

2024年 债券市场分析 研究报告

CHINA BOND MARKET
REPORT 2024



CONTENTS

目 录

第一篇 宏观经济金融运行情况 / 1

第一章 国际经济金融形势分析和展望 / 2

- 一、国际经济运行情况回顾 / 2
- 二、国际金融市场形势分析 / 3
- 三、展望 / 5

第二章 国内经济金融形势分析和展望 / 6

- 一、中国经济运行情况回顾 / 6
- 二、中国金融市场形势分析 / 7
- 三、展望 / 9

第二篇 债券市场发展情况 / 10

第三章 债券市场总报告 / 11

- 一、债券市场运行情况 / 11
- 二、债券市场产品创新 / 19
- 三、债券市场制度建设 / 20
- 四、债券市场对外开放 / 22
- 五、发展建议 / 24

债券市场分析研究报告

第四章 国债市场分析报告 / 26

- 一、国债发行情况 / 26
- 二、国债存量情况 / 29
- 三、国债交易结算情况 / 32
- 四、国债市场价格走势 / 35
- 五、国债市场发展建议 / 38

第五章 地方政府债券市场分析报告 / 40

- 一、地方政府债券发行情况 / 40
- 二、地方政府债券存量情况 / 42
- 三、地方政府债券交易结算情况 / 43
- 四、地方政府债券市场行情走势 / 46
- 五、地方政府债券市场发展建议 / 48

第六章 政策性金融债券市场分析报告 / 51

- 一、政策性金融债券发行情况 / 51
- 二、政策性金融债券存量情况 / 53
- 三、政策性金融债券交易结算情况 / 56
- 四、政策性金融债券市场价格走势 / 57
- 五、政策性金融债券市场发展建议 / 62

第七章 商业金融债券市场分析报告 / 64

- 一、商业金融债券发行情况 / 64
- 二、商业金融债券存量情况 / 68
- 三、商业金融债券交易结算情况 / 71
- 四、商业金融债券市场价格走势 / 74
- 五、商业金融债券市场发展建议 / 79

第八章 公司信用类债券市场分析报告 / 81

- 一、公司信用类债券发行情况 / 81
- 二、公司信用类债券存量情况 / 85
- 三、公司信用类债券交易结算情况 / 86
- 四、公司信用类债券市场价格走势 / 87

- 五、公司信用类债券市场发展情况 / 92
- 六、公司信用类债券市场发展建议 / 93

第九章 资产证券化市场分析报告 / 95

- 一、资产证券化市场政策动态 / 95
- 二、资产证券化市场运行情况 / 97
- 三、资产证券化市场业务动向 / 106
- 四、资产证券化市场发展建议 / 107

第十章 绿色债券市场发展报告 / 110

- 一、绿色债券政策动态 / 110
- 二、绿色债券市场发展概况 / 111
- 三、绿色债券环境效益信息披露情况 / 120
- 四、完善绿色债券市场的建议 / 123

第十一章 债券担保品发展报告 / 125

- 一、债券担保品服务概况 / 125
- 二、债券担保品运用情况 / 130
- 三、债券担保品发展展望 / 131

第三篇 专题研究 / 133

专题一 促进中国国债市场高质量发展的思考 / 134

- 一、我国国债市场的发展定位 / 134
- 二、国债市场建设的国际经验借鉴 / 136
- 三、以新发展理念促进我国国债市场高质量发展 / 138

专题二 完善国债功能 助力“一揽子增量政策”提质增效 / 140

- 一、“一揽子增量政策”的提出与国债的功能定位 / 140
- 二、我国国债运行的实践特点 / 141
- 三、充分发挥国债在“一揽子增量政策”中作用的政策建议 / 142

债券市场分析研究报告

专题三 地方政府发行绿色债券的创新研究 / 145

- 一、我国地方政府探索绿色实践情况 / 145
- 二、地方政府发行绿色债券必要性和可行性分析 / 146
- 三、地方政府试点发行绿色债券的建议 / 147

专题四 国开浮息债发行创新的实践与探索 / 149

- 一、国开浮息债的历史发行实践 / 149
- 二、创新中长期 7 天调息 DR 浮息债的探索与尝试 / 150
- 三、浮息债发行的相关建议 / 151

专题五 我国发债企业财务舞弊识别模型构建研究 / 153

- 一、发债企业财务舞弊识别体系构建的基础 / 153
- 二、发债企业财务舞弊识别模型的构建思路 / 154
- 三、发债企业财务舞弊识别模型的应用场景 / 157
- 四、政策建议 / 158

专题六 不良贷款资产支持证券业务现状及思考 / 159

- 一、不良贷款 ABS 市场现状 / 159
- 二、不良贷款 ABS 市场面临的主要问题 / 161
- 三、不良贷款 ABS 市场发展建议 / 163

专题七 规范证券化 STC 标准认证研究报告 / 164

- 一、STC 标准的国际实践 / 164
- 二、中国引入 STC 标准的意义 / 165
- 三、中国实施 STC 标准存在的问题 / 166
- 四、促进证券化 STC 标准规范实施的政策建议 / 167

专题八 金融机构投融资碳核算现状及挑战 / 168

- 一、投融资碳核算背景和意义 / 168
- 二、金融机构投融资碳核算的国际经验 / 169
- 三、我国金融机构投融资碳核算实践现状 / 169
- 四、我国金融机构投融资碳核算的挑战 / 170
- 五、助力金融机构投融资碳排放核算及披露的建议 / 170

专题九 支持生物多样性的绿色项目目录及环境效益信息披露指标 / 172

- 一、国外生物多样性保护项目及环境效益信息披露情况 / 172
- 二、国内生物多样性保护项目及环境效益信息披露情况 / 173
- 三、生物多样性保护项目环境效益信息披露指标体系 / 175
- 四、促进生物多样性环境效益信息披露的建议 / 176

专题十 国际金融危机后国外关于公允价值会计的讨论和研究进展 / 178

- 一、公允价值的基本含义和优势 / 178
- 二、国际金融危机后公允价值会计面临的挑战和应对措施 / 179
- 三、学术界关于公允价值会计顺周期问题的讨论 / 180
- 四、国外关于公允价值的探索对我国的启示 / 181

专题十一 推动人民币债券成为全球安全资产 / 183

- 一、全球安全资产面临供需失衡问题 / 183
- 二、推动中国国债成为全球安全资产的重要意义 / 184
- 三、制约中国国债成为全球安全资产的主要因素 / 185
- 四、推动中国国债成为全球安全资产的相关建议 / 185

专题十二 债券市场制度型开放的路径思考 / 187

- 一、债券市场制度型开放的内涵 / 187
- 二、增强债券市场先进规则的国际影响力 / 188
- 三、对标国际先进规则完善债券市场相关制度安排 / 188
- 四、构建开放中的全面风险防控体系 / 189

专题十三 债券市场区块链系统和传统系统融合发展研究 / 191

- 一、必要性和可行性 / 191
- 二、国际实践启示 / 192
- 三、基本思路 / 193
- 四、推进路径 / 193

附录 中国债券市场年度大事记 / 195

2024年 债券市场分析 研究报告

CHINA BOND MARKET
REPORT 2024

| 第一篇 |

宏观经济金融运行情况

[第一章]

国际经济金融形势分析和展望

回顾 2024 年，全球经济在多重挑战与机遇中前行，各经济体增长分化较为显著。美国经济超预期增长，欧洲经济体整体陷入衰退，其他多数国家维持低增长。大宗商品价格波动回落，推动全球通胀逐步回归正常区间，主要发达经济体 CPI 降至 2%~3%，各国货币政策分化明显。多国股票市场表现强劲，美股屡创新高。债券市场表现波折，美债收益率全年呈“N”形走势。展望 2025 年，外部政策冲击、不确定性增强和政策分化是三个重要特点。美国政策的冲击加剧了全球经济政策不确定性。与此同时，全球公共债务预计突破 100 万亿美元大关，各国在处理债务问题上可能仍普遍面临挑战。此外，面对内外部压力，各国宏观政策调整的节奏和逻辑存在显著差异。

一、国际经济运行情况回顾

2024 年，全球经济继续呈现缓慢复苏和显著分化的态势，总体上呈现出以下特点。

一是全球经济延续低增长的趋势，各经济体的复苏情况存在分化。国际货币基金组织（IMF）2025 年 4 月 22 日发布的《世界经济展望》数据显示，2024 年，全球名义 GDP 总量为 110.55 万亿美元，按可比价格计算，实际增长 3.29%，按市场汇率计算，实际增长 2.80%。世界主要经济体中，德国等经济体 2024 年经济增速为负；法国、英国等大部分经济体处于 1% 左右的微增长；美国得益于个人消费支出的强劲增长，全年经济增长达到 2.9%，但面临就业压力、债务攀升等问题；西班牙、巴西、俄罗斯和印度等表现较为抢眼，经济增长处于 3% 以上。2025 年，发达经济体面临较大的下行压力，总体经济增速预计为 1.8%；得益于中国经济的有效提振，新兴市场和发展中经济体增速预计达到 4.2%。

二是全球就业增长趋势平缓，各国情况分化明显。根据国际劳工组织发布的《世界

就业和社会展望：2025 年趋势》报告，全球经济增长正在放缓，使劳动力市场更难完全恢复，就业机会仍将持续缺乏，有意愿但未就业人数或超过 4 亿人。发达国家失业率普遍较低，劳动力市场相对紧张，发展中国家失业率普遍偏高。从变化趋势来看，发达国家失业率多呈上升趋势，新兴市场和发展中经济体失业率则大多处于下降趋势。

三是全球通胀压力继续缓解。伴随着供应链压力减轻，能源价格处于相对低位，全球通胀率持续下行。IMF 预计，2024 年全球居民消费价格指数（CPI）同比涨幅为 5.8%，较 2023 年下降 0.9 个百分点。2024 年美国通胀整体回落，但核心 CPI 的回落不如 CPI 顺利。欧洲通胀水平也在持续下降。新兴市场的通胀水平有所回落，但整体仍然高于发达国家。

四是全球贸易逐步复苏。世界贸易组织（WTO）发布数据显示，2024 年全球货物贸易量同比增长 2.7%。联合国贸易和发展组织发布报告数据显示，2024 年全球贸易额创纪录增长到 33 万亿美元，较 2023 年扩大 1.2 万亿美元，同比增幅约为 3.7%，创下历史新高，但服务贸易与货物贸易增速差异显著，发达国家与发展中国家贸易差距拉大。

五是全球主要经济体的财政政策延续了正常化步伐，各国财政赤字有所收敛，但整体上仍维持相对宽松的态势。IMF 报告显示，从国别来看，2024 年发达经济体的广义政府基本财政赤字与 GDP 之比为 2.7%，财政立场与上一年基本持平；而新兴经济体与中等收入经济体的广义政府基本财政赤字与 GDP 之比为 3.5%，较上一年增加了 0.2 个百分点，反映出这些国家的整体财政立场更为宽松。

六是主要发达经济体的货币政策出现了显著分化。2024 年，欧元区率先于 6 月 12 日启动降息周期，全年共降息四次，将主要再融资利率从 4.5% 下调至 3.15%，隔夜存款利率和贷款利率分别从 4.0% 和 4.75% 下调至 3.0% 和 3.4%。相比之下，美联储从 2024 年 9 月开始共降息三次，9 月降息 50 个基点，11 月和 12 月分别降息 25 个基点，累计降息幅度为 100 个基点，低于市场预期；英国央行则在年内降息两次，累计降息 50 个基点；日本央行结束了负利率政策，并在年内将利率上调至 0.25%。尽管多数国家因通胀回落和经济增长放缓而开启了降息周期，美国却因经济和通胀表现出较强韧性，从而放缓了降息步伐。

二、国际金融市场形势分析

2024 年，全球金融市场在地缘风险攀升、经济承压延续和控制通胀的背景主题下持续运转，紧缩的流动性环境和承压的经济增长都对金融市场产生了一定影响，国际金融市场在不确定性中前行。多国股票市场表现较为抢眼，债券市场波动不断，美元在降息周期中保持强势，大宗商品价格在波动中回落。全球经济金融变局加速演进，具体形势如下。

债券市场分析研究报告

一是债券市场受通胀和经济增长预期的影响，波动不断。2024 年在全球央行纷纷开启降息周期的大背景下，债券市场并未如预期般表现优异。在美联储累计降息 100 个基点的情况下，美国 10 年期国债收益率不降反升，从年初的 3.95% 攀升至年终的 4.58%，部分期限利率结束了长达两年的收益率曲线倒挂现象，美国债务上限重启。欧元区 10 年期欧债利率走势与美债相似，呈“N”形波动，欧债曲线斜率由历史底部开始逐渐走陡，10 年期国债收益率由年初的 2.08% 最高上升至 2.70%，年末收至 2.45%。日本 10 年期国债收益率由年初的 0.65% 上升至 1.11%，受美联储降息预期的影响，10 年期日债利率于 8 月曾大幅下行 17 个基点（以下简称 BP）。

二是全球主要股市整体延续上一年走势，继续大幅上涨。2024 年，纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨 28.64% 和 23.31%，美股继续引领全球股市。发达市场表现整体优于新兴经济体。明晟（MSCI）全球指数上涨 15.73%，其中，发达市场指数上涨 19.33%，新兴市场指数上涨 5.05%。此外，由于全球利率总体上行，在经历前三季度显著上涨后，全球股市在第四季度上涨速度或放缓或下跌，拖累 MSCI 全球指数下跌 1.23%。其中，发达市场指数仅上涨 1.67%，新兴市场指数大幅回调 8.15%。中国股市表现较为强劲，俄罗斯和法国股市从高位回调。

三是美元指数波动上行，其他主要货币普跌。美元指数经历上涨—下跌—再上涨的“N”形走势。2024 年年初至 4 月底，随着美国经济反弹以及美债利率持续上升，美元指数由期初 101.38 涨至 106.34，涨幅为 4.89%；5 月至 9 月，伴随美国经济降温以及美债利率下调，美元指数跌至 100.76，跌幅为 5.24%；10 月至年末，美元指数又升至 108.48，涨幅为 7.67%。其他主要货币方面，除马来西亚林吉特兑美元小幅升值外，其他主要货币均有不同程度的贬值。其中，上一年兑美元明显升值的巴西雷亚尔和墨西哥比索领跌，分别下跌 21.54% 和 18.97%；土耳其里拉、日元和韩元在上一年分别贬值基础上持续大幅下跌；日元外的其他 5 个美元指数的构成货币均下跌，英镑、欧元、瑞士法郎、加拿大元、瑞典克朗在上一年升值的情况下，其兑美元分别下跌 1.70%、6.21%、7.26%、7.83% 和 9.19%。新兴经济体中，俄罗斯卢布、印度卢比兑美元分别下跌 11.79%、2.76%。

四是全球大宗商品呈现平稳震荡走势。受有效需求持续不振的影响，2024 年全球大宗商品价格走势偏弱，在经历短期上涨后遇阻下行，尤其是下半年全球主要经济体增长出现了同步放缓，叠加主要经济体货币政策调整等的影响，全球大宗商品价格指数呈现平稳震荡下行走势。农产品方面因受极端天气等方面影响，农产品价格在上半年经历了一定程度的波动，但随着主要农业生产国丰收预期的确认，小麦、玉米和大豆等核心农产品的价格逐渐稳定并有所回落。金属市场方面，大多数矿石价格因全球经济疲软而整体下滑，但部分金属得益于产业结构调整及制裁措施等因素，价格逆势上扬。能源类产品则经历了较大的价格波动，上半年原油价格一度攀升至每桶 85 美元，后因国际局势

缓和等，油价迅速回调至 75 美元以下。欧洲天然气市场在年底时价格急剧上升，主要是受俄罗斯向欧洲各国输送天然气受阻以及极端天气等方面的影响，但全年平均价格仍低于 2023 年水平。

三、展望

2025 年，全球不确定性因素较多，全球债务问题、贸易政策不确定性等或将成为影响全球经济增长和金融市场运行的风险。展望 2025 年，全球宏观经济将有以下特点。

一是影响世界经济延续复苏的不确定性因素较多。尽管在全球通胀有望继续放缓、货币环境延续宽松以及中国和美国经济保持较强增长拉动的情况下，2025 年世界经济或将延续复苏态势，但在地缘冲突频发、贸易保护主义加剧以及政策不确定性上升等风险的影响下，全球政策不确定性显著提升，全球宏观金融形势变得更加复杂多变，经济下行压力依然较大，金融市场波动加剧。IMF 将 2025 年全球经济增长预期从年初的 3.3% 下调至 2.8%，较 2024 年下降 0.4 个百分点，世界银行预计 2025 年世界经济增速为 2.7%，低于历史平均增速。

二是全球债务可持续性或面临挑战。联合国数据显示，截至 2024 年 12 月，全球公共债务占 GDP 的比重为 95.1%，较 2019 年上升 12.0 个百分点，较 2007 年上升 36.0 个百分点。国际货币基金组织发布的《财政监测报告》显示，全球公共债务在 2024 年预计将超过 100 万亿美元，并面临短期内大幅上升的风险。未来，全球经济碎片化加深、贸易和经济政策不确定性加大、金融市场风险不断积聚，全球债务脆弱性或将加剧，新兴经济体仍将面临较高的债务违约风险，对世界经济及金融稳定构成挑战。

三是贸易限制措施或阻碍贸易复苏步伐。世界银行报告显示，2024 年全球新增贸易限制措施是 2010—2019 年平均水平的 5 倍。2025 年，美国政府或将采取更大力度的贸易保护主义措施，对全球贸易复苏带来巨大挑战。贸易限制措施增加及可能引发的报复措施将破坏全球价值链，抬升全球商品价格，加剧通胀压力，并进一步影响主要经济体货币政策调整路径，加大世界经济下行风险。世界银行预计，2025 年全球货物和服务贸易量增速为 3.1%，较 2024 年 6 月预测值下调 0.3 个百分点。

[第二章]

国内经济金融形势分析和展望

2024 年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，党中央团结带领全党全国各族人民，沉着应变、综合施策。经济运行总体平稳、稳中有进，经济实力持续增强，经济社会发展主要目标任务顺利完成。但同时，随着外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。总体来看，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。展望 2025 年，我国将坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”。

一、中国经济运行情况回顾

2024 年，中国国内生产总值（GDP）达到 134.91 万亿元，以不变价格计算，同比增长 5.0%，主要发展目标顺利实现。分产业看，第一产业增加值为 9.14 万亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值为 49.21 万亿元，增长 5.3%；第三产业增加值为 76.56 万亿元，增长 5.0%。分季度看，第一季度国内生产总值同比增长 5.3%，第二季度增长 4.7%，第三季度增长 4.6%，第四季度增长 5.4%。从环比看，第四季度国内生产总值增长 1.6%。这主要有以下两方面原因：一是一揽子政策及时出台，有效提振了社会信心，促进了第四季度经济回暖；二是受到往年基数变动影响，如果以 2019 年各季度为基期，近五年第一至第四季度平均增速分别为 5.1%、4.6%、4.8%、4.9%，季度增速的波动性明显下降。总体而言，我国经济呈现出以下特点。

一是消费市场规模持续扩大，物价总体保持稳定。2024 年，社会消费品零售总额达

到 48.8 万亿元，同比增长 3.5%，消费对经济增长的贡献率达到 44.5%，全年最终消费支出拉动经济增长 2.2 个百分点；全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.2%，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 2.2%，降幅比上年收窄 0.8 个百分点。消费市场呈现出规模扩大、结构优化和新型消费蓬勃发展态势的同时，物价水平保持稳定。

二是固定资产投资有序增长。2024 年，全国固定资产投资（不含农户）为 51.44 万亿元，同比增长 3.2%，增速较上年提高 0.2 个百分点；扣除价格因素影响，实际增长 4.8%。分类别看，在房地产市场供求关系发生重大变化以及预期调整的情况下，虽然房地产交易市场出现一些积极变化，但房地产投资同比仍下降 10.6%，降幅较上年扩大 1.0 个百分点；制造业投资，受大规模设备更新政策推动，同比增长 9.2%，增速较上年提高 2.7 个百分点；基建投资作为拉动投资增长和稳定经济大盘的重要力量，全年同比增长 4.4%，增速虽较上年下降 1.5 个百分点，但仍比全部固定资产投资增速高出 1.2 个百分点，基建投资与制造业投资共同托举了固定资产投资增长。

三是国际收支货物和服务贸易顺差在外部环境压力加大形势下总体逐月增加。1 月，国际收支货物和服务贸易顺差实现了高开，达到了 2 459 亿元，2 月回落到 724 亿元，从 2 月开始国际收支货物和服务贸易顺差总体逐月增加，8 月以后保持在一个相对稳定的区间，11 月顺差达 4 951 亿元。国际收支货物和服务贸易顺差逐月增加的走势是由货物贸易顺差逐月增加趋势所决定的。货物贸易顺差在 1 月达到 4 130 亿元，9 月增加到 6 268 亿元，10 月出现回落，11 月又有所回升；相应服务贸易逆差除 11 月低于 1 000 亿元外，其他月份基本在 1 000 亿~1 700 亿元区间波动。

四是就业形势保持稳定。2024 年，中国城镇调查失业率全年平均值为 5.1%，比 2023 年回落 0.1 个百分点。从全年变化看，调查失业率虽然也出现一些波动，但始终保持在 5.0%~5.3% 区间内，总体保持了基本平稳的态势。全年农民工总量 29 973 万人，比上年增加 220 万人，增长 0.7%。其中，本地农民工 12 102 万人，增长 0.1%；外出农民工 17 871 万人，增长 1.2%。尽管调查失业率总体还比较平稳，但相关数据反映出青年调查失业率还保持在较高水平，11 月全国城镇不包含在校生的 16~24 岁的调查失业率为 17.0%，不包含在校生的 25~29 岁的调查失业率为近 7.0%，暂处于较高水平。

二、中国金融市场形势分析

2024 年，我国金融市场在国内外多种因素冲击下表现稳定，总体表现出以下特点。

一是债券市场平稳运行。2024 年，我国债券市场发行量平稳增长，债券托管量稳步上升，交易结算量持续提升。债券收益率下降，回购市场利率下行。债券市场高水平对外开放稳步推进，“全球通”直投模式的主渠道地位不断夯实。截至 2024 年末，我国债

债券市场分析研究报告

券市场共计发行各类债券 48.45 万亿元^①，其中国债和地方政府债券共计发行超过 20 万亿元，金融债券发行超过 10 万亿元，公司信用类债券发行超过 13 万亿元。在政策环境和资金面相对宽松的背景下，债券类资产走出牛市行情，收益率总体呈震荡下行趋势。1 年、3 年、5 年、7 年、10 年期国债收益率分别为 1.08%、1.19%、1.42%、1.59%、1.68%，债券市场托管债券总量达 156.56 万亿元。

二是股票市场表现较为强劲。2024 年，我国主要股指年度涨幅均为正值，沪深 300 指数上涨 14.68%，创业板指上涨 13.23%，上证综指上涨 12.67%，深证成分指数上涨 9.34%，香港恒生指数上涨 17.79%。具体来看 A 股走势主要分为四个阶段：第一个阶段为年初到 2 月，延续 2023 年底颓势，创下 5 年新低，也引发了金融衍生品市场的风险集中释放；第二个阶段为从 2 月到 5 月，“国九条”与“5·17 新政”等多重政策促成市场震荡等待；第三个阶段为 5 月到 9 月，市场进入了阴跌阶段，相对强势的红利股也开始下跌；第四个阶段为 9 月末至年末，A 股进入了反转阶段，9 月 24 日，人民银行、金融监管总局和证监会三大金融部门召开了“金融支持经济高质量发展”的新闻发布会，A 股随后走出 2021 年以来最强的走势，10 月以来市场回归理性。

三是人民币外汇市场运行相对平稳，兑一篮子货币汇率总体保持基本稳定。2024 年美元兑人民币即期汇率呈现出双向波动的特点，最低点为 9 月 26 日的 7.0106，最高点为 12 月 3 日的 7.2970。具体来看，全年美元兑人民币汇率可以分为三个阶段：第一阶段为 2024 年初至 7 月底，这一阶段美国经济的表现超出了绝大多数市场参与者预期，美元、英镑等高收益货币受到追捧，而日元、瑞士法郎等低收益货币遭到抛售。在此过程中，美元兑人民币汇率从年初的 7.10 上行至 7.28 高点，中国外汇交易中心（CFETS）人民币汇率指数从 97 升至 100 上方后回落至 97 附近。第二阶段为 8 月至 9 月，这一阶段，美国 CPI 低于预期，非农就业数据表现疲软，叠加日本财务省的外汇干预和日本央行的“意外”加息等影响，人民币汇率在此次外汇市场的剧烈调整中快速地从 7.28 升值到 7.01 附近。第三阶段为 10 月至年底，市场大幅定价美国关税风险，美元兑人民币汇率也从年内 7.01 的低点重回了 7.27 的高点。尽管如此，人民币汇率仍然保持着相对韧性，CFETS 人民币汇率指数显著上行。

四是国内大宗商品价格普遍下跌。根据国家统计局 2024 年工业生产者价格数据，其中反映大宗商品价格变化的工业生产者购进价格在 2024 年全年同比下降了 2.2%，降幅比上年收窄 1.4 个百分点。从月度数据看，工业生产者购进价格全年同比增速均处在负值区间，其中高点为 2024 年 7 月的 -0.1%，低点为 2024 年 3 月的 -3.5%，而月度环比增速则仅有 2024 年 5 月与 6 月两个月回正。从中国物流与采购联合会发布的中国大宗商品价格指数（CBPI）运行情况看，2024 年 CBPI 从 1 月的 112.1 点开始逐渐抬升，

^① 债券市场统计口径不含同业存单，以下同。

5月达到年内高点118.9点，随后回落至9月的年内低点110.1点，第四季度在小幅抬升后再次回调，12月最终录得111.2点。

三、展望

2025年中国经济有望进一步回升向好。结合2024年中央经济工作会议等决策部署，展望2025年，我国宏观经济将有以下特点。

一是我国发展面临的环境仍是战略机遇和风险挑战并存，有利条件强于不利因素。当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足、全球贸易保护主义的冲击、群众就业增收面临压力等，风险隐患仍然较多。但同时，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。

二是将实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”。财政政策方面将持续用力、更加给力。提高财政赤字率，加大财政支出强度，加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。增加地方政府专项债券的发行。优化财政支出结构。货币政策方面，将发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强财政、货币、就业、产业、区域、贸易、环保、监管等方面的政策与改革开放举措的协调配合，增强政策合力，提高政策整体效能。

三是金融市场稳健运行。第一，有效防范化解金融风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，加强从宏观视角对金融稳定总体形势的分析，健全风险监测评估体系，完善系统性风险认定机制，强化风险提示和早期预警。有力有序有效处置存量风险，进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制，遏制增量风险。第二，实施更加有力的政策，助力金融市场企稳向好。更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策将加大降息降准力度，扩大服务实体经济的金融支持，对后续政策形成一致性积极预期，增强对于经济复苏向好的信心。第三，债券发行规模有望维持增长态势，并吸引境外投资者投资境内债券市场。考虑到外部货币环境，境内金融资产吸引力不断上升，其中具备安全性高、流动性高、收益稳定等特点的中国国债、政策性银行债等资产将持续受到青睐，国内债券发行规模扩容的内生潜力有望进一步得以发掘。

2024年 债券市场分析 研究报告

CHINA BOND MARKET
REPORT 2024

| 第二篇 |

债券市场发展情况

[第三章]

债券市场总报告

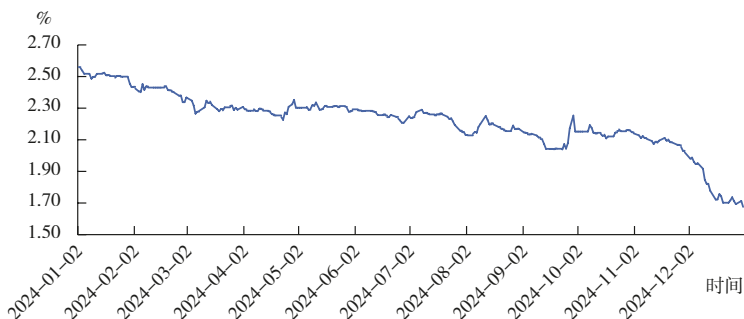
经过多年发展，中国债券市场规模迅速壮大，已成为全球第二大债券市场。2024年，我国债券市场运行平稳，债券收益率下降，回购市场利率下行，债券发行量平稳增长，债券托管量稳步上升，交易结算量持续提升，债券市场高水平对外开放稳步推进。

一、债券市场运行情况

（一）债券收益率整体下行

2024年，国债收益率整体呈震荡下行趋势，10年期国债收益率全年共下行88BP。1—3月，收益率陡峭化下行，10年期国债收益率于3月末降至2.29%，较年初下行27BP。4—9月，国债收益率在强波动中小幅下行，10年期国债收益率于9月末降至2.15%。10月以来，国债收益率再度快速下行，10年期国债收益率年末降至1.68%。特别是，12月下行速度有所加快，全月下行35BP（见图3-1）。

图 3-1 2024 年 10 年期国债收益率走势



（数据来源：中央结算公司）

债券市场分析研究报告

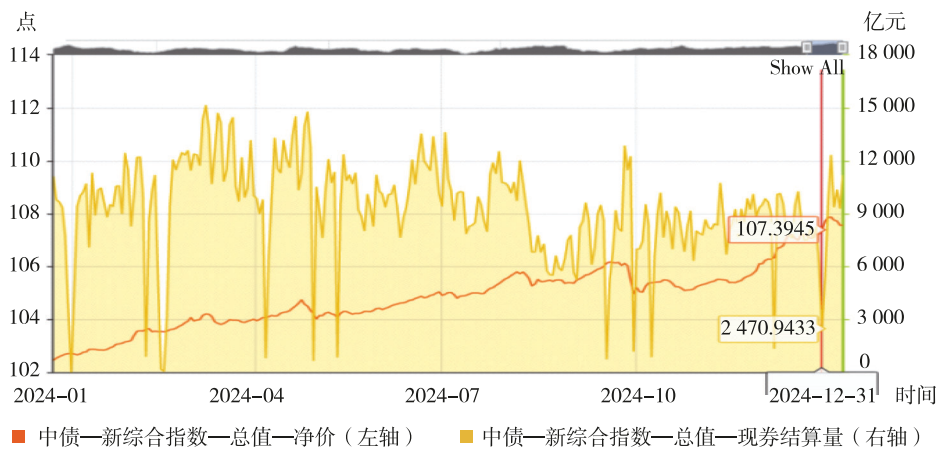
2024年，债券市场收益率均有不同程度下降。整体来看，债券期限越短，收益率下降幅度越大，曲线形态同比越陡峭，但3年期收益率下行幅度普遍大于1年期。此外30年期国债收益率下降幅度大于10年期和15年期（见表3-1）。

期限	国债	地方债	企业债（AAA）
1年	-100	-108	-90
3年	-110	-117	-100
5年	-98	-102	-106
7年	-94	-102	-96
10年	-88	-100	-94
15年	-80	-83	-92
30年	-91	-79	-90
算术均值	-95	-99	-95

数据来源：中央结算公司。

2024年，中债价格指数整体呈持续上行趋势。截至2024年末，中债新综合净价指数收于107.39点，较上年末上涨4.55%。从波动幅度看，指数于1月3日达到年内最低点102.67点，12月31日达到年内最高点107.39点（见图3-2）。

图3-2 2024年中债新综合净价指数走势

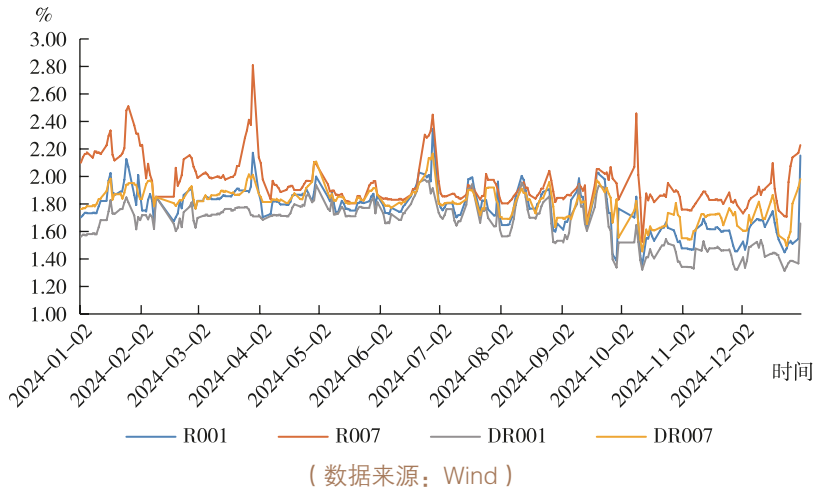


（数据来源：中央结算公司）

回购利率有升有降。2024年末，隔夜质押式回购利率（R001）同比上升32BP至2.15%，七天质押式回购利率（R007）同比下降2BP至2.23%，存款类机构隔夜回购利率（DR001）同比上升0.5BP至1.66%，存款类机构七天回购利率（DR007）同比上升

7BP 至 1.98%（见图 3-3）。

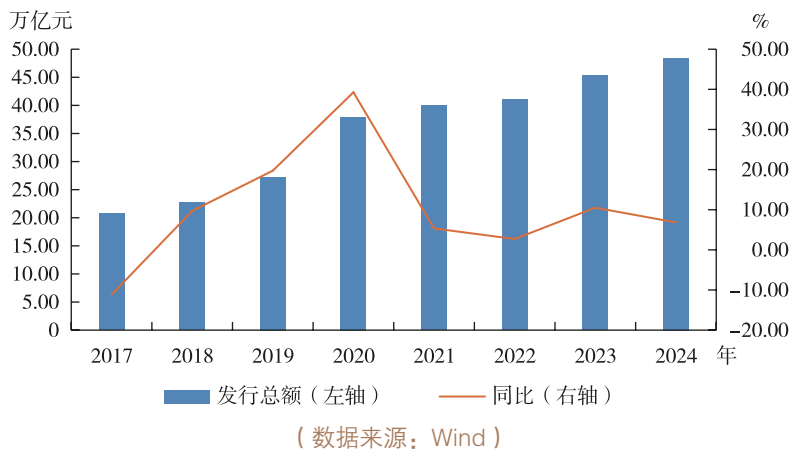
图 3-3 2024 年银行间质押式回购（R 和 DR）变化趋势



（二）债券发行量平稳增长

按 Wind 口径统计，2024 年，债券市场共发行债券 48.45 万亿元，同比增长 6.83%（见图 3-4）。其中，在中央结算公司发行债券 27.82 万亿元，同比增长 3.07%。

图 3-4 近年债券发行量变化趋势



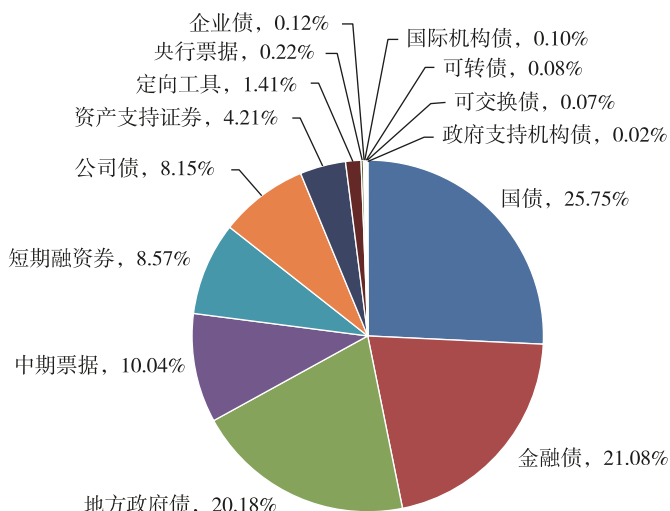
国债、金融债、地方政府债、中期票据和短期融资券是 2024 年发行量最大的五类券种，占比分别为 25.75%、21.08%、20.18%、10.04% 和 8.57%，合计达 85.62%（见图 3-5）。

政府债券发行增速快于社会融资规模增速，政府债券融资在社会融资中占比扩大。

债券市场分析研究报告

根据人民银行发布的数据，2024 年新增社会融资规模为 32.26 万亿元，同比下降 9.34%，而政府债券发行规模同比增长高达 17.61%。其中政府债券融资规模 11.30 万亿元，占比为 35.03%，较 2023 年（26.99%）提高 8.03 个百分点。政府债券融资在社会融资中重要性提升，更加积极的财政政策切实起到发挥、带动、扩大有效投资的积极作用。

图 3-5 2024 年发行债券中各券种发行占比

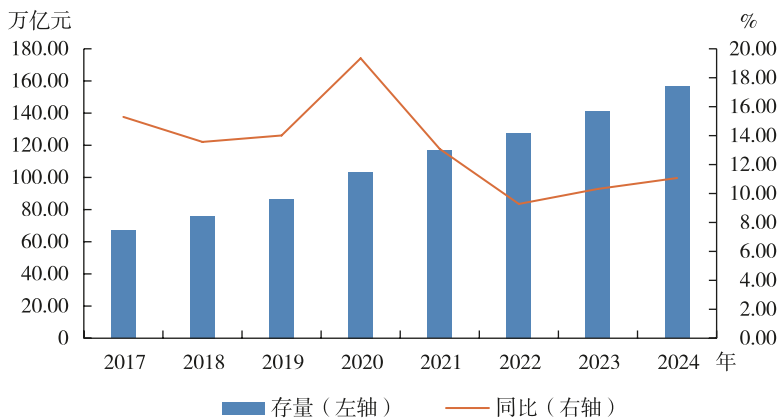


(数据来源: Wind)

(三) 债券存量稳步增长

按 Wind 口径统计，2024 年末，债券市场存量规模为 156.56 万亿元，同比增长 11.07% (见图 3-6)。

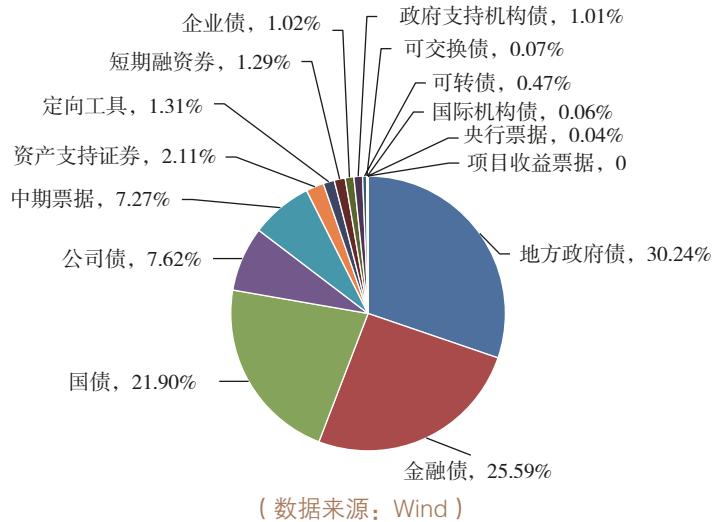
图 3-6 近年债券存量变化趋势



(数据来源: Wind)

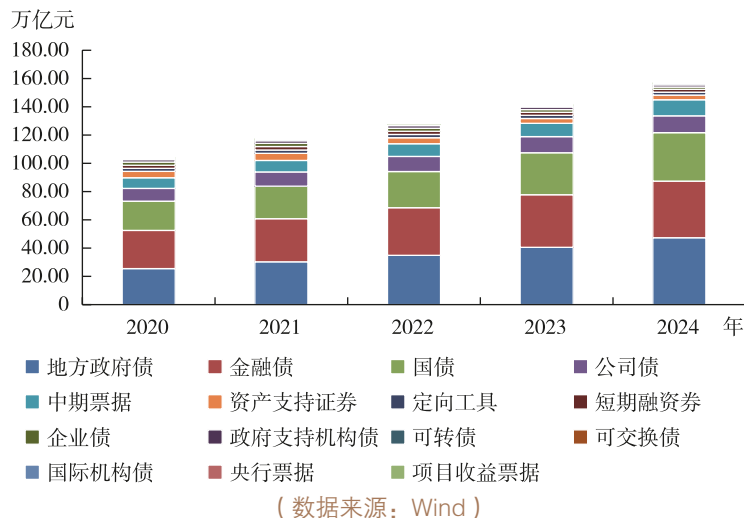
托管券种结构整体保持稳定。2024 年末，地方政府债、金融债和国债存量较大，三者合计占比为债券总存量的 77.73%。其中，地方政府债存量占比 30.24%，同比增长 1.48 个百分点；金融债存量占比 25.59%，同比下降 0.82 个百分点；国债存量占比 21.90%，同比增长 0.82 个百分点（见图 3-7）。

图 3-7 2024 年末债券存量中各券种占比



主要券种存量稳步增长。地方政府债、金融债、国债、公司债和中期票据存量平稳增长。2024 年末，地方政府债存量为 47.34 万亿元，同比增长 16.77%；金融债存量为 40.06 万亿元，同比增长 7.61%；国债存量为 34.29 万亿元，同比增长 15.41%；公司债存量为 11.93 万亿元，同比增长 4.46%；中期票据存量为 11.37 万亿元，同比增长 20.92%（见图 3-8）。

图 3-8 近五年末债券存量结构

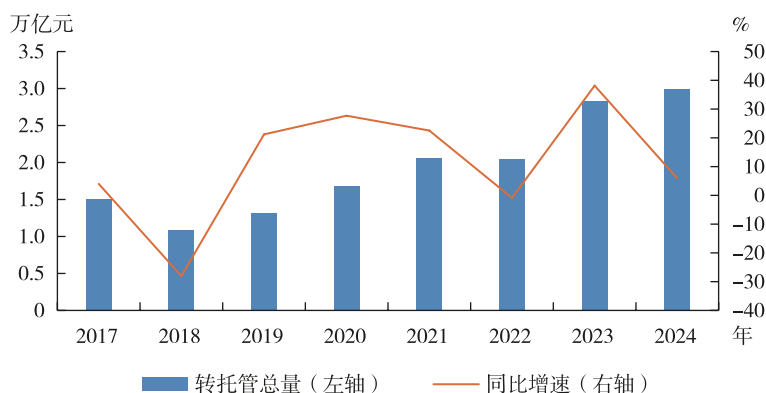


债券市场分析研究报告

资产支持证券、定向工具和短期融资券存量有所下降。2024年末，资产支持证券存量为3.30万亿元，同比下降3.39%；定向工具存量为2.05万亿元，同比下降9.32%；短期融资券存量为2.02万亿元，同比下降5.06%。

跨市场品种互联互通。目前，国债、地方政府债、企业债为主要跨市场品种。中央结算公司根据授权，承担国债、地方政府债总登记托管人职责，为跨银行间市场和交易所市场的债券投资提供互联互通支持服务。2024年，共支持两市互联互通2.99万亿元^①，较上年增长5.93%（见图3-9）。

图 3-9 跨市场品种互联互通情况



（数据来源：中央结算公司）

（四）交易结算量持续增长

按 Wind 口径，2024 年，国内市场债券结算量持续增长，全年现券结算量为 416.38 万亿元，同比增长 18.56%，回购结算量为 2 190.66 万亿元，同比增长 2.77%。

中央结算公司全年债券结算量为 1 669.65 万亿元，同比增长 1.89%（见图 3-10）。^②其中，现券结算量为 249.23 万亿元，同比增长 22.94%；回购结算量为 1 381.53 万亿元，同比下降 1.98%；债券借贷结算量为 38.89 万亿元，同比增长 46.79%。

① 指银行间市场与交易所市场债券转托管业务总量。

② 交易结算以下部分均为中央结算公司数据。

图 3-10 中央结算公司债券交易结算量变化趋势



分券种看，现券结算以国债和政策性银行债为主，结算量分别为 113.42 万亿元和 105.31 万亿元，占总结算量的比重分别为 45.51% 和 42.26%。地方政府债和商业银行债券结算量分别为 18.94 万亿元和 9.79 万亿元，占比分别为 7.60% 和 3.93%。国债和地方政府债结算量增速最快，分别增长 64.88% 和 48.43%。政策性银行债结算量略有下降，下降 0.26%。商业银行债券、企业债券和信贷资产支持证券结算量分别有不同程度下降，分别降低 25.11%、31.92% 和 63.80%。从现券换手率情况看，政策性银行债、国债和商业银行债是现券交易最活跃的券种，换手率分别为 442.04%、335.01% 和 178.61%。非银行金融机构债、地方政府债和企业债换手率分别为 156.16%、39.98% 和 44.73%。国债和非银行金融机构债换手率变动较为明显，分别同比上升 101 个百分点、44 个百分点（见表 3-2）。

表 3-2 2024 年银行间市场现券交易结算量变化情况

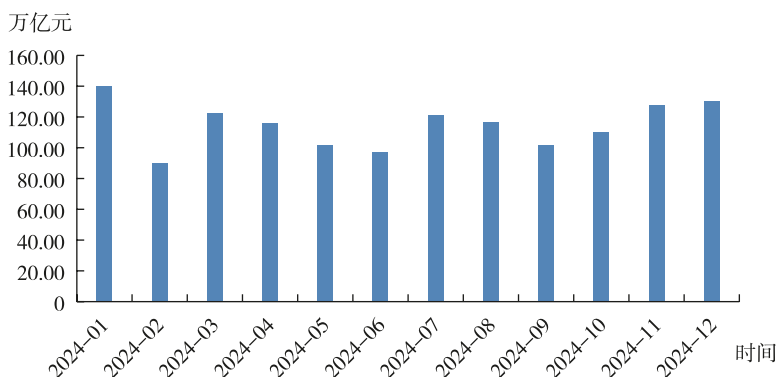
券种	现券交易量 (亿元)	同比 (%)	占比 (%)	换手率 (%)	2023 年换手率 (%)	换手率变动 (%)
国债	1 134 172.31	64.88	45.51	335.01	234.39	100.62
地方政府债	189 354.32	48.43	7.60	39.98	31.45	8.53
政策性银行债	1 053 143.94	-0.26	42.26	442.04	465.07	-23.03
政府支持机构债	1 550.09	-49.16	0.06	9.79	16.74	-6.95
商业银行债	97 883.56	-25.11	3.93	178.61	186.55	-7.94
非银行金融机构债	5 821.03	19.19	0.23	156.16	111.82	44.34
企业债	8 602.38	-31.92	0.35	44.73	52.61	-7.88
信贷资产支持证券	1 640.51	-63.80	0.07	14.50	25.63	-11.13
其他债券	85.10	11.68	0.00	28.26	26.17	2.09

数据来源：中央结算公司。

债券市场分析研究报告

2024年，质押式回购结算1 373.67万亿元，同比下降2.18%。年内各月份质押式回购结算量整体呈先降后增趋势，1月质押式回购结算量最高（139.84万亿元），2月质押式回购结算量最低（89.83万亿元），其他月份结算量主要在100万亿~130万亿元区间波动（见图3-11）。

图3-11 2024年质押式回购结算量



（数据来源：中央结算公司）

从投资者角度分析，商业银行和非法人产品是质押式回购的交易主力，合计占总结算量的84.85%；从增速看，境外机构增速最高，为57.91%，主要是受到上年低基数效应的影响（见表3-3）。

表3-3 2024年银行间市场质押式回购量变化情况（按交易主体，宽口径^①）

交易主体	质押式回购结算量（亿元）	同比变化（%）	占比（%）
商业银行	17 130 528.31	-5.17	62.35
信用社	327 064.36	-6.74	1.19
保险机构	270 865.95	20.71	0.99
证券公司	2 054 436.06	4.32	7.48
非法人产品	6 181 473.76	6.39	22.50
境外机构	47 758.75	57.91	0.17
其他	1 461 356.98	-10.68	5.32

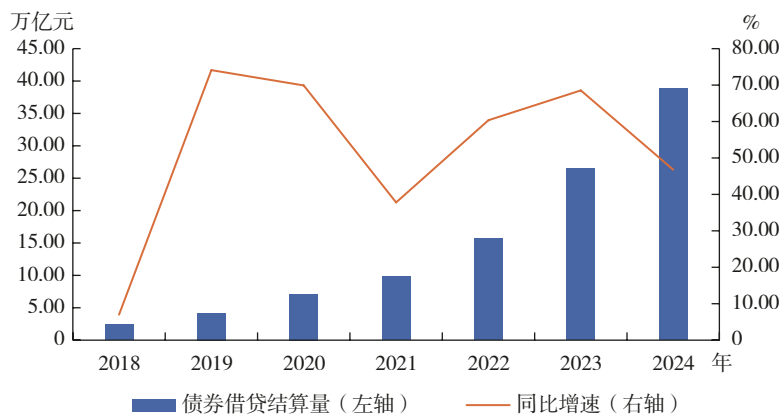
数据来源：中央结算公司。

债券借贷持续增长。2024年，债券借贷结算量38.89万亿元，同比增长46.79%（见图3-12）。近年来债券借贷业务增速较快，成为质押式回购和现券之外的第三大交易类

① 投资者质押式回购宽口径结算量为其正回购和逆回购结算量之和。

型。债券借贷质押不足的风险敞口呈同比上升趋势。

图 3-12 债券借贷结算量趋势



(数据来源：中央结算公司)

二、债券市场产品创新

(一) 持续推出绿色债券创新产品

大力支持绿色金融发展。中国进出口银行发行首只同时面向银行间市场和商业银行柜台市场的双市场绿色金融债。中国农业发展银行借鉴德国、丹麦绿色国债发行模式，创新起息日、到期日、票面利率等要素相同的绿色债券和普通债券“孪生”债券模式。

(二) 创新推出“两新”债务融资工具

2024 年 7 月，银行间市场交易商协会宣布创新推出“两新”债务融资工具，要求募集资金投向《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》所涉及领域。首批 70 亿元“两新”债务融资工具成功发行，其中 54 亿元专项用于“两新”领域，涉及供热、纺织、化工等重点行业技术升级、设备更新改造。

(三) 积极服务保障性住房等“三大工程”建设

金融机构对“三大工程”^①领域提供资金支持，相关贷款、资产支持证券（ABS）等产品“首单”业务陆续落地。西安经发集团顺利发行用于经开区柳林村城改项目的首单企业债，募资共计 16 亿元，成为债券市场首单城中村改造企业债。青岛银行独家承销首单“平急两用”债务融资工具，规模为 1 亿元。国内城中村改造 ABS“首单”由中

^① “三大工程”是指保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。

债券市场分析研究报告

国信达发行，规模为 75.75 亿元。

（四）推进 TLAC 非资本债券落地

总损失吸收能力（TLAC）非资本债券可以通过减记或转为普通股等方式吸收损失，支持全球系统重要性银行在满足最低监管资本要求的基础上具备额外的损失吸收能力，确保在极端情况下能通过债务工具吸收损失。中国银行和工商银行首批落地发行 TLAC 非资本债券 400 亿元。2024 年全年共发行 TLAC 非资本债券 2 300 亿元，对我国金融体系具有里程碑意义，增强国有大型银行风险抵御能力，同时进一步丰富国内市场信用债供给的品类和数量。

（五）推出“五篇大文章”主题系列债券指数

中央结算公司将科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”与债券指数产品编制相结合，累计推出 60 余只科技创新、绿色低碳、普惠小微、乡村振兴、数字经济产业等主题指数，覆盖近 2 000 家发行人发行的 9 000 余只债券，积极推动指数产品化应用落地。

三、债券市场制度建设

（一）进一步规范地方政府专项债券管理

2024 年 12 月，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，明确实行专项债券投向领域“负面清单”管理，扩大专项债券用作项目资本金范围。开展专项债券项目“自审自发”试点，打通在建项目续发专项债券“绿色通道”。这些举措有助于提高专项债资金使用效率，更好发挥专项债强基础、补短板、惠民生、扩投资等积极作用。

（二）健全风险防范和债券违约处置机制

2024 年 4 月，国务院发布《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》，在风险管理方面要求完善市场化、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；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等方面的责任。该政策通过强化监管和风险防范，推动资本市场的健康发展，以更好地服务于经济现代化和国家战略目标。

（三）进一步完善绿色债券信息披露制度建设

2024 年 12 月，中国人民银行正式发布《绿色债券环境效益信息披露指标体系》金

融行业标准。该标准由全国金融标准化技术委员会归口管理，中央结算公司提出并负责起草，行业内相关单位共同研究完成，是绿色债券领域首个金融行业标准，填补了绿色金融领域行业标准空白。中央结算公司打造了国际首个集中展示境内外绿色及可持续债券全生命周期环境效益数据的数据库——中债绿色低碳转型债券数据库，推动绿色低碳转型债券信息服务系统建设。

（四）完善柜台市场管理机制

2024年2月，中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，明确柜台债券业务品种、交易方式，扩大柜台债券投资品种，并优化投资者开户管理规则。2024年4月，财政部印发《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》，明确记账式国债和地方政府债券发行结束后，均可在银行间债券市场柜台分销和交易，更好满足投资者需求，促进政府债券柜台交易业务规范发展。

（五）进一步完善债券发行制度体系

2024年1月，根据中国证监会统一部署，深、沪、北证券交易所分别发布了《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》，进一步提升债券发行规范性水平，严格市场纪律，维护市场正常秩序，促进债券市场稳定健康高质量发展。本次通知在交易所公司债券发行承销规则的基础上，针对部分债券存在发行定价不审慎、未遵循市场化原则确定利率区间等发行业务不规范行为，坚持问题导向，立足交易所债券发展实际，按照市场化、透明化、规范化原则，从政策层面进一步完善债券市场各参与方发行操作规范，加强发行业务自律管理，促进发行价格的市场化形成机制，有利于进一步夯实市场持续健康发展的基础。

（六）优化主承销商日常评价机制，完善退出机制设计

2024年10月，交易商协会发布《非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价规则》和《关于非金融企业债务融资工具一般主承销商2024年度主承销业务执业情况市场评价实施方案的通知》，进一步突出日常评价对发行定价、承销做市联动能力的引导重点，鼓励差异化发展；完善退出机制设计，让长期展业不积极、合规性较差的机构及时退出，实现主承销商队伍的动态调整。

（七）持续优化资产证券化基础制度

2024年3月，证券业协会为规范资产证券化业务基础资产具体要求，做好基础资产负面清单管理工作，发布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，进一步完善了资产支持证券业务规则体系。2024年3月，沪、深证券交易所分别正式发布并施行《上海

债券市场分析研究报告

证券交易所资产支持证券业务规则》和《深圳证券交易所资产支持证券业务规则》，对资产证券化业务全生命周期的规则体系进行了全面的梳理和细化，包括挂牌条件、挂牌条件审核程序、发行和挂牌转让、信息披露、持有人权益保护、停复牌及终止挂牌、自律管理等。2024年12月，深圳证券交易所发布《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第1号——申请文件及其编制要求》等6项挂牌条件审核业务指引，提高审核业务的透明度，保护投资者的合法权益。

（八）加强对信用评级行业的统一管理

2024年3月，交易商协会和证券业协会发布了《债券市场信用评级机构联合市场化评价办法》。2024年3月，交易商协会组织市场成员发布了《银行间债券市场信用评级业务自律指引》和《银行间债券市场信用评级业务信息披露指引》。以上文件规范信用评级机构在债券市场信用评级业务中的信息披露行为，提高信用评级透明度，保障市场各主体的合法权益，促进银行间债券市场健康发展。

四、债券市场对外开放

2024年，债券市场高水平对外开放稳步推进，投资者结构进一步多元化，债券市场多项对外开放创新举措成功落地。

（一）境外机构参与债市的相关政策不断优化

2024年1月，中国人民银行等发布《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）》，支持所有已进入银行间债券市场的境外机构投资者参与债券回购业务，交易形式包含质押式回购和买断式回购；将“债券通”项下债券纳入香港金管局人民币流动资金安排的合资格抵押品；发布优化粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点的实施细则。2月，中国人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，允许已进入银行间市场的境外投资者通过柜台渠道投资债券市场。国务院办公厅印发《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》，提出支持外资金融机构参与境内债券承销和国债期货交易试点。5月，中国人民银行、香港证监会、香港金管局宣布进一步优化“互换通”机制安排，在丰富产品类型、完善配套功能等方面推出多项举措。7月，中国人民银行宣布支持境外投资者使用债券通持仓中的在岸国债和政策性金融债作为“北向互换通”的履约抵押品。8月，《上海市推进国际金融中心建设条例》正式公布，提出支持符合条件的境外投资者参与银行间利率衍生品市场、国债期现货市场等，为人民币债券作为合格担保品参与全球交易提供便利。

（二）国际债券市场参与度持续提高

一是熊猫债发行规模持续增长。2024年，中国境内融资成本的低位优势以及人民币国际化进程的加速，推高了熊猫债的发行规模：2024年发行总量首次接近2000亿元人民币，较2023年增幅超过25%，创历史新高；发行主体进一步多元化，包括国际开发机构、政府类机构、金融机构和非金融企业等，纯外资发行人的数量和发行规模占比显著提升。

二是内地与香港市场合作进一步加深。2024年，中国人民银行与香港金融管理局共同推出一系列便利举措。“债券通”北向项下的人民币国债、政策性金融债券纳入人民币流动资金安排合格抵押品名单、优化“互换通”机制安排等，进一步增加境内债券的使用场景，提升境外机构的持债意愿。

三是自贸区离岸债券（“明珠债”）服务持续优化。中央结算公司持续优化自贸区离岸债券存续期服务，支持完善离岸市场业务生态。配合上海金融法院加强金融市场案例测试机制建设，助力上海国际金融中心建设。

（三）境内外机构深化交流合作

一是服务债券市场对外开放。2024年，中央结算公司积极发挥对外开放主门户作用，提升中国债券市场的国际影响力。服务境外投资者入市，截至2024年底，公司支持境外机构开立债券账户近1500户，托管债券余额约3万亿元，占境外机构持有境内债券总额的95%；首次引入境外投资者通过全球通渠道参与福建债、招商银行金融债的发行认购。扩大海外市场宣介，接待世界银行代表团来访上海并举办客户交流会，在沙特阿拉伯、中国香港、新加坡等地举办多场境外投资者交流会，参展Sibos大会、国际资本市场协会（ICMA）年会等。拓宽信息服务渠道，编制发布2024年《中债入市服务指南》中英文双版本、《中央结算公司金融市场基础设施原则信息披露报告（2023年）》，建设完善中债境外投资者子网站，全面介绍中国债券市场发展及对外开放等情况，为境外投资者提供了解中国债券市场的一站式信息集成服务平台。

二是强化担保品跨境使用的国际发声。中央结算公司与ICMA联合发布《人民币债券担保品参与全球回购交易》英文版白皮书。举办中债担保品圆桌会议，邀请境内外金融管理部门、行业协会、金融基础设施、各类市场机构参会。受邀参加亚洲债市论坛、国际掉期与衍生工具协会（ISDA）衍生品交易论坛、欧清担保品管理大会等高标准国际会议，就推动人民币债券担保品应用等前沿议题与各国投资者深化磋商交流。

三是扩大中国在全球绿色金融领域的影响力。中央结算公司编制首个粤港澳大湾区绿债环境信息披露标准，建设运营国际首个全面覆盖大湾区绿债的“中债—绿色债券环境效益信息数据库”，发布市场首批大湾区债券指数并登陆中华（澳门）金融资产交易

债券市场分析研究报告

所，“中债标准和信息产品助力粤澳债券市场融合发展”案例入选广东金融学会“金融支持粤澳融合发展暨横琴建设典型案例”。中债金融估值中心荣获境外知名媒体《投资洞见与委托》“年度最佳环境、社会、公司治理（ESG）数据提供商”奖。

四是完善人民币离岸资产估值建设。中央结算公司发布离岸人民币公司信用债收益率曲线与估值、金融行业中资美元债收益率曲线、中资金融机构境外发行同业存单估值，保持中资境外债曲线估值全覆盖。中债金融估值中心连续五年荣膺国际知名杂志《财资》中国市场“最佳固定收益指数供应商”奖项，首次荣获《亚洲投资者》中国市场“最佳指数供应商”奖项。

五是深化拓展与国际同业机构的业务合作。中央结算公司与香港债务工具中央结算系统（CMU）保持长期合作关系，在管理部门指导下完成向境外投资者开放银行间回购业务的准备工作，落实对外开放政策部署。与中欧交易所、港交所以及彭博等多家电子交易平台和欧清、明讯等金融基础设施机构深入探讨合作。

截至 2024 年末，共有 1 156 家境外机构主体进入银行间债券市场，持有银行间债券 3.12 万亿元。境外投资者在中央结算公司托管债券 2.96 万亿元，约占境外投资者在银行间市场总托管量的 95%。

五、发展建议

（一）推动债券市场一体化发展，提升债券市场运行效率

我国债券市场充分发挥后发优势，持续推动债券市场一体化发展，市场规模已连续多年稳居全球第二，又在统一执法、信用评级协调等方面取得积极进展。但与发达国家通过基础设施整合等方式来提高市场一体化竞争力相比，我国债市一体化的布局仍有进一步提升空间。实现金融强国离不开债券统一大市场建设。下一步可考虑深化功能整合，朝着统一安全、透明高效、布局合理的方向，持续完善债券市场基础设施布局，进一步增强中国债券市场的功能统合性和国际竞争力。

（二）支持债券市场绿色发展，深化可持续金融发展路径

我国债券市场积极落实碳达峰碳中和目标，在可持续金融领域蓬勃发展，绿色债券市场规模已跃居全球首位，转型债券规模稳步增长，社会责任债券理念日益凸显。下一步将持续完善可持续金融服务能力，支持绿色债券产品创新，支持金融机构有序开展投融资碳核算，降低资产组合碳强度。持续加强绿色、转型、生物多样性等可持续金融标准体系，研发以绿色债券指数、ESG 指数为标的的指数型基金，探索发布绿色债券收益率曲线，完善信息披露能力建设和制度要求，强化政策激励约束和评价机制，创新金融产品供给和统计机制，深化推动绿色金融与科技金融、数字金融融合发展，加强国

际合作交流，深度服务可持续金融市场高水平建设。

（三）推进债券市场数字化发展，金融科技赋能金融基础设施数字化转型

随着区块链、大数据、人工智能、云计算等新兴信息技术的发展，全球数字经济快速兴起，数字化转型成为重要的发展导向。数字货币、数字资产成为金融市场应用领域的重要探索方向，数字化金融基础设施建设随之成为金融市场数字化的重要支撑和前沿课题。为推动债券市场数字化转型，要充分发挥金融基础设施的枢纽作用，持续强化数智赋能，加速催化数字化发展生态，为债券市场提供更加安全高效的服务；要充分发挥金融基础设施的融合作用，探索推动数字货币与数字资产融合应用、区块链系统与传统系统融合发展，满足市场多样化需求。

（四）促进债券市场开放发展，积极助力人民币国际化

债券市场开放对于稳慎扎实推进人民币国际化意义重大，对于有序提升人民币的支付、交易、储备、计价等功能必不可少。下一步推进债券市场高水平开放，需要提高开放深度，持续巩固开放主渠道，有序推动人民币债券的跨境发行、投资和应用，推动人民币债券成为全球安全公共资产，为国际提供高效的投融资、流动性和风险管理场所；提高开放宽度，统筹在岸市场和离岸市场发展，深化跨境金融和离岸金融服务，完善自贸区离岸服务体系，丰富跨境投融资渠道；提高开放高度，统筹开放与安全，稳步扩大债券领域制度型开放，既吸收借鉴国际市场的先进经验，又注意总结推广境内的好实践走向国际，丰富全球最佳实践，提高我国的国际竞争力和规则影响力，为全球合作贡献中国智慧中国方案。

（五）保障债券市场安全发展，有效防范化解金融风险

坚持债券市场高质量发展和高水平安全良性互动，统筹发展与安全。加强债券市场金融基础设施建设，持续完善全面风险管理体系；强化穿透监管机制，持续提升债市监测水平，关注利率风险、信用风险、流动性风险和操作风险，建立优化预警报告机制；支持债券市场制度创新和产品创新，提高债券市场的覆盖面和包容性；深化国债收益率曲线定价基准应用，提升资金配置效率；强化期货和衍生品市场建设，丰富债券市场投资避险工具；强化科技赋能，以新兴技术提升市场效率，保障债券市场安全稳健发展。

[第四章]

国债市场分析报告

2024年，国债市场运行稳健，国债发行规模突破12万亿元，1万亿元超长期特别国债顺利发行，财政筹资机制持续完善，国债管理透明度不断提高，市场运行机制继续优化，国债逆周期调节经济功能进一步发挥，国债市场建设取得新进展。

一、国债发行情况

（一）基本情况

据财政部官方统计，2024年国债共发行12.57万亿元^①，同比增加1.4万亿元，增长12.5%。据中央结算公司统计，一般国债发行10.96万亿元，包括记账式国债10.73万亿元、储蓄国债（电子式）2288亿元；超长期特别国债发行1万亿元，用于支持“两重”项目建设和“两新”政策实施；通过定向方式发行到期续作特别国债4000亿元^②。国债发行期限结构保持稳定，新发国债主要集中于91天、182天、1年、2年、3年、5年、7年、10年、30年期9个期限。

（二）记账式国债发行情况

根据中央结算公司统计，2024年记账式国债发行总量为12.13万亿元，同比增加1.31万亿元，增长12.11%。全年记账式国债发行呈现如下特点。

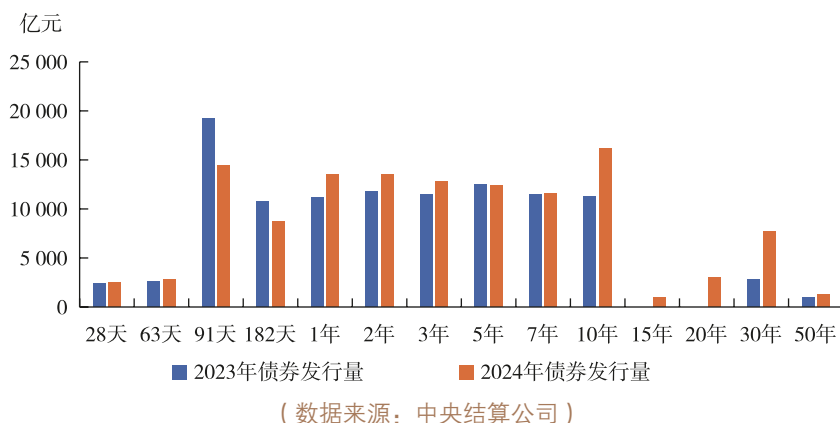
一是受超长期特别国债发行影响，国债平均发行期限有所延长。全年记账式国债

① 财政部国债发行统计数据，包括内债和外债。

② 中央结算公司国债发行统计数据，未包含外债907.86亿元及储蓄国债（凭证式）1100亿元。

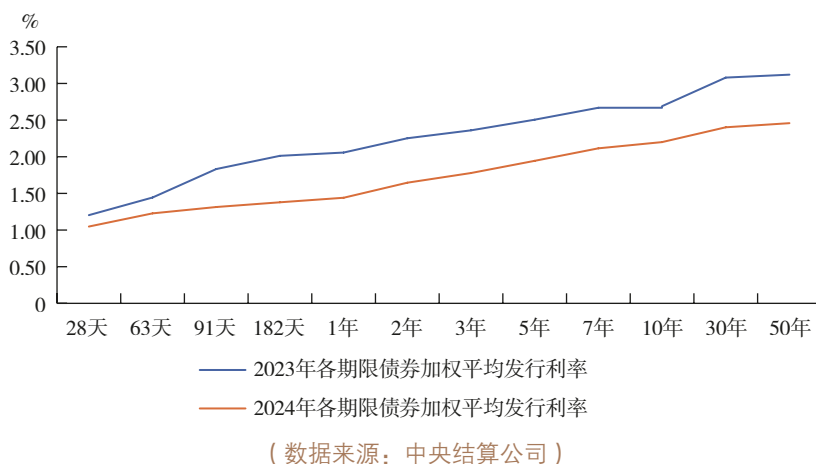
加权平均发行期限为 6.26 年，同比延长 1.97 年。除 91 天、182 天、5 年期国债发行规模同比下降外，其余期限国债均有所增加。其中，30 年期国债发行量为 7 680 亿元，同比增加 4 920 亿元，增长 178.26%，为增幅最大的期限品种；91 天期国债发行量为 14 411.4 亿元，同比下降 25.11%，为降幅最大的期限品种；30 年、50 年期超长期国债发行量合计 8 910 亿元，同比增加 5 230 亿元，增长 141%（见图 4-1）。

图 4-1 2023 年、2024 年记账式国债分期限发行情况



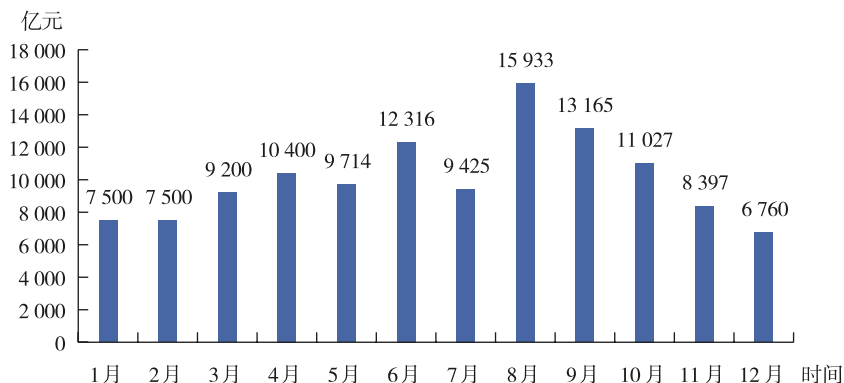
二是平均发行利率显著下降。全年记账式国债加权平均发行利率为 1.78%，同比下行 47BP，主要原因是经济基本面修复不及预期、宽松货币政策预期叠加央行净买入国债促使需求增加。分期限看，28 天、63 天、91 天、182 天、1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、30 年、50 年期平均利率同比分别下行 16BP、22BP、52BP、63BP、62BP、61BP、58BP、56BP、55BP、49BP、68BP、66BP（见图 4-2）。

图 4-2 2023 年、2024 年记账式国债分期限发行利率



三是发行规模呈先增后降态势。分月看，全年各月平均发行量为 10 111 亿元，8 月发行量最大，为 15 933 亿元，后逐月下降。4 月、6 月、8 月、9 月、10 月单月记账式国债发行量均超过 1 万亿元（见图 4-3）。

图 4-3 2024 年记账式国债分月发行量



（数据来源：中央结算公司）

（三）储蓄国债（电子式）发行情况

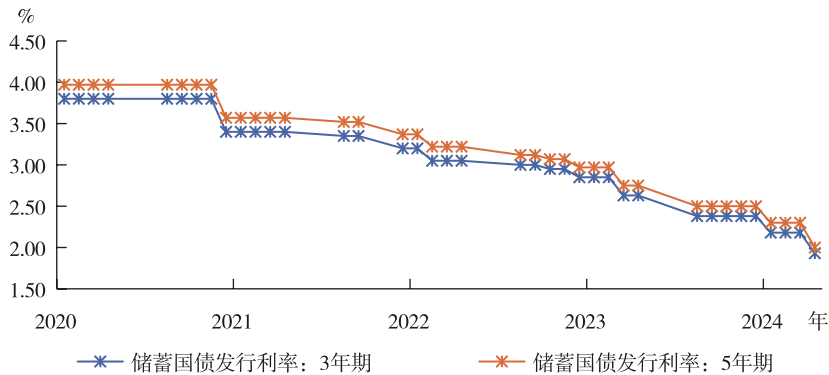
根据中央结算公司统计，2024 年储蓄国债（电子式）发行总量为 2 288 亿元，同比增加 398 亿元，增长 21.1%。发行期限仍为 3 年期和 5 年期，分别发行 1 138 亿元和 1 150 亿元。储蓄国债（电子式）全年发行呈现如下特点。

一是发行规模有所扩大。根据群众购买储蓄国债热情较高的情况，财政部加强与人民银行沟通，与 2023 年相比，全年储蓄国债（电子式）供给规模增加 425.1 亿元，更好地满足了群众的购债需求。

二是发行利率稳步下调。2024 年，参考商业银行定期存款利率、贷款基础利率（LPR）调整等情况，财政部会同中国人民银行年内分别下调 3 年、5 年期储蓄国债（电子式）利率 70BP、75BP，其中 3 年期利率由 2.63% 下调至 1.93%，5 年期利率由 2.75% 下调至 2.00%（见图 4-4），在较好满足群众投资需求的基础上，有效降低储蓄国债筹资成本，避免储蓄国债利率过高加剧供需矛盾。

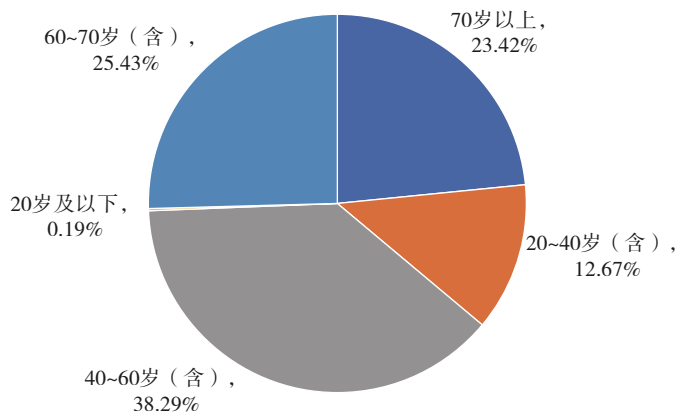
三是中老年群体仍是投资认购主力。2024 年，共有 89.52 万个人投资者参与认购 2 288 亿元储蓄国债（电子式），单户认购量均值为 25.56 万元，其中 40 岁以上投资者占比为 87.14%（见图 4-5）。

图 4-4 2020—2024 年储蓄国债（电子式）发行利率



(数据来源：中央结算公司)

图 4-5 2024 年当年储蓄国债（电子式）投资者年龄分布情况



(数据来源：中央结算公司)

二、国债存量情况

（一）基本情况

财政部官方数据显示，2024 年末国债余额为 34.57 万亿元，同比增加 4.54 万亿元，增长 15.1%。中央结算公司统计数据显示^①，记账式国债余额为 33.13 万亿元，储蓄国债（电子式）余额为 7 246 亿元。分市场看，银行间债券市场、柜台市场和其他市场国债余额分别为 32.07 万亿元、8 094 亿元和 9 772 亿元。2024 年末，主要发达国家中美国可交易国债余额为 28.28 万亿美元，德国、日本国债余额分别为 1.88 万亿欧元和 1 173.56 万亿日元。^②

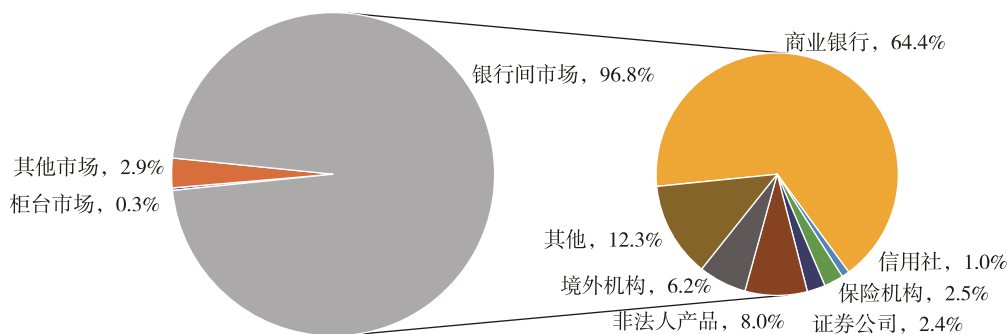
① 中央结算公司统计数据不包含外债及储蓄国债（凭证式）余额数据。

② 数据来源为各国财政部门官方网站。

（二）记账式国债存量情况

根据中央结算公司统计，2024 年末记账式国债余额为 33.13 万亿元，同比增加 4.51 万亿元，增长 15.76%。持有者结构方面，商业银行仍是记账式国债的主要投资者。以银行间债券市场为例，2024 年末，商业银行持有记账式国债 21.34 万亿元，占银行间市场记账式国债余额的 67%。境外机构持有记账式国债 2.06 万亿元，占比为 6.2%，同比下降 2 个百分点（见图 4-6）。

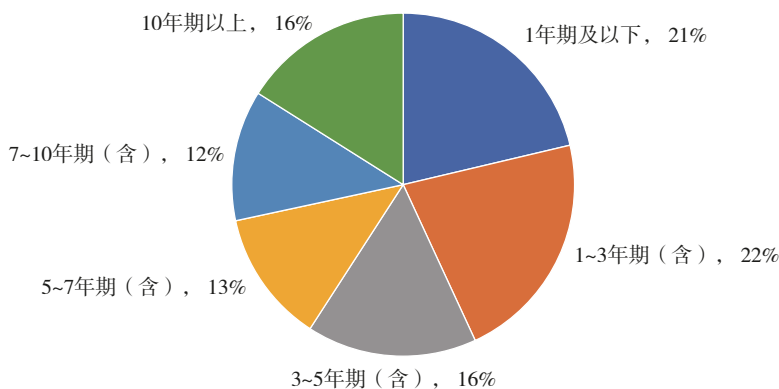
图 4-6 2024 年末记账式国债持有者结构情况



（数据来源：中央结算公司）

剩余期限方面，记账式国债有所延长。2024 年末，记账式国债平均剩余期限为 7.55 年，同比增长 0.38 年。其中，剩余期限在 3 年以下的记账式国债余额 14.28 万亿元，占比 43%，同比下降 2 个百分点；剩余期限在 10 年及以上的记账式国债余额 5.32 万亿元，占比 16%，同比增加 2 个百分点（见图 4-7）。

图 4-7 2024 年末记账式国债剩余期限占比情况

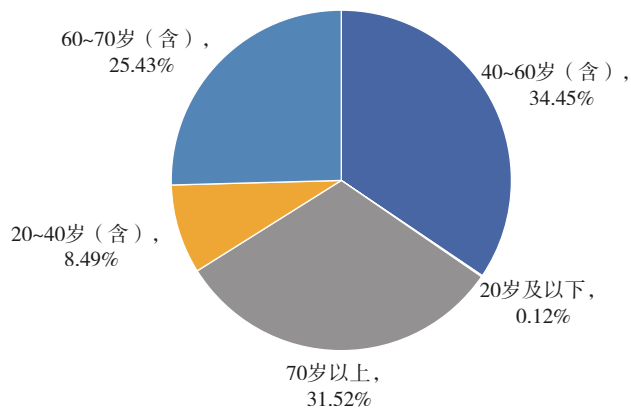


（数据来源：中央结算公司）

（三）储蓄国债（电子式）存量情况

根据中央结算公司统计，2024年末，储蓄国债（电子式）余额为7 246亿元，同比减少23亿元，下降0.32%。储蓄国债（电子式）全部由个人投资者持有，单户债券平均持有规模为29.07万元。分年龄段看，持有储蓄国债（电子式）的投资者中，40岁以上的占比91.39%（见图4-8）。

图 4-8 2024 年末储蓄国债（电子式）投资者年龄分布情况

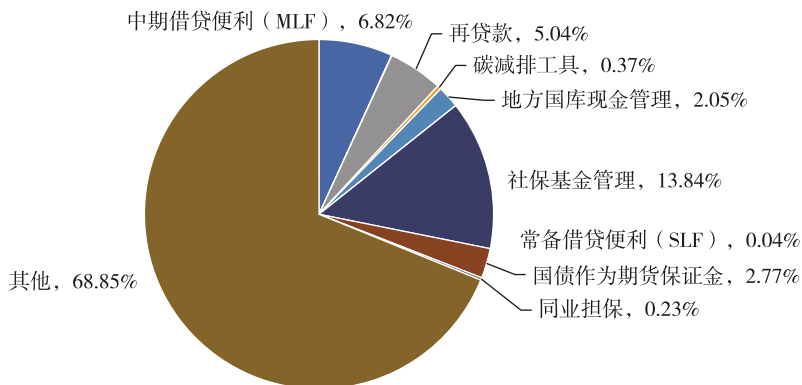


（数据来源：中央结算公司）

（四）国债用作担保品情况

国债目前已成为部分货币政策和财政政策操作中最主要的合格担保品，并逐渐扩展应用于衍生品市场、金融机构同业授信、境外央行货币互换等金融交易中。据中央结算公司统计，2024年，国债作为担保品的应用规模为633.38万亿元，同比增加46.49万亿元，增长7.9%。2024年末，国债在押余额约为6.16万亿元，同比减少1.15万亿元，下降15.7%。主要原因：一是国债供给放量导致市场流动性承压，机构为应对潜在的利率上行风险，更倾向于持有而非质押国债以保留流动性缓冲；二是2024年12月央行强化债券市场监管引起机构减持长期国债，减少了长期国债质押需求；三是地方债因收益率较高且流动性改善，吸引了更多机构将其作为质押品替代国债。国债作为担保品应用领域覆盖债券回购、债券借贷、央行公开市场操作、国库现金管理、社保基金管理等业务。2024年末国债担保品在各业务中的余额及占比情况见图4-9。

图 4-9 2024 年末国债担保品在各业务中的余额及占比情况



(数据来源：中央结算公司)

三、国债交易结算情况

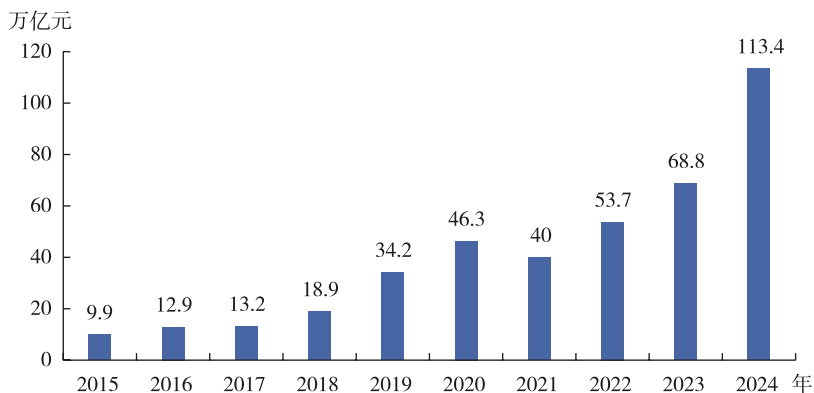
(一) 基本情况

2024 年，国债二级市场交易规模有所扩大，活跃度显著提升。以银行间市场为例，全年记账式国债现券交易规模为 113.4 万亿元，质押式回购交易规模为 523.4 万亿元，买断式回购交易规模为 4.5 万亿元，债券借贷规模为 22.7 万亿元。

(二) 现券交易情况

从交易规模看，2024 年国债现券交易规模创历史新高。受债券市场收益率持续下行、国债发行规模大幅增加等因素影响，2024 年国债现券交易规模同步增加，银行间市场中，国债现券交易 113.4 万亿元，同比增加 44.6 万亿元，增长 64.83%（见图 4-10）。

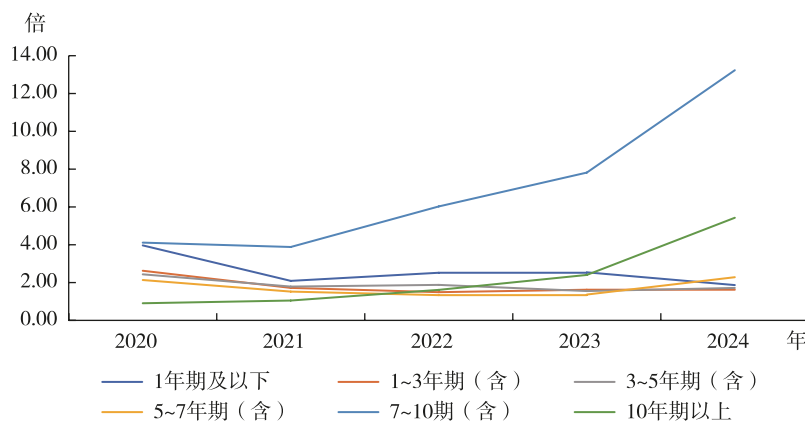
图 4-10 2015—2024 年银行间市场记账式国债现券交易情况



(数据来源：中央结算公司)

从换手率看，2024年记账式国债交易活跃，中长期交易活跃度提升明显。银行间市场记账式国债换手率为367%，同比上升108%。其中，7~10年期（含）和10年期以上换手率分别达到1323%和542%，同比大幅提升；3~5年期（含）、5~7年期（含）换手率分别为172%和228%，同比小幅增加；1年期及以下、1~3年期（含）换手率分别为187%和159%，同比略有下降（见图4-11）。与主要发达国家相比，2024年，美国国债换手率为813%，德国国债换手率为101%，日本国债换手率为251%。^①

图 4-11 2024 年不同期限记账式国债换手率（按剩余期限）



（数据来源：中央结算公司）

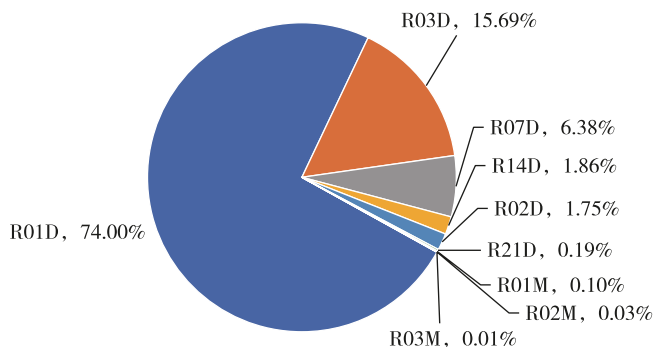
交易主体方面，国债现券交易参与主体以商业银行和证券公司为主，非法人产品交易规模大幅增长。银行间市场中，全年商业银行参与国债交易规模为125.1万亿元，占比55.1%，同比增加50万亿元，增长66.6%。证券公司参与国债交易规模为69.8万亿元，占比30.8%，同比增加24.8万亿元，增长55.1%。非法人产品参与国债交易规模为18.2万亿元，占比8.0%，同比增加9.8万亿元，增长116.7%。

（三）回购交易情况

2024年，银行间市场国债回购交易总量为527.97万亿元，同比增加11.98万亿元，增长2.3%。其中，质押式回购交易面额523.44万亿元，买断式回购交易面额4.5万亿元。银行间市场质押式回购主体以商业银行为主，参与交易规模占比75.04%；交易活跃期限品种包括R01D和R03D，交易面额合计469.46万亿元，占比89.69%（见图4-12）。买断式回购的主体以商业银行和证券公司为主，参与交易规模合计占比86.46%；交易活跃期限品种包括R01D、R03D和R07D，交易面额合计4.21万亿元，占比92.92%（见图4-13）。

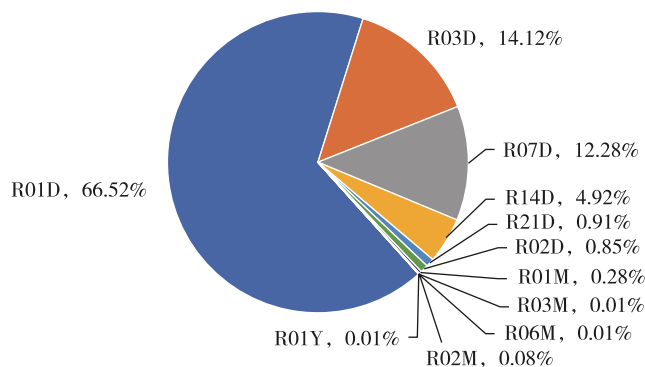
^① 换手率基础数据来源为各国财政部门官方网站。

图 4-12 2024 年记账式国债活跃期限质押式回购情况



(数据来源：中央结算公司)

图 4-13 2024 年记账式国债活跃期限买断式回购情况

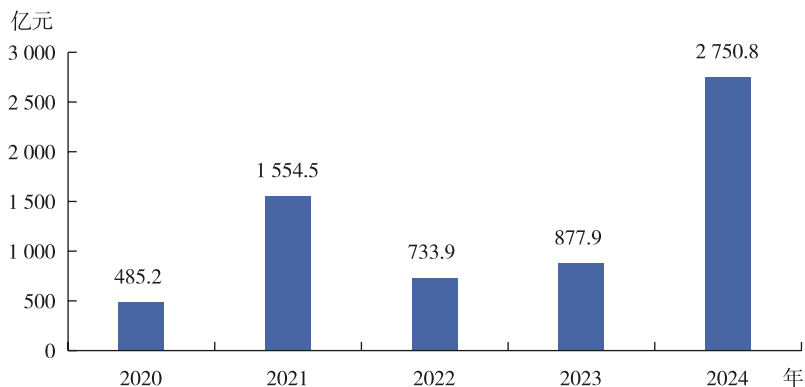


(数据来源：中央结算公司)

(四) 柜台交易情况

记账式国债柜台交易期限品种有所扩展，交易量同比扩大。2024年2月，中国人民银行印发《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》。2024年4月，财政部印发《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》。记账式国债发行结束后可在银行间债券市场柜台分销和交易，记账式国债柜台交易期限由关键期限扩展到全部期限。2024年，国债柜台现券交易量为2750.8亿元，同比增加1872.9亿元，增长213.33%（见图4-14）。从交易的期限结构看，5年期及以下债券交易规模为2006.74亿元，占比为72.95%。2023年5月起，中央结算公司支持银行间柜台市场业务开办机构开展柜台债券质押式回购业务，结算面额合计65.65万亿元。

图 4-14 2020—2024 年国债柜台市场现券交易情况

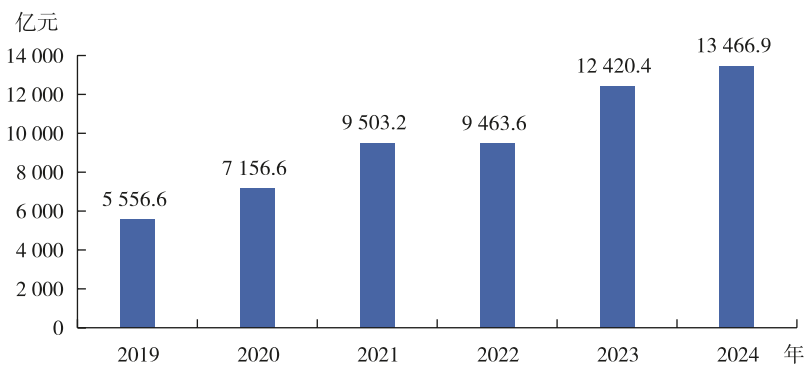


(数据来源: 中央结算公司)

(五) 国债市场互联互通

自 2003 年起, 国债成为首个实现跨市场转托管的债券种类, 对便利投资者买卖发挥了积极的促进作用。2024 年, 国债市场转托管业务规模为 1.35 万亿元, 同比增长 8.4%, 促进了国债市场互联互通水平进一步提高 (见图 4-15)。

图 4-15 2019—2024 年记账式国债互联互通规模



(数据来源: 中央结算公司)

四、国债市场价格走势

(一) 收益率走势

整体走势方面, 2024 年国债市场收益率全年单边下行, 10 年期国债收益率正式进入“1%”时代。以 10 年期国债为例, 年初至 4 月中旬, 经济基本面弱修复, 机构欠配压力加大, “资产荒”推动收益率顺畅下行至 2.23%, 接近 2.2% 的关口。4 月末至 9 月

债券市场分析研究报告

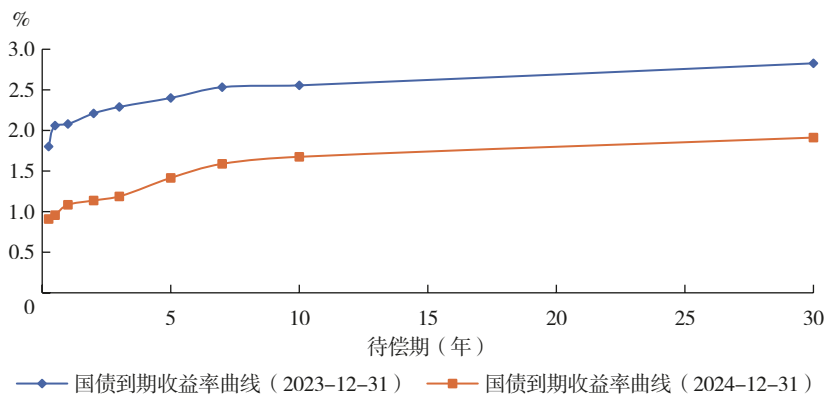
中旬，监管持续提示长债利率风险，交易商协会启动自律调查，此后人民银行公告买入国债，叠加海外开启降息周期推升国内货币宽松预期，10年期国债收益率震荡下行，9月中旬达到2.04%，接近2.0%的关口。9月底至11月中旬，一系列重磅会议相继召开，稳增长政策频繁出台，股票市场放量大涨，在股债跷跷板与政策预期变化的影响下，10年期国债收益率先上后下，在2.10%至2.25%之间宽幅震荡。11月下旬至年末，非银同业存款自律机制落地，债券资产吸引力进一步上升，12月市场降息预期升温，资金抢跑，推动国债收益率强势下行进入“1%”时代，年末达到1.68%，较年初下降88.01BP（见表4-1和图4-16）。

表4-1 主要期限的国债收益率统计

期限	较上一年变化 (BP)	年末值 (%)	最大值 (%)	最小值 (%)	平均值 (%)	标准差 (%)	平均日波动 (BP)	最大日波动 (BP)
1年	-99.53	1.08	2.15	0.93	1.58	0.24	1.64	9.03
2年	-107.28	1.14	2.27	1.05	1.71	0.31	1.71	7.66
3年	-110.22	1.19	2.34	1.09	1.81	0.30	1.83	9.80
5年	-98.49	1.42	2.44	1.37	1.98	0.25	1.85	10.00
7年	-94.41	1.59	2.56	1.59	2.14	0.22	1.74	11.56
10年	-88.01	1.68	2.56	1.68	2.22	0.18	1.54	10.16
30年	-91.48	1.91	2.84	1.91	2.42	0.19	1.80	12.75

数据来源：中央结算公司。

图4-16 国债到期收益率曲线

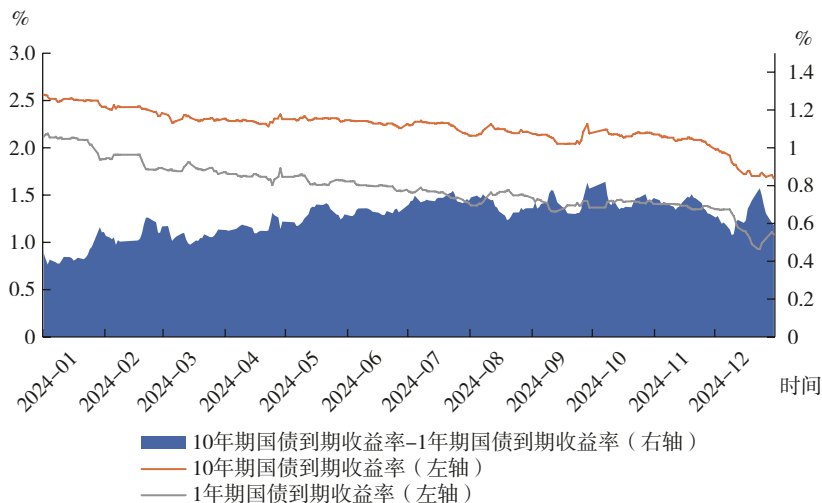


（数据来源：财政部）

期限利差方面，2024年资金面整体平稳，高息资产减少推动机构加力配置超长债，债券市场短端、超长端收益率较长端下行更多，曲线趋于陡峭化。国债1年、10年和

30年期收益率分别下行100BP、88BP和91BP，10年和1年期利差由年初的44BP走阔至年末的59BP（见图4-17），30年和10年利差由年初的28BP收窄至年末的24BP。

图4-17 国债10年期与1年期到期收益率利差



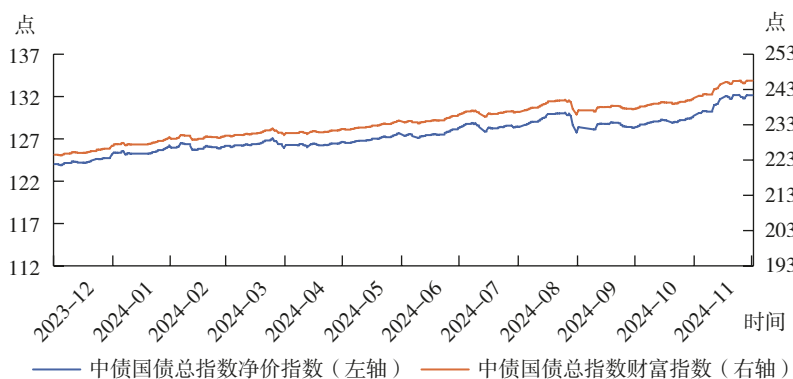
（数据来源：财政部）

（二）市场价格走势

2024年，反映国债市场总体价格走势的中债国债总指数^①稳步上涨（见图4-18）。由于收益率整体下行，中债国债总指数净价指数全年上涨6.71%。

2024年，国债市场全年投资回报率实现较高增长。从中债国债总指数财富指数来看，全年回报率为9.54%，较上年全年回报（5.05%）有所上升。

图4-18 中债国债总指数净价指数与财富指数



（数据来源：中央结算公司）

^① 指数成分券为剩余期限1年以上（包含1年）的记账式国债。

五、国债市场发展建议

（一）持续深化国债管理改革

一是规范开展国债登记托管结算工作。落实《政府债券登记托管结算管理办法》要求，完善国债跨市场转托管服务，建立健全政府债券数据汇总机制，防范国债业务风险，保障国债市场平稳运行。二是提升信息披露与市场透明度。强化国债发行、预算执行、库款运行和现金管理统筹，探索在年度、季度发行安排中增加中长期国债融资规模目标，增强国债供给可预期性，稳定市场中长期预期；加强对特别国债资金使用情况、项目效益等方面的信息披露。

（二）进一步拓展国债金融功能

一是重视和加强国债期货、利率互换等国债衍生品市场以及回购市场建设，丰富短、中、长期的国债期货品种，适时推出国债期权等衍生工具。有序扩大国债期货投资者范围，允许承担做市义务的商业银行、理财产品等参与国债期货市场，加强期货与现货市场联动。建立完善国债期货与现货监管协调、信息报送制度，防范跨市场风险。二是拓宽国债作为合格担保品中的应用范围，推动在普惠金融、养老金融、中小企业融资等更多政策性业务场景中使用国债作为担保品；推动国债在跨境业务中的应用，推进境内中央登记托管机构与国际同业、全球托管行等机构的互联互通，探索自贸区和境外人民币国债作为担保品的跨境使用。三是有序拓展公开市场操作的国债品种覆盖范围，重点培育关键期限国债的基准定价功能。四是在基准利率参考方面，进一步拓宽国债收益率的应用领域，不局限于传统债券类资产，逐步扩展至非标准债权类资产，同时，设计更多以国债收益率为定价基准的金融产品。

（三）不断丰富国债工具箱

一是研究推出浮动利率国债。浮动利率国债有助于平滑经济周期波动带来的财政收支波动，如在经济下行周期，市场利率下行，存量浮动利率国债票息随之降低，从而缓解利息支出压力。同时，浮动利率国债可有效降低投资者利率风险，增强国债市场对市场利率波动的适应性，增强国债吸引力。二是探索发行绿色国债。绿色国债的发行一方面能够展现政府在环境保护方面的财政支持力度，另一方面能够提高国债的差异化供给能力，更好满足投资者对可持续发展的投资需求。2025年2月，财政部发布《中华人民共和国绿色主权债券框架》，标志着中国在全球绿色金融治理中迈出新的关键一步。2025年4月，财政部代表中央政府在英国伦敦成功簿记发行了60亿元人民币绿色主权债券。三是探索发行区块链数字国债。区块链数字国债将传统国债的发行通过区块链、

分布式账本等技术进行改造，实现债券发行的数字化。与传统债券相比，以区块链技术为代表的数字债券在透明度、市场效率、安全性等方面具有潜在优势。

（四）着力增强国债普惠属性

一是适度增加储蓄国债的发行规模，扩大电子式储蓄国债发行比重，满足零售投资者需求。二是研究设置储蓄国债不可提兑的最低期限，鼓励投资者长期持有。三是研究推出10年及以上期限储蓄国债，并纳入个人养老金的合格投资品种，充分发挥国债长期储蓄功能，同时结合浮动利率定价方式，降低市场长期利率变动带来的利率风险。

（五）推动国债市场对外开放

一是持续巩固境外入市主流开放模式，按照集中统一、一级托管、底层穿透原则改造香港债券通的登记托管安排，依托境内金融基础设施进行中央确权。丰富各类境外投资者入市渠道，为境外投资者提供多级服务。二是稳妥推进境外机构参与国债回购、国债期货交易，进一步丰富境外机构风险管理工具，满足其风险对冲、套期保值和流动性管理等合理需求，增强国债市场对境外投资者的吸引力。三是鼓励境外机构加入国债承销团，进一步简化境外机构入市流程，引导更多境外中长期资金入市。

[第五章]

地方政府债券市场分析报告

2024年，地方政府债券（以下简称地方债）市场持续稳健运行，发行规模维持高位，期限结构进一步优化。新增债券聚焦重点领域，支持重大项目建设；置换存量隐性债务额度发行有序推进，有效化解地方债务风险，为提升政府债务可持续性、促进地方社会经济发展提供了有力支撑。

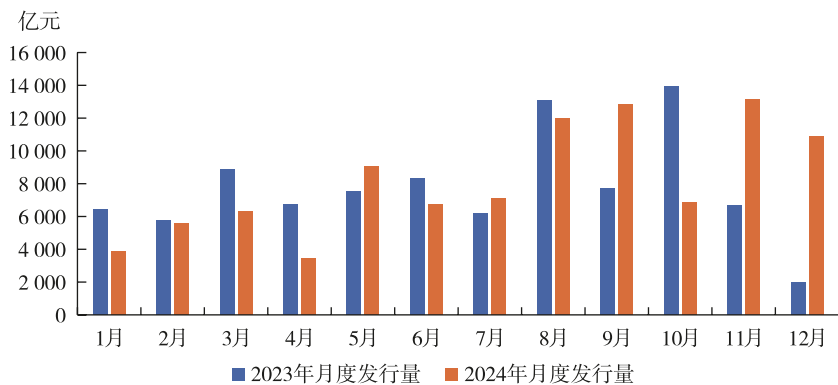
一、地方政府债券发行情况

2024年，我国地方债发行总量为9.79万亿元，同比增长4.71%，其中新增债券、再融资债券分别发行4.72万亿元和5.07万亿元。新增债券中，一般债券、专项债券分别发行0.70万亿元和4.02万亿元；再融资债券中，一般债券、专项债券分别发行1.37万亿元和3.71万亿元。2024年地方债发行呈现如下特点。

一是发行规模再创新高，下半年发行节奏有所加快。在积极的财政政策指引下，2024年地方债发行规模达到历史新高。各季度发行节奏有所分化：上半年发行进度相对平缓，发行规模为3.49万亿元，占比35.64%。受新增债券发行提速和新一轮债务置换政策实施影响，8月起地方债发行进度明显加快，11月单月发行量达到1.31万亿元，为全年最高（见图5-1）。

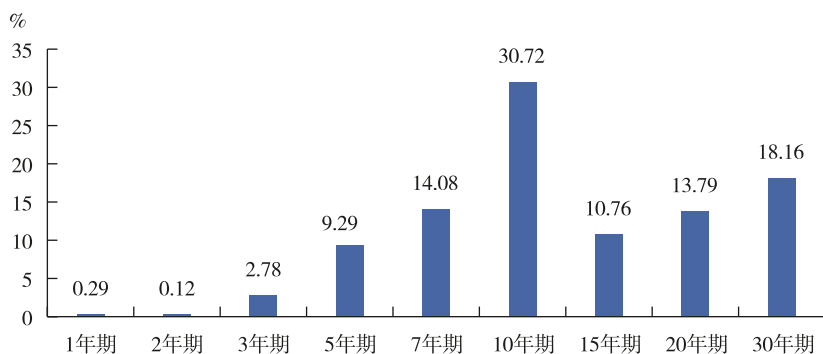
二是平均发行期限略有增加，10年期发行占比最高。2024年地方债平均发行期限为14.43年，同比增加2.03年。其中，一般债券、专项债券平均发行期限分别为8.43年和16.04年，同比分别增加1.03年和0.84年。发行期限以10年期为主，占比高达30.72%，其次为30年期（18.16%）、7年期（14.08%）和20年期（13.79%）。5年期、7年期债券占比有所下降，分别为9.29%和14.08%，同比分别减少7.74%和3.89%（见图5-2）。

图 5-1 2023 年、2024 年地方债分月发行量



(数据来源：中央结算公司)

图 5-2 2024 年地方债分期限发行占比情况



(数据来源：中央结算公司)

三是发行利率同比降低，与国债利差水平进一步缩小。受国债收益率持续下行影响，2024 年地方债加权平均发行利率为 2.29%，同比下降 61BP。其中，一般债券、专项债券发行利率分别为 2.27%、2.30%。国债利差方面，2024 年地方债发行平均上浮 8.44BP，同比降低 5.16BP。其中，15 年期平均上浮水平最高，为 9.76BP；1 年期最低，为 5BP。

四是地方债发行定价市场化水平不断提升。深圳市采用地方债收益率曲线作为发行定价基准，发行投标区间进一步扩宽。投资者在投标区间内自主确定投标价格，能够更好地反映市场供求关系，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异，有利于提升地方债发行市场化水平，有助于完善地方债发行管理机制。

五是地方债市场不断发展创新。在财政部指导下，北京市财政局开展第二批债券提前偿还业务，进一步提高了财政资金使用效率。广东省、深圳市、海南省赴港澳发行离岸人民币地方债，政府债券市场高质量对外开放稳步推进。山西省财政厅开展地方债续

债券市场分析研究报告

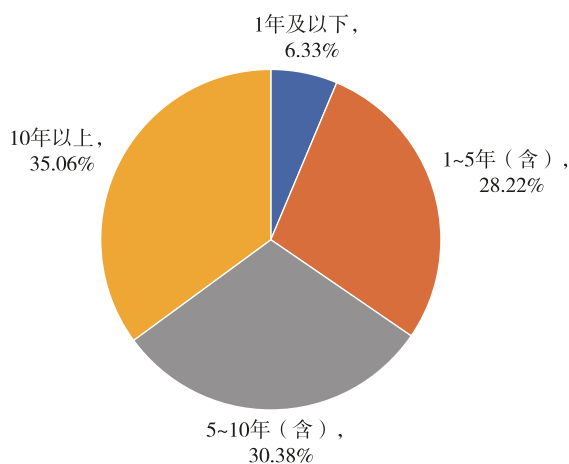
发行，有效提升二级市场流动性。

二、地方政府债券存量情况

截至2024年末，全国地方政府债务余额为47.54万亿元，同比增长16.69%。其中，一般债务16.70万亿元，专项债务30.84万亿元；地方债47.38万亿元，非政府债券形式存量政府债务0.16万亿元。

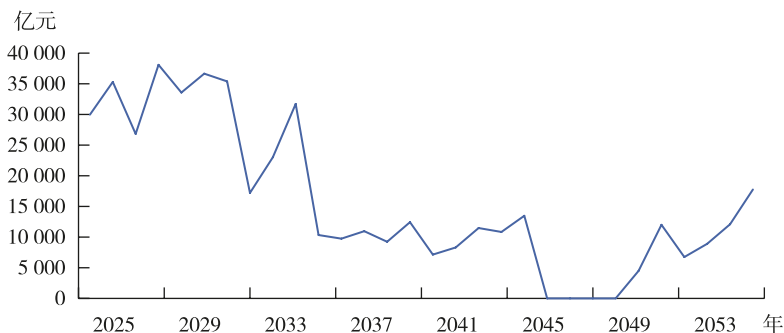
剩余期限方面，截至2024年末，地方债平均剩余期限为9.80年，同比增加0.70年。其中，一般债券6.10年，专项债券11.90年。剩余期限在10年及以下的债券规模为28.29万亿元，占比64.93%（见图5-3），其中2026年、2028年、2029年、2030年、2031年到期还本额较高，分别为3.54万亿元、3.95万亿元、3.53万亿元、3.75万亿元、3.52万亿元（见图5-4）。

图 5-3 截至 2024 年末地方债剩余期限占比情况



（数据来源：中央结算公司）

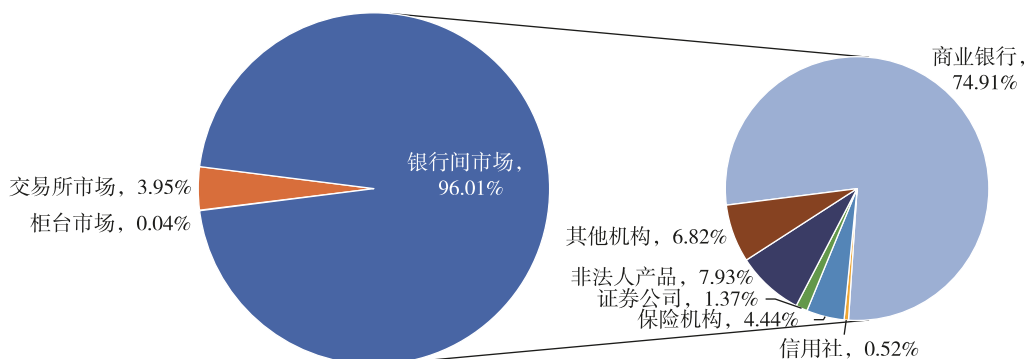
图 5-4 截至 2024 年末地方债到期还本情况



（数据来源：中央结算公司）

持有者结构方面，商业银行仍为地方债第一大持有主体，持有规模合计 35.48 万亿元，占比 74.91%；其余四大地方债持有者包括：非法人产品持有 3.76 万亿元，占比 7.93%；保险机构持有 2.11 万亿元，占比 4.44%；交易所市场持有 1.87 万亿元，占比 3.95%；其他机构持有 3.23 万亿元，占比 6.82%（见图 5-5）。

图 5-5 截至 2024 年末地方债持有者结构情况



（数据来源：中央结算公司）

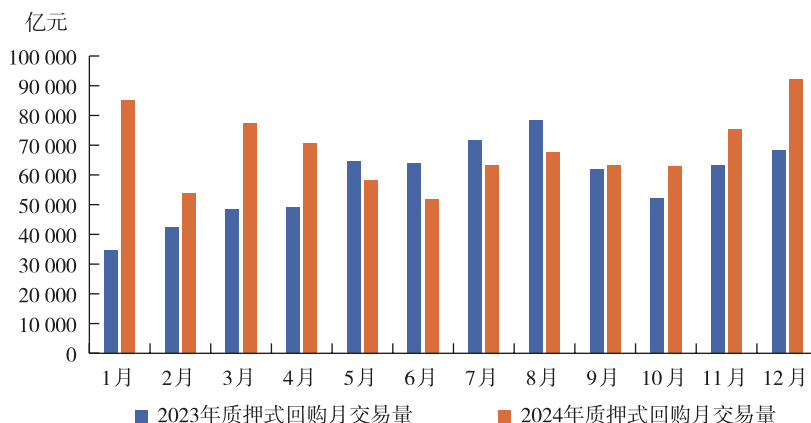
作为担保品应用方面，当前地方债已被广泛使用于国库现金管理、常备借贷便利、中期借贷便利，外汇局外汇委托贷款，以及全国和地方社保基金管理质押等业务中。2024 年，市场担保品偏好结构相对稳定，利率债仍为主流担保品，公司管理中的担保品以主权债和准主权债为主。其中，地方政府债占比最高，达 47.7%。2024 年末，地方债作为担保品的质押余额为 11.56 万亿元，较 2023 年底（13.01 万亿元）减少 1.45 万亿元，降低 11.15%。

三、地方政府债券交易结算情况

（一）基本情况

2024 年，地方债二级市场现券交易规模为 19.45 万亿元，同比增加 6.38 万亿元，增幅为 48.81%，其中，银行间债券市场规模为 18.94 万亿元，交易所市场规模为 0.51 万亿元。银行间债券市场中，地方债现券交易规模为 18.94 万亿元，同比增长 48.43%；质押式回购规模为 82.20 万亿元，同比增长 20.51%，其中 2 月、6 月质押式回购规模较低（见图 5-6）；买断式回购规模为 1.05 万亿元，同比增长 108.39%。

图 5-6 2023 年、2024 年地方债质押式回购分月交易量

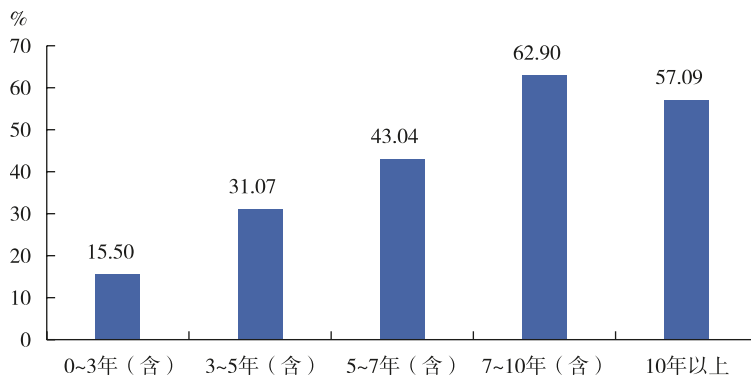


(数据来源: 中央结算公司)

(二) 现券交易情况

2024 年银行间债券市场中，地方债现券交易换手率为 43.07%，较 2022 年（34%）上升 9.07 个百分点。分期限看，不同剩余期限地方债换手率有所分化。7~10（含）年期交易最为活跃，换手率为 62.90%；其次为 10 年期以上，换手率为 57.09%；0~3 年期（含）债券交易活跃度最低，换手率为 15.50%（见图 5-7）。

图 5-7 2024 年地方债现券交易换手率（分期限）

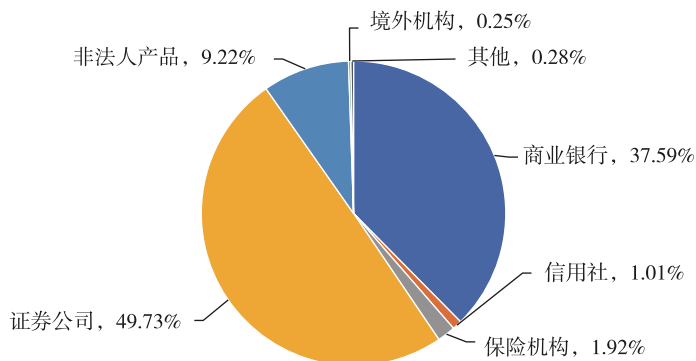


(数据来源: 中央结算公司)

分交易主体看，受参与承销且持有存量地方债规模较大等因素影响，2024 年银行间债券市场中，商业银行和证券公司两类机构的地方债现券交易规模最大，分别为 14.24 万亿元和 18.83 万亿元，合计占比 87.32%（见图 5-8）；境外机构交易规模相对较小，为 947.22 亿元，占比 0.25%。换手率方面，证券公司换手率最高，为 3 069.19%；境外

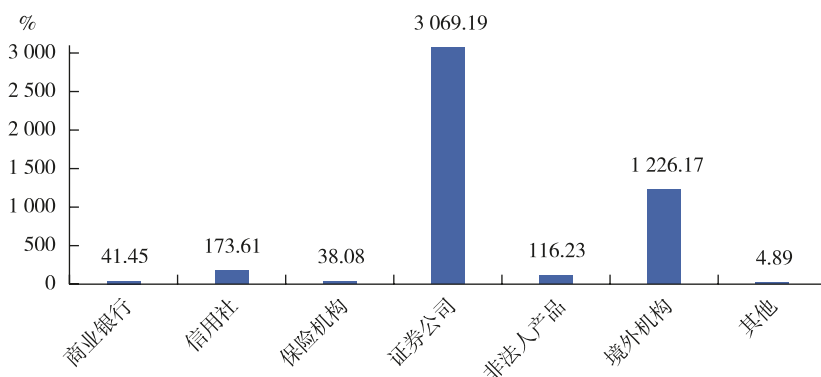
机构换手率其次，为 1 226.17%，体现该类机构更倾向通过二级市场现券交易、质押式回购等方式盈利的风格。与之相反，商业银行、保险机构换手率较低，分别为 41.45%、38.08%，体现出该类机构以持有至到期为主的投资风格（见图 5-9）。

图 5-8 2024 年地方债各类投资者现券交易占比情况



（数据来源：中央结算公司）

图 5-9 2024 年地方债各类投资者现券交易换手率情况



（数据来源：中央结算公司）

（三）柜台交易情况

2024 年 2 月，人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》；2024 年 4 月，财政部发布《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》，记账式国债和地方债发行上市后均可在银行间债券市场柜台分销和交易，柜台可流通政府债券由关键期限扩展至全部期限。2024 年，全国柜台地方债发行总量为 592.85 亿元，同比增长 18%，其中地方债发行规模为 97.71 亿元。柜台现券交易量为 4 747.37 亿元，同比增长 249%，其中地方债交易规模为 242.06 亿元。交易期限结构方面，1~5 年期债

债券市场分析研究报告

券交易规模最大，为 169.88 亿元，占比 53.73%。

四、地方政府债券市场行情走势

（一）收益率走势

整体走势方面，2024 年地方债收益率整体震荡下行。第一季度“低利率”环境下机构投资者优质资产持续欠配，叠加经济基本面修复较弱及货币政策宽松预期加强，地方债多头情绪延续，利率明显下行。第二、第三季度经济运行偏弱，加之受人民银行多次提示长债收益率风险等监管因素影响，地方债收益率震荡下行。9 月末至 10 月，降准降息、降低存量房贷利率等多项提振经济与股市超预期政策落地，A 股放量上涨，债市快速调整并经历赎回冲击，经济下行风险有所缓解但经济基本面数据仍较弱，地方债收益率震荡调整，尤其是长端收益率有所上行。11 月至 12 月，海外特朗普当选美国总统、美联储降息等悬念纷纷落地，国内货币政策基调时隔 14 年重回“适度宽松”，多头情绪升温，地方债收益率快速下行。期限利差方面，地方债短端收益率下行幅度更大，相较于 2023 年末地方债收益率曲线的期限结构形态更加陡峭（见表 5-1、图 5-10 和图 5-11）。

表5-1 主要期限的地方政府债收益率统计

期限	较上一年变化 (BP)	年末值 (%)	最大值 (%)	最小值 (%)	平均值 (%)	标准差 (%)	平均日波动 (BP)	最大日波动 (BP)
1 年	-108	1.21	2.33	1.21	1.77	0.26	1.65	8
2 年	-112	1.34	2.42	1.31	1.88	0.26	1.83	7
3 年	-117	1.40	2.54	1.38	1.99	0.27	1.84	10
5 年	-102	1.62	2.66	1.61	2.15	0.25	1.65	10
7 年	-102	1.72	2.75	1.72	2.28	0.23	1.51	12
10 年	-100	1.85	2.83	1.85	2.39	0.21	1.31	10
15 年	-83	2.10	2.93	2.10	2.49	0.20	1.46	9
20 年	-76	2.17	2.93	2.15	2.52	0.19	1.19	12
30 年	-79	2.16	2.96	2.16	2.53	0.19	1.25	13

数据来源：中央结算公司。

图 5-10 各期限地方政府债到期收益率

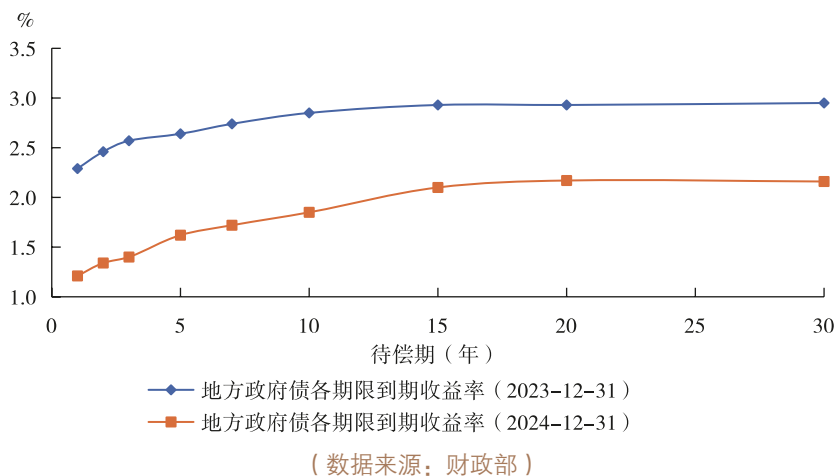
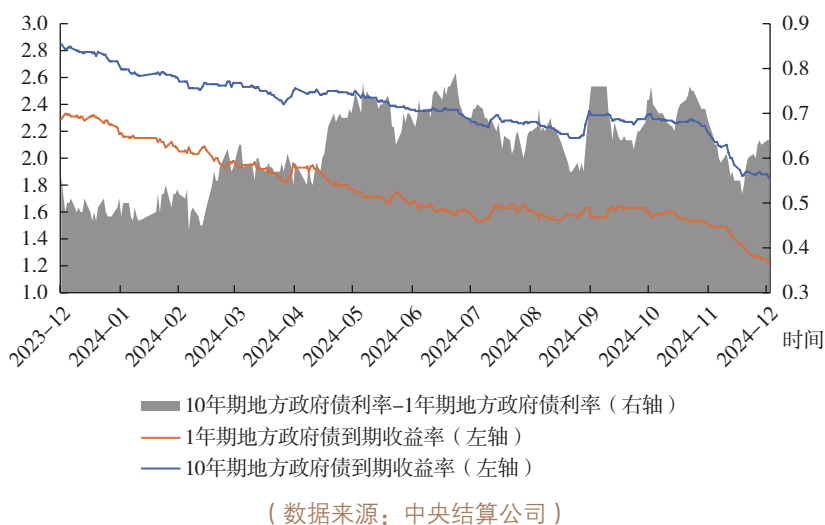


图 5-11 2024 年地方债 10 年期与 1 年期到期收益率利差



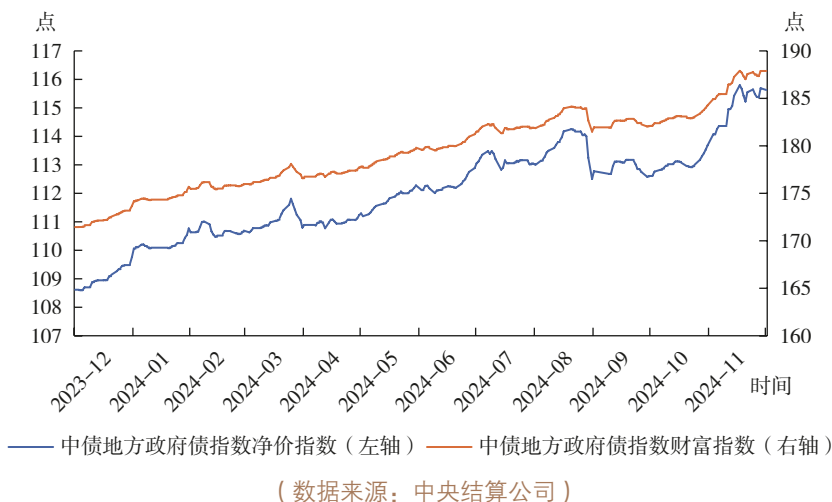
(二) 市场价格走势

2024 年，反映地方债市场总体走势的中债地方政府债指数^①波动上升（见图 5-12）。得益于地方债收益率整体下行，中债地方政府债指数净价指数全年上涨 6.73%。

2024 年，地方债市场全年投资回报率有所增加。从中债地方政府债指数财富指数来看，全年回报率为 9.84%，较上年（2023 年财富指数全年回报 5.40%）有所上升。

^① 指数成分券为剩余期限 1 天以上（包含 1 天）的地方债。

图 5-12 中债地方债指数净价指数与财富指数



五、地方政府债券市场发展建议

(一) 完善专项债券管理机制，推进“自审自发”试点

2024年，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》(以下简称《意见》)，对专项债券投向领域、项目预算平衡要求等做出进一步明确。后续，应按照《意见》有关要求，全方位完善专项债券管理机制。一是合理扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围。建议持续拓展可用作资本金的项目领域，提高专项债券用作项目资本金比例。设置专项债券“负面清单”制度，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。二是加强专项债券项目预算平衡管理。优化额度分配，做好专项债券项目融资收益平衡，严格落实专项债券项目“一案两书”制度。三是优化项目审核和管理机制。建议加快推进专项债券“自审自发”试点，报经省级政府审核批准的项目可立即组织发行。完善项目审核“绿色通道”机制，探索建立常态化申报、按季度审核机制。四是加强专项债券资金使用监管及监督问责。建议加强跟踪检查，定期核查，建立问题台账和整改落实跟踪，严防资金挤占、截留和挪用。

(二) 加强地方债市场建设，实现高质量发展

一是加快柜台地方债市场建设。2024年，人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》；财政部发布《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》，记账式国债和地方债发行上市后均可在银行间债券市场柜台分销和交易，地方债市场发展迎来重大进展。后续，应着力优化柜台业务开办机构报价机制，鼓励个人及中小机构投

投资者开展地方债柜台业务，进一步丰富投资者结构，做好普惠金融大文章。二是强化科技赋能。开展地方债信息披露模板系统优化和发行系统技术架构升级，探索将地方债智慧分析系统与地方债全生命周期数据管理相融合，打造布局更合理、体验更友好、操作更流畅的系统功能，提升发行管理系统化水平。三是拓展地方债收益率曲线应用，丰富地方债价格指标产品。符合条件的地区应积极采用地方债收益率曲线作为定价基准，进一步提升定价市场化水平。探索推出更加及时高效的“实时收益率”指标，积极打造具有国际知名度的地方债旗舰指数，拓展地方债指数的应用广度和深度。

（三）夯实一级托管制度安排，建设政府债券“一本账”

一是持续推进政府债券数据汇总和转托管机制优化。建议中央结算公司与中国结算公司共同建立政府债券双市场账户映射关系，实现跨市场政府债券数据的自动传输。推动香港债务工具中央结算系统（CMU）向中央结算公司传输境外投资者持有政府债券数据，实现境内外数据汇总，落实“集中统一、一级托管、底层穿透”管理要求，加快政府债券“一本账”建设。二是严格按照《政府债券登记托管结算管理办法》规定开展境内地方债登记托管。根据底层穿透原则为终端投资者开立账户，完善境内地方债账户管理体系，及时做好账户记录维护，加强对发行交易信息的统一监管。三是持续强化境外发行地方债的穿透监管。统筹发展与安全，发挥“全球通”主渠道优势，优化香港“债券通”渠道的政府债券登记托管机制，构建既符合市场发展需要，又安全高效的中国特色政府债券登记托管体系。

（四）探索地方债品种创新，满足多元化投资需求

一是适度增加绿色地方债发行规模。建议聚焦污染防治、清洁能源、生态环保等国家鼓励的绿色项目，增加地方债资金投入，参考中债绿色债券环境效益信息披露指标体系开展发行前信息披露，在降低融资成本的基础上，满足银行等机构对绿色政府债券的投资需求。二是发行提前偿还、分期还本的地方债。建议鼓励各地结合项目现金流、自身库款水平等情况，科学设置地方债还本方式，对于满足条件的债券开展提前偿还、分期还本等多样化兑付，促进现金流更好地与债券期限相匹配，提升财政资金使用效率。三是研究发行浮动利息地方债。探索以国债收益率为基准的浮息地方债发行方案，合理设置期限结构和利率调整机制，有效对冲利率风险，增强融资灵活性，吸引更多偏好不同风险收益特征的投资者，提高地方债发行的成功率和市场认可度。

（五）丰富应用领域，充分发挥地方债的金融功能

一是建议不断深化地方债在国库现金管理、社保基金存放、中国人民银行货币政策及创新工具等业务领域的担保品应用。二是进一步丰富地方债在通用式担保品管理服

债券市场分析研究报告

务、债券借贷、交易保证金等创新金融领域中的应用实践，持续拓展地方债在交易履约担保、利率风险管理等方面的功能。三是建议促进地方债在跨境融资、融券、保证金以及外币回购等跨境担保领域中的使用，不断巩固提升地方债的跨境使用效率和国际影响力。

[第六章]

政策性金融债券市场分析报告



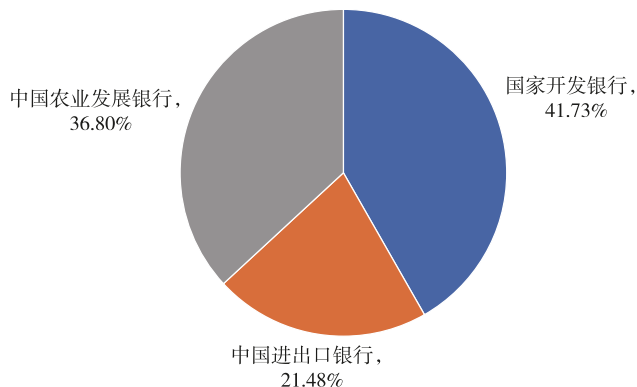
2024 年，政策性金融债券发行规模持平，参与者较为全面，覆盖商业银行、保险公司、非法人产品等；资金投向范围较广，例如投向共建“一带一路”、“三农”事业等。

一、政策性金融债券发行情况

（一）发行情况介绍

2024 年，债券市场共发行政策性金融债券 5.68 万亿元，其中，国家开发银行发行规模为 2.37 万亿元，占政策性金融债券发行规模的 41.73%，中国进出口银行（以下简称进出口银行）发行规模为 1.22 万亿元，占政策性金融债券发行规模的 21.48%，中国农业发展银行（以下简称农发行）发行规模为 2.09 万亿元，占政策性金融债券发行规模的 36.80%（见图 6-1）。

图 6-1 2024 年政策性金融债券发行情况



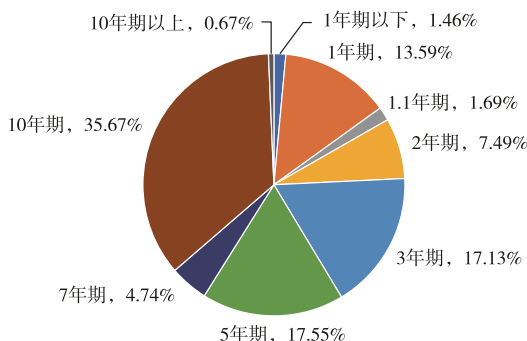
（数据来源：中央结算公司）

债券市场分析研究报告

同 2023 年相比，政策性金融债券发行总规模基本持平，继续助力债券市场高水平对外开放与投资者结构多元化，配合财政政策平稳发力，助力区域经济协同发展，发行总规模同比下降 3.40%。

从发行期限来看，2024 年政策性金融债券发行期限以 1 年期、3 年期、5 年期、10 年期为主。1 年期、10 年期政策性金融债券发行规模分别为 0.77 万亿元、2.03 万亿元，发行规模占比分别为 13.59%、35.67%（见图 6-2）。期限分布情况与上一年基本一致。

图 6-2 2024 年政策性金融债券期限比较

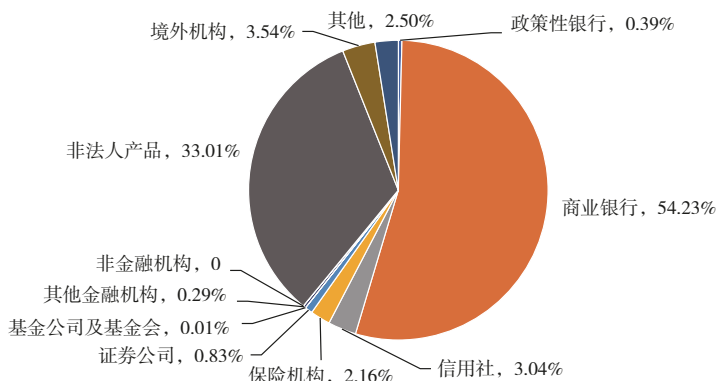


（数据来源：中央结算公司）

（二）多方参与主体

政策性金融债券发行规模庞大，市场参与者较为全面。2024 年政策性金融债券持有者覆盖政策性银行、商业银行、证券公司、基金公司、保险公司、非法人产品等，其中以商业银行和非法人产品为主，截至 2024 年末，商业银行持有政策性金融债券占比为 54.23%、非法人产品持有政策性金融债券占比为 33.01%（见图 6-3）。2024 年政策性金融债券投资持有情况与上一年基本一致。

图 6-3 2024 年政策性金融债券投资持有情况



（数据来源：中央结算公司）

（三）募集资金用途

政策性银行金融债券募集资金严格遵循国家宏观战略导向，重点服务实体经济关键领域和薄弱环节。国家开发银行聚焦国家重大基础设施建设和科技创新，债券募集资金一般用于支持棚户区改造、城市基础设施等项目建设，助力现代化产业体系构建。中国进出口银行立足对外贸易投资合作，债券募集资金一般用于外贸领域信贷贷款，重点支持共建“一带一路”、国际产能合作及外贸新业态，促进高水平对外开放。中国农业发展银行债券募集资金一般用于支持国家粮食安全、巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效链接、农业现代化、农业农村建设、区域协调发展和生态文明建设等重点领域的贷款投放。

三家政策性银行作为债券市场重要参与主体，以及服务国家战略的金融机构，充分发挥市场化发债筹资主渠道作用，引导社会资金反哺国家重点战略领域。

绿色金融方面，2024年，国家开发银行共发行绿色金融债券220亿元，农发行共发行绿色金融债券120亿元，进出口银行共发行绿色金融债券85亿元。农发行丰富绿色债券发行品种，创新2年、3年期同要素的“绿色债券+普通债券”的“孪生债券”发行模式。绿色金融债券募集资金将全部用于支持绿色产业项目的贷款投放，严格按照人民银行等监管部门要求的“可测度、可核查、可验证”原则。拟支持的项目经联合赤道环境评价有限公司认证，符合《绿色债券支持项目目录（2021年版）》标准。

“三农”方面，2024年，农发行成功发行3年期支持重要农产品和物流体系建设主题债券50亿元、5年期支持农地保护与建设主题债券50亿元，发行利率分别为1.93%、2.07%，认购倍率分别为4.24倍、5.61倍。该系列债券属于农发行2024年度四大系列八大主题债券，募集资金投向领域主要聚焦“服务国家粮食安全”“服务农业现代化”“服务城乡融合发展”“服务农村生态文明建设”四大方面。

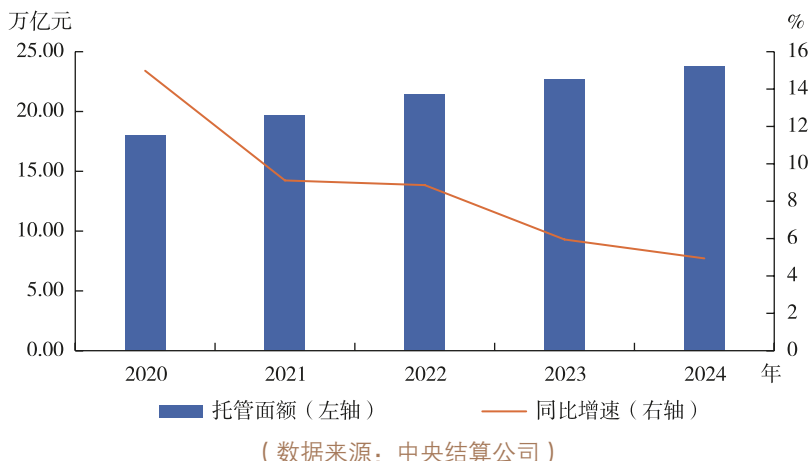
共建“一带一路”方面，2024年，进出口银行成功发行首期空中丝绸之路（支持可持续发展目标SDGs）主题金融债券，期限为10年，金额为50亿元，发行利率为2.17%，投标倍数为4.75倍。债券募集资金专项用于“一带一路”共建国家航空领域绿色低碳发展，助力构建完善“陆海天网”四位一体互联互通布局，推进落实高质量共建“一带一路”八项行动的积极实践。

二、政策性金融债券存量情况

（一）政策性金融债券托管量稳步增长

截至2024年末，债券市场政策性金融债券托管量为26.04万亿元，同比增长6.63%。2020—2024年在中央结算公司托管的政策性金融债券托管量情况见图6-4。

图 6-4 2020—2024 年在中央结算公司托管的政策性金融债券托管量情况



（二）中央结算公司是政策性金融债券的主要托管场所

截至 2024 年末，中央结算公司托管政策性金融债券 23.82 万亿元，占全市场比例为 91.48%，是政策性金融债券的主要托管场所；上海清算所托管政策性金融债券 2.11 万亿元，占比为 8.10%；中证登托管政策性金融债券 0.11 万亿元，占比为 0.42%（见表 6-1）。

表 6-1 各托管机构托管政策性金融债券情况

单位：万亿元

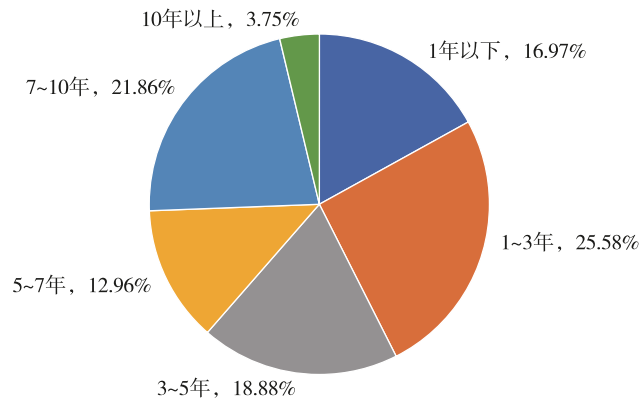
托管机构	2023年	2024年	同比变化	占全市场比重
中央结算公司	22.70	23.82	4.93%	91.48%
上海清算所	1.60	2.11	31.88%	8.10%
中证登	0.12	0.11	-8.33%	0.42%
全市场	24.42	26.04	6.63%	100.00%

数据来源：中央结算公司、上海清算所、Wind 数据库。

（三）政策性金融债券待偿期限以 1~3 年为主

截至 2024 年末，政策性金融债券待偿期限以 1~3 年为主，债券余额为 6.09 万亿元，占比为 25.58%；其次为 7~10 年和 3~5 年，债券余额分别为 5.21 万亿元和 4.50 万亿元，占比分别为 21.86% 和 18.88%（见图 6-5）。

图 6-5 2024 年末在中央结算公司托管政策性金融债券待偿期限

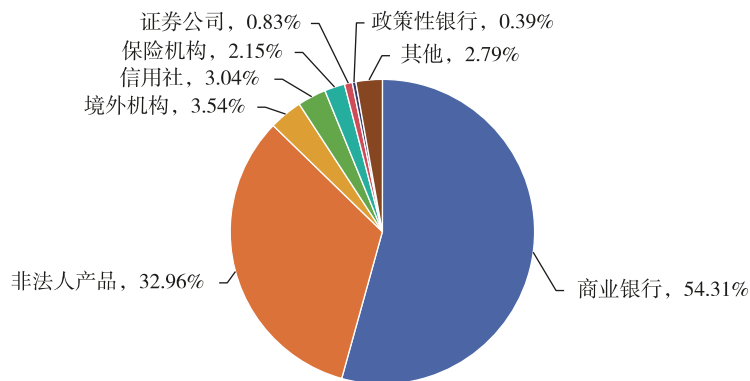


(数据来源：中央结算公司)

(四) 政策性金融债券持有者以商业银行和非法人产品为主

2024 年末，商业银行和非法人产品是政策性金融债券的主要投资者，持有量分别为 12.94 万亿元和 7.85 万亿元，占比分别为 54.31% 和 32.96%；境外机构持有 0.84 万亿元，占比为 3.54%；信用社持有 0.72 万亿元，占比为 3.04%；保险机构持有 0.51 万亿元，占比为 2.15%；证券公司、政策性银行及其他机构的持有量较少（见图 6-6）。

图 6-6 2024 年末在中央结算公司托管的政策性金融债券持有者结构



(数据来源：中央结算公司)

从持债结构变化来看，2024 年末政策性金融债券持有者结构较 2023 年同期未发生明显变化，其中商业银行持债占比下降约 3 个百分点，非法人产品增加 1 个多百分点（见表 6-2）。

表6-2 2024年末在中央结算公司托管的政策性金融债券持有者结构变化情况

单位：亿元

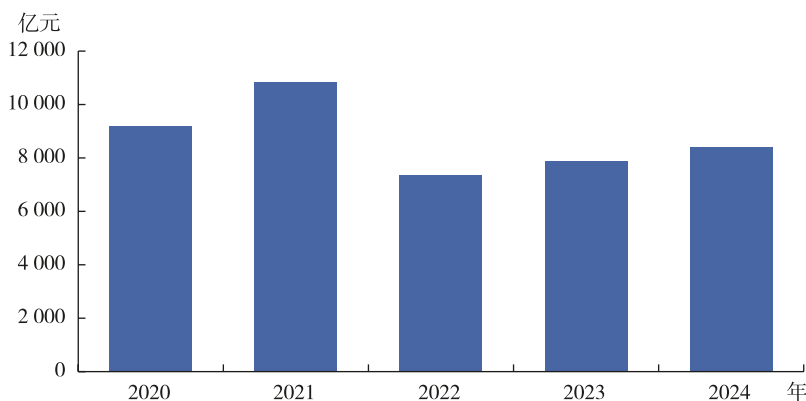
年份	投资者 托管量 (占比)	投资者								合计
		商业 银行	非法人 产品	境外机构	信用社	保险机构	证券 公司	政策性 银行	其他	
2024		12.94 (54.31%)	7.85 (32.96%)	0.84 (3.54%)	0.72 (3.04%)	0.51 (2.15%)	0.20 (0.83%)	0.09 (0.39%)	0.67 (2.79%)	23.82
2023		13.00 (57.29%)	7.23 (31.85%)	0.79 (3.47%)	0.66 (2.92%)	0.54 (2.36%)	0.30 (1.32%)	0.10 (0.46%)	0.08 (0.33%)	22.70
同比		-0.47%	8.65%	7.00%	9.23%	-4.22%	-34.02%	-11.92%	791.43%	4.94%

数据来源：中央结算公司。

（五）境外机构对政策性金融债券的持有量有所上升

截至2024年末，境外机构在中央结算公司托管政策性金融债券0.84万亿元，较2023年同期增加0.05万亿元，同比增长7.00%（见图6-7）。境外机构对政策性金融债券的持有量占其持债总量的28.46%。

图6-7 2020—2024年在中央结算公司托管的政策性金融债券境外机构持有量情况



(数据来源：中央结算公司)

三、政策性金融债券交易结算情况

（一）政策性金融债券交易结算整体情况

2024年，中央结算公司办理政策性金融债券结算共822.12万亿元，同比下降4.05%。其中，现券共105.31万亿元，同比下降0.26%；回购共703.18万亿元，同比下

降 4.91%；债券借贷共 13.63 万亿元，同比增长 16.56%。

（二）政策性金融债券现券交易结算情况

2024 年，中央结算公司办理政策性金融债券现券交易结算共 105.31 万亿元，同比下降 0.26%，占当年金融债券现券交易结算量的 96.68%，占当年现券交易结算总量的 42.18%。

从现券交易活跃度看，2024 年金融债券年换手率为 4.11 倍，同比下降 0.03 倍。其中，政策性金融债券是现券交易最活跃的券种，换手率为 4.42 倍，同比下降 0.05 倍。商业银行、证券公司、非法人产品为政策性金融债券现券交易结算量前三的机构，分别为 105.96 万亿元、69.08 万亿元、27.51 万亿元，占比分别为 50.31%、32.80%、13.06%。

（三）政策性金融债券回购交易结算情况

2024 年，中央结算公司办理政策性金融债券质押式回购结算共 701.15 万亿元，同比下降 4.90%，占当年金融债券质押式回购结算量的 97.68%，占当年质押式回购结算总量的 51.04%；买断式回购结算共 2.03 万亿元，同比减少 8.02%，占当年买断式回购结算总量的 25.86%。

从交易规模看，商业银行是政策性金融债券质押式回购交易的主要参与者，结算量占比为 59.86%。从增速看，非法人产品参与质押式回购交易增速明显，同比增长 852.85%。政策性金融债券质押式回购量在第四季度达到峰值。

（四）政策性金融债券借贷交易结算情况

2024 年，中央结算公司办理政策性金融债券借贷结算共 13.63 万亿元，同比增长 16.56%。

从期限结构来看，2024 年政策性金融债券借贷期限通常为 1 天或 7 天，占比分别为 50.44%、20.42%，7 天及以下结算量占比 89.99%；参与金融债券借贷业务的投资者多样化，从商业银行、非法人产品、证券公司、信用社逐步扩展到境外机构、保险机构等。

四、政策性金融债券市场价格走势

（一）收益率走势

整体走势方面，2024 年政策性金融债券市场收益率全年震荡下行。以中债国开债收益率为例，各期限国开债收益率整体下行，较上年末各主要期限平均下行幅度为 97BP。1 月至 4 月中旬，受人民银行降准降息和机构配置需求旺盛的影响，政策性金融

债券市场分析研究报告

债收益率整体下行。4月下旬至8月，受人民银行多次提示关注长债利率风险、多家银行调降存款利率等因素影响，政策性金融债收益率震荡下行。9月至11月中旬，一揽子稳增长政策出台提振风险偏好，政策性金融债收益率区间震荡。11月下旬至年末，货币政策定调适度宽松提振债市情绪，带动政策性金融债收益率快速下行。期限利差方面，受基本面预期和资金面波动的影响，政策性金融债的短端收益率较长端下行更多，期限利差小幅走扩，曲线趋于陡峭化。表6-3列示了主要关键期限的中债政策性金融债收益率统计情况。中债国开债、农发行债和进出口行债收益率曲线，以及1年期、10年期到期收益率及利差见图6-8至图6-13。

表6-3 主要关键期限的中债政策性金融债收益率统计

所属曲线	期限	较上一年变化 (BP)	年末值 (%)	最大值 (%)	最小值 (%)	平均值 (%)	标准差 (%)	平均日波动 (BP)	最大日波动 (BP)
中债国开债收益率曲线	1年	-99.75	1.20	2.27	1.20	1.78	0.20	1.52	10.90
	2年	-94.23	1.37	2.39	1.36	1.92	0.23	1.55	7.63
	3年	-91.38	1.43	2.42	1.38	1.99	0.24	1.67	12.00
	5年	-102.12	1.46	2.54	1.44	2.06	0.26	1.83	10.97
	7年	-98.94	1.69	2.70	1.69	2.25	0.24	1.60	10.40
	10年	-95.33	1.73	2.72	1.73	2.31	0.20	1.71	11.36
中债进出口行债收益率曲线	1年	-111.57	1.18	2.34	1.18	1.78	0.21	1.59	8.99
	2年	-98.18	1.37	2.41	1.36	1.94	0.24	1.34	8.35
	3年	-95.79	1.41	2.44	1.38	1.99	0.24	1.58	12.29
	5年	-102.73	1.53	2.60	1.51	2.11	0.25	1.62	8.82
	7年	-101.90	1.71	2.74	1.71	2.26	0.24	1.45	9.50
	10年	-97.04	1.78	2.77	1.78	2.35	0.22	1.51	9.96
中债农发行债收益率曲线	1年	-99.96	1.19	2.27	1.17	1.78	0.20	1.63	10.90
	2年	-90.31	1.40	2.41	1.38	1.95	0.23	1.35	7.00
	3年	-90.60	1.45	2.43	1.40	1.99	0.24	1.60	14.75
	5年	-100.56	1.53	2.58	1.50	2.11	0.25	1.67	8.81
	7年	-97.41	1.72	2.71	1.72	2.26	0.24	1.40	10.40
	10年	-96.94	1.78	2.77	1.78	2.35	0.22	1.53	10.35

数据来源：中央结算公司。

图 6-8 中债国开债到期收益率曲线

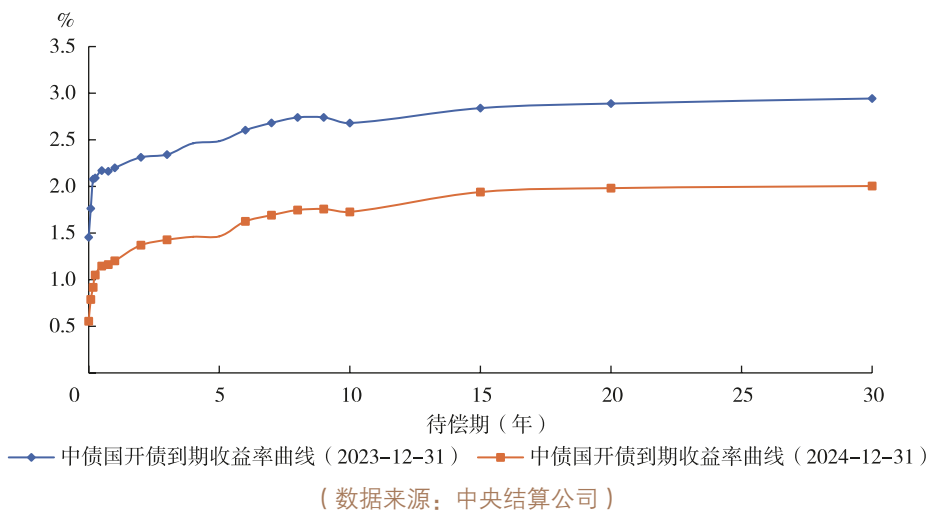


图 6-9 中债国开债 1 年期、10 年期到期收益率及利差

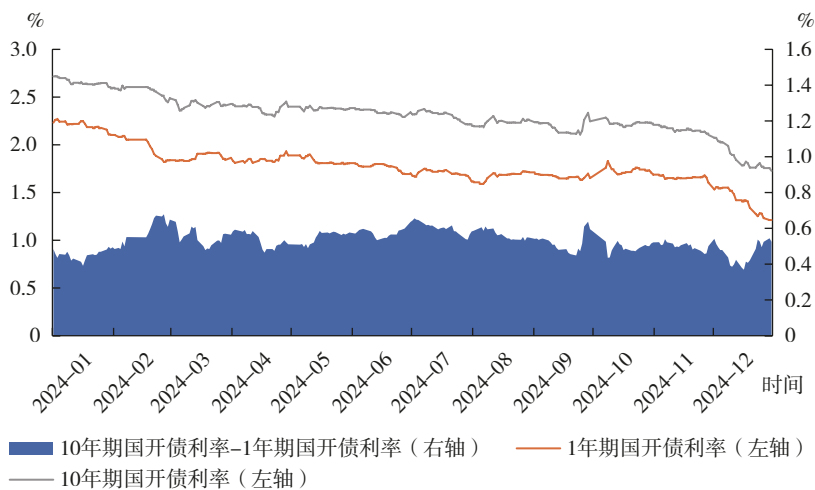


图 6-10 中债农发行债到期收益率曲线

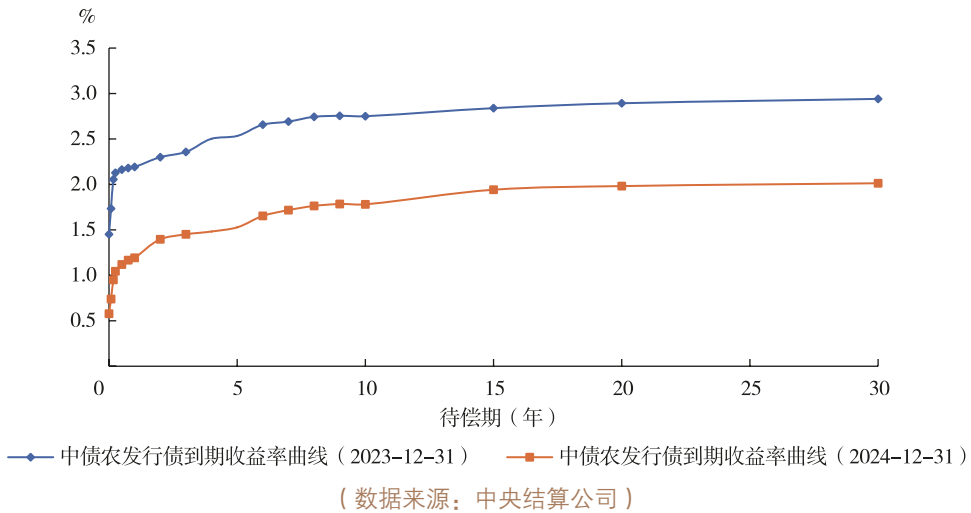


图 6-11 中债农发行债 1 年期、10 年期到期收益率及利差

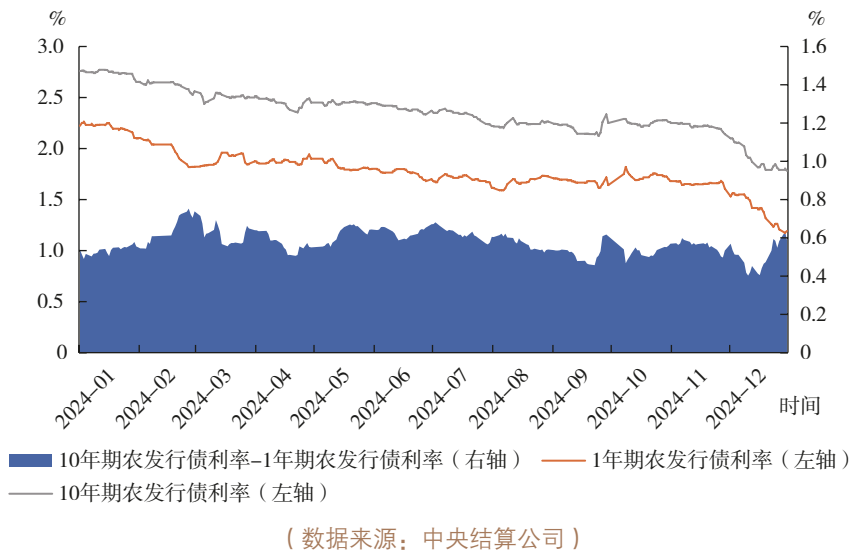
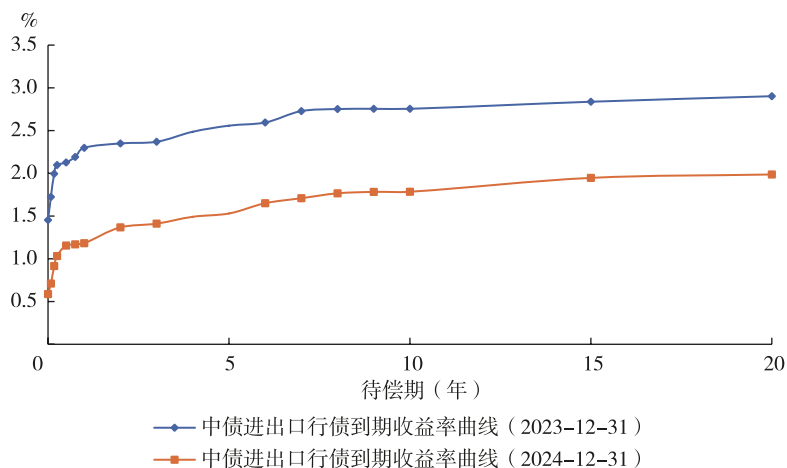
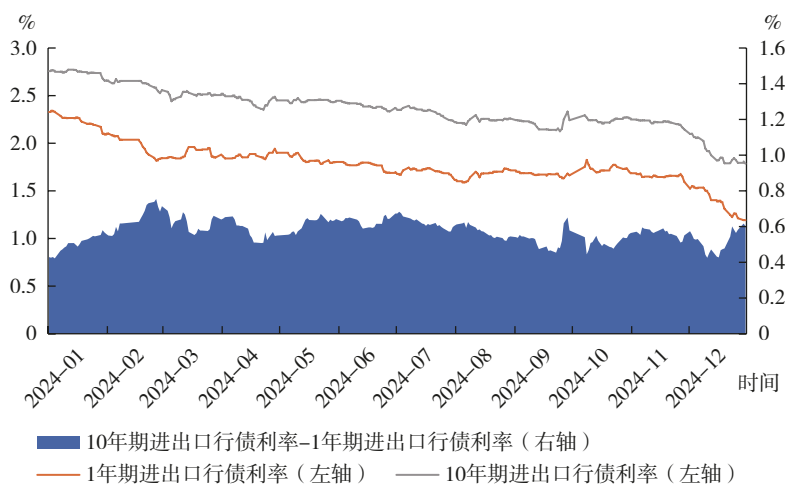


图 6-12 中债进出口行债到期收益率曲线



(数据来源：中央结算公司)

图 6-13 中债进出口行债 1 年期、10 年期到期收益率及利差



(数据来源：中央结算公司)

（二）市场价格走势

2024年，反映政策性金融债市场总体走势的中债金融债券总指数^①整体上升。得益于政策性金融债收益率中枢下行，中债金融债券总指数净价指数全年上涨3.79%。

2024年，政策性金融债市场全年投资回报率实现较高增长。从中债金融债券总指数财富指数来看，全年回报率为6.87%，较上年（2023年财富指数全年回报4.30%）显著上

^① 指数成分券为剩余期限1年以上（包含1年）的政策性金融债。

涨（见图 6-14）。

图 6-14 中债金融债券总指数净价指数与财富指数



五、政策性金融债券市场发展建议

(一) 鼓励发行服务国家战略领域的金融债券

作为债券市场重要参与主体，以及服务国家战略的金融机构，三家政策性银行（开发性金融机构）应充分发挥市场化发债筹资主渠道作用，引导社会资金反哺国家重点战略领域。目前，三家政策性银行（开发性金融机构）在如“三农”事业、国家重大基础设施建设、共建“一带一路”等国家重点规划领域，持续发挥了政策性金融的带动作用，为重点领域发展提供融资保障。下一步，建议政策性银行（开发性金融机构）紧密围绕党中央、国务院决策部署，进一步创新聚焦国家重点战略领域的专项金融债产品。同时，建议三家政策性银行（开发性金融机构）充分借鉴国际准则和最佳实践，探索业务创新，继续贯彻新发展理念，为市场提供更多更具特色和针对性的债券产品，吸引广大境内外投资者积极参与中国债券市场。

(二) 鼓励浮动利率政策性金融债券创新

近年来，国家在推动浮动利率债券发行方面出台了一系列政策支持措施，主要集中在利率市场化改革、债券市场创新等方面。2020年，人民银行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》，推动健全基准利率和市场化利率体系，同时鼓励浮动利率产品创新。近年来，政策性银行（开发性金融机构）积极开展市场调研，不断推动浮动利率政策性金融债创新。现如今，浮动利率政策性金融债市场已具有一定规模，但

仍存在产品设计同质化、二级市场交易不活跃等问题。建议政策性银行（开发性金融机构）在进一步推动并配合加强投资者教育、统一估值标准的同时，在挂钩基准、期限结构、定价机制等方面探索创新。2024年，国家开发银行发行7天重定价的中长期存款类机构7天期回购加权平均利率（DR007）基准浮息债，实现了定价机制创新和关键期限浮息债品种全覆盖。重定价机制是对DR基准培育的一次重要尝试，而中长期浮息债是政策利率传导由短及长延伸的重要探索。建议政策性银行在此基础上进一步推动创新，丰富浮动利率政策性金融债券期限和类型，保障货币政策传导机制畅通，协助完善基准利率体系。

（三）完善政策性银行（开发性金融机构）绿色金融债券全链条管理

近年来，我国持续提升对绿色金融发展的关注。党的二十大报告提出建立“以市场为导向的绿色金融体系”，绿色债券是其中的重要组成部分。政策性银行（开发性金融机构）作为服务国家战略的金融机构，积极发挥示范效应，目前已经保证了稳定的绿色金融债券发行频率。政策性银行（开发性金融机构）绿色金融债券兼具低信用风险和绿色属性，被境内外投资者广泛认可。后续，建议进一步完善政策性银行绿色金融债券的全链条管理，持续提升业务合规性和绿色透明度。依托第三方评估机构做好项目评估认证，并与评估机构建立信息共享机制，及时跟踪评估政策变化。目前，以中债绿色债券环境效益信息披露指标体系衡量，三家政策性银行（开发性金融机构）绿色金融债券已达到较高的披露程度，但在环境效益信息披露方面仍有一定的提升空间。后续，建议加强环境效益信息披露标准在政策性银行（开发性金融机构）间的推广应用，同时进一步加强政策性银行（开发性金融机构）绿色金融债券的环境信息披露，从市场机制和参与主体等多方面完善政策性银行（开发性金融机构）绿色金融债券的全链条管理。

[第七章]

商业金融债券市场分析报告

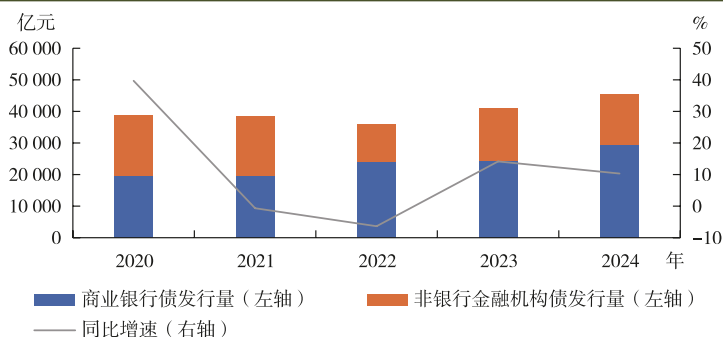
商业金融债券^①是我国债券市场的主要品种之一，2024年末存量余额为14.06万亿元，占全市场债券余额的8%；托管规模和现券、借贷交易结算规模呈上升趋势；收益率全年震荡下行，期限利差显著收窄，信用利差小幅走阔。

一、商业金融债券发行情况

（一）发行情况介绍

2024年，债券市场共发行商业金融债券4.53万亿元，同比增长10.32%，近五年年均增长率为4.03%（见图7-1）；净融资额1.22万亿元，同比下降26.12%，近五年年均增长率为-6.82%。

图 7-1 2020—2024 年全市场商业金融债券发行量情况

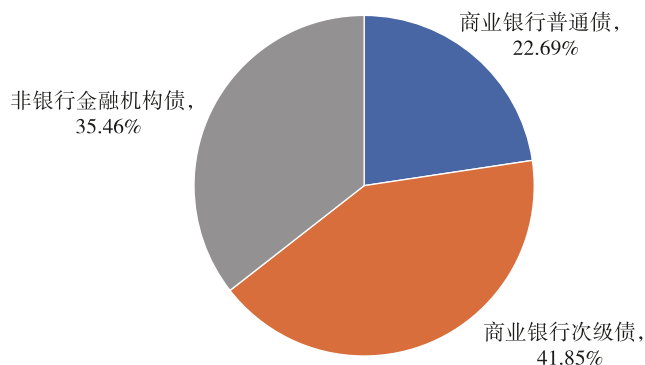


（数据来源：Wind）

^① 包含商业银行债（普通债、资本债、TLAC债）和非银行金融机构债（证券公司债、保险公司债、其他金融机构债）两大类。

从发行场所看，银行间市场共发行商业金融债券 3.70 万亿元，占全市场发行总量的 81.50%；交易所市场共发行 0.84 万亿元，占全市场发行总量的 18.50%。从发行品种看，商业银行普通债发行规模为 1.03 万亿元，占全市场发行总量的 22.69%；商业银行次级债（包含二级资本债和 TLAC 债）发行规模为 1.90 万亿元，占全市场发行总量的 41.85%；非银行金融机构债发行规模为 1.61 万亿元，占全市场发行总量的 35.46%（见图 7-2）。

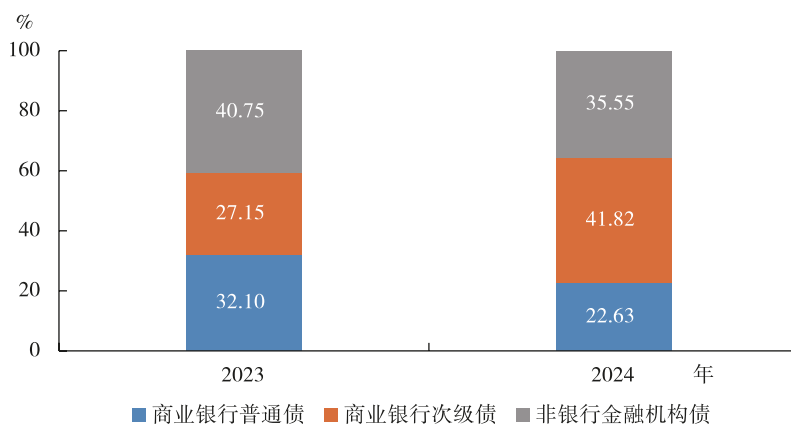
图 7-2 2024 年全市场商业金融债券发行情况



（数据来源：Wind）

与 2023 年相比，商业银行次级债发行规模占比有较为明显的提高，商业银行普通债、非银行金融机构债发行规模占比有所下降（见图 7-3）。

图 7-3 2023 年与 2024 年商业金融债券发行结构对比



（数据来源：Wind）

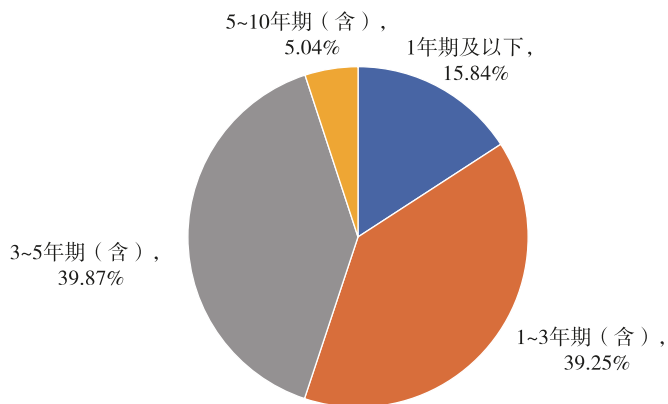
从发行期限看^①，2024 年商业金融债券发行期限以 3~5（含）年期和 1~3（含）年期为主，发行规模分别为 1.80 万亿元、1.78 万亿元，占比分别为 39.73%、39.29%；1 年及以下、5~10（含）年期次之，发行规模分别为 0.72 万亿元、0.23 万亿元，占比分别

① 商业银行次级债券按行权期限口径统计。

债券市场分析研究报告

为 15.89%、5.08%（见图 7-4）。

图 7-4 2024 年商业金融债券发行期限分布

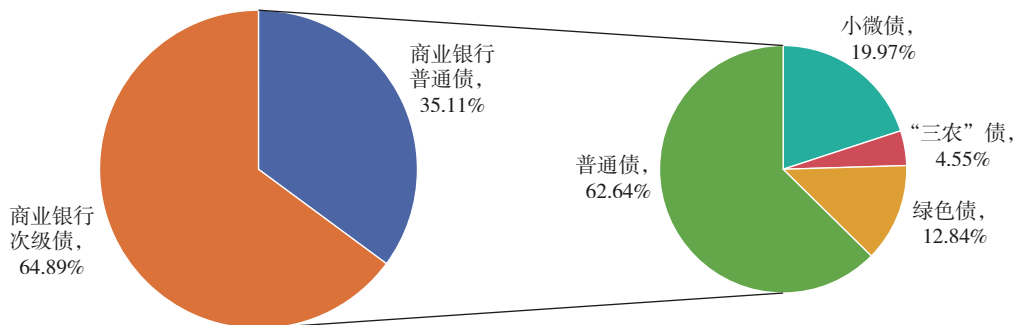


（数据来源：Wind）

（二）商业银行债券发行情况

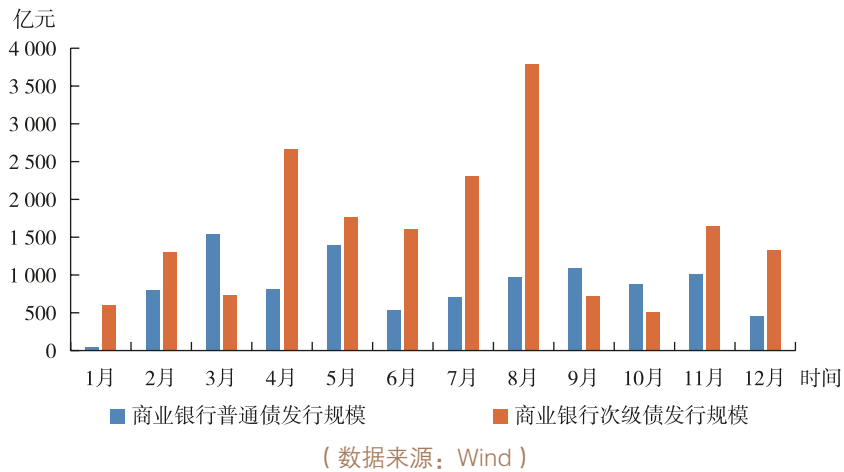
2024 年商业银行共发行债券 2.92 万亿元，同比增长 20%。从发行品种看，商业银行普通债发行规模为 1.03 万亿元，同比下降 22.24%。商业银行次级债发行规模为 1.90 万亿元，同比增长 69.95%；其中二级资本债发行 0.96 万亿元、永续债发行 0.71 万亿元、TLAC 非资本债发行 0.23 万亿元。从债券主题看，普通金融债中绿色、小微、“三农”等主题债券供给减少，发行规模共计 0.38 万亿元、同比下降 42%，占商业银行普通债总发行规模的比例为 37.36%、同比下降约 13 个百分点（见图 7-5）。其中，绿色金融债发行 0.13 万亿元、小微金融债发行 0.20 万亿元、“三农”金融债发行 0.05 万亿元，从主体评级看，供给仍集中在高评级银行，AAA 级银行在商业银行普通债和次级债的发行规模占比均高达 90% 以上。从发行节奏看，商业银行债全年发行节奏较为均匀，普通债上半年和下半年发行规模占比各 50%；次级债上半年和下半年发行规模占比分别为 45.64% 和 54.36%（见图 7-6）。

图 7-5 2024 年商业银行债券发行结构



（数据来源：Wind）

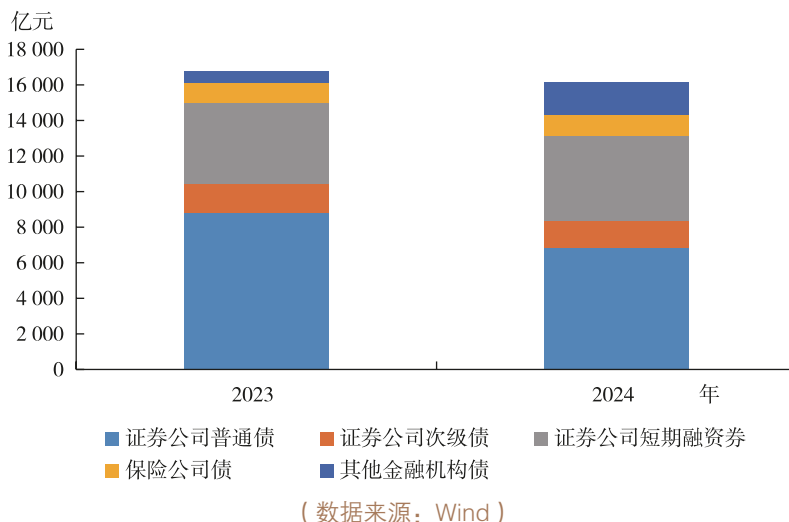
图 7-6 2024 年商业银行债券月度发行情况



(三) 非银行金融机构债券发行情况

2024 年非银行金融机构债券供给有所减少, 全年发行规模约为 1.61 万亿元, 同比下降 3.76%。其中, 证券公司共发行债券 1.31 万亿元, 包括普通债 0.68 万亿元、次级债 0.15 万亿元、短期融资券 0.48 万亿元, 合计占非银行金融机构债券比重为 81.37%, 同比下降 12.36%; 保险公司共发行债券 0.12 万亿元, 占非银行金融机构债的比重为 7.45%, 同比增长 4.75%; 其他金融机构共发行债券 0.18 万亿元, 占非银行金融机构债券比重为 11.18%, 同比增长 185.76%, 供给主要来自金融租赁公司 (961 亿元) 和消费金融公司 (524 亿元), 此外还包括少量汽车金融公司债券、资产管理公司债券等 (见图 7-7)。

图 7-7 2023 年与 2024 年非银行金融机构债券发行情况对比

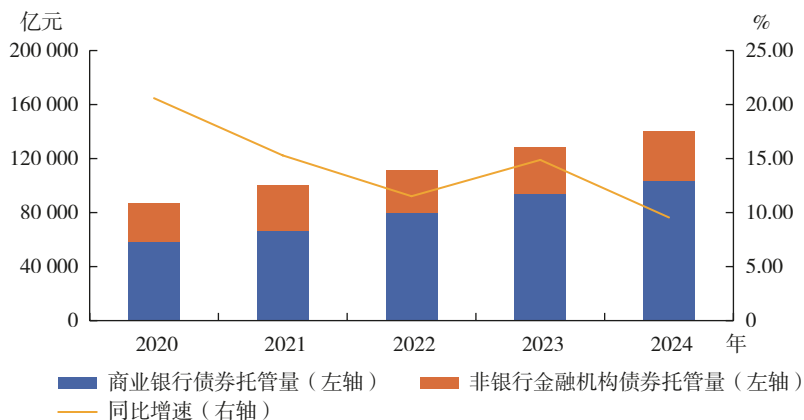


二、商业金融债券存量情况

（一）商业金融债券托管规模持续增长

截至2024年末（下同），商业金融债券全市场托管量为14.06万亿元，同比增长9.55%，近五年年均增长率为12.78%（见图7-8）。

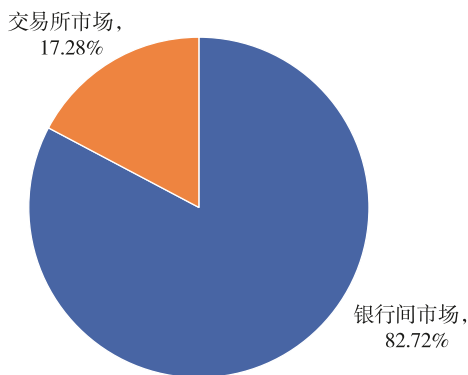
图7-8 2020—2024年全市场商业金融债券托管量情况



（数据来源：Wind）

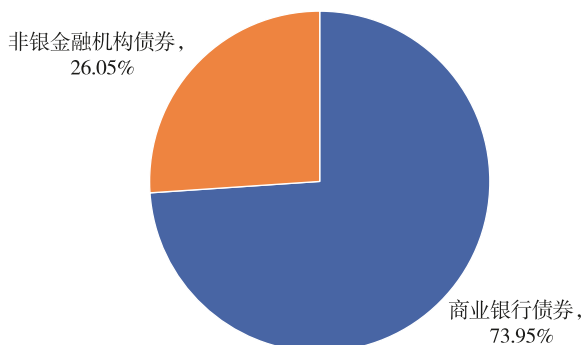
从托管场所看，银行间市场托管量为11.63万亿元、同比增长11.87%，占全市场托管量的82.72%；交易所市场托管量为2.43万亿元、同比下降0.39%，占全市场托管量的17.28%（见图7-9）。从债券品种看，商业银行债券托管量为10.39万亿元，同比增长10.93%，占全市场商业金融债券托管量的73.95%；非银行金融机构债券托管量为3.66万亿元，同比增长5.79%，占比26.05%（见图7-10）。

图7-9 2024年末全市场商业金融债券托管机构分布情况



（数据来源：Wind）

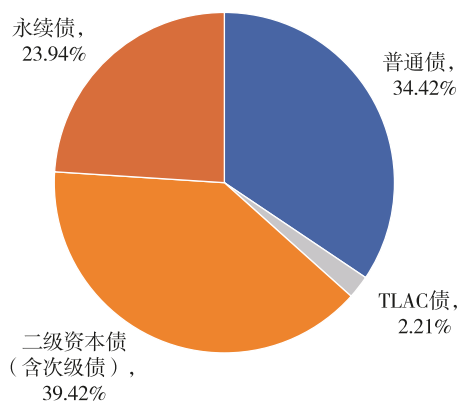
图 7-10 2024 年末商业金融债券品种结构



(数据来源: Wind)

1. 商业银行债券托管情况。截至 2024 年末，商业银行债券中，二级资本债（含次级债）和普通债占比较高，托管量分别为 4.10 万亿元、3.58 万亿元，占比分别为 39.42%、34.42%；永续债托管量为 2.49 万亿元，占比为 23.94%；TLAC 债（2024 年创新品种）托管量为 0.23 万亿元，占比为 2.21%（见图 7-11）。

图 7-11 2024 年末商业银行债券品种结构

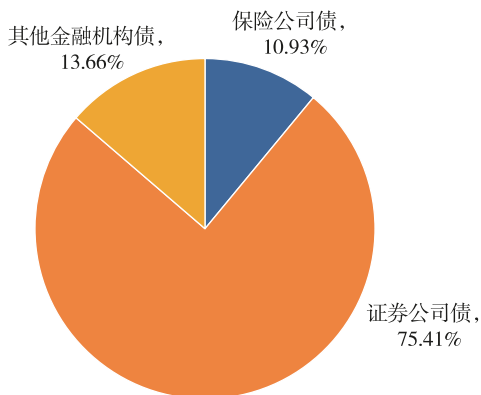


(数据来源: Wind)

2. 非银行金融机构债券托管情况。非银行金融机构中，证券公司债占比最高，托管量为 2.76 万亿元，占比 75.41%；其他金融机构债^①次之，托管量为 0.50 万亿元，占比 13.66%；保险公司债托管量为 0.40 万亿元，占比 10.93%（见图 7-12）。

^① 包括金融租赁公司、汽车金融公司、消费金融公司、资产管理公司、金融投资公司、期货公司等各类金融机构发行的债券。

图 7-12 2024 年末非银行金融机构债券品种结构

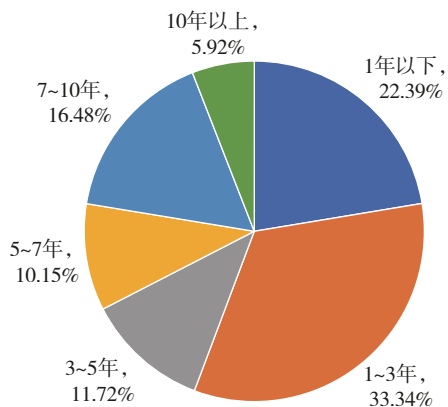


(数据来源: Wind)

(二) 商业金融债券待偿期限以 1~3 年为主

截至 2024 年末, 商业金融债券待偿期限以 1~3 年为主, 债券余额为 4.69 万亿元, 占比 33.34%; 其次为 1 年以下和 7~10 年, 债券余额分别为 3.15 万亿元、2.32 万亿元, 占比分别为 22.39%、16.48% (见图 7-13)。

图 7-13 2024 年末商业金融债券待偿期限分布情况



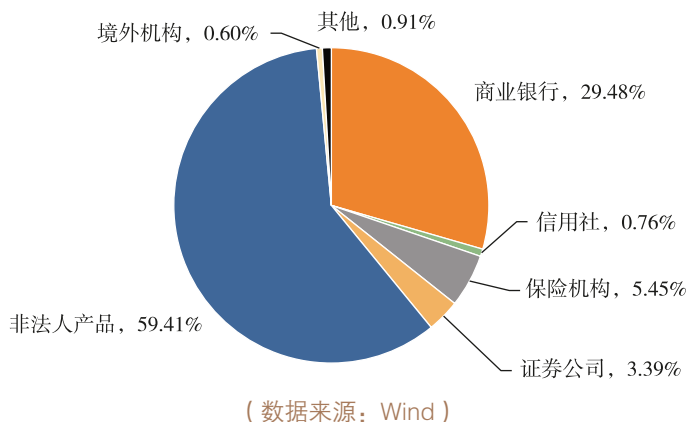
(数据来源: Wind)

(三) 商业银行债券持有者以非法人产品和商业银行为主

截至 2024 年末, 在中央结算公司托管的商业银行债券持有者以非法人产品和商业银行为主, 两者持有量分别为 3.26 万亿元、1.61 万亿元, 占比分别为 59.41%、29.48%; 保险公司持有 0.3 万亿元, 占比为 5.45%; 证券公司持有 0.19 万亿元, 占比为

3.39%。信用社和境外机构持有量较低、占比均不足1%（见图7-14）。

图7-14 2024年末商业银行债券持有者结构



三、商业金融债券交易结算情况

（一）商业金融债券交易结算整体情况^①

2024年，商业金融债券总交易结算金额约84.27万亿元，同比下降11.15%，其中，回购交易结算金额60.26万亿元，同比下降17.71%，现券交易结算金额23.87万亿元，同比增长10.78%，债券借贷结算金额0.14万亿元，同比增长126.04%（见表7-1）。

表7-1 2024年商业金融债券交易结算整体情况

交易市场	现券交易		回购交易		债券借贷		合计	
	总金额 (万亿元)	占比 (%)	总金额 (万亿元)	占比 (%)	总金额 (万亿元)	占比 (%)	总金额 (万亿元)	占比 (%)
银行间	21.54	90.25	60.26	100.00	0.14	100.00	81.95	97.24
上交所	1.80	7.53	—	—	—	—	1.80	2.13
深交所	0.53	2.22	—	—	—	—	0.53	0.63
合计	23.87	100.00	60.26	100.00	0.14	100.00	84.27	100.00

数据来源：Wind。

^① 交易所回购和借贷业务不公布债券类型，债券回购和债券借贷业务统计数据仅涉及银行间市场业务。

（二）商业金融债券现券交易结算情况

2024年，商业金融债券现券交易结算金额为23.87万亿元，同比增长10.78%，占全市场现券交易结算总量的5.73%。从交易场所看，银行间债券市场交易结算金额为21.55万亿元，占比为90.25%；上海证券交易所交易结算金额为1.80万亿元，占比为7.53%；深圳证券交易所交易结算金额为0.55万亿元，占比为2.22%。从债券品种看，商业银行债券交易结算金额为19.79万亿元，占比为82.90%；证券公司债券交易结算金额为2.88万亿元，占比为12.07%；保险公司及其他金融机构债券交易结算金额为1.20万亿元，占比为5.03%（见表7-2）。从参与者结构看^①，商业银行、证券公司、非法人产品为现券交易结算量前三的机构，占比分别为49.65%、33.83%和11.82%（见表7-3）。

表7-2 2024年商业金融债券现券交易结算情况

机构类型	交易市场（万亿元）				占比（%）
	银行间	上交所	深交所	合计	
商业银行	19.79	—	—	19.79	82.90
证券公司	0.56	1.80	0.55	2.89	12.07
保险公司	0.49	—	—	0.49	2.05
其他金融机构	0.71	0.003	—	0.71	2.98
合计	21.55	1.80	0.55	23.88	100.00

数据来源：Wind。

表7-3 2024年银行间市场债券现券交易参与者结构

机构类型	现券交易量（万亿元）	占比（%）
商业银行	247.46	49.65
证券公司	168.61	33.83
非法人产品	58.93	11.82
境外机构	14.87	2.98
信用社	5.40	1.08
保险机构	2.02	0.41
其他	1.15	0.23
合计	498.44	100.00

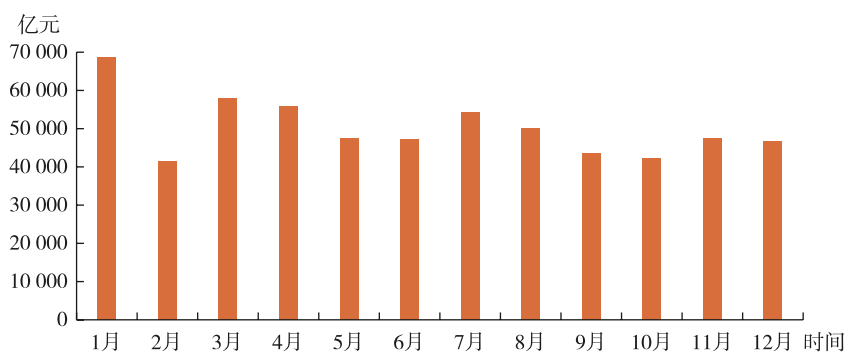
数据来源：Wind。

^① 受公开数据限制，此处以银行间市场整体债券交易情况分析投资者机构，数据为债券维度数据的两倍。

（三）商业金融债券回购交易结算情况

2024年，银行间市场商业金融债券回购交易结算金额60.26万亿元，同比下降17.71%，占银行间市场回购交易结算总量的4.36%。从回购品种看，质押式回购结算量60.06万亿元，占比99.67%；买断式回购结算量0.2万亿元，占比0.33%。从时间序列看，商业银行债券回购结算量在1月达到高峰（见图7-15）。从参与者结构^①看，商业银行、非法人产品为债券回购交易的主要参与者，结算量占比分别为62.25%、22.39%（见表7-4）。

图7-15 2024年银行间市场商业金融债券月度回购结算情况



（数据来源：Wind）

表7-4 2024年银行间市场债券回购交易参与者结构

机构类型	债券回购量（万亿元）	占比（%）
商业银行	1 720.07	62.25
非法人产品	618.52	22.39
证券公司	211.64	7.66
其他	146.14	5.29
信用社	34.73	1.26
保险公司	27.09	0.98
境外机构	4.88	0.18
合计	2 763.07	100.00

数据来源：Wind。

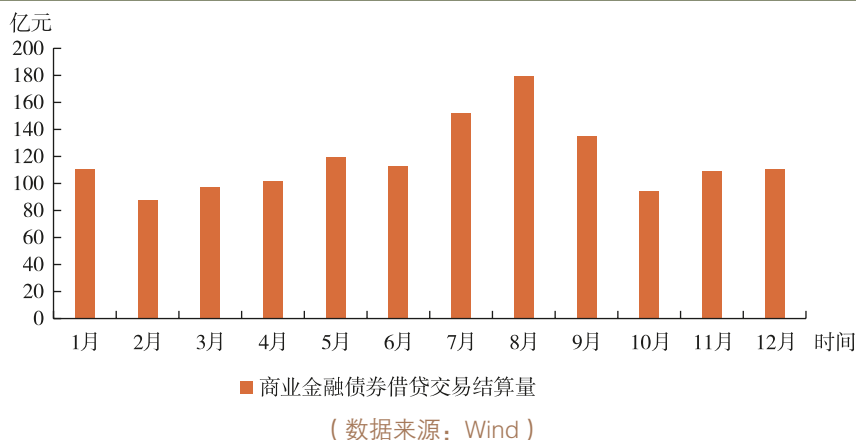
（四）商业金融债券借贷交易结算情况

2024年，银行间市场商业金融债券借贷交易结算金额1 411.3亿元，同比增长126.04%，占银行间市场债券借贷结算总量的0.35%。商业金融债券借贷结算量在8月

^① 受公开数据限制，此处以银行间市场整体债券质押情况分析投资者机构。

达到高峰（见图 7-16）。

图 7-16 2024 年银行间市场商业金融月度债券借贷结算情况



四、商业金融债券市场价格走势

（一）收益率走势

1. 商业银行债券收益率走势。2024 年，商业银行债券收益率总体呈现震荡下行趋势，各品种年末收益率水平均处于历史低位，期限利差显著收窄、信用利差小幅走阔（见表 7-5）。

表7-5 2024年末商业银行债收益率情况

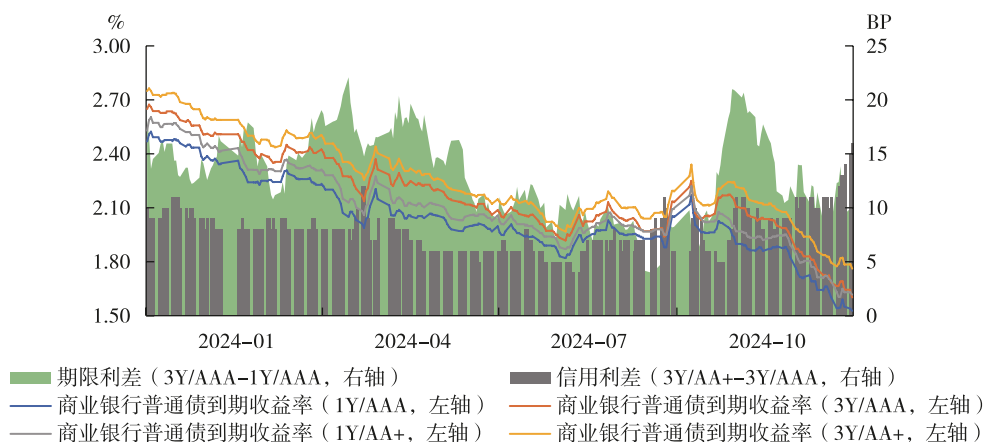
品种	期限（年）	收益率（%）	较年初变动（BP）
商业银行普通债（AAA）	1	1.53	-94
	3	1.60	-105
	5	1.77	-102
商业银行普通债（AA+）	1	1.62	-91
	3	1.76	-99
	5	1.94	-96
商业银行二级资本债（AAA-）	1	1.65	-103
	3	1.76	-113
	5	1.83	-119
商业银行二级资本债（AA+）	1	1.66	-103
	3	1.78	-112
	5	1.90	-117
商业银行永续债（AAA-）	1	1.70	-103
	3	1.79	-118
	5	1.90	-119

数据来源：Wind。

（1）商业银行普通债。收益率曲线呈现单边下行，期限利差收窄、信用利差走

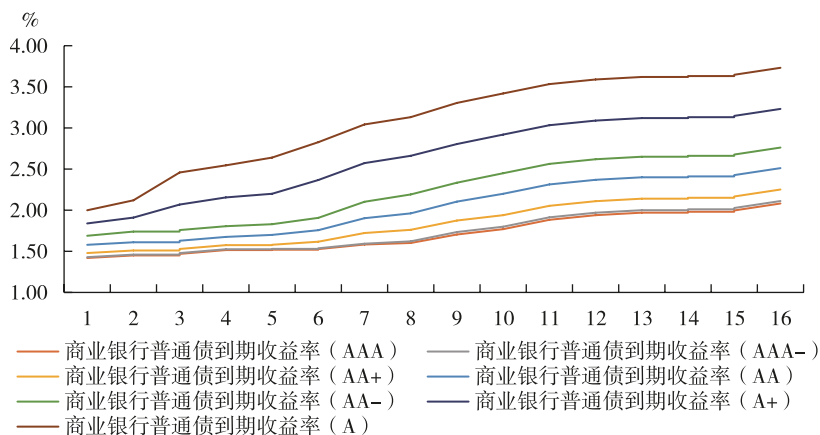
阔。截至 2024 年末，1 年期 AAA 级债券、3 年期 AAA 级债券、1 年期 AA+ 级债券、3 年期 AA+ 级债券到期收益率分别为 1.53%、1.6%、1.62%、1.76%，分别较年初下行 94BP、105BP、91BP、99BP，均处于历史低位；3 年期 -1 年期债券期限利差呈现“走阔—显著收窄—大幅走阔—再次收窄”趋势，年末收于 7BP 较年初收窄 11BP，收益率曲线趋于平坦化；AAA 级债券 -AA+ 级债券信用利差总体在 5~10BP 内波动，年末收于 16BP，较年初走阔 6BP（见图 7-17 和图 7-18）。

图 7-17 1 年期、3 年期 AAA 级、AA+ 级商业银行普通债收益率曲线及利差情况



（数据来源：Wind）

图 7-18 各评级商业银行普通债到期收益率曲线



（数据来源：Wind）

（2）商业银行资本债。得益于券种的绝对收益率优势及较好的流动性，机构配置及交易需求较高。2024 年，在资产荒演绎下，拉久期和下沉策略持续，商业银行二永债^①

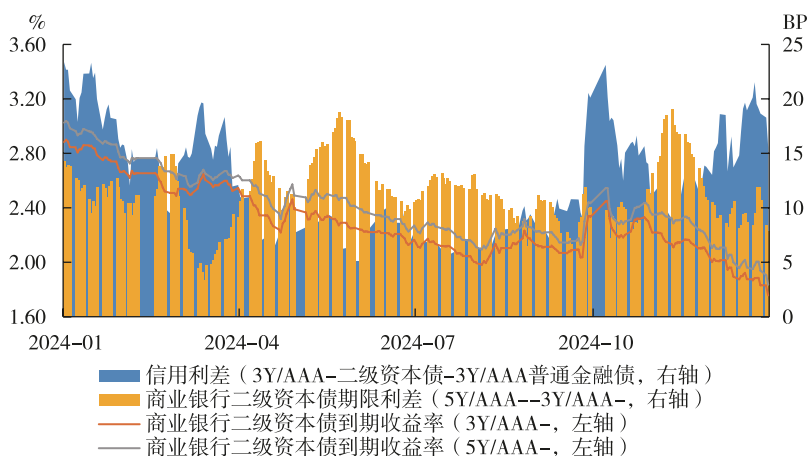
^① 指商业银行发行二级资本债和永续债。

债券市场分析研究报告

收益率大幅下行、各类利差整体收窄。

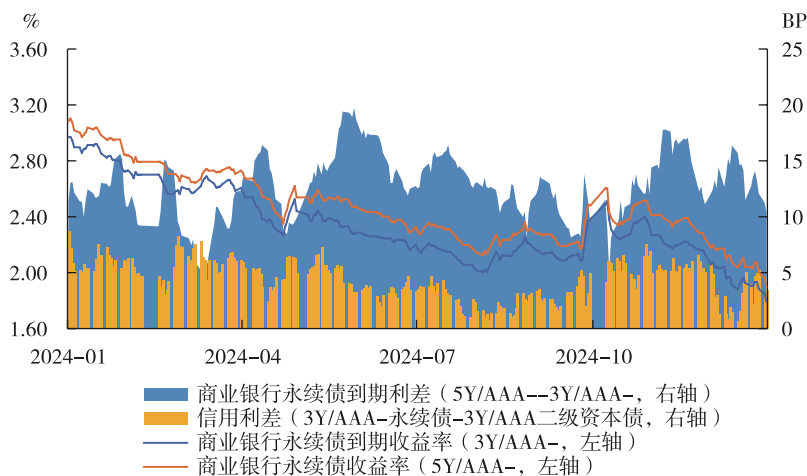
具体看：二级资本债方面，3年期、5年期二级资本债到期收益率分别为1.76%、1.83%，分别较年初下行113BP、119BP；5年期-3年期二级资本债利差在10BP上下波动，年末收于8BP，较年初收窄6BP，收益率曲线趋于平坦化；3年期二级资本债—普通金融债利差呈现“收窄—走阔”趋势，年末收于16BP，较年初收窄8BP（见图7-19）。永续债方面，3年期永续债、5年期永续债到期收益率分别为1.79%、1.90%，分别较年初下行118BP、119BP；5年期-3年期永续债期限利差围绕10BP波动，年末收于10BP，较年初收窄1BP；3年期永续债—二级资本债信用利差呈现“收窄—走阔”趋势，年末收于3BP，较年初收窄5BP（见图7-20）。

图 7-19 3年期、5年期 AAA- 级商业银行二级资本债收益率曲线及利差情况



（数据来源：Wind）

图 7-20 3年期、5年期 AAA- 级商业银行永续债收益率曲线及利差情况



（数据来源：Wind）

2. 非银行金融机构债券收益率走势。2024年，非银行金融机构债券收益率显著下行。从主要品种看：

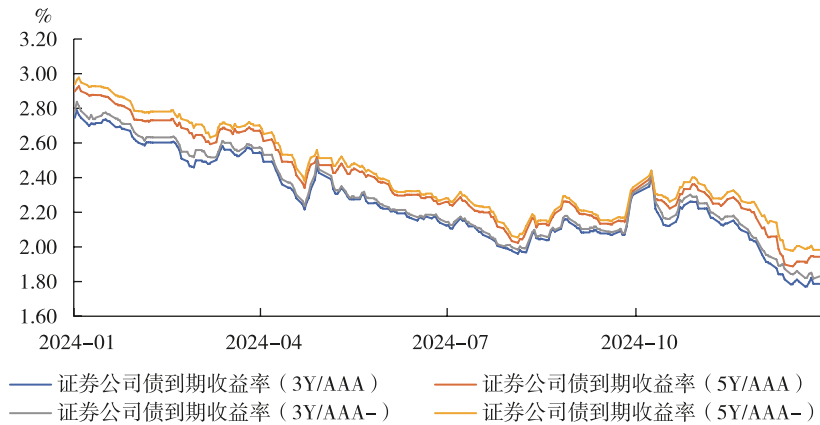
(1) 证券公司债。3年期AAA级债券、5年期AAA级债券、3年期AAA-级债券、5年期AAA-级债券分别为1.75%、1.88%、1.78%、1.92%，分别较年初下行99BP、101BP、100BP、101BP，较同期限AAA级商业银行普通债信用利差分别高15BP、11BP、16BP、12BP（见表7-6和图7-21）。

表7-6 2024年末证券公司债收益率情况

品种	期限 (年)	收益率 (%)	较年初变 动(BP)	最大值 (%)	最小值 (%)	平均值 (%)	较AAA级商业 银行普通债信用 利差(BP)
证券公司债收 益率(AAA)	3	1.75	-99	2.79	1.75	2.25	15
	5	1.88	-101	2.93	1.88	2.37	11
证券公司债收 益率(AAA-)	3	1.78	-100	2.84	1.78	2.27	16
	5	1.92	-101	2.98	1.92	2.40	12

数据来源：Wind。

图7-21 3年期、5年期AAA、AAA-级证券公司债收益率曲线



(数据来源：Wind)

(2) 保险公司资本补充债。由于具备与商业银行资本债相似的次级性、赎回条款、减记条款三种特殊设置，保险公司资本补充债存在一定溢价水平。在2024年市场收益率整体下行的形势下，其配置及交易价值凸显，全年收益率大幅下行。截至2024年末，3年期AA+级债券、5年期AA+级债券、3年期AA级债券、5年期AA级债券收益率分别为1.94%、2.05%、2.00%、2.15%，分别较年初下行104BP、102BP、103BP、

债券市场分析研究报告

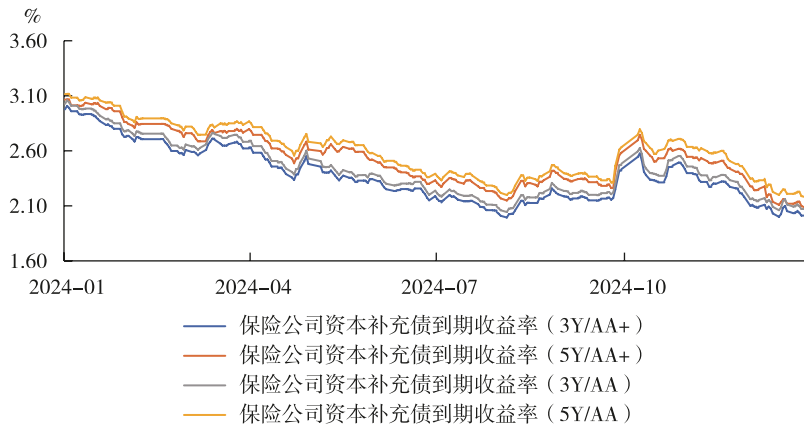
97BP，较同期限 AAA 级商业银行普通债信用利差分别高 33BP、28BP、40BP、38BP（见表 7-7 和图 7-22）。

表 7-7 2024 年末保险公司资本补充债收益率情况

品种	期限 (年)	收益率 (%)	较年初变动 (BP)	最大值 (%)	最小值 (%)	平均值 (%)	较商业银行 普通债 (AAA) 信用利差 (BP)
保险公司 资本补充 债收益率 (AA+)	1	1.78	-98	2.77	1.78	2.21	25
	3	1.94	-104	3.01	1.94	2.37	33
	5	2.05	-102	3.07	2.05	2.53	28
	10	2.30	-99	3.30	2.30	2.71	30
保险公司资 本补充债收 益率 (AA)	1	1.84	-97	2.82	1.84	2.26	31
	3	2.00	-103	3.06	2.00	2.42	40
	5	2.15	-97	3.12	2.15	2.59	38
	10	2.40	-99	3.40	2.39	2.78	40

数据来源：Wind。

图 7-22 3 年期、5 年期 AA+、AA 级保险公司资本补充债收益率曲线



(数据来源：Wind)

(二) 市场价格走势

2024 年，反映商业银行债券市场价格总体走势的中债商业银行债券指数单边上行，商业银行债券指数净价指数小幅上涨（见图 7-23）。商业银行债券市场全年投资回报率为 3.2%，较 2023 年（2.29%）有所提高。

图 7-23 中债商业银行债券相关指数走势



五、商业金融债券市场发展建议

(一) 加大主题商业金融债券发行力度，积极服务“五篇大文章”

2024年，金融机构围绕绿色、小微、科创等领域加大主题金融债券发行力度，积极服务“五篇大文章”，全面提升金融服务实体经济能力和水平。当前我国经济结构持续优化调整，新旧动能加速转换。金融机构加大对“五篇大文章”“两重”“两新”等领域的金融支持，有利于更好服务宏观经济逆周期调节和高质量发展。建议围绕服务新质生产力、绿色转型、先进制造、科技创新、普惠养老等领域，进一步加大各类主题金融债券发行力度，持续完善对主题债券发行的引导支持机制安排，为相关领域提供长期稳定的资金支持。

(二) 不断优化商业金融债券品种结构，推动市场长远发展

近年来，债券市场收益率延续下行至历史低位，对市场各方参与主体都提出了更高要求。当前商业金融债券以固息债为主，未来投资者可能面临收益率偏低、利率风险较大的双重挑战。建议结合当前市场环境与投资者需求，优化发行期限结构，同时加大各类浮息债发行规模，在拓展品种类别的同时，降低投资机构久期压力与再投资压力，助力商业金融债券市场长远发展。

(三) 推动商业银行绿色金融债券信息披露进一步规范

绿色金融债券是商业银行服务经济社会绿色可持续发展的有力支撑。目前，不同绿色金融债券发行人的环境信息披露情况有较大差异，且发行人持续开展环境效益信息披露的动力不足。建议进一步推动商业银行绿色金融债券信息披露规范化。一是建议按照

债券市场分析研究报告

项目类型披露绿色金融债券环境效益，以便准确评价债券所支持项目的环境效益水平。推动绿色金融债券支持项目“清单化”管理，对细分项目的环境效益、项目总投资等信息进行发行前、存续期的穿透披露，提升绿色金融债券环境效益的信息透明度。二是建立行业统一的环境效益测算规则，出台统一、可量化的标准和操作指引。同时，金融机构应加快环境效益信息测算和披露的数字化进程，建立与底层方法论一致的环境效益信息测算平台，提升绿色金融债券环境效益信息的横向和纵向可比性。三是建议推动建立统一的绿色债券环境效益信息披露标准，鼓励绿色金融债券发行前和存续期都按照中债绿色指标体系进行信息披露，实现绿色债券环境效益信息的标准化披露和可计量统计。

[第八章]

公司信用类债券市场分析报告

2024年，我国公司信用类债券市场在深化改革中实现高质量发展，呈现出“规模扩容、结构优化、产品创新、机制完善”的特征。在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策支持下，公司信用类债券发行规模和只数持续增长，发行利率屡创新低，融资环境进一步改善；城投债净融资历史性转负，化债效果持续显现，产业类主体发债占比提升，精准灌溉实体经济；政策引导效能持续释放，多措并举支持绿色、科创等重点领域；企业债双市场发行机制更加完善，持续助力企业融资；风险防控措施不断优化，市场透明度和合规性显著增强。

一、公司信用类债券发行情况

2024年，公司信用类债券^①共发行13.72万亿元，同比增长7.27%（见图8-1）。其中，企业债发行700.07亿元（含铁道债100亿元），占比0.51%，同比减少81.61%；非金融企业债务融资工具发行9.70万亿元，占比70.70%，同比增长13.32%；公司债发行3.95万亿元，占比28.80%，同比增长2.86%（见图8-2）。

按发行区域看，公司信用类债券发行规模排名前五名的区域分别为：北京市2.81万亿元、江苏省1.70万亿元、广东省1.21万亿元、浙江省1.00万亿元、山东省0.99万亿元（见表8-1）。发行规模前十的地区中，湖北、天津、浙江、江苏发行规模同比有所下降，福建、四川、广东、山东等发行规模同比增加。

^① 公司信用类债券包括企业债、公司债、短期融资券、超短期融资券、中期票据、定向工具。

图 8-1 公司信用类债券发行情况对比

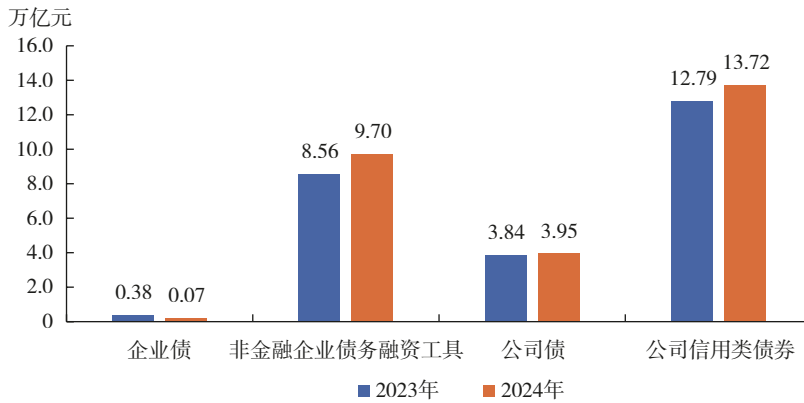
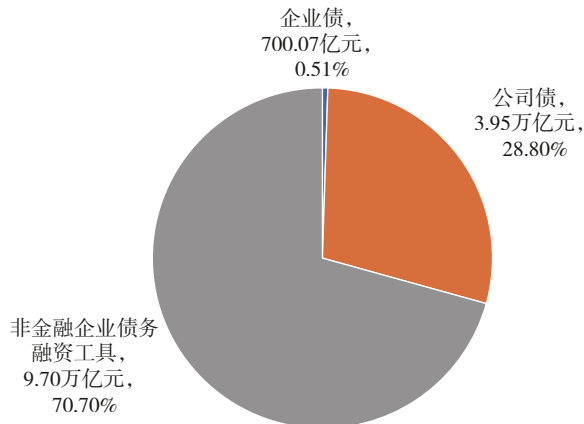


图 8-2 2024 年公司信用类债券发行情况统计



(数据来源：中央结算公司、Wind)

表8-1 2024年公司信用类债券发行规模前五名区域

区域	发行规模 (万亿元)	发行只数
北京市	2.81	1 426
江苏省	1.70	3 072
广东省	1.21	1 121
浙江省	1.00	1 343
山东省	0.99	1 279

数据来源：Wind。

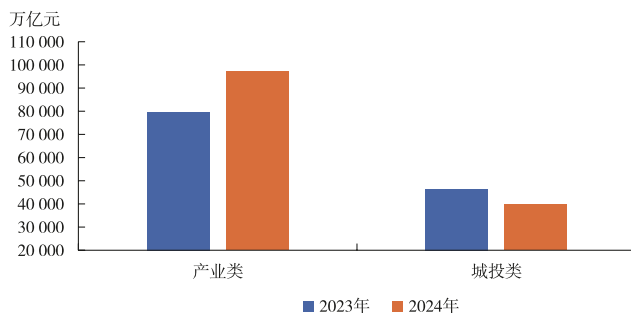
按发债主体来看，2024年产业类主体发行规模较大，发行规模9.72万亿元，只数为9082只，同比分别增长22.14%、17.35%。城投类债券在“一揽子化债方案”持续推进，叠加严监管和发行审核趋严的背景下，发行规模为3.97万亿元，发行只数为6245只，同比分别下降14.68%、11.10%，与产业类债券的发行趋势相反（见表8-2和图8-3）。从上述统计分析来看，产业类债券的发行供给规模持续攀升，也侧面反映了在全年持续走低的利率环境下，资本市场有效提振产业端的主体融资需求，产业类债券融资成本的优势凸显。

表8-2 2024年公司信用类债券城投及产业发行汇总

分类	2024年		2023年	
	发行规模（万亿元）	发行只数	发行规模（万亿元）	发行只数
产业类	97212.34	9082	79590.91	7739
城投类	39707.06	6245	46538.98	7025
合计	136919.40	15327	126129.89	14764

数据来源：Wind。

图8-3 公司信用类债券城投及产业发行汇总



(数据来源：Wind)

按行业分类来看，2024全年发行规模突破1万亿元的行业有工业、公用事业，其中，工业类发行8.67万亿元，占比63.30%，同比增长2.47%；公用事业类发行规模为1.46万亿元，占比10.67%，同比增长22.40%，发行只数为1112只，同比增长12.32%，均较2023年均大幅增长；金融行业类发行规模和只数也均明显增长，全年发行规模为9870.17亿元，占比7.20%，同比增长38.33%，只数为952只，同比增长21.58%。上述行业分类中，房地产行业的发行规模和只数较2023年明显下降，主要受房地产市场整体行业景气度的表现以及融资环境的影响，房地产行业债券融资规模持续收缩，发行规模仅为3676.4亿元，同比下降15.73%，发行只数为420只，同比下降11.39%（见表8-3和图8-4）。

债券市场分析研究报告

表8-3 2024年公司信用类债券Wind行业分类发行汇总

Wind行业分类	发行规模(亿元)	发行占比(%)	发行只数	2023年发行规模(亿元)
工业	86 719.26	63.30	10 765	84 628.55
医疗保健	777.42	0.57	99	837.05
材料	6 323.09	4.62	684	5 555.66
公用事业	14 618.46	10.67	1 112	11 942.87
可选消费	4 473.43	3.27	632	3 638.63
金融	9 870.17	7.20	952	7 135.32
能源	5 967.70	4.36	329	3 103.22
日常消费	2 890.79	2.11	173	2 761.65
房地产	3 676.40	2.68	420	4 362.56
信息技术	1 681.52	1.23	175	2 128.15
合计	136 998.24	100.00	15 341	126 093.66

数据来源：Wind。

图 8-4 公司信用类债券 Wind 行业分类发行汇总



(数据来源：Wind)

按主体评级看，2024年主体评级AAA发行规模为9.01万亿元，占比66.53%，同比增长16.24%；主体评级AA+发行规模为3.30万亿元，占比24.34%，与2023年几乎持平；主体评级AA及以下发行规模为1.24万亿元，占比9.13%，同比下降20.3%。

按发行期限结构看，2024年公司信用类债券，3年(含)~5年(含)期债券发行占比最高，发行规模为7.42万亿元，占比54.82%，其次为1年以内，发行规模为3.75万亿元，占比27.71%，超长期信用债(5年以上)发行规模为1.03万亿元，相较2023年发行规模2121.95亿元，增长3.85倍。2024年公司信用类债券平均发行期限见表8-4。

表8-4 2024年公司信用类债券平均发行期限统计

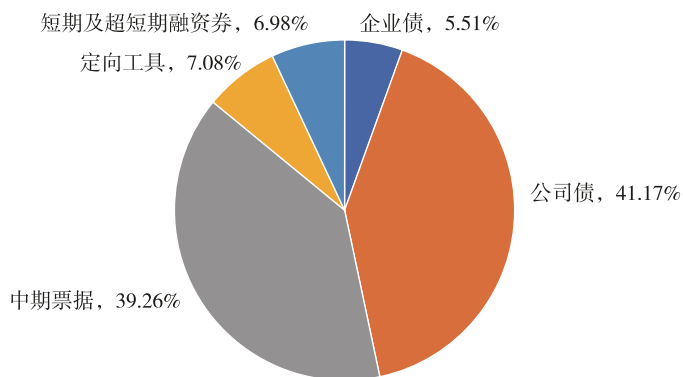
公司信用类债券种类	平均期限
企业债（不含铁道债）	5.61 年
短期融资券、超短期融资券	0.60 年
中期票据	4.31 年
定向工具	3.15 年
公司债券	4.04 年

数据来源：Wind。

二、公司信用类债券存量情况

截至 2024 年末，公司信用类债券余额为 28.24 万亿元，同比上升 4%。从债券类别来看，公司债和中期票据是信用类债券存量余额最大的券种，占比合计超过 80%，企业债存量余额占比最少不足 6%，短期及超短期融资券与定向工具的存量余额占比相当（见图 8-5）。

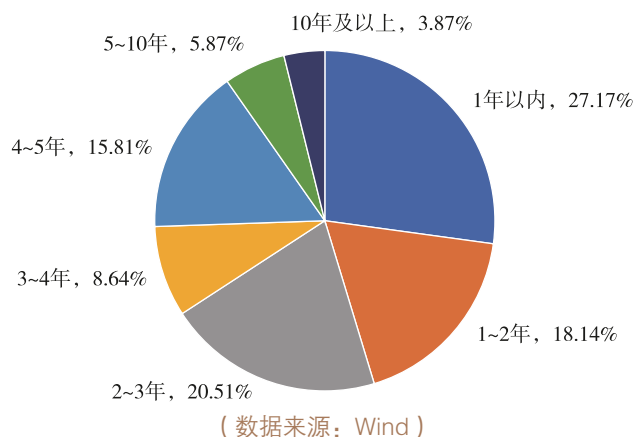
图 8-5 2024 年公司信用类债券不同类别存量余额占比



（数据来源：Wind）

从剩余期限来看，截至 2024 年末，公司信用类债券剩余期限以 1 年内为主，债券余额为 7.87 万亿元，占比 27.17%，以非金融企业债务融资工具为主；其次为 2~3 年，债券余额为 5.94 万亿元，占比 20.51%。企业债作为平均发行期限最长的券种，以剩余期限 4~5 年占比最高，债券余额为 2 981.14 亿元，占比 18.36%（见图 8-6）。

图 8-6 2024 年公司信用类债券剩余期限统计



三、公司信用类债券交易结算情况

2024 年，公司信用类债券现券交易量为 44.33 万亿元，同比下降 5.68%，债券换手率^①153.02%，同比下降 11.61%，非金融企业债务融资工具为交易量最大的券种。

分券种来看，企业债成交额为 1.49 万亿元，占比为 3.36%；非金融企业债务融资工具成交额为 28.13 万亿元，占比为 63.46%，其中，中期票据 16.26 万亿元，短期融资券（含超短期融资券）8.54 万亿元，定向工具 3.33 万亿元；公司债成交额为 14.71 万亿元，占比为 33.18%。

表 8-5 2024 年公司信用类债券二级成交额统计

公司信用类债券	成交额（万亿元）	占比（%）
企业债	1.49	3.36
短期融资券、超短期融资券	8.54	19.26
中期票据	16.26	36.68
定向工具	3.33	7.51
公司债	14.71	33.18
合计	44.33	100.00

数据来源：中央结算公司、Wind。

分市场来看，2024 年银行间市场净价成交额为 28.84 万亿元，交易所成交额为 15.49 万亿元，其中，上交所成交额为 13.65 万亿元，深交所成交额为 1.84 万亿元，北交所成交额为 0.0004 万亿元。非金融企业债务融资工具在银行间市场流通，成交额合计 28.13 万亿元；公司债在交易所市场流通，上交所、深交所、北交所的成交额分别为 12.88 万亿元、1.83 万亿元、0.0003 万亿元（见表 8-6）；企业债作为唯一双市场发行、交易的券种，在银行间市场和交易所市场的成交额相近，银行间市场成交额为 0.71 万亿元，上交所、深交所、北交所成交额分别为 0.76 万亿元、0.01 万亿元、0.0001 万亿元。

① 换手率为现券交易面额 / 年末债券余额。

表8-6 2024年公司信用类债券分市场成交额统计

公司信用类债券	银行间成交额 (万亿元)	上交所成交额 (万亿元)	深交所成交额 (万亿元)	北交所成交额 (万亿元)
企业债	0.7092	0.7651	0.0138	0.0001
中期票据	16.26	—	—	—
短期融资券、超短期融资券	8.54	—	—	—
定向工具	3.33	—	—	—
公司债	—	12.88	1.83	0.0003
合计	28.84	13.65	1.84	0.0004

数据来源：中央结算公司、Wind。

分期限来看，长久期债券交易热度显著上升，尤其1~3年、3~5年和5年以上的信用类债券成交额都相比2023年有所增加，1年以内的信用类债券成交占比有所下降。

四、公司信用类债券市场价格走势

（一）收益率走势

整体走势方面，公司信用类债券收益率整体下行，呈现“倒N”形走势。1—7月在资产荒背景下，公司信用类债券收益率持续下行；8月—10月初，债市经历短暂调整，特别是9月底到10月初在“股债跷跷板”逻辑下，受到权益市场亮眼表现的影响，公司信用类债券收益率大幅上行。10月初至年底，受益于化债政策落地等积极影响，公司信用类债券收益率重新进入下行通道。期限利差方面，长端收益率下行相对明显、期限利差有所收窄，中短期票据收益率曲线形态趋于平坦。信用利差方面，在化债大年和“资产荒”的背景下，债券市场信用利差在第二和第三季度压缩至历史低位，后受到基准利率下行的影响而有所反弹。以中短期票据AAA等级曲线3年期为例，与同期限国债间利差由年初的42BP下降至6月的27BP，年末再上升至55BP。中低等级曲线下行幅度更大，中低等级与高等级曲线间的信用利差有所收窄。表8-7列示了主要关键期限的中债AAA级中短期票据收益率统计情况，中债短期票据（AAA级和AA级）到期收益率曲线^①和中债AAA级中短期票据10年期、1年期到期收益率及利差和中债10年期AAA级中短期票据与国债收益率及利差分别见图8-7至图8-10。

^① 中债中短期票据到期收益率曲线族系包含中债隐含评级AAA+级至A-级的9条曲线，限于篇幅，图中以AAA级和AA级的2条曲线为例。

表8-7 主要关键期限的中债AAA级中短期票据收益率统计

期限	较上一年变化 (BP)	年末值 (%)	最大值 (%)	最小值 (%)	平均值 (%)	标准差 (%)	平均日波动 (BP)	最大日波动 (BP)
1Y	-84.41	1.68	2.55	1.68	2.11	0.21	1.24	12.70
2Y	-95.49	1.71	2.68	1.71	2.20	0.23	1.43	13.73
3Y	-97.48	1.74	2.74	1.74	2.26	0.23	1.59	14.86
5Y	-106.56	1.87	2.95	1.87	2.39	0.25	1.56	13.10
7Y	-94.00	2.05	2.99	2.05	2.46	0.23	1.36	13.06
10Y	-94.22	2.11	3.05	2.11	2.56	0.21	1.47	11.63

数据来源：中央结算公司。

图 8-7 中债中短期票据 (AAA 级) 到期收益率曲线

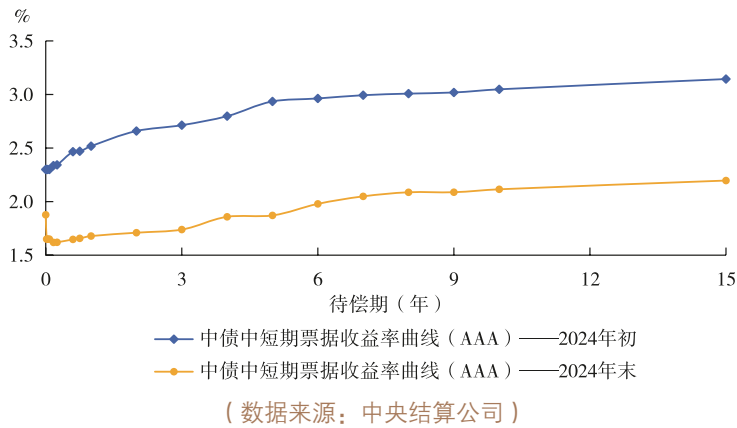


图 8-8 中债中短期票据 (AA 级) 到期收益率曲线

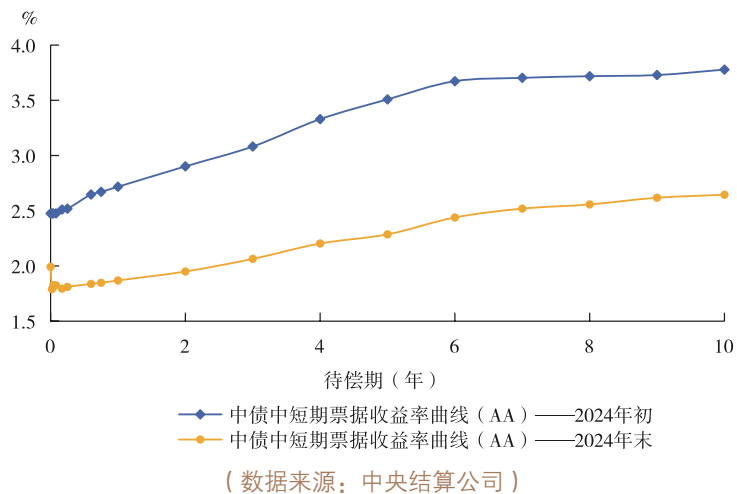
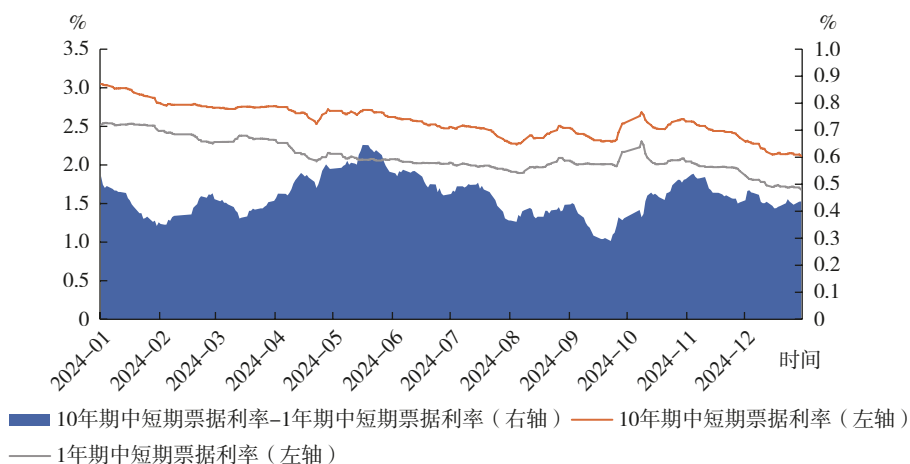
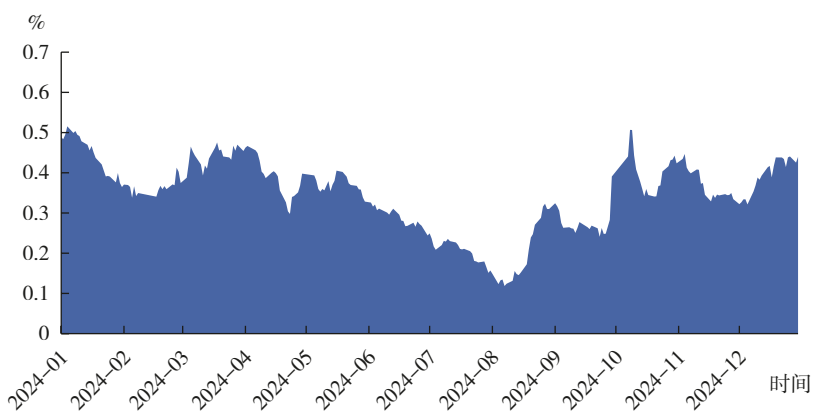


图 8-9 中债 AAA 级中短期票据 10 年期、1 年期到期收益率及利差



（数据来源：中央结算公司）

图 8-10 中债 10 年期 AAA 级中短期票据与国债收益率及利差



（数据来源：中央结算公司）

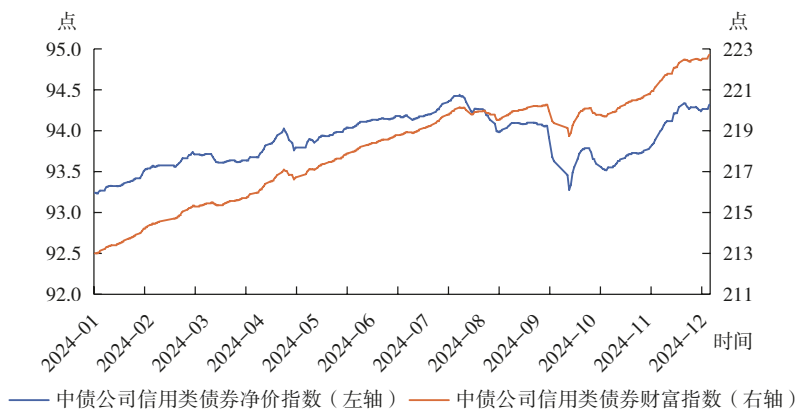
（二）市场价格走势

2024 年，信用债收益率曲线全面下行，全年呈现牛市行情。中债公司信用类债券指数^①整体呈现上行态势。截至 2024 年末，中债公司信用类债券指数净价指数较上年末上涨 1.16%。

2024 年，信用债市场全年投资回报率实现较高增长。中债公司信用类债券指数财富指数全年回报 4.56%，较上年（4.84%）小幅下降（见图 8-11）。

^① 指数成分券为剩余期限在 1 天以上（包含 1 天）的信用债，包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券等公司信用类债券。

图 8-11 中债公司信用类债券指数净价指数与财富指数



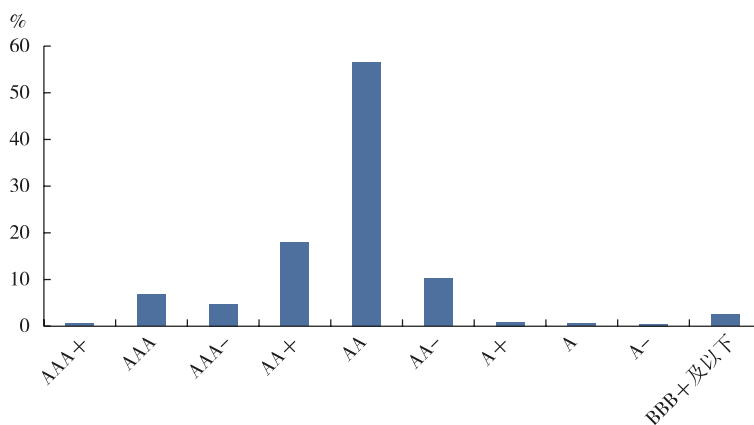
(数据来源：中央结算公司)

(三) 市场隐含评级变化

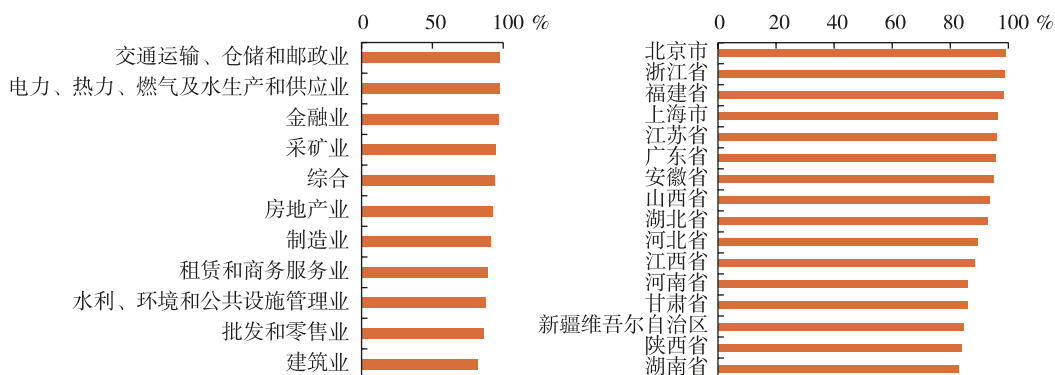
2024年，公司信用类债券的信用状况基本稳定。截至2024年末，存续公司信用类债券主要集中在中债市场隐含评级AA-及以上等级，其中处于隐含评级AAA+至AAA-级的比例为12.2%，处于AA+至AA-级的比例为84.8%；处于A+至A-级的比例为0.5%；处于BBB+及以下等级的比例为2.5%（见图8-12）。

从各主要行业、主要区域的隐含评级分布来看，截至2024年末，交通运输、仓储和邮政业；电力、热力、燃气及水生产和供应业，金融业在隐含评级AA及以上较高等级的债券比例均超过90%；北京市、浙江省、福建省、上海市、江苏省的较高等级分布比例超过95%（见图8-13）。从隐含评级变化趋势来看，2024年末公司信用类债券的中债隐含评级相较于2024年初等级上调的比例为1.78%，等级下调的比例为0.39%，下调比例较2023年明显减少（见表8-8）。

图 8-12 公司信用类债券隐含评级分布



(数据来源：中央结算公司)

图 8-13 公司信用类债券各行业^①内（各区域内）在隐含评级 AA 及以上等级的债券比例^②

注：①行业划分依据中债行业分类，下同。

②按照“每个行业内（或每个区域内）债券在隐含评级 AA 及以上等级的数量 / 该行业（该区域）的债券总数”来计算统计，下同。

（数据来源：中央结算公司）

表 8-8 2024 年末公司信用类债券中债隐含评级迁移情况

		2024 年初中债市场隐含评级															
		AAA +	AAA	AAA-	AA +	AA	AA-	A +	A	A-	BBB +	BBB	BB	B	CCC	CC	C
2024 年末中债市场隐含评级	AAA +	87	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AAA	0	1458	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AAA-	0	5	841	70	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AA +	0	0	12	3553	15	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	AA	0	0	0	15	11290	112	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0
	AA-	0	0	0	0	31	1986	114	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	A +	0	0	0	0	0	2	87	21	17	0	0	0	0	0	0	0
	A	0	0	0	0	0	0	0	11	0	0	4	0	0	0	0	0
	A-	0	0	0	0	0	0	0	0	7	0	0	0	0	0	0	0
	BBB +	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
	BBB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	BB	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	11	0	0	0	0
	B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	CCC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	CC	0	0	0	0	0	1	5	0	0	0	4	3	0	0	104	0
	C	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2	1	0	0	1	37	672

数据来源：中央结算公司。

五、公司信用类债券市场发展情况

（一）发行规模持续增长，发债主体结构调整

2024年公司信用债市场在规模增长的同时，呈现“国企主导、产业债崛起、城投债净融资萎缩”的结构性特征。地方国有企业依然是债券发行的中坚力量，民营企业占比相对较低，主体评级AAA级发行人发行9.01万亿元，同比增长16%，占比为67%，优质主体集聚效应越发凸显。产业债发行回暖，发行规模和只数均同比上升，发行规模为9.72万亿元，只数为9082只，分别同比增长22.14%、17.35%，发债主体所在行业主要以工业、公用事业、金融等为主，随着一揽子化债政策深入推进，城投债发行规模同比下降15%，首次出现年度净偿还。

（二）推出多种债券创新产品，服务经济高质量发展

2023年召开的中央金融工作会议指出，金融要为经济社会发展提供高质量服务；切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务；做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”。为引导更多资源流向重点领域，构建多样化专业性的金融产品和服务体系，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》，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；发布国内绿色债券领域首个金融行业标准《绿色债券环境效益信息披露指标体系》，规范了绿色债券环境效益信息披露。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》，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业发债融资，允许“硬科技”企业适用快速通道。交易商协会推出民营企业资产担保债务融资工具（CB）及供应链票据证券化试点，通过资产增信和供应链金融模式降低民企融资门槛。中央结算公司推出中债—金融高质量发展主题债券系列指数，指数成分筛选自科技、绿色、普惠、养老、数字领域主题债券，为金融“五篇大文章”相关债券投资探索新的路径。沪、深、北三家交易所修订债券信息披露规则，简化优质主体披露要求，强化募集资金使用监管。

（三）企业债双市场发行，相关机制持续完善

企业债是公司信用类债券的重要组成部分，在发行审核职责划转过渡期转常规后，中央结算公司，沪、深、北三家交易所作为企业债发行场所，发布相关业务通知，规范各业务环节工作，在信息披露、簿记发行、登记托管等环节紧密配合，顺畅衔接，推动企业债双市场发行机制持续完善。中央结算公司成功支持一批企业在银行间市场发行债券，为企业债提供高效、优质、便捷的服务，持续助力实体经济融资。

（四）风险防控措施不断优化，市场规范度提升

2024年，各部门积极推动市场透明度和信用风险防控能力提升，证监会、交易商协会加大对违规行为查处力度，如证监会加强欺诈发行监管，交易商协会全年实施1300余次自律处分，强化合规督导。沪、深、北三家交易所发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》，要求规范发行秩序，提升发行定价市场化程度。为进一步降低信用债市场的违约风险，提升市场规范性，中央结算公司完善了债券估值体系和风险预警机制，例如，通过实时追踪信用利差变化和违约数据，为投资者提供更精确的风险定价参考。

六、公司信用类债券市场发展建议

2024年，公司信用类债券市场通过政策引导、产品创新、完善市场机制等方式，持续深化市场改革，未来需进一步优化重点领域企业的融资环境，充分发挥中介机构能力，推动债券市场高水平对外开放，关注信用债领域风险，提升风险管理能力，推动公司信用类债券市场高质量发展。

（一）优化企业融资环境，支持重点领域发展

党的二十届三中全会提出要“加快多层次债券市场发展，提高直接融资比重”，债券市场作为实体经济融资的重要渠道，信用债券市场规模不断扩大。债券市场应聚焦“五篇大文章”重点领域，大力发展创新债券品种，支持国家战略性新兴产业和重点领域。例如，支持高端装备制造、新能源汽车、生物医药等战略性新兴产业，为高科技企业和研发机构提供专项融资，支持关键核心技术攻关；支持环保、新能源、节能减排等绿色产业发展，深化运用《绿色债券环境效益信息披露指标体系》，提升绿色债券环境效益信息披露完整度，助力经济绿色转型；通过地方国资担保、政策性增信等方式助力民企融资，推动中小微科创型企业债扩容，优化民企融资环境。

（二）增强中介服务能力，发挥资源配置作用

伴随债券注册制改革全方位落地，建议中介机构在提升市场活跃度、优化一级与二级市场建设、挖掘市场投融资机遇以及赋能资本市场做市业务等方面要作出应有贡献，并且发挥出不可或缺的支持作用。在信用类债券的发展过程中，更应充分发挥中介机构效能，帮助资本市场更有效地将资源配置到有潜力的科技创新项目上，促进新质生产力的发展，同时，中介机构也要加强合规管理与风险防控，坚持“看不清管不住则不展业”，避免一哄而上，严防“伪创新”“乱创新”。中介机构应加强与监管部门、地方政府、重点领域企业协同配合，积极做好政策研究，加强资本市场做好金融“五篇大文章”

等重要政策的宣传解读，推动债券市场高质量发展。

（三）促进资本双向流动，助力内地企业发展

金融高水平开放是加快建设金融强国的内在要求和鲜明特征，稳步扩大债券市场高水平对外开放，对符合国家战略和产业政策的企业境外融资，给予一定的支持和便利，鼓励其合理利用国际资本降低融资成本。推动跨境担保品互认机制，探索境外投资者通过质押境内信用债获取离岸流动性。为外资提供更加便利和多元化的投资机会，充分运用金融科技手段，进一步提升信息披露的标准化水平和信息获取与分析的便利性。提升信用评级的客观性、科学性和区分度，推进信用评级模式多元化发展，增强信用债对境外投资者的吸引力。

（四）关注债券信用风险，提升风险管理能力

近年来，国际形势日趋复杂多变，全球经济格局、货币政策走向、中美关系演变以及地缘政治冲突等不确定性因素显著增加。特别是在特朗普执政期间，其可能推行的激进财政政策与货币政策，如加征关税、推动供应链转移等措施，进一步加剧了中国出口企业和高科技企业的经营风险，进而对其偿债能力构成潜在威胁，可能引起境内债券市场的波动性增加。另外，城投类企业受严控新增融资的政策影响，叠加相关区域的舆情管理、风险扩散传导，投资机构抛售等多重考验，在债券发行、存续管理、估值管理等方面仍然面临一定的压力。为应对以上挑战，一方面，应从源头降低债务风险，坚持“发展中化债”，优先置换高成本、长周期债务，对于新增融资需求要进行分类管理，避免债务结构恶化，同步支持城投转型，通过新基建、产业升级等组合拳打开合规科学融资空间。另一方面，推进高收益债市场建设，稳步培育多层次、多样化、专业化高收益债投资者群体，如引入专业纾困基金、不良资产处置机构等多元化主体进行债务疏解；同时，市场参与者应强化风险管理意识，通过运用金融数据平台[如布隆伯格(Bloomberg)、中债 Dr.Quant 金融终端等]，实时跟踪境内外债券收益率曲线及信用利差的变化趋势，灵活运用中债市场隐含评级、流动性指标等数据分析工具，及时捕捉市场风险动态，优化资产配置结构，从而有效降低投资风险，提升投资组合的稳健性。

[第九章]

资产证券化市场分析报告

2024年，我国资产证券化市场全年发行各类产品约1.98万亿元，年末存量规模约3.82万亿元。^①市场运行平稳，发行规模有所回升，市场呈现创新和多元化发展。融资租赁债权资产支持证券（以下简称融资租赁债权ABS）发行规模领跑，不良贷款资产支持证券（以下简称不良贷款ABS）发行增速较快，绿色资产支持证券（以下简称“绿色ABS”）产品创新不断深化。资产证券化市场发挥自身优势，切实贯彻落实“五篇大文章”，对服务实体经济、盘活存量资产、优化资源配置起到了积极作用。

一、资产证券化市场政策动态

（一）支持各类金融机构开展资产证券化业务

2024年，监管机构先后出台多项部门规章和通知，支持各类型金融机构开展资产证券化业务，推动资产证券化市场规范化发展，夯实制度基础。3月，金融监管总局发布《消费金融公司管理办法》，将消费金融公司业务区分为基础业务和专项业务，资产证券化纳入专项业务，明确经营状况良好、符合条件的消费金融公司，可以开展资产证券化业务。9月，金融监管总局发布《金融租赁公司管理办法》，规定符合条件的金融租赁公司可以向金融监管总局及其派出机构申请经营资产证券化业务。11月，金融监管总局出台《关于印发金融资产管理公司不良资产业务管理办法的通知》，规定金融资产管理公

^① 依据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》等规定，本报告ABS市场数据统计部分不包含房地产投资信托基金（REITs）；考虑到REITs采用“基础设施资产支持证券”的产品结构，本报告政策动态、业务动向等部分可能涉及REITs。

债券市场分析研究报告

司可以择优选用包含资产证券化在内的方式处置不良资产。上述有关文件对消费金融公司、金融租赁公司、金融资产管理公司进一步拓宽融资渠道、增强流动性支持能力、降低融资成本具有重要意义。

（二）支持发行绿色资产证券化产品

2024年，监管机构与行业协会先后出台多项指导意见和通知，支持发行绿色资产证券化产品。3月，中国人民银行等七部门印发《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》，提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，支持清洁能源等符合条件的基础设施项目发行不动产投资信托基金（REITs）产品。5月，国家金融监管总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，其中提到，支持符合条件的非银行金融机构发行绿色信贷资产支持证券、绿色金融专项债。8月，中国人民银行等八部门联合发布《关于进一步做好金融支持长江经济带绿色低碳高质量发展的指导意见》，提出要发挥多层次资本市场作用，探索生态产品资产证券化路径和模式。10月，中国人民银行等四部门印发《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》，提出要支持发行绿色资产证券化产品，盘活存量资产，提高资产流动性。引导金融机构在依法合规、风险可控和商业可持续的前提下，开发与资源环境要素相关的，包含绿色资产支持证券在内的金融产品和服务。10月，中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步优化绿色及转型债券相关机制的通知》，鼓励企业开展绿色资产证券化等组合式创新产品，支持新能源、清洁能源、生态环保等绿色领域符合条件的项目申报发行绿色不动产信托资产支持票据、绿色资产支持票据、绿色资产支持商业票据等创新产品，盘活绿色资产。上述指导意见和通知对拓展绿色资产证券化业务，做好绿色金融大文章，助推绿色低碳转型和高质量发展具有重要意义。

（三）发挥资产证券化支持乡村全面振兴作用

2024年8月，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会、财政部、农业农村部印发《关于开展学习运用“千万工程”经验加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，其中提出，要支持县域城乡融合发展，引导符合条件的主体通过发行公司信用类债券和资产支持证券等工具，拓宽新型城镇化领域资金来源。要强化货币政策工具支持，鼓励金融机构发行“三农”、小微、绿色等金融债券，支持符合条件的涉农企业发行资产支持证券、乡村振兴票据、乡村振兴公司债券等融资工具，持续加大对乡村振兴重点领域的资金投入。

（四）推动 REITs 高质量发展和常态化发行

2024 年，监管机构先后发布多项文件，推动 REITs 高质量发展和常态化发行。3 月，国家发展改革委发布《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，鼓励保险资金通过债权、股权、资产证券化产品等多种方式为特许经营项目提供多元化资金支持，鼓励符合条件的特许经营项目公司进行结构化融资，发行项目收益票据、不动产信托资产支持票据和资产证券化产品等。7 月，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，提到推动基础设施 REITs 常态化发行已具备良好条件。各参与方要严格贯彻落实市场化、法治化原则，各司其职、各负其责，依法依规推动基础设施 REITs 更好实现常态化发行。

（五）完善企业资产证券化市场规则体系

2024 年，中国证券投资基金业协会与沪深交易所先后发布了资产证券化业务相关规则，完善资产支持证券规则体系，对引导市场主体归位尽责，进一步发挥资产证券化市场功能具有重要意义。中国证券投资基金业协会于 3 月发布《资产证券化业务基础资产负面清单指引》，更新资产证券化基础资产负面清单，又于 8 月发布了《资产证券化业务报价内部约束指引》，要求管理人必须建立 ABS 业务报价内部约束制度。上交所和深交所在 3 月发布了资产支持证券业务规则和配套指引，深交所在 12 月又发布了六项资产支持证券审核业务指引，进一步规范了资产证券化业务发展，提升了债券市场服务实体经济能力。

二、资产证券化市场运行情况

（一）发行规模有所回升，产品存量继续下降

2024 年，我国共发行资产证券化产品 19 768.32 亿元，同比上升 6.97%（见图 9-1）；年末市场存量为 38 198.4 亿元，同比下降 12.22%（见图 9-2）。

具体来看，信贷 ABS 发行 2 703.79 亿元，同比下降 22.42%，占发行总量的 13.68%；年末存量为 11 523.28 亿元，同比下降 36.08%，占市场总量的 30.16%。企业资产支持证券（以下简称企业 ABS）发行 11 824.56 亿元，同比上升 0.34%，占发行总量的 59.81%；年末存量为 19 975.91 亿元，同比下降 0.03%，占市场总量的 52.30%。非金融企业资产支持票据（以下简称 ABN）发行 5 239.97 亿元，同比上升 63.13%，占发行总量的 26.51%；年末存量为 6 699.17 亿元，同比下降 21.60%，占市场总量的

17.54%。^①

图 9-1 2007—2024 年资产证券化产品发行量

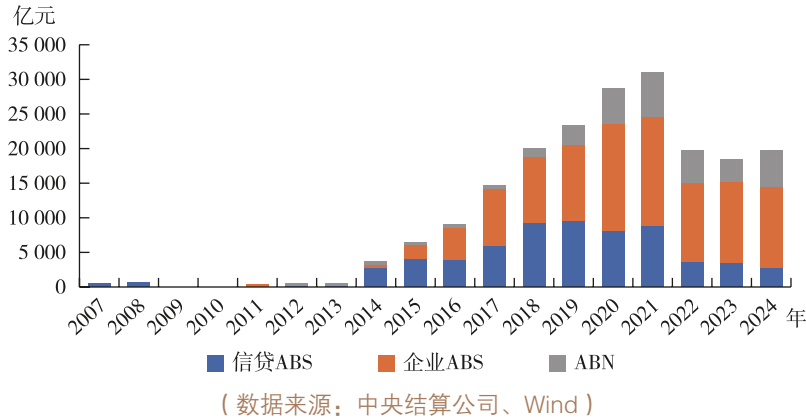
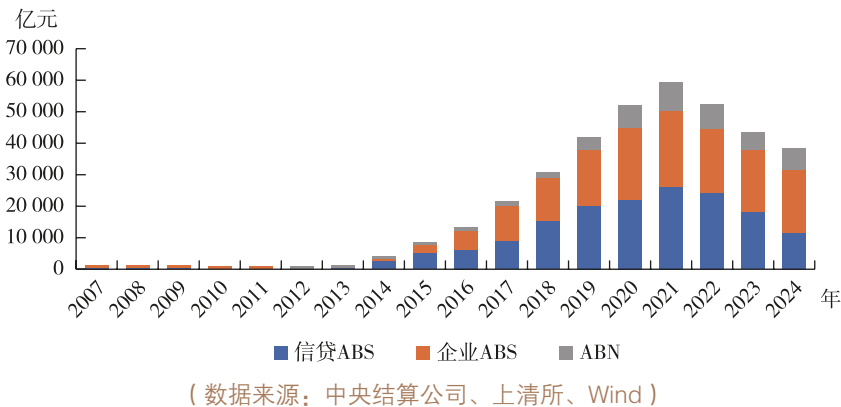


图 9-2 2007—2024 年资产证券化产品存量



信贷 ABS 中，个人汽车抵押贷款 ABS 连续三年成为发行规模最大的品种，2024 年全年发行 1 296.68 亿元，同比下降 27.95%，占信贷 ABS 发行量的 47.96%；微小企业贷款 ABS 发行 655.21 亿元，同比下降 12.60%，占 24.23%；不良贷款 ABS 发行 508.67 亿元，同比增长 9.15%，占 18.81%；银行 / 互联网消费贷款 ABS 发行 243.22 亿元，同比下降 40.63%，占 9.00%。

企业 ABS 中，融资租赁债权 ABS、应收账款 ABS、一般小额贷款债权 ABS 发行规模居前，分别发行 2 486.85 亿元、2 178.52 亿元、1 781.93 亿元，占企业 ABS 发行量的比重分别为 21.03%、18.42%、15.07%；类 REITs、供应链账款 ABS 分别发行 1 454.27

^① 信贷 ABS 和 ABN 年末存量以中央结算公司、上清所官网公布的债券面额计。企业 ABS 年末存量以 Wind 数据统计。

亿元、1 112.71 亿元，占比分别为 12.30%、9.41%；商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）、银行/互联网消费贷款 ABS、特定非金款项 ABS、保单质押贷款 ABS、基础设施收费 ABS、保理融资 ABS、微小企业贷款 ABS 发行占比分别为 5.65%、4.67%、2.78%、2.46%、2.16%、2.12% 和 1.96%；其他产品^①发行量共占比 1.97%。

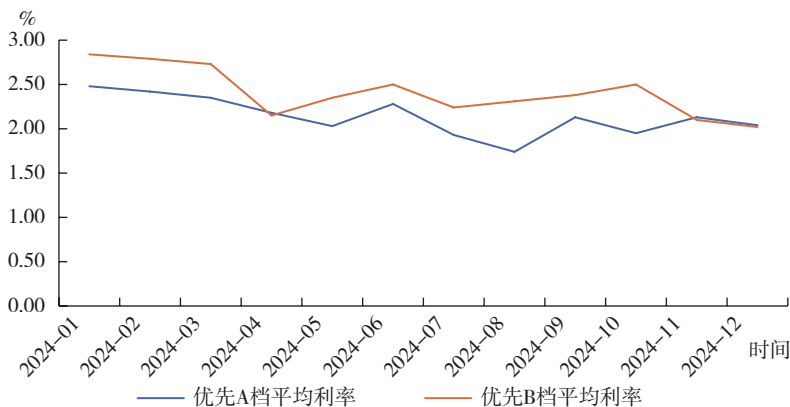
ABN 中，银行/互联网消费贷款 ABN、企业应收账款 ABN、一般小额贷款债权 ABN 发行规模靠前，分别发行 1 425.00 亿元、823.83 亿元、580.50 亿元，占 ABN 发行量的比重分别为 27.19%、15.72%、11.08%。其他发行规模超过百亿元的还包括融资租赁债权 ABN、补贴款 ABN、类 REITs、供应链应付账款 ABN，分别发行 515.91 亿元、301.49 亿元、295.50 亿元、252.78 亿元，占 ABN 发行量的比重分别为 9.85%、5.75%、5.64%、4.83%。其他产品^②发行量共占比 19.94%。

（二）发行利率继续下行

2024 年全年资产证券化产品发行利率整体下行。

其中，信贷 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 2.89%，最低发行利率为 1.60%，平均发行利率为 2.24%，全年累计下行 37BP；优先 B 档证券最高发行利率为 3.30%，最低发行利率为 2.02%，平均发行利率为 2.48%，全年累计下行 70BP（见图 9-3）。

图 9-3 2024 年信贷 ABS 产品月平均发行利率



（数据来源：中央结算公司、Wind）

企业 ABS 优先 A 档证券最高发行利率为 5.40%，最低发行利率为 1.80%，平均发

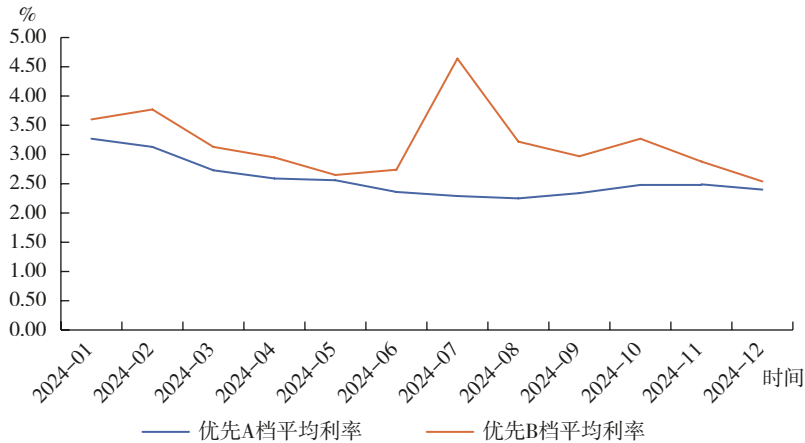
① 其他产品包括（微小）企业债权 ABS、保单质押贷款 ABS、信托受益权 ABS、补贴款 ABS、知识产权 ABS、票据收益权 ABS、棚改保障房 ABS、委托贷款 ABS，合计发行 246.28 亿元。

② 其他产品包括 CMBS/CMBN、保理融资 ABN、融资融券 ABN、优先有限合伙股份 ABN、基础设施收费 ABN、信托受益权 ABN 等发行规模不足 100 亿元的 ABN 产品以及未分类 ABN 产品，合计发行 1 044.95 亿元。

债券市场分析研究报告

行利率为 2.60%，全年累计下行 74BP；优先 B 档证券最高发行利率为 12.00%，最低发行利率为 1.84%，平均发行利率为 3.21%，全年累计下行 58BP（见图 9-4）。

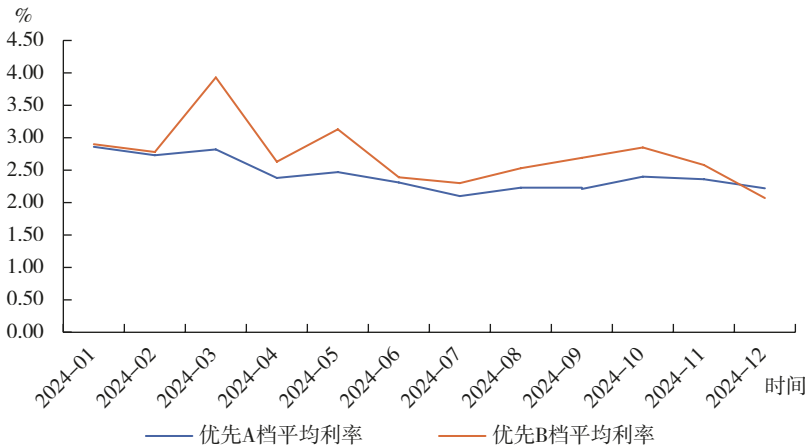
图 9-4 2024 年企业 ABS 产品月平均发行利率



（数据来源：中央结算公司、Wind）

ABN 优先 A 档证券最高发行利率为 5.08%，最低发行利率为 1.70%，平均发行利率为 2.41%，全年累计下行 70BP；优先 B 档证券最高发行利率为 6.80%，最低发行利率为 1.92%，平均发行利率为 2.69%，全年累计下行 105BP（见图 9-5）。

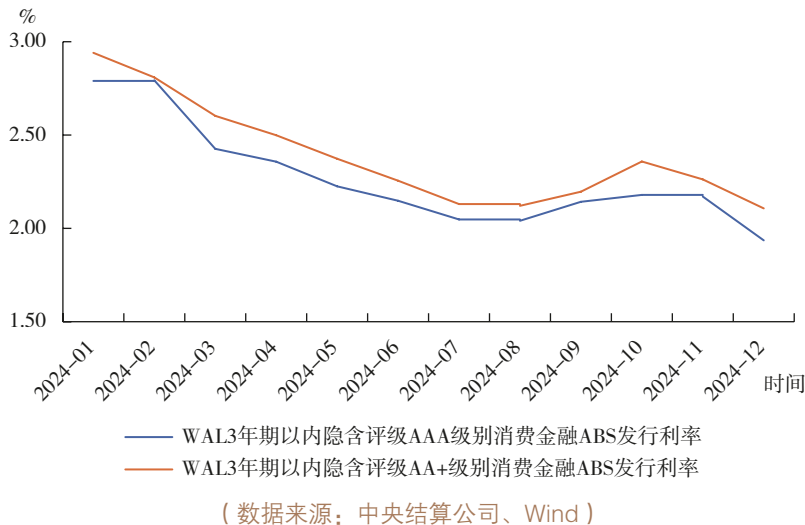
图 9-5 2024 年 ABN 产品月平均发行利率



（数据来源：中央结算公司、Wind）

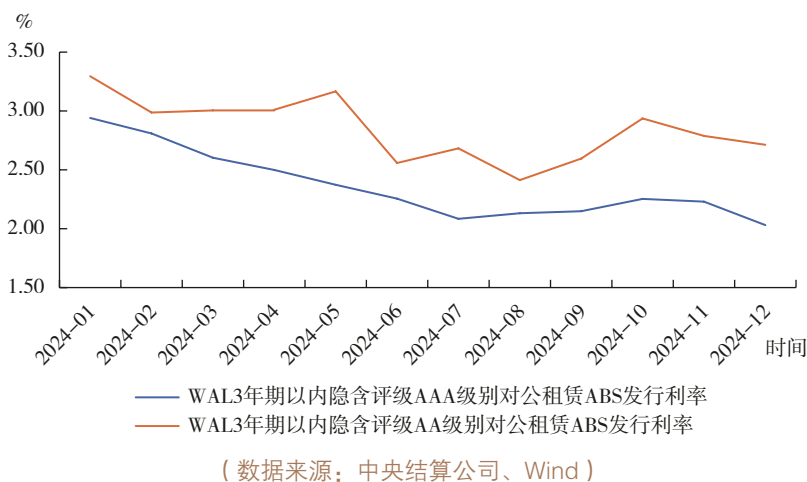
按照基础资产类型划分，消费金融 ABS 发行利率前三季度持续下行，第四季度小幅反弹后继续下行。中债市场隐含评级为 AAA、AA+ 级别消费金融 ABS 发行利率全年分别累计下行 85BP、83BP（见图 9-6）。

图 9-6 2024 年消费金融 ABS 产品月平均发行利率



对公租赁 ABS 发行利率前三季度震荡下行，第四季度不同等级出现分化。前三季度中债市场隐含评级为 AAA、AA 级别的对公租赁 ABS 发行利率分别累计下行 79BP、70BP，第四季度分别下行 12BP 和上行 12BP。全年中债市场隐含评级为 AAA、AA 级别的对公租赁 ABS 发行利率全年分别累计下行 91BP、58BP（见图 9-7）。

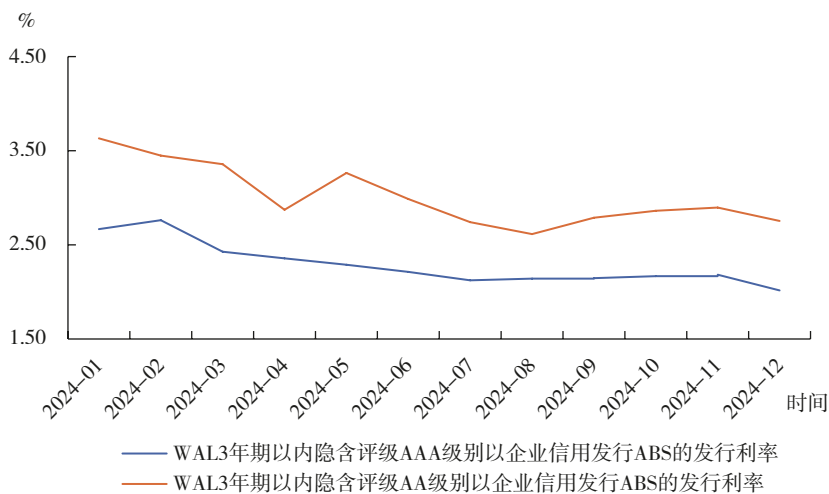
图 9-7 2024 年对公租赁 ABS 产品月平均发行利率



以企业信用发行 ABS^① 的发行利率全年震荡下行。中债市场隐含评级为 AAA、AA 级别的企业 ABS 发行利率全年分别累计下行 65BP、88BP（见图 9-8）。

① 以企业信用发行 ABS 是指靠主体信用查补或担保得以提升信用水平而发起的 ABS。

图 9-8 2024 年以企业信用发行 ABS 产品月平均发行利率

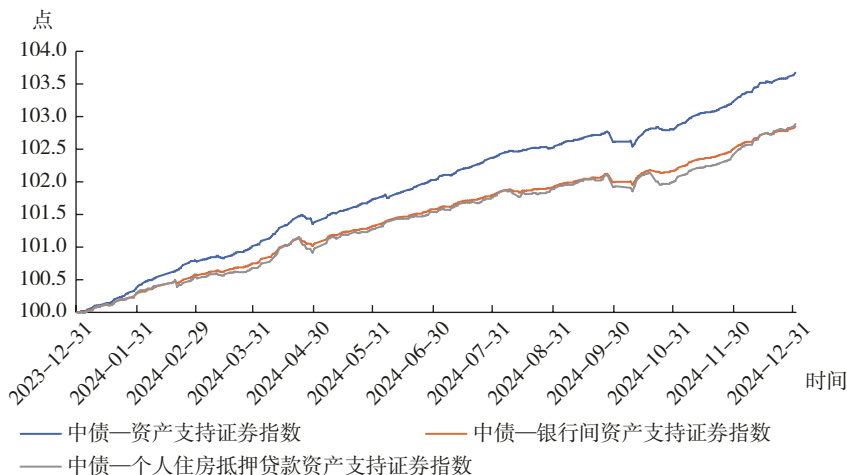


(数据来源: 中央结算公司、Wind)

(三) 全年收益率走势下行，信用利差仍存分化

从全市场回报来看，以表征 ABS 市场的中债—资产支持证券指数为观测，2024 年投资回报约 3.67%，较上一年上升 0.11%。细分来看，表征银行间 ABS 市场的中债—银行间资产支持证券指数全年回报率约为 2.85%，较上一年上升 0.42%。进一步观察个人住房抵押贷款资产支持证券（RMBS）市场，中债—个人住房抵押贷款资产支持证券指数年度回报率为 2.89%，较上一年上升 0.79%（见图 9-9）。

图 9-9 中债资产支持证券指数 2024 年走势

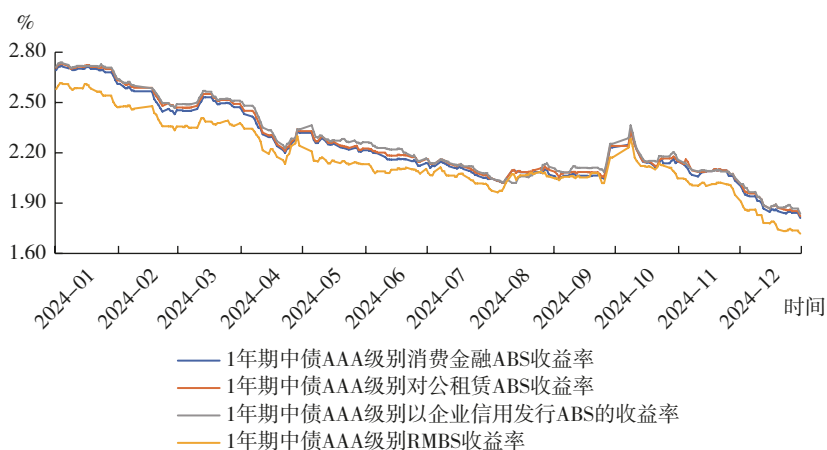


注：假设指数 2023 年 12 月 31 日点位值均为 100。

(数据来源: 中央结算公司)

从收益率走势看，2024年资产证券化产品收益率前三季度震荡下行，9月至10月有所反弹，11月至12月继续下行。具体来看，1年期中债AAA级别RMBS全年累计下行86BP，1年期中债AAA级别消费金融ABS全年累计下行88BP，1年期中债AAA级别对公租赁ABS全年累计下行89BP，1年期中债AAA级别以企业信用发行ABS全年累计下行87BP；5年期中债AAA级别RMBS收益率全年累计下行104BP（见图9-10、图9-11）。

图9-10 主要ABS产品（1年期）收益率走势



（数据来源：中央结算公司）

图9-11 RMBS（5年期）产品收益率走势



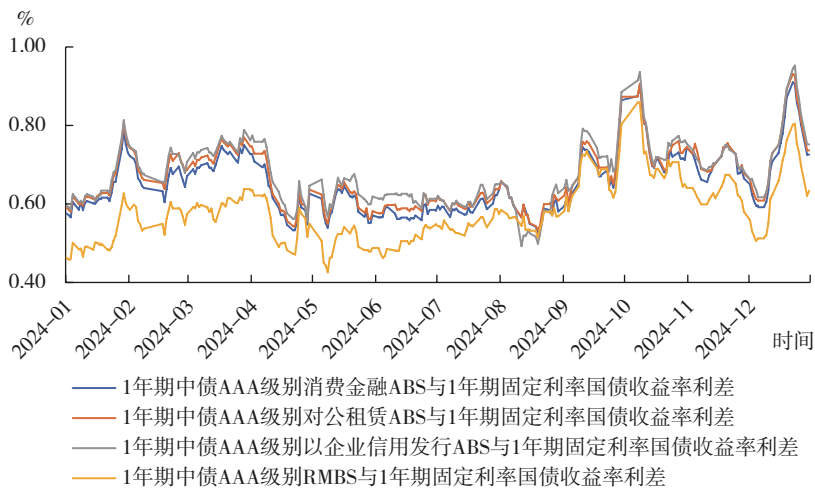
（数据来源：中央结算公司）

2024年资产证券化产品与国债的信用利差第一季度震荡上升，4月至5月震荡下降，6月至8月小幅波动，9月大幅震荡上升，于10月初创新高后快速回落到9月初水平，

债券市场分析研究报告

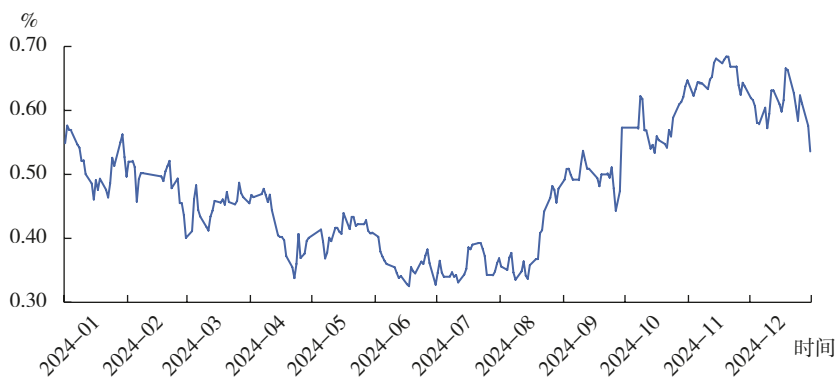
11月至12月呈现大幅横盘震荡形态，不同期限的信用利差出现分化。1年期中债AAA级别RMBS与1年期固定利率国债利差全年扩大17BP，1年期中债AAA级别消费金融ABS、1年期中债AAA级别对公租赁ABS与1年期固定利率国债利差在全年均扩大15BP，1年期中债AAA级别以企业信用发行ABS与1年期固定利率国债利差在全年扩大16BP。5年期AAA级别RMBS与5年期固定利率国债利差较年初水平保持不变（见图9-12、图9-13）。

图9-12 主要ABS产品（1年期）信用利差变化趋势



（数据来源：中央结算公司）

图9-13 RMBS（5年期）信用利差变化走势



（数据来源：中央结算公司）

（四）评级公司评级与中债隐含评级存在差异

2024年发行的资产证券化产品优先档证券整体以中高信用等级为主。从评级公司

给出的发行时评级和估值首日中债市场隐含评级对比来看，企业 ABS 的评级分布差异更加明显。具体来看，在同时具有两种评级的信贷 ABS 产品中，评级公司评级和中债市场隐含评级在 AA+ 及以上的产品发行额分别占 99.38% 和 84.81%，AAA 等级产品占比分别为 97.58% 和 66.93%；企业 ABS 产品中，评级公司评级和中债市场隐含评级在 AA+ 及以上的产品发行额分别占 99.7% 和 74.54%，AAA 等级产品占比分别为 93.37% 和 18.17%（见图 9-14、图 9-15）。

图 9-14 信贷 ABS 产品信用等级分布

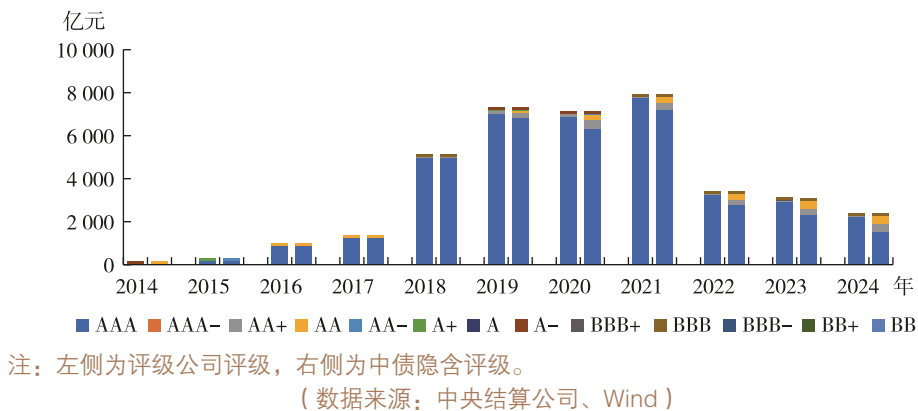
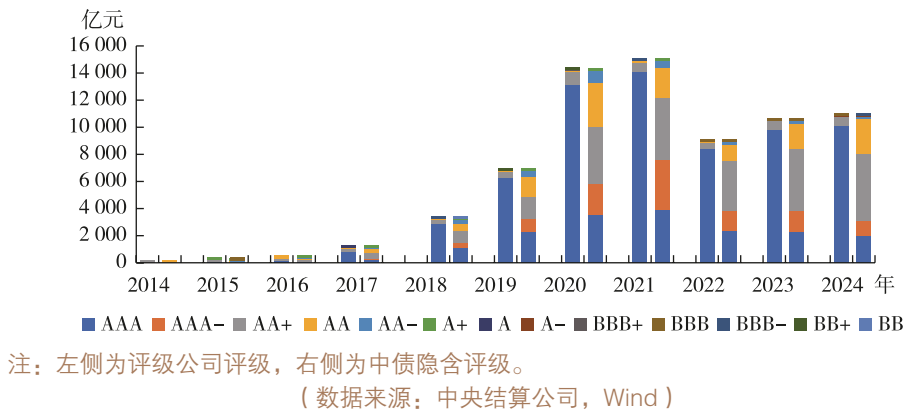


图 9-15 企业 ABS 产品信用等级分布



（五）流动性有所下降

2024 年资产证券化二级市场流动性有所下降。以中央结算公司托管的信贷 ABS 为例，2024 年现券结算量为 1 640 亿元，较 2023 年下降 63.80%；换手率为 14.50%，较 2023 年下降 43.43%，反映交易活跃度下降明显。相较中央结算公司托管债券 216% 的整体换手率而言，资产证券化产品的流动性水平相对偏低。

三、资产证券化市场业务动向

（一）ABS 市场继续呈现创新和多元化发展

随着资产证券化的基础资产不断丰富，资产证券化市场在创新和多元化发展方面也取得进展。一是交通银行落地首单资产支持证券跨境转让业务。4月30日，交通银行首尔分行在银行间市场与交银理财达成跨境交易，买入后者持有的某新能源企业发行的资产支持证券，落地市场首单资产支持证券跨境转让业务。此次落地的首单交易将跨境资产转让的主体拓展至资产管理公司，将交易品种扩大至资产支持证券，进一步丰富了跨境资产转让的业务场景，具有积极广泛的市场创新效应和影响。二是首只住房租赁持有型不动产 ABS “建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划”落地。该产品为不动产领域特别是住房租赁行业带来了权益融资渠道和方式的创新，进一步丰富了该产品对标公募 REITs 的资产大类类型，实现了从主体信用向资产信用的成功转型，也增加了长租房金融市场的产品多样性。三是首批保险资管机构在交易所市场发行 ABS。4月至5月，中国人寿—创工融资租赁资产支持专项计划、泰康资产—中电投租赁 1 号碳中和绿色资产支持专项计划相继发行成功。

（二）信贷 ABS 信息登记数据治理持续强化

2024 年银行业信贷资产登记流转中心落实监管要求，根据《信贷资产证券化信息登记质量评价方案》定期对信贷资产证券化登记质量情况开展行业通报，信息登记质量稳步提升；持续更新《信贷资产证券化信息登记业务问答》，通过实施登记质量监督管控，强化信贷资产证券化信息登记数据治理。2024 年，银行业金融机构累计登记信贷资产证券化产品 197 单、规模 2 834.69 亿元。其中，正常类证券化产品 67 单、规模 2 326.02 亿元，不良类证券化产品 130 单、规模 508.67 亿元。

（三）绿色 ABS 发行放缓，产品创新持续深化

2024 年绿色 ABS 发行规模略微放缓，呈现调整态势。统计显示^①，2024 年共发行全市场绿色 ABS 产品 313 只，规模 2 056.8 亿元，较 2023 年下降 15.7%。其中，交易所 ABS 发行规模占比最高，为 48.43%，银行间绿色 ABN 占比次之，为 34.99%，绿色信贷 ABS 占比最低，为 16.58%。

在绿色 ABS 产品创新方面，“吉利—易易互联 1 期绿色资产支持专项计划”是全国首单换电基础设施 ABS，采用 CMBS 模式，以换电设施未来经营收益权对基础资产对

^① 统计数据来源：中国绿色低碳转型债券数据库、Wind。

应信托贷款债权进行质押担保，为新能源汽车企业盘活动力电池资产或类似资产提供了可以借鉴的示范案例。“平安资产—中航租赁 2024 年第 1 期绿色资产支持专项计划（可续发型）”是保险资管公司在交易所发行的首单绿色可续发型 ABS 产品，底层资产为中航租赁的储能发电、光伏发电等清洁能源资产。“深圳担保集团—南山区—中小微企业 19 号资产支持专项计划（碳资产）”是全国首单碳资产 ABS，以企业碳排放权质押贷款债权作为基础资产，合计为 6 家企业提供 1.15 亿元的融资支持，实现中国碳资产证券化零的突破。“工商银行—金元证券—长三角海上丝绸之路第 1 期绿色资产支持专项计划（长三角一体化）”是全国首单绿色港口收费收益权 ABS 产品，基础资产为盐城港大丰港区相关收入，对推动港口绿色金融起到标杆性示范效应。

四、资产证券化市场发展建议

2024 年，资产证券化市场在贯彻落实科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”中凸显其特有优势，对盘活实体经济、化解处置金融风险、助力金融市场高质量发展发挥了积极作用。目前，我国 ABS 市场在透明度、流动性、创新性应用等方面仍存不足，建议继续推动 ABS 市场高质量发展，协同推进市场创新与应用创新，着力推进信贷 ABS 繁荣健康发展。

（一）继续推动 ABS 市场高质量发展

一是加强 ABS 信息披露体系及标准化建设。完善成熟的信息披露体系有助于投资人及时掌握产品信息，提升投资决策效率，提高二级市场流动性，是 ABS 市场高质量发展的重要方面。建议持续优化信息披露机制，分步推动入池基础资产逐笔披露安排，为市场提供充分的风险评估和决策参考。制定高标准的资产证券化信息披露标准，构建统一的资产证券化信息披露平台，提高投资者获取信息的效率。研究加强 ABS 市场信息披露标准数字化建设，依托信息技术运用，提升资产证券化底层资产和交易信息的披露效率，提高市场透明度。

二是完善二级市场建设，提升流动性水平。建议鼓励保险公司、资产管理公司、交易型金融机构、资管产品积极参与 ABS 投资。进一步推进对外开放，吸引更多境外投资者参与境内 ABS 产品投资。完善做市商机制，鼓励证券化业务成熟的机构、发行量较大的银行和主承销商积极开展做市交易，提升 ABS 市场活力。加强投资者权益保护，畅通投资者信息获取渠道，提升投资者交易意愿，提升市场流动性。

三是继续推动 STC 标准落地见效。我国引入“简单、透明、可比”标准（以下简称 STC 标准）对提升证券化产品信息披露透明度、降低投资者风险、促进资产证券化市场发展具有重要意义。建议为 STC 标准制定行业配套规范，助力 STC 标准落地，促进证券化市场向着更加公开透明的方向健康发展，充分发挥其盘活货币存量、支持实体经

债券市场分析研究报告

济发展的积极作用。建议引入专业的第三方认证，为标准落地实施提供统一标尺，充分促进 STC 标准连贯、一致和恰当地实施。

（二）协同推进市场创新与应用创新

一是拓展基础资产类型，加强产品设计创新。建议研究设计基于数字资产抵押贷款、数据资产应收账款和收费收益权等基础资产的证券化产品，探索数据中心、物联网数据等新型数据资产证券化的可行性和路径，提升各类资产的标准化和流动性，为相关企业提供新的融资途径。建议借鉴欧洲公共部门资产证券化经验，基于政府所有的公用事业资产发行证券化产品，可缓解当前部分地区面临的问题。

二是研究推动 ABS 标准资产库建设。境外资产证券化市场实践显示，建立标准资产库有助于提升基础资产信息透明度、降低融资成本，为相对弱信用但是有合格资产的主体提供渠道，从而扩大市场基础资产供应。建议结合我国具体情况，研究建立标准资产库，用强信用主体作为标准资产库的载体，并可引入专业的第三方资产服务机构。通过构建标准资产库，能够对基础资产进行统一的标准化处理和数据化改造，解决当前市场中资产信息不透明、标准化程度低的问题，同时在市场监管和风险控制方面也可发挥作用。

三是充分发挥数字化对 ABS 市场的创新推动作用。建议研究构建统一的市场数据标准和行业数据共享平台，推动发行人、投资者和中介机构等各方之间的数据共享，降低数据交互成本，提升市场透明度和流动性。探索研究利用区块链、大数据、云计算、人工智能等技术，优化资产筛选、定价和风险管理，提升证券化发行和存续期管理的效率和安全，加强一站式信息查询数字化平台建设，减少信息不对称，助力合规监管更加自动化、智能化，推动 ABS 市场创新健康发展。

（三）着力推进信贷 ABS 繁荣健康发展

一是以国家战略和重点领域为导向，着眼金融“五篇大文章”，激发信贷 ABS 助力实体经济发展的活力。建议鼓励日常消费、汽车、住房等各类实体经济消费领域信贷资产为基础资产开展信贷资产证券化业务，有助于扩大消费金融信贷投放规模，充分发挥信贷 ABS 在提振消费方面的作用；鼓励发行知识产权、生态资产质押贷款 ABS 等品种，适时考虑放宽对公贷款 ABS 限制，研究试点“关注类贷款”的证券化产品。

二是有序扩大不良贷款 ABS，研究推动 RMBS 发行。建议逐步放开不良贷款 ABS 白名单限制，允许已获得信贷资产支持证券业务资格的机构开展不良贷款 ABS 业务。探索将联合贷、表内助贷资产纳入不良贷款 ABS 基础资产池，强化发起机构信息披露责任，提高产品透明度。建议研究设立住房贷款资产证券化专项机构，作为政策储备。通过成立政府支持机构，设立规范标准的收购、重组住房抵押贷款流程，经过信用增

强，以标准化证券的形式出售。这样既能缓释信用，又能降低发行交易成本，扩大规模效益，盘活存量资产。

三是完善优化绿色、普惠、科创等信贷考核机制和支持政策。建议在绿色、普惠、科创等信贷规模考核评价指标方面，对已发行 ABS 的信贷资产给予还原计算，以增加银行盘活存量资产的动力，在依法合规、风险可控的前提下，持续加大对绿色、普惠、科创等金融贷款的投放力度；调整绿色信贷 ABS 风险自留比要求，针对不同的基础资产或资产组合支持的资产证券化项目，匹配不同的风险自留比，如对合格绿色信贷支持的资产证券化可豁免风险自留比要求。

[第十章]

绿色债券市场发展报告

2024 年我国绿色债券支持政策逐步完善。我国绿色债券市场全年发行规模为 15 440 亿元，其中贴标绿色债券发行规模为 6 833 亿元，整体较 2023 年有所回落。绿色债券市场不断创新发行方式和产品类型，市场参与主体更加多元，创新产品成功落地，绿色债券首个行业标准正式发布，有效助力绿色债券市场规范发展。绿色债券环境效益信息披露透明度进一步提升。

一、绿色债券政策动态

（一）顶层设计逐步完善

一是强化绿色低碳转型发展。2024 年 7 月，中共中央、国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，为加快经济社会发展全面绿色转型指明了方向。党的二十届三中全会提出多项健全绿色低碳发展机制相关任务。中央经济工作会议部署加紧经济社会发展全面绿色转型。

二是推动绿色产业规范发展。2024 年 2 月，国家发展改革委等十部门联合印发《绿色低碳转型产业指导目录（2024 年版）》，明确了绿色低碳转型重点产业的细分类别和具体内涵。

三是强化金融支持绿色低碳发展。2024 年 3 月，中国人民银行等七部门发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》，为金融支持绿色低碳发展明确了路线图。10 月，中国人民银行等四部门印发《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》，明确绿色金融重点支持领域。

四是促进全国碳市场建设。2024 年 2 月，国务院发布《碳排放权交易管理暂行条

例》，构建碳排放权交易管理基本制度框架。全国温室气体自愿减排交易市场启动，推动形成强制碳市场和自愿碳市场互补衔接、互联互通的全国碳市场体系。

五是推动绿色发展交流合作。中非合作论坛峰会在北京召开，共同推进“绿色发展伙伴行动”。国际可持续金融合作平台更新发布中欧《可持续金融共同分类目录》，并发布中欧新《多边可持续金融共同分类目录》，是中国积极推动绿色金融合作的又一重要进展。

（二）标准化工作取得突破性进展

一是绿色金融标准体系不断完善。2024年2月，工业和信息化部印发《工业领域碳达峰碳中和标准体系建设指南》，明确标准体系的建设目标、体系框架和重点领域。12月，中国人民银行正式发布《绿色债券环境效益信息披露指标体系》（JR/T 0322-2024）金融行业标准。该标准由全国金融标准化技术委员会归口管理，中央结算公司提出并负责起草，行业内有关单位共同研究完成，是绿色债券领域首个金融行业标准，填补了绿色金融领域行业标准空白，规范了绿色债券环境效益信息披露。《债券发行人环境、社会和治理评价框架》国家标准获批立项，《金融机构绿色投融资环境效益信息披露指标要求》（DB4403/T 400-2023）正式实施，《粤港澳大湾区绿色债券环境效益信息披露指标规范》（T/SZGFA 002-2024）团体标准对外发布，为推动绿色金融标准化发展提供了有力支撑。

二是信息披露规范性逐步提升。2024年4月，沪、深、北三大交易所发布《上市公司可持续发展报告指引》，对我国上市公司在环境、社会和治理（ESG）等领域的可持续信息披露作出规范。财政部发布《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》，助力提高企业可持续发展信息披露质量。

（三）地方积极推动绿色金融发展

在顶层设计的引导下，各地纷纷出台绿色金融相关标准和激励措施。2024年4月，广东省印发《广州市发展绿色金融支持碳达峰行动实施方案》，山东省印发《关于进一步完善绿色金融体系推动能源和产业转型的若干措施》；5月，深圳市发布全国首个气候投融资地方标准《气候投融资项目分类与评估规范》；5月和10月，中国香港金融管理局发布《香港可持续金融分类目录》和《可持续金融行动计划》；6月，北京市发展和改革委员会印发《北京市促进环境社会治理（ESG）体系高质量发展实施方案》。

二、绿色债券市场发展概况

（一）市场发展情况

1. 发行规模及结构

近年来，我国绿色债券市场获得较快发展。我国已经成为全球最大的绿色债券市

债券市场分析研究报告

场。2024年我国绿色债券发行量位居世界第一，凸显中国对全球绿色债券市场发展的重要贡献。截至2024年末，我国贴标绿色债券^①占债券余额的约1.12%，未来绿色债券市场发展潜力巨大。

我国还存在大量未贴标、实际投向绿色项目且符合国内外相关绿色目录标准的非贴标绿色债券，也为推动绿色发展作出了积极贡献。贴标绿色债券和非贴标绿色债券共同构成了投向绿色领域的债券，即“投向绿”债券。^②2024年，我国发行“投向绿”债券1270只，发行规模为15468.63亿元。其中，贴标绿色债券发行规模为6832.95亿元，非贴标绿色债券发行规模为8635.68亿元（见表10-1）。

表10-1 2024年“投向绿”债券和贴标绿色债券发行规模统计 单位：亿元

债券分类	“投向绿”债券	贴标绿色债券	非贴标绿色债券
地方政府债	3256.21	0	3256.21
定向工具	19.07	19.07	0
短期融资券	2414.80	114.80	2300.00
公司债	1623.21	647.81	975.40
金融债	2205.00	2205.00	0
可转债	20.77	0	20.77
企业债	117.60	55.60	62.00
政府支持机构债	100.00	0	100.00
中期票据	3642.60	1733.90	1908.70
资产支持证券	2069.36	2056.77	12.59
合计	15468.63	6832.95	8635.68

注：私募产品没有公开披露相关信息，无法判断资金是否投向绿色产业，因此非贴标绿色债券中不含私募产品；表中总计数据依据原始数据计算，与经四舍五入的数据合计值略有出入，下同。

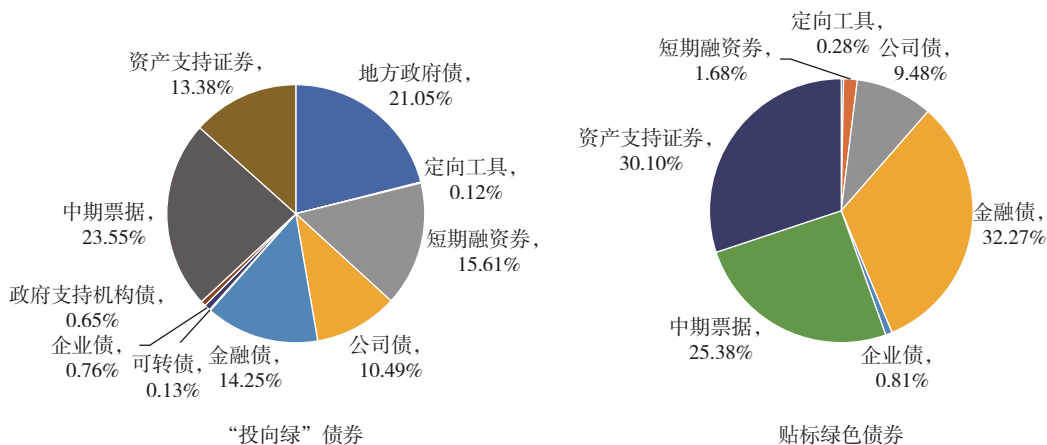
数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库。

在“投向绿”债券中，中期票据的发行规模最大，占比为23.55%。地方政府债和短期融资券紧跟其后，占比分别为21.05%和15.61%。其他规模占比较大的券种包括金融债、资产支持证券（以下简称ABS）、公司债、政府支持机构债和企业债（见图10-1）。在贴标绿色债券中，金融债、ABS、中期票据和公司债发行规模较大，占比分别为32.27%、30.10%、25.38%和9.48%。金融债、短期融资券、企业债占比较2023年有所下降，中期票据、ABS、公司债、定向工具发行规模占比同比上升。

① 贴标绿色债券是指经债券注册管理机构认可的绿色债券，募集资金主要用于绿色产业项目。

② “投向绿”债券指募集资金投向符合《绿色债券支持项目目录》、国际资本市场协会（ICMA）《绿色债券原则》、气候债券倡议组织（CBI）《气候债券分类方案》这三项标准之一，且投向绿色产业项目的资金规模在募集资金中占比不低于贴标绿色债券规定要求的债券。

图 10-1 2024 年我国绿色债券发行结构



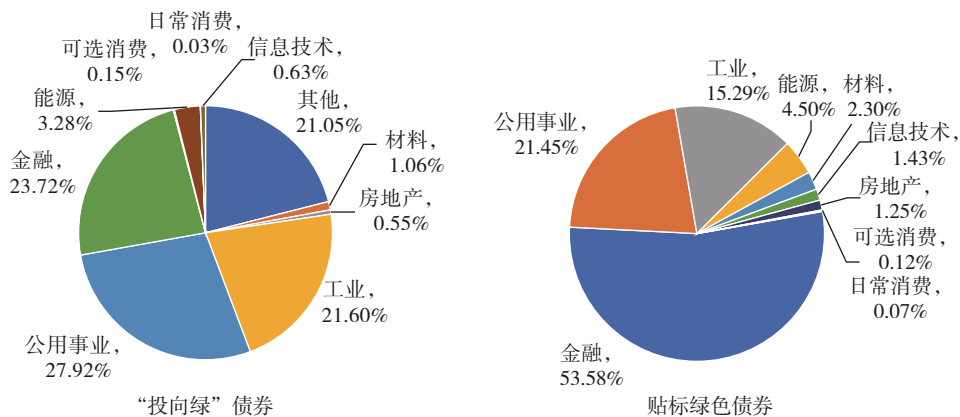
(数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库)

2. 发债行业集中于金融、公用事业和工业领域

从发行主体已披露的行业分布来看，绿色债券主要集中于金融、公用事业和工业等行业。

在“投向绿”债券中，发行规模最大的行业是公用事业，达 4 320 亿元，占比为 27.92%；金融业紧随其后，占比为 23.72%；工业位列第三，占比为 21.60%（见图 10-2）。

在贴标绿色债券中，金融行业为最重要的发行领域，发行规模大幅领先，达 3 661 亿元，占比为 53.58%；公用事业和工业发行规模紧随其后，占比分别为 21.45% 和 15.29%。

图 10-2 2024 年“投向绿”债券与贴标绿色债券发债行业占比情况^①

(数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库)

^① 行业分类中将无法判断行业的地方政府专项债归类为其他。

债券市场分析研究报告

根据中债—绿色低碳转型债券数据库（以下简称绿色低碳转型债券数据库），参考金融行业标准《绿色债券环境效益信息披露指标体系》中的项目分类，对贴标绿色债券募投领域进行统计。碳减排效益排名前三的四级行业分别为太阳能发电装备制造、风力发电设施建设和运营、大型水力发电设施建设和运营（见表 10-2）。

表10-2 发行规模排名前十的贴标绿色债券募投分领域

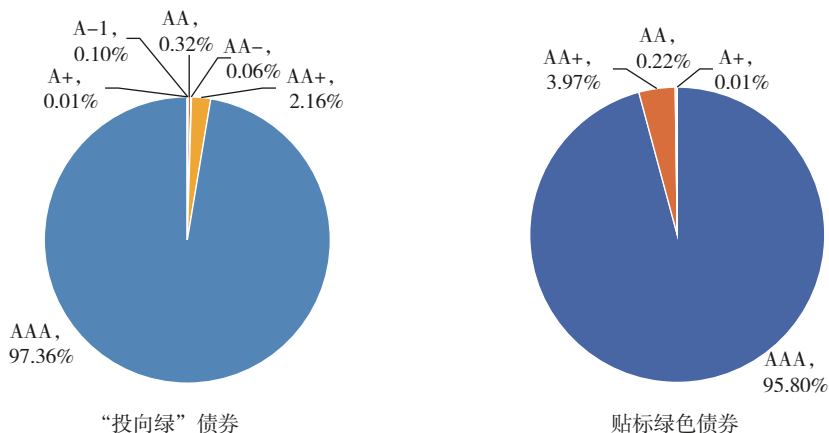
分领域编码	分领域名称	合计碳减排量 (万吨/年)
3.2.1.2	太阳能发电装备制造	2 193.12
3.2.2.1	风力发电设施建设和运营	1 328.62
3.2.2.4	大型水力发电设施建设和运营	839.45
3.1.1.2	智能电网建设和运营	835.62
4.2.2.1	森林资源培育产业	814.50
3.2.2.2	太阳能利用设施建设和运营	653.00
3.2.2.3	生物质能源利用设施建设和运营	77.89
3.2.3.3	天然气输送储运调峰设施建设和运营	74.22
3.2.1.1	风力发电装备制造	49.42
3.2.2.5	核电站建设和运营	39.85

数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库。

3. 债券评级^① 维持在较高水平

在发行评级方面,2024年新发行的绿色债券信用评级均较高。在已有评级的“投向绿”债券中,AAA级占比达97%。由于“投向绿”债券包括AAA级地方政府债,在一定程度上提高了“投向绿”债券的整体评级水平(见图10-3)。在已有评级的贴标绿色债券中,AAA级占比最高,达96%;AA+级别占比较2023年(5.74%)有所下降。

① 该部分评级参考 Wind 数据库中的债券评级。

图 10-3 2024 年“投向绿”债券与贴标绿色债券发行评级^①分布

注：发行评级由债券发行时披露情况而得。

（数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库、Wind）

根据中债市场隐含评级^②，2024 年绿色债券的隐含评级整体级别较高。在已有隐含评级的绿色债券中，AAA- 及以上级别的占比超过 50%，AA- 及以上级别的占比超过 99%（见表 10-3）。

表 10-3 2024 年“投向绿”债券与贴标绿色债券的中债隐含评级^①

中债隐含评级	“投向绿”债券规模 (亿元)	“投向绿”债券 占比 (%)	贴标绿色债券规模 (亿元)	贴标绿色债券 占比 (%)
AAA+	512.00	4.43	352.00	5.68
AAA	4 132.71	35.77	2 042.71	32.97
AAA-	2 119.08	18.34	1 085.08	17.52
AA+	3 006.36	26.02	1 841.37	29.72
AA	1 350.47	11.69	731.47	11.81
AA(2) ^②	278.58	2.41	84.88	1.37
AA-	153.50	1.33	56.50	0.91
A-	0.56	0.00	0.56	0.01
BBB+	0.38	0.00	0.38	0.01
总计	11 553.64	100.00	6 194.95	100.00

注：①本表仅对有中债隐含评级的债券进行统计。

②中债市场隐含评级在 AA 级别内部进一步细分出 AA(2)，以反映更细微的信用风险差异。AA(2) 市场隐含风险高于普通 AA 级，低于 AA- 级。

数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库。

① 对有债项评级的债券进行统计。有 295 只贴标绿色债券没有债项评级，合计 2 198.19 亿元；有 611 只“投向绿”债券没有债项评级，合计 5 556.89 亿元。

② 中债市场隐含评级是中债估值公司从市场价格信号和发行主体披露信息等因素中提炼出的动态反映市场投资者对债券的信用评价，是对评级公司评级的补充。

债券市场分析研究报告

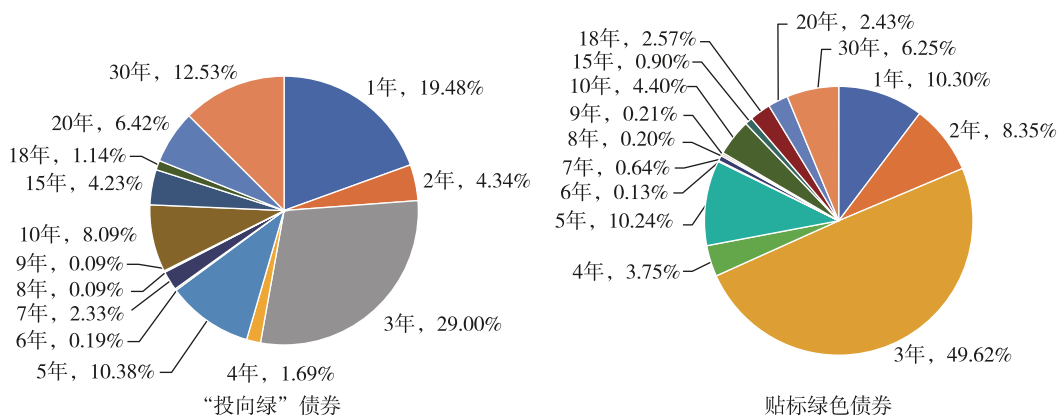
4. 发行期限中3年期占比较高

在发行期限方面，绿色债券期限分布相对集中在1~5年期。和贴标绿色债券相比，“投向绿”债券中长期占比更高。

在“投向绿”债券的发行期限中，3年期债券占比最高（29%），其次是1年期和30年期长期限债券，占比分别为19%和13%，整体期限结构相对较长（见图10-4）。

贴标绿色债券发行期限集中在3年期，占比达50%，比2023年降低9个百分点。1年期债券发行规模占比下降，为10%；2年及以上期限债券占比上升。

图 10-4 2024 年“投向绿”债券与贴标绿色债券发行期限结构分布

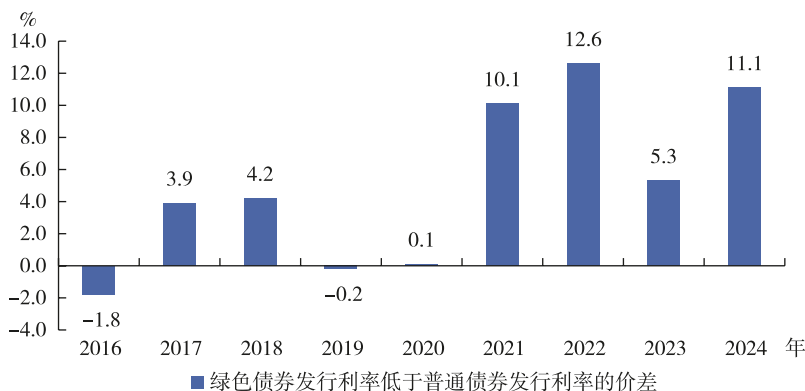


（数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库）

5. 发行成本优势明显

2024年我国贴标绿色债券发行成本优势为11.1BP，较2023年增加5.8BP（见图10-5）。2024年发行的贴标绿色债券在发行当年为发行人节约财务成本约7.6亿元，在全生命周期为发行人累计节约成本约41.2亿元，均高于2023年。

图 10-5 2024 年贴标绿色债券发行成本优势

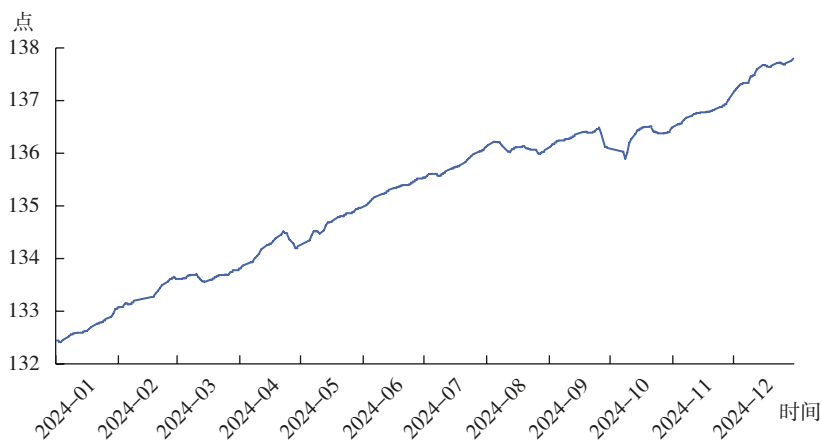


（数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库、Wind）

6. 二级市场运行情况

中央结算公司针对绿色债券市场运行情况推出中债绿色及可持续发展系列指数族系，助力绿色金融发展。2024年中债—绿色债券综合指数稳步增长，由2024年初的132点稳步增长至138点，绿色债券整体表现稳中向好（见图10-6和表10-4），截至2024年末，指数总市值1.6万亿元，过去三年指数年化回报率3.62%，年化波动率0.97%，整体呈现收益稳健、波动可控的特点。

图10-6 2024年中债—绿色债券综合指数运行情况



（数据来源：中国债券信息网）

表10-4 2024年末中债绿色及可持续发展系列指数历史表现

指数名称	指数基期	久期	到期收益率 (%)	样本数量 (只)	指数总市值 (亿元)	回报 (%)			夏普比率		
						1年年化	3年年化	历史年化	1年	3年	历史
中债—绿色债券综合指数	2016-12-31	1.71	1.77	975	15 746.2	4.06	3.62	4.05	3.56	1.86	1.40
中债—碳中和绿色债券指数	2021-2-26	2.45	1.67	219	2 960.042	3.95	3.37	3.81	3.13	1.67	2.10
中债—中国气候相关债券指数	2009-12-31	2.59	1.91	762	13 326.68	4.27	3.73	4.70	3.03	1.70	0.68
中债—中高等级绿色金融债券指数	2018-6-29	1.34	1.43	143	9 131.232	3.84	3.30	3.79	4.65	1.76	1.81

债券市场分析研究报告

续表

指数名称	指数基期	久期	到期收益率 (%)	样本数量 (只)	指数总市值 (亿元)	回报 (%)			夏普比率		
						1年年化	3年年化	历史年化	1年	3年	历史
中债—高等级绿色公司信用类债券指数	2017-12-31	2.35	2.26	457	5 018.713	4.15	3.58	4.73	2.45	1.63	1.65
中债—投资优选绿色债券指数	2019-6-28	1.68	1.72	388	13 225.77	3.91	3.39	3.62	3.55	1.72	1.63
中债—投资级公司绿色债券精选指数	2019-12-31	2.23	1.83	215	2 465.62	3.92	3.49	3.76	2.67	1.78	1.49
中债—京津冀绿色债券综合指数	2016-12-31	1.57	1.46	195	7 146.876	3.81	3.24	3.72	4.37	1.72	1.15
中债—长三角绿色债券综合指数	2016-12-31	1.38	1.67	268	3 119.268	4.03	3.74	4.13	3.93	1.77	1.44
中债—粤港澳大湾区绿色债券综合指数	2017-12-31	1.66	3.13	125	1 582.663	3.36	3.27	4.65	1.12	1.16	1.61
中债—长江经济带绿色债券综合指数	2016-12-31	2.18	1.78	511	5 551.221	4.49	3.99	4.32	3.34	1.94	1.50
中债—黄河流域绿色债券综合指数	2016-12-31	1.67	1.91	138	1 174.264	4.40	4.16	4.56	3.33	2.07	1.86
中债—科技创新及绿色债券指数	2022-6-30	2.33	1.86	1 839	24 639.86	4.45	—	3.70	3.07	—	1.93

续表

指数名称	指数基期	久期	到期收益率 (%)	样本数量 (只)	指数总市值 (亿元)	回报 (%)			夏普比率		
						1年年化	3年年化	历史年化	1年	3年	历史
中债—科技创新绿色普惠主题债券综合指数	2022-6-30	2.43	1.78	2 377	79 856.14	4.61	—	3.73	3.33	—	2.11
中债—ESG 优选信用债指数	2018-8-31	3.01	2.07	6 585	86 991.05	5.12	4.26	4.50	2.86	2.05	1.98

数据来源：中央结算公司。

（二）绿色债券产品和发行方式创新

在政策的支持和市场各方的共同推动下，2024 年绿色债券市场不断创新发行方式和产品类型，市场参与主体更加多元，各种创新产品成功落地，有效扩大了绿色债券的支持范围。

一是服务实体经济绿色发展能力提升。中国进出口银行发行首只同时面向银行间市场和商业银行柜台市场的双市场绿色金融债。江西省投资集团有限公司发行全国首单国内国际双认证的科技创新气候债券。重庆三峰环境集团股份有限公司发行全国首单“一带一路”科技创新绿色公司债券。苏州恒泰控股集团有限公司发行全国首单绿色住房租赁债务融资工具。中国石油天然气股份有限公司发行全国首单“绿色”和“两新”双贴标债券。

二是跨境发行取得突出成效。中国工商银行首次在香港、新加坡、伦敦三地发行全球多币种“碳中和”主题境外绿色债券。中国铁建发行全国首单建筑类央企可持续境外债券，创同期限非金融企业点心债^①最低票息。山东能源集团赴港发行全球首笔蓝色可交换债券，也是煤炭能源类企业全球首笔蓝色债券。

（三）绿色金融服务方兴未艾

一是深化绿色债券担保品管理服务应用。中央结算公司创设的“标准化绿色债券担保品管理产品”和“合格担保品范围扩容”服务得到深入应用。截至 2024 年末，绿色债券担保品池规模超过 8 000 亿元。

^① 点心债是指在中国香港发行的人民币计价债券。

二是创新发布中债绿色及可持续发展系列指数产品。2024年，中央结算公司陆续发布投资级公司绿色债券精选指数、银行间碳中和及绿色债券系列、区域绿色债券综合系列等25只绿色及可持续发展系列指数。2024年6月，市场首批聚焦绿色金融、普惠金融领域的公募基金产品成功发行，挂钩“中债—绿色普惠主题金融债券优选指数”，助力绿色金融、普惠金融融合发展。截至12月末，该系列指数共计60只，是全面综合反映中国绿色金融发展的代表性指标，旨在向境内外绿色金融投资者提供可落地、可执行的指数化投资工具。

三是根据金融行业标准，创新完善绿色低碳转型债券数据库。2024年，中央结算公司在已有绿色债券数据库基础上，根据金融行业标准全新打造国际首个绿色低碳转型债券数据库。截至2024年末，数据库累计入库境内外绿色及可持续债券6200余只，入库债券规模突破12万亿元人民币，为境内外市场各方提供量化数据参考。

三、绿色债券环境效益信息披露情况

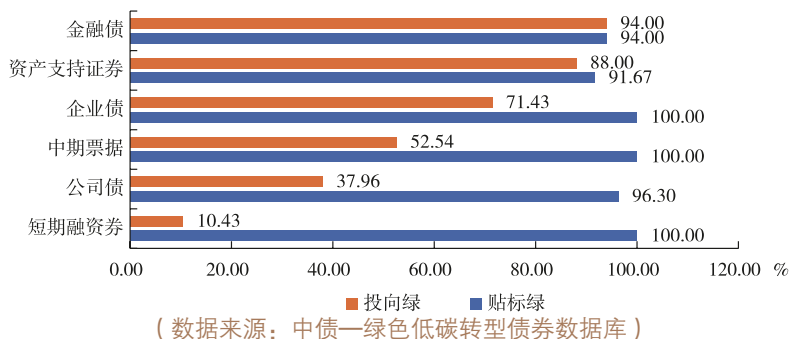
环境效益信息披露是绿色债券市场高质量发展的关键，有助于提升我国绿色债券市场国际认可度。对于绿色债券发行人，披露环境效益信息有助于减少信息不对称性，防止“漂绿”等行为发生；对绿色债券投资者，披露的环境效益信息有助于其降低甄别成本，快速找到符合自身投资理念的绿色标的，促进资金更好地投向环境效益显著的项目；对监管部门，披露的环境效益信息有助于更好地识别绿色债券，提高政府支持政策的精准度，更好地评估政策效果。

（一）环境效益信息披露占比情况

参考中债绿色指标体系，根据中债—绿色低碳转型债券数据库（以下简称绿色低碳转型数据库）的绿色债券发行前环境效益信息数据统计，2024年我国公开发行中已披露信息的“投向绿”债券816只，在发行前阶段披露环境效益信息的有345只，披露只数占比^①为42.28%。其中公开发行贴标绿色债券341只，在发行前阶段披露环境效益信息的有334只，披露只数占比为97.95%。在“投向绿”债券中，金融债的披露只数占比最高，达94%；资产支持证券、企业债次之，披露只数占比均超过70%。在贴标绿色债券中，企业债、中期票据、短期融资券披露环境效益的只数占比最高，均达到100%（见图10-7）。

^① 披露只数占比 = 公开披露环境效益信息的债券只数 / 公开发行的债券只数。

图 10-7 2024 年各券种发行前披露只数占比



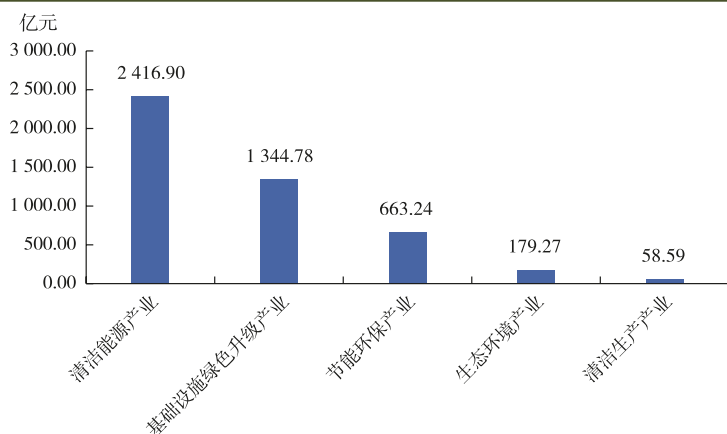
(二) 环境效益信息披露完整度评分

根据绿色低碳转型数据库的数据, 结合中债绿色指标体系, 对绿色债券投向领域的环境效益信息披露完整度进行评分^①, 总分包括环境效益必填指标披露得分(满分 80 分)、环境效益选填指标披露得分(满分 20 分)、募投项目基本信息披露得分(满分 20 分)。

2024 年我国市场上公开发行的贴标绿色债券平均环境效益信息披露完整度得分为 81.37 分, 其中必填指标的平均信息披露完整度得分为 53.3 分, 选填指标的平均信息披露完整度得分为 9.75 分, 募投项目的平均信息披露完整度得分为 18.32 分。

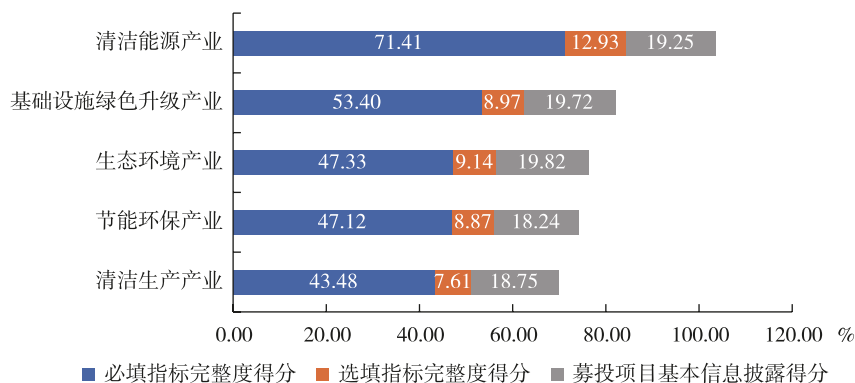
2024 年公开发行的贴标绿色债券的募投项目主要集中于清洁能源产业、基础设施绿色升级产业、节能环保产业领域(见图 10-8), 其中环境效益信息披露完整度得分最高的行业依次为清洁能源产业、基础设施绿色升级产业和生态环境产业(见图 10-9)。

图 10-8 2024 年贴标绿色债券募投领域规模



^① 绿色债券信息披露完整度得分 = 必选指标披露得分 + 可选指标披露得分 + 募投项目基本信息披露得分。没有披露环境效益信息的债券完整度得分为零。打分结果仅代表信息披露完整度, 不代表债券的绿色程度。

图 10-9 2024 年贴标绿色债券募投领域环境效益信息披露得分



(数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库)

(三) 贴标绿色债券的量化环境贡献^①

假设贴标绿色债券中未披露环境效益信息债券的平均单位资金环境效益与已披露债券一致，根据已披露的绿色债券环境效益数据估算^②，2024年公开发行的贴标绿色债券资金预计每年可支持减排二氧化碳约15 569万吨，减排二氧化硫2 206万吨，减排氮氧化物3 533万吨，为我国绿色发展起到了良好的支持作用（见表10-5）。

表10-5 2024年中国贴标绿色债券环境效益估算表

披露指标	单位	环境效益披露值	环境效益估算值
替代化石能源量	吨标煤/年	98 539 637	100 601 977
节能量	吨标煤/年	9 468 915	9 667 090
碳减排量	吨二氧化碳当量/年	152 497 335	155 688 959
化学需氧量削减量	吨/年	131 897	134 657
氨氮削减量	吨/年	11 878	12 127
二氧化硫削减量	吨/年	21 604 155	22 056 309
氮氧化物削减量	吨/年	34 605 135	35 329 387
节水量	吨/年	27 677 308	28 256 568
颗粒物削减量	吨/年	4 433 081	4 525 861
水资源循环利用量	立方米/年	13 927 600	14 219 091
总氮削减量	吨/年	10 011	10 221
总磷削减量	吨/年	62 874	64 190

数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库。

① 本年新增金融债环境效益信息统计。

② 环境效益估算值 = 环境效益披露值 / 已披露环境效益的样本数占比。

四、完善绿色债券市场的建议

（一）完善政策激励机制

一是完善标准体系建设。建议统一绿色债券募集资金用途和信息披露要求，鼓励发行人按照金融行业标准《绿色债券环境效益信息披露指标体系》进行环境信息披露。制定绿色债券碳核算方法，鼓励绿色债券发行人核算并披露募集资金所支持项目的碳减排量，构建可衡量碳减排效果的绿色债券统计体系。

二是强化政策激励。借鉴国际经验，降低绿色债券发行审查成本。参考新加坡政府颁布的“绿色债券授予计划”，参与计划的发行方通过资格审核后，可全额抵消为获得合格发债资格而付出的外部审查成本，做到零成本授予。通过税收优惠、减提风险资本准备金、纳入货币政策操作担保品池等政策，提升绿色债券对于投资者的吸引力。

三是完善监管考核评价机制。鼓励银行、基金等金融机构将绿色债券纳入投资组合，加大对绿色债券发行投资业务的考核权重，考虑将绿色债券环境效益信息披露广泛应用于金融机构绿色金融评价，并作为 ESG 评级的重要参考指标，丰富评价结果应用场景。在宏观审慎评估（MPA）指标体系中，增设绿色债券发行、投资、承揽承销和信息披露等指标并赋予较大分值。

（二）培育多元化市场生态

一是扩大发行主体范围。研究推出绿色地方政府专项债，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。大力支持发行境外绿色主权债，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。鼓励绿色债券资金投向生物多样性保护领域。

二是创新产品体系。研究推动绿色资产管理产品发展，多渠道鼓励绿色资管产品的发行和投资。大力发展适合中小微企业的绿色普惠金融债，鼓励银行发行绿色普惠金融债募集低成本专项资金。研究试点绿色债券与碳配额抵质押相结合，允许企业用碳资产增信。

三是增强市场流动性，壮大投资者队伍。鼓励企业年金、养老金、社保基金、主权财富基金等投资绿色债券，设定最低绿色投资比例。加强二级市场建设，提升市场流动性，增强投资者信心。借鉴欧盟经验，引入做市商制度，降低绿色债券交易成本。推动绿色债券指数衍生品的发展，研发以绿色债券指数、ESG 指数为标的的指数型基金，吸引被动投资者。探索发布绿色债券收益率曲线，促进绿色债券市场价格发现，提升市场定价效率。

（三）强化信息披露与透明度

一是加强环境效益信息披露。推动绿色债券发行主体参考金融行业标准开展环境效益信息披露，研究建立覆盖不同类型金融机构的环境效益信息披露制度，推动相关上市公司、发债主体依法披露环境效益信息。鼓励在统一的绿色低碳转型债券数据库集中披露环境效益信息，提升环境效益信息披露标准化水平。

二是数字化赋能，提升信息披露透明度。探索金融科技和数字技术在绿色债券环境信息披露的应用。应用人工智能、区块链、遥感监测、大数据等方法 and 工具，对绿色债券环境信息进行识别和监测，提升环境信息披露数据的真实性和准确性。

（四）深化国际交流合作

一是推动跨境绿色债券流动。鼓励境外机构发行绿色熊猫债，投资境内绿色债券。探索发行“一带一路”绿色项目专项债，支持中资机构发行离岸绿色债券，吸引国际投资者。推动国内国际绿色债券产品与服务互联互通，便利中外投资者跨境开展绿色投资。研究推动绿色债券跨境交易，允许绿色债券在国际交易所交易，在境内结算。

二是深化绿色债券领域合作。加强与国际组织和专业机构在绿色债券领域国际标准研制方面的交流与合作，推动中国标准与国际标准体系兼容。深化绿色债券业务、信息披露标准及规则等相关领域的国际交流与推广，鼓励在国际交易所应用绿色债券环境效益信息披露指标体系加强信息披露，探索在境外发行人民币绿色主权债券。持续丰富符合国际标准、满足海外投资者需求的中债绿色系列债券指数、绿色低碳转型债券数据库，提升中国绿色债券的国际影响力。

[第十一章]

债券担保品发展报告

2024年，面对复杂多变的国际形势，我国持续加强宏观政策调控，健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置机制。金融市场机构对流动性风险和信用风险的防控需求进一步提高，债券担保品作为市场机构风险缓释、降本增效的重要抓手，助力机构牢守不发生系统性金融风险的底线。担保品管理服务市场应用范围不断延伸，重要性进一步提高。

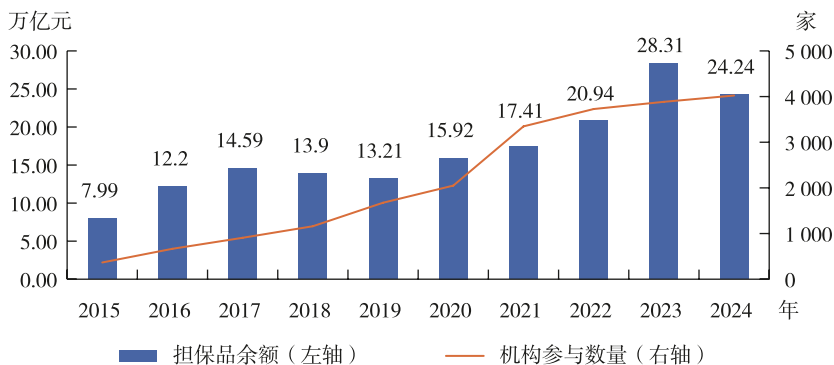
一、债券担保品服务概况

（一）担保品管理服务规模

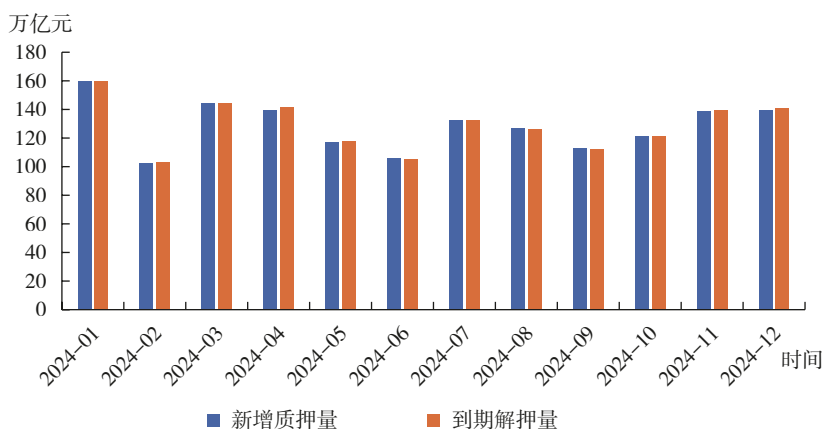
2011年，中央结算公司将分散的担保品管理功能集中整合，正式推出了集中、统一的担保品管理服务，满足市场机构更加精细、高效的债券担保品管理需求。截至2024年末，公司担保品管理余额为24.24万亿元，同比下降14.37%；机构参与数量为4023家，首次突破4000家关口，同比增长3.6%（见图11-1）；全年担保品发生额为3086万亿元，同比增长0.7%。

担保品发生额方面。2024年，金融市场流动性合理充裕，各项金融交易更加活跃。截至年末，市场机构共质押担保品1541.02万亿元，解押担保品1545.07万亿元，担保品发生额较2023年上升0.73%（见图11-2）。

图 11-1 2015—2024 年担保品余额及机构参与数量变化情况



(数据来源：中央结算公司)

图 11-2 2024 年担保品发生额情况^①

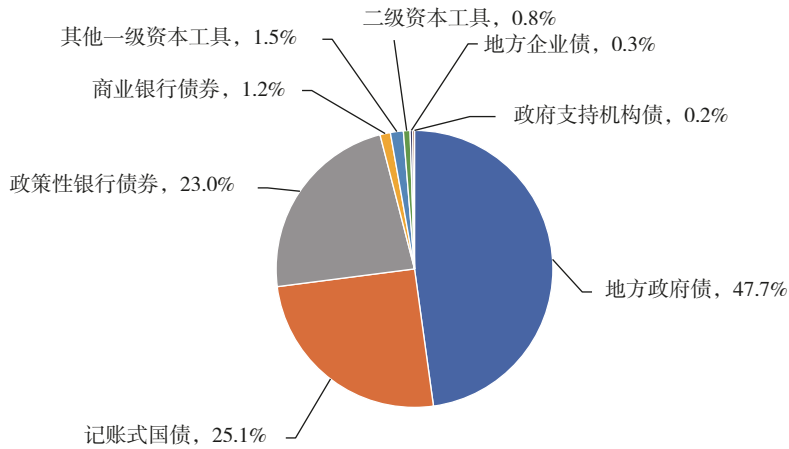
(数据来源：中央结算公司)

质押券构成方面。2024 年，我国债券市场违约情况持续收敛，市场担保品偏好结构相对稳定，利率债仍为主流担保品，占比稳中有升。截至 2024 年末，中央结算公司管理中的担保品仍以主权债与准主权债为主，地方政府债、政策性银行债、记账式国债等债券合计 23.20 万亿元，占比 95.8%，较上年同期增长 1.1 个百分点（见图 11-3）。

机构参与数量方面。2024 年，公司担保品管理服务已全覆盖银行、保险、信托、证券、基金等金融市场重点领域。截至 2024 年末，公司担保品管理服务机构参与数量达 4 023 家，首次突破 4 000 家关口，同比增长 3.6%。新签约机构 138 家，其中境外机构 53 家，较上年同期增长 4.4 倍。商业银行、政府部门和信用社为主要客群，合计占比达 87.2%（见图 11-4）。

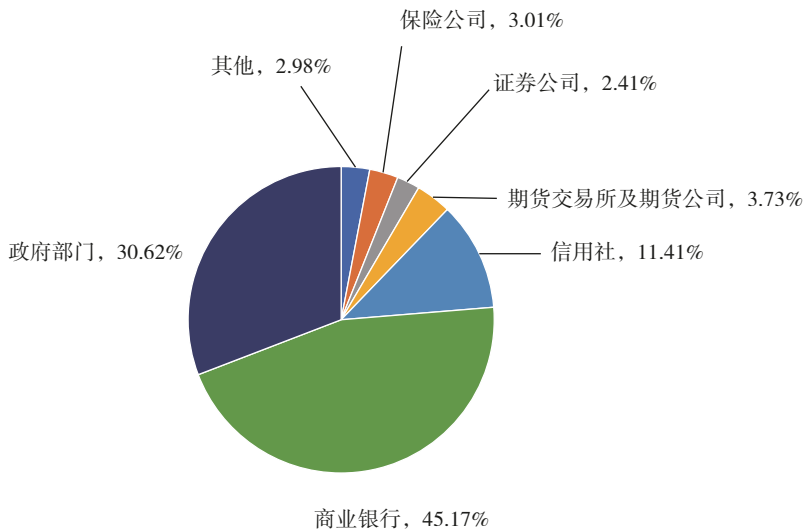
① 本期质押余额 = 上期质押余额 + 新增质押量 - 到期解押量。

图 11-3 2024 年末担保品构成情况



（数据来源：中央结算公司）

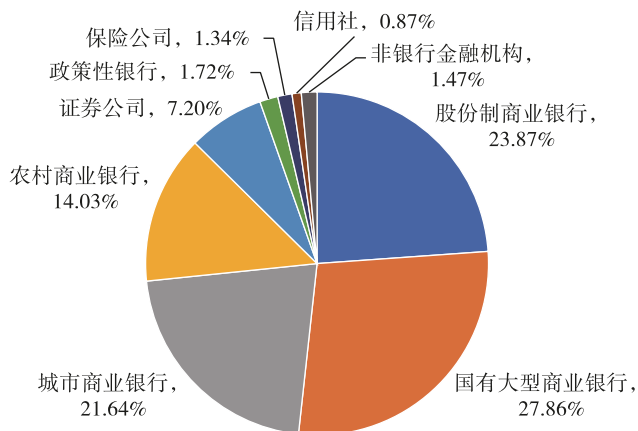
图 11-4 2024 年末机构参与数量分布情况



（数据来源：中央结算公司）

机构质押余额方面。2024 年，在国家防范化解金融风险方针指导下，金融机构在各类交易中广泛应用担保品管理机制，机构担保品质押余额稳中有增。截至 2024 年末，金融机构担保品质押余额同比增长 14.0%，其中，农村商业银行类机构质押余额增幅最大，同比增长 24.5%。各类型客户质押余额中，以股份制商业银行、国有大型商业银行与城市商业银行为主，合计占比 73.37%（见图 11-5）。

图 11-5 2024 年末机构质押余额情况



(数据来源：中央结算公司)

(二) 担保品管理服务领域

根据服务对象和业务性质的不同，担保品管理的服务领域主要包括支持宏观政策实施和服务金融市场运行。

支持宏观政策实施方面。一是货币政策方面。公司全年支持 10 余项货币政策工具共 1 万余期操作，累计为 300 余家人民银行分支机构、1 700 余家金融机构提供再贷款业务支持，助力加强对经济重点领域和薄弱环节的金融支持。二是财政政策方面，公司通过建立担保品管理机制，帮助地方财政部门有效管控风险，为国库资金的安全保驾护航，全年支持超百家地方财政部门开展地方国库现金管理业务和地方社保基金管理业务，助力财政资金安全、高效调度。

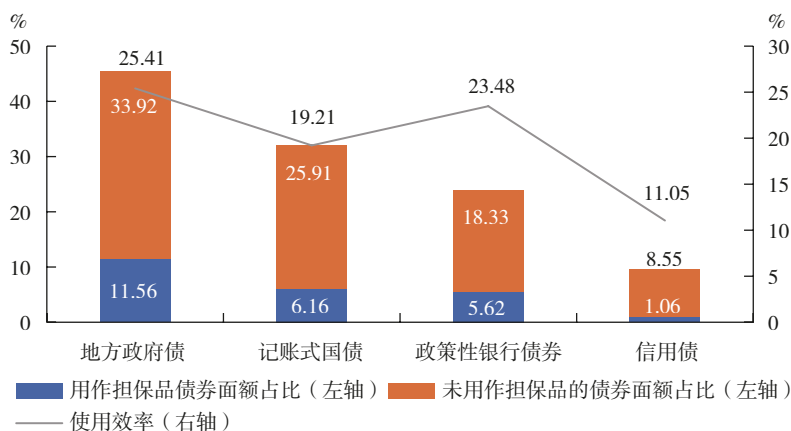
服务金融市场运行方面。2024 年，金融市场流动性合理充裕，各项金融交易更加活跃，公司担保品管理服务持续发力，支持金融机构开展流动性管理和信用风险管理。一是服务银行间回购市场。公司全年支持回购业务质押担保品面额超过 1 380 万亿元，年末担保品管理余额为 8.8 万亿元，同比增长 4.0%；回购市场信用风险整体可控，回购交易担保品覆盖率达 112.4%。二是服务银行间债券借贷市场。债券借贷交易活跃度持续上升，公司全年支持债券借贷业务质押担保品面额超过 36 万亿元，年末担保品管理余额为 7 145 亿元，同比增长 50.1%。三是服务外币回购市场。公司持续优化外币回购服务，服务客户数量突破百家，同比增长 34.9%；全年支持外币回购业务质押担保品面额超过 2.1 万亿元，年末担保品管理余额为 737 亿元，同比增长 75.1%。

（三）债券担保品应用分析

从担保品使用效率^①和担保品利差^②两个方面分析债券担保品的应用状况：一方面，可以通过担保品使用效率横向对比市场对于各类债券担保品的偏好程度；另一方面，可以通过担保品利差来反映市场流动性结构。

一是担保品使用效率方面。截至2024年末，利率债整体使用效率为23.00%，较上年同比下降7.04%；信用债整体使用效率为11.05%，较上年同比下降1.42%。其中，利率债使用效率持续高于信用债，地方政府债的使用效率最高（见图11-6）。

图 11-6 2024 年末担保品使用效率情况



（数据来源：中央结算公司）

二是流动性和利差方面。2024年，人民银行两次降低存款准备金率，两次下调政策利率，市场流动性保持合理充裕。货币市场资金利率维持在央行政策利率附近，整体较为平稳宽松。2024年，隔夜基准回购利率（BR001）及7天基准回购利率（BR007）加权平均值分别为1.74%、2.92%，分别较上年上升9BP、下降17BP。

在债券市场回购交易中，资金利率水平主要取决于机构信用水平及担保品质量，并反映出市场流动性分布情况，因此，本报告选用成员利差^③及担保品利差刻画市场流动性结构变化。2024年，在流动性供给相对充裕的环境下，银行间回购市场各项利差均处

① 担保品使用效率 = 该券种质押余额 / 该券种总托管余额。

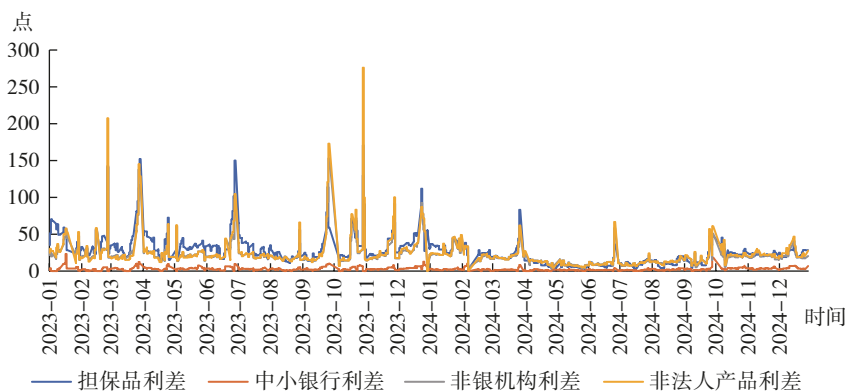
② 担保品利差是指银行间市场回购交易中质押信用债和质押利率债之间的加权平均融资利率差异。加权平均融资利率 = $\sum(\text{回购金额} \times \text{融资利率}) / \sum(\text{回购金额})$ 。

③ 成员利差是指在银行间市场回购交易中，中小银行、非银机构、非法人产品与大型银行之间的加权平均融资利率差异，利差越高，代表该类型机构获得流动性的成本越高。其中大型银行包括政策性银行、国有大型商业银行和股份制商业银行；中小银行包括其他商业银行和信用社。

债券市场分析研究报告

于低位。其中，银行间回购交易中中小银行成员利差均值为 2.4BP，较上年下降 0.9BP；非银机构的成员利差平均为 18BP，较上年下降 11BP；非法人产品利差平均值为 19BP，较上年下降 12BP；担保品利差平均为 19BP，较上年下降 19BP（见图 11-7）。

图 11-7 2024 年成员利差和担保品利差



（数据来源：中央结算公司）

二、债券担保品运用情况

（一）应用领域拓展

一是在再保险领域引入担保品管理机制。在管理部门的支持下，中央结算公司于 2024 年成功为再保险业务提供担保品管理服务支持，为保险机构提供优质风险缓释工具，强化机构风险管控。再保险业务的落地标志着担保品管理机制在我国再保险领域的首次建立与应用，是进一步落实中央金融工作会议精神，助力提升我国保险行业风险管理水平、促进再保险市场发展的重要举措。

二是增强绿色金融服务能力。2024 年度，推动绿色债券应用纳入中债 ESG 金融行业环境绩效评价方法指标，发布“引金融活水，润绿水青山”绿色担保品服务主题宣传片，持续助推绿色金融市场发展。截至 2024 年末，中央结算公司绿色债券担保品管理总额近 700 亿元，使用效率达 8.79%。

三是扩大外币回购领域服务层级。2024 年度，中央结算公司首次支持澳大利亚元融资，服务外币回购业务签约机构突破百家，持续优化外币回购服务，满足金融机构多样化的外币资金流动性管理需求。业务规模方面，全年累计质押债券 2.1 万亿元人民币，年末质押余额为 737 亿元，同比增长 75.1%。

（二）科技赋能提升担保品管理服务质效

2024 年度，中央结算公司全面升级担保品管理系统技术架构，以金融科技赋能担保

品管理，持续提升金融基础设施服务效能，通过综合运用分布式架构、区块链、云计算等多项前沿技术，大幅提升业务处理性能、降低运营风险、增强用户友好性，提升担保品管理的精细化和智能化程度，为市场防范化解风险提供一揽子管理工具。

（三）探索人民币债券担保品的国际化应用

2024年度，中央结算公司与国际资本市场协会联合撰写英文版白皮书《推动人民币债券担保品参与全球回购交易》，旨在探索人民币债券参与全球回购交易的可行路径，搭建便捷的人民币债券担保品跨境使用渠道，帮助全球投资者更好地了解和参与中国债券市场，促进境内外市场的融合和互信。

10月，中央结算公司举办主题为“聚合力·启新程：共促金融高质量发展”的中债担保品圆桌会议，来自金融管理部门、行业协会、金融基础设施、各类市场机构的境内外近50位代表参会，与会嘉宾围绕“推进金融高水平制度型开放”“担保品管理行业前沿展望”等主题开展深入交流。

此外，中央结算公司荣获《财资》AAA中国区“最佳担保品管理机构”奖，并提名全球“最佳担保品管理”，成为唯一获全球类奖项提名的中资机构，国际影响力显著提升。

三、债券担保品发展展望

在现代金融体系中，担保品管理机制在流动性管理和风险管理等方面的重要作用越发凸显。担保品管理服务将从深化担保品机制应用、推动债券担保品管理标准化建设以及助力金融市场风险的识别和预警等方面展望行业发展，进一步落实管理部门防风险、强监管、促发展的指导精神，满足市场机构需求。

（一）进一步深化担保品机制的应用

一是持续拓展债券担保品管理机制的应用领域。建议持续探索将担保品机制应用到更多金融活动、金融机构及金融领域中，实现对重点金融领域的全覆盖，以保障各金融子市场的整体协调，防止金融风险跨市场传染。在跨境领域，进一步探索人民币债券担保品在跨境融资、强制保证金、绿色金融等业务中的应用，推动人民币债券成为国际市场认可的合格担保品。

二是深入应用担保品管理的功能机制。建议重视和采用市值计价、逐日盯市、自动增补调整等一系列担保品期间管理功能，同时推动违约处置机制的应用，形成完整的风险管理闭环，降低市场信用风险敞口，形成流动性缓冲。

三是发挥第三方担保品管理机构的作用。依托专业的第三方担保品管理机构提供集中、统一的担保品管理服务，既能够减少中小金融机构在担保品管理方面的沟通成本、

债券市场分析研究报告

提升交易效率；还可有效防范担保资产挪用风险，满足穿透式监管需求。

（二）推动债券担保品管理标准化建设

一是顺应行业发展趋势，促进担保品管理行业规范化发展。一方面，促进三方担保品管理精细化发展与国际对标，通过担保品管理标准化建设，有助于解决资产碎片化与担保品统筹管理的矛盾；另一方面，标准的制定有助于深化担保品管理机制的跨市场应用，提升技术透明度，减轻信息误差与沟通成本，推动行业规范化、规模化发展。

二是充分发挥担保品管理机构的专业性和示范性。发挥担保品管理机构在标准制定中的主体作用和枢纽作用，借鉴国际经验，构建兼容、对接、共建、共享的担保品管理标准，完善标准化的担保品管理体系。

三是持续推进强制保证金制度建设，助力制度落地实施。在支持强制保证金制度建设专项工作中，持续做好管理部门服务，并与相关协会密切沟通，开展制度宣贯和市场培育，及时完成业务准备。

（三）助力金融市场风险的识别和预警

从近年来各国监管举措来看，以金融基础设施为载体，应用大数据等金融科技手段挖掘业务数据资产价值已成为一个重要趋势，尤其是金融基础设施在交易信息集中、数据采集分析、支持政策实施等环节的作用越发得到重视。随着担保品机制和第三方管理服务对金融市场和金融机构的逐步覆盖，将形成全图景风险监测的天然优势，有助于实现对金融风险的“早识别、早预警”，最大化监管政策的执行力度和效率。

建议强化担保品管理机制在风险监测及管理方面的职能，助力市场和监管机构完善其风险监测体系。例如，从总额控制的角度监测、识别各金融子市场或金融机构风险的边际变化；从集中度的角度，掌握金融机构在押担保品中不同评级债券的分布、单一债券的集中度占比情况等指标，并借助信用风险曲面等可视化工具，构建系统性风险监测、评估和预警体系，为监管部门提供金融市场风险动态监测和评估的工具。

2024年 债券市场分析 研究报告

CHINA BOND MARKET
REPORT 2024

| 第三篇 |

专题研究

[专题一]

促进中国国债市场高质量发展的思考

党的二十大明确指出，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。国债作为国家宏观经济调控的杠杆，对调节社会总供需平衡、优化经济结构、促进经济稳定增长等具有重要作用。应以推动高质量发展为主题，不断完善国债管理机制，加快促进具有中国特色和国际竞争力的现代化国债市场建设。

一、我国国债市场的发展定位

（一）我国国债市场已处于高级发展阶段的起点

从普遍经验来看，国债市场发展会经历初级阶段、中级阶段和高级阶段。初级阶段，国债作为筹措战争或经济建设资金的手段而起步，市场规模小、投资者结构单一；中级阶段，国债发行逐渐市场化，国债种类增多，投资者更加多元；高级阶段，国债市场功能更加丰富，成为金融市场的核心和宏观经济调控的重要通道。我国国债恢复发行40余年来，国债市场建设已取得诸多历史性成就，处于“从大到强”的转变阶段。

一是国债市场持续扩容，宏观调控功能日益突出。截至2024年末，国债市场托管余额达33.85万亿元，是1997年底（1170亿元）的289倍。^①多次发行特别国债，分别用于补充国有大行资本金、应对新冠疫情、支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设等。当前，国债已成为国家宏观调控的活水之源和重要抓手，国债市场建设在维护财政金融稳定方面的作用也日益突出，为经济高质量发展提供有力支撑。

二是发行市场化程度大幅提升，助力财政长期可持续筹资。1981年以来，我国国债

^① 此处为在中央结算公司托管的国债规模，数据来源于中央结算公司。

发行经历了分配发行、承购包销、招标发行三个阶段，2002年完全通过招标方式发行并沿用至今。市场化组建和管理国债承销团，形成成熟多元的投资者群体。期限结构不断完善，逐渐涵盖1个月至50年的13个主要期限，满足市场多样化投资需求。记账式国债定期滚动发行、续发行和预发行机制逐渐健全。当前，我国国债市场发行规模已跃居世界前列。

三是国债金融功能不断深化，已成为金融市场的核心。在债券市场，国债收益率曲线作为定价基准支持超过60万亿政府债券发行，并成为浮动利率债券最主要的定价基准。在信贷市场，银行等机构在内部公允价值计量和风险管理中以国债收益率曲线作为参考基准；10年期国债收益率开始成为商业银行存款利率的调整依据。此外，国债作为担保品在公开市场操作、SLF、MLF、专项再贷款等货币政策操作，以及融资融券、衍生品交易等领域被广泛应用。

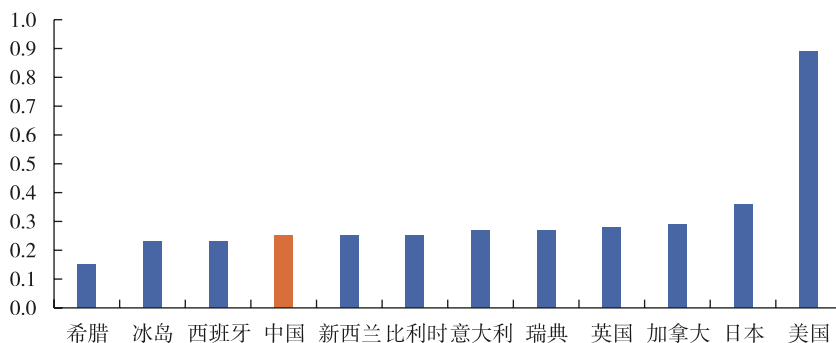
四是对外开放全面推进，主权信用地位稳步提升。自2010年三类机构获准入市以来，我国国债市场加速开放，目前境外投资者可以通过多种渠道参与我国国债市场。2016年，IMF将3个月期国债收益率作为人民币代表性利率纳入特别提款权（SDR）利率篮子。2019—2021年，中国国债相继被纳入全球三大国际债券指数。中国国债的国际认可度逐步提高，进一步吸引境外投资者参与国债市场，中国国债在全球金融市场的地位明显提升。

（二）与主要发达国家相比，我国国债市场建设水平仍有提升空间

我国国债市场建设水平高于新兴市场国家与个别发达国家，但与主要发达国家仍存在一定差距。国债市场建设涵盖国债发行、国债收益率曲线建设、财政货币政策协调等诸多方面。为综合反映国债市场建设水平，参考经济合作与发展组织（OECD）模型使用熵权法构建主要国债市场建设水平指数。^①专题图1-1展示指数得分，并按发展水平由低到高依次排序。结果表明，我国国债市场建设水平高于一般新兴市场国家，也高于一些发达国家，但略低于日本、英国等发达国家，与美国还存在一定差距。

^① 选取的指标包括：国债发行在财政政策中的作用（国债收入/财政支出），国债市场总规模，国债品种数量，债务负担（债务余额/GDP、付息支出/财政支出），国债发行对货币市场短期利率、中长期利率的影响（分别以短期利率、中长期国债利率与短期国债利率的比值衡量）等，另外也考虑通货膨胀率、储蓄率、固定资本形成率、人均GDP等因素的影响。

专题图 1-1 中国和代表性发达国家国债市场建设指数得分



注：得分越高的国家国债管理发展水平越高，排序位置越靠右。

图中展示中国和代表性发达国家得分，发达国家标记为蓝色，中国标记为橙色。

二、国债市场建设的国际经验借鉴

（一）应市场需求持续推出创新型国债品种

一是浮动型国债，包括浮动利率国债和通胀保值国债。美国分别于1997年、2014年推出通胀保值国债（TIPS）、浮动利率国债（FRN），主要考虑除缓解经济周期波动带来的财政收支波动外，也旨在更好满足投资者风险管理需求。目前G7国家都创设了浮动型国债品种。

二是绿色国债。发行绿色国债可更好满足投资者进行可持续投资的需求。英国、加拿大、意大利等都推出了绿色国债项目。截至2023年末，累计有32个国家政府发行过绿色国债。

三是区块链数字国债。和传统债券相比，以区块链技术为代表的数字债券在透明度、市场效率、安全性等方面具有潜在优势。目前部分地区已探索将区块链技术应用于政府债券领域，如2020年，法国央行启动中央银行数字货币与法国国债的结算试验；中国香港特区政府分别于2023年和2024年成功发行代币化绿色债券。

（二）投资者类型丰富，国债持有集中度较低

国际上多数国家的国债持有者结构集中度较低，单一持有者最高占比一般不超过50%。相对多元、分散的投资者结构有利于促进二级市场交易活跃度，提高国债市场流动性，如美国、英国、加拿大等以境外投资者、金融机构持有为主。另外，主要发达国家一般以国债买卖作为常态化货币政策工具，各国为保持政策灵活度也会持有一定量的国债，如日本央行一度持有接近一半的日本国债，美联储的美国国债持有占比也长期维持在20%左右。

（三）以现货市场为基础，回购市场和期货市场交易活跃

一是电子化平台发展迅速，国债竞价交易提供流动性。多数欧美国家交易前台众多，电子交易平台数量多，竞争激烈，电子化成交水平高。在电子平台支持下，国债竞价交易发展迅速，有效提高了国债市场流动性。以美国为例，美国货币经纪平台已几乎完成了电子化，交易商间市场（IDB）的大部分交易都在 BrokerTec、NASDAQ Fixed Income 和 Dealerweb 等电子交易平台进行，自营交易公司（PTFs）在 IDB 的电子平台上执行自动交易算法，成为美国国债市场流动性的重要提供者。

二是回购市场在金融机构流动性管理中的作用日趋重要。美欧等地区回购市场发达，国债以良好的主权信用和流动性成为二级市场中最安全和最常用的担保品。在美国证券融资市场中，国债回购市场扮演核心角色，是美联储实施货币政策、市场机构获取流动性的最重要场所。回购市场的发展使以 SOFR（美元担保隔夜融资利率）为代表的回购利率逐步替代 LIBOR（伦敦同业拆借利率），成为全球金融市场的核心基准利率。

三是国债期货投资者多元，与现货市场高效联动。如美国国债现货市场投资者均可参与国债期货市场，国债期货投资者主要包括中介机构、资产管理机构、杠杆基金等，以保险公司、养老基金为代表的资产管理机构所占份额最多。

（四）财政货币高效联动，协同管理市场流动性

一是以主权信用模式为主的货币发行机制与国债市场发展相辅相成。美国、日本、英国等都以本国国债为信用锚，通过公开市场国债买卖操作投放基础货币。对于财政当局，有利于降低对税收的依赖，拓展财政政策实施空间；对于货币当局，国债能为货币发行提供稳定的价值基础。在金融危机、新冠疫情冲击等特殊时期，国债发行规模大幅提高，需要央行予以支持；实体企业和商业银行的信用出现大幅波动，也需要具有主权信用的国债来稳定央行资产质量，稳步实现货币发行与信用创造的恢复。

二是财政政策和货币政策协同管理市场流动性。各国财政部通过滚动发行、续发行等方式从国债供给端增强国债市场流动性，央行主要通过市场沟通、流动性监测等方式从国债需求端进行管理。2020年3月初，受新冠疫情影响，美国国债市场交易流动性骤降，美联储及时承担“最后做市商”职能，从一级交易商大量买入国债，有效防止系统性金融危机发生。同时，美国财政部大幅增加短期国债发行，短期国债又成为美联储货币市场共同基金流动性工具（MMLF）的主要担保品。

三、以新发展理念促进我国国债市场高质量发展

（一）贯彻创新理念，不断推进国债市场管理创新

丰富国债品种，满足多层次、多元型投资者需求。可探索推出不定期发行的短期国债，作为常规性短期国债的重要补充，发行时间、期限安排可更为灵活，最短可以是数天。研究适时推出浮动利率国债等，为投资者提供多样化选择。

深化信息技术应用，提升国债交易效率。对标国际实践，推动增加电子交易平台数量，进一步发挥货币经纪在提高市场流动性、汇集交易供求、促进市场合理价格形成等方面的积极作用。同时要顺应国际上交易电子平台化的趋势，坚持与后台系统直联并实现统一登记托管结算，避免因平台多样化而降低市场效率。

探索区块链技术应用用于国债发行等领域。国内已有区块链数字债券系统，已平稳支持多只金融债、企业债发行。为进一步推动国债市场数字化转型升级，可考虑使用区块链系统发行数字化绿色国债，并使用央行数字货币开展资金结算。未来还可充分发挥智能合约技术优势和数字货币的资金追踪功能，实现对国债资金使用全生命周期的跟踪评价。

（二）贯彻协调理念，加强财政、货币政策协调配合

建立完善买卖国债与央行贷款相结合的基础货币调控方式。2024年8月，中国人民银行重启公开市场买卖国债操作，但操作数量、频率和方向还有待进一步优化。应发挥好人民银行、财政部联合工作组的作用，加强公开市场国债买卖常态化操作，逐步扩大各期限国债购买规模和品种选择，结合买断式逆回购等操作工具，进一步提升国债市场流动性。货币发行应逐步向主权信用模式转变，改善央行资产负债表的结构与质量，进一步强化中国国债与人民币在全球经济金融体系中的地位。

（三）贯彻绿色理念，适时发行绿色国债

党的二十届三中全会将加快经济社会发展全面绿色转型纳入全面深化改革的总目标之一。我国已成为全球最大的绿色债券市场，绿色债券品种涵盖国际机构债、金融债、公司信用类债券、资产支持证券等，但尚未发行绿色国债。可考虑选择示范效应好的重点绿色领域，发行绿色国债予以支持。结合所支持的绿色项目情况，参考中债绿色指标体系，加强绿色国债环境效益信息披露。

（四）贯彻开放理念，提高人民币国债的国际影响力

发挥主渠道优势，扩大境外投资者的类型和规模。持续巩固境外入市主流开放模

式，优化香港债券通的登记托管安排。推进国债一级市场对外开放，可考虑允许境外投资者通过国内承销商参与一级市场投标。稳妥推进境外机构参与国债回购、国债期货交易，满足其风险对冲、套期保值和流动性管理等合理需求。推动支持多种回购品种的法律协议建设，为境内外投资者参与国债交易打破壁垒、营造生态。

完善相关制度安排与基础设施建设，推动人民币国债担保品的跨境应用。逐步放松境外机构参与国债市场的业务范围限制，提高境外机构参与的多样性、交易的便利性。推进境内国债登记托管机构与国际同业、全球托管行等机构的常态化互联互通，通过自主可控的金融基础设施服务，依托透明账户体系安排，促进跨境担保品业务相关的规则协议、计量管理、风控合规等与国际接轨，提高国债担保品跨境应用便利。

（五）贯彻共享理念，支持各类投资者共享市场建设成果

加强基础设施建设，更多吸引零售投资者参与。适度增加储蓄国债、柜台债的发行规模，进一步扩大电子式储蓄国债发行比重，满足零售投资者需求。考虑推出长期限储蓄国债并纳入个人养老金的合格投资品种，助力多层次养老体系建设，同时探索浮动利率定价方式。规范理财产品参与国债市场的渠道，持续建设完善理财行业统一信息披露渠道，促进国债市场的普惠金融效能提升。

（六）统筹发展与安全，完善风险监测和防范机制

加强国债市场风险监测，构建国债市场的全面风险防控体系。依托透明账户安排，充分发挥金融基础设施的一线风险监测职能，加强对高杠杆投资者在国债市场的活动监控。按照穿透性原则完成香港债券通等入市渠道改造，同时加强对跨境国债交易的监控，实现对各类风险的全覆盖实时监测。

加强国债衍生品市场建设，丰富风险管理工具。可进一步丰富短、中、长期的国债期货品种，适时推出国债期权等衍生工具。有序扩大国债期货投资者范围，可先允许承担承销和做市义务的商业银行、理财产品等参与国债期货市场，逐步全面打通国债一二级市场 and 期货市场投资者范围。同时建立完善国债期现货监管协调、信息报送制度，防范跨市场风险。

[专题二]

完善国债功能 助力“一揽子增量政策”提质增效

党的二十届三中全会指出，“科学的宏观调控、有效的政府治理是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。”当前，我国经济运行总体平稳，高质量发展扎实推进，但也存在国内需求不足、部分企业生产经营困难、群众就业增收面临压力、风险隐患仍然较多等问题。2024年9月26日，中央政治局召开会议，部署“一揽子增量政策”，加大宏观经济调控力度。国债作为宏观经济调控的核心工具，其功能定位随着经济环境与政策目标的变化而动态调整。

一、“一揽子增量政策”的提出与国债的功能定位

2024年9月26日，中央政治局召开会议，提出“有效落实存量政策，加力推出增量政策”，要“加大财政货币政策逆周期调节力度，保证必要的财政支出”。10月8日，国家发展改革委具体阐释了“一揽子增量政策”的五个方面，包括：加大宏观政策逆周期调节、扩大国内有效需求、加大助企帮扶力度、推动房地产市场止跌回稳、提振资本市场。发行国债，是政府落实“一揽子增量政策”的重要抓手。结合“一揽子增量政策”最新实践，国债的功能定位可归纳为以下几个方面。

第一，国债具有财政融资功能，它能够帮助政府弥补财政收支之间的缺口。国债作为政府处理财政赤字的重要工具，能够暂时转移社会资金的使用权。在“一揽子增量政策”实施过程中，它能够有效地弥补财政赤字，从而有助于避免直接增税或过度发行货币可能带来的经济震荡，确保经济的稳定运行。

第二，国债还具备宏观调控功能，是政府调节经济周期的有力工具。政府可以通过精心设计国债的发行规模和期限结构，来有效地调节政府支出和市场流动性。例如，在经济出现低迷迹象时，政府可以通过增发国债来增加财政支出，从而扩大有效需求，刺

激经济增长；而在通胀压力上升时，减少国债的发行，压缩财政支出，可以有效抑制经济过热。为了充分发挥“一揽子增量政策”的逆周期调节作用，政府需要适时扩大国债的发行规模，以提高财政支出，从而达到稳定经济的目的。

第三，国债还具有战略支撑功能，它能够服务于国家的重大战略和安全需求。通过发行特别国债，政府可以引导资金流向战略领域，确保国家重大工程的顺利实施。例如，“一揽子增量政策”中提出，国家将通过特别国债资金定向注入国有大行，以补充其资本金。这不仅有助于提升银行的抗风险能力，还能够增强其信贷投放能力，间接支持实体经济的融资需求，从而有效防范系统性金融风险。

综上所述，国债的功能定位已经从传统的财政融资工具，逐步扩展为涵盖宏观调控、战略安全等多维度的综合政策载体。特别是2024年超长期特别国债的发行，进一步凸显了其“逆周期调节”与“结构性发力”的双重属性。这不仅有助于实现经济短期的稳定增长目标，而且为长期的高质量发展积蓄了力量，展现了国债在现代经济体系中的重要作用。

二、我国国债运行的实践特点

（一）发行国债逐渐成为逆周期经济调控的重要抓手

1981年，我国恢复国债发行，初期以国库券为主，当年发行量约为48.7亿元，此后国债发行逐步扩大。在过去相当长的时间里，在维持财政收支平衡即实现财政可持续观念的影响下，发行国债主要是满足政府筹集财政收入的被动需求，以实现财政收支平衡。在传统财政可持续观的指引下，政府通过发行债券取得的财政收入，是为其履行公共资源配置、改善收入分配等公共职能提供资金支持。直到1997年，亚洲金融危机爆发，国债开始成为逆周期调节工具：1998年，我国首次发行1000亿元长期建设国债，主要投向基础设施建设和民生改善领域，这是改革开放后我国首次大规模运用国债工具应对经济危机。

2008—2019年，普通国债净融资额从0.12万亿元增至1.75万亿元，国债逆周期调节的作用不断增强，具体投资领域包括灾后重建、高铁、保障房、棚改、5G新基建等。2020年，普通国债净融资约3万亿元，叠加1万亿元抗疫特别国债，全年净融资额达4万亿元，创历史新高，中央财政赤字率升至3.6%，突破此前3%的约束限制。2024年，普通国债净融资额达3.5万亿元，叠加1万亿元超长期特别国债，这反映出中央政府通过发行国债加杠杆，已成为政府逆周期经济调控的重要路径。

（二）特别国债发行旨在解决国家发展过程中的战略问题

2024年以前，我国多次发行特别国债：1998年，为应对亚洲金融危机，财政部向

债券市场分析研究报告

四大国有独资商业银行发行期限为30年的2700亿元特别国债，用于补充国有独资商业银行的资本金；2007年，为应对国际收支顺差，提升外汇经营收益，财政部发行1.55万亿元特别国债，用于从中国人民银行购买等值外汇，作为中投公司的资本金；2020年，为应对新冠疫情，财政部发行1万亿元抗疫特别国债。此外，2017年和2022年，财政部分别对2007年发行的到期国债进行续作发行。从发展历程可以看出，我国特别国债的发行均是为了解决特定历史时期经济社会发展面临的关键问题而展开的。

2024年3月《政府工作报告》提出，为系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，从2024年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设（以下简称“两重”），2024年先发行1万亿元。这意味着，我国特别国债的发行频率和发行规模有明显加大的趋势，国债与国家发展战略的联系越来越紧密。未来，特别国债也将作为“一揽子经济政策”落实的重要组成部分，在强国建设、民族复兴进程中持续发挥作用。

（三）超长期特别国债资金通常运用于经济性基础设施投资

在我国，超长期国债资金通常应用于经济性基础设施投资。经济性基础设施是支持经济活动中不同生产过程所共同消耗的固定资产，具有非竞争和非排他的公共产品性质，需要政府的投资参与。在经济下行周期，经济性基础设施建设是积极财政政策的主要发力点。由于我国有较大的涉及“两重”的经济性基础设施投资空间，包括城市管网建设、能源输送通道、新基建、防洪工程等，该领域成为超长期特别国债资金的投资重点。超长期特别国债的参与，使我国可以在稳定企业杠杆率的情况下，解决经济性基础设施建设所需的资金问题，同时也推动了政府债券市场的发展，降低经济性基础设施建设投资对银行资金的依赖。

三、充分发挥国债在“一揽子增量政策”中作用的政策建议

（一）扩大国债发行规模，提升社会总需求

建议国家扩大国债的发行规模，增强宏观经济的逆周期调节力度，最终提升社会总需求，有力推进“一揽子增量政策”的实施。一种流行观点认为，政府举债扩张支出是寅吃卯粮：当期增加了支出和赤字，未来就要减少支出或者提升税率。这种看法忽视了逆周期政策对经济增长的促进作用。随着逆周期政策的实施，经济增速回升，未来财政收入上升，在给定的财政支出下，财政赤字率会下降，政府会有更多的债务偿还空间。如果错失政府举债进行逆周期调节的时机，经济增速持续跌落，有可能使未来财政收入承压，在给定的财政支出下，财政赤字率反而会进一步上升，债务偿还空间会被压缩。

（二）发行特别国债，设立中央级政府投资基金，支持科技创新

建议以长期债券资金打造耐心资本，同时发挥股权投资基金在支持科技创新方面的专业优势。2024年4月，中央政治局会议提出，要因地制宜发展新质生产力，壮大耐心资本。超长期特别国债因偿债期限较长，具备潜在的耐心资本属性。由于股权投资基金在应对科技创新的不确定性方面具有优势，国家可考虑通过发行超长期特别国债筹资，成立中央级政府投资基金，支持科技创新，助力解决我国股权投资基金领域存在的长期资本不足难题。以超长期特别国债支持政府投资基金的设立，一方面便于应用长期债券具备的长期资金属性，另一方面又可灵活发挥股权投资基金在筛选项目、投资项目、培育项目方面的专业度。发挥国债在“一揽子增量政策”中的作用，不仅是进行宏观经济的逆周期调节，也是对经济转型和产业升级的有力推进。

（三）发行特别国债，为中小型民营企业和低收入群体提供直接补贴，实现社会公平和就业稳定

建议充分发挥特别国债功能，实现社会公平、就业稳定等公共政策目标，对中小型民营企业和低收入人口提供直接补贴，加大助企帮扶力度和对特定社会群体的支持保障力度，扎实推进“一揽子增量政策”的落实。

一是以特别国债资金为中小型民营企业提供直接补贴。中小型民营企业是吸纳人口就业的主力军，其运营状况会直接影响社会就业水平。受经济环境影响，当前我国中小型民营企业面临经营压力，部分企业还存在被拖欠账款的情形，企业需要注入现金流，以实现持续经营。该类组织的生存和存续，不仅仅是自身的经济事务，更关系到社会安定和健康发展。

二是以特别国债资金为低收入人口提供直接补贴。不同收入水平的人口，边际消费倾向存在差异。总体来看，低收入人口的边际消费倾向较高。对低收入人口提供直接收入补贴，有助于提升该群体的生活水平，改善社会公平。2024年全国民政工作会议上，民政部公布2025年将制定低收入人口认定办法、低收入家庭经济情况核对办法，持续健全社会救助体系。随着低收入人口、低收入家庭界定范围的明确，对该群体提供特别国债资金支持具有了更强的可操作性。

（四）发行特别国债，为消费贷款贴息和再贷款贴息提供财政支持，大力提振消费

建议将特别国债、消费贷款贴息、再贷款贴息三者作为财政与货币政策工具，通过资金支持与政策协同形成联动效应，共同服务于提振消费的政策目标。

一是通过特别国债资金对消费贷款做财政补贴，降低个人消费贷款利率，直接刺激

债券市场分析研究报告

居民消费需求。例如，2025年中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》中提出，对符合条件的个人消费贷款和消费服务行业经营主体贷款给予财政贴息。

二是以特别国债资金提供的额外贴息叠加央行再贷款工具，向金融机构提供低成本资金，引导其向特定领域（如小微企业、绿色产业）发放优惠贷款。例如，2025年国家发展改革委、财政部印发的《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》提出，对于科技创新和技术改造再贷款，对符合有关条件经营主体设备更新相关的银行贷款本金，在中央财政贴息1.5个百分点基础上，国家发展改革委安排超长期特别国债资金进行额外贴息，进一步降低经营主体设备更新融资成本。

[专题三]

地方政府发行绿色债券的创新研究

近年来，我国绿色债券市场发展迅速，市场规模不断扩大，在“双碳”目标驱动下，已成为推动经济社会绿色转型的重要金融工具。地方政府进行了很多绿色实践探索，目前已有较大规模的地方专项债券资金投向绿色领域，以地方政府为发行主体的绿色债券创新发展正逢其时。

一、我国地方政府探索绿色实践情况

绿色债券作为促进经济社会发展绿色转型的重要政策工具，在支持绿色产业发展、引导资金投向绿色领域起到关键作用。近年来，中国绿色债券市场发展迅速，金融债、信用债等贴标绿色品种均已逐渐发展成熟。2025年2月，财政部发布了《中华人民共和国绿色主权债券框架》，为后续在境外发行中国绿色主权债券奠定了基础。截至2024年底，我国贴标绿色债券发行规模从2016年的2018亿元增长至2024年的6833亿元，存量规模已突破3万亿元。

地方债作为我国债券市场存量规模最大的债券品种，截至2024年底其存量规模达47.26万亿元。目前财政部尚未对绿色地方政府债券进行明确定义，暂无官方认定的“贴标绿”地方债发行。广东、江西等地区尝试小规模发行经绿色评估机构认证的地方债，但实际上已有较大规模的生态环保等类型的地方专项债券实际投向了绿色行业，在促进经济社会绿色发展、低碳发展、可持续发展等方面发挥重要作用。2024年此类“投向绿”^①

^① 投向绿地方债是指募集资金投向符合《绿色债券支持项目目录》、国际资本市场协会（ICMA）《绿色债券原则》、气候债券倡议组织（CBI）《气候债券分类方案》这三项规则要求之一，且投向绿色产业项目的资金规模在募集资金中占比不低于贴标绿债规定要求的债券，在轨道交通、农林水利、生态环保等方面发挥重要作用。

债券市场分析研究报告

地方债发行规模超过3 500亿元，存量规模达2.68万亿元，与贴标绿色债券接近。此外，广州银行以广东省、深圳市政府发行的部分“投向绿”地方政府债券为标的，创设“大湾区绿色地方债篮子”，市场对此类绿色债券的关注度持续提高。

二、地方政府发行绿色债券必要性和可行性分析

（一）必要性分析

一是落实国家绿色发展战略。绿色财政是我国绿色投融资体系的重要支柱，发行绿色债券是地方政府响应国家“双碳”战略、发挥绿色财政引领示范作用的重要手段。当前，国家层面出台了诸多支持绿色金融发展的政策，金融债、信用债绿色品种均已逐渐成熟，以地方财政为主体的绿色债券迫切需要规范化发展。

二是有助于降低政府融资成本。根据人民银行《银行业金融机构绿色金融评价方案》，绿色债券持有量已纳入商业银行评价管理体系，经评估认证机构认证为绿色的地方专项债券也被纳入认可范围；金融监管总局《绿色融资统计制度》要求商业银行定期报送绿色金融数据。在政策引导下，商业银行对绿色债券的配置需求显著增加，国内绿色债券发行利率已显现一定优势，与可比普通债券^①相比，2024年贴标发行的绿色债券平均融资成本低11.1BP。地方政府发行绿色债券将丰富金融市场绿色投资标的，有效匹配商业银行投资需求，有利于引导降低政府融资成本。

三是提升地方政府债券形象。地方债作为我国债券市场第一大债券品种，其投向项目需要综合平衡经济效益、社会效益和环境效益。发行绿色政府债券有利于科学揭示地方债的环境效益，有利于投资者和公众充分了解和评价当地政府债券对经济发展、环境保护等方面的积极作用，提升地方债的正向影响和可持续投资吸引力。

四是有效带动社会资本投入。地方政府发行绿色债券具有引导作用，能够吸引更多的社会资本参与到绿色项目中来，形成多元化的绿色投融资体系，放大财政资金的杠杆效应，促进绿色产业的快速发展。

（二）可行性分析

一是地方债实际投向绿色项目的资金规模大。截至2024年“投向绿”地方债存量规模达2.68万亿元，募集资金投向轨道交通、农林水利、生态环保等绿色产业领域占比达84%，与中国人民银行、国家发展改革委、中国证监会联合发布的《绿色债券支持项目目录（2021年版）》相符。

^① 可比普通债券指的是与绿色债券有相同期限、计价货币、偿还优先级、信用等级、发行方式、发行人细分行业，且发行日期在绿色债券发行前后15日内的非绿色债券。

二是地方政府在境内外发行绿色主题债券的先例日渐增多。部分地方政府已经在绿色债券领域进行了积极探索，广东发行“绿美广东”主题专项债券，由评估认证机构测算项目环境效益；江西、广东曾引入评估认证机构出具绿色评估认证报告；深圳、海南、广东多次在境外发行经评估认证的绿色债券。

三是发行绿色债券的新增成本可控。地方政府发行绿色债券与发行常规地方债相比，唯一可能新增的成本为评估认证费用，如由政府部门出具认证报告，则不存在该部分费用。此外，随着绿色金融市场的蓬勃发展，提供专业服务的绿色评估认证机构、律师事务所等的服务质量和价格也在不断优化，从而可以有效控制新增成本。

四是投资人的绿色理念不断提高。随着社会对气候变化、环境污染等问题的关注度不断提高，投资人的投资理念也从单纯的追求经济利益向兼顾环境、社会和治理因素转变，通过投资行为对社会和环境产生积极影响。这种理念的转变使得投资者对绿色债券的需求增加，进一步促进了绿色债券市场的发展，提高了地方政府发行绿色债券的可行性。

三、地方政府试点发行绿色债券的建议

地方政府发行绿色债券的流程总体可参考现行专项债相关制度，在募集资金用途、项目评估及筛选、募集资金管理、信息披露、绿色评估认证等环节，可参考《中华人民共和国绿色主权债券框架》进行安排。

（一）募集资金用途

募集资金应全部用于符合条件的绿色产业、绿色经济活动等相关的绿色项目，并有助于实现气候变化减缓、气候变化适应、自然资源保护、污染防治和生物多样性保护等环境目标。募集资金需要用于绿色项目的建设、运营、收购等支出，包括新增和再融资两种用途。

（二）项目评估及筛选

建议由地方财政部门建立绿色地方债发行试点组织体系，制定相应管理规定，明确项目评估和筛选的规则、流程等事项。建议募投项目或项目所在行业符合国内主流绿色项目认定标准，例如《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》《绿色债券支持项目目录（2021年版）》等，有条件可兼顾国际标准。建议遵循目前通用项目入库流程，绿色地方政府债券募投项目可优先纳入地方重大项目库，在库内单独做绿色相关标记。

（三）募集资金管理

建议开立绿色地方政府债券资金管理专用账户，记录募集资金的接收、存储、分

债券市场分析研究报告

配情况，能更好跟踪资金流向，确保绿色资金流向指定用途。同时建立募集资金管理制度，规范募集资金的存放、使用和管理，保证募集资金的专用性、安全性，有力发挥监督资金的作用，保证所募资金能够有效流入提升环境效益的项目中。若募集资金使用情况发生改变或出现影响募集资金投资计划正常进行的情形时，建议明确处置机制，准确、及时提供披露与预警，有效把控风险。

（四）信息披露

发行前建议在现行专项债券披露要求外补充披露：所属具体绿色项目类别、绿色项目认定依据或标准、项目认定依据和决策程序、项目预期或实际产生环境效益目标等。其中，项目环境效益是绿色债券信息披露的核心要件，可参考《绿色债券环境效益信息披露指标体系》。

存续期建议绿色地方债至少按照年度频率开展存续期信息披露。披露内容建议至少包括项目进展情况以及项目管理情况两个方面。如出现募集资金用途变更，变更后募集资金仍应在符合原遴选标准的绿色项目范畴内使用。

（五）绿色评估认证要求

可考虑的认证机构包括地方政府环保部门、官方认证机构或国内市场主流第三方评估认证机构，为提升绿色地方债国际认可度，也可考虑聘请境外专业认证机构依据国际标准同时出具认证意见。建议发行前评估认证的主要内容包括但不限于：拟投资的绿色项目是否合规，绿色项目筛选和决策制度是否完备，绿色债券募集资金管理制度是否完备，绿色信息披露和报告制度是否完备，绿色项目环境效益预期目标是否合理。

[专题四]

国开浮息债发行创新的实践与探索

2020年8月31日，人民银行发布《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书，明确提出了以培育存款类金融机构间的债券回购利率（DR）为重点、健全中国基准利率和市场化利率体系的思路和方案鼓励。为配合人民银行利率市场化改革，国家开发银行先后尝试发行LPR、DR基准的浮息债，积极开展市场调研，不断优化完善发行方案，增加产品供给，创新发行品种，拓展发行期限，丰富基准定价周期类型，并将浮息债纳入做市考核体系，努力提高浮息债流动性。下一步，国家开发银行将积极配合监管机构不断完善基础设施估值和系统建设，继续深入挖掘投资人需求，共同推动浮息债市场高质量发展。

一、国开浮息债的历史发行实践

国家开发银行作为发行人高度重视浮息债发行工作，积极参与债券市场建设。历史上，国家开发银行一直是浮息债品种的创新推动者和主要发行体，截至2024年末，累计市场化发行浮息债2.8万亿元，存量规模为2780亿元（见专题表4-1）。

专题表4-1 国家开发银行浮息债历史市场化发行情况（截至2024年12月31日）

发行方式	浮息债品种	发行量（亿元）	存量（亿元）
市场化发行	一年期定期存款利率（DEPO）债	19 331.2	0
	SHIBOR 债	4 567.3	0
	7天回购定盘利率（REPO）债	750.0	0
	LPR 债	2 060.0	1 340
	DR 债	1 541.0	1 440
合计		28 249.5	2 780

国家开发银行浮息债发行主要分为两个阶段，2019年以前，主要发行以 DEPO、REPO、SHIBOR 为基准的浮息债，累计市场化发行量约 24 648 亿元，浮息债最高年发行量曾一度占年度总发行量的 70%。

2019 年以来，为配合人民银行利率市场化改革，落实人民银行《参与国际基准利率改革和健全中国基准利率体系》白皮书中提出的“培育 DR 为代表的银行间基准利率体系、鼓励发行以 DR 为基准的浮息债、创新和扩大 DR 在金融产品中的运用”等有关要求，国家开发银行先后尝试发行以 LPR、DR 为基准的浮息债券，从前期试点到目前的每周轮换常态化发行，逐步提高单次、单券发行量，提升浮息债产品供给，为市场带来更多浮息债品种选择。截至 2024 年末，国家开发银行累计发行 DR、LPR 基准浮息债 3 601 亿元，其中 2024 年全年发行 DR、LPR 浮息债 1 070 亿元，占银行间浮息债当年发行量的 70%，存量 DR、LPR 浮息债 2 780 亿元，占银行间市场存量浮息债的 70%。

同时国家开发银行也将浮息债纳入做市考核体系，鼓励做市商提高浮息债流动性，并开展浮息债随买随卖，不断完善做市支持机制。在人民银行的支持下，国家开发银行也鼓励市场机构接受和使用浮息债作为质押品，与主要的市场融出方进行一对一沟通，打消投资人顾虑。

二、创新中长期 7 天调息 DR 浮息债的探索与尝试

在人民银行的指导和支持下，2024 年 11 月 21 日国家开发银行成功发行首单 5 年期、10 年期的 7 天重定价 DR 基准中长期浮息债 60 亿元，发行利率分别为 1.73% 和 2.08%，发行利差分别在发行前日 DR007 基准（1.73%）基础上加点 0BP、35BP，发行倍数均超 5 倍，获市场投资人积极认购。本次发行是落实人民银行完善货币政策框架、健全市场化利率调控机制的创新举措。

（一）拓展浮息债发行期限由短及长，助力货币政策传导

本次创新发行首次将 DR007 基准应用于 5 年期和 10 年期中长期债券，进一步完善 DR 浮息债收益率曲线中长端构建。

（二）比照利率互换产品模式构建，满足市场风险管理需求

本次 7 天调息、季度付息，A/365 等债券计息付息设计与 FDR007、FR007 利率互换规则较为吻合，可以搭配利率互换形成风险中性的投资策略，助力利率掉期衍生品业务发展。

（三）缩短利率基准重定价周期，降低投资人利率风险

本次发行的 DR 浮息债券重定价周期从 3 个月缩短至 7 天，显著缩短浮息债的定价

周期和久期，进一步丰富投资人利率风险和久期风险管理的投资产品。

三、浮息债发行的相关建议

对发行人而言，发行浮息债可以优化负债结构，改善资产负债利率匹配，为市场带来更多的品种选择。对投资人而言，浮息债价格波动相对较小，在利率上行或通胀时期具备一定的风险抵御能力，满足风险对冲需要，同时有一定配置价值和久期管理功能。但在常态化发行过程中也存在一定的障碍。一方面，浮息债不是债券市场的主流品种，流动性相对较差，投资人需求稳定性比较低。另一方面，推进长期浮息债发行的难度较大，投资人需要更多的加点保护和溢价补偿，发行成本明显高于同期固息债。

一是建议进一步提升浮息债二级市场流动性。在发行推介过程中，市场机构普遍反映浮息债二级交易不活跃，估值曲线不够完善。2024年以来，开发银行已将浮息债做市纳入国开债做市评价体系中，浮息债流动性有所改善，但仍不能满足市场机构交易需求。7天调息DR浮息债的成功发行获得市场机构踊跃认购，显示出对7天调息DR007浮息债产品设计的认可，但浮息债市场深度与广度需进一步拓展。未来，随着DR007利率波动以及本期债券调息，债券设计将经受市场洗礼，需持续关注和培育。

二是建议进一步统一浮息债的久期标准。对于浮息债久期，彭博等国际主流平台根据国际惯例展示接近于重定价周期的利率久期。国内方面，有的估值机构公布利差久期和利率久期两种久期，有的平台只展示相对期限更长的利差久期。考虑到浮息债利差久期远大于利率久期，使用利差久期高估了市场风险。建议依据国际惯例进一步凝聚共识，统一为利率久期。

三是建议进一步完善浮息债估值定价。目前浮息债估值定价模型存在一定的误差，尤其是当浮息债二级交易数据缺失时，估值主要参考固息债，利率上行时与固息债同步上行，利率下行时浮息债下行幅度不如固息债，估值相对较高。且对于调息频率较高的浮息债，当基准利率大幅波动时，估值采用的预测利率与实际利率差异更大，估值误差较大。

四是建议进一步加强对浮息债品种的宣介及投资人教育。一方面，浮息债定价模式不应简单参考同期限固息债，直接用参考收益率来衡量浮息债价值，应考虑“基准+点差”的变动情况，应加强对投资人、金融媒体对浮息债的宣传管理，避免引起投资人误解恐慌。另一方面，目前浮息债存在多种基准，以DR浮息债为例，发行人可选择14天、30天、60天DR007等均值作为基准发行，但估值公司等第三方机构暂未发布公开基准的曲线数据，发行人、投资人均需手工维护相关基准取值变化，建议完善基础设施相关取值数据曲线，减少手工操作风险。

五是建议推动各机构加强浮息债系统建设维护，解决浮息债系统入库问题。根据调研反馈，目前市场机构投资交易浮息债存在系统问题，一方面是浮息债因产品设计相对

债券市场分析研究报告

固息债在利率基准、调息频率、估值计算等问题上较为复杂，部分机构表示无法进入其内部系统，因不能系统入库所以无法投资。另一方面，浮息债在二级交易及质押回购中也面临系统入库受限、部分机构不接受浮息债质押等问题，影响浮息债流动性。建议积极引导机构打破对浮息债的投资交易壁垒，提升浮息债投资的认可度和接受度。

[专题五]

我国发债企业财务舞弊识别模型构建研究



近年来，我国债券市场信用风险事件频发，其中财务舞弊往往与债券违约事件相伴而生。财务数据作为信用评价和投资分析的基础，其真实性直接影响分析结果的可靠性，因此核查财务数据的真实性至关重要。然而，现有研究多集中于上市公司，针对发债企业财务舞弊的系统性研究较为匮乏。基于此，本专题拟通过深入的内外部调研，探索构建一套适用于我国发债企业的财务舞弊识别模型，以期及时有效地识别企业潜在舞弊行为，揭示舞弊风险。

一、发债企业财务舞弊识别体系构建的基础

（一）理论基础

现有关于财务舞弊识别的理论和框架大致可分成两类。一类从舞弊动因出发，讨论导致舞弊发生的因素。其中应用较为广泛的是舞弊三角理论，该理论提出动机、机会、借口三类因素，即企业舞弊产生的原因是由压力、机会和借口三要素组成的，其中压力要素是舞弊的行为动机，机会要素是舞弊的时机，借口要素是舞弊者的理由。另一类研究则是寻找舞弊的预警信号、红旗指标。例如 Albrecht（2004）区分了六类预警信号，包括会计异常、内控缺陷、分析性异常、奢侈生活、异常行为、暗示与投诉；黄世忠和黄京菁（2004）在此基础上，将预警信号分为销售收入舞弊、销售成本舞弊、负债和费用舞弊、资产舞弊、披露舞弊等具体预警信号。

（二）实践基础

我国发债企业的财务舞弊现象与上市公司具有一定的共性，但也具有一定的特殊

债券市场分析研究报告

性。回顾和总结近年来我国发债企业的财务造假案例，可以发现我国发债企业财务舞弊现象具有以下特点：一是民营企业由于其内部治理结构不完善、内部控制制度薄弱、外部监督环境相对宽松等原因，成为发债企业财务舞弊的重灾区；二是舞弊动机多样化，包含满足融资需求、达到业绩承诺目标、维护股价和再融资等；三是舞弊类型主要集中在虚增利润和资产、隐瞒关联方交易、故意遗漏重要信息等；四是随着经济的发展和金融市场的创新，一些企业利用复杂业务和新型金融工具进行舞弊，舞弊手段也更加隐蔽。

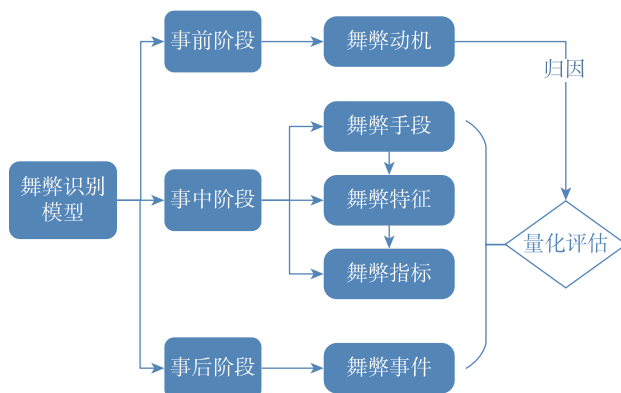
二、发债企业财务舞弊识别模型的构建思路

通过对多项反财务舞弊监管要求和众多舞弊案例进行深度解读，本专题归纳总结形成了动机、特征和事件三位一体的识别框架，并在此基础上构建了一套适用于我国发债企业财务舞弊的识别模型。模型的构建分为指标确立、权重赋予和量化排序三个阶段。

（一）指标确立

模型构建的重要基础是识别指标体系的确立。本专题运用的指标体系共分为舞弊动机、舞弊手段、舞弊特征、舞弊指标和舞弊事件。这五层链条呈现自顶而下、从大到小、层层递进的关系。其中舞弊动机分析是事前阶段，舞弊手段、舞弊特征和舞弊指标分析是事中阶段，而舞弊事件分析是事后阶段（见专题图 5-1）。

专题图 5-1 发债企业财务舞弊识别模型示意图



1. 事前阶段——舞弊动机

舞弊动机是舞弊手段和行为的开端，也是本舞弊模型构建的首层向导。通过分析舞弊动机，可以针对先导性风险信号对财务舞弊进行识别和评价。尽管舞弊的手段具有多样性和多变性，舞弊动机却相对稳定。通过总结舞弊案例以及相关法律法规，本专题认为企业进行财务舞弊的动机主要分为以下几类。

一是经营压力，即当企业因业绩承诺、市场竞争或外部环境变化等面临较大的业绩压力或已经陷入经营困境时，管理层可能会进行财务舞弊制造出财务状况良好的假象。

二是融资压力，即当企业欲续借资金、防止撤资或开展新的融资行为，为了能够满足融资条件或降低融资成本，管理层可能会采取美化财务报表的手段来争取债权人的信任。

三是退市压力，即为了避免因连续亏损被迫面临退市风险，在缺少扭亏为盈、改善业绩和持续盈利的能力时，部分企业可能会借助会计手段来调节利润美化报表。

四是监管和税收压力，即企业可能通过财务舞弊隐瞒违规行为（如违规担保、资金占用等），以规避监管机构的审查和处罚，或通过财务舞弊手段隐瞒真实收入或虚增成本，以减少税负。

五是管理层追求私利，即为了获取更高的个人利益、保住职位或提升职业声誉，管理层可能通过财务舞弊手段虚增利润或操纵业绩指标。

六是股东套取利益，即控股股东为了能够占用公司大额资金但不被发现或维持已质押股权的价格防止控制权转移等，大股东会操纵相关财务科目数据。

2. 事中阶段——舞弊手段、舞弊特征和舞弊指标

一是舞弊手段。当存在财务舞弊动机后，企业需要采取一定的手段才能达到舞弊目的。根据《财政部关于加大审计重点领域关注力度控制审计风险进一步有效识别财务舞弊的通知》等监管要求和大量舞弊案例，归纳总结企业在各类动机下可能采取的财务舞弊手段及途径，主要包含如下9类：虚增营收、虚减成本、调整非经常性损益、虚增货币资金、虚增资产、隐藏负债、延迟支付、异常投资和异常关联交易。

二是舞弊特征。企业采取的各类舞弊手段均会表现为不同的特征。财务舞弊特征的获取路径分为两类：其一是对财务报表的各科目、指标进行横向或纵向比较，即观察公司某财务指标近几年的动态变化情况或与同行业均值对比是否存在异常；其二是利用财务报表各科目本身之间的钩稽关系来验证财务报表的真实合理性，并对潜在的风险进行初判。

以“虚增营收”手段为例，本专题重点关注7个特征，分别为收入大幅增长、收入季度分布特征异常、营业收入与现金流背离、营业收入与经营净现金流背离、营业收入与营业成本背离、营业收入与销售费用率背离、营业收入与税金背离。其中，前两个为第一类特征。首先，企业虚增收入的直观结果就是主营业务收入增长率较高。然而，即使在一个快速发展的市场，行业领先的企业业绩增长也不会过多偏离行业增长速度。因此，如果企业营业收入出现大幅增长，且与行业整体发展趋势不一致，则需要深入分析企业收入大幅增长背后是否有合理的业务支持。同时，如果企业第四季度收入的占比及增速呈现大幅偏离行业一般水平的特征，则需要关注第四季度大额销售发生的合理性。后四个为第二类特征，即需关注营业收入（利润）与现金流、成本、销售费用、税金等

债券市场分析研究报告

项目变动趋势的背离程度。例如，当企业营业收入大幅上升时，经营活动现金流入也应该随之上升。此时若出现经营活动现金流入出现大幅下降的情况，则需要结合企业所处的市场地位、经营周期、信用政策等，进一步判断企业盈利的真实性。

三是舞弊指标。针对不同的舞弊手段和特征，需要选取最具代表性的指标来进行具体量化，即将各类异常特征拆解为多个相互关联的财务和非财务指标。指标的选取依赖于对财务舞弊案例及风险进行深度评估和解读。该部分需要使用财务报表、财务附注、重要事项及非财务信息等大量数据，采用专家模型和规则进行具体的指标识别分析，形成量化评估结果。

以“收入大幅增长”这一特征为例，本专题选取了“当年营收/上年营收-1”这一指标来衡量，该值高于行业均值的程度越高，说明收入可能存在虚增的风险越高。

3. 事后阶段——舞弊事件

舞弊事件是事后分析阶段，在当下监管要求日益强化的前提下，治理事件信号的前瞻识别能力在日益增强。该阶段的主要目的是识别和评价响应性的事件信号，为识别结果提供可靠支持和印证。

我们基于公告等信息，重点关注如下9类高危事件异常：

一是业绩变脸，即企业业绩预告远低于实际经营业绩，或发生过两次及以上的业绩预告修正；

二是关键岗位异常，即企业内董事、监事及高级管理人员等重要岗位长期缺失或频繁变动；

三是审计事务所变更，即近三年或五年内发生过会计师事务所的主动更换；

四是审计意见异常，即企业财报被审计单位出具了“保留意见”“否定意见”“无法表示意见”等；

五是监管异常，即企业因虚列利润、虚构资产、违规关联交易、财务信息披露等问题，被监管机构给予市场禁入、限期整顿、立案调查、警告、处罚、问询、关注、谴责、批评等惩罚；

六是司法异常，即企业因财务或运营问题陷入诉讼官司中，或产生了资产冻结等负面结果；

七是股权质押异常，即企业控股股东股票质押比例较高，或者出现了不断补充质押以应对平仓风险的现象；

八是并购异常，即企业频繁进行并购或并购后出现了业绩变脸的情形；

九是海外业务异常，即企业突然大规模开拓海外市场，海外收入占比大幅增加。

（二）权重赋予和量化评估

在量化分析中，事前阶段的舞弊动机类指标不纳入对舞弊风险计算的过程，而是作为归因分析使用。

对于事中阶段的识别体系，需要根据其对上级要素的重要程度分别对舞弊手段、舞弊特征和舞弊指标的各层要素赋予不同的权重，各层级的权重总和满足 100% 的归一化要求。在评分机制设计上，采用 0~10 分的标准化区间，以底层识别指标为起点，根据输入或计算出的指标值在全部同行业企业中的排序位置（百分位数）给予相应的得分。得分越高，舞弊的可能性越大。基于底层指标得分，采用加权聚合算法逐级向上计算中间层舞弊特征得分和顶层舞弊手段得分，并得到最终的事中阶段舞弊风险量化结果。

对于事后阶段的舞弊事件类指标，采取 0 或 1 的赋值方法，得到各事件指标的加总得分，并根据事中阶段和事后阶段的得分和权重，计算得到最终的企业舞弊风险水平评估结果，并使用事前阶段的结果进行归因分析。

三、发债企业财务舞弊识别模型的应用场景

发债企业财务舞弊识别模型虽然不能断定企业财务报表一定是虚假的，但可以通过对企业进行批量监测，提示企业财务高危异常特征，为使用者进一步调查取证提供初步参考，其应用场景广泛，可覆盖债券全生命周期。

（一）债券发行阶段

对于承销商或投行而言，在承销债券前，通过模型快速筛查发行企业的财务报表异常，可辅助尽职调查团队聚焦高风险领域，明确尽职调查方向，降低承销风险。对于投资者而言，在债券认购前，利用模型评估企业的财务健康度和可信度，可辅助投资决策，避免踩雷。对于监管机构而言，在债券注册或备案阶段，模型可作为辅助工具帮助审核部门识别可疑企业，提高审核效率。

（二）债券存续期间

对投资者而言，通过财务舞弊识别模型对持仓债券的发行企业进行持续动态跟踪监测，可及时发现财务指标异常，避免因企业暴雷导致投资损失。对于第三方估值机构而言，模型能够帮助估值人员及早发现企业在财务真实性方面的可疑之处，赋能公司债券信用分析业务，提高债券估值质量和效率。对于审计机构而言，结合模型输出的风险信号，能够明确具体风险方向并有针对性地确定重点审计领域，使得审计工作开展更加准确、高效。对于监管机构而言，模型通过持续监控，可定期形成异常企业清单，据此对相关企业的启动问询或现场检查，提高日常监管的效率，推动科技赋能金融监管。

（三）债券违约阶段

对于风险管理团队而言，在债券临近到期或企业流动性紧张时，通过模型识别潜在的财务舞弊迹象（如突击调整报表、大额资产转移），可预判违约风险并制定应对策略。对于不良资产处置机构而言，对已违约债券的企业进行深度分析，可识别其财务舞弊历史，辅助资产回收或法律追责。

四、政策建议

一是积极推动模型的落地应用。发债企业财务舞弊识别模型既能够提早识别潜在的财务舞弊风险，又能提高筛查效率。要积极探索模型在更多场景、更多主体中的落地应用。建议先在重点行业、重点地区实行试点，在总结经验并优化模型逻辑的基础上，逐步向其他主体拓展。

二是不断促进模型的动态优化。发债企业财务舞弊识别模型广泛应用的基础在于模型识别的有效性。模型中的指标选取、权重设置等步骤需要根据最新的现实情况进行调整。可引入机器学习算法和大模型工具，使识别模型能够动态更新，识别企业进行财务舞弊的新手段、新方式。

三是优化发债企业信息披露机制。目前我国部分发债企业，尤其是中小企业的财务数据披露质量不佳，影响财务舞弊识别模型的应用效率。对此，一方面要进一步明确关联交易、表外融资等高风险科目的披露细则和标准，减少信息隐藏空间；另一方面，在保证数据安全的前提下，要加快建立积极的信息共享机制，推动数据互通，打破“数据孤岛”。

[专题六]

不良贷款资产支持证券业务现状及思考



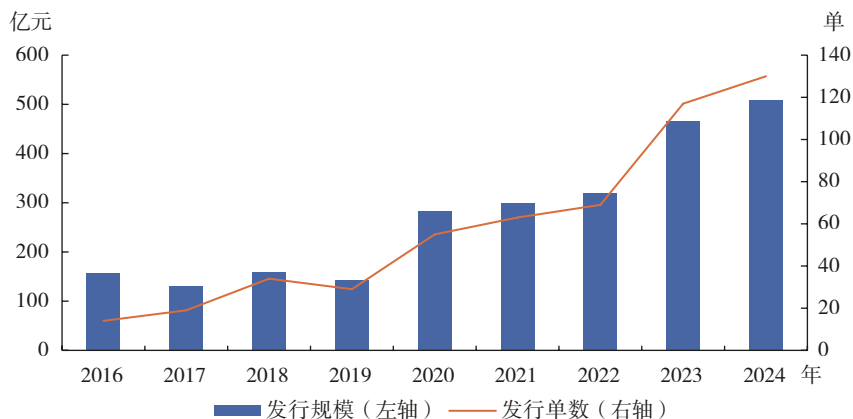
近年来，我国银行业金融机构不良贷款余额持续攀升，普遍面临不良资产处置压力。2024 年末，我国商业银行不良贷款余额为 3.3 万亿元，同比增长 1.66%，余额规模连续五年增加。不良贷款资产支持证券（以下简称不良贷款 ABS）作为银行业金融机构处置不良资产的重要创新方式，因其周转速度快、处置收益高等特点，受到市场广泛关注，在盘活存量信贷资源、防范化解金融风险等方面发挥了重要作用。

一、不良贷款 ABS 市场现状

（一）发行规模持续增长，市场重要性稳步提升

自 2016 年试点开展以来，不良贷款 ABS 业务持续稳健发展。截至 2024 年底，银行业金融机构累计开展不良贷款 ABS 业务 522 单、规模为 2 288.87 亿元。其中，2024 年共发行不良贷款 ABS 产品 130 单，规模合计 508.67 亿元，较上年同比分别增长 11.11%、9.15%，累计处置不良贷款规模 3 190 亿元（见专题图 6-1）。相较于核销、清收、转让等不良资产传统处置方式，不良贷款 ABS 通过引入结构化技术实现了信用增级和风险收益分层，有效提升了不良资产处置效率，已成为商业银行处置不良贷款的重要手段，在实现银行资产出表、改善资产负债结构等方面作用日益凸显。

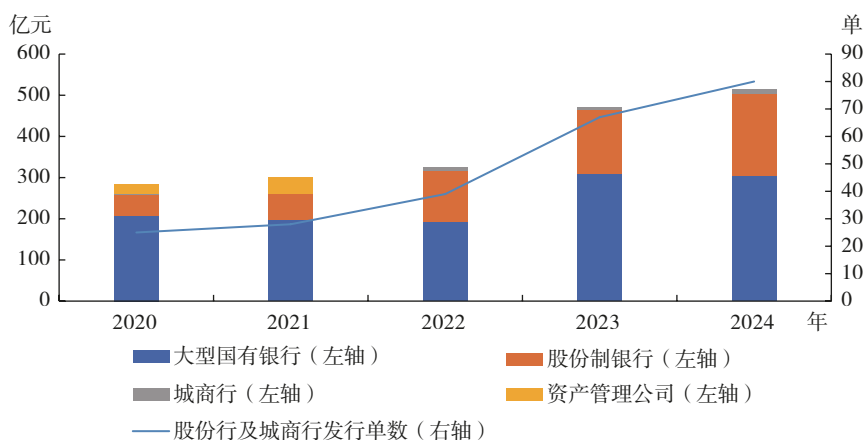
专题图 6-1 2016—2024 年不良贷款 ABS 发行规模及数量



(二) 大型国有银行参与为主，股份行城商行参与度提升

目前获批开展不良贷款 ABS 业务的 41 家试点机构包括政策性银行、大型国有银行、股份制银行、城商行、农商行、外资银行以及资产管理公司。其中，大型国有银行是发行主力，而股份制银行和城商行的参与度不断提升，发行主体整体结构较为稳定。2024 年，6 家大型国有银行共发行不良贷款 ABS 产品 50 单，规模为 304.18 亿元，占全年总规模的 59.80%，业务单数及发行规模继续稳居首位；12 家股份制银行及城商行共发行 80 单，规模为 204.49 亿元，较 2023 年同期分别增加 23 单、46.58 亿元，股份制银行及城商行业务单数和发行规模连续三年增长（见专题图 6-2）。

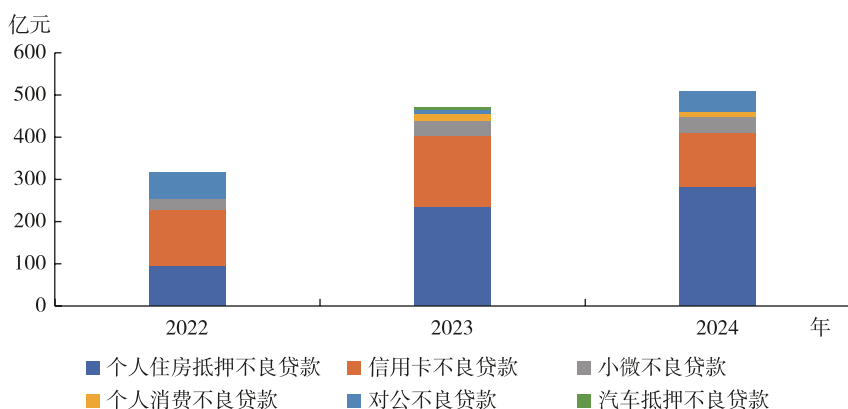
专题图 6-2 不同类型机构发行规模以及股份制银行、城商行发行单数



（三）基础资产以个人不良贷款为主，住房抵押贷款增长迅猛

不良贷款 ABS 常规入池的基础资产包括个人类和对公类两大类资产^①，个人类不良贷款由于具有“小额分散”特点，更易降低产品风险、提升回款稳定性，是不良贷款 ABS 目前主要的基础资产类别。个人类不良贷款中，住房抵押不良贷款逐步取代信用卡不良贷款，成为不良贷款 ABS 发行规模最大的品种。2024 年，个人住房抵押不良贷款 ABS 共发行 44 单、282.21 亿元，占不良贷款 ABS 总规模的 55.48%（见专题图 6-3）。

专题图 6-3 2022—2024 年不良贷款 ABS 基础资产分布



（四）发行利差呈收窄态势，市场投资认可度有所提升

近年来，不良贷款 ABS 随着前期产品的陆续到期兑付，相关底层资产回收情况、收益兑付速度普遍高于市场预期，产品发行利差持续收窄。2024 年，不良贷款 ABS 优先档（AAA 评级）平均发行利率为 2.41%，较 2023 年平均发行利率降低 70BP；与一年期国债到期收益率平均利差为 74BP，平均利差较 2023 年下降 26BP，产品优先档安全性和投资认可度不断提高。

二、不良贷款 ABS 市场面临的主要问题

（一）发起机构结构单一，试点范围亟须扩大

不良贷款 ABS 业务发起机构主要为大型国有银行，国有六大行^②常年占据市场 60%

^① 个人类不良资产包括信用卡不良贷款、汽车抵押不良贷款、个人消费不良贷款、个人住房抵押不良贷款，其中前三类合成为个人信用类不良贷款；对公类不良资产包括对公不良贷款、小微企业不良贷款。

^② 国有六大行包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行。

债券市场分析研究报告

左右的发行规模，其他参与机构多为股份制银行以及零星城商行，市场呈现集中度高、发起机构较单一的特点，影响了市场的进一步扩容。目前，不良贷款 ABS 业务仍实行试点白名单制，试点名单发展至 2019 年后不再大规模更新，现有 41 家试点机构主要涵盖大型国有银行、股份制银行以及部分头部城商行，其中常态化开展业务的机构不到半数。非银机构及大部分中小银行暂无业务资格。近年来，随着零售业务的下沉式发展，消费金融公司及多家中小银行待处置不良资产中积累了大量小额分散的消费类资产，此类资产是理想的证券化标的，因此上述机构有较强的不良贷款 ABS 业务需求，亟须获得试点业务资格以拓宽不良资产处置渠道。

（二）发行审核、信息披露、承销等业务机制有待优化

经多年业务实践，不良贷款 ABS 业务机制有若干细节待进一步优化。一是发行审核方面，目前发行主体在注册产品新增额度时，需将不同类型资产分别单独注册，对于产品涉及较多资产类别的机构，需分别发起注册流程，在一定程度上影响了业务效率。二是信息披露方面，根据交易商协会发布的《不良贷款资产支持证券信息披露指引（修订）》要求，产品发行阶段，发起机构和受托机构需提前 5 个工作日完成产品发行公告，此时间要求远多于交易商协会非金融企业债务融资工具等其他产品 2 个工作日的披露时间要求，不利于发行工作的灵活调整。三是发行承销方面，目前不良贷款 ABS 承销业务只能由券商担任牵头主承销商，商业银行只能作为联席主承销商参与，承销业务存在马太效应，不利于市场竞争。

（三）合格投资人不足，产品优先档销售困难

不良贷款 ABS 产品仅面向银行间市场发行，暂未在交易所市场发行，其投资者仅限于银行间市场。在实际发行过程中，不良贷款 ABS 将较多收益和风险配置在次级档，导致优先档平均收益率水平不高，对社会投资者引力不足，且优先档期限较短，普遍在 2 年以内，难以满足有中长期投资偏好的保险公司、基金等需要，因此目前投资者以商业银行自营资金为主，合格投资人较少且结构较为单一，银行之间互持优先档的现象较为普遍。特别地，2023 年新发布的《商业银行资本管理办法》提高了银行自营资金投资不良贷款 ABS 优先档的风险权重，削弱了银行投资不良贷款 ABS 的动力，进一步加大了产品的销售难度，市场对于扩大投资者队伍需求较为迫切。

（四）基础资产有待进一步创新

当前银行业金融创新业务发展速度较快，但不良贷款 ABS 基础资产仍以传统信贷资产为主，难以完全满足不同层次机构处置新类型不良资产需求。例如，由银行业金融机构出资、助贷机构引流的助贷、联合贷模式逐渐成为消费贷等零售类资产的重要生成

模式，形成规模较为可观的资产。但现行不良贷款 ABS 入池的零售类资产要求为机构独立风控形成的不良贷款，在联合贷、助贷方面仍有空白。

三、不良贷款 ABS 市场发展建议

（一）推动不良贷款 ABS 市场扩容，拓宽不良处置渠道

建议逐步放开不良贷款 ABS 白名单限制，允许已获得正常类信贷资产证券化业务资格的机构开展不良贷款 ABS 业务。不良贷款 ABS 试点名单自 2019 年后不再批量更新，难以满足现有市场需求。大部分已获正常类信贷资产证券化业务资格的机构具备了开展不良贷款 ABS 业务的条件基础，且表现出较强业务需求，可考虑将不良贷款 ABS 业务资格拓宽至上述机构。

（二）完善市场机制建设，提高不良资产处置效率

一是探索允许部分优质发行人将具有相同风险、回款特征的资产（如信用卡、小额消费贷、车贷等）在同一注册报告中注册，分品种做好后续信息披露，以在有效把控业务风险的同时提高产品发行效率。二是探索将联合贷、表内助贷等资产纳入不良贷款 ABS 基础资产池，强化发起机构信息披露责任，提高产品透明度。三是商业银行作为信贷投放主体对于底层资产的风险收益特征认知更为全面，建议允许商业银行作为牵头主承销商参与不良贷款 ABS 承销业务，促进市场竞争。四是建议参照交易商协会非金融企业债务融资工具信息披露时间要求，缩短不良贷款 ABS 发行公告时间。如首次发行可维持提前 5 个工作日公告，后续发行建议缩短为提前 2 个工作日，提升发行灵活性。

（三）丰富投资人队伍，提高产品流动性

一是鼓励商业银行参与不良贷款 ABS 优先档投资，对商业银行自营资金投资优先档在资本计提、税收减免等方面给予优惠。二是探索培育引入境外投资人。信贷 ABS 在国际市场发展历史悠久，境外投资人对于资产结构化产品有较强的风险识别和认可度，同时也有利于促进不良贷款 ABS 市场的专业化发展。

[专题七]

规范证券化 STC 标准认证研究报告

资产证券化（ABS）是打通信贷市场、货币市场和资本市场的连接通道，在盘活存量资产、提高资金使用效率、加大金融对实体经济支持力度等方面具有积极意义。国家金融监督管理总局 2024 年实施的《商业银行资本管理办法》（以下简称《资本办法》），针对资产证券化产品引入“简单、透明、可比”标准（以下简称 STC 标准），并对符合 STC 标准的 ABS 产品给予一定的资本优惠。STC 标准的引入，在促进我国 ABS 业务持续健康发展的同时，将进一步发挥资本监管指挥棒作用，推动商业银行全面提升风险管理水平和服务实体经济质效。

一、STC 标准的国际实践

STC 标准是巴塞尔委员会在国际金融危机后，为推动 ABS 市场规范发展，发布的一套证券化监管框架，目前已有良好实践。

（一）巴塞尔 STC 标准的建立

国际金融危机后，ABS 业务受到较大冲击，部分 ABS 产品暴露出结构嵌套复杂、评级方法不透明、信息披露不充分等问题。为推动 ABS 市场规范发展，巴塞尔银行监管委员会于 2015 年发布了一套 ABS 监管框架，正式建立“简单（Simple）、透明（Transparent）、可比（Comparable）”标准。其中，“简单”指 ABS 产品的底层资产特征简单且具有同质性，交易结构不复杂；“透明”指提供充分的底层资产、交易结构及交易参与方的相关信息以便投资者全面了解涉及的风险；“可比”指帮助投资者直接比较同一资产类别的证券化产品。投资者持有符合 STC 标准的 ABS 产品，能够更全面地了解产品风险和质量，在资本计提上享有一定优惠。例如，符合 STC 标准的 5 年期

AAA 评级 ABS 产品优先级风险权重为 10%，同等条件下非 STC 标准 ABS 产品的风险权重为 20%。

（二）欧洲 STS 标准实践

目前，STC 标准已在欧洲市场广泛实践。2017 年 12 月，欧洲议会和理事会颁布《证券化条例》（2017/2402），并参照巴塞尔协议证券化 STC 标准的相关要求，于 2019 年 1 月起正式实施“简单（Simple）、透明（Transparent）、标准化（Standardized）”的证券化标准。

《证券化条例》从基础资产、交易条款、信息披露、第三方服务机构等方面进行了细化。基础资产方面，基础资产应具有同质性且不含任何已证券化资产，入池前已进行过一次偿还，资产的参考利率应为常见市场利率等；交易条款方面，要求规定提前推销条款和循环期终止触发条件，各服务机构合同义务、职责，以及发起机构或原始权益人须持续在证券化中保留不少于 5% 的份额等；信息披露方面，明确了发起机构和特殊目的载体应向投资者披露的信息内容，例如披露静态和动态历史违约及损失表现数据、现金流模型、利率汇率风险缓释措施等；第三方服务机构方面，规定了证券化产品数据库的相关注册及管理要求，同时明确发起人可以聘请经主管机构授权的第三方机构对证券化产品是否符合 STS 标准进行认证。

据了解，欧洲 STS 证券化产品约占全部证券化产品的 40%，其中公募发行的 STS 证券化产品中约有 99% 经第三方机构认证。欧洲 STS 标准认证管理的良好实践，为完善我国推动 STC 标准落地实施和管理提供了经验参考。

二、中国引入 STC 标准的意义

中央经济工作会议明确提出，必须统筹好做优增量和盘活存量的关系，全面提高资源配置效率。ABS 业务有利于增强金融市场流动性，加强银行资产负债管理，提高金融市场配置资源的效率。《资本办法》引入了 STC 标准项下的 16 条原则性要求，主要涵盖基础资产、交易结构、参与机构和信息披露四个方面（见专题表 7-1）。引入 STC 标准，规范 ABS 产品发行，一方面有利于商业银行通过更加精准地量化风险、计量资本，改善资产负债结构，优化资源配置，加速资金周转，实现风险与收益的平衡，提升银行防风险能力；另一方面也将鼓励更多产品结构清晰、信息披露充分的证券化产品发行，是推动 ABS 市场发展的重要举措。

专题表7-1 《资本办法》STC标准（16条）归纳表

风险类别	STC 标准要点
基础资产	标准 1: 基础资产应为同质的债权
	标准 3: 基础资产入池时不存在逾期
	标准 4: 基础资产管理标准一致性
	标准 5: 基础资产可执行性要求
	标准 15: 基础资产信用风险权重要求
	标准 16: 资产池分散度要求
交易结构	标准 7: 产品偿付现金流要求
	标准 8: 利率与币种错配及缓释措施
	标准 9: 循环购买相关触发事件安排
	标准 10: 转移基础资产所有权利
	标准 12: 风险自留安排
	标准 14: 参与机构责任义务及替换条款
参与机构	标准 2: 对发起机构要求
	标准 13: 对资产服务机构与受托机构要求
信息披露	标准 2: 披露基础资产历史表现
	标准 6: 披露资产池数据信息、第三方审阅
	标准 9: 产品分配顺序及信息披露
	标准 11: 发行文件披露与审阅
	标准 14: 存续期信息披露

注：银行业信贷资产登记流转中心根据 STC 标准 16 项条款归纳整理。

三、中国实施 STC 标准存在的问题

基于对《资本办法》的理解以及我国三大资产证券化市场现状，目前市场机构普遍认为，以消费类、小微类等小额分散资产作为基础资产的证券化产品有较大可能符合 STC 标准。并且随着 ABS 市场逐步扩大，STC 产品将有较大发行潜力。

但当前在国内实施 STC 标准，尚存在一些亟待解决的问题：

一是各类主体对 STC 标准理解尚不统一。《资本办法》规定了 STC16 条原则性要求，发起机构可以自行评估证券化产品是否符合 STC 标准。但实践中，针对证券化产品是否满足 STC 标准相关条款的理解尚不统一。市场机构对部分问题存在疑虑，如对标准条款理解不够准确，不能充分把握监管原则和精神，自评结果可能面临内外部质疑等，呼吁尽快明确“谁来认证”“如何认证”等问题。

二是信息披露水平有待提升。符合 STC 标准的产品应满足较高的信息披露要求，包括基础资产损失数据的披露字段，现金流相关信息，向投资者披露的材料清单，但现有证券化产品信息披露无法完全满足上述要求。

三是缺乏市场认可的第三方认证。为了维护风险计量的准确性，《资本办法》要求商业银行对其投资的 ABS 进行尽职调查，以确认是否符合 STC 标准。国际实践中，投资者和监管部门都难以甄别相关产品是否符合 STC 标准。欧盟因此引入 STC 第三方认证机制，由监管授权的机构开展认证工作。

四、促进证券化 STC 标准规范实施的政策建议

当前证券化 STC 标准实践中机构普遍关心的事项和客观存在的问题，亟须引起重视并进一步规范。根据我国资产证券化市场现况并结合国际经验初步考虑，建议从以下几个方面推进 STC 标准有序实施。

（一）出台证券化 STC 标准实施指导意见

建议监管部门就市场机构普遍关心的标准适用范围、相关条款口径把握、评估认证规范等问题，统一标尺、形成共识，以减少 STC 标准在理解和执行过程中的歧义。

（二）引入 STC 标准第三方认证机构

为保障 STC 认证结论的权威性和中立性，可借鉴欧洲经验，建议由监管部门授权银登中心为市场提供 STC 标准认证服务，以降低行业成本，节约监管资源。银登中心作为履行证券化信息登记职责的监管支持机构，具有中立第三方特征，并配备专业的人才队伍及安全高效的业务系统，具备开展认证服务的专业能力和数据、系统等基础优势。

（三）建立 STC 产品集中公示平台

由银登中心以现有证券化信息登记系统为基础，搭建 STC 产品公示管理平台，建立并维护 STC 产品清单，为市场机构提供 STC 产品信息查询等服务，持续提升市场透明度，助力监管机构规范 STC 产品发行。

[专题八]

金融机构投融资碳核算现状及挑战

碳排放信息是金融机构做好可持续信息披露、开展气候投融资、支持实体经济绿色低碳发展的基础。在金融机构的碳排放信息披露中，投融资碳排放最具重要性和挑战性。

一、投融资碳核算背景和意义

“双碳”目标提出以来，政府部门统筹规划，多角度推动碳排放统计与核算工作有序开展。2022年，国家发展改革委、国家统计局、生态环境部印发《关于加快建立统一规范的碳排放统计核算体系实施方案》，将完善行业企业碳排放核算机制、建立健全重点产品碳排放核算方法列为重点任务。2024年，国家发展改革委等八部门联合印发《完善碳排放统计核算体系工作方案》，着眼于服务地方碳考核、行业碳管控、企业碳管理、项目碳评价、产品碳足迹等工作，部署了具体任务，包括完善重点行业领域碳排放核算机制、健全企业碳排放核算方法、加快建设国家温室气体排放因子数据库等。2023年11月，财政部等九部门正式印发了《企业可持续披露准则——基本准则》，并持续推动气候主题准则制定，碳排放信息的核算及披露也是其中的重要内容。

金融机构做好投融资碳排放统计核算及披露是掌握碳排放变化趋势、制定绿色低碳转型配套政策、开展考核的依据，是金融系统做好碳达峰碳中和工作、支持实体经济发展的重要基础。一方面，结合资产碳排放核算结果，金融机构可识别高碳资产以及融资主体低碳转型潜力，满足低碳转型企业的合理融资需求，支持金融机构开展气候、碳中和或转型主题投资；另一方面，通过纳入金融机构转型规划，可进一步推动各类融资主体主动节能降碳，助力实体经济低碳转型。2024年，主管部门陆续发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的

意见》，就推动金融系统逐步开展碳核算提出要求，鼓励通过大数据、人工智能等赋能碳核算，提升绿色金融服务的能力和效率。

二、金融机构投融资碳核算的国际经验

2015年起，国外金融机构就开始着手碳核算，发起成立碳核算金融联盟（PCAF），推出投资组合层面碳核算标准，并积累了大量的核算及披露实践经验。

目前，全球公认的金融机构温室气体排放核算标准和方法学，较为普遍的主要有两个。一是世界可持续发展工商理事会（WBCSD）和世界资源研究所（WRI）于2011年共同制定的温室气体核算体系（GHG Protocol）系列标准，包括《温室气体核算体系企业核算与报告标准》和《企业价值链（范围3）核算和报告标准》等，这些标准对企业碳核算提供了参考标准，其中，前者主要盘查核算主体边界为范围1和范围2的温室气体排放，后者从全价值链的角度核算企业范围3的碳排放，将涉及的上下游经济活动划分为15类，其中第15类——金融投资业务为金融机构碳核算重难点范围。二是针对金融机构的碳核算，碳核算金融联盟（PCAF）在上述标准的基础上制定开发了《金融业温室气体核算与报告指南》，该指南涵盖股权、商业贷款、项目融资、商业地产、抵押贷款、车贷等多个金融资产类别及其对应的碳核算方法。

从国际经验来看，PCAF成员银行业金融机构碳核算实践经验较为丰富，普遍已进行投融资碳排放核算。例如，荷兰银行、桑坦德银行、花旗银行和美国银行均已开展运营层面覆盖的全类别碳排放核算，并基于自身发展状况进行碳排放管理。在范围3碳核算方面，花旗、汇丰等银行均已开展范围3投融资碳排放核算及披露。

三、我国金融机构投融资碳核算实践现状

近年来，我国金融主管部门出台一系列金融机构碳核算相关文件，2021年，人民银行发布《金融机构碳核算技术指南（试行）》《金融机构环境信息披露指南》，明确了金融机构应当对其自身经营碳排放、投融资活动碳排放进行核算，并提供了报告模板和披露要求。

调研显示，不少金融机构已在着力提升碳核算能力并开展相关实践。开展碳核算工作的金融机构中，大多对机构本身范围1和范围2的碳排放进行了核算，部分金融机构开始尝试进行范围3碳排放核算，并对范围3中投融资业务的碳排放进行统计和披露。在21家^①必须进行可持续发展报告披露的国内上市银行中，有19家披露了2023年范围1和范围2的碳排放量，仅有4家银行披露了范围3排放，其中仅1家披露了范围3排

^① 证监会2024年4月指导深圳、上海和北京证券交易所发布《上市公司可持续发展报告指引》，要求上证180指数、科创50指数样本公司以及境内外同时上市的公司应当披露可持续发展报告。

债券市场分析研究报告

放中的融资排放。部分银行在采用国内外权威核算标准的基础上，已开展运营层面的碳排放核算，如中国工商银行、交通银行、华夏银行、湖州银行。部分银行启动了投融资层面碳排放核算工作，平安银行湖州分行2023年核算了分行口径下范围1和范围2碳排放量。中国银行湖州市分行2023年核算了安吉昌硕支行网点截至2023年末自身运营碳排放量（含范围1、范围2、范围3）。

四、我国金融机构投融资碳核算的挑战

碳核算基础数据采集难、加工处理过程复杂是阻碍金融机构开展碳核算的最大挑战。具体来说：

一是信息披露及数据质量不高。国内尚未形成统一规范的气候信息披露标准和强制性披露法规，企业自主披露的碳排放信息较少，且来源分散，完整度有待提高。2023年，仅有约12%的上市公司和债券发行人主动披露碳排放量数据。即使金融机构能够获得投融资企业直接或间接报告的温室气体排放信息，大部分也缺乏对核算标准、核算方法、关键数据来源和数据质量等方面的披露，且较少经过鉴证，数据透明度和可靠性欠佳。

二是构建碳核算方法对行业相关专业知识要求度高。由于企业碳排放数据自主披露率低，金融机构需要自行核算，但碳核算工作量大、可比性欠佳。碳核算的方法与行业生产经营和业务特点紧密相关，涉及不同国民经济行业的不同类型企业，需要了解行业生产工艺流程才可全面设计该行业的碳核算方法。如何尽可能合理构建核算方法成为金融机构开展碳核算工作的难点。

三是基础数据非结构化程度高、采集难度大。企业间活动数据（如燃料消耗等）披露字段差异大，数据结构多样，且存在大量异构数据；同时，各企业报告披露单位也不尽统一，需要进行单位标准的设定和换算，如果处理不准确，结果会产生量级的差异。

四是碳排放核算过程涉及的指标数量和计算量大、模型参数和算法复杂、判断维度与分支逻辑交错，需要与财务数据、市场风险数据等不同领域和类型的信息结合使用，涉及跨平台、多系统数据加工处理，金融机构自主搭建碳核算方法和数据库难度大；同时，由于缺乏统一标准，各家机构核算结果差异大、可比性欠佳。

五、助力金融机构投融资碳排放核算及披露的建议

目前，金融机构面临企业碳排放数据披露率低、数据获取成本高、估算技术难度大、可比性欠佳等困难。因此，为助力金融机构更好地开展投融资碳排放核算及披露，提出以下几个建议。

一是强化碳排放核算数据采集与管理工作，完善企业碳排放基础数据，对金融服务实体经济形成示范效应。碳核算依赖的数据来源广泛，如能耗结构数据涉及能源部门、

经济指标涉及统计部门，应加快建立碳排放统计核算工作部门协调机制，加强相关部门在碳排放数据共享、技术交流和项目开发等方面的合作，建设广覆盖的企业碳核算数据库，常态化更新排放因子，为金融机构合理估算碳排放、提高碳核算准确性提供数据和技术支持。

二是持续统一并优化金融机构碳排放核算技术和方法。2024年，中国人民银行修订了《金融机构碳核算技术指南（试行）》，从方法层面帮助金融机构核算自身及其投融资业务相关的碳排放量及碳减排量。中债金融估值中心有限公司依靠其数据治理和金融科技优势，数智化整合海量企业信息，根据相关标准，创新推出中债金融机构碳核算支持工具，提供包括企业碳排放量数据库、行业碳排放强度、组合碳排放计算工具等在内的核算服务，覆盖近10 000家发债企业和上市公司。该工具遵循权威标准参数，全面集成4大类方法、超过650个测算分支，涉及超过30万条基础数据，有效提升金融机构碳排放核算的便利度。

三是建立具有广泛市场共识性的第三方碳核算基础数据服务，推动金融机构碳核算落地。考虑到各金融机构自行估算存在数据收集成本高及估算结果不可比的问题，建议金融机构可在自行估算的基础上，使用第三方数据或基于第三方核算数据进行估算的结果校验，提升数据的可比性和一致性，支持金融监管政策落地。

四是重视能力建设，提高金融机构对投融资碳排放信息披露的治理能力。通过搭建数据资源平台，为金融机构获取碳核算数据提供支持和便利。丰富拓展强化碳减排金融激励举措，对开展碳核算并实现低碳减排生产经营的各类市场主体予以融资支持。鼓励金融机构组织开展碳核算理论研究和实践探索，全面提升核算能力建设。

[专题九]

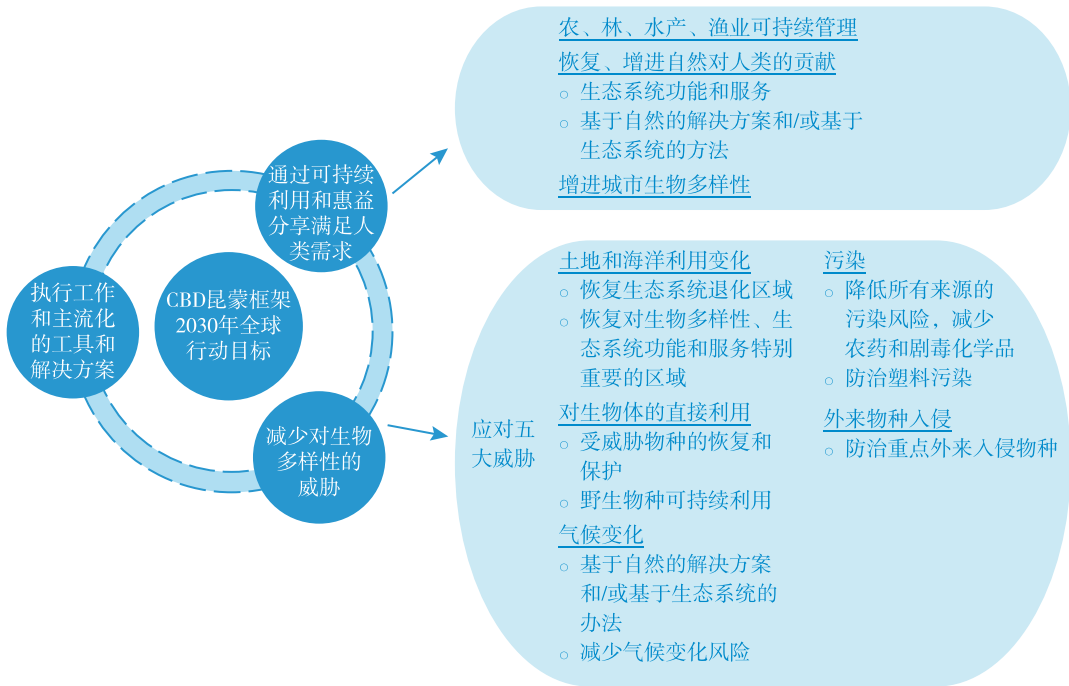
支持生物多样性的绿色项目目录及 环境效益信息披露指标

金融支持生物多样性保护需要高质量的信息披露。目前国内外生物多样性金融信息披露标准不一，质量参差不齐，阻碍了市场主体参与生物多样性金融市场的积极性，亟须通过标准的信息披露指标体系加强生物多样性信息披露。开发支持生物多样性的绿色项目目录及环境效益信息披露指标可以提升金融支持生物多样性保护的环境效益信息披露规范性和透明度，推动我国生物多样性金融市场协同化、规范化、标准化发展，为生物多样性保护提供精准的资金支持，强化生物多样性保护工作协调机制的统筹协调，为全球金融支持生物多样性保护提供中国方案，贡献中国智慧。

一、国外生物多样性保护项目及环境效益信息披露情况

在全球层面上，至今尚未形成统一的生物多样性保护项目界定标准。当前市场实践多基于《生物多样性公约》(CBD)，由不同机构根据实际运用场景需要，设定生物多样性活动符合的条件与具体的分类标准。CBD将生物多样性划分为遗传多样性、物种多样性与生态系统多样性三个层次，在《昆明—蒙特利尔全球生物多样性框架》(以下简称《昆蒙框架》)中明确了当前行动的三大主题：减少对生物多样性的威胁、满足人类需求、执行工具和解决方案的主流化。尽管《昆蒙框架》未直接提供生物多样性保护项目清单，但其中设定的2030年行动目标为生物多样性保护和可持续利用指明了方向(见专题图9-1)。

专题图 9-1 《昆蒙框架》2030 年行动目标方向示意图



在全球生物多样性保护的实践中，环境效益信息披露标准化的重要性日益凸显。鉴于生物多样性的复杂性和多维度特性，现有标准均提倡结合定性与定量方式进行披露。在定量层面，多强调指标的可比性和基准性，鼓励披露方从不同视角，采用多指标进行披露，同时考虑到指标信息的获取便捷程度，以及不同行业、生态系统和地理区域中生物多样性信息披露的复杂程度，鼓励根据实际情况，灵活选取指标。例如，全球环境基金《GEF-8 成果测量框架》和国际资本市场协会《生物多样性项目影响报告披露指标建议》。

近年来，全球生物多样性环境效益信息披露呈现积极态势，企业及金融机构日渐将生物多样性考量纳入常规报告，市场对自然相关财务披露关注度和自然相关披露标准互通性均有所提升。自然相关财务信息披露工作组（TNFD）宣布全球共有 416 家企业采纳其披露建议，将与自然相关的财务披露纳入常规报告，其中 114 家为金融机构，所代表的资产管理规模高达 15.9 万亿美元。国际可持续标准委员会（ISSB）也表示，未来两年内将开发一套全面的标准体系，涵盖生物多样性、生态系统和生态系统服务等领域，以融合 TNFD 及其他相关框架，减轻企业报告负担，同时提升报告质量和可信度，推动全球范围内更加一致和透明的报告实践。

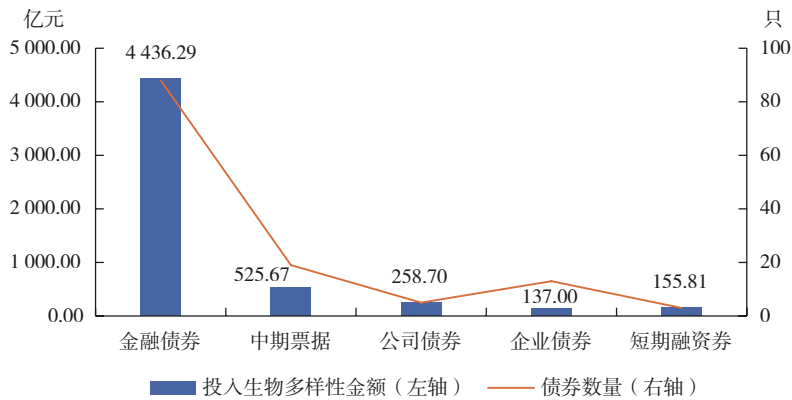
二、国内生物多样性保护项目及环境效益信息披露情况

目前国内关于生物多样性项目未出台具体明确的目录清单，监管部门也尚未针对生物

债券市场分析研究报告

多样性保护出台明确的信息披露规定。但从市场实践来看，绿色债券在支持生物多样性保护方面积累了较为丰富的实践案例。根据中债—绿色债券环境效益信息数据库，截至2024年末，累计有130只贴标绿色债券、合计5 513.47亿元投入生物多样性项目^①，其中金融债券是主力债券品种，投入金额为4 436.29亿元，占全部债券的80.46%（见专题图9-2）。

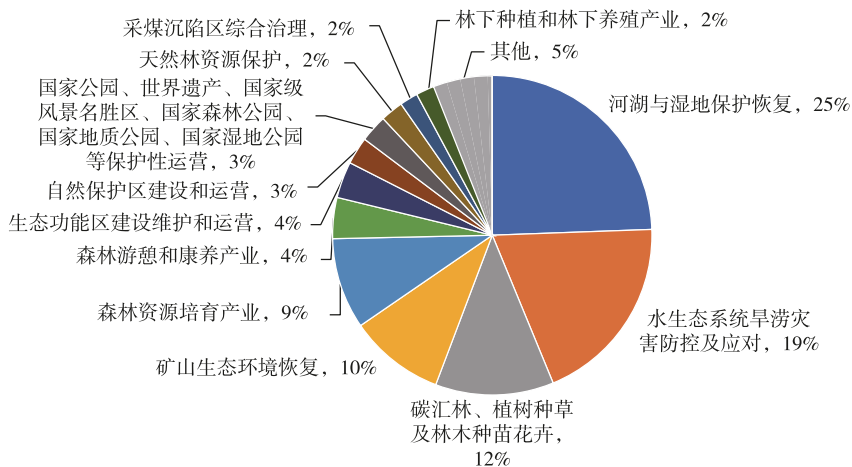
专题图 9-2 中国绿色债券中生物多样性保护项目债券分布情况



（数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库）

债券信息披露显示，绿色债券投入生物多样性保护项目约为207个，其中，主要投入的生物多样性保护项目为河湖与湿地保护恢复、水生态系统旱涝灾害防控及应对等领域（见专题图9-3）。

专题图 9-3 中国绿色债券中生物多样性保护项目所属分领域情况



（数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库）

^① 本报告是根据《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》筛选的贴标绿色债券投向生物多样性的项目。

基于已发布的金融行业标准《绿色债券环境效益信息披露指标体系》，对当前绿色债券中生物多样性项目信息披露水平进行分析测算，可以看出，除林下种植和林下养殖产业、碳汇林、植树种草及林木种苗花卉平均信息披露完整度较高，披露频次较高的生物多样性环境效益指标有治理/保护面积、林地/草地面积、固碳量等（见专题表 9-1）。

专题表9-1 绿色债券生物多样性项目信息披露情况		
分领域名称	平均信息披露完整度（%）	主要披露指标
现代农业种业及动植物种质资源保护	0.00	未披露
天然林资源保护	55.00	林地/草地面积
动植物资源保护	0.00	未披露
自然保护区建设和运营	0.00	未披露
生态功能区建设维护和运营	35.71	治理/保护面积
河湖与湿地保护恢复	25.49	治理/保护面积、固碳量、清淤量
国家生态安全屏障保护修复	16.67	固碳量
重点生态区域综合治理	11.11	固碳量
矿山生态环境恢复	51.19	治理/保护面积、林地/草地面积
荒漠化、石漠化和水土流失综合治理	50.00	治理/保护面积
水生态系统旱涝灾害防控及应对	45.63	治理/保护面积
采煤沉陷区综合治理	75.00	治理/保护面积
森林资源培育产业	85.96	林地/草地面积、固碳量、释氧量
林下种植和林下养殖产业	100.00	林地/草地面积
碳汇林、植树种草及林木种苗花卉	90.91	林地/草地面积、固碳量、释氧量
森林游憩和康养产业	29.63	固碳量
国家公园、世界遗产、国家级风景名胜区、国家森林公园、国家地质公园、国家湿地公园等保护性运营	83.33	林地/草地面积

数据来源：中债—绿色低碳转型债券数据库。

三、生物多样性保护项目环境效益信息披露指标体系

在生物多样性保护项目方面，目前国内外尚未有统一的生物多样性保护项目目录，结合国内外最新理论和实践发展，综合考虑国际资本市场协会（ICMA）《绿色债券原

债券市场分析研究报告

则》、欧盟《可持续金融分类方案》、国际金融公司《生物多样性金融参考指南》等国际文件，以《绿色债券项目支持目录（2021年版）》和《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》为基准，共筛选出44个生物多样性保护相关的绿色项目，涵盖生态农林牧渔业、生态保护修复、国土综合治理、环境基础设施、生态监测检测等类别。此外，ICMA《绿色债券原则》中涉及的气候智能农业投入项目和《中国的生物多样性保护白皮书》中涉及的转基因生物安全管理项目与生物多样性保护具有较大的相关性，可以增加至生物多样性保护项目目录中，总计46个生物多样性项目。

在生物多样性环境效益指标优化方面，根据相关政策文件和市场实践，绿色项目环境效益信息披露指标可分为六大类：降碳类、减污类、资源综合利用类、扩绿类、其他定量类和定性类。其中，扩绿类指标是用于评估生产经营活动对生态系统保护和修复，提高生态系统的多样性、稳定性和持续性程度的指标，生物多样性相关指标可归类到扩绿类中。综合简洁性和适用性原则，本专题提出了八个生物多样性指标来衡量生物多样性保护情况，分别是治理或保护面积、治理或保护长度、绿化面积、释氧量、生物物种保护量、生物保护量、入侵或有害物种削减量和生物多样性保护环境效益描述；前七个指标用于定量衡量生物多样性的保护效果，最后的定性环境效益描述指标用于补充说明项目主体对于生物多样性保护所做出的努力。

在生物多样性环境效益信息披露指标体系设计方面，一项生物多样性保护项目不仅会产生生物多样性保护效益，还会带来其他如污染减少、资源综合利用等环境效益。本专题综合考虑多种定量指标和定性指标，采用规范性、兼容性、简洁性、完整性和针对性的原则，针对生物多样性保护项目目录中的46个具体项目，分别设计了必填和选填指标，充分衡量项目所产生的包含生物多样性效益在内的整体环境贡献。必填指标是该类别项目最具代表性的环境效益指标，选填指标是该类别项目可能产生的其他环境效益指标。

四、促进生物多样性环境效益信息披露的建议

一是构建生物多样性框架，完善生物多样性绿债目录。建议从政策层面推动，设定生物多样性保护原则性框架、项目界定标准、项目清单等，并根据具体情境，开发操作指引，引导资金精准投向生物多样性领域。基于《绿色低碳转型产业指导目录》等政策文件，进一步丰富和细化《绿色债券支持项目目录（2021年版）》中与生物多样性保护相关内容，完善企业及经济活动层面的分类目录及其相应的技术标准，为生物多样性项目界定和披露提供依据。

二是完善生物多样性环境效益信息披露标准，设计生物多样性环境效益信息披露指标体系。建立具有普遍适用性的本土化生物多样性环境效益信息披露标准。根据目前的信息披露现状，逐步完善信息披露的内容和形式。设计有针对性和专业性的信息披露指

标，增加定量指标，明确测算方法。鼓励生物多样性主题债券在发行前和存续期按照金融行业标准《绿色债券环境效益信息披露指标体系》进行信息披露，以求全面系统简明地反映债券募集资金所投项目在生物多样性方面的环境效益贡献，实现生物多样性环境效益信息的标准化披露和可计量统计。

三是构建涉及生物多样性的环境效益数据库，设计生物多样性环境效益信息披露完整性评价机制。进一步完善中债—绿色低碳转型债券数据库，通过数据库实现对生物多样性环境效益信息数据的收集和持续监测，通过建立统一的数据标准对非结构化数据和另类数据进行清洗和标准化处理，提高数据可用性。建议设计生物多样性环境效益信息披露完整性评价机制，同时拓宽评价结果应用范围。另外，建议金融机构完善生物多样性价值评估体系，推动构建统一的价值评估办法，科学衡量金融支持生物多样性保护效益，测算项目投资中的生物多样性风险，形成包含生物多样性在内的风险压力测试要求，引导资金流向生物多样性保护领域，增强发行人提高信息披露质量的驱动力。

四是完善生物多样性的投融资生态，加强国际交流与合作。引导金融机构创新与生物多样性保护效益挂钩的金融产品，探索建立生态资源价值实现和转化平台。加强银行间生物多样性数据信息共享，研究业务流程对生物多样性数据信息披露要求，及时动态更新生物多样性保护投融资支持政策和分类筛选机制。加强国际交流与合作，积极参与全球加入生物多样性治理进程，编制并发布生物多样性金融伙伴关系全球发展报告，不断增强在全球加入生物多样性治理与可持续发展领域的话语权和影响力。

[专题十]

国际金融危机后国外关于公允价值会计的 讨论和研究进展

自 20 世纪 70 年代开始，公允价值逐渐发展成为会计实务中主流的计量属性。然而，2008 年国际金融危机发生后，公允价值会计曾一度因“顺周期效应”被误解和诟病，甚至几乎被废止。后来经过国际会计准则理事会(IASB)、美国财务会计准则委员会(FASB)和美国证券交易委员会(SEC)的不懈反击和改革创新，终将公允价值会计拉回正轨，应用范围进一步扩大。以下将对 IASB、FASB 和 SEC 等机构以及学术界对于公允价值会计的讨论及完善过程进行梳理和总结。

一、公允价值的基本含义和优势

公允价值是指在公平交易中熟悉情况的交易双方自愿进行资产交换或者债务清偿的金额。相较于成本法等其他计量方式，公允价值计量具有较强的价值相关性和信息增量(Barth, 1994)，有助于企业更加及时、客观地反映其资产负债的最新价值，如实反映市场波动及资产泡沫，从而限制企业盈余管理，提高会计信息质量，有利于利益相关者根据企业财务报表做出决策，并助力金融监管部门防范化解金融风险。

2006 年 9 月，FASB 正式颁布了美国财务会计准则公告第 157 号《公允价值计量》(SFAS 157)。SFAS 157 从定义、层次和估值技术等方面对公允价值会计进行了规范。2007 年 2 月，FASB 又发布了美国财务会计准则公告第 159 号《金融资产和金融负债中的公允价值计量选择权》(SFAS 159)，通过赋予报告主体更大的公允价值选择权，进一步扩大公允价值会计的运用范围。SFAS 157 和 SFAS 159 的颁布，极具理论和现实意义，标志着公允价值会计的发展由无序走向规范。

二、国际金融危机后公允价值会计面临的挑战和应对措施

历史反复证明，会计往往会成为诱发金融危机的替罪羊，2008年的国际金融危机也不例外。华尔街首先对公允价值会计准则进行发难，其指出对次级债、抵押贷款支持证券以及次级债衍生品等采用公允价值进行计量，并将其变动计入当期损益，会产生影响金融稳定的顺周期效应。这里所谓的“顺周期效应”，是指在经济下行或金融危机发生阶段，次级债和次级债衍生品的价格大幅下跌，会导致金融机构被迫在账面上确认并披露巨额的公允价值变动损失，从而引发投资者的恐慌情绪和“羊群效应”，诱使他们一致疯狂抛售持有相关产品的金融机构的股票，股票价格的下跌潮反过来又会使金融机构将次级债和次级债衍生品清仓，引发新一轮的价格下跌潮。他们认为，金融危机愈演愈烈，政府救市无功而返，公允价值会计起到了推波助澜的坏作用，应暂停甚至放弃公允价值会计。

（一）准则制定机构被迫妥协

面对华尔街和政治界的指责，FASB和IASB坚决反击，指出金融机构将公允价值会计作为替罪羊，试图掩盖其过度投机和风险管理失败。正是金融机构放松信贷标准、滥用资产证券化制造了泡沫，而公允价值会计通过透明的信息揭示资产泡沫，帮助投资者和监管机构识别并化解风险。因此，公允价值会计是化解金融风险的功臣，而非罪人。

然而，在金融界的有效游说下，政治家强势介入，迫使IASB和FASB做出无原则的妥协和让步。欧盟的财政部长声称，若IASB不允许金融机构对金融资产重分类，欧盟将撤销对国际财务报告准则(IFRS)的支持。在政治压力下，IASB和FASB被迫妥协。2008年10月，IASB被迫发布报告《当市场不再活跃时金融工具公允价值的计量和披露》，允许金融机构在市场不活跃时对金融资产重分类，放宽公允价值计量要求。FASB随后发布《工作人员立场公告》(FAS157-3)，允许在非活跃市场中使用内部模型法确认公允价值，并将非信用风险导致的减值计入其他综合收益。这些让步削弱了会计准则的严谨性。

（二）SEC启动专题研究

为澄清公允价值会计的争议，SEC于2008年12月向国会提交了题为《“按市价计值”会计研究报告》的专题报告。该报告得出以下核心结论：首先，公允价值计量对金融机构的资产估值具有显著影响，但对损益表的影响相对有限；其次，银行倒闭的主要原因包括不断累积的信贷损失、投资者对银行资产质量的担忧、交易对手及投资者信心不足以及市场流动性枯竭，而非公允价值会计准则。同时，报告指出，绝大多数机构投资者支持继续采用公允价值会计，反对暂停或废止《财务会计准则第157号》(SFAS 157)。

基于上述研究，SEC 还提出了如下建议：SFAS 157 应予完善，但不应当被暂停；FASB 应采取进一步的措施完善现行公允价值的运用；会计准则的制定应当以满足投资者的信息需求为导向；FASB 应当对公允价值会计在运用中如何培养良好的专业判断提供进一步指引；金融资产减值会计应当重新审视；应当进一步简化金融资产和投资相关的会计处理。

（三）公允价值会计新一轮的改革

2008 年国际金融危机的问责浪潮催生了新一轮的会计改革，促使 IASB 和 FASB 采取趋同的方法，对金融工具和公允价值相关准则进行大刀阔斧的改革，推动公允价值会计进入改革阶段（2009 年起）。在政治层面上，以 20 国集团会议（G20）、金融稳定理事会（FSB）和其他国际组织为代表的政治力量强势介入，为金融工具准则和公允价值会计的改革制定了路线图。

根据 G20 和 FSB 提出的要求，FASB 和 IASB 于 2009 年共同成立了金融危机咨询小组，联手启动“金融工具确认和计量”改进项目，确定了金融工具准则和公允价值会计的三项改革任务。其中，第一项改革任务是用 IFRS 9 取代过去极其烦琐的 IAS 39，将金融资产由过去的四分类改为三分类（AC、FVTPL 和 FVOCI^①），并简化套期会计准则，按原则导向规范套期会计，与风险管理保持一致。第二项改革任务是在减值方面采纳预期损失模型，并采用三阶段法计提减值准备：第一阶段按未来 12 个月预期损失计提；第二阶段在发生重大信用风险时计提全期预期损失；第三阶段在实际违约时计提全期损失并冲减利息收入。第三项改革任务是通过三项举措提高金融机构财务信息的透明度要求详细披露金融工具估值和风险管理信息；提高合并报表门槛，防止通过特殊目的载体（SPV）转移风险；提高资产证券化业务终止确认标准，防止表外反映高风险业务。最终，2014 年 7 月 24 日，IASB 正式推出《国际财务报告准则第 9 号——金融工具》（IFRS 9），并于 2018 年在全球范围内实施。相较于旧准则，IFRS 9 在多个方面实现了重要革新：一是重新调整金融资产分类方法，新增 SPPI 测试要求；二是进一步拓展公允价值计量范围和场景；三是注重预期信用损失，对 AC 和 FVOCI 类金融资产统一纳入减值计提范围；四是增加对合同现金流测试、预期信用损失模型等新生情况的信息披露要求。

三、学术界关于公允价值会计顺周期问题的讨论

2008 年国际金融危机发生之后，学术界关于公允价值会计顺周期问题的讨论经历了

① AC 为以摊余成本计量的金融资产，FVTPL 为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，FVOCI 为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产。

两个阶段。

在危机发生初期，学者们多支持公允价值会计具有顺周期问题的观点。例如，Allen 和 Carletti（2008）认为盯市会计具有潜在的传染效应并可能引发顺周期效应。Wallison（2008）明确指出，公允价值会计不仅在经济萧条时造成资产价格的非理性下跌，而且在经济繁荣时制造资产泡沫，具有鲜明的顺周期效应特征。Khan（2009）的研究发现，公允价值会计的运用与银行间的风险传染性密切相关，甚至可能导致流动性风险。以上文献基本上是采用定性分析的方法得出的，缺少定量分析。国际货币基金组织 2008 年 10 月发布的《全球金融稳定报告》（IMF，2008）在一定程度上弥补了这方面的不足。该报告基于真实数据，运用模拟方法，对五家美国和欧洲大型银行集团在不同经济周期（正常、低谷、高峰）下采用公允价值会计的顺周期效应进行了系统性研究。结果显示，无论银行对全部或部分金融资产和负债采用公允价值计量，其净资产在不同经济周期内均会出现显著波动，差别在于正常周期的波幅明显小于低谷周期和高峰周期。

在危机后期，随着讨论的深入和认知的增加，学者们开始对公允价值会计的顺周期性提出质疑。Laux 和 Leuz（2009a）认为，最近关于公允价值的争论，许多观点是经不起未来检验的，亟须对公允价值会计进行更多的经济分析，尤其重要的是，公允价值会计是否在这次金融危机中产生传染效应需要更严谨的分析和研究。Plantin 等（2008）以伦敦千禧桥为例，说明投资者针对市场价格变化所做出的同步心理反应是引起证券价格螺旋式下跌的主要原因，并非因为公允价值的顺周期性导致的。Ryan（2008）进一步提出，公允价值会计并非危机主因，更多是金融机构杠杆过高和风险管理不当的结果，“顺周期效应”是多种因素综合作用的结果，不能直接归咎于公允价值计量。Laux 和 Leuz（2009b）支持继续使用公允价值会计，并进一步根据描述性统计数据，指出公允价值会计并非金融危机的主因，导致顺周期效应被夸大的关键因素在于资本监管和风险管理问题。Barth 和 Landsman（2010）也指出公允价值会计在金融危机中的作用极为有限，与资产证券化和衍生品相关的信息透明度可能不足以让投资者正确评估银行资产和负债的价值和风险，从而诱发了危机。总之，学术界反对公允价值会计顺周期效应的倾向越来越强。

四、国外关于公允价值的探索对我国的启示

国际金融危机中对公允价值会计的质疑不会改变其基本发展方向，但是该讨论过程确实有意义。国际金融危机后国外 IFRS 9 的实施，使得公允价值在金融资产计量中的地位愈加重要。在我国，随着 2017 年修订印发的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》等一系列新金融工具会计准则和《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称资管新规）的落地实施，我国基金、银行、理财等金融机构对公允价值计量的应用范围进一步扩展，资产管理产品净值化转型也基本完成，使用市值计量的金融资

债券市场分析研究报告

产数量和规模大幅增加。然而，未来公允价值的深入应用可能还会面临诸多挑战，国外关于公允价值的探索可以为我们应对挑战提供一些思路和启示。

一是要注重公允价值会计的不断完善。随着我国金融市场的发展，公允价值计量对财务报告的影响将越来越大。在全球会计准则趋同的背景下，我国准则制定部门应该密切关注公允价值会计的国际发展动向，在考虑各方诉求的基础上，不断完善相关准则规定，更大限度地、更高质量地发挥公允价值计量在经济发展中的积极作用。

二是要进一步提升市场风险管理水平。结合美国次贷危机发生的教训，我国金融监管部门应进一步完善市场交易及信息披露制度，对复杂金融产品加强监管，促使金融机构通过持续优化内部风险治理架构和引入前沿技术赋能智能风险预警与量化工具等途径，不断提高市场风险监测和防范能力。

三是要充分发挥第三方估值机构的作用。在金融创新不断深化的背景下，我国第三方估值机构应在时刻保持中立客观地位的基础上与时俱进，进一步提高数据治理能力和估值模型的适用性，审慎提供连续、独立、公允的估值结果，如实反映市场价格，提高市场透明度，助力市场参与者和监管部门及时发现和防范潜在风险。

[专题十一]

推动人民币债券成为全球安全资产



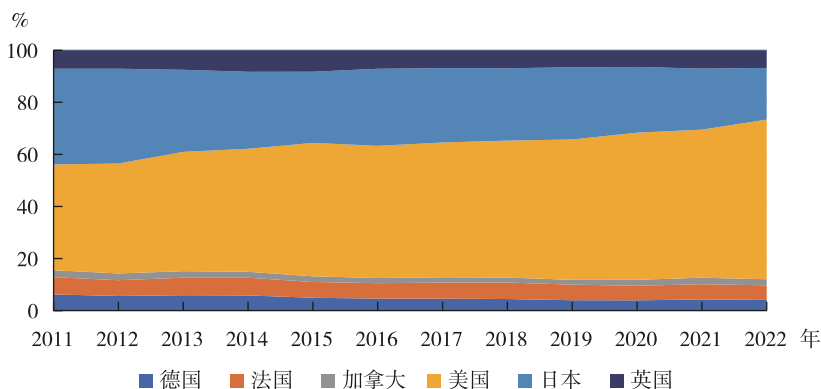
在现代金融范式转变的大背景下，安全资产对缓解全球经济摩擦、维护现代货币市场运行、支持货币政策调控的重要性日益凸显。价值稳定，流动性较高，受到投资者广泛认可的特点使得安全资产供给有限，而全球金融监管趋严等外在因素又使得安全资产的需求不断攀升，在一定程度上出现全球安全资产供需失衡现象。中央金融工作会议提出，要加快建设金融强国，推动我国金融高质量发展。推动中国国债成为全球安全资产，充分发挥国债金融功能，是深化金融高质量发展的必然要求，也是我国从金融大国走向金融强国的必要条件。

一、全球安全资产面临供需失衡问题

安全资产通常是指价值稳定、无风险的资产，具备以下特征：一是跨时间、跨状态的稳定价值；二是较高的市场流动性；三是受到投资者的广泛认可。基于安全属性，安全资产是市场公共品，金融产品定价、宏观政策调控、金融机构的资产管理都以安全资产为工具。随着金融创新的复杂化，市场机构持有安全资产的主要需求从价值投资逐步过渡到交易履约保障，因此，能否作为全球主流的合格担保品，成为判断市场广泛认可的关键指征。狭义的安全资产一般为安全政府发行的主权债券，实践中，主要是 G7 国家^①的国债（见专题图 11-1）。

^① 由于 2010 年欧债危机后，意大利国债已不再被视为全球安全资产，因此主流安全资产池范围缩窄至其他六国国债。鉴于此，后文 G7 数据为除意大利以外的其他六国数据。

专题图 11-1 全球主流安全资产池的供给结构



(数据来源: IMF, 中央结算公司整理)

安全资产的供需问题一直是全球市场关注的焦点，多项研究表明，2008年国际金融危机后全球进入了安全资产短缺状态。从供给端来看，G7国家的国债负担率和财政赤字率较高，安全资产可持续供给能力有限；安全资产收益率近期出现较大波动；同时，由于G7国家经济相关度较高，安全资产池集中度风险突出。从需求端来看，国际经济形势不明朗、金融监管趋严等因素，都显著增加了市场对安全资产的需求。

历次金融危机表明，当经济受到冲击时，安全资产的结构失衡问题会带来政策调控有效性降低、经济陷入“安全性陷阱”等一系列问题，为经济金融稳定埋下风险隐患。

二、推动中国国债成为全球安全资产的重要意义

拓宽安全资产供给边界，推动中国国债成为新的安全资产是解决供需失衡最直接有效的途径，与此同时，该举措对中国市场具有重要战略意义。

一是增强中国债券市场的国际吸引力。该举措将进一步提高中国国债的全球接受度，便利持券机构在国际交易中使用中国国债，切实提高国债资产的国际使用率和流动性，吸引更多境外机构入市，促进中国债券市场深度开放。此外，中国国债全球流动性的提升，有助于进一步降低政府的综合融资成本。

二是有利于推动人民币国际化进程。推动中国国债成为全球安全资产，有助于进一步提升人民币计价资产的国际认可度，深化拓展人民币计价资产的跨境应用，进而强化人民币的储备货币和投资货币属性，有利于推动人民币国际使用从贸易向金融领域的纵深发展，是稳慎扎实推进人民币国际化的重要路径。

三是提升中国金融体系的国际竞争力。中国国债成为安全资产后，中国金融机构的大量国债持仓有望被盘活，助力其更高效地拓展全球业务，提升国际展业能力。更进一步，该举措还将动员境内市场多方力量，促进制度、规则、标准等与国际接轨，促进

建立多样化、国际化的金融产品和服务体系，更好地保障中国金融机构在跨境交易中的权利。

四是提升国家金融主权和话语权。推动中国国债成为安全资产，可以为国际市场提供公共品，优化全球安全资产池结构、降低集中度风险。而随着中国对全球要素资源的引导力不断增强，此举也将为我国参与国际规则建设和金融事务治理争取更多主动，有利于形成与大国经济地位相匹配的国际话语权。

三、制约中国国债成为全球安全资产的主要因素

国际上，成为全球安全资产需要两方面条件：一是作为资产生产国，应具备综合国力、货币国际化、金融深度开放、跨境基础设施完善等条件；二是资产本身，应满足“价值稳定、流动性高、广泛认可”三大特征。

整体来看，中国国债已基本具备相关要求，是极具潜力的准安全资产：生产国层面，中国宏观基本面稳中向好、人民币是全球第四大活跃货币、金融开放水平不断提高；资产层面，中国国债收益率态势平稳，主权评级及流动性达到全球主流水平，已被纳入全球三大指数，全球市场接受度不断提升。另外，中国国债成为全球安全资产仍存在一些制约因素，突出表现在中国国债还不是国际市场合格担保品，国际认可度有待提升。主要原因在于：

政策层面，需优化中国国债跨境应用的政策环境。一国债券作为跨境担保品的接受度是本国市场国际化水平的重要体现，各国通过专门立法、监管互认、行业合作等措施给予支持。现阶段，中国国债跨境应用的重要作用还未引起足够重视，需要通过政府间合作统筹推进。

基础设施层面，需建立常态化的跨境互联机制。托管机构的合作是支持担保品跨境应用的重要技术前提，国际主要国家均建立了多元化的互联渠道。一方面，我国现有的互联渠道是管道式，难以高效支撑债券资产的跨境应用，也无法利用国际托管机构的客户和资源优势，为境内市场引入“活水”。另一方面，欧清、明讯等托管机构鉴于安全、效率等因素，正在推广隔离账户和穿透机制安排，但对中国市场提出只开立混同账户的做法，与我国底层穿透的监管要求不一致，也不利于中国制度的输出和国家金融安全。

市场层面，需完善中国国债跨境应用的配套机制。由于国情与发展路径不同，中国金融市场运行机制与境外存在差异。以场外衍生品市场为例，境内衍生品保证金管理体系建设相对薄弱，中国国债跨境应用涉及的规则协议、计量管理、风控合规等配套机制需要进一步与国际接轨。

四、推动中国国债成为全球安全资产的相关建议

推动中国国债成为全球安全资产是金融市场高质量发展的重要内容，是促进人民币

债券市场分析研究报告

国际化应用、债券市场高水平对外开放的重要抓手，对建设金融强国具有重要作用。分别从政府合作层面、基础设施层面和市场机构层面提出以下建议。

（一）化解国债跨境应用的制度障碍

一是进一步在双边 / 多边财金对话中纳入跨境担保品合作议题。建议强化财金合作战略统筹，构建兼容互利的合作体系，推动各方在合作共赢的基础上实现共同发展。

二是拓宽国债跨境应用渠道，提升国债的国际认可度。建议在跨境货币政策领域，探索构建中央银行主导的区域性跨境担保品安排，满足市场跨境融资担保需求。例如，推动中国国债成为《巴塞尔协议Ⅲ》或其他资本监管要求下的高质量流动性资产（HQLA）；完善中国强制保证金制度、资金跨境兑付等市场机制建设，为中国国债纳入跨境交易合格担保品提供支撑。

三是稳慎扎实推进人民币国际化。建议着力于提升人民币资产的金融投资属性，采取夯实贸易金融和产业金融的基础、提升储备货币和投资货币的辐射能级、完善人民币跨境流动配套政策和机制等措施，打通人民币债券参与境外市场的渠道，推动人民币计价资产成为全球安全资产。

（二）打造国际兼容的金融服务体系

一是建议与国际托管机构建立常态化的合作机制。通过自主可控的金融基础设施服务，依托透明账户体系安排，以底层穿透原则兼容多级服务。在统筹发展与安全的背景下，充分发挥各自优势、整合各方优势资源，满足市场多层次服务需求。

二是建议支持金融基础设施多层次、多渠道与境外市场加强合作。支持国债托管机构等金融基础设施发挥其在资产定价、担保品管理等方面的专业优势，促进跨境担保品业务相关的规则协议、计量管理、风控合规等接轨国际，形成透明、稳定和可预期的制度安排，提高跨境应用便利。

（三）鼓励在跨境交易中使用中国国债

建议加强市场培育和投资者宣介工作，同时发挥金融机构的行业沟通协调作用，在全球展业中利用客户、渠道、牌照等资源优势，提高国际议价能力，促进境外机构改善对中国市场不清晰、不合理的认识，持续深化中国国债的跨境应用。此外，与国际行业协会深化合作，进一步挖掘并探索中国国债的跨境使用场景，便于全球投资者进行流动性管理。

[专题十二]

债券市场制度型开放的路径思考

稳步扩大规则、规制、管理、标准等制度型开放是党中央对金融高水平开放的顶层设计。区别于以往的管道式、单点式准入开放，制度型开放强调对接国际高标准规则，进行系统的体制机制变革，同时增强境内规则的国际竞争力和影响力，维护金融安全，是以开放促改革、促发展的战略举措。债券市场作为金融市场的基础市场、核心市场和基准市场，进一步完善体制机制，扩大制度型开放，对推动我国从债券大国走向债券强国具有重要意义。

一、债券市场制度型开放的内涵

制度型开放是与流动型开放相对应的概念，流动型开放也称“边境开放”，重点是通过建立境外主体准入、通道设置、配额限制等边境开放规则引导市场有序开放，其特点是管道式、单点式、局部性、政策性开放。制度型开放也称“境内开放”，是市场规则、规制、管理、标准等的开放，强调对接国际高标准规则进行系统的体制机制变革，增强市场整体的先进性、吸引力和国际竞争力，其特点是内生性、系统性、整体性开放。从内涵来看，制度型开放要求市场进行系统的体制机制变革并实现境内先进规则的国际引领，包括三方面具体内涵：一是吸收国际经验，精简境内限制性措施；二是增强境内规则的国际竞争力和影响力；三是在开放中筑牢安全防线，守住金融安全底线，维护金融安全。

债券市场制度型开放涉及国内国际两个市场，涵盖各类市场基础运行机制的改革与创新，境内外各种观点诉求交织，具有长期性、复杂性和艰巨性，宜按照“双向开放、以我为主、稳步可控、安全为重”的总体原则稳慎推进。一是坚持双向开放，“引进来”和“走出去”并重。一方面，要对标国际高标准规则补齐制度短板；另一方面，要坚持

债券市场分析研究报告

制度自信，推广境内先进制度走向国际，提高我国在国际金融规则标准制定中的话语权和影响力。二是坚持以我为主，掌握规则制定和对外竞争主导权。进行制度比较、判断与选择时应以符合先进生产力发展要求为根本遵循，去芜存菁吸收国际经验，避免盲目照搬。制度安排注重带动和培育本土机构参与国际业务。三是坚持稳步可控，循序渐进与重点突破相结合，把握好整体节奏和力度。四是坚持安全为重。牢固树立底线思维，把防范风险、维护金融安全摆在突出位置，将穿透要求贯穿始终，逐步实现境内、境外一盘棋的穿透监管，对债券各类跨境活动和资产“看得清、摸得着、管得住”，牢牢掌握维护金融安全的主动权。

二、增强债券市场先进规则的国际影响力

作为世界第二大债券市场，我国债市已建立多项领先的机制安排，符合国际标准和实际，应持续巩固相关制度优势，引领国际发展。

一是巩固一级托管主体制度优势。一级托管是我国发挥后发优势，践行国际高标准，树立中国范本的典范，奠定了我国债市健康发展的基石，宜坚持境内市场一级托管体制不动摇，巩固“全球通”直接入市主渠道地位，引领国际穿透式托管发展趋势。

二是在新兴制度领域实现重点突破。一方面，我国绿色债券规模居全球第二，境内相关绿色标准化成果居国际前沿水平，以此为基础申请制定国际标准，具备较好时机和基础，有望实现引领发展。另一方面，在数字债券领域，我国是国际上较早探索区块链数字债券发展的国家之一，实践进程走在国际前列，标准建设具备与国际对话的条件，应加强政策鼓励，持续探索跨境应用、与数字人民币对接等前沿领域，积极参与国际规则建设，保持并争取扩大数字债券发展的竞争优势。

三是深化拓展境内第三方估值的国际影响力。我国是世界大国中首个推出金融基础设施第三方估值服务的国家，树立了中国范式，境内权威的债券价格指数体系接轨国际要求，实现自主掌控，应扩大全球应用，夯实人民币债券定价基础。

四是推动我国担保品标准成果“走出去”。当前人民币债券资产已具备成为全球安全资产的条件，应积极推动人民币债券成为离岸合格担保品，持续探索跨境担保品领域的互联合作，推动国际监管互认，进一步提升开放深度。推广境内担保品管理制度标准，加强国际交流合作。

三、对标国际先进规则完善债券市场相关制度安排

与国际成熟债券市场相比，我国债券市场仍存在一些制度短板与限制，应借鉴国际经验，持续完善相关安排。

一是进一步优化金融基础设施布局安排。对内，按照“多元前台对接统一后台”的国际高标准要求完善金融基础设施布局。适度增加银行间债券市场交易前台数量，满足

场外市场多元化交易需求。持续推动后台基础设施互联互通，未来可考虑进行主体整合，彻底克服分散托管的风险和低效问题。对外，构建更加灵活的基础设施跨境互联机制，参考国际惯例，在充分控制风险的基础上，推进商业合作，坚持主场原则探索多元化互联模式，形成透明、稳定和可预期的政策安排，稳妥有序推进境内外基础设施、托管行之间的联通合作。

二是深化市场流动性机制建设。担保品管理机制方面，对标国际先进实践优化担保品机制，推出国际主流的三方回购，为境内外投资者提供自主选择回购模式的环境。加快构建与国际接轨的场外衍生品交易保证金制度。深化第三方担保品管理服务应用，进一步发挥估值盯市、动态调整等核心机制作用。风险对冲机制方面，以国债期货为重点完善风险对冲机制，补充中长期国债期货细分期限品种，推出国债期货期权等创新品种，增加中长期资金参与，稳妥有序推进符合条件的境外机构参与。

三是强化市场信息机制建设。评级机制方面，以市场隐含评级为重点完善评级机制，境内的市场隐含评级发展成熟，与国际接轨，对内可建立市场隐含评级与外部评级的校验机制，增强评级结果的可比性和客观性，弥合当前境内评级区分度不高、风险警示作用不强的问题；对外聚焦“一带一路”共建国家，推广境内市场隐含评级应用，输出中国规则和标准。信息披露机制方面，进一步与国际接轨，着力统一信息披露标准，实现同类券种同样披露。建立同类债券的统一信息披露入口，实现“一次上传，多平台共享”。开展强制、全面、标准统一的可扩展商业报告语言（XBRL）应用，切实提高数据交互共享的质量和效率。压实信息披露主体的民事、刑事责任。

四是优化债市营商环境。借鉴国际成熟做法，明确中央托管机构为债券利息收入涉及税种的扣缴义务人，建立申报豁免制度，免税期内境外投资者向中央托管机构提交免税申报后方可享受免税优惠。尽快完善金融数据出境制度，明确金融重要数据认定标准，结合业务实际构建合理的豁免评估制度。完善债券持有人和债券受托管理人制度中的利益冲突规则。进一步加强制度型开放过程中的监管协调，加强政策的系统性、整体性和协同性。

四、构建开放中的全面风险防控体系

推进债市制度型开放应深刻认识当前国际竞争的复杂性和艰巨性，构建全面风险防控体系，筑牢开放中的金融安全防线。一是持续加强跨境业务的风险监测与分析。依托透明账户体系安排，以实时逐笔数据为依据，密切关注跨境资金流动变化，透明掌握境外投资者投资境内债券的情况，构建分层分类、具有扩展性的专项统计监测指标体系，创设特色性、专题性的风险监测板块，高质量服务债市开放。二是加强支付系统及国际信息通道建设的自主性。对标国际金融报文传送平台（SWIFT）打造中国自主可控的报文传送平台。逐步扩大人民币跨境支付系统（CIPS）布局，提升CIPS服务便利性，扩

债券市场分析研究报告

大 CIPS 直接接入的境外参与者。积极探索数字货币应用于债券跨境结算支付，开辟跨境人民币投资的应急结算通道，确保极端情况下人民币能够进行国际流通。三是建设自主可控的离岸债券市场。在上海自贸区建设为境内外主体提供高效服务和投融资渠道选择的离岸债券市场，以人民币债券资产为特色、以自主可控的金融基础设施服务为抓手、以穿透监管为原则，用境内可控的资金、资产、信息流服务离岸金融活动，保障离岸债券管理主动权。四是把握人民币债券的定价权和主导权。统筹债券在岸市场和离岸市场发展，坚持以在岸市场为中心的全球化人民币资产定价体系。进一步发挥国债在货币国际循环中的价格锚定作用，完善离岸人民币国债收益率曲线，加快本土指数在离岸市场应用，减少对国际指数的依赖，避免境外机构对估值定价的主导情形。五是深化市场风险管理工具应用。推进境内权威债券价格指数体系建设，为市场风险测度提供风险监测基准和信用风险监控参考；深化债券担保品管理应用，通过估值盯市和动态调整反映担保品价值与风险敞口的真实变化水平，为金融市场打造“风险阀门”。

[专题十三]

债券市场区块链系统和传统系统融合发展研究



国际金融基础设施积极探索区块链数字债券业务，推出数字基础设施，并尝试建立国际规则。我国金融基础设施也在区块链数字债券发行试点中取得积极成效。国内外实践进一步突出，推动区块链系统和传统系统融合发展（以下简称融合发展）是进一步挖掘区块链技术潜力、满足市场多元化需求的重要方向，有助于更好地积累区块链基础服务能力，构建债券市场数字化发展的良好生态。

一、必要性和可行性

金融市场数字化发展进入新时代。随着区块链、大数据、人工智能、云计算等新一代信息技术的发展，全球数字经济快速兴起。国际主要金融基础设施顺应技术发展趋势和市场多元化需求，积极探索使用区块链技术提供数字资产服务，推动新型数字基础设施建设。例如，中央结算公司试点应用区块链数字债券发行平台。美国证券托管结算公司（DTCC）使用区块链支持股票交易结算业务。欧清推出数字化金融基础设施（D-FMI）战略及数字证券发行服务（D-SI）。明讯通过数字化平台 D7 支持数字证券服务。瑞士证券交易所集团（SIX）专门成立瑞士数字资产交易所（SDX），提供数字资产全生命周期服务。

融合发展是区块链数字债券发展的必然选择。一是规则兼容性。在当前法律框架下，区块链数字债券需要在传统系统完成信息披露、登记确权等环节。区块链系统必须与内部传统系统进行数据交互，才能实现业务衔接。二是规模性和流动性。区块链系统和传统系统互联，可打通“小池”和“大海”，保障用户基础，获得持续发展的活力。三是运营集约性。区块链系统和传统系统融合是一种高效集约的发展模式，有助于简化区块链系统方案设计，节约技术资源。

债券市场分析研究报告

融合发展也具有可行性。一是业务合规。融合发展不改变业务规则，区块链系统功能具备业务合规性。二是技术可靠。上链接入和互操作技术较为成熟，为融合发展提供技术基础。三是风险可控。区块链系统参照国家、行业技术标准研发建设，通过第三方审计和专项评估。重要节点成员具备良好的业务能力、技术基础、企业资质。在监管指导下开展，业务运行和机构行为可控。

二、国际实践启示

融合发展是债券市场数字化转型的重要方向。国际金融基础设施纷纷制定数字基础设施战略，推出数字服务平台，如明讯数字证券平台 D7、欧清数字证券发行平台 D-SI，均与传统系统融合提供服务。相关案例显示，融合发展是落实数字基础设施战略、稳妥推进数字化转型必经之路。中国香港金管局、新加坡金管局等在实践基础上指出，区块链系统与传统系统互操作有助于避免碎片化，提升流动性。而澳交所（ASX）清算系统（CHESS）区块链替代项目失败的案例则表明，用区块链系统全盘取代传统系统尚不可行。

融合发展可多层次全方位推进。一是与内部传统系统融合。瑞士数字资产交易所与其传统中央托管机构（CSD）瑞士交易所集团（SIX SIS）建立双向互操作，协同支持证券全生命周期服务，也支持传统资产上链，还允许投资者通过传统 CSD 参与数字资产，保障数字资产用户基础。二是与其他金融基础设施系统融合。2024 年，明讯 D7 与欧央行数字货币系统互操作，测试完成多个数字证券结算案例，合力推动数字生态系统建设。三是与国际同业系统融合。CMU 与欧清、明讯连接，便利国际投资者参与香港特区政府数字债券。

监管支持是融合发展的重要推动力。国际金融基础设施普遍认为，明确有效的监管制度是数字化金融基础设施发展的动因。欧盟颁布基于分布式账本技术的市场基础设施试点制度，在不改变现有金融基础设施格局的前提下为新技术探索提供包容环境。瑞士监管机构支持设立数字资产交易所，促进数字证券顺利发展。德国、西班牙、日本等明确区块链数字债券适用法律，将其纳入监管范畴。

金融基础设施在融合发展中发挥重要作用。金融基础设施可凭借专业性、中立性和组织力优势，搭建共用平台，推进融合发展。2023 年以来，美国证券托管结算公司（DTCC）、明讯、欧清两次联合发布白皮书强调，金融基础设施应在融合发展中发挥桥梁和促进者作用，并从维护合规性和市场诚信、风险管理、促进市场应用、提升平台间互操作性、监管机构和市场参与者之间建立信任等方面提出发展原则。2024 年 10 月，DTCC 宣布推出行业数字沙盒，旨在推动融合发展，建立安全高效的数字基础设施。

三、基本思路

融合发展的总体目标是通过技术创新赋能金融基础设施数字化转型，致力于建立自主可控、安全高效的金融基础设施体系，有效满足市场机构的多样化需求，助力金融高水平开放，加快金融强国建设。基本原则包括：

一是自主可控。提升自主研发和创新能力，坚持掌控系统核心技术，独立设计开发链上链下互操作和跨链技术。履行金融基础设施法定职责，把握系统运行维护主导权，掌控业务规则 and 标准制定话语权。

二是安全高效。区块链数字债券业务运行实施必要的中心化管理。区块链系统在可支持相关业务开展的前提下，尽可能复用传统系统资源，降低开发成本。确保传统系统安全稳健运行。

三是守正创新。新技术应用不改变现有业务规则，不动摇传统系统的主体地位。发挥金融基础设施优势，探索技术创新应用，加快债券市场数字化转型，保持数字化基础服务方面的国际领先性。

四是协同共享。在监管指导下，市场各方形成协同发展合力，共同推动数字生态建设，开展制度建设、标准建设、系统建设等工作，打造共建共治的数字化金融服务生态，共享数字化发展成果。

四、推进路径

持续拓展区块链数字债券探索应用。中央网信办等十六部门在通报国家区块链创新应用试点终期评估情况时，提出下一步要坚持需求导向，推动应用拓展深化。为此，应在监管部门指导下扩大区块链数字债券试点业务范围，逐步拓展区块链数字债券系统功能至债券全生命周期业务，并推动在跨境业务场景中的应用。应高度重视法律制度层面的基础构建，推动明确区块链数字债券和传统电子债券具有同等法律效力，为深化应用提供制度保障。

融合发展需要统筹技术创新应用与金融安全。一是稳妥推动区块链技术创新应用，系统对标权威技术标准建设，通过内部控制和外部审计评估结合机制，防范新技术应用风险。二是审慎选择区块链系统节点机构，保障联盟链稳健。三是确保业务合规性，并推动区块链试点拓展应用，以顺应国际发展趋势，满足市场服务发展需求。四是金融基础设施应对区块链数字债券平台实施必要的中心化管理，在关键业务环节实施裁决机制，同时接受市场机构的监督，合理采纳并及时回复市场机构的意见建议。五是确保融合发展不影响传统系统安全稳定运行。

融合发展可分步推进。短期，实现企业级融合。推动与内部传统系统对接，初步实现债券生命周期业务，考虑前期债券发行业务已试点应用，可首先实现客户数据铺底

债券市场分析研究报告

和发行登记功能。中期，实现行业级融合。推动与数字支付系统融合，联合构建自主可控、安全高效的金融基础设施体系，发挥数字货币优势，助力提升债券发行、交易结算效率，丰富募集资金方式，强化资金投后追踪管理；研究与跨市场交易前台系统融合，为债券跨市场流通提供新技术路径。长期，实现国家级融合，推动区块链系统跨境服务，发挥主场优势，探索建设新型跨境金融基础设施，助力人民币债券“走出去”，为金融高水平开放和人民币国际化提供支撑。

在融合发展中实现多方共创共赢，共同营造良好数字生态。一是监管部门持续为区块链应用提供支持，可考虑允许区块链系统供市场机构常态化选用、在跨境业务中有序推广、支持数字人民币在债券领域应用，以及推动确认区块链数字债券和传统电子债券的法律效力等。二是金融基础设施在监管部门的指导下，保障系统安全和业务运行稳定，协同推动数字化转型，丰富区块链应用行业生态，推动标准建设，积极参与国际交流合作。三是市场机构积极参与区块链系统建设应用，联合完善联盟治理机制，支持创新试点推广，根据需要选择区块链系统支持其业务开展。

中国债券市场年度大事记

2024年1月5日，金融监管总局发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》，推动金融机构通过债券市场支持科技型企业发展。

2024年1月5日，人民银行、金融监管总局联合发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》，鼓励债券领域支持住房租赁。

2024年1月9日，人民银行更新发布《境外商业类机构投资者进入中国银行间债券市场业务流程》《境外央行类机构进入中国银行间债券市场业务流程》，规范境外机构投资者入市。

2024年1月11日，交易商协会修订发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，进一步明确境外机构发行债券规范。

2024年1月12日，沪、深、北三家交易所发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》，引导市场各方主体共同提升债券发行利率市场化水平。

2024年1月24日，人民银行与香港金融管理局合作，将“债券通”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格抵押品名单，系首次在离岸市场确立境内债券的担保品功能。

2024年2月19日，农业发展银行以公开招标方式面向全球投资者成功发行5年期支持长江大保护主题债券，募集资金主要用于支持长江大保护重点领域的贷款投放。

2024年2月21日，人民银行发布《中国人民银行关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，明确债券市场柜台业务品种和交易方式，境外投资者可通过柜台渠

债券市场分析研究报告

道投资。

2024年2月23日，交易商协会修订发布《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》，配套发布《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》，促进信用风险缓释工具市场健康发展，强化信用风险分散分担功能。

2024年2月27日，交通银行台北分行通过“全球通”模式参与认购福建省政府专项债券，为福建省政府债券首次引入境外投资者参与一级市场发行认购。

2024年3月1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》《银行间债券市场信用评级业务信息披露指引》，规范债市评级业务。

2024年3月5日，2024年《政府工作报告》明确，从2024年起，拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设的“两重”项目。

2024年3月15日，交易商协会和中国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》，加强对信用评级行业的跨市场统一管理。

2024年3月19日，国务院办公厅印发《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》，明确拓展外资金融机构参与国内债券市场业务范围，更大力度吸引外资。

2024年3月22日，招商银行在银行间债券市场成功发行“三农”专项金融债券，系该类债券首次通过“全球通”模式向境外投资者分销。

2024年3月26日，国际资本市场协会（ICMA）与中央结算公司联合发布英文版白皮书《推动人民币债券担保品参与全球回购交易》（*Use of RMB-denominated Bonds as Collateral for Global Repo Transactions*）。

2024年3月27日，人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局、中国证监会联合印发《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》，强调提升绿色债券发行便利度及绿色信息披露水平。

2024年3月29日，沪、深两家交易所发布资产支持证券业务规则及配套指引，以发挥资产支持证券市场功能，助力提升直接融资比重。

2024年3月29日，全国首个融资租赁行业债券和资产证券化系列指数发布，旨在推进有利于融资租赁资产证券化发展的基础性建设。

2024年4月4日，国务院印发《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》，提出完善市场化法治化多元化的债券违约风险处置机制，推动债券市场高质量发展。

2024年4月18日，《环球金融》（*Global Finance*）授予中央结算公司“2024

年金融领先创新奖项——最佳数字债券公用平台奖（Best Public Platform for Digital Bonds）”。

2024年4月19日，中国证监会印发《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，要求加强债券市场对科技创新的精准支持。

2024年4月20日，金融监管总局发布《关于推动绿色保险高质量发展的指导意见》，要求强化保险资金对绿色债券的配置，研究探索巨灾债券。

2024年4月23日，财政部发布《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》，明确政府债券柜台交易实行集中统一、一级托管、底层穿透的托管制度。

2024年4月23日，《国务院关于金融企业国有资产管理情况专项报告审议意见的研究处理情况和整改问责情况的报告》提出，要积极支持国有大行发行总损失吸收能力（TLAC）非资本债券，允许保险公司发行无固定期限债券补充资本。

2024年4月23日，进出口银行首次同时面向银行间和柜台双市场创新发行绿色债券。

2024年4月26日，进出口银行首次发行支持深圳外贸产业高质量发展主题金融债券。

2024年5月9日，金融监管总局发布《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，鼓励非银行金融机构发行绿色信贷资产支持证券、绿色金融专项债。

2024年5月13日，财政部公布超长期特别国债发行有关安排，发行期限为20年期、30年期和50年期。5月17日和25日，首批30年期及20年期超长期特别国债先后发行。

2024年5月13日，人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局宣布进一步优化内地与香港利率互换市场互联互通合作（“互换通”）机制安排。

2024年5月15日至16日，工商银行、中国银行先后成功发行国内首批总损失吸收能力（TLAC）非资本债券，标志着我国全球系统重要性银行正式进入达标实施阶段。

2024年5月，市场首批挂钩“中债—绿色普惠主题金融债券优选指数”的公募基金产品成功发行，引导金融市场资金流向绿色金融、普惠金融相关领域，助力二者融合发展。

2024年6月6日，农银理财推出市场首只挂钩“中债—农行乡村振兴债券指数”理财产品，指数聚焦乡村振兴主题资产配置，样本涵盖了“三农”专项金融债和募集资金明确用于乡村振兴用途的各类债券。

2024年6月12日，“中债—投资级公司绿色债券精选指数”发布，是市场首只

债券市场分析研究报告

同时涵盖“投资级公司”和“绿色债券”双主题的创新指数。

2024年6月13日,《财资》(The Asset)颁发“2024年度财资AAA系列奖项”。中央结算公司荣获“中国区最佳担保品管理机构”奖,并提名全球“最佳担保品管理机构”,是唯一获全球类奖项提名的中资机构。

2024年6月14日,财政部首次发行50年期超长期特别国债,并于同月先后续发行30年期和20年期超长期特别国债。

2024年6月19日,国务院办公厅印发《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。

2024年6月19日,中国证监会发布《关于深化科创板改革 服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》,提出优化科创板上市公司股债融资制度。

2024年6月27日,我国境内再保险领域首次引入担保品管理机制,为保险机构提供优质的风险缓释工具,助力提升我国保险行业风险管理水平、促进再保险市场稳健发展。

2024年6月28日,人民银行、科技部、国家发展改革委、工业和信息化部、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》,指出要建立科技型企业债券发行绿色通道,完善科技创新专项金融债券等政策工具。

2024年6月,农业发展银行聚焦“服务国家粮食安全”“服务农业现代化”“服务城乡融合发展”“服务农村生态文明建设”,先后启动四大系列八大主题系列债券发行工作。

2024年7月1日,人民银行决定面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作,且将视债券市场运行情况,持续借入并卖出国债。

2024年7月12日,国家发展改革委发布《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》,支持优质企业借用中长期外债,更好统筹国内国际两个市场两种资源。

2024年7月15日至18日,党的二十届三中全会指出,要合理扩大地方政府专项债券支持范围,建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制,加快多层次债券市场发展,统一登记托管、结算清算规则。

2024年7月17日,进出口银行首次同时面向银行间和柜台双市场发行推进“一带一路”国际合作主题金融债券。

2024年7月19日，“中债—银行间碳中和及绿色债券系列指数”发布，为绿色债券投资者提供多元化的业绩比较基准和投资标的。

2024年7月22日，人民银行公告，自7月起，有出售中长期债券需求的中期借贷便利（MLF）参与机构，可申请阶段性减免MLF质押品，以增加可交易债券规模，缓解债市供求压力。

2024年7月24日，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，统筹安排3 000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持“两新”工作。

2024年7月26日，人民银行、国家外汇局联合发布新修订的《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，进一步优化合格境外投资者跨境证券期货投资资金管理。

2024年7月26日，上交所发布《上海证券交易所公司债券发行承销规则适用指引第1号——发行备案（2024年修订）》，允许在备案阶段调整公司债期限。

2024年7月31日，中共中央、国务院印发《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，完善绿色发展政策标准，鼓励降低绿色债券融资成本。

2024年8月5日，人民银行、金融监管总局、中国证监会、财政部、农业农村部联合发布《关于开展学习运用“千万工程”经验 加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》，鼓励金融机构发行专项金融债券支持乡村振兴。

2024年8月17日，“中债—浦银理财新质生产力发展债券指数”发布，指数聚焦科技创新、战略性新兴产业、绿色债券、供应链、数字经济等领域债券，为投资者践行金融高效赋能实体经济提供专业化投资工具。

2024年8月25日，人民银行、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合发布《关于进一步做好金融支持长江经济带绿色低碳高质量发展的指导意见》，支持长江经济带经营主体积极运用绿色债券、转型债券、可持续发展挂钩债券等发债融资。

2024年8月8日及28日，建设银行、农业银行先后成功发行总损失吸收能力（TLAC）非资本债券。其中，农业银行在3+1年期、5+1年期常规品种的基础上首创10+1年期品种，实现了首单三个期限组合商业银行债券的发行。

2024年8月30日，人民银行正式启动公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期国债，全月净买入债券面值为1 000亿元。

2024年9月6日，中金所发布《关于国债期权仿真交易有关事项的通知》，自

债券市场分析研究报告

2024年9月13日起，开展2年期、5年期、10年期和30年期国债期权仿真交易，以开展国债期权产品研发工作。

2024年9月10日，工商银行（亚洲）在中国境内银行间债券市场成功发行首笔人民币金融债券（熊猫债），推动跨境人民币业务发展。

2024年9月10日，广东省在香港发行50亿元地方政府债券，结合此前于2024年8月21日在澳门发行的25亿元地方政府债券，该省已成为首个在港澳两地发债的地方政府。

2024年9月11日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》，提出研究探索巨灾债券。

2024年9月11日，上交所发布《上海证券交易所债券发行上市审核业务指南第5号——简明信息披露》，明确优质主体公司债券、资产支持证券申报材料编制和存续期信息披露的简化安排。

2024年9月12日，梅州市住房公积金实行定期存款等额债券质押机制，为全国地方公积金行业首例。

2024年9月13日，中国石油天然气股份有限公司发行全国首笔“绿色”和“两新”双贴标债券。

2024年9月14日，金融监管总局修订发布《金融租赁公司管理办法》，内容包括金融租赁公司可发行非资本类债券，可基于流动性管理需要开展固定收益类投资业务。

2024年9月19日，“中债—科技创新及绿色债券系列指数”发布，助力科技金融、绿色金融二者融合发展。

2024年9月25日，财政部在法国巴黎簿记发行20亿欧元主权债券，系时隔3年再次在境外发行欧元计价的主权债。

2024年9月27日，全国首个粤港澳大湾区绿债信息披露标准《粤港澳大湾区绿色债券环境效益信息披露指标规范》团体标准正式发布，促进大湾区绿色金融标准统一和跨境投融资活动开展。

2024年9月27日，“中债区块链数字债券项目”入选第四届国家金融与发展实验室金融科技创新案例库。

2024年10月9日，人民银行与财政部就国债买卖建立联合工作组并召开首次正式会议，明确国债买卖是丰富货币政策工具箱、加强流动性管理的重要手段。

2024年10月11日，国务院办公厅转发中国证监会等部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，提出要在国债期货跨部委协调机制下，稳妥有序

推动商业银行参与国债期货交易试点，研究股指期货、国债期货纳入特定品种对外开放。

2024年10月14日，农业发展银行以报价方式成功发行以存款类金融机构7天回购利率（DR007）为基准的浮息债券，系全市场首次以报价方式发行挂钩DR007浮息债券。

2024年10月17日，《区块链数字债券白皮书》发布，该白皮书系市场首次全面深入分析中国在区块链数字债券方面的发展实践经验。

2024年10月18日，人民银行与中国证监会联合印发《关于做好证券、基金、保险公司互换便利（SFISF）相关工作的通知》，将债券等产品纳入质押品范畴，助力增强资本市场内在稳定性。

2024年10月28日，人民银行启用公开市场买断式逆回购操作工具，以进一步丰富货币政策工具箱。回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。

2024年11月7日，“中债—高信用等级农村商业银行债券优选指数”发布，为市场参与者提供投资农村商业银行债券的业绩比较基准和跟踪标的。

2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过《全国人民代表大会常务委员会关于批准〈国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案〉的决议》，增加6万亿元地方政府债务限额，置换存量隐性债务。

2024年11月13日，财政部在沙特阿拉伯成功发行美元主权债券，其中5年期认购倍数是近年来全球主权债券发行最高倍数。

2024年11月15日，2024年1万亿元超长期特别国债发行完毕。其中，7000亿元资金分三批安排至“两重”建设，3000亿元资金用于加力支持设备更新和消费品以旧换新的“两新”工作。

2024年11月20日，财政部、外交部、国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、商务部、人民银行、国务院国资委、金融监管总局印发《企业可持续披露准则——基本准则（试行）》，准则基于国际准则有益经验，且符合中国国情，是彰显中国特色的国家统一的可持续披露准则。

2024年11月20日，“上证资产支持证券细分指数系列”发布，为市场提供多样化的业绩基准。

2024年11月21日，国家开发银行创新发行7天重定价的中长期存款类机构7天期回购加权平均利率（DR007）基准浮息债，实现关键期限浮息债品种全覆盖，支持培育浮息债市场。

2024年11月25日，交通银行在银行间市场成功簿记发行总损失吸收能力（TLAC）

债券市场分析研究报告

非资本债券。至此，我国入选全球系统重要性银行名单的5家银行均在年内获批发行TLAC非资本债券。

2024年11月28日，“中债—金融高质量发展主题债券系列指数”发布，聚焦支持做好金融“五篇大文章”工作，助力金融高质量发展。

2024年12月5日，金融监管总局印发《关于强监管防风险促改革推动财险业高质量发展行动方案》，支持符合条件的保险机构在香港发行巨灾债券等保险连接证券。

2024年12月8日，人民银行、金融监管总局、国家发展改革委、民政部、财政部、人力资源和社会保障部、国家卫生健康委、中国证监会、国家医保局印发《关于金融支持中国式养老事业 服务银发经济高质量发展的指导意见》，提出研究创设养老金融债、完善养老理财交易登记服务。

2024年12月11日至12日，中央经济工作会议部署2025年重点工作。要求实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，增加地方政府专项债券发行使用，扩大投向领域和用作项目资本金范围。

2024年12月11日，人民银行正式批准印发《绿色债券环境效益信息披露指标体系》（JR/T 0322—2024）金融行业标准，系国内首个绿色债券领域金融行业标准。

2024年12月16日，中央结算公司在“中债—绿色债券环境效益数据库”基础上，升级发布“中债—绿色低碳转型债券数据库”。该数据库覆盖中国境内转型、可持续发展挂钩债券的全生命周期环境效益数据，入库债券超过6000只，规模超过12万亿元。

2024年12月20日，深交所发布《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第1号——申请文件及其编制要求》等六项资产支持证券审核业务指引，规范资产证券化业务发展。

2024年12月22日，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，明确强化地方政府专项债全流程管理，完善资金监管和偿还机制，提高政策实施效能。

2024年12月23日至24日，全国财政工作会议部署2025年重点任务。强调要实施更加积极的财政政策，提高财政赤字率，安排更大规模政府债券，合理安排债券发行。

2024年12月27日，沪、深、北三家交易所修订发布《专项品种公司债券指引》，进一步提升公司债券精准支持科技创新、绿色发展、乡村振兴、中小微企业发展等重点领域的的能力。