



2022 年下半年产业债信用风险展望

工商部 李剑、宋美霖

2022 年 7 月 8 日

2022 年下半年，产业债中低级别企业的信用风险将持续暴露，但在产业债市场信用风险逐步出清和稳经济政策作用下，违约金额和只数将有较大的降幅。

发行规模：产业债发行规模将继续保持平稳增长，并加大向轨道交通、水利、新能源、信息和物流等领域的投入，提升支持实体经济发展的质效。

发行利率：发行利率将继续下行，降低企业融资成本。从 4 月召开的中央财经委员会第十一次会议定调来看，下半年将增加货币投放量，财政政策将更加积极。

重点行业：房地产行业整体负债率水平偏高，美元债的降级或引发高杠杆房地产企业的流动性风险，导致其违约。因房地产与建筑业业务的高关联性，将波及建筑企业应收类款项难以收回，引发部分建筑企业违约。

重点债项类别：可转债企业的信用水平波动较大，投资人在关注其投资价值的同时，仍要注意信用风险对投资回报的负面影响。

重点关注事项：在稳经济政策作用下，企业外部经营环境较好，信用水平稳定，但也需要注意上半年信用级别被下调的企业，如存在债务集中到期，短债长投，重大建设项目投资回收期较长，营收业绩下滑严重等问题，仍存在较大违约风险。

政策环境

我国宏观经济政策调控有力，为产业债的发行明确了产业方向。

2022 年上半年国际国内经济形势复杂，外有俄乌局部战争，内有新冠疫情的反复，这些都深刻的影响着国内外商品的供求以及价格。在此背景下，2021 年 12 月中央经济工作会议、今年 4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议和 4 月 29 日中共中央政治局会议的召开，为我国当下乃至未来 1~2 年实体经济的发展方向，以及如何发展明确了总基调。上半年产业债的发行规模和融资成本等重要指标很好的体现了这个总基调。

2021 年 12 月，中央经济工作会议明确了坚持稳字当头、稳中求进工作总基调，坚持供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，着力稳定宏观经济大盘，保持实体经济运行在合理区间。会议明确强调了稳发展和供给侧结构性改革这两个关键词，并强调了 2022 年经济工作主要做好以下 6 个方面：1、稳健的货币政策要灵活适度，引导金融机构加大对实体经济特别是科技创新、绿色发展的支持；2、要畅通国内大循环，重在打通生产、分



配、流通、消费各环节；3、要提升制造业核心竞争力，激发涌现一大批“专精特新”企业；4、要加快数字化改造，促进传统产业升级；5、要狠抓绿色低碳技术攻关；6、适度超前开展基础设施投资。以上6个方面在今年上半年产业债的发行中得到了很好的体现和落实。

4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议提出了要全面加强基础设施建设的决策部署，将基础设施的定位提升到一个新的战略高度，并对其内涵及范围进行了大幅深化拓展。由此，我国进入统筹发展和安全的“新基建”时代。“新基建”理念将对实体经济各行业信用扩展产生深远影响。这里说到的新基建主要涉及行业领域包括：1、交通、能源、水利等网络型基础设施；2、信息、科技、物流等产业升级基础设施；3、城际铁路网、城市轨道交通和综合管廊建设为主的的城市基础设施；4、农业农村基础设施；5、国家安全基础设施。

4月29日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作。会议明确提出要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间；要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具；要加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革，用改革的办法解决发展中的问题，加快实现高水平科技自立自强，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。

在上述会议精神的指引下，经济的结构性调整仍将持续，以新能源、新基建、高端制造业为代表的新兴产业将加快发展，同时产能过剩行业经营效益将加剧分化，部分发债主体的信用风险将逐步显性化。

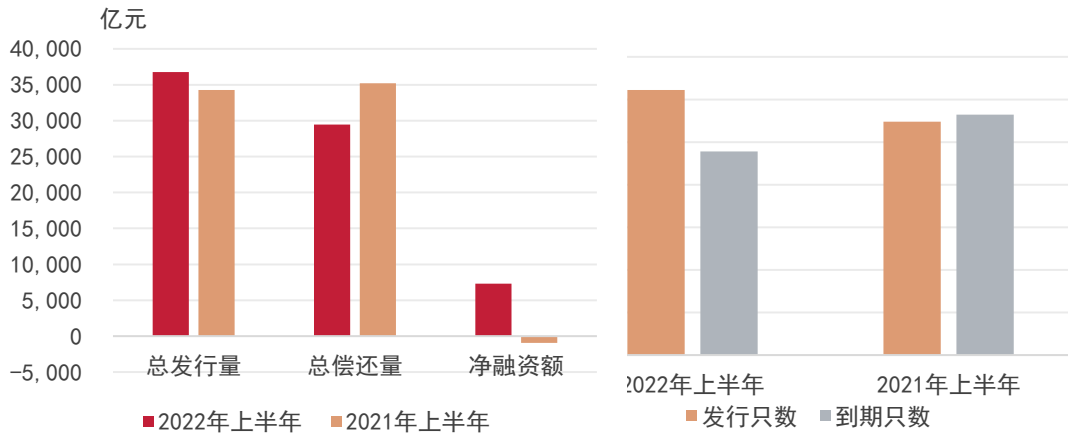
发行概况

整体来看，2022年上半年，产业债净融资额同比大幅增长，综合融资成本有所下降。

上半年，产业债发行3,111只，共募集资金36,755亿元，发行数量和规模同比略有提升，分别上升7.21%和13.50%，净融资额为7,303亿元；在疫情的持续冲击下，中国人民银行于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点；5月20日，中国人民银行宣布LPR再次下调：5年期LPR为4.45%，环比大幅下调15个基点。货币政策频繁出台，推动降低企业综合融资成本，致使上半年产业债平均发行利率同比下降4BP，为3.51%，产业债平均发行利率的降低有利于改善企业融资环境，增强企业经营能力。



图 1 2022 年上半年产业债发行情况

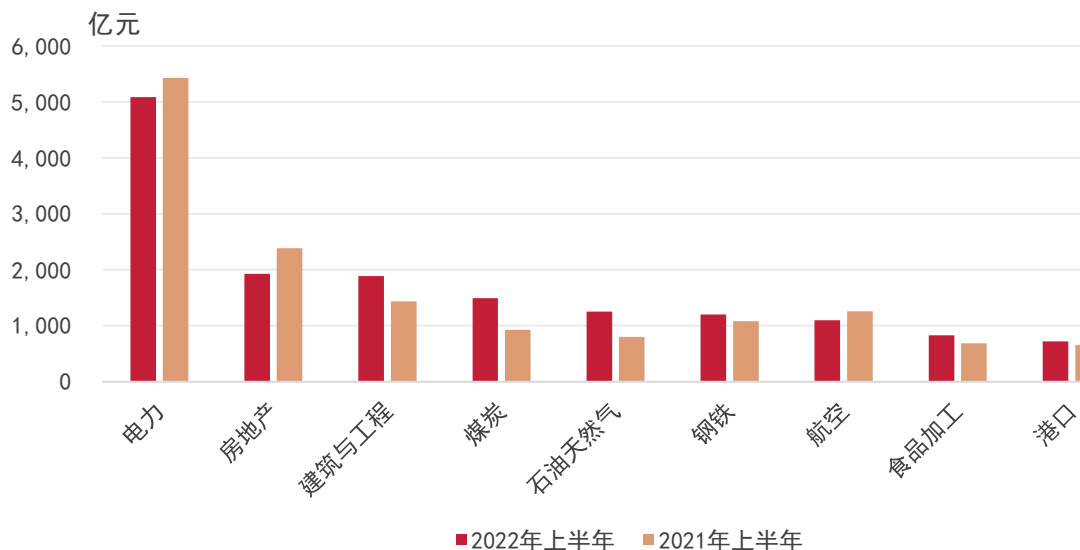


数据来源: Wind, 大公国际整理

从产业债发行的行业分布来看,上半年,前 10 大行业产业债发行规模同比略有增长;占产业债发行规模的比例同比下降 0.59 个百分点,集中度有所下降。

2022 年上半年,产业债发行规模前 10 大行业依次为电力、房地产、建筑与工程、煤炭、综合石油天然气、钢铁、航空、食品加工、港口和基础化工。前 10 大行业产业债发行规模为 16,145 亿元,同比增加 884 亿元;占产业债发行规模的比例为 43.92%,同比下降 0.59 个百分点,集中度有所下降。

图 2 2022 年上半年主要行业产业债发行情况



数据来源: Wind, 大公国际整理

其中,电力行业仍然保持着最高发行规模的地位;受 2021 年房地产行业信用风险事件集中爆发的影响,房地产行业的发行规模同比大幅下降,上半年表现

出行业债券融资净流出情况；随着“新基建”理念的落实，建筑与工程、钢铁、港口行业发行规模同比大幅增长；受 2021 年以来国际能源价格大幅提升的影响，我国今年加大了煤炭和石油天然气领域的投资，该领域债券融资规模同比大幅增长；受粮食和化工原材料上涨的影响，食品加工和基础化工企业融资需求增加，导致该领域发行规模同比略有增长。此外，公路与铁路、建筑机械行业的发行规模同比下降较大，上半年跌出了前 10 的位置，下半年随着基础设施建设的开展，预计该行业发行规模将有较大幅度的提升。

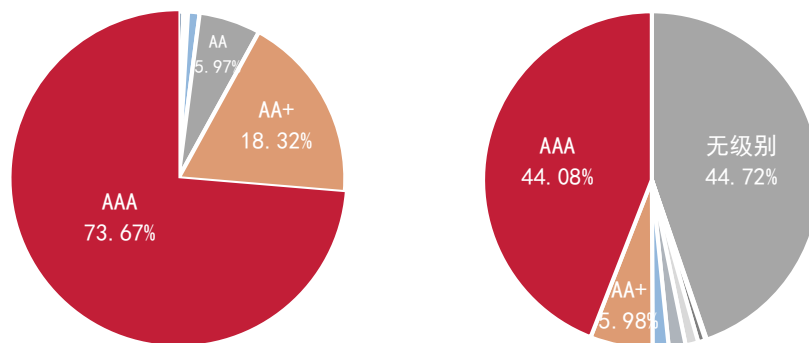
从产业债发行主体级别分布来看，产业债的发行仍主要集中在高信用级别的企业。

产业债的发行以 AAA 和 AA+ 级别的企业为主，其中，AAA 级别企业发行规模占比高达 73.66%，AA+ 级别企业发行规模占比为 18.32%，无主体级别的企业发行规模很小，占比为 0.48%。从上半年产业债发行的实际情况来看，虽然取消了强制评级，但因市场需求，发债企业还是选择委托评级机构对其主体信用进行级别评定。上半年，各主体级别企业发行规模同比保持稳定。

从产业债发行的债项级别分布来看，也主要集中在高信用等级的债项。

AAA 级别债项发行规模占比为 44.08%，同比下降 14.68 个百分点；AA+ 级别债项发行规模占比为 5.98%，同比下降 6.62 个百分点；无债项级别发行规模占比提升到 44.72%。综合来看，在高信用等级企业中，有较大比例采取使用主体级别发行债券的方式。

图 3 2022 年上半年产业债主体（左图）和债项（右图）级别发行情况



数据来源：Wind，大公国际整理

从企业性质方面来看，产业债发行主要集中在国有企业，地方国有企业净发行规模同比提升较大。

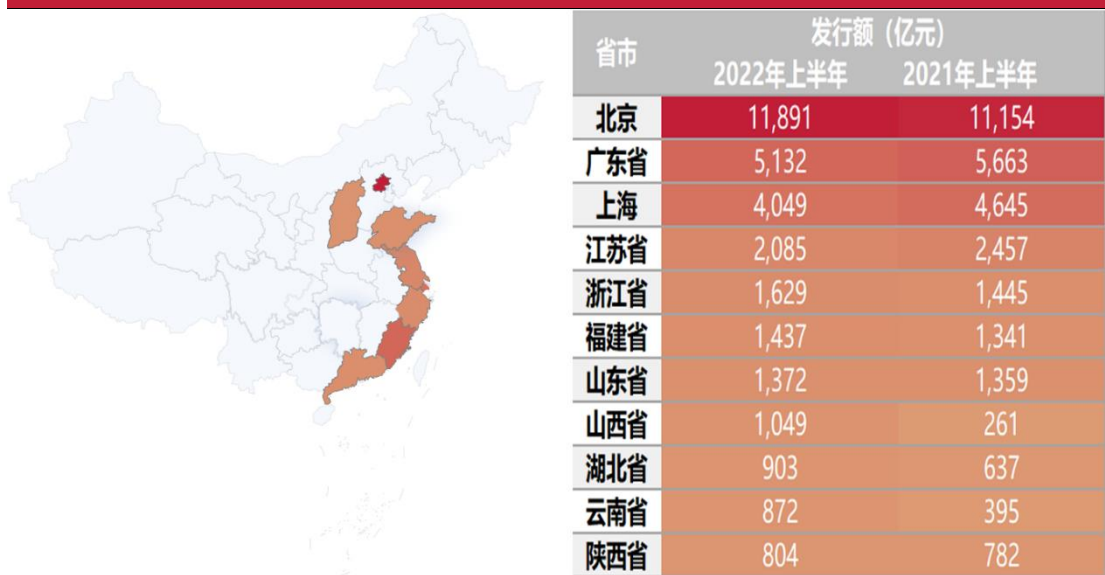
2022 年上半年，地方国有企业发行规模占比为 41.90%，同比提高 3.87 个百分点；中央国有企业发行规模占比为 47.13%，同比变化不大；受民营房地产企业信用风险集中爆发的影响，民营企业发行规模同比下降 2.12 个百分点。同期，

地方国有企业债券市场融资表现为净流入；中央国有企业净融资规模保持稳定；民营企业净融资表现为流出。上半年，证监会和银行间市场先后推出民营企业债券融资专项支持计划，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，为民营企业发债融资提供乐观预期信号。预计下半年，民营企业发行规模将有望回升。

从区域分布方面来看，产业债发行规模处于前列的省市仍主要集中在经济发达省市。

2022年上半年，产业债发行规模超千亿元的省市有8个，包括北京、广东、上海、江苏、浙江、福建、山东和山西。其中，北京继续发挥中央企业总部基地的优势，发行规模继续扩大，上半年发行规模高达11,891亿元，同比增长737亿元；新冠疫情影响下，广东、上海、江苏、浙江产业债净融资规模均表现为净流出，发行规模出现了约10%左右的下降，预计随着疫情的稳定，下半年上述省市发行规模将有所增长；受煤炭等原材料价格上涨的影响，山西省和云南省发行规模同比大幅提升，其中山西省上半年发行规模为1,049亿元，同比大幅增长788亿元；云南省上半年发行规模为872亿元，同比大幅增长477亿元。

图4 2022年上半年产业债发行区域分布情况



数据来源：Wind，大公国际整理

违约概况

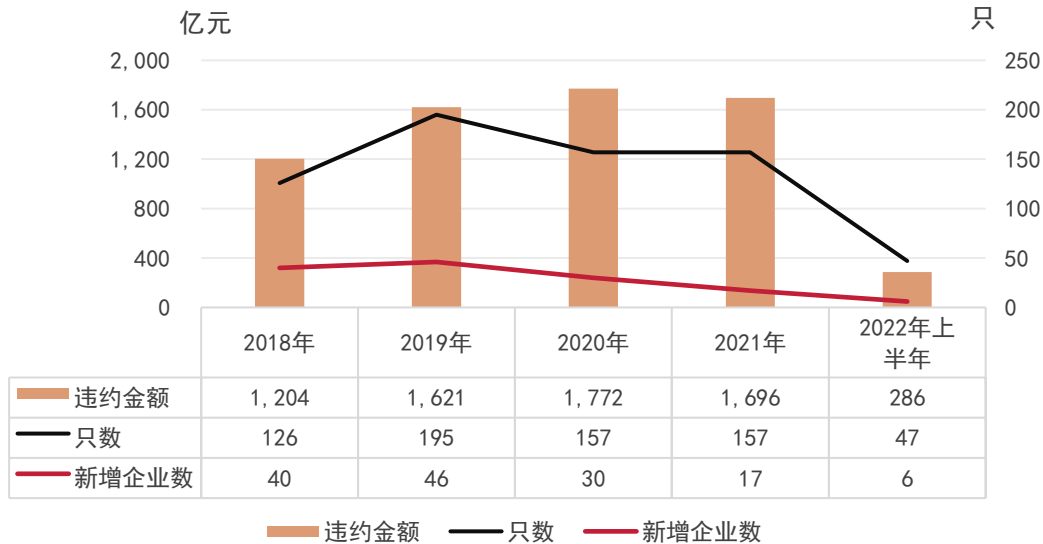
整体来看，新增违约企业的债券违约数量大幅下降，仍主要集中在民营企业。

首先回顾一下近5年来债券违约情况。产业债违约的集中爆发期是2018~2020年，每年新增违约企业家数达到30家以上；2021年新增违约企业家数为17家，同比大幅下降，但受前期违约企业债券陆续到期的影响，违约金额仍保持较



大规模。

图 5 近年来产业债违约情况概况



数据来源：Wind，大公国际整理

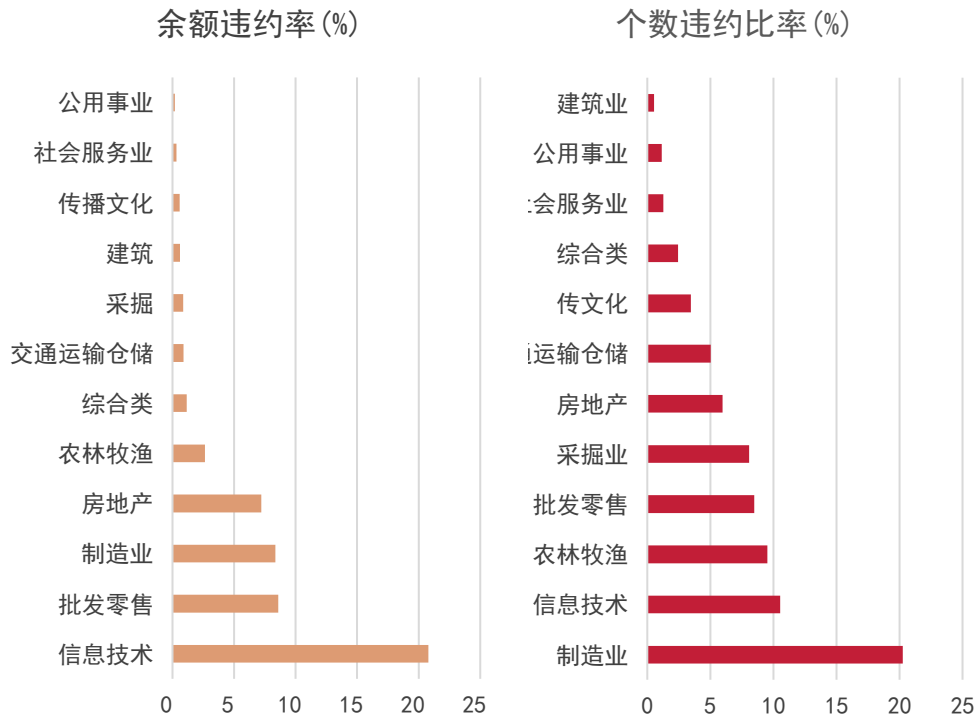
2022 年上半年，受宏观经济政策影响，我国经济长期向好的基本面没有改变，产业债违约情况明显好于预期。其中，首次违约企业的违约金额和违约债项只数同比大幅下降，分别为 286 亿元和 47 只；新增违约企业 6 家，以存续债券余额 15 亿元以下企业为主，债券余额违约率大幅下降。

从违约企业所在行业历史变迁的分析中可以得出，产业债违约风险已经大量出清，未来将向发债规模较低的低信用级别企业转移。

首先看一下存量违约债券情况。截至 2022 年 6 月末，产业债存量违约余额为 5,040 亿元，主要集中在制造业、房地产、批发零售、综合类企业、建筑、信息技术等行业领域。通过对我国债券市场历时 8 年的违约历史研究，大公从违约企业所在行业历史变迁的分析中可以得出，自 2014 年 3 月“11 超日债”违约开始，产业债违约经历了从制造业到批发零售业，再到信息技术和交通运输仓储行业，最后到房地产和建筑业的变换过程，目前产业债违约风险已经大量出清，大概率不会出现某个行业违约事件集中爆发的情况。但随着供给侧结构性改革的深化和复杂国际环境的影响，未来债券市场违约事件将向发债规模较低的低信用级别企业转移。



图 6 2022 年 6 月末违约产业债行业分布情况



数据来源: Wind, 大公国际整理

受违约风险逐步出清和宏观政策影响，边际违约率同比大幅下降。

2022 年上半年，受违约风险逐步出清和宏观政策影响，产业债首次违约企业仅有 6 家，违约金额为 286 亿元，产业债市场边际违约率同比大幅下降。其中，产业债首次违约企业所处行业分布情况为：房地产行业 3 家，电影娱乐行业 1 家，贵金属行业 1 家，制药行业 1 家。如果考虑同一实际控制人的情况，首次违约主体实质是 4 家，产业债信用情况明显好于预期。

信用风险展望

2022 年上半年，信用级别下调的企业主要集中在可转债企业和低信用级别的企业，因此下半年投资人应关注可转债和低级别企业信用风险；房地产和建筑业的信用风险仍较高。

2022 年以来，各家评级机构根据发债企业自身的经营状况、发展战略、公司治理、财务状况和外部支持等情况，结合我国产业政策和货币政策走向，对发债主体进行了跟踪评级。下面从信用级别和评级展望下调两个方面，来分析下半年信用风险变化的情况。

2022 年上半年，信用级别下调的企业共有 48 家，其中可转债企业为 24 家，因此下半年投资人在选择行权时机的时候，需要关注可转债的信用风险。在剩下



的 24 家级别下调的企业中，偿债能力很强（含 AA+、AA 和 AA-）的企业仅有 5 家，偿债能力较强（含 A+、A 和 A-）的企业有 5 家，其余 14 家企业信用级别都在 BBB 级别以下，信用风险较高。因此下半年应重点关注这 14 家低信用级别企业的违约风险，投资人须提前做好风险防范措施。

从级别下调企业所在行业的分布情况来看，涉及建筑、房地产、制药等 13 个行业。与 2021 年相比，违约企业较多的行业仍主要集中在建筑业和房地产业。因此下半年不仅要关注被降级企业的违约风险，同时仍要格外关注建筑和房地产行业中的其他发债企业。这些行业的企业可能会因资金流动性问题，或突发事件的影响，导致信用风险水平急剧提升。

通过对近年来违约企业的违约原因分析，我们发现企业发生信用风险主要是由于激进扩张转型，叠加杠杆高企，导致信用风险大幅提升。因此，一方面，要关注行业信用风险的变化；另一方面，要关注企业是否有长期进行“短债长投”，新进市场投资过大但投资回收期较长，传统业务营收业绩下滑严重，企业资金的流动性填补不上前期的大量消耗等现象。

2022 年上半年，仅信用展望进行下调的企业有 6 家。从级别和行业的分布情况来看，涉及建筑、房地产、贸易和通信设备 4 个行业，都是高信用级别的企业，信用风险都是初步显现。整体来看，与同期级别下调的信用风险特征相近，主要集中在建筑和房地产行业。

整体来看，信用级别下调的企业中，可转债企业较多，因此下半年投资人在选择行权时机的时候，需要关注可转债的信用风险；从级别下调企业所在行业的分布情况来看，涉及建筑、房地产、制药等 13 个行业，其中建筑和房地产行业中级别下调的企业家数较多；信用展望进行下调的企业较少，仅有 6 家，仍主要集中在建筑和房地产行业。

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。