

# 2021 年度债券市场发展报告

2022 年 3 月 4 日



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

# 2021 年度债券市场发展报告

联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部

## 一、债券市场整体情况

### （一）利率债

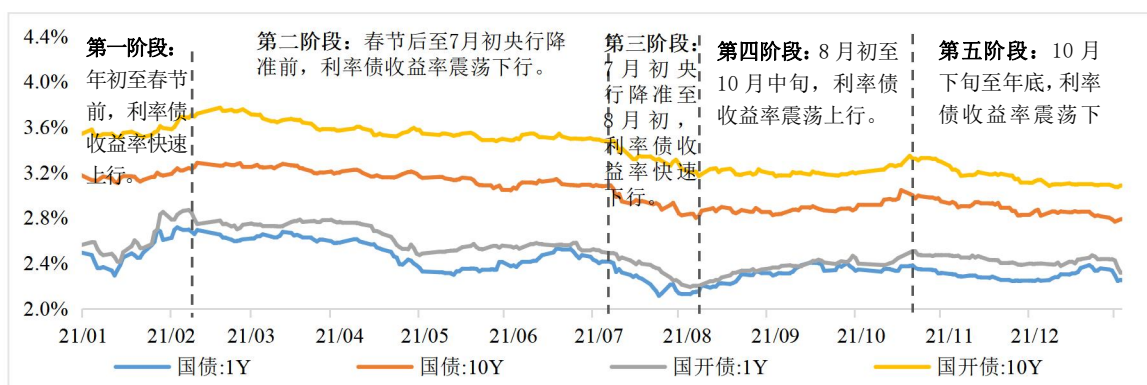
#### 1. 利率债收益率总体呈“前高后低”态势

本年度，在国际环境趋于复杂严峻、全球疫情不断蔓延、大宗商品价格上涨、供应链紧张、我国宏观政策回归常态化等背景下，我国经济上半年持续复苏，三季度经济增长有所放缓，四季度小幅改善。**通胀方面**，在国际大宗商品价格快速走高的带动下，我国 PPI 同比涨幅持续走高，虽然在“保供稳价”的政策下，PPI 同比上涨速度放缓，但依然保持在较高的位置，市场上对“类滞胀”预期较高，但央行多次提出“通胀走势总体稳定，不存在长期通胀或通缩的基础”，叠加 7 月降准表明央行货币政策“不受通胀影响”的态度，一定程度上稳定了市场“高通胀引发紧货币”的预期，12 月 PPI 涨幅连续第二个月回落，进一步缓解市场上对“滞胀”的预期；受国内需求相对疲弱的影响，叠加猪肉价格低迷，CPI 同比涨幅全年处于相对较低的位置，对市场的影响较小。**货币政策方面**，央行贯彻执行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，通过灵活开展公开市场操作，熨平市场资金波动，市场资金波动幅度较过去 3 年降低。

2021 年利率债收益率总体呈“前高后低”态势。从利率债收益率走势看，主要分为五个阶段。**第一阶段：年初至春节前，利率债收益率快速上行。**随着永煤违约事件对市场的冲击逐渐消退及资金面实现平稳跨年，央行开始回收流动性，资金面逐步收紧，市场流动性预期由乐观转向谨慎，利率债收益率快速上行。**第二阶段：春节后至 7 月初央行降准前，利率债收益率震荡下行。**这一阶段，央行货币政策坚持“稳字当头”，资金面总体平稳偏松，加之地方政府专项债额度下发较晚且发行门槛提高导致机构面临“资产荒”，利率债收益率呈震荡下行态势。**第三阶段：7 月初央行降准至 8 月初，利率债收益率快速下行。**进入 2021 年下半年，中国经济下行压力逐渐显现，7 月 9 日央行实施全面降准。全面降准在释放流动性的同时带动市场降息预期升温，从而带动利率债收益率快速下行。**第四阶段：8 月初至 10 月中旬，利率债收益率震荡上行。**8 月以来，地方政府债发行明显提速，央行结构性宽松货币政策也加速推进，带动市场宽信用预期不断升温，叠加结构性通胀压力不断抬升，利率债收益率震荡上行。**第五阶段：10 月下旬**

至年底，利率债收益率震荡下行。在保供稳价政策支持下通胀压力有所缓解，央行通过灵活主动的公开市场操作维持了市场流动性的合理充裕，12月央行二次降准落地、支农支小再贷款利率下调及1年期LPR下调进一步提振市场降息预期，利率债收益率震荡下行。

图 1.1 利率债收益率走势



资料来源：Wind，联合资信整理

## 2. 利率债发行量较上年有所上升

本年度，债券市场共发行利率债 19.84 万亿元，较 2020 年增加 5.71%。其中，国债发行 6.80 万亿元，较 2020 年小幅减少，政策性银行债发行 5.56 万亿元，地方政府债发行 7.48 万亿元，较 2020 年均有所增加。截至本年末，我国债券市场利率债品种存量规模达到 73.79 万亿元，较上年末（64.48 万亿元）继续增长。

表 1.1 2021 年度利率债发行和存量情况

券种类别	2020 年 发行情况		2021 年 发行情况		2021 年末 存量	
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	规模 (亿元)
政府债	2020	135611.38	2160	142793.40	7991	533250.37
国债	172	71173.25	169	67967.10	262	230254.62
地方政府债	1848	64438.13	1991	74826.30	7729	302995.75
政策性银行债	848	52031.00	878	55561.20	295	204611.57
合计	2868.00	187642.38	3038.00	198354.60	8286.00	737861.94

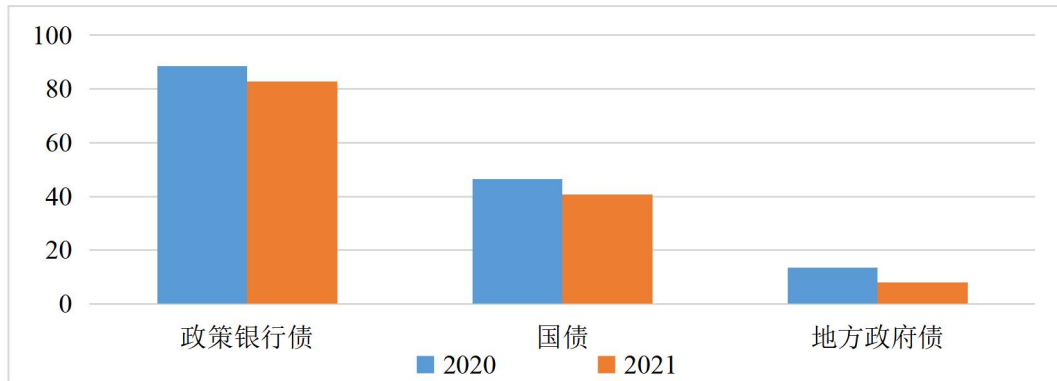
注：利率债按发行起始日统计，债券存量按到期日统计；数据统计截至 2022 年 1 月 4 号，以下同  
资料来源：Wind

## 3. 利率债交易量同比有所下降

利率债仍是我国债券主要交易品种。本年度，主要利率债的交易量较上年下降 11.38%，其中地方政府债的交易量较上年降幅较大，达 41.17%，或受地方债

发行节奏偏慢，市场供给不足的影响；国债和政策性银行债的交易量较上年分别下降 12.31%和 6.35%。

图 1.2 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整体呈小幅下行走势

本年度，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率的走势大致接近，呈小幅波动下行走势，但本年度的平均发行利率（4.09%）较上年度（3.73%）上升 36BP。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走势与相应期限的银行间/交易所国债到期收益率的走势大致相同，呈小幅波动下行走势，三年期公司债、五年期中期票据和七年期企业债平均发行利率（3.90%、3.97%和 5.63%）与上年（4.00%、3.87%和 5.66%）相比变化较小。

图 1.3 1 年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

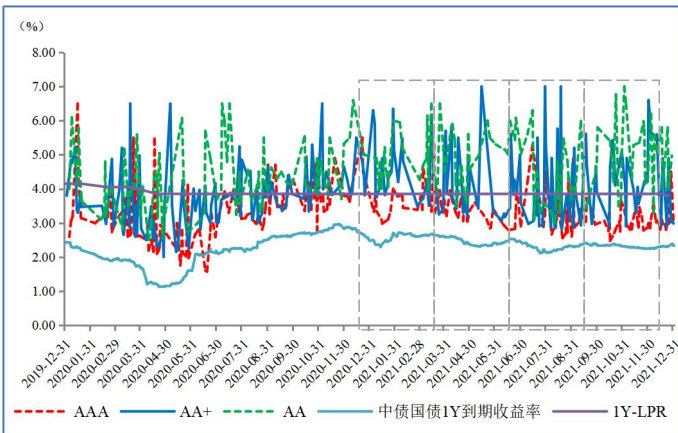


图 1.4 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势

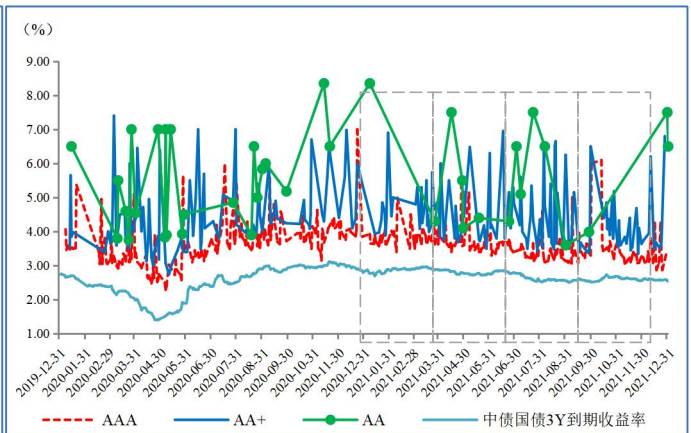
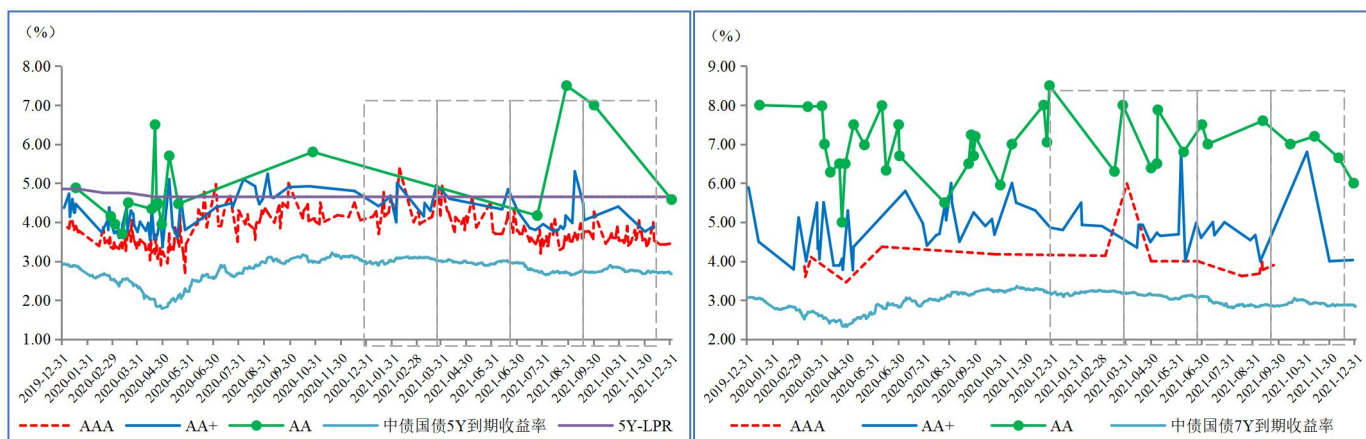


图 1.5 5 年期不同信用等级中期票据发行利率走势

图 1.6 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) 非金融企业债券<sup>1</sup>发行量较上年有所增长

本年度，非金融企业所发债券的发行期数、发行家数和发行规模较上年均有不同程度增长；平均发行规模为9.10亿元/期，与上年相比下降6.36%。具体来看，除私募债发行规模较上年有所下降外，其他券种发行量较上年均有不同程度增长，其中企业债发行期数和发行家数增长显著，增幅分别为26.03%和22.98%，主要由于市场流动性整体宽松和注册制的实施；定向工具发行规模同比增长21.48%，主要由于2021年6月以来城投企业发行PPN募集资金用途有所放宽导致城投企业发行PPN需求增加所致。截至2021年年末，非金融企业债券存量为24.78万亿元，较上年增长8.27%。

表 1.2 2021 年度非金融企业发行债券情况

债券类型	发行期数		发行家数		发行规模		平均发行规模		2021 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 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
超短融	4565	5.31	1099	2.23	46705.93	3.49	10.23	-1.72	18470.03	14.20
短融	582	14.12	326	5.50	5234.78	15.69	8.99	1.38	5160.78	7.30
中期票据	2548	21.10	1282	13.85	24829.65	12.30	9.74	-7.27	80224.19	7.31
企业债	489	26.03	380	22.98	4379.80	11.01	8.96	-11.92	22356.85	-1.48
公司债	4047	11.73	1580	3.77	34390.75	1.96	8.50	-8.75	98203.89	10.07
一般公司债	1422	17.23	661	9.26	16382.13	7.44	11.52	-8.35	48547.54	4.43

<sup>1</sup> 本部分对发行量较大的非金融企业所发债券进行分析，券种包含短融、超短融、中期票据（含集合票据和项目收益票据）、企业债（含集合企业债及项目收益债）、公司债券（含私募债）和定向工具，不包含铁道部、中国铁路总公司及中央汇金公司发行的债券，如无特殊说明以下同。

私募债	2625	8.97	1405	1.66	18008.62	-2.56	6.86	-10.57	49656.35	16.21
定向工具	1405	36.94	784	26.25	8590.83	21.48	6.11	-11.29	23345.65	10.20
合计	<b>13636</b>	<b>19.21</b>	<b>3256</b>	<b>12.43</b>	<b>124131.74</b>	<b>10.99</b>	<b>9.10</b>	<b>-6.36</b>	247761.39	8.27

注：发行人家数按不同券种发行人去除重复后统计；信用债发行按起息日统计

资料来源：Wind

## （2）非政策性金融债券发行期数保持增长态势

本年度，共有 257 家金融机构发行非政策性金融债 1047 期<sup>2</sup>，总发行规模为 3.85 万亿元，非政策性金融债发行期数较上年有 10.68% 的增幅；发行家数和发行规模较上年略有下降；平均发行规模较上年下降 10.24%。其中，证券公司短期融资券发行规模较上年有 25.63% 的降幅，证券公司债的发行规模较上年有 25.24% 增幅，可能由于 2021 年券商整体业绩转好，发行短期融资券补充准备金及流动资金的需求大大缓解，取而代之追求规模扩张和发展创新业务，因此募集资金以发行公司债和次级债为主。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>3</sup>、商业银行二级资本工具）发行规模较上年略有增长，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。保险公司债和其它金融机构债的发行规模均有 25% 以上的降幅，可能由于受监管趋严和个别企业发债规模下滑影响。截至 2021 年年末，非政策性金融债券存量为 10.07 万亿元，较上年增长 15.02%。

表 1.3 2021 年度非政策性金融债券发行情况

债券类型	发行期数		发行家数		发行规模		平均发行规模		2021 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 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
商业银行债券	248	18.10	143	14.40	19736.28	1.78	79.58	-13.82	66893.11	13.91
证券公司债	449	25.07	60	-11.76	10962.38	25.24	24.42	0.14	22587.18	28.72
证券公司短融	269	-8.81	36	5.88	5937.00	-25.63	22.07	-18.44	1699.00	18.89
保险公司债	19	-9.52	16	-20.00	539.00	-30.90	28.37	-23.62	2974.00	-2.03
其它金融机构债	62	1.64	34	-24.44	1298.50	-28.73	20.94	-29.88	6523.50	-3.94
合计	<b>1047</b>	<b>10.68</b>	<b>257</b>	<b>-1.53</b>	<b>38473.16</b>	<b>-0.66</b>	<b>36.75</b>	<b>-10.24</b>	<b>100676.79</b>	<b>15.02</b>

资料来源：Wind

## （3）资产支持证券发行量较上年有所增长

本年度，银行间资产支持证券以及非金融企业资产支持票据的发行期数和发行规模较上年有所增长，其中非金融企业资产支持票据发行期数和发行规模同比

<sup>2</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>3</sup> 目前该分类下均为商业银行永续债。

增幅较大，增幅均在 25%以上，可能由于受以非金融企业为发起主体的企业融资需求增加影响。交易所资产支持证券发行期数较上年略有下降。截至 2021 年年末，资产支持证券存量为 5.12 万亿元，较上年增长 12.33%。

表 1.4 2021 年度资产支持证券发行情况

债券类型	发行期数		发行规模		平均发行规模		2021 年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	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)	586	12.26	8827.98	7.26	15.06	-4.45	17497.82	9.98
资产支持证券(交易所)	3843	-0.72	16029.08	1.82	4.17	2.56	24223.70	7.28
非金融企业资产支持票据	1405	28.66	6441.47	26.38	4.58	-1.78	9457.98	33.74
合计	5834	6.36	31298.53	7.67	5.36	1.23	51179.50	12.33

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

在发行规模稳步增长的同时，资产证券化产品持续创新，本年度先后发行诸多全国首单资产证券化产品。2021 年四季度，全国首单储架交通基建供应链领域小额贷款资产证券化产品、全国首单能源保供资产证券化产品（ABS）、全国首单“专精特新”知识产权资产证券化产品、全国首单底层知识产权质押贷款资产支持证券等成功发行。首单发行产品呈数目多、涉及基础资产类型多的特征。

#### （4）其它信用债<sup>4</sup>发行量较上年有所增长

本年度，其它信用债的发行规模较上年有所增长，发行期数和家数较上年有所下降。其中项目收益票据和国际机构债同比发行量增幅较大，项目收益票据发行规模同比增长 167.92%，主要受去年同期低基数效应影响；国际机构债发行规模同比增长 59.09%，主要受我国债券市场对外开放水平不断提升影响。截至 2021 年年末，其它信用债存量为 14.82 万亿元，较上年增长 24.49%。

表 1.5 2021 年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		平均发行规模		2021 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 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
可转债	119	-45.16	119	-43.06	2828.47	2.12	23.77	86.22	7013.79	31.38
可交换债	34	-19.05	26	-27.78	436.6	-5.37	12.84	16.89	1504.89	-11.48
项目收益票据	9	200.00	9	200.00	64.3	167.92	7.14	-10.69	153.10	61.84
标准化票据	1	-98.25	1	-93.75	0.5	-99.18	0.50	-53.42	--	--
国际机构债	9	125.00	6	100.00	175	59.09	19.44	-29.29	410.00	28.29
同业存单	29909	-20.48	349	-4.38	217761.6	14.78	7.28	0.10	139073.40	24.70

<sup>4</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。

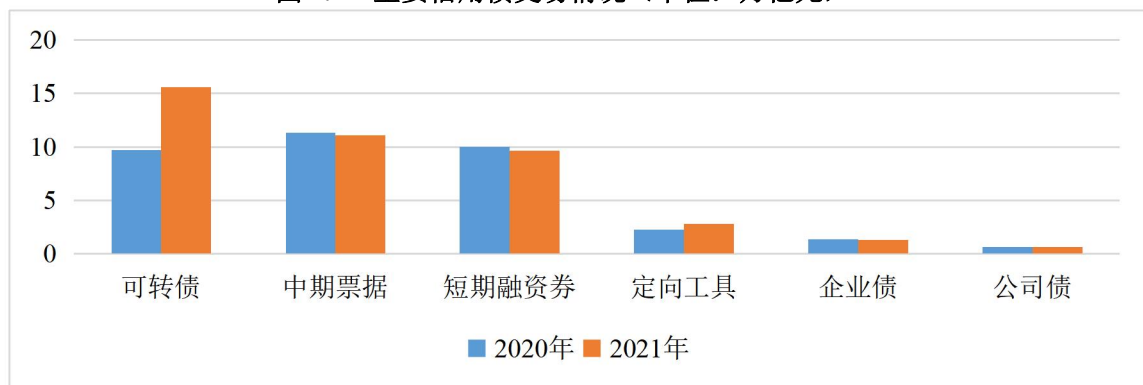
合计	30081	-20.70	504	-18.84	221266.47	14.56	7.36	9.79	148155.18	24.49
----	-------	--------	-----	--------	-----------	-------	------	------	-----------	-------

资料来源：Wind

### 3. 信用债交易量同比有所增长

本年度，信用债交易规模为 97.80 万亿元，同比增长 5.77%。分季度来看，信用债的交易规模呈逐季增长趋势。分券种来看，主要信用债中，可转债和定向工具的交易量较上年明显增长，同比分别增长 61.15%和 25.27%；短期融资券、中期票据、企业债和公司债的交易量均较上年小幅下跌，同比降幅均不超 6%。整体来看，2021 年，随着市场情绪的不断修复，信用债市场整体活跃度逐渐回暖，全年交易量已高于上年整体水平。

图 1.7 主要信用债交易情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind

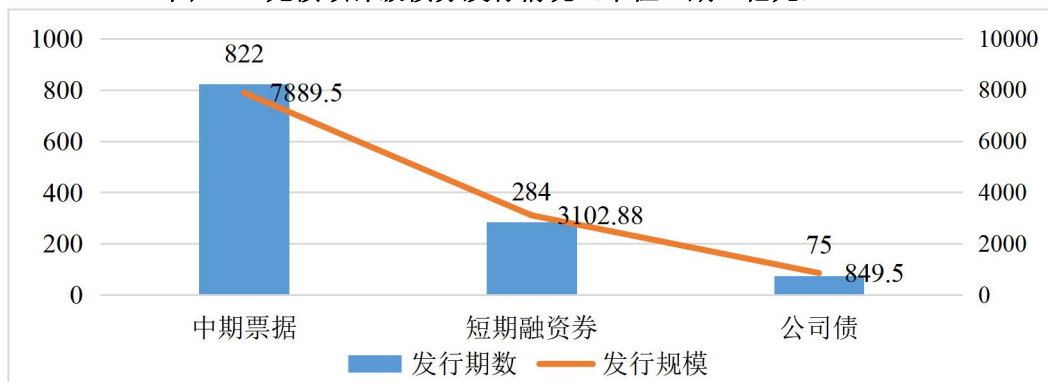
## 二、债券市场运行特征

### （一）取消强制评级后无债项评级短期融资券和中期票据占比较高

本年度，监管部门逐步取消了银行间市场和交易所市场债券发行的强制评级监管要求，新发行债券中无债项评级债券数量有所增加。本年度非金融企业所发中期票据、短融和公司债<sup>5</sup>共 4552 期，发行规模为 46446.56 亿元，其中无债项评级债券共 1181 期，发行规模为 11841.88 亿元，占比分别为 25.94%和 25.50%。无债项评级中期票据（822 期、7889.50 亿元）在中期票据总发行期数和规模中的占比分别为 32.26%和 31.77%；无债项评级短期融资券（284 期，3102.88 亿元）在短期融资券总发行期数和规模中的占比分别为 48.80%和 59.27%；无债项评级公司债（75 期，849.50 亿元）在公司债总发行期数和规模中的占比分别为 5.27%和 5.19%。整体来看，无债项评级短期融资券和中期票据占比较高。

<sup>5</sup> 统计信用等级样本中不包含私募债，以下同。

图 2.1 无债项评级债券发行情况（单位：期、亿元）



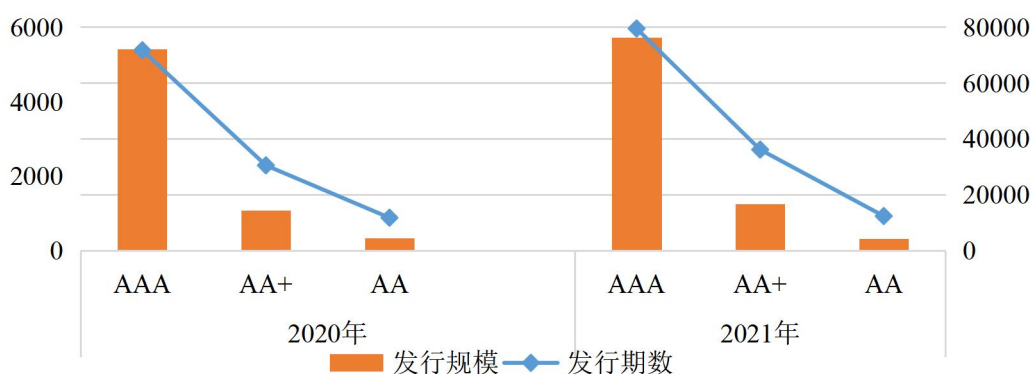
资料来源：Wind

## （二）非金融企业信用等级集中度整体变化不大

本年度，非金融企业所发债券的信用等级主要分布在 AAA 级至 AA 级<sup>6</sup>，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级债券发行期数和发行规模较上年均有所增长，AA 级债券发行期数有所增长，发行规模有所下降。AAA 级的发行期数和发行规模仍为最多，占比分别为 62.10%和 78.35%，较上年均略有下降；而 AA<sup>+</sup>发行期数和发行规模占比较上年均有小幅增长；AA 级发行期数和发行规模占比较上年有小幅下降。

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>级债券总占比略有上升，信用等级小幅向高级别集中，但整体变化不大。

图 2.2 非金融企业信用等级分布情况（单位：期、亿元）



资料来源：Wind

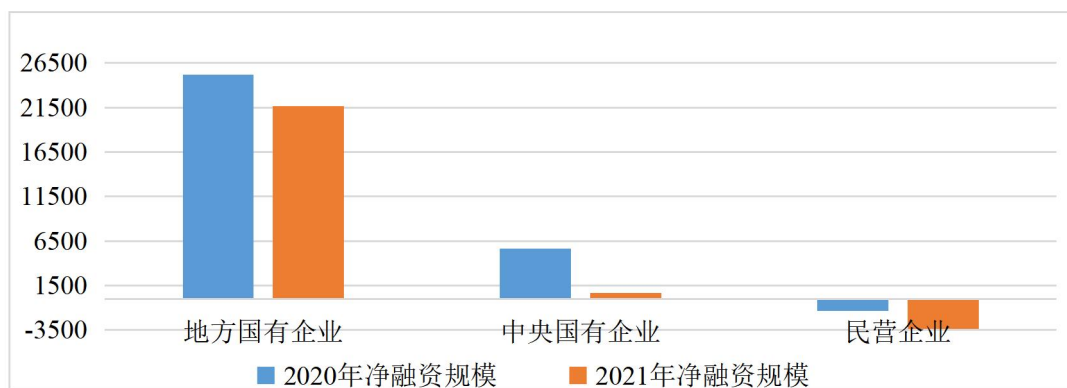
## （三）民营企业发行量和净融资规模继续下降

<sup>6</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。

从发行主体的企业性质来看，本年度，国有企业<sup>7</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 94.66%和 94.58%，较上年均有所增长。地方国有企业和中央国有企业发行规模较上年均有不同程度增长；民营企业所发债券期数和规模较上年均有所下降。公众企业、集体企业和其他企业<sup>8</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，本年度，国有企业和民营企业净融资规模<sup>9</sup>均有不同程度下降，地方国有企业净融资规模较上年下降 14.15%，中央国有企业净融资规模大幅下降 88.56%。而民营企业净融资规模持续为负，净融资流出规模大幅增长 144.62%。

图 2.3 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

#### （四）不同地区债券发行和净融资情况持续分化

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，湖南、江苏、江西和浙江发行期数和规模与上年相比增幅较显著，均在 20%以上；发行规模排名前十以外的地区中，香港的发行期数和发行规模较上年有 100%以上的增长。

从净融资情况来看，本年度，江苏、浙江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，湖北省的净融资规模与上年相比有较大的降幅，下降 32.76%；江西和重庆净融资规模较上年有较大的增幅，分别为 64.35%和

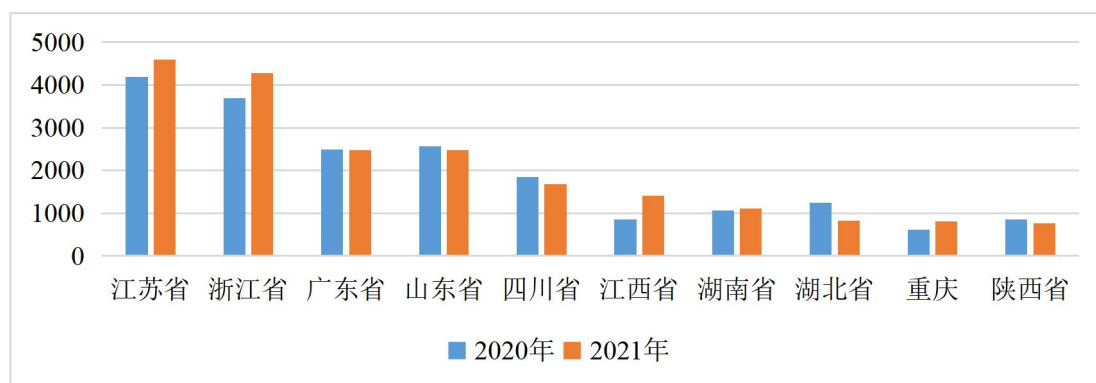
<sup>7</sup> 包括中央国有企业和地方国有企业。

<sup>8</sup> 含外资企业。

<sup>9</sup> 净融资规模按照发行起始日统计，统计样本含短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债和公司债（含私募债），以下同。

29.76%。在净融资规模排名前十之外的地区中，宁夏和河北的净融资规模较上年由正转负，降幅较大。

图 2.4 2021 年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 2021 年净融资规模由高到低排序

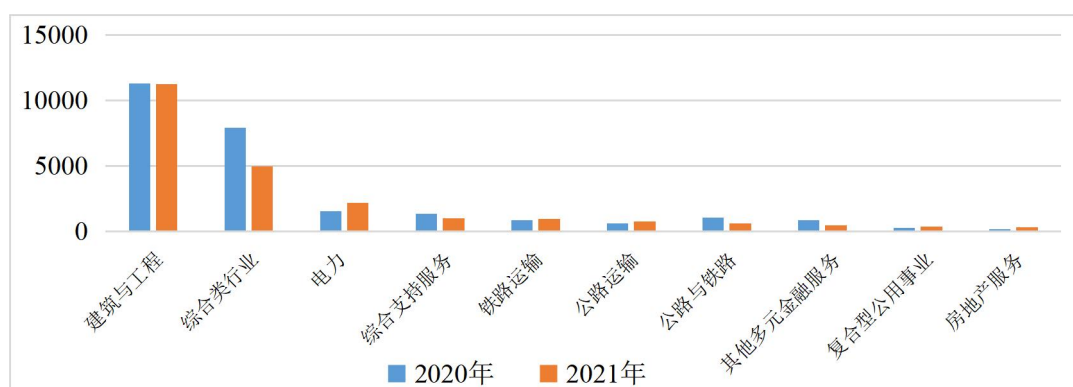
资料来源：Wind

#### （五）行业集中度进一步提高，净融资情况持续分化

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期数和发行规模均位居前三位，其中建筑与工程行业企业大部分为城投企业，所发债券的发行期数和规模均位居首位，发行期数与发行规模与上年相比分别有 31.24% 和 21.59% 的增幅。从行业集中度来看，本年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较上年均有所增长，行业集中度进一步提高。

从净融资情况来看，本年度，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，除综合类、综合支持服务、公路与铁路和其他多元金融服务行业净融资规模与上年相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。在净融资规模排名前十之外的行业，煤炭与供消费用燃料行业净融资规模降幅最大，可能受煤炭行业信用环境趋紧，叠加煤炭价格波动影响；房地产开发行业净融资规模也有较大降幅，主要由于一系列限制房地产融资的政策出台以及房地产企业违约事件增多，导致房地产行业融资持续收紧。

图 2.5 2021 年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 2021 年净融资规模由高到低排序

资料来源：Wind

## （六）创新券种发行量持续增长

2021 年，我国债券市场不断推出创新品种。全年共发行“碳中和债”152 期，合计发行规模 1675.09 亿元；发行“可持续发展挂钩债券”25 期<sup>10</sup>，合计发行规模 351.50 亿元；发行“乡村振兴债”125 期，合计发行规模 1017.20 亿元；发行“科技创新债券”23 期，合计发行规模 166.60 亿元；发行“高成长债”18 期，合计发行规模 145.50 亿元，满足了实体经济的融资需求。

## （七）信用利差整体有所收窄，期限利差表现分化

### 1. 中短期票据信用利差<sup>11</sup>整体收窄，期限利差表现分化

信用利差方面，本年度，各期限信用等级中短期票据信用利差整体均呈收窄态势，投资者在短端资质下沉。具体来看，2021 年 1 年期信用利差呈现出级别越低，收窄幅度越大的趋势，而 3 年期和 5 年期 AA<sup>+</sup>级信用利差收窄幅度均高于 AA 级，反映出投资者在短端资质下沉，而对中长端风险偏好仍较为谨慎。

表 2.1 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	52.08	-8.47	38.96	46.48	-12.37	37.03	50.38	-1.28	42.66
AA <sup>+</sup>	81.99	-26.62	53.16	92.98	-37.01	58.02	107.59	-32.55	71.05
AA	123.99	-55.62	78.14	132.05	-23.08	106.56	147.00	-9.96	127.98

注：变化情况为年末利差与年初利差的差值

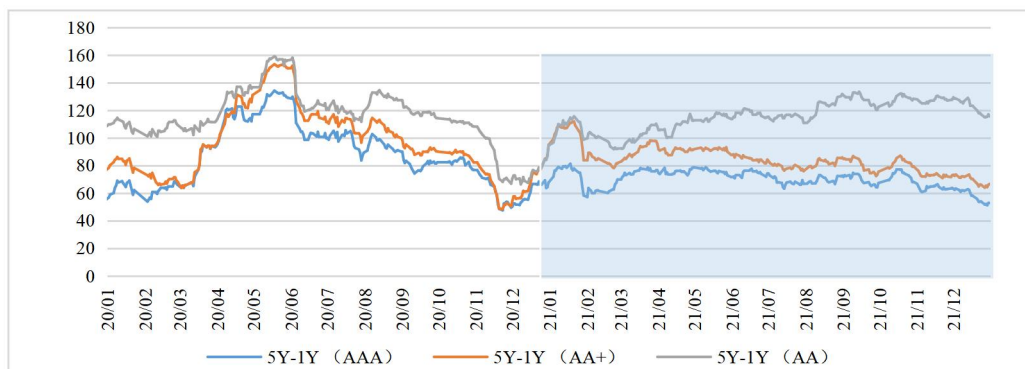
<sup>10</sup> 部分“可持续发展挂钩债券”、“碳中和债”、“乡村振兴债”和“科技创新债券”的分类存在重合的情况，统计时分别计入各券种，故存在重复计入的情况。

<sup>11</sup> 中短期票据信用利差为 1 年期、3 年期和 5 年期中债中短期票据收益率与同期限国债收益率的差值；其中中短期票据为银行间市场发行的短期融资券、中期票据、非公开定向融资工具、非公开资产支持票据以及中小企业集合票据。

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。本年度，AAA 级和 AA<sup>+</sup> 级期限利差呈收窄态势，但 AA 级期限利差不断走阔，表明投资者对低评级、长期债券品种的风险偏好持续降低。

图 2.6 2021 年中短期票据期限利差情况（单位：BP）



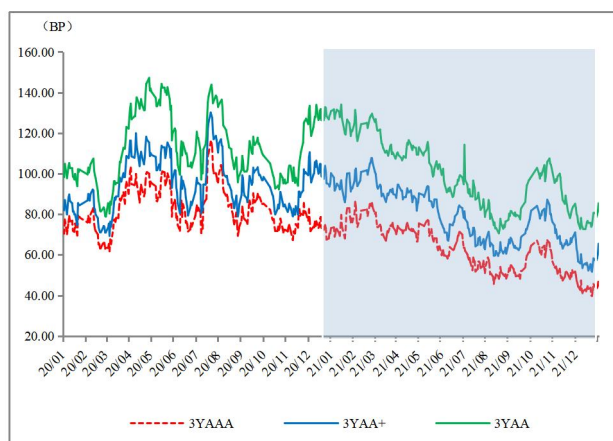
资料来源：Wind

## 2. 城投债和产业债信用利差整体均有所收窄，内部继续分化

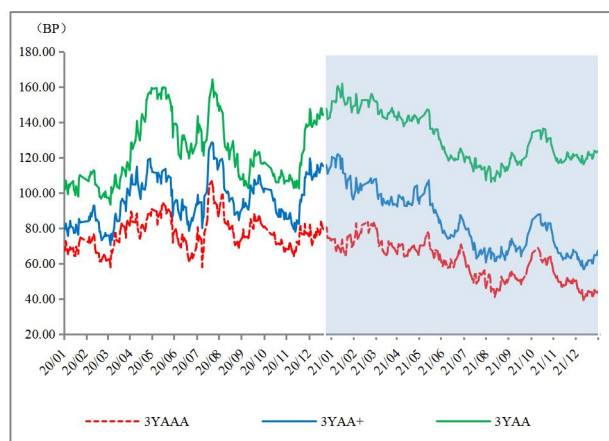
本年度，各级别产业债和城投债信用利差较年初均有所收窄，市场情绪整体有所修复。其中 AA 级城投债利差压缩幅度明显大于 AAA 级和 AA<sup>+</sup> 级，低评级中长端收益率下行幅度更大，而 AA 级产业债利差压缩幅度小于 AAA 级和 AA<sup>+</sup> 级，反映出投资者在城投债上有一定程度的资质下沉，但对尾部产业债主体的风险偏好仍然较低。分月份来看，1 月至 8 月各级别城投债及产业债信用利差均呈波动收窄态势；9 月至 10 月上旬，受房企违约风险抬升的影响，市场风险偏好更加谨慎，各级别城投及产业债的信用利差均明显回升；10 月下旬以来，信用利差逐步收窄后维持震荡，12 月下旬，市场资金面偏紧，利差有所回升。整体来看，本年度市场情绪不断修复，但市场对低资质产业债的风险偏好仍然谨慎。

图 2.7 各信用等级城投债利差走势情况

图 2.8 各信用等级产业债利差走势情况



资料来源：Wind



资料来源：Wind

### （八）信用债违约常态化发生

本年度，我国债券市场新增 23 家违约发行人<sup>12</sup>，共涉及到期违约债券 87 期，到期违约金额合计约 1015.76 亿元，新增违约发行人家数、期数和规模较 2020 年（30 家、98 期和 1019.36）均有所下降。新增违约发行人主要为民营企业，行业分布在房地产管理和开发行业、航空行业。整体来看，本年度信用风险常态化暴露。

本年度，我国债券市场重复违约<sup>13</sup>发行人 26 家，涉及到期违约债券 78 期，到期违约规模合计约 742.96 亿元，重复违约发行人家数、期数和规模较 2020 年（19 家、63 期和 367.41 亿元）均有所增长。

## 三、债券市场展望

**第一，债券市场发行量有望保持稳定，但内部分化持续。**当前我国经济进入快速复苏后的降速期，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，同时全球疫情仍在持续演进，外部环境更趋复杂严峻和不确定。在此背景下，2021

<sup>12</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>13</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。

年 12 月中央经济工作会议明确提出，稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，同时财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。预计 2022 年我国将维持稳健的货币政策，同时增强前瞻性、精准性和自主性，更加主动有为，发挥好货币政策工具总量和结构的双重功能，保持市场流动性的合理充裕，为债券市场的发展奠定相对稳定的资金面基础，债券发行量整体有望保持稳定。此外，政策将积极引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展、乡村振兴、社会民生等的支持，推动相关领域债券发行量的增长。与此同时，信用风险常态化背景下市场情绪仍然脆弱，不同行业、区域之间的分化或将持续。总体来看，我国债券市场发行规模有望保持稳定，但内部分化持续。

**第二，地方政府隐性债务及房地产严监管态势不变，但后续政策有望循序渐进，逐步趋稳。**地方政府隐性债务方面，2021 年以来，多部门联合出手强化监管，遏制隐性债务增长。2021 年 12 月，中央经济工作会议再次提出坚决遏制新增地方政府隐性债务，压实地方、金融监管等各方责任。预计 2022 年地方政府隐性债务严监管态势或将持续，结合中央经济工作会议强调“稳”字当头，且隐性债务存量化解为长期过程，后续政策有望循序渐进，逐步趋稳。房地产方面，中央始终坚持“房住不炒”总基调并将其列入“十四五”规划，但自 2021 年 9 月以来，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。在此背景下，预计 2022 年在延续“住房不炒”的同时，房地产调整政策将逐步趋稳，维护房地产业良性循环和健康发展。

**第三，我国债券市场对外开放程度将进一步加深。**近年来，我国债券市场持续加大对外开放力度，监管机构相继推出了一系列对外开放政策，不断加强金融市场基础制度建设、简化准入流程，债券市场开放实践经验不断丰富、制度保障更加健全。央行召开的 2022 年工作会议中指出，要继续推动出台金融基础设施监管办法，稳步推进债券市场改革开放。2022 年，随着我国构建双循环新发展格局的推进，相关机制和基础设施将不断完善，我国债券市场有望实现更大范围、更宽领域、更深层次的对外开放。

**第四，绿色债券创新产品将更加丰富，绿色债券市场制度建设有望进一步完善。**2021 年，在“双碳目标”下，我国向低碳经济转型迈出了坚实步伐，绿色债券产品创新及配套制度建设均取得了较大的发展，碳中和债、蓝色债券、可持续发展挂钩债券等创新产品不断涌现的同时，监管机构也陆续出台了相应的规

范性文件，绿色债券制度环境不断优化。2022 年，在“双碳目标”下，预计相关部门将进一步完善绿色债券认证评估体系、强化金融机构监管和信息披露要求、丰富绿色金融产品和市场体系。

**第五，债券市场中无评级债券或将进一步增加，监管部门将逐步强化对评级机构监管。**2021 年，监管部门发布了一系列政策逐步取消强制评级的制度性安排，将评级需求的主导权交还市场。随着取消强制评级的逐步实施，本年度非金融企业所发短融、中期票据和公司债中无债项评级的债券期数占比达 25.94%。未来随着取消强制评级的深化实施，预计我国债券市场上无评级债券数量将会逐步增多。一方面全球经济状况不容乐观，加之我国企业前期累积债务处于消化期，在去杠杆大背景下，信用债市场增量有限。另一方面，从国际经验看，以欧美市场为例，2010 年金融稳定理事会（FSB）发布《减少信用评级依赖的原则》后，欧美债券市场发行人取消债券评级的情况较多，截至 2020 年底，美国公司债券市场上未评级债券占比 45.82%；欧洲公司债券市场上未评级债券占比 72.30%。参照欧美债券市场未评级债券的占比，未来我国债券市场中无评级债券的占比可能进一步上升。此外，在防范化解重大金融风险的背景下，预计 2022 年，监管部门将进一步强化评级机构的事中、事后监管，完善各项配套指引，推动评级行业在评级方法、模型等方面不断完善，发挥信用评级在风险揭示和风险定价等方面的作用，更好的充当债券市场“守门人”的角色，推动评级行业健康、可持续发展。

**第六，风险事件仍将持续发生，但出现系统性风险的可能性较低。**2022 年，在稳增长的主基调下，我国经济下行压力依然存在，疫情零星反复、严峻复杂的国际环境等外生因素仍将给国内经济修复带来诸多挑战。2022 年我国债券市场主要信用债总偿还量或超过 12.30 万亿元<sup>14</sup>，较 2021 年（约为 13.90 万亿元）略有减少，但偿债压力仍然较大。在此背景下，杠杆较高、有较大集中偿付压力的弱资质发债主体出现信用风险的概率仍然较大；预计 2022 年信用风险事件仍会持续发生，但在积极的财政政策和稳健的货币政策下，出现系统性风险的可能性较低。

总体来看，2022 年，我国宏观经济下行压力仍然较大，经济工作将坚持稳中求进的总基调，力求经济实现质的稳步提升和量的合理增长。我国财政政策将更加积极有为，同时注重精准、可持续，助力扩大内需，增强发展内生动力；稳

<sup>14</sup> 总偿还量为到期还款量以及将于 2022 年发行且于年内到期超短融的情况，假定超短融发行与到期与 2021 年情况大致相当。

健、灵活适度的货币政策将继续为债券市场提供合理充裕的流动性，债券发行量有望保持稳定，但市场风险偏好谨慎背景下内部分化将持续；在双碳目标以及对外开放进程持续推进的背景下，绿色金融体系将逐步完善，国际化水平将进一步提升；在防范化解政府隐性债务风险和“房住不炒”的政策基调下，短期内针对城投和房地产行业的调控难言放松；此外，债券市场仍面临较大信用风险，信用风险事件将持续发生，但出现系统性风险的可能性较低。