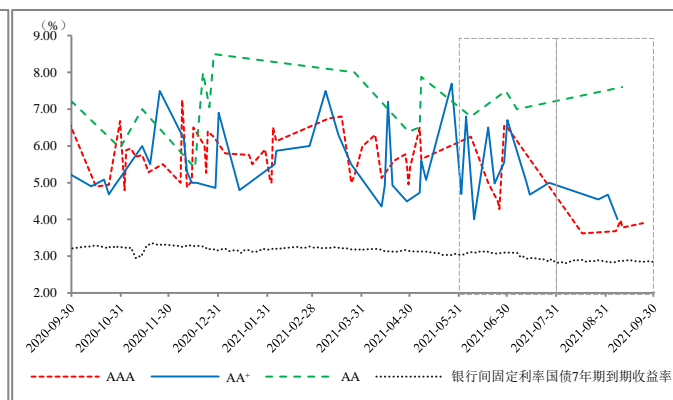


图6 7年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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：Wind

## 2. 信用债发行情况

### (1) 非金融企业债券发行量环比和同比均有所增长

本季度，非金融企业所发债券<sup>1</sup>的发行期数、发行家数和发行规模环比和同

<sup>1</sup> 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

比均有不同程度增长。具体来看，除私募债发行量同比有所下降、环比有所增长外，其他券种发行量环比和同比均有不同程度增长，其中短融和中票发行规模增幅显著，环比增幅均在 30% 以上，同比增幅均在 50% 以上。三季度平均发行规模为 9.28 亿元，环比和同比均小幅下降。

表 2 2021 年三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	1198	12.17	11.65	620	4.38	11.51	11325.99	5.33	3.32	9.45	-6.10	-7.46
短融	163	32.52	28.35	130	25.00	21.50	1455.60	39.07	57.07	8.93	4.94	22.38
中期票据	756	25.58	48.82	560	16.42	42.49	7577.97	30.97	52.90	10.02	4.29	2.74
企业债	156	15.56	44.44	137	11.38	39.80	1407.60	12.41	38.93	9.02	-2.72	-3.82
公司债	1068	13.86	12.78	789	6.62	5.62	9249.94	11.85	2.29	8.66	-1.75	-9.28
一般公司债	438	19.67	46.49	300	17.65	38.25	4869.44	10.04	16.51	11.12	-8.05	-20.46
私募债	630	10.14	-2.78	508	2.21	-6.27	4380.50	13.92	-9.94	6.95	3.48	-7.32
合计	3341	19.94	29.21	1660	12.76	24.18	31017.10	19.92	30.90	9.28	-1.84	-4.64

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：wind

## (2) 非政策性金融债券发行期数保持增长态势

本季度，共有 113 家金融机构发行非政策性金融债 311 期<sup>2</sup>，总发行规模为 9492.80 亿元，非政策性金融债发行期数环比和同比均有 20% 以上的增幅；发行家数环比和同比均有所下降；发行规模环比和同比表现不一，环比略有增长，同比有所下降。其中，证券公司债和证券公司短期融资券发行量环比和同比均有不同程度的增幅，可能由于三季度证券公司融资需求增长所致。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<sup>3</sup>、商业银行二级资本工具）发行量环比和同比均有所下降，其他金融机构债发行量环比有所下降。

表 3 2021 年三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 (%)
商业银行债券	53	-22.06	-10.17	45	-22.41	-11.76	3516.45	-28.30	-49.35	66.35	-8.01	-43.61
证券公司债	163	69.79	55.24	50	19.05	13.64	3729.85	64.54	34.07	22.88	-3.10	-13.63
证券公司短融	78	36.84	9.86	29	20.83	0.00	1905.00	43.67	7.32	24.42	4.99	-2.31

债券，如无特殊说明以下同。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 目前该分类下均为商业银行永续债。



保险公司债	4	0.00	100.00	4	0.00	100.00	73.00	-2.67	65.91	18.25	-2.67	-17.05
其它金融机构债	13	-51.85	8.33	9	-50.00	-25.00	268.50	-47.09	1.32	20.65	9.88	-6.47
合计	311	23.41	24.90	113	-11.02	-2.59	9492.80	4.55	-19.61	30.52	-15.29	-35.64

资料来源：wind

### （3）资产支持证券发行量环比小幅增长

本季度，银行间和交易所资产支持证券以及非金融企业资产支持票据的发行期数和发行规模合计环比小幅增长，发行期数合计同比有所下降，发行规模同比有所增长。其中，银行间资产支持证券发行期数和发行规模同比增幅较大，非金融企业资产支持票据发行量环比和同比均有所增长。平均发行规模同比有所增长，环比变化较小。

表 4 2021 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			平均发行规模		
	本季度 (期)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)	同比 (%)
资产支持证券 (银行间)	131	-3.68	20.18	1936.21	-5.46	17.69	14.78	-1.85	-2.07
资产支持证券 (交易所)	1001	-0.20	-5.39	4286.34	2.12	-0.38	4.28	2.32	5.30
非金融企业资产 支持票据	376	5.32	5.32	1634.76	3.91	8.15	4.35	-1.34	2.69
合计	1508	0.80	-1.05	7857.31	0.49	5.34	5.21	-0.31	6.45

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

本季度，全国首单公募碳中和资产支持商业票据、全国商业银行首单绿色汽车分期资产支持证券、全国首单具有国际评级的个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券、交易所市场首单应收类续发型资产支持专项计划、全国首单纯信用类小微企业不良贷款 ABS 产品和国内首单城市更新 CMBS 成功发行。

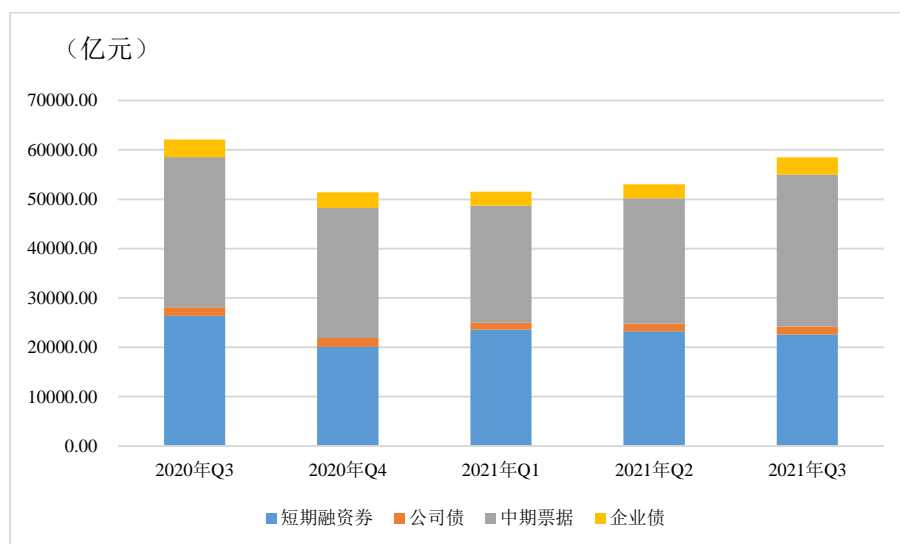
表 5 2021 年三季度资产支持证券创新产品发行情况

时间	项目名称	项目性质
2021/8/31	南网融资租赁有限公司 2021 年度融资租赁第一期绿色资产支持商业票据（碳中和债）	全国首单公募碳中和资产支持商业票据（ABCP）
2021/9/14	工元致远 2021 年第一期绿色汽车分期资产支持证券	全国商业银行首单绿色汽车分期资产支持证券
2021/9/14	盛世融迪 2021 年第二期个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券	全国首单具有国际评级的个人汽车抵押贷款绿色资产支持证券
2021/9/16	中铁资本工鑫 6 期资产支持专项计划	交易所市场首单应收类续发型资产支持专项计划
2021/9/22	建鑫 2021 年第六期不良资产支持证券	全国首单纯信用类小微企业不良贷款 ABS 产品
2021/9/28	百联资管城市更新 1 号资产支持专项计划	国内首单城市更新 CMBS

资料来源：联合资信公开资料整理

### 3. 信用债交易量环比继续增长，同比有所下降

信用债交易规模为 25.89 万亿元，环比增长 15.41%，同比下降 9.79%。具体来看，短期融资券（含超短期融资券）成交 2.26 万亿元，环比和同比分别下降 2.96% 和 4.39%；公司债成交 0.16 万亿元，环比增长 3.52%，同比则下降 6.21%；中期票据和企业债分别成交 3.08 万亿元和 0.35 万亿元，环比均增长超 20%，同比均变化不大。整体来看，随着市场情绪的不断修复，信用债市场整体活跃度逐渐回暖，但仍低于去年同期水平。



资料来源：wind

图 7 主要信用债交易情况

## 二、债券市场运行特征

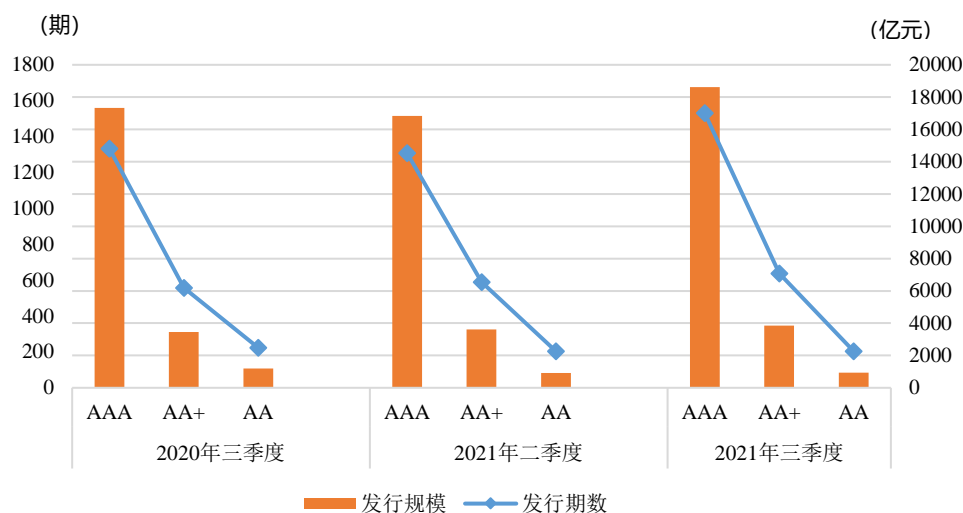
### （一）非金融企业信用等级集中度上升

本季度，非金融企业所发债券<sup>4</sup>的信用等级主要分布在 AAA 级至 AA 级<sup>5</sup>，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级债券发行期数和发行规模环比和同比均有所增长，AA 级债券发行规模环比略有增长，同比有所下降。AAA 级的发行期数和发行规模仍为最多，二者占比分别为 64.54% 和 79.58%，占比环比和同比均有所增长；而 AA<sup>+</sup>级和 AA 级发行期数和发行规模占比环比均有不同程度下降。

整体来看，三季度非金融企业债券或主体的信用级别仍集中在 AA<sup>+</sup>及以上级别，AAA 级占比继续增长，信用等级集中度有所提升。

<sup>4</sup> 统计信用等级的样本中不包含私募债。

<sup>5</sup> 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。



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：wind

图8 2021年三季度非金融企业信用等级分布情况

## （二）民营企业发行量和净融资规模继续下降

从发行主体的企业性质来看，本季度，国有企业<sup>6</sup>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94.78%和94.97%，环比和同比均有所增长，其中地方国有企业和中央国有企业发行量均有不同程度增长。民营企业所发债券期数和规模环比和同比均有所下降。公众企业、集体企业和其他企业<sup>7</sup>本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

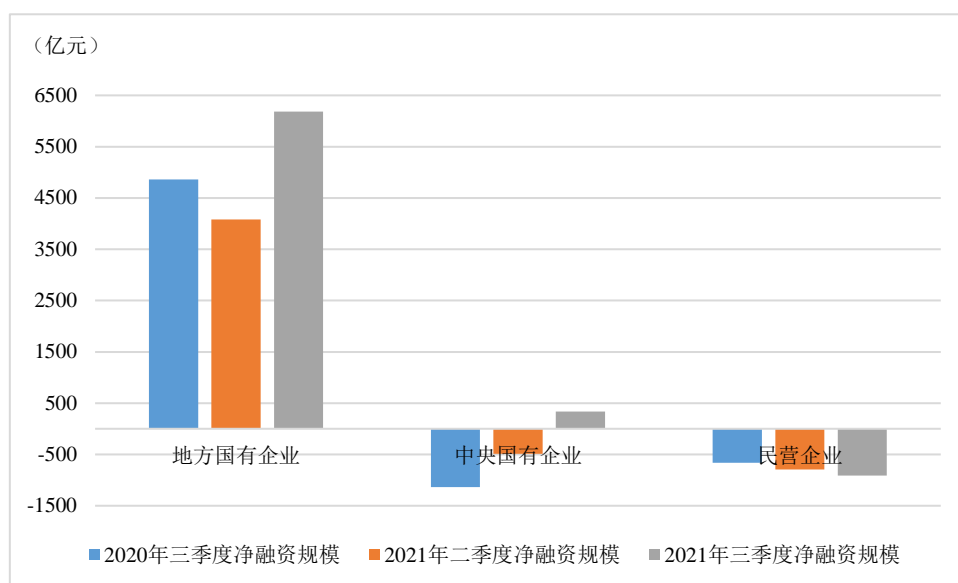
从净融资情况来看，本季度，地方国有企业净融资规模<sup>8</sup>环比和同比分别增长51.44%和27.23%，中央国有企业净融资规模由负转正，而民营企业净融资规模为-914.03亿元，净融资规模持续下降。

<sup>6</sup> 包括中央国有企业和地方国有企业。

<sup>7</sup> 含外资企业。

<sup>8</sup> 净融资规模按照发行起始日统计，统计样本含短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债和公司债（含私募债），以下同。





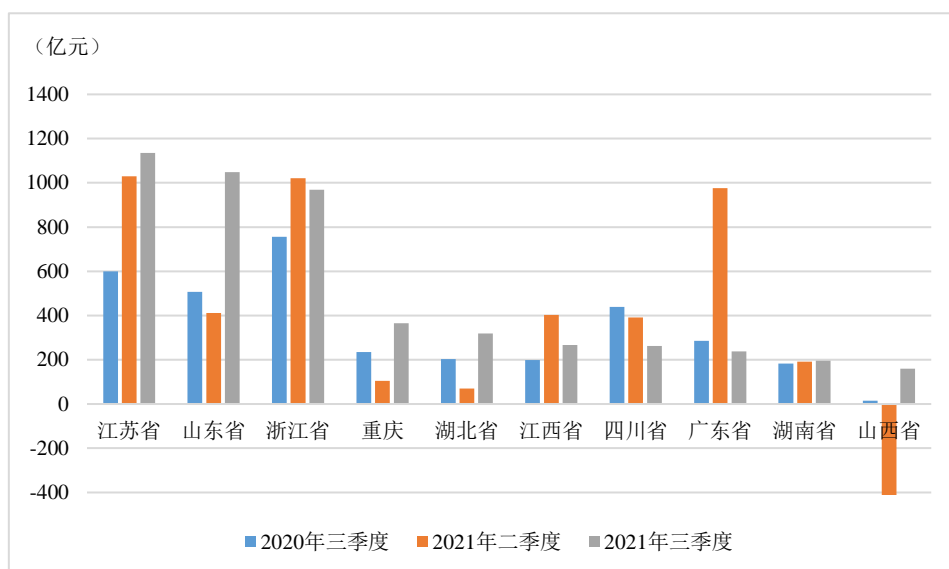
资料来源：wind

图9 2021年三季度非金融企业不同企业性质净融资规模

### （三）不同地区债券发行和净融资情况持续分化

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发行期数（668期）和北京的非金融企业发行规模（6264.60亿元）仍分别位列第一。本季度山西发行期数和规模环比增幅较显著，分别增长191.67%和254.14%；山东发行量环比和同比均有50%左右的增幅。此外，在发行规模排名前十以外的地区中，吉林的发行规模环比有较大幅度的增长。

从净融资情况来看，本季度，江苏、山东和浙江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，广东和四川地区净融资规模环比和同比均有不同程度下降，浙江和江西地区净融资规模环比有所下降，同比有所增长，其余地区净融资规模均有增长，其中山西地区净融资规模环比由负转正，同比增幅较大。此外，本季度内蒙古和辽宁地区净融资规模持续为负，但均有不同程度增长。



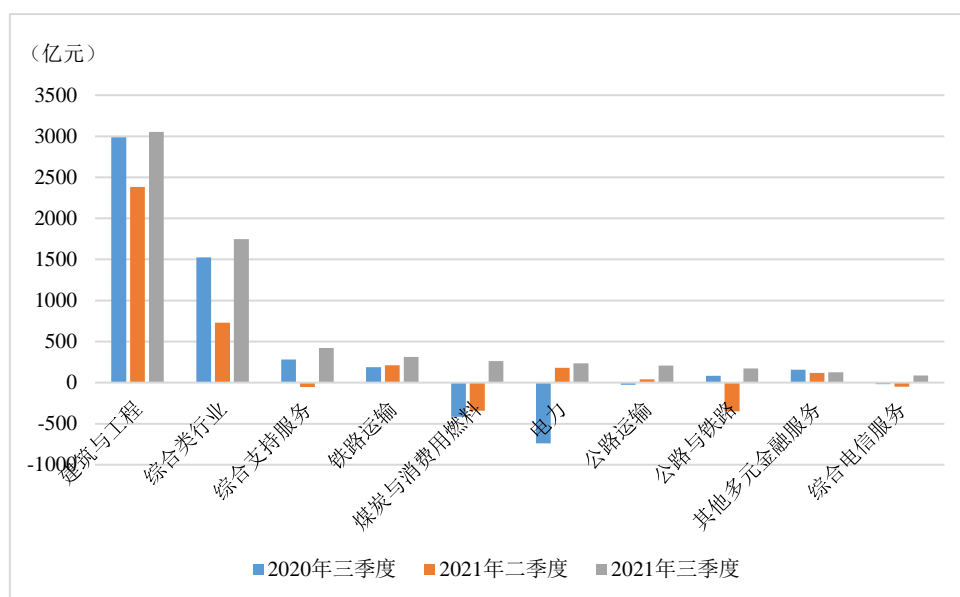
注：以 2021 年三季度净融资规模由高到低排序  
资料来源：wind

图 10 2021 年三季度非金融企业净融资规模前十位地区分布情况

#### （四）行业集中度保持稳定，各行业净融资额环比均有不同程度增长

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期数和发行规模均位居前三位，其中建筑与工程行业企业主要为城投企业，所发债券的发行期数和规模均位居首位，发行规模环比和同比均有 18%左右的增幅。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规模在总发行期数和规模中的占比环比、同比均变化不大，行业集中度保持稳定。

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。建筑与工程行业净融资规模为 3051.37 亿元，位列第一，净融资额环比和同比分别有 28.17%和 2.15%的增幅。三季度净融资规模排名前十的行业中，除其他多元金融服务行业同比下降 21.39%外，其余行业净融资规模环比和同比均有不同程度增长，综合支持服务、煤炭与消费用燃料、公路与铁路、公路运输和综合电信服务行业尤为突出。此外，煤炭与消费用燃料、综合支持服务、公路与铁路和综合电信服务行业净融资规模环比由负转正。



注：1.按照 Wind 四级行业划分；  
2.以 2021 年三季度净融资规模由高到低排序  
资料来源：wind

图 11 2021 年三季度非金融企业净融资规模前十位行业分布情况

## （五）创新券种发行量持续增长

### 1. 绿色债券发行量继续保持增长态势

本季度，绿色债券发行期数为 116 期，发行规模为 1428.94 亿元，共涉及 86 家发行人<sup>9</sup>，其中 61 家为新增发行人。发行期数、家数和规模环比和同比均有所增长，其中发行规模同比增幅较大，达 204.89%。三季度绿色债券发行量保持增长态势，主要受益于近期政策不断完善绿色债券发行规则、规范绿色债券评估认证机构行为，同时 7 月 1 日新版绿色债券目录正式实施，均在一定程度上促进绿色债券的发行。本季度中期票据仍为发行量最大的绿色券种，信用级别仍主要集中在 AAA 级。绿色债券发行主体所属行业，电力行业发行期数和规模占比均最大；所属地区中，北京地区发行期数和规模占比均最大；企业性质方面，地方国有企业在发行期数中占比最大，中央国有企业在发行规模中占比最大。

71.28%的绿色债券发行利率低于可比债券<sup>10</sup>的平均发行利率，环比和同比均有增长。78.45%的绿色债券采取了第三方认证<sup>11</sup>，环比有所下降，同比有所增长。募集资金主要用于清洁能源、绿色交通、污染防治、生态保护与建设、能效提升

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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。

<sup>11</sup> 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）。

以及补充流动性资金等领域。

表 5 2021 年三季度我国绿色债券（不含资产支持证券）发行情况

项目	2021 年三季度	同比变化（%）	环比变化（%）
发行期数（期）	116	132.00	11.54
发行家数（家）	86	79.17	1.18
发行规模（亿元）	1428.94	204.89	42.92
平均发行期限（年）	3.31	-35.73	-0.30
第三方认证评估债券占比（%）	78.45	48.45	-7.13
具有发行成本优势债券占比（%）	71.28	9.52	16.47

注：平均发行期限为所有绿色债券（不含永续债）发行期限按照发行规模计算的加权平均数；第三方认证由独立的专业评估或认证机构提供，不包括债券监管部门；具有发行成本优势债券占比为具有成本优势的债券期数占具有可比债券的新发绿色债券数量的百分比；第三方认证评估债券占比和具有发行成本优势债券占比的同环比变化为 2021 年三季度占比情况与 2020 年三季度、2021 年二季度占比情况的差值

资料来源：wind

## 2. 熊猫债发行量同比有所增长

本季度，我国债券市场共有 12 家发行人发行 20 期熊猫债，发行规模为 277.00 亿元，发行期数和规模环比小幅下降，同比有所增长。债券类别涉及超短融、中票、公司债和国际机构债，其中超短融和中票发行期数最多（各 7 期），中票发行规模最大（103.00 亿元）。熊猫债发行主体主要为中央国有企业的境外子公司，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于 AAA 级。本季度熊猫债平均发行利率 3.12%，较上季度下降 21BP，较上年同期下降 34BP。

表 6 2021 年三季度我国熊猫债券发行情况

项目	2021 年三季度	同比变化（%）	环比变化（%）
发行期数（期）	20	100.00	-4.76
发行家数（家）	12	33.33	0.00
发行规模（亿元）	277	109.85	-14.77
平均发行规模（亿元）	13.85	4.92	-10.51
平均发行利率（%）	3.12	-0.34	-0.21

注：平均发行利率的同环比变化为 2021 年三季度平均发行利率与 2020 年三季度、2021 年二季度平均发行利率的差值

资料来源：wind

## （六）二级市场运行特征

### 1. 中短期票据信用利差<sup>12</sup>整体走阔，期限利差表现分化

信用利差方面，本季度，除 1 年期 AA 级信用利差呈收窄态势外，其余各期限信用等级中短期票据信用利差整体呈走阔态势，其中 5 年期各信用等级信用利差走阔幅度较 1 年期和 3 年期利差更大，3 年期、5 年期 AA 级信用利差走阔幅

<sup>12</sup> 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。

度整体较 AAA 及 AA<sup>+</sup>级利差更大。整体来看，中短期票据信用利差整体较上季度有所走阔，信用分层趋势增强。

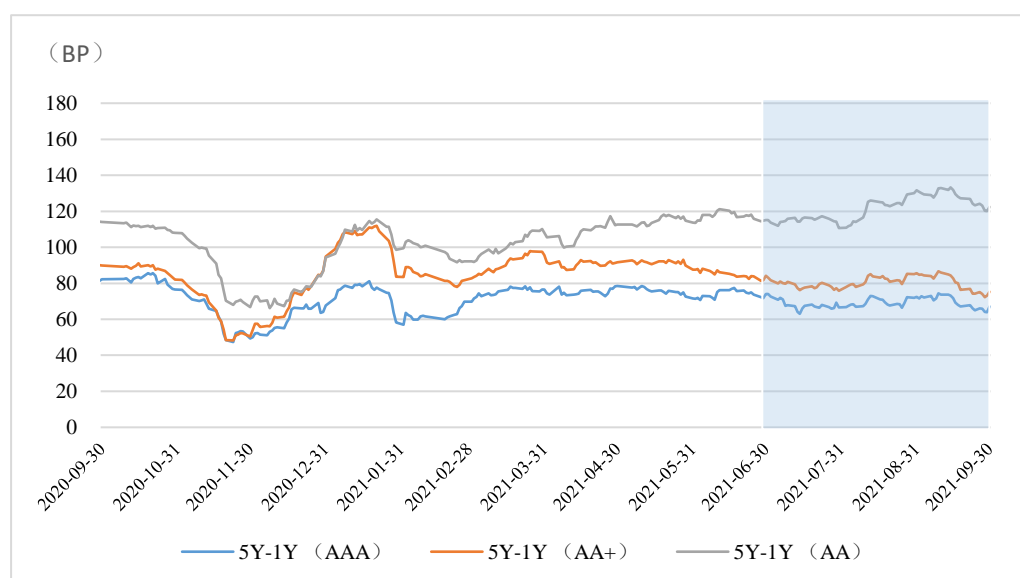
表 7 2021 年三季度中债中短期票据信用利差情况

信用等级	1 年期			3 年期			5 年期		
	季初	变化	平均	季初	变化	平均	季初	变化	平均
AAA	43.23	2.07	39.49	40.46	1.27	33.22	43.00	10.34	39.41
AA <sup>+</sup>	55.05	4.02	50.63	58.32	2.27	48.83	63.91	11.35	61.85
AA	77.05	-1.98	70.12	101.32	11.27	98.13	117.91	20.35	122.66

注：变化情况为季末利差与季初利差的差值

资料来源：Wind

期限利差方面，本季度中短期票据期限利差表现分化。本季度，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级期限利差呈收窄态势，但受市场避险情绪影响，低评级、长期债券品种仍不受市场欢迎，AA 级期限利差不断走阔。

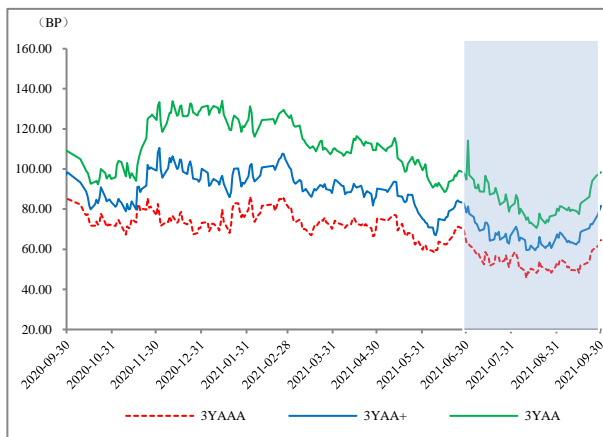


资料来源：Wind

图 12 2021 年三季度中短期票据期限利差情况

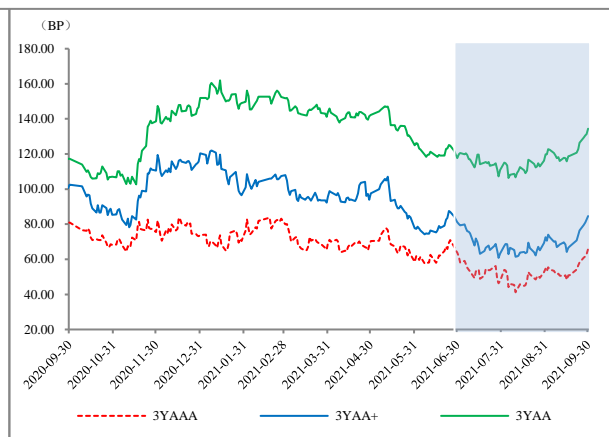
## 2. 城投债和产业债信用利差整体均呈先降后升走势，内部继续分化

三季度，各级别产业债和城投债信用利差均呈先降后升的走势。具体来看，7 月至 9 月中旬各级别城投债及产业债信用利差均呈明显走窄态势，9 月中旬以来或受长假前市场担忧情绪加重的影响，城投债及产业债信用利差均有所回升。各级别城投债及 AAA 级、AA<sup>+</sup>级产业债的利差已基本恢复至永煤违约前水平，但 AA 级产业债的利差水平仍然较高，可能是由于在优质资产供给不足的情况下，城投债及优质产业债仍是机构配置的重点。整体来看，市场情绪不断修复，但市场风险偏好仍然谨慎，市场仍在倾向于选择高信用资质企业。



资料来源：Wind

图 13 各信用等级城投债利差走势情况



资料来源：Wind

图 14 各信用等级产业债利差走势情况

### （七）信用债违约常态化发生

三季度，我国债券市场新增 3 家违约发行人<sup>13</sup>，共涉及到期违约债券 16 期，到期违约金额合计约 138.33 亿元，新增违约发行人家数较 2020 年三季度（6 家）和 2021 年二季度（5 家）均有所下降，涉及到期违约债券期数和规模较 2020 年三季度（15 期，126.42 亿元）和 2021 年二季度（7 期和 46.84 亿元）均有所增长。新增违约发行人均为民营企业，行业分布在家庭耐用消费品、多元金融服务以及房地产管理和开发行业。整体来看，本季度信用风险常态化暴露。

三季度，我国债券市场重复违约<sup>14</sup>发行人 12 家，涉及到期违约债券 16 期，到期违约规模合计约 138.37 亿元，除重复违约涉及的到违约规模较 2020 年三季度（90.50 亿元）有所增长、较 2021 年二季度（281.14 亿元）有所下降外，其余重复发行人家数、涉及到期违约债券期数均较 2020 年三季度（16 家，18 期）、2021 年二季度（14 家，24 期）有所下降。

## 三、债券市场展望

当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不

<sup>13</sup> 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。

<sup>14</sup> 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。



---

稳固、不均衡，在此背景下，预计 2021 年四季度，稳健的货币政策将更加灵活精准、合理适度，保持流动性的合理充裕，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础，债券市场发行量有望保持稳定，但市场风险偏好仍然谨慎背景下内部分化将持续；防范化解地方政府隐性债务风险是今年监管的主要基调，预计地方政府专项债务仍将延续严监管政策；在“30·60 目标”下，碳减排支持工具将进一步落地，绿色金融体系将逐步完善；债券市场统一监管将持续推进，债券市场双向开放程度有望进一步加深；此外，债券市场仍面临较大信用风险，信用风险事件将持续发生，但整体可控，出现系统性风险的可能性较低。

**第一，债券市场发行量有望保持稳定，内部分化将持续。**当前国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，央行货币政策委员会三季度例会指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕。在此背景下，预计四季度货币政策在保持连续性、稳定性、可持续性的同时，流动性将继续保持合理充裕，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础。同时，在政策的鼓励支持下，民营小微企业、科技创新、绿色经济发展以及商业银行资本补充等领域债券发行有望继续增长。此外，考虑到今年地方政府债尤其是专项债发行进度不及往年的情况，四季度剩余的专项债规模较大，预计四季度地方债发行节奏将有所加快。但值得注意的是，信用风险担忧下市场风险偏好仍然较低、情绪较为脆弱，不同行业、区域之间的分化或将持续。总体来看，我国债券市场发行规模有望保持稳定，但内部分化将持续。

**第二，地方政府隐性债务严监管态势不变。**自去年年底的中央经济工作会议提出抓实化解地方政府隐性债务风险工作后，全面压降隐性债务，防范化解地方政府隐性债务风险是今年监管的主要基调。今年以来，多部门联合出手强化监管，遏制隐性债务增长，地方政府债务监管不断强化。在此背景下，地方政府隐性债务严监管态势或将持续，未来在加强完善现有管控政策落实的基础上，监管层有望出台更多政策压降、化解地方政府隐性债务，防范地方政府隐性债务风险，但同时，隐性债务存量化解为长期过程，后续政策有望循序渐进，逐步趋稳。

**第三，碳减排支持工具将加快落地，绿色金融体系将进一步完善。**三季度上交所、深交所及绿色债券标准委员会等多机构相继发布规范性文件，进一步完善了绿色债券发行规则及绿色债券评估认证机构行为。9 月 27 日，人民银行货币政策委员会召开 2021 年第三季度例会，指出将有序推动碳减排支持工具落地生效，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。在“30·60 目标”下，预计四季度，相关部门将进一步完善绿色金融标准体系、强化金融机构监管和信息披露要求、丰富绿色金融产品和市场体系。

**第四，债券市场统一监管将进一步推进，债市双向开放程度有望加深。**三季度，央行等六部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展

---

的指导意见》，从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强监管和统一执法、推进多层次市场建设等方面对债券市场提出监管要求。同时指出将统筹同步推进银行间债券市场、交易所债券市场对外开放，统一债券市场境外机构投资者准入和资金跨境管理，稳步实现我国债券市场跨境联通和双向开放。随着推动债市统一的纲领性文件出台，预计后续各分管机构将制定相关政策继续完善公司信用类债券法制基础、推进债券市场统一监管以及对外开放，逐步推动建立完善制度健全、透明开放的多层次债券市场体系。此外，9月24日起，内地与香港债券市场“南向通”业务正式上线运行，我国金融市场双向开放再获稳步推进。在我国构建双循环新发展格局的推进下，债券市场双向开放程度有望进一步加深。

**第五，房地产行业风险加速暴露，信用风险事件将持续发生，但出现系统性风险的可能性较低。**目前，国内经济恢复不均衡的问题依然存在，疫情零星反复，对制造业投资和消费复苏仍产生较大影响。特别地，受房地产监控政策影响，地产销售和融资受限，地产企业资金面偏紧，加之今年以来房地产企业违约、债务逾期、评级下调等负面舆情频现，加重了市场担忧情绪，在此背景下，负债率较高、短期偿债压力较大、对非标融资依赖较重、经营管理能力较弱的房企信用风险值得关注。四季度我国债券市场信用债总偿还量约4.26万亿元<sup>15</sup>，单月的偿还量均在1万亿元以上，偿还压力较三季度有所上升。整体来看，四季度信用风险事件仍会持续发生。但在流动性保持合理充裕、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。

---

<sup>15</sup> 总偿还量含到期还款、提前兑付以及将于2021年发行且于年内到期超短融的情况，假定超短融发行与到期与2020年情况大致相当。