

2017年第三季度中国债券市场发行与评级研究

研发部 郭佩

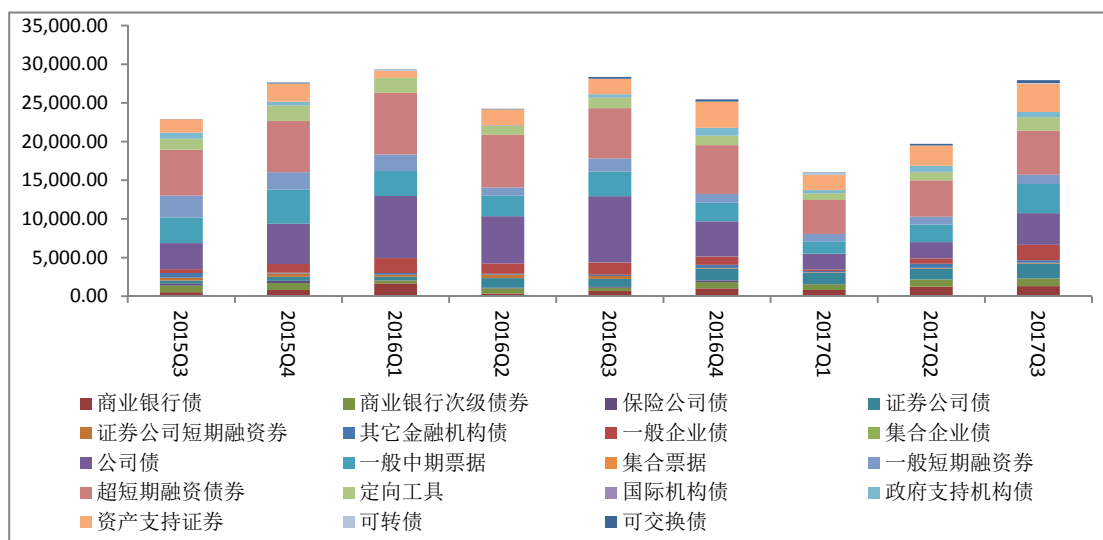
2017年第三季度，债券市场继续回暖，除其他金融机构债、政府支持机构债和国际机构债外，其余券种发行金额均实现环比增长。尽管信用债发行金额仍然不及去年同期，但利率债的强劲增长推动前三季度债券市场实现发行金额同比增长，扭转了上半年以来债券发行规模同比下降的态势。发行成本方面，第三季度资金面与上季度末相比基本保持稳定，债券市场主要收益率呈现平稳运行态势，但短期国债收益率波动较大，信用债发行成本整体趋升。

一、债券市场总体情况

(一) 债券市场发行情况

2017年第三季度，全国债券市场共发行各类债券 10284 期，发行金额合计 12.42 万亿元，同比增加 2.66 万亿元，同比增长 27.25%。其中，以国债、地方政府债、同业存单和政策性银行债为代表的利率产品合计发行 9.63 万亿元，同比增长 39.16%，占同期债券募集总额的 77.54%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为代表的信用产品发行规模合计 2.79 万亿元，同比下降 1.76%，占同期债券募集总额的 22.46%。

图表 1. 债券市场信用产品发行情况（亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2017年第三季度，信用产品各主要券种发行量均较第二季度有不同程度上升

升。其中，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）发行期数和发行金额环比分别上涨 21.14%和 17.19%、中期票据（指一般中期票据，不含中小企业集合票据和项目收益票据）环比上涨 75.00%和 69.58%、企业债环比上涨 177.05%和 186.10%、公司债环比上涨 100.95%和 123.41%。

利率债市场方面，同业存单第三季度发行规模为 5.40 万亿元，同比增长 49.58%，较第二季度增加 0.87 万亿元，今年以来发行规模趋于平稳。在“去杠杆、降风险”的金融监管背景下，中国人民银行于 2017 年 8 月 11 日发布的二季度《中国货币政策执行报告》中提出拟于 2018 年一季度评估时起，将资产规模 5000 亿元以上的银行发行的一年以内同业存单纳入 MPA 同业负债占比指标进行考核；8 月 31 日央行发布公告，自 2017 年 9 月 1 日起，金融机构不得新发行期限超过 1 年（不含）的同业存单。两项政策都表明了央行对规范同业业务，帮助金融机构做好流动性管理的决心。但鉴于目前多数银行的资产规模都在 5000 亿元以下，且留有充分的过渡期进行调整，银行发行的同业存单大多数也都在 1 年期（包含）以内，因此对银行业和同业存单的发行规模影响较为有限。

地方政府债第三季度发行规模为 1.67 万亿元，同比增长 10.60%，环比增长 20.14%。受利率成本较高、地方政府债监管加强等影响，上半年地方政府债发行节奏和规模不及去年同期水平，第三季度发行有所提速，预计第四季度发行规模将继续增加。此外，7 月起财政部发文优先试点发行土地储备、政府收费公路专项债，地方政府债券品种进一步丰富，第三季度地方政府分别发行土地储备专项债和政府收费公路专项债 1589.50 亿元和 253.00 亿元。

图表 2. 2017 年第三季度主要债券产品发行情况

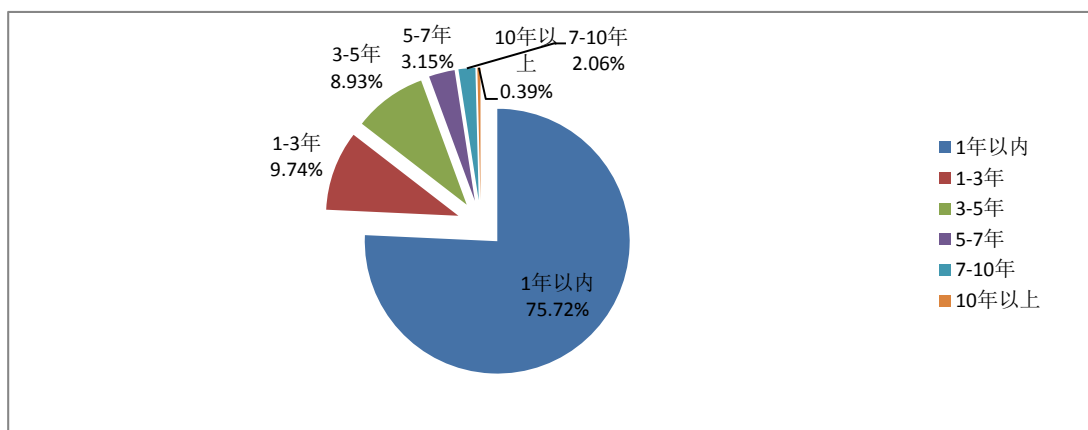
类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
国债	45	0.44	16,276.90	13.10
地方政府债	405	3.94	16,706.84	13.45
同业存单	6,959	67.67	54,028.50	43.49
金融债	328	3.19	13,960.70	11.24
政策银行债	171	1.66	9,295.10	7.48
商业银行债	27	0.26	1,303.00	1.05
商业银行次级债券	31	0.30	987.00	0.79
保险公司债	1	0.01	35.00	0.03
证券公司债	78	0.76	1,893.60	1.52
证券公司短期融资券	5	0.05	100.00	0.08
其它金融机构债	15	0.15	347.00	0.28
企业债	193	1.88	1,976.25	1.59
一般企业债	193	1.88	1,976.25	1.59

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
公司债	416	4.05	4,092.97	3.29
一般公司债	211	2.05	2,406.33	1.94
私募债	205	1.99	1,686.64	1.36
中期票据	351	3.41	3,771.90	3.04
一般中期票据(含 PRN)	351	3.41	3,771.90	3.04
短期融资券	665	6.47	6,908.40	5.56
一般短期融资券	149	1.45	1,202.40	0.97
超短期融资券	516	5.02	5,706.00	4.59
定向工具	266	2.59	1,738.40	1.40
国际机构债	2	0.02	20.00	0.02
政府支持机构债	5	0.05	660.00	0.53
资产支持证券	621	6.04	3,652.26	2.94
交易商协会 ABN	43	0.42	210.19	0.17
银监会主管 ABS	96	0.93	1,314.03	1.06
证监会主管 ABS	482	4.69	2,128.04	1.71
可转债	2	0.02	88.40	0.07
可交换债	26	0.25	364.73	0.29
合计	10,284	100.00	124,246.24	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从发行期限看，2017 年第三季度发行的债券以中短期为主，其中 1 年以下期限品种占同期债券发行量的 75.72%，1-3 年期、3-5 年期、5-7 年期、7-10 年期以及 10 年以上期限占比分别为 9.74%、8.93%、3.15%、2.06% 和 0.39%，5 年期以下债券合计占比 94.40%。

图表 3. 2017 年第三季度债券市场主要期限品种发行期数占比情况

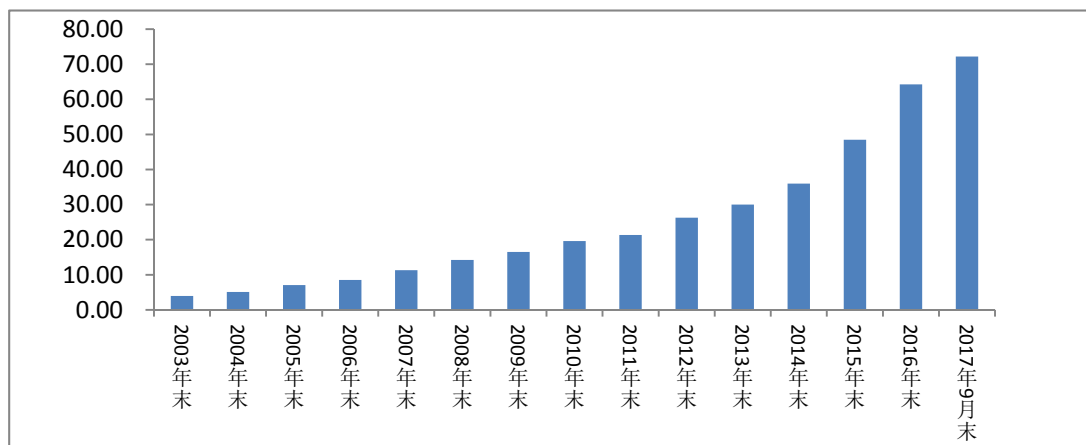


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

(二) 债券市场存量债券情况

从债券市场存量规模看，截至 2017 年 9 月末，全国债券市场存量债券余额 72.19 万亿元，较 2016 年末增加 7.92 万亿元。

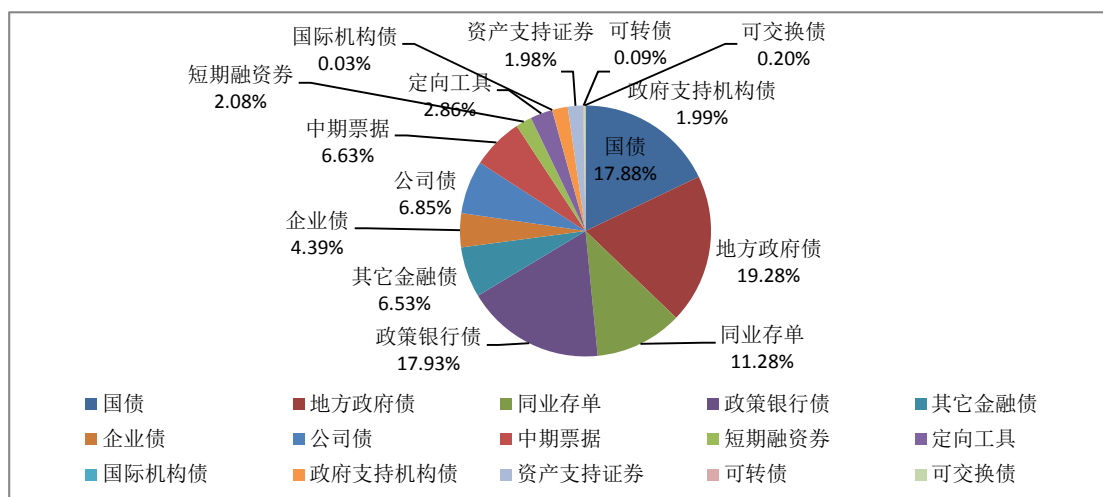
图表 4. 2017 年 9 月末债券市场存量债券余额（万亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

从债券市场存量债券券种分布看，截至 2017 年 9 月末，国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计 47.92 万亿元，占比 66.37%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为主的信用产品合计 24.28 万亿元，占比 33.63%。

图表 5. 2017 年 9 月末债券市场余额券种分布



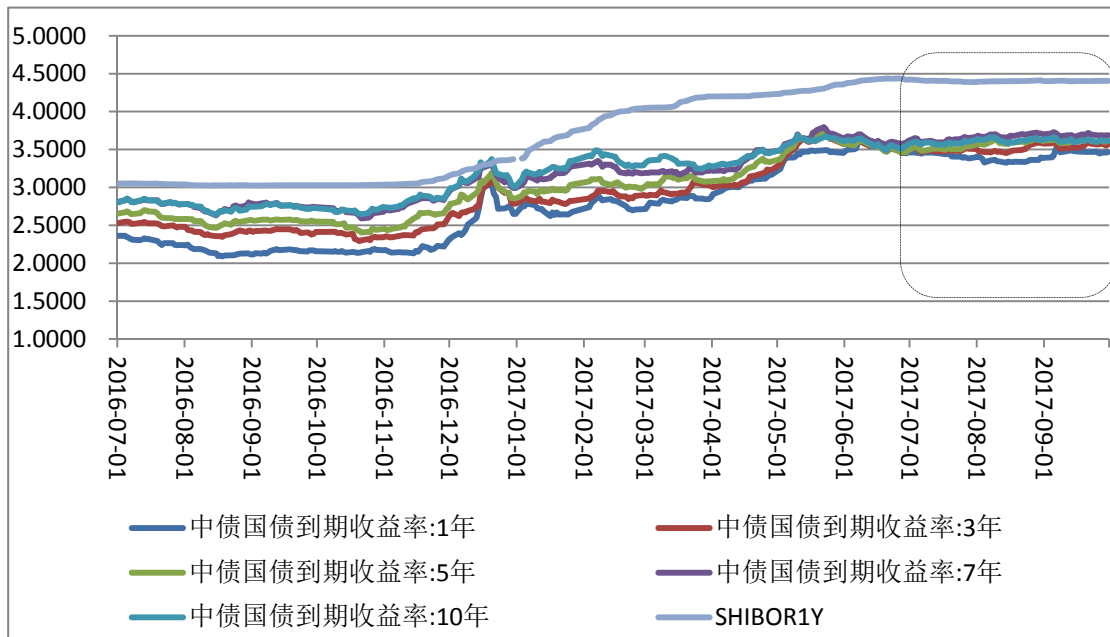
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

（三）债券市场主要收益率变化情况

7 月中旬金融工作会议后，“经济去杠杆”信号进一步明确，“紧货币，严监管”仍为市场主基调。央行三季度适时适量进行公开市场操作，流动性调控水平

明显提升，与上季度末相比，资金面基本保持稳定。第三季度，中长期品种国债收益率保持平稳运行，短期国债收益率受季末压力、机构短时预期和央行调整节奏等因素影响较大，波动性较强。具体来看：9月末，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期国债收益率同6月末相比分别上升1BP、7BP、13BP、7BP和4BP。9月末，1年期和10年期国债利差为14个基点，较6月末扩大3个基点。

图表 6. 债券市场主要收益率曲线



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

二、非金融企业债务融资工具发行与评级情况

(一) 非金融企业债务融资工具市场分析

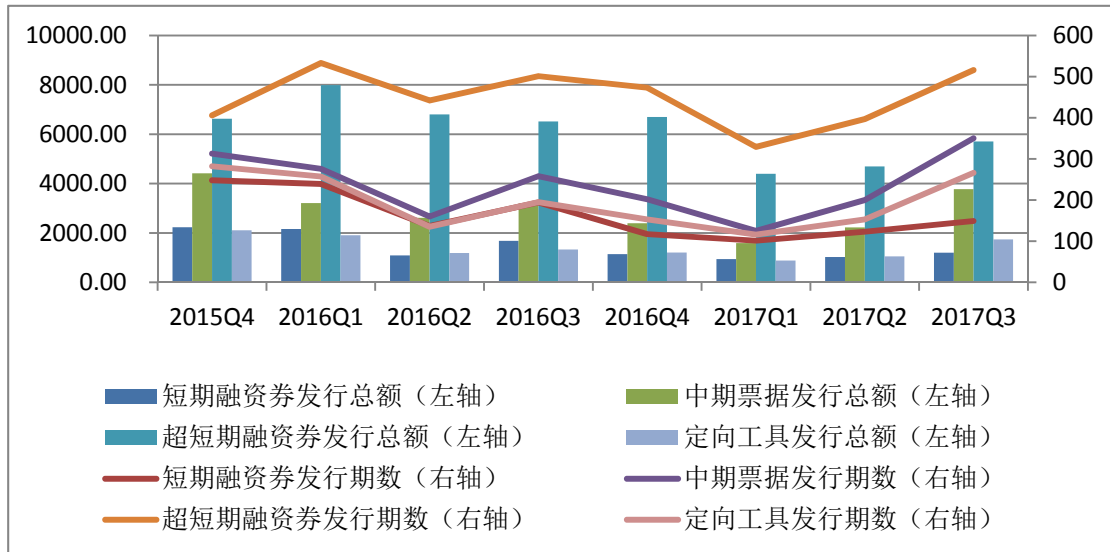
1. 发行规模¹

2017年第三季度，短期融资券（指一般短期融资券，不含证券公司短期融资券和超短期融资券）共发行149期，同比下降23.20%；募集资金1202.40亿元，同比下降28.37%。超短期融资券共发行516期，同比增长2.99%；募集资金5706.00亿元，同比下降12.43%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行350期，同比增长35.66%；募集资金3771.90亿元，同比增长18.19%。定

¹ 此处的发行规模主要为短期融资券、超短期融资券、中期票据和定向工具的发行规模，下文因部分数据难以获取，因此不再对超短期融资券和定向工具进行其他方面的统计分析。

向工具共发行 266 期,同比增长 36.41%;募集资金 1738.40 元,同比增长 30.66%。

图表 7. 近年来短期融资券、超短期融资券、中期票据和定向工具发行情况 (亿元、期)

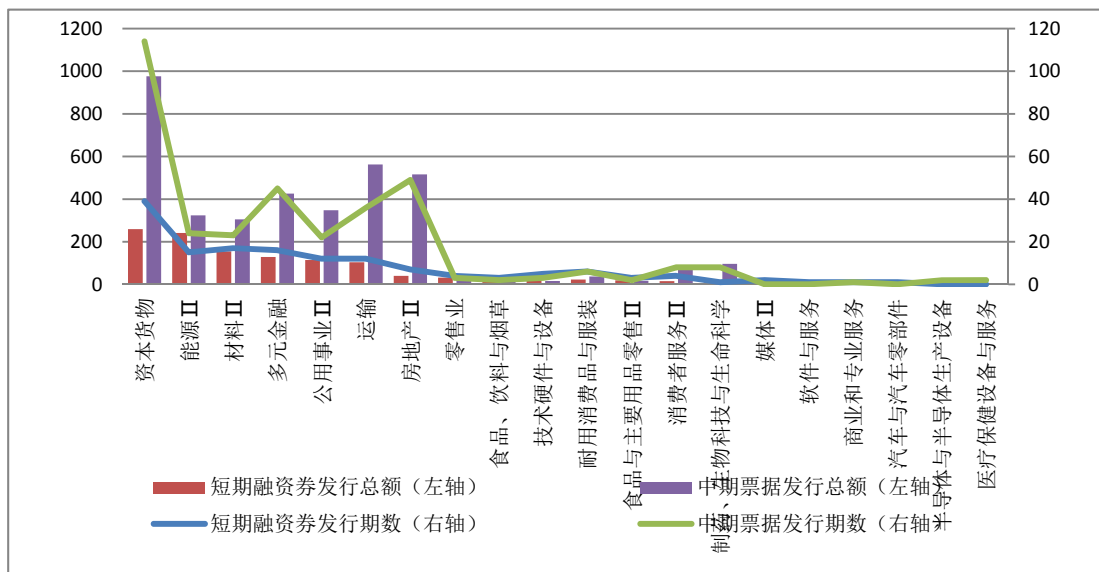


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级

2. 发行人行业分布

以 Wind 行业分类标准 (WICS) 二级行业作为分类依据, 2017 年第三季度短期融资券发行人涉及 18 大行业, 中期票据发行人涉及 17 大行业, 主要分布于资本货物、运输、能源、多元金融、公用事业、材料和房地产等领域, 上述七大行业发行金额和发行期数在短期融资券中合计占比分别为 86.65% 和 79.19%, 在中期票据中合计占比分别为 91.63% 和 89.43%, 行业集中度较高。

图表 8. 2017 年第三季度短期融资券和中期票据行业分布情况 (亿元、期)



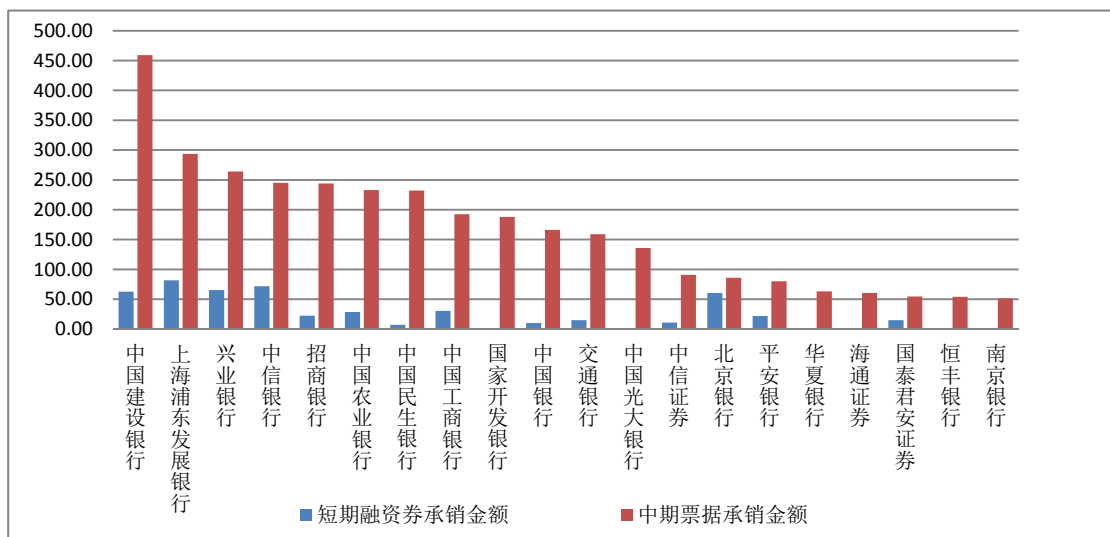
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 主承销商分布

2017 年第三季度，共有 31 家银行和 12 家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从承销金额来看，建设银行继续保持市场第一的位置，上海浦东发展银行和兴业银行紧随其后，招商银行、民生银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

2017 年 9 月 8 日，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价的公告》，信托公司经市场评价获得承销业务资格的，可开展非金融企业债务融资工具承销业务。

图表 9. 2017 年第三季度短期融资券和中期票据主要主承销商分布（亿元）



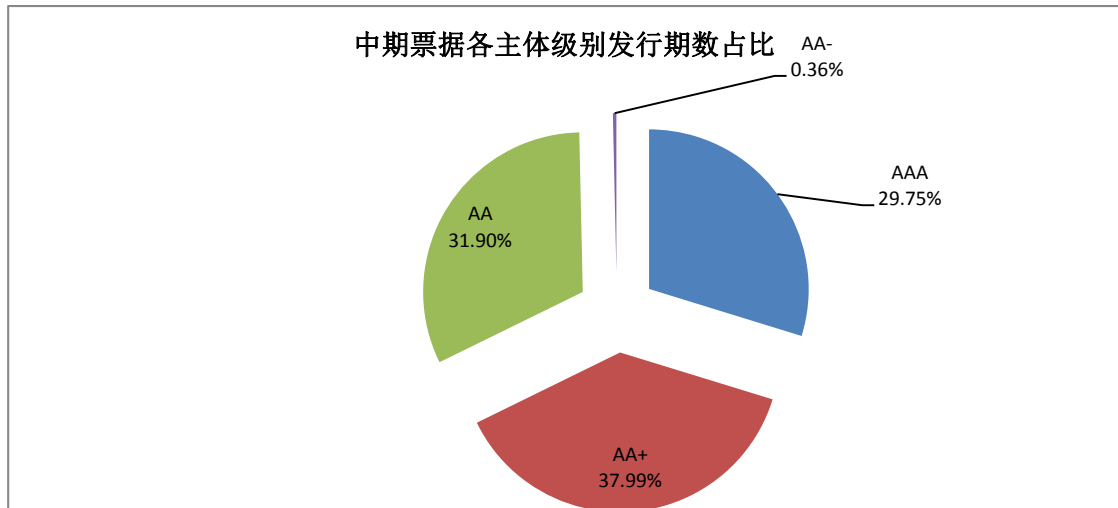
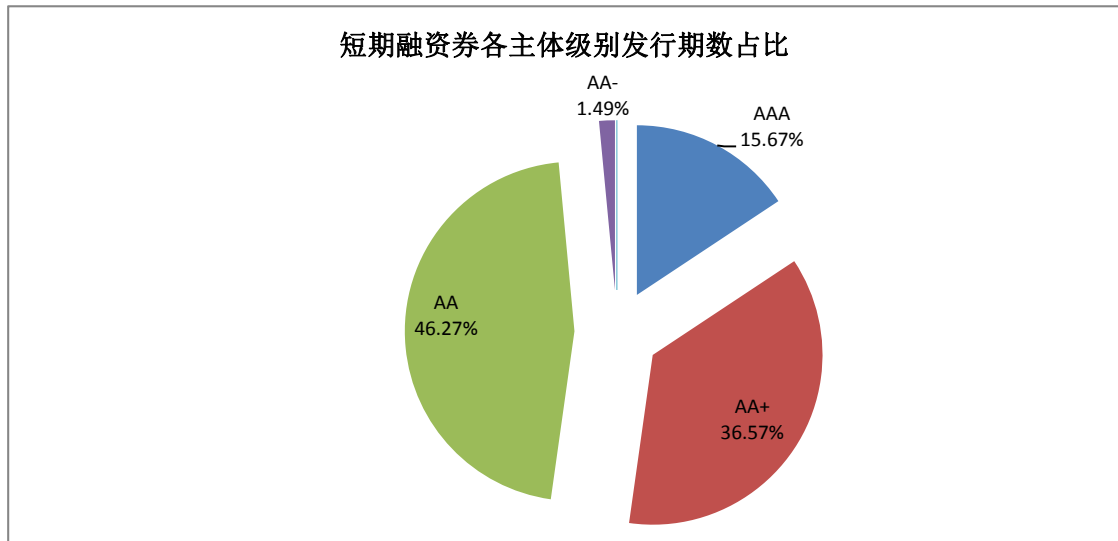
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级

2017 年第三季度发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从 AA-级至 AAA 级等 4 个信用等级。从整体来看，AA 级及以上主体信用等级债券依然是短期融资券市场最主要的发行群体，发行期数占比为 98.51%。AA-及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，占比很小。第三季度短期融资券发行主体为 AA-级的仅 2 期，发行额合计 2.00 亿元，均为无担保债券。

2017 年第三季度发行的中期票据主体信用等级共有 AA-级至 AAA 级等 4 个信用等级。中期票据的发行主体级别重心高于短期融资券，AA 级及以上主体信用等级中期票据的发行期数合计占比为 99.64%。第三季度新发行的中期票据主体级别为 AA-级的有 1 期，发行额合计 3.50 亿元，为抵押债券。

图表 10. 2017 年第三季度短期融资券和中期票据信用等级分布情况

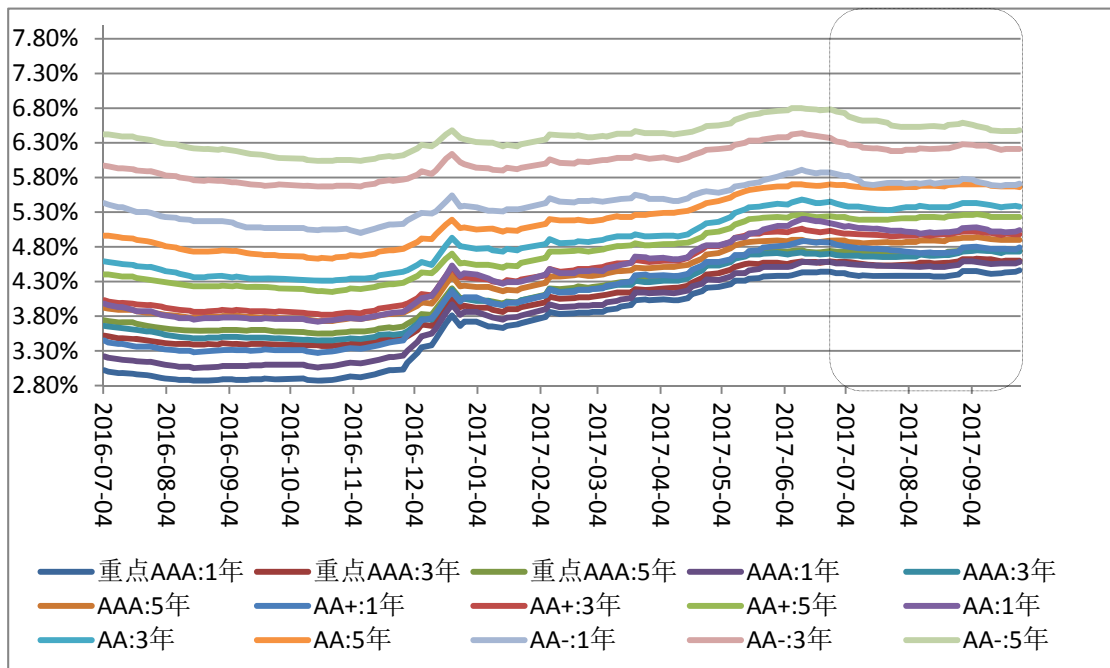


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 发行利率

2017 年第三季度，在通胀温和，货币趋紧的环境下，交易商协会非金融企业债务融资工具定价估值总体与国债收益率曲线保持一致，收益率略有波动，整体保持平稳。从定价估值收益率看，银行间 1 年期的 AAA 级定价估值收益率 6 月末为 4.56%，9 月末为 4.58%，上升 2BP；同期限 AA 级定价估值收益率 6 月末为 5.12%，9 月末为 5.04%，下降 8BP。

图表 11. 非金融企业债务融资工具定价估值走势



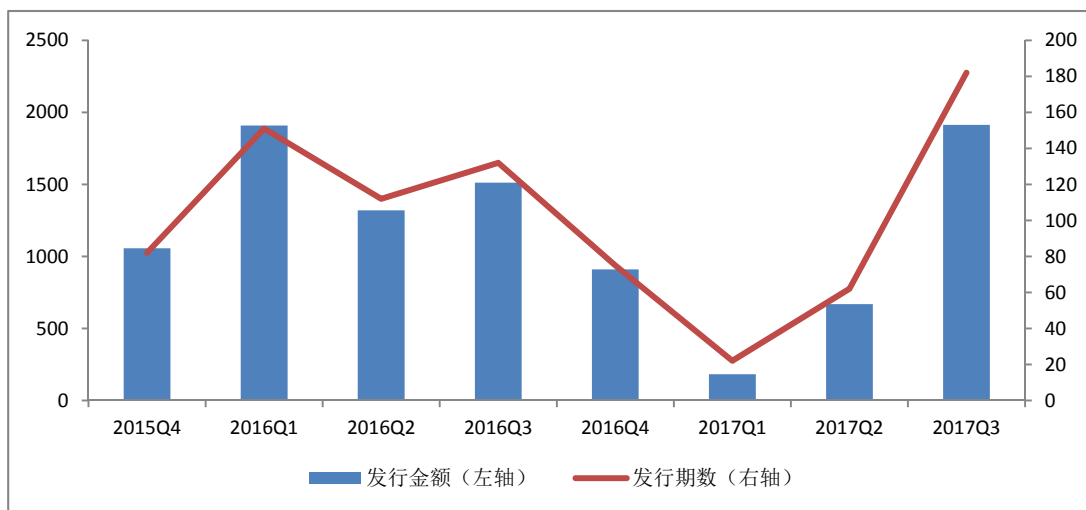
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

(二) 企业债券市场分析

1. 发行规模

2017 年第三季度，企业债券（不含集合企业债和项目收益债券）累计发行 182 期，同比增长 37.88%；发行金额 1913.15 亿元，同比增长 13.49%。

图表 12. 近年来企业债券发行情况（亿元、期）

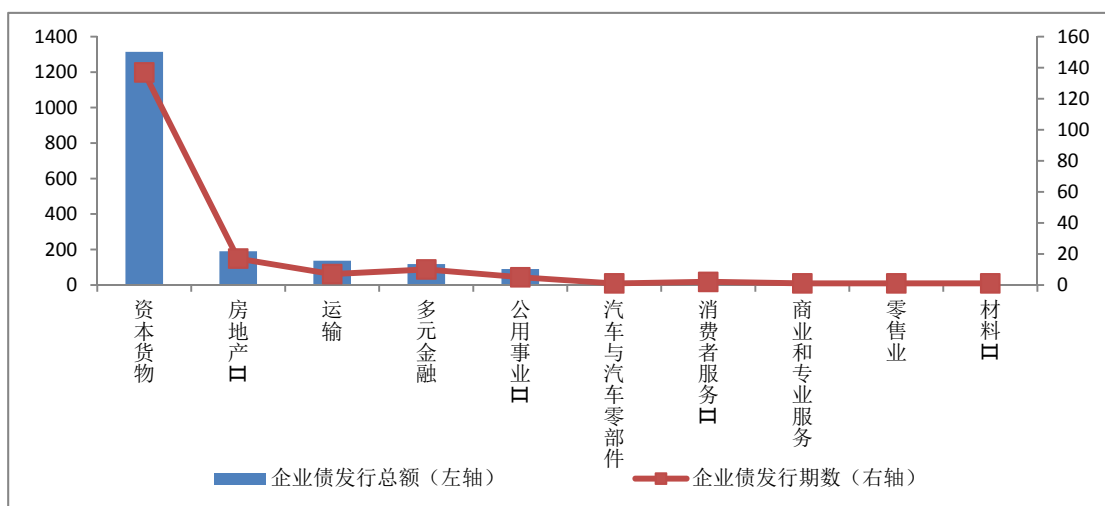


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017 年第三季度企业债券发行人主要分布于资本货物、房地产、运输和多元金融等领域，发债主体主要为城投类企业。在第三季度发行的 182 期企业债中，其中有 169 期属于城投债，占比高达 92.86%。

图表 13. 2017 年第三季度企业债券发行行业分布（亿元、期）

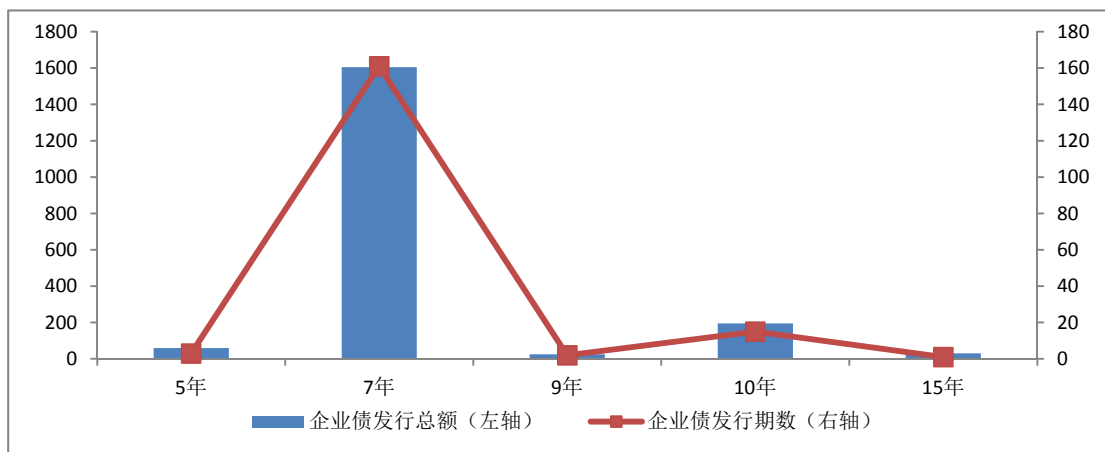


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 发行期限结构

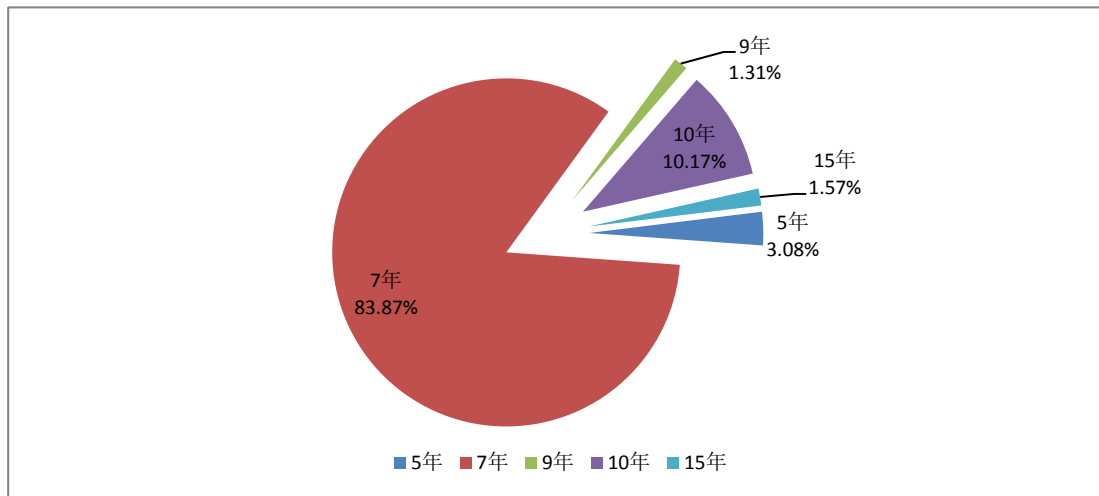
从企业债券的期限结构看，2017 年第三季度发行的企业债券以 7 年期为主，期数和金额占比分别为 88.46% 和 83.87%；7 年及以上债券合计占比分别为 98.35% 和 96.92%。城投公司发行的企业债大多用于长周期的城镇基础设施建设，债券期限一般较长。

图表 14. 2017 年第三季度企业债券发行期限结构（亿元、期）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

表 15. 2017 年第三季度企业债券各期限发行期数占比

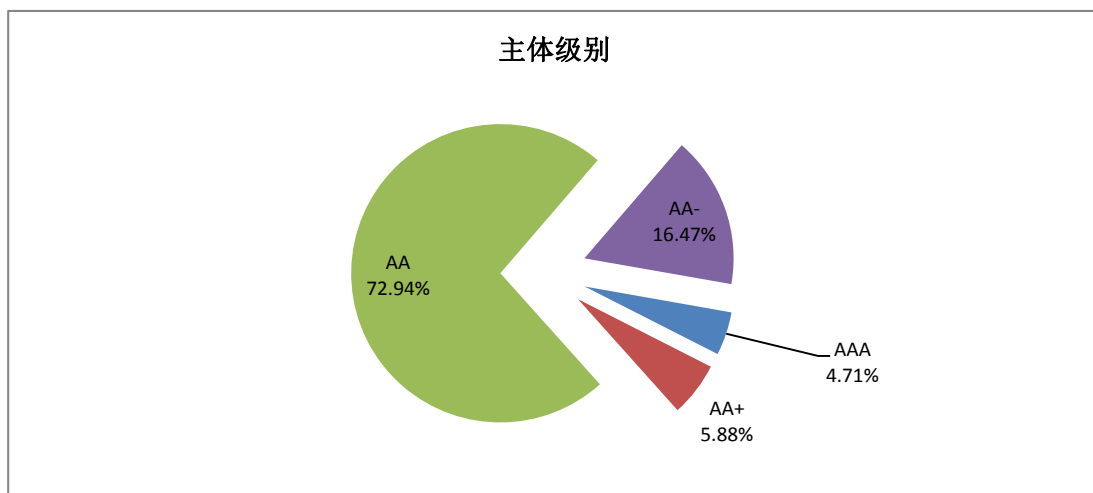


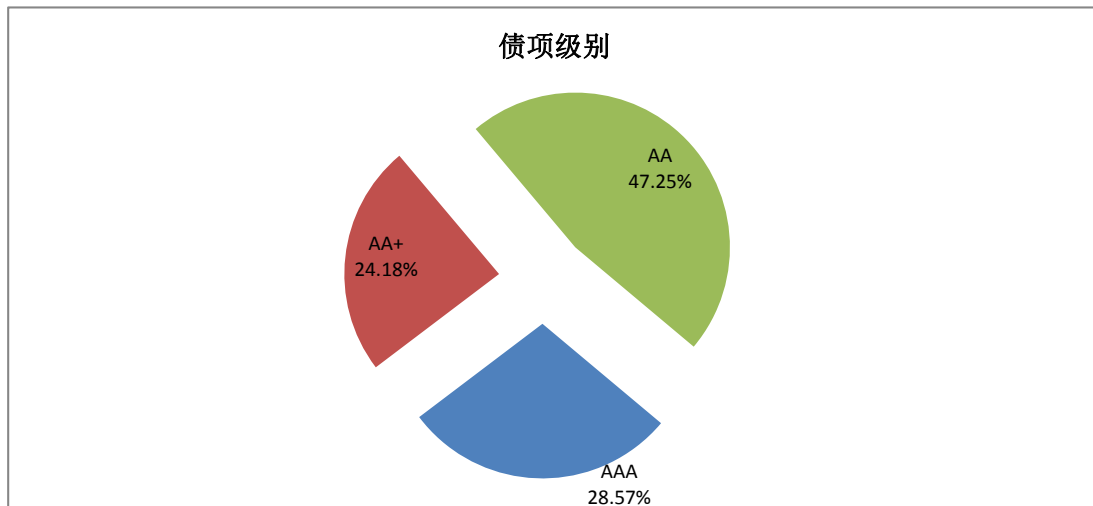
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 信用等级分布

从信用等级分布看，2017 年第三季度发行的企业债券中，发行主体信用等级均为 AA-级及以上级别。其中，AA-级期数占比为 16.47%，AA 级期数占比为 72.94%。发行债项信用等级最低为 AA 级，占比为 47.25%，由于主体 AA-级发行人在发行企业债时均采用了信用增级措施，因此发行的企业债中没有债项 AA-级的债券。

图表 16. 2017 年第三季度企业债券发行主体和债项信用等级分布（按发行期数）



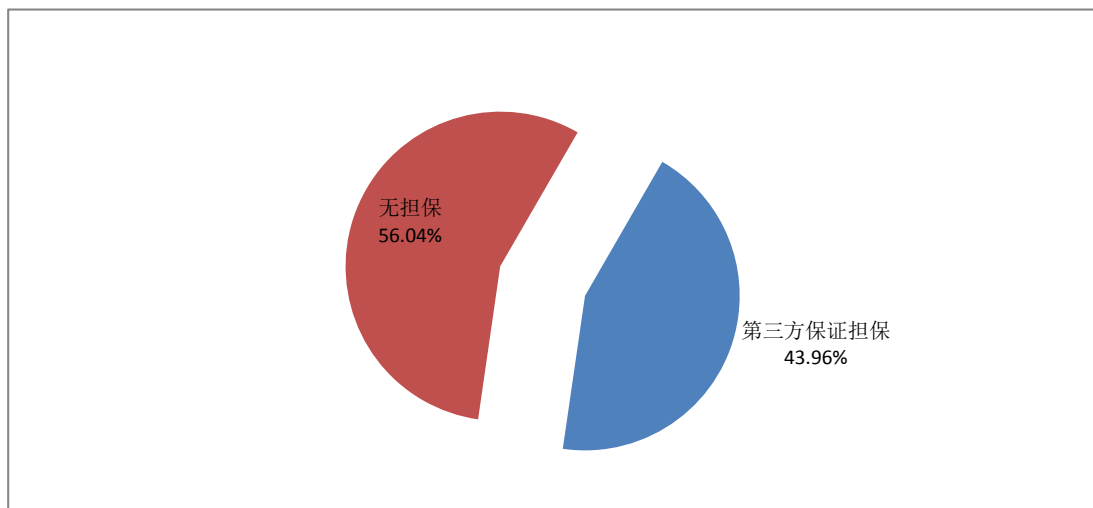


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

5. 增信方式

2017 年第三季度发行的企业债券仍以无担保债券为主，占比为 56.04%，其他债券采取了第三方保证担保等增信方式，其中，第三方保证担保债券占比为 43.96%。

图表 17. 2017 年第三季度企业债券增信方式分布（按发行期数）

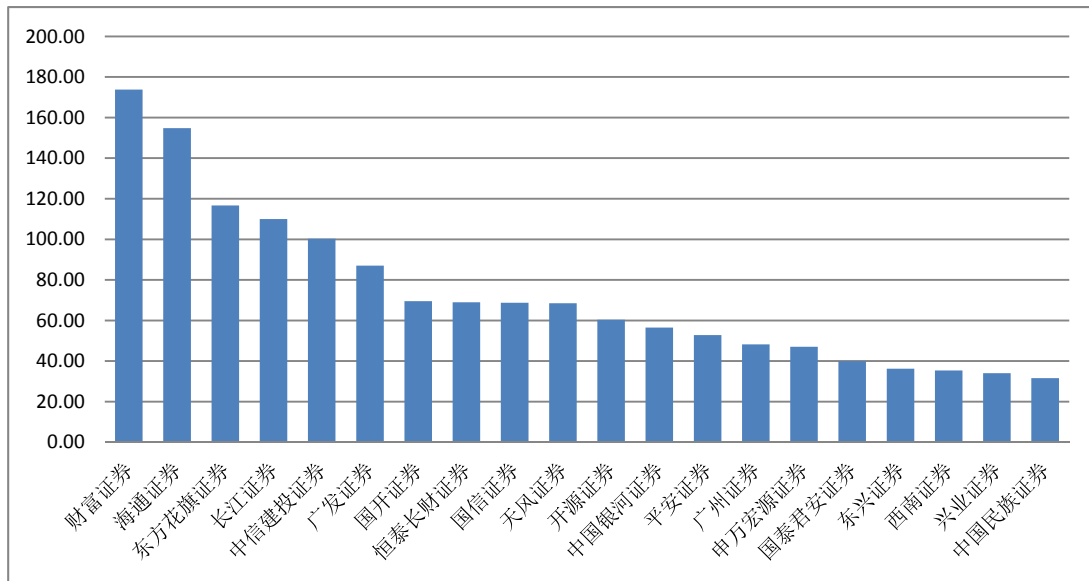


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

6. 主承销商分布

2017 年第三季度共有 51 家证券公司参与了企业债券的主承销或联席主承销。从承销金额来看，财富证券、海通证券和东方花旗证券分列前三甲。

图表 18. 2017 年第三季度企业债券主要主承销商分布（按募集金额，亿元）

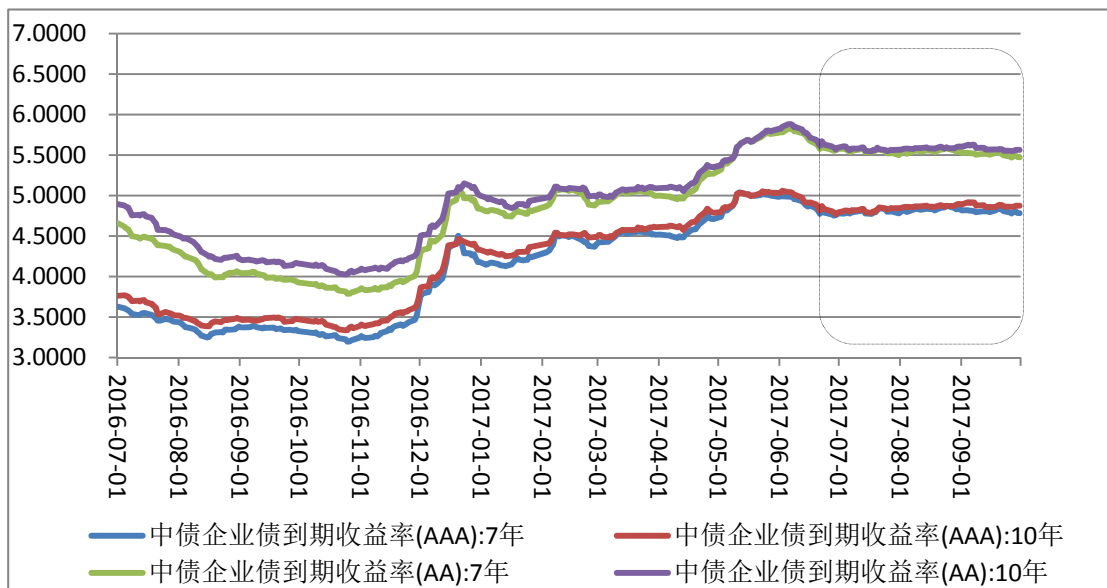


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

8. 发行利率分析

2017 年第三季度，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合，运行平稳。从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债 AAA 级、7 年期收益率在 6 月末 4.78%，季末 4.78%，无变化；AA 级、7 年期收益率在 6 月末为 5.58%，季末为 5.47%，下降 9BP。

图表 19. 重要期限固定利率企业债收益率曲线



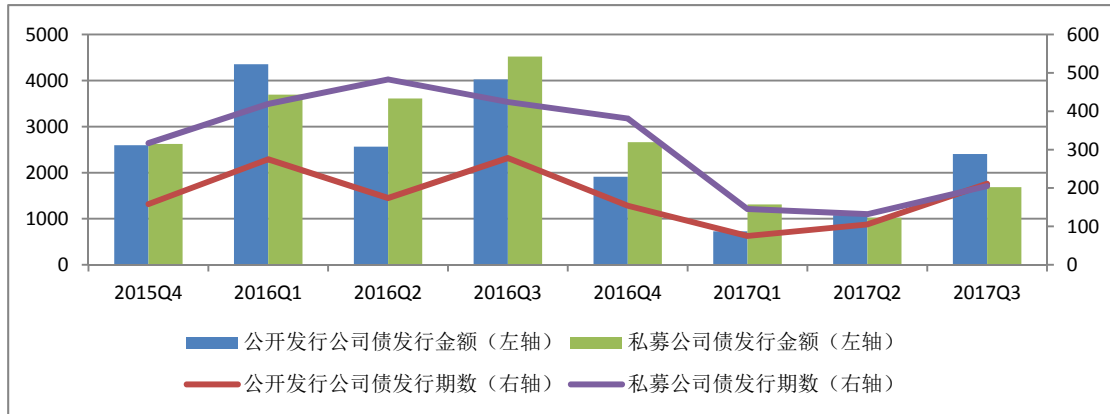
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

（三）公司债券²市场分析

1. 发行规模

2017年第三季度，交易所公司债公开发发行211期，同比下降24.10%；发行金额2406.33亿元，同比下降40.23%。交易所私募债发行205期，同比下降51.65%；发行金额1686.64亿元，同比下降62.71%。

图表 20. 近年来公司债和私募债公开发行情况（亿元、期）

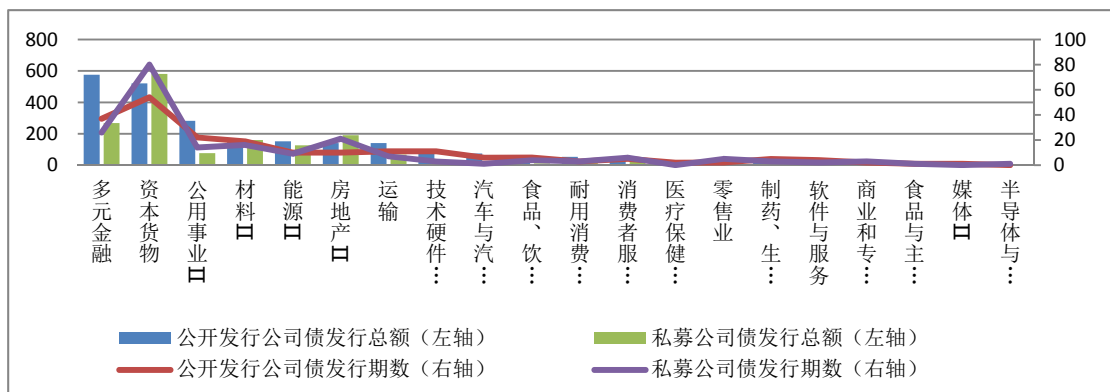


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

2. 发行人行业分布

从所属行业看，2017年第三季度公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、公用事业、材料、能源和房地产等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。

图表 21. 2017年第三季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）



² 这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

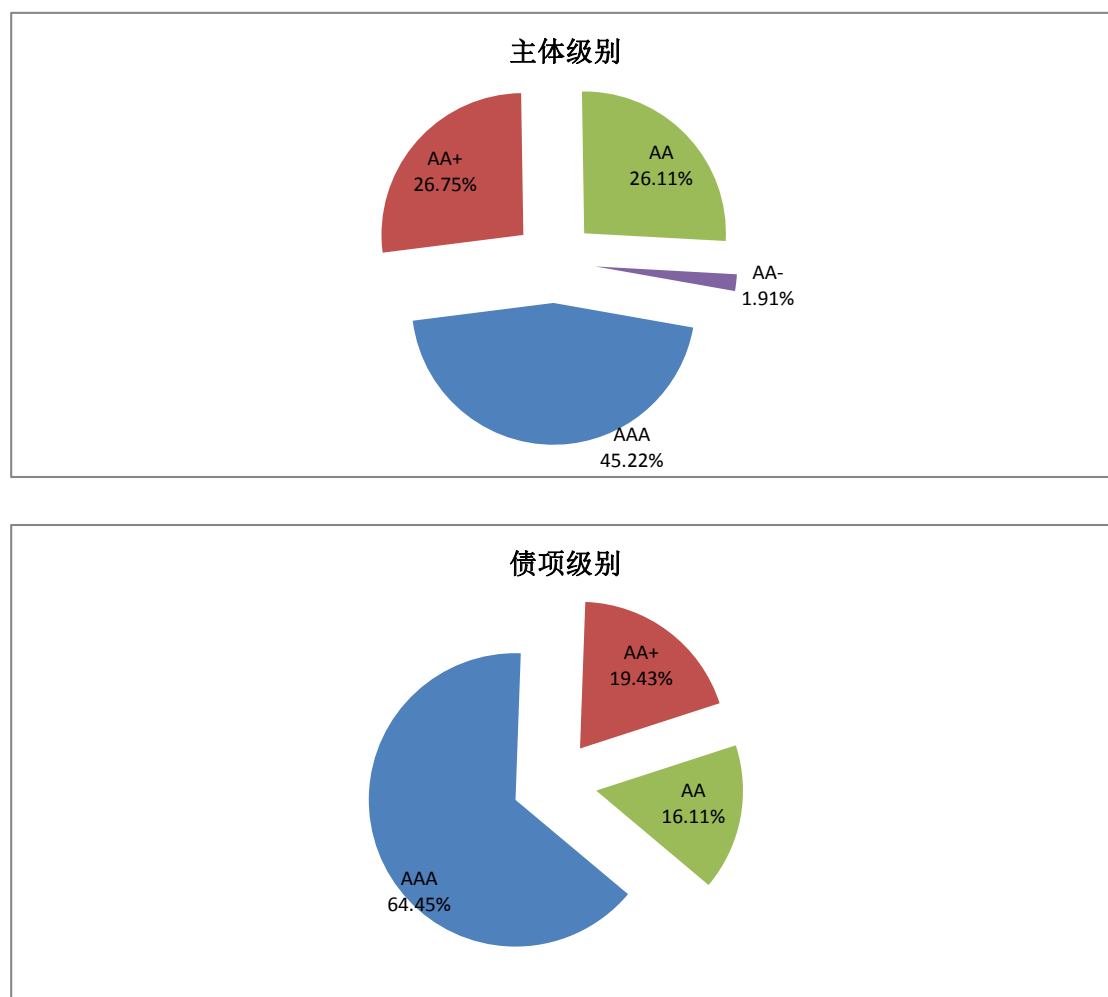
数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

3. 信用等级分布

从信用等级分布来看，2017 年第三季度公开发行人公司债的主体信用等级包括 AA-、AA、AA+和 AAA 四个级别，期数占比分别为 1.91%、26.11%、26.75%和 45.22%；发行债项信用等级包括 AA、AA+和 AAA 等三个级别，期数占比分别为 16.11%、19.43%和 64.45%。

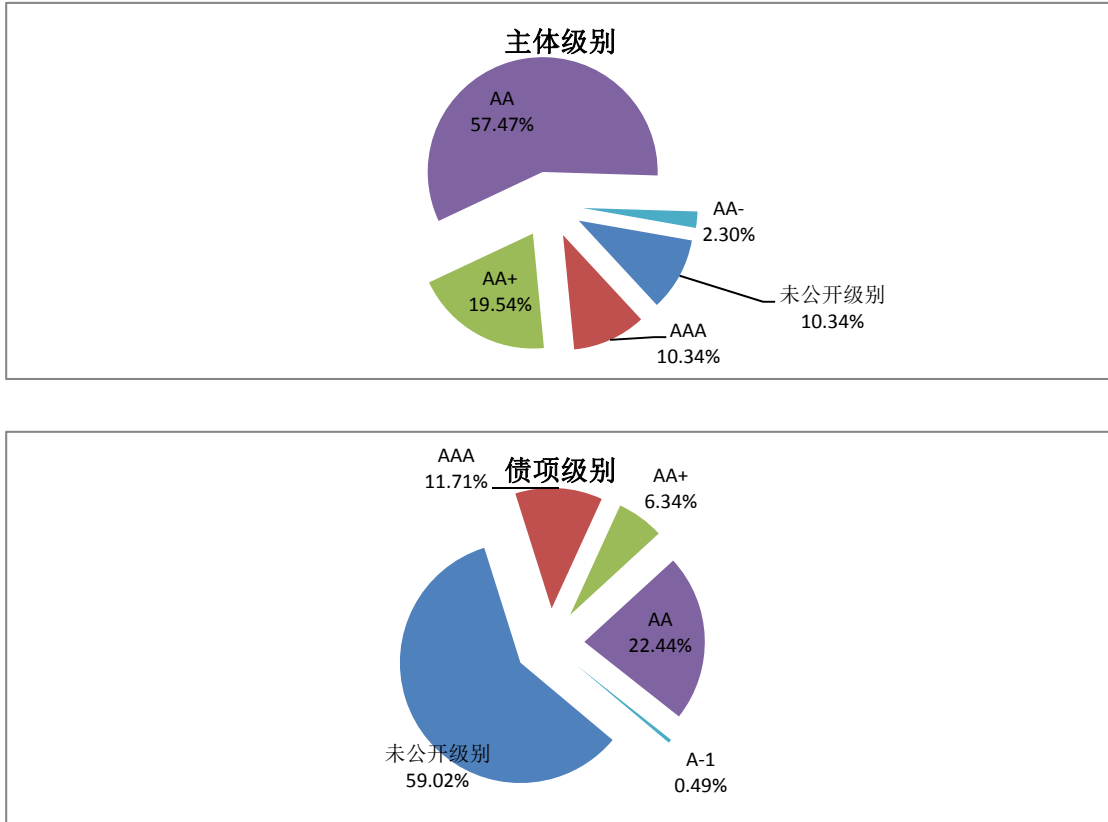
私募公司债主体信用等级包括 AA-、AA、AA+和 AAA 四个级别，期数占比分别为 2.30%、57.47%、19.54%和 10.34%（其中未公开级别占比 10.34%）；发行债项信用等级包括 A-1、AA、AA+和 AAA 等四个级别，期数占比分别为 0.49%、22.44%、6.34%和 11.71%（其中未公开级别占比 59.02%）。

图表 22. 2017 年第三季度公开发行人公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

图表 23. 2017 年第三季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）

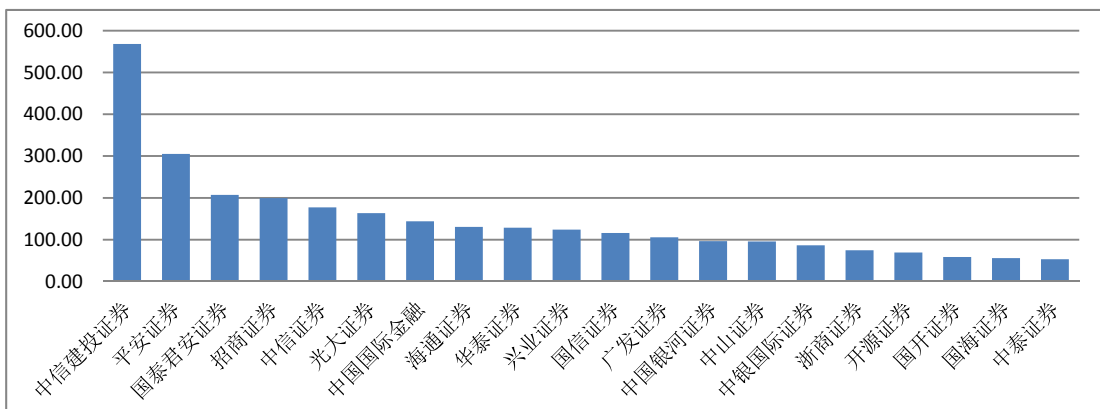


数据来源：Wind 资讯，新世纪评级

4. 主承销商分布

2017 年第三季度共有 80 家证券公司参与了公开发行公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投证券、平安证券和国泰君安排名前三。

图表 24. 2017 年第三季度公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级