



大公国际：疫情影响产业债发行量下降，政策促进产业融合发展增预期

债市研究团队|技术研究部(研究院)|010-67413339 | hetong@dagongcredit.com 2022年7月11日

摘要：受疫情影响，2022年上半年产业债发行量下降，同时偿还压力减小，净融资流出规模收窄。受疫情冲击较严重的上海和北京产业债净融资额环比同比均下降明显。发行价格方面，产业债平均发行利率环比下行，发行利率在3%以下的数量环比增长。稳经济降成本保充裕政策使产业债利差同比下行。疫情逐渐得到控制以及下半年经济预期恢复使产业债有效投标倍数在6月出现拐点。新券种市场关注程度虽较高但也受到疫情影响，发行规模环比基本持平，同比上升明显。上半年产业政策涉及行业多、覆盖区域广，旨在促进多行业全区域融合发展。后市来看，下半年产业债发行规模将与上半年基本持平，4月至6月连续3个月净流出预期在未来3个月内由负转正；发行利率预期小幅上升；产业政策呵护下受疫情或国际形势影响较大的行业和企业主体下半年债市表现将出现好转。

一、产业债发行量下降，偿还压力减小，净融资额下降较为明显；发行利率和利差环比下行

受疫情反复冲击和偿还压力减小影响，产业债发行规模环比同比均下降，净融资额下降幅度较大。2022年上半年，产业债¹发行5,738只，共募集资金83,752.56亿元，发行数量和规模环比分别下降19.08%和17.69%，同比分别下降9.74%和12.85%。上半年产业债偿还规模为71,630.11亿元，环比下降10.28%，同比下降8.09%，偿还压力有所下降，滚续需求下降是发行量下降的原因之一。上半年产业债净融资额为12,122.46亿元，环比下降44.68%，同比下降33.27%，下降幅度较大。

行业方面，大部分行业发行规模环比虽下降，但由于偿还压力下降明显，多数行业净融资为净流入，综合、交通运输、建筑装饰行业净流入规模环比增长，国防军工、采掘行业净流出环比走扩。2022年上半年产业债发行规模前十大行业依次为非银金融、银行、公用事业、综合、交通运输、房地产、建筑装饰、化工、采掘、商业贸易。前十大行业产业债发行规模合计占比87.52%，环比下降2.85个百分点，同比下降0.93个百分点，集中度有所下降。与去年同期相比，化工行业发行规模超过采掘行业。疫情原因使线上消费升级、政策加大对高端制

¹ 本段产业债数据均剔除同业存单，下同。

制造业扶持、加大对纺织业等轻工业支持、减免购置税提振汽车消费、多省市出台降低贷款利率等优惠购房措施影响下，食品饮料、通信、电气设备、休闲服务、汽车、纺织服装、房地产行业产业债发行规模环比增长幅度较大。非银金融和银行业发行规模环比下降幅度较大。而房地产和汽车行业发行规模同比下降，一定程度上显示出尚未恢复到去年同期景气程度。发行规模前十大行业上半年偿还规模环比均下降，仅公用事业行业偿还规模同比增长，大部分行业偿还压力减轻。净融资额为正的行业较为负的行业多 8 个。银行、综合、化工行业净融资额在 1 千亿元以上，其中化工行业环比由负转正，综合行业同比由负转正。国防军工、采掘、非银金融净流出规模在 100 亿元以上，其中国防军工行业环比同比均走扩，采掘行业环比走扩、同比收窄。

主体评级方面，AA 及以上级别产业债发行规模占比环比和同比均增长，无评级发行规模占比均下降。从占比情况看，2022 年上半年 AAA 级产业债发行规模占比在 55%左右，占比环比和同比均有所增长。AA+级发行规模占比环比和同比均有所增长，增长至不到 5%。AA 级同样均增长，但占比仅为 1%左右。无评级占比环比和同比均有所下降，下降至不到 40%。其他级别占比均在 1%以下。AA+和 AA-级发行规模环比增长，其他级别环比均下降。A 级和无评级发行规模同比下降、其他级别均增长。

企业性质方面，各类型企业发行规模环比均下降，除中央国有企业外，其他类型企业偿还压力环比同比均下降；民营企业净融资延续净流出，但在政策支持下环比收窄幅度较大。2022 年上半年，民营企业产业债发行规模环比超过公众企业位居第三位。各类型企业发行规模环比均下降，除地方国有企业发行规模同比小幅增长外，其他类型企业发行规模同比均下降。只有中央国有企业偿还规模环比小幅增长，其他类型企业偿还压力环比同比均减轻。中央国有企业净融资额环比同比均减少明显但居各类型企业之首。地方国有企业净融资额环比同比均有所上升。民营企业净流出环比收窄、同比走扩。公众企业净流出环比走扩，同比由正转负。上半年证监会推出民营企业债券融资专项支持计划，银行间市场也推出首单信用风险缓释凭证，落实政府工作报告中完善民营企业债券融资支持机制的政策要求。政策支持为民营企业发债融资提供乐观预期信号，上半年民营企业净融资额净流出环比收窄，出现好转情况，但融资困难问题还未得到彻底解决。

区域方面，产业债净融资额在 100 亿元以上的省份数量环比持平，净流出省份数量环比减少 4 个，疫情反复冲击影响下，上海、北京产业债净融资额环比同比均下降明显。2022 年上半年产业债发行规模前十大省市依次是北京、广东、上海、浙江、江苏、福建、山东、天津、陕西、湖北。上述省市发行规模占比合计为 89.51%，环比下降 0.70 个百分点，同比下降 2.88 个百分点，集中度有所下

降。除浙江、重庆、陕西等少数省份发行规模环比增长外，大部分省份环比下降。北京、广东、上海、江苏等发行大省发行规模同比下降。前十大发行大省中，仅北京偿还压力环比增长；浙江、陕西、湖北偿还压力同比增长，其他省份均下降。净流出在 100 亿元以上的省份包括重庆、贵州、河北、辽宁、甘肃、青海、海南 7 个，其中贵州、青海环比由正转负，甘肃、海南环比走扩。受疫情反复冲击影响，上海、北京净融资额环比同比均下降明显。

券种方面，可转债、政府支持机构债发行规模环比分别超过定向工具和可交换债，公司债和企业债发行规模同比分别超过中期票据和可转债。2022 年上半年可转债发行规模环比超过定向工具，公司债发行规模同比超过中期票据。短期融资券、中期票据、定向工具、可交换债、国际机构债发行规模环比增长，其他券种环比均下降，其中资产支持证券、企业债降幅达到 45% 以上。中期票据和政府支持机构债发行规模同比增幅超过 50%，资产支持证券同比降幅最大。

发行利率方面，产业债平均发行利率环比下行，发行利率 3% 以下数量环比增长。2022 年上半年产业债平均发行利率为 3.13%，环比下行 40.83BP，同比下行 67.94BP，下行幅度较大。上半年央行进行 MLF 投放和回笼操作各 6 次，净投放 4 千亿元；逆回购 249 次，频繁市场操作使资金面较为宽松。疫情反复持续冲击下，政策加码提前发力降低企业综合融资成本。各因素导致上半年产业债融资成本基本处于降低窗口期，而企业在发行成本降低之中获得实际优惠利益，改善经营能力，对疫情冲击起到缓冲作用。具体来看，上半年产业债发行利率集中于 2% 到 3% 之间，发行数量占比 39.28%，环比增长 12.43 个百分点；其次占比较高的是 3% 到 4% 之间，发行数量占比 29.54%，环比下降 8.95 个百分点；发行利率小于等于 2% 的占比 3.29%，环比增长 2.22 个百分点；而发行利率大于 5% 的占比 5.28%；发行利率在 3% 以上的占比环比均下降。主体评级方面，各级别平均发行利率环比同比均下行，其中无评级下行幅度均最大，AA+ 级下行幅度均超过 AAA 级。区域方面，青海发行利率环比同比均上行，使其在各省份中最高，除青海、西藏、河南平均发行利率环比上行外，其他省份均下行。企业性质方面，各类型企业平均发行利率环比均下行，其中中外合资企业和民营企业下行幅度较大。

利差方面，稳经济降成本保充裕政策使产业债利差同比下行，甘肃、宁夏、云南利差同比走扩使利差位于较高位，青海利差同比虽收窄但在各省份中最高。监管部门提出稳健的货币政策灵活适度、在政策持续影响下，债市资金面总体保持充裕，产业债利差同比下行。上半年产业债平均利差为 57.14BP，环比上行 3.12BP，同比下行 15.14BP。各级别产业债利差同比均下行，其中 AA 级下行幅度最大。纺织服装行业利差在 400BP 以上，在各行业中最高，轻工制造和汽车行业利差在 100BP 以上，其他行业均在 100BP 以下，其中国防军工行业利差最低。

除农林牧渔、非银金融、纺织服装行业利差同比上行外，其他行业均下行。企业性质方面，各类型企业利差同比均下行，其中民营企业下行幅度最大，政策对民营企业支持力度加大显现出成效。期限方面，长端利差同比上行，货币政策宽松使短端同比下行，短端产业债受市场认可程度较长端有提升倾向。区域方面，青海产业债利差维持高位，利差在 100BP 以上的区域还包括甘肃、广西、宁夏、天津、新疆、云南；甘肃、宁夏、云南利差同比上行，其他省份均下行，其中青海下行幅度最大。

疫情逐渐得到控制以及下半年经济预期恢复使产业债有效投标倍数在 6 月出现拐点。2022 年 1-5 月，受风险事件和疫情反复冲击影响，较低级别产业债市场信心恢复程度未及预期，市场存在避险情绪，AAA 级产业债有效投标倍数基本处于上行，AA+级基本处于下行。随着疫情逐渐得到控制以及对下半年经济恢复的乐观预期，6 月产业债有效投标倍数出现拐点，AAA 级环比出现下降，AA+级环比增长明显。乐观预期下，投资者出现更加愿意配置 AA+级产业债倾向，但尚未波及到 AA 级。区域方面，上半年吉林产业债平均有效投标倍数环比增幅在各省份中最大，使其有效投标倍数居各省份之首。

产业债新券种发行规模环比基本持平，同比上升明显；新券种适用指引等政策使科创票据、数字经济债券、一带一路债、疫情防控债发行规模增长明显。在上半年产业债发行规模整体环比同比均下降的形势下，产业债新券种发行规模环比基本持平，同比增长明显，显示出产业债新券种使债市精准服务实体经济质效方面有所提升。具体来看，环比方面，绿色债券、乡村振兴债券、科技创新公司债券、蓝色债券、数字经济债券、疫情防控债、科创票据、转型债券、一带一路债发行规模环比增长。5 月全国政协数字经济主题会议、5 月和 6 月上交所分别发布科技创新公司债券适用指引、特定品种公司债券适用指引、以及 6 月交易商协会试点转型债券等政策已出现成效。同比方面，近 20 种新券种中仅可持续挂钩债、高成长债、短期公司债券发行规模下降，其他券种均增长。

二、在疫情延续与国际形势不确定的形势下，产业政策重点关注能源和基建领域，多行业多区域多主体类型布局，区域间产业间融合发展促进全国经济高质量发展

2022 年上半年共出台国家层面重要产业政策近 40 部，涉及多个部门、行业和区域。政策供给充足，内容丰富，彰显出国家实现十四五总体规划的坚定决心。上半年出台产业政策在兼顾多区域多行业发展的同时，明显的特点是涉及能源和基建的政策数量占比较大，显示出政府在国际形势存在不确定因素的不利形势下保障能源领域发展，以及在疫情冲击下大力扶持基建复工达产的决心。以下分类别进行梳理。

在国际形势复杂的形势下，能源领域长期重点是安全保供、低碳转型、增质提效、可再生，同时创新发展氢能等新能源。上半年，国务院、国家发改委、国家能源局等部门发布能源相关政策 8 部，高频词为节能降碳、绿色低碳转型、价格调控、现代能源体系、新能源、可再生能源、氢，旨在在安全保供的前提下，进行改造升级、低碳转型，形成基本完整的能源绿色低碳发展基本制度和政策体系，同时注重对氢等新能源的充分创新开发利用。

政策延续重视基建的思维理念，重点工作是减小疫情影响，通过帮扶恢复项目工程畅通，在形势复杂的形势下仍需提升民众幸福感。上半年国务院、财政部、人民银行、银保监会、住建部等部门发布基建相关政策或会议 6 部（次），重点方向为融合发展、智能化、绿色化、品质效率、物流保障、租赁住房保障、老旧小区、现代化、高端，旨在提升基建智能绿色化、通过对重点区域和领域的帮扶，减小疫情冲击影响，做到在保障工作通畅的前提下提升质效，提升更广泛人民群众的幸福感和获得感。

在保障国内经济良性大循环的精神指引下，政策在全国广泛区域均有发展规划布局，实现存在差异的各区域协同融合发展。上半年中共中央、国务院、国家发改委发布区域发展相关政策 4 部，重点任务为构建数字算力枢纽、城市群协同发展、乡村振兴、县城成为重要载体，涉及京津冀、长三角、长江中游、粤港澳、成渝等区域，且下沉至乡村县城，在广泛的区域均有战略部署，旨在实现经济发达区域带动作用、乡村县城补短板强弱项，逐渐从中部崛起延伸到较偏远区域振兴，在全国实现全面协同融合发展。

政策覆盖行业数量多，多行业高端融合发展局面即将出现。上半年多部门发布各具体行业重要政策 10 余部，涉及行业包括钢铁、旅游、林草、石化化工、教育、纺织、外贸、轻工业、公募基金、数字经济等，多数政策提出了到 2025 年的发展目标，充分体现出政府对于多个行业全面的、长期的规划，未来将呈现多行业融合发展局面，共同推动我国经济高质量发展。

另外，上半年还出台较为宏观的产业相关政策，如发挥资本市场功能支持受疫情影响严重地区和行业、扎实稳住经济、盘活存量资产扩大有效投资、特定行业减税降费、绿色消费等相关政策，旨在通过加大直接融资支持力度、盘活资产、扩大有效投资、减税降费等措施改善包括中小微企业在内的各类型企业经营环境，从而达到稳经济大盘的目标。在上述政策影响下，多行业多区域的各类型企业将长期通过产业债获得金融服务，产业发展战略方向使新券种产业债或有针对性的产业债更加精准支持实体经济，提升解决实际问题效率。

展望后市，下半年产业债发行规模将与上半年基本持平，4月至6月连续3个月净流出预期在未来3个月内由负转正；发行利率预期拥有小幅增长空间；产业政策呵护下受疫情或国际形势影响较大的行业和企业主体下半年债市表现将出现好转。下半年产业债偿还压力较上半年将有所减轻，滚续需求带来的发行规模上升空间不大。但随着下半年经济形势预期向好、宽信用落地、以及新券种预期增长，预计下半年产业债发行规模将与上半年持平，净融资额有望在未来两个月由负转正。下半年北上广苏偿还压力较上半年将有所减轻，陕西、山西、四川、云南偿还规模将上升，滚续需求或将带来上述地区发行增长。下半年宽信用预期落地、信贷规模预期增长、以及政策加大力度支持乡村县城，产业债平均发行利率中枢预计将向3%-4%区间移动，月度平均发行利率预期小幅上升。贵州、云南、广西、山西、内蒙古产业债平均发行利率预期存在上行空间，青海存在下行空间，但将与黑龙江维持较高利率水平。在发改委等部门出台关于降成本的要求、货币供应量将与社会融资规模增速相匹配、宏观杠杆率基本稳定的引导下，预期产业债从量上和从价上将保持相对稳定，大幅波动可能性不大。在下半年宽信用落地以及经济整体预期向好的形势下，AA+级产业债认购倍数预期提升，但或将不会影响到AA级。

上半年产业政策在区域方面体现出以点带面、全面覆盖的特征。下半年，京津冀、长江珠江经济带发展将更加有效对全国经济发展起到示范和带动作用。通过长江中游城市群协同发展的区域过度，中部地区将迎来崛起的契机，继而带动较为偏远的乡村县城开发自身特点优势，与周边较大枢纽城市融合发展，共同分享高质量发展成果。预期下半年区域间经济发展特征性差异更加显著，信用水平分化。受到政策支持力度大的区域，或主动跟随政策战略支持方向寻求转型的区域将获得更大的优惠支持，产业债市场表现将在企稳的基础上向好，通过提升产业债净融资额促进区域实体经济增长。另外，上半年疫情反复冲击情况下，政府及时出台政策大力呵护受疫情冲击较大区域恢复发展。在常态化疫情防控得来的不易成果下，下半年经济预期好转，上海、北京产业债净融资额环比大幅下降现象将得到缓解，吉林有望从净流出转为净流入。

从上半年产业政策来看，预期下半年多个行业将进入转型或高质量发展的初期阶段。叠加下半年政策的增量供给、提前发力，预计涉及行业将基本包括所有行业。多个行业发展要求将提升到智能、数字、低碳，同时发展布局到包括乡村县城在内的更广泛区域。下半年房地产行业将重点围绕租赁住房保障、老旧小区改造从供给端促增长，各省市通过优惠落户、调整贷款利率等政策从需求端稳楼市。叠加人行下调贷款利率、下调LPR等操作，预期下半年地方国有房企和资质较好房企产业债发行规模占比将进入平稳过渡期，而信用水平较低的民营房企债

市表现难有显著改善。在国际形势越发不确定的当下，下半年商业贸易行业将重点围绕跨境电商、进出口信贷、绿色高附加值、外贸新业态、跨境业务办理等方面战略发展。在减小地缘冲突带来的不利影响同时，加强国际大循环的通畅性。政府及时出台政策应对疫情反复，预计下半年受政策呵护力度较大的航空、物流、批发零售、农林牧渔、住宿餐饮、居民服务修理及其他服务业、教育、卫生及社会工作、文体娱乐、旅游、医疗、电热水利、制造行业将在减免税费等优惠政策下逐渐恢复正常生产经营秩序，上述行业受到金融服务的机会将更加良好，产业债融资规模将出现乐观表现。企业主体性质来看，下半年预期受政策支持力度较大的包括个体工商户在内的中小微企业和民营企业经营条件将得到改善。政策的支持在金融市场释放乐观信号，对中小微企业和民营企业的创新增信方式市场示范效应有待观察，若示范效应达预期、市场认可度提升、各方面主体参与意愿加强，则市场信心有望逐步恢复。有创新能力的中小微企业和资质较好的民营企业债市表现将有所好转。

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。