



## 大公国际：9月债券发行市场转冷，民企债券融资继续走弱，区域分化格局持续

朱清艳 高畅 | 技术研究部（研究院）| 010-67413349 | [research@dagongcredit.com](mailto:research@dagongcredit.com)

2021年10月18日

### 9月债市整体降温，发行数量与规模均下滑。

2021年9月，我国债市热度有所下降，发行数量和规模均下滑，全月累计发行各类债券4,446只<sup>1</sup>，环比下降9.71%，同比下降3.12%；募集资金46,934.75亿元，环比下降18.54%，同比下降17.26%，发行规模结束连续三个月的上涨趋势。9月债市到期偿还规模相对较小，仅为33,480.15亿元，全月债市实现净融资13,454.60亿元，居于全年第三的水平，但由于环比、同比基数较高净融资额度下降仍较为显著，环比降幅达32.05%，同比降幅达16.87%。

今年以来，我国债券市场维持发行数量和规模稳定增长、净融资收缩的走势。2021年1~9月，我国债券市场共发行各类债券39,869只，同比增长7.72%，募集资金453,792.49亿元，同比增长7.07%，净融资111,160.65亿元，同比下降21.77%。

利率债发行数量与规模一升一降，净融资规模持续处于高位。地方政府债发行数量环比进一步增长，发行规模环比有所下滑，净融资规模连续第三个月保持上升趋势，专项债发行力度持续加码。

具体来看，2021年9月，我国债券市场累计发行利率债369只，环比增长10.81%，同比增长8.53%，募集资金17,708.34亿元，环比下降11.20%，同比下降12.22%，由于单只债券发行规模下降，因此利率债发行数量和规模呈现出一升一降的现象。从净融资看，2021年9月，利率债的净融资规模为10,610.53亿元，虽相较8月的全年最高峰有所减弱，但仍居于全年第二位的水平。自中央政治局730会议明确“积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层‘三保’底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”之后，财政政策发挥托底经济增长的作用开始显著发力，利率债的净融资规模持续处于高位。

国债方面，2021年9月，我国债券市场共发行国债16只，募集资金5,875.00亿元，发行数量与规模环比一升一降；国债到期偿还规模持续下降，9月国债净融资规模达到4,741.60亿元，刷新今年以来国债单月净融资最大规模。

地方政府债方面，2021年9月，我国债券市场共发行地方政府债276只，

<sup>1</sup> 数据来源：Wind，2021年10月6日下载，下同。

环比增长 14.52%，同比增长 16.46%；募集资金 7,378.44 亿元，环比下降 16.13%，同比增长 2.40%，虽高于计划发行规模，但与 8 月相比仍有所下滑。从净融资来看，9 月地方政府债的净融资规模达 4,852.53 亿元，环比增长 0.39%，同比增长 1.50%，已连续三个月保持上升趋势。从用途划分来看，9 月发行新增地方政府债 226 只，募集资金 5,716.25 亿元，其中包括 485.56 亿元的新增一般债以及 5,230.69 亿元的新增专项债；再融资地方政府债 50 只，募集资金 1,662.19 亿元，其中包括 879.25 亿元的再融资一般债以及 782.94 亿元的再融资专项债。新增地方政府债中专项债占比达到 91.51%，所占比重较 8 月进一步攀升，一方面可以看出专项债发行力度持续加码，另一方面中小银行资本金专项债密集发行也是专项债快速增长的原因，9 月，云南、安徽、河南、吉林、辽宁、甘肃六省累计发行 679.00 亿元专项债用于支持中小银行发展。从资金投向来看，新增专项债主要投向市政和产业园区基础设施、保障性安居工程以及生态环保等领域。

截至 9 月末，今年我国地方政府债新增债券发行规模为 30,479.85 亿元，参照全国人大批准 2021 年新增地方政府债务限额 4.47 万亿元来看，整体发行进度仍不足 70%，与 2019 年和 2020 年在前三季度完成 90% 以上的进度相比明显偏慢，特别是专项债滞后程度较高，预计四季度仍具有一定的发力空间。

**9 月信用债市场发行量和净融资额大幅回落，民营企业融资情况继续恶化，房地产行业信用债发行规模排名继续下降。前三季度信用债净融资呈现收缩态势，山西、河北、辽宁、天津等 12 个地区净融资额为负值。**

9 月新发行信用债数量与规模同比、环比均大幅下降，净融资额大幅收缩。9 月信用债共发行 1,679 只，同比下降 9.24%，环比下降 20.69%；发行规模为 15,368.40 亿元，同比下降 20.33%，环比下降 23.61%。9 月信用债净融资额为 1,974.37 亿元，较上月减少 4,199.12 亿元，较上年同期减少 2,567.25 亿元，同比下降 56.53%。与 2019 年 9 月相比，本月信用债发行只数和规模分别上涨 31.89% 和 10.91%，但净融资额大幅减少 47.70%。本月信用债投资热度也有所回落，9 月信用债有效投标倍数为 1.06 倍，较上月下降，与上年同期持平。

9 月，信用债发行主体企业性质分布呈现分化加剧特征，民营企业债券融资进一步走弱。9 月信用债发行人共有地方国有企业 744 家，占比 74.33%，继续遥遥领先；中央国有企业发行主体共 142 家，占比提升至 14.19%；民营企业 50 家，占比继续下滑至 5.00%，为今年以来月度最低值。从净融资情况来看，地方国有企业和中央国有企业本月实现净融资 1,847.13 和 1,438.23 亿元，较上月分别大幅减少 3,442.69 和 1,024.13 亿元。本月民营企业共发行信用债 557.66 亿元，占信用债发行规模的比重仅 3.63%；净融资已是连续第三个月净流出，本月净融

资额为-853.02 亿元，创五年来月度历史记录新低。从级别分布来看，AAA 级主体信用债发行规模占比 55.26%，较上月大幅下降 6.08 个百分点；AA+级主体信用债发行规模占比 16.32%，较上月微降 0.48 个百分点；AA 级主体发行信用债规模占比 9.30%，较上月提升 1.97 个百分点。

2021 年前三季度，债券市场发行利率较年初下行，信用债发行情况整体保持上涨势头，但净融资呈现收缩态势。2021 年 1 至 9 月，信用债共发行 15,358 只，同比上涨 10.46%，发行规模 145,315.58 亿元，同比上涨 2.31%。受融资收紧政策、偿还量较大及去年高基数影响，信用债净融资大幅收缩，前三季度信用债净融资额为 32,755.99 亿元，同比下降 34.93%。与 2019 年同期相比，前三季度信用债发行量、偿还量分别大幅上涨 36.51%和 49.74%，但净融资额仅小幅上涨 4.68%。

前三季度信用债发行行业<sup>2</sup>分布和地区分布均呈现分化特征，房地产行业信用债发行规模排名下降。从行业来看，工业、金融、公用事业、材料和房地产行业信用债发行规模排名前五。受融资环境趋紧影响，房地产行业信用债发行规模排名呈现下降趋势，继上个月跌出前五后，9 月继续下滑一位，排名第七。前三季度，材料、房地产、能源、信息技术、电信服务等行业信用债发行规模大幅下降，工业、公用事业和日常消费行业则大幅上涨，金融行业发行信用债规模基本与去年持平。从地区分布来看，前三季度信用债发行集中于东部经济发达地区，其中江苏信用债发行数量和规模占比大幅提升。前三季度信用债发行区域集中度有所上升，江苏、广东、北京、上海、浙江等前五大地区信用债发行只数合计占比 59.37%，发行规模合计占比 67.07%，较上年同期分别提升 3.50 和 1.66 个百分点。其中，江苏信用债发行数量和规模占比大幅提升 3.55 和 2.78 个百分点，其他地区发行信用债数量和规模占比变化不大。从各地区净融资情况来看，今年前三季度，信用债发行人涉及 32 个地区，其中有 12 个地区净融资额为负值，而上年同期仅有香港、黑龙江和内蒙古 3 个地区。具体来看，今年 1-9 月，北京、江苏、广东、浙江、上海实现净融资 4,000 亿元以上，排名靠前；其次是山东、四川、江西、湖北，净融资额在 1,000 亿元到 2,000 多亿元。需要关注的是山西、河北、辽宁、天津四个地区净融资大幅流出超过 700 亿元，其次是云南、重庆、黑龙江、海南、内蒙古、新疆、宁夏等地区，净融资额在-43.67 到-325.46 亿元之间。

### 9 月城投债发行与净融资规模均回落。

2021 年 9 月，城投债一级市场发行与净融资均显著回落，全月共发行城投

<sup>2</sup> 采用 wind 行业一级分类。

债 561 只，募集资金 3,777.98 亿元，发行数量和规模相较 8 月城投债发行小高峰分别下降 29.08% 和 32.92%，较去年同期相比也分别下降 4.75% 和 15.98%。9 月城投债偿还规模仍维持高位，净融资规模快速回落，全月净融资额仅为 521.96 亿元，环比下降 76.10%，同比下降 68.55%。

2021 年以来，城投企业债务的规范与管控不断强化，“国发 5 号文”、“财综 19 号文”、“15 号文”等相关监管政策密集出台，城投企业融资环境边际收紧，城投债净融资额呈收敛趋势，前三季度净融资规模仅为 14,876.55 亿元，同比下降 22.89%。但另一方面，今年城投债到期偿还规模较大，前三季度城投企业已累计偿还债券 28,146.43 亿元，超过 2020 年城投债全年到期偿付规模，债务滚续压力推动城投债的一级市场发行规模仍维持稳定增长趋势。前三季度，城投债已累计发行 5,856 只，募集资金 42,404.76 亿元，发行数量和规模较去年同期分别上涨 30.34% 和 20.49%。

与此同时，今年以来城投债发行区域分化显著，区域集中度进一步提升。我国城投债发行人主要集中于长三角以及西南部分省市，今年前三季度，前 5 大发行区域仍为江苏、浙江、山东、四川和湖南，且上述省份发行规模高位攀升，均进一步大幅增长，其中江苏省和浙江省发行规模增幅甚至超过 40%。前 5 大省份城投债发行规模占比已由 2020 年的 50.61% 攀升至 57.01%，显示出较强的“马太效应”。然而，与此相对应的，经济或财政实力相对较弱的区域的城投债发行规模持续收缩，天津、内蒙古、吉林、辽宁、黑龙江、云南等省份的城投债净融资规模已跌入负值；贵州和甘肃的城投债发行规模虽然维持小幅正增长，但依然不能覆盖到期偿还规模，净融资也转为负值。

**预计四季度债券发行规模整体有所回落。信用债到期偿还量维持高位，受发债融资政策收紧、信用风险事件扰动和地方政府债供给压力等因素影响，信用债发行面临一定压力。**

后市来看，疫情反复和经济增速面临下行压力，债券市场对实体经济的支持作用将进一步体现。美国货币政策收紧或对国内流动性造成扰动，加之政府债净融资和年末缴款需求，四季度整体流动性缺口较大，债券发行利率面临上行压力。但宽财政和稳货币政策组合或将对冲外部冲击、熨平短期波动，满足合理资金需求。从人民银行货币政策委员会 2021 年第三季度例会和 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会上的信息来看，PPI 涨幅可能年底或明年趋于回落，下一阶段，稳健的货币政策要继续灵活精准、合理适度，做好跨周期调节，保持流动性合理充裕，但存在依据国内外经济形势边际变化相机抉择的可能。

四季度债券总偿还量较前三季度有所缩减，预计发行总规模也会相应下降。



利率债方面，考虑到地方政府债有约 30% 的新增额度尚未发行，预计四季度仍有发力空间。信用债市场方面，四季度信用债偿还规模大约 3.8 万亿，占年度总偿还量的四分之一以上，存量债务的滚续需求依然较高。金融稳杠杆、防范和化解金融风险目标不变，房地产和城投类企业受强监管趋势不改。监管部门积极维护房地产市场稳定，表达了对于个别房地产企业的债务风险蔓延担忧不大，有利于稳定市场预期，增强政策和市场对信用风险的容忍度和接受度，提升信用风险市场化、法治化管理水平。中国证监会易会满主席在 2021 金融街论坛年会上的主题演讲提到“要坚决从源头上遏制过度发债融资”，控制发行人综合负债水平，健全有效的债券融资约束机制。发债融资政策收紧，信用风险事件扰动，叠加四季度地方政府债供给压力影响，信用债发行和融资面临一定压力。在信用债市场分化格局持续强化的背景下，个别行业和区域的债券净融资或将走弱，需持续关注房地产行业以及净融资转为负值的区域，防范尾部风险事件。

## 报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。