

11月利率下降，产业主体融资需求旺盛推动 银行间信用债发行增长，城投融资平稳

2024年12月17日
债市分析

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
张琦
zhangq@cspengyuan.com



政策与市场观察：银行间市场联合上海票交所推出供应链票据资产证券化，拓宽中小微企业融资渠道。

11月份发行情况，银行间市场发行信用债券853只，发行规模8,270亿元，同比分别增长26.2%和27.6%，环比分别增长20.1%和33.6%；中期票据发行4,576亿元，同环比增长74.3%和50.5%；短融发行规模3,062亿元，同比下降12.7%、环比增长11.4%；定向工具发行632亿元，同环比增长80.4%和56.9%；综合1-11月份，银行间市场发行信用债券9,657只，累计同比增长6.5%，发行规模8.99万亿元，累计同比增长11.8%。

净融资方面，11月份银行间市场信用净融资1,944亿元，同比增长537.9%，环比增长176.2%。其中，中票、短融分别净融资1,696.73亿元、428.61亿元，定向工具净偿还180.54亿元。综合1-11月份，银行间市场信用债累计净融资1.63万亿元，累计同比增长194.1%。

信用等级方面，11月份AAA级、AA+级、AA级主体债券数量占比分别为53.5%、32.4%、13.8%，较上月分别上升0.9pct、下降3.6pct、上升2.5pct。

期限分布方面，11月份短融规模占比下降至年内低水平。1年期及以下短期限债券发行规模占比37.5%，较上月下降8.1pct；1-3年期发行规模占比34.6%，较上月下降0.1pct；3-5年期发行规模占比23.2%，较上月上升5.7pct。

区域融资方面，11月份北京、江苏、浙江分别以发行2,384亿元、886亿元、618亿元位于前三位；20个地区净融资，以北京、山西、浙江规模较大；9个地区净偿还，湖南净偿还56亿元，辽宁、甘肃、江苏、天津净偿还超30亿元。

行业分布方面，11月份银行间市场城投债发行295只，发行规模1,743亿元，规模占比21.1%，较上月下降4.1pct；产业债发行数量558只、发行规模6,524亿元，行业以非银金融、交通运输、公用事业的发行规模位于前三位；房地产行业发行396亿元，环比下降5.0%。

发行利差方面，11月份，AAA级、AA+级、AA级中票发行利差分别为68BP、90BP、96BP，较上月分别扩大1BP、收窄12BP、收窄9BP；AAA级、AA+级、AA级短融发行利差分别为47BP、74BP、73BP，较上月分别收窄7BP、2BP、25BP。

一、政策与市场观察

1、银行间市场联合上海票交所推出供应链票据资产证券化，拓宽中小微企业融资渠道

2024年11月29日，交易商协会发布《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》（以下简称《通知》）及《上海票据交易所供应链票据资产证券化基础资产操作指引》，正式推出供应链票据资产证券化。

根据《通知》，供应链票据资产证券化是将未贴现供应链票据或相关财产权利作为基础资产的现金流作为偿付支持，发行资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据（ABCP）等产品。《通知》强调供应链票据应是基于真实交易关系，由供应链平台在票交所签发的电子商业汇票，禁止虚构贸易背景。

《通知》围绕产品模式、基础资产、交易结构、机构职责、信息披露及配套措施等六大方面，明确了供应链票据资产证券化的具体要求。在产品机制上，支持传统的以应收账款等财产收益权为基础资产的间接模式，同时重点推广供应链票据直接作为基础资产的直接模式。交易结构上，可设置代理人代理分散的持票人发行，也可由相关主体通过设置合理交易结构先行归集票据后再发行。信息披露上，强调基础资产真实有效、权属清晰，承兑人占比超特定比例的，应披露信用情况，鼓励逐笔披露资产要素。配套措施方面，将重点支持科技创新、绿色金融、乡村振兴等领域，并为支持领域提供绿色通道，简化流程等。

供应链票据资产证券化的推出有助于企业盘活资产、缓解融资难问题，特别是为中小微企业开辟新的融资渠道，提升融资便利性。同时，企业可通过票据证券化及时补充现金流，提高资产使用效率，降低企业和供应链整体的流动性风险。

二、银行间债券市场发行分析

1、11月份利率下行，银行间市场债券发行增长，中票仍是增长主力

2024年11月份，我国银行间市场共发行非金融企业信用债券（中期票据、短期融资券和定向工具）853只，同比增长26.2%、环比增长20.1%，发行规模8,269.65亿元，同比增长27.6%、环比增长33.6%。分券种看，中期票据发行412只、发行规模4,575.80亿元，同比分别增长64.8%和74.3%，环比分别增长27.2%和50.5%；短期融资券发行329只、发行规模3,061.83亿元，同比分别下降10.4%和12.7%，环比分别增长6.1%和11.4%；定向工具发行112只、发行规模632.02亿元，同比分别增长89.8%和80.4%，环比分别增长47.4%和56.9%。

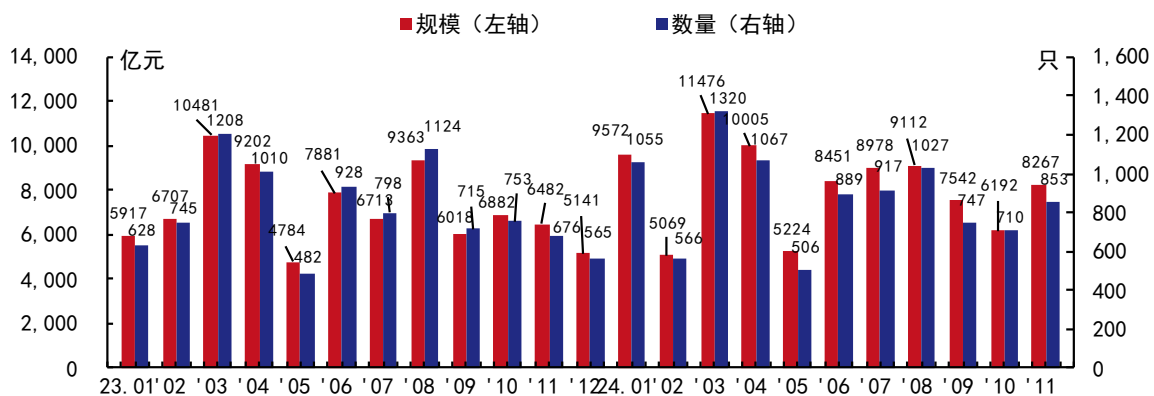
综合1-11月份，银行间市场共发行非金融企业信用债券9,657只、发行规模8.99万亿元，累计同比分别增长6.5%和11.8%。其中，中期票据发行规模4.51万亿元，累计同比增长62.9%；短期融资券发行规模3.85万亿元，累计同比下降15.6%；定向工具发行规模6,284.36亿元，累计同比下降11.9%。

表 1 2024 年 1-11 月份银行间市场信用债品种发行概况（单位：只、亿元）

债券品种	2024 年 11 月		2024 年 1-11 月		2024 年 11 月环比		2024 年 11 月同比		1-11 月累计同比	
	数量	规模	数量	规模	数量	规模	数量	规模	数量	规模
中期票据	412	4,575.80	4,507	45,101.54	27.16%	50.49%	64.80%	74.27%	51.09%	62.91%
短期融资券	329	3,061.83	4,014	38,504.60	6.13%	11.42%	-10.35%	-12.66%	-18.45%	-15.59%
定向工具	112	632.02	1,136	6,284.36	47.37%	56.88%	89.83%	80.38%	-2.24%	-11.86%
合计	853	8,269.65	9,657	89,890.49	20.14%	33.56%	26.18%	27.58%	6.51%	11.76%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 1 2023 年 1 月-2024 年 11 月银行间市场信用债发行情况



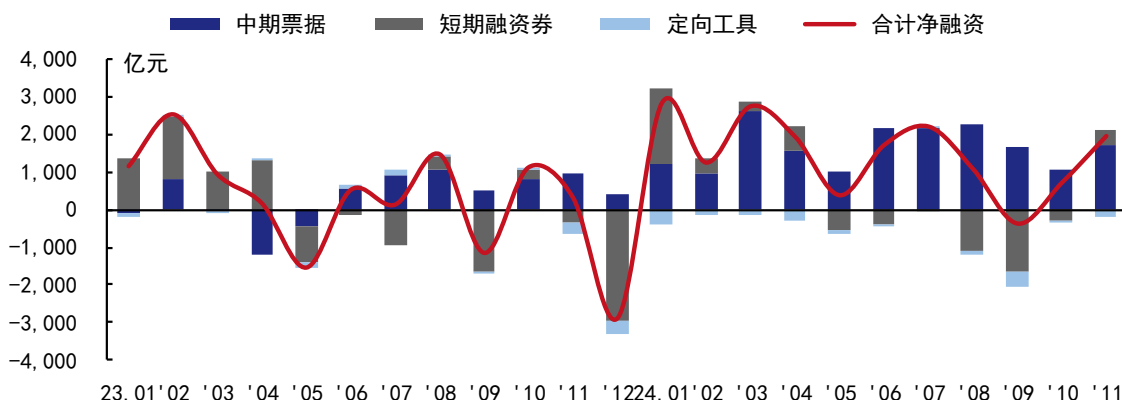
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2. 11 月份银行间信用债净融资 1,945 亿元，新增融资需求旺盛

从净融资情况来看，11 月份银行间市场信用债净融资 1,944.81 亿元，环比增长 176.2%。分券种看，11 月份中期票据净融资 1,696.73 亿元，同比增长 73.8%、环比增长 62.3%；短期融资券净融资 428.61 亿元，同比下降 221.9%、环比下降 236.7%；定向工具净偿还 180.54 亿元，同比下降 43.5%，环比增长 556.1%。

综合 1-11 月份，银行间市场信用债净融资 1.63 万亿元，累计同比增长 194.1%。其中，中期票据为累计净融资 1.84 万亿元，累计同比增长 377.3%；短期融资券累计净偿还 216.35 亿元，累计同比下降 111.6%；定向工具为累计净偿还 1,863.53 亿元，累计同比增长 962.2%。

图 2 2023 年 1 月-2024 年 11 月银行间市场信用债净融资情况



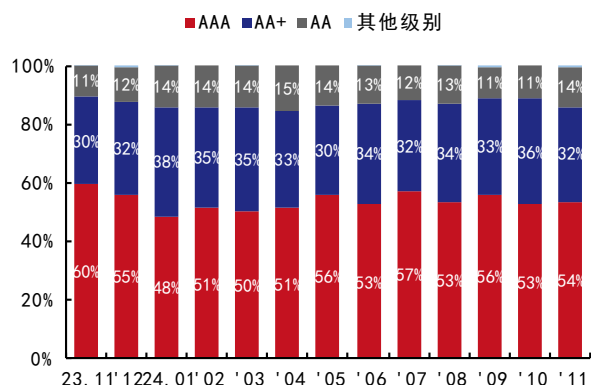
注：总偿还量包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量
资料来源：Wind，中证鹏元整理

3. 11 月份银行间市场信用债以中高等级为主，但 AA 级占比有所回升

11 月份，银行间信用债券有主体评级的债券占比 99.4%，较上月下降 0.3pct；有债项评级的债券占比 11.7%，较上月上升 0.9pct；其中中期票据为 22.3%，定向工具为 7.1%，短期融资券均无债项评级。有主体评级的债券中，中高等级（AAA 和 AA+级）发行数量占比 86.0%，较上月下降 2.7pct。具体来看，AAA 级主体发行 454 只，占比 53.5%，较上月上升 0.9pct；AA+级主体发行 275 只，占比 32.4%，较上月下降 3.6pct；AA 级主体发行 117 只，占比 13.8%，较上月上升 2.5pct。

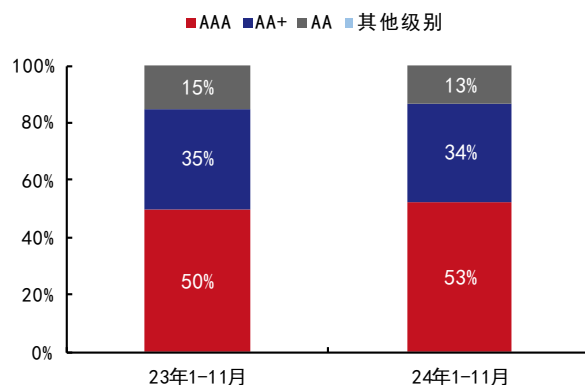
综合 1-11 月份，银行间信用债券有主体评级的债券占比 99.7%，与去年同期持平；有债项评级的债券占比 12.2%，较去年同期下降 0.7pct；其中中期票据为 24.0%、短期融资券为 0.8%、定向工具为 5.9%。有主体评级的债券中，中高等级主体发行数量占比 86.6%，较去年同期上升 1.5pct。AAA 级主体债券占比分别为 52.5%、较去年同期上升 2.6pct，AA+级、AA 级主体债券占比分别为 34.1%、13.3%；较去年同期分别下降 1.1pct 和 1.5pct。

图 3 近 1 年银行间市场信用债主体等级分布



注：按发行数量统计，发行时主体评级；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 2024 年 1-11 月份银行间市场信用债主体等级分布



注：按发行数量统计，发行时主体评级；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

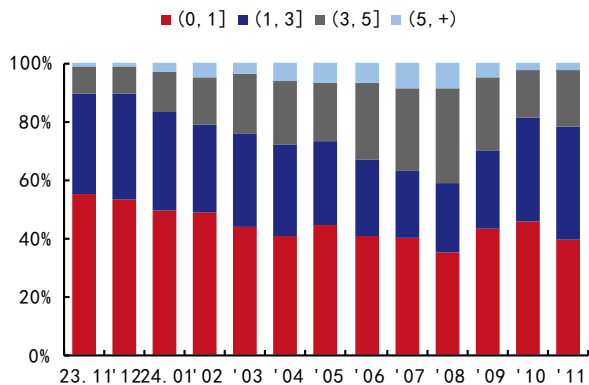
4. 11 月份银行间市场以中长期债券为主，短期债券占比回落至年内低水平

11 月份，银行间市场信用债中长期期限债券发行规模保持上升趋势。按期限看，1 年期及以下短期限债券 338 只，占比 39.6%，发行规模 3,096.11 亿元，占比 37.5%，规模占比较上月下降 8.1pct。1-3 年期（含 3 年期）发行数量 329 只，占比 38.6%，发行规模 2,860.43 亿元，占比 34.6%，规模占比较上月下降 0.1pct；3-5 年期（含 5 年期）发行数量 165 只，占比 19.3%，发行规模 1,917.40 亿元，占比 23.2%，规模占比较上月上升 5.7pct；5 年期以上的债券发行 21 只，占比 2.5%，发行规模 393.21 亿元，占比 4.8%，规模占比较上月上升 2.5pct。

综合 1-11 月份，1 年期及以下短期限债券发行规模占比 43.4%，规模占比较去年同期下降 15.2pct；1-3

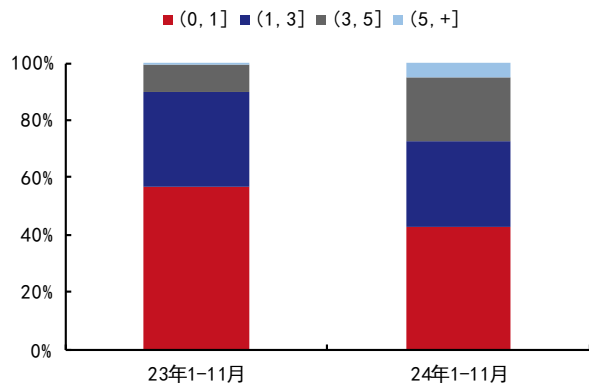
年期（含3年期）债券发行规模占比26.8%，较去年同期下降4.9pct；3-5年期（含5年期）和5年期以上的债券发行规模占比分别为21.8%和8.0%，与去年同期相比分别上升12.2pct和7.8pct。

图5 近1年银行间市场信用债期限分布



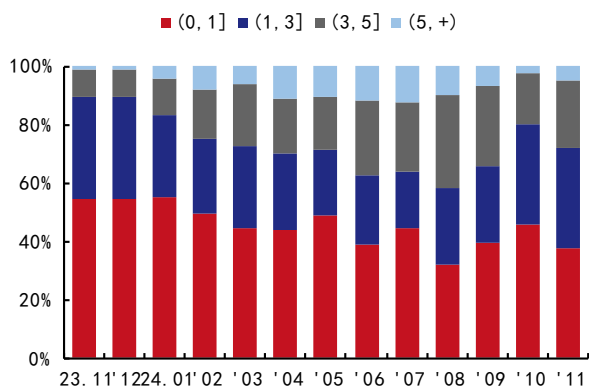
注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 2024年1-11月份银行间市场信用债期限分布



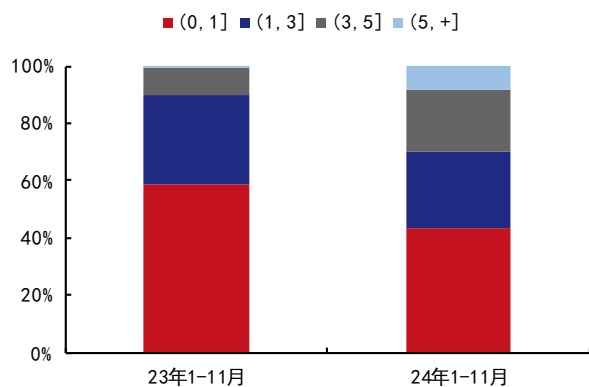
注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图7 近1年银行间市场信用债期限分布



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 2024年1-11月份银行间市场信用债期限分布



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

5. 11月份银行间市场信用债净融资以北京、山西、浙江规模较大，净偿还以湖南、辽宁、甘肃较大

11月份，银行间市场发行债券分布于29个省（直辖市、自治区）。从发行规模来看，北京发行2,384亿元、江苏发行886亿元、浙江发行618亿元，位于前列；广东、山东等地发行规模在400-600亿元，位列第二梯队。净融资方面，28个地区实现净融资，3个地区为净偿还。净融资地区中，北京净融资1,200亿元、山西净融资116亿元、浙江净融资104亿元，位于前三。净偿还地区中，湖南净偿还56亿元、辽宁、甘肃、江苏、天津的净偿还规模在30-40亿元。

综合1-11月份，银行间信用债以北京、江苏、广东的发行规模位于前三位，分别发行了21,578亿元、11,414亿元、7,934亿元；山东、上海、浙江等地区发行规模5,000-6,000亿元。净融资方面，银行间市场净

融资地区为 28 个、净偿还地区 3 个。净融资地区中，北京、山东、广东的净融资规模位于前列，分别 8,237 亿元、1,178 亿元、976 亿元；其次，上海、福建、四川的净融资规模 500-800 亿元之间。净偿还地区包括，湖南累计净偿还 98 亿元、天津净偿还 90 亿元，甘肃净偿还 31 亿元。

表 2 2024 年 11 月份银行间市场信用债发行与净融资区域分布（单位：亿元）

地区	11 月发行规模	11 月净融资规模	1-11 月发行规模	1-11 月净融资规模
北京	2,383.90	1,199.94	21,578.13	8,236.53
山西	202.00	116.20	1,412.50	123.98
浙江	617.71	103.51	5,157.11	389.40
云南	206.99	100.33	1,991.75	461.97
四川	274.97	88.09	2,441.27	516.88
内蒙古	105.00	73.00	1,463.00	220.70
广西	136.60	72.61	1,270.58	447.17
上海	391.50	71.00	5,549.14	777.03
河南	169.34	52.81	1,932.08	392.82
新疆	83.50	46.70	732.97	235.04
贵州	53.00	43.00	292.02	76.75
山东	490.58	39.84	5,563.51	1,178.24
安徽	163.13	30.60	1,756.08	197.88
重庆	102.60	29.94	1,466.30	195.28
吉林	70.00	28.69	258.80	65.64
湖北	270.02	19.51	2,590.36	268.03
青海	20.00	15.00	85.50	45.10
宁夏	14.00	7.00	46.00	6.00
江西	155.94	5.63	2,135.91	153.43
福建	213.22	1.07	2,486.28	599.92
海南	0.00	0.00	71.80	57.90
西藏	0.00	0.00	30.09	8.28
广东	583.50	-2.90	7,933.60	976.40
黑龙江	23.00	-3.00	130.50	2.00
陕西	139.80	-10.50	1,717.85	110.93
河北	114.50	-27.72	1,555.57	417.73
天津	195.07	-33.55	3,080.11	-90.73
江苏	885.92	-33.80	11,413.98	16.03
甘肃	5.00	-35.00	320.30	-30.70
辽宁	15.00	-37.00	536.55	74.85
湖南	124.36	-55.69	1,874.35	-98.28

资料来源：Wind，中证鹏元整

6. 11 月份银行间市场以产业债新增为主，城投债监管未松，净融资在零值附近

11 月份银行间市场发行信用债券仍以产业债为主，城投发行规模占比下降。具体而言，城投债发行数量 295 只、占比 34.6%，发行规模 1,743 亿元，占比 21.1%，规模占比较上月下降 4.1pct；产业债发行数量

558 只、占比 65.4%，发行规模 6,524 亿元，占比 78.9%。11 月份，产业债行业以非银金融发行规模最大，发行 66 只、发行规模 1,087 亿元、净融资 648 亿元；交通运输发行 64 只、发行规模 949 亿元、净融资 113 亿元；公用事业发行 75 只、发行规模 949 亿元，净融资 361 亿元；房地产发行 52 只，发行规模 396 亿元，发行规模环比下降 5.0%，净偿还 34 亿元。

综合 1-11 月份，银行间市场城投债发行 3,452 只、占比 35.7%，发行规模 20,593 亿元，占比 22.9%，累计净偿还 1,334 亿元；产业债发行 6,205 只、占比 64.3%，发行规模 69,295 亿元，占比 77.1%，累计净融资 17,662 亿元。产业债以交通运输发行 10,718 亿元、净融资 3,476 亿元，公用事业发行 10,345 亿元、净融资 4,082 亿元，非银金融发行 9,126 亿元、净融资 3,476 亿元；房地产累计发行规模 4,931 亿元，累计同比增长 1.5%，净融资 698 亿元。

表 3 2024 年 11 月份银行间市场信用债发债主体行业分布

行业	11 月发行数量 (只)	11 月发行规模 (亿元)	11 月净融资规模 (亿元)	1-11 月份发行数量 (只)	1-11 月份发行规模 (亿元)	1-11 月份净融资规模 (亿元)
城投债	295	1,743.23	6.17	3,452	20,592.77	-1,333.94
产业债	558	6,523.92	1,936.14	6,205	69,295.22	17,662.33
非银金融	66	1,087.34	647.85	801	9,126.29	3,475.80
交通运输	64	949.10	112.80	775	10,717.75	1,514.54
公用事业	75	948.80	360.90	676	10,344.95	4,082.44
建筑装饰	87	794.87	47.50	915	8,951.33	2,418.17
综合	28	512.00	126.80	293	3,793.38	1,316.57
房地产	52	395.83	-34.06	630	4,930.85	697.71
其他	186	1,835.98	674.35	2,115	21,430.67	4,157.10
合计	853	8,267.15	1,942.31	9,657	89,887.99	16,328.38

注：按申万一级行业分类；按当月规模前 5 位的行业排序。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

7. 11 月份银行间市场信用债券各等级别发行利率下行，发行利差收窄为主

11 月份，中期票据方面，无担保 AAA 级平均发行利率 2.53%，较上月下行 3BP，发行利差 68BP，较上月扩大 1BP；AA+级平均发行利率 2.71%，较上月下行 19BP，发行利差 90BP，较上月收窄 12BP；AA 级平均发行利率 2.74%，较上月下行 16BP，发行利差 96BP，较上月收窄 9BP。

短期融资方面，无担保 AAA 级平均发行利率 2.06%，较上月下行 13BP，发行利差 47BP，较上月收窄 7BP；AA+级平均发行利率 2.35%，较上月下行 11BP，发行利差 74BP，较上月收窄 2BP；AA 级平均发行利率 2.31%，较上月下行 29BP，发行利差 73BP，较上月收窄 25BP。

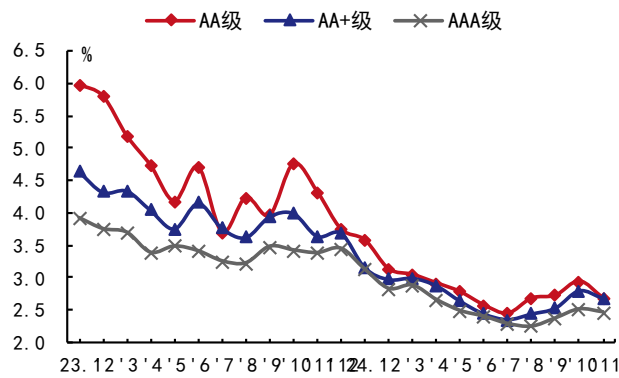
表 4 2024 年 11 月份中期票据和短期融资券的平均发行利率和发行利差

债券类型	主体级别	AAA	AA+	AA
中期票据	平均发行利率 (%)	2.53(↓3BP)	2.71(↓19BP)	2.74(↓16BP)
	平均利差 (BP)	68(↑1BP)	90(↓12BP)	96(↓9BP)
短期融资券	平均发行利率 (%)	2.06(↓13BP)	2.35(↓11BP)	2.31(↓29BP)
	平均利差 (BP)	47(↓7BP)	74(↓2BP)	73(↓25BP)

注：1. 样本债券为当期发行的无担保债券；2. 平均发行利率为相同主体等级债券发行利率的算术平均值，利差为对应发行利率与同期限国债利率的差值；

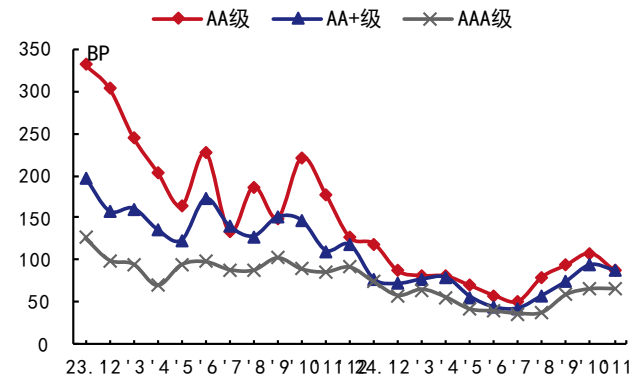
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 2023 年 1 月-2024 年 11 月 3 年期中期票据发行利率走势



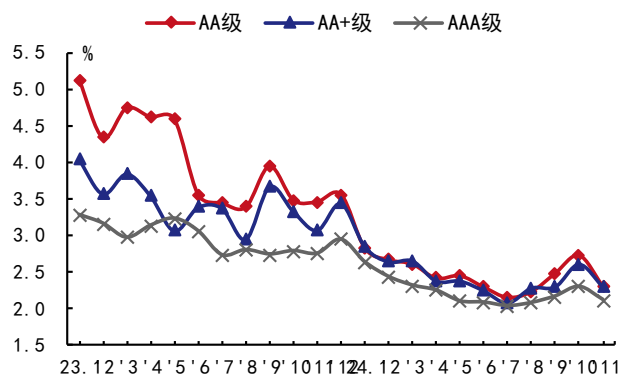
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 10 2023 年 1 月-2024 年 11 月 3 年期中期票据发行利差走势



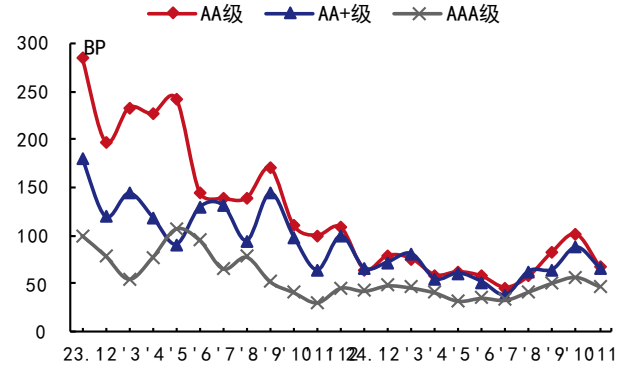
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 2023 年 1 月-2024 年 11 月 270 天期短融发行利率走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 12 2023 年 1 月-2024 年 11 月 270 天期短融发行利差走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东省济南市历下区龙奥西路 1 号银丰财富广场 B 座 1302 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140