联合信用投资咨询有限公司
Lianhe Credit Investment Consulting Co.,Ltd.

2023 年债券市场回顾与 2024 年展望

——2023 年信用债券市场运行情况

信用债发行创新高但净融资萎缩，城投化债工作进入新的阶段

目 录

2023 年信用债券市场运行情况 1

一、经济运行 2

二、债市概览 5

（一）发行及偿还 5

（二）发行成本 6

（三）券种结构 6

（四）主体信用等级分布 7

三、城投与产业 8

（一）城投债 8

（二）产业债 14

四、取消发行 20

联系方式

地址 天津市和平区曲阜道 80 号
联合信用大厦 4 层
北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 19 层

电话 400-998-7208

邮箱 lhseer-support@lhcis.com

网址 www.lhseer.com

2023年信用债券市场运行情况

2023年作为疫情放开后的第一年，在“疤痕效应”下，经济下行压力较大。全年政策拉动经济增长的作用明显，包括2次降准、2次降息、多次下调存款利率、增发特别国债、减税降税、MLF全年超额续作等，此外地产、化债、基建、资本、外汇市场政策亦频出，全年政府债券净融资9.6万亿元、贡献了社融同比增量的73%，赤字率由3%增加到3.8%，释放出稳增长信号。

政策发力下市场资金充沛，而基本面表现疲软，避险成为市场主线，2023年全年债券市场呈现局部震荡、整体走牛的行情，10年期国债收益率最低降至2.54%。对于信用债市场而言，2023年发行规模继续创下历史新高，但在“化债”、“房地产”政策转向的环境下，净融资规模为近五年来最低水平。其中，公司债和中票贡献了信用债几乎全部的净融资，(超)短融基本处于滚续状态；AAA、AA+级主体仍是发债主力，以城投发行人为主的AA级主体信用债融资仅维持接续平衡。

对于城投债，在特殊再融资债券加速发行条件下，市场行情自8月开始迅速升温，全年发行城投债规模首度超过6万亿元，仅少数区域发债规模有所下降。但随着“一揽子”化债方案渐次落地，加之利率下降，城投债提前兑付加速，10~12月期间累计提前兑付城投债规模约1,000亿元，城投债发行及净融资规模自9月开始环比逐月下降，至11月和12月净融资转负。种种迹象预示着城投与化债已进入一个新的历史阶段，即由“隐债化解”上升至“全口径的债务管控+存量债务化解”。

对于产业债，在发行人数量维持不变下，发行规模同比减少、净融资创下近5年的最大净偿还。国企产业债发行规模下降、净融资转负主要系其中央企及大型国企2023年获得了低成本银行借款，对债券融资产生一定替代作用。非国企债券市场融资仍较弱，其中房地产市场在经历三年调整期后，政策上迎来史无前例的“松绑”，但融资端及销售端仍难言有恢复，且分化仍明显。

一、经济运行

2023 年作为疫情放开后的第一年，中国经济在“弱现实+强预期”向“弱现实+弱预期”的转变中度过。一季度，疫情防控措施优化下补偿性需求释放，房地产市场“小阳春”，经济增长向好，显示了经济复苏的较强动力；但 4 月开始经济增长重现拐点下行，经济复苏转弱；8 月至今，政策组合拳持续发力，经济探底后企稳回升，多数指标边际改善。但 7 月 CPI 首次转负以及四季度连续 3 个月负增长，全年 CPI 仅比 2022 年微涨 0.2%，远离年初政府工作报告 CPI 涨幅 3%左右的目标，加之 PPI 连续 15 个月同比下降，“通缩”声音不断。虽然 GDP 全年增长 5.2%完成了年初制定的 5%的目标，但总体上经济复苏不尽如人意，消费、出口、工业、地产等内生动力仍然不强，强大的货币供给并没有推起实体经济。12 月中央经济工作会议亦指出，“进一步推动经济回升向好需要克服一些困难和挑战，主要是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。

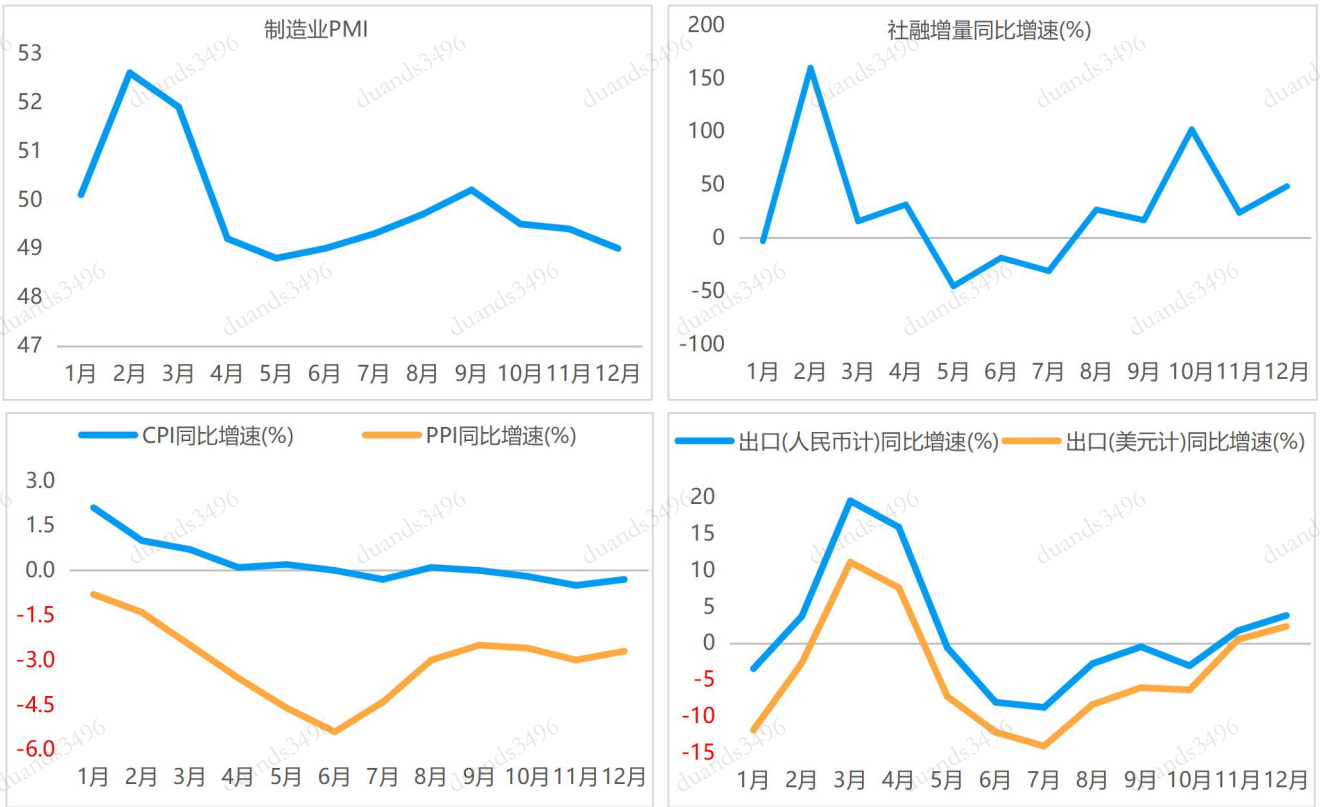


图 1　2023 年各月 PMI、社融增速、CPI、PPI、出口增速等经济指标

面对宏观经济转弱下稳增长的诉求，政策开始转向“跨周期和逆周期调节”，3 月以来频繁实施稳中求进的货币政策和积极的财政政策。

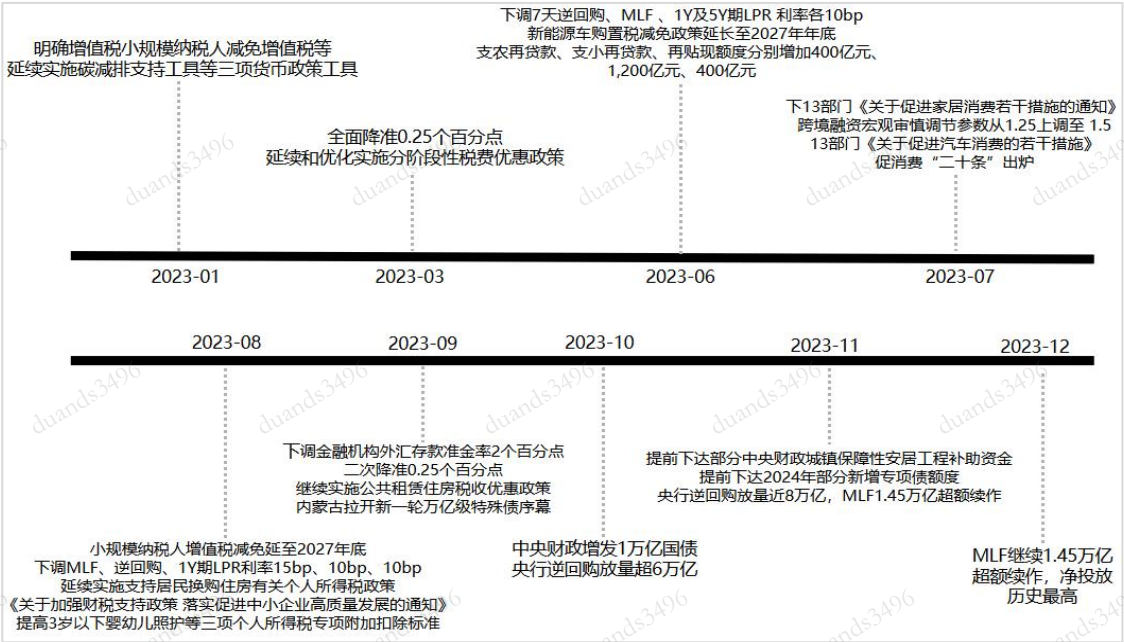


图 2　2023 年主要的货币及财政政策

政策发力下市场资金充沛，而经济、股市基本面均表现疲软，避险成为市场主线，2023 年全年债券市场呈现局部震荡、整体走牛的行情。以十年期国债收益率走势为例：

1 月，上年债市调整影响延续，叠加疫情放开后，经济能够快速恢复的强预期，债市利率持续上行，10 年期国债收益率抬升至 2.90%以上维持高位震荡。

2 月，央行逆回购回笼资金，MLF 则继续超额续做，银行信贷投放发力，银行超储消耗较快，资金处于紧张状态，PMI 连续处于扩展区间，同时 1 月份信贷数据“开门红”，但市场对于房地产市场前景的预期分化，10 年期国债收益率横盘震荡。

3 月，硅谷银行、瑞信银行事件引发“金融危机”担忧，避险情绪升温，临近月末年内第一次降准落地，进一步压低市场利率，10 年期国债收益率下行至 2.85%附近。

4 月至 6 月，经济数据调转方向走弱，楼市“小阳春”后复苏亦减弱，银行下调存款利率、7 天逆回购与 MLF 中标利率均下调、LPR 迎来对称下调，“弱现实”叠加“弱预期”，债市继续走牛，至 6 月末 10 年期国债收益率下行至 2.65%附近。

7 月至 8 月中旬，7 月开端开始一直延续“弱预期”，10 年期国债收益率波动下降至 2.61%

附近，直到 7 月 24 日政治局会议定调明显超预期，收益率小幅向上反弹，至 8 月中旬，公布的多项数据表现不如预期，叠加年内第二次降息及非对称的将 1 年期 LPR 下降 10BP 而维持 5 年期不变，10 年期国债收益率再度下行至 2.54%附近的年内低点。

8 月下旬至 10 月中下旬，政策密集出台，涉及地产、化债、基建、权益市场等多个方面，虽期间央行货币政策继续稳中求进，年内第二次降准、下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点、OMO 连续大额投放等，但难掩资金面持续紧张，10 年期国债升至 2.7%附近震荡。

10 月下旬至今，资金面先呈现出边际缓和，10 年期国债再度下行至 2.65%左右并持续至 11 月 20 日，随后降准预期落空，且临近月末资金面呈边际收敛；进入 12 月，中央政治局会议、中央经济工作会议召开，多空因素影响下，截至 12 月末再度回落至 2.55%左右的低位。

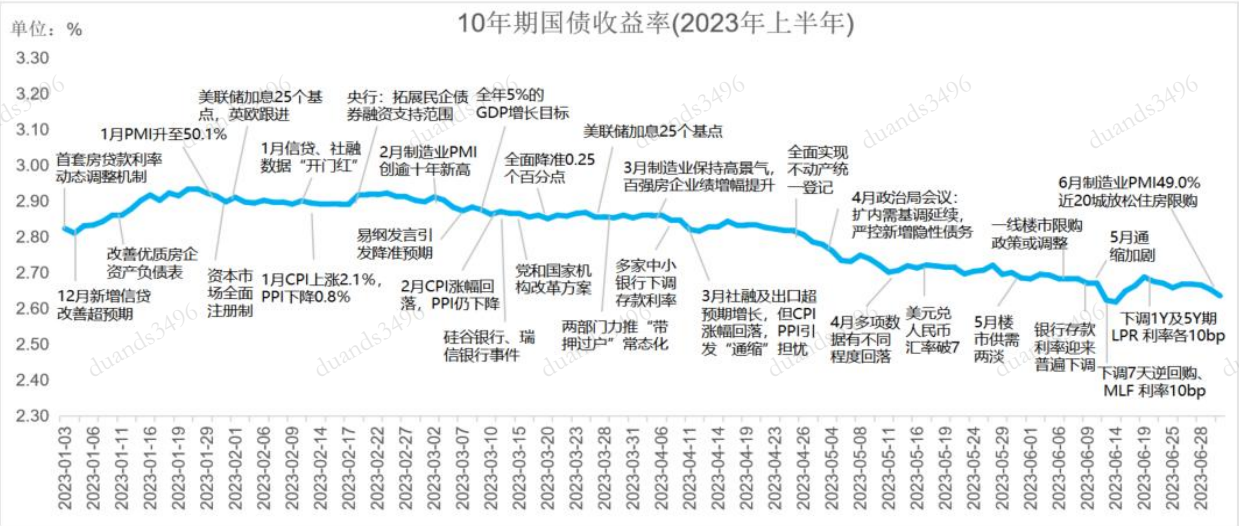


图 3　10 年期国债 2023 年收益率变化情况

二、债市概览

对于信用债[1]而言，**2023 年债券市场行情整体走牛，发行继续创下历史新高，但在“化债”、“房地产”政策转向的环境下，净融资却为近五年以来的最低水平。**

（一）发行及偿还

2023 年，全市场累计发行信用债 127,154.15 亿元，再创历史新高，除因“求进”的货币政策和“积极”的财政政策推动外，也受到全年债券集中到期压力，以及理财赎回潮影响逐渐消退致上年末滞后需求于本年初得到释放所影响；期间到期规模 116,694.54 亿元，亦创历史新高；全年净融资 10,459.61 亿元，为 2019 年以来的最低规模，一方面系因四季度城投债发行规模下降但提前兑付加速，一方面系产业债国企债券净融资由正转负。

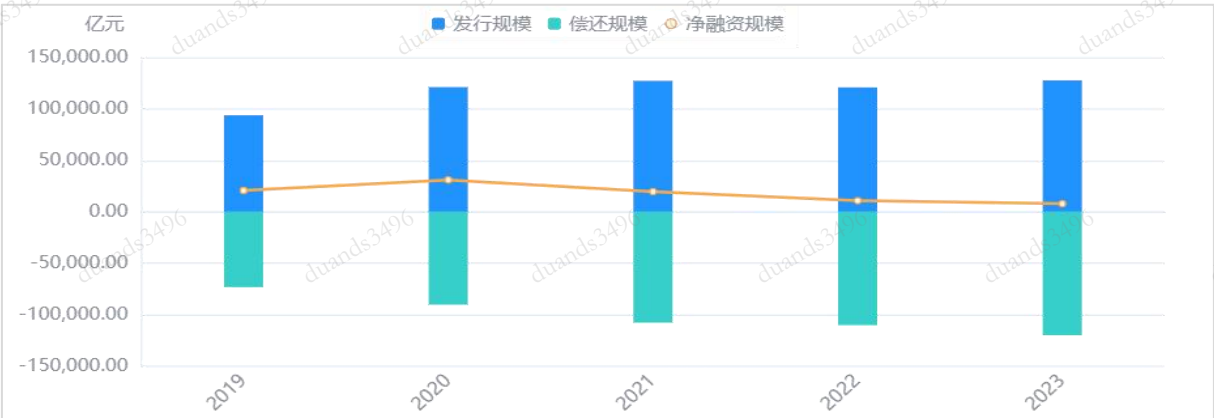


图 4　2019~2023 年信用债市场发行与偿还情况（按年）

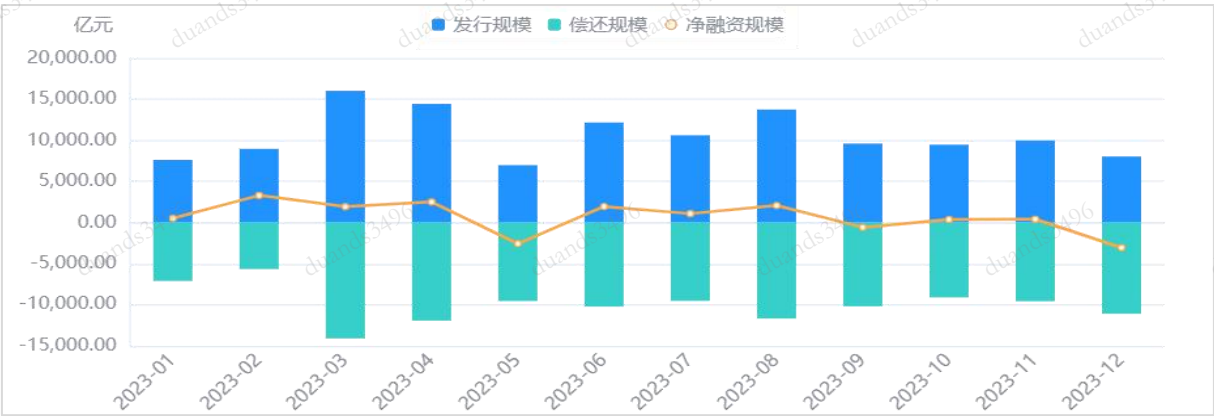


图 5　2023 年信用债市场发行与偿还情况（按月）

[1]本文所述“信用债”系指见智口径下的非金融企业及个别金融企业（资管、担保和融资租赁）在银行间市场和交易所市场发行的主体信用类债券（含产业债和城投债，包括(超)短融、中期票据、定向工具、公司债、可转债、可交换债、企业债，不含资产支持票据和企业资产支持证券等结构性融资方式）。

（二）发行成本

从信用债平均（剔除可转债及可交换债）发行成本来看，在 2022 年末债券市场调整下出现平均发行成本“翘尾”现象后，2023 年整体发行成本处于按月波动下降趋势，特别是“一揽子”化债方案自提出至渐次落地以后，平均发行成本下降更加明显。

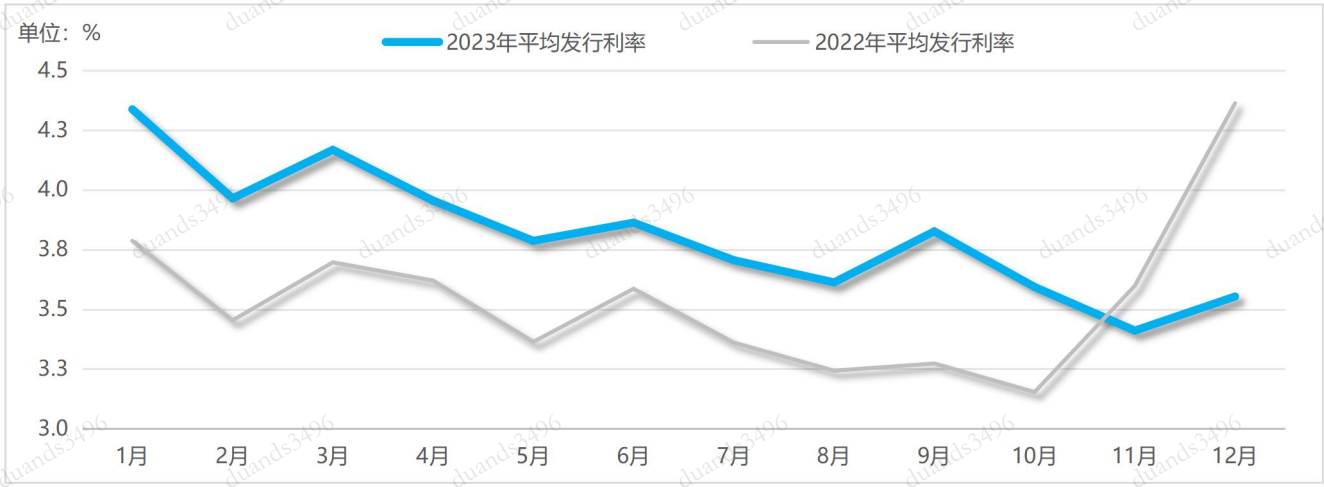


图 6　2023 年与 2022 年信用债市场平均发行利率

（三）券种结构

2023 年，信用债发行仍以(超)短融、公司债、中期票据为主，净融资仍几乎全部由公司债和中票所贡献，(超)短融基本处于滚续状态。而企业债自 2023 年 3 月 7 日将发审职责划转至证监会，并在 10 月 23 日由沪、深、北三大交易所正式负责受理工作的情况下，发行规模同比减少 45.38%，净融资仍为负且净偿还规模扩大。

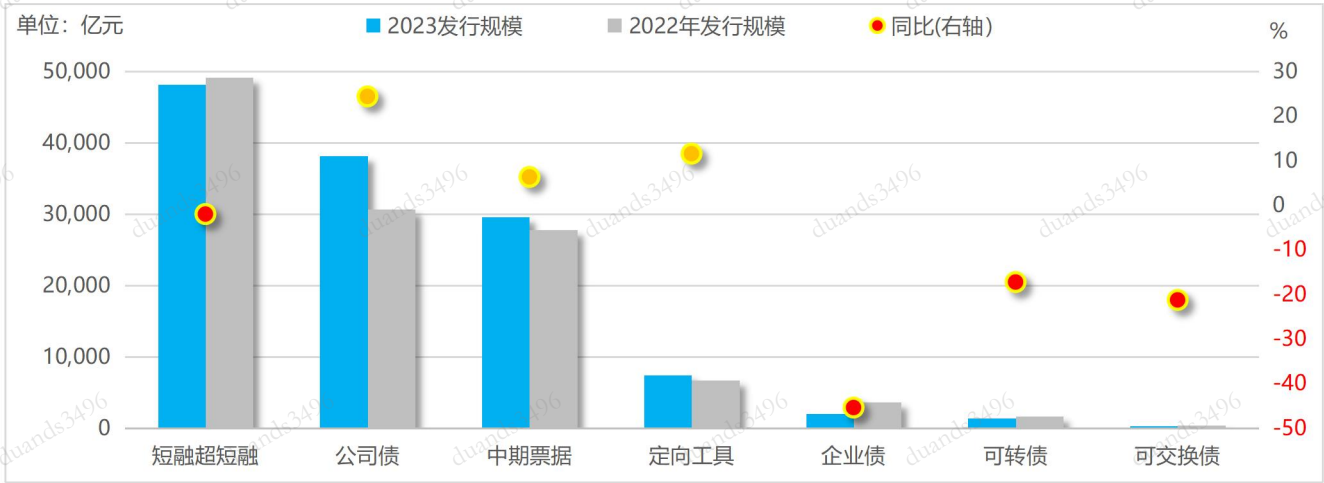


图 7　2023 年与 2022 年各券种发行情况对比

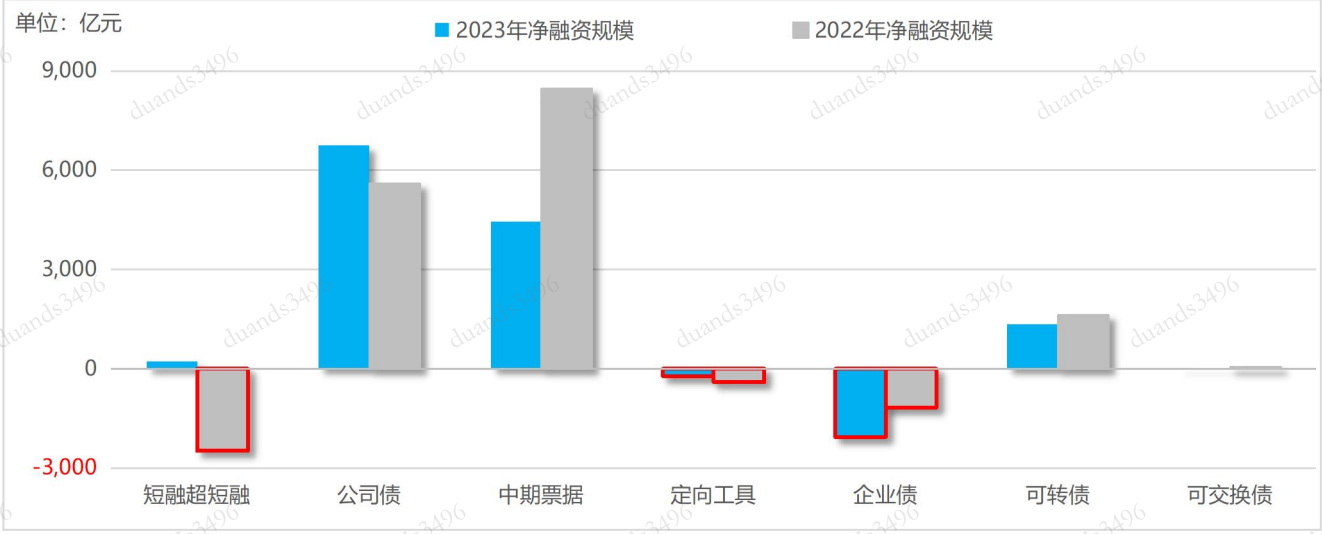


图 8　2023 年与 2022 年各券种净融资情况对比

随着企业债划归过渡期的结束，企业债发行规模有望逐步恢复。根据上交所数据，仅 10 月 23 日划转首日，上交所就承接 239 单在审的企业债券项目，拟募集资金合计 3,397 亿元，主要投向交通运输、产业园区、新型城镇化、安置房建设等国家战略支持的领域。

（四）主体信用等级分布

2023 年，AAA、AA+级主体贡献了 86%的发行规模、106%的净融资规模；AA 级主体发行规模虽同比增长 15.04%至 16,393.53 亿元，但净融资由正转负至-366.7 亿元，这也是 AA 级主体信用债净融资连续 2 年快速减少。AA 级主体以城投发行人为主，仅维持接续平衡。

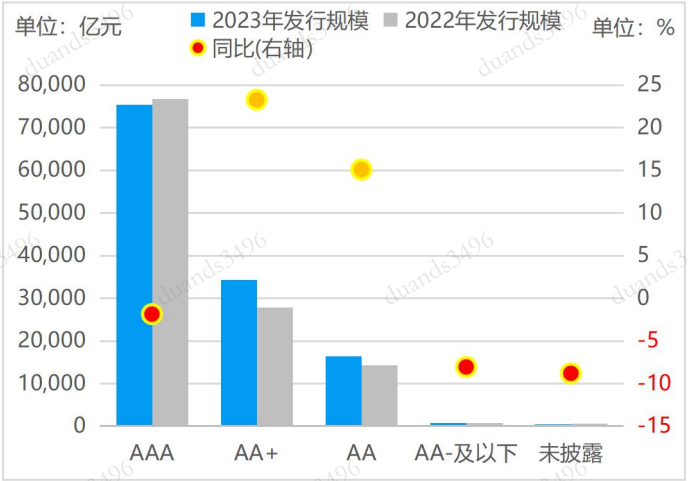


图 9　2023 年与 2022 年信用债市场
不同信用等级主体【发行规模】对比

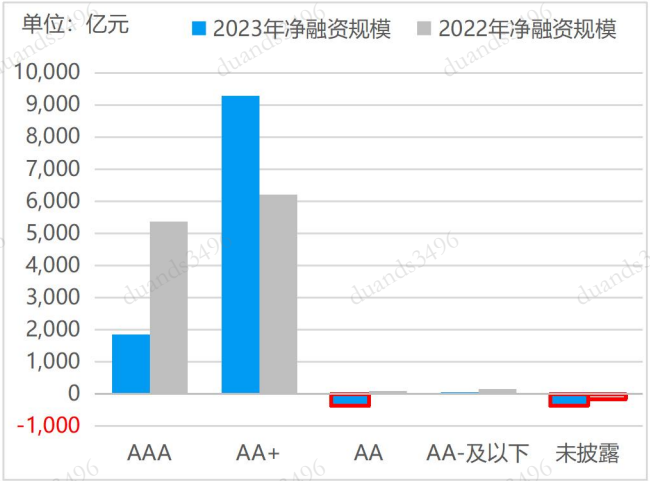


图 10　2023 年与 2022 年信用债市场
不同信用等级主体【净融资规模】对比

三、城投与产业

2023 年共有 3,432 家主体发行信用债，同比增长 8.61%（+272 家）。其中，**城投**发行人数量同比增长 14.85%（+272 家）至 2,104 家，占比同比由 57.97%上升至 61.31%；**国企产业债**发行人数量同比下降 0.37%（-4 家）至 1,067 家，占比同比由 33.89%降至 31.09%；**非国企产业债**发行人数量同比增长 1.56%（+4 家）至 261 家，占比微降至 7.60%。

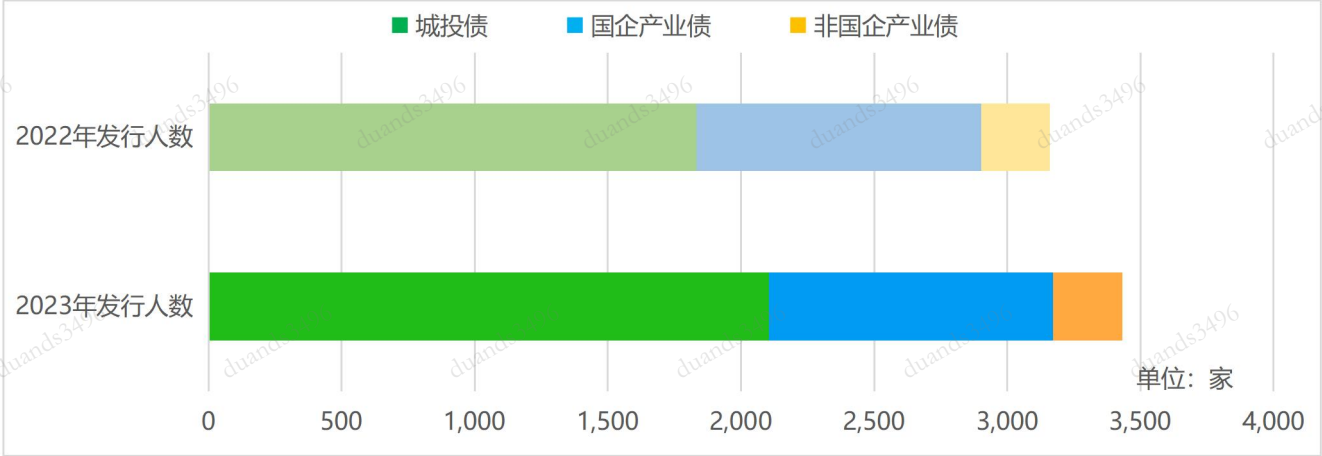


图 11　2023 年与 2022 年信用债市场发行人数量对比（按债券类型）

（一）城投债

城投债 2023 年累计发行额达 60,223.69 亿元，首度超过 6 万亿元，规模同比增长 26.35%；期间城投债偿还的规模亦较大，为历史最大值的 46,334.31 亿元；全年城投债净融资 13,889.38 亿元，同比增长 21.42%，但净融资规模不及 2020 年及 2021 年。

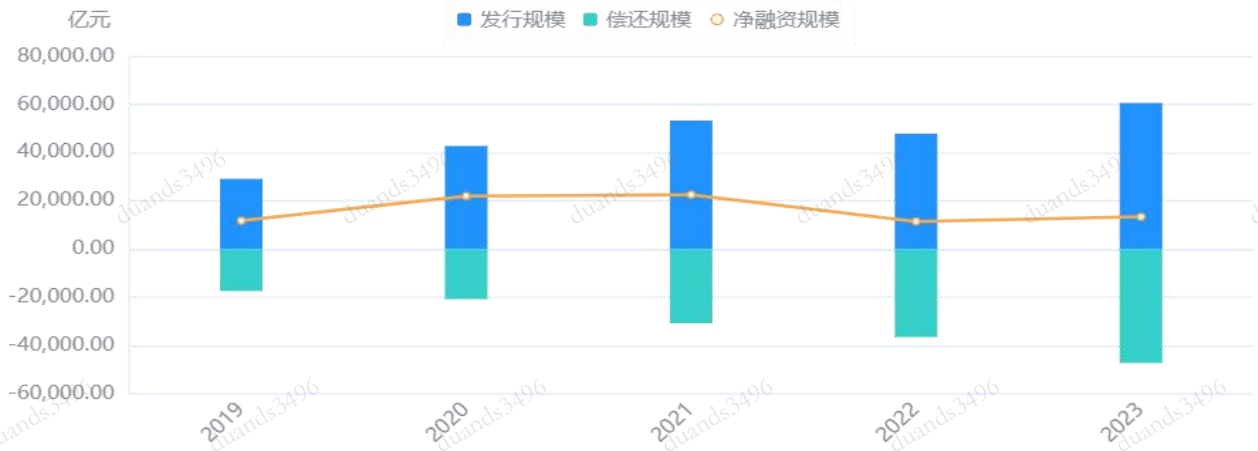


图 12　2019~2023 年【城投债】发行与偿还情况（按年）

具体到月度数据来看，2023 年城投债自 9 月份债市处于牛市中开始出现发行及净融资的萎缩，至 11 月、12 月净融资均为负，两个月累计净偿还规模超千亿元。这主要系“一揽子”化债方案下，“全口径的债务管控+存量债务化解”思路明确，城投债发行有所收紧，同时特殊再融资债券发行叠加利率下降，部分省份（特别是获取特殊再融资债券较多的省）获取低成本资金后，对城投债，特别是此前高票息债券，进行大量提前兑付。2023 年 10~12 月三个月的时间，城投债累计提前兑付规模约 1,000 亿元，带动全年城投债提前兑付规模达到近五年高峰。

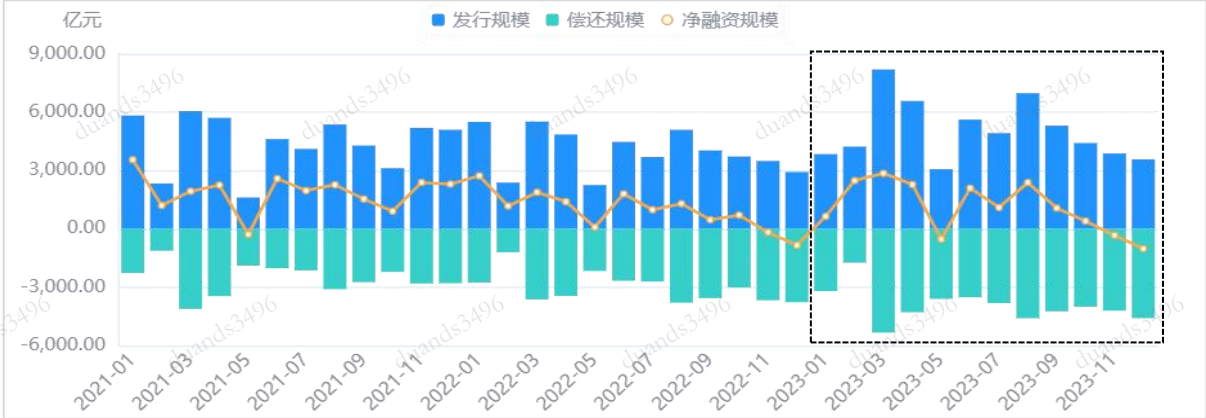


图 13　2021~2023 年【城投债】发行及净融资情况（按月）

从二级市场来看，2023 年，城投债市场大致经历了三个阶段：**(1)年初至 4 月**，债市调整后的修复行情，期间城投利差快速下降；**(2)5 月至 7 月**，城投违约预期上升的反弹，4 月末政治局会议强调“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，5 月后城投债审核有进一步趋严态势，期间昆明市城投舆情发酵，叠加城投非标逾期问题继续，市场对城投，特别是部分弱区域城投债兑付风险预期上升，城投利差反弹扩大；**(3)8 月至今**，政策推动下城投行情迅速升温，城投债走出了独立市场火爆行情，截至年末收益率已处于历史 5%左右分位数水平。

图 14　2021~2023 年信用债市场城投债利差趋势图

2023 年 8~12 月各省份存续城投债信用利差均值与 7 月份比较（单位：pct）						
省份	7 月信用利差均值 (3Y-AA+)	8 至 12 月区域信用利差均值较 7 月差值（3Y-AA+）				
		8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
云南	12.13	-0.03	-1.39	-3.22	-6.46	-7.47
贵州	9.81	-1.02	-0.24	-0.59	-2.55	-4.96
广西	7.05	0.83	0.87	0.35	-0.76	-2.39
宁夏	6.26	-0.70	-0.45	-0.58	-1.46	-2.19
天津	6.09	-0.36	-1.17	-1.75	-2.36	-3.14
辽宁	3.72	-0.46	-0.63	-0.72	-1.11	-1.64
吉林	3.29	-0.19	-0.38	-0.74	-1.12	-1.55
河北	3.18	-0.33	-0.47	-0.64	-1.10	-1.59
山东	3.15	-0.28	-0.34	-0.49	-0.95	-1.36
陕西	2.73	0.39	0.17	0.10	0.27	-0.25
黑龙江	2.16	-0.16	-0.23	-0.25	-0.44	-0.56
河南	1.96	-0.21	-0.30	-0.34	-0.58	-0.76
重庆	1.81	-0.12	-0.15	-0.32	-0.53	-0.72
湖南	1.74	-0.17	-0.26	-0.35	-0.58	-0.76
湖北	1.57	-0.15	-0.20	-0.31	-0.59	-0.76
江西	1.49	0.03	0.14	0.14	-0.23	-0.48
四川	1.40	-0.13	-0.16	-0.24	-0.36	-0.50
新疆	1.36	-0.17	-0.17	-0.21	-0.36	-0.51
山西省	1.25	0.35	0.32	0.21	-0.09	-0.41
江苏省	1.22	-0.15	-0.18	-0.23	-0.37	-0.48
西藏	1.18	-0.18	-0.11	-0.12	-0.23	-0.37
安徽	1.18	-0.10	-0.16	-0.20	-0.35	-0.46
北京	1.06	-0.09	0.01	-0.03	-0.10	-0.25
福建	1.03	-0.12	-0.10	-0.12	-0.23	-0.33
浙江	1.00	-0.13	-0.11	-0.14	-0.23	-0.32
广东	0.95	-0.16	-0.12	-0.16	-0.25	-0.32
上海	0.70	-0.10	-0.05	-0.08	-0.15	-0.20

不难发现，城投债一二级市场出现明显的相互背离现象：二级市场认购及投资热情高涨下，一级市场实际发行及净融资却环比逐月下降。

而从 2023 年各省份城投债的发行及净融资情况来看，化债利好政策和“资产荒”行情的碰撞下，城投债受到市场热情追捧，即使是天津、贵州、云南等债务压力较大、信用风险偏高区域也创下 2023 年以来发行票面的新低、发行认购倍数的新高。市场行情下，全年仅有上海、贵州、西藏、黑龙江、青海、甘肃、内蒙古 7 个省市城投债发债规模有所下降；但“债务管控

+化解”政策下，云南、广西、吉林、贵州、宁夏、辽宁、黑龙江、青海、甘肃、内蒙古等 10 个《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发[2023]35）（即“35 号文”，另有天津和重庆）确定的高风险重点省份城投债净融资仍为负，合计净偿还超 700 亿元。

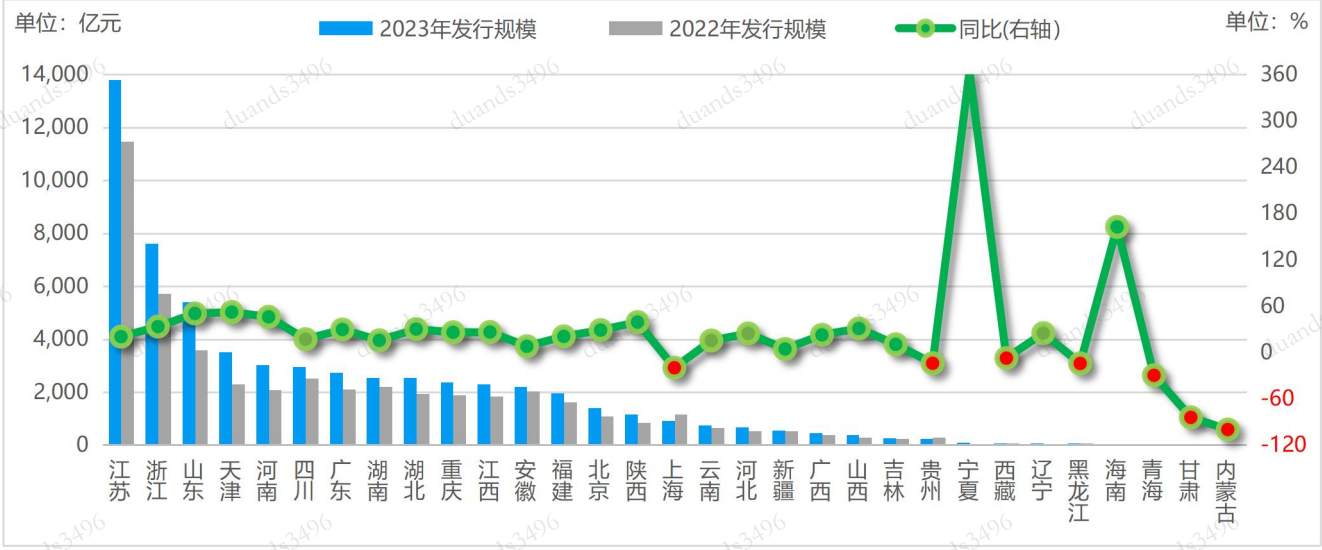


图 15　2023 年与 2022 年城投债发行额对比（按省份）

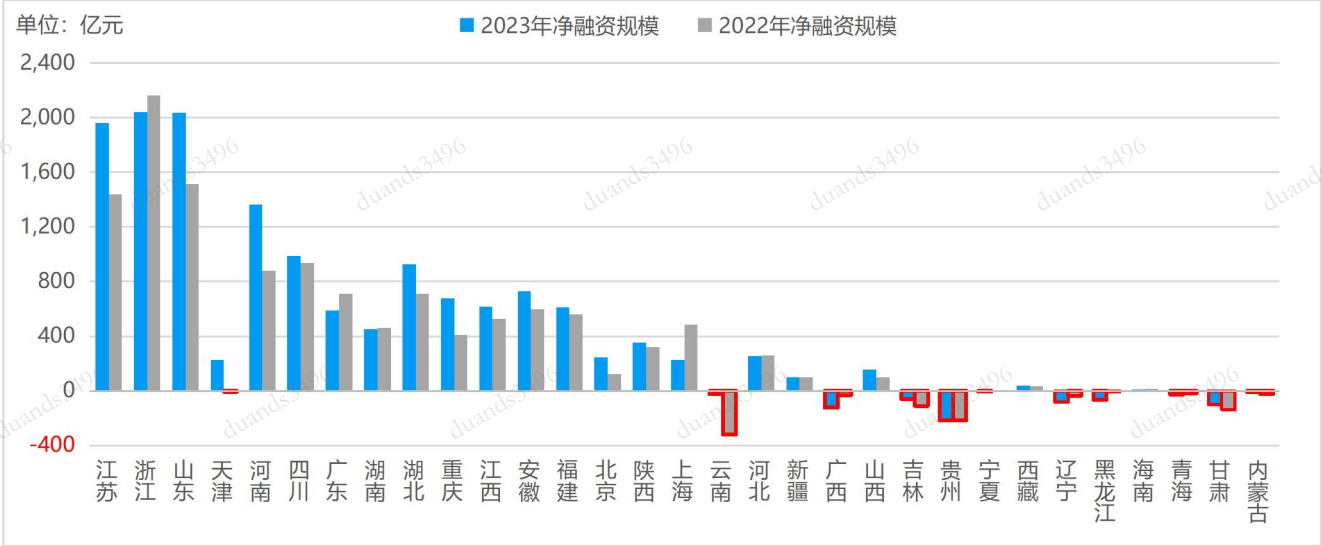
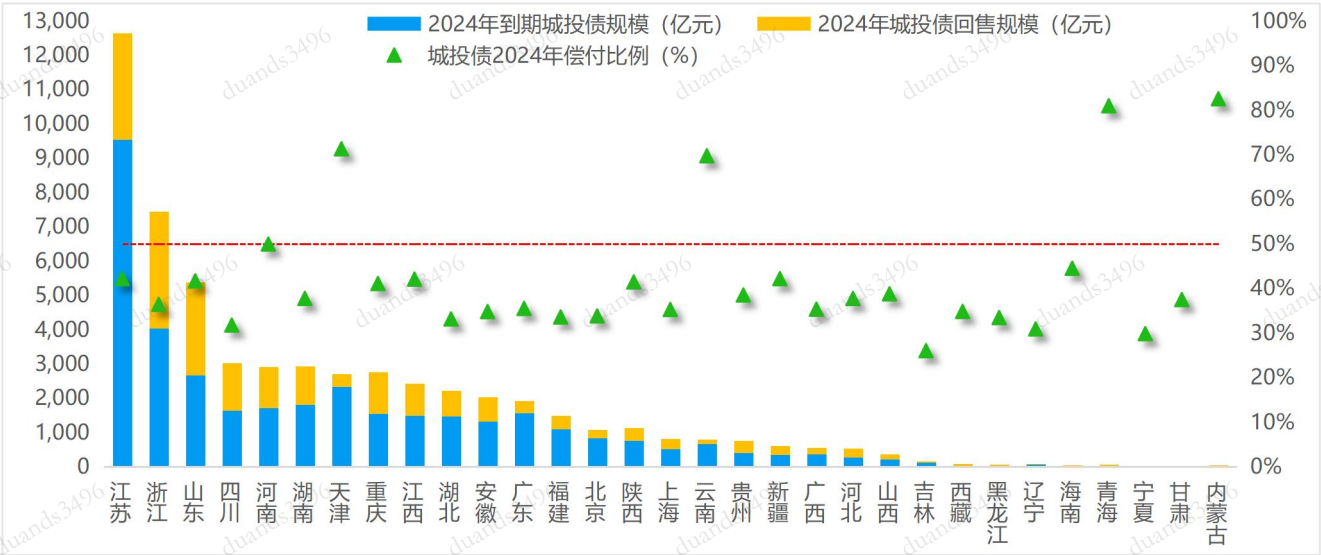


图 16　2023 年与 2022 年城投债净融资额对比（按省份）

2024 年区域城投债再融资压力分化明显，严监管下市场供给将持续承压。2024 年为城投债的到期兑付高峰（含行权及到期，下同），部分区域将面临一定再融资压力。分省看城投债待偿还规模排名：江苏、浙江两省仍稳居前两位，两省整体经济实力强大，地区金融资源丰富，债券偿还压力小；紧随其后的是山东和四川，两者省内经济发展不均衡，区域城投信用分化明显，其中山东潍坊市 2023 年以来区域负面事项较多，风险事件涉及全市包括市本级及下辖多

个区县，尤以政信市场逾期和票据逾期居多，区域融资环境有所弱化，在“一揽子”化债方案及省内资源支持的推动下区域信用有所修复，但区域未来再融资能力及信用风险仍需关注。12 个高风险省份 2024 年待偿还城投债规模合计约 8,000 亿元，占全国城投债 2024 年待偿还规模的 14%，其中天津和重庆两大直辖市 2024 年待偿还城投债规模超 2,000 亿元，贵州、云南也分别高达约 1,000 亿元、800 亿元。除“35 号文”以外，2024 年 1 月下旬市场有消息称，国务院办公厅印发《重点省份分类加强政府投资项目管理办法(试行)》的通知（国办发[2023]47 号），要求 12 个高风险重点省份的地方政府推迟或暂停一些由国家资助的基础设施项目，以控制债务风险，同时要求这些省份应尽一切努力将“债务风险降至中低水平”。12 个重点化债省份预计 2024 年城投债只能借新还旧，且在监管审核趋严背景下借新还旧用途债券接续也面临阻力，**重点化债省份存量城投债预计将进一步压降，其余省市新增债券规模预计也保持低位，更增加市场上城投债供给压力。**

2024 年，待偿还城投债占区域内存续城投债总量的比重超 50%的分别为内蒙古、青海、云南及天津，其中内蒙古及青海待偿还城投债规模相对较小，值得关注的是云南和天津区域债务压力较大，区域融资环境虽在政策化债推动下有所改善，但地区信用的实质性修复仍需关注，城投平台短期内仍面临一定集中偿付压力。此外，**大量低评级尾部平台的城投债集中兑付将加大贵州、甘肃、云南和广西区域的偿债压力。**



注：城投债 2024 年偿付比例=(到期规模+行权规模)÷区域内存续城投债总量；红色虚线为偿付比例 50%分界线

图 17　2024 年城投债各地区再融资压力情况（右：偿付比例）

城投债配置方向以“下沉”为主，谨慎选择区域拉久期。展望 2024 年，随着“一揽子”化债方案及“35 号文”出台，尤其对偿债压力较大区域形成明显利好，政策短期内的确定性强化了市场机构的“城投刚兑”信仰，2024 年甚至到 2025 年到期的城投债发生实质性违约风险很低，在配置选择上可以对 2025 年前到期的城投债可以做到更加深度下沉，尤其关注弱资质区域的尾部平台发行的短久期城投债。但与此同时，考虑到特殊再融资债资金落地、银行贷款置换债券及“一揽子”化债方案以来城投债提前兑付较为频繁，均将对城投债的供给形成较大掣肘，造成短久期城投债供不应求，短期债券收益空间可能被大幅的压缩；在严监管背景下，未来城投债“资产荒”有很大可能仍将延续，要想获取更多超额收益，仍需适当的拉长久期。

在拉久期的区域选择上，对于经济及财政实力较强的发达地区，未来在城投平台向市场化转型的路上仍具有丰富的转型资源，地方政府支持能力及自身造血能力均看好，拉久期有效性仍较高，可以重点关注优质地区的区县、园区级平台。政策推动下化债能在短期内缓解城投平台流动性压力，但并非长久之计，从长远看，地方城投平台化债实质性解决仍依赖地方政府财政实力基本面，但土地市场持续下行背景下，尾部区域的地方财力修复偏慢，债务偿还压力仍较大，如山东潍坊市、云南昆明市、贵州遵义市等地区非标、票据债务逾期问题仍频出，虽在政策推动下区域信用有所修复，但化债问题仍未得到实质性解决，寻找风险事件频发区域的城投债久期拉长投资机会仍需谨慎。

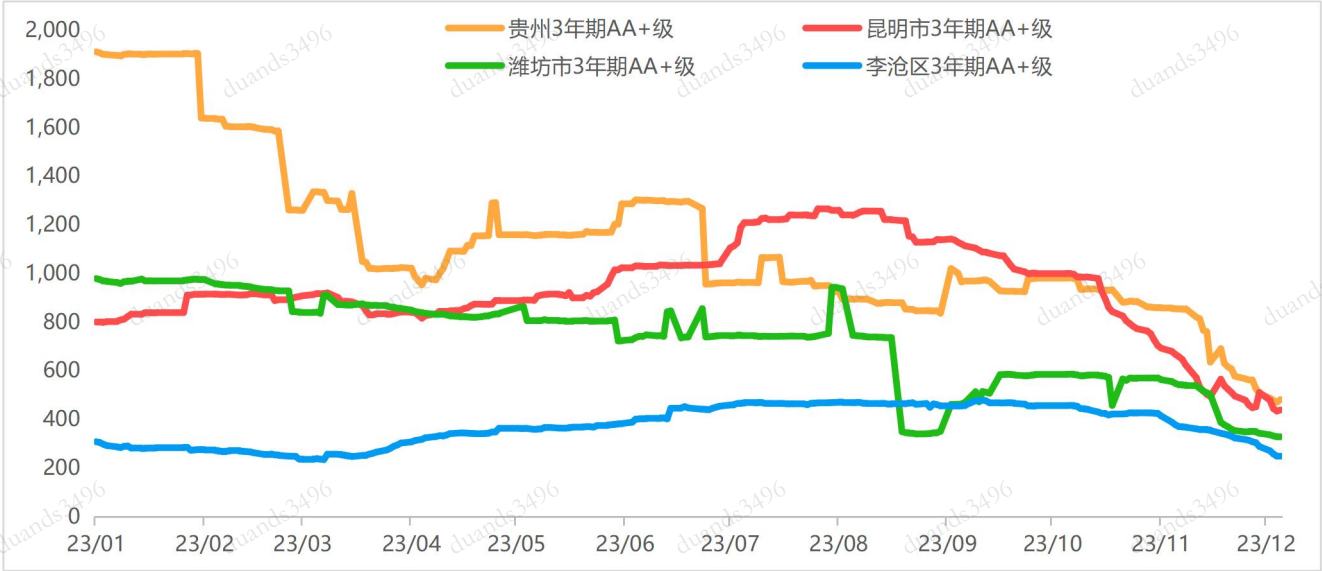


图 18　2023 年以来部分区域 3 年期 AA+主体城投债信用利差变化（单位：BP）

（二）产业债

2023 年，产业债发行规模合计 66,930.47 亿元，同比减少 7.62%；净融资-3,429.76 亿元，同比由 240.67 亿元转负，创下近 5 年以来的最大净偿还规模。其中：**国企产业债**发行额同比下降 7.90%至 59,496.02 亿元，净融资同比由 1,822.19 亿元转为-2,476.86 亿元，为近 5 年以来首度净偿还；**非国企产业债**发行额同比下降 5.25%至 7,434.45 亿元，净融资同比由-1,581.52 亿元缩小至-952.9 亿元，非国企债券市场融资仍较弱。

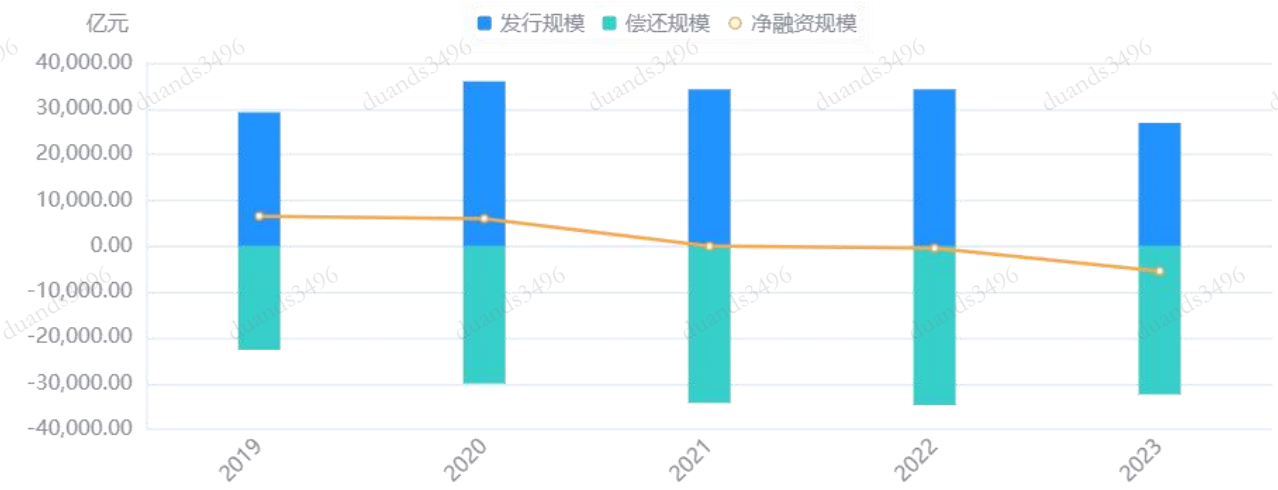


图 19　2019~2023 年【央企产业债】发行及净融资情况（按年）

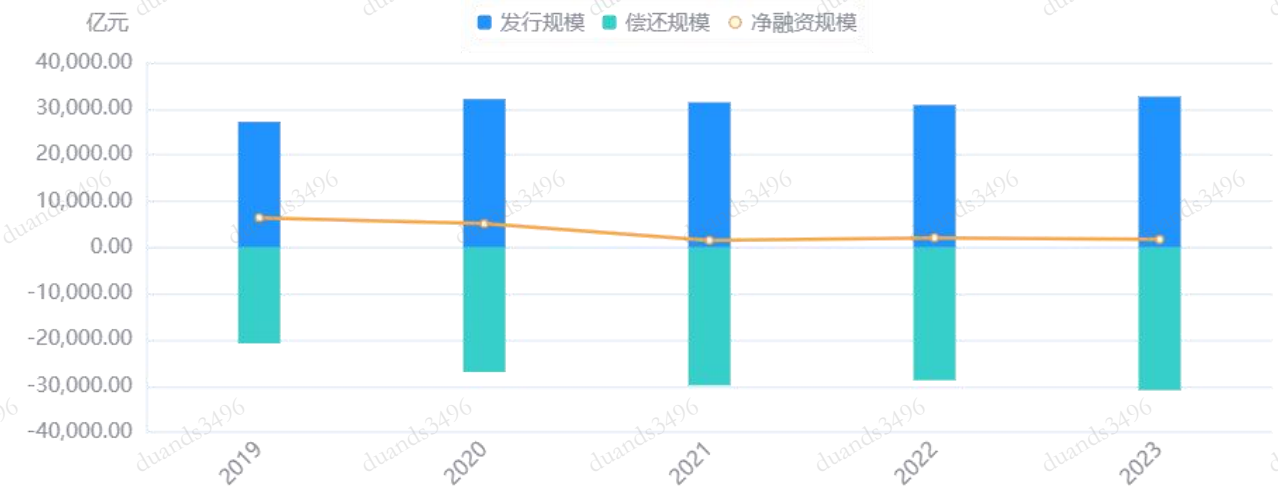


图 20　2019~2023 年【地方国企产业债】发行及净融资情况（按年）

图 21　2019~2023 年【非国企产业债】发行及净融资情况（按年）

从产业债发行主体行业分布看，2023 年 28 个发债行业中有 12 个行业发行规模同比实现增长、有 12 个行业净融资为正，净融资为正的行业中仅少数行业（建筑与工程、消费品生产、通信、市政设施、电子信息、医疗保健与服务等）净融资同比实现增加。净融资额为负的行业中，电力行业净融资缺口最大，超 2,500 亿元，石油与天然气净融资缺口位居第二，超 1,000 亿元，工业制造、交通运输行业净融资缺口超过 400 亿元；该部分净融资缺口较大行业的发债主体主要为央企及大型国企，2023 年获得了低成本银行借款，对债券融资产生一定替代作用。对于房地产行业来说，2023 年房地产政策可谓是史无前例的“松绑”，但房企融资端（债券净融资同比由正转负至-280.13 亿元，缺口均由非国有房企所“贡献”）及销售端（克而瑞数据显示，百强房企 2023 年实现销售操盘金额同比降低 16.5%，且央国企表现显著好于非国有房企）均仍难言有恢复，特别是对于非国有房企而言。

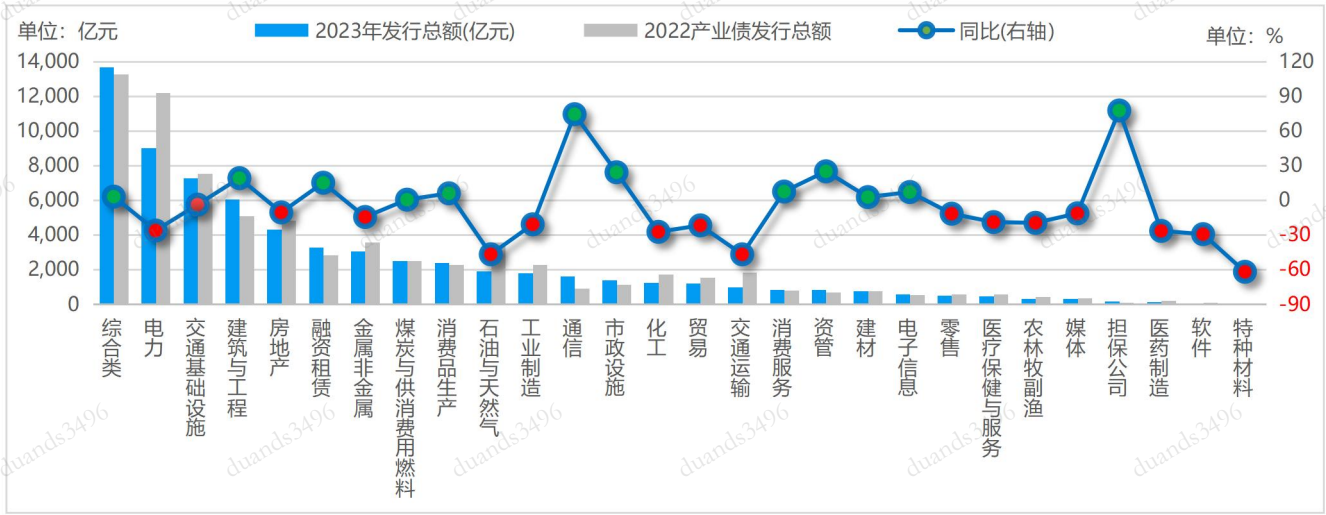


图 22　2023 年与 2022 年产业债【按行业】发行规模对比

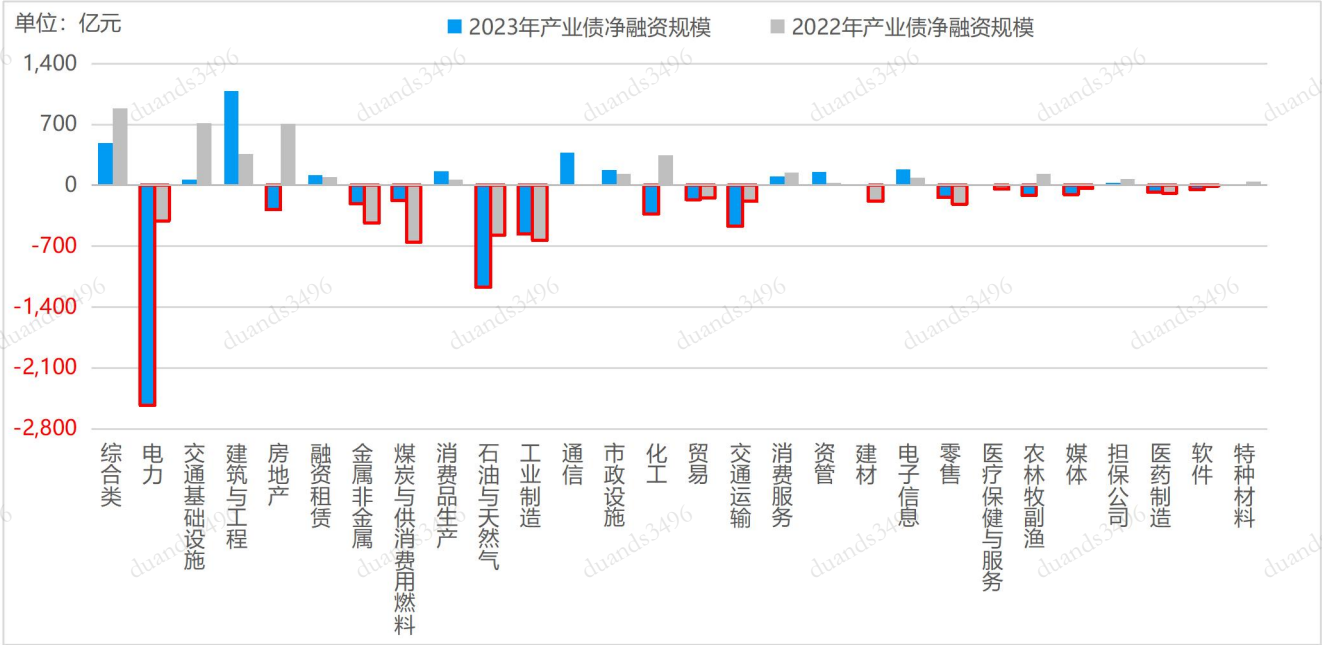
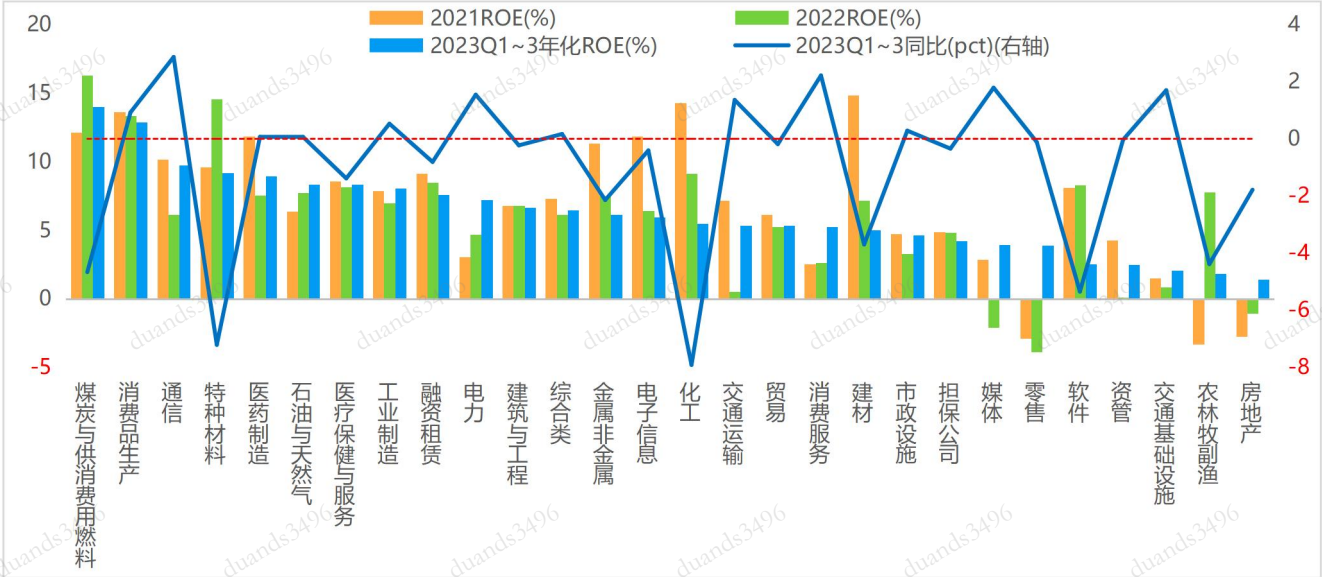


图 23　2023 年与 2022 年产业债【按行业】净融资规模对比

从产业债行业盈利水平来看，根据已披露信息的主体情况计算，2023 年前 3 季度，盈利水平同比波动较大的行业主要系化工、特种材料、软件、煤炭与供消费用燃料、农林牧副渔行业，年化 ROE 同比变动大于-4pct，但其中煤炭与供消费用燃料和特种材料两大行业盈利水平保持靠前水平，与消费品生产、通信、医药制造行业作为盈利能力排名前五大行业，年化 ROE 均高于 8.5%；而房地产、农林牧副渔、交通基础设施、资管、软件行业年化 ROE 排名位于倒数后五位，盈利水平靠后，对债务偿还的保障能力相对较弱。

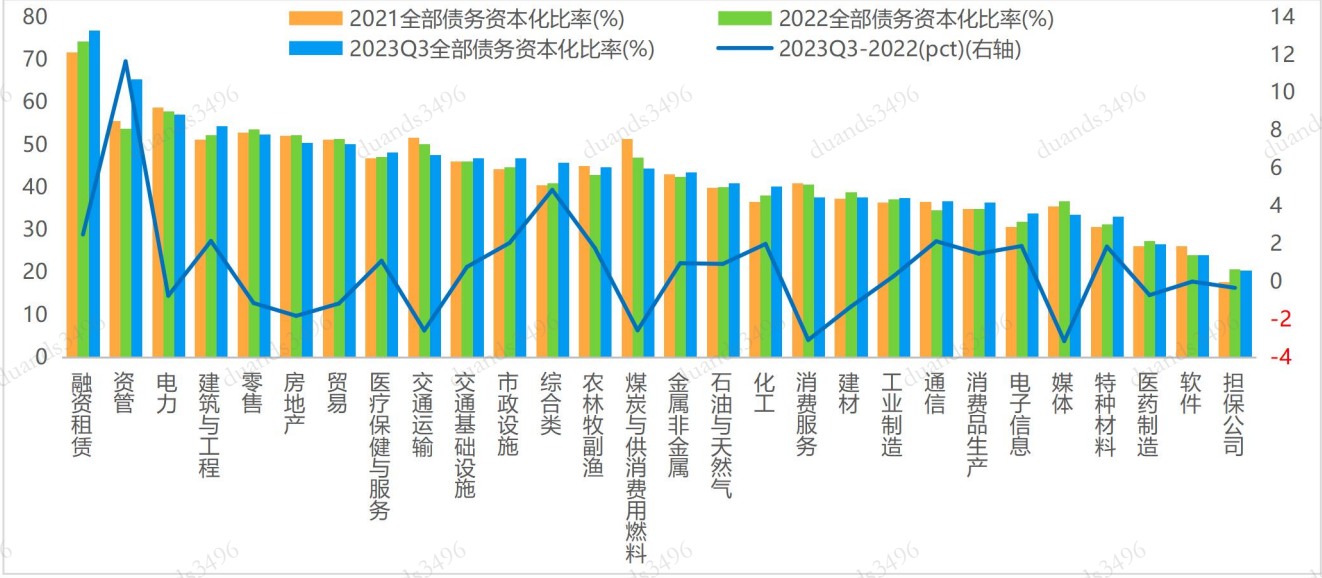


注：按 2023Q1~Q3 年化 ROE 由左至右降序排列

图 24　产业债行业主体近年盈利能力情况

具体来看，煤炭行业“增产保供”政策延续，供给较为宽松，且下游需求（主要集中于火电、建材、钢铁等行业）仍有一定韧性。火电方面，我国全社会用电量整体呈现上升的趋势，长期来看新能源发电占比将持续提升，而火电目前作为发电主力对动力煤的需求仍有支撑。煤炭行业发债主体 2020 年 ROE 下降后反弹，2022 年和 2023 年 Q1~Q3 年化 ROE 分别为 16.3%和 14.03%，在 28 个行业中处于靠前位置。且近年来煤企逐步压降债务负担，2023 年 9 月末行业主体平均全部债务资本化比率降至 44.41%，现金对短债的覆盖程度整体呈上升趋势，同期末煤炭行业平均现金短债比为 150.28%。

从杠杆水平来看，2023 年 3 季度末，融资租赁、资管行业的全部债务资本化比率排名明显领先，符合行业特征，需对行业内主体资产质量及资产负债期限配置情况保持关注；此外，电力、建筑与工程、零售、房地产、贸易行业杠杆水平相对较高，债务本息兑付需求相对较高，债务负担较重。担保公司、软件、医药制造、特种材料、媒体行业全部债务资本化比率排名位于后五名，相关行业轻资产或重技术特征较明显，债务负担基本较轻。



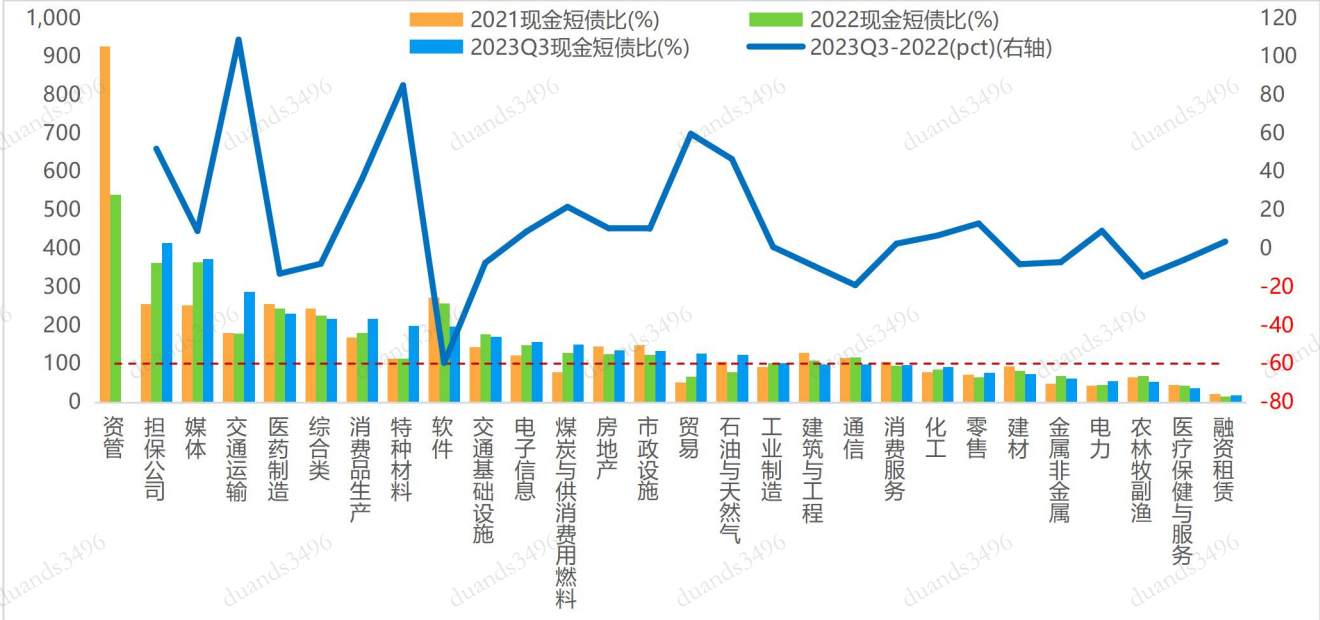
注：按 2023Q3 全部债务资本化比率由左至右降序排列

图 25　产业债行业主体近年杠杆水平情况

电力行业杠杆较高，行业发债主体平均全部债务资本化比率在 58%左右波动，现金对短债的覆盖程度整体一般，2023 年 3 季度末行业平均现金短债比为 55.21%。值得注意的是，行业平均 ROE 于 2021 年下滑后迎来回升，2023 年 Q1~Q3 年化 ROE 超过 2020 年水平，在 28

个行业中处于中上游水平，盈利支撑下的债务压力整体不大。此外，火电作为供电主力，累计发电量贡献度保持在 70%以上，2023 年自年初以来煤价虽然持续高位震荡，但较前期已有所回落，在季节性及极端天气下电力供应紧张的情况，火电兜底保供和调峰调频价值凸显，考虑到我国电力消纳的优先级设置中，火电处于最后位置，但在能源转型背景下，发电量仍将保持增长但预计增速下滑，火电盈利水平有望保持稳健。

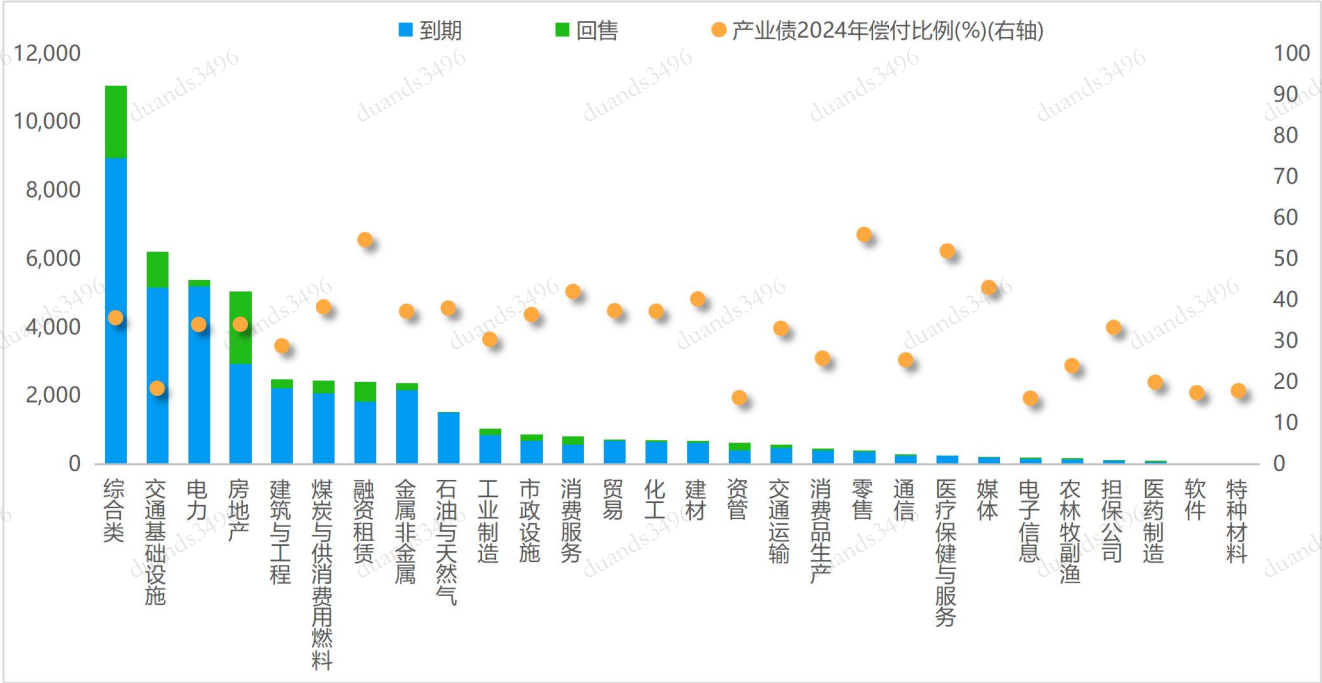
流动性压力方面，资管行业受中国华融(2799.HK)回归主业、剥离金融机构股权影响，2022 年末现金类资产存量大幅下降，使得行业整体现金短债比下降明显；融资租赁行业资产主要集中于租赁款，现金比例低；此外，医疗保健与服务、农林牧副渔、电力、金属非金属行业现金短债比偏低，偿债指标表现靠后。



注：1.按 2023Q3 现金短债比由左至右降序(除资管行业)排列；
2.资管行业四大金融 AMC 未披露相关数据导致误差过大不列式；
3.样本主体为短债规模 1 亿元及以上。

图 26　产业债行业主体近年流动性压力情况

2024 年，产业债待偿还总量约为 4.74 万亿，比上年同期有所下降，意味着存续债滚续的需要也有收缩，预计 2024 年产业债发行规模在 6.5 万亿~5.5 万亿之间，进一步下降。从行业分布角度来看，28 个行业中，2024 年综合类、交通基础设施、电力、房地产行业待偿还规模排名突出，待偿还规模均超过 5,000 亿元；待偿还比例排名靠前的主要为零售、融资租赁、医疗保健与服务、媒体、消费服务、建材，待偿还比例均在 40%以上。



注：产业债偿付比例=（各行业产业债到期＋各行业产业债回售）/各行业产业债存续余额总量

图 27　2024 年产业债再融资压力情况（按行业）

根据企业性质来看，2024 年内，医药制造、电子信息、特种材料、化工、通信行业待偿付产业债规模集中在非国企，但待偿付规模普遍不高。而整体待偿付规模高的房地产行业中，央国企发行主体待偿付规模占比 63%。非国企的融资环境目前仍然举步维艰，融资支持政策的落地效果尚待观察，2024 年非国有房企债券待兑付规模仍较高。

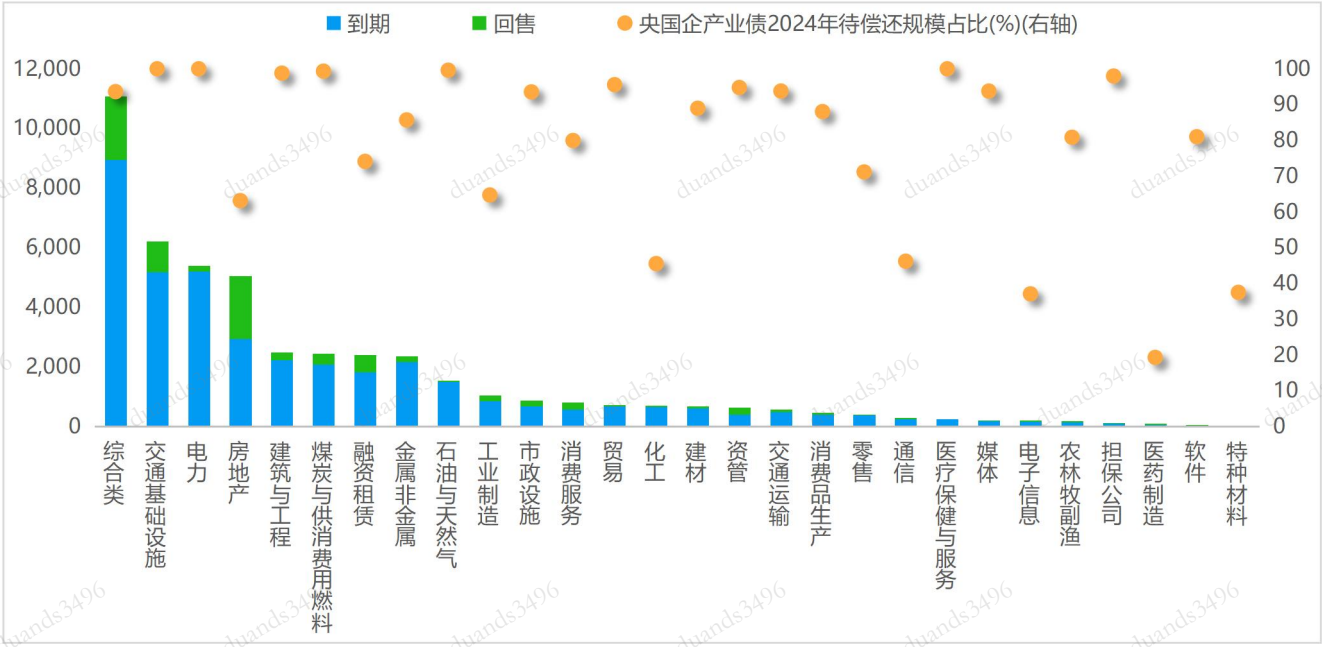


图 28　2024 年产业债再融资压力情况（按企业性质）

四、取消发行

2023 年，信用债市场共取消发行 681 只、规模合计 4,265.55 亿元的债券，取消发行规模占全年信用债发行规模的 3.35%，这一比重在近 5 个年度数据中并不突出（2019~2022 年分别为 3.34%、4.86%、3.72%、3.37%）。具体到各月来看，除 1 月取消发行规模占当月发行规模的比重为相对较高的 6.25%外（主要系 2022 年末债市调整的余威影响），其他月份的取消发行规模占比亦不突出。

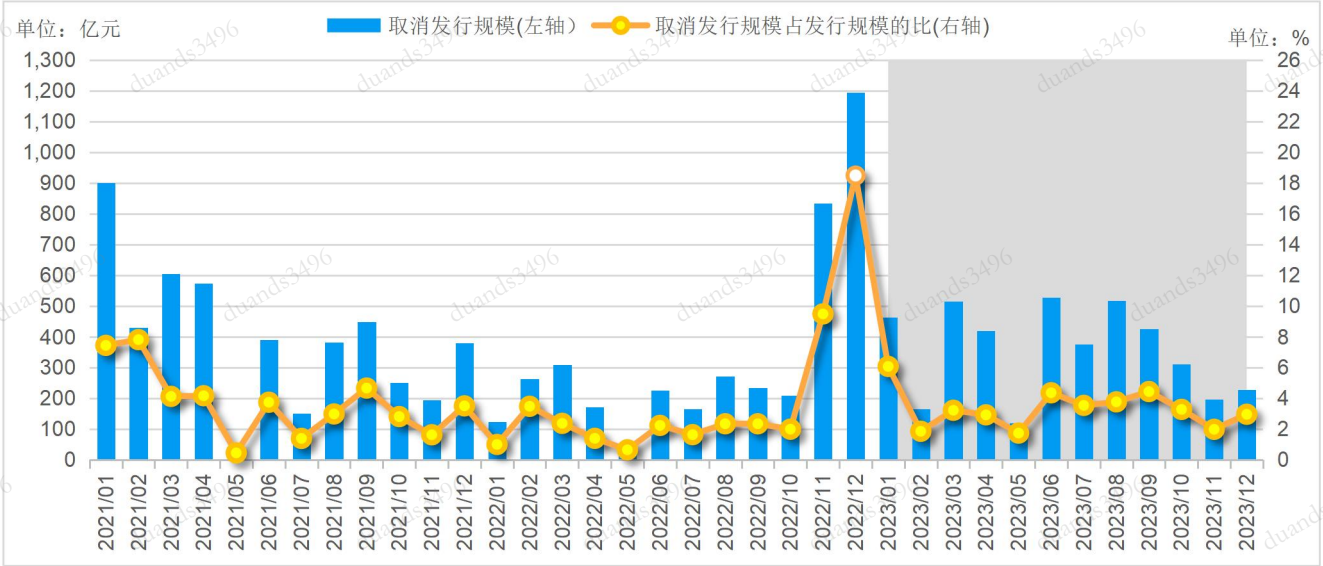


图 29　2021~2023 年信用债市场取消发行规模及占发行规模比重（按月）

报告声明

1. 本报告仅供联合信用投资咨询有限公司（本公司）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
2. 本报告信息均获取自本公司认为准确、可靠的来源，但本公司不对该等信息的完整性和准确性附带任何形式的保证。本报告所载的观点仅是报告发布当日的观点，根据相关主体和债项的内、外部环境变化，有关信息在债项存续期内可能发生变化，本公司不承担更新推送信息或另行通知的义务。在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告。
3. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出，不是对母公司旗下评级机构评级观点的评论，亦未从后者获取任何背景资料和人员支持。本公司及作者在自身知情的范围内，亦不存在与本报告所指的证券或投资标的有法律禁止的利害关系。
4. 本公司力求报告内容客观、公正，但在任何情况下，本报告所载内容均不构成投资建议，任何投资者不应将本报告所载内容作为投资决策的唯一依据。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。
5. 本报告版权归本公司所有，任何机构和个人未经本公司书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或引用等。
6. 本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91120104600873972N。
7. 如需了解本报告详细信息可登陆本公司固定收益投资分析系统“联合见智”（www.lhseer.com）。

等级释义

本报告所提供发行主体信用风险程度的排序，是在发行主体风险量化评级的基础上，结合对其动态监控而综合评定的结果。

风险程度排序：已违约＞红色预警＞橙色预警＞蓝色预警＞F3 关注＞F2 关注＞F1 关注。

风险程度调整：由低等级调至高等级，为风险程度“**调升**”；由高等级调至低等级，为风险程度“**调降**”。

相关符号含义如下：

◆ 预警等级

红色预警：发行主体偿债能力非常弱，信用风险程度非常高，正在逼近违约。

橙色预警：发行主体偿债能力很弱，信用风险程很高，违约迹象明显。

蓝色预警：发行主体偿债能力较弱，信用风险程度较高，开始出现违约苗头。

已 违 约：债券发生实质性违约且违约债券尚未处置完毕，或多种迹象表明发行主体实际已无偿债能力，标记为“已违约”，同时取消其预警等级。

◆ 关注等级

F3 关注：发行主体自身或外部环境发生特大事项，偿债能力显著弱化。

F2 关注：发行主体自身或外部环境发生重大事项，偿债能力有所下降。

F1 关注：发行主体自身或外部环境发生一般事项，未来可能影响其偿债能力和偿债意愿。