

作者：申学峰 简炎平
邮箱：research@fecr.com.cn

信用债收益率和利差均下行，房地产债券大量逾期 ——2022年7月信用债市场运行报告

摘要

发行方面，7月份信用债共发行9960.98亿元，发行规模环比下降。其中，发行量最大的为短期融资券、公司债和中期票据，分别发行4261.98亿元、2502.28亿元和2357.10亿元。当月取消或推迟发行的信用债仅有1只，金额为4.20亿元。

净融资方面，7月份信用债净融资为332.80亿元，净融资规模环比下降。10个重点行业中建筑装饰行业实现净融资最多，净融资额为946.12亿元；AAA、AA+和AA级主体净融资分别为-195.21亿元、575.44亿元和170.42亿元；国有企业和非国有企业净融资分别为315.10亿元和17.69亿元；城投债和非城投债净融资分别为827.66亿元和-494.87亿元。

到期压力方面，截至7月末，未来6个月将有46609.53亿元信用债到期，到期压力迁移系数为0.92，较上月末上升0.06。分行业看，大部分重点行业未来到期压力环比下降。分企业性质看，国有企业债券和非国有企业债券未来到期压力均环比下降。城投债与非城投债比较方面，城投债和非城投债到期压力均环比下降。

到期收益率方面，7月份不同期限与评级的中短期票据收益率均下行。不同期限与评级的城投债收益率均下行，其中3年期城投债到期收益率降幅显著大于5年期城投债到期收益率。

信用利差方面，7月份大部分重点行业债券信用利差下行。其中，交通运输行业AA级债券信用利差大幅下降210.17BP，商业贸易行业AA+级债券信用利差下降88.96BP，煤炭行业AA+级债券信用利差下降58.19BP。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。不同信用等级城投债信用利差均下行。其中，AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别下降11.25BP、14.68BP和9.85BP。AAA级和AA+级城投债信用利差创2015年以来新低。

展望未来，房地产行业及相关领域信用风险仍需重点关注。7月份全国商品房销售面积又明显回落，此前购房政策放宽只产生了脉冲式的短暂复苏，后期商品房销售面积可能继续下降。目前多家房地产开发企业债券展期，如果不能成功进行债务重组，实质性违约或难以避免。

相关研究报告：

1. 《2022年6月利率债市场运行报告》，2022.07.19
2. 《2022年6月信用债市场运行报告》，2022.07.18
3. 《2022年5月利率债市场运行报告》，2022.06.14
4. 《2022年5月信用债市场运行报告》，2022.06.16
5. 《2022年4月利率债市场运行报告》，2022.05.17
6. 《2022年4月信用债市场运行报告》，2022.05.16

目录

一、信用债市场运行	2
(一) 一级市场	2
1. 信用债净融资额环比下降	2
2. AAA级主体净融资明显回落，城投债净融资连续14个月为正	3
3. 信用债总体到期压力环比下降	6
(二) 二级市场	9
1. 中短期票据和城投债到期收益率均下行	9
2. 大部分重点行业产业债信用利差下行，不同评级城投债信用利差均下行	11
(三) 信用债市场特别关注	13
1. 有16家主体旗下23只债券发生逾期	13
2. 发生14次主体评级下调	13
3. 有1只债券取消或推迟发行	14
二、总结与展望	15

一、信用债市场运行

(一) 一级市场

1. 信用债净融资额环比下降

2022年7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）共计发行1034只，募集资金9960.98亿元，净融资为332.80亿元（见图1），发行规模和净融资环比下降。7月28日政治局会议针对当前经济运行面临一些突出矛盾和问题，提出“要保持战略定力”，经济增长“力争实现最好结果”。因此尽管上半年经济增速放缓，但是预计近期不会有透支未来的强刺激政策，信用债市场融资规模后续不会有大幅增长。

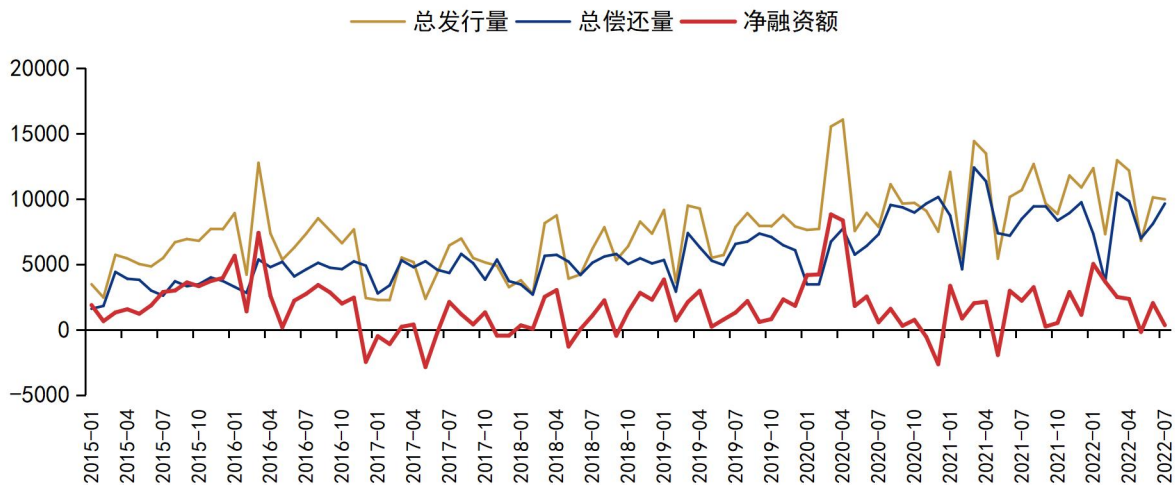


图1：信用债的发行、到期与净融资规模（单位：亿元）

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4261.98亿元，实现净融资-405.35亿元；其次是公司债，共计发行2502.28亿元，实现净融资440.67亿元；第三是中期票据，共计发行2357.10亿元，实现净融资427.29亿元（见表1）。短期融资券连续三个月净融资额为负。

表1：2022年7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	371.13	422.51	-51.38	158.00	207.27	57.24	0.00
公司债	2502.28	2061.61	440.67	1931.40	5.97	124.24	0.00
中期票据	2357.10	1929.81	427.29	1821.00	10.00	98.81	0.00
短期融资券	4261.98	4667.33	-405.35	4667.33	0.00	0.00	0.00
定向工具	468.49	546.93	-78.44	475.88	3.85	67.20	0.00

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)
合计	9960.98	9628.19	332.80	9053.61	227.09	347.49	0.00

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. AAA 级主体净融资明显回落, 城投债净融资连续 14 个月为正

(1) 多数重点行业净融资额环比下降

分行业来看, 2022 年 7 月, 在选取的 10 个重点申万行业中, 房地产、建筑装饰、石油石化和食品饮料行业的信用债净融资额为正值, 其余行业净融资额为负(见图 2)。其中, 实现净融资最多的是建筑装饰行业, 共实现净融资 946.12 亿元; 交通运输行业信用债融资大幅流出, 净融资额为-616.076 亿元。7 月份多数行业净融资额环比下降, 其中建筑装饰和交通运输行业降幅较大; 房地产行业净融资再次下降, 6 月份 30 大中城市商品房销售面积环比大幅上涨, 7 月份销售面积环比又大幅回落, 反映出商品房需求疲弱, 预计房地产行业净融资额还会减少。

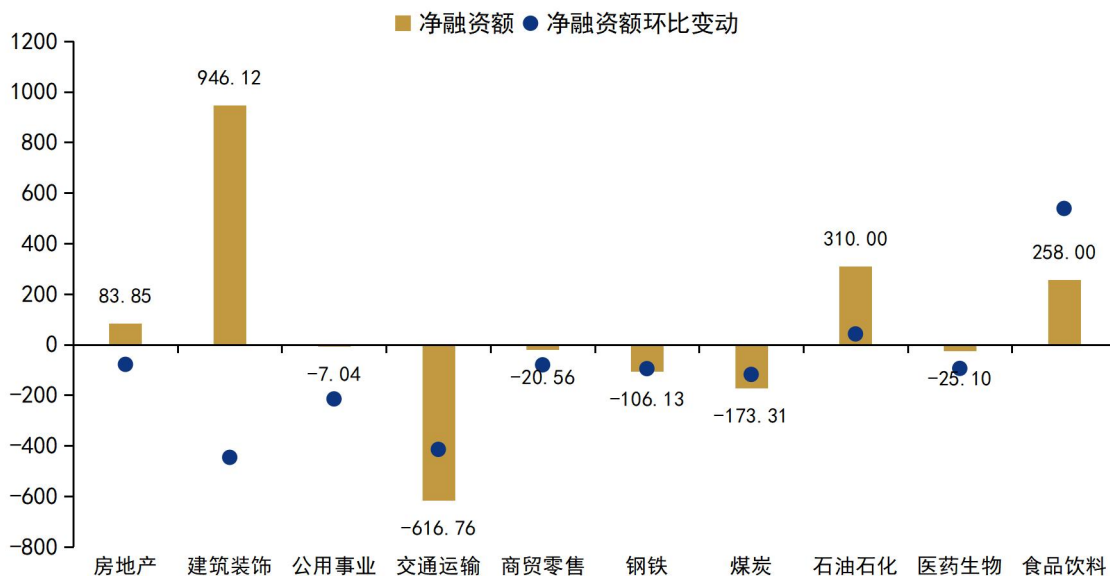


图 2: 2022 年 7 月 10 个重点申万行业信用债净融资额及其环比变动 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(2) 最近三个月 AAA 级主体净融资明显回落

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)。7 月份 AAA 级主体信用债净融资为-195.21 亿元, 较上月减少 726.95 亿元; AA+ 级主体净融资为 575.44 亿元, 较上月减少 559.20 亿元; AA 级主体信用债净融资为 170.42 亿元, 较上月减少 345.85 亿元; AA- 级主体信用债净融资持续为负。最近三个月 AAA 级主体净融资明显回落, 可能反映出高信用级别主体的信用债融资意愿在降低。

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
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
2022年5月	-105.95	293.10	-195.86	-18.85	-27.55
2022年6月	531.74	1134.63	516.27	-9.85	2172.79
2022年7月	-195.21	575.44	170.42	-37.34	513.30

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

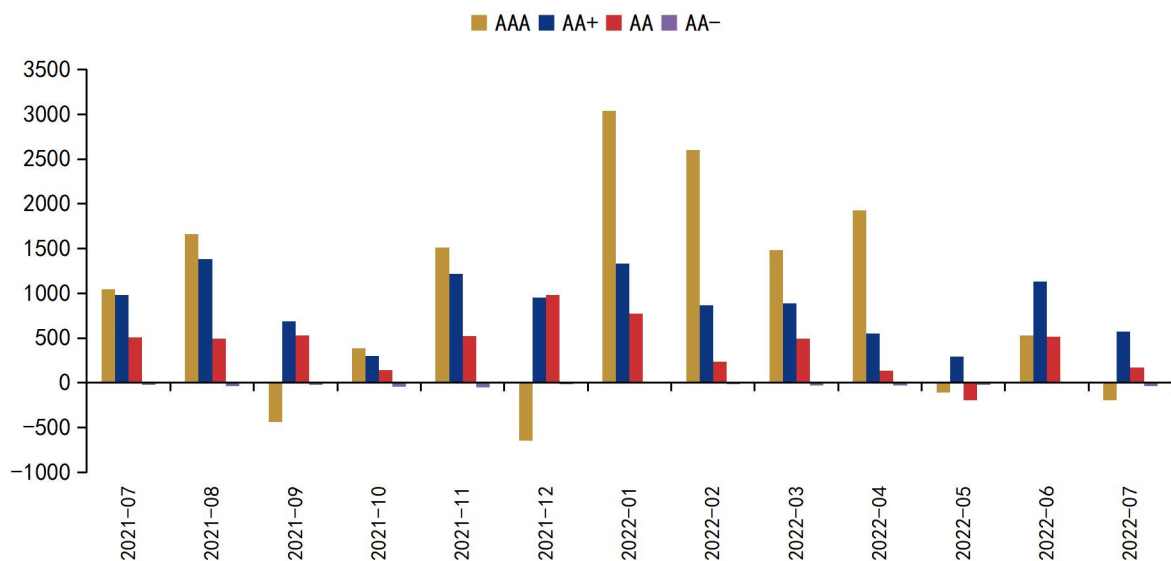


图 3：不同主体评级的发行人信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(3) 国有企业净融资持续为正，但规模较上月大幅减少

从发债企业性质来看，7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315.10亿元，规模较上月减少2077.82亿元；非国有企业净融资额为17.69亿元，规模较上月增加374.41亿元（见图4）。国有企业净融资持续为正，非国有企业净融资额由负转正。从历史数据看，信用债净融资主要由国有企业贡献，非国有企业净融资持续偏低，反映出民营主体债券融资相对困难。

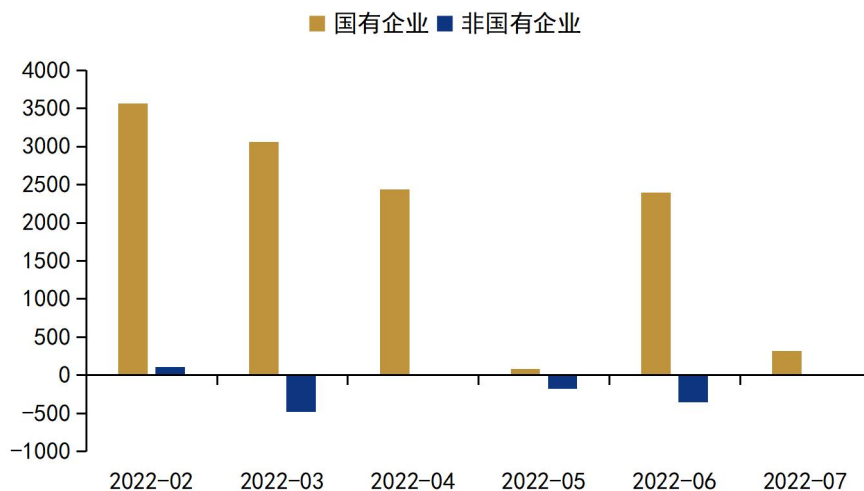


图4：国有与非国有企业信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(4) 城投债净融资连续 14 个月为正

从城投债的角度来看（采用 Wind 城投债统计口径），7月份城投债发行4038.06亿元，较上月减少643.55亿元；实现净融资827.66亿元，较上月减少981.61亿元（见图5）。城投债净融资已经连续14个月为正，主要是受地方稳增长政策推动，但是未来经济增速放缓，新增投资的回报逐渐降低，城投企业持续增加投资可能会导致投资亏损，需要关注潜在的偿债风险。非城投债净融资为-494.87亿元，较上月减少721.81亿元（见图6）。7月份信用债净融资由城投债贡献。

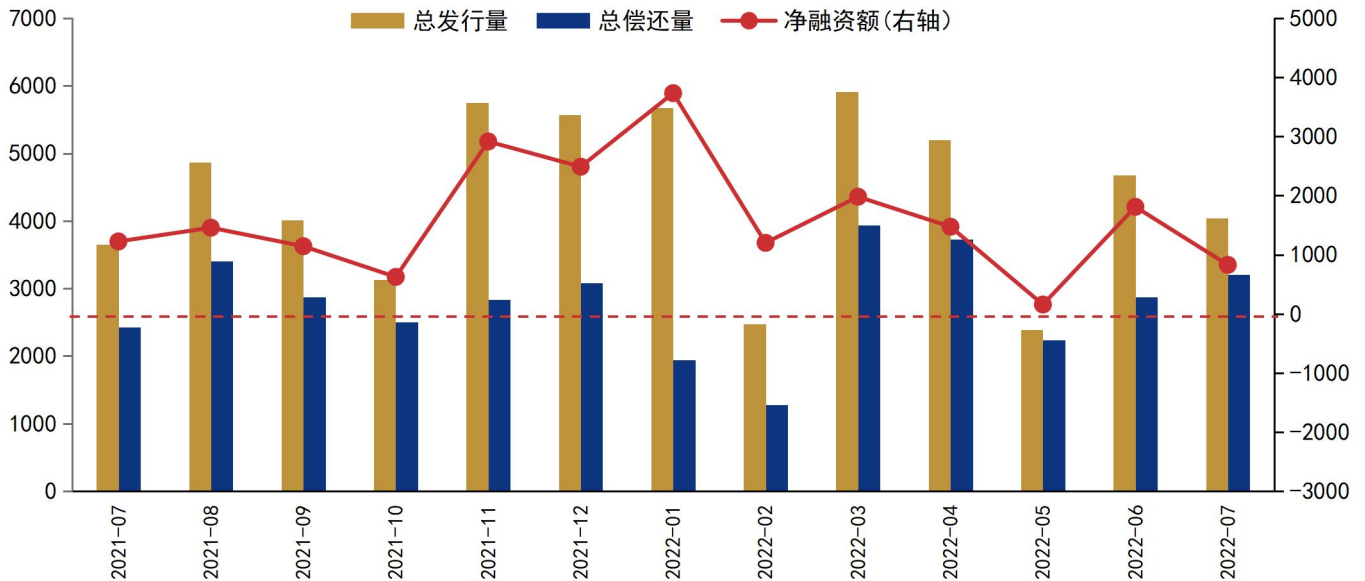


图5：城投债发行、到期与净融资变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

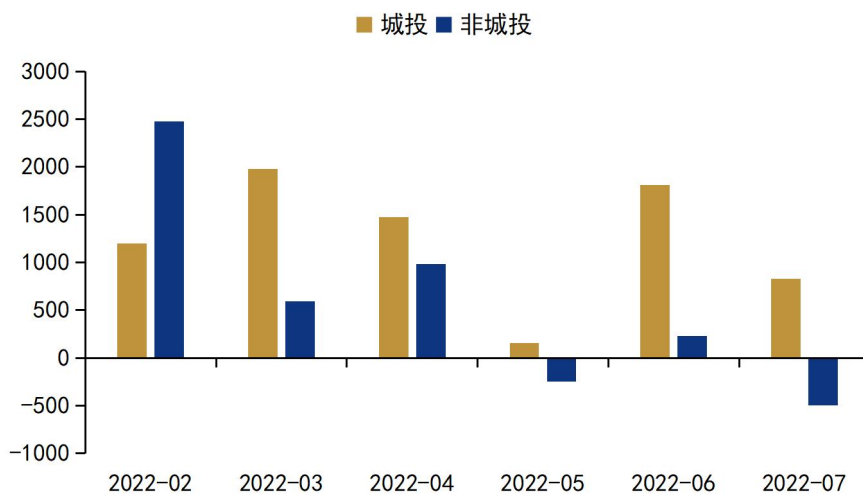


图6：城投与非城投信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

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下降

截至7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46609.53亿元信用债到期，过去6个月ATAE¹为50833.26亿元（见图7）。到期压力迁移系数²为0.92，反映出未来6个月内信用

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

债到期压力与过去12个月平均水平相近。

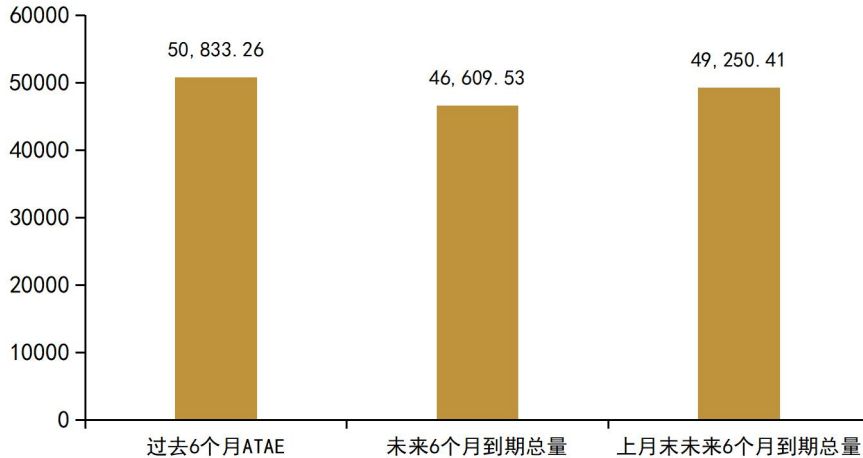


图7：7月末信用债到期压力变化情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从未来到期压力来看，7月末未来6个月信用债到期总量较上月末水平下降2640.88亿元，到期压力迁移系数较上月末水平下降0.06，或表明信用债未来到期压力环比有所下降。

（1）大部分重点行业到期压力环比下降

根据申万行业分类，选取10个重点行业分析未来到期压力（见图8）。

与过去12个月平均到期压力比较，公用事业、石油石化行业到期压力迁移系数在1.0以上，或表明其未来6个月的到期压力明显高于过去12个月平均水平。其中石油石化行业到期压力迁移系数高达1.44，可能未来偿债压力较大。交通运输、钢铁和食品饮料行业到期压力迁移系数小于0.8，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。

与上月末未来到期压力比较，7月末大部分行业到期压力迁移系数较前值下降，或表明其未来6个月到期压力环比有所下降。其中公用事业、交通运输和医药生物行业到期压力迁移系数下降幅度较大。

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。

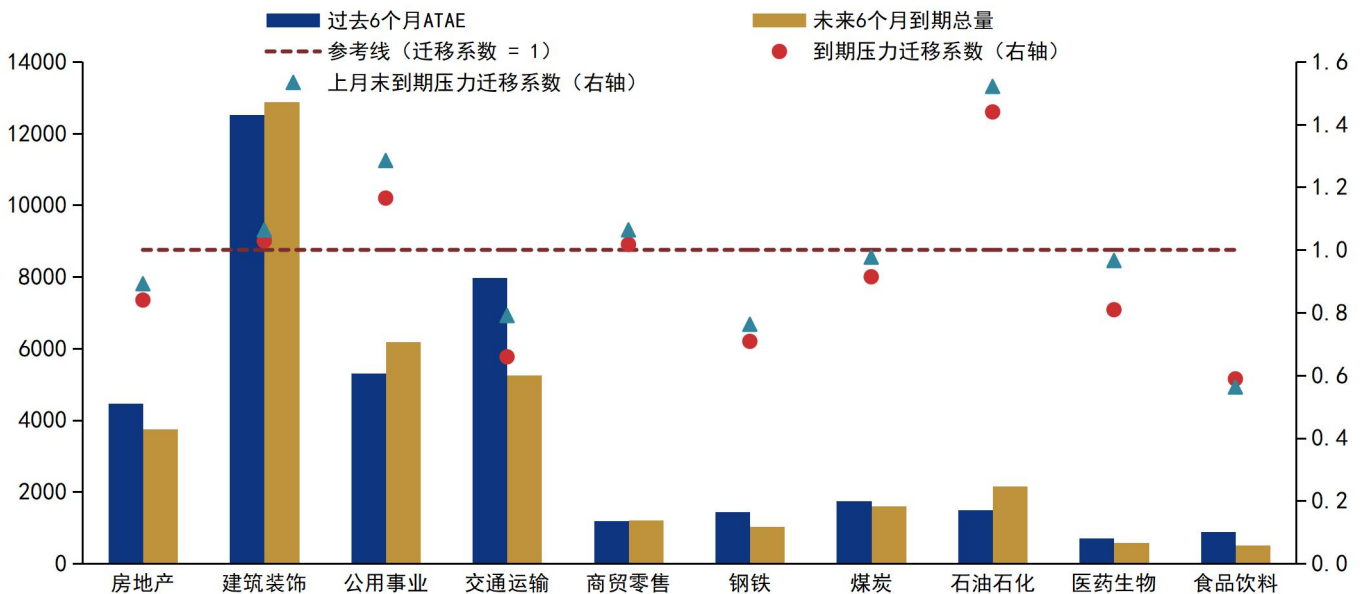


图8：7月末10个重点行业未来信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（2）国有和非国有企业债券到期压力均环比下降

7月末，国有企业债券到期压力迁移系数为0.93（见图9），表明未来6个月的到期压力与过去12个月平均水平相近。非国有企业未来债券到期压力迁移系数为0.77，表明其未来到期压力明显低于过去12个月平均水平。与上月末相比，国有企业债券、非国有企业债券到期压力迁移系数都小幅下降，表明未来到期压力环比有所降低。

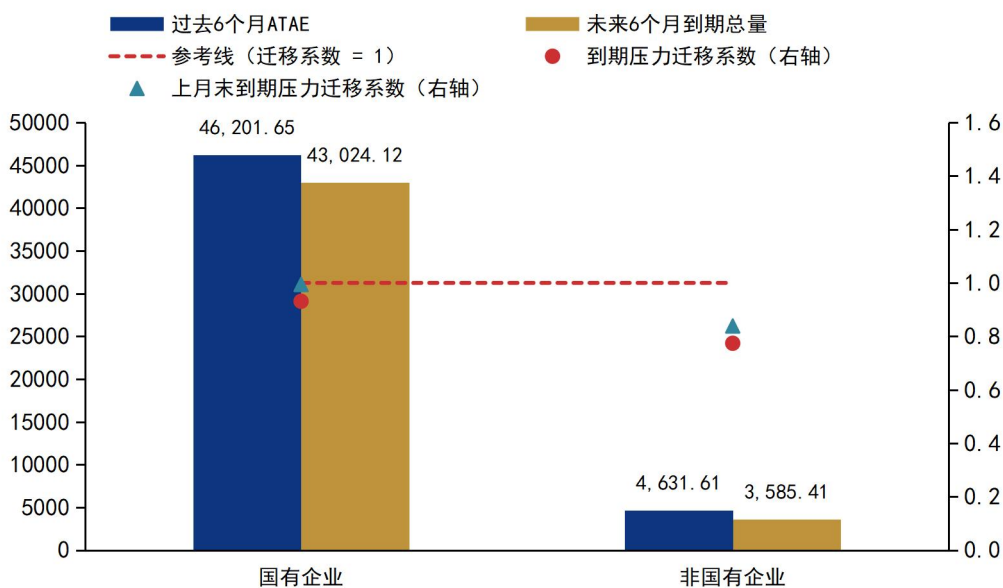


图9：7月末国有和非国有企业未来债券到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(3) 城投债与非城投债到期压力均环比下降

7月末，城投债到期压力迁移系数为0.96，非城投债到期压力迁移系数为0.89（见图10），表明城投与非城投债未来6个月到期压力与过去12个月平均水平相近。与上月末相比，7月末城投债、非城投债到期压力迁移系数都小幅下降，表明未来到期压力环比有所降低。

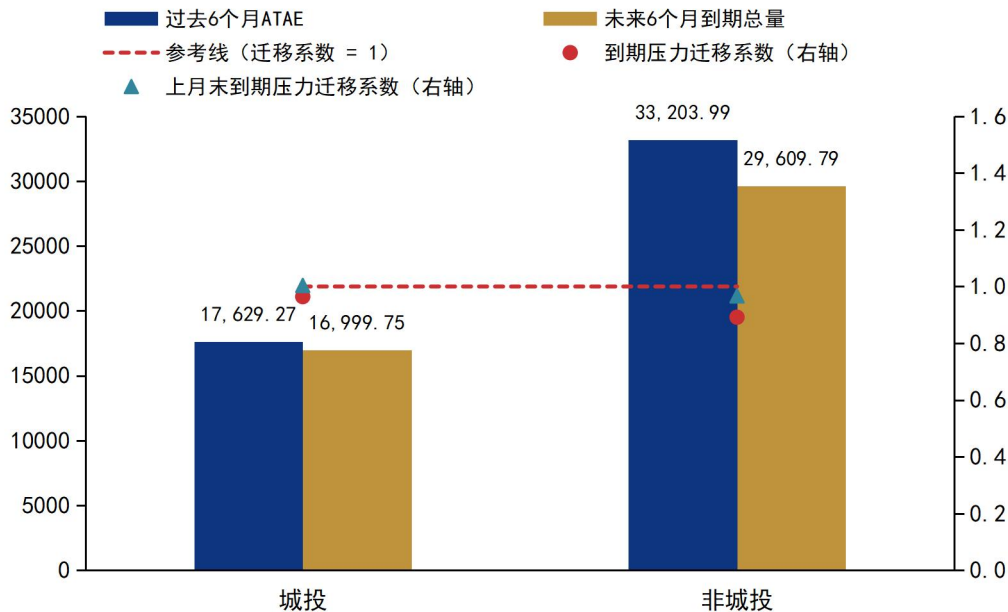


图10：7月末城投和非城投企业未来债券到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

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，7月份信用债共计成交25917.53亿元，成交量环比增长3.17%，同比增长16.16%。成交券种以中期票据、短期融资券为主，占两者比分别为44.18%和37.99%。随着信用债券存量规模持续增长，二级市场成交量也保持增长趋势。

1. 中短期票据和城投债到期收益率均下行

从到期收益率来看，7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18.10BP至26.09BP；5年期各评级中短期票据到期收益率上行20.77BP至27.76BP。近期地方政府专项债资金集中下拨，债券市场资金面较为宽裕，增量资金购买中短期票据使得到期收益率下行。且7月份以来地产风险、就业压力上升，降低了央行紧缩的可能性，市场预期未来资金仍会偏宽松，投资者持有债券意愿偏强。

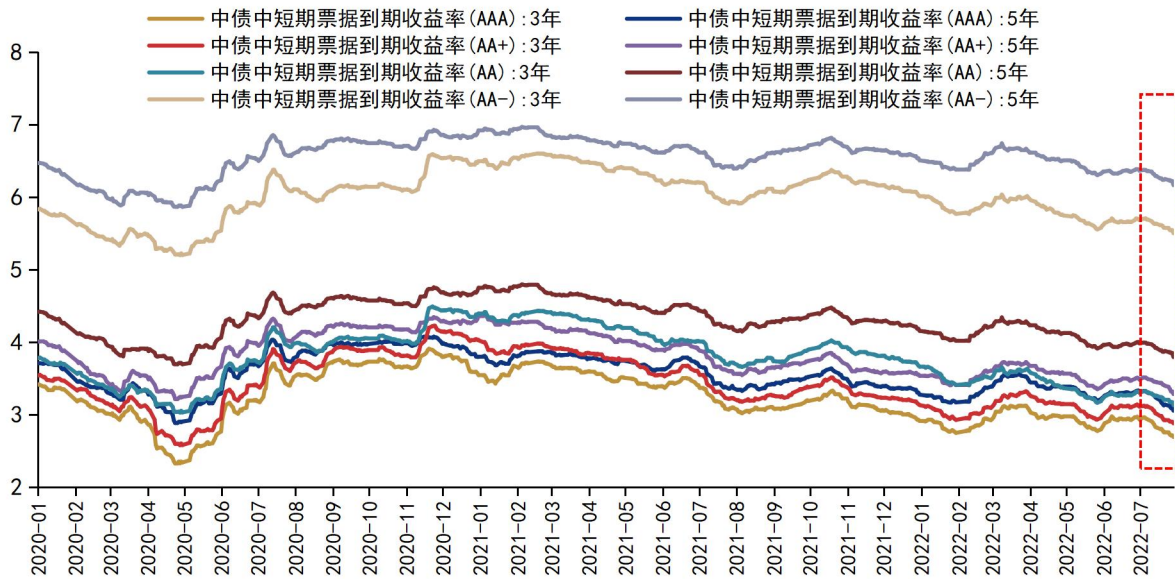


图 11：不同期限不同评级中短票收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从城投债的角度来看，7月份不同期限与评级的城投债收益率均下行（见图 12）。具体来看，3 年期各评级城投债收益率下行 22.79BP 至 31.77BP，5 年期各评级城投债到期收益率下行 12.31BP 至 18.31BP。其中 3 年期城投债到期收益率降幅显著大于 5 年期城投债到期收益率，可能短期限城投债更受投资者偏好，长期限城投债面临经济增长放缓、地方政府负债率上升、“土地财政”压力加大等风险因素，投资者对长期限城投债要求更高的风险溢价。

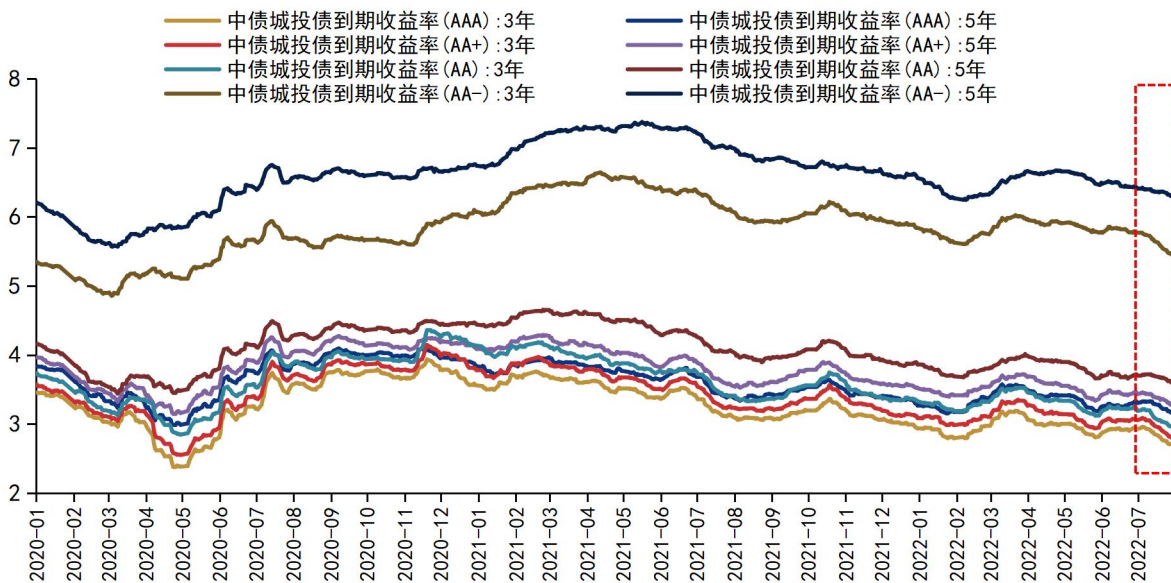


图 12：不同期限不同评级城投债收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2.大部分重点行业产业债信用利差下行，不同评级城投债信用利差均下行

(1) 大部分重点行业债券信用利差下行，但化工行业 AA+级债券信用利差仍处历史较高位

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，7 月份大部分行业、评级的产业债信用利差下行。其中，交通运输行业 AA 级债券信用利差大幅下降 210.17BP，商业贸易行业 AA+级债券信用利差下降 88.96BP，煤炭行业 AA+级债券信用利差下降 58.19BP，其余行业、评级的信用利差变动幅度相对较小（见图 13）。

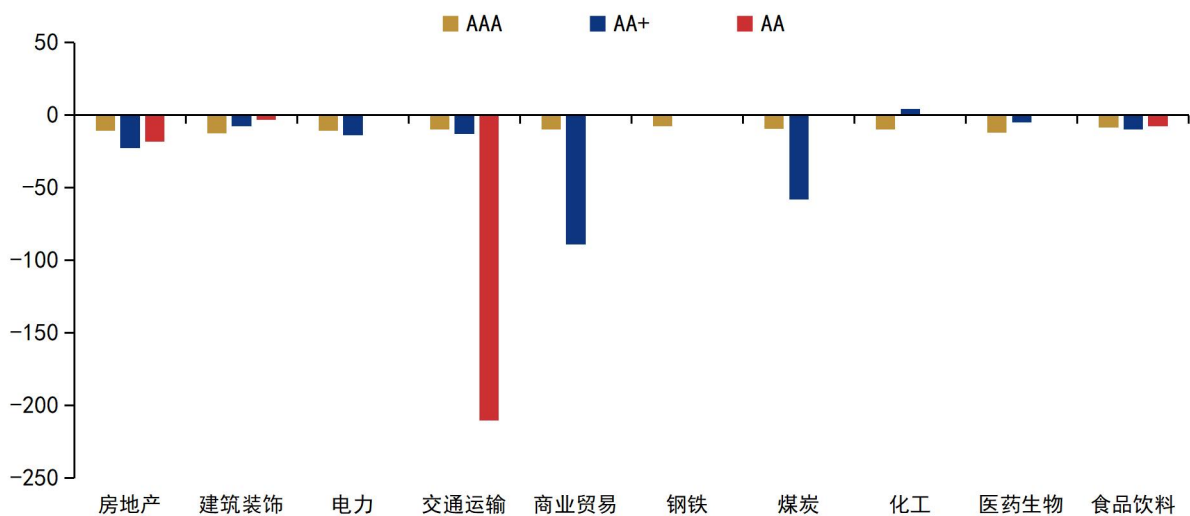


图 13: 2022 年 7 月份 10 个重点行业各评级信用利差变动 (当月末与上月末相比, 单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从 2015 年初以来的 10 个重点行业信用利差数据看，除化工行业 AA+级债项外，7 月末各行业、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，各行业信用利差所处百分位数均低于 10%，均处于历史低水平。

在 AA+级产业债中，化工行业信用利差所处历史百分位数为 76%，处于历史较高水平；医药生物行业信用利差所处历史百分位数为 35%，处于历史中等水平；房地产业信用利差所处历史百分位数为 14%；其余行业信用利差则处于历史低水平。

在 AA 级产业债中，房地产、建筑装饰和食品饮料行业信用利差所处历史百分位数分别为 0%、12%和 1%，均处于历史低水平。

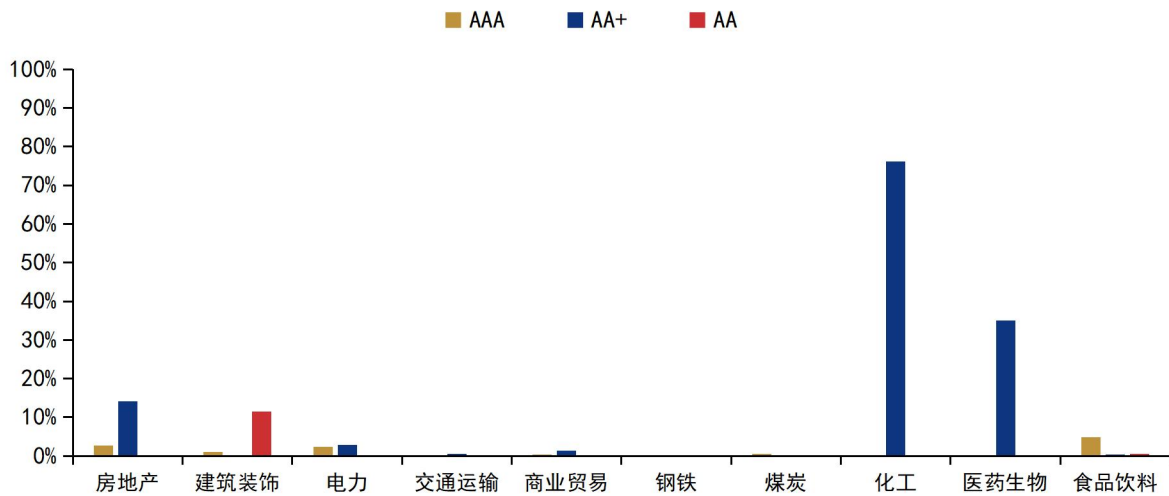


图 14：2022 年 7 月末 10 个重点行业各评级信用利差在 2015 年至今所处百分位数

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) 城投债信用利差下行，AAA 级、AA+级城投债信用利差创新低

从兴业研究提供的城投债信用利差数据来看，7 月份不同信用等级城投债均下行。其中，AAA 级城投债信用利差下降 11.25BP，AA+级城投债信用利差下降 14.68BP，AA 级城投债信用利差下降 9.85BP（见图 15）。

从 2015 年初以来的城投债信用利差数据看，7 月末 AAA 级城投债信用利差所处百分位数下降至 0%，AA+级城投债信用利差所处百分位数下降至 0%，AA 级城投债信用利差所处百分位数下降至 12%，信用利差都处于历史低位（见图 16）。今年 4 月份以来，城投债信用利差呈下降趋势，AAA 级和 AA+级城投债信用利差创 2015 年以来新低。

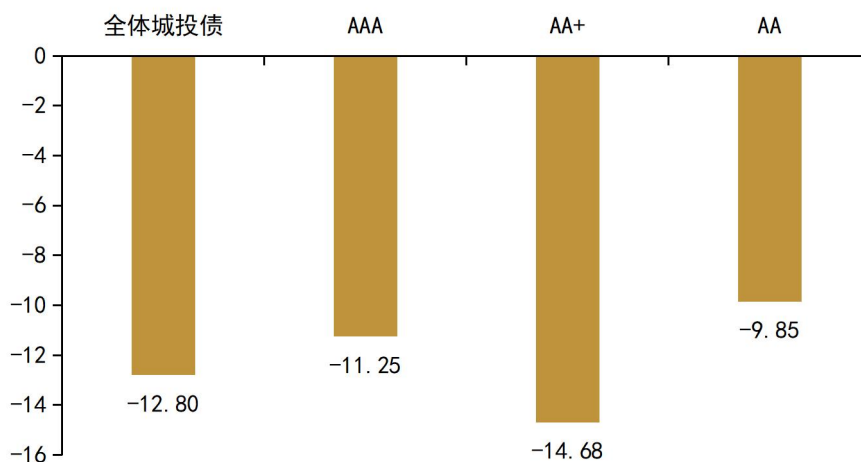


图 15：2022 年 7 月末各评级城投债信用利差变动（当月末与上月末相比，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

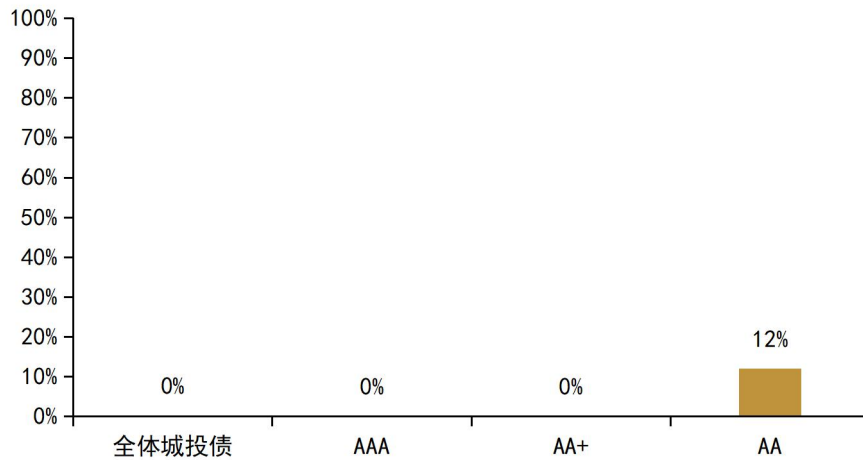


图 16：2022 年 7 月末各评级城投债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）信用债市场特别关注

1. 有 16 家主体旗下 23 只债券发生逾期

本文中的逾期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，相关统计参考 Wind 资讯。

2022 年 7 月份，境内债券市场上有 16 家主体的 23 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）发生逾期，逾期日债券余额为 297.46 亿元。

从所属申万一级行业来看，逾期债券数量最多的是房地产行业，共涉及 15 只债券。此外，医药生物行业有 3 只债券，基础化工行业有 2 只债券，建筑装饰、煤炭和交通运输行业各有 1 只债券。

2. 发生 14 次主体评级下调

2022 年 7 月份，共发生 14 次主体评级下调（见图 17）。今年 1~7 月份合计发生 158 次主体评级下调，低于去年同期的 260 次。

从所属申万一级行业看，7 月份主体评级下调的企业涉及 9 个行业。其中，建筑装饰行业下调次数最多，共发生 6 次主体评级下调；传媒、环保、基础化工、交通运输、煤炭、商贸零售、医药生物和银行各有 1 次下调。

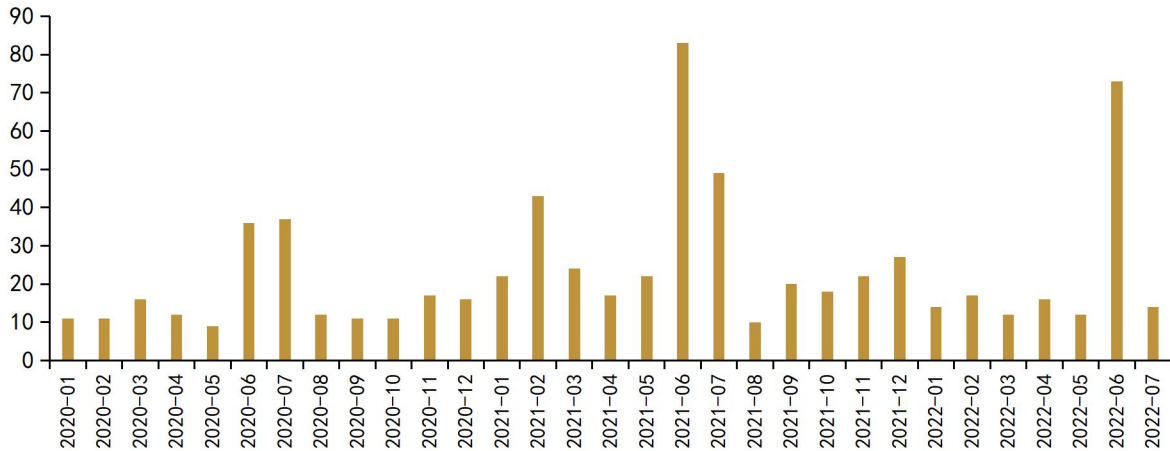


图 17: 月度主体评级下调次数 (单位: 次)

注: 不包括中债资信评级调整。

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3.有 1 只债券取消或推迟发行

2022 年 7 月份, 有 1 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 4.20 亿元, 数量较上月大幅减少 (见图 18)。今年 1~7 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, 取消或推迟发行债券的企业是一家国有企业, 且属于地方城投平台。

从企业主体信用级别来看, 取消或推迟发行债券的企业主体评级为 AA+。

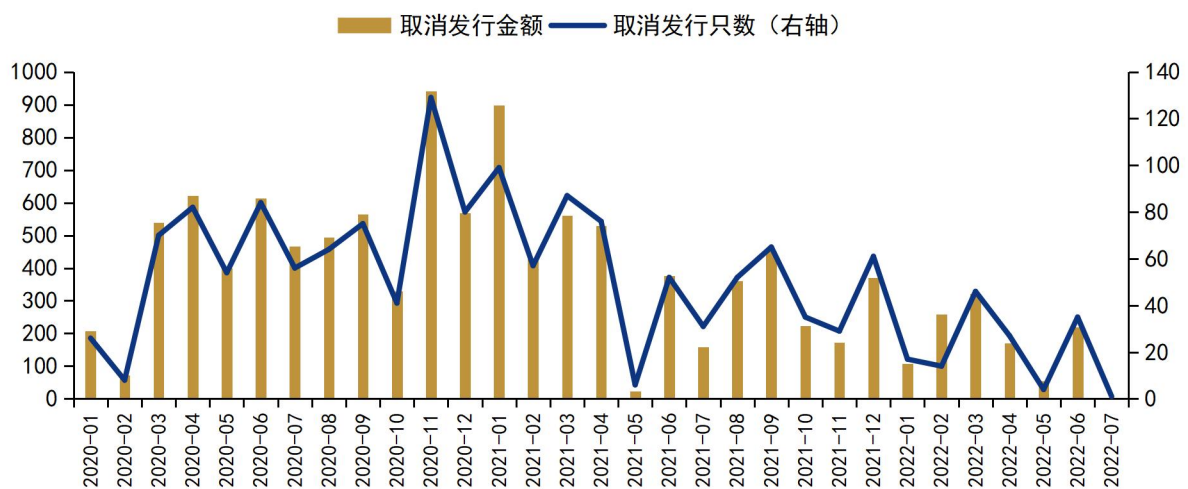


图 18: 月度信用债取消发行规模 (单位: 亿元)

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，7月份信用债共发行9960.98亿元，净融资额为332.80亿元。具体来看，7月份净融资最多的是建筑装饰行业；AAA、AA+和AA级主体净融资额均环比减少；国有企业净融资环比减少，非国有企业净融资持续偏低；城投债净融资连续14个月为正，非城投债净融资环比减少。到期压力方面，7月末到期压力迁移系数为0.92，较上月末下降0.06。分行业来看，10个重点行业中大部分行业到期压力环比下降。分企业性质来看，国有企业和非国有企业未来到期压力均环比下降。城投债与非城投债比较方面，城投债和非城投债到期压力均环比下降。

从信用债二级市场来看，到期收益率方面，7月份不同评级的中短期票据和城投债二级市场到期收益率均下行。其中，3年期城投债到期收益率降幅显著大于5年期城投债到期收益率。信用利差方面，7月份大部分重点行业产业债信用利差下行，其中交通运输行业AA级债券、商业贸易AA+级债券、煤炭行业AA+级债券降幅较大。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。不同评级城投债信用利差均下行，其中AAA级、AA+级城投债信用利差创2015年以来新低。

展望未来，房地产行业及相关领域信用风险仍需要重点关注。全国商品房销售面积在6月份冲高后，7月份又明显回落，此前一系列购房政策放宽只产生了脉冲式的短暂复苏，后期商品房销售面积可能继续下降。目前多家房地产开发企业债券展期，如果不能成功进行债务重组，实质性违约或难以避免。

【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。