

2019 年二季度债券市场发展报告

——主要信用债发行量同比大幅增加，违约处置手段更加丰富多元

2019 年 7 月 29 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 年二季度债券市场发展报告

——主要信用债发行量同比大幅增加，违约处置手段更加丰富多元

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 胡颖 董欣焱 夏妍妍

一、债券市场环境

（一）鼓励金融、养老、扶贫等领域债券扩容，支持中小、民营企业债券融资

鼓励金融机构发行债券。5 月 7 日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）发布《保险公司偿付能力监管规则——问题解答第 2 号：无固定期限资本债券》，明确了银行发行的无固定期限资本债券的风险因子¹，该风险因子低于大部分保险资金投资品种的基础因子，使得保险公司为此需要提取的最低资本要求相对较低。这有利于增强保险公司对银行无固定期限资本债券的配置需求，推动银行永续债券的发行。6 月，中国人民银行（以下简称“央行”）批量上调了多家头部券商短期融资券余额上限，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）也对部分头部券商发行金融债进行了松绑，券商通过债券融资得到有力支持，其债券发行量有望增加。

鼓励养老、绿色、扶贫等领域债券扩容。4 月 16 日，国务院办公厅印发《关于推进养老服务发展的意见》，鼓励企业发行永续期债券，用于养老机构等投资回收期较长的项目建设，允许以项目未来收益权质押担保以及以建设用地使用权抵押担保方式为债券提供增信，同时探索发行项目收益票据、项目收益债券支持养老服务产业项目的建设和经营。此举有利于拓宽养老服务债券融资渠道。5 月 13 日，央行发布《关于支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具的通知》，支持试验区内企业注册发行绿色债务融资工具，探索扩大绿色债务融资工具募集资金用途，鼓励试验区内企业发行与各类环境权益挂钩的结构性债务融资工具、以绿色项目产生的现金流为支持的绿色资产支持票据等创新产品，交易商协会为试验区内企业发行绿色债务融资工具开辟绿色通道。诸多举措将有力支持绿色金融改革创新试验区发行绿色债务融资工具。6 月 6 日，交易商协会发布《非金融企业扶贫票据业务指引》《非金融企业扶贫票据信息披露表》，

¹ 政策性银行和国有控股大型商业银行的基础风险因子为 0.20，全国性股份制商业银行的基础风险因子为 0.23。

从募集资金用途、信息披露要求等方面对非金融企业发行扶贫票据行为进行了规范，同时提出支持企业开展扶贫票据结构创新，鼓励企业发行与精准扶贫项目效益挂钩的债务融资工具、扶贫资产支持票据等创新产品，这有助于推动非金融企业扶贫票据的发行。

继续支持中小、民营等企业通过债券市场融资。4 月 8 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于促进中小企业健康发展的指导意见》，要求进一步完善债券发行机制，使用信用风险缓释凭证等债券融资支持工具支持民营企业债券融资，大力发展高收益债券、私募债、双创专项债务融资工具等产品，并推进创新创业公司债券试点，完善创新创业可转债转股机制，研究允许挂牌企业发行可转换公司债等。5 月 7 日，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、工业和信息化部、财政部和中国人民银行联合发布《关于做好 2019 年降成本重点工作的通知》，要求推动债券品种创新，扩大优质企业债券发行规模，积极支持符合条件的企业扩大直接融资。上述举措有利于推动相关债券发行的增加，拓宽中小、民营企业等的融资渠道。

（二）完善债市相关体制机制，完善第三方机构管理和处罚

完善债市相关体制机制。一是**推动债券市场进一步互联互通。**5 月 20 日，央行、证监会联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》，推出以跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金，此举有助于推动债券市场进一步互联互通。二是**完善境外机构债券发行、保险资产支持计划发行管理机制。**4 月 11 日，财政部发布《境外会计师事务所从事全国银行间债券市场境外机构债券发行相关财务报告审计业务报备暂行办法》，进一步完善境外会计师事务所审计熊猫债报备流程的制度安排。6 月 26 日，银保监会发布《资产支持计划注册有关事项的通知》，对保险资产管理机构发起设立支持计划实行“初次申报核准、后续产品注册”的注册制管理。此举有利于提高保险资产支持计划发行效率，推动保险资产支持计划发行。三是**规范资产证券化业务。**6 月 24 日，基金业协会发布《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》，对资产证券化业务的尽职调查工作进行了明确和细化。此举有利于资产证券化业务的规范化发展。四是**明确永续债税收政策。**4 月 16 日，财政部与税务总局发布《关于永续债企业所得税政策问题的公告》，明确了企业发行永续债的股息、红利、债券利息企业所得税政策及适用标准，此举有利于永续

债的规范化发展。

加强中介机构管理和处罚。5 月 8 日，上海证监局因资产证券化项目管理人未对相关资产支持专项计划原始权益人与基础资产相关的业务情况、现金流状况进行全面的尽职调查，导致相关专项计划出现重大风险，对机构和个人下达“双罚”决定，在管理人为期六个月的整改期间暂停办理其资产支持专项计划备案，并对其时任总经理出具了警示函，对相关业务加强监管和处罚也有利于市场参与方尽职履责，防范风险的发生。5 月 10 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信息披露规则》，从基础信息披露、信用评级结果及质量统计情况披露、专项信息披露、自律管理与处分等方面进一步规范信用评级机构的信息披露行为，明确处分措施。此举有助于提高信用评级业务透明度以及我国债券市场健康发展。6 月 19 日，银保监会发布《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》，要求投资于基础资产为非标准化债权资产的集合资金信托应进行外部信用评级，且信用等级不得低于符合条件的国内信用评级机构评定的 AA 级或者相当于 AA 级的信用级别，并明确对投资涉及的信用评级机构等定期开展评估，对未能尽职履责且情节严重的列入行业警示名单，对评级机构的履职行为约束有所加强。

（三）加快地方政府债券发行进度，持续加强地方政府债券风险管控

加快地方债发行进度。4 月 30 日，财政部发布《关于做好地方政府债券发行工作的意见》，要求合理把握地方债券发行节奏，切实加快发行进度，2019 年 6 月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在 9 月底前完成全年新增债券发行，同时要求进一步提升地方债发行定价市场化水平、完善地方债券信息披露等。此举有利于进一步完善地方债发行制度，同时推动二、三季度地方债的发行。6 月 10 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，鼓励和引导银行、保险机构为专项债券项目提供融资支持，并明确提出专项债重点支持京津冀协同发展、“一带一路”建设等重大战略以及推进棚户区改造、铁路、收费公路、机场、水利工程、生态环保等重大项目建设。此举有利于扩大专项债使用范围、推动专项债发行的增加。

持续加强地方债务风险管控。6 月 13 日，发改委发布《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确地方国有企业作为独立法人承担外债偿还责任，禁止地方政府及其部门直接或承诺以财政资金偿还地方国有

企业外债，不得为地方国有企业发行外债提供担保。6 月 21 日，财政部、自然资源部联合印发《土地储备项目预算管理办法（试行）》，试点在土地储备领域按项目实行全生命周期预算管理，提出专项债券发行规模不得超过项目预期土地出让收入的 70% 等要求，进一步健全土地储备专项债券项目控制机制，有效防控专项债务风险。上述举措表明监管层持续加强地方债风险管控的坚定决心。

（四）债券违约事件持续发生，违约处置方式更加丰富

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 4 家，涉及违约债券 5 只，违约金额合计 21.31 亿元，较上季度和上年同期均有所减少。另有 10 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，涉及违约债券共计 12 只，违约金额合计 63.87 亿元。本季度，新增违约发行人仍主要为民营企业，大多存在激进扩张问题，在外部融资压力较大背景下自身经营管理不善最终导致无力偿还到期债务。

完善市场信用风险分散机制。4 月 4 日，深交所正式发布《深圳证券交易所信用保护工具业务指引》《深圳证券交易所信用保护工具业务指南第 1 号——信用保护合约》，从参与者管理、信用保护合约和凭证业务流程、信用事件后续处理机制、信息披露、风险控制等方面进一步细化规范信用保护工具业务。这有助于促进相关业务常规化开展，助力债券发行。5 月 15 日，银保监会发布《关于保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务的通知》，允许保险资金参与信用风险缓释工具和信用保护工具业务对冲风险。这有利于完善市场信用风险分散和分担机制。

丰富违约处置方式。4 月 9 日，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，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了退出通道。5 月，沪交所债券担保品处置平台²业务正式落地，并顺利完成首笔交易，该业务有利于迅速实现担保权益，提升违约处置效率。5 月 24 日，沪深交易所联合中国结算发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》，为特定债券³以及兑付存在重大不确定性且发行人或受托管理人发布公告明确提示风险的债券、存在不能按约定分配收益等情形的资产

² 该平台主要用于质押式回购、协议回购、三方回购等业务中，当出质人不能履约的情况下，为质权人提供对交易合同项下所质押债券担保品的快速处置服务。

³ 主要指在沪深交易所上市或挂牌，但未按约定履行偿付义务或存在较大兑付风险的有关债券。

支持证券提供转让服务，进一步丰富违约处置方式。6 月 17 日，全国银行间同业拆借中心、中央结算公司和上海清算所均发布了与债券回购或债券担保违约有关的试行处置细则，明确了违约处置的范围、方式和流程，明确债权方可提出处置申请，从而更有利于保障债权方的权益以及交易对手违约处置效率的提高，也有利于避免流动性风险进一步扩散，维护债券市场稳定发展。

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，通过逆回购、MLF、TMLF⁴以及国库定存、央行票据等工具合理安排工具搭配和操作节奏，并于 5 月 15 日开始对聚焦当地、服务县域的中小银行实施定向降准⁵，维持了资金面的松紧适度。在此背景下，本季度，市场资金面整体较为稳定，利率水平略有上升。

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在本季度呈小幅波动上行趋势，本季度的平均水平（2.65%）较上季度（2.40%）略有上升，较上年同期（3.13%）有所下降。本季度，一年期短融的平均发行利率（4.35%）较上季度（4.31%）变化不大，较上年同期（5.59%）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呈小幅波动上行趋势。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 2.96%、3.13% 和 3.33%，较上季度（2.73%、2.97% 和 3.11%）均略有上升，较上年同期（3.32%、3.43% 和 3.63%）均有所下降。三年期公司债、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 4.61% 和 4.80%，较上季度（4.53% 和 4.58%）均略有上升，较上年同期（5.44%、5.54%）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。七年期企业

⁴ 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。

⁵ 对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为 8%。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。

债的平均发行利率为 6.94%，较上季度（7.32%）和上年同期（6.98%）均有所下降，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。

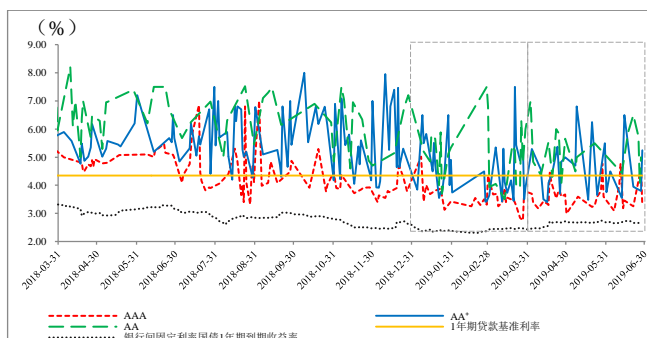


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

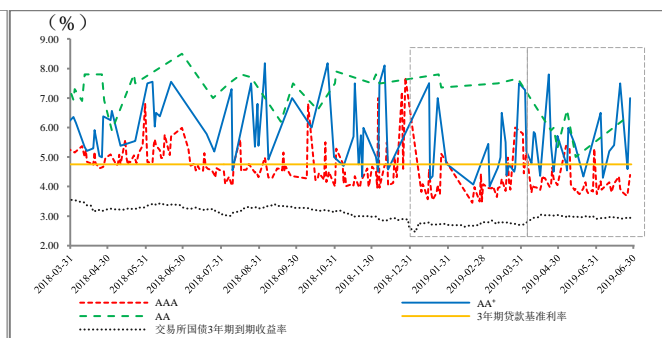


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

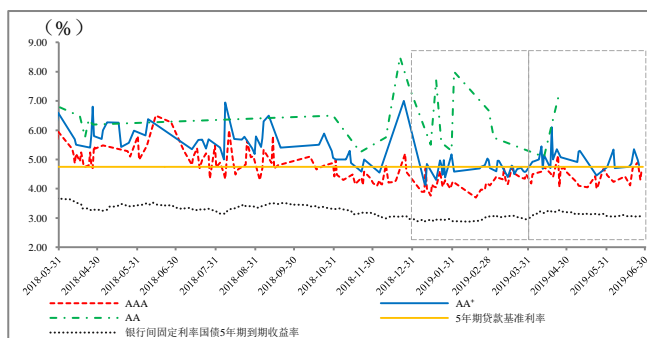


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

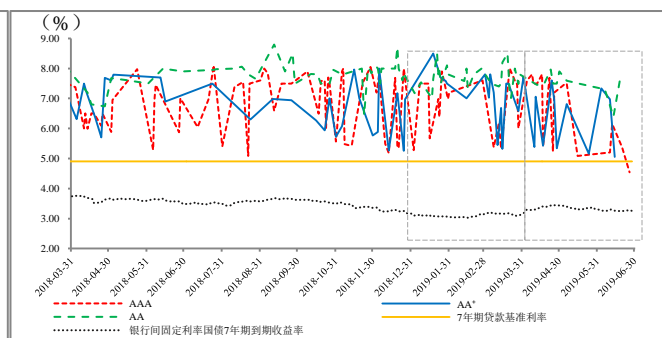


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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 10.36 万亿元，发行期数和发行规模环比均有所增长，同比变化不一。其中，银行间债券市场新发债券 9.29 万亿元，在债券市场发行总量中的比重为 89.66%，仍是我国债券主要发行场所。本季度，证券公司短期融资券、资产支持证券、非金融企业资产支持票据以及公司债⁶的发行期数和发行规模环比、同比均有明显增加，主要与监管层上调部分券商短融余额上限、“资管新规”实施背景下金融机构投资者对资产证券化产品需求增

6 含私募债，以下不加特殊说明均不含私募债。

加以及公司债发行条件边际放松⁷有关；受市场利率小幅上行影响，企业债券、中期票据、短融⁸的发行期数和发行规模环比均有所减少。截至 2019 年二季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 90.61 万亿元，较上季度末增加 2.56%。

表 1 2019 年二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2018 年二季度 发行情况		2019 年一季度 发行情况		2019 年二季度 发行情况		2019 年二季度末 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	261	20482.29	344	15232.06	346	22624.66	4826	352307.91
国债	35	8568.60	21	2554.70	36	8395.20	262	151340.67
地方政府债	226	11913.69	323	12677.36	310	14229.46	4564	200967.24
金融债	145	6886.08	145	10514.30	140	8558.20	1261	197727.58
政策性银行债	86	4704.38	85	6671.30	83	4798.20	297	148025.03
商业银行债券	43	1407.70	43	3117.00	39	3066.00	744	41367.02
非银行金融机构债券	16	774.00	17	726.00	18	693.50	220	8335.53
政府支持机构债券	16	1460.00	6	420.00	10	800.00	150	16095.00
企业债券	64	574.20	104	842.39	93	740.5	2580	24361.00
一般企业债	57	542.00	99	793.19	86	687.00	2456	23426.80
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	7	61.10
项目收益债	7	32.20	5	49.20	7	53.50	117	873.10
中期票据	331	3647.10	412	5228.30	376	3926.30	4729	61069.54
短期融资券	662	7180.50	899	9390.40	762	7770.40	2242	22218.20
一般短期融资券	89	858.00	128	1172.50	112	965.70	487	5376.40
超级短期融资券	573	6322.50	771	8217.90	650	6804.70	1755	16841.80
证券公司短期融资券	11	300.00	19	470.00	38	919.00	38	919.00
资产支持证券（银行间）	96	2107.37	65	1238.42	148	2329.38	854	11464.29
资产支持证券（交易所）	446	2372.20	499	2000.63	647	2520.48	4382	15391.47
非金融企业资产支持票据	41	255.34	135	518.91	182	687.64	628	2478.36
非公开定向债务融资工具	172	1259.00	273	1961.02	217	1365.40	2609	19995.32
公司债	370	3842.27	393	4318.16	567	6192.81	5714	62375.06
一般公司债	201	2426.83	168	2188.44	212	2620.80	2810	35407.25
私募债	169	1415.44	225	2129.72	355	3572.01	2904	26967.81
证券公司债	73	1685.60	56	1417.00	48	1323.80	600	13945.12

⁷ 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。

⁸ 不加特殊说明均表示一般短期融资券，以下同。

可转债	12	74.26	39	1242.80	31	303.61	219	3154.25
可交换债	5	67.02	8	180.70	15	373.32	149	2357.05
项目收益票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	22	107.60
同业存单	6775	56168.80	5607	40481.50	6836	43078.60	14198	99799.40
国际机构债	0	0.00	3	50.00	4	65.00	18	309.60
SDR 债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	5 亿 SDR
合计	9480	108362.02	9007	95506.59	10460	103578.60	45219	906075.80

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 7 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⁹的发行家数、发行期数和发行规模分别为 1069 家、1798 期和 18630.11 亿元，与上季度相比，发行家数增加了 7.11%、发行期数和发行规模均有所减少，与上年同期相比，发行家数、发行期数和发行规模均增长 25% 左右。发行量环比与同比情况有所不同主要受市场利率水平变化影响，2018 年央行通过实施定向降准、灵活开展公开市场操作等措施保证流动性的合理充裕，市场利率呈波动下行走势，今年以来市场资金面较为稳定，本季度市场利率水平整体较上年同期有所下降、较上季度略有上升。平均发行规模为 10.36 亿元，环比和同比均减少 3.5 个百分点左右。

⁹ 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。

短融和超短融发行量环比明显下降，同比明显上升。本季度，共有 97 家企业发行短融 112 期，发行规模为 965.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在 15% 左右，同比增幅均在 20% 左右，平均发行规模（8.62 亿元）环比和同比均有所下降，发行期限仍主要为 1 年期。本季度，共有 366 家企业发行超短融 650 期，发行规模 6804.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在 15% 左右，同比增幅均在 10% 左右，平均发行规模（10.47 亿元）环比和同比均有所下降，发行期限仍以 270 天为主。

中票发行量环比下降、同比上升。本季度，共有 310 家企业发行中票 376 期，发行规模为 3926.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比分别下降约 5%、8% 和 21%，同比均增加 13% 左右；平均发行规模（10.44 亿元）环比和同比均有所减少。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 96.64%，环比和同比均变化不大。特殊期限中票¹¹共发行 112 期，占中票总发行期数的 29.79%，环比略有增加，同比略有下降；其中永续期中票发行期数（49 期）在中票总发行期数中的占比（13.03%）环比增加近 2 个百分点，同比下降约 2 个百分点。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 90 家企业发行企业债¹²93 期，发行规模 740.60 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比降幅均在 10% 左右，同比增幅均超过 28%。企业债发行量同比大幅增加一方面是由于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（7.96 亿元）环比和同比均有不同程度减少。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（70.97%）环比基本持平、同比下降约 10 个百分点。本季度项目收益债发行期数（7 期）环比有所增加，同比与上年同期持平，发行规模（53.50 亿元）环比和同比均有所增加。

公司债¹³发行量环比和同比均大幅增加。本季度，共有 156 家企业累计发行公司债 212 期，发行规模 2620.80 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比均

¹⁰ 不含永续期债券，按债券发行完整期限统计。

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。

¹³ 含私募债。

增加了 20% 左右，与上年同期相比，发行期数和发行规模均增加 6% 左右、发行家数略有下降。本季度，公司债平均发行规模（12.36 亿元）环比有所减少，同比略有增加。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（86.52%）环比增加约 7 个百分点，同比基本持平。私募债方面，根据 Wind 截至 2019 年 7 月 1 日已披露的数据，本季度私募债发行家数（297 家）、发行期数（355 期）和发行规模（3572.01 亿元）环比增幅均在 60% 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公司债进入兑付高峰背景下借新还旧需求增加、公司债发行条件边际放松等因素有关。

表 2 2019 年二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	650	-15.69	13.44	366	-12.23	12.96	6804.70	-17.20	7.63	10.47	-1.78	-5.12
短融	112	-12.50	25.84	97	-11.82	29.33	965.70	-17.64	12.55	8.62	-5.87	-10.56
中期票据	376	-7.84	13.60	310	-5.49	18.32	3926.30	-20.81	7.66	10.44	-14.07	-5.23
企业债	93	-10.58	45.31	90	-9.09	42.86	740.60	-12.08	28.98	7.96	-1.68	-11.24
公司债	567	44.27	53.24	449	47.70	57.54	6192.81	45.38	61.18	10.92	0.77	5.18
一般公司债	212	26.19	5.47	156	24.80	-1.89	2620.80	19.76	7.99	12.36	-5.10	2.39
私募债	355	57.78	110.06	297	60.54	125.00	3572.01	67.72	152.36	10.06	6.30	20.14
合计	1798	-0.33	26.00	1069	7.11	29.42	18630.11	-4.22	22.21	10.36	-3.90	-3.01

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

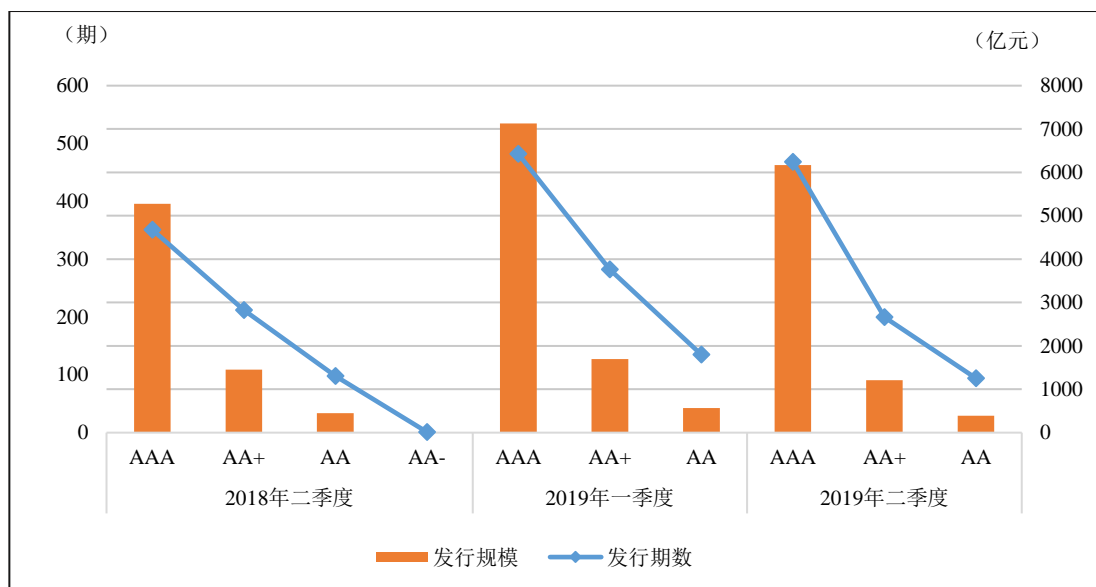
本季度，短融和超短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，无 AA-级主体发行短融和超短融。

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，且在短融和超短融总发行期数中的占比为 61.42%，环比和同比均增加约 8 个百分点；AA+级主体所发短融和超短融的期数占比为 26.25%，环比和同比均下降约 5 个百分点；AA 级主体所发短融和超短融的期数占比为 12.34%，环比和同比均下降约 3 个百分点。短融和超短融发行期数呈现向 AAA 级集中趋势。

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 79.37%，环比和同比均增加了 4 个百分点左右；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 15.60%和 5.03%，环比和同比均有不同程度下降。短融和超短融的发行规模呈现向 AAA 级集中趋势。

整体来看，短融和超短融发行主体的信用等级呈现向 AAA 级集中趋势。



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 年二季度短融发行主体信用等级分布情况

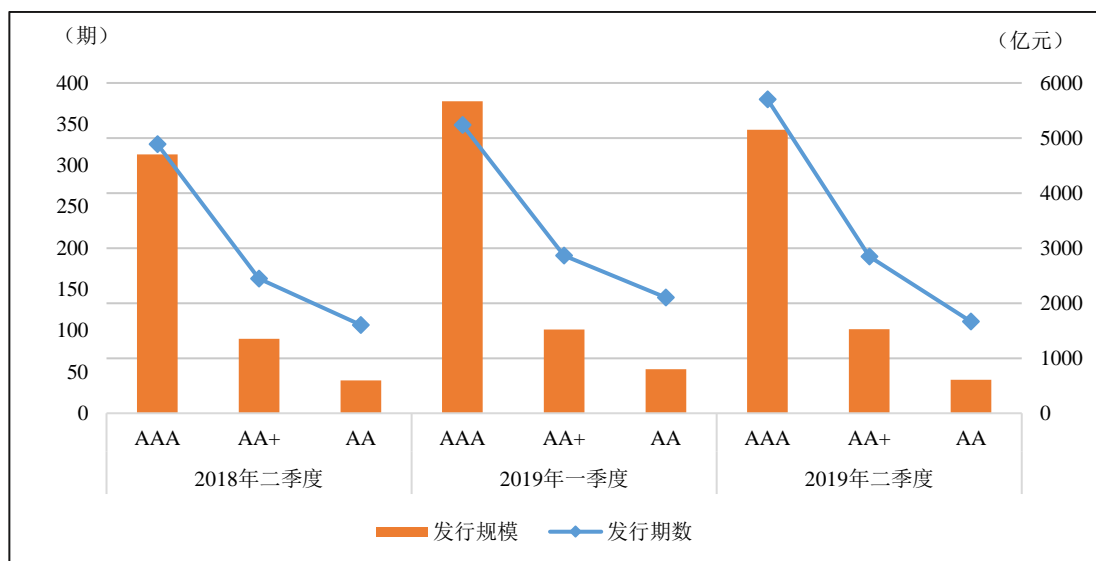
本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布仍在 AAA 级至 AA 级。

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，且在总发行期数中的占比为 55.80%，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 27.90%，环比和同比均变化不大；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 16.30%，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 70.66%，环比和同比均变化不大；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 20.97%，环比和同比均略有增加；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 8.37%，环比和同比均略有下降。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。



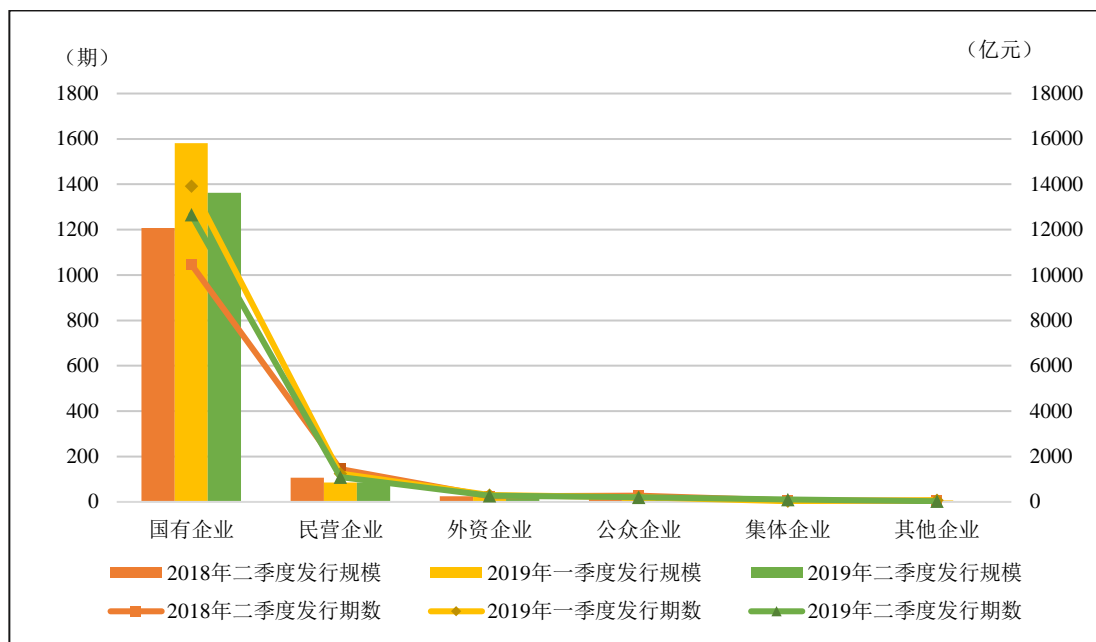
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入

资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2019 年二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分布变化不大

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 1266 期、13618.63 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 88.10% 和 90.70%，环比和同比均变化不大；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 7.65% 和 5.69%，环比和同比均变化不大。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。



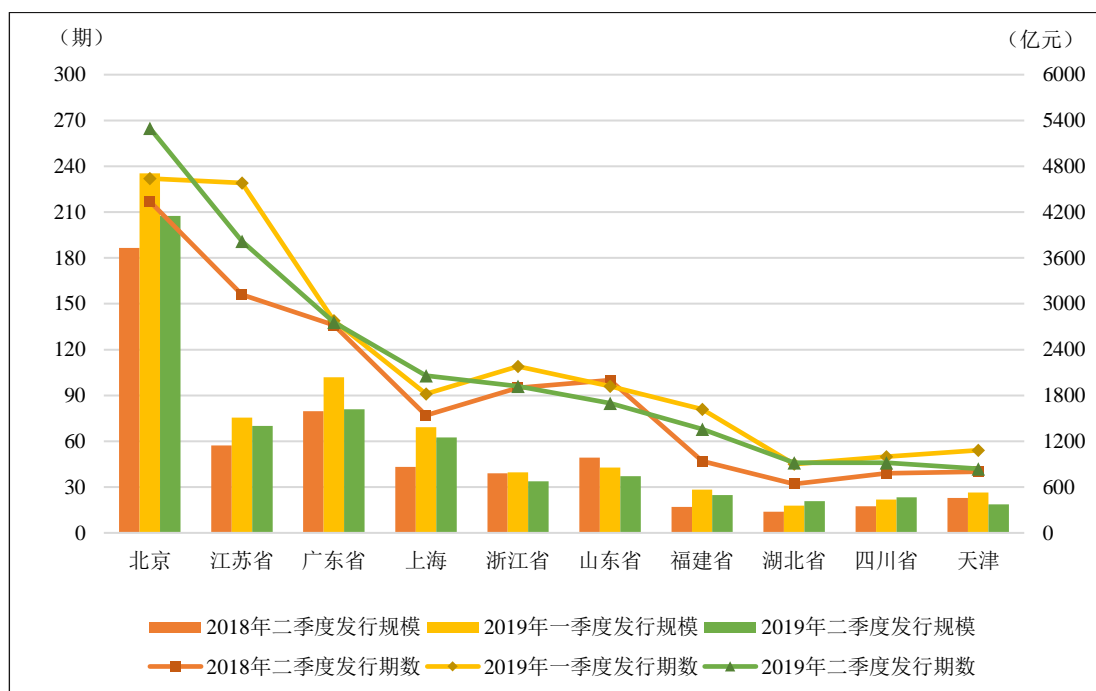
注：以 2019 年二季度发行期数由高到低排序

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2019 年二季度短融、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均位列前三位，其中北京非金融企业所发债券的发行期数和发行规模仍均位居第一，分别为 265 期、4151.73 亿元，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，与上季度相比，只有湖北非金融企业所发债券期数和规模均有所增加，天津非金融企业所发债券期数和规模降幅均在 20% 以上；与上年同期相比，大部分地区非金融企业所发债券期数和规模明显增加，其中上海、福建、湖北非金融企业所发债券期数和规模增幅均超过 30%，且湖北替代安徽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（74.84%、77.00%）环比略有上升、同比基本持平，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 年二季度发行期数由高到低排序

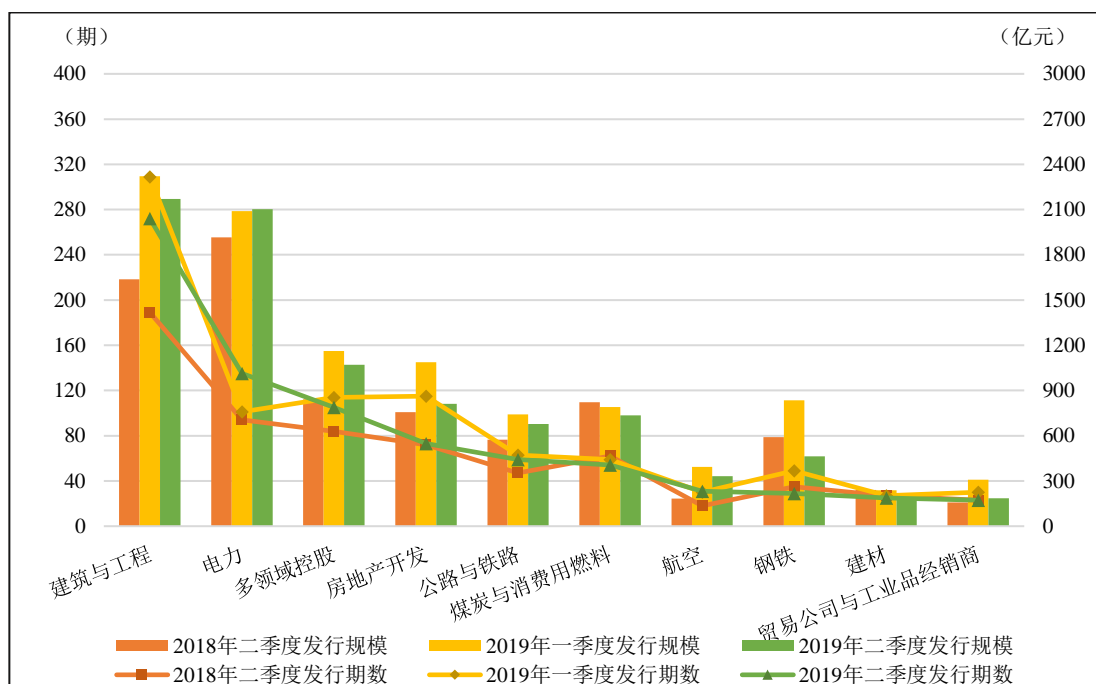
资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2019 年二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¹⁴、电力、多领域控股、房地产开发企业所发债券的发行期数和发行规模仍均位居前四位，其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数和发行规模分别为 272 期、2170.20 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，与上季度相比，只有电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均有所上升，房地产开发、钢铁、贸易公司与工业品经销商行业发行期数和发行规模降幅均在 20% 以上；与上年同期相比，航空行业发行期数和发行规模增幅均在 70% 以上，且替代海港与服务行业跻身本季度发行期数排名前十，建筑与工程、电力、多领域控股、房地产开发、公路与铁路行业企业所发债券期数和规模均有所上升，煤炭与消费用燃料、钢铁和建材行业企业债券发行量均有明显减少。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（55.86%、58.22%）环比变化不大、同比均有所上升，行业集中度总体保持相对稳定。

¹⁴ 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 年二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 年二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 87 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 525.51 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 6.03% 和 3.49%，占比环比和同比均变化不大。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 4 期、6 期、15 期、45 期和 17 期，发行规模分别为 35.50 亿元、29.00 亿元、80.50 亿元、303.80 亿元和 76.71 亿元。从担保方式来看，保证担保 81 期，抵押担保 5 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 91.56BP、97.27BP¹⁵，采用担保方式发行的 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低 79.83BP，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，采用担保方式发行的 7 年期企业债未显示出明显的成本劣势主要与样本较少有关。

（二）非政策性金融债券发行情况

本季度，共有 84 家金融机构发行非政策性金融债 143 期¹⁶，总发行规模为 6002.30 亿元，非政策性金融债发行家数环比和同比均有所减少，发行期数环比增加 5.93%、同比持平，发行规模环比和同比有不同程度增加，平均发行规模（41.97 亿元）环比略有下降、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（39 期）和发行规模（3066.00 亿元）环比均有所减少，与上年同期相比发行期数有所减少、发行规模增幅超过 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，本季度银行永续债的发行期数和发行规模（2 期、800 亿元）较上季度（1 期、400 亿元）有所增加；证券公司债发行期数和发行规模（48 期、1323.80 亿元）环比和同比均有所减少，但证券公司短融发行期数和规模（38 期、919.00 亿元）环比和同比均增幅显著，可能与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（108.50 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¹⁷的债项级别仍以 AAA 及 AA+ 为主，二者发行期数（67 期）和发行规模（2120.20 亿元）的占比分别为 90.54% 和 96.05%，发行期数占比较上季度（87.50%）和上年同期（90.48%）均有所增加，发行规模占比较上季度（96.74%）和上年同期（98.28%）均有所降低。

¹⁵ 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。

¹⁶ 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。

¹⁷ 不包含私募债。

表 3 2019 年二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	39	-9.30	-9.30	32	-13.51	-20.00	3066.00	-1.64	117.80	78.62	8.45	140.14
证券公司债	48	-14.29	-34.25	33	-5.71	-19.51	1323.80	-6.58	-21.46	27.58	8.99	19.44
证券公司短融	38	100.00	245.45	19	90.00	216.67	919.00	95.53	206.33	24.18	-2.23	-11.32
保险公司债	2	-33.33	0.00	2	-33.33	0.00	108.50	-72.04	-63.83	54.25	-58.05	-63.83
其它金融机构债	16	14.29	14.29	12	20.00	-14.29	585.00	73.08	23.42	36.56	51.44	7.99
合计	143	5.93	0.00	84	-5.62	-14.29	6002.30	4.75	44.03	41.97	-1.11	44.03

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，在投资者对资产支持证券认可度日益提高以及 2018 年“资管新规”促使金融机构投资者对标准化资产支持证券产品需求日益增加等因素的推动下，资产支持证券发行规模环比和同比均有明显增加。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 148 期、2329.38 亿元，环比增幅均在 80% 以上，同比分别增加 54.17% 和 10.53%；非金融企业资产支持票据（ABN）发行期数和发行规模分别为 182 期、687.64 亿元，环比均增加 33% 左右，同比分别增加约 3.4 倍和 1.7 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 647 期、2520.48 亿元，环比均增加 28% 左右，同比分别增加 45.07% 和 6.25%。本季度，交易所发行的资产支持证券在期数和规模上均超过银行间债券市场。

本季度，我国首单大湾区 ABS¹⁸、首单有色行业供应链 ABS¹⁹、首单高速公路公募 ABN²⁰以及首单家居行业 ABN²¹成功发行，资产证券化的应用范围和领域进一步扩大。此外，首笔基于消费金融类 ABN 的 CDS²²交易落地银行间市场，本次 ABN 最终发行成本较近期发行的与其同期限、相似结构的品种降低了约 20BP，CDS 交易创新性地为 ABN 提供信用风险保护，有利于投资者范围的拓

¹⁸ 6 月 25 日，“华金-联易融-华发大湾区供应链 1 号资产支持专项计划”成功发行，发行总额计划为 100 亿元，首期发行规模为 5.79 亿元。

¹⁹ 6 月 28 日，德邦-中铝商业保理供给侧改革 1 号资产支持专项计划成功发行，发行规模 10.04 亿元。

²⁰ “上海广朔实业有限公司 2019 年第一期光证资产支持票据”，项目规模 70 亿元，基础资产类型为有限合伙份额，底层资产为沿海高速通行费用收入。

²¹ “红星美凯龙家居集团股份有限公司 2019 年度第一期资产支持票据”。

²² 该笔交易在国泰君安证券股份有限公司与中国国际金融股份有限公司之间达成。

展和发行成本的降低。

（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，绿色债券发行期数为 38 期，环比减少 9.52%，但同比增加 35.71%，发行规模为 727.55 亿元，环比和同比分别增加 43.70% 和 161.93%。本季度新发绿色债券共涉及 31 家发行人²³，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中票、PPN、企业债、公司债（含私募债）、商业银行债、其他金融机构债、可交换债、资产支持证券和地方政府债，其中企业债的发行期数（8 期）最多，商业银行债的发行规模最大（215 亿元）；新发绿色债券仍主要集中在 AAA 级；绿色债券发行主体涉及商业银行、建筑与工程、消费信贷、电力等 17 个行业；从地区分布来看，江苏地区发行人所发绿色债券期数（6 期）最多，北京地区发行人所发绿色债券规模（236.15 亿元）最大；从发行利率来看，66.67% 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（73.91%）有所下降；65.79% 的绿色债券采取了第三方认证²⁴；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减少

本季度，我国债券市场共有 8 家发行人发行 10 期熊猫债，发行规模为 120.40 亿元，发行家数、期数环比略有增加、同比有所减少，发行规模环比和同比均有所减少。债券类别涉及定向工具（1 期）、超短期融资债券（3 期）、公司债（1 期）、可交债（1 期）和国际机构债（4 期）。本季度，熊猫债发行主体包括境外中资背景企业、主权国家以及外资企业，熊猫债债券及发行主体级别仍主要集中于 AAA 级。

四、未来债市展望

第一，利率水平将保持相对稳定，债券发行规模或有所增加。一是在全球主要经济体货币政策趋于宽松以及国内经济仍存在下行压力的背景下，为了稳投资、稳增长，监管层仍将采取相应措施维持流动性合理充裕，这有利于债券发行；二是监管层强调降低中小微、民营企业融资成本，鼓励相关债券品种创

²³ 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。

²⁴ 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）。

新，同时完善信用保障机制，中小微以及民营企业债券发行规模有望增加；三是养老、绿色、扶贫等多领域债券产品的创新以及监管层支持银行、券商等金融机构通过债券市场融资也有利于债券发行量的增加；四是财政部要求在 9 月底前完成全年新增地方债券发行，加上监管层支持发行地方专项债增加有效投资，地方债发行量也有望增加。

第二，债券市场相关制度将持续完善，对外开放进程有望继续加快。继《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》正式落地后，防范利益冲突等制度也有望推出，从而进一步规范评级行业的发展。此外，债券市场互联互通将进一步加强。继 5 月投资标的和转让均可跨市场的开放式债券指数证券投资基金推出后，7 月 3 日，中央国债登记结算公司（以下简称“中债登”）发布《关于优化企业债券跨市场转托管办理流程的通知》，正式推出企业债券跨市场电子化转托管业务，进一步提升了金融基础设施互联互通效率，未来监管层有望采取更多措施提升债券市场互联互通水平。对外开放方面，继 4 月 1 日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，富时罗素将在 9 月宣布是否将中国债券市场纳入世界国债指数，若顺利被纳入，中国债券市场将吸引更多的境外投资者，债市对外开放程度也将继续提高。

第三，持续加强风险防范，违约处置机制将进一步完善。在我国经济增速放缓、债券违约常态化的背景下，监管层一方面将继续加强事前的风险防范，完善风险管控机制、加强监管处罚等，另一方面将不断完善违约后处置机制和处置方式。今年以来，监管层已集中推出了多种违约处置方式，包括北金所和沪深交所的到期违约债券转让业务、上交所债券担保品处置平台业务等。6 月底央行发布的《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》中提出到期违约债券将可通过银行间债券市场交易平台进行转让。全国银行间同业拆借中心拟于 7 月 2 日进行首次回购违约匿名拍卖。我国债券违约处置机制和方式将进一步完善和丰富，有利于提高违约处置效率。

整体来看，2019 年，在我国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策预期下，市场资金面仍将持续保持合理充裕，债券发行量有望增加，债券市场制度将持续完善，对外开放也将继续推进，债券违约处置机制将进一步完善，违约处置方式将更加多元化，共同推动我国债券市场的长远健康发展。