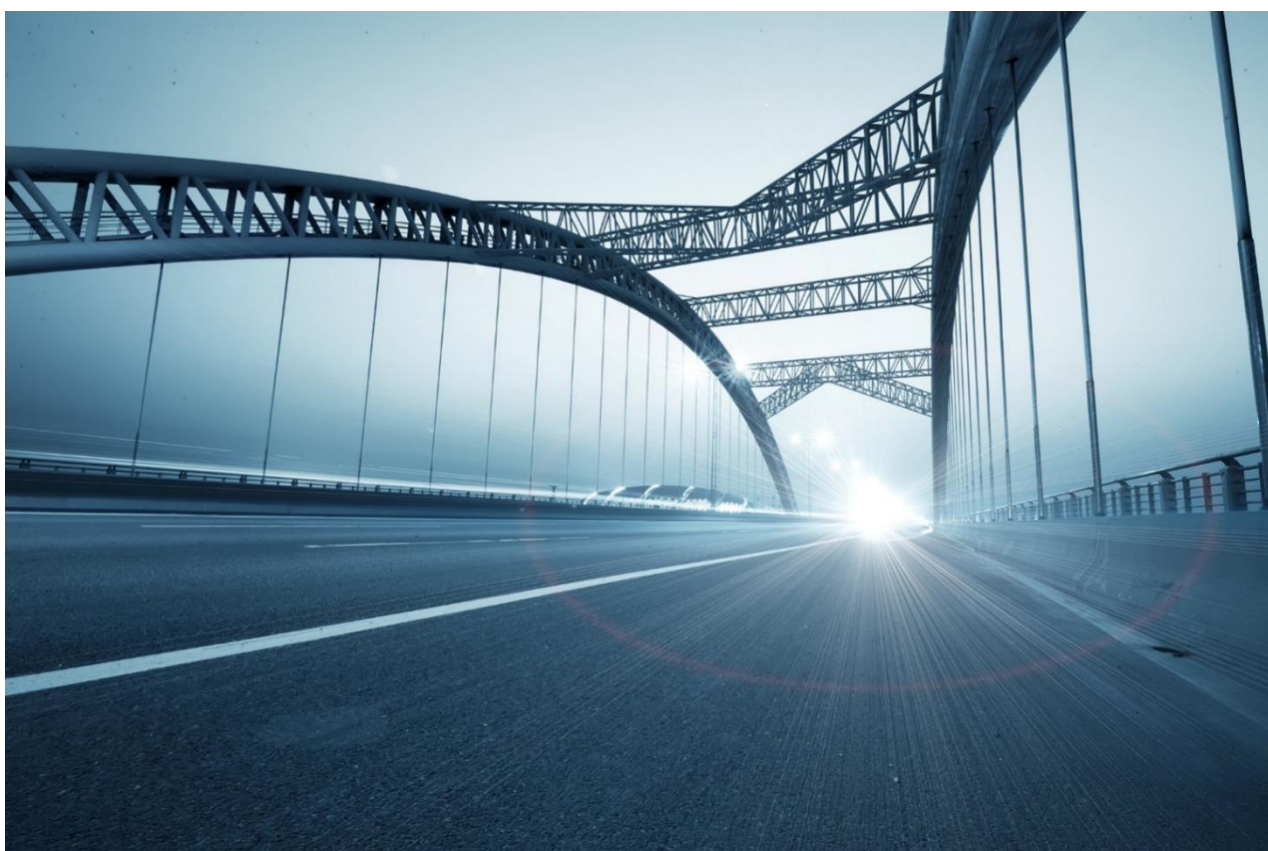


---

# 2022 年二季度债券市场发展报告

2022 年 7 月 29 日



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

# 2022 年二季度债券市场发展报告

联合资信评估股份有限公司 研究中心

## 摘要：

2022 年二季度，全球经济放缓，通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内上海、北京等大城市疫情反复，防疫任务仍然艰巨，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳增长压力加大。在此背景下，监管部门出台多项举措，不断创新债券产品，支持债券市场定向扩容；深化公司债券注册制改革，完善债市体制机制；便利境外机构投资者参与我国债券市场，推动债券市场对外开放；强化地方政府省级宏观调控，防范地方政府债务风险；丰富主动债务管理工具，健全违约处置机制。

债市整体运行情况方面，二季度，央行继续贯彻执行稳健的货币政策，强化逆周期调节，发挥总量和结构双重功能，市场流动性稳中偏松。在此背景下，一级市场，利率债的发行规模环比和同比均有所增长，但受疫情影响融资需求减弱，信用债的发行规模环比和同比均有所下降；二级市场，利率债、信用债的收益率整体呈现短端下行、长端震荡的趋势；利率债的交易量环比小幅下降，同比有所增长，信用债交投活跃，交易量环比、同比均有所上升。

信用债的运行特征方面，二季度，在取消强制评级持续推进的背景下，无债项评级债券占比继续增长。从发行主体的企业性质来看，国有企业发行规模仍占据主导地位，民营企业净融资流出扩大。不同地区债券发行和净融资规模变化情况持续分化；行业集中度有所上升，净融资规模变化情况持续分化。信用债利差方面，二季度，受结构性的资产荒的影响，投资者资质下沉，信用债信用利差呈收窄态势；但受短期信用债收益率下降幅度远大于长期信用债的影响，期限利差被动走阔。信用债风险方面，二季度信用债违约常态化发生，但有 7 家企业通过展期方式缓解到期兑付压力，且主要集中于房地产管理和开发行业（5 家），企业隐性信用风险仍存。

展望三季度，在当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大的背景下，实现全年 5.50% 左右预期增速目标难度明显加大，稳增长政策预计将持续发力。同时，经济复苏仍需宽松的货币环境呵护，稳中偏松的货币政策或将维持较长时间，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础，债券市场发行量有望保持稳定。此外，在我国经济运行持续稳定恢复的背景下，债券市场信用风险整体可控，但结构性信用风险犹存。

---

## 一、债券市场政策回顾

2022 年二季度，全球经济放缓，通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情反复，防疫任务仍然艰巨，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，稳增长压力加大。在此背景下，监管部门出台多项举措，不断创新债券产品，支持债券市场定向扩容；深化公司债券注册制改革，完善债市体制机制；便利境外机构投资者参与我国债券市场，推动债券市场对外开放；强化地方政府省级宏观调控，防范地方政府债务风险；丰富主动债务管理工具，健全违约处置机制。

### （一）支持债券市场定向扩容

**支持民营企业债券融资。**2022 年 4 月 18 日，人民银行、外汇局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，指出积极支持民营企业健康发展，完善民营企业债券融资支持机制，鼓励金融机构加大民营企业债券投资力度。2022 年 5 月 10 日，国家发改委等四部门发布《关于做好 2022 年降成本重点工作的通知》，指出建立健全多层次资本市场，完善民营企业债券融资支持机制，提升民营企业直接融资能力。2022 年 5 月 11 日，证监会发布通知开展民营企业债券融资专项支持计划，专项支持计划由中国证券金融股份有限公司（简称“中证金融”）运用自有资金负责实施，通过与债券承销机构合作创设信用保护工具等方式，增信支持有市场、有前景、有技术竞争力并符合国家产业政策和战略方向的民营企业债券融资。2022 年 6 月 29 日，证监会发布通知指出进一步降低交易所债券市场交易成本，对民营企业债券融资交易费用应免尽免。同日，上交所发布通知暂免收取部分债券交易经手费，深交所发布通知免收债券（不含可转债）及资产支持证券的流量费、交易经手费。在上述政策的指引下，民营企业尤其是优质民营企业债券融资有望进一步扩容。

**支持科技创新领域债券发行。**一是升级推出科创票据。2022 年 5 月 20 日，交易商协会发布《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》，将科创类融资产品工具箱升级为科创票据，通知指出，科创票据的募集资金用于科技创新领域的债务融资工具，即科创主体类和科创用途类科创票据，主体类票据发债企业应具有科技创新称号，用途类科创票据募集资金中 50%以上用于支持科技创新发展。通知指出鼓励科技创新企业新增注册各类债务融资工具，并为科创票据及科技创新企业的各类债务融资工具注册评议开辟“绿色通道”。二是推出科技创新公司债券。2022 年 5 月 20 日，沪深交易所分别发布新规<sup>1</sup>推出科技创新公司债券，明确

---

<sup>1</sup> 《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 4 号——科技创新公司债券》《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第 6 号——科技创新公司债券》。

---

科技创新公司债券的发债主体为科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类四类发行人，同时规范募集资金用途及信息披露要求，对特定发行人<sup>2</sup>发行科技创新公司债券作出优化安排。上述政策的发布有助于推动科技创新类债券的发行，进一步拓宽科技创新主体的融资渠道，引导募集资金向科技创新领域集聚。

**支持乡村振兴主题债券发行。**2022年5月16日，交易商协会发布《关于做好2022年度乡村振兴票据有关工作的通知》，指出加大乡村振兴重点领域的支持力度。一是加大对粮食生产和重要农产品等乡村振兴重点领域的支持力度；二是加强对160个国家乡村振兴重点帮扶县的倾斜力度，引导募集资金用途向上述帮扶县适当倾斜；三是创新乡村振兴票据助农机制，鼓励发行与乡村振兴项目产生现金流为支持的资产支持票据、项目收益票据、绿色债务融资工具等产品，鼓励信用增进机构等为发债企业提供增信服务；四是强化乡村振兴票据风险防范，强调募集资金投资项目不得用于公益性资产，确保募集资金用途合法合规；五是加大乡村振兴票据的政策激励，鼓励乡村振兴票据的发行与投资，鼓励中介机构提供专业服务。上述政策的发布有助于支持乡村振兴票据尤其是县域乡村振兴票据、乡村振兴资产支持票据等乡村振兴主题债务融资工具的发行。

**推动可持续发展相关债券发行。**一是**创新推出转型债券。**2022年6月6日，交易商协会发布《关于开展转型债券相关创新试点的通知》，拟创新推出转型债券，支持传统行业绿色低碳转型，转型债券募集资金专项用于低碳转型领域，重点推动传统行业转型升级，是绿色债券的有益补充。二是**推出低碳转型债券、低碳转型挂钩债券。**2022年6月2日，上交所修订《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——特定品种公司债券》，新增推出低碳转型债券<sup>3</sup>和低碳转型挂钩债券<sup>4</sup>，明确债券定义、募集资金用途、特殊条款安排、项目申报及披露要求等，支持低碳转型领域债券发行。上述政策的推出进一步丰富了我国可持续债券品类，有助于拓宽传统企业转型的融资渠道，为我国绿色低碳转型发展提供动力。

**支持优质企业债券融资。**2022年5月27日，上海证券交易所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第6号——知名成熟发行人优化审核》对知名成熟发行人认定和优化审核措施进行了规范，一是完善知名成熟发行人认定标准，简化部分认定指标，拓宽优质企业范围，对于在重点支持行业领域内具有领先地位的企业给予专门支持；二是提升对知名成熟发行人项目审核的支持力度，简化文件签章、财务报告披露等方面要求；三是设置动态调整机制，根据发

---

<sup>2</sup>符合指引相关要求，且最近一年末总资产大于1000亿元、最近一年总资产报酬率高于3%的发行人。

<sup>3</sup>低碳转型公司债券是指募集资金用于推动企业绿色低碳转型的公司债券。

<sup>4</sup>低碳转型挂钩公司债是指发行人可通过遴选关键绩效指标和低碳转型目标，明确目标达成时限，并将债券条款与发行人低碳转型目标相挂钩。

---

行人资质变化情况动态匹配审核机制。同日，深圳交易所发布《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第3号——优化审核安排》，优化审核条件，删除了发行人最近两年未发生连续亏损、主体评级AAA的条件；优化审核措施，新增可以适当延长财务报表有效期。上述政策的发布有助于进一步支持优质企业开展债券融资。

**创新推出 TLAC 非资本债券。**2022 年 4 月 29 日，人民银行和银保监会联合发布《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》，明确总损失吸收能力非资本债券（TLCA 非资本债券）是指全球系统重要性银行为满足总损失吸收能力要求而发行的、具有吸收损失功能、不属于商业银行资本的金融债券。同时，通知从偿付顺序、损失吸收方式、信息披露、发行定价、登记托管等方面，明确了 TLAC 非资本债券的核心要素和发行管理规定，为全球系统重要性银行有序组织债券发行工作提供了依据。同时，作为银行信用债的创新品种，TLAC 非资本债券的落地有助于推动银行信用债进一步扩容。

**创新推出资产担保债务融资工具。**2022 年 5 月 27 日，交易商协会发布《关于开展资产担保债务融资工具相关创新试点的通知》，推出资产担保债务融资工具（CB），CB 是指发行人为实现融资目的，以资产或资产池提供担保，可约定由发行人或资产所产生的现金流作为收益支持，按约定以还本付息等方式支付收益的结构化融资工具，CB 定位于“资产和主体双重追索的结构化融资工具”，从法律关系上，CB 属于债券，从产品分类上，CB 属于结构化产品。通知主要对 CB 的定义、产品特点、发行条件、募集资金要求、存续期管理和信息披露等方面作出规定，同时还具体明确了“保障性住房租赁 CB”的发行条件和便利措施，有助于推动相关企业债券的发行，满足保障性住房领域企业的融资需求。

## （二）进一步完善债市体制机制

**推动债券市场基础设施互联互通。**2022 年 4 月 10 日，《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》正式发布（以下简称《意见》）。《意见》部署了六个方面的主要任务，分别是强化市场基础制度规则统一、推进市场设施高标准联通、打造统一的要素和资源市场、推进商品和服务市场高水平统一、推进市场监管公平统一、进一步规范不当市场竞争和市场干预行为。对于债券市场，《意见》表示要推动债券市场基础设施互联互通，实现债券市场要素自由流动。

**深化公司债券发行注册制改革。**2022 年 4 月 22 日，沪深交易所同时发布公司债券发行上市审核规则<sup>5</sup>、公司债券上市规则<sup>6</sup>、非公开发行公司债券挂牌规则

---

<sup>5</sup> 《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核规则》。

<sup>6</sup> 《上海证券交易所公司债券上市规则（2022 年修订）》《深圳证券交易所公司债券上市规则（2022 年修订）》。

---

7、债券市场投资者适当性管理办法<sup>8</sup>四项基本业务规则，上市审核规则将公开发行公司债券审核相关规定从原公司债券上市规则中拆分出来，形成独立的发行上市审核基本业务规则，全面规范了申请与受理、审核内容、审核程序、中止与终止事项、自律管理等审核业务环节；上市规则和非公开发行公司债券挂牌规则进一步强化了信息披露要求，压实各市场主体责任；投资者适当性管理办法对专业投资者的适当性标准进行了调整，完善了投资者适当性要求。上述政策的发布有助于进一步深化公司债券发行注册制改革，保护投资者合法权益。

**完善公司债券上市审核规则。**2022年4月29日，沪深交易所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》（以下简称《指引3号》）《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——审核重点关注事项（2022年修订）》（以下简称《指引1号》）

《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——申请文件及其编制要求》（以下简称《指引2号》）3项业务指引。《指引1号》聚焦发行人公司治理、组织架构、经营情况、财务状况、特定情形等，提出重点披露和核查要求；《指引3号》细化了对发行人所属企业集团的公司治理和融资结构披露与核查要求，明确相应募集资金监管措施；此外，上述两指引还明确要求出现可能严重影响偿债能力的情形时，原则上应当设置增信等投资者保护条款。《指引2号》对现行的发行上市申请文件编制和一般性信息披露等相关内容进行整合，细化了境外增信、第三方收购等特殊增信方式下的信息披露要求，明确发行人应当披露投资者关系管理相关制度安排。上述政策的发布有助于进一步明确公司债券的上市审核要求，引导市场主体归位尽责，保护投资者合法权益。

**优化可转债交易规则。**2022年6月17日，沪深交易所同时发布《可转换公司债券交易实施细则（征求意见稿）》和《关于可转换公司债券适当性管理相关事项的通知》，进一步完善可转债各项制度，一是对向不特定对象发行的可转债交易设置涨跌幅限制；二是增加异常波动和严重异常波动标准；三是新增异常交易行为类型；四是提出投资者适当性要求。上述政策的发布有助于明确市场预期，防范可转债交易风险，规范可转债交易与转让业务，保护投资者合法权益。

### （三）推动债券市场对外开放

**便利境外机构投资者投资我国债券市场。**2022年5月27日，人民银行、证监会、外汇局发布联合公告（2022）第4号（关于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜），统筹同步推进银行间和交易所债券市场对外开放，

---

<sup>7</sup> 《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则》《深圳证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则（2022年修订）》。

<sup>8</sup> 《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法（2022年修订）》《深圳证券交易所债券市场投资者适当性管理办法（2022年修订）》。

---

同日中国证监会、香港证监会发布公告称，原则同意两地交易所将符合条件的交易型开放式基金（交易所买卖基金）纳入互联互通。公告指出获准入市的境外机构投资者范围没有变化，但程序进一步简化，可投资范围扩展到交易所债券市场。有助于便利境外机构投资者参与交易所债券市场，增加交易所债券需求，推动我国债券市场对外开放水平进一步提升。

**给予境外机构投资者税收支持。**2022年6月1日，国家税务总局发布《稳外贸稳外资税收政策指引》，指出支持金融市场对外开放，对境外机构投资境内债券利息收入暂免征收增值税，对境外机构投资境内债券利息收入暂免征收企业所得税，有助于鼓励境外机构投资者投资我国债券市场，提升我国债券市场对外开放水平。

#### **（四）加强地方政府债务风险管控**

2022年6月13日，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，指出加强地方政府债务管理。**坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责**，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任，通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险，切实降低市县偿债负担，坚决查处违法违规举债行为。健全地方政府债务限额分配机制，一般债务限额应与一般公共预算收入相匹配，专项债务限额应与政府性基金预算收入及项目收益等相匹配，促进融资规模与项目收益相平衡，完善专项债券资金投向领域禁止类项目清单和违规使用专项债券处理处罚机制。上述政策的发布有助于进一步加强地方政府债务风险管控，防范地方政府债务风险。

#### **（五）完善违约处置机制**

2022年5月5日，交易商协会发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具置换业务指引》（以下简称《置换业务指引》）《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》（以下简称《同意征集操作指引》）《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南（2022版）》（以下简称《违约及风险处置指南》）《银行间债券市场自律管理措施实施规程》（以下简称《自律管理实施规程》）四项制度。其中《置换业务指引》明确了置换的定义、参与主体、要约期限、信息披露等事项，正式将债券置换业务引入银行间市场。同意征求是境外债券市场发行人主动管理负债的方式之一，是指发行人通过向债券持有人发起要约，请求允许修改债券相关条款的行为，发行人通常需要支付一笔同意征求费，此次协会发布的《同意征集操作指引》明确了同意征集的定义、适用范围、操作流程等相关内容，暂未提及同意征集费用，同时约定同意征集通过比

例为高于表决权数额的 90%，有利于对中小投资者的保护。《违约及风险处置指南》较 2019 版有所升级，一是拓宽了恶意逃废债行为的范围，二是增强了对信用增进机构的约束，三是增加了债委会相关内容，四是增加了同意征集内容，细化了债券置换表述。《自律管理实施规程》对违规事项进行了分类并制定了相应的自律管理措施。上述政策的出台进一步丰富了发行人主动债务管理工具，增加了违约处置手段；进一步完善了违约及风险管理机制，防范和化解债券市场信用风险；进一步加强了惩戒力度，维护债券市场的良好秩序；整体来看，有助于推动银行间债券市场违约处置水平进一步提升。

## 二、债券市场整体情况

### （一）利率债

#### 1. 利率债收益率总体呈现短端下行、长端震荡态势

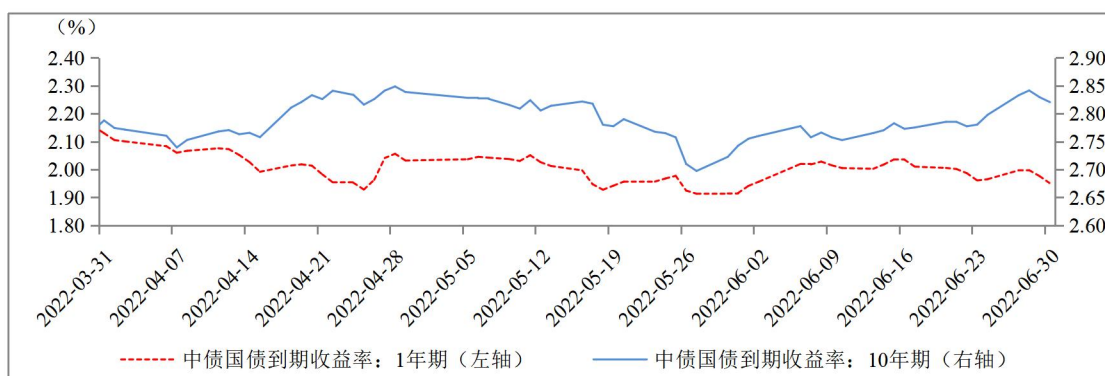
本季度，国内疫情持续发酵、俄乌冲突及美国流动性收紧等多重事件均对国内经济恢复造成较为明显的压制，国内经济下行压力加大。在此背景下，央行加大稳健货币政策实施力度，从总量结构两方面持续发力，增强金融服务实体经济能力，为稳住经济大盘、稳就业保民生提供有效助力。

从国债收益率走势看，4 月初至 4 月中旬，国债收益率整体下行。在国内多地疫情继续发酵，经济下行压力加大的背景下，市场宽松预期升温，国债收益率整体下行。4 月中至 4 月底，短端利率下降，长端利率上行。随着 4 月 15 日降准落地<sup>9</sup>，市场资金面较为宽松，推动短端利率下行；但受降准幅度不及预期、中美利差倒挂及 3 月社融信贷总量超预期等因素的影响，市场对后续货币宽松的预期下降，长端利率有所上行。5 月，国债收益率整体下行。上旬，国内疫情边际缓解，但对供需两端的冲击仍在，叠加 4 月信贷社融数据不及预期，债市做多情绪升温，国债收益率下行；下旬，央行下调全国首套住房贷款利率政策下限及 5 年期以上 LPR，同时国常会部署 33 条措施稳经济、国务院召开稳经济大盘会议等稳经济政策持续加码，明确政策宽松方向，提振债市信心，推动国债收益率明显下行。6 月，国债收益率震荡上行。随着国内疫情逐步好转，北京、上海等地相继解除封控，复工复产有序推进，经济基本面向好，国债收益率震荡上行。整体来看，二季度国债收益率总体呈现短端利率下行、长端利率维持震荡的态势。

图 2.1 利率债收益率走势

<sup>9</sup> 4 月 15 日，中国人民银行发布消息，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，中国人民银行决定于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5% 的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.1%。





资料来源：Wind，联合资信整理

## 2. 地方政府专项债额度继续下达，利率债发行量环比和同比均有所增长

本季度，债券市场共发行利率债 6.72 万亿元，环比和同比分别增长 39.34% 和 27.21%。其中，地方政府债发行 3.43 万亿元，环比和同比均有较大幅度增长，主要系地方政府专项债额度增加所致。截至本季度末，我国债券市场利率债品种存量规模为 79.11 万亿元，较上季度末（75.77 万亿元）继续增长。

表 2.1 2022 年二季度利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数			发行规模			2022 二季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
政府债	955	60.77	53.04	52571.78	37.44	53.24	580465.35	5.72
国债	40	-6.98	14.29	18316.40	32.83	14.05	236250.86	2.76
地方政府债	915	66.06	55.35	34255.38	40.04	87.74	344214.50	7.85
政策性银行债	232	0.00	13.17	14648.30	0.39	5.12	210592.52	0.93
合计	1187	43.70	43.18	67220.08	27.21	39.34	791057.87	4.40

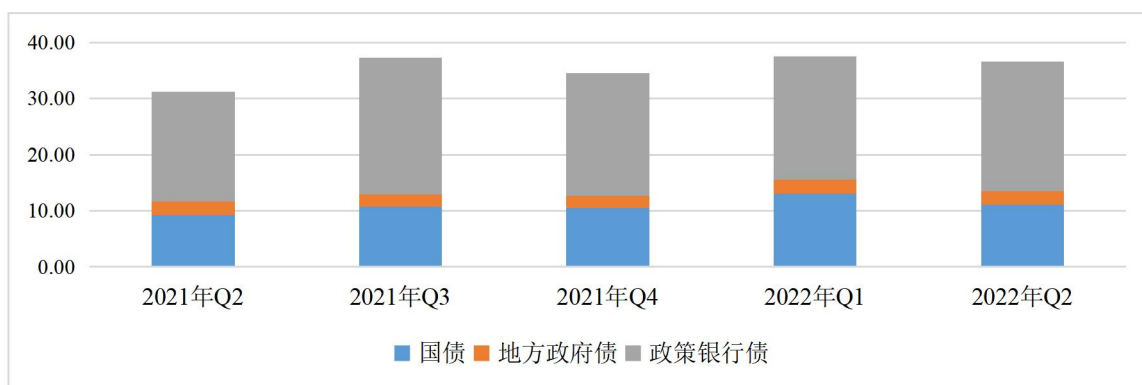
注：发行情况按发行起始日统计，债券存量按到期日统计；数据导出日为 2022 年 7 月 7 日，以下同

资料来源：Wind

## 3. 利率债交易量环比小幅下降，同比有所增长

利率债仍是我国债券主要交易品种。本季度，利率债交易规模达 36.55 万亿元，环比下降 2.57%，同比增长 16.99%。其中，国债的交易量环比下降 14.40%，同比增长 20.24%；地方政府债的交易量环比和同比均有所下降；政策性银行债的交易量环比和同比均有所增长。

图 2.2 主要利率债交易情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind

## (二) 信用债

### 1. 短期信用债发行利率有所下行，中长期信用债发行利率环比变化不大

本季度，一年期短融、三年期公司债的平均发行利率分别为 3.43%、3.30%，较上季度（3.76%、3.49%）分别下降 33BP、19BP，较上年同期（4.19%、4.01%）分别下降 76BP、71BP；五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率分别为（3.62%和 4.82%），较上季度（3.62%和 4.83%）变化不大，较上年同期（4.17%和 5.65%）分别下降 55BP 和 83BP。整体来看，在市场资金流动性整体偏宽松及资产供给矛盾加剧的背景下，短期信用债发行利率环比、同比均有所下行，但中长期信用债发行利率同比有所下行，环比变化不大。

图 2.3 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

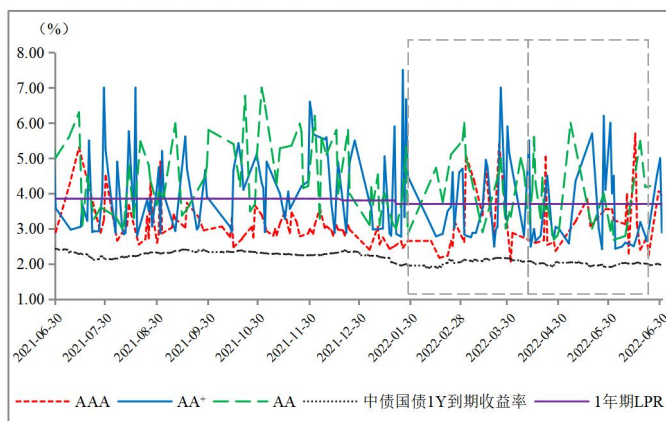


图 2.5 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

图 2.4 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

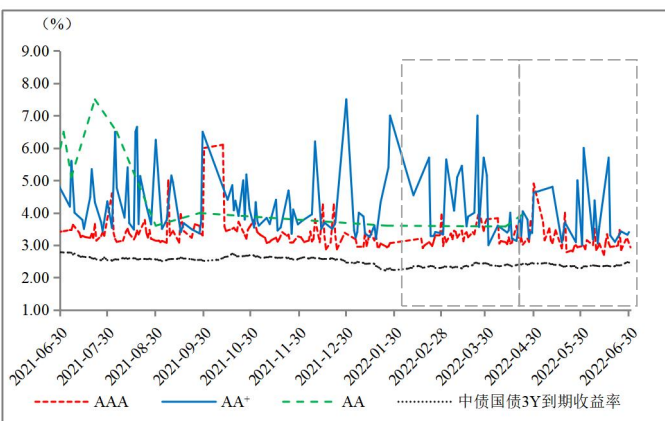
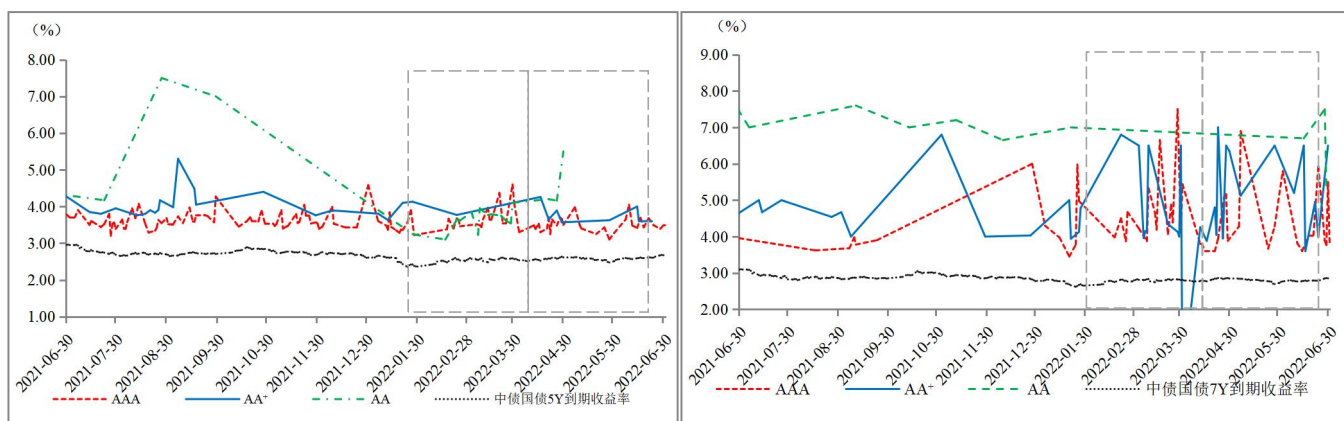


图 2.6 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



注：1.统计期以起息日为准；2.对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年；3.样本中剔除发行利率为浮动利率的债券

资料来源：Wind

## 2. 信用债发行情况

### (1) 受疫情影响融资需求减弱，非金融企业债券发行量有所下降

本季度，非金融企业所发债券的发行期数、家数和规模环比和同比均有不同程度下降，主要受疫情影响，非金融企业扩大投资与融资意愿有所减弱。具体来看，超短融和一般公司债的发行量环比和同比基本均有所下降，短融发行期数和家数环比有所下降；此外，由于定向工具发行审核有所收紧，其发行量环比和同比均有所下降。截至2022年二季度末，非金融企业债券存量为26.29万亿元，环比增长1.79%。

表 2.2 2022 年二季度非金融企业发行债券情况

券种类别	发行期数			发行家数			发行规模			2022 二季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (家)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
超短融	1029	-3.29	-21.81	571	-3.38	-15.41	9835.75	-8.23	-26.46	22000.84	-3.78
短融	131	10.08	-22.94	103	0.98	-25.90	1630.82	60.09	26.70	6006.20	12.37
中期票据	735	22.30	6.83	520	8.79	2.77	6721.29	15.33	-2.91	85913.74	3.36
企业债	144	1.41	5.88	130	0.00	5.69	1191.80	-7.89	22.24	22162.97	-0.54
公司债	887	-5.24	4.72	655	-11.25	2.34	7668.21	-6.62	2.57	103329.85	2.22
一般公司债	358	-0.56	0.00	228	-8.80	-10.24	3772.82	-13.42	-5.32	51649.72	2.58
私募债	529	-8.16	8.18	435	-13.00	7.94	3895.39	1.05	11.57	51680.12	1.87
定向工具	257	-17.36	-33.07	225	-15.41	-23.99	1545.85	-19.11	-39.04	23476.35	-0.36
合计	3183	-5.91	-7.95	1622	-3.74	-10.29	28593.7151	-9.06	-8.93	262889.96	1.79

注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计；剔除中央汇金公司和中国国家铁路的数据

资料来源：Wind

(2) 银保监会对金融租赁公司发行金融债券的审核收紧，其他金融机构债发行规模同比降幅较大

本季度，共有 96 家金融机构发行非政策性金融债 180 期<sup>10</sup>，总发行规模为 7526.47 亿元，非政策性金融债发行期数、家数和规模环比和同比均有所下降。其中，除商业银行债（含商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具<sup>11</sup>、商业银行二级资本工具）发行规模同比有小幅增长外，其余券种发行规模环比和同比均有不同程度的下降。其中，其他金融机构债发行规模同比降幅达 82.86%，可能受银保监会对金融租赁公司发行金融债券的审核收紧，金融租赁公司发行债券规模大幅下滑影响；保险公司债发行规模环比降幅较大，达 71.82%，可能受个别企业发债规模下滑影响。截至 2022 年二季度末，非政策性金融债券存量为 10.75 万亿元，环比增长 1.91%。

表 2.3 2022 年二季度非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数			发行家数			发行规模			2022 二季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (家)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
商业银行债券	60	-10.45	-14.29	45	-18.18	-21.05	5152.57	5.49	-17.89	74555.52	4.50
证券公司债	65	-32.29	-34.34	37	-11.90	-19.57	1372.40	-39.46	-31.46	21640.08	-2.99
证券公司短融	47	-17.54	-11.32	21	-12.50	-12.50	868.00	-34.54	-7.26	2145.00	-1.15
保险公司债	3	-25.00	-50.00	3	-25.00	-50.00	46.50	-38.00	-71.82	3185.50	1.48
其它金融机构债	5	-81.48	0.00	4	-77.78	0.00	87.00	-82.86	-74.41	5972.00	-8.45
合计	180	-28.29	-22.75	96	-22.58	-18.64	7526.47	-16.93	-22.56	107498.10	1.91

资料来源：Wind

### (3) 资产支持证券发行量环比回暖，同比下降，产品持续创新

本季度，银行间资产支持证券、交易所资产支持证券和非金融企业资产支持票据的总发行期数和总发行规模环比均有所上升，同比均有所下降。银行间资产支持证券发行规模同比下降 59.82%，可能受银保监会收紧对 ABS 产品发行审核以及商业银行房贷投放未及预期等因素影响。交易所资产支持证券发行规模同比下降 20.39%，可能受房地产行业融资政策收紧影响，涉房类 ABS 产品发行量下滑所致。截至 2022 年二季度末，资产支持证券存量为 4.73 万亿元，环比下降 2.35%。

本季度，资产证券化产品持续创新。2022 年二季度，全国首单联合创设 ABS 信用保护凭证、深交所首单乡村振兴 ABS、全市场首单绿色+乡村振兴双标签 ABS 产品等在银行间债券市场成功发行，融资渠道进一步拓宽。

表 2.4 2022 年二季度资产支持证券发行情况

债券类型	发行期数			发行规模			2022 二季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
资产支持证券(银行间)	42	-16.00	75.00	822.95	-59.82	-15.84	15913.71	-4.88

<sup>10</sup> 包括商业银行金融债、商业银行其他一级资本工具、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。

<sup>11</sup> 目前该分类下均为商业银行永续债。

资产支持证券（交易所）	299	-16.01	40.38	3002.41	-20.39	58.49	21800.33	-2.30
非金融企业资产支持票据	123	-8.21	39.77	1583.46	1.69	36.07	9543.56	2.07
合计	464	-14.07	42.77	5408.82	-26.68	34.01	47257.60	-2.35

注：1. 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

资料来源：Wind

#### （4）交易新规发布打击过度炒作，可转债发行量有所下降

本季度，其它信用债<sup>12</sup>的发行期数环比和同比均有所下降，但发行规模环比和同比均小幅上升。其中，同业存单发行量较多，发行规模环比和同比分别小幅上升 2.37% 和 3.17%；可转债发行规模环比和同比均有所下降，可能受可转债交易新规发布打击过度炒作，提高交易门槛等因素影响。其余券种发行量较少，本季度依旧无项目收益票据和标准化票据发行。截至 2022 年二季度末，其它信用债存量为 15.63 万亿元，环比增长 0.29%。

表 2.5 2022 年二季度其它信用债发行情况

债券类型	发行期数			发行家数			发行规模			2022 二季度末存量	
	本季度 (期)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (家)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	同比 (%)	环比 (%)	本季度 (亿元)	环比 (%)
可转债	27	-10.00	-15.63	27	-10.00	-15.63	368.61	-50.93	-54.31	7656.67	3.06
可交换债	9	50.00	200.00	8	33.33	166.67	229.23	29.56	503.24	1484.47	10.20
项目收益票据	--	--	--	--	--	--	--	--	--	126.00	-8.76
国际机构债	2	--	100.00	2	--	100.00	85.00	--	183.33	440.00	7.32
同业存单	6593	-12.39	-3.96	252	-6.67	0.80	54821.70	3.17	2.37	146640.50	0.04
合计	6631	-12.35	-3.91	289	-6.17	1.76	55504.54	2.62	1.97	156347.63	0.29

资料来源：Wind

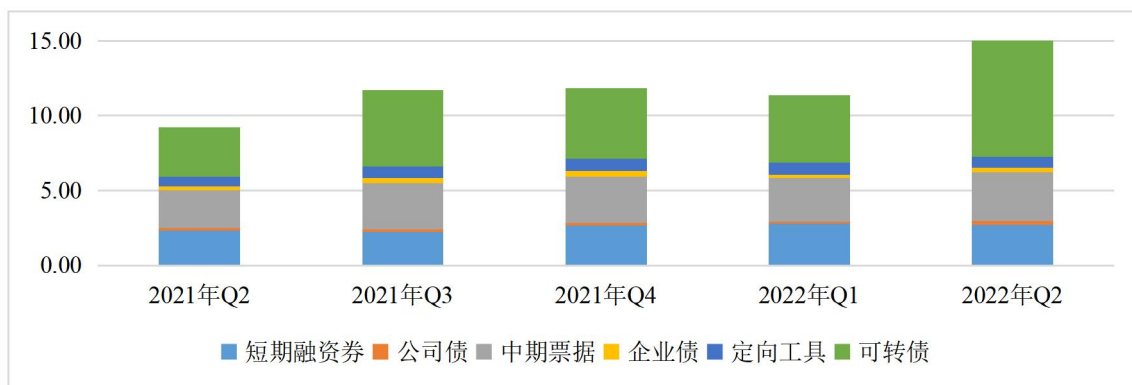
### 3. 信用债交投活跃，交易量环比和同比均有所增长

本季度，信用债交易规模为 33.97 万亿元，环比和同比分别增长 19.53% 和 51.43%，成交活跃度上升。分券种来看，主要信用债中，短期融资券（含超短期融资券）的交易量环比和同比均有所上升；公司债、中票、定向工具及可转债的交易量同比均有所上升，环比均小幅下降；企业债的交易量环比和同比均小幅下降。

图 2.7 主要信用债交易情况（单位：万亿元）

<sup>12</sup> 包括可转债、可交换债、项目收益票据、标准化票据、国际机构债和同业存单。





资料来源: Wind

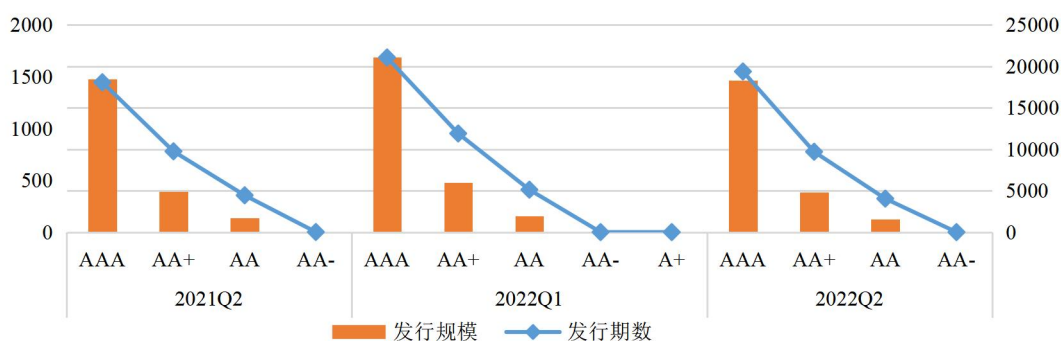
### 三、债券市场运行特征

#### (一) 非金融企业所发债券信用等级向高级别集中，无债项评级债券占比有所上升

本季度，非金融企业所发债券的信用等级仍主要分布在 AAA 级至 AA 级<sup>13</sup>，在总发行期数和规模中的占比均为 99.96%，AA 级以下级别数量仅有 1 期。AAA 级的发行期数和发行规模仍为最多，占比分别为 58.47%和 74.08%，环比和同比均略有上升；而 AA 级发行期数和发行规模占比环比和同比均有所下降。

整体来看，本年度非金融企业债券或主体的信用级别仍集中在 AA<sup>+</sup>及以上级别，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级债券总占比环比和同比略有上升，信用等级向高级别集中。

图 3.1 非金融企业所发债券信用等级分布情况 (单位: 期、亿元)



资料来源: Wind

自 2021 年取消强制评级后，无评级债券占比持续提升。2022 年二季度无债项评级短融、中票和一般公司债共 684 期，占此三类券种总发行期数的比例为 55.88%，较 2022 年一季度（602 期、占比 49.51%）有所上升。其中，无债项评

<sup>13</sup> 短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级，其他为债项信用等级；信用等级统计样本不包含私募债。

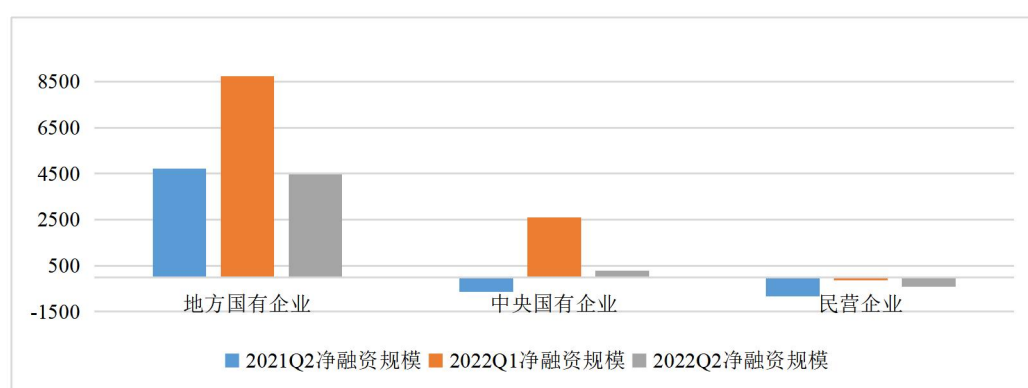
级短融、中票和一般公司债分别占各券种总发行期数的比例为 88.55%、62.04% 和 30.45%，较 2022 年一季度（为 86.47%、54.80%和 24.02%）均有所增长。

## （二）国有企业发行规模仍占据主导地位，民营企业净融资流出扩大

从发行主体的企业性质来看，本季度，国有企业<sup>14</sup>依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，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分别为 95.32%和 95.14%，环比和同比均有小幅增长。其中，地方国有企业发行期数和规模环比下降（-11.30%和-11.91%），同比小幅增长（2.48%和 2.88%）；中央国有企业发行期数和规模环比和同比均小幅下降；民营企业所发债券期数和规模环比和同比均有所下降。公众企业、集体企业和其他企业<sup>15</sup>本季度所发债券的期数和规模仍然较少，占总发行期数和总发行规模的比率均不足 3%。

从净融资情况来看，本季度，地方国有企业净融资规模环比和同比分别下降 48.75%和 5.04%；中央国有企业净融资规模环比大幅下降 88.67%，同比大幅增长。而民营企业净融资规模持续为负，净融资流出规模环比有所上升。

图 3.2 非金融企业不同企业性质净融资规模（单位：亿元）



资料来源：Wind

## （三）不同地区债券发行和净融资规模变化情况持续分化

从发行主体的所属地区来看，本季度，北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行规模依旧位列前三位，江苏、北京、广东的非金融企业所发债券的发行期数位列前三位。发行规模排名前十的地区中，天津地区发行期数和规模同比增幅较显著，均在 50%以上；四川地区发行期数和规模环比增幅较显著。发行规模排名前十以外的地区中，吉林、山西地区的发行期数和规模同比增幅较显著，吉林、青海地区环比增幅较显著。

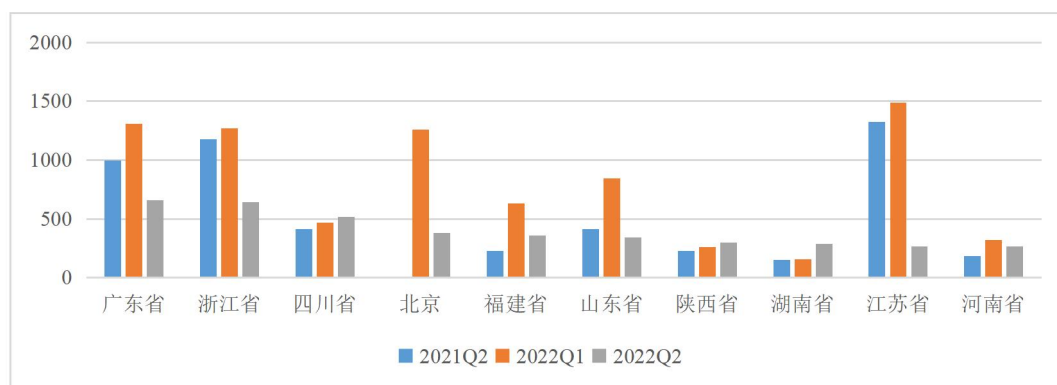
从净融资情况来看，本季度，广东、浙江和四川地区净融资规模位列前三位。

<sup>14</sup> 包括中央国有企业和地方国有企业。

<sup>15</sup> 含外资企业。

在净融资规模排名前十的地区中，江苏地区的净融资规模环比和同比均有较大降幅；北京净融资规模环比有较大降幅，同比有较大的增幅；湖南净融资规模环比和同比均有较大的增幅。在净融资规模排名前十之外的地区中，吉林、河北和云南的净融资规模同比由负转正，增幅较大；吉林、河北和黑龙江的净融资规模环比由负转正，增幅较大。

图 3.3 非金融企业净融资规模前十位地区分布情况（单位：亿元）



注：以 2022 年二季度净融资规模由高到低排序

资料来源：Wind

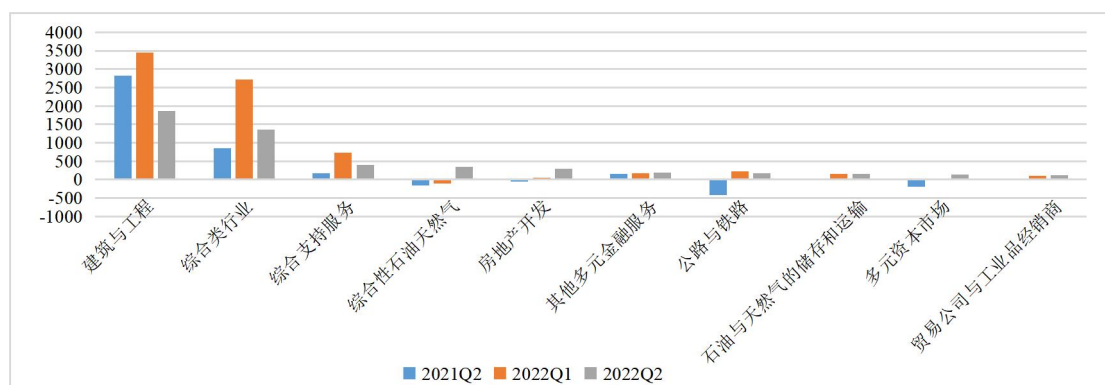
#### （四）行业集中度有所上升，净融资规模变化情况持续分化

从行业分布来看，本季度建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位，建筑与工程、综合类和综合支持服务行业企业所发债券的发行期数位居前三位。其中建筑与工程行业企业所发债券的发行期数和规模均位居首位，但发行期数与发行规模环比和同比均有不同程度下降。从行业集中度来看，本季度非金融企业所发债券规模前十位行业的发行期数和发行规模在总发行期数和规模中的占比环比和同步均有小幅上升，行业集中度有所上升。

从净融资情况来看，本季度，建筑与工程、综合类和综合支持服务行业净融资规模位列前三位。在净融资规模排名前十的行业中，除建筑与工程行业净融资规模同比有一定降幅外，其它行业净融资规模同比均有所增长；综合性石油天然气、房地产开发和多元资本市场行业环比均有 400%以上的增幅。在净融资规模排名前十之外的行业中，净融资额较多的房地产服务行业的净融资规模环比有所增长，同比有所下降；公路运输行业净融资规模环比有所下降，同比由负转正。

图 3.4 非金融企业净融资规模前十位行业分布情况（单位：亿元）





注：1.按照 Wind 四级行业划分；2.以 2022 年二季度净融资规模由高到低排序

资料来源：Wind

### （五）新品种债券发行保持良好势头

2022 年二季度，我国债券市场新品种债券仍保持良好的发行势头。本季度共发行“碳中和债”34 期，合计发行规模 576.34 亿元；发行“可持续发展挂钩债券”5 期，发行规模 53.00 亿元；发行“乡村振兴债”54 期，合计发行规模 380.70 亿元；发行“可持续发展债券”1 期，发行规模 15.00 亿元<sup>16</sup>，满足了实体经济的融资需求。

### （六）信用利差和期限利差整体收窄

#### 1. 中短期票据信用利差<sup>17</sup>有所压缩，期限利差整体走阔

信用利差方面，本季度，1 年期、3 年期和 5 年期信用利差均呈收窄态势，其中 3 年期、5 年期各信用等级信用利差收窄幅度较 1 年期更大，AA 级和 AA<sup>+</sup> 级信用利差收窄幅度较 AAA 级更大。整体来看，二季度信用利差整体收窄，且低信用等级、长期限品种收窄幅度更大，反映出资产荒背景下，投资者资质下沉，对于中长久期债券偏好有所上升。

表 3.1 2022 年二季度中短期票据信用利差情况

信用等级	1 年期			3 年期			5 年期		
	季初	变化	平均	季初	变化	平均	季初	变化	平均
AAA	40.80	-0.81	36.66	46.17	-12.51	36.02	68.50	-14.71	56.43
AA <sup>+</sup>	53.57	-2.84	47.61	68.05	-17.53	53.59	90.45	-19.74	74.88
AA	66.57	-6.84	55.07	100.05	-30.53	76.53	146.45	-25.74	128.46

注：变化情况为季末利差与季初利差的差值

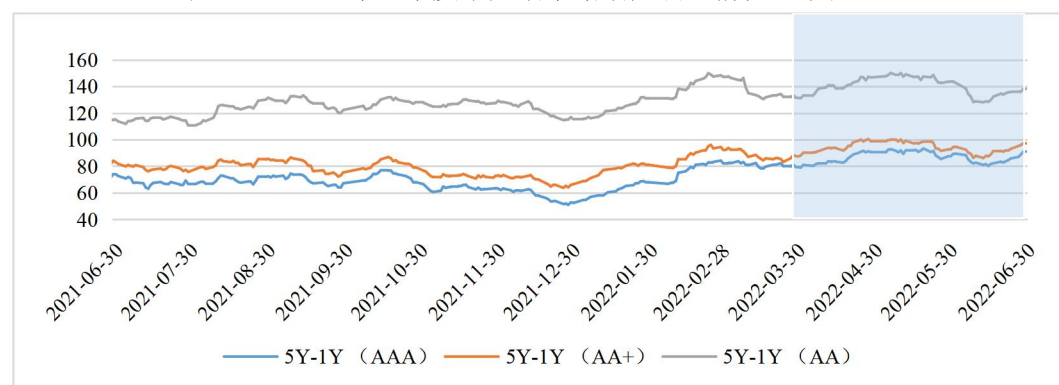
资料来源：Wind

<sup>16</sup> 部分“可持续发展挂钩债券”、“碳中和债”、“乡村振兴债”和“可持续发展债券”的分类存在重合的情况，统计时分别计入各券种，故存在重复计入的情况。

<sup>17</sup> 信用利差为中债中短期票据到期收益率与中债国开到期收益率的差值。

期限利差方面，二季度，各信用等级 5-1Y 期限利差有所走阔，其中 AAA 级、AA<sup>+</sup>及 AA 级 5-1Y 期限利差较季初分别走阔 12.40BP、9.40BP 和 7.40BP。这主要是受结构性的资产荒的影响，短期信用债收益率下降幅度大于长期信用债，推动各信用等级 5-1Y 期限利差被动走阔。

图 3.5 2022 年二季度中短期票据期限利差情况（单位：BP）

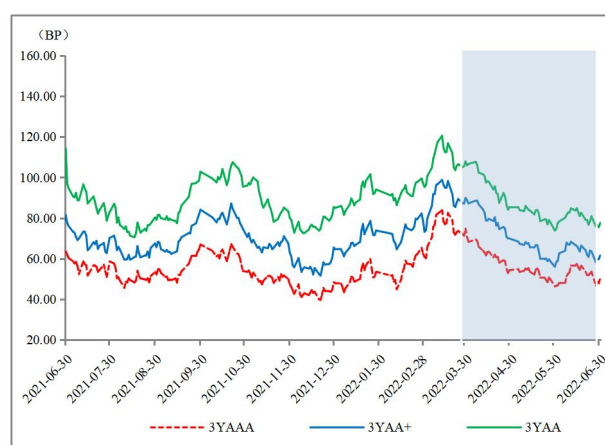


资料来源：Wind

## 2. 城投债和产业债信用利差整体均明显收窄

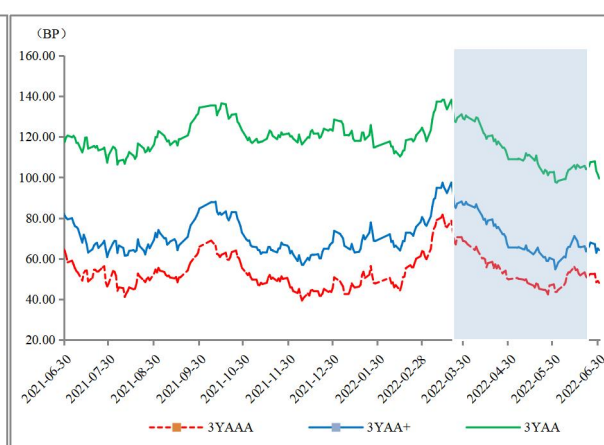
本季度，各级别 3Y 产业债和 3Y 城投债信用利差均较季初明显压缩，其中 AA 级较 AA<sup>+</sup>级、AAA 级收窄幅度更大，城投债较产业债的收窄幅度更大。究其原因，一方面是由于二季度市场流动性较为宽松，但宽货币向宽信用的传导尚不通畅，实体融资需求低迷，叠加隐性债务管控、地产融资需求不足，资产供需矛盾凸显，助推投资资质下沉；另一方面，目前市场风险偏好仍然较为谨慎，城投债的安全属性更受市场青睐。

图 3.6 各信用等级城投债利差走势情况



资料来源：Wind

图 3.7 各信用等级产业债利差走势情况



资料来源：Wind

### （七）信用债违约常态化发生

二季度，我国债券市场新增 4 家违约发行人<sup>18</sup>，共涉及到期违约债券 10 期，到期违约金额合计约 40.76 亿元，新增违约发行人家数较 2021 年二季度（5 家）有所下降，较 2022 年一季度（3 家）有所增长；新增违约发行人期数较 2021 年二季度（7 期）有所增长，较 2022 年一季度（11 期）有所下降；新增违约发行人涉及违约规模较 2021 年二季度和 2022 年一季度（46.84 亿元、81.46 亿元）均有所下降。违约企业的行业分布在房地产管理和开发、制药、金属、非金属与采矿及媒体行业。此外，有 7 家企业通过展期缓解到期兑付压力，且主要集中于房地产管理和开发行业（5 家）。整体来看，本季度信用债违约常态化发生，但仍存一定的隐性信用风险。

二季度，我国债券市场重复违约<sup>19</sup>发行人 8 家，涉及到期违约债券 18 期，到期违约规模合计约 116.73 亿元，重复违约发行人家数、期数和规模较 2021 年二季度（16 家、26 期和 287.74 亿元）有所下降，较 2022 年一季度（4 家、5 期和 17.22 亿元）有所上升。

## 四、债券市场展望

**第一，货币政策将延续稳健基调，市场流动性仍将保持合理充裕。**央行货币政策委员会二季度例会指出，当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情防控形势总体向好但任务仍然艰巨，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下，二季度例会延续一季度例会中“加大稳健货币政策实施力度”以及“主动应对，提振信心”的表述，政策基调仍较为积极，预计未来在经济修复的过程中货币政策仍将维持稳中偏松的取向；其次，例会新增“要按照‘疫情要防住、经济要稳住、发展要安全’的明确要求，统筹抓好稳就业和稳物价”的表述，并删除一季度例会中关于“稳定宏观杠杆率”的表述，预计未来或将阶段性提升对宏观杠杆率的容忍度，政策将继续向稳增长倾斜，宽信用向实体经济的传导有望加速。整体来看，随着疫情逐步受控，国内经济将逐步修复，但经济复苏仍需宽松的货币环

<sup>18</sup> 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1—2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

<sup>19</sup> 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

境呵护，叠加外需对我国出口支撑逐渐减弱，稳中偏松的货币政策或将维持较长时间；此外，目前经济发展环境依然较为复杂，仍需继续发挥总量和结构双重功能，预计结构性增量货币政策将进一步发力，宽信用节奏有望加快。

**第二，债券市场发行量有望保持稳定。**在市场流动性仍将保持合理充裕、债券机制体制不断完善的背景下，政策持续支持各品种债券的发行，债券发行规模有望保持稳定，具体来看：**城投债发行规模有望保持稳定，结构或将进一步优化。**自4月18日“央行23条”开始，城投政策呈现出边际转松的趋势，但持续性仍有待进一步观察，在城投政策“新常态”下，三季度城投债发行或保持相对稳定。结构方面，6月13日，国务院办公厅发布的《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》中明确了省级政府要对全省债务负责，同时强调要加大对财力薄弱地区的支持力度。在省级政府调控力度增加且对全省负责的情况下，或将有利于强区域内的弱资质城投企业平台债券融资。**政策支持民营企业融资。**上半年，监管部门持续加大对民营企业债券融资的支持力度，改善民营企业的融资环境。7月22日，证监会、国家发展改革委、全国工商联三部门联合发布《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》，《通知》从畅通融资程序、维护信用环境、建立协调机制等三个方面提出了优化民企债券融资的举措，加大对民营企业债券的投资力度。随着监管部门鼓励政策的陆续出台，民营企业融资环境有望进一步改善，民营企业债券融资有望进一步扩容。此外，**政策支持鼓励科技创新、绿色经济发展、商业银行资本补充以及乡村振兴等领域债券发行**，将推动相关领域债券发行量的增长。

**第三，信用风险整体可控，但结构性信用风险犹存。**当前国内局部疫情形势有所好转，三季度经济或将加速修复，但经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，同时全球经济增长放缓、通胀高位运行，俄乌地缘政治冲突持续等扰动因素仍存，供需两端修复或被干扰。在此背景下，高杠杆、债务结构失衡、经营管理能力较弱的民营企业信用风险仍值得关注。此外，三季度我国债券市场信用债总偿还量约3.67万亿元<sup>20</sup>，偿还压力较二季度有所上升。整体来看，三季度信用风险事件或将持续发生，但在流动性保持合理充裕、我国经济运行持续稳定恢复的背景下，债券市场信用风险整体可控。

总体来看，当前世界经济滞胀风险上升，外部不稳定、不确定因素增加，国内需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍在，且二季度经济受疫情冲击较大，实现全年5.50%左右预期增速目标难度明显加大，稳增长政策预计将持续发力。同时，经济复苏仍需宽松的货币环境呵护，稳中偏松的货币政策或将维持较长时

<sup>20</sup> 总偿还量含到期还款、提前兑付以及将于2022年三季度发行且于季内到期超短融的情况，假定超短融发行与到期、提前兑付与2021年三季度情况大致相当。

---

间，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础，债券市场发行量有望保持稳定；此外，在我国经济运行持续稳定恢复的背景下，债券市场信用风险整体可控，但结构性信用风险犹存。