

2024年07月16日

## 改革与发展并举，资产荒延续，风险收敛——2024年上半年我国信用债市场分析与下半年展望

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：

2024年上半年，经济总量平稳，结构分化，有效需求不足。债券净融资同比大幅增长，城投产业分化加剧，民企净融资下降。在政策支持下，新增风险持续放缓。下半年，经济转型和高质量发展依然是重点，改革与发展并举，宏观政策加大逆周期调节，协同发力，信用债资产荒格局难改，整体新增风险有限。

**2024年上半年宏观经济形势回顾：**（1）上半年GDP同比增长5.0%，二季度GDP同比增长4.7%；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，制造业投资和出口是主要支撑，房地产投资继续下行，基建投资待提升，消费表现平庸。（3）稳健的货币政策精准有力，强化逆周期调节，支持科技创新、房地产等重点领域。（4）积极的财政政策加力提效，1万亿超长期特别国债启动发行，专项债发行进度偏慢。

**上半年信用债市场发行分析：**（1）**发行概况：**2024年上半年非金融企业信用债券发行6.93万亿元，同比增长4.5%，净融资1.19万亿元，同比增长46.7%；

（2）**发行特征：**第一，城投债发行2.16万亿元，同比下降15.2%，净融资转为净偿还1,716.80亿元；产业债发行4.76万亿元，同比增长16.7%，净融资1.36万亿元，为去年同期的17倍；第二，民营企业信用债净融资持续为负，净偿还364.68亿元，交易所主要债券品种呈净偿还，银行间债券品种均为净融入；第三，AA+级以上主体占比70.3%，发行主体等级向AAA级集中；第四，上半年信用债各级别发行利率和发行利差持续下行，截至6月均处于历史低位。

**2024年上半年信用风险分析：**全口径下，2024年上半年新增风险债券26只，同比下降68.3%，累计金额约247亿元，涉及14家主体；新增风险主体7家，较上年同期下降36.4%。风险事件仍以展期（含债务重组）为主，占比73.1%。具体来看：新增7家风险主体中，民营企业有6家；新增风险债券以公募公司债券为主，占比53.6%，其次是资产支持证券，占比23.1%；新增风险主体初始级别AA+级及以上合计占比42.6%，新增风险债券发行级别以AAA级为主，占比80.8%；新增风险债券以房地产行业为主，债券数量占比80.8%，新增主体

数量占比 57.1%。此外，境内市场出现债券二次展期，境外重组工作相对缓慢，清盘压力、退市压力较大。

**2024 年下半年信用债市场待偿还分析：**（1）**到期概况：**2024 年下半年非金融企业信用债待偿规模预计为 6.00 万亿元，同比下降 1.9%，环比增长 4.7%；不考虑短期融资，中长期债券待偿规模 3.72 万亿元，同比增长 6.4%，环比增长 0.7%；（2）**待偿还债券特征：**第一，待偿还债券主体级别以 AA+级（含）以上为主，占比 57.2%，同时低评级债券占比有所上升；第二，民企债券待偿规模预计 3,701 亿元，待偿还压力有所减弱，但低评级债券占比上升，关注地产领域风险；第三，城投债待偿规模预计 2.11 万亿元，江苏、浙江、山东等地待偿规模位居前列，尾部城投到期偿付压力仍大；第四，产业债待偿规模预计 3.90 万亿元，地产债待偿规模预计 3,079 亿元，其中民营和国有企业地产债待偿规模 1,842 亿元。

**2024 年下半年信用债市场展望：**（1）当前中国经济正处于新旧动能转换的关键期，下半年国内经济要在转方式、调结构、提质量、增效益上持续用力，2024 年全年实际 GDP 增速预计在 5.0% 左右。有效需求不足仍是经济复苏的最大问题，消费有进一步改善的空间。（2）下半年宏观政策主基调仍是稳中求进、以进促稳，同时开启新一轮改革措施。财政政策继续用好超长期特别国债、专项债，完善化债工作。下半年宏观政策主基调仍是稳中求进、以进促稳，同时开启新一轮改革措施。下半年降息降准仍有必要，结构性货币政策工具有可为。（3）随三季度地方债发行放量，用于“化债”的新增专项债的发行省份扩大，但用于偿还债务的规模可能有限。预计城投转型将推动平台行政级别向地市级集中，区县级平台数量趋于逐步减少。下半年城投到期规模下降，发行预计同步收缩，离岸城投债在政策收紧下或回落。资产荒下，城投债收益率和信用利差或继续下探，城投债延续牛市。（4）房地产市场仍处于调整期，地产投资和销售等指标不乐观。下半年房地产仍面临较大压力，持续聚焦因城施策、土地盘活、去库存和“白名单”机制的落地和扩容，同时进一步防范风险，加大保交房力度。继续推进“三大工程”建设，完善“市场+保障”的住房双轨制目标。房企风险仍未出清，政策效果有待观察。关注长租房市场的发展及房企参与公募 REITs 的市场空间。

## 一、2024 年上半年信用债市场回顾

### (一) 2024 年上半年宏观经济形势回顾

#### 1. 上半年 GDP 同比增长 5.0%，二季度 GDP 同比增长 4.7%；就业形势整体稳定，通胀水平偏低

2024 年上半年，我国国内生产总值 GDP 为 616,836 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.0%，较一季度下降 0.3 个百分点。分产业来看，第一产业增加值 30,660 亿元，增长 3.5%，拉动经济增长 0.3 个百分点；第二产业增加值 236,530 亿元，增长 5.8%，拉动经济增长 1.9 个百分点；第三产业增加值 349,646 亿元，增长 4.6%，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 5.0%、38.3%和 56.7%，较 2023 年同期分别变化-0.1 个百分点、-0.6 个百分点和 0.7 个百分点。按照名义价格计算，上半年 GDP 同比名义增长 4.1%。在宏观政策靠前发力下，一季度我国经济总量数据在内外复杂形势下取得良好开局；二季度经济下行压力加大，增长动能环比走弱，GDP 同比增长 4.7%，较一季度 GDP 同比增速回落 0.6 个百分点。

上半年就业形势整体稳定，青年就业形势不容乐观。上半年，全国城镇调查失业率平均值为 5.1%，比一季度下降 0.1 个百分点，比上年同期下降 0.2 个百分点。二季度全国城镇调查失业率均值为 5.0%，较一季度回落 0.2 个百分点。其中，4 月城镇调查失业率为 5.0%，较 3 月小幅下降 0.2 个百分点，5 月和 6 月就业形势相对稳定，城镇调查失业率保持在 5.0%。此外，16-24 岁(不含在校生)4 月和 5 月失业率分别为 14.7%、14.2%，虽然相对一季度有所回落，但是仍在相对高位，反映青年就业形势比较严峻。

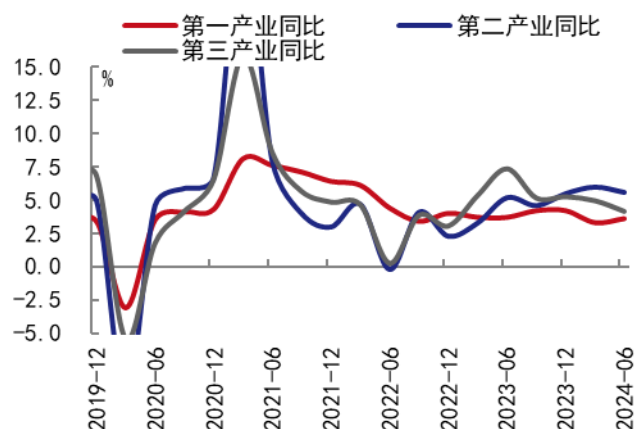
上半年 CPI 同比上涨 0.1%，PPI 同比下降 2.1%。上半年 CPI 同比增速低位波动，其中 4 月-6 月分别录得 0.3%、0.3%和 0.2%，总体保持偏弱运行；同期 PPI 当月同比先下后上，二季度触底回升，其中 4 月-6 月分别录得-2.5%、-1.4%和-0.8%，PPI-CPI 剪刀差倒挂幅度有所收窄。总体来说，上半年 CPI 同比增速在基数走低下没有明显回升，主要受到供应充足、内生需求偏弱等因素的影响，而 PPI 同比增速在基数效应以及部分商品价格走强等因素的影响下降幅收窄。GDP 平减指数二季度为-0.7%，连续五个季度为负值。

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



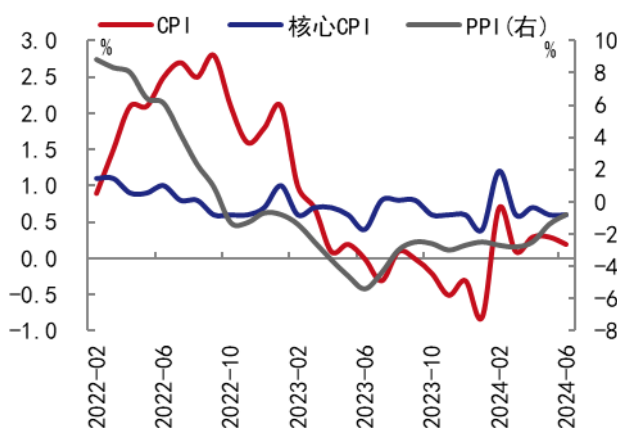
数据来源：Wind 中证鹏元整理

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，制造业投资和出口是主要支撑，房地产投资继续下行，基建投资待提升，消费表现平庸**

2024 年上半年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，制造业投资表现强劲，是固定资产投资增速上升的主要拉动力；基建投资增速保持韧性；房地产投资在低基数下同比跌幅扩大，继续处在调整过程；消费表现一般，出口景气度较高。

供给端来看，2024 年上半年，全国规模以上工业增加值全年同比增长 6.0%，增速比去年同期上升 2.2 个百分点。分三大门类看，采矿业增加值增长 2.4%，制造业增长 6.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 6.0%。高技术制造业增加值增长 8.7%，比今年一季度加快 1.2 个百分点。分月份看，工业生产增速 4-6 月同比分别增长 6.7%、5.6%和 5.3%，基数走低下仍呈现回落趋势。服务业上，上半年服务业增加值同

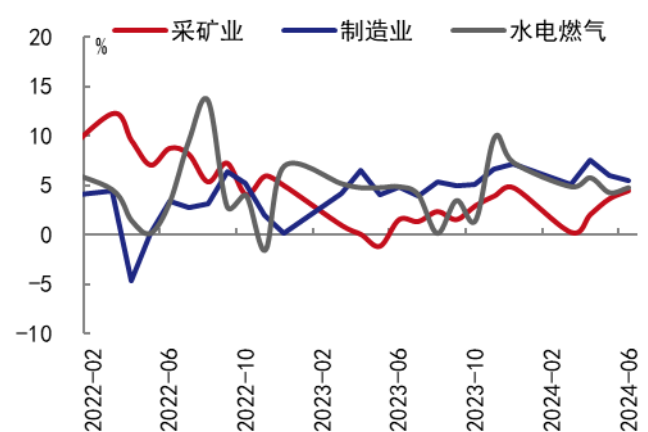
同比增长 4.6%，较去年同期下降 1.8 个百分点。二季度服务业生产指数同比增速在基数走低下小幅回升，单月分别上涨 3.5%、4.8%和 4.7%。

固定资产投资方面，2024 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）245,391 亿元，同比增长 3.9%，增速较去年同期上升 0.1 个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长 8.5%。其中，基础设施投资增长 5.4%，较 2023 年同期下降 1.8 个百分点；制造业投资增长 9.5%，较 2023 年同期上升 3.5 个百分点，其中高技术制造业同比增长 10.1%；房地产开发投资下降 10.1%，较 2023 年同期跌幅扩大 2.2 个百分点，其中全国新建商品房销售面积同比下降 19.0%，新建商品房销售额同比下降 25.0%，地产行业仍处下行调整周期。6 月份，固定资产投资（不含农户）环比增长 0.21%。整体来看，上半年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 年上半年，社会消费品零售总额 235,969 亿元，同比增长 3.7%，增速较去年同期下降 4.5 个百分点。分类型看，商品零售 209,726 亿元，增长 3.2%；餐饮收入 26,243 亿元，增长 7.9%。分月来看，4-6 月社会消费品零售总额同比分别为 2.3%、3.7%、2.0%，其中商品零售同比分别为 2.0%、3.6%和 1.5%，餐饮收入同比分别为 4.4%、5.0%和 5.4%，显示服务消费依然强于商品消费。6 月社会消费品零售总额同比增长 2.0%，两年平均增速 2.5%，较 4 月和 5 月两年平均增速分别下降 7.5 和 5.6 个百分点。6 月社会消费品零售总额季调环比-0.12%，近 1 年来首度转负，且弱于季节性（0.08%）。

图 5 供给端：工业增加值和服务业当月同比增速

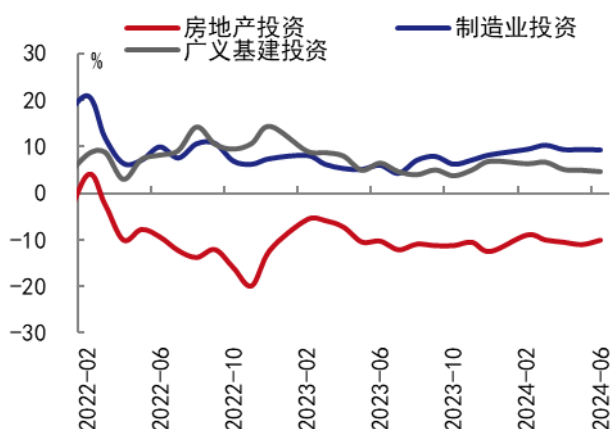
图 6 供给端：分行业工业增加值当月同比



数据来源：Wind 中证鹏元整理

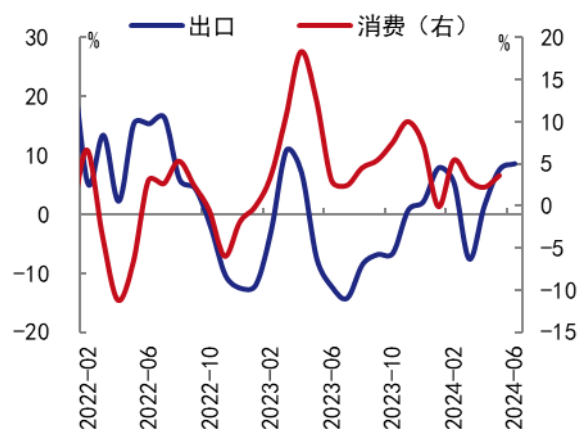
数据来源：Wind 中证鹏元整理

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，按美元计价，上半年，我国进出口总值 2.98 万亿美元，同比增长 2.9%。其中，出口 1.71 万亿美元，同比增长 3.6%，去年同期增速为-3.2%；进口 1.27 万亿美元，同比增长 2.0%，去年同期增速为-6.7%；贸易顺差 4,350 亿美元，同比增长 8.6%。其中，6 月出口同比增长 8.6%，较前月上升 1.0 个百分点，当月贸易顺差 990.50 亿美元，创 34 年来单月最高水平。分国别来看，上半年出口景气度较高，主要是由对拉丁美洲、东盟等新兴国家的出口增速拉动，其中上半年对拉丁美洲和东盟的出口同比增速为 11.3%、10.7%，而对俄罗斯、非洲的出口增速下滑至-0.8%和-2.3%，对美国、欧盟、日本的出口同比增速分别为 1.5%、-2.6%和-6.3%。

### 3. 稳健的货币政策精准有力，强化逆周期调节，支持科技创新、房地产等重点领域

央行坚持稳中求进的总基调，稳健的货币政策精准有力，强化逆周期调节，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，通过结构性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，同时持续优化信贷结构，设立科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款，支持科技创新、房地产等重点领域，增强经济发展动能。

具体来看，一是保持流动性合理充裕。央行 2 月降准 50BP，释放万亿流动性，来弥补缴准缴税、专项债、增发国债和特殊再融资债券发行等形成的资金缺口，同时引导信贷合理增长、均衡投放。上半年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加 12.46 万亿元，社会融资规模增加 18.1 万亿元，在去年高基数上同比分别减少 3.15 万亿和 3.45 万亿，但绝对量在历史同期处于较高水平。6 月末，社会融资规模余额为 395.11 万亿元，同比增长 8.1%。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

请务必阅读正文之后的免责声明

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，两个月合计投放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；支持科技创新和设备更新改造，4月设立科技创新和技术改造再贷款5,000亿元；同时加大房地产行业的金融支持力度，5月出台调降首付比例和个人住房公积金贷款利率、取消房贷利率下限等组合政策，设立3,000亿元保障性住房再贷款等等；四是提升资金使用效能，避免资金沉淀空转，推动金融总量数据“挤水分”。央行着力规范市场行为，盘活低效存量金融资源，提高资金使用效率，引导淡化“规模情结”。五是保持汇率稳定。在中美利率保持高位且美国货币政策转向不断推后的背景下，央行保持汇率基本稳定，同时强化预期引导，坚决防范汇率超调风险。六是充实货币政策工具箱，逐步将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，同时关注长期收益率的变化。

#### 4. 积极的财政政策加力提效，1万亿超长期特别国债启动发行，专项债发行进度偏慢

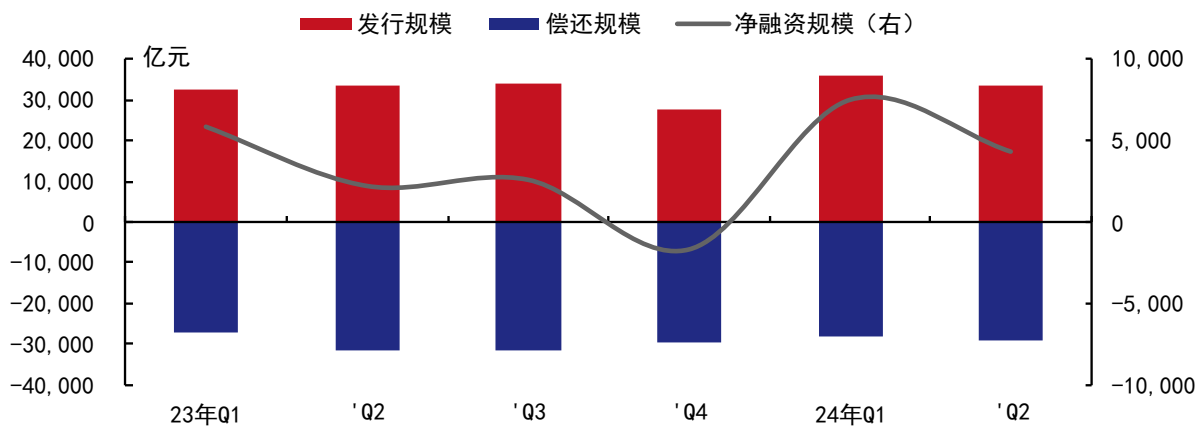
2024年1-5月，全国一般公共预算收入96,912亿元，同比下降2.8%；全国一般公共预算支出108,359亿元，同比增长3.4%，支出强度保持稳定。1-5月全国政府性基金预算收入和国有土地使用权出让收入同比分别下跌10.8%和14.0%，跌幅均超10%。财政收入持续下滑，尤其是税收和土地出让收入，制约财政支出力度。政策基调上，今年两会和4月政治局会议延续了“积极的财政政策要适度加力、提质增效”的表述，和中央经济工作会议保持一致。政策力度上，今年财政赤字设置为3%，和2023年持平；地方政府专项债规模为3.9万亿，较2023年增加1,000亿元；今年开始增发超长期特别国债1万亿元，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。在4月政治局会议上“靠前发力有效落实已经确定的宏观政策”的指导原则下，二季度财政政策重点在于落实存量政策，“及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”。具体来看，专项债方面，6月专项债发行3,327亿元，相对一季度有所提速，但是较5月4,383亿元出现放缓，上半年累计发行进度为38.3%，远低于去年同期进度（60.6%）；增发国债方面，发改委明确项目均需在6月底前开工建设，目前增发国债1.5万个项目已全部开工。特别国债5月中旬公布发行安排，其采取市场化发行，呈现出单次规模小、频次多、节奏比预期平滑的特点，发行期限分别是20年、30年、50年，均匀分布在5-11月按照计划发行，对市场的供给冲击较预期降低。

## （二）2024 年上半年信用债市场发行分析

### 1. 2024 年上半年信用债发行规模小幅增长，新增融资旺盛，净融资同比增长 47%

2024 年上半年，我国非金融企业债券共发行 7,716 只，同比增长 0.6%，发行规模 6.93 万亿元，同比增长 4.5%。其中，一季度发行 4,116 只，发行规模 3.59 万亿元，二季度发行 3,600 只，发行规模 3.34 万亿元。上半年非金融企业债券净融资 11,890.10 亿元，较 2023 年同期增长 46.7%，其中一季度融资 7,543.43 亿元，二季度净融资 4,346.67 亿元，均超过去年同期。

图 9 2023 年-2024 年二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

### 2. 中期票据是发行规模增长的主要品种，可转换债券发行同比下降明显

分券种看，2024 年上半年，中期票据是发行规模增长的主要券种，公募公司债发行规模小幅增长，其他券种发行规模同比均出现下降。具体而言，交易所市场的公募公司债券发行规模 7,708.43 亿元，同比增长 12.4%，私募公司债发行规模 11,023.29 亿元，同比下降 9.7%；可转债发行规模下降较大，发行规模仅 129.11 亿元，同比下降 81.8%；企业债券发行规模 391.32 亿元，同比下降 70.94%；银行间债券市场方面，短期融资券发行规模 22,874.74 亿元，同比下降 15.9%；中期票据发行规模 23,314.61 亿元，同比增长 72.0%；定向工具发行规模 3,607.45 亿元，同比下降 14.5%。

表 1 2024 年上半年非金融企业债券市场发行情况

债券品种	2024 年上半年 数量 (只)	2023 年上半年 数量 (只)	同比	2024 年上半年 规模 (亿元)	2023 年上半年 规模 (亿元)	同比
交易所市场	2,313	2,671	-13.40%	19,466.05	21,337.33	-8.77%
企业债券	52	180	-71.11%	391.32	1,346.50	-70.94%
公募公司债券	694	634	9.46%	7,708.43	6,856.40	12.43%
私募公司债券	1,545	1,786	-13.49%	11,023.29	12,212.39	-9.74%



债券品种	2024年上半年 数量（只）	2023年上半年 数量（只）	同比	2024年上半年 规模（亿元）	2023年上半年 规模（亿元）	同比
可转换债券	12	58	-79.31%	129.11	710.90	-81.84%
可交换债券	10	13	-23.08%	213.90	211.14	1.31%
<b>银行间市场</b>	<b>5,403</b>	<b>5,001</b>	<b>8.04%</b>	<b>49,796.79</b>	<b>44,970.99</b>	<b>10.73%</b>
短期融资券	2,346	2,861	-18.00%	22,874.74	27,191.90	-15.88%
中期票据	2,409	1,462	64.77%	23,314.61	13,557.47	71.97%
定向工具	648	678	-4.42%	3,607.45	4,221.62	-14.55%
<b>汇总</b>	<b>7,716</b>	<b>7,672</b>	<b>0.57%</b>	<b>69,262.85</b>	<b>66,308.32</b>	<b>4.46%</b>

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

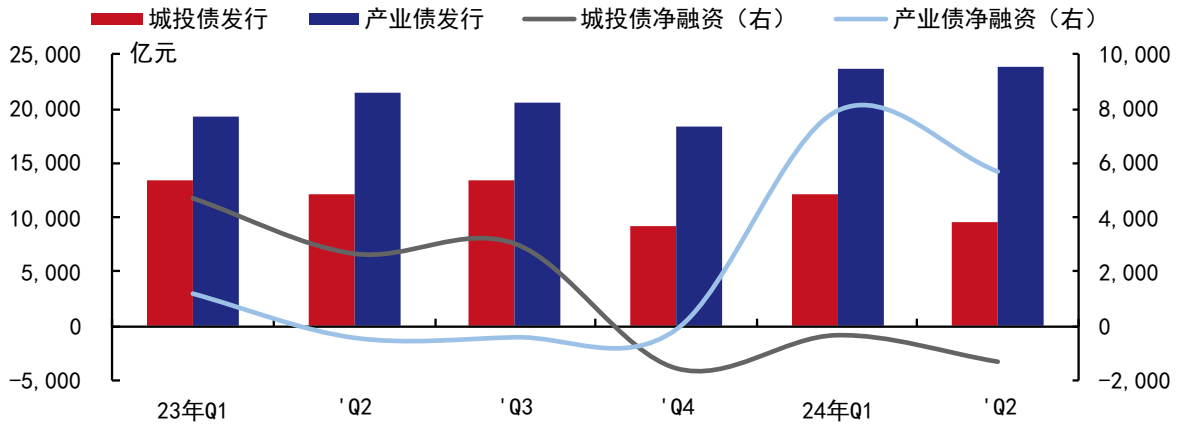
### 3. 上半年城投债严格控制增量，规模缩减，而产业债融资需求旺盛

2024年上半年，城投债发行规模 21,638.90 亿元，同比下降 15.2%，占信用债总发行规模比例为 31.2%，较 2023 年比例下降 6.4 个百分点。净融资方面，城投债新增融资严格受限，月度净融资基本位置净偿还状态，上半年城投债总净偿还 1,716.80 亿元，而去年上半年净融资 7,312.38 亿元、下半年净融资 1,417.04 亿元。

分地区看，上半年城投债全国共 13 个地区为净融资，16 个地区为净偿还。净融资地区中，山东净融资规模相对高于其他地区，净融资 392.31 亿元，其次上海、河北、陕西、北京的净融资规模 50-100 亿元；净偿还地区中，江苏、浙江、天津、湖南、湖北、贵州等地的规模较大，分别净偿还 487.84 亿元、472.58 亿元、393.17 亿元、267.07 亿元、260.84 亿元、215.93 亿元。与去年同期相比，城投债主要发行区域的净融资明显减弱，尤其浙江、江苏的净融资规模较去年同期分别减少约 1,900 亿元，湖北、天津、湖南、河南、安徽、四川等等地的净融资较去年同期减少 500-1,000 亿元。

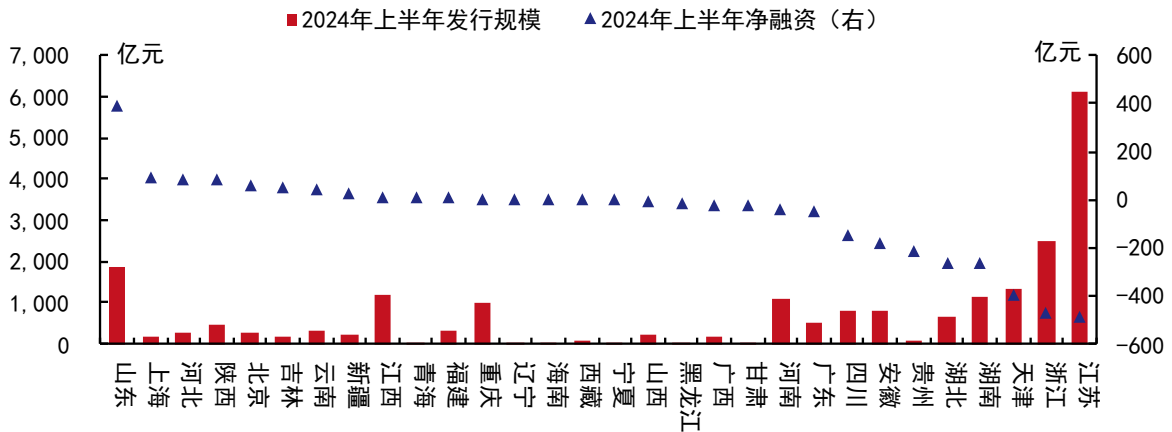
产业债融资需求旺盛，净融资大增。2024 年上半年，产业债发行规模 47,623.95 亿元，同比增长 16.7%，净融资规模 13,606.90 亿元，为去年同期的 17 倍。分行业看，仅石油石化、国防军工、银行三个行业为小规模净偿还，其他行业表现为净融资。净融资产业中，公用事业、建筑装饰、非银金融、交通运输等行业的净融资规模靠前，分别为 2,747.60 亿元、2,742.29 亿元、1,831.24 亿元、1,084.64 亿元。房地产行业发行 3,981.11 亿元，净融资 367.53 亿元，同比分别下降 8.2% 和 49.4%。

图 10 2023 年-2024 年二季度城投债与产业债发行规模与净融资



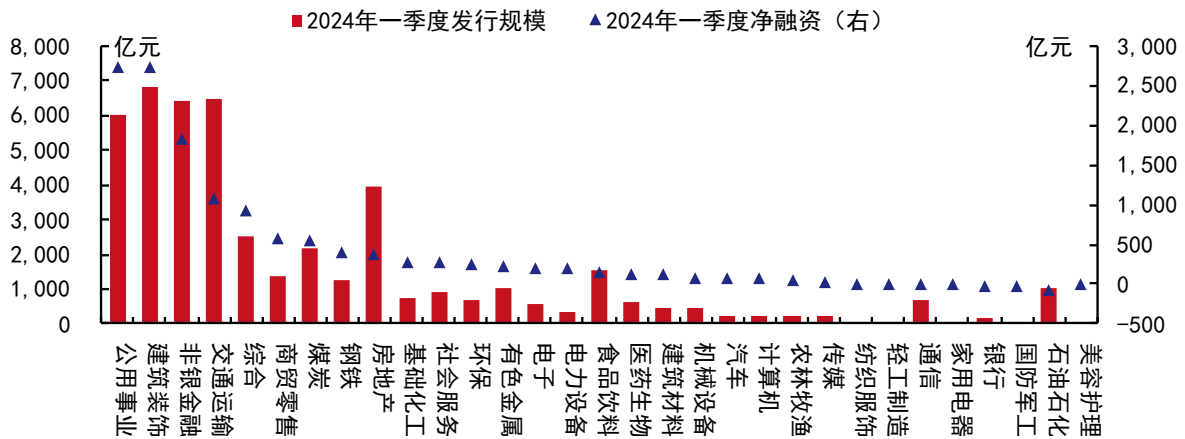
数据来源: Wind, 中证鹏元整理

图 11 2024 年上半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 2024 年上半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. 民营企业净融资仍为负，国有企业净融资增长较快

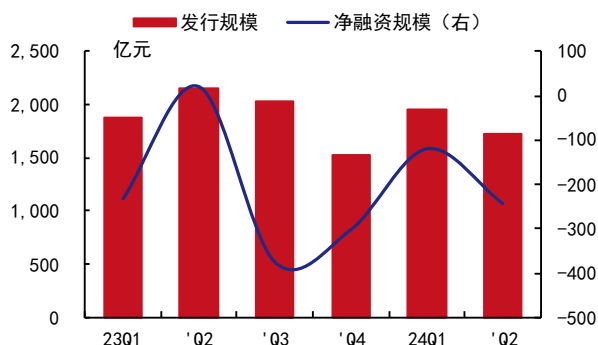
从企业性质看，2024 年上半年民营企业<sup>1</sup>信用债共发行 339 只，同比下降 7.1%，发行规模 3,675.74 亿元，同比下降 8.8%，民营企业债券发行占比持续下降，2024 年上半年已下降至 5.16%。上半年，民营企业债券净偿还 364.68 亿元，较去年同期持续扩大 70.8%。分券种看，民营企业公募公司债和可交换债是主要净偿还券种，其中公募公司债净偿还 397.61 亿元，可交换债券净偿还 134.09 亿元。银行间市场券种，民营企业债券均为净融入，短期融资券净融资规模 204.80 亿元、中期票据净融资 25.05 亿元、定向工具净融资 3.53 亿元。民营企业债券融资仍以短期债券为主，而且中长期债券融资需求偏弱，民企投资意愿不足。

上半年，国有企业信用债共发行 7,377 只，同比增长 1.0%，发行规模 65,587.11 亿元，同比增长 5.3%；国企信用债券净融资规模 12,254.78 亿元。随发行成本下降，国企债券中长期限融资增长显著，AAA 级国企是本轮信用债发行增长的主力。信用债市场国企与民企的结构分化，反映出当前市场风险偏好更加保守。

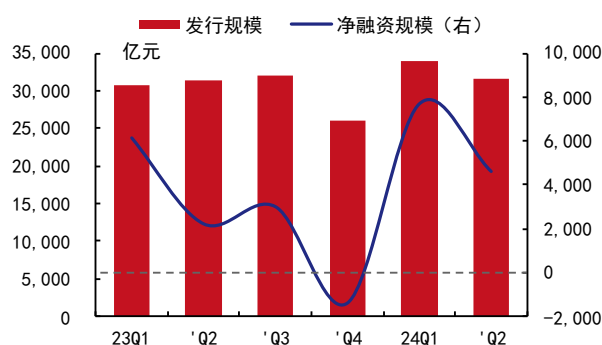
图 13 2023 年-2024 年二季度民营企业净融资情况

图 14 2023 年-2024 年二季度国有企业净融资情况

<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。



资料来源：Wind，中证鹏元整理



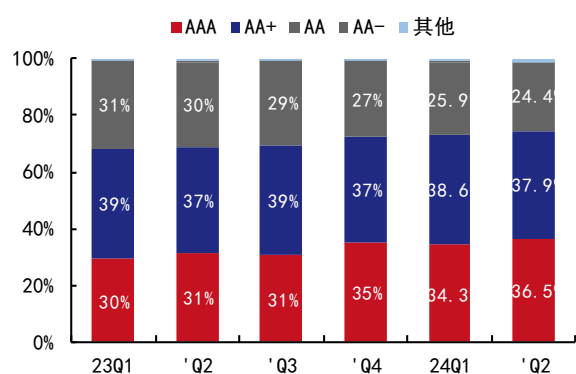
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 5. 上半年信用债发行主体进一步向 AAA 级集中<sup>1</sup>

2024 年上半年，AA+及以上发行人占比 70.3%，较 2023 年度上升 8.1 个百分点。具体来看，AAA 级发行人占比 33.0%，较 2023 年度上升 6.9 个百分点；AA+级发行人占比 37.4%，较 2023 年度上升 1.2 个百分点；AA 级发行人占比 28.3%，较 2023 年度下降 7.4 个百分点，无主体级别的发行人占比 1.3%，较 2023 年度下降 0.7 个百分点。

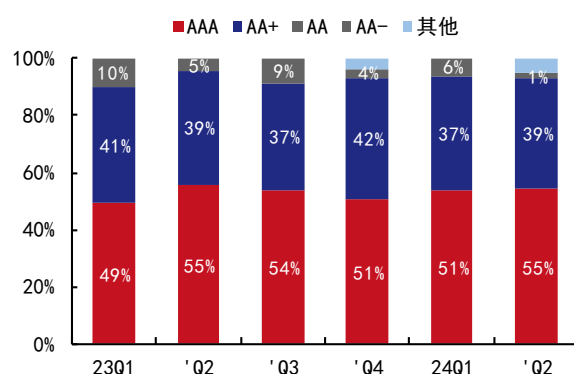
民营企业方面，AA 级主体占比下降，但无评级的主体比例增长。具体来看，AAA 级主体占比 49.5%，较 2023 年度上升 1.7 个百分点，AA+级主体占比 38.6%，较 2023 年下降 0.9 个百分点，AA 级主体占比 5.0%，较 2023 年下降 5.5 个百分点。民企债券无评级主体较 2023 年占比上升 4.7 个百分点，无评级主体以私募发行为主，并均设置担保措施。

图 15 2023 年-2024 年二季度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 2023 年-2024 年二季度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. 二季度，各级别发行利率和发行利差进一步下行，处于历史低水平

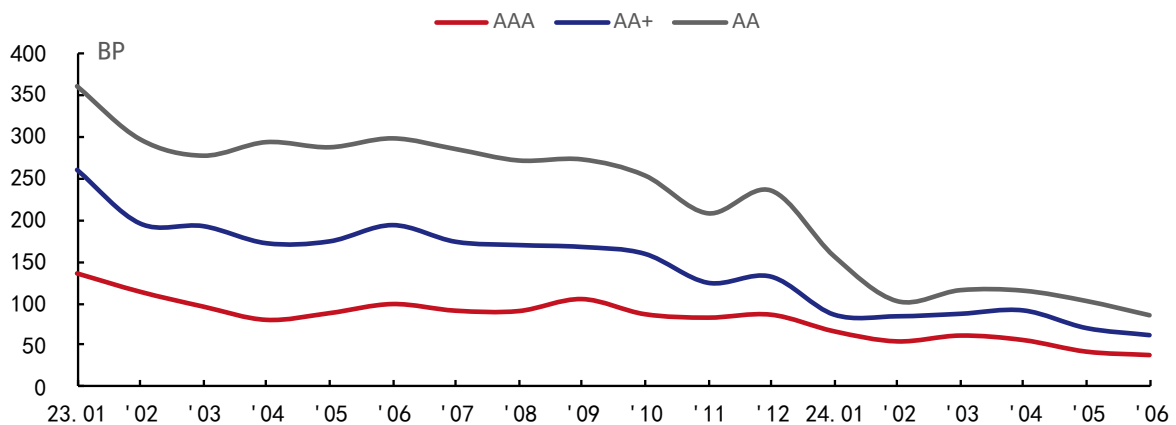
2024 年上半年，非金融企业信用债发行利率持续下行，利差持续收窄，较 2023 年年末大幅下降。上半

<sup>1</sup> 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。

年，债牛行情延续，国债收益率曲线整体下移，长端利率处于历史低水平。截至 6 月 28 日，1 年期和 10 年期国债到期收益率分别为 1.54% 和 2.25%，较去年末下行 54BP 和 35BP。“资产荒”加剧信用债利差收窄。上半年，城投债和产业债的中高息债券供给均急剧减少，票面利率在 3.0% 以上债券变得稀缺，权益市场波动，“手工补息”等影响，大量资金涌入债券市场，供需严重失衡，进一步压低各级别信用利差。

6 月份，AAA 级、AA+ 级、AA 级中长期信用债券（1 年期以上）发行利差分别为 38BP、61BP、86BP，较去年 3 月份进一步收窄 23BP、26BP、30BP。级别之间级差维持低水平，6 月份，AA+ 级和 AAA 级之间的级差 24BP，AA 级与 AA+ 级之间级差 24BP。

图 17 非金融企业信用债发行利差走势情况



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 年上半年信用债市场信用风险分析

2024 年债券市场信用风险事件大幅减少，地产新政持续发布，地产企业新增风险数量大幅下降，大型企业的风险已暴露。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，偿付和二次展期压力加大。可转换债券风险继续发酵，退市和违约风险出现。具体来看：

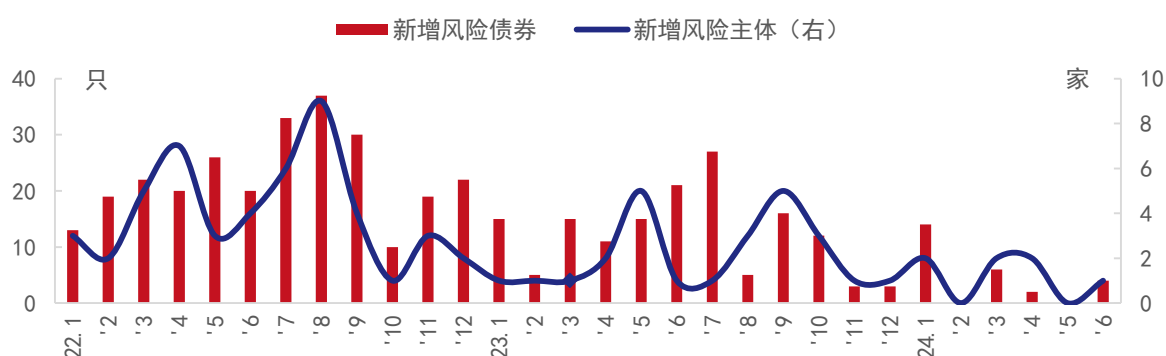
全口径下<sup>1</sup>，2024 年上半年新增风险债券（含已违约主体）26 只，同比下降 68.3%，累计金额约 247.20 亿元，涉及 14 家主体；新增风险主体 7 家，较上年同期下降 36.4%。其中，一季度和二季度新增风险主体分别有 4 家和 3 家，新增主体当月占比分别为 44% 和 50%，上半年风险主要是存量主体风险的持续释放。全口径下，新增风险主体占比（即当年违约率）由 2023 年的 0.43% 下降至 0.12%。

从违约类型看，上半年依然以展期（含债务重组）为主，共计 19 只债券，同比下降 70%，占比 73.1%，

<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，不含保护性条款违约情形已解除的债券。

同比下降 3.7 个百分点。其中，1 季度展期 16 只，2 季度展期 3 只。展期仍主要是地产企业，其中，远洋系对存续 11 只债券达成重组协议。上半年实质性违约债券 6 只，涉及主体 6 家，同比分别下降 33%和 14%。新增实质性违约主体 3 家，较上年同期增加 1 家。分别为可转债发行人搜于特集团和鸿达兴业，以及区域性地产企业重庆迪马实业。此外，上半年违反投资者保护性条款 1 只，为 1 季度的“19 宝龙 MTN002”，未通过豁免议案，最终提前到期而未偿付。

图 18 2022 年 1 月-2024 年 6 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-2024 年 6 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	2024H1
技术性违约	0	1	2	3	5	7	3	2	3	2	0
实质性违约	6	32	51	24	108	146	115	111	33	17	6
展期（含债务重组）	0	0	2	3	8	24	43	66	193	116	19
违反投资者保护性条款（含触发）	0	0	1	3	24	14	4	14	41	13	1

数据来源：Wind，中证鹏元整理

表 3 2023 年-2024 年 6 月份信用风险统计

	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	48
23Q4	5	6	18

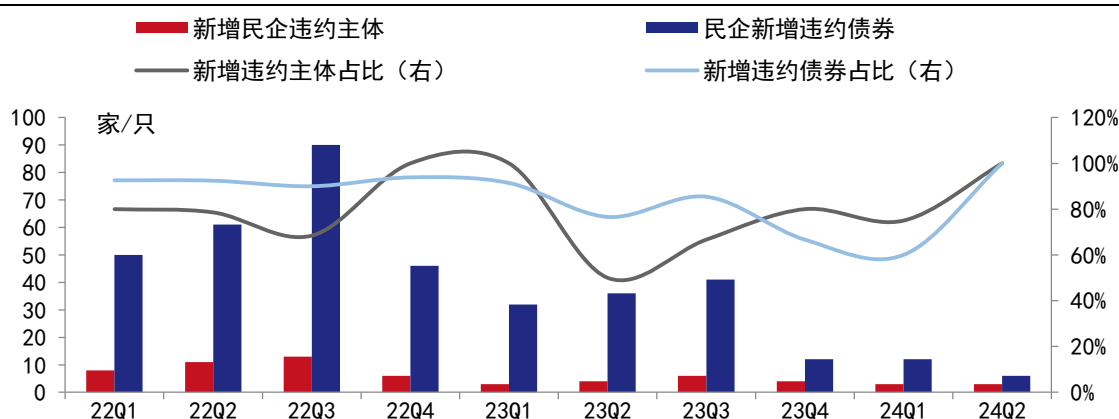
请务必阅读正文之后的免责声明

24Q1	4	5	20
24Q2	3	3	6

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从发行人类型看，上半年新增风险主体中有 6 家为民营企业，占比 85.7%，有所提升；民营企业风险债券 18 只，占比 70.4%，较上年下降 12.5 个百分点；国有企业新增风险主体 1 家，为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 6 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 1-6 月份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	12	6	18
国有企业	2	1	8

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2024 年上半年共有 8 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、山东等五个省份。

表 5 2024 年 1-6 月份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)
安徽	1	0	1
北京	2	0	7
福建	1	1	2
广东	2	2	2
江苏	1	1	1

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	8
浙江	2	1	4
重庆	1	1	1
<b>合计</b>	<b>14</b>	<b>7</b>	<b>26</b>

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从债券类型看，2024年上半年新增风险债券中公募公司债违约数量最多，有14只，占比53.6%；资产支持证券6只，占比23.1%，穿透后看，均为房地产企业，其中展期（含重组）5只。另外，2只可转换债券均因正股退市而退市，且随后均触发有条件回售。

**表6 2024年1-6月份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）
公司债	14	161.25
资产支持证券	6	33.95
中期票据	2	10.13
可转换债券	2	6.91
私募债	1	3.58
定向工具	1	31.38
<b>合计</b>	<b>26</b>	<b>247.20</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1家，AA+级2家，AA级3家，中高评级主体数量占比42.6%；新增风险债券发行级别中AAA级和AA+级分别有16只和5只，合计占比80.8%，较上年末上升6.4个百分点，占比维持高位；无债项评级的债券3只，占比11.5%，主要是私募发行债券。

**表7 2024年1-6月份风险债券初始信用等级分布**

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	14.3%	AAA/AAAsf	16	61.5%
AA+	2	28.6%	AA+	5	19.2%
AA	3	42.9%	AA	2	7.7%
无评级	1	14.3%	无评级	3	11.5%
<b>合计</b>	<b>7</b>	<b>100.0%</b>	<b>合计</b>	<b>26</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，即搜于特集团、鸿达兴业、重庆迪马实业，涉及风险债券3只；非上市公司4家，涉及风险债券5只。2023年来分别发布了退市新规和上市新规，提高

请务必阅读正文之后的免责声明



上市和退市标准，上市公司经营、管理压力提升，监管继续强化“优胜劣汰”机制，企业退市风险有所提升，可转债面临同步退市和偿付压力。

表 8 2024 年 1-6 月份新增风险债券主体上市情况

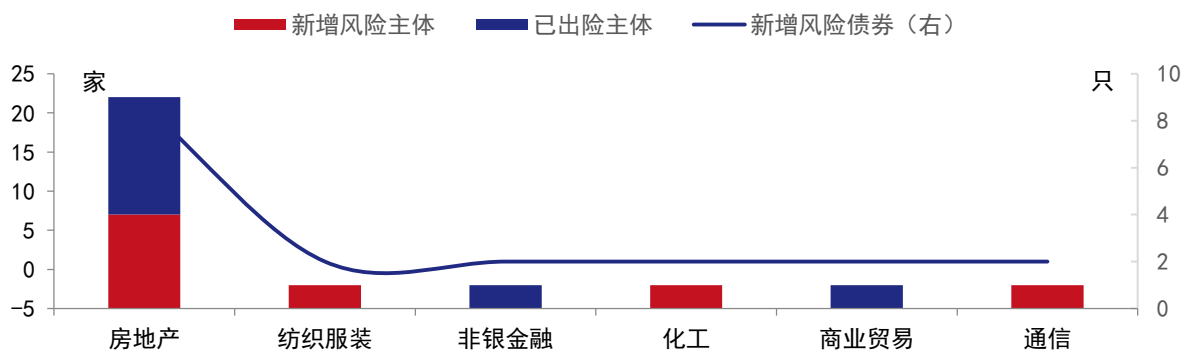
是否上市	风险主体（家）	风险债券数量（只）	新增风险主体（家）	新增风险主体债券（只）
上市公司	4	4	3	3
非上市公司	10	22	4	5
合计	14	26	7	8

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、纺织服装等，其中，地产行业新增风险主体 4 家，占比 57.1%，涉及债券数量 54 只，为福建星远置业、绿地控股、广州天建房地产（系合景泰富境内主体）和重庆迪马实业；地产行业新增风险债券 21 只，占比 80.8%，高于上年末的 74.3%。

图 20 2024 年 1-6 月份风险债券行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2024 年上半年信用风险债券跟踪事件（含已出险债券）约 95 次。其中，已出险债券 69 次，包括未能履行展期协议触发的实质性违约事件 6 只，均为地产企业债券。

从债务重组及债券兑付情况看，主要是地产企业呈现“境内推动展期+境外面临清盘”的特征，偿还压力依然很大：（1）**境内**。境内债券市场在地产政策支持下，新增风险事件大幅减少。碧桂园、龙光、富力、旭辉、融侨、合景泰富等相继根据重组协议兑付境内债券当期金额，上述部分公司仍存在一定资金压力，不少兑付在宽限期完成。同时，市场多次出现调整重组协议的情况，例如，远洋、富力、奥园等，多将前期小额支付的额度和期限进一步后延。（2）**境外**。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。例如，合景泰富、中南建设分别就境内债券达成展期协议，但境外债务重组工作推进相对缓慢。第一，清盘呈请加大境外债务重组难度，重组进度与清盘呈请工作相互影响。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在本年度进入清盘程序。在众多民营企业中，远洋集团是少有的被提起清盘呈请的国有企业。一般，清盘呈请会根据债务人债务重组情况进行押后，但依然会在时间上给债务重组工作施加压力。此外，部分公司面临退市压力，复牌的条件之一是撤回或解除针对公司的清盘令及解除任何清盘人(临时或非临时)，此类公司的债务重组压力进一步加大。第二，评级下调。万科、雅居乐、龙湖集团、新城发展等境外评级或展望遭遇下调。下调原因多为，境内地产行业短期修复有限，企业经营状况难以改善，再融资空间有限，短期内的偿债压力依然很大。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 1-6 月份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。 2024 年 6 月，清盘呈请聆讯进一步延期至 7 月 29 日。
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。 2024 年 6 月，清盘呈请聆讯进一步延期至 10 月 16 日。
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。 2024 年 6 月 11 日， <b>公司被香港高等法院颁令清盘。</b>
中泛控股	2024/01/03	公司接获香港高等法院的清盘令， <b>公司由此进入清盘程序。</b>
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。

请务必阅读正文之后的免责声明

企业	时间	事件概况
		2024年6月，清盘呈请聆讯进一步延期至8月14日。
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。 2024年6月，清盘呈请聆讯进一步延期至8月12日。
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。 2024年6月，清盘呈请聆讯进一步延期至7月31日。
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。 2024年6月，清盘呈请聆讯进一步延期至10月4日。
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， <b>正式颁令恒大清盘</b> 。
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 <b>撤销</b> 针对公司的清盘呈请。同时，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。
海航集团	2024/04/08	2024年4月8日，海航集团（国际）接获一项公司清盘呈请，呈请聆讯时间于7月3日
龙光集团	-	2024年2月16日，龙光集团发布公告，于2024年2月15日及2024年2月16日，开曼群岛大法院及香港高等法院已分别颁令 <b>撤销</b> 开曼清盘呈请及香港清盘呈请。
时代中国	2024/04/16	2024年4月15日，恒生银行有限公司（呈请人）向香港特别行政区高等法院提交一份针对本公司的清盘呈请，涉及1.73亿美元及7.31亿港元的公司财务责任。首次聆讯日期定为2024年7月3日。 2024年7月，清盘呈请聆讯进一步延期至7月31日。
阳光100	2024/06/16	阳光100中国接获香港清盘呈请，聆讯定于8月28日举行。
亿达中国	2024/06/07	亿达中国在香港接获清盘呈请，8月14日举行聆讯。
远洋集团	2024/06/27	远洋集团在香港收到清盘呈请，9月11日举行聆讯。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

**表 10 2024 年 1-6 月份部分地产企业债务最新重组情况**

企业	时间	事件概况
宝龙地产	2024/04/26	2023年12月，公司对境外债券和部分贷款进行债务重组。目前，持有范围内债务约88%以上的计划债权人已签署重组支持协议。
富力地产	2024/06/20	4月，3只美元票据交换要约和同意征求已获通过，有效投标本金总额超15亿美元。 5月，富力部分境内债投票获通过，本息分期将宽限至明年3月。
花样年	2024/05/29	5月29日，持有相当于公司现有债务工具81.96%的债权人已加入重组支持协议。
金科股份	2024/06/26	4月，法院裁定受理公司及子公司重庆金科的破产重整申请。 6月，管理人已收到中金资本参与重整投资的意向函。
龙光集团	2024/06/10	6月，龙光对境内债券再次展期议案获通过。 3月，公司公告境外重组进展，超过77.8%的现有票据未偿还本金总额的持有人已签署境外债

请务必阅读正文之后的免责声明

企业	时间	事件概况
		权人支持协议。
世茂集团	2024/06/26	6月，世茂建设拟将境内债券再次展期1年，目前仍在协商中。 6月26日，公司已决定进一步延迟早鸟同意费截止日期至2024年7月31日香港时间下午5时，一般同意费截止日期至2024年8月30日香港时间下午5时。
天誉置业	2024/06/26	建议重组终止日期延长至2025年3月31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	2024/07/02	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。计划召开的聆讯预计订于2024年5月2日在法院举行。 4月，公司对原有重组方案作出调整。7月2日，宣布重组支持协议的最后截止日期已根据重组支持协议所载条款延长至2024年7月14日。
中国奥园	2024/03/21	2024年1月12日，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年3月21日，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），以进一步分发给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	2024年2月23日，中梁控股境外债务重组计划获香港法院批准。 2024年3月21日，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。
红星美凯龙控股	2024/07/02	2023年，建发股份入股旗下红星美凯龙，成为控股股东。 2023年11月至2024年1月期间，公司7支公司债券和3支资产支持证券化产品的展期方案已获持有人会议表决通过，共涉及金额182.66亿元。 2024年7月2日，红星美凯龙控股被法院裁定进入重整程序。

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，上半年在政策支持下，地产行业融资环境有所改善，但销售端尚未明显回暖，企业资金仍存量缺口，偿债压力依然较大。受降价去化换取流动性、收入和结转项目毛利率下降等因素影响，地产企业的上半年亏损面扩大。境内市场出现债券二次展期，境外重组工作相对缓慢，清盘压力、退市压力较大。

## 二、2024年下半年信用债市场待偿还情况分析

### （一）2024年下半年信用债待偿情况

截至2024年6月末，2024年下半年非金融企业信用债总待偿还规模预计为6.00万亿元，较去年同期下降1.9%，较上半年增长4.7%。其中，到期规模预计51,239亿元、提前兑付预计977亿元、回售预计7,828亿元。不考虑短期融资券，中长期债券待偿规模预计约3.72万亿元，同比增长6.4%，环比增长0.7%。

分券种看，2024年下半年，交易所市场的公募公司债券待偿还规模预计7,108.34亿元、环比增长14.3%；

私募公司债待偿还规模预计 9,050.37 亿元，环比下降 10.3%；银行间方面，短期融资券和中期票据待偿规模均高于上半年，待偿还规模预计为 22,874.74 亿元和 14,419.15 亿元，分别环比增长 11.7%和 4.7%，定向工具待偿规模 4,003.30 亿元，环比下降 15.0%。

表 11 2024 年下半年信用债市场待偿概况（单位：亿元）

债券类型	2024 年下半年				2024 年上半年总偿还规模	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	12,715.10	958.21	5,074.13	18,747.44	18,409.94	1.83%
企业债券	1,142.38	823.94	415.51	2,381.82	1,689.46	40.98%
公募公司债	5,288.16	4.62	1,815.56	7,108.34	6,217.37	14.33%
私募公司债	6,077.72	129.58	2,843.07	9,050.37	10,095.02	-10.35%
可转债	96.85	0.07	0.00	96.92	160.05	-39.44%
可交换债	109.99	0.00	0.00	109.99	248.04	-55.66%
银行间市场	38,524.12	19.00	2,754.06	41,297.19	38,962.81	5.99%
短期融资券	22,874.74	0.00	0.00	22,874.74	20,474.26	11.72%
中期票据	12,731.12	9.60	1,678.42	14,419.15	13,776.70	4.66%
定向工具	2,918.26	9.40	1,075.64	4,003.30	4,711.85	-15.04%
合计	51,239.23	977.21	7,828.19	60,044.63	57,372.75	4.66%

注：1.2024 年下半年短期融资券未考虑 2024 年下半年新发且下半年内到期的短期融资券；2.回售权行权率按 2024 年上半年的 58.5%计算。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

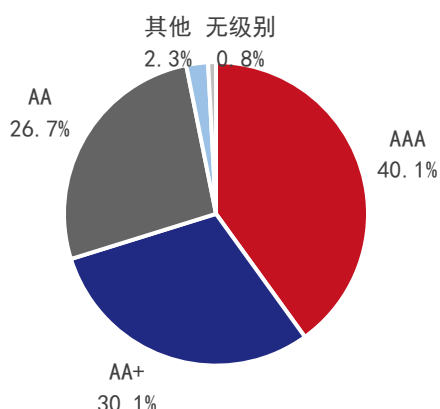
## （二）2024 年下半年待偿债券特征

### 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数量增加

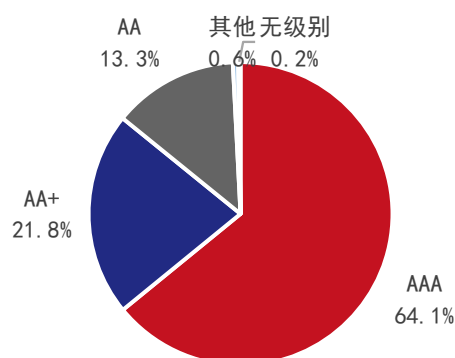
截至 2024 年 6 月末，2024 年下半年进入到期和提兑付的非金融信用债主体 2,576 家，主体评级仍以 AA+级以上级别为主，共 1,473 家，占比 57.2%。AAA 级、AA+级、AA 级主体的债券数量分别为 2,440 只、1,836 只、1,624 只，偿付规模预计分别为 3.03 万亿元、1.03 万亿元、6,299 亿元；主体评级在 AA 级（含）以下及无评级债券数量 1,816 只（1,103 家），偿付规模预计 6,682 亿元，占比分别为 29.8%和 14.1%，较上半年分别上升 1.4 个百分点、下降 1.0 个百分点。进入回售期的存量债券中，主体评级在 AA 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 年下半年待偿信用债主体等级分布

图 22 2024 年下半年待偿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



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

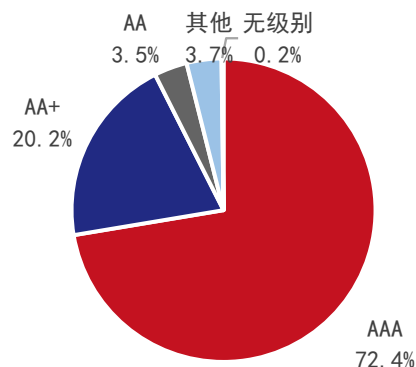
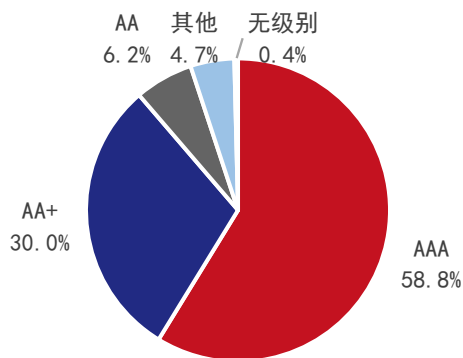
## 2. 民营企业债券待偿还压力减弱，低评级债券占比上升，风险集中在地产领域

2024 年下半年，民营企业债券总体待偿规模预计为 3,701 亿元，占总待偿规模的 6.2%，其中到期规模和提前兑付规模合计 3,444 亿元、回售规模预计 257 亿元。与上半年相比，2024 年下半年民营企业债券总待偿规模下降 8.4%，其偿债压力减弱。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，AAA 级、AA+级主体的债券数量分别为 151 只、77 只，偿付规模预计分别为 1,352 亿元、377 亿元；主体级别在 AA 级（含）以下和无评级债券数量 29 只（26 家），偿付规模预计 139 亿元，占比分别为 11.3%和 7.4%，较上半年分别进一步上升 4.9 个百分点和上升 4.0 百分点。进入回售期的民营企业存量债券共 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%。民营企业待偿债券中的低评级主体债券占比虽有所上升，但整体信用风险仍处于较低风险水平，民企风险事件主要在房地产领域。

图 23 2024 年下半年待偿民企债券主体等级分布

图 24 2024 年下半年待偿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

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. 城投债到期债券规模下降，但弱资质城投的债券偿付仍存一定压力

城投债方面，2024年下半年总体待偿债券规模预计约为2.11万亿元，其中到期规模和提前兑付规模预计1.62万亿元、回售规模预计4,868亿元。2024年下半年城投债券总待偿规模较上半年下降9.9%，但考虑地方土地收入承压和再融资监管严格，部分地区城投债仍存在一定流动性压力。

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保持上升趋势。主体级别在AA级（含）以下以及无评级的城投债券数量1,572只（946家），偿付规模预计5,634亿元，占比分别为49.4%和34.8%，较上半年分别上升4.6个百分点和上升2.7个百分点。进入回售期的城投存量债券共2,499只、存量债券规模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、山东等地待偿规模位居前列。2024年下半年，江苏待偿规模预计5,156亿元、浙江待偿规模预计2,606亿元、山东待偿规模预计1,864亿元；天津、重庆、河南、湖南的待偿规模约1,000-1,200亿元。

图 25 2024 年下半年待偿城投债主体等级分布

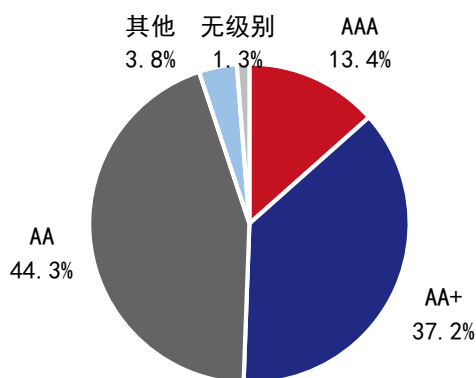
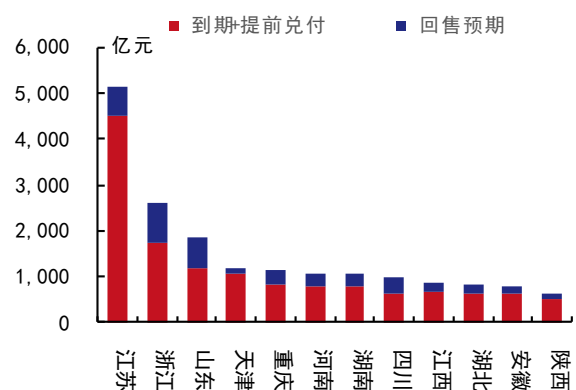


图 26 2024 年下半年待偿城投债地区分布



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

资料来源：Wind，中证鹏元整理

#### 4. 下半年产业债偿付规模增长，地产债仍存较大兑付压力

产业债方面，2024年下半年总体待偿债券规模预计约3.90万亿元，较上半年的总偿还规模增长14.6%，其中到期规模和提前兑付规模预计3.60万亿元、回售规模预计2,960亿元。

从到期和提前兑付债券的级别分布看，主体级别分布相对稳定。其中，主体级别在AA级（含）以下以及无评级的产业债券数量244只（157家），偿付规模预计1,048亿元，占比分别为7.5%和3.4%，与上年基本持平。进入回售期和赎回期的债券方面，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）以下债券以及无评级债券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，公用事业、建筑装饰、交通运输、非银金融、房地产等行业待偿规模靠前。2024年下半年，公用事业行业待偿规模预计5,562亿元、建筑装饰待偿规模预计4,853亿元、交通运输待偿规模预计4,070亿元、非银金融待偿规模预计3,616亿元、房地产行业待偿规模预计3,079亿元。2024年下半年地产债待偿规模较上年增长18.3%，其中涉及民营房企17家、待偿规模预计157亿元，进入回售期的存量债券209亿元；地方国营房企81家、待偿规模预计1,685亿元，进入回售期的存量债券794亿元，非头部房企仍存在较大兑付压力。

图 27 2024 年下半年待偿产业债主体等级分布

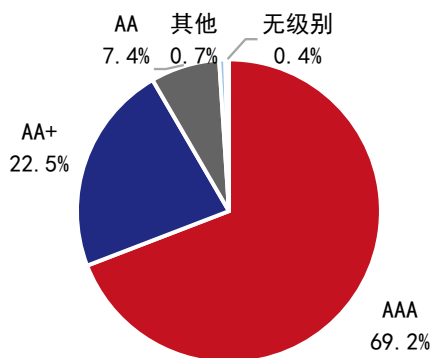
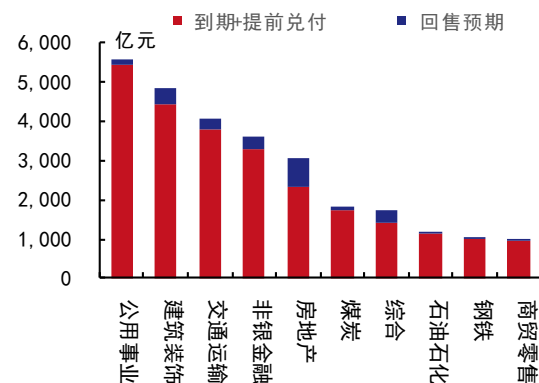


图 28 2024 年下半年待偿产业债行业分布

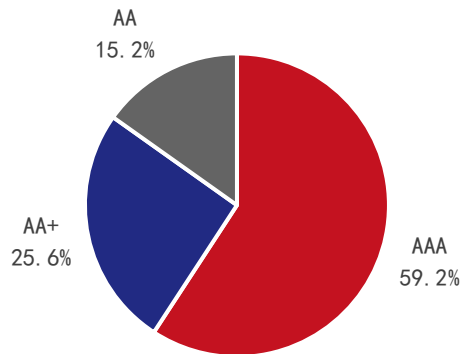




注：按债券数量统计，不包括回售和赎回债券；  
资料来源：Wind，中证鹏元整理

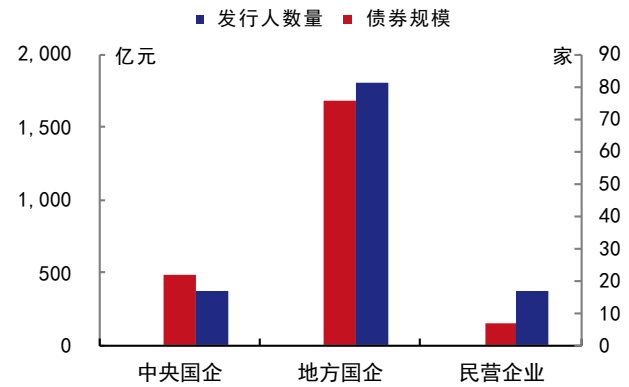
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 29 2024 年下半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 年下半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 年下半年信用债市场展望

#### (一) 新旧动能转换，全面深化改革，畅通国内大循环

当前中国经济正处于新旧动能转换的关键期，着力推动高质量发展，转型升级稳步推进，加快发展新质生产力，经济总量平稳增长，结构出现分化。下半年国内经济要在转方式、调结构、提质量、增效益上持续用力，2024 年全年实际 GDP 增速预计在 5.0%左右，能顺利完成预期目标。有效需求不足仍是经济复苏的最大问题，名义 GDP 增速偏低，企业盈利困难，以价换量，居民收入预期和信心不足，国内大循环不畅。海外主要发达经济体先后开启降息，美国大选以及其他经济体的贸易壁垒为外需带来持续性的担忧，地缘政治冲突不断，逆风因素具有不确定性，将加大经济波动性和宏观调控的难度。下半年要加大力度提振国内需求尤其是促进价格水平回升，推动名义经济增速的上行，加大逆周期调节，稳定预期和提振信心，同时以全面深化改革为契机，优化经济体制结构，顺应时代发展趋势，突出问题导向，破立并举、先立后破，不断壮大新发展动能，牢牢把握高质量发展这个首要任务。

产需两端结构方面，从生产端看，工业生产继续维持增长，企业逐步开启补库存，但注意上中下游的供需结构和企业盈利情况，服务业持续复苏尤其是出行和接触类服务改善空间较大。上半年我国出口保持较高增速，预计下半年出口仍有韧性，但要注意出口的持续性和稳定性，注意美国大选的干扰，如果特朗普当选，关税力度或继续加大；内需方面，下半年消费有进一步改善的空间，消费品以旧换新政策效应不断显现，但受限于居民收入预期，全年社会消费品零售总额预计增长 4.5%左右；基础设施投资在下半年有支撑，专

请务必阅读正文之后的免责声明

项债发力，增发国债和特别国债相继发行和落地，但注意部分专项债额度用于化债，基建实物工作量会有折扣；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，制造业投资有望继续维持高景气；地产投资和销售仍难言乐观，预计增速处于底部徘徊。

信用债市场方面，经济基本面总体偏弱修复，宏观政策维持宽松，流动性合理充裕，利率和利差易下难上，总体压缩，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，统筹化债和稳定发展，关注城投债政策的再平衡，产业债净融资和创新品种的发行。

## （二）宏观政策加大逆周期调节，财政货币协同发力

下半年宏观政策主基调仍是稳中求进、以进促稳，同时开启新一轮改革措施，持续推进高质量发展。宏观政策有必要加强逆周期调节，继续落实前期政策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，同时加强政策工具箱的储备和协调配合，形成合力，注重宏观政策取向一致性。

财政政策方面：一是持续做好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，加快支出进度和节奏，上半年专项债发行进度不到四成，整体偏慢，三季度要加快发行完毕，同时不断扩大专项债的投向领域和资本金的使用范围等；三是完善地方政府化债工作，注意统筹经济发展，贵州和天津等地特殊再融资债延续发行，据财新报道，财政部放宽了新增专项债券资金的用途，给出一定额度用于化解存量债务；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，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。货币政策新框架逐步形成，更加注重价格调控和疏通传导机制，摒弃规模情结，适应高质量发展和转型升级阶段的特点，为实体经济提供良好的货币金融环境。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。下半年降息降准仍有必要，结构性货币政策工具大有可为。

## （三）新增专项债有望成新“化债”工具，城投分类转型加快，债券供给下降，净偿还或收窄，利率和利差有望继续下探

城投债“化债”总基调延续，新增专项债有望成新“化债”工具，城投分类转型加快。2023年下半年中央制定“一揽子化债”以来，地方债务风险防范与化解取得了显著成效。下半年，地方政府将进一步推进落实化债措施，巩固化债成效。一是持续推进债务置换。近期财政部放松了新增专项债券资金的用途，部分省份获得一定新增专项债的额度用于偿还隐性债务，6月份河南首发新增专项债用于偿还债务，随后大连跟进发行。随三季度地方债发行放量，用于“化债”的新增专项债的发行省份扩大，但用于偿还债务的规模可

能有限，重点关注存在较大化债压力的非重点省份。二是，城投数量压减和分类转型加快。近期城投“退平台”、“退名单”事件频率和涉及地区增多，多地政府工作明确指出平台整合提级和数量压减及加快推动有条件的平台加快向产投转型。预计城投转型将推动平台行政级别向地市级集中，区县级平台数量趋于逐步减少。

城投债发行政策或维持现状，供给受到规模因素影响仍下降，供需失衡，收益率和发行利差有望继续下探。融资政策上，上半年地方税收收入和土地出让收入下行，地方财政压力加大，导致到期存量债券对再融资滚续的依赖性增强。在守住不发生系统性风险底线，城投债发行政策不太可能再度收紧也难言放松，下半年城投债规模仍将继续压降，但压降程度或逐渐减弱，弱资质城投债券仍受限。

城投债到期和回售规模约 2.1 万亿元，预计净偿还规模在 1,000 亿元左右，发行规模约 2 万亿元左右，城投债一级市场发行主要受到到期债券再融资驱动，发行规模同比预计下降约 12%。负债率靠前的几个省份或是城投规模压降的主要地区，如贵州、云南、天津等。尾部城投平台或逐渐退出债券市场，AA 级城投债持续净偿还，AAA 级和 AA+级净融资或处于相对稳定的状态。离岸城投债发行将降温。3 月份城投平台境外融资监管收紧，第二季度的发行已经开始降温，而且扣除通道成本后实际收益率对投资者的吸引力降低，下半年离岸城投债发行预期回落。

资产荒下，城投债收益率和信用利差或继续下探，城投债延续牛市。当前，城投债票息进入“2”时代，未来 3%以上收益率的债券将更加稀缺。城投债收益率趋势向下，国债利率的波动短期对城投债收益率带来一定上行压力，而信用利差在供需失衡下进一步收敛，尤其长久期债券利差仍有一定下降空间，中低级别的中短期债券以及优质主体的长期债券中仍存在增强收益机会。

#### （四）房地产行业再平衡，完善“保障+市场”的住房双轨制

当前我国房地产市场供需格局发生重大变化，因城施策政策不断出台，持续落实保交楼、降低房贷利率等一系列举措。2024 年以来房地产市场仍处于调整期，地产投资和销售等指标不乐观，“一揽子”房地产新政出台后，部分城市二手房成交有所好转，但新房市场变化不大，政策效果十分有限，也基本符合市场普遍预期。下半年房地产仍面临较大压力，持续聚焦因城施策、土地盘活、去库存和“白名单”机制的落地和扩容，同时进一步防范风险，加大保交房力度。政策延续优化趋势，以维稳和托底房地产为主，注重政治性和人民性，解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进，加快新发展模式的构建。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。当前债券利率持续走低，未来可能会发行超长期特别国债或专项债作为收储和“三大工程”的资金来源。以三中全会精神为契机，完善“市场+保障”的住房双轨制目标，深入推进房地产改革，改革商品房相关基础性制度，促进房地产市场高质量发展。随着

去年的低基数和政策托底，下半年地产销售增速降幅有望小幅收窄，投资和开工或难有起色。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，房价整体处于下跌通道，政策聚焦化风险和稳中求进，实际改善效果有待进一步观察，预计房地产市场总体处于底部徘徊。5 年 LPR 利率有望调低，房贷利率继续突破低点，部分城市首套房利率可能达到 3% 以下。关注长租房市场的发展，房企参与公募 REITs 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