

主要观点：

权利及免责声明：

本文是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本文引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本文的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

分析师：

王青 冯琳

时间：2020 年 10 月 23 日

邮箱：dfjc@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层
100600

三季度发行回顾：

- 因发行利率走高抑制企业债券净融资需求，三季度信用债发行量和净融资规模环比均明显缩量。当季城投债发行也有所降温，但因基建发力需借助平台力量，其融资格局相较产业债仍显宽松。从主体结构看，由于低等级主体债券融资的需求刚性较强，三季度信用债发行主体资质有所下沉；当季民企债券净融资再度转负。从期限结构看，三季度信用债发行仍以短期为主，短期债券占比与上半年大致持平。

四季度发行展望：

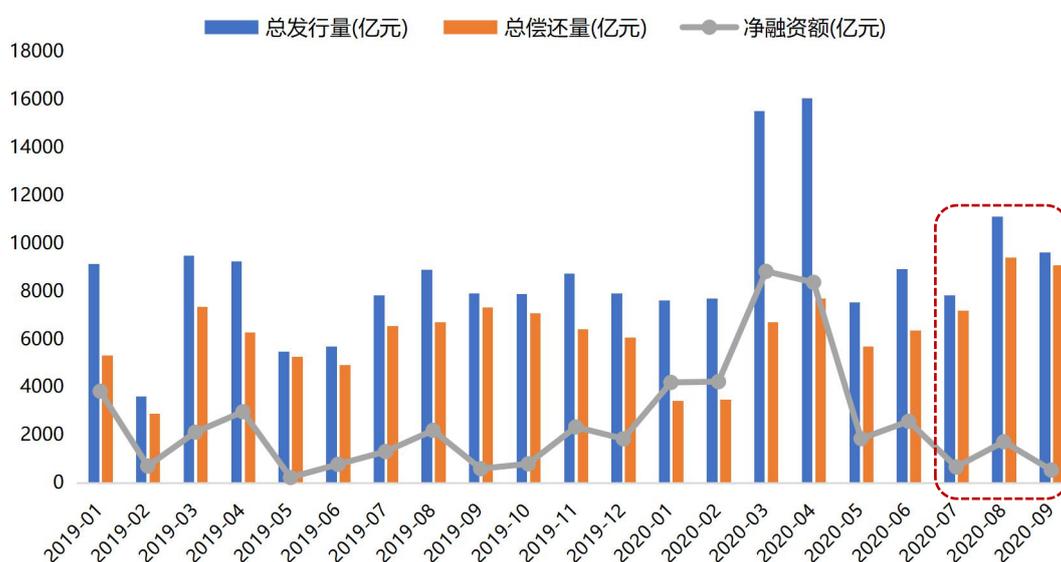
- **利率走势：**四季度资金利率走势趋稳，无风险利率料呈现横盘震荡格局，信用债发行利率难有明显下行。其一，短期内货币政策将以稳为主，央行进一步收紧流动性的概率不大，资金利率将围绕政策利率波动；其二，在基本面延续修复、货币政策维持中性基调的预期下，四季度无风险利率料将横盘震荡，信用债收益率也将跟随利率债窄幅波动。
- **违约风险：**短期内信用债违约风险整体可控，不大可能对发行构成较强扰动。主要原因有四：一是宏观经济持续改善，企业盈利好转；二是存量高风险、有瑕疵主体已明显减少；三是上半年宽松的融资环境，有利于发行人为下半年偿债做好准备；四是四季度信用债到期偿还压力虽然较大，但违约风险较高的中低等级民企债到期规模很小。
- **四季度发行展望：**四季度信用债到期偿还压力对当季发行仍有支撑。但部分发行人可能已利用前期利率窗口期为四季度偿债做好了准备，一定程度上降低了企业的刚性滚债需求。从新增融资需求看，在监管严查套利、发行利率回升后，因套利而引发的融资需求已明显下降。但四季度基建仍需发力、制造业投资回升将支撑相关企业中长期融资需求，中长期债券发行占比有望提升。此外，目前债券融资相对贷款的成本优势已显著收窄，发行人用债券融资来替换贷款的意愿相应减弱。综上，预计四季度企业债券净融资需求难有明显回升，综合考虑到期偿还压力，当季信用债发行量将在 2.8 万亿左右，净融资额约 3000 亿，与三季度大致持平。

一、三季度信用债发行回顾

1. 因发行利率走高抑制企业债券净融资需求，三季度信用债发行量和净融资规模环比均明显缩量

三季度信用债到期规模大幅增加，企业刚性滚债需求对信用债发行有明显支撑。但因发行利率走高，且债券融资相对银行贷款的成本优势减弱，企业债券融资需求受到抑制，加之上半年部分企业利用疫情期间的低利率窗口期前置其再融资安排，三季度信用债净融资规模大幅缩减。具体看，三季度信用债¹发行量为 2.86 万亿，环比降 12.1%，同比增 15.9%；当季总偿还量达到 2.57 万亿，大幅高于上季和上年同期。由此，净融资额缩减至仅 2904 亿，不仅显著低于上季的 1.28 万亿，也低于上年同期的 4077 亿。

图表 1 信用债发行与净融资



数据来源：WIND，东方金诚

5月以来货币政策逐步回归常态，资金利率中枢抬升，债券二级市场收益率亦大幅上行。二级市场调整对一级发行的影响逐步显现，发行人和投资人之

¹ 本报告所指“信用债”包括企业债、公司债、中票、（超）短融和定向工具。

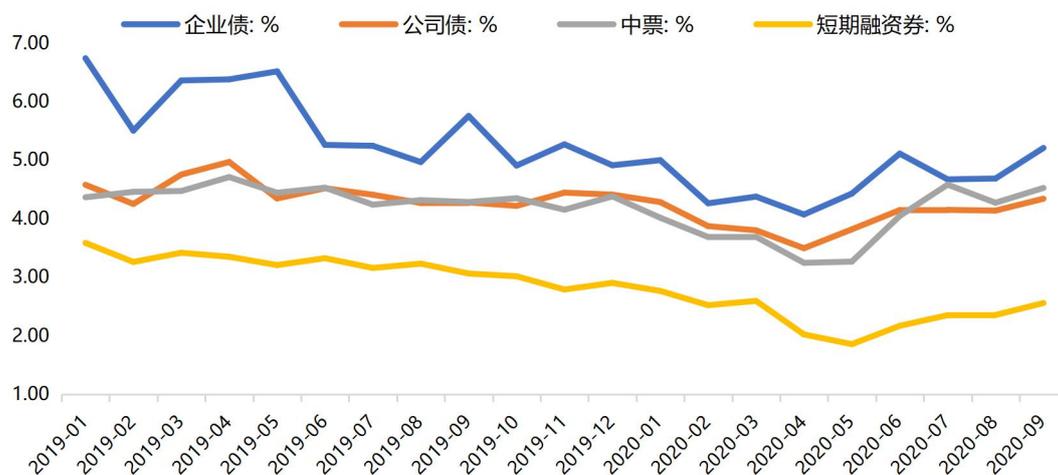
间的博弈加剧——资金利率和二级市场利率走高，投资者对票面利率也会要求更高幅度的溢价，而在控成本诉求下，发行人抬升票面的主动性不高，这影响到投资者的认购积极性，部分发行人选择调整融资安排，这也造成取消或发行失败的债券规模占比上升。这种博弈也在一定程度上解释了一级发行利率的调整滞后于二级市场利率的原因。但即便如此，截至 9 月，信用债各主要券种的加权平均发行利率也已普遍回到疫情之前的水平。

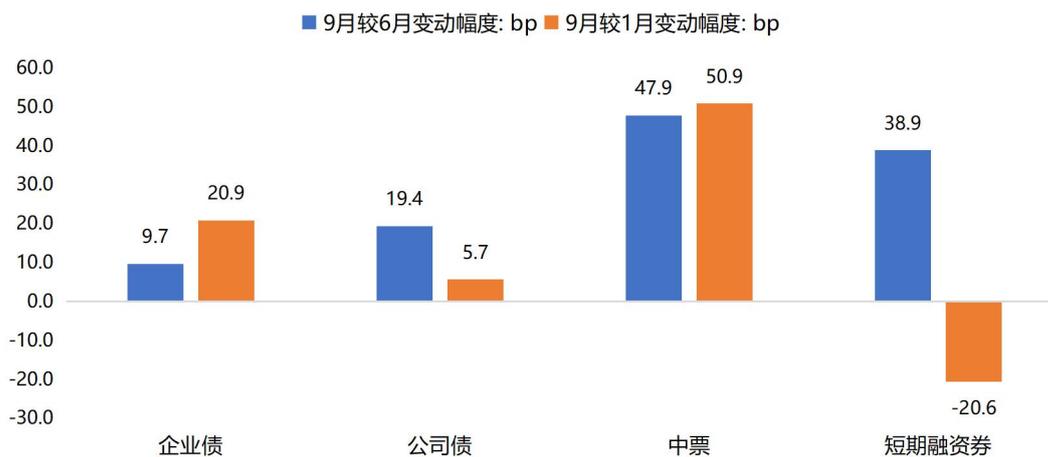
图表 2 信用债取消或发行失败规模及占比



数据来源：WIND，东方金诚

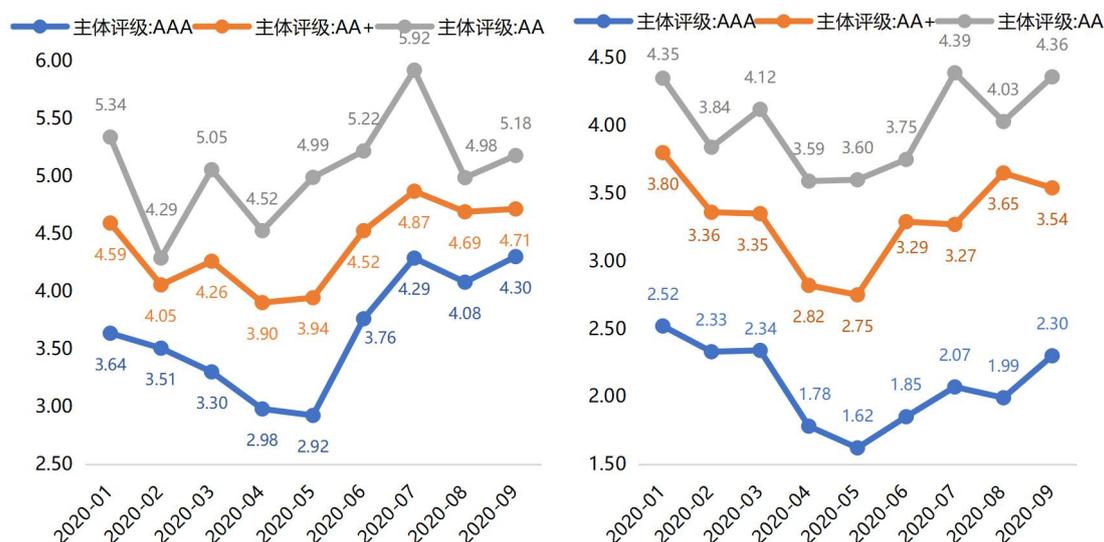
图表 3 信用债各券种加权平均发行利率及变动情况





数据来源: WIND, 东方金诚

图表 4 各等级中票 (左) 和短融 (右) 加权平均发行利率走势



数据来源: WIND, 东方金诚

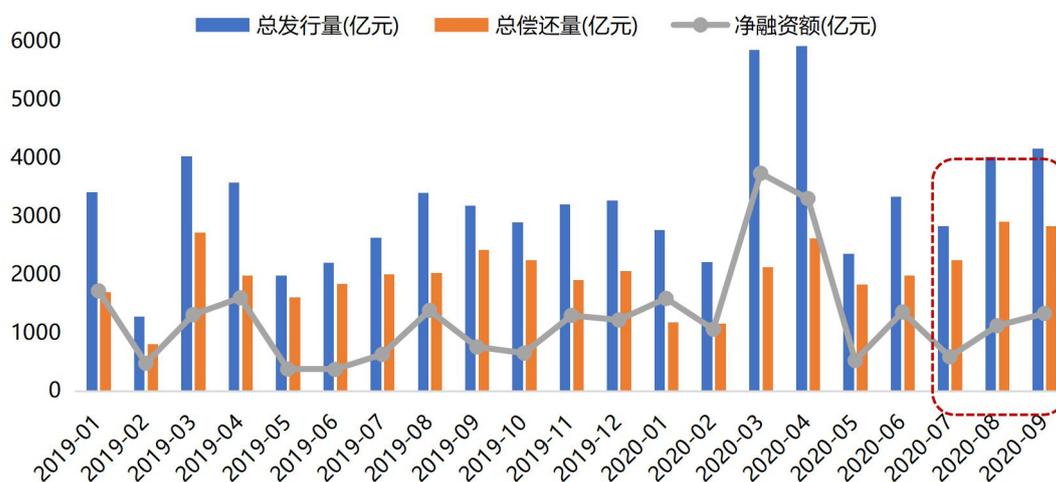
三季度城投债发行也有所降温, 但因基建发力需借助平台力量, 城投债融

资格局相较产业债仍显宽松

三季度城投债融资环境也随市场调整而有所收紧, 但与产业债相比, 融资格局仍显宽松。由于基建发力仍需城投有所作为, 部分基建需求较大、尚有举债空间的区域内的城投, 其新增融资对城投债发行形成了带动。Wind 数据显示, 三季度城投债发行量 1.10 万亿, 略低于上季的 1.16 万亿, 降幅明显小于信用债整体, 故其占信用债发行量的比重从上季的 35.7% 提高至 38.5%; 当

季城投债净融资额为 3026 亿，低于上季的 5169 亿，与当季信用债净融资规模大致持平，这也意味着同期产业债净融资额近乎为零。

图表 5 城投债发行与净融资



数据来源：WIND，东方金诚

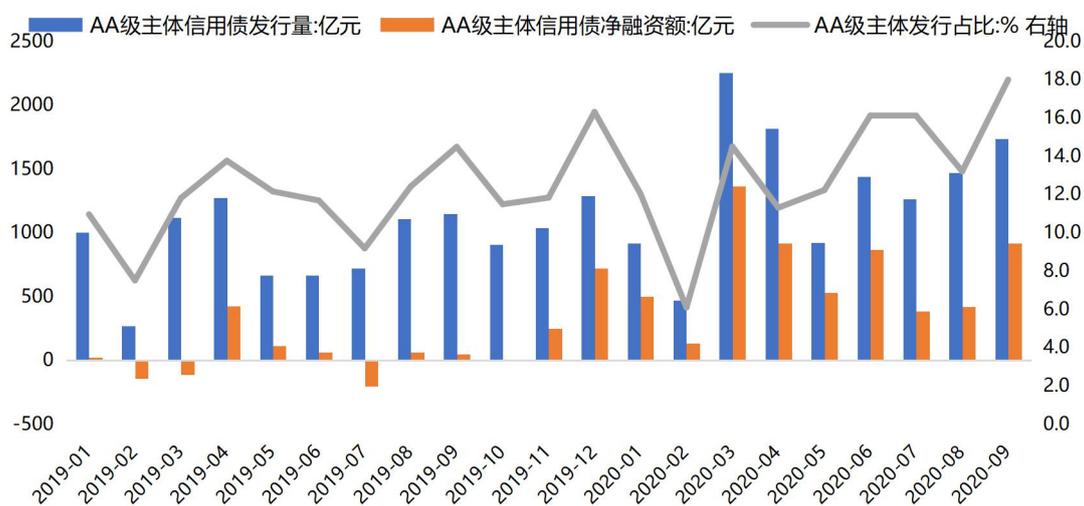
三季度信用债发行主体资质有所下沉，主要原因是相较高等级主体，低等级主体债券融资的需求刚性较强

三季度 AA 级主体信用债发行规模不降反升，当季发行量 4460 亿，环比增加 289 亿，占信用债发行量的比重为 15.6%，较上季提升 2.8 个百分点。尽管由于到期偿还压力加大，当季 AA 级主体信用债净融资额环比下降 602 亿至 1714 亿，但其占信用债净融资额的比重从上季的 18.1%提高至 59.0%。值得一提的是，三季度主体评级 AA 级债券发行仍以城投债为主，发行量和净融资额占比分别为 70.2%和 68.0%，略高于上季的 67.8%和 65.6%。

5 月以来，AA 级主体发行占比趋于上升，可能的原因是在发行利率走高的市场环境下，资金相对充足、融资渠道切换能力强的高等级发行人更有可能调整发行计划，而低等级发行人债券融资的需求刚性较强，更容忍发行利率的上行。据 Wind 数据统计，6-9 月推迟或发行失败的信用债中，主体评级 AAA

级债券规模占比约 51%，同时，三季度 AAA 级主体信用债净融资额降至-186 亿，均可为印证。

图表 6 AA 级主体信用债发行及占比



数据来源：WIND，东方金诚

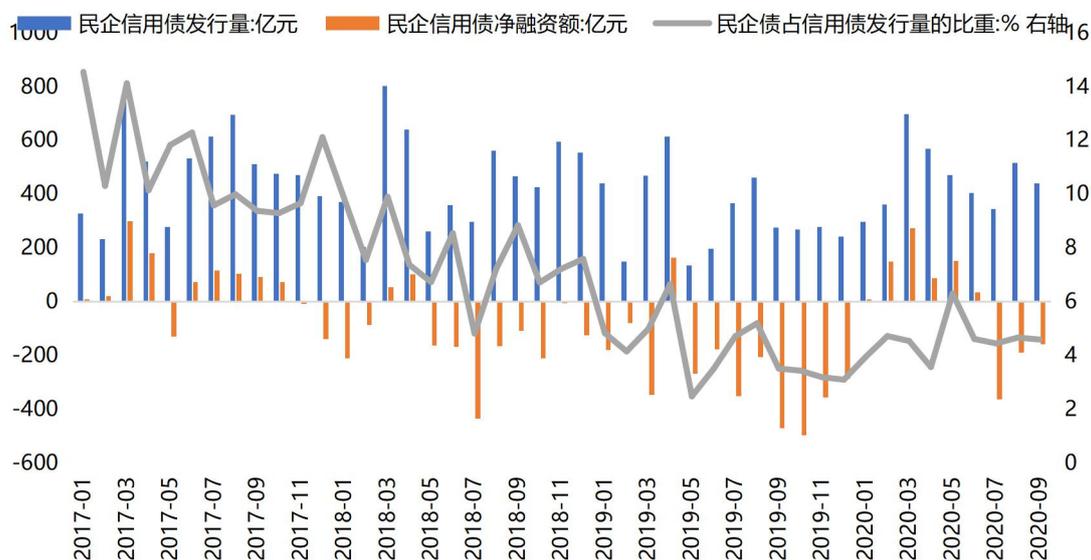
融资环境边际收紧、利率上行背景下，三季度民企债券融资明显收缩，净融资再度转负

三季度民企信用债发行量 1303 亿，环比减少 145 亿，当季到期偿还压力加大，净融资额再度转负，较上季减少 986 亿至-709 亿。今年以来，民企债券再融资压力整体缓解，尤其是上半年债市融资环境宽松，民企债券净融资实现转正。但从发行占比看，今年前三季度民企债占全部信用债发行量的比重仅为 4.5%，远低于 2017 年之前超过 10% 的水平。同时，相同券种民企债加权平均发行利率明显高于全市场平均利率，且对市场环境的变化更为敏感。

6 月以来，伴随市场调整，民企债券发行利率快速回升，且与全市场平均发行利率的利差有所拉大，尤其考虑到民企债中主体评级 AAA 级占比更高，更加凸显民企相对国企的融资成本劣势。这也是三季度民企债券净融资再度转

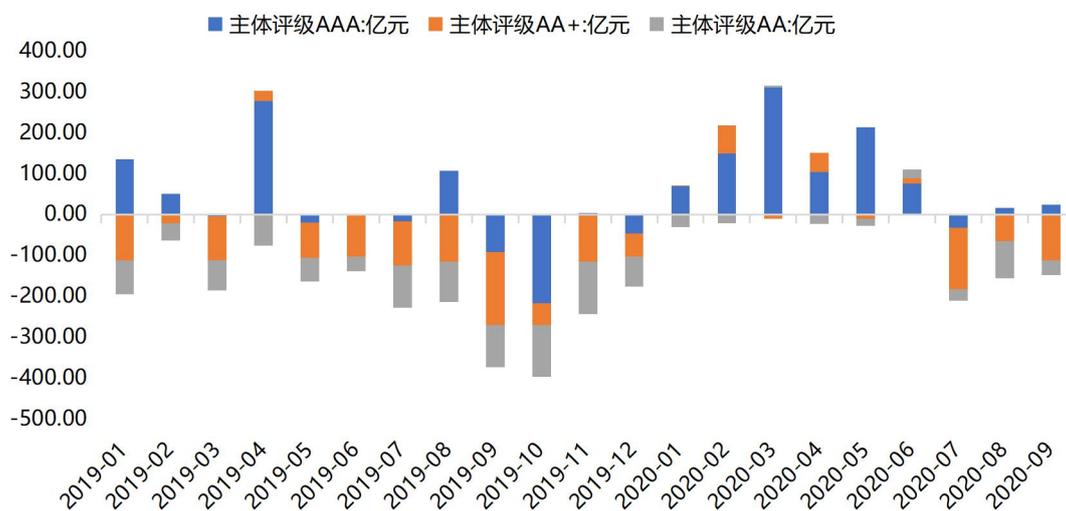
负的主要原因。另外，今年以来民企融资改善主要体现在高等级优质民企，中低等级民企债券融资一直都很困难，净融资始终存在缺口。

图表 7 民企信用债发行与净融资



数据来源：WIND，东方金诚

图表 8 分等级民企信用债净融资额



数据来源：WIND，东方金诚

三季度短债发行占比与上半年持平，信用债发行延续短期化特征

从期限结构看，三季度短期债券发行占比与上半年持平。当季信用债加权平均发行期限有所缩短，主要原因是 3 年期和 5 年期债券发行占比“一升一

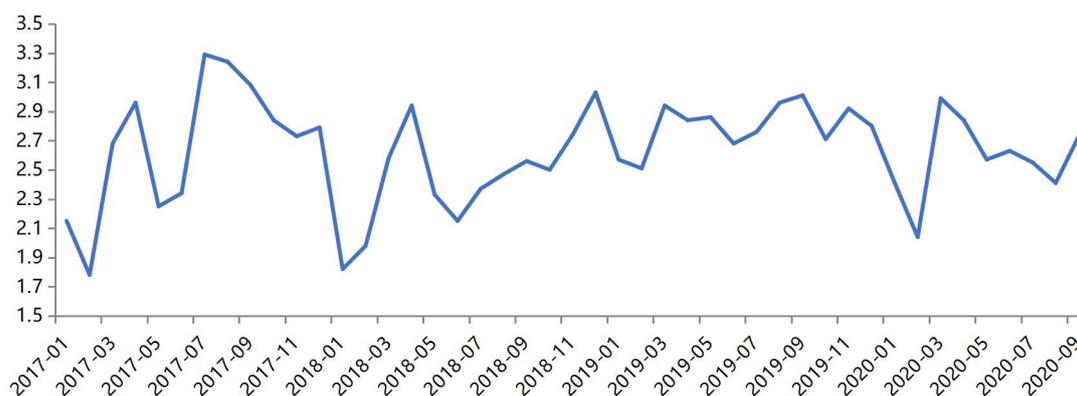
降”。今年以来，信用债发行延续短期化特征，从发行人角度看，主因企业发债需求多为补充流动性，同时，在上半年利率较低的时期，也存在利用短债套利的行为；从投资者角度看，一方面，在利率剧烈调整的时期，投资者偏好短期限债券，另一方面也因资管新规严控期限错配，导致债市中与长债相匹配的长期资金不足。此外，今年以来，监管推出疫情防控债缓解企业短期流动性压力、交易所试点公开发行短期公司债等举措，也在一定程度上强化了债券发行的短期化特征。

表格 1 各期限信用债发行量占比

	2020 年上半年 (%)	2020 年三季度 (%)
≤1 年	44.36	44.36
(1 年, 3 年]	25.69	27.73
(3 年, 5 年]	25.44	23.56
>5 年	4.51	4.36

数据来源：WIND，东方金诚；注：按最长期限统计，如“3+2”债券期限记为5年期

图表 9 信用债加权平均发行期限 (年)



数据来源：WIND，东方金诚；注：按最长期限统计，如“3+2”债券期限记为5年期

二、四季度信用债发行展望

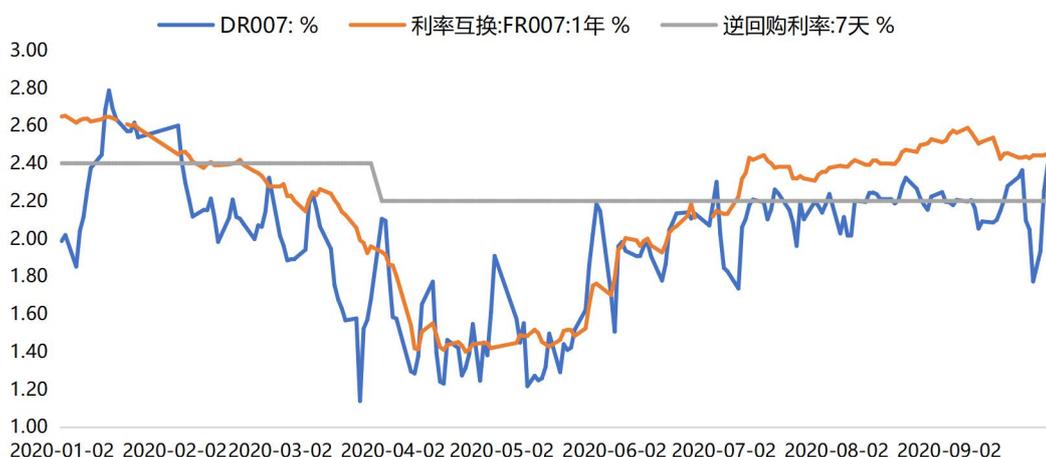
1. 资金利率走势趋稳，无风险利率料呈现横盘震荡格局，四季度信用债

发行利率难有明显下行

(1) 货币政策“中性”特征显现，资金利率将围绕政策利率波动

在经济边际回升势头基本确立的过程中，央行货币政策从之前的重在“救急纾困”，开始转向更加关注稳增长与防风险之间的平衡，资金利率也开启了一段持续上行过程。在经历了5-6月的持续收紧、DR007回升到7天期逆回购利率（2.2%）附近后，7月以来央行展现出了更加呵护流动性的态度，资金利率开始呈现围绕政策利率波动的状态。这也表明央行无意引导资金利率进一步大幅上行，围绕政策利率附近波动即是当前流动性管理的主要目标，货币政策“中性”特征开始显现。这既有助于保持资金面合理充裕，又可抑制资金空转套利，实现货币政策多目标之间的平衡。从近期央行政策表述来看，四季度货币政策将以稳为主，若不发生重大外部冲击，则降准、降息的概率不大。但央行对资金面的态度较为呵护，进一步收紧流动性的概率也比较低。

图表 10 7月以来 DR007 持续围绕 7 天期逆回购利率波动



数据来源：WIND

值得关注的是，7月以来，在以 DR007 为代表的短端资金利率波动中枢逐步趋稳的同时，以 SHIBOR3M 和 SHIBOR1Y 为代表的中长端资金利率、

以及同业存单利率仍在持续上行。9 月份 1Y 国股存单发行利率已超过 3.0%，高于 1 年期 MLF 利率 (2.95%)。主要原因是在信贷大规模投放、政府债券供给压力较大的情况下，银行资产端扩张较快，但央行未实施降准，且公开市场操作以补充短期流动性为主，中长期流动性投放不足，再加上监管要求压降结构性存款，导致银行体系缺少长钱。因此，为补充中长期资金，银行加大了同业存单发行力度，而在流动性预期不稳定的情况下，存单市场需求相对不足，由此推升存单利率，也对债券利率和贷款利率产生了拖累。

后续存单利率走势将如何演变？从四季度来看，随着地方债发行收官，政府债券供给压力将明显缓解，银行扩表速度料将放缓，同时财政投放力度有望加大，也将给流动性提供支持。但从监管角度来看，四季度结构性存款压降规模仍将较大——要完成窗口指导第二阶段要求，9-12 月结构性存款还要压降近 3 万亿元，略高于 4-8 月压降规模，而在结构性存款腾挪过程中，银行负债端仍面临收缩压力。

在这种情况下，后续同业存单利率走势将主要取决于央行的态度。我们注意到，7 月以来，MLF 操作从缩量转变为增量，表明央行有意遏制存单利率持续上行的势头，控制其对 MLF 利率的偏离度。预计后续央行还将优先通过超额续作 MLF 的方式，帮助银行缓解负债端压力，存单利率有望企稳并小幅下行。当然，具体效果仍需看后期银行压降结构性存款的节奏和力度、银行负债端的稳定性状况，以及银行对流动性的预期。如果效果不佳，存单利率持续上行，并继续拖累贷款利率，影响金融体系向实体经济让利目标的完成，那么降准窗口仍有可能在四季度打开。

图表 11 6 月以来同业存单利率持续走高



数据来源：WIND，东方金诚

(2) 四季度债市环境较三季度有所好转，但在基本面延续修复、货币政策维持中性基调的预期下，无风险利率料将横盘震荡

在经历了4月底以来的持续回调后，9月债市进入了多空相对平衡的窄幅震荡阶段。目前来看，四季度债市“利多”信号有所增多，主要体现在：经济增速回升斜率将进一步放缓；信用拐点料将在10月左右出现；四季度政府债券供给减少，债市面临的供需矛盾得到缓解；资金面将经历一个由紧到稳的过程，DR007和同业存单利率已分别达到或略高于相应的短期、中期政策利率水平，进一步上行的空间不大；疫情反弹、美国大选、英国硬脱欧等因素或将冲击风险偏好；股债比价略偏向于债券性价比更优。

四季度债市环境较三季度有所好转，但并不代表市场行情会出现趋势性逆转。上述“利多”信号或仅意味着债市面临的调整压力缓解，或仅能带来短期交易窗口。例如，经济回升斜率放缓，意味着基本面给债市造成的压力缓解，但若复苏的大方向不变，利率也不会有明显下行；信用拐点虽有望出现，但从社融传导到基本面再传导到利率需要一定时间，因此，社融增速放缓也不意味着经济复苏大趋势的立刻打断和货币政策的转向；近期欧洲疫情显著升级，从

风险偏好和外资流入的角度对国内债市产生利好，但参考 6-7 月美国疫情回升的经验，海外疫情的反复，如果没有造成国内疫情大规模反弹，进而打断国内经济回升和货币政策常态化的趋势的话，也就不会给债市带来趋势性行情。

因此，目前来看债市要想突破近期的震荡格局，仍然缺乏必要的触发因素。换言之，在上述利多因素支撑下，四季度利率或难以持续上破之前的顶部，但趋势性反转还需要等待基本面的回落，以及央行基于政策目标和对基本面的重新评估对货币政策做出调整。我们判断，在不发生重大外部冲击的情况下，四季度基本面将延续修复，货币政策将维持中性基调，因此，债市将难以实现熊转牛的突破，预计 10 年期国债收益率将在 2.9%-3.2% 之间震荡。

图表 12 今年前三季度债市从“牛陡”走向“熊平”



数据来源：WIND，东方金诚

(3) 四季度信用债收益率将跟随利率债窄幅震荡，在“稳货币+稳信用”

格局下，短期内信用利差大幅走阔的风险不大

四季度信用债收益率将跟随利率债收益率窄幅震荡。从信用利差来看，短期内货币政策将以稳为主，资金面将经历一个由紧到稳的过程；同时，虽然本

轮信用扩张可能在四季度迎来拐点，但目前实体经济融资需求不弱，年内信贷增速将保持稳定，社融增速料将维持在 13%以上的高位，不会出现明显的信用收缩局面。基于此，我们判断四季度信用利差大幅走阔的风险不大。

图表 13 四季度信贷增速将保持稳定，社融增速或将迎来拐点



数据来源：Wind，东方金诚；注：虚线代表预测值

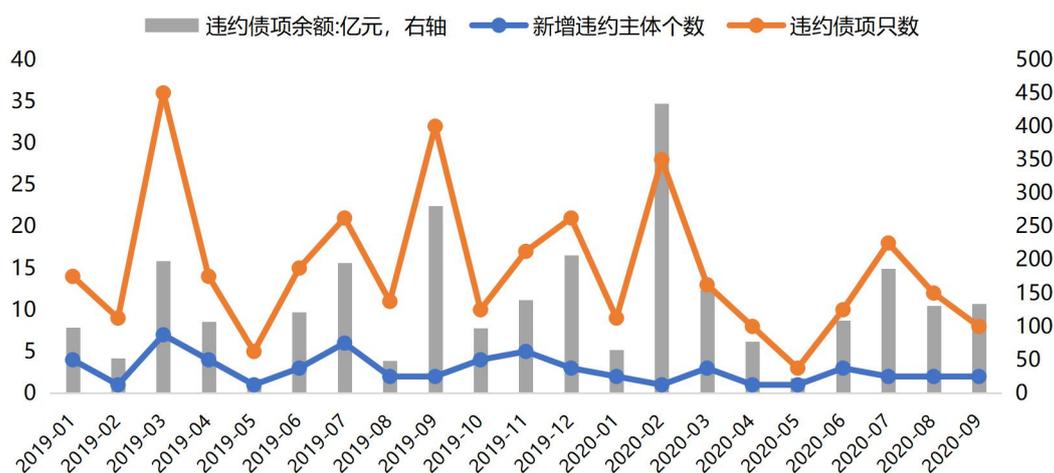
2. 四季度信用债到期以高等级国企为主，违约风险可控，不会对信用债发行产生明显扰动

信用风险事件不仅会影响债券的二级市场估值，也会对相关发行人的一级发行产生负面影响。当违约等信用风险事件处于高发状态时，市场风险偏好明显下降，会影响到整个信用债市场的发行规模和发行结构。事实上，2018 年债市“违约潮”对信用债一级发行造成的结构性影响仍然存在。

今年上半年，疫情对实体经济和信用基本面产生不利冲击，但债券违约风险并未大幅暴露。关键在于上半年货币财政共同发力，纾困企业融资困境，各资质发行人的融资情况均得到不同程度改善。三季度以来，尽管信用债偿付压力上升、债市融资环境收紧，但因整体信用环境保持扩张，加之前期宽松的融资环境有利于发行人为下半年偿债做好准备，三季度信用债违约风险也并未

出现明显上升。根据我们的统计，今年前三季度新增违约主体 18 家，同比少增 12 家。其中，三季度新增违约主体 6 家，数量与二季度持平，7-9 月各月均为 2 家。

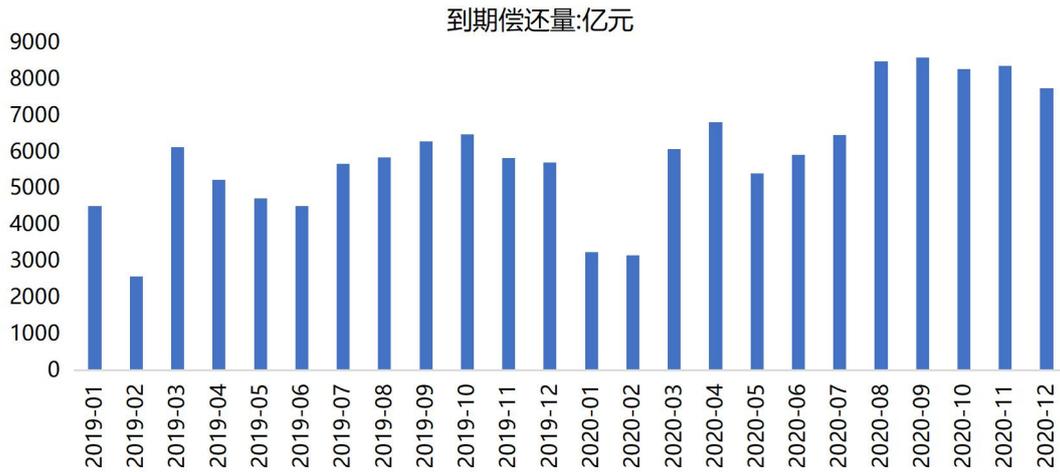
图表 14 债券违约数据统计



数据来源：WIND，东方金诚

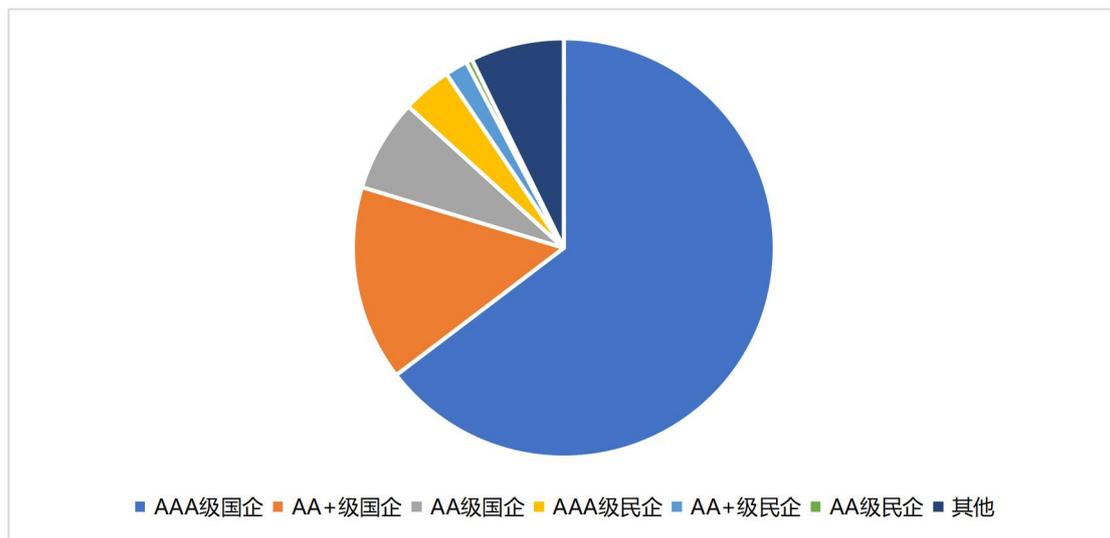
四季度信用债偿付压力不减，当季总偿还量约 2.5 万亿，与三季度大致持平，偿还量在各月间分布较为均匀。考虑到债市融资环境收紧，信用债违约风险有边际上升的可能。但四季度信用风险仍将可控，不会出现大幅恶化。主要原因有四：一是宏观经济持续改善，企业盈利好转；二是经过两年多的持续暴雷，民企或低资质产业债主体中的高风险、有瑕疵主体逐渐减少，尾部风险不断出清；三是上半年宽松的融资环境，使得信用债净融资明显改善，有利于发行人下半年偿债做好准备；四是四季度信用债到期以高等级国企为主，违约风险较高的中低等级民企债到期量不足 600 亿。

图表 15 四季度信用债到期偿还压力不减



数据来源: WIND, 东方金诚

图表 16 四季度不同级别、不同性质企业信用债到期规模 (亿元)



数据来源: WIND, 东方金诚

3. 四季度企业债券净融资需求难有明显回升, 预计当季信用债净融资规模约为 3000 亿, 发行量约为 2.8 万亿, 与三季度基本持平

首先, 四季度信用债偿还量依然较大, 与三季度大致持平, 这意味着到期偿还压力对当季信用债发行仍有支撑。但四季度偿还量约为 2.5 万亿, 前三季度信用债净融资规模已经超过了 3.2 万亿, 这意味着部分发行人可能已经为四季度偿债提前做好准备了, 这在一定程度上降低了企业的刚性滚债需求。

其次, 从企业新增融资需求来看, 在监管严查套利、发行利率已有大幅回

升后，企业利用短债套利的空间收窄，因套利而引发的融资需求已明显下降。不过，伴随经济逐步修复，企业投融资需求正在改善。四季度基建仍需发力、制造业投资回升将支撑城投平台和产业类企业中长期融资需求，中长期债券发行占比有望提升。

最后，对于融资渠道切换能力比较强的发行人来说，债券融资的成本优势决定了其是否会选择债券来替换贷款等其他融资渠道。1-4月债券发行利率的下降幅度超过贷款利率，相对成本优势凸显，这提高了发行人用债券融资来替换贷款的意愿。但在经历了5月以来的持续回升后，目前债券融资相对贷款的成本优势已显著收窄。

从四季度来看，在资金利率走势趋稳，无风险利率料呈现横盘震荡格局的情况下，信用债发行利率难有明显下行。而在“推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元”政策指引下，企业贷款利率下行趋势有望延续。这意味着，债券融资相对贷款的成本优势或将继续减弱，这将导致企业利用债券融资替换贷款的意愿进一步下降。

另外，我们也注意到，今年以来，资本市场改革大力推进，利好相关企业股权融资。例如，创业板注册制、新三板改革及去年启动的科创板注册制，利好符合相关定位的创新创业类企业和具备模式创新的传统企业更高效地利用股票市场进行融资；定增新规放宽了上市公司定向增发需要满足的条件。我们注意到，在股市上涨、股票发行注册制改革推进等因素提振下，三季度企业股票融资明显放量。从社融数据来看，三季度各月新增非金融企业股票融资连续突破千亿规模，明显高于上半年和上年同期。后续监管还将不断完善科创板、创业板注册制试点安排，适时推进主板（中小板）、新三板注册制改革，会有

更多企业把握政策利好，通过股权融资来优化融资结构。

综上，我们判断，四季度企业债券净融资需求难有明显回升，尤其是高等级主体净融资可能仍将为负，预计当季净融资规模将在 3000 亿左右。这样全年信用债净融资额约为 3.5 万亿，较 2019 年增加 1.6 万亿，能够完成“公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”的政策目标。综合考虑到期偿还压力，预计四季度信用债总发行量将为 2.8 万亿，与三季度基本持平，较去年同期增加约 3500 亿。

对于发行人来说，四季度融资环境虽不及上半年宽松，但“稳货币+稳信用”的大环境意味着融资条件也不会骤然收紧，短期内利率进一步大幅上行的风险可控。换言之，四季度发行人将面对相对稳定的政策环境和利率走势，同时也需警惕中期政策再度收紧的风险。我们建议，发行人可适当拉长发行期限，以提高自身对未来信用环境收缩的免疫力。对低等级发行人，尤其是低等级产业债发行人来说，拉长期限可能难度较大，可适当提高票面利率来提高发行成功率；如发行短债，则需加强流动性管理，警惕中期信用环境收紧造成的再融资压力。