



大公国际：产业债净融资由正转负，政策引导债市新变化

债市研究团队|技术研究部(研究院)|010-67413339 | hetong@dagongcredit.com 2022年8月15日

摘要：产业债发行量下降遇偿还高峰，净融资额环比同比均由正转负。民营企业信用增进工具未达预期，净融资净流出规模环比同比均走扩，但政策持续释放积极信号。货币政策以及基本面保持宽松，产业债发行利率和利差环比同比均下行。产业政策重点关注汽车、制造、基础设施、交通运输、文旅、房地产业，涵盖包括边境地区在内的全区域，战略方向关注新型城镇化、农业农村、民营企业，券种涉及多个新型主题债券。预计8月产业债偿还压力略降，净流出或将收窄；发行利率和利差将低位震荡；政策引导产业债发行在行业、区域、结构、券种上将呈现新变化。

一、产业债发行量下降遇偿还高峰，净融资额环比同比均由正转负；发行利率和利差环比下行

产业债遇偿还高峰，净融资额环比同比均由正转负，存量规模呈收缩趋势。2022年7月，产业债发行780只，共募集资金7,652.24亿元，发行数量和规模环比分别下降24.78%和8.29%，同比分别下降24.78%和18.50%。7月产业债偿还规模为9,361.03亿元，为今年以来单月极值，环比增长13.76%，同比增长9.91%，偿还压力有所增长。产业债发行量呈现出下降趋势显示出发行人滚续需求不高。7月产业债净融资额为净流出1,708.80亿元，环比同比均由正转负。本年度1月和2月产业债净融资额均在1千亿元以上，且连续4个月为净流入，影响存量规模呈扩张形势。5月净融资额为负，6月虽为正但仅为100亿元左右，本月再次进入负值区间，产业债存量规模由年初的扩张转为收缩。

行业方面，交通运输、农林牧渔行业发行规模环比增幅较大，大部分行业偿还压力环比增加，发行规模前十位行业有八个行业净融资额为负，且均在100亿元以上，公用事业等行业净流出环比走扩。2022年7月产业债发行规模前五大行业依次为非银金融、公用事业、交通运输、综合、建筑装饰行业。前五大行业产业债发行规模合计占比61.48%，环比下降11.06个百分点，同比下降4.43个百分点，集中度有所下降。与去年同期相比，交通运输行业发行规模超过综合行业。本月交通运输部部委会议提出建设包括新能源设施在内的交通公路基础设施建设，以及文旅部发布文旅行业恢复发展相关政策，叠加交通运输行业偿还压力有所增长，交通运输行业产业债发行规模环比同比均增长明显。本月发改委发布

十四五新型城镇化相关政策和农业农村部发布农业农村基础设施建设相关政策影响下，农林牧渔行业发行规模增长明显，建筑装饰行业发行规模小幅增长。发行规模前五大行业中，非银金融、建筑装饰行业偿还压力环比下降，交通运输行业偿还压力上升幅度较大。净融资方面，由于大部分行业偿还压力环比有所增加，净融资额为负的行业较为正的行业多4个。非银金融、综合、房地产、商业贸易行业净融资额环比由正转负。公用事业、采掘、钢铁行业净流出规模环比走扩。交通运输、有色金属行业净流出规模环比收窄。仅建筑装饰、食品饮料行业净融资额在100亿元以上。

主体评级方面，AAA级产业债发行规模环比增长，其他级别发行规模环比基本均下降，无评级规模占比环比同比均有较明显下降。从占比情况看，2022年7月AAA级产业债发行规模占比在75%左右，占比环比和同比均有较明显增长。AA+和AA级发行规模占比环比和同比均有所增长，分别增长至7%和2%以上。无评级发行规模占比环比和同比均有所下降，下降至不到15%，降幅较明显。其他级别占比均在1%以下。AAA和A+级发行规模环比增长，其他级别环比均下降。AA及以下级别发行规模同比均增长，其他级别均下降。

企业性质方面，除公众企业产业债发行规模环比增长、偿还规模环比下降、净融资额为正以外，其他类型企业发行规模环比均下降、偿还规模均上升、净融资额均为负；民营企业信用增进工具未达预期，净融资净流出环比同比均走扩，但政策持续释放积极信号。2022年7月，除公众企业产业债发行规模环比同比均增长外，其他类型企业均下降。中央国有企业发行规模占比维持在45%左右，民营企业占比环比同比均下降，降至不到8%。除公众企业偿还压力环比减小外，其他类型企业均增大。民营企业偿还规模环比同比变动幅度均最小。仅公众企业为净流入，其他类型企业均为净流出，且净流出规模均在300亿元以上。中央国有企业、民营企业净流出额环比走扩。本月证监会等3部门发布债券市场支持民营企业相关政策，提出减免民营企业债券融资交易费用、支持高新技术和战略性新兴产业领域民营企业债券融资、鼓励金融机构加大民营企业债券投资、增进民营企业债券投融资共识信任；建立和完善民营企业债券融资信用信息采集、记录、共享机制；强化民营企业债券发行端及存续期全流程信息披露；加强对民营企业债券融资的政策引导、市场组织、项目推介、服务支持。政策旨在助力稳住经济大盘，推动债券市场更好支持民营企业改革创新、转型升级、健康发展。

区域方面，内蒙古等少数省市产业债发行规模环比增长同时净融资额为正，发行规模前五大省市均为净流出，北京等4省市净流出额超百亿。2022年7月产业债发行规模前五大省市依次是北京、广东、上海、江苏、浙江。上述省市发行规模合计占比为70.77%，环比上升2.21个百分点，同比下降2.86个百分点。

前五大省市中仅广东发行规模环比增长。大部分省市偿还压力较上月有所增大，前五大省市、湖南、西藏、吉林、新疆偿还压力增幅较大。31省市中产业债净融资净流出的省市为23个，北京等8个省市净流出额环比走扩，福建等14个省市环比由正转负。近期房地产“断贷潮”、美国对中国产业链的压制、地缘冲突带来原材料上涨等因素对产业债发行产生一定影响，下半年经济发展向好预期并未在本月产业债中体现。

券种方面，短期融资券发行规模环比增幅较大，占比有所提升；资产支持证券等五个券种发行规模环比下降。2022年7月，短期融资券、中期票据、定向工具、政府支持机构债、可交换债发行规模环比增长，其他券种均下降。中期票据、政府支持机构债、定向工具、可交换债发行规模同比增长，其他券种均下降。短期融资券发行规模占比环比同比均有较明显增长，增至40%以上。

发行利率方面，产业债平均发行利率环比下行，发行利率2%以下数量占比环比增长，其他利率区间占比均下降。2022年7月中共中央政治局会议提出财政货币政策要有效弥补社会需求不足，货币政策要保持流动性合理充裕。本月产业债平均发行利率为2.84%，环比下行36.63BP，同比下行86.48BP，下行幅度较大。发行利率下行一方面与AAA级发行量占比提升相印证，另一方面也显示出产业债融资需求有所减弱。具体来看，7月产业债发行利率集中于2%到3%之间，发行数量占比30.57%，环比下降8.00个百分点；其次占比较高的是3%到4%之间，发行数量占比27.68%，环比下降3.45个百分点；发行利率小于等于2%的占比8.29%，环比增长12.09个百分点，增幅较大；而发行利率大于5%的占比7.14%；发行利率在2%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AA级下行幅度较大，超过平均下行幅度。区域方面，辽宁发行利率在各省份中最高，同比上行；其次是甘肃，环比同比均上行。新疆等6省份发行利率环比上行，湖北等4省份同比上行，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同比均下行，其中民营企业下行幅度较大。

利差方面，产业债平均利差环比同比均下行，政策影响下民营企业利差同比收窄幅度最大，产业债期限短端收窄长端走扩基本延续上半年趋势。7月产业债平均利差为56.88BP，环比下行6.09BP，同比下行10.75BP。各级别产业债利差同比均下行，其中AA级下行幅度最大。农林牧渔行业利差在200BP以上，在各行中最高，其他行业均在100BP以下，其中国防军工行业利差最低。各行业利差环比均下行。除农林牧渔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、天津、新疆、云南；甘肃利差同比上行，其他省份均下行，其中青海下行幅度最大。

产业债有效投标倍数环比持平，AAA 级环比上行。7 月下半年经济恢复尚需时日，市场避险情绪依旧，AAA 级产业债有效投标倍数上行，而 AA+级和 AA 级有效投标倍数下行，显示出投资者出现更加愿意配置高等级产业债。区域方面，重庆产业债平均有效投标倍数环比增幅最大，河北环比增幅较大使其超过湖南等省份排名首位。

产业债新券种发行规模环比同比均有较明显增长；多项政策与新券种相关，使多数新券种发行规模环比增长。7 月在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同比增幅分别超过 30%和 70%，新券种在产业债中的重要性进一步加强。具体来看，环比方面，绿色债券、乡村振兴债券、革命老区债、科技创新公司债券、创新创业公司债券、可持续挂钩债、短期公司债券、科创票据、一带一路债发行规模均增长。同比方面，除碳中和债等少数品种，其他券种发行规模均增长。本月交易商协会推出“常发行计划”、发改委发布新型城镇化建设相关政策、上交所开展组合型信用保护合约业务试点、发改委提出债券市场支持民营企业，上述政策对新券种发行量增长均起到积极作用。

二、本月产业政策重点关注汽车、制造、基础设施、交通运输、文旅、房地产业，涵盖包括边境地区在内的全区域，战略方向关注新型城镇化、农业农村、民营企业

7 月 5 日，国家发改委发布《关于做好盘活存量资产扩大有效投资有关工作的通知》，提出对具备相关条件的基础设施存量项目，可采取基础设施领域不动产投资信托基金（以下简称基础设施 REITs）、政府和社会资本合作（PPP）等方式盘活；可通过产权规范交易、并购重组、不良资产收购处置、混合所有制改革、市场化债转股等方式盘活存量资产，加强存量资产优化整合。旨在推动盘活存量资产、扩大有效投资。7 日，商务部等 17 部门发布《关于搞活汽车流通 扩大汽车消费若干措施的通知》，提出支持新能源汽车购买使用；加快活跃二手车市场；促进汽车更新消费；推动汽车平行进口持续健康发展；优化汽车使用环境；丰富汽车金融服务。12 日，国家发改委发布《“十四五”新型城镇化实施方案》，旨在坚持走以人为本、四化同步、优化布局、生态文明、文化传承的中国特色新型城镇化道路，明确“十四五”时期深入推进以人为核心的新型城镇化战略的目标任务和政策举措。此政策涉及区域包括京津冀、长三角、珠三角、粤港澳、成渝地区、边境地区等，基本涵盖包括战略性新兴产业在内的所有产业。同日，银保监会发布《关于进一步推动金融服务制造业高质量发展的通知》，提出优化制造业外贸金融服务；积极稳妥发展供应链金融服务；促进制造业向高端化、数字化、

智能化转型；精准有效开展民营企业金融服务；增强金融创新的科技支撑。15日，农业农村部等4部委发布《关于推进政策性开发性金融支持农业农村基础设施建设的通知》，旨在加强农业农村基础设施建设融资保障和金融服务。19日，交通运输部部委会提出加快构建新疆综合立体交通运输体系；全面构建现代化工程建设质量管理体系；加快推进公路沿线充电基础设施建设，构建完善的公路沿线充电基础设施网络。25日，文旅部发布《关于金融支持文化和旅游行业恢复发展的通知》，提出进一步拓宽文化和旅游企业的融资渠道，加大对符合条件的文化和旅游企业发行债券的支持力度，旨在发挥金融管理部门、文化和旅游行政部门、金融机构各方合力，促进文化和旅游行业恢复发展。27日，证监会等3部门发布《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》，旨在助力稳住经济大盘，推动债券市场更好支持民营企业改革创新、转型升级、健康发展。28日，中共中央政治局会议首提保交楼，同时要求稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，旨在稳定房地产市场。本月产业政策的特点一是指定特定行业，目的是振消费、复发展、稳楼市；二是覆盖区域面积进一步扩大；三是结构调整进一步深化。产业政策释放信号，引导作用或将逐步带来债市新变化。

展望后市，8月产业债偿还压力略降，净融资净流出规模或将收窄；发行利率和利差将低位震荡；政策引导产业债发行在行业、区域、结构、券种上将呈现新变化。

从目前数据来预测，8月产业债偿还规模将略低于7月，暑假出行需求增长或将造成疫情局部反弹趋势，以及经济形势向好程度未及预期，预计产业债发行规模增长空间不大，但净流出或将收窄。8月上海、辽宁、贵州、河南、吉林偿还压力将有所减轻，陕西、天津、河北、湖北、广西偿还规模将上升，滚续需求或将带来上述地区发行增长。8月预计资金面仍将维持宽松状态，流动性溢价作用下产业债发行利率和利差将低位震荡。辽宁、甘肃产业债平均发行利率预期存在下行空间，吉林、西藏存在上行空间，黑龙江仍将维持较高利率水平。在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。

从7月出台政策的关注点来看，8月产业债从行业、区域、结构、券种上将呈现新变化。行业方面，预计8月汽车产业将有实效修复。制造业得到金融市场持续支持，在创新转型过程中对包括新券种在内的产业债具有需求，在优化制造业外贸金融服务的政策指引下，预期产业债需求将拓展到外贸领域。交通运输等基础设施建设领域将有增量空间。疫情冲击并反弹得到控制后，文旅产业接受债

券市场服务有利于快速恢复发展。资质较差地产企业将逐步出清，房地产业债券融资将取决于政府信用背书等信用增进方式下行业整体的信用修复程度。区域方面，在政策提及较发达地区同时，边境地区、新疆列入重点发展规划，充分显示出我国已进入区域经济以发达地区带动欠发达地区的融合发展实践阶段。6月世界首条环沙漠铁路在新疆开通，疫情得到控制以及暑假因素，新疆旅游产业快速恢复，呈现蓬勃发展趋势。政府及时抓住时机，对新疆交通运输行业进行详细战略部署，预计包括新疆在内的丝绸之路沿线区域债券融资需求将增长。经济发展结构方面，交通运输等基础设施建设将更加渗透至城镇农村，预计城镇农村债券资金需求或将增大，进入增量阶段，募集资金用途有更加精准投向新型城镇化和三农领域倾向。债券市场将更好支持民营企业改革发展，民营企业将在担保增信、减免费用、加强信披、路演推介、交流共识、技术创新等方面得到改革与支持，民营企业债券融资将获得市场更多主体的呵护，或将带来融资向好局面。券种方面，多项政策提及的高频词与新能源、新型城镇化、科技创新、乡村振兴、疫情防控、民营企业增信等新主题券种一致，新券种将进一步提升发行规模。另外资产支持证券作为盘活存量资产、扩大有效投资的有效手段，政策推动同时考虑审批门槛，市场需求或将增长。

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。