

核心观点

- 自 2017 年末以来，信用债名义发行利率整体波动下行；考虑通胀预期的信用债实际发行利率波动较大，自 2022 年初以来快速上行，2024 年上半年有所回落，但仍位于历史较高水平。

- 2022 年以来，信用债发行量整体同比增长，净融资额先减后增；发行量与净融资额主要受季节因素、政策因素和名义利率影响，未发现与实际利率存在明显相关性。

- 从发行期限看，在当前资产荒持续演绎、名义发行利率大幅下行的背景下，较多企业计划通过拉长发行久期锁定较低的融资成本，长久期信用债供给明显增加。长久期信用债发行结构变化及 2024 年发行特征与名义利率、监管政策显著相关，未发现与实际利率的显著关联。

- 从产业债发行人财务报告来看，2023 年和 2024 年一季度样本企业资产负债率和长期债务占比同比均上升，流动性指标持续下降；分行业看，2024 年一季度末流动性指标下降较明显的行业包括国防军工、计算机、医药生物等行业，2023 年及 2024 年一季度房地产、国防军工、建筑装饰、金融控股、医药生物流动性指标持续下行。

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 徐嘉琦

时间

2024 年 7 月 10 日



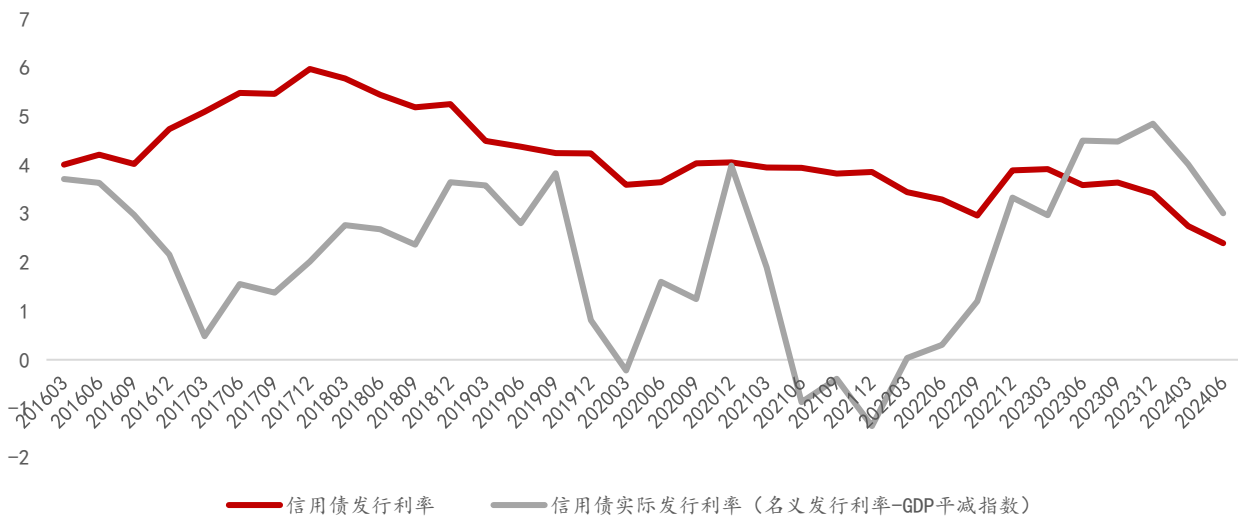
关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、信用债发行分析

(一) 信用债实际发行利率

自 2017 年末以来，信用债名义发行利率整体波动下行。2022 年末，理财赎回影响下，信用债市场大幅调整，发行利率显著走高。2023 年初起，名义发行利率延续了下行趋势，2024 年下行速度明显加快。然而，考虑到通胀预期（以 GDP 平减指数衡量），2016 年以来信用债实际发行利率波动较大。2022 年初，信用债实际发行利率位于 2016 年以来最低值，此后迅速上行，在 2023 年底达到最高点；2024 年上半年实际发行利率有所回落，但仍位于历史较高水平。本文主要关注 2022 年初至 2024 年上半年内，实际利率快速增长且当前维持高位情况下的信用债发行情况。

图表 1 信用债利率走势 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚

(二) 信用债发行整体情况

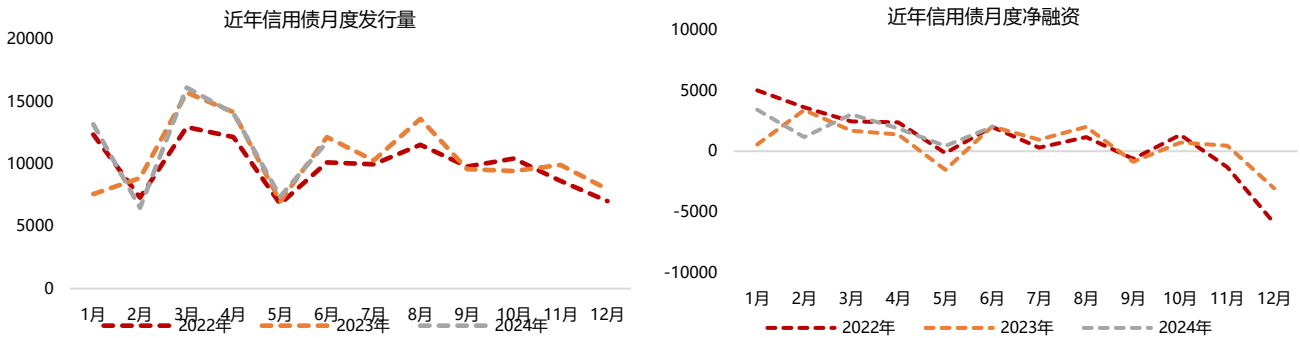
2022 年以来，信用债发行量整体同比增长，城投债、产业债发行量走势明显分化；城投债发行量同比持续下降，产业债发行量同比上升。信用债净融资额先减后增，2023 年，城投债、产业债净融资额均减少，信用债整体净融资额下降 2052 亿元；2024 年上半年，监管政策收紧导致城投债净融资同比大幅下滑，而债牛延续叠加债市资产荒，信用债名义发行利率明显下行，提振企业融资意愿，产业债净融资同比大幅上升。结合月度发行数据来看，信用债发行量与净融资额主要受季节因素、政策因素和名义利率影响，未发现与实际利率存在明显相关性。

图表 1 2022 年以来信用债发行和净融资情况（亿元）

发行量						
	2022 年	同比	2023 年	同比	2024 年 1-6 月	同比
信用债	118772	-6708	12129	7360	68920	3534
其中：城投债	49201	-9836	47611	-1590	21326	-3932
产业债	69571	3128	78521	8950	47602	7465
净融资						
	2022 年	同比	2023 年	同比	2024 年 1-6 月	同比
信用债	9866	-10552	7813	-2052	11955	4385
其中：城投债	8781	-15221	8545	-236	-1813	-9026
产业债	1084	4670	-732	-1816	13768	13412

数据来源：Wind，东方金诚

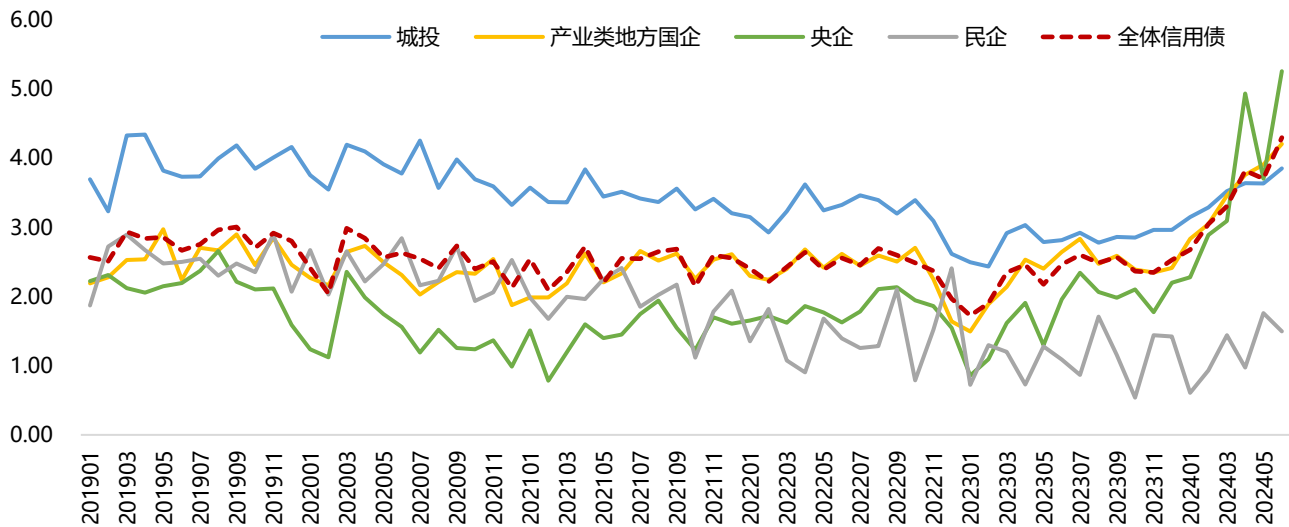
图表 2 信用债月度发行规模（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

从发行结构来看，理论上，若实际利率影响企业融资意愿，2022年以来信用债发行期限将随实际利率上升而缩短，且2024年由于实际利率较高，企业会减少发行长久期信用债。然而，根据历史数据，2024年以来，央企债、产业类地方国企债、城投债发行期限明显拉长。信用债发行期限结构未发现与实际利率的内在相关性。

图表 4 信用债发行期限走势（年）

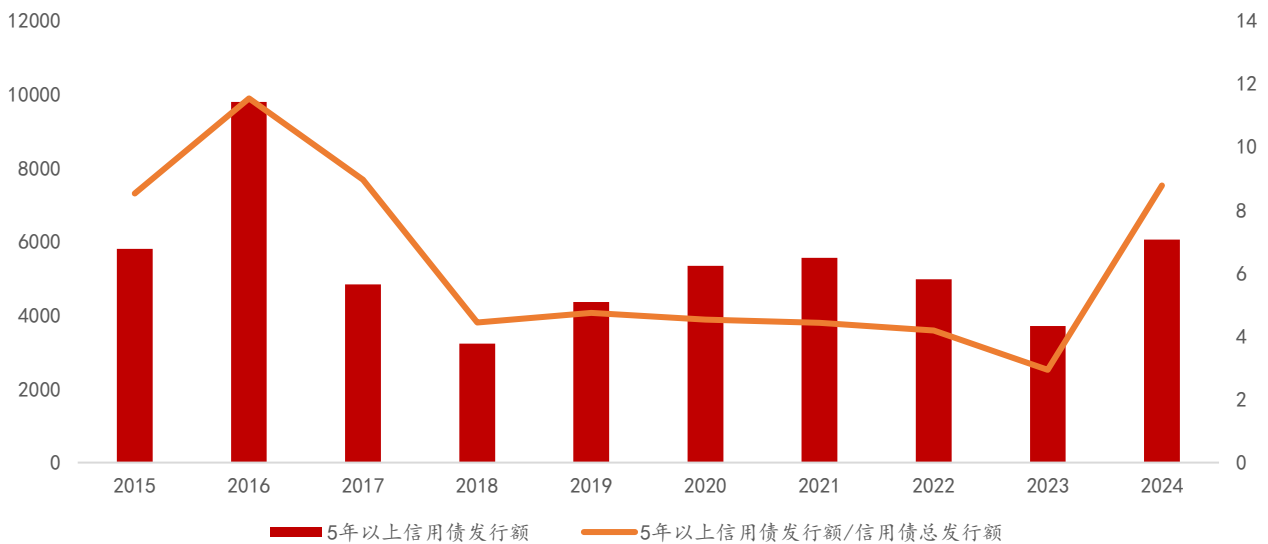


数据来源：Wind，东方金诚

(三) 长久期信用债发行情况

在当前资产荒持续演绎、名义发行利率大幅下行的背景下，较多企业计划通过拉长发行久期锁定较低的融资成本。本文将发行期限在 5 年以上的非金信用债（企业债、公司债、中期票据、定向工具）定义为长久期信用债。2024 年，长久期信用债供给大幅增加，上半年长久期信用债发行额共计 6049.41 亿元，已超 2015 年以来多数年份全年发行总量。长久期信用债占全部信用债发行额比重为 8.77%，创 2018 年以来新高。

图表 5 长久期信用债发行规模及占比（亿元，%）



数据来源：Wind，东方金诚

2022 年以来，长久期信用债发行结构与名义利率下行趋势、城投监管政策收紧显著相关，未发现与实际利率的内在关联。**发行期限上**，5-7 年期限信用债占比逐渐减少，2024 年二季度占比仅有 6%，同比大幅减少；10-15 年期限信用债 2024 年占比显著提升；2024 年二季度，平均发行期限实现连续两年同比增长。**券种类型上**，中期票据和公司债占比一直超过 90%，变化较小。**主体类型上**，长久期信用债发行主体从城投类主体向产业类主体转移；2022 年一季度，产业债占比不到 50%，之后长久期信用债在波动中由城投债向产业债转移，2024 年二季度已达到 90%。

主体评级上，对发行人的资质要求整体提高，外部评级为 AAA 的长久期信用债发行主体占据绝对优势，且比重整体呈上升趋势，在 2023 年一季度出现短暂下行后，占比逐步回升，在 2024 年二季度增至 94% 的最高点。隐含评级上，分布相对分散，AA 和 AA(2) 占比明显下降，2024 年二季度已降至 10% 以下。

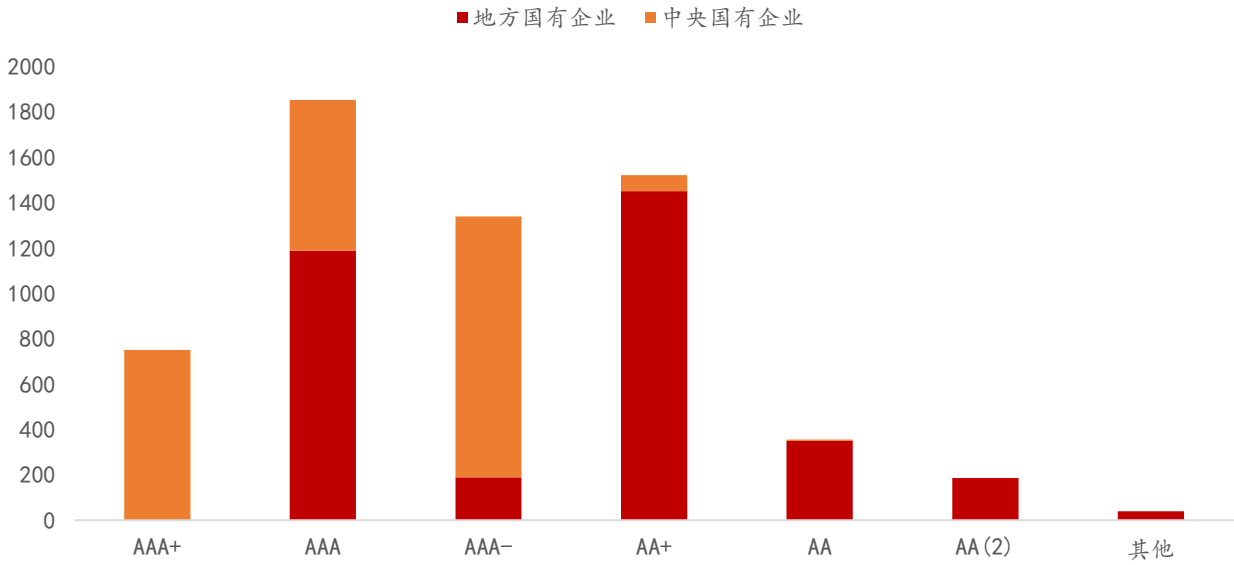
图表 6 2022 年以来长久期信用债发行结构

		2022				2023				2024	
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
发行期限	5-7年	54%	52%	62%	27%	49%	35%	29%	27%	18%	6%
	7-10年	32%	30%	37%	44%	28%	44%	50%	43%	66%	62%
	10-15年	1%	2%	1%	0%	2%	2%	2%	3%	12%	9%
	15-20年	0%	5%	0%	6%	13%	4%	2%	6%	4%	7%
	20年以上	13%	11%	0%	23%	8%	14%	17%	20%	0%	15%
债券类型	企业债	0%	1%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	3%
	公司债	24%	20%	26%	10%	11%	31%	28%	42%	32%	24%
	中期票据	76%	79%	70%	90%	88%	69%	71%	57%	60%	73%
	定向工具	0%	0%	3%	0%	1%	0%	1%	1%	0%	1%
城投/产业	城投债	53%	45%	55%	27%	45%	31%	26%	19%	18%	10%
	产业债	47%	55%	45%	73%	55%	69%	74%	81%	82%	90%
主体评级	AAA	54%	59%	57%	79%	59%	72%	75%	84%	89%	94%
	AA+	23%	22%	18%	9%	15%	12%	7%	10%	9%	3%
	AA	22%	18%	21%	11%	25%	15%	16%	5%	2%	1%
	AA-	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%
隐含评级	AAA+	19%	25%	14%	58%	36%	25%	37%	24%	0%	21%
	AAA	12%	15%	11%	7%	10%	20%	18%	35%	36%	27%
	AAA-	3%	5%	7%	1%	3%	8%	9%	6%	25%	20%
	AA+	19%	17%	24%	9%	10%	15%	13%	18%	25%	25%
	AA	19%	14%	18%	10%	15%	10%	9%	12%	8%	4%
	AA(2)	22%	21%	19%	11%	24%	18%	14%	6%	5%	2%
发行规模 (亿元)	1652	2001	1595	1730	1292	1596	1752	634	2433	3611	
平均发行期限 (年)	10.89	11.20	8.14	14.27	11.42	12.28	12.79	13.60	10.46	13.95	

数据来源: Wind, 东方金诚

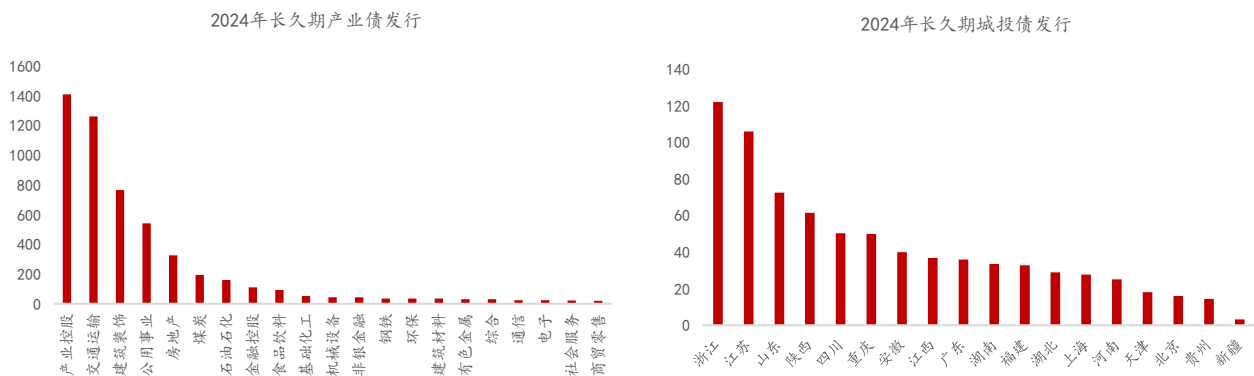
2024 年，长久期信用债发行主体集中于高等级央国企，央企、地方国企发行占比分别 43.7% 及 56.3%，外部评级中，AAA 占比达 92%；隐含评级中，AAA、AA+ 占比分别为 31% 及 25%。其中，城投债、产业债分别发行 775、5269 亿元；产业债中，发行前五大行业为产业控股、交通运输、建筑装饰、公用事业、房地产；城投债中，浙江、江苏、山东发行总量位列前三。

图表 7 2024 年长久期信用债发行结构 (亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 8 2024 年长中期产业债/城投债发行情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

2024 年发行长中期信用债的企业分布头部效应明显，发行量排名前二十五的企业总发行金额为 3072 亿元，占全部长中期信用债的 50.8%。其中，中国国家铁路集团有限公司和中国诚通控股集团有限公司发行规模均超 500 亿元，发行比重均超过 10%。期限分布上，头部企业与长中期信用债整体分布特征相同，集中分布在 7-10 年期。企业特征上，头部企业多为资质优秀的产业类大型央企

企，仅有陕西交通控股集团有限公司、合肥市建设投资控股(集团)有限公司 2 家城投公司。

图表 9 2024 年长久期信用债主要发行主体及发行规模

发行人	产业/城投	企业性质	行业/地区	5-7 年	7-10 年	10-15 年	15-20 年	20 年以上	总发行量 (亿元)
中国国家铁路集团有限公司	产业	央企	交通运输		350			350	700
中国诚通控股集团有限公司	产业	央企	产业控股	20	270	150	140	100	680
深圳市地铁集团有限公司	产业	地方国企	交通运输		71	92			163
中国中化股份有限公司	产业	央企	石油石化		110	20		30	160
江苏交通控股有限公司	产业	地方国企	交通运输		80	20	20		120
江西省交通投资集团有限责任公司	产业	地方国企	交通运输		63	20	20		103
广州越秀集团股份有限公司	产业	地方国企	产业控股		57	5	25		87
中国电力建设股份有限公司	产业	央企	建筑装饰		80				80
中国华能集团有限公司	产业	央企	公用事业		60	20			80
北京国有资本运营管理有限公司	产业	地方国企	产业控股		40	25	10		75
山东高速集团有限公司	产业	地方国企	建筑装饰		35	15	25		75
陕西煤业化工集团有限责任公司	产业	地方国企	煤炭		75				75
中国葛洲坝集团有限公司	产业	央企	建筑装饰		65			10	75
陕西交通控股集团有限公司	城投	地方国企	陕西		5	40	15		60
中国国新控股有限责任公司	产业	央企	产业控股		40		20		60
中国建筑股份有限公司	产业	央企	建筑装饰		60				60
中国中铁股份有限公司	产业	央企	建筑装饰		55				55
华润股份有限公司	产业	央企	产业控股		20	30			50

深圳能源集团股份有限公司	产业	地方国企	公用事业		50				50
无锡产业发展集团有限公司	产业	地方国企	产业控股		20	10	10	10	50
北京市基础设施投资有限公司	产业	地方国企	建筑装饰		20	25			45
蜀道投资集团有限责任公司	产业	地方国企	建筑装饰		40	5			45
北京亦庄国际投资发展有限公司	产业	地方国企	产业控股		42				42
宜宾发展控股集团有限公司	产业	地方国企	食品饮料		30	12			42
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	城投	地方国企	安徽	40					40

数据来源: Wind, 东方金诚

二、企业分析

(一) 总体情况

截至 2024 年 7 月 20 日, 共有 1747 家非金融非城投企业披露了 2022 年年报、2023 年年报及 2024 年一季报。我们在本期报告中对样本发行人 2022 年年报、2023 年年报及 2024 年一季报数据进行整理, 以考察发行人盈利能力、财务杠杆、债务结构与流动性指标变动。为保证数据可比性, 在计算每期同比增长率等指标时, 样本均采用同期可比样本。

发行人 2024 年一季度营业收入增速延续 2023 年的下降趋势, 其中央国企下降幅度较大。单个发行人看, 营业收入下降的发行人占比持续上升; 民企营业收入下降的企业占比相对于 2023 年一季度小幅下滑, 但与 2023 年整体相比亦呈上升趋势。

发行人 2024 年一季度净利润增速显著放缓, 或因受 2023 年高基数影响; 其中, 央国企净利润增速下降幅度更大。单个发行人看, 净利润亏损的企业占比持续上升。

图表 10 样本企业盈利指标

	2022 年	2023 年	同比变动 (pct)	2024 年一季度	同比变动 (pct)
营业收入增长率	9.49%	1.80%	-7.69	-0.26%	-6.57
其中：央国企	9.48%	1.96%	-7.52	-3.76%	-14.64
民企	9.50%	1.70%	-7.80	2.16%	-1.22
营业收入下降占比	34.69%	37.61%	2.92	44.42%	7.67
其中：央国企	36.92%	36.05%	-0.87	46.80%	16.29
民企	32.20%	39.35%	7.14	41.77%	-1.94
净利润增长率	-8.00%	5.74%	13.74	-6.15%	-15.32
其中：央国企	-12.14%	6.37%	18.50	-17.38%	-35.25
民企	-5.62%	5.41%	11.03	0.47%	-4.13
净利润亏损占比	12.14%	13.51%	1.37	21.47%	4.41
其中：央国企	12.16%	11.29%	-0.87	21.93%	3.91
民企	12.11%	15.98%	3.87	20.94%	4.96

数据来源：Wind，东方金诚

2023 年末和 2024 年一季末，样本企业资产负债率和长期债务占比同比均上升，流动性指标持续下降；企业杠杆抬升或与盈利能力恢复、名义利率下行相关，叠加货币资金累积较弱使得流动性指标弱化。分企业性质看，国企财务杠杆和长期债务占比总体上升，2024 年一季度流动性指标回升。民企财务长期债务占比抬升；财务杠杆波动，先降后升、总体下降；流动性指标持续下降。

图表 11 样本企业财务杠杆、债务结构和流动性指标

		2022 年末	2023 年末	同比变动 (pct)	2024 年一季度	同比变动 (pct)
财务杠杆	资产负债率	66.01%	66.09%	0.08	66.22%	0.14
	其中：央国企	65.39%	65.80%	0.41	66.00%	0.20

	民企	66.43%	66.29%	-0.15	66.38%	0.10
债务结构	长期债务/总债务	34.73%	35.16%	0.43	36.01%	0.85
	其中：央国企	43.14%	43.72%	0.58	44.91%	1.19
	民企	29.05%	29.20%	0.15	29.80%	0.60
流动性指标	货币资金/短期债务	24.00%	22.99%	-1.01	22.45%	-0.54
	其中：央国企	28.77%	27.32%	-1.45	27.39%	0.07
	民企	21.19%	20.39%	-0.80	19.51%	-0.88

数据来源：Wind，东方金诚

(二) 行业差异

分行业看，2024年一季末杠杆提升幅度靠前的行业包括商贸零售、社会服务；杠杆水平回落靠前的行业包括计算机、汽车。长期债务占比提升较明显的行业包括综合、纺织服饰；长期债务占比下降的包括有色金属、交通运输。流动性指标下降较明显的行业包括国防军工、计算机、医药生物，2023年及2024年一季度房地产、国防军工、建筑装饰、金融控股、医药生物流动性指标持续下行；流动性指标上升靠前的行业有电子、通信、农林牧渔、食品饮料。

图表 12 样本企业财务杠杆、债务结构和流动性指标

行业	资产负债率					长期债务/总债务					货币资金/短期债务				
	2022年 末	2023年 末	同比	2024一 季度末	同比	2022年 末	2023年 末	同比	2024一 季度末	同比	2022年 末	2023年 末	同比	2024一 季度末	同比
建筑装饰	72%	72%	0.73	73%	0.26	38%	38%	-0.12	39%	1.23	21%	19%	-1.78	19%	-0.71
产业控股	64%	65%	0.23	65%	0.21	37%	37%	0.07	38%	1.31	27%	26%	-0.89	27%	1.18
房地产	74%	73%	-0.75	73%	0.08	30%	31%	1.30	33%	1.41	19%	19%	-0.34	17%	-1.03
交通运输	64%	63%	-0.11	64%	0.22	53%	53%	0.61	53%	-0.34	35%	31%	-4.47	31%	0.39

公用事业	65%	65%	0.26	65%	-0.20	57%	57%	-0.02	59%	1.80	18%	15%	-3.05	16%	1.57
金融控股	90%	90%	-0.14	90%	0.03	5%	6%	0.23	6%	0.07	12%	11%	-0.54	10%	-0.96
石油石化	48%	47%	-0.40	46%	-0.72	21%	20%	-0.72	20%	0.09	26%	27%	1.85	27%	-0.92
煤炭	66%	65%	-0.37	65%	-0.31	33%	37%	3.58	39%	2.48	33%	31%	-2.23	34%	3.24
钢铁	63%	63%	0.03	63%	0.11	32%	34%	1.16	34%	0.47	21%	22%	0.61	20%	-2.04
有色金属	58%	58%	-0.56	58%	0.42	34%	38%	3.77	37%	-0.98	38%	37%	-0.59	37%	0.09
商贸零售	67%	66%	-0.62	67%	0.68	31%	31%	-0.31	31%	0.30	30%	31%	1.20	30%	-0.63
电子	56%	57%	0.51	57%	-0.05	38%	41%	2.81	42%	1.10	49%	52%	3.20	60%	7.30
基础化工	69%	69%	-0.08	70%	0.80	35%	35%	0.12	37%	1.20	25%	24%	-1.70	26%	2.32
电力设备	64%	64%	0.34	64%	0.01	23%	26%	3.12	28%	2.11	41%	47%	5.72	48%	1.18
建筑材料	58%	57%	-0.38	58%	0.61	30%	34%	3.51	36%	2.64	23%	25%	2.33	26%	0.95
汽车	63%	64%	0.54	63%	-1.08	20%	18%	-1.91	19%	0.93	41%	39%	-2.32	39%	0.00
非银金融	63%	64%	0.22	64%	0.14	48%	49%	0.53	52%	2.81	28%	26%	-1.57	30%	3.87
环保	62%	62%	0.57	63%	0.12	49%	50%	0.96	52%	2.16	36%	30%	-6.14	33%	2.93
医药生物	59%	58%	-0.40	59%	0.56	17%	18%	0.65	18%	0.15	32%	32%	-0.11	29%	-3.45
机械设备	62%	62%	-0.65	62%	-0.03	21%	22%	0.28	22%	0.19	29%	29%	-0.01	30%	0.65
社会服务	66%	67%	0.57	67%	0.63	46%	44%	-2.65	47%	2.89	34%	29%	-4.87	33%	3.06
食品饮料	55%	55%	-0.29	55%	-0.35	34%	35%	1.46	36%	0.40	56%	62%	6.06	66%	4.19
国防军工	66%	65%	-1.07	66%	0.49	21%	25%	3.50	27%	2.45	33%	32%	-1.17	23%	-8.73
综合	64%	64%	0.21	63%	-0.41	52%	46%	-5.66	50%	3.50	28%	28%	-0.41	30%	2.09
农林牧渔	55%	55%	-0.13	55%	0.35	30%	26%	-4.02	29%	2.70	28%	27%	-1.67	31%	4.21
计算机	50%	50%	0.27	48%	-2.24	14%	15%	0.79	18%	2.94	49%	53%	3.97	49%	-4.43
通信	56%	56%	0.83	56%	-0.53	27%	30%	3.48	33%	2.69	45%	57%	11.94	64%	7.05

传媒	46%	46%	-0.11	47%	0.73	20%	21%	1.48	22%	0.71	57%	54%	-3.37	54%	0.72
轻工制造	54%	55%	1.23	55%	0.16	26%	28%	1.83	29%	0.39	40%	45%	4.63	45%	-0.12
纺织服饰	47%	46%	-0.43	46%	-0.17	35%	37%	1.91	41%	3.81	57%	59%	2.21	60%	0.30
家用电器	59%	60%	1.11	60%	-0.19	28%	23%	-4.34	25%	1.70	60%	59%	-0.91	59%	0.54
美容护理	41%	44%	2.32	43%	-0.46	43%	48%	5.02	50%	2.41	113%	107%	-5.24	109%	1.32

数据来源: Wind, 东方金诚

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。