

2024年01月19日

## 经济增长与风险化解的再平衡——2023年我国信用债市场分析与展望

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

史晓姝

[shixsh@cspengyuan.com](mailto:shixsh@cspengyuan.com)

张琦

[zhangq@cspengyuan.com](mailto:zhangq@cspengyuan.com)

吴进辉

[wujh@cspengyuan.com](mailto:wujh@cspengyuan.com)

李席丰

[lixif@cspengyuan.com](mailto:lixif@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

2023年在政策不断优化背景下，圆满实现经济增长预期目标。债券发行保持增长，利差收窄，民营企业融资有所回升，信用风险进一步收敛。2024年经济内生动能将不断增强，“先立后破”，政策支持地产行业进一步修复，信用债偿还压力集中在地产和低级别城投债。

**2023年宏观经济形势回顾：**（1）圆满实现经济增长预期目标，全年GDP同比增长5.2%；整体就业形势稳定，通胀水平偏弱。（2）供给端，工业生产逐步恢复，服务业回升；需求端，基建投资和制造业投资保持韧性，房地产投资低位运行，消费改善，出口承压。（3）稳健的货币政策精准有力，社融和信贷增长强劲，加大逆周期调节力度，着力扩内需。（4）积极的财政政策加力提效，重启发行特殊再融资债券，增发万亿国债。

**2023年信用债市场发行分析：**（1）**发行概况：**2023年非金融企业信用债券发行12.79万亿元，较2023年增长5.2%，净融资净融资8,143.81亿元，较2023年下降32.7%；（2）**发行特征：**第一，城投债发行4.93万亿元，增长25.9%，净融资规模8,925.66亿元，增长5.6%；产业债发行7.86万亿元，下降4.6%，净偿还781.84亿元；第二，民营企业信用净融资持续为负，净偿还1,021.67亿元，可转债和中期票据为主要净融入品种；第三，主体信用级别分布基本稳定，AA+级以上主体占比62.0%，中高级别占比略有提升；第四，信用债发行利差全面收窄，下半年受“化债”利好，信用利差进一步收窄。

**2023年信用风险分析：**全口径下，2023年新增风险债券143只，同比下降47.2%，累计金额约1,145亿元；新增风险主体22家，风险主体数量同比下降56%。四季度风险边际减弱，新增风险主体5家。风险事件仍以展期（含债务重组）为主，占比79%。具体来看：新增22家风险主体中，民营企业有15家，占比68.2%。国有企业7家，以技术性违约和违反保护性条款为主；新增风险主体分布在广东、广东、上海、江苏等地，主要因为上述地区地产企业较多；新增风险债券以公募公司债券为主，占比40.6%，其次是资产支持证券，占比21.7%；新增风险主体初始级别以AA+级及以上为主，合计占比63.6%，新增风

险债券发行级别以 AAA 级为主，占比 60.1%；新增风险债券以房地产行业为主，债券数量占比 54.5%，主体数量占比 75.5%，主体数量同比下降 55.6%。

**2024 年信用债市场待偿还分析：**（1）**偿还概况：**2024 年非金融企业信用债待偿规模预计为 12.32 万亿元，较 2023 年增长 2.8%，其中中长期债券待偿规模 7.48 万亿元，较 2023 年增长 6.4%；（2）**待偿还债券特征：**第一，待偿还债券主体级别 AA+级（含）以上为主，占比 51.8%，低评级债券占比上升 2.8 个百分点；第二，民企债券待偿规模预计 7,708.35 亿元，其低评级债券占比持续降低，其偿付压力减弱；第三，城投债待偿规模预计为 4.11 万亿元，较 2023 年增长 2.1%，其中低评级占比 49.6%，地区分布上，江苏、浙江、山东等地待偿规模位居前列；第四，产业债待偿规模预计为 8.20 万亿元，较 2023 年增长 3.2%；地产债待偿规模预计 3,654.98 亿元，其中民营地产债待偿规模 440.27 亿元，部分房企仍面临一定偿付压力。

**2024 信用债市场展望：**（1）经济内生动能将不断增强，2024 年是“十四五”规划承上启下的关键一年，预计 GDP 增速目标或仍在 5.0%左右。从内外部环境来看，形势仍然复杂严峻，经济内生循环有待持续畅通。2024 年的重点工作仍是促消费。信用债资产荒的格局难改，防范和化解风险仍是重点工作。

（2）财政政策适度加力，提质增效。预计新增专项债规模在 3.8-4 万亿左右，特殊再融资债有望延续发行。货币政策灵活适度、精准有效，重在保持流动性合理充裕，把握逆周期和跨周期调节力度，防止资金空转和淤积。（3）城投债务“化存”和“遏增”齐头并进，融资维持紧平衡，分化加剧，低行政层级、弱资质城投发行困难将加剧，下沉资质仍需谨慎。（4）2024 年地产松绑政策仍将继续，且力度将会持续加大，推动“保交楼”和行业风险出清。“三大工程”将是 2024 年的重点任务。关注长租房市场，房企参与公募 REITs，消费基础设施 REITs，探寻业务增长点。

## 一、2023 年信用债市场回顾

### （一）2023 年宏观经济形势回顾

#### 1. 圆满实现经济增长预期目标，全年 GDP 同比增长 5.2%；整体就业形势稳定，通胀水平偏弱

2023 年全年，我国国内生产总值 GDP 为 1,260,582 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%，和前三季度增速持平，四个季度国内生产总值分别同比增长 4.5%、6.3%、4.9%、5.2%。分产业来看，第一产业增加值 89,755 亿元，增长 4.1%，拉动经济增长 0.4 个百分点；第二产业增加值 482,589 亿元，增长 4.7%，拉动经济增长 2.0 个百分点；第三产业增加值 688,238 亿元，增长 5.8%，拉动经济增长 2.8 个百分点。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 7.1%、38.3%和 54.6%，较 2022 年同期分别变化-0.2 个百分点、-1.6 个百分点和 1.8 个百分点。随着各地复工复产以及稳增长政策靠前发力，一季度我国经济在内外复杂形势下企稳回升，复苏进程取得良好开局。二季度经济增长动能环比走弱，但在低基数下，二季度 GDP 同比增速走高。三、四季度稳增长政策效应逐步显现，部分经济数据虽有反复，但总体延续修复态势。

全年就业形势整体稳定，城镇调查失业率下降。2023 年全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，较上年下降 0.4 个百分点。四季度全国城镇调查失业率均值为 5.0%，较三季度下降 0.2 个百分点。其中，10 月城镇调查失业率为 5.0%，和 9 月持平，11 月城镇调查失业率继续保持不变，12 月小幅上升至 5.1%。2023 年，不包含在校生的 16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁劳动力调查失业率分别为 14.9%、6.1%、3.9%。

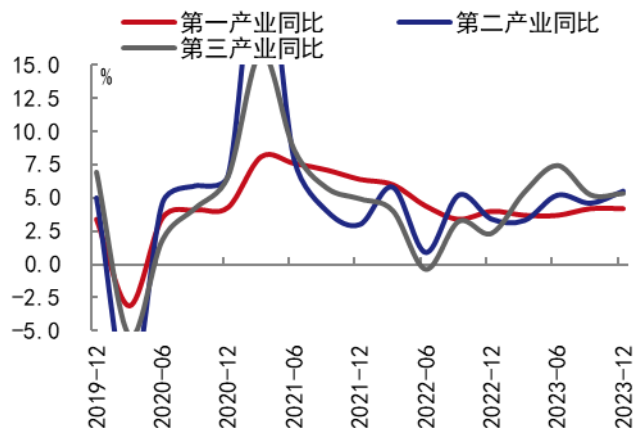
全年 CPI 同比上涨 0.2%，PPI 同比下降 3.0%。CPI 同比增速全年整体呈现下行态势，7 月份和 11 月两次探底，其中 10 月-12 月分别录得-0.2%、-0.5%和-0.3%，总体保持偏弱运行；同期 PPI 当月同比增速先降后升，四季度有所反复，6 月份触及年内低点，其中 10 月-12 月分别录得-2.6%、-3.0%和-2.7%；PPI-CPI 剪刀差 1-6 月持续下行，下半年 PPI-CPI 剪刀差逐步回升。总体来说，CPI 同比增速较低主要受到供应充足、需求较弱以及同期高基数等因素的影响，而 PPI 同比增速在去年高基数、部分行业需求偏弱和国际原油价格下跌等因素的影响下整体震荡下行，全年处在负值区间。

图1 GDP 当季同比和季调环比增速



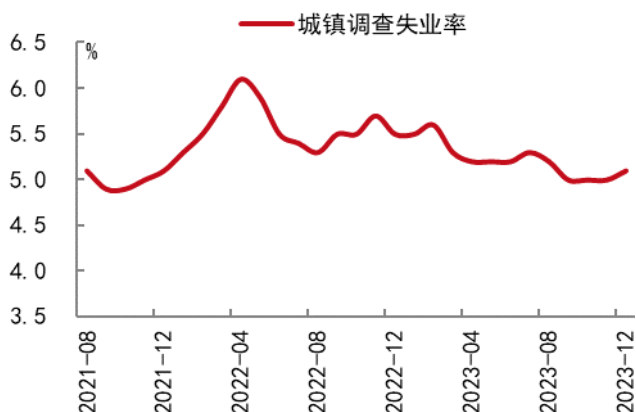
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图2 各产业 GDP 当季同比增速



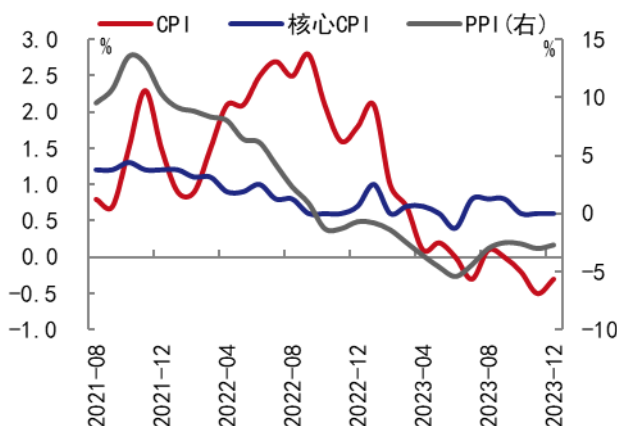
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图3 就业增速情况



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图4 CPI 和 PPI 当月同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元整理

## 2. 供给端，工业生产逐步恢复，服务业回升；需求端，基建投资和制造业投资保持韧性，房地产投资低位运行，消费改善，出口承压

2023 年我国工业生产和服务业稳步修复；固定资产投资平稳增长，其中，基建投资增速和制造业投资增速小幅回落，但均保持较高韧性，是固定资产投资增速上升的主要拉动力；房地产投资在底部徘徊，未见明显改善；消费在基数效应和场景恢复等因素下震荡回升；出口增速为负，四季度有所回暖。2023 年上半年，国内经济在冲击后逐步恢复，经济运行步入正常轨道，在二季度经济动能环比走弱，经济增速在基数效应下同比保持较高增长。下半年经济阶段企稳，积极因素有所增多。

供给端来看，2023 年全国规模以上工业增加值全年同比增长 4.6%，增速比 2022 年上升 1.0 个百分点。

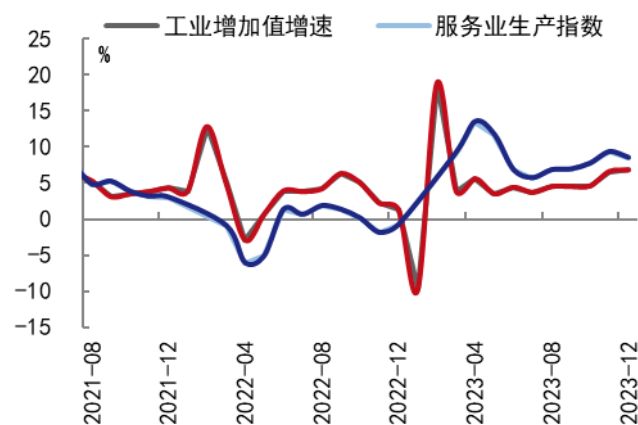
请务必阅读正文之后的免责声明

分三大门类看，采矿业增加值同比增长 2.3%，制造业增长 5.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.3%。分月份看，四季度全国规模以上工业增加值增速温和上升，单月分别上涨 4.6%、6.6%和 6.8%。2023 年服务业增加值同比增长 5.8%，较上年上升 3.5 个百分点。四季度服务业生产指数同比增速保持在高位，单月分别上涨 7.7%、9.3%和 8.5%。

固定资产投资方面，2023 年，全国固定资产投资（不含农户）503,036 亿元，同比增长 3.0%，增速较 2022 年下降 2.1 个百分点。分项中，基础设施投资同比增长 5.9%，较上年增速下降 3.5 个百分点；制造业投资同比增长 6.5%，较上年增速下降 2.6 个百分点，其中高技术制造业投资增长 9.9%；房地产开发投资同比下降 9.6%，降幅较上年收窄 0.4 个百分点，其中全国商品房销售面积同比下降 8.5%，商品房销售额同比下降 6.5%，地产行业仍处调整阶段。整体看，制造业投资和基建投资放缓，但均保持较高增速，支撑固定资产投资增长，房地产投资还在低位徘徊。

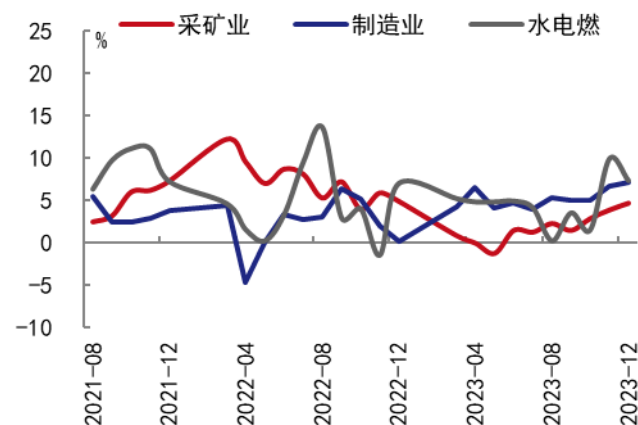
消费方面，2023 年社会消费品零售总额 471,495 亿元，同比增长 7.2%，增速较上年上升 7.4 个百分点。分类型看，商品零售 418,605 亿元，增长 5.8%；餐饮收入 52,890 亿元，增长 20.4%。一季度，线下消费场景陆续恢复，居民消费需求释放，餐饮收入快速增长。二季度消费温和修复，单月季调环比增速平稳波动，同比增速在基数效应下先触顶后趋势回落。三四季度居民消费意愿边际修复，暑期和国庆出行拉动下社零增速稳步回升。具体看，10 月份社会消费品零售总额同比上升 7.6%，11 月份在低基数下同比增速上升至 10.1%，12 月份小幅回落，同比增长 7.4%。

图 5 供给端：工业增加值和服务业当月同比增速



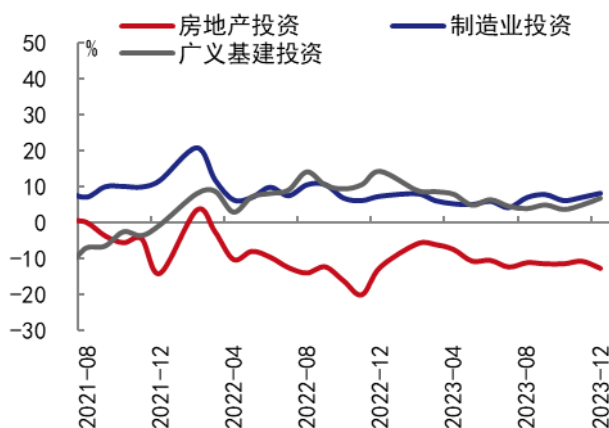
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 6 供给端：部分重点行业工业增加值当月同比



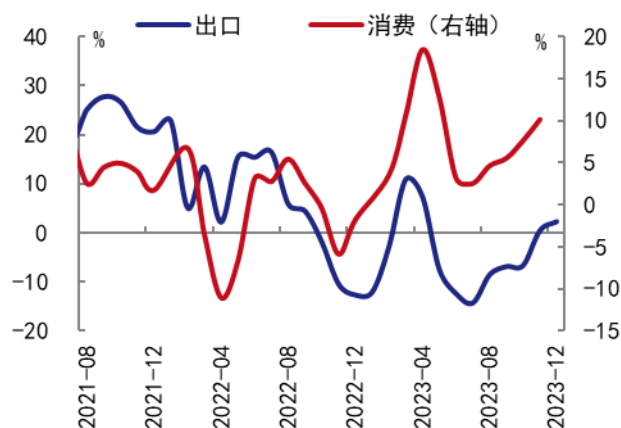
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 7 需求端：投资当月同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 8 需求端：消费和出口当月同比增速



数据来源：Wind 中证鹏元整理

贸易方面，按美元计价，2023 年全年，我国进出口总值 5.94 万亿美元，同比下降 5.0%。其中，出口 3.38 万亿美元，同比下降 4.6%；进口 2.56 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 8,232.2 亿美元。10 月出口同比下降 6.6%，11 月增速由负转正，同比上升 0.5%，12 月增速继续扩大至 2.3%，12 月贸易顺差由去年同期的 690.07 亿美元上升至 753.40 亿美元。2023 年，在欧美等发达经济体需求放缓和产业链转移等因素下，我国出口同比增速转负，但四季度出口增速有所回升，其中新兴国家对我国出口的拉动作用持续增强。分国别来看，2023 年对俄罗斯和非洲的出口同比增速分别为 46.9%和 7.5%，对美国、欧盟的出口同比增速分别为-13.1%和-10.2%。

### 3. 稳健的货币政策精准有力，社融和信贷增长强劲，加大逆周期调节力度，着力扩内需

央行坚持稳中求进的总基调，稳健的货币政策精准有力，尤其是 8 月以来加大逆周期调节力度，着力扩大内需，有效提振信心，推动经济平稳运行。总体看，央行在总量上保持流动性合理充裕，通过两次降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降，加大对经济的支持力度；在结构上延续实施碳减排支持工具等货币政策工具，增加支农支小再贷款、再贴现额度，重启投放 PSL，同时持续优化信贷结构，支持民企、房地产等重点领域，增强经济发展动能。

具体来看，一是保持总量合理较快增长，提升资金使用效率。央行年内两次降准分别释放长期资金超过 5,000 亿元，并通过中期借贷便利超额续作，来弥补缴准缴税、专项债和特殊再融资债券发行等形成的资金缺口，同时继续支持金融机构加强信贷投放力度。全年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 22.75 万亿元，同比多增 1.31 万亿元；社会融资规模增量 35.59 万亿元，比上年同期多 3.41 亿元。12 月末，社会融资规模余额为 378.09 万亿元，同比增长 9.5%。另外，央行要求增强信贷增长的稳定性和可持续性，盘活被

请务必阅读正文之后的免责声明

低效占用的金融资源，提高资金使用效率，防止资金空转。二是发挥利率政策作用，稳步有效激发市场需求。央行在 6 月和 8 月分别降息，同时国有商业银行和股份制商业银行根据市场变化多次主动下调部分期限存款利率，共同推动银行负债成本和实体经济融资成本稳中有降。三是用好结构性货币政策工具，加大对普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱领域的支持，12 月重启 PSL，增大政策对冲力度；同时调整优化房地产金融政策，需求端推出降首付比、降二套房利率下限、降存量房利率等政策，供给端抓好“金融 16 条”落实，加大城中村改造、平急两用基础设施、保障房等“三大工程”建设的金融支持力度。四是应对人民币汇率贬值压力。通过下调外汇存款准备金率、召开外汇市场自律机制专题会议、增发香港央票等措施稳定市场预期，坚决防范汇率超调风险。

#### 4. 积极的财政政策加力提效，重启发行特殊再融资债券，增发万亿国债

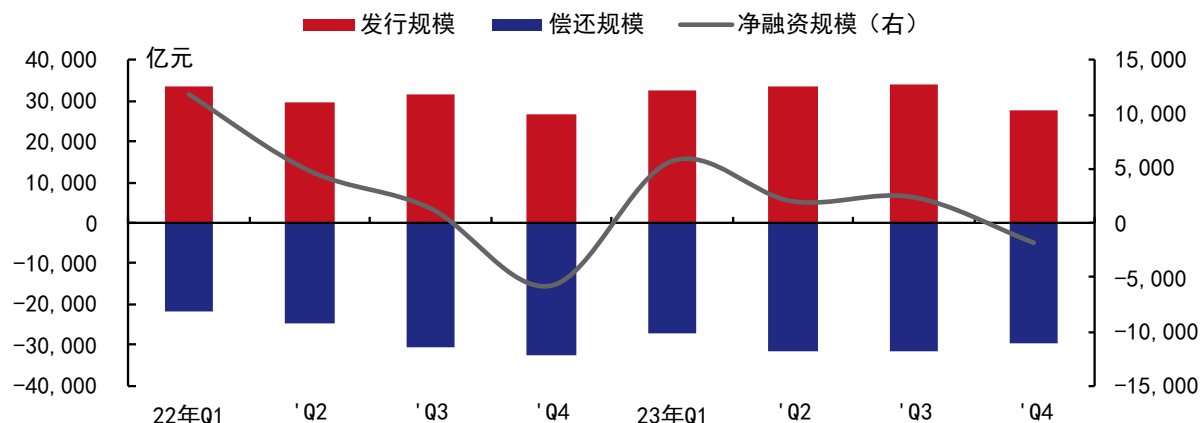
2023 年 1-11 月，全国一般公共预算收入 200,131 亿元，同比增长 7.9%；全国一般公共预算支出 238,462 亿元，同比增长 4.9%，支出强度保持稳定，其中社会保障和就业支出累计同比增速为 9.0%，在支出分项中增速最高。政府工作报告中将财政赤字率拟按 3% 安排，较去年同期上涨 0.2 个百分点；新增专项债券 3.8 万亿元，较去年同期增加 0.15 万亿；四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，主要用于灾后恢复重建、防洪治理工程等 8 个方向，在 2023 年安排使用 5,000 亿元，结转 2024 年使用 5000 亿元，预计财政赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右。专项债方面继续靠前发力，一季度发行加快，二季度发行节奏放缓，三季度基本完成发行。另外，财政政策持续提升政策效能，延续和优化了部分税收优惠政策，增加政策的精准性针对性，尤其是对中小微企业和个体工商户的政策，如减免小规模纳税人增值税、支持居民换购住房有关个人所得税政策、全年一次性奖金个人所得税政策等政策，同时加大对产业的税费优惠政策，包括对于购置期在 2023 年的新能源汽车继续免征车辆购置税、延续对充填开采置换出来的煤炭减征资源税等。在防风险领域，中央推出一揽子化债方案，缓解地方政府财政收支压力，重新启动发行特殊再融资债来降低债务压力，目前已经发行近 1.4 万亿元。

### （二）2023 年信用债市场发行分析

#### 1. 2023 年信用债发行规模保持增长，净融资下降 33%

2023 年，我国非金融企业债券共发行 14,934 只，较 2022 年增长 14.5%，发行规模 12.79 万亿元，较 2022 年增长 5.2%。其中，四季度发行规模发行数量 3,116 只，发行规模 27,547.71 亿元，同比分别增长 12.0% 和 3.5%，环比分别下降 24.8% 和 19.0%。净融资方面，2023 年非金融企业债券净融资 8,143.81 亿元，较 2022 年下降 32.7%，其中四季度呈净偿还 1,826.63 亿元。

图9 2022年-2023年非金融企业债券发行与净融资



数据来源：Wind，中证鹏元整理

## 2. 私募公司债是主要增长品种，企业债券受审核权划转影响降幅较大

分券种看，2023年，交易所私募公司债和银行间中期票据、定向工具品种发行规模均增长。交易所方面，私募公司债是主要增长品种，其发行规模24,058.59亿元，较2022年增长48.8%；公募公司债券发行规模14,497.36亿元，较2022年下降1.7%；企业债券审核权由国家发改委划转证监会影响，发行规模2,007.80亿元，较2022年下降45.5%。银行间债券市场方面，中期票据发行规模29,656.47亿元，较2022年增长5.9%；短期融资券发行规模48,390.16亿元，较2022年下降2.4%；定向工具发行规模7,513.78亿元，较2022年增长11.1%。

表1 2023年非金融企业债券市场发行情况

债券品种	2023年数量 (只)	2022年全年数量 (只)	同比	2023年规模 (亿元)	2022年全年规模 (亿元)	同比
<b>交易所市场</b>	<b>5,303</b>	<b>4,308</b>	<b>23.10%</b>	<b>42,309.41</b>	<b>37,199.21</b>	<b>13.74%</b>
企业债券	269	484	-44.42%	2,007.80	3,681.30	-45.46%
公募公司债券	1,347	1,393	-3.30%	14,497.36	14,741.09	-1.65%
私募公司债券	3,517	2,247	56.52%	24,058.59	16,163.75	48.84%
可转换债券	141	148	-4.73%	1,411.60	2,190.13	-35.55%
可交换债券	29	36	-19.44%	334.06	422.94	-21.01%
<b>银行间市场</b>	<b>9,631</b>	<b>8,738</b>	<b>10.22%</b>	<b>85,560.40</b>	<b>84,329.90</b>	<b>1.46%</b>
短期融资券	5,217	4,986	4.63%	48,390.16	49,565.38	-2.37%
中期票据	3,190	2,654	20.20%	29,656.47	27,999.30	5.92%
定向工具	1,224	1,098	11.48%	7,513.78	6,765.22	11.06%
<b>汇总</b>	<b>14,934</b>	<b>13,046</b>	<b>14.47%</b>	<b>127,869.81</b>	<b>121,529.11</b>	<b>5.22%</b>

请务必阅读正文之后的免责声明



注：1.包括银行间市场、上海交易所、深圳交易所发行债券；2.公募公司债券和私募公司债券，统计时仅包含在交易所发行的债券。

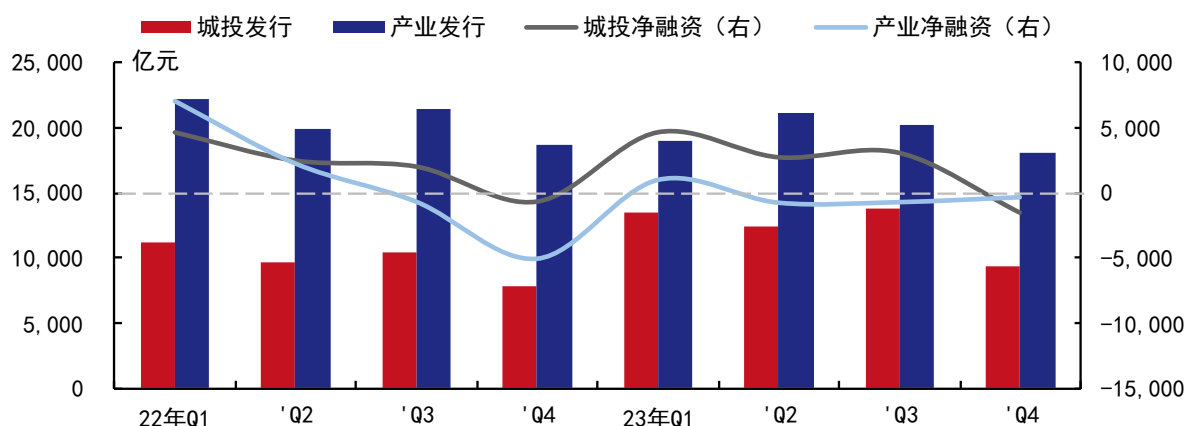
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 3. 城投债净融资小幅增长，产业债转为净偿还，地产债净融资相对稳定

2023年，城投债发行规模4.93万亿元，较2022年增长25.9%，其发行规模占信用债总发行规模比例为38.5%；城投债净融资规模8,925.66亿元，同比增长5.6%，占信用债总净融资比例为109.6%。分地区看，全年城投债全国共21个地区为净融资，9个地区为净偿还。净融资地区中，浙江、江苏、河南、山东的规模较大，分别为1,565.10亿元、1,526.85亿元、1,078.15亿元、1,068.67亿元；湖北、四川、重庆、安徽等地在第二梯队，净融资规模在500-800亿元之间；净偿还地区中，规模相对较大的地区有贵州、广西、甘肃，净偿还规模分别为373.93亿元、166.75亿元、99.60亿元。

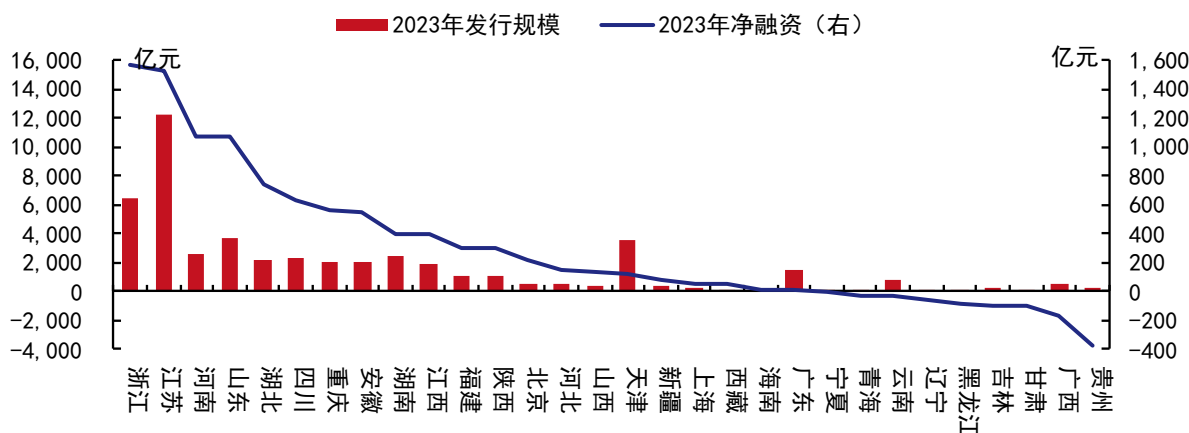
产业债发行与净融资规模均持续收缩。2023年，产业债发行规模7.86万亿元，较2022年下降4.6%，由2022年净融资转为净偿还781.84亿元，且2023年的二、三、四季度均为净偿还，四季度净偿还规模略有收窄。分行业看，共17个行业为净融资，11个行业为净偿还。净融资产业中，综合、建筑装饰、非银金融等行业的净融资规模相对较大，分别为2,041.25亿元、1,427.93亿元、814.04亿元；净偿还行业中，公用事业、采掘、化工等行业的净偿还规模较大，净偿还规模分别为2,315.80亿元、1,186.68亿元、707.02亿元；2023年房地产行业债券发行规模4,271.26亿元，较2022年下降9.1%，净融资规模434.56亿元，较2022年下降3.4%，在融资政策支持下行业净融资水平相对稳定。

图10 2022年-2023年城投债与产业债发行规模与净融资



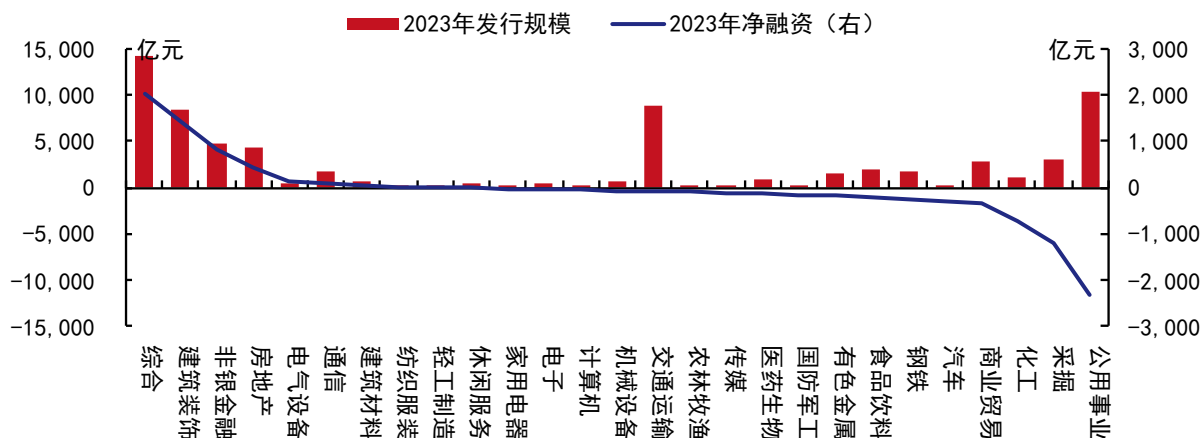
数据来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 2023 年城投债发行与净融资区域分布



数据来源: Wind, 中证鹏元整理

图 12 2023 年产业债发行与净融资行业分布



数据来源: Wind, 中证鹏元整理

#### 4. 民营企业净融资持续为负，民营可转债、中期票据为主要净融资品种

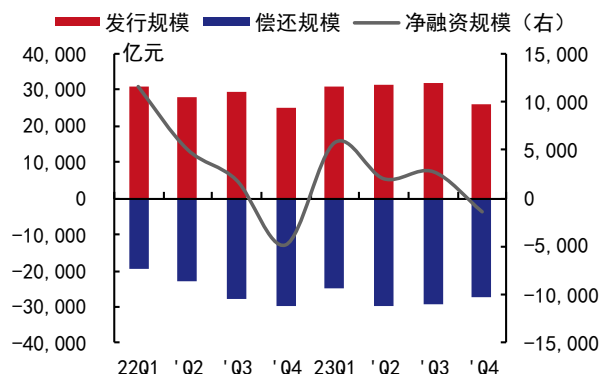
从企业性质看，2023 年民营企业<sup>1</sup>信用债共发行 706 只，较 2022 年下降 6.7%，发行规模 7,423.16 亿元，较 2022 年下降 6.3%，净融资方面延续了 2022 年净偿还的态势，净偿还规模 1,021.67 亿元，但较 2022 年的净偿还 1,594.82 亿元收窄了 35.9%。信用债品种中，民营企业的可转债、中期票据表现为净融入，可转债净融资 47.04 亿元、中期票据净融资 49.77 亿元、可交换债净融资 3.58 亿元，短期融资券、公募公司债、私募公司债、定向工具分别净偿还 263.00 亿元、170.10 亿元、69.69 亿元、32.30 亿元。

2023 年，国有企业信用债共发行 14,228 只，较 2022 年增长 15.8%，发行规模 12.04 万亿元，较 2022 年增长 11.4%；国企信用债券净融资规模 9,165.48 亿元，较 2022 年下降 33.0%。国有企业信用债融资仍主要

<sup>1</sup> 民营企业根据 Wind 统计口径为，非国有企业，即国有企业、地方国有企业和中央国有企业以外的企业类型。

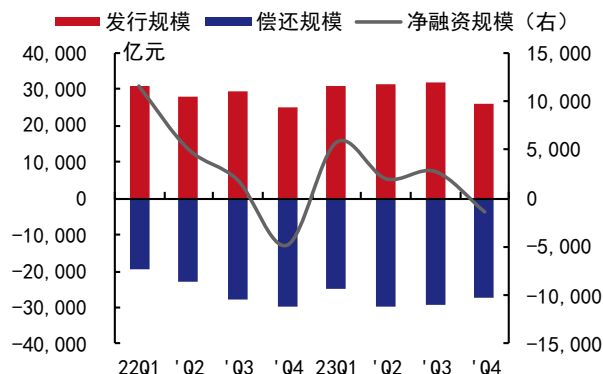
体现在城投债上。

图 13 2022 年-2023 年民营企业净融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14 2022 年-2023 年国有企业净融资情况



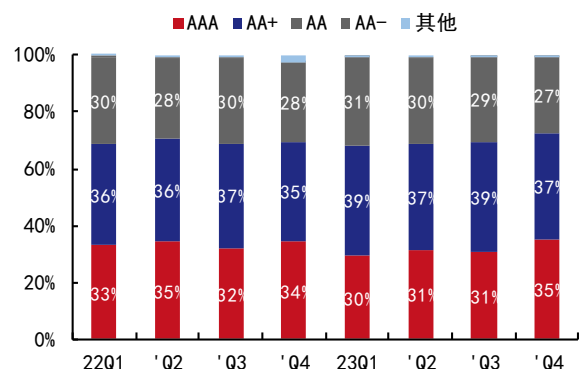
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 5. 信用债发行人主体信用级别分布基本稳定，中高级别占比略有提升，民企主体级别仍呈 AAA 集中趋势

2023 年新发行信用债主体级别分布稳定，中高级别占比略有提升。AA+级以上发行人占比 62.1%，整体较 2022 年上升 1.0 个百分点。具体来看，AAA 级发行人占比 26.2%，较 2022 年下降 0.8 个百分点；AA+级发行人占比 35.9%，较 2022 年上升 1.8 个百分点；AA 级发行人占比 35.9%，较 2022 年度下降 0.3 个百分点，无主体级别的发行人占比较 2022 年下降 0.4 个百分点。

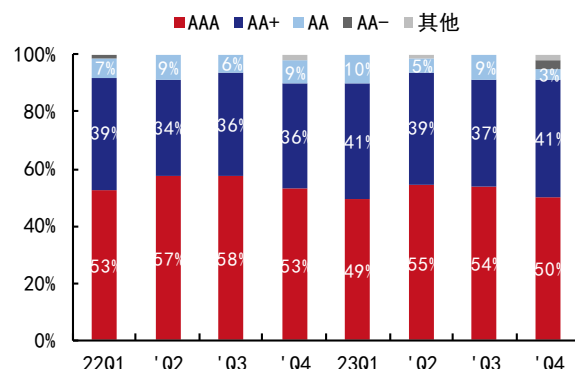
分企业类型看，国有企业方面，AA+级以上主体占比 61.0%，较 2022 年上升 1.2 个百分点；民营企业 AA+及以上主体占比 91.0%，较 2022 年上升 2.2 个百分点，其中 AAA 级民企主体占比上升 6.1 个百分点，AA+级主体占比下降 4.0 个百分点，AA 级主体占比下降 0.6 个百分点。整体而言，2023 年发行主体信用呈进一步向高等级主体 AAA 趋势。

图 15 2022 年-2023 年信用债主体评级分布



注：按发行人数量统计，不含重复发行人；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 16 2022 年-2023 年民企债主体评级分布

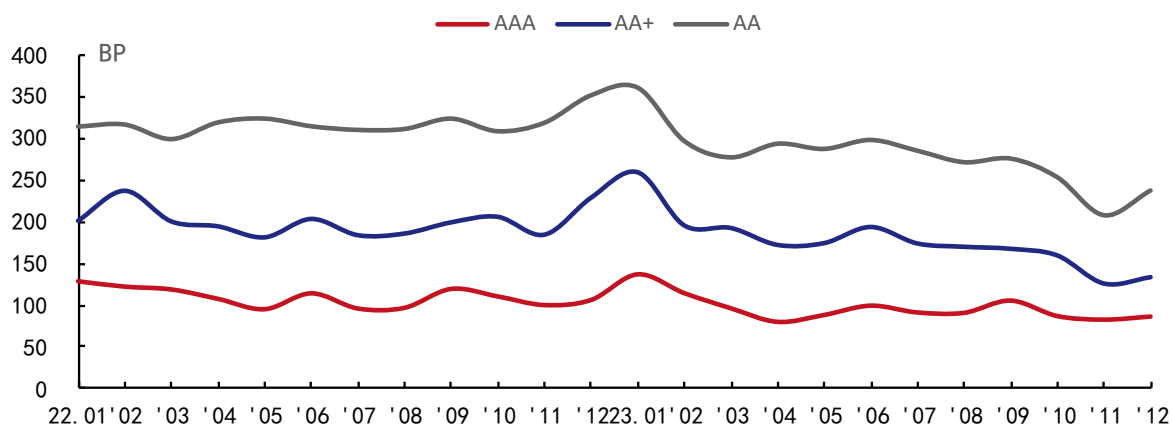


注：按发行人数量统计，不含重复发行人；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 6. 2023 年信用债发行利差全面收窄，下半年受“化债”利好，信用利差进一步收窄

2023 年全年信用债发行利差全面收窄。2023 年上半年，市场对经济预期向平稳修复，利率曲线开始平稳回落，此前市场利率波动带来债券抛售随之降温，带来利差收敛；同时，市场资金供给合理充裕、信用环境宽松，年中各级别信用利差走势平坦化。7 月，中央政治局会议提出制定“一揽子化债”方案防范化解地方债务风险，城投债再次成为“抢购”品种，推动城投债信用利差进一步收窄，带动信用利差整体下行，尤其 AA 级以城投主体为主，受政策利好利差下降加快。10 月底至年末，受经济基本面修复影响，信用债利差随利率债震荡走扩。2023 年 12 月份，AAA 级、AA+级、AA 级中长期限债券（1 年期以上）发行利差分别为 98BP、126BP、240BP，仍处于近 1 年较大利差水平。

图 17 非金融企业类债券发行利差走势情况



注：1.仅统计 1 年期以上无担保债券品种；2.债券类型包括企业债、公募公司债、私募公司债、中期票据、短期融资券和定向工具；

资料来源：Wind，中证鹏元

### （三）2023 年信用债市场信用风险分析

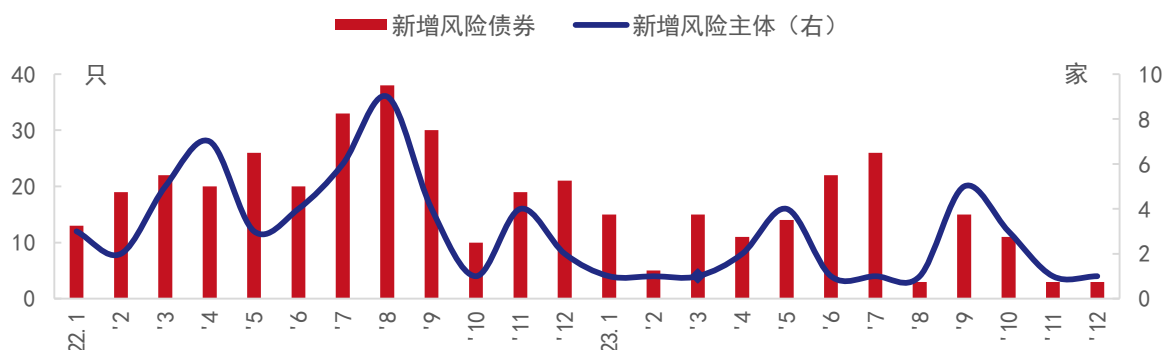
整体来看，2023 年是债券市场信用风险呈现方式转向温和。在政策呵护下，地产企业新增风险主体大幅下降，风险进一步出清，部分主体债务重组推进缓慢。具体来看：

全口径下<sup>1</sup>，2023 年新增风险债券 143 只，同比下降 47.2%，累计金额约 1,145 亿元，涉及 47 家主体；新增风险主体 22 家，风险主体数量同比下降 56%。2023 年风险底隐现，全口径下风险主体占比由 2022 年的 0.85% 下降至 0.38%。从时间看，2023 年风险事件集中在 6、7 月，随着境内各项纾困政策的出台，部分地产企业债务重组计划陆续获得通过，存续债券集中展期，四季度风险边际减弱，新增风险主体 5 家。

从违约类型看，以展期为主。本年实质性违约债券 16 只，展期 113 只，技术性违约 1 只，违反投资者保护性条款（含触发）13 只。展期（含债务重组）比例 79%，维持高位，是当前主要的风险处置方式。

<sup>1</sup> 新增违约债券包括技术性违约、保护条款触发、实质性违约、展期等情形。

图 18 2022 年 1 月-2023 年 12 月新增信用风险债券及主体情况



注：新增违约债券包括技术性违约、保护条款触发、实质性违约、展期等情形；  
数据来源：Wind，中证鹏元整理

表 2 2014 年-2023 年债券市场风险债券统计

风险事件类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
技术性违约	0	1	2	3	5	7	3	2	3	1
实质性违约	7	30	50	24	106	141	115	111	31	16
展期（含债务重组）	0	0	2	3	8	24	42	66	194	113
违反投资者保护性条款（含触发）	0	0	1	3	24	14	4	14	41	13

数据来源：Wind，中证鹏元整理

表 3 2022 年-2023 年信用风险统计

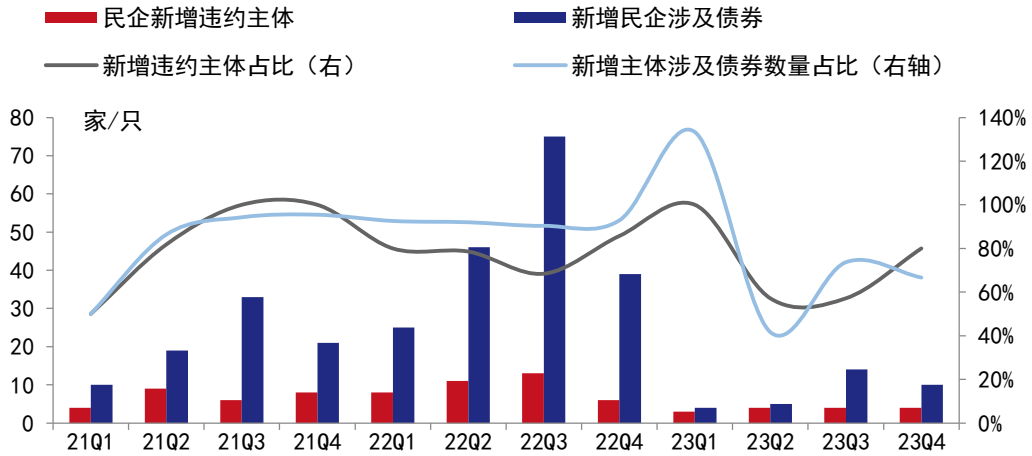
	新增风险主体 (家)	已出险主体 (家)	新增风险债券 (只)
22Q1	10	12	54
22Q2	14	12	66
22Q3	19	22	101
21Q4	7	17	50
23Q1	3	16	35
23Q2	7	18	47
23Q3	7	10	44
23Q4	5	4	17

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从发行人类型看，民营企业信用风险依然是主要风险。新增风险主体中有 15 家为民营企业，占比 68.2%，较上年下降 9.8 个百分点；民营企业风险债券 117 只，占比 81.8%，较上年下降 9.3 个百分点；国有企业新增风险主体 7 家，其中城投公司 1 家。虽然本年新增国有企业占比提升，但仅 2 家进行展期，其余均为保请务必阅读正文之后的免责声明

护性条款违约和技术性违约，部分已加速到期兑付和获得豁免。

图 19 2022 年-2023 年民营企业新增信用风险债券及主体情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

表 4 2023 年信用风险主体属性分布

企业性质	风险主体 (家)	新增风险主体 (家)	新增风险债券 (只)
民营企业	38	15	117
国有企业	9	7	26

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2023 年共有 17 个省发生债券风险事件，其中，新增风险主体分布在 10 个省份（不含境外）。新增风险主体主要分布在广东、上海、江苏等地，主要因为上述地区地产企业较多。

表 5 2023 年信用风险债券地区分布

省份	风险主体 (家)	新增风险主体 (家)	新增风险债券 (只)
广东	9	7	28
上海	6	3	19
浙江	3	1	14
福建	5		13
重庆	1		11
河北	2		10
河南	2		9
北京	4	2	9
江苏	3	3	6
湖北	3	1	6
天津	1		6

省份	风险主体（家）	新增风险主体（家）	新增风险债券（只）
湖南	2	2	6
云南	2	1	2
宁夏	1		1
山东	1	1	1
贵州	1		1
四川	1	1	1
<b>合计</b>	<b>47</b>	<b>22</b>	<b>143</b>

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从债券类型看，新增风险债券中公募公司债违约数量最多，有 58 只，占比 40.6%；资产支持证券 31 只，占比 21.7%，穿透后看，房地产企业债券 23 只。与上年同期相比，资产支持证券占比有所下降；中期票据和私募公司债分别违约 28 只和 20 只，占比分别为 19.6%和 14.0%，交易所品种依然是主要出险品种，合计占比约 77.6%，较上年同期下降 1.4 个百分点；其他债券品种数量较少。

**表 6 2023 年信用风险债券类型分布**

债券类型	新增风险债券（只）	涉及规模（亿元）
公募公司债	58	714.89
资产支持证券	31	142.65
中期票据	28	87.40
私募债	20	181.32
短期融资券	2	10.65
可交换债	2	2.35
定向工具	2	6.05
<b>合计</b>	<b>143</b>	<b>1,145.31</b>

注：部分债券违约规模无公开数据或为保护性条款处置阶段，不在统计范围内

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从新增风险主体初始等级看，AAA 级 8 家，AA+级 7 家，AA 级 6 家，中高评级主体数量占比 63.6%，同比增长 3.6 个百分点；新增风险债券发行级别中 AAA 级和 AA+级分别有 86 只和 22 只，合计占比 75.5%，同比上升 11.5 个百分点，占比维持高位，无债项评级的债券 25 只，占比 18%，主要是私募公司债券。

**表 7 2023 年风险债券初始主体等级分布**

主体等级	新增违约主体（家）	新增违约主体占比（%）	债项等级	新增违约债券（只）	新增违约债券占比（%）
AAA	8	36.4%	AAA	86	60.1%
AA+	6	27.3%	AA+	22	15.4%
AA	6	27.3%	AA	9	6.3%
AA-	0	0.0%	AA-	1	0.7%

请务必阅读正文之后的免责声明

无评级	2	9.1%	无评级	25	17.5%
<b>合计</b>	<b>22</b>	<b>100.0%</b>	<b>合计</b>	<b>143</b>	<b>100.0%</b>

注：部分公司的违约债券涉及评级变动，按靠后发行债券主体级别孰低原则统计；短期融资券和定向工具按主体级别统计  
数据来源：Wind，中证鹏元整理

从上市公司占比看，新增风险主体中包含上市公司 3 家，涉及风险债券 6 只；非上市公司 19 家，涉及风险债券 46 只。上市公司新增风险主体平均出险债券数量依然大于非上市公司。与上年同期相比，新增风险非上市公司占比 86.4%，同比增长 6.8 个百分点。

表 8 2023 年新增风险债券主体上市情况

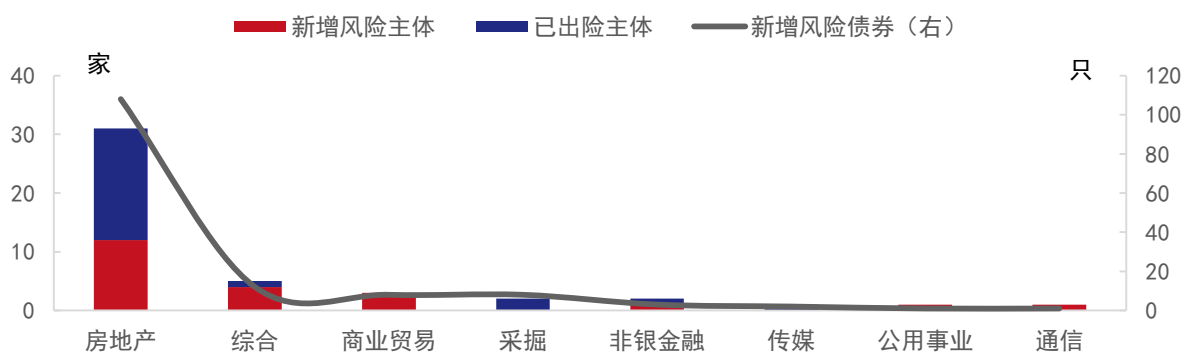
是否上市	风险主体（家）	风险债券数量（只）	新增风险主体（家）	新增风险主体债券（只）
上市公司	9	32	3	6
非上市公司	38	111	19	46
<b>合计</b>	<b>47</b>	<b>143</b>	<b>22</b>	<b>52</b>

注：包括违约后退市样本数据

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从行业看，风险债券主体涉及 8 个行业，主要分布在房地产行业，新增风险主体 12 家，风险债券数量 108 只，占比分别为 54.5%和 75.5%。与上年同期相比，房地产行业新增风险主体数量同比下降 55.6%，行业风险进一步出清缓释。

图 20 2023 年风险债券行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2023 年退市、清盘风险频发，尤其是地产企业。截至 2023 年末，境内共有 8 家退市，分别是阳光城、泰禾、嘉凯城、中天金融、蓝光发展等，境外市场中新力控股集团、南海控股、嘉年华国际已退市摘牌。此外，境外主体清盘风险提升，2023 年嘉世国际（阳光城境外发债主体）、新力控股、佳源国际相继收到法院清盘令，其中佳源国际提起上诉。退市、清盘风险，将提升企业债务重组难度。整体看，在地产新政的利



好下，企业债务重组有望进一步提速。

## 二、2024 年信用债市场待偿还情况分析

### （一）2024 年信用债待偿情况

截至 2023 年 12 月末，2024 年非金融企业信用债总待偿还规模预计为 12.32 万亿元，其中债券到期规模预计 10.31 万亿元、提前兑付预计 1,953.39 亿元、回售预计 1.81 万亿元。不考虑短期融资券，中长期债券待偿规模预计约 7.48 万亿元，较 2023 年增长 6.4%。

分券种看，2024 年交易所私募债、中期票据、定向工具等品种的偿付规模较 2023 年增长。2024 年，交易所的公募公司债券待偿还规模预计 1.36 万亿元、较 2023 年下降 3.1%，私募公司债券待偿还规模预计 1.91 万亿元，较 2023 年增长 9.9%；企业债券待偿还规模预计 4,057 亿元，与 2023 年基本持平。银行间方面，中期票据和定向工具待偿还规模预计分别为 2.84 万亿元、0.88 万亿元，较 2023 年分别增长 12.8%、10.9%。

表 9 2024 年信用债市场待偿概况（单位：亿元）

债券类型	2024 年				2023 年总偿还规模	总偿还规模增长率
	2024 年到期规模	提前兑付规模	回售预计	合计		
<b>交易所市场</b>	<b>23,915.85</b>	<b>1,877.15</b>	<b>11,744.76</b>	<b>37,537.76</b>	<b>37,133.62</b>	<b>1.1%</b>
企业债券	1,685.57	1,525.56	846.11	4,057.24	4,091.62	-0.8%
公募公司债	9,516.46	9.50	4,108.70	13,634.67	14,073.06	-3.1%
私募公司债	11,970.78	342.03	6,789.94	19,102.75	17,375.61	9.9%
可转债	297.86	0.07	0.00	297.93	1,095.83	-72.8%
可交换债	445.18	0.00	0.00	445.18	497.49	-10.5%
<b>银行间市场</b>	<b>79,195.79</b>	<b>76.24</b>	<b>6,351.22</b>	<b>85,623.25</b>	<b>82,628.41</b>	<b>3.6%</b>
短期融资券	48,390.16	0.00	0.00	48,390.16	49,487.76	-2.2%
中期票据	24,536.69	64.64	3,809.90	28,411.24	25,182.39	12.8%
定向工具	6,268.94	11.60	2,541.32	8,821.85	7,958.27	10.9%
<b>合计</b>	<b>103,111.63</b>	<b>1,953.39</b>	<b>18,095.98</b>	<b>123,161.01</b>	<b>119,762.04</b>	<b>2.8%</b>

注：2024 年短期融资券待偿规模按 2023 年发行规模预计；回售权行权率按 2023 年 63.1%行权率计算。

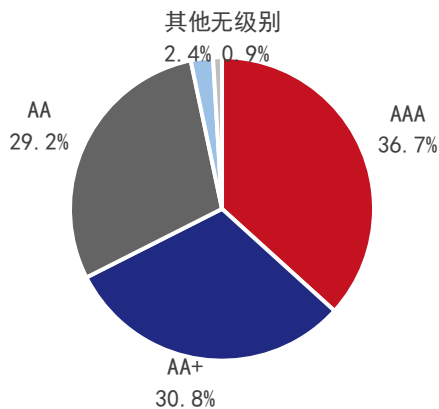
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## （二）2024 年待偿债券特征

### 1. 待偿债券主体评级以 AA+级以上为主，低主体评级到期债券占比有所增加

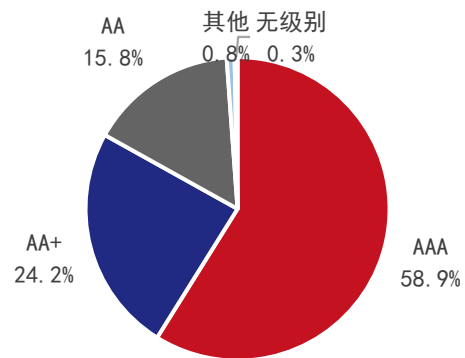
截至 2023 年 12 月末，2024 年待偿还<sup>1</sup>非金融信用债主体 3,268 家，主体评级仍以 AA+级以上级别为主，共 1,692 家，占比 51.8%。待偿还债券中，AAA 级、AA+级、AA 级主体的债券数量分别为 3,769 只、3,161 只、2,992 只，待偿还规模预计为 45,240 亿元、18,610 亿元、12,108 亿元；主体评级在 AA 级（含）以下及无评级债券数量 3,331 只（1,576 家），待偿还规模预计 12,988 亿元，占比分别为 32.5%和 16.9%，较全年分别上升 2.8 个百分点和 2.3 个百分点。此外，进入回售期的存量债券中，主体评级在 AA 级（含）以下及无评级的存量债券 1,157 只、存量规模 6,550.38 亿元。

图 21 2024 年待偿还信用债主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 22 2024 年待偿还信用债主体等级分布



注：按债券规模统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

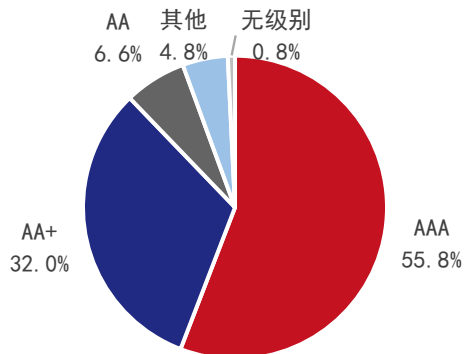
### 2. 非国有企业债券待偿还压力减弱，低等级债券占比下降

2024 年，非国有企业债券总体待偿规模预计为 7,708 亿元，占总待偿规模的 6.3%，其中到期规模和提前兑付规模合计 7,009 亿元、回售规模预期 699 亿元。与 2023 年相比，2024 年非国有企业债券总待偿规模下降 8.8%，其偿债压力减弱。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，主体 AA 级（含）以下和无评级债券数量共 48 只（39 家），待偿规模 282 亿元，占比分别为 12.2%和 9.5%，较 2023 年进一步下降 2.2 个百分点、上升 1.4 百分点。进入回售期的非国有企业债券存量债券共 123 只、存量债券规模 1,109 亿元，其中主体 AA 级（含）以下债券以及无评级债券 30 只，占比 24.4%，存量规模 248 亿元，占比 22.4%。非国有企业待偿的低等级主体债券占比持续下降，一定程度上表明非国有企业债券的整体风险水平相对下降。

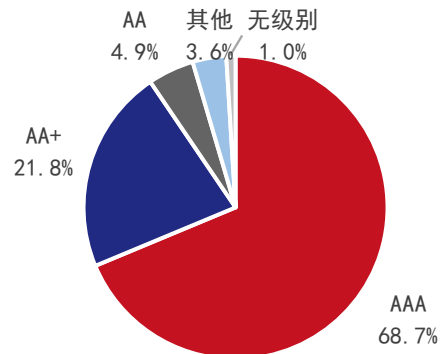
<sup>1</sup> 本节待偿还债券仅包括到期和提前偿还，不包括回售和赎回债券。

图 23 2024 年待偿还非国企债券主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 24 2024 年待偿还非国企债券主体等级分布



注：按债券规模统计，不包括回售债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

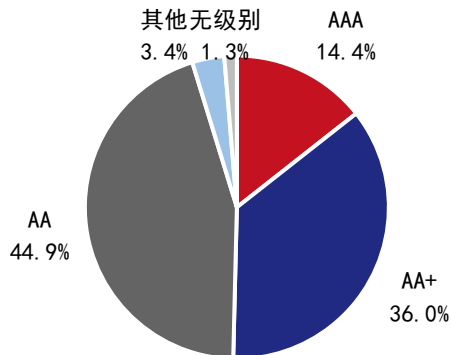
### 3. 城投债偿债压力略增，低评级主体债券仍过半，江苏、浙江、山东、天津、湖南等地待偿规模靠前

城投债方面，2024 年总体待偿债券规模预计约 4.11 万亿元，其中到期规模和提前兑付规模预计 2.98 万亿元、回售规模预期 1.13 万亿元，与 2023 年相比，2024 年城投债券预计待偿规模增长 2.1%。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，城投债较低主体级别占比仍大。主体级别在 AA 级（含）以下以及无评级的城投债券数量 2,952 只（1,366 家），占比 49.6%，较 2023 年上升 0.2 个百分点，待偿规模预计 1.10 万亿元，占比 34.5%，该占比较 2023 年下降 0.7 个百分点。进入回售期的债券方面，存量城投债券共 2,499 只、存量规模 1.79 万亿元，其中主体 AA 级（含）以下债券以及无评级债 964 只，数量占比 38.6%，存量规模 5,425 亿元，占比 30.3%。

地区分布方面，江苏、浙江、山东、天津、湖南等地待偿规模位居前列。2024 年，江苏待偿规模预计 1.06 万亿元、浙江待偿规模预计 5,614 亿元、山东待偿规模预计 3,343 亿元、天津待偿规模预计 2,697 亿元、湖南待偿规模预计 2,430 亿元；河南、重庆、四川、江西、湖北、安徽的待偿规模在 1,000-2,300 亿元之间，陕西、广东、福建、云南、贵州的待偿规模在 500-1,000 亿元之间。

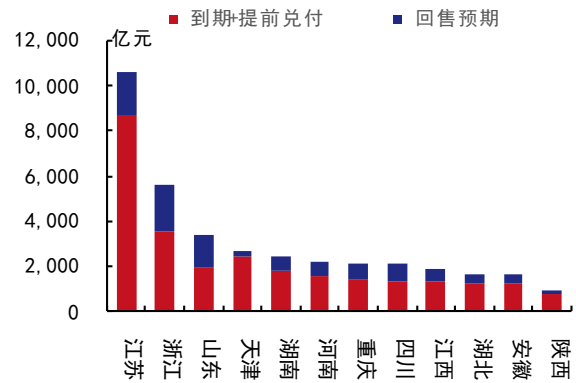
图 25 2024 年待偿还城投债主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 26 2024 年待偿还城投债地区分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

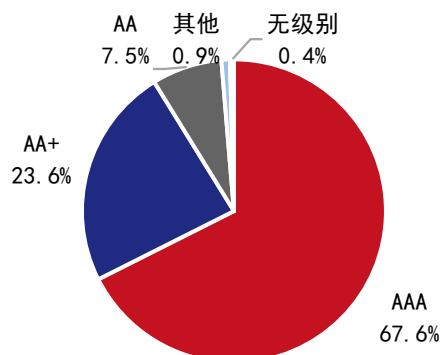
#### 4. 产业债待偿规模小幅增长，部分房企仍面临一定偿付压力

产业债方面，2024 年总体待偿债券规模预计约 8.20 万亿元，较 2023 年的总偿还规模增长 3.2%，其中到期规模和提前兑付规模预计 7.52 万亿元、回售规模预计 6,788 亿元。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，低主体级别债券占比稳定。主体级别在 AA 级（含）以下的以及无评级的产业债券数量 379 只（210 家），占比 8.8%，较 2023 年下降 0.1 个百分点，待偿规模预计 1,969 亿元，占比 4.4%，较 2023 年上升 0.4 个百分点。进入回售期的债券方面，存量产业债券共 1,114 只、存量债券规模 1.08 万亿元，其中主体 AA 级（含）以下债券和无评级债券共 193 只，数量占比 17.3%，存量规模 1,126 亿元，占比 10.5%。

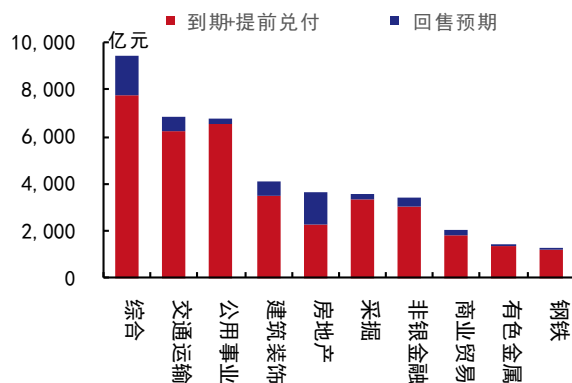
行业分布方面，综合、交通运输、公用事业、建筑装饰、房地产等行业待偿规模预计位居前列。2024 年，综合行业待偿规模预计 9,405 亿元、交通运输待偿规模预计 6,822 亿元、公用事业待偿规模预计 6,747 亿元、建筑装饰待偿规模预计 4,071 亿元、房地产行业待偿规模预计 3,655 亿元。2024 年，到期地产债中，涉及民营房企 25 家、待偿规模预计 440 亿元，地方国营房企 47 家、待偿规模预计 1,092 亿元，考虑当前房企去化偏弱，融资渠道仍然偏紧，一部分房地产企业仍面临一定偿付压力。

图 27 2024 年待偿还产业债主体等级分布



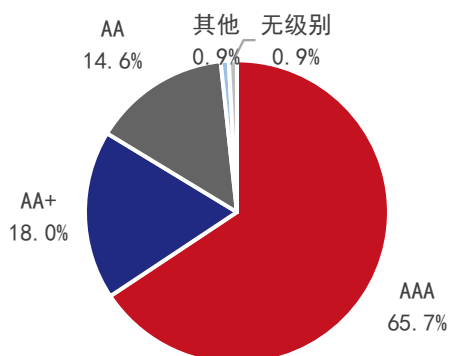
注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 28 2024 年待偿还产业债行业分布



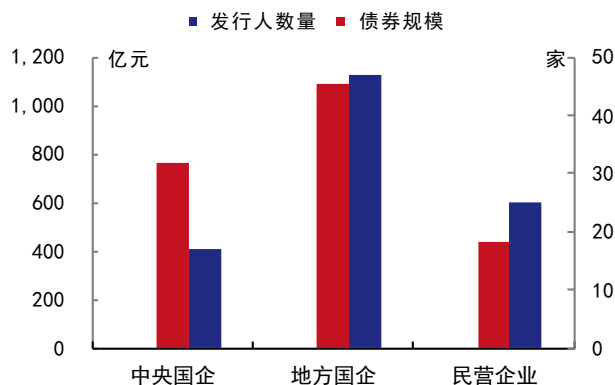
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 29 2024 年待偿还房地产主体等级分布



注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 30 2024 年待偿还房地产企业类型分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 三、2024 年信用债市场展望

#### (一) 经济内生动能将不断增强，GDP 增速目标预计在 5%左右，着力推动高质量发展

当前我国正处于高质量发展和产业转型升级的关键期，基于 2035 年的远景目标和我国经济的潜在增长水平，2024 年是“十四五”规划承上启下的关键一年，预计 GDP 增速目标或仍在 5.0%左右。物价水平仍偏低，结构性就业压力好转，高质量发展的同时需要保持合理的经济增速，这在一定程度上有利于稳定预期和提振发展信心。从内外部环境来看，形势仍然复杂严峻，全球经济复苏波折，地缘政治冲突不断，大国博

弈，不安全因素明显增多，重点关注美国降息开启的时点和变化。国内有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，居民收入预期和信心有待提升，企业经营活力不够，经济内生循环有待持续畅通。

供需两端结构方面，从生产端看，工业生产稳步增长，2024 年企业有望开始补库存，企业盈利迎来修复，服务业持续复苏尤其是出行和接触类服务改善空间较大。外需方面，出口震荡上行，不可忽视 RCEP 生效、一带一路、东盟和俄罗斯等对我国出口的支撑；内需方面，2024 年的重点工作仍是促消费，消费受限于收入增长，重点是关注消费改善的高度和持续性，更大力度和积极的促消费政策要及时靠前推出；基础设施投资是明年经济的另一个重要抓手，万亿增发国债落地，关注发行特别国债的可能性；制造业投资维持韧性，地产投资预计小幅改善但难言乐观。

信用市场环境方面，经济基本面延续修复，宏观政策总体维持宽松，流动性合理充裕，信用债资产荒的格局难改。金融保持严监管的高压态势，防范和化解风险仍是重点工作，警惕黑天鹅和灰犀牛事件。继续毫不动摇支持民企发展，民企发债融资有望小幅增长。

## （二）宏观政策以进促稳，先立后破，实施“宽财政+稳货币”

中央经济工作会议指出，坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策，在转方式、调结构、提质量、增效益上积极进取，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。强化宏观政策逆周期和跨周期调节，加强政策工具创新和协调配合，注重宏观政策取向一致性评估，关注今年将召开的三中全会。

财政政策方面，适度加力，提质增效。一是保持适度的支出规模，财政赤字率预计在 3.2%-3.5%左右，中央加杠杆是趋势，关注发行超长期特别国债的可能性；二是继续落实好地方政府专项债券这个重要抓手，预计新增专项债规模在 3.8-4 万亿左右，同时不断扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围；三是持续指导地方政府做好一揽子化债工作，特殊再融资债有望延续发行，在不增加赤字的情况下，有利于减轻地方政府债务压力；四是优化结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展，把政策用足用活、落实落细，该优化的优化，该减免的减免，该延续的延续。严肃财经纪律，增加中央对地方转移支付。

货币政策方面，灵活适度、精准有效。保持流动性合理充裕，防止资金空转和淤积，提升资金活力，社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。把握逆周期和跨周期调节力度，平衡信贷投放，节奏平稳，着力宽信用，巩固经济回升向好态势。发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，降息降准可期，结构性货币政策大有可为。盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向，这对支撑经济增长同等重要。防止汇率超调风险，保持双向均衡波动。

### （三）城投债务“化存”和“遏增”齐头并进，分化加剧，下沉资质仍需谨慎

2024年，城投债政策面将坚持严守地方政府债务风险主线，“化存”和“遏增”齐头并进。

一是，严守风险底线，风险管理和防范加强。2024年1月16日，习近平总书记在省部级主要领导干部推动金融高质量发展专题研讨班开班式上发表重要讲话中再次强调“要着力防范化解金融风险特别是系统性风险。”2023年中央经济工作会议以及各省财政工作会议均重点强调防范化解地方债务风险，守住不发生区域性、系统性风险底线等内容。多个地方政府成立政府化债基金，可以有效防范区域流动性风险。河南、重庆、湖南、江苏、内蒙古、四川等地多个市县表态加强部署落实“631”债务防控机制等。

二是，“一揽子化债”下，债务置换推进，或新增特殊再融资债券。第一轮特殊再融资债券发行完毕，累积发行规模1.39万亿元。随资金到账，各省将加大对高息城投债务的清理置换力度，包括加大提兑付债券、推动定融置换、降低非标融资占比和成本等措施。2024年仍有大规模城投债券到期，加上预期回售规模，总体偿付规模预计约4.1万亿元，较2023年略有增长。在土地收入不明朗的环境下，城投债兑付压力仍大，仍需要政策持续发力缓释城投债兑付压力，新一轮“特殊再融资”可期。本轮特殊再融资债券额度来源于2018年及以前年度形成的结存限额，根据财政部数据显示，2018年末全国地方政府债务限额与余额的差值约2.5万亿元，意味着在未来仍有约1.1万亿元的特殊再融资债券额度空间。当前除已发行特殊再融资债券的地区外，更多市县正在积极争取隐债置换额度，置换区域范围也可能从此前的高风险区域扩大至中等风险区域。

三是，“遏增”方面，城投债政策维持融资紧平衡，难再收紧。2023年四季度，国办发35号文、交易商协会和交易所均再度收紧城投债融资。根据当前城投债融资新规，城投债资金使用范围基本只限于借新还旧，新增融资发债较难，仅极少数优质地区的城投能够新增融资；12个重点省份和区县级城投则是重点控制债务规模区域。城投债新规下，四季度的发行规模环比已大幅下降，交易所城投债终止数量创2022年以来新高。预计城投债融资将延续2023年9月以来的相关政策，维持融资紧平衡的状态，也难再进一步收紧。此外，企业债划归交易所后，低行政层级、弱资质城投发行困难将加剧。

因此，在城投债融资与发行上，城投债“化债”置换，加上城投债规模新增受到严格限制，城投债的净融资规模将较2023年下降，但2024年城投到期规模增长仍大量的再融资需求，综合而言，2024年城投债总体供给仍将保持小幅增长，但融资分化加剧。一是级别分化，城投债融资主要增量向资质较好的地市级城投集中，区县级城投的净偿还规模或进一步扩大；二是区域分化，沿海发达经济省份将是城投新增融资的主力，其他地区尤其是高风险区域发行和净融资或均出现缩量。在防范化解地方债务背景下，城投债短期风险大大降低，城投债信用利差收窄，无论一二级市场，高收益城投债供给将大幅减少，需求远大于供给，“资

产荒”现象持续加剧。城投债短久期信用下沉的主流策略，城投债仍是抢配品种。利差表现上，AA 级和 AA+ 级城投信用利差进一步收窄，AAA 级城投长期处于低利差水平位置，利差下行空间有限。从中长期看，城投债仍存在一定不确定性的，投资者出于风险规避，中低等级的长期限城投债发行仍相对困难，利差相对较高。但仍需注意的是，城投标债的短期风险降低，但尾部的非标、商票逾期或违约风险仍然存在，相关负面事件可能会对二级市场带来一定扰动。

#### （四）房地产限制政策大幅解绑，持续化解风险，重点是三大工程建设

当前我国房地产市场供需格局发生变化，各地因城施策政策进一步优化，全国层面实施首套房商贷“认房不认贷”，降低存量首套房贷利率，2024 年地产松绑政策仍将继续，且力度将会持续加大，一系列限制政策都有望得到松绑，需求端主要包括限购限贷的放松、公积金贷款政策优化、加大人才引进和户籍制度改革等，预计短期仍是脉冲修复；供给端要持续做好保交楼工作，房企的债务风险仍在不断出清。推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”，这是党中央根据房地产发展新形势作出的重大部署，也是 2024 年和今后一个时期的重点任务，有利于构建房地产发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。在“三大工程”助力下，地产销售和投資有望止住下滑趋势，因房企风险隐患仍存在，居民购房需求和意愿已不可同日而语，实际效果有待观察，总体难言乐观，政策进一步聚焦化风险和防止风险外溢。重点把握三大工程建设的进展，关注长租房市场的发展，房企参与公募 REITs 比如发行保障房 REITs 和消费基础设施 REITs，进一步缓解现金流压力，为房企带来新增的业务发展点。



## 免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

---

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

---

**深圳**

地址：深圳市深南大道 7008 号  
阳光高尔夫大厦(银座国际)三  
楼

邮编：518040

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

**北京**

地址：北京市朝阳区建国路世  
茂大厦 C 座 23 层

邮编：100022

电话：010-66216006

传真：010-66212002

**上海**

地址：上海市浦东新区民生路  
1299 号丁香国际商业中心西塔 9  
楼 903 室

邮编：200120

总机：021-51035670

传真：021-51035670

**湖南**

地址：湖南省长沙市雨花区湘  
府东路 200 号华坤时代 2603

邮编：410000

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

**江苏**

地址：南京市建邺区江东中路  
108 号万达西地贰街区商务区  
15 幢 610 室

邮编：210000

电话：025-87781291

传真：025-87781295

**四川**

地址：成都市高新区天府大道  
北段 869 号数字经济大厦 5 层  
5006 号

邮编：610000

电话：028-89102569

**山东**

地址：山东自由贸易试验区济  
南片区经十路华润中心 SOHO  
办公楼 1 单元 4315 室

邮编：

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

**陕西**

地址：西安市莲湖区桃园南路 1  
号丝路国际金融中心 C 栋 801  
室

电话：029-88626679

传真：029-88626679

**香港**

地址：香港中环皇后大道中 39  
号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室

电话：+852 36158343

传真：+852 35966140