

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 姚宇彤

部门总监 于丽峰

部门总监 冯琳

时间

2025年3月12日

核心观点

2月信用债融资季节性下降，当月发行量8161亿元，环比缩减30.8%，但受春节错期影响，同比提升26.0%；净融资2461亿元，环比减少760亿元、同比增加1295亿元。2月城投债和产业债融资延续分化：城投债发行量环比减少、同比增加，净融资因到期规模减少而回正；产业债发行量和净融资均环比减少、同比增加，发行规模处于2019年以来的同期最高水平。

发行结构方面，分评级看，2月各评级信用债发行量均环比减少、同比增加；各评级信用债净融资同比均增加，环比仅AAA级减少，AA级净融资由负转正。1-2月累计，AAA级和AA+级城投债净融资同比继续减少，AA级城投债融资缺口收窄；各评级产业债发行量和净融资同比均明显增长。分企业性质看，2月各类型企业信用债发行量和净融资均环比减少、同比增加。分券种看，2月各券种发行量环比均减少，中票、企业债和（超）短融净融资环比减少。

城投债方面，2月多数省份城投债发行量环比减少、同比增加；9个省份净融资为负，湖南、云南、江西和江苏等省份净融资同比降幅较大；1-2月累计，半数省份城投债净融资好于去年同期，13个省份累计净融资为负。

产业债方面，2月建筑装饰、房地产、石油石化和交通运输等多数行业信用债发行量环比下降；23个行业净融资为正，其中非银金融、建筑装饰、石油石化、交通运输和食品饮料等行业净融资规模较大。1-2月累计，多数行业信用债净融资高于去年同期，仅煤炭、电子、机械设备和国防军工4个行业净融资为负。



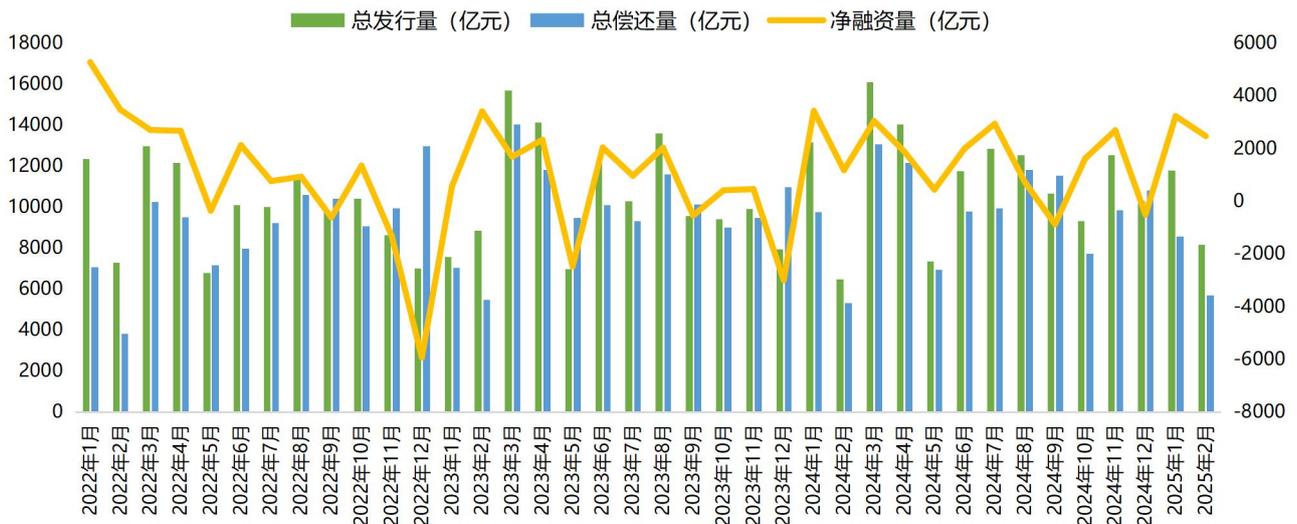
关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、信用债发行整体情况

2月信用债发行量和净融资因季节性因素环比均有所减少，而受春节错期影响，同比均增加。当月城投债和产业债融资延续分化：城投债发行量环比减少、同比增加，因到期规模大幅减少，净融资由负转正；产业债发行量和净融资均环比减少、同比增加，发行规模为近五年同期最高水平。

2月信用债发行量和净融资环比减少、同比增加。当月信用债发行量8161亿元，环比缩减30.8%、同比提升26.0%；净融资额2461亿元，环比减少760亿元、同比增加1295亿元。1-2月累计，信用债融资情况好于2024年同期：1-2月共发行信用债19955亿元，净融资5682亿元，同比分别增长1.6%和23.9%。

图表 1 2025年2月信用债发行量和净融资环比减少、同比增加



数据来源：Wind，东方金诚

注：发行数据按照发行起始日统计；统计时间2025年3月11日，下同

图表 2 2025年2月信用债发行和净融资情况

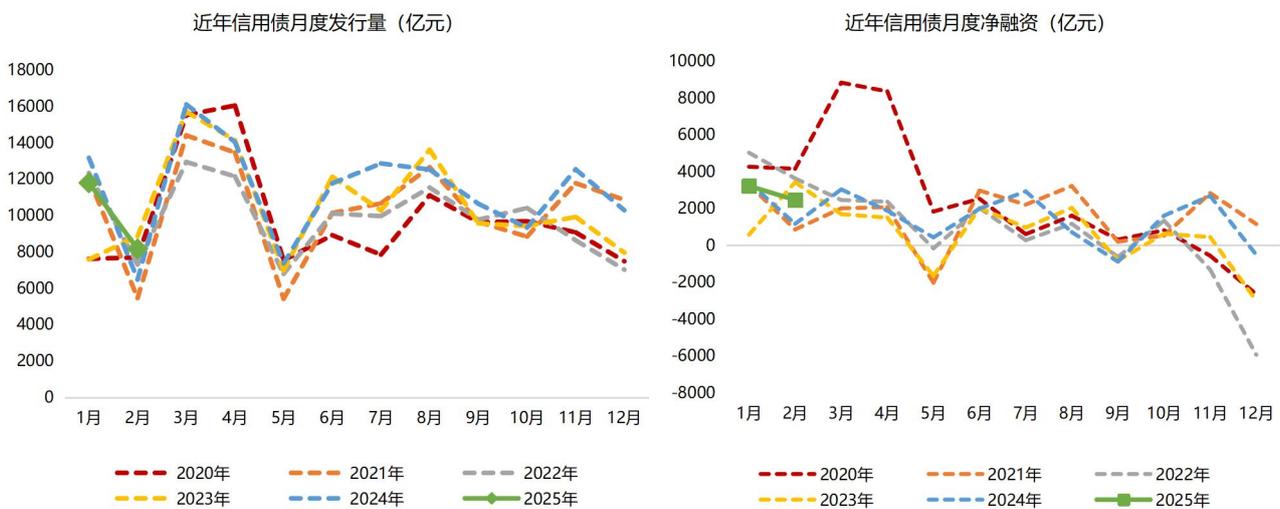
	发行量 (单位: 亿元)				
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
信用债	8161	-3633	1683	19955	305
其中: 城投债	2273	-790	24	5335	-1707
产业债	5888	-2843	1659	14619	2013

净融资：（单位：亿元）					
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
信用债	2461	-760	1295	5682	1095
其中：城投债	550	1207	846	-107	92
产业债	1911	-1967	449	5789	1003

数据来源：Wind，东方金诚

注：城投债分类标准依据 wind 数据库；下同

图表 3 2025年2月信用债月度发行规模和净融资好于上年同期

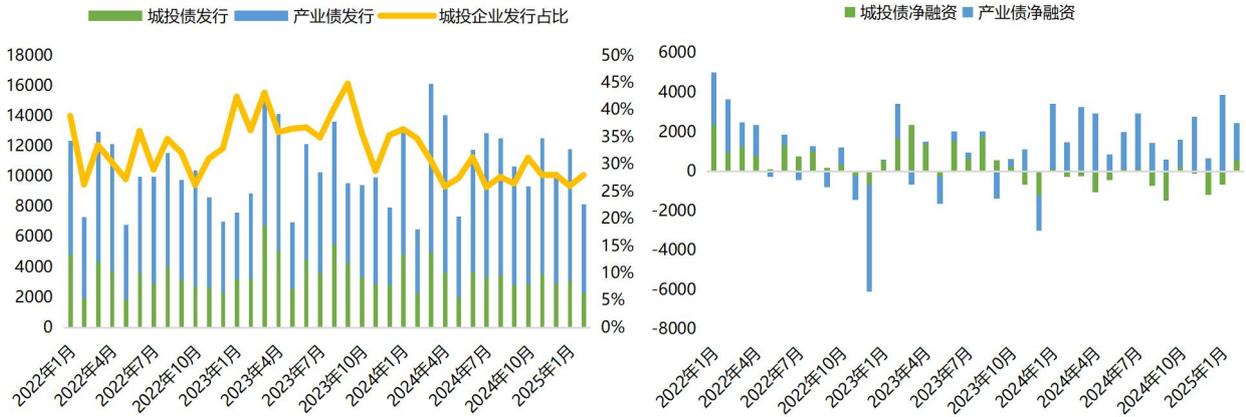


数据来源：Wind，东方金诚

2月城投债和产业债融资延续分化。2月城投债发行量环比减少、同比增加，因到期规模大幅下降，净融资由负转正；1-2月累计，由于城投平台新增融资监管保持严格，城投债发行量同比下降24.2%至5335亿元，但净融资同比增加92亿元至-107亿元。1月和2月，城投债净融资均处于2020年以来的同期较低水平（图表6）。

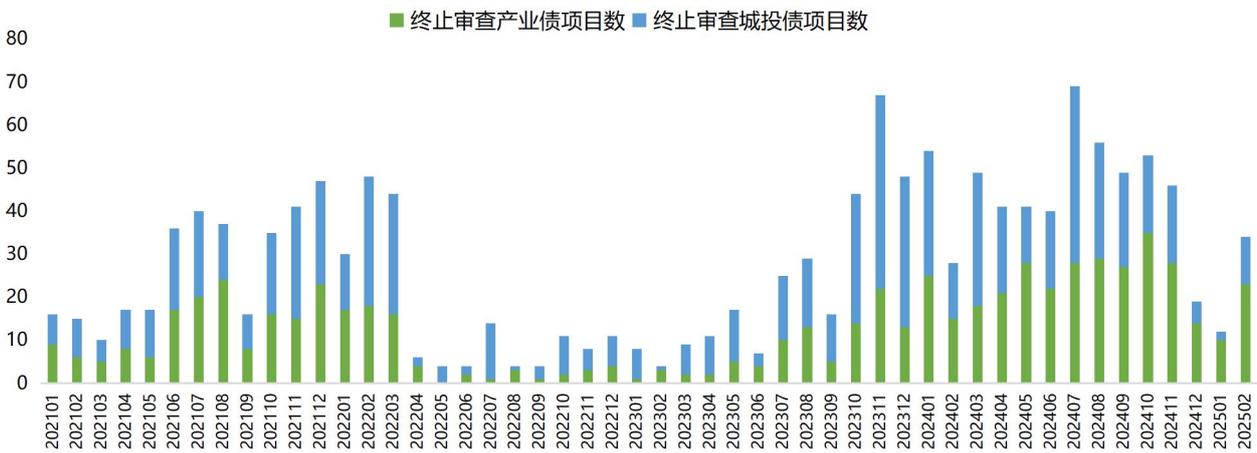
产业债方面，2月发行利率小幅上行，但仍处于较低水平，产业债发行量和净融资环比减少、同比增加。2月产业债共发行5888亿元，环比缩减32.6%、同比增长39.2%；净融资1911亿元，环比大幅减少1967亿元、同比增加449亿元。1-2月累计，产业债发行量14619亿元，同比增长16.0%，净融资5789亿元，同比增加1003亿元。

图表 4 2025年2月城投债净融资环比转正，产业债净融资环比减少



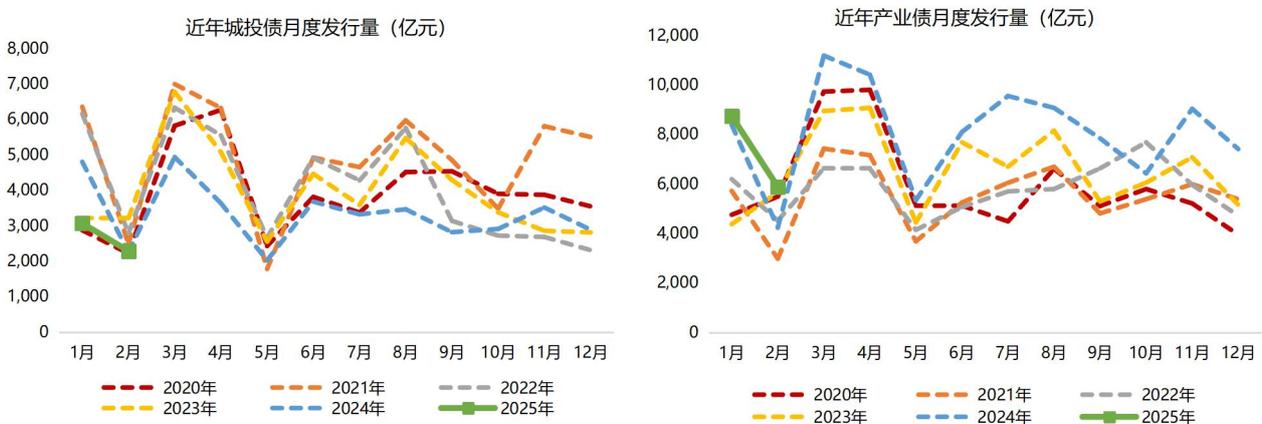
数据来源：Wind，东方金诚

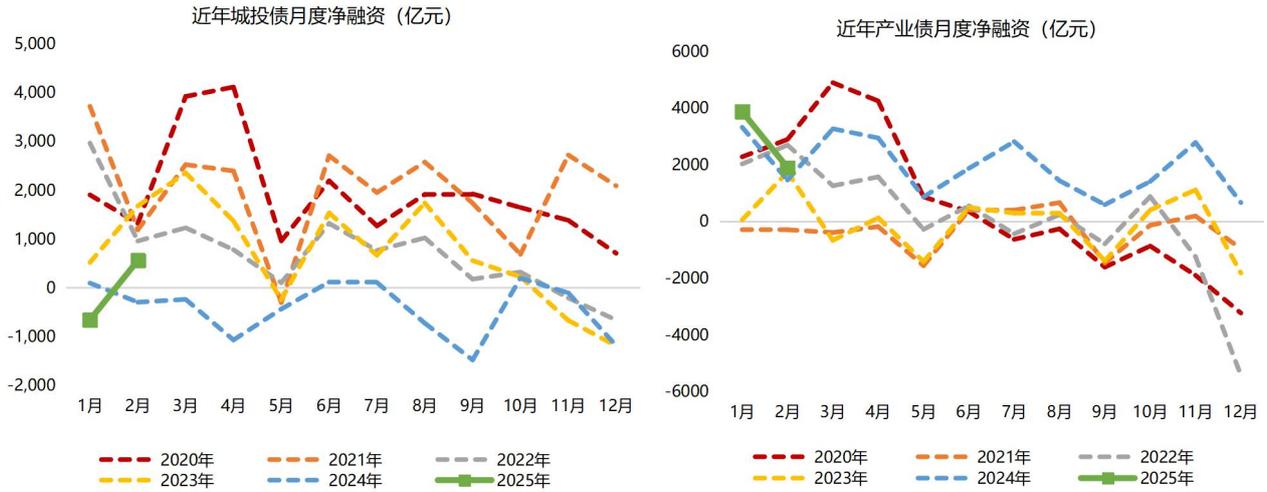
图表 5 2025年2月公司债终止审查项目数量环比大幅增加



数据来源：Wind，东方金诚

图表 6 2025年2月城投债发行量和净融资弱于历史同期，产业债净融资持续偏强





数据来源: Wind, 东方金诚

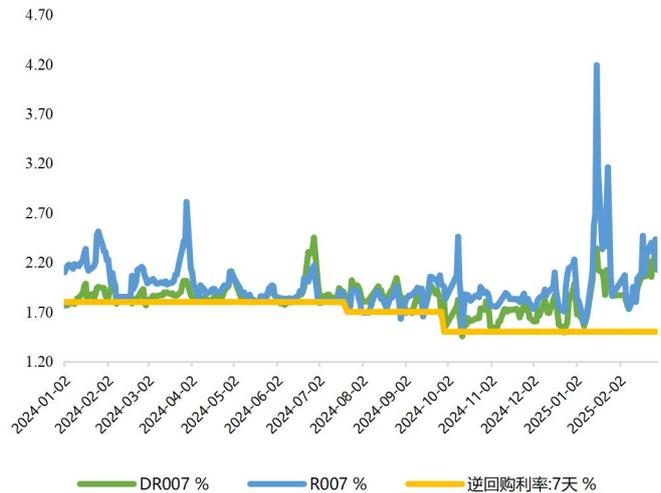
2月信用债整体发行利率环比上行。2月因资金面收紧,资金利率中枢上行,叠加股债跷跷板效应影响,债市明显回调。在此背景下,当月信用债发行利率整体回升,全体信用债以及主体评级AAA级、AA+级和AA级信用债金额加权平均发行利率分别为2.28%、2.14%、2.54%和2.63%,环比分别上行14.2bps、15.9bps、16.4bps和3.2bps。

图表7 2025年2月国开债收益率曲线整体上行

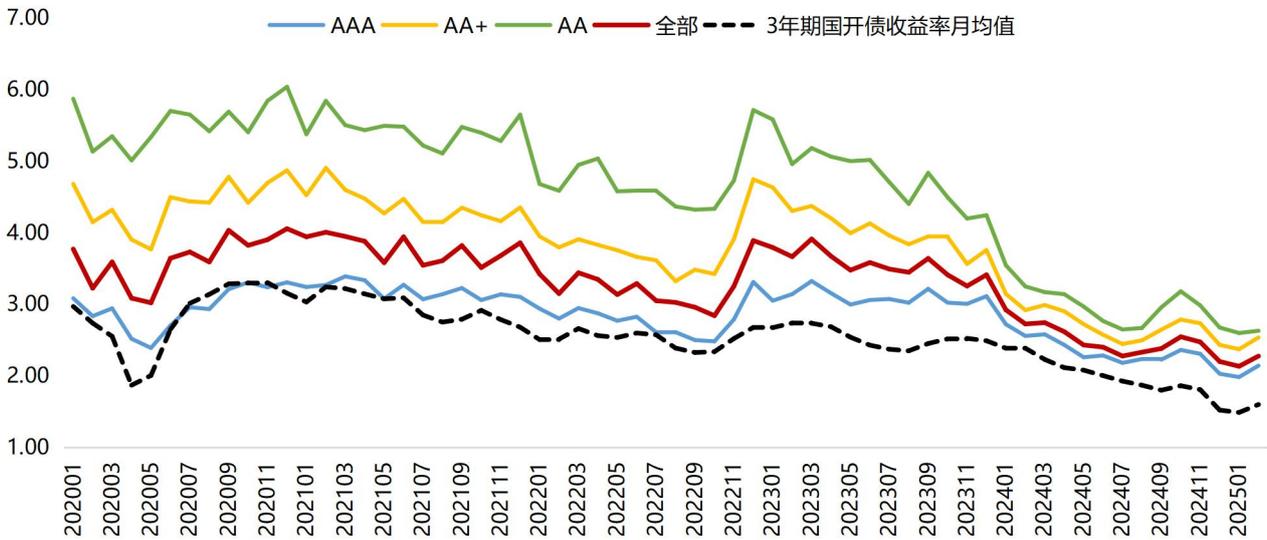


数据来源: Wind, 东方金诚

图表8 2025年2月资金利率前低后高,中枢下行



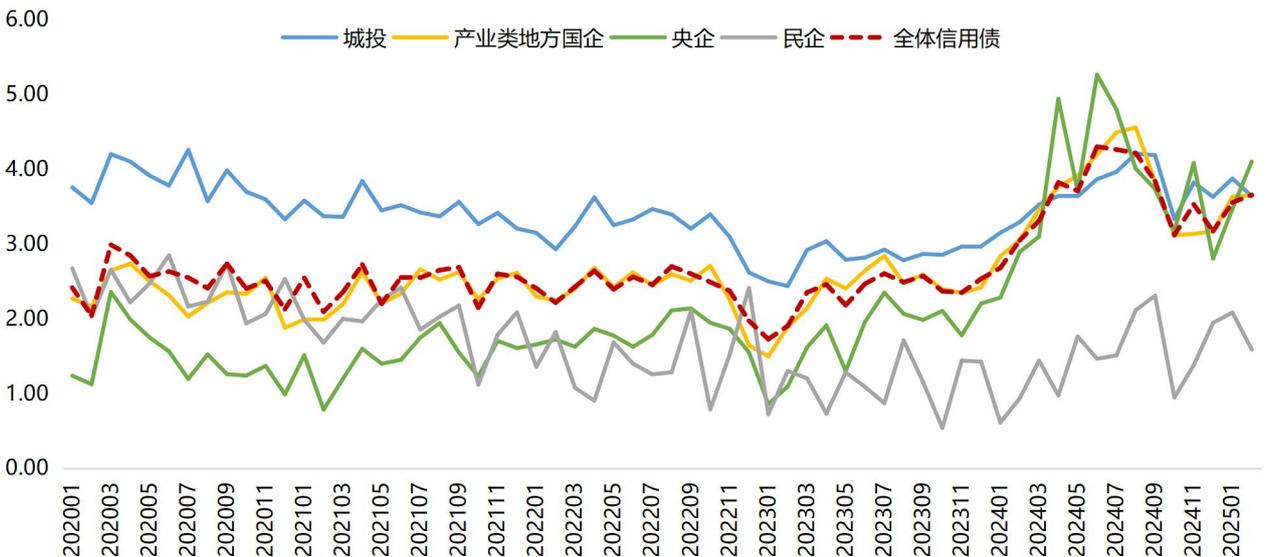
图表 9 2025年2月信用债加权平均发行利率上行



数据来源：Wind，东方金诚

2月信用债发行期限与上月基本持平，当月金额加权平均发行期限为3.65年，较1月拉长0.10年。2月城投债和民企债加权平均发行期限环比分别缩短0.26年和0.49年至3.61年和1.59年，产业类地方国企债和央企债加权平均发行期限环比分别拉长0.04年和0.63年至3.67年和4.10年。

图表 10 2025年2月信用债发行期限与上月基本持平（单位：年）



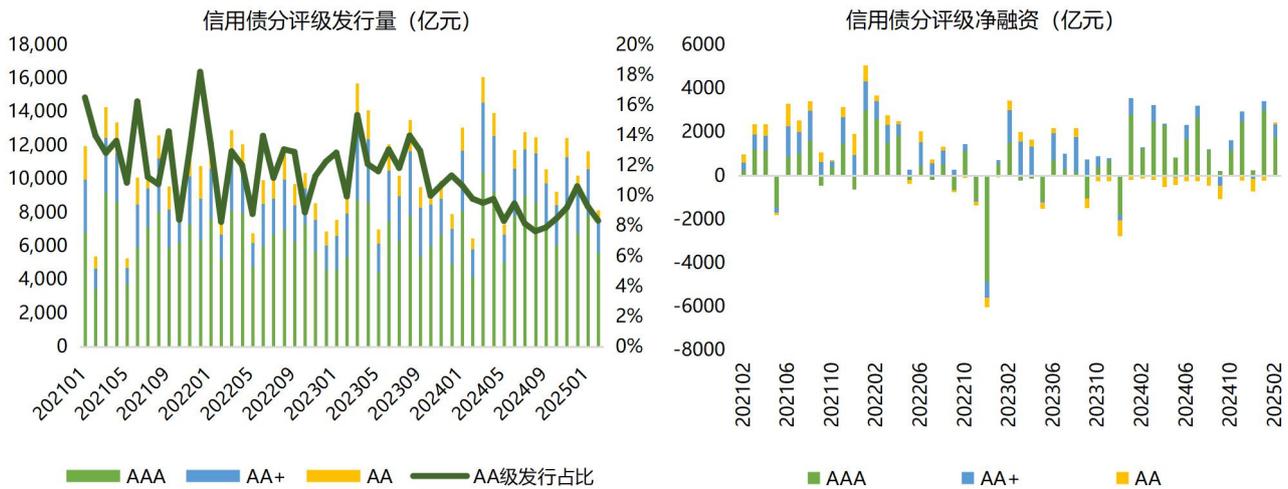
数据来源：Wind，东方金诚

二、信用债发行结构

2月，各评级城投债发行量环比均减少，同比仅AAA级减少，净融资均转正，环比、同比均增加；除AA级产业债净融资同比小幅减少外，各评级产业债发行量和净融资均环比减少、同比增加。分券种看，2月各券种发行量环比均减少，中票、企业债和（超）短融净融资环比减少；1-2月累计，除企业债和（超）短融外，其他券种净融资均较去年同期有所增加。

分主体评级看，2月各评级信用债发行量均环比减少、同比增加，AA级发行量占比较上月下降1.0pct至8.3%；各评级信用债净融资同比均增加，环比仅AAA级减少，AA级净融资由负转正。

图表 11 2025年2月AAA级和AA级信用债发行占比环比提升

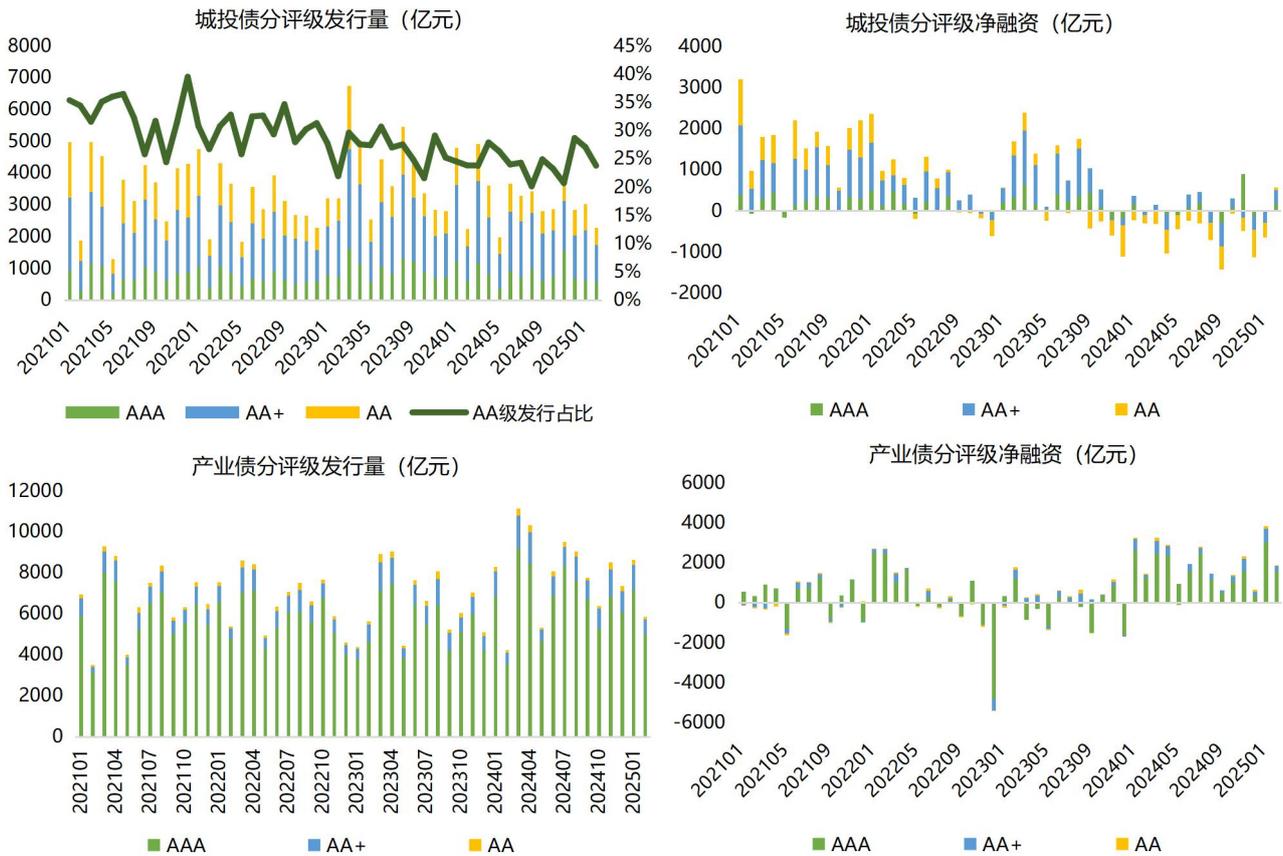


数据来源：Wind，东方金诚

城投债方面，2月各评级城投债发行量环比均减少、同比仅AAA级小幅减少；各评级城投债净融资均由负转正，环比、同比大幅增加，其中，AA级融资结束连续15个月的净流出。1-2月累计，AAA级、AA+级和AA级城投债发行量同比分别减少35.1%、21.5%和20.4%，AAA级和AA+级城投债净融资小幅收缩，同比分别减少17亿元和46亿元，AA级城投债累计净融资缺口同比收缩132亿元至293亿元。

产业债方面，2月仅AA级产业债净融资环比、同比均减少，AAA级和AA+级产业债净融资环比减少、同比均有所增加。1-2月累计，AAA级、AA+级和AA级产业债发行量同比分别增长16.9%、9.2%和25.5%，净融资同比分别增加740亿元、214亿元和76亿元至4639亿元、913亿元和173亿元。

图表 12 2025年2月AA级城投债发行占比下降，并结束连续15个月的融资净流出



数据来源：Wind，东方金诚

图表 13 2025年2月信用债发行和净融资情况

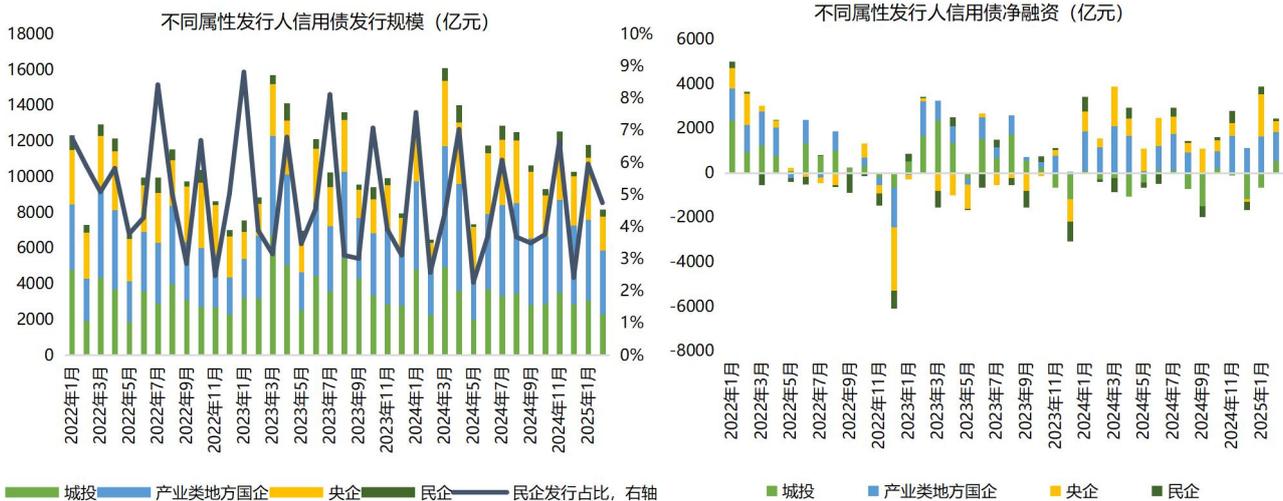
	发行量 (单位: 亿元)				
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
信用债	8161	-3633	1683	19955	305
其中: 城投债	2273	-790	24	5335	-1707
其中: AAA	558	-75	-62	1191	-643
AA+	1165	-405	85	2735	-750
AA	540	-276	9	1356	-348
产业债	5888	-2843	1659	14619	2013

其中: AAA	5030	-2137	1488	12197	1775
AA+	700	-512	130	1912	161
AA	137	-130	38	404	82
净融资额 (单位: 亿元)					
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
信用债	2461	-760	1295	5682	1095
其中: 城投债	550	1207	846	-107	92
其中: AAA	159	174	156	144	-17
AA+	341	617	436	65	-46
AA	60	414	263	-293	132
产业债	1911	-1967	449	5789	1003
其中: AAA	1604	-1431	348	4639	740
AA+	249	-415	117	913	214
AA	46	-81	-15	173	76

数据来源: Wind, 东方金诚

分企业性质看, 2月各类型企业信用债发行量和净融资均环比减少、同比增加。1-2月累计, 央企债、产业类地方国企债和广义民企债发行量同比分别变动43.9%、5.7%和-6.3%, 净融资仅央企债同比增加1138亿元, 产业类地方国企债和广义民企债同比分别减少8亿元和128亿元。

图表 14 2025年2月各类型企业发行量环比均减少



数据来源: Wind, 东方金诚

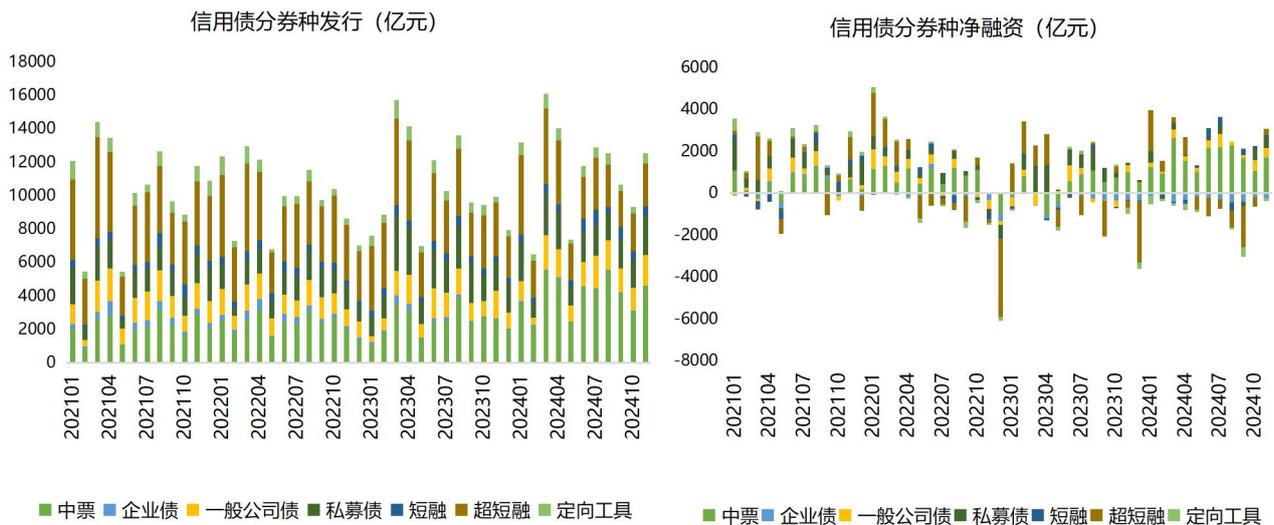
图表 15 分企业性质信用债发行和净融资情况

发行量 (单位: 亿元)					
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
城投债	2273	-790	24	5335	-1707
产业类地方国企债	3590	-946	852	8126	436
央企债	1911	-1582	586	5404	1649
广义民企债	387	-315	220	1089	-73
净融资额 (单位: 亿元)					
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
城投债	550	1207	846	-107	92
产业类地方国企债	1294	-345	141	2933	-8
央企债	492	-1416	95	2401	1138
广义民企债	124	-206	213	454	-128

数据来源: Wind, 东方金诚

分券种看, 2月各券种发行量环比均减少, 中票和(超)短融净融资环比减少, 企业债融资缺口环比小幅扩大; 同比来看, 仅企业债和(超)短融发行量和净融资减少, 其他券种发行量和净融资均有所增加。1-2月累计, 与去年同期相比, 企业债融资缺口走阔, 定向工具融资缺口收窄, (超)短融净融资减少, 其他券种净融资均为正且有所增加。

图表 16 2025年2月, 各券种发行量环比均减少



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 17 2025年2月分券种信用债发行和净融资情况

发行量 (单位: 亿元)					
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
中期票据	3399	-1085	1206	7883	2091
企业债	14	-32	-64	61	-121
一般公司债	856	-378	426	2091	476
短融 (含超短融)	2178	-1562	-327	5918	-1814
定向工具	424	-130	53	977	-140
私募债	1289	-446	389	3024	-187
净融资 (单位: 亿元)					
	2025年2月	环比	同比	2025年1-2月	累计同比
中期票据	1357	-651	419	3365	1190
企业债	-186	-4	-126	-369	-183
一般公司债	338	225	248	451	154
短融 (含超短融)	296	-1270	-129	1862	-570
定向工具	52	435	177	-332	213
私募债	605	506	706	704	291

数据来源: Wind, 东方金诚

三、 分区域和行业信用债发行情况

2月多数省份城投债发行量环比减少、同比增加; 1-2月累计, 多数省份城投债发行量同比下降, 但净融资好于去年同期。产业债方面, 2月多数行业发行量环比减少、同比增加; 1-2月累计, 仅煤炭、电子、机械设备和国防军工行业累计净融资为负, 约半数行业信用债发行量及净融资均高于去年同期。

城投债分省份看, 2月仅7个省份城投债发行量环比增加, 9个省份城投债净融资为负, 环比减少9个。2月城投债发行量位列前三的省份为江苏、山东和浙江, 三省净融资环比、同比均增加。其他省份中, 多数省份城投债净融资环比增加; 化债重点省份中, 吉林、宁夏、青海、内蒙古、黑龙江和甘肃当月未发行城投债, 吉林、贵州、重庆、天津和广西净融资额小幅为负。

分评级来看, 2月AAA级、AA+级和AA级城投债净融资为负的省份分别有7个、6个和10个。其中, 天津、吉林和贵州等地的AAA级平台, 湖南、

重庆、北京和湖北等地的AA+级平台，以及福建、湖南和河南等地的AA级平台净融资缺口较大。

1-2月累计，有10个省份城投债发行量高于去年同期，增幅最大的为河北、湖北和福建等地；东北、西北主要省份发行量较少，其中青海、宁夏和内蒙古累计发行量为0；有16个省份城投债净融资同比增长（或融资缺口收窄），包括天津、湖北、浙江、云南等。发债大省江苏、浙江和山东省城投债发行量同比均有所减少，且江苏和浙江省城投债累计净融资为负。1-2月城投债累计净融资为负的省份有13个，较去年同期减少4个；累计净融资同比下降的省份有12个，包括辽宁、吉林和重庆等化债重点省份，以及江苏、湖南、江西、北京等地；天津、云南、河北、山东等地累计净融资为正且同比增加；湖北、浙江、安徽等地累计净融资缺口较去年同期收窄。

图表 18 2025年2月分省份城投债融资情况（按照当月发行规模排序）

	区域城投债发行规模（亿元）					区域城投债净融资（亿元）				
	2025.2	环比	同比	2025.1-2	累计同比	2025.2	环比	同比	2025.1-2	累计同比
江苏	675	-386	-136	1737	-825	154	328	51	-20	-375
山东	227	40	50	415	-96	150	156	146	144	39
浙江	194	-84	23	473	-311	106	272	225	-59	105
河南	141	37	48	244	-33	46	84	109	7	32
重庆	123	-22	11	268	21	-7	-34	-64	21	-1
湖北	111	-12	80	234	99	5	16	79	-5	137
安徽	109	-60	-3	277	22	13	151	-12	-125	30
江西	103	-31	-13	236	-128	32	48	61	17	-51
河北	80	-2	64	161	99	43	8	42	78	43
湖南	69	-65	-48	202	-135	-61	-6	30	-115	-51
新疆	66	49	18	83	-15	54	75	21	32	-25
天津	61	-32	-99	153	-305	-6	-44	67	31	149
四川	57	-52	-1	165	-52	19	50	77	-13	29
云南	56	18	40	93	14	23	19	28	28	47
陕西	55	-17	1	127	-1	29	13	-2	44	7
福建	50	-23	32	122	45	-33	23	-5	-89	-16
山西	36	36	34	36	-9	24	42	41	6	21

上海	19	11	19	27	1	-1	-9	-1	7	-4
辽宁	15	11	15	19	19	12	37	12	-13	-9
广西	12	-34	6	57	19	-5	-12	2	3	18
广东	10	-31	-20	52	-39	2	-29	21	34	29
贵州	9	-11	-19	28	-19	-12	31	-15	-56	8
北京	7	-88	-56	102	-38	-7	-21	-60	7	-42
吉林	0	-22	0	22	-5	-20	-7	-13	-33	-7
宁夏	0	-12	0	12	12	0	0	0	0	0
青海	0	0	0	0	-4	0	0	4	0	0
海南	0	0	-7	0	-7	0	0	-7	0	-7
内蒙古	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
黑龙江	0	0	0	0	0	0	2	0	-2	2
甘肃	0	0	0	0	0	0	5	20	-5	15
西藏	0	0	-5	0	-26	0	20	0	-20	-21

数据来源：Wind，东方金诚

图表 19 2025年2月分省份分评级城投债融资情况（按当月发行量排序，单位：亿元）

	AAA		AA+		AA		全部	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
江苏	177	60	344	88	153	4	674	153
山东	24	17	164	107	39	26	227	150
浙江	30	22	107	57	58	29	194	107
河南	58	22	72	36	11	-12	141	46
重庆	15	0	75	-12	34	6	123	-7
湖北	32	6	20	-10	59	15	111	10
安徽	8	1	73	16	28	-3	109	15
江西	16	0	55	9	32	24	103	34
河北	20	11	23	11	37	22	80	43
湖南	0	-8	46	-36	22	-14	68	-58
新疆	27	27	24	14	14	12	66	54
天津	34	-25	27	19	0	0	61	-6
云南	21	-9	35	33	0	-1	56	23
陕西	50	35	0	0	5	-1	55	34
四川	0	0	15	1	34	12	50	13
福建	0	-5	34	6	15	-34	50	-33
山西	25	23	11	1	0	0	36	24
上海	0	-3	19	2	0	0	19	-1
辽宁	15	15	0	-1	0	-2	15	12

广西	4	4	8	-0	0	-8	12	-5
广东	0	0	10	10	0	-8	10	2
贵州	5	-11	4	4	0	-5	9	-12
北京	7	5	0	-12	0	0	7	-7
吉林	0	-20	0	0	0	0	0	-20
黑龙江	0	0	0	0	0	0	0	0
西藏	0	0	0	0	0	0	0	0
甘肃	0	0	0	0	0	0	0	0
宁夏	0	0	0	0	0	0	0	0
青海	0	0	0	0	0	0	0	0
海南	0	0	0	0	0	0	0	0
内蒙古	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：Wind，东方金诚

产业债分行业¹来看，2月建筑装饰、房地产、石油石化和交通运输等多数行业信用债发行量环比下降；有23个行业净融资为正，其中净融资规模较大的行业包括非银金融、建筑装饰、石油石化、交通运输、食品饮料等。1-2月累计，多数行业（17/32）信用债发行量低于去年同期，25个行业累计净融资为正，仅煤炭、电子、机械设备和国防军工4个行业累计净融资为负。

图表 20 2025年2月产业债分行业融资情况（按照当月发行规模排序）

	发行量 (亿元)					净融资 (亿元)				
	2025.2	环比	同比	2025.1-2	累计同比	2025.2	环比	同比	2025.1-2	累计同比
非银金融	871	172	400	1570	311	452	385	296	519	233
交通运输	792	-109	214	1692	-144	187	-100	55	474	-202
建筑装饰	754	-562	191	2070	244	272	-468	71	1013	52
公用事业	745	-1402	338	2892	1867	79	-1551	-65	1708	1537
房地产	430	-235	-47	1094	-175	51	-155	-174	257	-88
综合	279	-62	-33	619	-170	68	-78	-83	213	-116
石油石化	251	-142	141	645	474	189	-4	354	383	751
商贸零售	230	-85	123	545	132	64	-104	-15	232	-5
煤炭	224	56	-111	392	-274	-38	77	-229	-153	-481
钢铁	193	42	47	344	-44	46	88	-13	5	-122
有色金属	167	-7	39	341	-13	68	52	38	83	-58

¹ 按照申万一级行业分类，共32个

食品饮料	153	0	53	306	-410	142	62	44	222	-484
建筑材料	113	21	76	206	153	78	71	41	85	64
环保	110	-10	39	229	-6	73	17	31	128	1
其他	81	-60	79	221	181	69	-34	92	171	160
社会服务	74	-65	8	213	-101	15	-44	2	73	-61
通信	70	-27	61	167	-220	70	-27	81	167	-197
基础化工	64	-75	-9	203	65	28	10	-20	45	-2
医药生物	48	-68	33	165	77	28	16	30	41	25
机械设备	38	-16	-8	92	-9	-18	-19	-9	-17	-6
电子	35	-71	-21	141	-21	-52	-70	-66	-34	-59
计算机	35	29	30	41	-6	20	24	25	16	19
传媒	34	-24	2	92	25	14	19	-13	9	-18
银行	30	-30	30	90	70	-20	-50	-20	10	10
汽车	18	-25	-17	61	-8	6	-27	0	39	9
家用电器	15	15	15	15	0	15	15	15	15	10
电力设备	13	-9	-17	35	-46	3	6	-7	0	-56
农林牧渔	10	-79	1	99	55	-3	-73	-7	67	52
纺织服饰	2	-22	2	26	15	-5	-26	-5	16	8
国防军工	0	-2	-10	2	-13	0	9	-10	-9	11
轻工制造	0	-4	0	4	-6	0	0	0	0	5
美容护理	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

数据来源：Wind，东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

地址：北京市丰台区丽泽路 24 号院平安幸福中心 A 座 45-47 层

电话：86-10-62299800（总机）

传真：86-10-62299803

邮箱：DFJCPX@coamc.com.cn