

### 全年信用债预计发行 15 万亿元，四季度收益率中枢或略有回调

香港时间 2020 年 10 月 23 日，中诚信国际信用评级有限责任公司近日发布《全年信用债预计发行 15 万亿元，四季度收益率中枢或回调——2020 年三季度信用债市场运行回顾与展望》的报告，对 2020 年三季度信用债市场运行表现进行回顾，并对下一阶段的信用债发行与收益率走势进行展望。中诚信国际研究院认为，三季度在基本面逐步复苏与货币政策边际收紧环境下，债券二级市场继续承压，收益率延续上行态势，并带动一级成本略有回升，但企业在债务到期高压下发债需求仍然较高，同时随着注册制的推行，发债流程简化也提升了企业发债便利程度，一级市场仍保持较高的发行量。展望四季度，再融资需求或推动信用债发行量保持较高水平，但发债成本可能将易上难下，不过在稳健的货币政策导向下，发债成本上升空间也较为有限，企业平均发债成本不会高于 2019 年四季度约 4.5% 水平。随着尾部企业信用风险的逐步暴露，四季度低等级信用利差存在走扩压力，而中高等级信用利差大概率在当前水平窄幅波动，随着国债收益率回调，预计 5 年期 AAA 等级企业债收益率中枢也将回落至 3.8% 左右。

报告回顾了三季度信用债运行市场表现。从一级市场来看，三季度企业仍保持较高发债热情，发行规模达到 3.75 万亿元，季度发债规模仅次于 2020 年二季度。虽然三季度单季净融资规模同比、环比均明显收缩，但前三季度信用债累计净融资额已经达到 3.83 万亿元，较去年全年增加了 6000 多亿元。预计全年完成国常会“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”目标压力不大。从发行结构来看，随着注册制改革逐步落地，三季度公开发行公司债发行量同比、环比均明显增加，与此同时，中短期票据的发行量则呈现收缩态势，公司债对中短期票据的替代效应开始显现。本季度债市资金仍主要流向国有企业，民企发债规模虽然仍保持增长，但随着到期规模大幅上升，民企债券净融资再度转负。从行业上看，前三季度除信息技术行业净融资为负，其他产业类行业净融资额均为正。区域上，北苏粤沪浙五省市发债规模依旧位居前五。发债行业与区域分布较上半年变化不大。从等级分布来看，新发债券仍以高等级债券为主。发行利率普遍上行，截至 2020 年 9 月，除 3 年期 AA+ 级公司债发行利率较 2020 年二季度有所回落，其他期限品种发行利率均上行。

二级市场来看，三季度信用债交投仍较活跃，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。当季信用债收益率延续上行趋势。信用利差则全面收窄，走势与收益率出现一定背离。这或许是因为驱动本轮利率上行的重要原因在于基本面复苏下，货币宽松步伐收敛，而在支持企业复工复产下，“宽信用”仍持续，因此信用债收益率上行幅度不及利率债，从而推动信用利差收窄。等级利差方面，三季度 AAA 与 AA+ 级利差整体呈波动收窄趋势；AA+ 与 AA 级评级利差窄幅波动；AA 与 AA- 级评级利差基本保持平稳。从行业利差来看，各行业利差较二季度末均有收窄，多数行业利差已恢复至疫情前水平。

展望四季度，中诚信国际研究院认为，完成国常会提出的“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”目标，四季度净融资仅需达到 4000 亿元左右即可。从到期情况来看，存续债中将在四季度到期及提前兑付的规模合计约 3 万亿元，另有约 4500 亿元债券面临回售，分别按照 30%、50% 和 70% 的回售比例进行测算，再考虑当季新发超短期品种到期规模，则四季度信用债发行量可能在 3.7 万亿元到 3.9 万亿元之间，全年信用债发行量或在 15 万亿元水平。从发行成本来看，2020 年以来企业平均发债成本较 2019 年下行幅度已经达到 80bp，近期易纲行长也透露出，截至 9 月末，金融部门对实体“已实现让利超过 1.1 万亿元”，四季度政策引导企业发债成本进一步下行的动力不大，发债成本可能易上难下，不过在稳健的货币政策导向下，发债成本

上升空间也较为有限，预计 2020 年四季度企业平均发债成本不会高于 2019 年同期约 4.5%的水平。

从收益率来看，四季度基本面及货币政策对债市扰动或有限，而海外资金流入或将对我国债市形成一定支撑；此外，四月至九月收益率从最低点不断回升，10 年期国债收益率在半年左右的时间上行 70bp，相比此前几轮上涨速度较快且幅度较大，从走势规律看整体尚存在短暂调整的时间及空间。中诚信国际研究院认为，四季度债市收益率仍有回调空间，维持此前 10 年期国债收益率利率中枢将在 3.0%波动的判断。从信用利差来看，三季度末 5 年期 AAA、AA+、AA 与 AA- 企业债的信用利差已经收窄至疫情前水平。考虑到四季度信用债到期规模仍较高，尾部企业再融资压力较大，信用风险或边际抬升，低等级信用利差存在走扩压力。中高等级信用利差则在经济基本面与货币政策环境变动不大的条件下，大概率在当前水平窄幅波动。随着国债收益率回调，预计 5 年期 AAA 等级企业债收益率中枢也将回落至 3.8%左右。

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 19 楼 1904-1909 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 1904-1909, 19/F, Jardine House, 1 Connaught Place,  
Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>