

2024年04月18日

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

史晓姗

shixsh@cspengyuan.com

张琦

zhangq@cspengyuan.com

吴进辉

wujh@cspengyuan.com

李席丰

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。

政策效果初现,城投产业分化加剧,低利率行情持续——

2024年一季度我国信用债市场分析与二季度展望

主要内容:

2024年一季度,经济超预期增长,非金融企业净融资同比大幅增长。在各项政策支持下,新增信用风险事件减少,存续风险化解有一定阻力。二季度经济有望继续修复,各项政策落地效果将进一步得到检验,进一步推动风险出清工作。

2024年一季度宏观经济形势回顾: (1) 一季度GDP同比增长5.3%,超出市场预期;就业形势整体稳定,通胀水平偏低。(2) 供给端,工业生产较快增长,服务业稳定发展;需求端,制造业投资表现亮眼,基建投资保持韧性,房地产投资继续下行,消费稳步增长,出口景气度回升。(3) 稳健的货币政策精准有力,社融和信贷合理增长,更加注重做好逆周期调节。(4) 积极的财政政策加力提效,增发国债和专项债继续发力,今年开始增发超长期特别国债1万亿元。

2024年一季度信用债市场发行分析: (1) **发行概况:** 2024年一季度非金融企业信用债券发行3.59万亿元,同比增长10%,净融资6,891.89亿元,同比增长23%; (2) **发行特征:** 第一,城投债发行1.19万亿元,同比下降11%,净偿还512.22亿元;产业债发行2.40万亿元,同比增长24%,净融资规模7,404.11亿元,同比增长696%;第二,民企信用债发行增长但净融资持续为负,净偿还245.25亿元,其中可转债发行同比大降;第三,AA+级以上主体占比72.9%,级别进一步向高等级集中;第四,各级别信用债利差触底,AA级与AA+级级差收敛。

2024年一季度信用风险分析: 全口径下,2024年一季度新增风险债券22只,同比下降37%,累计金额约224亿元,涉及11家主体;新增风险主体4家,较上年同期增加1家。风险事件仍以展期(含债务重组)为主,占比72.3%。具体来看:新增4家风险主体中,民营企业有2家,占比50%。国有企业2家,其中1家城投公司触发保护性条款,现已解除风险事件;新增风险债券以公募公司债券为主,占比45.5%,其次是资产支持证券,占比27.3%;新增风险主体初始级别AA+级及以上合计占比50%,新增风险债券发行级别以AAA级为主,

占比 68%；新增风险债券以房地产行业为主，债券数量占比 91%，主体数量占比 50%。

2024 年二季度信用债市场待偿还分析：非金融企业信用债待偿规模预计为 2.68 万亿元，其中中长期债券（不考虑短期融资）待偿规模 1.74 万亿元，环比下降 4.5%；（2）第一，待偿还债券主体级别 AA+级（含）以上占比 60.1%，低评级债券占比上升 2.4 个百分点；第二，民企债券待偿规模预计 1,330 亿元，其中低评级债券占比持续降低；第三，城投债待偿规模预计 10,268 亿元，环比下降 17.4%，其中低评级占比 50.2%。地区分布上，江苏、浙江、天津、山东、湖南等地待偿规模靠前；第四，产业债待偿规模预计 1.65 万亿元，环比增长 3.4%，非银金融、交通运输、公用事业等行业规模靠前；地产债待偿规模预计 1,868 亿元，其中民营地产债待偿规模 233 亿元，二季度地产债的偿付压力仍大。

2024 年二季度信用债市场展望：（1）二季度经济有望继续修复，价格水平偏低、需求不足仍是经济复苏的最大问题。供需方面，企业逐渐开始补库存，出口有望保持较快增长，内需方面在制造业投资上将有突出表现。（2）二季度出台增量政策的必要性下降，更加注重前期政策的落实。财政政策方面，加快支出进度和节奏，专项债发行进一步提速扩面。货币政策方面，稳健积极，保持流动性合理充裕，防止资金空转沉淀。（3）降息的必要性下降，有望再次实施降准来配合特别国债发行。融资略偏紧，供给将延续下降态势，资产荒延续，利差维持低位。（4）二季度地产政策仍将继续松绑，且力度要持续加大，各地可完全自主决策。继续推进“三大工程”建设及落实配套政策支持。二季度地产投资和销售增速降幅有望小幅收窄，政策实际改善效果有待观察。

一、2024 年一季度信用债市场回顾

（一）2024 年一季度宏观经济形势回顾

1. 一季度 GDP 同比增长 5.3%，超出市场预期；就业形势整体稳定，通胀水平偏低

2024 年一季度，我国国内生产总值 GDP 为 296,299 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.3%。分产业来看，第一产业增加值 11,538 亿元，增长 3.3%，拉动经济增长 0.2 个百分点；第二产业增加值 109,846 亿元，增长 6.0%，拉动经济增长 2.0 个百分点；第三产业增加值 174,915 亿元，增长 5.0%，拉动经济增长 3.1 个百分点。三次产业增加值占 GDP 的比重分别为 3.9%、37.1%和 59.0%，较 2023 年同期分别变化-0.2 个百分点、-0.8 个百分点和 1.0 个百分点。按照名义价格计算，一季度 GDP 同比名义增长 4.2%。在宏观政策靠前发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济总量数据在内外部复杂形势下延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。

一季度就业形势整体稳定，城镇调查失业率较去年同期下降。一季度全国城镇调查失业率均值为 5.2%，较上一季度上升 0.2 个百分点，较上年同期下降 0.3 个百分点。1 月和 2 月失业率分别小幅上升至 5.2%和 5.3%，主要受到季节性因素的影响，春节前后人员流动加大，调换工作岗位需求加大，3 月下降 0.1 个百分点至 5.2%，整体来看就业形势相对稳定。外来户籍劳动力调查失业率为 5.1%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 5.0%。

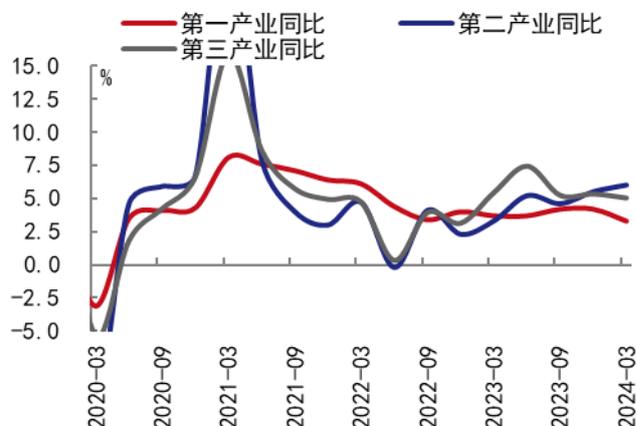
一季度 CPI 同比持平，PPI 同比下降 2.7%，价格水平偏低。1 月-3 月 CPI 先升后降，分别录得-0.8%、0.7%和 0.1%，核心 CPI 同比分别为 0.40%、1.2%、0.6%；同期 PPI 当月同比持续下行，分别录得-2.5%、-2.7%和-2.8%，PPI-CPI 剪刀差 1-3 月总体继续下行。总体来说，一季度 CPI 同比增速主要受到春节错位、内生需求偏弱等因素的影响，而 PPI 同比增速受到房地产低迷、基建项目进程偏慢、部分工业品需求减弱等因素的影响出现下降。一季度 GDP 平减指数为-1.1%，连续四个季度为负值。

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



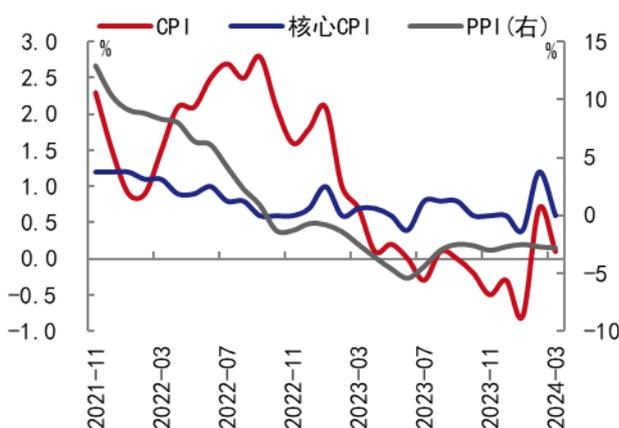
数据来源：Wind 中证鹏元整理

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，工业生产较快增长，服务业稳定发展；需求端，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，房地产投资继续下行，消费稳步增长，出口景气度回升

2024 年一季度我国工业生产和服务业平稳增长；固定资产投资出现结构分化，其中，制造业投资增速和基建投资增速保持较高韧性，是固定资产投资增速上升的主要拉动力；房地产投资在低基数下同比跌幅扩大，继续处在调整过程；消费在高基数下同比增速有所回落，出口景气度上升，同比增速由负转正。

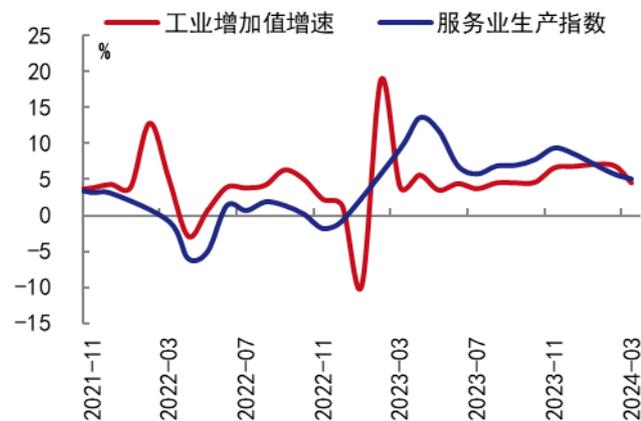
供给端来看，2024 年一季度，全国规模以上工业增加值全年同比增长 6.1%，增速比去年同期上升 3.1 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值增长 1.6%，制造业增长 6.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.9%。高技术制造业增加值增长 7.5%，比上年四季度加快 2.6 个百分点。分月份看，1-2 月和 3 月分别增长 7.0%、4.5%，3 月工业生产增速在低基数下出现回落。服务业上，一季度服务业增加值同比增长请务必阅读正文之后的免责声明

5.0%，增速较去年同期下降 0.3 个百分点。3 月份，全国服务业生产指数同比增长 5.0%，较去年同期下降 4.2 个百分点。去年 3 月因为疫后挤压需求释放，服务业明显回升，在高基数下今年同比增速出现回落。

固定资产投资方面，2024 年一季度，全国固定资产投资（不含农户）100,042 亿元，同比增长 4.5%，增速较去年同期下降 0.6 个百分点。其中，基础设施投资增长 6.5%，较 2023 年同期下降 0.6 个百分点；制造业投资增长 9.9%，较 2023 年同期上升 2.9 个百分点；房地产开发投资下降 9.5%，较 2023 年同期跌幅扩大 3.7 个百分点。制造业投资表现强劲，基建投资虽有放缓，但保持较高增速，支撑固定资产投资增长；房地产投资在低基数下同比跌幅扩大，是固定资产投资主要拖累项，反映房地产行业比较低迷。

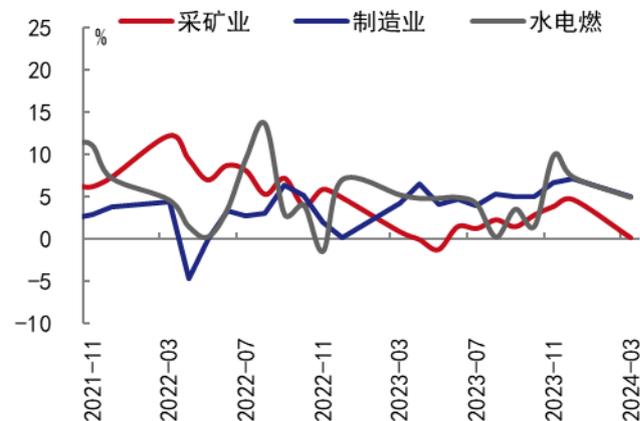
消费方面，2024 年一季度，社会消费品零售总额 120,327 亿元，同比增长 4.7%，增速较去年同期下降 1.1 个百分点。分类型看，商品零售 106,882 亿元，增长 4.0%；餐饮收入 13,445 亿元，增长 10.8%。分月来看，1-2 月和 3 月社会消费品零售总额同比分别为 5.5%、3.1%，其中商品零售同比分别为 4.6%、2.7%，餐饮收入同比分别为 12.5%、6.9%，显示服务消费明显强于商品消费。3 月社会消费品零售总额同比增长 3.1%，两年平均增速 6.8%，较 1-2 月两年平均增速上升 2.3 个百分点。3 月社会消费品零售总额季调环比 0.26%，略高于 1 月和 2 月的 0.03%和 0.01%，但是弱于季节性。

图 5 供给端：工业增加值和服务业当月同比增速



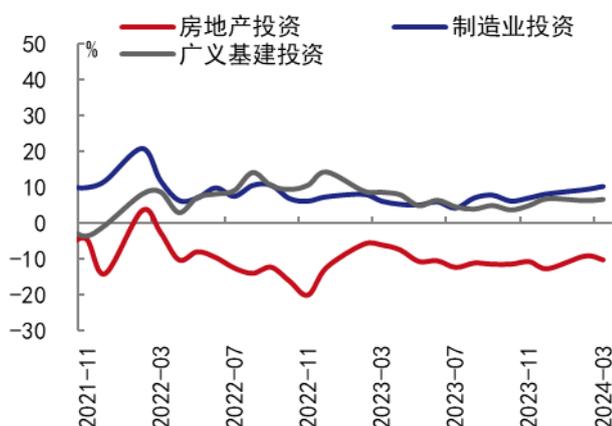
数据来源：Wind 中证鹏元整理

图 6 供给端：部分重点行业工业增加值当月同比



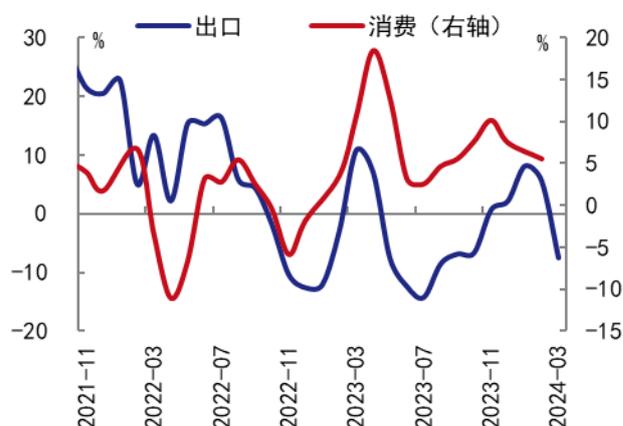
数据来源：Wind 中证鹏元整理

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

出口方面，一季度出口回暖，同比增速由负转正，3月出口同比增速在去年高基数下出现回落。按美元计价，一季度我国货物贸易进出口总值 1.43 万亿美元，同比增长 1.5%。其中，出口 8,075 亿美元，同比增长 1.5%，去年全年下跌 4.6%。3月进出口总值 5,008 亿美元，在去年高基数下同比下降 5.1%。其中，出口 2,796.8 亿美元，同比下降 7.5%，今年 1-2 月同比上涨 7.1%；进口 2,211.3 亿美元，同比下降 1.9%，今年 1-2 月同比上涨 3.5%；贸易顺差 585.5 亿美元，同比下降 24.0%。分国别来看，一季度出口增速转正，主要是由对拉丁美洲、非洲等新兴国家的出口增速拉动，其中一季度对拉丁美洲、非洲、东盟、俄罗斯和非洲的出口同比增速分别为 9.3%、4.4%、4.1%和 2.6%，对美国、欧盟的出口同比增速分别为-1.3%和-5.7%。

3. 稳健的货币政策精准有力，社融和信贷合理增长，更加注重做好逆周期调节

央行坚持稳中求进的总基调，稳健的货币政策精准有力，更加注重做好逆周期调节，着力扩大内需，有效提振信心，推动经济平稳运行。总体看，在总量上保持流动性合理充裕，通过定向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；在结构上下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率，继续投放 PSL，同时持续优化信贷结构，支持五篇大文章、民企等重点领域，增强经济发展动能。

具体来看，一是保持总量合理较快增长。央行 2 月降准 50BP，释放万亿流动性，同时引导信贷合理增长、均衡投放。一季度金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 9.11 万亿元，社会融资规模增量 12.93 万亿元，在去年高基数上同比分别减少 1.61 万亿和 1.59 万亿，但绝对量在历史同期处于较高水平。3 月末，社会融资规模余额为 390.32 万亿元，同比增长 8.7%。二是发挥利率政策作用，稳步有效激发市场需求。央行 2 月对 5 年期以上 LPR 品种大幅下降 25 个基点，创改革以来最大降幅，超出市场预期，同时部分地方城农商行针对去年 12 月份存款利率下调进行补降，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，推动加

请务必阅读正文之后的免责声明

快发展新质生产力。去年 12 月重启 PSL，今年 1 月 PSL 再度投放 1,500 亿元，两月合计投放 5,000 亿元，增大政策对冲力度；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；同时加大城中村改造、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。四是提升资金使用效能，避免资金沉淀空转。央行在今年《政府工作报告》新增“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”的表述，2 月发布的 2023 年四季度货币政策执行报告首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，强调信贷平滑以及盘活存量，意味着货币政策着力提升资金使用效能，避免资金淤积在金融体系。

4. 积极的财政政策加力提效，增发国债和专项债继续发力，今年开始增发超长期特别国债 1 万亿元

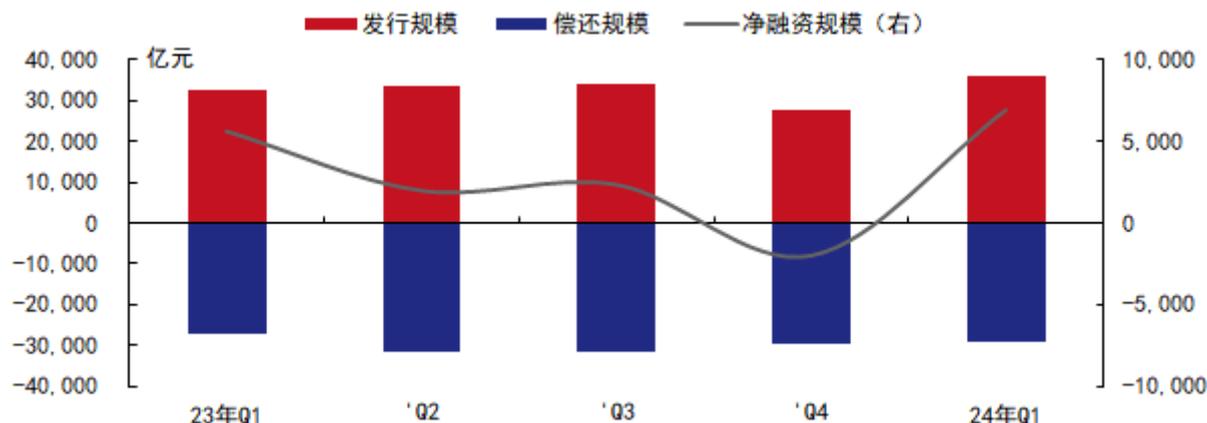
2024 年 1-2 月，全国一般公共预算收入 44,585 亿元，同比下降 2.3%；全国一般公共预算支出 43,624 亿元，同比增长 6.7%，支出强度保持稳定。今年《政府工作报告》上延续了“积极的财政政策要适度加力、提质增效”的表述，和中央经济工作会议的基调相同。其中，财政赤字设置为 3%，和 2023 年持平；地方政府专项债规模为 3.9 万亿，较 2023 年增加 1,000 亿元；今年开始增发超长期特别国债 1 万亿元，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。总体来看，财政政策的支持力度符合“适度加力”的定调，在赤字率上保持克制，“过去五年总体赤字率控制在 3% 以内，为应对新的困难挑战预留政策空间”。在支出结构上，财政政策将强化国家重大战略任务和基本民生财力保障，严控一般性支出。在资金使用效率上，要求“把财政资金用在刀刃上、用出实效来”。增发国债方面，2 月初 1 万亿元增发国债项目全部下达完毕，后续重点在于抓落实，早日形成实物工作量。专项债继续发力，但是发行节奏偏慢，一季度发行用于项目建设的新增专项债券 6,341 亿元，占全年额度的 16.3%，去年同期进度为 35.7%，这主要与增发国债下财政资金相对充裕、地方项目审批偏严等因素有关。

（二）2024 年一季度信用债发行特征分析

1. 一季度发行规模保持稳定增长，净融资由去年四季度净偿还转正

2024 年一季度，我国非金融企业债券共发行 4,118 只，同比增长 8.2%，环比增长 32.2%，发行规模 3.59 万亿元，同比增长 9.9%，环比增长 30.2%。2024 年一季度非金融企业债券净融资由去年四季度的净偿还转正，净融资规模为 6,891.89 亿元，同比增长 22.9%。

图9 2023年-2024年一季度非金融企业债券发行与净融资



数据来源：Wind，中证鹏元整理

分券种看，公募公司债和中期票据两大品种是一季度发行规模增长的主力品种。具体而言，交易所市场信用债券发行规模 9,767.24 亿元，同比增长 2.2%；其中，企业债券发行规模 246.68 亿元，同比下降 65.5%。公募公司债发行规模 3,646.99 亿元，同比增长 44.2%；私募公司债发行规模 5,730.84 亿元，同比下降 1.1%。银行间债券信用债券发行规模 26,121.80 亿元，同比增长 13.1%；其中，短期融资券发行规模 12,812.24 亿元，同比下降 11.2%；中期票据发行规模 11,314.22 亿元，同比增长 74.5%；定向工具发行规模 1,995.34 亿元，同比下降 8.7%。

表1 2024年一季度非金融企业债券市场发行情况

债券品种	2024年一季度 数量(只)	2023年一季度 数量(只)	同比	2024年一季度 规模(亿元)	2023年一季度 规模(亿元)	同比
交易所市场	1,175	1,226	-4.16%	9,767.24	9,559.21	2.18%
企业债券	31	86	-63.95%	246.68	714.40	-65.47%
公募公司债券	321	251	27.89%	3,646.99	2,529.28	44.19%
私募公司债券	810	854	-5.15%	5,730.84	5,793.06	-1.07%
可转换债券	9	30	-70.00%	85.73	417.34	-79.46%
可交换债券	4	5	-20.00%	57.00	105.14	-45.79%
银行间市场	2,943	2,581	14.03%	26,121.80	23,104.91	13.06%
短期融资券	1,355	1,538	-11.90%	12,812.24	14,435.65	-11.25%
中期票据	1,228	706	73.94%	11,314.22	6,483.71	74.50%
定向工具	360	337	6.82%	1,995.34	2,185.56	-8.70%
汇总	4,118	3,807	8.17%	35,889.04	32,664.13	9.87%

注：1.包括银行间市场、上海证券交易所、深圳证券交易所发行债券；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

请务必阅读正文之后的免责声明

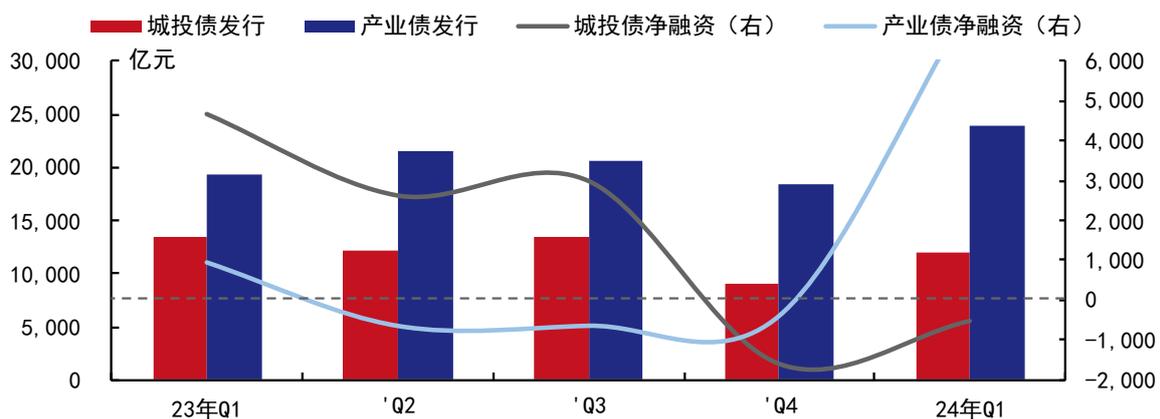
2. 城投产业分化，城投债延续净偿还态势，产业债净融资大增

城投化债背景下，城投债发行同比下降，延续净偿还态势。2024 年一季度，城投债发行规模 11,920.89 亿元，同比下降 10.8%，其发行规模占信用债总发行规模比例约 33.2%；城投债延续去年四季度净偿还态势，净偿还 512.22 亿元，相应去年同期为净融资 4,677.09 亿元。

分地区看，一季度城投债全国共 13 个地区为净融资，14 个地区为净偿还。净融资地区中，江苏、山东的规模较大，分别为 218.16 亿元、217.31 亿元，其余地区均不足 100 亿元。净偿还地区中，浙江、天津、湖南、湖北等地位居前四，净偿还规模分别为 210.58 亿元、189.27 亿元、180.14 亿元、157.15 亿元。12 个重点省份中，重庆净融资 80.43 亿元，青海、辽宁净融资略为正，宁夏、黑龙江、内蒙古在期间无融资活动，其余 6 个重点省份均为净偿还。

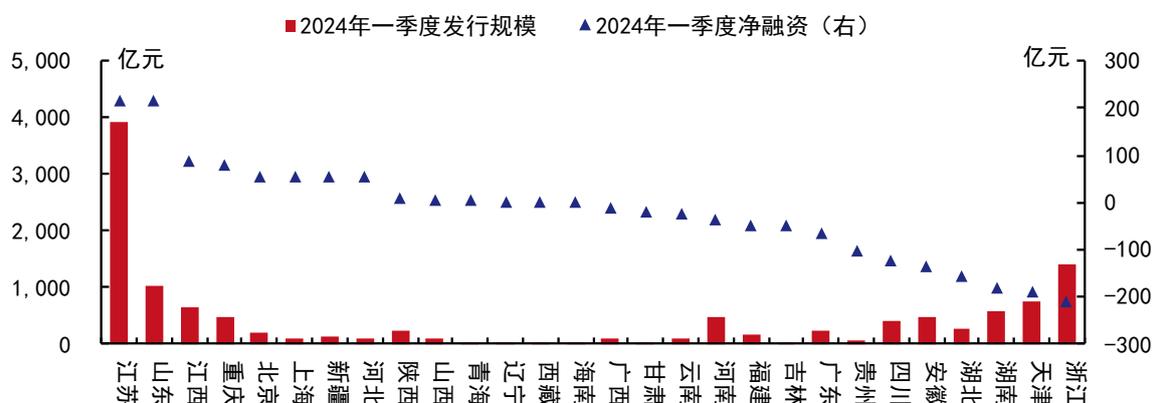
产业债融资需求旺盛。2024 年一季度，产业债发行规模 23,968.15 亿元，同比增长 24.2%，净融资规模 7,404.11 亿元，扭转了自 2023 年二季度以来的净偿还趋势，同比增长 696.0%。分行业看，26 个行业为净融资，4 个行业为净偿还。净融资产业中，建筑装饰、公用事业、非银金融等行业的净融资规模相对较大，分别为 1,888.10 亿元、1,051.44 亿元、999.61 亿元；房地产行业净融资规模 472.53 亿元，位居第五位，规模与去年同期相当。银行、石油石化、国防军工、纺织服装 4 个行业为净偿还，银行和石油石化的净偿还规模较大，分别为 317.63 亿元、182.58 亿元；

图 10 2023 年-2024 年一季度城投债与产业债发行规模与净融资



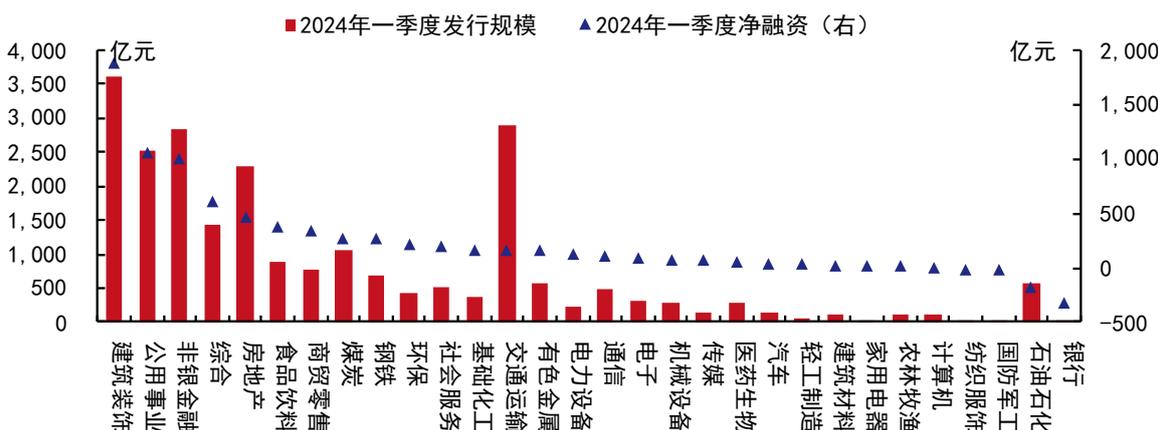
数据来源：Wind，中证鹏元整理

图 11 2024 年一季度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 2024 年一季度产业债发行与净融资行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

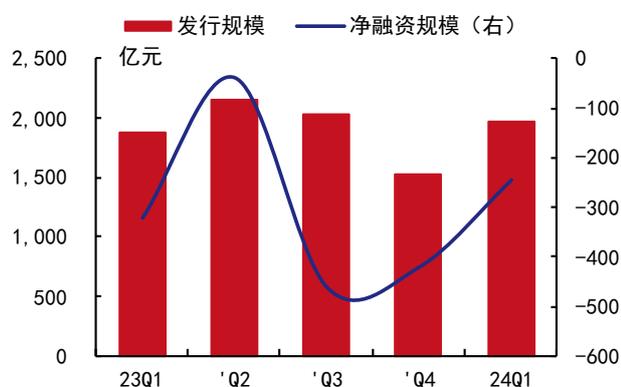
3. 民营企业净融资持续为负，但规模有所收敛

从企业性质看，2024 年一季度民营企业¹信用债共发行 178 只，同比增长 8.5%，发行规模 1,967.03 亿元，同比增长 4.8%，净偿还 245.25 亿元，同比收窄 23.7%。从品种看，民营企业以短期融资为主，短期融资券净融资 210.40 亿元，为主要净融资品种。中长期融资需求仍偏弱，中期票据融资平衡，一般公司债净偿还 252.76 亿元；同时，受权益市场波动及监管加强影响，可转债发行大幅下降，一季度民营企业可转债发行规模仅 85.73 亿元，净偿还 157.94 亿元，其次可交换债券也呈净偿还 43.20 亿元。

国有企业信用债方面，一季度共发行 3,940 只，同比增长 8.2%，发行规模 33,922.01 亿元，同比增长 10.2%；国企信用债券净融资规模 7,137.14 亿元，同比增长 20.4%。

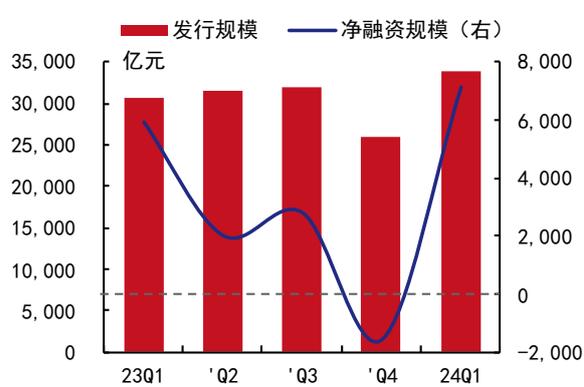
¹ 民营企业根据 Wind 统计口径为，非国有企业，即国有企业、地方国有企业和中央国有企业以外的企业类型。

图 13 2023 年-2024 年一季度民营企业净融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14 2023 年-2024 年一季度国有企业净融资情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

4. 信用债发行主体信用级别进一步向高等级集中¹

2024 年一季度，AA+及以上发行人占比 72.9%，较 2023 年度上升 10.6 个百分点。具体来看，AAA 级发行人占比 34.3%，较 2023 年度上升 8.1 个百分点；AA+级发行人占比 38.6%，较 2023 年度上升 2.5 个百分点；AA 级发行人占比 25.9%，较 2023 年度下降 9.8 个百分点，AA 级以下及无主体级别的发行人占比 1.2%，较 2023 年度下降 0.8 个百分点。

分企业类型看，国有企业 AA+级以上主体占比 72.3%，较 2023 年度上升 11.2 个百分点；民营企业 AA+及以上主体占比 88.1%，较 2023 年度上升 0.7 个百分点，其中 AAA 级民企主体占比上升 3.0 个百分点，AA+级主体占比下降 2.2 个百分点。整体而言，2024 年一季度发行主体信用重心进一步向高等级抬升的趋势。

图 15 2023 年-2024 年一季度信用债主体评级分布

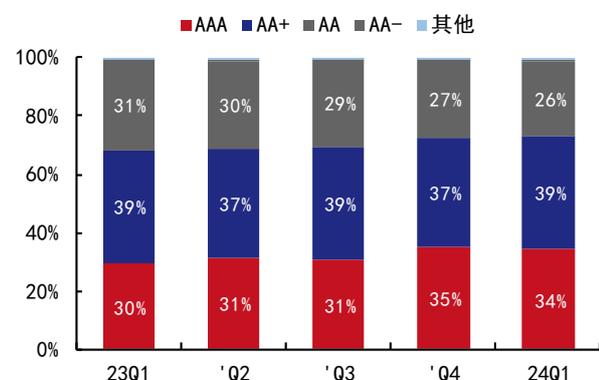
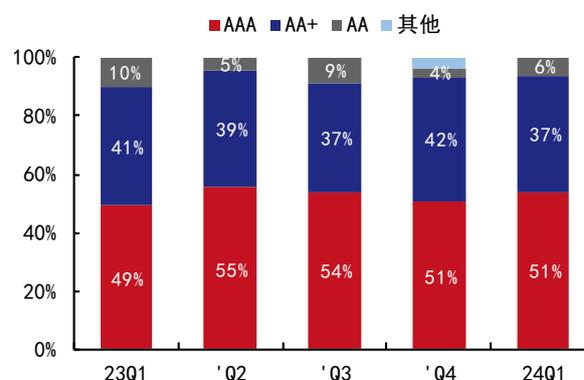


图 16 2023 年-2024 年一季度民企债主体评级分布



¹ 级别分布仅涉及企业债、公募公司债、私募公司债、短期融资券、中期票据、定向工具中，有级别信息的发行人。

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

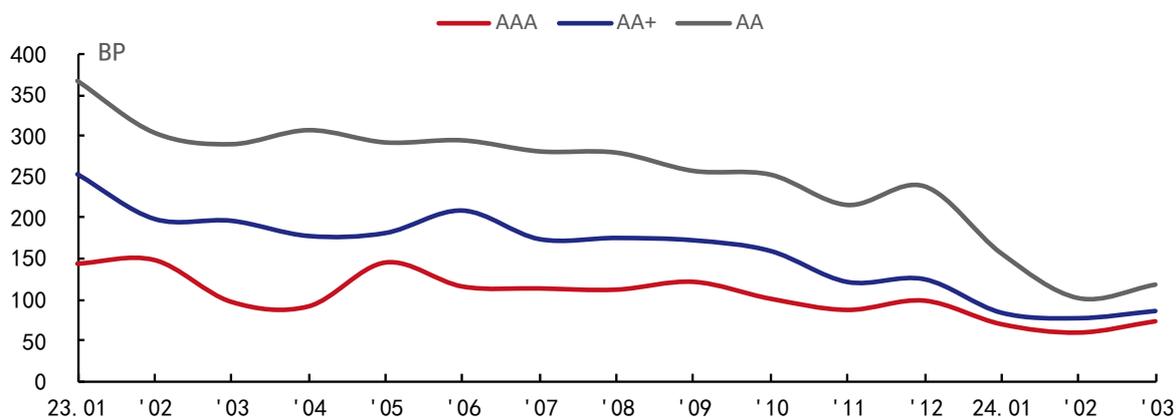
注：按发行人数量统计，不含重复发行人；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

5. 各级别信用债利差快速收窄，AA级与AA+级级差收敛

2024年一季度，信用债利差整体较2023年年末大幅收窄。1-2月，债券市场延续牛市趋势，央行降准降息，市场资金面宽裕。同时，资产荒下，机构面临更大的配置压力，开始向超长期利率债和弱资质城投债挖掘收益，一是，导致长期和超长期国债利率快速下行，二是弱资质信用债利差快速收窄。在信用债方面，“一揽子化债”背景下，城投债融资监管加强，供给减少，弱资质城投发债受阻，以及成本压降等因素导致高息资产供给锐减，进一步推动中高息信用债的利差大幅收敛。3月份，各级别信用利差在触底后窄幅波动。

3月份，AAA级、AA+级、AA级中长期信用债券（1年期以上）平均发行利差分别为62BP、87BP、116BP，较去年12月份分别收窄25BP、45BP、119BP；级差方面，AA级与AA+级之间级差由去年12月份的103BP收窄至3月份的29BP，AA+级和AAA级之间的级差由去年12月份的45BP收窄至3月份的25BP。

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

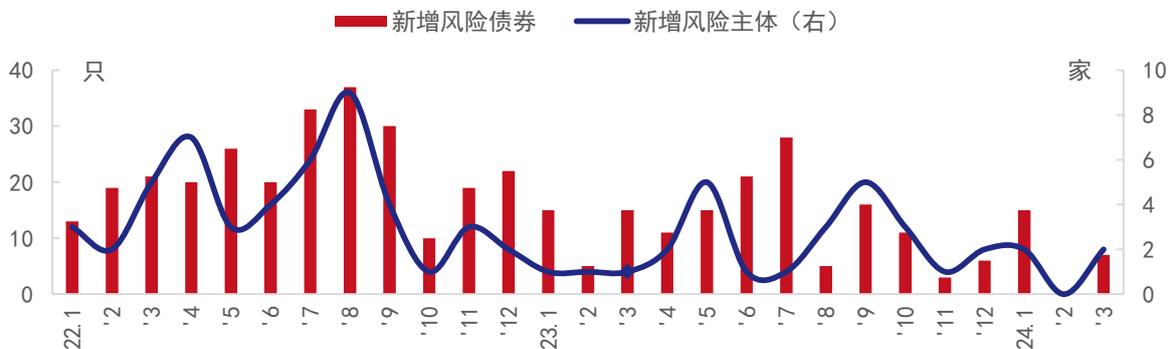
（三）2024 年一季度信用债市场信用风险分析

2024 年一季度债券市场信用风险事件大幅减少，主要在前期政策呵护下，地产企业新增风险数量大幅下降，风险已逐步暴露，目前大多数出险企业正在推进债务重组，部分主体债务重组推进缓慢。具体来看：

全口径下¹，2024 年一季度新增风险债券（含已违约主体）22 只，同比下降 37%，累计金额约 224 亿元，涉及 11 家主体；新增风险主体 4 家，较上年同期增加 1 家。2023 年风险底隐现，全口径下风险主体占比由 2022 年的 0.83% 下降至 2023 年的 0.45%，2024 年一季度进一步下降至 0.07%。

从违约类型看，依然以展期为主。2024 年一季度实质性违约债券 4 只，展期 16 只，违反投资者保护性条款（含触发）2 只。展期（含债务重组）比例 72.3%，维持高位，其中，远洋系对存续 11 只债券达成重组协议。实质性违约债券均为私募发行，除搜特转债（退市）外，均为地产公司债。2023 年 5 月 22 日，由于连续 20 个交易日股票收盘价低于 1 元，触发交易类退市条件，搜特转债（退市）发行人特宣告退市。2023 年 8 月 11 日，搜特转债跟随正股于深交所摘牌退市进入退市板块。由于公司陷入债务危机和经营危机，主要银行账户、资产已被法院冻结/查封，资金严重短缺，应于 2024 年 3 月 12 日支付的第四年可转债利息无法按期兑付，成为第一只实质性违约的可转债。

图 18 2022 年 1 月-2024 年 3 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

¹ 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。

表 2 2014 年-2024 年 3 月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	2024Q1
技术性违约	0	1	2	3	5	7	3	2	3	1	0
实质性违约	7	30	50	24	106	141	115	111	31	16	4
展期（含债务重组）	0	0	2	3	8	24	42	66	194	113	16
违反投资者保护性条款（含触发）	0	0	1	3	24	14	4	14	41	13	2

数据来源：Wind，中证鹏元整理

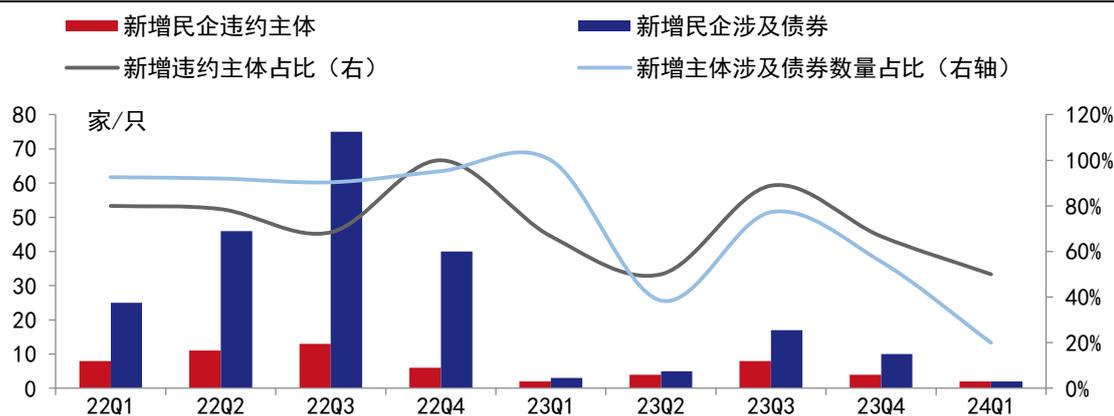
表 3 2023 年-2024 年 3 月信用风险统计

	新增风险主体（家）	已出险主体（家）	新增风险债券（只）
23Q1	3	16	35
23Q2	8	18	47
23Q3	9	10	49
23Q4	6	5	20
24Q1	4	7	22

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从发行人类型看，新增风险主体中有 2 家为民营企业，占比 50%，呈现下降趋势；民营企业风险债券 13 只，占比 59.1%，较上年下降 9.3 个百分点；国有企业新增风险主体 2 家，其中城投公司 1 家，触发保护性条款，现已解除风险事件。另一家国有主体是绿地控股集团有限公司，为混改企业，本年对 2 只债券进行展期。

图 19 2022 年-2024 年 3 月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 2024 年一季度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	8	2	13
国有企业	3	2	9

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2024 年共有 6 个省发生债券风险事件，其中，新增风险主体分布在广东、上海、山东等省份。

表 5 2024 年一季度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）
上海	4	1	7
北京	1		6
浙江	1		3
广东	3	2	3
福建	1		2
山东	1	1	1
合计	11	4	22

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 10 只，占比 45.5%；资产支持证券 6 只，占比 27.3%，穿透后看，房地产企业债券 20 只，其中展期（含重组）16 只。

表 6 2024 年一季度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	10	151.31
资产支持证券	6	33.95
私募公司债	2	2.73
中期票据	2	4.75
可转债	1	0.12
定向工具	1	31.30
合计	22	224.16

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 1 家，AA+级 1 家，AA 级 2 家，中高评级主体数量占比 50%；新增风险债券发行级别中 AAA 级和 AA+级分别有 15 只和 2 只，合计占比 77.3%，同比上升 3 个百分点，占比维持高位，无债项评级的债券 4 只，占比 18.2%，主要是私募发行债券。

表 7 2024 年一季度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	1	25.0%	AAA	15	68.2%
AA+	1	25.0%	AA+	2	9.1%
AA	2	50.0%	AA	1	4.5%
			无评级	4	18.2%
合计	4	100.0%	合计	22	100.0%

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 1 家，即搜于特集团股份有限公司，涉及风险债券 1 只；非上市公司 3 家，涉及风险债券 4 只。

表 8 2024 年一季度新增风险债券主体上市情况

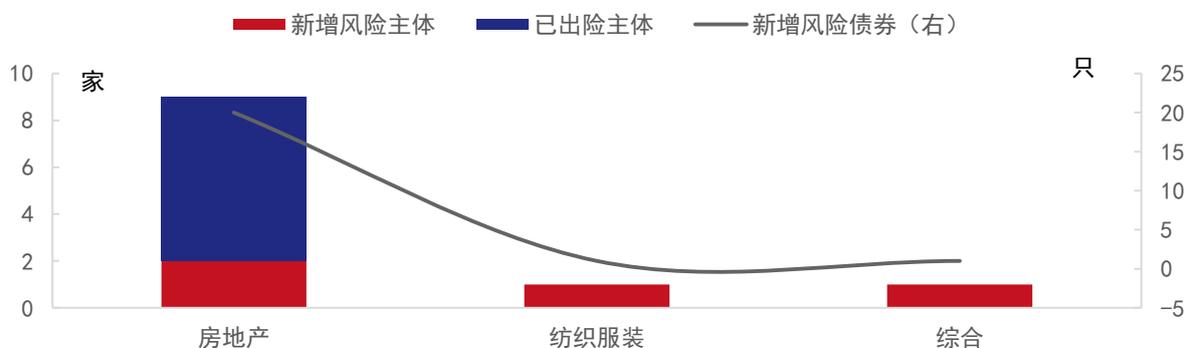
是否上市	风险主体 (家)	风险债券数量 (只)	新增风险主体 (家)	新增风险主体债券 (只)
上市公司	2	2	1	1
非上市公司	9	20	3	4
合计	11	22	4	5

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，风险债券主体涉及房地产、纺织服装、综合，其中，地产行业新增风险主体 2 家，占比 50%，涉及债券数量 8 只，为绿地控股和广州天建房地产（系合景泰富境内主体）；地产行业新增风险债券 20 只，占比 91%。

图 20 2024 年一季度风险债券行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2024 年一季度信用风险债券跟踪事件（含已出险债券）约 47 次。其中，已出险债券 20 次，包括未能履行展期协议触发的实质性违约事件 4 只，两次及以上展期事件 11 只。此外，“19 中南 03”持有人会议同意豁免《募集说明书》中关于本期债券违约责任及解决措施的约定，来更好推进本期债券本息兑付工作。本期债券于 2023 年 11 月达成展期协议，本期债券的兑付期限调整为自 2023 年 11 月 22 日起 60 个月，2028 年 2 月、5 月、8 月、11 月分别兑付 25% 的本金，利随本清。

从债务重组及债券兑付情况看，碧桂园、龙光、富力、旭辉等相继根据重组协议兑付境内债券当期金额。相比境内债务风险处置工作的逐步推进，境外重组难度依然较大。第一，清盘呈请。碧桂园、大发地产、世茂集团等相继接获清盘呈请，从而对债务重组进一步产生压力。其中，中泛控股和中国恒大进入清盘程序。第二，评级下调。万科、雅居乐、龙湖集团、新城发展等境外评级遭遇下调。第三，存续债券到期未兑付。正荣地产、华南城、金辉控股、旭辉控股等未能如期兑付境外债券。虽然境外债务重组难度大，但中国奥园、中梁控股持续推进境外重组工作，重组计划已生效，此外，宝龙地产、禹州集团、正龙地产等重组工作也取得重大进展。

表 9 2024 年一季度地产企业清盘呈请情况

企业	时间	事件概况
碧桂园	2024/02/27	Ever Credit Limited 于 2 月 27 日向香港特别行政区高等法院提出对公司的清盘呈请，内容有关呈请人与碧桂园之间本金约 16 亿港元的未支付定期贷款及应计利息。
大发地产	2024/02/27	因 2022 年到期 12.375 厘优先票据本息未如期偿付，建设银行（亚洲）作为受托人对公司及间接全资子公司向法院提交清盘呈请。
德信中国	2024/03/21	建设银行（亚洲）作为受托人对公司向法院提交清盘呈请。高等法院尚未就呈请举行任何听证会，亦未对德信中国发出清盘令，计划于 2024 年 6 月 5 日就呈请举行听证会。
中泛控股	2024/01/03	公司接获香港高等法院的清盘令， 公司由此进入清盘程序。
弘阳地产	2024/02/16	纽约梅隆银行伦敦分行向香港特别行政区高等法院提呈针对公司日期为 2024 年 2 月 14 日的清盘呈请，涉及金额不少于 2.29 亿美元的财务义务。
弘阳集团	2024/01/22	弘阳集团在香港收到清盘呈请，聆讯于 3 月 27 日举行。
佳兆业	2024/03/08	佳兆业集团清盘呈请聆讯押后至 4 月 29 日，原呈请人要求退出聆讯，佳兆业的债券受托人申请替代原呈请人。
世茂集团	2024/04/05	建设银行（亚洲）作为受托人于 2024 年 4 月 5 日向香港特别行政区高等法院提出对本公司的清盘呈请，涉及本公司的财务义务金额约为 15.795 亿港元。
天誉置业	2024/02/04	有关委任联合临时清盘人及呈请，百慕达最高法院商事法庭首席法官将呈请的聆讯押后至 2024 年 6 月 7 日（星期五）（百慕达时间）进行审理。
中国恒大	2024/01/29	中国恒大清盘案在香港高等法院再提讯。法官表示，中国恒大债务重组方案欠缺进展，公司资不抵债， 正式颁令恒大清盘。
中梁控股	2024/03/25	离岸债各项重组条件均已达成，重组生效日期于 2024 年 3 月 20 日落实。2024 年 3 月 25 日的聆讯上，高等法院撤销针对公司的清盘呈请。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

表 10 2024 年一季度地产企业债务重组情况

企业	时间	事件概况
宝龙地产	2024/03/22	持有范围内债务约 72.5% 的计划债权人已签署重组支持协议。
富力地产	2024/02/27	3 只美元票据交换要约和同意征求已获通过，有效投标保证金总额超 15 亿美元。
花样年	2024/04/01	公司在 2023 年 1 月 13 日签订的重组支持协议的最后截止日期已由重组支持协议各方进一步延长至 2024 年 4 月 14 日。
禹州集团	2024/03/08	截至 3 月 28 日，公司境外整体解决方案得到了现有公开票据未偿还本金总额的 93.16% 及其他现有债务工具未偿还本金总额的 91.04% 的现有票据持有人的支持，并已加入重组支持协议。
正荣地产	2024/01/24	于同意费用截止期限（即 2024 年 1 月 24 日下午五时正（香港时间）），持有现有债务超过 79% 的参与债权人已加入重组支持协议。在债权人的支持下，正荣地产正着手实施境外整体债务管理方案，就计划召开的聆讯预计订于 2024 年 5 月 2 日在法院举行。
中国奥园	2024/01/12	公司的境外债重组计划已获得开曼群岛法院、英属维尔京群岛法院及香港法院批准。中国奥园财务顾问称取得美国法院颁布的破产认可令。
	2024/03/21	宣布公司及 AddHero 根据中国奥园计划及 AddHero 计划达成所有重组条件。这包括支付所有重组支持协议费用（现金部分），以进一步分发予相关不受制裁影响的计划债权人。公司及 AddHero 确定 2024 年 3 月 20 日为重组生效日期。
中梁控股	2024/02/23	中梁控股境外债务重组计划获香港法院批准。
	2024/03/21	各项重组条件均已达成，重组生效日期于 2024 年 3 月 20 日落实。

注：包括违约后退市样本数据

数据来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，随着信用债融资支持政策的落地和持续推进，民企新增风险放缓，国有企业风险仍然以非实质性违约为主。其中，地产企业新增风险放缓，但由于债务规模巨大，债务重组难度高，部分企业的债务谈判仍在推进中。此外，购房意愿依然不足，地产企业资金回笼情况仍有待改善，已展期债券的兑付仍有一定压力，部分企业利用宽限期延缓资金压力。境外债务重组工作难度依然较大，部分企业获得金融机构支持，但债券重组仍面临不少阻力，尤其叠加清盘风险的企业，重组压力进一步加大。

二、2024 年二季度信用债市场待偿还情况分析

（一）2024 年二季度信用债待偿情况

截至 2024 年 3 月末，2024 年二季度非金融企业信用债总待偿还规模预计为 2.68 万亿元，环比下降 5.7%，其中债券到期规模预计 22,207.16 亿元、提前兑付预计 499.39 亿元、回售预计 4,047.63 亿元。不考虑短期融资券，中长期债券待偿规模预计约 1.74 万亿元，环比下降 4.5%。

分券种看，与一季度相比，2024 年二季度的企业债和中期票据的偿付规模环比增长。2024 年二季度，

交易所的公募公司债和私募公司债的待偿还规模预计分别为 2,853 亿元、4,624 亿元，分别环比下降 2.6%和 7.7%；企业债的待偿还规模预计为 917 亿元，环比增长 9.0%。银行间方面，中期票据的待偿还规模预计 6,931 亿元，环比增长 6.9%，短期融资券和定向工具的待偿还规模预计为 9,340 亿元、1,963 亿元，环比下降 7.9%和下降 26.6%。

表 11 2024 年二季度信用债市场待偿概况（单位：亿元）

债券类型	2024 年二季度				2024 年一季度 总偿还规模	总偿还规模增长 率
	到期规模	提前兑付 规模	回售预计	合计		
交易所市场	5,411.99	490.09	2,618.41	8,520.49	9,084.34	-6.21%
企业债券	347.83	373.56	195.13	916.52	840.67	9.02%
公募公司债	1,943.53	2.13	907.10	2,852.76	2,929.35	-2.61%
私募公司债	2,993.87	114.40	1,516.18	4,624.44	5,012.39	-7.74%
可转债	6.61	0.00	0.00	6.61	149.21	-95.57%
可交换债	120.16	0.00	0.00	120.16	152.73	-21.33%
银行间市场	16,795.17	9.30	1,429.22	18,233.69	19,295.96	-5.51%
短期融资券	9,340.11	0.00	0.00	9,340.11	10,139.15	-7.88%
中期票据	5,995.94	2.70	932.35	6,930.98	6,483.61	6.90%
定向工具	1,459.13	6.60	496.88	1,962.60	2,673.20	-26.58%
合计	22,207.16	499.39	4,047.63	26,754.18	28,380.30	-5.73%

注：1.2024 年二季度短期融资券未考虑 2024 年二季度新发且到期的短期融资券；2.回售权行权率按 2024 年一季度 57.2%计算；3.可转债一季度偿还规模不包括转债行权规模。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

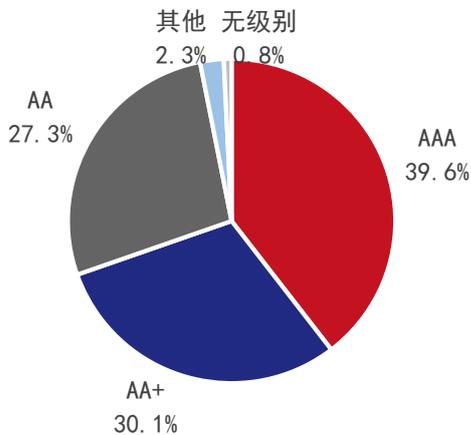
（二）2024 年二季度待偿债券特征

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增加

截至 2024 年 3 月末，2024 年二季度待偿还¹非金融信用债主体 1,651 家，主体评级仍以 AA+级以上级别为主，共 992 家，占比 60.1%。待偿还债券中，AAA 级、AA+级、AA 级主体的债券数量分别为 1,139 只、865 只、785 只，待偿还规模预计分别为 1.41 万亿元、4,926 亿元、3,224 亿元；主体评级在 AA 级（含）以下及无评级债券数量 874 只（659 家），待偿还规模预计 3,547 亿元，占比分别为 30.4%和 15.7%，较一季度分别上升 2.4 个百分点和 0.6 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 283 只、存量规模 1,683.39 亿元。

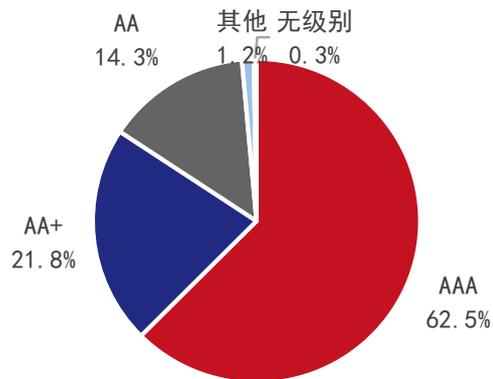
¹ 本节待偿还债券仅包括到期和提前偿还，不包括回售和赎回债券。

图 21 2024 年二季度待偿还信用债主体等级分布



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

图 22 2024 年二季度待偿还信用债主体等级分布



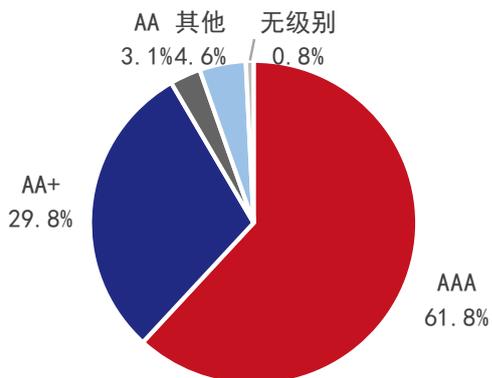
注：按债券规模统计，不包括回售和赎回债券；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2. 民营企业债券待偿还压力减弱，低等级债券占比略有提升但规模较小

2024 年二季度，民营企业债券总体待偿规模预计为 1,330 亿元，占总待偿规模的 5.0%，其中到期规模和提前兑付规模合计 1,107 亿元、回售规模预期 223 亿元。与一季度相比，二季度民营企业债券总待偿规模下降 16.6%。

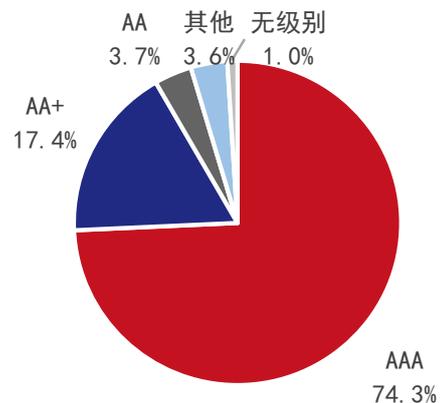
从到期和提前兑付债券的级别分布看，主体 AA 级（含）以下和无评级债券数量 11 只（11 家），待偿规模预计 83 亿元，占比分别为 8.4%和 8.3%，较一季度分别进一步上升 3.3 个百分点和 6.9 百分点。进入回售期的债券，民营企业债券存量债券共 39 只、存量债券规模 389.76 亿元，其中主体 AA 级（含）以下债券以及无评级债券 12 只，占比 30.8%，存量规模 131 亿元，占比 33.5%。

图 23 2024 年二季度待偿还民企债券主体等级分布



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 24 2024 年二季度待偿还民企债券主体等级分布



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

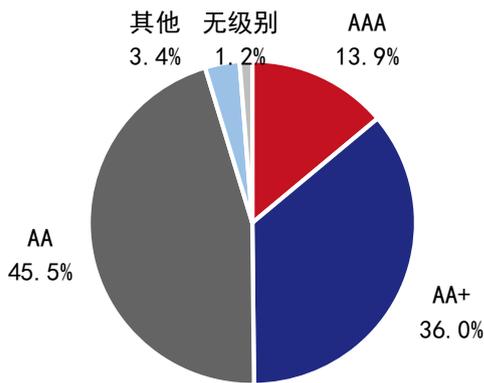
3. 城投债偿还规模环比下降，江苏、浙江、天津待偿规模靠前

城投债方面，2024年二季度总体待偿债券规模预计约为10,268亿元，其中到期规模和提前兑付规模预计7,834亿元、回售规模预计2,434亿元。与一季度相比，二季度城投债券总待偿规模下降17.4%。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，主体级别在AA级（含）以下以及无评级的城投债券数量763只（570家），待偿规模预计2,868亿元，占比分别为50.2%和36.6%，较一季度分别上升7.0个百分点和6.2个百分点。进入回售期和赎回期的债券方面，存量城投债券共598只、存量债券规模4,255亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债236只，数量占比39.5%，存量规模1,357亿元，占比31.9%。

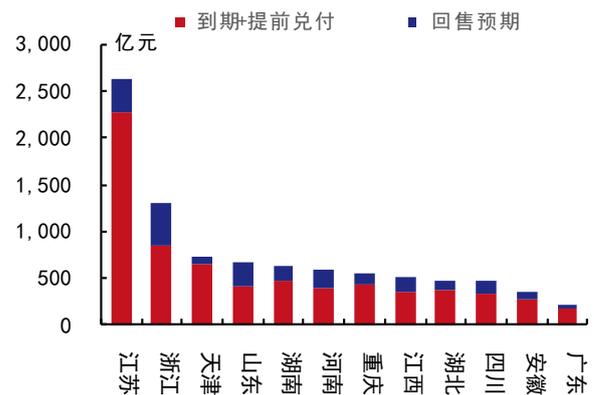
地区分布方面，江苏、浙江、天津、山东、湖南等地待偿规模位居前列。2024年二季度，江苏待偿规模预计2,633亿元、浙江待偿规模预计1,309亿元、天津待偿规模预计724亿元、山东待偿规模预计661亿元、湖南待偿规模预计634亿元；河南、重庆、江西、湖北、四川的待偿规模在400-600亿元之间。

图 25 2024 年二季度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 年二季度待偿还城投债地区分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

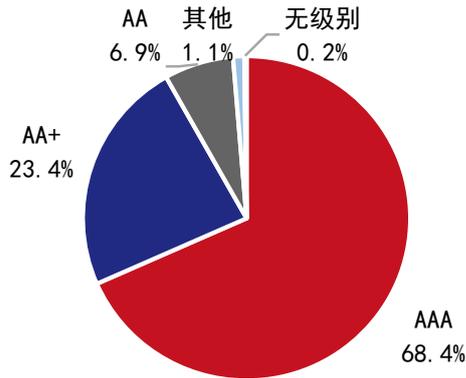
4. 二季度产业债整体偿债规模较一季度下降，其中地产债偿债压力仍大

产业债方面，2024年二季度总体待偿债券规模预计约1.65万亿元，其中到期规模和提前兑付规模预计1.49万亿元、回售规模预计1,613亿元。与一季度相比，2024年二季度城投债券总待偿规模增长3.4%。

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略有上升。主体级别在AA级（含）以下的以及无评级的城投债券数量111只（89家），待偿规模预计679亿元，占比分别为8.2%和4.6%，较一季度分别上升1.2个百分点和1.6个百分点。进入回售期和赎回期的债券方面，存量产业债券共296只、存量债券规模2,819亿元，其中主体AA级（含）以下债券以及无评级债券47只，数量占比15.9%，存量规模326亿元，占比11.6%。

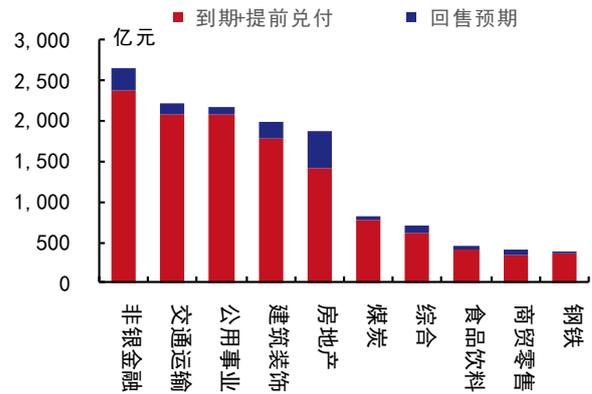
行业分布方面，非银金融、交通运输、公用事业、建筑装饰、房地产等行业待偿规模预计位居前列。2024年二季度，非银金融行业待偿规模预计 2,658 亿元、交通运输待偿规模预计 2,218 亿元、公用事业待偿规模预计 2,158 亿元、建筑装饰待偿规模预计 1,993 亿元，房地产待偿规模预计 1,868 亿元。待偿地产债中，其中涉及民营房企 20 家、待偿规模预计 233 亿元，地方国营房企 85 家、待偿规模预计 1,239 亿元，地产债整体偿付压力仍大。

图 27 2024 年二季度待偿还产业债主体等级分布



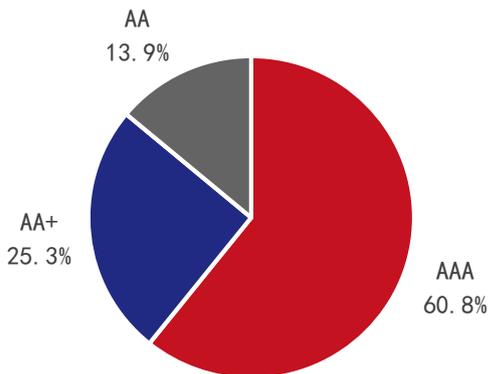
注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 28 2024 年二季度待偿还产业债行业分布



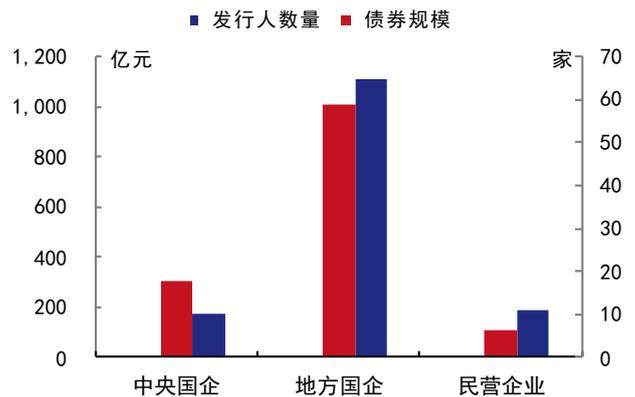
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 29 2024 年二季度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 年二季度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 年二季度信用债市场展望

（一）二季度名义 GDP 增速逐步回升，积极提振内需，大力发展新质生产力

我国经济持续改善，供需两端企稳回升，结构虽有分化，总体平稳增长，实现良好开局，二季度经济有望继续修复。价格水平偏低、需求不足仍是经济复苏的最大问题比如名义 GDP 增速偏低，宏观感受和微观主体分化，以价换量，部分行业产能过剩，收入预期和信心不足。海外主要发达经济体通胀粘性强，大国博弈和地缘政治冲突等，内外部环境复杂多变，不确定性和难预料性增加，要继续巩固经济回升向好的趋势。二季度要加大力度提振国内需求尤其是促进通胀温和回升，推动名义经济增速的上行，同时要注重产业转型升级，大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。

供需两端结构方面，从生产端看，工业生产稳步增长，企业逐渐开始补库存，但注意部分上游企业的产能过剩和企业盈利修复情况，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，全球主要经济体 PMI 超预期，受益于补库存，经济韧性仍存在，出口有望保持较快增长；内需方面，消费维持平稳增长，两年复合增速和消费倾向不低，但受限于居民收入，改善的高度不宜太高估；基础设施投资在二季度有支撑，专项债发力，特别国债有望启动发行，但部分地区因化债要求，或存在项目不足的现象；制造业投资是经济增长的最大亮点，随着设备更新、减税降费等政策不断落地，叠加出口的带动，制造业投资继续维持高景气；地产投资仍难言乐观。

信用市场环境方面，经济基本面延续修复，宏观政策维持宽松，流动性合理充裕，信用债资产荒的格局难改，随着广义财政和特别国债的发力，供需错配的格局或有改善，利率水平仍处于低点。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，持续推进化债，警惕黑天鹅和灰犀牛事件。

（二）宏观政策积极，注重落实和协调配合，关注特别国债的发行

二季度政策主基调仍是稳中求进、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。鉴于一季度经济增速较高，全年完成经济工作目标压力不大，二季度出台增量政策的必要性下降，更加注重前期政策的落实比如设备更新和消费品以旧换新，推动更多实务工作量落地，同时加强政策工具储备和协调配合，注重宏观政策取向一致性。

财政政策方面：一是加快支出进度和节奏，关注超长期特别国债的发行和落地工作；二是继续推进地方政府专项债券这个重要抓手，一季度专项债发行进度整体偏慢，二季度需要进一步提速，同时不断扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围比如三大工程等；三是持续推动地方政府一揽子化债工作，贵州和天津等地特殊再融资债延续发行，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

请务必阅读正文之后的免责声明

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，严肃财经纪律，增加中央对地方转移支付。

货币政策方面：稳健积极，保持流动性合理充裕，防止资金空转沉淀，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，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，二季度降息的必要性下降，有望再次实施降准来配合特别国债发行，落实科创和设备更新改造贷款等结构性政策。防止汇率超调风险，密切关注美联储降息预期变化，保持汇率双向均衡波动。

（三）城投“化债”政策拓展至非重点省份，融资整体偏紧，债券发行下降，利率和利差维持低位

城投债“化债”总基调不变，二季度将进一步统筹和推进各项化债措施。一方面，进一步统筹地方风险防范化解。一是，2月份国办推出14号文将35号文的化债支持措施扩大至12个重点省份以外的地级市，非重点省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地级市，与12个重点省份一起纳入重点地区管理。结合目前城投债整体信用修复、成本大幅下降的市场环境，纳入重点地区的地级市或主要为非标压力大的地区，如非重点省份的网红地级市。二是，特殊再融资债券仍可期。2月份，贵州已发行新一轮特殊再融资债券，预计本年可增加的1.1万亿元特殊再融资债券仍主要向重点省份分配，新纳入的重点地级市获得额度将增加。另一方面，境内外城投融资监管仍严。监管部门严防新增债务风险，境内融资方面，二季度城投债存量规模继续压降，少量新增融资领域限于“三大工程”、创新品种方面，低等级平台发债仍受限；继辽宁、湖南、重庆、西安四地地方金交所关停，其他地方或将陆续跟进，城投债务去非标准化进度加快。境外融资方面，去年四季度以来，境外城投债供需两旺引起监管关注，目前城投平台境外融资与境内监管趋同，同时禁止新增跨境TRS，城投“364境外债”自3月中旬之后基本淡出，预计境外城投债二季度将逐步降温，后续城投新获得发行外债批文较难。

“一揽子化债”背景下，城投债整体供给偏弱，融资略偏紧，供给将延续下降态势，资产荒延续，利差维持低位。一般而言，信用债二季度的净融资规模弱于一季度，在“化债”下，今年一季度城投债净偿还522亿元，融资处于略偏紧的状态，城投债发行监管趋紧下，预计二季度城投债将继续维持净偿还状态，二季度到期和回售规模约1万亿元，净偿还约500-1,000亿元，发行规模约9,000-9,500亿元，同比仍呈下降。其中，12个重点省份有城投债规模压降的监管要求，区域融资仍延续净偿还，对于存续标债较小的地区，或无新债发行。弱资质城投发债审核趋严，AA级主体净偿还的趋势短期难逆转，其发行规模降幅也将强于AAA级和AA+级。

在一季度债券牛市行情下，目前城投债利率和利差均已压缩至极致，如3月份AA级中长期平均发行

利率 3.40%、发行利差约 120BP，与 AA+级差 30BP 左右。此外，经济基本面预期向好，国债和新增专项债发行，债市短线资金获利了解等因素或对债市带来扰动，城投债信用逻辑不变，预期各级别城投债利率和利差均在当前低位小幅震荡。无论一二级市场，中高息城投债规模锐减，极少量高收益个券来源于个别高风险省份。

（四）房地产政策要大幅解绑，完善“保障+市场”的供应体系，持续推进三大工程建设

房地产产业链条长、涉及面广，当前我国房地产市场供需格局发生变化，各地因城施策优化房地产调控，落实保交楼、降低房贷利率等一系列举措。今年一季度地产投资和销售仍处低谷徘徊，新房和二手房市场流通不畅，二季度地产政策仍将继续松绑，且力度要持续加大，各地可完全自主决策，激活潜在的需求，需求端调整政策主要包括限购的放松、房产“以旧换新”、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，持续性很难乐观；供给端要进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，做好保交楼工作，截至 3 月末，商业银行对房地产融资协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查，其中审批同意项目数量超过 2,100 个，总金额超过 5,200 亿元，对部分不符合条件的项目已向协调机制反馈。继续推进保障性住房、“平急两用”公共基础设施、城中村改造等“三大工程”建设，做好配套政策和融资支持。加大高品质住房供给，完善“市场+保障”的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式。

随着去年的低基数和政策助力，二季度地产投资和销售增速降幅有望小幅收窄，因房企风险仍未出清，居民购房需求和意愿已不可同日而语，政策聚焦化风险和防止风险外溢，因而实际改善效果有待观察，总体难言乐观。关注长租房市场的发展，房企参与公募 REITs 比如保障房 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甲
92 号世茂大厦 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

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

电话：0755-82872333
0755-82872897

传真：0755-82872090

北京

地址：北京市朝阳区建国路世
贸大厦 C 座 23 层

电话：010-66216006

传真：010-66212002

上海

地址：上海市浦东新区东三里桥
路 1018 号上海数字产业园 A 幢
601 室

总机：021-51035670

传真：021-51917360

湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘
府东路 200 号华坤时代 2603

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

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

电话：028-82000210

传真：028-85288932

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

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

吉林

地址：吉林省长春市南关区人
民大街 7088 号伟峰国际商务广
场 2005 室

电话：0431-85962598

传真：0431-85962596

陕西

地址：西安高新区唐延路 22 号
金辉国际广场 902 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

电话：+852 36158342

传真：+852 35966140