

2017年三季度债券市场分析报告

——宏观经济向好、资金面平稳和违约事件减少等因素推动发行量继续回升

2017 年 10 月 27 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 年三季度债券市场分析报告

——宏观经济向好、资金面平稳和违约事件减少等因素推动发行量继续回升

一、债券市场环境

（一）支持和规范创新创业企业、社会产业等领域企业债务融资行为

创新创业公司融资渠道进一步拓宽。继 2015 年国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）发布文件支持双创企业融资后，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）于 2017 年 7 月 7 日正式发布《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》，指出符合条件的双创公司和创投公司可以发行双创债，同时明确通过采取专项审核、支持设置转股条款、鼓励业务创新等措施提供政策支持，双创公司发行债券得到进一步支持。9 月 22 日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）等机构共同制定并发布了《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则（试行）》，从挂牌转让、转股、信息披露等方面明确了创新创业公司非公开发行可转换公司债券需要满足的具体要求，双创公司通过发行可转换公司债进行融资的渠道得到进一步拓宽。

社会领域产业、农村产业融合等领域的债务融资获政策支持。8 月，发改委分别印发相关指引，对社会领域产业专项债券和农村产业融合发展专项债券的适用范围和支持重点、发行条件、审核要求进行了明确规定，指引的发布有利于推动两类专项债的发行，规范和引导社会资金投入相关领域。8 月 11 日，华夏幸福固安新型城镇化 PPP 资产支持票据成功发行，标志着银行间市场首单 PPP 资产证券化项目正式落地，PPP 项目涉及的基建相关等领域融资渠道得到进一步拓宽。9 月 8 日，国务院印发《关于加快推进农业供给侧结构性改革大力发展粮食产业经济的意见》，提出支持粮食企业通过发行短期融资券等非金融企业债务融资工具筹集资金，支持符合条件的粮食企业发行公司债券、企业债券，这将有助于缓解粮食企业在收储、加工等环节易出现融资难的问题，粮食企业债券发行量有望增加。

（二）债市相关机制不断完善，PPN 发行与流通得到进一步规范

债市相关机制不断完善。2017 年 8 月 2 日，国务院公布《融资担保公司监督管理条例》，从具体操作层面推动建立政府性融资担保体系，解决目前融资担保行业监督管理不到位、经营行为不规范和不审慎等问题，此举有利于更好发挥融资担保的信用增进功能、促进债券市场稳定健康发展。8 月 28 日，中国外汇交易中心发布公告称，将在银行间债券市场组织开展首次国债预发行业务，此举有助于完善国债市场价格发现功能，健全国债收益率曲线，为债券市场提供更有效的基础性定价参考。9 月 8 日，证监会发布施行修订后的《证券发行与承销管理办法》，将现行的可转债、可交换债申购方式由资金申购改为信用申购，此举将解决可转债和可交换债发行过程中产生的较大规模资金冻结问题，减少对债券市场的扰动，提升可转债和可交换债对投资者的吸引力。

规范 PPN 发行与流通。9 月 4 日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》及配套文件¹，进一步搭建层次丰富、权责清晰、流程规范的定向发行多层次制度体系，PPN 发行业务得到进一步规范。9 月 19 日，全国银行间同业拆借中心发布《关于进一步完善银行间市场定向债务融资工具交易流通的通知》，明确了符合条件的 PPN 投资者之间的流通转让方式，并提出银行间债券市场参与者可将 PPN 作为质押券开展质押式回购交易，PPN 市场流动性有望得到改善。

（三）规范地方政府融资渠道，持续防范政府性债务风险

中国版“市政收益债”正式推出，地方政府融资渠道得到进一步规范。继 6 月初和 7 月中旬印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》与《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》后，财政部于 2017 年 7 月 21 日对外发布《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的

¹ 此规程及配套文件发布后，非金融企业债务融资包含公开发行和定向发行在内的注册发行多层次制度体系基本搭建完成。新规在以下三个方面进行了制度革新和功能提升：一是优化与投资人分层管理相适应的机制安排，进一步提升注册发行便利。二是强化中介机构职责，夯实“中介机构尽职履责是基础”的注册制理念。三是细化信息披露要求，兼顾投资人保护和定向发行灵活便利两个诉求。

通知》，提出要完善专项债券管理，加快建立专项债券与项目资产、收益相对应的制度，并具体规定了以上两类专项债券的发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面内容。北京与广东分别发行了全国首批土地储备专项债券与首批收费公路专项债券，随后多省市相继发行。地方政府专项债券发行的落地有利于进一步规范地方政府融资渠道，防范化解地方政府债务风险。

进一步规范地方债发行，积极防范政府性债务风险。本季度，财政部明确表示，要统筹地方债发行与库款管理，合理安排债券发行的时间、节奏和规模，同时严禁将国库现金管理与地方债发行“行政捆绑”，干扰地方债市场化定价机制，进一步规范地方债发行。8月15日，发改委发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》，要求积极防范企业债券领域地方政府债务风险，做好存量企业债券涉及的地方政府债务风险的排查化解，同时在企业债券申报中严格防范地方政府债务风险，明确发债企业和政府之间的权利责任关系，实现二者信用严格隔离。随着相关政策的逐步实施，政府性债务风险将得到进一步管控。

（四）债券市场双向开放成效显著，评级行业对外开放迎来实质性进展

“债券通”产品陆续发行。自2017年7月3日开通以来，“债券通”（北向通）获得了境外央行、商业银行、证券公司、保险公司、资产管理机构、非法人产品等投资者积极参与，体现了境外投资者对境内债券较为强烈的投资意愿。同时，“债券通”（北向通）产品不断丰富，首单“债券通”（北向通）人民币熊猫债券（17 马来亚银行债 01）、“债券通”（北向通）主权政府熊猫债券（17 匈牙利债 01BC）、“债券通”（北向通）银行间 ABS 产品“福元 2017-2”先后成功发行。“债券通”（北向通）的开通促进了境内外机构的金融合作和债券市场的互联互通，进一步推进了我国债券市场的国际化进程。

评级行业对外开放迎来实质性进展。7月3日，央行正式发布公告，明确了境内外评级机构进入银行间债券市场开展业务的要求，我国债券市场信用评级行业开放迎来实质性进展，此举将有助于强化评级行业优胜劣汰，推动债券市场的规范化发展。

（五）违约事件明显减少，违约处置更加市场化、法治化

违约事件明显减少。在前期各项债市风险管控政策不断出台的背景下，本季度公募债券市场共有 4 只债券发生违约（“15 五洋 02”、“15 五洋债”、“15 机床 MTN001”和“15 中城建 MTN001”），其中仅五洋建设集团股份有限公司为新增违约发行人，其涉及的违约债券“15 五洋债”、“15 五洋 02”合计规模 13.6 亿元。违约债券期数、规模和涉及的主体家数环比和同比均继续下降。

债券违约处置更趋市场化、法治化。2016 年 3 月以来，东北特殊钢集团有限责任公司（以下简称“东北特钢”）多期债券先后发生违约，2017 年 8 月，东北特钢债权人会议表决通过了公司破产重整计划草案，这是我国公募债券市场通过市场化、法治化方式处置债券违约的典型案列。此外，发改委在《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》中明确指出，对出现偿债风险的存量债券，省级发展改革部门应提前介入，充分运用市场化、法治化手段指导企业和中介机构制定完备的偿债方案。随着债券市场的不断发展完善以及投资人的日益成熟，我国债券违约后处置机制有望逐步完善。

二、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面整体维持在相对平稳状态。为了在经济去杠杆的同时不伤害实体经济和金融市场，央行继续实施稳健中性的货币政策，通过灵活运用逆回购、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具“削峰填谷”，除受到企业缴税、时点因素等影响出现阶段性趋紧外，资金面整体保持紧平衡状态。在此背景下，本季度利率整体呈现平稳走势。

具体来看，本季度一年期贷款基准利率依然维持在 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，第四季度起由于流动性阶段性趋紧出现明显上行，随后呈现小幅波动上行走势，2017 年 6 月末略有回落，本季度整体走势保持平稳。本季度，银

行间固定利率国债一年期到期收益率的平均水平（3.42%）较上季度（3.36%）变动不大，较上年同期（2.20%）上升 1.22 个百分点。本季度，一年期短融²的平均发行利率（5.38%）与银行间固定利率国债一年到期收益率走势大致相同，继续高于一年期贷款基准利率，较上季度（5.28%）变动不大，较上年同期（3.65%）上升 1.73 个百分点。

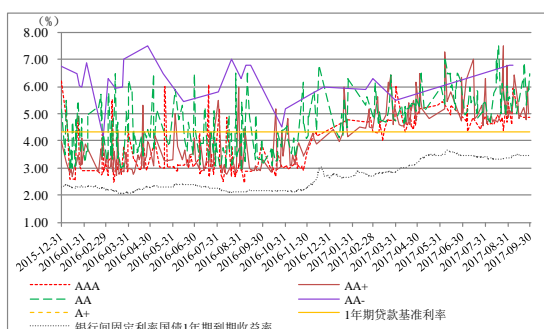


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

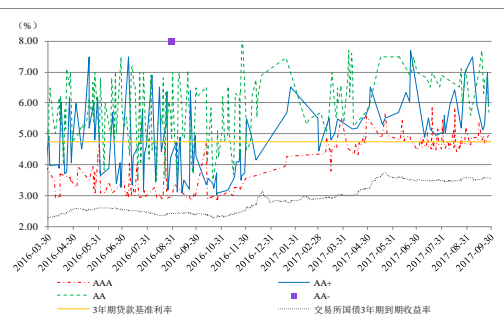


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

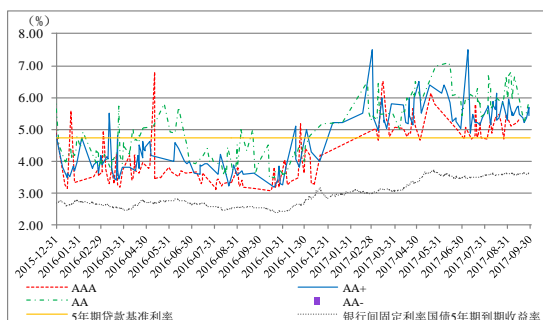


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势
资料来源：联合资信 COS 系统

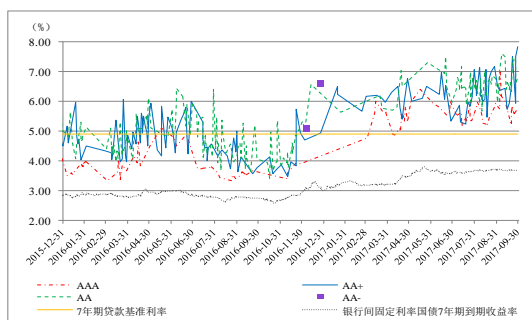


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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%。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 3.51%，3.58% 和 3.67%，较上季度均略有增长，较上年同期明显上升，与银行间固定利率国债一年到期收益率走势大致相同。本季度，三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债券³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走势大致相同，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分别为 5.23%、5.57% 和

² 如不加说明均指一般短期融资券。

³ 如不加说明，公司债不包含私募债；中票指一般中期票据；企业债为一般企业债，包括项目收益债，不包含集合债。

6.32%，环比分别有-30BP、-22BP、+24BP 的变化，环比变化趋势差异可能受到样本量较少和级别分布不均的影响，但各券种平均发行利率较上年同期明显上升。除部分评级为 AAA 级的债券外，其他级别债券发行利率均高于相应期间的贷款基准利率。

三、债券市场发行情况

本季度，在利率保持平稳走势的背景下，债券市场共发行各类债券 11.98 万亿元，环比与同比均出现 20% 左右的增长，增幅较大。其中，银行间债券市场新发债券 11.11 万亿元，占债券市场发行总量的比重（92.73%）环比略有下降，同比上升近 5 个百分点，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、商业银行债券、企业债、中期票据、资产支持证券、非公开定向债务融资工具以及同业存单的发行期数和发行规模环比和同比均表现出不同幅度的增长；公司债发行期数和发行规模环比上升、同比下降，变化幅度均较大；同业存单仍然保持各券种发行量之首；但由于当前市场利率仍然偏高且存在走低的预期，以及经济向好带来宏观调控需求降低，政策性银行债的发行期数和规模环比、同比均出现 30% 以上幅度的下降。截至 2017 年三季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达 69.53 万亿元，规模继续扩大。

表 1 2017 年三季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2016 年三季度发行		2017 年二季度发行		2017 年三季度发行		2017 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	339	25195.60	311	22856.88	435	32457.40	3281	262835.04
国债	40	10111.19	39	8992.19	30	15750.56	244	123637.65
地方政府债	299	15084.41	272	13864.69	405	16706.84	3037	139197.39
央行票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
金融债	192	8942.20	204	10599.00	91	7957.10	792	145858.15
政策性银行债	149	7574.20	145	7856.30	12	5129.60	388	129451.62
商业银行债券	30	1092.00	48	2172.70	59	2295.50	234	10539.20
非银行金融机构债券	13	276.00	11	570.00	20	532.00	170	5867.33
政府支持机构债券	4	400.00	8	800.00	5	660.00	129	14355.00
企业债券	139	1644.20	67	693.40	191	1955.25	2865	31683.32

一般企业债	125	1431.20	61	663.70	180	1882.45	2785	30958.70
集合企业债	1	78.00	0	0.00	0	0.00	13	132.72
项目收益债	13	135.00	6	29.70	11	72.80	67	591.90
中期票据	259	3199.50	195	2184.30	353	3811.90	3111	41010.60
集合票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	2	4.26
短期融资券	697	8169.40	521	5741.50	666	6953.40	1522	15275.40
短期融资券	194	1678.70	122	1020.00	150	1212.40	491	4302.40
超级短期融资券	503	6490.70	399	4721.50	516	5741.00	1031	10973.00
证券公司短期融资券	17	378.00	4	80.00	5	100.00	5	100.00
资产支持证券（银行间）	67	717.73	87	1146.34	96	1314.03	495	6559.43
资产支持证券（交易所）	489	1313.15	343	1430.33	483	2158.84	3176	8931.72
非金融企业资产支持票据	0	0.00	22	84.29	43	210.19	123	559.47
非公开定向债务融资工具	197	1506.90	152	1063.40	267	1798.40	2314	20609.52
公司债	728	8886.21	236	2079.49	421	4171.81	4946	49574.14
一般公司债	282	4088.18	106	1088.29	214	2427.33	1869	26141.36
私募债	446	4798.03	130	991.20	207	1744.48	3077	23432.78
证券公司债	45	1046.30	57	1406.60	79	1923.60	466	12285.80
可转债	1	12.00	3	19.34	2	88.40	20	675.80
可交换债	23	267.04	16	193.62	26	364.73	138	1429.00
项目收益票据	0	0.00	3	7.50	1	7.60	25	118.60
同业存单	4304	36094.40	6470	45196.60	6945	53876.80	11540	83260.30
国际机构债	2	60.00	0	0.00	0	0.00	9	215.00
SDR 债券	1	5 亿 SDR	0	0.00	0	0.00	2	6 亿 SDR
合计	7504	97837.63	8699	95582.59	10109	119809.45	34959	695340.53

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 10 月 9 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、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、发行量继续回升

本季度，实体经济回稳带来企业融资需求增加，且资金面较为平稳，发行人前期累积的融资需求有所释放，推迟和取消发行情况有所减少；与此同时，债券市场违约风险进一步缓解，导致投资者信心有所恢复，对新债的需求略有

上升，诸多因素促使本季度非金融企业债券发行量继续回升。本季度，非金融企业所发债券⁴的发行期数（1632 期）、发行家数（1000 家）和发行规模（16899.96 亿元）环比均增加 50%左右。但在 2016 年下半年以来经济去杠杆的背景下，房地产及过剩产能行业融资渠道受限，同时发行成本有所提升，本季度非金融企业所发债券的期数、家数和规模同比仍均减少了 15%左右，降幅明显缩窄。本季度，非金融企业所发债券的平均发行规模为 10.36 亿元，环比和同比分别下降 1.24%、4.34%。

短期融资券

本季度，共有 134 家企业发行短融 150 期，发行总规模为 1212.40 亿元，发行家数、发行期数与发行规模环比增幅均在 15%左右，同比均下降 20%以上，同比降幅较大除受到 2017 年以来资金成本上行因素影响外，可能还由于超短融对短融的替代和分流作用；平均发行规模为 8.08 亿元，环比和同比均下降 5%左右；发行期限仍以 1 年期为主。本季度，共有 295 家企业发行超短融 516 期，发行规模 5741.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比均有 25%左右的增长，与上年同期相比，发行家数略有增加，发行期数和发行规模均减少了 10%左右；平均发行规模环比和同比均有所下降，发行期限仍以 270 天为主。

中票

本季度，共有 282 家企业发行中票 353 期，发行规模 3811.90 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 60%以上，同比增幅均在 15%以上，平均发行规模环比变化不大，但同比下降 12.83%。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 68.93%，环比保持稳定，同比提高约 9 个百分点。特殊期限中票⁵共发行 132 期，占中票总发行期数的 37.29%，占比进一步提升，表明市场对特殊期限中票仍较为青睐；其中可续期中票发行 100 期，发行规模 1173.20 亿元，在中票

⁴ 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。

⁵ 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。

总发行期数和发行规模中的占比分别为 28.25% 和 30.78%，较上季度变化不大，较上年同期提升 6 个百分点，同比增幅明显可能是由于在去杠杆压力下，可续期债券递延支付和降低杠杆率的特点受到发行人的欢迎。本季度项目收益票据发行期数（1 期）和发行规模（7.60 亿元）仍较少。

企业债

本季度，共有 178 家企业发行企业债券⁶191 期，发行规模 1955.25 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 180% 左右，同比增幅在 30% 左右，除实体经济向好的原因外，增幅显著一方面由于地方政府融资监管趋严，资管及融资租赁机构针对地方融资平台开展的非标融资活动正趋于减少，城投企业为解决融资需求更多转向发行标准化产品；另一方面由于城投企业主体信用评级整体仍较高，城投债目前尚未出现实质性违约，导致市场需求仍然较大，诸多因素共同促使本季度企业债发行增幅显著。本季度，企业债的平均发行规模为 10.24 亿元，环比变化不大，同比下降 10% 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（83.25%）环比和同比分别提升 8 和 20 个百分点。本季度项目收益债发行期数（11 期）和发行规模（72.80 亿元）仍然不大。

公司债

本季度，共有 158 家企业累计发行公司债 214 期，发行规模 2427.33 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比大幅增加一倍左右，同比仍下降 30% 左右，但降幅较上季度缩窄 15 个百分点。本季度，公司债平均发行规模为 11.34 亿元，环比上升 10% 左右，同比下降超过 20%。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（58.41%）环比和同比均下降 5 个百分点左右。私募债方面，根据 Wind 资讯截至 2017 年 10 月 9 日已披露的数据，本季度私募债发行期数（207 期）和发行规模（1744.48 亿元）环比上升 60% 左右，同比下降 50% 以上。

⁶ 包含集合债及项目收益债。

表 2 2017 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	516	29.32	2.58	295	26.61	-9.79	5741.00	21.59	-12.89	11.13	-5.98	-15.09
短融	150	21.95	-22.68	134	12.61	-23.86	1212.40	17.71	-27.78	8.08	-3.48	-6.59
中期票据	354	77.89	36.68	282	63.01	28.18	3811.90	73.36	19.14	10.77	-2.54	-12.83
企业债券	191	185.07	37.41	178	173.85	35.88	1955.25	181.98	22.80	10.24	-1.09	-10.63
公司债券	421	79.24	-41.90	328	62.38	-40.90	4171.81	100.62	-53.05	9.86	11.93	-19.20
一般公司债	214	101.89	-24.11	158	77.53	-27.85	2427.33	123.04	-40.63	11.34	10.48	-21.76
私募债	207	59.23	-53.59	175	53.51	-51.12	1744.48	76.00	-63.64	8.43	10.53	-21.66
合计	1632	59.38	-10.48	1000	47.71	-15.40	16892.36	57.53	-23.03	10.34	-1.16	-14.02

资料来源：联合资信 COS 系统

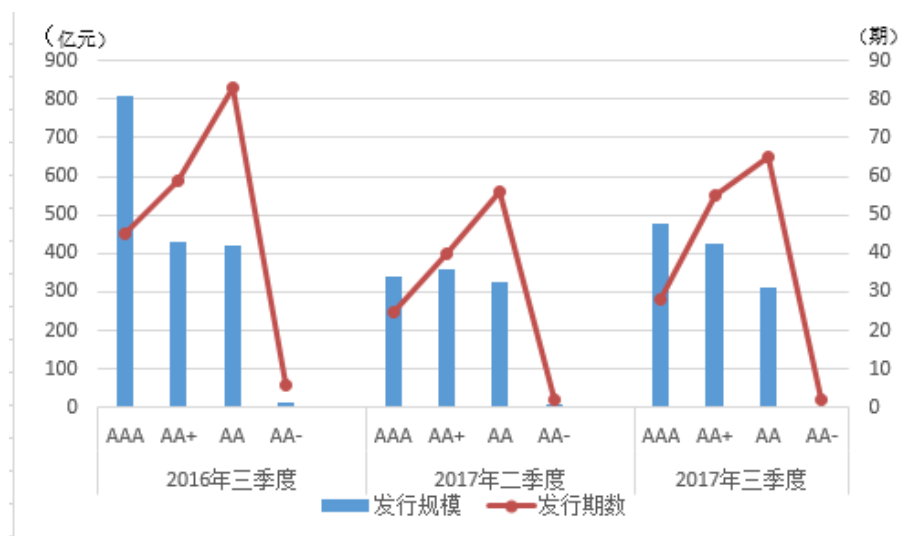
2、发行主体/债项信用等级分布变化不大

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仍主要集中在 AAA 级~AA 级，占比（98.67%）环比和同比均略有升高。其中 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，占比（43.33%）变化不大；其次为 AA+级主体，其在总发行期数中的占比（36.67%）环比和同比增幅均较为显著；AA-级主体所发短融期数仍然较少（2 期）。短融发行期数仍集中于 AA 级（含）以上级别。

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，在发行总规模中的占比为 99.84%，环比和同比均有所升高。其中，与上季度短融规模集中在 AA+级的情况不同，本季度 AAA 级主体所发短融规模占比（39.34%）最高，占比环比增幅较大（7.14 个百分点），短融发行规模的级别分布再次呈现向 AAA 级集中趋势；但与上年同期相比，AAA 级主体所发短融规模占比降幅显著（9.21 个百分点），规模优势明显下降。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布仍然主要集中在于 AA 级（含）以上级别。



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

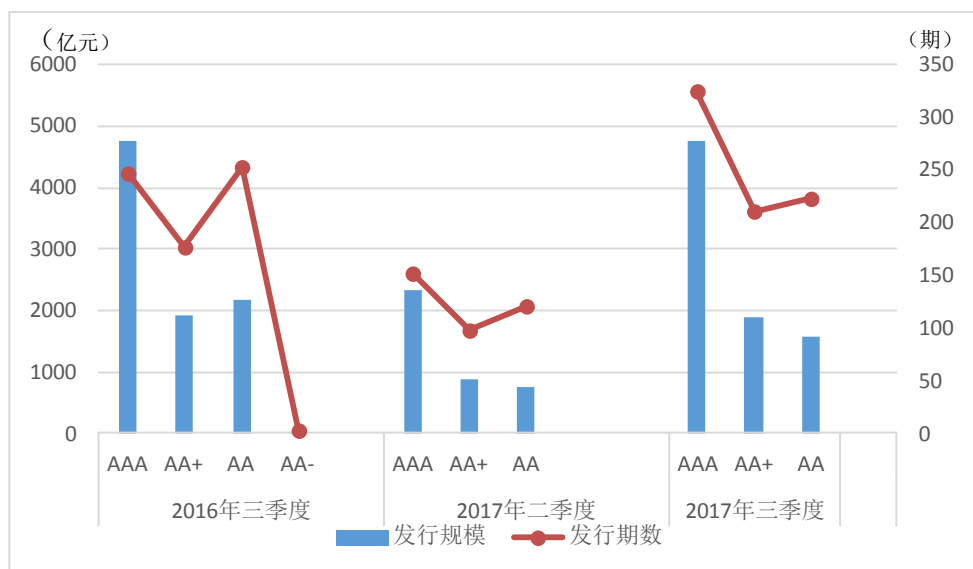
图 5 2017 年三季度短融发行主体信用等级分布情况

本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布在 AAA 级~AA 级，无 AA-级债券发行。

从发行期数来看，本季度非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行期数最多，在总发行期数中的占比（42.82%）环比略有上升，同比增加 6.5 个百分点；非金融企业所发 AA 级和 AA+级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比分别为 29.38%和 27.80%，其中非金融企业所发 AA+级中票、企业债、公司债发行期数在总发行期数中的占比环比与同比均略有上升。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数呈现向 AA+级（含）以上级别集中的趋势。

从发行规模来看，本季度非金融企业所发 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（57.90%）环比略有下降，同比上升超过 4 个百分点；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（22.85%）环比和同比均略有上升；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债的发行规模在总发行规模中的占比（19.25%）环比略有上升，同比下降 5 个百分点左右。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模仍然主要集中在 AAA 级。

总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债的信用等级分布仍然以 AAA 级为主。

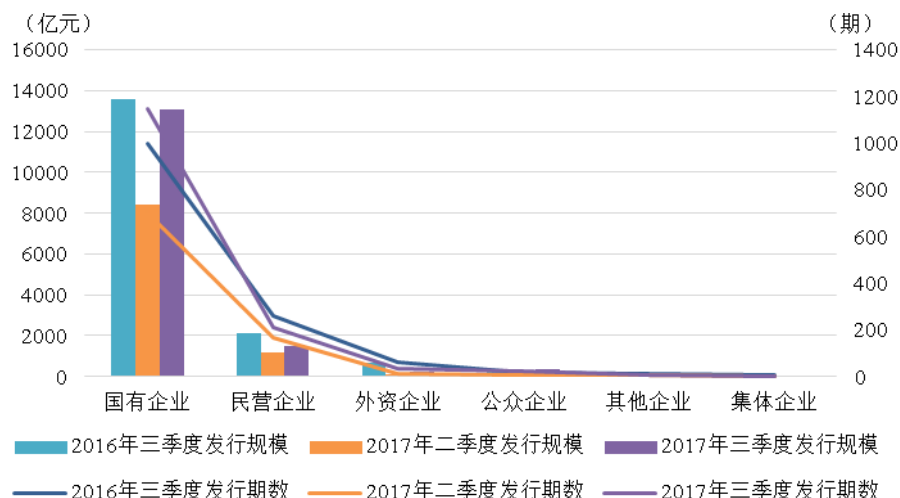


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2017 年三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小幅下降

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，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（80.54 %、86.09%）环比变化不大，同比小幅增长；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（14.82%、9.91%）环比和同比均略有下降。外资企业、公众企业、集体企业本季度所发债券的期数和规模环比有明显增长，但数量仍然较少。

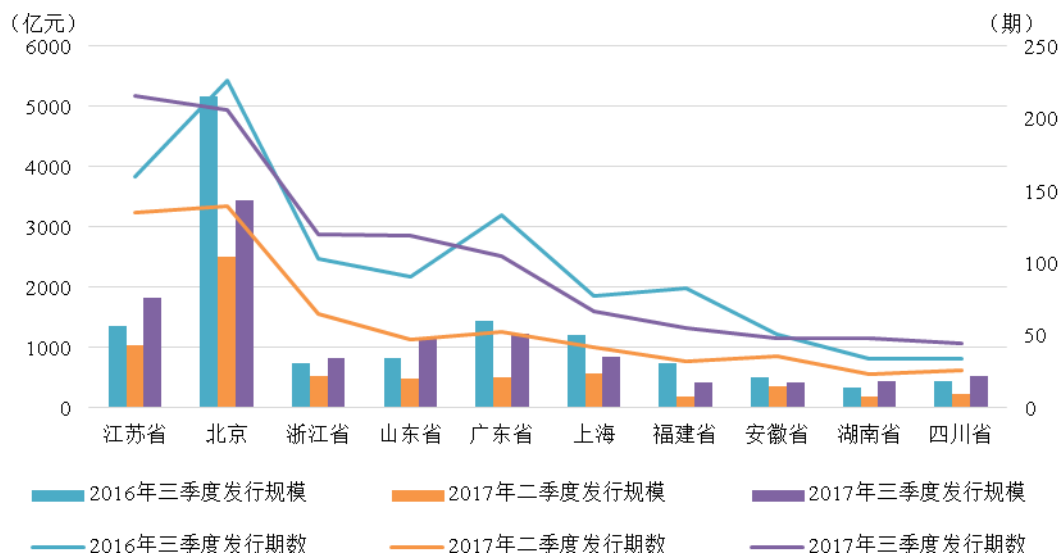


资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2017 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，江苏、北京、浙江、山东、广东和上海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六名。江苏的非金融企业所发债券的期数（216 期）超越北京，位居第一；北京的非金融企业所发债券的规模（3431.50 亿元）仍然显著领先于其他地区。从发行期数来看，湖南从去年同期第 11 名、上季度第 15 名升至本季度第 9 名，四川从上季度第 13 名升至本季度第 10 名，湖北和山西降至十名以外。本季度非金融企业发行债券期数前十位的地区发行期数和发行规模环比均有明显增长，增幅普遍在 40% 左右；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（72.16%、73.52%）环比和同比变动均不大，债券发行的地区集中度保持相对稳定。



注：以本季度发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2017 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、发行主体行业集中度继续提升

本季度，建筑与工程⁷、多领域控股、房地产开发、电力、公路与铁路、煤炭与消费用燃料行业所发债券的发行期数与发行规模均位居前六位。其中，建筑与工程行业非金融企业所发债券的发行期数（328 期）和发行规模（2750.51 亿元）均位居第一，环比增幅均超过一倍以上；受行业融资有条件松绑影响⁸，房地产行业发行期数（109 期）和发行规模（1086.00 亿元）环比增幅也超过一倍；从发行期数来看，建材行业从上年同期第 13 名升至本季度第 9 名，酒店、度假村与豪华游轮行业从去年同期第 12 名、上季度第 15 名升至本季度第 10 名，水务和基础化工行业下滑至前十以外。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（66.41%、69.59%）较上季度在发行期数上占比提

⁷发行主体中，所属建筑与工程行业的企业大部分为城投企业。

⁸根据交易所 2017 年 4 月份窗口指导，不满足现有发债申报要求的房地产企业，若其他某一非房地产业务板块收入占营业收入比例超 30% 的，也可以申报发债，募资用途只能用于非房地产业务，并进行专户监管。

升超过 11 个百分点，发行规模占比变化不大，较上年同期在发行期数和发行规模上均上升约 6 个百分点，行业集中度有所提高。

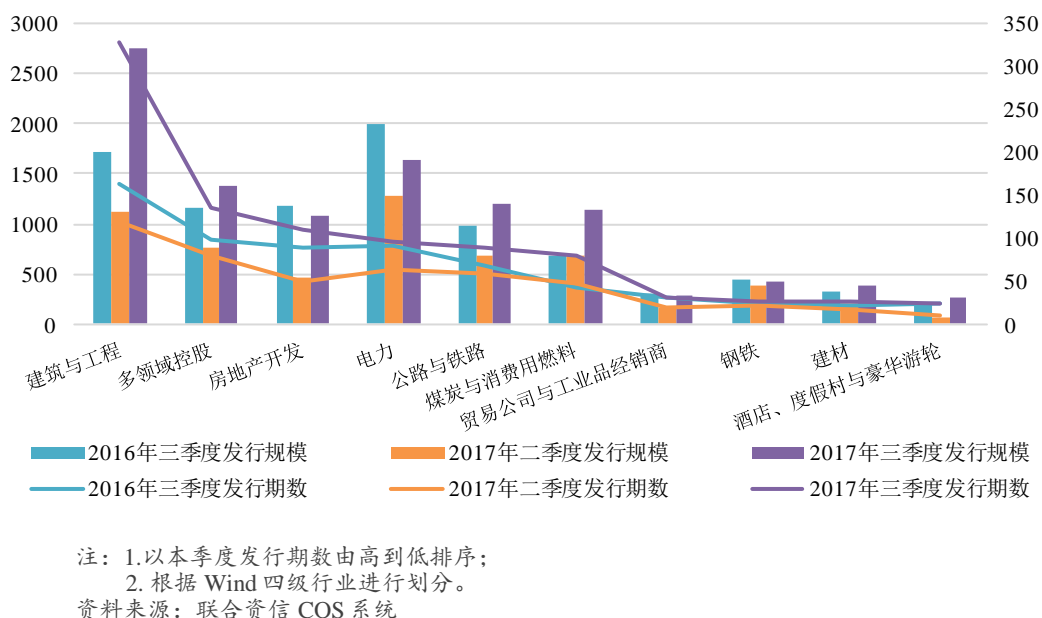


图 9 2017 年三季度非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况

6、担保债券具有略高的风险溢价要求

本季度，共有 133 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 1215.00 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 9.33% 和 8.01%，同比和环比均有所上升。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 5 期、3 期、9 期、91 期和 25 期，发行规模分别为 37.00 亿元、17.00 亿元、85.50 亿元、884.50 亿元和 191.00 亿元。其中，保证担保 128 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高于同一时间段内发行、具有相同期限、相同债项信用等级且无担保债券利率平均发行利率的概率为 80.95%，有担保条款的 3 年期公司债和 5 年期中票平均发行利率与无担保可比债券平均

发行利率的差异分别为 65BP 和-8BP⁹，但结果可能受到样本较少的影响。整体来看，市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有一定程度的风险溢价要求。

（二）非政策性金融债券发行情况

本季度，共有 103 家主体发行非政策性金融债 159 期¹⁰，总发行规模 4701.10 亿元。发行期数、发行家数和发行规模环比增幅为 20%左右，同比增幅均达到 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）和证券公司债的发行期数、发行家数、发行规模增幅显著；证券公司短融、保险公司债券和其它金融机构债发行家数、发行期数和发行规模仍较少。

从级别来看，除商业银行二级资本工具、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¹¹的债项级别以 AAA 及 AA+为主，二者发行期数（30 期）和发行规模（1050.00 亿元）的占比分别为 86.67%、95.71%。

表 3 2017 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		
	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 (%)
商业银行金融债	59	22.92	96.67	52	23.81	136.36	2295.50	5.65	110.21
证券公司短融	5	25.00	-70.59	3	50.00	-70.00	100.00	25.00	-73.54
证券公司债	79	38.60	75.56	38	40.74	26.67	1923.60	36.76	82.45
保险公司债	1	-	-50.00	1	-	-50.00	35.00	-	-61.11
其它金融机构债	15	50.00	36.36	11	57.14	37.50	347.00	-35.74	114.20
合计	159	33.61	51.43	103	33.77	51.47	4701.10	11.95	69.33

注：商业银行金融债含商业银行二级资本工具。

资料来源：联合资信 COS 系统

⁹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。

¹⁰ 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。

¹¹ 不包含私募债。

（三）资产支持证券发行情况

资产支持证券发行仍保持较高增速。本季度，在银行间债券市场，资产支持证券发行期数（96 期）和发行规模（1314.03 亿元）环比均增加了 10% 以上，同比均增加了 50% 左右；非金融企业资产支持票据迎来高速增长，发行期数接近上季度 2 倍，发行规模接近上季度规模的 3 倍。

在交易所债券市场，资产证券化产品同样保持快速增长，本季度发行期数（462 期）和发行规模（2058.75 亿元）的环比增速均为 40% 左右，与上年同期相比，虽然发行期数减少了 19.09%，但发行规模仍保持 50% 以上的快速增长。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、绿色债券发行量继续增长

本季度，新发绿色债券发行期数（45 期）和发行规模（623.62 亿元）环比分别增长 87.5% 和 16.89%，与上年同期相比（18 期、631.40 亿元），发行期数有所增加，发行规模略有减少。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仍然最大，发行期数（12 期）和发行规模（208.00 亿元）分别占绿色债券发行总期数和总规模的 26.67% 和 33.35%，但占比均有所下降；新发绿色债券仍主要集中在 AAA 级；采取第三方认证的绿色债券占比（60.00%）较上季度（70%）虽有所下降，但依旧保持较高比例；绿色债券发行主体主要分布在商业银行、电力和建筑与工程行业；从发行利率来看，68% 的绿色债券发行利率低于同券种、同期限、同级别债券平均发行利率¹²，与上季度相比发行成本优势有所提高；从地区分布来看，北京地区发行人所发绿色债券期数（11 期）和规模（192.70 亿元）均为最多；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、清洁交通和污染防治等领域。

¹² 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期数的百分比。

本季度，国内首单绿色柜台金融债“17 国开绿债 03”开售，个人和非金融机构客户可通过工商银行电子银行和境内营业网点购买，此举拓宽了绿色债券的交易渠道。此外，全国首笔绿色短期融资券“17 国投津能 GN001”于本季度成功发行，这也是银行间市场火电行业的首单绿色债券；深交所亦于本季度发行首单绿色 ABS“特锐德 1”，该单 ABS 具有专项计划（募投项目）与基础资产“双绿”属性。我国绿色债券在品种、发行场所、销售渠道等方面更加多元化。

2、熊猫债发行量大幅增加

受益于融资成本有所下降以及“债券通”的开通等利好因素，本季度熊猫债的发行期数（16 期）和发行规模（360.00 亿元）较上季度（9 期、166.00 亿元）均大幅上升，同比小幅下降。其中，“17 马来亚银行债 01”为首单“债券通”熊猫债，匈牙利为“债券通”开通以来发行首单主权熊猫债券的国家。

四、未来走势预测

从四季度的债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，债券市场发行量或将继续提高。目前中国宏观经济有望保持平稳增长，央行将继续执行稳健中性的货币政策，同时为落实普惠金融新发布的定向降准政策表现出维持银行体系流动性合理充裕的态度，市场资金面将大概率维持目前的紧平衡局面，利率保持相对平稳走势。加上创新创业、社会产业等领域债券融资支持政策的逐步落实、绿色金融改革试点工作的逐步推进带动相关领域债券发行，四季度债券发行量或将继续提高。

第二，地方政府性债务风险管控继续加强。当前地方债发行得到进一步规范，存量地方性债务的风险点正在逐步明确，未来风险管控有望继续得到加强。同时，地方政府专项债的良好运行有望使基础设施领域的更多行业纳入地方政府专项债券的范围，地方基础设施领域融资渠道存在进一步拓宽的可能。

第三，债市机制的完善将进一步提升市场效率。随着我国债券市场产品品种、数量以及参与方的不断丰富，为保证市场的稳定性和有效性，监管机构将继续密切关注债市发展，不断完善债市机制。

第四，债市开放将继续推动我国债券市场发展。“债券通”（北向通）的开通以及评级市场逐步对外开放，将吸引更多的境外发行人与投资人参与我国债券市场，也将有助于推动债券市场的创新发展。

第五，债市风险管控继续加强，违约处置将更加市场化。在违约事件持续发生的背景下，监管层有望出台更多更具体的操作办法进一步完善债券信息披露、风险管理和违约后处置机制，推动我国债市市场化发展进程。

整体来看，预计四季度我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，利率将维持较稳定水平，债券市场发行量或将继续提高，债券市场控险、开放、市场化仍是主基调。