

三季度产业债净融资大幅转正，受永煤违约影响较大区域和行业净融资改善

——2021 年三季度信用债发行情况回顾

分析师 于丽峰 冯琳

2021. 10. 08

主要观点：

- 从总量上看，三季度信用债融资情况整体平稳，发行量创历史新高，净融资较二季度有所提升。发行利率延续下行，平均发行期限继续拉长。三季度城投债净融资较二季度小幅下滑，产业债净融资大幅增加，自 2020 年三季度以来首度转正。一方面，严控地方政府隐性债务背景下，前三季度城投债净融资同比下降但规模不大，整体滚续情况尚可；另一方面，受永煤违约及地产融资收紧等因素影响，前三季度产业债净融资远不及去年同期，但随着过剩产能等行业发行人基本面改善、相关省份召开“恳谈会”表态维护区域信用环境，产业债需求逐渐回暖，融资缺口逐季减少，至三季度已实现回正。
- 三季度债券市场资金面平稳、利率债收益率下行，叠加“资产荒”推动，信用债发行利率下行幅度高于利率债，且已降至历史较低水平；当季信用债发行期限较二季度继续缩短，取消发行规模大幅下降。展望四季度，利率低位波动、资管新规过渡期即将结束背景下，预计信用债发行将保持供需两旺格局。
- 三季度各等级信用债发行量均处历史高位，AA 级发行占比有所下降，低评级城投债滚续情况尚可，但主要靠私募品种获得增量；城投债发行和净融资规模占比均较二季度下降，但中低评级信用债净融资主要靠城投债支撑；地方产业类国企市场情绪从高等级开始回暖，净融资在连续四个季度为负后大幅回正；民营企业债券发行占比进一步下滑至不足全市场的 2%，净融资连续 6 个季度录得负值，且三季度净融资缺口较二季度进一步扩大。
- 分省份看，三季度信用债融资延续向好，净融资为负的省份较上半年减少，多数省份净融资情况较上半年有所改善，排名靠前的省份仍集中于长三角、珠三角、川渝经济带等地区，前期融资缺口较大的云南、河南、山西、天津等地区净融资转正。城投债方面，三季度多数省份城投债融资环境进一步改善，净融资最多的省份为江浙两省，规模均超 1000 亿元，且两省 AA 级平台净融资规模占到所有省份 AA 级平台净融资总和的 53%；净融资为负的省份集中在东北和西部地区，但净融资缺口均较上半年显著收窄。不过，黑龙江、内蒙古、辽宁等地区平台债券发行量仍极少，显示上述地区城投融资环境仍然紧张。产业债方面，三季度产业债融资大幅改善，净融资为负的省份减少，此前受到永煤违约影响的河南、山西、河北等地区产业类地方国企融资情况改善，其中山西省改善最为明显，该省产业类地方国企债券净融资大幅转正。

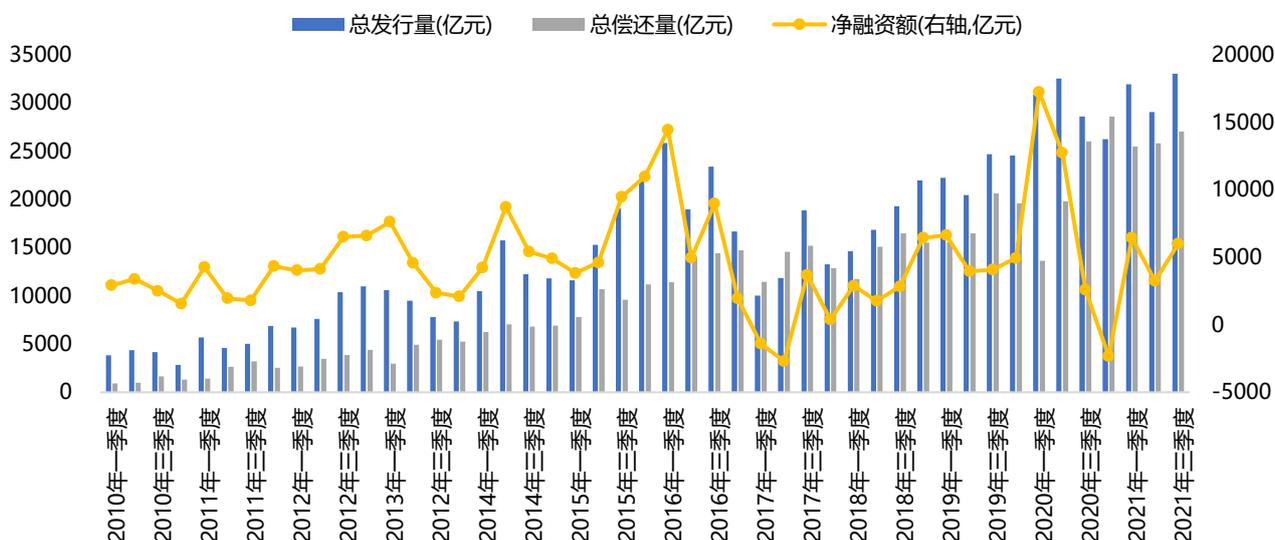
分行业看，三季度建筑装饰、综合、交通运输、公用事业、化工等行业净融资情况较好，房地产、商业贸易、采掘、食品饮料、电子等行业债券融资净流出情况较为明显。三季度房地产行业债券市场资金净流出规模仍在所有行业中居于首位，融资缺口与上半年两季之和相近，房地产净融资为负的现象从中低等级扩散到高等级，当季 AAA 级房企净融资缺口最大。三季度钢铁、采掘行业融资情况改善明显，行业内 AAA 级主体净融资缺口较上半年大幅收窄。

报告正文：

一、总量角度看，2021 年信用债融资情况整体平稳，三季度信用债发行量创历史新高，净融资较二季度有所提升；发行利率延续下行，平均发行期限继续拉长。

今年以来，信用债融资从去年永煤违约冲击中逐步修复，前三季度共发行信用债 9.40 万亿元，较去年同期增长 2047 亿元，由于偿还量大幅增加，今年前三季度信用债净融资额 1.57 万亿元，较去年同期减少 1.68 万亿元。其中三季度信用债发行量达到 3.30 万亿元，创历史新高，净融资额 5983 亿元，较二季度增加 2731 亿元，较去年同期增加 3402 亿元。

图表 1 三季度信用债发行量创历史新高，净融资额较二季度大幅增加



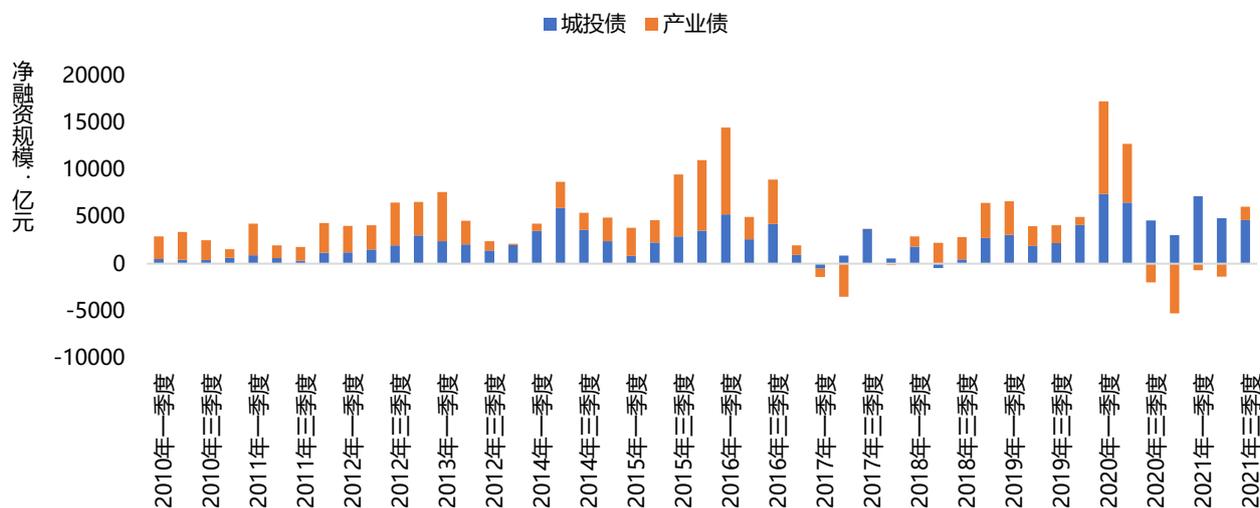
数据来源：Wind，东方金诚

注：发行数据按照发行起始日统计，统计口径包含企业债、中票、短期融资券、公司债和定向工具；统计时间 2021 年 9 月 29 日，下同

其中，城投债净融资额 4624 亿元，较二季度减少 216 亿元，较去年同期增加 39 亿元；产业债净融资额 1431 亿元，自 2020 年三季度以来首度转正。前三季度城投债净融资额共 1.66 万亿元，较去年同期减少 1832 亿元；产业债净融资额-635 亿元，较去年同期减少 1.48 万亿元。一方面，严控地方政府隐性债务背景下，今年前三季度城投债净融

资额同比下降但规模不大，整体滚续情况尚可；另一方面，受永煤违约及房地产融资收紧影响，今年前三季度产业债净融资额远不及去年同期，但三季度产业债需求明显回暖，产业债净融资缺口逐季减少，三季度净融资已重新回正。

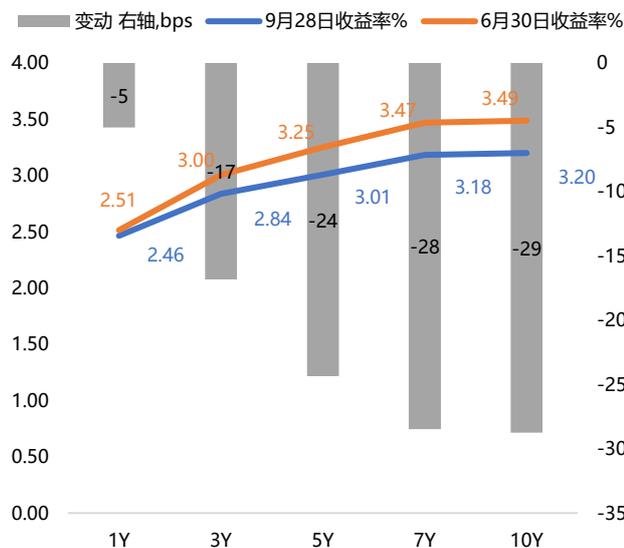
图表 2 三季度产业债净融资转正，城投债净融资小幅下降



数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 城投债为 Wind 口径, 下同

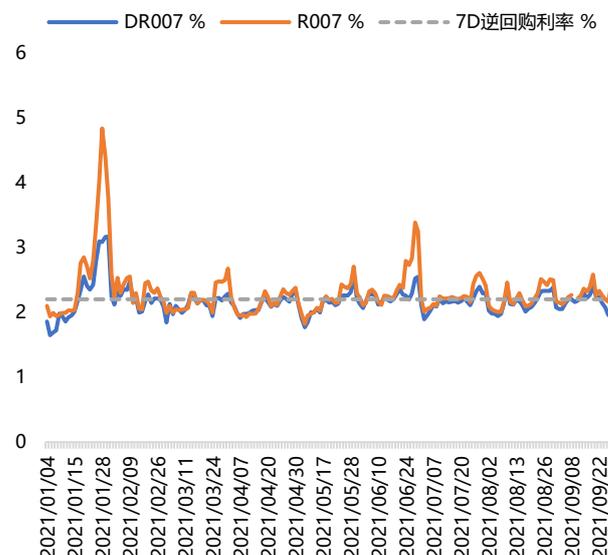
发行利率方面，三季度利率债收益率整体下行，3 年、5 年期国开债到期收益率较二季度末分别下行 17bps、24bps，信用债发行利率跟随走低。截至 9 月 28 日，主体级别为 AAA 级、AA+级和 AA 级的信用债按发行规模加权平均的发行利率分别为 3.07%、4.08% 和 5.07%，较二季度末分别下行 19bps、36bps 和 39bps。在“资产荒”背景下，三季度信用债发行利率下行幅度高于利率债，且已降至历史较低水平。

图表 3 三季度国开债收益率下行明显

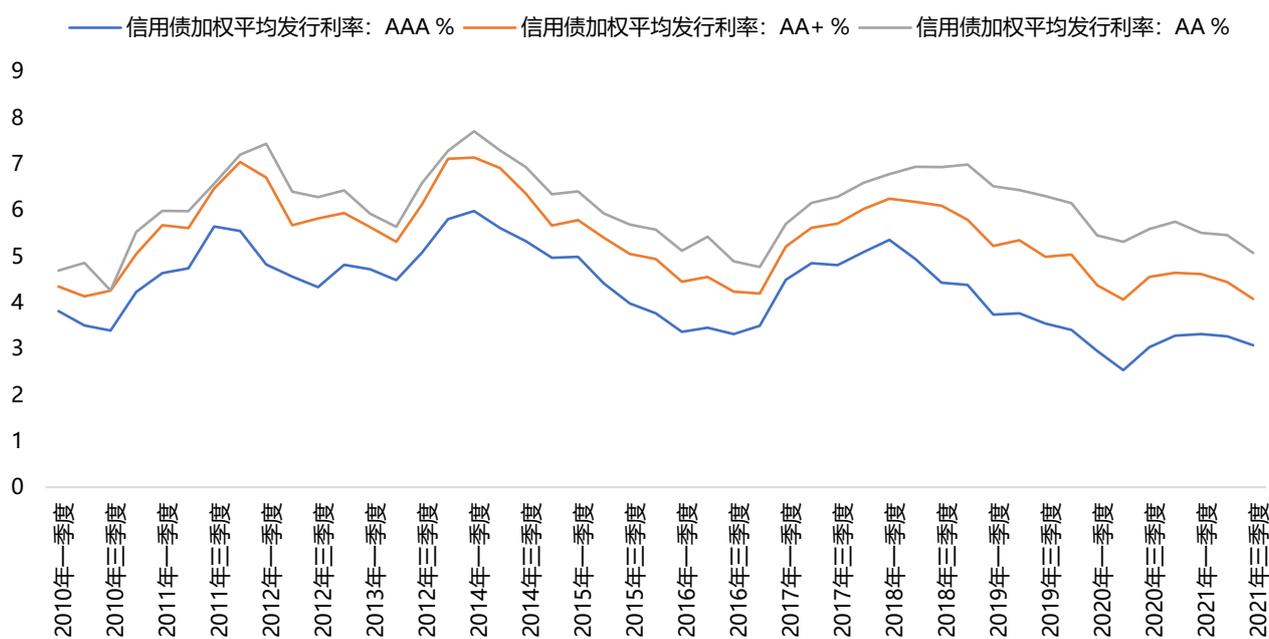


数据来源: Wind, 东方金诚

图表 4 三季度资金利率围绕政策利率稳定运行



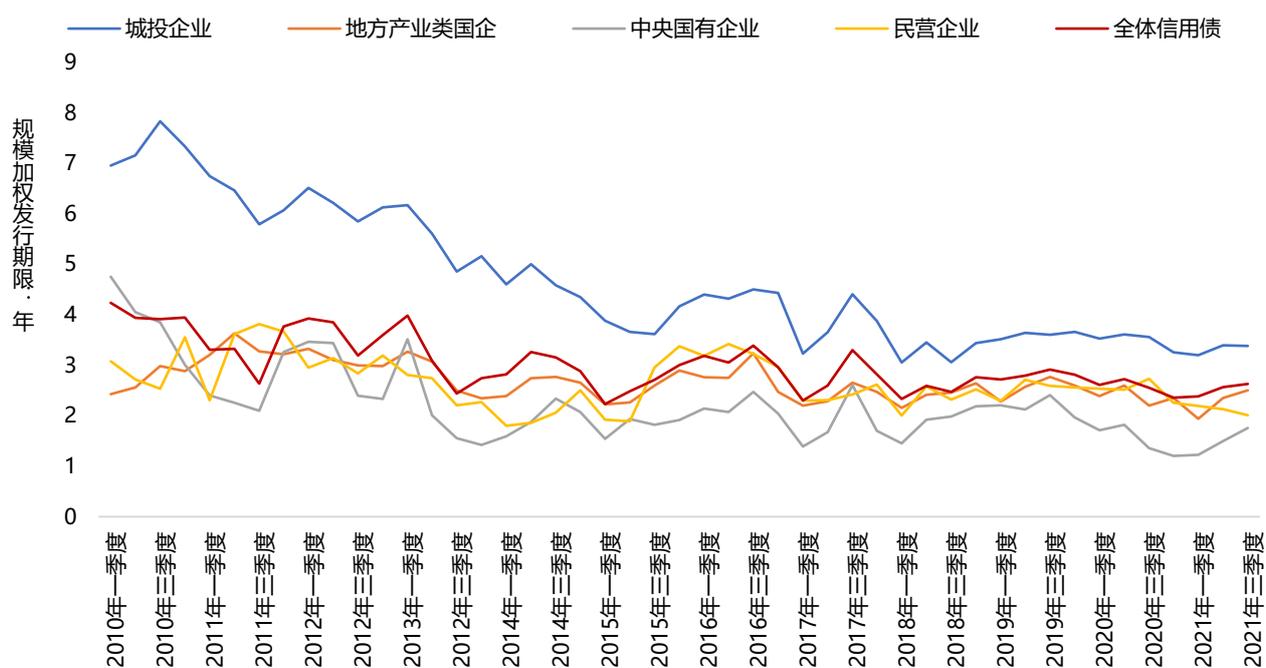
图表 5 三季度各等级信用债加权平均发行利率延续下行



数据来源：Wind，东方金诚

三季度信用债加权平均发行期限为 2.63 年，较二季度小幅拉长 0.06 年。分企业性质看，央企和地方产业类国企债券加权平均发行期限拉长较多，三季度较二季度分别拉长 0.26 年和 0.15 年，达到 1.76 年和 2.51 年；城投债和民企债发行期限缩短，三季度较二季度分别缩短 0.01 年、0.12 年至 3.38 年、2.01 年。

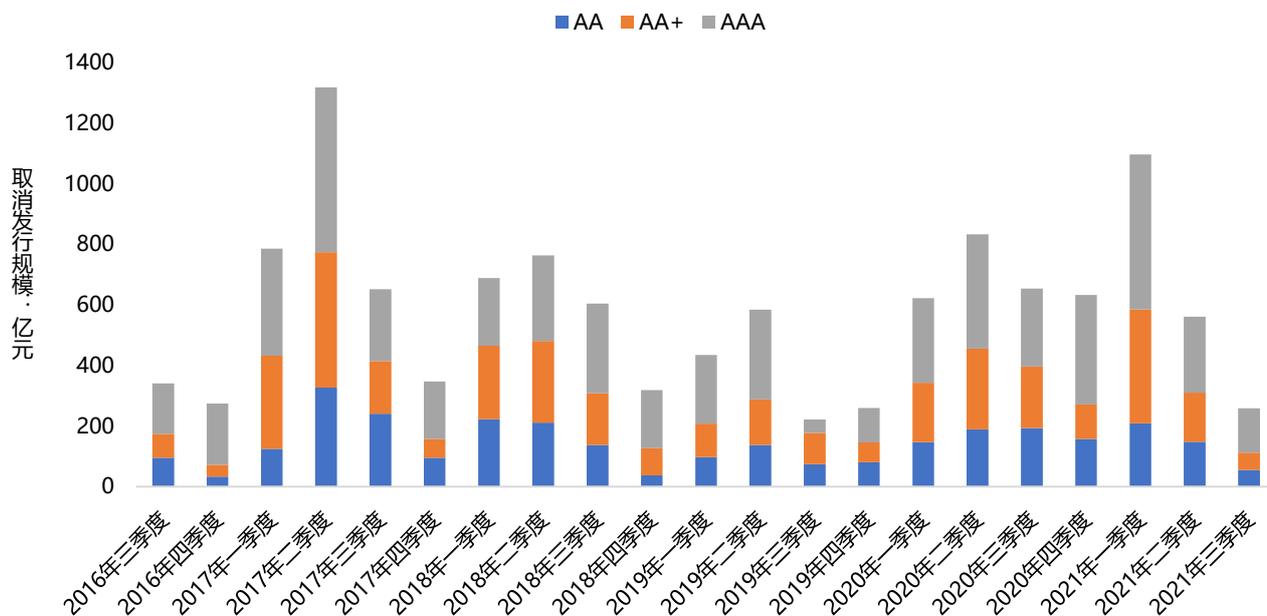
图表 6 三季度信用债发行期限继续延长



数据来源：Wind，东方金诚

在债券市场整体收益率下行、债市资产荒背景下，三季度信用债取消发行的规模大幅减少至 260 亿元，较二季度下降 301 亿元，成为历史上仅高于 2019 年一季度的次低点。展望四季度，利率低位波动、资管新规过渡期即将结束，预计信用债发行将保持供需两旺格局，取消发行规模或继续保持低位。

图表 7 三季度取消发行规模降幅较大

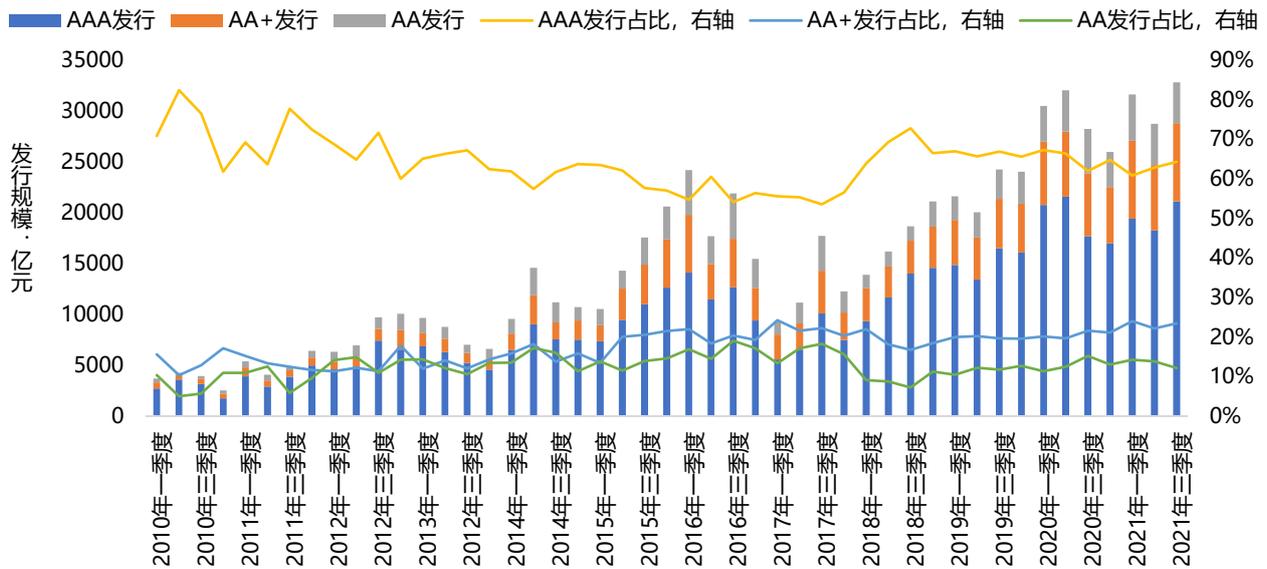


数据来源：Wind，东方金诚

二、三季度各等级信用债发行量均处历史高位，AA 级发行占比有所下降，低评级城投债滚续情况尚可，但主要靠私募品种获得增量；城投债发行和净融资规模占比均较二季度下降，但中低评级信用债净融资主要靠城投债支撑；地方产业类国企市场情绪从高等级开始回暖，净融资额在连续四个季度为负后大幅回正。

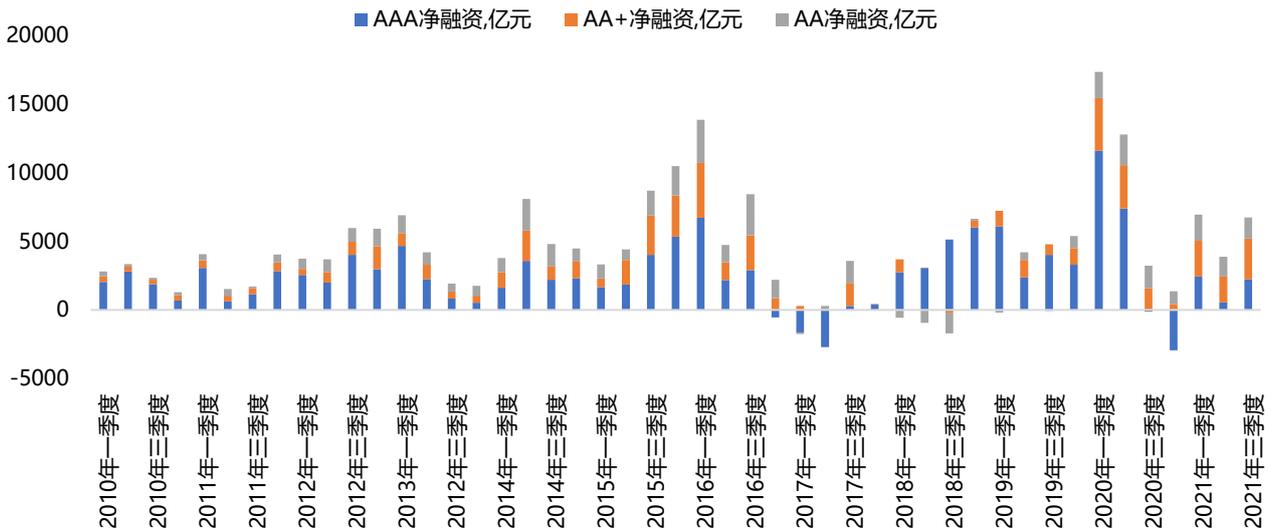
从主体评级结构看，三季度各等级信用债发行量均处历史高位，其中 AAA 级、AA+ 级发行量分别为历史次高和最高，AA 级发行量较一、二季度有所回落，但仍处于历史较高水平。由此，当季 AA 级发行占比延续下滑，跌至 12.6%。净融资方面，三季度 AAA 级和 AA+ 级净融资额分别较二季度增加 1660 亿元和 1115 亿元，AA 级仅增加 99 亿元。相较去年三季度，AAA 级和 AA+ 级净融资额分别增加 2331 和 1413 亿元，AA 级净融资额下降 116 亿元。尽管低评级发行占比和净融资额有所下降，但季度净融资水平仍远高于 2016 年至今的平均水平，说明低评级信用债整体滚续情况尚可，但主要靠私募品种（私募债和定向工具）获得增量（结合图表 10）。

图8 三季度信用债各等级发行量均处历史高位，AA级发行占比下降



数据来源：Wind，东方金诚

图9 三季度信用债各等级净融资额均有所上升，AAA级和AA+级同比、环比均大幅增加



数据来源：Wind，东方金诚

图10 三季度高等级信用债净融资以中票和一般公司债为主，低等级仍集中于私募债和定向工具（亿元）

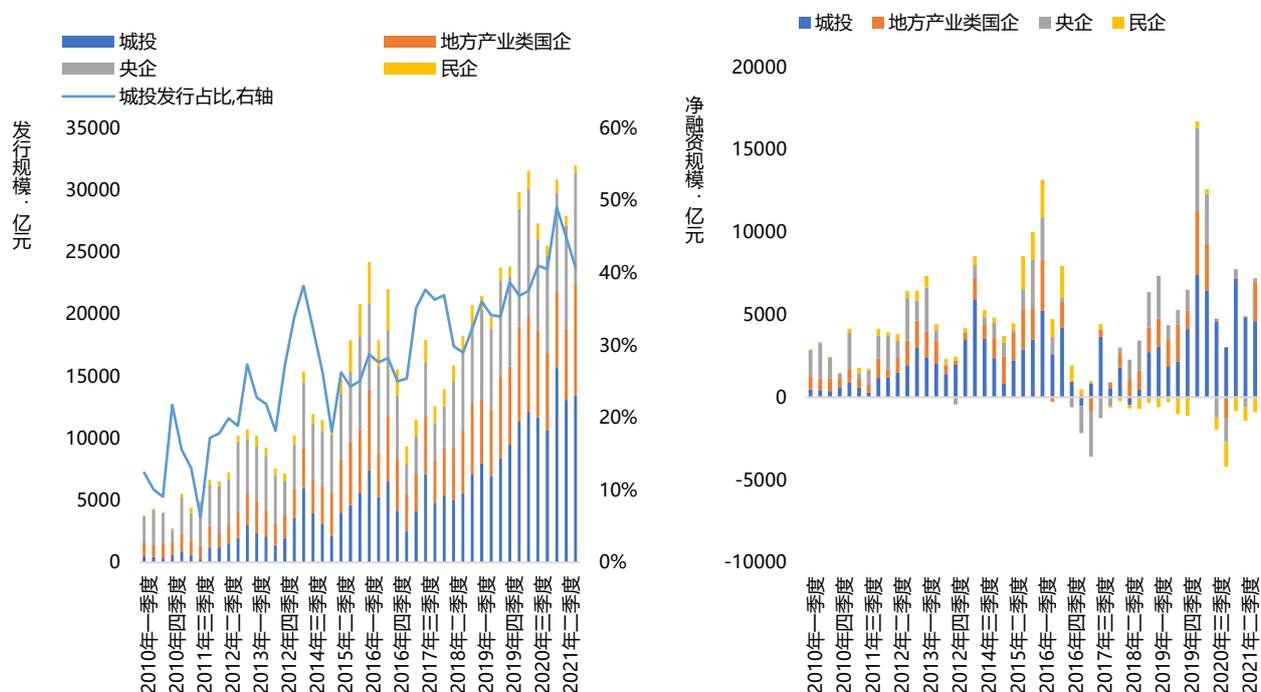
	AAA级发行	AA+级发行	AA级发行	AAA级净融资	AA+级净融资	AA级净融资
一般中期票据	5301	1581	630	1709	817	251
一般企业债	651	423	273	484	256	-350
一般公司债	4019	695	122	1098	286	-20
一般短期融资券	865	428	238	445	115	62
定向工具	246	942	788	-395	459	534
私募债	708	2090	1504	-241	935	898
超短期融资债券	9295	1581	404	-936	124	107

数据来源：Wind，东方金诚

从发行人企业性质看，城投仍是发行和净融资规模最大的主体，但占比有所下降。三季度城投债发行和净融资占比分别为 40%和 72%，较二季度分别下降 5 个和 68 个百分点。三季度地方产业类国企发行量创过去十年新高，净融资大幅转正，结束了连续四个季度为负的局面。民营企业债券发行占比进一步下滑至不足全市场的 2%，净融资额连续 6 个季度录得负值，三季度净融资缺口较二季度进一步扩大。

分主体评级来看，地方产业类国企是 AAA 级净融资规模最大的主体，说明高评级产业类地方国企的投资者情绪明显回暖；AA+和 AA 级城投债净融资额分别占到全市场同级别信用债的 91%和 89%，说明中低评级城投债整体融资环境尚可，相比之下，各级别民企债券净融资均为负，即使高评级民企的融资环境也在恶化。

图表 11 三季度城投债发行占比延续下滑，地方产业类国企发行和净融资规模大幅增加



数据来源：Wind，东方金诚

图表 12 三季度 AAA 级净融资以地方产业类国企为主，AA+及 AA 级净融资中城投债占比较高（单位：亿元）

	AAA 级发行	AA+级发行	AA 级发行	AAA 级净融资	AA+级净融资	AA 级净融资
中央国有企业	8511	274	20	193	75	-20
地方产业类国企	6298	1353	646	1143	355	293
城投企业	4974	5881	3217	1275	2714	1313
民营企业	458	160	19	-293	-108	-89
其他企业	843	72	57	-153	-46	-19

数据来源：Wind，东方金诚

三、三季度净融资为负的地区数量减少，净融资缺口也有所收敛，部分前期城投债融资缺口较大的地区净融资转正；受永煤违约影响较大的地区和行业高等级产业债净融资转正；地产债净融资缺口扩大，AAA级房企净融资大幅转负。

分省份看，三季度信用债融资延续向好，净融资为负的省份由上半年的12个减少至8个，排名靠前的省份仍集中于长三角、珠三角、川渝经济带等地区，多数省份净融资情况较上半年有所改善，前期融资缺口较大的云南、河南、山西、天津等地区净融资转正。城投债方面，三季度多数省份城投债融资环境进一步改善，净融资最多的省份为江浙两省，规模均超1000亿元，且两省AA级平台净融资规模占到所有省份AA级平台净融资总额的53%；净融资为负的省份仍为6个，集中在东北和西部地区，但融资缺口均较上半年显著收窄。不过，黑龙江、内蒙古、辽宁等地区平台债券发行量仍极少，显示上述地区城投融资环境仍然紧张。

产业债方面，三季度产业债融资大幅改善，净融资为负的省份为14个，较上半年减少4个。从地方产业类国企来看，此前受到永煤违约影响的河南、山西、河北等省份产业债融资情况改善，其中山西省改善最为明显：上半年山西省地方产业类国企净融资缺口达1054亿元，三季度AAA级产业类主体净融资转正带动该省整体产业类地方国企净融资转正，同期河南和河北地区AAA级产业类国企融资缺口亦大幅缩小，显示地方产业类国企信用债融资出现从AAA级开始修复的良好迹象。

图表 13 分省份信用债融资情况（亿元）

	城投债发行	城投债净融资	产业债发行	产业债净融资	发行合计	净融资合计
江苏省	3676	1269	958	224	4634	1494
浙江省	1748	1031	698	192	2446	1223
山东省	1057	565	1527	531	2584	1096
天津	684	30	675	380	995	410
四川省	807	358	273	-13	1081	345
重庆	694	343	111	-5	805	338
湖北省	430	131	370	177	800	308
江西省	598	237	194	63	792	300
湖南省	524	203	247	38	771	241
广东省	502	161	2343	66	2844	227
云南省	243	117	250	9	494	126
山西省	110	-7	761	121	871	113
河南省	503	231	148	-120	651	111

广西	219	36	197	69	415	105
安徽省	385	147	138	-73	524	73
甘肃省	70	13	79	35	149	47
新疆	204	64	144	-21	348	43
吉林省	73	21	25	8	98	28
陕西省	191	-16	410	43	601	28
上海	194	73	2116	-62	2310	12
青海省	24	-2	7	5	31	3
宁夏	10	2	0	0	10	2
河北省	162	88	197	-89	359	-1
辽宁省	13	-6	167	-9	180	-15
海南省	0	0	38	-18	38	-18
福建省	327	116	676	-148	1003	-32
内蒙古	10	-9	256	-25	266	-33
贵州省	128	7	55	-42	183	-34
黑龙江省	2	-21	8	-57	10	-78
北京	504	81	5914	-182	6418	-101

数据来源：Wind，东方金诚

图表 14 分省份城投债融资情况（亿元）

	AAA 级发行	AAA 级净融资	AA+级发行	AA+级净融资	AA 级发行	AA 级净融资	发行总量	净融资
江苏省	989	273	1765	666	921	333	3676	1269
浙江省	170	2	1064	657	513	372	1748	1031
山东省	423	189	519	352	114	26	1057	565
四川省	288	96	281	103	239	166	807	358
重庆	191	156	282	126	216	63	694	343
江西省	199	56	287	136	103	43	598	237
河南省	150	51	244	166	109	15	503	231
湖南省	144	26	237	139	138	42	524	203
广东省	371	79	78	53	50	28	502	161
安徽省	45	10	153	77	188	69	385	147
湖北省	167	15	111	67	150	52	430	131
云南省	154	64	79	53	11	2	243	117
福建省	91	26	138	26	99	65	327	116
河北省	0	-3	101	71	61	21	162	88
北京	462	96	34	-1	8	-15	504	81
上海	113	15	71	49	10	10	194	73
新疆	65	40	101	26	39	-2	204	64

广西	75	12	67	-30	77	55	219	36
天津	592	101	83	-26	10	-45	684	30
吉林省	54	4	15	15	4	2	73	21
甘肃省	25	0	37	15	8	6	70	13
贵州省	61	11	38	9	30	-12	128	7
宁夏	3	-5	0	0	7	7	10	2
青海省	0	0	24	-2	0	0	24	-2
辽宁省	0	-2	13	3	0	-6	13	-6
山西省	65	27	30	-38	15	5	110	-7
内蒙古	0	0	10	0	0	-9	10	-9
陕西省	77	-63	18	12	97	38	191	-16
黑龙江省	0	0	0	-13	2	-8	2	-21

数据来源：Wind，东方金诚

图表 15 分省份地方产业类国企债券融资情况（亿元）

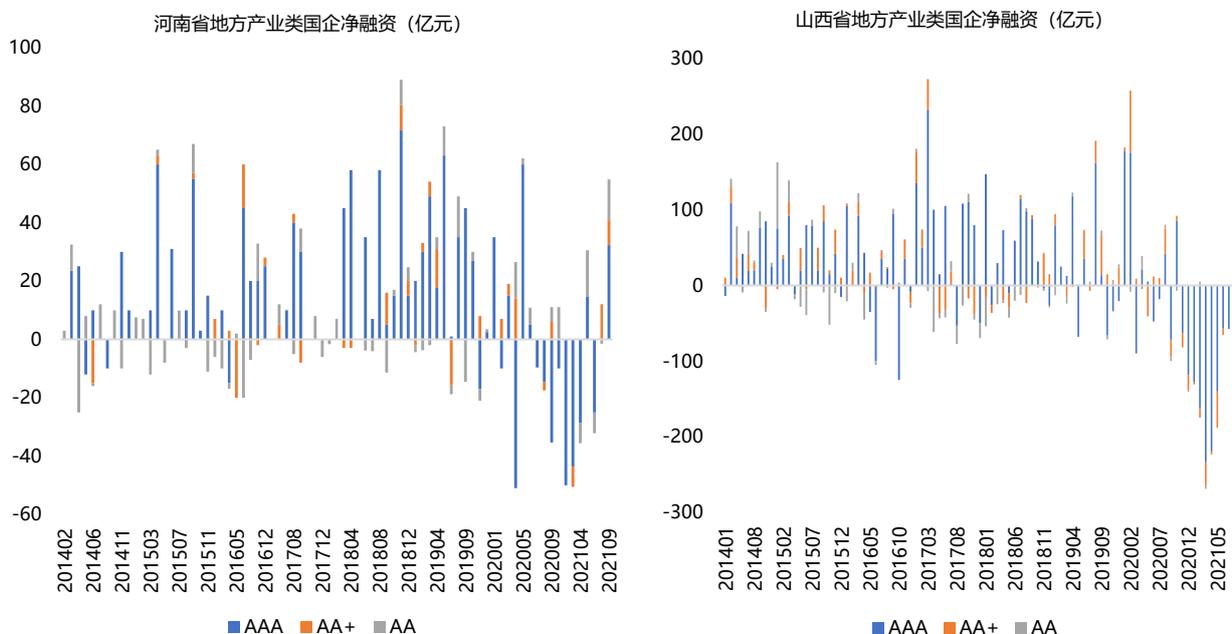
	AAA 级发行	AAA 级净融资	AA+级发行	AA+级净融资	AA 级发行	AA 级净融资	发行总量	净融资
山东省	971	364	167	78	37	27	1175	470
广东省	1038	279	106	17	20	11	1165	307
浙江省	221	26	213	141	73	68	507	230
江苏省	389	6	181	101	154	102	724	209
湖北省	154	115	32	29	55	54	244	198
山西省	723	198	26	-33	0	-18	749	147
上海	651	102	54	17	3	1	708	120
四川省	73	23	35	8	54	41	164	75
江西省	135	14	25	17	34	32	194	63
广西	102	27	50	22	15	14	167	63
陕西省	363	29	33	28	5	-2	401	54
湖南省	15	10	81	34	43	11	139	50
甘肃省	69	58	10	0	0	-15	79	43
重庆	0	0	25	13	17	13	42	19
辽宁省	10	10	5	-3	3	3	18	9
云南省	126	46	39	-37	6	-8	171	1
青海省	0	0	2	2	0	-1	2	0
新疆	10	10	52	-9	10	-2	72	-1
吉林省	0	0	2	-4	0	-1	2	-5
河北省	165	-6	18	-6	5	5	188	-7
安徽省	85	-9	23	17	21	-20	129	-12

海南省	8	8	0	0	0	0	8	-22
福建省	421	-69	101	26	15	10	537	-33
贵州省	10	10	29	-15	11	-33	50	-43
黑龙江省	0	-57	0	-4	8	8	8	-57
上海	2046	-17	67	23	3	-6	2116	-62
安徽省	85	-9	29	22	24	-33	138	-73
河北省	170	-6	22	-14	5	-1	197	-89
河南省	95	-28	40	-13	14	0	148	-120
福建省	538	-57	123	-42	15	-6	676	-148
北京	5815	112	65	-113	29	-56	5914	-182

数据来源：Wind，东方金诚

注：本表只统计产业类地方国有企业，因此与表 13 的产业类债券数据有些不同

图表 16 河南省和山西省产业类国企债券净融资转正（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

分行业看，三季度建筑装饰、综合、交通运输、公用事业、化工等行业信用债净融资情况较好，房地产、商业贸易、采掘、食品饮料、电子等行业债券融资净流出情况较为明显。三季度房地产行业债券市场资金净流出规模仍在所有行业中居于首位，达到 581 亿元，融资缺口与上半年两季之和相近，同时，房地产净融资为负的现象从中低等级扩散到高等级，三季度 AAA 级房企净融资缺口最大，达到 307 亿元。三季度钢铁、采掘行业债券融资情况改善明显，AAA 级主体净融资缺口较上半年大幅收窄，但两行业 AA+ 级及 AA 级净融资改善不大，显示投资者对过剩产能行业弱资质主体仍持谨慎态度。

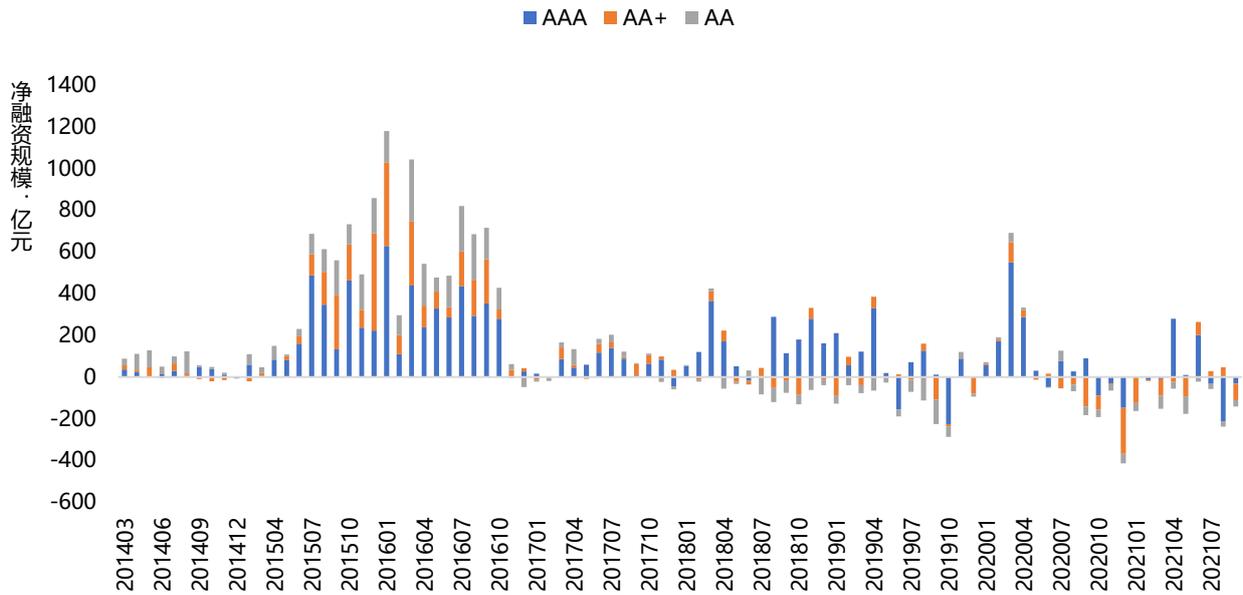
从时间序列来看，2020年下半年开始，除个别月份外，房地产行业债券净融资持续为负，债市融资流出明显，8月AAA级房地产企业债券净融资为-161亿元，创2019年11月以来最大净流出。三季度AAA级过剩产能债净融资情况大幅改善，结合区域融资情况看，永煤违约对于采掘和钢铁行业债券融资的影响仍未完全消失，但采掘和钢铁行业债券发行、净融资情况从高等级开始逐步改善。

图表 17 产业债分行业融资情况

	AAA级发行	AAA级净融资	AA+级发行	AA+级净融资	AA级发行	AA级净融资	发行总量	净融资
建筑装饰	1033	438	347	204	290	160	1673	721
综合	2532	509	318	62	141	63	2990	540
交通运输	1858	350	114	29	3	-13	1975	340
其他	914	249	80	35	33	25	1028	265
公用事业	3483	196	147	34	37	28	3666	247
化工	659	112	85	16	3	-18	747	110
休闲服务	44	2	48	33	25	18	116	52
轻工制造	10	10	0	-4	7	6	17	11
有色金属	445	23	42	3	2	-15	489	11
计算机	60	25	0	-2	0	-3	60	2
电气设备	72	-23	29	17	4	4	105	-2
建筑材料	202	-22	25	15	5	5	232	-2
农林牧渔	38	11	10	-3	3	-12	51	-5
国防军工	3	-20	10	10	2	2	15	-8
纺织服装	0	-10	16	7	0	0	16	-16
传媒	63	-1	52	-14	0	-2	119	-19
机械设备	347	-34	3	-8	0	0	350	-42
家用电器	40	-60	10	10	8	0	58	-50
非银金融	596	-140	155	93	53	24	804	-56
通信	128	-14	2	-23	0	-10	130	-57
汽车	32	-29	0	-19	0	0	32	-58
钢铁	688	-36	0	-23	0	0	688	-59
医药生物	103	-69	89	-15	9	8	201	-97
电子	24	-22	25	-17	0	-8	49	-98
食品饮料	377	-94	10	-5	14	-3	401	-141
采掘	1171	-99	18	-8	10	-25	1198	-149
商业贸易	492	-54	88	-93	35	-3	619	-270
房地产	698	-307	138	-58	59	-65	900	-581

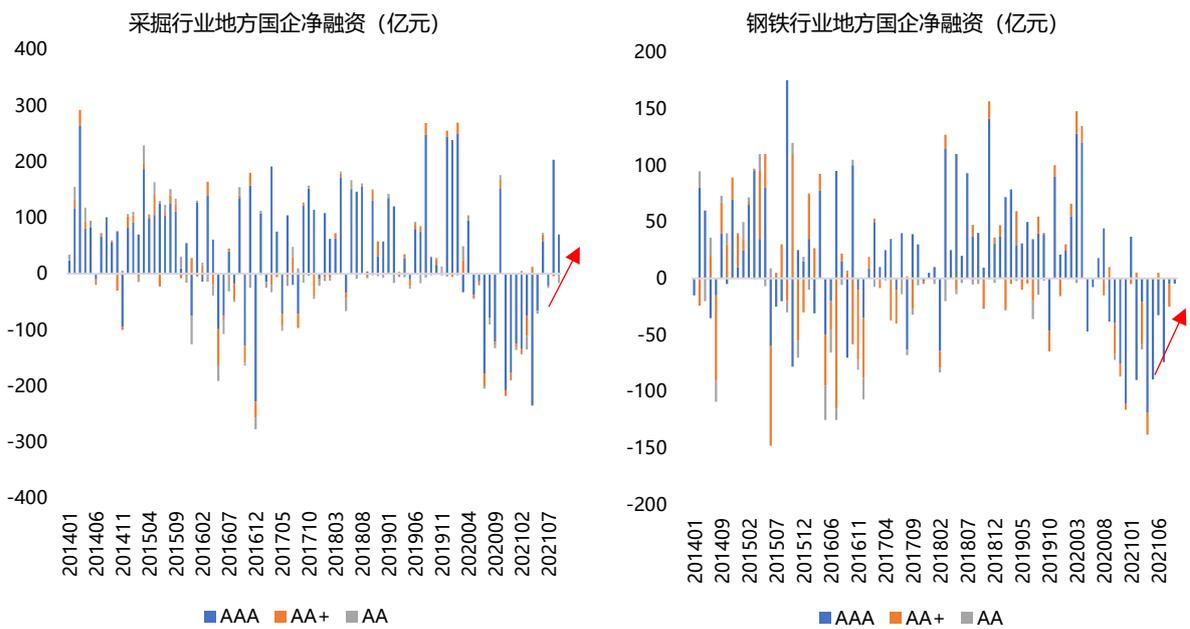
数据来源：Wind，东方金诚

图表 18 房地产行业近三个月信用债净融资持续为负



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 19 采掘和钢铁行业债券净融资缺口持续收敛



数据来源: Wind, 东方金诚