

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6月5日

核心观点

受“补年报”效应影响，5月信用债融资季节性回落。5月信用债发行量8110亿元，环比减少45.8%，同比增长10.2%；净融资环比减少1760亿元，同比增加273亿元。5月城投债和产业债融资延续分化：城投债发行量环比、同比均减少，净融资缺口环比小幅收缩，同比走阔；产业债发行量和净融资均为近5年同期最高水平。

发行结构方面，分评级看，5月各评级信用债发行量环比均减少，AAA级信用债净融资环比减少、同比增加，AA+级和AA级信用债融资缺口环比、同比均有所收窄；分企业性质看，5月各类型企业产业债发行量和净融资环比均下降，同比仅央企债净融资有所减少；分券种看，5月各券种发行量环比、同比均增加，（超）短融净融资转负，企业债和定向工具融资缺口环比收窄。

城投债方面，5月多数省份城投债发行量环比减少；17个省份净融资为负，陕西、四川、黑龙江、山西、湖北等省份净融资环比、同比均减少。1-5月累计，超半数省份城投债发行量和净融资同比下降，22个省份累计净融资为负。

产业债方面，5月多数行业信用债发行量环比减少；21个行业净融资为正，其中，公用事业、非银金融、石油石化和建筑装饰等行业净融资规模较大。1-5月累计，半数行业信用债净融资低于去年同期，煤炭、建筑装饰、国防军工和纺织服饰等行业净融资为负。



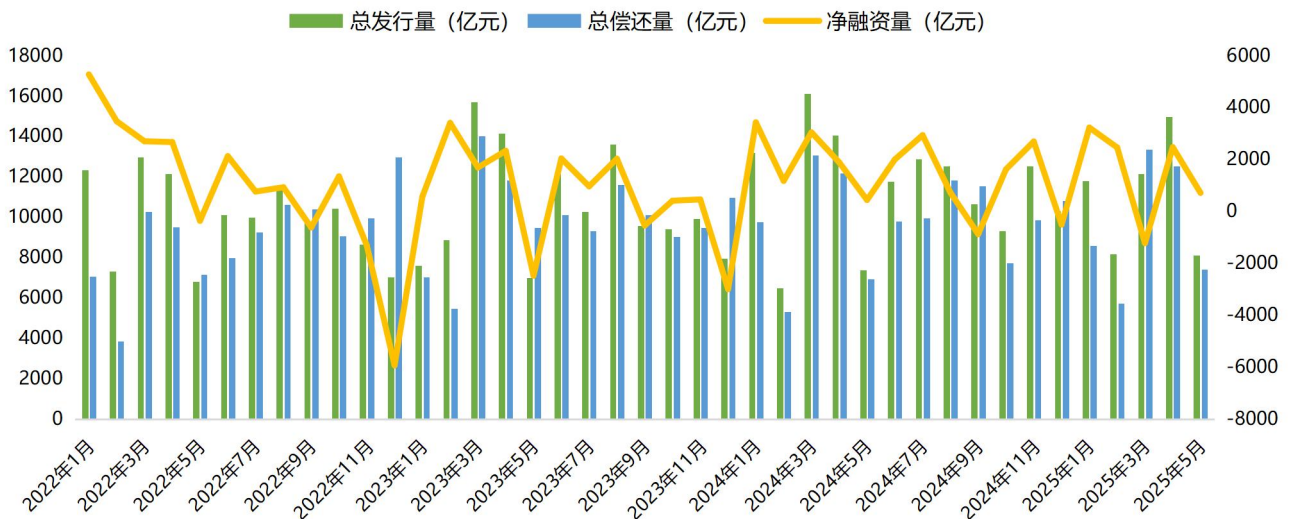
关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、信用债发行整体情况

受季节性因素影响，5月信用债发行量和净融资均环比减少、但同比增加。当月城投债和产业债融资延续分化：城投债发行量环比、同比均减少，净融资缺口环比收窄、同比走阔；因科技创新债券发行放量，产业债发行量和净融资环比减少、同比增加，均处近5年同期最高水平。

5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8110亿元，环比减少6862亿元，同比增加748亿元；净融资704亿元，环比减少1760亿元、同比增加273亿元。1-5月累计，信用债融资情况弱于2024年同期：1-5月共发行信用债5.51万亿元，净融资7610亿元，同比分别减少3.5%和23.4%。

图表 1 2025年5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6月4日，下同

图表 2 2025年5月信用债发行和净融资情况

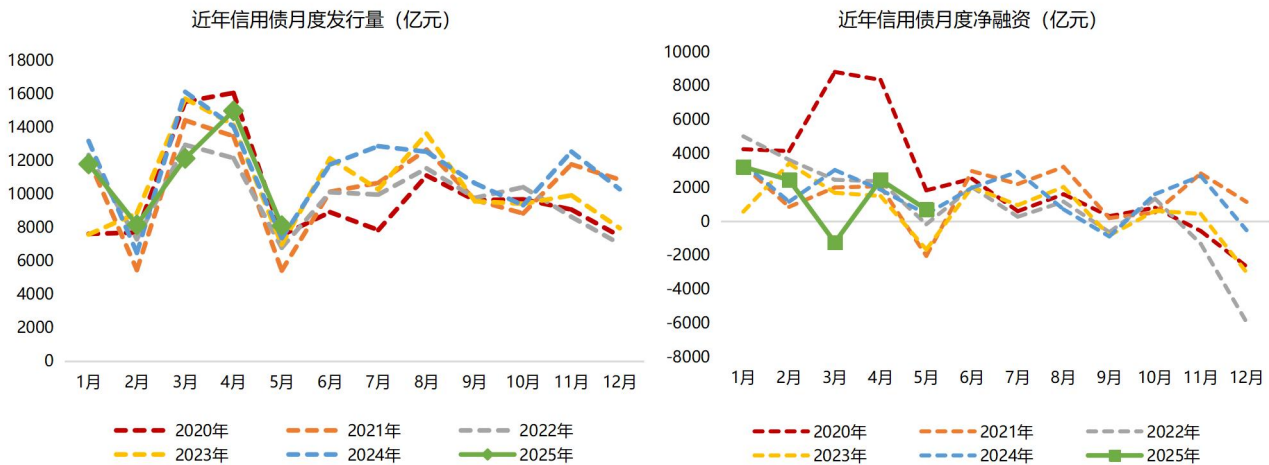
发行量 (单位: 亿元)					
	2025年5月	环比	同比	2025年1-5月	累计同比
信用债	8110	-6862	748	55164	-1991
其中: 城投债	1739	-1791	-280	14683	-2937
产业债	6370	-5071	1028	40481	946
净融资: (单位: 亿元)					

	2025 年 5 月	环比	同比	2025 年 1-5 月	累计同比
信用债	704	-1760	273	7610	-2322
其中：城投债	-562	333	-127	-2175	-234
产业债	1266	-2094	399	9785	-2088

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 5 月信用债月度发行规模为近 5 年同期最高

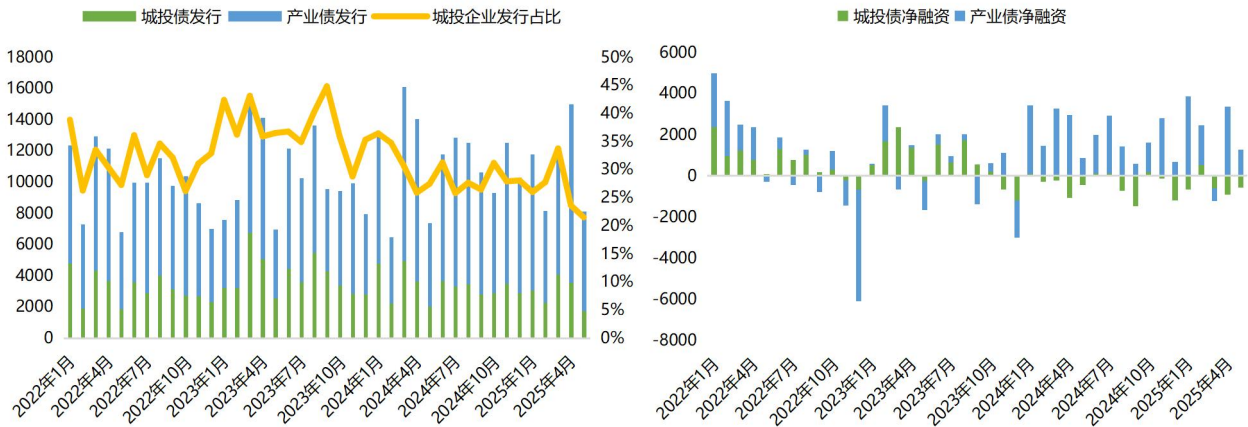


数据来源：Wind，东方金诚

5 月城投债和产业债融资继续明显分化。城投债融资监管保持严格基调，当月发行量 1739 亿元，环比、同比均减少，净融资缺口环比小幅收窄，同比走阔；1-5 月累计，城投债发行量同比下降 16.7% 至 1.46 万亿元，净融资缺口同比扩大 234 亿元至 -2175 亿元。1-5 月各月，城投债净融资均处于 2020 年以来的同期较低水平（图表 6）。

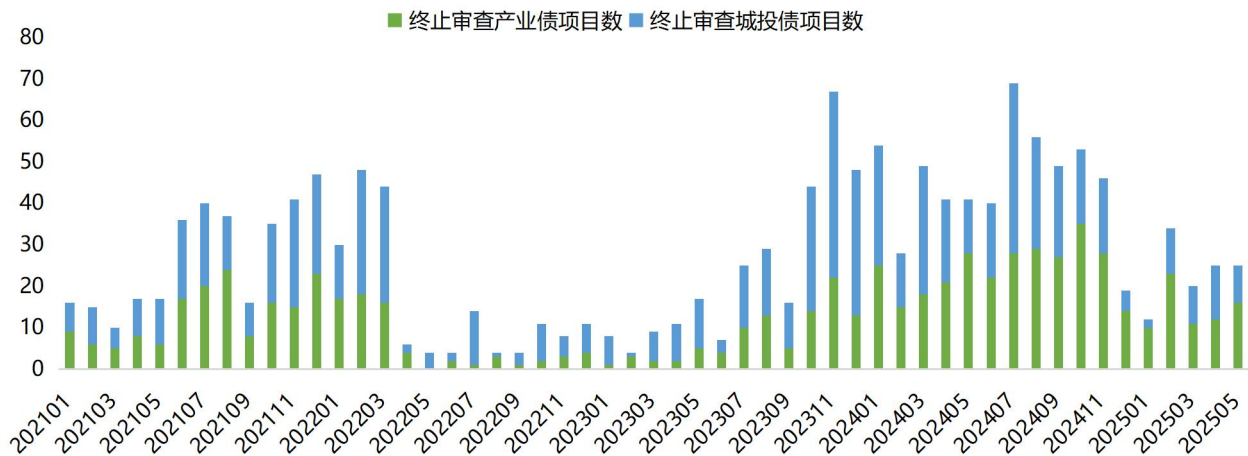
受季节性因素影响，5 月产业债发行量和净融资均较上月有所减少，但较上年同期有所增加，主因利好政策支持下，科技创新债券发行放量，非金融类企业当月发行规模 1414.48 亿元，高于前四个月发行均值 981.5 亿元。具体来看，当月产业债发行量 6370 亿元，环比减少 5071 亿元，同比增加 19.2%；净融资 1266 亿元，环比减少 2094 亿元，同比增加 399 亿元。1-5 月累计，产业债发行量 4.05 万亿元，较上年小幅增长 2.4%，净融资 9785 亿元，同比减少 2088 亿元。

图表 4 2025年5月城投债净融资缺口环比小幅收窄，产业债净融资环比大幅减少



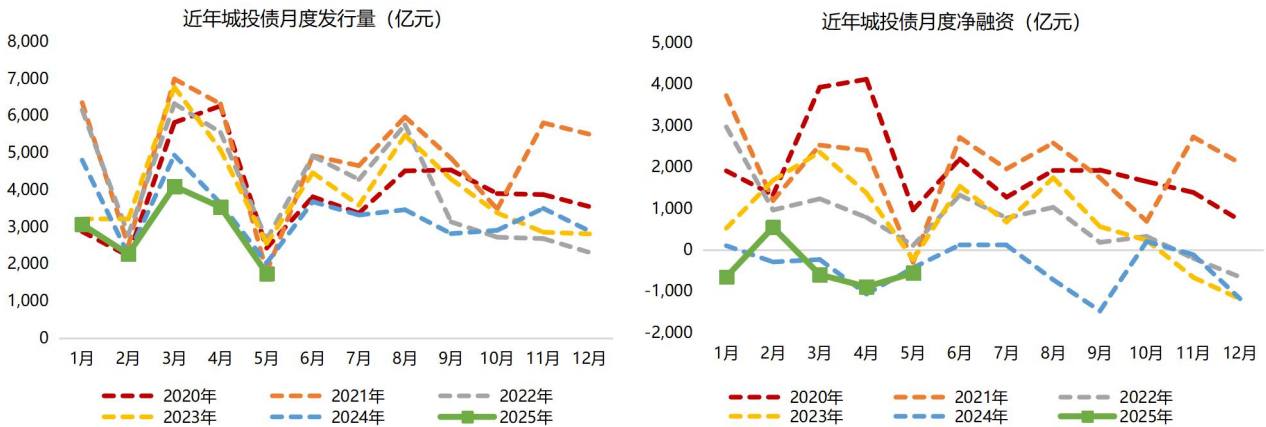
数据来源：Wind，东方金诚

图表 5 2025年5月公司债终止审查项目数量与上月持平

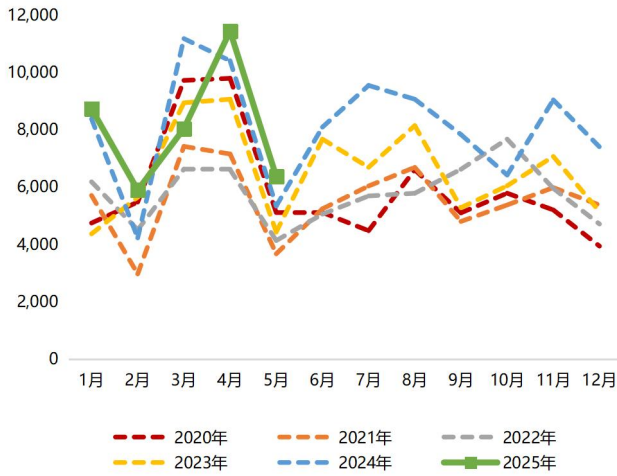


数据来源：Wind，东方金诚

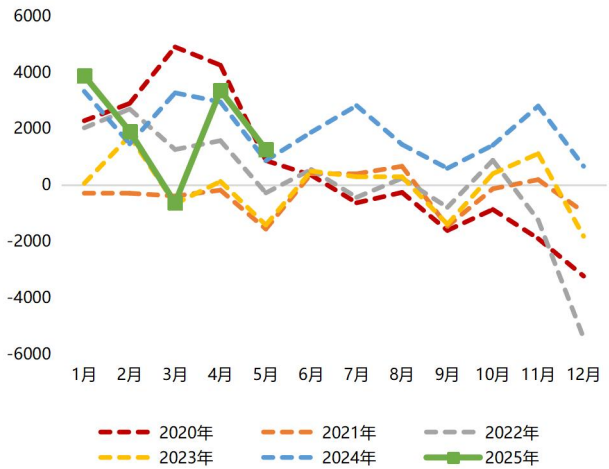
图表 6 2025年4月城投债和产业债净融资均弱于历史同期



近年产业债月度发行量 (亿元)



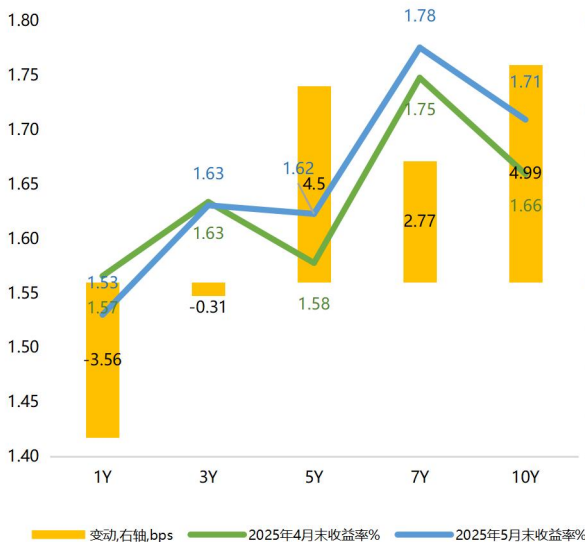
近年产业债月度净融资 (亿元)



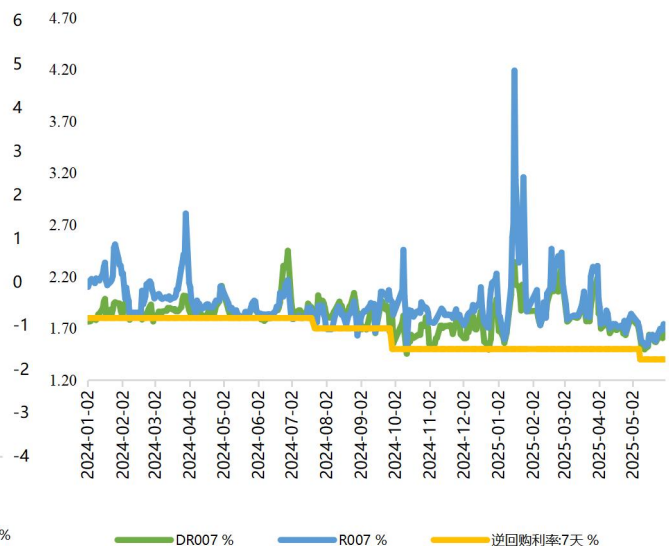
数据来源: Wind, 东方金诚

5月信用债整体发行利率环比下行。受央行降准降息、公开市场净投放等因素推动,5月资金面整体维持宽松,资金利率中枢下行。在此背景下,当月信用债发行利率整体走低,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2.08%、1.92%、2.41%和2.74%,环比分别下行14.2bps、14.7bps、8.5bps和8.9bps。

图表7 2025年5月国开债收益率曲线陡峭化变动

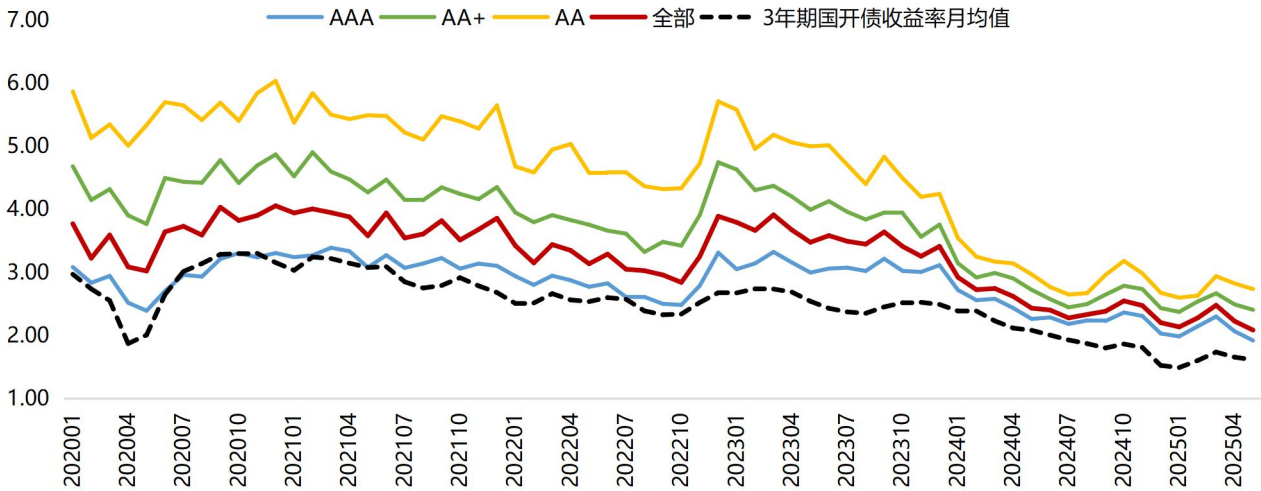


图表8 2025年5月资金利率前低后高,中枢下行



数据来源: Wind, 东方金诚

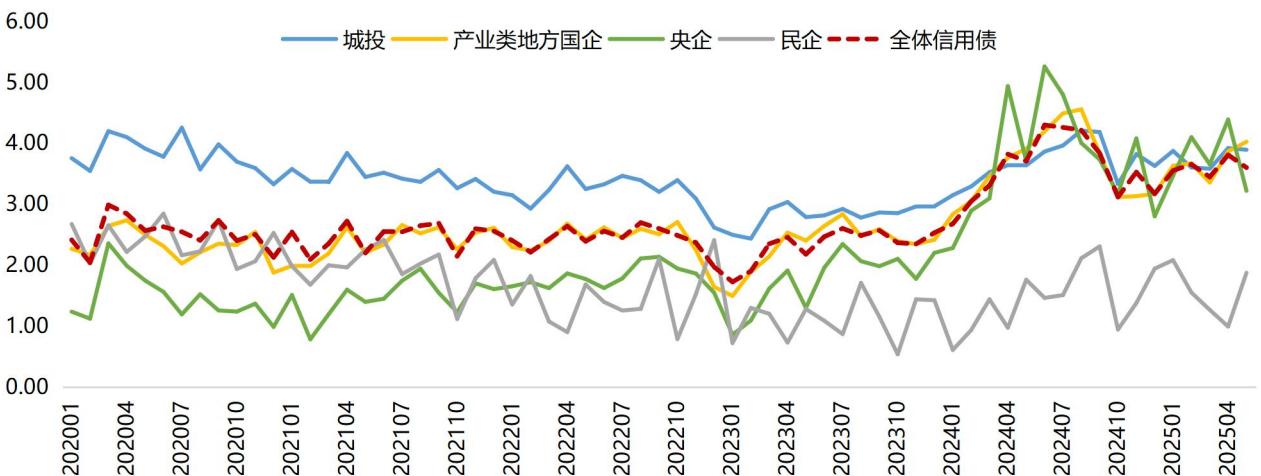
图表 9 2025年5月信用债加权平均发行利率下行



数据来源：Wind，东方金诚

5月信用债发行期限整体小幅缩短，当月信用债金额加权平均发行期限为3.6年，较4月缩短0.21年。其中城投债和央企债金额加权平均发行期限环比分别缩短0.03年和1.17年至3.89年和3.22年，产业类地方国企债和民企债发行期限环比分别拉长0.16年和0.88年至4.03年和1.88年。央企债发行期限环比缩短，主因当月（超）短融发行占比较上月提升18.50pct，民企债发行期限拉长主因3年及以上发行期限占比环比提高11.95pct。

图表 10 2025年5月信用债发行期限整体缩短，民企债环比拉长（单位：年）



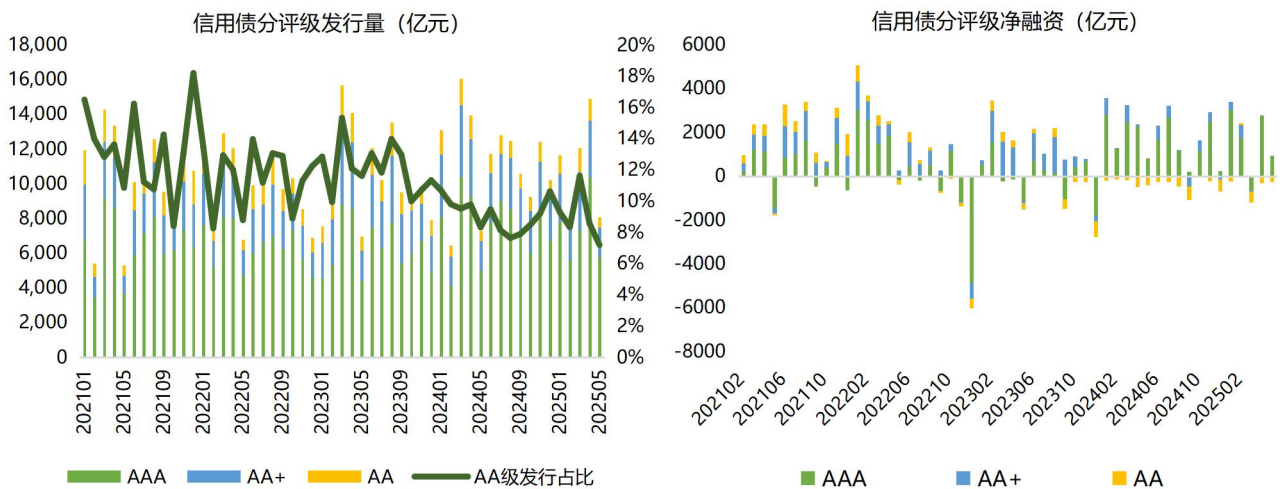
数据来源：Wind，东方金诚

二、信用债发行结构

5 月，各评级城投债发行量均环比减少、同比增加，各评级城投债融资缺口环比均收窄，同比仅 AA 级城投债融资缺口收窄；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，5 月各券种发行量环比、同比均减少，净融资表现分化；1-5 月累计，除私募债外，其他券种净融资均较去年同期有所减少，企业债和定向工具累计净融资为负。

分主体评级看，5 月各评级信用债发行量环比均减少，同比仅 AAA 级发行量有所增加，AA 级发行量占比较上月下降 1.4pct 至 7.2%；AAA 级信用债净融资环比减少 1849 亿元，同比小幅增加，AA+级和 AA 级信用债融资缺口环比、同比均有所收窄。

图表 11 2025 年 5 月 AAA 级信用债发行占比环比提升

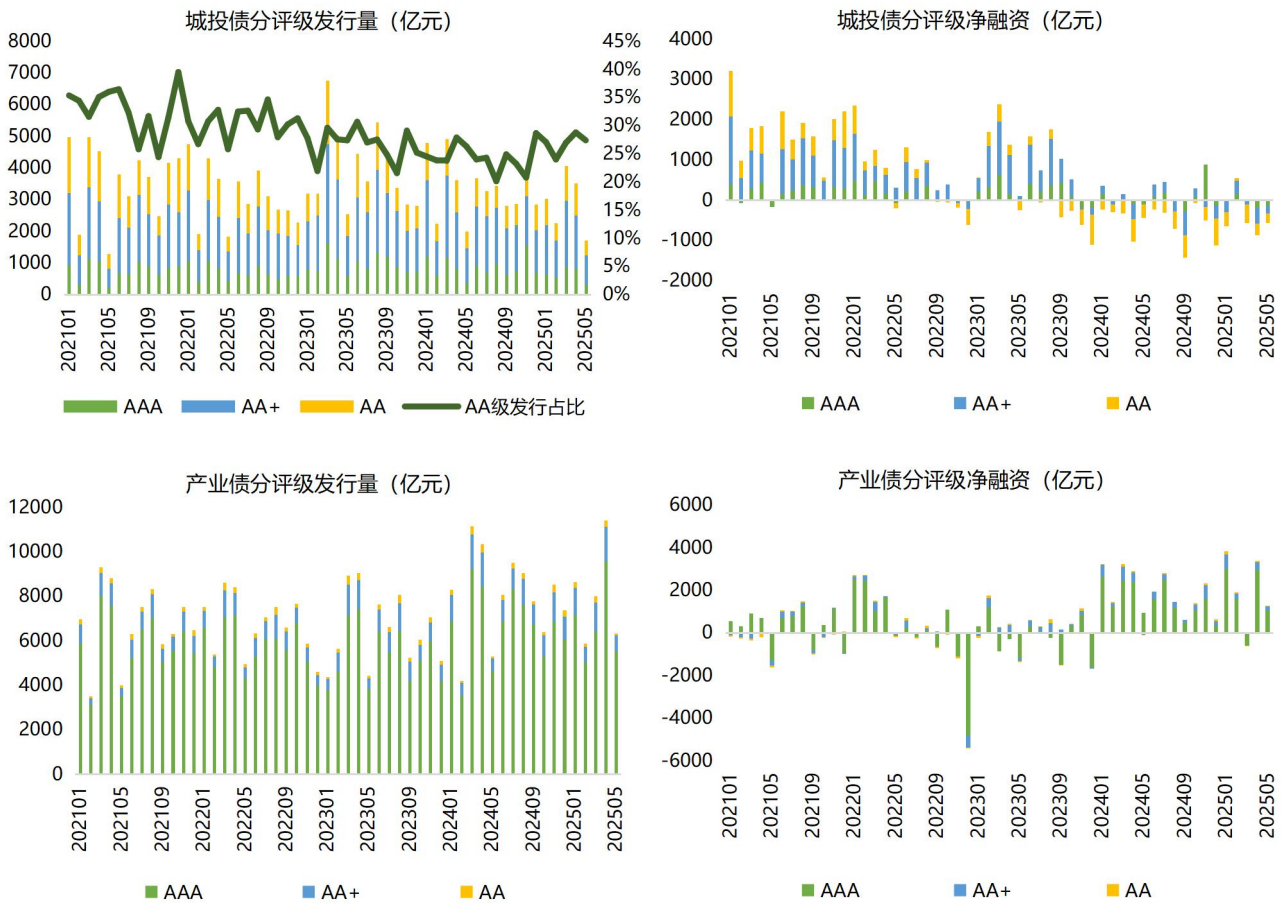


数据来源：Wind，东方金诚

城投债方面，5 月各评级城投债发行量环比、同比均减少；各评级城投债融资缺口环比均收窄，同比仅 AA 级收窄，AA+级净融资由正转负。1-5 月累计，AAA 级、AA+级和 AA 级城投债发行量同比分别下降 24.6%、16.4%和 10.6%；AAA 级和 AA+级城投债净融资缺口同比分别扩大 182 亿元和 502 亿元至 194 亿元和 622 亿元，AA 级城投债融资缺口同比收缩 382 亿元至 1269 亿元。

产业债方面，5月各评级产业债发行量和净融资均环比减少、同比增加。1-5月累计，AAA级和AA+级产业债发行量同比分别增加3.1%和0.7%，AA级产业债发行量同比减少3.8%；AAA级、AA+级和AA级产业债净融资同比分别减少1573亿元、299亿元和133亿元至8094亿元、1448亿元和153亿元。

图表 12 2025年5月城投债各评级融资缺口环比均收窄，产业债各评级净融资环比均减少



数据来源：Wind，东方金诚

图表 13 2025年5月信用债发行和净融资情况

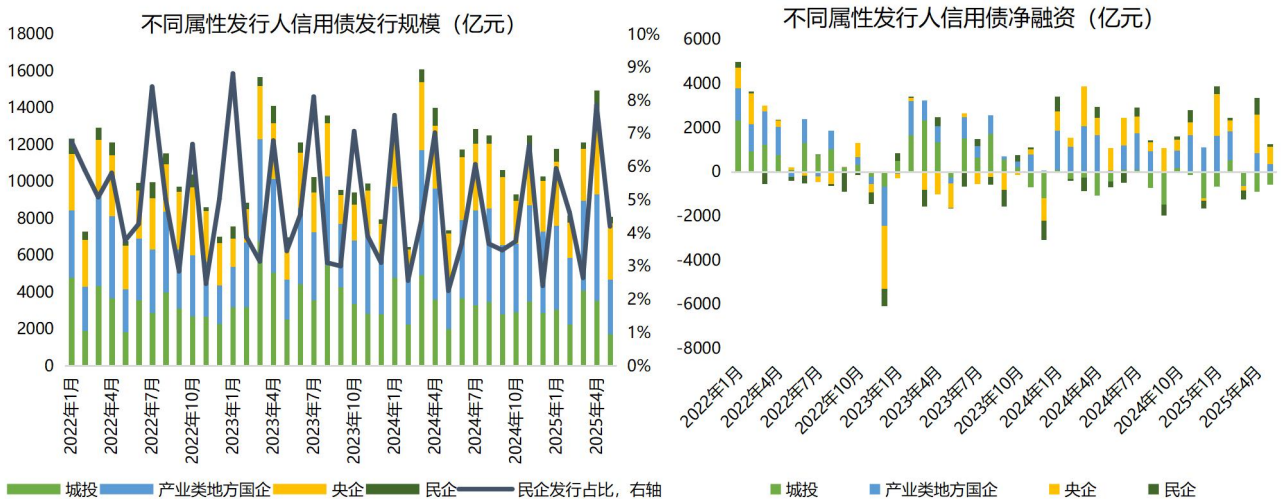
发行量 (单位: 亿元)					
	2025年5月	环比	同比	2025年1-5月	累计同比
信用债	8110	-6862	748	55164	-1991
其中: 城投债	1739	-1791	-280	14683	-2937
其中: AAA	303	-508	-72	3163	-1031
AA+	946	-751	-143	7477	-1464
AA	470	-542	-51	3932	-464

产业债	6370	-5071	1028	40481	946
其中: AAA	5519	-4056	871	33721	1004
AA+	720	-838	141	5481	36
AA	109	-154	24	1083	-43
净融资额 (单位: 亿元)					
	2025年5月	环比	同比	2025年1-5月	累计同比
信用债	704	-1760	273	7610	-2322
其中: 城投债	-562	333	-127	-2175	-234
其中: AAA	-141	39	-36	-194	-182
AA+	-182	216	-194	-622	-502
AA	-238	50	100	-1269	382
产业债	1266	-2094	399	9785	-2088
其中: AAA	1073	-1888	131	8094	-1573
AA+	173	-189	244	1448	-299
AA	2	-16	22	153	-133

数据来源: Wind, 东方金诚

分企业性质看, 5月各企业性质产业债发行量和净融资环比均减少; 同比仅央企债净融资有所减少。1-5月累计, 产业类地方国企债、央企债和广义民企债发行量同比分别变动-4.5%、15.0%和-3.4%, 净融资仅广义民企债同比增加660亿元至894亿元, 央企债和产业类地方国企债同比分别减少2.4%和38.8%。

图表 14 2025年5月广义民企债发行占比环比下降



数据来源: Wind, 东方金诚

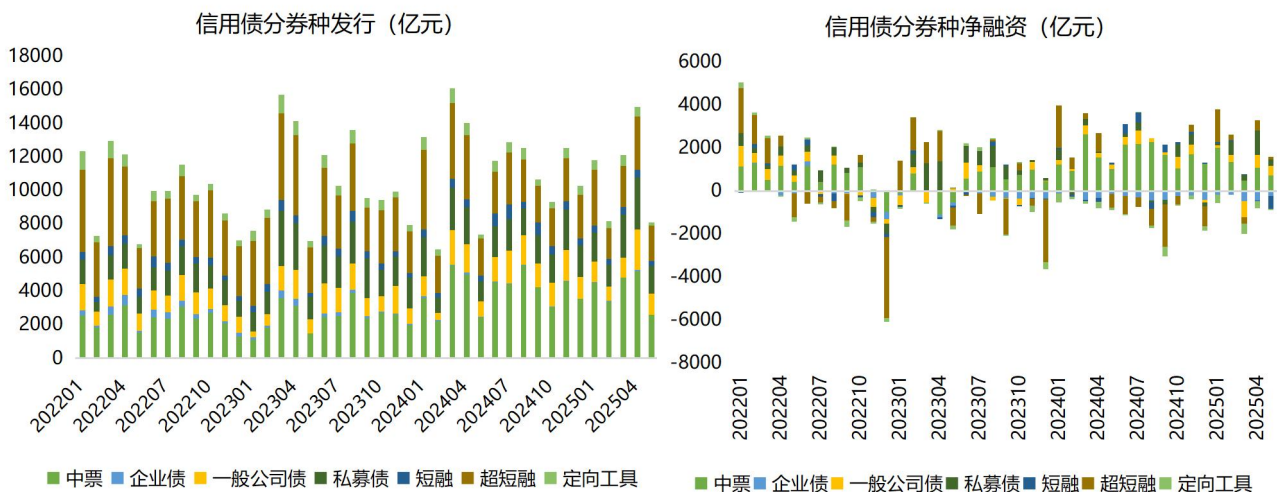
图表 15 分企业性质信用债发行和净融资情况

发行量 (单位: 亿元)					
	2025年5月	环比	同比	2025年1-5月	累计同比
城投债	1739	-1791	-280	14683	-2937
产业类地方国企债	2958	-2825	677	21754	-1016
央企债	3071	-1410	177	15808	2066
广义民企债	341	-836	174	2919	-104
净融资额 (单位: 亿元)					
	2025年5月	环比	同比	2025年1-5月	累计同比
城投债	-562	333	-127	-2175	-234
产业类地方国企债	358	-503	271	4152	-2631
央企债	796	-960	-217	4739	-117
广义民企债	112	-631	345	894	660

数据来源: Wind, 东方金诚

分券种看, 5月各券种发行量环比、同比均减少; 净融资方面, 仅企业债和定向工具净融资环比增加, 中票和(超)短融净融资同比减少。1-5月累计, 中票、一般公司债和私募债发行量同比增加, 企业债、(超)短融和定向工具发行量同比减少; 净融资方面, 仅私募债累计净融资为正且同比增加, 其他各券种均同比减少, 其中, 企业债和定向工具累计净融资为负。

图表 16 2025年5月, 各券种发行量环比、同比减少



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 17 2025 年 5 月分券种信用债发行和净融资情况

发行量 (单位: 亿元)					
	2025 年 5 月	环比	同比	2025 年 1-5 月	累计同比
中期票据	2581	-2617	-2421	20453	4142
企业债	0	-72	-101	133	-214
一般公司债	1266	-1149	-413	6955	1620
短融 (含超短融)	2390	-1235	-1892	14852	-2232
定向工具	219	-346	-502	2423	-303
私募债	1653	-1443	-598	10347	2357
净融资 (单位: 亿元)					
	2025 年 5 月	环比	同比	2025 年 1-5 月	累计同比
中期票据	734	-340	-813	5656	-699
企业债	-220	234	106	-1513	-588
一般公司债	449	-167	237	762	-160
短融 (含超短融)	-489	-947	-1150	1541	-1782
定向工具	-63	274	223	-1201	-252
私募债	294	-815	223	2365	1590

数据来源: Wind, 东方金诚

三、 分区域和行业信用债发行情况

5 月多数省份城投债发行量环比减少; 1-5 月累计, 超半数省份城投债发行量和净融资同比下降。产业债方面, 5 月多数行业信用债发行量环比减少、同比增加; 1-5 月累计, 煤炭、建筑材料、交通运输、国防军工和纺织服饰行业信用债累计净融资为负, 多数行业信用债发行量及净融资弱于去年同期。

城投债分省份看, 5 月 25 个省份城投债发行量环比减少, 17 个省份城投债净融资为负, 环比减少 2 个。5 月城投债发行量位列前三的省份为江苏、山东和浙江, 这三个省份的发行量环比均减少, 同比仅山东有所增加, 江苏和浙江净融资缺口环比收窄。其他省份中, 约半数省份城投债净融资环比减少, 天津、安徽、吉林、贵州、河南和云南等地净融资环比增加; 化债重点省份中, 黑龙江、辽宁、内蒙古、青海、甘肃和吉林当月未发行城投债, 重庆、黑龙江、广西、吉林和宁夏当月净融资额为负。

分评级来看，5 月 AAA 级、AA+级和 AA 级城投债净融资为负的省份分别有 13 个、12 个和 12 个。其中，陕西、上海和天津等地的 AAA 级平台，江苏、湖北、湖南、四川、浙江和黑龙江等地的 AA+级平台，以及江苏、重庆、四川、广西、浙江和江西等地的 AA 级平台净融资缺口较大。

1-5 月累计，有 14 个省份城投债发行量高于去年同期，增幅最大的为湖北、河北和陕西等地；东北、西北主要省份发行量较少；有 13 个省份城投债净融资同比增长（或融资缺口收窄），包括天津、广东、贵州、湖北、浙江等。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均为负。1-5 月城投债累计净融资为负的省份有 22 个，较去年同期增加 2 个；累计净融资同比下降的省份有 17 个，包括重庆、吉林、黑龙江、辽宁、宁夏和青海等化债重点省份，以及江苏、上海、江西和安徽等地；广东、北京、陕西、云南和广西累计净融资为正且同比增加；贵州、天津、河南、湖北、四川和浙江累计净融资缺口较去年同期收窄。

图表 18 2025 年 5 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)				
	2025.5	环比	同比	2025.1-5	累计同比	2025.5	环比	同比	2025.1-5	累计同比
江苏	407	-467	-167	4093	-1265	-175	166	-84	-620	-336
山东	221	-100	46	1252	-227	54	77	-13	131	-80
浙江	129	-133	-73	1305	-769	-66	48	-29	-310	130
河南	125	-77	14	832	-4	4	45	69	-52	21
湖南	107	-62	-54	645	-261	-25	-24	9	-279	-5
湖北	101	-131	33	817	336	-67	-17	-39	-116	132
江西	94	-53	-60	725	-264	-32	-6	-94	-61	-111
重庆	91	-95	-25	710	-109	-73	13	10	-236	-225
安徽	88	-41	50	668	41	-19	51	40	-299	-103
天津	61	-23	-61	502	-582	4	81	92	-24	288
贵州	47	21	33	188	114	27	46	54	-20	163
云南	47	-18	14	227	18	9	41	11	16	23
四川	42	-129	-27	504	-150	-73	-62	-57	-164	23
陕西	39	-135	31	456	189	-55	-96	-27	52	69

广东	37	-32	-14	186	-95	32	-20	49	136	171
福建	24	-69	17	330	61	-26	-0	-29	-133	-97
河北	21	-110	-10	399	212	-2	24	-12	27	-27
广西	16	-23	12	183	59	-19	-20	25	12	57
北京	15	-34	15	212	19	15	-10	18	53	26
西藏	10	10	10	10	-49	10	10	10	-10	-14
上海	9	3	-7	60	-120	-27	-15	-24	-47	-148
新疆	8	-26	-12	157	-21	8	26	2	-28	-53
宁夏	1	-9	1	28	23	-10	-15	-10	-5	-4
山西	0	-24	-30	76	-101	-16	-25	-40	-54	-64
吉林	0	-11	-9	54	18	-12	49	-20	-96	-54
黑龙江	0	0	0	4	-7	-28	-28	-28	-33	-25
辽宁	0	-12	0	31	15	0	-10	1	-3	-6
青海	0	0	0	7	-17	0	0	0	-2	-2
海南	0	0	0	0	-13	0	0	0	0	0
内蒙古	0	-2	0	2	2	0	0	0	0	6
甘肃	0	-8	-8	23	10	0	5	-8	-7	11

数据来源: Wind, 东方金诚

图表 19 2025年5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	128	12	196	-90	82	-98	407	-175
山东	40	20	127	52	54	-16	221	56
浙江	9	-8	99	-30	21	-27	129	-66
河南	5	-12	95	16	25	0	125	4
湖南	0	-10	50	-42	56	28	107	-25
湖北	49	0	25	-49	27	-19	101	-67
重庆	0	-10	78	-12	13	-48	91	-70
江西	10	-10	49	0	30	-26	89	-35
安徽	0	0	43	-12	45	-7	88	-18
天津	24	-20	12	-2	26	26	61	4
云南	13	3	34	9	0	-1	47	11
四川	0	-1	26	-33	16	-33	42	-68
陕西	0	-39	22	4	17	-19	39	-55
广东	10	5	16	16	11	11	37	32
贵州	0	0	17	9	15	8	32	17

福建	0	-18	10	-2	14	-6	24	-26
河北	0	-18	11	6	10	10	21	-2
广西	1	1	15	8	0	-28	16	-19
北京	15	15	0	0	0	0	15	15
西藏	0	0	10	10	0	0	10	10
上海	0	-30	9	3	0	0	9	-27
新疆	0	0	0	0	8	8	8	8
宁夏	0	0	1	-10	0	0	1	-10
吉林	0	-12	0	0	0	0	0	-12
山西	0	-10	0	-5	0	0	0	-15
黑龙江	0	0	0	-28	0	0	0	-28
辽宁	0	0	0	0	0	0	0	0
甘肃	0	0	0	0	0	0	0	0
内蒙古	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

数据来源：Wind，东方金诚

产业债分行业¹来看，5月建筑装饰、房地产、食品饮料、交通运输和非银金融等多数行业信用债发行量环比减少；有21个行业净融资为正，其中净融资规模较大的行业包括公用事业、非银金融、石油石化和建筑装饰等。1-5月累计，半数行业（16/32）信用债发行量低于去年同期，27个行业累计净融资为正，煤炭、建筑装饰、交通运输、国防军工和纺织服饰行业累计净融资为负。

图表 20 2025年5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)				
	2025.5	环比	同比	2025.1-5	累计同比	2025.5	环比	同比	2025.1-5	累计同比
公用事业	1657	-350	784	7797	3600	526	-729	274	3908	2658
非银金融	810	-426	-107	4724	-212	260	59	23	1043	-237
交通运输	800	-432	-50	4721	-1242	-295	-171	-430	-45	-1502
建筑装饰	756	-729	141	5581	-100	157	-217	77	1523	-1017
石油石化	377	75	172	1478	576	256	260	66	488	523
房地产	264	-668	34	2998	-446	-180	-292	104	18	-203
综合	205	-375	-38	1818	-496	56	-93	-3	432	-520

¹ 按照申万一级行业分类，共32个

商贸零售	196	-227	93	1425	246	29	-197	2	422	-31
有色金属	172	-31	39	957	78	85	66	70	209	-17
煤炭	152	-170	-269	1169	-513	-17	-97	-160	-325	-827
基础化工	135	-63	66	620	-5	75	14	30	158	-141
钢铁	134	-146	14	1050	-28	47	-8	-25	121	-257
社会服务	113	-177	84	811	92	44	18	69	138	-59
环保	103	-87	22	656	34	-2	-76	-23	162	-99
机械设备	80	-56	46	395	28	53	15	55	115	15
其他	78	-41	32	478	226	44	-24	3	320	156
计算机	57	26	57	177	7	42	71	59	43	-9
电子	53	-186	16	541	98	38	-64	50	117	-40
医药生物	53	-28	15	393	-148	38	43	38	114	-28
汽车	40	-48	37	249	70	12	12	19	28	-17
建筑材料	33	-67	-35	379	7	-17	-25	-35	-47	-195
农林牧渔	29	-43	18	253	92	3	-37	25	115	75
食品饮料	20	-533	-54	905	-575	-27	-439	41	407	-288
传媒	20	-42	-15	210	6	14	7	20	19	2
通信	15	-176	15	372	-247	15	-167	71	222	66
轻工制造	10	-1	10	24	-41	10	5	10	16	-7
电力设备	8	-15	-18	96	-123	6	6	-14	18	-119
国防军工	2	2	-8	4	-26	-5	-3	-5	-16	1
纺织服饰	0	0	0	31	-2	0	12	0	-8	-15
家用电器	0	0	0	15	-18	0	0	10	15	12
银行	0	-55	-70	145	5	0	-35	-20	45	25
美容护理	0	-7	0	7	1	0	-7	0	7	1

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