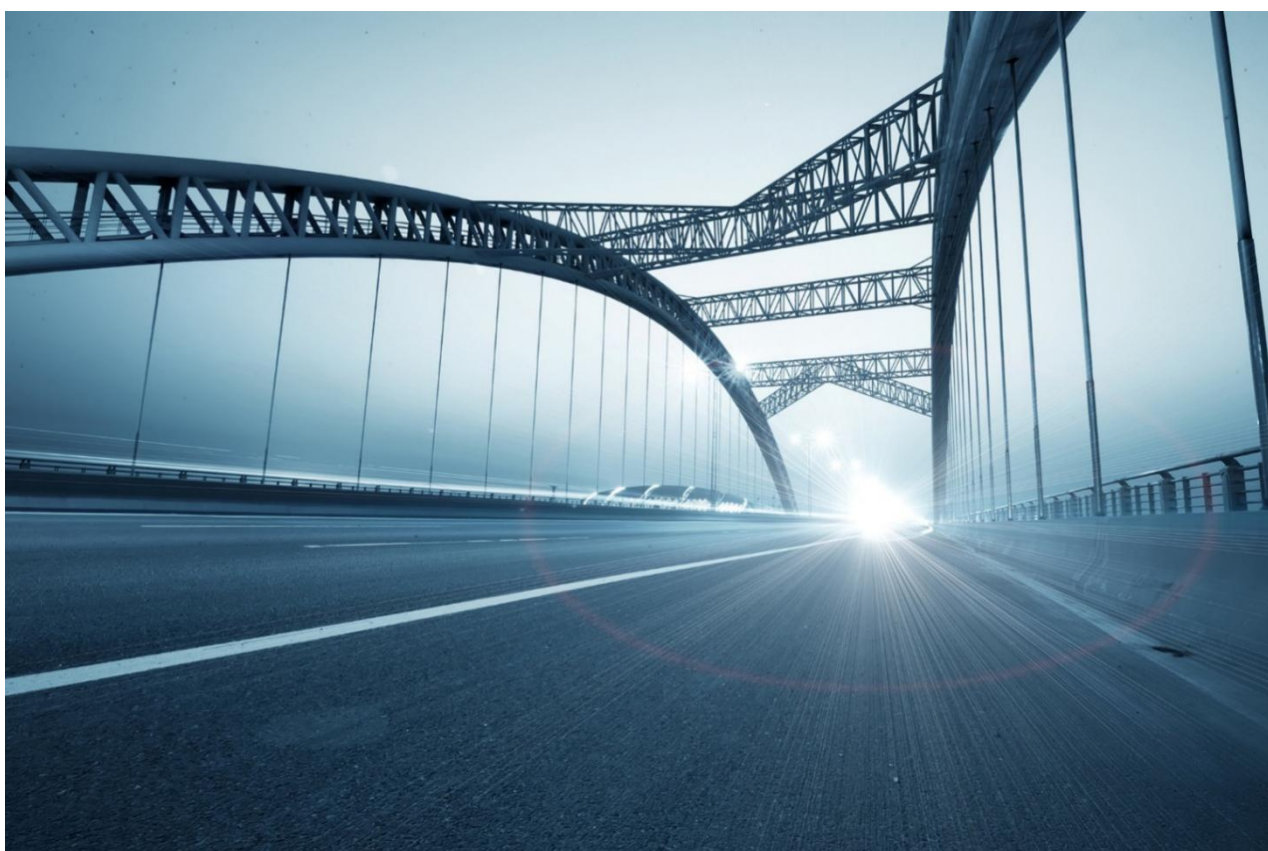

2022 年一季度债券市场发展报告

2022 年 5 月 12 日



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

2022 年一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 年一季度，监管部门出台多项举措，支持债券市场定向扩容，完善债市体制机制，推动信用评级行业高质量发展，加强地方政府债务风险管控。

债市整体运行情况方面，一季度地缘政治冲突升级，国内疫情反复，经济发展仍面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，央行继续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。在此背景下，一级市场，利率债的发行规模同比有所增长，信用债的发行规模同比有所下降；二级市场，利率债、信用债的收益率中枢环比和同比均有所下滑；利率债的交易规模环比、同比均有所上升，信用债交易规模环比有所下降，同比明显上升。

信用债的运行特征方面，一季度，在取消强制评级持续推进的背景下，无债项评级债券占比有所增长。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，民营企业融资环境有所改善，发行量环比大幅增长，但民营企业净融资规模仍为负。不同地区债券发行和净融资规模变化情况持续分化；行业集中度略微下降，净融资规模变化情况持续分化。信用债利差方面，一季度，信用债信用利差和期限利差整体均呈走阔态势，资产荒背景下，投资者在短端资质下沉，而对于长久期债券仍较为规避。信用债风险方面，一季度信用债违约情况边际改善，风险企业主要集中于房地产行业，此外，3 家企业通过展期方式缓解到期兑付压力，企业隐性信用风险仍存。

展望二季度，在宏观经济环境的复杂性和挑战性增大的背景下，稳健的货币政策实施力度或将进一步加大，市场流动性仍将保持合理充裕，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稳定增长；债券市场机制体制将进一步完善，推动债券市场基础设施互联互通；此外，债券市场信用风险事件将持续发生，但整体可控；房地产行业有望迎来多地因城施策政策宽松，但行业出清尚未结束，负债率较高、短期偿债压力较大的房企信用风险仍值得关注。

一、债券市场政策回顾

2022 年一季度，国外疫情持续，地缘政治冲突升级，外部环境更趋复杂严峻，国内疫情呈点多、面广、频发特点，经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力。在此背景下，监管部门出台多项举措，支持债券市场定向扩容，完善债市体制机制，推动信用评级行业高质量发展，加强地方政府债务风险管控。

（一）支持债券市场定向扩容

支持民营企业债券融资。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。随着上述政策的相继落地，民营企业的融资渠道将进一步拓宽，民企尤其是优质民企的融资环境也有望得到改善。

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》，指出加快绿色债券发展，**一是扩大绿色债券发行规模**，主要包括推动地方政府绿色专项债券的发行，开展宣传培训支持绿色债券在上交所发行，深化绿色债券创新，推动绿色债券质押回购，推动绿色债项资产证券化等相关措施。**二是完善绿色债券制度建设**，主要包括完善绿色债券相关标准防止“漂绿”行为，强化对绿色债券募集资金、项目进展和环境效益的监督，规范绿色债券评估认证。**三是推动绿色债券投资**，主要包括推动政府部门对绿色债券给予财政支持，在交易系统推出绿色债券专栏提升其市场影响力等。此外，2022年3月7日，深交所推出绿色债券创新品种，首批专项服务海洋经济发展的绿色债券在深交所成功发行，募集资金专项用于支持海洋保护和海洋资源可持续利用相关项目。上述政策的发布有助于进一步拓宽绿色债券市场的广度和深度，推动绿色债券市场提质扩容。

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。上述政策有助于进一步推动“乡村振兴”主题相关债券的发行。

（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，指出互联互通债券的交易结算时间和方式仍按各自交易场所的原有规定，规定投资者通过互联互通取得的债券由其所在市场的登记托管结算机构作为名义持有人持有，此外还对“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。办法的发布有助于便利债券跨市场发行与交易，提升境内外投资者对两市场信用债的参与程度。

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¹，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。

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，办法的发布为机构开展债券借贷业务提供了更多便利，有助于提升债券借贷市场活跃度和运转效率。

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。

（三）推动信用评级行业高质量发展

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》，指出强化市场信用约束，

¹ 《上海/深圳证券交易所债券交易规则适用指引第 3 号——债券做市业务》《上海/深圳证券交易所债券交易规则适用指引第 2 号——债券通用质押式回购交易》《上海/深圳证券交易所债券交易规则适用指引第 1 号——债券交易参与人管理》。

支持评级机构运用大数据等技术加强跟踪监测预警，健全市场化的风险分担、缓释、补偿机制。同时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。政策的发布有助于推动评级行业进一步加强风险预警能力，提升评级质量，积极“走出去”，实现评级行业高质量健康发展。

（四）加强地方政府债务风险管控

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》，对于贵州如何防范化解债务风险，意见明确遏制新增隐性债务，稳妥化解存量隐性债务。在落实地方政府化债责任和不新增地方政府隐性债务的前提下，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。在确保债务风险可控的前提下，对贵州适度分配新增地方政府债务限额，支持符合条件的政府投资项目建设。研究支持在部分高风险地区开展降低债务风险等级试点。意见的发布有助于推动贵州区域债务风险的化解，对全国其他高风险地区降低债务风险具有一定的借鉴意义。

二、债券市场整体情况

（一）利率债

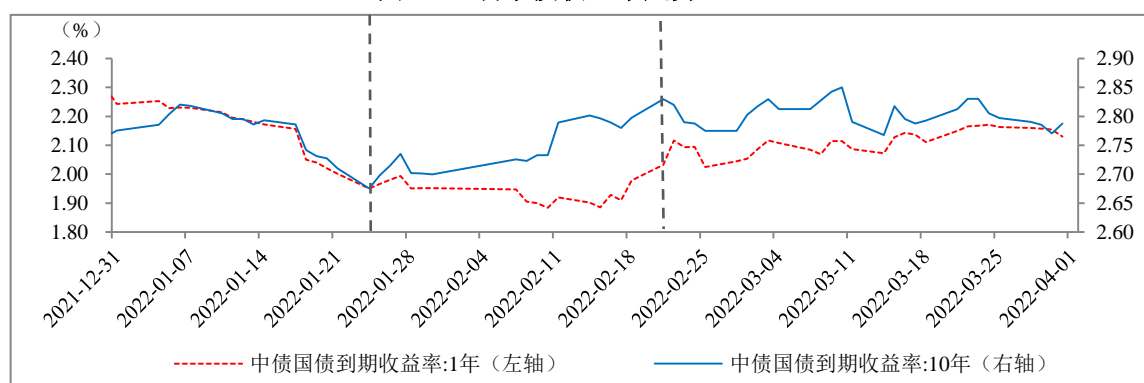
1. 利率债收益率总体呈先降后升的态势

本季度，国外疫情持续，地缘政治冲突升级，外部环境更趋复杂严峻和不确定；而国内疫情发生频次有所增多，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，央行继续贯彻执行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，维持市场流动性的合理充裕；同时，货币政策前瞻性持续增强，确保资金供给总量稳定，通过快速反应和有效作为提振市场主体信心。

整体来看，一季度利率债收益率总体呈先降后升态势。从利率债收益率走势看，主要分为三个阶段。**第一阶段：年初至1月下旬，利率债收益率整体下行。**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，央行加大了逆周期调节力度，政策应对靠前发力，分别推动1年期MLF和7天期OMO利率下调10BP，1年期和5年期LPR分别下调10BP和5BP，随着降息落地利率债收益率整体下行。**第二阶段：1月下旬至2月下旬，利率债收益率有所回升。**随着2021年底降准和2022年初降息等靠前发力的稳增长政策连续落地，市场对宽信用的担忧情绪加重，叠加1月信贷社融数据超预期，地产相关利好政策频出，利率债收益率水平有所回升。**第三阶段：2月下旬至3月底，利率债收益率陷入震荡行情。**此阶段，在俄乌局势激化、疫情全国多点散发、房地产政策边际回暖、多地

下调房贷利率以及 1—2 月的经济数据大超市场预期等多因素的共同影响下，利率债收益率陷入震荡行情。

图 2.1 利率债收益率走势



资料来源：Wind，联合资信整理

2. 地方政府专项债额度发行前置，利率债发行量同比有所增长

本季度，债券市场共发行利率债 4.82 万亿元，环比小幅下降 3.23%，同比增长 22.55%。其中，地方政府债发行 1.82 万亿元，较 2021 年一季度增长 1 倍，主要由于全年专项债额度发行前置所致。截至本季度末，我国债券市场利率债品种存量规模为 75.77 万亿元，较上季度末（73.77 万亿元）继续增长。

表 2.1 2022 年一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 一季度末存量 | |
|--------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| | 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 | 624 | 342.55 | -4.44 | 34306.19 | 46.85 | -13.34 | 549067.42 | 2.99 |
| 国债 | 35 | -5.41 | -18.60 | 16060.00 | 11.45 | -23.21 | 229912.02 | -0.10 |
| 地方政府债 | 589 | 466.35 | -3.44 | 18246.19 | 103.84 | -2.28 | 319155.40 | 5.33 |
| 政策性银行债 | 205 | -12.39 | 17.82 | 13934.20 | -12.92 | 35.75 | 208647.77 | 1.97 |
| 合计 | 829 | 121.07 | 0.24 | 48240.39 | 22.55 | -3.23 | 757715.19 | 2.71 |

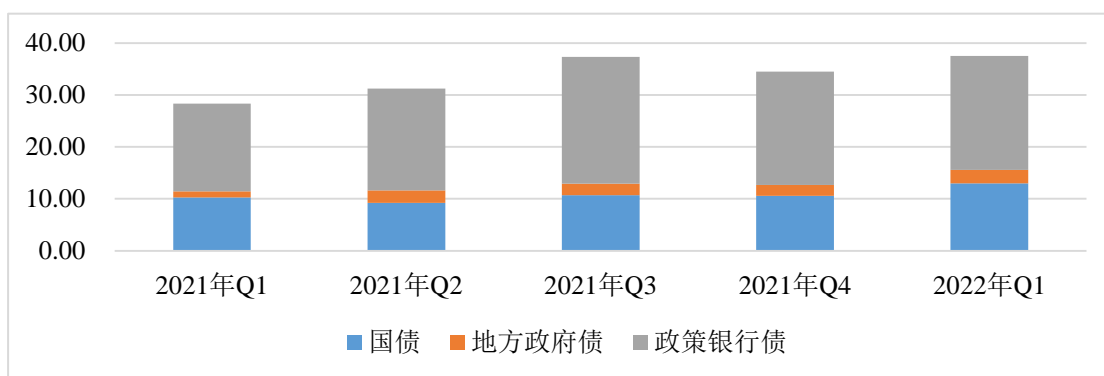
注：发行情况按发行起始日统计，债券存量按到期日统计；由于 wind 数据更新存在不及时等问题，为了避免数据偏差较大，一般会在下季度初延迟几天导出数据；数据导出日为 2022 年 4 月 8 日，以下同

资料来源：Wind

3. 利率债交易量环比和同比均有所增长

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 37.52 万亿元，环比和同比分别增长 8.75% 和 32.45%，或受到一季度疫情反复下的国内经济下行压力加大，市场对降准降息预期升温，加大了对利率债配置的影响。其中，国债、地方政府债以及政策性银行债的交易量同比和环比均有所增长。

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. 各期限信用债发行利率有所下行

本季度，一年期短融、三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率分别为 3.76%、3.49%、3.62% 和 4.83%，较上季度（4.01%、3.74%、3.71% 和 5.96%）分别下降 25BP、25BP、9BP 和 113BP，较上年同期（4.33%、4.10%、4.42% 和 5.87%）分别下降 57BP、61BP、80BP 和 104BP。分级别来看，AAA 级、AA+ 级和 AA 级一年期短融、三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债的平均发行利率均较上季度、上年同期有所下降。整体来看，各期限信用债的发行利率均有所下行，或受信用债资产荒下配置需求推动所致。

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

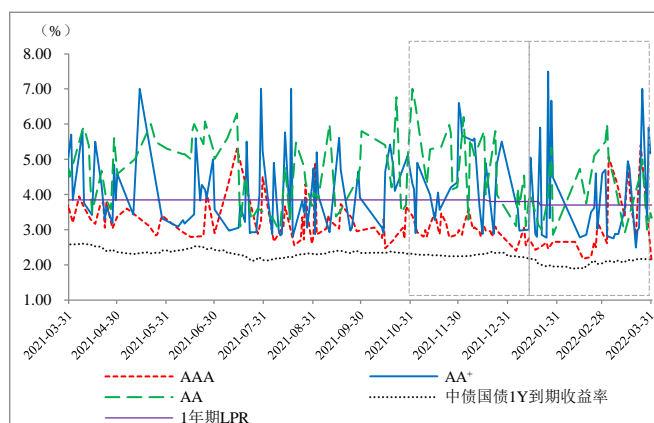


图 2.5 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

图 2.4 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

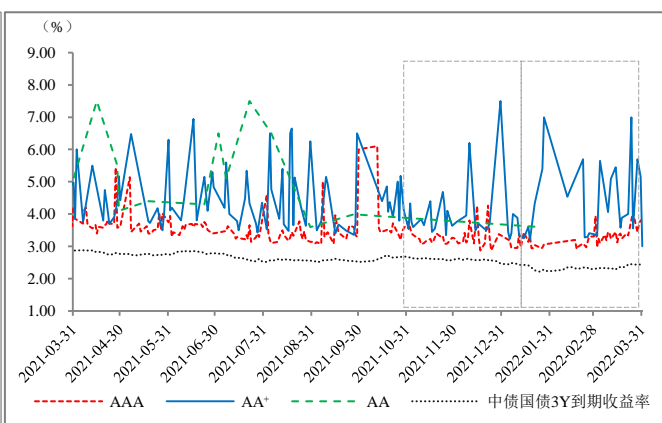
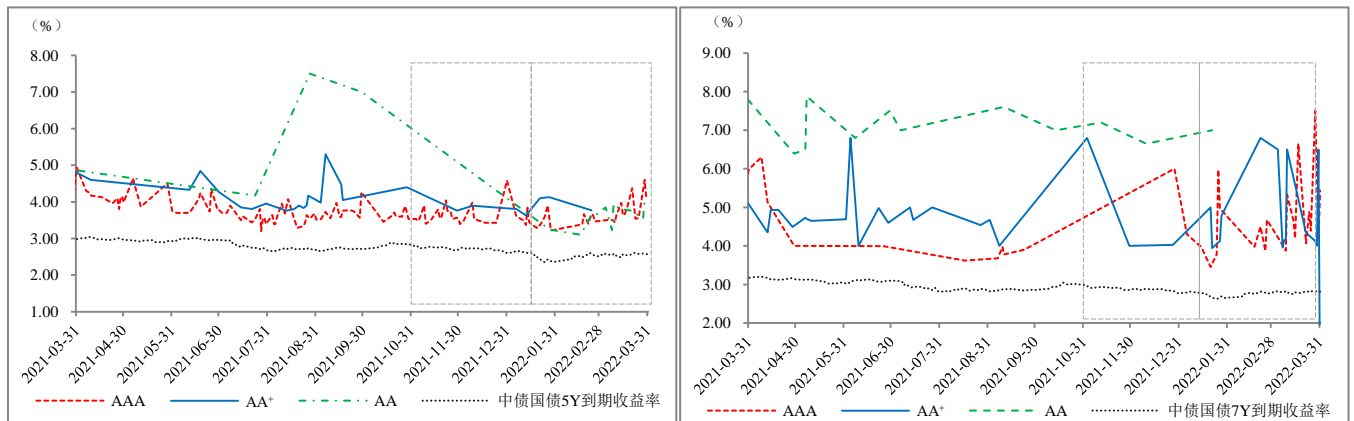


图 2.6 7 年期不同信用等级企业债券发行利率走势



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) 企业债新品种债券发行势头良好，环比和同比明显增长

本季度，非金融企业所发债券的发行期数和规模总量环比和同比均有不同程度增长。其中，私募债发行量环比和同比均下降约30%，降幅明显，可能与城投私募债发行量减少²及监管对部分低资质发行人审核趋严有关；企业债发行期数和发行家数同比增长显著，增幅分别为54.55%和48.19%，环比也有所增长，可能与企业债新品种债券³保持良好的发行势头有关，一季度企业债创新品种共发行225.20亿元，在企业债发行规模中占比23.10%。截至2022年一季度末，非金融企业债券存量为25.84万亿元，环比增长4.41%。

表 2.2 2022 年一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 一季度末存量 | |
|-------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| | 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 | 1316 | 3.38 | 25.10 | 675 | 12.88 | 15.19 | 13374.94 | -1.89 | 17.20 | 22864.35 | 23.79 |
| 短融 | 170 | 24.09 | 4.29 | 139 | 21.93 | 11.20 | 1287.10 | 23.07 | -22.73 | 5345.08 | 3.57 |
| 中期票据 | 688 | 29.32 | 3.15 | 506 | 15.79 | 1.61 | 6923.04 | 38.75 | 5.57 | 83141.17 | 3.64 |
| 企业债 | 136 | 54.55 | 23.64 | 123 | 48.19 | 16.04 | 974.97 | 8.96 | 15.34 | 22273.26 | -0.37 |
| 公司债 | 847 | -15.13 | -20.92 | 640 | -19.19 | -21.57 | 7478.13 | -11.54 | -13.93 | 101210.92 | 3.08 |
| 一般公司债 | 358 | 23.88 | 4.68 | 254 | 22.71 | 6.28 | 3984.65 | 15.38 | 5.41 | 50385.82 | 3.79 |
| 私募债 | 489 | -31.03 | -32.92 | 403 | -32.72 | -31.46 | 3493.48 | -30.14 | -28.83 | 50825.10 | 2.39 |
| 定向工具 | 384 | 8.17 | -2.78 | 296 | 4.23 | -8.07 | 2535.83 | 4.48 | 13.78 | 23590.42 | 2.11 |
| 合计 | 3541 | 4.67 | 2.40 | 1707 | 1.31 | -5.59 | 32574.01 | 3.59 | 3.74 | 258425.20 | 4.41 |

注：发行人家数按不同券种发行人去重复后统计

资料来源：Wind

² 城投私募债的发行量占私募债发行总量 90%左右的比例，2022 年一季度城投私募债仅发行 437 期、3229 亿元，发行量环比和同比均大幅减少 40%左右，导致私募债整体发行量降幅较大。

³ 包括发改委专项债、绿色企业债、永续期企业债、小微企业增信集合债和发改委项目收益债。

（2）中小银行融资需求旺盛，商业银行债发行量同比有所增长

本季度，共有 118 家金融机构发行非政策性金融债 233 期⁴，总发行规模为 9718.75 亿元，非政策性金融债发行期数和规模环比均有所下降，同比均有所增长。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⁵、商业银行二级资本工具）发行规模同比有 81.28% 的大幅增长，主要由于本季度中小银行融资需求旺盛所致。截至 2022 年一季度末，非政策性金融债券存量为 10.55 万亿元，环比增长 4.85%。

表 2.3 2022 年一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 一季度末存量 | |
|---------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| | 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 | 70 | 37.25 | -9.09 | 57 | 21.28 | -3.39 | 6275.50 | 81.28 | -20.30 | 71347.45 | 6.76 |
| 证券公司债 | 99 | 13.79 | -3.88 | 46 | 21.05 | 31.43 | 2002.25 | -11.83 | -25.70 | 22306.25 | -1.24 |
| 证券公司短融 | 53 | 1.92 | -35.37 | 24 | 0.00 | -22.58 | 936.00 | -27.72 | -33.66 | 2170.00 | 27.72 |
| 保险公司债 | 6 | -14.29 | 50.00 | 6 | -14.29 | 50.00 | 165.00 | -26.67 | -0.60 | 3139.00 | 5.55 |
| 其它金融机构债 | 5 | -64.29 | 0.00 | 4 | -66.67 | -20.00 | 340.00 | 5.75 | 319.75 | 6523.00 | 0.15 |
| 合计 | 233 | 10.43 | -14.02 | 118 | 11.32 | 1.72 | 9718.75 | 28.31 | -20.51 | 105485.70 | 4.85 |

资料来源：Wind

（3）个人住房抵押贷款新增规模下降，银行间资产支持证券发行量环比大幅下降

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发行期数和发行规模环比和同比均有所下降，且降幅较大，尤其是银行间资产支持证券发行期数和规模环比降幅均在 60% 以上，可能受春节因素、个人住房抵押贷款新增规模下降导致的 RMBS 发行量降低等影响。截至 2022 年一季度末，资产支持证券存量为 4.84 万亿元，环比下降 5.39%。

本季度，资产证券化产品持续创新。2022 年一季度，全国首单科技创新企业资产证券化产品在银行间债券市场成功发行，该产品的创设有助于缓解中小型科技创新企业融资难的问题。

表 2.4 2022 年一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 一季度末存量 | |
|-------------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| | 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) | 66 | -47.20 | -65.08 | 977.88 | -55.75 | -62.63 | 16733.91 | -4.41 |
| 资产支持证券(交易所) | 558 | -38.34 | -33.17 | 1879.68 | -42.64 | -50.92 | 22319.13 | -7.86 |

⁴ 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。

⁵ 目前该分类下均为商业银行永续债。

| | | | | | | | | |
|-------------|-----|--------|--------|---------|--------|--------|----------|-------|
| 非金融企业资产支持票据 | 208 | -18.11 | -51.29 | 1149.50 | 14.92 | -49.03 | 9366.08 | -0.85 |
| 合计 | 832 | -35.20 | -42.66 | 4007.06 | -38.23 | -53.95 | 48419.12 | -5.39 |

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）银行负债端资金压力有所减轻，同业存单发行量小幅下降

本季度，其它信用债⁶的发行期数、发行家数和发行规模环比和同比均小幅下降。其中，同业存单发行量较多，发行规模同比小幅下降 4.33%，环比下降 9.36%，可能由于一季度银行负债端资金压力有所减轻。其余券种发行量较少，本季度无项目收益票据和标准化票据发行。截至 2022 年一季度末，其它信用债存量为 15.58 万亿元，环比增长 5.26%。

表 2.5 2022 年一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 一季度末存量 | |
|-------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-------------|-----------|
| | 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 | 32 | -8.57 | 3.23 | 32 | -8.57 | 3.23 | 806.75 | 6.30 | -8.68 | 7431.49 | 5.99 |
| 可交换债 | 3 | -50.00 | -75.00 | 3 | -50.00 | -72.73 | 38.00 | 2.65 | -77.82 | 1347.04 | -8.88 |
| 国际机构债 | 1 | -66.67 | -66.67 | 1 | -66.67 | -66.67 | 30.00 | -62.50 | -40.00 | 410.00 | -2.38 |
| 同业存单 | 6865 | -8.39 | -12.22 | 250 | -4.58 | -11.35 | 53554.90 | -4.33 | -9.36 | 146577.30 | 5.40 |
| 合计 | 6901 | -8.50 | -12.28 | 284 | -7.79 | -12.88 | 54429.65 | -4.31 | -9.57 | 155765.83 | 5.26 |

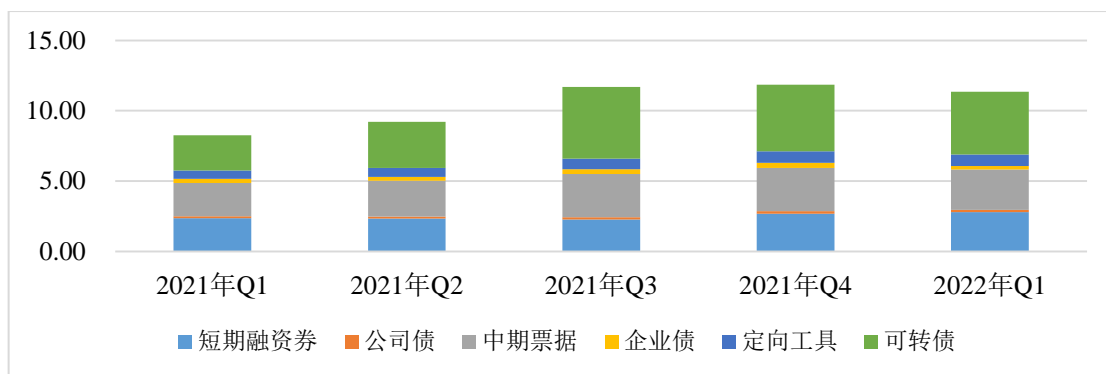
资料来源：Wind

3. 信用债交易量环比小幅下降，同比显著增长

本季度，信用债交易规模为 28.42 万亿元，环比小幅下降 3.29%，同比大幅增长 41.35%，主要由于 2021 年一季度信用债市场受永煤违约事件影响交易量较低。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，但环比增幅较小，均在 5% 以下；公司债、中票、定向工具及可转债的交易量同比均小幅上升，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）

⁶ 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

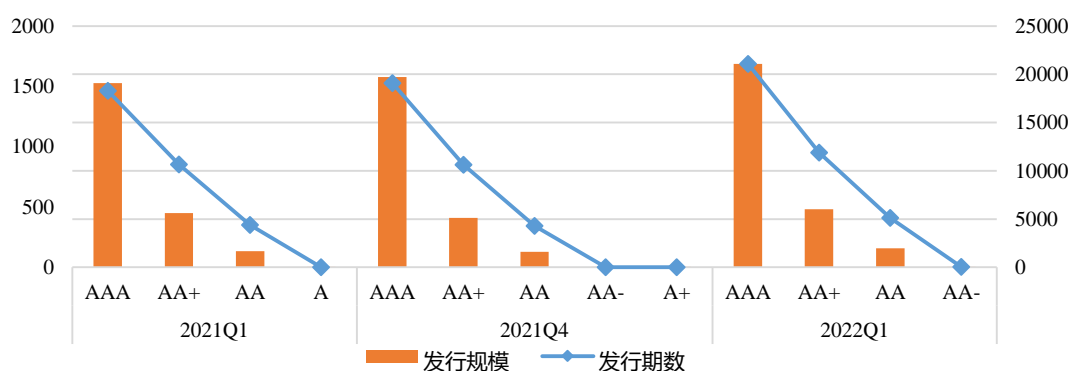
三、债券市场运行特征

（一）非金融企业所发债券信用等级集中度保持稳定，无债项评级债券占比有所增长

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⁷，在总发行期数和规模中的占比为 99.93%和 99.97%，AA 级以下级别数量较少。AAA 级的发行期数和发行规模仍为最多，占比分别为 55.19%和 72.52%，环比和同比变化不大；而 AA 级发行期数和发行规模占比环比和同比均有小幅增长。

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⁺及以上级别，AAA 级和 AA⁺级债券总占比环比和同比略有下降，信用等级集中度整体变化不大。

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 年一季度无债项评级非金融企业债券共 2289 期，占比 74.95%，较 2021 年四季度（1901 期、占比 69.61%）有所增长。其中，无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总

⁷ 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。

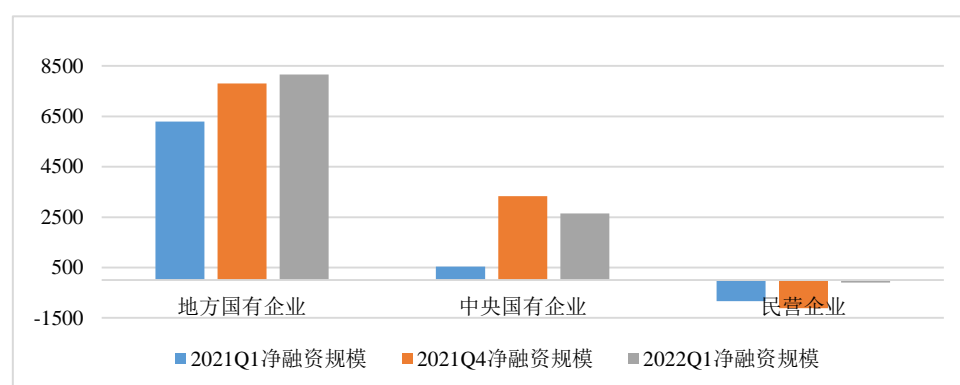
发行期数的比例为 86.47%、54.80%和 24.02%，较 2021 年四季度（79.75%、49.48%和 10.82%）均有所增长。

（二）国有企业发行规模仍占据主导地位，民营企业融资环境有所改善

从发行主体的企业性质来看，本季度，国有企业⁸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 95.08%和 94.01%，同比均略有增长，环比均略有下降。其中，地方国有企业发行期数和规模环比均有小幅增长；中央国有企业发行期数和规模环比小幅下降（1.13%和 5.47%），同比有所增长（25.84%和 17.32%）；民营企业所发债券期数和规模环比增幅较大（55.74%和 126.11%），同比有所下降（-10.38%和-26.70%）。公众企业、集体企业和其他企业⁹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增长 4.45%和 29.69%；中央国有企业净融资规模环比下降 20.62%，同比大幅增长 393.41%。而民营企业净融资规模持续为负，但净融资流出规模环比和同比均有所下降。

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

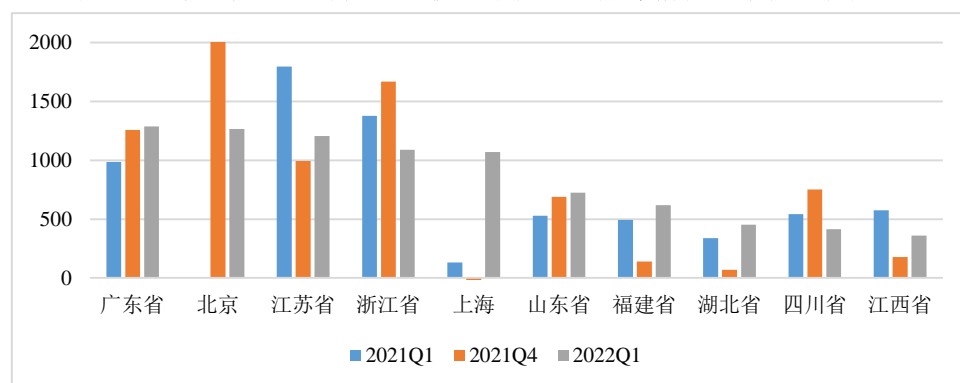
从发行主体的所属地区来看，本季度，北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行规模位列前三位，江苏、浙江、北京的非金融企业所发债券的发行期数位列前三位。发行规模排名前十的地区中，天津地区发行期数和规模同比增幅较显著，均在 50%以上；福建和上海地区发行期数和规模环比增幅较显著。发行规模排名前十以外的地区中，宁夏、黑龙江和河南地区的发行期数和规模同比增幅较显著，宁夏和甘肃地区环比增幅较显著。

⁸ 包括中央国有企业和地方国有企业。

⁹ 含外资企业。

从净融资情况来看，本季度，广东、北京和江苏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，江苏和江西地区的净融资规模同比有较大的降幅，均在 30% 以上；北京净融资规模环比有较大的降幅；上海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，山西、天津和河南的净融资规模同比由负转正，增幅较大；内蒙古、天津和重庆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 年一季度净融资规模由高到低排序

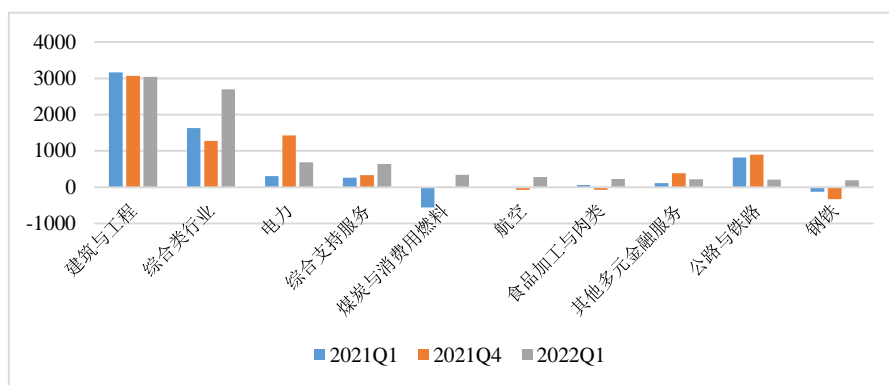
资料来源：Wind

（四）行业集中度略微下降，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有小幅下降，行业集中度略微下降。

从净融资情况来看，本季度，建筑与工程、综合类和电力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，除建筑与工程和公路与铁路行业净融资规模同比有不同程度的降幅外，其它行业净融资规模同比均有所增长；煤炭与消费用燃料、航空和食品加工与肉类行业环比有较大的增幅。在净融资规模排名前十之外的行业中，净融资额较多的公路运输行业的净融资规模同比有所增长，环比有所下降。

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 年一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 年一季度，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”41 期，合计发行规模 624.80 亿元；发行“可持续发展挂钩债券”7 期，发行规模 108.00 亿元；发行“乡村振兴债”21 期，合计发行规模 229.33 亿元；发行“科技创新债券”4 期，合计发行规模 43.61 亿元¹⁰，满足了实体经济的融资需求。

（六）信用利差和期限利差整体走阔

1. 中短期票据信用利差¹¹和期限利差整体走阔

信用利差方面，本季度，除 1 年期、3 年期 AA 级信用利差呈收窄态势外，其余各期限信用等级中短期票据信用利差均呈走阔态势，其中 5 年期各信用等级信用利差走阔幅度较 3 年期和 1 年期更大，5 年期 AAA 级信用利差走阔幅度整体较 AA⁺及 AA 级更大。整体来看，一季度多数品种信用利差走阔，尤其是高等级、长品种走阔幅度更大，反映出资产荒背景下，投资者在短端资质下沉，而对于长久期债券仍较为规避。

表 3.1 2021 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 | | |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
| | 年初 | 变化 | 平均 | 年初 | 变化 | 平均 | 年初 | 变化 | 平均 |
| AAA | 38.74 | 1.76 | 43.49 | 32.83 | 13.18 | 36.92 | 47.60 | 20.53 | 59.51 |
| AA ⁺ | 51.50 | 1.77 | 54.98 | 53.69 | 13.20 | 54.08 | 74.55 | 14.54 | 81.94 |
| AA | 65.50 | -0.23 | 65.89 | 107.69 | -8.80 | 97.34 | 135.55 | 9.54 | 141.84 |

注：变化情况为季末利差与季初利差的差值

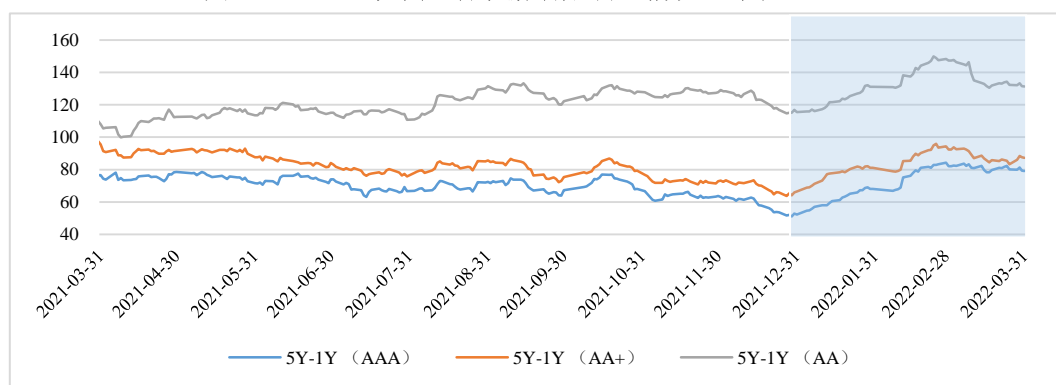
资料来源：Wind

¹⁰ 部分“可持续发展挂钩债券”、“碳中和债”、“乡村振兴债”和“科技创新债券”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。

¹¹ 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，1—3月上旬，各信用等级 5-1Y 期限利差呈持续上行态势，3月上旬至3月底，各信用等级 5-1Y 期限利差开始收窄，且 AA 级收窄幅度更大。整体来看，一季度各信用等级 5-1Y 期限利差较季初均有所走阔，表明投资者对长期限债券品种的风险偏好有所降低。

图 3.5 2021 年中短期票据期限利差情况（单位：BP）

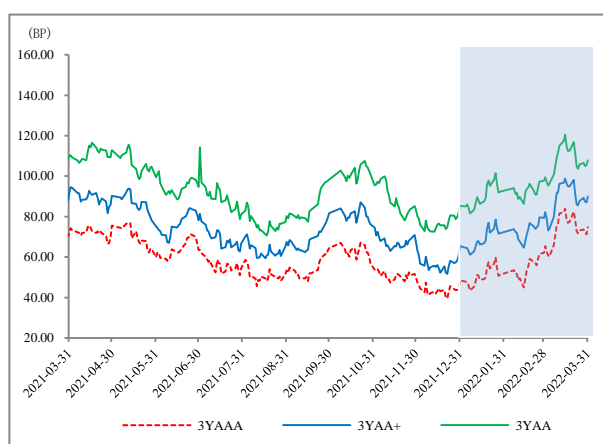


资料来源：Wind

2. 城投债和产业债信用利差整体均有所走阔

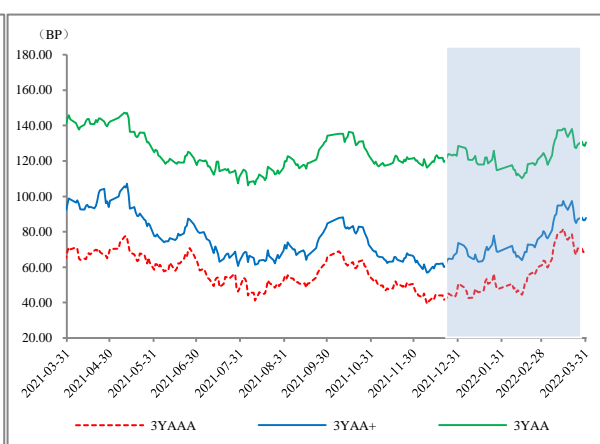
本季度，各级别 3Y 产业债和 3Y 城投债信用利差较季初均有所走阔。具体来看，各级别城投债、AAA 级和 AA⁺级产业债信用利差均较季初走阔超 15BP，而 AA 级产业债信用利差较季初变化不大。分月份来看，1 月至 3 月中旬各级别城投债及产业债信用利差均呈震荡上升态势，3 月中旬以来，城投债及产业债信用利差有所收敛。

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）信用债违约边际改善，风险企业主要集中于房地产行业

一季度，我国债券市场新增 3 家违约发行人¹²，共涉及到期违约债券 9 期，到期违约金额合计约 66.60 亿元，新增违约发行人家数、期数和规模较 2021 年一季度（13 家、49 期和 653.55 亿元）均有所下降，较 2021 年四季度（1 家、1 期和 5.36 亿元）均有所增长。新增违约发行人均为民营企业，行业分布主要集中在房地产开发行业。此外，有 3 家企业通过展期缓解到期兑付压力，为后续现金流的改善创造可能。整体来看，本季度信用债违约边际有所改善，但仍存一定的隐性信用风险。

一季度，我国债券市场重复违约¹³发行人 4 家，涉及到期违约债券 5 期，到期违约规模合计约 17.22 亿元，重复违约发行人家数、期数和规模较 2021 年一季度（18 家、35 期和 328.68 亿元）、2021 年四季度（7 家、10 期和 30.69 亿元）均有所下降。

四、债券市场展望

第一，稳健的货币政策实施力度或进一步加大，市场流动性仍将保持合理充裕。今年政府工作报告和央行货币政策委员会一季度例会均指出，稳健的货币政策灵活适度，保持连续性、稳定性、可持续性，同时强化跨周期和逆周期调节，加大稳健的货币政策实施力度，增强前瞻性、精准性、自主性，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，稳定宏观经济大盘。一季度国内经济复苏遭遇疫情多地散发，经济下行压力加大。二季度是全年经济稳增长的发力期，货币政策要更好的发挥总量与结构的双重功能，加大对经济稳增长的支持力度。4 月 15 日，央行宣布于 2022 年 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率¹⁴，向市场释放了金融持续加大力度支持稳增长的明确信号。未来，货币政策将延续稳健基调，同时随着降准等总量工具的落地，结构性政策也有望加快推出。此外，在经济下行压力较大、疫情发展仍存不确定性的背景下，不排除央行有灵活降息的可能。

¹² 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。

¹³ 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。

¹⁴ 4 月 15 日，央行宣布于 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%。

第二，债券市场发行量有望稳定增长。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，债券发行规模有望稳定增长，具体来看：**城投债发行规模有望增长。**2022年4月18日央行、外管局发布《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“23条”），通知提到要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求政策支持民营企业债券融资；此外，2022年4月26日召开的中央财经委第十一次会议和4月29日召开的政治局会议均提到要全面加强基础设施建设。在稳增长的背景下，二季度城投企业融资的资金供给端或将边际放松，债券发行规模有望增长。**民营企业债券融资渠道有望进一步畅通。**今年《政府工作报告》强调将落实支持民营经济发展的政策措施，完善民营企业债券融资支持机制。此外，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；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。二季度监管层有望从多角度着力畅通民营企业债券融资渠道，推动解决民营企业的融资难题。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，债券市场机制体制将进一步完善。一季度，沪深交易所、同业拆借中心等部门从推动银行间和交易所债券市场互联互通、完善债券交易规则、规范专项债务融资工具发行等方面进一步完善了债券市场体制机制。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》再次强调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。二季度监管层有望从多角度继续完善债券市场体制机制建设，推动债券市场基础设施互联互通，促使债市服务实体经济的功能得到更好发挥。

第三，信用风险仍将持续暴露，但市场出现系统性风险的可能性较低。当前国外疫情持续，国内经济仍然承压，尤其叠加近期上海等多地疫情持续发酵，管控措施趋向严格，制造业、服务业及建筑业均受到一定影响。在此背景下，负债率较高、短期偿债压力较大、经营管理能力较弱的企业信用风险仍值得关注。此外，二季度我国债券市场信用债总偿还量约3.27万亿元¹⁵，偿还压力较一季度有所上升。整体来看，二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。

第四，房地产行业监管政策边际宽松，房企信用分化仍将持续。2021年下

¹⁵ 总偿还量含到期还款、提前兑付以及将于2022年二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2022年二季度情况大致相当。

半年以来，住建委等多部门相继释放积极信号，强调要支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。2022 年一季度，中央继续释放积极信号，同时多座城市在“因城施策”下灵活调整商品房销售政策。4 月，央行、外管局发布的《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“23 条”）中提到各地可以合理确定辖区内最低首付比例和最低贷款要求。在稳增长的宏观背景下，预计二季度房地产行业将迎来多地因城施策政策宽松，更多城市或将减少居民购房方面的障碍，如松绑限购限售限贷放、降低首付比例等，维护房地产业良性循环和健康发展。此外，一季度，房地产市场风险事件仍在继续发酵，阳光城、大发地产、禹洲集团和祥生控股等多家房企美元债发生实质性违约。截至 2022 年一季度末数据显示，2022 年房地产行业中资美元债仍处于到期高峰，到期规模合计 377.9 亿美元，其中 6 月和 7 月是地产板块偿债高峰期，偿债压力仍然较大。整体来看，在“良性循环”下稳健经营的优质房企外部融资渠道或有所修复，但对深陷债务泥潭、经营管理能力较弱的房企改善程度有限，行业信用分化仍将持续。