

2017年二季度债券市场回顾与下半年展望

——宏观经济稳中向好及资金面有所缓解推动发行量回升

2017年8月3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年二季度债券市场回顾与下半年展望

——宏观经济稳中向好及资金面有所缓解推动发行量回升

作者：联合资信 夏妍妍 刘艳

一、债券市场环境

（一）因时制宜与大力创新并举，发挥债券市场服务经济的作用

制造业企业发行债券融资获支持，房企和类平台项目发债融资有条件松绑。2017年3月29日，人民银行、工业和信息化部等五部门联合印发《关于金融支持制造强国建设的指导意见》，支持符合条件的制造业企业发行直接融资工具，创新债券品种，鼓励储架发行，有助于推动制造业企业发债融资。4月，交易所关于房企发债的最新窗口指导意见对房企发债融资有条件松绑¹，但募资用途仍然不得用于购置土地，只能用于非房地产业务，并进行专户监管。据悉，自上年9月份以来收紧或暂停的类平台债券项目也于本季度恢复审核，但仍要求发行人最近三年来来自所属地方政府的收入占比不超过50%。制造业企业发债融资获支持以及房企和类平台项目发债融资有条件松绑，有助于定向满足相关企业的融资需求，服务经济稳定健康发展。

债券新品种相继发行，支持经济发展转型。继2015年11月国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）发布《双创孵化专项债券发行指引》支持双创企业融资后，2017年4月，《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》发布，明确通过实行专项审核、支持设置转股条款、鼓励业务创新以及完善激励机制等措施鼓励和规范创新创业公司债的发展。4月27日，首单创业板上市公司双创债“17阳普S1”在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）成功发行，标志着交易所双创债正式问世。5月8日，首单双创专项债务融资工具“17蓉高投PPN001”在银行间市场完成发行，这是银行间债券市场在支持双创企业融资方面的又一举措。6月底，发改

¹ 不满足《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》中规定的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过30%，也可以申报发债。

委、人民银行等多部门联合发布《关于做好 2017 年降成本重点工作的通知》，提出继续扩大债券发行规模，扩大创新创业债试点规模。双创债的发展有助于完善债券市场服务实体经济模式，支持创新创业和实体经济发展。

此外，国家开发银行于 4 月 12 日至 18 日发行首期不超过 30 亿元易地扶贫搬迁专项柜台债券；5 月，发改委正式核准了陕西金资和陕西金控分别申报的两只市场化银行债权转股权专项债券；6 月 23 日，全国首单募集资金全部用于扶贫的专项扶贫债务融资工具“17 鄂交投 SCP001”成功发行，募集资金 25 亿元，是目前市场上发行金额最大的扶贫债务融资工具。各类专项债券的成功发行有助于引导社会资金投向脱贫攻坚、供给侧结构性改革等国民经济重点领域。

（二）进一步规范地方政府举债融资行为，推动地方政府与社会资本合作

明确新增地方债限额分配管理，进一步规范地方政府举债融资行为。财政部于 2017 年 4 月 1 日发布《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》，明确新增地方政府一般债务限额和专项债务限额根据各地区债务风险、财力状况等，统筹考虑中央确定的重大项目支出、地方融资需求等因素进行测算和分配，进一步规范了新增地方政府债务限额管理，有助于防范财政金融风险。本季度，财政部等部门先后发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》、《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》和《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》等政策，从开展地方政府融资担保清理整改、加强融资平台公司融资管理、规范政府与社会资本方的合作行为、建立跨部门联合监测和防控机制、推出地方政府土地储备专项债、规范政府购买服务行为等方面，进一步规范地方政府举债融资行为。6 月底财政部通报了河南省驻马店市利用政府购买服务名义违法违规举债担保的行为，相关单位和责任人员受到严肃处理，诸多举措均表明监管层加强地方政府债务风险管控的决心。

规范 PPP 项目融资渠道，推动地方政府与社会资本合作。在 2016 年底发改委与中国证券监督管理委员会联合出台《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化工作的通知》的背景下，2017 年 4 月 11 日，首批三只 PPP 项目资产支持证券在上海证券交易所挂牌。4 月 25 日，发改委发布《政府和社会资本合作（PPP）项目专项债券发行指引》，明确在相关手续齐备、偿债措施完善的基础上，提高 PPP 项目专项债券审核效率，同时鼓励上市公司及其子公司发行 PPP 项目专项债。6 月 19 日，财政部等三部门发布《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》，从项目、工作程序以及监督管理等方面进一步规范了 PPP 项目资产证券化工作。PPP 项目专项债的发行以及 PPP 项目资产证券化的开展有利于规范和推动地方政府与社会资本合作，减轻地方政府举债压力。

（三）债券市场双向开放进程进一步加快，政策和产品不断完善

我国债券市场双向开放持续推进，相关政策和产品不断完善。4 月 10 日，香港交易所推出的中国财政部五年期国债期货合约正式上市交易，这是全球首只对离岸投资者开放的在岸利率产品，有利于满足国际投资者管理人民币利率风险头寸的需求，推动内地债券市场国际化。5 月 1 日，发改委等五部门发布《关于进一步推进开放型经济新体制综合试点试验的若干意见》，规定 12 个试点地区²符合条件的企业的境外母公司可以在境内发行人民币债券，并且允许符合条件的跨国企业集团开展跨境人民币双向资金池业务，此举有助于推动熊猫债的发行。4 月 11 日，中国银行在境外成功完成 30 亿美元等值的“一带一路”债券³，其中中国银行约翰内斯堡分行发行的人民币债券是非洲首支离岸人民币债，并被称为“彩虹债”，境外发债区域进一步扩大。

“债券通”相关政策文件陆续发布，加快债市对外开放进程。5 月以来，监管层先后发布公告和《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》

² 12 个试点城市和区域包括济南市、南昌市、唐山市、漳州市、东莞市、防城港市，以及浦东新区、两江新区、西咸新区、大连金普新区、武汉城市圈以及苏州工业园区。

³ 发行主体包括澳门、迪拜、约翰内斯堡、悉尼分行和卢森堡子行。

等，同意开展香港与内地间的“债券通”，初期将先开通“北向通”，规定符合要求的境外投资者可使用自有人民币或外汇，通过“北向通”投资银行间债券市场⁴。此后，上清所与中债登分别发布“债券通”登记托管、清算结算规则等，“债券通”相关配套政策也基本形成。7月3日，“债券通”正式开通，进一步拓宽了境外投资者投资中国债券市场的途径，有助于推动我国债券市场的国际化进程。

（四）债市相关机制不断完善，绿色债券发展再获支持

债市相关机制不断完善。2017年4月10日，深交所发布《深圳证券交易所债券招标发行业务指引》，明确规定公司信用类债券通过深交所招标发行，发行人主体评级应不低于AA级，当期债券发行总规模不少于人民币10亿元，规范了招投标发行业务。继2016年9月发布《深圳证券交易所公司债券簿记建档发行业务指引》后，深交所进一步规范债券一级市场发行定价和配售行为，此举有利于保护交易各方的合法权益，促进债券市场健康发展。4月14日，上交所发布了《关于修改〈上海证券交易所交易规则〉及〈上海证券交易所债券交易实施细则〉涉及债券交易若干条款的通知》，修改了质押式回购计息规则以及质押式回购收盘价计算方法⁵，以提高回购收盘价稳定性。此外，为支持国债做市，提高国债二级市场流动性，财政部6月20日首次进行国债做市支持操作，此举有利于健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，为债券市场提供市场化的定价参考。

绿色债券鼓励政策逐步落地。2017年4月6日，中关村管委会印发《中关村国家自主创新示范区促进科技金融深度融合创新发展支持资金管理办法》，提出给予“绿色企业”贷款贴息以及绿色债发行企业补贴支持⁶，在降低绿色

⁴ 标的债券为可在银行间债券市场交易流通的所有券种，“北向通”境外投资者可以进行债券现券交易，未来将逐步扩展到债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等交易。

⁵ 一是修改质押式回购计息规则，计息天数从回购期限的名义天数修改为资金实际占款天数，将全年计息天数从360天改为365天；二是修改质押式回购收盘价计算方法，由当日最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价修改为当日最后一笔交易前一小时所有交易的成交量加权平均价。

⁶ 明确规定对于发行绿色债融资的企业，按照票面利息的40%给予补贴；单家企业年度直接融资的利息补贴不超过100万元；同一笔直接融资业务的利息补贴不超过3年。

企业和债券融资成本的同时，也对其它地区绿色债券支持措施的落地起到一定的带动作用。6 月，人民银行等多部门联合发布《金融业标准化体系建设发展规划（2016-2020 年）》，明确提出五大金融标准化工程，其中包括绿色金融标准化工程，这有助于推动我国绿色债券的规范化发展。此外，人民银行、发改委等七部门共同发布江西赣江新区、贵州贵安新区等五省八市（区/州）⁷建设绿色金融改革创新试验区总体方案，明确提出拓宽绿色产业融资渠道，支持金融机构和相关企业发行绿色债券、项目支持票据和集合债券，鼓励地方政府发行地方债支持符合规定的绿色公益性项目。上述政策的实施将进一步促进我国绿色债券的发展。

（五）违约事件有所减少，风险防控继续加强

违约事件有所减少。本季度共有 7 只⁸债券发生违约，涉及 6 家违约主体，涉及债券规模 59.4 亿元，违约债券期数、规模和涉及的主体家数环比和同比均有所下降。其中，5 家发行人此前已经发生过违约。

风险防控继续加强。2017 年 4 月 7 日，中国证券登记结算有限责任公司修订并发布《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引》，主要从增量和存量两个方面加强了对质押券风险的管理，提高增量信用债券回购准入的债项评级标准⁹，完善了存量质押券风险主动管理和动态调整机制，有助于降低回购业务整体信用风险水平。4 月 10 日，银监会下发《关于银行业风险防控工作的指导意见》，明确银行业金融机构应将直接债券投资以及通过特殊目的载体（SPV）、表外理财等方式开展的债券投资纳入统一监测范围，同时

⁷ 包括江西省赣江新区，贵州省贵安新区，新疆维吾尔自治区哈密市、昌吉州和克拉玛依市，广东省广州市，浙江省湖州市、衢州市。

⁸ 不包含之前已经发生过利息兑付违约的“11 蒙奈伦”以及“13 东特钢 MTN2”。

⁹ 增量方面，按照新老划断原则改革信用债券回购准入标准。将增量信用债券回购准入标准提高至债项评级 AAA 级、主体评级不得低于 AA 级（主体评级 AA 级的，其评级展望不得为负面），存量信用债维持原主体评级和债项评级均不得低于 AA 级（主体评级 AA 级的，其评级展望不得为负面）的回购准入标准。

要求合理控制同业存单等同业融资规模¹⁰，这有利于防范系统性风险，但或将在一定程度上抑制同业存单的发行。6 月，上交所和深交所分别发布债券市场投资者适当性管理办法，对合格投资者标准¹¹和个人投资者投资范围进行了调整¹²，这将有助于保护投资者合法权益，维护债券市场稳定发展。

二、债券产品发行利率

本季度，银行间市场资金面整体延续了上季度中性偏紧的状态。具体来看，本季度，在美元加息、金融系统去杠杆等背景下，央行综合运用逆回购、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，维持银行间市场资金面的紧平衡状态，随着 6 月央行通过续作 MLF 提前对冲到期量等手段向市场投放流动性，季末资金面有所缓解。在此背景下，利率整体延续了上季度的小幅波动上行走势，季末利率略有回落。

本季度，一年期贷款基准利率维持在 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，但自四季度以来流动性阶段性趋紧导致银行间固定利率国债一年期到期收益率呈现上行走势，季末略有回落，本季度的平均水平（3.36%）较上季度（2.77%）和上年同期（2.31%）均有所上升。本季度，一年期短融¹³的平均发行利率（5.40%）与银行间固定利率国债一年期到期收益率上升趋势大致相同，继续高于一年期贷款基准利率，且较上季度（4.95%）和上年同期（3.98%）均有所上升。

¹⁰ 《关于银行业风险防控工作的指导意见》明确银行业风险防控的十大重点领域，不仅包括信用风险、流动性风险、地方政府债务违约风险等传统领域风险，还包括债券波动风险、交叉金融产品风险、外部冲击风险等非传统领域风险。同时要求“采取有效措施降低对同业存单等同业融资的依赖度”、“督促同业存单增速较快、同业存单占同业负债比例较高的银行，合理控制同业存单等同业融资规模”。

¹¹ 专业投资者中的非金融机构投资者需要同时符合资产性质和专业经历的要求。其中，资产性质要求机构最近 1 年末净资产不低于 2000 万元且最近 1 年末金融资产不低于 1000 万元，个人金融资产不低于 500 万元或者最近 3 年个人年均收入不低于 50 万元；专业经历要求机构及个人具备一定的投资经历或工作经历。

¹² 规定合格个人投资者的投资范围仅限大公募公司债券及/或债项评级 AAA 的小公募公司债券，当债项评级下调至低于 AAA、发行人最近一个会计年度出现亏损、发生债务违约等情形时，仅允许合格投资者中的机构投资者买入债券。

¹³ 不加说明均不包含超短融。

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% 的水平；与银行间固定利率国债一年期到期收益率变动相似，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 3.42%、3.46% 和 3.55%，较上季度和上年同期均有明显上升。本季度三年期公司债¹⁴、五年期中期票据和七年期企业债券的平均发行利率与相应期限的固定利率国债到期收益率的走势大致相同，平均发行利率分别为 5.61%、5.81% 以及 6.04%，较上季度和上年同期均有所上升，季末有所回落。除个别评级为 AAA 级的债券外，多数债券发行利率明显高于相应期间的贷款基准利率。

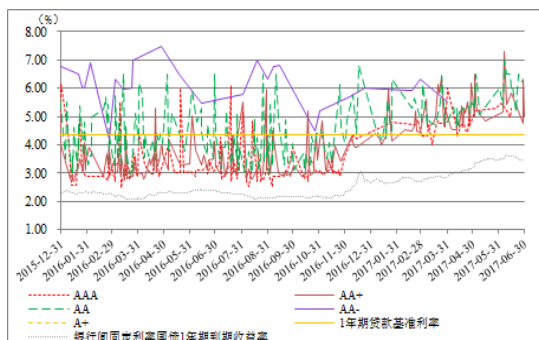


图 1 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

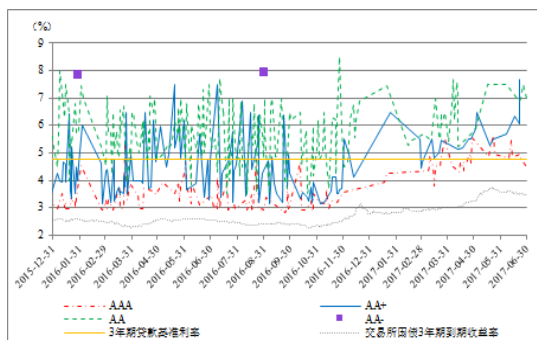


图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

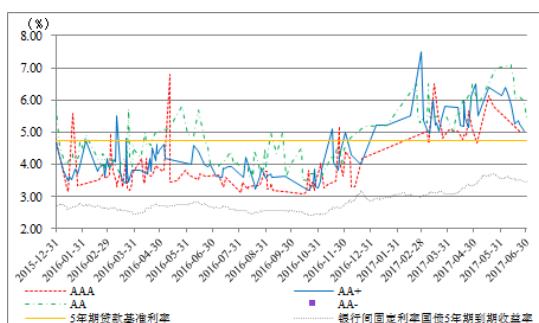


图 3 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

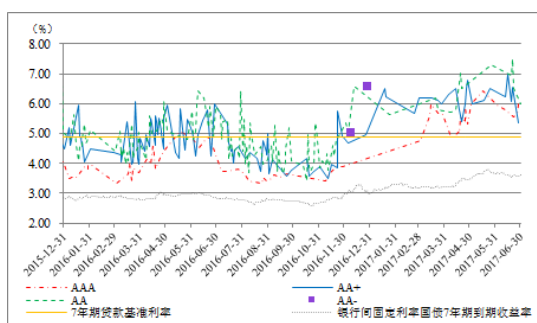


图 4 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

三、债券市场发行情况

本季度，债券市场共发行各类债券 9.56 万亿元，环比增长 14.60%，同比小幅下降 4.01%。其中，银行间债券市场新发债券 9.05 万亿元，占债券市场发行总量的比重（94.65%）环比和同比均有所上升，银行间债券市场仍是我国债

¹⁴ 不加说明均不包含私募债。

券主要发行场所。本季度，地方政府债和企业债的发行期数和发行规模环比均增长 2 倍左右，增幅显著，但同比仍下降 40%左右；中期票据¹⁵发行期数环比和同比增幅均在 20%以上，发行规模环比和同比变化不一；银行间 ABS 发行期数和发行规模环比和同比均增加了 25%以上，增幅较大；同业存单仍然保持各券种发行量之首。截至 2017 年二季度末，我国债券市场主要债券品种存量规模达到 68.78 万亿元，继续小幅扩大。

表 1 2017 年二季度债券市场发行和存量情况

券种类别	2016 年二季度发行		2017 年一季度发行		2017 年二季度发行		2017 年二季度末存量	
	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	490	34677.16	138	9405.05	311	22856.88	2882	243521.33
国债	39	8977.60	31	4660.00	39	8992.19	240	119178.28
地方政府债	451	25699.56	107	4745.05	272	13864.69	2642	124343.05
央行票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
金融债	218	11706.00	207	10041.53	204	10599.00	1045	159365.04
政策性银行债	186	10417.10	155	8316.50	145	7856.30	400	127548.22
商业银行债券	24	971.00	42	1548.53	48	2172.70	525	27129.02
非银行金融机构债券	8	318.00	11	178.00	11	570.00	120	4687.80
政府支持机构债券	2	350.00	6	470.00	8	800.00	127	14205.00
企业债券	115	1338.90	24	193.20	67	693.40	2735	35166.89
一般企业债	109	1289.90	21	177.20	61	663.70	2664	34506.49
集合企业债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	14	135.30
项目收益债	6	49.00	3	16.00	6	29.70	57	525.10
中期票据	159	2277.40	122	1547.40	195	2184.30	3278	46101.24
集合票据	0	0.00	0	0.00	0	0.00	2	4.26
短期融资券	582	7895.00	426	5077.40	521	5741.50	1572	17166.40
短期融资券	138	1092.65	100	935.30	122	1020.00	539	4787.70
超级短期融资券	444	6801.90	326	4142.10	399	4721.50	1033	12378.70
证券公司短期融资券	20	448.00	3	60.00	4	80.00	4	80.00
资产支持证券（银行间）	65	579.87	68	759.94	87	1146.34	599	6168.67
资产支持证券（交易所）	429	874.77	365	1087.97	343	1430.33	2161	6224.88
非金融企业资产支持票据	13	33.68	7	29.01	22	84.29	88	382.57
非公开定向债务融资工具	136	1159.15	116	843.00	152	1063.40	2250	20443.06
公司债	626	5886.86	214	1982.65	233	2063.49	4764	46350.00
一般公司债	173	2515.04	71	693.23	106	1088.29	1670	24259.73

¹⁵ 包含集合票据和项目收益票据，以下不加说明均包含。

私募债	453	3371.82	143	1289.42	127	975.20	3094	22090.27
证券公司债	41	1214.80	57	1491.40	57	1406.60	404	10684.90
可转债	2	19.56	2	307.17	3	19.34	20	636.82
可交换债	6	54.38	10	58.64	16	193.62	107	1046.00
项目收益票据	3	16.00	1	6.00	3	7.50	24	111.00
同业存单	3924	31031.80	6062	50028.80	6470	45196.60	10565	79937.30
国际机构债	0	0.00	0	0.00	0	0.00	6	165.00
SDR 债券	0	0.00	0	0.00	0	0.00	2	6 亿 SDR
合计	6831	99563.33	7828	83389.16	8696	95566.59	32633	687760.36

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 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

（一）非金融企业所发债券情况

1. 发行量有所回升

本季度，受宏观经济回稳向好带动和季末融资成本回落的影响，企业的融资需求有所提升并得到部分释放，同时新增违约事件减少也在一定程度上增加了投资端的信心，在供需两端多重因素的共同作用下，非金融企业所发债券¹⁶的发行期数（1019 期）、发行家数（684 家）和发行规模（10687.19 亿元）环比增幅均在 20% 以上，发行量有所回升。但受 2016 年下半年以来金融系统去杠杆、房地产以及过剩产能融资渠道受限等因素影响，非金融企业所发债券的期数、家数和规模同比降幅（30% 左右）仍然较大。本季度非金融企业所发债券的平均发行规模（10.49 亿元）环比和同比均有较大下降。

短期融资券

¹⁶ 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。

本季度，共有 118 家企业发行短融 122 期，发行规模为 1020.00 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比均有所上升、同比降幅均在 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 1 年期为主。本季度，共有 233 家企业发行超短融 399 期，发行规模 4721.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比均上升 15% 左右、同比降幅仍然较大，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 171 家企业发行中票 198 期，发行规模为 2188.80 亿元，发行家数和发行期数环比和同比均增加 13% 以上，发行规模环比增加 37.37%，同比略有下降，平均发行规模环比和同比降幅均在 10% 以上。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 69.85%，占比环比和同比均下降 8 个百分点左右，主要是由于可续期中票发行占比有所提高。特殊期限中票¹⁷共发行 66 期，占中票总发行期数的占比（33.33%）环比和同比分别提高约 5 个和 15 个百分点，表明市场对特殊期限中票更为青睐；其中可续期中票发行 52 期，发行规模 464.00 亿元，在中票发行期数和发行规模中的占比（26.26%）环比和同比分别提高约 6 个和 14 个百分点，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（3 期）和发行规模（7.50 亿元）仍然较少。

企业债

本季度，共有 65 家企业发行企业债券¹⁸67 期，发行规模为 693.40 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比均增加了 2 倍左右，环比增幅较高或与一季度基数较低以及城投债目前尚未出现实质性违约导致市场需求仍然较大有关；发行期数、发行家数和发行规模同比降幅均在 45% 左右，但降幅较上季度有所收窄。本季度，企业债的平均发行规模为 10.35 亿元，环比增加 28.56%，

¹⁷ 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。

¹⁸ 包含集合债及项目收益债。

同比下降 14.20%。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（70.83%）环比和同比变动不大。本季度项目收益债发行期数（6 期）和发行规模（29.70 亿元）仍然较少。

公司债

本季度，共有 89 家企业累计发行公司债 106 期，发行规模为 1088.29 亿元，发行期数、发行家数和发行规模环比均增加了 30% 以上，同比均下降了 45% 左右。本季度，公司债平均发行规模为 10.27 亿元，环比和同比变化不一。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（65.09%）环比和同比均变化不大。私募债方面，根据 Wind 资讯截至 2017 年 7 月 3 日已披露的数据，本季度私募债发行期数（127 期）和发行规模（975.20 亿元）环比下降 20% 左右，同比均大幅下降 70% 以上，降幅较大可能与证监会要求清理资金池类债券产品等去杠杆、防风险相关措施有关。

表 2 2017 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	399	22.39	-10.14	233	8.88	-13.06	4721.50	13.99	-30.59	11.83	-6.90	-53.38
短融	122	22.00	-11.59	118	28.26	-7.81	1020.00	9.06	-6.65	8.36	-10.58	-2.06
中期票据	198	58.40	22.22	171	52.68	13.25	2188.80	37.37	-4.56	11.05	-13.30	-27.22
企业债券	67	179.17	-41.74	65	209.52	-41.44	693.40	258.90	-48.21	10.35	28.56	-14.20
公司债券	233	8.88	-62.78	201	9.24	-51.91	2063.49	4.08	-64.95	8.86	-17.81	-37.12
一般公司债	106	49.30	-38.73	89	32.84	-41.45	1088.29	56.99	-56.73	10.27	5.15	-29.38
私募债	127	-11.19	-71.96	112	-4.27	-57.89	975.20	-24.37	-71.08	7.68	-14.84	3.16
合计	1019	29.15	-31.38	684	26.67	-29.12	10687.19	20.80	-38.63	10.49	-35.98	-41.88

资料来源：联合资信 COS 系统

2. 债项信用等级向 AAA 级集中

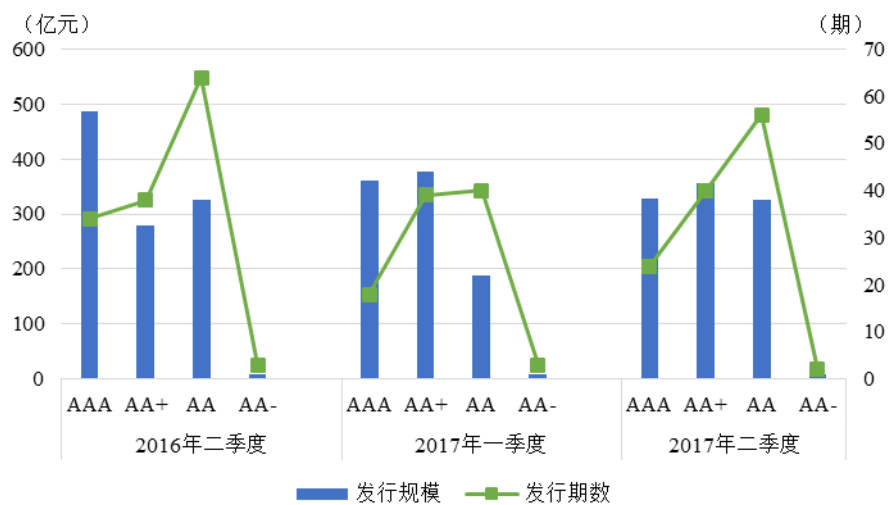
本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。

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主要集中在 AAA 级~AA 级，占比（98.36%）环比和同比均有所升高。其中 AA 级主体所

发短融的期数仍然最多，其在总发行期数中的占比（45.90%）环比增幅显著，同比略有下降；AA-级主体所发短融仅有 2 期。短融发行期数向 AA 级（含）以上级别集中趋势进一步凸显。

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 99.12%，环比和同比变化不大。其中，AA+级主体所发短融规模自上季度起超越 AAA 级主体所发短融规模，本季度占比（35.00%）仍最高，占比环比下降 5.3 个百分点，同比上升 10.31 个百分点，增幅较大。AA 级（含）以上主体所发短融规模分布更为均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布仍然主要集中于 AA 级（含）以上级别，且 AA 级（含）以上级别主体所发短融规模趋于均等化。



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

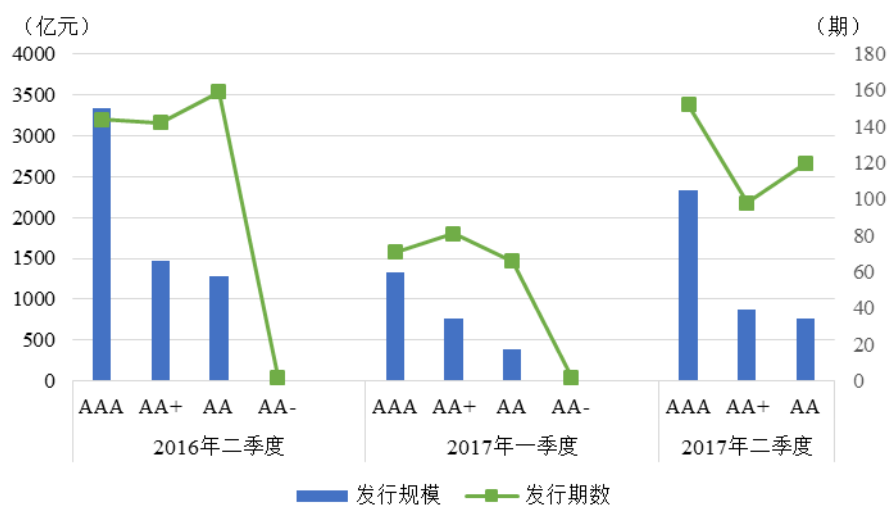
本季度，非金融企业所发中票、企业债、公司债信用等级全部分布在 AAA 级~AA 级，无 AA-级债券发行。

从发行期数来看，本季度非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行期数超过 AA+级和 AA 级，在总发行期数中的占比（41.08%）跃居第一，环比和同比均上升约 9 个百分点，或是由于在防范信用风险的环境下高信用等

级债券更具发行优势且更受市场青睐；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（26.49%）环比和同比均下降 5 个百分点以上。总体来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行期数占比明显增加。

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（58.65%）环比和同比均上升 5 个百分点左右；非金融企业所发 AA+级和 AA 级中票、企业债、公司债的发行规模占比更趋均匀。总体来看，非金融企业所发 AAA 级中票、企业债、公司债发行规模占比明显增加。

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呈现向 AAA 级集中的趋势。



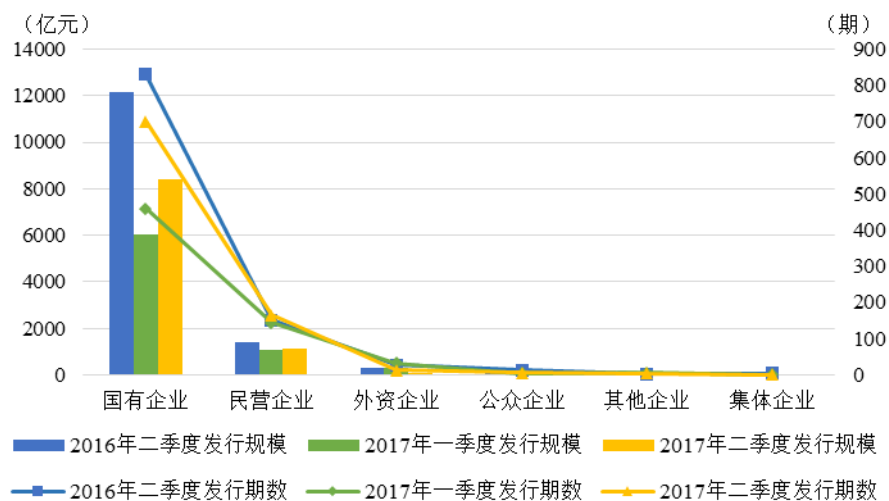
注：债项双评级结果不一致的债券按两期发行分别计入样本，结果一致的按一期计入。
资料来源：联合资信 COS 系统

图 6 2017 年二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略有下降

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（78.50%、86.41%）环比均上升 7 个百分点左右，同比均略有下降；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（18.59%、11.91%）环比均下降 3 个百分点左右，同比略有上升。外资企业、公众企业、其他企业和集体企业本季度所发债券的期数和规模仍然较少。

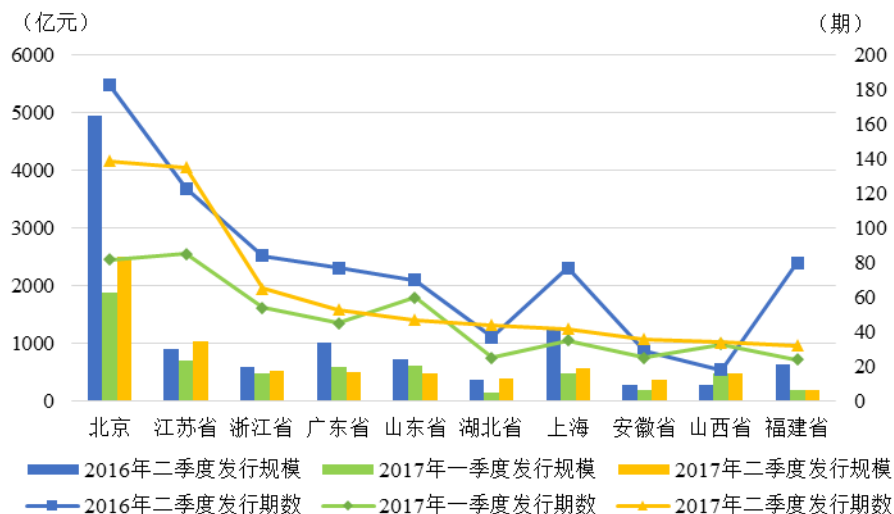


资料来源：联合资信 COS 系统

图 7 2017 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有所下降

本季度，北京、江苏、浙江、广东、山东、湖北以及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七位。其中北京的非金融企业所发债券的期数（139 期）超越江苏，再度位居第一，同时北京的非金融企业所发债券的规模（2511.00 亿元）仍然显著领先于其他地区。本季度非金融企业发行债券期数前十位的地区中，山东地区非金融企业所发债券的发行期数和发行规模环比和同比均有所下降，山西地区非金融企业所发债券的发行期数（34 期）排名自上年同期的第 15 位上升至第 9 位。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（70.29%、73.19%）环比和同比均下降 4 个百分点左右，债券发行的地区集中度有所下降。

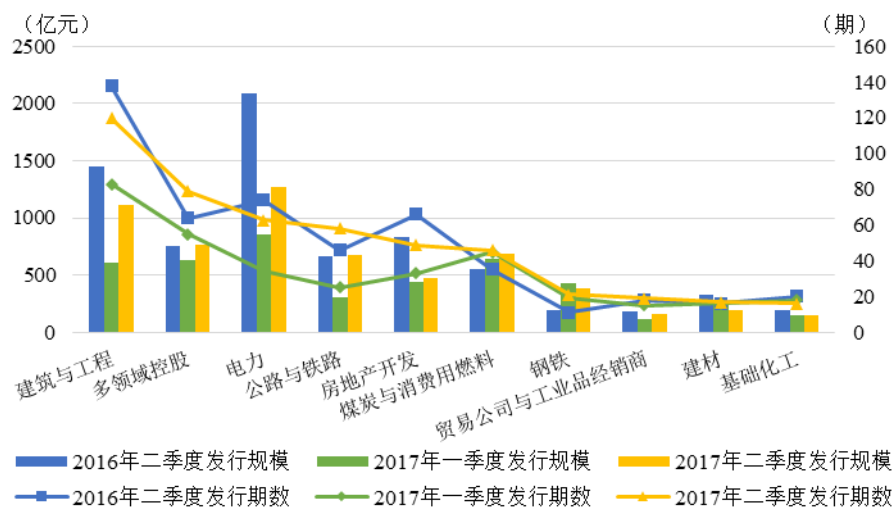


注：以本季度发行期数由高到低排序。
资料来源：联合资信 COS 系统

图 8 2017 年二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有所提高

本季度，建筑与工程、多领域控股、电力、公路与铁路、房地产开发以及煤炭与消费用燃料行业非金融企业所发债券的发行期数和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（120 期）仍然最多，电力行业非金融企业所发债券的发行规模（1273.00 亿元）仍然最大；受行业融资渠道有条件松绑影响，房地产开发行业非金融企业所发债券的发行期数（49 期）和发行规模（472.60 亿元）环比均有所增长，但同比仍大幅下降 25% 以上；受益于去产能进展顺利带来的行业盈利明显改善，煤炭与消费用燃料行业非金融企业所发债券的发行期数和发行规模环比和同比均有所增长；贸易公司与工业品经销商行业和钢铁行业非金融企业所发债券的发行期数排名分别从上季度第 11 位以及上年同期第 15 位升至本季度的第 8 位和第 7 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发行规模占总发行期数和总发行规模的比例（54.71%、68.06%）环比和同比均有所上升，行业集中度有所提高。



注：1. 以 2017 年本季度发行期数由高到低排序。
2. 根据 Wind 四级行业进行划分。
资料来源：联合资信 COS 系统

图 9 2017 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. 担保债券市场认可度较好

本季度，共有 66 期具有担保条款的非金融企业债券发行，发行规模为 536.00 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 7.40% 和 5.52%，环比均有所上升、同比均有所下降。其中，具有担保条款的短融 5 期、超短融 1 期、中票 8 期、企业债 41 期、公司债 11 期，发行规模分别为 48.00 亿元、5.00 亿元、46.50 亿元、382.40 亿元和 54.10 亿元。其中，保证担保 62 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 11BP 以及 7BP¹⁹，表明市场对通过担保提升债项信用等级的债券认可度较好，但不排除样本较少可能会对结果产生影响。

¹⁹ 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。

（二）非政策性金融债券发行情况

本季度，共有 77 家主体发行非政策性金融债 120 期²⁰，总发行规模 4229.30 亿元。发行期数、发行规模环比和同比均有所增加，发行家数环比有所减少，同比有所增加。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（48 期）和发行规模（2172.70 亿元）环比均增加了 14% 以上，同比均增加了 90% 以上，主要受本季度绿色金融债发行量大幅增加影响；证券公司短融发行期数（4 期）和发行规模（80.00 亿元）仍然较少；证券公司债（包括证券公司短期公司债券）发行期数（57 期）和发行规模（1406.60 亿元）环比变化不大，同比均增加了 15% 以上；其它金融机构债发行期数（11 期）环比下降了约 10%、同比增长了 2 倍以上，发行规模（570.00 亿元）环比和同比均增加了 2 倍以上，主要由于汽车金融公司和金融租赁公司债券发行量增加且“17 中国信达债 03”发行规模（240 亿元）较大所致；本季度没有保险公司次级债/资本补充债发行。

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²¹的债项级别以 AAA 级和 AA+级为主，二者发行期数（32 期）和发行规模（1892.00 亿元）的占比分别为 84.21%、98.29%。

（三）资产支持证券发行情况

本季度，资产支持证券发行仍保持较高增速。在银行间债券市场上，资产支持证券发行期数（87 期）和发行规模（1146.34 亿元）环比和同比均增长 25% 以上；非金融企业资产支持票据发行期数（22 期）和发行规模（84.29 亿元）环比和同比均大幅增加了 60% 以上。在交易所债券市场上，资产证券化产品本季度发行期数（343 期）环比和同比均有所下降，但发行规模（1430.33 亿元）环比和同比均增加了 30% 以上。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。

²⁰ 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。

²¹ 不包含私募债。

（四）债券新品种发行情况

1. 绿色债券发行量继续增加

本季度，新发绿色债券发行期数（24 期）和发行规模（533.50 亿元）环比和同比均大幅增加。本季度新发绿色债券包括金融债（含政策银行债和商业银行债）、中期票据、企业债、公司债（含私募）、非公开定向债务融资工具以及非金融企业资产支持票据，其中金融债的发行量仍然最大，发行期数（12 期）和发行规模（300.00 亿元）分别占绿色债券发行总期数和总规模的 40.00% 和 56.23%，发行主体仍以商业银行为主。本季度，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（70%）依旧较高；超过一半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²²，具备一定的发行成本优势；北京地区所发绿色债券发行人家数（6 家）、发行期数（8 期）和发行规模（300.00 亿元）均为最多；募集资金²³主要投向清洁能源、资源节约与循环利用等领域。

本季度，绿色债券覆盖券种进一步扩大。首创股份成功发行了首单非公开可续期绿色公司债“G17 首 Y1”，该笔公司债突出了“可续期+绿色”的创新概念，在降低发行人资产负债率的同时发行人还可灵活选择递延支付；北控水务（中国）投资有限公司发行了全国首单绿色资产支持票据“17 北控水务 ABN001”，也是目前规模最大、基础资产数量最多的水务类证券化产品。此外，在国际市场上，本季度中国长江三峡集团公司发行了 6.5 亿欧元 7 年期绿色欧元债券，这是中国实体企业的首单绿色欧元债券，进一步拓宽了中国实体企业的绿色融资渠道。

表 3 2017 年二季度绿色债券发行情况

债券简称	起息日	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率 (%)	债项级别	资金投向	第三方认证机构	债券类型
17 国开绿债 02	20170502	50	5	4.19	-	目录所有类别	普华永道	政策银行债
17 国开绿债	20170502	50	5	4.19	-	目录所有类别	普华永道	政策银行债

²² 不包括无可比债项的绿色债券。

²³ 不包含金融债。

02 (增发)								
17 哈尔滨市绿色金融 01	20170411	20	3	4.79	AAA	目录所有类别	安永	商业银行债
17 北京银行绿色金融 01	20170419	120	3	4.30	AAA	目录所有类别	安永	商业银行债
17 北京银行绿色金融 02	20170419	30	5	4.50	AAA	目录所有类别	安永	商业银行债
17 南京银行绿色金融 01	20170427	40	3	4.40	AAA	节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁能源、生态保护与适应气候变化	安永	商业银行债
17 南京银行绿色金融 02	20170427	10	5	4.60	AAA	节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁能源、生态保护与适应气候变化	安永	商业银行债
17 哈尔滨市绿色金融 02	20170510	20	3	4.68	AAA	目录所有类别	安永	商业银行债
17 哈尔滨市绿色金融 03	20170510	10	5	4.75	AAA	目录所有类别	安永	商业银行债
17 洛阳银行绿色金融债	20170512	10	3	4.70	AA+	目录所有类别	毕马威	商业银行债
17 长沙银行绿色金融 01	20170516	20	3	4.90	AA+	目录所有类别	安永	商业银行债
17 甘肃银行绿色金融债	20170524	10	3	4.90	AA+	清洁能源、污染防治、资源节约与循环利用	-	商业银行债
17 乐山商行绿色金融 01	20170605	8	3	5.30	AA	目录所有类别	中债资信	商业银行债
17 乐山商行绿色金融 02	20170605	2	5	5.60	AA	目录所有类别	中债资信	商业银行债
17 国网节能 GN001	20170425	10	3	4.99	AA+	节能	中诚信国际	中期票据
17 三峡 MTN001	20170607	20	3	4.73	AAA	清洁能源	中债资信	中期票据
17 融合融资 GN001	20170522	10	3	-	-	-	-	非公开定向债务融资工具
17 中电新能 GN001	20170522	8	3	5.50	-	-	-	非公开定向债务融资工具
17 产建绿色 01	20170502	9	7	5.75	AAA	循环经济发展项目	-	企业债
17 云水务绿色债	20170601	5.5	5+5	6.30	AA+	污染防治项目、循环经济发展项目	-	企业债
G17 龙源 1	20170516	20	3+2	4.90	AAA	清洁能源	毕马威	公司债
G17 华电 1	20170609	20	3+2	4.80	AAA	清洁能源、资源节约与循环利用	安永	公司债

G17 首 Y1	20170526	10	3+N	5.50	AAA	-	-	私募债
17 北控水务 ABN001	20170425	21	1-7 年	优先级 3.80-5.49, 次级不设票面利率	优先级 AAA, 次级无评级	污染防治、资源节约与循环利用、生态保护 and 适应气候变化	商道融绿	非金融企业资产支持票据

注: 1. 《绿色债券支持项目目录(2015年版)》所有类别包括节能、污染防治、资源节约与循环利用、清洁交通、清洁能源以及生态保护与适应气候变化共计六大一级分类。

2. “17 北控水务 ABN001”包括“17 北控水务 ABN001 优先 1”、“17 北控水务 ABN001 优先 2”、“17 北控水务 ABN001 优先 3”、“17 北控水务 ABN001 优先 4”、“17 北控水务 ABN001 优先 5”、“17 北控水务 ABN001 优先 6”以及“17 北控水务 ABN001 次”。

3. 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。

资料来源: 联合资信 COS 系统

2. 国内首单境外非金融企业绿色熊猫债发行

本季度, 共有 9 期熊猫债发行, 发行规模 166.00 亿元, 发行期数和发行规模环比均有所上升, 发行期数同比相同、发行规模同比有所下降。其中, 中国电力新能源发展有限公司 2017 年度第一期绿色非公开定向债务融资工具“17 中电新能 GN001”是国内首单境外非金融企业绿色熊猫债, 这将进一步提升中国债券市场的国际影响力, 加快债券市场的国际化步伐。

表 4 2017 年二季度熊猫债券发行情况

债券简称	起息日	发行总额 (亿元)	债券期限 (年)	票面利率 (%)	债项级别	主体级别	债券类型
17 中药控股 MTN001	20170613	20	3	4.98	AAA/AAA*	AAA/AAA*	中期票据
17 招商局港 MTN001	20170421	25	5	4.89	AAA	AAA	中期票据
17 金茂控股 MTN001	20170413	25	3	4.65	AAA	AAA	中期票据
17 中银投资 MTN001	20170626	15	3	4.40	AAA/AAA*	AAA/AAA*	中期票据
17 神州 01	20170426	3	3+2	5.50	AA+	AA+	公司债
17 中电新能 GN001	20170522	8	3	5.50	-	-	非公开定向债务融资工具
17 戴姆勒 PPN002	20170518	30	1	5.18	-	-	非公开定向债务融资工具
17 戴姆勒 PPN003	20170518	10	3	5.30	-	-	非公开定向债务融资工具
17 中信国际债 01	20170524	30	3	4.40	AAA	AAA	金融债

注: 1. 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。

2. “*”代表双评级。

资料来源: 联合资信 COS 系统

四、下半年债券市场展望

从下半年的债券市场来看，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。二季度我国经济运行稳中向好，预计下半年仍将保持平稳增长。受金融系统去杠杆、美联储加息预期和“缩表”等因素的影响，货币政策将保持稳健中性，但基于稳定经济发展的需要，央行将运用多种货币政策工具保证市场流动性的合理水平。在此背景下，主要信用债发行或将继续改善，与此同时，在政策的鼓励和支持下，PPP 专项债、创新创业债、扶贫专项债以及债转股专项债等发行量或将有所增加，债券市场服务实体经济功能将得到更有效发挥。

第二，地方债的发行和管理将更加规范化。近期，规范地方政府举债融资行为的政策陆续出台，财政部对于存在违法违规举债担保行为的地方政府也加大惩罚力度，表明监管层加强政府债务风险防控、规范地方债务管理的决心。此外，随着《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》、《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的落实，未来将有更多地方政府专项债券办法出台，地方政府债务和平台公司定位将进一步明确和清晰。

第三，债市开放或将进一步加速。“债券通”正式启动，为国际投资者配置内地债券资产提供了更为便捷的方式，将吸引更多国外资金进入内地债市，进一步加速我国债市的开放进程。7 月 3 日晚间，央行正式发布 2017 年第 7 号公告，对符合条件的境内外评级机构进入银行间债券市场开展业务予以规范，我国信用评级市场开放迎来实质性进展，长期来看将有利于我国债券市场和评级行业的规范化和国际化发展。

第四，继续完善债市相关机制，绿色债券支持政策的落地有望扩容。在债券市场不断加速发展的背景下，相关机制将继续得到规范和完善，同时绿色债券相关鼓励支持政策有望继续出台，推动我国绿色债券的规范化发展。

第五，债市风险管控继续加强。在债券市场违约事件持续发生的背景下，监管层将继续加强债券信息披露和风险管理，下半年有望出台更多防范债市风险的政策措施，债市风险管控有望继续加强。

整体来看，预计下半年我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，债券市场资金面将维持紧平衡状态，在债市各项政策的推动下，我国债券市场将朝着更加规范化和开放化的方向发展。