

2019 年三季度债券市场发展报告

——主要信用债发行量大幅增加，债券市场开放程度有望持续提升

2019 年 10 月 30 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 年三季度债券市场发展报告

——主要信用债发行量大幅增加，债券市场开放程度有望持续提升

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 董欣焱 孙巧莉 夏妍妍

一、债券市场环境

（一）鼓励绿色、科技创新等领域债券扩容，继续支持中小、民营企业债券融资

一是鼓励绿色债券发行。本季度，广州、江苏、吉林等省市先后发布《关于促进广州绿色金融改革创新发展的实施意见》¹《江苏省绿色债券贴息政策实施细则（试行）》²等文件，采取贴息、支持信用增信等方式鼓励企业发行绿色债券，有利于绿色企业和绿色项目的融资，促进绿色债券的发行。二是支持科技创新企业债券融资。9 月 2 日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）对《双创专项债务融资工具信息披露表》进行了修订并予以发布，进一步拓宽双创专项债务融资工具发行主体和募集资金的适用范围³，扩大对科技创新企业支持的覆盖面，进一步支持科技创新企业融资。三是继续支持中小、民营企业通过债券市场融资。8 月 30 日，上海证券交易所、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》，扩大了发行主体及适用范围，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，同时明确了发行方式、各方机构的职责分工、转股流程以及信息披露等内容。此举有利于进一步拓宽中小、民营企业的融资渠道，降低企业融资成本，相关债券发行将有所增加。

¹ 对在交易所市场、银行间市场新发行绿色债券的企业，按照发行费用的 10% 给予最高不超过 100 万元的一次性补贴，在区域性股权市场新发行绿色债券，按照发行费用的 20% 给予最高不超过 100 万元的一次性补贴。

² 对成功发行绿色债券的非金融企业贴息 30%，贴息时间为 2 年，单只债券每年贴息不超过 200 万元，并对为非金融企业发行绿色债券提供担保增信的担保机构实施奖励和补偿。

³ 发行主体应为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。企业应将双创专项债务融资工具募集资金用于偿还银行贷款、补充企业营运资金、项目建设等用途，同时要求一定比例的资金以股权投资或基金出资等形式支持科技创新企业发展。

（二）继续推动债券市场互联互通，加强信用评级行业监管

一是继续推动债券市场互联互通。8 月 6 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）与中国人民银行（以下简称“央行”）、中国银行保险监督管理委员会（以下简称“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扩大在交易所债券市场参与现券交易的银行范围，包括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。二是加强信用评级行业的监管。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。此举有利于进一步提高信用评级行业的公开透明度，促进银行间债券市场健康发展。

（三）加快地方政府债券发行和使用速度，继续加强地方政府债券风险管控

加快地方政府专项债发行和使用速度。9 月 4 日，国务院常务会议要求，今年限额内地方政府专项债券要确保 9 月底前全部发行完毕，10 月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。截至 9 月底，地方政府新增债券发行约 30367 亿元，完成今年新增地方政府债券额度的 99.4%，今年新增地方债发行基本完毕。

继续加强地方债务风险管控。8 月 23 日，财政部部长刘昆在十三届全国人大常委会第十二次会议上指出要健全地方政府隐性债务常态化监测机制，统一口径、统一监管，实现对所有隐性债务全覆盖，完善制度建设，堵塞监管漏洞，及时发现和处置潜在风险。7 月 15 日，成都高新区出台《专项债券项目全生命周期风险管理办法》，对专项债券项目全生命周期进行了阶段划分，细化并进一步明确从发行前准备到运营管理、资产管理、信息披露、法律责任等各个阶段的风险管控措施，充分保障专项债券投资安全。这是全国首个由地方出台的地方债务风险管理办法。9 月 11 日，广东省发展改革委、广东省财政厅等五部门印发《关于城投债券发行与风险管控的办法（试行）》，提出建立全省债券风险管理系统，对涉及城投债券的信息披露违法违规、内幕交易、操纵证券市场等行为进行认定和行政处罚，鼓励各地设立各类风险缓释金有效化解城投企业债务风险。诸多举措有利于防控城投企业及地方政府债务风险。

（四）不断推动我国债市对外开放，境外机构参与我国债市便利度大幅提升

一是升级多项“债券通”功能，新增“债券通”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⁴。此举有利于进一步满足境外投资者的投资需求，提升市场流动性。二是扩大外资机构在华信用评级业务范围，允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室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，允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照等。这有助于债券市场的国际化发展。三是延长境外机构投资者债券交易结算周期。8月23日，中央国债登记结算公司（以下简称“中债登”）、中国外汇交易中心、上海清算所发布联合通知，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，进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。四是取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制。9月9日，中债登与欧洲清算银行有限公司签署合作备忘录，将从进一步便利化直接投资银行间债券市场的渠道和探索高效便捷的跨境担保品管理服务两方面便利外资机构进入中国债市，这将进一步提升中国债市吸引力，提高债市开放程度。9月10日，国家外汇管理局（以下简称“外管局”）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，境外投资者参与境内金融市场的便利性大幅提升。

（五）债券违约事件持续发生，违约处置机制更加完善

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，涉及到期违约债券 14 只，到期违约规模合计 176.31 亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数及到期违约金额较上季度（5 家、4 期、20.34 亿元）均明显增加，较上年同期（8 家、21 期、221.93 亿元）有所减少。另有 16 家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，涉及到期违约债券共计 20 只，到期违约规模合计 84.99 亿元。本季度，新增违约发行人仍主要为

⁴ 13 家新增报价机构分别是进出口银行、光大银行、平安银行、江苏银行、杭州银行、厦门银行、上海农村商业银行、申万宏源证券、东海证券、华泰证券、天风证券、浙商证券和瑞银证券。

民营企业，违约发生主要由于在全球经济增长放缓及我国经济下行压力继续增大的背景下，企业外部融资压力较大，加上自身经营管理不善、盈利能力下降，最终导致无力偿还到期债务。

加强信用风险管控。7月12日，国家发展和改革委员会（以下简称“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。此举有助于防范房地产企业发行外债的潜在风险。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》，指出要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。

违约处置机制更加完善。7月16日，发改委等13个部委联合发布《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，以尽快盘活存量资产，释放要素资源。这为债券市场违约处置提供了法律保障，有助于解决违约债券处置协调难、耗时长等问题，促进市场信用风险良性出清和投资者保护。8月5日，中债登组织的首场担保品违约处置拍卖顺利完成⁵，质权方全额处置质押债券，拍卖处置资金超额覆盖回购交易标的债权金额，有力地保障了质权方的权益。9月29日，北京金融资产交易所（以下简称“北金所”）发布了《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，明确了守约方可委托北金所通过动态报价进行市场化拍卖处置相关回购债券，这有利于保障守约方的权益和提高违约处置效率，避免流动性风险进一步扩散，维护债券市场稳定发展。

⁵ 本次拍卖标的债券为“16红果小微债”，债券面额7700万元，拍卖保留价为80元/百元。证券、信托、基金等多家机构参与投标，全场投标量1.86亿元，投标倍数2.42倍。

二、债券产品发行利率

本季度，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）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，并于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点⁶，释放资金约 8000 亿元，维持了资金面的合理充裕。此外，今年 8 月，央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，进一步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，利率水平略有下降。

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；一年期贷款基础利率（LPR）略有下行，一年期贷款基础利率（LPR）自 2019 年 8 月 20 日按照新的报价机制（公开市场操作利率加点形成）发布，本季度 LPR 略有下行，自 2019 年 9 月 20 日起维持在 4.20% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率在本季度呈小幅波动下行趋势，本季度平均水平（2.60%）较上季度（2.65%）和上年同期（2.92%）均有所下降。本季度，一年期短融的平均发行利率（4.13%）较上季度（4.35%）和上年同期（5.27%）均有所下降，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在本季度均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 2.82%、2.98% 和 3.13%，较上季度（2.96%、3.13% 和 3.33%）和上年同期（3.25%、3.36% 和 3.56%）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（固定利率）国债到期收益率的走势大致相同，三者均值分别为 4.27%、4.23% 和 6.53%，较上季度（4.61%、4.80% 和 6.94%）和上年同期（4.99%、5.27% 和 7.42%）均有所下降，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，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。

⁶ 中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日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）。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外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，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

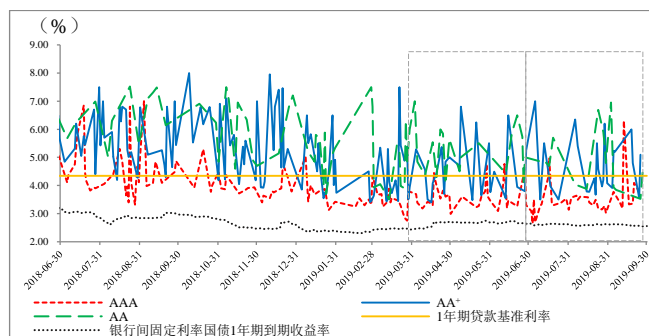


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

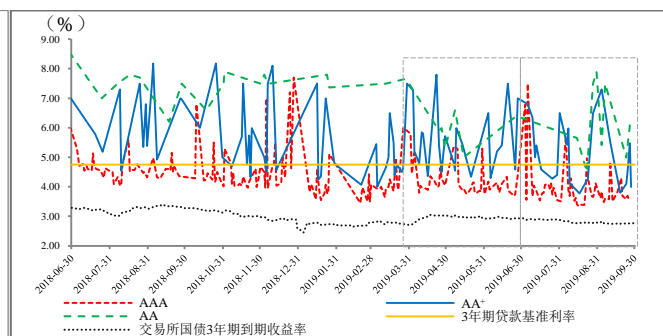


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

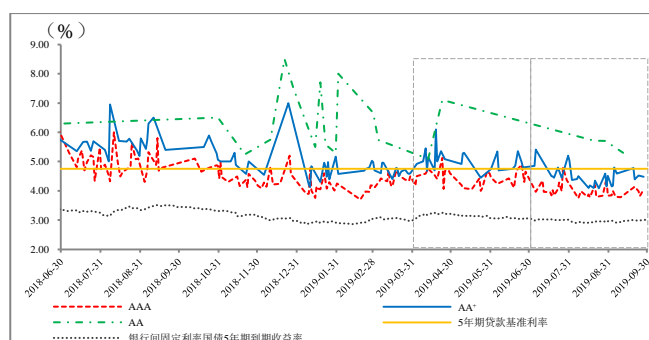


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

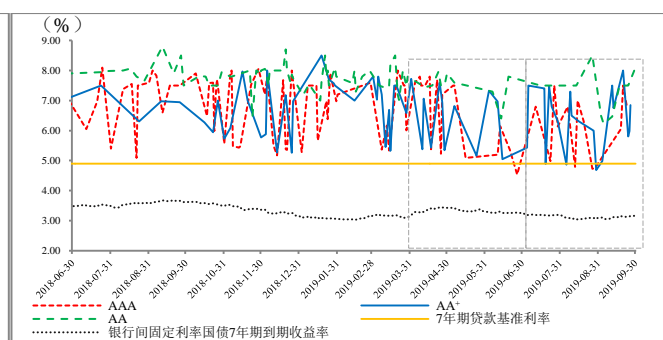


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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 11.14 万亿元，发行期数和发行规模环比均增长 10% 左右，发行期数同比增长 13.68%，发行规模同比减少 8.10%。其中，银行间债券市场新发债券在债券市场发行总量中的比重约为 90%，环比、同比均变化不大，仍是我国债券主要发行场所。本季度，商业银行债券、中期票据、超短融、证券公司短期融资券以及公司债⁷的发行期数和发行规模环比、同比均有明显增加，国债、证券公司债、可转债的发行期数和发行规模环比均有所减少。截至 2019 年三季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 94.27 万

⁷ 含私募债，以下不加特殊说明均不含私募债。

亿元，较上季度末继续小幅增加。

表 1 2019 年三季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2018 年三季度 发行情况		2019 年二季度 发行情况		2019 年三季度 发行情况		2019 年三季度末 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	532	33083.77	336	19377.96	454	21320.30	5189	370493.41
国债	38	9284.78	43	12739.60	31	6529.00	280	158929.94
地方政府债	494	23798.99	310	14229.46	423	14791.30	4905	211423.47
央行票据	0	0.00	1	25.00	3	160.00	4	140
金融债	106	10974.80	123	7682.40	140	10549.10	1299	207781.43
政策性银行债	45	7442.30	66	3922.40	76	3,726.60	311	154,429.33
商业银行债券	40	2838.50	39	3066.00	44	6262.50	756	44600.57
非银行金融机构债券	21	694.00	18	694.00	20	560.00	232	8751.53
政府支持机构债券	14	1250.00	10	800.00	18	1440.00	160	16845.00
企业债券	54	460.20	93	740.5	92	998.3	2580	24361.00
一般企业债	49	442.00	86	687.00	89	971.30	2459	23260.83
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	7	55.90
项目收益债	5	18.20	7	53.50	3	27.00	120	873.71
中期票据	366	4071.15	376	3926.30	462	5110.40	4968	63,680.07
短期融资券	789	8440.20	762	7770.40	935	9318.70	2283	21911.00
一般短期融资券	112	1339.60	112	965.70	114	1170.10	485	5041.00
超级短期融资券	677	7100.60	650	6804.70	821	8148.60	1798	16870.00
证券公司短期融资券	17	415.00	38	919.00	51	1357.00	48	1257.00
资产支持证券（银行间）	131	2841.89	148	2329.38	141	2302.78	888	12326.82
资产支持证券（交易所）	523	2629.94	723	2744.97	650	2177.63	4640	15697.91
非金融企业资产支持票据	40	169.72	182	687.64	151	664.18	745	2979.39
非公开定向债务融资工具	170	1197.30	216	1365.40	189	1489.75	2607	20091.02
公司债	407	4646.79	567	6192.81	747	7462.25	6096	64898.27
一般公司债	216	2846.96	212	2620.80	301	3503.38	2989	36855.57
私募债	188	1803.23	353	3603.01	446	3958.87	3107	28042.70
证券公司债	44	1066.00	48	1323.80	42	1055.50	605	14031.56
可转债	24	177.82	31	303.61	19	88.74	232	2858.18
可交换债	5	15.27	15	373.32	18	85.16	144	2271.11
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	21	103.60
同业存单	6925	49758.10	6836	43078.60	7425	45946.23	14764	100812.39
国际机构债	0	0.00	2	45.00	1	10.00	17.00	284.60
合计	10147	121197.95	10506	99661.10	11535	111376.02	47286	942683.76

注：1. “国债”中包含后续追加发行的国债

2. “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
3. “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
4. “公司债”不包含证券公司债券
5. 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
6. 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
7. 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 10 月 17 日已披露的数据，并会对之前数据进行追溯调整
8. 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、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. 债券发行量环比、同比均大幅增加

本季度，非金融企业所发债券⁸的发行家数、发行期数和发行规模分别为 1196 家、2236 期和 22889.65 亿元，较上季度和上年同期均有显著增长。发行量环比与同比大幅增长主要由于流动性合理充裕背景下本季度市场利率水平整体较上季度和上年同期均有所下降。平均发行规模为 10.24 亿元，环比和同比均略有减少。

短融⁹发行量环比、同比均明显增加。本季度，共有 99 家企业发行短融 114 期，发行规模为 1170.10 亿元，发行家数、发行期数环比和同比均略有增长；发行规模和平均发行规模环比增幅均在 20% 左右，同比降幅均超过 10%，主要由于去年同期的高基数效应所致。发行期限仍主要为 1 年期。本季度，共有 436 家企业发行超短融 821 期，发行规模 8148.60 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比和同比增幅均在 20% 左右，平均发行规模（9.93 亿元）环比和同比均下降约 5%，发行期限仍以 270 天为主。

中票发行量环比、同比均大幅上升。本季度，共有 340 家企业发行中票 462 期，发行规模为 5110.40 亿元，发行家数环比和同比增幅均在 10% 左右，发行

⁸ 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。

⁹ 含一般短融和超短融，不加特殊说明均指一般短融。

期数、发行规模环比和同比增幅均超过 20%。平均发行规模（11.06 亿元）环比增加约 6%，同比略有减少。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期¹⁰，二者发行期数之和占中票总发行期数的比重为 95.42%，环比和同比均变化不大。特殊期限中票¹¹共发行 153 期，占中票总发行期数的 33.12%，环比略有增加，同比变化不大；其中可续期中票发行期数（69 期）在中票总发行期数中的占比（14.94%）环比和同比均增加近 2 个百分点。本季度未发行项目收益票据。

企业债发行规模环比、同比均大幅上升。本季度，共有 86 家企业发行企业债 92 期，发行规模 998.30 亿元，与上季度相比，发行家数、发行期数略有下降，发行规模增幅超过 30%；与上年同期相比，发行家数、发行期数和发行规模增幅均超过 60%。企业债发行量同比大幅增加一方面是由于本季度利率水平较上年同期有所回落，另一方面与经济增速放缓背景下发改委密集批复企业债券以稳投资、加大基建领域补短板力度有关。本季度，企业债的平均发行规模（10.85 亿元）环比和同比均增加 30%左右。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（64.04%）环比和同比均下降 10 个百分点左右，而 5 年期企业债发行期数在企业债券总发行中的占比（21.35%）环比和同比均上升近 10 个百分点，可能由于在信用风险事件持续发生背景下，投资者风险偏好下降导致对较长期限企业债需求有所减少所致。本季度项目收益债发行 3 期，发行规模 27.00 亿元。

公司债发行量环比和同比均大幅增加。本季度，共有 208 家企业累计发行公司债 301 期，发行规模 3503.38 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比和同比增幅均在 30%左右。本季度，公司债平均发行规模（11.64 亿元）环比和同比均有所减少。公司债发行期限仍主要集中在 3 年期和 5 年期，二者发行期数在公司债总发行期数中的占比（83.40%）环比和同比均下降 5 个百分点左右。私募债方面，根据 Wind 截至 2019 年 10 月 17 日已披露的数据，本季度私募债发行家数（358 家）、发行期数（446 期）和发行规模（3958.87 亿元）环比增幅均在 20%左右，同比增幅均超过 100%。本季度公司债（含私募债）发行量的大幅增长主要与市场利率水平下行以及公司债进入兑付高峰背景下借新还旧需求

¹⁰ 不含可续期债券，按债券发行完整期限统计。

¹¹ 特殊期限中票包括可续期中票、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。

增加、公司债发行条件边际放松¹²等因素有关。

表 2 2019 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	821	26.31	21.27	436	19.13	18.48	8148.60	19.75	14.76	9.93	-5.19	-5.37
短融	114	1.79	1.79	99	2.06	5.32	1170.10	21.17	-12.65	10.26	19.04	-14.19
中期票据	462	22.87	26.23	340	9.68	12.21	5110.40	30.16	25.53	11.06	5.93	-0.56
企业债	92	-1.08	70.37	86	-4.44	68.63	998.30	34.80	116.93	10.85	36.26	27.33
公司债	747	32.21	83.99	566	24.94	84.36	7462.25	19.90	58.09	9.99	-9.31	-14.08
一般公司债	301	41.98	38.07	208	33.33	34.19	3503.38	33.68	20.10	11.64	-5.85	-13.01
私募债	446	26.35	137.23	358	20.54	135.53	3958.87	9.88	119.54	8.88	-13.03	-7.46
合计	2236	24.50	38.45	1196	11.88	35.29	22889.65	22.66	29.38	10.24	-1.48	-6.55

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/债项信用等级仍以 AAA 级为主

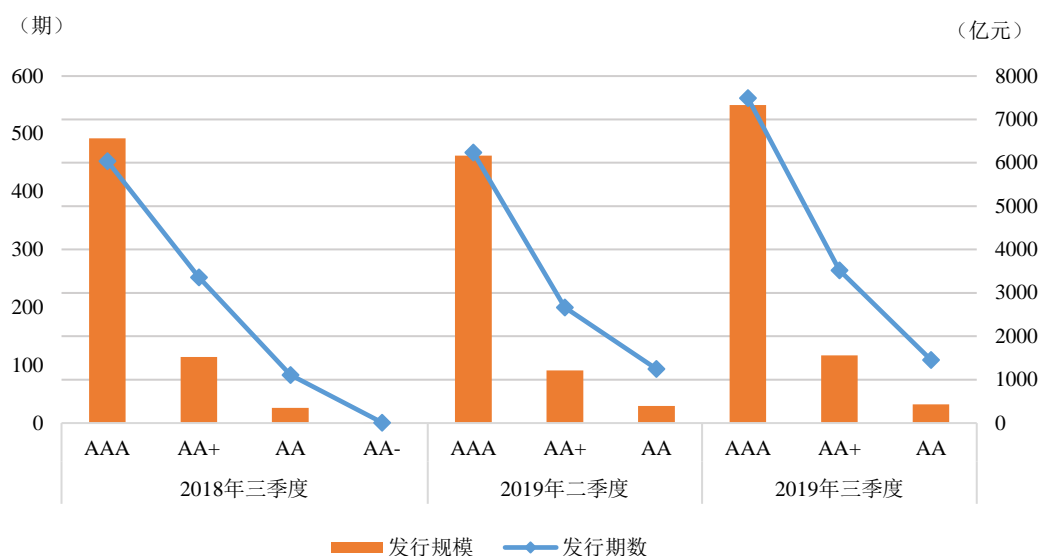
本季度，短融和超短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，无 AA-级主体发行短融和超短融。

从发行期数来看，AAA 级主体所发短融和超短融的期数仍最多，在短融和超短融总发行期数中的占比为 60.11%，环比略有下降，同比上升近 3 个百分点；AA+级主体所发短融和超短融的期数占比为 28.23%，环比略有上升，同比下降约 4 个百分点；AA 级主体所发短融和超短融的期数占比为 11.66%，环比和同比均变化不大。

从发行规模来看，AAA 级主体所发短融和超短融仍是发行规模最多的主体级别，占比为 78.67%，环比变化不大，同比略有增加；AA+级主体和 AA 级主体所发短融和超短融发行规模占比分别为 16.73%和 4.59%，环比和同比均变化不大。

整体来看，短融和超短融发行主体的信用等级仍以 AAA 级为主。

¹² 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。



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

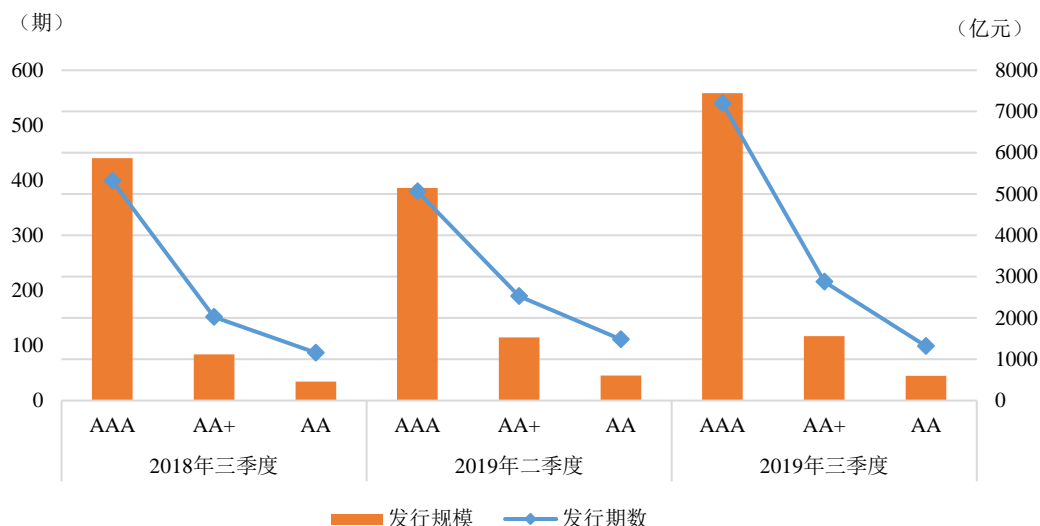
图 5 2019 年三季度短融发行主体信用等级分布情况

本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布仍在 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为 63.16%，环比和同比均有所上升；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为 25.26%，环比有所下降，同比略有上升；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比为 11.58%，环比和同比均有所下降。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为 77.49%，环比增加近 7 个百分点，同比变化不大；其次是非金融企业所发 AA⁺级中票、企业债、公司债，其发行规模在总发行规模中的占比为 16.24%，环比下降近 5 个百分点，同比略有增加；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为 6.27%，环比略有下降，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。



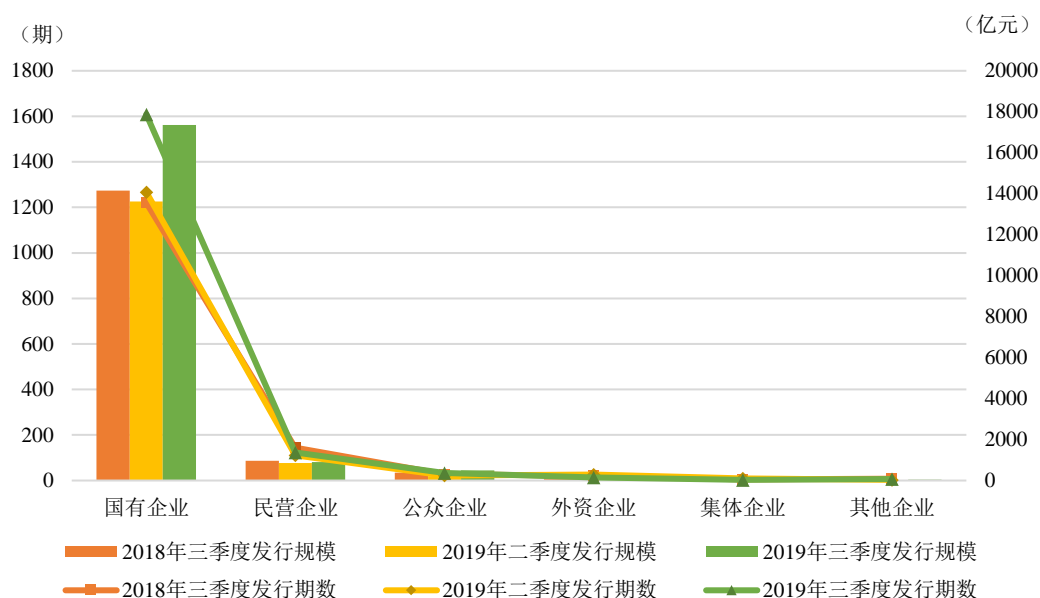
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入

资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2019 年三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. 债券发行主体企业性质向国有企业集中

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，其所发债券的期数和规模分别为 1609 期、17358.59 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 89.94% 和 91.72%，环比和同比均有所增加；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 6.93% 和 4.72%，环比和同比均略有下降。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。



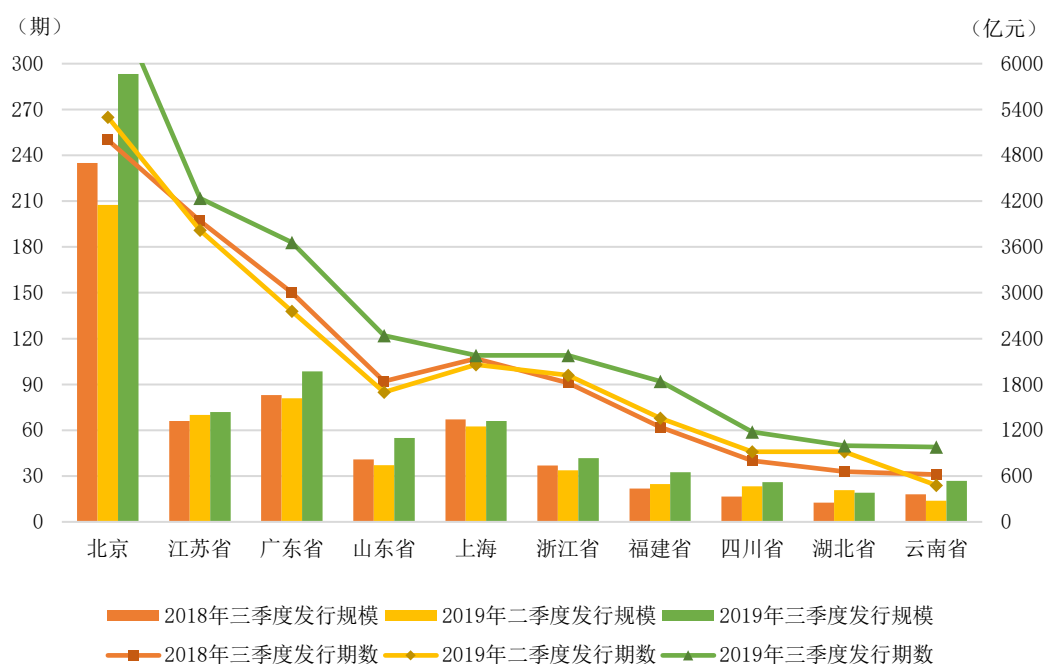
注：以 2019 年三季度发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2019 年三季度短融、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仍位列前三位，其中北京非金融企业所发债券的发行期数和发行规模仍位居第一，分别为 352 期、5863.80 亿元，发行优势仍然显著。非金融企业发行债券期数前十位地区中，与上季度相比，只有湖北省非金融企业所发债券规模有所减少，其余地区非金融企业所发债券期数和规模均有不同幅度增长，云南省非金融企业所发债券期数和规模增幅均在 100% 左右，取代天津跻身本季度发行期数前十地区；与上年同期相比，除上海外其他地区非金融企业所发债券期数和规模均明显增加，福建、四川、湖北和云南非金融企业所发债券期数和规模增幅均在 50% 左右，云南省取代山西省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（74.69%、77.22%）环比和同比均略有上升，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 年三季度发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信 COS 系统

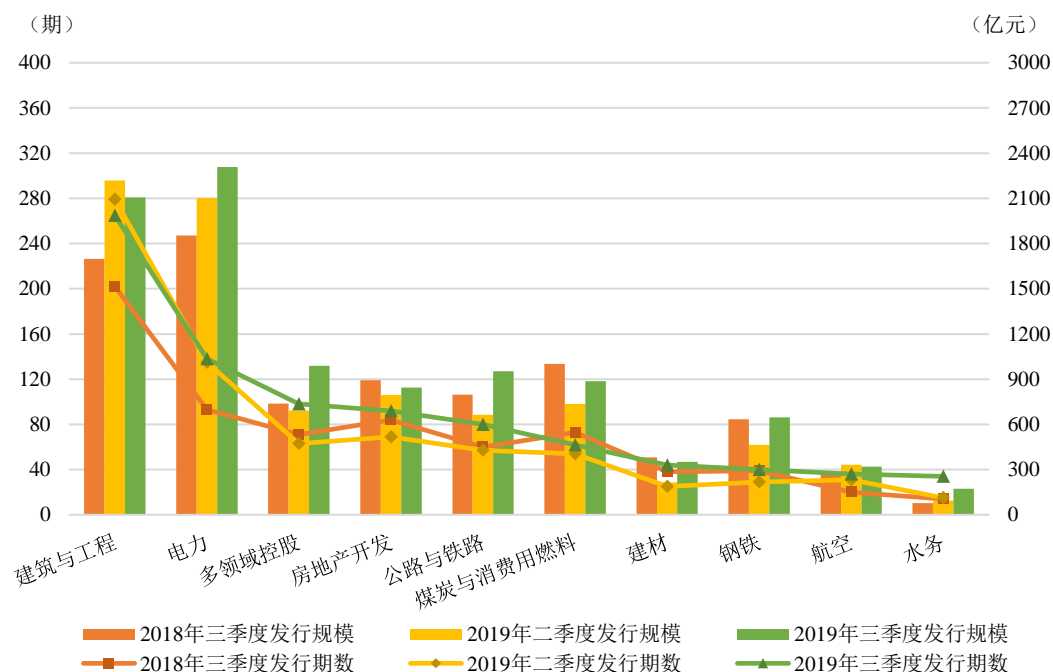
图 8 2019 年三季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况

5. 债券发行主体行业集中度保持稳定

本季度，建筑与工程¹³、电力、多领域控股企业所发债券的发行期数和发行规模仍位居前三位，建筑与工程行业企业所发债券的发行期数（265 期）最多，电力行业企业所发债券规模（2308.70 亿元）最大。非金融企业发行债券期数前十位的行业中，与上季度相比，除建筑与工程行业企业所发债券的发行期数和发行规模均有所下降、航空行业发行规模有所减少外，其余行业的发行期数和发行规模均有所增加，多领域控股、公路与铁路、建材、钢铁行业发行期数和发行规模增幅均在 50% 左右，水务行业发行期数和发行规模增幅均超过 80%，替代贸易公司与工业品经销商行业跻身本季度发行期数排名前十；与上年同期相比，煤炭与消费用燃料行业发行期数和发行规模有所下降，建筑与工程、电力、多领域控股、公路与铁路、航空与水务行业企业所发债券期数和规模增幅显著，水务行业取代贸易公司与工业品经销商行业跻身本季度发行期数前十位。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总发行规模中的占比（49.66%、50.60%）环比有所下

¹³ 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。

降、同比变化不大，行业集中度总体保持相对稳定。



注：1.按照 Wind 四级行业划分

2.以 2019 年三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 年三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 103 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 707.99 亿元，发行期数和发行规模分别占总发行期数和总发行规模的 5.75% 和 3.74%，占比环比变化不大，同比略有上升。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 2 期、5 期、17 期、35 期和 44 期，发行规模分别为 7.00 亿元、29.00 亿元、100.50 亿元、252.40 亿元和 319.09 亿元。从担保方式来看，保证担保 100 期，抵押担保 3 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 年期中票和 7 年期企业债为样本进行分析发现，采用担保方式发行的 3 年期公司债、5 年期中票和 7 年期企业债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 24.64BP、81.63BP 和 133.25BP¹⁴，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。

（二）非政策性金融债券发行情况

本季度，共有 91 家金融机构发行非政策性金融债 157 期¹⁵，总发行规模为 9235.00 亿元，非政策性金融债发行家数、发行期数、发行规模环比和同比均有所增加，且发行规模环比和同比增幅均在 50% 以上。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（44 期）环比和同比增幅均超过 10%，发行规模（6262.50 亿元）环比和同比增幅均超过 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，在监管层的鼓励推动下，本季度商业银行永续债的发行期数和发行规模（7 期、3350 亿元）较上季度（2 期、800 亿元）大幅增加；证券公司债发行期数和发行规模（42 期、1055.50 亿元）环比均有所减少，同比变化不大；证券公司短融发行期数和发行规模（51 期、1357.00 亿元）环比和同比均大幅增长，或与 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；保险公司债发行期数（2 期）和发行规模（20.00 亿元）仍较少。

从级别来看，除次级债、证券公司短融、证券公司短期公司债外，非政策性金融债券¹⁶的债项级别仍以 AAA 及 AA+ 为主，二者发行期数（59 期）和发行规模（2497.10 亿元）的占比分别为 85.51% 和 97.00%，发行期数占比较上季度和上年同期均有所减少，发行规模占比较上季度和上年同期变化不大。

表 3 2019 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 (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	44	12.82	10.00	37	15.63	0.00	6262.50	104.26	120.63	142.33	81.05	100.57
证券公司债	42	-12.50	0.00	35	6.06	16.67	1055.50	-20.27	5.97	25.13	-8.88	5.97
证券公司短融	51	34.21	200.00	24	26.32	166.67	1357.00	47.66	226.99	26.61	10.02	9.00
保险公司债	2	0.00	0.00	2	0.00	0.00	20.00	-81.57	-77.78	10.00	-81.57	-77.78

¹⁴ 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。

¹⁵ 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。

¹⁶ 不包含私募发行。

其它金融机构债	18	12.50	-5.26	12	0.00	-7.69	540.00	-7.69	-10.60	30.00	-17.95	-5.63
合计	157	9.79	30.83	91	8.33	9.64	9235.00	53.86	86.81	58.82	40.14	42.79

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，资产支持证券发行期数环比有所回落、同比继续增长，发行规模环比和同比均有小幅回落。在银行间债券市场上，资产支持证券发行期数和发行规模分别为 141 期、2302.78 亿元，发行期数环比减少 4.73%、同比增加 7.63%，发行规模环比变化不大、同比减少 18.97%；非金融企业资产支持票据（ABN）发行期数和发行规模分别为 151 期、664.18 亿元，环比分别减少 17.03% 和 3.41%，同比分别增加约 2.8 倍和 2.9 倍。在交易所债券市场上，资产支持证券发行期数和发行规模分别为 650 期、2177.63 亿元，环比分别减少 10.10 和 20.67%，同比变化不一。本季度，银行间市场发行的资产支持证券在规模上超过交易所市场。

本季度，我国首单互联网票据 ABS¹⁷、首单以 LPR 为基准定价的浮动利率信贷 ABS¹⁸、首单专利许可知识产权 ABS¹⁹、首单租赁住房 ABN²⁰、首单多类资产打包收费收益权 ABN²¹以及首单能源行业供应链 ABN²²成功发行，资产证券化的应用范围和领域进一步扩大。此外，全国首单 PPP 储架式资产证券化项目²³获批，可以实现发行人一次注册、多次发行，极大提高了发行效率。

（四）债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行量大幅增加

本季度，绿色债券发行期数为 59 期，环比和同比分别增加 55.26% 和 96.67%，发行规模为 1017.52 亿元，环比和同比分别增加 39.86% 和 165.06%。发行量明

¹⁷ 京东普惠金融票据收益权 ABS 项目储架发行总额度为 100 亿元，拟分 40 期发行，底层资产全部是电子银行承兑汇票的票据收益权，涉及的票据中大部分为小额短期票据，原始权益人为多家中小企业。

¹⁸ “兴银 2019 年第四期信贷资产支持证券”总规模 55.18 亿元，底层资产属兴业银行对公企业贷款。优先 A 档和 B 档发行利率以 8 月 20 日发布的一年期 LPR（4.25%）为基准分别下调 100BP 和 50BP，采用浮动利率并按月调息。

¹⁹ 2019 年 9 月 11 日，“兴业圆融-广州开发区专利许可资产支持专项计划”成功发行，基础资产为广州开发区内 11 家高新技术企业的 103 件发明专利、37 件实用新型专利的专利许可使用费。

²⁰ “上海世博土地控股有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”发行规模 3.7 亿元。

²¹ “泰安市泰山投资有限公司 2019 年第一期资产支持票据”于银行间市场成功发行，规模 20 亿元。该 ABN 项目以水、气、热三类不同资产收费收益权打包作为底层资产。

²² “前海结算商业保理（深圳）有限公司 2019 年度第一期大同煤矿供应链资产支持票据”。

²³ “国金-川投航信停车场 PPP 项目 1-10 号资产支持专项计划”原始权益人为各 PPP 项目公司，基础资产为项目公司持有的停车场 PPP 项目下的经营权及收益权。

显增长主要受益于三季度以来市场利率水平下行以及地方政府相继出台相关措施鼓励绿色债券发行。本季度新发绿色债券共涉及 42 家发行人²⁴，其中 23 家为新增绿色债券发行人。本季度新发绿色债券包括超短期融资券、中票、企业债、公司债（含私募债）、商业银行债和资产支持证券，公司债（含私募债）的发行期数（24 期）最多，商业银行债的发行规模（313.00 亿元）最大；新发绿色债券仍主要集中在 AAA 级；绿色债券发行主体涉及建筑与工程、电力、商业银行、公路与铁路运输等 17 个行业；从地区分布来看，北京地区发行人所发绿色债券期数（12 期）最多，福建地区发行人所发绿色债券规模（205.00 亿元）最大；从发行利率来看，64.86%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（66.67%）略有下降；45.76%的绿色债券采取了第三方认证²⁵；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交通领域。

2. 熊猫债发行规模有所增加

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 150.00 亿元，发行家数、期数环比和同比均有所减少，发行规模环比和同比均有所增加。债券类别涉及定向工具（4 期）、超短期融资债券（3 期）、中期票据（1 期）和国际机构债（1 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。本季度，意大利存款和贷款机构股份有限公司发行的“19 意大利存贷款债 01”²⁶是意大利发行的首单熊猫债，也是首单由欧盟国家促进机构发行的熊猫债。

四、未来债市展望

第一，利率水平将保持相对稳定，债券发行规模有望保持稳定增长。一是在全球主要经济体货币政策趋于宽松及国内经济仍存在下行压力的背景下，监管层仍将实施稳健的货币政策，采取相应措施维持流动性合理充裕，有利于债券发行。二是监管层持续采取措施支持中小微、民营企业债券融资，降低其融资成本，中小微和民营企业债券发行规模有望增加。三是政策鼓励绿色、科技创新等领域债券发行也有利于推动相关债券发行量增长。四是财政部此前发布

²⁴ 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。

²⁵ 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）。

²⁶ 发行规模为 10 亿元，期限为 3 年，票面利率 4.50%，债项等级为 AAA 级，与主体信用等级一致，展望为稳定。

《关于做好地方政府债券发行工作的意见》明确提出，有条件的地方可对预算已安排的债券资金项目通过“调度库款”提前使用，待债券发行后及时回补库款，因此 2020 年部分新增专项债额度有望在四季度发行使用，推动地方债发行。

第二，债券市场相关制度将不断完善。10 月 10 日，发改委印发《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》，强化内控制度要求和企业债券发行环节社会信用管理，进一步完善企业债券发行管理制度。同日，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》，要求评级机构建立健全隔离机制，并对信用评级机构回避安排、禁止性规定、离职审查及轮换、自律管理与处分等方面进行了详细规定，评级行业监管继续加强。未来监管层有望采取更多措施完善债券市场相关制度、促进债券市场健康有序发展。

第三，债券市场对外开放进程有望继续加快。继彭博巴克莱全球综合指数纳入一定比例的中国境内债券后，9 月摩根大通宣布于 2020 年 2 月将中国政府债券纳入其全球新兴市场政府债券指数系列，这有利于吸引更多境外机构参与我国债券市场。10 月 16 日，央行、外管局发布《关于进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场有关事项的通知》，允许同一境外机构投资者 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，并且同一境外主体通过上述渠道入市只需备案一次，进一步提高了境外投资者入市投资的便利性。此外，央行、证监会将进一步推动评级领域对外开放，不断扩大外资评级机构的业务范围，允许更多符合条件的外资评级机构在银行间债券市场、交易所债券市场开展全部类别信用评级业务，提升金融业对外开放水平。

第四，继续完善违约后续处置制度。据报道，目前央行正在会同相关部门抓紧健全违约处置基本制度，配合最高人民法院研究明确违约债券涉及的法律问题。同时，强化对发行人和中介机构监管，推动跨市场执法，严厉打击发行欺诈和逃废债等行为。此外，央行也在积极发展违约债券交易市场，研究推出债券置换等提高处置效率的市场化的债券违约处置手段。未来违约后处置制度有望进一步得到完善。

整体来看，在经济面临较大下行压力的背景下，未来宏观政策将继续加强逆周期调节，稳健的货币政策将维持债券市场流动性合理充裕。在债券市场体制机制不断完善的背景下，实体经济融资环境将进一步改善，民企、中小微企业债券融资渠道不断拓宽，债券发行量有望稳定增加。在债市各项支持政策的推动下，我国债券市场对外开放程度有望持续提升，违约处置制度将不断完善。