

作者：曹晓婧 简炎平
邮箱：research@fecr.com.cn

信用债净融资由正转负，二级市场收益率整体下行 ——2023年12月信用债市场运行报告

摘要

发行方面，12月份信用债共发行7,955.31亿元，发行规模环比下降。其中，发行量最大的为短期融资券、公司债和中期票据，分别发行2,776.37亿元、2,739.97亿元和1,980.91亿元。当月取消或推迟发行的信用债有34只，涉及金额240.59亿元，较上月增加11.83亿元。

净融资方面，12月份信用债净融资为-2,991.53亿元，净融资规模由正转负。10个重点行业中公用事业行业贡献最多净融资，共实现净融资382.60亿元；AAA、AA+和AA级主体净融资分别为-1,824.67亿元、-205.33亿元和-730.74亿元；国有企业和非国有企业净融资分别为-2,127.21亿元和-864.32亿元；城投债和非城投债净融资分别为-1,153.93亿元和-1,837.60亿元。近期城投债净融资持续下滑，或与本轮特殊再融资债发行、证监会条线公司债券发行新规等因素有关，一些高风险区域城投平台再融资或被限制。

到期压力方面，截至12月末，未来6个月将有44,004.90亿元信用债到期，到期压力迁移系数为0.74，较上月末减少0.01。分行业看，重点行业信用债到期压力环比涨跌不一。分企业性质看，国有企业信用债到期压力环比持平，非国有企业信用债到期压力环比下降。城投债与非城投债比较方面，城投债、非城投债到期压力环比均下降。

到期收益率方面，12月份不同期限与评级的中短期票据和城投债到期收益率均下行。其中，短期限低等级城投债到期收益率大幅下行，或是由于本轮特殊再融资债显示出政府偿债意愿，也缓解了偿债上的流动性压力，对贵州、云南等弱资质地区城投平台风险能起到一定缓释作用，进而估值得到有效改善。

信用利差方面，12月份不同期限与评级的产业债和城投债信用利差环比涨跌不一，除3年期AA-级城投债信用利差大幅收窄36.84BP外，其余期限评级的产业债和城投债信用利差变动幅度不大。从2015年以来的信用利差数据来看，不同期限与评级的产业债和城投债信用利差整体处于历史中低水平。

展望未来，2024年债券市场服务实体经济水平有望提高，国家重点支持的科技创新、先进制造、绿色发展等领域直接融资比例有望提升，多数重点产业的债券净融资流出局面或将改善。在前期持续防范化解重点领域风险背景下，信用债市场风险有所出清，中高等级信用主体的再融资压力或将有所减弱，一级市场发行量有望回升。二级市场方面，地产债、城投债等估值改善下，市场预期有望进一步稳定；但商品房销售市场暂未企稳，“土地财政”暂未清晰替代模式出台，需继续防范重点化债领域弱资质主体的信用风险。

相关研究报告：

- 1.《2023年11月信用债市场运行报告》，2023.12.14
- 2.《2023年10月信用债市场运行报告》，2023.11.14

Author: Cao Xiaojing, Jian Jiangping
E-mail: research@fegr.com.cn

The net financing of corporate bonds turned negative, and the yields to maturity in the secondary market declined as a whole

—December 2023 China's corporate bonds market operation report

Summary

In terms of the issuance of China's corporate bonds, a total of 795.531 billion yuan of corporate bonds were issued in December, and the issuance scale decreased month-on-month. Among them, the short-term financing bills, corporate bonds, and medium-term notes with the largest issuance volume were 277.637 billion yuan, 273.997 billion yuan, and 198.091 billion yuan respectively. There were 34 corporate bonds cancelled or postponed this month, involving an amount of 24.059 billion yuan, an increase of 1.183 billion yuan from the previous month.

In terms of net financing, the net financing of China's corporate bonds in December was -299.153 billion yuan, which turned from positive to negative. Among the 10 key industries, the public utility industry contributed the most net financing, achieving a total net financing of 38.266 billion yuan. The net financing of AAA, AA+, and AA level entities was -182.467 billion yuan, -20.533 billion yuan, and -73.074 billion yuan respectively. The net financing of state-owned enterprises and non-state-owned enterprises was -212.721 billion yuan and -86.432 billion yuan respectively. The net financing of Local Government Financing Vehicle (LGFV) bonds and non-LGFV bonds was -115.393 billion yuan and -183.760 billion yuan respectively. The recent decline in net financing of LGFV bonds may be related to factors such as this round of special refinancing bond issuance and the new regulations on the issuance of corporate bonds by the CSRC. The refinancing of some LGFVs in high-risk areas may be restricted.

In terms of maturity pressure, as of the end of December, 4,400.490 billion yuan of China's corporate bonds will mature in the next six months, and the maturity pressure migration coefficient was 0.74, down 0.01 from the end of the previous month. From the perspective of industries, the maturity pressure of corporate bonds in 10 key industries increased and decreased month-on-month. From the perspective of enterprise ownership, the maturity pressure of state-owned companies' bonds remained the same month-on-month and the maturity pressure of non-state-owned companies' bonds decreased month-on-month. From the perspective of LGFV bonds and non-LGFV bonds, the maturity pressure of both LGFV bonds and non-LGFV bonds decreased month-on-month.

In terms of yield to maturity, the yield to maturity of short and medium-term bills and LGFV bonds of different maturities and ratings fell in December. Among them, the yield to maturity of short-term and low-grade LGFV bonds dropped significantly, or because this round of special refinancing bonds shows the government's willingness to repay debt, it also alleviates the liquidity pressure on debt repayment, which can play a certain role in easing the risk of LGFVs in Guizhou, Yunnan and other weak qualification areas, and then the valuation has been effectively improved.

In terms of credit spreads, the credit spreads of industrial bonds and LGFV bonds of different maturities and ratings in December increased and decreased month-on-month. Except for the credit spread of the 3-year AA- grade LGFV bonds, which narrowed significantly by 36.84BP, the credit spreads of industrial bonds and LGFV bonds with the remaining maturities changed little. From the credit spread data since 2015, the credit spreads of industrial bonds and LGFV bonds of different maturities and ratings were generally at a historically medium or low level.

Looking to the future, the bond market's ability to serve the real economy is expected to improve in 2024, the proportion of direct financing in areas such as technological innovation, advanced manufacturing, and green development supported by the government policies is expected to increase, and the outflow of bond financing in most key industries may improve. In the context of continued prevention and resolution of risks in key areas in the early stage, the risks in the corporate bond market have been cleared, the refinancing pressure of medium and high-grade credit entities may be weakened, and the issuance volume in the primary market is expected to rebound. In the secondary market, with improved valuations of real estate bonds, LGFV bonds, etc., market expectations are expected to further stabilize; however, the commercial housing sales market has not stabilized yet, and there is no clear alternative model for "land finance" yet, so it is necessary to continue to prevent the credit risk of weak qualified entities in the key areas of debt resolution.

目录

一、信用债市场运行	2
(一) 一级市场	2
1. 信用债发行规模环比下降，净融资由正转负	2
2. 公用事业行业贡献最多净融资，城投债净融资持续下降	3
3. 信用债未来到期压力环比下降	7
(二) 二级市场	10
1. 信用债成交活跃度环比下降	10
2. 短期限低等级城投债到期收益率大幅下行	10
3. 产业债及城投债信用利差整体处于历史中低水平	12
(三) 信用债市场特别关注	14
1. 有 2 家主体旗下 2 只信用债发生逾期	14
2. 本月无主体评级下调情况	14
3. 有 34 只债券取消或推迟发行	15
二、总结与展望	16

一、信用债市场运行

(一) 一级市场

1. 信用债发行规模环比下降，净融资由正转负

2023年12月份，信用债（仅包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具）共计发行921只，募集资金7,955.31亿元，净融资为-2,991.53亿元（见图1）。

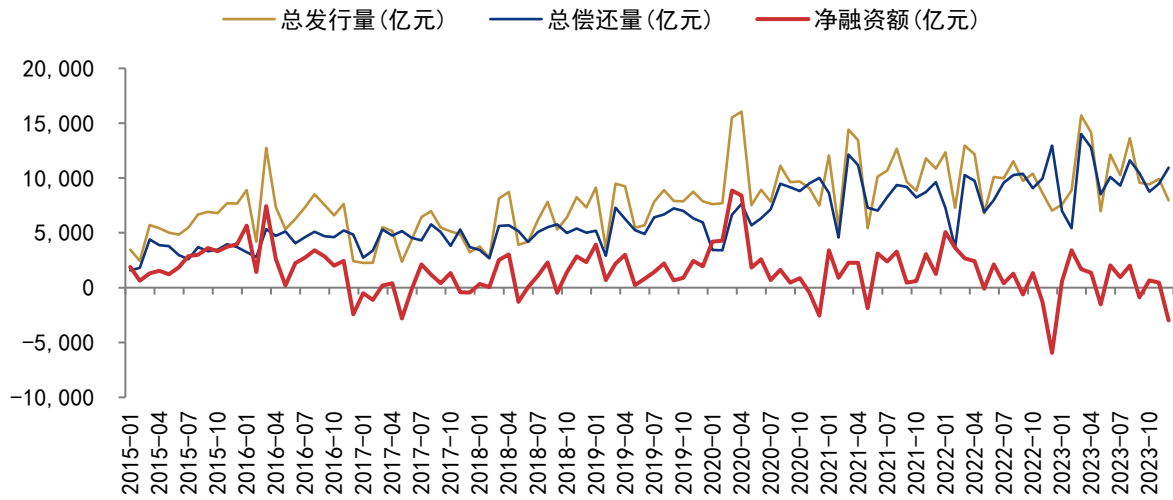


图1：信用债的发行、到期与净融资规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

分券种来看，发行量最大的为短期融资券，共计发行2,776.37亿元，实现净融资-2,969.83亿元；其次是公司债，共计发行2,739.97亿元，实现净融资138.81亿元；第三是中期票据，共计发行1,980.91亿元，实现净融资462.56亿元（见表1）。

表1：12月份信用债发行与到期量（单位：亿元）

债券类型	总发行量	总偿还量	净融资额	到期偿还量	提前兑付量	回售量	赎回量
企业债	74.00	420.93	-346.93	134.20	226.63	55.10	5.00
公司债	2,739.97	2,601.16	138.81	1,345.78	56.00	557.78	367.45
中期票据	1,980.91	1,518.35	462.56	670.00	20.00	232.22	369.20
短期融资券	2,776.37	5,746.21	-2,969.83	5,711.91	34.30	0.00	0.00
定向工具	384.06	660.19	-276.13	453.52	62.42	144.25	0.00
合计	7,955.31	10,946.84	-2,991.52	8,315.41	399.35	989.35	741.65

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2.公用事业行业贡献最多净融资，城投债净融资持续下降

(1) 公用事业行业贡献最多净融资

分行业来看，本文从申万行业中选取10个重点行业统计信用债净融资情况（见图2）。12月份，除公用事业、煤炭等两个行业实现净融资额为正，其余重点行业资金均净流出。其中，资金流入规模最大的为公用事业行业，共实现净融资382.60亿元，规模较上月增加263.60亿元；煤炭行业共实现净融资58.41亿元，规模较上月减少90.59亿元；资金流出规模最大的为建筑装饰行业，共实现净融资-1,159.29亿元，规模较上月减少873.02亿元，或与城投公司融资受到明显约束有关；资金流出规模较大的有食品饮料、交通运输、房地产等行业，分别实现净融资-506.60亿元、-426.01亿元、-208.72亿元，规模较上月分别减少292.52亿元、183.66亿元、215.62亿元；其余行业净融资规模为负且环比变化幅度不大。

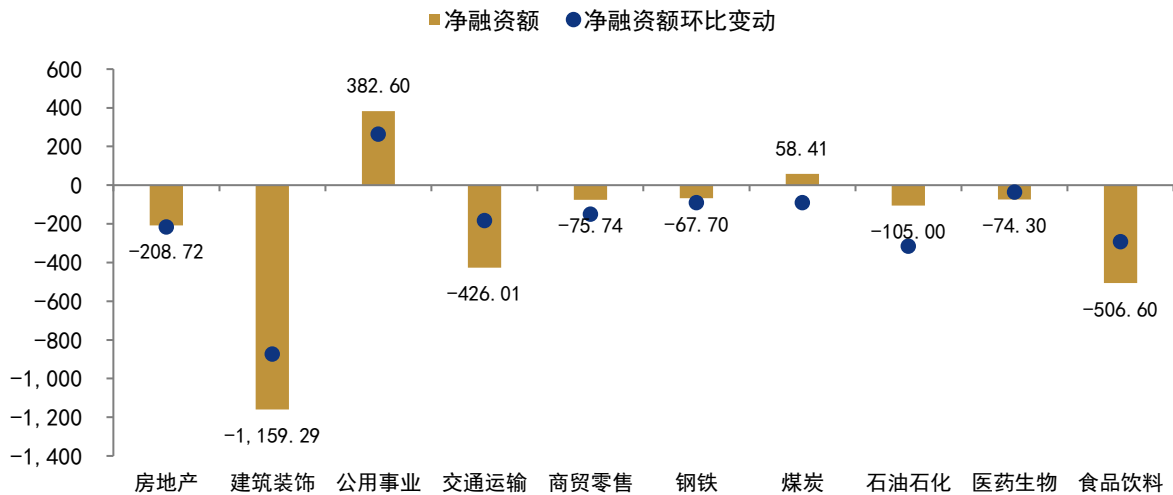


图2：12月份重点行业信用债净融资额及其环比变动（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从过去12个月重点行业信用债净融资额变动来看，建筑装饰行业净融资额规模变动最大，净融资额累计增加10,523.65亿元；此外公用事业、房地产、商贸零售等行业净融资额累计值为正，分别累计增加423.78亿元、202.22亿元、29.19亿元；交通运输行业资金累计净流出规模最大，净融资额累计减少3,314.73亿元；石油石化、煤炭等行业资金净流出规模较大，净融资额分别累计减少906.00亿元、625.97亿元；此外，钢铁、医药生物、食品饮料等行业净融资额分别累计下降279.36亿元、164.29亿元、59.08亿元（见表2）。

表2：重点行业信用债净融资情况（单位：亿元）

日期	房地产	建筑装饰	公用事业	交通运输	商贸零售	钢铁	煤炭	石油石化	医药生物	食品饮料
2022-01	-42.71	1,725.50	320.34	654.72	115.53	165.00	-32.82	169.80	-18.00	307.60
2022-02	118.84	729.34	320.60	260.75	114.07	150.80	130.49	113.30	47.51	76.55
2022-03	190.03	1,185.55	311.90	150.86	125.67	-111.67	200.83	-33.99	-4.48	-98.35

日期	房地产	建筑装饰	公用事业	交通运输	商贸零售	钢铁	煤炭	石油石化	医药生物	食品饮料
2022-04	62.90	717.04	333.06	331.72	7.70	73.50	-44.62	103.42	-71.10	206.00
2022-05	185.43	73.39	143.43	18.80	-51.65	-142.00	-84.65	204.00	-23.80	-159.70
2022-06	166.08	1,144.82	162.35	128.66	84.53	-1.00	-70.30	265.89	21.90	-280.45
2022-07	83.85	946.12	-7.04	-616.76	-20.56	-106.13	-173.31	310.00	-25.10	258.00
2022-08	6.53	1,293.38	-121.06	-204.96	17.35	-45.83	-26.12	-165.00	40.75	119.76
2022-09	60.11	444.89	-113.50	-323.16	-44.90	-77.36	-87.47	-30.41	-73.57	-302.64
2022-10	82.98	816.41	502.23	-442.69	-42.76	-111.95	-223.32	116.94	-1.90	356.00
2022-11	0.25	-259.42	388.49	-238.52	-95.64	-93.70	-72.07	-134.00	-73.40	-29.01
2022-12	-53.47	-1,269.72	482.64	-1,102.57	-160.48	-144.20	-261.50	-1,355.00	-129.70	-471.00
2023-01	30.06	709.50	108.90	-207.23	-115.50	-66.00	-37.76	39.00	24.00	360.70
2023-02	184.75	1,792.76	265.84	217.88	53.81	5.00	34.00	107.00	-12.57	65.60
2023-03	113.94	2,132.86	96.73	-274.84	184.19	-42.20	-102.07	-83.01	19.49	-375.90
2023-04	151.57	1,663.68	-18.84	-432.17	-41.09	25.11	-147.76	-538.90	-27.33	423.41
2023-05	-293.87	14.33	-73.73	-953.76	4.77	-112.00	-40.90	-130.00	-11.00	59.90
2023-06	25.70	1,966.27	74.09	-104.28	-28.93	-133.90	15.80	102.00	-11.50	-474.91
2023-07	281.71	811.08	-283.00	-164.78	6.16	120.80	-144.99	-300.00	-19.11	476.10
2023-08	162.22	1,847.17	-54.45	-255.89	114.11	10.80	-158.90	-36.00	17.15	155.90
2023-09	-185.68	992.97	-305.32	-209.37	-129.09	-13.26	-96.65	0.79	6.50	-323.00
2023-10	-66.36	38.60	111.95	-261.93	-18.31	-28.80	-154.15	-172.29	-37.60	293.80
2023-11	6.90	-286.27	119.00	-242.35	74.82	22.80	149.00	210.40	-38.02	-214.08
2023-12	-208.72	-1,159.29	382.60	-426.01	-75.74	-67.70	58.41	-105.00	-74.30	-506.60
2023-01 至 2023-12 累计	202.22	10,523.65	423.78	-3,314.73	29.19	-279.36	-625.97	-906.00	-164.29	-59.08

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 不同信用等级主体净融资额均为负

从信用债发行主体级别来看，本文统计了 AAA、AA+、AA 和 AA- 级主体的信用债净融资情况（见表 3、图 3）。12 月份，不同信用等级主体净融资额均为负。具体来看，AAA 级主体信用债净融资-1,824.67 亿元，较上月减少 2,501.29 亿元；AA+ 级主体信用债净融资-205.33 亿元，较上月减少 337.44 亿元；AA 级主体信用债净融资-730.74 亿元，较上月减少 483.12 亿元；AA- 级主体信用债净融资持续为负。

表 3：不同主体评级的发行人信用债净融资情况（单位：亿元）

日期	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2022-01	3,037.25	1,335.33	774.46	-10.68	3,037.25
2022-02	2,598.92	868.67	239.83	-11.22	2,598.92
2022-03	1,486.29	886.44	491.64	-28.68	1,486.29
2022-04	1,925.75	549.78	132.64	-30.48	1,925.75
2022-05	-105.95	293.10	-195.86	-18.85	-105.95

日期	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2022-06	531.74	1,134.63	516.27	-9.85	531.74
2022-07	-195.21	575.44	170.42	-37.34	-195.21
2022-08	507.43	663.01	186.36	-20.86	507.43
2022-09	-672.80	259.32	-109.65	-27.80	-672.80
2022-10	1,095.62	307.85	-110.19	-46.91	1,095.62
2022-11	-1,067.02	-72.06	-200.19	-17.51	-1,067.02
2022-12	-4,882.36	-728.74	-453.61	-45.65	-4,882.36
2023-01	470.18	109.58	-86.27	-33.67	470.18
2023-02	1,394.80	1,336.13	521.79	-6.42	1,394.80
2023-03	-405.74	1,604.96	433.79	-26.38	-405.74
2023-04	-157.99	1,075.32	337.75	-18.55	-157.99
2023-05	-1,183.35	-80.36	-211.34	-28.26	-1,183.35
2023-06	412.41	1,167.94	306.50	-4.28	412.41
2023-07	403.27	641.54	-61.34	-21.41	403.27
2023-08	105.33	1,557.59	373.26	-29.09	105.33
2023-09	-960.03	934.04	-296.86	-58.01	-960.03
2023-10	115.07	357.15	-380.32	-31.67	115.07
2023-11	676.62	132.11	-247.63	-37.75	676.62
2023-12	-1,824.67	-205.33	-730.74	-54.19	-2,814.94

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

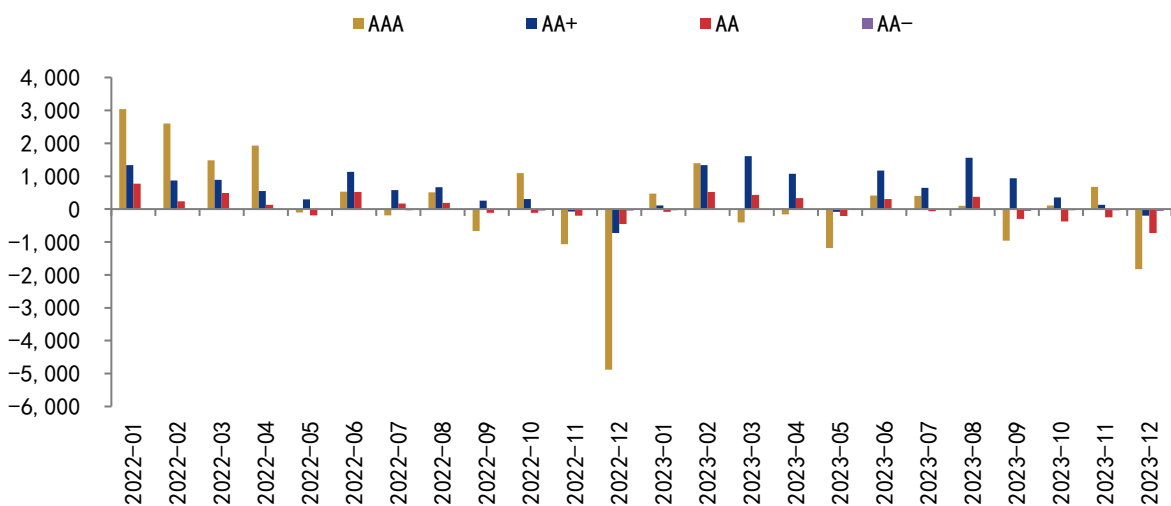


图3：不同主体评级的发行人信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(3) 国有企业、非国有企业净融资环比均下降

从发债企业性质来看，12月份，国有企业（包括中央国有企业和地方国有企业）净融资环比下降，共实现净融资-2,127.21亿元，规模较上月减少2,526.03亿元；非国有企业净融资额环比下降，共实现净融资-864.32亿元，规模较上月减少949.09亿元（见图4）。

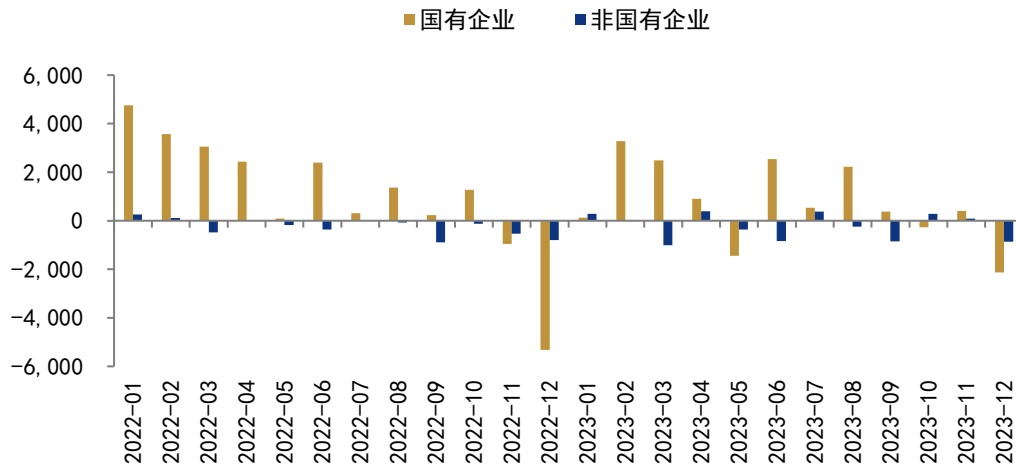


图4：国有与非国有企业信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（4）城投债、非城投债净融资环比均下降

从城投债的角度来看（采用 Wind 城投债统计口径），12月份城投债发行2,904.80亿元，较上月增加57.53亿元；实现净融资-1,153.93亿元，较上月减少459.24亿元（见图5）。12月份非城投债净融资-1,837.60亿元，较上月减少3,015.88亿元（见图6）。近期城投债净融资持续下滑，或与本轮特殊再融资债发行、证监会条线公司债券发行新规等因素有关，一些高风险区域城投平台再融资或被限制。

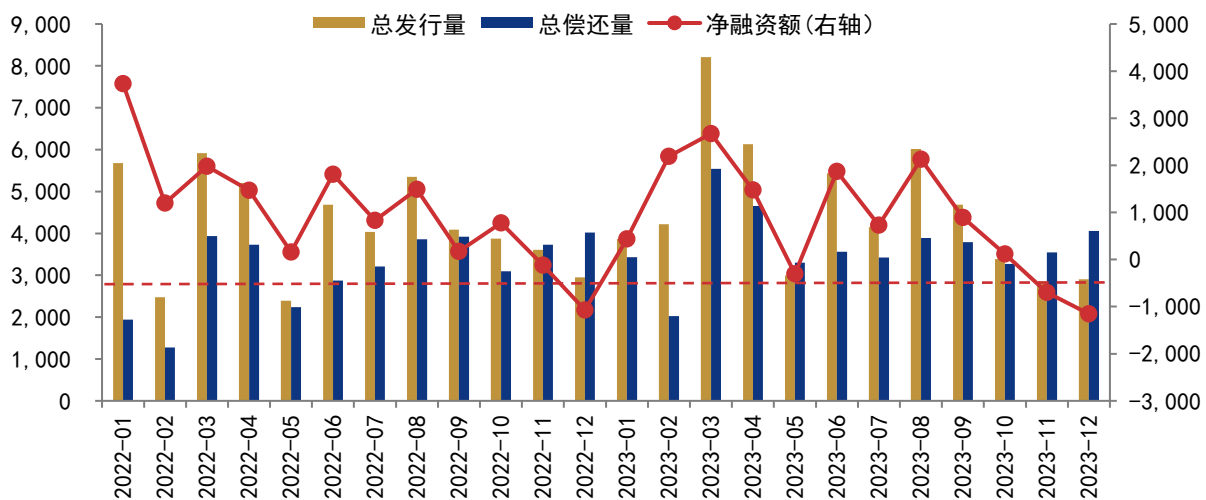


图5：城投债发行、到期与净融资变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

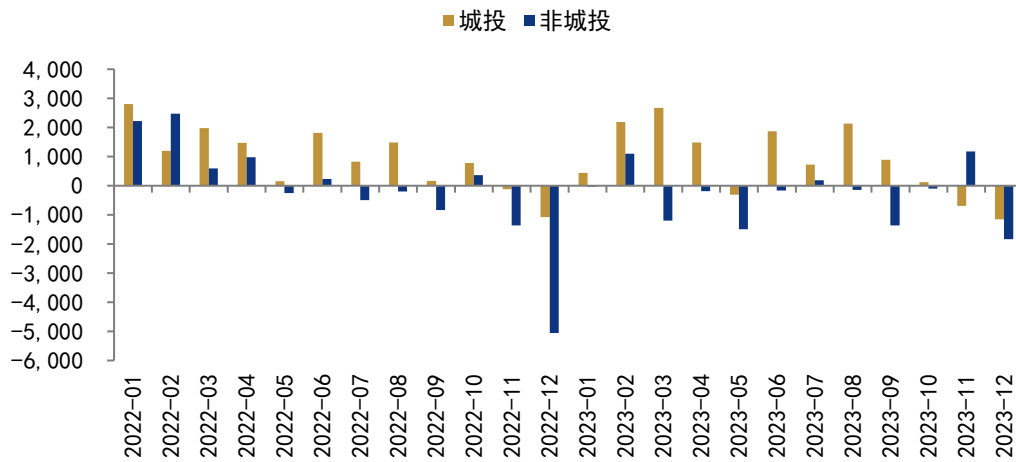


图6：城投与非城投信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.信用债未来到期压力环比下降

截至12月末的存量信用债之中，不考虑分期还本、提前赎回等特殊情形，未来6个月将共有44,004.90亿元信用债到期，过去6个月经调整的到期总量（ATAE¹）为59,170.97亿元（见图7）。到期压力迁移系数²为0.74，反映出未来6个月内信用债到期压力或低于过去12个月平均水平。

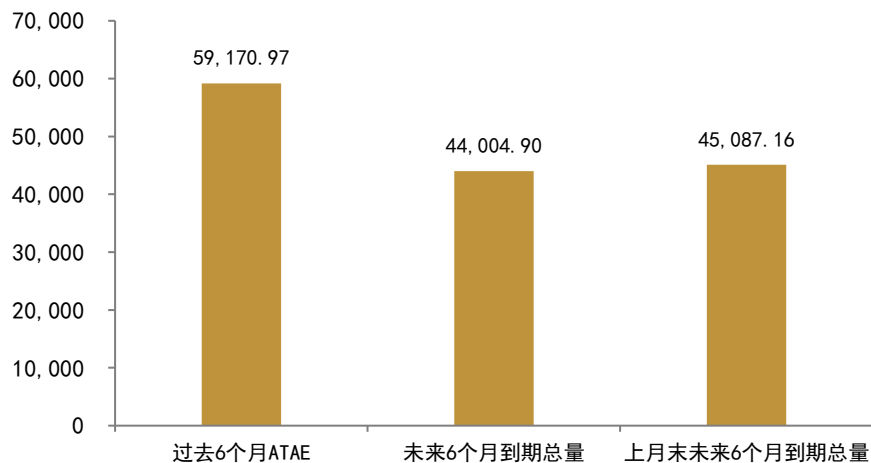


图7：12月末信用债到期压力变化情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

¹ 即“经调整的到期总量”，对应英语表达为 Adjusted Total Amount that has Expired，其用“过去12个月月均偿还量*6”进行计算。

² 本文将其定义为“未来6个月到期总量/过去6个月ATAE”。一般来说，如果该比值显著大于1.0，或表示未来6个月的到期压力显著大于过去12个月的平均到期压力水平；该比值显著小于1.0，或表示未来6个月的到期压力显著小于过去12个月的平均到期压力水平。

从未来到期压力来看，12月末的未来6个月信用债到期总量较上月末水平减少1,082.26亿元，到期压力迁移系数较上月末下降0.01，或表明信用债未来到期压力环比下降。

(1) 重点行业信用债到期压力环比涨跌不一

根据申万行业分类，选取10个重点行业分析未来信用债到期压力（见图8）。

与过去12个月平均到期压力比较，12月末重点行业到期压力迁移系数均小于1.00，或表明其未来6个月的到期压力均低于过去12个月平均水平。其中，食品饮料、石油石化等行业到期压力系数分别为0.26、0.58，或表明其未来6个月的到期压力明显低于过去12个月平均水平。

与上月末未来到期压力比较，12月末重点行业信用债到期压力环比涨跌不一。具体来看，煤炭、公用事业、石油石化、交通运输、房地产等行业到期压力系数分别环比增加0.17、0.05、0.04、0.03、0.01，或表明其未来6个月到期压力环比有所上升；其余重点行业到期压力迁移系数分别环比减少0.01至0.26，或表明其未来6个月到期压力环比有所下降。

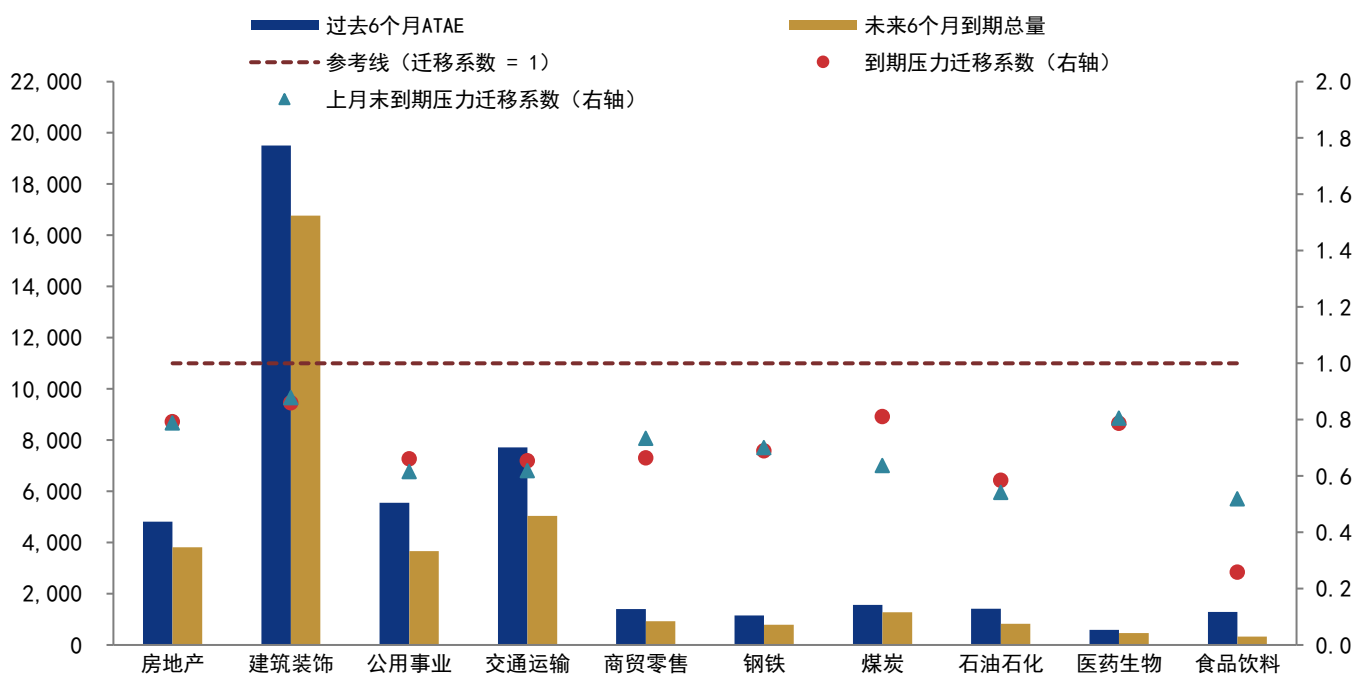


图8：12月末重点行业信用债到期压力及迁移情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 国有企业信用债到期压力环比持平，非国有企业信用债到期压力环比下降

12月末，国有企业、非国有企业信用债到期压力迁移系数分别为0.76、0.52（见图9），或表明未来6个月到期压力低于过去12个月平均水平。与上月末相比，国有企业信用债到期压力迁移系数环比持平，或表明其未来到期压力环比持平；非国有企业信用债到期压力迁移系数环比减少0.14，或表明其未来到期压力环比有所下降。

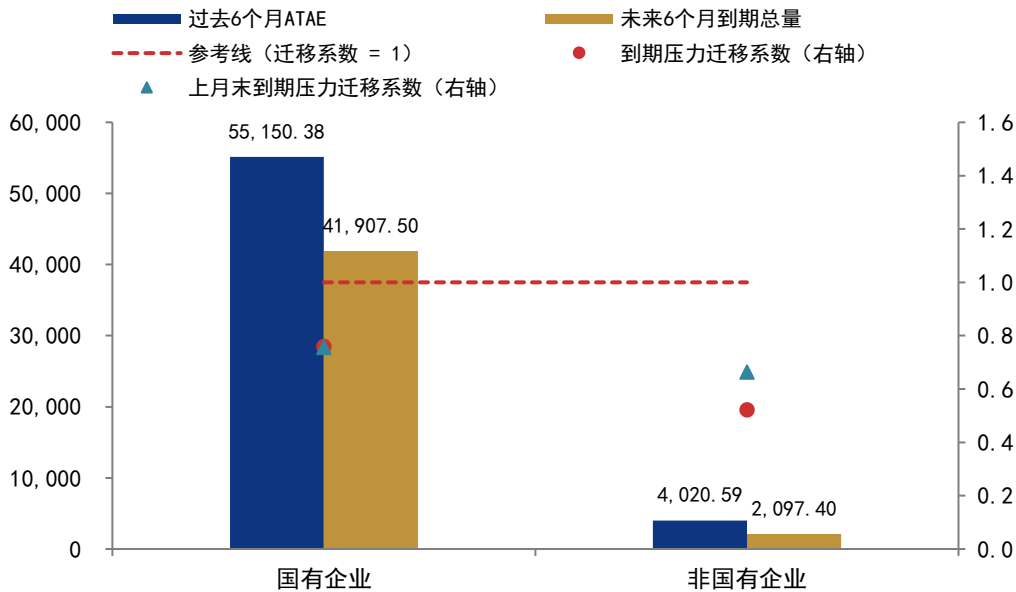


图9：12月末国有和非国有企业信用债到期压力及迁移情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（3）城投债、非城投债到期压力环比均下降

12月末，城投债、非城投债到期压力迁移系数分别为0.92、0.65（见图10），或表明未来6个月到期压力低于过去12个月平均水平。与上月末相比，城投债、非城投债到期压力迁移系数环比分别下降0.01，或表明城投债、非城投债未来到期压力环比均有所下降。

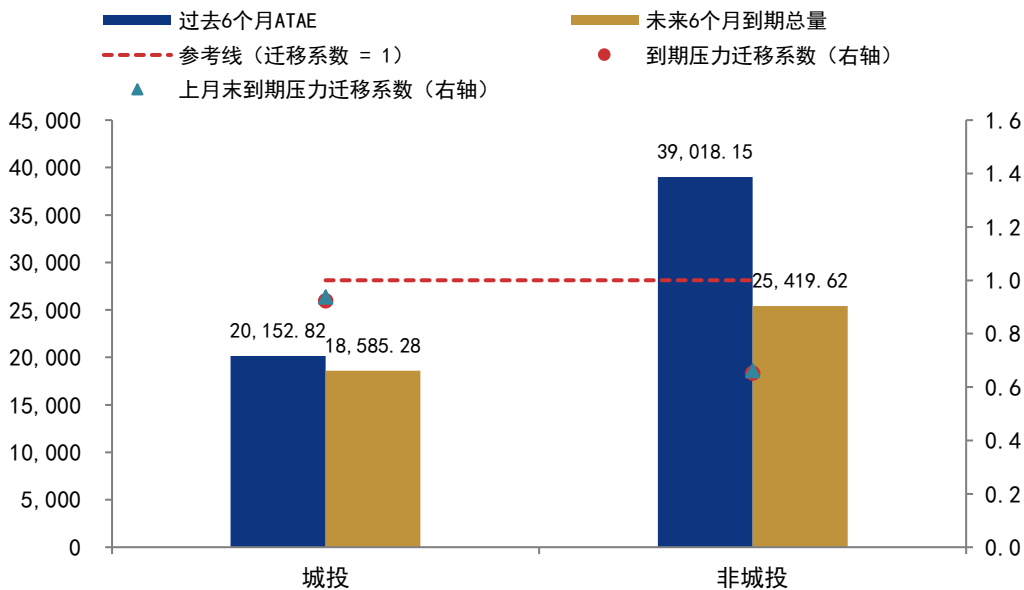


图10：12月末城投和非城投企业信用债到期压力及迁移情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 二级市场

1. 信用债成交活跃度环比下降

从成交活跃度来看，12月份信用债共计成交40,443.03亿元，成交金额环比减少1.61%，同比减少21.43%（见图11）。12月份信用债成交券种以公司债、中期票据为主，两者占信用债成交量比重分别为35.98%、32.41%。

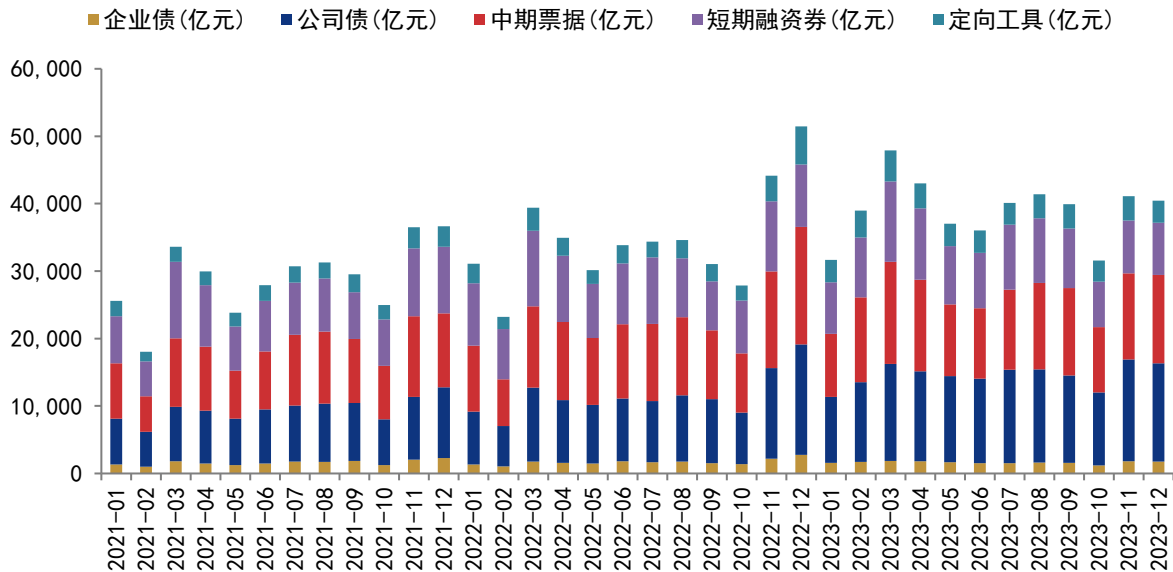


图 11: 12 月份信用债二级市场成交量 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 短期限低等级城投债到期收益率大幅下行

从到期收益率来看，12月份不同期限与评级的中短期票据到期收益率均下行（见图12）。具体来看，12月份3年期各评级中短期票据到期收益率下行幅度为17.09BP至28.09BP，5年期各评级中短期票据到期收益率下行幅度为16.32BP至22.32BP。

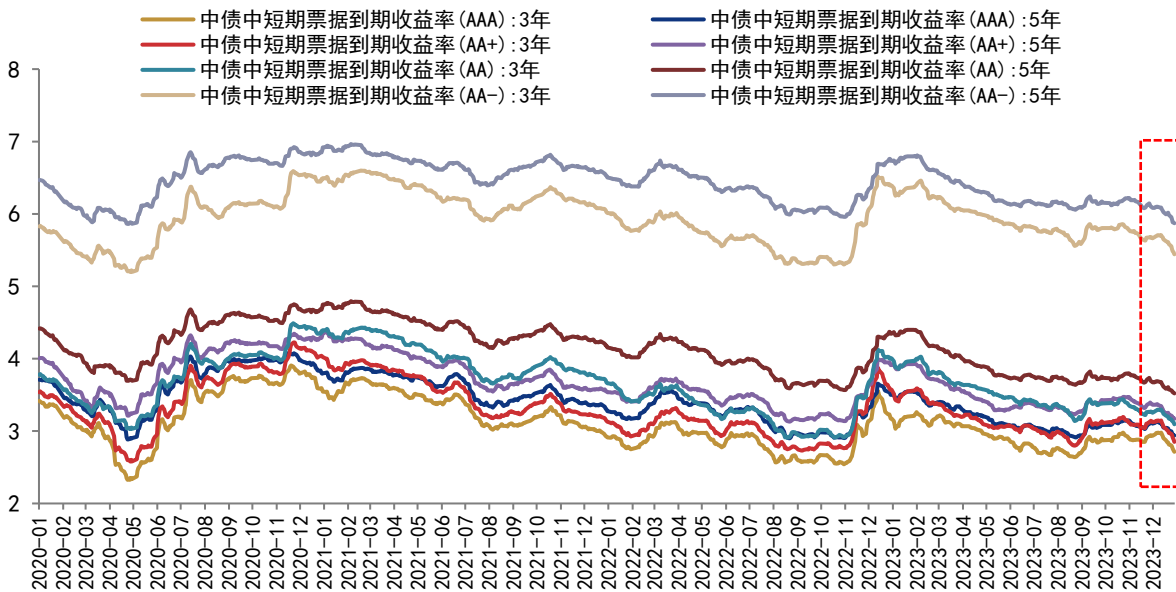


图 12: 不同期限不同评级中短票到期收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从城投债的角度来看, 12 月份不同期限与评级的城投债到期收益率均下行(见图 13)。具体来看, 12 月份 3 年期各评级城投债到期收益率下行幅度为 20.14BP 至 65.14BP, 5 年期各评级城投债到期收益率下行幅度为 18.75BP 至 23.75BP。其中, 短期限低等级城投债到期收益率大幅下行, 或是由于本轮特殊再融资债显示出政府偿债意愿, 也缓解了偿债上的流动性压力, 对贵州、云南等弱资质地区城投平台风险能起到一定缓释作用, 进而估值得到有效改善。

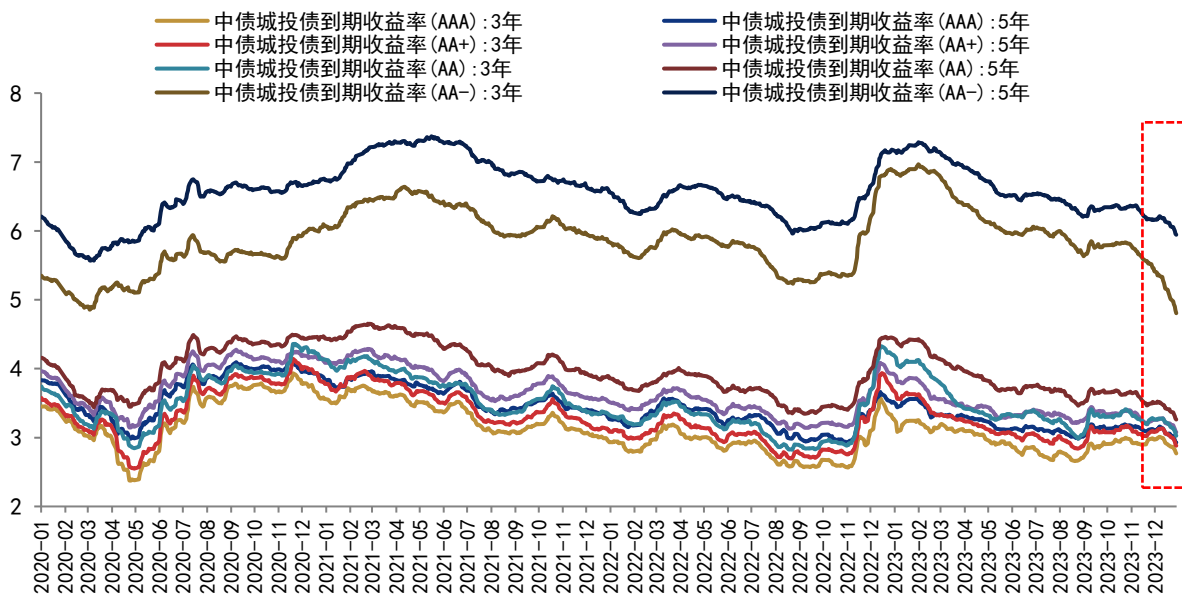


图 13: 不同期限不同评级城投债到期收益率走势 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3. 产业债及城投债信用利差整体处于历史中低水平

(1) 产业债信用利差整体处于历史中低水平

本文用中证指数有限公司提供的不同期限和信用级别的产业债到期收益率，分别减去相应期限的中证国债到期收益率，计算得到不同期限和信用级别的产业债信用利差。与11月末相比，不同期限与评级产业债信用利差涨跌不一。具体来看，1年期各评级产业债信用利差整体走阔，走阔幅度在1.97BP至9.27BP之间；3年期除AA级产业债信用利差走阔0.49BP外，其余评级产业债收窄幅度0.51BP至5.82BP之间；5年期各评级产业债信用利差整体收窄，收窄幅度在1.13BP至6.23BP之间（见图14）。

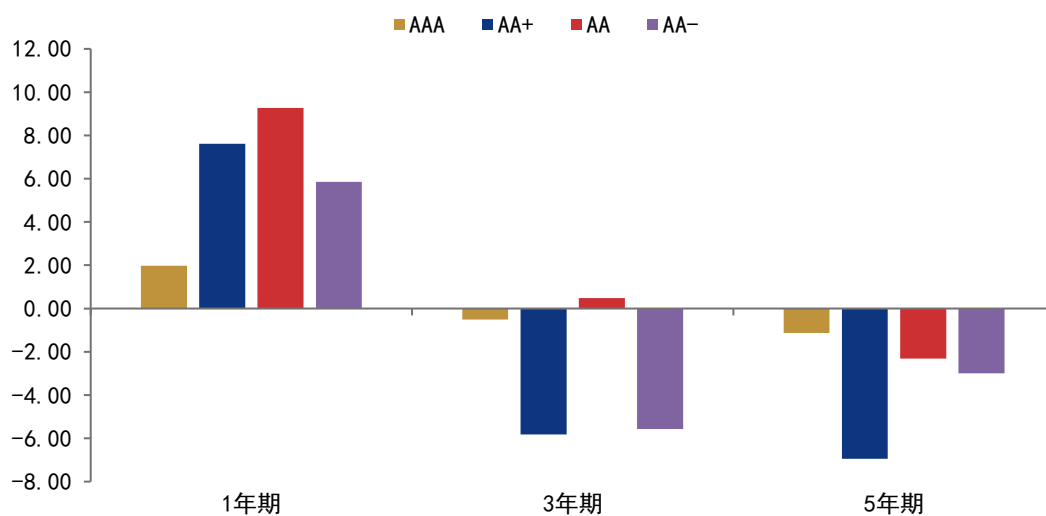


图14：2023年12月末产业债信用利差变动（当月末与上月末相比，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从产业债2015年以来的信用利差数据来看，12月末，产业债信用利差整体处于历史中低水平（见图15）。具体来看，1年期AA-级产业债信用利差所处历史分位数最高（55%），5年期AAA级产业债信用利差所处历史分位数最低（5%），其余期限评级产业债信用利差所处百分位数在13%至28%之间，处于历史较低水平。

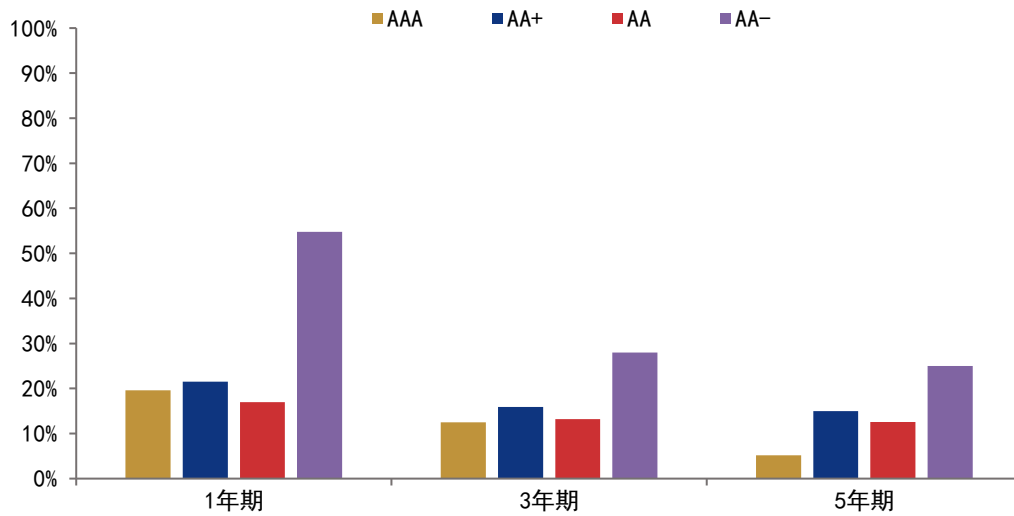


图 15: 2023 年 12 月末产业债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 3 年期低等级城投债信用利差大幅收窄

从城投债的角度来看, 根据中证城投债收益率曲线计算得到中证城投债信用利差数据, 12 月末不同期限与评级的城投债信用利差环比涨跌不一。具体来看, 与 11 月末相比, 1 年期城投债信用利差整体走阔, 走阔幅度在 2.27BP 至 9.41BP 之间; 3 年期除 AA 级城投债信用利差走阔 4.31BP 外, 其余评级城投债信用利差整体收窄, 其中 AA- 级城投债信用利差大幅收窄 36.84BP; 5 年期除 AA+ 级城投债信用利差走阔 3.98BP 外, 其余评级城投债信用利差整体收窄, 收窄幅度在 0.27BP 至 7.80BP 之间 (见图 16)。

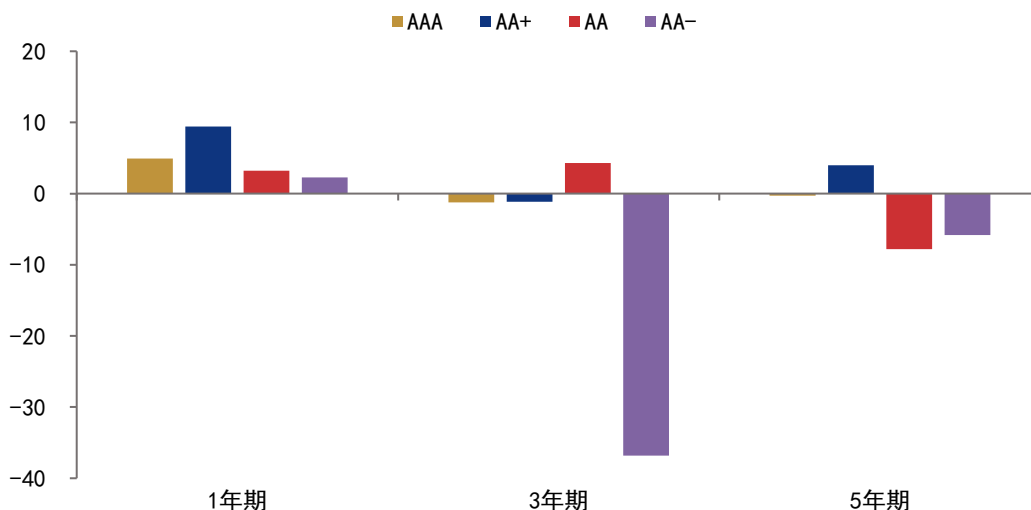


图 16: 2023 年 12 月末城投债信用利差变动 (当月末与上月末相比, 单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从城投债 2015 年以来的信用利差数据来看，12 月末除 5 年期 AA-级城投债信用利差处于历史中等水平外，其余期限与评级的城投债信用利差均处于历史较低水平（见图 17）。具体来看，5 年期 AA-级城投债信用利差所处历史分位数最高（52%），1 年期 AA-级城投债信用利差所处历史分位数最低（2%），其余期限评级城投债信用利差所处百分位数在 4%至 37%之间，处于历史较低水平。

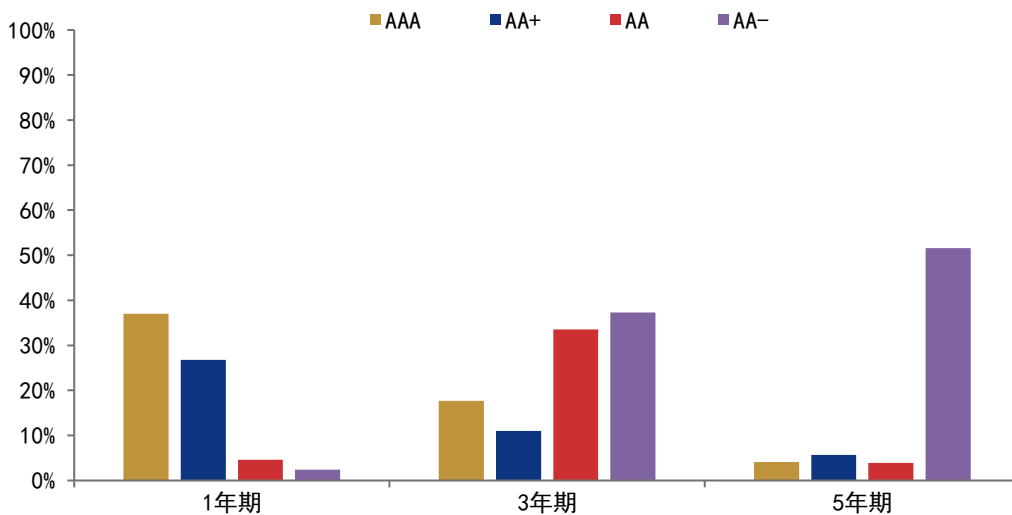


图 17: 2023 年 12 月末城投债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

（三）信用债市场特别关注

1. 有 2 家主体旗下 2 只信用债发生逾期

本文中的逾期包括未按时兑付本金和/或利息、未按时兑付回售款和/或利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约和本息展期，相关统计参考自 Wind 资讯。

2023 年 12 月份，境内债券市场上有 2 家主体的 2 只信用债券（包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具）发生逾期，逾期日债券余额合计 10.00 亿元。从所属申万一级行业来看，这 2 只债券分别来自商贸零售和非银金融行业，逾期日债券余额分别为 6.00 亿元、4.00 亿元。

2. 本月无主体评级下调情况

2023 年 12 月份，债券市场未发生主体评级下调³（见图 18）。2023 年度合计发生 83 次主体评级下调，显著低于 2022 年度下调次数。

³ 下调包括评级下调和展望下调，不包括中债资信评级调整。

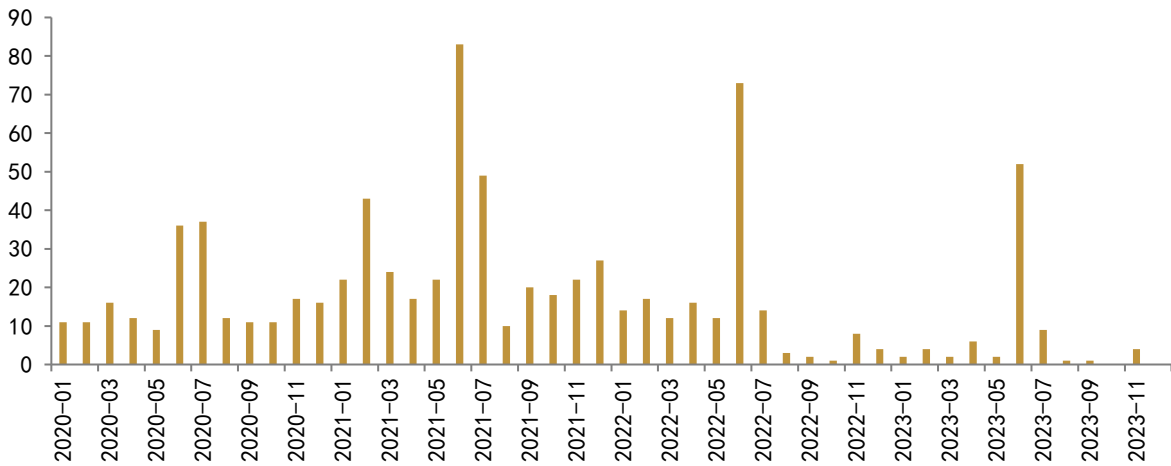


图 18: 月度主体评级下调次数 (单位: 次)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3.有 34 只债券取消或推迟发行

2023 年 12 月份, 有 34 只信用债券 (包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具) 当月取消或推迟发行, 涉及金额为 240.59 亿元 (见图 19), 规模较上月增加 11.83 亿元。2023 年 1-12 月份取消或推迟发行金额累计达 5,181.34 亿元。

从企业性质来看, 12 月份取消或推迟发行的企业均为国有企业。其中, 中央国有企业取消或推迟发行债券有 5 只, 地方国有企业取消或推迟发行债券有 29 只。

从企业主体信用级别来看, 12 月份取消或推迟发行的企业多数为中高级别主体。其中, AAA 级企业取消或推迟发行债券有 22 只, AA+级企业取消或推迟发行的债券有 8 只, AA 级主体取消或推迟发行的债券有 4 只。

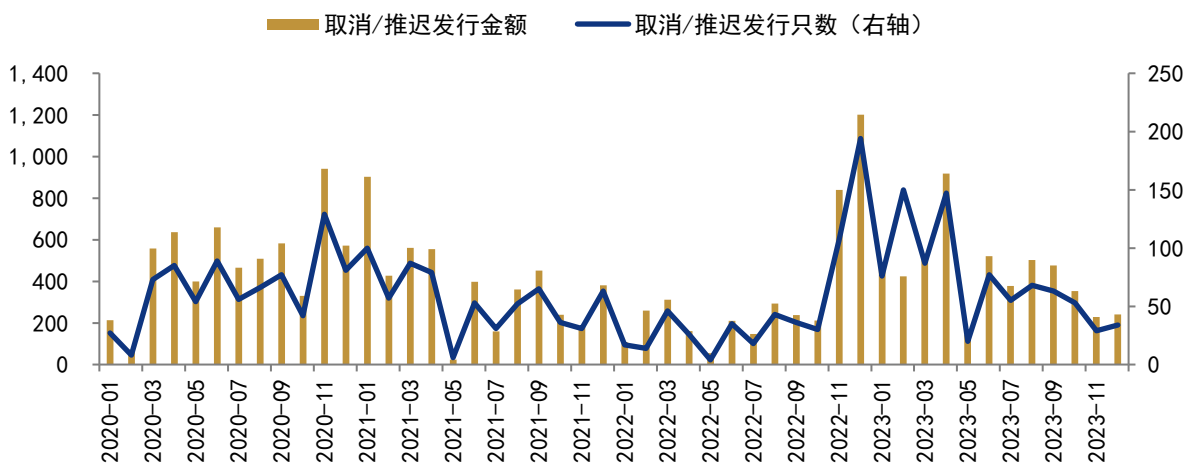


图 19: 月度信用债取消发行规模 (单位: 亿元, 只)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、总结与展望

从信用债一级市场来看，发行方面，12月份信用债发行量环比下降，净融资由正转负。具体来看，12月份10个重点行业中贡献最多净融资的是公用事业行业，资金流出规模最大的是建筑装饰行业，或与城投公司融资受到明显约束有关；不同信用等级主体净融资额均为负；国有企业、非国有企业净融资环比均下降；城投债、非城投债净融资环比均下降。到期压力方面，截至12月末，未来6个月将有44,004.90亿元信用债到期，到期压力迁移系数为0.74，较上月末减少0.01。分行业看，重点行业信用债到期压力环比涨跌不一。分企业性质看，国有企业信用债到期压力环比持平，非国有企业信用债到期压力环比下降。城投债与非城投债比较方面，城投债、非城投债到期压力环比均下降。

从信用债二级市场来看，12月信用债成交活跃度较上月下降。到期收益率方面，12月份不同期限与评级的中短期票据和城投债到期收益率均下行，其中短期限低等级城投债到期收益率下行幅度较大。信用利差方面，12月份不同期限与评级的产业债和城投债信用利差环比涨跌不一，除3年期AA-级城投债信用利差大幅收窄36.84BP外，其余期限评级的产业债和城投债信用利差变动幅度不大。从2015年以来的信用利差数据来看，不同期限与评级的产业债和城投债信用利差整体处于历史中低水平。

展望未来，2024年债券市场服务实体经济水平有望提高，国家重点支持的科技创新、先进制造、绿色发展等领域直接融资比例有望提升，多数重点产业的债券净融资流出局面或将改善。在前期持续防范化解重点领域风险背景下，信用债市场风险有所出清，中高等级信用主体的再融资压力或将有所减弱，一级市场发行量有望回升。二级市场方面，地产债、城投债等估值改善下，市场预期有望进一步稳定；但商品房销售市场暂未企稳，“土地财政”暂未有清晰替代模式出台，需继续防范重点化债领域弱资质主体的信用风险。

【作者简介】

曹晓婧，武汉大学工学学士、诺丁汉大学金融与投资硕士，远东资信研究与发展部研究员；
简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。