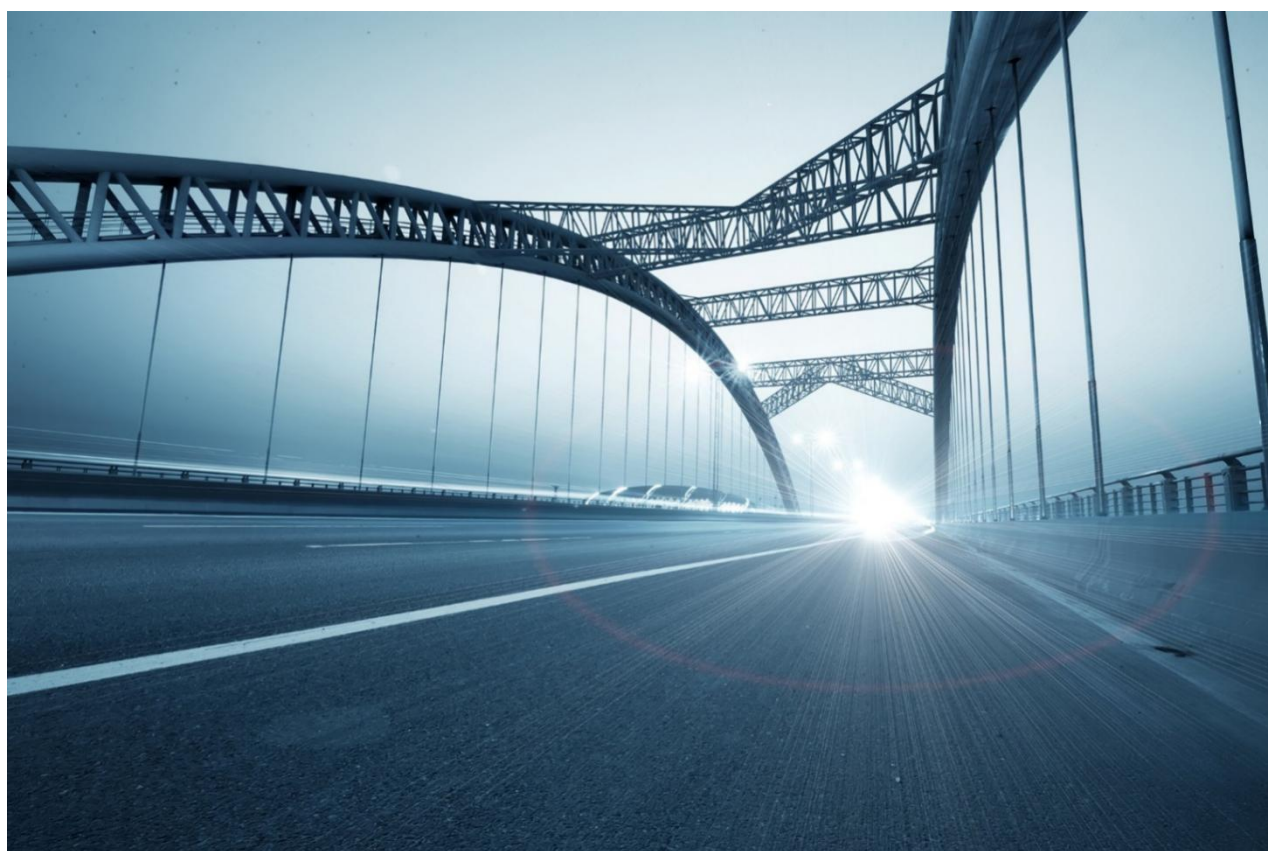


2022 年债券市场发展报告

2023 年 2 月 17 日



2022 年债券市场发展报告

联合资信评估股份有限公司 林青 郝帅 董欣焱 张岩

摘要：

2022 年，我国经济保持恢复态势，但需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大，同时，外部环境动荡不安，对我国经济的影响进一步加深。在此背景下，监管部门出台多项举措，支持民营、创新品种债券发行，进一步完善债市体制机制，推动信用评级行业高质量发展，推进债券市场高水平对外开放，持续加强债券市场信用风险管控。总体来看，我国债券市场高质量发展和高水平对外开放稳步推进，市场化、法治化、国际化水平显著提升。

债市整体运行情况方面，2022 年，央行实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，通过降准、降息和公开市场操作维持债券市场流动性合理充裕。本年度利率债收益率总体呈现波动下行态势，主要信用债发行利率均有所下行。在此背景下，一级市场利率债发行总量同比有所增长，主要信用债发行量整体同比有所下降；二级市场债券成交活跃度上升，利率债和信用债各券种交易量同比均有所增长。

信用债的运行特征方面，2022 年，非金融企业所发债券信用等级分布保持稳定，无债项评级债券占比同比上升。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，在政策鼓励民营企业融资的背景下，民企融资同比边际改善。多数地区债券发行和净融资规模同比均有不同程度下降；行业集中度有所下降，多数行业净融资规模有所下降。本年度，市场宽信用预期不断升温，中短期信用债收益率快速上行，中短期票据信用利差、期限利差表现分化，城投债和产业债信用利差均大幅走阔。信用债风险方面，信用债违约边际改善，但房企爆发展期潮，信用风险仍存较大隐性压力。

展望 2023 年，预计债券市场发行量有望保持稳定，民营、创新品种债券有望进一步扩容；注册制改革持续深化，推动公司债券发行审核注册工作的制度化、规范化和透明化发展，债券市场体制机制将进一步完善，服务实体经济质效持续提升；我国债券市场信用风险仍将持续暴露，但在守住不发生系统性风险的底线，信用风险整体可控；优质房地产企业的融资需求有望得到改善，后续信用风险释放压力或将有所缓解。

一、债券市场政策回顾

2022 年，我国经济保持恢复态势，但需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力

仍然较大，同时，外部环境动荡不安，对我国经济的影响进一步加深。在此背景下，监管部门出台多项举措，支持民营、创新品种债券发行，进一步完善债市体制机制，推动信用评级行业高质量发展，推进债券市场高水平对外开放，持续加强债券市场信用风险管控。总体来看，我国债券市场高质量发展和高水平对外开放稳步推进，市场化、法治化、国际化水平显著提升。

（一）推动债券市场定向扩容，支持民营、创新品种债券发行

支持民营企业债券融资。一是**扩宽民营企业融资渠道**。2022年3月28日，证监会发布公告指出拟于近期推出一系列政策措施，进一步拓宽民营企业债券融资渠道，主要措施包括推出科技创新公司债券、将优质民企纳入成熟知名发行人名单、推出信用保护工具、放宽受信用保护的民营企业债券回购质押库准入门槛、将民营企业债券相关指标纳入证券公司分类评价体系、加强宣传推介力度、提升信息披露质量七个方面。同日，沪深交易所也相继表态将进一步完善民营企业债券融资支持机制并提出系列落实措施。二是**完善民营企业融资机制**。2022年3月5日，2022年《政府工作报告》指出落实支持民营经济发展的政策措施，鼓励引导民营企业改革创新，完善民营企业债券融资支持机制。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。三是**创设民营企业信用保护工具**。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7月15日，上交所发布《信用保护工具交易业务指引（2022年修订）》，明确组合型信用保护合约（以下简称CDX合约）的定义、组合管理人、期限、交易结算等要求，指出在前期信用保护合约试点基础上，开展CDX合约业务试点。2022年7月29日，深交所发布《信用保护工具业务指引（2022年修订）》，对CDX合约业务的具体定义、组合管理人管理要求、合约交易结算等安排进行规定。四是**降低民企债券交易成本**。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。2022年10月28日，发改委发布《关于进一步完善政策

环境加大力度支持民间投资发展的意见》，督促金融机构对民营企业债券融资交易费用能免尽免。**五是加大对民营企业的服务力度。**2022年7月22日，证监会、发改委和全国工商联联合发布《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》，指出加强服务引导，具体包括加大债券融资服务力度，积极推动债券产品创新，培育多元化投资者结构，畅通信息沟通渠道；同时指出加强监管规范，包括加强民营企业信用体系建设，开展联合奖罚工作，提高信息披露质量、引导中介机构归位尽责和完善债券违约处置机制。为落实上述通知，2022年7月29日，中国结算修订发布《中国证券登记结算有限责任公司受信用保护债券质押式回购管理暂行办法》，适当放宽相关民企债券、科创债券开展受信用保护回购业务的发行人主体评级要求，进一步增强了受信用保护债券回购业务对服务民营经济和实体经济的支持作用。上述政策的发布有助于进一步推动民营企业债券的发行。

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，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推出科技创新公司债券，明确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，对特定发行人发行科技创新公司债券作出优化安排。三是**支持央企科创债券的发行。**2022年11月11日，证监会、国资委发布《关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知》，支持中央企业发行科技创新公司债券融资，具体措施包括完善债券市场服务科技创新机制，优化债券融资服务机制，便利债券回购机制，鼓励金融机构加大业务投入，畅通信息沟通渠道等。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1月4日，中共中央国务院发布《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》（2022年中央一号文件），指出支持地方政府发行政府债券用于符合条件的乡村振兴公益性项目。2022年3月30日，人民银行发布《关于做好2022年金融支持全面推进乡村振兴重点工作的意见》，支持符合条件的农机装备研发企业发行公司信用类债券，拓宽资金来源；支持符合条件的企业发行乡村振兴票据等债务融资工具促进乡村发展；鼓励符合条件的金融机构发行绿色金融债券，支持农业农村绿色发展；鼓励商业性金融机构发行“三农”专项金融债券，拓宽可贷资金来源；继续支持发行地方政府专项债券，用于补充中小银行资本。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，加强对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；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；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主题债券的发行。

推动可持续发展相关债券发行。一是支持绿色债券发行。2022年3月2日，上交所发布《“十四五”期间碳达峰碳中和行动方案》，指出推动绿色债券发展，从扩大绿色债券发行规模，完善绿色债券制度建设，推动绿色债券投资等方面提出具体措施支持绿色债券发行。二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。三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和低碳转型挂钩债券，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，有助于推动可持续发展相关债券的发行。

推动金融企业创新债券的发行。一是创新推出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。二是支持保险公司无固定期限资本债券的发行。2022年8月12日，人民银行、银保监会联合发布《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》，明确保险公司无固定期限资本债券的核心要素、发行管理等规定，通知指出保险公司可通过发行无固定期限资本债券补充核心二级资本，无固定期限资本债券余额不得超过核心资本的30%，同时指出保险集团（控股）公司不得发行无固定期限资本债券。上述政策的发布有助于进一步拓宽上述金融企业的债务融资渠道，推动相关债券的发行。

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，根据发行人资质变化情况动态匹配审核机制。同日，深圳证券交易所发布《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降低优质企业的融资成本，提高其债券融资效率。

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

推动银行间和交易所债券市场互联互通。2022年1月20日，沪深交易所、同业拆借中心、中证登和上清所联合发布《银行间债券市场与交易所债券市场互联互通业务暂行办法》，办法称互联互通是指银行间债券市场与交易所债券市场的投资者通过两个市场相关基础设施机构连接，买卖两个市场交易流通债券的机制安排。办法明确了互联互通的债券品种等内容，还对“通银行间”和“通交易所”交易结算的流程和相关主体的责任义务进行了明确。2022年4月10日，中共中央国务院发布《关于加快建设全国统一大市场的意见》，提出要加快建立全国统一的市场制度规则，加快发展统一的资本市场，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。上述政策的发布有助于进一步推动债券市场互联互通，推动投资者和发行人的跨市场流动，实现债券市场各项规则和制度的统一。

完善债券交易规则。2022年1月27日，沪深交易所分别发布《上海证券交易所债券交易规则》《深圳证券交易所债券交易规则》及3个配套指引，将债券交易规则

从交易所交易规则中分离出来，形成了“1+3”的交易规则体系。从内容上看，规则进一步拓宽参与主体，引入债券交易做市商制度；进一步完善交易规则，新增多种交易方式，同时对交易要素进行调整，引入交易解除机制等；进一步加强债券交易风险管控。规则及配套指引的发布标志着交易所正式建立了相对独立和完善的债券交易规则，有助于提升债券市场的流动性和稳定性，也有助于便利境外机构投资者参与我国债券市场。2022年12月30日，沪深交易所分别发布债券质押式协议回购风险控制业务指引，明确投资者管理要求、细化委托及申报要素、加强协议回购存续期风险管理、明确参与机构内部风险控制机制具体要求等，有助于进一步完善债券质押式协议回购交易机制，强化业务风险防控，推动协议回购业务健康发展。

规范债券借贷业务。2022年1月30日，人民银行发布《银行间债券市场债券借贷业务管理办法》，办法指出债券借贷是指债券融入方提供一定数量的履约保障品，从债券融出方借入标的债券，同时约定在未来某一日期归还所借入标的债券，并由债券融出方返还履约保障品的债券融通行为。内容涉及履约保障品、主协议、集中债券借贷、风险控制等多个方面。2022年7月7日，深交所发布《深圳证券交易所中国证券登记结算有限责任公司债券借贷业务办法》，对债券借贷的参与主体管理、业务申报、清算交收、争议解决机制等做出规定。上述政策的发布有助于盘活存量债券资产、发挥与债券做市制度的协同作用、提高债券市场的流动性和规范性。

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、公司债券上市规则、非公开发行公司债券挂牌规则、债券市场投资者适当性管理办法四项基本业务规则，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。

完善资产支持证券上市审核规则。2022 年 12 月 30 日，沪深交易所分别发布资产支持证券业务指引，规范交易所资产支持证券的发行。其中，上交所制定了发行准入标准、信息披露、分类审核和特定品种 4 项业务规则，明确了资产支持证券的信息披露要求、基础资产准入标准、项目分类分层监管机制和特定品种资产支持证券的认定标准、信息披露和中介机构核查要求等；深交所制定了分类审核和特定品种 2 项业务指引，明确了资产支持证券优化审核与重点审核的适用标准和审核措施，规范特定品种资产支持证券的标识使用、信息披露要求等。上述政策的发布有助于进一步完善资产支持证券的审核机制，提升债券市场服务实体经济的能力。

优化可转债交易规则。2022 年 7 月 29 日，沪深交易所正式发布了《上海证券交易所可转换公司债券交易实施细则》《深圳证券交易所可转换公司债券交易实施细则》（以下简称《实施细则》）和《上海证券交易所上市公司自律监管指引第 12 号——可转换公司债券》《深圳证券交易所上市公司自律监管业务指引第 15 号——可转换公司债券》（以下简称《自律指引》），进一步完善可转债各项制度，《交易细则》一是设置涨跌幅限制；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。《自律指引》以信息披露为核心，进一步完善了可转债上市与挂牌、转股、赎回、回售等业务和信息披露行为，保护投资者合法权益。上述政策的发布进一步优化了可转债的交易机制，有助于强化风险防控，抑制过度投机，推动可转债市场健康发展。

规范绿色债券发行。2022 年 7 月 29 日，绿色债券标准委员会发布《中国绿色债券原则》（以下简称《绿债原则》），从募集资金用途、项目评估与遴选、募集资金管理和存续期信息披露等四大核心要素对绿色债券发行人提出基本要求。《绿债原则》指出绿色债券募集资金需 100%投向合格绿色项目，债券存续期内应按年披露上年募集资金使用情况，鼓励提高披露频次为每半年或每季度。根据《绿债原则》，2022 年 9 月 16 日，深交所发布《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第 1 号——绿色公司债券（2022 年修订）》，对绿色公司债业务指引进行修订，一是调整绿色公

司债券募集资金用途，将募集资金用途要求中用于绿色项目的募集资金比例下限由70%提升为100%；二是明确绿色项目认定范围；三是新增项目评估与遴选流程披露要求；四是鼓励发行人提升存续期内对绿色公司债券相关事项的信息披露频率。2022年11月14日，中央结算公司发布《中债绿色债券环境效益信息披露指标体系》，依据国家现行的环保和产业政策，提出绿色债券募集资金所投绿色项目应披露的环境效益定量和定性指标。上述政策的发布有助于进一步规范绿色债券的发行，提高绿色债券的纯度和透明度，降低发行成本，也有助于推动我国绿色债券市场与国际绿色金融标准进一步接轨，吸引国际投资者参与我国绿色债券市场。

规范专项债务融资工具发行。2022年3月18日，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具专项产品指南（2022年版）》，从募集资金管理、发行注册要求和存续期信息披露三个方面规范了创投债务融资工具、绿色债务融资工具等19项债务融资工具专项产品的业务要求，有助于进一步规范专项债务融资工具的注册发行工作，提升专项债务融资工具的信息披露透明度。

加强自律监管。2022年8月12日，上交所发布《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第3号——公司债券和资产支持证券自律监管措施实施标准（试行）》，明确公司债和资产支持证券在申报发行及上市挂牌、上市挂牌期间信息披露及募集资金使用、信用风险管理几种情形下发行人及相关监管对象的违规行为及相应的监管措施，同时明确对专业机构违规行为的处理标准。政策的发布有助于进一步约束债券欺诈发行上市等行为，提高监管透明度，保护投资者合法权益。

（三）推动信用评级行业高质量发展

支持评级行业“走出去”。2022年3月29日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进社会信用体系建设高质量发展促进形成新发展格局的意见》，指出培育专业信用服务机构，在确保安全前提下，各级有关部门以及公共信用服务机构依法开放数据，支持评级等市场化信用服务机构发展；此外，意见还指出加快征信业市场化改革步伐，培育具有国际竞争力的信用评级机构。2022年7月13日，人民银行营业管理部印发《全面推动北京征信体系高质量发展促进形成新发展格局行动方案》，指出鼓励辖内地方政府平台、金融机构以及发债企业在境外融资时使用本土评级机构的评级服务，在中资美元债备案环节，鼓励发行人至少选聘一家本土评级机构，逐步提高本土评级机构在国际资本市场的话语权。上述政策的发布有助于进一步提升评级机构的评级质量，推动国内评级机构“走出去”。

支持评级机构开展科创企业评级。2022年11月11日，人民银行等八部委联合发布《上海市、南京市、杭州市、合肥市、嘉兴市建设科创金融改革试验区总体方案》，

指出支持试验区内金融机构与信用评级机构积极利用大数据、人工智能等技术，建立符合科创企业特征的信用评分、内部信用评级和风险防控模型。支持国内外优质信用评级机构以质量为导向创新科创企业评级方法，依法依规开展科创企业评级，推动征信机构在风险防控、反欺诈、精准营销等方面创新征信产品和服务。通知的发布有助于推动评级机构深化金融科技开发与应用，提高评级技术体系，更好的服务科创企业。

（四）推进债券市场高水平对外开放

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）（以下简称4号文），统筹同步推进银行间和交易所债券市场对外开放，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。为进一步落实4号文，2022年11月18日，人民银行、国家外管局发布《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》，统一了境外机构投资者资金跨境的管理，一是统一规范境外机构投资者投资中国债券市场所涉及的资金账户、资金收付和汇兑、统计监测等管理规则；二是完善即期结售汇管理；三是优化外汇风险管理政策；四是优化汇出入币种匹配管理；五是明确主权类机构外汇管理要求。上述政策有助于进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场，推进我国债券市场高水平对外开放。

推出“互换通”。2022年7月4日，人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局发布联合公告同意中国外汇交易中心、银行间市场清算所和香港场外结算有限公司开展香港与内地利率互换市场互联互通合作（简称“互换通”），“互换通”指境内外投资者通过香港与内地基础设施机构连接，参与两个金融衍生品市场的机制安排。初期先开通“北向通”，即香港及其他国家和地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，参与内地银行间金融衍生品市场。未来将适时扩展至“南向通”。“互换通”的推出有助于便利境外投资者使用利率互换管理风险，减少利率波动对其持有债券价值的影响，有助于进一步推动债券市场对外开放。

设立大湾区债券平台。2022年12月16日，深交所发布《大湾区债券平台跨境债券挂牌业务试点指引》，明确启动大湾区债券平台跨境债券产品挂牌服务试点工作，大湾区债券平台定位于跨境债券的信息披露及相关服务，试点范围为在中国香港地区面向专业机构投资者发行的离岸人民币债券产品，且发行人应为中国政府类发行人以及优质企业类发行人。试点阶段，挂牌债券发行人将通过平台进行持续信息披露，平

台还将为发行人等用户提供线上路演及线上会谈等相关服务支持。

优化熊猫债发行机制。2022年7月26日，交易商协会发布《关于开展熊猫债注册发行机制优化试点的通知》，优化熊猫债发行机制，一是扩大统一注册模式使用范围，允许境外基础层企业试点采用统一注册模式；二是统一非金融企业发行熊猫债的信息披露要求；三是允许国际开发机构和外国政府类机构对原债券进行增发；四是为境外发行人发行熊猫债引入“常发行计划”，允许境外发行人在基础募集说明书框架下，后续注册发行采用续发募集说明书进行简便信息披露。2022年11月23日，人民银行、国家外管局发布《关于境外机构境内发行债券资金管理有关事宜的通知》，完善熊猫债资金管理要求，一是统一银行间和交易所市场熊猫债资金管理规则；二是规范登记及账户开立流程；三是完善熊猫债外汇风险管理；四是明确发债募集资金可留存境内。上述政策的发布有助于进一步便利熊猫债的发行，推动熊猫债市场高质量发展，进一步推动债券市场高水平对外开放。

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，对境外机构投资者境内债券利息收入暂免征收增值税，对境外机构投资者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。

（五）加强债券市场信用风险管控

加强地方政府债务风险管控。一是支持开展降低债务风险等级试点。2022年1月26日，国务院发布《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》，指出允许融资平台公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转；完善地方政府债务风险应急处置机制；研究支持在部分高风险地区开展降低债务风险等级试点，有助于进一步推动贵州区域债务风险的化解。二是合理扩大专项债使用范围。2022年5月，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出在前期确定的包括交通基础设施、能源、保障性安居工程在内的九大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围，有助于专项债项目储备的增加以及拉动基建投资。三是推进省以下财政体制改革。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》，要求落实省级政府责任，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，同时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，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。四是健全地方政府债务管理制度。2022年10月27日，财政部发布《关于支持深圳探索创新财政政

策体系与管理体制的实施意见》，指出健全地方政府债务管理制度。对深圳新增地方政府债务限额给予积极支持，着力促进稳投资补短板；实行地方政府专项债券项目常态化储备、滚动化评审；加强地方政府债券发行管理，完善发行计划、期限结构和定价机制，合理控制筹资成本；支持深圳继续赴境外发行离岸人民币地方政府债券，推动粤港澳大湾区金融市场互联互通；探索建立政府偿债备付金制度，防范地方政府专项债券兑付风险。该政策的发布有助于进一步加强深圳地方政府债务风险管控。

规范债券存续期管理。一是**规范存续期信息披露**。2022年7月28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存续期信息披露文件示范文本（2022版）》，针对46类债券存续期信息披露文件制定形成了示范文本，具体包括36类重大事项、2类付息兑付公告、2类信息变更类公告、2类行权类公告以及4类持有人会议公告。文件的发布有助于进一步提升信息披露文件的规范性，提高信息披露的针对性和有效性，加强投资者保护。二是**规范募集资金使用用途**。2022年11月22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募集资金用途管理规程》，规范非金融企业债务融资工具募集资金使用，加强闲置募集资金管理，明确各参与主体职责和各类不合规使用募集资金的自律处分方式，有助于进一步加强募集资金使用管理，保护投资者合法权益。

支持优质房地产企业发行债券融资。2022年11月23日，央行、银保监会联合发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，指出推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持；鼓励债券发行人与持有人提前沟通，做好债券兑付资金安排；按期兑付确有困难的，通过协商做出合理展期、置换等安排，主动化解风险；支持债券发行人在境内外市场回购债券，有助于缓解优质房地产企业的流动性压力，扭转市场的悲观情绪，推动房地产市场平稳健康发展。

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》和《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》，将债券置换业务、同意征集业务引入银行间市场。同时，修订《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》，进一步拓宽恶意逃废债行为的范围，增强对信用增进机构的约束，增加债委会和同意征集相关内容，细化债券置换表述。此外，发布《银行间债券市场自律管理措施实施规程》，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，有助于完善违约处置及风险管理机制，防范和化解债券市场信用风险。

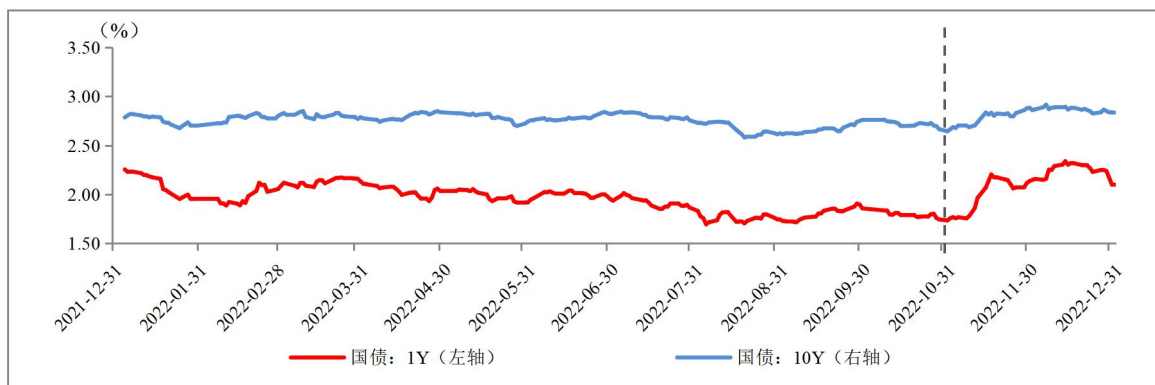
二、债券市场整体情况

（一）利率债

1. 利率债收益率总体呈现波动下行态势

本年度，疫情对我国经济造成较大冲击，宏观经济面临较大压力，同时，美联储暴力加息、俄乌冲突旷日持久，外部环境更趋复杂严峻和不确定，经济下行压力有所加大。在此背景下，央行实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，中国人民银行（以下简称“央行”）通过降准、降息和公开市场操作维持债券市场流动性合理充裕，同时政策支持民营、创新债券发行，债券市场对外开放水平持续提升，债市各项体制机制不断完善。

从国债收益率走势看，2022 年国债收益率总体呈现波动下行态势，主要分为两个阶段。**第一阶段：年初至 10 月底**，国债收益率整体波动下行。年初在市场经济下行压力加大和实体融资需求持续偏弱的背景下，央行加大逆周期调节力度，利率债收益率整体下行；年中在俄乌局势激化、疫情全国反复、市场对宽信用的担忧情绪加重、7 月美联储再次加息、8 月央行缩量续作 MLF 等利空因素的影响下，利率债收益率陷入震荡下行行情。**第二阶段：11 月初至年底**，国债收益率整体震荡上行。11 月受疫情防控政策调整、地产融资好转等因素影响，市场对未来经济预期提振，风险偏好有所提升，利率债收益率波动上升，但短端利率未达年初高位。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 2022 年 1 年期及 10 年期国债利率走势

2. 国债发行节奏后置，发行规模同比大幅增长，利率债发行总量同比有所增长

本年度，债券市场共发行利率债 22.92 万亿元，同比增长 15.54%。其中，国债发行 9.72 万亿元，发行规模同比增幅最大，达 43.04%，2022 年四季度国债到期规模占比较大，导致四季度国债发行较多，全年国债发行节奏相对后置。地方政府债整体发行前置，但全年发行量同比变化较小。政策银行债发行量同比也变化较小。截至 2022

年末，我国债券市场利率债品种存量规模为 83.00 万亿元，与上年末（83.61 万亿元）相比变化不大。

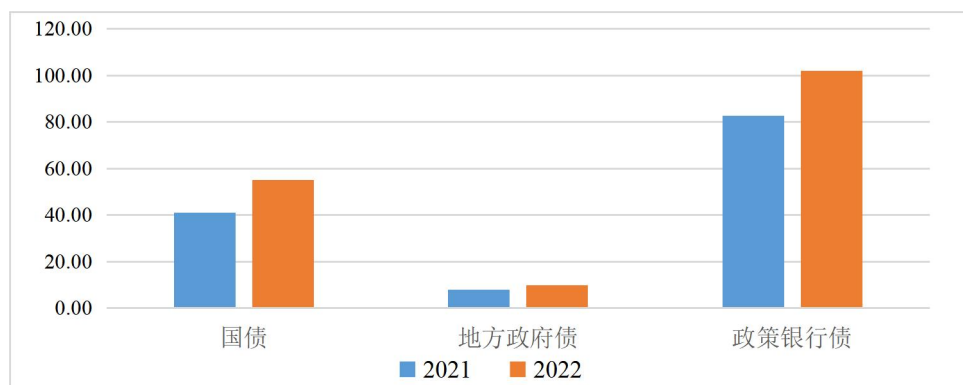
表 2.1 2022 年利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数		发行规模		2022 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
政府债	2328	7.78	170778.49	19.60	604692.29	13.42
国债	183	8.28	97222.70	43.04	255888.91	11.19
地方政府债	2145	7.73	73555.79	-1.70	348803.38	15.12
政策银行债	896	2.05	58404.80	5.12	225290.42	-25.65
合计	3224	6.12	229183.29	15.54	829982.71	-0.74

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 2023 年 1 月 4 日，以下同
资料来源：Wind

3. 利率债成交活跃度上升，各券种交易量同比均有所增长

利率债仍是我国债券主要交易品种。本年度，利率债交易规模达 166.86 万亿元，同比增长 26.57%，成交活跃度上升。其中，国债、地方政府债和政策银行债的交易量同比增幅均超 20.00%，国债交易量增幅最大，达 34.63%。



资料来源：Wind

图 2.2 主要利率债交易情况（单位：万亿元）

（二）信用债

1. 主要信用债发行利率均有所下行

本年度，市场流动性整体保持合理充裕，一年期短融、三年期公司债、五年期中期票据及七年期企业债的平均发行利率分别为 3.62%、3.44%、3.51%和 4.89%，较上年（4.09%、3.90%、3.97%和 5.63%）均有不同程度下降。整体来看，在本年度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，主要信用债发行利率有所下行。

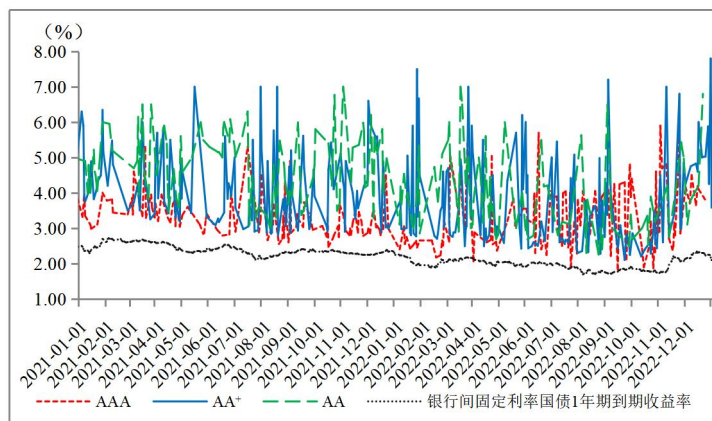


图 2.3 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

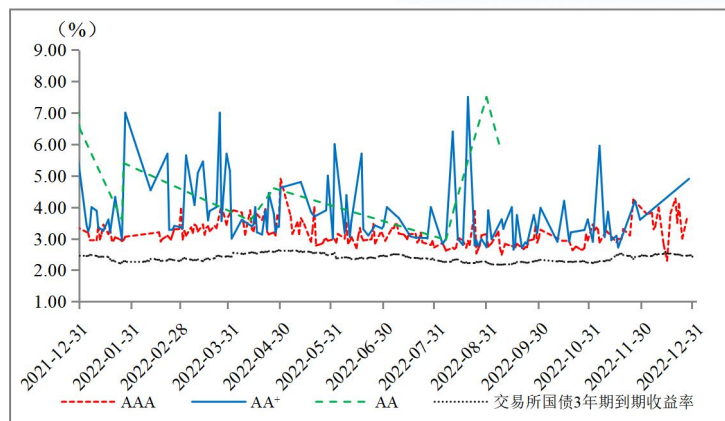


图 2.4 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

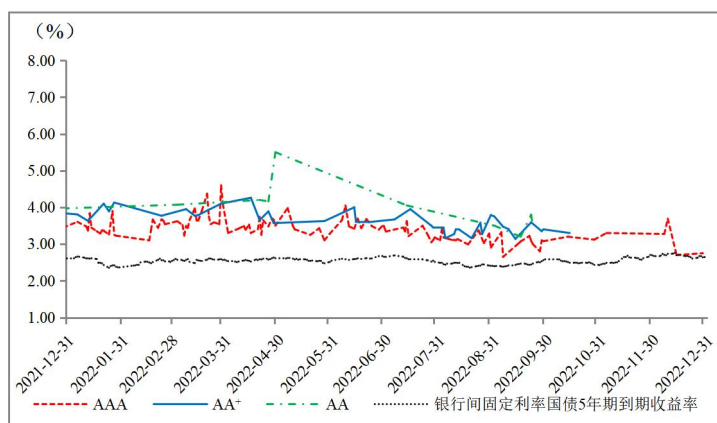


图 2.5 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

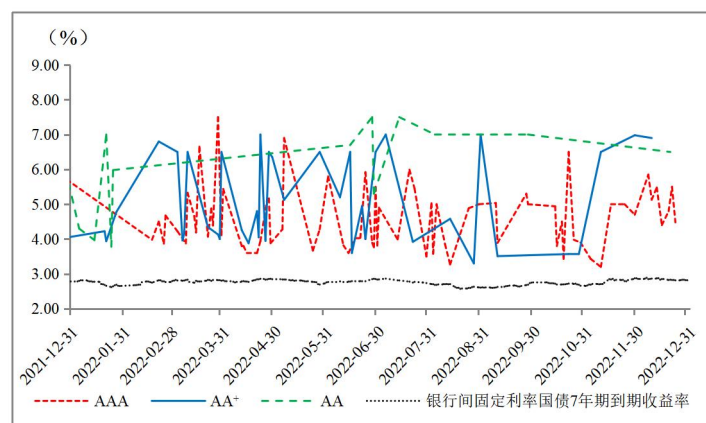


图 2.6 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势

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、债市震荡及发行审核等影响，非金融企业债券发行量同比下降

本年度，非金融企业所发债券的发行期数和规模与上年相比均有 9% 以上的降幅，主要受疫情影响融资需求减弱、四季度债市震荡，取消发行情况较多以及发行审核收紧等因素影响。其中，**超短融**和**短融**发行量同比下滑，或由于 11 月以来，债市利率调整，理财赎回大幅增加，市场流动性紧张，出现大面积取消发行所致；**定向工具**的发行期数、发行家数和规模同比降幅较大，均在 20% 左右；**私募债**发行期数、家数和规模同比降低幅均超 10%，定向工具和私募债发行规模的下滑主要由于发行审核有所收紧所致。截至 2022 年年末，非金融企业债券存量为 25.75 万亿元，同比增长 4.21%。

表 2.2 2022 年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 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (家)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
超短融	4429	-3.34	1088	-1.18	44330.18	-5.76	16696.94	-9.25
短融	557	-4.46	313	-4.28	5113.30	-2.80	4996.90	-3.18
中期票据	2654	3.63	1252	-2.95	27971.30	9.72	88669.24	10.55
企业债	484	-1.43	385	0.79	3683.30	-16.28	21200.44	-5.08
公司债	3640	-10.41	1739	-11.41	30875.34	-10.55	103499.35	5.44
一般公司债	1393	-2.25	612	-7.97	14726.09	-10.25	51089.66	5.31
私募债	2247	-14.82	1215	-13.77	16149.25	-10.82	52409.70	5.56
定向工具	1097	-21.87	629	-19.57	6741.21	-21.92	22459.72	-1.72
合计	12861	-9.75	3029	-7.26	118714.64	-9.11	257522.59	4.21

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：联合资信 BI 系统

(2) 除商业银行受政策支持融资需求旺盛外，其他非政策性金融债券发行量同比均有不同程度下降

本年度，共有 245 家金融机构发行非政策性金融债 902 期¹，总发行规模为 3.61 万亿元，非政策性金融债发行期数、家数和规模同比均有不同程度下降。其中，**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²、商业银行二级资本工具）发行期数、家数和规模同比有所增长，主要由于政策鼓励商业银行发行金融债券满足小微、绿色、科技创新等企业的融资需求。其余券种发行规模与上年相比均有较大幅度的下降，其中受国内股票市场指数和沪深两市交易量震荡下行，证券公司各项业务承压，资本需求减少等因素影响，**证券公司债**和**证券公司短融**发行规模同比分别下降 35.14%和 32.82%；**保险公司债**发行规模同比降幅最大，主要由于多家保险公司等待无固定期限资本补充债券发行窗口期，放慢了债券发行节奏和保险公司通过增资扩股等方式补充资本；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，**其他金融机构债**发行规模同比大幅下降。截至 2022 年年末，非政策性金融债券存量为 11.21 万亿元，同比增长 11.39%。

表 2.3 2022 年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 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (家)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
商业银行债券	298	20.16	149	5.67	24003.72	21.62	79986.67	19.69
证券公司债	347	-22.72	68	13.33	7109.74	-35.14	21387.67	-5.26
证券公司短融	223	-17.10	39	8.33	3988.30	-32.82	2227.30	31.09

¹ 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。

² 目前该分类下均为商业银行永续债。

券种类别	发行期数		发行家数		发行规模		2022 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (家)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
保险公司债	11	-42.11	10	-37.50	224.50	-58.35	3088.50	3.85
其它金融机构债	23	-62.90	15	-55.88	759.00	-41.55	5372.50	-17.66
合计	902	-13.85	245	-3.92	36085.26	-6.21	112062.64	11.39

资料来源：联合资信 BI 系统

(3) 涉房类 ABS 产品发行量下滑，资产支持证券发行量大幅下降

本年度，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同比均大幅下降。具体来看，**银行间资产支持证券**发行规模同比大幅下降 59.53%，主要受银保监会收紧对 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**和**非金融企业资产支持票据**发行期数和规模同比均下降 27%左右，主要由于房地产行业严调控和市场信用风险偏好降低影响，涉房类 ABS 产品发行量下滑所致。截至 2022 年年末，资产支持证券存量为 4.36 万亿元，同比下降 14.71%。

本年度，资产证券化产品持续创新。2022 年，全国首单“科创票据+保供稳链”资产证券化产品、全国首单贸融类绿色资产支持专项计划、全国首单市政道路停车收费权 ABS、全国首单蓝色 ABS、全国首单委托代理模式小额贷款 ABS 等成功发行，融资渠道进一步拓宽。

表 2.4 2022 年资产支持证券发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2022 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
资产支持证券（银行间）	151	-25.98	3567.36	-59.53	14336.60	-18.09
资产支持证券（交易所）	1184	-16.33	11498.74	-27.12	20913.90	-13.51
非金融企业资产支持票据	394	-30.27	4678.79	-27.46	8366.48	-11.52
合计	1729	-20.83	19744.89	-36.39	43616.98	-14.71

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) 受疫情影响融资需求减弱，其它信用债发行量同比有所下降

本年度，其它信用债³的发行期数、家数和规模同比均有不同程度下降。其中，**同业存单**发行量仍然最多，发行量同比下降，主要受疫情影响，实体经济信贷需求偏弱导致银行体系资金主动负债需求减弱。**可转债**发行期数和家数同比均有增长，但发行规模同比降幅较大。其余券种发行量较少，本年度无项目收益票据和标准化票据发

³ 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，统计期末发行的券种不列示。

行，或由于监管审核趋严、合格项目短缺所致。截至 2022 年年末，其它信用债存量为 15.14 万亿元，同比小幅增长 2.31%。

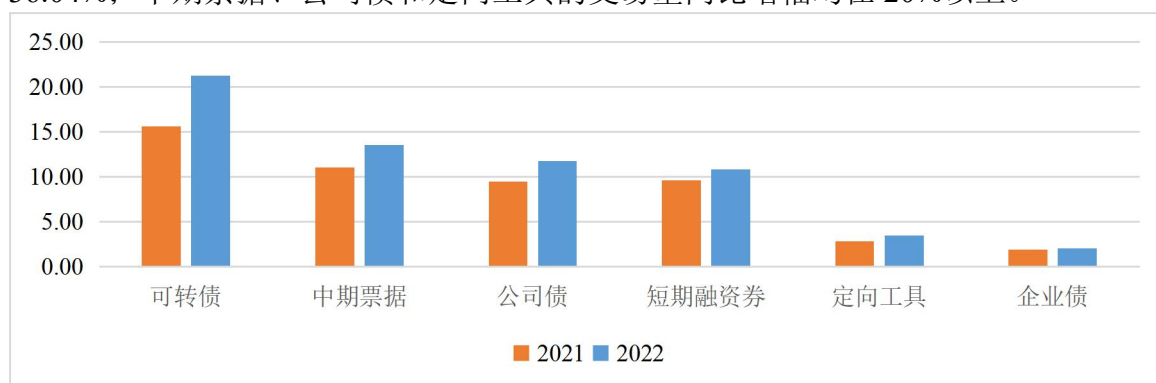
表 2.5 2022 年其它信用债发行情况

券种类别	发行期数		发行家数		发行规模		2022 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (家)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
可转债	148	24.37	148	24.37	2190.13	-22.57	8380.15	19.55
可交换债	36	9.09	21	-16.00	422.94	0.32	1402.22	-5.15
项目收益票据	--	--	--	--	--	--	124.50	-11.76
国际机构债	5	-44.44	3	-50.00	165.00	-5.71	470.00	11.90
同业存单	25765	-13.99	322	-7.47	204914.30	-5.99	141064.20	1.50
合计	25954	-13.84	490	-2.20	207692.37	-6.21	151441.07	2.31

资料来源：联合资信 BI 系统

3. 信用债各券种交易量同比均有所增长

本年度，信用债交易规模为 140.31 万亿元，同比增长 25.71%。分券种来看，主要信用债各券种的交易量同比均有所增长，尤其可转债的交易量同比增幅明显，达 36.04%；中期票据、公司债和定向工具的交易量同比增幅均在 20%以上。



注：图中仅列示主要信用债券种交易情况，故与上文中的信用债总交易数据（含全部信用债）存在差异

资料来源：Wind

图 2.7 主要信用债交易情况（单位：万亿元）

三、债券市场运行特征

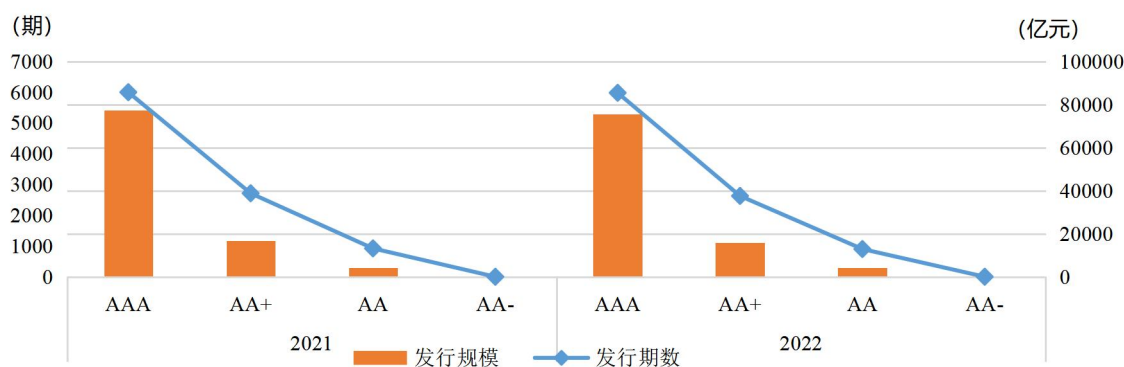
（一）非金融企业所发债券信用等级分布保持稳定，无债项评级债券占比同比上升

本年度，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⁴，在总发行期数和规模中的占比分别为 99.98%和 99.99%。其中，AAA 级的发行期数和发行规模仍为最多，占比分别为 62.86%和 78.81%，同比（62.25%和 78.58%）均略有上升；

⁴ 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。

而 AA⁺级发行期数和发行规模占比同比均有所下降，AA 级发行期数占比同比略有下降，发行规模占比同比略有上升。

整体来看，本季度非金融企业债券或主体的信用级别仍集中在 AA⁺及以上级别，AAA 级和 AA⁺级债券发行期数总占比同比略有上升，信用等级分布基本保持稳定。



资料来源：Wind、联合资信 BI 系统

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）

2022 年，在取消强制评级逐步落实的背景下，市场中无评级债券的占比逐步上行。无债项评级短融、中票和一般公司债共 2477 期，占此三类券种总发行期数的比例为 53.80%，较 2021 年无债项评级债券数据（1169 期、占比 25.59%）增幅较大。其中，无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总发行期数的比例为 87.61%、59.34%和 29.72%，较 2021 年占比（48.71%、31.71%和 5.12%）均大幅上升。

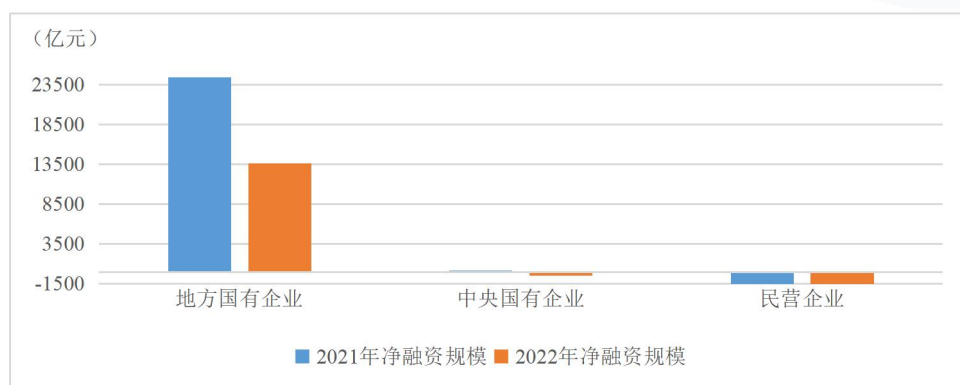
（二）在政策鼓励民营企业融资的背景下，民企融资同比边际改善

从发行主体的企业性质来看，本年度，国有企业⁵依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，地方国有企业、中央国有企业及民营企业发行期数和规模同比均有不同程度下降；公众企业、集体企业和其他企业⁶本年度所发债券的期数和规模仍然较少，占比仅 3%左右。

从净融资情况来看，本年度，地方国有企业净融资规模同比下降 44.23%；中央国有企业净融资规模同比由正转负。民营企业净融资规模持续为负，但净融资流出规模同比有所收缩，在国家陆续出台政策鼓励民营企业融资的背景下，民企融资同比有所改善。

⁵ 包括中央国有企业和地方国有企业。

⁶ 含外资企业。



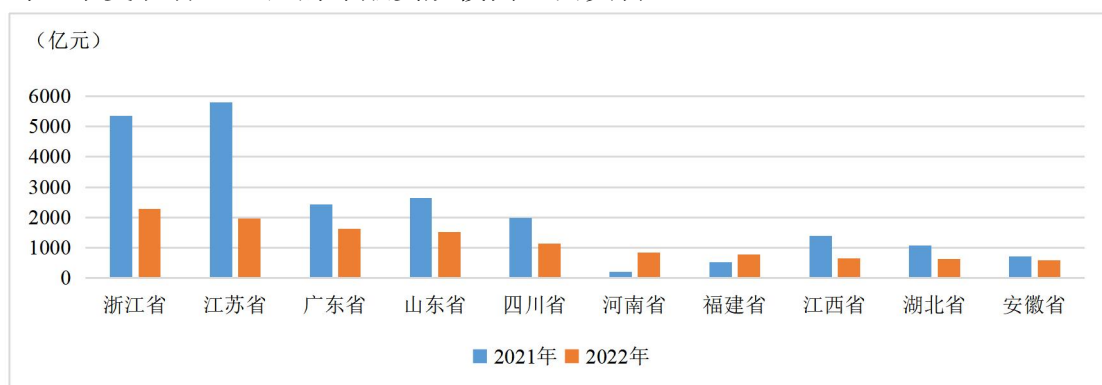
资料来源：Wind

图 3.2 非金融企业不同企业性质净融资规模（单位：亿元）

（三）多数地区债券发行和净融资规模同比均有不同程度下降

从发行主体的所属地区来看，本年度，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、浙江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，除天津非金融企业发债期数和规模同比均有所增长外，其余地区发行期数和规模同比均有不同程度下降。发行规模排名前十以外的地区中，内蒙古、黑龙江地区的发行规模同比增幅较显著，青海、甘肃地区发行规模同比降幅较显著。

从净融资情况来看，本年度，浙江、江苏和广东地区净融资规模位列前三位。在净融资规模排名前十的地区中，河南和福建净融资规模同比增长 293.24%和 49.71%，其它地区净融资规模同比均有所下降。在净融资规模排名前十之外的地区中，河北、上海、宁夏和香港地区的净融资规模同比由负转正。



注：以 2022 年净融资规模由高到低排序

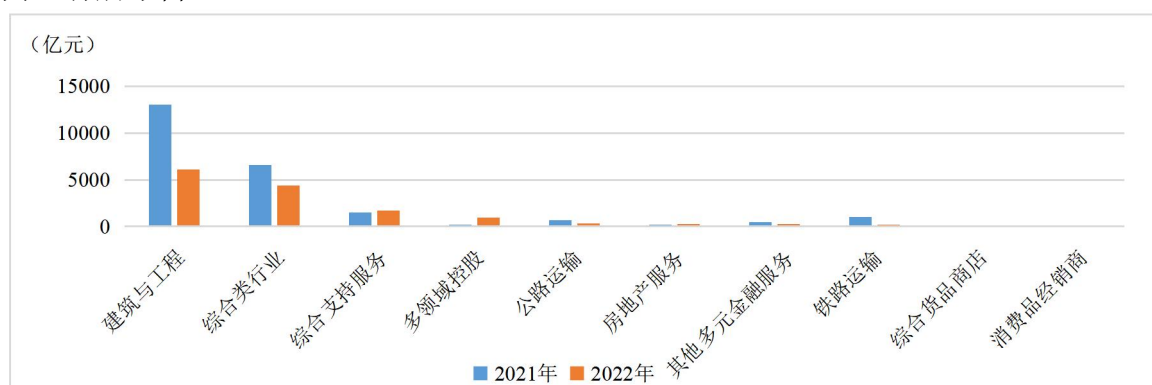
资料来源：Wind

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）

（四）行业集中度有所下降，多数行业净融资规模有所下降

从行业分布来看，本年度建筑与工程、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。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同比均有小幅下降，行业集中度有所下降。

从净融资情况来看，本年度，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，综合支持服务、多领域控股、房地产服务和综合货品商店行业净融资规模同比有所增长，其中多领域控股和综合货品商店行业净融资规模同比增幅较大；其他行业净融资规模同比均有所下降。在净融资规模排名前十之外的行业中，净融资规模较大的化纤、通信设备和房地产开发行业的净融资规模同比有较大幅度增长；复合型公用事业、公路与铁路行业净融资规模环比和同比有所下降。



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

资料来源：Wind

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）

（五）新品种债券发行保持良好势头

本年度，我国债券市场不断推出创新品种，包括低碳转型挂钩债券、科技创新公司债券等，满足了实体经济的融资需求。

表 3.1 2022 年新品种债券发行情况

券种类别	2022 年		2021 年	
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)

券种类别	2022 年		2021 年	
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)
碳中和债	75	768.48	152	1675.19
可持续发展挂钩债券	33	389.00	25	351.50
低碳转型挂钩债券	5	49.00	--	--
乡村振兴债	90	789.09	125	1017.20
科创票据	183	1510.30	23	166.60
科技创新公司债券	58	574.50	--	--
高成长债	4	22.00	18	145.50

资料来源：Wind

（六）信用利差整体有所走阔

1. 中短期票据信用利差、期限利差⁷表现分化

信用利差方面，本年度，市场宽信用预期不断升温，中短期信用债收益率快速上行，各等级 1 年期、3 年期和 5 年期信用利差均有不同程度走阔，其中 AAA 级和 AA⁺ 级 3 年期信用利差扩张幅度较 1 年期和 5 年期更大，AA 级 1 年期信用利差扩张幅度较 3 年期和 5 年期更大。从信用利差历史分位数⁸来看，各等级信用利差均位于历史较低位置，尤其是 1 年期 AA 级分位数已压缩至较低水平。

表 3.2 2022 年中短期票据信用利差情况

信用等级	1 年期			3 年期			5 年期		
	年末	变化	分位数	年末	变化	分位数	年末	变化	分位数
AAA	47.83	9.09	5.05%	63.23	30.40	10.44%	66.92	19.32	11.39%
AA ⁺	77.62	26.12	4.00%	103.08	49.39	6.10%	108.25	33.70	10.19%
AA	120.62	55.12	0.81%	146.08	38.39	5.90%	151.25	15.70	19.04%

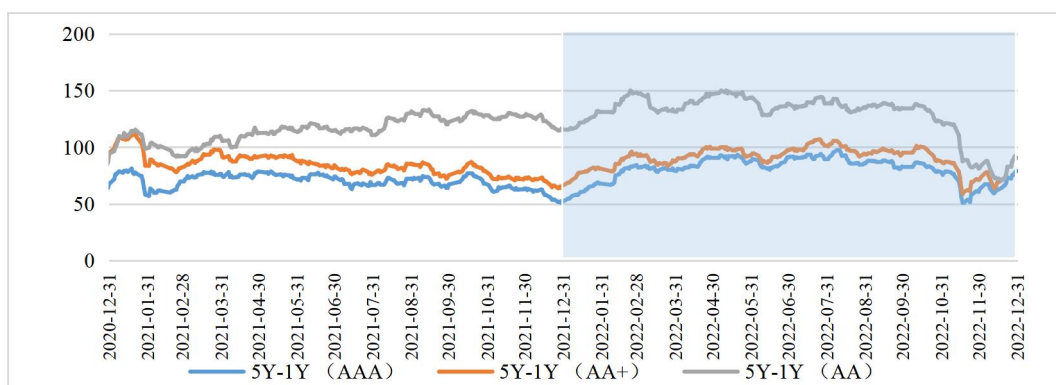
注：变化情况为季末利差与季初利差的差值，历史分位数统计期限为 2015 年至 2022 年 12 月 31 日，以下同
资料来源：Wind

期限利差方面，本年度中短期票据期限利差表现分化，AAA 级和 AA⁺ 级 5-1Y 期限利差整体走阔，AA 级 5-1Y 期限利差整体有所压缩，其中 AAA 级和 AA⁺ 级 5-1Y 期限利差较年初分别走阔 24.41BP 和 21.76BP；AA 级期限利差较年初收窄 25.24BP。从历史分位数情况来看，AAA 级和 AA⁺ 级 5-1Y 期限利差分位数均处于大于 70% 的高位，AA 级 5-1Y 期限利差分位数为 40.03%。整体来看，投资者对低评级、长期债

⁷ 信用利差为中债中短期票据到期收益率与中债国债到期收益率的差值。

⁸ 历史分位数计算的是某个指标的当前取值在一段历史区间中所处的分位数点。以信用利差历史分位数为例，是指将所选历史区间内的信用利差数值按照大小进行排序，并计算当前的利差水平在历史利差数据中所排的位置，其中 0 代表历史最小值位置，100 则为历史最大值位置。

券品种情绪回暖。

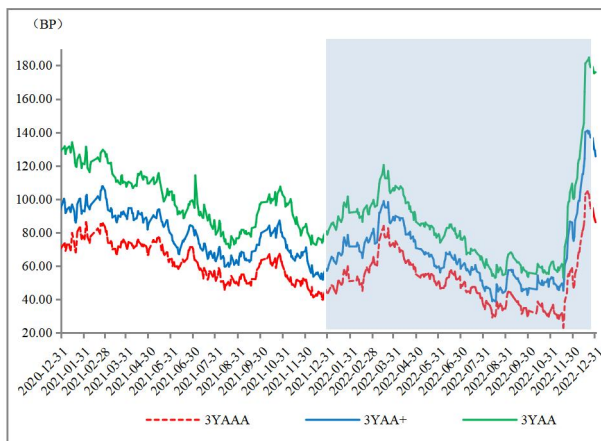


资料来源: Wind

图 3.5 2022 年中短期票据期限利差情况 (单位: BP)

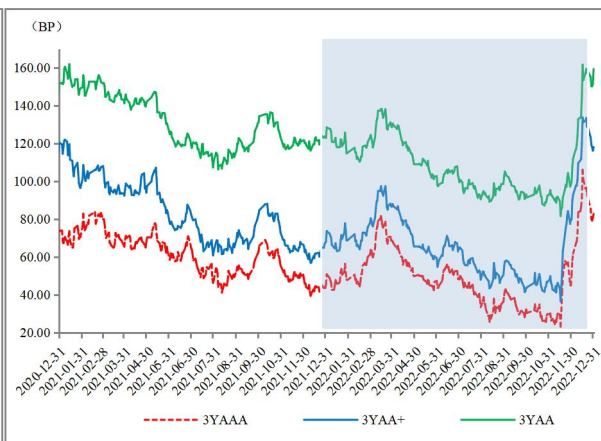
2. 城投债和产业债信用利差均大幅走阔

本年度，各等级 3Y 产业债和 3Y 城投债信用利差均较年初大幅走阔，其中城投债较产业债的扩张幅度更大。分级别来看，城投债 AA 级利差较 AA+ 级、AAA 级走阔幅度更大，产业债 AA+ 级利差较 AA 级、AAA 级走阔幅度更大。整体来看，11 月下旬开始，债市进入大幅调整行情，城投债和产业债的利差集体大幅走阔。



资料来源: Wind

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

（七）信用债违约边际改善，但房企爆发展期潮，信用风险仍存较大隐性压力

本年度，我国债券市场新增 8 家违约发行人⁹，共涉及到期违约债券 41 期，到期

⁹ 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

违约金额合计约 229.24 亿元；新增违约发行人家数、期数和规模较 2021 年（23 家、90 期和 1077.95 亿元）均明显下降。违约企业主要为房地产管理和开发行业。

本年度，我国债券市场“重复违约”¹⁰发行人 9 家，涉及到期违约债券 20 期，到期违约规模合计约 130.93 亿元，“重复违约”发行人家数、期数和规模较上年（27 家、65 期和 804.19 亿元）均有所下降。

此外，本年新增展期数量大幅增加，远超违约数量，首次展期发行人 28 家，涉及展期债券 95 期，展期规模 843.77 亿元，较 2021 年（19 家、37 期和 197.99 亿元）均大幅增加。其中以龙光、融侨、金科为代表的房企债券展期，对债券市场信用环境造成一定程度冲击。整体来看，本年度信用债违约边际改善，但房企展期加速积累，债券市场信用风险仍存较大隐性压力。

四、债券市场展望

（一）债券市场发行量有望保持稳定，民营、创新品种债券有望进一步扩容

一是，当前我国经济恢复基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。2022 年 12 月中央经济工作会议指出，明年要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，保持流动性合理充裕。在此背景下，明年货币政策有望继续维持当前稳健宽松的基调，债券发行量整体有望保持稳定。二是，2022 年监管进一步加大对民营企业融资的支持力度，拓宽民营企业融资渠道，完善民营企业融资机制，降低民营企业融资成本，在此政策引导下，民营企业债券发行规模有望进一步提升。三是，2022 年以来，监管相继推出可持续发展、科技创新、乡村振兴等领域主题债券，在可持续发展、创新驱动、乡村振兴等战略的指引下，上述创新券种的发行规模有望大幅增加。总体来看，2023 年我国债券市场发行规模有望保持稳定，民营、创新品种债券有望进一步扩容。

（二）统一债券市场建设加速推进，注册制改革持续深化

一方面，统一债券市场建设加速推进。《中共中央国务院关于加快建设全国统一大市场的意见》发布后，债券市场互联互通相关的基础设施建设将进一步推进，发行、

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。

¹⁰ “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。

交易和投资者保护等方面规则也将进一步趋于统一，推动投资者和发行人跨市场流动，提高债券市场运行效率。另一方面，**公司注册制改革将进一步深化**。2020年新《证券法》发布以来，监管部门相继出台系列措施全面深化注册制改革，债券市场融资效率显著提高，2022年11月，证监会发布《关于深化公司债券注册制改革的指导意见（征求意见稿）》，拟从优化公司债券审核注册机制，压实发行人和中介机构责任，强化存续期管理，依法打击债券违法违规行为四方面继续深化注册制改革，2023年上述措施有望正式落地，推动公司债券发行审核注册工作的制度化、规范化和透明化发展。总体来看，债券市场体制机制将进一步完善，服务实体经济质效持续提升。

（三）风险事件仍将持续发生，但信用风险整体可控

一方面，**信用风险事件仍将持续发生**。一是，当前我国经济下行压力仍然较大，疫情发展仍具有一定的不确定性，疫情大规模爆发短期内将对经济产生较大冲击，文化、旅游等服务行业经营风险仍然较大；二是，房地产企业信用风险持续暴露，产业链上下游企业仍将持续受到冲击；三是，理财赎回压力下，债市情绪走弱，对长久期低评级品种需求进一步降低；四是，2023年，我国债券市场主要信用债总偿还量或超过11.71万亿元，较2021年（约为10.58万亿元）继续增长，偿债压力进一步加大。在此背景下，杠杆水平较高、短期偿债压力较大的弱资质发债主体出现信用风险的概率仍然较大。另一方面，**债券市场信用风险整体可控**。一是，稳增长背景下，市场流动性仍将保持宽松；二是，2022年11月以来，房地产融资放松政策不断出台，市场情绪得以稳定，优质房地产企业的融资需求得以满足；三是，2022年，监管部门相继出台系列政策支持民营企业融资，随着民营企业融资支持政策相继落地和实施，民营企业融资环境或有所改善。总体来看，2023年我国债券市场信用风险仍将持续暴露，但在守住不发生系统性风险的底线，信用风险整体可控。

（四）优质房企融资需求得到改善，信用风险可能有所缓释

一是，2022年11月以来，房地产企业融资端政策持续释放利好，央行、银保监会、证监会相继出台政策支持房地产企业融资，市场情绪得以缓解。二是，2022年12月中央经济工作会议指出要满足房地产行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。三是，2023年1月5日，人民银行、银保监会发布通知建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，因城施策，支持刚性住房需求，支持房地产市场平稳健康运行。四是，2023年1月10日，人民银行、银保监会联合召开主要银行信贷工作座谈会，指出将开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表

回归安全区间。总体来看，2023 年，优质房地产企业的融资需求有望得到改善，后续信用风险释放压力或将有所缓解。