



大公国际：上半年信用债供给减速 发行结构分化 预计下半年信用债供给有所回暖

债市研究团队 | 技术研究部(研究院) | 010-67413337 | research@dagongcredit.com

2022年07月10日

摘要：2022年上半年，信用债发行减速，发行数量、发行规模、偿还规模、净融资额较上年同期均小幅下降。从债券各品种发行情况来看，私募发行品种发行规模降幅明显。从信用债发行利率来看，今年以来，多数期限品种发行利率窄幅震荡，较上年同期下行。发行结构方面，上半年新发行信用债行业集中度微升但区域集中度显著下降，资质较好的中央国有企业和高信用等级主体信用债发行规模涨幅明显。展望下半年，信用债发行利率面临一定上行压力，发行情况或较上半年有所回暖，预计全年信用债实现净融资规模与上年基本持平。

2022年上半年，信用债发行减速，发行数量、发行规模、偿还规模、净融资额较上年同期均小幅下降。

从数据看，2022年1-6月，信用债发行9,254只¹，发行规模90,979.32亿元，同比分别小幅下降6.34%和3.30%。上一次信用债发行数量和规模半年度同比下降的情况发生在2017年，之后2018-2020年，信用债发行数量和规模半年度和年度同比增速连续三年均在20%以上，信用债市场实现快速扩容。2021年政策重点推动调结构、降杠杆，房地产行业信用债净融资持续净流出，为防范化解地方政府隐性债务风险，城投债发行审核政策收紧，全年信用债发行数量和规模虽小幅上涨，但净融资额同比大幅下降48.00%。2022年监管部门继续强调严禁新增隐性债务，巩固上年降杠杆成果，同时积极服务稳定宏观经济大局，支持地方政府债早发早用，上半年信用债融资在稳经济与防风险之间寻求平衡，供给量小幅收缩。今年1-6月，信用债总偿还量同比小幅下降3.00%至71,120.18亿元，实现净融资19,859.15亿元，同比下降4.33%，降幅较上年同期大幅收窄。一方面供给收缩，受信用风险事件扰动，优质信用债不凸显，另一方面，疫情反复，宽信用未落地，市场资金面持续宽松，机构配置需求增加，信用债市场出现结构性资产荒，尤其是高性价比城投债受投资者抢购。今年上半年各月信用债投标倍数均高于上年同期，整体投标倍数达到1.22倍，较上年平均水平提高0.13倍。

从债券各品种发行情况来看，私募发行品种发行规模降幅明显。交易商协会主管的中期票据和短期融资券发行数量和规模同比增速仍保持较高水平，但定向工具发行数量和规模同比小幅下降。国家发展改革委主管的企业债依然保持“小

¹ 数据来源于Wind，以发行起始日划定，数据提取日期为2022年7月7日。

而稳”的风格，发行主体以 AA+和 AA 级为主，企业债发行只数同比显著上涨，但发行规模与上年同期相比变化不大。沪深交易所不断规范公司债发行审核规则体系，对城投债审批延续去年下半年收紧风格，公司债发行规模同比微降，私募债发行规模和净融资额下降至 2019 年下半年以来新低。去年以来，政府对互联网平台企业和资本无序扩张加强监管，证监会对互联网消费金融资产证券化(ABS)业务进行严监管，证监会主管 ABS、银保监会主管 ABS 发行规模明显回落。6 月份，证监会主管 ABS、银保监会主管 ABS 发行情况出现回暖迹象，证监会主管 ABS 发行数量和规模同比依然下降，但降幅未扩大，净融资额一改前五个月净流出状态，实现净流入 36.58 亿元。银保监会主管 ABS 发行数量与规模同比增速则由负转正，净融资额虽依然为负，但净流出规模较前几个月有所减少。商业银行加强对绿色低碳、乡村振兴、创新创业、中小微企业等方面的定向支持，同时促进稳健经营，做好风险管理，商业银行债、商业银行次级债发行规模同比涨幅较大。

表 1 2022 年 1-6 月信用债发行情况

债券类型	发行只数(只)	发行额(亿元)	只数同比(%)	规模同比(%)	只数占比(%)	规模占比(%)	只数占比变化(%)	规模占比变化(%)
超短期融资债券	2,345	23,210.69	0.34	-4.68	25.34	25.51	1.69	-0.37
一般中期票据	1,426	14,094.33	25.31	24.59	15.41	15.49	3.89	3.47
一般公司债	716	7,757.47	10.32	-0.68	7.74	8.53	1.17	0.22
私募债	1,018	7,388.87	-20.78	-16.64	11.00	8.12	-2.01	-1.30
商业银行债	73	6,056.57	43.14	46.12	0.79	6.66	0.27	2.25
商业银行次级债券	57	5,371.50	-14.93	27.86	0.62	5.90	-0.06	1.44
证监会主管 ABS	1,365	4,983.46	-27.89	-31.84	14.75	5.48	-4.41	-2.29
定向工具	642	4,107.68	-3.75	-6.01	6.94	4.51	0.19	-0.13
证券公司债	164	3,374.65	-10.38	-25.63	1.77	3.71	-0.08	-1.11
一般短期融资券	301	2,917.92	17.58	41.34	3.25	3.21	0.66	1.01
交易商协会 ABN	498	2,748.50	-17.96	7.28	5.38	3.02	-0.76	0.30
一般企业债	280	2,166.77	21.74	-1.00	3.03	2.38	0.70	0.06
证券公司短期融资券	100	1,804.00	-8.26	-31.17	1.08	1.98	-0.02	-0.80
银保监会主管 ABS	166	1,800.83	-36.40	-57.71	1.79	1.98	-0.85	-2.55
可转债	59	1,175.36	-9.23	-22.17	0.64	1.29	-0.02	-0.31
政府支持机构债	10	1,000.00	42.86	100.00	0.11	1.10	0.04	0.57
其它金融机构债	10	427.00	-75.61	-48.49	0.11	0.47	-0.31	-0.41
可交换债	12	267.23	0.00	24.90	0.13	0.29	0.01	0.07
保险公司债	9	211.50	-18.18	-29.50	0.10	0.23	-0.01	-0.09
国际机构债	3	115.00	0.00	43.75	0.03	0.13	0.00	0.04
合计	9,254	90,979.32	-6.34	-3.30	100.00	100.00	0.00	0.00

数据来源: wind, 大公国际整理

信用债发行利率方面，今年以来，多数期限品种发行利率处于低位窄幅震荡，较上年同期下行幅度较大。今年以来，央行呵护资金面持续偏宽松，债券市场利率低位震荡。2022年1-6月，1年期AAA、AA+和AA级公司信用类债券平均发行利率分别为3.17%、3.71%和4.26%，较上年平均发行利率分别下行19.85BP、49.78BP、41.63BP。3年期AAA、AA+和AA级公司信用类债券平均发行利率分别为3.33%、4.03%和4.72%，较上年平均发行利率分别下行37.96BP、45.25BP、55.13BP。

发行结构方面，上半年新发行信用债行业集中度微升但区域集中度显著下降，资质较好的中央国有企业和高信用等级主体信用债发行规模涨幅明显。

具体来看，行业²方面，综合、商业贸易、化工、采掘、钢铁、有色金属行业信用债发行情况较好，发行数量和规模同比显著上涨，但非银金融、建筑装饰、交通运输、房地产、机械设备、医药生物等行业发行数量和规模下降显著。非银金融行业前五个月净融资额持续净流出，6月实现净流入291.18亿元。房地产行业信用债融资情况持续回暖，自2月开始连续五个月净融资处于净流入状态，央企房地产企业成为发债主力，信用债净融资额较上年同期增加668.26亿元至743.49亿元，排名首位；地方国有房地产企业净融资额同比下降30.68%至293.78亿元，排名第二；公众企业房地产企业上半年实现小幅净流入6.01亿元，排名第三；其后是民营房地产企业，今年以来净融资额连续六个月均为负值，上半年共净流出398.07亿元，融资情况未明显改善。

区域分布方面，东部经济发达地区试点化解隐性债务，信用债发行规模占比、同比均显著下降，中部地区信用债发行情况相对较好。北京、广东、上海、江苏、浙江发行规模排名前五，合计占比63.52%，较上年同期下降4.81个百分点。发债活跃地区中，除北京地区信用债发债规模同比微升1.33%，占比提升1.17个百分点之外，广东、江苏、浙江发债规模占比和同比均下降显著。尤其是广东成为首个无隐性债务的省份，这意味着一方面需遏制隐性债务增量，另一方面需积极稳妥化解存量。上半年，广东信用债发行数量和规模同比分别下降25.29%和24.59%，占比下降2.99个百分点；6月广东信用债净融资额由正转负，上半年仅实现净融资1,076.30亿元，占上年全年净融资额的16.02%，排名从上年同期的第二位下滑至第八位。北京也官宣推动全域无隐性债务试点，上半年信用债净融资额依然排名首位，但规模是去年全年的45.26%；上海、江苏、浙江今年上半年信用债净融资额也仅达到其上年全年的37.79%、23.89%和38.95%。相对而言，福建、湖北、安徽、陕西、山西、河南、云南、四川等地信用债发行规模呈现同比增长状态。

² 采用申万行业一级。

企业性质方面，中央国有企业信用债发行规模同比显著上涨，地方国有企业发行规模微降；而民营企业和公众企业信用债发行规模同比均显著下降。2022年1-6月，地方国有企业信用债发行规模排名依旧遥遥领先，但同比微降；中央国有企业发行数量和规模同比上涨3.16%和4.18%，占比则提升1.72和2.41个百分点；民营企业、公众企业信用债发行数量、规模同比下降20%左右，占比也明显下降。从净融资来看，除了5月进出规模基本平衡外，民营企业其他月份净融资额连续处于负值区间，其中6月净流出规模扩大至271.15亿元。从发行主体数量来看，上半年共有信用债发行主体2802家，较上年同期减少182家，其中，中央国有企业增加31家，地方国有企业、民营企业均减少33家，公众企业减少13家。针对民营企业发债融资难问题，今年上半年，监管部门连续释放支持民营企业债券融资的政策信号，交易商协会免收2022年民企发行人会员会费，证监会免除民企债券交易费用。证监会推出系列政策措施，拓宽民营企业债券融资渠道，交易所落地民营企业债券融资支持工具，同时交易商协会推出“中债民企债券融资支持工具”。随着各项加强民企债券融资服务工作举措落地，示范效应加强，预计民企融资环境将有所改善。

主体评级分布方面，信用债融资向高信用等级主体进一步偏移。AAA级主体发行信用债只数和规模占比分别达到48.92%和71.47%，较上年同期提升2.82和2.01个百分点。同比看，AAA级主体发行信用债只数与规模也是同比上涨，涨幅分别达到8.17%和5.15%，高于AA+级主体发行只数和规模同比上涨3.65%和0.85%的涨幅；AA级主体发行信用债数量和规模同比显著下降13.20%和14.68%。从净融资来看，AAA级主体上半年实现净融资16,780.26亿元，较上年同期增加5,500.49亿元，同比上涨48.76%；AA+级主体信用债净融资额为5,547.08亿元，同比上涨8.06%；AA级主体信用净债融资额为1,930.53亿元，同比下降43.17%；其他级别主体信用债净融资额较少，但同比均显著下降。

展望下半年，信用债发行利率面临一定上行压力，发行规模或较上半年有所回暖，预计全年实现净融资规模与上年基本持平。

下半年，经济发展面临环境复杂而且不确定性增强，主要发达经济体加息周期下，输入性通胀压力增大，国内疫情防控形势向好但面临反弹可能，货币政策或在内外矛盾中寻求量价平衡，总体来看，市场利率面临上行压力，但上行空间不大。从偿还量来看，一般下半年信用债偿还量高于上半年。根据数据测算，今年下半年信用债偿还量或超8万亿，依然处于历史高位，为满足债务滚续需求，预计信用债发行规模较上半年明显增加。但是，城投债发行情况受监管政策影响依然较大，在严禁新增隐性债务的政策要求下，下半年城投债供给或难以大幅上涨，但为防范化解隐性债务风险，城投债发行审核可能根据宽信用落地情况和债

务风险管理情况边际调整。上半年，监管部门不断优化债券发行审核规则体系，提出进一步加大对产业企业及民营企业债券融资支持，支持平台企业创新发展，产业债融资回暖也有助于产业转型升级、助力稳定经济，预计下半年在经济企稳回升的形势下，产业债发行情况将有所改善。从具体行业来看，采掘、化工、钢铁等顺周期行业融资情况估计依然表现较好，随着经济企稳回升，建筑装饰、交通运输、食品饮料、休闲服务等行业信用债发行规模或呈现转好态势。地产行业信用风险仍然持续暴露，展期债券风险积聚，偿债压力较大，在政策精准支持下，下半年房地产企业债券融资情况或有所改善，但流动性紧张情况较难显著缓解。从区域来看，东部经济发达地区信用债发行规模将有所恢复，但全年发行量预计整体小幅下降，中西部地区信用债发行情况或继续保持较好态势。企业性质方面，随着信用债融资便利性和规范性进一步提升，中央国有企业信用债发行规模预计继续维持上涨状态，但涨幅或有所回落，地方国有企业和民营企业信用债发行情况有望改善。

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。