



企业债券市场月报分析

(2022年07月)

2022年08月11日

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

史晓姝

shixsh@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众账号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道,通过合理分析得出结论,结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

7月企业债发行维持稳定;本年底级别主体净融资改善,存在潜在融资空间

主要内容:

当月市场概况: (1) 7月企业债发行48只,发行规模371.13亿元,同比分别增长2.1%和下降15.2%,环比分别下降18.6%和21.3%。截至7月,本年度累计发行328只企业债,发行规模合计2,537.90亿元,较上年同期分别增长18.4%和下降3.4%。同期,交易所品种发行规模同比下降11.2%,银行间品种发行规模同比增长4.5%。(2) 7月企业债净融资为-51.38亿元,上年同期为127.94亿元。7月,取消发行企业债券1只。8月,企业债待偿还规模435.97亿元。从地区分布看,2022年7月份净发行地区有9个,具体看,浙江省、陕西省和江西省分别实现净融资64.99亿元、43亿元和23.10亿元,高于其他省份。本月呈现净偿还的有14个省份,其中,广东本月无新增企业债,净偿还最大,为52.80亿元。

当月市场分析: (1) 浙江发行规模远高于其他地区,陕西和河南发行规模为本年该省最大单月。(2) 发行主体主要为城投公司,产业债集中在采掘行业。(3) 5年期规模占比环比上升,发改委专项债和小微企业增信集合债分别集中在7年期和5年期。(4) 高级别债券占比上升,高级别主体占比下降。(5) 高级别企业债券利率利差下降。(6) 增信比例为58.3%,较上月上升12.6个百分点。(7) 创新品种25只,发行主体级别较低,且集中在城镇化建设企业债和小微企业增信集合债。增信比例低于非创新品种。

市场观察: 2022年低级别企业债发行依然存在一定难度,但发行品种和利率类型存在选择空间,净融资改善,存在潜在融资空间。(1) **低级别企业发行净融资改善,近年首次企业债融资主体数量增加。**2022年来,低级别主体企业债占比维持在相对较高的水平,尤其是6月和7月,占比上升至42%和46%。(2) **创新品种助力低级别企业融资,城镇化企**



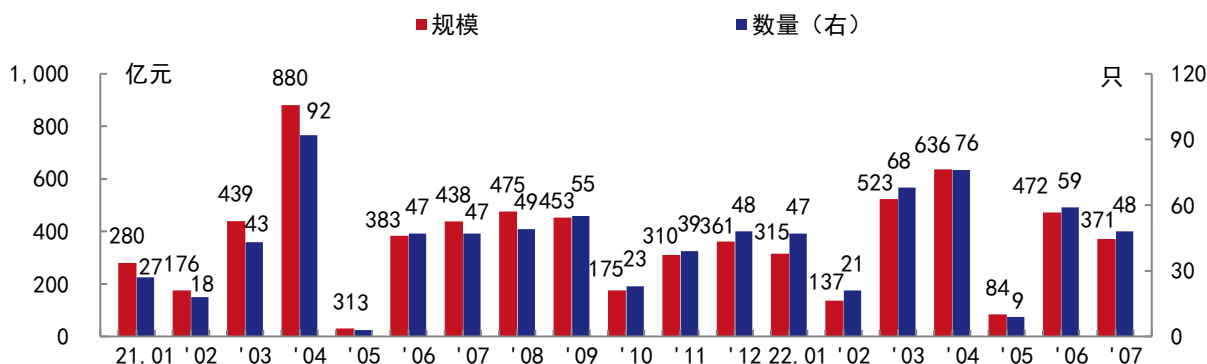
业债和小微企业债增长明显。2022 年来 AA 及以下主体企业债增长集中在创新品种，创新品种同比增速在 66%，高于非创新品种的 2.3%，且增量品种主要集中在城镇化企业债和小微企业债，在政策引导下，上述品种的发行难度有所降低。**(3) 低级别主体债券利差扩大，累进利率品种数量继续上升，利率较固定品种仍具有相对优势。**从利差走势看，不区分利率类型，2022 年低级别企业债利差有所扩大，在民营企业风险影响下，6 月份来有所收窄，AA 级主体增信比例 83.5%，高于上年同期 1.95 个百分点，显示出低级别主体发行存在一定难度。分利率品种看，AA 及以下主体累进利率品种平均利差和增信比例明显低于固定利率品种，但差异近两年有所收窄。

整体看，2022 年低级别主体发行企业债依然存在一定难度，表现在低级别主体增信比例小幅上升，债券利差呈现扩大，发行成本维持较高水平。但同时，在创新品种助力和民营企业风险影响下，新增企业债融资主体增加，低级别主体净融资增加，发行潜在空间扩大。从市场发行看，低级别主体可以选择发行城镇化债券和小微企业债，选择累进利率类型，上述品种增信要求或有所较低。如可获得担保资源，则可以进一步降低发行成本，且提高发行成功率。短期内，低级别企业债的发行，将随着县城城镇化建设的推进而呈现增长，新增融资主体数量呈现增长。

一、企业债市场概览

2022年7月企业债券发行48只，发行规模371.13亿元，较上月分别下降18.6%和21.3%，较上年同期分别增长2.1%和下降15.2%。截至7月，本年度累计发行328只企业债，发行规模合计2,537.90亿元，较上年同期分别增长18.4%和下降3.4%，同期，交易所品种发行规模同比下降11.2%，银行间品种发行规模同比增长4.5%。

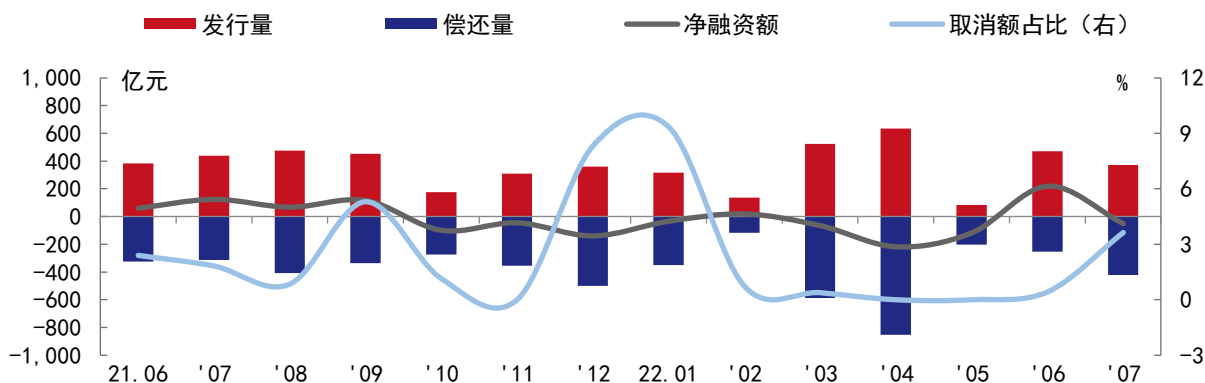
图1 2021年1月-2022年7月份企业债券发行情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从净融资情况来看，7月企业债券总发行规模371.13亿元，总偿还规模422.51亿元，本月表现为净偿还51.38亿元，上年同期为净发行127.94亿元。截至7月末，本年企业债净融资-251.36亿元，上年同期为-205.39亿元。此外，2022年7月，取消发行企业债券1只，原计划发行规模13.50亿元。8月，企业债待偿还规模435.97亿元。

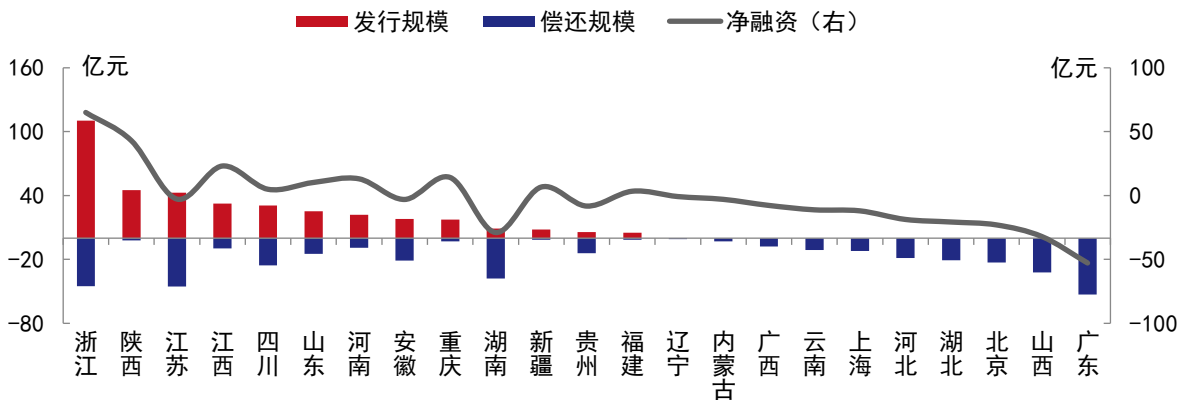
图2 2021年06月-2022年07月份企业债券净融资和取消发行情况



注：总偿还量包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2022年7月份净发行地区有9个。具体看，浙江因发行规模较大，实现净融资64.99亿元，其次是陕西省，因偿还规模仅2亿元，实现净融资43亿元，再次是江西省实现净融资23.10亿元。本月呈现净偿还的有14个省份，其中，广东本月无新增企业债，净偿还52.80亿元。

图3 2022年7月份企业债券净融资地区分布



注：总偿还规模包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

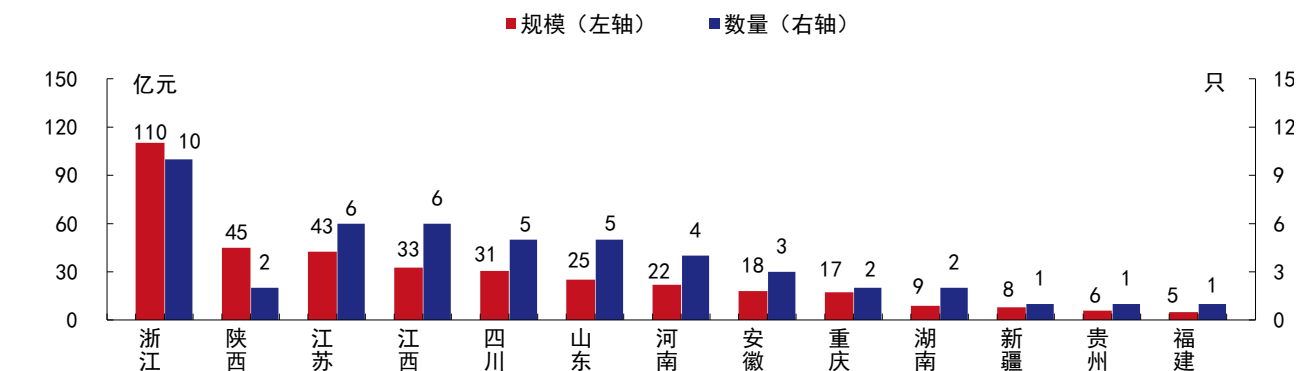
二、市场分析

1. 浙江发行规模远高于其他地区，陕西和河南发行规模为本年该省最大单月

2022年7月，共有13个省份发行了企业债券。其中，浙江省发行110.20亿元，陕西省和江苏省各发行45亿元和42.60亿元，江西省和四川省分别发行32.60亿元和30.60亿元，上述地区发行规模合计占比70.3%。陕西、河南分别发行45亿元、22亿元，为各省本年度发行规模最大的月份，占比分别为40.1%和32.2%。

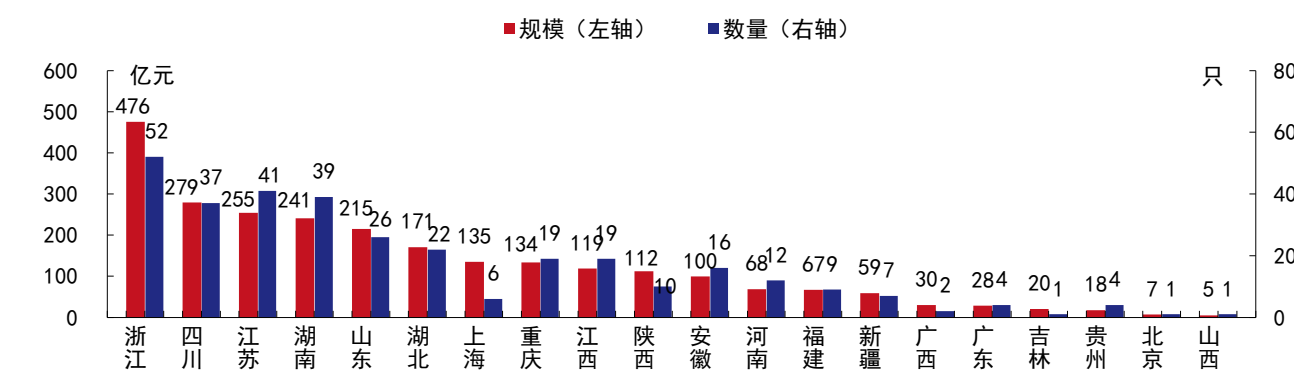
综合2022年1-7月看，共有20个省份发行了企业债，其中，浙江省发行475.70亿元，四川省和江苏省分别发行279.40亿元和254.50亿元，前五个省份发行规模合计占比57.8%。与上年相比，贵州省和山西省打破零发行，分别发行17.50亿元和5亿元企业债；新疆、吉林因低基数同比分别增长1,080%和488.2%；此外，重庆同比增长142.0%，远高于其他省份。

图 4 2022 年 7 月份企业债券区域分布



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 5 2022 年 1-7 月份企业债券区域分布



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2. 发行主体主要为城投公司，产业债集中在采掘行业

2022 年 7 月，企业债券发行人集中在城投公司，数量和规模占比分别为 91.7% 和 85.4%。产业债均分布在采掘行业，主要是陕西延长石油(集团)有限责任公司发行 45 亿元。综合 2022 年 1-7 月看，城投债规模占比 92.2%。

表 1 2022 年 7 月份企业债券主要发行行业分布

| 行业 | 2022 年 7 月规模 (亿元) | 2022 年 1-7 月规模 (亿元) | 2022 年 7 月数量 (只) | 2022 年 1-7 月数量 (只) |
|------|-------------------|---------------------|------------------|--------------------|
| 城投债 | 317.13 | 2,338.90 | 44 | 307 |
| 产业债 | 54.00 | 199.00 | 4 | 21 |
| 采掘 | 45.00 | 49.00 | 2 | 3 |
| 综合 | 5.00 | 44.70 | 1 | 4 |
| 建筑装饰 | 4.00 | 42.30 | 1 | 7 |

| | | | | |
|-----------|---------------|-----------------|-----------|------------|
| 其他 | 0.00 | 63.00 | 0 | 7 |
| 合计 | 371.13 | 2,537.90 | 48 | 328 |

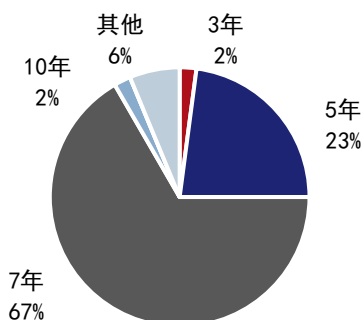
注：按申万一级行业分类；产业债仅显示规模前 5 位的行业。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

3. 5 年期规模占比环比上升，发改委专项债和小微企业增信集合债分别集中在 7 年期和 5 年期

2022 年 7 月，企业债券期限分布于 7 年期等期限品种。其中，7 年期品种发行 32 只，占比 66.7%，发行规模 247.50 亿元，占比 66.7%，较上月下降 13.2 个百分点，其中发改委各类专项债规模占比 39.8%；5 年期品种发行 11 只，占比 22.9%，发行规模 95.90 亿元，占比 25.8%，较上月上升 15.7 个百分点，其中小微企业增信集合债规模占比 42.2%。综合 2022 年 1-7 月看，7 年期品种发行数量 235 只，发行规模 1,620.50 亿元，占比分别为 71.6% 和 63.9%。与上年同期相比，7 年期品种规模占比上升 10.2 个百分点。

图 6 2022 年 7 月份企业债券期限结构分布



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 8 2022 年 7 月份企业债券期限结构分布

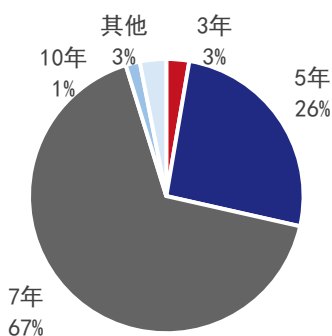
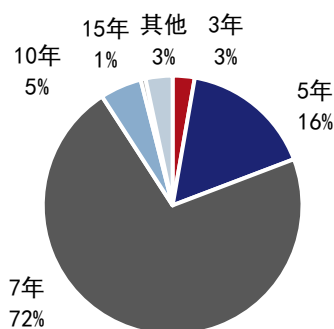
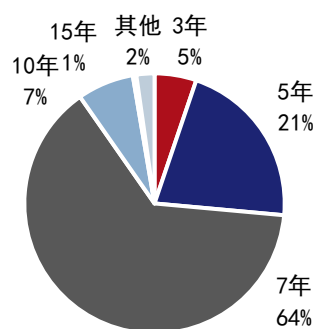


图 7 2022 年 1-7 月份企业债券期限结构分布



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 9 2022 年 1-7 月份企业债券期限结构分布



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

4. 高级别债券占比上升，高级别主体占比下降

2022年7月发行的企业债债项信用等级均为AA+及以上，AA+及以上的高级别品种数量占比89.6%，较上月上升1.5个百分点，主要系低级主体增加，增信比例上升。综合2022年1-7月份看，AA+及以上的高级别品种数量占比92.1%，与上年同期基本持平。

从发行主体等级看，7月AAA级主体4家，占比9.1%；AA+级主体12家，占比27.3%；AA级主体25家，占比56.8%，AA-级主体2家，占比4.5%，AA+及以上的高级别主体占比36.4%，较上月下降10个百分点。综合2022年1-7月份看，AA+及以上的高级别主体占比46.0%，与上年同期基本持平。

图10 2022年7月份企业债券债项等级分布

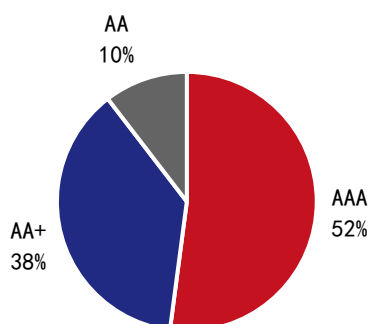
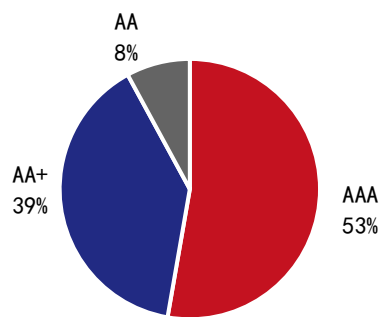
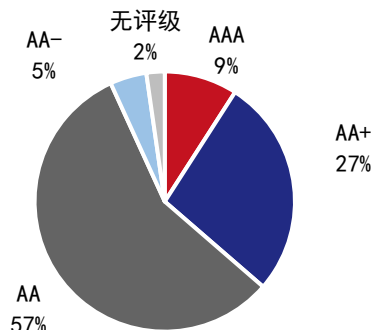


图11 2022年1-7月份企业债券债项等级分布



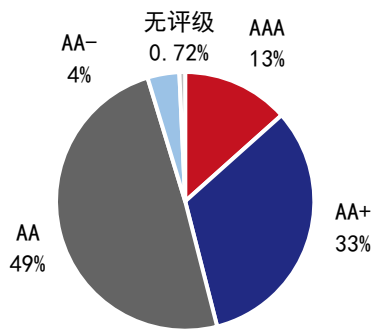
注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图12 2022年7月份企业债券主体等级分布



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图13 2022年1-7月份企业债券主体等级分布



注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

注：按发行人数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

5. 高级别企业债券利率利差下降

2022年7月，企业债券最高发行利率为8.00%，较上月上行50BP；最低发行利率为3.00%，较上月下行25BP。从无增信企业债债券级别来看，与上月相比，AA+和AAA级企业债的平均发行利率均下行，平均发行利差收窄，其中，AAA降幅较大；AA级企业债的平均发行利率上行67BP，利差扩大68BP，低级别企业债的融资难度显现。

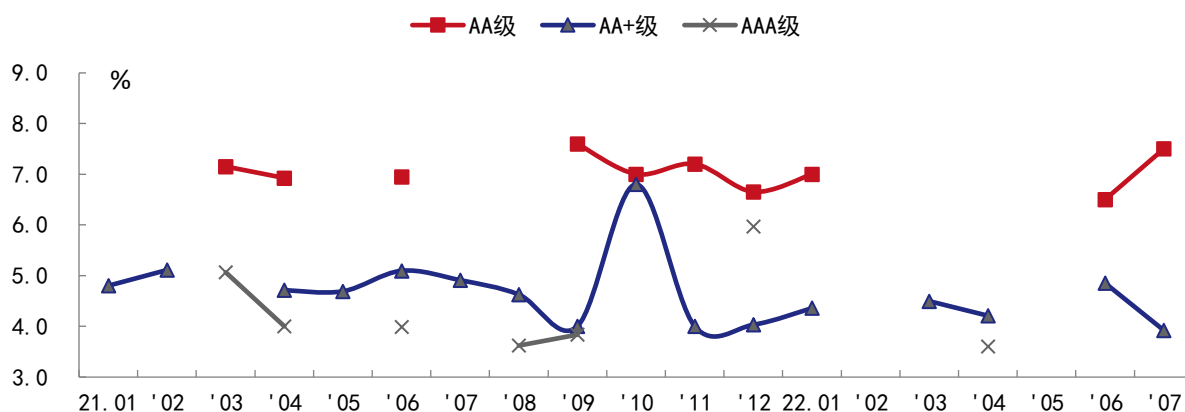
表2 2022年7月份企业债券平均发行利率和利差

| 债项级别 | AA | AA+ | AAA |
|-----------|--------------|--------------|--------------|
| 平均发行利率(%) | 6.39 (↑67BP) | 4.06 (↓16BP) | 3.26 (↓35BP) |
| 平均利差(BP) | 381 (↑68BP) | 149 (↓13BP) | 70 (↓33BP) |

注：平均发行利率为相同债项等级债券发行利率的算术平均值，利差为对应发行利率与同期限国债利率的差值；剔除有担保债券；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

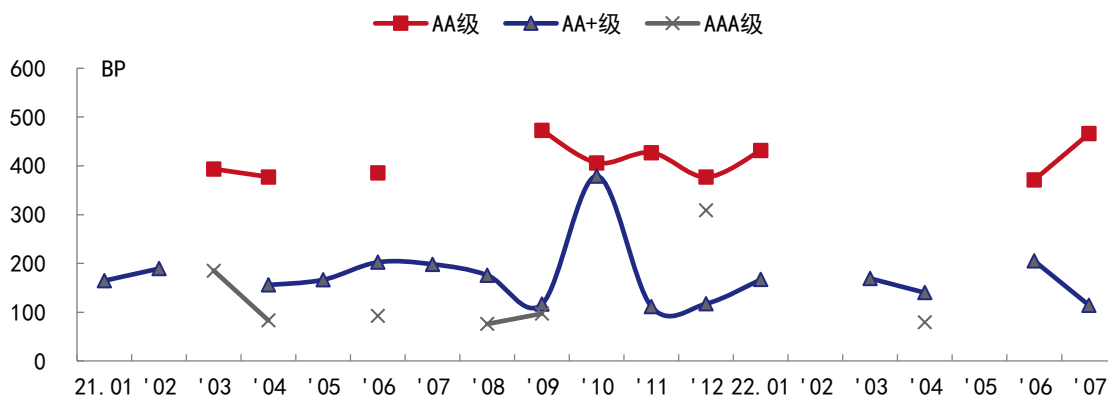
图14 2021年1月-2022年7月份7年期无增信企业债券利率走势



注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“7+3”，则期限为7年；剔除有担保债券；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 15 2021 年 1 月-2022 年 7 月份 7 年期无增信企业债券利差走势



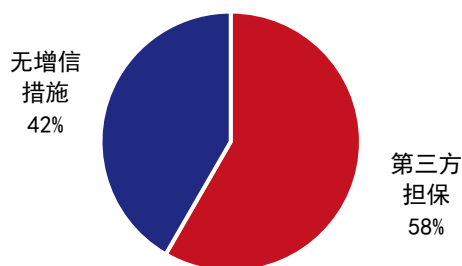
注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“7+3”，则期限为 7 年；剔除有担保债券；

资料来源：Wind，中证鹏元整理

6. 增信比例为 58.3%，较上月上升 12.6 个百分点

2022 年 7 月，企业债有增信的债券共计 28 只，数量占比 58.3%，较上月上升 12.6 个百分点，主要是 AA 级主体增信比例上升。分主体级别看，AA+级主体选择增信发行的债券比重为 16.7%，较上月下降 1.5 个百分点；AA 级主体选择增信发行的债券比重为 82.1%，较上月上升 6.3 个百分点。综合 2022 年 1-7 月看，有增信债券共计 169 只，数量占比 51.5%，较上年同期上升 8.2 个百分点。

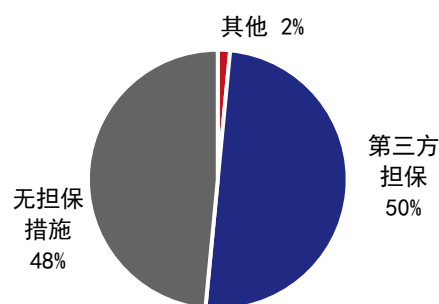
图 16 2022 年 7 月份企业债券担保方式分布



注：按发行数量统计；其他中包括抵质押担保、差额补偿等

资料来源：Wind，中证鹏元整理

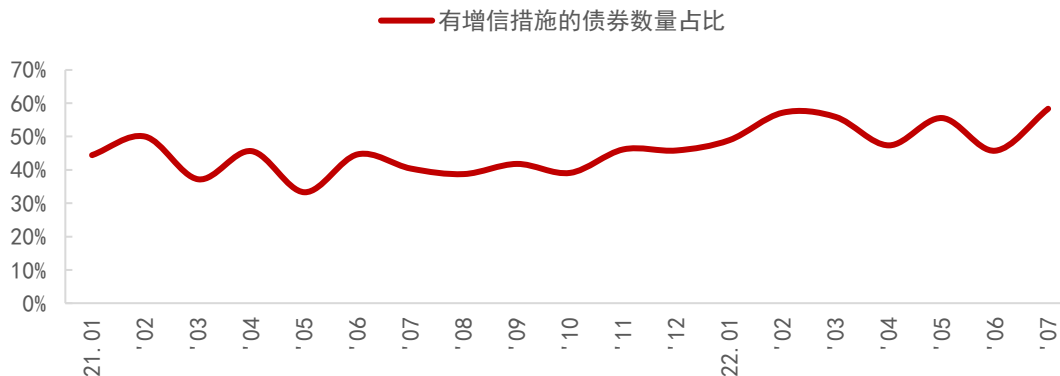
图 17 2022 年 1-7 月份企业债券担保方式分布



注：按发行数量统计；其他中包括抵质押担保、差额补偿等

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 18 2021 年 1 月-2022 年 7 月份企业债增信情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

7. 创新品种 25 只，发行主体级别较低，且集中在城镇化建设企业债和小微企业增信集合债；增信比例低于非创新品种

2022 年 7 月，企业债创新品种共发行 25 只，规模合计 171.70 亿元，占比分别为 52.1%和 46.3%。其中，小微企业增信集合债券（简称“小微企业债”）7 只，发行规模 43.50 亿元；县城新型城镇化建设专项企业债券（简称“城镇化企业债”）发行 6 只，发行规模 31.4 亿元。2022 年 1-7 月，创新品种共发行 116 只，发行规模 848 亿元，占比分别为 35.4%和 33.4%，主要为城镇化企业债和绿色债，其中，城镇化企业债共发行 38 只，发行规模 249.30 亿元，占比分别为 11.6%和 9.8%；绿色债，发行数量 19 只，发行规模 155.50 亿元，占比分别为 4.3%和 4%。6 月和 7 月，创新品种规模占比大幅增长至 40%以上。

从主体级别看，AA 及以下创新品种在创新品种总数中占比 64%，其中，城镇化企业债发行主体均为 AA；小微企业债发行主体有 71%为 AA；农村产业融合发展专项债发行主体为 AA-。从增信比例看，本月创新品种增信比例为 48%，较上月高 4 个百分点，但远低于本月非创新品种的 70%。

表 3 企业债创新品种发行统计

| 创新品种 | 2022 年 7 月发行数量 (只) | 2022 年 1-7 月发行数量 (只) | 2022 年 7 月发行规模 (亿元) | 2022 年 1-7 月发行规模 (亿元) |
|-----------------|--------------------|----------------------|---------------------|-----------------------|
| 绿色债 | 3 | 19 | 15.70 | 155.50 |
| 发改委专项企业债 | 13 | 66 | 98.50 | 445.70 |
| 县城新型城镇化建设专项企业债券 | 6 | 38 | 31.40 | 249.30 |
| 城市停车场建设专项债券 | 2 | 14 | 25.00 | 101.40 |
| 社会领域产业专项债券 | 3 | 6 | 31.10 | 46.60 |
| 农村产业融合发展专项债券 | 1 | 5 | 6.00 | 31.00 |
| 地下综合管廊建设专项债券 | 1 | 3 | 5.00 | 18.40 |

请务必阅读正文之后的免责声明

| | | | | |
|------------|----|-----|--------|--------|
| 小微企业增信集合债券 | 7 | 20 | 43.50 | 140.50 |
| 项目收益债券 | 1 | 6 | 4.00 | 35.30 |
| 永续期公司债券 | 1 | 5 | 10.00 | 70.00 |
| 合计 | 25 | 116 | 171.70 | 848.00 |

资料来源：Wind，中证鹏元整理

三、市场观察

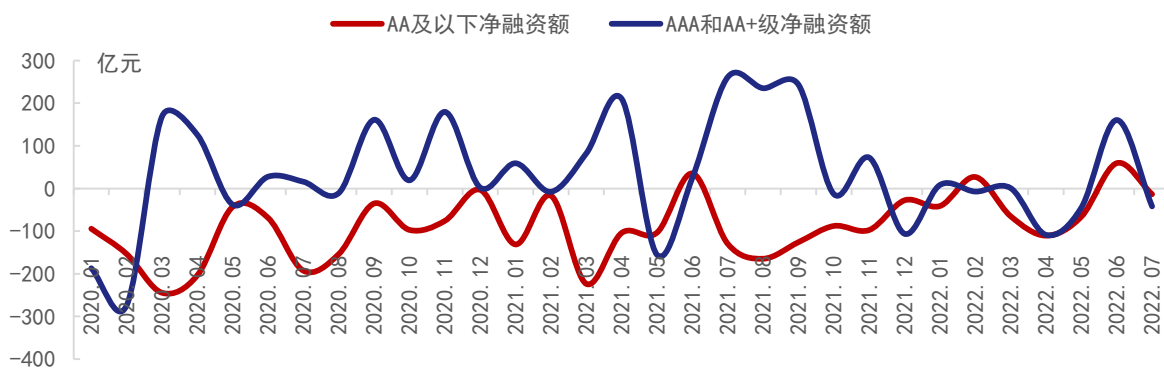
2022 年低级别主体发行企业债依然存在一定难度，但发行品种和利率类型存在选择空间，净融资改善，存在潜在融资空间

（一）低级别企业发行净融资上升，近年首次企业债融资主体数量增加

2022 年来，受民营企业信用风险和交易所政策收紧影响，企业债发行表现好于往年，一方面，发行较为平稳，月份之间差异缩小，另一方面，低级别主体净融资增加。AA 及以下级别 2022 年累计净融资约-208.59 亿元，而上年同期为-673.23 亿元，净偿还规模大幅减少。而 AA+及 AAA 级主体本年净融资由正转负，大幅下降 508 亿元至-34.21 亿元。2022 年来发改委企业债级别间净融资差异明显收窄，其中，7 月 AA+和 AAA 级企业债偿还规模较大，净融资低于 AA 及以下级别企业债。单从发行规模看（见图 20），AA 及以下主体的占比 2021 年下半年后走出谷底，除了 4 月受低级别企业债偿还规模大幅增长影响，高级别企业债占比上升，其他月份保持较高水平。

从 2018 年来发行主体情况看，2022 年低级别主体企业债新增发行主体占比 49%，2020 年和 2021 年分别为 28%和 34%。可以见，2022 年部分企业打破近年企业债零发行的状态。整体看，2022 年来，低级别主体企业债占比维持在相对较高的水平，尤其是 6 月和 7 月，占比上升至 42%和 46%。

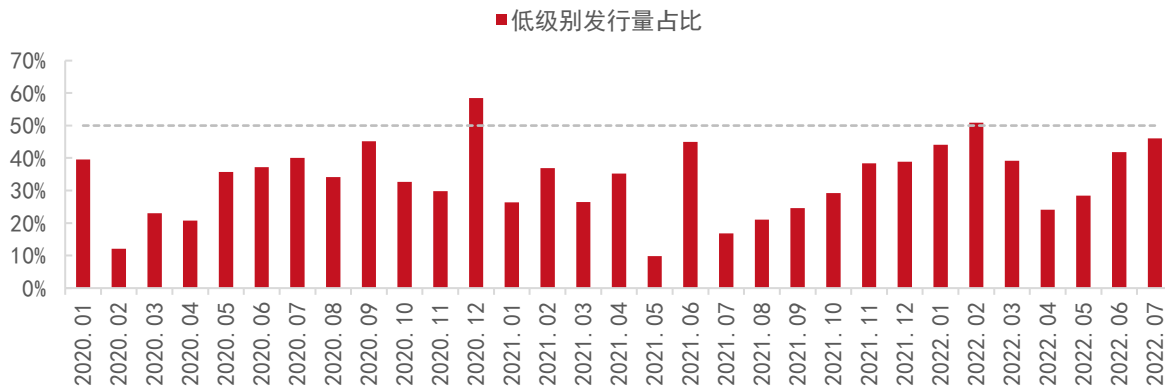
图 19 2022 年低级别和高级别主体净融资差异缩小



注：总偿还规模包括到期、提前兑付、回售；取消规模占比=取消规模/总发行量；按主体级别统计，不包括无级别债券；资料来源：Wind，中证鹏元整理

请务必阅读正文之后的免责声明

图 20 2021 年来低级别主体企业债发行量占比呈现上升，2022 年多个月份维持相对高位

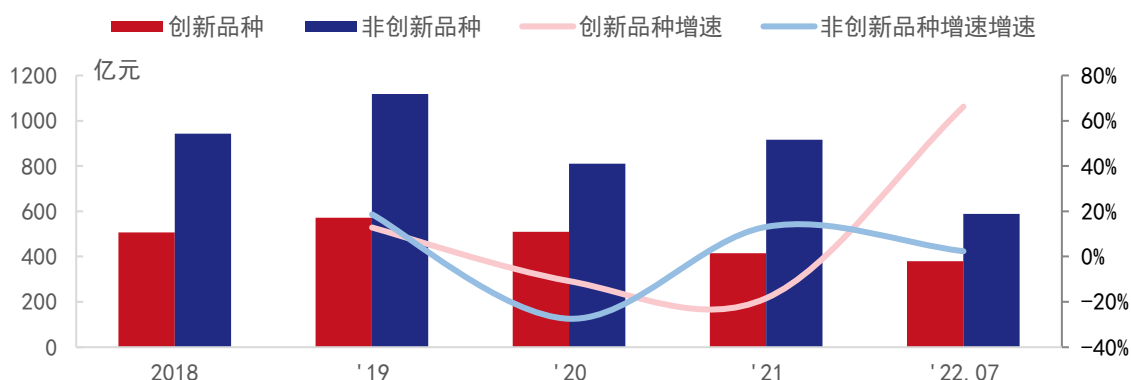


资料来源：Wind，中证鹏元整理

(二) 创新品种助力低级别企业融资，城镇化企业债和小微企业债增长明显

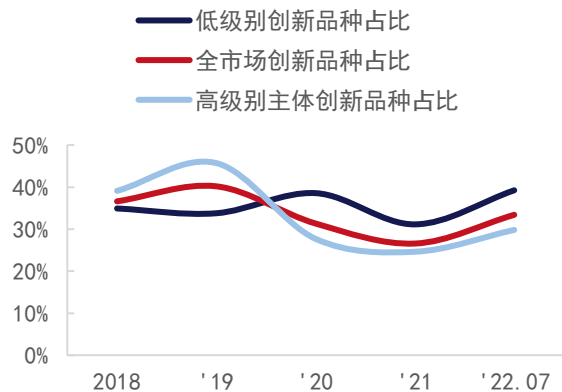
2022 年来 AA 及以下主体企业债增长集中在创新品种。从增速看，2022 年 1-7 月，低级别主体发行的创新品种同比增速在 66%，高于非创新品种的 2.3%，成为本年底级别企业主要增量来源。从发行主体级别看，2020 年来，低级别主体选择发行创新品种的比例持续高于全企业债市场平均水平。其中，2022 年 1-7 月，低级别企业创新债券数量占比 39%，高于全市场平均水平 6 个百分点，高于高等级品种 9 个百分点。从创新品种类型看，2020 年来的增量集中在发改委专项债和小微企业债，其中新型城镇化企业债 2021 年实际发行以来，增长明显，2022 年 1-7 月在创新品种中占比 46.5%；小微企业债发行规模占比由 2020 年的 1.7% 上升至 2022 年的 7.2%。

图 21 2022 年来 AA 及以下主体企业债增长集中在创新品种



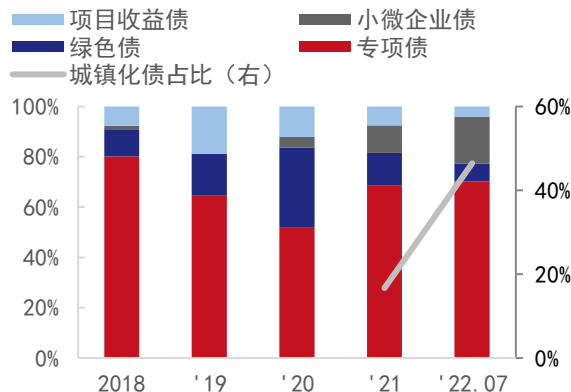
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 22 低级别主体创新债券占比近年高于全市场



注：按发行规模统计；规模占比=该级别创新品种发行规模/该级别企业债总发行规模，下同；资料来源：Wind，中证鹏元整理

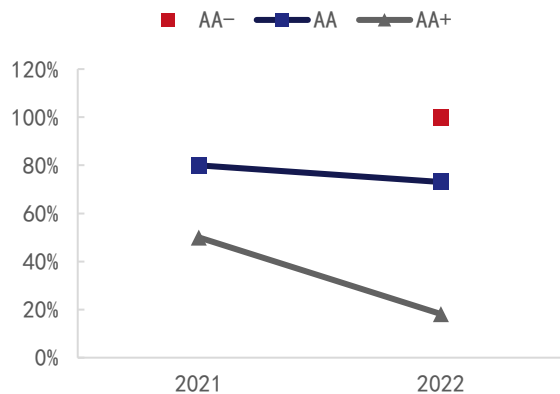
图 23 低级别主体创新品种集中在专项债，城镇化债和小微企业债增长明显



注：按发行规模统计；资料来源：Wind，中证鹏元整理

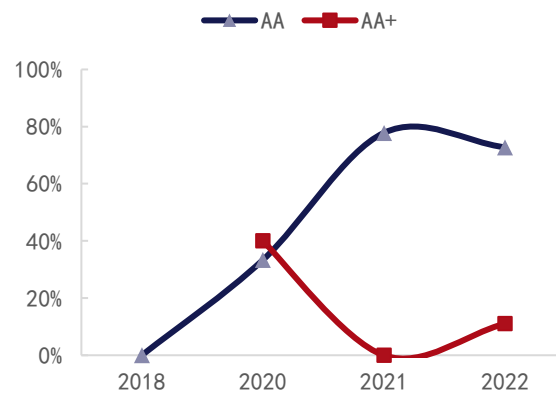
2021 年来，政策引导支持小微企业融资和新型城镇化建设，推动城镇化企业债和小微企业债发展。从增信比例可以看出，上述品种的发行难度有所降低。（1）增信比例下降。城镇化企业债增信比例下降，尤其是 AA+级主体，2022 年来增信比例下降至 18%，AA 级主体小幅下降至 73%。其中 AA 级无增信主体主要分布在杭州和成都。小微企业债 2018 年来累计增信比例 42%，2021 年来级别分化明显，AA 级增信比例 2022 年为 72.7%，AA+级仅 1 只选择增信，比例为 11.1%。（2）发行省份进一步增加。2021 年有 6 个省份发行城镇化企业债，2022 年增长至 11 个省份，其中湖南和浙江是主要发行地区，发行数量合计占比 53.8%。小微企业债则由 2020 年 6 个省增加至 2022 年的 11 个省，其中河南和四川是主要发行地区，发行数量合计占比 35.6%。（3）创新品种支持下，部分主体重启企业债融资或突破零发行。城镇化企业债的融资主体，多为近 5 年首次企业债融资，其中部分主体为首次发债融资，且过往发行品种多为私募公司债和定向工具等私募品种。以 2021 年来的 27 家 AA 级城镇化企业债发行主体为例，6 家为近 5 年首只企业债，8 家为首次发行企业债，6 家为近 2 年首次债券融资，8 家对相同项目进行再融资。AA 级无增信城镇化债，均为非首次债券融资，发债融资相对频繁。在小微企业债中，2018 年来发行主体均为 AA 和 AA+级，占比分别为 56%和 44%，其中地级市（含园区）和区县级（含园区）平台占比分别为 59%和 33%，其他为非平台公司。以 18 家 AA 级主体为例，2 家为首次债券融资，7 家为近 4 年来首次企业债融资，相对来说，小微企业债发行主体的债券融资频率高于城镇化企业债发行主体，部分发行主体存续债债券较多。

图 24 城镇化企业债增信比例下降，尤其是 AA+ 级主体



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 25 小微企业债增比例近年呈上升趋势，2022 年低级别增信比例小幅下降



注：按发行规模统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 4 AA 级无增信城镇化企业债明细

| 发行起始日 | 债券简称 | 利率 (%) | 利差 (BP) | 发行人 | 地区 | 区县 | 募集资金用途 | 融资情况 |
|------------|-----------------|--------|---------|------------------------|----|-----|------------------------|------------|
| 2021/09/24 | 21 桐庐债 | 4.78 | 206 | 桐庐县国有资本投资运营控股集团有限公司 | 杭州 | 桐庐县 | 城市基础设施建设 | 唯一企业债 |
| 2021/11/25 | 21 新城债 | 4.88 | 217 | 桐庐新城发展投资有限公司 | 杭州 | 桐庐县 | 多个产业园 | 首只企业债 |
| 2022/01/24 | 22 新城债 | 4.69 | 237 | 桐庐新城发展投资有限公司 | 杭州 | 桐庐县 | 同上 | 项目再融资 |
| 2022/01/20 | 22 天府专项债 01 | 7.00 | 422 | 成都天府水城城乡水务建设有限公司 | 成都 | 金堂县 | 冷链物流 | 首只企业债 |
| 2022/03/25 | 22 缙云专项债 01 | 4.19 | 161 | 缙云县国有资产投资经营有限公司 | 丽水 | 缙云县 | 老城改造 | 首只企业债 |
| 2022/04/29 | 22 产建专项 01 | 5.50 | 307 | 浏阳现代制造产业建设投资有限公司 | 浏阳 | 浏阳市 | 污水处理 | 近 5 年首只企业债 |
| 2022/06/10 | 22 渝垫专项债 01 | 6.70 | 393 | 重庆渝垫国有资产经营集团有限公司 | 重庆 | 垫江县 | 老旧小区改造、新建农贸市场、优化文旅体育设施 | 近 4 年首只企业债 |
| 2022/06/23 | 22 四川花园水城专项债 01 | 7.50 | 471 | 四川花园水城城乡产业发展投资开发有限责任公司 | 成都 | 金堂县 | 农贸市场升级 | 首只企业债 |

| | | | | | | | | |
|------------|-------------|------|-----|-----------------|----|-----|-----|------------|
| 2022/07/11 | 22 金沙建投债 01 | 8.00 | 535 | 金沙县建设投资集团股份有限公司 | 毕节 | 金沙县 | 产业园 | 近 5 年首只企业债 |
|------------|-------------|------|-----|-----------------|----|-----|-----|------------|

资料来源：Wind，中证鹏元整理

表 5 关于城镇化企业债和小微企业债的支持政策

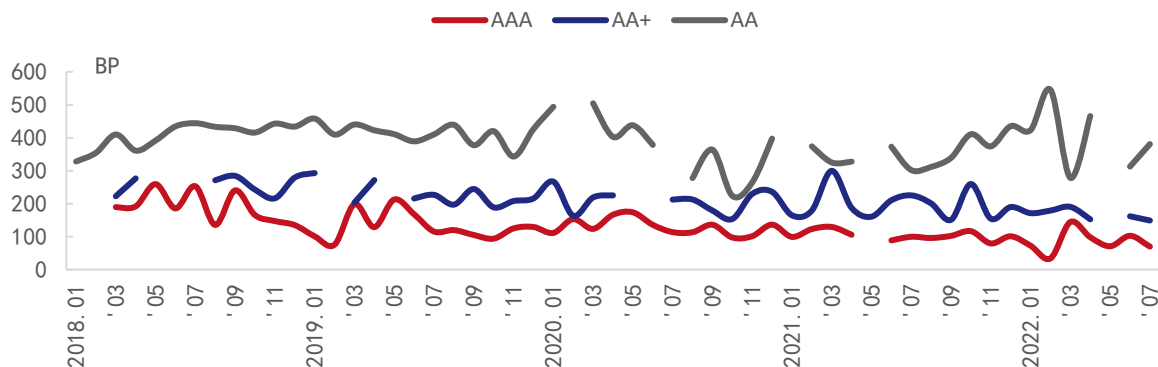
| 发行时间 | 部门 | 政策 | 主要内容 |
|------------|-------------|---|--|
| 2020/08/18 | 发改委 | 《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》 | 支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行本专项企业债券。 |
| 2017/08/09 | 发改委 | 《农村产业融合发展专项债券发行指引》 | 以小微企业增信集合债券形式发行社会领域和农村产业融合发展产业专项债券，募集资金用于小微企业发展的，可将要求放宽为“对单个委贷对象发放的委贷资金累计余额不得超过 5,000 万元且不得超过小微债募集资金规模的 10%”。 |
| 2020/02/08 | 发改委 | 《关于疫情防控期间做好企业债券工作的通知》（发改办财金〔2020〕111 号） | 鼓励信用优良企业发行小微企业增信集合债券，为受疫情影响的中小微企业提供流动性支持。 允许债券发行人使用不超过 40% 的债券资金用于补充营运资金 ，同时将委托贷款集中度的要求放宽为“对单个委贷对象发放的委贷资金累计余额不得超过 5,000 万元且不得超过小微债募集资金总规模的 10%”。 |
| 2022/07/22 | 证监会、发改委、工商联 | 《关于推动债券市场更好支持民营企业改革发展的通知》 | 要加大债券融资服务力度。推动更多符合条件的优质民营企业纳入知名成熟发行人名单，提高融资效率；积极推动债券产品创新，引导资金流向优质民营企业。大力推广科技创新债券，鼓励民营企业积极投身创新驱动发展战略，优先重点支持高新技术和战略性新兴产业领域民营企业债券融资，推动民营企业绿色发展和数字化转型； 鼓励发行小微企业增信集合债券，支持中小民营企业发展 ；大力实施民营企业债券融资专项支持计划，鼓励市场机构为民营企业债券融资提供增信服务。 |

资料来源：公开信息，中证鹏元整理

（三）低级别主体债券利差扩大，累进利率品种数量继续上升，利率较固定品种仍具有相对优势

从利差走势看，不区分利率类型，2022 年低级别企业债利差有所扩大，在民营企业风险影响下，6 月份来有所收窄。发行成本上升，显示本年底级别企业存在一定的发行难度。同时，本年度企业债增信比例 52%，高于上年同期 8.2 个百分点，其中，AA 级主体增信比例 83.5%，高于上年同期 1.95 个百分点。增信比例上升，一定程度上也显示发行难度上升，但也不排除企业为降低发行成本选择增信的情况。

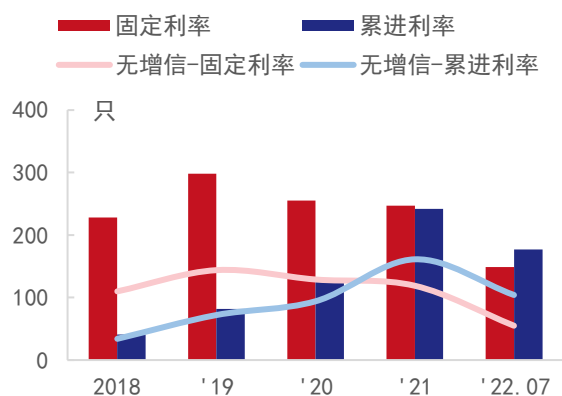
图 26 2022 年来 AA 级企业债平均发行利差有所扩大



注：剔除有增信企业债；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

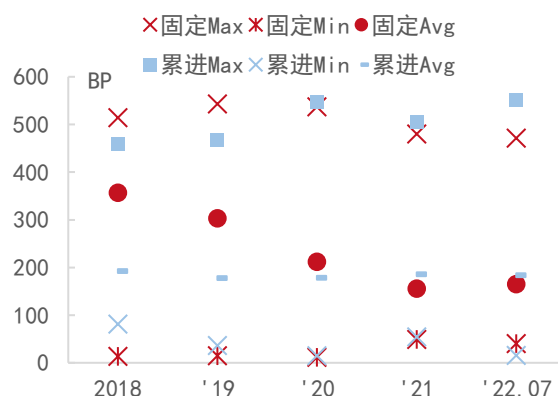
2018 年来，企业债的利率类型出现了较大的变化，由 2018 年固定利率为主转向累进利率为主。其中，无增信企业债，2021 年来选择累进利率的债券数量反超固定利率，成为主要品种。累进利率一般与调整利率选择权相结合，赋予发行人在存续期第 N 年调整票面利率的选择权，一般设置形式为“发行时票面利率+调整基点”。从利差看，固定利率品种债券平均利差高于累进利率，但近年呈现明显收窄，累进利率品种则相对稳定，2021 年来略高于固定利率品种。累进利率相对有利于债券持有人，但由于主体级别集中在中低级别，最终导致固定利率品种和累进利率品种的利差差异不大（见图 28）。

图 27 累进利率品种数量上升



注：按发行数量统计；剔除无级别主体，下同；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 28 无增信固定利率品种利差收窄

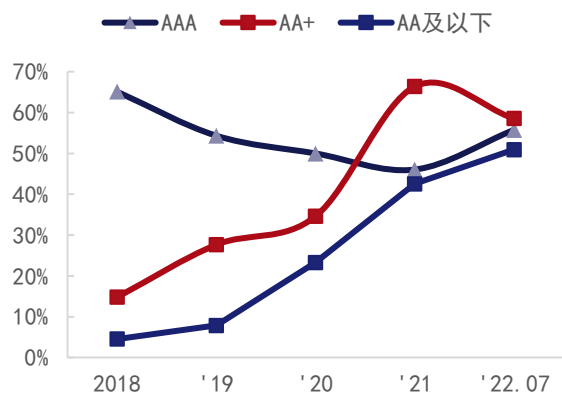


注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从级别看，2021 年来 AA 及以下的低级别主体企业债中累进利率品种占比明显上升，2021 年和 2022 年占比分别为 43%和 51%。以无增信企业债为分析样本，AA 及以下主体累进利率品种平均利差明显低于固定利率品种，但差异近两年有所收窄。从增信比例看，固定利率的增信比例高于累进利率品种，随着 AA 级主体更多的选择累进利率，上述比例差异有所收窄，其中 2022 年固定利率品种和累进利率品种增信比例分别

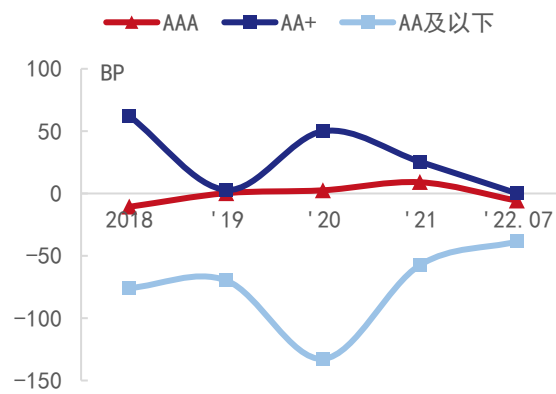
为 64%和 42%。

图 29 低级别主体发行累进利率企业债占比上升



注：按发行数量统计；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 30 低级别企业债累进利率利差明显低于固定利率品种



注：按发行数量统计；仅统计无增信企业债，利差差异=累进利率品种利差-固定利率品种利差；
资料来源：Wind，中证鹏元整理

整体看，2022 年低级别主体发行企业债依然存在一定难度，表现在低级别主体增信比例小幅上升，债券利差呈现扩大，发行成本维持较高水平。但同时，在创新品种助力和民营企业风险影响下，新增企业债融资主体增加，低级别主体净融资改善，发行潜在空间扩大。从市场发行看，低级别主体可以选择发行城镇化债券和小微企业债，选择累进利率类型，上述品种增信要求或有所较低（见下表）。如可获得担保资源，则可以进一步降低发行成本，且提高发行成功率。短期内，低级别企业债的发行，将随着县城城镇化建设的推进而呈现增长，新增融资主体数量呈现增长。

附表 1 县城新型城镇化建设企业债发行条件

| 发行时间 | 主要内容 |
|------------------|---|
| 发行主体 | 发行人应具备健全且运行良好的组织机构，具有合理的资产负债结构和正常的现金流量，最近 3 年年均可分配利润足以支付债券 1 年利息，即企业债当前发行的基本条件。此外，为扩大为扩大专项债使用范围，此外，支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行本专项企业债券。 |
| 募投项目 | <p>县城产业平台配套设施建设项目。支持产业园区和特色小镇等产业集聚区配套设施建设项目，包括建设商贸流通中心、技术研发转化中心、智能标准厂房等。支持新型文旅商业消费聚集区建设项目，包括改造商业步行街、地方特色街区及配套设施等。支持产业转型升级示范区内重点园区、县城产业转型升级示范园区建设项目。</p> <p>县城智慧化改造建设项目。支持市政公用设施数字化建设项目，包括改造交通、公安和水电气热等领域终端系统等。支持数据设施建设项目，包括建设集约化数据中心、数据供应链、公共领域数据系统整合及一体化应用平台、产业数字化平台等。支持网络安全防护体系建设项目，包括配置网络安全设备和系统部署等。支持新型基础设施建设项目，包括 5G、物联网、车联网、骨干网扩容、光纤接入等。</p> <p>县城新型城镇化其他领域建设项目。支持配送投递设施建设项目，包括建设公共配送中心和智能快件箱等；支持冷链物流设施建设项目，包括建设冷库及冷链物流前置仓、生鲜食品低温加工处理中心等；支持农贸市场改造或迁建新建设项目，包括改造交易棚厅及环保设施、配置检测检疫设备等；支持客运站改扩建或迁建新建设项目等。</p> |
| 募集资金使用 | 在偿债保障措施完善的前提下，允许使用不超过 50% 的债券募集资金用于补充营运资金。用于项目建设部分的募集资金，可偿还前期已直接用于募投项目建设的银行贷款。 |
| 债券发行与债券偿还 | 发行人应根据项目资金回流具体情况科学合理设计债券发行方案，可灵活设置债券期限、选择权及还本付息方式。债券偿还方面，应以募投项目未来经营收入作为主要偿债来源。其中，项目收费标准由政府部门定价的，地方政府价格主管部门应及时制定完善项目收费价格政策。 |
| 增信措施 | 鼓励银行机构通过“债贷组合”增信方式，进行债券和贷款统筹管理。 |
| 政府支持 | （1）资金来源。对已取得本专项企业债券发行注册通知的募投项目，优先安排中央预算内投资和地方政府专项债券等资金，以支持募投项目所需资金的足额到位。（2）用地需求。省级发展改革委在制定本省份县城城镇化补短板强弱项落实方案以及指导县城新型城镇化建设示范地区制定示范方案时，应统筹考虑项目资金、土地保障方式，加大本专项企业债券融资支持力度，协调新增建设用地计划指标和城乡建设用地增减挂钩指标分配，满足项目合理用地需求，保障项目落地实施。 |

资料来源：《县城新型城镇化建设专项企业债券发行指引》