

2024Q1 信用债市场回顾与展望

研究结论

- **一季度信用债市场回顾：（1）发行融资：**一季度一级发行规模环比增速偏快，叠加上到期量保持稳定，净融资额由负转正，供给压力稍有缓解。城投债方面，净融资额艰难回正，但也仅为去年同期的13%，新增融资阻力依然较大，资产荒问题延续；分省份看，个别区域净融出规模较大，12个重点省份总体净融出；从发行成本看，一季度城投债发行利率环比全面走低，其中高估值区域票息下行幅度更深，高息资产供给锐减。产业债方面，净融入规模大幅增至5610亿元，扭转去年以来深度净融出局面，非银金融、公用事业和交通运输发行量居前。**（2）收益率&利差：**一季度信用债收益率整体压缩，1月、2月收益率持续震荡下行，3月触底后低位窄幅波动，短端下沉空间变窄后市场向久期要收益，等级、期限差异在收益率上分化都显著收敛；信用利差方面，除短久期利差小幅走阔外其余全面收窄，青海、贵州和广西收窄幅度位列前三；产业债估值继续压缩，建筑、钢铁和租赁行业部分地方国企利差仍有一定厚度。**（3）信用风险：**一季度远洋和宝龙均因现金流紧张出现实质违约；城投非标风险方面，一季度统计到发债城投作为融资方/担保人的非标风险事件28起，环比去年四季度有所减少；同时1、2两月涉及票据风险的城投数量也环比减少；评级调整方面，一季度统计到3起境内评级或展望调降事件，海外评级方面有较多非银金融、城投主体被下调。
- **城投债：关注税收收入中地产关联税种的表现。**在房地产行业景气度与地方政府财力的分析中，过往研究通常着眼于土地出让收入，但实际上一般公共预算收入中的相关税收同样会受到影响。我们整理自2020年以来各地方政府披露的决算和预算执行情况中各类税收的金额数据，并以此分别纵向比较地产相关税收规模变化、横向比较各区域占总税收比例的情况。我们发现：**（1）2023年各省税收增速整体快于一般公共预算收入，或与留抵退税规模缩减有关**，北京、上海、浙江和江苏税收占比高、财政收入质量强；**（2）税收收入中除与经济活力高度关联的增值税等税种之外，还存在较大比重与地产链紧密相关的税种，且与行业景气度关联密切**，各省2022年相关税收收入规模相比2020年多数回落，2023年仍有个别省份缩减较多，主要受到土地增值税拖累；**（3）分区域看，湖南、河南、海南、河北等地地产关联税种收入占比偏高**，2023年湖南、四川下辖地级市及重庆下辖区县存在较多对地产相关税收依赖偏重的情形，其余省份仅有零星区域占比突破20%的现象。
- **产业债梳理：（1）建筑：**从订单获取、施工盈利到回款质量全方位下行压力犹存，需紧密跟踪重点省份严控政府投资项目及新规对各建工企业的影响程度，关注四季度现金流情况，结合估值看央企利差压缩相对极致，地方国企尚存收益空间；**（2）钢铁：**房地产、建筑行业对总需求均形成较大拖累，年后因上游库存压力较大而高炉开工率处于历史偏低水平，目前上游仍在主动降库存过程中，多数钢厂处于亏损状态，鉴于当前钢铁行业景气度仍承受较大压力，继续下沉挖掘性价比已不高，依然建议保持谨慎态度；**（3）煤炭：**供给端全年产能净增量规模有限，安监力量预期有所增大或压制供给增量，需求端年后市场整体氛围一般，港口库存延续去化但节奏不快，炼焦煤同样需关注宏观调控政策及钢厂补库意愿，一季度冀中、平煤、开滦和皖北煤电等高估值主体被依次挖掘，行业剩余挖掘空间不大；**（4）有色：**黄金方面，金价续创新高，降息时点尚未明晰之前大概率高位震荡，信用风险无虞；铜方面，矿端扰动持续偏强导致中游冶炼景气明显走弱，可能对现金流造成负面影响，偿债能力或被削弱，建议优选对上游资源拓展较多的主体；铝方面，库存保持低位，供需矛盾不突出，铝价窄幅波动；**（5）港口：**开年以来外贸及港口集装箱吞吐表现良好，连云港和北部湾港两大高估值主体估值均大幅下行，收益主要来自于其长久期永续债。

风险提示

政策变化超预期；信用风险暴露超预期；数据统计可能存在误差。

相关报告

四季度信用债市场回顾与展望	2024-01-09
三季度信用债市场回顾与展望	2023-10-11

目录

1 一季度信用债市场回顾与展望	5
1.1 发行融资情况	5
1.1.1 城投债融资：资产荒格局延续，融资成本全面、大幅下行	6
1.1.2 产业债融资：一级发行放量，扭转去年以来深度净融出局面	7
1.2 收益率&利差走势	8
1.3 信用风险	11
1.3.1 新增违约：远洋和宝龙均因现金流紧张出现实质违约	11
1.3.2 城投非标、商票风险：环比去年四季度有所缓释	11
1.3.3 评级下调：AMC 及个别省份城投海外评级被下调	12
2 城投债：关注税收收入中地产关联税种的表现	13
2.1 2023 年各省一般公共预算收入及税收收入梳理	13
2.2 各省税收结构拆解及地产关联税种表现分析	14
3 产业债：重点行业梳理及展望	19
3.1 建筑：全方位下行压力犹存，关注四季度现金流情况	19
3.2 钢铁：上游库存压力偏大，关注后续需求端改善节奏	20
3.3 煤炭：供给端增速或有放缓，非电需求有待提振	22
3.4 有色：金价续创新高，铝价窄幅波动，铜中游显著走弱	23
3.5 港口：一季度港口景气度良好，高估值主体利差继续压缩	24
风险提示	26

图表目录

图 1: 2020 年以来各月信用债一级发行规模	5
图 2: 2020 年以来各月信用债累计净融资规模	5
图 3: 2020 年以来各月信用债取消/推迟发行规模	5
图 4: 2020 年以来各月城投债一级发行规模	6
图 5: 2024Q1 城投债净融资额回正但也仅是去年同期的 13%	6
图 6: 2024Q1 各省级城投债一级发行规模	6
图 7: 2024Q1 各省级城投债净融资规模	6
图 8: 2024Q1 城投债平均融资成本环比全面下行	7
图 9: 2024Q1 各行业一级发行规模	8
图 10: 2024Q1 各行业净融资规模	8
图 11: 2024Q1 中短票收益率整体震荡下行, 3 月触底后低位窄幅波动	8
图 12: 中短票信用利差及分位数 (单位: bp)	9
图 13: 城投债信用利差及分位数 (单位: bp)	9
图 14: 中短票期限利差及分位数 (单位: bp)	9
图 15: 中短票等级利差及分位数 (单位: bp)	9
图 16: 截至 2024Q1 末城投债各省信用利差	10
图 17: 2024Q1 城投债各省信用利差变化	10
图 18: 2024Q1 末各行业、板块信用利差及其历史分位数	10
图 19: 2024Q1 各行业各板块信用利差变化幅度	11
图 20: 2024Q1 新增信用债首次实质违约主体	11
图 21: 发债城投非标风险事件频次统计	12
图 22: 涉及商票风险城投逐月披露数量	12
图 23: 各省新增商票风险主体数量	12
图 24: 2024Q1 主体评级/展望下调统计 (境内评级)	12
图 25: 2024Q1 较多非银金融、城投主体海外评级被下调	13
图 26: 2024Q1 城投海外评级下调主体多分布在山东、河南省	13
图 27: 近两年各省一般公共预算规模及同比变化	14
图 28: 近两年各省税收收入规模及同比变化	14
图 29: 近两年各省税收收入占一般公共预算收入的比例	14
图 30: 各类税种基本要素简析	15
图 31: 2022 年各省各类税收结构拆解	15
图 32: 2020-2023 年各省房地产关联税收收入表现	16
图 33: 2023 年各省税收收入总额及地产关联税收占比 (1)	16
图 34: 2023 年各省税收收入总额及地产关联税收占比 (2)	17

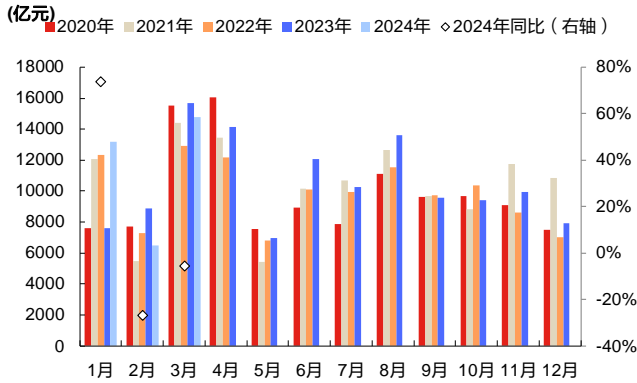
图 35: 湖南各地级市房地产关联税收结构拆解 (亿元)	17
图 36: 四川各地级市房地产关联税收结构拆解 (亿元)	18
图 37: 重庆各区县房地产关联税收结构拆解 (亿元)	18
图 38: 2023 年建筑行业新签合同规模及新开工面积双双回落	19
图 39: 2023 年广义、狭义基建投资增速均有下滑	19
图 40: 建筑央企及子公司利差统计	19
图 41: 建筑地方国企利差统计	20
图 42: 2023 全年粗钢产量同比基本持平	20
图 43: 高炉开工率明显弱于去年同期水平	20
图 44: 主要钢材品种库存持续累库	21
图 45: 钢厂盈利仍待改善	21
图 46: 钢铁行业主体利差统计	21
图 47: 2023 年原煤产量同比增长 2.9%	22
图 48: 近期煤炭价格弱势调整	22
图 49: 动力煤日耗表现相对坚挺	22
图 50: 港口炼焦煤库存提升, 钢厂和焦化厂回落	22
图 51: 煤炭行业主体利差统计	23
图 52: 黄金价格继续冲高	23
图 53: 3 月以来全球铜价持续走高	23
图 54: 铜冶炼加工费大幅回落	24
图 55: 电解铝厂盈利持续偏强	24
图 56: 有色行业主体利差统计	24
图 57: 2019 年以来我国进出口金额	25
图 58: 2024 年前 2 个月我国主要港口集装箱吞吐量同比提升	25
图 59: 港口行业主体利差统计	25

1 一季度信用债市场回顾与展望

1.1 发行融资情况

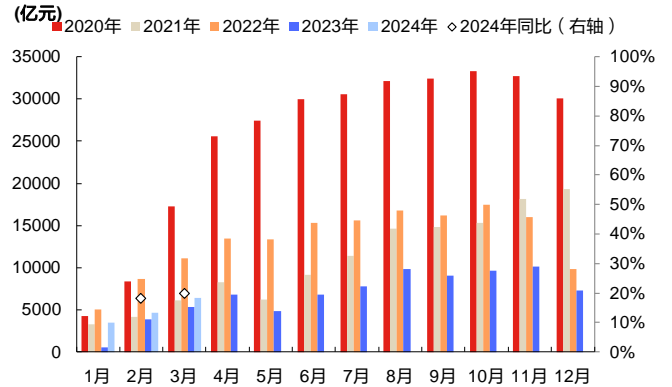
一季度一级发行规模环比增速偏快，叠加上到期量保持稳定，净融资额由负转正，供给压力稍有缓解。2024 年一季度各月非金融企业信用债分别发行 13170 亿元、6478 亿元和 14789 亿元，全季度发行总额同比、环比分别增加 7% 和 26%，在同期到期规模环比缩减 3% 的基础上，最终净融入 6378 亿元，环比由负转正。从分月发行节奏上看，相比往年同期 1 月发行速度相对偏快，融资 1.32 万亿元为近 5 年来峰值，同月净融入 3438 亿元贡献 Q1 主要额度，2 月受春节假期影响发行节奏稍有放缓，3 月恢复至历史中枢水平，单月净融资额均在千亿以上，累计净融资读数与去年同期高 20% 左右，供给压力稍有缓解。

图 1：2020 年以来各月信用债一级发行规模



数据：Wind, 东方证券研究所

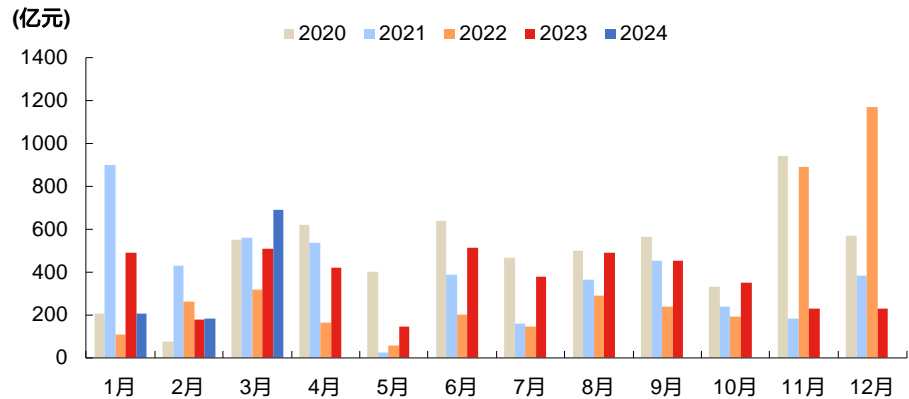
图 2：2020 年以来各月信用债累计净融资规模



数据：Wind, 东方证券研究所

一季度信用债取消或推迟发行规模环比大幅增加，但较往年同期水平略有减少。1~3 月依次取消或推迟发行 207 亿元、183 亿元和 690 亿元，合计环比去年四季度增长 34% 至 1081 亿元，同比则是小幅下滑 8%，属单季较高水平，主要是受 3 月债市波动加剧影响较大。

图 3：2020 年以来各月信用债取消/推迟发行规模

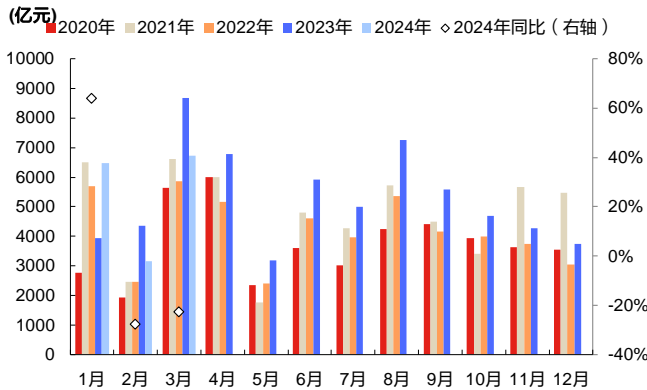


数据：Wind, 东方证券研究所

1.1.1 城投债融资：资产荒格局延续，融资成本全面、大幅下行

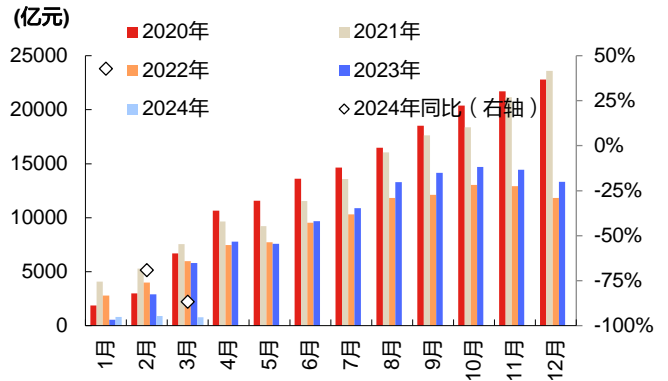
城投债净融资额艰难回正，新增融资阻力依然较大，资产荒问题延续。一季度城投债累计发行 1.63 万亿元，环比增长 29% 增速较快，占全部信用债融资的 47%，但与此同时到期量也环比扩张 15% 至 1.56 万亿元，总体来看以借新还旧为主、新增融资阻力偏大，最终仅净融入 768 亿元，虽然净融资额环比回正但也仅为去年同期的 13%。分月看，1~3 月城投净融资规模分别为 799 亿元、100 亿元和-130 亿元，控增化存政策效果持续，供需矛盾依然突出。

图 4：2020 年以来各月城投债一级发行规模



数据：Wind，东方证券研究所

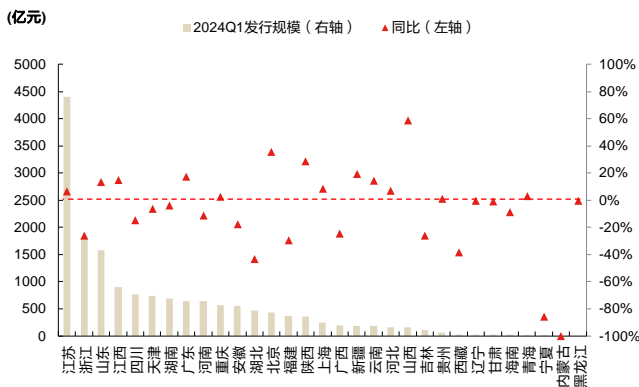
图 5：2024Q1 城投债净融资额回正但也仅是去年同期的 13%



数据：Wind，东方证券研究所

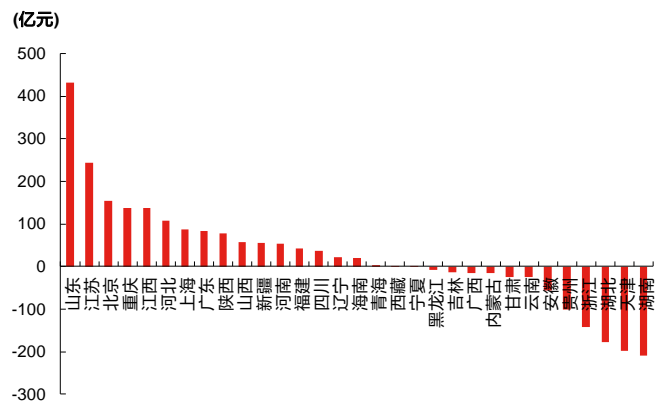
分省份看，一季度城投债融资额分化显著，个别区域净融出规模较大，12 个重点省份总体净融出。从新发规模看，一季度江苏省城投债以新发 4399 亿元依旧居首位，同比增长 7%；浙江和山东次之，分别募集 1805 亿元、1573 亿元，其中浙江同比减少 26%、山东增长 14%；其余省份均在千亿以内，其中 500~1000 亿元之间的共有 8 省，剩余约 2/3 的省份融资规模都在 500 亿元以内。多数省份融资规模环比均实现较大增长，其中增速较快依然是如江苏、浙江等城投大省，重点省份中仅天津等个别仍有一定增量。从净融资看，一季度实现净融入的省份占比过半，但在最终净融出的区域中融出幅度普遍较深，具体而言，湖南最多净融出 210 亿元，天津以 197 亿元次之，净融出百亿元以上的省份还有湖北、浙江和贵州；与此同时山东最多净融入 432 亿元，江苏以 243 亿元位列第二，北京、重庆、江西和河北保持百亿以上。12 个重点省份总体净融出 235 亿元，重庆是其中唯一实现较多净融入的区域。

图 6：2024Q1 各省份城投债一级发行规模



数据：Wind，东方证券研究所

图 7：2024Q1 各省份城投债净融资规模



数据：Wind，东方证券研究所

发行成本方面，一季度城投债发行利率环比全面走低，其中高估值区域票息下行幅度更深。整体而言，环比去年四季度 AAA 级、AA+级和 AA 级融资成本分别压降约 38bp、66bp 和 100bp，高息资产供给锐减。分省份看，一季度票息降幅较大的省份包括广西、云南、陕西、天津和河北等地，特别是广西中低等级融资成本下降 2%以上，从绝对值排序看云南、广西、陕西、山东中低等级城投仍有一定票息，未来或被进一步压缩。

图 8：2024Q1 城投债平均融资成本环比全面下行

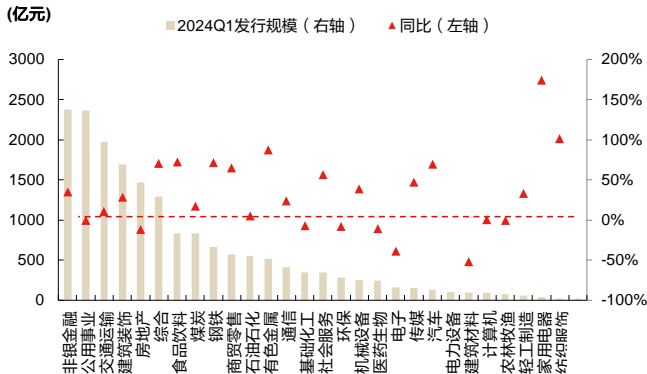
省份	2024Q1 票面利率(%)			相比2023Q4变化(bp)			相比2023Q3变化(bp)		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
湖南	2.52	3.10	3.65	-28	-61	-109	-33	-99	-165
上海	2.59	2.64		-36	-29		2	-14	
浙江	2.62	2.90	3.06	-43	-44	-51	-19	-42	-61
山西	2.62	2.86		-75	-89		-64	-93	
福建	2.64	2.82	2.92	-30	-32	-60	-22	-39	-75
江西	2.65	3.14	3.33	-28	-90	-47	-35	-146	-153
北京	2.66	2.87		-38	-45		-42		
江苏	2.66	2.82	2.98	-28	-47	-67	-19	-47	-95
广东	2.69	2.68	2.93	-27	-29		-18	-55	-86
安徽	2.72	2.86	3.08		-45	-79		-67	-115
湖北	2.78	2.97	3.25	-39	-58	-115	-43	-98	-154
四川	2.79	3.15	3.91	-46	-71	-167	-35	-74	-159
广西	2.81	3.62	3.70	-22	-250	-294	-36	-227	-356
重庆	2.87	3.32	3.68		-50	-85	-15	-143	-203
新疆	2.87	2.94	3.09		-60	-154		-60	-218
河北		3.11	3.20		-111	-59		-104	-144
河南	3.02	3.26	3.73	-70	-61	-90	-100	-105	-182
山东	3.04	3.44	4.42	-30	-80	-116	-51	-128	-158
天津	3.07	3.04	3.35	-49	-116		-166	-217	
陕西	3.09	3.55	3.49	-60	-140	-99	-55	-191	-235
吉林	3.14			-76			-210		
云南	3.19	3.82		-55	-176		-270	-328	

数据：Wind，东方证券研究所；注：已剔除各地各评级债券发行不足 5 只的数据，但仍可能因样本量小而出现波动。

1.1.2 产业债融资：一级发行放量，扭转去年以来深度净融出局面

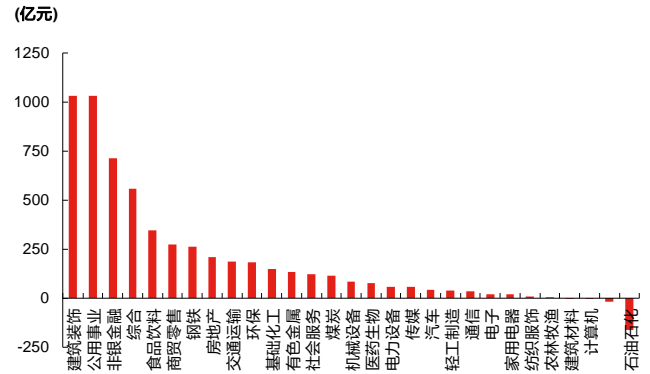
一季度产业债合计发行 1.81 万亿元，同比、环比分别增加 19%和 24%，同期到期 1.25 万亿元环比降低 19%，净融入规模大幅增至 5610 亿元，扭转去年以来深度净融出局面。具体看各行业，一季度非银金融行业融资 2382 亿元居榜首，同比增长 35%；公用事业和交通运输次之，公用事业同比持平，交通运输则同比增长 11%；其他增速较快的行业还包括建筑装饰和综合；降幅较大的行业主要有电子、房地产、医药生物。结合到期规模看净融资，一季度除石油石化净融出 163 亿元外其余基本持平或实现较大净融入，建筑装饰和公用事业行业净融资额双双破千亿元，非银金融（713 亿元）、综合（560 亿元）和食品饮料（346 亿元）次之。

图 9：2024Q1 各行业一级发行规模



数据：Wind, 东方证券研究所

图 10：2024Q1 各行业净融资规模

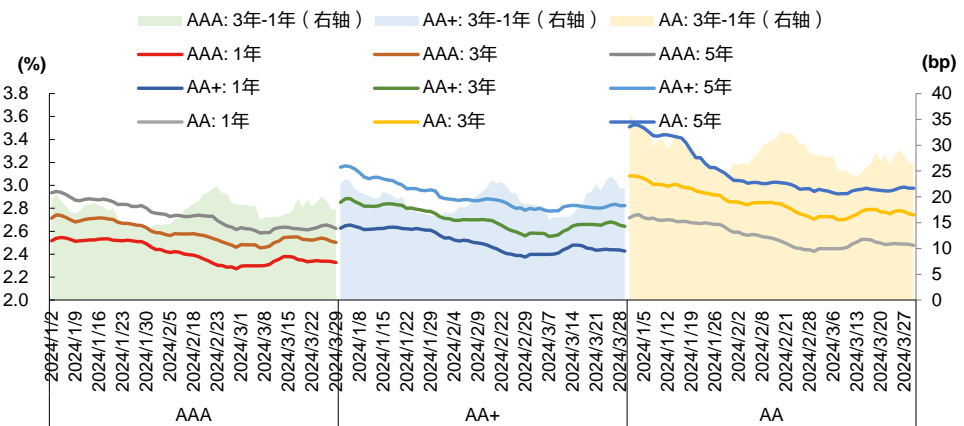


数据：Wind, 东方证券研究所

1.2 收益率&利差走势

一季度信用债收益率整体压缩，1 月、2 月收益率持续震荡下行，3 月触底后低位窄幅波动。分月来看，1 月中上旬 AA+ 级长端率先开始压缩，下旬 AA 级长端也开始明显跟进，月末走出快速下行行情；2 月各等级、各期限则普遍保持相对稳定的下行趋势；3 月以来债市波动加剧，机构止盈情绪渐浓，月初触底后信用债收益率也出现一定回调压力，但调整幅度总体较小。从全季度收益率变动看，各等级 1 年期收益率下行 20bp 左右，中长端下行幅度显著偏大，特别是季末市场对超长期信用债的关注度有所提升，AAA 级 5Y 下行 31bp，AA 级 5Y 下行幅度更是高达 53bp，期限利差全面压缩、收益率曲线继续平坦化。总体而言当前信用债资产荒延续，短端下沉空间变狭窄后市场向久期要收益，等级、期限差异在收益率上分化都显著收敛。

图 11：2024Q1 中短票收益率整体震荡下行，3 月触底后低位窄幅波动



数据：Wind, 东方证券研究所

信用利差方面，一季度城投债除短久期利差小幅走阔外其余全面收窄。各等级利差波动幅度分化较大，短端信用各等级 1Y 小幅走阔 11~16bp，3Y、5Y 隐含 AAA 级分别收窄 4bp、10bp，低等级利差压缩幅度更大，隐含 AA 级 5Y 最多收窄 33bp。对比同等级、同期限城投债与中短票信用利差表现，城投利差因绝对水平偏低而压缩幅度普遍稍小，隐含 AA(2)级 5Y 最多收窄 37bp，中低等级中长端利差已降至历史极低水平。

图 12: 中短票信用利差及分位数 (单位: bp)

中债隐含评级 期限	AAA			AA+			AA		
	1	3	5	1	3	5	1	3	5
当前值	49	33	36	59	47	56	64	57	71
最小值	14	16	27	29	32	43	35	45	58
最大值	84	77	94	98	110	117	128	146	161
当前分位数	83%	25%	12%	69%	17%	7%	45%	4%	3%
年初以来变化	16	-4	-10	16	-4	-13	11	-18	-33
最近1年走势									

数据 : Wind, 东方证券研究所; 注: 统计截至 2024/3/29; 历史分位数为近五年。

图 13: 城投债信用利差及分位数 (单位: bp)

中债隐含评级 期限	AAA			AA+			AA			AA(2)		
	1	3	5	1	3	5	1	3	5	1	3	5
当前值	51	41	40	57	47	50	64	56	66	70	66	85
最小值	14	18	30	24	28	38	33	42	52	44	55	74
最大值	88	85	89	102	124	120	154	166	164	194	210	215
当前分位数	77%	52%	12%	68%	20%	6%	56%	11%	5%	33%	4%	3%
年初以来变化	12	-2	-4	7	-7	-9	3	-12	-12	-3	-18	-37
最近1年走势												

数据 : Wind, 东方证券研究所; 注: 统计截至 2024/3/29; 历史分位数为近五年。

期限利差方面, 各等级期限利差全面收窄。其中, 隐含 AA+级 5Y-1Y 和 5Y-3Y 利差均收窄 15bp 左右, 隐含 AAA 级收窄幅度稍小但也有约 10bp, 隐含 AA 级 5Y-1Y 利差最多收窄 30bp。

图 14: 中短票期限利差及分位数 (单位: bp)

中债隐含评级 期限	AAA			AA+			AA		
	3Y-1Y	5Y-1Y	5Y-3Y	3Y-1Y	5Y-1Y	5Y-3Y	3Y-1Y	5Y-1Y	5Y-3Y
当前值	18	30	12	22	40	18	27	50	23
最小值	9	25	7	15	34	10	24	44	17
最大值	83	130	61	84	148	74	87	166	88
当前分位数	5%	2%	1%	5%	3%	5%	2%	2%	4%
年初以来变化	-1	-12	-10	-1	-15	-14	-10	-30	-20
最近1年走势									

数据 : Wind, 东方证券研究所; 注: 统计截至 2024/3/29; 历史分位数为近五年。

等级利差方面, 长端压缩幅度突出。一季度短端等级利差大致持平, AA 级收益率下行幅度相对更大导致 1Y AA-AAA 等级利差小幅收窄 5bp, 主要变化发生在中长端, 市场对长端信用的挖掘力度增强引发 5Y AA-AAA 等级利差收窄幅度高达 23bp, 收益空间已愈发逼仄。

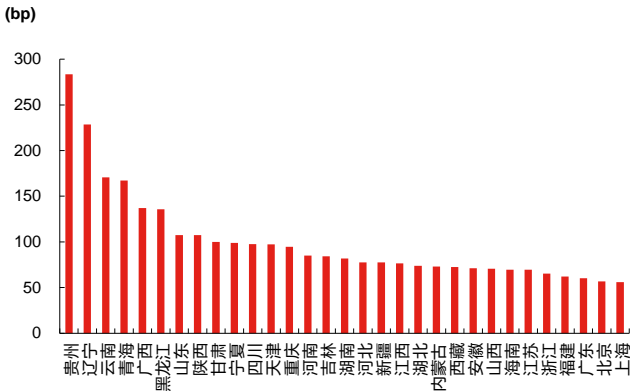
图 15: 中短票等级利差及分位数 (单位: bp)

中债隐含评级 期限	AA+减AAA			AA减AA+			AA减AAA		
	1	3	5	1	3	5	1	3	5
当前值	10	14	20	5	10	15	15	24	35
最小值	8	10	12	4	10	14	14	23	28
最大值	32	48	59	45	59	71	75	89	103
当前分位数	19%	15%	19%	6%	0%	2%	5%	1%	3%
年初以来变化	0	0	-3	-5	-14	-20	-5	-14	-23
最近1年走势									

数据 : Wind, 东方证券研究所; 注: 统计截至 2024/3/29; 历史分位数为近五年。

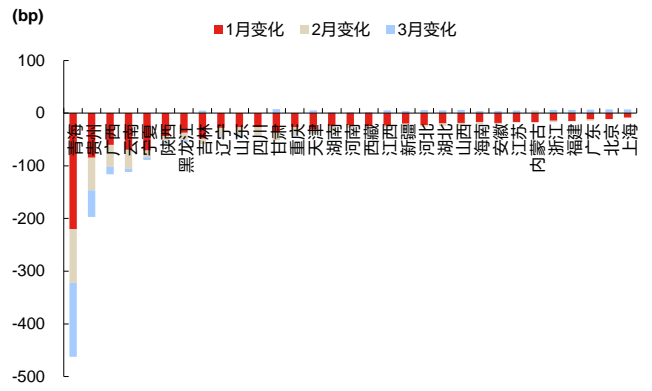
一季度城投分省利差表现方面，各省份利差全面收窄，青海、贵州和广西收窄幅度位列前三。一季度过后各省利差排序格局基本不变，贵州、辽宁和云南占据平均利差的前三名，分别为283bp、228bp和171bp；其余利差大于100bp的省份还包括青海、广西、黑龙江、山东等6个省份；北上广利差依然为最低。从利差走势节奏上看，利差压缩行情主要出现在1月，2月剩余个别高估值区域继续压缩，3月仅剩青海、贵州等收益率最高的个别区域利差仍在收窄，主要受高估值主体估值修复带动。最终，各省份利差全面收窄，青海城投利差最多压缩463bp，贵州、广西和云南收窄幅度均在100bp以上。

图 16：截至 2024Q1 末城投债各省信用利差



数据：Wind, 东方证券研究所

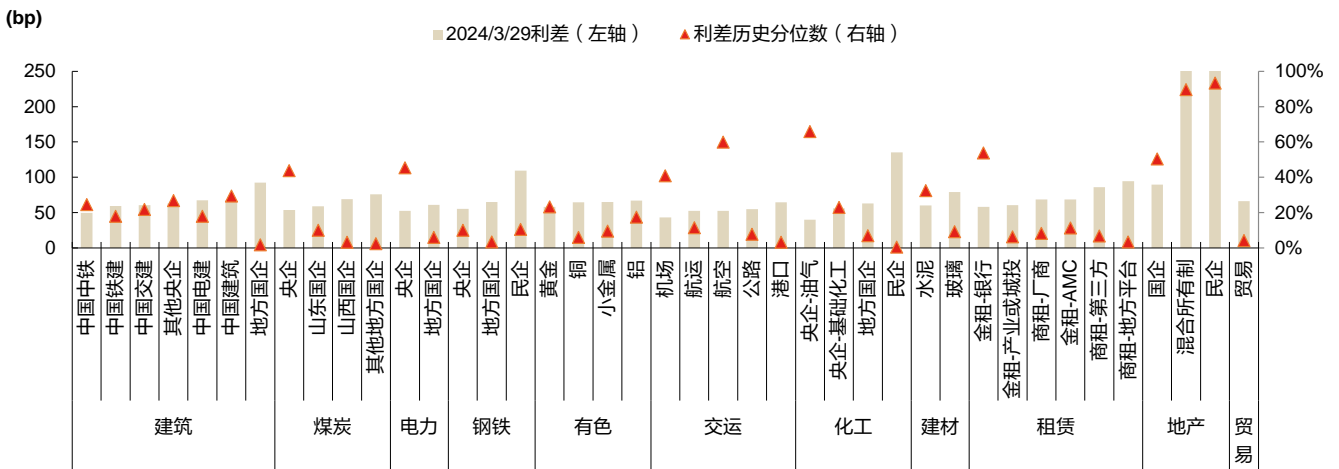
图 17：2024Q1 城投债各省信用利差变化



数据：Wind, 东方证券研究所

产业债利差方面，一季度行业产业债估值继续压缩，幅度稍有分化，多数板块历史分位数仍在 20% 以下。从企业性质看，截至一季度末央企各行业绝对利差保持低位，地方国企利差多数集中在 60~90bp，其中建筑、钢铁和租赁行业部分地方国企利差仍有一定厚度，民企在各行业中都偏高但分化缩小。从利差绝对水平看，目前估值偏低的板块包括机场、油气、煤炭等行业央企，除民企外偏高的板块依然是地产以及少量建筑、租赁地方国企。从历史分位数看，除利差一贯偏低的行业外，当前利差历史分位数偏高的行业仅剩地产；建筑、煤炭、钢铁地方国企和地方平台系商租等板块利差分位数正处于历史极低位。

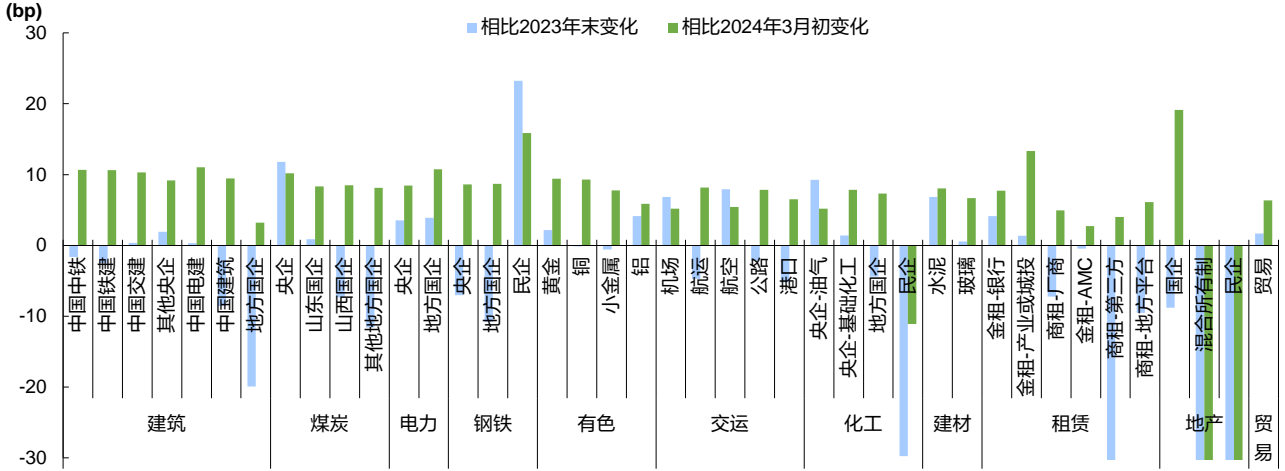
图 18：2024Q1 末各行业、板块信用利差及其历史分位数



数据：Wind, 东方证券研究所；注：利差历史分位数自 2016 年起计算。

从利差相对变化看，一季度利差收窄幅度居前的为民营化工、第三方商租和建筑地方国企，其余板块波动幅度基本控制在 $\pm 10\text{bp}$ 以内。从最近 1 个月的利差表现看，信用利差虽整体小幅走阔，但对高估值主体的挖掘仍在进行，主要方向包括部分建筑地方国企、钢铁、租赁和商贸。

图 19：2024Q1 各行业各板块信用利差变化幅度



数据：Wind, 东方证券研究所；注：统计截至 2024/3/29，为提升可读性坐标轴范围被限制在 -30bp~30bp，实际上民营和混合所有制地产利差波动幅度绝对值均大于 30bp。

1.3 信用风险

1.3.1 新增违约：远洋和宝龙均因现金流紧张出现实质违约

一季度新增 2 家实质违约主体，“21 远洋控股 PPN001”和“20 宝龙 MTN001”均因现金流紧张而构成实质违约。其中远洋“H18 远洋 1”等 7 只公司债已成功展期，“21 远洋控股 PPN001”尚未形成有效决议；“20 宝龙 MTN001”分期偿还未足额偿，宽限期后构成实质违约并触发其他债项交叉保护条款，4 月初宝龙将举行持有人会议讨论豁免交叉保护条款等议案。

图 20：2024Q1 新增信用债首次实质违约主体

发行人	首次债券违约日期	违约债券代码	债券简称	首次违约时债券余额(亿元)	存续债券余额(亿元)	已实质违约债券余额(亿元)	尚未违约债券余额(亿元)	最新主体评级	发行时主体评级	违约前1月主体评级	摘要
远洋控股集团(中国)有限公司	2024/1/21	032100083.IB	21远洋控股PPN001	30.00	231.49	30.00	201.49	AAA	AAA	AAA	现金流紧张
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	2024/2/27	102001657.IB	20宝龙MTN001	6.48	66.57	6.48	46.09	AA+	AA+	AA+	现金流紧张

数据：Wind, 东方证券研究所

1.3.2 城投非标、商票风险：环比去年四季度有所缓释

今年一季度统计到发债城投作为融资方/担保人的非标风险事件 28 起，环比去年四季度有所减少。分月来看，1 月~3 月非标风险事件分别监测到 8 起、7 起和 13 起，新增非标风险事件分布较零星，其中山东省最多为 10 起，德州、潍坊、遵义、洛阳等地依然为市场关注的重点区域，多数区域仅涉及 1~2 起。

自 2018 年以来，我们统计到的发债城投非标风险事件累计达 301 起。贵州省长期为高发地区，山东、河南、云南、内蒙古、四川等地也陆续出现多起，其他区域普遍仅涉及 1~2 起或尚未发生过非标风险。

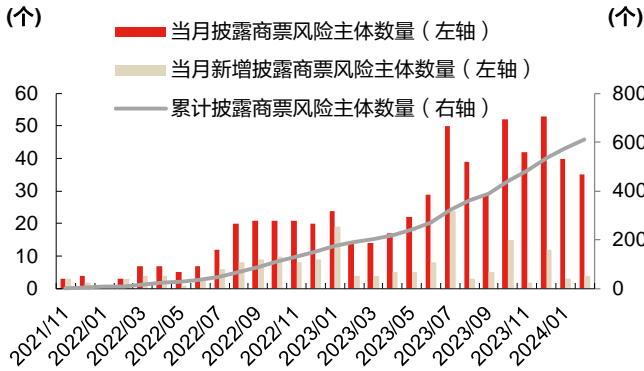
图 21：发债城投非标风险事件频次统计

省	市	作为担保人	作为融资方	省	市	作为担保人	作为融资方	省	市	作为担保人	作为融资方
贵州	遵义市	21	25	云南	保山市	3	5	湖北	襄阳市	3	1
	黔南州	8	12		昆明市	4	3		黄冈市	1	
	六盘水市	9	8		楚雄州		2	辽宁	大连市		2
	毕节市	4	2		楚雄州		1		铁岭市		1
	黔东南州	1	4		玉溪市		1	广西	钦州市		1
	铜仁市	1	3	内蒙古	通辽市	1	7		柳州市		1
	黔西南州	1	2		巴彦淖尔市	2	1	山西	临汾市		1
	安顺市	2	1		阿拉善盟		1		吕梁市	1	
	普定县		1	呼和浩特市	1		陕西	西安市	1	6	
				成都市	2	5		渭南市		2	
山东	潍坊市	7	50	四川	巴中市	2	1	上海	上海市	1	
	青岛市		13		资阳市		2		安徽省	滁州市	1
	德州市		5		广元市	1		湖南	湘潭市	2	1
	淄博市		5		吉林	松原市	1			南京市	1
	聊城市	1	4	吉林市			1	江西省	宜春市	1	
	济宁市		1	长春市			1	青海省	西宁市	2	
河南	平顶山市	6	5	咸阳市	1	2	天津市	天津市	1		
	洛阳市		6	甘肃	平凉市			1	河北省	张家口市	
	许昌市	1	3		兰州市	1					
	郑州市	1	1								
	焦作市	1									

数据：企业预警通，DM，东方证券研究所；注：统计周期为 2018 年以来至今年一季度末。

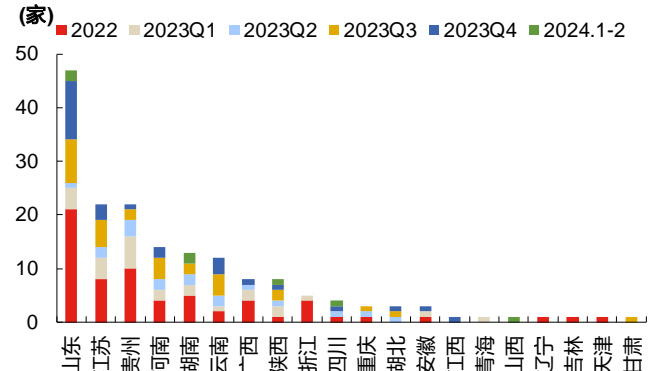
今年 1、2 两月涉及票据风险的城投数量环比减少。2024 年 1 月、2 月分别统计到商票风险城投数量 40 家、35 家，其中分别有 3 家、4 家尚属首次发生，新增风险主体数量较去年四季度有所下降。从区域分布看，在今年 1、2 两月新增商票风险主体中，山东和湖南各新增 2 家，陕西、四川和山西各新增 1 家，以上新增主体各层级均有涉及。

图 22：涉及商票风险城投逐月披露数量



数据：上海票交所，Wind，东方证券研究所

图 23：各省新增商票风险主体数量



数据：上海票交所，Wind，东方证券研究所

1.3.3 评级下调：AMC 及个别省份城投海外评级被下调

一季度统计到 3 起境内评级或展望调降事件，海外评级方面有较多非银金融、城投主体被下调。境内方面，除 2 家民企外仅涉及 1 家城投，中诚信将贵阳经开主体评级由 AA 调降至 AA-，债项评级也同步下调；境外方面，涉及评级或展望调降较多的行业为非银金融和城投，其中非银金融行业主要是 AMC 评级被惠誉和穆迪批量调降，城投则是涉及较多山东、河南和湖南等地主体。

图 24：2024Q1 主体评级/展望下调统计（境内评级）

主体名称	评级调整日	最新评级	最新展望	上次评级	上次展望	评级机构	行业	省份	企业属性
国厚资产管理股份有限公司	2024/1/8	A+	负面	AA	负面	联合资信	非银金融	安徽	民营企业
贵阳经济开发区城市建设投资(集团)股份有限公司	2024/2/2	AA-	稳定	AA	稳定	中诚信	城投	贵州	地方国企
西安建工集团有限公司	2024/3/19	AA-	负面	AA+	—	大公国际	建筑装饰	陕西	民营企业

数据：Wind，东方证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/557041101144006062>