



上半年信用债供给平稳增长，发行利差整体收窄

技术研究部 刘会 许雅薇 赵艺苑

2026 年 7 月 16 日

摘要：

上半年，债券市场共发行 13,620 只债券，发行规模 27.46 万亿元，净融资 9.14 万亿元。其中，国债、地方政府债分别发行 7.75 万亿元、5.87 万亿元；信用债发行 11,839 只，发行规模 10.71 万亿元，发行数量、发行规模同比分别增长 4.42%、3.55%。展望三季度，置换隐性债务特殊再融资债发行节奏将明显放缓，整体进入收尾阶段；新增专项债投放提速，结合剩余额度与项目落地进度判断，7-9 月合计发行规模或将达 1.5 万亿元。信用债方面，金融债有望保持较高强度供给，对信用债总量形成稳定支撑；稳增长政策加力带动产业债融资平稳增长，随着新增专项债落地使用、城市更新与基建项目开工，建筑、公用事业等基建产业链主体融资需求有望进一步修复。城投债方面，化债重点省份及弱资质平台的融资管控将维持偏严状态，募集用途仍将以存量接续为主。发行成本与利差方面，当前经济 K 型复苏格局下，货币政策缺乏收紧转向的基础，流动性有望继续保持合理充裕，叠加资产荒主线延续，信用债发行利差尚不具备大幅走阔的基础，整体发行利率大概率将维持低位。但需重点关注供给冲击扰动，三季度新增专项债、超长期特别国债集中供给或将对资金面形成阶段性扰动。

关键词： 信用债发行 发行利率 发行利差 展望

正文：

一、债券一级市场发行情况

（一）利率债

上半年，债券市场共发行 13,620 只债券，发行规模 27.46 万亿元，发行规模同比略增 0.67%；净融资 9.14 万亿元，较去年同期减少 13,096 亿元。截至 6 月末，我国债券市场存量规模约为 185.72 万亿元。

利率债发行 1,781 只，发行规模 16.75 万亿元，发行规模同比减少 1.09%。利率债中，国债发行规模 7.75 万亿元，同比减少 1.71%；净融资 2.69 万亿元，同比减少 6,885 亿元；政金债发行 3.12 万亿元，净融出 1,270 亿元，同比大幅减少 1.19 万亿元。



地方政府债发行 1,175 只,发行规模 5.87 万亿元,发行规模同比增加 6.93%。其中,地方一般债发行 15,010 亿元,专项债发行 43,696 亿元。专项债中,新增专项债发行 20,667 亿元,同比减少 4.35%;再融资专项债券发行 23,029 亿元,同比增加 7.1%。上半年地方债净融资 39,474 亿元,同比减少 4,659 亿元。

上半年用于置换隐债的特殊再融资债发行 16,282.73 亿元,已完成全年发行额度的 81.41%,整体进度略低于 2025 年同期。新增专项债发行 20,667 亿元,完成全年额度的 46.97%,整体发行节奏明显放缓,投向以市政与产业园区、土地储备、农林水利、铁路以及民生保障为主。从新增专项债发行节奏来看,一季度,新增专项债月均发行规模约 3,866 亿元,为前 3 个月基础设施投资的增长提供重要支撑;经过一季度的密集发行,4 月新增专项债发行规模回落至 1,744 亿元,5 月进一步小幅下滑至 1,608 亿元,发行节奏的放缓与新增专项债整体安排以及地方财政实际约束有关。进入 6 月后,新增专项债发行明显提速,单月发行达 5,716 亿元,成为今年以来月度发行新高。

(二) 信用债

1. 信用债发行规模同比小幅放量 3.55%,净融资同比增加 1.08 万亿元。

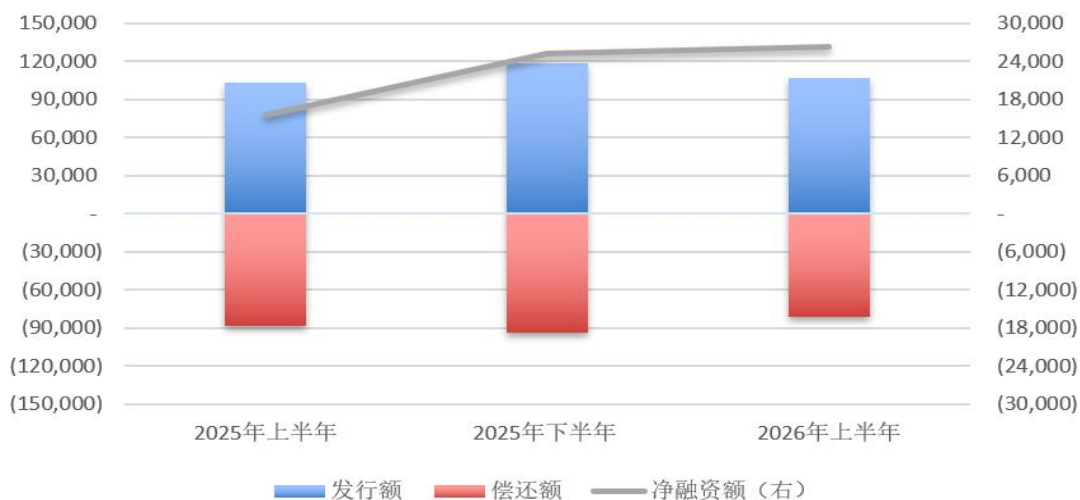
上半年信用债发行 11,839 只,发行规模 10.71 万亿元,发行数量同比增长 4.42%;发行规模同比小幅放量 3.55%;净融资 2.63 万亿元,较 2025 年同期增加 1.08 万亿元。其中,中央国有企业发行信用债 2,595 只,发行规模 3.93 万亿元,发行规模同比增加 16.89%;净融资 1.46 万亿元,同比增加 5,737 亿元;发行券种数量上看以资产支持证券为最多,从规模来看央企发行的金融债、短融、中票等券种规模较大。地方国企发行信用债 7,593 只,发行规模 5.44 万亿元,同比持平;净融资 9,807 亿元,同比增加 6,042 亿元;发行券种从数量上看以公司债、中票为主,分别发行了 2,863 只、1,806 只,从规模上看地方国企发行公司债、中票以及金融债等规模居前,分别发行了 1.99 万亿元、1.29 万亿元以及 7,702 亿元。民营企业发行 822 只,主力品种为资产支持证券为主;发行规模 4,796 亿元,同比增 27.51%;净融资 427 亿元,同比减少 20 亿元。

券种方面,上半年资产支持证券、金融债、公司债、短融等主要品种的发行只数与规模同比实现不同幅度增长,中票发行只数、发行规模则同比有所回落。其中,金融债、公司债以及短融发行规模居前,分别发行了 2.64 万亿元、2.36 万亿元以及 1.98 万亿元,同比增长 9.88%、9.31%及 10.74%;中票发行了 2.04 万亿元,同比下降 20.41%。从净融资情况看,中票、公司债以及金融债的净融资规模较大,分别为 8,438 亿元、8,294 亿元、6,944 亿元。其中公司债净融资



同比增量最多，新增约 4,223 亿元，反映上半年公司债市场融资活跃度保持在高位。

图 1 信用债发行与净融资情况（单位：亿元）



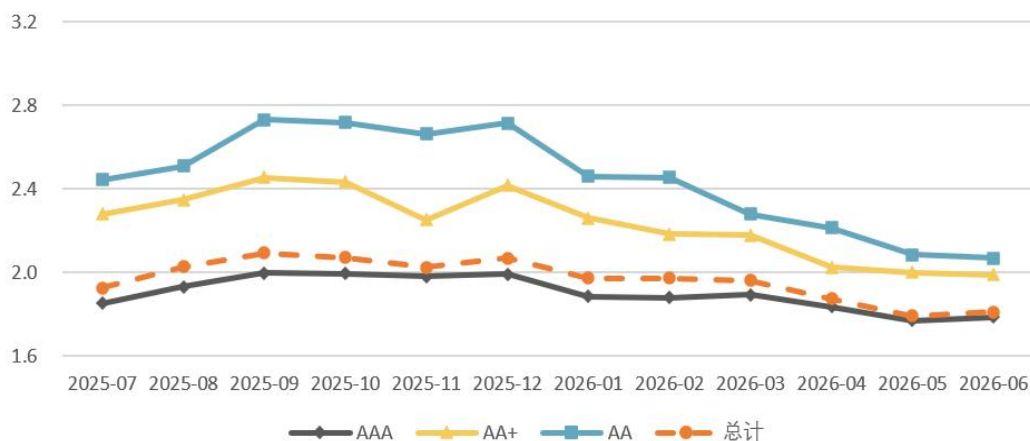
数据来源：Wind，大公国际整理

2. 发行利率维持在低位，发行利差呈大幅下行走势。

发行成本方面，上半年央行公开市场操作精准灵活，市场流动性整体充裕，资金利率维持低位。6 月信用债平均发行成本 1.81%，较年初下行 16.18bp，较去年同期下降 21.47bp，为近一年次低位。各等级主体发行利率均有所下行。6 月 AAA、AA+、AA 级平均发行利率分别为 1.79%、1.99%、2.07%，相较年初分别下行 9.92bp、27.30bp、38.98p；同比分别下降 14.77bp、36.76bp、52.01bp。主要券种中，AAA 级、AA+级短融平均发行利率均为 1.58%；3 年期 AAA 级、AA+级公司债平均发行利率分别为 1.76%、1.92%，3 年期 AAA 级、AA+级中票平均发行利率分别为 1.78%、1.91%，5 年期 AAA 级、AA+级公司债平均发行利率分别为 1.89%、2.11%，5 年期 AAA 级、AA+级中票平均发行利率分别为 1.92%、2.03%。



图2 信用债平均发行利率（单位：%）



数据来源：Wind，大公国际整理

发行利差方面，1-6月，信用债加权平均发行利差整体下行，从1月54.84bp降至6月42.9bp，累计收窄约12bp。具体来看，一季度发行利差维持相对高位，2月、3月分别阶段性升至56.71bp、55.84bp，主要影响因素包括：宏观层面，经济修复预期、通胀波动及两会政策博弈持续压制市场风险偏好，市场整体风险补偿要求有所抬升；资金层面，主要受春节后集中缴税及季末银行回表影响，导致流动性季节性收敛；同时，一季度地方政府债的集中发行，对信用债配置也形成一定的资金挤出效应。4月起利差大幅收窄至46.40bp，5-6月稳定于42.47bp和42.9bp的低位，二季度发行利差走低的影响因素主要为：一是流动性整体大幅改善、银行体系资金重回充裕。4月DR001、DR007月均值分别为1.23%、1.35%，5月延续低利率走势；6月资金面略有波动，月初受央行连续净回笼、人行融出规模下降等因素影响，资金面出现阶段性紧张，月中随着央行加大投放力度，资金面逐步回稳，月末央行精准呵护流动性，落地隔夜逆回购操作工具，资金价格重回低位。二是二季度地方政府债尤其是专项债供给节奏大幅放缓，分流压力减弱。叠加实体信贷需求修复不及预期，息差持续承压下，银行增配债券需求强劲，推动信用债发行利差走低。三是化债政策稳步落地缓释城投主体信用风险，机构风险偏好有所修复。“资产荒”核心逻辑下，机构下沉资质意愿增强，推动信用利差整体走低。以6月数据来看，AAA级、AA+级、AA级平均加权发行利差分别为39bp、64bp、69bp，较年初收窄8bp、13bp、27bp，其中AA级利差压缩幅度远大于AAA级和AA+级。



3. 实体产业主体融资需求较为旺盛，食品饮料、基础化工、电子等行业发债规模增幅明显。

上半年，产业债¹合计发行 3,573 只，同比增加 351 只；发行规模 3.74 万亿元，同比小幅增长 1.80%；净融资 1.35 万亿元，同比增加 56.88%，大幅放量近 4,904 亿元。

从行业来看，公用事业、交通运输、建筑装饰等受基建投资影响较大的行业发债规模同比呈现不同幅度变化，发行规模分别为 9,269 亿元、4,620 亿元、3,575 亿元，同比分别减少 2.74%、增加 7.89%、增加 2.09%。发行规模同比显著放量的行业包括食品饮料、基础化工、电子、汽车、电力设备、医药生物以及通信等行业。其中，食品饮料发行 1,434 亿元，同比增长 65.06%；基础化工发行 1,040 亿元，增长 32.01%；电子发行 757 亿元，同比增长 23.14%；汽车发行 599 亿元，同比增长 26.34%；电力设备发行 535 亿元，同比增长 232.41%。其余主要行业发行规模同比多有收缩，其中石油石化、煤炭、钢铁、有色金属、机械设备等行业回落幅度较大，发行规模分别为 1,195 亿元、1,114 亿元、1,065 亿元、711 亿元、494 亿元，同比分别下降 37.12%、29.45%、13.18%、27.94%以及 23.34%。房地产行业发债情况有所回暖，上半年合计发行 2,555 亿元，同比增长 8.79%。

净融资方面，公用事业、建筑装饰、交通运输、综合、基础化工、石油石化、商贸零售等行业实现较大规模的净流入。其中，公用事业净融资 5,047 亿元，是净融资贡献最大的行业，同比多增 170 亿元；建筑装饰净融资 1,517 亿元，同比增加 544 亿元；交通运输净融资 555 亿元，同比增加 886 亿元；基础化工净融资 511 亿元，同比增加 322 亿元；石油石化净融资 679 亿元，同比略增 5.68 亿元。此外，汽车、电力设备、电子、通信等行业净融资同比大幅放量，行业融资景气度突出。汽车行业净融资 312 亿元，同比增加 182 亿元；电力设备净融资 344 亿元，同比增加 274 亿元；电子净融资 335 亿元，同比增加 167 亿元；通信净融资 156 亿元，同比增加 62 亿元。相较之下，房地产、食品饮料、纺织服饰等行业则呈现净流出，净融出规模分别为 35 亿元、24 亿元、28 亿元。

4. 城投债发行规模 2.75 万亿元，同比下降 2.99%。

上半年，城投债²发行 4,157 只，同比减少 139 只；发行总规模 27,456 亿元，同比减少 845 亿元。从区域来看，江苏、山东、湖北、重庆、河南等省市城投债发行规模有所下降。其中，江苏发行 5,112 亿元，同比下降 9.49%，发行规模仍

¹ 产业债统计口径为除城投和金融行业以外的实体产业主体当月所发信用债，具体类别参考申万行业分类标准。

² 城投债统计口径为当月城投主体所发信用债，参考 YY 评级城投债分类标准。

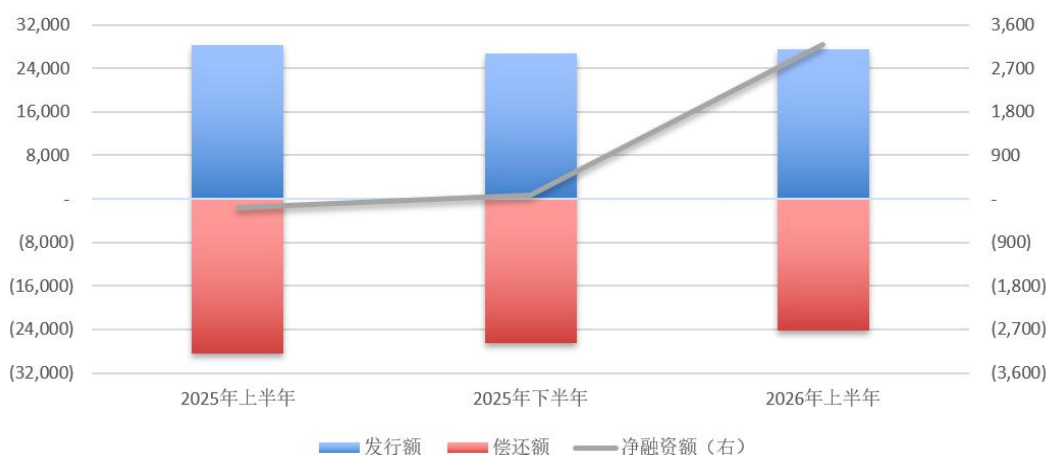


居首位；山东、湖北、重庆分别发行 2,192 亿元、1,166 亿元、925 亿元，同比分别下降 31.67%、13.98%、20.09%。浙江、广东、四川等地区城投债发行同比呈现不同幅度放量。其中，浙江发行 4,526 亿元，同比增加 64.53%；广东发行 1,880 亿元，同比增长 43.58%；四川发行 1,306 亿元，同比增长 9.65%。

净融资方面，大部分重点发行区域实现净流入，其中广东、浙江、河南、山东等成为净流入主要省份。具体来看，广东净融资 919 亿元，浙江 423 亿元，河南 253 亿元，山东 248 亿元；湖北、重庆、湖南等区域为净流出，净流出分别为 76 亿元、66 亿元、163 亿元。

期限方面，城投债发行期限有所拉长。1 年期以下发行规模占比 10.13%，同比、环比分别下降 1.90 个百分点、2.94 个百分点；1-3 年期占比 31.94%，同比、环比分别下降 2.68 个百分点、4.57 个百分点；3-5 年期占比最大，为 46.35%，同比、环比分别上升 3.07 个百分点、4.71 个百分点；5-10 年期城投债占比 8.84%，同比、环比分别上升 1.76 个百分点、2.52 个百分点。

图 3 城投债发行与净融资情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，大公国际整理

5. 科技创新债发行交易所市场表现较为强劲，贴标绿色债券中绿色资产支持证券发行明显放量。

上半年，科创债发行节奏整体平稳，全市场合计发行科创债 937 只，同比增加 108 只；发行规模 9,770 亿元，同比微降 0.14%。分市场看，交易所市场发行科创债 541 只、规模 4,866 亿元，同比分别增长 40.89%和 26.76%；银行间市场发行 396 只、规模 4,904 亿元，同比分别下降 11.01%和 17.52%，降幅明显。

分企业性质来看，国有企业共发行科创债 788 只，规模 7,913 亿元，发行规模占科创债总发行规模的 81.0%。其中，中央国有企业发行 223 只、规模 3,851



亿元，占国有企业规模的 48.67%；地方国有企业发行 565 只、规模 4,062 亿元。民营企业发行科创债 113 只，发行规模 1,166 亿元，同比增加 46.88%，占比提升至 11.9%。

国内债券市场贴标绿色债券³总计发行 430 只，规模 3,332 亿元。其中，碳中和债券 105 只，规模 696 亿元；蓝色债券 6 只，规模 49 亿元；绿色可持续挂钩债为 1 只，规模 4 亿元。与去年上半年相比，贴标绿色债券只数增长 44.78%、规模下降 24.26%。碳中和债券发行规模略有回落，占新发贴标绿色债券的比例为 20.89%。品种方面，绿色资产支持证券表现最为强劲，上半年共发行绿色资产支持证券 1,273 亿元，同比增长 177.44%。

二、债券发行展望

地方政府债方面，置换专项债全年化债额度大部分已在上半年完成，**三季度置换债发行节奏预计将与 2025 年同期基本一致，发行节奏将明显放缓，逐步进入扫尾阶段。**新增专项债方面，考虑到上半年总体进度偏慢，而三季度是项目施工黄金期，**预计地方将加快发行使用**，综合考虑剩余额度空间与项目推进节奏，**7-9 月合计发行规模或达 1.5 万亿元左右。**此外，三季度财政部将发行 11 期超长期特别国债，其中 20 年期 3 期、30 年期 6 期、50 年期 2 期，政府债供给压力整体较大，需关注其对资金面的阶段性扰动。

信用债方面，上半年信用债发行规模同比小幅放量。其中金融债主要在二季度放量，增量主要由证券公司债和二永债贡献。产业债发行同比小幅增长 1.80%，公用事业、交通运输、建筑装饰等基建强相关行业发债规模同比表现较为稳定，电力设备、电子、汽车以及基础化工等行业融资需求景气度保持在高位。城投债发行规模同比有所下降，区域分化显著，广东、浙江、山东等区域净融资保持流入，而湖北、重庆以及湖南等发债大省净流出明显。展望三季度，金融债方面，银行资本补充需求仍有惯性，且三季度为传统发行旺季，**预计金融债发行将保持较高强度，对信用债总量形成稳定支撑。**产业债方面，三季度稳增长政策加力可能性较大，随着新增专项债发行使用加快、城市更新与基础设施等项目陆续开工，**建筑装饰、公用事业等基建链条融资有望环比温和回暖。**城投债方面，化债重点省份及弱资质平台的融资管控难以放松，募集用途仍将以存量接续为主，资金主要用于借新缓解、偿还有息债务等，很少投向新建项目。

发行成本与利差方面，上半年货币政策维持适度宽松，市场流动性相较去年同期更显充裕，信用债发行利率、发行利差走出下行态势且整体保持在低位。展望三季度，当前经济 K 型复苏格局下，货币政策缺乏收紧转向的基础，流动性有

³ 贴标绿色债券是指经官方认可发行的绿色债券，募集资金主要用于绿色产业项目。



望继续保持合理充裕，叠加资产荒主线延续，信用债整体发行利差尚不具备大幅走阔的基础，发行利率大概率将维持低位。但需重点关注供给冲击扰动，三季度新增专项债、超长期特别国债集中供给，可能对资金面形成阶段性抽水，带动短端利率小幅波动，阶段性推升信用债发行成本。



报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。