

2018 年一季度债券市场发展报告

——非金融企业债券发行有所增加，债市对外开放进程将继续加快

2018 年 5 月 3 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 年一季度债券市场发展报告

——非金融企业债券发行有所增加，债市对外开放进程将继续加快

联合资信评估有限公司 联合信用评级有限公司 刘沛伦 夏妍妍 刘艳

一、债券市场环境

（一）金融监管体制进一步完善，推动债券市场规范化发展

加强金融市场、评级行业监管。3月17日，全国人大通过《国务院机构改革方案》，将中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）和中国保险监督管理委员会（以下简称“保监会”）的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会，“一委一行两会”¹的金融监管新格局正式形成，此次改革有利于进一步细化和强化金融监管，加强统筹与协调，为债券市场提供稳定的发展环境。3月23日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）发布《纪律处分和监管措施实施办法（2018年修订）》和《自律管理听证实施细则》，从调整和完善纪律处分与监管措施的种类、明确纪律处分的适用情形和实施程序等方面切实加强对违规行为的一线监管，约束市场各参与方的行为，这有助于维护资本市场秩序，保护投资者合法权益。3月27日，交易商协会发布《银行间债券市场信用评级机构注册评价规则》、《非金融企业债务融资工具市场信用评级机构自律公约》及《非金融企业债务融资工具信用评级业务调查访谈工作规程》，分别从评级行业准入管理、评级机构自律管理、评级质量控制等方面进一步规范评级机构业务开展，此举将有助于提高债券信用风险揭示能力，促进债券市场健康发展。

完善绿色金融债券管理。3月7日，中国人民银行（以下简称“央行”）下发《中国人民银行关于加强绿色金融债券存续期监督管理有关事宜的通知》及其配套文件，明确将对存续期绿色金融债券募集资金使用情况进行监督核查，要求年度报告全面说明募集资金的整体使用情况及预期或实际环境效益等。此举有利于进一步完善绿色金融债券存续期监督管理，提升信息披露透明度，促进绿色债券市场健康发展。

强化债券市场金融中介的法律责任追究力度。1月，财政部、发改委对江苏

¹ 国务院金融稳定发展委员会、中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会。

省两起违规发行企业债券涉及的会计事务所和发债企业进行处理，警示和督促会计师事务所依法合规经营，警示和督促地方国有企业依法合规开展市场化融资。1月31日，在中恒通欺诈发行债券一案中，上海市第一中级人民法院及上海市徐汇区人民法院对涉及的券商和会计事务所工作人员的商业受贿和出具证明文件重大失实行为做出了刑事判罚，此案是我国债券市场首批因欺诈发行被追究刑事责任的案件，是我国债券市场法治化进程中的标志性事件。上述案件对债券市场的违法违规行为有重要的警示作用，有助于推动我国债券市场的规范化发展。

（二）鼓励债券产品创新，积极发挥债市对经济发展的支持作用

推动可转换债、金融机构资本补充债等债券发行，鼓励产品创新。1月19日，发改委、央行等七部委联合发布《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》，允许符合条件上市公司、非上市公众公司采取向实施机构发行普通股、优先股或可转换债券等方式募集资金偿还债务，可转换债券成为市场化债转股的重要融资途径之一，发行量有望增加。2月9日，深交所发布《深圳证券交易所发展战略规划纲要（2018-2020年）》，提出将探索发行公募房地产信托投资基金（REITs），两会期间央行也表示正在加快推进公募 REITs 试点工作，公募 REITs 的推出进程有望加速。2月27日和3月12日，央行等监管机构先后发布2018年3号公告和《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》，从增加资本工具种类、拓宽发行渠道、扩大投资主体范围等方面支持商业银行资本工具创新，这将有助于拓宽国内商业银行资本补充渠道，进一步丰富债券品种。

鼓励脱贫攻坚领域通过发行债券融资。1月15日，央行、银监会、中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）、保监会联合印发《关于金融支持深度贫困地区脱贫攻坚的意见》，为深度贫困地区符合条件的企业发行公司债、资产支持证券开通专用通道，支持其通过发行短期融资券、中期票据、扶贫票据、社会效应债券等债务融资工具筹集资金，并实行会费减半优惠，有助于推动贫困地区企业的债券发行。3月20日，国内首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚的资产支持证券“中金-贵诚惠农微贷资产支持专项计划”获批，发行规模40亿元，脱贫攻坚领域债券品种进一步丰富。

（三）地方政府债务管理体系逐步完善，政府性债务风险管控不断加强

地方政府债务管理体系进一步完善。3月6日，中共中央办公厅印发《关于

人大预算审查监督重点向支出预算和政策拓展的指导意见》，明确将重点审查地方政府债务纳入预算管理的情况，同时根据各地风险评估指标体系、债务资金安排使用和偿还计划，评价地方政府举债规模的合理性，此举有助于加强地方政府预算约束，规范举债融资行为。3月26日，财政部印发《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》，明确要求推进地方政府债务领域信息公开、强化置换债券资金管理、健全地方政府性债务风险评估和预警机制、加快实现地方政府债券管理与项目严格对应，并提出将防范地方政府债务风险和促进政府债券资金集约使用有机结合，地方政府债务管理将得到进一步完善。

政府性债务风险管控继续加强。本季度，监管机构重点通过加强“堵后门”管控政府性债务风险。1月18日，保监会、财政部联合印发《关于加强保险资金运用管理支持防范化解地方债务风险的指导意见》，明确保险资金投向涉及地方政府举债融资行为的政策边界，坚决制止违法违规举债担保行为。2月12日，发改委和财政部联合下发《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》，要求信用评级机构开展评级工作不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，相关企业在申报债券时主动公开声明不承担政府融资职能等。3月30日，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》，要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP项目资本金等。此外，年初多省市密集发布了关于组织开展政府性债务清理核查工作的通知，全面摸底地方政府各类债务，检查前期地方政府举债融资行为整改效果。上述政策和核查工作有助于规范地方政府融资行为，防范地方政府债务风险。

（四）债市对外开放继续加速，“引进来”取得积极成效

支持“一带一路”建设债券融资。3月2日，上交所、深交所分别发布《开展“一带一路”债券试点的通知》，鼓励“一带一路”沿线国家（地区）政府类机构、企业及金融机构等发行“一带一路”债券，安排专人负责“一带一路”债券的申报受理及审核，并鼓励国内外机构投资“一带一路”债券。3月14日，上交所表示将进一步研究完善“一带一路”熊猫债券融资机制，支持境内和“一带一路”沿线国家相关机构和优质企业及国际金融机构发行人民币债券。1月19日，红狮控股集团有限公司成功发行首单国内企业“一带一路”建设公司债券；3月5日，恒逸石化公司债券“18恒逸R1”成功发行，成为境内上市公司公开发行的首单“一带一路”公司债券。在交易所的支持与推动下，“一带一路”债

券市场有望迎来较快扩容，不仅能够为境内外企业开展“一带一路”建设提供通畅的直接融资渠道，同时还有助于推动我国债券市场进一步对外开放。

评级行业对外开放政策落地。3月27日，交易商协会发布《银行间债券市场信用评级机构注册评价规则》，对中国人民银行公告〔2017〕第7号文件中关于信用评级机构注册评价及分层分类管理等作出了具体规定，境内外评级机构按照平等原则，通过申请注册开展信用评级活动，为债券市场和评级行业进一步国际化发展奠定制度基础。

债券市场“引进来”取得显著成效。2月和3月，沙迦酋长国、菲律宾分别发行中东地区和东盟地区首只主权熊猫债，两只债券均获得联合资信AAA级评级，这有助于吸引更多国际发行人参与我国债券市场。3月23日，彭博有限合伙企业宣布计划于明年将人民币计价的中国国债和政策性银行债券纳入彭博巴克莱全球综合指数，人民币计价债券还计划被纳入彭博巴克莱全球国债指数和新兴市场本地货币政府债券指数，这将吸引更多境外投资者关注并参与中国债券市场。

（五）继续加强债券市场风险管控，违约事件有所减少

债券违约事件有所减少。本季度，我国公募债券市场共有4家发行人的7期债券发生违约，规模合计24.93亿元，无新增违约发行人。违约债券期数、规模及涉及发行人家数环比、同比均有所减少。

债券市场风险管控继续加强。1月3日，央行、银监会、证监会、保监会发布《规范债券市场参与者债券交易业务的通知》，规范债券交易业务中的债券代持行为，并对回购资金余额上限、债券交易杠杆比率等提出了具体要求，此举有利于积极防范和管控债券市场风险。1月7日，银监会发布《商业银行委托贷款管理办法》，明确要求委托贷款资金不得从事债券、金融衍生品、资产管理产品等投资，此举在加强商业银行风险管理的同时有助于防止资金脱实向虚，从而释放和降低金融系统性风险。

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，综合运用逆回购、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、临时准备金动用安排（CRA）、普惠金融定向降准等货币政策工具“削峰填谷”，平抑春节假期、季节波动等因素影响，维护流动性合理稳定。在此背景下，2017年四季度以来流

动性阶段性趋紧的状况得到缓解，本季度银行间市场资金面整体处于平衡且略有宽松状态，利率水平整体呈现平稳态势。

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 年上半年呈上升趋势，下半年走势较为平稳，本季度的平均水平（3.41%）较上季度（3.63%）小幅下降，较上年同期（2.77%）上升较明显。本季度，受到地产行业企业以及落后产能企业所发短融的发行利率偏高影响，一年期短融的平均发行利率（5.92%）较上季度（5.71%）和上年同期（5.05%）有不同程度上升，且发行利率均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，下半年以来走势相对平稳。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 3.60%、3.78% 和 3.85%，较上季度（3.71%、3.83% 和 3.89%）均略有下降，较上年同期均明显上升。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发行利率走势较为平稳，平均发行利率分别为 5.91%、6.16% 以及 7.22%，较上季度分别上升 9BP、35BP、44BP，较上年同期上升明显，且发行利率均明显高于相应期间的贷款基准利率。

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

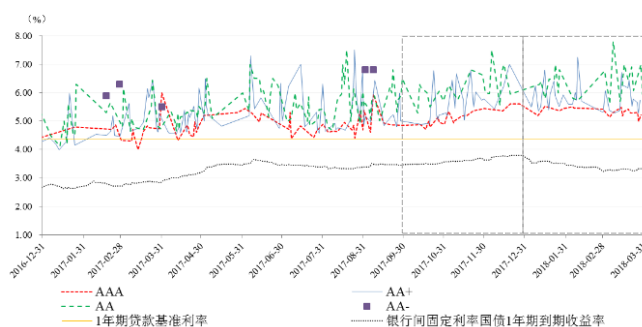


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

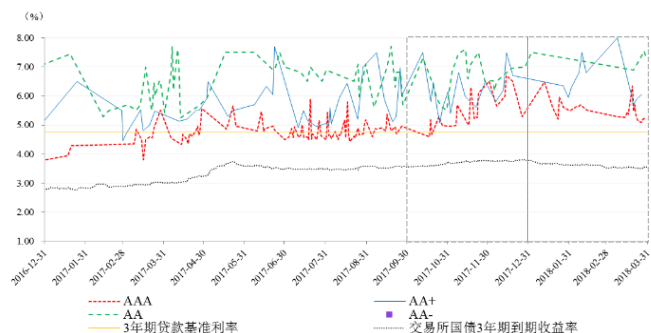


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

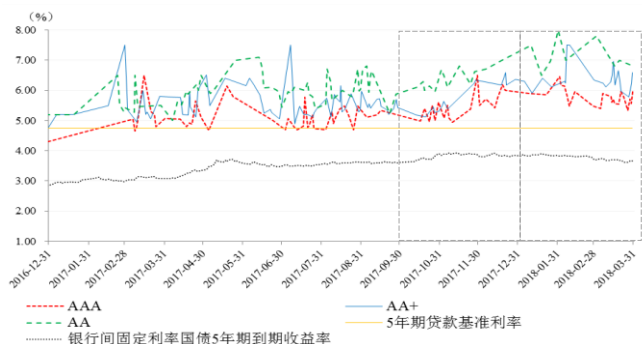
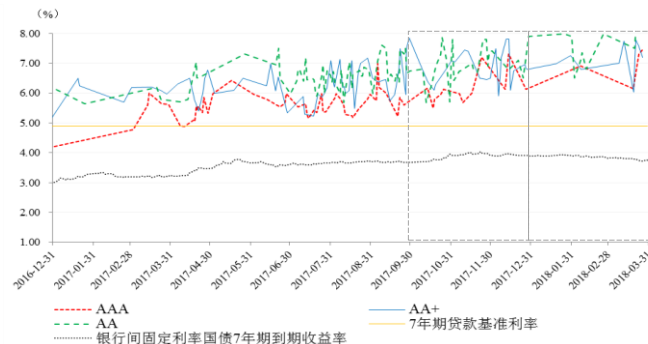


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



- 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 8.57 万亿元，受季节性因素影响，发行规模环比下降 10.79%，同比仍增长 2.80%。其中，银行间债券市场新发债券 8.08 万亿元，占债券市场发行总量的比重（94.23%）环比和同比均有所上升，银行间债券市场仍是我国债券主要发行场所。本季度，中期票据、短期融资券（含超短融）的发行期数和发行规模环比、同比均有所增加，或是由于宏观经济运行稳中向好使得部分企业的融资需求有所增加；地方政府债、商业银行债、私募债、证券公司债的发行期数和发行规模环比、同比均有所下降，或受季节性因素或行业政策限制影响。截至 2018 年一季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 75.68 万亿元，继续小幅扩大。

表 1 2018 年一季度债券市场发行和存量情况

| 券种类别 | 2017 年一季度 发行情况 | | 2017 年四季度 发行情况 | | 2018 年一季度 发行情况 | | 2018 年一季度末 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 | 138 | 9405.05 | 365 | 15751.46 | 88 | 6601.84 | 3719 | 283776.55 |
| 国债 | 31 | 4660.00 | 23 | 7583.75 | 21 | 4406.40 | 275 | 134132.87 |
| 地方政府债 | 107 | 4745.05 | 342 | 8167.71 | 67 | 2195.44 | 3444 | 149643.68 |
| 金融债 | 207 | 10041.53 | 61 | 5195.50 | 51 | 7441.90 | 1081 | 167793.60 |
| 政策性银行债 | 155 | 8316.50 | 4 | 2370.50 | 21 | 6413.40 | 370 | 133847.48 |

| | | | | | | | | |
|--------------------|-------------|-----------------|--------------|-----------------|-------------|-----------------|--------------|------------------|
| 商业银行债券 | 41 | 1547.03 | 49 | 2691.00 | 21 | 572.50 | 604 | 30924.12 |
| 非银行金融机构债券 | 11 | 178.00 | 8 | 134.00 | 9 | 456.00 | 107 | 3022.00 |
| 政府支持机构债券 | 6 | 470.00 | 7 | 800.00 | 12 | 1100.00 | 141 | 15345.00 |
| 企业债券 | 24 | 193.20 | 100 | 889.10 | 41 | 322.00 | 2767 | 28960.98 |
| 一般企业债 | 21 | 177.20 | 87 | 806.90 | 34 | 287.20 | 2,668 | 28159.68 |
| 集合企业债 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 11 | 89.10 |
| 项目收益债 | 3 | 16.00 | 13 | 82.20 | 7 | 34.80 | 88 | 712.20 |
| 中期票据 | 122 | 1547.40 | 233 | 2607.85 | 265 | 3112.90 | 3,702 | 49958.31 |
| 集合票据 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 1 | 1.86 |
| 短期融资券 | 426 | 5077.40 | 521 | 5589.60 | 681 | 7290.30 | 1735 | 17633.00 |
| 一般短期融资券 | 100 | 935.30 | 91 | 782.00 | 117 | 1013.10 | 476 | 4094.00 |
| 超级短期融资券 | 326 | 4142.10 | 430 | 4807.60 | 564 | 6277.20 | 1259 | 13539.00 |
| 证券公司短期融资券 | 3 | 60.00 | 7 | 152.00 | 10 | 250.00 | 10 | 250.00 |
| 资产支持证券（银行间） | 68 | 759.94 | 147 | 2746.45 | 42 | 794.08 | 639 | 6253.85 |
| 资产支持证券（交易所） | 365 | 1087.97 | 561 | 2859.30 | 284 | 1201.25 | 3,447 | 11038.44 |
| 非金融企业资产支持票据 | 7 | 29.01 | 41 | 251.46 | 27 | 112.63 | 175 | 727.54 |
| 非公开定向债务融资工具 | 116 | 843.00 | 186 | 1234.33 | 183 | 1239.37 | 2358 | 19965.18 |
| 公司债 | 214 | 1982.65 | 317 | 2666.50 | 241 | 2043.58 | 4523 | 51248.71 |
| 一般公司债 | 71 | 693.23 | 146 | 1427.87 | 111 | 1149.96 | 2,032 | 27239.22 |
| 私募债 | 143 | 1289.42 | 171 | 1238.63 | 130 | 893.62 | 2,491 | 24009.49 |
| 证券公司债 | 57 | 1491.40 | 71 | 1517.80 | 54 | 1091.80 | 542 | 13492.51 |
| 可转债 | 2 | 307.17 | 37 | 532.20 | 15 | 256.71 | 72 | 1451.95 |
| 可交换债 | 10 | 58.64 | 21 | 519.96 | 11 | 354.58 | 161 | 2129.11 |
| 项目收益票据 | 1 | 6.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 |
| 同业存单 | 6062 | 50028.80 | 7454 | 52769.80 | 6054 | 52423.40 | 12278 | 86555.60 |
| 国际机构债 | 0 | 0.00 | 1 | 10.00 | 2 | 34.60 | 13 | 264.60 |
| SDR 债券 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 0 | 0.00 | 2 | 6 亿 SDR |
| 合计 | 7828 | 83389.16 | 10130 | 96093.32 | 8061 | 85670.94 | 37364 | 756846.78 |

- 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 2018 年 4 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. 2017 年发行的“17 中信国际债 01”、“17 马来亚银行债 01”、“17 匈牙利债 01BC”和“17 加拿大银行债 01”以及 2018 年发行的“18 沙迦人民币债 01”和“18 菲律宾人民币债 01BC”统计在国际机构债中；

9. 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

（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，由于宏观经济整体稳中向好，部分实体企业融资需求有所增加，非金融企业所发债券²的发行期数和发行规模分别为 1228 期和 12768.78 亿元，环比均增长 7% 左右，同比均增长 55% 以上；发行家数（693 家）环比减少 11.38%，同比增加 28.10%。

短融发行量上升。本季度，共有 106 家企业发行短融 117 期，发行规模为 1013.10 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 25% 以上，同比增幅均在 8% 以上，平均发行规模环比变化不大，同比有所下降，发行期限均为 1 年。本季度，共有 303 家企业发行超短融 564 期，发行规模 6277.20 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅均在 25% 左右，同比增幅均在 40% 以上，平均发行规模环比变化不大，同比下降约 12%，发行期限仍以 270 天为主。

中票发行量上升。本季度，共有 216 家企业发行中票 265 期，发行规模 3112.90 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比增幅在 12% 左右，同比增幅均达一倍左右，平均发行规模环比有所增加，同比略有下降。本季度中票的发行期限仍主要集中于 3 年期和 5 年期³，发行期数之和占中票总发行期数的比重达到 97.87%，环比和同比均有所提高。特殊期限中票⁴共发行 81 期，占中票总发行期数的 30.57%，环比下降约 8 个百分点，同比上升约 3 个百分点；其中可续期中票发行 30 期，发行规模 342.50 亿元，在中票发行期数和发行规模中的占比（均为 11% 左右）环比和同比分别下降约 20 和 10 个百分点，或由于在债券违约步入常态化发生的背景下，可续期对投资者保护较弱的属性引起投资人重视，导致市场对可续期中票的青睐程度有所降低。本季度未发行项目收益票据。

企业债发行量环比下降，同比上升。本季度，共有 38 家企业发行企业债⁵41

² 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。

³ 不含可续期债券，按债券发行完整期限统计。

⁴ 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。

⁵ 包含集合债及项目收益债。

期，发行规模 322.00 亿元，受地方政府性债务风险管控继续加强和春节假期影响，企业债发行期数、发行家数和发行规模环比降幅均在 60%左右，由于 2017 年一季度市场利率大幅上升导致企业债发行量偏低，本季度企业债发行期数、发行家数和发行规模同比增幅均在 70%左右。本季度，企业债的平均发行规模为 7.85 亿元，环比和同比均有所下降。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（78.05%）环比下降约 6 个百分点，同比上升约 7 个百分点。本季度项目收益债发行期数（7 期）和发行规模（34.80 亿元）环比有所减少、同比有所增加。

公司债发行量环比下降，同比上升。本季度，共有 91 家企业累计发行公司债（不含私募债，以下同）111 期，发行规模 1149.96 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比均下降 20%左右，同比上升约 50%左右，同比增幅较大主要由于 2015 年公司债扩容背景下今年到期较多，企业再融资需求明显增加。本季度，公司债平均发行规模为 10.36 亿元，环比和同比均上升约 6%。公司债发行期限仍主要集中在 5 年期，其发行期数在公司债总发行中的占比（57.00%）环比和同比分别下降约 8 和 18 个百分点，3 年期公司债发行期数占比（27.00%）环比、同比均增加约 5 个百分点。私募债方面，根据 Wind 资讯截至 2018 年 4 月 8 日已披露的数据，本季度私募债发行期数（130 期）、发行家数（102 家）和发行规模（893.62 亿元）环比均下降 30%左右，同比均有不同程度下降，这或与 2017 年私募债频曝违约有关。

表 2 2018 年一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 | 564 | 31.16 | 73.01 | 303 | 17.44 | 41.59 | 6277.20 | 30.57 | 51.55 | 11.13 | -0.45 | -12.40 |
| 短融 | 117 | 28.57 | 17.00 | 106 | 27.71 | 15.22 | 1013.10 | 29.55 | 8.32 | 8.66 | 0.76 | -7.42 |
| 中期票据 | 265 | 13.73 | 112.00 | 216 | 6.93 | 92.86 | 3112.90 | 19.37 | 95.36 | 11.75 | 4.95 | -7.85 |
| 企业债 | 41 | -59.00 | 70.83 | 38 | -60.42 | 80.95 | 322.00 | -63.78 | 66.67 | 7.85 | -11.67 | -2.44 |
| 公司债 | 241 | -23.97 | 12.62 | 192 | -28.89 | 5.49 | 2043.58 | -23.36 | 3.54 | 8.48 | 0.81 | -8.06 |
| 一般公司债 | 111 | -23.97 | 56.34 | 91 | -23.53 | 35.82 | 1149.96 | -19.46 | 65.88 | 10.36 | 5.93 | 6.11 |
| 私募债 | 130 | -23.98 | -9.09 | 102 | -33.33 | -12.82 | 893.62 | -27.85 | -30.70 | 6.87 | -5.10 | -23.77 |
| 合计 | 1228 | 4.87 | 55.64 | 693 | -11.38 | 28.10 | 12768.78 | 8.64 | 67.61 | 10.40 | 3.60 | 7.69 |

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⁶

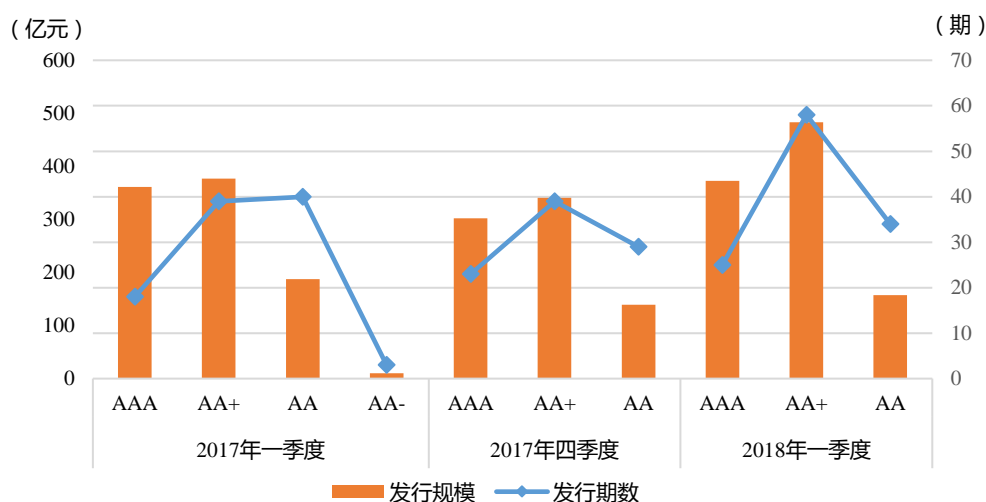
本季度，短融发行主体的信用等级仍分布在 AAA 级~AA 级。自 2017 年四季度以来，无 AA-级主体发行短融。

从发行期数来看，AA+级主体所发短融的期数最多，在总发行期数中的占比上升至 49.57%，期数占比环比和同比增幅均较为显著；AA 级主体所发短融的期数占比（29.06%）第二，但环比和同比均有不同程度的下降；AAA 级主体所发短融的期数占比（21.37%）环比和同比变动不大。短融发行期数呈现向 AA+级集中趋势。

从发行规模来看，AA+级主体所发短融规模占比（47.68%）仍然最高，规模占比环比和同比均有所上升；AAA 级主体和 AA 级主体所发短融规模占比（36.77%和 15.56%）环比和同比均小幅下降。短融发行规模呈现向 AA+级集中趋势。

整体来看，AA+级仍为短融发行期数和规模最多的主体级别，且短融发行期数和规模向 AA+级集中趋势更加明显。

图 5 2018 年一季度短融发行主体信用等级分布情况



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

⁶ 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。

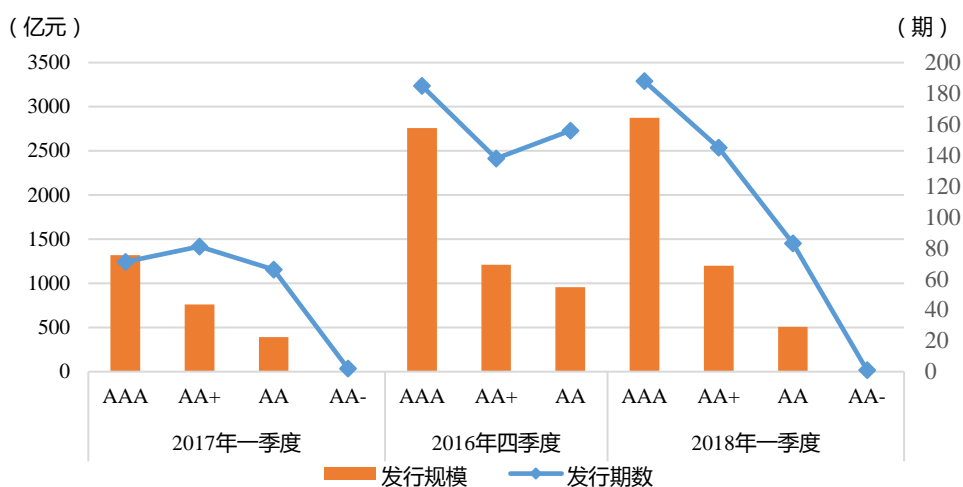
本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是主要集中级别。

从发行期数来看，本季度非金融企业所发 AAA 级~AA 级中票、企业债、公司债的发行期数在总发行期数中的占比为 99.76%，占比环比和同比变动不大。其中，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（45.08%）环比和同比均上升约 10 个百分点；非金融企业所发 AA+级中票、企业债、公司债发行期数超越 AA 级位居第二，在总发行期数中的占比（34.77%）环比上升 5.96 个百分点，同比略有下降；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（19.90%）环比和同比均下降约 12 个百分点；非金融企业所发 AA-级中票、企业债、公司债发行期数（1 期）仍然较少。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行期数向 AA+级（含）以上级别集中。

从发行规模来看，本季度非金融企业所发 AAA 级~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为 99.95%，占比环比和同比变动不大。其中，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，占总发行规模的比重（62.72%）环比和同比均上升约 8 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（26.17%）环比略有上升，同比有所下降；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（11.05%）环比、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（2.30 亿元）仍较少。总体来看，非金融企业所发中票、企业债、公司债发行规模向 AA+级（含）以上级别集中。

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 AA+级（含）以上集中。

图 6 2018 年一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

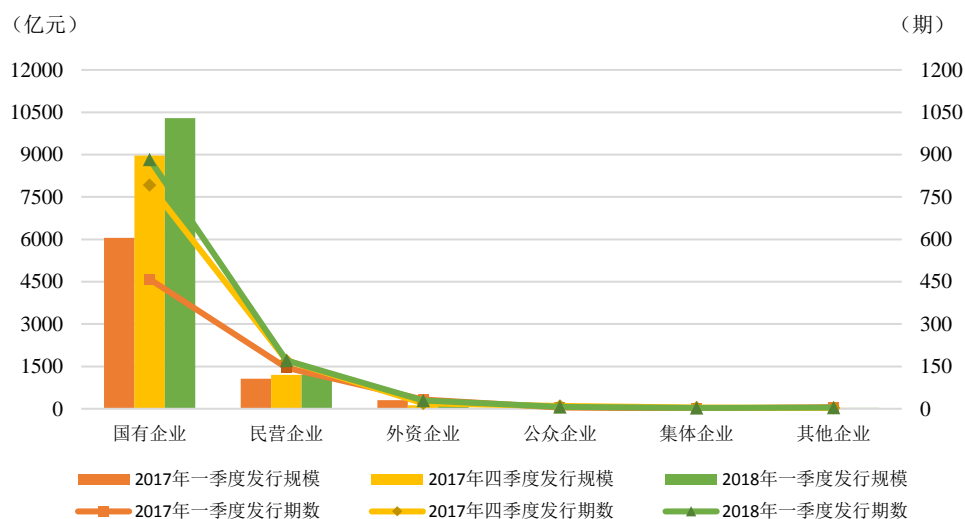


注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 COS 系统

3、国有企业债券发行量占比有所上升

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（80.42%、86.65%）环比和同比均上升约 1 个百分点；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（15.57%、10.19%）环比和同比均下降约 1 个百分点。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。

图 7 2018 年一季度短融、超短融、中票、企业债、公司债发行主体性质分布情况

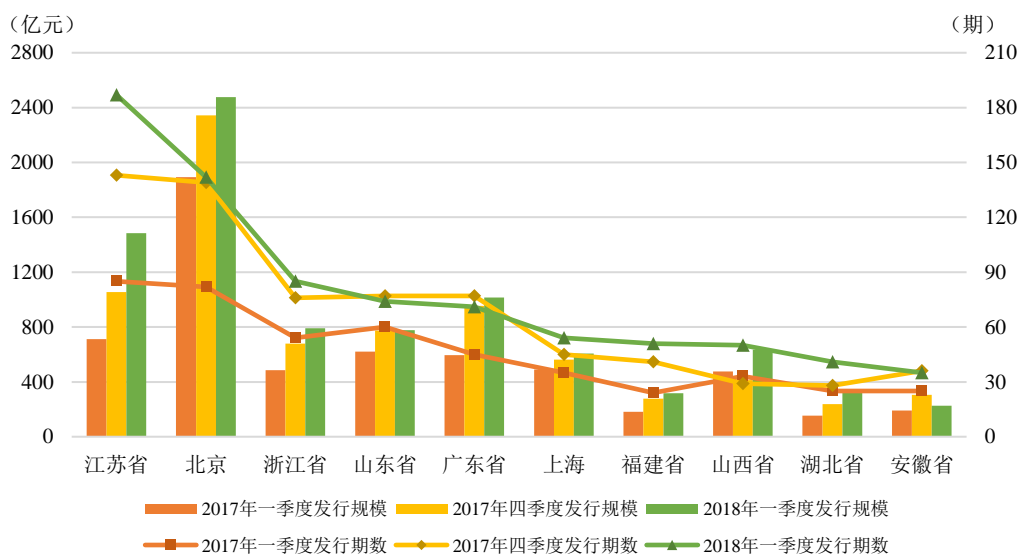


资料来源：联合资信 COS 系统

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、广东的非金融企业所发债券的发行期数和发行规模均位列前五位，其中江苏的非金融企业所发债券的期数（187 期）仍位居第一，北京的非金融企业所发债券的规模（2477.05 亿元）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，其中江苏和福建的非金融企业发行债券期数同比涨幅超过一倍；湖北替代上季度发行债券期数前十位地区的四川跻身本季度第九位。从发行规模看，非金融企业发行债券期数前十位的地区中，除广东、山东、安徽外，其它地区的非金融企业发行债券规模环比均明显上升。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（72.05%、73.49%）环比和同比均变动不大，债券发行的地区集中度保持稳定，依旧主要来自于经济较为发达地区。

图 8 2018 年一季度非金融企业发行债券期数前十位地区分布情况



注：以 2017 年发行期数由高到低排序。

资料来源：联合资信 COS 系统

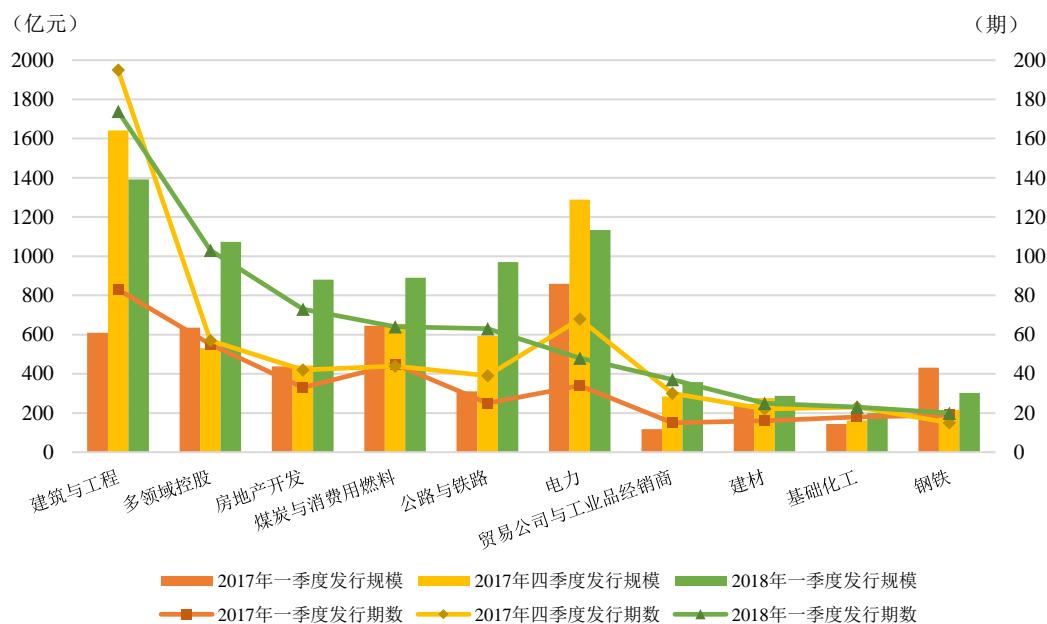
5、债券发行主体行业集中度保持稳定

本季度，建筑与工程⁷、多领域控股、房地产开发、煤炭与消费用燃料、公路与铁路、电力行业企业所发债券的发行期数和发行规模均位居前六位，其中

⁷ 建筑与工程行业债券发行人主要为城投企业。

建筑与工程行业企业所发债券的发行期数（174 期）和发行规模（1392.10 亿元）仍位居第一位。非金融企业发行债券期数前十位的行业中，钢铁行业替代上季度的酒店、度假村与豪华游轮行业跻身本季度第十位；与上季度相比，除建筑与工程、电力行业外，其它行业企业发行期数和发行规模均有所上升，其中多领域控股、房地产开发行业企业债券发行规模涨幅近一倍；与上年同期相比，除钢铁行业企业所发债券发行规模同比大幅下降（-30.09%）外，其它行业企业所发债券的期数和规模均有所上升。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（57.17%、61.49%）环比和同比均略有上升，行业集中度总体保持相对稳定。

图 9 2018 年一季度非金融企业发行债券期数前十位行业分布情况



注：1.按照 Wind 四级行业划分；

2.以 2017 年发行期数由高到低排序。

资料来源：联合资信 COS 系统

6、担保债券具有略高的风险溢价要求

本季度，共有 52 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 315.21 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 4.74% 和 2.65%，环比、同比均有所下降。

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 6 期、1 期、7 期、26 期和 12 期，发行规模分别为 42.50 亿元、10.00 亿元、

51.00 亿元、163.30 亿元和 48.41 亿元。其中，保证担保 48 期，抵押担保 3 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 74BP、126BP、72BP⁸，表明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 64 家金融机构发行非政策性金融债 94 期⁹，总发行规模 2370.30 亿元，受证券公司债和商业银行金融债发行明显减少影响，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减少 15% 以上。具体来看，商业银行金融债（含商业银行二级资本工具）发行期数和发行规模（21 期、572.50 亿元）环比、同比均减少超过 50%，这或与金融强监管下一些银行缩减同业和资金业务规模导致融资需求下降有关。证券公司债发行期数（54 期）环比、同比均有所下降，发行规模（1091.80 亿元）环比和同比均下降 25% 以上；证券公司短融发行期数和发行规模（10 期、250.00 亿元）较上季度（7 期、152.00 亿元）与上年同期（3 期、60.00 亿元）均有所增加。其它金融机构债发行期数与规模（6 期、336.00 亿元）较上季度（6 期、94 亿元）发行规模明显增加，较上年同期（12 期、183.00 亿元）发行期数减少、发行规模增加。另外，本季度有 3 家保险公司发行 3 期保险公司债，规模共计 120.00 亿元。

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¹⁰的债项级别以 AAA 及 AA+ 为主，二者发行期数（47 期）和发行规模（1306.10 亿元）的占比分别为 97.92%、99.92%，较上季度（96.23%、99.56%）与上年同期（73.58%、92.19）均有所增加。

⁸ 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。

⁹ 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。

¹⁰ 不包含私募债。

表 3 2018 年一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 | 21 | -57.14 | -50.00 | 21 | -54.35 | -46.15 | 572.50 | -78.73 | -63.03 | 27.26 | -50.36 | -26.06 |
| 证券公司债 | 54 | -23.94 | -5.26 | 34 | -5.56 | 9.68 | 1091.80 | -28.07 | -26.79 | 20.22 | -5.42 | -22.73 |
| 证券公司短融 | 10 | 42.86 | 233.33 | 4 | 0.00 | 300.00 | 250.00 | 64.47 | 316.67 | 25.00 | 15.13 | 25.00 |
| 保险公司债 | 3 | - | - | 3 | - | - | 120.00 | - | - | 40.00 | - | - |
| 其它金融机构债 | 6 | 0.00 | -50.00 | 5 | 25.00 | -54.55 | 336.00 | 257.45 | 83.61 | 56.00 | 257.45 | 267.21 |
| 合计 | 94 | -29.32 | -17.54 | 64 | -28.89 | -21.95 | 2370.30 | -46.79 | -27.80 | 25.22 | -24.72 | -12.44 |

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，在银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（42 期）和发行规模（794.08 亿元）环比降幅均超过 70%，同比期数下降 38.24%、规模略有增长；非金融企业资产支持票据发行期数（27 期）和发行规模（112.63 亿元）环比均下降 45%左右，同比均增长近 3 倍。在交易所债券市场上，资产证券化产品发展速度也有所放缓，本季度发行期数（284 期）和发行规模（1201.25 亿元）环比均下降约 50%，同比期数下降 22.19%、规模增长 10.41%。发行减少或受监管机构加强现金贷监管，银行间市场以及交易所市场对消费贷和现金贷类 ABS 审核趋严影响。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。

3 月，首单新能源行业供应链资产支持证券、首单互联网电商供应链资产支持证券，以及首单专项用于乡村振兴、支持脱贫攻坚领域的资产支持证券先后获批，资产支持证券产品进一步丰富。

（四）债券新品种发行情况

1、绿色债券资金主要投向资源节约与循环利用领域

本季度，绿色债券发行期数（19 期）和发行规模（173.58 亿元）环比大幅下降，同比有所上升。本季度新发绿色债券包括中票、PPN、企业债、公司债（含私募债）、商业银行债和资产支持证券，其中公司债发行期数最多（6 期），中票的发行规模最大（116.00 亿元），分别占绿色债券发行总期数和总规模的 31.58% 和 66.83%；新发绿色债券主要集中在 AAA 级；绿色债券发行主体涉及建筑与

工程、商业银行等 9 个行业¹¹；从发行利率来看，75%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，发行成本优势有所提升；除 2 只企业债、2 只私募债以及 1 只 PPN 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，上海和浙江地区发行人所发绿色债券期数（均为 3 期）最多，广东地区发行人所发绿色债券规模（30.00 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资源节约与循环利用领域。

2、熊猫债发行量有所上升

本季度，共有 12 期熊猫债发行，发行规模为 231.60 亿元，发行期数和发行规模环比和同比均有所增加。“18 东京日联债 01”、“18 瑞穗银行债 01”为首批由日资发行人在中国债券市场发行的熊猫债，是近期中日两国审计监管机构达成互惠合作之后，两国机构跨境发行债券、扩大中日两国双边财金务实合作的重大成果，有利于吸引更多日资银企及其它国家和地区境外机构进入中国债券市场，丰富债券市场发行主体，也对助推人民币进一步国际化具有积极意义。

四、二季度债市展望

从二季度债券市场来看，我们预计会有以下几个趋势：

第一，债券发行规模有望增加。4 月 25 日，央行实施定向降准 1 个百分点缓解流动性压力，加大对小微企业的融资支持力度，此举有利于稳定未来市场利率走势预期，利好债券发行。此外，在鼓励债券产品创新的背景下，资产支持证券和商业银行资本工具品种有望进一步丰富。在政策的鼓励支持下，未来有望有更多的发行人和投资人参与“一带一路”建设债券。

第二，地方政府债务风险管控将延续“开前门、堵后门”的思路。“开前门”方面，4 月初，财政部推出地方政府棚户区改造专项债券，地方政府专项债券品种更加丰富，未来政府专项债券品种范围有望进一步拓宽，完善地方政府融资渠道。根据财政部数据，2018 年仍有 1.73 万亿元非政府债券形式存量政府债务，由于存量债务置换截止时间为 2018 年 8 月，二季度置换债券发行有望提升。“堵后门”方面，在加强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。在疏堵结合的背景下，我国地方政府性债务风险

¹¹ WIND 三级行业。

将得到有效管控。

第三，债市对外开放仍将继续推进。在我国金融市场开放的背景下，债券市场开放的广度和深度将继续提升。央行在“两会”期间表示，下一步将完善法律、税收、评级等方面的制度安排，为境外投资者投资中国债券市场提供更加便利和友好的制度环境，同时推动金融市场基础设施互联互通和跨境合作，扩大投资人队伍。此外，随着评级行业对外开放政策的落地，外资评级机构的进入将助推我国评级行业以及债券市场与国际进一步接轨。

第四，继续加大风险管控力度。随着“去杠杆”的进一步深化，中小企业再融资压力加大，违约风险正在不断积累。下一步监管层将继续出台相关政策，通过加强信息披露、强化行业监管、完善违约后处置机制等方式提高债市风险管控水平。与此同时，随着债券市场法治化管理步伐的加快，金融机构内部风控要求或将主动提高，有利于系统性金融风险的防范。

整体来看，二季度，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，债券发行量有望回升。在债市各项支持政策的推动下，债券市场规范化和对外开放进程将继续加快。