



企业债券市场月报分析
(2023 年报)

2024 年 01 月 22 日

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

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众账号。



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。

改革落地,企业债择善而从——2023 年企业债市场回顾与展望

主要内容:

市场概况: (1) **发行概况:** 2023 年累计发行 269 只企业债,发行规模合计 2,007.80 亿元,较上年同期分别下降 44.4%和 45.5%。同期,交易所品种发行规模同比增长 20.2%,主要集中在私募公司债;银行间品种发行规模同比增长 1.5%。整体看,企业债下半年受审批管理权移交影响,全年发行延续收缩。企业债规模在全信用债市场的占比为 1.6%,较上年末下降 1.5 个百分点。(2) **净融资情况:** 2023 年企业债净偿还为 2,083.82 亿元,较上年同期净偿还规模增加 911.26 亿元。此外,有 8 只企业债取消发行,其中 5 只已择期发行。从地区分布看,2023 年实现净融资地区有 3 个,另有 26 个省份净融资为负。与上年同期相比,有 9 个省份净融资由正转负,19 个省份净融资连续两年均为负。

市场分析: (1) 浙江发行规模最大,河北、安徽发行规模同比涨幅较大。(2) 企业债以 7 年期品种为主,3 年期规模占比小幅上升。(3) 高级别债券占比上升,AAA 级和 AA 级主体占比上升,且以新主体为主。(4) 企业债增信比例为 65.4%,低级别增信至 AAA 的比重大幅上升;专业担保公司担保规模占比 84%,增长 7.7 个百分点。(5) 创新品种发行 83 只,占比下降,小微增信集合债保持发行强度;创新品种增信比例大幅提升。(6) 企业债主要用于产业园、安居工程,轨道交通、小微企业转贷、农业相关和文旅体育领域降幅较小。(7) 中天风证券企业债券承销规模最大,前十大承销机构仅国元证券承销规模同比增长。(8) 存续申报项目进入二次审核意见反馈,涉隐项目或劝退;新受理企业债 95 只,仅 9 只通过审核。

二级市场: (1) 成交量。2023 年二级市场成交量 19,669.36 亿元,同比下降 4.8%。(2) 二级市场利率利差。企业债主要级别期限品种平



均收益率主要呈现前高后低，短期限品种均值上行为主，各品种到期收益率分位数从上年末的高位回落。2023 年内企业债二级市场收益率呈现下行、利差收窄趋势。市场在收益和风险之间做出平衡，依然偏好中短期高级别品种，但与上年相比，期限有所拉长，主体有所下沉。

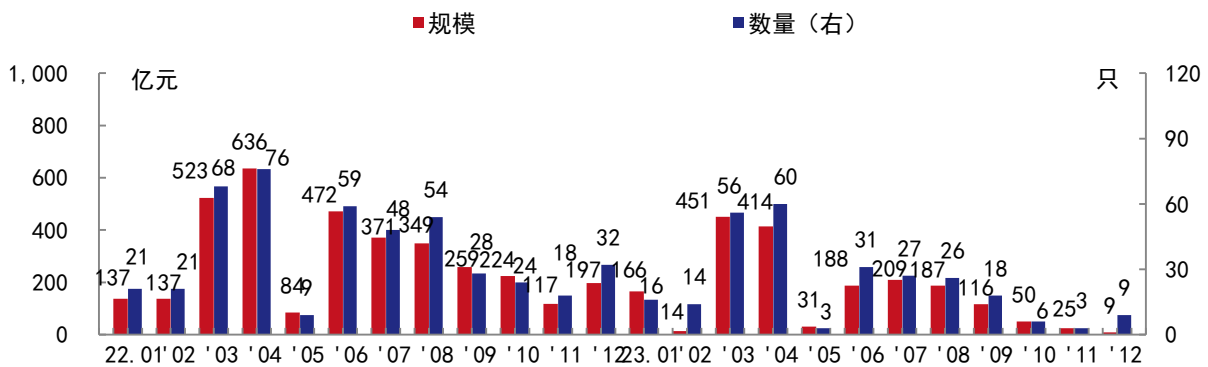
政策回顾：2023 年 3 月发布《国务院机构改革》明确企业债发行审核监管职责划转证监会管理后，4 月证监会、发改委发布《关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排》，明确 6 个月过渡期。10 月 20 月，证监会发布《关于企业债券过渡期后转常规有关工作安排的公告》及相关文件，全面将企业债纳入公司债券法规体系，和公司债接受统一管理，原有公司债制度同步借鉴企业债的部分制度进行调整，增加对募集资金用途管理和重点资产、应收账款的核查等。

展望：第一，企业债偿还规模下降，待回售规模增长；隐性债务化解或继续推动提前兑付，发行人与持有人的博弈加强；低级别主体净融资或继续下降，偿债压力犹存。第二，加大对国家重大战略项目的融资支持，提高对产业类主体的融资支持。第三，2024 年存续申报项目或优先无隐债主体和创新品种；新受理企业债或以产业类国有企业为主。2024 年企业债将呈现逐步新的面貌，更多的政策细节将逐步确定。短期，城投公司发行企业债融资难度与公司债基本一致，随着隐债化解工作的推进，后续融资政策或进一步调整。长期看，产业类主体是企业债未来的主要类型，城投公司转型压力进一步加大。

一、企业债市场概览

2023年累计发行269只企业债，发行规模合计2,007.80亿元，较上年同期分别下降44.4%和45.5%，同期，交易所品种发行规模同比增长20.2%，主要集中在私募公司债；银行间品种发行规模同比增长1.5%。整体看，企业债下半年受审批管理权移交影响，全年发行延续收缩。企业债规模在全信用债市场的占比为1.6%，较上年末下降1.5个百分点，交易所市场占比31.5%，银行间市场占比66.9%，较上年末分别上升3.9个百分点和下降2.5个百分点。2023年，企业债市场未发生实质性违约。

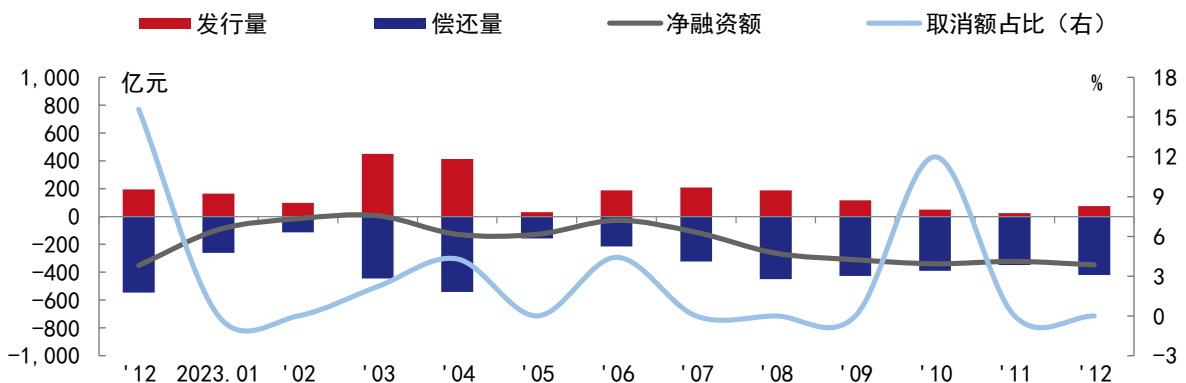
图1 2022年1月-2023年12月份企业债券发行情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从净融资情况来看，2023年企业债总发行规模2,007.80亿元，总偿还规模4,091.62亿元，最终表现为净偿还2,083.82亿元，较上年同期净偿还规模增加911.26亿元。整体看，2023年企业债融资收缩明显。此外，2023年有8只企业债取消发行，原计划发行规模42.10亿元，其中5只已择期发行。

图2 2022年12月-2023年12月份企业债券净融资和取消发行情况



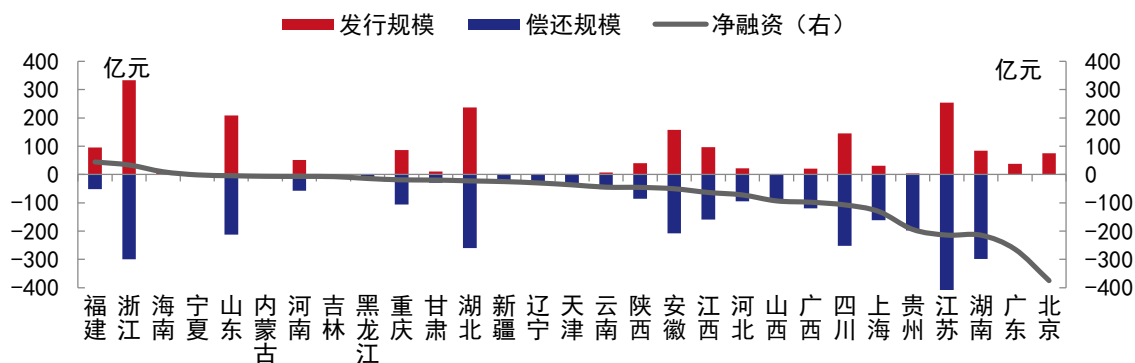
注：总偿还量包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量

资料来源：Wind，中证鹏元整理

请务必阅读正文之后的免责声明

从地区分布看，2023年，考虑偿还后实现净发行的地区有3个，其余均为净偿还。其中，福建、浙江和海南净融资分别为53.44亿元、65.75亿元和9.60亿元。另有26个省份净融资为负，其中净偿还规模较大的分别是北京、广东、湖南、江苏，净偿还规模在200亿元以上；其次是贵州，本年偿还规模194.18亿元，仅发行3.8亿元。此外，宁夏、内蒙古、黑龙江、吉林、辽宁、天津和山西本年未新发企业债，但偿还规模较小。与上年同期相比，2023年净融资持平或增加的有9个省份；净融资下降的有19个省份，其中山东和河南净融资由正转负，分别为净偿还4.33亿元和净偿还6.87亿元，其余省份连续2年表现为净偿还，其中广西和上海净偿还规模增长1.5倍。

图3 2023年企业债券净融资主要地区分布



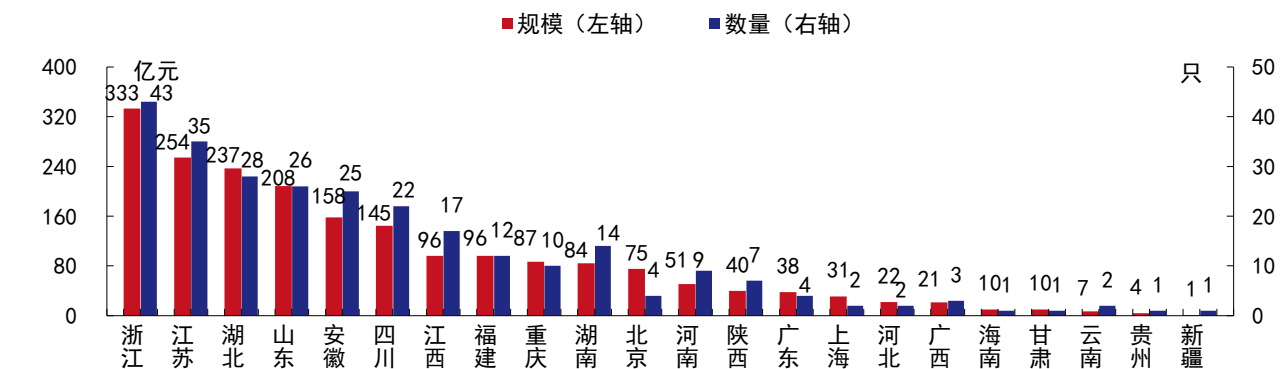
注：总偿还规模包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量；资料来源：Wind，中证鹏元整理

二、市场分析

（一）浙江发行规模最大，河北、安徽发行规模同比涨幅较大

2023年，共有22个省份发行企业债，发行集中度相对较高。其中，浙江发行332.95亿元，占比16.6%；其次是江苏，发行254.20亿元，占比12.7%；湖北和山东发行规模分别为236.80亿元、208.10亿元，前五个省份发行规模合计占比59.3%。与上年同期相比，有5个省份的发行规模同比增长，其中，北京因低基数发行规模同步增长971%；其次是河北、安徽，分别同比增长30.2%、25.6%；此外，上年同期未发行的甘肃、海南本年度各发行10亿元。与上年同期相比，有19个省份的发行规模同比下降，其中，浙江、四川、江苏、山东、湖南、江西分别下降53.9%、65.4%、35.5%、33.0%、71.4%、62.5%。从占比变动看，安徽和湖北的发行规模占比上升4个百分点以上，四川、湖南和浙江的占比降幅在3个百分点及以上。

图 4 2023 年企业债券区域分布

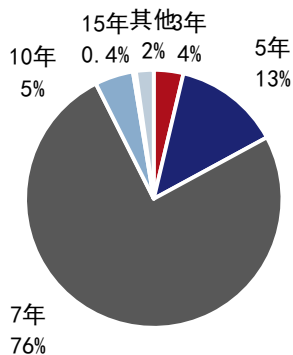


资料来源：Wind，中证鹏元整理

(二) 企业债以 7 年期品种为主，3 年期规模占比小幅上升

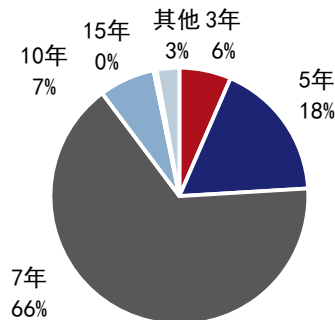
2023 年企业债券期限主要分布于 7 年期等期限品种。其中，7 年期品种发行 203 只，占比 75.5%，发行规模 1,319.70 亿元，占比 65.7%；5 年期品种发行 36 只，占比 13.4%，发行规模 352.30 亿元，占比 17.5%。与上年同期相比，3 年期品种规模占比上升 1.7 个百分点，5 年期品种规模占比下降 1 个百分点，7 年期品种规模占比上升 0.2 个百分点。

图 5 2023 年企业债券期限结构分布



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 2023 年企业债券期限结构分布



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

(三) 高级别债券占比上升，AAA 级和 AA 级主体占比上升，且以新主体为主

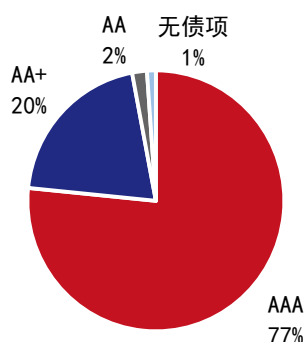
2023 年发行的企业债债项信用等级以 AAA 级别为主，占比 76.6%，AA+及以上的高级别品种数量占比 97.0%，较上年上升 5 个百分点，主要因为低级别主体数量增长，增信比例上升。本年无债项评级公募企业债 3 只，发行主体分布在 AA+和 AAA，发行日期为 10 月和 12 月。这是企业债不强制债项评级后的首次出

现无债项评级企业债（非项目收益债券）。

从发行主体等级看，2023 年企业债发行人以 AA 级别为主，具体看，222 家发行人中，AAA 级主体 46 家，占比 20.7%；AA+级主体 44 家，占比 19.8%；AA 级主体 122 家，占比 55.0%，AA-级主体及无评级主体 9 家，占比 4.1%；无评级主体 1 家。与上年同期相比，AAA 级和 AA 级主体占比分别上升 6 个百分点和 4.4 个百分点，AA+级主体数量占比同比下降 9.5 个百分点。

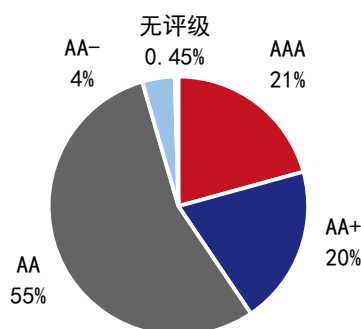
此外，222 家发行人中，有 116 家为 2018 年来首次发行企业债，占比 52.3%。其中 42 家为首次在债券市场上融资，85%为 AA 及以下级别。

图 7 2023 年企业债券债项等级分布



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 2023 年企业债券主体等级分布



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

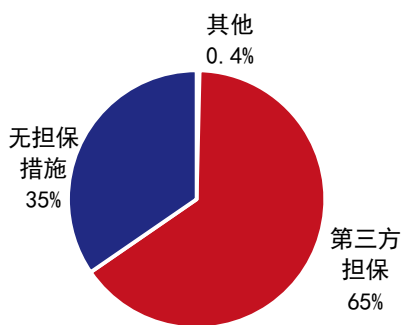
（四）企业债增信比例为 65.4%，低级别增信至 AAA 的比重大幅上升；专业担保公司担保规模占比 84%，增长 7.7 个百分点

2022 年，企业债有增信的债券共计 176 只，数量占比 65.4%，较上年同期上升 12.1 个百分点，主要是 AA 级和 AA+主体增信比例上升。分主体级别看，AA+级主体中选择增信发行的债券比重为 37.7%，较上年上升 13.4 个百分点；AA 级主体中选择增信发行的债券比重为 96.0%，较上年上升 13 个百分点。从增信效果来看，AA 级增信至 AAA 级的比例大幅上升至 82.1%，较上年同期上升 25 个百分点，AA+级增信至 AAA 级的比例上升 15.5 个百分点至 37.7%。

从保证担保人类型看，2023 年参与企业债市场的担保机构 48 家，其中，专业担保公司 26 家，在所有担保方中占比 54.2%；股东担保占比 29.2%，第三方担保占比 16.6%。与上年同期相比，专业担保公司数量占比上升 12.4 个百分点。从担保规模看，专业担保公司占比 84.0%，同比增长 7.7 个百分点；第三方担保占

比下降 4.1 个百分点，但仍以区域地方国企为主。具体看专业担保公司，2023 年，除瀚华融资担保股份有限公司和重庆进出口融资担保有限公司为 AA+担保公司，其余均为 AAA 级担保公司。其中，安徽省信用融资担保集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司本年担保规模在 130 亿元以上，江苏省信用再担保集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、中国投融资担保股份有限公司、天府信用增进股份有限公司本年担保规模在 50 亿元以上，上述六家机构担保规模合计在所有专业担保公司中占比 63.7%。与上年相比，2023 年新增专业担保公司 4 家，分别是甘肃省融资担保集团股份有限公司、广西中小企业融资担保有限公司、河南中豫信用增进有限公司和深圳市深担增信融资担保有限公司。2023 年，有 7 家担保机构担保规模同比增长，其中安徽省信用融资担保集团有限公司和湖北省融资担保有限责任公司的担保规模分别增长 45.7%和 29.4%。

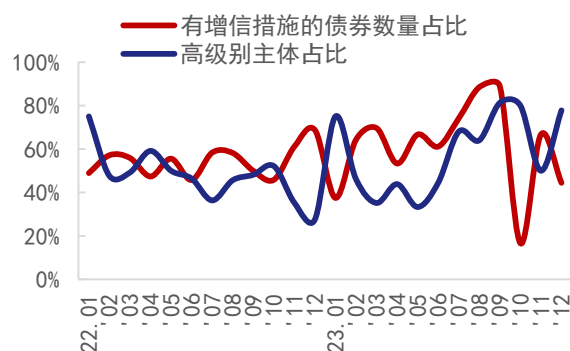
图 9 2023 年企业债券担保方式分布



注：按发行数量统计；其他中包括抵质押担保、差额补偿等

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 10 2022 年-2023 年企业债增信情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 1 2023 年前十大专业担保公司统计

债券数量	2023 年担保债券规模 (亿元)	2022 年担保债券规模 (亿元)	2023 年担保发行人数量 (只)	2022 年担保发行人数量 (只)	2023 年担保债券数量 (只)	2022 年担保债券数量 (只)
安徽省信用融资担保集团有限公司	146.65	100.63	21	15	23	15
湖北省融资担保集团有限责任公司	132.00	102.00	16	16	16	16
江苏省信用再担保集团有限公司	99.00	144.20	15	24	15	24
重庆三峡融资担保集团股份有限公司	79.80	124.97	15	22	15	22
中国投融资担保股份有限公司	78.50	161.90	12	23	12	23
天府信用增进股份有限公司	63.10	60.90	9	13	9	13
江西省融资担保集团有限责任公司	38.35	11.60	9	3	9	3
中合中小企业融资担保股份有限公司	37.85	45.00	7	8	7	7

请务必阅读正文之后的免责声明

债券数量	2023年担保债券规模 (亿元)	2022年担保债券规模 (亿元)	2023年担保发行人数量 (只)	2022年担保发行人数量 (只)	2023年担保债券数量(只)	2022年担保债券数量(只)
重庆兴农融资担保集团有限公司	35.00	47.00	4	6	4	6
常德财鑫融资担保有限公司	33.60	48.73	7	13	7	13

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（五）创新品种发行 83 只，占比下降，小微增信集合债保持发行强度；创新品种增信比例大幅提升

2022 年，企业债创新品种共发行 83 只，规模合计 539.75 亿元，在全市场中占比分别为 30.9%和 26.9%，较上年末分别下降 4.5 个百分点和 5.2 个百分点。第一，发改委专项企业债依然是主要创新品种。其中城镇化建设企业债为主要品种，共发行 23 只，发行规模 149.30 亿元，同比下降 55.6%；其次是城市停车场建设专项债券本年发行 10 只，发行规模 64.10 亿元，同比下降 60.9%。第二，小微企业增信集合债本年发行 20 只，发行规模 122.10 亿元，同比下降 32.8%，是降幅最小的创新品种。第三，绿色债本年发行数量 13 只，发行规模 95.45 亿元，同比下降 57.3%。整体看，响应“支持中小微企业融资”和“创新创业”的政策，本年小微增信集合债保持一定发行强度。

从主体级别看，2023 年创新品种发行主体级别以 AA 为主，在所有创新品种中占比 70.4%，较上年末增长 10.9 个百分点，AA+级占比大幅下降 12.6 个百分点至 18.3%。从增信比例看，2023 年创新品种增信比例 75.9%，较非创新品种高 17.3 个百分点。与上年末相比，2023 年上升 16.8 个百分点。

表 2 企业债创新品种发行统计

创新品种	2023 年发行数量 (只)	2022 年发行数量 (只)	2023 年发行规模 (亿元)	2022 年发行规模 (亿元)
绿色债	13	27	95.45	223.40
发改委专项企业债	48	100	297.8	651.60
县城新型城镇化建设专项企业债券	23	52	149.30	335.90
城市停车场建设专项债券	10	24	64.10	164.10
社会领域产业专项债券	5	6	27.70	46.60
农村产业融合发展专项债券	7	14	37.10	81.60
地下综合管廊建设专项债券	0	3	0.00	18.40
双创孵化专项债券	2	0	11.30	0.00
养老产业专项债券	1	0	8.30	0.00
债转股专项债券	0	0	0.00	0.00
小微企业增信集合债券	20	28	122.10	181.70
项目收益债券	1	10	4.40	51.20

创新品种	2023 年发行数量 (只)	2022 年发行数量 (只)	2023 年发行规模 (亿元)	2022 年发行规模 (亿元)
永续期公司债券	1	5	20.00	70.00
合计	83	269	539.75	1,824.50

注：部分债券保护多个创新品种；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（六）企业债主要用于产业园、安居工程、轨道交通、小微企业转贷、农业相关和文旅体育领域降幅较小

2023 年，企业债募集资金用途主要用于产业园和安居工程建设，相关债券数量远多于其他领域，其次，小微企业转贷、轨道交通、农业农贸及产业融合、文旅体育领域是第二大板块。与上年同期相比，涉及**轨道交通、农业相关领域的债券数量同比降幅最小**；其次，小微转贷、文旅体育、物流相关的债券今年发行维持一定强度，降幅在 25%左右；安居工程和产业园相关的债券数量降幅在 35%左右；而停车场、综合管廊领域继续下滑；借新还旧本年仅发行 1 只，此政策为疫情期间特殊支持政策，目前基本退出。

表 3 2023 年企业债募集资金主要投向

募集资金用途	2023 年发行数量 (只)	2022 年发行数量 (只)	同比
安居工程	67	99	-32.32%
产业园	66	102	-35.29%
小微企业转贷	22	29	-24.14%
轨道交通	19	20	-5.00%
农业农贸及产业融合	19	21	-9.52%
文旅体育	17	23	-26.09%
停车场	14	37	-62.16%
物流相关	11	15	-26.67%
生态环境、城市环境治理	3	14	-78.57%
综合管廊	2	7	-71.43%
借新还旧	1	40	-97.50%

注：部分债券募集资金用于多个领域的项目，分类统计；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（七）天风证券企业债券承销规模最大，前十大承销机构仅国元证券承销规模同比增长

就承销机构而言，2023 年共有 57 家机构参与企业债券的承销工作。具体看，天风证券承销 156.67 亿元，位居第一；中信建投证券承销 155.06 亿元，位居第二；华泰联合承销 111.52 亿元，位居第三。前五大机构的承销规模合计占比 30.6%。与上年同期相比，前十大承销机构的承销规模除国元证券外，其余均同比

下降。其中，海通证券和国泰君安降幅在 50% 以上，五矿证券、华泰联合和国元证券降幅在 20% 以下。与上年相比，有 18 家承销机构本年未承销企业债，有 4 家新增企业债承销机构，其中世纪证券和东亚前海证券为 2018 年来首次承销企业债上年未承销企业债。前十大企业债承销机构中，2023 年新增国元证券、财通证券、五矿证券和开源证券。

从区域看，部分省份承销商集中度较高，例如，浙江有 23 家承销机构参与，前三家承销规模合计占比 51.5%；安徽有 9 家承销机构参与，国元证券承销规模合计占比 49.5%。

表 4 2023 年企业债券前十大主承销机构统计

序号	机构名称	承销规模合计 (亿元)	规模同比	承销数量 (只)	数量同比	主要业务地区 (仅列举主要地区)
1	天风证券股份有限公司	156.67	-28.7%	29	-29.3%	江苏、湖北、江西、四川
2	中信建投证券股份有限公司	155.06	-41.0%	32	-47.5%	浙江、江苏
3	华泰联合证券有限责任公司	111.52	-19.4%	21	-19.2%	江苏、湖北、浙江、重庆
4	海通证券股份有限公司	103.75	-59.0%	22	-54.2%	湖北、山东、上海
5	国泰君安证券股份有限公司	88.27	-53.8%	21	-38.2%	湖北、上海、重庆
6	国元证券股份有限公司	78.25	19.6%	11	37.5%	安徽
7	财通证券股份有限公司	75.15	-33.6%	14	-22.2%	浙江
8	兴业证券股份有限公司	71.80	-44.9%	17	-22.7%	福建、江苏
9	五矿证券有限公司	69.30	-17.5%	11	-35.3%	河北、安徽
10	开源证券股份有限公司	67.05	-34.3%	13	-43.5%	湖北、山东

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 5 2023 年企业债前十大发行地区主要承销机构分布

地区/承销机构	承销规模 (亿元)	地区/承销机构	承销规模 (亿元)
浙江	332.95	四川	144.60
财通证券股份有限公司	75.15	天风证券股份有限公司	22.10
中信建投证券股份有限公司	58.32	国融证券股份有限公司	13.50
浙商证券股份有限公司	38.07	浙商证券股份有限公司	12.00
江苏	254.20	江西	96.20
天风证券股份有限公司	37.45	天风证券股份有限公司	25.45
中信建投证券股份有限公司	31.50	中泰证券股份有限公司	18.50
华泰联合证券有限责任公司	31.00	申港证券股份有限公司	10.00
湖北	236.80	福建	95.90
天风证券股份有限公司	35.90	兴业证券股份有限公司	28.00

地区/承销机构	承销规模（亿元）	地区/承销机构	承销规模（亿元）
太平洋证券股份有限公司	34.95	华福证券有限责任公司	11.50
国泰君安证券股份有限公司	28.26	广发证券股份有限公司	9.00
山东	208.10	重庆	86.70
中泰证券股份有限公司	28.23	华泰联合证券有限责任公司	15.00
安信证券股份有限公司	26.86	国泰君安证券股份有限公司	14.00
开源证券股份有限公司	21.00	东海证券股份有限公司	10.00
安徽	157.95	湖南	84.40
国元证券股份有限公司	78.25	财信证券股份有限公司	29.85
华安证券股份有限公司	29.80	长江证券股份有限公司	13.35
五矿证券有限公司	13.00	海通证券股份有限公司	9.40

注：每个省份仅列示前三大承销机构；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

（八）存续申报项目进入二次审核意见反馈，涉隐项目或劝退；新受理企业债 95 只，仅 9 只通过审核

从项目审批情况看，2023 年 10 月 23 日，为企业债移交交易所的首个工作日，上交所共接收 239 个存续项目。截至 1 月 16 日，存续项目多已进入二次反馈阶段，有 3 只提交注册或通过发审会。其中，延安旅游集团和唐山控股发展集团为 AA 主体，募集资金均投向旅游项目，发行人主营业务较为多元，并非依靠土地整理项目的传统城投主体。例如，唐山控股发展集团是唐山最大的城市基础设施建设投融资及国有资产运营主体，除政府类项目外，开拓大宗商品贸易、港口业务等领域，其中收入的核心来源大宗商贸业务，利润来源以土地使用权转让、胶粘剂等为主。二次反馈意见较首次反馈意见数量减少，部分主体需要对募投项目收益测算、债券规模合理性及项目建设进度做相关补充，表明审核对资金使用的谨慎态度。此外，从市场反馈看，有隐债主体的申报项目多数劝退。

截至 2024 年 1 月 16 日，新受理企业债约 95 只，计划发行规模约 1,770 亿元，其中北交所 35 只，上交所 32 只，深交所 28 只。从募投项目看，以安居项目、产业园、生态治理等为主。从办理状态看，新企业债有 8 只提交注册，1 只通过发审会（详见下表），主体级别以 AAA 级为主。从主体看，上述企业均为产业类国有企业，其中多个为成熟发行主体，发行审批时间较短。根据相关政策，针对成熟发行人，交易所收到备案文件后 10 个工作日内核对并反馈备案意见，同时发行人可使用不超过 50% 的募集资金用于补充流动资金等非项目建设用途。

表 6 新政后企业债注册情况

发行人	计划发行金额 (亿元)	地点	主体级别	受理时间	是否 2018 年后首次发行企业债
北京市基础设施投资有限公司	40	北交所	AAA	2023/11/09	否
广州智都投资控股集团有限公司	14.5	北交所	AA+	2023/10/26	是
北京市国有资产经营有限责任公司	50	北交所	AAA	2023/10/25	是(2014)
江阴市新国联集团有限公司	11	上交所	AA+	2023/11/08	是
陕西延长石油(集团)有限责任公司	30	上交所	AAA	2023/10/24	否
中国电力建设股份有限公司	100	上交所	AAA	2023/10/24	是(2011)
深圳市地铁集团有限公司	120	深交所	AAA	2023/10/25	否
广州地铁集团有限公司	50	深交所	AAA	2023/10/25	否
深圳市投资控股有限公司	100	深交所	AAA	2023/12/22	否
延安旅游(集团)有限公司	5	上交所	AA	2023/10/23	否(2022)
唐山控股发展集团股份有限公司	10	上交所	AA	2023/10/23	否
江苏交通控股有限公司	45	上交所	AAA	2023/10/23	否

注：“是否首次发行”中括号里表示最近一次企业债发行时间；

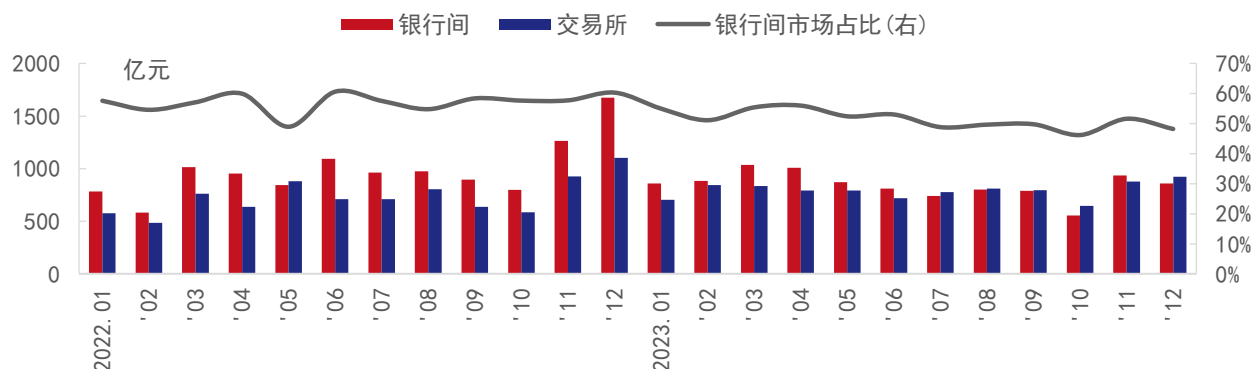
资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、二级市场

(一) 现券成交规模

2023 年，企业债二级成交量 19,669.36 亿元，其中银行间市场占比 52%。与上年同期相比，企业债成交量下降 4.8%。

图 11 2022 年 1 月-2023 年 12 月份企业债券二级成交量



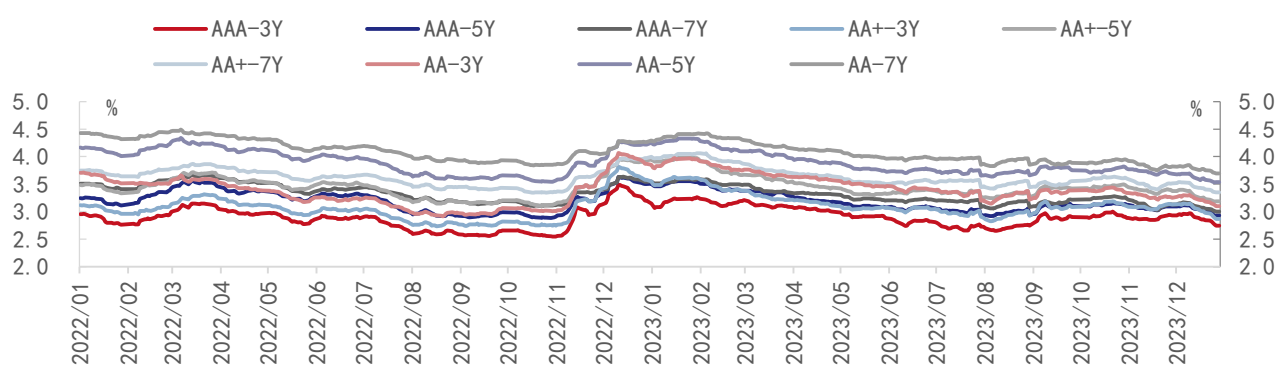
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（二）利率利差分析

2023年，企业债主要级别期限品种平均收益率主要呈现前高后低，短期限品种均值上行为主。除3年期各级别和5年期AA+级外，其余各级别各期限平均收益率较上年下行，其中，7年期AAA级和AA级收益率分别下行12.84BP和14.14BP，幅度最大；3年期AAA、AA+级和AA级分别上行6.71BP、9.91BP和14.01BP。12月各级别平均收益率较1月均下行，幅度在30BP以上，其中，AA+级和AA级各期限品种收益率下降50BP以上。

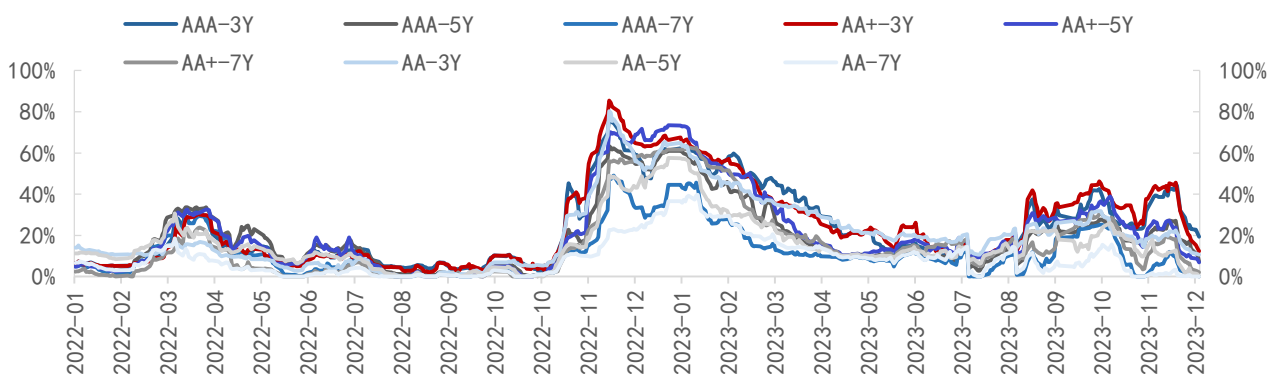
2023年，各品种到期收益率分位数从上年末的高位回落。上半年，在宽松政策影响下，企业债收益率处于3年内低点，下半年受地方债发行等因素影响，资金面出现收紧，收益率有所波动。12月末各品种收益率分位数回到年内低点。其中，7年期各级别分位数为3年内最小值左右。

图12 2022年1月-2023年12月份企业债券到期收益率



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图13 企业债到期收益率3年分位数走势图

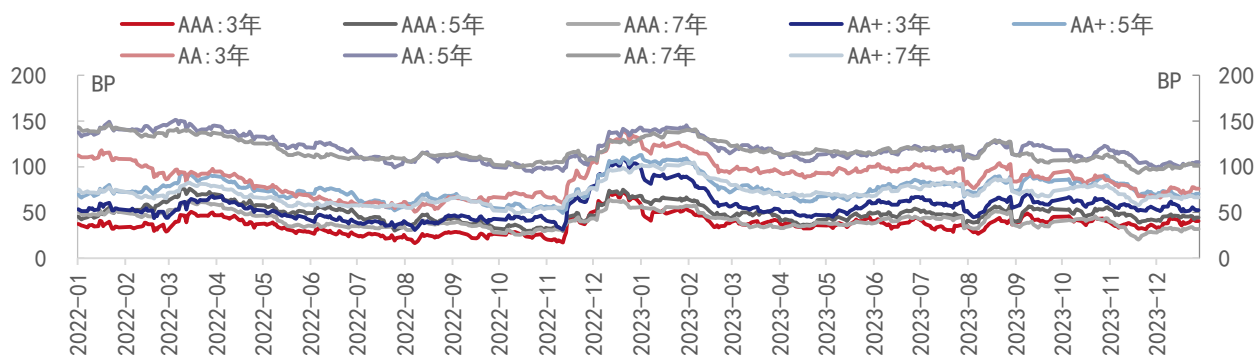


注：数据起点为近三年，滚动取值。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

信用利差从上年末高点回落，短期品种年内均值较上年扩大，年内 AA+级和 AA 级品种信用利差收窄明显。具体而言，3 年期 AAA 级、AA+级和 AA 级品种的平均信用利差较上年扩大，幅度在 4-13BP；其他期限各级别平均利差较上年均收窄。其中，5 年期和 7 年期的 AAA 级和 AA 级品种利差均收窄，而 5 年期和 7 年期的 AA+级利差分别扩大 9.92BP 和 12.09BP。12 月较 1 月各品种的信用利差均值均收窄，尤其是 AA+级和 AA 级品种。

图 14 2022 年 1 月-2023 年 12 月份企业债券信用利差走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 7 企业债二级市场平均信用利差月度统计（单位：BP）

	AAA			AA+			AA		
	3Y	5Y	7Y	3Y	5Y	7Y	3Y	5Y	7Y
当年平均信用利差	34.52	49.98	42.52	52.40	71.99	66.70	81.54	122.31	119.93
较上年变动	4.79	-1.14	-2.46	7.99	7.68	9.92	12.09	-4.45	-3.77
12 月较 1 月变动	-11.28	-19.38	-22.98	-34.66	-37.23	-33.38	-49.89	-38.57	-35.01

资料来源：iFind，中证鹏元整理

2023 年各期限利差分化缩小，均值较上年下降，年内中短期高级别品种期限利差降幅明显。其中，AA 级品种的 5Y-3Y 利差收窄明显，较上年减小 22.95BP；其次是 AAA 级品种的 5Y-3Y 利差较上年减少 12.33BP。四季度以来，各期限利差降幅明显。12 月末，AAA 级和 AA+级品种的 5Y-3Y 利差较 1 月大幅下降。评级利差均值较上年以扩大为主，年内中短期评级利差明显收窄。具体看，除 5 年期和 7 年期品种的 AA-AA+ 的评级利差均值同比缩小，其余品种同比均扩大。12 月末，中短期品种之间的评级利差较 1 月明显收窄，主体下沉。

请务必阅读正文之后的免责声明

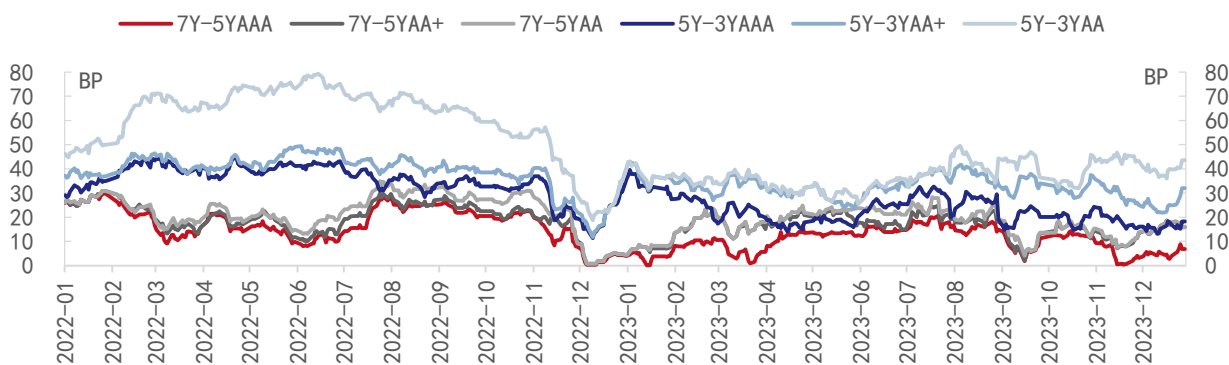
整体看，2023 年内企业债二级市场收益率呈现下行、利差收窄趋势。市场在收益和风险之间做出平衡，依然偏好中短期高级别品种，但与上年相比，期限有所拉长，主体有所下沉。

表 8 企业债二级市场期限利差和评级利差（单位：BP）

期限利差	7Y-5Y			5Y-3Y			7Y-3Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
当年期限利差	10.18	15.92	17.28	22.60	32.35	37.29	22.60	32.35	37.29
较上年变动	-7.21	-3.65	-5.20	-12.33	-6.72	-22.95	-19.55	-10.37	-28.16
12 月较 1 月变动	1.57	9.01	8.72	-17.56	-12.03	1.87	-15.99	-3.02	10.59
评级利差	AA+-AAA			AA-AA+			AA-AAA		
	3Y	5Y	7Y	3Y	5Y	7Y	3Y	5Y	7Y
当年评级利差	21.08	30.82	36.56	33.24	38.18	39.55	21.08	30.82	36.56
较上年变动	3.20	8.82	12.38	4.10	-12.13	-13.68	7.30	-3.32	-1.31
12 月较 1 月变动	-23.38	-17.84	-10.40	-15.24	-1.34	-1.63	-38.62	-19.19	-12.03

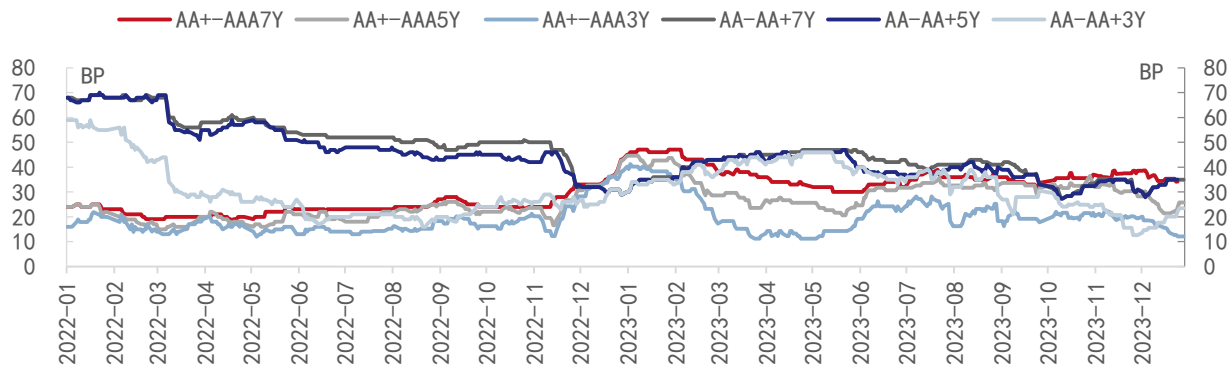
资料来源：iFind，中证鹏元整理

图 15 2022 年 1 月-2023 年 12 月份企业债券期限利差走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 16 2022 年 1 月-2023 年 12 月份企业债券评级利差走势



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、政策回顾

2023 年上半年发改委政策以较少，集中在城乡医疗、生活垃圾焚烧处理及充电基础设施建设等乡村振兴领域，以及基础设施 REITs 领域。此外，继 3 月发布《国务院机构改革方案》明确企业债发行审核监管职责划转证监会管理后，4 月证监会、国家发改委发布《关于企业债券发行审核职责划转过渡期工作安排》，明确自公告发布之日起 6 个月时间为过渡期。（上半年政策详见《改革前的收敛与分化——2023 年上半年企业债市场分析》）

表 9 2023 年上半年发改委主要政策

时间	文件	主要内容
2023/05/17	《关于加快推进充电基础设施建设 更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	《意见》指出创新农村地区充电基础设施建设运营维护模式，包括加强公共充电基础设施布局建设、推进社区充电基础设施建设共享等。同时，支持农村地区购买使用新能源汽车。
2023/03/24	《国家发展改革委关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》	支持消费基础设施建设。贯彻党中央、国务院关于把 恢复和扩大消费 摆在优先位置的决策部署，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的 消费基础设施发行基础设施 REITs 。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行 基础设施 REITs 。项目用地性质应符合土地管理相关规定。项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。发起人（原始权益人）应 利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度 ，更好满足居民消费需求。 严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。
2023/03/16	《关于全面巩固疫情防控重大成果 推动城乡医疗卫生和环	《通知》指出要抓紧补齐重点环节防控设施短板，健全医疗卫生服务网络设施，支持县级医院能力建设。同时，指出要加快完善环境基础设施，包

时间	文件	主要内容
	环境保护工作补短板强弱项的通知》	括补齐生活污水收集处理设施短板、提升生活垃圾分类和处理能力等。 在政策支持方面，按“尽力而为，量力而行”原则，加大中央预算资金投入，鼓励社会资本进入。将符合条件的补短板强弱项重点项目优先纳入地方政府专项债券支持范围，加大政策性金融支持力度。
2023/01/12	《关于加快补齐县级地区生活垃圾焚烧处理设施短板弱项的实施方案的方案的通知》	《通知》明确到 2025 年的相关目标、主要任务和保障措施。其中，指出要加快推进项目审批、建设和运营。同时，创新建设运营模式，鼓励有条件的县级地区依托大型企业， 探索推进生活垃圾处理整体托管模式，支持社会资本参与。 在资金支持方面，发改委同有关部门继续加大县级地区生活垃圾分类处理支持力度， 通过中央预算内投资、地方政府专项债、绿色债券等方式对符合条件的项目予以支持。 在防范化解地方政府隐性债务风险前提下，鼓励银行业金融机构特别是 开发性政策性金融机构 增加中长期贷款投放，加大融资支持力度。

资料来源：发改委，中证鹏元整理

2023 年 10 月 20 日，证监会发布《关于企业债券过渡期后转常规有关工作安排的公告》，同时完成《公司债券发行与交易管理办法》（简称《管理办法》）和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 24 号——公开发行公司债券申请文件》（简称《24 号准则》）等相关制度进行了修订，全面将企业债券纳入公司债券法规制度体系，从而标志着企业债券过渡期后转常规安排全面落地。当日，北交所、沪深交易所同步发布公司债券(含企业债券)发布相关业务规则和指引，覆盖上市审核、发行承销、交易等环节，同时优化投资者适当性管理、审核重点关注、专项品种等指引。截至 2023 年 10 月 23 日，过渡期后首日，上交所承接了主要存续项目，共计 239 单在审企业债项目。

根据交易所配套文件，审批权划转前后，企业债制度主要有几个异同，主要涉及募投项目管理。（1）暂时保留部分包括：《企业债券管理规定》依然适用，保留企业债“资金跟着项目走”制度，企业债公开发行、长期、可分期偿还等的安排，企业债对募集资金补流的限制，同一项目原则上不得重复进行债券融资等要求，同时加强对资产清单的要求。其中，不超过 30%的募集资金可以用于补充流动资金等其他用途，该比例高于原企业债政策的 40%，但允许用于其他用途。（2）在债券审核的其他方面，多采取与公司债一致的标准，公司债同步借鉴企业债的部分制度进行调整，主要是增加对募集资金用途管理和重点资产、应收账款的核查等。其中，募投项目合规文件、收益测算、资金来源等要求更加明确。此外，企业债创新品种和公司债创新品种进行合并进行无差别统一管理，其中“中小微企业增信集合债”予以保留并更名为“小微企业支持债券”。（3）企业债和公司债合并管理后，在制度上保持基本一致，但在部分领域仍存在一定区别，主要集中在募集资金管理方面。此次修订，明确了企业债重点支持国家及地方重大战略支持的重大项目建设，

请务必阅读正文之后的免责声明

该“项目属性”使其在募集资金使用和管理方面有更严格的要求。

与过往相比，新企业债在发行、上市、交易和存续期管理方面将更加明确和规范。发改委退出发审环节，同步取消了强制增信和行政干预。企业债市场将更加市场化，注重风险全链条管理。在募投项目运营、公司治理、财务指标等方面出现影响偿债能力的情形时，对发行人的信息披露和存续期债务管理、中介机构的职责履行都提出更明确、更严格的要求，同时对高风险发行人的申报将审慎确定规模、用途。

五、展望

企业债纳入公司债券法规制度体系后，将由证监会对企业债和公司债统一监管、协同发展。未来，企业债将发挥在国家重大战略、建设现代化产业体系等方面发挥正要作用。

（一）企业债到期和提前兑付规模微幅下降，待回售规模增长；隐性债务化解或继续推动提前兑付，发行人与持有人间博弈加强；低级别主体净融资或继续下降，偿债压力犹存

2023年，企业债回售规模435.12亿元，回售率42.3%，较上年下降12个百分点。2023年全额提前偿还（全额赎回+提前到期+赎回到期）443.37亿元，其中通过持有人会议提前到期（简称“提前到期”）的有84.49亿元，同比下降27.9%；全额回售257.50亿元，同比下降6.4%；赎回到期规模102.48亿元，同比下降66.7%，均为可续期债券。整体看，与2021年和2022年相比，2023年企业债全额提前偿还有所缓解，全额提前偿还率¹由上年的3.5%下降至2.3%，主要是提前到期和赎回规模下降。但结构有所变化，前期的提前到期多发生在含有“债券提前偿还”条款的AA级主体对剩余本金进行提前偿还，而2022年来则以AAA主体的“回售”形式为主。

2024年企业债到期和提前兑付规模共计3,432.41亿元，较2023年下降3.0%；有回售权的存续企业债规模1,028.88亿元，较上年增长19%；2024年到期的存续可续期企业债179亿元，其中AAA级主体规模占比98%。分主体级别，2024年除AAA级主体到期和提前兑付规模合计增长31.1%，AA+级、AA级和AA-级均有所下降，其中AA级到期和提前兑付规模1,311.33亿元，同比下降20.8%。

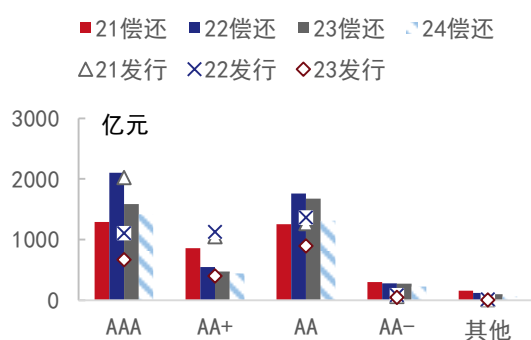
整体看，2024年企业债偿还压力增量主要是提前偿还（全额赎回+提前到期+赎回到期），受含权债券规模较大和化债工作推进的影响，提前偿还规模或有所增长。一般，在城投债发行利率下行背景下，城投主体积极提前偿付存续债券，主要通过回售或持有人会议审议提前偿还议案两种方式。**第一，回售和利率调**

¹ 全额提前偿还率=全额提前偿还债券规模/上年末存续企业债规模，全额提前偿还债券包括全额回售债券和持有人会议提前到期。

整选择权将影响提前兑付情况。根据 Wind 数据，在 2023 年末存量企业债中约 56.7%的债券无回售和利率调整条款，其他债券多同时含有上述选择权。对于有上述条款的主体，2023 年多通过下调利率促成全额回售。考虑当前高收益债规模持续减少，持有人回售动力减弱，尤其高级别企业。对此，发行人或通过大幅下调票面利率实现回售。根据统计，2023 年提前到期兑付的 17 只企业债，均选择下调利率，平均下调 156BP。对于未进入回售期的债券以及无上述条款的债券，将通过召开持有人会议推动提前兑付事项。2023 年 10 月以来约有 34 只企业债寻求提前兑付，其中提前偿还全部余额的有 23 只，提前偿还部分本金的有 9 只。但此方式面临持有人会议不通过的情况，对于此，部分主体会再次选择现金要约收购，实现部分回购或再次召开会议，修改收购价格。**第二，低级别企业提前偿还情况受地方债务化解以及当地经济复苏水平影响**，部分持有人或选择脱手寻找安全收益。整体来看，虽然有化债政策支持，但持有人在高收益债稀缺的背景下，与发行人之间的博弈加强。

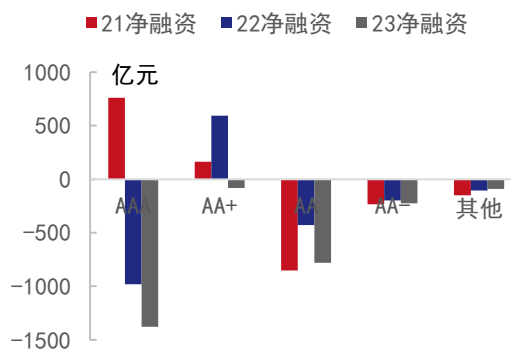
从近年净融资情况看，AA+级净融资表现较好；AAA 级从 2022 年来大幅转负，表现净偿还，主要因为到期量大幅增加；AA 级净融资持续为负，2023 年虽然发行降幅低于其他级别，但净偿还规模增加，2024 年待偿还规模维持相对高位，未来偿还压力依然较大。低级别主体多为主营较为单一的城投公司，后续发行或受到较多限制，偿还压力依然较大。

图 17 2021-2024 年企业债发行与偿还



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 18 2021-2023 年企业债净融资



资料来源：Wind，中证鹏元整理

(二) 加大对国家重大战略项目的融资支持，提高对产业类主体的融资支持

随着企业债的定位明确，后续企业债资金将主要用于国家及地方重大战略支持的重大项目建设，保持“资金跟着项目走”的优势，发挥债券融资功能。同时，在修订后的《管理办法》中，强化了对募集资金和募投项目的审核，提高了对项目自身现金流的评估。未来企业债支持项目将不再限于传统城投业务，而是逐渐纳入更多产业类项目，尤其是科创、绿色金融等领域，推动建立以科技创新引领的新型产业体系，债券信

用质量也将随项目质量而提升，从而吸引更多投资者。同时，随着注册制的深化改革，企业债的审批效率将有所优化，尤其对于满足交易所知名成熟发行人要求的企业，融资便利性将大大提升，将吸引更多行业的企业进入。

而对于城投公司发行企业债，也将严格公司债法律法规。一般发行人和特定情形发行人（城市建设企业、房地产企业、集团发行人、投资控股型发行人等）将严格按照《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2023年修订）》（简称《3号指引》）的相关要求进行申报。其中，城市建设企业还满足根据交易所《城市建设企业公司债券信息披露及核查要求》，总资产规模小于100亿元的城市建设企业，鼓励增加担保。

（三）2024年存续申报项目或优先无隐债主体和创新品种；新受理企业债或以产业类国有企业为主

目前，企业债审核标准与公司债保持基本一致，部分政策细则仍待确定。根据市场消息，城投主体企业债或在地级市范围内实行“区域余额管理”，即只要满足当年区域内企业债净融资规模不为正，符合条件的企业（隐债主体和12个重点省份除外）可以在当年区域到期额度内新增企业债，同时企业债额度可在不同企业之间流转。上述政策尚未经官方确认，但从上述方式效果看，余额管理有利于提高企业债灵活度，同时有利于弥补区域其他企业融资需求，短期有利于区域稳定区域融资。从影响程度看，2022年-2023年企业债发行人中区县级城投公司占比接近50%，地级市城投公司占比30%左右，余额管理的直接影响有限。

2024年，不论是存续的企业债申报项目还是新受理项目，将优先无隐债且主体业务较为多元、具有较好现金流的项目发行。尤其是绿色债、乡村振兴领域、小微企业融资及其他政策鼓励性领域，或成为主要增量，但需根据相关政策做专项说明，例如是否符合乡村振兴项目认定标准、国家及地方重大战略支持的项目标准等。若实行余额管理，在一定程度上有利于稳定2024年企业债发行规模。另外，产业类主体或仍以国有企业为主，民营企业参与度有待提高，后续或逐步出台支持政策。整体看，2023年企业债发行人中低等级主体增加，2018年来的新主体占比较高。企业债审批权划转对于中低级别主体的再融资影响较大，部分主体加快年内融资进度。2024年企业债将呈现逐步新的面貌，更多的政策细节将逐步确定。短期，城投公司发行企业债融资难度与公司债基本一致，随着隐债化解工作的推进，后续融资政策或进一步调整。长期看，产业类主体是企业债未来的主要类型，城投公司转型压力进一步加大。



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	北京	上海
地址: 深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦 (银座国际) 三 楼	地址: 北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层	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
电话: 0755-82872333 0755- 82872897	电话: 010-66216006	总机: 021-51035670
传真: 0755-82872090	传真: 010-66212002	传真: 021-51917360
湖南	江苏	四川
地址: 湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603	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	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
电话: 0731-84285466	电话: 025-87781291	电话: 028-82000210
传真: 0731-84285455	传真: 025-87781295	传真: 028-85288932
山东	陕西	香港
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	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	地址: 香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002
总机: 0531-88813809	电话: 029-88626679	电话: +852 36158342
传真: 0531-88813810	传真: 029-88626679	传真: +852 35966140