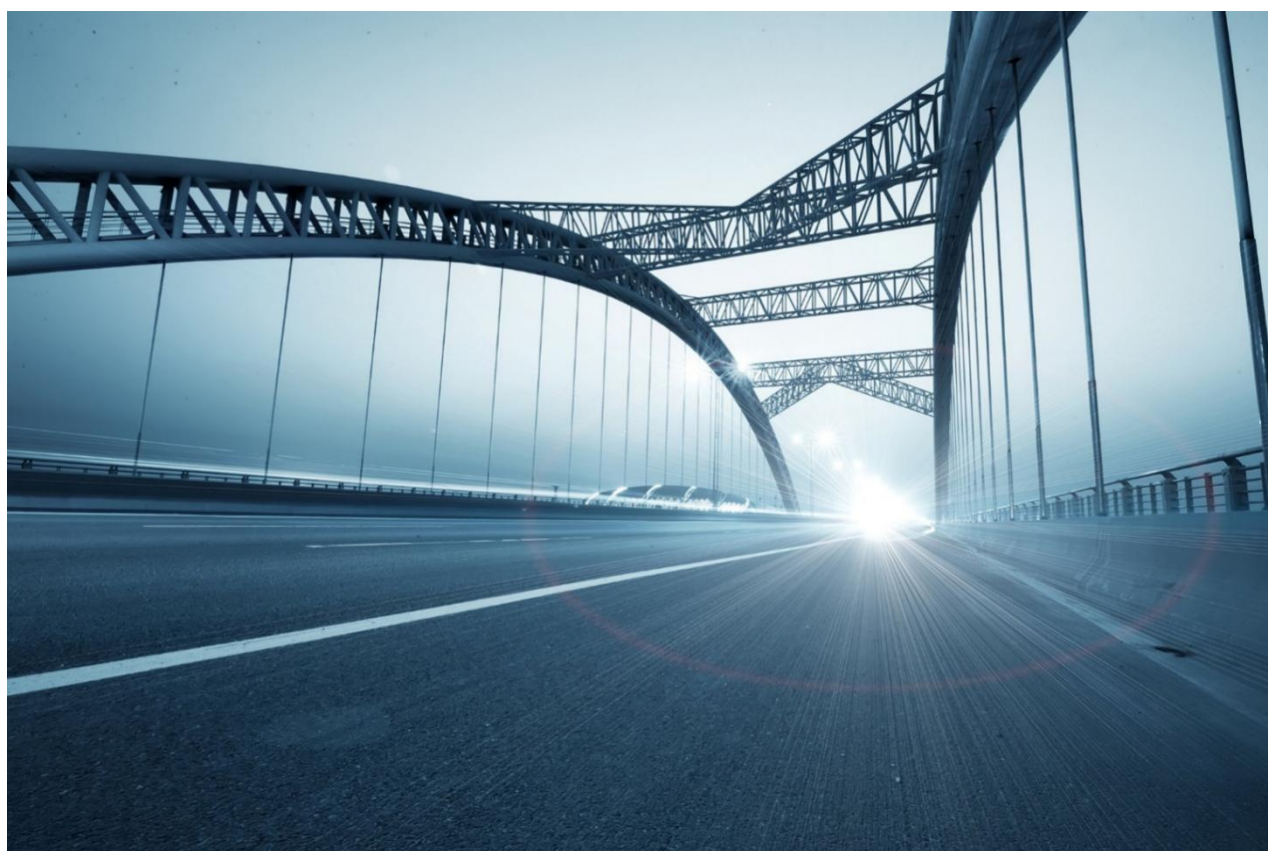


2025 年上半年债券市场发展报告

2025 年 7 月 31 日



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

2025 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:

2025 年上半年,我国经济呈现向好态势,社会信心持续提振,高质量发展扎实推进,但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。在此背景下,监管部门多措并举,进一步完善债券市场体制机制,创新推出债市“科技板”,推动绿色等领域债券融资,推进债券市场对外开放,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、法制化、国际化水平进一步提升。

债市整体运行方面,2025 年上半年,人民银行实施适度宽松的货币政策,灵活把握政策实施的力度和节奏,保持流动性合理充裕。利率债收益率总体呈现先升后降态势,信用债发行利率有所下降。利率债和信用债发行总量同比均稳步提升。

信用债运行方面,2025 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增加。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,央企和民企债券发行量继续回升。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。信用风险呈现收敛态势。

展望 2025 年下半年,债市收益率有望维持低位波动,信用利差仍有下行机会;债券市场发行规模有望稳步增长,发行结构或有所分化;债券市场信用风险将持续收敛,违约率或处于历史低位。

一、债券市场政策回顾

2025 年上半年,外部环境更趋复杂严峻,世界经济增长动能减弱,贸易壁垒增多,主要经济体经济表现有所分化,通胀走势和货币政策调整存在不确定性,我国经济呈现向好态势,社会信心持续提振,高质量发展扎实推进,但仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战。在此背景下,监管部门多措并举,持续完善债券市场体制机制,创新推出债市“科技板”,推动绿色等领域债券扩容,推进债券市场对外开放,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、法制化、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。一是完善信息披露制度，2025 年 3 月，沪、深、北交易所修订审核规则适用指引¹，相较于原指引，本次修订扩展了应当关注的特定情形，强化了对发行人偿债能力的信息披露及核查要求，加强了信息披露一致性核查要求，明确了廉洁从业相关信息披露及核查要求等。政策的发布有助于进一步强化公司债券发行准入监管，提升债券审核透明度。二是规范债券承销行为。2025 年 6 月，交易商协会发布《关于加强银行间债券市场发行承销规范的通知》，指出债券承销机构不得以“返费”等手段扭曲市场价格；不得以低于成本的承销费率报价参与债券项目竞标。政策的发布有助于打击债券承销乱象，进一步规范债券承销行为。三是创新公司债券续发业务。2025 年 5 月，交易所发布《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》，在公司债券续发行定义、材料准备、发行上市流程、中介机构职责、做市机制衔接等方面作出安排，为相关市场主体提供明确的指导。在此之前，债券续发行在国债、政策性金融债、地方债等品种均有成熟应用，但在公司信用类债券中仍属于较为创新的方式。政策的发布标志着公司债券续发行工作正式开启，有助于满足市场主体在投融资两端的需求，强化一二级市场联动，激发二级交易活力，提升债券市场流动性。

发展债券指数化产品。2025 年 1 月，证监会发布《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》，指出稳步拓展债券 ETF，持续丰富债券 ETF 产品供给，支持推出不同久期利率债 ETF、基准做市信用债 ETF，研究将信用债 ETF 纳入债券通用回购质押库。同时还提出优化 ETF 注册发行安排、完善运作机制、提高指数编制质量，降低指数基金投资成本，推动指数投资双向开放等措施。2025 年 3 月，沪、深交易所发布《关于债券交易型开放式基金开展通用质押式回购交易相关事项的通知》，指出开展债券 ETF 通用质押式回购。投资者当日买入的债券 ETF 份额，当日可以申报作为质押券。上述政策的发布有助于丰富进一步债券指数产品体系，优化指数化投资生态，降低指数基金投资成本，提升债券 ETF 流动性，满足投资者多样化的投资需求。

规范债券估值业务发展。2025 年 4 月，交易商协会发布《银行间债券市场债券估值业务自律指引（试行）》，主要包括四方面内容，一是细化估值机构估值生产全过程的规范要求；二是聚焦市场反映突出的透明度不足等问题，提出完善举措；三是建

¹ 《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（2025 年修订）》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》和《北京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》。

立估值机构、估值用户、第三方审计等对估值结果的多层次校验机制；四是明确估值业务禁止性行为。有助于进一步规范债券估值管理，提升债券估值质量和透明度，强化市场价格发现功能，推动债券市场高质量发展。

（二）创新推出债市“科技板”

2025 年 2 月，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，指出推动科技创新公司债券高质量发展，优化发行注册流程，鼓励有关机构按照市场化、法治化原则为科技型企业发债提供增信支持，探索开发更多科创主题债券；将优质企业科创债纳入基准做市品种，加大交易所质押式回购折扣系数的政策支持；探索知识产权资产证券化业务等。2025 年 3 月，国务院发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，指出扩大重点领域债券发行规模，丰富债券产品谱系，发展科技创新债券等特色产品；完善科技创新债券发行管理机制，鼓励通过创设信用保护工具、担保等方式提供增信支持；鼓励金融机构发行专项金融债券用于科创等领域等。2025 年 4 月，金融监管总局发布《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》，指出支持科技型企业债券融资，鼓励银行机构为符合条件的科技型企业发行科创票据、资产支持票据、资产担保债券等提供承销服务；支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度，推动保险机构投资资产支持计划等证券化产品。2025 年 5 月，人民银行、证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（以下简称“8 号文”），从丰富科技创新债券产品体系和完善科技创新债券配套支持机制等方面，对支持科技创新债券发行提出若干举措。同日，沪、深、北交易所发布《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》，交易商协会发布《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》，进一步提出细化支持措施，我国债市“科技板”正式落地。2025 年 5 月，人民银行等七部门发布《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，指出支持创业投资机构、产业投资机构发债融资，拓宽直接融资渠道。同时指出健全债券市场服务科技创新的支持机制，包括：建立债券市场“科技板”；推动科技创新公司债券高质量发展，将优质企业科创债纳入基准做市品种，引导推动投资者加大科创债投资；丰富银行间债券市场科技创新债券产品，完善科技创新债券融资支持机制；发挥信用衍生品的增信作用，加大对科技型企业、创业投资机构和金融机构等发行科技创新债券的支持力度等。上述政策的发布有助于引导债券资金更加高效、便捷、低成本投向科技创新领域，提升债券市场服务科技创新水平。

（三）支持绿色等领域债券扩容

做好“绿色金融大文章”。一是鼓励企业发行绿色债券。2025 年 2 月，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，指出持续优化绿色债券标准，统一募集资金用途、信息披露和监管要求，研究完善评估认证标准；鼓励评级机构将环境信息指标纳入债券发行评级方法；支持符合条件的绿色产业企业发行上市、融资并购及发行绿色债券、绿色资产支持证券；进一步提升绿色债券申报受理及审核注册便利度等。2025 年 2 月，金融监管总局发布《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》，指出银行机构要规范开展绿色债券业务，加强募集资金管理，积极支持绿色低碳发展；保险公司要加强保险资金运用，通过投资绿色债券、绿色资产支持证券、保险资产管理产品等形式参与绿色项目投资。2025 年 3 月，国务院发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，指出发展碳中和债券、转型债券等特色产品，加大绿色、小微、“三农”等专项金融债券的发行力度。2025 年 3 月，上交所发布《关于进一步做好金融“五篇大文章”行动方案》，指出支持符合条件的绿色企业发行债券，强化上市公司环境信息披露，细化绿色债券定期报告披露要求；丰富绿色债券、气候转型、ESG 相关指数与投资品种等。上述政策的发布有助于推动绿色债券的发行和投资，推动绿色债券市场进一步扩容。二是优化绿色熊猫债发行机制。2025 年 2 月，交易商协会发布《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》，明确绿色熊猫债发行机制：一是引入框架发行，外国政府、国际开发机构（以下简称“两类机构”）和优质境外主体可使用其绿色债券框架发行绿色熊猫债。二是对于两类机构，在绿色项目认定依据、募集资金管理方式、存续期信息披露等方面，允许其采取与国际市场惯例相一致的安排。三是对于境外非金企业，增加使用中欧《可持续金融共同分类目录报告-减缓气候变化》和欧盟《可持续金融分类方案-气候授权法案》作为绿色项目的认定依据。政策的发布有助于进一步优化绿色熊猫债的发行机制，有效提升境外机构发行绿色熊猫债的便利性。

支持民营企业债券融资。2025 年 3 月，交易商协会发布《银行间债券市场进一步支持民营企业高质量发展行动方案》，提出加大产品创新服务民营企业，做好金融“五篇大文章”，优化民营企业债券融资环境，提升注册发行服务质效，完善民营企业债券估值方法，提高二级市场流动性，加大民营企业债券融资支持工具服务力度等一些列措施。2025 年 4 月，《民营经济促进法》正式出台，作为我国第一部专门关于民营经济发展的基础性法律，指出支持符合条件的民营经济组织通过发行股票、债券等方式平等获得直接融资。上述政策的发布有助于保障民营企业的合法权益，进一步扩大民营企业的债券融资规模。

支持体育领域债券发行。2025 年 4 月，人民银行发布《关于金融支持体育产业高质量发展的指导意见》，指出引导金融机构运用小微企业专项金融债募集资金支持体育企业发展；支持运营模式相对成熟、市场竞争力强、认可度高的体育企业选择债务融资品种进行信用融资；支持符合条件的体育企业发行公司债券，用于投资规模大、回报周期长的体育产业项目；支持符合条件的体育企业运用增信方式提升融资主体债务信用等级、增强债务履约保障水平、提高融资可得性、降低融资成本等。政策的发布有助于支持体育领域金融债和公司信用类债券的发行，促进债券市场进一步扩容。

支持消费领域债券融资。2025 年 6 月，人民银行等六部门发布《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，意见指出支持符合条件的文化、旅游、教育等服务消费领域企业发行债券。鼓励符合条件的科创企业通过债券市场募集资金，推动智慧养老、智能医疗等消费产品提质升级。支持符合条件的消费金融公司、汽车金融公司、金融租赁公司发行金融债券，拓宽资金来源，扩大消费信贷规模。政策的发行有助于推动上述消费领域债券发行，推动债券市场进一步扩容。

（四）推进债券市场对外开放

2025 年 7 月，在“债券通周年论坛 2025”上，人行与香港金管局公布三项对外开放优化措施，包括扩大南向通参与机构范围，加入券商、保险公司、理财及资产管理公司；优化离岸人民币债券回购业务，允许回购期间债券再质押使用；优化互换通运行机制等。政策的发布有助于支持更多境内投资者走出去、投资离岸债券市场，便于境外投资者开展流动性管理，满足投资者利率风险管理需求等，进一步提升我国债券市场的对外开放水平。

（五）推动评级行业高质量发展

支持评级行业创新发展。2025 年 3 月，中办、国办发布《关于健全社会信用体系的意见》，指出大力培育信用服务市场。创新信用评级、信用评价、信用评分、信用报告、信用核查、信用管理、信用咨询以及环境、社会和治理评价等业务模式，有效支撑信用经济发展；规范信用服务机构参与社会信用体系建设行为；支持国内信用服务机构与共建“一带一路”国家、金砖国家开展独立、公正的第三方信用服务合作，推动国内信用评级机构国际化发展等。政策的发布有助于进一步推动信用评级行业产品和服务模式创新，推动评级行业“走出去”，提升评级行业的国际化水平。

支持评级机构服务债市“科技板”。2025 年 5 月，人民银行、证监会发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，指出信用评级机构可根据股权投资机构、

科技型企业及科技创新业务的特点，打破传统以资产、规模为重心的评级思路，合理设计专门的评级方法和评级符号，提高评级的前瞻性和区分度。同日，交易商协会发布《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》，指出鼓励评级机构结合科技型企业、股权投资机构等行业特点，设置评级方法和模型，反映企业成长趋势，前瞻性设置量化指标，推动科学、准确反映科技创新企业的信用状况和市场价值。有助于推动各家评级机构的科技创新企业评级模型加速落地，为市场提供更加贴合科创企业情况的评级结果，充分地揭示科创债券及其发行人的信用风险，降低投资人与科创企业间的信息不对称水平。

（六）加强债券市场风险管控

优化信用风险缓释工具管理机制。2025 年 6 月，交易商协会修订《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》《信用风险缓释凭证业务指引》，并发布配套细则²，此次修订的核心优化内容包括：一是创设机构备案要求与核心交易商解绑，简化备案流程。拓展挂钩标的至参考实体，且 CRMW 产品不再单独设置杠杆率要求。二是结合 CRMW 特点优化创设流程，如简化信息披露要求，允许挂钩存续期债券的定向产品采用询价方式创设等。三是强化参与者权责关系，对未按规定信息披露、破坏市场秩序等作出禁止性规定。政策的发布有助于形成覆盖 CRMW 业务全环链的制度框架，便利机构规范展业，助力防范化解信用风险。

完善违约处置机制。一是规范债务重组类债券置换。2025 年 3 月，沪深交易所发布《关于开展债务重组类债券置换业务有关事项的通知》，明确债务重组类债券置换业务的概念、流程和要求。指出发行人应当为债务重组类置换债券聘请受托管理人并签订受托管理协议，置换债券受托管理人原则上应当在标的债券受托管理人范围内选定，发行人开展债务重组类债券置换业务，应当向标的债券全体持有人发出置换要约邀请，并在要约申报起始日前披露置换方案、置换协议等。政策的发布有助于进一步规范债务重组类债券置换业务，强化信用风险管理工具的效能，防范化解公司债券信用风险，切实保障投资者合法权益。二是健全多元化纠纷化解机制。2025 年 5 月，证监会、最高法发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》，指出健全证券期货纠纷多元化解机制；鼓励通过调解等非诉讼方式化解证券纠纷，总结以保全促进调解等地方经验，优化诉调对接机制，加大立案后委托证券行业专业调解组织调解力度，完善“示范判决+批量调解”机制；强化债券违约处置中

² 《信用风险缓释凭证信息披露操作细则》《信用风险缓释凭证创设定价操作细则》《信用风险缓释凭证持有人会议规程》。

的沟通协调，提高违约债券法治化处置出清效率等。政策的发布有助于进一步丰富债券违约调节方式，提高违约债券处置效率，畅通投资者退出渠道。

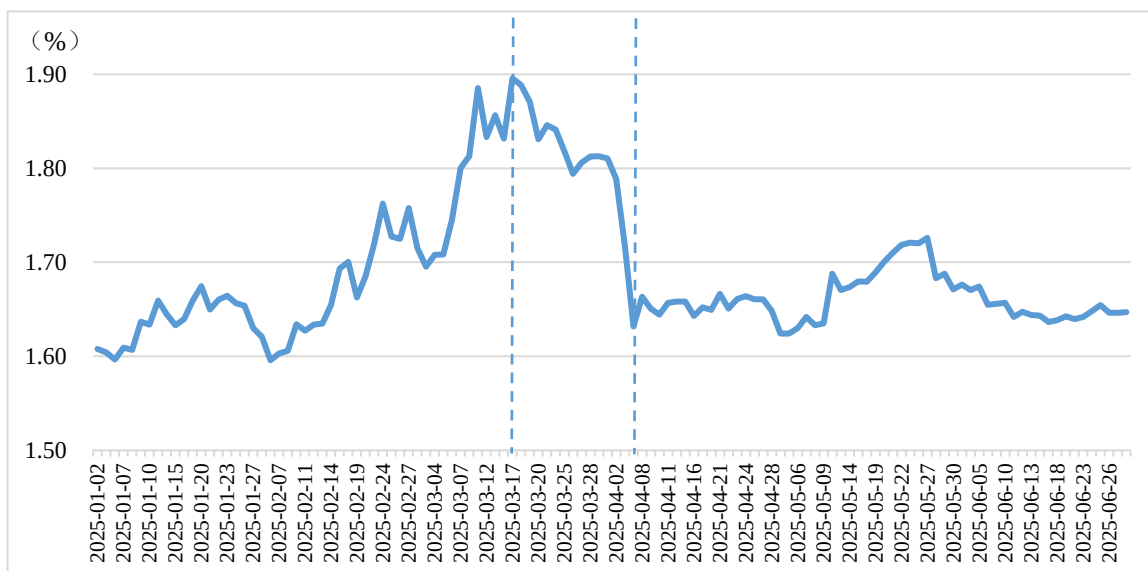
二、债券市场整体情况

2025 年上半年，人民银行实施适度宽松的货币政策，灵活把握政策实施的力度和节奏，保持流动性合理充裕。我国债券市场共发行各类债券 44.33 万亿元，同比上升 15.82%，除同业存单外，各类债券合计发行 26.95 万亿元，同比下降 22.62%。截至 2025 年 6 月末，我国各类债券存量规模达到 188.11 万亿元，较 2024 年末（163.64 万亿元）增长 14.95%。

（一）利率债

1. 利率债收益率总体呈现先升后降态势

2025 年上半年，我国国债收益率总体呈现先升后降态势。第一阶段，年初至 3 月中上旬，受经济数据超预期、政策预期修正以及资金面收敛等多重因素影响，债市收益率震荡上行，10 年期国债收益率从年初 1.6% 升至 1.9%。第二阶段，3 月中下旬至 4 月上旬，央行态度边际缓和，美国推出“对等关税”政策，市场避险情绪急速升温，10 年国债收益率快速下行。第三阶段，4 月中旬至 6 月末，关税博弈反复，央行态度趋缓，市场流动性改善，10 年期国债收益率持续低位震荡。



资料来源：Wind

图 2.1 2025 年上半年 10 年期国债利率走势

2. 财政靠前发力，利率债发行规模同比大幅增长

2025 年上半年，债券市场共发行利率债 16.52 万亿元，同比增加 35.46%。其中，

国债发行 7.70 万亿元，发行规模同比增长 30.06%，主要受中央财政靠前发力，特别国债集中发行所致。受地方债发行提速，新增专项债项目审核权下放等因素影响，上半年，地方政府债发行规模达 54.36 万亿元，同比增长 59.94%。稳增长背景下，政策性银行持续加大对国家重大项目和重点领域薄弱环节的资金投放，政策性银行债发行规模为 33.86 万亿元，同比上升 17.66%。截至 2025 年 6 月末，我国债券市场利率债品种存量规模为 116.49 万亿元，较上年末增长 8.23%。

表 2.1 2025 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		2025 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	1167	37.94	131374.57	40.95	894211.01	9.55
国债	95	4.40	77018.50	30.06	376714.96	9.86
地方政府债	1072	41.99	54356.07	59.94	517496.05	9.32
政策性银行债	391	-4.87	33862.40	17.66	270680.60	4.09
合计	1558	23.95	165236.97	35.46	1164891.61	8.23

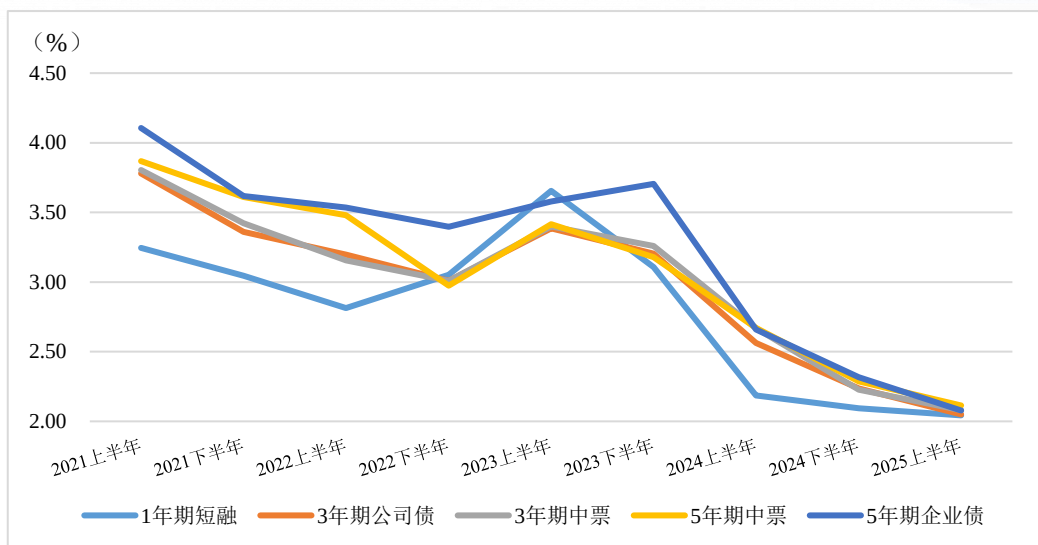
注：发行情况按发行起息日统计；数据导出日为 2025 年 7 月 7 日，以下同

资料来源：Wind

(二) 信用债

1. 主要信用债发行利率有所下降

2025 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 2.04%，较上年（2.19%）下降 14.26BP；AAA 级主体所发 3 年期公司债的平均发行利率为 2.05%，较上年（2.56%）下降 51.31BP；AAA 级主体所发 3 年期中期票据的平均发行利率为 2.08%，较上年（2.67%）下降 58.74BP；AAA 级主体所发 5 年期中期票据的平均发行利率为 2.11%，较上年（2.67%）下降 55.65BP；AAA 级主体所发 5 年期企业债的平均发行利率为 2.08%，较上年（2.66%）下降 58.03BP。



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—2025 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

2025 年上半年，信用债³发行规模达到 10.16 万亿元，较上年同期上升 6.72%。其中，一般中期票据、公司债⁴和超短期融资券的发行规模占比分别为 25.11%、20.94% 和 15.27%，是发行规模占比居前的信用债品种。截至 2025 年 6 月末，信用债存量规模为 48.77 万亿元，较上年同期上升 6.74%。

(1) 非金融企业债券发行量与上年同期基本持平

2025 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、一般公司债和私募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。其中企业债发行规模同比降幅达 63.40%，主要由于企业债监管职责划转至证监会后，审核标准趋严所致。超短融和一般短融发行规模的同比降幅均在 20% 左右，公司债和中期票据的发行规模均有 15% 左右的同比增幅，主要由于低利率环境下，企业更倾向于发行长期债券，以锁定较低的融资成本。此外，化债背景下，监管持续加强对城投企业的融资约束，PPN 的发行规模同比下降 18.64%。截至 2025 年 6 月末，非金融企业债券存量为 29.98 万亿元，较 2024 年末上升 3.49%。

³ 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。

⁴ 包括一般公司债和私募债。

表 2.2 2025 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		2025 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	1521	-24.18	15691.52	-21.60	16165.48	14.83
短融	320	-5.04	2256.34	-19.40	5204.79	-15.41
中期票据	2458	2.93	24604.90	15.58	121909.60	7.18
企业债	24	-53.85	143.21	-63.40	14156.35	-11.32
公司债	2833	26.70	21521.88	14.69	123355.94	3.44
一般公司债	859	23.60	8689.54	11.86	58238.78	2.38
私募债	1974	28.10	12832.34	16.69	65117.16	4.40
定向工具	563	-13.25	2943.81	-18.64	18992.85	-7.24
合计	7719	0.67	67161.66	0.43	299785.04	3.49

资料来源：Wind

(2) 非政策性金融债发行量同比有所上升

2025 年上半年，金融机构发行非政策性金融债 537 期⁵，总发行规模为 2.40 万亿元，发行期数和规模同比均有所上升。除其它金融机构债外，其余各类券种的发行规模均有所上升。其它金融机构债的发行规模大幅下降近 50%，主要由于消费金融公司债券发行节奏放缓所致。受保险公司补充资本、提高偿付能力以及降低融资成本等因素影响，保险公司债券融资需求大幅上升，上半年，保险公司债发行规模同比增幅达 120.44%。商业银行债发行规模同比增幅达 65.40%，主要由于低利率环境下，商业银行通过债券融资优化负债结构、降低融资成本等因素所致。此外，上半年，证券公司密集发债“补血”夯实资本实力，通过债务置换优化负债结构，证券公司债和证券公司短期融资券的发行规模同比增幅均在 15%左右。截至 2025 年 6 月末，非政策性金融债券存量为 14.61 万亿元，较上年末增长 3.94%。

表 2.3 2025 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		2025 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	83	33.87	8465.00	65.04	38035.60	6.36
商业银行次级债券	57	-3.39	8825.60	1.97	72578.35	6.46
保险公司债	11	83.33	496.00	120.44	3996.20	-1.02
证券公司债	237	36.21	3875.98	14.65	23421.37	-3.35
证券公司短期融资券	114	12.87	1758.70	15.39	2942.90	-12.39
其它金融机构债	35	-36.36	605.00	-49.07	5145.25	2.45
合计	537	17.51	24026.28	19.52	146119.67	3.94

⁵ 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。

资料来源：Wind

(3) 资产支持证券发行量同比有所上升

2025 年上半年，资产支持证券发行期数和规模同比均有所上升。其中交易商协会主管 ABN 的发行期数和规模均有所增加，主要由于交易商协会持续完善 ABN 制度框架，鼓励绿色金融、消费金融、小微企业贷款等优质资产入池，叠加互联网平台等金融机构重启消费金融类 ABN 发行所致。受消费贷款 ABS 大幅增长以及基础资产类型持续丰富影响，上半年证监会主管 ABS 发行量同比增长 49.02%；受消费金融和涉房类 ABS 发行疲软影响，金融监管局主管 ABS 的发行量同比下降 22.88%。截至 2025 年 6 月末，资产支持证券存量为 3.30 万亿元，较上年末上升 0.08%。

表 2.4 2025 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		2025 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	777	56.34	2592.76	49.02	6357.34	2.29
证监会主管 ABS	2014	33.73	6197.37	32.38	22692.72	3.61
金融监管局 ABS	224	16.06	958.85	-22.88	3969.17	-18.60
合计	3015	37.30	9748.98	27.19	33019.23	0.08

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) 其它信用债发行规模同比有所上升

2025 年上半年，其它信用债⁶的发行规模同比有所增长。其中，可转债发行规模同比增幅达 134.50%，主要由于转债市场信用环境逐步改善，正股市场行情回暖，转债交投情绪升温所致。截至 2025 年 6 月末，其它信用债存量为 22.00 万亿元，较上年末增长 7.98%。

表 2.5 2025 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		2025 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	20	66.67	302.75	134.50	6644.74	-9.44
可交换债	10	11.11	112.50	-46.93	1061.41	-6.10
国际机构债	4	-33.33	235.00	11.90	1030.00	13.19
同业存单	11299	-17.31	173840.70	6.58	211244.90	8.69
合计	11333	-17.22	174490.95	6.62	219981.05	7.98

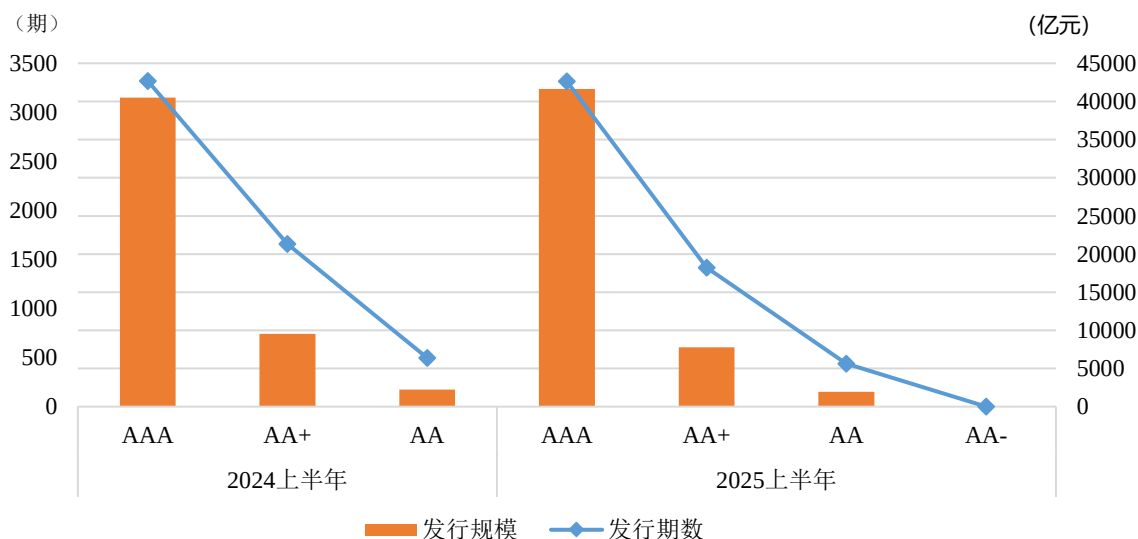
资料来源：Wind

⁶ 包括可转债、可交换债、国际机构债和同业存单。

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

2025 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⁷，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 99.88%和 99.95%。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 64.01%和 81.04%，占比较去年同期（60.62%和 77.47%）进一步上升；AA⁺级和 AA 级主体所发债券的期数和规模占比均略有下降。



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

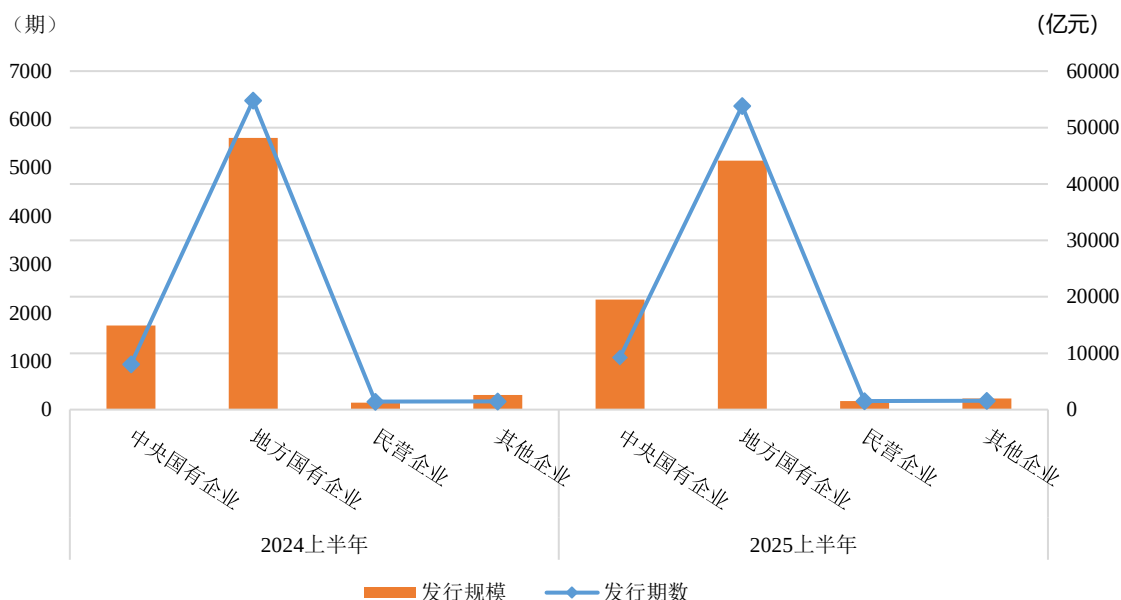
2025 年上半年，市场中无评级债券共发行 6546 期，占总发行期数的比例为 84.80%，较去年同期（6333 期，占比 82.59%）有所增加。其中，无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总发行期数的比例为 98.44%、80.07%和 56.11%，较去年同期占比（95.55%、75.25%和 45.32%）均有所增加。

（二）地方国有企业债券发行量占比有所下降，央企和民企债券发行量继续回升

从发行主体的企业性质来看，2025 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，但发行期数和规模占比同比均有所下降，主要由于政策延续“控增化存”主基调不变，城投债发行严监管态势延续，城投债供给减少所致。中

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。

央国有企业和民营企业债券发行期数和规模占比均有所上升，主要由于低利率环境下，企业债券融资成本下行，融资需求增长所致。公众企业、集体企业和其他企业⁸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

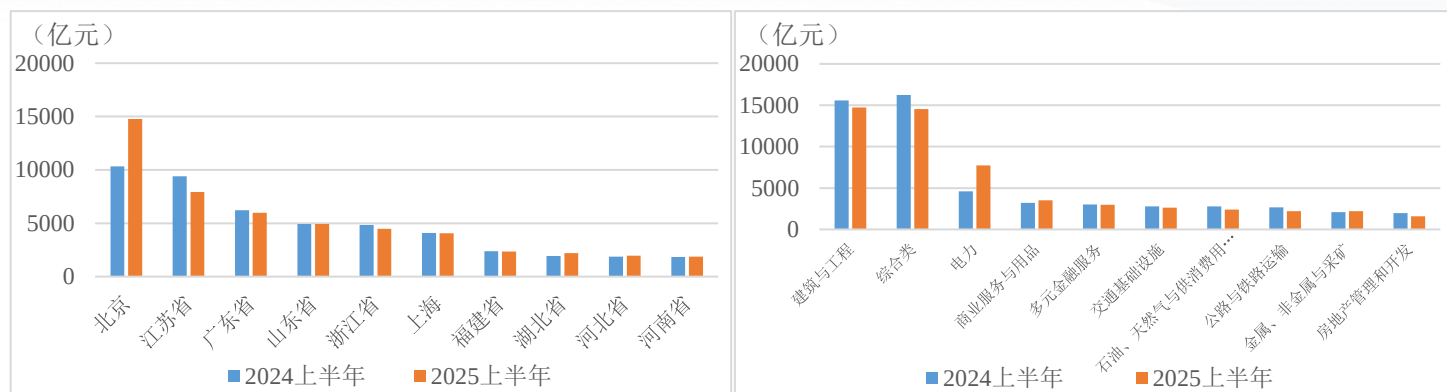
（三）非金融企业债券发行人涉及的区域和行业保持分化态势

从发行主体的所属地区来看，2025 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，北京、湖北、河北和河南的非金融企业债券发行规模同比均有所增长，其余省份的非金融企业债券发行规模均有所下降。

从行业分布来看⁹，2025 年上半年，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。发行规模排名前十的行业中，电力、商业服务与用品、金属、非金属与采矿行业的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。

⁸ 含外资企业。

⁹ 按照 Wind 三级行业划分。



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

2025 年上半年，可持续发展挂钩债券和低碳转型挂钩债券发行量有所下降，但碳中和债、乡村振兴债和科技创新债券¹⁰发行量均实现了大幅增长，有效地助力了经济的高质量发展。

表 2.6 2025 年上半年创新品种债券发行情况

券种类别	2025 年上半年		2024 年上半年		发行期数 同比 (%)	发行规模 同比 (%)
	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	95	771.48	72	602.54	31.94	28.04
可持续发展挂钩债券	40	249.50	43	280.02	-6.98	-10.90
低碳转型挂钩债券	13	73.50	13	78.57	0.00	-6.45
乡村振兴公司债	31	223.88	10	84.00	210.00	166.52
科技创新债券	833	9968.56	540	5346.82	54.26	86.44

资料来源：Wind

¹⁰ 2025 年 5 月 7 日前，科技创新债券统计口径包含科技创新公司债券和科创票据。

（五）信用风险呈现收敛态势

2025 年上半年，我国债券市场新增 8 家违约发行人¹¹，共涉及到期违约债券 10 期，到期违约金额合计约 81.99 亿元；新增违约发行人家数较上年同期（6 家）有所增加，主要受破产重整主体数量较多影响，涉及到期违约债券期数和违约金额同比（11 期、138.21 亿元）有所减少。违约企业以民营企业为主。此外，2025 年上半年新增展期发行人 1 家，涉及展期债券 5 期，展期规模 9.17 亿元，展期期数较上年（4 期）有所增加，展期家数及规模较上年（3 家和 22.74 亿元）均有所减少。整体来看，债券市场信用风险呈现收敛态势。

四、债券市场展望

（一）债市收益率有望维持低位波动，信用利差仍有下行机会

利率债方面，从基本面来看，上半年，我国 GDP 同比增长 5.3%，显著好于全年目标 5%，短期内政策刺激必要性有所下降，但二季度 GDP 平减指数继续下滑，指向价格仍在寻底。从 6 月份经济数据看，消费和投资均有所回落，房地产市场景气度仍然较低，内需表现总体偏弱。下半年来看，财政对经济的支撑可能有所减弱，抢出口过后，我国出口下行压力可能会有所增加，地产投资端或仍将处于磨底状态，经济下行压力或有所加大，对债市低利率水平仍有支持。从资金面来看，当前监管对资金面的呵护依然到位，经济复苏仍需要货币政策对冲，如下半年美联储降息也将为国内利率下行打开空间，流动性有望保持宽松。因此，债券收益率有望维持低位波动。**信用债方面**，化债背景下，债市信用风险相对可控，且存款搬家导致机构配债需求增加，但实体经济融资修复缓慢，债市“资产荒”格局仍有望延续。下半年，信用债有望延续震荡格局，中短端高票息信用债和中长端高等级信用债的信用利差有望进一步压缩。

（二）债券市场发行规模有望稳步增长，发行结构或有所分化

利率债方面，2025 年上半年中央和地方财政靠前发力，利率债发行量出现大幅

¹¹ 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。

增长，通常情况下，下半年继续追加特别国债、地方政府专项债额度的概率并不高，除非经济面临超预期的负面冲击。2025 年上半年，我国 GDP 增速明显高于全年发展目标，下半年经济增长压力相对可控，因此，利率债供给或较上半年有所回落。**信用债方面**，一是，低利率环境下，金融机构通过发行债券进行债务置换，优化债务结构的意愿较高，下半年金融机构债供给或仍将维持高位。二是，上半年，上交所发布“3 号指引”¹²以及交易商协会升级城投发债“政府出函”要求后，城投债券融资条件进一步收紧，下半年在“控增化存”的政策基调下，城投债发行监管或仍将趋严，城投企业“退平台”后能否新增债务融资仍具有不确定性，城投债供给或将继续呈现收敛态势。三是，今年 5 月，央行、证监会发布的“8 号文”从丰富科技创新债券产品体系和完善科技创新债券配套支持机制等方面提出具体措施，债市“科技板”正式落地，科创债发行主体进一步扩容。此外，人民银行专门创设了“科技创新债券风险分担工具”，用于支持股权投资机构发行科创债融资，在相关政策支持下，金融机构、创投机构、科技型企业等主体有望密集发行科创债融资，我国科创债市场有望持续扩容。

（三）债券市场信用风险将持续收敛，违约率或处于历史低位

宏观经济方面，2025 年是“十四五”的收官之年，下半年，宏观政策将更加积极有为，发挥托底作用。**融资环境方面**，“适度宽松”的货币政策导向下，央行将继续运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕和宽松的社会融资环境。**城投债方面**，短期来看，一揽子化债政策推出后，城投企业的债务结构有所优化，同时，低利率环境下，城投企业债务融资成本下行也使其短期付息压力得以缓解。长期来看，化债背景下，城投企业“退平台”和产业化转型将提速进行，地方政府与企业间的关系将迎来重构，需警惕部分城投企业“假转型”以及转型后资产空心化等问题。**房企债方面**，6 月 13 日国常会明确提出，“更大力度推动房地产市场止跌回稳”，同时指出稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险的各项政策落实和跟进将是促进房地产市场止跌回稳的关键。预计下半年在相关政策支持下，房地产行业信用风险将逐渐趋稳，但房地产企业资金沉淀规模较大，且现阶段行业基本面尚未明显回暖，弱资质企业流动性压力仍然较大，仍需警惕前期已展期债券发生实质性违约的风险。

¹² 《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（2025 年修订）》。