

# 2017年中国债券市场 发行与评级研究

■ 文 / 郭佩

## 债券市场总体情况

### （一）债券市场发行情况

2017年，全国债券市场共发行各类债券37267期<sup>1</sup>，同比增长28.19%，发行金额合计40.79万亿元，同比增长12.21%，发行数量和发行金额虽延续增长态势，但增速有所放缓。

从全年来看，上半年累计发行金额不及去年同期，但三季度起有所回暖并扭转下降态势。

受同业存单发行规模继续扩大的影响，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2017年合计发行31.85万亿元，同比增长24.96%，占债券募集总额的78.07%，占比由2016年的70.12%上升7.95个百分点，占债券市场发行量的比重进一步提升。

以证券公司债、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8.94万亿元，同比下降17.64%，占债券募集总额的21.93%，在2017年“去杠杆，强监管”的大背景下，信用债发行规模锐减1.92万亿元，自2011年以来首次出现下滑，占债券总体发行规模的比重延续2014年以来的下降趋势。

与此同时，信用债受市场波动增强、资金面收紧、流动性趋弱、发行成本升高等因素的叠加影响

■ 图表1 2017年全年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	160	0.43	40,396.50	9.90
地方政府债	1,134	3.04	43,580.94	10.68
同业存单	26,954	72.33	201,665.70	49.44
金融债	1,138	3.05	49,481.41	12.13
政策银行债	612	1.64	32,844.78	8.05
商业银行债	72	0.19	3,902.00	0.96
商业银行次级债券	126	0.34	4,804.23	1.18
保险公司债	2	0.01	35.00	0.01
证券公司债	264	0.71	6,339.40	1.55
证券公司短期融资券	19	0.05	392.00	0.10
其它金融机构债	43	0.12	1,164.00	0.29
企业债	384	1.03	3,728.95	0.91
一般企业债	384	1.03	3,728.95	0.91
公司债	1,199	3.22	11,000.64	2.70
一般公司债	538	1.44	5,641.72	1.38
私募债	661	1.77	5,358.93	1.31
中期票据	916	2.46	10,390.55	2.55
一般中期票据(含PRN)	916	2.46	10,390.55	2.55
短期融资券	2,141	5.75	23,770.90	5.83
一般短期融资券	465	1.25	3,959.70	0.97
超短期融资券	1,676	4.50	19,811.20	4.86
定向工具	720	1.93	4,954.13	1.21
国际机构债	4	0.01	60.00	0.01
政府支持机构债	22	0.06	2,460.00	0.60
资产支持证券	2,371	6.36	14,335.79	3.51
交易商协会ABN	115	0.31	584.95	0.14
证监会主管ABS	1,853	4.97	7,773.54	1.91
银监会主管ABS	403	1.08	5,977.29	1.47
可转债	44	0.12	947.11	0.23
可交换债	80	0.21	1,158.84	0.28
合计	37,267	100.00	407,931.46	100.00

数据来源：Wind资讯，新世纪评级

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2018年1月2日。

响，700多只债券出现推迟或发行失败的情况，涉及金额达到6360.23亿元，创近年来新高，其中4月单月共有180只，合计1483.33亿元的债券推迟或发行失败，为全年最高。

从发行期限看，2017年发行的债券以短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的

80.08%，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8.54%、6.90%、2.34%、1.71%和0.44%，5年期以下债券合计占比95.51%。

## （二）利率债发行情况

2017年债券市场中利率债发行量保持增长，所占比重进一步扩大。同业存单方面，2017年发行规模为20.17万亿元，同比增长54.92%。自2013年推出以来，同业存单的发行一直呈现高速增长，与此同时，发行人结构也发生了变化，参与方从政策性银行、国有行和股份行扩大到城商行、农商行、外资行和民营行。目前，股份行和城农商行成为发行同业存单的主力军，国有银行更多通过央行公开市场以及银行间相互资金融通渠道补充流动性。

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。

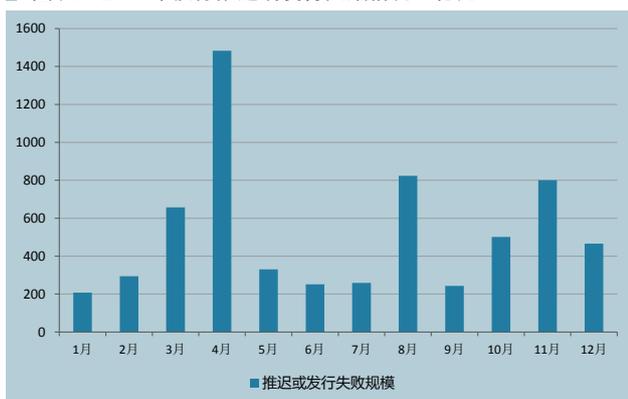
地方政府债2017年发行规模为4.36万亿元，同比下降27.93%，其中置换债2.77万亿元，新增部分1.58万亿元。2017年债市进入调整期，到期收益率不断升高，这在一定程度上推高了地方政府债发行利率，使得发行量和发行规模均不及去年全年水平。地方政府债品种方面，6月和7月财政部

图表2 2008~2017年债券市场发行规模（亿元）



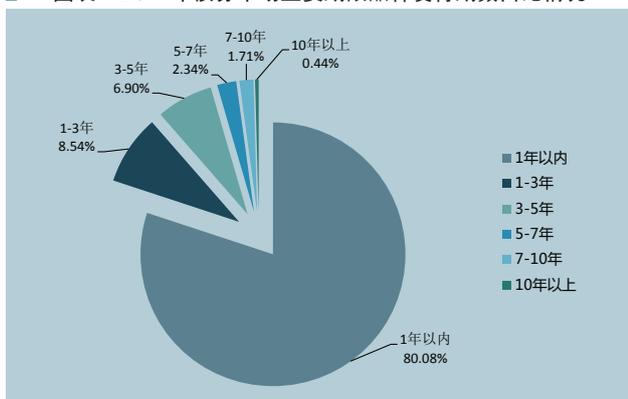
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表3 2017年债券推迟或发行失败情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

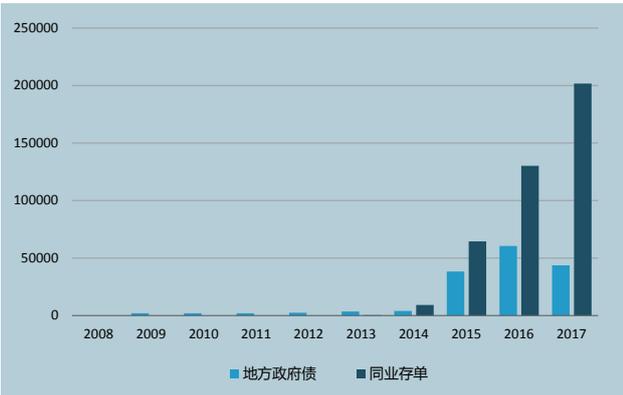
图表4 2017年债券市场主要期限品种发行期数占比情况



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

陆续发布关于土地储备和政府收费公路地方政府专项债券管理办法，以及试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知，进一步丰富地方政府债券种类。

图表5 2008~2017年同业存单和地方政府债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### （三）信用债发行情况

2017年，债券市场中信用债发行规模呈现下降趋势，各主要券种发行量均呈现不同程度的下滑。非金融企业债务融资工具方面，中期票据、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）和超短期融资券发行金额分别为1.04万亿元、0.40万亿元和1.98万亿元，同比分别下降8.77%、34.43%和28.26%。

2017年9月1日，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》及相关配

图表6 2008~2017年中期票据、短期融资券和超短期融资券发行情况（亿元）



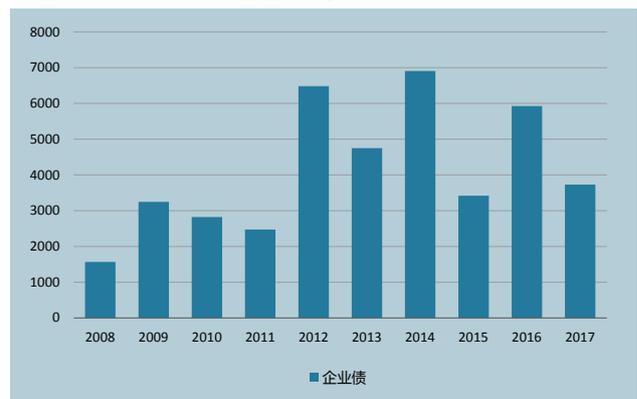
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

套文件，至此，在《非金融企业债务融资工具注册发行规则》（2016版）制度框架下包含公开发行和定向发行的注册发行多层次制度体系基本搭建完成。

企业债方面，2017年全年企业债发行规模为0.37万亿元，同比下降37.29%。2017年8月15日，国家发改委办公厅印发《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》，提出要积极防范企业债券领域地方政府债务风险。

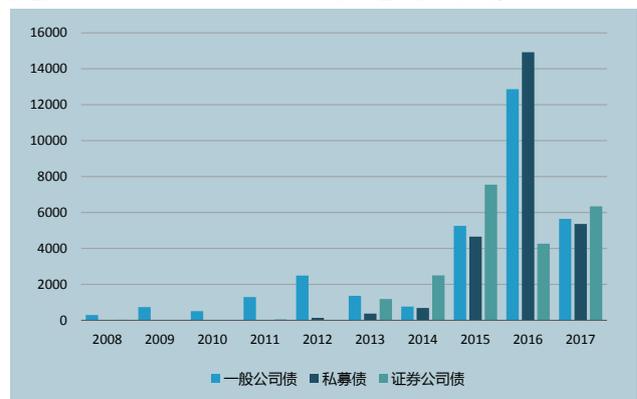
2016年10月，上海证券交易所向各大债券承销机构发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》明确表示，对房地产、产能过剩行业公司债券发行审核试行分类监管。这在一定程度上增加了“风险类”企业的发债难度和成本。

图表7 2008~2017年企业债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

图表8 2008~2017年公司债、私募债和证券公司债发行情况（亿元）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

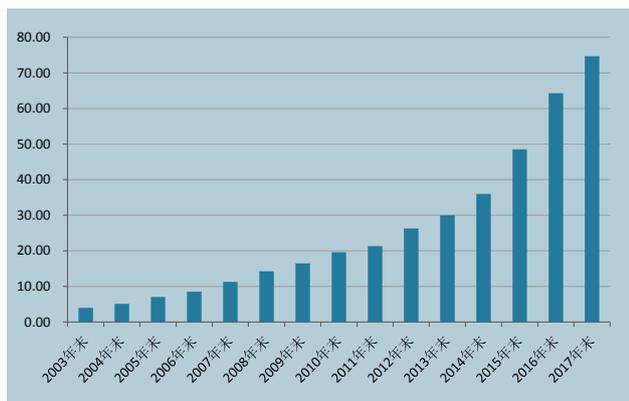
作为2015年和2016年公司债发债主力的房地产企业，自去年底交易所控制地产公司债发行后，房企公司债发行规模下降，从而导致公司债发行锐减。2017年公司债和私募债发行总额分别为0.56万亿元和0.54万亿元，同比分别下降56.59%和63.76%。

#### （四）债券市场存量债券情况

从债券市场存量规模看，截至2017年末，全国债券市场存量债券余额74.69万亿元，比年初增加10.42万亿元。

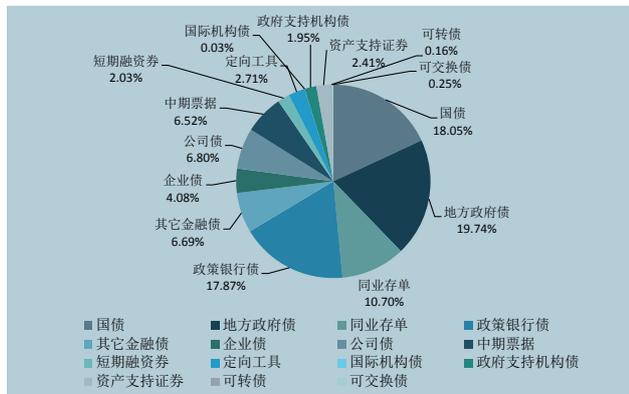
从债券市场存量债券券种分布看，2017年末，国债、地方政府债、央行票据、同业存单和政策性银行债为主的利率产品合计49.57万亿元，占比66.37%；以商业银行债、企业债、中期票据、短期融资券和公司债等为主的信用产品合计25.12万亿元，占比33.63%，比年初下降2.45个百分点。

■ 图表9 2017年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

■ 图表10 2017年末债券市场余额券种分布



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

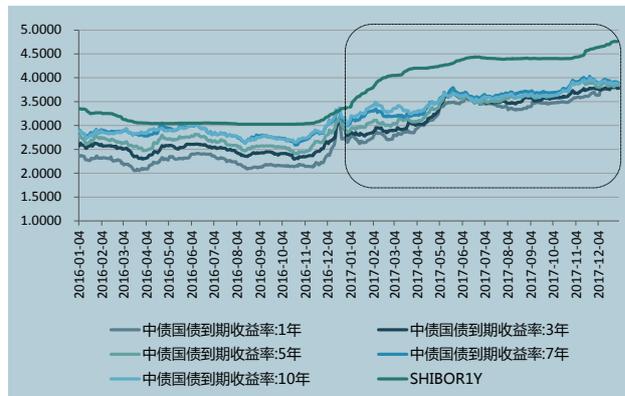
#### （五）债券市场主要收益率变化情况

2017年，中国经济表现总体稳中向好，结构调整持续优化，通胀水平温和上涨。央行持续推进稳健中性的货币政策，综合运用逆回购、中期借贷便利等工具，维护银行体系流动性基本稳定，为稳增长、促改革、调结构、惠民生、去杠杆、抑泡沫、防风险营造适宜的货币金融环境。

从债券市场收益率来看，一季度，受监管趋严、央行在MPA评估时正式将表外理财纳入广义信贷范围指标等影响，国债收益率整体呈上升趋势，曲线平坦化上行，年初至2月初，国债收益率整体上行，之后，国债收益率走势有所振荡；二季度，受金融监管加强影响，同时叠加我国经济稳中向好、美联储缩表预期升温等因素，国债收益率水平抬升明显，曲线进一步平坦化。

进入6月，在监管层释放维稳信号及央行加大流动性投放力度的综合作用下，资金面趋稳，市场情绪有所缓和，各期限收益率小幅下行，但较年初相比仍保持在较高水平；三季度，债市影响因素多空交织，国债收益率水平整体窄幅区间震荡，中长期品种的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。进入四季度，在监管政策逐渐落地，资金面压力较大等的影响下，市场对通胀上行的忧虑增加，对流动性宽松的预期落空，外加海外货币政策逐步退出宽松对全球利率构

■ 图表11 债券市场重要收益率曲线



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

成上行压力，10年期国债收益率不断走高，中间虽偶有回落，但延续上涨趋势，11月，收益率两次破4%，为近三年第一次。

整体来看，2017年债券市场各品种、各期限收益率在区间震荡中不断走高。其中，固定利率国债1年期收益率从年初的2.75%升至年末的3.79%，上升104BP，3年期、5年期和7年期国债收益率同年初相比则分别上升95BP、95BP和86BP。10年期国债收益率也从年初的3.11%上涨至年末的3.88%，上升77BP。

### 非金融企业债务融资工具发行与评级情况

#### (一) 发行规模<sup>2</sup>

2017年，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465期，同比下降32.31%；募集资金3959.70亿元，同比下降34.69%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行911期，同比增长1.56%；募集资金10369.45亿元，同比下降9.20%。定向工具共发行720期，同比下降2.83%；募集资金4,954.13亿元，同比下降17.76%。超短期融资券共发行1676期，同比下降14.01%；募集资金19811.20亿元，同比下降28.25%。

图表12 近年来短期融资券、中期票据、超短期融资券和定向工具发行情况（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

<sup>2</sup>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。

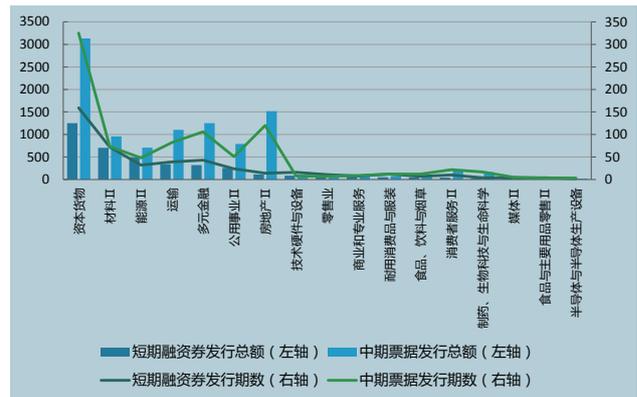
#### (二) 发行人行业分布

以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2017年短期融资券和中期票据发行人涉及21大行业，主要分布于资本货物、材料、房地产、多元金融、运输、能源和公用事业等领域。其中，资本货物等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87.79%和82.37%，在中期票据中合计占比分别为91.28%和88.36%，行业集中度较高。

#### (三) 主承销商分布

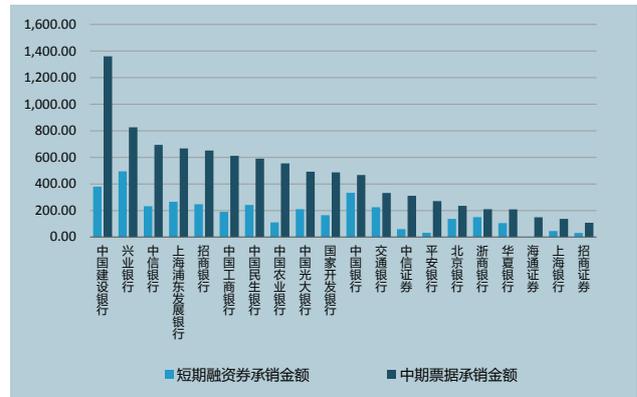
2017年，共有34家银行和12家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从承销金额来看，建设银行继续保持市场第一的位置，兴业银行和中信银行紧随其后，上海浦东发展银行超过

图表13 2017年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

图表14 2017年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

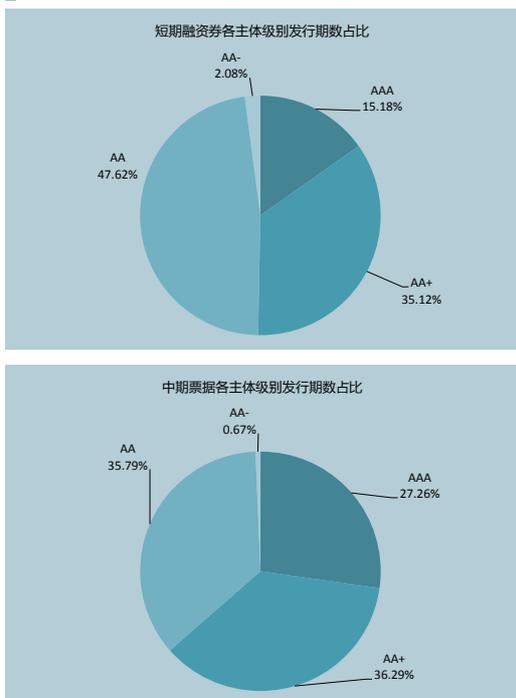
招商银行跃居第四位，民生银行、光大银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

#### （四）信用等级

2017年发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级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97.92%。2017年主体信用级别为AA-的发行主体仅7家，发行额合计20.80亿元，其中2期为外部担保债券，5期为无担保债券。

2017年发行的中期票据主体信用等级共有AA-级至AAA级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99.33%。2017年新发行的中期票据主体级别为AA-级的有4期，发行额合计10.50亿元，其中1期为外部担保债券，3期为无担保债券。

图表15 2017年短期融资券和中期票据信用等级分布情况

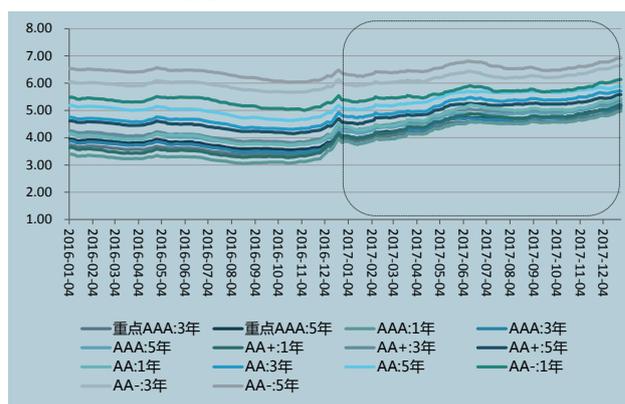


数据来源：Wind资讯，新世纪评级

#### （五）发行利率

2017年，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，在震荡中不断走高，中间虽偶有回落，但在年末收益率普遍大幅上行。具体来看，银行间1年期的AAA级定价估值收益率为4.97%，较年初的3.86%上升111BP；同期AA级定价估值收益率为5.44%，较年初的4.40%上升104BP。

图表16 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

### 企业债券发行与评级情况

#### （一）发行规模

2017年，企业债券（不含集合企业债）累计发行353期，同比下降24.89%；发行金额3554.65亿元，同比下降37.09%。

图表17 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

(二) 发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2017年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。在全年发行的353期企业债中，其中有334期属于城投债，占比高达94.62%。

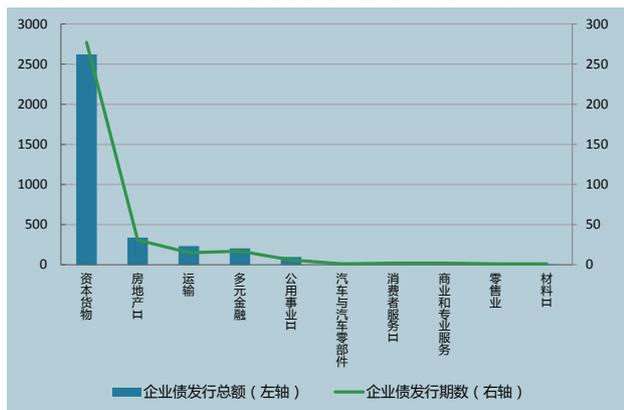
(三) 发行期限结构

从企业债券的期限结构看，2017年发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为87.82%和84.52%；7年及以上债券合计占比分别为96.32%和94.94%。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。

(四) 信用等级分布

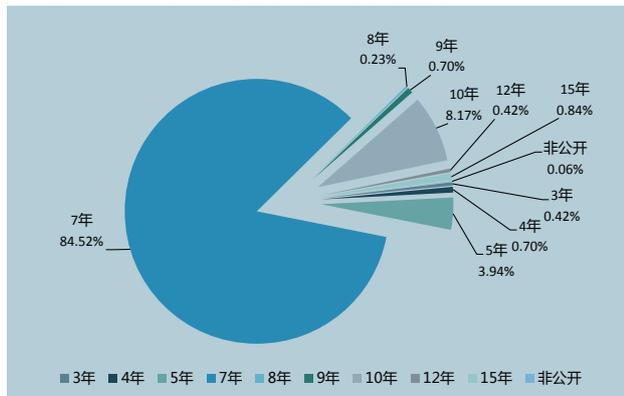
从信用等级分布看，2017年发行的企业债券中，发行主体信用等级均为BBB+级及以上级别。

图表18 2017年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

图表19 2017年企业债券各期限发行期数占比



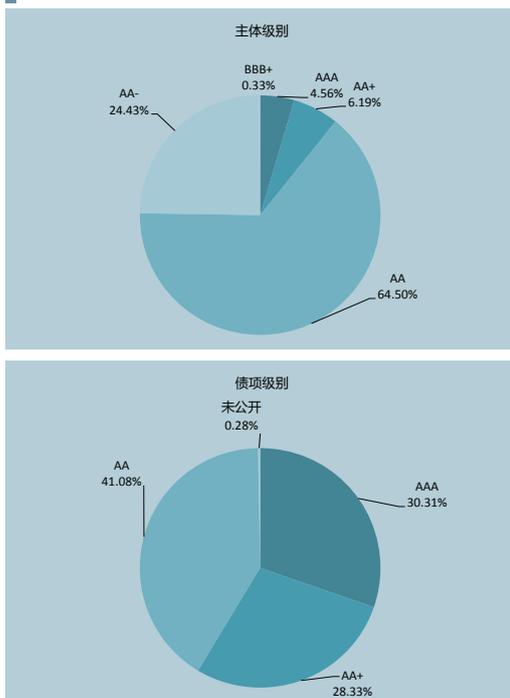
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

其中，BBB+级期数占比为0.33%，AA-级期数占比为24.43%，AA级期数占比为64.50%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为41.08%，主体AA-级及以下等级发行人均采用了信用增级措施。

(五) 增信方式

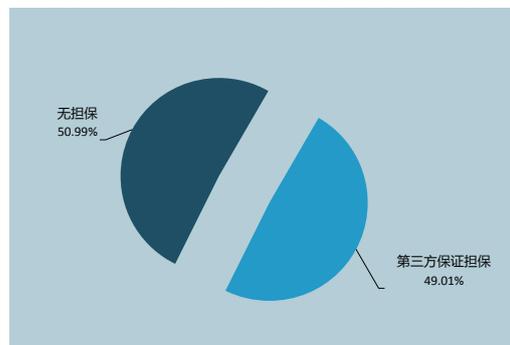
2017年发行的企业债券中无担保债券和第三方保证担保债券期数基本持平，其中无担保债券占比为50.99%，第三方保证担保债券占比为49.01%。

图表20 2017年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

图表21 2017年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

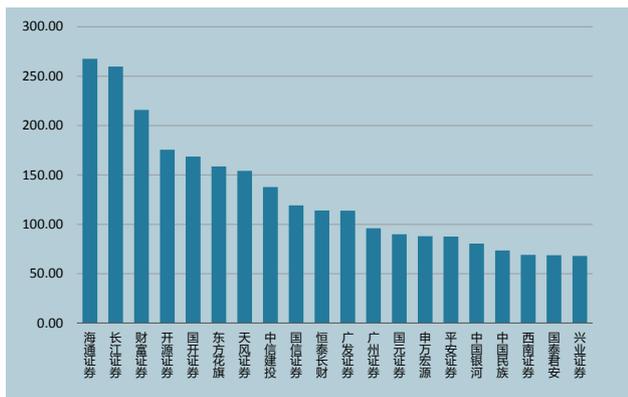
### (六) 主承销商分布

2017年共有64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，海通证券、长江证券和财富证券分列前三甲。

### (七) 发行利率分析

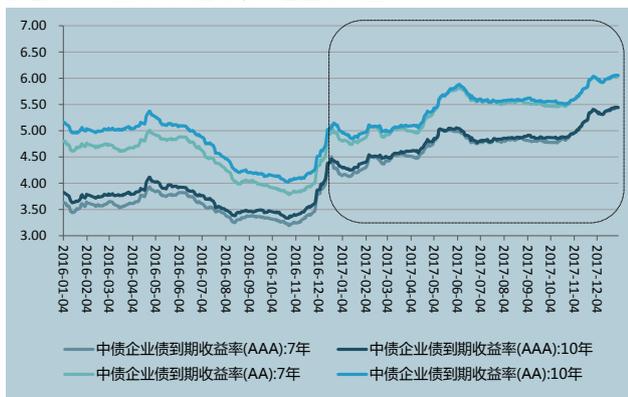
2017年，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合。一季度震荡上行，4、5月受监管加强、美联储预期缩表等内外因素叠加影响，收益率上涨，6月有所回落，三季度继续表现为区间震荡，四季度市场预期落空，流动性趋紧，各期限收益率在年末全部走高。银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率年末为5.44%，较年初的4.15%上升129BP；AA级、7年期收益率年末为6.05%，较年初的4.81%上升124BP。

■ 图表22 2017年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

■ 图表23 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

<sup>3</sup>这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。

## 公司债券<sup>3</sup>发行与评级情况

### (一) 发行规模

2017年，交易所公司债公开发行538期，同比下降38.93%，发行金额5641.72亿元，同比下降56.12%。交易所私募债发行661期，同比下降66.24%，发行金额5358.93亿元，同比下降64.09%。

### (二) 发行人行业分布

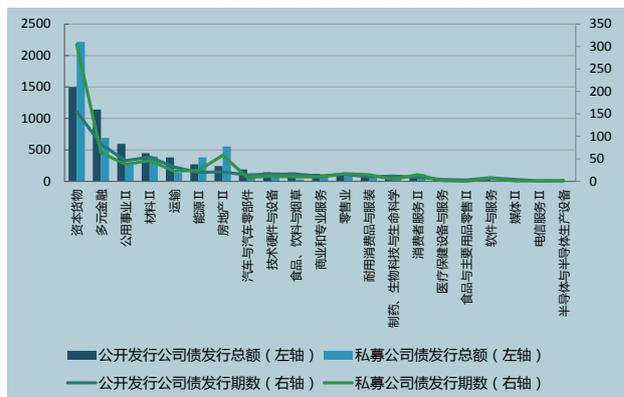
从所属行业看，2017年公司债发行人主要分布在资本货物、多元金融、公用事业和材料等领域。其中，资本货物成为发行公司债券金额最多的行业。由于监管趋严，房地产公司债风险类停发，钢铁公司债关注类、风险类基本停发，使得房地产行业不再是发行公司债金额最多的行业。

■ 图表24 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

■ 图表25 2017年公司债发行所属行业分布（亿元、期）



数据来源：Wind资讯，新世纪评级

### （三）信用等级分布

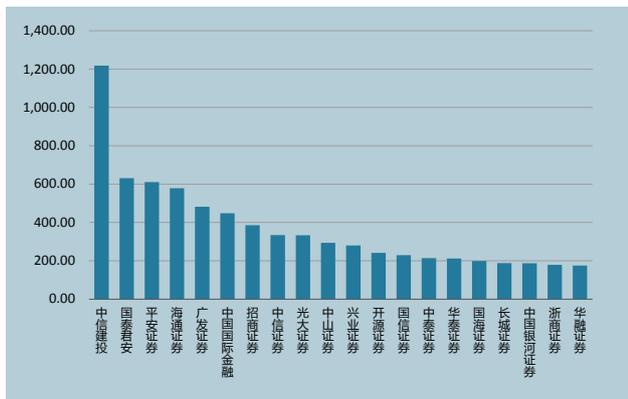
从信用等级分布来看，2017年公开发行公司债的主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.28%、2.81%、36.24%、23.03%和37.64%；发行债项信用等级包括AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为24.72%、21.19%和54.09%。

私募公司债主体信用等级包括A+、AA-、AA、AA+和AAA五个级别，期数占比分别为0.22%、6.54%、55.77%、19.61%和8.06%（其中未公开级别占比9.80%）；发行债项信用等级包括A-1、AA-、AA、AA+和AAA等五个级别，期数占比分别为0.15%、0.15%、22.24%、8.32%和10.89%（其中未公开级别占比58.25%）。

### （四）主承销商分布

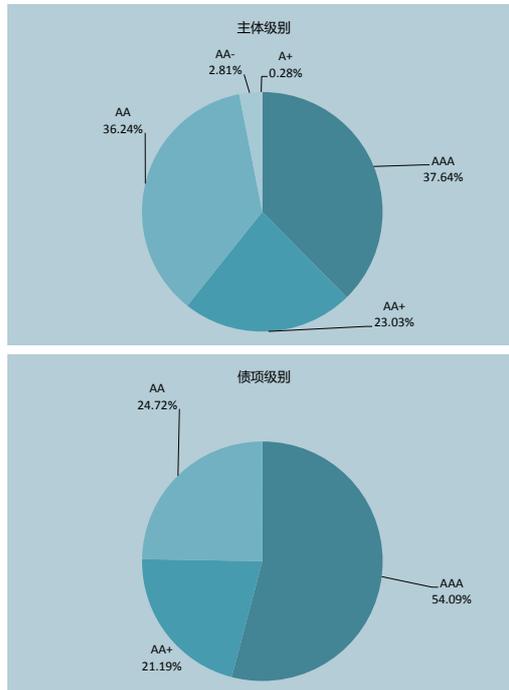
2017年共有88家证券公司参与了公开发行公司债的主承销或联席主承销。从承销金额来看，中信建投、国泰君安和平安证券排名前三。

■ 图表28 2017年公司债主承销商分布（按募集金额，亿元）



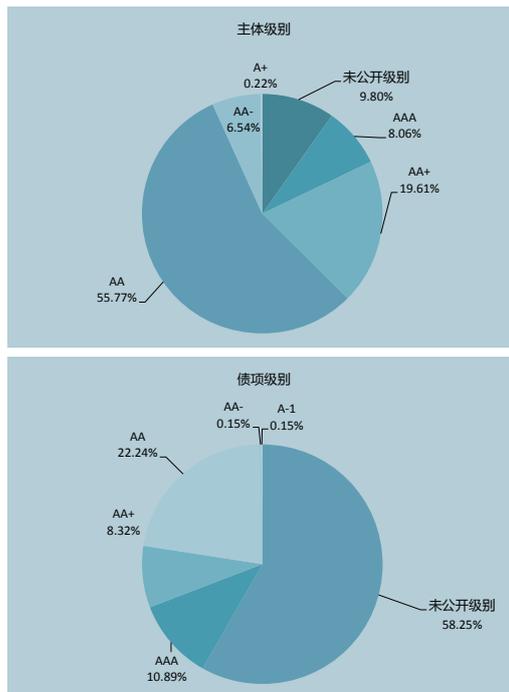
数据来源：Wind资讯，新世纪评级

■ 图表26 2017年公开发行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27 2017年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