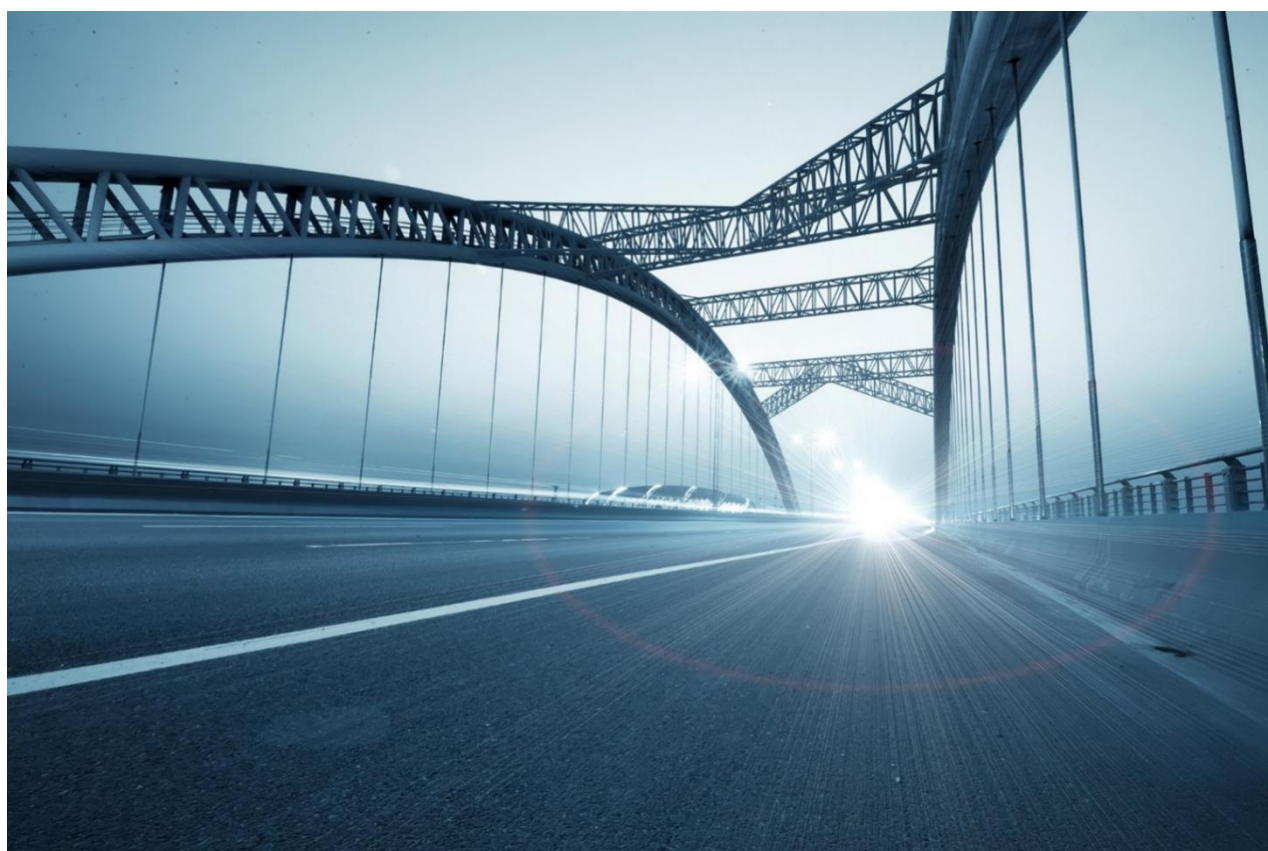


2024 年上半年债券市场发展报告

2024 年 8 月 26 日



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

2024 年上半年债券市场发展报告

联合资信评估股份有限公司 董欣焱 张岩

摘要：

2024 年上半年，我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。在此背景下，监管部门出台多项举措，完善债市体制机制，进一步强化对绿色、科技创新等领域债券的支持，推进债券市场对外开放，持续加强债券市场信用风险管控。总体来看，我国债券市场的市场化、法治化、国际化水平进一步提升，对实体经济的支持力度进一步加强。

债市整体运行方面，2024 年上半年，中国人民银行（以下简称“央行”）强化逆周期调节，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，为经济回升向好营造了良好的货币金融环境。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有所下降。利率债发行总量同比有所下降，主要信用债发行量整体稳中有升。

信用债运行方面，2024 年上半年，非金融企业所发债券中，AAA 级主体占比有所上升，无债项评级债券占比继续上升。从发行主体的企业性质来看，地方国有企业债券发行量占比有所下降，民营企业债券发行量有所回升。非金融企业债券发行人涉及的区域和行业保持分化态势。创新品种债券发行势头良好。信用债风险方面，高风险主体逐步出清，信用风险仍呈现收敛态势。

展望 2024 年下半年，信用债发行量或将保持稳定，科创类债券发行量有望进一步增长；地方政府化债压力较大，但短期内标债违约风险较低；房地产行业政策托底意愿较强，但产业链信用风险仍值得关注。

一、债券市场政策回顾

2024 年上半年，外部环境更趋复杂严峻，世界经济增长动能不强，我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。在此背景下，监管部门出台多项举措，旨在进一步完善债券市场体制机制，持续推动绿色、科技创新等重点领域债券融资，推进债券市场对外开放，持续加强债券市场信用风险管控。总体来看，上述政策有利于提升债券市场服务实体经济的能力，推动我国债券市场的市场化、法治化、国际化水平进一步提升。

（一）完善债券市场体制机制

规范债券发行业务。2024年1月12日，沪深北交易所发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》，强调市场各方参与主体应当严格遵守发行承销相关法律法规及规则约定，主动维护市场发行秩序，不得有破坏市场秩序的行为。同时，强调交易所要提升融资审核服务效率，支持符合条件的发行人合理债券融资。通知的发布有助于进一步提升债券发行利率的市场化水平，提升债券发行的规范性和透明度。

规范绿色债券信息披露。2024年1月31日，交易商协会发布《关于绿色债务融资工具适用<绿色债券存续期信息披露指南>的通知》，明确存续和新注册发行绿色债务融资工具信息披露要求及存续期信息披露形式等，通知的发布有助于进一步规范绿色债务融资工具发行人的信息披露行为，提高绿色债务融资工具的信息披露质量。

规范银行间债券市场柜台业务。2024年2月29日，央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》（银发〔2024〕45号），与2016年第2号公告相比，一是明确了柜台业务品种和交易方式，二是优化了对投资者开户的管理规则，三是允许境外投资通过柜台渠道投资。通知的发布有利于进一步拓宽居民的投资渠道，促进便利居民和其他机构投资者债券投资，促进多层次债券市场发展。

规范资产支持证券发行。2024年3月29日，沪深交易所修订《上海证券交易所资产支持证券业务规则》《深圳证券交易所资产支持证券业务规则》及信息披露系列文件，本次修订进一步完善了资产支持证券的挂牌条件，信息披露要求，持有人权益保护机制安排，停复牌监管等。同时，对信息披露的基本要求 and 一般原则做出优化调整，并增加了补充/更正披露的基本要求等。政策的发布进一步规范了资产支持证券的发行，提升了信息披露的及时性、针对性和有效性，有助于推动资产证券化市场高质量发展，更好的服务实体经济发展，保护投资者合法权益。

优化证券公司债券执业质量评价。2024年6月12日，证券业协会修订《证券公司债券业务执业质量评价办法》，本次修订结合债券承销与受托管理业务实际情况对风控实效指标、风险处置指标与服务国家战略指标进行了修改完善，有助于进一步优化证券公司债券业务执业质量评价工作，提升证券公司对绿色及低碳转型、科技创新等领域债券的服务能力。

（二）推动债券市场定向扩容，支持绿色、科技创新等领域债券发行

支持绿色债券发行。2024年3月27日，人民银行发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》，指出大力支持符合条件的企业、金融机构发行绿色债券和绿色资产支持证券，积极发展碳中和债和可持续发展挂钩债券，支持地方政府将

符合条件的生态环保等领域建设项目纳入地方政府债券支持范围等。同时，规范开展绿色债券业务。鼓励境外机构发行绿色熊猫债，投资境内绿色债券。政策的发布有助于进一步规范绿色债券的信息披露行为，防止“漂绿”行为，同时有助于促进绿色债券发行，引导绿色债券投资，推动绿色债券市场高质量发展。

支持科技创新领域债券发行。发行方面，2024年4月19日，商务部等十部门联合发布《关于进一步支持境外机构投资境内科技型企业的若干政策措施》，支持符合条件的境外机构在华发行人民币债券，投入科技领域。支持境外机构投资的科技型企业发行公司信用类债券，积极扩大发行规模。全国推广跨境融资便利化试点，将初创期科技型企业纳入试点主体范围，鼓励符合条件的企业在额度内自主借用外债，更好支持企业创新发展。2024年4月19日，证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，指出加强债券市场的精准支持。推动科技创新公司债券高质量发展，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资，鼓励政策性机构和市场机构为民营科技型企业发行科创债券融资提供增信支持。2024年6月19日，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，鼓励符合条件的创业投资机构发行公司债券和债务融资工具，增强创业投资机构筹集长期稳定资金的能力等。2024年6月29日，人民银行等七部门联合发布《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，提出建立科技型企业债券发行绿色通道，从融资对接、增信、评级等方面促进科技型企业发债融资，完善科技创新专项金融债券等政策工具等。**投资方面**，2024年4月16日，金融监管总局等三部门发布《关于深化制造业金融服务 助力推进新型工业化的通知》，指出保险资金要在风险可控、商业自愿前提下，通过债券等多种形式，为战略性新兴产业提供长期稳定资金支持。上述政策的发布有助于进一步推动科技创新领域债券发行，为科技创新企业提供中长期的资金支持。

支持住房租赁领域债券发行。2024年1月5日，央行和金融监管总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，提出支持住房租赁企业发行债券，专项用于租赁住房建设、购买和运营；鼓励优化债券发行流程，提高住房租赁债券发行效率，为住房租赁企业提供融资便利；支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券；支持发行住房租赁担保债券，纳入债券管理框架等。意见的发布有助于拓宽住房租赁企业的债券融资渠道，提高住房租赁债券的发行效率，推动住房租赁领域债券进一步扩容。

创新推出“两新”债务融资工具。2024年6月14日，交易商协会召开银行间市场支持“两新”投融资推进会，创新推出“两新”债务融资工具，交易商协会指出，“两新”债务融资工具募集资金投向设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用等《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》涉及领域，专项用途占比不低于30%。

采用“产品不贴标，用途针对性强”的方式，市场化引导资金精准聚焦“两新”领域。

“两新”债务融资工具的推出，有助于引导资金精准聚焦于重点行业设备更新改造、耐用消费品以旧换新等领域，切实提升金融支持“两新”领域的能力和质效。

（三）推动信用评级行业高质量发展

引导评级机构市场化竞争。2024年3月8日，交易商协会发布《银行间债券市场信用评级业务自律指引》（以下简称《评级业务指引》）和《银行间债券市场信用评级业务信息披露指引》（以下简称《信息披露指引》），《评级业务指引》明确了评级机构展业的基本原则、流程和作业规范，重点强调评级独立性和机构内控管理，并简化操作细节要求，引导评级机构个性化创新发展，以投资者为导向、评级质量为核心开展市场竞争。《信息披露指引》进一步规范了评级信息的披露内容和频率，要求评级机构定期披露评级质量检验结果，强化市场监督和约束。整体来看，两则业务指引的发布是对五部委文件精神为进一步落实，有助于规范评级行业发展，提高评级机构的评级质量，压实评级机构“看门人”责任，推动信用评级行业高质量健康发展。

规范评级机构执业行为。2024年3月20日，交易商协会发布《银行间债券市场信用评级尽职调查操作指南》（以下简称《尽职调查指南》）和《银行间债券市场信用评级质量检验操作指南》（以下简称《评级质量检验指南》），《尽职调查指南》对信用评级的尽职调查方法、具体内容和底稿作出详细规定；《评级质量检验指南》明确了平均累积违约率、迁移矩阵、利差分析等评级质量检验指标。两则指南的发布有助于进一步规范评级机构的执业行为，提高评级机构的评级质量。

优化评级机构评价办法。2024年3月22日，交易商协会、证券业协会联合发布《债券市场信用评级机构联合市场化评价办法》，与前期发布的《非金融企业债务融资工具信用评级机构业务市场评价标准》相比：一是突出了评价指标体系中评级质量的核心地位和投资人服务的导向性；二是增加了对合规管理、数据库建设、市场竞争力的评价；三是增加了加分项，明确加分标准，细化减分标准；四是取消了主承销商评价，降低专家评价权重，增加监管机构评价和自律组织评价。办法的发布有助于进一步推动评级机构提高评级质量和投资者服务水平，加速推动评级机构由“监管驱动”向“市场驱动”转变。同时，也有助于进一步推进债券市场互联互通、加强监管部门间的联动机制，形成监管合力，引导评级机构高质量发展。

提升对评级机构的监管效能。2024年6月4日，发改委发布《2024—2025年社会信用体系建设行动计划》，从提升信用建设法治化规范化水平、统筹推进信用基础设施建设、强化信用信息共享应用等五方面提出政策举措。同时指出，提升信用监管效能，加强对第三方信用服务机构的监督和指导等。政策的发布有助于加强对评级机

构的监管，压实评级机构责任。同时，社会信用体系建设也有助于为评级机构提供高质量的信用信息数据，推动评级机构数字化转型，提升评级机构的风险揭示和评级预警能力。

（四）推进债券市场对外开放

规范外国政府类机构和国际开发机构债券发行。2024年1月12日，交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》，指引对外国政府类机构和国际开发机构在我国银行间市场发行债券的注册与发行、注册文件要求、信息披露要求和中介机构管理等提出明确要求。指引的发布有助于促进外国政府类机构和国际开发机构债券业务规范发展，提升债券市场的对外开放水平。

助推内地香港金融合作。人民币国债等资产被香港纳入合资格抵押品。2024年1月24日，人民银行宣布，在与香港金融管理局的共同推动下，香港金融管理局宣布将“债券通”北向合作项下的人民币国债、政策性金融债券纳入人民币流动资金安排合资格抵押品名单。此前，香港金融管理局已经将离岸发行的中国国债和政策性金融债券纳入人民币流动资金安排合资格抵押品名单。这是首次在离岸市场确立境内债券的担保品功能，有利于增加债券通债券的使用场景，促进和提升境外机构的持债意愿，进一步增强中国债券市场的吸引力，推进人民币国际化。**优化“互换通”机制安排。**2024年5月13日，央行发布公告，进一步优化“互换通”机制安排。一是丰富产品类型，推出以国际货币市场结算日为支付周期的利率互换合约，与国际主流交易品种接轨。二是完善配套功能，推出合约压缩服务及配套支持的历史起息合约。此外，将同步推出其他系统优化和优惠措施，降低境内外投资者业务参与成本。“互换通”机制的进一步优化，有助于满足境内外投资者多样化的风险管理需求，进一步推动内地与香港债券市场互联互通。

支持境外投资者参与债券回购。2024年1月24日，人民银行发布《关于进一步支持境外机构投资者开展银行间债券市场债券回购业务的公告（征求意见稿）》，指出拟支持各类已开展银行间债券市场现券交易的境外机构投资者参与银行间债券市场债券回购业务。征求意见稿明确了境外机构投资者范围，支持银行间债券市场债券回购业务与国际通行做法相衔接，同时明确了责任主体的义务、基础设施服务与行业自律和监管措施和行政处罚。公告的发布有助于进一步优化银行间债券市场债券回购业务机制，便利境外机构进行人民币流动性管理，提升我国债券市场吸引力，推动我国债券市场高质量对外开放。

支持优质企业借用外债融资。2024年3月14日，发改委发布《关于支持优质企

业借用中长期外债促进实体经济高质量发展的通知（征求意见稿）》，积极支持行业地位显著、信用优良、对促进实体经济高质量发展具有带动引领作用的优质企业借用外债。同时指出，实施动态监控和风险预警，持续完善优质企业借用外债事中事后监管，切实防范外债风险。政策的发布有助于支持优质企业借用外债融资，进一步提升跨境投融资便利化。

支持境外主体参与境内债券市场。2024年3月19日，国务院办公厅发布《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》，指出优化外资金融机构参与境内资本市场有关程序，进一步便利外资金融机构参与中国债券市场。支持符合条件的外资金融机构按规定参与境内债券承销。研究稳妥推动更多符合条件的外资银行参与国债期货交易试点。落实境外投资者投资中国债券市场等金融市场相关税收优惠政策。支持符合条件的外商投资企业在境内发行人民币债券融资并用于境内投资项目等。政策的发布有助于进一步推动境外机构投资者参与我国债券市场，促进外资企业在境内发行债券融资，促进资本的双向流动。

（五）加强债券市场风险管控

完善违约处置机制。2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“新国九条”），意见指出完善市场化、法治化、多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为；加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持；加快制定公司债券管理条例；压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面的责任。“新国九条”的发布有助于进一步完善公司债券监管机制，加强债券市场信用风险管控，推动债券市场平稳健康发展。

优化信用风险缓释工具管理机制。2024年2月23日，交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》和《关于完善信用风险缓释工具业务参与者管理有关事项的通知》，重点完善了信用风险缓释工具参与者管理框架。一方面，将一般交易商备案优化为信息登记，提高入市效率，同时压实核心交易商等参与者的交易对手方管理职责。另一方面，提升核心交易商管理要求，建立动态管理机制，加强核心交易商事中事后管理和能力建设。上述政策的发布有助于加强信用风险缓释工具参与者全链管理，健全市场化激励约束机制，助力防范化解金融风险。

从严打击证券期货违法犯罪活动。2024年5月17日，证监会等四部门联合发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，就办理证券期货违法犯罪案件总体要求、行政执法与刑事司法的衔接、刑事案件的管辖、证据的收集等提出明

确要求。有助于进一步加强对证券期货市场违法犯罪行为的打击力度，防范化解金融风险，维护资本市场健康发展。

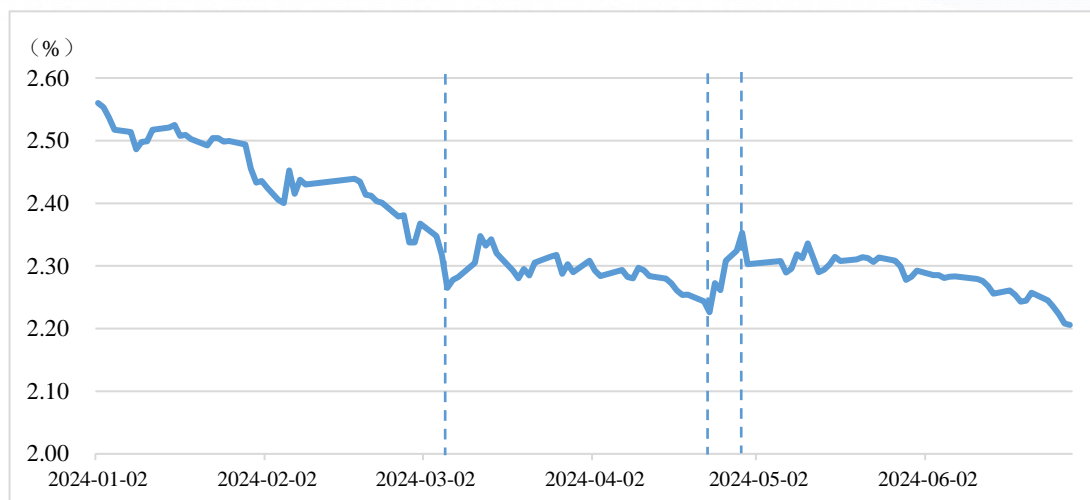
二、债券市场整体情况

2024 年上半年，面对严峻复杂的国际环境，我国经济发展面临的战略机遇和风险挑战并存。在此背景下，央行强化逆周期调节，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，为经济回升向好营造了良好的货币金融环境。2024 年上半年，我国债券市场共发行各类债券 37.29 万亿元，同比上升 7.74%，除同业存单外，各类债券合计发行 20.97 万亿元，同比下降 3.94%。截至 2024 年 6 月末，我国各类债券存量规模达到 163.67 万亿元，较 2023 年末（155.72 万亿元）增长 5.11%。

（一）利率债

1. 利率债收益率总体呈现下行态势

2024 年上半年，我国国债收益率总体呈现下行态势。第一阶段，年初至 3 月初，市场对经济预期不容乐观，叠加年初降准降息落地、资金面宽松导致债市走强，10 年期国债收益率由年初的 2.56% 下行至 2.27% 附近，第二阶段，3 月初至 4 月中旬，随着长债收益率快速下行，央行调研农商行买债，农商行减持 30 年期国债，长债收益率迅速拉升，但市场资金较为宽松，且债市“资产荒”延续，10 年期国债收益率总体呈现震荡下行走势。第三阶段，4 月下旬至 5 月初，受央行有关部门负责人和财政部表态“央行在二级市场开展国债买卖”消息影响，收益率快速上行至 2.35% 左右。第四阶段，5 月初至 6 月底，虽然央行多次提示长债风险、但在禁止“手工补息”落地，债市“资产荒”格局加剧，经济数据不及预期，市场资金面宽松等因素影响下，长端利率继续下行，10 年期国债收益率下行至 2.21% 附近。



资料来源：Wind

图 2.1 2024 年上半年 10 年期国债利率走势

2. 新增专项债发行项目延后，利率债发行规模同比有所下降

2024 年上半年，债券市场共发行利率债 11.34 万亿元，同比减少 9.13%。其中，国债发行 5.47 万亿元，发行规模同比增长 19.17%；受新增专项债发行项目延后的影响，地方政府债发行规模同比下降 20.55%；近年来，社会综合融资成本下移，政策性银行的净息差持续收窄，资本补充压力明显加大，同时，投资回报率下滑导致政策性银行贷款投放增速放缓，进一步制约了政策性银行债的发行，受上述因素影响，政策性银行债发行规模同比下降 31.53%。截至 2024 年 6 月末，我国债券市场利率债品种存量规模为 99.07 万亿元，较上年末增长 4.67%。

表 2.1 2024 年上半年利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
政府债	837	-25.80	88581.45	0.02	740373.87	5.38
国债	84	-7.69	54662.60	19.17	316890.35	6.65
地方政府债	753	-27.39	33918.85	-20.55	423483.52	4.46
政策性银行债	315	-37.62	24769.40	-31.53	250288.10	2.61
合计	1152	-29.45	113350.85	-9.13	990661.97	4.67

注：发行情况按发行起息日统计；数据导出日为 2024 年 7 月 10 日，以下同

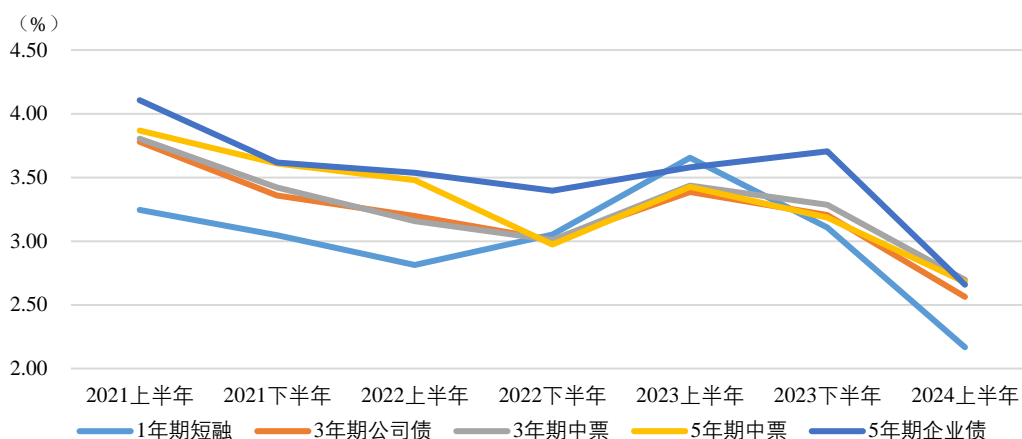
资料来源：Wind

(二) 信用债

1. 主要信用债发行利率有所下降

2024 年上半年，市场流动性整体保持合理充裕，AAA 级主体所发 1 年期短融、3 年期公司债、3 年期中票、5 年期中票和 5 年期企业债的平均发行利率均呈下降走

势。AAA 级主体所发 1 年期短融的平均发行利率为 2.17%，较上年（3.65%）下降 148.76BP；AAA 级主体所发 3 年期公司债的平均发行利率为 2.56%，较上年（3.39%）下降 82.20BP；AAA 级主体所发 3 年期中期票据的平均发行利率为 2.70%，较上年（3.44%）下降 73.99BP；AAA 级主体所发 5 年期中期票据的平均发行利率为 2.68%，较上年（3.43%）下降 74.79BP；AAA 级主体所发 5 年期企业债的平均发行利率为 2.66%，较上年（3.58%）下降 92.11BP。



注：1.主体级别均为 AAA 级；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.统计期间利率为债券票面利率的加权平均利率，权重为实际发行总额
 资料来源：Wind

图 2.2 2021—2024 年上半年典型券种发行利率走势

2. 信用债发行量稳中有升

2024 年上半年，信用债¹发行规模达到 9.51 万亿元，较上年同期上升 3.71%。其中，一般中期票据、超短期融资券和公司债²的发行规模占比分别为 22.38%、21.04% 和 19.64%，成为发行规模占比居前的信用债品种。

（1）受低利率环境影响，非金融企业不同券种发行量同比表现分化

2024 年上半年，非金融企业所发债券的发行期数和规模同比均略有增长。分券种看，除中票和一般公司债发行期数和规模同比均有增长外，其余券种发行量整体均有所下降。中期票据发行规模增幅达 58.07%，一般公司债发行规模同比增长 12.07%，主要受上半年低利率环境下，企业偏好发行中长期债券影响。企业债发行期数和规模同比均下降 70%以上，私募债和 PPN 发行量同比也均有所下降，主要由于地方政府

¹ 包括非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、资产支持证券、可转债、可交债、项目收益票据和标准化票据；剔除中央汇金有限公司、中国国家铁路集团有限公司发行债券。

² 包括一般公司债和私募债。

化债背景下，城投企业新增融资受限所致。超短融发行期数和规模同比均下滑 20%左右，可能受国有大行等金融机构持仓结构调整，减持超短融等因素影响。截至 2024 年 6 月末，非金融企业债券存量为 28.33 万亿元，较 2023 年末上升 4.39%。

表 2.2 2024 年上半年非金融企业发行债券情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
超短融	2006	-19.28	20013.48	-17.39	18295.59	-15.52
短融	337	-5.87	2799.36	2.71	5424.48	8.15
中期票据	2388	64.24	21287.28	58.07	103645.76	15.89
企业债	52	-70.79	391.32	-70.54	17950.29	-14.27
公司债	2235	-7.49	18685.24	-1.96	116534.35	4.8
一般公司债	694	9.29	7688.43	12.07	55069.96	3.12
私募债	1541	-13.48	10996.81	-9.86	61464.39	6.35
定向工具	649	-4.28	3618.45	-14.43	21487.46	-6.42
合计	7667	1.29	66795.13	2.70	283337.93	4.39

资料来源：Wind

(2) 商业银行资本补充需求旺盛，非政策性金融债发行规模同比有所增长

2024 年上半年，金融机构发行非政策性金融债 457 期³，总发行规模为 2.01 万亿元，发行期数同比略有下降，发行规模同比有所上升。其中，证券公司债和证券公司短期融资券发行量同比均有所下降，主要由于券商业务模式调整，导致券商融资成本难以覆盖投资成本，债券融资需求下降导致。受上半年信贷投放力度下降影响，商业银行债的发行量有所下滑，但在银行净息差压力较大的背景下，中小银行内源性补充资本能力有所下降，对外源性融资工具的需求较大，商业银行次级债的发行规模同比增长 153.60%。受上年同期低基数影响，其它金融机构债发行量同比大幅增长。截至 2024 年 6 月末，非政策性金融债券存量为 13.30 万亿元，较上年末增长 3.60%。

表 2.3 2024 年上半年非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
商业银行债	62	-20.51	5129.00	-22.59	34223.22	2.75
商业银行次级债券	59	55.26	8655.50	153.60	64946.35	7.56
保险公司债	6	-33.33	225.00	-49.32	3175.20	-7.03
证券公司债	174	-25.96	3380.67	-30.36	23930.76	-1.66
证券公司短期融资券	101	-25.74	1524.20	-29.75	1746.20	-24.98
其它金融机构债	55	1000.00	1188.00	1808.43	4956.25	7.87

³ 包括商业银行金融债、商业银行次级债券、保险公司债、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。

券种类别	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
合计	457	-8.78	20102.37	14.42	132977.98	3.60

资料来源：Wind

(3) 资产支持证券发行规模同比下降，ABN 发行量同比上升

2024 年上半年，资产支持证券发行期数同比略有增加，发行规模同比有所下降。其中交易商协会主管 ABN 的发行期数和规模均有所增加，主要由于上年 3—6 月交易商协会暂停 ABN 注册等因素影响下上年同期基数较低。受房地产行业仍然较为低迷影响，涉房类 ABS 发行量减少，上半年证监会主管 ABS 发行量同比有所下降；受上半年商业银行房贷投放力度下滑等因素影响，金融监管局主管 ABS 的发行量同比有所下降。截至 2024 年 6 月末，资产支持证券存量为 3.10 万亿元，较上年末下降 9.52%。

表 2.4 2024 年上半年资产支持证券发行情况

债券类型	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
交易商协会主管 ABN	497	71.97	1739.92	20.71	4899.02	-1.64
证监会主管 ABS	1508	-7.82	4684.56	-17.16	20351.37	-4.04
金融监管局 ABS	193	-10.65	1243.33	-19.18	5715.22	-28.89
合计	2198	2.66	7667.81	-11.20	30965.61	-9.52

注：为与其他信用债数据口径保持一致，此处资产支持证券为 Wind 口径，按期数统计

资料来源：Wind

(4) 可转债发行量有所下降，国际机构债发行量有所上升

2024 年上半年，其它信用债⁴的发行规模同比有所增长。其中，可转债发行期数和规模同比降幅在 80%左右，延续去年发行降温的趋势，主要由于正股表现不佳，转债估值下行，转股溢价率下滑所致；同业存单发行量延续去年的增长态势，主要由于存款利率下调，银行发行同业存单补充运营资金所致。截至 2024 年 6 月末，其它信用债存量为 18.46 万亿元，较上年末增长 16.64%。

表 2.5 2024 年上半年其它信用债发行情况

债券类型	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
可转债	12	-79.31	129.11	-81.84	7,964.61	-8.54
可交换债	9	-30.77	212.00	0.41	1,244.04	-10.23

⁴ 包括可转债、可交换债、国际机构债和同业存单。

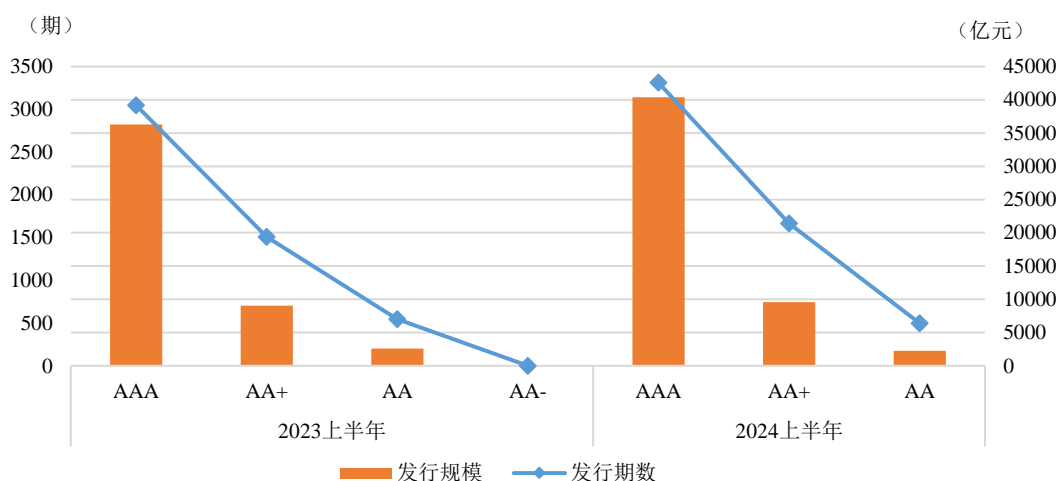
债券类型	发行期数		发行规模		2024 年 6 月末存量	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)	上半年 (亿元)	环比 (%)
国际机构债	6	50.00	210.00	55.56	720.00	24.14
同业存单	13664	-1.05	163107.30	27.64	174721.30	18.35
合计	13691	-1.35	163658.41	27.02	184649.95	16.64

资料来源：Wind

三、债券市场运行特征

(一) AAA 级主体占比有所上升，无债项评级债券占比继续增加

2024 年上半年，非金融企业信用债中，发行人主体信用等级仍主要分布在 AAA 级至 AA 级⁵，所发债券期数和规模在总发行期数和规模中的占比分别为 99.98%和 99.99%。其中，AAA 级主体所发债券的期数和规模仍为最多，占比分别为 60.47%和 77.35%，占比较去年同期（59.67%和 75.65%）均有所上升；AA⁺级主体所发债券的期数占比略有上升，规模占比略有下降；AA 级主体所发债券的期数和规模占比均有所下降。



资料来源：Wind

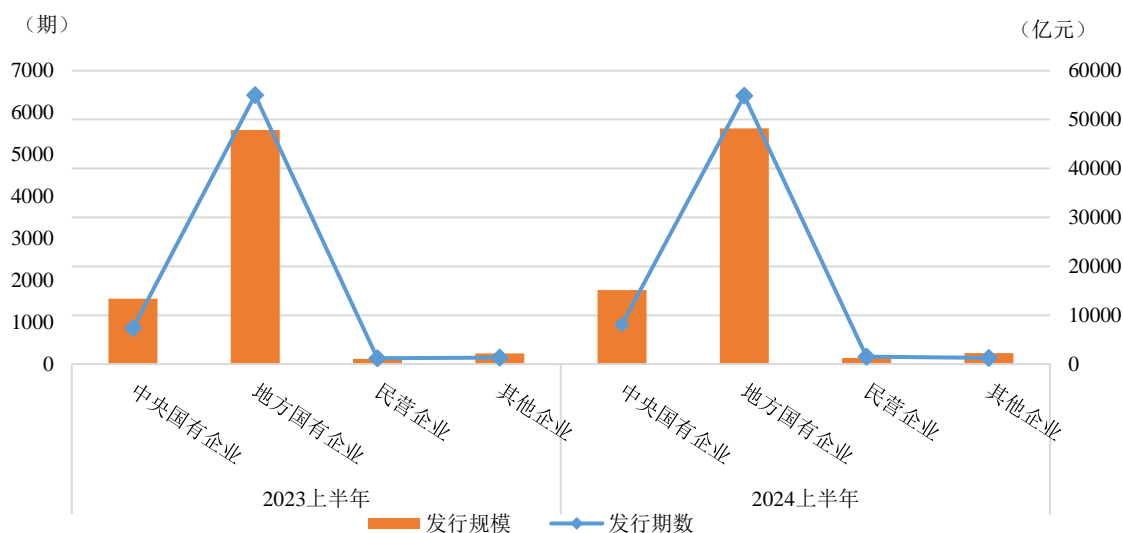
图 3.1 非金融企业信用债主体信用等级分布情况

2024 年上半年，市场中无评级债券共发行 5066 期，占总发行期数的比例为 82.67%，较去年同期（4674 期，占比 80.81%）有所增加。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 95.55%、75.54%和 45.68%，较去年同期占比（93.30%、68.21%和 35.59%）均有所增加。

⁵ 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。

（二）地方国有企业债券发行量占比有所下降，民企债券发行量有所回升

从发行主体的企业性质来看，2024 年上半年，地方国有企业依然是非金融企业所发债券最多的企业类型，发行规模同比略有上升，但发行期数同比略有下降，发行期数和规模占比同比均有所下降，主要由于地方政府化债背景下，城投企业新增融资受限所致。中央国有企业和民营企业债券发行期数和规模同比均有所上升，占比也均有所上升，主要由于市场流动性较为宽松，信用债发行利率持续下行，企业发债意愿有所增长所致。此外，对于民营企业而言，由于上半年债券市场城投债发行量有所回落，发行利率和信用利差均进入历史低位，市场持续缺少高息资产，呈现“资产荒”格局，在此背景下，投资者对民企债的关注度增加，同时，2023 年以来，债券市场信用风险逐渐收敛，投资者对民企信心有所回升，也促使民营企业债券融资环境出现回暖迹象。公众企业、集体企业和其他企业⁶所发债券的期数和规模仍然较少。



资料来源：Wind

图 3.2 非金融企业信用债企业性质分布情况

（三）非金融企业债券发行人涉及的区域和行业保持分化态势

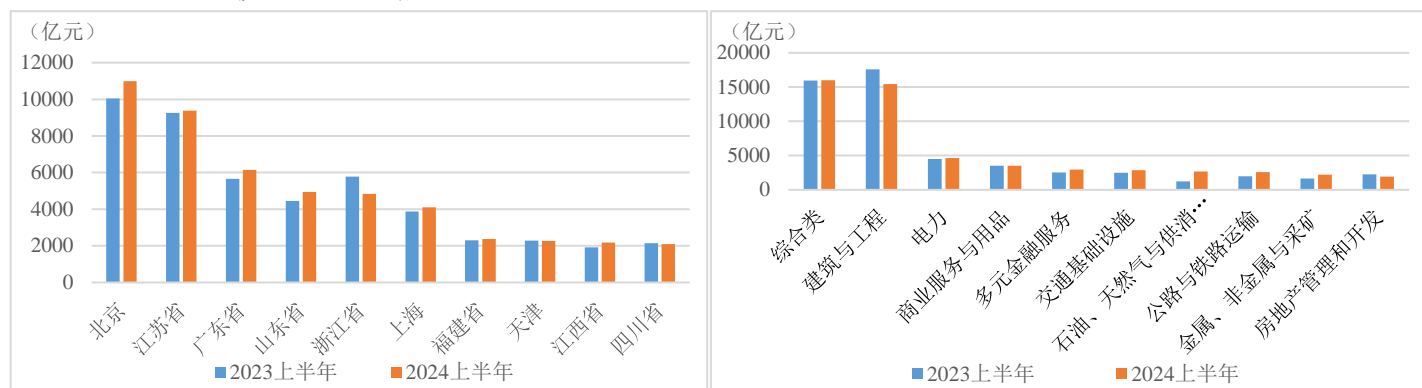
从发行主体的所属地区来看，2024 年上半年，北京、江苏、广东的非金融企业债券发行规模位列前三位。发行规模排名前十的地区中，浙江、天津和四川的非金融企业债券发行规模同比均有所下降，其余省份的非金融企业债券发行规模均有所增长。

从行业分布来看⁷，2024 年上半年，综合类、建筑与工程和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位。发行规模排名前十的行业，综合类、电力、多元金融服

⁶ 含外资企业。

⁷ 按照 Wind 三级行业划分。

务、交通基础设施、石油、天然气与供消费用燃料、公路与铁路运输、金属、非金属与采矿行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度增长，其他行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度下滑。



资料来源：Wind

图 3.3 非金融企业发行规模前十位地区（左图）和行业（右图）分布情况

（四）创新品种债券发行保持良好势头

2024 年上半年，政策持续出台支持创新品种债券发行，在证监会《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》和央行《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》等政策的指引下，债券市场碳中和、可持续发展和科技创新等领域债券发行量均实现了大幅增长。

表 3.1 2024 年上半年新品种债券发行情况

债券类型	发行期数		发行规模	
	上半年 (期)	同比 (%)	上半年 (亿元)	同比 (%)
碳中和债	72	140.00	602.54	177.90
可持续发展挂钩债券	30	150.00	201.45	175.96
低碳转型挂钩债券	13	550.00	78.57	214.28
乡村振兴专项债	1	-98.44	4.00	-98.70
科创票据	332	84.44	2909.51	66.34
科技创新公司债券	208	74.79	2437.31	93.99

注：科技创新公司债券为 Wind 概念板块口径

资料来源：Wind

（五）新增违约主体以前期已展期房企为主，信用风险仍呈现收敛态势

2024 年上半年，我国债券市场新增 5 家违约发行人⁸，共涉及到期违约债券 7 期，到期违约金额合计约 49.15 亿元；新增违约发行人家数和规模较上年（4 家和 33.78 亿元）均有所增加，新增违约债券期数与上年（7 期）持平。违约企业以民营房地产开发企业为主。此外，2024 年上半年新增展期发行人 3 家，涉及展期债券 4 期，展期规模 22.74 亿元，展期家数、期数及规模较上年（7 家、9 期和 62.73 亿元）均有所减少。

整体来看，上半年债券市场违约债券的规模虽有所上升，但违约企业主要为前期已展期的房地产企业，对债券市场的冲击相对有限，随着高风险主体的逐步出清，债券市场信用风险仍呈现收敛态势。

四、债券市场展望

（一）信用债发行量或将保持稳定，科创类债券发行量有望进一步增长

一方面，信用债发行量或将保持稳定。一是，当前我国经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战，在此背景下，央行强化逆周期调节，稳健的货币政策灵活适度、精准有效，债券市场资金面较为宽松，上半年债券收益率显著下行，下半年，货币政策易松难紧，仍然有利于企业发行债券融资，尤其是有利于长期限债券发行。二是，化债背景下，城投企业借新还旧需求依然巨大，但新增债务融资规模仍将受到严格控制，整体来看，下半年城投债供给仍难以放量。三是，当前债券市场信用风险整体有所收敛，民营企业债券融资环境出现回暖迹象，在此背景下，投资者对优质民企债的关注度或进一步回升，下半年民企债券发行有望继续回暖。另一方面，科创类债券发行量有望进一步增长。上半年，监管部门持续优化科创企业的债券融资机制，支持创业投资机构发行科创类债券融资，引导保险资金投资科技创新债券，为科技创新企业提供中长期的资金支持等，在相关政策的支持下，下半年，科创类债券发行规模有望进一步提升。

⁸ 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。

（二）地方政府化债压力较大，但短期内标债违约风险较低

一方面，地方政府化债压力较大。一是，近年来，地方政府债务规模持续上升，叠加城投公司总负债规模持续扩大，资产负债不断走高，导致地方政府实际债务偿付压力明显加大。二是，受房地产市场持续低迷影响，房企拿地意愿不足，同时，城投企业流动性压力较大，拿地意愿减弱，短期来看，地方政府财政收入或将持续承压。三是，现阶段，城投债务本金多以借新还旧方式滚续，但利息仍需偿付，现阶段，地方政府基金收入出现大幅下滑，城投企业付息压力仍然较大。四是，一揽子化债背景下，城投企业外部融资难度增加，货币资金规模出现显著下滑，对短期债务覆盖能力有所下降。五是，年初以来，城投企业债务短期化趋势延续，流动性风险进一步加剧。

另一方面，短期内城投企业标债违约的风险仍然较低。一是，一揽子化债方案实施以来，各地方政府通过发行特殊再融资债券，增收节支，争取中央支持，协调地方金融资源，设立应急周转基金，推动地方城投企业整合和转型等方式积极开展化债行动，在此背景下，投资者对于公开发行业务的“城投信仰”显著增强。二是，特殊再融资债券的发行，有效的推动了隐性债务显性化，城投公司对存量高息债务进行置换，非标债务规模占比有所下降，付息压力有所缓解。三是，年初以来，城投企业的债券融资成本持续下行，无论是城投债一级发行利率还是二级交易利差均进入历史较低分位数水平，同时，债券发行期限有所拉长，有助于缓解自身的流动性压力。

（三）房地产行业政策托底意愿较强，但产业链信用风险仍值得关注

一方面，政策托底房地产意图明显。上半年，430 政治局会议定调房地产“消化存量、优化增量”以来，5 月 17 日，监管推出“收储+房贷利率+首付比例+公积金”组合拳，开启新一轮房企去库存，对于刺激居民置换需求、提高房地产市场交易活跃度起到积极作用，6 月以来地产优化政策进一步推进，房地产销售面积出现边际回暖。

另一方面，产业链信用风险仍值得关注。一是，当前商品房销售修复的持续性仍有待进一步观察。二是，上半年房企拿地总额同比降幅进一步扩大，销售端向融资端和开工的传导仍有待进一步畅通。三是，当前地方政府收储存量房，主要面向城投平台和地方国企开发项目，短期内房企受益规模相对有限。四是，上半年房地产企业净融资规模仍为负值，且降幅进一步扩大，短期内，房企融资状况难言好转。五是，上半年公募债券市场违约仍以房地产企业为主，下半年房企债券到期偿债压力仍大，仍需警惕前期展期房企发生实质性违约的风险。