

2023年04月13日

企业债发审权变更，对哪些债券、哪些地区影响较大

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

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：

2023年3月7日，国务院发布《国务院机构改革方案》，企业债券发行审核职责调整至由证监会负责，债券市场向统一监管更近一步。本文将分析新政对企业债主体的影响。

当前企业债市场特征：

相比其他债券，企业债期限更长，发行主体重心更低，增信比例更高，在发改委强监管的背景下，违约率最低，市场偏好较强，发行波动性较低。此外，从地区看，企业债绝对规模与对企业债的依赖度并非正比，湖北、贵州、四川、湖南、江西等中西部地区对企业债的依赖度更高。

新政影响总结：

(1) 政策整体冲击有限，或安排一定时间的过渡期。考虑企业债规模较小，对债券市场的冲击范围较低。且由于配到制度尚未完善，或安排一定时间的过渡期。

(2) 新政对企业债主体的影响：根据发行人是否进行跨品种融资，将企业债主体分为两类。短期主要影响未跨品种融资的低评级主体和对企业债依赖度较高的主体，私募发行债券存在增长空间。未进行跨品种融资的企业债主体重心更低，其中，AA和AA-及主体占比分别为52.8%和30.0%，主要分布在江西、湖北等中西部地区的区县。同时，上述低评级主体，下半年待偿还企业债规模较大，再融资压力上升，新政对此类主体的直接影响较大，或选择转向私募发行债券。

对跨品种融资主体，相比间接影响，新政的直接影响更大。对企业债依赖度越高，直接影响越大，包括融资空间、融资成本、融资品种等方面。直接影响体现在以下几点：第一，约15.3%的主体企业债余额占比在70%以上，受到的影响较大。第二，企业债余额在30%以上的主体，级别分布差异并不大，均以AA级为主，占比均在73%左右。约20.4%的AA级主体对企业债依赖度较高，后续将面临品种转换的压力。第三，对企业债依赖度较高的主体主要分布在江浙、湖南湖北等地。贵州、新疆、湖北、重庆、河南和四川，省内企业债余额在50%以上的主体占比较高，在20.0%-31.0%，此类地区受新政影响相对较大。综合主体级别和地区分布看，对企业债依赖度较高主体所在的四川、江

苏、安徽，省内低级别主体占比在 88% 以上，受新政影响相对较大。间接影响主要是融资转换的难度和空间，这里由私募公司债依赖程度衡量。从数据看，随着对企业债依赖度的提升，私募公司债占比下降。对企业债依赖度较高的主体，私募公司债存量多在净资产的 10% 以下，对于融资品种转换压力不大。

综合两类主体分析，四川、河南、重庆、湖南、安徽、湖北、陕西、山西、贵州等地受新政影响最大。

(3) 长期看，企业债将和其他债券统一管理，提升市场化程度；在此趋势下，倒逼城投公司加快转型

长期看，债券市场统一监管是必然趋势，市场化程度将进一步提升。企业债离开发改委的强监管，上文中“强增信”“低利率”等的发行特征可能会消失，发行难度将根据企业自身信用质量、资金用途、增信情况等因素以市场化方式确定。对于低级别企业，其再融资难度上升，在地方政府清理高融资的政策性，对增信需要依然较高。与此同时，在市场化融资背景下，城投公司转型压力将进一步提升。在此趋势下，短期可以看到区域城投整合提速，区域性担保公司加速改革提升。

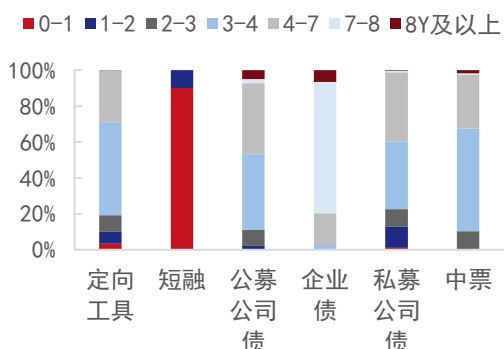
2023年3月7日，国务院发布《国务院机构改革方案》，企业债券发行审核职责调整至由证监会负责，债券市场向统一监管更近一步，由发改委、证监会和央行监管的“三足鼎立”格局转变为“双峰监管”。此次改革，略超市场预期。企业债作为发改委严格控制的债券品种，信用风险较低，是目前市场上违约数量较少的债券品种，为市场较为青睐的投资品种。例如，在发行时捆绑项目，注重项目合规性和主体偿债能力；在偿还方式上设置提前偿还条款。长期看，企业债审批监管可能与公司债合并，由交易所进行材料审核，由证监会进行注册，在发行条件和存续期管理方面将与交易所公司债保持一致。

一、当前企业债市场特征分析

（一）企业债与其他主要券种的对比分析

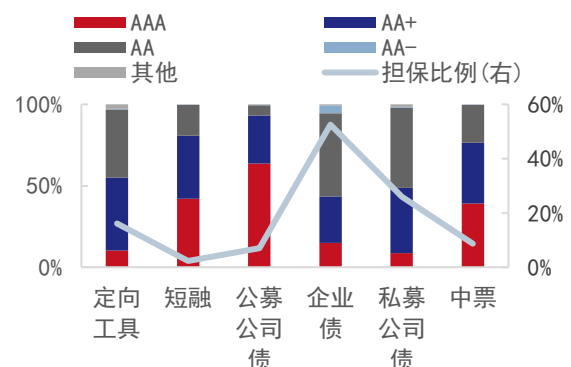
从企业债特征看，企业债在期限、主体级别、增信方式等方面与其他品种存在一定差异。以2022年企业债、中期票据、短期融资券、定向工具和交易所公司债（公募公司债和私募公司债）发行数据为样本分析：第一，企业债期限更长，以5年期和7年期为主，但部分设置提前偿还机制。期限远远长于交易所公司债和银行间产品，可以较好的匹配项目期限；第二，企业债发行主体资质相对较低，但增信比例较高。企业债发行主体以AA级为主，2022年占比51%，同期私募公司债和公募公司债AA级主体占比分别为49%、6%。从担保比例看，私募公司债、公募公司债和企业债担保比例分别为26%、7%和53%。整体看，定向工具、私募公司债在发行群体方面与企业债较为接近，但在偿还风险方面，企业债在担保加持下风险更低。

图1 企业债发行期限以7年为主，远高于其他品种债券



注：按发行数量统计；以2022年发行数据为样本；资料来源：Wind，中证鹏元整理

图2 企业债发行主体级别更低，但增信比例更高



注：主体级别按发行人数量统计，担保比例按债券数量统计；以2022年发行数据为样本；资料来源：Wind，中证鹏元整理

过去很长时间，由于企业债的强监管，值得其发行波动性较低，与市场的实时关联度较低。而交易所

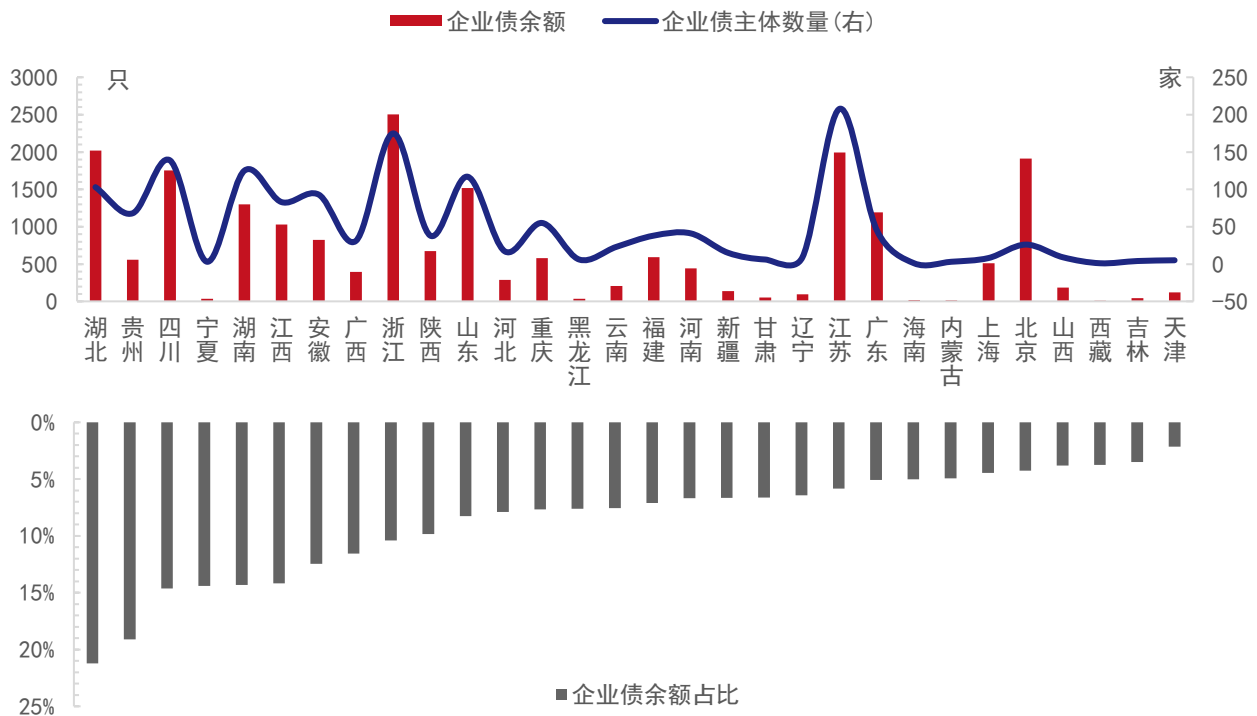
公司债和银行间产品，受资金面、信用风险事件、政策变动、偿还量等多因素影响，发行规模的波动程度较为明显，尤其是短期融资券和中期票据，波动性最大，定向工具和私募公司债次之，企业债和公募公司债的波动性最小。2022 年四季度来，受偿还规模下降影响，在市场利率下行的环境下，企业债发行放缓，净融资下降。2023 年来，市场融资环境依然较好，企业债低量发行，但维持发行与到期规模平衡，净融资为 2022 年的相对高点。在政策出台之前，并未出现净融资收缩，但随着政策推进，企业债发行或出现收缩。

（二）企业债存续情况分析

下文将以 2023 年 4 月 7 日市场存量数据为分析样本，对企业债存续主体跨品种融资及企业债新政实施后的市场影响进行分析。样本包括企业债、公募公司债、私募公司债、中期票据、短期融资券和定向工具。根据是否进行跨品种融资，将企业债主体分为两类。本节先介绍各省企业债存续情况。

存量企业债分布在 30 个省份（含自治区、直辖市），湖北、贵州、四川、湖南、江西等中西部地区对企业债的依赖度更高。就存量企业债规模来看，浙江、湖北、江苏和北京企业债余额规模最大，分布是 2,502.71 亿元、2,018.84 亿元、1,993.027 亿元和 1,910.17 亿元；其次，四川和山东企业债余额分别是 1,755.59 亿元和 1,519.98 亿元。从企业债占比看（该省企业债余额/该省信用债余额），企业债规模较大的浙江、山东、江苏、北京和广东，企业债占比较低，在 4%-11%之间，其中，江苏的企业债占比为 4.9%，低于浙江的 10.4%；企业规模较小的贵州、宁夏、广西和陕西，企业债占比相对较高，在 9%-20%之间，其中，贵州 19.1%，位列第二；湖北企业债占比 21.1%，位列第一。

图3 浙江、湖北、江苏和北京企业债规模较大，湖北、贵州、四川、湖南、江西企业债占比较高



资料来源：Wind，中证鹏元整理

二、新政对企业债跨品种融资主体的影响

(一) 跨市场融资特征

1、对于企业债融资主体，大部分发债主体都有其他债券品种融资，而对于其他债券品种的发债主体来说，只有少部分开展了企业债融资

企业债存续主体 1,495 家，有 1,035 家主体存续有其他品种债券，占比 71.8%，相关企业债占到存续企业债的比为 74.1%。非企业债市场存续主体 4,295 家，其中，企业债存续主体占比 24.1%，相关债券数量和余额占比分别为 35.0%和 37.2%。可见，企业债是市场中小部分发行人的选择，而非企业债是企业债主体的重要选择。

2、AA 级主体跨品种融资存量低于高级别主体，但贡献非企业债市场 AA 级主体债券的 40%

分级别看，1,035 家跨品种融资主体中，AAA 级 192 家、AA+级 257 家、AA 级 567 家。其中，AA 级跨品种融资主体的存续企业债券数量在跨品种融资主体存续企业债中的占比为 48%，是最主要的级别类型。就不同级别跨市场融资情况来看，AA 级企业债主体存续债券中的占比为 71.8%，低于 AA+和 AAA 级企业

债主体存续债券中的占比 96%和 94.7%。但由于主体数量较多，AA 级主体在非企业债市场贡献了该级别债券的 40.3%。换句话说，和 AAA 级和 AA+级主体相比，AA 级主体跨市场发行其他债券相对较少，而市场中低级别主体选择企业债的情况较多。

表 1 跨品种融资主体在不同市场的融资情况

最新主体级别	企业债市场		非企业债市场	
	该级别存续数量/跨市场融资主体存续数量	该级别存续数量/全市场该级别存续数量	该级别存续数量/跨市场融资主体存续数量	该级别存续企业债数量/全市场该级别存续数量
AAA	27.1%	94.7%	37.5%	33.9%
AA+	23.6%	96.0%	32.5%	33.6%
AA	48.0%	71.8%	29.6%	40.3%
AA-	1.1%	9.7%	0.3%	23.7%
其他	0.0%	6.7%	0.0%	1.1%
无评级	0.1%	3.2%	0.0%	0.0%
合计	100.0%	-	100.0%	-

资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、交易所和银行间的市场化程度更高，融资分化明显

上一点分析表明，各等级在不同市场中的融资行为存在差异。主要原因之一是交易所和银行间债券发行更加市场化，融资分化较企业债市场更明显。而企业债在发改委的强监管下，对低等级企业存在隐性支持。具体来看，企业债市场中有跨品种融资行为的主体，各等级平均每家发行债券数量差异不大，但在交易所和银行间市场，信用等级间的差异相对明显，高等级主体发行优势明显，融资空间更大。其中，银行间市场各等级间的融资差异大于交易所市场。

表 2 企业债跨品种融资主体的融资差异

主体等级	跨品种融资主体数量(家)	企业债市场		银行间市场			交易所市场		
		跨品种主体存量企业债数量(只)	单家主体平均发行数量(只)	企业债主体存续银行债券数量(只)	企业债发行人数量(家)	单家主体平均发行数量(只)	企业债主体存续交易所债数量(只)	企业债发行人数量(家)	单家主体平均发行数量(只)
AAA	192	556	2.9	2,375	181	13.12	1,183	158	7.49
AA+	257	484	1.9	1,757	237	7.41	1,325	222	5.97
AA	567	983	1.7	1,309	350	3.74	1,502	456	3.29
AA-	17	22	1.3	4	4	1.00	24	14	1.71

资料来源：Wind，中证鹏元整理

4、跨品种融资主体的其他融资品种以私募发行债券为主，部分主体短期内更换债券品种存在阻碍

分债券品种看，企业债主体存续的非企业债券品种以私募公司债和中期票据为主，数量占比分别为 30.5%和 31.3%，其次是定向工具，占比 16.5%。结合主体级别看，AAA 级以中期票据为主，数量占比 47%；

请务必阅读正文之后的免责声明

AA+级以私募公司债为主，占比 36.8%，其次是中期票据和定向工具，占比分别为 25.6%和 22.7%；AA 级主体以**私募公司债**为主，占比 51.9%，其次是定向工具，占比 23%。

对私募公司债依赖度较高的主体，其融资渠道的变更存在一定阻碍。在 2022 年沪深交易所发布《审核重点关注事项》中，发行人**非公开发行公司债券余额占最近一期末净资产的比例达到 40%**，再次申请非公开发行公司债券的，应当结合自身经营情况、财务状况、偿债能力等审慎确定公司债券申报规模，原则上募集资金应当用于偿还存量公司债券。由于交易所对城投公司债券融资的上述限制政策，将企业债替换为交易所公司债需要一定的过渡时间。尤其是 AA 级别主体存续私募公司债较多时，或转向定向工具和中期票据，但同样需要一定的担保资源支持。

此外，由于发改委对企业债的强监管，使得企业债受到市场偏爱，发行利率在同主体的各类融资品种中相对较低。因此，企业在后续融资时，或采取缩短期限或采取提供增信等方式来压低融资成本，尤其是低级别主体。

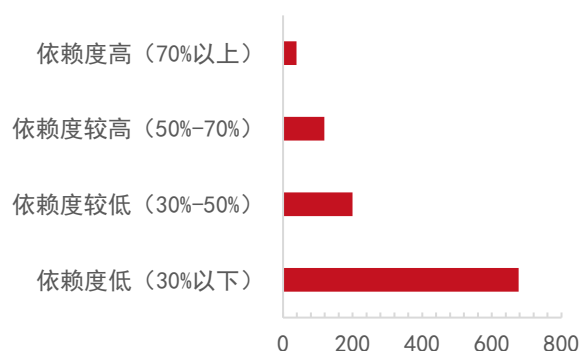
（二）新政影响量化分析

在上节分析可以知道，跨品种融资主体，包括了企业债主体中几乎所有资质较高的发行人，和部分低评级发行人。高级别主体在非企业债品种的融资行为更加频繁，低级别主体虽然债券数量较少，但其是非企业债市场低评级主体的主要构成，也即企业债是市场中低评级主体的重要选择。由于不同级别的发行人在非企业债市场的融资行为和融资空间存在较大差异，但又相互联系，要分析新政对跨市场融资主体的影响，需要综合发行人在企业债和非企业债的融资行为。

1、对企业债依赖度越高，新政对其影响程度越大；约 15.3%的主体企业债余额占比在 70%以上，受到的影响较大

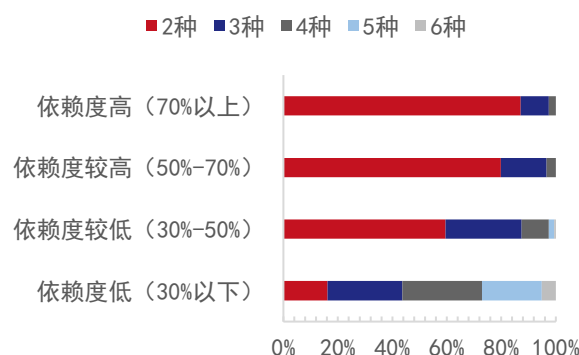
结合企业债和非企业债融资来分析，根据企业债余额在跨品种融资主体存续债券余额的占比，将发行人分为对企业债依赖度高、较高、较低、低四类。**对企业债依赖度越高，新政对其影响直接程度越大，其极端案例即下文的“未跨品种融资主体”**。具体看，1,035 家跨品种融资主体中约 65.4%的主体（677 家）对企业债的依赖度低，企业债余额占比在 30%以下，融资品种呈现多元化，其中 50%的主体存续有 4 种债券；约 19.3%的主体（200 家）对企业债依赖度较低，企业债余额占比在 30%-50%之间；**约 11.5%的主体（119 家）对企业债依赖度较高，企业债余额占比在 50%-70%之间；约 3.8%的主体（39 家）对企业债依赖度高，企业债余额占比在 70%以上，且融资较为单一。**

图 4 约 15.3%的主体企业债余额占比在 70%以上



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 5 对企业债依赖度越低，融资品种越多

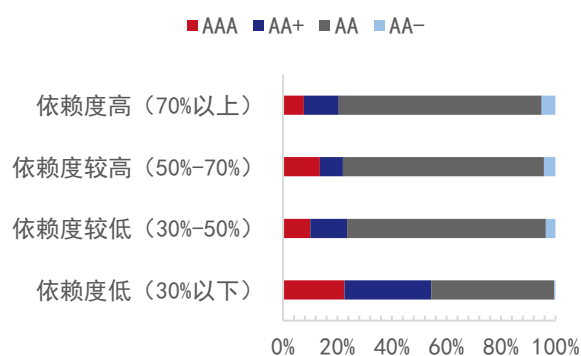


注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、企业债余额在 30%以上的主体，级别分布差异并不大，均以 AA 级为主，占比均在 73%左右；约 20.4%的 AA 级主体对企业债依赖度较高

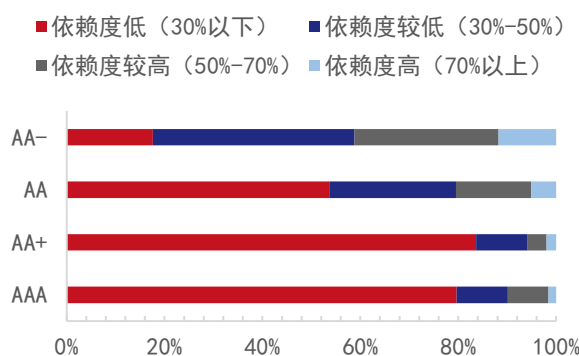
分级别看，不同的融资结构对应不同的主体级别分布特征。具体看，企业债余额占比在 30%以下的发行人，以 AA+和 AAA 级主体为主，合计占比 54.4%；企业债余额在 30%以上的主体，级别分布差异并不大，均以 AA 级为主，占比均在 73%左右。从另一个角度分析，AA 级主体中约 53.8%对企业债依赖度低，约 25.8%对企业债依赖度较低，约 15.3%对企业债依赖度较高，约 5.1%对企业债依赖度高。结合跨品种融资特征，AA 级主体非企业债融资渠道较窄，对于企业债高度依赖的 AA 级主体，后续再融资将面临品种转换的压力。

图 6 企业债余额占比在 30%以上的主体集中在 AA 级



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 低级别主体对企业债依赖度更高



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、4 种类型发行人地区分布差异集中在对企业债依赖度较高和高两类，其中对企业债依赖较高的主体主要分布在江浙、湖南湖北等地

从地区分布看，4 种类型发行人主要分布在江浙、四川、湖南和山东等地，地区分布差异主要体现在对企业债依赖度较高和高两类。具体看，对企业债依赖度低的主体集中在江浙，占比 34.8%；对企业债依赖度较低的主体地区集中度较低，浙江占比 16%，四川、江苏、湖南占比在 10.0%-12.0%之间；对企业债依赖度较高的主体除江浙、四川外，主要分别在安徽和重庆，占比分别为 7.6%和 8.4%；对企业债依赖度高的主体除江浙、湖南、四川外，主要分布在湖北、贵州。此外，贵州、新疆、湖北、重庆、河南和四川，省内企业债余额在 50%以上的主体占比较高，在 20.0%-31.0%之间，此类地区受新政影响相对较大。

表 3 不同类型主体的地区分布

地区	依赖度低 (企业债余额 30%以下)		依赖度较低 (企业债余额 30%-50%)		依赖度较高 (企业债余额 50%-70%)		依赖度高 (企业债余额 70%以上)	
	发行人数量	占比	发行人数量	占比	发行人数量	占比	发行人数量	占比
江苏	129	19.1%	21	10.5%	14	11.8%	6	15.4%
浙江	106	15.7%	32	16.0%	16	13.4%	6	15.4%
四川	52	7.7%	23	11.5%	17	14.3%	3	7.7%
湖南	51	7.5%	20	10.0%	7	5.9%	5	12.8%
山东	54	8.0%	16	8.0%	6	5.0%	1	2.6%
安徽	29	4.3%	15	7.5%	9	7.6%	2	5.1%
湖北	30	4.4%	9	4.5%	8	6.7%	6	15.4%
重庆	27	4.0%	9	4.5%	10	8.4%	1	2.6%
江西	28	4.1%	10	5.0%	1	0.8%	0	0.0%
广东	26	3.8%	4	2.0%	3	2.5%	1	2.6%
贵州	9	1.3%	12	6.0%	6	5.0%	3	7.7%
陕西	17	2.5%	7	3.5%	5	4.2%	0	0.0%
福建	22	3.2%	4	2.0%	2	1.7%	0	0.0%
河南	13	1.9%	7	3.5%	4	3.4%	2	5.1%
北京	20	3.0%	1	0.5%	1	0.8%	0	0.0%
广西	16	2.4%	2	1.0%	2	1.7%	0	0.0%

注：发行人占比=X 省份 Y 类型发行人数量/Y 类型发行人数量；仅列示省内存续企业债发行人在 20 家以上的地区

资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合主体级别和地区分布看，对企业债依赖度低的主体主要分布在江浙的 AA+和 AA 级，其中江苏低级别主体更多。随着企业债余额占比的增加，四川、湖南、湖北和安徽等地的 AA 级主体增加。其中，对企业债依赖度较高主体所在的四川、江苏、安徽，省内低级别主体占比在 88%以上，受新政影响相对较大。

请务必阅读正文之后的免责声明

表 4 各类型企业债主体的地区和级别分布特征

发行人类型	地区和级别分布特征
依赖度低 (企业债余额 30%以下)	主要分布在浙江 AA+级 (49 家) 和 AA 级 (44 家)、江苏 AA+级 (44 家) 和 AA 级 (72 家), 合计占比 30.9%; 其次是四川 AA 级 (32 家); 从省内级别分布看, 湖北、四川和重庆的低级别主体占比在 60%及以上。
依赖度较低 (企业债余额 30%-50%)	主要分布以下地区的 AA 级主体, 浙江 (22 家)、江苏 (17 家)、四川 (16 家)、湖南 (14 家)、山东和安徽 (各 13 家), 合计占比 47.5%; 从省内级别分布看, 安徽、山东、江苏的低级别主体占比在 80%以上。
依赖度较高 (企业债余额 50%-70%)	主要分布在以下地区的 AA 级主体, 四川 (14 家)、江苏 (13 家)、浙江 (9 家)、安徽 (8 家), 合计占比 37.0%; 从省内级别分布看, 四川、江苏、安徽的低级别主体占比在 88%以上。
依赖度高 (企业债余额 70%以上)	主要分布在以下地区的 AA 级主体, 湖北和江苏 (各 5 家)、湖南 (4 家)、四川 (3 家), 合计占比 43.6%; 除浙江外, 此类地区省内低级别主体占比均值 80%以上。

注: 仅列示主要地区和级别

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

4、新政对企业债主体的直接影响较大, 间接影响有限, 私募债存在增长空间

根据跨市场融资特征, 这里用企业债的依赖程度衡量新政的直接影响, 用私募公司债的依赖程度衡量新政的间接影响。由上文分析可知, 私募公司债是跨品种融资主体的主要选择之一, 尤其是中低评级主体, 且私募公司债规模将影响发行人再融资难度。

根据企业债依赖程度和私募债依赖程度, 将跨品种融资主体划分为 4 个象限, 颜色越深, 受新政影响越大。可以看到, 目前跨品种融资主体的存续私募公司债规模较小, 约 53 家发行人超过 40%的净资产指标, 但主要是对企业债依赖度较低的主体。而对企业债依赖度较高的主体, 私募公司债存量多在净资产的 10%以下, 对于融资品种转换压力不大。从数据看, 随着对企业债依赖度的提升, 私募公司债占比下降, 某种程度上说明, 对企业债依赖较高的主体, 是由于在私募债融资条件更高、难度较大的被迫选择, 未来在企业债新政落地后, 私募债占比存在上升空间。

表 5 企业债新政的直接影响和间接影响

发行人类型	私募公司债余额/净资产 20%以下		私募公司债余额/净资产 20%-40%		私募公司债余额/净资产 40%-70%		私募公司债余额/净资产 70%以上	
	发行人数量	占比	发行人数量	占比	发行人数量	占比	发行人数量	占比
依赖度低 (企业债余额 30%以下)	405	59.8%	221	32.6%	46	6.8%	5	0.7%
依赖度较低 (企业债余额 30%-50%)	170	85.0%	28	14.0%	1	0.5%	1	0.5%
依赖度较高 (企业债余额 50%-70%)	118	99.2%	1	0.8%	0	0.0%	0	0.0%

依赖度高 (企业债余额 70%以上)	39	100.0%	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
--------------------------	----	--------	---	------	---	------	---	------

注：净资产采用 2022 年三季报，若没有相关数据，则采用 2022 年半年报数据

资料来源：Wind，中证鹏元整理

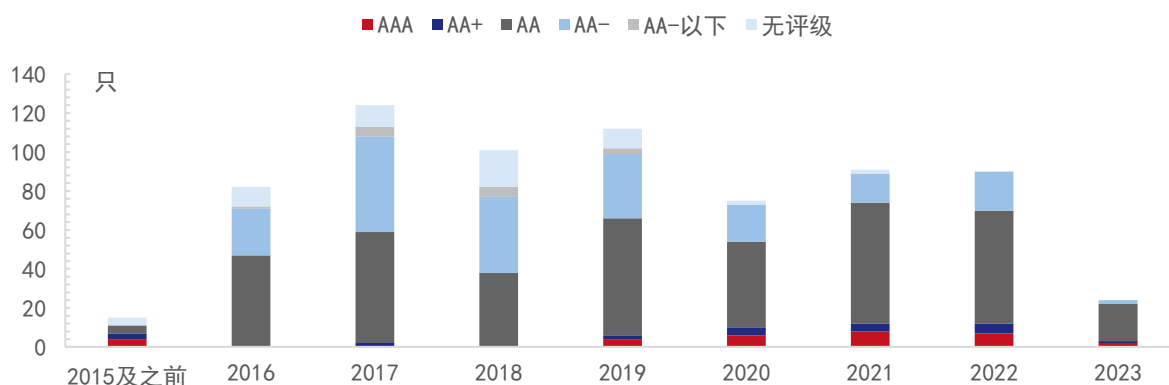
三、新政对未跨品种融资企业债主体的影响

(一) 未进行跨品种融资的企业债主体信用等级重心较低，再融资压力将明显加大，尤其是 AA-级主体

截至目前，存续企业债主体中仅存企业债的主体 460 家¹，占比 30.8%，存续企业债 717 只，占比 25.9%，比例相对较低。分主体级别看，AA 发行人 243 家，存续企业债 389 只，占比分别为 52.8%和 54.3%；其次，AA-级发行人 138 家，存续企业债 201 只，占比分别为 30.0%和 28.0%；而无评级主体和债券在此类主体中占比明显较高，在企业债全市场无评级主体和债券中的占比分别为 69.8%和 96.8%，主要是项目收益债发行人。可以看出，未进行跨品种融资的企业债发行人主体级别较低。由上文分析可知，低级别企业债更换融资品种存在一定阻碍，而此类未进行跨品种融资的主体，由于主体级别更低或无主体评级，在企业债新政落地后，在其他市场的融资难度明显高于其他类型主体，尤其是 AA-级主体。

此外，非跨品种融资主体存续债券的发行期限，主要分布在 2017-2019 年，2021 和 2022 年的占比相对较低。不同主体级别的融资差异较大，2020 年来 AA-级主体新增企业债数量骤减，AA 级以上主体发行微幅增长。上述说明，当前市场对低级别主体偏好下降，AA-级融资难度大幅上升。

图 8 非跨品种融资主体的存续债券主要是 2017-2019 年发行，2020 年来 AA-级发行骤减



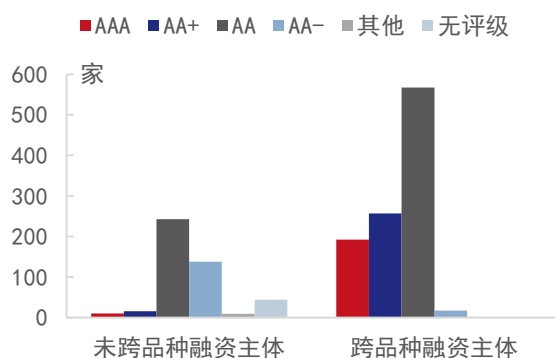
资料来源：Wind，中证鹏元整理

¹ 这里未剔除之前发行且到期的非企业债，此类属极个别少数情况。

（二）未跨品种融资主体主要分布在江西、湖北等中西部地区

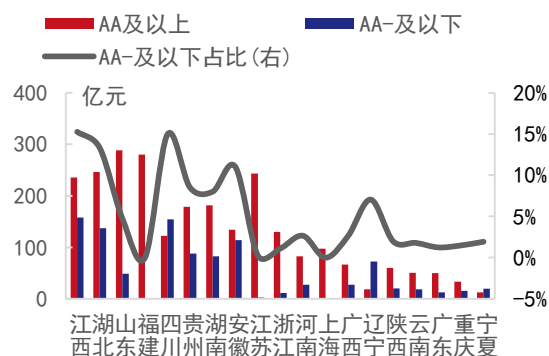
从地区看，上述主体主要分布在江西、湖北、四川、贵州湖南等中西部地区以及山东、福建等沿海地区。其中，AA-及以下（含无评级）非跨品种融资主体，共计 191 家，主要分布在江西、四川、湖北、安徽等中西部地区的区县，上述地区受政策影响相对较大。

图 9 非跨品种融资主体级别重心更低



注：按发行数量统计；以 2022 年发行数据为样本；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 10 非跨品种融资主体集中湖北、江西等中西部地区

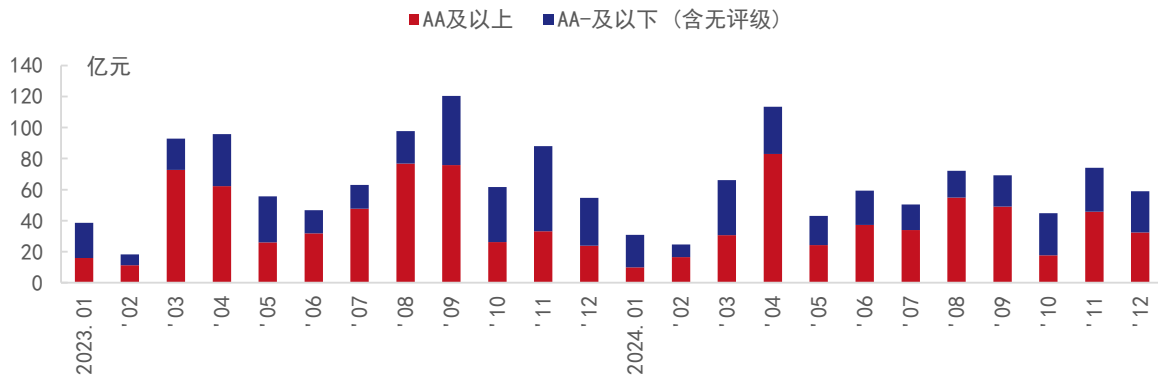


注：AA-及以下占比=该级别主体存续企业债规模/全部非跨品种存续企业债规模；仅列示企业债余额排列前 20 的省份；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

（三）下半年 AA-及无评级主体债券待偿还规模较大，后续再融资压力加大

从偿还压力看，2023 年非跨品种融资企业债主体在 3 月、4 月、8 月和 9 月出现偿还高峰，其中下半年低评级主体债券待偿还规模较大。当前企业债不能借新还旧，偿还资金来自于项目收益或发行人经营所得。在配套细则出台之前，AA-级及以下（含无评级）主体的偿债和再融资压力将会提升，其转向私募发行债券的概率较高。

图 11 非跨品种融资主体偿还压力在 4 月、8 月和 9 月，其中低级别主体下半年偿还规模较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

四、地区影响综合分析

综合上文提到的跨品种融资和未跨品种融资，用“未跨品种主体占比”及其中的“低级别非跨品种融资主体占比”衡量未跨品种融资情况，用“企业债余额占比在 50%以上”和“私募债余额占净资产比在 40%以上”衡量跨品种融资情况，采取排序加权平均的方法，得到对各地区的相对排名，得分越高，受新政影响越大。根据数据，将全国分为四个区域（详见下表）。这里需要注意，此排名仅表示全国各省受新政影响的相对大小，且不代表地区债券风险程度。

表 6 新政对各地区的影响分布

相对影响程度	包含地区
高	四川、河南、重庆、湖南、安徽、湖北、陕西、山西、贵州
较高	江西、宁夏、黑龙江、内蒙古、云南、广西
较低	辽宁、广东、山东、甘肃、浙江、江苏、北京、新疆
低	西藏、吉林、福建、上海、河北、天津、海南

注：排序遇到相同值时，采取平均值排名；

资料来源: Wind, 中证鹏元整理

五、总结

（一）政策整体冲击有限，或安排一定时间的过渡期

发行审批权的变更，对待申报的企业债影响较大，或暂停受理。考虑企业债规模较小，对债券市场的冲击范围较低。截至 2023 年 4 月 7 日，企业债存续数量和规模占比分别为 9.3%和 8.0%，将此类融资转换为其他债券品种，对市场融资结构的影响不大。由于配到制度尚未完善，或安排一定时间的过渡期。

（二）政策落地后，短期主要影响未跨品种融资的低评级主体和对企业债依赖度较高的主体，私募发行债券存在增长空间

未进行跨品种融资的企业债主体重心更低，其中，AA 和 AA-及主体占比分别为 52.8%和 30.0%，主要分布在江西、湖北等中西部地区的区县。同时，上述低评级主体，下半年待偿还企业债规模较大，再融资压力上升，新政对此类主体的直接影响较大，或选择转向私募发行债券。

对跨品种融资主体，**相比间接影响，新政的直接影响更大**。对企业债依赖度越高，直接影响越大，包括融资空间、融资成本、融资品种等方面。**直接影响体现在以下几点**：第一，约 15.3%的主体企业债余额占比在 70%以上，受到的影响较大。第二，企业债余额在 30%以上的主体，级别分布差异并不大，均以 AA 级为主，占比均在 73%左右。约 20.4%的 AA 级主体对企业债依赖度较高，后续将面临品种转换的压力。第三，对企业债依赖较高的主体主要分布在江浙、湖南湖北等地。贵州、新疆、湖北、重庆、河南和四川，省内企业债余额在 50%以上的主体占比较高，在 20.0%-31.0%，此类地区受新政影响相对较大。综合主体级别和地区分布看，对企业债依赖度较高主体所在的四川、江苏、安徽，省内低级别主体占比在 88%以上，受新政影响相对较大。**间接影响主要是融资转换的难度和空间，这里由私募公司债依赖程度衡量**。从数据看，随着对企业债依赖度的提升，私募公司债占比下降。对企业债依赖度较高的主体，私募公司债存量多在净资产的 10%以下，对于融资品种转换压力不大。

（三）长期看，企业债将和其他债券统一管理，提升市场化程度；在此趋势下，有助于倒逼城投公司加快转型

长期看，债券市场统一监管是必然趋势，市场化程度将进一步提升。企业债离开发改委的强监管，上文中“强增信”“低利率”等的发行特征可能会消失，发行难度将根据企业自身信用质量、资金用途、增信情况等因素以市场化方式确定。对于低级别企业，其再融资难度上升，在地方政府清理高融资的政策性，对增信需要依然较高。与此同时，在市场化融资背景下，城投公司转型压力将进一步提升。在此趋势下，短期可以看到区域城投整合提速，区域性担保公司加速改革提升。

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	北京	上海
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	地址：北京市朝阳区建国路世 茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022 电话：010-66216006 传真：010-66212002	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	江苏	四川
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	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	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	陕西	香港
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	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	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