

城投债融资持续净流出，商业银行二永债成热门选项

——上半年债券市场回顾及未来展望

2024 年 8 月 20 日

2024 年上半年债市回顾

分析师

李丹

北京

+86-10 6516 6042

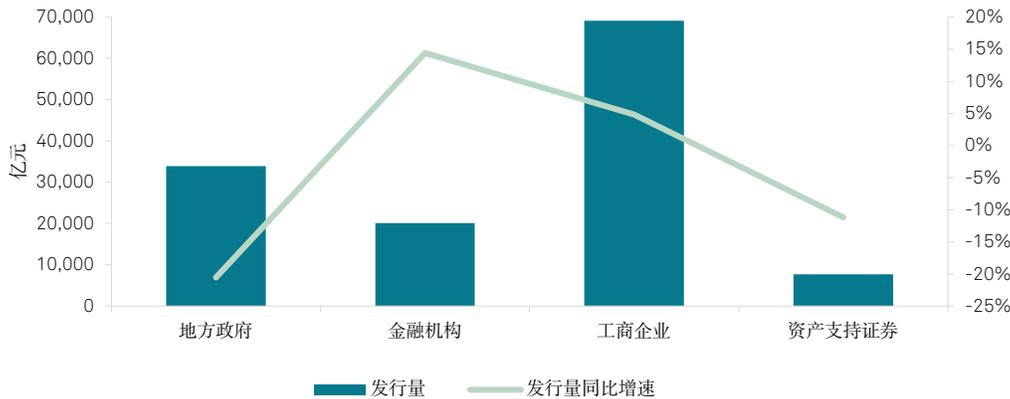
dan.li@spgchinaratings.cn

上半年债券市场融资需求整体偏弱，金融机构资本补充需求强烈

2024 年上半年，不同类型发行主体的债券发行量有所不同，但信用债整体融资总量较去年同期保持平稳。其中地方政府债券发行进度缓慢，工商企业整体融资需求与去年同期持平，商业银行次级类债券的放量发行导致金融机构整体债券发行量同比增幅最大，资产支持证券发行量仍延续低迷。

图1

2024年上半年债券发行情况



资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从债券品种来看，2024 年上半年只有中期票据、商业银行次级类债券、融资租赁公司/汽车金融公司等非银金融机构债券、国际机构债券和资产支持票据的发行规模同比有所增长，其他发行量较大的短期融资券、公司债、商业银行金融债、证券公司债等类别的债券发行量同比均有所下降。

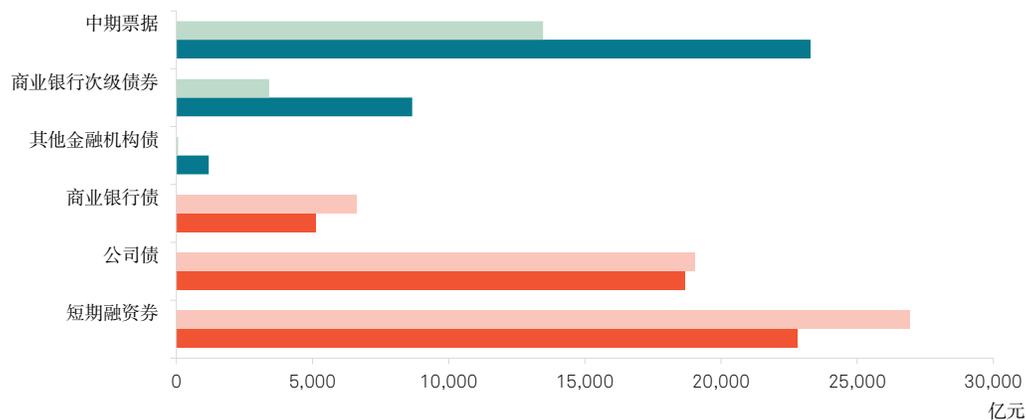
其中中期票据的发行目的以借新还旧为主。虽然上半年中期票据的发行人数量和发行规模同比增幅较大，但从新发债券的发行人净融资额来看，基本与去年同期持平（9500 亿元左右），因此中期票据发行量的增长主要用于再融资。

大型商业银行的二级资本债和永续债受到投资人的青睐，特别是永续债的发行量是去年同期的5倍多。头部银行在行业净息差持续收窄、债券融资成本较低、资产荒等背景下，发行二级资本债券和永续债的积极性提高。上半年商业银行永续债发行量达3100亿元，是去年同期发行量的5.5倍。其中规模最大的是农行，发行了共计1000亿元的永续债，而农行、中行和建行在上半年发行了共计3000亿元的二级资本债券。

由于再融资需求、调整债务期限结构以及债券审批程序简化（由事前审批改为事后报告）等因素，金融租赁公司的债券发行量增长。

图2

2024年上半年不同券种发行情况



注：浅色为2023年上半年，深色为2024年上半年。

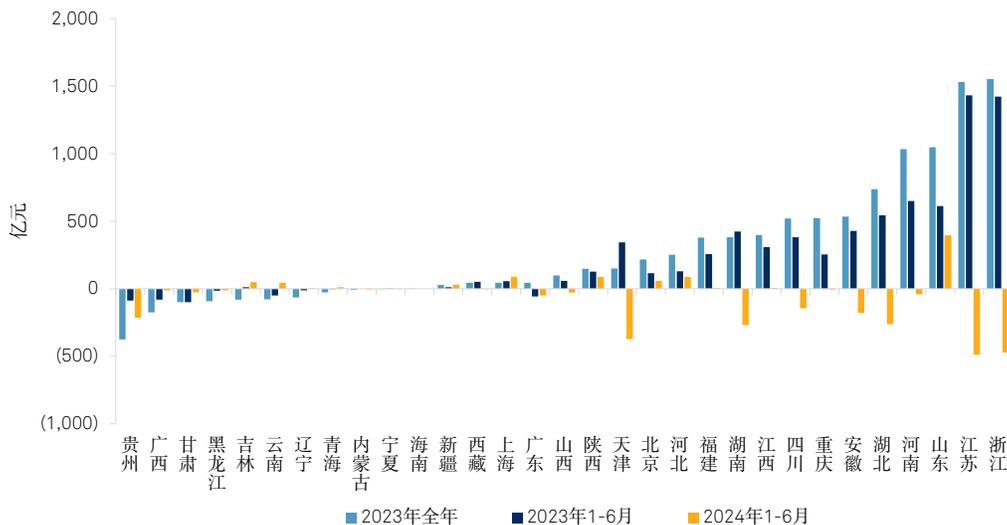
资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

而在债券市场中占据重要地位的城投企业，由于债务管控导致债券发行审批趋严，使得整个行业净融资持续净流出，特别是作为发债大省的江苏、浙江、河南、湖北等地区，均出现了净融资额为负的情况。

图3

各省市及自治区城投债净融资额



资料来源：Wind，标普信评。

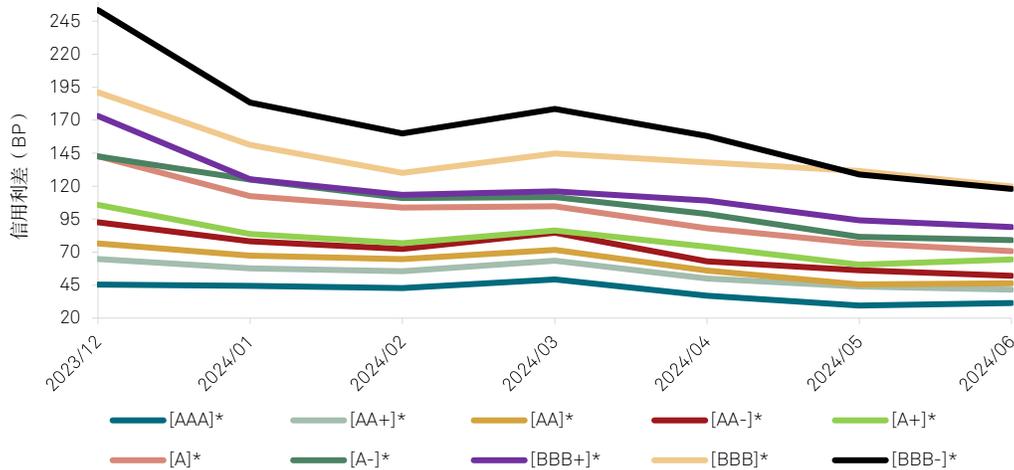
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

发债主体信用利差持续收窄，且不同信用质量主体的信用利差差异显著缩小

在城投企业一揽子化债政策落地实施、资金面整体宽松以及资产荒的多重因素影响下，2024年以来，发债主体的融资成本持续下降，特别是低信用质量的主体信用利差降幅较大。例如潜在主体信用质量在[AAA_{spc}]与[BBB_{spc}]-的主体平均利差差异从2023年12月的200个BP降至2024年6月的90个BP。从不同主体所在区域来看，原来信用利差较高的地区均出现了大幅下降（见图5）。

图4

标普信评样本企业的利差走势



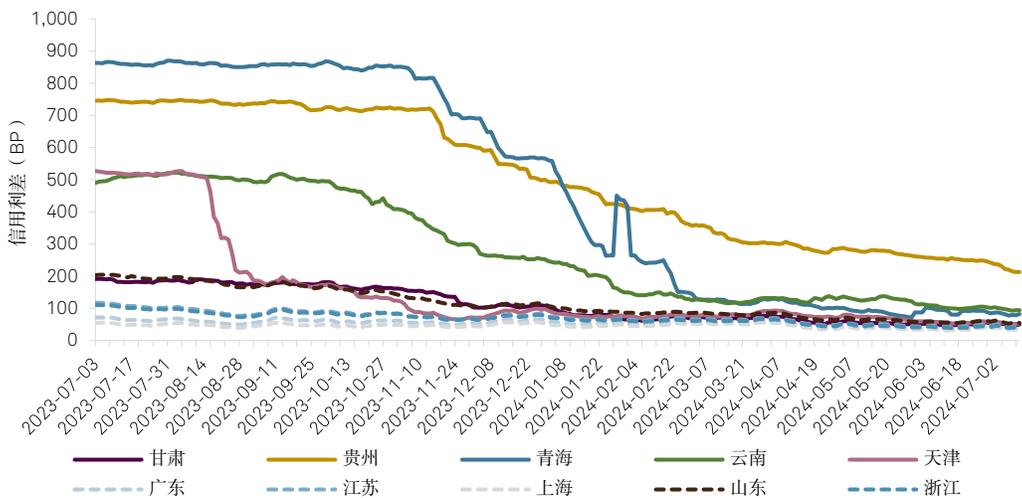
注：本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程，例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可且不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。样本企业利差=中债行权收益率-相同期限的国开债收益率。

资料来源：Wind，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图5

部分省市城投企业利差变化



注：选取各省份全部城投中剩余期限在6个月到6年的个券利差中位数，代表该省份的城投债利差。个券信用利差=个券估值-同期限国开收益率。

资料来源：DM，标普信评整理。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

不同行业发债企业信用质量表现不同

房地产企业以及与房地产行业密切相关的建筑工程施工、工程机械、钢铁等行业企业的财务状况面临压力。2024年1-6月全国商品房销售面积、销售额、100个大中城市成交土地总价分别同比下滑19.0%、25.0%和31.7%，房地产行业整体需求仍较低迷。多家房企的2024年中期报告显示，上半年企业陷入亏损，现金流和盈利能力继续弱化。房地产新开工面积持续下降，导致与之密切关联的房建类工程施工企业业务量萎缩，且工程款的回收风险加大也导致企业资金周转效率下降。受国内需求低迷的影响，工程机械行业除行业龙头企业以外，销售收入和盈利能力面临压力。钢铁企业在需求不足供给过剩、原材料价格高企等因素的共同作用下，利润仍在低位徘徊。

交通基础设施企业和航空公司的盈利能力持续向好。随着客流量的恢复，高速公路、机场和航空公司收入和利润持续改善，且政府对这些企业维持较强的信用支持力度，企业的信用质量保持稳定。

不同区域城投企业面临的流动性压力差异显著。2024年1-5月，全国一般公共预算收入和政府性基金收入同比分别下降2.8%和10.8%，不同省份的地方政府财政收入增速分化明显。对于债务率较高的城投企业而言，非标违约、票据逾期等风险事件预计仍将频发。

2024年下半年债市展望

融资规模将延续上半年趋势，全市场债券净融资规模不会大幅增长，融资成本继续下探，债券期限整体拉长

地方政府债券发行速度有望提升，特别是专项债券的发行将加速，基建领域将是专项债券的主要投向。

工商企业发债仍将以再融资需求为主；城投企业债券融资净流出规模将扩大，部分城投再融资压力将加剧。城投债务“化存量、控增量”的政策大方向不会改变，预计下半年城投债融资仍将呈现净流出状态，并且流出规模将继续扩大。同时在新增融资需求难以满足的情况下，部分城投只能转向非标等高成本融资方式。

商业银行发行资本补充债券的动力和市场对这类债券的需求依然充足；证券公司由于业务发展势头疲软，融资需求减弱；资产证券化产品中，RMBS存续产品或将迎来兑付高峰期，而新发行产品的停滞局面短期内难易改变，虽然车贷ABS已成为信贷资产ABS市场的主力军，但发行总量或将继续呈现收缩态势。

国内外债券融资成本差异预计将吸引更多的外资企业来中国发债，熊猫债发行规模或将继续增长。2024年上半年，熊猫债发行量已经达到2023年全年发行规模的近90%。

不同行业企业面临的压力不同

在新增融资受限、土地财政持续承压的背景下，城投企业债券兑付压力依然很大。天津、云南、青海、宁夏等地城投债一年内到期及行权规模占比较高。地方财政将继续承压，地方政府对区域内城投企业的潜在支持能力仍将边际减弱。虽然城投公募债券违约的可能性仍然较低，但部分弱区域的城投企业出现商票逾期、非标违约等风险事件的情况仍难以避免。

房地产企业的流动性压力值得关注。如果销售持续超预期下跌，行业整体将面临严峻的流动性考验，且这种考验并不会因房企的所有制形式不同而有所差异。政策端“白名单”融资协调机制旨在为符合条件的项目注入资金，“以旧换新”、收储存量房、回购闲置土地等举措的目标是帮助房企回笼现金流和改善流动性，但仍需关注政策的实际作用范围和落地效果。

商业银行和证券公司的盈利能力将有所下降。商业银行方面，贷款利率下降和存款定期化导致净息差收窄，加之信用成本压力持续，使得银行业盈利性持续弱化。证券公司方面，投行业务、投资业务、经纪业务等主要板块均不景气，盈利性较上半年不会有明显改善。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。