

### 中国信用债市场运行 2020 年上半年回顾与展望

#### 下半年信用债预计发行 7.5 万亿，收益率或低位波动

香港时间 2020 年 7 月 16 日，中诚信国际信用评级有限责任公司（“中诚信国际”）发布《下半年信用债预计发行 7.5 万亿，收益率或低位波动——信用债市场运行上半年回顾与展望》报告，对 2020 年上半年信用债市场运行情况进行回顾，并结合宏观经济、货币政策、融资环境预测下一阶段的信用债发行和利率走势。

中诚信国际认为，在宽信用、宽货币以及直达实体经济的融资政策的作用下，信用债发行总量及净融资额同比、环比大幅增加；信用债交投活跃度提升，收益率走势大致呈“V”字型，收益率普遍较上年末下行，信用利差则多数扩张。随着国内经济逐步修复，未来资金面整体将不及上半年宽松，预计下半年信用债发行规模在 7.5 万亿左右，债券市场收益率在短期调整后或低位波动，高低等级信用利差可能分化。

#### 中国信用债市场运行上半年情况表现

从信用债融资情况来看，2020 年上半年，在疫情冲击下，宏观经济进一步加大稳增长力度，融资政策全面放宽，债券发行规模大幅提升。1-6 月信用债发行总规模达到 7.43 万亿元，各主要信用债品种发行规模均同比增加，其中超短融、非公开发行人公司债发行规模增长幅度较大。在企业融资条件整改的背景下，各行业融资情况均有所改善，但在企业性质和区域的分布上呈现分化态势。债券资金仍主要流向国有企业，国企债券发行规模占比达到 90%，民营企业债券发行规模仅占 2%，但融资情况有所改善，净融资额由负转正。行业方面，上半年除信息技术行业净融资为负外，其他各产业类行业发债规模均高于到期规模，净融资额均为正。区域方面，北粤江浙沪等发债活跃地区发行规模依旧较高，而黑龙江、内蒙古和青海等非活跃地区发行规模进一步萎缩。从等级分布来看，新发债券仍以高等级债券为主，AAA 和 AA+ 等级占比分别为 59% 和 27%，与去年基本持平；AA 等级占比为 13%，下降 0.8 个百分点；AA- 和 A+ 等级占比略有提升，分别为 0.6% 和 0.4%。各券种发行成本仍较 2019 年底有所下行，其中短期及高等级品种发行利率回落幅度较大。具体来看，截至 6 月末，1 年期短期融资券平均发行利率在 2.60%-4.23% 之间，较 2019 年末下降 70bp-100bp。中长期利率方面，除 3 年期 AA 级中票和 5 年期 AA+ 级公司债的发行利率较 2019 年末上行 59bp-61bp 外，其他各期限券种 AAA 和 AA+ 级债券发行利率处于 3.55%-4.06% 区间，普遍下行 15bp-63bp。在债券发行低利率环境下，上半年发行人面临债券回售时选择下调票面利率的情形也明显多于上调，回售后利率重心有所下移，约半数债券下调幅度超过 100BP。

从信用债交投情况来看，2020 年上半年信用债交投升温，成交规模同比明显增加，在债券总交易规模中所占比重也有所上升。上半年现券成交总额共计 101.08 万亿元（不含同业存单），成交规模同比明显上升。其中信用债成交量为 19.41 万亿元，占债券总成交规模的比重为 19%。信用债收益率走势大致呈“V”字型，收益率普遍较上年末有所下行，下行幅度从 2bp 到 44bp 不等。信用利差方面，不同等级信用利差变动趋势不一，其中 AAA、AA+ 和 AA- 级信用利差多数扩张，扩张幅度在 4bp-22bp；而 AA 级信用利差则以收窄为主。等级利差方面，AAA 与 AA+ 级评级利差与上年末持平，AA+ 与 AA 级评级利差收窄 6bp，而 AA 与 AA- 级评级利差扩张 12bp。从行业利差来看，医药、电子行业利差较上年末明显收窄，煤炭等行业利差有所扩张。

## 中国信用债市场下半年展望

展望未来，中诚信国际认为，随着疫情防控取得积极成效，复工复产持续推进，二季度以来国内经济逐步修复，预计下半年资金面整体将不及上半年宽松。同时，上半年公司类信用债净融资规模已达到 3.2 万亿元，相当于去年全年净融资规模。考虑到国常会提出“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”，预计下半年信用债净融资额将在 1 万亿元左右，较上半年净融资额明显收缩，但考虑到下半年信用债到期压力增加，预计发行规模或与上半年持平。根据中诚信国际的测算，2020 年下半年信用债正常到期规模将近 4.7 万亿元。考虑到后续避险情绪上升可能导致投资者回售意愿增强，我们分别按 30%、50%和 70%的回售比例进行测算，下半年回售规模合计约 0.3-0.7 万亿元。同时考虑到新发超短融到期和提前兑付的规模，预测下半年信用债到期规模合计为 6.0-6.3 万亿元。从发行规模来看，若公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元，外加资产支持证券产品净融资额的增量，预计下半年将有 7.3-7.7 万亿元的信用债发行。结合各季度发行特点及到期压力来看，预计三季度发行规模约 3.3-3.5 万亿元，四季度则发行 4-4.2 万亿元。

二级市场方面，随着生产活动逐步恢复、经济数据好转，二季度货币政策从偏松转向边际收紧，再加上 7 月以来股市走强，股债跷跷板效应显现，7 月以来债券市场出现快速调整，截至 7 月 10 日国债收益率回升至年初水平附近，多数品种信用债收益率已高于年初。鉴于市场环境已经发生变化，经济压力最大、资金最宽松的阶段可能已经过去，下半年债市或难以出现趋势性机会。但也不必过于悲观，目前海外疫情仍在蔓延、外需承压，下半年经济增长斜率可能会较二季度放缓；同时出于营造适宜经济恢复的环境、引导降低实体融资成本的考虑，短时间内货币政策转向的可能性也较小；随着收益率回调，债券的配置价值和性价比均有所提升，现阶段中美利差处于历史高位，未来更多海外资金有望流入债市；另外下半年股市是否可以凭借业绩牛驱动保持在较高热度仍有待观察。未来若出现货币政策松动、股市逐渐降温等信号，市场情绪有望修复，下半年 10 年期国债收益率中枢可能调整至 2.9%-3.0%；5 年期 AAA 级企业债收益率或处于 3.5-3.6%的水平。信用利差方面，安全性较好的高等级信用利差有望收窄，而不排除中低等级信用利差存在走扩的可能。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

本文版权归中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护, 未经中诚信国际事先书面许可, 任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散, 或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得, 因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响, 上述信息以提供时现状为准。特别地, 中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下, 中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害, 或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性, 任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察(如有)应该而且只能解释为一种意见, 而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地, 投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



**中诚信国际信用评级有限责任公司**

地址: 北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼  
邮编: 100020  
电话: (8610) 6642 8877  
传真: (8610) 6642 6100  
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

**China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd**

Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



**中国诚信(亚太)信用评级有限公司**

地址: 香港中环康乐广场 1 号  
怡和大厦 8 楼 805-808 室  
电话: (852) 2860 7111  
传真: (852) 2868 0656  
网址: <http://www.ccxap.com>

**China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited**

Address: Suites 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place,  
Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>