

作者：曹晓婧 简炎平
邮箱：research@fecr.com.cn

信用债利差整体走阔，超百只债券取消发行

——2022年11月信用债市场运行报告

相关研究报告：

- 1.《2022年10月利率债市场运行报告》，2022.11.16
- 2.《2022年10月信用债市场运行报告》，2022.11.15
- 3.《2022年9月利率债市场运行报告》，2022.10.17
- 4.《2022年9月信用债市场运行报告》，2022.10.17
- 5.《2022年8月利率债市场运行报告》，2022.09.15
- 6.《2022年8月信用债市场运行报告》，2022.09.14

摘要

发行方面，11月份信用债共发行8,644.71亿元，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3,576.01亿元、2,452.31亿元和2,083.40亿元。当月取消或推迟发行的信用债有107只，涉及金额839.20亿元。

净融资方面，11月份信用债净融资为-1,479.36亿元，净融资规模环比下降。10个重点行业中公用事业行业实现净融资最多，净融资额为388.49亿元；AAA、AA+和AA级主体净融资分别为-1,067.02亿元、-72.06亿元和-200.19亿元；国有企业和非国有企业净融资分别为-951.12亿元和-528.24亿元；城投债和非城投债净融资分别为-119.62亿元和-1,359.74亿元。

到期压力方面，截至11月末，未来6个月将有47,237.87亿元信用债到期，到期压力迁移系数为0.89，较上月末下降0.05。分行业看，多数重点行业信用债未来到期压力环比下降。分企业性质看，国有企业与非国有企业信用债到期压力均环比小幅下降。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小幅下降。

到期收益率方面，11月份中短期票据和城投债二级市场到期收益率均上行。其中3年期的中短期票据到期收益率上行幅度显著大于5年期的中短期票据到期收益率。

信用利差方面，11月份大部分重点行业债券信用利差上行，但建筑装饰行业AA级产业债信用利差大幅下降151.86BP。不同评级城投债信用利差均走阔，AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别上升22.49BP、38.46BP和40.15BP。不同评级城投债信用利差所处百分位数均大幅提升，AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差所处历史百分位数分别为31%、48%和33%。

展望未来，需继续关注低评级房地产及城投企业信用风险。在房地产业“三支箭”政策陆续落地后，优质房地产企业获得资金注入，迎来信用修复，而弱资质房企或将加速出清。“化隐债”“促经济”等宏观调控背景下，城投企业资金压力有望缓解，但仍需关注低评级城投企业短期债务偿还压力。此外，信用债抛售潮后，预计随着地产企稳、经济提速，未来信用债净融资额有望由负转正。

Author: Cao Xiaojing, Jian Jiangping

E-mail: research@fegr.com.cn

Spreads of credit bonds widened as a whole, and more than 100 bond issues were cancelled

—November 2022 China's corporate bonds market operation report

Summary

In terms of the issuance of China's corporate bonds, a total of 864.471 billion yuan of corporate bonds were issued in November, and the issuance scale decreased month-on-month. Among them, the short-term financing bills, corporate bonds and medium-term notes with the largest issuance volume were 357.601 billion yuan, 245.231 billion yuan and 208.340 billion yuan respectively. There were 107 corporate bonds cancelled or postponed in this month, involving an amount of 83.920 billion yuan.

In terms of net financing, the net financing of China's corporate bonds in November was -147.936 billion yuan, which decreased month-on-month. Among the 10 key industries, the utilities industry has achieved the most net financing, with a net financing amount of 38.849 billion yuan. The net financing of AAA, AA+ and AA level entities was -106.702 billion yuan, -7.206 billion yuan and -20.019 billion yuan respectively. The net financing of state-owned enterprises and non-state-owned enterprises was -95.112 billion yuan and -52.824 billion yuan respectively. The net financing of Local Government Financing Vehicle (LGFV) bonds and non-LGFV bonds was -11.962 billion yuan and -135.974 billion yuan respectively.

In terms of maturity pressure, as of the end of November, 4,723.787 billion yuan of China's corporate bonds will mature in the next six months, and the maturity pressure migration coefficient was 0.89, down 0.05 from the end of previous month. From the perspective of industries, the maturity pressure of most key industries decreased month-on-month. From the perspective of enterprise ownership, the maturity pressure of state-owned companies' bonds and non-state-owned companies' bonds both decreased month-on-month. From the perspective of LGFV bonds and non-LGFV bonds, the maturity pressure of LGFV bonds and non-LGFV bonds both decreased month-on-month.

In terms of yield to maturity, the yields to maturity of short and medium-term notes and LGFV bonds in the secondary market both increased in November. Among them, the yield to maturity of 3-year short-term bills has risen significantly more than that of 5-year short-term bills.

In terms of credit spreads, the credit spreads of most key industries increased in November, while the credit spread of AA-bonds in the building decoration industry dropped sharply by 151.86BP. Credit spreads of LGFV bonds with different ratings widened, and the credit spreads of AAA, AA+ and AA LGFV bonds increased by 22.49BP, 38.46BP and 40.15BP respectively. The percentiles of the credit spreads of LGFV bonds with different ratings have all increased significantly, AAA, AA+ and AA LGFV bond spreads are at historic levels of 31%, 48% and 33% respectively.

Looking forward, the credit risks of low-rated real estate enterprises and LGFVs need continued attention. After the "three arrows" policy of the real estate industry has been implemented, high-quality real estate companies have received capital injections and the credit of them have been repaired, while weak-qualified real estate companies may accelerate their liquidation. Under the background of macro-control measures such as "implicit debt reduction" and "economic promotion", the capital pressure of LGFVs is expected to ease, but it is still necessary to pay attention to the short-term debt repayment pressure of low-rated LGFVs. In addition, after the sell-off of credit bonds, with the stabilization of real estate and the acceleration of the economy, the net financing amount of credit bonds is expected to turn from negative to positive in the future.

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 级主体净融资大幅回落，城投债净融资由正转负	3
3.信用债总体到期压力环比下降	7
(二) 二级市场	10
1.信用债成交券种以中期票据、短期融资券为主	10
2.中短期票据和城投债到期收益率均大幅上行	10
3.大部分重点行业债券信用利差走阔，不同评级城投债信用利差均走阔	12
(三) 信用债市场特别关注	14
1.有 13 家主体旗下 17 只信用债发生逾期	14
2.发生 8 次主体评级下调	14
3.有 107 只债券取消或推迟发行	15
二、总结与展望	16

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11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891只，募集资金8,644.71亿元，净融资为-1,479.36亿元（见图1），发行规模和净融资规模环比下降，净融资由正转负。

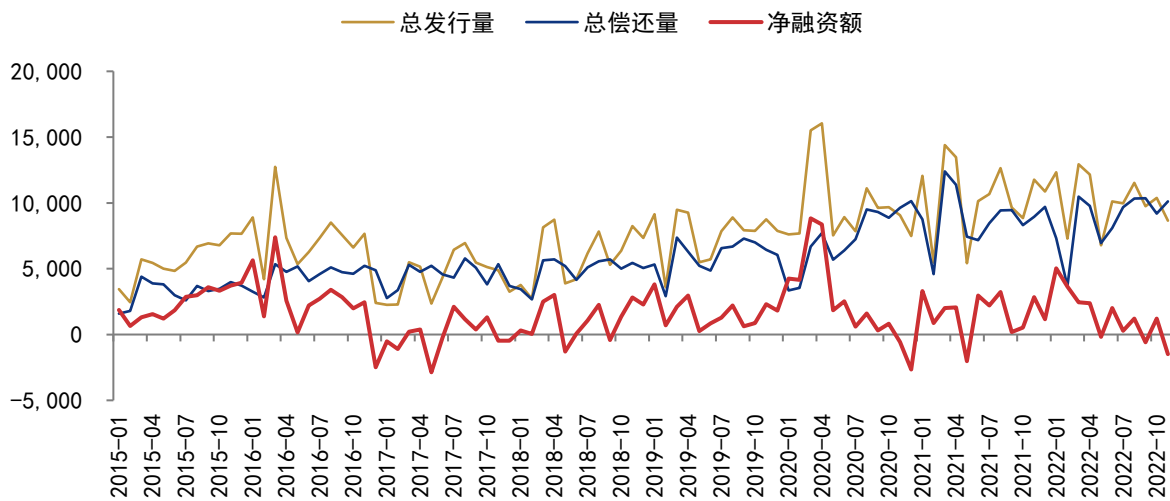


图1：信用债的发行、到期与净融资规模（单位：亿元）

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3,576.01亿元，实现净融资-440.54元；其次是公司债，共计发行2,452.31亿元，实现净融资-703.76亿元；第三是中期票据，共计发行2,083.40亿元，实现净融资52.51亿元（见表1）。

表1：11月份信用债发行与到期量

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	117.00	436.06	-319.06	189.64	195.77	40.65	10.00
公司债	2,452.31	3,156.07	-703.76	1,286.48	11.31	1,220.08	638.20
中期票据	2,083.40	2,030.89	52.51	1,070.86	6.00	148.03	806.00
短期融资券	3,576.01	4,016.55	-440.54	4,016.55	0.00	0.00	0.00
定向工具	415.99	484.51	-68.52	376.89	0.00	101.62	6.00
合计	8,644.71	10,124.07	-1,479.36	6,940.42	213.07	1,510.38	1,460.20

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. AAA级主体净融资大幅回落，城投债净融资由正转负

(1) 多数行业净融资额规模环比下降

分行业来看，本文从申万行业中选取10个重点行业统计信用债净融资情况（见图2）。11月份公用事业行业净融资最多，共实现净融资388.49亿元，规模较上月下降113.74亿元。其余净融资额为正的仅有房地产，共实现净融资0.25亿元，规模较上月下降82.73亿元。建筑装饰行业资金流出规模最大，共实现净融资-259.42亿元，较上月大幅下降1,075.83亿元。此外，交通运输、石油石化、食品饮料行业净融资额规模分别为-238.52亿元、-134.00亿元、-29.01亿元，较上月分别上升204.17亿元、下降250.94亿元、下降385.01亿元。其余行业净流出资金规模较小且环比变动幅度不大。

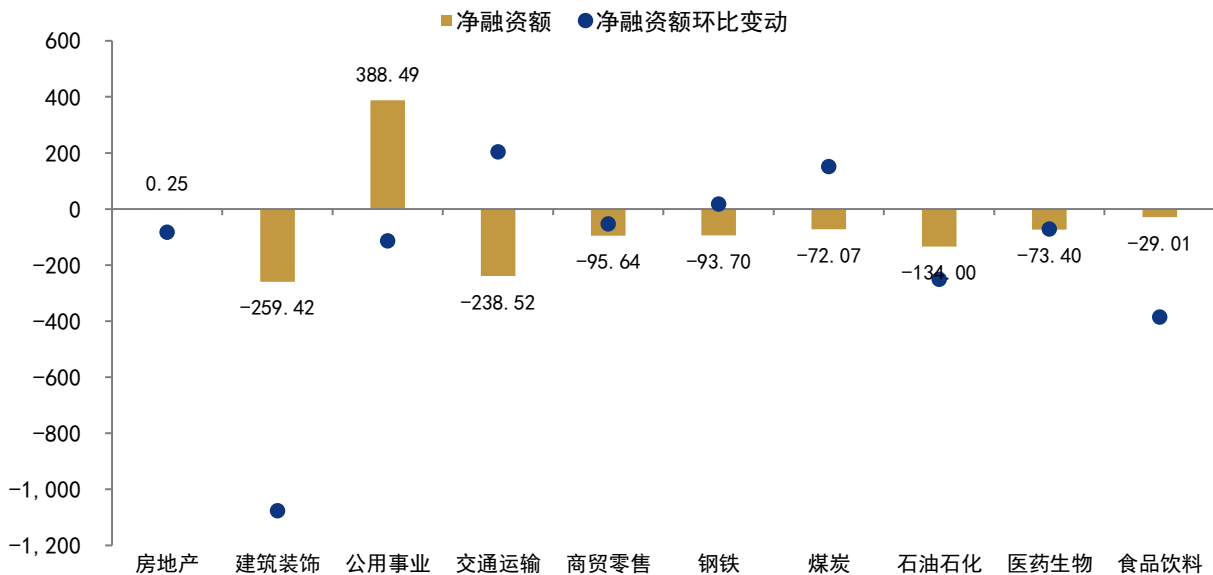


图2：11月份重点行业信用债净融资额及其环比变动（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从过去12个月重点行业信用债净融资额变动来看，建筑装饰行业净融资额规模变动最大，净融资额累计上升9,861.26亿元；公用事业行业资金净流入规模较大，净融资额累计上升2,864.65亿元；房地产行业近10个月资金持续净流入，过去12个月净融资额累计上升874.49亿元；煤炭、钢铁行业近7个月资金持续净流出，过去12个月净融资额累计压降505.64亿元、392.46亿元。其余行业资金流入流出互现且累计净融资规模不大（见表2）。

表2：过去12个月重点行业信用债净融资情况（单位：亿元）

日期	房地产	建筑装饰	公用事业	交通运输	商贸零售	钢铁	煤炭	石油石化	医药生物	食品饮料
2021年12月	-39.81	1,044.25	623.85	189.78	17.37	-205.30	90.90	-57.50	-11.80	-52.93
2022年1月	-42.71	1,725.50	320.34	654.72	115.53	165.00	-32.82	169.80	-18.00	307.60
2022年2月	118.84	729.34	320.60	260.75	114.07	150.80	130.49	113.30	47.51	76.55
2022年3月	190.03	1,185.55	311.90	150.86	125.67	-111.67	200.83	-33.99	-4.48	-98.35

日期	房地产	建筑装饰	公用事业	交通运输	商贸零售	钢铁	煤炭	石油石化	医药生物	食品饮料
2022年4月	62.90	717.04	333.06	331.72	7.70	73.50	-44.62	103.42	-71.10	206.00
2022年5月	185.43	73.39	143.43	18.80	-51.65	-142.00	-84.65	204.00	-23.80	-159.70
2022年6月	166.08	1,144.82	162.35	128.66	84.53	-1.00	-70.30	265.89	21.90	-280.45
2022年7月	83.85	946.12	-7.04	-616.76	-20.56	-106.13	-173.31	310.00	-25.10	258.00
2022年8月	6.53	1,293.38	-121.06	-204.96	17.35	-45.83	-26.12	-165.00	40.75	119.76
2022年9月	60.11	444.89	-113.50	-323.16	-44.90	-77.36	-87.47	-30.41	-73.57	-302.64
2022年10月	82.98	816.41	502.23	-442.69	-42.76	-111.95	-223.32	116.94	-1.90	356.00
2022年11月	0.25	-259.42	388.49	-238.52	-95.64	-93.70	-72.07	-134.00	-73.40	-29.01

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(2) AAA 级主体净融资大幅回落

从信用债发行主体级别来看，本文统计了 AAA、AA+、AA 和 AA- 级主体的信用债净融资情况（见表 3、图 3）。11 月份，各信用级别主体净融资额均为负。其中，AAA 级主体信用债净融资为-1,067.02 亿元，较上月大幅下降 2,162.64 亿元；AA+ 级主体净融资为-72.06 亿元，较上月减少 379.91 亿元；AA 级主体信用债净融资为-200.19 亿元，较上月减少 90.00 亿元；AA- 级主体信用债净融资持续为负。

表 3：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6月	868.64	1,418.11	1,013.23	-10.99	3,288.99
2021年7月	1,047.13	980.70	507.69	-18.79	2,516.73
2021年8月	1,661.91	1,384.63	497.43	-32.98	3,510.99
2021年9月	-436.79	686.53	528.42	-24.66	753.50
2021年10月	389.47	301.64	142.73	-41.07	792.77
2021年11月	1,511.28	1,219.77	520.18	-46.85	3,204.37
2021年12月	-643.30	950.30	983.55	-15.34	1,275.21
2022年1月	3,037.25	1,335.33	774.46	-10.68	5,136.35
2022年2月	2,598.92	868.67	239.83	-11.22	3,696.21
2022年3月	1,486.29	886.44	491.64	-28.68	2,835.69
2022年4月	1,925.75	549.78	132.64	-30.48	2,577.69
2022年5月	-105.95	293.10	-195.86	-18.85	-27.55
2022年6月	531.74	1,134.63	516.27	-9.85	2,172.79
2022年7月	-195.21	575.44	170.42	-37.34	513.30
2022年8月	507.43	663.01	186.36	-20.86	1,335.94
2022年9月	-672.80	259.32	-109.65	-27.80	-550.93
2022年10月	1,095.62	307.85	-110.19	-46.91	1,246.37
2022年11月	-1,067.02	-72.06	-200.19	-17.51	-1,356.79

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

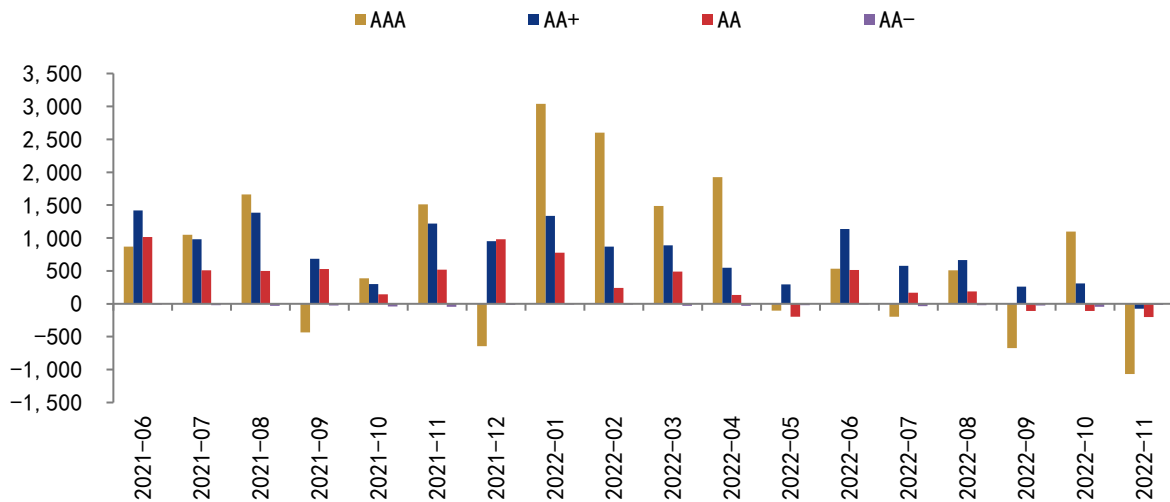


图3：不同主体评级的发行人信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（3）国有企业净融资由正转负，非国有企业资金流出规模扩大

从发债企业性质来看，11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-951.12亿元，规模较上月大幅减少2,222.52亿元；非国有企业净融资额为-528.24亿元，净融资跌幅较上月收窄398.64亿元（见图4）。从今年以来的数据看，无论是国有企业还是非国有企业，其信用债净融资规模都在趋势性下降，可能反映出经营实体的融资意愿或能力在下降。

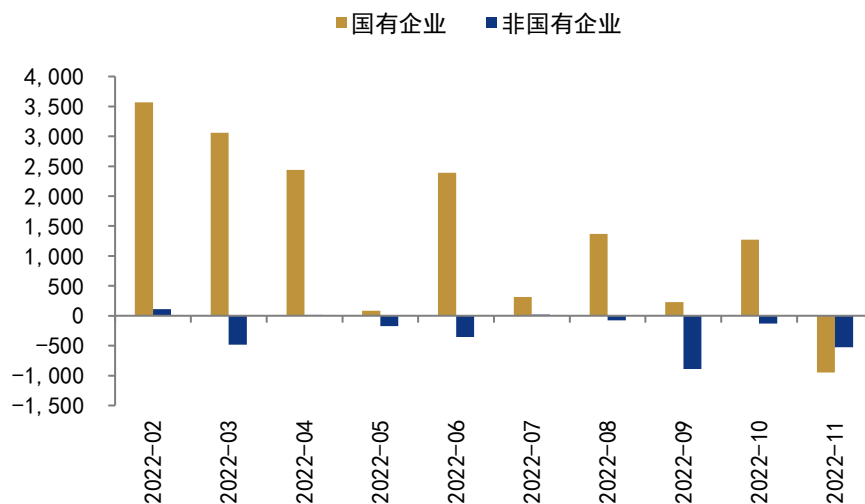


图4：国有与非国有企业信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(4) 城投债净融资由正转负，非城投债融资大幅净流出

从城投债的角度来看（采用 Wind 城投债统计口径），11 月份城投债发行 3,610.01 亿元，较上月减少 262.31 亿元；实现净融资-119.62 亿元，较上月减少 895.77 亿元（见图 5）。今年以来，城投债发行规模和净融资规模均趋势性下降，或主要受到前期防范地方政府隐性债务风险、规范国有企业购置土地等监管政策影响。11 月份非城投债净融资为-1,359.74 亿元，较上月大幅减少 1,725.39 亿元，融资出现大幅净流出（见图 6）。

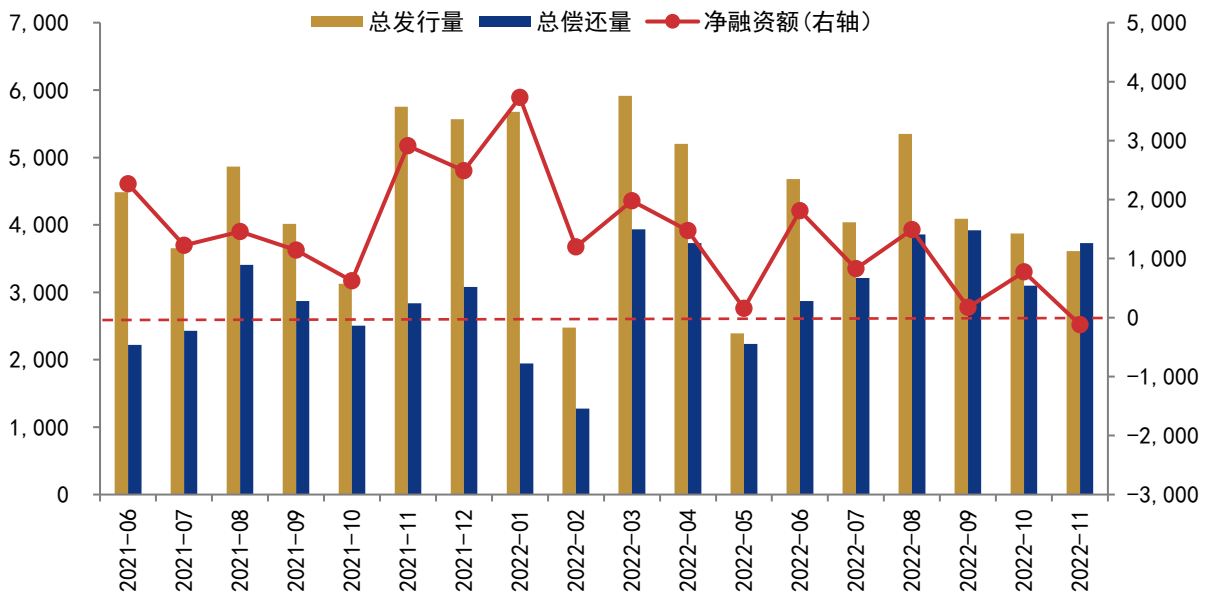


图 5：城投债发行、到期与净融资变化趋势（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

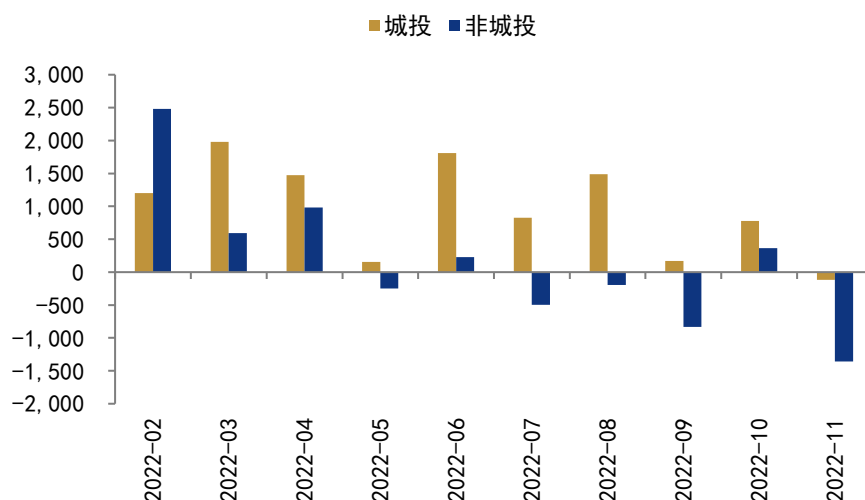


图 6：城投与非城投信用债净融资额变化趋势（单位：亿元）

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下降

截至11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47,237.87亿元信用债到期，过去6个月ATAE¹为52,829.38亿元（见图7）。到期压力迁移系数²为0.89，反映出未来6个月内信用债到期压力略低于过去12个月平均水平。

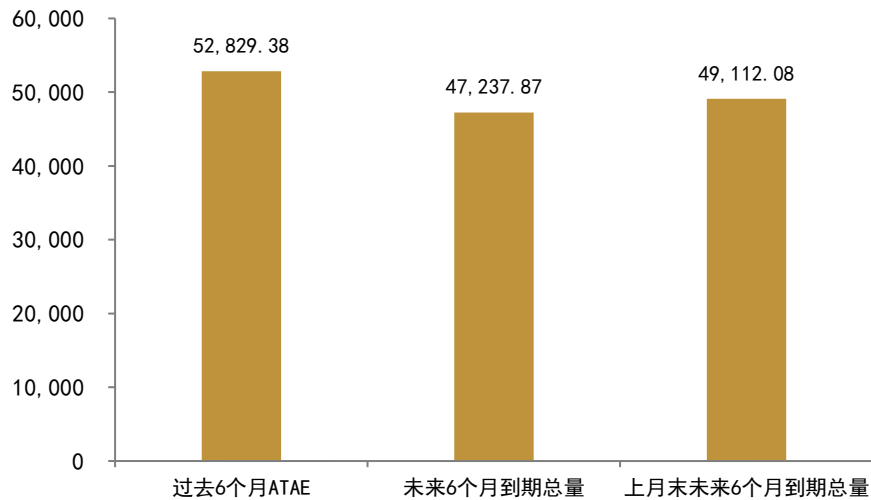


图7：11月末信用债到期压力变化情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从未来到期压力来看，11月末的未来6个月信用债到期总量较上月末水平下降1,874.21亿元，到期压力迁移系数较上月末水平下降0.05，或表明信用债未来到期压力环比小幅下降。

（1）多数重点行业信用债到期压力环比下降

根据申万行业分类，选取10个重点行业分析未来信用债到期压力（见图8）。

与过去12个月平均到期压力比较，11月末石油石化行业到期压力迁移系数高达1.80，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，可能未来偿债压力较大。交通运输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，11月末多数行业到期压力迁移系数较前值下降，其中建筑装饰、石油石化、商贸零售、食品饮料和医药生物行业分别下降0.11、0.09、0.08、0.05和0.02，或表明其未来6个月到期压力环比有所

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。

下降；房地产、公用事业、交通运输行业到期压力迁移系数与前值持平；钢铁、煤炭行业到期压力迁移系数环比上升，或表明其未来6个月到期压力环比有所上升。

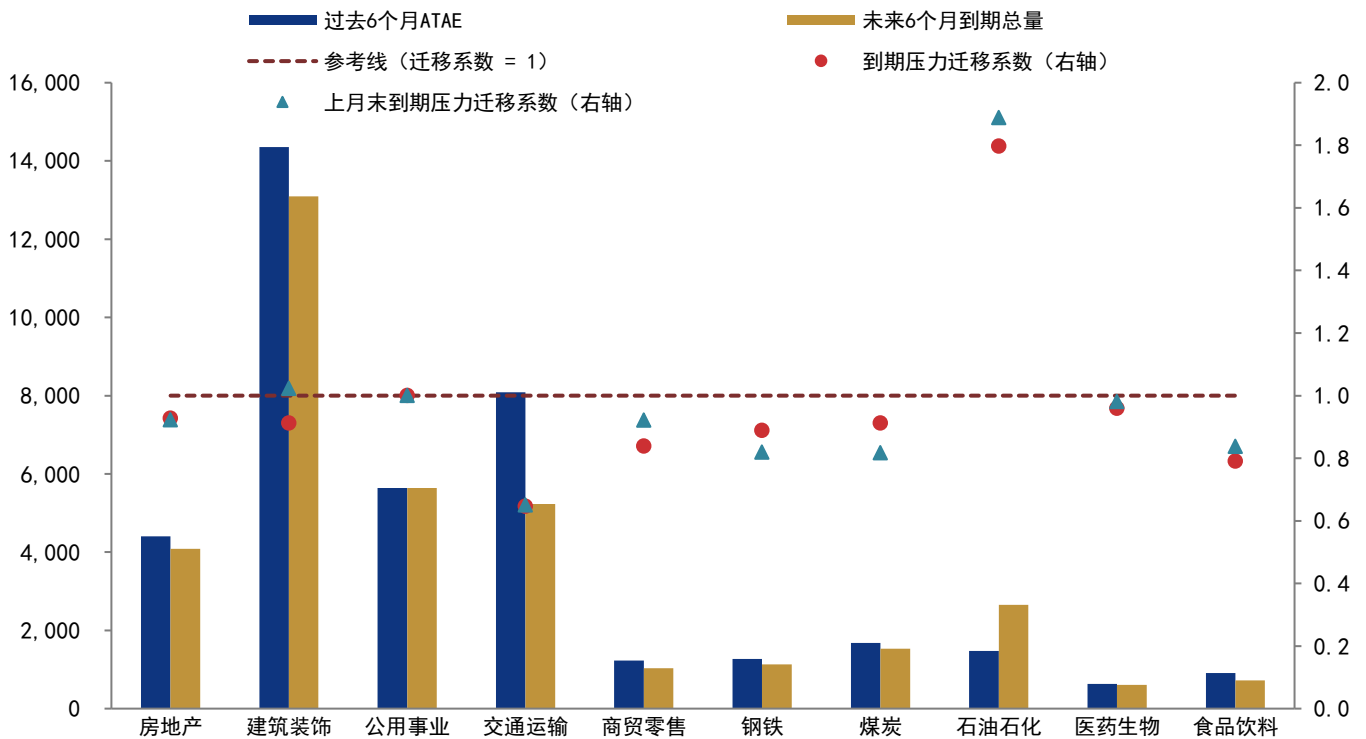


图8：11月末重点行业信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（2）国有企业与非国有企业信用债到期压力均环比小幅下降

11月末，国有企业债券到期压力迁移系数为0.91（见图9），或表明未来6个月的到期压力略低于过去12个月平均水平。非国有企业未来债券到期压力迁移系数为0.73，或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、非国有企业债券到期压力迁移系数分别小幅下降0.05、0.03，或表明未来到期压力环比有所下降。

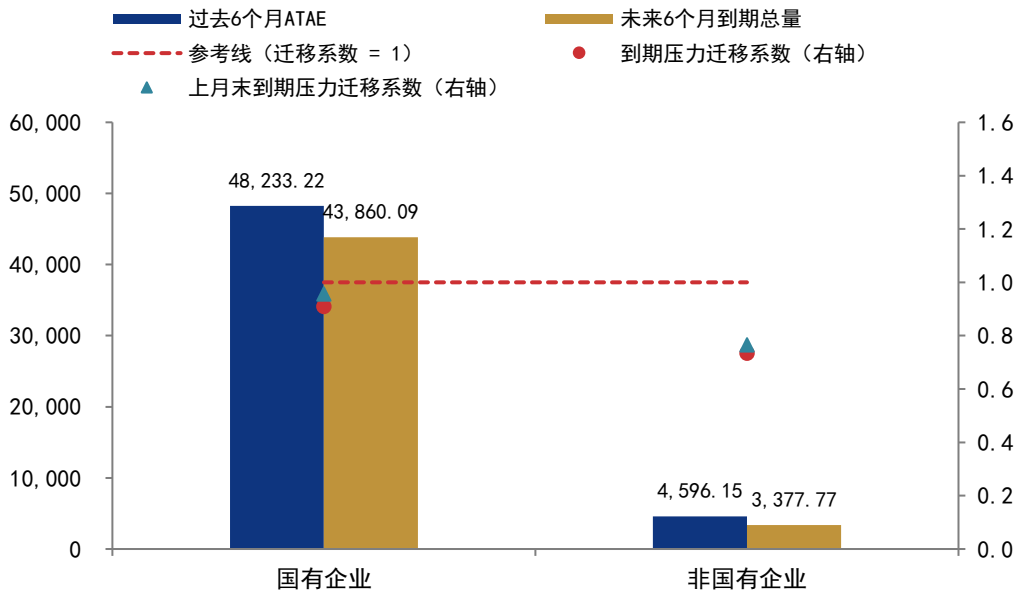


图9：11月末国有和非国有企业信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（3）城投债与非城投债到期压力均环比小幅下降

11月末，城投债到期压力迁移系数为0.90，非城投债到期压力迁移系数为0.89（见图10），或表明城投与非城投债未来6个月到期压力低于过去12个月平均水平。与上月末相比，11月末城投债、非城投债到期压力迁移系数分别小幅下降0.07、0.03，或表明未来到期压力环比有所下降。

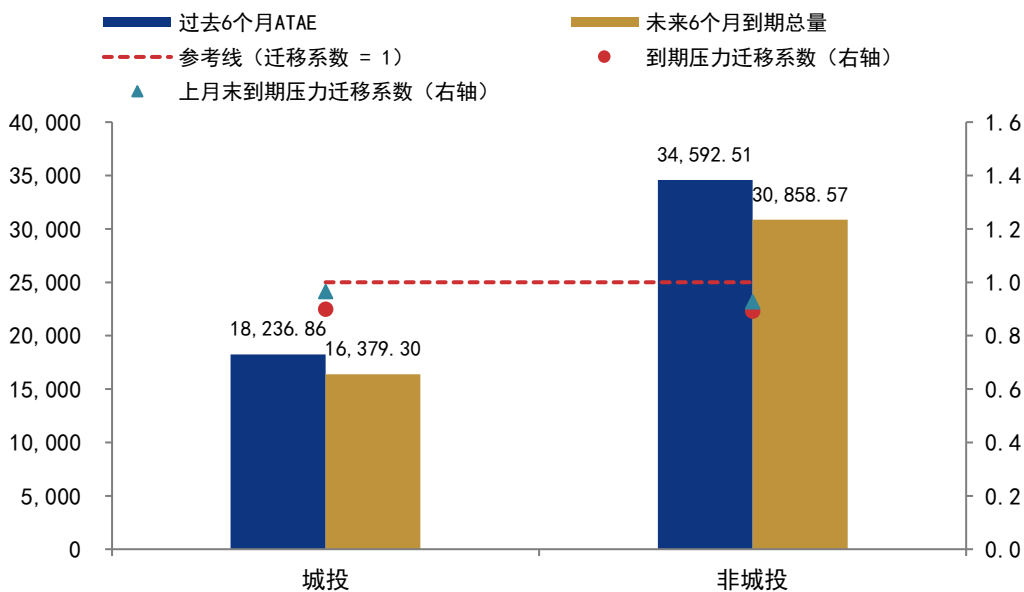


图10：11月末城投和非城投企业信用债到期压力及迁移情况（左轴单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 二级市场

1. 信用债成交券种以中期票据、短期融资券为主

从成交活跃度来看，11月份信用债共计成交31,509.90亿元，成交金额环比增长50.40%，同比增长16.63%（见图11）。信用债成交券种以中期票据、短期融资券为主，两者占比分别为45.50%和33.03%。公司债尽管发行规模与中期票据和短期融资券相近，但其二级市场成交量较小。

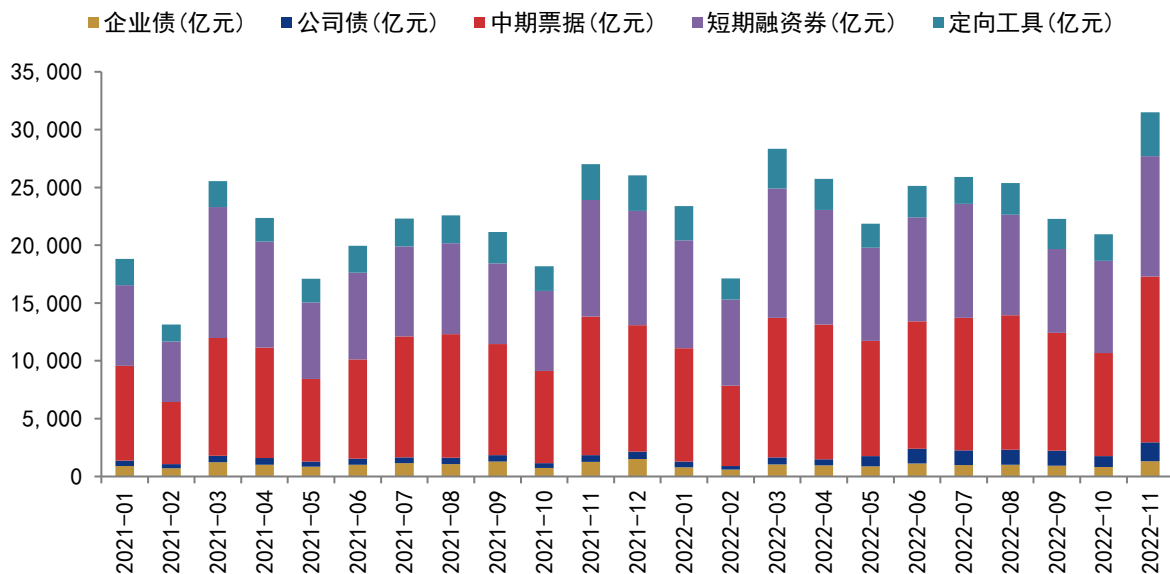


图 11: 11 月份信用债二级市场成交量 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

2. 中短期票据和城投债到期收益率均大幅上行

从到期收益率来看，11月份不同期限与评级的中短期票据到期收益率均大幅上行（见图12）。具体来看，11月份3年期各评级中短期票据到期收益率上行55.50BP至70.53BP，5年期各评级中短期票据到期收益率上行34.20BP至45.20BP。3年期的中短期票据到期收益率上行幅度显著大于5年期的中短期票据到期收益率。

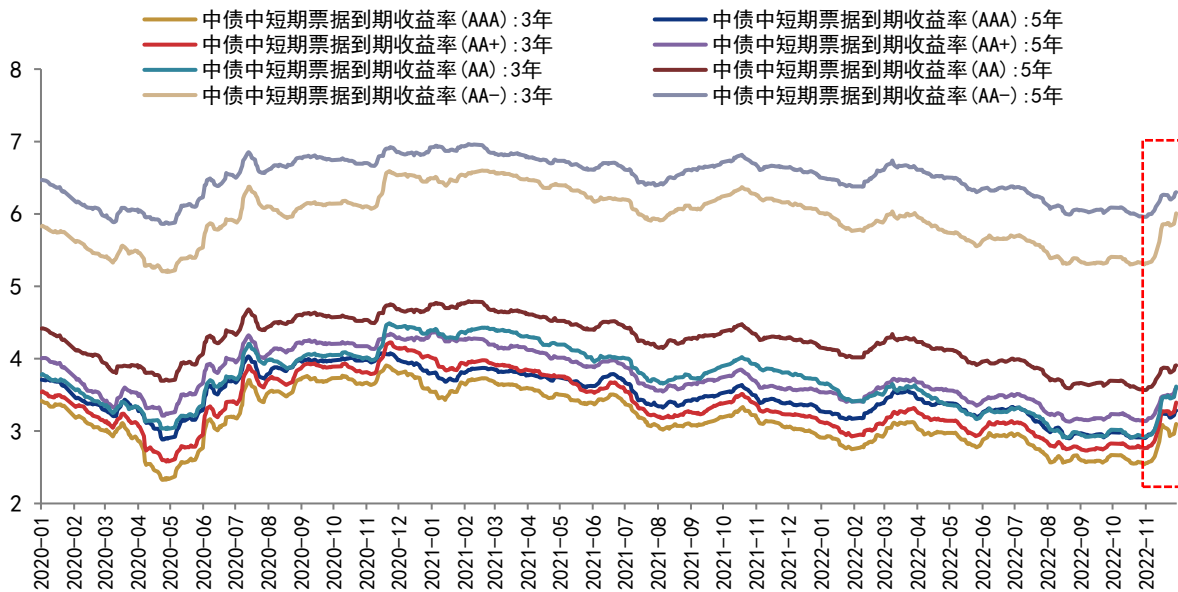


图 12：不同期限不同评级中短票到期收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从城投债的角度来看，11月份不同期限与评级的城投债到期收益率均大幅上行（见图13）。具体来看，11月份3年期各评级城投债到期收益率上行46.85BP至76.85BP，5年期各评级城投债到期收益率上行43.88BP至52.88BP。其中3年期AA-级城投债利差走阔幅度最大，其上行了76.85BP，需关注短期债务占比较高的低评级城投债主体违约风险。

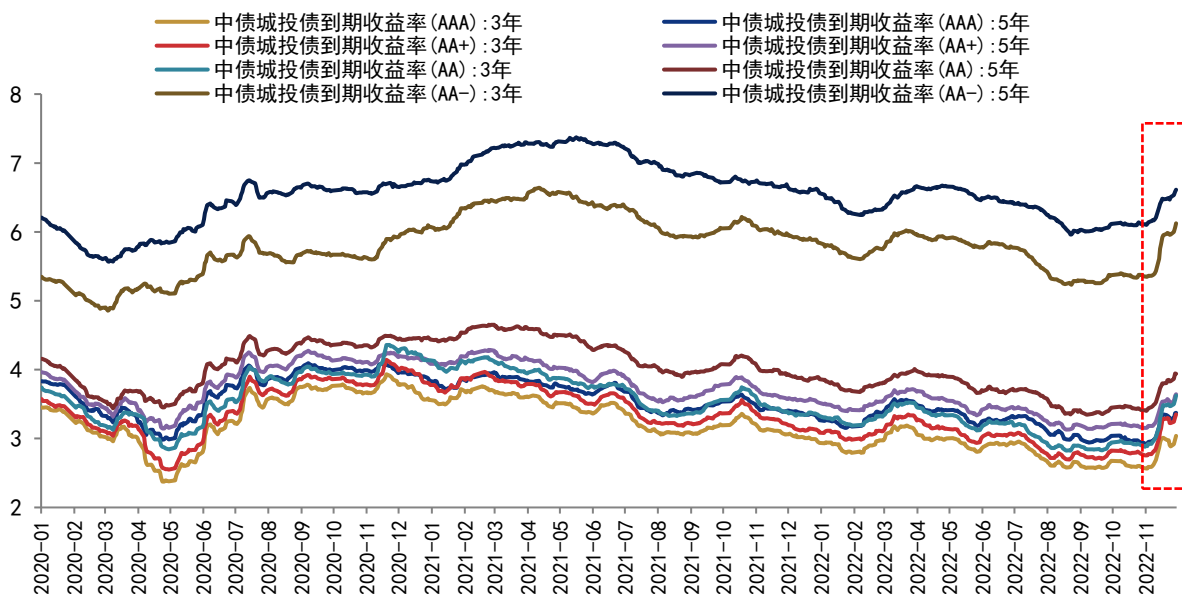


图 13：不同期限不同评级城投债到期收益率走势（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

3.大部分重点行业债券信用利差走阔，不同评级城投债信用利差均走阔

(1) 大部分重点行业债券信用利差上行，但建筑装饰行业 AA 级产业债信用利差大幅下行

兴业研究提供的 10 个重点行业不同信用级别产业债信用利差显示，11 月份建筑装饰行业 AA 级产业债信用利差大幅下降 151.86BP；其余行业、评级产业债的信用利差变动幅度相对较小（见图 14）。

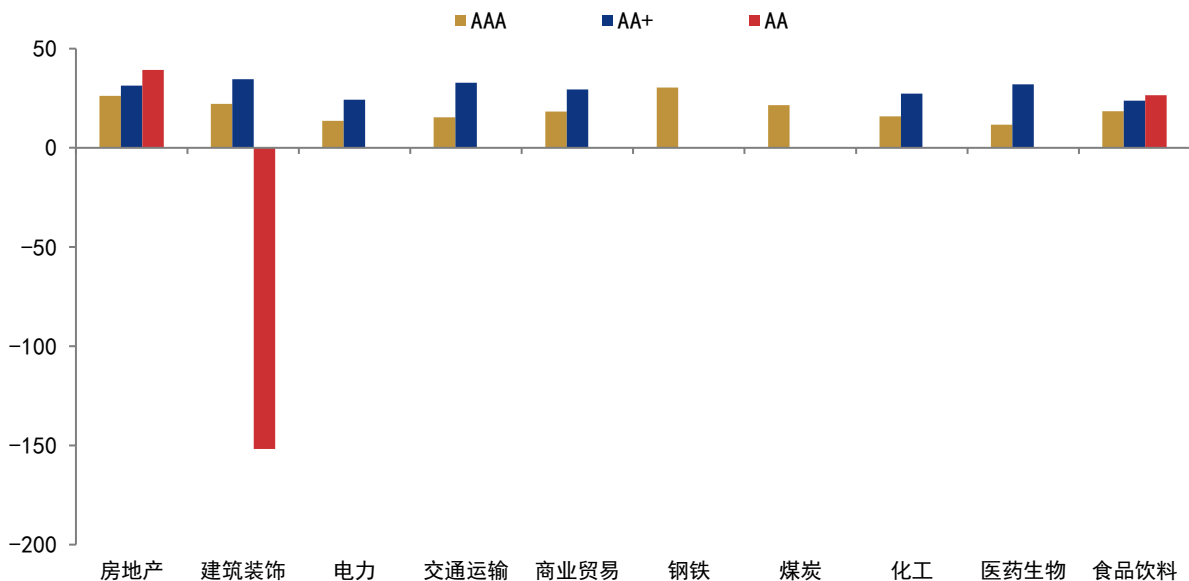


图 14: 11 月份重点行业各评级产业债信用利差变动 (当月末与上月末相比, 单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从 2015 年初以来的 10 个重点行业信用利差数据看, 除房地产行业 AAA 级债项外, 11 月末各行业、评级信用利差均在历史中等或较低水平 (见图 15)。

具体来看, 在 AAA 级产业债中, 房地产行业信用利差所处历史百分位数为 73%, 处于历史较高水平; 食品饮料行业信用利差处于历史百分位数 51%, 处于历史中等水平; 钢铁、电力、交通运输、商业贸易行业信用利差所处历史百分位数分别为 37%、35%、32%、30%; 其余行业信用利差则处于历史较低水平。

在 AA+级产业债中, 医药生物、房地产行业信用利差所处历史百分位数分别为 56%、54%, 处于历史中等水平; 化工、交通运输、电力行业信用利差所处历史百分位数为 40%、33%、32%; 其余行业信用利差则处于历史较低水平。

在 AA 级产业债中, 房地产和食品饮料行业信用利差所处历史百分位数分别为 10%、9%, 均处于历史低水平。

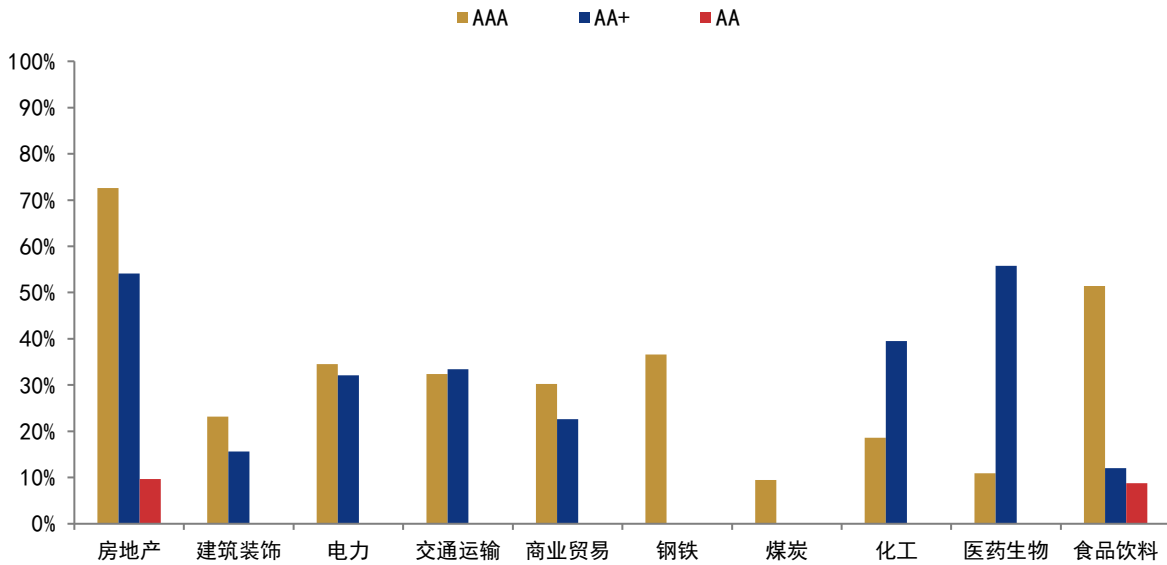


图 15: 11月末重点行业各评级产业债信用利差在2015年以来所处百分位数

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) 不同评级城投债信用利差均上行

从兴业研究提供的城投债信用利差数据来看，11月份不同信用等级城投债信用利差均上行。其中，AAA级城投债信用利差上升22.49BP，AA+级城投债信用利差上升38.46BP，AA级城投债信用利差上升40.15BP（见图16）。

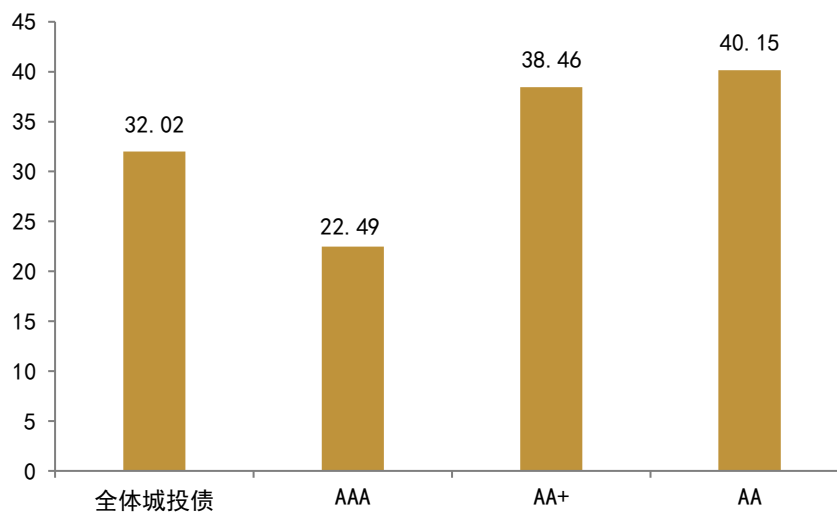


图 16: 11月末各评级城投债信用利差变动（当月末与上月末相比，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从2015年以来的城投债信用利差数据看，11月末各信用评级城投债信用利差所处百分位数较上月大幅提升。其中，AAA级城投债信用利差所处百分位数上升至31%，AA+级城投债信用利差所处百分位数上升至48%，AA级城投债信用利差所处百分位数上升至33%（见图17）。

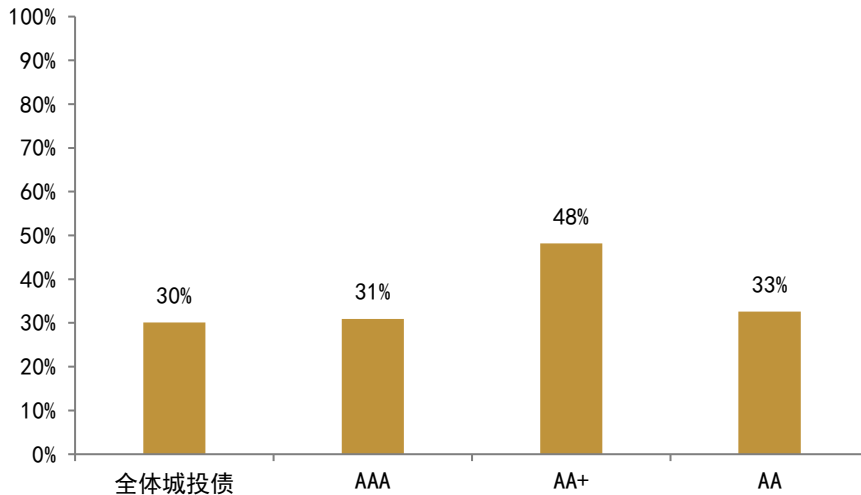


图17：11月末各评级城投债信用利差在2015年以来所处百分位数

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13家主体旗下17只信用债发生逾期

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11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）发生逾期，逾期日债券余额合计359.27亿元。

从所属申万一级行业来看，逾期信用债数量最多的是房地产行业，共涉及12只债券，逾期日债券余额合计338.37亿元。此外，煤炭、非银金融、传媒行业各有1只债券发生违约，逾期日债券余额分别为2.50亿元、1.50亿元、3.40亿元。

2. 发生8次主体评级下调

2022年11月份，债券市场共发生8次主体评级下调³（见图18）。今年1~11月份合计发生172次主体评级下调，低于去年同期的330次。

³ 下调包括评级下调和展望下调；不包括中债资信评级调整。

从所属申万一级行业看，11月份主体评级下调的8家企业分别来自农林牧渔、机械设备、非银金融、基础化工、电子、食品饮料、汽车及交通运输行业。

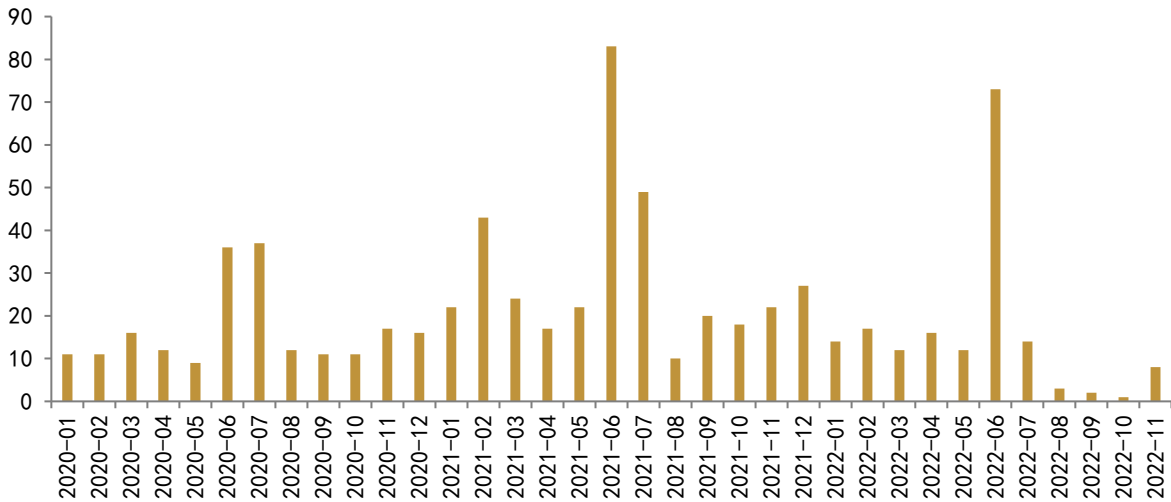


图 18: 月度主体评级下调次数 (单位: 次)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

3. 有 107 只债券取消或推迟发行

2022 年 11 月份, 有 107 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, 涉及金额为 839.20 亿元, 数量较上月显著增加, 或主要由于近期地产及防疫优化政策频出, 市场波动较大导致发行成本抬升, 企业选择改期发行 (见图 19)。但今年 1~11 月取消或推迟发行的金额仍旧低于去年同期水平。

从企业性质来看, 推迟或取消发行债券的企业大部分是国有企业。国有企业取消或推迟发行的债券有 101 只, 非国有企业取消或推迟发行的债券有 6 只。

从企业主体信用级别来看, AAA 级企业推迟或取消发行债券有 50 只, AA+ 级企业取消或推迟发行的债券有 29 只, AA 级主体取消或推迟发行的债券有 24 只, AA- 级主体取消或推迟发行的债券有 2 只, 无评级主体取消或推迟发行的债券有 2 只。

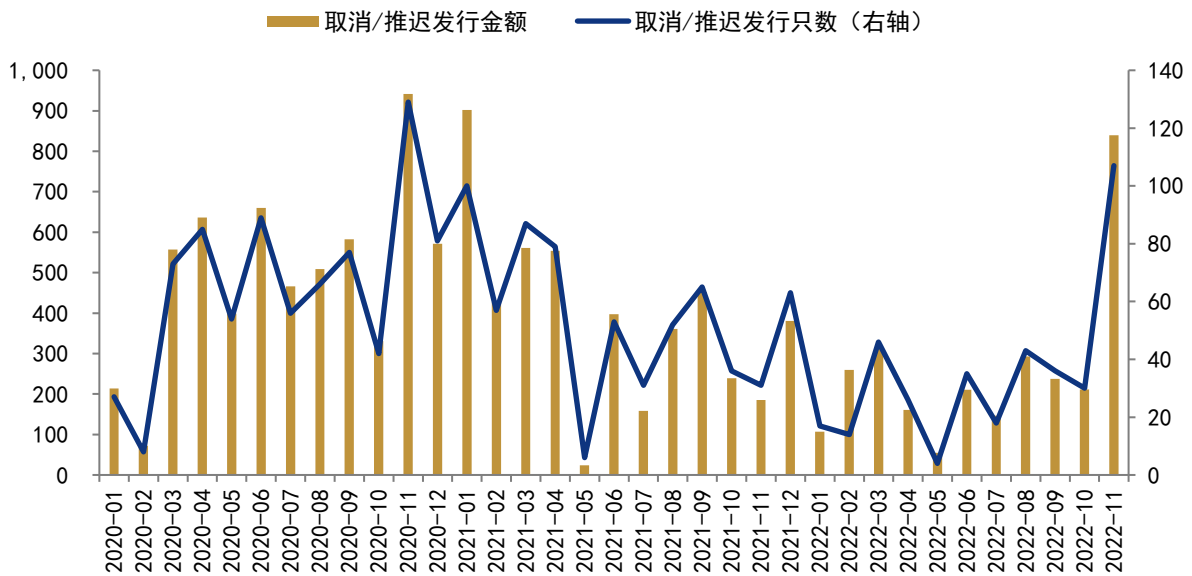


图 19：月度信用债取消发行规模（左轴单位：亿元）

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，11 月份信用债共发行 8,644.71 亿元，净融资额为 -1,479.36 亿元。具体来看，11 月份净融资最多的是公用事业，且净融资规模环比下降；各信用级别主体净融资额均为负，其中 AAA 级主体净融资大幅流出；国有企业净融资由正转负，非国有企业资金流出规模扩大；城投债净融资由正转负，非城投债融资大幅净流出。到期压力方面，11 月末到期压力迁移系数为 0.89，较上月末下降 0.05。分行业来看，多数重点行业信用债未到期压力环比下降。分企业性质看，国有企业与非国有企业信用债到期压力均环比小幅下降。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小幅下降。

从信用债二级市场来看，到期收益率方面，11 月份中短期票据和城投债二级市场到期收益率均上行。其中 3 年期的中短期票据到期收益率上行幅度显著大于 5 年期的中短期票据到期收益率。信用利差方面，11 月份大部分重点行业债券信用利差走阔，但建筑装饰行业 AA 级产业债信用利差大幅下降 151.86BP。除房地产行业 AAA 级债项行业利差所处历史百分位数为 73% 外，11 月末各行业、评级信用利差均在历史中等或较低水平。不同评级城投债信用利差均走阔，AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利差分别上升 22.49BP、38.46BP 和 40.15BP。不同评级城投债信用利差所处百分位数均大幅提升，AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利差所处历史百分位数分别为 31%、48% 和 33%。

展望未来，需继续关注低评级房地产及城投企业信用风险。在房地产业“三支箭”政策陆续落地后，优质房地产企业获得资金注入，迎来信用修复，而弱资质房企或将加速出清。“化隐债”“促经济”等宏观调控背景下，城投企业

资金压力有望缓解，但仍需关注低评级城投企业短期债务偿还压力。此外，信用债抛售潮后，预计随着地产企稳、经济提速，未来信用债净融资额有望由负转正。

【作者简介】

曹晓婧，武汉大学工学学士、诺丁汉大学金融与投资硕士，远东资信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去理解，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。