

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁 斯 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4080

签发人：陈卫东
审 稿：王家强 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电 话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

中国信用债市场发展的

新特征、主要问题及政策建议*

在经过多年发展后，我国债券市场存量规模已位居全球第二。作为债券市场的重要组成部分，信用债在满足企业资金需求、促进经济转型升级等方面发挥了重要作用。近年来，信用债市场发展主要特点有：规模稳步扩大、结构明显转变，地区债券融资格局调整，中部地区占比上升，融资格局较为集中，长期限债券发行占比下降，违约金额“先升后降”等。当前信用债市场主要存在对实体企业支持力度有提升空间、企业发行长期债券动力下降、发行利率波动较大、部分行业融资缺口持续扩大及中介机构发挥作用欠缺等问题。建议如下：加大对企业发债支持力度，稳步提升市场占比；加强债券品种和服务模式创新，支持重点领域发展；优化买方市场建设，提升信用债市场活跃度；把握流动性及债券供求关系，为信用券发行提供稳定的资金环境；有效发挥中介机构作用，保护投资者利益。

中国信用债市场发展的新特征、主要问题及政策建议

作为实体经济融资的重要渠道，信用债在债券市场规模不断扩大中也同步中发展壮大。中央金融工作会议提出，“促进债券市场高质量发展。”作为直接融资的重要组成部分，信用债市场将在满足企业合理融资需求、助力重大战略落地推进等方面持续发力，更好助力经济高质量发展。

一、我国信用债市场分类及发展历程

（一）我国债券市场的分类

按照信用等级和利率风险划分，我国债券市场主要包括利率债和信用债。利率债包括国债、地方债、央票及政策性金融债；信用债是指除利率债之外的其他券种，主要包括企业债、公司债、中期票据、金融债（不含政策性金融债）等（表 1）。

表 1：我国债券市场主要券种划分

债券市场	利率债	国债
		地方政府债
		中央银行票据
		政策性金融债
	信用债	金融债（不含政策性金融债） ¹
		公司债
		企业债
		中期票据
		短期融资券
		其他（定向工具、资产支持证券、可转债等）

资料来源：作者整理

（二）我国信用债市场发展主要经历三个阶段

第一阶段：企业债主导的初期阶段（1983-2005）。1983 年，少量企业开始自发向社会或企业内部集资，标志着信用债发行开始萌芽。为完善监管，1987 年 3 月国务

¹ 同业存单较为特殊，其本质是记账式定期存款凭证，市场更多将其归为货币市场工具，为此，本文对信用债的分析并未纳入同业存单。

院颁布实施《企业债券管理暂行条例》，政府向企业分配发行额度并控制发行总量和利率上限。1993 年，国务院发布《企业债券管理条例》，扩大了发行人范围，明确在我国境内具有法人资格的企业都可发债。1997 年 6 月，人民银行发布《关于各商业银行停止在证券交易所证券回购及现券交易的通知》，中债登被指定为市场的债券登记、托管与结算机构，全国银行间债券市场开始形成。在信用债发展初期，债券品种由企业债占主导，该阶段债券发行指令性较强，市场化程度不高。

第二阶段：市场快速扩容阶段（2005–2020）。2004 年人民银行、原银监会发布《商业银行次级债券发行管理办法》，提出次级债可以计入附属资本，带动商业银行发债规模上升。2005 年人民银行发布实施《短期融资券管理办法》，启动短期融资券发行。2007 年 8 月证监会颁布公司债券发行试点办法，主要以上市公司为试点启动证券交易所债券市场改革。2015 年证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，进一步推动债券发行市场化改革，如未上市公司也可以发债、全面建立债券私募制度等，发行上市交易程序大幅简化。这一阶段，信用债发行更加市场化，发行规模持续上升，发行主体和品种更加多元。

第三阶段：注册制下信用债市场步入新阶段（2020—至今）。2020 年 3 月，新《证券法》正式生效，国家发改委、证监会同时发文，企业债、公司债将实行注册制，中国信用债市场正式进入注册制时代。2021 年 8 月，《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》发布，从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强投资者适当性管理等十方面，对推动公司信用类债券市场改革开放和高质量发展提出了具体意见。2023 年 3 月，《党和国家机构改革方案》提出，将国家发展和改革委员会的企业债券发行审核职责划入中国证券监督管理委员会，由中国证券监督管理委员会统一负责公司（企业）债券发行审核工作。“分而治之”的债券市场加速向监管统一迈进。

（三）辩证看待债券与信贷资金的关系

信贷和债券融资具有相似特征，也有各自优势。债券和信贷均属债权类融资、需

要到期偿还本息、会提升杠杆率等。理论上讲，当信贷市场利率较高时，企业可选择债券融资，反之选择信贷融资，通过二者之间的替代效应，可拉平信贷市场和债券市场的利差。

信贷融资获取门槛较低、审批相对简便、业务流程短，能够在较短时间内获得资金。但缺点是资金期限通常以中短期为主，相对不稳定，企业易受资金链周转影响，且信贷资金通常要明确用途，使用条件相对严苛。与信贷融资相比，债券融资门槛相对较高，需要借款人具备一定资质，并披露相应财务数据。但债券融资也具有一定优势。例如可获取较长期限的资金、资金用途没有明确限制、无需担保物等。另外，由于企业债券可以在二级市场交易，且部分数据公开，这不仅能倒逼企业做好经营管理，也能为具有潜力的企业带来“品牌”效应，吸引更多投资者关注。

在债券注册制改革带动下，债券市场有望迎来较快发展。近年来，在政策引导带动下，信贷投放保持较快增长。截至 2023 年末，金融机构各项贷款余额为 237.54 万亿元，是信用债余额的 5.13 倍，而 2019 年同期为 4.62 倍；企业债券占社会融资规模比重为 8.23%，比 2019 年末下降了 1.11 个百分点。信贷对债券的替代效应相对更强。从绝对规模和未来发展看，债券融资仍有提升空间。特别是高信贷投放的可持续性会受政策导向及金融机构经营能力的影响。拓展多元化融资渠道，适度提升债券融资占比，不仅有利于企业建立稳定的资金来源渠道，也有助于打造更加完善的融资体系。人民银行《2023 年第四季度货币政策执行报告》指出，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。在债券市场启动注册制改革后，企业发债融资门槛降低，发行程序简化，科创、绿色行业等符合产业发展政策但缺乏抵押物的企业将获得更多机会，不仅可通过发行债券的方式募集长长期限资金，也增加了被更多投资者发现，继而获得快速成长的机会。

二、我国信用债市场发展格局演变及主要特征

第一，规模稳步扩大、结构明显转变。截至 2023 年末，我国信用债余额为 46.3 万亿元，是 2010 年的 10 倍左右，占债券市场余额比重为 29.73%，比 2010 年提升 7.25

个百分点。从存量结构看，金融债、公司债和中期票据位列前三，分别为 12.85 万亿元、11.4 万亿元和 9.4 万亿元，合计占比为 72.7%（图 1）。值得关注的，信用债内部结构发生较大变化。2023 年末金融债、公司债占比分别较 2010 年提高 12.8 和 21.08 个百分点，企业债、中期票据和短期融资券分别下降 19.4、8.9 和 9.74 个百分点（图 2）。

图 1：2023 年信用债存量结构情况（%）

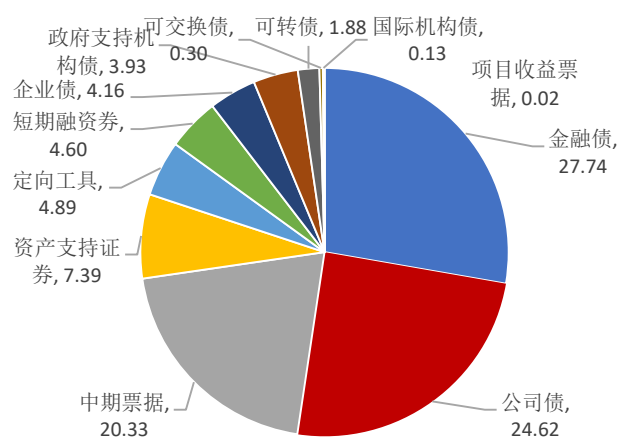
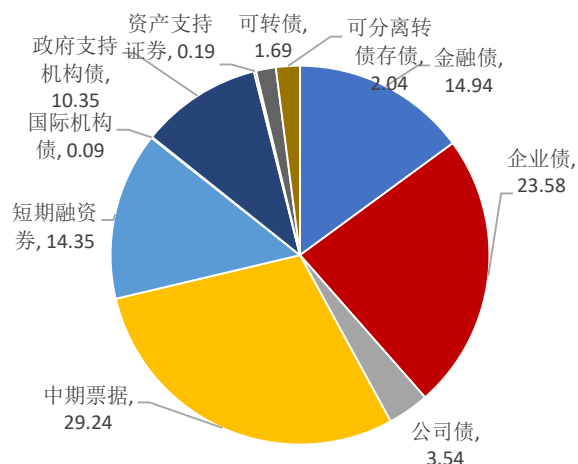


图 2：2010 年信用债存量结构情况（%）

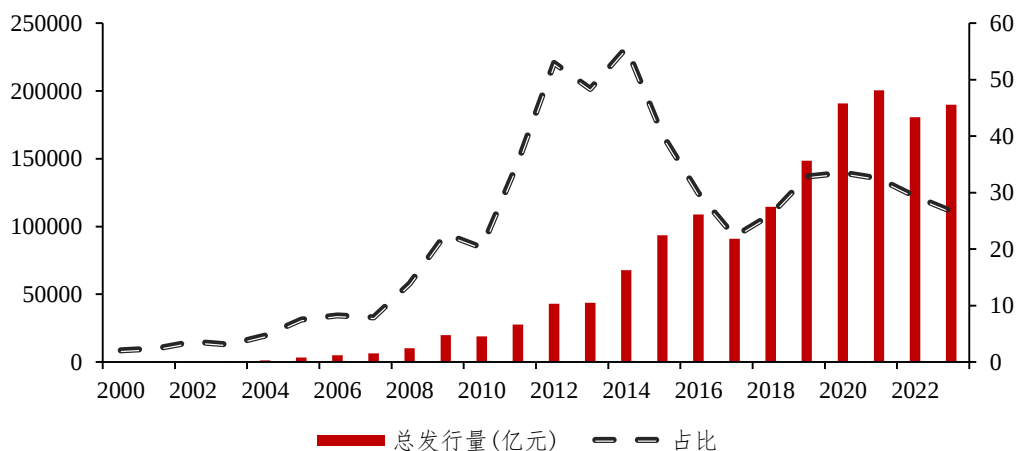


资料来源：Wind，中国银行研究院

2000 年以来，信用债发行速度开始加快，但整体保持相对平稳。2000 年发行 133.8 亿元，2004 年发行破千亿元，2008 年发行破万亿元。2008 年，信用债发行绝对规模开始急速扩大。2009 年，信用债发行 2 万亿元，同比增速接近 100%，随后进入稳步扩张期。2016 年、2021 年先后突破 10 万亿元、20 万亿元。2023 年，信用债共计发行 18.98 万亿元，同比增长 5.07%。

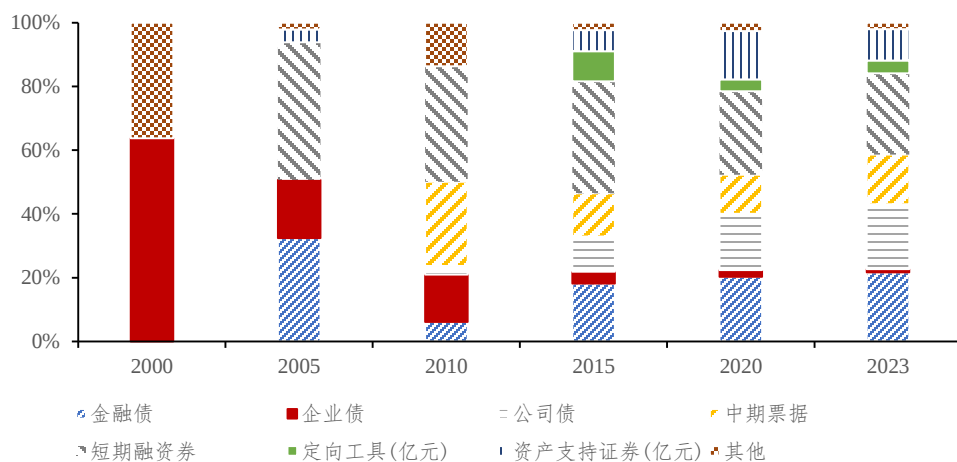
与利率债相比，信用债发行速度相对偏慢，占债券市场比重经历“过山车”。2000 年以来，随着信用债发行规模扩大，占债券发行比重快速上升，2014 年一度达到 55.68%。但 2014 年后，受地方政府债券等获准上市发行等因素影响，信用债发行占比开始下降。2023 年，信用债发行规模占比降至 26.72%，比 2014 年下降近 30 个百分点（图 3）。

图 3：信用债发行规模及占比（亿元、%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 4：信用债内部结构演变情况（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

从发行结构看，由个别券种占主导向更加均衡转变。信用债发行最初主要是企业债及部分特殊类债券。在近二十年发展中，信用债发行结构出现较大变化，企业债发行占比大幅下降，金融债、短融、公司债和中期票据等发行规模稳步扩张。截至 2023 年末，四大类债券发行占比分别为 21.65%、25.49%、20.3% 和 15.62%，合计占比 83.08%（图 4）。在监管考核、流动性投放方式出现重大转变等因素影响下，金融机构发行债券融资需求较大。由于发行机制灵活（可协商确定利率、期限等）、成本更

低（与中期贷款利率相比较低），中期票据受到市场青睐，发行规模稳步提升。

第二，各地债券融资格局长期稳定，中部地区占比有所提升。东部经济强省信用债发行长期位居前列。2010 年以来，信用发行规模前十大省份基本未发生变化，主要为东部经济强省，发行规模占比维持在 75%左右。其中，北京、上海、广东、江苏长期位居前四，合计占比稳定在 55%左右。但 2023 年，东部地区信用债发行 14.2 万亿元，比 2020 年下降 5489 亿元，占比下降 2.19 个百分点。在其他地区发行规模有所下降背景下，中部省份发行债券规模逆势增长。长期以来，中部地区信用债发行占比保持在 10%左右。但随着中部崛起战略推动，新兴产业加速崛起，中部地区融资规模及占比稳步提升。2023 年中部六省信用债共计发行 2.39 万亿元，比 2020 年增加 5067 亿元，是四大区域中唯一出现正增长的地区，占比为 12.67%，比 2020 年提升 2.78 个百分点。除山西外，其他五省均出现千亿元以上增长。西部地区信用债占比基本稳定。2010 年以来，西部地区信用债发行占比与中部地区大体相当，维持在 10%-12%。2023 年共计发行 2.13 万亿元，占比为 11.27%，比 2020 年下降 0.1 个百分点。东北地区债券发行占比下降。2023 年，东北三省共计发行信用债 1460.34 亿元，远不及 2015 年高峰时期的 3257 亿元，占比同步下降 0.48 个百分点至 0.77%（图 5、图 6）。

图 5：四大区域信用债发行规模（亿元）

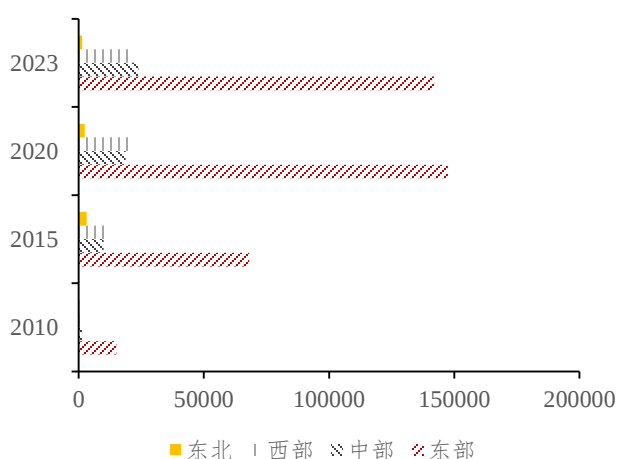
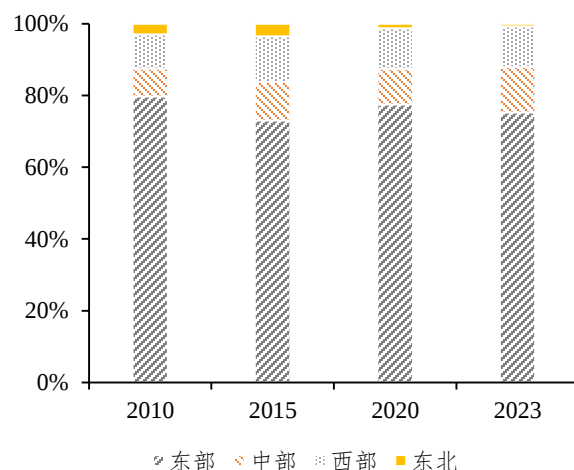


图 6：四大区域信用债发行占比（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，行业发债分化，工业和金融债占比较高。从行业分布看，工业和金融类债

券发行规模大、增长快、占比高，二者发行规模占信用债比重由 2010 年的 44.3%增长至 2023 年的 79.7%。具体看，工业债券发行占比稳定在 35%左右，但 2023 年发行规模达 8.9 万亿元，占比大幅升至 47%，比 2020 年上升近 10 个百分点²。金融类债券占比由 2010 年的 16.2%上升至 2020 年的 35.9%，2023 年降至 32.78%，发行规模减少 6383.7 亿元至 6.2 万亿元。

2020 年成为部分行业债券发行的“分水岭”。2010 年-2020 年，信用债内部占比虽有分化，但发行规模大都稳步上升。但自 2020 年起，不少行业债券发行规模开始下降。公用事业、材料、房地产、可选消费、能源等 2023 年发行规模与 2020 年相比降幅较大，特别是材料、能源类债券大幅减少 3217 亿元和 4546 亿元。除工业类企业发行债券多增外，仅有日常消费和信息技术类行业增长 1050 亿元和 1097 亿元。公用事业、材料、房地产、能源等行业发行债券占比出现持续下降，与 2010 年相比分别下降 5.33、9.37 和 11.3 个百分点（表 2）。

表 2：不同行业债券发行规模及占比变化（亿元、%）³

行业	2010		2015		2020		2023	
	发行金额	发行金额占比	发行金额	发行金额占比	发行金额	发行金额占比	发行金额	发行金额占比
工业	7211.5	38.1	30350.6	32.6	72030.3	37.8	89052.9	47.0
金融	3062.4	16.2	23604.8	25.3	68407.5	35.9	62023.7	32.7
公用事业	2327.5	12.3	8719.5	9.4	14239.8	7.5	13239.4	7.0
材料	2361.7	12.5	9500.4	10.2	9147.2	4.8	5929.4	3.1
房地产	58.0	0.3	5326.2	5.7	7073.1	3.7	5111.1	2.7
可选消费	560.8	3.0	3756.3	4.0	6522.6	3.4	4606.2	2.4
能源	2452.0	13.0	7725.5	8.3	7742.3	4.1	3194.4	1.7
日常消费	248.8	1.3	1394.4	1.5	1877.1	1.0	2927.7	1.5
信息技术	162.0	0.9	1213.6	1.3	1534.2	0.8	2631.3	1.4
医疗保健	79.5	0.4	631.0	0.7	1240.9	0.7	918.1	0.5
电信服务	380.0	2.0	905.0	1.0	913.0	0.5	16.5	0.0
合计	18904.2	100.0	93127.1	100.0	190727.9	100.0	189650.5	100.0

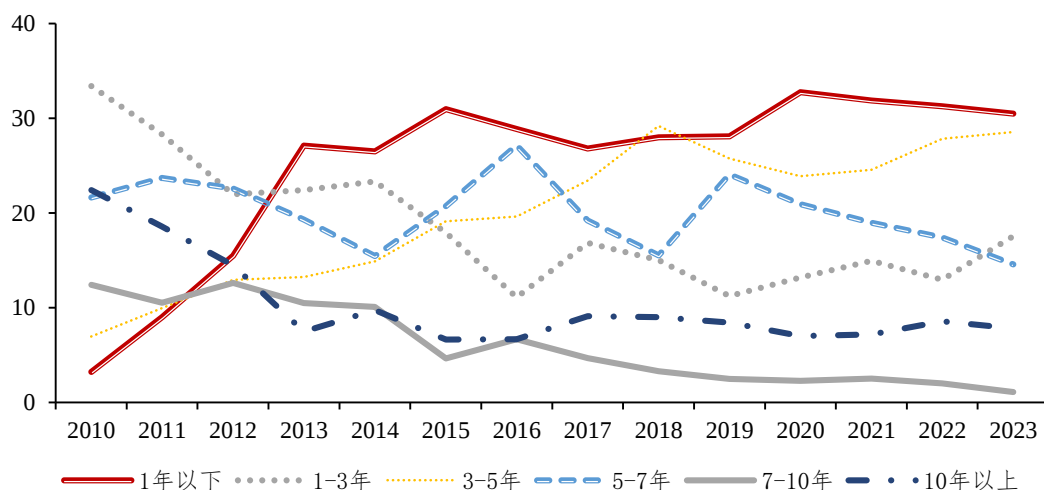
资料来源：Wind，中国银行研究院

² Wind 统计口径中工业类债券包含城投债。2023 年，城投债发行规模为 4.8 万亿元，带动工业类债券发行规模及占比上升。

³ 债券分类按照 Wind 定义的一级行业分类。

第四，期限结构调整，长期限债券占比下降。2010 年以来，信用债发行期限呈“短期化”。主要有三方面特征：一是 1 年期以下债券发行占比稳定。1 年期债券发行占比由 2010 年的 3.2% 升至 2015 年的 31%，2015 年以来基本维持在 30% 左右，长期位居第一。2023 年，1 年期以下信用债发行 5.79 万亿元，占比为 30.5%。二是中期信用债发行占比明显上升。3-5 年期信用债占比由 2010 年的 6.65% 升至 2018 年最高的 29.2%，2019 年以来维持在 25% 左右。2023 年，3-5 年期债券发行 5.42 万亿元，占比为 28.52%。三是 5 年期以上债券占比持续下降。5-7 年、7-10 年以及 10 年期以上信用债发行占比均出现下降，由 2010 年的 21.6%、12.41% 及 22.39% 降至 2023 年的 14.57%、1.08% 和 7.8%，分别下降 7.04、11.32 和 14.6 个百分点（图 7）。

图 7：信用债发行期限结构（%）

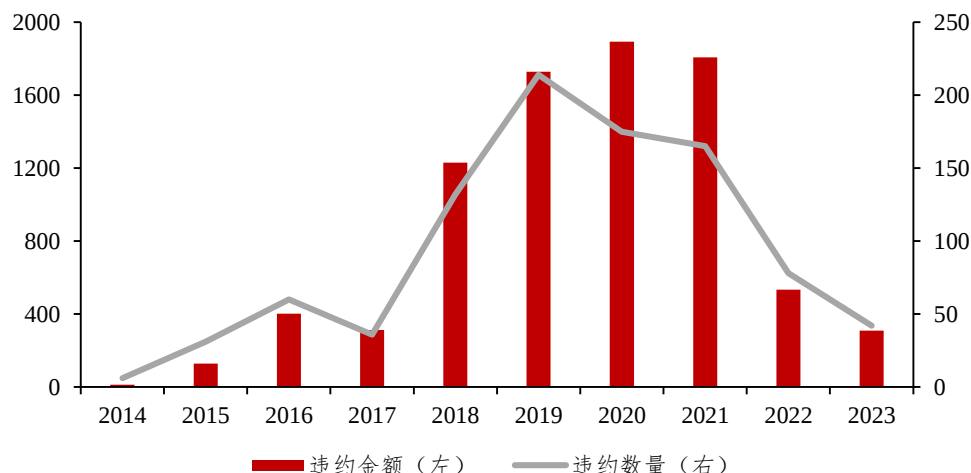


资料来源：Wind，中国银行研究院

第五，违约金额“先升后降”，信用风险有所收敛。2014 年“超日债”事件打破了债券市场的“刚兑预期”，债券市场违约开始常态化。一方面，近年来，在中美经贸摩擦、疫情冲击、全球货币政策转向、乌克兰危机等多种因素叠加影响下，我国经济下行压力加大，企业经营困难导致违约风险上升。另一方面，受“债市刚兑”以及永煤等事件导致“国企信仰”被打破等因素影响，债市信用风险加速释放，企业债券违约规模加速上升。2019-2021 年，信用债违约规模连续超过 1600 亿元。但 2022 年以来，不少企业开始积极采取措施延缓风险暴露，2022 年发生实质性违约债券规模为

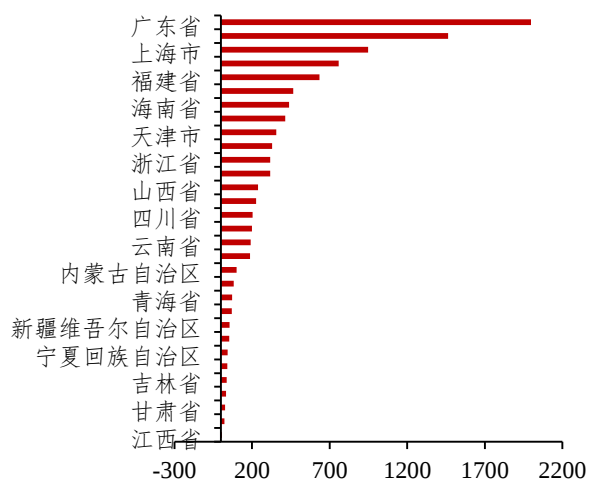
533.77 亿元，2023 年继续降至 309.21 亿元。

图 8：债券违约规模变化（亿元）



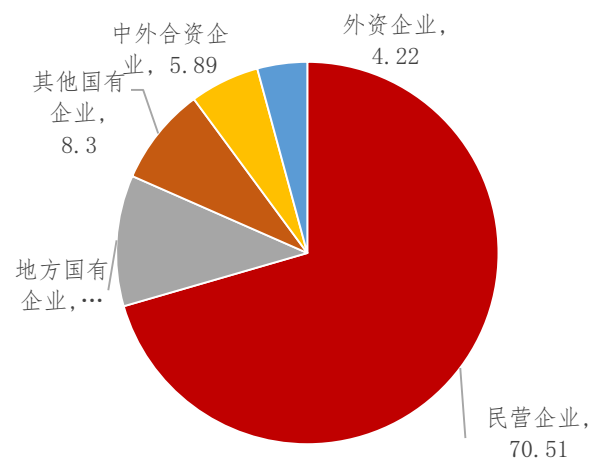
资料来源：Wind，中国银行研究院

图 9：债券违约地区分布情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 10：债券违约主体分布情况（%）



从违约地域看，经济强省违约规模靠前。截至 2023 年末，广东、北京债券违约余额超过 1000 亿元。上海、河北、福建债券违约金额在 500 亿元以上（图 9）。从违约行业看，受疫情冲击、教培双减、绿色转型、房住不炒等政策推进影响，房地产、建筑装饰、交通运输等行业企业经营压力较大，违约风险上升。特别是近年来房地产市

场进入调整期，房企违约金额明显增大。截至 2023 年末，房地产、综合以及交通运输类行业债券规模位居前三，分别为 3640.06 亿元、1677.44 亿元、796.65 亿元（表 3）。从违约主体看，民营企业债券违约占比最高，超过 70%。“永煤事件”后，国有企业债券违约占比上升，2023 年达到 11.08%，具有外资背景的企业（中外合资+外资）债券违约占比合计也已超过 10%（图 10）。

表 3：信用债违约行业分布情况（截至 2023 年末）⁴

行业	违约家数	违约只数	违约金额 (亿元)	行业	违约家数	违约只数	违约金额 (亿元)
房地产	95	619	3,640.06	建筑材料	2	7	71.21
综合	42	195	1,677.44	有色金属	11	19	70.8
交通运输	16	67	796.65	电力设备	5	10	67.71
非银金融	29	101	614.92	纺织服饰	9	13	53.31
建筑装饰	22	74	567.1	传媒	6	8	51.04
商贸零售	29	95	509.37	农林牧渔	6	11	47.22
煤炭	5	53	419.88	环保	6	10	46.28
汽车	7	28	292.15	石油石化	6	10	35.3
基础化工	13	36	249.74	轻工制造	4	7	33.39
医药生物	10	40	192.41	社会服务	6	12	23.93
食品饮料	10	27	138.16	计算机	2	4	23.88
机械设备	15	33	102.87	国防军工	2	4	16.98
通信	6	18	95.64	家用电器	1	2	9.59
公用事业	9	16	92.75	银行	1	9	6.26
钢铁	4	17	72.41	其他	5	9	—
电子	3	6	71.56	合计	387	1,560	10,090.00

资料来源：Wind，中国银行研究院

三、当前我国信用债发展存在的主要问题

第一，对部分行业支持力度有提升空间。2010 年以来，我国信用债市场呈现出城投债融资占比上升，其他行业融资规模占比下降的特点。城投债发行规模及占比由 2010 年的 1398 亿元、7.36%持续上升至 2023 年的 4.8 万亿元、25.3%（图 11）。而除城投债和金融债之外的其他行业融资虽由 2010 年的 1.63 万亿元增长至 2023 年的 9.9 万亿元，但占比由 85.9%降至 54.5%，下降近 30 个百分点（图 12）。特别地，部分政

⁴ 为观察违约债券的详细行业分布，此处选取了申万行业分类标准。

策重点支持领域债券发行规模小、占比低。如科技创新公司债、三农金融专项债、创新创业公司债、新基建等新概念债券尚处于起步阶段，2023 年四者共计发行 4320.7 亿元，占比仅为 2.27%，实体企业和金融机构发行相关领域债券动力有待挖掘。

图 11：城投债发行规模及占比

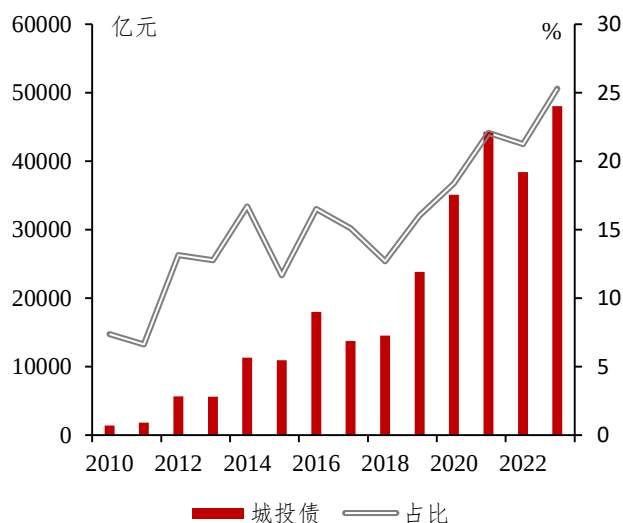
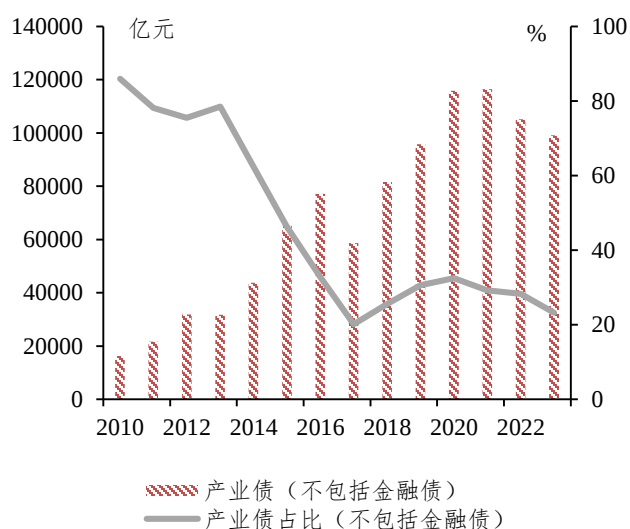


图 12：产业债发行规模及占比



资料来源：Wind，中国银行研究院

近年来，实体企业债券融资规模出现持续下降。一是在经济预期转弱，特别是在三年疫情影响下，部分企业经营困难、现金周转难度加大，导致发债动力不足。加之在房住不炒、绿色转型等政策导向下，相关行业发债难度上升。部分企业也担心刚兑预期打破后，一旦自身出现债券违约会加剧流动性压力，同时也会对属地企业发行带来影响。二是部分行业，如科创、普惠、养老等行业债券品种相对较少，加之激励机制欠缺（例如发债成本与普通债券相比无明显优势，在税收减免等方面也缺少支持性政策），对市场投资者吸引力不足，导致相关主体发债空间受限。三是近年来信贷支持力度增大，叠加多轮延期还本付息计划、财政贴息贷款等政策支持，对债券融资带来替代效应。特别是 2022 年、2023 年，新增人民币贷款连续突破 20 万亿元。信贷高速增长虽然短期内满足了企业资金需求，但也带来银行净息差不断收窄等问题，可能会影响金融机构的可持续经营，也会导致信用风险向银行集中，这需要为企业拓展更加多元化的融资渠道。

表 4：分行业债券发行期限加权平均变化（年）

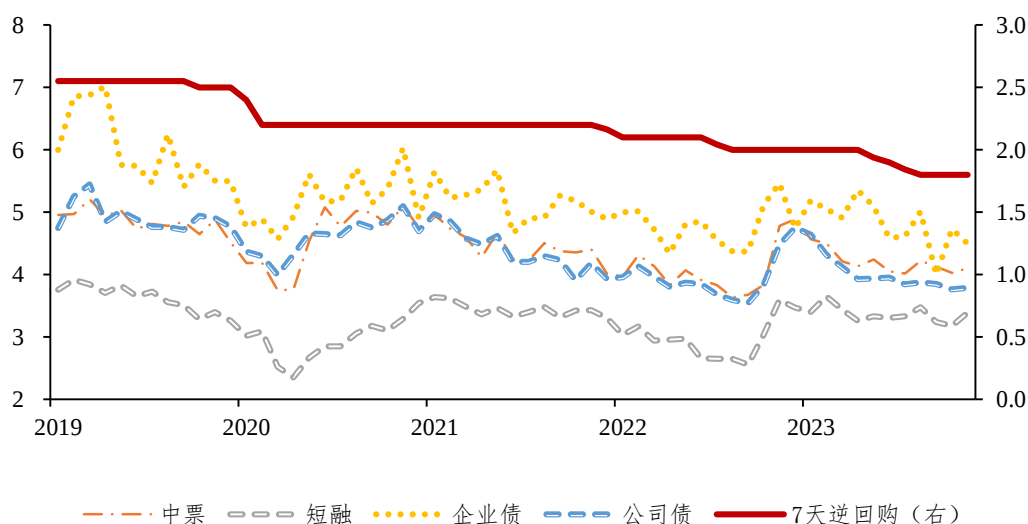
行业	2018	2019	2020	2021	2022	2023
交通运输	N/A	3.5701	2.9165	5.4074	4.5204	4.2832
电力设备	N/A	4.1406	4.0071	4.7444	4.557	3.9771
轻工制造	N/A	3.9501	4.1088	5.2	4.9194	4.4839
房地产	2.5751	3.7827	3.643	3.2954	3.5459	3.7641
煤炭	N/A	2.2657	2.5874	2.4404	2.8526	2.6635
汽车	N/A	2.6491	2.9854	3.7216	3.249	2.6783
建筑装饰	4.0907	4.0999	3.6204	3.2355	2.967	N/A
国防军工	N/A	2.1843	2.7293	2.344	2.5182	2.8302
电子	N/A	3.1166	2.7252	1.9925	2.302	2.827
综合	3	3.2327	3.0263	2.9851	2.7297	2.6874
社会服务	5	3.2141	2.1331	3.175	2.3851	2.7451
商贸零售	0.811	2.6694	2.4117	2.4823	2.2624	2.3941
家用电器	N/A	2.6565	0.59	3.1976	2.1941	2.3473
农林牧渔	N/A	3.0435	3.5326	4.8495	1.7609	2.3902
钢铁	N/A	2.1539	1.971	1.5456	1.8331	2.0811
环保	N/A	3.1844	3.0337	2.6862	2.4129	2.2452
计算机	N/A	3.1792	2.6236	1.1965	2.7751	2.1902
石油石化	N/A	3.2503	1.6241	1.6072	1.1246	2.375
基础化工	N/A	2.0132	1.6204	1.4373	1.8683	1.9848
医药生物	3	2.1527	2.3527	1.8433	2.0012	2.0003
建筑材料	N/A	2.1871	2.0013	2.7278	1.859	1.8139
有色金属	N/A	1.9776	1.6878	1.5324	2.0099	1.9913
公用事业	0.274	1.9578	1.4699	1.1786	1.6747	1.8384
纺织服饰	N/A	2.7261	3.3479	4.7921	2.9122	1.8759
美容护理	N/A	N/A	0.6777	6	0.4932	1.7085
传媒	N/A	2.4616	2.1753	1.6939	1.34	1.4122
机械设备	N/A	1.6967	1.4788	1.3229	1.5204	1.4234
通信	N/A	1.2848	0.9655	0.708	0.9152	0.7968
食品饮料	N/A	1.8381	1.9372	0.5927	0.8075	0.7479

资料来源：Wind，中国银行研究院

第二，不少行业债券发行期限持续缩短，与经营期限存在错配。近年来，在经济下行压力加大背景下，企业生产投资动力不足，更偏向于发行短期债券，这与地方债等利率债发行期限拉长的趋势相反。从内部结构看，一半以上的行业债券发行加权平均期限呈下行态势，其中包括环保、计算机等重点发展行业。这些行业大都具有创新

资源密集、产出期限较长等特征，且部分行业转型升级、技术改造等也需要长期限资金支持。但目前相关领域发行期限普遍较短，期限多在 5 年以下，与企业投资经营期限存在错配。2023 年，我国企业新发行债券主要以超短期融资券和中期票据为主。除交通运输、电力设备等个别行业，大多数行业的债券平均发行期限不足 3 年，通信、食品饮料等行业债券的平均发行期限不足 1 年，资金主要用于短期周转（表 4）。在利率下行背景下，企业偏好发行短期债券存在合理性，但债券发行期限持续缩短会导致资金来源和生产投资的不匹配。尤其对生产经营期限较长的行业，循环发行短期债券筹资不利于资金来源稳定。特别是短期债券发行极易受市场环境变化影响，一旦市场出现长期甚至持续性波动，会增大企业流动性风险，影响正常经营。

图 13：政策利率及信用债主要券种利率变化（%）



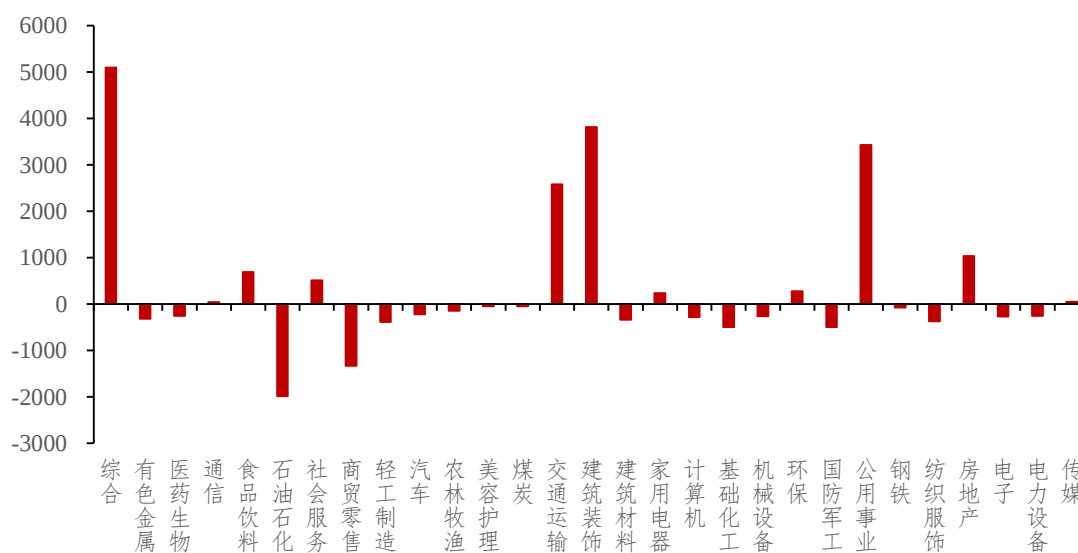
资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，发行利率波动较大，企业融资成本不稳定。政策利率是调节货币市场流动性供求、引导债券市场利率走势的重要手段。近年来，随着货币政策逆周期持续发力，政策利率已连续调降，7 天期逆回购利率由 2019 年初的 2.55% 降至 2023 年末的 1.8%，下降 75 个 BPs。但从信用债利率走势看，除企业债降幅较为明显外，其余券种发行利率大都走出“M”型走势（图 13）。2020、2022 年，疫情对经济影响较大，货币政策逆周期力度明显超过正常年份，市场流动性供过于求，信用债发行利率明显下行，甚

至一度跌破 7 天期逆回购利率。但其他年份，中票、短融、公司债等券种发行并未同步跟随政策利率下行，2021、2023 年发行利率并不明显低于 2019 年，政策利率下调向信用债传导存在阻滞。特别地，2023 年下半年，受财政政策发力、一揽子化债方案推出及特殊再融资券发行等因素影响，政府债券发行明显放量，不仅改变了流动性供求关系，也同步抬升了信用债发行利率。

第四，部分行业净融资缺口持续扩大，行业融资集中。产业债净融资自 2021 年“由正转负”，并持续扩大，由-3445 亿元扩大到 2023 年的-5654 亿元。从内部看融资结构呈分化态势，主要集中于个别行业。2018-2013 年，公用事业、综合、建材、交通运输等少数行业居于主导地位，净融资额远超其他行业（图 14）。2023 年以来，建筑装潢、通信、家用电器、环保等行业的债券净融资额保持在较高水平，部分行业净融资额为近年新高（表 5）。

图 14：不同行业 2018-2023 累计净融资额（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

行业净融资变化与宏观经济复苏及产业政策调整等因素有关。一方面，国家对通信、环保等战略性新兴产业给予政策支持，鼓励相关行业发展，对缓解相关产业融资约束、降低融资成本带来积极作用。特别地，2023 年以来，随着国内经济复苏、居民

购买力释放以及针对地产等行业支持政策加码，相关行业景气度和融资需求回升并带动净融资增长。但另一方面，医药生物、电子以及化工、钢铁等产业净融资出现较大缺口，这不利于新兴产业的加快成长，也不利于传统产业正常生产经营周转及行业优化升级。

表 5：2018-2023 不同行业净融资情况（亿元）

行业	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2018-2023 累计
综合	2608.02	1605.15	1156.35	-727.27	220.95	227.40	5090.61
公用事业	914.25	1904.76	2308.54	2012.89	-625.57	-2955.19	3559.69
建筑装饰	555.37	618.77	1122.77	177.90	29.76	737.49	3242.05
交通运输	451.46	526.45	1206.84	778.59	-4.40	-1395.46	1563.48
房地产	1647.11	-301.01	36.78	-1606.99	828.48	196.56	800.93
社会服务	196.67	132.82	145.66	65.15	-2.33	57.24	595.21
环保	117.50	21.39	5.38	-89.17	100.20	257.16	412.46
家用电器	14.54	31.50	73.37	-5.00	43.13	93.85	251.39
电力设备	-0.37	-30.00	-57.68	-106.45	-44.16	317.53	78.88
传媒	-54.64	-44.95	109.54	-1.95	25.70	-65.99	-32.29
食品饮料	-19.72	84.98	59.01	-59.13	39.80	-144.86	-39.92
美容护理	41.00	-87.55	-25.05	-10.20	-5.00	14.20	-72.60
钢铁	454.65	774.81	296.40	-917.74	-420.18	-309.56	-121.61
电子	59.46	-124.38	103.18	-90.19	1.47	-94.95	-145.41
农林牧渔	-10.61	-22.93	73.83	29.92	-28.26	-188.06	-146.11
汽车	154.75	421.21	193.82	-296.73	-399.45	-248.82	-175.22
计算机	75.23	-66.19	10.53	-100.54	-151.68	-2.06	-234.71
煤炭	774.88	595.18	-369.85	-532.31	-569.63	-165.52	-267.24
有色金属	31.69	380.64	-220.36	-376.86	-180.81	91.48	-274.21
医药生物	352.86	-344.14	-122.50	-51.33	-51.66	-79.58	-296.36
通信	-147.42	32.41	-128.15	-140.95	-5.39	90.24	-299.27
机械设备	11.28	-74.06	60.75	-86.36	-175.95	-67.54	-331.88
建筑材料	205.75	-165.19	-126.01	-37.18	-248.09	24.79	-345.92
基础化工	-274.77	-35.95	37.49	-21.03	193.58	-301.03	-401.71
轻工制造	-105.97	-113.58	-32.69	-79.31	-45.89	-63.68	-441.11
纺织服饰	-139.54	-96.88	-29.39	-29.10	-51.47	-100.02	-446.40
国防军工	-22.57	-17.64	-104.75	-57.29	-279.49	-128.99	-610.72
商贸零售	30.33	53.91	-94.98	-735.28	-102.66	-120.15	-968.82
石油石化	-466.64	226.02	322.46	-351.69	-681.62	-1330.60	-2282.09
合计	7454.55	5885.55	6011.29	-3445.59	-2590.59	-5654.11	7661.09

资料来源：Wind，中国银行研究院

第五，中介机构发挥作用不足。中介机构是债券市场稳健运行的重要组成部分，能帮助发行人开辟融资渠道，提供专业信息，强化债券信用，引导投资方向。但中介机构在履职过程中也出现一些问题。包括：信用评级机构评级标准和程序尚不统一，导致评级结果可比性受到质疑，降低了信用债评级可信度，不利于提升投资者认购意愿。例如，不同评级机构评级标准不同，导致针对同一企业出现不同评级结果，或者评级结果无法互认，这增大了企业的发债成本；作为债券市场“守门人”，部分中介机构并未做到勤勉尽责，在债券发行阶段和存续阶段存在信息披露不及时、不准确、内部控制不完善、违约事件处置机制不完善等问题，放大了债券市场风险。例如，部分中介机构为拓展业务，在针对企业的信息调查、披露等环节并未严格履责，容忍甚至纵容财务造假行为，为企业发债融资“开绿灯”，这严格侵害了投资者利益，干扰市场正常运行。

四、政策建议

第一，合理拓展信用债发行规模，稳步提升市场占比。从市场容量或是企业需求看，信用债融资均有拓展空间。人民银行《2023 年第四季度货币政策执行报告》也指出，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。加快鼓励市场机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释工具、直接投资等方式，推动民营企业债券融资支持工具扩容增量、稳定存量，为更多符合条件的实体企业参与债券市场融资提供增信支持，稳步、合理扩大实体企业债券发行规模。政府部门和交易所等可发挥牵线搭桥作用，通过提供平台和渠道，降低投融资双方信息不对称，提升企业发债成功率。例如上交所开创了“交易所搭台、市场唱戏”的创新市场服务模式，通过集中路演、投融资交流会等形式促进投融资两端有效沟通及相互信任，提高债券发行成功率。

第二，加强债券品种和服务模式创新，支持重点领域发展。近年来，为服务实体经济高质量发展，满足不同行业融资需求，债券市场涌现出绿色债券、乡村振兴债券等债券品种。未来，聚焦“五篇大文章”等重点领域，继续加大对科创、环保、生物制造、人工智能等行业企业的支持，鼓励推出更多创新性券种，例如碳中和债券、可

持续发展挂钩债券、科技创新债、养老债券等。同时，在发行便利度、发行利率、发行期限等方面给予一定优惠和引导，积极鼓励企业根据行业特点、发行更加多元化、更长期限、与经营特征更加匹配的债券品种。

第三，优化买方市场建设，提升信用债市场活跃度。信用债的成功发行和交易，需要具有深度和广度、交易活跃的买方市场，需要增量资金的支持。2023 年 2 月，沪深交易所已正式启动债券做市业务，首批共有 12 家券商参与。为提升债券市场活跃度，提高债券发行成功率，可进一步推动银行间和交易所市场开展产业债做市业务，允许更多金融机构入市，增加做市商和做市标的，提高市场流动性。对科创、绿色、养老等领域债券的利息收入适当减税或阶段性免税，提升投资者购买意愿，吸引更多不同特性的资金入市，拓宽更多资金来源渠道。

第四，把握流动性及债券供求关系，为信用券发行提供稳定的资金环境。综合运用公开市场操作等工具维持流动性合理充裕，鼓励引导一级交易商等大型金融机构在市场利率波动时主动拆出资金稳定市场，发挥好做市商机制，维持货币市场利率平稳运行及市场活跃度，为信用债发行提供稳定的资金环境；合理规划国债、地方政府债券等的发行节奏，分阶段、按计划发行，避免集中供给对货币市场流动性形成压力，抬升债券发行成本。

第五，有效发挥中介机构作用，保护投资者利益。在债券注册制改革全面落地背景下，中介机构将发挥更为关键的作用。加快推动公司信用类债券在发行交易、信用评级等制度和规则方面的统一，提升评级结果的可比性和可信度，提高信息透明度和结果公信力；加大对发行违规、违反信息披露规定行为的处罚力度，通过大幅提升违约成本强化发行人和中介结构契约精神，防范各类债券欺诈；持续完善违约债券处置机制和效率，加快处置流程，保护投资者利益。

