
2023 年中国债券市场违约回顾与展望

联合资信 研究中心

摘要

2023 年，受益于经济回暖和宽信用环境的支持，我国债券市场信用风险平稳出清。具体来看，2023 年我国债券市场新增 5 家违约发行人，到期违约债券 17 期，到期违约金额合计约 183.35 亿元，较上年同期均有所减少；此外，11 家发行人首次发生展期，展期债券 22 期，展期规模 236.34 亿元，较上年同期均大幅减少。2023 年等级调整从调降趋势转为调升趋势，民营企业信用风险持续暴露，违约主体仍集中于房地产行业；城投企业在债券市场未出现实质违约，但部分区县级、弱资质平台商票逾期、非标违约等风险事件持续发生。

从全市场债务到期规模来看，考虑超短融的发行与到期，年内信用债回售行权等因素，2024 年主要信用债偿债规模将在 12.30 万亿元左右。从偿债节奏看，3 月、4 月、8 月单月的偿债量在 0.9 万亿元以上，偿债规模相对较大。从级别分布看，各级别主体偿债规模较上年变化不大。从企业性质来看，地方国企和公众企业到期规模小幅上升，其他类型企业有所下降。从地区和行业分布来看，北京、江苏、广东等区域偿债规模相对较大，资本货物、多元金融、公用事业等行业到期规模排名靠前。

展望 2024 年，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控，违约率或持续保持低位。城投企业再融资政策全面收紧，城投平台市场化转型提速，城投债兑付压力持续加大，化债背景下城投企业信用水平分化加剧。弱资质民营房企现金流仍将持续承压，前期已展期或境外债违约的房企信用风险仍值得关注。

一、2023 年我国债券市场违约情况回顾

（一）经济回暖推动债券市场违约和展期收敛，信用风险平稳出清

2023 年，我国经济运行面临来自国外的风险挑战和国内多重因素交织叠加带来的下行压力，在政策支持下，经济复苏并展现出韧性。国际环境方面，2023 年全球经济下行压力持续凸显，根据国际货币基金组织（IMF）最新预测，全球经济增长预计将从 2022 年的 3.5% 放缓至 2023 年的 3.0%，远低于 3.8% 的历史（2000—2019 年）平均水平¹。在全球产业链调整、俄乌冲突、巴以冲突等事件长期影响下，叠加紧缩货币政策、债务风险上升等周期性因素，主要大型经济体经济周期分化持续加剧，全球通胀压力依然较大，我国经济发展面临的外部环境依然复杂严峻。国内方面，我国经济面临企业和居民预期偏弱、房地产持续拖累、民间投资负增长、通胀下行、需求不足以及部分产能过剩的压力。然而，在积极的财政、货币政策以及各项稳增长政策的持续发力下，国内经济展现出较强的韧性和动力。2023 年国内生产总值 126.06 万亿元，不变价同比增长 5.2%，全年呈现波浪式复苏的态势。逐季来看，一季度我国经济运行总体良好，随着疫后补偿性增长退去，叠加房地产景气超预期回落，二季度整体经济动能有所下降，三季度随着政府稳增长政策发力以及经济内生动能修复，整体经济明显回暖，四季度宏观调控组合政策发力显效，经济回稳向上态势明显。融资环境方面，2023 年货币政策精准施策、持续发力，年内实现两度降准、两次降息，保持流动性合理充裕，企业融资和居民信贷成本稳中有降，为实体经济的稳健发展和推动我国经济持续向好快速回升起到关键的支撑作用。截至 2023 年底，我国广义货币同比增长 9.7%，社融规模同比增长 9.5%。整体来看，2023 年，在一系列稳增长政策的持续推动下，我国经济回升向好，债券市场信用风险稳步化解。

在此背景下，2023 年我国债券市场信用风险暴露处于较低水平，违约数量和规模继续收缩。2023 年，我国债券市场新增 5 家²违约发行人³，到期违约债券

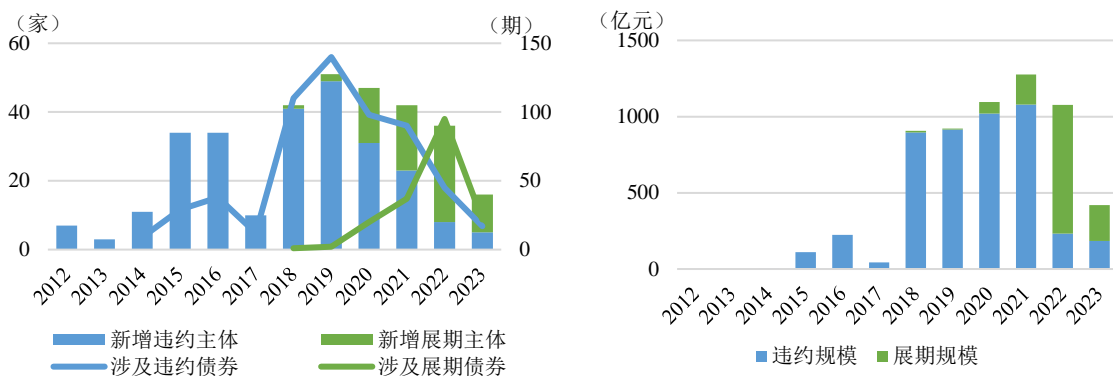
¹ 国际货币基金组织（IMF）2023 年 10 月《世界经济展望》。

² 2023 年上半年，证监会主管 ABS “香溢优”发生本息违约，其原始权益人“上海骧远投资控股有限公司，上海昊川置业有限公司”不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。

³ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

17 期，到期违约金额合计约 183.35 亿元，新增违约发行人家数、到期违约债券期数和到期违约金额较 2022 年（8 家，45 期，232.62 亿元）均有所减少。2023 年，我国债券市场重复违约⁴发行人 10 家，涉及到期违约债券 20 期，到期违约规模合计约 50.38 亿元，重复违约发行人家数较 2022 年（9 家）有所增加，涉及到期违约债券期数和规模较 2022 年（21 期，163.36 亿元）有所减少。截至 2023 年末，我国债券市场累计有 256 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 773 期，到期违约金额合计约 6958.24 亿元。

从展期情况来看，2023 年首次展期发行人 11 家，展期债券 22 期，展期规模 236.34 亿元，展期家数、期数及规模较上年同期（28 家、95 期和 843.77 亿元）均大幅减少，整体风险出清规模有所下降。展期发行人仍以房企为主，首次展期房企发行人数量占比 54.55%。展期债券中有 7 期为资产支持证券，其穿透信用主体均为出险房企，大多已发生债券违约或展期。在销售承压、融资困难、需求端萎靡等压力下，房地产行业景气度持续低迷，民营房企仍处于探底调整阶段，风险仍在持续暴露。



注：展期主体不包含已发生实质性违约的企业

资料来源：联合资信整理

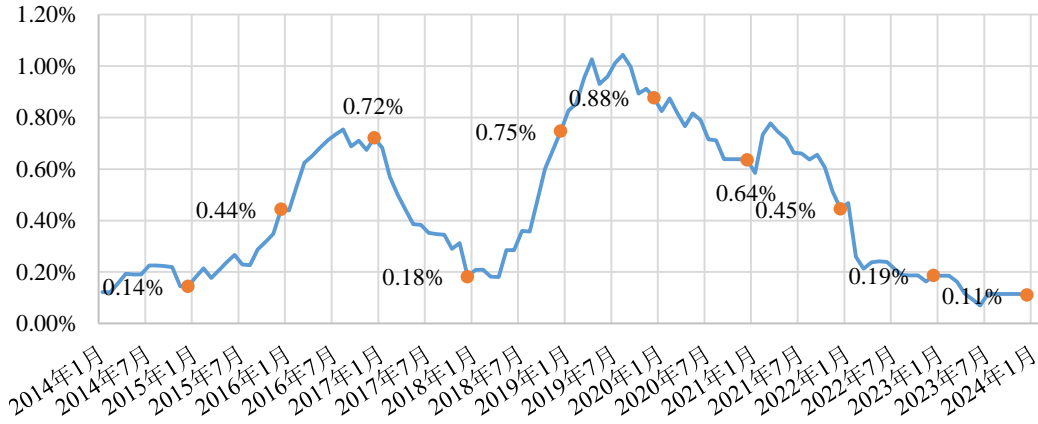
图 1.1 2012—2023 年我国债券市场新增违约和展期情况

（二）违约率下探新低，展期仍然集中于高等级主体

2023 年，我国信用债市场高等级违约情况明显改善，但展期频发，高等级主体信用风险仍然较高。具体来看，新增违约主体期初级别分布在 AAA 级~B 级，其中 AA⁺级及以上的有 2 家，分别为荣盛房地产发展股份有限公司和佳源创盛控股集团有限公司，占比 40.00%。从高等级主体展期情况来看，新增展期主体中期初级别为 AA⁺级及以上的发行人共有 6 家，占比超过 50.00%。

⁴ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

从违约率来看，2023 年我国公募债券市场一年滚动违约率⁵约为 0.11%，为 2014 年以来最低水平。2019 年以来，公募债券市场发行人主体年度违约率、滚动违约率整体呈下行态势，违约风险不断出清。



注：图中标记点代表各年年度违约率

资料来源：联合资信整理

图 1.2 2014—2023 年我国公募债券市场发行人滚动违约率

表 1.1 2021—2023 年我国公募债券市场发行主体年度违约率（单位：家、%）

发行人主体级别	2021 年			2022 年			2023 年		
	样本数	违约数量	违约率	样本数	违约数量	违约率	样本数	违约数量	违约率
AAA	1122	5	0.45	1169	1	0.09	1177	1	0.08
AA ⁺	1168	5	0.43	1203	2	0.17	1216	1	0.08
AA	1624	3	0.18	1548	2	0.13	1505	1	0.07
AA ⁻	363	3	0.83	336	2	0.6	362	0	0.28
A ⁺	107	0	0	119	1	0.84	138	0	0
A	15	1	6.67	19	0	0	28	0	0
A ⁻	4	0	0	5	1	20	3	0	0
BBB ⁺	0	0	0	4	0	0	4	0	0
BBB	2	0	0	2	0	0	2	0	0
BBB ⁻	1	1	100	2	0	0	2	0	0
BB ⁺	1	1	100	0	0	0	1	0	0
BB	2	0	0	4	0	0	2	0	0
BB ⁻	1	0	0	0	0	0	0	0	0
B ⁺	0	0	0	0	0	0	1	0	0
B	0	0	0	3	0	0	1	1	100
B ⁻	0	0	0	0	0	0	1	0	0
CCC	1	1	100	0	0	0	3	0	0

⁵ 滚动违约率逐月计算，以当月前推 12 个月作为期初样本点并计算 12 个月区间内的违约率，例如 2021 年 1 月的滚动违约率以 2020 年 2 月 1 日存续且具有有效信用等级的发行人（剔除 2 月 1 日前违约样本）作为样本，统计 2020 年 2 月 1 日至 2021 年 1 月 31 日区间内新增违约发行人数量并计算违约率。

CC	0	0	0	0	0	0	0	0	0
C	0	0	0	0	0	0	0	0	0
合计	4266	19	0.45	4290	8	0.19	4349	5	0.11

注：1.发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等的发行人主体，并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2.发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；3.对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；4.部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5.合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6.发行人主体违约率=当年新增违约的发行人家数/发行人样本家数；7.历史数据有追溯调整

数据来源：联合资信整理

（三）等级调整从调降趋势转为调升趋势

2023年，我国公募债券市场共有156家发行人主体信用等级或展望发生调整，调整率2.63%，较上年（2.43%）小幅上升，评级稳定性同比变化不大。2023年，等级或展望调升率和调降率分别为1.57%和1.06%，由上年的调降趋势转为调升趋势。其中，2023年发行人主体信用评级展望仍呈调降趋势，评级机构通过展望调降揭示信用风险的频次有所增加。

调升方面，2023年我国公募债券市场主体信用等级或展望调升数量93家，同比大幅增加，主要是信用等级调升（86家）同比大幅增加所致。调升发行人集中于城投企业和金融行业发行人。具体看，32家调升发行人为城投企业，主要是江苏、浙江等地级市、区县级平台，上调原因多为区域经济财政实力增长，公司业务范围扩大、作为地区主要融资平台的地位持续巩固，地方政府支持力度加大（财政注资、资产注入、股权划转深化整合转型）等；12家多元金融服务和11家商业银行发行人等级上调，上调原因主要是外部支持增加、重大资产重组等。

调降方面，2023年我国公募债券市场主体信用等级或展望调降数量63家，同比大幅减少。其中信用级别下调的发行人主要分布于建筑与工程行业（8家），多为建筑装饰行业的可转债发行人，受自身资质较弱叠加下游房地产行业景气度影响，盈利能力下滑，房地产行业外溢风险仍然值得关注；企业性质方面，民企等级调降发行人有25家，占比67.57%；地区方面，等级调降发行人主要分布在广东省和江苏省。展望下调发行人主要是城投企业（21家），多为贵州、云南省的地级市、区县级平台，下调原因主要是区域财政趋弱、对公司支持能力减弱，现金流趋紧、借款出现逾期，部分主体涉及重大诉讼等。

表 1.2 2021—2023 年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级	评级展望	合计
-------	------	------	----

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
样本数量(家)	6030	5836	5932	6030	5836	5932	6030	5836	5932
调升数量(家)	17	25	86	3	6	7	20	31	93
调降数量(家)	138	86	37	50	25	26	188	111	63
调升率(%)	0.28	0.43	1.45	0.05	0.10	0.12	0.33	0.53	1.57
调降率(%)	2.29	1.47	0.62	0.83	0.43	0.44	3.12	1.90	1.06
调整率(%)	2.57	1.90	2.07	0.88	0.53	0.56	3.45	2.43	2.63

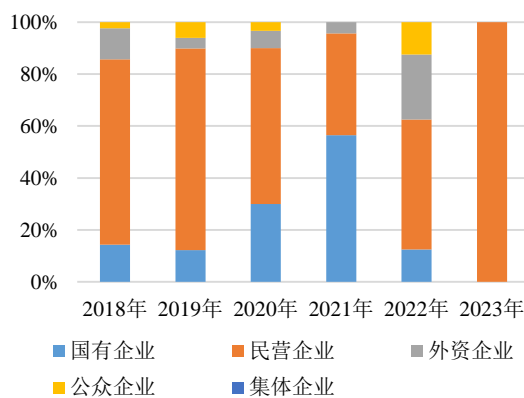
注：1.受私募债对外信息披露较少影响，本文仅统计公募债券市场信用等级调整情况；2.统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限；评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降；同一评级机构对同一发行人进行多次评级调整的，仅计一次

数据来源：联合资信整理

（四）民营企业信用风险持续暴露，违约主体仍集中于房地产行业

1.房地产行业仍处于探底、筑底的调整阶段，行业风险出清持续

从企业性质来看，2023 年新增违约主体均为民营企业，新增展期主体中民营企业有 8 家，展期规模 113.06 亿元，占比均约 70%。从行业属性来看，2023 年，新增违约主体涉及 2 个行业，其中家庭耐用消费品行业新增违约主体 1 家，为国美电器有限公司，主要受宏观经济低迷、消费需求疲软及电商平台快速发展冲击影响，公司盈利空间大幅压缩，内生流动性日益枯竭，最终引发流动性困难。其余 4 家新增违约主体均为房地产行业企业，分别为恒大地产集团有限公司、荣盛房地产发展股份有限公司、佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“佳源创盛”）和中天金融集团股份有限公司（以下简称“中天金融”），四家主体在此前均已出现债券展期或境外债违约等信用风险事件，风险暴露已较为充分。



资料来源：联合资信整理

图 1.3 新增违约主体企业性质分布情况

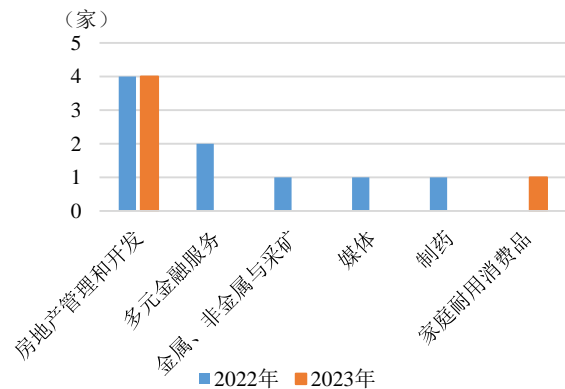
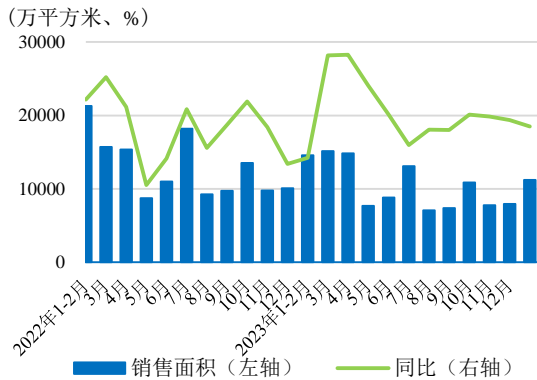


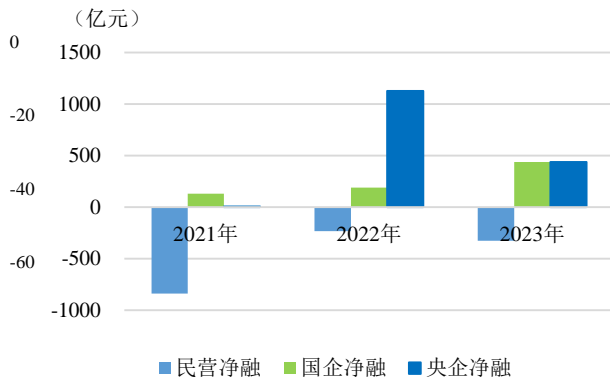
图 1.4 新增违约主体行业分布情况

2023年，房地产行业继续出清，从外部因素来看，地产调控政策持续优化，但行业整体仍延续低迷态势，销售持续磨底，房企生存压力较大，信用风险持续释放。具体来看，**政策端**，2023年以来，地产调控政策延续宽松态势并持续优化调整，供需两端利好政策陆续出台，7月的中央政治局会议提出政策转向适时调整优化房地产政策奠定了调控基调，此后贷款利率下调、降低首付比例、“认房不认贷”等相关政策相继落地；此外，各部委持续落地房地产企业资金支持举措，满足各类地产企业合理融资需求。**销售端**，全国商品房销售持续低位徘徊，2023年，全国商品房销售面积111735万平方米，同比下降8.5%。从单月数据来看，一季度“小阳春”后颓势重现，自4月起商品房销售面积同比增速大幅回落，微观主体复苏动能再度走弱。**融资端**，政策扶持对民营房企市场化发行改善有限，房企融资仍呈现分化态势，资金更多地向国央企集中。2023年民营房企信用债发行规模同比下降29.46%，净融规模仍延续大额净流出状态。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 我国商品房销售面积情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.6 我国房地产行业债券净融情况

从违约房企自身因素来看，新增违约主体多存在激进扩张，财务杠杆高企，偿债能力较弱，盈利能力持续恶化等问题。具体来看，**中天金融**自2015年起积极谋求业务转型，不断通过资产重组加快去地产业化，经营重心也由房地产开发转向金融类业务。2018年，中天金融激进收购华夏人寿的股权，并支付定金70亿元，但该收购方案至今仍未有实质性进展，且定金面临不能收回的风险，造成公司大额资金被占用，公司试图剥离房地产业务缓解流动性压力，但进展并不顺利，最终在行业市场景气度下行冲击下，盈利状况持续恶化，引发违约。**佳源创盛**因长期通过高杠杆、快周转的方式快速扩张，“三道红线”政策出台后公司逐步压降资产负债率至70%，但流动负债占比较高，公司面临较大集中偿付压力，在行业景气度下行、外部流动性收紧等因素的冲击下，遭遇销售疲软、融资遇阻等流动性困难，最终引发资金链断裂。

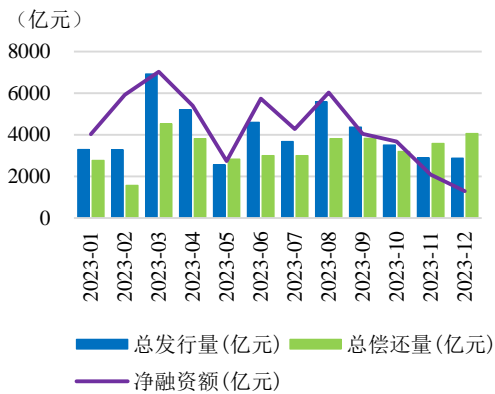
2.房企仍延续展期方式进行债务管理，但展期房企数量边际收敛

2023 年为避免实质性违约，房企仍延续展期方式进行债务管理，但新增展期房企主体数量在经历了 2022 年行业违约浪潮后有所减少。具体来看，2023 年新增展期房企发行人 6 家，涉及展期债券 15 期，展期规模 198.65 亿元，新增房企展期数量较上年（21 家，63 期，634.66 亿元）明显减少。

从债券展期条款设置来看，新展期房地产企业展期期限主要介于 2~4 年，兑付方式均采用展期期间内分次偿付的方式，且前期偿付比例均较低。从增信措施来看，部分展期主体为展期债券增加额外增信条件，以提升投资人的信任程度，如旭辉地产以 2 家公司的部分股权及其对应的收益为展期债券提供质押增信。从展期债券的后续进展来看，由于行业景气度仍未显著回升、销售持续磨底，展期企业自身造血功能尚未恢复，到期展期债券风险进一步深化，主要表现为二次展期或转化为实质性违约，如“H9 龙控 01”出现二次展期，“20 佳源创盛 MTN001”“20 恒大 04”等展期后出现实质性违约。整体来看，2023 年房企展期继续累积，未来若没有进一步政策支持，展期债券持续展期或转化为实质性违约的风险仍较大。

（五）城投非标、商票风险事件持续发生

2023 年延续隐性债务“遏增化存”的思路，监管对城投债发行审批趋严，上半年多地城投负面舆情频发，引发市场担忧情绪，为有效缓解风险，7 月中央政治局会议明确提出“一揽子化债”，9 月特殊再融资债券发行重启，城投短期风险得到较大缓解，监管政策整体仍保持高压管控态势，国发 35 号文出台，进一步收紧城投融资监管，助力防范化解地方政府债务风险。整体来看，2023 年新发城投债借新还旧的比例处于高位，一揽子化债背景下，城投市场发行也未能放量，城投债净融资同比变化不大。具体来看，2023 年城投债总发行规模为 4.88 万亿元，同比增长 25.43%；净融资额为 0.87 万亿元，同比小幅上升 2.96%。从区域方面来看，区域之间的城投分化趋势持续，经济相对发达、财政实力较强的区域城投债发行规模和净融资规模明显领先于其他地区，但部分西南部及东北部地区净融资表现持续欠佳。从行政层级方面来看，地市级仍为城投债发行主力，发行规模占比近半，但遏增化存背景下，行政层级较低的区县级城投债净融资规模下滑。信用等级方面，城投债发行主体仍以高等级主体为主。



数据来源: Wind, 联合资信整理

图 1.7 2023 年城投债发行及净融资情况

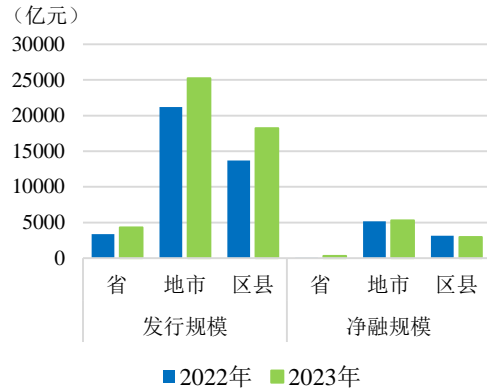


图 1.8 各行政级别城投债融资情况

2023 年,受宏观经济下行、土地市场低迷等因素影响,地方政府财政收支矛盾加大,部分经济财政较弱、债务负担较高的区域城投企业现金流吃紧,商票逾期、非标违约等风险事件持续发生。具体来看,非标方面,根据公开资料整理,2023 年,城投企业的非标违约主要集中于山东、贵州、云南等地的区县级城投企业和 AA 级弱资质城投。商票方面,根据上海票据交易所披露的截至 2023 年 12 月票据逾期名单,商票逾期的城投企业共计 46 家,其中山东、云南、贵州分别有 13 家、11 家和 7 家,位居前三位;从行政层级来看,以区县级和地市级平台为主,分别占比 50.00%和 43.48%;从主体级别来看,商票逾期以 AA 级及以下弱资质平台为主,占比约 70.00%。此外,2023 年共有 24 家城投企业评级或展望被下调,其中贵州省有 11 家,多分布在贵阳、六盘水、毕节等区县平台,云南省 7 家,多分布在昆明、曲靖等地市级平台。整体来看,随着一揽子化债方案持续落地实施,城投债务风险短期内得以缓释,城投债兑付较有保障,但化债资源主要向公开市场债券倾斜,非标、商票违约或持续发生,同时还需关注部分区县级、弱资质平台企业利息支付压力。

二、2024 年我国债券市场信用风险展望

(一) 全市场信用债到期情况

从全市场债务到期规模来看,2024 年我国债券市场主要信用债⁶到期规模⁷约为 8.65 万亿元,考虑到将于 2024 年发行且 2024 年内到期的超短融,按 2023 年同期估算⁸,2024 年主要信用债到期规模可能达到 11.37 万亿元,较 2023 年(11.05

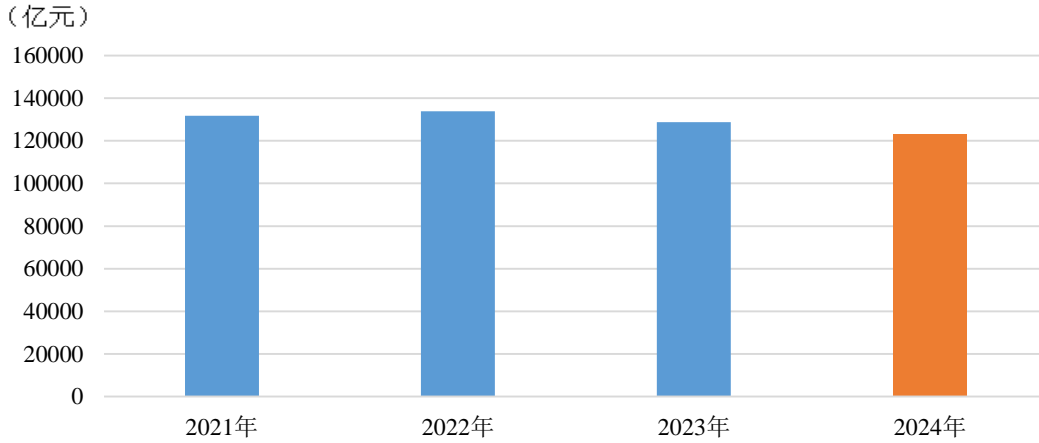
⁶ 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、标准化票据、可转债和可交换债。

⁷ 包含到期和本金提前兑付。

⁸ 2023 年发行且 2023 年内到期的超短融为 2.72 万亿元。

万亿元) 上升 2.90%。

此外，2024 年将约有 3.09 万亿元信用债进入回售期，按 30% 的实际回售率估算，2024 年回售债券中约有 0.93 万亿元被行权，较 2023 年（1.83 万亿元）有所下降。合计来看，2024 年主要信用债偿债规模可能在 12.30 万亿元左右。



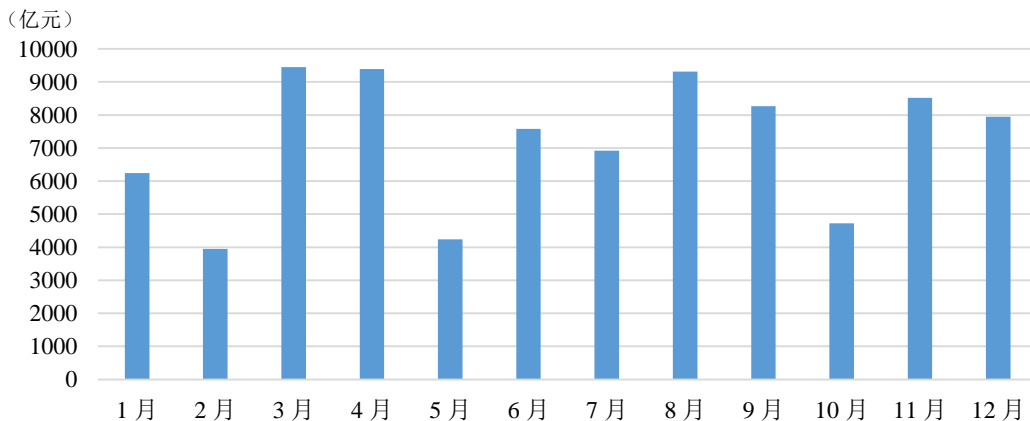
注：2021—2023 年为实际偿债规模，2024 年为预估偿债规模

数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 2021—2024 年我国信用债市场主要信用债偿债情况

由于 2024 年发行且于 2024 年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性，以下分析仅以 2024 年我国债券市场到期的 8.65 万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，3 月、4 月和 8 月单月的偿债量在 9000 亿元以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。

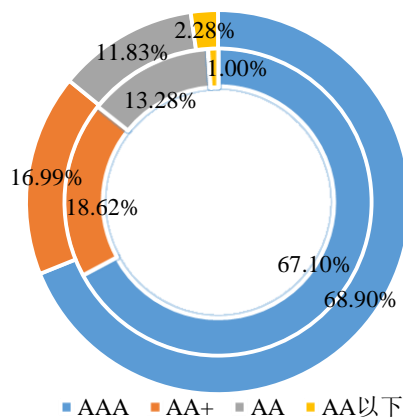


数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 2024 年我国债券市场主要信用债到期情况

从级别分布看，AAA 级主体所发债券到期规模约为 5.81 万亿元，占比

（67.10%），较上年⁹（68.90%）略有下降；AA⁺主体所发债券到期规模约为 1.61 万亿元，占比（18.62%）较上年（16.99%）有所上升；AA 级主体所发债券到期规模约为 1.15 万亿元，占比（13.28%）比上年同期（11.83%）小幅上升，AA 级以下主体所发债券到期规模约为 0.09 万亿元，占比（1.00%）较上年（2.28%）有所下降。整体来看，各级别主体偿债压力较上年变化不大。



注：内环为 2024 年，外环为 2023 年

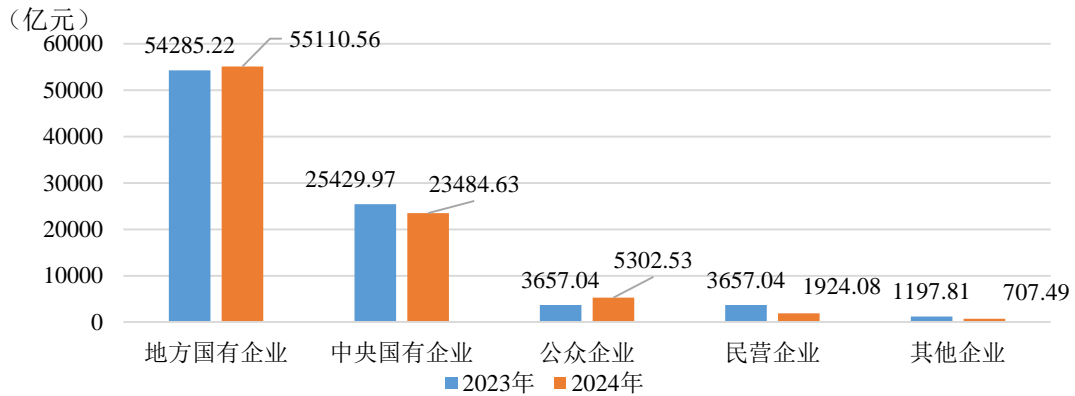
数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 2023—2024 年我国信用债市场主要信用债到期级别分布

从企业性质看，2024 年地方国有企业债务到期规模约为 5.51 万亿元，较上年（5.43 万亿元）略有上升；中央国有企业债务到期规模约为 2.35 万亿元，较上年（2.54 万亿元）小幅下降；民营企业债务到期规模约为 0.19 亿元，同比（0.37 亿元）降幅较大；公众企业债务到期规模约为 0.53 万亿元，较上年（0.37 亿元）有所上升；其他类型企业债务到期规模约为 0.07 万亿元，较上年（0.12 亿元）略有下降。

地方国有企业中，债务到期规模排名前十位企业合计占比达到 11.65%，在 3 月和 6 月集中兑付压力较大。

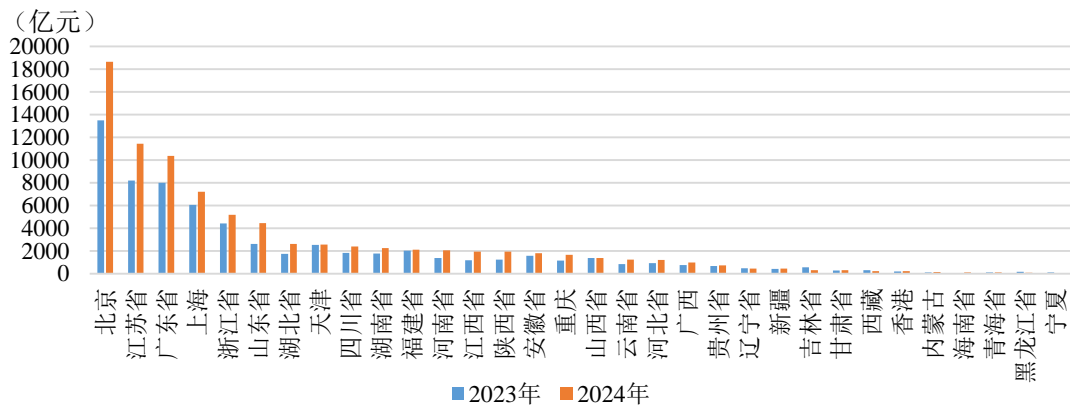
⁹ 为保持可比，剔除超短期融资券样本，以下同。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 2023—2024 年我国信用债市场主要信用债到期企业性质分布

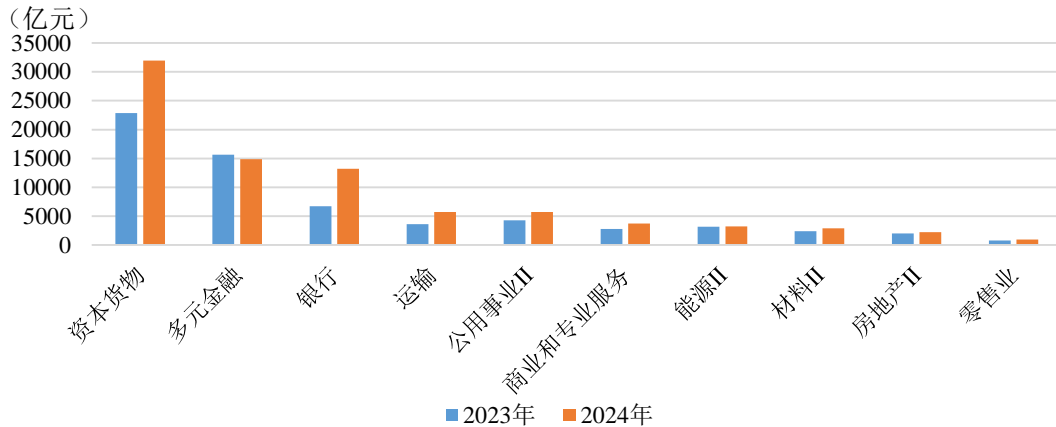
从地区分布看，2024 年，北京、江苏、广东、上海和浙江省的债券到期规模排名靠前，区域偿债压力相对较大；与上年相比，2024 年海南（331.96%）、山东（69.91%）、江西（62.50%）、陕西（56.68%）、湖北（52.06%）的债券到期规模大幅增长。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 2023—2024 年我国信用债市场主要信用债到期地区分布

从行业分布看，2024 年，资本货物、多元金融、银行、运输和公用事业企业债券到期规模排名靠前，偿债压力相对较大。此外，半导体与半导体生产设备（244.83%）、食品与主要用品零售（193.97%）、消费者服务（129.56%）、银行（95.79%）和耐用消费品与服装（60.62%）行业债务到期规模较上年大幅增长，偿债压力明显增大。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.6 2023—2024 年我国信用债市场主要信用债到期行业分布

从城投企业债券到期规模看，2024 年城投企业总偿债量约为 4.16 万亿元，较上年（2.05 万亿元）增长 102.93%。其中 3 月份偿债规模在 5000 亿元以上，单月偿债压力较大。

从地区分布看，北京、江苏、广东、浙江、上海和山东的城投企业债务到期规模较大，其中北京到期规模超过 6500 亿元，其他五省市债务到期规模均在 2000 亿元以上，区域城投企业偿债压力相对较大。

从区域低级别（AA 级及以下）城投企业偿债压力看，江苏、浙江、重庆、湖南和四川等省份的低级别城投企业债务到期规模相对较大，其中江苏省低级别城投主体债务到期规模在 1900 亿元以上，偿债压力相对较大。

此外，2024 年进入回售期的城投企业债券规模约为 1.87 万亿元，按 30% 的实际回售率估算，将有 0.56 万亿元债券行权，较 2023 年实际回售规模（0.40 万亿元）有所上升。

（二）信用风险展望

1. 债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控，违约率或持续保持低位

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是 2023 年下半年 CPI 数据转为负值，PMI 指数长期位于荣枯线下方，实体经济融资需求疲软，经济修复内生后劲有待提升。二是房地产行业企业偿债压力仍然较大，地产政策对销售有滞后效应，房企销售额实际修复力度依旧边际减弱，2024 年房地产行业风险将持续出清。三是 2023 年外部环境更加严峻，俄乌冲突、巴以冲突持续升级，地缘政治冲突不断，美联储持续加息和人民币贬值进一步增加了海外债还本付息压力，国际需求减弱对出口贸易造成负面影响，外贸依存度高的区域持续承压。在此背景下，债券市场仍面临诸多不确定因素，债市风险或将持续暴露。

债市信用风险整体可控，违约率或将持续保持低位。一是在积极的财政政策适度加力、提质增效要求下，国债发行规模和新增专项债限额维持在较高水平，对 2024 年我国经济持续发展具有积极的提振作用。二是央行在 2023 年 3 月和 9 月两度降准，并在 6 月和 8 月两度降息，此外中期借贷便利（MLF）中标利率不断下调，贷款市场报价利率（LPR）也随之调降，稳健宽松的货币政策促进实体经济融资成本降低，2024 年债券市场流动性风险整体可控。三是 2023 年《关于促进民营经济发展壮大的意见》《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》等政策陆续颁布，均鼓励和引导机构投资者积极配置民营企业债券，加大对民营企业债券投资力度，畅通民企债券、股权等多元化融资渠道，民营企业融资环境或将持续改善。四是 2023 年 11 月，国家金融监督管理总局发布《商业银行资本管理办法》，从资本计量方法、资本管理流程等多个方面对修订了资本管理办法，提高了我国商业银行资本管理的精细化程度，有助于防范化解系统性金融风险。五是金融稳定保障基金的基础框架已初步建立，首批资金已经筹集到位，并在两个风险处置案例中得到实际运用，提高了各区域内企业债务的风险管理水平，为发债企业提供了良好的信用环境。在此背景下，债市机制体制将不断完善，信用风险整体可控。

2. 城投企业信用水平分化加剧，政策导向促进城投企业转型提速

城投企业再融资政策全面收紧，城投平台市场化转型提速。一是 2023 年以来，财政部多次会议提出强调继续抓实化解地方隐性债务风险，打破政府兜底预期，加强地方政府融资平台治理，城投融资环境更趋严格。二是对城投企业实行名单制管理，对名单内企业的再融资以借新还旧为主；对名单外的主体的新增债券融资从严审批，2024 年城投债券发行数量或将进一步压缩。三是结构化发行监管持续收紧，中基协发布修订后的《私募投资基金登记备案办法》及配套指引，从管理人登记实缴资本、股东要求、基金备案规模、投资范围、信息披露等多方面提出了更严要求，其中对固收私募产品备案时投资于城投债的比例做出了详细要求，严格规范了城投机构通过私募进行融资的违规行为，城投债私募投资基金备案数量持续下滑。四是政策导向促进城投企业加速谋变，城投企业开始集中退市向市场化运营主体转型，2023 年共计 733 家城投企业退出地方融资平台主体，“退平台”的发债城投集中于区县级、信用资质较弱的平台。

城投债兑付压力持续加大，化债背景下城投企业信用水平分化加剧。一是 2023 年 7 月，政治局会议制定“一揽子”化债政策，并重启了特殊再融资债券发行，提前偿还的城投债规模激增。部分地区特殊再融资债券规模较小，获取的化债支持相对有限，城投企业债务化解更加依赖自身再融资、银行资源及其他手段，2024 年城投债到期兑付压力持续加大。二是各地方政府资源禀赋及化债措施不

尽相同，不同地区隐性债务化解进程差距较大，不同地区、不同资质城投企业信用风险分化将进一步加剧。三是地方政府财政收支矛盾加大，尤其是土地市场低迷、土地出让金明显下滑，城投企业回款滞后、经营获现能力下降，城投企业整体流动性压力仍较大。四是城投票据逾期和非标违约事件持续发生，应关注弱资质城投主体的商票和非标信用风险。

整体来看，2024年在化债支持政策下，城投公募债券风险整体较低，城投债或将延续缩量的趋势。各地城投企业融资环境、化债资源、转型进程等差异较大，城投企业信用风险分化将进一步加剧。需关注债务负担较重、城投债兑付集中度较高区域、自身经营资质较差企业的债务风险。

3.地产政策或持续优化，房企债务风险进一步出清

多角度优化地产行业政策，房企融资环境或将改善。一是在融资端，中国人民银行等八部门联合印发《关于强化金融支持举措助力民营经济发展壮大的通知》，提出“保持信贷、债券等重点融资渠道稳定，合理满足民营房地产企业金融需求”；新创设房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划两项结构性货币政策工具等。二是在需求端，央行下调首付比例及贷款利率，不再区分实施“限购”城市和不实施“限购”城市，落实“认房不认贷”等。三是在供给端，为稳定市场预期，提高市场透明度，自然资源部建立拟出让地块清单公布制度，“集中供地”趋向“多次少量”。因此，在稳信用货币政策背景下，房地产供给和需求两端均有适度放松迹象，房企融资环境或将得到改善。

房地产行业景气度回升难度较大，房企流动性风险依然存在。一是房地产行业景气度下滑，商品房销售面积和销售金额累计同比降幅逐月扩大，叠加外部融资难度加大，房企信用风险持续蔓延。二是房地产企业陆续出现债券展期，房企“安全线”持续上移，同时，由于行业景气持续下滑影响市场信心，房企展期谈判难度加大，展期房企大多进入实质违约。三是濒临退市的地产公司数量增加，“退市潮”加速房企风险出清，弱化了居民恢复购房的信心，对房企“保交付”和“稳运营”造成压力，进一步加剧了房企流动性风险。

整体来看，2024年地产企业的融资环境随着政策加码将有所缓解，但房地产销售改善空间有限，房企流动性压力依然较大。房地产行业信用分化或将进一步加剧，优质头部房企风险将逐步化解，弱资质尾部房企或将面临重组并购或退出市场。