

上海证券交易所

二〇一九年债券市场年度报告



二〇二〇年三月

目录

一、2019 年宏观经济形势	1
（一）宏观经济总体平稳，发展质量稳步提升	1
（二）利率水平震荡下行，信用利差整体收窄	2
（三）收益率曲线整体下行，短期利率波动较大	4
二、上交所债券市场运行情况	4
（一）一级发行量稳步增长	5
1. 地方债市场	5
2. 公司债券市场	6
3. 资产证券化市场	10
（二）债券市场二级交易平稳	13
1. 现券市场稳步增长	13
2. 回购交易整体平稳	15
3. 债券投资者参与度提升	16
三、上交所债券市场运行特点	16
（一）推进债券市场产品创新	16
（二）加强二级市场债券建设	18
（三）强化债券信用风险管理	19
（四）推进债券市场国际化	20

摘要

2019 年我国经济运行总体平稳，利率水平震荡下行，信用利差整体收窄，债券市场稳步增长。截至 2019 年底，上交所市场债券挂牌量 1.50 万只，托管量 10.14 万亿元，同比增长 20.92%。

2019 年，上交所债券市场各类债券发行总量达到 5.50 万亿元，同比增长 27.85%。地方政府债券全年发行 1.95 万亿元，超长期限地方债发行增多，认购主体趋于多元化。公司债全年发行 2.77 万亿元，同比增长 53.38%；高评级主体发行量占比提升，发行期限以 3 年期及 5 年期为主，发行利率同比下降。资产支持证券全年发行 0.72 万亿元，同比增长 5.08%，基础资产不断丰富，发行成本有所下降。

2019 年，上交所债券市场总成交 221.79 万亿元，其中现券成交 6.42 万亿元，同比增长 25.15%，回购成交 215.37 万亿元。不断健全二级市场制度建设，持续优化债券交易机制，进一步丰富参与主体。同时，上交所提升一线监管效能，持续健全债券风险防控机制，推进债券市场产品创新，丰富逆周期调节工具箱，推动完善司法救济措施，保护投资者合法权益。

一、2019 年宏观经济形势

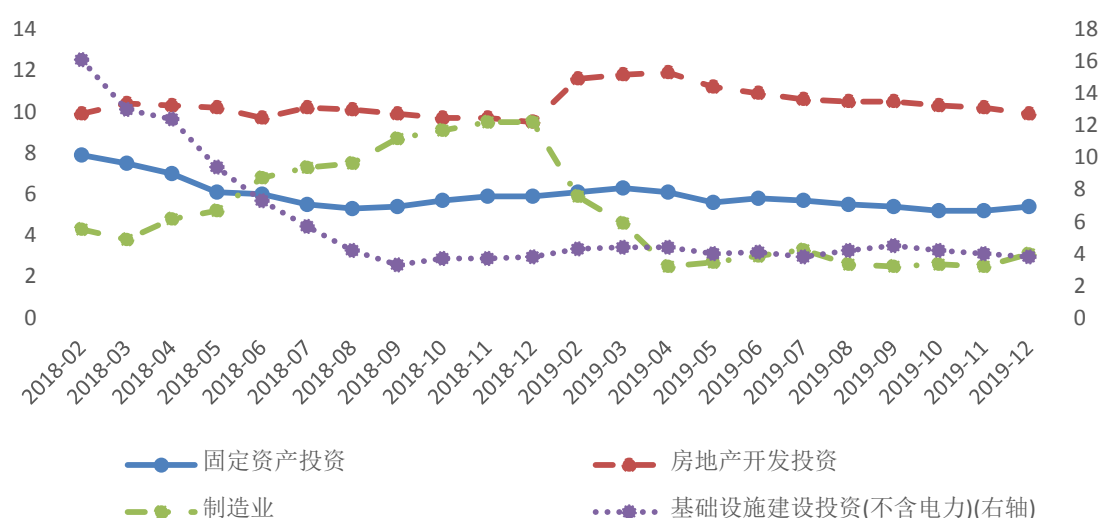
（一）宏观经济总体平稳，发展质量稳步提升

2019 年，面对国内外复杂形势，我国坚持稳中求进工作总基调，以供给侧结构性改革为主线，加强宏观政策逆周期调节，全力做好“六稳”工作，经济运行总体平稳，发展质量稳步提升。

2019 年国内生产总值接近 100 万亿元，同比增长 6.1%。

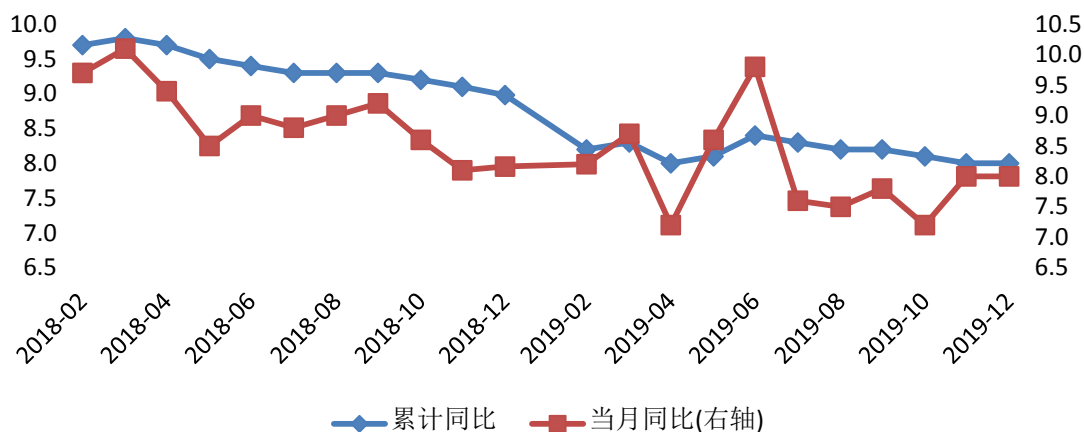
固定资产投资整体平稳。2019 年固定资产总投资同比略有回落，全年固定资产完成额累计同比增长 5.40%，其中基础设施建设投资（不含电力）、房地产投资以及制造业投资增速分别为 3.80%、9.90%和 3.10%。

图1 固定资产投资累计同比情况（%）



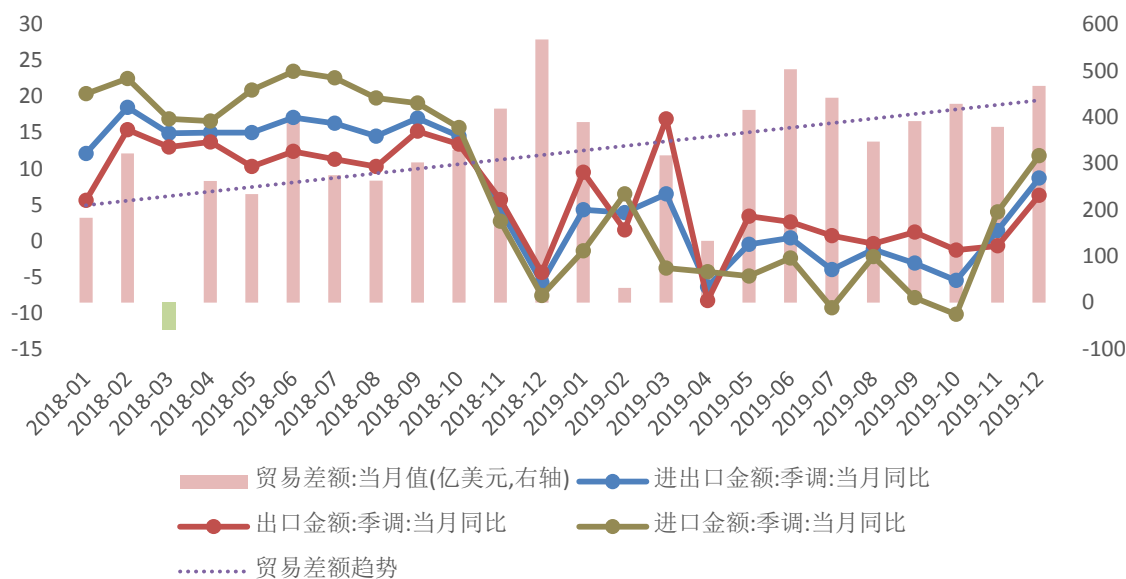
消费增速趋稳。2019 年社会消费品零售总额累计同比增长 8%，增速同比下降 0.98 个百分点。从产业结构上来看，消费依然是拉动经济增长的第一大动力，对经济增长的贡献率超过 60%。

图2 社会消费品零售总额情况 (%)



进出口略有下滑。受贸易摩擦和全球贸易需求下降影响，全年进出口总额（美元计价）累计同比下降 1.00%，其中进口总额（美元计价）累计下降 2.80%。

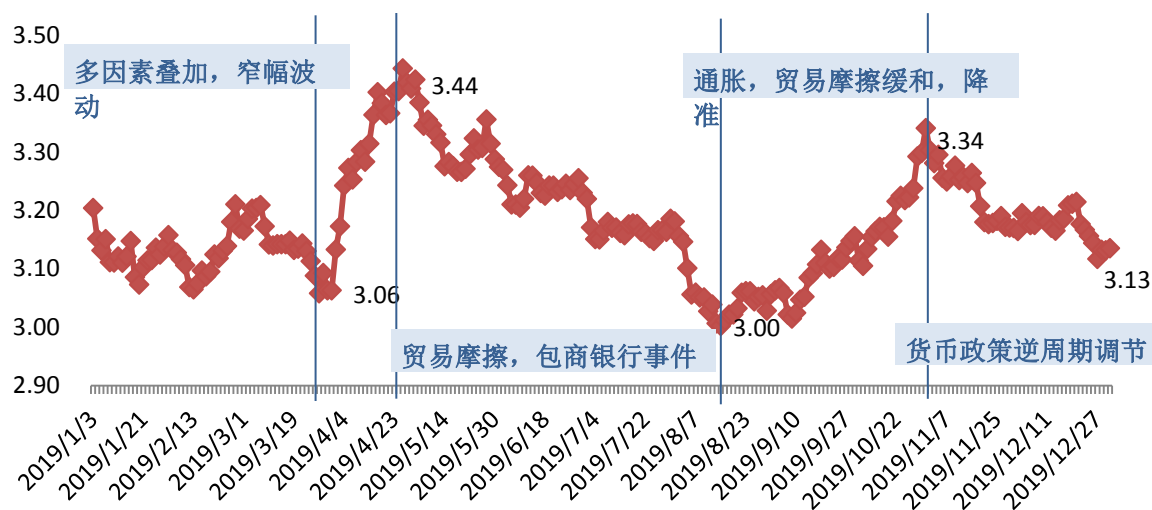
图3 贸易增速与贸易差额（%、亿美元）



（二）利率水平震荡下行，信用利差整体收窄

2019 年债券市场受经济基本面、货币政策等因素影响，利率水平波动下行。中证国债 10 年期到期收益率自年初的 3.20% 微降至年末的 3.14%，年内收益率维持在 3.44%至 3.00%区间内。

图4 中证 10 年期国债到期收益率 (%)



2019 年信用债市场延续牛市行情，债券收益率持续下行。中证公司债 3 年期 AA 等级与 AAA 等级利差自年初的 69BP 最低下行至 5 月底的 28BP。公司债 3 年期 AA 等级与 AAA 等级利差最高回升至 61BP。央行投放流动性等逆周期调节以及宽信用政策力度的加大，市场机构风险偏好逐渐恢复，中低等级信用利差重新收窄，2019 年末公司债 3 年期 AA 等级与 AAA 等级利差回落至 34BP，同时高等级信用利差呈现小幅扩大趋势。

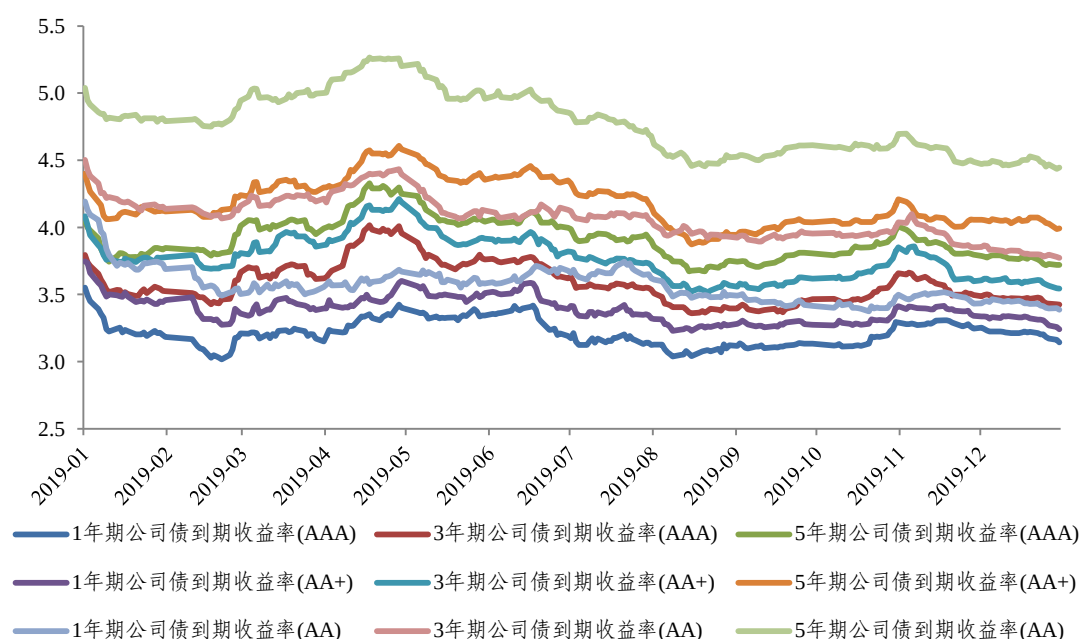
图5 中证公司债 3 年期利差 (BP)



（三）收益率曲线整体下行，短期利率波动较大

全年关键期限公司债收益率曲线整体下行，短久期品种利率下行明显。其中 1 年期公司债 AAA、AA+和 AA 品种到期收益率分别下行 41BP、51BP 和 81BP；5 年期公司债 AAA、AA+和 AA 品种到期收益率分别下行 33BP、41BP 和 59BP。

图6 2019 年关键期限公司债券到期收益率走势（%）



二、上交所债券市场运行情况

2019 年上交所债券市场融资额达 5.50 万亿元，同比增长 27.85%。其中：地方政府债券发行 1.95 万亿元，同比增长 8.39%；公司债券发行 2.77 万亿元（含一般公司债、私募债、可交换债、证券公司债、可转债），同比增长 53.38%；资产支持证券发行 0.72 万亿元，同比增长 5.08%。

债券总成交 221.79 万亿元，同比增长 2.23%。其中现券成交 6.42 万亿元，同比增长 25.15%；回购成交 215.37 万亿元，

债券现券及回购日均交易量 0.93 万亿元。

截止 2019 年底，上交所市场债券托管量 10.14 万亿元、15,368 只，托管量同比增长 20.92%。

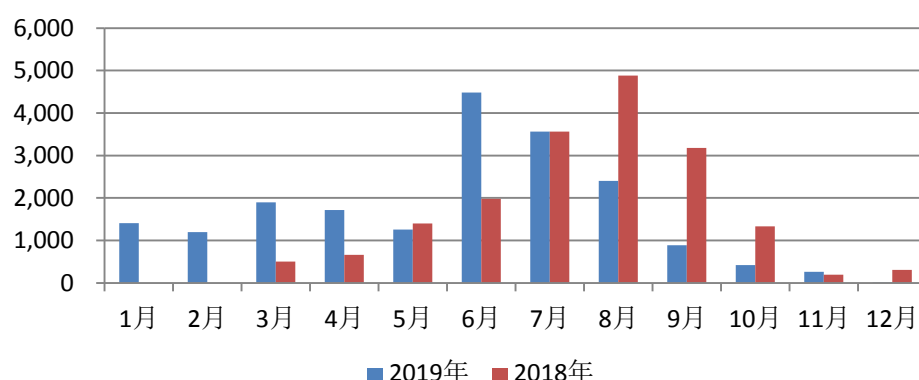
（一）一级发行量稳步增长

1. 地方债市场

（1）地方债常态化发行

2019 年上交所服务地方债发行地区 31 个、发行场次 134 次，发行规模 1.95 万亿元。2019 年地方债发行时间提早至 1 月，上交所一季度发行规模 4,057.40 亿元，前三季度规模合计 1.88 万亿元，占全年发行总量 96.39%，发行高峰较 2018 年提前至 6 月和 7 月，2019 年全市场前三季度累计发行规模占全年的 90.83%。

图7 近两年上交所地方债每月发行规模（亿元）



（2）发行利率和利差整体下降

2019 年地方债平均发行利率整体下行，与国债基准利率的利差进一步缩小。全年地方债整体平均发行利率 3.47%，降低 44BP，发行利率与国债基准利率的平均差值 27BP，低于 2018 年的 41BP。不同地区发行利差分化不显著，但总体东部地区略低于中西部地区。不同期限间利差分化较低，平均利差最高、最低

的期限品种分别为 20 年、30 年期，利差分别为 30BP、26BP。一般债和专项债平均利差差异较小。

（3）超长期限地方债发行量增加

2019 年上交所超长期限地方债发行规模显著增长。全年上交所市场发行 15 年及以上期限地方债 4,637.36 亿元，其中，20 年及以上期限 3,954.03 亿元，占比 61.61%。上交所新发行地方债平均期限 9.99 年，较 2018 年延长 3.78 年，整体期限结构延长。

（4）参与主体逐步多样化

2019 年地方债发行加权平均全场认购倍数 16.30 倍，一级市场认购较为踊跃，短久期品种认购倍数较高，一般债认购倍数略高于专项债，区域间分化较明显。投资者类型呈现多样化分布，涵盖银行、保险、证券公司自营、基金（含专户）、个人投资者等。随着 2019 年超长期地方债供给增加，保险资金持有地方债的规模显著上升。

2. 公司债券市场

（1）发行规模同比增长

2019 年上交所发行公司债券¹2.59 万亿元，同比增长 47.16%，其中非金融企业公司债券发行规模同比增长 61.09%。从发行方式来看，公开发行人公司债券 1.07 万亿，同比增长 17.27%；非公开发行人公司债券 1.51 万亿，同比增长 79.57%。截至 2019 年末，上交所公司债券托管量 7.04 万亿元，同比增长 21.55%。

¹下文公司债券包括一般公司债、私募债、可交换债、证券公司债。

²3 年期债券包含 3 年期固定期限品种及 2+1、1+1+1 等含权期限品种。

表1 2019 年上交所公司债券发行概况

单位：亿元

发行规模	2019 年末	2018 年末	同比增长
总规模	25,876.82	17,584.59	47.16%
按发行方式分类：			
公开发行人公司债券	10,728.51	9,148.90	17.27%
非公开发行人公司债券	15,148.31	8,435.69	79.57%
按企业性质分类：			
金融企业公司债券	3,026.30	3,442.80	-12.10%
非金融企业公司债券	22,850.52	14,141.79	61.58%
公司债券托管量	70,364.94	57,888.57	21.55%

（2）发行人融资成本同比下降

发行期限以 3-5 年为主。2019 年度，上交所公司债券发行期限集中于 3 年期²和 5 年期³。其中，3 年期发行规模占比 39.40%，同比下降 5.56 个百分点；5 年期发行规模占比 48.58%，同比上升 10.22 个百分点，投资者资产期限配置有所拉长。

发行利率同比下降。2019 年度，AAA、AA+和 AA 评级主体 3 年期⁴公开发行和非公开发行公司债券发行利率同比均出现较大幅度下降，AA+、AA 级公开发行公司债券发行成本降幅较大，有效降低了企业财务负担。

表2 2019 年上交所 3 年期公开发行公司债券发行利率情况

发行利率	AAA 级	AA+级	AA 级
2019 年	3.93%	5.26%	6.24%
2018 年	4.71%	6.26%	7.32%
变化（BP）	78	100	108

表3 2019 年上交所 3 年期非公开发行公司债券发行利率情况

发行利率	AAA 级	AA+级	AA 级
2019 年	4.76%	5.34%	6.56%
2018 年	5.74%	6.31%	7.35%
变化（BP）	98	97	79

²3 年期债券包含 3 年期固定期限品种及 2+1、1+1+1 等含权期限品种。

³5 年期债券包含 5 年期固定期限品种及 3+2、2+2+1 等含权期限品种。

⁴首次行权期为第 3 年末均视为 3 年期，例如 3+1、3+2、3+3+3 等含权期限均为 3 年期，不包含期限为 3+N 的可续期公司债。

从发行利率全年变化趋势来看，一季度受宽信用政策及宏观经济基本面影响，发行利率整体呈下行趋势。6月受包商银行事件影响，平均发行利率总体有所上升。下半年因货币政策和贸易摩擦缓和等因素，公司债券发行利率有所下行⁵。

图8 2019年上交所公开发行人公司债券利率走势（%）

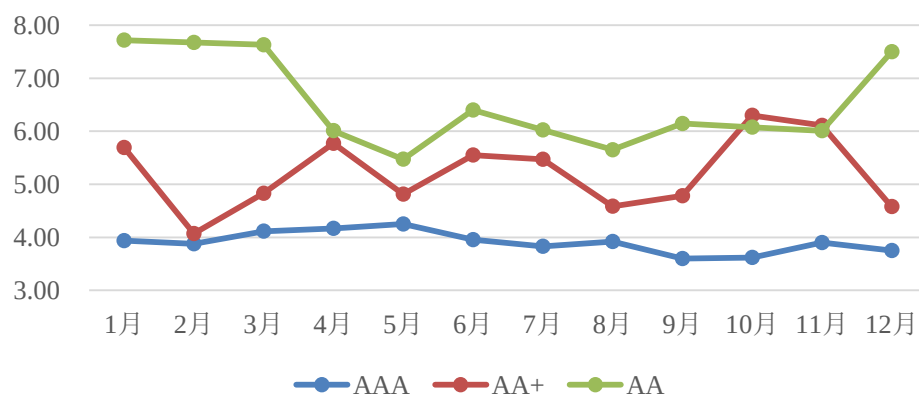
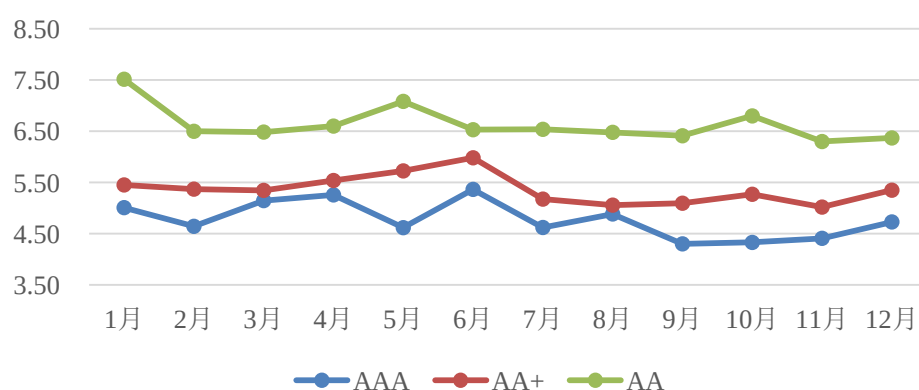


图9 2019年上交所非公开发行人公司债券利率走势（%）

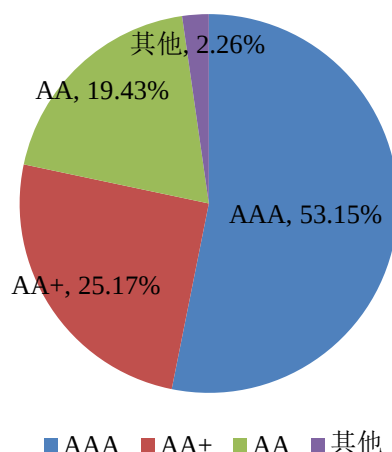


（3）公司债券信用结构不断优化

从主体评级来看，近两年公司债券高评级主体发行量较大，AA+及以上主体发行量合计占比保持稳定。2019年AAA及AA+主体发行量合计20,264.80亿元，占比78.31%。AAA及AA+主体央企占比28.60%，发行期限以3年期和5年期为主。

⁵11月至12月，AA+及AA公募债券发行利率波动较大，主要是相应债券发行规模较小，故受个别债券发行利率影响较大，不具有代表性。

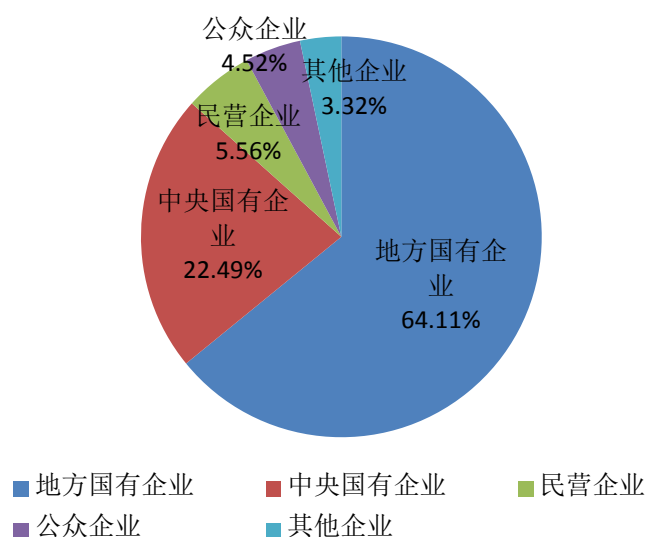
图10 2019 年上交所公司债券各评级主体发行量占比情况



（4）国有企业发行规模增幅较大

从发行人企业性质来看，国有企业发行规模同比增幅较大。2019年国有企业发行规模合计22,408.11亿元，同比增长63.48%，其中中央国有企业发行5,819.30亿元，地方国有企业发行16,588.81亿元。

图11 2019 年上交所不同性质企业公司债券发行量占比情况

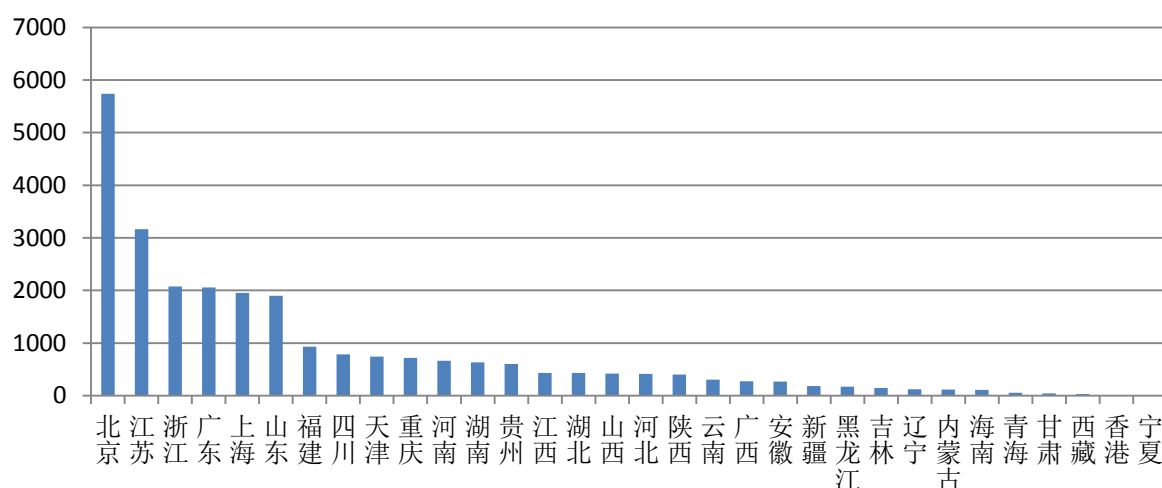


（5）发行人区域集中度较高

公司债券发行规模位居前三位的发行人注册地分别为北京、江苏和浙江，发行规模合计10,977.45亿元，占比42.42%。其

中，北京地区发行人以中央国有企业为主，发行规模 4,123.80 亿元，占比 71.85%。江苏、浙江两地发行人以地方国有企业为主，发行规模合计 5,066.30 亿元，占两地发行总规模 96.72%。

图12 2019年各省级行政区发行人在上交所发行公司债券规模（亿元）

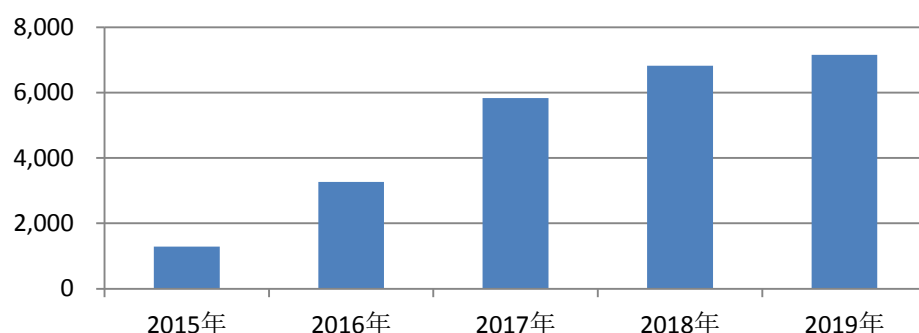


3. 资产证券化市场

(1) 各类基础资产发展较为均衡

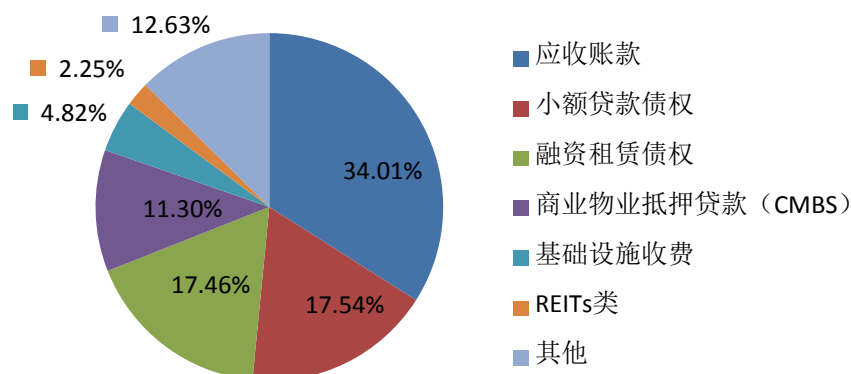
2019 年上交所市场各类资产支持证券发行规模 7,152.23 亿元，同比增长 5.08%。

图13 2015-2019 年上交所资产支持证券发行规模（亿元）



基础资产以债权类为主。债权类基础资产发行规模 6,396.42 亿元，以应收账款、融资租赁债权和小额贷款债权为主。REITs 类基础资产发行规模 160.84 亿元，同比增长 58.23%。

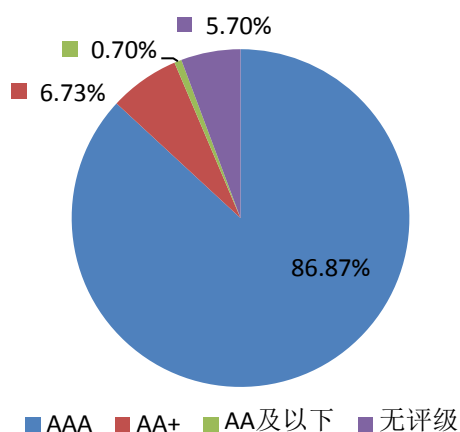
图14 2019 年上交所资产支持证券基础资产类型分布情况



（2）信用结构持续优化

2019 年上交所资产支持证券信用结构持续优化。AAA 级发行规模合计 6,213.49 亿元，占比 86.87%，同比增长 1.02 个百分点；AA+级及以上发行规模合计 6,694.85 亿元，占比 93.60%，同比增长 1.69 个百分点。

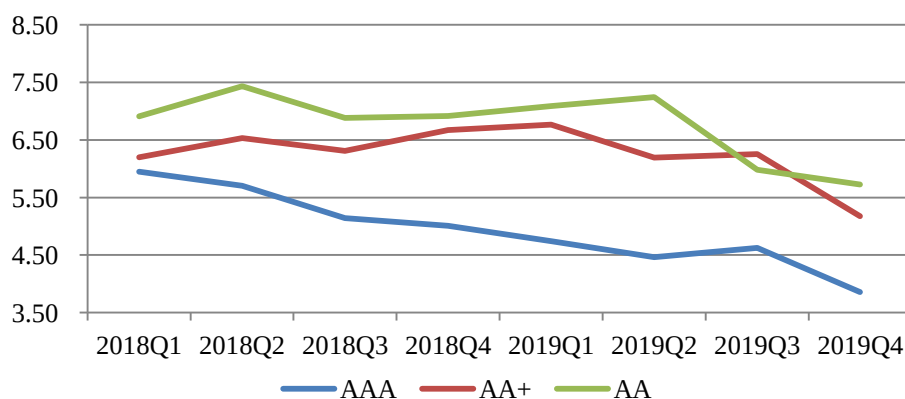
图15 2019 年上交所资产支持证券各信用等级分布



（3）融资成本有所下降

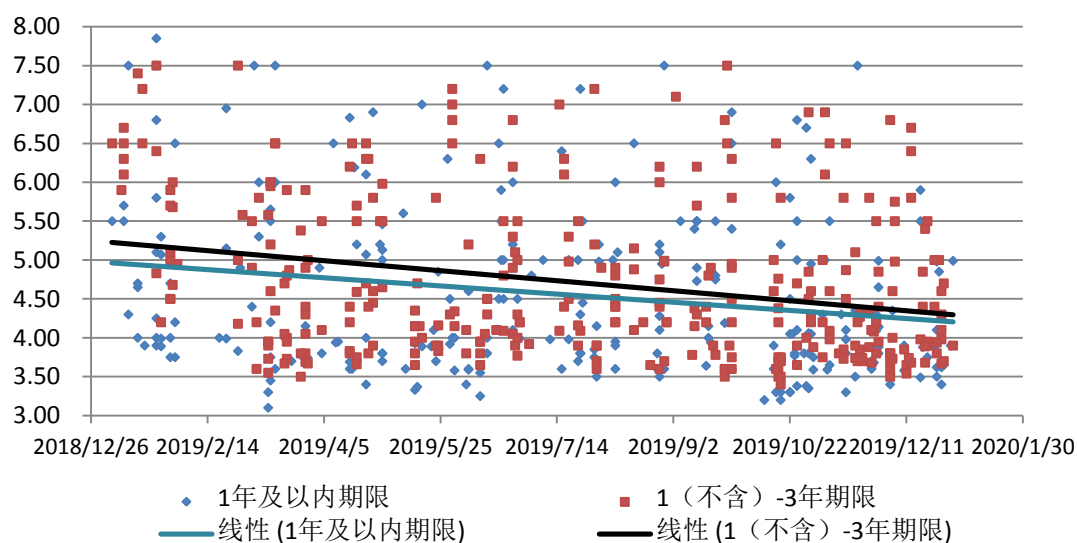
2019 年上交所资产支持证券加权平均发行利率整体走低。第二季度发行利率有明显分化，具体表现为高评级发行利率继续走低，低评级发行利率相对走高；第三季度 AAA 和 AA+级加权平均发行利率较第二季度上行。

图16 2018至2019年上交所资产支持证券加权平均发行利率（%）



从不同期限来看，债权类 AAA 级中长期期限发行利率降幅更大。1 年及以内期限债权类的发行利率中枢从年初的 5.00% 降至年末的 4.20% 左右。1 至 3 年期限债权类的发行利率中枢从年初的 5.20% 降至年末的 4.30% 左右。

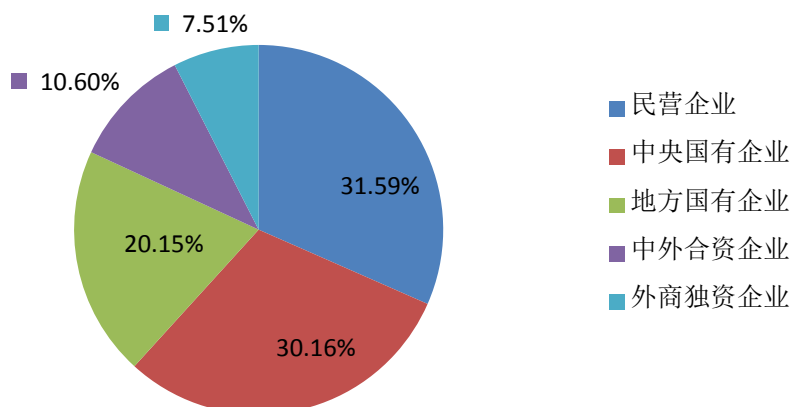
图17 2019 年上交所 AAA 级债权类各期限发行利率（%）



（4）民营企业融资占比最高

2019 年上交所实际融资人为民营企业的资产支持证券发行规模 2,259.35 亿元，占比最高，基础资产主要为应收账款债权类和小额贷款债权类。民营企业融资人集中度较高，其中前十大融资人发行规模占比 67.05%。

图18 2019 年上交所资产支持证券实际融资人企业性质（按发行规模）



（二）债券市场二级交易平稳

1. 现券市场稳步增长

（1）现券交易规模平稳增长，可转债成交量显著提升

2019 年上交所现券成交总额 6.42 万亿元，同比增长 25.15%。公开发行人公司债券、非公开发行人公司债券和资产支持证券交易金额分别为 2.84 万亿元、1.86 万亿元和 1,884 亿元，分别同比增长 19.20%、26.10%和 8.40%。可转债成交 6,967 亿元，同比增长 200%，成交量占现券成交总额 10.86%，同期上证转债指数涨幅 20.96%。

表4 2019 年上交所现券交易量分类统计

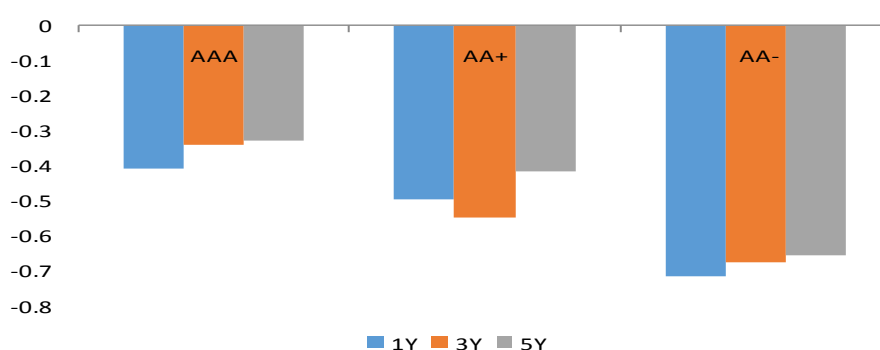
单位：亿元

类型	2019 年成交额	2018 年成交额	变化比例
国债	1,603	1,220	31.3%
地方债	781	1,332	-41.4%
政策性金融债	1,374	879	56.4%
企业债	3,448	4,044	-14.7%
公开发行公司债	28,405	23,832	19.2%
非公开发行公司债	18,562	14,719	26.1%
可交换债	1,129	1,180	-4.3%
可转换公司债	6,967	2,315	201.0%
资产支持证券	1,884	1,738	8.4%
合计	64,153	51,263	25.1%

（2）公司债信用利差整体收窄，中短期限债券成交量增加

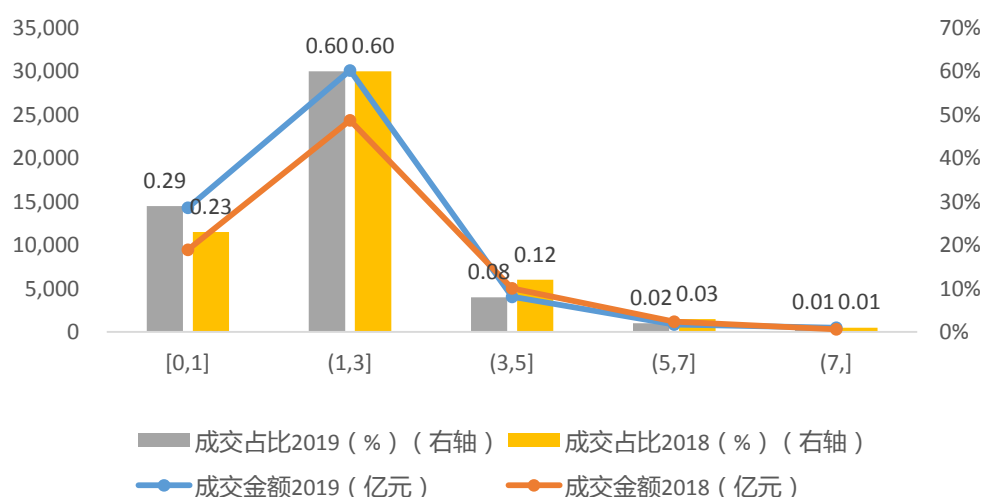
整体来看，2019 年公司债收益率曲线呈下行趋势，信用利差⁶多数收窄，中短期限债券成交额显著增加。曲线变动方面，中证公司债收益率曲线整体下行，短久期品种降幅明显，全年各评级信用利差多数收窄。以 3 年期中证估值来看，AAA、AA+和 AA 品种信用利差分别下行 24BP、48BP 和 67BP。

图19 2019 年中证公司债券收益率曲线变化情况（%）



从期限⁷结构来看，2019 年中短期限债券交易量增长较快，其余期限成交总额变化较小。

图20 信用债成交统计（分期限）（亿元）



⁶信用利差为各评级中证公司债到期收益率与同期限国债到期收益率之差。

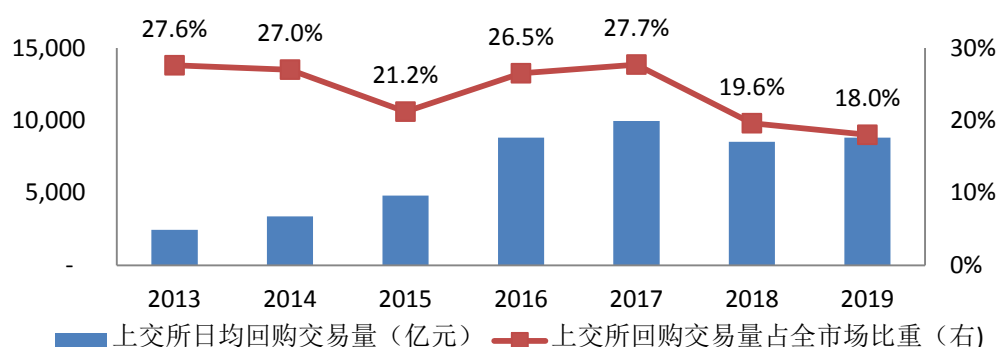
⁷以当年1月1日与债券上市日期孰后的日期中债券的剩余期限为准（含权债取行权剩余期限）。

2. 回购交易整体平稳

（1）回购规模保持平稳，日均成交量略有上升

2019 年上交所回购成交额共 215.37 万亿元，同比小幅上升 1.78%，整体规模较为稳定。其中，债券质押式回购、质押式协议回购、质押式报价回购、质押式三方回购分别占比 97.40%、1.10%、1.20%和 0.40%。质押式回购未到期余额 1.92 万亿元，日均交易量 8,808 亿元，同比上升 3.50%。

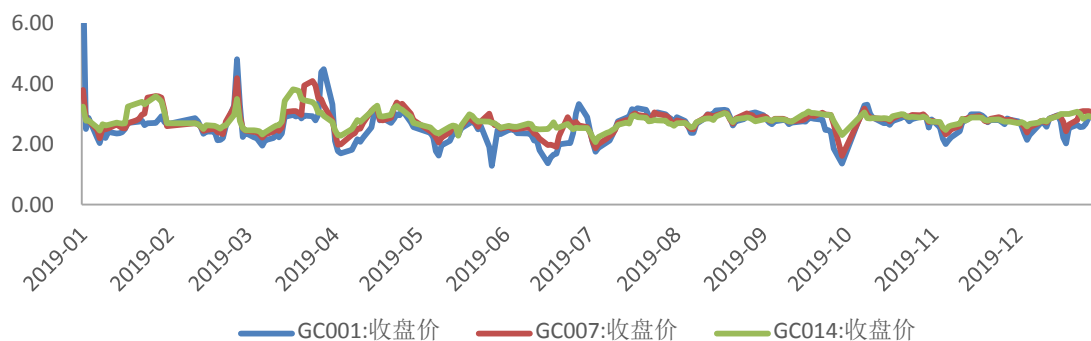
图21 2019 年上交所质押式回购日均交易金额及占比（亿元）



（2）回购利率平稳下行，波动性显著降低

2019 年上交所回购利率平稳下行，波动率显著降低。相比年初，1 天质押式回购和 7 天质押式回购加权平均利率分别下降 15BP、11BP，7 天（不含）以上的回购成交占比由年初 4.20%升至 5.27%，回购期限有所拉长。环比来看，除 1 月和 7 月外，回购利率水平变动较小。

图22 2019 年上交所回购利率水平（%）



3. 债券投资者参与度提升

(1) 债券现券投资以各类资管产品、银行、保险等机构投资者为主

截至 2019 年底，各类资管产品⁸持债规模 3.87 万亿元，占比 38.20%；银行、保险、券商等法人金融机构持债规模达 3.60 万亿元，占比 35.40%；一般法人⁹持债规模 9,923 亿元，占比 9.80%；公募基金持债规模 7,459 亿元，占比 7.40%。

(2) 银行理财和自营持债规模增加

银行理财和自营持债规模同比增加 9,116 亿元。由于资管新规等政策影响，资管专户产品在上交所持债规模出现下降，较 2018 年底减少 1,747 亿元。2019 年 8 月，证监会、人民银行、银保监会联合发布《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》，扩大了在证券交易所参与债券交易的银行范围，银行理财和银行自营在上交所所持债规模进一步上升。

保险增持地方债长久期品种。截至 2019 年底，保险的持债规模 1.15 万亿元，占上交所总债券托管规模 11.30%，同比上升 0.80%。2019 年，上交所 15 年及以上期限地方债大规模发行，保险是上述长久期地方债的主要投资者。2019 年底，保险同比分别增持国债和地方债 532 亿元和 1,549 亿元。

三、上交所债券市场运行特点

(一) 推进债券市场产品创新

⁸资管产品包括私募基金、基金专户、券商资管、信托产品、期货资管、保险资管、银行理财等。

⁹一般法人是指除证券公司、基金公司、商业银行、保险公司、信托公司、期货公司外的其他法人机构投资者。

1. **运用信用保护工具支持实体经济融资。**经中国证监会批准，2019 年上交所、中国结算发布《上海证券交易所中国证券登记结算有限责任公司信用保护工具业务管理试点办法》《上海证券交易所信用保护工具交易业务指引》《关于开展信用保护凭证业务试点的通知》，推出信用保护合约和凭证试点。截至 2019 年末，市场主体共达成信用保护合约 38 单，有效支持债券融资 121.47 亿元；共创设 5 单信用保护凭证，有效支持债券融资 64.68 亿元。

2. **公司债券专项品种持续创新。**上交所、全国股转公司、中国结算共同发布《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》，将非公开发行可转换公司债券发行主体范围由创新创业公司扩展至非上市公司。2019 年在上交所累计发行各类专项公司债券 1,828.02 亿元，同比增长 185.67%，其中扶贫债、纾困债和绿债增速较快。扶贫债发行 136.80 亿元，覆盖贵州、广西、西藏、甘肃、重庆等全国十余省（市、区），募集资金用途涵盖异地扶贫搬迁、产业扶贫、生态扶贫。纾困债发行 361.20 亿元，帮助有发展前景但暂时陷入困难的民营上市公司及其股东融资，缓解民营企业流动性压力。绿色公司债券发行 713.84 亿元，募集资金主要用于绿色项目，助力节能环保、清洁能源等产业直接融资。双创债发行 8 亿元，有效引导资金流向创新产业，推动金融创新与科技创新的融合。“一带一路”公司债券发行 30 亿元，持续为境内企业“走出去”提供资金支持，服务“一带一路”建设。

表5 近两年上交所专项债发行情况

单位：亿元、只

创新品种类别	发行规模			发行只数		
	2019 年	2018 年	增长率	2019 年	2018 年	增长量
绿色公司债券	713.84	324.78	119.79%	55	27	28
可交换公司债券	479.68	405.20	18.38%	28	18	10
纾困专项债	361.20	98.00	268.57%	28	6	22
扶贫专项债	136.80	26.10	424.14%	23	7	16
住房租赁专项债	98.50	87.00	13.22%	11	5	6
“一带一路”公司债券	30.00	28.00	7.14%	4	4	-
创新创业公司债券	8.00	15.45	-48.22%	9	11	-2
合计	1,828.02	984.53	185.67%	158	78	80

3. 资产支持证券持续创新。发行“菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划资产支持证券”，实现同一 REITs 下新资产持续注入；发行“中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划资产支持证券”，通过 REITs 盘活存量优质传统基础设施资产；发行“工银瑞投-海垦控股集团土地承包金资产支持专项计划资产支持证券”，探索农垦土地承包金资产证券化业务创新。

（二）加强二级市场债券建设

1. 完善债券交易机制。2019 年发布《关于修改〈上海证券交易所债券交易实施细则〉相关条款的通知》《关于调整固定收益证券综合电子平台交易相关事宜的通知》，延长债券质押式回购和固定收益平台债券交易时间至 15:30，取消固定收益平台现券交易涨跌幅限制，市场运行平稳。

2. 扩大债券机构投资者群体范围。建立债券交易参与者制度，拓宽交易所债券市场参与者范围。根据证监会与人民银行、银保监会联合发布的《关于银行在证券交易所参与债券交易有关问题的通知》（证监发〔2019〕81 号），部署推动银行入市工作，

扩大银行投资债券的范围，促进要素自由流动。

（三）强化债券信用风险管理

1. **新增违约率有所降低。**2019 年上交所全年公司债券新增违约规模有所下降，全年边际修正违约率 0.78%，较 2018 年（0.86%）有所缓和。通过定期排查、专项排查、二级市场预警、市场舆情监测等方式，全年新增的 28 家违约发行人基本已提前监测预警，并结合个案特点分类推动处置。同时通过多维度强化监管协作，推动畅通债券违约诉讼、破产等法治化渠道。

2. **优化风险及违约债券交易机制。**发布《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》，根据市场情况和债券资信状况的变化，可在债券上市期间动态调整其交易机制，进一步完善债券风险管理制度，保护投资者合法权益。发布《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》《关于为挂牌期间特定非公开发行债券提供转让结算服务有关事项的通知》，为适应特定债券提供转让制度安排，满足市场化风险化解处置需要，提升债务纠纷化解的市场化水平。发布《关于公司债券回售业务有关事项的通知》，通过提供回售撤销及转售服务，协助发行人缓释偿付压力。

3. **进一步落实信息披露监管要求。**2019 年公司债券及资产支持证券定期报告披露及时率达到 98%，针对重大违法违规行为，通过采取日常监管动作、出具监管函件以及实施纪律处分等措施，督促第一责任人履行义务。发布实施《上海证券交易所资产支持证券临时报告信息披露指引》，明确信息披露主体责任和时限要求，细化和丰富重大事件信息披露，进一步夯实资产支持证券信

息披露规则体系，保障投资者更好地进行投资决策，提升市场参与机构风险管理能力。

（四）推进债券市场国际化

1. **拓展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道。**经国务院批准，中国人民银行、国家外汇管理局取消合格境外机构投资者（QFII）及人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，境外投资者投资交易所债券市场更为便利。

2. **深化国际合作，加强与国际投资者交流。**上交所与卢森堡证券交易所签署绿色债券信息通合作协议补充协议，正式启动绿色债券东向展示，为资本市场跨境金融合作提供了新的范例。截至 2019 年底，已有 23 只上交所挂牌的绿色债券在信息通上西向展示，总金额 308.40 亿元。举办国际投资者大会之交易所债券市场创新与开放分论坛，聚焦交易所债券市场创新、发展及开放等议题，促进境内监管机构、市场主体与国际投资者的沟通交流。