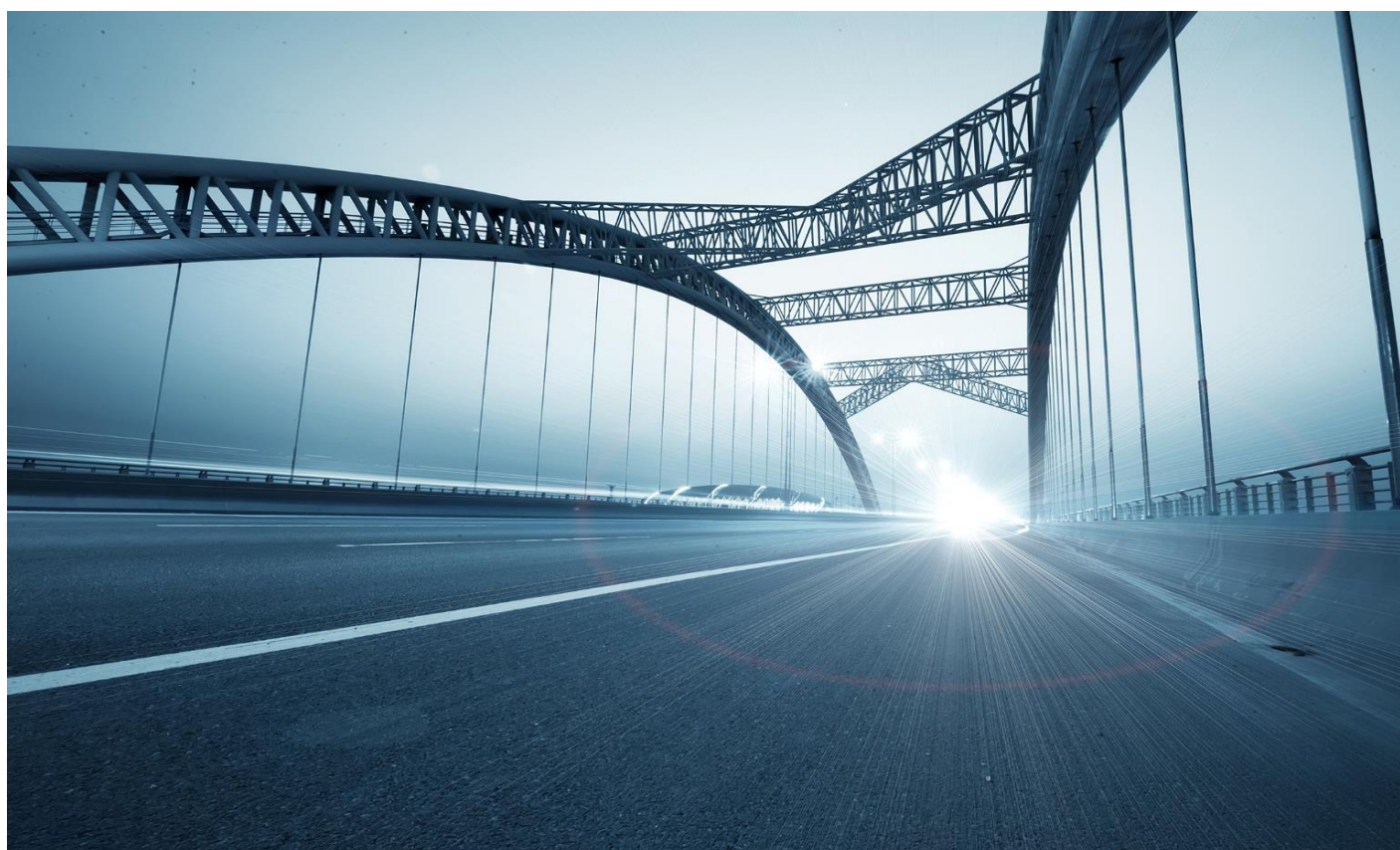


2018 年三季度债券市场发展报告

——利率回落背景下债券发行继续增加，民营企业信用风险或有所降低

2018 年 10 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

2018 年三季度债券市场发展报告

——利率回落背景下债券发行继续增加，民营企业信用风险或有所降低

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 研究部

一、债券市场环境

（一）继续优化投融资环境，重点满足民营、中小微、双创等企业融资需求

7 月 18 日，中国人民银行（以下简称“央行”）额外给予中期借贷便利（MLF）资金用于支持产业类信用债投资，AAA 级及 AA+ 级的信用债按 1:1 比例质押给予 MLF，AA+ 级以下级别的信用债按 1:2 质押给予 MLF 资金，引导银行加大对中低评级信用债的投资，改善民营企业和小微企业的直接融资环境。7 月 20 日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》，明确了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》过渡期内资管产品估值方法等具体操作性问题，允许金融机构适当发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域工程续建以及中小微企业的融资需求，同时支持商业银行通过发行二级资本债补充资本，此举有助于优化债券市场投融资环境，商业银行二级资本工具发行量也有望增加。9 月 7 日，四川省办公厅发布通知，通过贴息政策大力支持企业债券融资，对发行双创专项债券、绿色债券、“一带一路”债券、扶贫债券、军民融合债券、社会效应债券等创新型专项债券的企业和中小微企业给予更高的贴息比例支持，对服务上述债券发行的机构也给予激励补助¹，鼓励直接融资。9 月 26 日，国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）发布《关于发展数字经济稳定并扩大就业的指导意见》，提出着力发展壮大互联网、物联网、大数据、云计算、人工智能等信息技术产业，并通过稳步扩大创新创业公司债试点规模等途径增强对数字经济创新创业的支持，创新创业公司债发行量有望增加。

¹ 成功发行企业债、公司债、银行间市场债务融资工具、中小企业私募债、在天府（四川）联合股权交易中心发行可转换为股票的公司债券等债券融资工具，以及境外发债并调回四川使用的四川省非金融企业，债券存续期内按照融资金额给予分档分段贴息，每年累计贴息不超过 500 万元，贴息期限不超过 3 年。对上述融资用于四川省基础设施和公共服务领域重点项目，以及发行创新型专项债券的企业，贴息比例分档对应提高 2 个百分点；对中小微企业通过债券融资工具实现融资给予一次性费用补助 20 万元。承销机构按其当年实际承销额的 0.03% 给予激励补助。信用增进机构按其风险损失额的 30% 给予风险分担补助，单家服务机构年度补助额不超过 500 万元。

（二）继续完善债市体制机制，加强债券市场规范化发展

推动债券市场协调发展，加强信用评级行业统一监管。8 月，国务院金融稳定发展委员会（下称“金融委”）召开防范化解金融风险专题会议，提出进一步深化资本市场改革，并明确提出“建立统一管理和协调发展的债券市场”。9 月 11 日，央行、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）联合发布 2018 年第 14 号公告，对逐步统一银行间和交易所债券市场评级业务资质、加强对信用评级机构监管和监管信息共享、推进信用评级机构完善内部制度、统一评级标准等方面进行了规范²，公告的发布是推进债券市场信用评级行业统一监管的重要制度性安排，有助于推进债券市场的互联互通。

进一步完善债市相关机制，便利债券发行。本季度，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）先后发布《上海证券交易所公司债券预审核指南（五）——优化融资监管》、《深圳证券交易所公司债券业务办理指南第 4 号——公司债券优化审核程序》，通过对市场认可度高、行业地位显著、经营财务状况稳健且已在债券市场多次开展债券融资的公司申请发行公司债券实行简化审核，此举将有效提高公司债发行效率，便利相关企业融资。8 月 13 日，央行发布《关于试点开展金融债券弹性招标发行的通知》，金融机构在银行间债券市场招标发行金融债券时，可以根据认购情况动态调整最终债券发行规模³，金融债券发行机制更趋市场化。8 月 15 日，上交所发布《上海证券交易所资产支持证券化业务问答（一）、（二）》，将资产支持证券的无异议函有效期从此前的 6 个月延长至 12 个月⁴，并明确了绿色资产支持证券的认定条件⁵等内容，此举有利于发行方与投资人进行充分沟通，提高资产支持证券项目的发行成功率，绿色资产支持证券的发展也将更加规范化。9 月 6 日，证监会提出完善上市公司股份回购制度修法的建议，将上市公司为实现股

² 央行、证监会以及中国银行间市场交易商协会将协同债券市场评级机构业务资质的审核或注册程序，对于已经在银行间或交易所债券市场开展评级业务的评级机构，将设立绿色通道实现评级业务资质互认。

³ 试点阶段，单期金融债券发行规模弹性调整比例不得超过其初始发行规模的 50%。试点初期，弹性招标发行暂适用于开发性、政策性金融债券的发行，中国人民银行金融市场司可根据试点情况逐步扩大试点范围。

⁴ 资产支持证券采取单次发行的，无异议函自出具之日起 12 个月内有效。资产支持证券采取分期发行方式的，无异议函自出具之日起 24 个月内有效，管理人应当自无异议函出具之日起 12 个月内完成首期发行。

⁵ 符合以下条件之一可以认定为绿色资产支持证券：基础资产属于绿色产业领域；转让基础资产所取得的资金用于绿色产业领域；原始权益人主营业务属于绿色产业领域。

权转换而配合发行可转债纳入股份回购情形，并简化实施决策程序⁶，回购制度的改革为可转债提供了退出通道，有利于可转债的发行。上述措施有利于提高债券发行效率，并推动债券市场的规范化发展。

此外，8 月，合肥市中级人民法院判定平安大华汇通财富管理的平安凯迪电力上网收费权资产支持专项计划享有南陵凯迪的电费、可再生能源补贴等相关现金收入债权，这是全国首例审查资产证券化基础资产转让的司法裁判案件，表明司法实践对资产证券化本质特征的认可，资产独立性获得司法支持，这有利于促进企业资产证券化的发展。

（三）推动地方政府债券发行，继续加强地方政府债务风险防范

银行购买地方债限制放开，地方政府专项债发行提速。9 月，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）下发《中国银保监会办公厅关于商业银行承销地方政府债券有关事项的通知》，银行购买本行承销的地方债将不再受此前不能超过当只债券发行量 20%规定的限制，此举有利于从投资端促进地方债的发行。8 月 14 日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快地方政府专项债券发行进度⁷、提升专项债券发行市场化水平、优化发行程序、简化债券信息披露流程、加快专项债券资金拨付使用以及加强债券信息报送，上述举措有利于加快地方政府专项债发行进度。

本季度，20 年期内蒙古自治区政府一般债券成功发行，这是我国首只超长期限地方政府一般债券，为形成期限结构完整的地方债收益率曲线奠定了基础，有利于进一步提高地方债发行利率市场化水平。此外，云南省、广东省、青海省分别成功发行首单高等学校专项债、首单水资源专项债券、首单医疗卫生专项债；四川省成功发行乡村振兴专项债、地震恢复重建专项债等多个项目收益专项债创新品种，我国地方政府专项债券品种日益丰富。

继续加强债务风险防范，加大违规融资问责力度。7 月 13 日，国务院印发《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，提高了申报建设地铁城市的一般公共财政预算收入、地区生产总值、财政资金投入要求⁸，严禁以各类

⁶ 可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经董事会三分之二以上董事出席，并经全体董事过半数同意，收购不超过已发行股份总额 10%的股份。

⁷ 今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。

⁸ 将申报建设地铁的城市一般公共财政预算收入、地区生产总值要求分别由 100 亿元、1000 亿元提升为 300 亿元、3000 亿元，除城市轨道交通建设规划中明确采用特许经营模式的项目外，项目总投资中财政资金

债务资金作为项目资本金，此举将约束地方政府审慎开展轨道交通项目建设投资，防范地方债务风险。本季度，福建、江苏、深圳等地相继出台新的 PPP 相关政策，要求加强对 PPP 项目资金管理、明确 PPP 项目入库标准等，诸多举措有利于推进 PPP 项目规范健康发展，防范和控制地方政府债务风险。

7 月，财政部通报云南省保山市、昆明市宜良县等 8 个地方政府违法违规举债担保的问题，除撤回承诺函、终止相关协议外，还对多名负责人给予党内严重警告、行政撤职、记大过等处分。财政部还表示，今年将研究出台终身问责、倒查责任制度办法，并督促省级政府健全责任追究机制⁹。9 月 14 日，银保监会首次公开集中通报金融机构违规向地方政府提供融资行为查处情况，包括违规要求地方政府所属部门提供担保、违规接受地方政府违法担保、违规接受地方政府承诺函等¹⁰。总体来看，通过在制度上丰富风险防控管理举措，在实践中加大处罚力度，地方政府债务风险防范水平进一步提升。

（四）债市对外开放制度不断完善，境外机构参与我国债市更加便利

熊猫债发行制度进一步规范。9 月 25 日，央行、财政部联合发布《全国银行间债券市场境外机构债券发行管理暂行办法》，将熊猫债发行人分为外国政府类机构、国际开发机构、境外金融机构、境外非金融企业法人四类，并分别设定了发行条件、发行程序和信息披露等全流程的规则，为各类发行人提供了可操作的规范。《办法》充分考虑国际习惯，对采用非中国会计准则的会计报表允许提供差异调节信息，明确了境外会计师事务所为境外机构提供熊猫债发行审计服务的规则，同时不强制要求熊猫债发行人开展信用评级。《办法》的出台有利于规范熊猫债发行，增强银行间债券市场对境外发行人的吸引力。

便利境外投资者投资我国债市。8 月 24 日，“债券通”（北向通）全面实现券款对付¹¹结算，这有助于提升结算效率、降低结算风险，进一步满足境外投资者的风控及监管要求。8 月 30 日，国务院常务会议决定，对境外投资者投资境内债券的利息收入暂免征收企业所得税和增值税，期限暂定三年，此举有利于

投入不得低于 40%。

⁹ 7 月，内蒙古自治区纪委监委制定出台了《政府违法违规举债终身责任追究和责任倒查办法（试行）》，对责任追究主体、追究方式、追究程序和适用依据等都作出了相应的规定。

¹⁰ 查处涉及 1 家银行和 7 家信托机构，其中 4 家机构被处以罚款合计 190 万元，4 家机构被暂停政府性融资相关业务。

¹¹ 简称 DVP (DELIVERY VERSUS PAYMENT)，指在结算日债券交割与资金支付同步进行并互为约束条件的一种结算方式。

提高我国债券市场对境外投资者的吸引力。8 月 31 日，“债券通”（北向通）正式上线大宗债券交易前分仓功能，并将上线交易后分仓功能，进一步便利境外投资者的交易需求，提升交易效率。

此外，7 月 19 日，上海市政府成功发行地方政府债券 343.30 亿元，是全国首次引入外资金融机构¹²参与境内地方政府债券发行承销工作，我国地方政府债券市场参与主体更加丰富。7 月 23 日，中国外汇交易中心推出以境外外币债为抵押品的外币拆借业务，进一步丰富了境内外币融资工具，有利于提升国内金融机构持有的境外债券资产流动性。9 月 20 日，央行与香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据的合作备忘录》，便利央行在香港发行央行票据，这有助于丰富香港高信用等级人民币金融产品，完善香港人民币债券收益率曲线。在政策的鼓励和支持下，我国债券市场对外开放水平进一步提升。

（五）债券违约事件显著增多，风险管控进一步加强

债券违约事件显著增多。本季度，我国公募债券市场新增 8 家违约发行人，共涉及 16 只债券，违约金额合计超过 133.29 亿元¹³。新增违约发行人家数、债券期数及违约金额较上季度（6 家、8 期、61.58 亿元）及上年同期（1 家、2 期和 13.60 元）均明显增加。另有 8 家之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券本金或利息，共涉及债券 13 只，违约金额合计 80.54 亿元。

进一步加强债务风险管控。一是继续加大企业风险管控力度。8 月 8 日，发改委、央行、财政部等五部门联合印发《2018 年降低企业杠杆率工作要点》，从建立健全企业债务风险防控机制、深入推进市场化法治化债转股、加快推动“僵尸企业”债务处置等六方面提出 27 条工作要点，部署加快推进降低企业杠杆率各项工作，防范化解重大风险。7 月 17 日，监管层通过窗口指导规定房地产企业所发公司债和票据不可用于互相偿还，此举可抑制房企通过发行大量短融来兑付即将到期的长期债券压力，收紧房地产企业融资，防范房企债务风险。二是提高企业债发行门槛。7 月，发改委窗口指导承销商，对区县级主体评级为 AA 级及以下的企业债进行严格审核并要求第三方增信，债项级别必须达到 AA+级及以上，同时明确若主承销商出现违约未处理事件，发改委将严厉否决

¹² 渣打银行（中国）有限公司、星展银行（中国）有限公司。

¹³ “17 新光控股 CP001”未披露未偿还部分本金的规模。

其后续申报发行企业债，进一步加强企业债风险防范和管理。三是加强中介机构责任约束。7 月 13 日，证监会颁布《〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉第十五条、第二十二条有关规定的适用意见——证券期货法律适用意见第 13 号》，明确凡是需要证监会做出行政许可决定的都属于“同类业务”，证券公司、证券服务机构及其从业人员若因涉嫌同类业务违规被证监会或司法机关立案调查，其所有同类业务将被暂停，此举有利于约束中介机构行为，督促中介机构真正做到归位尽责。7 月 6 日，证监会对五洋建设集团股份有限公司涉嫌欺诈发行公司债券、信息披露违法一案做出处罚决定，五洋建设及 20 名相关责任人面临行政处罚及市场禁入，处罚金额合计逾 4 千万元¹⁴；为五洋建设本次违法行为提供中介服务的证券服务机构如存在违法行为，证监会将依法严惩。通过加强对中介机构的责任约束和违规处置，监管层进一步加强债券市场风险管控。

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，通过公开市场操作、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）等多种货币政策工具，维持流动性的合理充裕。在美联储缩表和加息、中美贸易摩擦加剧等因素的背景下，央行 7 月 5 日起对部分银行下调存款准备金率 0.5 个百分点，同时 7 月额外给予中期借贷便利（MLF）资金用于支持贷款投放和信用债投资，并将中低评级信用债纳入 MLF 合格质押品¹⁵，本季度，市场资金面整体处于中性偏松状态，利率水平整体较为平稳、略有回落。其中，一年期贷款基准利率维持在 2015 年三季度以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率在 2017 年上半年持续上行，下半年走势较为平稳，2018 年以来呈波动下行走势，本季度的平均水平（2.92%）较上季度（3.13%）和上年同期（3.42%）均有所下降。本季度，一年期短期融资券¹⁶的平均发行利率（5.27%）较上季度（5.59%）和上年同期（5.38%）均有所下降。此外，自 2017 年 5 月以来，本季度首次出现部分 AAA 级及 AA+ 级短融发行利率低于一年期贷款基准利率的情况。

¹⁴ 证监会决定对五洋建设责令改正，给予警告，并处以罚款 4140 万元；对相关责任人员给予警告并合计罚款 254 万元；对直接负责的主管人员陈志樟采取终身市场禁入措施。

¹⁵ 对于信用债投资，AA+ 及以上评级按 1: 1 比例给予 MLF，AA+ 以下评级按 1: 2 给予 MLF 资金，要求必须为产业类，金融债不符合。

¹⁶ 不含超级短期融资券，以下简称短融。

本季度，三年期、五年期、七年期贷款基准利率仍维持在 2015 年三季度以来的 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 2017 年上半年呈上升趋势，下半年走势稳中有升，2018 年以来有所下行。本季度，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平均水平分别为 3.24%、3.36% 和 3.56%，较上季度（3.32%、3.43% 和 3.63%）和上年同期（3.51%、3.58%、3.67%）相比均有所下降。本季度，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 4.99%、5.27% 和 7.42%，环比分别有 -45BP、-27BP 和 +44BP 的变化，同比分别有 -24BP、-30BP 和 +110BP 的变化，七年期企业债发行利率整体有所上升或与市场对长期债券信用风险的预期增加有关。本季度，三年期公司债和五年期中期票据的发行利率仍大部分高于相应期间的贷款基准利率，七年期企业债的发行利率均高于七年期贷款基准利率。

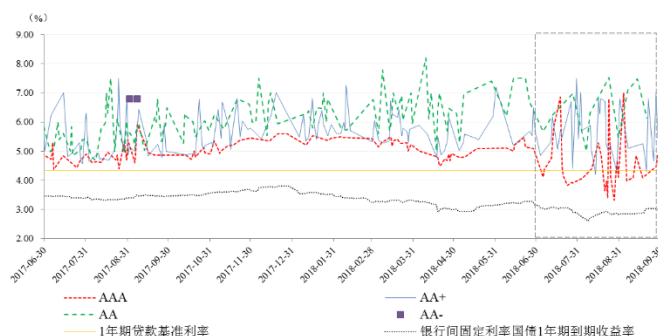


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

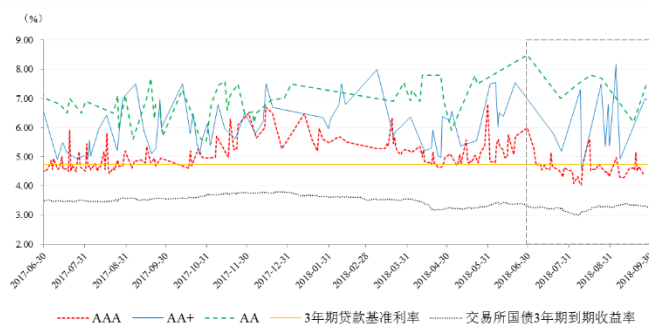


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

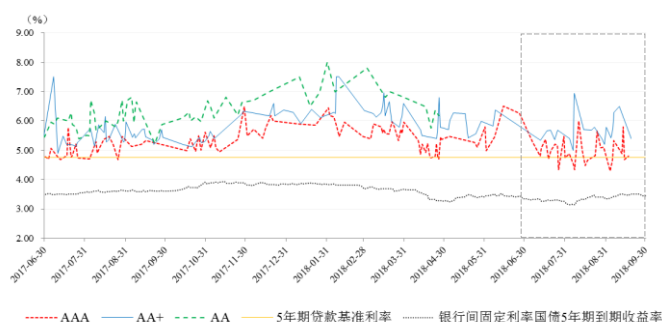


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

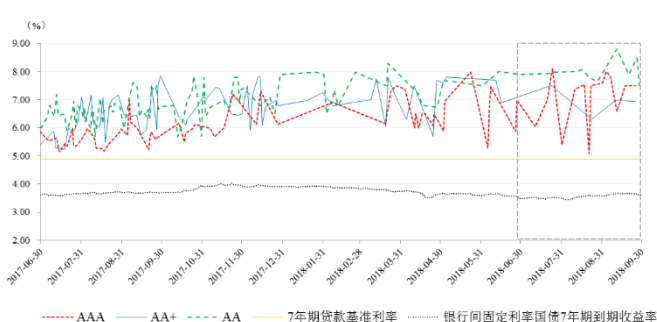


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

- 注：1. 统计期以起息日为准，以下同；
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 12.08 万亿元，发行规模环比和同比分别上升 11.71% 和 0.80%，其中，银行间债券市场新发债券 11.27 万亿元，占债券市场总发行量的 93.29%，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。本季度，受市场利率下行等因素影响，短融、中期票据、一般公司债、证券公司短期融资券、资产支持证券（银行间）以及可转债的发行期数和规模环比、同比均有所增加；在加快地方政府专项债发行节奏的政策指导下，地方政府债的发行期数和规模环比、同比均明显增加；企业债、非金融企业资产支持票据以及证券公司债的发行期数和规模环比、同比均有所下降。截至 2018 年三季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 81.03 万亿元，继续小幅扩大。

表 1 2018 年三季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2017 年三季度 发行情况		2018 年二季度 发行情况		2018 年三季度 发行情况		2018 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	435	32457.40	261	20482.29	532	33083.77	4291	322702.46
国债	30	15750.56	35	8568.60	38	9284.78	277	142753.14
地方政府债	405	16706.84	226	11913.69	494	23798.99	4014	179949.32
金融债	91	7957.10	145	6886.08	106	10974.80	717	156486.58
政策性银行债	12	5129.60	86	4704.38	45	7442.30	350	140870.58
商业银行债券	59	2295.50	43	1407.70	40	2838.50	235	11161.50
非银行金融机构债券	20	532.00	16	774.00	21	694.00	132	4454.50
政府支持机构债券	5	660.00	16	1460.00	14	1250.00	156	16795.00
企业债券	191	1955.25	64	574.20	54	460.20	2520	25884.44
一般企业债	180	1882.45	57	542.00	49	442.00	2509	25794.94
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	11	89.50
项目收益债	11	72.80	7	32.20	5	18.20	0	0.00
中期票据	353	3811.90	331	3647.10	366	4071.15	4044	53891.23
集合票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
短期融资券	666	6953.40	662	7180.50	789	8440.20	1834	18565.80
一般短期融资券	150	1212.40	89	858.00	112	1339.60	406	4320.70
超级短期融资券	516	5741.00	573	6322.50	677	7100.60	1428	14245.10
证券公司短期融资券	5	100.00	11	300.00	17	415.00	567	13451.81
资产支持证券（银行间）	96	1314.03	96	2107.37	131	2841.89	700	8707.66
资产支持证券（交易所）	537	2374.66	436	2367.20	435	2186.53	3619	12472.69
非金融企业资产支持票据	43	210.19	41	255.34	40	169.72	237	1047.50

非公开定向债务融资工具	267	1798.40	172	1259.00	170	1197.30	2343	18948.28
公司债	432	4277.51	372	3842.27	407	4646.79	4969	55226.39
一般公司债	214	2427.33	201	2426.83	216	2846.96	2368	30621.56
私募债	218	1850.18	171	1415.44	191	1799.83	2601	24604.82
证券公司债	79	1923.60	73	1685.60	44	1066.00	567	13451.81
可转债	2	88.40	12	74.26	24	177.82	115	1635.31
可交换债	26	364.73	5	67.02	5	15.27	147	1988.89
项目收益票据	1	7.60	0	0.00	0	0.00	0	0.00
同业存单	6945	53876.80	6775	56168.80	6925	49758.10	13116	88810.20
国际机构债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	13	264.60
SDR 债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	5 亿 SDR
合计	10174	120130.97	9472	108357.02	10059	120754.54	39955	810330.65

- 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 2018 年 10 月 8 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、债券发行量继续回升

本季度，非金融企业所发债券¹⁷的发行期数、家数和规模分别为 1616 期、884 家和 17618.34 亿元，三者环比均增加 10%左右，与上年同期相比，发行期数和规模变化不大，发行家数减少 11.60%；平均发行规模环比和同比均增加 4%左右。

短融发行量环比增加。本季度，共有 94 家企业发行短融 112 期，发行规模为 1339.60 亿元；发行期数、家数和规模环比均增加 25%以上，其中发行规模

¹⁷ 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。

环比增幅达 56.13%；与上年同期相比，发行期数和发行家数均减少 27%左右，发行规模增加 10.49%；平均发行规模环比和同比均增加 20%以上，发行期限仍主要为 1 年期。本季度，共有 368 家企业发行超级短期融资券¹⁸677 期，发行规模为 7100.60 亿元；发行期数、家数和规模环比增幅均在 15%左右，同比增幅均在 25%左右；平均发行规模环比和同比均下降 5%左右，发行期限仍以 270 天为主。

中票发行量上升。本季度，共有 303 家企业发行中票 366 期，发行规模 4071.15 亿元，发行期数、家数和规模环比均增加 12%左右，同比均增加 5%左右；平均发行规模环比和同比均变化不大。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期¹⁹，二者发行期数之和占中票总发行期数的比重达到 94.98%，环比下降约 2 个百分点，同比变化不大。特殊期限中票共发行 123 期，占中票总发行期数的 33.61%²⁰，环比上升约 3 个百分点，同比下降约 4 个百分点；其中可续期中票发行 47 期，发行规模 548.30 亿元，在中票总发行期数和总发行规模中分别占 12.84%和 13.47%，较上季度变化不大，较上年同期均下降约 16 个百分点。本季度未发行项目收益票据。

企业债发行量明显下降。本季度，共有 51 家企业发行企业债²¹54 期，发行规模 460.20 亿元，发行期数、家数和规模环比均减少 17%左右，同比均下降 70%以上。本季度，企业债的平均发行规模为 8.52 亿元，环比和同比分别减少 5.01%和 16.75%。企业债发行量下降主要由于发改委将化解存量违约风险作为工作重心，减缓了企业债发行审批的工作进度，并且 7 月发改委还提高了区县级平台发行企业债的门槛。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期数中的占比为 75.93%，环比和同比均有所下降。本季度项目收益债发行期数和规模（5 期、18.20 亿元）仍较少。

公司债发行量增加。本季度，共有 154 家企业发行公司债（不含私募债，以下同）216 期，发行规模 2846.96 亿元，发行期数和规模环比和同比均有所增加，发行家数环比和同比均略有减少。本季度，公司债平均发行规模为 11.42 亿元，环比和同比均增加 13%左右。公司债发行期限仍主要集中在 5 年期，5

¹⁸ 以下简称超短融。

¹⁹ 不含可续期债券，按债券发行完整期限统计，以下同。

²⁰ 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；分母包含可续期债券。

²¹ 包含集合债及项目收益债。

年期公司债发行期数在公司债总发行期数中的占比为 51.35%，环比和同比均下降约 5 个百分点，3 年期公司债发行期数占比（37.84%）环比和同比均有所上升。私募债方面，根据 Wind 截至 2018 年 10 月 8 日已披露的数据，本季度共有 154 家发行人发行私募债 191 期，发行规模 1799.83 亿元，发行期数、家数、规模环比均有所增加、同比均有所减少。

表 2 2018 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	677	18.15	31.20	368	13.58	24.75	7100.60	12.31	23.68	10.49	-4.95	-5.73
短融	112	25.84	-25.33	94	25.33	-29.85	1339.60	56.13	10.49	11.96	24.07	47.98
中期票据	366	10.57	3.39	303	15.65	7.45	4071.15	11.63	6.80	11.12	0.95	3.30
企业债	54	-15.63	-71.73	51	-19.05	-71.35	460.20	-19.85	-76.46	8.52	-5.01	-16.75
公司债	407	9.70	-5.79	302	5.59	-9.85	4646.79	20.94	8.63	11.42	10.24	15.31
一般公司债	216	8.00	0.93	154	-3.14	-2.53	2846.96	17.31	17.29	13.18	8.62	16.20
私募债	191	11.70	-12.39	154	15.79	-15.38	1799.83	27.16	-2.72	9.42	13.84	11.03
合计	1616	13.17	-1.64	884	6.76	-12.48	17618.34	15.58	3.65	10.90	2.13	5.38

注：同一发行人所发债券可能涉及多个债券类型，表中发行家数的合计数未重复计算。

资料来源：联合资信 COS 系统

2、发行主体/债项信用等级继续向高等级集中²²

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA-级，其中 AAA 级至 AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。

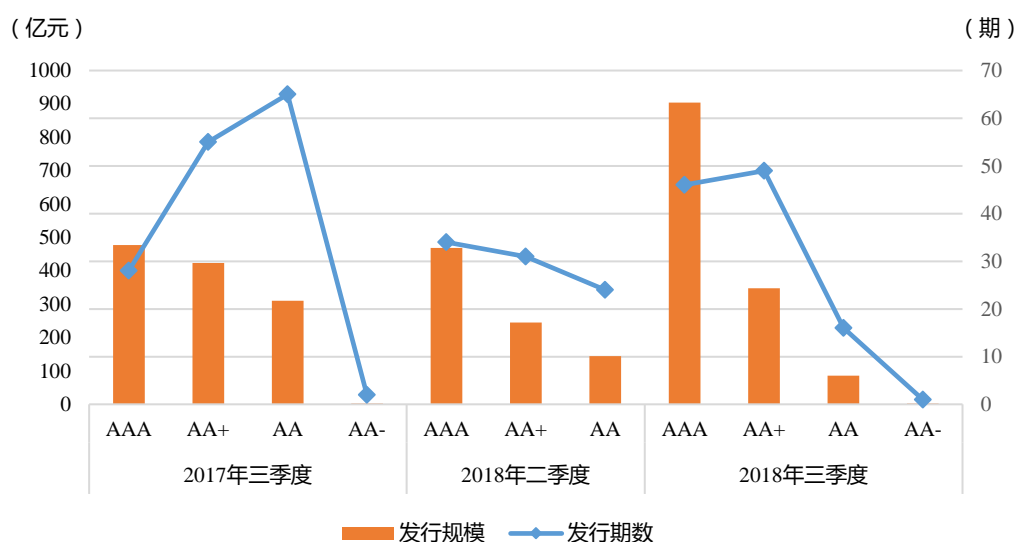
从发行期数来看，本季度 AAA 级和 AA+级主体所发短融在总发行期数中的占比分别为 41.07%和 43.75%，占比环比和同比均有不同程度上升；与上季度相比，AA+级超过 AAA 级成为短融发行期数最多的主体级别；AA 级主体所发短融的期数占比（14.29%）环比和同比均有不同程度的下降；AA-级主体所发短融期数仅有 1 期。短融发行期数进一步呈现向 AAA 级和 AA+级集中趋势。

从发行规模来看，AAA 级主体所发短融规模仍然最多，占比为 67.45%，占比环比和同比均显著上升；AA+级主体所发短融规模占比（25.95%）和 AA 级

²² 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。

主体所发短融规模占比（6.42%）环比和同比均有不同程度的下降。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 级和 AA+级集中的趋势。



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。

资料来源：联合资信 COS 系统

图 5 2018 年三季度短融发行主体信用等级分布情况

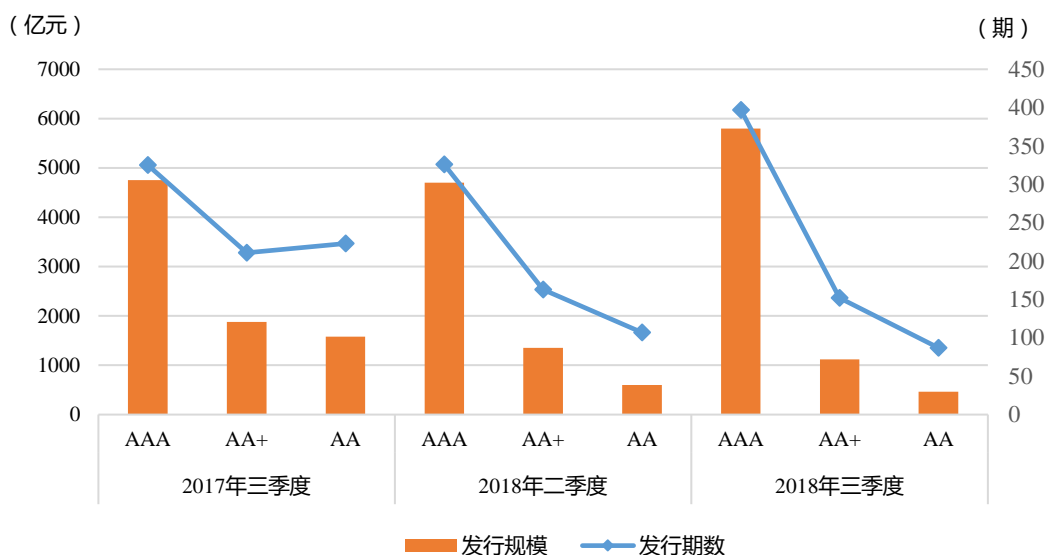
本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布在 AAA 级至 AA 级。

从发行期数来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债期数仍最多，在总发行期数中的占比（62.42%）环比和同比均明显上升；其次是非金融企业所发 AA+级中票、企业债、公司债，在总发行期数中的占比（23.90%）环比和同比均下降约 4 个百分点；非金融企业所发 AA 级中票、企业债、公司债期数在总发行期数中的占比（13.68%）环比和同比均有不同程度下降。非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数继续向 AAA 级集中。

从发行规模来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债规模仍远高于其它级别，在总发行规模的占比（78.59%）环比和同比均继续上升；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中的占比（15.17%）环比和同比均下降约 6 个百分点；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（6.25%）环比和同比均有所下降。

非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模继续向 AAA 级集中。

整体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级进一步向 AAA 级集中。



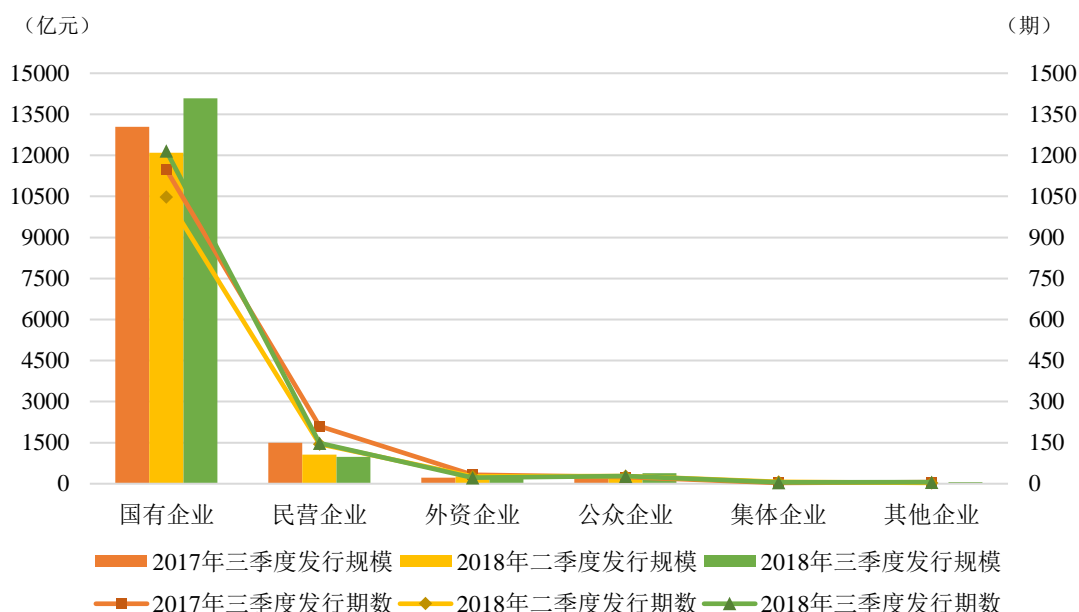
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。

资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2018 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、民营企业债券发行量占比继续下降

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（85.33%、89.06%）环比和同比均继续上升约 2 个百分点。在本季度非金融企业所发债券量环比继续增长的背景下，民营企业所发债券期数（148 期）环比略有增加、规模（979.53 亿）环比减少 8.02%，与上年同期相比，两者均大幅下降约 30%，且民营企业所发债券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（10.39%、6.19%）环比和同比均下降约 4 个百分点。主要受经济去杠杆和金融强监管影响，加上一些民营企业由于盲目扩张、大额资金拆借等原因导致违约事件持续发生，投资人风险偏好下降，民营企业融资环境整体较差。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。



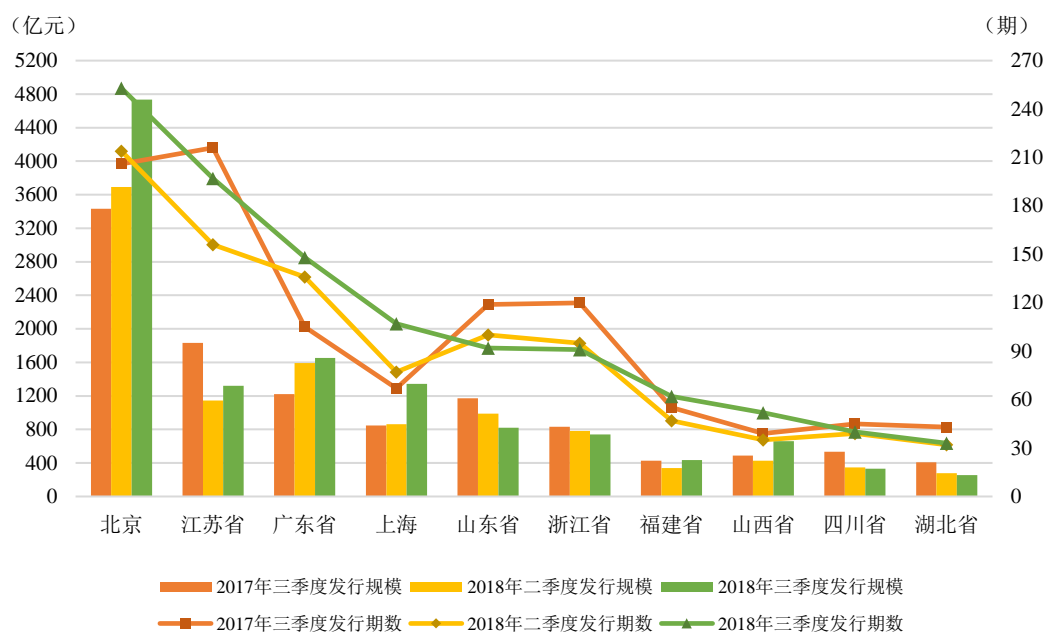
注：以 2018 年三季度发行期数由高到低排序。

资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2018 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进一步提升

本季度，北京、江苏、广东和上海的非金融企业所发债券的期数和规模均位列前四位，其中北京的非金融企业所发债券的期数（253 期）和规模（4736.5 亿元）显著领先于其它地区，环比和同比均增加 23% 左右。本季度，非金融企业所发债券期数前十位地区中，上海和山西的非金融企业所发债券期数和规模环比和同比涨幅均在 30% 以上；山东和浙江的非金融企业所发债券期数和规模环比和同比均有所下降。从发行期数排名看，与上季度及上年同期相比，山西和湖北均取代天津和安徽跻身前十，分别位列本季度非金融企业所发债券期数的第八位和第十位。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占比（75.44%、77.70%）环比和同比均上升约 3 个百分点左右，债券发行的地区集中度进一步提升，依旧主要来自于经济较为发达地区。



注：以 2018 年三季度发行期数由高到低排序。

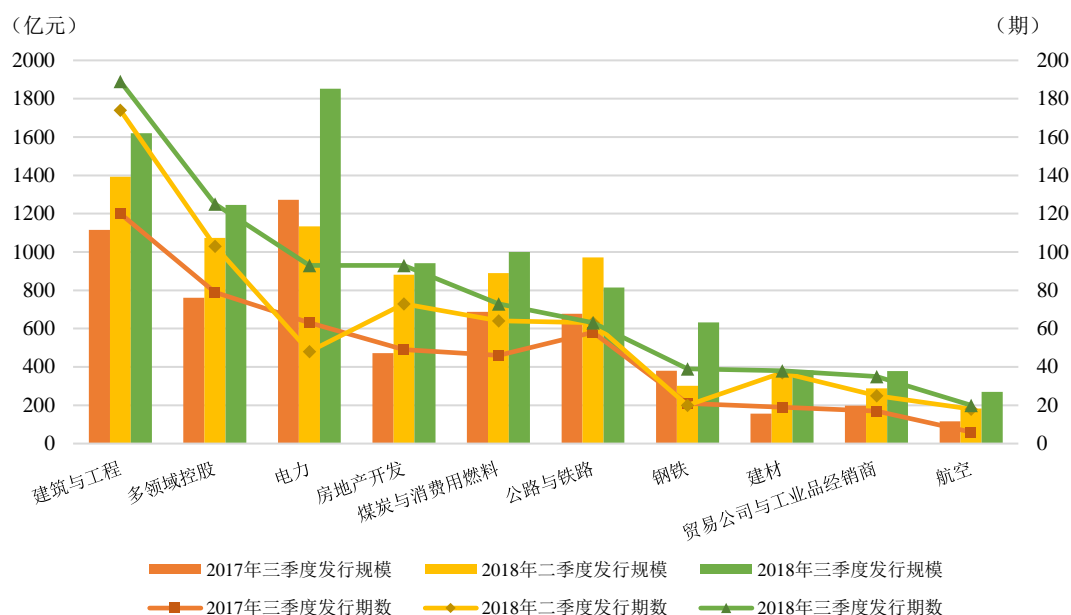
资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2018 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²³、多领域控股、电力、房地产开发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（189 期）仍位居第一，电力行业企业所发债券的规模（1853.00 亿元）超过建筑与工程行业企业，位居第一。本季度，除公路与铁路行业企业所发债券的发行规模环比减少 16.04% 外，其它发行期数前十行业企业所发债券的期数和规模环比、同比均有所增长，其中电力和钢铁行业企业所发债券的期数和规模环比增幅均在 1 倍左右、同比增幅均在 45% 以上。从发行期数排名看，航空行业分别取代上季度的海港与服务行业和上年同期的酒店、度假村与豪华游轮行业位列本季度第十位。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规模在总发行期数和总发行规模中的占比（53.89%、57.78%）环比略有上升，同比有所下降，行业集中度总体保持相对稳定。

²³ 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 2018 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 2018 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 67 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 420.55 亿元，发行期数和规模分别占总发行期数和总发行规模的 4.70% 和 2.66%，较上季度（6.36%、3.80%）和上年同期（9.33%、8.01%）均有所下降，主要原因在于在信用风险事件持续发生的背景下，投资人的风险偏好有所下降，对弱资质企业持更谨慎态度，对通过担保提升信用水平的债券认可度有所下降。

本季度，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、7 期、17 期、26 期和 15 期，发行规模分别为 7.50 亿元、40.00 亿元、111.50 亿元、166.20 亿元和 95.35 亿元。其中，保证担保 66 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、7 年期企业债为样本进行分析发现，采用担保方式发行的平均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

高出约 45BP、33BP、12BP²⁴。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，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 84 家金融机构发行非政策性金融债²⁵122 期，总发行规模为 5013.50 亿元，与上季度相比，发行期数和家数均减少 15% 左右，发行规模增加 20.31%；与上年同期相比，发行期数和家数均减少 20% 左右，发行规模增加 6.65%。本季度非政策性金融债平均发行规模（41.09 亿元）环比、同比均有所增加。

具体来看，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数和家数（40 期、36 家）环比和同比均有所减少，发行规模（2838.50 亿元）环比和同比分别增加 101.64% 和 23.65%，发行规模增加主要由于资管新规出台以来，商业银行非标资产大量回表，商业银行为满足资本充足率约束而大量发行资本补充工具。证券公司债发行期数、家数和规模（44 期、31 家、1066.00 亿元）环比和同比均减少 35% 左右；证券公司短融、保险公司债以及其它金融机构债发行期数、家数和规模仍较少。

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²⁶的债项级别仍以 AAA 级和 AA+ 级为主，二者发行期数和发行规模（57 期和 2215.60 亿元）的占比分别为 90.48% 和 98.29%。

表 3 2018 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 (%)
商业银行金融债	40	-6.98	-32.20	36	-16.28	-30.77	2838.50	101.64	23.65	70.96	116.75	82.39
证券公司债	44	-39.73	-44.30	31	-24.39	-18.42	1066.00	-36.76	-44.58	24.23	4.93	-0.61
证券公司短融	17	54.55	240.00	9	50.00	200.00	415.00	38.33	315.00	24.41	-10.48	22.06
保险公司债	2	-	100.00	2	-	100.00	90.00	-70.00	157.14	45.00	-70.00	28.57
其它金融机构债	19	35.71	26.67	13	-7.14	18.18	604.00	27.43	74.06	31.79	-6.11	37.42
合计	122	-14.69	-23.27	84	-15.15	-18.45	5013.50	20.31	6.65	41.09	41.02	38.99

资料来源：联合资信 COS 系统。

²⁴ 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。

²⁵ 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。

²⁶ 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和规模（131 期、2841.89 亿元）环比均增加 35% 左右，同比分别增加 36.46% 和 116.27%，主要由于商业银行在资管新规非标转标要求下发行资产支持证券的需求大幅增加；非金融企业资产支持票据发行期数和规模（40 期、169.72 亿元）环比分别减少 2.44% 和 33.53%，同比分别减少 6.98% 和 19.25%。在交易所债券市场上，资产支持证券本季度发行期数和规模（435 期、2186.53 亿元）环比、同比均有所减少。本季度，银行间债券市场发行的资产支持证券在规模上明显超过交易所债券市场。

8 月，首批两单资产支持票据（ABN）债券通、央企首单供给侧结构性改革租赁债权资产支持证券先后成功发行；9 月，首单基于区块链技术的个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）成功发行。我国资产支持证券品种更加丰富。

（四）债券新品种发行情况

1、绿色债券发行量环比上升

本季度，绿色债券发行期数²⁷和规模（30 期和 383.89 亿元）较上季度（28 期和 277.77 亿元）均有所增加，较上年同期均减少约 40%。本季度新发绿色债券包括中票、企业债、公司债、私募债、商业银行债和资产支持证券，其中商业银行债的发行期数和规模（8 期和 182.50 亿元）仍位居首位，在本季度新发绿色债券总期数和总规模中的占比分别为 26.67% 和 47.54%，两者占比环比、同比均有所上升；除资产支持证券和私募债以外，新发绿色债券主要集中在 AAA 级和 AA+ 级，仅有 1 期绿色债券级别在 AA+ 级以下；从发行利率来看，41.18% 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；从行业来看，新发绿色债券发行主体涉及商业银行、交通基础设施、公路与铁路运输、电力等 12 个行业²⁸；从地区来看，广东地区发行人所发绿色债券期数和规模（6 期、74.00 亿元）最多，北京地区发行人所发绿色债券期数和规模（4 期、52.00 亿元）位居第二；除 4 期企业债²⁹、1 期私募债和 1 单资产支持证券以外，本季度所发绿色债券均采取了第三方认证；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、污染防治和清洁能源领域。

²⁷ 绿色资产支持证券按单数统计。

²⁸ Wind 三级行业。

²⁹ 由于发改委下设的资源节约和环境保护司以及应对气候变化司在申报阶段会对绿色企业债进行认定，在一定程度上实现了外部评估的内部化。

2、熊猫债发行量有所减少

本季度,我国债券市场共有 9 家发行人发行 12 期熊猫债,发行规模为 142.00 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(5 期)、非公开定向债务融资工具(2 期)、公司债(4 期)以及私募债(1 期);发行人包含 3 家注册地位于境外的中资背景企业和 6 家外资企业,主要集中于多领域控股和多样化房地产行业。本季度,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

从四季度债券市场来看,我们预计会有以下几个趋势:

第一,债券发行规模有望保持相对稳定。当前我国经济发展平稳增长,在“稳杠杆”和中美贸易摩擦有所加剧的背景下,央行于 10 月初宣布本年度第四次下调存款准备金率,此次下调存款准备金率 1 个百分点,在部分置换 MLF 的同时释放约 7500 亿元增量资金,此举有利于维护未来市场资金面的相对稳定,降低银行的负债成本,进而降低企业融资成本,支持实体经济融资。近期中央和监管层多次表态支持民企融资并发布了相关政策³⁰,10 月首批挂钩民企债券的信用风险缓释凭证已经问世,在政策的鼓励支持下,民企融资环境有望有所改善,民企债券发行量有望有所回暖。此外,为保持经济稳定增长,积极的财政政策将更加积极,在对小微企业、“双创”企业、绿色经济发展的鼓励下,微小企业贷款资产支持证券、创新创业公司债、绿色债券等券种的发行量有望增加。总体来看,我国债券市场发行规模有望保持相对稳定。

第二,地方政府债务管理水平将继续提升。地方政府专项债目前已覆盖地方政府支出的诸多领域,成为“开前门”的主要手段,由于监管层推动地方政府专项债于 9 月末之前发行,四季度剩余发行额度占比不足全年总额度的 10%,地方政府专项债发行量将有所回落,但发行将更趋市场化、发行效率有望进一步提升。“堵后门”方面,未来监管层有望出台更多具体的制度办法和操作指引,

³⁰ 10 月 20 日,国务院金融稳定发展委员会召开专题会议,特别聚焦中小微企业和民营企业融资难题。10 月 22 日,国务院常务会议决定设立民营企业债券融资支持工具,以市场化方式帮助缓解企业融资难。同日,央行发布两个公告,一是再次增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放,二是引导设立民营企业债券融资支持工具,稳定和促进民营企业债券融资。

如地方政府违法违规举债终身问责、倒查责任制度办法等，进一步落实债务风险防范。

第三，债券市场对外开放进程将继续推进。在坚定维护多边贸易体制的原则下，我国今年以来对外开放措施频出，未来有望出台更多政策加大债券市场对外开放。随着针对境外投资人鼓励措施的逐渐落地，未来有望吸引更多境外机构参与我国债券市场，“债券通”（北向通）大宗债券交易后分仓功能有望上线。

第四，不断完善债市相关体制机制。随着金融委“建立统一管理和协调发展的债券市场”的提出，预计后续监管机构将继续加强统一监管、协调监管，进一步完善债市相关体制机制，提高债券市场运行效率。

第五，违约事件将持续发生，民营企业信用风险或有所降低。在国际经济复苏步伐放缓、中美贸易摩擦加剧等不利因素的影响下，我国经济仍存在下行压力，相关贸易企业以及中小民营企业仍然面临较大的信用风险，债市风险事件将持续发生。但在流动性保持合理充裕、政策支持改善民营企业融资环境措施的背景下，民营企业尤其是优质民企的信用风险有望降低。

整体来看，四季度，我国积极财政政策将更加积极，同时继续通过稳健中性的货币政策维持流动性的合理充裕，债券发行量有望保持相对稳定，虽然债券市场违约事件仍将持续发生，但不会出现系统性风险，在各项政策的推动下，我国债券市场发展将更加规范化、开放化。