

# 2018年第三季度中国债券市场发行与评级研究

■ 文 / 郭佩

## 摘要 ▶▶▶

2018年第三季度，债券市场发行规模环比继续扩大，但同比有所下降。其中，信用债发行金额同比环比皆有所上涨；受8月份财政部连续发文助推地方政府债发行的影响，地方政府债环比大幅上涨，但国债、政策银行债等其它利率债发行金额不及去年同期，利率债整体与上年同期保持持平；因银行体系内流动性较为充足，同业存单发行量小幅缩减。收益率方面，中长期国债收益率水平较上季度末整体上行，短期限国债收益率水平走低，期限利差扩大。

## 一、债券市场总体情况

### （一）债券市场发行情况

2018年第三季度，全国债券市场共发行各类债券10138期<sup>1</sup>，环比增长6.42%，同比下降1.42%，发行金额合计12.20万亿元，环比增长5.41%，同比下降1.82%。

信用债市场方面，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3.02万亿元，同比增长7.99%，占同期债券募集总额的24.73%。

▶ 图表1：2018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(%)
1. 国债	40	0.39	10,314.48	8.46
2. 地方政府债	501	4.94	23,884.70	19.58
3. 同业存单	6,930	68.36	49,736.90	40.77
4. 金融债	246	2.43	12,895.80	10.57
政策银行债	124	1.22	7,882.30	6.46
商业银行债	23	0.23	1,088.50	0.89
商业银行次级债券	17	0.17	1,750.00	1.43
保险公司债	2	0.02	90.00	0.07
证券公司债	44	0.43	1,066.00	0.87
证券公司短期融资券	17	0.17	415.00	0.34
其它金融机构债	19	0.19	604.00	0.50
5. 企业债	55	0.54	465.20	0.38
一般企业债	55	0.54	465.20	0.38
6. 公司债	409	4.03	4,661.19	3.82
一般公司债	217	2.14	2,849.96	2.34
私募债	192	1.89	1,811.23	1.48

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

类别	发行支数	支数比重(%)	发行额(亿元)	面额比重(%)
7. 中期票据	370	3.65	4,291.15	3.52
一般中期票据	370	3.65	4,291.15	3.52
8. 短期融资券	780	7.69	8,567.70	7.02
一般短期融资券	115	1.13	1,624.60	1.33
超短期融资券	665	6.56	6,943.10	5.69
9. 定向工具	167	1.65	1,182.20	0.97
10. 国际机构债	0	0.00	0.00	0.00
11. 政府支持机构债	7	0.07	730.00	0.60
12. 资产支持证券	605	5.97	5,069.43	4.16
交易商协会ABN	40	0.39	169.72	0.14
银监会主管ABS	124	1.22	2,686.86	2.20
证监会主管ABS	441	4.35	2,212.84	1.81
13. 可转债	24	0.24	177.82	0.15
14. 可交换债	4	0.04	11.96	0.01
合计	10,138	100.00	121,988.53	100.00

<sup>1</sup>数据来源为Wind资讯，数据提取日期为2018年10月8日。

第三季度除企业债外，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。其中，短期融资券（含超短期融资券，不含证券公司短期融资券）发行期数和发行金额环比分别上涨16.59%和17.67%、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10.12%和4.61%、公司债环比上涨14.57%和28.05%。

利率债市场方面，以国债、地方政府债和政策性银行债为代表的利率产品合计发行4.21万亿元，同比下降0.47%，占同期债券募集总额的34.03%。

其中，地方政府债第三季度发行规模为2.39万亿元，同比增长42.96%，环比大幅上涨100.48%，这主要得益于财政部于8月连续发布多个关于地方政府债券发行的文件。

具体来看：8月14日，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》提出，要加快地方政府专项债券发行和使用进度，《意见》提出，今年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至9月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于80%，剩余的发行额度应当主要放在10月份发行。

8月20日，财政部发布《地方政府债券公开承销发行业务规程》，旨在进一步完善地方政府债券发行机制，提高债券发行效率。

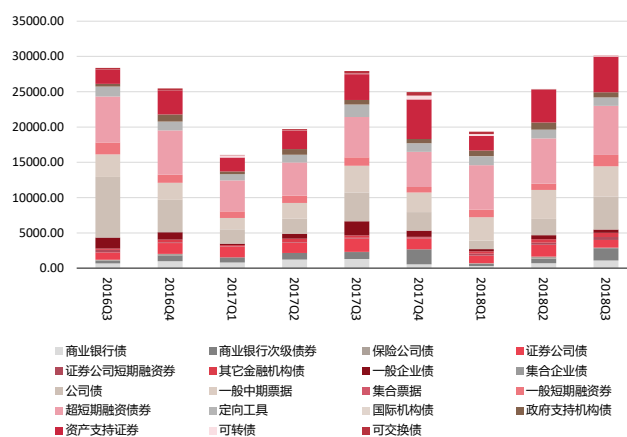
8月24日，财政部发布《地方政府债券弹性招标发行业务规程》，决定实行地方政府债券弹性招标制度，旨在保障地方政府债券发行工作顺利开展。受政策的推动影响，第三季度地方政府债的发行量得到快速增长。

同业存单方面，2018年第三季度发行金额为4.97万亿元，同比下降7.94%，较第二季度减少0.67万亿元。自央行于2018年1月公布新的同业存单年度备案额度且于一季度将同业存单纳入MPA同业负债考核以来，对同业负债依赖较大的股份制银行和城商行发行占比有所收缩，同时4月和7月的降准，释放大量资

金，银行体系内流动性较为充足，同业存单发行量小幅缩减。

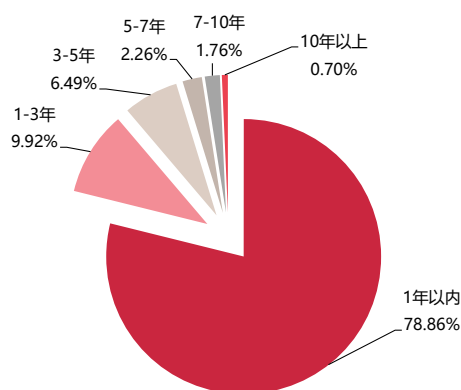
从发行期限看，2018年第三季度发行的债券以中短期为主，其中1年以下期限品种占同期债券发行量的78.86%，1-3年期、3-5年期、5-7年期、7-10年期以及10年以上期限占比分别为9.92%、6.49%、2.26%、1.76%和0.70%，5年期以下债券合计占比95.27%。

▶ 图表2：债券市场信用产品发行情况（亿元）



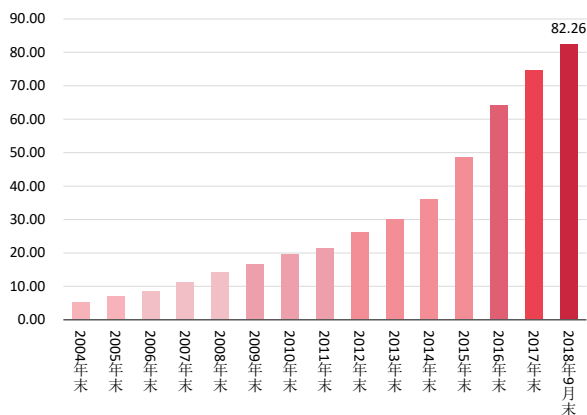
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

▶ 图表3：2018年第三季度债券市场主要期限品种发行期数占比情况



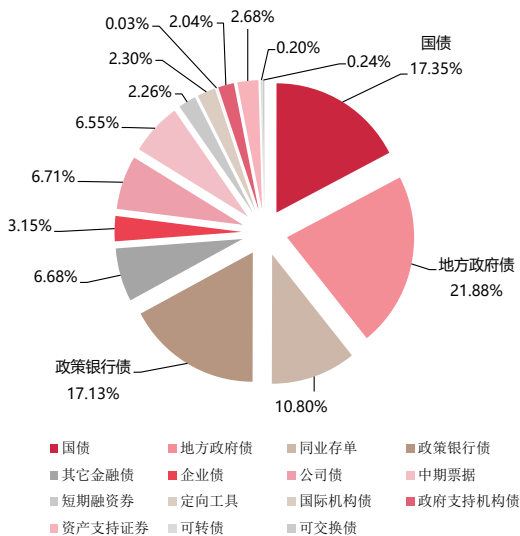
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表4: 2018年9月末债券市场存量债券余额 (万亿元)



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

► 图表5: 2018年9月末债券市场余额券种分布



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

► 图表6: 债券市场主要收益率曲线



数据来源: WIND资讯, 新世纪评级整理

## (二) 债券市场存量债券情况

从债券市场存量规模看,截至2018年9月末,全国债券市场存量债券余额82.26万亿元,较2017年末增加7.57万亿元。

从债券市场存量债券券种分布看,截至2018年9月末,国债、地方政府债、和政策性银行债为主的利率产品合计46.36万亿元,占比56.36%;同业存单合计19.58万亿元,占比23.80%;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27.02万亿元,占比32.85%。

## (三) 债券市场主要收益率变化情况

2018年第三季度,中长期国债收益率水平较6月末整体上行,短期限国债收益率水平走低,期限利差扩大。分月度来看:7月初,央行定向降准正式实施,随后资管新规实施细则发布,监管力度和节奏有所放缓,7月23日,央行释放5020亿元MLF,市场流动性大大加强。然而中美贸易战的爆发使得外部环境不确定性增加,内外因素的多空交织下,国债收益率整体表现为震荡下行,中短期限国债收益率下行幅度较大,长期国债收益率略有下降,国债收益率曲线走峭。

进入8月,受益于央行此前三次降准,超额续作MLF的操作,流动性持续充裕,月初,短期限国债收益率大幅下行,长期国债收益率下降幅度较小,反应较为平稳。8月14日,财政部发文要求做好地方政府专项债券发行工作,月中及月末,地方政府债放量发行,流动性略有收紧,但整体维持宽松,各期限国债收益率震荡上行。

9月市场流动性总量虽仍处于较高水平,但地方政府专项债供给放量、短期通胀预期渐起,受此影响,月初至月中,中长期国债收益率震荡走高,短期限国债收益率反应较为平稳。9月18日,美国政府宣布将于9月24日起对约2000亿美元的中国产品加征关税,税率为10%,并将在2019年1月1日起上升至25%。同时美联储如期加息,于27日宣布加息25个基点,月末,各国债期限收益率全部走低。

具体来看：9月末，1年期和3年期国债收益率同6月末相比分别下降19BP和3BP，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11BP、13BP和13BP。9月末，1年期和10年期国债利差为64个基点，较6月末扩大32个基点。

## 二、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>

2018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115期，同比下降22.82%；募集资金1624.60亿元，同比增长35.11%。超短期融资券共发行665期，同比增长28.88%；募集资金6943.10亿元，同比增长21.68%。中期票据（不含中小企业集合票据和项目收益票据）共发行370期，同比增长5.41%；募集资金4291.15亿元，同比增长13.77%。定向工具共发行167期，同比下降37.22%；募集资金1182.20元，同比下降31.99%。

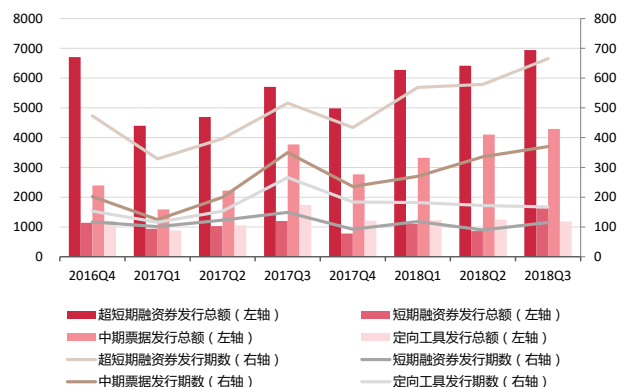
### （二）发行人行业分布

以Wind行业分类标准（WICS）二级行业作为分类依据，2018年第三季度短期融资券发行人涉及16大行业，中期票据发行人涉及18大行业，主要分布于资本货物、多元金融、能源、公用事业、材料、运输和房地产等领域，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95.26%和87.83%，在中期票据中合计占比分别为81.37%和89.19%，行业集中度较高。

### （三）主承销商分布

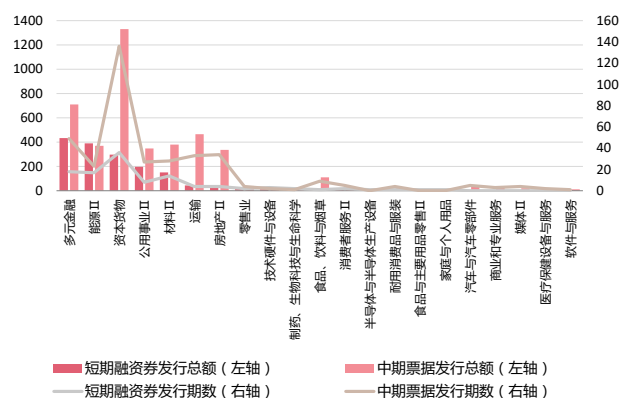
2018年第三季度，共有34家银行和12家证券公司承担了短期融资券和中期票据的主承销工作。从合计承销金额来看，工商银行代替建设银行成为市场第一，建设银行、兴业银行紧随其后，招商银行、上海浦东发展银行等股份制银行的债券承销业务发展良好。

► 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）



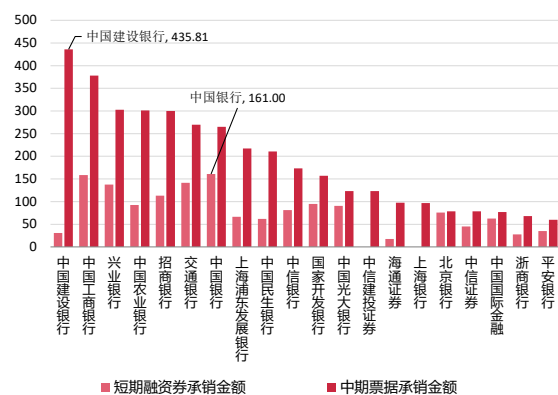
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表8：2018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，新世纪评级整理

► 图表9：2018年第三季度短期融资券和中期票据主要承销商分布（亿元）



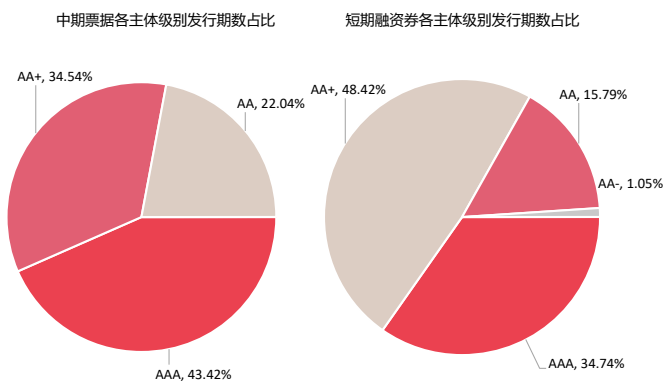
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

<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。

#### （四）信用等级

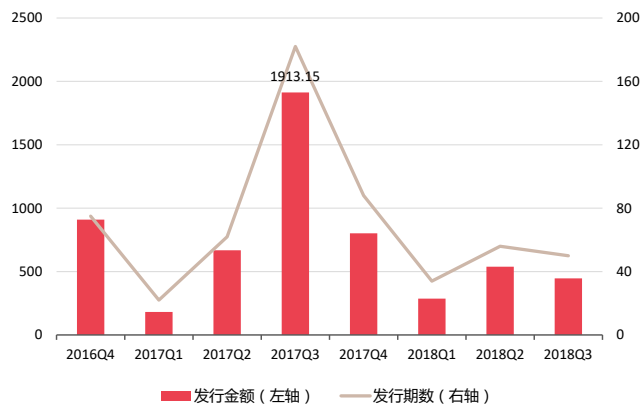
从信用等级分布看，2018年第三季度发行的短期融资券主体信用等级涵盖了从AA-级至AAA级等4个信用等级。其中，AAA级期数占比为34.74%，AA+级期数占比为48.42%，这两个级别的发行主体占了短期融资券发行主体的83.16%。AA-及以下等级发行人因发行成本高、投资者认购少等原因，占比很小。第三季度短期融资券发行主体为AA-级的仅1期，发行额合计2.50亿元，为外部担保债券。2018年第三季度发行的中期票据主体信用等级均为AA级及以上信用等级，其中，AAA级期数占比为43.42%，AA+级期数占比为34.54%，这两个级别的发行主体占了中期票据发行主体的77.96%。

► 图表10：2018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，新世纪评级整理

► 图表11：近年来企业债券发行情况（亿元、期）



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

### 三、企业债券发行与评级情况

#### （一）发行规模

2018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50期，同比下降72.53%；发行金额447.00亿元，同比下降76.64%。

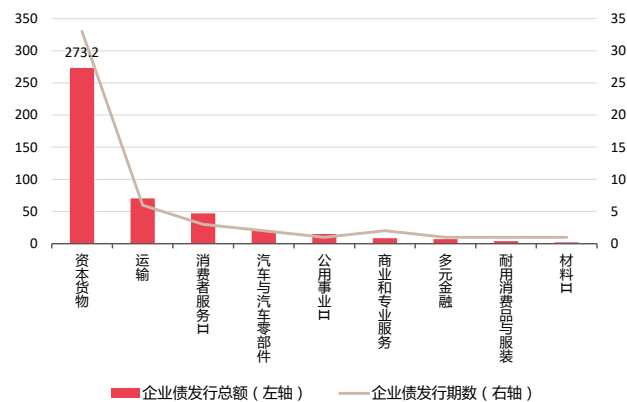
#### （二）发行人行业分布

从发行债券的行业分布来看，2018年第三季度企业债券发行人主要分布于资本货物和运输等领域，发债主体主要为城投类企业。在第三季度发行的50期企业债中，其中有43期属于城投债，占比高达86.00%。

#### （三）发行期限结构

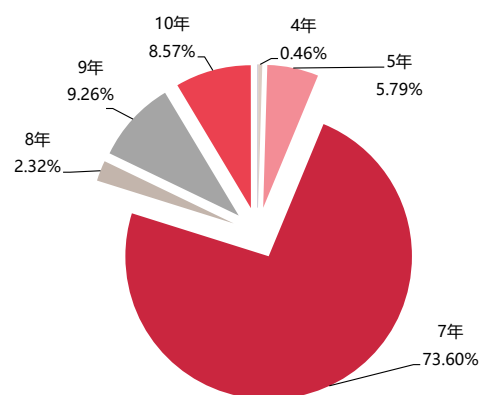
从企业债券的期限结构看，2018年第三季度发行的企业债券以7年期为主，期数和金额占比分别为

► 图表12：2018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，新世纪评级整理

► 图表13：2018年第三季度企业债券各期限发行金额占比



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

76.00%和73.60%；7年及以上债券合计占比分别为92.00%和93.75%。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，2018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21.28%，AA级期数占比为55.32%。发行债项信用等级最低为AA级，占比为28.00%，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。

#### （五）增信方式

2018年第三季度发行的企业债券仍以无担保债券

为主，占比为54.00%，其他债券均采取了第三方保证担保的增信方式，占比为46.00%。

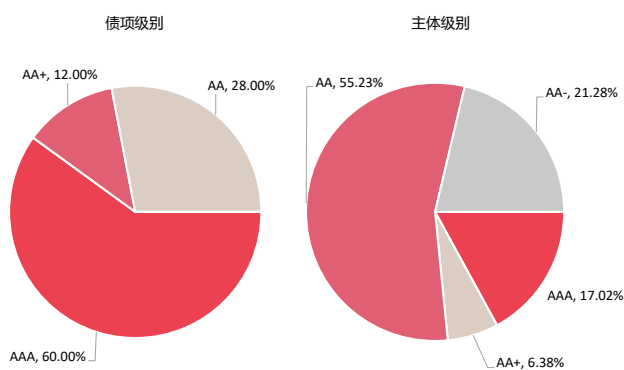
#### （六）主承销商分布

2018年第三季度共有34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、中信建投证券和浙商证券分列前三甲。

#### （七）发行利率分析

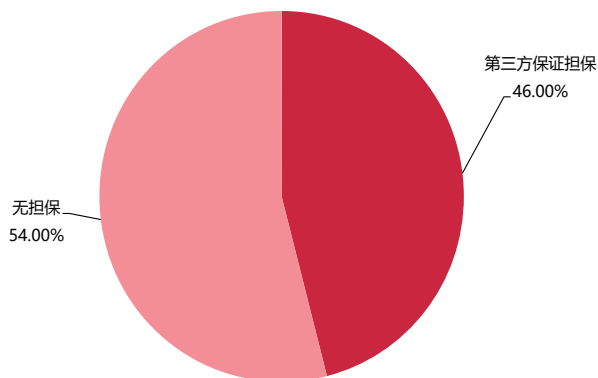
2018年第三季度，企业债市场收益率曲线与债券市场收益率曲线相吻合，先降后升，但回升幅度较低，整体有所下降。从银行间固定利率企业债收益率来看，银行间固定利率企业债AAA级、7年期收益率在6月末4.90%，季末4.75%，下降15BP；AA级、7年期收益率在6月末为5.88%，季末为5.83%，下降5BP。

► 图表14：2018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）



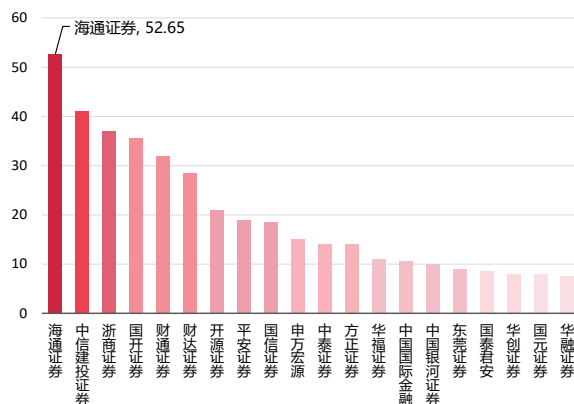
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表15：2018年第三季度企业债券增信方式分布（按发行期数）



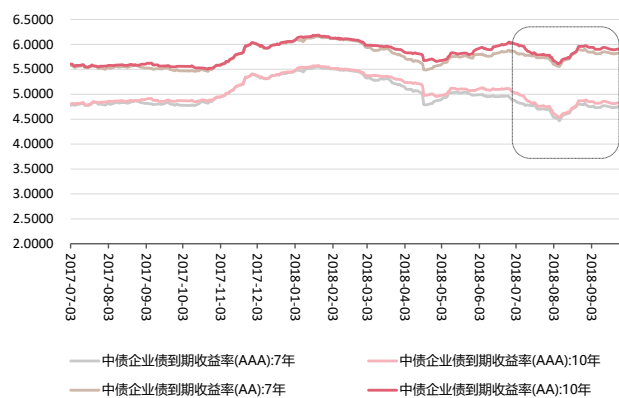
数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

► 图表16：2018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，新世纪评级整理

► 图表17：重要期限固定利率企业债收益率曲线



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

### 四、公司债券<sup>3</sup>发行与评级情况

#### (一) 发行规模

2018年第三季度，交易所公司债公开发发行217期，同比增长2.84%；发行金额2849.96亿元，同比增长18.44%。交易所私募债发行192期，同比下降6.34%；发行金额1811.23亿元，同比增长7.39%。

#### (二) 发行人行业分布

从所属行业看，2018年第三季度公司债发行人主要分布在资本货物、房地产、公用事业、材料、多元金融和能源等领域。其中，资本货物成为发行公司债券数量最多的行业。

#### (三) 信用等级分布

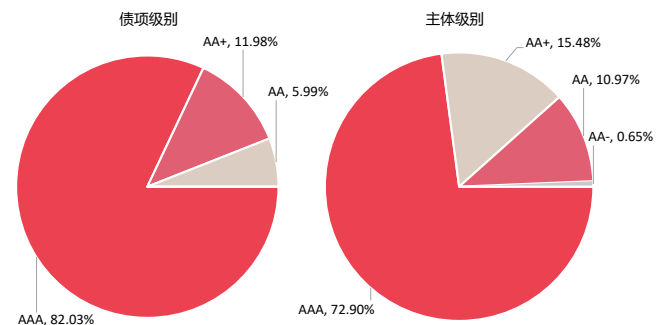
从信用等级分布来看，2018年第三季度公开发发行公司债的主体信用等级包括AA-、AA、AA+和AAA四个级别，期数占比分别为0.65%、10.97%、15.48%和72.90%；发行债项信用等级包括AA、AA+和AAA等三个级别，期数占比分别为5.99%、11.98%和

82.03%。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1.28%、41.03%、33.33%和21.79%（其中未公开级别占比2.56%）；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10.94%、14.06%和18.23%（其中未公开级别占比56.77%）。

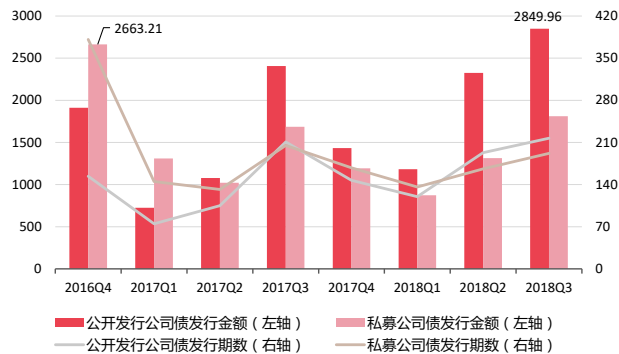
#### (四) 主承销商分布

2018年第三季度共有78家证券公司参与了公开发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、中信证券和国泰君安排名前三。

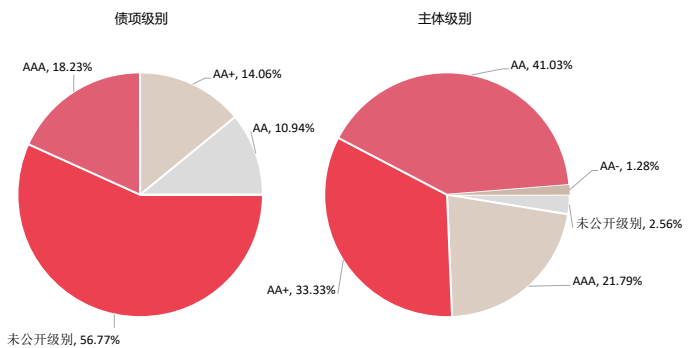
► 图表20: 2018年第三季度公开发发行公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



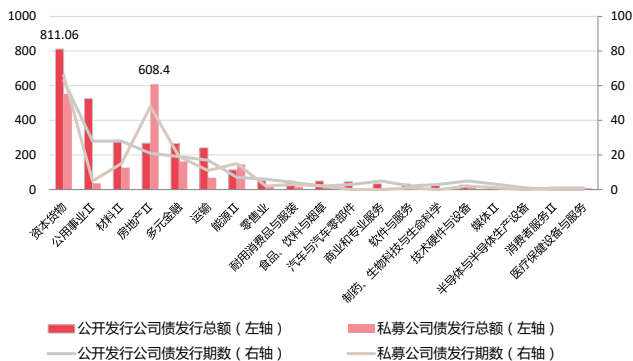
► 图表18: 近年来公司债和私募债公开发发行情况（亿元、期）



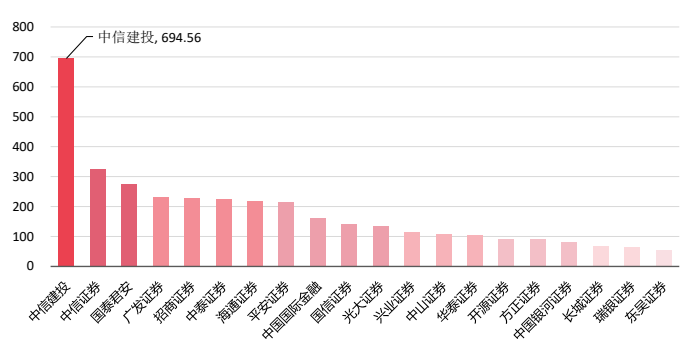
► 图表21: 2018年第三季度私募公司债主体和债项信用等级分布（发行期数）



► 图表19: 2018年第三季度公司债发行所属行业分布（亿元、期）



► 图表22: 2018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, 新世纪评级整理

<sup>3</sup>这一部分公司债券均指在交易所发行的债券。