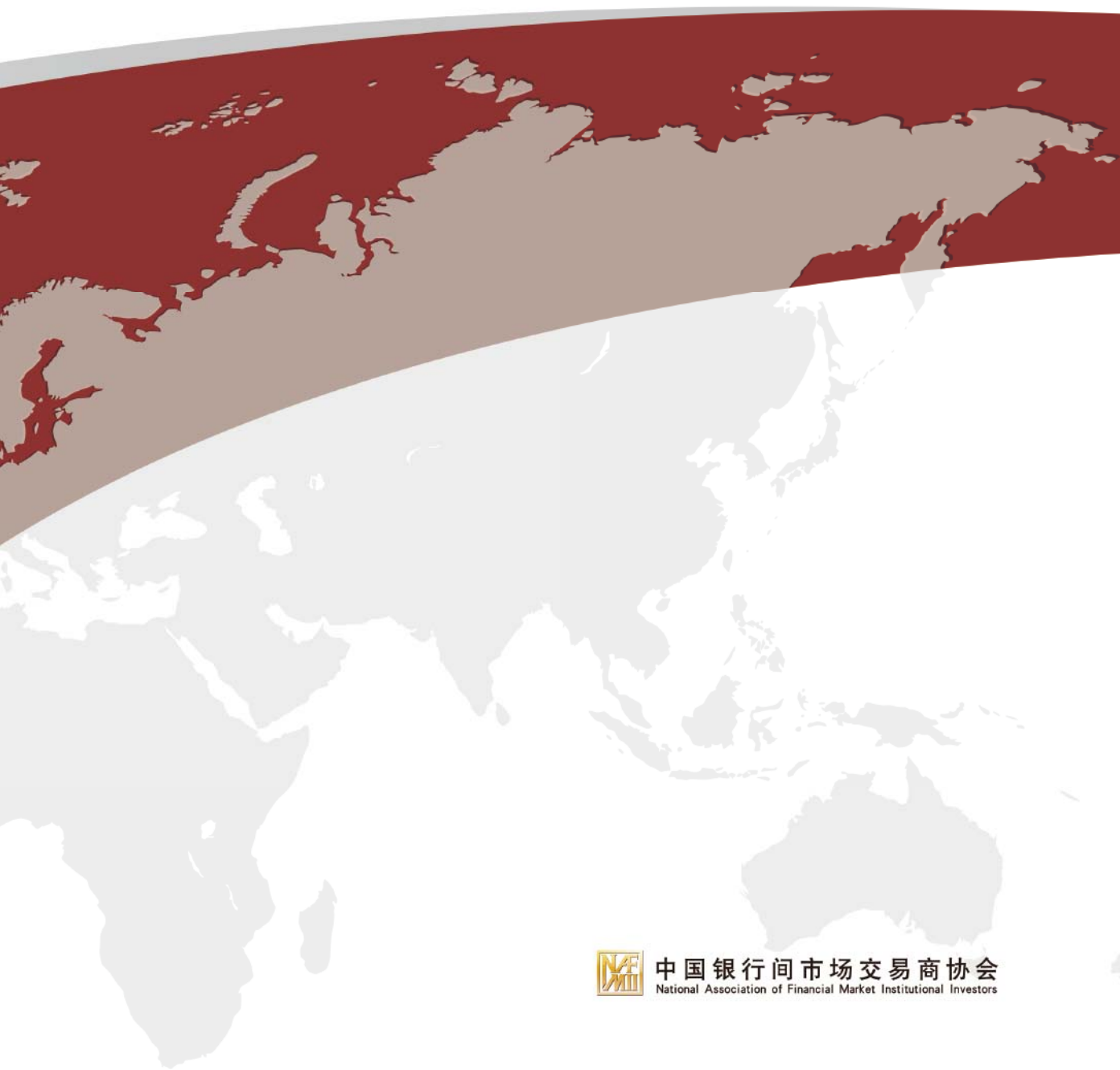


2024

中国债券市场发展报告

China Bond Market Development Report



中国银行间市场交易商协会
National Association of Financial Market Institutional Investors

编写委员会

主编：曹媛媛

核稿：杜海均 楚晓辉 朱满洲

编写组成员（按姓氏笔画排序）：

王玉珏 王媛媛 史浩宇 白 荷 朱文凯 朱 奕 刘 潇

许 琛 李丽娟 李沐雨 李松梁 李建云 李秋菊 杨一帆

肖雪铭 邱南南 余 聪 张泽达 张嘉洋 张 璨 陈春洋

范官明珠 郑心泓 郑国赞 赵一纯 赵浩南 胡世聪 姜蔚蔚

姚一诺 郭潇潇 楚娟娟 潘佳琪

序

2024 年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年，我国债券市场发展面临的国内外环境依然复杂严峻。国际上，全球经济增长动能偏弱，国别分化日趋明显。主要发达经济体通胀压力总体回落，但进入降息周期以来通胀有所反弹，对平衡经济增长和通胀提出更多挑战。国内看，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。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国加大宏观调控力度，出台一系列“组合拳”政策，经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，顺利完成了全年经济社会发展主要目标。

债券市场管理部门始终坚持贯彻党中央、国务院决策部署，稳步推进产品创新，持续深化制度建设，不断增强监管效能，推动债券市场有效服务实体经济，积极防范化解风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。全年债券市场共发行各类债券 79.62 万亿元，同比增长 12.4%；全市场共成交 2735.44 万亿元，同比增长 5.2%。截至 2024 年末，债券市场托管总量达 177 万亿元，同比增长 12.3%，债券市场利率整体下行。产品创新方面，债券市场重点支持“两重”、“两新”领域融资，推动内需扩张、经济增长；支持地方政府化债、房地产企业融资、商业银行补充资本，防范化解风险；支持科创、绿色、民营小微企业、乡村振兴等领域融资，助力“金融五篇大文章”。制度建设方面，债券市场进一步加大制度供给，优化发行、交易、存续期等环节的制度安排，进一步完善信息披露制度建设，提升市场透明度。强化监管方面，监管部门全面加强监管，人民银行、证监会加大对债券市场违规行为的处罚力度，消除监管空白和盲区。自律组织强化自律管理，交易商协会以日常监督检查为基础，以加强自律查处为抓手，以完善制度机制为保障，促进市场规范健康发展；沪深交易所进一步加强债券违规监管惩处。防范风险方面，国务院加强资本市场风险防控，完善市场化、法治化、多元化债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为。最高法明确财务造假犯罪案件相关政策，进一步完善公司债券违约处置机制。

2025 年是十四五规划收官之年，债券市场将继续全面贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，认真落实中央经济工作会议和中央金融工作会议决策部署，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，继续深入推进产品创新和制度建设，做好金融“五篇大文章”；继续紧盯重点领域和关键环节加大违法违规行为查处力度，持续净化市场环境；继续加强重点领域风险防范化解；继续坚定不移推动对外开放，持续为境外机构营造良好制度环境，全面提升债券市场开放水平。

目录

第一章 债券市场总体情况	1
一、债券市场运行情况	1
（一）债券市场发行托管情况	1
（二）债券市场交易情况及利率走势	4
（三）存续债券持有人结构	8
（四）银行间市场存续债券期限结构	10
（五）银行间市场货币经纪和做市业务开展情况	11
二、债券市场运行的总体特点	12
（一）政府债券成为社融增长主要支撑，同业存单融资创历史新高，公司信用类债券融资呈现长期化、产业化特征	12
（二）债市利率整体下行，国债利率下行幅度近年来最大	14
（三）债券市场做好金融五篇大文章，更好支持重点领域高质量发展	14
（四）全面加强金融监管，防范化解重点领域风险，推动市场规范健康发展	15
（五）境外投资人进一步增持人民币债券，熊猫债市场稳步扩容	15
三、债券市场产品创新与制度建设	16
（一）持续丰富产品供给，规范债券发行存续期管理	16
（二）进一步加强债券交易管理，维护公平的市场交易环境	17
（三）加强风险防控机制建设，大力规范市场秩序	18
（四）继续完善信息披露制度建设，提升市场透明度	18
（五）深入规范债券市场评级业务，推动信用评级行业长期健康发展	19

四、债券市场对外开放	19
（一）多举措便利境外投资者参与境内债券市场和投资业务	19
（二）持续优化熊猫债制度规则和市场结构	20
（三）持续优化“互换通”机制加强与香港合作	20
专题一：全面加强自律管理，大力规范银行间市场秩序	21
专题二：优化熊猫债发行人结构，助力债券市场高水平开放	22

第二章 政府债券 25

一、政府债券运行情况	25
（一）政府债券发行托管情况	25
（二）政府债券交易情况	26
（三）存续债券持有人结构	27
二、政府债券运行特点	28
（一）发行期限拉长	28
（二）政策协同发力，全面推进地方债务化解	30
（三）融资成本显著下降	31
三、政府债券创新与制度建设	32
（一）政府债券产品创新	32
（二）政府债券制度建设	33

第三章 金融债券 34

一、金融债券运行情况	34
（一）金融债券发行托管情况	34
（二）金融债券交易情况	36
（三）银行间市场主要金融债券持有人结构	37
二、金融债券的主要运行特点	38

(一) 需求和成本双重推动下, 同业存单净融资增幅较大	38
(二) 商业银行“二永债”发行和赎回规模大幅增长, 净融资下滑	38
(三) 新监管规则下保险公司积极发债补充资本	39
(四) 信贷 ABS 发行规模下降, 不良贷款 ABS 增长	39
三、金融债券创新与制度建设	40
(一) 加力专项主题金融债券创新, 做好金融“五篇大文章”	40
(二) TLAC 非资本债券增强银行风险抵御能力	40
(三) 加强非银金融机构资产证券化业务制度规范	41
(四) 首次发行挂钩 DR007 的中长期浮息债	41

第四章 公司信用类债券 42

一、公司信用类债券运行情况	42
(一) 公司信用类债券发行托管情况	43
(二) 公司信用类债券交易及利率情况	44
(三) 存续公司信用类债券持有人结构	46
(四) 存续公司信用类债券期限结构	49
二、公司信用类债券的主要运行特点	50
(一) 发行利率中枢下降, 净融资规模回升	50
(二) 发行人融资期限拉长, 超长期限债券供需两旺	51
(三) 信用利差中短端扩大、中长端收窄	51
(四) 落实地方债务化解政策, 产业类债券融资企稳回升	52
(五) 风险防范化解机制持续健全, 新增违约企业减少	53
三、公司信用类债券制度建设	53
(一) 优化债券发行及定价机制, 规范主承销商管理	53
(二) 丰富管理工具完善管理机制, 加强债券存续期管理	54
(三) 完善信息披露制度建设, 优化调整信息披露要求	54
(四) 严肃惩处评级违法违规行为, 强化评级行业监管	54

四、公司信用类债券创新	55
(一) 持续推动绿色、科创等债券产品创新	55
(二) 积极落实宏观政策部署, 支持重点领域融资	55
(三) 创新资产证券化产品, 支持民企债券融资	55
专题三: 债务融资工具发行持续扩容, 积极服务实体经济高质量发展	57
专题四: 信用衍生品管理机制再优化, 市场化促发展效果显现	60
专题五: 建立多层次市场评价体系, 引导承销机构差异化、特色化发展	61

第五章 展望	62
--------------	----

附录 A 专项研究	63
-----------------	----

报告一: 金融自律组织替代性纠纷解决机制的构建与完善	63
报告二: 国际债券估值体系分类及中国未来估值业务的发展与管理研究	72
报告三: 资本市场财务造假行为分析与治理体系研究	79
报告四: 2024 年度“NAFMII 研究计划”获奖课题摘编	88

附录 B 2024 年债务融资工具主承承销情况分类统计	93
-----------------------------------	----

附录 C 2024 年末绿色债务融资工具各类投资情况	97
----------------------------------	----

附录 D 2024 年中国债券市场发展大事记	100
------------------------------	-----

附录 E 报告统计口径说明	107
---------------------	-----

第一章

债券市场总体情况

一、债券市场运行情况

2024年,我国债券市场共发行各类债券79.62万亿元,同比增长12.4%。截至2024年末,债券市场托管总量达177万亿元,同比增长12.3%。全市场共成交2735.44万亿元,同比增长5.2%。2024年利率债收益率整体较大幅度下行;信用债收益率整体下行,信用利差短期扩大、中长期收窄。

(一) 债券市场发行托管情况

1、发行情况

2024年,全年债券市场共发行各类债券79.62万亿元,较上年多发8.80万亿元,同比增长12.4%,增速较上年下降2.8个百分点。从主要券种来看,政府债券发行22.25万亿元,金融债券发行42.42万亿元,公司信用类债券发行14.77万亿元。

政府债券全年发行22.25万亿元,同比增长8.9%。分券种来看,国债发行12.47万亿元,同比增长12.4%。其中,记账式国债发行12.13万亿元,同比增长12.1%;凭证式国债发行1075亿元,同比增长25.7%;储蓄国债发行2288亿元,同比增长21.1%。地方政府债发行9.78万亿元,同比增长4.8%。

金融债券全年发行42.42万亿元,同比增长16.4%。其中,同业存单发行量维持高位,发行31.46万亿元,同比增长22.0%,占金融债券发行量的74.2%。政策性金融债发行5.68

万亿元，同比下降 3.4%。商业银行债发行 2.90 万亿元，同比增长 19.7%。信贷资产支持证券发行 2704 亿元，同比下降 22.4%。

公司信用类债券全年发行 14.77 万亿元，同比增长 6.9%。其中，非金融企业债务融资工具发行 9.88 万亿元，同比增长 14.2%；公司债券发行 4.87 万亿元，同比下降 5.0%。

表 1-1：2024 年债券发行情况

债券类型	2024 年		2023 年	
	发行量 (亿元)	占比 (%)	发行量 (亿元)	占比 (%)
政府债券	222460	27.9	204209	28.8
记账式国债	121336	15.2	108210	15.3
地方政府债	97761	12.3	93254	13.2
金融债券	424201	53.3	364417	51.5
国开行和政策性金融债	56789	7.1	58760	8.3
信贷资产支持证券	2704	0.3	3485	0.5
同业存单	314619	39.5	257815	36.4
商业银行债	29044	3.6	24258	3.4
公司信用类债券 ¹	147714	18.6	138206	19.5
债务融资工具	98753	12.4	86472	12.2
公司债券 ²	48688	6.1	51228	7.2
外国债券 ³	1858	0.2	1430	0.2
合计	796233	100	708262	100

资料来源：人民银行、中央国债登记结算有限责任公司（以下简称中央结算公司）、银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上海清算所）、中国银行间市场交易商协会（以下简称交易商协会）、上海证券交易所（以下简称上交所）、深圳证券交易所（以下简称深交所）、北京证券交易所（以下简称北交所）、WIND 资讯、NAFMII 搜集整理。详细数据来源及统计口径的说明见附录 E。

注 1：2024 年政府支持机构发行债券 1500 亿元，均为公司信用类债券。

注 2：公司债券包括公开发行公司债、非公开发行公司债、企业债、可转债、可交换债和企业资产支持证券。

注 3：2024 年外国债券包括 1413 亿元非金融企业债务融资工具。

2、托管情况

截至 2024 年末，债券市场存量规模 177 万亿元，较上年末增加 19.32 万亿元，增长

12.3%。其中，银行间及柜台市场存量规模约 156.21 万亿元，占全市场比重约 88.3%；交易所市场存量规模约 20.79 万亿元，占全市场比重约 11.7%。

表 1-2：2024 年末债券市场存量情况

单位：亿元

债券类型	全市场	银行间、柜台等市场	交易所市场
政府债券	815795	787296	28498
国债	342118	332346	9772
地方政府债	473676	454950	18726
央行票据	121	121	
金融债券 ¹	621999	587934	33980
国开行和政策性金融债	259342	258262	1080
信贷资产支持证券	11004	11004	
同业存单	194499	194499	
商业银行债	104858	104858	
非银金融机构债	51121	18221	32900
公司信用类债券 ¹	329230	183902	145328
债务融资工具	155372	155372	
公司债券	170586	25258	145328
外国债券	2866	2866	
合计	1770011	1562119	207806

资料来源：人民银行、中央结算公司、上海清算所、交易商协会，NAFMII 搜集整理。

注 1：政府支持机构债存量 17633 亿元。其中，金融债券存量 1090 亿元，公司信用类债券存量 16543 亿元。

分券种看，政府债券余额 81.58 万亿元，较上年末增加 11.30 万亿元，增长 16.1%；金融债券余额 62.20 万亿元，较上年末增加 7.11 万亿元，增长 12.9%；公司信用类债券余额 32.92 万亿元，较上年末增加 8322 亿元，增长 2.6%。从存量结构看，政府债券和金融债券存量占比分别为 46.1% 和 35.1%，较上年末上升 1.5 个、0.2 个百分点，公司信用类债券存量占比为 18.6%，较上年末降低 1.8 个百分点。

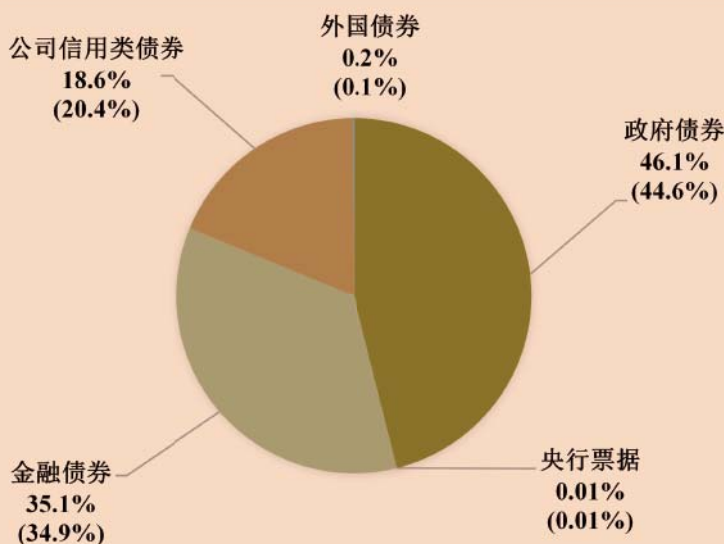


图 1-1：2024 年债券存量的券种结构
(括号内为 2023 年数据)

资料来源：人民银行、中央结算公司、上海清算所、上交所、深交所，NAFMII 整理。

(二) 债券市场交易情况及利率走势

1、二级市场交易规模平稳增长

2024 年，债券市场成交 2735.44 万亿元，较上年增加 134.11 万亿元，增长 5.2%。其中，银行间市场成交 2182.85 万亿元，较上年增加 86.38 万亿元，增长 4.1%；交易所市场成交 552.06 万亿元，较上年增加 47.39 万亿元，增长 9.4%；柜台市场成交 5349 亿元，较上年增加 3388 亿元，增长 172.7%。

表 1-3：2024 年债券市场整体交易情况

交易场所	2024		2023	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
银行间市场	21828488	79.8	20964692	80.6
交易所市场	5520584	20.2	5046667	19.4

续表

交易场所	2024		2023	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
柜台市场	5349	0.02	1961	0.01
合计	27354421	100.00	26013321	100.00

资料来源：人民银行、中央结算公司、上海清算所、上交所、深交所、北交所。

注：包括现券交易、回购交易、债券借贷、债券远期。

2024 年，银行间市场债券交易规模为 2182.85 万亿元，占全市场的 79.8%，较上年下降 0.8 个百分点。从交易量来看，现券交易量为 369.55 万亿元，同比增长 21.4%，回购交易量、债券借贷业务交易量分别为 1773.73 万亿元和 39.56 万亿元，较上年分别增长 0.5%、45.8%。从交易占比看，现券交易量、回购交易量、债券借贷业务交易量占 2024 年银行间债券市场交易量比重分别为 16.9%、81.3% 和 1.8%。从不同券种现券交易结构来看，政府债券、金融债券和公司信用类债券现券交易分别成交 137.71 万亿元、210.21 万亿元和 29.89 万亿元，占比分别为 36.5%、55.6% 和 7.9%。政府债券现券交易占比较上年提高 9.5 个百分点，金融债券现券交易和公司信用类债券现券交易占比分别较上年下降 7.0 个百分点和 2.5 个百分点。

回购交易中，金融债券和政府债券仍然是交易量最大的两类债券，交易占比分别为 54.6% 和 32.9%，合计占比为 87.5%。

表 1-4：2024 年银行间债券市场的交易情况

类 别	现券	回 购			远期	借贷	合计
		质押式	买断式	小计			
交易量（亿元）	3695533	17648087	89179	17737266	62.7	395626	21828488
交易量占比（%）	16.9%	80.8%	0.4%	81.3%	0.0%	1.8%	100.0%

资料来源：人民银行、中央结算公司，上海清算所。

2024 年，交易所市场债券交易规模占全市场的 20.2%，较上年提高 0.8 个百分点。从交易量来看，现券交易量为 41.73 万亿元，同比下降 10.8%；回购交易量为 509.99 万亿元，同比增长 11.4%；债券借贷成交量为 0.35 万亿元，同比增长 826.4%。从交易占比看，现券交易量、回购交易量、债券借贷交易量占 2024 年交易所市场交易量比重分别为 7.6%、92.4%、0.1%。

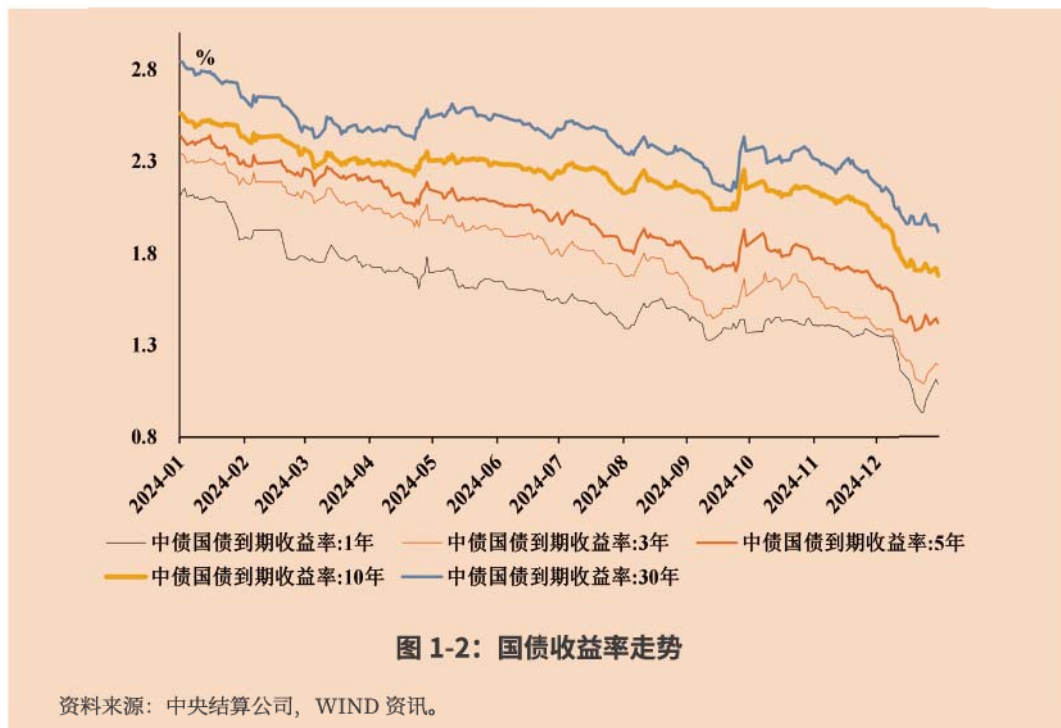
表 1-5：2024 年交易所债券市场的交易情况

类 别	现 券	回 购	债券借贷	合 计
交易量（亿元）	417208	5099895	3481	5520584
占比	7.6%	92.4%	0.1%	100.0%

资料来源：人民银行、上交所、深交所、北交所。

2、利率全年较大幅度下行

2024 年，债券市场利率总体呈单边下行走势，1 年、10 年期、30 年期国债收益率较上年末分别下行 100 个、88 个、91 个基点，国债收益率全部落于“2%”以下。



利率大幅度下行主要原因有：一是 2024 年经济基本面延续结构化、波浪式修复格局，企业和居民的融资需求相对偏弱，居民更倾向于配置低风险资产；二是央行适时降准降息加大逆周期调节力度，规范禁止手工补息，非银同业存款自律倡议落地，引导社会综合融资成本下降，带动利率下行；三是投资者对债券市场利率下行预期较为一致，进一步激发交易需求，推动债券市场收益率走低。

2024 年，信用债收益率整体下行，信用利差短期扩大、中长期收窄。机构配置叠加一揽子化债政策的推进，推动信用债收益率下行，风险溢价持续压缩，投资者拉长久期以增厚收益，长久期信用债收益率下行更显著。截至年末，1 年期、5 年期 AAA 级中短期票据收益率分别为 1.68%、1.87%，较上年末分别下行 84 个、107 个基点，信用利差较上年末分别扩大 15 个、收窄 8 个基点。；1 年期、5 年期 AA 级中短期票据收益率分别为 1.87%、2.29%，较上年末分别下行 86 个、123 个基点，信用利差较上年末分别扩大 14 个、收窄 25 个基点。





图 1-4：5 年期 AAA 级中期票据与企业债收益率利差

资料来源：中央结算公司，WIND 资讯。

注：计算信用利差的基准利率为 5 年期国债收益率。

（三）存续债券持有人结构

2024 年末，中央结算公司和上海清算所托管的银行间市场债券合计为 154.60 万亿元，较上年末增加 19.02 万亿元，增长 14.0%。从持有人结构来看，存款类金融机构持有债券 85.79 万亿元，较上年末增长 7.2%，占比 55.5%；保险类机构和证券公司持有债券 8.01 万亿元，较上年末增长 4.7%，占比 5.2%；非法人产品持有债券 44.24 万亿元，较上年末增长 23.1%，占比 28.6%；境外投资者持有债券 4.16 万亿元，较上年末增长 13.4%，占比 2.7%。

表 1-6：银行间市场债券托管概况

单位：亿元

机构类型	上海清算所		中央结算公司		合计	
	2024	2023	2024	2023	2024	2023
存款类金融机构	123481	97597	734405	702489	857887	800086
保险类和证券机构	20699	18006	59424	58529	80123	76535
非法人产品	254061	186912	188321	172421	442383	359333

续表

机构类型	上海清算所		中央结算公司		合计	
	2024	2023	2024	2023	2024	2023
境外投资者	12007	5291	29600	31399	41607	36689
其他	27206	31879	96748	51248	123954	83127
合计	437455	339684	1108499	1016086	1545954	1355770

数据来源：上海清算所、中央结算公司。

1、存款类金融机构是债券市场主要持债主体，持有占比有所下降

2024 年末，存款类金融机构共持有债券 85.79 万亿元，较上年末增长 7.2%，持债占比 55.5%，较上年末下降 3.5 个百分点。分券种看，存款类金融机构主要持有地方政府债、国债和政策性金融债，三个券种分别持有 35.73 万亿元、21.67 万亿元和 14.96 万亿元，较上年末分别增长 7.0%、11.5% 和 4.8%。

2、保险类机构和证券公司继续增持，增持同业存单幅度最大

2024 年末，保险类机构和证券公司共持有债券 8.01 万亿元，较上年末增长 4.7%，在各类机构中增速最低。分券种看，主要增持地方政府债、同业存单和债务融资工具 3 个券种，其中同业存单和地方政府债增持幅度较大，分别增持 1472 亿元、4477 亿元，较上年末分别增长 63.5%、19.4%。

3、非法人产品增持显著，增持地方政府债幅度最大

2024 年末，非法人产品共持有债券 44.24 万亿元，较上年末增长 23.1%，在持有人中增速最高。从持有券种来看，非法人产品主要持有同业存单、债务融资工具、政策性金融债、商业银行债，分别为 10.77 万亿元、10.24 万亿元、8.43 万亿元、6.96 万亿元，较上年末分别增长 42.2%、14.7%、11.8%、15.3%。持有国债 2.66 万亿元，较上年末增长 40.2%。持有地方政府债 3.76 万亿元，较上年末增长 66.8%。持有企业债 5652 亿元，较上年末降低 17.4%。

4、境外投资者持债规模较大幅度回升，增持同业存单幅度最大

2024 年末，境外投资者持有银行间市场债券 4.16 万亿元，较上年末增长 13.4%。从持有券种来看，境外投资者主要持有国债、同业存单和政策性银行债，国债持有 2.06 万亿元，较上年末下降 10.1%，政策性银行债持有 8801 亿元，较上年末增长 10.5%；同业存单持有 1.04 万亿元，较上年末增长 139.4%，增持显著。

（四）银行间市场存续债券期限结构

银行间市场存量债券期限中枢向中长期移动。2024 年，待偿期限 5 年以下、5 年以上的债券存量占比分别为 58.3%、41.7%，与上年末相比，5 年期以上债券存量占比上升 1.4 个百分点。分券种来看，政府债券 10 年期以上存量债券占比较上年末上升 3.1 个百分点，地方政府债券表现尤为显著，10 年期以上地方政府债占比上升 4.0 个百分点；商业银行债的 7-10 年期、10 年期以上存量债券占比提高较为明显，较上年末分别上升 4.1 个百分点、8.1 个百分点；公司信用类债券一年期以下存量债券占比较上年末下降 3.4 个百分点，10 年期以上存量债券占比较上年末上升 2.2 个百分点，其中，企业债 1-3 年期占比较上年末上升 3.1 个百分点。总体上，10 年期以上存量债券占比较上年末上升 1.8 个百分点。

表 1-7：银行间市场各类债券待偿期限存量占比结构

单位：%

债券类型	1 年以下		1-3 年		3-5 年		5-7 年		7-10 年		10 年以上	
	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年	24 年	23 年
政府债券	12.5	13.1	17.0	19.6	15.6	16.0	14.0	14.3	13.9	13.1	27.0	23.8
记账式国债	21.3	20.8	21.8	24.2	16.0	16.8	12.5	13.5	12.3	10.4	16.1	14.3
储蓄式国债	18.7	30.7	52.7	44.8	28.6	24.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
地方政府债	6.3	7.3	13.1	16.0	15.1	15.3	15.2	15.1	15.2	15.2	35.0	31.0
央行票据	100	100	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
金融债券	43.9	39.1	16.7	19.1	9.5	9.0	8.6	10.4	13.4	13.8	7.8	8.3
国开行和政策性金融债	16.7	16.0	26.0	27.1	19.0	17.9	13.7	15.6	20.8	19.7	3.8	3.7
商业银行债	16.6	15.2	32.1	49.1	2.7	0.5	1.3	0.1	23.7	19.6	23.7	15.6
公司信用类债券	28.7	32.1	31.5	33.1	17.5	15.1	3.1	3.9	5.0	3.9	14.7	12.5
债务融资工具	31.5	36.5	32.3	35.5	16.9	13.3	0.8	0.8	4.2	1.7	14.4	12.2
企业债	15.7	17.0	28.0	24.9	20.2	21.2	13.9	14.3	9.1	11.4	16.3	13.9
国际机构债	15.9	28.3	55.1	51.9	17.9	9.6	0.0	1.2	3.1	0.7	8.0	8.2
合计	26.0	25.2	18.7	21.2	13.6	13.3	10.6	11.5	12.6	12.2	18.4	16.6

数据来源：人民银行、中央结算公司、上海清算所。

(五) 银行间市场货币经纪和做市业务开展情况

1、货币经纪业务平稳发展，整体规模增长

2024 年，银行间市场经纪业务持续发展，债券经纪业务全年累计成交金额 345.4 万亿元，同比增长 11.6%。具体业务类型方面，现券业务全年累计撮合交易 163.5 万亿元，同比增长 28.1%，证券公司为通过经纪业务开展现券交易最多的机构类型，买入规模与卖出规模均居首位；回购业务全年累计撮合交易 182.0 万亿元，同比增长 0.1%，通过经纪业务开展逆回购交易最多的机构类型为国有银行和股份制银行，开展正回购交易最多的机构类型为基金公司。参与者类型方面，银行类金融机构仍为参与经纪业务的主力，非银行类金融机构中证券公司与基金公司参与经纪业务较多，其他非银机构在回购经纪业务上较为活跃，参与现券业务较少。

表 1-8：2024 年债券经纪业务统计表

单位：亿元

机构类型	现券业务		回购业务	
	买入	卖出	正回购	逆回购
政策性银行	2185.6	1662.4	3894.5	485690.3
国有银行、股份制银行	222417.0	258856.3	225492.5	489252.1
城市商业银行	185016.3	206987.8	227524.8	254569.1
农信社、农商行、农合行	268283.6	252607.8	199115.1	190940.6
外资银行	48279.4	45799.7	42910.8	20414.3
证券公司	564277.5	581971.3	242169.4	18478.9
基金公司	196344.4	173795.8	557154.5	62728.7
保险公司	35274.8	24110.0	65489.8	97659.3
其他	112478.2	88765.7	256028.9	200046.9

数据来源：各货币经纪公司，其中现券业务不包含同业存单。

2、现券做市业务整体规模继续增长

2024 年，银行间债券市场现券做市成交量（包括双边成交和请求成交等）合计 191.3 万亿元，较上年增长约 9.2%。分券种来看，政策性金融债、同业存单、国债和公司信用类

债券的做市成交量最大，合计占全部做市成交量的比重超过九成，四类债券的占比分别为 32.6%、26.0%、25.9% 和 8.5%。分机构类型来看，证券公司做市成交量最大，约为 89.0 万亿元，其次是城商行 / 农商行，约为 42.3 万亿元，股份制银行约为 37.9 万亿元。此外，证券公司对各类型债券的做市较多，银行类机构则普遍对利率债、同业存单等做市较多。

表 1-9：银行间债券市场分券种、分机构类型做市成交量

单位：万亿元

机构类型	国债	政策性金融债	公司信用类债券	同业存单	金融债	地方政府债	其他	总计
证券公司	20.6	28.7	12.8	16.6	6.9	3.0	0.5	89.0
城商行 / 农商行	9.0	13.6	1.4	16.9	0.3	1.0	0.0	42.3
股份制银行	11.1	13.5	1.7	10.6	0.5	0.4	0.0	37.9
国有 / 政策性银行	6.2	5.1	0.4	4.9	0.2	0.3	0.0	17.1
外资银行	2.7	1.5	0.0	0.5	0.0	0.1	0.0	4.9
总计	49.6	62.4	16.3	49.5	8.0	4.7	0.6	191.3

数据来源：外汇交易中心。

二、债券市场运行的总体特点

（一）政府债券成为社融增长主要支撑，同业存单融资创历史新高，公司信用类债券融资呈现长期化、产业化特征

2024 年，社会融资规模增量累计为 32.26 万亿元，较上年少增 3.32 万亿元。从结构上看，信贷融资大幅减少，新增人民币贷款 17.05 万亿元，同比少增 5.17 万亿元；债券融资新增 13.21 万亿元，同比多增 1.98 万亿元。债券融资中，政府债券是社融增长主要支撑，全年净融资 11.30 万亿元，较上年增加 1.69 万亿元；公司信用类债券净融资 1.91 万亿元，较上年增加 2839 亿元。

表 1-10：2019-2024 年社会融资情况

时期	社会融资 规模 (亿元)	各大类占比 (%)						
		人民币 贷款	委托 贷款	信托 贷款	未贴现的银行 承兑汇票	企业 债券	政府 债券	非金融企业境内 股票融资
2019	256735	66.01	-3.67	-1.36	-1.86	12.67	18.39	1.36
2020	347918	57.46	-1.13	-3.16	0.50	12.75	23.92	2.56
2021	313408	63.60	-0.54	-6.40	-1.57	10.48	22.38	3.94
2022	320104	65.34	1.12	-1.88	-1.07	6.41	22.25	3.67
2023	355799	62.46	0.06	0.44	-0.50	4.57	26.99	2.23
2024	322588	52.85	-0.18	1.23	-1.02	5.92	35.01	0.90

资料来源：人民银行。

受积极财政政策影响，政府债券全年发行 22.22 万亿元，同比增长 8.9%，净融资首次超 10 万亿元。国债全年发行 12.5 万亿元，同比增长 12.4%，净融资 4.5 万亿元，同比多增约 3600 亿元，发行节奏整体靠前并相对均衡；1 万亿元超长期特别国债发行，支持“两重”项目和“两新”政策实施，有力提振市场信心、支持经济高质量发展。地方政府债全年发行 9.8 万亿元，同比增长 4.8%，净融资 6.8 万亿元，同比多增 1.1 万亿元；发行结构以再融资债为主，占地方政府债发行总量的 51.8%；发行节奏相对后置，新增专项债集中于 8-9 月份发行，置换隐性债务的再融资专项债集中于年末发行；加大力度支持地方政府化解隐性债务，年内新增专项债额度 8000 亿元、再融资专项债 2 万亿元，截至年底已全部完成发行。

金融类债券融资平稳，同业存单发行和净融资创历史新高。金融类债券发行 42.4 万亿元，同比增长 16.4%；净融资 7.2 万亿元，同比多增 3.7 万亿元。金融类债券发行与净融资较快增长主要受同业存单带动，剔除同业存单后其他金融债的融资增长基本平稳。同业存单发行和净融资创历史新高，全年同业存单发行 31.5 万亿元，同比增长 22.0%；净融资 4.7 万亿元，同比大幅多增 4.1 万亿元，均为历史最高水平，主要由于年内存款利率持续下降，叠加手工补息被禁和同业存款自律倡议的影响，商业银行存款流失，商业银行大量发行同业存单补充流动性。

公司信用类债券融资改善，呈现长期化和产业化特征。公司信用类债券发行 14.8 万亿元，同比增长 6.9%；净融资约 1.8 万亿元，同比多增约 1.2 万亿元。在低利率和配置需求旺盛

的环境下，长限公司信用类债券发行占比显著提升，7 年期以上公司信用类债券发行约 1.1 万亿元，占发行总量约 7.8%，同比上升约 5.2 个百分点。以央企为代表的产业类企业贡献最大，以债务融资工具为例，央企发行债务融资工具约 3.1 万亿元，同比增长 36.6%；净融资约 8700 亿元，同比多增约 1.3 万亿元，净融资增量的七成由央企贡献。发行利率下行明显，以债务融资工具为例，2024 年债务融资工具平均发行成本约 2.42%，同比下降 89 个基点。

（二）债市利率整体下行，国债利率下行幅度近年来最大

2024 年，债券利率总体呈下行走势。2024 年末，1 年期国债收益率下行至 1.1% 左右，全年下行约 100 个基点；10 年国债收益率下行至 1.68%，全年下行幅度达 88 个基点，为有数据以来最低水平。公司信用类债券走势与利率债一致，收益率下行幅度略小于国债。1 年期、5 年期 AAA 中短期票据收益率分别为 1.68% 和 1.87%，较上年末分别下行约 84 个、107 个基点。信用利差 1-8 月份大幅收窄，后 4 个月走阔，全年看短期信用利差扩大、中长期小幅收窄。1 年期、5 年期 AAA 中短期票据信用利差较上年末分别走扩 15 个基点、收窄 8 个基点。

（三）债券市场做好金融五篇大文章，更好支持重点领域高质量发展

积极贯彻落实国家重大战略，服务扩大内需和推动高质量发展。发行 1 万亿元超长期国债，其中 7000 亿元用于“两重”项目建设，3000 亿元用于加力支持“两新”工作。银行间市场创新推出“两新”债务融资工具并成功发行 187.5 亿元，推动金融支持大规模设备更新和消费品以旧换新工作取得实效。持续加大对“三大工程”建设领域的金融支持力度，2024 年“三大工程”建设债务融资工具累计发行 5274 亿元，助力补齐民生短板、推进房地产转型、扩大有效投资。

绿色债券市场增效扩容，助推绿色转型。2024 年绿色债券发行 6814.3 亿元，同比下降 19%。其中，绿色金融债发行 2546 亿元，同比下降 42%；绿色公司债发行 1625 亿元，同比下降 15%；绿色债务融资工具实现全市场唯一正增长，发行 2588 亿元，同比增长 33%。全市场绿色债券存量规模 2.1 万亿元，全球排名稳居第二。丰富绿色相关债券指数，银行间市场累计发布中债绿色及可持续发展系列指数 33 只，其中绿色债券指数 16 只，碳系列指数 5 只，ESG 指数 11 只，绿色发展主题定制多资产指数 1 只。

科创债券市场维稳拓新，提升科技金融服务质效。2024 年科创类债券发行 1.19 万亿元，同比增长 68%，惠及信息技术、材料化工、医疗保健等科创行业。其中，银行间市场科创票据发行 6042 亿元，同比增长 50%，持续位居公司信用类债券市场首位。上交所科创债

发行 5105 亿元，同比增长 68%。

发挥资产证券化功能，做好普惠金融和盘活存量。2024 年银行间市场资产支持票据发行 5248 亿元，同比增长 63%，净融资 1188 亿元，年末存量近 6700 亿元；交易所市场企业资产证券化产品发行 1.04 万亿元，净融资 1389 亿元，年末存量规模 1.85 万亿元。银行间市场支持互联网平台、汽车租赁公司发行证券化产品 2345 亿元，加力支持促销费、扩内需，累计支持 28 个省（自治区、直辖市）185 家企业发行乡村振兴票据 2505.5 亿元；通过融资租赁、供应链等证券化模式扩大小微企业融资。

（四）全面加强金融监管，防范化解重点领域风险，推动市场规范健康发展

2024 年，债券市场继续落实中央金融工作会议“全面加强金融监管，有效防范化解金融风险”的总体要求。强化监管方面，人民银行对三家涉及债券市场违规行为的机构、六家评级机构予以行政处罚，证监会对恒大地产债券欺诈发行及信息披露违法案作出处罚决定，监管部门全面强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，消除监管空白和盲区。防范化解风险方面，财政部安排合计 10 万亿元地方政府专项债额度，专门用于化债。五大全球系统重要性银行工农中建交陆续公布总规模合计不超过 4400 亿元的 TLAC 非资本债券发行计划，用于提升发行人总损失吸收能力。

交易商协会全面加强自律管理，促进市场规范健康发展。一是以日常监督检查为基础，加大承销报价业务、债券发行业务、存续期合规运行情况、货币经纪业务、投资顾问与资管产品业务的检查监督，抓早抓小防微杜渐，督促市场参与主体规范展业。二是以加强自律查处为抓手，紧盯债券一级发行环节违规行为，打击二级市场违规交易行为，强化对违规行为的全链条处分。三是以完善制度机制为保障，持续健全自律规则体系和自律查处工作机制，为市场规范发展提供有效支撑。沪深交易所加强债券违规监管处罚力度，全年上海证券交易所实施监管措施 52 次、纪律处分 58 次，深圳证券交易所实施监管措施 10 次、纪律处分 24 次。

（五）境外投资人进一步增持人民币债券，熊猫债市场稳步扩容

境外投资人进一步增持人民币债券，截至 2024 年末，境外机构持有境内银行间市场债券合计 4.16 万亿元，较上年末增加 4918 亿元；持有占比 2.7%，较上年末基本持平；增持券种以同业存单和政策性金融债为主，其中同业存单增持 6051 亿元，政策性金融债增持 551 亿元，国债减持 2316 亿元。市场分析认为，境外机构增持同业存单的主要原因是，通过外汇掉期对冲汇率风险后投资我国同业存单的实际收益率高于直接投资同期限的美债。

熊猫债发行和存续规模均创新高。经交易商协会注册的熊猫债全年发行 1413 亿元，发行金额在高基数基础上同比增长 5.8%；存续金额 2326 亿元，较上年末增加 472 亿元。市场结构明显优化，发行人区域已覆盖五大洲，长期限品种发行占比 68.9%；发行机制优化深入推进、发行定价更加市场化和透明化，募集资金使用实现全环链管理，市场服务水平持续提升。

三、债券市场产品创新与制度建设

（一）持续丰富产品供给，规范债券发行存续期管理

创新债券产品，扩展资金投向，畅通实体经济融资渠道。稳步推进产品创新，为实体经济提供多元化的融资渠道，在推动内需扩张、支持新型基础设施建设和城镇化、增强金融系统稳定性、解决民营企业融资难等方面发挥了重要作用。政府债券方面，超长期特别国债重点支持“两重”（重大战略、重大项目）和“两新”（新型基础设施、新型城镇化）领域，推动内需持续扩张，助力新质生产力发展；地方政府专项债扩大投向领域和用作项目资本金范围，投向领域实行“负面清单”管理，用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，提高用作项目资本金的比例。金融债券方面，人民银行和金融监管总局联合推动支持住房租赁企业发行债券，支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券，助力房地产市场止跌回稳；工农中建交五家国有大行 TLAC 债券落地，增强商业银行损失吸收能力。公司信用类债券方面，交易商协会创新推出“两新”债务融资工具，鼓励和引导资金聚焦“两新”领域；推出民企资产担保债券（CB）、供应链票据资产支持证券，创新民营小微融资模式；北京证券交易所发行首单公司信用债。

优化债券发行管理，规范市场发行秩序。通过优化完善审核机制、规范发行市场秩序等措施，进一步提升市场运行效率和服务实体经济的能力。国务院优化专项债券项目审核和管理机制，开展专项债券项目“自审自发”试点，在 10 个省份以及雄安新区下放项目审核权限，建立“常态化申报、按季度审核”的项目申报审核机制。人民银行、国家发展改革委等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，支持地方政府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等。交易商协会持续推动“常发行计划”常态化运行，拓宽转型债券主体范围，开通绿色及转型产品“绿色通道”，发布债务融资工具典型违规情形提示持续加强发行定价规范，进一步加强债券发行市场管理；加强承销机构队伍建设，优化主承销商日常评价机制，

完善退出机制设计。深沪北证券交易所规范债券发行的市场秩序，强调市场各方参与主体应当严格遵守发行承销相关法律法规及规则约定；修订发布专项品种公司债券指引，加大对重点领域和优质企业的融资支持力度，加强对科技创新的精准支持；修订资产支持证券业务规则及信息披露系列文件，进一步完善资产支持证券的挂牌条件、信息披露要求、持有人权益保护机制安排、停复牌监管等。上交所修订公司债券发行备案指引，进一步规范公司债券（含企业债券）的发行备案行为。

优化持有人集体行动机制、细化募集资金管理要求。交易商协会持续建立健全债务融资工具持有人集体行动机制，发布债务融资工具持有人会议规程等，对持有人会议召开情形、召集程序、表决机制等内容进行优化。北交所优化债券募集资金管理，发布《北京证券交易所公司债券存续期业务指南第3号——募集资金管理重点关注事项（试行）》，进一步细化债券募集资金管理要求，明确闲置募集资金补充流动资金、募集资金用途变更调整等事项的限制情形、必要程序和信息披露要求。

（二）进一步加强债券交易管理，维护公平的市场交易环境

推动柜台债券业务高质量发展。通过扩大投资品种、优化交易机制、拓宽投资者参与渠道等措施，柜台债券业务进入高质量发展的新阶段。人民银行进一步扩大柜台债券投资品种，明确柜台债券业务交易方式和投资者开户等方面的要求，便利居民和其他机构投资者参与债券投资，拓展居民财产性收入渠道。财政部发布通知明确，记账式国债和地方政府债券发行结束后，可在银行间债券市场柜台分销和交易；满足柜台业务开办条件的金融机构应当按照有关规定积极参与政府债券柜台交易业务，根据市场需求选择政府债券通过柜台分销和交易等。

加强交易管理，维护公平的市场交易环境。通过创新交易机制、优化市场基础设施、加强行为监管等措施，进一步提升债券市场流动性、规范性和透明度。银行间债券市场推出通用回购交易清算业务，满足市场机构盘活债券资产、管理流动性的需求，提高市场交易效率。全国银行间同业拆借中心出台银行间债券市场区域报价业务指引，支持金融机构立足当地，提高地方政府债、信用债市场流动性，提升区域债券市场交易规范性与透明度。交易商协会规范货币经纪报价及行情展示，组织经纪商、金融信息服务商推出新版货币经纪行情，通过创新推出“可部分执行报价”、限制“意向性报价”展示、增加清算速度标识等措施，降低市场价格杂音；上线交易行为信息档案系统，记录市场成员在银行间债券市场的未履约信息、违法违规信息以及根据监管要求需要记入的相关信息，开展货币经纪从业人员信息报送，为市场机构查询交易对手“行为画像”、货币经纪从业人员信息提供便利，维护银行间市场交

易秩序，加强诚信体系建设。同时，严查债券二级交易违规，2024 年交易商协会重点查处部分机构出借债券账户、开展代持交易、利益输送等严重违规，持续净化二级市场生态；加强货币经纪业务违法违规案件查处，对 6 家货币经纪公司客户识别不充分、交易留痕不规范等行为立案调查。

（三）加强风险防控机制建设，大力规范市场秩序

加强资本市场风险防控。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》，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。最高检印发《关于办理财务造假犯罪案件有关问题的解答》，明确财务造假犯罪案件事实认定、法律适用重点问题。政策的发布有助于进一步完善公司债券违约处置机制，加强债券市场信用风险管控，促进市场平稳运行。

多措并举强化地方政府债务管理。党中央要求各地稳妥化解存量隐性债务，推出隐性债务一揽子化债举措，增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，连续五年共计安排 4 万亿元新增地方专项债用于化解隐性债务，还有 2 万亿元棚改隐性债务按原合同偿还，系列化债组合拳的安排，将减轻地方政府债务负担、利息支出，同时将存量隐性债务转变成地方政府债券，方便规范统一管理，大大减轻了地方政府化债压力。国务院发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，强化专项债券全流程管理，加强专项债券项目资产管理，建立专项债券偿债备付金制度等。

强化违规查处打击力度，大力规范市场秩序。管理部门和自律组织持续强化市场秩序维护，严厉打击各类违法违规行为，维护市场运行秩序，保护投资者利益，增强市场信心。证监会等四部门发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，就办理证券期货违法犯罪案件总体要求、行政执法与刑事司法的衔接、刑事案件的管辖、证据的收集等提出明确要求。证监会落实《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》，全面加强监管，确保监管“长牙带刺”、有棱有角。据同花顺 iFinD 数据统计，2024 年，证监会对债券发行人以及相关中介机构开出 143 张罚单（含行政处罚和行政监管措施），较 2023 年增长 52%。交易商协会严格落实“全面加强金融监管”的总体部署，聚焦债券一级发行、二级交易恶性违规，加大查处力度，持续净化市场生态。全年作出自律处分 88 家（人）次，涉及 47 家机构和 41 位责任人，警告及以上严厉处分占比近 5 成，顶格处分 9 家次，认定不适当人选 12 人次。

（四）继续完善信息披露制度建设，提升市场透明度

通过完善规则体系、强化监管要求、提升信息披露质量等措施，进一步提高信息披露的针对性和有效性，提升市场透明度和投资者保护水平。交易商协会明确存续绿色债务融资工具的信息披露要求，鼓励发行人在年报中披露环境效益情况，政策的发布有助于进一步规范绿色债务融资工具发行人的信息披露行为，提高信息披露质量。上交所、北交所均发布债券简明信披指南，引导信息披露义务人遵循重要性、针对性原则，重点披露有利于投资者作出价值判断的事项，提高信息披露针对性及有效性，降低优质实体信息披露成本。

（五）深入规范债券市场评级业务，推动信用评级行业长期健康发展

交易商协会进一步落实人民银行等五部委联合发布的《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》，从规范评级业务、强化信息披露、指导执业行为到市场化评价等方面进一步规范信用评级行业，推动评级机构高质量发展。交易商协会发布信用评级业务指引和信息披露指引，进一步规范银行间债券市场评级业务，推动行业健康有序发展；发布信用评级尽职调查操作指南和质量检验操作指南，规范评级机构的执业行为，提高评级机构的评级质量。交易商协会、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》，明确两协会联合开展评级机构市场化评价，构建市场化评价指标体系，并根据评价结果对信用评级机构实施自律管理。

四、债券市场对外开放

2024 年，各部门、债券市场主管部门和自律组织出台多项举措，持续推动债券市场对外开放。

（一）多举措便利境外投资者参与境内债券市场和投资业务

一是便利境外投资者参与境内债券市场。2024 年 3 月，国务院发布《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》，优化外资金融机构参与境内资本市场有关程序，支持外资金融机构参与境内债券承销，推动外资银行参与国债期货交易试点，落实境外投资者投资中国债券市场税收优惠政策，支持外商投资企业在境内发行人民币债券融资并用于境内投资项目等。交易商协会组织制定了《〈中国银行间市场债券回购交易主协议（2013 年版）〉标准补充协议》，补充跨境交易相关条款，为提高境内外投资者回购交易效率、降低法律成本提供有力支持。二是拓展外资金融机构参与国内投资业务范围。2024 年 4 月，商务部等十部门联合印发《关于进一步支持境外机构投资境内科技型企业的若干政策措施》，

积极支持境外机构和其所投科技型企业拓宽融资渠道，丰富科创资金来源。7月，中国人民银行、国家外汇管理局联合修订《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机构投资者和人民币合格境外机构投资者（QFII/RQFII）跨境资金管理。

（二）持续优化熊猫债制度规则和市场结构

一是持续优化熊猫债发行机制。2024年1月，交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》，对外国政府类机构和国际开发机构在我国银行间市场发行债券的注册与发行、注册文件要求、信息披露要求和中介机构管理等提出明确要求。政策的发布有助于促进外国政府类机构和国际开发机构债券业务规范发展，提升债券市场的对外开放水平。二是熊猫债定价配售机制优化试点深入推进。在2023熊猫债定价配售机制优化基础上，2024年巴斯夫、宝马、拜耳、大众、书赞校诺等多个试点项目落地。熊猫债发行人区域已覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲五大洲，发行期限长期化，长期限品种发行占比为68.9%；产品创新活跃，境外机构踊跃发行可持续发展主题债券等创新品种。2024年，新增10家外资机构为非金融企业债务融资工具主承销商、承销商。

（三）持续优化“互换通”机制加强与香港合作

一是优化“互换通”机制安排。2024年5月，人民银行发布公告，优化“互换通”机制安排，包括进一步丰富产品类型、完善配套功能、推出系统优化和优惠措施等，有助于满足境内外投资者多样化的风险管理需求，进一步推动内地与香港债券市场互联互通。二是加强内地与香港的金融合作。2024年1月，人民银行宣布，在与香港金融管理局的共同推动下，香港金融管理局将“债券通”北向合作项下的人民币国债、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。这是首次在离岸市场确立境内债券的担保品功能，有利于增加债券通债券的使用场景，提升境外机构的持债意愿，进一步增强中国债券市场的吸引力，推进人民币国际化。2024年4月，交易商协会发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作清算衍生品协议（2024年版）》，兼顾境内外机构的文本使用习惯，最大程度简化谈判要素，促进“互换通”业务扩容，提高文本谈判签署效率。

专题一：全面加强自律管理，大力规范银行间市场秩序

2024 年，交易商协会在人民银行指导下，严格落实党中央国务院关于“全面加强金融监管”的决策部署，一方面持续加大违规行为查处力度，严厉打击债券一级发行、二级交易及存续环节的违规行为，持续净化市场生态，另一方面更加注重抓早抓小、防微杜渐，推动针对轻微违规行为的自律管理措施的常态化运用。

一、自律惩戒总体情况

截至 2024 年末，交易商协会共作出自律处分 1300 余次。其中，2024 年作出自律处分 88 家（人）次，涉及 47 家机构和 41 名责任人；警告及以上严厉处分占比近 5 成，8 家机构被予以公开谴责的顶格处分，12 名责任人被认定不适当人选；发行人和投资交易机构是最主要的两类处分主体，分别有 25 家次和 10 家次，此外还涉及募集资金监管行、分销商、主承销商、评级机构等多类主体。

针对债券注册发行、存续期等方面轻微违规，全年共作出自律管理措施 34 家次，包括书面警示 18 家次，书面关注 16 家次。管理对象包括发行人、主承销商、信托公司、律所、评级机构、信用增进机构、分销商等。

二、自律惩戒工作特点

一是持续打击结构化发债、返费发债、干扰发行利率等发行违规。不断加强发行业务日常督导、持续进行发行监测，从严查处横跨一二级市场的“自融+代持”、链条较长的“隐蔽性返费”、以不正当目的投标扰乱发行秩序等严重违规，处分家次占全年的 30%。处分对象覆盖违规全链条参与机构，包括发行企业、商业银行、证券公司、信托公司、私募基金等，部分机构被予以公开谴责或暂停业务的严厉处分。同时，进一步完善簿记建档发行相关制度安排，包括完善簿记建档发行观察员机制、市场成员自发尝试以申购的时间优先为原则进行边际配售、借鉴成熟市场经验进行量价分阶段簿记等发行定价机制等，以提高簿记发行效率 and 操作规范，更好地促进债券价格形成。2024 年债务融资工具发行估值偏离度进一步收敛，下半年发行估值偏离度基本维持 1-2 个基点内上下波动，一二级价差不断缩窄。

二是严查代持、操纵市场、利益输送等交易违规，净化二级市场生态。关注收益率下行趋势中的违规交易和不当得利情形，重点查处部分机构出借债券账户、开展代持交易、向特定账户输送利益等严重违规。督促提升货币经纪行业合规运营水平，针对 6 家货币经纪公司客户识别不充分、交易留痕不规范等行为立案调查。约谈督促证券公司规范投顾业务，对部

分资管机构交易业务开展问询检查。

三是保持对募集资金及信息披露违规的查处力度。强化对募集资金违规的检查和调查力度，就募集资金与其他资金混同使用、违规划出体外、使用募集资金自融等情形，对多家发行人作出自律处分，部分发行人被暂停一定期限业务。持续规范信息披露行为，关注违约背后的信息披露质量，针对定期财务报告及重大事项违规的惩戒数量占全年处分数量的三分之一。

四是加大对中介机构履职行为的关注，督促尽职调查、存续期管理等环节尽职履责。严惩发行人挪用募集资金的同时，依规对4家资金监管行怠于履职行为予以处分。常态化开展对评级机构的业务检查，就发现的利益冲突管理、尽职调查、信息披露、业务归档等方面的问题予以相应处理。持续关注存续期管理机构监测排查质量，对排查不到位、流于形式等情形予以自律管理措施。同时，也有信托公司、主承销商以及律师事务所因未充分履职被予以自律管理措施。

五是加强违法违规线索报送，探索自律惩戒与行政处罚的良性衔接安排。不断完善自律管理、行政监管、统一执法有效衔接的工作机制，实现违规线索“双向移送”。年内，交易商协会就严重影响市场秩序的输送利益、出借账户行为以及符合统一执法机制的严重信息披露违规等，向监管部门移送多起线索。同时，接收监管部门移送的多起线索，发挥自律组织优势，依规处置，形成自律与行政协同发力的良性局面。

六是强化以案促改以案促治，筑牢早期提醒防线。强化市场合规教育，梳理形成典型违规案例集，向主承销商、首次发行企业等发送。建立典型违规情形专项提示机制，结合日常检查及处分过程中发现的典型违规情形，形成相关专项提示，通过多渠道向市场成员发布。对多家处分对象开展常态化回访，关注其后续整改及展业情况。

专题二：优化熊猫债发行人结构，助力债券市场高水平开放

推动熊猫债市场高质量发展，是金融高水平开放的重要组成部分，也是金融服务实体经济发展的应有之义。2024年，熊猫债市场在规模增长实现历史突破的同时，市场结构实现明显优化，产品和机制创新、市场管理和服务等也进一步改善，有力支持了金融高水平开放和经济高质量发展。

一、熊猫债市场稳步扩容，发行及存续金额创新高

2024年，境内融资成本优势持续，熊猫债市场规模稳步增长。全年经交易商协会注册

熊猫债（简称“协会熊猫债”）共发行 88 笔、1413 亿元，发行金额在高基数基础上同比增长 5.8%。其中，境外非金融企业、国际开发机构分别发行 1213 亿元、200 亿元，发行金额均突破历史新高。截至 2024 年末，完成协会熊猫债注册的境外发行人增至 86 家，较上年增加 13 家，协会熊猫债历史累计发行金额超过 7000 亿元，存续金额 2326 亿元，较上年末增加 472 亿元。

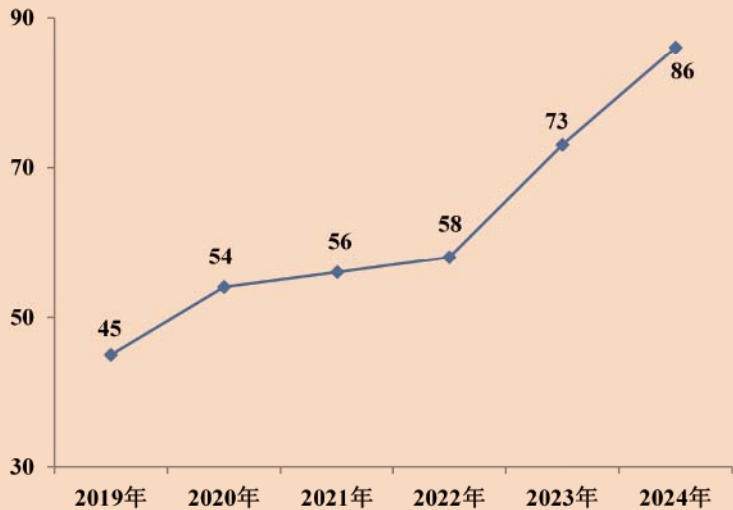


图 1：经交易商协会注册熊猫债境外发行人数量（家）

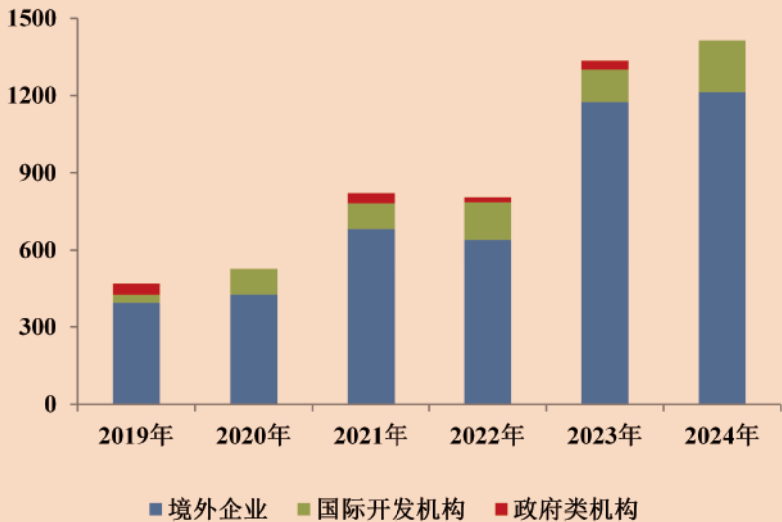


图 2：经交易商协会注册熊猫债分机构发行量（亿元）

二、跨国企业发行人加速进入，市场结构明显优化

近年来，交易商协会组织市场成员大力开展债市开放宣介，吸引境外优质发行人进入熊猫债市场，持续优化市场主体和产品结构。从发行人结构看，2024年，巴斯夫、拜耳股份、香格里拉（亚洲）、书赞桉诺等跨国企业相继进入银行间市场，熊猫债发行人区域已覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲五大洲，跨国企业发行人熊猫债发行金额占比突破30%，较上年同期大幅上升10个百分点。从产品结构看，产品创新持续活跃，境外机构发行可持续发展主题债券（GSSS债券）170亿元，在全部熊猫债发行金额中占比超过12%，助力绿色发展、低碳转型和可持续发展；发行期限长期化，长期品种发行占比为68.9%，跨国企业和国际开发机构熊猫债均为中长期限。此外，10年期熊猫债发行占比大幅上升。

三、深入拓展机制创新，顺应市场多元投融资需求

2023年9月，交易商协会开展熊猫债定价配售机制优化试点，旨在推动熊猫债市场化发行定价。2024年，试点工作深入推进，在边际区域灵活配售、配售时参考“时间优先”原则、底层投资人穿透等机制开展探索，巴斯夫、宝马、拜耳、大众、书赞桉诺等多个试点项目落地。实践表明，新机制有助于实现发行人、投资人、主承销商的共赢。对于发行人，丰富了债券的投资人结构，并提升债券的二级流动性，进而为后续债券发行提供合理的定价指引；对于投资人而言，新机制有助于优质投资者获得更高的配售成功率和配售比例，并降低了债券交易难度；对于主承销商，市场化发行定价减少了主承销商余额包销的压力。新机制获得了熊猫债参与机构的欢迎，已成为跨国企业发行熊猫债的“标配”。

四、自律管理强化细化，服务供给更加丰富

一是强化熊猫债市场自律管理。建立覆盖“市场准入—受理—注册—发行—存续期—兑付后”的全链条管理机制，组织熊猫债资金出境专项检查，强化熊猫债资金使用管理，防止跨市场套利行为；对部分主承开展承销业务检查，开展熊猫债簿记建档现场观察，提高尽职调查、注册和发行环节业务规范性。二是推动熊猫债在新加坡交易所挂牌。与新加坡交易所就熊猫债挂牌信息展示达成合作，并推动巴斯夫熊猫债成功在新加坡交易所挂牌，帮助熊猫债发行人更为便利吸引海外境外投资者。三是增加高质量市场服务供给。组织开展多场主承座谈会、市场通气会、业务宣介会、培训授课等，发布《熊猫债月度通讯》，发布双语版《熊猫债产品手册》和《中国债券市场改革发展报告（2024）》，便利市场机构理解和参与熊猫债市场。

第二章

政府债券

一、政府债券运行情况

（一）政府债券发行托管情况

2024 年，政府债券发行 22.25 万亿元，较上年增长 8.9%。分券种来看，国债发行 12.47 万亿元，同比增长 12.4%。其中，记账式国债发行 12.13 万亿元，同比增长 12.1%；凭证式国债发行 1075 亿元，同比增长 25.7%；储蓄国债发行 2288 亿元，同比增长 21.1%。地方政府债发行 9.78 万亿元，同比增长 4.8%。

表 2-1：2020-2024 年政府债券发行量

单位：亿元

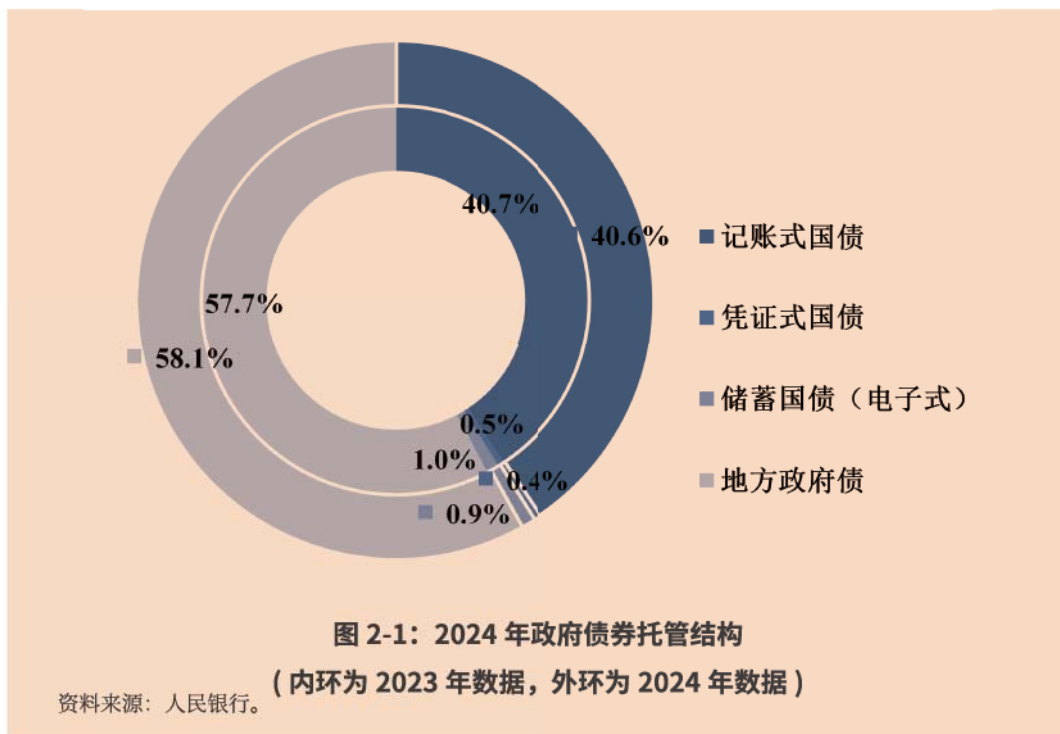
债券类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
国债	70854	67835	97163	110955	124699
记账式国债	69085	64767	94623	180210	121336
凭证式国债	681	1077	840	855	1075
地方政府债	64438	74826	73556	93254	97761
总计	135292	142661	170719	204209	222460

资料来源：人民银行。

截至 2024 年末，各类政府债券存量 81.58 万亿元，较上年末增加 11.30 万亿元，增幅

为 16.1%。分券种来看，国债存量为 34.21 万亿元，较上年末增长 15.2%。其中，记账式国债存量为 33.13 万亿元，较上年末增长 15.8%，占政府债券存量的 40.6%；凭证式国债存量为 3569 亿元，较上年末下降 2.1%，占政府债券存量的 0.4%；储蓄国债存量为 7246 亿元，较上年末下降 0.3%，占政府债券存量的 0.9%。地方政府债存量为 47.37 万亿元，较上年末增长 16.1%，占政府债券存量的 58.1%。政府债券存量中地方政府债的占比提高，较 2023 年提高 0.3 个百分点。

由于存量增长较快，政府债券利息支出进一步增加。2024 年，全国一般公共预算支出中利息支出 1.29 万亿元，较上年末增长 8.8%。



（二）政府债券交易情况

2024 年，银行间市场政府债券现券和回购交易量合计 721.89 万亿元，较上年增长 12.2%，增速较上年下降 11 个百分点。其中，现券交易量为 137.71 万亿元，较上年增长 66.1%，增速较上年提高约 37 个百分点；质押式回购交易量为 578.86 万亿元，较上年增长 3.8%，增速较上年下降 19 个百分点；买断式回购交易量为 5.32 万亿元，较上年增长 84.0%，增速较上年提高约 85 个百分点。2024 年，人民银行共计开展了 3 次、累计 2.7 万亿元买断式逆回购操作。

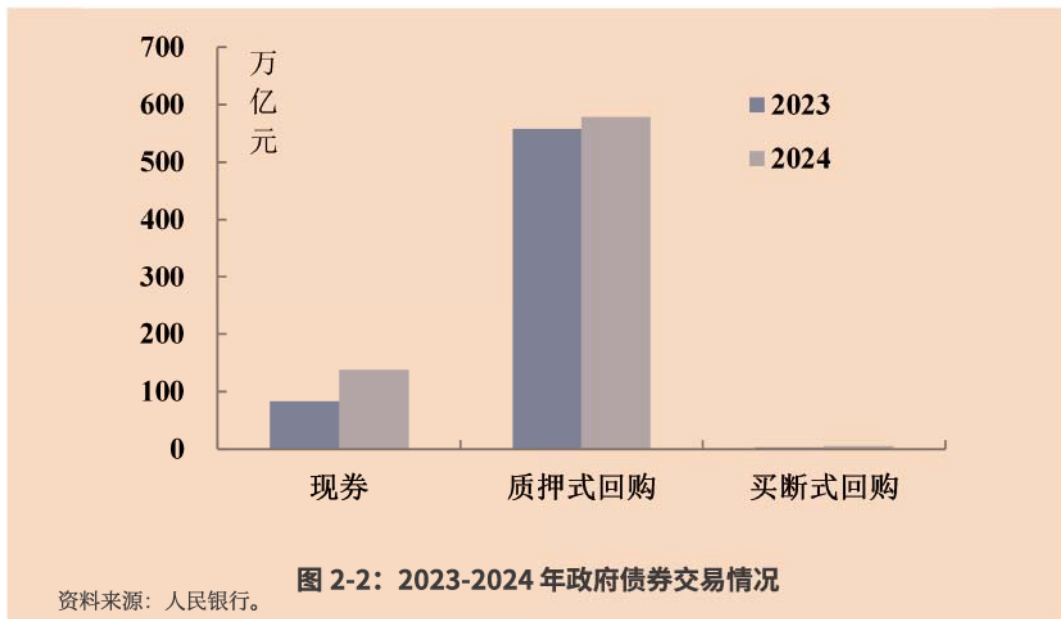


图 2-2：2023-2024 年政府债券交易情况

2024 年，银行间市场政府债券现券活跃度上升，记账式国债现券交易量为 113.41 万亿元，换手率为 367.3%，较上年提高 108 个百分点；地方政府债现券交易量为 18.94 万亿元，换手率为 43.1%，较上年提高 9 个百分点。

（三）存续债券持有人结构

政府债券主要由存款类金融机构持有，非法人产品持有占比上升。截至 2024 年末，银行间市场，存款类金融机构为政府债券第一大持有人，持有政府债券占比 74.0%，较上年末下降 5.3 个百分点；保险和证券机构持有占比为 5.6%，较上年末下降 0.3 个百分点；非法人产品持有占比为 8.3%，较上年提高 2.0 个百分点；境外机构持有占比 2.7%，较上年末下降 0.8 个百分点。

银行间市场记账式国债投资人中，存款类金融机构持有规模最大，但持有占比有所下降。2024 年末，存款类金融机构持有记账式国债 21.67 万亿元，较上年末增长 11.5%，持有占比 67.6%，较上年末降低 2.9 个百分点。保险和证券机构持有 1.61 万亿元，较上年末下降 0.4%，持有占比为 5.0%，较上年末下降 0.8 个百分点。境外机构持有约 2.06 万亿元，较上年末下降 10.1%，持有占比 6.4%，较上年末下降 1.9 个百分点。非法人产品持有 2.66 万亿元，同比增长 40.2%，持有占比为 8.3%，较上年末提高 1.4 个百分点。

表 2-2：政府债券持有人结构

单位：亿元

	2022			2023			2024		
	记账式 国债	地方政 府债	合计	记账式 国债	地方政 府债	合计	记账式 国债	地方政 府债	合计
存款类金融机构	161434	291184	452617	194284	334057	528342	216710	357280	573990
保险和证券机构	13272	17215	30488	16166	23042	39208	16093	27519	43613
非法人产品	16346	15852	32198	19002	22515	41517	26632	37557	64189
境外投资者	22926	73	22999	22911	82	22993	20595	72	20668
其他	21711	12428	34138	23442	10782	34224	40654	32327	72980
总计	235689	336752	572440	275805	390478	666283	320684	454756	775440

资料来源：中央结算公司。

银行间市场的地方政府债持有结构集中度高，但有所分化，存款类金融机构持有占比下降，保险和证券机构、非法人产品持有占比上升。2024 年末，存款类金融机构持有 35.73 万亿元，持有占比 78.6%，较上年末下降 7 个百分点；保险和证券机构、非法人产品分别持有 2.75 万亿元、3.76 万亿元，较上年末分别增长约 19.4% 和 66.8%，持有占比分别为 6.1%、8.3%，较上年末分别提高 0.2 个百分点和 2.5 个百分点；境外投资者持有规模较小，约 72 亿元。

二、政府债券运行特点

（一）发行期限拉长

2024 年，政府债券的整体发行期限有所拉长。近年来财政部从政策和规则上提高了超长期特别国债和长期专项债券发行，长期债券发行占比逐步提高。

2024 年政府工作报告提出，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，当年发行 1 万亿元。在此政策背景下，2024 年，国债平均发行期限 6.2 年，较 2023 年增加 1.9 年；10 年期（含）以上品种发行 2.91 万亿元，较 2023 年增长 94.6%。从剩余期限来看，截至 2024 年末，国债剩余平均年限 7.2 年，比 2023 年的 6.8 年延长 0.4 年。

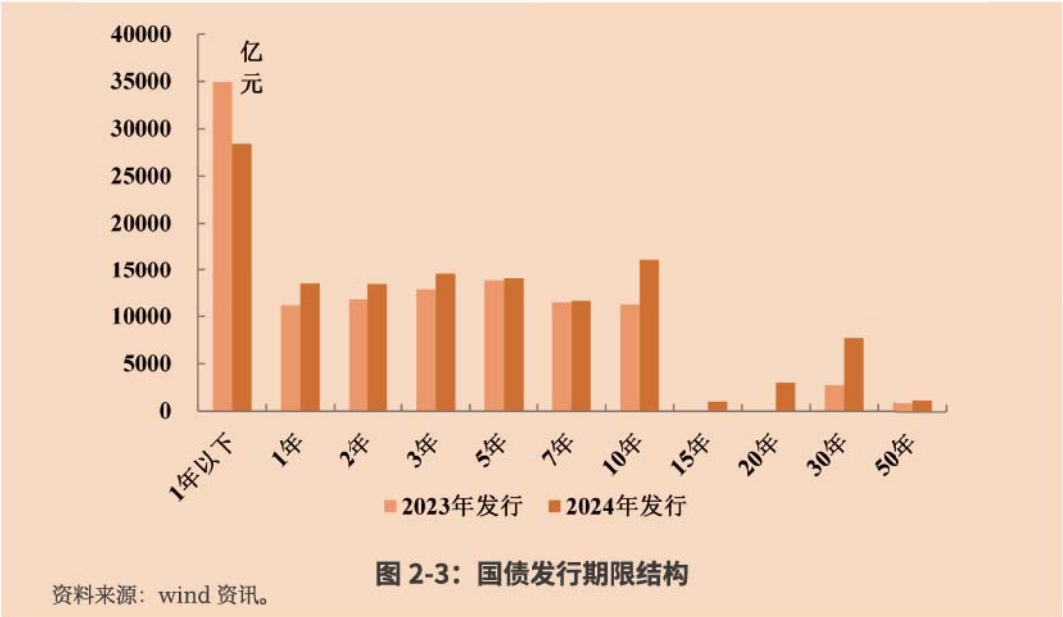


图 2-3：国债发行期限结构

2024 年，地方政府债发行期限长期化。相对于 2023 年，7 年及以下品种发行量均有所减少，10 年及以上品种发行量均有所增加。从发行来看，一般债券平均发行期限 8.4 年，较 2023 年增加 1 年；专项债券平均发行期限 16 年，较 2023 年增加 0.8 年。地方政府债券平均发行期限 14.4 年，较 2023 年增加 2 年。从剩余期限来看，截至 2024 年末，地方政府债券剩余平均年限 9.8 年，比 2023 年的 9.1 年延长 0.7 年。其中一般债券剩余平均年限 6.1 年，比 2023 年缩短 0.2 年；专项债券 11.9 年，比 2023 年增加 1 年。

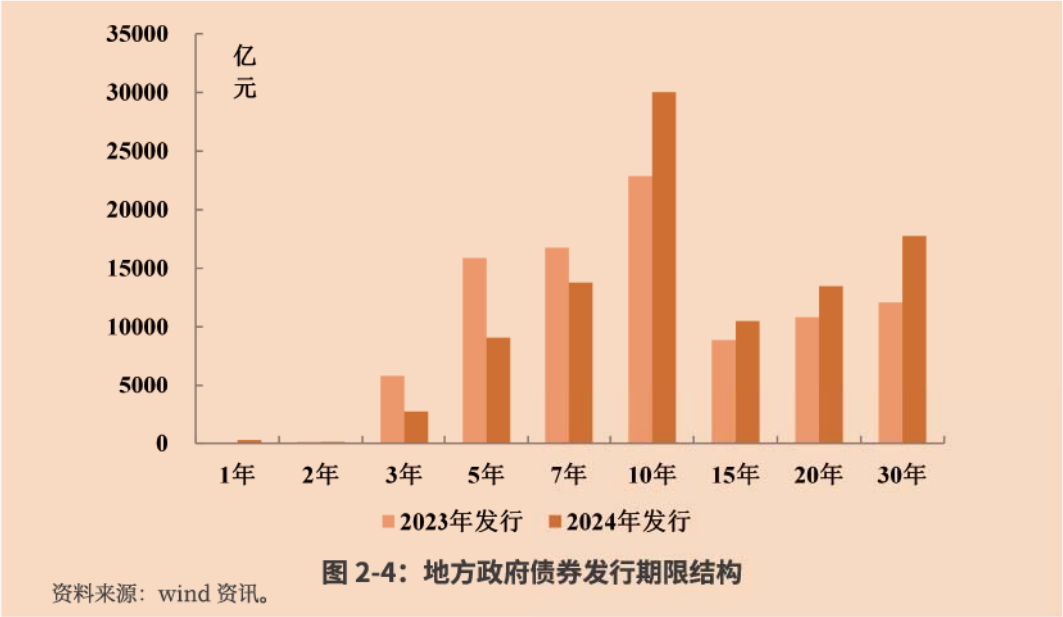


图 2-4：地方政府债券发行期限结构

（二）政策协同发力，全面推进地方债务化解

2024 年 11 月，财政部出台地方化债支持政策：安排 6 万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。受上述政策推动，12 月，地方政府债加快发力，当月发行 17160 亿元，净融资 16701 亿元；月度发行金额占全年 17.6%，净融资金额占全年 24.6%，均达到全年最高。

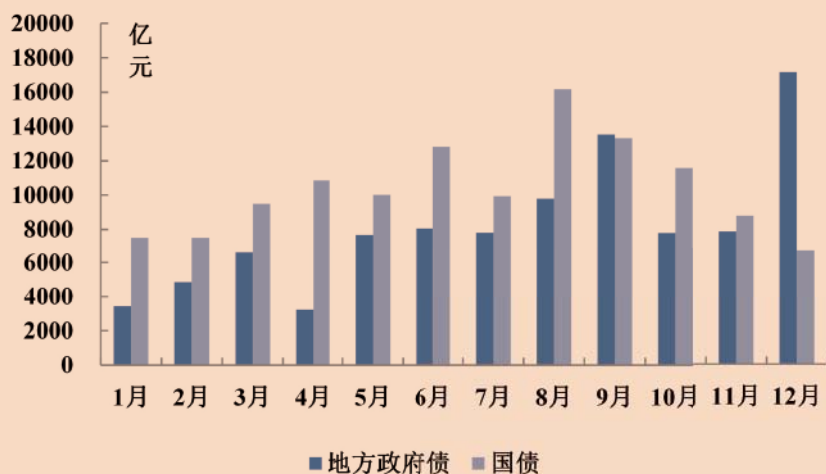


图 2-5：2024 年政府债月度发行金额

资料来源：wind 资讯。

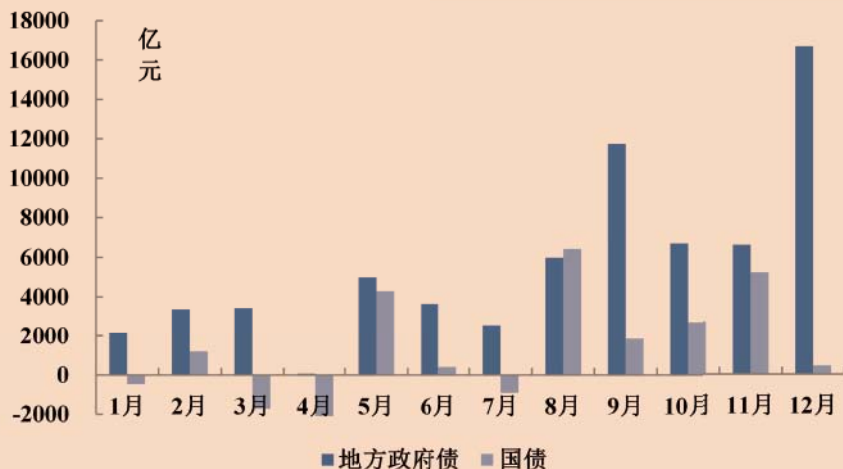


图 2-6：2024 年政府债月度净融资金额

资料来源：wind 资讯。

2024 年，地方政府发行再融资债券 5.07 万亿元，同比多发 0.39 万亿元。筹措资金主要用于偿还存量债务、置换隐性债务等，有助于优化债务结构，降低财务成本，释放财政空间，维护信用环境。再融资债券的发行规模占全部地方政府债发行规模的百分比延续了上年以来的上升态势，达到 51.8%，创历史新高。未来，随着地方政府债券市场的发展，再融资债券可能在地方政府债中的占比更为突出，在地方政府债务管理中起到更加重要的作用。

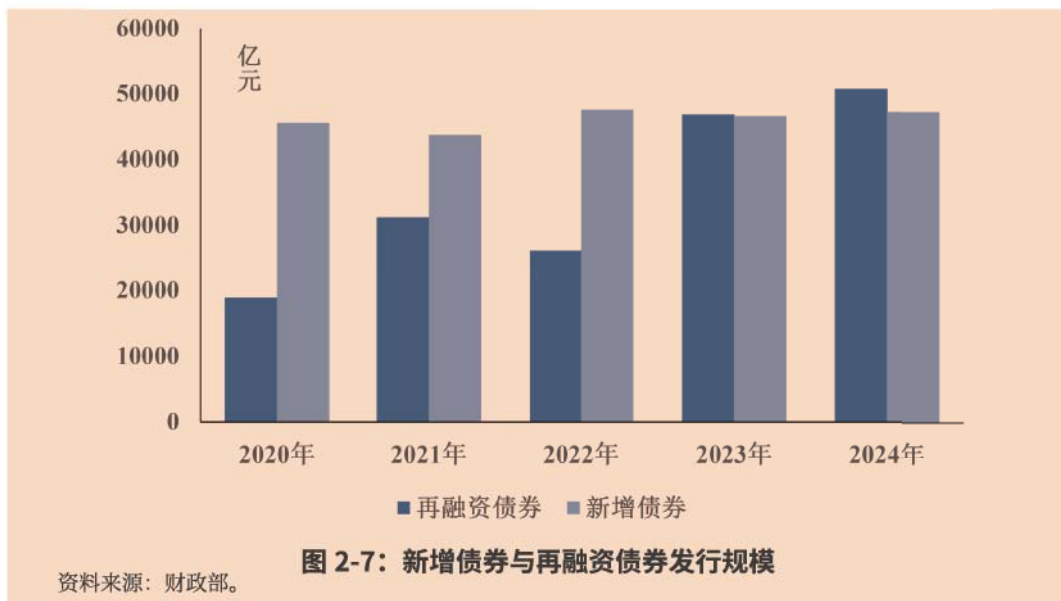


图 2-7：新增债券与再融资债券发行规模

（三）融资成本显著下降

2024 年，政府债券融资成本呈现全年下降趋势。从国债的平均发行利率来看，10 年期国债的平均发行利率从 2023 年的 2.68% 下降到 2024 年的 2.24%，下降 44 个基点；5 年期国债的平均发行利率从 2.59% 下降到 2024 年的 2.08%，下降 51 个基点；1 年期国债的平均发行利率从 2.0% 下降到 1.56%，下降 44 个基点。从到期收益率来看，年末，国债 1 年、5 年、10 年到期收益率分别为 1.08%、1.42% 和 1.68%，分别比上年末下降 100 个、98 个、88 个基点。

从地方政府债来看，一般债券平均发行利率从 2023 年的 2.8% 下行到 2024 年的 2.27%，下降 53 个基点；专项债券平均发行利率从 2.96% 下行到 2.3%，下降 66 个基点；全部债券平均发行利率从 2.9% 下行到 2.29%，下降 61 个基点。2024 年，约 90% 的地方政府债的超额认购倍数超过 20 倍，显示市场对地方债的需求持续旺盛。这一市场环境 with 政府推动地方债务化解工作形成良性循环，通过将高息隐性债务置换为低息标准化债券，有效降低了地方政府融资成本，缓解了地方财政的付息压力。

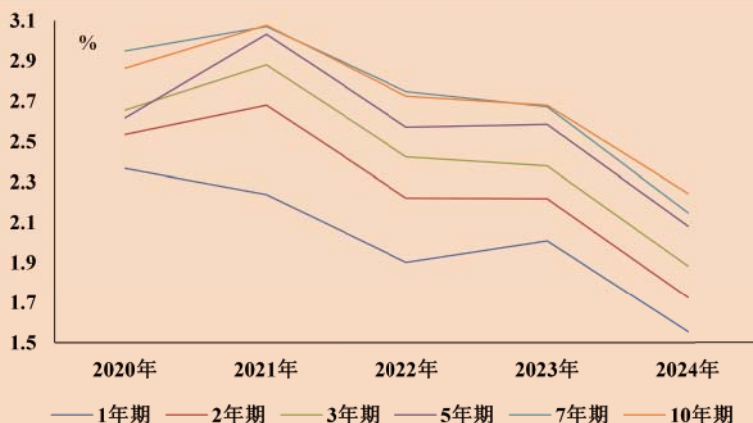


图 2-8：国债发行利率走势

资料来源：wind 资讯。

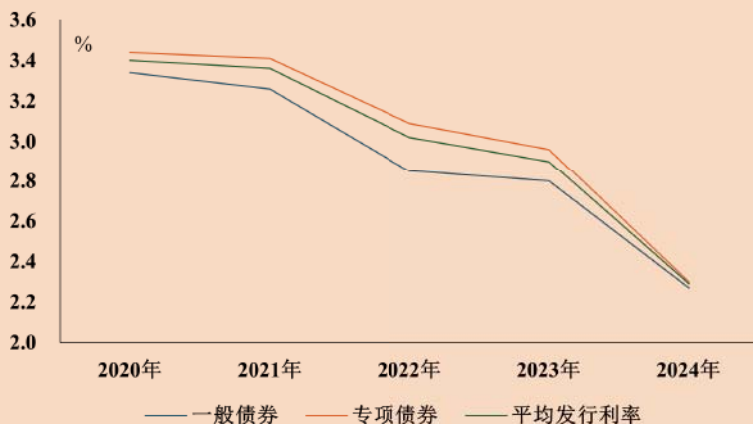


图 2-9：地方政府债发行利率走势

资料来源：wind 资讯。

三、政府债券创新与制度建设

（一）政府债券产品创新

专项债投向领域扩大。中央一号文件《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》发布，提出完善乡村振兴多元化投入机制，规范用好地方政府专项债券等政策工具，支持乡村振兴重大工程项目建设。1月15日，国务院办公厅印发《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》。其中提到，强化财政金融支持，通过地方政府专项债券支持符合条件的银发经济产业项目。11月7日，自然资源部

发布《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，提出为严控增量、优化存量、提高质量，支持盘活存量闲置土地，将积极运用地方政府专项债券资金加大收回收购存量闲置土地力度，促进房地产市场平稳健康发展。

财政部发行超长期特别国债，支持两重、两新。发行一万亿超长期特别国债支持“两重”项目和“两新”政策实施，是实施一揽子增量政策推动经济高质量发展的一项重大举措。其中，7000亿元用于“两重”建设，3000亿元用于加力支持“两新”工作。“两重”建设重点支持长江沿线铁路、干线公路、机场建设，西部陆海新通道建设，东北黑土地高标准农田建设，“三北”工程建设，农业转移人口市民化公共服务体系建设，高等教育提质升级等领域建设。“两新”政策包括大规模设备更新和消费品以旧换新，推进重点行业、市政基础设施、交通运输、教育文旅医疗设备更新改造，开展汽车、家电、家装消费品以旧换新。

（二）政府债券制度建设

财政部发布《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》。为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，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》（下称《通知》）。《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。《通知》要求，柜台业务开办机构应当建立投资者适当性管理制度，加强投资者教育。柜台债券市场是银行间债券市场向零售金融服务领域的延伸，是多层次债券市场建设的重要环节，也是践行普惠金融的重要场所。扩大政府债券柜台销售品种和规模，推动更多的投资者可以参与到政府债券市场中来，可以将储蓄高效转化为债券投资，拓宽居民投资渠道，增加居民财产性收入，还有助于增加市场的流动性，提高政府债券市场的深度和广度，发展多层次债券市场。

国办优化完善地方政府专项债券管理机制。12月25日，国办印发了《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，提出了7方面17项具体举措。意见明确，扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围，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并实行“正面清单”管理，用作资本金领域增加到22个；以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。意见还明确，开展专项债券项目“自审自发”试点。下放专项债券项目审核权限，选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债券项目“自审自发”试点，支持经济大省发挥挑大梁作用。“自审自发”试点地区包括北京市、上海市、广东省、江苏省、浙江省等十省（含计划单列市）以及雄安新区。此外，意见还从加快专项债券发行使用、完善专项债券项目预算平衡，强化专项债券全流程管理，加强专项债券监督问责，强化保障措施等方面对专项债发行、使用、管理进行规范。

第三章

金融债券

一、金融债券运行情况

（一）金融债券发行托管情况

1、发行情况

2024 年，金融债券共发行 42.42 万亿元，较 2023 年增长 16.4%。分券种看，同业存单发行 31.46 万亿元，同比增长 22.0%；商业银行债发行 2.90 万亿元，同比增长 19.7%；非银金融机构债发行 2.10 万亿元，同比增长 5.3%；政策性金融债（包含国开债，下同）发行 5.68 万亿元，同比下降 3.4%；信贷资产支持证券发行 2704 亿元，同比下降 22.4%。

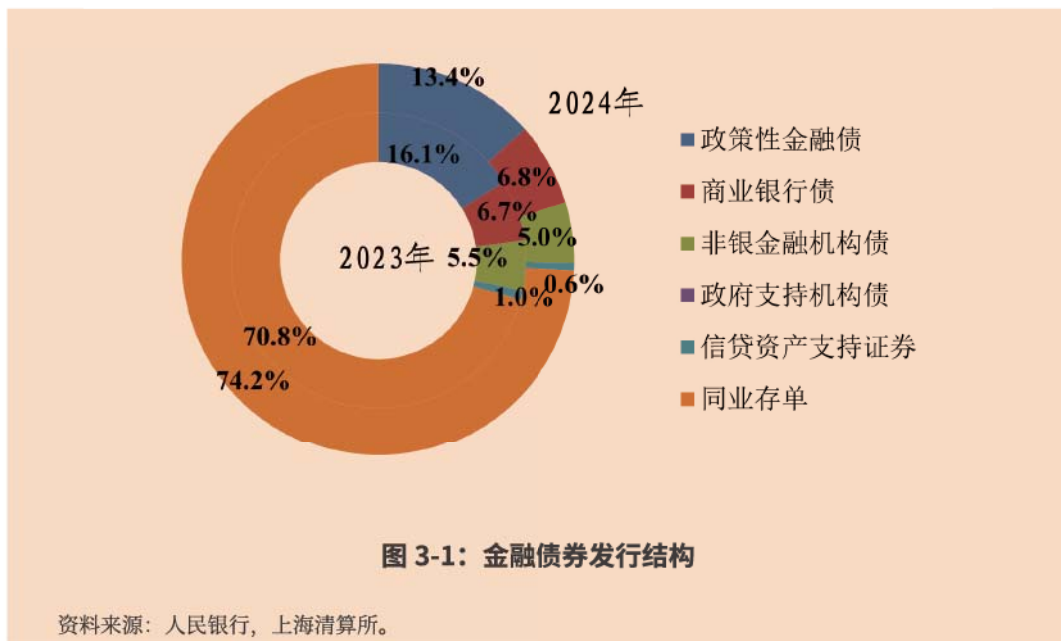
表 3-1：2020-2024 年金融债券发行量

单位：亿元

债券类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
同业存单	189720	217923	205120	257815	314619
国开行和政策性金融债	51638	55281	58433	58760	56789
商业银行债	19899	20364	23586	24258	29044
非银金融机构债	22414	21135	15449	19949	21008
信贷资产支持证券	8042	8794	3345	3485	2704
政府支持机构债	130	0	260	130	0
总计	291539	323516	306195	364417	424201

资料来源：人民银行，上清清算所。

从发行结构看，同业存单、商业银行债发行量占比上升，其他券种发行量占比均下降。同业存单发行量占比较上年提高 3.4 个百分点至 74.2%；商业银行债发行量占比较上年提高 0.2 个百分点至 6.8%。其他券种发行量占比下降，政策性金融债发行量占比较上年降低 2.7 个百分点至 13.4%；非银金融机构债发行量占比较上年降低 0.5 个百分点至 5.0%；信贷资产支持证券发行量占比较上年降低 0.3 个百分点至 0.6%。



2、托管情况

金融债券存量持续增长，增速加快。截至 2024 年末，金融债券存量规模 62.20 万亿元，较 2023 年末增长 12.9%，增速较上年提高 6.1 个百分点。分券种来看，同业存单存量为 19.45 万亿元，较 2023 年末增加 4.67 万亿元，增长 31.6%；非银金融机构债存量为 5.11 万亿元，较 2023 年末增加 4855 亿元，增长 10.5%；商业银行债存量为 10.49 万亿元，较 2023 年末增加 9782 亿元，增长 10.3%；政策性金融债存量为 25.93 万亿元，较 2023 年末增加 1.63 万亿元，增长 6.7%；信贷资产支持证券存量为 1.10 万亿元，较 2023 年末减少 6557 亿元，下降 37.3%。

表 3-2：2020-2024 年金融债券存量情况

单位：亿元

债券类型	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
国开行和政策性金融债	182762	203333	223738	243021	259342
同业存单	111537	139139	141390	147807	194499
商业银行债	60718	69195	82347	95076	104858
非银金融机构债	37007	43777	43317	46266	51121
政府支持机构债	1090	1090	1090	1090	1090
信贷资产支持证券	21947	25657	23933	17561	11004
总计	415080	482241	515874	550899	621999

资料来源：人民银行，上海清算所。

从存量结构来看，2024 年末，同业存单占比 31.3%，较上年提高 4.4 个百分点；政策性金融债占比 41.7%，较上年末下降 2.4 个百分点；信贷资产支持证券占比 1.8%，较上年末下降 1.4 个百分点；商业银行债占比 16.9%，较上年末下降 0.4 个百分点；非银金融机构债占比 8.2%，较上年末下降 0.2 个百分点。

（二）金融债券交易情况

2024 年，银行间市场金融债券交易量小幅下降，但买断式回购交易量有所提升。全年现券交易、质押式回购交易和买断式回购交易合计 1178.19 万亿元，同比下降 1.0%。分交易类型来看，现券交易 210.21 万亿元，同比增长 9.2%；质押式回购交易 965.34 万亿元，同比下降 3.0%；买断式回购交易 2.64 万亿元，同比增长 4.8%。分券种来看，政策性金融债现券和回购合计成交 811.98 万亿元，同比下降 2.9%，占金融债券交易量的 68.9%；商业银行债现券和回购合计成交 25.58 万亿元，同比增长 6.2%，占比 2.2%；其他金融债券现券和回购合计成交 340.63 万亿元，同比增长 3.4%，占比 28.9%。

表 3-3：2024 年银行间市场金融债交易量情况

单位：亿元

券种	现券交易量	质押式回购交易量	买断式回购交易量	小计
国开行和政策性金融债	1114628	6984922	20250	8119800
商业银行债	55698	198824	1236	255758
其他	931786	2469622	4902	3406310

续表

券种	现券交易量	质押式回购交易量	买断式回购交易量	小计
合计	2102112	9653368	26388	11781868

资料来源：人民银行。

交易所市场金融债券现券成交量明显下降。根据 WIND 数据统计，2024 年交易所市场金融债券现券成交共 2.41 万亿元，同比下降 24.1%。从成交场所看，上海证券交易所的金融债券现券交易规模为 1.88 万亿元，占比 78.0%，其中政策性金融债成交 844 亿元，证券公司债成交 1.80 万亿元；深圳证券交易所的金融债券现券交易规模为 5301 亿元，占比 22.0%，其中证券公司债成交 5300 亿元。

（三）银行间市场主要金融债券持有人结构

存款类金融机构、非法人产品和境外投资者增持银行间市场政策性金融债，保险和证券机构减持。2024 年末，存款类金融机构持有政策性金融债 14.96 万亿元，较上年末增长 2.2%，持有占比 57.8%，较上年末下降 2.4 个百分点。非法人产品持有政策性金融债 8.43 万亿元，较上年末增长 9.4%，持有占比 32.5%，较上年末提高 0.9 个百分点。境外投资者持有政策性金融债 8801 亿元，较上年末增长 10.2%，持有占比 3.4%，较上年末提高 0.1 个百分点。保险和证券机构持有政策性金融债 8063 亿元，较上年末下降 13.0%，持有占比 3.1%，较上年末下降 0.7 个百分点。

主要投资机构均增持同业存单，境外机构增长最快。2024 年末，存款类金融机构持有同业存单 5.83 万亿元，较上年末增长 22.3%，持有占比为 30.0%，较上年末下降 2.3 个百分点。非法人产品持有同业存单 10.77 万亿元，较上年末增长 42.2%，持有占比 55.4%，较上年末提高 4.1 个百分点。境外投资者持有 1.04 万亿元，较上年末增长 139.4%，持有占比 5.3%，较上年末提高 2.4 个百分点。保险和证券机构持有 3789 亿元，较上年末增长 63.5%，持有占比 1.9%，较上年末提高 0.4 个百分点。

表 3-4：2023-2024 年银行间市场主要金融债券持有人结构

	国开行和政策性金融债				同业存单			
	持有规模 (亿元)		持有占比 (%)		持有规模 (亿元)		持有占比 (%)	
机构类型	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023
存款类金融机构	149648	146371	57.8%	60.2%	58317	47701	30.0%	32.3%
保险和证券机构	8063	9273	3.1%	3.8%	3789	2318	1.9%	1.6%

续表

	国开行和政策性金融债				同业存单			
	持有规模 (亿元)		持有占比 (%)		持有规模 (亿元)		持有占比 (%)	
非法人产品	84267	77028	32.5%	31.7%	107683	75736	55.4%	51.2%
境外投资者	8801	7989	3.4%	3.3%	10391	4340	5.3%	2.9%

数据来源：中央结算公司，上海清算所。

二、金融债券的主要运行特点

（一）需求和成本双重推动下，同业存单净融资增幅较大

2024 年，银行负债端存款增长面临压力，推升同业存单融资需求，与此同时，全年利率水平明显下行，带动同业存单发行利率下降，需求和成本双重推动下，同业存单净融资迎来近年峰值。根据 WIND 数据统计，同业存单全年共发行 31.41 万亿元，同比增长 22.3%，净融资 4.67 万亿元，同比大幅增长 670.2%。分机构类型来看，国有大行发行规模为 8.68 万亿元，同比增长 35.7%，占比为 27.6%；股份行发行规模为 9.67 万亿元，同比增长 21.1%，占比为 30.8%；城商行发行规模为 10.49 万亿元，同比增长 25.5%，占比为 33.4%；农商行发行规模为 2.14 万亿，同比增长 7.4%，占比为 7.2%。发行利率方面，全年同业存单发行利率明显下行。市场利率定价自律机制在 11 月发布两项倡议，将非银同业活期存款利率纳入自律管理，并提出客户同银行签订的存款服务协议中银行应在协议中加入“利率调整兜底条款”，同业活期存款利率下降导致利息收益被压缩，货币基金、理财子公司等投资者加大了对同业存单的配置，带动同业存单利率下行。截至年末，1 年期国股行同业存单发行利率较年初下降 56 个基点至 1.56%，同期 1 年期国债收益率下降 108 个基点。

（二）商业银行“二永债”发行和赎回规模大幅增长，净融资下滑

2024 年，由于债券市场利率走低，商业银行赎回旧债券并发行新债券，能有效降低融资成本，另一方面，创设于 2019 年的永续债首次迎来主动赎回期，多重因素推动二级资本债和永续债（以下简称“二永债”）迎来发行和赎回规模的“双增长”。根据 WIND 数据统计，2024 年共有 77 只银行“二永债”被赎回，总赎回规模达到 1.11 万亿元，远超 2023 年的 3944.7 亿元。其中二级资本债赎回规模为 5433.5 亿元，同比增长 37.7%，永续债赎回规模为 5696 亿元。与此同时，商业银行“二永债”全年共发行 1.67 万亿元，同比增长 49.3%。但是从净融资来看，2024 年“二永债”净融资规模为 5532.4 亿元，同比下降

23.2%，主要是由于国有大行资本充足率处于合意水平，加之将发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本，其“二永债”发行需求有所下降，2024年净融资为2310亿元，同比减少4160亿元。此外，股份行、城商行、农商行的“二永债”净融资分别为1710亿元、1242亿元、303.4亿元，较2023年分别增加1910亿元、451亿元、151.2亿元。

（三）新监管规则下保险公司积极发债补充资本

2022年，《保险公司偿付能力监管规则（II）》落地，并设置了三年过渡期，2024年又延长一年至2025年底。新规对实际资本的认定更加严格，比如投资性房地产的计量方式由公允价值改为成本模式，以防止保险公司通过不动产增值部分虚增资本。新规实施后，部分保险公司的综合偿付能力充足率（实际资本与最低资本的比率）出现较大下降，补充资本的需求明显增加。但近几年保险行业增长承压，保险公司通过股权融资的难度提升。而债权融资具有约束少、发行周期短、发行成本低等优势，受到保险公司青睐。2024年，保险公司债发行规模为1175亿元，连续两年突破1000亿元，2020-2022年的平均发债规模在500亿元左右。具体来看，有5家保险公司发行6只永续债，规模为359亿元；有9家保险公司发行11只资本补充债，规模为816亿元。同时，在低利率的环境下，保险公司发债的融资成本明显下降。2024年，保险公司资本补充债的票面利率最低为2.15%，最高为2.90%，2023年的平均票面利率为3.64%。

（四）信贷ABS发行规模下降，不良贷款ABS增长

信贷资产支持证券在2021年达到发行量与存量高峰后，近年来持续下降。2024年，信贷资产支持证券产品发行规模为2704亿元，同比下降22.7%；存量规模为1.10万亿元，同比下降37.3%。其中，受房地产市场调整影响，2022年以来个人住房贷款ABS鲜有发行，但仍是存量最大的信贷ABS品种。2024年来看，个人汽车贷款ABS、个人消费贷款ABS和小微企业贷款ABS的发行规模不同程度收缩，而不良资产ABS保持增长态势。根据中债资信统计，个人汽车贷款ABS发行规模为1296.68亿元，同比下降28.0%，连续三年成为发行规模最大的品种；个人消费贷款ABS发行规模为243.23亿元，同比下降48.2%；小微企业贷款ABS发行规模为655.21亿元，同比下降12.6%；不良贷款ABS发行规模为508.67亿元，同比增长9.2%，是2024年信贷ABS市场中唯一实现正增长的品种。相较于传统的不良资产处置手段，不良贷款ABS具有市场化、标准化和估值公允等优势，成为商业银行处置存量不良资产、改善财务报表质量的重要方式。

三、金融债券创新与制度建设

（一）加力专项主题金融债券创新，做好金融“五篇大文章”

2024 年，金融监管部门加大专项主题金融债券产品创新，加强与相关部委的协作，为国家重点领域和薄弱环节提供更加精准高效的融资支持，助力做好金融“五篇大文章”。科技金融方面，人民银行提出，将创设由金融机构发行的科技创新专项金融债券，专项用于支持科技型企业。绿色金融方面，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金融专项债；中国农业发展银行发行 89 亿元支持长江大保护主题债券，主要用于长江生态环境综合治理、水资源和水安全保障等领域的贷款投放。普惠金融方面，全年商业银行发行小微企业贷款专项金融债券超 2000 亿元，“三农”专项金融债券近 500 亿元，持续支持小微企业、“三农”发展。养老金融方面，人民银行等九部门联合印发《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》，提出将研究创设养老专项金融债券、养老主题金融债券，募集资金主要用于养老相关领域。数字金融方面，中国人民银行等七部门印发《推动数字金融高质量发展行动方案》，支持金融机构以数字技术赋能提升金融“五篇大文章”服务质效，推动我国数字经济高质量发展。

出将研究创设养老专项金融债券、养老主题金融债券，募集资金主要用于养老相关领域。数字金融方面，中国人民银行等七部门印发《推动数字金融高质量发展行动方案》，支持金融机构以数字技术赋能提升金融“五篇大文章”服务质效，推动我国数字经济高质量发展。

（二）TLAC 非资本债券增强银行风险抵御能力

金融稳定理事会(FSB)在2015年正式发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力条款》，要求确保全球系统重要性银行(G-SIBs)在处置中具备充足的损失吸收和资本重组能力。总损失吸收能力(TLAC, Total Loss- Absorbing Capacity)是指 G-SIBs 在进入处置阶段时，可以通过减记或转为普通股等方式吸收损失的全部资本、债务工具之和。TLAC 非资本债券，也就是 G-SIBs 为满足 TLAC 要求而发行的、具有吸收损失功能、不属于商业银行资本的金融债券。TLAC 非资本债券的偿付顺序在商业银行普通金融债之后，二级资本债和永续债之前。从境外 G-SIBs 的经验来看，TLAC 非资本债券的规模通常超过二级资本债和永续债。2021 年 10 月，中国人民银行、原银保监会和财政部联合发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，要求我国 G-SIBs 的外部总损失吸收能力风险加权比率应在 2025 年初达到 16%、2028 年初达到 18%。目前我国 G-SIBs 在 TLAC 达标上还存在一定缺口。

我国 TLAC 非资本债券在 2024 年 5 月首次发行，全年共发行 2300 亿元，其中工商银行、建设银行、农业银行、中国银行各发行 500 亿元，交通银行发行 300 亿元。

（三）加强非银金融机构资产证券化业务制度规范

2024 年，金融监管部门先后出台多项部门规章，支持各类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。3 月，金融监管总局发布《消费金融公司管理办法》，将消费金融公司的业务分为“基础业务”和“专项业务”两类，资产证券化业务被归入“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督管理总局及其派出机构申请经营资产证券化业务。11 月，金融监管总局发布《金融资产管理公司不良资产业务管理办法》，规定金融资产管理公司应遵循成本效益和风险控制原则，择优选用包括资产证券化在内的各种方式来处置不良资产。上述文件对消费金融公司、金融租赁公司、金融资产管理公司拓宽融资渠道、优化资产负债结构、规范资产证券化业务具有重要意义。

（四）首次发行挂钩 DR007 的中长期浮息债

2024 年，人民银行明确公开市场 7 天期逆回购操作利率为主要政策利率，银行间市场 7 天质押式回购加权平均利率（DR007）作为货币市场重要的基准利率，对于货币政策传导和金融市场定价有重要作用。11 月 21 日，国家开发银行首次成功发行两只以 DR007 为基准的浮息债（DR 浮息债），期限分别为 5 年期和 10 年期，发行金额均为 30 亿元，认购倍数分别达到 6.44 倍和 5.13 倍。此前，以 DR007 为基准利率的浮息债发行期限较短，基本在 3 年及以内，此次系首次将 DR007 基准应用于中长期债券，进一步完善了 DR 浮息债收益率曲线中长端部分，实现了关键期限浮息债品种全覆盖。此外，两只债券重定价周期为 7 个自然日，相较于通常 3 个月的重定价周期更为契合基准利率，不仅是对 DR 基准培育的一次重要尝试，也是政策利率传导由短及长的重要探索，有助于进一步畅通货币政策传导机制。

第四章

公司信用类债券

一、公司信用类债券运行情况

2024 年，我国仍处于新旧动能转换阶段，外部环境变化带来的不利影响加深，公司信用类债券市场助力新质生产力培育，扎实做好金融“五篇大文章”，加强重大战略、重点领域、薄弱环节的融资支持力度，落实好债务风险防范化解要求。面对市场进入“低利率”阶段、“资产荒”局面，持续完善制度体系建设，加大对违法违规行为的查处和打击，进一步增强市场高质量发展韧性，着力提升实体经济融资效能。全年，公司信用类债券共发行 14.77 万亿元，较 2023 年增长 6.9%；现券交易共成交 60.76 万亿元，较 2023 年下降 2.8%；年末存量达 32.92 万亿元，较 2023 年末增长 2.6%。

表 4-1：2024 年公司信用类债券概况

单位：亿元

类别	发行量	期末托管量	现券交易量
非金融企业债务融资工具 ¹	98753	158623	289531
中期票据	44017	105411	160779
短期和超短期融资券	41052	20046	85702
定向债务融资工具	7040	21372	32672
资产支持票据	5243	6699	5497
项目收益票据	1	44	40

续表

类别	发行量	期末托管量	现券交易量
债权融资计划	0	3251	-
公司债券	48688	170586	318078
公司债（含企业债）	37614	145938	165500
可转债和可交换债	688	6157	145741
企业资产支持证券	10386	18491	6837
合 计	147714	329230	607609

资料来源：人民银行，中央结算公司，上海清算所，上交所，深交所，北交所，交易商协会等。
注 1：2024 发行的 1413 亿元熊猫债没有纳入此处的非金融企业债务融资工具，纳入外国债券统计。

（一）公司信用类债券发行托管情况

2024 年，公司信用类债券发行平稳增长，全年共发行 14.77 万亿元，较 2023 年增长 6.9%。其中，非金融企业债务融资工具发行 9.88 万亿元，增长 13.5%；公司债券发行 4.87 万亿元，下降 5.0%。从主要券种来看，中期票据发行 4.40 万亿元，增长 58.2%；短期和超短期融资券发行 4.11 万亿元，下降 14.3%；定向债务融资工具发行 7040 亿元，下降 6.4%；资产支持票据发行 5243 亿元，增长 63.0%；公司债（含企业债）发行 3.76 万亿元，下降 6.6%；企业资产支持证券发行 1.04 万亿元，增长 11.7%；可转债和可交换债发行 688 亿元，下降 58.7%。

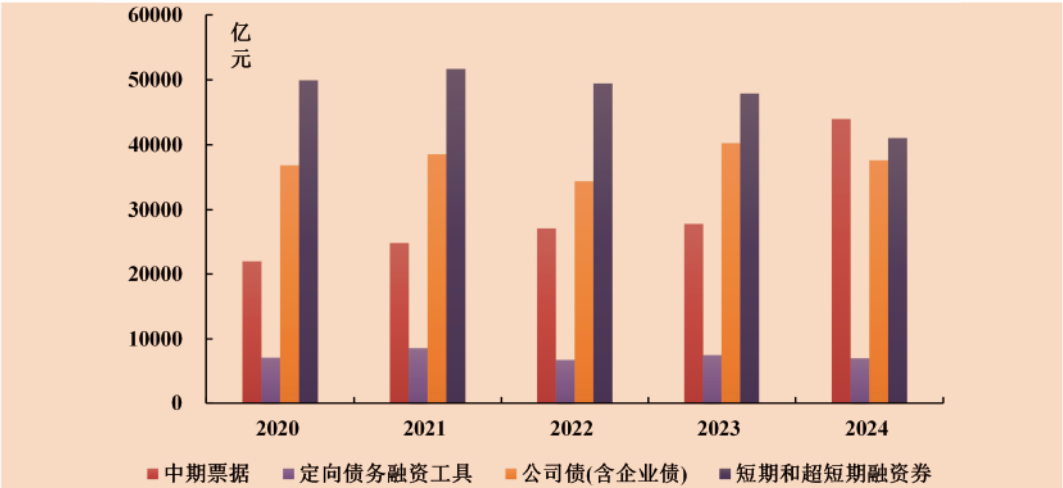
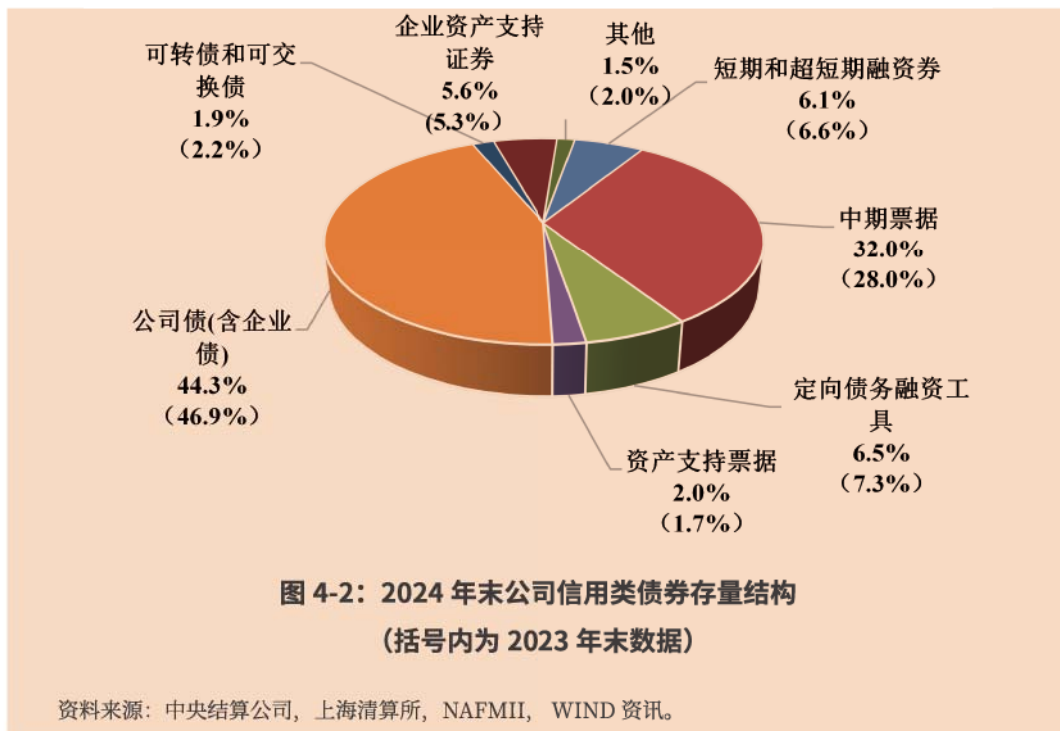


图 4-1：2020-2024 年主要公司信用类债券发行情况

资料来源：人民银行，中央结算公司，上海清算所，NAFMII。

2024 年，公司信用类债券存量规模稳步增长，年末托管量达 32.92 万亿元，较 2023 年末增加 2.6%。债务融资工具、公司债券年末存量分别为 15.86 万亿元、17.06 万亿元，较上年末分别增长 8.5%、下降 2.4%，其中，企业资产支持证券、中期票据分别增长 8.1%、17.9%。公司债（含企业债）、中期票据、定向债务融资工具、短期和超短期融资券和企业资产支持证券是存量最大的五个券种，占比分别为 44.3%、32.0%、6.5%、6.1% 和 5.6%，合计占比 94.5%。资产支持票据、可转债和可交换债存量合计占比 3.9%，其他券种存量占比均不超过 2%。从存量占比的变化来看，中期票据、企业资产支持证券、资产支持票据占比较 2023 年末有所提升，分别提高 4.0 个、0.3 个、0.3 个百分点；公司债（含企业债）、定向债务融资工具存量占比下降最多，分别降低 2.6 个、0.8 个百分点。



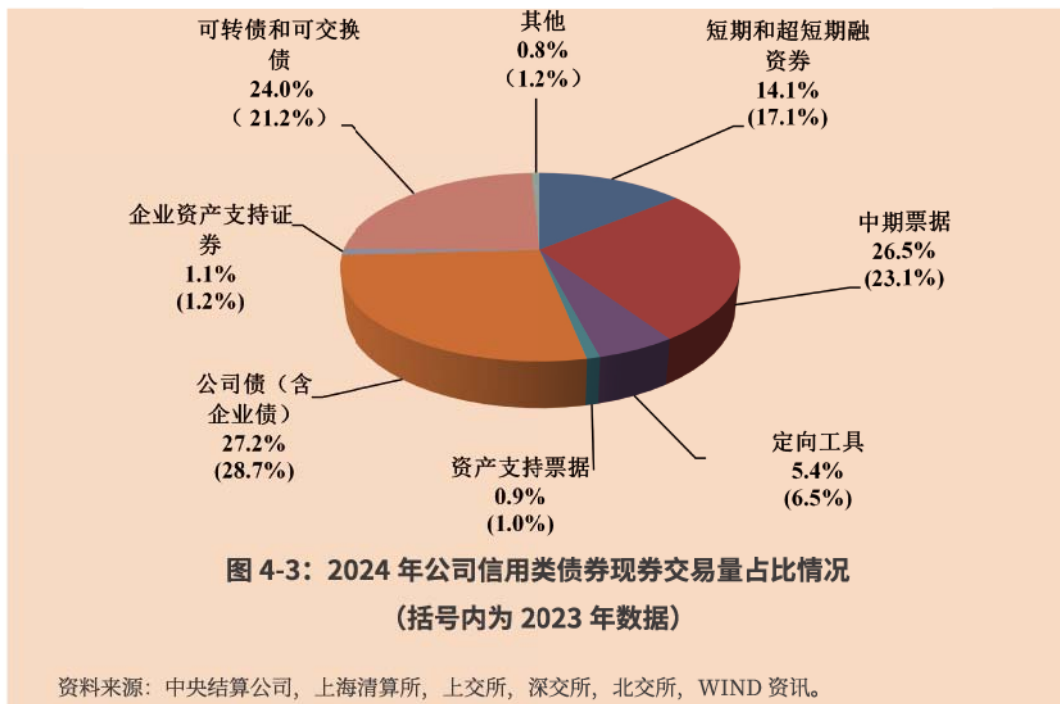
（二）公司信用类债券交易及利率情况

1、公司信用类债券交易情况

2024 年，公司信用类债券现券共成交 60.76 万亿元（单边计算），较 2023 年下降 2.8%。非金融企业债务融资工具的现券交易量较 2023 年下降 5.2%，公司债券（含企业债）的现券交易量较 2023 年下降 0.6%。分券种来看，中期票据、可转债和可交换债的现券交易量

分别提高 11.3%、9.7%，短期和超短期融资券、定向债务融资工具的现券交易量分别减少 19.8%、19.5%。从结构上来看，现券交易量较大的券种是公司债（含企业债）、中期票据、可转债和可交换债、短期和超短期融资券，在公司信用类债券现券交易中的占比分别为 27.2%、26.5%、24.0%、14.1%，合计 91.8%，定向债务融资工具、企业资产支持证券、资产支持票据的占比较低，分别为 5.4%、1.1%、0.9%。

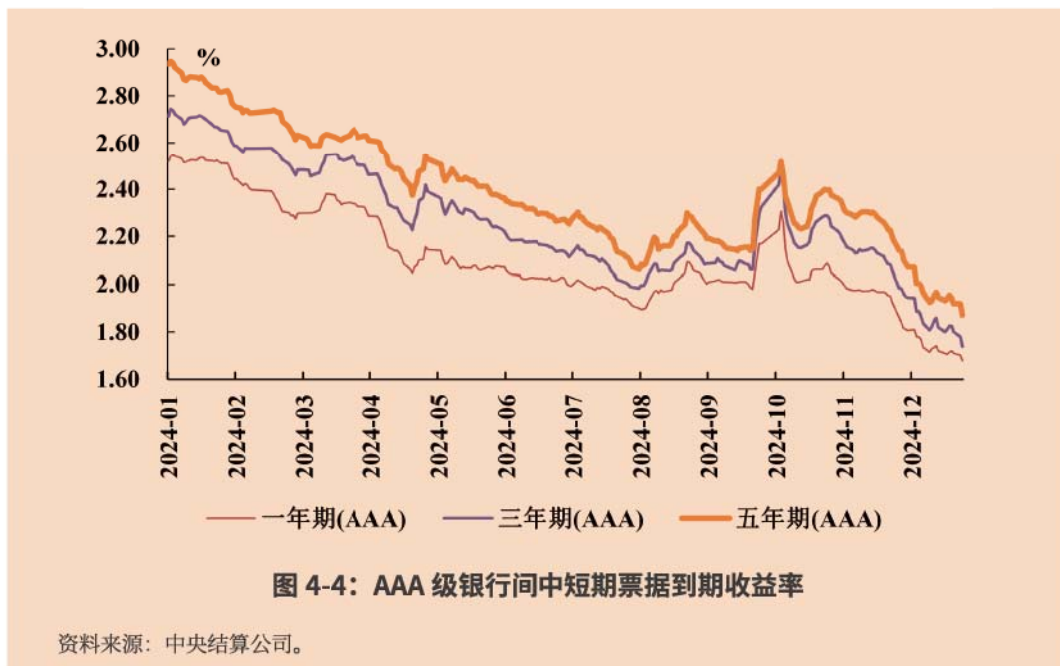
2024 年，债务融资工具回购交易量（含买断式回购、质押式回购）为 131.74 万亿元，较 2023 年增长 13.9%。分券种看，中期票据的回购交易量为 103.29 万亿元，增长 16.7%；短期和超短期融资券的回购交易量为 11.37 万亿元，减少 18.2%；定向债务融资工具的回购交易量为 14.68 万亿元，增长 25.9%。从结构上来看，中期票据、短期和超短期融资券、定向债务融资工具在债务融资工具回购交易中的占比分别为 78.4%、8.6%、11.1%，合计 98.2%。



2、公司信用类债券利率情况

2024 年，公司信用类债券收益率整体下行且幅度较大，中短期信用利差较年初走扩、中长期收窄。全年市场利率走势大致分为三个阶段：第一阶段是从 1 月至 8 月上旬，宏观经济基本面修复偏弱，信用债整体净供给略显不足，叠加严控“手工补息”促使存款流向非银和资管产品，加剧了配置压力，信用债收益率快速下行，各期限中短期票据收益率年初

即为全年最高点。第二阶段是从8月初至10月中旬，央行创新货币政策工具，同时多类型利率债加速发行，债市供给明显增加，对资金面形成扰动，信用债收益率有所抬升。9月底一揽子增量政策密集落地，“股债跷跷板”作用下进一步加剧理财、债基赎回形成负反馈，信用债收益率快速上行，回到年内4月份左右的中位数水平。第三阶段是从10月下旬至年末，伴随市场风险偏好下降，特别是股市交易快速降温，信用债波动有所放缓，美国大选、人大会议结束后债券配置需求进一步提升，信用债收益率快速下行，持续创出年内新低。全年来看，公司信用类债券收益率整体下行，信用利差中短期扩大、中长期收窄。年末，1年期、3年期、5年期AAA中短期票据收益率分别为1.68%、1.74%、1.87%，较上年末分别下行84个、97个、107个基点，各期限利率均大幅下行并降至2%以下。1年期、3年期、5年期AAA中短期票据信用利差分别为59个、55个、46个基点，较上年末分别扩大15个、扩大13个、收窄8个基点。



（三）存续公司信用类债券持有人结构

从银行间市场来看，2024 年，银行、非法人产品、境外投资者的持债占比提升，保险和证券公司的持债占比有所下降。截至年末，非法人产品仍是最大持有者，持有规模 10.80 万亿元，占比 63.4%，较上年末提高 1.8 个百分点；存款类金融机构持有 3.87 万亿，占比 22.7%，较上年末提高 0.2 个百分点；保险和证券公司持有 1.17 万亿元，占比 6.9%，较上

年末下降 0.5 个百分点；境外投资者持有 594 亿元，占比 0.4%，较上年末提高 0.1 个百分点。

表 4-2：银行间市场公司信用类债券持有人结构

机构类型	持有规模（亿元）		持有占比	
	2024	2023	2024	2023
存款类金融机构	38666	35130	22.7%	22.5%
保险和证券公司	11726	11608	6.9%	7.4%
非法人产品	108004	96086	63.4%	61.6%
境外投资者	594	467	0.3%	0.3%

资料来源：中央结算公司、上海清算所。

注：银行间市场公司信用类债券包括短期融资券、超短期融资券、定向债务融资工具、中期票据、资产支持票据、部分企业债。

从上交所来看，全部投资人持有公司信用类债券规模为 14.86 万亿元（按持有面值计算）。其中，信托机构、银行自营、企业年金、银行理财持有规模较大，占比分别为 26.4%、13.3%、11.9%、9.4%，合计 60.9%；证券公司资管、公募基金、保险公司、基金管理公司资产管理计划的占比分别为 7.9%、7.8%、6.9%、5.1%，合计 27.7%；其他类型投资人持有占比不超过 4%。从持债占比变化来看，主要持有人中仅信托机构和企业年金占比提升，分别提高 9.8 个、0.8 个百分点。银行理财、基金管理公司资产管理计划、银行自营、证券公司资管占比下降较多，分别降低 3.9 个、1.9 个、1.1 个百分点。

表 4-3：上交所公司信用类债券持有人结构（按持有面值计算）

机构类型	持有规模（亿元）		持有占比	
	2024	2023	2024	2023
QFII、RQFII	328	368	0.2%	0.3%
保险机构	10254	10085	6.9%	6.9%
财务公司	211	205	0.1%	0.1%
公募基金	11530	12732	7.8%	8.7%
基金管理公司资产管理计划	7577	10231	5.1%	7.0%
其他金融机构	882	820	0.6%	0.6%

续表

机构类型	持有规模（亿元）		持有占比	
	2024	2023	2024	2023
企业年金	17644	16265	11.9%	11.1%
社会保障基金	4013	3472	2.7%	2.4%
私募基金	2940	4042	2.0%	2.8%
信托机构	39214	24152	26.4%	16.6%
一般机构	2621	3198	1.8%	2.2%
银行理财	13913	19332	9.4%	13.2%
银行自营	19712	20958	13.3%	14.4%
证券公司资管	11786	13074	7.9%	9.0%
证券公司自营	5659	6905	3.8%	4.7%
自然人投资者	321	453	0.2%	0.3%
合计	148604	146292.71	100.0%	100.0%

资料来源：上交所。

注：上交所公司信用类债券包括公司债、可转债、可交换债、企业资产支持证券、部分企业债。

从深交所来看，全部投资人持有公司信用类债券规模为 2.92 万亿元（按持有市值计算）。其中，信托机构、一般机构、企业年金、其他专业机构、基金持有规模较大，占比分别为 15.7%、15.4%、13.8%、13.7%、11.6%，合计 70.1%；保险机构、券商集合理财、基金专户占比分别为 7.2%、7.1%、6.0%，合计 20.3%；其他类型投资人持有占比不超过 5%。从持债占比变化来看，信托机构、企业年金、社保基金占比提升较多，分别提高 5.9 个、1.3 个、0.7 个百分点。其他专业机构、基金专户、基金占比下降较多，分别降低 2.9 个、1.3 个、1.0 个百分点。

表 4-4：深交所公司信用类债券持有人结构（按持有市值计算）

机构类型	持有规模（亿元）		持有占比	
	2024	2023	2024	2023
自然人投资者	487	611	1.7%	2.2%
基金	3385	3566	11.6%	12.6%
基金专户	1760	2060	6.0%	7.3%

续表

机构类型	持有规模（亿元）		持有占比	
	2024	2023	2024	2023
QFII	58	46	0.2%	0.2%
RQFII	62	56	0.2%	0.2%
券商自营	1324	1342	4.5%	4.8%
券商集合理财	2085	2263	7.1%	8.0%
社保基金	888	651	3.0%	2.3%
企业年金	4031	3538	13.8%	12.5%
保险机构	2030	1984	7.2%	7.0%
信托机构	4588	2777	15.7%	9.8%
其他专业机构	4003	4695	13.7%	16.6%
一般机构	4507	4608	15.4%	16.3%
汇总	29277	28198	100.0%	100.0%

资料来源：深交所。
注：深交所公司信用类债券包括公司债、可转债、可交换债、企业资产支持证券、部分企业债。

（四）存续公司信用类债券期限结构

2024 年，公司信用类债券存量债券期限中枢向中长期移动。截至年末，公司信用类债券待偿期限在 3-5 年、5-10 年、10 年以上的占比分别为 21.1%、6.9%、12.3%，较 2023 年末分别提高了 3.1 个、0.6 个百分点、1.8 个百分点；待偿期限在 1 年以下、1-3 年的占比分别为 25.4%、34.3%，较 2023 年末分别降低了 1.6 个、3.9 个百分点。

分市场看，债务融资工具待偿期限在 1 年以下、1-3 年的占比分别为 31.5%、32.3%，较 2023 年末分别降低了 5.0 个、3.2 个百分点；待偿期限在 3-5 年、5-10 年、10 年以上的占比分别为 16.9%、4.9%、14.4%，较 2023 年末分别提高了 3.6 个、2.4 个和 2.2 个百分点；公司债券（含企业债）待偿期限在 1-3 年以下、5-10 年占比分别为 36.0%、8.6%，较 2023 年末分别降低了 4.3 个、0.5 个百分点，待偿期限在 1 年以内、3-5 年、10 年以上的占比分别为 20.2%、24.7%、10.5%，较 2023 年末分别提高了 0.4 个、3.1 个、1.3 个百分点。

表 4-5：公司信用类存续债券期限结构

待偿期限	2024 年			2023 年		
	债务融资工具	公司债券(含企业债)	合计	债务融资工具	公司债券(含企业债)	合计
1 年以下	31.5%	20.2%	25.4%	36.5%	19.8%	26.9%
1-3 年	32.3%	36.0%	34.3%	35.5%	40.3%	38.3%
3-5 年	16.9%	24.7%	21.1%	13.3%	21.6%	18.1%
5-10 年	4.9%	8.6%	6.9%	2.5%	9.1%	6.3%
10 年以上	14.4%	10.5%	12.3%	12.2%	9.2%	10.5%

资料来源：人民银行，中央结算公司，上海清算所，WIND。

二、公司信用类债券的主要运行特点

（一）发行利率中枢下降，净融资规模回升

2024 年，人民银行实施稳健的货币政策灵活适度、精准有效，加大逆周期调节力度，支持实体经济回升向好和金融市场稳定运行。保持市场流动性合理充裕，推动社会综合融资成本稳中有降。其中，贷款加权平均利率持续处于历史低位，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3.1% 和 3.6%，分别较上年末下降 35 个和 60 个基点。债券市场利率全年稳步下行，利率中枢降至近年来低位，短期融资券加权平均发行利率为 2.12%，较上年下降 77 个基点，中期票据加权平均发行利率为 2.61%，较上年下降 111 个基点。低利率环境有效拉动债券市场融资需求旺盛，净融资额稳步回升。2024 年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 17.0 万亿元，较上年同期减少 5.2 万亿元，占同期社会融资规模增量的 52.9%，较上年下降 9.6 个百分点，为近年来首次低于 60%。社会融资规模中企业债券净融资 1.91 万亿元，同比多 2839 亿元，占社会融资规模的比重 5.9%，较上年上升 1.3 个百分点。同时，公司信用类债券持续优化市场资源配置，做好金融五篇大文章，更加聚焦服务重点领域，继续加大对制造业、战略性新兴产业和科创产业的支持力度，健全绿色金融体系，促进数字经济和实体经济融合发展，持续发挥直接融资支持实体经济发展的功能，存量规模稳步上升。截至 2024 年末，公司信用类债券占社会融资规模的存量比重为 7.9%，较上年上升 0.3 个百分点，是实体企业除信贷之外的第二大融资渠道，与信贷的存量占比差收窄 0.2 个百分点。

（二）发行人融资期限拉长，超长期限债券供需两旺

2024 年，信用债进入低利率阶段，特别是长端降幅快于短端，期限利差降至历史低位。2024 年末，AAA 级中短期票据 3 年期、5 年期、10 年期与 1 年期之间的期限利差分别为 6 个、19 个、43 个基点，分别较上年同期下降 13 个、22 个、9 个基点。低利率环境下，长期限融资利率优势显著，发行人优化债务期限结构，加快发行长期限债券以锁定融资成本，降低债券利息支出。从发行情况来看，2024 年以前的大多数年份，10 年期以上的超长期信用债年均发行量不超过 3000 亿元。但自 2024 年 3 月起，超长期信用债发行出现明显增加，全年合计发行 5997 亿元，创 2015 年以来新高，较上年同期增加 3570 亿元，在全部信用债中的发行占比为 3.9%，较上年同期上升 2.2 个百分点。同时，5 年期以上合计发行 1.54 万亿元，较上年同期增加 7857 亿元，在全部信用债中的发行占比为 10.0%，较上年同期上升 4.7 个百分点。从投资端看，2024 年信用债市场资产荒格局不断深化，机构倾向于配置长久期信用债，基金、保险、理财，以及养老金、社保等均是超长期信用债最主要参与者。其中，保险得益于负债端的长期稳定，是超长期信用债全年的持续净买入方。

（三）信用利差中短端扩大、中长端收窄

债券市场利率中枢单边下行，推动公司信用类债券收益率曲线快速下行，信用利差中短端扩大、中长端收窄。2024 年，国内宏观经济基本面处于弱修复进程中，资金面整体充裕，债券市场利率中枢延续下行趋势，尤其是年中化债政策调整以及“手工补息”取消后大量资金流入债市，债券产品配置需求进一步提高，各类型、各期限债券收益率大幅下行，长端下行幅度快于短端，直至年末货币宽松预期叠加机构提前配置，无风险利率下行加快，信用利差小幅走阔。截止年末，1 年期、5 年期、10 年期国债收益率分别为 1.08%、1.42%、1.68%，较上年末分别下降 100 个、98 个、88 个基点，均降至 2% 的水平以下，10 年期和 1 年期国债期限利差为 59 个基点，较上年末扩大 12 个基点。1 年期、5 年期、10 年期 AAA 级中短期票据收益率年末分别为 1.68%、1.87%、2.11%，信用利差分别为 59 个、46 个、44 个基点，较上年末分别扩大 15 个基点、收窄 8 个基点、收窄 6 个基点；1 年期、5 年期、10 年期 AA 级中短期票据信用利差分别为 78 个、87 个、97 个基点，较上年末分别扩大 14 个、收窄 25 个、收窄 26 个基点。



（四）落实地方债务化解政策，产业类债券融资企稳回升

2024 年，中央持续深入推进债务化解工作，债务“控增化存”主基调延续，化债力度持续加大，财政、金融政策双管齐下，化债工具与举措加速落地，以期为地方腾挪更多的精力促发展、保民生。一方面，继续完善和落实一揽子化债方案，持续强调地方债务管控长效机制的建立，推动地方融资平台转型。另一方面，强调统筹好地方债务化解与稳定经济发展。在市场到期高峰的压力以及城建类企业自身转型等因素影响下，根据 WIND 口径统计，2024 年，城建类企业债券发行缩量，净融资规模近年来首次为负，城建类企业债券存量规模整体收缩。同时，产业类企业债券发行量增加，净融资大幅增长。根据 WIND 数据统计，全年产业债发行规模约为 11.7 万亿元，同比增长 18.2%，净融资规模约为 2.2 万亿元，同比多增 2.5 万亿元。以 WIND 行业划分，除房地产行业外基本保持了正向净融资，反应出良好的融资需求，其中工业、多元金融、公用事业、可选消费、能源行业排行前五，均贡献超过 1000 亿元的净融资规模，分别为 8730 亿元、5459 亿元、3413 亿元、1390 亿元、1200 亿元。

（五）风险防范化解机制持续健全，新增违约企业减少

2024 年，债券市场违约发行人家数虽有所上升，但违约企业主要为前期已出险的房地产企业，对债券市场的冲击相对有限，随着房地产行业信用风险的逐渐出清，债券市场信用风险仍呈现收敛态势。根据 WIND 数据统计，2024 年，我国债券市场新增 14 家违约发行人，共涉及到期违约债券 26 期，到期违约金额合计约 197 亿元；新增违约发行人家数和规模较上年增加 6 家，到期违约金额同比降低 10.8%。违约企业以民营企业为主。此外，2024 年新增展期发行人 9 家，涉及展期债券 12 期，展期规模 41 亿元，展期家数、期数及规模同比均有所减少。新增展期发行人中，房地产相关企业为 4 家。

三、公司信用类债券制度建设

（一）优化债券发行及定价机制，规范主承销商管理

创新债券发行机制。交易商协会在债券发行中开展“时间优先边际配售”“量价分阶段簿记”试点，提升债券发行定价效率。在注册发行机制上便利绿色、科创等企业融资，交易商协会为绿色及转型产品建立注册发行“绿色通道”，简化具体募投绿色项目信息披露，沪深北交易所修订专项品种公司债券上市审核规则，精准支持科创企业、绿色项目、乡村振兴示范县企业、涉农企业、中小微企业等发行债券，引导资金流向国家战略重点领域。

加强债券发行管理。交易商协会紧盯债券一级发行环节违规行为，严肃查处结构化发债、返费发债、干扰发行利率等债券发行违规，持续加强发行业务监测督导、加大承销报价业务检查力度。深沪北证券交易所进一步规范发行人、承销机构和投资人的债券发行和认购行为，明确发行人不得直接或者间接认购自己发行的债券，各类市场主体不得有操纵发行定价、利益输送、变相返费等违反公平竞争、破坏市场秩序等行为，并对债券发行利率明显过低、上市后短期内大幅折价成交、投资者结构明显不合理等可能涉及非市场化发行行为加强监测。

完善主承销商动态管理。交易商协会一方面积极拓展债务融资工具承销机构队伍，2024 年新增 27 家主承销商、承销商，另一方面加强主承销商日常评价，完善退出机制，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。证监会对证券公司投行业务内部控制及廉洁从业开展专项检查，对 13 家公司、43 名直接责任人员及负有管理责任的人员，视违规问题情节轻重采取行政监管措施，其中开源证券、中原证券等 2 家证券公司因违规问题多、情节严重，被采取暂停公司债券承销业务 6 个月。

（二）丰富管理工具完善管理机制，加强债券存续期管理

优化持有人集体行动机制。交易商协会发布债务融资工具《持有人会议规程》《同意征集操作指引》，及配套的《募集说明书投资人保护机制示范文本》《持有人会议信息披露文件示范文本》和《投资人保护条款示范文本》。对持有人会议的召开情形、召集程序、表决机制等内容进行了优化，区分了强制召开情况与提议召开情形，调整表决机制，并为特别议案设置总表决权过半数的底线要求，同时在提升召集程序灵活性的基础上，强化对关键程序的保护。

丰富风险管理工具供给。推动信用衍生品市场发展，交易商协会修订信用风险缓释工具业务规则，完善参与者管理框架，实施“有进有出”的参与者动态管理。丰富主动债务管理工具箱，交易商协会正式推出回售转售业务，满足企业行权管理需要；全国银行间同业拆借中心、上海清算所联合推出银行间债券市场通用回购交易清算业务，并将优质发行人发行的债务融资工具纳入合格担保品范围，便利投资者流动性管理。

（三）完善信息披露制度建设，优化调整信息披露要求

简化优质主体信息披露要求。沪深北证券交易所发布《简明信息披露》业务指南，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，提高信息披露针对性及有效性，降低优质实体信息披露成本。

完善存续期信息披露制度。统一存续期绿色债券信息披露标准，交易商协会和沪深交易所明确绿色债务融资工具和绿色公司债券适用《绿色债券存续期信息披露指南》。加强存续期募集资金信息披露，北交所发布《募集资金管理重点关注事项》业务指南，明确闲置募集资金补充流动资金、募集资金用途变更调整等事项的限制情形、必要程序和信息披露要求，防范募集资金违规风险。

（四）严肃惩处评级违法违规行为，强化评级行业监管

加强信用评级行业监管和自律规范。人民银行对标普、中诚信、新世纪、鹏元、联合、远东等6家评级公司及7名相关责任人做出行政处罚，对评级机构在备案、业务程序、独立性、信息披露、监管报送等方面的违法违规行为加大查处力度。交易商协会和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》，在债券市场形成统一的信用评级机构执业评价体系，并联合开展首次试评价。此外，交易商协会发布了银行间债券市场《信用评级业务自律指引》和《信用评级业务信息披露指引》，并组织市场成员根据业务实践形

成了信用评级《尽职调查操作指南》和《质量检验操作指南》，进一步规范评级机构执业行为，提高评级行业执业质量。

四、公司信用类债券创新

（一）持续推动绿色、科创等债券产品创新

做好绿色金融大文章。拓宽绿色债券适用范围，交易商协会优化绿色及转型债券相关机制，开通绿色及转型产品注册发行“绿色通道”，拓展转型债券发行人主体范围，拓展转型债券募集资金用途，鼓励企业开展绿色资产证券化等组合式创新产品。创新绿色债券品种，交易所市场发行首只“一带一路”科技创新绿色公司债，丰富绿色债券市场产品种类。完善绿色债券指数体系，银行间市场发布中债-银行间碳中和及绿色债券系列指数，交易所市场发布上证科创板 ESG 指数、中证沪深港新能源汽车主题指数等 9 条绿色指数，全方位反映绿债市场走势。

做好科技金融大文章。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》，提出加强债券市场精准支持，交易所市场落地首单科技成果转化公司债券、首单被纳入公司债券基准做市品种的私募科创公司债券等创新产品，精准服务科创企业个性化融资需求。交易商协会创新研究科技金融债券，探索为发行主体提供增信支持创新方式，推动知识产权资产证券化，支持科技型企业盘活专利权、商标权等知识产权，拓宽科技型企业融资渠道。

（二）积极落实宏观政策部署，支持重点领域融资

债券市场积极落实金融支持重点领域融资决策部署。推出“两新”债券创新品种，支持募集资金用于大规模设备更新和消费品以旧换新领域，2024 年银行间市场发行“两新”债务融资工具 188 亿元，交易所市场发行首单“两新”ABS 产品。服务稳增长扩投资专项债发行，支持“两重”“两新”项目投资，2024 年中国国新、中国诚通两家央企共发行 500 亿元增长扩投资专项中期票据，支持国家重要战略方向。

（三）创新资产证券化产品，支持民企债券融资

创新推出民企资产担保债券（CB）。交易商协会创新推出民营企业资产担保债务融资工具，通过资产担保结构设计，提升民企资产信用融资能力，构建民企融资长效支持机制，2024 年共支持民企发行 7 单 27.3 亿元资产担保债券，担保资产拓展至股权、应收账款、知

识产权等“软资产”。试点供应链票据资产证券化。交易商协会与上海票据交易所联合开展供应链票据资产证券化创新试点，在兼容既有以应收账款等为基础资产的间接模式基础上，重点支持以供应链票据直接作为基础资产发行资产支持证券的直接模式。国家发展改革委在 2020 年以来试点工作的基础上，优化 REITs 申报审核政策，适当扩大基础设施 REITs 发行范围，增加了清洁高效的燃煤发电、养老设施等资产类型，全面推动基础设施 REITs 常态化发行。

专题三：债务融资工具发行持续扩容，积极服务实体经济高质量发展

交易商协会坚决贯彻落实党的二十届三中全会、中央经济工作会议和中央金融工作会议精神，在人民银行正确指导下，坚持稳中求进工作总基调，2024年债务融资工具发行规模突破10万亿元，创历史新高。其中10年以上品种发行量接近7000亿元，首次发行的30年品种发行规模超800亿元，中长期品种发行金额同比增长54%，净融资额约1.8万亿元，带动公司信用债新增规模在新增社融中占比上升近1个百分点。产业结构进一步改善，以能源交通、土木建筑、公用事业等为主的产业类企业发行约7.5万亿元，年末存续规模约10.9万亿元。积极支持实体经济降低融资成本。按可比口径2024年债务融资工具平均发行利率2.42%，较同期贷款利率平均低117个基点，支持企业节省融资成本超1000亿元。全年，交易商协会积极贯彻落实国家重大战略，坚持做好金融“五篇大文章”，持续加强重大战略、重点领域和薄弱环节支持力度，积极服务实体经济高质量发展。

一、支持央企稳增长，服务经济扩投资

2024年11月28日，中国国新、中国诚通首批500亿元稳增长扩投资专项债在银行间债券市场成功发行，其中中国国新发行300亿元、中国诚通发行200亿元，期限均为5年。这是继2022年能源保供特别债后，债务融资工具专项产品落实国家政策部署、支持重点领域融资的又一重要举措，为市场继续探索符合国家政策导向和实体经济需求的产品服务创新筑牢基础。本次专项债募集资金重点支持“两重”“两新”项目投资，带动促进重大设备更新及技术改造、重大科技创新项目落地和重大战略性新兴产业发展，既能引导耐心资本发挥经济“压舱石”作用，撬动更大规模社会资金参与重点领域投资，推动实现产业转型和实体经济高质量发展；又能强化政银企投融资合作，同时实现政策引领、金融助力和企业发展，进一步丰富金融产品结构，推动金融更好服务实体经济。

二、创新引流金融活水，精准灌溉科创沃土

2024年，银行间市场持续培育支持科技创新的金融市场生态，累计发行科创票据金额超过11000亿元，发挥资本市场服务国家创新驱动发展战略的功能。

探索产品创新，精准引导资金滴灌“硬科技”。2022年银行间市场升级推出科创票据，包括由科技型企业直接发行和募集资金用于科创领域“双通道”。截至2024年末，银行间市场累计支持发行科创票据金额超11000亿元，惠及近200家高新技术企业、制造业单项冠军、专精特新“小巨人”等科技型企业，引导募集资金投向人工智能、集成电路、生命健康

等前沿领域和信息技术、高端装备、新能源等新兴产业。2023 年银行间市场创新推出混合型科创票据，通过条款设计实现股债结合，解决不同发展阶段的科技型企业对长期、稳定、股债混合性资金的需求，实现银行间市场从债到股的光谱效应。截至 2024 年末，银行间市场累计支持临港集团、新微电子等 17 家企业发行混合型科创票据 20 只，填补混合性资金缺口，拓宽科创金融服务的深度和广度。

科创票据支持各类型科技型企业发展。通过“双通道”设计，科创票据能够灵活满足央企、地方国企、民营企业、公众企业各类主体的科创融资需求。截至 2024 年末，中国电子、东方电气、中国信科等 89 家央企发行 451 只 4873 亿元，占科创票据发行总规模的 41.7%；万华化学、浪潮信息、数据港等 151 家地方国企发行 596 只 4588 亿元，占科创票据发行总规模 39.3%；三一集团、红豆集团、恒力集团等 32 家民营企业发 247 只 1685 亿元，占科创票据发行总规模 14.4%。

科创票据积极支持区域科技创新资源聚集。发行人所属区域涵盖江苏、广东、重庆、山东等 28 个省（市、区）。截至 2024 年末，长三角区域 63 家企业发行 385 只 2790 亿元，占科创票据发行规模的 23.9%；京津冀区域 49 家企业发行 265 只 2467 亿元，占科创票据发行规模 21.1%；珠三角区域 23 家企业发行 105 只 1094 亿元，占科创票据发行规模 9.4%；三大区域发行规模占科创票据总规模的 54.4%。

三、创新推出供应链票据资产证券化，扎实做好普惠金融大文章

2024 年，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》），联合上海票据交易所创新推动供应链票据资产证券化试点，增强票据融资便利性，为中小微企业融资提供新选择。2024 年 12 月，首只供应链票据定向资产支持商业票据成功发行，支持 49 家中小微企业持票人盘活票据资产。

精准支持中小微企业融资，提升银行间市场普惠程度。供应链票据资产证券化对推进普惠金融高质量发展具有积极作用：为中小微企业开辟融资新途径。基于票据普惠性，证券化通过集合打包、结构化增信等特有技术，可有效解决中小微企业融资规模小、频率高、资信弱等难点，精准支持传统融资难以触达的供应链末端小微企业。为供应链票据市场拓宽直融新渠道。依托《票据法》，供应链票据具有账期固定、到期无条件付款等制度优势和法律保障，天然具备可证券化特点。供应链票据证券化创新推出，拓宽了票据贴现之外的直接融资渠道，丰富了债券市场资产供给，有利于满足投融资双方多元化需求。为银行间市场高质量发展提升服务新效能。此次交易商协会与上海票交所协同联动，完善专项产品、制度与服务体系，加强配套信息系统建设，加力提升银行间市场服务普惠金融效能，助力经济高质量发展。

完善配套制度机制安排，“链”通多元化投融资需求。《通知》从产品模式、基础资产、

交易结构、机构职责、信息披露、配套举措等六方面明确供应链票据证券化相关要求：一票直转，简洁清晰。在兼容既有以应收账款等为基础资产的间接模式基础上，重点支持以供应链票据直接作为基础资产发行资产支持证券的直接模式。二类兼容，灵活便利。为了满足操作效率与融资时效要求，既可由代理人代理分散的持票人发行资产支持证券，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资产支持证券，为市场丰富交易结构预留空间。三措并举，融资高效。细化职责，供应链平台发挥信息优势，配合相关机构做好供应链票据真实性核查工作。优化信披，简化持票人披露，分层设置发起机构、承兑人披露安排，提升融资效率。鼓励开展基础资产逐笔披露，提升底层资产透明度。简化流程，分期发行豁免备案，对于承兑人优质、基础资产同质性强、分散性高的项目，进一步简化发行流程。

四、创新推出资产担保债券，支持民企债券融资

2024 年，交易商协会创新推出民营企业资产担保债务融资工具（Covered Bond，CB），通过资产担保结构设计提升民企资产信用融资能力，构建民企融资长效支持机制。2024 年 7 月，首批 4 单试点项目注册发行，对促进民企债券融资发挥了积极作用。此次创新推出 CB，将主体信用与资产担保有机结合，发挥“双重增信”机制优势，有效降低民企融资门槛与成本，加大民企融资支持力度。

优化资产担保机制，“三新发力”精准支持民企融资需求。一是发行企业焕新，覆盖多层次发行主体。发行人行业包括科技创新、医药流通、医药制造、信息软件等国民经济发展的重点领域。二是资产品类出新，盘活多样化民企资产。在不动产、土地使用权等“硬资产”基础上，结合民企生产经营特点，拓展至股权、应收账款、知识产权等“软资产”。三是担保模式创新，满足多方面融资需求。支持根据民企自身信用水平和资产特性不同，自主选择部分抵押、全额抵押、超额抵押等多种抵押率安排。

加强偿债保障措施，“三措并举”提高债券投资人保护力度。一是资产监测措施更安全。首批试点项目均设置了资产池动态调整机制、发行人置换或追加资产机制、存续期定期监测机制、债权代理人机制等安排，确保资产担保和处置效果落到实处。二是权利实现措施更便捷。鼓励在 CB 产品结构中引入信托计划等破产隔离载体实现“破产隔离”，切实保障投资人优先受偿权。引入公证债权文书、探索实控人连带担保等制度，帮助投资者更加快速有效行使权利。三是债券增信措施更多样。搭配信用风险缓释工具，运用“资产担保 + CRMW”双增信模式，满足不同风险偏好投资人多元化投资选择。

取得积极显著效果，“三管齐下”提升民企融资可获得性。一是拓宽融资渠道，提升市场认可度。支持民企以多样资产担保融资，解决民企传统主体信用融资路径下融资难、融资贵问题。齐碳科技通过发行 CB 首次亮相债券市场，助力拓宽融资渠道。上海豫园等企业通

过发行CB实现融资成本降低，吸引银行、券商、基金等投资机构参与投资，丰富投资人范围。二是发挥创新优势，提升市场影响力。科伦药业、齐碳科技等企业在CB产品基础上，发行科创票据等专项产品，进一步满足科技创新等领域资金需求。三是优化服务机制，提升融资便利性。交易商协会为民企发行CB设置“预沟通”前置办理机制、专人对接服务机制、“即报即看”快速通道，提高融资效率。

专题四：信用衍生品管理机制再优化，市场化促发展效果显现

近年来，交易商协会持续推动信用风险缓释工具（CRM）市场发展，促进产品创新和机制优化，带动CRM市场快速发展，自2018年以来年均增长率约35%，累计名义本金超2600亿元，有效服务实体经济融资，助力防范金融风险。目前，CRM参与者实行核心交易商和一般交易商的分层架构，涵盖银行、券商、基金、信托、保险、信用增进机构等不同类型。在金融市场持续深化改革的背景下，交易商协会于2024年2月修订《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》（以下简称《业务规则》），并配套发布《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》（以下简称《通知》），旨在进一步加强CRM参与者全链条管理，健全市场化激励约束机制，引导交易商积极展业。

《业务规则》及《通知》重点完善了CRM参与者管理框架。一是将一般交易商备案优化为信息登记，大幅精简原有备案所需要的备案说明书、内部制度等材料，减轻市场机构负担，同时压实核心交易商等参与者的交易对手方管理职责，在风险可控的基础上将风险管理的主动权更多交还市场。二是建立核心交易商动态管理机制，加强核心交易商事中事后管理和能力建设，提升核心交易商的“含金量”。在此基础上，《通知》明确CRM参与者特别是核心交易商的具体业务标准，优化备案要求，增加对核心交易商的定价能力和业务量要求，细化“无违法违规行为”标准，补充专业从事信用增进业务的机构备案要求。整合业务规范，明确核心交易商的交易对手方风险管理、交易备案、交易记录留存等要求，引导核心交易商加强“硬实力”建设。同时，明确将长期未展业的核心交易商调整为一般交易商，以及CRM参与者取消业务资质的具体情形，如衍生品业务资格被监管部门终止、破产兼并、自愿退出以及因衍生品违规行为按照交易商协会自律规则应当予以退出的情形等。

机制优化后，CRM市场参与者积极性明显提高，入市备案机构和实际展业机构数量均显著增加。一般交易商要求调整后机构提交简单信息即可完成备案，促进参与者展业效率大幅提升，一般交易商数量由2023年末的96家迅速增至2024年末的183家，增幅达91%。核心交易商启动退出机制后，8家核心交易商因从未展业被降级，市场化激励约束机制效果初现，2024年全年共有54家核心交易商和52家一般交易商参与CRM业务，较2023年的40

家和 39 家有显著增加，多家机构时隔多年再次开展 CRM 业务，满足自身风险分散分担需求。

下一步，交易商协会将继续推动 CRM 市场机制优化和产品创新，进一步扩大参与者范围，鼓励市场成员丰富产品应用，充分发挥信用风险分散分担功能，助力做好金融五篇大文章更好服务实体经济，助力防范化解金融风险，促进金融市场高质量发展。

专题五：建立多层次市场评价体系，引导承销机构差异化、特色化发展

为深入贯彻落实党中央、国务院关于做好金融“五篇大文章”相关指导精神、助力构建多层次债券市场，交易商协会始终坚持多措并举，在充分征求市场成员意见的基础上，进一步优化完善非金融企业债务融资工具承销业务相关会员市场评价制度机制，丰富市场评价体系结构，积极推动承销机构队伍高质量、特色化发展。

一、创设科创类产品专项主承销商，做好科技金融大文章

2023 年以来，交易商协会持续优化主承销商分层机制，构建“一般主承销商+专项主承销商”的分层架构，鼓励专业化、差异化发展。2024 年，为扎实做好科技金融大文章，进一步发挥债券市场助力科技型企业做优做强的重要作用，交易商协会进一步丰富专项主承销商队伍结构，研究推出科创类产品专项主承销商，集中专业资源开展科创产品相关业务。相关评价标准充分考虑科创业务属性，重点考察金融机构为科创类企业提供融资服务的覆盖广度，以及通过各类金融工具服务科创类企业融资的能力，有效为科技型企业直接融资提供更充分的中介服务。2024 年，交易商协会共引入科创类产品专项主承销商 4 家，有力推动银行间债券市场承销机构队伍高质量建设。

二、创新推出特色主承销商评价机制，引导特色化发展

2023 年以来，交易商协会对一般主承销商建立了整体执业情况的综合评价，对执业能力、执业质量等情况进行综合考察。2024 年，为进一步鼓励一些特色主承销商特色化发展，交易商协会在综合评价体系的基础上，推出特色主承销商评价机制，对定价能力、普惠能力、市场开拓能力和服务市场对外开放方面表现突出的机构予以专项展示，让“特长生”真正发挥引领作用。

下一步，交易商协会将持续按照党中央、国务院关于金融工作的有关决策部署，进一步为经济社会发展提供高质量的金融服务，并不断根据市场需要，健全市场评价制度框架和工作机制，助力构建多层次债券市场。

第五章

展望

2025 年是我国“十四五”规划的收官之年，也是全面深化改革推向纵深的关键之年。在全球贸易保护主义抬头、地缘政治风险加剧的大背景下，外部环境变化带来的不利影响加深，国内稳增长压力增大，我国经济仍将处于筑底回升的阶段。国际视角，美国以“MAGA”为核心扰动世界贸易格局、推动供应链重构，主要经济体动能增长整体趋弱、货币政策走向不够明晰，国际秩序亟待恢复，全球经济复苏充满变数。国内来看，内部需求不足、风险隐患较多等挑战仍然存在，但我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大的支撑条件没有变，相机抉择的特征将更加明显。做好 2025 年经济工作，要全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，按照中央经济工作会议、中央金融工作会议和全国金融系统工作会议部署，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深刻把握和运用五个“必须统筹”，扎实推进中国式现代化。债券市场将牢牢把握高质量发展首要任务，在经济转型与金融改革的双重推动下，助力完成全年经济社会发展预期目标。

第一，债券市场将持续锚定重点定位，增强服务实体经济能力。积极响应实体需求与宏观政策发展指引，聚焦“五篇大文章”工作部署，精准服务于国民经济重大战略、重点领域与薄弱环节，进一步提升债券市场支持实体的力度、可持续性和专业化水平。同时，持续发挥“第二支箭”的撬动引领作用，将民营企业债券融资服务做实、做深、做精。

第二，债券市场将推动公司债券法制建设，优化债券市场法制环境。加快构建与高质量发展目标相匹配的债券市场法规体系，进一步健全与强监管、防风险要求相适应的债券市场制度规范，强化监管责任和问责制度安排，加强债券市场信息共享及监管协作，严肃查处危害市场平稳运行的各类违法违规行为。

第三，债券市场将深入推进高水平对外开放，加快推进金融强国建设。以制度型开放为重点，优化完善基础性制度安排，着力提升债券市场涉外便利性程度，深化拓展互联互通机制，营造对境外投资者更友好的投融资环境，并统筹好开放和安全，优化跨境资本流动的监测与分析机制，提升我国债券市场全球化服务水平和国际吸引力。

附录 A

专项研究¹

报告一：金融自律组织替代性纠纷解决机制的构建与完善

在“案多人少”“诉讼爆炸”等现代司法压力下，替代性纠纷解决机制（Alternative Dispute Resolution，简称 ADR）随之兴起，是诉讼制度以外的非诉讼纠纷解决程序或机制的统称，具有替代诉讼、自主选择、解决纠纷三个特征。其中，金融自律组织（Self-regulatory Organizations，简称 SRO）作为以行业自律方式组织监管金融活动的行业协会，由其开展的 ADR 在近些年“促进行业调解”的政策引导下于我国得以蓬勃发展。

银行间市场是典型的“金融业批发市场”，自律管理在日常监管中发挥重要作用。中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）对银行间市场实施自律管理。2022 年 4 月，交易商协会正式组建专业调解员队伍，对会员之间以及会员与其他市场机构的金融市场业务纠纷，调解范围覆盖银行间债券市场、同业拆借市场、票据市场、信用衍生品市场等。截至 2024 年底，交易商协会已处理 127 起纠纷，服务 200 余家会员单位。

金融市场自律组织开展的调解能够为会员间法律关系简单的纠纷提供较好的解决渠道、化解矛盾在前头，并能结合自律管理形成示范效应。值得思考的是，金融市场自律组织与司法机关、政府部门或其他市场组织实施的调解有何不同，如何构建得到行业信赖、多数机构认可的纠纷解决机制？怎样使金融纠纷处理与金融市场自律管理有机结合、相互促进，取得一加一大于二的效果？在我国当前法治环境和银行间市场的阶段性特征之下，我们还可以做

¹ 专项研究仅代表作者或课题组观点。

哪些规划或调整以促进纠纷处理与自律管理的双向互动？本文尝试对上述问题展开分析，并提出相应政策建议。

一、金融自律组织 ADR 的兴起与演进

（一）金融自律组织 ADR 发展的现实需求

金融自律组织 ADR 源起于俱乐部式自律组织的自治意识，因其缓解司法压力的显著优势在各法域蓬勃发展。1817 年，纽约证券交易所首个章程即明确会员间买卖证券的纠纷由交易所董事会解决，标志着金融自律组织 ADR 自美国证券市场发端。经 20 世纪 60 年代的诉讼爆炸，ADR 逐步得到司法认可，法院在判例中允许仲裁适用于证券纠纷。²无独有偶，日本受“1996 年金融大爆炸”的改革影响，金融领域衍生出大量纠纷。日本当局为解决相关纠纷，于 2010 年指定金融商品斡旋咨询中心为“指定纠纷解决机构”，为金融纠纷提供 ADR 服务。

我国金融自律组织 ADR 快速发展，是司法压力过大的现实需要。2013 年以来，我国司法压力陡增，每年全国法院案件总量以年均 13% 的增幅快速上涨；法官年人均办案由 2017 年 187 件，增至 2023 年 357 件，人案矛盾日益突出。³司法改革近年来也聚焦“诉源治理”，逐步重视行业自律组织纠纷处置的专业能力。我国金融领域 ADR 因此蓬勃发展，仅就调解方面，截至 2022 年 12 月，金融行业共有 1192 个调解组织、1.3 万名调解员入驻人民法院调解平台。⁴

（二）金融自律组织 ADR 的典型模式

在纠纷解决方式多元化的背景下，各法域发展出了各具特色的金融自律组织 ADR 模式。从类型来看，ADR 一般包括调解、仲裁、谈判促进、投诉咨询等；此外，执法和解也属于 ADR 的一种，主要应用于能源管制、环境保护和证券监管等行政执法过程中。金融自律组织 ADR 典型模式概括如下。

1、美国 FINRA 模式

美国金融业监管局（FINRA）接受美国证监会（SEC）监管，是美国最大的证券业自律组织，向市场提供的 ADR 服务包括仲裁和调解两条路径。

在仲裁机制方面，FINRA 设置了两套程序规则，一套适用于金融消费者与会员金融机构之间的纠纷，另一套则针对金融机构之间的纠纷。前者在程序启动上侧重保护弱势的消费者一方，允许金融消费者在未约定仲裁协议情形下，单方面申请仲裁与金融机构的纠纷。除此

2 Shearson/American Express v. McMahon, 482 U.S. 220 (1987)

Rodriguez de Quijas v. Shearson/American Express, Inc., 490 U.S. 477 (1989)

3 最高人民法院工作报告——2024 年 3 月 8 日在第十四届全国人民代表大会第二次会议上。

4 《中国金融争议解决年度观察（2023）》，载北京仲裁委员会官网，
<https://www.bjac.org.cn/news/view?id=4680>。

之外，两套规则基本都遵循相似流程，只在个别环节、程序标准上有所差异⁵。FINRA 仲裁裁决具有终局性，可以得到法院的承认与执行。并且，FINRA 就不履行仲裁裁决的行为，可以暂停或取消相关方会员资格，并对责任人加处 2500-20000 美元的罚款，并可根据情节严重情况暂停从业资格。

在调解机制方面，FINRA 调解全流程强调当事人“自愿”，启动方面必须由调解各方达成书面协议。调解方式灵活，按照私密和保密的原则，调解员可以与当事人共同或单独会面，但单独会面需要通知其他各方。对于调解达成的协议，FINRA 通过联动自律管理的方式予以保障，可以对不履行调解协议的会员处以暂停/取消会员资格的自律处分。FINRA 还建立了经纪商信息系统、行业诚信数据库等，以市场化力量敦促纠纷当事人履行调解协议。

此外，FINRA 对其与会员之间形成的处罚类纠纷，设置了纪律处分和解制度，允许管理对象在 FINRA 发起纪律处分相关程序时提出和解申请，以期达到简化程序、减免处罚的效果。

2、日本 FINMAC 模式

日本证券和金融商品斡旋咨询中心（FINMAC）作为日本金融厅确定的“指定纠纷解决机构”，2009 年由五家行业协会共同设立，⁶旨在为金融商品交易业提供一元化和横断化的金融 ADR 服务。⁷FINMAC 模式下，行业自律组织并不直接组织调解，由 FINMAC 统筹受理金融消费者与金融商品交易业者之间的纠纷。

FINMAC 的纠纷处理分为咨询、投诉、调解三类，流程上由金融消费者提出咨询或投诉，FINMAC 可以提供建议并告知相应金融机构，由该机构联系投诉者解决；对于无法自行解决的情况，FINMAC 可以进一步听取双方主张、要求提交材料等，并给出进一步建议。过程中，FINMAC 可以根据实际情况和当事人需求将咨询和投诉转为调解程序。

FINMAC 调解在程序上同样侧重保护弱势一方。按照规则要求，金融机构应事先与 FINMAC 签订“实施程序基本合同”，合同内容必须包括金融消费者申请调解时金融机构同意参加程序、在程序中说明并提交资料、必须接受调解方案等。同时，通过通报监管单位和公告等方式，以市场声誉的方式约束金融机构在调解程序的行为，强化调解协议执行力。

5 如在证据开示环节，客户与会员券商之间的纠纷额外有“文件清单”流程，要求按照 FINRA 的“证据开示指南”和“文件清单”提供相应的文件证据资料，以缓解客户方获取证据材料的不便利性。（FINRA Rules § 12509）

6 日本证券业协会、社团法人投资信托协会、社团法人日本证券投资顾问协会、社团法人金融期货交易业协会以及社团法人日本商品投资贩卖业协会五家团体。后社团法人日本商品投资贩卖业协会解散，一般社团法人第二种金融商品交易业协会加入 FINMAC。

7 参见杨东、毛智琪：《日本证券业金融 ADR 的新发展及启示》，载《证券市场导报》2013 年第 7 期。

3、英国 FOS 模式

英国《2000 年金融服务与市场法》决定成立金融申诉专员服务公司（FOS），以提供覆盖全部金融业的“一站式”投诉处理服务。⁸FOS 公司统筹保险业、银行业等所有自发组建的申诉专员，行使职权的依据来源于法律，同时需要对金融行为监管局（FCA）负责，按照 FCA 细化的程序开展工作。而 FCA 是由法律授予监管权的非政府监管机构，对其监管过程中的行为，可以根据法律实施行政执法和解，构成英国金融 ADR 的重要部分。

FOS 受理自然人、小型企业、慈善机构、低净值信托等弱势金融消费者的投诉，不受理金融机构间的纠纷。金融消费者向 FOS 投诉后，由被投诉金融机构先自行解决。8 周内未达成解决方案的，由 FOS 指派申诉专员通过调解、调查等方式促使双方当事人达成一致方案。如仍无法解决，申诉专员可以作出最终裁定，金融消费者可以在指定期限内决定是否接受，接受的生效裁定能够被法院强制执行。

（三）金融自律组织 ADR 典型模式的启示

以解决问题、实现目标为导向，经梳理比较美、日、英三国的域外经验，有三点启示可以作为国内 ADR 模式的发展参考。

一是以差异化的 ADR 安排应对不同类型的纠纷。从争议当事人的不同类型来看，自律组织开展 ADR 涉及三类纠纷，分别是金融机构与客户之间的纠纷、金融机构之间的纠纷、金融自律组织与管理服务对象之间的纠纷。对于金融机构与金融消费者之间的纠纷，强调对消费者这一弱势方的程序保护；对于金融机构之间的纠纷，强调双方自愿；对于自律组织与管服对象之间的纠纷，则遵循“申请—协商—核准”的模式，此类纠纷涉及自律组织对其管理权限的处分。

二是除各方自愿的事项外，ADR 程序上的特别安排均需强化正当性依据，通常有上位法授权。^①行政执法和解或自律和解等涉及公共权益处分的事项都有上位制度授权。FINRA 开展自律和解的相关自律规则均报请 SEC 批准，获得行政授权后开展。SEC 作为行政机构，法律授权其开展行政和解。⁹FOS 不具有自律管理职责，但具有监管职责的 FCA 开展行政和解由《2000 年金融服务与市场法》明确授权。^②保护弱势方的强制安排均需授权。FINRA 模式下，由自律规则明确倾斜保护的程序规则，由 SEC 批准后实施；FOS 模式下，相关程序规则由法律和 FCA 规则确定，属法律和行政授权实施事项；FINMAC 模式下，由法律授权“指定纠纷解决机构”开展 ADR，并强制金融机构事先与 FINMAC 签订“实施程序基本合同”，通

8 中国人民银行、银监会、证监会、保监会联合调研组：《英国金融申诉专员制度》，载《中国金融》2013 年第 8 期。

9 SEC 开展行政和解的法律依据包括美国 1990 年《行政争议解决法》（Administrative Dispute Resolution Act），2002 年《萨班斯—奥克斯利法》（Sarbanes-Oxley Act）。

过约定强制机构接受调解结果。③普通调解和仲裁尊重纠纷当事人自愿。如 FINRA 对金融机构之间的纠纷，须严格按照双方的书面协议开展仲裁、调解；FOS、FINMAC 强制保护消费者的 ADR 模式不适用金融机构之间的纠纷。

三是金融自律管理与替代性纠纷解决存在明显的双向互动。在 FINRA 等金融自律组织开展 ADR 时，运用自律管理手段强化 ADR 解纷方式的效力。FINRA 就不履行仲裁裁决的行为，可以暂停或取消相关方会员资格，并对责任人加处罚款，并可根据情节严重情况暂停从业资格；对不履行调解协议的会员处以暂停 / 取消会员资格的自律处分。金融自律组织也采取和解等 ADR 方式反哺自律管理，柔性纠错、敦促整改。根据 FINRA 规则，当事人在收到 FINRA 对其发起纪律处分程序的通知后，可以随时以书面形式向 FINRA 提出和解建议，争取替代处分。当事人与受损相关方达成和解的情况，也可能促使处分从轻、减轻。

二、金融自律组织 ADR 的理论限制与制度突围

金融自律组织可以运用调解、自律和解甚至仲裁等 ADR 方式提升自律管理质效，同时自律管理也可以促进 ADR 定纷止争的目标实现，二者存在功能耦合性。但金融自律组织在探索建立 ADR 过程中始终面临理论和制度层面的约束，需要进一步夯实理论基础，完善制度保障。

（一）金融自律组织 ADR 的理论约束与厘清

金融自律组织实施 ADR 始终面临两大理论约束：一是公权不可处分的理论桎梏，二是利益冲突问题对 ADR 公正性的影响。因为这两个理论问题的存在，使得金融自律组织实施 ADR 时总是面临如下质疑：自律组织代表公共利益承担一线监管职责，是否有权与违规主体和解，这是不是在让渡自律管理权？当事人之间的纠纷经调解后，尽管双方之间的矛盾获得解决，但若对公共秩序造成影响，自律组织能否因为当事人和解而减轻或从轻处罚？自律组织如何处理公共利益、行业利益和自身利益之间可能的冲突？这些质疑有必要在理论层面加以回应和解决。

1、公权不可处分的理论重释

所谓公权不可处分，是指公权力机关只是代表国家行使公权力，而非公权力的所有者；他们只有依法行使公权力的职责，而不享有处置公权力的自由，因为公权力所代表的公共利益不可让渡。¹⁰ 因行政授权或行政委托的存在，金融自律组织在实践中可能兼具部分公权力属性，ADR 行为可能受到公权不可处分的质疑。具体而言，对于市场主体之间的纠纷，金融自律组织的首要职责是实施监管、打击违规；在此过程中，不应采用和解等方式进行“权力交易”，让渡、减损公共利益。然而，从法理和实践层面分析，公权不可处分理论目前已经

10 参见谭炜杰：《行政诉讼和解研究》，中国政法大学出版社 2012 年版，第 114 页。

不能成为禁止在自律管理或行政执法中运用 ADR 手段的理由。

首先，随着公法理念的变迁，公权不可处分原则的绝对性已经逐渐被打破。二战之后，世界范围内的国家和社会转型加速，个人主义让位于多元主义，公权行使方式从单一到多元、从刚性到柔性、从严格管制到放松管制，公权不可处分的理论内涵逐步发展为“不能随意处分、违法处分”之意。¹¹其次，自由裁量权行使成为公权参与 ADR 的理论基石。“徒法不足以自行”，法律并不排斥公权力行使中的自由裁量权，恰恰是法治需要自由裁量权所附的主观能动性，来应对现代社会迅速、复杂的变迁。而“处分”一词通常指权力的转让、抛弃、委托、变更等，公权参与 ADR，并非对权力的任意变更或抛弃，而是根据和解结果行使权力形成处理结果，本质上是自由裁量权的表现形式。¹²

第三，实质正义理论和程序公正原则为公权参与 ADR 提供补充支持。现代法治着眼于超越消极、机械的形式主义法治，而趋向积极、能动的实质主义法治。¹³在程序公正的前提下，实质性解决纠纷、化解矛盾的实质正义目标，在价值序列上逐步超越消极行政、职权主义的形式正义目标。

2、利益冲突的必然性与控制进路

与完全代表公共利益的行政主体相比，金融自律组织同时涉及公共利益、行业利益和组织个体利益。其中公共利益来源于金融自律组织的“公共性”职能，可能是法律行政授权赋予的。行业利益则是金融自律组织的固有利益，作为营利主体的集合必然要维护行业利益。¹⁴而金融自律组织的个体利益是指为了维持组织自身产生、运营和发展而产生的利益诉求。我们必须承认，金融自律组织的性质和职责决定了其利益冲突是不可能消除的，只能追求有效控制。

信息经济学为解决利益冲突引发的道德风险行为提供了解决思路。¹⁵由于信息不对称的存在，加剧了利益冲突引发的道德风险行为的风险。因此防控利益冲突的不利影响，关键在于完善治理结构和解决信息不对称问题。对此，法律上有几种解决进路：一是明确法律责任。私法中，民商事主体因利益冲突产生的“背信弃义”行为，通常被纳入“信义义务”项下的“忠实义务”框架中加以解决。如在信托、资管法律关系中，受托人因追求个人利益损害委托人利益，会因违反忠实义务承担赔偿责任。公法中，行政主体背离公共利益将直接导致行政行

11 参见[美]斯图尔特：《美国行政法的重构》，沈岷译，商务印书馆 2011 年版，第 806-807 页。

12 参见李东方：《论证券行政和解制度（笔谈）》，载《中国政法大学学报》2015 年第 3 期，第 37 页。

13 参见金慎：《行政纠纷调解制度研究》，武汉大学 2019 年博士学位论文，第 40 页。

14 参见楼晓：《证券业自律管理“公权化”研究》，武汉大学 2013 年博士学位论文，第 104 页。

15 20 世纪 70 年代，美国经济学家阿克洛夫、斯佩茨和斯蒂格利茨分别发表了、一系列文章奠定了信息不对称理论的研究基础，揭示了事前信息不对称造成逆向选择和事后信息不对称造成道德风险问题。阿克洛夫在“二手车市场”的分析中提出了“柠檬理论”，斯佩茨建立了“信息传递”理论，斯蒂格利茨的贡献主要包括在不完全信息条件下对产品市场、资本市场和保险市场中的经济行为进行分析。

为违法，需承担相应行政违法责任。二是完善治理结构。基于权力制衡理念，通常将涉及利益冲突的权力分配至不同主体或组织内部的不同机构，并要求在组织内部建立“防火墙”，预防利益冲突的不利影响。三是强制信息披露。披露利益冲突情形以及防范解决机制有利于相关方监督不当行为，并及时追究相应法律责任。从实践来看，信息公开是解决利益冲突问题最有效的手段。

综上，金融自律组织的性质和职责决定了其必然处于公共利益、行业利益和组织个体利益相互交织的复杂利益冲突之中。在 ADR 实施中，利益冲突虽然无法完全消除，但通过必要的信息公开、完善的治理结构以及完善的责任承担机制可以得到有效控制。

（二）金融自律组织 ADR 的制度突围

通过前述理论层面的分析可以得出，公权不可处分和利益冲突问题都不足以成为金融自律组织实施 ADR 的限制性因素，至少理论层面都存在相应解决路径。制度是连接理论和实践的桥梁。为了确保金融自律组织 ADR 的公正性和公信力，突破理论限制的藩篱，金融自律组织 ADR 需要系列配套制度的支持。

一是对金融自律组织的自律管理权予以确认和保护。明确自律管理权的私权力属性和法律地位，是有效构建 ADR 制度的前提和基础。二是通过法律等制度安排为自律管理职责履行与纠纷解决目标提供衔接机制。例如，金融自律组织实施的调解是否应具有单方强制启动的效力；不履行调解结果是否应产生自律层面的不利后果；调解结果能否从轻、减轻甚至免除自律处罚等。这些关键性问题需要立法者经过价值衡量后加以制度性解决。三是必要的信息公开制度，以提高透明度。尽管调解、仲裁等 ADR 制度本身的优势在于保密性，但保密性不应与公共利益相冲突。合理的信息公开制度可以在保密性和透明度之间取得平衡，例如定期公布金融纠纷处理数据、纠纷类型、处理结果分布密度等，提高金融监管质效。四是通过外部监督，保证公正性与规范性。考虑到金融自律组织 ADR 背后的公权力色彩，需要根据不同场景适时纳入金融监管、司法审查等外部监督范畴，来保证权力运行的公正性。

三、关于完善金融自律组织 ADR 机制的可探路径

国际经验表明，金融自律管理与替代性纠纷解决存在功能耦合和制度融合的空间。目前从银行间市场实践来看，交易商协会开展的 ADR 机制主要应用于调解领域，尚未与自律管理职责充分结合。按照金融自律管理与替代性纠纷解决功能耦合和制度融合的进路，或可从以下三条路径探索完善金融自律组织的 ADR 机制。

（一）优化调解机制，加强与自律管理的双向支持

金融自律组织未来如何更好地发挥调解职能，应该跳出传统的金融纠纷调解单一思路，形成“以自律管理支持调解，以调解优化自律管理”的相互促进协同的模式，构建符合市场

特点的调解机制。

在自律管理支持纠纷调解层面，美国的 FINRA 和日本的 FINMAC 都已做出有益探索。参考二者经验，我们或可作出以下尝试：

一是以自律管理手段，赋予调解结果一定自律层面的约束力。在未司法确认获得强制执行力的情况下，调解结果只能依赖于当事人自愿履行。当事人花费大量成本取得的调解结果，可能因为对方再次失信而作废，极大影响参与调解的积极性。如果可以将调解结果赋予一定自律层面的约束力，将提高调解的可执行性。

二是研究特定纠纷类型的强制调解制度，拓宽调解的应用范围。从国际经验看，金融纠纷调解组织通常规定金融消费者与金融机构之间的金融纠纷适用强制调解制度。目前我国《证券法》也规定了相似制度¹⁶，以侧重保护处于弱势地位的普通投资者。此类强制调解安排修正了调解应以双方自愿参与为前提的一般原理，是在衡量双方当事人的资源禀赋差异基于实质正义价值理念作出的制度调整。对于合格机构投资者之间发生的纠纷，特定纠纷类型也能表现出当事人之间固有的强弱地位差异。例如在债券欺诈发行、虚假陈述纠纷中，欺诈方掌握信息优势、投资者则时刻处于信息不对称的弱势地位。此类纠纷当事人固有的强弱地位差异为强制调解制度提供了适用空间。

在纠纷调解优化自律管理层面，可以加强调解结果在自律管理中的运用，正式建立“和解减轻”制度。现代金融自律管理已将提高市场效率与维护市场秩序作为并行的价值目标。对于轻微违规的案件，违规对象经自律组织调解后达成和解，并积极采取措施补救的，可以免于或减轻处罚。这一制度可以激励当事人定纷止争的动力，促进当事人主动化解矛盾，节约自律管理成本。

（二）构建自律和解制度，拓展金融自律组织 ADR 的立体层次

从成熟市场经验来看，行政处罚或自律处分中会将执法和解作为有效补充，甚至在部分国家多数案件通过执法和解等非处罚机制解决。我国目前已有中国版“行政和解”，即现有证券期货行政执法当事人承诺制度¹⁷，在证监会执法工作中有所运用。

16 第九十四条 投资者与发行人、证券公司等发生纠纷的，双方可以向投资者保护机构申请调解。普通投资者与证券公司发生证券业务纠纷，普通投资者提出调解请求的，证券公司不得拒绝。

17 2020 年修订《证券法》第一百七十一条 国务院证券监督管理机构对涉嫌证券违法的单位或者个人进行调查期间，被调查的当事人书面申请，承诺在国务院证券监督管理机构认可的期限内纠正涉嫌违法行为，赔偿有关投资者损失，消除损害或者不良影响的，国务院证券监督管理机构可以决定中止调查。被调查的当事人履行承诺的，国务院证券监督管理机构可以决定终止调查；被调查的当事人未履行承诺或者有国务院规定的其他情形的，应当恢复调查。具体办法由国务院规定。相配套的制度包括：2021 年 11 月，国务院公布的《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》（国务院令 第 749 号），2022 年 1 月证监会发布的《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》。国务院证券监督管理机构决定中止或者终止调查的，应当按照规定公开相关信息。

与行政监管相比，自律管理更强调“轻触式”执法，也更具有灵活性优势。FINRA、香港联交所等境外金融自律组织已在纪律处分规则中专门规定了和解程序，从适用条件、程序、后果、救济等方面建立了完善的机制。目前境内金融自律组织尚未建立完善的自律和解机制，节奏上已经落后于行政监管。银行间市场的机构投资者市场定位以及自律管理为主体的管理方式，为构建“中国版”自律和解制度的提供了土壤。

（三）研究探索仲裁机制，丰富金融自律组织 ADR 的内涵

FINRA 在争议解决方面确立的“仲裁+调解”范式拓宽了金融自律组织完善 ADR 机制的思路。仲裁是机制最为成熟、法制保障最充足、应用范围最广的 ADR 机制。目前我国共设立了 282 家仲裁机构，仲裁员和机构工作人员达 8 万余人，累计办理案件 500 多万起，涉案标的额 8 万多亿元。¹⁸然而在 282 家仲裁机构中，专业性仲裁机构主要集中于建筑、航空、海事、知识产权等领域，我国尚无一家全国性金融纠纷专业仲裁机构。金融仲裁案件多在几家综合性商事仲裁机构仲裁。¹⁹金融自律组织在行业内具有公信力、专业度，所汇聚的行业资源具有探索建立仲裁机制的基础，长期来看或有探索空间。但不可否认，建立仲裁机制对金融自律组织来说是一项陌生且复杂的工作，需要经过充分地可行性论证和大量的资源支持，过程中也必将面临严峻的市场竞争和挑战，仍待深入研究。

（课题组成员：刘欣东、方军伟、郑杜鑫、陶丽博、陈珊）

18 数据来源：司法部网站，https://www.moj.gov.cn/pub/sfbgw/fzgz/fzg zgglfwx/fzg zgglfw/202409/t20240910_505751.html。

19 从仲裁案涉争议金额排名看，我国排名靠前的综合性商事仲裁机构主要为分别为中国国际经济贸易仲裁委员会（简称“贸仲”）、深圳国际仲裁院（简称“深国仲”）、北京仲裁委员会（简称“北仲”）、上海国际仲裁中心（简称“上国仲”）、广州仲裁委员会（简称“广仲”）、上海仲裁委员会（简称“上仲”）。这六家仲裁机构来自中国的四大一线城市，基本上代表了中国仲裁机构的最高水平。

报告二：国际债券估值体系分类及中国未来估值业务的发展与管理研究

资管产品净值化转型以来，债券估值对债券市场的影响愈发突出，监管部门对债券估值业务监管日益重视。国际上，基于对第三方估值服务的定位差异，对债券估值业务的监管主要分为以第三方估值机构为监管重点的亚洲模式，和以估值使用方为监管重点的欧美模式。本研究对两类债券估值业务监管模式的形成背景、各自监管核心要求等内容进行了分析梳理，并据此对进一步完善我国债券估值业务监管提出了若干建议。

一、国际上对第三方估值业务的两种不同定位

国际上，由于市场发展阶段不同，各国对第三方估值业务的定位存在明显差异。当前，主要可分为两类。一类将第三方估值业务定位为市场基础设施服务，采用这一定位的国家主要集中在亚洲，包括韩国、马来西亚、印度尼西亚、泰国等¹。另一类则将第三方估值业务定位为商业性的金融信息服务，采用这一定位的主要是欧、美等成熟经济体。

将第三方估值业务定位为市场基础设施服务，起源于亚洲金融危机后，亚洲各国试图通过国家主导的制度创新推动本国债券市场发展的努力。考虑到当时亚洲经济体债券市场普遍流动性不足，债券定价有效性较弱，在当时亚洲各国为推动债券市场发展制定实施的诸多措施中，建立政府主导、以为债券市场提供基础性定价估值服务提升市场透明度为核心目标的第三方债券估值机构（Bond Pricing Agency, BPA）是其中重要一环²。

在韩国、马来西亚等亚洲经济体，第三方估值业务基于其市场基础设施服务的性质，通常具有以下突出特征。一是申请成为债券估值机构需经监管部门严格审批，债券估值机构数量整体较少。经过 20 余年发展，除韩国债券估值机构数量稍多，达到四家外³，马来西亚、印度尼西亚债券估值机构数量长期都只有一家⁴。泰国更是直接由作为自律组织的泰国债券市场协会（TBMA）承担债券估值机构职责。二是对于债券估值机构估值的使用一般具有相当的强制性。韩国、马来西亚均在其监管规则中，明确要求单位信托基金等资产管理机构必须使用债券估值机构的估值，为其债券投资组合进行估值定价⁵。三是债券估值机构收费主要

1 除韩国、马来西亚、泰国等亚洲经济体外，墨西哥、埃及等新兴市场也将第三方估值业务定位为市场基础设施服务。

2 除建立债券估值机构外，其它措施还包括推动本国信用评级机构发展、建立抵押贷款公司推动资产证券化业务发展等。

3 分别为 KIS Pricing、KBP、NICE Pricing 和 Fn Pricing。

4 分别为 Bond Pricing Agency Malaysia (BPAM) 和 Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA)。

5 韩国相关监管要求见《Regulations on Financial Investment Business》，马来西亚相关监管要求见《Guidelines on Units Trust Fund》。

基于成本加成定价，不以盈利为目的。马来西亚证券委员会明确规定，债券估值机构收费应在成本基础上合理加成。泰国债券市场协会（TBMA）本身就是非盈利性的自律组织。

欧美成熟经济体早期主要由做市商为银行、资产管理机构等金融机构提供债券估值服务。但在 2008 年金融危机后，为避免投资经理因利益冲突操纵债券估值，也越来越转向依赖独立的第三方估值机构提供债券估值服务⁶。但与韩国、马来西亚等亚洲经济体不同，欧美成熟经济体更多地将第三方估值业务定位为商业性金融信息服务的一个组成部分，主要由市场化的金融信息服务商来提供第三方估值服务。这也与欧美金融市场发展较为成熟，为提升市场透明度服务的金融信息服务商已具有较长发展历史相一致。整体来看，基于对第三方估值业务商业性服务的定位，欧美成熟经济体普遍对第三方估值服务既无行政准入要求，也无强制使用要求。提供第三方债券估值服务的机构数量整体较多，且相互竞争激烈。经过持续竞争和数轮兼并整合，当前在欧美市场排名前四的第三方估值机构分别为 ICE、Markit、Thomson Reuters 和 Bloomberg。

二、国际上债券估值业务监管的两种不同模式

由于对第三方估值业务的定位存在显著差异，韩国、马来西亚等亚洲经济体与欧美成熟经济体之间，在债券估值业务监管重点的选择上也相应地存在不同。

（一）以债券估值机构为监管重点的亚洲模式

在韩国、马来西亚等亚洲经济体，由于第三方债券估值机构作为市场基础设施在债券估值业务中发挥关键核心作用，估值使用方通常只能较为被动地接受债券估值机构提供的估值结果，债券估值业务监管基本聚焦于第三方债券估值机构。韩国《金融投资业务管理办法》⁷《金融投资公司商业行为与服务管理办法》⁸、马来西亚《债券估值机构注册指引》⁹等监管文件，对各自债券估值机构监管要求均进行了明确规定。重点包括：

第一，债券估值机构需接受证券监督管理部门监管，并满足相应的资质要求。在韩国，债券估值机构需向韩国金融服务委员会（FSC）申请注册并接受其行政监管，同时注册成为韩国金融投资协会（KOFIA）会员的债券估值机构还需同步接受 KOFIA 自律管理¹⁰。在马来西亚，债券估值机构需向马来西亚证券委员会（SC）申请注册。相应的资质要求主要包括三个方面：一是资本金需达到一定规模。韩国为不低于 20 亿韩元、马来西亚为不低于 1000 万马来西亚

6 Liu Jing 在其博士论文《Accuracy, Timeliness, and Managers' Discretion of Fair Value Pricing》中详细回顾了欧美成熟经济体债券估值服务由做市商 - 客户模式逐步转向第三方估值机构 - 客户模式的历程。

7 《Regulations on Financial Investment Business》。

8 《Regulations on Business conduct and Services of Financial Investment Companies》。

9 《Guidelines on the Registration of Bond Pricing Agency》

10 根据韩国监管规则，非 KOFIA 会员的债券估值机构也需参照 KOFIA 自律规则建立健全内部规则体系。

林吉特。二是债券估值机构高级管理人员以及估值业务关键人员需要具备相应能力，并具有良好的从业记录。三是债券估值机构必须具备有效展业所需的信息系统和物理设施。

第二，债券估值机构需具有规范的债券估值业务制度和流程。一是债券估值使用的数据必须有可靠的来源。马来西亚更是规定用于债券估值的债券交易数据只能直接或间接来源于马来西亚证券委员会认可的集中交易报告系统。二是债券估值机构必须形成完善的债券估值方法，并保持估值方法使用的一贯性。若债券估值机构认为有必要修改债券估值方法，需做出说明并立即向公众披露。三是债券估值结果需经外部验证。韩国要求债券估值机构需在估值次日上午8点半之前向KOFIA报送每日债券估值结果。KOFIA会对债券估值机构报送的债券估值结果进行监测评估。对于异常估值结果，KOFIA会要求债券估值机构提交相关材料进行确认。对于存在明显错误的估值结果，则会要求予以更正。马来西亚则要求债券估值机构在估值发布前，需先由一组选定的金融机构对估值结果进行验证。

第三，债券估值机构需建立健全内部规章制度，有效管理利益冲突。一是完善的公司治理机制。由于韩国和马来西亚债券估值机构多数由信用评级机构发起成立，其监管规则尤为强调债券估值机构的经营管理层需与作为其股东的信用评级机构保持充分隔离，以有效保障债券估值机构的独立性。二是健全的内控制度。在韩国、马来西亚等经济体，债券估值机构除开展债券估值业务外，也可从事其它与债券估值服务不存在角色冲突的业务。但需建立完善的内控制度，做好债券估值业务与其他业务在部门、人员、办公场所、数据等方面的有效隔离。三是员工行为准则和道德规范。通过强化员工职业操守、明确员工行为边界，有效管控员工可能导致利益冲突的行为。

第四，债券估值机构需建立信息披露和记录留存制度，以更好接受外部监督。在韩国和马来西亚，债券估值机构信息披露的核心内容是估值方法。债券估值机构必须最大程度的向客户披露其估值方法的具体内容、特征和细节，以便客户能够对其估值结果进行有效评估。同时，债券估值机构还需保存与债券估值业务相关的各项记录，包括外部审计机构对其债券估值流程和业务的审计跟踪记录，在监管部门对其实施监管调查时备查。马来西亚要求相关记录最少保留7年。

（二）以估值使用方为监管重点的欧美模式

在欧美成熟经济体，第三方估值业务被定位为商业性金融信息服务。第三方估值机构以市场化方式参与债券估值业务竞争。估值使用方对第三方估值服务，包括是否使用第三方估值服务以及使用哪家机构提供的第三方估值服务，具有很强选择权。相应地，与韩国、马来西亚等亚洲经济体普遍对第三方估值机构实施强监管不同，欧美成熟经济体对第三方估值机构普遍没有针对性的监管要求。机构参与第三方估值业务，通常只需要遵守反欺诈条款等所

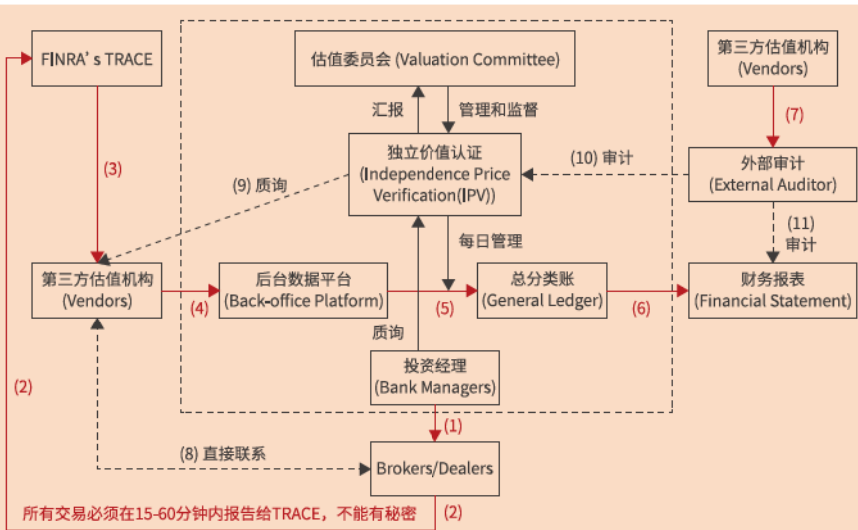


图 1：美国使用第三方估值的投资机构的内外部估值管理与控制体系

有证券市场参与主体都需遵守的普适性原则。美国 SEC 对第三方估值机构的既有监管处罚案例，也均是基于《1933 年证券法》第 17 条 (a) (2) 款或《1940 年投资公司法》第 34 条 (b) 款等与反欺诈相关的条款¹¹。欧美成熟经济体对债券估值业务的规范，更多是通过强化估值使用方监管，更好地发挥估值使用方市场选择机制对第三方估值机构约束作用的方式来实现。重点监管要求包括：

一是明确估值使用方对其债券投资组合定价估值的主体责任，强化估值使用方在选择第三方估值机构时的审慎性。美国 SEC 规则 2a-4 明确规定，除可随时获得市场报价的证券以当前市场价格估值外，其它证券的估值均应由投资公司等资产管理机构基于诚信原则自行确定。作为资产组合定价估值的主体责任方，投资公司等资产管理机构可以选择第三方估值机构提供的数据作为其内部估值时的参考，但不能因使用第三方估值而免除其主体责任。估值使用方在使用第三方估值时，需对第三方估值的准确性、有效性进行评估。在发现第三方估值存在异常时，需向第三方估值机构提出质询。第三方估值存在明显错误时，应采用其它数据对第三方估值数据进行替代。

二是明确估值使用方在选择第三方估值机构时的尽职调查和持续监测、评估责任，强调估值使用方在选择第三方估值机构时应尽履职责。根据美国 SEC 发布的《公允价值的诚信确定——最终规则》，投资公司等金融机构若选择使用第三方估值服务，需建立健全选择、监测、评估第三方估值机构的制度和流程。在选定第三方估值机构前，需对其进行充分尽职调查。

11 见 2020 年 SEC 对 ICE，以及 2023 年 SEC 对 Bloomberg 等监管处罚案例。

全面了解第三方估值机构包括资质、经验，估值技术、数据来源、模型设定，过往估值质量，质询程序，估值检验机制，可能存在的利益冲突及解决措施等在内的详细信息。在选定第三方估值机构后，估值使用方还需通过听取报告、现场访谈等方式对第三方估值机构是否具有有效的估值能力和完善的内控制度等进行持续监测与评估。

三是明确估值使用方使用第三方估值数据作为估值依据时，需接受外部审计机构对其采用的第三方估值数据的适当性进行审计评估，强化对估值使用方第三方估值机构选择的外部监督。根据美国上市公司会计监管委员会（PCAOB）发布的审计标准 2501（AS2501），在机构采用第三方估值机构提供的数据作为其投资的金融工具的估值依据时，外部审计机构需对第三方估值机构提供的估值数据的适当性进行审计评估。具体内容包括第三方估值机构的从业经验、专业性、估值方法的有效性，以及是否与使用估值的机构存在关联关系等。此外，外部审计机构还应使用自有数据、方法和假设对债券等金融工具估值进行独立判断，并与审计对象的估值结果进行对照。为保证独立性，外部审计机构在做估值判断时，若需要用到第三方估值信息，通常会避免与审计对象选用同样的第三方估值机构。

三、关于完善我国债券估值业务监管的几点考虑

当前我国对第三方估值业务的发展定位，整体处于韩国、马来西亚等亚洲经济体与欧美成熟经济体之间的光谱中间地带。中债估值等第三方估值机构由于监管早期推动，很大程度上已发挥市场基础设施服务的作用。同时，为避免市场竞争不足影响估值质量长期提升，以及过度依赖单一估值强化市场一致性预期加剧市场波动，监管部门当前正积极推动强化第三方估值机构间的商业性竞争。在此背景下，我国债券估值业务监管应综合借鉴韩国、马来西亚等亚洲经济体与欧美成熟经济体经验。既要持续强化第三方估值机构监管，有效提升第三方估值的客观性、公允性、专业性、透明性，保护投资者利益，又要有效强化估值使用方监管，更好发挥市场选择机制对第三方估值机构的约束作用，促进市场竞争。

持续强化第三方估值机构监管方面，可在现有针对第三方估值机构数据来源、估值方法、信息披露、利益冲突管理、记录留存等监管要求基础上，借鉴韩国、马来西亚等亚洲经济体监管经验，进一步引入对第三方估值机构债券估值结果的外部验证机制。有效发挥自律组织或者金融机构对第三方估值机构估值结果的纠偏和制衡作用。有效防范市场大幅波动期间，由于第三方估值公允性不足造成市场过度波动。

估值使用方监管是当前我国债券估值业务监管相对薄弱的环节，应充分借鉴欧美成熟经济体经验加快予以完善。一是统一明确估值使用方对其投资组合定价估值的主体责任。二是明确估值使用方选择第三方估值机构时的尽职调查和持续监测评估责任，以及尽职调查、持续监测评估的核心内容要求。三是明确估值使用方采用第三方估值数据作为估值依据，需接

受外部审计机构审计评估。此外，市场自律组织可对第三方估值机构组织开展市场化评价，并将评价结果向市场公开，助力估值使用方有效选择第三方估值机构，增强市场选择机制对第三方估值机构的约束作用。

（课题组成员：王媛媛、漆鑫）

附表：

《金融投资公司商业行为和服务管理办法》关于 KOFIA 对债券估值业务监管的相关规定

监管流程	监管要求	具体措施
1. 提交评估价格	提交时间	债券评估公司应在下一个工作日的 08:30 之前通过电子设备等向协会提交每日债券评估价格等。
	提交内容	债券评估公司根据第(1)项向本协会提交的债券估值价格等，应包含区分债券所需的材料，例如估值日期、发行名称、标准代码等。
	披露规定	本协会可以根据上述两个规定，通过电子媒体等披露债券评估公司提交的债券估值价格。
2. 评估价格的查询和确定	确定方式	本协会可以通过有线通信等方式向债券评估公司询问必要的事项，以确定债券评估价格等，债券评估公司应遵守本协会要求予以配合。
3. 委员会的设立和运营	业务执行	本协会设立债券评级监督委员会（以下简称“委员会”），执行以下各项业务：1）债券评估公司对债券评估价格的监督结果提出异议时，进行调整；2）改进提高监控标准的公平性和促进行业专业能力提升等相关事宜；3）其他有效监管债券评估相关事宜。
	细节规定	委员会的组成和运作等细节可由本会主席规定。
4. 评估价格的监控	异常监控处理	协会在监控债券评估价格后发现异常情况，可以要求债券评估公司提交债券价格评估材料确认。这种情况下，评估公司应在协会要求提交材料之日起 3 个工作日内提交相关材料。
	监控结果报告	本协会可以将债券估值价格的监控结果报告给金融监督院，并将其通知债券评估公司。
5. 更正建议	建议提出	协会经监控后判断债券估值价格明显错误时，可建议债券评估公司予以更正。
	更正提交	债券评估公司应在协会提出更正建议之日起 10 个工作日内提交更正结果或实施计划。
6. 提出异议	异议提出	当评估公司对本协会的更正建议和监测结果有异议时，可以在更正建议或监测结果通知之日起 10 个工作日内，向本协会提出异议（附上相关材料）。
	异议审议	如果债券评估公司登记了异议，本协会应审议债券评估公司提出的异议内容，并将结果通知债券评估公司。但债券评估公司不得对理事会的审议结果提出异议。
	更正提交时限	债券评估公司应按本协会的要求，在收到审议结果之日起 5 个工作日内提交更正结果或实施计划。
7. 公布监控标准和结果	公布标准	协会可以公布债券估值价格监控标准。
	公布结果	本协会可以按季度通过电子媒体等方式公布债券估值价格的监控结果。

报告三：资本市场财务造假行为分析与治理体系研究

为进一步强化资本市场财务造假问题防治，优化会计治理体系与财务造假责任承担，促进我国资本市场长期健康发展，本文在研究成熟市场经验基础上，对比分析境内资本市场会计治理体系与财务造假责任认定的现状、问题及困境，提出相关发展建议。

一、资本市场财务造假现象概述

财务造假是指违反国家法律、法规、制度的规定，采用欺诈手段在会计账务中进行弄虚作假，伪造、变造会计事项，掩盖企业真实的财务状况、经营成果与现金流量情况的行为。

财务造假是全球性问题，尽管不同国家和地区的法律体系、会计准则和监管环境存在差异，但财务造假的核心动机和行为模式在全球范围内具有普遍性。因此，借鉴成熟市场经验、构建财务造假治理体系，对于我国治理资本市场财务造假，维护良好市场生态具有重要意义。

二、我国会计治理体系及财务造假责任认定

（一）会计治理体系

我国会计监管包括公司会计监管、审计行业监管和对资本市场会计监管。公司会计和审计行业监管方面，《注册会计师法》和《会计法》赋予了财政部门负责会计监管的职能，同时审计、人民银行、证券监管等部门依职责对有关单位的会计资料实施监督检查，中国注册会计师协会（以下简称“中注协”）对注册会计师行业进行自律监管，形成了财政部为主导地位的监管体制。资本市场会计监管方面，证券管理部门及自律组织对资本市场的会计工作进行监管：《证券法》明确证监会对全国证券市场实行集中统一监督管理，证券交易所履行自律管理职能；《中国人民银行法》及相关规章明确中国人民银行负责对银行间债券市场进行监督管理，交易商协会对银行间市场进行自律管理。具体会计监管体系如图所示：

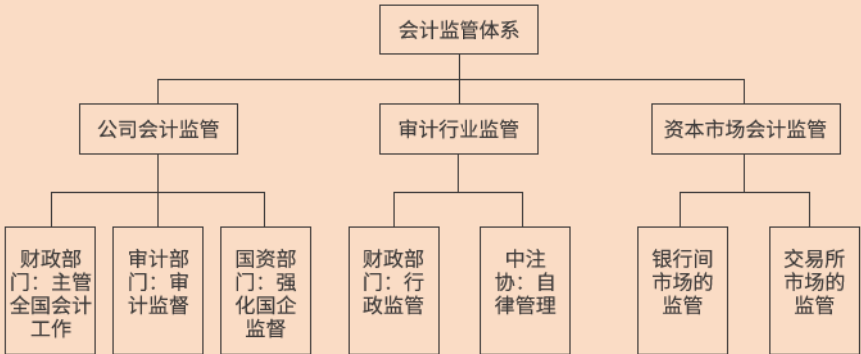


图 1：我国会计监管体系

1、公司会计监管

针对公司会计的监管部门主要包括财政部门、审计部门、国资部门等。其中，财政部门主要是作为主管会计工作的政府机构对企业的会计质量进行监督。审计部门主要是根据《审计法》对国有企业的财务收支进行监督。国资部门主要是从股东角度出发，为提高国有企业发展质量、避免国有资产流失开展监管。

2、审计行业监管

我国审计机构及注册会计师行业监管呈现财政部门行政监管与行业协会自律监管相结合的监管格局。财政部门对审计行业监管的对象包括注册会计师、会计师事务所和注册会计师协会。监管内容涉及会计师事务所设立形式、设立条件、执业质量以及注册会计师执业资格等方面。中注协是注册会计师行业唯一的行业自律管理主体。其职能包括开展注册会计师的考试、注册等工作，拟订注册会计师执业准则、规则，并对注册会计师的任职资格和执业情况进行年度检查。

3、资本市场会计监管

人民银行及交易商协会对银行间市场进行管理，证监会及交易所对交易所市场进行管理。两者均通过法律法规、自律规则等，对发行人财务信息披露、中介机构财务尽职调查等提出要求，对财务造假行为予以惩戒。同时交易所市场对会计师事务所从事证券业务制定了一系列制度规范，明确执业要求。

（二）不同主体法律责任认定

1、企业及内部人员责任

行政责任方面，财政部门、审计部门、国资部门可对涉及财务造假的企业采取责令限期改正，给予警告、通报批评，没收违法所得、罚款等行政处罚措施；对责任人员给予处分、罚款、限制从业等行政措施。对于资本市场财务造假行为，证监会可能采取责令改正、监管谈话、罚款¹、认定为不适当人选等监管措施，或者采取市场禁入措施，并记入诚信档案。

民事赔偿责任方面，证券发行人财务造假导致投资人损失的，发行人应当承担赔偿责任，发行人的责任人员，应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

刑事责任方面，企业及高管人员财务造假行为构成欺诈发行证券罪或违规披露、不披露重要信息罪的，对单位判处非法募集资金金额百分之二十以上一倍以下罚金，对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处罚金；情节特别严重的，处五年以上有期徒刑，并处罚金。

1 根据《证券法》，尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。

自律管理方面，交易所和交易商协会对发行人财务造假行为的自律处分包括通报批评、公开谴责、暂停相关业务等，对高管可以采取认定不适当人选、市场禁入等。在自律处分之外，交易所退市风险预警制度对发行人也有较大的威慑作用。

2、审计机构责任

在财务造假案中，审计机构对财务事项承担特别注意义务，其责任承担通常会高于其他中介机构。

行政责任方面，审计机构隐瞒或者作不实的报告的，省级以上财政部门可以对审计机构采取责令限期整改、下达监管关注函、处违法所得一倍以上五倍以下的罚款，暂停其经营业务或者予以吊销执业许可等行政措施。对注册会计师可以给予警告、暂停执行业务、吊销注册会计师证书等处罚，可以并处不超过 3 万元的罚款。证监会可以采取责令改正、没收业务收入并处业务收入一倍以上十倍以下的罚款等措施，情节严重的，并处暂停或者禁止从事证券服务业务，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

民事责任方面，审计机构制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。

刑事责任方面，中介组织及其人员故意提供虚假证明文件，情节严重的，以提供虚假证明文件罪追究刑事责任，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处罚金，其中提供与证券发行相关的虚假的资产评估、会计、审计、法律服务、保荐等证明文件，且情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处罚金。

自律管理方面，交易所及交易商协会对于中介机构出具的文件包含虚假记载、重大遗漏等情况的，可以采取通报批评、公开谴责、暂不接受中介机构提交的文件等自律处分。中注协对会员违规行为给予惩戒的种类有训诫、行业内通报批评、公开谴责，相对而言惩戒力度较轻，威慑力有限。

3、其他中介机构责任

根据中介机构责任认定二分思路，主承销商、律师、评级等其他中介机构对于依赖审计机构专业意见的财务事项，承担“一般注意义务”，可以合理信赖审计意见，但对其中存在重大异常、前后重大矛盾，或与其自身获取信息存在重大差异的，经过审慎核查和必要的调查、复核工作，排除职业怀疑并形成合理信赖。

4、第三方责任

第三方配合财务造假既是发行人财务造假屡禁不止的重要因素，也是导致审计准则频繁失效、审计失败屡屡发生的重要原因之一。

民事赔偿责任方面，根据《虚假陈述司法解释》，有证据证明发行人的供应商、客户等

第三方故意配合造假的，原告起诉请求判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的，人民法院应当予以支持。刑事责任方面，最高检《解答》明确，对于第三方单位或个人配合实施财务造假行为，成立财务造假犯罪共犯的，应当依照处罚较重的规定定罪处罚。

三、美国会计治理体系及财务造假责任认定

国际成熟市场的会计治理体系主要由政府授权下的独立机构负责执行，辅之以行业自律组织、公司内部治理和市场化监督共同发挥作用。同时持续根据市场最新变化完善法律追責制度、更新监管体系，最终实现对资本市场财务造假的有效治理。

（一）会计治理体系

美国的会计行业监管主要采取独立监管模式，监管内容主要包括审计行业监管和公司会计监管。其中，最主要的还是审计行业监管；公司会计监管主要管理证券上市企业和重要的非上市企业。负责会计监管的部门主要有美国证监会（SEC）、公众会计监督委员会（PCAOB）、注册会计师协会（AICPA）。公众会计监督委员会（PCAOB）重点监管注册会计师的独立性和审计质量，受 SEC 管理。注册会计师协会（AICPA）监管公司会计财务报告的信息质量。

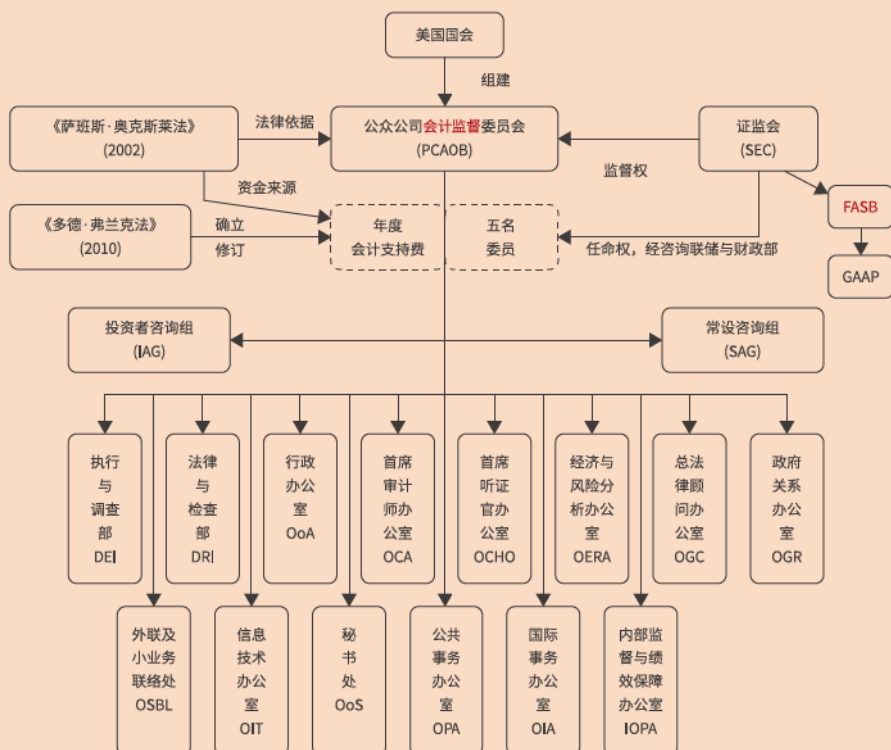


图 2：美国会计治理体系

1、审计行业监管

（1）美国注册会计师协会（AICPA）的行业自律管理

监管职责方面，AICPA 的主要职责是制定有关会计准则、规则；制定审计准则和职业道德规范以及后续教育准则，并组织全国注册会计师统一考试；组织同业互查，开展后续教育，对违反行规者实施惩戒等。

（2）美国公众公司会计监管委员会（PCAOB）的独立监管

PCAOB 在 SEC 的领导下，主要负责为证券市场提供审计服务的会计师事务所的注册、检查、调查、处罚，以及审计准则制定等。主要职能包括机构注册登记权、审计准则制定权、检查权、调查及处罚权。

PCAOB 可以对会计师事务所予以多种处罚措施，包括撤销会计师所在 PCAOB 的注册、禁止注册会计师在注册的会计师事务所就业、对事务所处不超过 1500 万美元的罚款、对个人处以不超过 75 万美元的罚款。例如，2009 年下发的 5 份处罚决定中，PCAOB 撤销事务所注册 4 家，禁止执业 3 人、暂停执业 2 人、对 1 人巨额罚款，处罚比较严厉。

（3）美国证券交易委员会（SEC）的政府监管

会计监管是 SEC 证券市场监管的分支之一，主要包括从事证券市场审计业务的注册会计师和事务所，发布上市公司财务报告。SEC 在法律规定的范围内，独立行使其职权，包括授权 PCAOB 监管公众公司财务会计；监督 FASB、PCAOB 制定会计及审计准则等法规；发布规则、文告、公告规范约束财务会计行为。

财务造假问题是 SEC 早期审核的首要关注重点。从 SEC 成立初期（1935 年-1972 年）发布的 190 个典型案例看，SEC 审核关注的信息披露问题合计 347 项。其中，财务会计信息问题合计 115 项，占比 1/3，是 SEC 首要的关注重点。

近年来，SEC 积极运用数据科技提升财务造假的识别能力。2009 年，SEC 要求上市公司分阶段实施 XBRL 标注财务报表申报工作。经 XBRL 标注的数据可以结构化存储，方便后续结构化提取和分析使用。基于 XBRL 数据，SEC 进一步推动建立会计信息质量模型（AQM），该模型是一个数据分析程序，它从财务报告中提炼出 XBRL 数据并据此识别企业财务造假问题。

2、公司会计监管

（1）内部控制及高管的监管

《萨班斯法案》是美国第一部与内部控制有关的法规，其目的在于增强财务报告审计的规范程度，并且纠正董事会、会计师事务所以及其他实践活动中出现的问题。与公司会计相关的主要内容包括提升审计委员会独立性、强化内部控制的报告和评估、强化公司高管责任、增强财务报告的透明度以及加大对白领犯罪的刑事处罚等。

（2）吹哨人制度

吹哨人（whistleblower）制度，源自美国，指掌握有关违法活动信息的人将信息向监管执法机关报告，并在执法成功后分享执法所获得的罚款等执法收益的制度。

实践中，美国的吹哨人对于违法行为的举报提供了相当大的助力。据统计，在1987年到2013年间，美国政府依据《虚假申报法案》追回了389亿美元的损失，其中70%即超过272亿美元都要归功于吹哨人提供的举报信息。

3、市场化监督体系

（1）机构投资者

机构投资者持有上市公司的股票规模可能较大，越来越多的机构投资者采取主动策略，积极参与上市公司经营管理，从而促进了上市公司的治理结构的改善，提高了投资者的信心。

（2）第三方调研机构及做空机制

第三方调研机构是指当发现上市公司存在问题后在市场上发布做空报告的调研机构。第三方调研机构的存在对上市公司起到警戒作用。例如，在浑水做空瑞幸咖啡的案例中，浑水通过发布调研报告、做空公司股票，提高揭露公司财务舞弊的及时性，纠正市场的错误定价从而纠正资源错配，并通过市值的巨幅下跌实现对财务舞弊公司的有效惩罚。

（二）财务造假的责任认定

1、发行人及负责人

1933《证券法》、1934《证券交易法》明确了证券虚假陈述、反欺诈等法律责任。安然事件之后，《萨班斯法案》提高了证券犯罪和会计造假的违规成本，提高对发行人和公司负责人证券欺诈犯罪的处罚。一是故意进行证券欺诈的犯罪最高可判处25年监禁，对犯有欺诈罪的个人和公司分别处以最高500万美元和2500万美元罚款。二是故意破坏或捏造文件以阻止、妨碍或影响联邦调查的行为被视为严重犯罪，将处以罚款或判处20年监禁，或予以并罚。

2、公司高管

《萨班斯法案》强化公司高管对财务造假的责任承担和处罚震慑。董事长、CEO及CFO等公司高管违反规定的，可被处以50万美元以下的罚款，或判处入狱5年。如果公司高管明知定期报告中财务信息与前述要求不符，而故意进行虚假保证的，则最高可被罚款500万美元，或处以最高20年监禁，或二者并罚。此外，SEC还可以对公司高管处以没收违法相关报酬收入、禁止担任董事高职务等处罚手段。

3、中介机构

(1) 审计机构

《萨班斯法案》对于涉及上市公司财务造假的会计师事务所予以严厉问责。包括临时或永久吊销会计师事务所注册、临时或永久禁止个人在会计师事务所执业、罚款（对自然人处以 75 万美元以下的罚款，对会计师事务所处以 1500 万美元以下的罚款）、甚至判处 10 年入狱等惩处措施。

(2) 其他中介机构

财务舞弊案中，中介机构责任承担低于发行人，在公开发行证券中的责任高于非公开发行证券。民事责任方面，承销商、会计师事务所等中介机构承担连带责任，并且要求过错推定，但其享有“尽职调查抗辩”。二级市场交易和非公开发行证券，因财务舞弊导致证券虚假陈述、欺诈行为，中介机构承担一般过错责任，与发行人举证责任相同。

为避免滥诉和“深口袋”问题²，美国通过法案，限制连带责任的使用和中介机构面临的损害赔偿。主要条款包括三方面：一是区分故意与过失，分别承担连带责任和比例连带责任；二是明确损失赔偿上限的确定方法，损失赔偿上限为证券买入或卖出价与相关错报或漏报信息得到更正并传播到市场后 90 天内平均收盘价的差额；三是增加原告提起证券欺诈诉讼需要提供的证据数量。

行政和刑事责任方面，《证券法》《证券交易法》下中介机构处罚条款与发行人无差异。

4、协助造假第三方

美国对于供应商、客户等协助造假第三方的民事责任认定十分审慎，目前仅授权 SEC 进行行政监管。

(三) 对我国的启示

第一，以投资人保护为导向的外部监督比行业自律的内部监督更具有独立性。美国 PCAOB 的独立监管模式能够真正地将投资者与公众利益置于第一位。

第二，由证券管理部门牵头会计监管具有优势，有利于提高会计监管效率。SEC 作为美国会计核心监管机构进行统筹安排，会计监管和证券监管具有协同优势。

第三，证券管理与会计监管的良性互动，有利于提升资本市场高质量发展。SEC 对 FASB、PCAOB 的监督角色，不仅令美国证券法律监管架构下对会计职业与审计服务的管制更加严密，也使得 SEC 在证券监管过程中觅得两位专业的一致行动人，为市场持续合规发展提供有效支撑。

2 “深口袋”原则主要用来指那些被认为很富有的人或者组织在诉讼的赔偿中应该承担更多的责任来平衡诉讼判决执行中的经济风险。责任承担的“深口袋”问题，指根据被告的财力而不是过错承担责任。

第四，证券监管部门强化证券发行财务信息披露与问题规范。美国先后制定《1933 年证券法》《1934 年证券交易法》《萨班斯—奥克斯利法案》《财务信息披露内容与格式条例》（S-X 规则）等制度，明确并持续完善上市公司财务信息披露标准。

第五，建立过罚相当的责任承担制度体系能够兼顾打击造假和避免滥诉。一是缩限中介机构连带责任，对会计师、主承销商等中介机构的连带责任综合考虑原因与过错程度进行适当限缩。二是明确内部追偿制度，例如中介机构承担了发行人的赔偿责任，可以向发行人最终追偿。

第六，运用行政和解打击财务造假能够实现快速违法惩治、保护投资者利益和恢复市场秩序。

第七，吹哨人制度是国际成熟市场打击财务造假行为的重要机制之一。美国吹哨人制度能够有效解决主体责任不落实、监管执法不精准或财务舞弊难发现等问题。同时，建立和完善吹哨人权益保护机制、报复惩戒机制，能够减少吹哨人的思想包袱和后顾之忧，是确保机制有效运行的基础和保障。

四、对我国资本市场财务造假行为治理的意见建议

（一）完善法律制度体系

第一，完善财务造假责任承担法律体系。一是加大对相关责任个人的处罚力度，进一步强化对财务造假的公司负责人、董监高的刑事追责力度。二是完善涉事审计机构及人员惩戒方式，追究涉事审计团队及人员责任，避免对整个机构“立案即停”。三是明确财务造假相关配合单位和机构的法律责任。四是进一步明确内部责任份额划分规则。

第二，修订审计制度体系。一是持续完善审计准则等制度体系。将《审计技术提示第 1 号—财务欺诈风险》提示上升为审计准则，为审计师揭露舞弊提供执业规范。二是探索赋予审计机构对被审计单位财务舞弊的干预权。

第三，建立中国的吹哨人制度。借鉴美国经验，构建中国的“吹哨人”制度，可在企业财务造假领域探索试点，立法激励和保护检举行为，降低稽查成本，提升执法效率。

（二）完善机构监管体系

第一，探索构建会计独立监管模式。借鉴成熟市场经验，探索构建会计独立监管模式，推动建立中国公众公司审计质量监管机构（“中国的 PCAOB”）。

第二，强化以惩戒促发展的监管理念。在惩戒审计机构过程中避免“一刀切”，对于存在问题或违规的审计机构分层分类处理。

第三，探索更多运用行政和解方式处置财务造假。进一步强化行政和解制度在财务造假领域的运用，在实现快速惩戒、保护受害者的同时，及时恢复资本市场秩序。

（三）优化市场管理体系

第一，完善信息披露制度体系。强化对潜在财务造假迹象的解释说明及风险提示等信息披露要求，提升财务信息披露的数字化、结构化水平。

第二，引导中介机构尽职履行财务尽调。一是审计机构履行特别注意义务，按照审计准则要求，履行必要的内控测试、审计程序等。二是主承销商履行一般注意义务，对审计报告反映出的潜在财务造假迹象应予以重点关注，排除对财务造假的合理怀疑。

第三，强化财务造假涉事机构及人员管理。一是建立诚信档案，记录发行人、公司高管、中介机构及从业人员的诚信信息。二是完善违规惩戒处置机制，明确企业及中介机构因财务造假受到刑事、行政、民事及自律处理后，相关证券项目注册发行的处理流程和应对措施。

第四，推进资本市场财务造假违规惩处。一是充分运用科技手段，挖掘案件线索，集中力量查处财务造假案件。二是对涉事主体建立立体化、差异化追责体系，汇总问题并定期向市场通报，合理引导各方归位尽责。

第五，合理引导做空机制发展。借鉴成熟市场经验，探索适合中国国情的做空机制等交易机制设计。

（四）加强行业自律管理

第一，强化审计机构一体化管理。提升审计机构内部治理，一体推进审计机构总所和分所的治理与组织架构、合伙人机制建设、业务收费管理机制，统一执业水平标准。

第二，完善审计手段。结合市场发展出现的新问题，持续更新反舞弊手段，提高财务造假识别的能力水平。

第三，提升审计科技能力建设。建议审计机构加大科技研发力度，增强数据挖掘能力。建立基于多维数据完善舞弊风险评估系统，利用大数据提升穿透审查能力。

（课题组成员：朱奕、叶欣怡、侍获、丁励之、马誉侨、刘蒙迪、马强、李晓晨、姜琪）

报告四：2024 年度“NAFMII 研究计划”获奖课题摘编

2024 年度“NAFMII 研究计划”¹继续获得市场热烈响应，共计 68 家机构的 94 项课题成功结项。参与机构覆盖银行间市场各类型参与者，以及高等院校、智库等多种研究机构。各方紧扣债券市场高质量发展主线，围绕利率定价体系、债券市场服务金融“五篇大文章”、化债背景下城投转型、中介机构法律责任等前沿及重点领域开展深入研究，成果兼具理论价值和实践意义，为市场制度优化、风险防范和服务实体经济质效提供了重要参考。经开题答辩、匿名评审、结项答辩等多轮次选拔，2024 年度“NAFMII 研究计划”共评选出 20 项获奖课题，其中二等奖 3 项、三等奖 3 项、优秀奖 14 项。特编录课题摘编如下，以期同市场各界研究人员交流研讨。

二等奖

1、《债务重组信用事件及其在多元化债务化解处置中的适用研究——以国际历史比较和合同解释为进路》课题，通过国际历史比较和合同解释的分析框架，深入探究债务重组信用事件条款的静态内容和动态适用过程，填补境内目前对债务重组信用事件系统性全面分析的空白，形成了对完善重组信用事件机制的总体观察，详细拆解境外司法判例及境内衍生品文本体系，结合境内债券市场金融稳定、债务化解、多元处置的目标，为信用衍生品更好地发挥作用提供理论和实践参考。（中信证券课题组，课题主持人陈志明，课题组成员陈杨、李川、史梁、石尚、王子奇）

2、《银行间债券市场微观结构》课题，以银行间债券市场交易层次、信息结构、参与者行为及交易机制等内容构成的微观结构作为研究对象，基于国别研究、数据分析和实证研究，剖析中国债券市场与美国债券市场微观结构存在的差异，并提出优化做市商组织架构及考核激励机制、逐步建立和推广分层市场、加强货币经纪行业管理规范等相关建议。（泰康资产、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、中信银行、上海银行、法国巴黎银行（中国）、德意志银行（中国）、国泰君安证券、嘉实基金、南方基金、中诚信托、平安利顺、上海清算所、环球律所联合课题组，课题主持人单小竹，课题组成员胡艳、胡炜、何川、黄轶、朱红、王圣焱、谢林浩、徐肇廷、曹轶岚、孙李芳、王珂、郑海帆、杨俊虹、张亚双、张昕）

3、《债券主承销商合理信赖的适用困境及完善建议》课题，针对我国债券主承销商在实践中存在的操作规范不明确、执法司法衔接机制不畅等问题开展研究，基于法律现实主义理论，提出以“动态标准”设计合理的信赖规则，并结合公共政策在个案中进行法益衡平的综合性和精细化方案，通过政策引导、法律约束、市场监管等一系列综合施策，形成“信赖

1 若对“NAFMII 研究计划”课题有任何问题与建议，欢迎致信协会：ktyj@nafmii.org.cn。

不依赖、尽责不全责、在位不越位”的责任文化，促进债券市场高质量发展。（长江证券课题组，课题主持人杜琦，课题组成员徐玮、谈绪军、周勇、李轩、黄厚琳、徐宇晴、李宝军）

三等奖

4、《信用债信息披露有效性研究》课题，通过对我国资本市场信息披露规则分析与对比，提出信用债券市场信息披露应围绕发行人偿债能力这一核心观点。通过问卷调查、实证研究的形式，向信用类债券投资者收集关于信息披露的关注要点并进行全方位实践性分析总结，对如何构建以偿债能力为核心的信息披露体系，发挥债券定价在金融资源配置中的作用提出相关意见与建议。（中金公司课题组，课题主持人李晓晨，课题组成员裘索夫、汪鉴、曾炯、庞仲菲、魏家瑶、周国铸）

5、《银行资产配置行为变化对债券市场的影响》课题，全面剖析上市银行资产负债表各科目，揭示银行资产配置逻辑及其与债券市场的关联，研究认为宏观层面信贷与债券的顺逆周期性受经济周期影响，监管指标约束银行配债行为；中观上资产负债管理策略影响债券投资；微观层面信贷与债券资产难以简单跨类别比价。进一步提出优化资产配置、提高配置效率、完善FTP机制、搭建风险管理框架等策略建议。（中国银行课题组，课题主持人王燕，课题组成员陈天翔、叶美林、钮锴、孙雨函）

6、《货币政策转型对国债收益率曲线的影响——基于利率市场化的视角》课题，对不同类型的货币政策在收益率曲线的影响以及传导效率方面进行研究，发现利率市场化改革大幅提升了货币政策向国债利率期限结构的传导效率，价格型货币政策对国债利率期限结构的影响较为显著，而数量型货币政策的传导并不顺畅，结构性货币政策工具也能影响国债利率期限结构，进而提出深化利率市场化改革相关建议。（中国农业银行课题组，课题主持人段兵，课题组成员胡艳、李江华、张搏、玄雨澄、朱斯迪、彭彤）

优秀奖

7、《银行间债券市场数据治理》课题，指出当前我国银行间债券市场数据治理面临着确权不明晰、法律制度不完善、标准规范不充分等问题，通过研究国内外债券市场经验，围绕“挖掘数据价值”和“服务金融监管”两大基本目标，提出了推进银行间债券市场数据确权、完善货币经纪业务数据报送机制、明确货币经纪行业数据标准、加强金融机构内部数据治理等建议，为完善我国银行间债券市场数据治理提供借鉴。（平安利顺、泰康资产、外汇交易中心、北京农商行、上海国利、中诚宝捷思、天津信唐、金杜律所联合课题组，课题主持人杨俊虹、单小竹，课题组成员李梅静、李纪建、陆彦、毕赧文、李旭、周杰）

8、《我国利率体系及货币政策传导效率研究》课题，从我国货币市场利率传导效率角度研究价格型货币政策有效性，认为在目前的政策调控框架及利率体系下，货币市场利率向

债券收益率的传导较为顺畅，地方化债政策通过降低城投债信用风险溢价亦有助于提升传导效率，但由于信贷渠道受阻或者货币市场利率的波动性等问题，利率传导效率仍有进一步提升的空间，并提出针对性建议。（国联证券、中央财经大学联合课题组，课题主持人高莉莎、苟琴，课题组成员冯时、白天伟、刘俊言、赵国君）

9、《债券发行人信用风险量化模型研究及在风险预警中的应用》课题，梳理了国内外信用风险预警因子及预警模型构建方法的相关研究，对现有的风险预警产品进行了梳理和比较分析。从低频基本面和低频冲击面入手，构建了多层级信用风险预警因子体系，并基于机器学习算法建立信用风险预警模型并进行相关实证研究，从准确性和前瞻性两个维度对模型预警效果进行评估。（大公国际课题组，课题主持人席宁，课题组成员史秋阳、王明富、李剑、徐桦淼、王鹏、刘银玲、张行行、贾月华、雷蕾、赵强）。

10、《“大男孩协议”在债券市场的运用》课题，结合典型案例，总结美国证券市场“大男孩协议”签订动机与合规性讨论，分析其对债券市场产生的经济效应，并对照我国债券市场信息披露监管框架和法律规定，讨论采用该类协议的可行性，以及引入该类协议对我国债券市场发展的意义，为完善我国当前债券市场内幕交易相关的法律制度、自律机制提供参考。（安融信用评级、北京中闻律师事务所联合课题组，课题主持人禄丹，课题组成员曹琳、康玺、杨璐）

11、《城投企业转型路径选择与发展建议——以成渝地区双城经济圈城投企业为例》课题，以川渝地区城投企业为研究对象，深入探讨城投企业在当前政策背景下的转型动机、路径选择与发展建议，通过实地调研、实证分析与案例研究，强调政府在其中扮演的关键角色作用，揭示转型过程中存在的共性问题。研究提出需构建政策适配机制、建立资产分类处置方案等建议，为其他地区城投改革提供兼具差异性与实操性的转型范式参考。（成都银行课题组，课题主持人胡天天，课题组成员赵崧、杨亚星、周建坤）

12、《资产支持证券估值的国际经验及对我国的启示》课题，针对我国资产证券化二级市场因基础设施薄弱导致流动性不足的问题，通过对比国内外估值体系及信用评级方法，聚焦中债资信、中诚信与国际三大机构在方法论及产品覆盖差异，并以汽车贷款 ABS 为例，剖析国内外机构在基础资产特征、现金流模型参数、压力测试等维度的异同，揭示评级方法论对估值的核心影响。基于研究结论，提出构建适应我国市场特性的资产证券化估值体系建议，破解市场发展瓶颈。（信永中和会计师事务所课题组，课题主持人李杰，课题组成员孟祥军、罗玉成、徐扬、赵晨、王蕊、高艺航、田雨晨）

13、《预测性信息安全港规则在信用评级领域的适用探析》课题，以预测性信息在证券市场的价值为切入点，在剖析信用评级的一般原理及镜鉴美国法经验的基础上，探讨信用评

级领域适用“安全港规则”的困境与优化路径。研究指出信用评级属于预测性信息，评级机构应适用安全港规则免责，但现行制度存在诸多问题，建议从《证券法》立法支撑、扩大适用主体、细化免责指引、完善监管体系及调整披露标准等方面重构规则框架。（东方金诚、北京国枫律师事务所联合课题组，课题主持人税海舟、何海锋，课题组成员陈豪鑫、何运晨、郭瑶、李菲、车美美、朱泽硕、尹东勇、关震、撒子培）

14、《联邦基金利率政策对中债国债收益率曲线的“非线性”冲击效应》课题，基于对美联储利率波动对中国债券收益率的动态影响的研究，构建时变参数结构模型，分析联邦基金利率在不同时期对中国债券收益率的动态溢出效应，发现联邦基金利率在中国不同汇率体系下对中国中短期债券收益率有相反作用，建议为不同投资机构提供差异化利率周期操作策略。（广发银行、中山大学联合课题组，课题主持人张龙，课题组成员殷红）

15、《合格外部评级机构制度对中国评级机构国际话语权的影响》课题，梳理了境外合格外部评级机构制度的相关政策，认为我国内地相关 ECAI 政策制度和实践亟待完善，内地监管部门需要尽快建立合格外部评级机构名单制，并与香港建立合格外部评级机构互认机制，进一步与欧盟建立监管框架互认机制。提出我国评级机构应完善高区分度的评级体系，形成符合国际标准的违约率映射表，尽快走向国际化。（联合资信课题组，课题主持人万华伟，课题组成员陈茵、陈诣辉、李为峰、董欣焱、王祎凡）

16、《非集中清算衍生品交易监管保证金机制改革的国际经验及借鉴》课题，重点介绍了国际《监管保证金指引》的基本框架、核心内容、实施计划及进展情况，分析了 ISDA 发布与监管保证金相关的法律文本、SIMMModel 支持下 IM 的计算、交易对账及争议管理建议操作等内容。具体结合中国衍生品市场发展情况及展望，分析在中国推动监管保证金机制的必要性以及履约保证金机制在国内应用不足的原因，为国内非集中清算履约保证金机制发展提供专业性建议。（农业银行、国家开发银行、交通银行、光大银行、民生银行、浙商银行、法国巴黎银行（中国）、摩根大通银行（中国）、国泰君安证券、人寿资管、上海清算所、君泽君律师事务所联合课题组，课题主持人储国强，课题组成员程昆、刘亮、刘相辰、董为、林璇、李思纯、乔宏军、郭远、李荟均、薛清扬、刘彦、李雨桐、谷艳玲、丁楦、王庆玉、陈小龙、凤宇骄、翁露茜、胡汀舟、傅静宜、孙鸿志、王城苏、甘璐、张放、黄禾、王焕舟、沈醒、梁威、潘泓、赵凡青、冯宜量、李彪、李振翔、郭渝、崔芝革、张红、李军雅、张毓、吴冠华、伍寅啸、潘佳琪）

17、《商业银行投行业务能力提升与综合化经营》课题，结合国外金融机构混业经营和中国金融体系市场化改革的实际情况，通过对银行体系创造的资产和负债与资本市场所创设的金融产品之间的对比分析，对影响中国资本市场进一步发展的因素进行分析。研究指出商业银行的投行能力提升，需要“商行”和“投行”共同配合，并提出了商行投行业务能力提

升的具体策略和路径，对完善中国资本市场发展提供相关建议。（邮储银行课题组，课题主持人周琼，课题组成员曹慧敏、任小娟、卢继超、盛映典、吴恺、郑路、史艳艳、汪航、骆雪梦、李武桂、陈焱、赵璐、范婧蓉、谢茜、王涓素、王紫坤）

18、《互联网消费金融资产证券化的法律风险监管制度研究》课题，采用归纳研究、案例研究、比较研究的方法，借鉴巴塞尔银行监管委员会等确认资产证券化的判据，将资产证券化风险划分为法律政策、基础资产、交易结构以及参与结构层面的风险维度并开展深度剖析，结合美国深陷互联网消费金融资产证券化的风险成因及其监管制度，为构造我国互联网消费金融资产证券化的风险监管制度提出系统性解决方案。（同济大学法学院课题组，课题主持人程雪军，课题组成员尹振涛、朱国华、任愿达、马平川）

19、《债市视角下科技型企业及其债项科创属性信息披露研究》课题，对主体科创类发行人及其债券项目科创属性信息披露的现有监管要求进行了深入探讨。基于自建的科技型企业科创属性评价指标体系，用回归分析的方法验证了提高科创属性信息披露质量，对于消除信息不对称，推动一、二级市场上科创债利率走低具有明显作用，为优化完善相关科创属性信息披露提供思路。（远东资信课题组，课题主持人简奖平，课题组成员陈浩川、张旭）

20、《推动私募 REITs 市场发展的国内外经验研究》课题，对以美国为主的国外私募 REITs 发展情况、典型案例进行分析，探究不同 REITs 产品在流动性、收益性、产品治理等方面的区别与联系，认为私募 REITs 的理想发展方向为“私募股权投资标准化”，应建立及时有效的信息披露机制、灵活的资产运营治理机制、有效的激励约束机制、多元的投资者退出保障机制和高效的持续扩募机制，为推动我国私募 REITs 市场发展提供有价值的思考和启示。（中国建设银行课题组，课题主持人马炼，课题组成员阙莎莎、刘笑天、贾顺泽、张利群、崔亦康）

附录 B

2024 年债务融资工具
主承销情况分类统计

表 1：总承销情况统计

序号	主承销商名称	总承销额	中长期承销额	中期票据	定向债务融资工具	资产支持票据
1	中信银行	9547.6	5054.7	4385.3	612.0	230.0
2	兴业银行	8789.7	4131.7	3762.2	286.7	374.6
3	招商银行	6477.4	3542.1	3417.7	99.8	233.1
4	工商银行	5329.7	2484.1	2200.7	250.2	33.7
5	中国银行	4900.8	3124.6	2803.1	76.7	524.4
6	浦发银行	4792.8	2044.5	1955.5	77.2	121.8
7	光大银行	4716.0	1974.0	1783.2	150.4	152.5
8	建设银行	3268.8	1985.3	1855.3	50.2	116.8
9	北京银行	3140.1	822.8	766.5	44.8	54.0
10	南京银行	2991.3	1322.0	891.8	433.1	88.1
11	农业银行	2986.7	1702.1	1663.6	10.6	8.8
12	中信证券	2925.0	2577.3	2147.0	149.7	395.9
13	民生银行	2631.8	1676.1	1388.9	297.2	25.1
14	江苏银行	2583.5	1334.3	854.5	435.6	208.1
15	宁波银行	2542.9	1290.6	916.7	297.7	186.8

续表

序号	主承销商名称	总承销额	中长期承销额	中期票据	定向债务融资工具	资产支持票据
16	平安银行	2181.2	827.7	765.0	42.5	59.8
17	中信建投	2170.2	1991.6	1685.8	175.8	197.4
18	国泰君安	2038.5	1739.7	1419.8	222.6	162.6
19	交通银行	2019.6	1423.5	1196.0	213.1	32.5
20	邮储银行	1912.2	1038.7	1001.3	27.4	72.9
21	杭州银行	1820.4	558.8	387.4	187.1	8.6
22	渤海银行	1670.3	748.4	662.4	72.6	32.8
23	浙商银行	1511.0	884.4	656.0	217.2	93.8
24	华夏银行	1370.5	695.3	588.5	98.6	9.2
25	中金公司	1367.3	1157.1	705.0	171.1	429.9
26	上海银行	1276.8	621.5	547.0	53.6	49.5
27	国开行	1214.7	663.1	656.1	7.0	#N/A
28	光大证券	1190.4	1042.7	806.9	221.2	58.8
29	徽商银行	814.8	419.4	271.6	169.9	12.6
30	国信证券	787.2	607.6	391.0	226.3	28.4
31	天津银行	742.2	335.2	305.2	15.6	54.0
32	招商证券	728.9	553.3	273.4	22.6	406.6
33	华泰证券	719.7	558.1	417.6	65.2	167.2
34	申万宏源证券	650.1	562.9	488.7	89.3	5.4
35	广发银行	646.1	230.0	215.7	14.3	2.9
36	银河证券	603.8	535.0	439.4	107.2	6.0
37	广发证券	579.0	529.7	422.1	80.6	47.6
38	东方证券	556.9	453.4	305.3	145.8	28.3
39	恒丰银行	545.0	183.5	149.9	19.1	102.7
40	海通证券	537.9	471.6	404.0	60.9	14.4

表 2：首发企业承销情况统计

序号	主承销商名称	首发金额	首发只数	首发家数	序号	主承销商名称	首发金额	首发只数	首发家数
1	中金公司	386.6	277	18	11	兴业银行	157.1	60	43
2	招商证券	341.4	225	10	12	中信建投	144.1	109	21
3	中国银行	335.2	221	38	13	招商银行	125.8	82	34
4	工商银行	297.1	14	12	14	浙商银行	105.1	66	23
5	中信银行	257.1	98	59	15	南京银行	103.0	58	26
6	国泰君安	252.1	82	23	16	浦发银行	100.0	49	25
7	华泰证券	213.3	115	10	17	民生银行	84.8	40	26
8	宁波银行	213.2	156	27	18	广发证券	80.2	39	12
9	中信证券	211.8	157	26	19	光大银行	79.9	52	24
10	江苏银行	164.1	97	23	20	交通银行	73.5	28	20

表 3：专项产品承销情况统计

序号	主承销商名称	资产支持票据	协会注册熊猫债	科创票据	可持续发展挂钩债券	绿色债务融资工具	乡村振兴票据	资产支持商业票据
1	中国银行	524.4	352.2	243.3	15.0	497.4	64.6	290.0
2	兴业银行	374.6	49.7	591.2	5.6	202.2	23.4	211.0
3	招商银行	233.1	62.2	634.3	4.7	245.4	41.4	195.6
4	中信银行	230.0	39.0	502.1	3.2	143.8	28.6	59.4
5	工商银行	33.7	240.5	375.5	10.0	254.3	30.9	26.4
6	中信证券	395.9	52.8	179.0	9.9	43.4		103.7
7	光大银行	152.5	19.8	351.7	1.8	66.5	24.2	103.9
8	建设银行	116.8	45.0	188.5	11.4	220.3	43.6	33.4
9	中金公司	429.9	36.1	39.6	16.7	15.5	5.0	60.4
10	农业银行	8.8	73.0	137.9	20.9	235.8	75.5	3.9
11	招商证券	406.6	28.5	11.4	5.5	8.2		74.7
12	江苏银行	208.1	10.0	149.5	2.4	52.2	20.7	88.7
13	浦发银行	121.8	41.0	208.8		41.6	32.2	63.6
14	北京银行	54.0	10.7	313.6		34.0	28.4	38.6
15	宁波银行	186.8	25.1	97.8	1.8	35.1	5.4	52.6
16	南京银行	88.1		212.2	9.1	41.7	3.1	29.2

续表

序号	主承销商名称	资产支持 支持票据	协会注册 熊猫债	科创 票据	可持续发展 挂钩债券	绿色债务 融资工具	乡村振 兴票据	资产支持 商业票据
17	中信建投	197.4	16.3	102.9	9.6	31.4		20.4
18	平安银行	59.8	41.1	249.4		6.2		11.4
19	光大证券	58.8	69.1	162.1	15.0	21.6	26.3	13.4
20	恒丰银行	102.7	0.3	55.0	0.1	21.3		83.7
21	国泰君安	162.6	1.4	38.5	5.0	21.8	1.2	26.9
22	邮储银行	72.9	25.2	78.6		21.5	9.6	40.6
23	浙商银行	93.8	26.1	65.4		16.3	10.3	21.0
24	渤海银行	32.8	32.4	134.7	3.0	9.5	2.5	11.2
25	交通银行	32.5	6.0	90.5	3.0	45.0	7.5	
26	民生银行	25.1	7.0	93.4	6.0	43.2	4.0	4.5
27	华泰证券	167.2		5.3	0.8	10.0		
28	上海银行	49.5		70.6		35.2	2.8	18.2
29	平安证券	131.2	1.4	24.3	7.0	9.3		
30	天津银行	54.0		58.7		8.0	1.0	36.6
31	杭州银行	8.6	8.8	123.5	2.4	2.4		
32	华夏银行	9.2		79.0	11.0	8.6	8.0	0.6
33	广发证券	47.6		35.1		7.9		11.0
34	中泰证券	42.8		11.5	4.3	1.6	1.2	29.0
35	广发银行	2.9	6.3	55.2		5.7	1.7	2.9
36	国开行			14.3		51.2	2.0	
37	国信证券	28.4		19.6		3.5		6.0
38	东方证券	28.3	1.3	22.9		2.6	0.9	1.0
39	徽商银行	12.6		31.3			5.3	4.7
40	海通证券	14.4		20.2	2.0	10.6		2.0

数据说明：

1. 统计范围。经交易商协会注册发行的债务融资工具，其中：定向债务融资工具不包括定向发行的资产支持票据；资产支持票据和资产支持商业票据不含自持次级档证券规模；绿色债务融资工具包括 GN 类债务融资工具、绿色资产支持票据和绿色资产支持商业票据。

2. 承销金额。各个主承销商的承销金额，按承销比例分配。

3. 承销只数。各个主承销商的承销只数，不按承销比例分配，不包括承销比为 0 的债券。

4. 发行家数。各个主承销商的发行家数，不按债券只数重复计算，同一家企业发行多只债券只记一次。

5. 首次发行。统计范围为当年首次经交易商协会注册发行的债务融资工具。

6. 单位。金额为亿元，只数为只，家数为家。

附录 C

2024 年末绿色债务融资工具各类投资情况

表 1：全国性商业银行及政策性银行

序号	机构名称	序号	机构名称
1	中国银行股份有限公司	11	中国进出口银行
2	中国农业银行股份有限公司	12	中国民生银行股份有限公司
3	中国工商银行股份有限公司	13	上海浦东发展银行股份有限公司
4	国家开发银行	14	交通银行股份有限公司
5	兴业银行股份有限公司	15	华夏银行股份有限公司
6	中国建设银行股份有限公司	16	平安银行股份有限公司
7	中国光大银行股份有限公司	17	恒丰银行股份有限公司
8	招商银行股份有限公司	18	浙商银行股份有限公司
9	中国邮政储蓄银行股份有限公司	19	渤海银行股份有限公司
10	中信银行股份有限公司	20	广发银行股份有限公司

表 2：城市商业银行及农村金融机构

序号	机构名称	序号	机构名称
1	江苏银行股份有限公司	11	天津银行股份有限公司
2	上海农村商业银行股份有限公司	12	杭州银行股份有限公司
3	宁波银行股份有限公司	13	广东华兴银行股份有限公司

续表

序号	机构名称	序号	机构名称
4	上海银行股份有限公司	14	昆仑银行股份有限公司
5	北京银行股份有限公司	15	兰州银行股份有限公司
6	南京银行股份有限公司	16	徽商银行股份有限公司
7	北京农村商业银行股份有限公司	17	苏州银行股份有限公司
8	广州银行股份有限公司	18	重庆银行股份有限公司
9	富滇银行股份有限公司	19	齐鲁银行股份有限公司
10	厦门国际银行股份有限公司	20	福建海峡银行股份有限公司

表 3：证券、基金及基金会

序号	机构名称	序号	机构名称
1	易方达基金管理有限公司	11	广发基金管理有限公司
2	招商基金管理有限公司	12	中信建投证券股份有限公司
3	中信证券股份有限公司	13	工银瑞信基金管理有限公司
4	创金合信基金管理有限公司	14	永赢基金管理有限公司
5	富国基金管理有限公司	15	博时基金管理有限公司
6	中国国际金融股份有限公司	16	工银瑞信投资管理有限公司
7	上海国泰君安证券资产管理有限公司	17	银华基金管理股份有限公司
8	全国社会保障基金	18	建信资本管理有限责任公司
9	中银国际证券股份有限公司	19	建信基金管理有限责任公司
10	广发证券资产管理（广东）有限公司	20	汇添富基金管理股份有限公司

表 4：保险类金融机构

序号	机构名称	序号	机构名称
1	泰康资产管理有限责任公司	11	中国人保资产管理有限公司
2	中国人寿养老保险股份有限公司	12	中国人民财产保险股份有限公司
3	中国人寿资产管理有限公司	13	平安资产管理有限责任公司
4	中国人寿保险股份有限公司	14	大家资产管理有限责任公司

续表

序号	机构名称	序号	机构名称
5	长江养老保险股份有限公司	15	太平人寿保险有限公司
6	华夏久盈资产管理有限责任公司	16	中邮保险资产管理有限公司
7	太平资产管理有限公司	17	太平洋资产管理有限责任公司
8	中国人民人寿保险股份有限公司	18	光大永明资产管理股份有限公司
9	平安养老保险股份有限公司	19	中国人寿再保险有限责任公司
10	建信养老金管理有限责任公司	20	中意资产管理有限责任公司

表 5：其他类型机构

序号	机构名称	序号	机构名称
1	中国对外经济贸易信托有限公司	11	三峡财务有限责任公司
2	华润深国投信托有限公司	12	汇丰银行（中国）有限公司
3	建信信托有限责任公司	13	湖南钢铁集团财务有限公司
4	中诚信托有限责任公司	14	云南国际信托有限公司
5	中铁信托有限责任公司	15	华能贵诚信托有限公司
6	中粮信托有限责任公司	16	华宝信托有限责任公司
7	中信信托有限责任公司	17	兴业国际信托有限公司
8	五矿国际信托有限公司	18	上海国际信托有限公司
9	广东粤财信托有限公司	19	上海能源科技发展有限公司
10	江苏省国际信托有限责任公司	20	中航信托股份有限公司

数据说明：

- 1. 银行理财托管人持有规模与相关银行合并计算。
- 2. 人民银行结算代理账户与“债券通”跨境托管总账户不纳入排名。

附录 D

2024 年中国债券市场发展大事记

1月11日，中国银行间市场交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引》，该指引对《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引（试行）》进行了修订，旨在进一步促进外国政府类机构和国际开发机构债券业务规范发展。

1月12日，上海证券交易所发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》，规范信用债发行相关业务规则。

1月15日，北京证券交易所公司（企业）债券市场开市运行。

1月24日，中国人民银行与香港金管局合作，将“债券通”项下的人民币国债、政策性金融债券纳入香港金管局人民币流动资金安排合格抵押品。

1月24日，中国人民银行宣布，决定自年2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；自2024年1月25日起分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。

1月24日，中国人民银行决定，自2024年2月5日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.0%；自2024年1月25日起，分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点。

2月8日，证监会发布《监管规则适用指引一会计类第4号》，明确基础设施REITs相关财税问题，推动REITs市场高质量发展。

2月8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》，提出包含“优化外资金融机构参与境内资本市场有关程序”、“支持符合条件的外资金融机构按规定参与境内债券承销”等多项便利优化举措。

2月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，一年期 LPR 维持不变，五年期 LPR 下调 25 基点。

2月22日，上海清算所支持海通证券成功发行首单券商人民币玉兰债，创“玉兰债”单笔发行规模历史新高。

2月27日，中国银行间市场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》并配套发布《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》，实行“有进有出”的交易商动态管理机制，加强市场化激励约束，并进一步便利一般交易商入市，引导市场积极展业。

2月29日，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、交易方式和投资者开户要求，便利居民和其他机构投资者参与债券投资。

3月8日，中国银行间市场交易商协会发布《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》，加强银行间债券市场信用评级自律管理，规范信用评级业务，促进银行间债券市场健康发展。

3月12日，华夏金茂商业 REIT 和嘉实物美消费、REIT 在上海证券交易所上市，标志着我国 REITs 市场扩容增量类再进一步，试点范围覆盖到消费基础设施领域。

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》，支持符合条件的外商投资企业在境内发行人民币债券融资并用于境内投资项目。

3月22日，中国银行间市场交易商协会和中国证券业协会共同发布《债券市场信用评级机构联合市场化评价办法》，确立了联合评价的工作机制，设置了以评级质量为核心的信用评级机构市场化评价体系。

3月26日，上海清算所发布《债券回售转售业务操作须知》，便利市场机构规范、高效开展银行间债券市场回售后转售业务。

3月29日，上海证券交易所发布并施行《上海证券交易所资产支持证券业务规则》《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第 5 号——资产支持证券持续信息披露》，进一步规范资产支持证券业务。

3月29日，中国证券投资基金业协会对《资产证券化业务基础资产负面清单指引》进行修订。负面清单列明不适宜采用资产证券化业务形式、或者不符合资产证券化业务监管要求的基础资产。

4月1日，中国银行间市场交易商协会发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作清算衍生品协议（2024 年版）》，进一步满足“互换通”业务参与者法律文本需求，助力推动我国金融市场对外开放进程。

4月10日，全国银行间同业拆借中心、银行间市场清算所股份有限公司联合推出银行间债券市场通用回购交易清算业务，并发布《银行间债券市场通用回购交易清算业务实施细则》。助力多层次回购市场建设，服务货币政策高质量传导。

4月12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》。这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，时隔10年国务院再次出台资本市场指导性文件。

4月19日，证监会发布了《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，从上市融资、并购重组、债券发行、私募投资等全方位提出支持性举措。

4月23日，财政部印发《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》（财库〔2024〕12号），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，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。

4月28日，中国人民银行发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》，并于同年5月15日正式上线“互换通”业务。

5月6日，上海清算所支持开办机构在全市场首次面向金融机构投资者开展信用债券柜台交易业务。

5月13日，中国人民银行、香港证监会、香港金管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，助推中国金融市场高水平对外开放。

5月15日、16日，工商银行、中国银行分别发行2024年首期TLAC非资本债券，基本发行规模均为300亿元。

5月17日，2024年发行超长期特别国债，分别于5月17日、5月24日、6月14日首发，期限分别为20年、30年、50年。

5月17日，中国人民银行发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》，取消全国首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；发布《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。

5月17日，中国人民银行、金融监管总局发布《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于25%。

5月17日，中央结算公司支持财政部发行首只超长期特别国债，期限30年，规模400亿元，中标利率2.57%，认购倍数达3.9倍，资金专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

5月17日，上海清算所支持中国工商银行成功发行登记全市场首单总损失吸收能力（TLAC）非资本债券。

5月20日，“互换通”业务推出 IMM 合约、历史起息合约、单一机构合约压缩等一揽子优化措施，并延长优惠方案执行期限，以更好的满足国际投资者管理人民币利率风险的需求。

5月24日，20年期超长期特别国债发行通过财政部北京证券交易所政府债券发行系统在全市场首发，发行规模 400 亿元，发行利率为 2.49%。

6月12日，中国银行间市场交易商协会组织经纪商、金融信息服务商推出新版货币经纪行情，新增“可部分执行报价”，限制展示利率债“意向性报价”，增加清算速度标识或筛选功能。

6月12日，中国证券业协会发布修改后的《证券公司债券业务执业质量评价办法》，主要做了围绕发行定价利率指标以及有关扣分要求等五个方面的修改。

6月14日，50年期超长期特别国债发行通过财政部北京证券交易所政府债券发行系统在全市场首发，发行规模 350 亿元，发行利率为 2.53%。

6月14日，银行间市场支持“两新”投融资推进会在中国银行间市场交易商协会召开，国务院国资委产权局、人民银行信贷市场司、国家发展改革委环资司等部门指导部署“两新”相关工作。

6月19日，中国银行间市场交易商协会与上海清算所成功试点完成债务融资工具首单债务重组型置换业务，进一步拓展发行人主动债券管理工具箱。

6月28日，中国人民银行等七部门联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》。《工作方案》围绕培育支持科技创新的金融市场生态，提出一系列有针对性的工作举措。

6月30日，中国银行间市场交易商协会创新推出“两新”债务融资工具。首批“两新”债务融资工具共计发行 70 亿元，发行人涵盖央企、地方国企和民营企业。

7月1日，中国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。

7月17日，上海清算所支持开办机构落地首单使用上海清算所托管债券参与再贷款的柜台债券质押业务，成功支持中国人民银行分支机构接受上海清算所托管柜台债券开展再贷款操作。

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》，提出统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。

7月26日，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》。

8月5日，中国人民银行联合金融监管总局、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》，实施金融

保障粮食安全、巩固拓展金融帮扶成效、金融服务乡村产业发展、金融支持乡村建设、金融赋能乡村治理等五大专项行动，提出 19 项重点举措。

8 月 11 日，中共中央、国务院印发的《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》正式对外公布，这是中央层面首次对加快经济社会发展全面绿色转型进行系统部署。

8 月 14 日，岭南股份公告称，其发行的岭南转债无法按期偿还本息。岭南股份的控股股东为中山国资，这意味着其成为首个拥有国资背景且触发违约的可转债。

8 月 26 日，为规范和加强市政基础设施资产管理，更好发挥市政基础设施资产公共服务功能，财政部等六部门印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》，自 2024 年 9 月 1 日起施行。

8 月 27 日，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》。

8 月 28 日，临港集团发行 10 亿元超长期限浮息中期票据，这是全国首单超长期限浮息中期票据，是对冲长期债券利率风险、丰富债券市场产品供给的一次创新金融实践。

8 月 30 日，中国人民银行发布国债买卖业务公告〔2024〕第 1 号文件。公告显示，8 月份人民银行开展了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 1000 亿元。

9 月 10 日，广东省首次在香港发行 50 亿元地方政府债券。此前，已于 8 月 21 日在澳门发行 25 亿元地方政府债券。

9 月 11 日，上海证券交易所发布《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》。本次指南的发布旨在进一步提高信息披露针对性及有效性，降低优质实体信息披露成本，提升融资效率。

9 月 13 日，上海证券交易所发布《上市公司并购重组规则、政策与案例一本通》。

9 月 13 日，沪深北三家交易所发布《中国铁路建设债券发行上市交易有关事项的通知》，旨在让更多优质企业的债券获得更高的市场认同和投资者的青睐。

9 月 25 日，财政部在法国巴黎成功簿记发行 20 亿欧元主权债券。

9 月 25 日，上海证券交易所优化上市公司股东会网络投票业务个人投资者身份认证方式，在现有通过交易客户端认证方式基础上，新增“运营商三要素+人脸识别”和“银联四要素+人脸识别”两种股东身份认证方式，提升投资者参与股东会网络投票的便利性。

9 月 27 日，粤港澳三地相关机构联合编制的《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，推动备案成为粤港澳大湾区标准，为绿色债券提供兼容境内外标准的规范。

10 月 12 日，中国人民银行、生态环境部、金融监管总局、中国证监会联合印发《关

于发挥绿色金融作用服务美丽中国建设的意见》，从加大重点领域支持力度、提升绿色金融专业服务能力、丰富绿色金融产品和服务、强化实施保障四个方面提出 19 项重点举措。

10 月 16 日，中国人民银行发布信息称，近日中国人民银行、科技部联合印发《关于做好重点地区科技金融服务的通知》，指导和推动北京、长三角、粤港澳大湾区等科技要素密集地区做好科技金融服务。

10 月 18 日，中国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》，并宣布即日起正式启动操作。

10 月 28 日，上海清算所推出外汇中央对手清算业务合并轧差和保证金（含清算基金）账户合并服务，进一步便利市场机构流动性和内部账户管理，提高资金使用效率。

10 月 28 日，中国人民银行决定启用公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商，原则上每月开展一次操作，期限不超过 1 年。

11 月 7 日，自然资源部印发《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》，鼓励各地利用专项债券资金收购存量闲置土地，促进房地产市场平稳健康发展。

11 月 8 日，全国人大常委会批准增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案。财政部将 6 万亿元债务限额下达各地。

11 月 15 日，河南率先发行“置换存量隐性债务”再融资专项债券。

11 月 11 日，财政部在沙特利雅得发行 20 亿美元主权债券，受到市场热烈欢迎。

11 月 18 日，新加坡大华银行发行的 50 亿元 3 年期熊猫债在新加坡交易所正式敲钟挂牌。这是熊猫债首次登陆大中华地区以外的亚洲交易所。

11 月 28 日，市场利率定价自律机制工作会议召开，审议通过了《关于优化非银同业存款利率自律管理的自律倡议》《关于在存款服务协议中引入“利率调整兜底条款”的自律倡议》。

11 月 28 日，中国国新、中国诚通首批 500 亿元稳增长扩投资专项债在银行间债券市场成功发行，其中中国国新发行 300 亿元、中国诚通发行 200 亿元，期限均为 5 年，票面利率均为 2.14%。

11 月 28 日，中国银行间市场交易商协会发布《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》。交易商协会与上海票据交易所联合开展供应链票据资产证券化试点。

12 月 17 日，中国人民银行推动中英债券市场互联互通柜台银行业务落地。

12 月 22 日，国务院办公厅印发意见，优化完善地方政府专项债券管理机制。

12 月 27 日，财政部、证监会两部门公布了修订后的《资产评估机构从事证券服务业务备案办法》，将于 2025 年 1 月 1 日起实施。强化对未备案执业机构的限制，并健全备案机构的退出机制。

12月30日，中国人民银行公布三则行政处罚公示信息，对湖南溆浦农村商业银行股份有限公司、天津信唐货币经纪有限责任公司和上海东亚期货有限公司分别予以警告和罚款。

12月30日，金融监管总局发布《金融机构非集中清算衍生品交易保证金管理办法》，明确非集中清算衍生品交易保证金有关要求，防范金融机构非集中清算衍生品交易对手信用风险。

12月31日，中国人民银行公告称，为保持银行体系流动性充裕，2024年12月人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了14000亿元买断式逆回购操作，其中3个月（91天）和6个月（182天）期限的各7000亿元。

附录 E

报告统计口径说明

● 统计范围：本报告统计债券的包括政府债券、央行票据、金融债券、公司信用类债券和其他债券。其中，政府债券包括记账式国债、凭证式储蓄国债、电子式储蓄国债和地方政府债；金融债券包括同业存单，政策性银行、商业银行及其他金融机构在银行间市场发行的金融债券，信贷资产支持证券，以及金融机构在交易所发行的金融债券、公司债、可转债等；公司信用类债券包括中期票据、短期融资券、超短期融资券、定向债务融资工具、债权融资计划、非金融企业资产支持票据、项目收益票据、中小企业集合票据、公司债（含企业债）、可转债、可分离债、交易所企业资产支持证券等；其他债券包括国际机构发行的人民币债券等其他种类债券。

● 无特别说明时，本报告统计的在境内发行的美元债券，以当月末汇率折算为人民币。

● 无特别说明时，不包括港、澳、台地区。

● 数据来源：中国银行间市场交易商协会、中国外汇交易中心暨全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司、上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所、WIND 资讯平台及相关部门和网站等，由 NAFMII 搜集、汇总并整理。

● 债券交易包括现券交易、回购交易、债券远期交易和债券借贷交易。

● 债券的期限划分不含下限日，含上限日。1 年以下含 1 年，1-3 年含 3 年，依此类推。

