

作者：申学峰 简奖平
邮箱：research@fecr.com.cn

国有企业净融资减少，各行业信用利差普遍下行 ——2022年4月信用债市场运行报告

摘要

发行方面，4月份信用债共发行12155.47亿元，发行规模环比小幅下降。其中，发行量最大的为短期融资券和中期票据，分别发行4589.47亿元和3150.30亿元。当月取消或推迟发行的信用债金额为169.80亿元，较上月减少152.50亿元。

净融资方面，4月份信用债共实现净融资2456.08亿元，净融资规模环比基本持平。重点行业中建筑装饰行业实现净融资最多，共实现净融资717.04亿元；AAA级主体信用债净融资额环比增加，AA+、AA和AA-级主体净融资额环比减少；国有企业净融资环比减少，非国有企业净融资规模由负转正；城投债净融资额减少708.81亿元至1473.06亿元，非城投债净融资增加388.65亿元至983.02亿元。

到期压力方面，截至4月末，未来6个月将有44787.10亿元信用债到期，到期压力迁移系数为0.90，较上月末基本持平。分行业看，房地产、化工行业到期压力环比上升。分企业性质看，国有企业债券未来到期压力环比变动不大，非国有企业债券未来到期压力环比上升。城投债与非城投债比较方面，城投债未来到期压力环比小幅下降，非城投债到期压力环比小幅上升。

到期收益率方面，4月份中短期票据和城投债二级市场到期收益率均下行。其中，3年期各评级中短期票据到期收益率下行10.42至24.43个BP，3年期各评级城投债收益率下行5.79至14.79个BP。

信用利差方面，4月份各行业、各评级产业债信用利差均下行，其中建筑装饰业AA级债券信用利差降幅超过50BP。除化工行业AA+债项外，各行业不同评级产业债信用利差均处于历史中等或较低水平。城投债平均信用利差下行，AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别下降12.71BP、15.11BP和31.05BP。

展望未来，在中央财经委员会召开第十一次会议研究全面加强基础设施建设问题后，预计国有企业、城投企业债券发行将稳中有增。当前经济增速放缓，疫情继续持续，部分行业经营环境不确定性增加，需关注外部冲击对企业信用风险的影响。信用债评级结果下调数量远大于上调数量，未来信用债评级结果中枢可能会持续下行。

相关研究报告：

1. 《2022年3月利率债市场运行报告》，2022.04.13
2. 《2022年3月信用债市场运行报告》，2022.04.18
3. 《2022年2月利率债市场运行报告》，2022.03.15
4. 《2022年2月信用债市场运行报告》，2022.03.16
5. 《2022年1月利率债市场运行报告》，2022.02.15
6. 《2022年1月信用债市场运行报告》，2022.02.16

目录

一、信用债市场运行	2
(一) 一级市场	2
1. 信用债一级市场净融资规模环比持平	2
2. 信用债净融资主要由建筑装饰业与综合业贡献	3
3. 信用债总体到期压力环比有所降低	6
(二) 二级市场	9
1. 二级市场到期收益率下行	9
2. 产业债与城投债信用利差均下行	10
(三) 信用债市场特别关注	12
1. 13家主体旗下17只债券发生违约	12
2. 9家主体评级被下调	13
3. 27只债券取消或推迟发行	13
二、总结与展望	14

一、信用债市场运行

(一) 一级市场

1. 信用债一级市场净融资规模环比持平

2022年4月份，信用债（仅包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具）共发行1348只，募集资金12155.47亿元，发行规模较上月小幅下降；信用债共实现净融资2456.08亿元，净融资规模环比基本持平（见图1）。

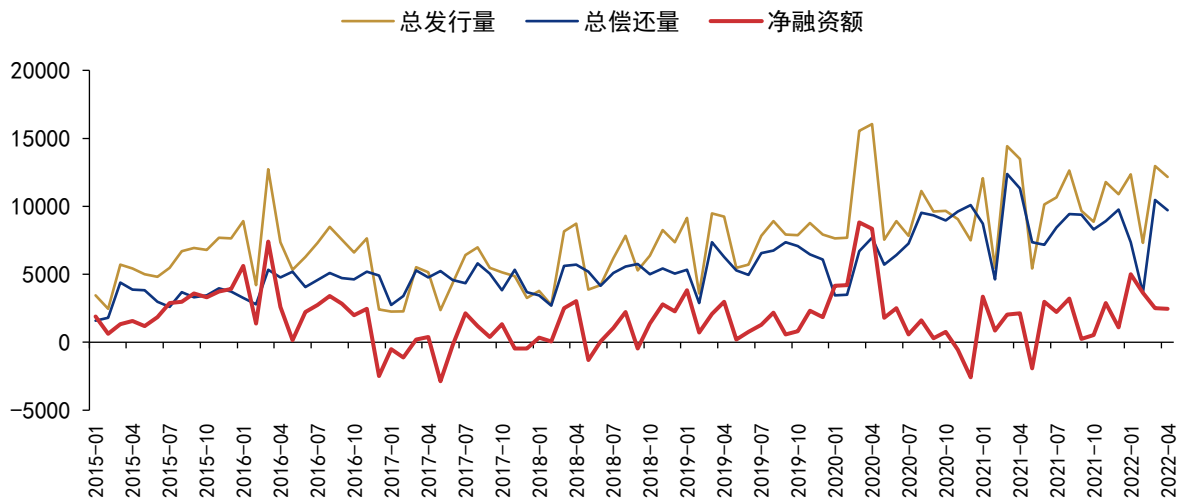


图1：信用债的发行、到期与净融资规模（2015.01-2022.04，单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

分券种来看，发行量最大的为短期融资券，共计发行4589.47亿元，并实现净融资528.44亿元；其次是中期票据，共计发行3150.30亿元，实现净融资1174.36亿元（见表1）。其中，企业债连续2个月净融资为负。

表1：2022年4月信用债发行与到期

债券类型	总发行量 (亿元)	总偿还量 (亿元)	净融资额 (亿元)	到期偿还量 (亿元)	提前兑付量 (亿元)	回售量 (亿元)	赎回量 (亿元)
企业债	635.80	854.05	-218.25	561.68	288.88	3.50	0.00
公司债	3056.05	2075.72	980.33	1864.35	7.84	203.54	0.00
中期票据	3150.30	1975.94	1174.36	1852.85	6.80	116.29	0.00
短期融资券	4589.47	4061.03	528.44	4061.03	0.00	0.00	0.00
定向工具	723.85	732.64	-8.79	679.30	0.00	53.34	0.00
合计	12155.47	9699.39	2456.08	9019.21	303.52	376.66	0.00

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 信用债净融资主要由建筑装饰业与综合业贡献

分行业来看，2022年4月，选取的10个重点行业中，除采掘、医药生物、公用事业外，各行业净融资额均为正（见图2）。其中，实现净融资最多的是建筑装饰业，共实现净融资717.04亿元；其次是综合业，共实现净融资578.31亿元。从4月各行业信用债净融资额与上个月相比的变化值来看，多数行业净融资额环比减少，其中建筑装饰业环比减少457.42亿元，采掘业环比减少240.66亿元，综合业环比减少152.42亿元。房地产业尽管在境内信用债市场净融资为正，但考虑到其中资美元债融资减少，整个行业净融资仍为负值。从近几个月数据看，医药生物行业净融资持续较差，多数月份净融资为负。

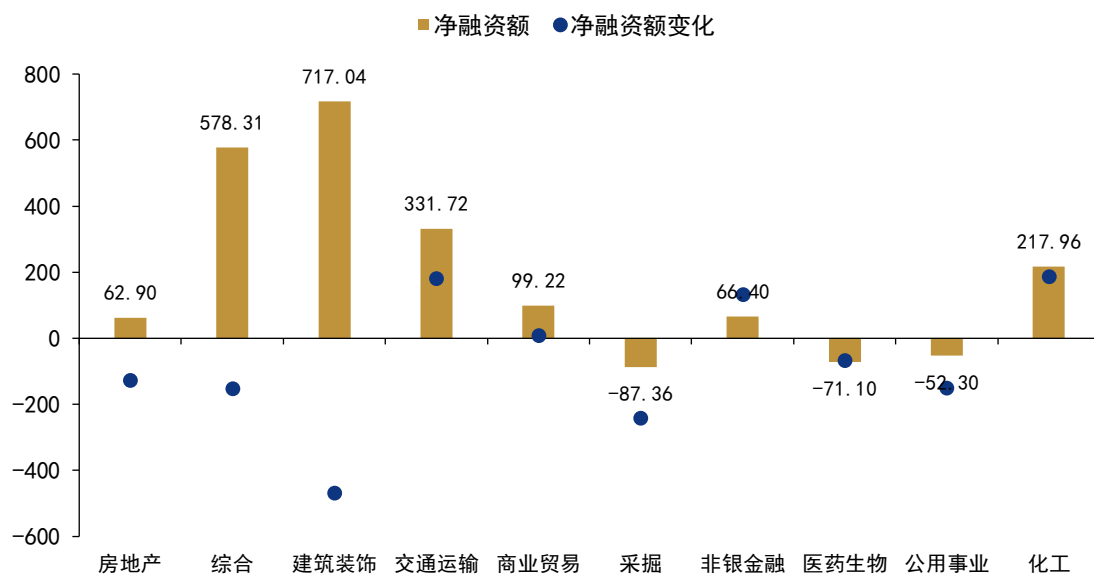


图2：2022年4月10个重点行业信用债净融资额及其环比变化值（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从信用债发行主体级别来看，我们统计了AAA、AA+、AA和AA-主体的信用债净融资情况（见表2、图3）。4月份AAA级主体信用债净融资额较上月增加439.47亿元；AA+级主体净融资额规模较上月减少336.67亿元；AA级主体信用债净融资额较上月减少359.00亿元；AA-级主体信用债净融资持续为负。

表2：不同主体评级的发行人信用债净融资情况（单位：亿元）

日期	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2021年1月	1204.69	1586.14	1055.07	-19.90	3826.00
2021年2月	235.84	372.32	369.34	-20.87	956.63
2021年3月	1389.39	908.72	476.32	-16.32	2758.11
2021年4月	1213.68	934.30	537.93	-49.85	2636.06
2021年5月	-1431.00	-249.19	-54.39	-40.41	-1774.99
2021年6月	868.64	1418.11	1013.23	-10.99	3288.99

日期	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2021年7月	1047.13	980.70	507.69	-18.79	2516.73
2021年8月	1661.91	1384.63	497.43	-32.98	3510.99
2021年9月	-436.79	686.53	528.42	-24.66	753.49
2021年10月	389.47	301.64	142.73	-41.07	792.77
2021年11月	1511.28	1219.77	520.18	-46.85	3204.37
2021年12月	-643.30	950.30	983.55	-15.34	1275.21
2022年1月	3037.25	1335.33	774.46	-10.68	5136.35
2022年2月	2598.92	868.67	239.83	-11.22	3696.21
2022年3月	1486.29	886.44	491.64	-28.68	2835.69
2022年4月	1925.75	549.78	132.64	-30.48	2577.69

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

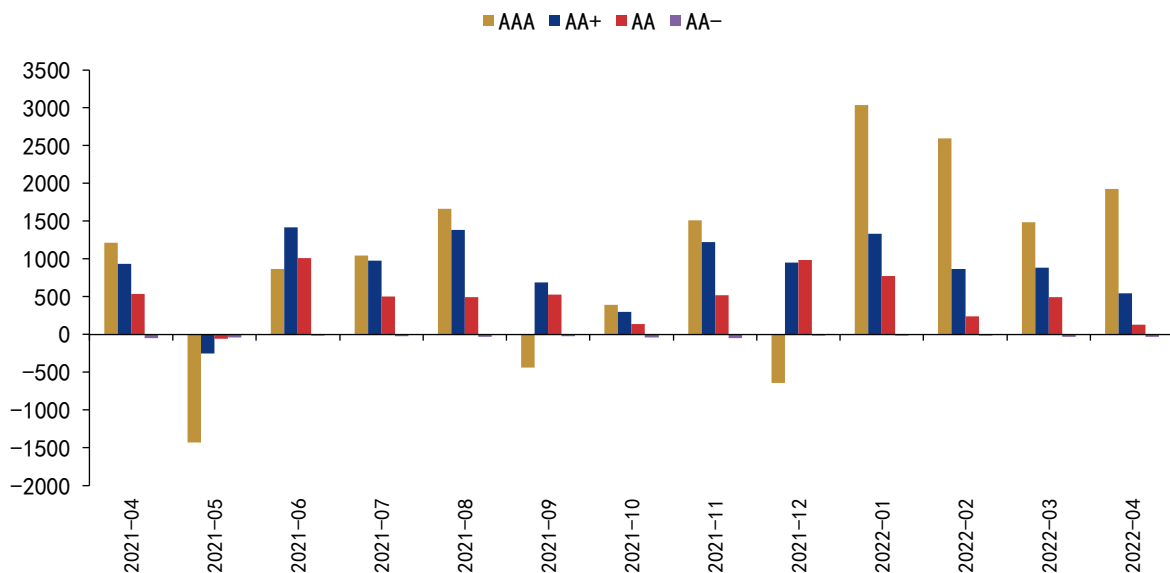


图3：不同主体评级的发行人信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发债企业性质来看，4月份，国有企业（包括中央国有企业和地方国有企业）共实现净融资2439.11亿元，规模较上月减少619.32亿元；非国有企业净融资额为16.97亿元，净融资规模由负转正（见图4）。非国有企业净融资远低于国有企业，国有企业仍是信用债券市场的主要净融资主体。

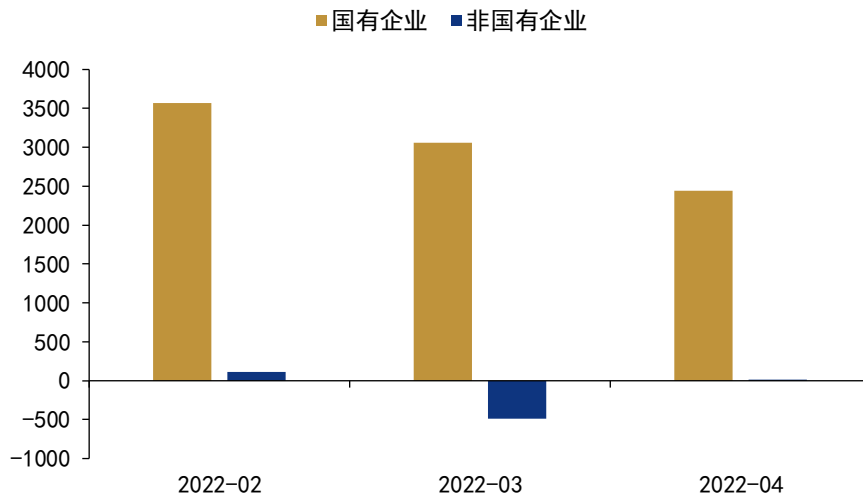


图4：国有与非国有企业信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从城投债的角度来看（本文采用 Wind 对城投债的统计口径），4 月份城投债发行 5203.84 亿元，较上月减少 708.81 亿元；实现净融资 1473.06 亿元，较上月减少 507.16 亿元（见图 5）。非城投债实现净融资 983.02 亿元，较上月增加 388.65 亿元，非城投债净融资有所回升（见图 6）。

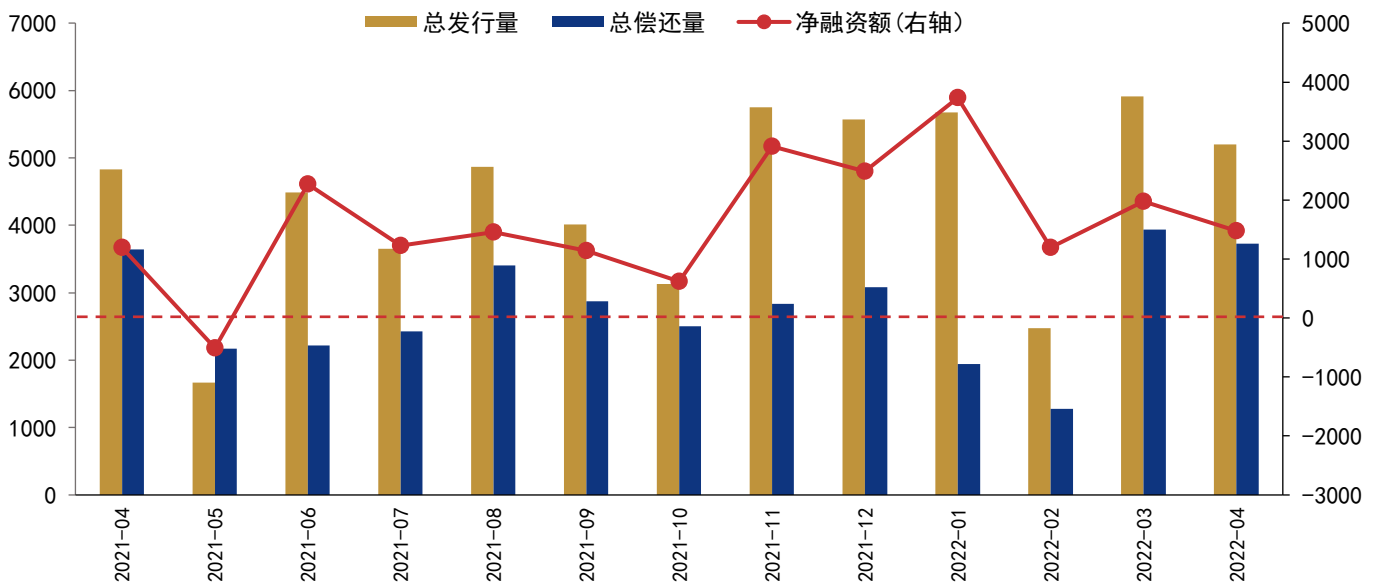


图5：城投债发行、到期与净融资变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

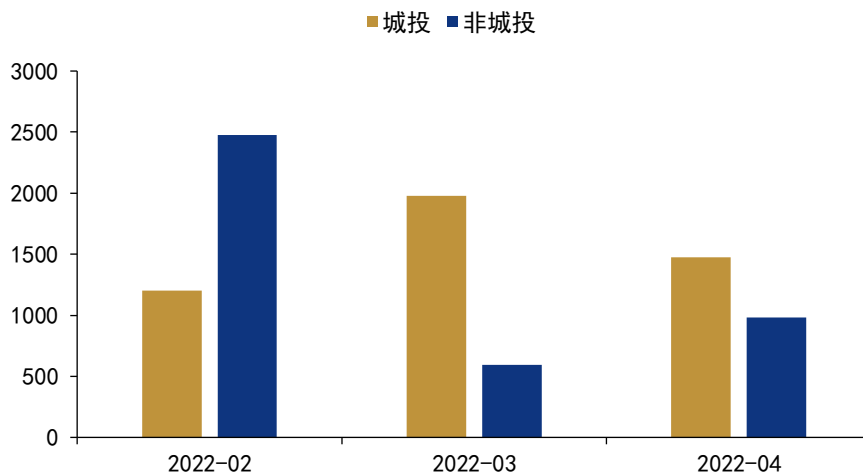


图6：城投与非城投信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.信用债总体到期压力环比有所降低

截至4月末的存量信用债之中，不考虑分期还本、提前赎回等特殊情形，未来6个月将共有44787.10亿元信用债到期，过去6个月ATAE¹为49941.58亿元（见图7）。到期压力迁移系数²为0.90，未来6个月内信用债到期压力与过去12个月平均水平相近。

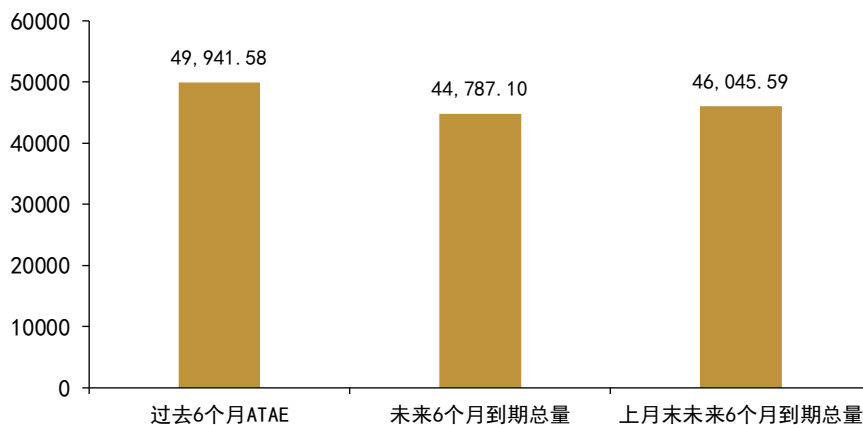


图7：4月末信用债到期压力变化情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

¹ 即“经调整的到期总量”，对应英语表达为 Adjusted Total Amount that has Expired，其用“过去12个月月均偿还量*6”进行计算。

² 本文将其定义为“未来6个月到期总量/过去6个月ATAE”。一般来说，如果该比值显著大于1.0，或表示未来6个月的到期压力显著大于过去12个月的平均到期压力水平；该比值显著小于1.0，或表示未来6个月的到期压力显著小于过去12个月的平均到期压力水平。

从未来到期压力来看，4月末未来6个月信用债到期总量较上月末水平小幅下降，到期压力迁移系数较上月末水平下降0.01，或表明信用债未来到期压力环比有所降低。

(1) 房地产、化工行业到期压力环比上升

在重点关注的10个行业（按申万行业分类）中，除非银金融、公用事业外，其他行业未来6个月信用债到期压力低于过去12个月平均水平（见图8）。

从与过去12个月平均到期压力相比较来看，房地产、商业贸易和医药生物行业到期压力迁移系数均在0.8以下，或表明其未来6个月的到期压力明显低于过去12个月平均水平。

从与上月末未来到期压力比较来看，4月末大部分行业到期压力迁移系数较前值均有所下降，或表明其未来6个月到期压力环比有所减小。但房地产、化工行业到期压力迁移系数有所上升。

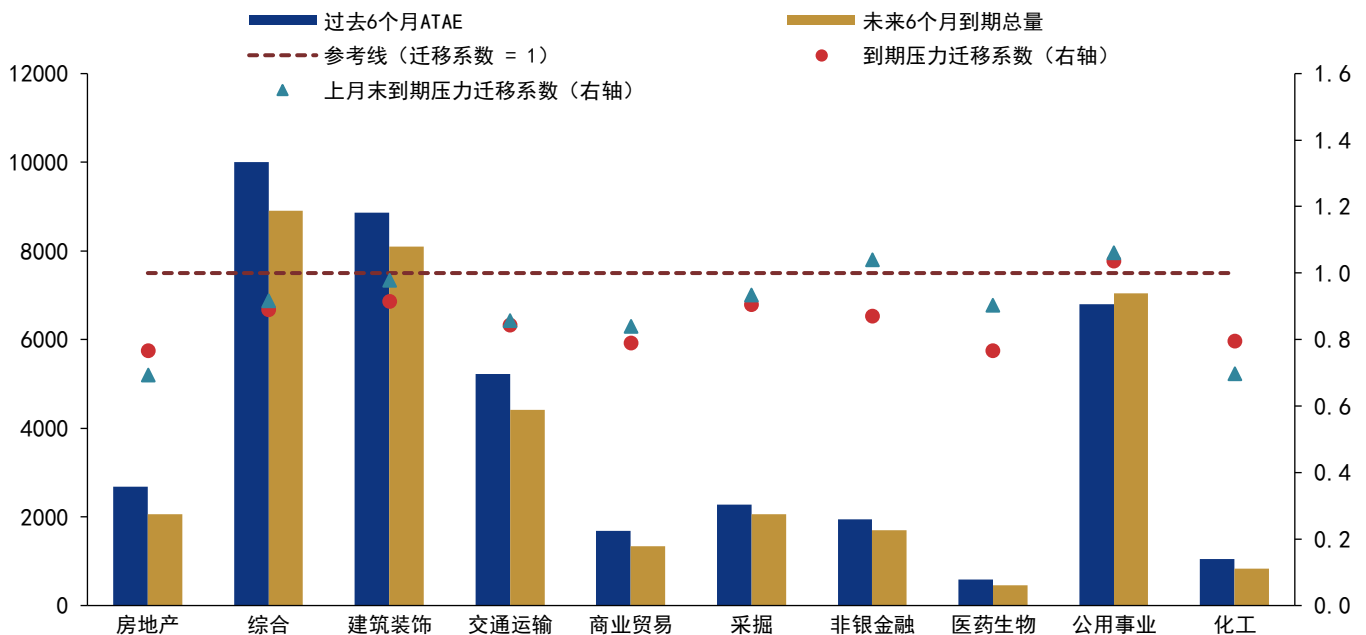


图8：4月末10个重点行业未来信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 非国有企业债券到期压力环比上升

从企业性质来看，未来6个月内到期的国有企业债券金额预计41277.42亿元，到期压力迁移系数为0.92（较上月末水平下降0.02），表明未来6个月的到期压力与低于过去12个月平均水平相近（见图9）。非国有企业未来债券到期压力到期压力迁移系数为0.71（较上月末水平上升0.05），表明其未来到期压力明显低于过去12个月平均水平，但环比有所上升。

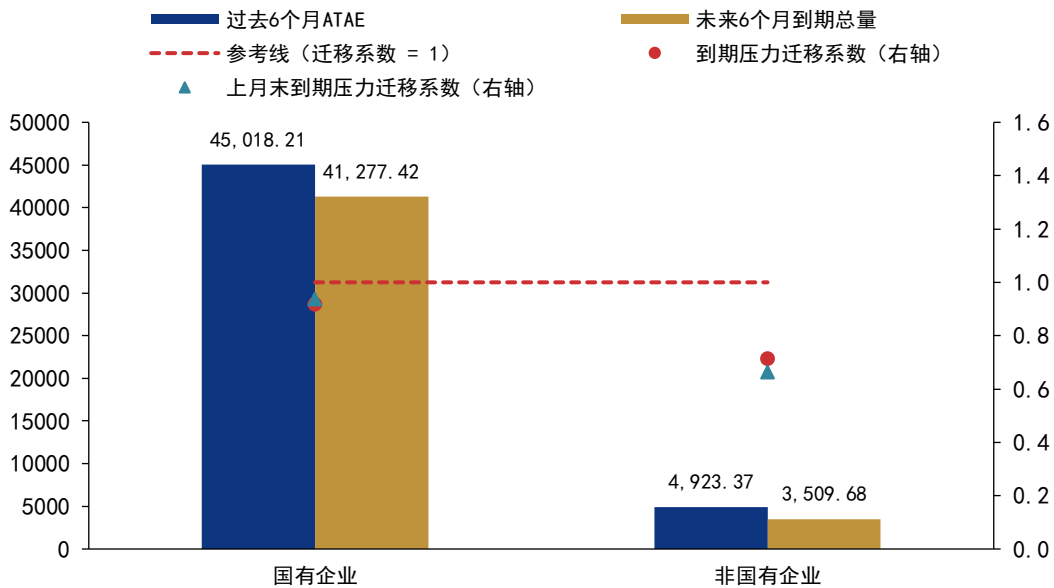


图9：4月末国有和非国有企业未来债券到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（3）非城投债到期压力较上月末小幅上升

4月末，城投债未来6个月到期压力与过去12个月平均水平相近（到期压力迁移系数为0.92），而非城投企业所发行债券未来6个月到期压力略低于过去12个月平均水平（到期压力迁移系数为0.88）（见图10）。与上月末相比，4月末城投债到期压力迁移系数略有下降，非城投债到期压力迁移系数略有增加。

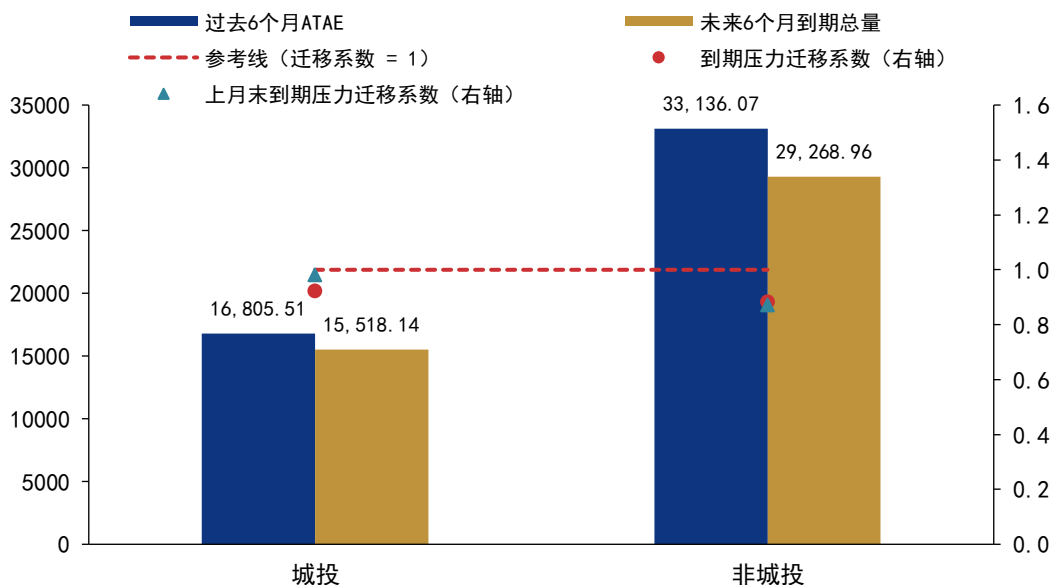


图10：4月末城投和非城投企业未来债券到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 二级市场

从成交活跃度来看，4月份信用债共成交25747.12亿元，成交量环比减少2603.87亿元，单月成交量仍维持较高水平。成交券种以中期票据、短期融资券为主，分别占45.25%和38.57%。

1. 二级市场到期收益率下行

从到期收益率来看，4月份不同期限与评级的中短期票据收益率均下行（见图11）。具体来看，3年期各评级中短期票据到期收益率下行10.42至24.43个BP；5年期各评级中短期票据到期收益率下行9.50至12.52个BP。3年期和5年期之间的利差拉大，其中AA-级的3年期、5年期之间的利差扩大了11.91个BP。

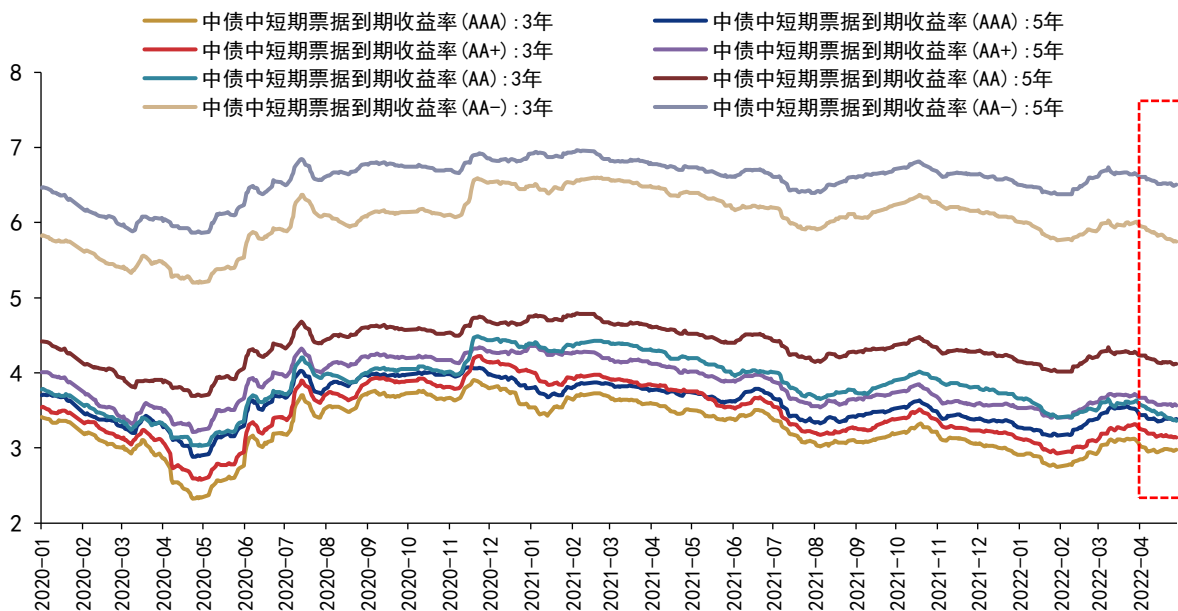


图 11：不同期限不同评级中短票收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从城投债的角度来看，4月份不同期限与评级的城投债收益率小幅下行（见图12）。具体来看，3年期各评级城投债收益率下行5.79至14.79个BP，5年期各评级城投债到期收益率上行0.02至14.02个BP。

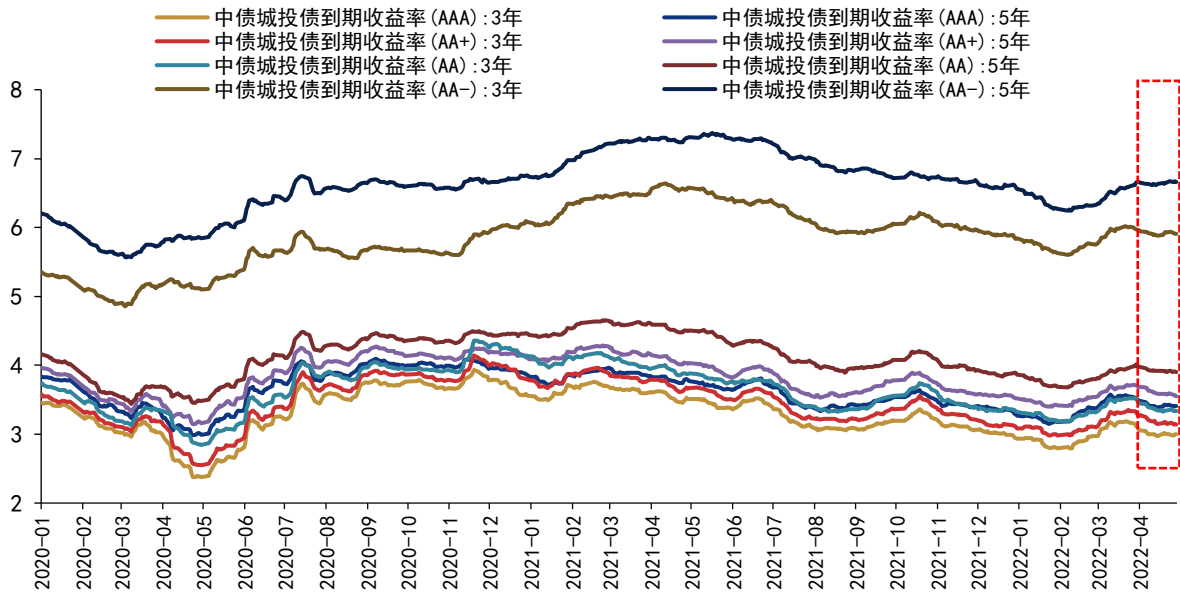


图 12：不同期限不同评级城投债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 产业债与城投债信用利差均下行

(1) 产业债信用利差普遍下行

兴业研究提供的 10 个重点行业的不同信用级别的产业债信用利差显示，4 月份各行业、各评级的信用利差均下行（见图 13）。其中，建筑装饰业 AA 级债券信用利差降幅超过 50BP，房地产、建筑装饰、交通运输、煤炭、医药生物和食品饮料业的 AA+ 级债券信用利差降幅超过 20BP。近期政策再次强调基础设施建设、稳增长，对建筑装饰等行业信用构成利好，带动了利差下行。

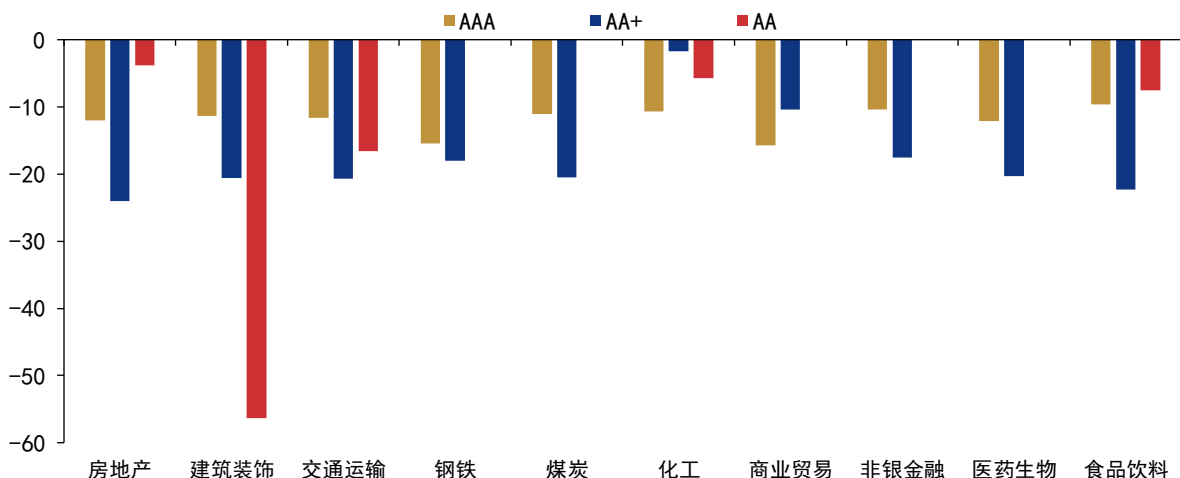


图 13：2022 年 4 月份 10 个重点行业各评级信用利差变动（当月末与上月末相比，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从10个重点行业2015年初以来的信用利差数据来看，除化工行业AA+级债项外，3月末各行业不同评级信用利差均在历史中等或较低水平。

具体来看，在AAA级产业债中，各行业产业债信用利差所处百分位数均低于20%，均处于历史较低水平。

在AA+级产业债中，化工行业信用利差所处历史百分位数为88%，处于历史较高水平，可能是当前能源价格高涨冲击下游化工行业所致；商业贸易、医药生物行业信用利差处于历史中等水平；其余行业信用利差则处于历史较低水平。

在AA级产业债中，交通运输行业信用利差所处历史百分位数为48%，化工行业信用利差所处历史百分位数为43%，处于历史中等水平；房地产、建筑装饰和食品饮料行业信用利差处于历史较低水平。

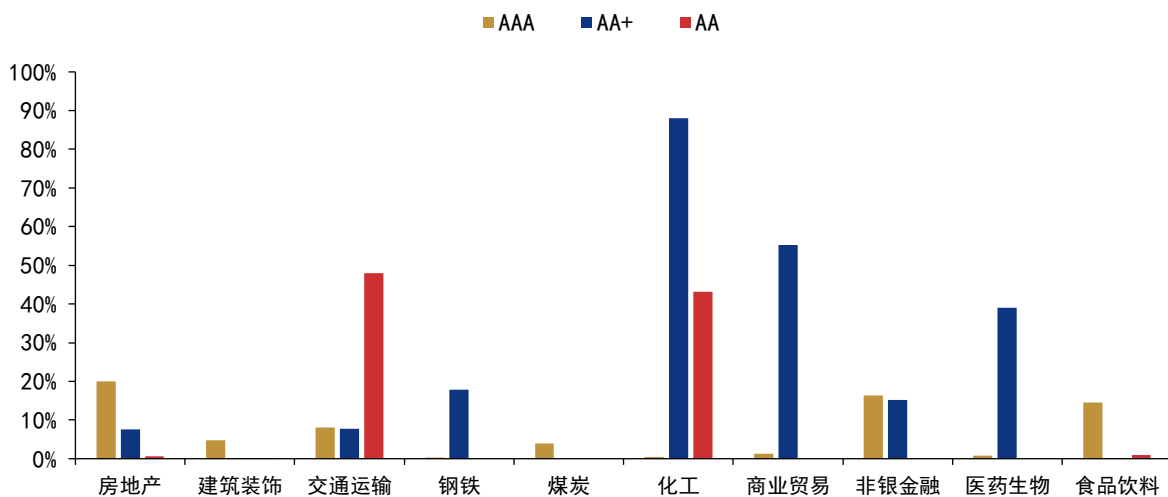


图 14：2022 年 4 月末 10 个重点行业各评级信用利差在 2015 年至今所处百分位数

注：以百分位数表示，分位数越大表示信用利差在近 10 年的历史水平中所处的位置越高。

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) 城投债信用利差下降

从兴业研究提供的城投债信用利差数据来看，与上月末相比，4月末城投债信用利差普遍下降。具体来看，AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别下降12.71BP、15.11BP和31.05BP（见图15）。

从2015年初以来的城投债信用利差数据来看，4月末城投债信用利差所处百分位数也随之上升。AA级城投债信用利差所处百分位数上升至32%；AAA级和AA+级城投债信用利差所处百分位数分别上升至10%和8%，尚处于历史低位（见图16）。

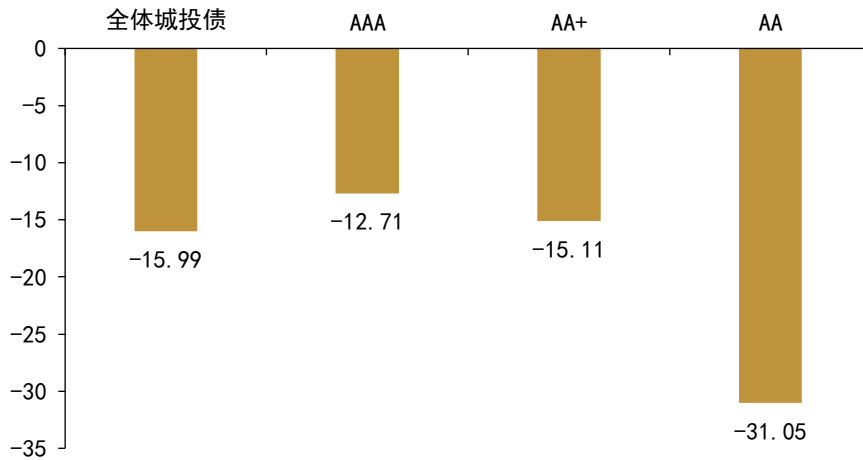


图 15: 2022 年 4 月末各评级城投债信用利差变动 (当月末与上月末相比, 单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

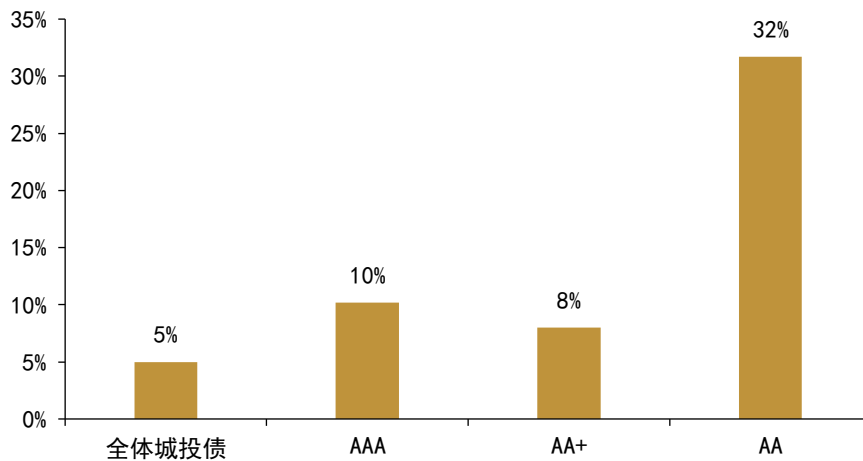


图 16: 2022 年 4 月末各评级城投债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(三) 信用债市场特别关注

1. 13 家主体旗下 17 只债券发生违约

本文中的违约包括未按时兑付本金和/或利息、未按时兑付回售款和/或利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约和本息展期, 相关统计均参考 Wind 资讯。

2022 年 4 月份, 境内债券市场上有 13 家主体的 17 只信用债券 (包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具) 发生违约, 违约日债券余额为 241.60 亿元, 违约债券金额进一步上升。违约主体中, 武汉当代科技产业集团股份有限公司、武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司是首次出现实质性违约。

从所属申万一级行业来看，违约债券数量最多的是房地产行业，共涉及9只违约券。此外，商业贸易行业有3只违约券，综合行业有2只违约券，医药生物、传媒、建筑装饰行业各有1只违约券。

2.9 家主体评级被下调

2022年4月份，共有9家主体评级被下调（见图17），主体评级下调家数较上月减少1家。今年1~4月份合计有42家主体评级被下调，低于去年同期的59家。

从所属申万一级行业来看，4月份主体评级下调的企业涉及6个行业，包括建筑装饰、医药生物、传媒、采掘有色金属和非银金融行业。具体来看，建筑装饰行业评级下调企业最多，共有3家企业主体评级被下调，包括江西奇信集团股份有限公司、四川阆中名城经营投资有限公司和深圳洪涛集团股份有限公司。此外，医药生物行业有2家主体评级下调，传媒、采掘、有色金属和非银金融行业各有1家主体评级被下调。

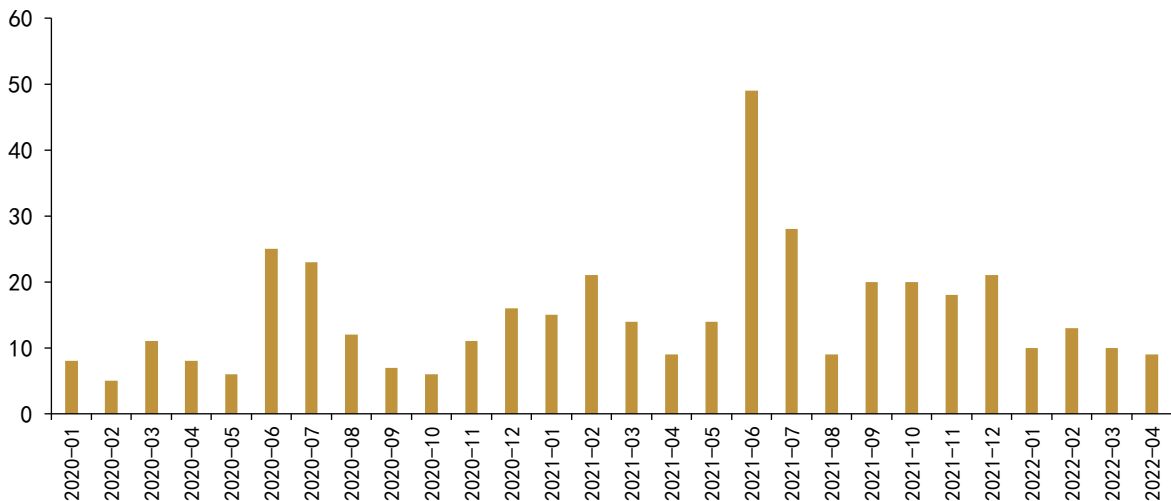


图 17: 2020-2022 年主体评级各月下调主体数量 (单位: 家)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3. 27 只债券取消或推迟发行

2022年4月份，有26个发行人的27只信用债券（包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具）当月取消或推迟发行，涉及发行金额为169.80亿元（见图18），金额较上月减少152.50亿元。今年1~4月取消或推迟发行的金额显著低于去年同期水平。

从企业性质来看，推迟或取消发行债券的企业绝大多数为国有企业，涉及25家企业的26只债券，涉及发行金额占比95.29%。其他类型企业仅有1家，涉及1只债券，涉及发行金额占比4.71%。

从推迟或取消发行的债券所属主体级别来看，AAA级别的企业涉及发行金额最多。其中，主体评级为AAA级企业的有11家，涉及发行金额占比53.30%；AA+级别的企业有11家，涉及发行金额占比36.69%；AA级别的企业有4家，涉及发行金额占比10.01%。

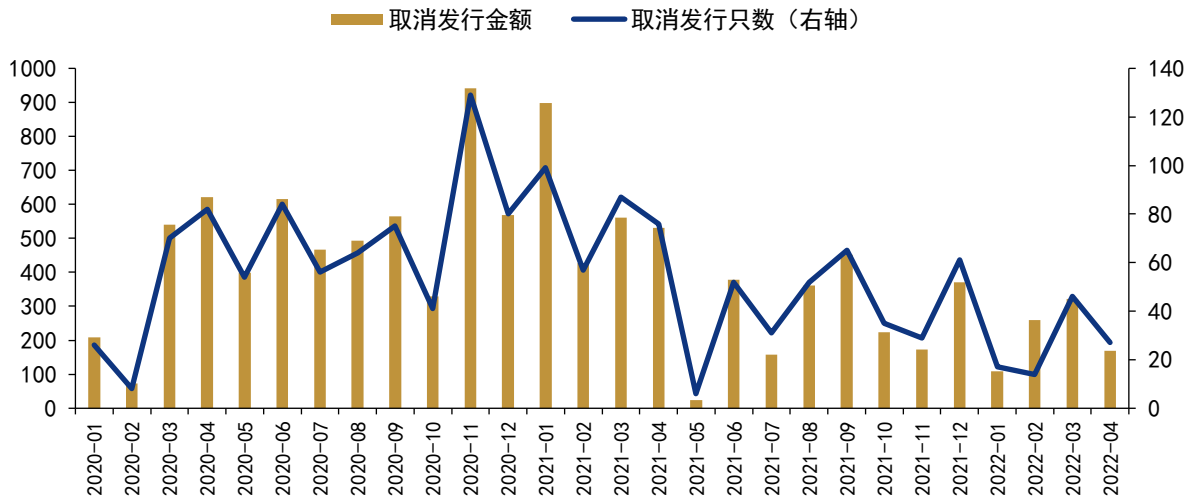


图 18: 2020-2022 年各月取消发行规模 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

二、总结与展望

从信用债一级市场来看，发行方面，4月份信用债共发行12155.47亿元，共实现净融资2456.08亿元。具体来看，4月份净融资最多的是建筑装饰行业；AAA级主体净融资额环比增加，AA+、AA和AA-级主体净融资额环比减少；国有企业净融资环比减少，非国有企业净融资规模由负转正；城投债净融资额减少708.81亿元至1473.06亿元，非城投债净融资增加388.65亿元至983.02亿元。到期压力方面，4月末到期压力迁移系数为0.90，较上月末基本持平。分行业来看，房地产、化工行业到期压力环比上升。分企业性质来看，国有企业债券未来到期压力环比变动不大，非国有企业债券未来到期压力环比上升。城投债与非城投债比较方面，城投债未来到期压力环比小幅下降，非城投债到期压力环比小幅上升。

从信用债二级市场来看，到期收益率方面，4月份中短期票据和城投债二级市场到期收益率均下行。其中，3年期各评级中短期票据到期收益率下行10.42至24.43个BP，3年期各评级城投债收益率下行5.79至14.79个BP。信用利差方面，4月份各行业、各评级产业债信用利差均下行，其中建筑装饰业AA级债券信用利差降幅超过50BP。除化工行业AA+债项外，各行业不同评级产业债信用利差均处于历史中等或较低水平。城投债平均信用利差下行，AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别下降12.71BP、15.11BP和31.05BP。

展望未来，在中央财经委员会召开第十一次会议研究全面加强基础设施建设问题后，预计国有企业、城投企业债券发行将稳中有增。当前经济增速放缓，疫情继续持续，部分行业经营环境不确定性增加，需关注外部冲击对企业信用风险的影响。信用债评级结果下调数量远大于上调数量，未来信用债评级结果中枢可能会持续下行。

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究与发展部研究员；

简奖平，CIIA，对外经济贸易大学金融学院硕士、清华大学软件学院硕士，研究与发展部总经理、研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。