

2018 年二季度债券市场发展报告

——利率回落背景下非金融企业债券发行继续增加，债市风险管控仍将加强

2018 年 7 月 31 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 年二季度债券市场发展报告

——利率回落背景下非金融企业债券发行继续增加，债市风险管控仍将加强

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）债市体制机制不断完善，规范债券市场发展

完善金融体系建设，支持债券市场发展。第一，金融体系顶层规划出台，支持债券市场发展。2018 年 5 月，中国人民银行（以下简称“央行”）、国家发展与改革委员会（以下简称“发改委”）等九部委共同印发《“十三五”现代金融体系规划》，一是要求提高直接融资比重，计划到 2020 年末，将债券市场余额占国内生产总值（GDP）比重提高到 100%左右，进一步推动债市扩容；二是提出央行会同有关部门制定统一的公司信用类债券基本规则，由中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）对违法行为统一负责执法，强化统一协调监管；三是赋予地方政府相关金融监管职责¹，落实健全对监管者的问责制度，同时要求做好重点行业 and 企业的债券违约风险摸底排查，完善市场化法治化的债券违约处置机制；四是要求积极推动两地交易所债券市场互联互通，推动债券市场国际化发展。《规划》的出台有助于构建稳定和健康的金融市场环境，同时进一步明确了我国债券市场的发展目标和方向，有利于债券市场健康发展。**第二，加强金融系统信息统计建设。**4 月 8 日，国务院发布《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》，明确提出完善债券统计制度，统一债券统计分类、接口规范和报送规则，此举有助于金融市场整体风险评估和防范。**第三，发布资管新规，防控系统性金融风险。**4 月 27 日，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，新规严格非标准化债权类资产投资要求，这有利于防范系统性金融风险，并推动规范的资产证券化产品发行的增加。

进一步完善债市体制机制。一是规范债券质押式三方回购交易。4 月 24 日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、中国证券登记结算有限公司（以下简称“中国结算”）发布《债券质押式三方回购交易及结算暂行办法》，明确了三

¹ 地方各级政府不得对金融资源市场化配置和金融机构自主经营进行干预。省级政府落实好防范和处置非法集资第一责任人的责任，防范和打击金融欺诈、非法集资、非法证券期货活动、非法互联网金融中介等各类违法违规行。

方回购业务规范，并划分 8 个相对标准化的质押券篮子²，篮子增加资产支持证券和 AA 级别信用债，三方回购的标准化程度介于质押式回购和协议回购之间，有助于降低双方协商成本、提高信用债流动性。二是**加强基础设施类资产支持证券信息披露**。6 月 8 日，上交所、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）分别发布《基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》和《基础设施类资产支持证券信息披露指南》，这是继政府和社会资本合作（PPP）项目、企业应收账款以及融资租赁债权类 ABS 等大类基础资产指南之后，深交所发布的第四类基础资产指南，有助于规范基础设施类资产支持证券发展，提高资产证券化信息透明度，保护投资者合法权益。

（二）鼓励债券产品创新，定向拓展发行流通领域

发展住房租赁资产证券化。证监会、住房城乡建设部 4 月 25 日联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确开展住房租赁资产证券化的基本条件，重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITS），政策的出台有助于促进我国 REITs 发行量的增加。

鼓励小微企业和绿色领域通过债券市场融资。6 月 1 日，央行发布公告将 AA 级及以上的小微企业、绿色经济相关的金融债券和公司信用类债券纳入中期借贷便利（MLF）担保品范围，这有利于提升小微企业和绿色经济相关债券的流动性，一定程度上促进小微企业和绿色领域的债券融资。6 月 25 日，央行、中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）等部门联合印发《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》，提出完善小微企业金融债券发行管理，支持银行业金融机构发行小微企业贷款资产支持证券等，小微企业相关债券发行量有望增加。

推进铁道债跨市场发行交易。6 月 1 日，上交所、深交所共同发布《关于中国铁路建设债券上市交易有关事项的通知》，对铁道债上市交易安排、存续期信息披露事项及披露要求、持续管理要求等方面作出规定，要求采取竞价、报价、询价和协议交易方式，公众投资者和合格投资者均可参与交易，上市后可进行

² 质押券篮子包含政府债券、政策性金融机构债券、政府支持机构债券、信用等级为 AA 级别及以上的信用债（含私募），以及上述债券以外的上交所挂牌交易及转让的信用债，并将资产支持证券（次级档除外）纳入了质押券篮子。

质押式回购并适用政府支持债券的回购折扣系数。6月1日，中国结算发布《关于政府支持债券开展质押式回购有关事项的通知》，认可铁道债作为中国结算可接受的回购质押品。上述措施有助于推动中国铁路总公司所属符合条件的主体或资产在上交所开展债券融资，并提升其在交易所市场交易活跃程度。6月6日，首单跨市场铁道债在上交所成功上市，发行规模为200亿元，铁道债投资主体进一步拓宽，债券市场互联互通取得新进展。

（三）债市风险管控继续加强，债市监管手段不断丰富

强化债市风险管理要求。一是**加强债券存续期信用风险管理**。4月23日，交易商协会发布《关于切实加强债务融资工具存续期风险管理工作的通知》及配套文件，5月11日，上交所和深交所发布《资产支持证券存续期信用风险管理指引（试行）》和《资产支持证券定期报告内容与格式指引》，上述文件分别对中介机构存续期风险管理工作要求进行全面细化，明确各市场参与人的相关责任，强化存续期信息披露和信用风险管理，维护投资者合法权益。二是**管控交易资金前端风险**。4月4日，上交所发布《证券交易资金前端风险控制交易参与人业务指南》，对交易参与人全天净买入申报金额总量实施额度管理，防止交易参与者发生巨额、非正常买入等造成市场异常波动，保障市场正常运行。三是**提高私募债发行门槛**。5月11日，中国证券业协会发布了修订后的《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，提高了私募债发行门槛和违规成本，修订了担保公司要求，将小贷公司主体评级要求由AA-级增加到AA级，强化了对私募债募集资金投向的管理，进一步防范非公开发行公司债券业务风险。四是**加强证券公司短融市场风险管控**。4月13日，央行发布《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》，对证券公司待偿还的短期融资券实行余额管理³，此举有利于证券公司建立健全流动性风险管理体系，管控信用风险。

丰富债市监管手段。6月4日，深交所发布公告称，将于6月18日起启用新版《深圳证券交易所公司债券上市（挂牌）协议》和《深圳证券交易所资产支持证券转让服务协议》，强化交易所自律监管职能，丰富现场检查、收取惩罚性违约金、出具监管建议函等监管手段，充实信息披露和规范运作监管依据，明确深交所与发行人、管理人应当共同遵守有关法律法规和业务规则，进一步提高自律监管公正性和透明度。“惩罚性违约金”、“出具监管建议函”等处罚

³ 待偿还短期融资券余额上限按照短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资本的60%计算，并每半年调整一次短期融资券余额。

手段强化了自律监管力度，体现了我国债市严监管趋势。

防范外债风险，加强发行违规处理。一方面，**加强对借款人所属领域行业的限制。**4月19日，外汇管理局表示已强化对重点领域、重点行业借用外债的管理，除有特殊规定外，房地产企业、地方政府融资平台不得借用外债，银行、证券等金融机构外债结汇需要经过外管局批准等。5月11日，发改委、财政部联合发布《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，要求拟举借中长期外债企业要实现实体化运营，充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性，同时依托自身资信状况落实偿债保障措施，严禁企业以各种名义要求或接受地方政府及其所属部门为其市场化融资行为提供担保或承担偿债责任。此举有利于防范外债风险和地方政府隐性债务风险。另一方面，**加强对外债发行违规的处理。**6月15日，发改委就企业违规发行外债事宜表示，将实行“三次警示”稳步推进外债登记制管理改革，如第三次发现违规行为，将会同有关部门对有关企业和中介机构进行问责，暂停有关企业的境外发债备案登记和有关中介机构参与发行外债。上述举措有利于进一步规范外债发行行为，防控外债风险。

（四）地方政府债券品种更加丰富，地方债管理机制不断完善

地方政府专项债再扩容，发行环节更趋市场化。4月3日，财政部、住房和城乡建设部发布了《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，要求有序推进试点发行地方政府棚户区改造专项债券工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度，至此地方政府专项债已经涵盖了棚改、土储、收费公路、轨道交通等政府支出的重要领域，是地方债务管理中“开前门”的重要渠道。6月20日，天津市财政局招标发行15亿元棚户区改造专项债，期限五年，首单棚改专项债正式落地。此外，5月9日，财政部发布《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》，禁止地方财政部门干预地方政府债券发行定价，允许弹性招标，鼓励通过定向承销发行置换债券，并增加2年、15年及20年期限公开发行的普通债券以及15年和20年期限公开发行的普通专项债券。地方政府债券发行定价市场化水平得到提升，期限结构更趋合理。

地方政府债务管理机制进一步完善。4月2日，中央财经委员会第一次会议提出要抓紧协调建立中央和地方金融监管机制，强化地方政府属地风险处置责任。4月24日，国务院办公厅印发《2018年政务公开工作要点》，首次提出我国要制定地方政府债务信息公开办法，缓解地方债务信息公开不标准等情况。

上述举措均有助于加强地方政府债务信息披露，倒逼政府相关部门进一步加强政府债务风险管理。

（五）债市对外开放继续推进，境外投资者参与我国债市便利度进一步提升

一是放宽外资市场准入标准、简化外资投资手续。4月27日，银保监会发布《关于进一步放宽外资银行市场准入有关事项的通知》，明确外商独资银行、中外合资银行可以依法代理发行、代理兑付、承销政府债券，无需获得国务院银行业监督管理机构的行政许可。此举有利于外资银行进一步参与我国债券市场，同时也有助于通过外资银行的客户资源优势吸引更多的境外投资者参与到我国债券市场。6月14日，央行上海总部发布2018年第2号公告，简化境外投资者进入中国银行间债券市场投资备案的信息收集和报备要求。上述举措有利于提高境外机构投资我国债市积极性，促进我国债券市场开放。**二是放宽跨境资金汇出管理。**6月12日，外汇管理局、央行发布《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》和《关于人民币合格境外机构投资者境内证券投资管理有关问题的通知》，取消 QFII 资金汇出 20% 的比例要求，取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求，允许 QFII、RQFII 开展外汇套期保值，跨境证券投资管理进一步简化。**三是丰富绿色债券信息披露渠道。**6月8日，上交所与卢森堡证券交易所正式启动绿色债券信息通，将上交所绿色债券具体信息在卢交所官网及其环保金融交易所等信息平台展示，此举将为国际投资者提供高效透明的信息渠道，便利国际投资者配置我国绿色债券。

（六）债券违约事件有所增多，违约处置方式有所丰富

债券违约事件有所增多。本季度，我国公募债券市场新增 6 家违约发行人，共涉及 8 只债券，违约金额合计 61.58 亿元。新增违约债券期数及违约金额环比、同比均有所增加，新增违约发行人家数环比有所增加、同比数量相同。另有 2 家之前已发生违约的发行人未能按时偿付其存续债券利息或本金，共涉及债券 2 只，违约金额合计 6.68 亿元。

违约处置方式有所丰富。6月，中国外汇交易中心、全国银行间同业拆借中心下发《关于开展债券匿名拍卖业务的通知》及相关细则，将违约债券、受违约影响的债券、资产支持证券次级档等低流动性债券纳入匿名拍卖业务范围。债券匿名拍卖业务有利于提高违约债券流动性。此外，5月17日，新疆金特钢铁股份有限公司公告称，为最大化保护债权人利益，采取打折回购的方式对“13金特债”进行兑付，为债券违约处置提供了路径参考。

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。在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行 4 月对部分商业银行降准 1 个百分点置换 MLF，6 月宣布下调部分银行存款准备金 0.5 个百分点⁴，并通过公开市场操作、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，加强预调微调和预期管理，保持了流动性的合理充裕。在此背景下，银行间市场资金面整体处于紧平衡状态，利率水平整体较为平稳、略有回落。本季度，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 年一季度有所回落，本季度则较为平稳，本季度的平均水平（3.13%）较上季度（3.41%）和上年同期（3.36%）均小幅下降。本季度，一年期一般短期融资券⁵的平均发行利率（5.59%）较上季度（5.92%）有所下降，较上年同期（5.28%）小幅上升，且发行利率仍明显高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 3.32%、3.43% 和 3.63%，较上季度（3.60%、3.78% 和 3.85%）均有所下降，与上年同期相比，交易所三年期国债、银行间五年期固定利率国债到期收益率略有下降，银行间七年期固定利率国债到期收益率有所上升。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 5.44%、5.54% 以及 6.98%，较上季度分别下降 47BP、62BP、24BP，与上年同期相比，三年期公司债、五年期中期票据的平均发行利率略有下降，七年期企业债平均发行利率有所上升，且发行利率均明显高于相应期间的贷款基准利率。

⁴ 2018 年 7 月 5 日起实施。

⁵ 不含超级短期融资券，以下简称短融。

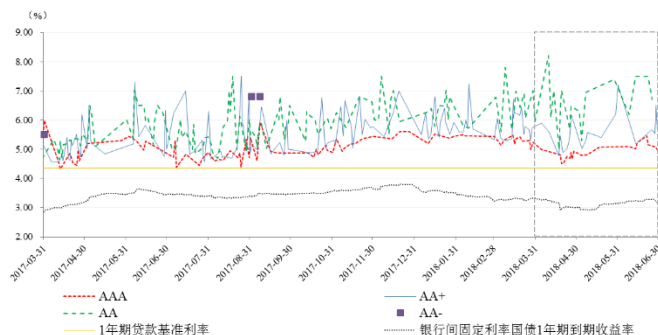


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

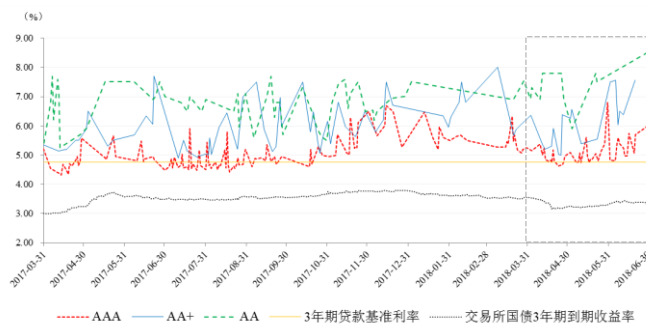


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

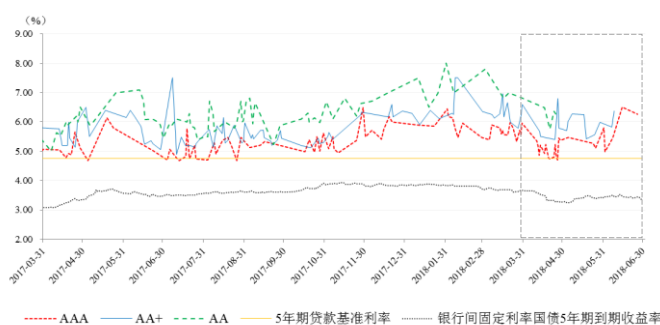


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

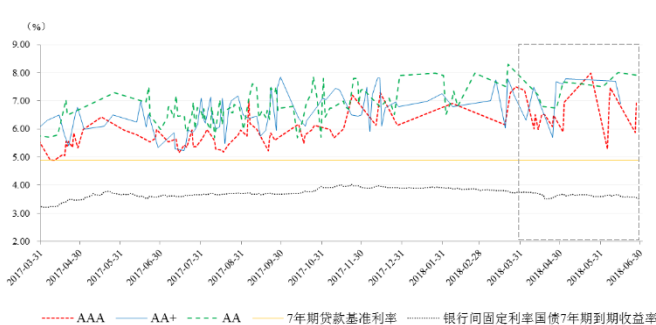


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

- 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 10.81 万亿元，发行规模环比和同比分别上升 26.19% 和 13.11%，其中，银行间债券市场新发债券 10.03 万亿元，占债券市场总发行量的 92.79%，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所；交易所市场新发债券规模环比和同比增幅均超过 50%，主要由于公司债（含私募债）发行量增幅较大。本季度，中期票据、公司债（含私募债）、证券公司债、证券公司短融、非银行金融机构债、资产支持证券（含银行间市场及交易所市场）以及同业存单的发行期数和发行规模环比、同比均有所增加，主要由于本季度市场利率整体有所下行，加上前期取消、推迟发行的情况较多，目前发行人发债需求较高；可转债受近期股票市场持续调整影响，投资者申购人数大幅减少，市场需求不足，本季度发行规模环比明显减少。截至 2018 年二季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 78.32 万亿元，继续小幅扩大。

表 1 2018 年二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2017 年二季度 发行情况		2018 年一季度 发行情况		2018 年二季度 发行情况		2018 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	311	22856.88	88	6601.84	261	20482.29	3885	294532.77
国债	39	8992.19	21	4406.40	35	8568.60	254	134598.86
地方政府债	272	13864.69	67	2195.44	226	11913.69	3631	159933.91
金融债	204	10599.00	51	7441.90	145	6886.08	1165	175817.46
政策性银行债	145	7856.30	21	6413.40	86	4704.38	353	137284.81
商业银行债券	48	2172.70	21	572.50	43	1407.70	628	31950.82
非银行金融机构债券	11	570.00	9	456.00	16	774.00	184	6581.83
政府支持机构债券	8	800.00	12	1100.00	16	1460.00	151	16345.00
企业债券	67	693.40	41	322.00	64	574.20	2651	27230.70
一般企业债	61	663.70	34	287.20	57	542.00	2546	26411.90
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	11	80.40
项目收益债	6	29.70	7	34.80	7	32.20	94	738.40
中期票据	195	2184.30	265	3112.90	331	3647.10	3842	51725.89
集合票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
短期融资券	521	5741.50	681	7290.30	662	7180.50	1732	17262.20
一般短期融资券	122	1020.00	117	1013.10	89	858.00	444	3930.50
超级短期融资券	399	4721.50	564	6277.20	573	6322.50	1288	13331.70
证券公司短期融资券	4	80.00	10	250.00	11	300.00	11	300.00
资产支持证券（银行间）	87	1146.34	42	794.08	96	2107.37	667	7153.26
资产支持证券（交易所）	343	1430.33	284	1201.25	385	2120.43	3519	11980.28
非金融企业资产支持票据	22	84.29	27	112.63	41	255.34	204	931.91
非公开定向债务融资工具	152	1063.40	183	1239.37	172	1259.00	2381	19653.58
公司债	236	2079.49	241	2043.58	376	3842.27	4794	53838.11
一般公司债	106	1088.29	111	1149.96	201	2426.83	2200	29153.16
私募债	130	991.20	130	893.62	175	1415.44	2594	24684.95
证券公司债	57	1406.60	54	1091.80	73	1685.60	564	13596.41
可转债	3	19.34	15	256.71	12	74.26	83	1505.57
可交换债	16	193.62	11	354.58	5	67.02	158	2150.13
项目收益票据	3	7.50	0	0.00	0	0.00	24	113.60
同业存单	6470	45196.60	6054	52423.40	6775	56168.80	12444	88789.60
国际机构债	0	0.00	2	34.60	0	0.00	13	264.60
SDR 债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	2	6 亿 SDR
合计	8699	95582.59	8061	85670.94	9425	108110.25	38288	783191.07

- 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 7 月 3 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、债券发行量有所回升

本季度，非金融企业所发债券⁶的发行期数、家数和规模（1433 期、835 家和 15244.07 亿元）环比均增长 20%左右，与上年同期相比，发行期数和规模增长 40%以上，发行家数增加 22.43%；平均发行规模环比、同比均变化不大。

短融发行量下降。本季度，共有 75 家企业发行短融 89 期，发行规模为 858.00 亿元，发行期数、家数和规模环比、同比降幅均在 15%以上，平均发行规模环比、同比增幅均超 10%，发行期限仍主要为 1 年期。本季度，共有 324 家企业发行超级短期融资券⁷573 期，发行规模 6322.50 亿元，发行期数、家数和规模环比均略有增加，同比增幅均在 30%以上，平均发行规模环比、同比均有所下降，发行期限仍以 270 天为主。在金融严监管政策持续落地，部分企业再融资难度较大、违约事件多发的背景下，推迟或取消短融发行的情况有所增多，同时也受到超短融对短融的替代和分流作用影响，短融发行量有所减少；超短融由于具有发行便利优势，发行有所增加。

中票发行量上升。本季度，共有 262 家企业发行中票 331 期，发行规模 3647.10 亿元，发行期数、家数和规模环比增幅均在 20%左右，同比增幅均超过 50%，平均发行规模环比下降 6.20%，同比变化不大。本季度中票的发行期限仍

⁶ 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。

⁷ 以下简称超短融。

主要集中于 3 年期和 5 年期⁸，发行期数之和占中票总发行期数的比重达到 96.80%，环比、同比均变化不大。特殊期限中票共发行 102 期，占中票总发行期数的 30.82%⁹，环比变化不大，同比下降约 3 个百分点；其中永续期中票发行 50 期，发行规模 569.00 亿元，在中票发行期数和发行规模中的占比（均为 15% 左右）环比上升约 4 个百分点，同比下降约 14 个百分点。本季度未发行项目收益票据。

企业债发行量环比上升、同比下降。本季度，共有 63 家企业发行企业债¹⁰64 期，发行规模 574.20 亿元，发行期数、家数和规模环比增幅均在 55% 以上，与上年同期相比，发行期数和家数均减少约 4%、发行规模减少 17.19%，发行同比减少或与主要发行期限 7 年期企业债平均发行利率较上年同期有所上升有关。本季度，企业债的平均发行规模为 8.97 亿元，环比上升 14.24%，同比下降 13.31%。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（81.25%）环比和同比均略有上升。本季度项目收益债发行期数和规模（7 期、32.20 亿元）环比、同比均变化不大。

公司债发行量上升。本季度，共有 159 家企业累计发行公司债（不含私募债，下同）201 期，发行规模 2426.83 亿元，发行期数、家数和规模环比、同比涨幅均在 70% 以上，增幅较大的原因除利率水平略有下降外，主要与公司债今年到期数量较多导致再融资需求较大有关。本季度，公司债平均发行规模为 12.07 亿元，环比和同比均上升 17% 左右。公司债发行期限仍主要集中在 5 年期，5 年期公司债发行期数在公司债总发行期数中的占比（55.68%）环比和同比均有所下降。私募债方面，根据 Wind 截至 2018 年 7 月 3 日已披露的数据，本季度私募债发行期数、家数和规模（175 期、134 家和 1415.44 亿元）环比均上升 30% 以上，同比均上升 15% 以上。

⁸ 不含永续期债券，按债券发行完整期限统计，以下同。

⁹ 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；分母包含永续期债券。

¹⁰ 包含集合债及项目收益债。

表 2 2018 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	573	1.60	43.61	324	6.93	39.06	6322.50	0.72	33.91	11.03	-0.86	-6.75
短融	89	-23.93	-27.05	75	-29.25	-36.44	858.00	-15.31	-15.88	9.64	11.33	15.31
中期票据	331	24.91	67.17	262	21.30	53.22	3647.10	17.16	66.63	11.02	-6.20	-0.33
企业债	64	56.10	-4.48	63	65.79	-3.08	574.20	78.32	-17.19	8.97	14.24	-13.31
公司债	376	56.02	59.32	287	47.94	40.69	3842.27	88.02	84.77	10.22	20.51	15.97
一般公司债	201	81.08	89.62	159	74.73	78.65	2426.83	111.04	122.99	12.07	16.54	17.60
私募债	175	34.62	34.62	134	31.37	16.52	1415.44	58.39	42.80	8.09	17.66	6.08
合计	1433	16.69	40.22	835	20.49	22.43	15244.07	19.39	42.43	10.64	2.31	1.58

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¹¹

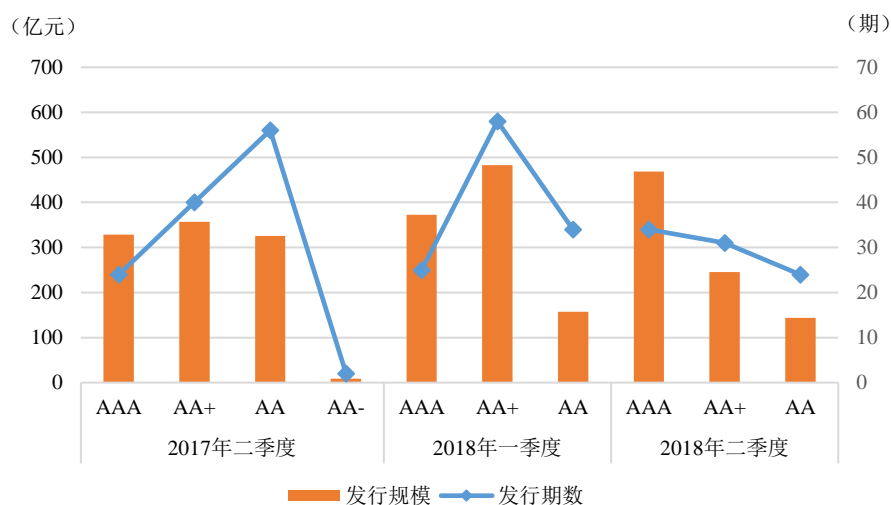
本季度，短融发行主体的信用等级仍分布在 AAA 级~AA 级。自 2017 年四季度以来，无 AA-级主体发行短融。

从发行期数来看，AAA 级主体所发短融在总发行期数中的占比上升至 38.20%，占比环比和同比均显著上升，超过 AA+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（34.83%）环比显著下降，同比略有上升；AA 级主体所发短融的期数占比（26.97%）环比和同比均有不同程度的下降。短融发行期数呈现向 AAA 级集中的趋势。

从发行规模来看，AAA 级主体所发短融规模占比为 54.60%，占比环比和同比均显著上升，超过 AA+级成为短融发行规模最多的主体级别；AA+级主体所发短融规模占比（28.61%）环比和同比均有不同程度的下降；AA 级主体所发短融的规模占比（16.78%）环比略有上升，同比有所下降。短融发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。

整体来看，AAA 级成为短融发行期数和规模均最多的主体级别，且短融发行期数和规模均呈现向 AAA 级集中的趋势。

¹¹ 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。



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

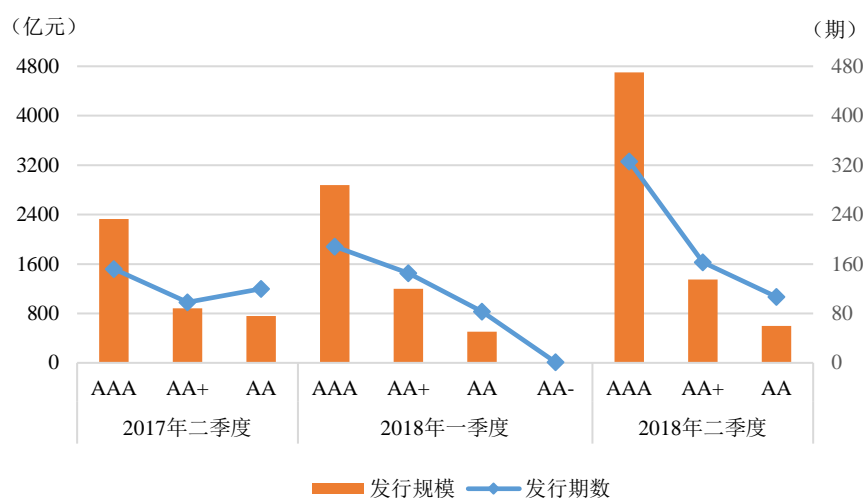
图 5 2018 年二季度短融发行主体信用等级分布情况

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

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（54.70%）环比和同比均继续上升约 10 个百分点；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（27.35%）环比下降 7.42 个百分点，同比略有上升；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（17.95%）环比和同比均继续下降。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，占总发行规模的比重（70.69%）环比和同比均继续上升；非金融企业所发 AA+级和 AA 级中票、企业债、公司债发行规模在总发行规模中的占比（20.32%和 8.99%）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、公司债发行规模向 AAA 级集中。

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

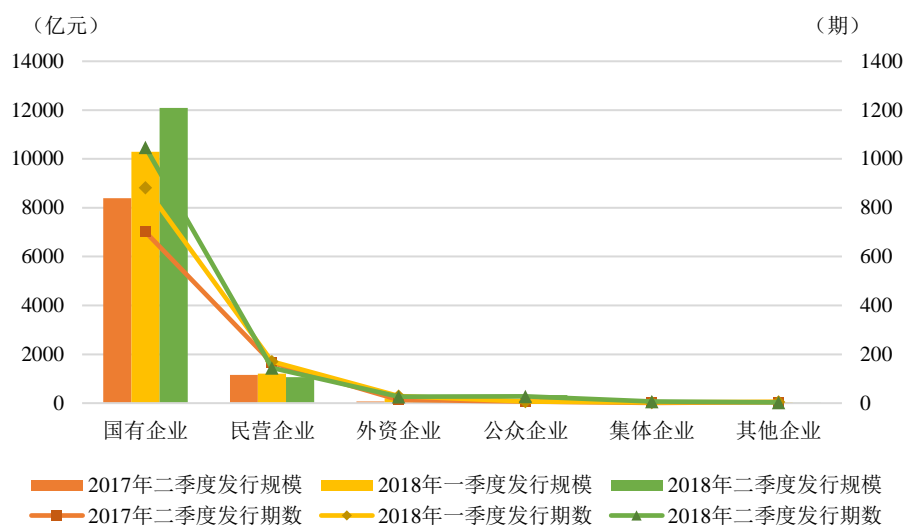


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 COS 系统

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、民营企业债券发行量占比有所下降

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（83.31%、87.46%）环比和同比均上升约 2 个百分点；民营企业所发债券期数和规模（145 期、1064.98 亿元）环比和同比均减少约 13%，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（11.53%、7.70%）环比和同比分别下降约 4 个和 3 个百分点，主要是由于目前债券市场民企违约事件时有发生，投资人风险偏好有所下降导致发行难度有所增加。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。

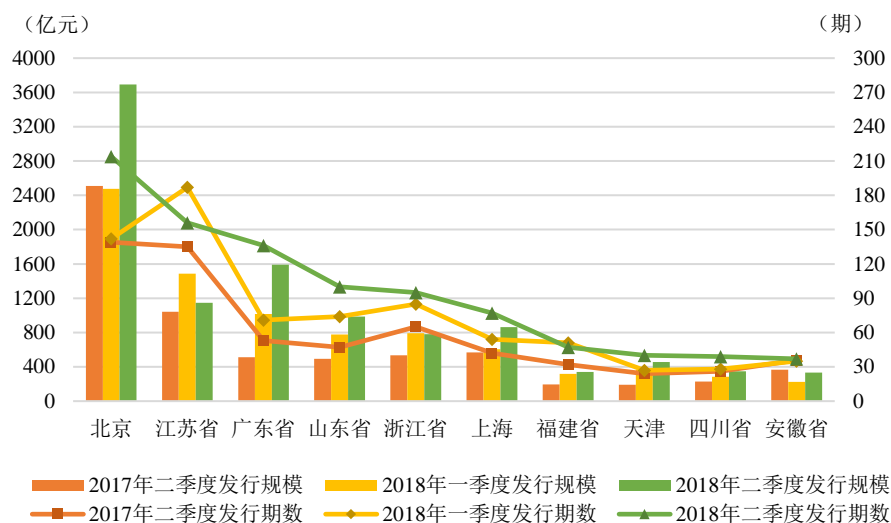


资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2018 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、债券发行地区更加集中

本季度，北京、江苏、广东和山东的非金融企业所发债券的发行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和规模分别为 214 期、3693.60 亿元，均较上季度大幅增长约 50%，仍然显著领先于其它地区。从发行期数看，本季度，发行债券期数前十地区的非金融企业所发债券的期数同比均有所上升，其中广东和山东的非金融企业所发债券期数同比涨幅均超过一倍，环比涨幅也较为明显；与上季度及上年同期相比，天津和四川均取代山西和湖北跻身前十，位列本季度债券发行期数地区的第八位和第九位。从发行规模看，非金融企业所发债券期数前十位的地区中，除安徽外，其它地区非金融企业所发债券规模同比均有所上升；与上季度相比，江苏非金融企业所发债券规模减少 339.80 亿元（降幅为 22.88%），或是由于江苏城投债发行规模远高于其它省份，近期城投企业所积累的风险引起投资人广泛关注，导致发行难度上升（二季度江苏城投债发行规模减少 396.00 亿元）。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重（75.04%、76.49%）环比和同比均上升约 3 个百分点，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。

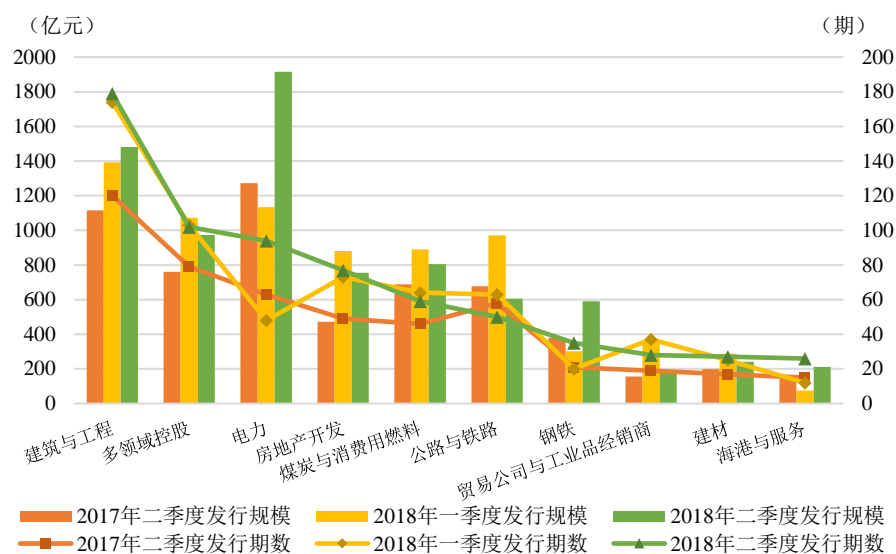
资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2018 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¹²、多领域控股、电力、房地产开发和煤炭与消费用燃料行业企业所发债券的发行期数和规模均位居前五位，其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数（179 期）仍位居第一，电力行业企业所发债券的规模（1914.70 亿元）超过建筑与工程行业，位列第一。本季度，建筑与工程、电力、钢铁、海港与服务行业企业所发债券的期数和规模环比、同比均明显上升；公路与铁路行业企业所发债券的期数和规模环比、同比降幅较明显。从发行期数排名看，海港与服务由上季度第 15 位和上年同期第 11 位进入本季度第 10 位，基础化工由上季度第 9 位和上年同期第 10 位降至本季度第 13 位，其他排名前十位的行业没有变化，排名略有变化。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占总发行期数和总发行规模的比例（53.82%、56.19%）环比和同比均略有下降，行业集中度总体保持相对稳定。

¹² 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 2018 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 80 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 524.95 亿元，发行期数和规模分别占总发行期数和总发行规模的 6.36% 和 3.80%，环比均略有上升、同比均略有下降。

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 1 期、6 期、13 期、36 期和 24 期，发行规模分别为 10.00 亿元、30.00 亿元、77.30 亿元、277.50 亿元和 130.15 亿元。其中，保证担保 78 期，质押担保 2 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 56BP、13BP、192BP¹³，由于目前债券市场违约有所增多，投资者风险偏好下降，市场对通过担保提升债项信用等级的债券具有略高的风险溢价要求，担保债券

¹³ 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。

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 99 家金融机构发行非政策性金融债 143 期¹⁴，总发行规模 4167.30 亿元，受上季度发行量较少影响，本季度总发行期数、家数和规模环比均大幅上涨 50% 以上；与上年同期相比，总发行期数和家数均增加了 20% 以上，发行规模略有减少，除证券公司短融外，其它券种平均发行规模均有所下降。

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、家数和规模（43 期、40 家、1407.70 亿元）环比均增加一倍左右、同比均有所下降；证券公司债发行期数、家数和规模（73 期、41 家、1685.60 亿元）环比、同比均增长 30% 左右；证券公司短融发行期数和发行规模（11 期、300.00 亿元）、保险公司债发行期数和规模（2 期、300 亿元）以及其它金融机构债发行期数和规模（14 期、474.00 亿元）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¹⁵的债项级别以 AAA 级及 AA+ 级为主，二者发行期数和发行规模（57 期和 2055.50 亿元）的占比分别为 90.48% 和 98.28%。在相关政策鼓励下，本季度有 3 期小微企业贷款、双创相关的商业银行债发行，级别分布在 AA 级~AA- 级。

表 3 2018 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 (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	43	104.76	-10.42	40	90.48	-4.76	1407.70	145.89	-35.21	32.74	20.08	-27.68
证券公司债	73	35.19	28.07	41	20.59	51.85	1685.60	54.39	19.84	23.09	14.20	-6.43
证券公司短融	11	10.00	175.00	6	50.00	200.00	300.00	20.00	275.00	27.27	9.09	36.36
保险公司债	2	-33.33	-	2	-33.33	-	300.00	150.00	-	150.00	275.00	-
其它金融机构债	14	133.33	40.00	14	180.00	100.00	474.00	41.07	-12.22	33.86	-39.54	-37.30
合计	143	52.13	20.17	99	54.69	28.57	4167.30	75.81	-0.76	29.14	15.57	-17.42

资料来源：联合资信 COS 系统。

¹⁴ 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。

¹⁵ 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（96 期、2107.37 亿元）环比增幅均超过 1 倍，同比分别增加 10.34% 和 83.83%；非金融企业资产支持票据发行期数和规模（41 期、255.34 亿元）环比均增加 50% 以上，同比均大幅增长 80% 以上。在交易所债券市场上，资产证券化产品发行量也有所增加，本季度发行期数和规模（385、2120.43 亿元）环比均增加 35% 以上，同比均增加 12% 以上。由于在 MPA 考核和资管新规的约束下，商业银行发行资产支持证券的需求大幅增加，本季度，银行间债券市场发行的资产支持证券在规模上略超过交易所债券市场。

本季度，全国首单扶贫绿色资产支持证券、首单公共人才租赁住房类 REITs、首单“互联网+旅游”行业资产支持证券、首单双币种资产支持证券、首单高等教育系统 PPP 资产支持证券先后获批，我国资产支持证券产品进一步丰富。

（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¹⁶（28 期）和发行规模（277.77 亿元）环比增加约 45%，同比期数变化不大，规模下降近 50%。本季度新发绿色债券包括中票、企业债、私募债、商业银行债和资产支持证券，其中中票、企业债和商业银行债的发行期数均为 7 期，商业银行债的发行规模最大（106.00 亿元），占绿色债券发行总规模的 38.16%；新发绿色债券主要集中在 AAA 级和 AA+ 级；新发绿色债券发行主体涉及商业银行、建筑与工程等 15 个行业¹⁷；从发行利率来看，62.50% 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；除 6 只企业债、1 只私募债和 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；从地区分布来看，浙江地区发行人所发绿色债券期数（6 期）最多，安徽地区发行人所发绿色债券规模（58.50 亿元）最大。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、污染防治以及生态保护和适应气候变化领域。

¹⁶ 绿色资产支持证券按单数统计。

¹⁷ Wind 三级行业。

2、熊猫债发行量有所增加

本季度，我国债券市场共有 11 家发行人发行 17 期熊猫债，发行规模为 261.30 亿元，发行期数和规模环比、同比均有所增加；债券类别涉及中票（6 期）、非公开定向融资工具（6 期）以及公司债（5 期）；发行人包含 7 家注册地位于境外的中资背景企业和 4 家外资企业，主要集中于多领域控股和房地产开发行业。本季度，熊猫债债券及主体级别主要集中于 AAA 级。

四、未来债市展望

从下半年债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，债券发行规模有望继续增长。当前我国经济整体保持稳定增长，在稳杠杆的背景下，央行有关报告中对于流动性的表述从 2017 年四季度的“合理稳定”变为“合理充裕”；6 月以来，央行允许 MLF 增配低等级债、多次加大 MLF 投放等行为与货币政策边际放松的趋势一致，未来或仍有降准空间，有利于稳定未来市场利率走势预期，利好债券发行。此外，在政策的鼓励支持下，住房租赁资产证券化产品、小微企业和绿色领域债券发行有望增加；考虑到地方政府债务置换工作要在 8 月底前完成以及今年的地方债发行计划，地方债发行节奏将有所加快。总体来看，我国债券市场发行规模有望继续增长。

第二，地方政府债务管理仍将延续“开前门、堵后门”政策。目前地方政府专项债已经涵盖了棚改、土地储备、收费公路、轨道交通等政府支出的重要领域，成为地方债务管理“开前门”的重要渠道，未来地方专项债有望在基础设施建设、公共服务领域进一步拓宽范围。此外，据媒体称，中央有关部门正在研究制定防控地方政府债务风险的文件，其中包含了对隐性债务认定、摸底、化解等内容。在地方债务“强监管”背景下，未来在加强完善现有管控政策落实的基础上，监管层有望出台更多政策防范、化解地方政府性债务风险。

第三，债券市场双向开放程度将进一步加深。近期监管机构表态将进一步完善熊猫债发行制度，包括简化境外机构在中国大陆发行债券的发行管理、强化信息披露要求、完善熊猫债发行的配套制度等，并扩大认可的审计机构的范畴，支持国际评级机构参与评级；债券通相关制度安排也将进一步优化，包括报价商队伍扩容、实现交易分仓、实现券款对付结算，明确有关境外投资者投资境内债券市场的税收安排、开放境外投资者开展回购和衍生品交易、大幅下调相关交易平台费用等。

第四，不断完善债市监管制度，扩大风险管控深度和广度。随着我国《“十三五”现代金融体系规划》金融体系顶层规划出台，预计后续各分管机构将制定相关政策继续完善债市体制机制，加强债市信息披露、强化行业监管，同时全面深化监控体系如加强数据报送监管等，逐步完善监管处罚机制、加强处罚力度，提高系统性金融风险的防范能力。

第五，债市违约风险或有所增加，违约后处置机制将继续完善。由于 2015 年公司债大幅扩容，大量发行期限为 3 年的公司债（含私募债）于 2018 年集中到期，下半年公司债（含私募债）到期偿还量约为 2975.17 亿元，较上半年的 1225.51 亿元增幅超过一倍，到期偿债压力和违约风险将增加；此外，2018 年以来中美贸易摩擦加剧，对出口市场高度依赖行业如化工、机械设备行业企业，以及部分债务结构不合理的中小型贸易企业，信用风险或将有所加大。与此同时，近期违约事件的发生客观上将推动市场化、法治化债券违约后处置机制的进一步完善，完善到期违约债券交易机制、完善违约债券的司法救济、完善发行条款设计、引入交叉违约及优化持有人会议制度和债券受托管理人机制等将成为制度建设重点。

整体来看，下半年，我国将继续实施积极的财政政策，通过稳健中性的货币政策维持市场资金面合理适度，债券发行量有望继续增长，在各项政策的推动下，我国债券市场规范化和对外开放进程将继续推进，风险管控和违约后处置机制建设将成为重点。