大公国际：2022 年下半年产业债信用风险展望

2022 年下半年，产业债中低级别企业的信用风险将持续暴露，但在产业债市场信用风险逐步出清和稳经济政策作用下，违约金额和只数将有较大的降幅。

发行规模：产业债发行规模将继续保持平稳增长，并加大向轨道交通、水利、新能源、信息和物流等领域的投入，提升支持实体经济发展的质效。

发行利率：发行利率将继续下行，降低企业融资成本。从 4 月召开的中央财经委员会第十一次会议定调来看，下半年将增加货币投放量，财政政策将更加积极。

重点行业：房地产行业整体负债率水平偏高，美元债的降级或引发高杠杆房地产企业的流动性风险，导致其违约。因房地产与建筑业业务的高关联性，将波及建筑企业应收类款项难以收回，引发部分建筑企业违约。

重点债项类别：可转债企业的信用水平波动较大，投资人在关注其投资价值的同时，仍要注意信用风险对投资回报的负面影响。

重点关注事项：在稳经济政策作用下，企业外部经营环境较好，信用水平稳定，但也需要注意上半年信用级别被下调的企业，如存在债务集中到期，短债长投，重大建设项目投资回收期较长，营收业绩下滑严重等问题，仍存在较大违约风险。

政策环境

我国宏观经济政策调控有力，为产业债的发行明确了产业方向。

https://www.yunbaogao.cn

2022 年上半年国际国内经济形势复杂，外有俄乌局部战争，内有新冠疫情的反复，这些都深刻的影响着国内外商品的供求以及价格。在此背景下，2021 年 12 月中央经济工作会议、今年 4 月 26 日中央财经委员会第十一次会议和 4 月 29 日中共中央政治局会议的召开，为我国当下乃至未来 1~2 年实体经济的发展方向，以及如何发展明确了总基调。上半年产业债的发行规模和融资成本等重要指标很好的体现了这个总基调。

2021 年 12 月，中央经济工作会议明确了坚持稳字当头、稳中求进工作总基调，坚持供给侧结构性改革为主线，统筹疫情防控和经济社会发展，统筹发展和安全，着力稳定宏观经济大盘，保持实体经济运行在合理区间。会议明确强调了稳发展和供给侧结构性改革这两个关键词，并强调了 2022 年经济工作主要做好以下 6 个方面：1、稳健的货币政策要灵活适度，引导金融机构加大对实体经济特别是科技创新、绿色发展的支持；2、要畅通国内大循环，重在打通生产、分配、流通、消费各环节；3、要提升制造业核心竞争力，激发涌现一大批“专精特新”企业；4、要加快数字化改造，促进传统产业升级；5、要狠抓绿色低碳技术攻关；6、适度超前开展基础设施投资。以上 6 个方面在今年上半年产业债的发行中得到了很好的体现和落实。

4月26日召开的中央财经委员会第十一次会议提出了要全面加强基础设施建设的决策部署，将基础设施的定位提升到一个新的战略高度，并对其内涵及范围进行了大幅深化拓展。由此，我国进入统筹发展和安全的“新

基建”时代。“新基建”理念将对实体经济各行业信用扩展产生深远影响。这里说到的新基建主要涉及行业领域包括：1、交通、能源、水利等网络型基础设施；2、信息、科技、物流等产业升级基础设施；3、城际铁路网、城市轨道交通和综合管廊建设为主的城市基础设施；4、农业农村基础设施；5、国家安全基础设施。

4 月 29 日，中共中央政治局召开会议分析研究当前经济形势和经济工作。会议明确提出要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间；要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策，用好各类货币政策工具；要加快构建新发展格局，坚定不移深化供给侧结构性改革，用改革的办法解决发展中的问题，加快实现高水平科技自立自强，建设强大而有韧性的国民经济循环体系。

在上述会议精神的指引下，经济的结构性调整仍将持续，以新能源、新基建、高端制造业为代表的新兴产业将加快发展，同时产能过剩行业经营效益将加剧分化，部分发债主体的信用风险将逐步显性化。

发行概况

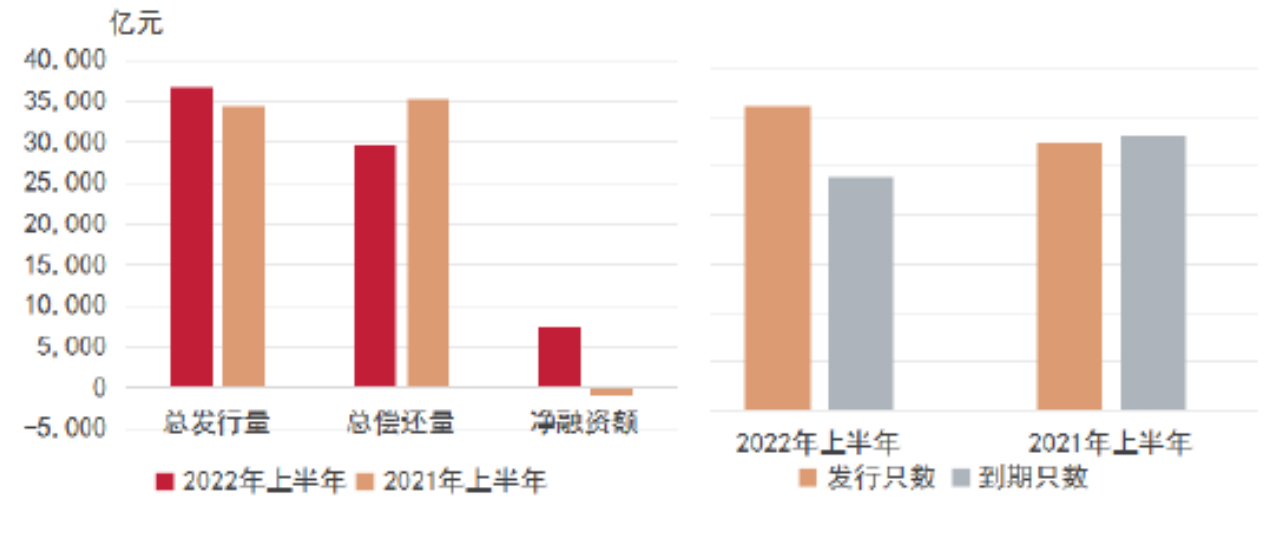
整体来看，2022 年上半年，产业债净融资额同比大幅增长，综合融资成本有所下降。

上半年，产业债发行 3，111 只，共募集资金 36，755 亿元，发行数

https://www.yunbaogao.cn

量和规模同比略有提升，分别上升 7.21%和 13.50%，净融资额为 7，303 亿元；在疫情的持续冲击下，中国人民银行于 4 月 25 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构），为加大对小微企业和“三农”的支持力度，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于 5%的农商行，在下调存款准备金率 0.25 个百分点的基础上，再额外多降 0.25 个百分点；5 月 20 日，中国人民银行宣布 LPR 再次下调：5 年期 LPR 为 4.45%，环比大幅下调 15 个基点。货币政策频繁出台，推动降低企业综合融资成本，致使上半年产业债平均发行利率同比下降 4BP，为 3.51%，产业债平均发行利率的降低有利于改善企业融资环境，增强企业经营能力。

图 1　2022 年上半年产业债发行情况



数据来源：Wind，大公国际整理

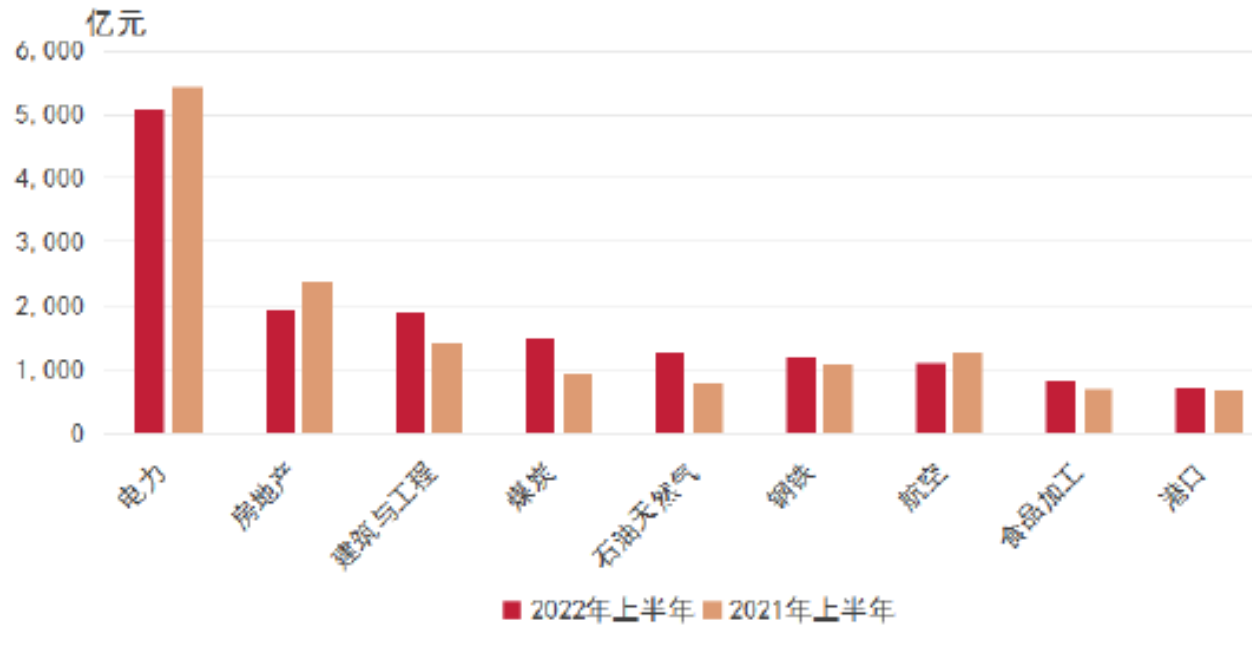
从产业债发行的行业分布来看，上半年，前 10 大行业产业债发行规模同比略有增长；占产业债发行规模的比例同比下降 0.59 个百分点，集中

https://www.yunbaogao.cn

度有所下降。

2022 年上半年，产业债发行规模前 10 大行业依次为电力、房地产、建筑与工程、煤炭、综合石油天然气、钢铁、航空、食品加工、港口和基础化工。前 10 大行业产业债发行规模为 16，145 亿元，同比增加 884 亿元；占产业债发行规模的比例为 43.92%，同比下降 0.59 个百分点，集中度有所下降。

图 2　2022 年上半年主要行业产业债发行情况



数据来源：Wind，大公国际整理

其中，电力行业仍然保持着最高发行规模的地位；受 2021 年房地产行业信用风险事件集中爆发的影响，房地产行业的发行规模同比大幅下降，上半年表现出行业债券融资净流出的情况；随着“新基建”理念的落实，建筑与工程、钢铁、港口行业发行规模同比大幅增长；受 2021 年以来国

际能源价格大幅提升的影响，我国今年加大了煤炭和石油天然气领域的投资，该领域债券融资规模同比大幅增长；受粮食和化工原材料上涨的影响，食品加工和基础化工企业融资需求增加，导致该领域发行规模同比略有增长。此外，公路与铁路、建筑机械行业的发行规模同比下降较大，上半年跌出了前 10 的位置，下半年随着基础设施建设的开展，预计该行业发行规模将有较大幅度的提升。

从产业债发行主体级别分布来看，产业债的发行仍主要集中在高信用级别的企业。

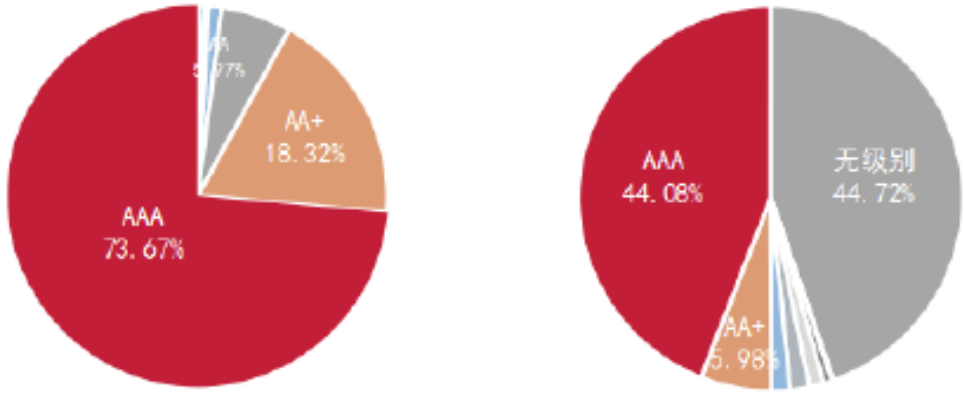
产业债的发行以 AAA 和 AA+级别的企业为主，其中，AAA 级别企业发行规模占比高达 73.66%，AA+级别企业发行规模占比为 18.32%，无主体级别的企业发行规模很小，占比为 0.48%。从上半年产业债发行的实际情况来看，虽然取消了强制评级，但因市场需求，发债企业还是选择委托评级机构对其主体信用进行级别评定。上半年，各主体级别企业发行规模同比保持稳定。

从产业债发行的债项级别分布来看，也主要集中在高信用等级的债项。

AAA 级别债项发行规模占比为 44.08%，同比下降 14.68 个百分点；AA+级别债项发行规模占比为 5.98%，同比下降 6.62 个百分点；无债项级别发行规模占比提升到 44.72%。综合来看，在高信用等级企业中，有较大比例采取使用主体级别发行债券的方式。

https://www.yunbaogao.cn

图 3　2022 年上半年产业债主体（左图）和债项（右图）级别发行情况



数据来源：Wind，大公国际整理

从企业性质方面来看，产业债发行主要集中在国有企业，地方国有企业净发行规模同比提升较大。

2022 年上半年，地方国有企业发行规模占比为 41.90%，同比提高 3.87 个百分点；中央国有企业发行规模占比为 47.13%，同比变化不大；受民营房地产企业信用风险集中爆发的影响，民营企业发行规模同比下降 2.12 个百分点。同期，地方国有企业债券市场融资表现为净流入；中央国有企业净融资规模保持稳定；民营企业净融资表现为流出。上半年，证监会和银行间市场先后推出民营企业债券融资专项支持计划，落实政府工作

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43785