

信用债融资环比改善但同比降幅仍大，民企地产债融资缺口收窄

——2022年8月信用债发行情况回顾

分析师 于丽峰 梅佳 冯琳 李晓峰

20220916

主要观点：

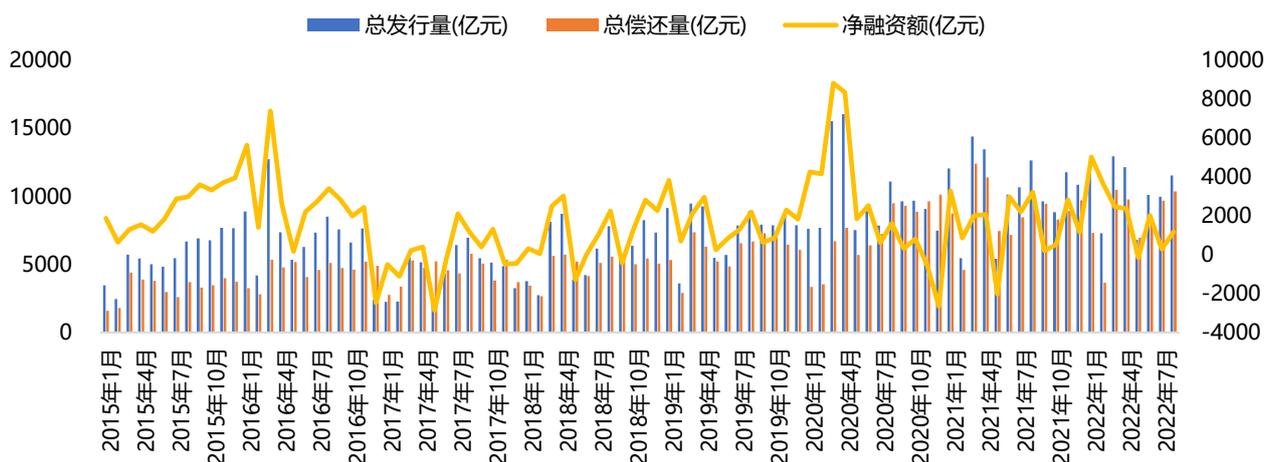
- 2022年8月，稳增长政策继续加力，央行下调政策利率，信用债融资环境整体友好，叠加“补半年报”的季节性影响，当月信用债发行和净融资均环比回升。8月城投债和产业债融资情况环比均改善，但程度有所分化：城投债发行量和净融资环比均大幅提升；产业债发行量整体平稳，净融资仍为负，但缺口有所收窄。受城投债融资监管政策仍紧、贷款利率下行背景下央企信用债融资减少影响，8月城投债和产业债净融资季节性反弹力度较过去几年偏弱。8月信用债发行利率继续下行，“资产荒”背景下，中低评级发行利率下行更多。8月信用债整体平均发行期限环比小幅拉长。
- 分主体评级看，8月各等级信用债发行量环比增加，AA级发行占比上行。分企业属性看，8月各类型发行人信用债发行情况表现分化，央企和广义民企债发行量和净融资环比皆有所回落；分券种看，8月主要券种发行量绝大多数上行，企业债、短融和超短融净融资为负。
- 8月城投债融资整体回升背景下，多数省份城投债发行量环比升高，但各地区分化依然明显：发行和净融资规模最大的省份仍集中于江浙、广东、山东、川渝等重点区域，同时有9个省份8月城投债净融资为负，主要分布在东北、西南各省及西北地区的甘肃、青海等地。1-8月整体看，江浙两省城投债净融资规模最大但同比降幅远超全国水平，贵州、甘肃、广西三省净融资缺口较上年同期明显扩大，云南、天津城投债净融资有所改善。
- 产业债分行业看，8月28个申万一级行业中多数行业信用债发行规模较7月环比上升。8月多数行业净融资为负：仅11个行业信用债净融资为正，有16个行业净融资为负。但从1-8月的整体情况看，多数行业净融资情况较去年同期改善，1-8月净融资为负的行业同比减少6个至12个，交通运输、房地产、综合和商业贸易等行业1-8月信用债净融资规模同比改善明显。
- 8月国企和民企地产债发行量均环比下行，国企地产债净融资转负，民企地产债净融资缺口缩小。8月监管推动中债增全额担保示范民营房企发债，截至9月15日，龙湖、美地置业、新城控股中票均已在中债增全额担保下成功发行。政策大力支持下，预计龙头民企债券融资将延续改善。

报告正文：

一、8月信用债发行量和净融资均环比增加，其中城投债发行量和净融资环比增幅明显，但同比仍大幅缩量；产业债发行量平稳，净融资缺口缩窄。8月信用债发行利率整体下行，发行期限环比小幅拉长，取消发行规模环比翻倍。

8月，稳增长政策进一步加力，其中央行意外降息带动各类市场利率走低，信用债融资环境整体友好，叠加“补半年报”的季节性影响，当月信用债发行和净融资均环比回升。8月包含企业债、中票、（超）短融、公司债（含私募债）和定向工具在内的非金融企业信用债共发行1.15万亿元，环比提升15.76%，加之到期量环比增幅不大，净融资增加较多：当月信用债净融资1168亿元，环比增加889亿元。不过，8月信用债发行情况不及去年同期：当月发行量和净融资同比分别下降8.83%和63.70%，其中净融资规模低于过去三年水平。

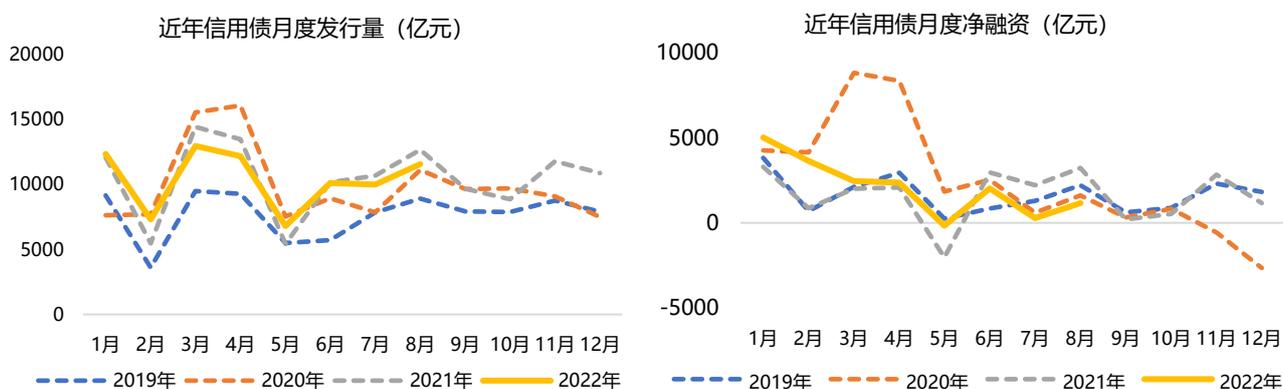
图表1 2022年8月信用债发行量和净融资环比回升



数据来源：Wind，东方金诚

注：发行数据按照发行起始日统计，非金融企业信用债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 2022年9月14日，下同

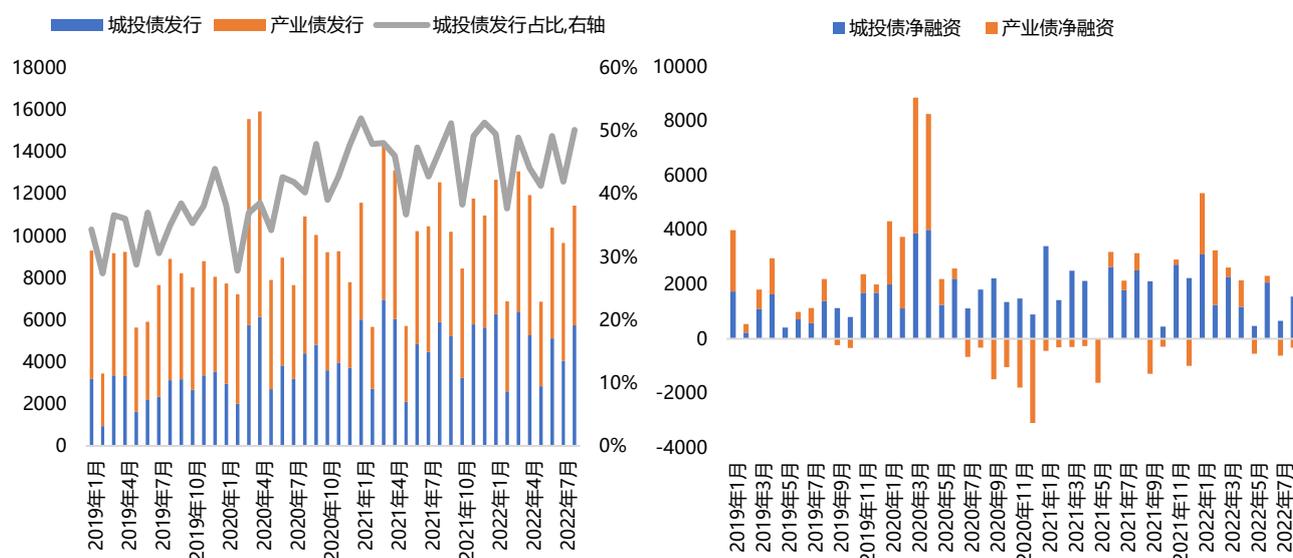
图表2 8月信用债发行量和净融资环比回升有一定季节性



数据来源：Wind，东方金诚

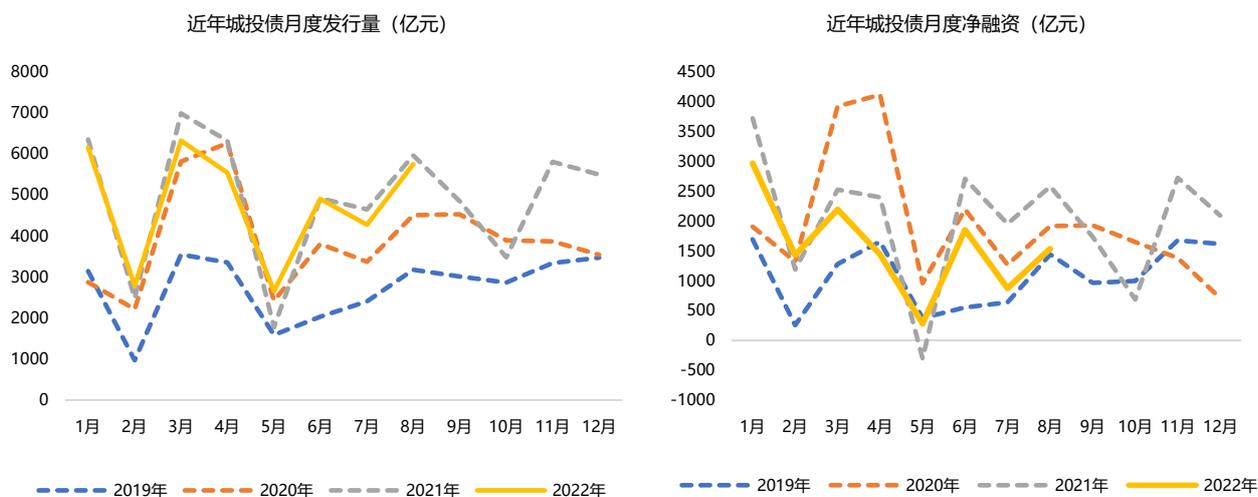
分大类看，8月城投债发行量和净融资环比明显回升，产业债发行量升幅较小，净融资缺口缩小。具体看，8月共发行城投债5748亿元，环比增加34.6%，同比下降3.6%，发行占比升高至50%；净融资1535亿元，环比大幅增长76%，但同比下降40.4%。从累计数据看，1-8月城投债净融资大幅低于过去两年同期。8月30日财政部发布《2022年上半年中国财政政策执行情况报告》，指出“继续公开通报隐性债务问责典型案例，发挥问责警示作用”，严禁新增地方政府隐性债务政策基调持续，预计后续城投债融资政策仍将较为严格。

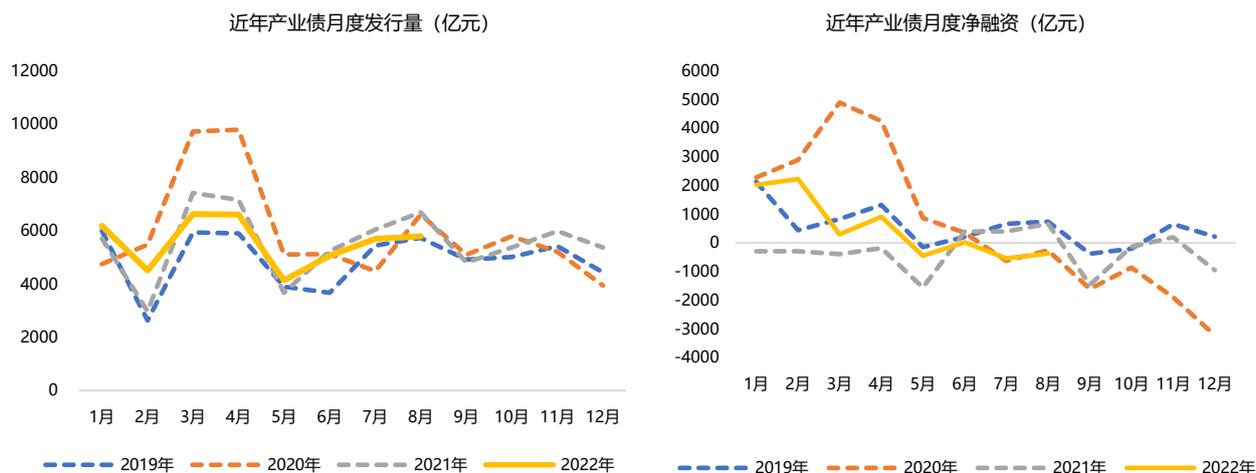
图3 2022年8月产业债净融资仍为负，城投债净融资有所回升（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

图4 8月城投债和产业债净融资的季节性反弹幅度都弱于过去几年



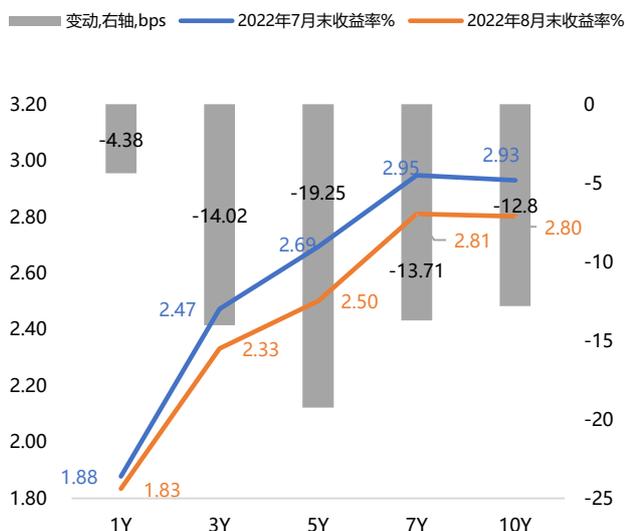


数据来源: Wind, 东方金诚

8月产业债发行整体平稳, 当月发行量5787亿元, 环比小幅提升1.7%, 但同比下降13.5%; 净融资仍为负, 但融资缺口从上月的538亿元收窄至366亿元。1-8月累计, 产业债发行量同比小幅下行, 但上半年净融资明显好于去年同期。年初以来企业贷款利率下行幅度较大, 债券融资相对银行贷款的性价比下降, 融资渠道切换能力强的央企或更多转向信贷融资, 拖累7、8两个月产业债净融资连续为负。

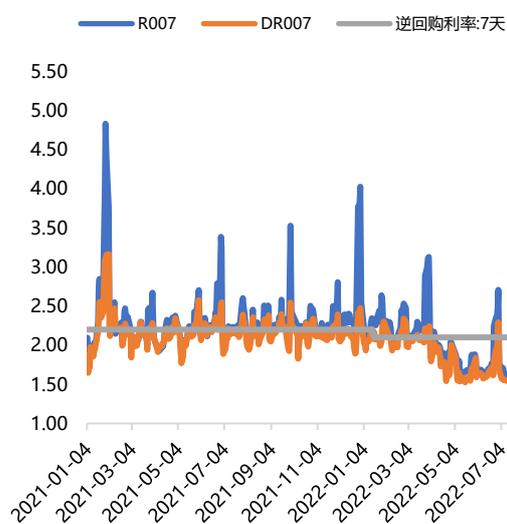
8月信用债发行利率整体下行, 中低评级下行更多。8月央行降息10bps, 债券市场利率全面下行, 信用债发行利率继续走低: 当月信用债整体以及主体级别AAA级、AA+级和AA级信用债按发行规模加权平均的发行利率分别为3.03%、2.61%、3.32%和4.37%, 较7月分别下行2bps、0bps、29bps和22bps。

图表5 2022年8月国开债收益率曲线陡峭化下行

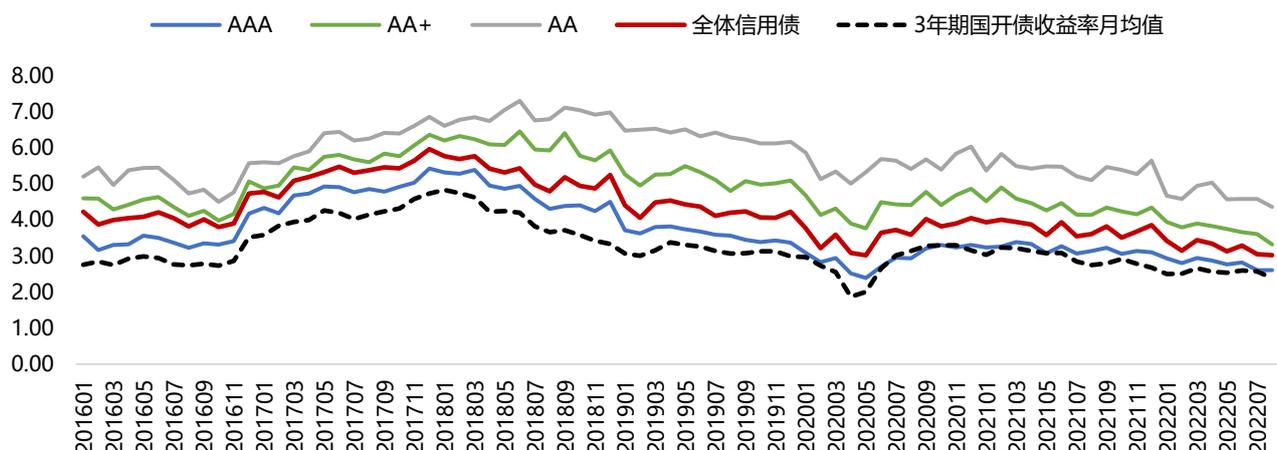


数据来源: Wind, 东方金诚

图表6 8月资金利率继续低于政策利率运行



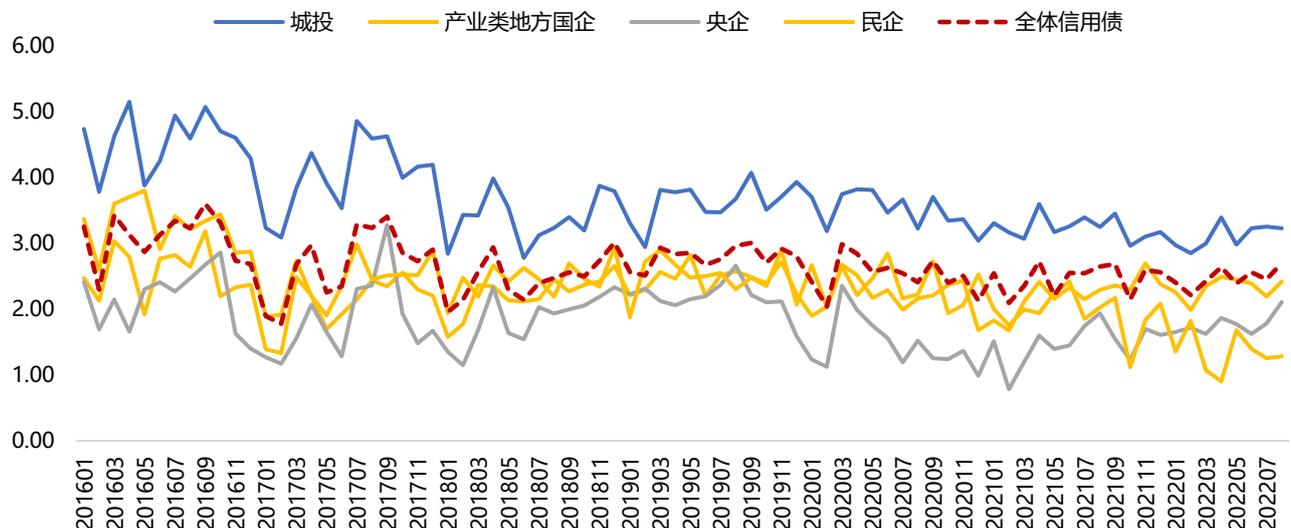
图表 7 2022 年 8 月信用债加权平均发行利率总体下行，AA+和 AA 级发行利率下行幅度更大



数据来源：Wind，东方金诚

8 月信用债发行期限环比小幅拉长，当月全体信用债加权平均发行期限为 2.70 年，较 7 月拉长 0.25 年。分企业性质看，产业类地方国企、央企和广义民企债加权平均发行期限环比分别拉长 0.23 年、0.33 年和 0.03 年至 2.42 年、2.11 年和 1.28 年，唯城投债发行期限环比小幅缩短 0.02 年至 3.23 年。

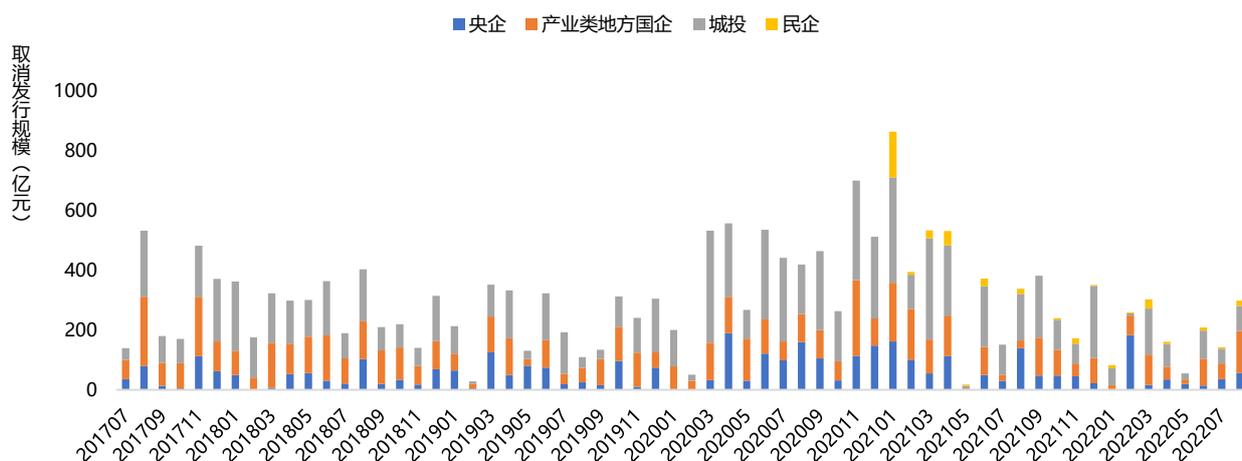
图表 8 2022 年 8 月信用债加权平均发行期限小幅拉长，仅城投债发行期限小幅缩短（年）



数据来源：Wind，东方金诚

8 月信用债取消或推迟发行规模环比增加。8 月取消或推迟发行信用债共计 293 亿元，环比增加 151 亿元。分企业性质看，8 月产业类地方国企债取消发行规模从 7 月的 52.5 亿元大幅提升至 135 亿元，央企债、城投债和民企债取消发行亦有所增多。多数取消发行发生于 8 月下旬，或因资金面边际收敛，债券市场利率出现波动，部分发行人主动选择取消或改期发行。

图表 9 2022 年 8 月信用债取消发行规模环比上行

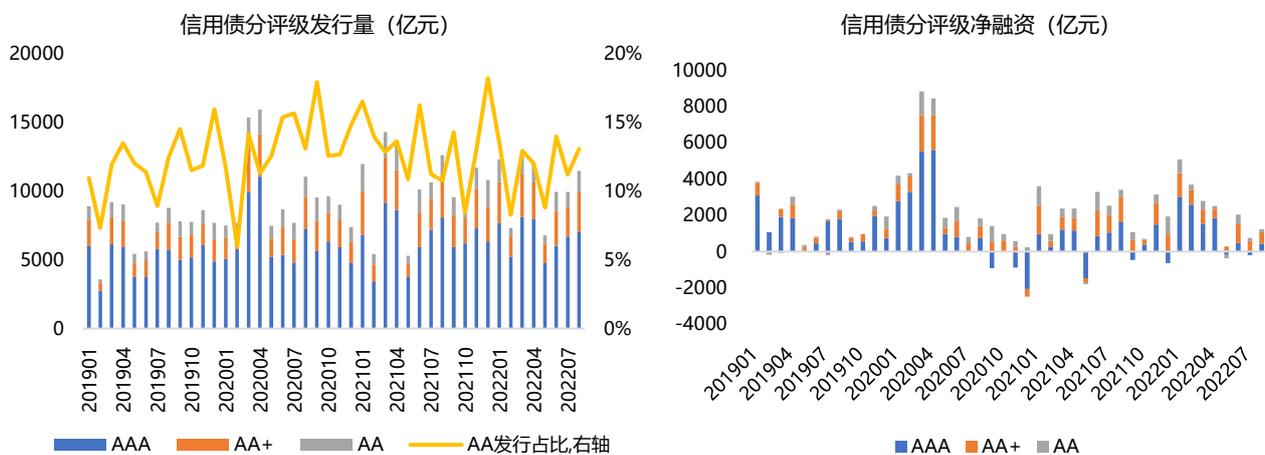


数据来源：Wind，东方金诚

二、8 月信用债发行结构性特征明显：各等级信用债发行量环比均增加，AA 级发行占比上行；各类型企业发行情况分化，央企和广义民企债发行量和净融资环比皆有所回落；主要券种发行量多数上行，企业债、短融和超短融净融资为负。

从主体评级结构看，8 月各等级信用债发行量环比增加，其中 AA 级增幅最大，与城投债发行量整体上行有关；各评级信用债净融资环比均提升，其中 AAA 级净融资增幅最大。8 月 AAA、AA+和 AA 级信用债发行量分别为 7008 亿元、2946 亿元和 1495 亿元，环比分别提升 5%、38%和 35%，AA 级发行占比从 7 月的 11%提升至 13%；同比表现分化，AAA 和 AA+评级发行量同比分别下降 13%和 7%，AA 级发行量则同比增长 11%。净融资方面，8 月 AAA、AA+和 AA 级信用债净融资均为正，分别为 429 亿元、631 亿元和 175 亿元，环比分别增加 623 亿元、58 亿元和 4 亿元。

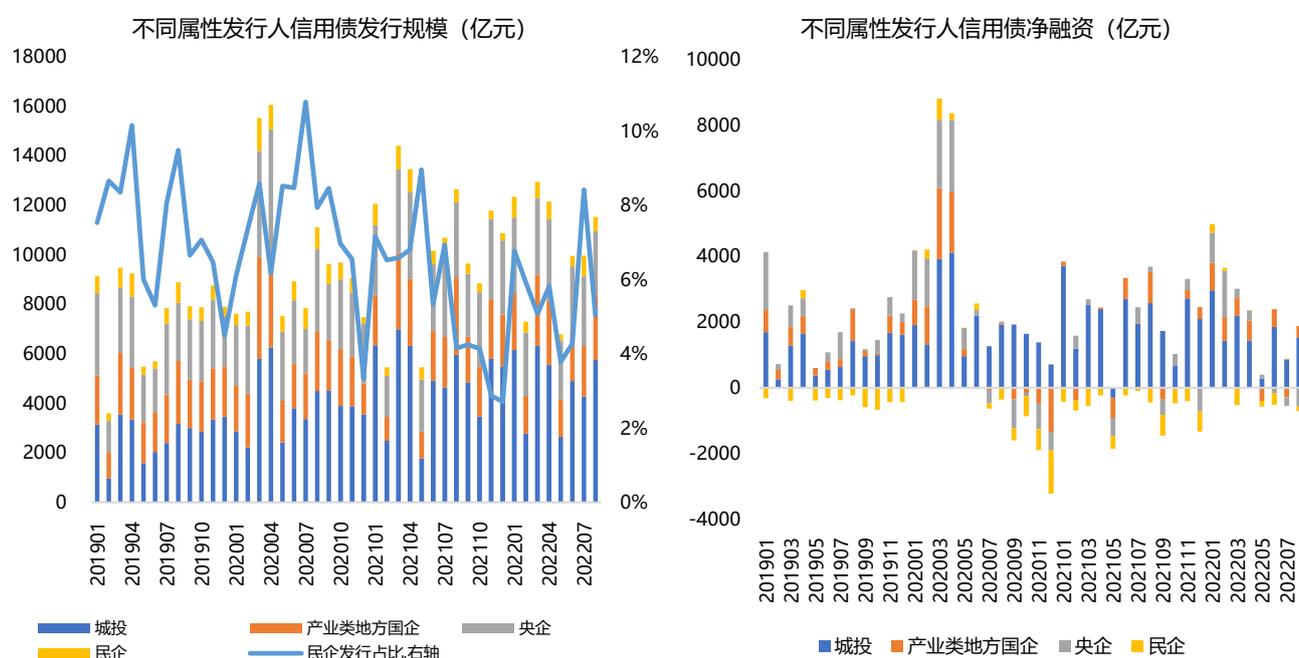
图表 10 2022 年 8 月 AA 级信用债发行占比环比上行，各等级信用债净融资全部为正



数据来源：Wind，东方金诚

8月各类型企业信用债发行情况表现分化，央企和广义民企债发行量和净融资环比皆有所回落。当月城投平台、地方产业类国企、央企和广义民企¹信用债发行量分别为5748亿元、2651亿元、2555亿元和581亿元，环比分别变化+1476亿元、+610亿元、-258亿元和-258亿元，广义民企债发行占比较7月下降3.4个百分点至5.0%。净融资方面，8月城投平台和地方产业类国企债净融资环比增加，央企和民企债净融资环比转负：当月城投平台、地方产业类国企、央企和广义民企信用债净融资分别为1535亿元、340亿元、-577亿元和-130亿元，环比分别变动+665亿元、+630亿元、-308亿元和-150亿元。

图表 11 2022年8月产业类地方国企债净融资回正，广义民企债净融资转负，发行占比下降



数据来源：Wind，东方金诚

从不同性质发行人分主体评级的融资情况看，8月央企、产业类地方国企和广义民企债发行以AAA级为主，三类主体AAA级信用债发行量占比分别达到95%、79%和76%；城投债AAA级发行占比相对较低，为36%。城投债贡献了大部分的AA+级和AA级信用债发行量：8月城投债在AA+和AA级信用债发行量中的占比分别达到79%和90%。8月各评级城投、产业类地方国企信用债净融资均为正，中高评级央企（AAA及AA+级）、中低评级民企（AA+及AA级）净融资为负。

¹ 广义民企包含企业性质为民营企业、集体企业、外商独资企业、中外合资企业、公众企业及其他企业，分类标准来源于wind数据库。

图表 12 2022 年 8 月，各评级城投和地方产业类国企净融资均为正（单位：亿元）

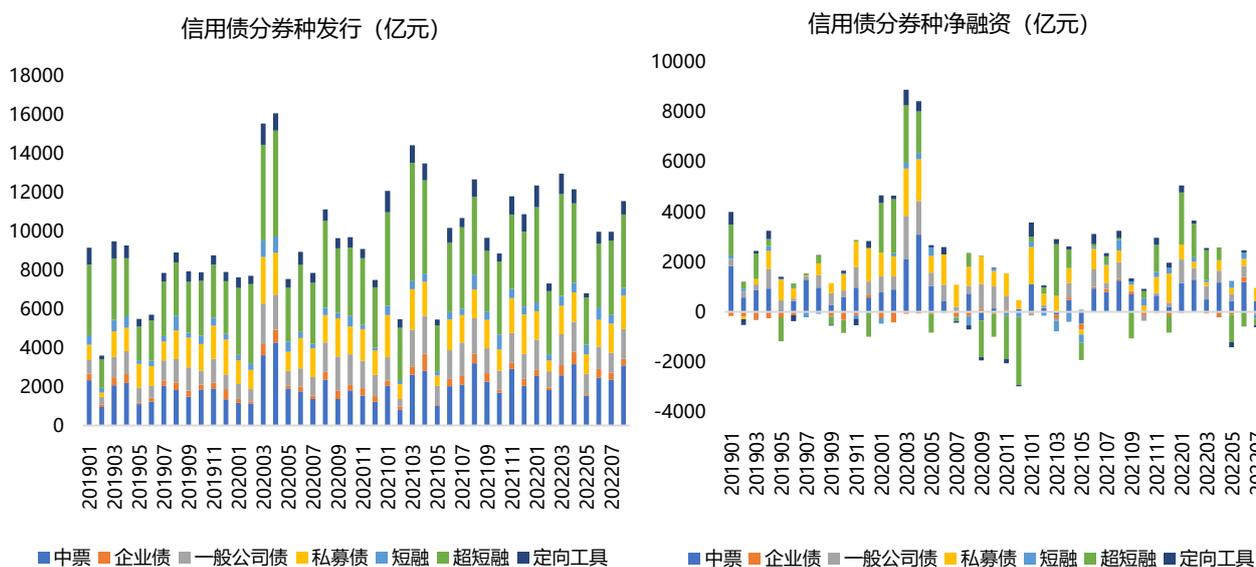
	AAA 级发行	AA+级发行	AA 级发行	AAA 级净融资	AA+级净融资	AA 级净融资
中央国有企业	2435	113	7	-527	-47	7
地方产业类国企	2072	406	142	230	37	64
城投企业	2059	2295	1340	705	678	133
广义民营企业	442	132	6	20	-37	-30
总计	7008	2946	1495	429	631	175

数据来源：Wind，东方金诚

8 月主要券种发行量绝大多数上行，短融和（超）短融发行量减少且净融资为负。

8 月发行规模最大的券种为超短融（3788 亿元）、中票（3083 亿元）和私募债（1721 亿元），发行量环比变动分别为-29 亿元、+726 亿元和+231 亿元。另外，企业债、一般公司债、短融和定向工具分别发行 353 亿元、1526 亿元、383 亿元和 681 亿元，环比分别变化-18 亿元、+510 亿元、-62 亿元和+213 亿元。净融资方面，8 月中票、一般公司债和定向工具净融资为正且环比上行，企业债、短融和超短融净融资为负，融资缺口分别为-67 亿元、-232 亿元和-53 亿元，私募债净融资为正但环比减少 108 亿元。

图表 13 2022 年 8 月主要券种发行规模绝大多数上行



数据来源：Wind，东方金诚

从不同券种分主体评级信用债融资情况来看，8 月 AAA 级信用债发行以公募债券为主，中票、一般公司债和私募债 AAA 级净融资为正，其他券种 AAA 级净融资均为负；AA+和 AA 级私募品种发行占比依次递增，分别为 39%和 52%，AA+级各券种净融资均为正，而 AA 级信用债净融资主要由中票和私募债贡献。整体上看，AA+和 AA 级信用债中城投债占比较高，因此对私募品种，尤其是交易所私募债的融资依赖性较强。

图表 14 2022 年 8 月 AA+和 AA 级净融资主要依赖私募债

	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
中期票据	2176	604	304	1000	111	84
企业债	83	113	147	-79	70	-67
一般公司债	1239	230	57	350	24	-2
短期融资券	95	225	63	-355	22	-27
超短期融资债券	3002	632	154	-437	103	5
定向工具	66	365	214	-119	113	9
私募债	348	778	557	68	188	173
私募品种占比	6%	39%	52%	-12%	48%	104%

数据来源：Wind，东方金诚

三、8 月城投债融资整体回升背景下，多数省份城投债发行量环比升高，且多数省份城投债净融资为正；产业债方面，8 月半数行业信用债净融资为负，但从 1-8 月累计看，多数行业净融资情况较去年同期改善；8 月民营地产债发行量和到期量双降，融资缺口环比大幅收窄。

分省份融资情况看，城投债发行特征如下：首先，8 月多数省份城投债发行规模较 7 月上升，仅甘肃、广西、贵州、山西、青海和上海 6 省份城投债发行量环比减少。江浙区域仍为城投债发行量最大的区域，其中江苏省城投债发行环比增加 328 亿元，为 8 月环比增幅最大的省份，四川、浙江、湖北、湖南、河南和福建等地城投债发行量环比增幅亦超过 100 亿元，其他省份发行量环比小幅增加，另有西藏、海南、宁夏和青海 4 个省份当月城投债发行量为 0。

其次，净融资方面，8 月多数省份城投债净融资为正，且多数规模环比升高，江浙两地净融资规模居首，另有山东、河南、福建、四川 5 省净融资规模超过 100 亿元。8 月有 7 个省份城投债净融资为负，3 个省份净融资为 0，主要集中于东北、西北、西南等弱资质区域。其中 8 月融资缺口最大的三个省份分别为广西、甘肃和云南。其中甘肃省 8 月仅发行城投债 3 亿元，融资缺口快速扩大。8 月底兰州城投发生技术性违约，令区域城投债券融资难度进一步加剧。

最后，从 1-8 月整体看，江浙区域城投债净融资规模最大，但较去年同期明显下降，降幅分别为 56%和 47%，超过全国整体水平；有 9 个省份城投债净融资为负，主要包括东北、西南及西北地区的部分省份，其中贵州、甘肃、广西三省净融资缺口扩大最为明显；云南、天津两省城投债融资改善明显：云南省城投债发行量同比增幅较大，且净融资缺口同比明显收窄，区域再融资环境有所改善；天津市城投债融资改善最为明显，1-8 月

城投债发行量同比增长 49%，净融资从去年同期的大幅为负（-694 亿元）转为小幅为正。

图表 15 分省份城投债融资情况（按照当月净融资规模排序）

	城投债发行规模 (亿元)					城投债净融资 (亿元)				
	2022.8	2022.7	环比	2022.1-7	2021.1-8	2022.8	2022.7	环比	2022.1-8	2021.1-8
浙江	701	575	126	4273	5264	253	168	85	2027	3834
江苏	1275	946	328	8819	10247	184	252	-68	1868	4259
山东	374	342	32	2706	2800	173	207	-34	1387	1826
河南	255	146	108	1570	864	121	70	51	750	353
福建	241	133	108	1569	1713	121	-42	163	708	634
四川	315	158	157	1847	1894	111	5	106	825	1050
湖北	217	104	113	1439	1288	88	22	67	621	549
江西	197	186	11	1278	1743	88	76	12	545	972
广东	397	357	40	2590	2658	87	72	15	915	1289
安徽	238	179	60	1656	1375	78	74	4	632	477
湖南	255	147	108	1602	1615	67	4	63	545	642
重庆	221	181	39	1452	1539	51	93	-42	517	521
吉林	52	28	24	244	98	47	-15	62	-19	11
新疆	90	34	56	471	442	32	-16	48	168	69
上海	125	157	-33	1216	1074	28	32	-5	564	548
山西	28	32	-4	284	257	24	-12	36	105	58
河北	64	62	2	486	320	21	30	-10	209	118
陕西	81	51	31	632	513	19	3	17	287	226
天津	255	173	82	1718	1150	18	-35	53	32	-694
北京	78	25	53	642	754	6	-39	46	91	69
贵州	28	30	-2	171	306	2	-17	19	-113	53
西藏	0	10	0	73	75	0	10	0	48	30
海南	0	0	0	6	20	0	0	0	6	8
宁夏	0	10	0	34	25	0	8	0	13	-15
内蒙古	3	0	3	3	22	-3	-3	0	-14	-13
青海	0	15	-15	25	26	-3	-3	0	-30	-5
黑龙江	8	8	0	36	18	-3	-7	3	-14	-23
辽宁	7	0	7	41	61	-7	-1	-6	-10	-137
广西	44	45	-1	479	638	-26	-6	-20	-0	180
甘肃	3	4	-1	39	88	-31	-6	-25	-107	-10
云南	156	124	32	860	494	-45	-65	20	-58	-143

数据来源：Wind，东方金诚

分评级看，8月多数省份AAA级城投债净融资为正，仅天津、北京两地净融资为负，另有10个省份AAA级城投债净融资为0；8月AA+和AA级城投债净融资为负的省份分别为6个和12个，主要集中于城投债整体净融资为负的东北、西北、西南等区域。8月AA级净融资规模排名靠前的区域包括福建、河南、江西、广东、重庆等地，江浙两地AA级城投债净融资占比有所下降。

图表 16 8月分省份分评级城投债融资情况（按当月净融资规模排序，单位：亿元）

	AAA		AA+		AA		全部	
	发行	净融资	发行	净融资	发行	净融资	发行	净融资
浙江	142	68	418	187	141	-2	701	253
江苏	285	76	654	84	334	23	1273	183
山东	128	58	186	110	60	6	374	173
河南	65	19	108	74	82	28	255	121
福建	98	64	80	13	64	44	241	121
四川	145	70	76	27	89	11	309	108
湖北	91	91	62	24	64	-25	217	91
江西	25	0	107	61	60	27	191	88
广东	339	48	27	14	31	25	397	87
安徽	33	33	129	55	76	-4	238	84
湖南	42	13	132	60	81	-2	255	70
重庆	39	39	79	-13	102	25	221	51
吉林	37	37	15	15	0	-5	52	47
新疆	25	20	54	14	11	-2	90	32
上海	108	24	17	10	0	-6	125	28
山西	6	6	12	12	10	6	28	24
河北	15	5	21	7	29	9	64	21
陕西	52	21	10	3	19	-5	81	19
天津	181	-3	49	19	25	2	255	18
北京	55	-12	0	0	23	19	78	6
贵州	0	0	11	10	17	-6	28	5
内蒙古	0	0	0	0	3	0	3	0
海南	0	0	0	0	0	0	0	0
宁夏	0	0	0	0	0	0	0	0
西藏	0	0	0	0	0	0	0	0
青海	0	0	0	-3	0	0	0	-3
黑龙江	0	0	8	-3	0	-1	8	-3

辽宁	0	0	0	0	7	-7	7	-7
广西	30	0	5	-15	9	-11	44	-26
甘肃	0	0	0	-34	3	3	3	-31
云南	119	30	38	-55	0	-20	156	-45

数据来源：Wind，东方金诚

产业债分行业来看，8月多数行业（申万一级分类）信用债发行规模较7月环比上升，但医药生物、通信、电气设备、钢铁、家用电器、计算机、农林牧渔、电子、采掘、房地产、交通运输和食品饮料等12个行业信用债发行规模环比下降；8月多数行业信用债净融资为负：仅11个行业信用债净融资为正，有16个行业净融资为负。但从1-8月的整体情况看，除家用电器、汽车、建筑材料、国防军工和公用事业外，多数行业净融资情况较去年同期改善，1-8月净融资为负的行业同比减少6个至12个，交通运输、房地产、综合和商业贸易等行业净融资规模同比增幅较大。

图表 17 产业债分行业融资情况（按照 2022 年 8 月净融资排序）

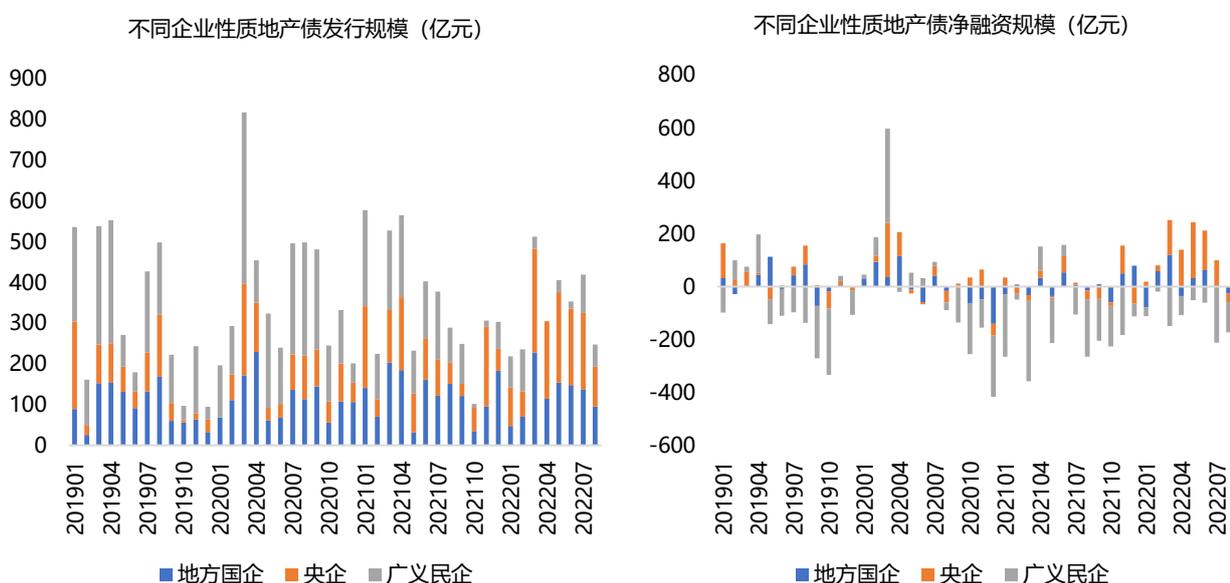
	产业债发行规模 (亿元)					产业债净融资 (亿元)				
	2022.8	2022.7	环比	2022.1-8	2021.1-8	2022.8	2022.7	环比	2022.1-8	2021.1-8
建筑装饰	587	569	18	3416	3315	245	151	94	1089	596
其他	480	354	126	3091	2925	88	-30	117	445	166
食品饮料	129	314	-185	1331	1085	54	290	-236	323	-9
化工	139	104	35	1866	1619	41	-13	54	887	258
建筑材料	86	34	52	398	428	29	-47	76	-34	50
休闲服务	60	15	45	270	180	24	-31	55	71	44
非银金融	271	133	138	2738	1952	15	-118	133	318	-103
机械设备	98	75	23	618	961	12	-11	23	36	-149
医药生物	90	96	-5	533	615	11	-1	12	-71	-115
农林牧渔	10	66	-57	147	121	6	46	-41	54	-5
计算机	5	30	-25	67	57	2	-5	7	-58	-104
家用电器	0	22	-22	90	333	0	0	0	-9	20
商业贸易	187	146	41	1312	841	-1	-73	72	186	-483
传媒	48	46	2	271	280	-2	16	-18	47	32
通信	83	90	-8	676	391	-3	78	-80	150	88
纺织服装	13	11	2	56	27	-5	6	-11	-14	-39
交通运输	800	910	-110	6329	7120	-7	28	-35	1049	650
电子	5	74	-69	295	154	-7	53	-60	140	-112
国防军工	0	0	0	36	83	-10	-30	20	-142	-47
轻工制造	0	0	0	7	7	-10	-12	2	-42	-78
有色金属	189	135	54	1211	1056	-13	-64	51	-43	-208

电气设备	15	35	-20	213	193	-14	-1	-13	15	-6
采掘	328	468	-140	2386	2323	-23	-39	16	-427	-864
钢铁	154	169	-15	1428	1590	-30	-106	76	-77	-497
综合	610	309	302	4561	4446	-74	-152	78	732	-170
汽车	17	3	14	157	119	-135	-40	-95	-294	-244
房地产	248	420	-172	2699	3193	-173	-111	-62	162	-891
公用事业	1105	1054	52	8315	9446	-417	-334	-83	-422	979

数据来源：Wind，东方金诚

8月地产债发行量环比下行，净融资缺口扩大。当月地产债共发行248亿元，环比减少172亿元，其中央企、地方国企和广义民企地产债发行规模分别为98亿元、95亿元和54亿元，环比分别减少89亿元、42亿元和40亿元。8月地产债净融资为-173亿元，融资缺口较7月扩大62亿元。其中央企和地方国企地产债净融资由正转负，广义民企地产债净融资为-115亿元，缺口较7月收窄96亿元。8月监管推动中债信用增进投资股份有限公司全额担保示范民营房企发行债券，当月龙湖成功发行15亿元中票，截至9月15日美地置业、新城控股中票也在中债增全额担保下成功发行。政策大力支持下，龙头民企债券融资将延续改善。

图表 18 2022 年 8 月民企地产债净融资缺口收窄



数据来源：Wind，东方金诚

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。