

### 政策回归常态的信用债市场：市场扩容放缓与利差分化加剧

香港时间 2021 年 1 月 18 日，中诚信国际信用评级有限责任公司发布《政策回归常态的信用债市场：市场扩容放缓与利差分化加剧——2020 年信用债市场运行回顾与 2021 年展望》报告，对 2020 年信用债市场运行情况进行回顾，并结合宏观经济、货币政策和融资环境，对下一阶段的信用债发行和利率走势进行了预测。2020 年上半年为对冲疫情冲击，宏观杠杆率阶段性抬升，下半年随着经济逐步复苏，阶段性宽松政策退出，杠杆率趋稳。在此背景下，信用债净融资额较 2019 年增加 1.1 万亿元，超额完成国常会提出的目标，全年信用债发行市场活跃，发行规模达到 15.19 万亿元；从二级市场表现来看，信用债交投活跃度提升，收益率呈现前低后高的“V”字型走势，信用债收益率普遍较 2019 年末上行，信用利差走势分化且与收益率两度背离。展望 2021 年，中诚信国际认为，稳杠杆政策基调下，信用债市场规模仍有望扩张，但净融资规模或将较 2020 年出现较大回落，预计信用债净融资规模或在 2.9 万亿元左右，在到期高压下，发行量仍有望维持较高水平，全年发行量或在 14.5 万亿元到 15.4 万亿元水平。二级市场方面，2021 年债券二级市场趋势性投资机会不大，但随着利率波动仍存在一定的交易机会。在信用债的投资策略上，考虑到全年信用风险维持较高水平，弱资质企业债券面临估值波动风险，建议择优配置优质企业债券，并可通过拉长久期增加收益。

报告回顾了 2020 信用债市场运行情况表现。报告认为全年信用债一级市场呈现如下特点：  
一、全年信用债发行量和净融资规模均大幅增长。根据中诚信国际的统计，2020 年全年信用债发行量 15.19 万亿元，较 2019 年有大幅提升；净融资规模前高后低，全年净融资额达到 4.35 万亿元，已超额完成 4 月国常会提出的“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”目标。  
二、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 92%，其中以基投为代表的地方国企发行发债占比提升最为显著；民企债券发行保持同比增长，净融资额收缩情况较 2019 年明显好转。  
三、发债区域分化态势依旧明显，北苏粤沪浙发债位居前五位，海南、西藏、宁夏、黑龙江和青海等省份发行量均不足 300 亿元，其中黑龙江和青海净融资量为负。  
四、大部分行业发行量高于到期量，但煤炭、有色、建筑材料、医药及信息技术行业净融资额为负。  
五、新发债等级进一步集中在中高等级，而 AA 及以下等级发债只数占比持续下降。  
六、发行利率呈现先降后升的趋势，截至 2020 年年末各主要信用债品种发行利率较 2019 年末普遍上行，但总体发债成本中枢仍低于 2019 年。

从信用债交投情况来看，2020 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。现券成交总额共计 195.87 万亿元（不含同业存单），成交规模同比上升 18.20%。其中信用债成交量为 40.45 万亿元，同比上升幅度达 48.54%，占债券总成交规模的比重为 21%，相比 2019 年占比增加近 5 个百分点。信用债收益率走势大致呈“V”字型，除部分较长期限品种收益率下行外，其他期限品种收益率普遍上行，上行幅度从 3bp 到 35bp 不等。信用利差方面，AAA 级企业债信用利差全面收窄，中低等级企业债信用利差则有不同程度的扩张，信用利差走势呈现分化。等级利差方面，AAA 与 AA+级、AA 级与 AA-级评级利差较 2019 年末均扩张，AA+与 AA 级评级利差收窄 3bp，AAA 与 AA+级等级利差已高于 AA+与 AA 级等级利差。从行业利差来看，除医药、电子、商业与个人服务及电力行业信用利差较 2019 年末下行外，其他行业利差较 2019 年末均上行 13-70bp 不等。

展望未来，中诚信国际认为，稳杠杆政策基调下，2021 年信用债市场规模仍有望扩张，但净融资规模或将较 2020 年出现较大回落，预计信用债净融资规模或在 2.9 万亿元左右，在较高

的兑付压力，信用债发行量或仍维持高位，在 14.5 万亿元到 15.4 万亿元水平。随着宏观政策回归常态化，2021 年资金面宽松程度将显著弱于 2020 年，企业发债成本仍有抬升的压力。不过，融资环境全面逆转的可能性不大，发债成本上升空间有限，预计发债利率中枢将介于 4.6%-5.2%，其中弱资质发债主体成本上行压力将显著高于优质主体，发债成本分化加剧。

二级市场方面，2021 年基本面修复与资金面回归常态均可能带来收益率上行压力。除此之外，年内债券到期压力仍然很高，信用风险仍维持高位，违约事件集中发生也可能对市场收益率造成一定冲击。全球流动性的可能退潮也对债市形成利空。不过，疫情对经济冲击仍需要时间消化，宏观政策不会出现大幅收紧，同时经济运行的不确定性仍较高，收益率上行空间有限。从信用利差来看，随着“国企信仰”进一步打破，未来信用债投资将越来越关注主体信用基本面，再加上整体流动性宽裕程度不及 2020 年，预计信用利差整体仍有走扩压力，且不同个券利差分化差异将进一步加大。预计 2021 年 AAA 等级信用利差将突破四分之一分位数、向中位数水平靠近。AA+ 及 AA 等级信用利差基本处于四分之一分位数和中位数之间，靠近四分之一分位数，后续或进一步向中位数靠近，而 AA- 等级信用利差则可能突破 2014 年高点。整体来看，2021 年债券二级市场趋势性投资机会不大，但随着利率波动仍存在一定的交易机会。在信用债的投资策略上，考虑到全年信用风险维持较高水平，弱资质企业债券面临估值波动风险，建议择优配置优质企业债券，并可通过拉长久期增加收益。

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>