

# 2019 年一季度债券市场发展报告

——信用债发行同比大幅增加，债市风险防范继续加强

2019 年 4 月 28 日



---

**联合资信评估有限公司**

电话：010-85679696

网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

---

**联合信用评级有限公司**

电话：010-85172818

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

邮箱：[lh@unitedratings.com.cn](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

---

## 2019 年一季度债券市场发展报告

——信用债发行同比大幅增加，债市风险防范继续加强

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 刘沛伦 王雯婧 夏妍妍

### 一、债券市场环境

#### （一）加大债券融资支持力度，重点满足民营和中小微企业融资需求

**支持民营、小微、双创等企业通过债券融资。**2019 年 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》，要求结合民营企业合理诉求，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。3 月 13 日，中国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。上述政策鼓励并支持民营企业、中小微企业、双创企业通过债券市场融资，在推动相关债券发行的同时有利于积极发挥债市对实体经济的支持，缓解民营、中小微企业等的融资压力。

**鼓励银行发行永续债等工具补充资本。**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。此举将提高银行永续债的流动性，推动银行永续债的发行。1 月 25 日，中国银行在银行间债券市场成功发行首单 400 亿元永续债。2 月 11 日，国务院常务会议决定，支持商业银行多渠道补充资本金，提高永续债发行审批效率，降低优先股、可转债等准入门槛，允许符合条件的银行同时发行多种资本补充工具。2 月 14 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出加快商业银行资本补充债券工具创新，支持通过发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本。上述举措有利于推动商业银行永续债等资本补充工具的发行，并提高银行对民营、中小微企业的信贷支持力度。

## （二）继续完善债市体制机制，推动债券市场规范化发展

一是加强个人消费类资产支持证券信息披露。2 月 14 日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“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，这有助于进一步规范个人消费类贷款资产证券化业务，提升消费类信贷资产支持证券标准化、透明化水平，充分发挥信贷资产证券化服务实体经济的积极作用。二是进一步完善熊猫债发行制度。2 月 1 日，作为《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》配套细则的《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》正式发布，对熊猫债发行的信息披露、募集资金使用、中介机构等方面做出明确的核心制度安排<sup>1</sup>，这有助于境外非金融企业债务融资工具业务规范、高效发展，促进熊猫债的发行，进一步推动银行间市场对外开放的持续稳健发展。

## （三）加快地方政府债券发行进度，严格防范地方政府债务风险

加快地方债发行进度并拓宽发行渠道。3 月 5 日，国务院总理李克强在政府工作报告中指出，2019 年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年增加 8000 亿元，并将合理扩大专项债券使用范围，同时继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。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一般债券和专项债券，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。目前，宁波、浙江、四川、陕西、山东、北京六个省市财政厅（局）已作为首批试点在柜台市场发行地方政府债。

通过增强透明度、规范政府性融资担保基金等继续加强政府性债务风险管控。1 月初，财政部印发《地方政府债务信息公开办法》，指出将通过增强地方政府债务信息透明度，加强社会监督，严格防范地方政府债务风险。1 月 15 日，财政部明确提出严格落实地方政府债务限额管理和预算管理、严禁地方政府违法违规或变相举债、完善专项债务限额规模全额管理、落实地方政府债务信息

---

<sup>1</sup> 信息披露要求方面，明确了境外企业注册要件、发行环节信息披露文件、存续期信息披露文件、重大事项、披露时点、披露语言等要求。募集资金使用要求方面，熊猫债募集资金可根据相关法律法规及监管要求使用于中国境内或境外。中介机构要求方面，要求遵循“投资人风险自担是前提”和“中介机构尽职履责是基础”的理念。

公开要求四项措施，强调在保证地方专项债券规模增加的同时，要进一步规范债务管理，严控地方政府隐性债务风险。2 月 13 日，银保监会偿付能力监管部下发《对相关风险情况进行书面调研的通知》，指出要切实规范投融资平台公司行为，审慎合规开展创新业务，不得要求地方政府或融资平台公司通过支付固定投资回报或约定到期、强制赎回投资本金等方式承诺保障本金和投资收益，不得为地方政府违法违规或变相举债提供任何形式的便利等。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》，其中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。上述举措均有利于进一步防范和化解地方政府债务风险。

#### （四）继续加强债券市场风险管控，违约处置手段更加多元

**债券违约事件持续发生。**本季度，我国公募债券市场新增违约发行人 8 家，涉及违约债券 21 只，较上年同期（无新增违约）明显增加。另有 7 家在 2019 年之前已发生违约的发行人再次未能按时偿付所发债券的利息或本金，涉及债券共计 7 只；其中 5 只债券为首次未能按时偿付本金或利息，较上年同期（4 只）有所增加。

**加强信用保护工具规范化发展。**为保障信用保护工具业务市场化、规范化发展，1 月 18 日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所联合中国证券登记结算有限公司发布《信用保护工具业务管理试点办法》及其配套规则，从参与者管理、信用保护合约和凭证业务流程、信用事件后处理机制、信息披露、风险控制以及自律管理等方面明确了信用保护工具业务的主要内容。此举有利于推动信用保护工具业务常态化发展，稳步扩大民营企业债券融资支持工具覆盖范围，优化债券市场投资者结构和产品结构，完善债券市场信用风险定价机制。3 月 7 日，首批创新创业公司债信用保护合约在上交所正式落地<sup>2</sup>。

**开展企业债券风险排查工作。**2 月 13 日，发改委发布通知开展 2019 年度企业债券存续期监督检查和本息兑付风险排查有关工作，要求各省级发展改革委对辖区内已发行企业债券情况开展专项检查，全面排查辖区内企业债券还本付息压力和风险状况，对排查后存在一定偿债风险的企业债券，提前会同各方

---

<sup>2</sup> 东吴证券在上海证券交易所完成国内首批创新创业公司债信用保护合约业务，参考实体分别为昆山龙腾光电有限公司和江苏京源环保股份有限公司，均为创新创业实体企业，参考债务为“19 龙腾 01”和“19 京源 01”。

制定应对方案，并积极推进已违约企业债券风险处置。这有利于进一步加强债券市场风险管控和处置，防范系统性风险的发生。

**债券违约处置手段更加多元。**本季度，到期违约债券首次通过匿名拍卖达成交易<sup>3</sup>，匿名拍卖是中国外汇交易中心针对低流动性债券推出的交易机制，通过这种方式交易违约债券有利于增强违约债券流动性，强化价格发现机制。1月，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<sup>4</sup>，此举有利于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退出通道。

## 二、债券产品发行利率

本季度，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证了资金面的整体稳定。1月15日、25日，央行分别下调金融机构存款准备金0.5个百分点，并决定于2019年起降低普惠金融定向降准贷款考核标准<sup>5</sup>；同时，央行通过逆回购、MLF、TMLF<sup>6</sup>、SLF、抵押补充贷款（PSL）以及国库定存等工具平抑春节假期、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。在此背景下，银行间市场资金面整体稳定，利率水平较为平稳。

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自2018年以来呈小幅波动下行趋势，本季度的平均水平（2.40%）较上季度（2.66%）和上年同期（3.41%）均有所下降。本季度，一年期短融的平均发行利率（4.31%）与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势仍大致接近，较上季度（5.23%）和上年同期（5.92%）有不同程度下降，且大部分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。

---

<sup>3</sup> 2月27日，中国外汇交易中心进行今年首轮债券匿名拍卖，到期违约债券首次通过匿名拍卖达成交易。本次共有22只债券进入拍卖日，43家机构（含产品）提交双向报价，25家机构参与集中竞价。此次进入拍卖的债券中，包括3只到期违约债券，分别为：“15永泰能源MTN001”、“17永泰能源MTN002”和“18永泰能源CP001”，共有8家机构提交双向报价，5家机构参与集中竞价，其中“17永泰能源MTN002”达成交易。

<sup>4</sup> 截至2019年3月末，共有三笔到期违约债券在北金所达成首批转让交易，首批转让的三笔到期违约债券标的均来自永泰能源所发行的中票和短融，总额2.82亿元。

<sup>5</sup> 2019年1月2日，央行决定自2019年起将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于500万”调整为“单户授信小于1000万元”。

<sup>6</sup> 2018年12月19日，央行决定创设TMLF，根据金融机构对小微企业、民营企业贷款增长情况，向其提供长期稳定资金来源。2019年1月23日，央行首次TMLF操作正式落地，比MLF利率优惠15个BP。

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自 2018 年以来呈小幅波动下行趋势。本季度，交易所三年期国债、银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 2.73%、2.97% 和 3.11%，较上季度（3.03%、3.20% 和 3.40%）和上年同期（3.60%、3.78% 和 3.85%）均有所下降。三年期公司债和五年期中期票据的平均发行利率走势与相应期限的银行间/交易所（固定利率）国债到期收益率的走势大致相同，两者均值分别为 4.53% 和 4.58%，较上季度（4.93% 和 4.90%）和上年同期（5.91% 和 6.16%）均有所下降，且大部分 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间的贷款基准利率。七年期企业债券的平均发行利率波动较大，本季度均值为 7.32%，较上季度（7.20%）和上年同期（7.22%）均略有上升，七年期企业债的发行利率均高于七年期贷款基准利率。

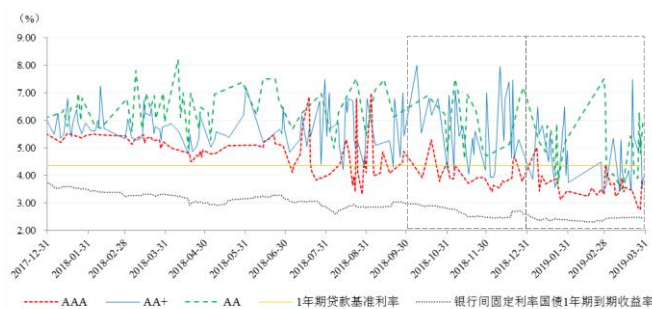


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

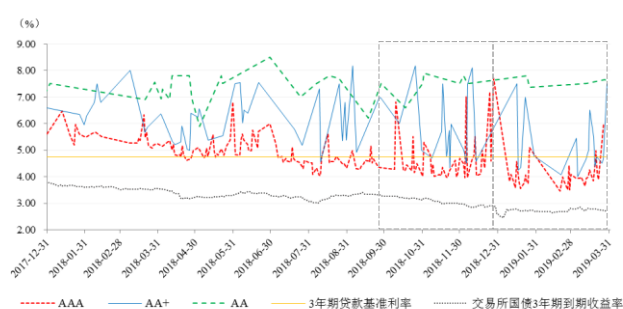


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

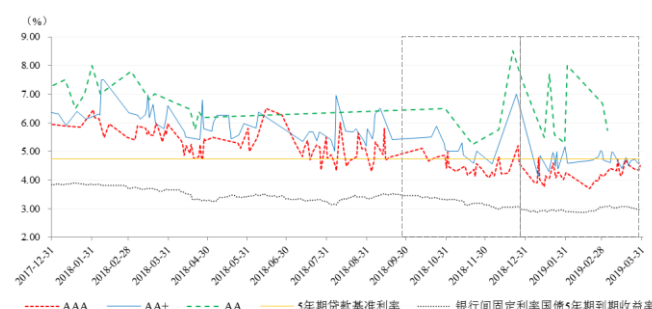


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

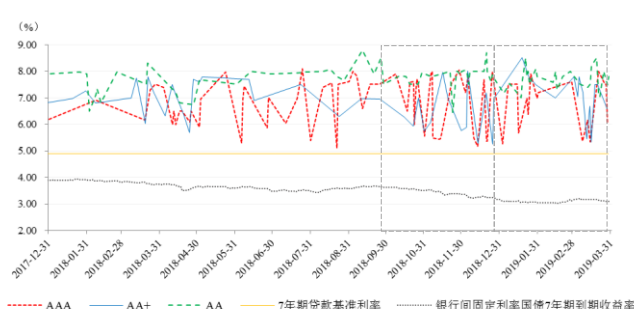


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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



### 三、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券 9.54 万亿元，发行规模环比下降 12.19%，但同比增长 11.22%，主要受益于 2018 年下半年以来货币和信用环境趋于宽松以及鼓励支持债券融资相关政策的出台。其中，银行间债券市场新发债券 8.63 万亿元，在债券市场发行总量中的比重为 90.54%，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。本季度，地方政府债的发行期数和发行规模环比、同比均大幅增加；同业存单的发行期数和发行规模环比、同比均有所下降，或与央行在 MPA 考核中加大对同业存单的管理<sup>7</sup>相关；非金融企业资产支持票据、资产支持证券、商业银行债、企业债、公司债的发行期数和发行规模同比均大幅增加，环比均有所减少。截至 2019 年一季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 88.35 万亿元，较上年同期增加 16.75%。

表 1 2019 年一季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2018 年一季度 发行情况		2018 年四季度 发行情况		2019 年一季度 发行情况		2019 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)
<b>政府债</b>	88	6601.84	186	14796.61	344	15232.06	4642	341637.58
国债	21	4406.40	49	11172.80	21	2554.70	279	148780.77
地方政府债	67	2195.44	137	3623.81	323	12677.36	4363	192856.81
<b>金融债</b>	51	7441.90	164	9765.90	145	10514.30	1265	193721.08
政策性银行债	21	6413.40	74	4808.20	85	6671.30	323	146183.03
商业银行债券	21	572.50	70	4363.70	43	3117.00	727	39610.02
非银行金融机构债券	9	456.00	20	594.00	17	726.00	215	7928.03
<b>政府支持机构债券</b>	12	1100.00	7	800.00	6	420.00	150	16095.00
<b>企业债券</b>	41	322.00	123	1033.68	104	842.39	2567	24962.16
一般企业债	34	287.20	117	989.48	99	793.19	2448	24058.61
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	9	71.90
项目收益债	7	34.80	6	44.20	5	49.20	110	831.65
<b>中期票据</b>	265	3112.90	437	5062.50	412	5228.30	4515	59437.54
<b>短期融资券</b>	681	7290.30	780	7753.30	899	9390.40	2193	21955.60
一般短期融资券	117	1013.10	104	982.60	128	1172.50	434	4942.70
超级短期融资券	564	6277.20	676	6770.70	771	8217.90	1759	17012.90

<sup>7</sup> 2018 年一季度起，央行将资产规模 5000 亿元以上金融机构发行的一年期以内的同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核。2018 年 5 月，央行披露将于 2019 年一季度将资产规模 5000 亿元以下金融机构发行的同业存单也纳入 MPA 考核。

证券公司短期融资券	10	250.00	19	460.00	19	470.00	19	470.00
资产支持证券（银行间）	42	794.08	180	3580.02	65	1238.42	788	10725.59
资产支持证券（交易所）	306	1276.63	766	3278.38	458	1884.41	4066	14079.15
非金融企业资产支持票据	27	112.63	140	723.56	135	518.91	484	2029.32
非公开定向债务融资工具	183	1239.37	241	1763.20	273	1961.02	2521	19827.37
公司债	241	2043.58	501	5866.97	394	4297.66	5375	58804.27
一般公司债	111	1149.96	266	3541.03	168	2186.44	2688	34023.18
私募债	130	893.62	235	2325.94	226	2111.22	2687	24781.09
证券公司债	54	1091.80	40	915.50	56	1417.00	598	14059.47
可转债	15	256.71	28	284.06	39	1242.80	180	2983.99
可交换债	11	354.58	7	27.86	8	180.70	144	2043.91
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	23	108.60
同业存单	6054	52423.40	7532	52482.10	5607	40481.50	14085	100362.00
国际机构债	2	34.60	1	20.00	3	50.00	14	244.60
SDR 债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	5 亿 SDR
合计	8083	85746.32	11152	108613.64	8967	95369.87	43629	883547.23

- 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 2019 年 4 月 1 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 COS 系统、Wind、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、债券发行量同比大幅增加

本季度，非金融企业所发债券<sup>8</sup>的发行期数、发行家数和发行规模分别为 1804 期、998 家和 19450.75 亿元，环比均略有下降，同比均增长 40% 以上；平均发行规模为 10.78 亿元，环比变化不大，同比增加 3.69%。

<sup>8</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债券。



**短融<sup>9</sup>和超短融发行量均上升。**本季度，共有 110 家企业发行短融 128 期，发行规模为 1172.50 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 20% 左右，同比增幅分别为 9.40%、3.77% 和 15.73%，平均发行规模环比略有下降，同比增加近 6%，发行期限仍主要为 1 年。本季度，共有 417 家企业发行超短融 771 期，发行规模 8217.90 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 15% 左右，同比增幅均在 30% 以上，平均发行规模环比增加 6.42%，同比下降约 4%，发行期限仍以 270 天为主。

**中票发行量同比上升。**本季度，共有 328 家企业发行中票 408 期，发行规模为 4958.30 亿元，发行期数和发行规模环比分别下降约 7% 和 2%，发行家数环比略有增加，三者同比增幅均超过 50%，同比增幅显著；平均发行规模环比、同比均略有增加。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期<sup>10</sup>，发行期数之和占中票总发行期数的比重为 96.96%，环比提高约 5 个百分点，同比略有下降。特殊期限中票<sup>11</sup>共发行 116 期，占中票总发行期数的 28.43%，环比和同比分别下降约 15 个和 2 个百分点；其中永续期中票发行 46 期，在中票总发行期数中的占比（11.27%）环比下降约 19 个百分点，同比变化不大。本季度未发行项目收益票据。

**企业债发行量环比下降，同比大幅上升。**本季度，共有 99 家企业发行企业债<sup>12</sup>104 期，发行规模 842.39 亿元，环比降幅均在 16% 左右，同比增幅均超过 150%。企业债发行同比大幅增加主要由于在稳增长压力下，地方隐性债务监管重心由严控增量阶段性转变为化解存量，而借新还旧是化解存量的主要方式之一，在市场流动性合理充裕的背景下城投企业再融资环境有所好转，前期积累的再融资需求得到释放。本季度，企业债的平均发行规模为 8.10 亿元，环比有所减少、同比有所增加。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（70.87%）环比、同比均下降 7 个百分点左右，发行期限大于 7 年的企业债发行期数占比有所上升。本季度项目收益债发行期数（5 期）环比和同比均有所减少，发行规模（49.20 亿元）环比和同比均有所增加。

<sup>9</sup> 不加特殊说明均表示一般短期融资券，以下同。

<sup>10</sup> 不含永续期债券，按债券发行完整期限统计。

<sup>11</sup> 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。

<sup>12</sup> 包含集合债及项目收益债。

公司债发行量环比下降，同比上升。本季度，共有 125 家企业累计发行公司债（不含私募债，以下同）168 期，发行规模 2174.94 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比均下降 35% 左右，同比增幅分别为 51.35%、37.36% 和 89.13%。本季度，公司债平均发行规模为 12.95 亿元，环比略有减少，同比增加近 25%。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（80.00%）环比和同比分别下降约 8 个和 4 个百分点。私募债方面，根据 Wind 截至 2019 年 4 月 1 日已披露的数据，本季度私募债发行期数（225 期）、发行家数（184 家）和发行规模（2084.72 亿元）环比均有所下降，同比增幅均在 70% 以上。

表 2 2019 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	771	14.05	36.70	417	12.10	37.62	8217.90	21.37	30.92	10.66	6.42	-4.23
短融	128	23.08	9.40	110	18.28	3.77	1172.50	19.33	15.73	9.16	-3.05	5.79
中期票据	408	-6.64	53.96	328	1.55	51.85	4958.30	-2.06	59.28	12.15	4.90	3.46
企业债	104	-15.45	153.66	99	-14.66	160.53	842.39	-18.51	161.61	8.10	-3.62	3.14
公司债	393	-21.56	63.07	304	-20.83	58.33	4259.66	-27.40	108.44	10.84	-7.44	27.82
一般公司债	168	-36.84	51.35	125	-34.21	37.36	2174.94	-38.58	89.13	12.95	-2.75	24.96
私募债	225	-4.26	73.08	184	-9.80	80.39	2084.72	-10.37	133.29	9.27	-6.39	34.79
合计	1804	-2.01	46.91	998	-4.04	44.01	19450.75	-1.35	52.33	10.78	0.68	3.69

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

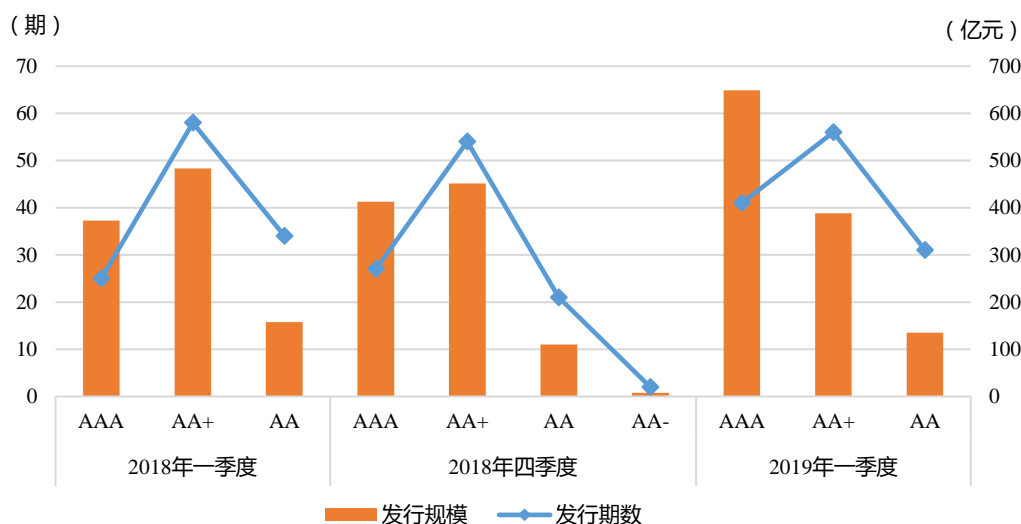
本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，无 AA- 级主体发行短融。

从发行期数来看，AA+ 级主体所发短融的期数仍然最多，但在总发行期数中的占比（43.75%）环比和同比均有不同程度下降；AAA 级主体所发短融的期数占比为 32.03%，占比环比和同比均有所上升；AA 级主体所发短融的期数占比（24.22%）环比略有上升，同比有所下降。短融发行期数呈现向 AAA 级迁移趋势。

从发行规模来看，AAA 级主体所发短融规模超过 AA+ 级成为发行规模最多的主体级别，且占比（55.36%）环比和同比增幅显著；AA+ 级主体和 AA 级主

体所发短融规模占比（33.13%和 11.51%）环比和同比均有不同程度下降。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 级迁移趋势。



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样本  
资料来源：联合资信 COS 系统

图 5 2019 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<sup>13</sup>信用等级分布在 AAA 级至 AA 级。

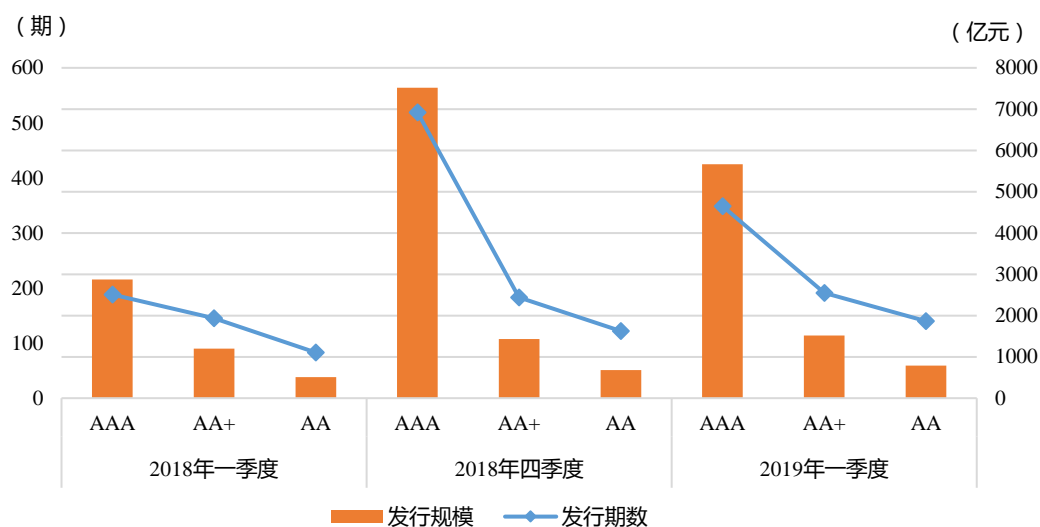
从发行期数来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行期数仍最多，在总发行期数中的占比（51.32%）环比明显下降、同比有所上升；其次为非金融企业所发 AA+ 级中票、企业债、公司债，其发行期数在总发行期数中的占比（28.09%）环比有所上升、同比有所下降；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比（20.59%）环比有所上升、同比变化不大。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数仍集中于 AA+ 级（含）以上。

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（71.08%）环比有所下降、同比有所上升；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

<sup>13</sup> 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。

中的占比（18.98%）环比有所上升，同比有所下降；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（9.94%）环比有所上升、同比略有下降。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模仍集中于 AA+级（含）以上。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用级别仍集中于 AA+级（含）以上。

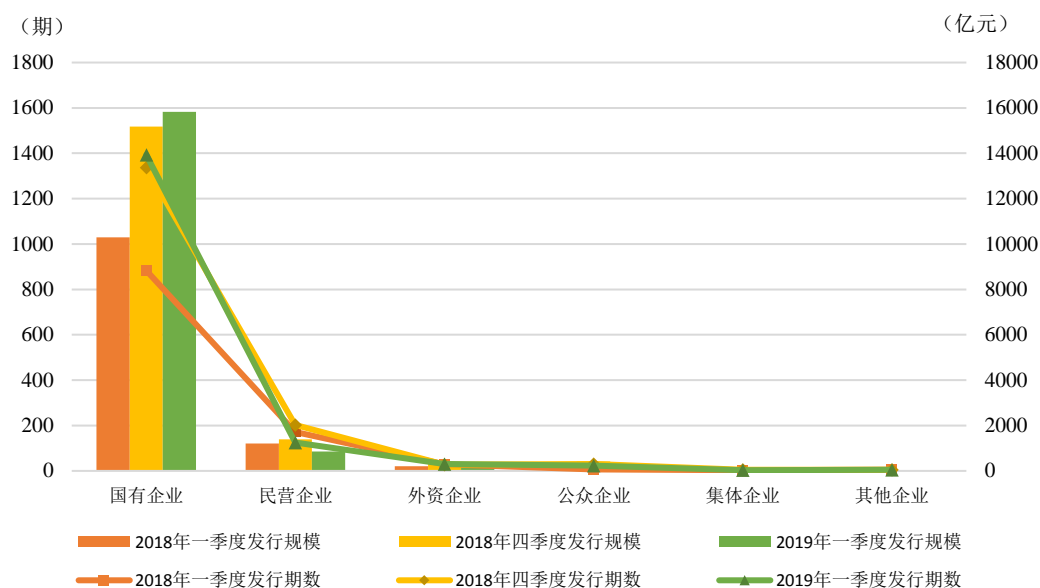


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入  
资料来源：联合资信 COS 系统

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，且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 88.22% 和 91.12%，环比和同比均上升 4 个百分点左右，集中度进一步提升；民营企业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 7.92% 和 4.92%，环比和同比均下降 4 个百分点左右。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。



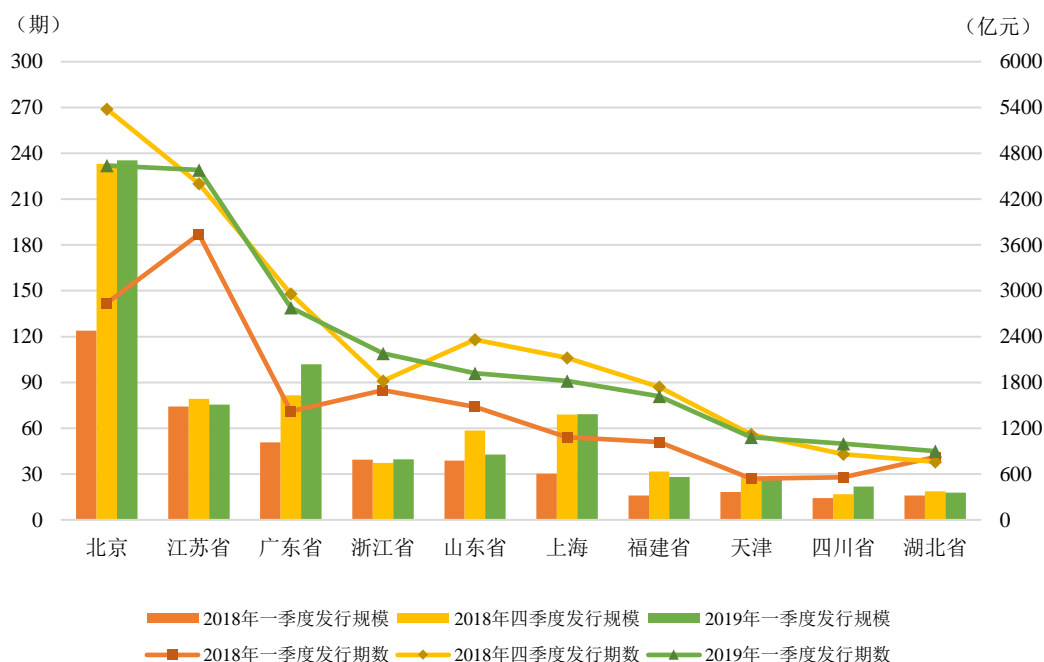
注：以 2019 年一季度发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2019 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、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，其中北京的非金融企业所发债券的发行期数（232 期）和发行规模（4709.10 亿元）仍均位居第一，发行优势仍然显著。非金融企业发行债券期数前十位的地区中，湖北替代上季度的河北跻身本季度第十位，天津和四川替代了上年同期发行债券期数前十位地区的山西和安徽，分别位居第八和第九。与上季度相比，浙江和四川地区非金融企业所发债券期数和规模均有所增加；与上年同期相比，各地区非金融企业所发债券期数和规模均明显增加，其中北京、广东、上海非金融企业所发债券期数和规模增幅均超过 60%。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（71.31%、75.84%）环比变化不大、同比略有上升，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 2019 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

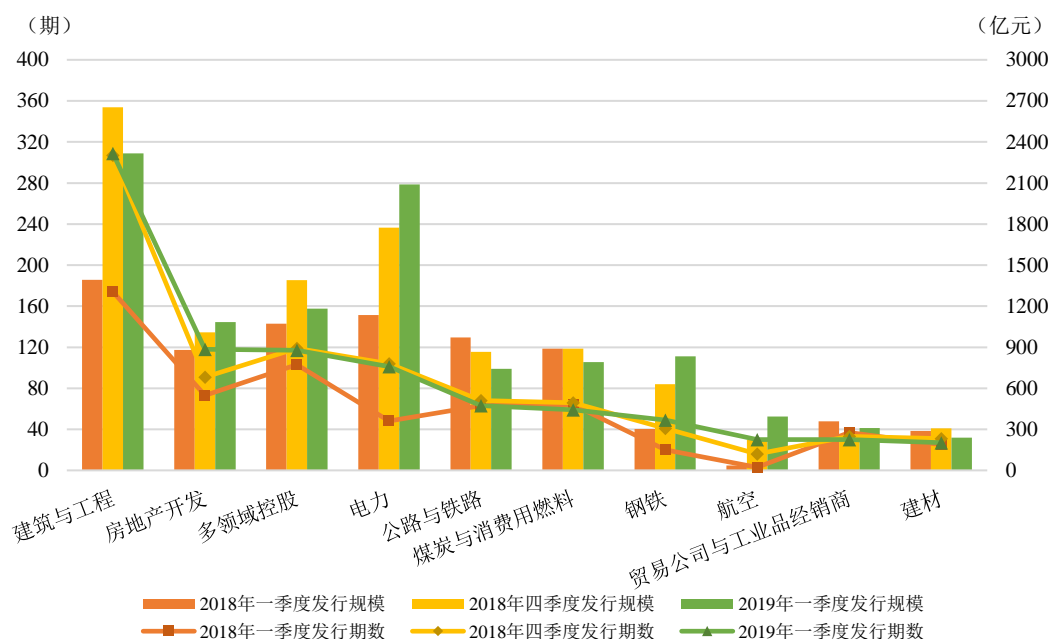
图 8 2019 年一季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况

## 5、债券发行主体行业集中度保持稳定

本季度，建筑与工程<sup>14</sup>、房地产开发、多领域控股、电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前四位，其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数（174 期）和发行规模（1392.10 亿元）仍位居首位。非金融企业发行债券期数前十位的行业中，航空行业替代了上季度的公路运输行业和上年同期的基础化工行业，跻身本季度第八位。与上季度相比，房地产开发、钢铁、航空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，建筑与工程、电力、钢铁和航空行业企业所发债券期数和规模增幅均超过 60%。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在总发行期数中的占比（57.19%）环比、同比均略有上升，发行规模在总发行规模中的占比（57.47%）环比变化不大、同比有所下降，行业集中度总体保持相对稳定。

<sup>14</sup> 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 2019 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 2019 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 92 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 603.69 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 5.83% 和 3.48%，环比有所下降、同比有所上升。

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、16 期、44 期和 14 期，发行规模分别为 11.00 亿元、53.00 亿元、81.10 亿元、320.99 亿元和 137.60 亿元。其中，保证担保 90 期，抵押担保 1 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 年期公司债和 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 24BP 和 76BP<sup>15</sup>，

<sup>15</sup> 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，因此无可比债券。

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 89 家金融机构发行非政策性金融债 135 期<sup>16</sup>，总发行规模为 5729.00 亿元，非政策性金融债发行家数、发行期数、发行规模环比均有所减少，同比均明显增加，平均发行规模（42.44 亿元）环比变化不大、同比增幅明显。具体来看，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数和发行规模（43 期、3117.00 亿元）环比均减少 30%左右、同比增幅均超过 1 倍，主要是由于资管新规实施背景下银行资本补充需求大增；证券公司债所发债券期数和规模（75 期、1886.00 亿元）环比、同比均有所增加；保险公司债发行期数（3 期）与上季度和上年同期相同，发行规模（388.00 亿元）环比、同比增幅均超过 2 倍；其它金融机构债发行期数和发行规模（14 期、338.00 亿元）环比均有所减少，同比有不同幅度的增加。

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<sup>17</sup>的债项级别以 AAA 及 AA+为主，二者发行期数（56 期）和发行规模（1960.00 亿元）的占比分别为 87.50%和 96.74%，较上季度（90.54%、99.30%）与上年同期（97.92%、99.92%）均有所降低。

表 3 2019 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 (期)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (期)	环比 (%)	同比 (%)	本季度 (期)	环比 (%)	同比 (%)
商业银行金融债	43	-38.57	104.76	37	-36.21	76.19	3117.00	-28.57	444.45	72.49	16.28	165.90
证券公司债	56	40.00	3.70	35	20.69	2.94	1416.00	54.67	29.69	25.29	10.48	25.06
证券公司短融	19	0.00	90.00	10	0.00	150.00	470.00	2.17	88.00	24.74	2.17	-1.05
保险公司债	3	0.00	0.00	3	0.00	0.00	388.00	308.42	223.33	129.33	308.42	223.33
其它金融机构债	14	-17.65	133.33	10	-28.57	100.00	338.00	-32.26	0.60	24.14	-17.75	-56.89
合计	135	-9.40	43.62	89	-17.59	39.06	5729.00	-9.54	141.70	42.44	-0.16	68.29

资料来源：联合资信 COS 系统

<sup>16</sup> 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。

<sup>17</sup> 不包含私募债。

### （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（65 期）和发行规模（1238.42 亿元）环比均减少 65%左右，同比均增加 55%左右；非金融企业资产支持票据（ABN）发行期数（135 期）和发行规模（518.91 亿元）环比分别减少约 4%和 28%，同比增长均超过 3.6 倍。在交易所债券市场上，资产支持证券发行期数（458 期）和发行规模（1884.41 亿元）环比均减少 41%左右，同比均增加 48%左右。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，我国首单可扩募的类 REITs 房地产投资信托基金<sup>18</sup>成功发行，可以实现同一期类 REITs 下新资产的持续注入；首单冷链仓储物流类 CMBS 资产证券化产品<sup>19</sup>、交易所首单铁路客运收费收益权绿色资产支持证券<sup>20</sup>相继成功发行，我国资产支持证券底层基础资产的范围继续扩大。与此同时，ABN 领域创新不断，全国首单“三绿”ABN<sup>21</sup>、首单供水 ABN<sup>22</sup>、首单知识产权融资租赁 ABN<sup>23</sup>相继成功发行。此外，首单基于资产支持证券的信用保护工具问世<sup>24</sup>，该资产支持证券的基础资产为小微企业融资租赁债权及其附属权利，信用保护工具通过分散信用风险，提高了支持小微企业融资的资产支持证券发行成功率。

### （四）债券新品种发行情况

#### 1、绿色债券发行量同比大幅增加

本季度，绿色债券发行期数（42 期）和发行规模（506.30 亿元）环比分别减少 16.00%和 60.52%，同比均大幅增加超过一倍。本季度新发绿色债券共涉及 34 家发行人<sup>25</sup>，其中 20 家为新增绿色债券发行人。本季度新发绿色债券包括中票、PPN、企业债、公司债（含私募债）、商业银行债和资产支持证券，其中商

<sup>18</sup> 3 月 20 日，菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划成功发行，项目储备 50 亿元，首期发行规模 10.70 亿元，引入扩募机制后类似于成熟公募 REITs 的增发扩股机制。

<sup>19</sup> “开源-光明冷链仓储物流资产支持专项计划资产支持证券”。

<sup>20</sup> “集通铁路客运收费收益权绿色资产支持专项计划”。

<sup>21</sup> “广州地铁集团有限公司 2019 年度第一期绿色资产支持票据”，“三绿”指绿色发行主体、绿色资金用途和绿色基础资产。

<sup>22</sup> “徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据”。

<sup>23</sup> “北京市文化科技融资租赁股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”。

<sup>24</sup> 3 月 13 日，恒信租赁通在上交所发行海通恒信小微 3 号资产支持专项计划 10.00 亿元，其中优先 A-3 级资产支持证券 1.50 亿元，发行利率为 4.70%。海通证券向优先 A-3 级资产支持证券认购机构共出售信用保护合约名义本金 3000 万元，为其提供信用增进支持。

<sup>25</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。

业银行债和私募债的发行期数最多（均为 9 期），商业银行债的发行规模最大（105.00 亿元），分别占绿色债券发行总期数和总规模的 21.43% 和 20.74%；新发绿色债券仍主要集中在 AAA 级；绿色债券发行主体涉及区域性银行、建筑与工程等 14 个行业；从地区分布来看，广东地区发行人所发绿色债券期数（9 期）和规模（161.78 亿元）均为最多；从发行利率来看，73.91% 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（68.00%）有所提升；69.05% 的绿色债券采取了第三方认证<sup>26</sup>；从资金投向来看，本季度绿色债券资金投向主要是清洁交通和清洁能源领域。

## 2、熊猫债发行量有所减少

本季度，我国债券市场共有 7 家发行人发行 9 期熊猫债，发行规模为 155.00 亿元，发行期数、家数和规模环比、同比均有所减少；债券类别涉及中票（3 期）、非公开定向债务融资工具（1 期）、公司债（2 期）和国际机构债<sup>27</sup>（3 期）。本季度，熊猫债券发行主体仍以中资背景企业为主，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于 AAA 级。

## 四、未来债市展望

第一，债券发行规模或将有所增加。一是 2019 年以来市场流动性相对宽松，4 月货币市场利率有所回落，市场流动性维持合理充裕有利于债券发行的增加。二是政策鼓励支持商业银行发行资本补充工具以及民营、中小微企业、双创企业等通过债券市场融资，有利于推动相关债券的发行。三是在经济存在下行压力、推行减税降费的背景下，财政收入增速将有所放缓，地方专项债作为重要的资金补充来源，在稳投资和稳增长中将发挥更加积极作用，地方债发行的增加也将推动债券发行量的增长。此外，发改委表示将从加大重点领域和项目的支持力度<sup>28</sup>、扩大优质民营企业债券发行规模、提高企业债券的核准效率等方面增强企业债券服务实体经济的能力和水平。3 月 5 日，国务院总理李克强做政府工作报告时指出，鼓励发行双创金融债券，促进双创债扩容。诸多举措均有助于推动债券发行量的增加。

<sup>26</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）。

<sup>27</sup> 3 期国际机构债分别是：“19 大华银行债 01”、“19 新开发银行债 01（品种一）”、“19 新开发银行债 01（品种二）”。

<sup>28</sup> 企业债券对脱贫攻坚、农业农村、水利、生态环保、社会民生、能源、交通等基础设施领域补短板支持力度；针对长江经济带污染防治等重点项目融资。

第二，债券市场制度建设将继续加强，市场化程度不断提高。央行表示将继续研究完善统一的公司信用债发行准入和信息披露规则，研究制定出台标准化债权资产的认定规则，做好与资管新规和相关实施细则的配套与衔接，研究制定统一的资产支持证券的相关管理办法，推进资产证券化。未来我国债券市场有望在统一信用债发行准入和信息披露规则等方面取得进展。

第三，债市对外开放进程有望继续加快。央行副行长潘功胜表示，将研究推动债券 ETF 等指数型产品发展、债券中央存管机构（CSD）互联互通，将有效支持境外投资者的特殊结算周期需求，研究优化境外投资者参与外汇对冲交易相关安排，同时将适时全面开放回购交易，大力推进人民币衍生产品使用。此外，继 1 月 17 日彭博与旗下全球分支机构开始向合格投资者提供接入中国银行间债券市场的渠道、全球投资者可以通过彭博终端交易中国银行间债券后，彭博公司已于 4 月初正式将中国债券纳入彭博巴克莱债券指数。预计未来将有更多境外投资者参与我国债券市场，进一步提升我国债券市场开放水平。

第四，债券市场风险管控将持续加强。1 月中旬，央行表示将强化事前投资人保护、规范事中处置程序、健全事后处置保障制度等基础制度建设，探索建立契约化、规范化债券违约风险处理长效机制，推动明确违约处置中的法律问题，提高市场出清效率。此外，地方政府债务严监管的高压态势也不会减弱，在满足地方合理融资需求下，监管层将继续加强问责违法违规举债担保行为，化解存量隐性债务风险，防范区域性系统性金融风险。

整体来看，2019 年，我国将继续实施积极的财政政策，通过稳健的货币政策维持市场资金面的合理充裕，债券发行量有望增加。在债市各项支持政策的推动下，债券市场对外开放程度将继续提升，同时风险管控和违约风险处置制度有望得到进一步完善。