

城投债净融资降至年内低位，产业债发行环比改善

——2021年10月信用债发行情况回顾

分析师 于丽峰 冯琳

主要观点：

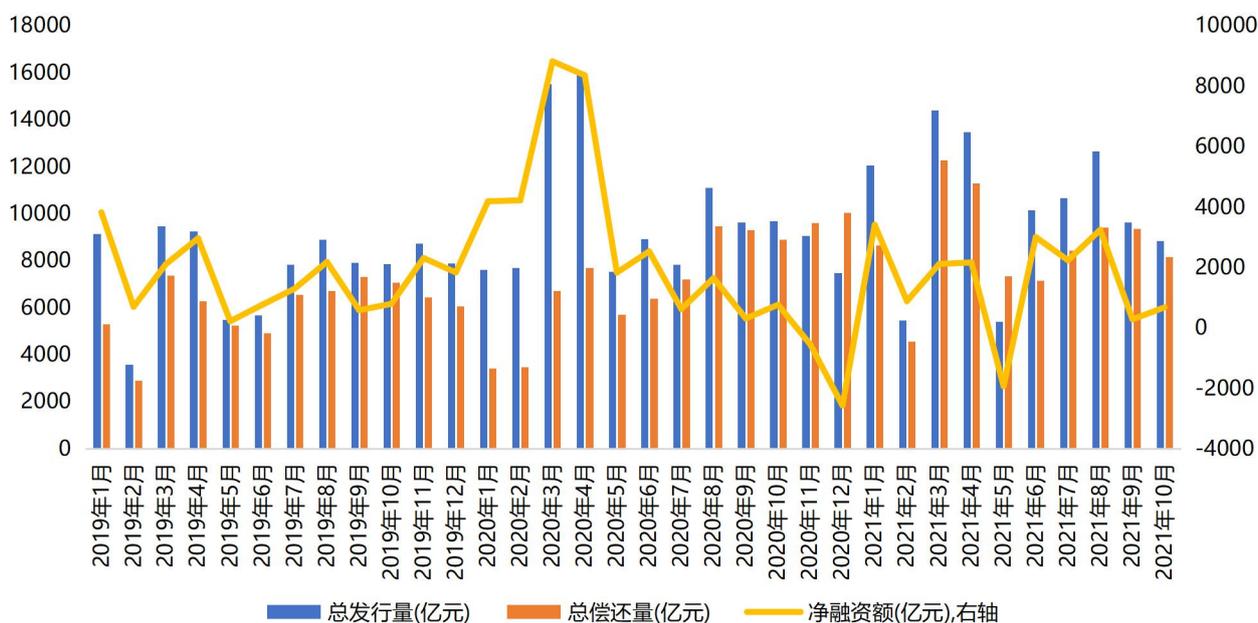
- 2021年10月信用债发行环比回落，净融资环比小幅上行，发行利率小幅下行，平均发行期限出现今年6月以来的首次拉长。10月产业债和城投债融资情况分化，产业债发行和净融资较9月增加，而城投债发行和净融资环比下降。其中，城投债净融资降至除5月外的年内低位，除因10月工作日较少外，一方面反映严控地方政府新增隐性负债政策基调下，城投债融资逐步规范，另一方面或因10月新增地方专项债发行提速明显，城投公司以城投债形式为项目融资的需求减弱。
- 10月信用债发行向高评级集中，AA+和AA级发行量和净融资大幅减少；AAA级净融资增量主要由产业债贡献，AA+、AA级净融资减少主要受城投债拖累。当月AA+和AA级城投债融资对私募品种的依赖进一步上升，或反映融资难度提升；发行利率下行推动央企净融资转正；地方产业类国企净融资缺口收窄；民营企业发行占比进一步下滑至全市场的1.3%，净融资额连续16个月为负。
- 分省份看，10月地区间信用债融资差异有所收敛：江浙地区城投债融资大幅减量，净融资为负省份数量较9月减少，且融资缺口下降。城投债方面，10月净融资规模最大的浙江、江苏、山东等地发行量和净融资均较9月显著下降，三省份城投债发行规模下降总和占全体信用债发行下降规模的45%。江苏城投债发行量和净融资下降最多，其中AA级平台发行量和净融资降幅最大。浙江情况与江苏类似，AA级平台融资压缩幅度最大。究其原因，严控地方政府隐性负债背景下，平台融资行为不断规范，弱资质平台或因资产规模小、项目质量较差等原因难以获得信用债融资支持。
- 分行业看，10月份公用事业、建筑装饰、综合等行业信用债净融资情况较好，房地产、过剩产能及交通运输等行业债券融资净流出情况较为明显，其中房地产行业债券融资净流出规模最大，且缺口较9月小幅走阔，而采掘、交通运输等行业净融资缺口较9月明显收窄。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，10月AAA级房地产企业债券发行量仅为79亿元，创2020年1月以来新低。
- 尽管能耗双控政策叠加发改委价格管控或影响过剩产能行业企业营收预期，但10月过剩产能债融资情况未现明显恶化，发行量较9月小幅增加，采掘行业信用债净融资缺口收窄，钢铁行业信用债净融资缺口小幅扩大。建议持续关注能源结构转型、能耗双控政策叠加地产投资增速下行导致需求转弱等因素对相关企业经营和融资的影响。

报告正文：

一、总量角度看，2021年10月信用债发行环比回落，净融资环比小幅上行，产业债和城投债融资情况分化，产业债发行和净融资较9月增加，而城投债发行和净融资环比下降。10月信用债发行利率小幅下行，平均发行期限出现今年6月以来的首次上行。

10月信用债¹共发行8852亿元，环比和同比分别回落795亿元和829亿元，当月总偿还量较9月减少1192亿元，推动净融资环比增加397亿元至680亿元。其中，城投债²10月发行和净融资规模分别为3487亿元和691亿元，较9月分别下降1372亿元和1064亿元；产业债发行和净融资规模分别为5365亿元和-14亿元，较9月分别增加577亿元和1458亿元。10月城投债净融资降至除5月外的年内低位，除因工作日较少外，一方面反映严控地方政府新增隐性负债政策基调下，城投债融资逐步规范，另一方面或因10月新增地方专项债发行提速明显，城投公司以城投债形式为项目融资的需求减弱。

图表1 10月信用债发行量和偿还量环比继续回落，净融资小幅增加

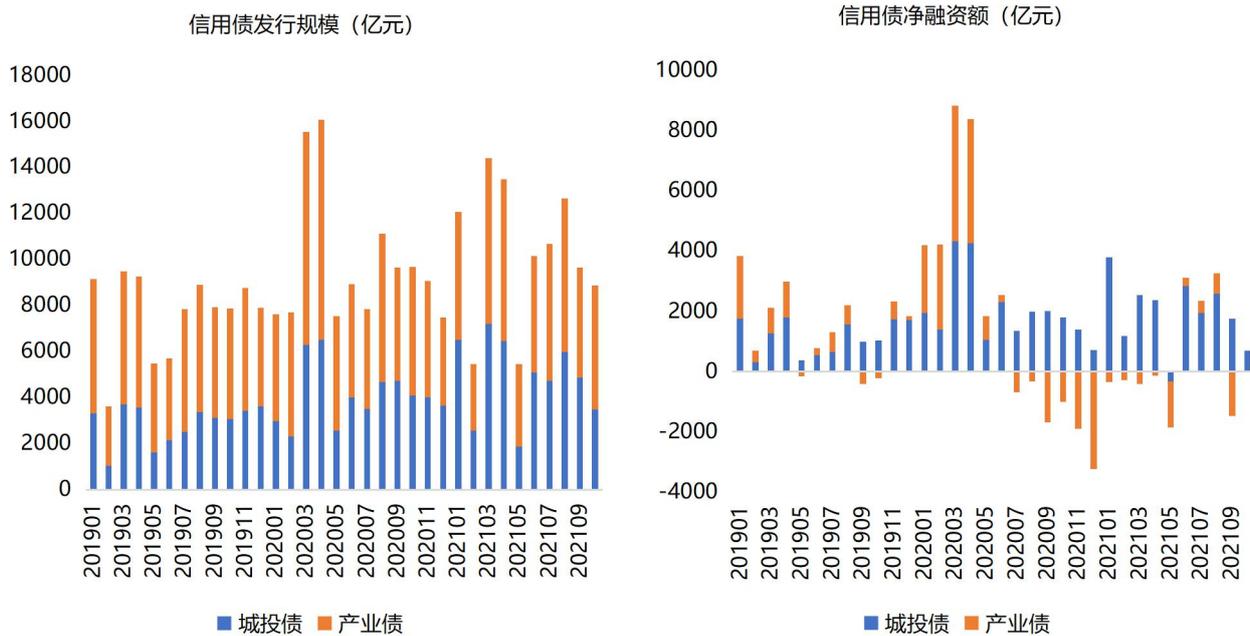


数据来源：Wind，东方金诚

¹ 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11月9日，下同

² 注：城投债分类来自东方金诚城投行业数据库，下同

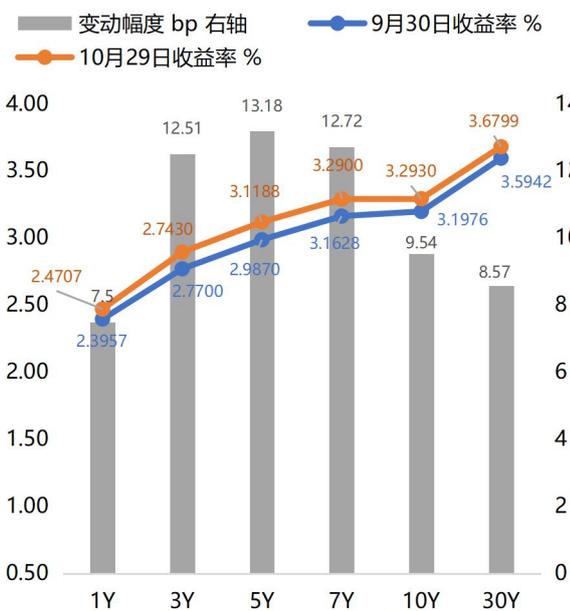
图表 2 10 月城投债发行规模和净融资降幅较大，产业债发行量小幅增加



数据来源: Wind, 东方金诚;

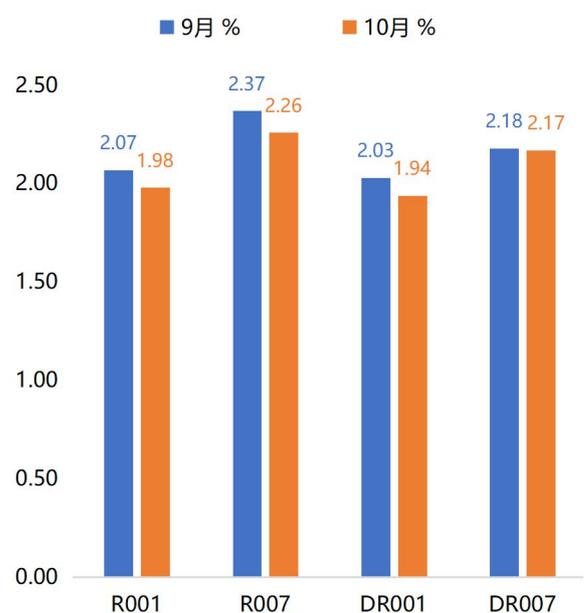
发行利率方面，10 月利率债收益率整体上行，3 年、5 年期国开债到期收益率较 9 月末均上行 13bps，但信用债发行利率整体下行。10 月主体级别为 AAA 级、AA+级和 AA 级的信用债按发行规模加权平均发行利率分别为 3.06%、4.23%和 5.38%，较 9 月分别下行 17bps、14bps 和 9bps，高评级信用债收益率下行更多。

图表 3 10 月国开债收益率曲线陡峭化上移

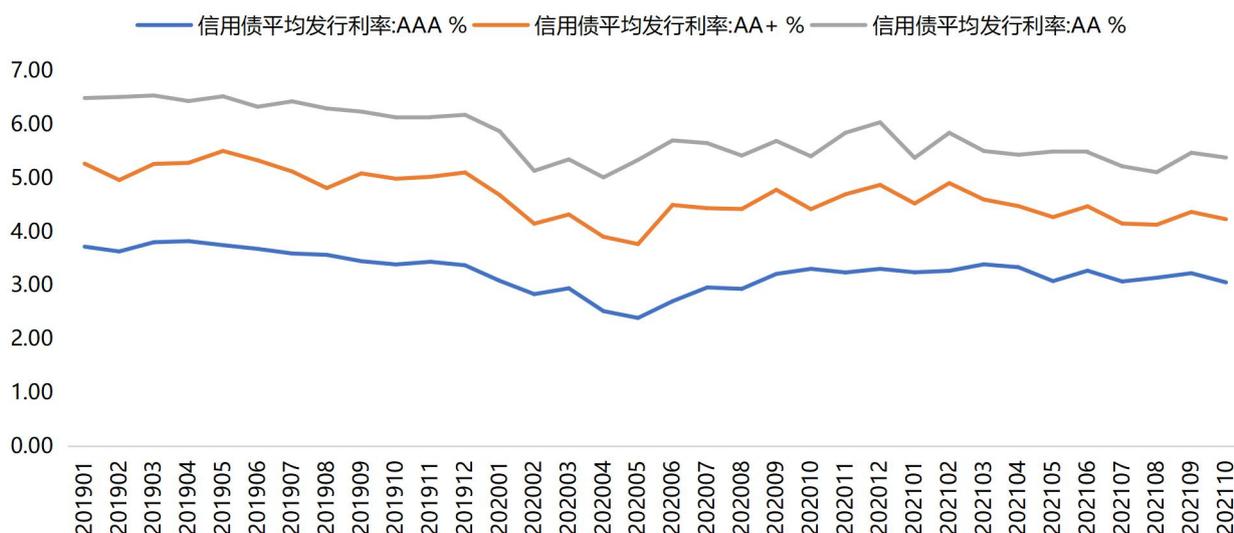


数据来源: Wind, 东方金诚

图表 4 10 月资金利率中枢环比下移



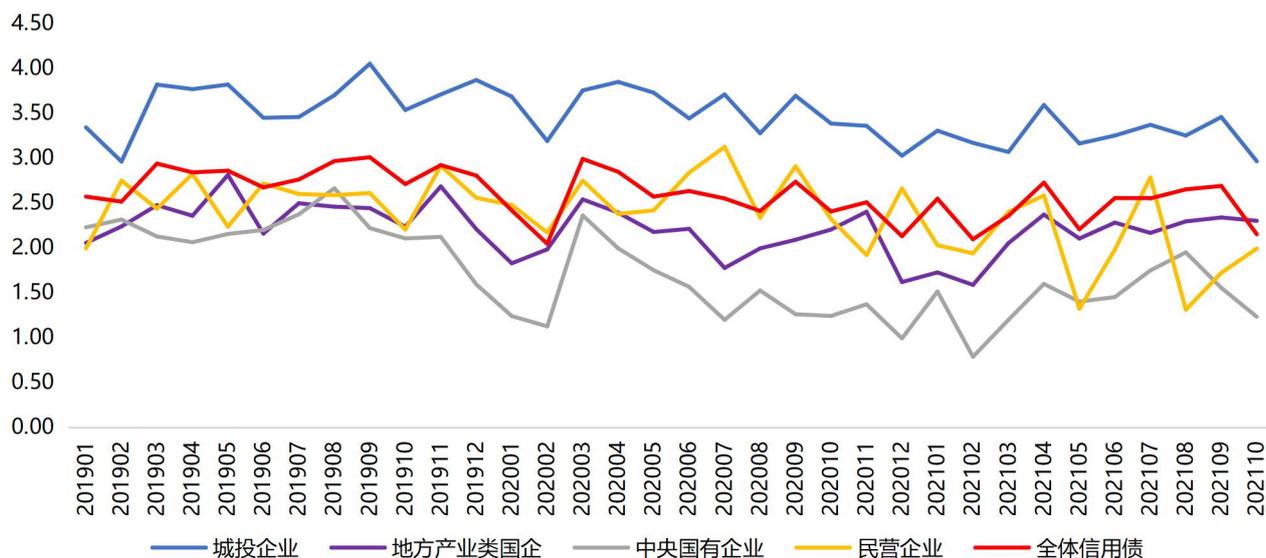
图表 5 10 月各等级信用债加权平均发行利率小幅下行



数据来源：Wind，东方金诚

10 月信用债加权平均发行期限为 2.15 年，较 9 月减少 0.54 年，结束了过去三个月发行期限持续拉长的趋势。分企业性质看，除民企债加权平均期限拉长 0.27 年至 1.99 年外，其他类型企业信用债加权平均发行期限均现下行，10 月央企、地方产业类国企和城投债券加权平均发行期限分别较 9 月缩短 0.32、0.04 和 0.49 年，城投债发行期限缩短最为明显。

图表 6 10 月信用债发行期限缩短

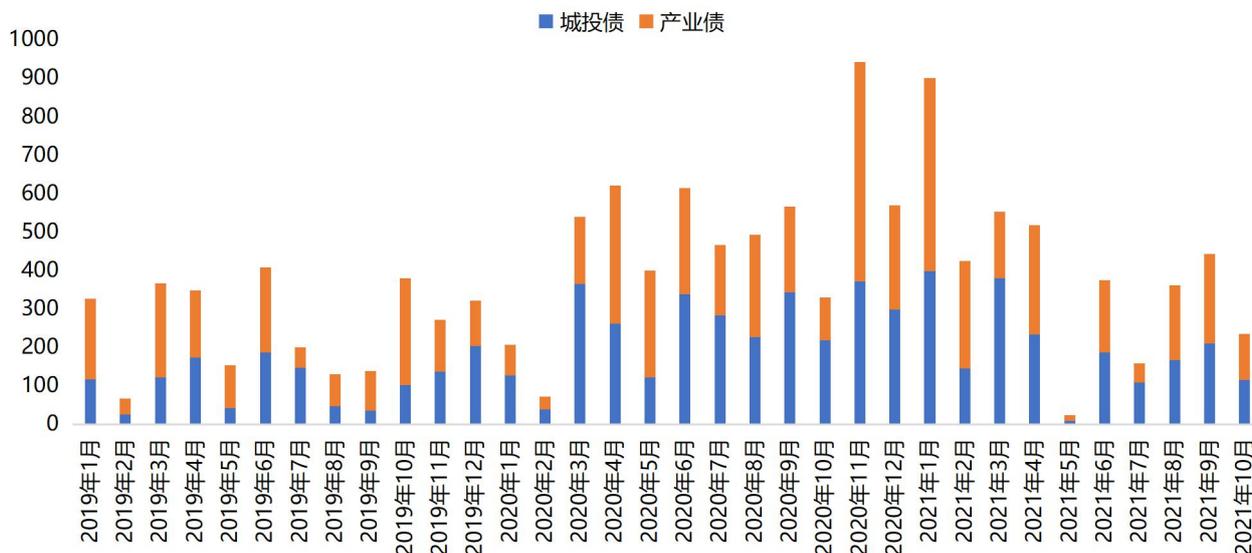


数据来源：Wind，东方金诚

由于 10 月信用债发行规模减少叠加发行利率下行，当月取消发行规模较 9 月下降 208 亿元至 236 亿元。其中，城投债和产业债取消发行规模分别为 115 亿元和 121 亿

元，均较9月减少近半。

图表7 10月取消发行规模大幅下降

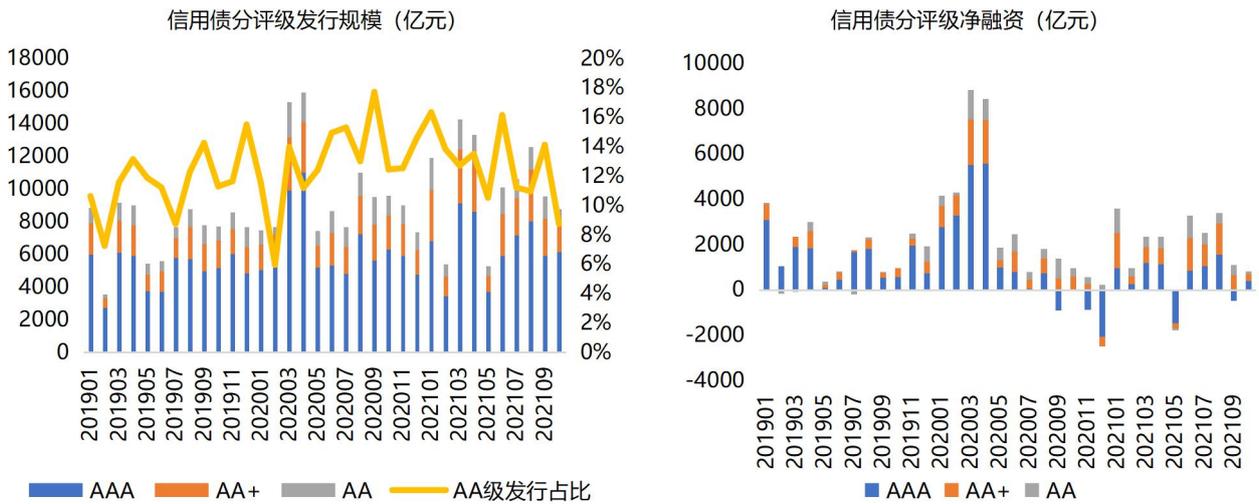


数据来源: Wind, 东方金诚

二、10月信用债发行向高评级集中，AA+和AA级主体发行量和净融资额大幅减少；AAA级净融资增量主要由产业债贡献，AA+、AA级净融资减少主要受城投债拖累。当月AA+和AA级城投债融资对私募品种的依赖进一步上升，或反映融资难度提升；发行利率下行推动央企净融资转正；地方产业类国企净融资缺口收窄；民营企业发行占比进一步下滑至全市场的1.3%，净融资额连续16个月录得负值。

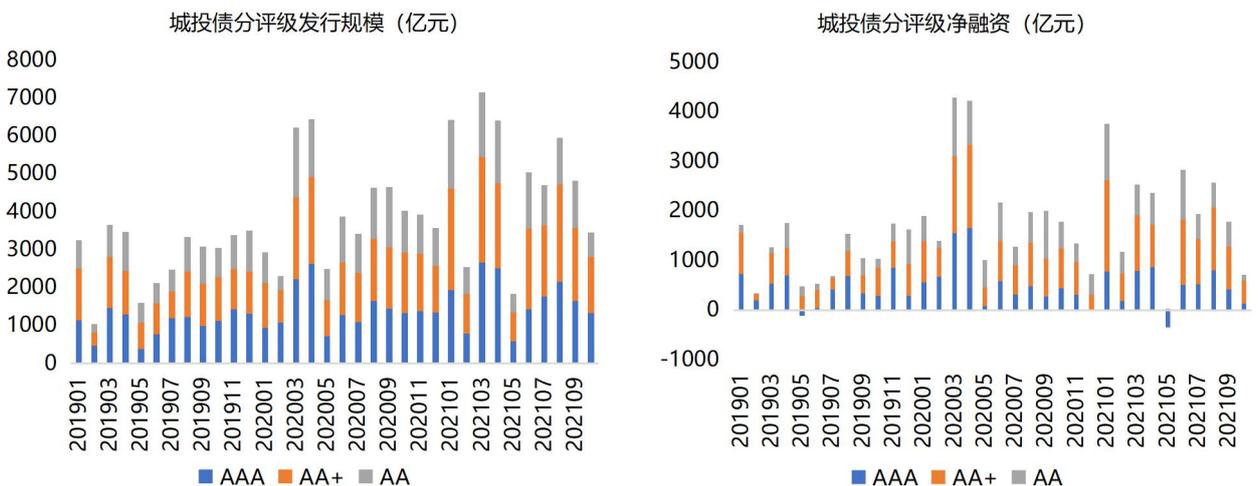
从主体评级结构看，10月信用债发行向高评级集中，AAA级、AA+级和AA级发行量分别为6154亿元、1873亿元和769亿元，分别较9月增加243亿元、减少425亿元和582亿元。10月AA级信用债发行量较9月大幅下降43%，发行占比降至9%的年内低点，主要受到低评级城投债发行量下降拖累：自2020年8月以来，城投债在AA级信用债发行量中的占比持续稳定在90%左右，10月AA级城投债发行量较9月大幅下降617亿元（10月AA级产业债发行量较9月有35亿元小幅反弹），拖累AA级信用债整体发行量大幅下滑。净融资方面，10月AAA级、AA+级和AA级信用债净融资额分别为409亿元、299亿元和125亿元，分别较9月增加883亿元、减少348亿元和329亿元，其中AAA级净融资增加主要由产业债贡献，而AA+、AA级净融资减少主要受城投债拖累——当月AAA、AA+、AA级城投债净融资分别较9月下降295亿元、390亿元和394亿元。

图表 8 10月 AAA 级主体信用债发行量和净融资增加，AA 级发行占比创年内新低



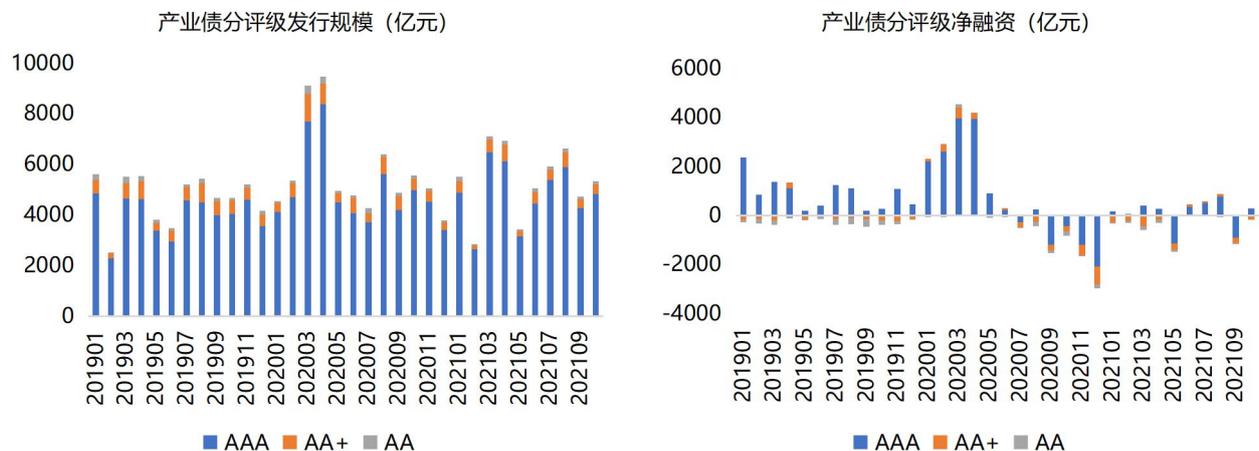
数据来源: Wind, 东方金诚

图表 9 10月 AA 级主体城投债发行量和净融资大幅收缩



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 10 10月 AAA 级主体产业债发行量环比增加，净融资转正



数据来源: Wind, 东方金诚

分券种看，10月信用债发行以超短融、中票和私募债为主，同时净融资规模较大的券种是私募债、短融和超短融。10月AAA级信用债发行以中票和超短融为主，AA级信用债发行和净融资中则是私募品种（定向工具和私募债）占比较高。低评级私募债发行量主要由城投债贡献：10月AA级私募品种发行量和净融资分别为491亿元和282亿元，其中城投债占比分别为88%和83%。同时，AA级城投债净融资对私募品种的依赖进一步提高：今年1到10月，AA级城投债净融资中私募品种占比达到94%，较去年同期提高3%。10月AA级城投债净融资中私募品种占比达到203%（因除中票外其他券种净融资全部为负），AA+级城投债净融资中私募品种占比亦较9月上升30个百分点至76%。10月城投债净融资大幅缩水、中低评级私募占比提高，或反映出城投债融资持续规范下中低评级平台面临公募债券发行难度提升、融资渠道收窄的困境。

图表 11 10月高等级信用债净融资以中票和超短融为主，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	发行量合计	净融资合计
中期票据	1279	313	93	-31	9	32	1685	-31
企业债	88	36	43	-14	13	-63	175	-86
一般公司债	776	165	25	-57	-26	-35	966	-215
短期融资券	634	118	31	309	1	-24	782	286
超短期融资券	3171	491	86	452	-100	-67	3748	285
定向工具	37	228	146	-93	123	57	417	87
私募债	170	523	345	-158	278	225	1042	327

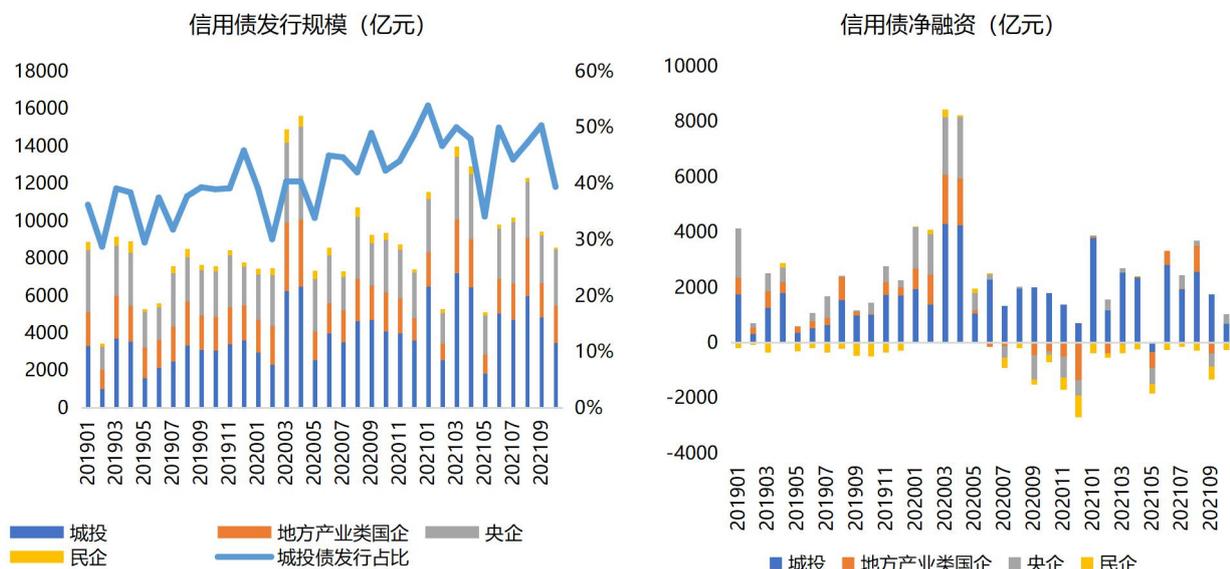
数据来源：Wind，东方金诚

从发行人企业性质看，城投仍是10月发行量和净融资规模最大的主体，但占比有所下降。10月城投债发行和净融资占比分别为39%和102%，较9月分别下降11个和517个百分点。10月央企发行量达到3000亿元，较9月增加近500亿元，带动净融资转正；地方产业类国企发行量近2000亿元，环比小幅提升，净融资缺口收窄；民营企业债券发行量仅112亿元，发行占比进一步下滑至全市场的1.3%，净融资额连续16个月录得负值，但10月净融资缺口较9月减少至233亿元。

从主体评级看不同发行人的融资情况，央企和地方产业类国企是10月AAA级发行规模最大的主体，且央企在AAA级净融资中占比最高，或因发行利率下行提升债券融资吸引力。城投债中，AA+和AA级主体发行量和净融资均为最高，相比之下，中低评级地方产业类国企发行和净融资均较弱，同时，各级别民营企业净融资均为负，10月AAA级民营企业信用债发行量仅为53亿元，较9月下降91亿元。我们注意到，即便

是高评级民企亦面临信用债融资的持续净流出——2020年10月-2021年10月，AAA级民企信用债累计净流出近1300亿元，最近3个月流出378亿元。

图表 12 10月城投债发行规模和占比下滑



数据来源：Wind，东方金诚

图表 13 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	2947	53	0	403	-56	0
地方产业类国企	1605	265	118	0	-25	55
城投企业	1322	1479	645	124	467	116
民营企业	53	53	7	-94	-59	-11
其他企业	228	24	0	-24	-27	-34

数据来源：Wind，东方金诚

三、10月不同省份信用债融资差异有所收敛：江浙地区城投债融资大幅减量，净融资为负省份数量较9月减少，且融资缺口下降。10月黑色系商品价格大幅下跌暂未对相关行业和地区信用债融资造成显著冲击；当月地产债净融资缺口继续扩大，AAA级地产债发行量创2020年以来新低。

10月份，产业债和城投债融资情况出现分化，但省份之间的差异有所收敛：净融资规模排名靠前的省份集中于北京、江浙、山东、川渝及部分中部省份，同时，随着产业债净融资的改善，信用债净融资为负省份的数量由9月的13个减少至10个，河南、贵州等地净融资转正。净融资为负的省份中，除辽宁、河北、云南等信用债持续净流出地区外，天津地区城投债到期量较大导致净融资大幅为负，广东、福建、上海等发达省份主要受产业债净融资拖累，信用债净融资整体为负。

城投债方面，10月净融资规模最大的浙江、江苏、山东等地发行量和净融资均较9月显著下降，三省份城投债发行规模下降总和达到613亿元，占全部信用债发行下降规模的45%。江苏省城投债发行量和净融资下降最多，分别较9月下降325亿元和277亿元，其中AA级平台发行量和净融资降幅最大，分别达到50%和138%。浙江情况与江苏类似，AA级平台债券融资压缩幅度最大。究其原因，严控地方政府隐性负债背景下，平台融资行为不断规范，弱资质平台或因资产规模小、项目质量较差等原因难以获得信用债融资支持。此外，四川省9月城投债净融资超过177亿元，10月出现小幅净融资缺口或因融资节奏导致；黑龙江、吉林、贵州等地10月债券净融资转正，但发行量仍低，持续性有待观察。

产业债方面，10月地方产业类国企债券净融资为负的省份由9月的17个减少至13个，河南、四川、广东等地净融资转正，大部分省份融资缺口减小。河南、山西等省份地方国企产业债净融资延续改善，10月黑色系商品价格大幅下跌未明显影响相关地区相关产业债融资。地产行业信用风险持续暴露背景下，地方国有房企债券净融资亦受压制，北京、上海、福建等发达地区地方国企产业债净融资为负或因地产债拖累。

图表 14 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
北京	55	0	2102	334	2157	334
浙江省	475	267	204	2	679	269
江苏省	871	158	229	22	1100	180
山东省	271	129	373	-48	644	82
江西省	126	60	68	21	194	80
重庆	136	71	10	-13	146	58
河南省	121	62	36	-17	157	45
四川省	110	-8	110	50	220	42
内蒙古	0	0	50	30	50	30
湖北省	63	-26	63	52	126	26
湖南省	138	14	70	9	207	23
贵州省	24	13	7	4	31	17
山西省	38	10	260	5	298	15
黑龙江省	26	14	0	0	26	14
广东省	237	51	580	-38	817	12
安徽省	103	9	29	2	132	11
吉林省	14	9	0	0	14	9
陕西省	22	11	144	-16	166	-5
广西	50	1	37	-8	87	-7
新疆	53	11	4	-31	57	-20
海南省	0	0	20	-20	20	-20
上海	94	38	602	-70	696	-31
辽宁省	2	-4	12	-39	14	-43
河北省	32	-20	41	-38	73	-58
福建省	194	32	86	-92	280	-59
云南省	74	-27	57	-76	131	-103
天津	123	-161	62	-45	185	-205

数据来源: Wind, 东方金诚

图表 15 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
浙江省	122	76	249	122	104	70	475	267
江苏省	242	62	474	140	150	-46	871	158
山东省	148	47	74	48	49	34	271	129
重庆	20	10	65	34	51	27	136	71
河南省	20	0	79	47	22	17	121	62
江西省	20	-10	70	58	36	15	126	60
广东省	205	54	17	-12	15	9	237	51
上海	70	22	24	16	0	0	94	38
福建省	97	-5	77	35	20	2	194	32
湖南省	50	30	31	-1	52	-20	138	14
黑龙江省	0	0	26	14	0	0	26	14
贵州省	0	0	24	24	0	-7	24	13
新疆	15	15	28	-9	10	5	53	11
陕西省	10	6	12	7	0	-2	22	11
山西省	15	15	23	6	0	-11	38	10
吉林省	11	11	3	3	0	-5	14	9
安徽省	20	-4	46	5	29	13	103	9
广西	20	-5	22	6	8	0	50	1
北京	55	0	0	0	0	0	55	0
辽宁省	0	0	0	-2	2	-2	2	-4
四川省	28	-14	33	-11	48	24	110	-8
河北省	0	0	21	-16	11	-4	32	-20
湖北省	12	-16	33	-2	18	-2	63	-26
云南省	35	-28	21	3	18	-3	74	-27
天津	95	-138	26	-25	2	2	123	-161

数据来源: Wind, 东方金诚

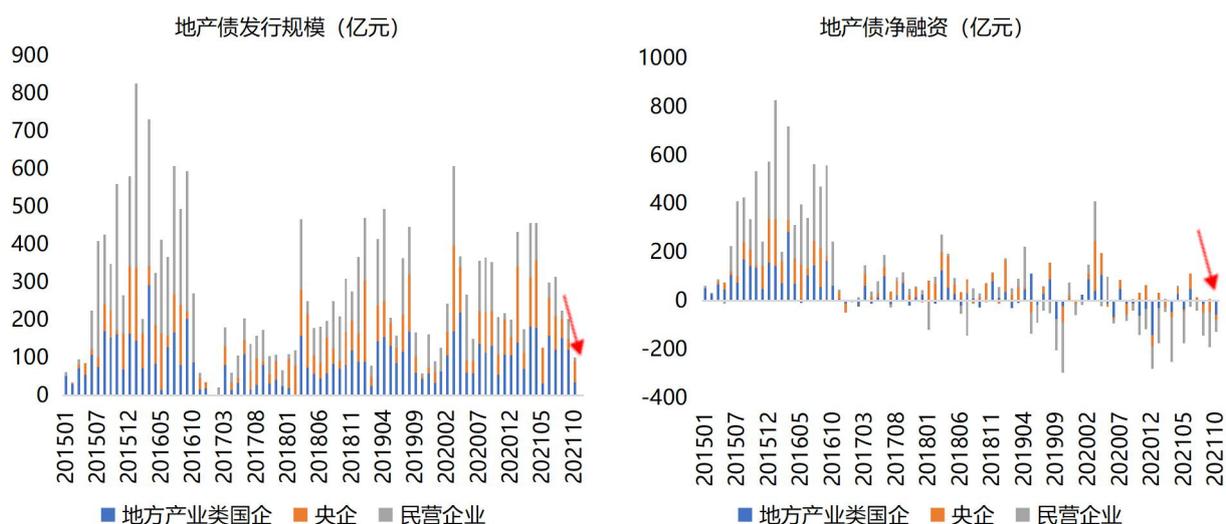
图表 16 分省份地方产业类国企债券融资情况 (亿元)

	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
四川省	85	67	10	3	10	7	105	77
广东省	167	49	24	-3	17	13	207	58
江苏省	136	54	21	-10	26	18	183	57
江西省	59	24	9	1	0	-4	68	21
河南省	36	16	0	0	0	0	36	16
山西省	226	19	20	-1	5	-2	251	15
安徽省	26	1	0	0	2	1	28	1
贵州省	0	0	0	0	3	0	3	0
重庆	5	0	5	-3	0	0	10	-3
广西	22	-6	0	-7	2	2	24	-11
浙江省	93	-20	20	9	0	0	113	-12
湖南省	30	-8	15	-3	0	-2	45	-12
天津	0	0	3	-13	4	-1	7	-13
新疆区	0	0	4	-9	0	-5	4	-14
北京	137	-15	10	2	6	-6	153	-19
陕西省	134	-26	5	5	0	0	139	-21
河北省	34	-22	7	0	0	-1	41	-22
福建省	48	-36	33	7	5	5	86	-24
山东省	235	-68	40	17	28	26	303	-26
上海	51	-41	33	8	2	2	86	-36
云南省	22	-23	0	-20	0	-5	22	-52

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 14 的产业类债券 (包含地方国有企业、央企、民企及其他类型企业) 数据有些不同

图表 18 10 月房地产行业地方国企净融资大幅转负



数据来源: Wind, 东方金诚

分行业看, 10 月份公用事业、建筑装饰、综合等行业信用债净融资情况较好, 房地产、过剩产能 (有色金属、化工、采掘等) 及交通运输等行业债券融资净流出情况较

为明显，且主要为 AAA 级主体出现融资净流出，其中房地产业债券融资净流出最高，为 190 亿元，较 9 月小幅增加，采掘、交通运输等行业净融资缺口则较 9 月明显收窄。

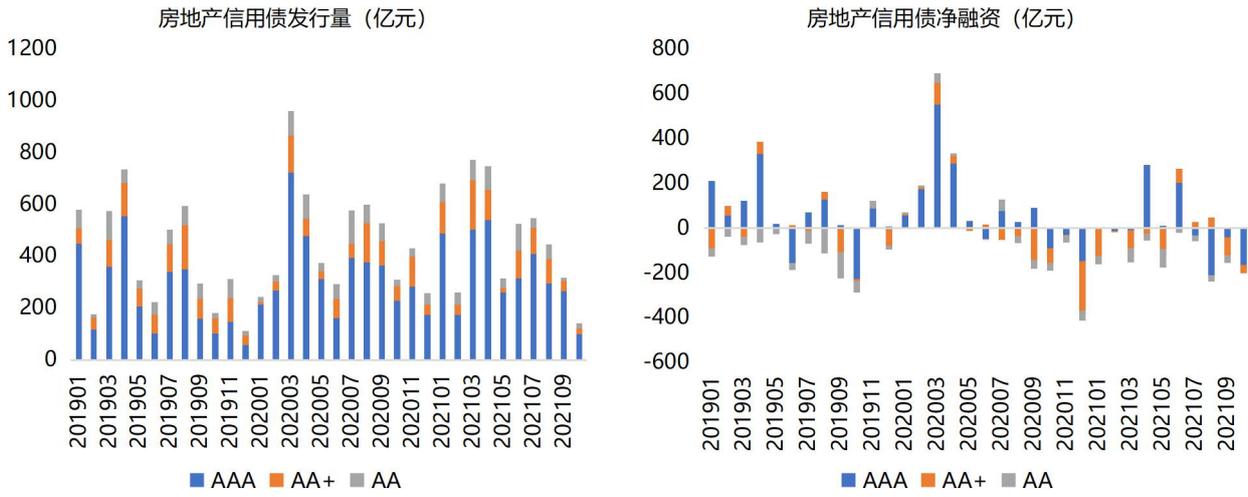
2020 年下半年开始，除个别月份外，房地产行业债券净融资持续为负，债市融资流出明显，10 月 AAA 级房企债券发行量仅为 79 亿元，创 2020 年 1 月以来新低。尽管能耗双控政策叠加发改委价格管控或影响过剩产能相关行业企业营收预期，但 10 月过剩产能债融资情况未现明显恶化，发行量较 9 月小幅增加，采掘行业信用债净融资缺口收窄，钢铁行业信用债净融资缺口小幅扩大。建议持续关注能源结构转型、能耗双控政策叠加地产投资增速下行导致需求转弱等因素对相关企业经营和融资的影响。

图表 19 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
公用事业	1450	479	58	-22	7	-5	1515	446
建筑装饰	442	185	66	12	45	21	553	193
综合	375	37	16	6	17	6	408	40
通信	68	30	0	0	7	7	75	37
食品饮料	55	31	12	5	0	0	67	36
其他	294	51	10	-13	7	-17	311	17
商业贸易	45	12	46	21	0	-18	91	11
休闲服务	20	20	0	-10	0	0	20	10
电子	18	10	5	0	0	0	23	10
计算机	0	-5	0	0	11	11	11	6
电气设备	14	9	0	0	0	-9	14	0
建筑材料	60	-5	10	7	0	-3	70	-1
农林牧渔	0	0	0	-6	2	2	2	-4
传媒	12	-9	10	-5	0	-1	22	-14
医药生物	30	1	19	-23	0	0	49	-26
汽车	15	-10	0	0	0	0	15	-30
钢铁	230	-45	0	0	0	0	230	-45
机械设备	102	-34	8	-8	0	0	110	-54
采掘	409	-82	30	20	5	5	444	-57
交通运输	718	8	13	-25	0	0	731	-57
化工	86	-47	30	-11	0	0	116	-63
有色金属	95	-103	10	-29	0	-2	105	-133
房地产	79	-150	12	-31	11	0	102	-190

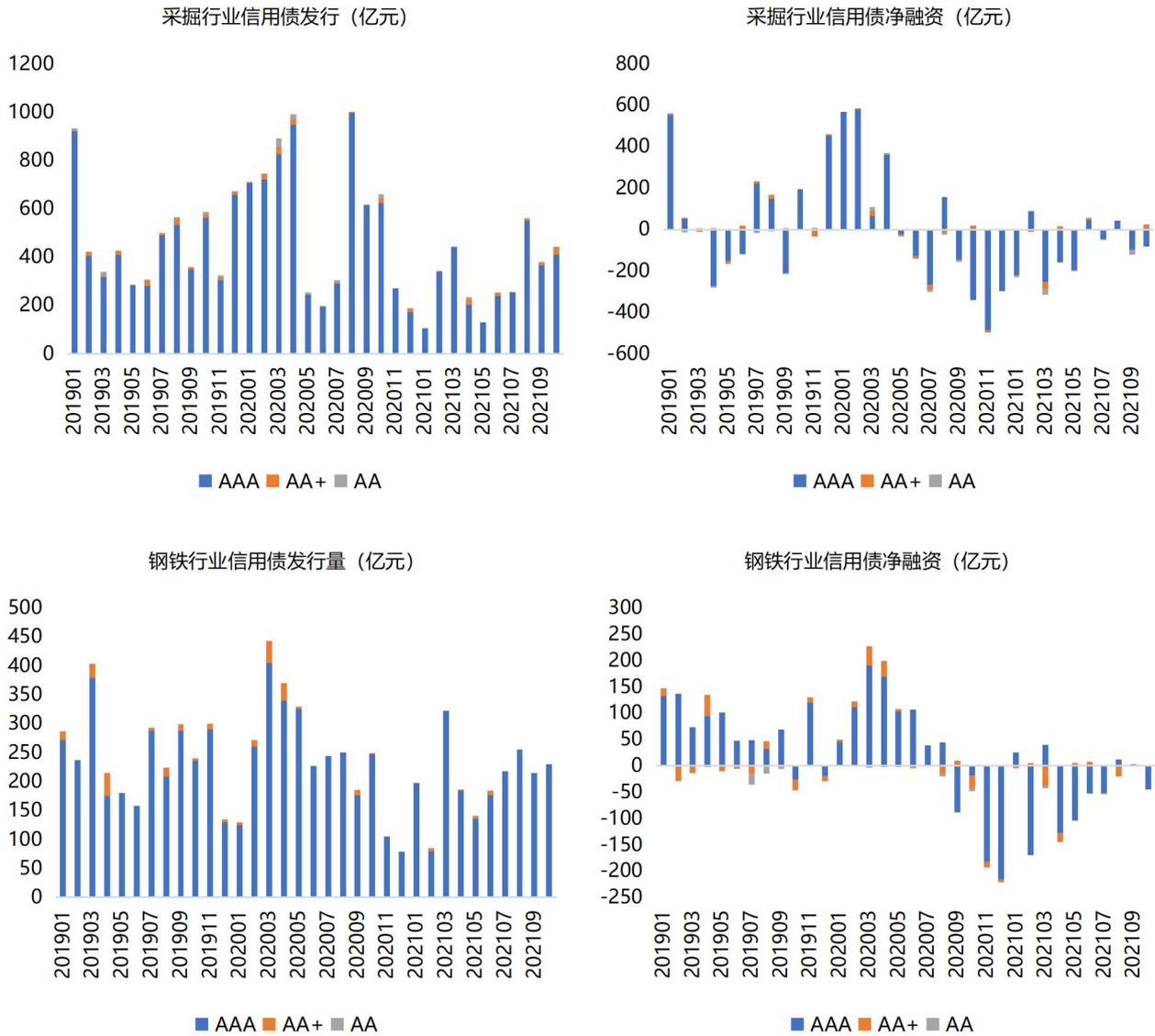
数据来源：Wind，东方金诚

图表 20 10月房地产信用债发行规模大幅下降，AAA 级净融资缺口扩大



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 21 10月采掘和钢铁行业信用债发行量较9月增加



数据来源: Wind, 东方金诚