

2021年信用债净融资额约2万亿，发行量呈前高后低

——2021年信用债发行展望

作者：研究发展部 冯琳 王青

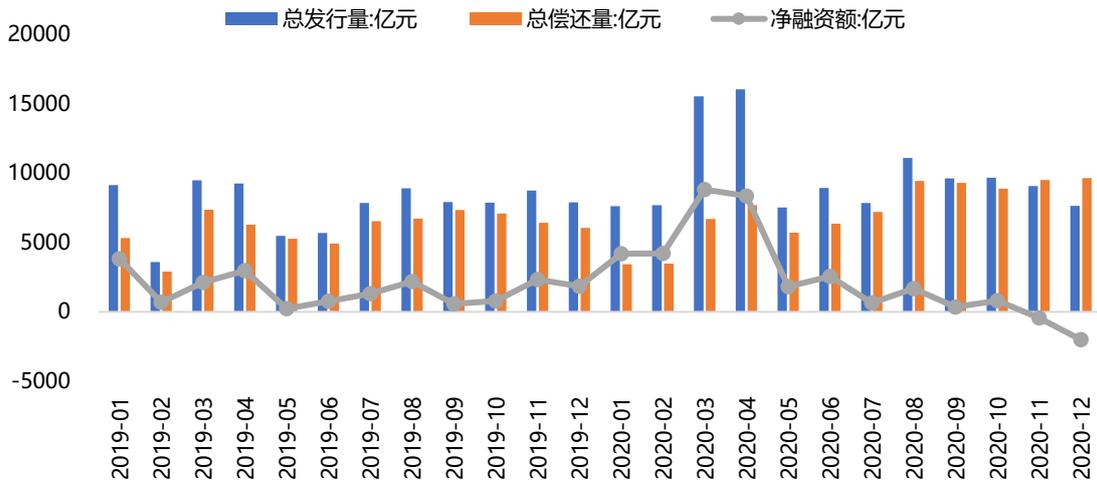
主要观点

- 2021年信用债融资环境不及上年宽松，全年净融资额将从上年的3.1万亿降至约2.0万亿；但因总偿还量将增加至9万亿，刚性滚债需求上升支撑下，2021年信用债总发行量将达到11万亿，较上年减少约8000亿。此外，受利率走势和到期量分布影响，2021年信用债净融资额料将“前低后高”，发行量则将“前高后低”。
- 我们认为，2021年信用债净融资承压的主要原因如下：
 - 1) 发行利率中枢抬升，抑制企业债券净融资需求，融资渠道切换能力强的企业或更多转向贷款等其他融资方式；而从年内来看，发行利率走势大概率将沿着“前高后低”的轨迹运行，下半年企业债券净融资需求或将边际回暖。
 - 2) 发行政策环境趋紧，疫情期间出台的临时性宽松举措将进一步退出，同时信用债市场监管基调趋严，结构化发行、欺诈发行等违法违规行为将受到“零容忍”处理。
 - 3) 2021年信用扩张放缓而企业债务兑付压力加大，债市违约率面临上行可能，市场风险偏好承压，投资者对信用债的态度将更为谨慎，这在抑制需求总量的同时，也将加剧信用债市场分化。
 - 4) 2021年稳增长需求下降，防风险重要性提升，稳定宏观杠杆率则成为重要的政策目标。预计城投投资环境将边际收紧，房企债务扩张将持续受到约束，作为发债大户的城投平台和房企债券净融资额将有所回落。
- 从结构来看，预计2021年信用债融资在资质、期限、区域、行业等层面的分化将进一步加剧。首先，由于市场风险偏好下降，加之理财产品净值化转型过程中等级偏好提升、期限偏好缩短，预计投资者对低等级、长久期债券需求将会下降，对高等级、短久期债券需求则会增加；其次，2021年城投、地产融资政策边际收紧、融资监管趋于细化，也将加剧不同资质主体之间的信用分化；最后，信用债违约向国企迁移的趋势料将持续，而国企违约更易引发投资者在区域或行业层面采取“一刀切”风控策略，从而加剧不同区域、行业之间的融资分化。

1. 2020 年信用债发行回顾

2020 年信用债¹发行整体放量。全年发行量 11.8 万亿，同比增长 28.8%，净融资额 3.1 万亿，比上年高出 1.1 万亿，符合 3 月底国常会提出的“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元”的政策目标。**年内来看，信用债发行和净融资“前高后低”**——5 月起净融资大幅收缩，5-12 月净融资总额显著不及上年同期，但因到期偿还压力加大，期间累计总发行量仍高于上年同期。

图表 1 2020 年信用债发行和净融资额整体高增，走势“前高后低”



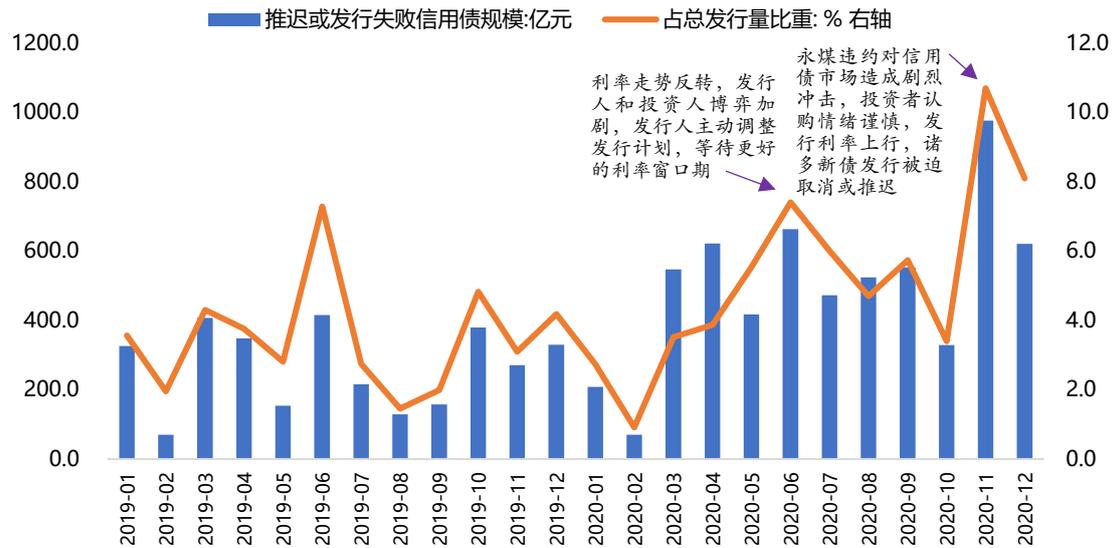
数据来源：WIND，东方金诚

具体来看，1-4 月发行量和净融资额逐月走高，3、4 月份迭创历史新高。这一时期为对冲疫情影响，央行货币宽松加码，资金利率和债券二级市场收益率快速下行，也带动债券发行利率走低，同期贷款利率下降幅度较缓，因此，债券相对于贷款的成本优势迅速拉大，提振企业债券净融资需求；同时，为纾解疫情期间企业的流动性困难，监管推出债券发行“绿色通道”，鼓励企业发行疫情防控债，为企业发债提供了一定的政策便利。

5 月以来，信用债供给自高点回落。原因在于随着经济回升势头逐步确立，央行货币政策发生调整——在货币供给边际收紧的同时，出手整顿资金空转套利。由此，资金利率和债券二级市场收益率大幅上行，带动债券发行利率回升。同时，市场调整背景下，发行人和投资人之间的博弈加剧。投资者对票面利率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。部分发行人选择调整融资安排，这也造成取消发行的债券规模占比上升。11 月，永煤违约事件对信用债市场造成剧烈冲击，投资者认购情绪谨慎，诸多新债发行被迫取消或推迟，信用债净融资大幅萎缩，11 月和 12 月净融资额连续为负。

¹ 仅统计企业债、公司债、中票、短融和定向工具，下同。

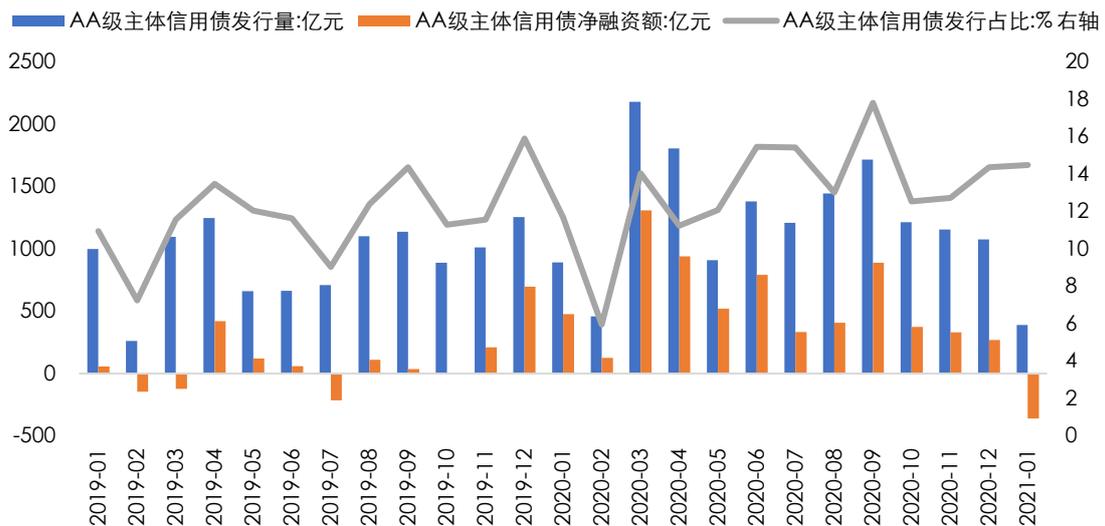
图表 2 2020 年信用债取消或推迟发行的情况增多



数据来源: WIND, 东方金诚

从主体结构看, 2020 年融资环境宽松带来的利好同样惠及低等级主体。全年 AA 级主体信用债发行量达到 1.5 万亿, 同比增长 39.9%, 净融资额为 6769 亿, 是 2019 年的 5.5 倍。但从发行占比来看, 年内信用债发行主体资质并未明显下沉——全年主体评级 AAA 级和 AA+级信用债发行占比分别为 65.3%和 20.4%, 与 2019 年的 66.5%和 19.7%大致持平; AA 级主体发行占比为 13.1%, 仅略高于 2019 年的 12.0%——这也表明短期融资环境改善并未带动投资者风险偏好实质性提升。

图表 3 AA 级主体信用债发行与净融资



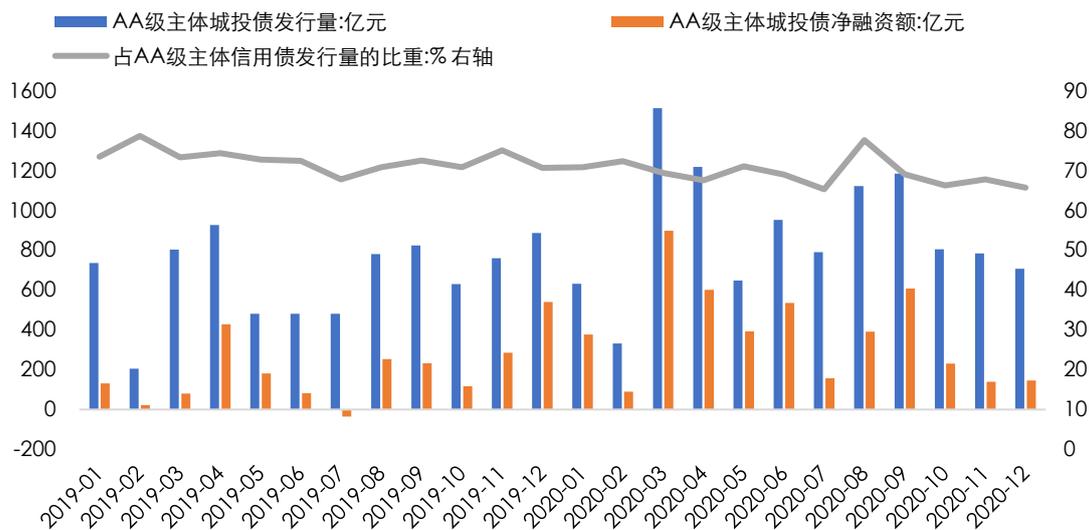
数据来源: WIND, 东方金诚

值得一提的是, 5-9 月 AA 级主体信用债发行占比波动上升, 9 月升至 17.8%。主要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,更加容忍发行利率的上行。另一方面,也与投资者在利率震荡调整的阶段追逐票息,通过下沉资质来增厚收益有关,这也反映于二级市场上信用债等级利差的大幅收敛。但自10月以来,因地方国企违约事件冲击市场风险偏好,包括弱资质国企和尾部城投在内的低等级主体债券融资难度加大,AA级主体信用债发行占比明显回落。

2020年低等级信用债发行仍然高度集中于城投。2020年经济下行压力加大,产业类企业受困于盈利下滑,而基建稳增长重要性提升,城投融资格局延续改善、融资需求旺盛。在此背景下,市场城投信仰得到强化,低等级城投债继续成为投资者下沉资质的优选。我们注意到,借助宽松的融资环境,2020年有不少城投平台首次发债,其中大约六成为AA级平台。因此,与中高等级平台相比,2020年AA级平台信用债净融资额同比涨幅最高——全年主体评级AA级城投债发行量约1.1万亿,同比增长33.7%,净融资额4567亿,同比增长97.1%,分别占当年AA级主体信用债发行量和净融资额的69.2%、67.5%。

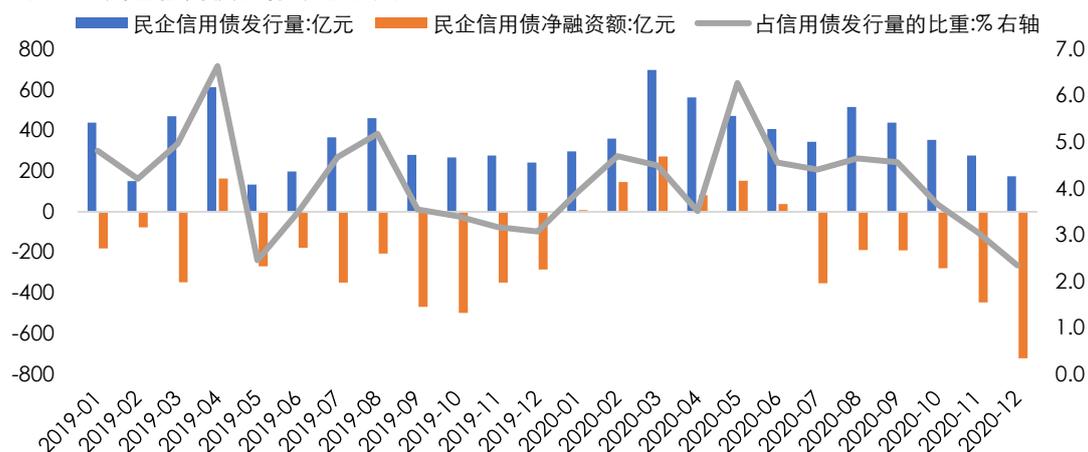
图表4 主体评级AA级城投债发行与净融资



数据来源: WIND, 东方金诚

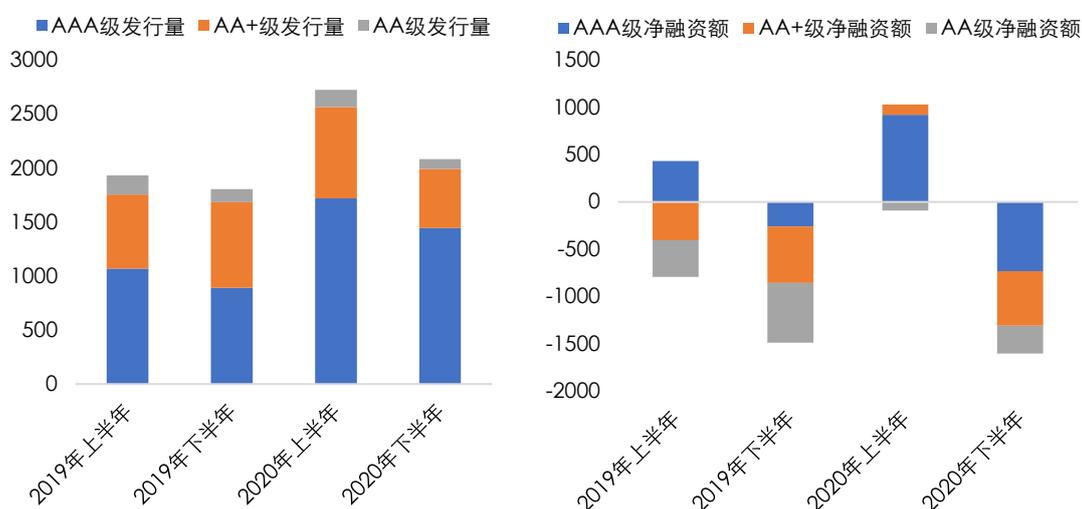
民企债方面,2020年上半年融资环境宽松、利率大幅下行,对民企债券融资也产生积极拉动。2月民企信用债净融资实现2019年5月以来首度转正,且2-6月均保持正值,但期间低等级民企债券净融资仍然为负。进入下半年,由于债市融资条件收紧,发行利率迅速拉升,民企债券净融资额再度转负,且10月以来受市场风险偏好下降影响,净融资缺口持续扩大。全年来看,2020年民企信用债发行量4915亿,同比增长25.7%,占信用债总发行量的比重为4.2%,较2019年微幅下降0.1个百分点;净融资额为-1468亿,约为2019年净融资缺口(-3032亿)的一半。

图表 5 民企信用债发行与净融资



数据来源：WIND，东方金诚

图表 6 不同等级民企信用债发行与净融资（亿元）



数据来源：WIND，东方金诚

2020 年信用债发行延续短期化特征，全年短期债券发行占比较 2019 年提高 4.4 个百分点至 44.5%。从发行人角度看，疫情冲击下，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，这一方面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，另一方面也因投资者对长期信用基本面的态度较为谨慎；同时，在 5 月后利率剧烈调整的时期，投资者也更加偏好短期限债券。此外，2020 年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。

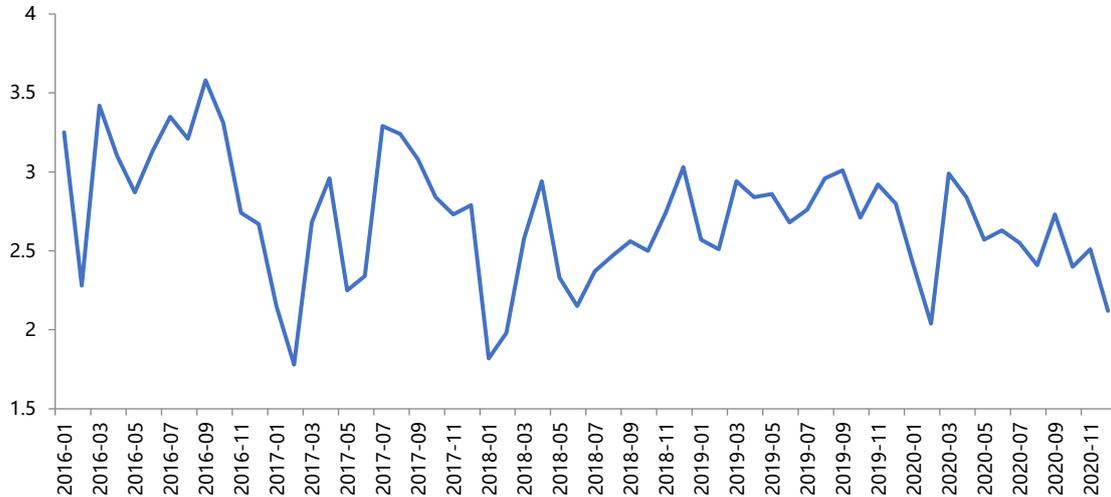
表格 1 各期限信用债发行量占比

	2020 年 (%)	2019 年 (%)
≤1 年	44.49	40.08
(1 年, 3 年]	27.38	27.93

(3年, 5年]	23.64	27.30
>5年	4.50	4.69

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 7 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

2. 2021 年信用债发行展望

永煤违约事件后，信用债一级新发遇冷，在净融资大幅萎缩的同时，融资分化加大。直至 2021 年 1 月，信用债净融资总量才有所改善，但分化趋势仍在延续。展望 2021 年，信用债一级市场发行情况将如何演绎？我们认为，除借新还旧压力外，信用债发行规模和结构还与利率走势、监管政策、违约风险等因素直接相关，以下将具体展开分析。

2.1 利率走势

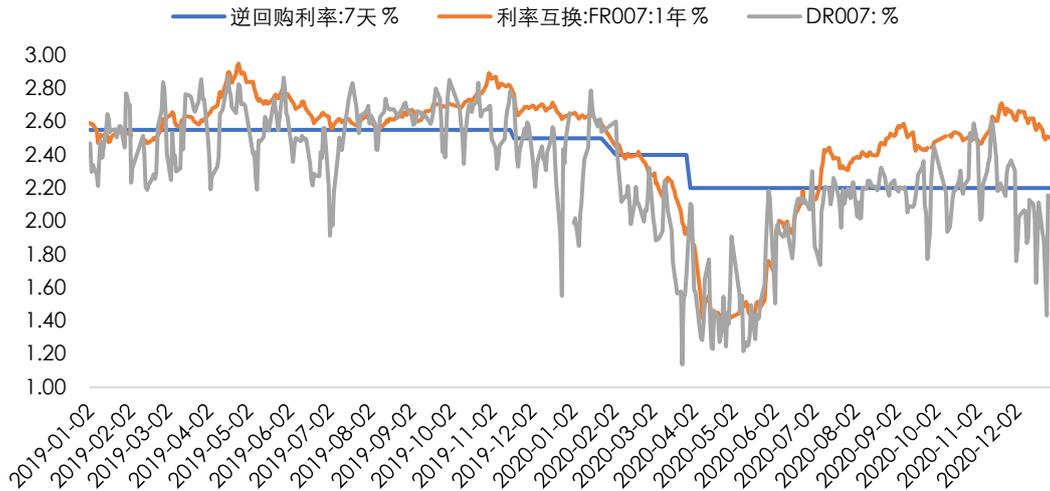
(1) 资金利率

2020 年资金利率走势“V”型反转，在 5、6 月份快速回升后，下半年基本围绕政策利率宽幅波动。展望 2021 年，货币政策“稳”字当头、央行表态要保持流动性合理充裕²，预示资金利率将继续围绕政策利率运行，全年利率中枢将较 2020 年有所上移（2020 年 DR007 均值为 2.02%，较 7 天期逆回购利率低 18bp），但也不会大幅向上偏离政策利率水平。这也意味着，2021 年资金利率中枢在 2020 年四季度水平基础上进一步上行的空间有限（2020 年四季度 DR007 均值为 2.16%），并可能呈现“前高后低”走势——这部分源于对 2021 年下半年经济增长动能或将减弱、通胀压力稳中趋缓的预期。³

² 参见 2021 年 1 月央行行长易纲接受新华社记者采访时的回应。

³ 详见东方金诚研报《疫后经济反弹，政策回归常态——2021 年宏观经济展望》

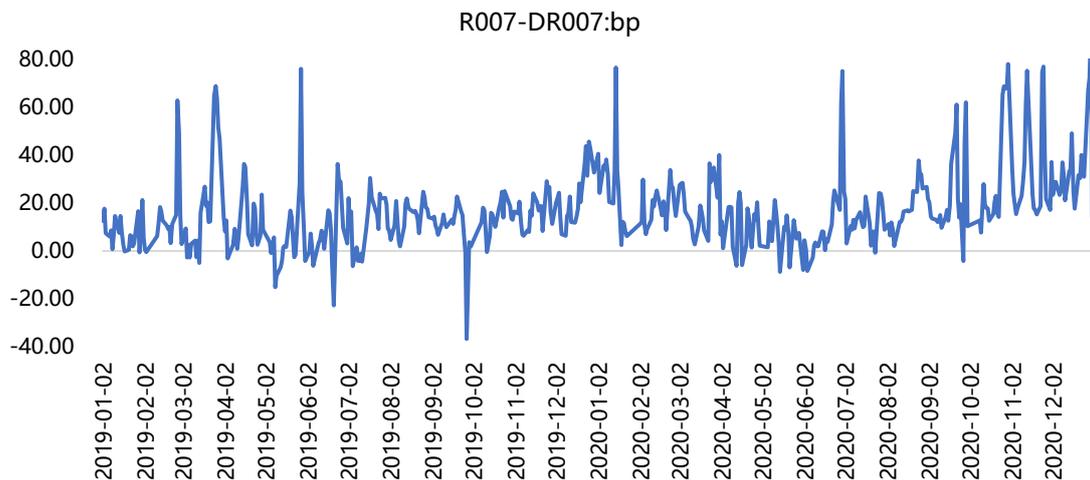
图表 8 2020 年下半年 DR007 基本围绕政策利率宽幅波动



数据来源：WIND，东方金诚

值得一提的是，2020 年四季度以来，银行间市场流动性分层加剧，R 与 DR 之间的利差波动走阔。这一方面与银行、特别是中小银行压降结构性存款，造成负债端压力上升、资金融出意愿下降有关，另一方面也因违约事件导致低等级信用债质押融资难度加大。而在货币政策稳中偏紧、金融监管趋严、信用扩张放缓、市场风险偏好下降等预期下，**短期内银行间市场流动性分层料难明显改善，并可能与实体经济的信用分层相互作用、相互加深。**这将导致低等级债券机会和风险不对称，进而加剧信用债市场分化。

图表 9 2020 年四季度以来，银行间市场流动性分层有所加剧



数据来源：WIND，东方金诚

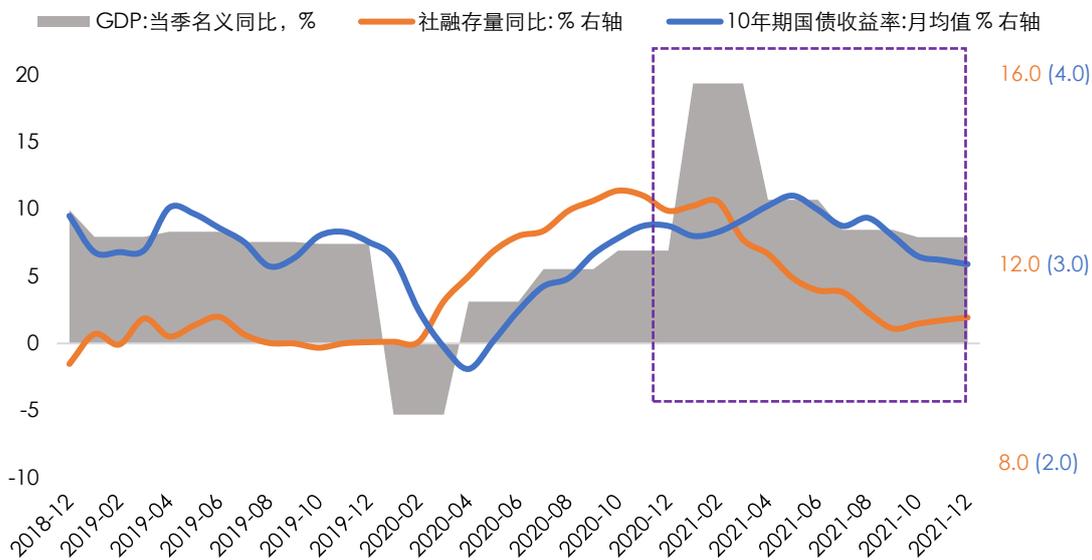
(2) 无风险利率

2021 年利率债市场面临的多空因素较为平衡：一方面，经济基本面仍有修复趋势、货币政策取向稳中偏紧，债市仍然缺乏“熊转牛”的触发因素。另一方面，市场对于基本面改

善和政策退出的预期已比较充分，在债券估值中已有定价；同时，政策回归常态也强调“不急转弯，把握好政策时度效”⁴，这意味着出现加息升准、市场利率大幅攀升的可能性不大。

因此，在不发生新的重大冲击的情况下，**预计 2021 年无风险利率将以震荡为主，全年波动幅度有限。**10 年期国债收益率波动区间为 (3.0%，3.5%)，全年波动中枢将在 3.2%-3.3%，高于 2020 年均值 2.94%。同时，伴随经济增长动能减弱、通胀压力趋缓，下半年货币政策可能向着中性甚至中性偏松方向微调，债市环境将较上半年整体改善，带动**年内利率大致呈现“前高后低”**走势。⁵

图表 10 2021 年无风险利率走势料将“前高后低”



数据来源：WIND，东方金诚，虚线框内部分为东方金诚预测值

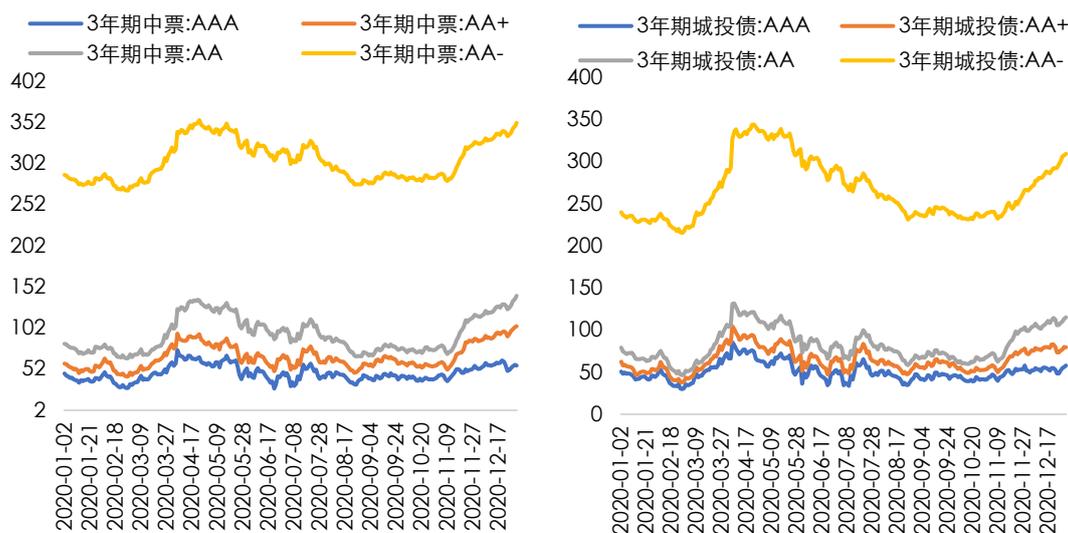
(3) 信用利差

2020 年在信用债收益率跟随利率债波动的同时，信用利差走势却与无风险利率出现背离，表现出“牛市走阔、熊市收窄”的特征。其中，前 4 个月，无风险利率快速下降，信用债收益率下行幅度较缓，信用利差被动走阔。5-10 月，货币投放边际收紧，而信用扩张仍在加速。因此，在“紧货币+宽信用”环境下，信用债表现好于利率债，信用利差大幅收敛，等级利差同步压缩。但自 10 月下旬以来，地方国企违约事件频发，加之市场担忧后续政策退出、信用收缩可能导致信用风险加速暴露，市场风险偏好受到压制，信用利差和等级利差迅速回升。全年来看，年末信用利差与年初相比普遍上行，且低等级品种上行幅度较大，等级利差整体走阔。

⁴ 参见 2020 年 12 月中央经济工作会议内容。

⁵ 详见东方金诚研报《利率震荡为主，走势前高后低——2021 年利率债市场展望》。

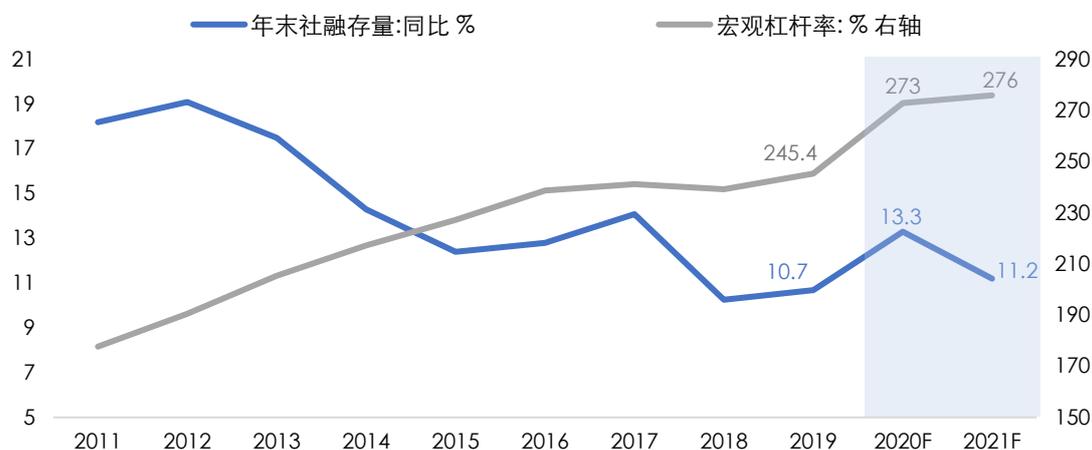
图表 11 2020 年信用利差走势 (bp)



数据来源: Choice, 东方金诚

展望 2021 年, 为了实现“要使宏观杠杆率得到有效控制”⁶的政策目标, 信用扩张将适度放缓。预计全年新增信贷和社融规模将在 2020 年基础上稳中有降⁷, 年末社融存量同比增速将回落至 11.2%, 较 2020 年末下降 2.1 个百分点。叠加货币政策“稳”字当头的预期, 我们判断, 2021 年信用债市场环境将从 2020 年 5 月以来的“紧货币+宽信用”切换至“稳货币+紧信用”。

图表 12 2021 年宏观杠杆率趋稳, 社融存量增速料将回落



数据来源: WIND, 东方金诚; 阴影部分为预测值

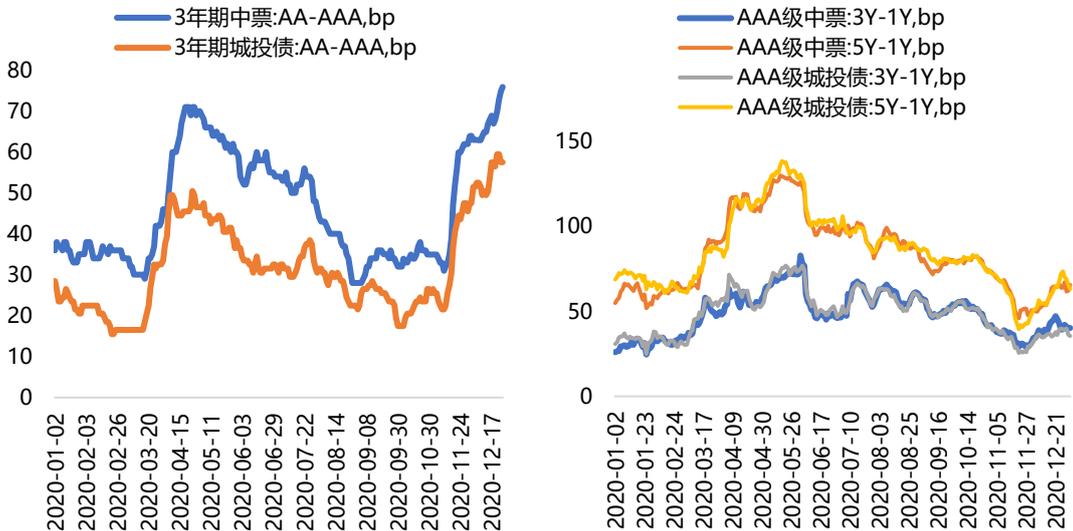
从信用利差角度看, 其一, 2021 年资金面将维持“不缺不溢”, 资金利率中枢将较 2020 年有所上移, 同时资金面波动性或加大、流动性分层加剧, 意味着流动性溢价将难以压缩; 其二, 信用扩张放缓, 市场对违约风险加速暴露的担忧升温, 风险偏好受到压制, 信用风险

⁶ 参见人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛发表的讲话。

⁷ 预计 2021 年新增信贷和社融规模为 19 万亿和 32 万亿, 较 2020 年减少 1 万亿和 2.9 万亿。

溢价面临抬升。同时考虑到理财净值化转型将导致低等级、长久期信用债需求减弱，以及地方国企违约事件引发市场对弱资质国企和尾部城投的定价重构，预计 2021 年高等级信用利差将维持低位，低等级信用利差、等级利差和期限利差则面临走阔压力。⁸

图表 13 永煤违约事件后，信用债等级利差和期限利差大幅走阔



数据来源：Choice，东方金诚

(4) 发行利率

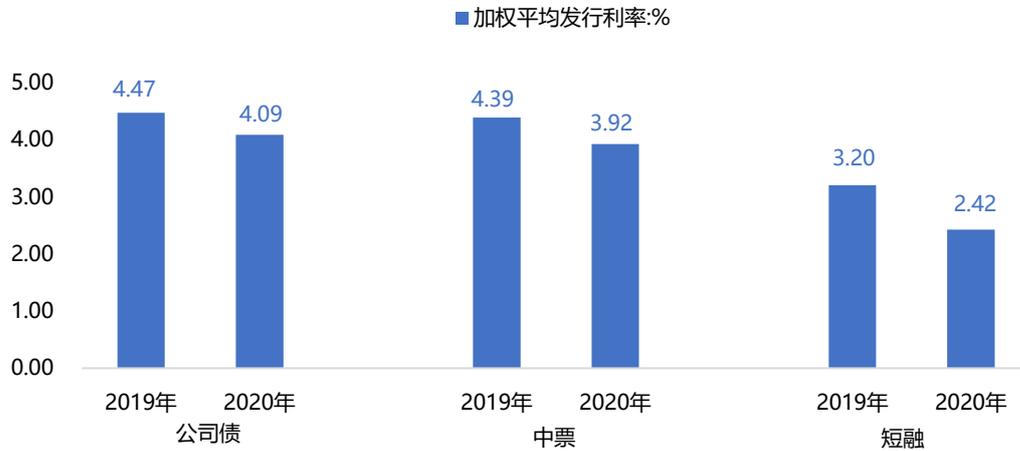
2020 年信用债发行利率中枢较 2019 年明显下移，这也是全年净融资额高增的重要原因。年内看，利率走势“先降后升”，4-5 月份为利率低点，此后波动上扬，年底受地方国企违约事件影响，发行利率整体上行。值得一提的是，11 月 21 日金融委发声稳定市场情绪后，债券二级市场收益率开始拐头向下，同时央行加大流动性投放，资金面充裕，带动资金利率下行。但因资金风险偏好下降，信用利差和等级利差持续走阔，传导至一级市场，12 月信用债发行利率仍现较大幅度上升，各主要券种加权平均发行利率均已接近甚至高于上年同期水平，这也拖累全月信用债净融资出现较大缺口。

对于融资渠道切换能力强的发行人来说，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方式。与贷款相比，债券发行定价市场化程度更高，与资金利率联动性更强。因此，在 1-4 月资金利率大幅下行的时期，债券发行利率降幅超过贷款利率，相对成本优势凸显；5 月之后，伴随资金利率中枢迅速抬升，债券发行利率大幅上升，而贷款利率上行较缓——三季度一般贷款加权平均利率仅较二季度回升 5bp，债券融资成本优势减弱，企业用债券替换贷款的意愿也随之下降。我们关注到，2020 年四季度央行货币政策

⁸ 详见东方金诚研报《市场分化加剧，当谋定而后动——2021 年信用债市场展望》。

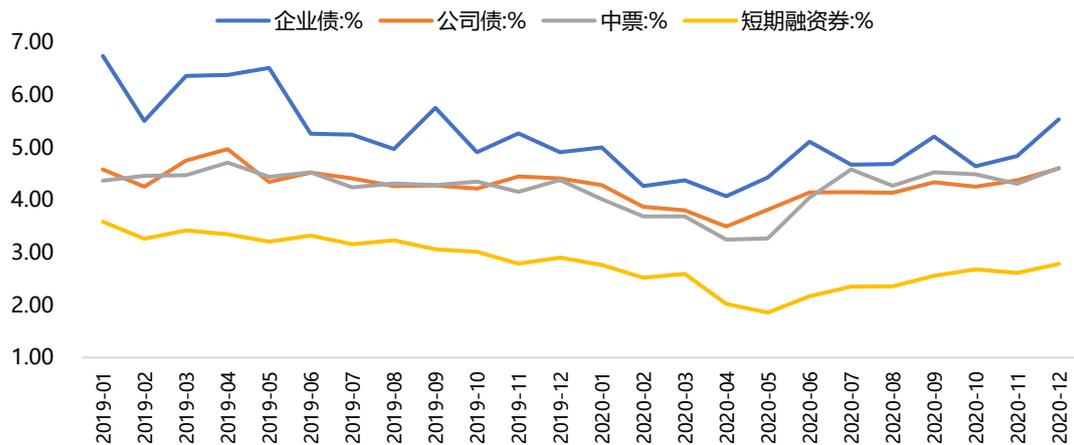
委员会例会强调“继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，巩固贷款实际利率水平下降成果”，预示 2021 年企业贷款利率将保持基本稳定，这也意味着债券融资相对贷款的成本优势再度拉升的空间有限。

图表 14 2020 年信用债发行利率中枢较上年明显下移



数据来源：WIND，东方金诚

图表 15 2020 年信用债发行利率先下后上



数据来源：Wind，东方金诚

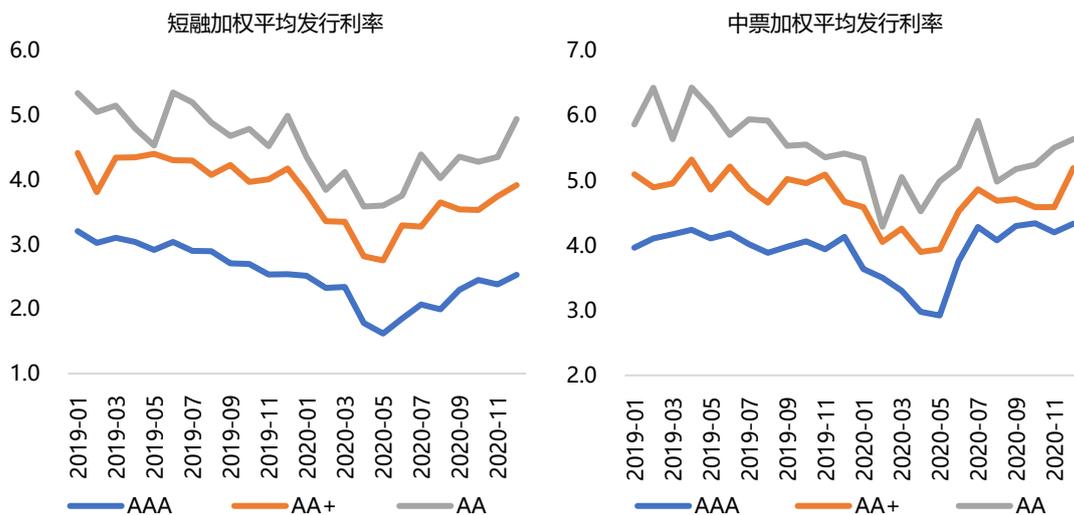
展望 2021 年，资金利率和无风险利率波动中枢都将高于 2020 年，加之信用利差面临走阔压力，预计全年信用债发行利率中枢将较 2020 年明显提升。但从边际变化来看，在资金利率将围绕政策利率波动、无风险利率以震荡为主的预期下，2021 年信用债发行利率在 2020 年底的基础上进一步上行的空间也比较有限。

从年内来看，信用债发行利率走势大概率也将沿着“前高后低”的轨迹运行，下半年利率均值有望低于上半年。这一方面是因为资金利率和无风险利率均将“前高后低”；另一方面，市场预期 2021 年信用债违约风险将有所上升，同时考虑到永煤违约事件对信用债市场的影响犹存，加之 3、4 月份为偿付高峰，因此上半年信用利差走阔的压力较大。而如果上

半年债市违约率并未出现明显抬升，叠加偿付压力下降，下半年信用利差可能会随市场风险情绪的回暖而出现一定幅度的压缩，这也有助于带动发行利率回落。当然，对于下半年利率下行的幅度也不宜过度期待。原因在于尽管货币政策在相机抉择下可能会有边际松动，但操作空间有限，出现以降息、降准为代表的大幅再宽松的可能性很小，这将制约利率下行空间。

另外，在信用扩张放缓、信用分层加速演绎的预期下，2021年信用债发行利率在不同主体之间的分化料将加大。一方面，等级利差和期限利差承压，意味着低等级、长期限债券发行可能需要给予投资者更高的票面溢价补偿；另一方面，永煤违约事件后，地方国企信用债估值定价重构，区域、行业信用利差出现更大分化，敏感地区或行业内的弱资质国企面临发行成本上升、发行难度加大的压力。而伴随风险偏好下降，投资者对优质安全资产的追逐将会进一步强化债券市场上优质主体的发行成本优势。

图表 16 永煤违约事件后，高等级主体与中低等级主体间的发行利差有所拉大



数据来源：WIND，东方金诚

2.2 发行监管政策

2020年债券融资政策有所放宽。在各项举措中，既有旨在放宽债券发行条件、丰富债券品种，以提高直接融资占比的长期政策，也有为应对疫情冲击推出的应急性措施。这些举措体现出强化债市对实体经济融资支持的政策导向，为年内信用债发行放量提供了政策便利。但自下半年以来，政策倾向悄然发生变化，信用债发行监管环境趋紧：一方面，伴随疫情冲击减退，疫情期间的临时性宽松措施逐步退出；另一方面，债市监管基调趋严，管理新规频出，内容涉及严查“自融”、打击债市各类违法违规行、统一公司信用类债券信息披露等方面，重点强化对发行人和中介机构的监督管理及责任压实。

表格 2 2020 年信用债发行监管政策梳理

内容	具体举措
开辟“绿色通道”，鼓励相关企业发行疫情防控债	1月31日央行等五部门联合发文，对募集资金主要用于疫情防控以及疫情较重地区的主体发行债券建立注册发行绿色通道。随后，交易商协会、发改委、沪深交易所就债券业务“绿色通道”做出细化安排。同时，监管针对疫情给债券发行和存续期管理造成的不便做出特殊安排，如延期披露2019年年报、调整非定期信息披露时限等。
债券发行注册制启动，放宽发行额度限制	<p>3月1日新《证券法》生效后，公司债和企业债发行注册制按下启动键。注册制的实施，减少了中间核准环节，有助于提高债券发行效率。同时，新《证券法》还对公司债、企业债发行条件进行了调整，删除了“最低公司净资产”、“累计债券余额不超过公司净资产的40%”等发行额度限制条件。删除规定后，企业发债规模不受限制，有更大发债空间。</p> <p>6月12日，交易商协会发布了《非金融企业短期融资券业务指引》等6项自律规则。其中，在对《非金融企业短期融资券业务指引》、《非金融企业超短期融资券业务指引》及《非金融企业中期票据业务指引》进行修订时，删除了产品指引中“待偿还余额不超过净资产40%”的表述，与新《证券法》相关修订实现接轨。</p>
持续推出新的债券品种，更好匹配发行人融资需求	<p>5月下旬，交易所开始试点公开发行短期公司债。短期公司债的推出，填补了交易所公开发行短期产品的空白，能够更好地满足发行人和投资者对多种期限结构的需求。</p> <p>8月发改委正式推出县城新型城镇化建设专项企业债券，支持县城特别是县城新型城镇化建设示范地区内主体信用评级优良的企业，以自身信用发行专项企业债券。同时，允许“统筹考虑项目资金、土地保障方式，加大专项企业债券融资支持力度，协调新增建设用地计划指标和城乡建设用地增减挂钩指标分配，满足项目合理用地需求，保障项目落地实施”，实际上是允许通过出让土地使用权作为收益来源，对专项债券项目的还款形成较有利的支撑。</p>
债市基础设施互联互通取得实质性推进	7月19日，央行、证监会联合发布公告，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。这将有助于市场资金等要素流动，提升定价效率；同时，市场参与各方互相进入对方市场，券商、评级公司等中介机构相互间竞争或将加剧。对于发行人来说，竞争加剧或将带来债券发行成本的压降，加之互联互通带来的债券定价效率的提高，将有助于提高发行人利用债券融资的便利性，降低债券融资综合成本。
加强债市法制建设，强化市场监督管理，打击	11月18日交易商协会发布《关于进一步加强债务融资工具发行业务规范有关事项的通知》，强调禁止发行人直接或间接认购自己发行的债券，

<p>各类违法违规行</p>	<p>打击“结构化发行”违规行为，同时还明确，主承销商、承销商、投资人等不得蓄意协助发行人从事“自融”行为，如在发行过程中发现上述情形，应立即停止相关发行工作，并及时向交易商协会报告。</p> <p>11月21日，国务院金融委第四十三次会议召开，会议明确表态对债券市场上各类违法违规行、各类逃废债行为秉持“零容忍”态度，要求金融监管部门和地方政府切实履行责任，强调各类市场主体必须严守法律法规和市场规则。</p> <p>12月22日，央行组织召开债券市场法制建设座谈会，指出目前我国债市法律体系的系统性和完备性相对不足，需要加快推动补齐法制短板。会议强调，要以债市法制建设中的问题为导向，推动完善债市法律体系，全面提升债市法治水平，对债市违法行为零容忍，不断夯实债市信用基础，助力债市健康平稳发展。</p> <p>12月28日，央行、发改委、证监会联合发布《公司信用类债券信息披露管理办法》，自2021年5月1日起实施。《办法》对信息披露制度建设、相关人责任、发行文件、定期报告及重大事项需披露的内容、频率、时效、中介机构职责等进行了明确规定，对债券募集说明书和定期报告的主要内容、结构框架、格式体例等提出了细化要求，同时还明确了发行人及其董监高、控股股东和实控人及中介机构的信息披露义务和法律责任，将有助于增强市场透明度，完善市场约束机制，强化投资者保护。</p> <p>12月30日，证监会公布《可转换公司债券管理办法》，自2021年1月31日起施行。《管理办法》共23条，涵盖交易转让、信息披露、转股、赎回、回售、受托管理、监管处罚、规则衔接等内容，着重解决转债市场存在的投资者适当性管理不适应、交易制度缺乏制衡、发行人与投资者权责不对等、日常监测不完备、受托管理制度缺失等问题，主要目的在于防范交易风险，加强投资者保护。</p>
-----------------------	---

资料来源：东方金诚根据公开资料整理

可以看出，伴随疫情影响减退、基本面积积极因素和金融风险逐步积累，2020年信用债发行监管政策“前松后紧”，这也与年内信用债发行量和净融资额“前高后低”相一致。展望2021年，我们**预计信用债发行政策环境将延续2020年下半年的边际倾向**，呈现出以下主要特征：

一是监管趋严的基调将会延续。2021年初，央行工作会议明确了新一年的十大重点工作，其中明确提及要“牵头制定债券市场发展规划，推动完善债券市场法制，促进基础设施互联互通。健全多渠道债券违约处置机制。推动完善债券市场统一执法框架，加大对债券市场逃废债、欺诈发行等违法违规行为查处力度”。同时，2021年证监会将继续推动“完善债

券发行注册制”⁹。注册制理念的核心即为信息披露，预计后续交易所将不断提高审核透明度，压实中介机构责任，夯实注册制下的风险防控机制。

二是疫情期间的临时性举措将进一步退出。伴随疫情影响减退，政策向常态化回归，监管机构在疫情期间针对债券发行实施的临时性举措也将退出。我们关注到，2021年1月11日上交所发文，指出根据当前疫情防控和经济社会恢复发展情况，对债券业务安排有关事项做出调整，主要内容包括：（1）2021年起恢复计算公司债券、资产支持证券的反馈意见回复时限和中止后触发终止时限；（2）公开发行公司债券证监会批复、非公开发行公司债券和资产支持证券无异议函有效期 2021 年起恢复计算；簿记建档恢复正常；（3）发行人应在2021年4月30日之前披露2020年年度报告，发行人和中介机构应按照交易所有关规定开展存续期有关业务；（4）废止《关于疫情防控期间债券业务安排有关事项的通知》。

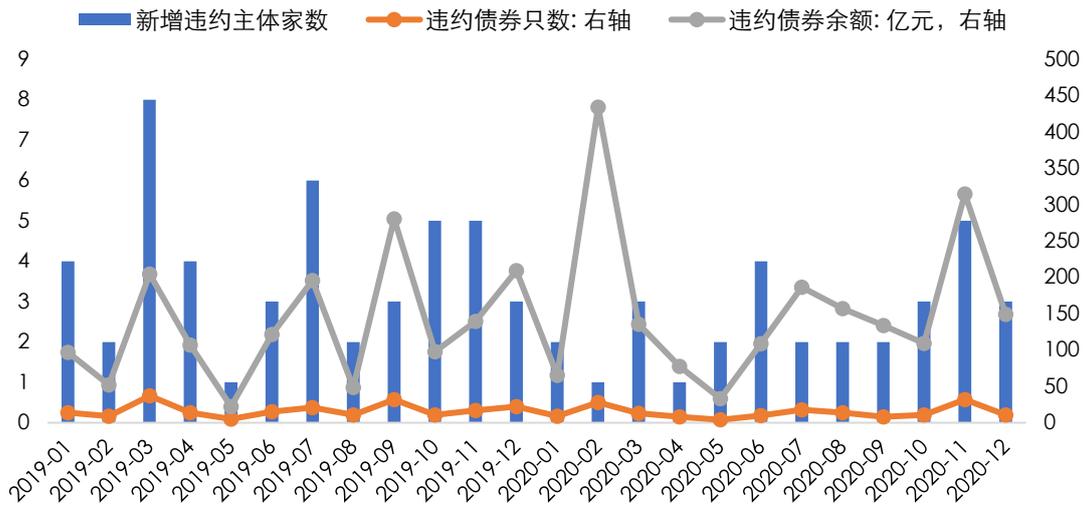
三是债券品种创新将持续推进。一方面是对已有创新品种的规范完善。另一方面，配合国家发展战略和宏观政策导向是债券品种创新的重要方向。我们关注到，2020年12月中央经济工作会议强调要“加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持”，预计2021年监管机构可能会探索在上述领域推出新的债券创新品种或完善已有创新品种。同时，预计资产证券化产品创新力度也将继续加大，基础设施公募 REITs 试点范围及知识产权证券化覆盖面将进一步扩大。相关企业料将密切关注信用债和资产证券化产品创新的最新进展，匹配性挖掘绿色债券等创新品种发行机会，积极把握政策红利。

2.3 信用债违约风险

信用风险事件不仅会影响债券的二级市场估值，也会直接影响到一级市场的发行规模和发行结构。2018年民企“违约潮”和2020年底大型地方国企违约事件均对信用债一级发行产生显著冲击。回顾2020年信用债违约情况，全年新增违约主体30家，较2019年减少16家；违约率为0.67%，较2019年下降0.38个百分点。主要原因是融资环境宽松，各资质发行人融资情况均得到改善，同时，经过此前两年多的持续暴雷，民企发行人风险不断释放，存量高风险、有瑕疵主体已明显减少。不过，四季度以来，新增违约主体数量开始增多，且多起地方国企违约事件发酵，引发信用债市场悲观情绪蔓延，信用债净融资骤降。从全年来看，2020年新增违约主体中，国企有9家，比上年增加2家，占比则从上年的15%大幅提升至30%，表现出违约主体向国企迁移的趋势。

⁹ 参见证监会主席易会满于2020年12月发表的题为《提高直接融资比重》的署名文章。

图表 17 从新增违约主体家数看，2020 年违约风险较上年有所缓和



数据来源: WIND, 东方金诚

2020 年四季度地方国企违约事件能够对市场产生如此剧烈的影响，一个重要的原因在于，市场对相关主体具有较强的“国企信仰”，预期其在偿债方面应当能够得到地方政府的支持。这一预期落空表明，即便对于区域内的大型、重要国企，地方政府救助意愿也存在着较大的不确定性，这使得“国企信仰”的根基受到动摇。同时，在当前宏观政策逐步回归常态、信用扩张速度放缓，以及国企改革持续推进、“僵尸国企”不断出清的预期下，市场对于债市中长期违约风险，尤其是弱资质国企和尾部城投信用风险加速暴露的担忧，构成了悲观情绪蔓延的宏观和中观背景。

从 2021 年来看，信用债市场确实面临着违约风险上升的压力。主要原因在于，2020 年融资环境整体宽松，无论是银行信贷投放还是企业债券融资规模都有明显上升，且债务结构短期化特征明显，这也推升了 2021 年企业债务兑付的压力。而随着宽松政策逐步退出，2021 年企业享受的融资优惠政策力度将会减弱，整体信用扩张趋于放缓。这两方面因素相结合，将对 2021 年债市违约率起到一定的推升作用。由此，信用扩张放缓、违约风险加大的预期将压制市场风险偏好，从而加剧信用债市场分化。同时，**2021 年信用风险向地方国企迁移的趋势料将延续**，市场将密切关注所属行业景气低迷、所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部国企违约风险。与民企相比，国企违约对市场情绪的扰动更大，更易引发投资机构在区域或行业层面的“一刀切”风控，从而造成更大范围的债券估值波动和一级融资收紧。

需要说明的是，我们认为 **2021 年信用债违约风险大幅上行的可能性并不大**。一方面，在经过此前两年多的连续出清后，债券市场存量民企的信用资质整体改善，违约风险较为可

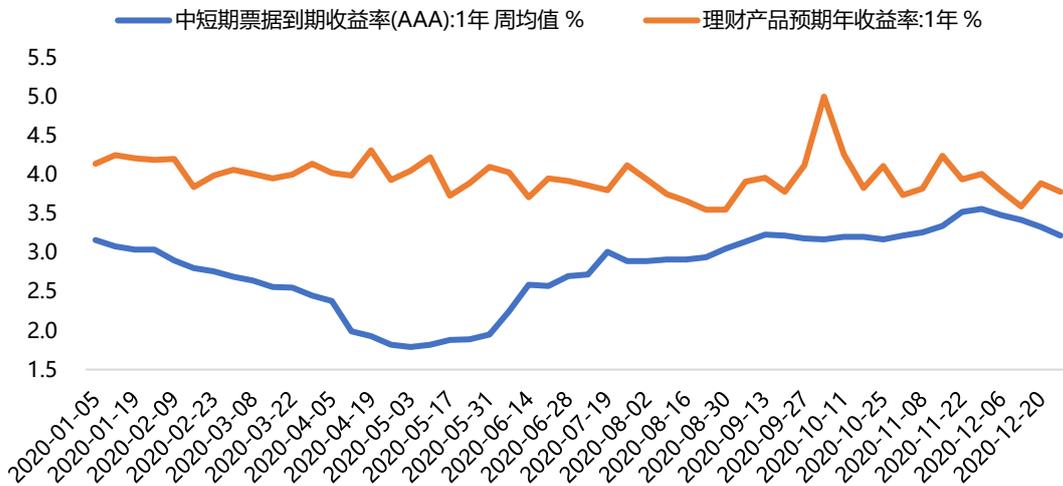
控。另一方面，近期监管层已通过金融委会议、中央政治局会议和中央经济工作会议，连续强调要“打击‘逃废债’等债市违法违规行”，这将有助于缓解市场对地方国企欲借“逃废债”摆脱债务负担的担忧情绪。这样来看，2018年民企违约多发现象再现于2021年地方国企、城投平台的可能性很小，更可能会继续呈现少量、散点分布状态。

2.4 信用债发行展望

展望2021年，主要受利率中枢抬升、发行政策环境趋严，投资者风险偏好下降，以及城投、地产等发债大户融资边际收紧影响，信用债净融资料将承压。预计全年信用债净融资额将从上年的3.1万亿降至2.0万亿左右。具体分析如下：

（一）2021年信用债发行利率中枢将较2020年提升。一方面，债券相对贷款的融资成本优势减弱，贷款议价能力强的企业或更多转向银行贷款，从而降低对债券融资的需求。同时，后续股票发行注册制将在全市场推行，相关企业可能会把握政策利好，更多转向股权融资，优化融资结构。另一方面，在监管严查套利、发行利率抬升后，2020年下半年以来短债套利空间已经大幅收窄，因套利而引发的债券融资需求已明显降温。

图表 18 1年期理财产品预期年收益率和1年期信用债到期收益率变动情况



数据来源：WIND，东方金诚

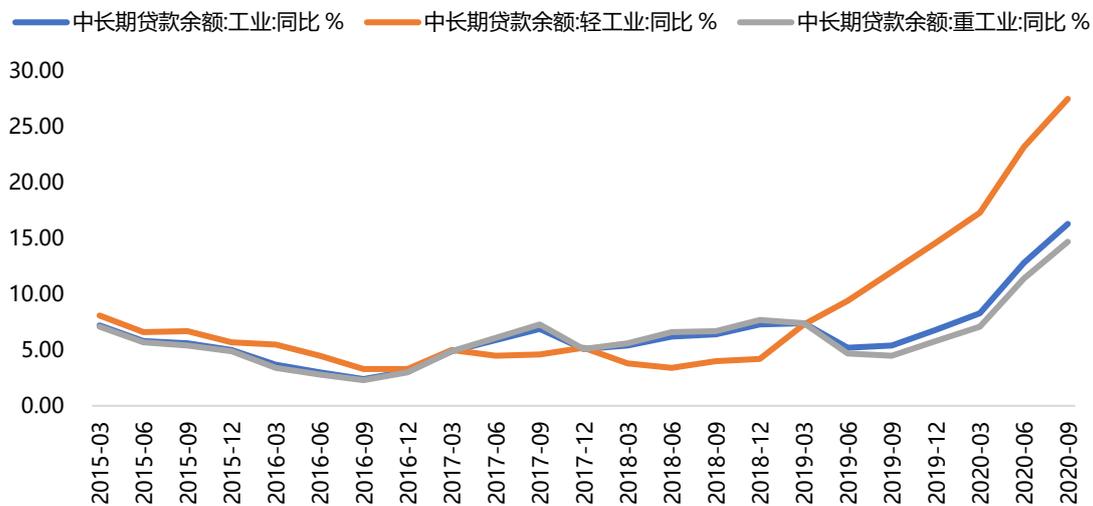
（二）2021年信用债发行政策环境趋紧。一方面，疫情期间出台的临时性宽松举措将进一步退出。另一方面，信用债市场监管基调趋严，发行人、投资者、中介机构等市场参与各方将处在更加严格的监督管理之下，结构化发行、欺诈发行等违法违规行为将受到“零容忍”处理。我们认为，严监管基调将在短期内抑制信用债净融资放量，但从中长期来看，将有助于提升债市法治水平、夯实债市信用基础，对于推动债市健康平稳发展具有深远意义。

（三）2021年信用扩张放缓而企业债务兑付压力加大，债市违约率面临上行可能，这

将压制市场风险偏好。预计投资者对信用债的态度将更为谨慎，这在抑制需求总量的同时，也将加剧信用债市场分化。另外，2021 年是资管新规过渡期最后一年，在 2021 年底前，银行理财产品、信托计划、保险资管产品、券商理财等资管产品将完成净值化转型，转型过程中净值波动加大可能会影响产品规模保持，也可能对信用债需求总量形成一定冲击。

(四) 分板块来看，2021 年稳增长需求下降，稳定宏观杠杆率则成为重要的政策目标，这意味着：其一，基建进一步发力的空间有限，新增专项债规模大概率回调，城投基建配套融资需求料将下降，同时，防范地方政府债务风险的重要性相对上升，城投整体融资环境边际收紧。其二，房企债务扩张将持续受到约束，尤其对于“三道红线”不达标的高杠杆经营房企来说，其债务规模的增加将受到明确限制。因此，2021 年作为发债大户的城投平台和房企债券净融资额均将有所回落。另一方面，2021 年制造业将接棒基建和房地产，成为拉动投资增长的主要动力。制造业投资的大幅反弹将带动企业融资需求回暖，但考虑到 2021 年新增信贷规模不会明显收缩，且政策层面上鼓励银行加大对制造业企业的中长期贷款支持力度，因此，制造业投融资回升或难以大幅激发企业债券融资需求。

图表 19 2020 年以来，金融机构对工业企业中长期贷款余额增速显著加快



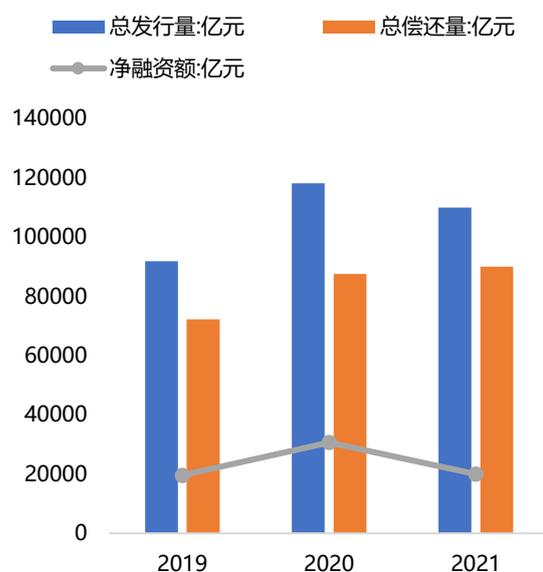
数据来源：WIND，东方金诚

从总发行量来看，在净融资规模承压的同时，由于 2020 年信用债发行大规模放量，且其中短期债券占比超 4 成，这也造成 2021 年信用债到期偿还规模增加。因此，**企业刚性滚债需求将对发行总量产生较强支撑**。综合考虑到期偿还量、提前兑付量、回售量以及年内发行并到期的金额，我们预计 2021 年信用债待偿还规模将为 9 万亿¹⁰，叠加 2 万亿净融资额，

¹⁰ 详见东方金诚研报《2020 年信用债违约回顾与 2021 年展望》

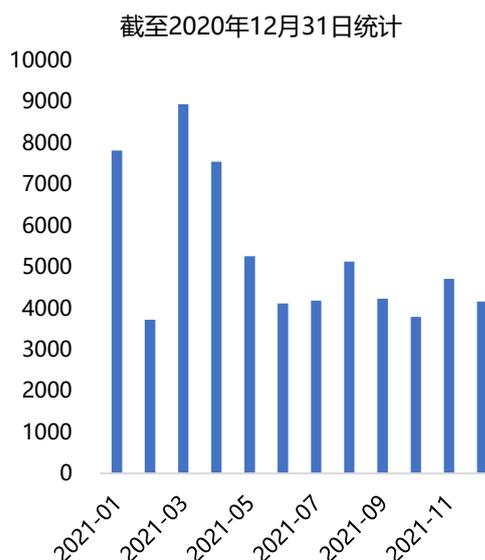
全年信用债总发行量将在 11 万亿左右，较 2020 年减少约 8000 亿。从节奏上来看，上半年到期偿还量较大，企业面临较强滚债需求；下半年偿还规模下降，而发行利率有望出现一定幅度下行，企业债券净融资需求或将回暖。整体上看，受利率走势和到期量分布影响，2021 年信用债净融资额将“前低后高”，发行量则将“前高后低”。

图表 20 2021 年信用债发行与净融资展望



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 21 2021 年信用债到期偿还量分布



从结构来看，预计 2021 年信用债融资在资质、期限、区域、行业等层面的分化将进一步加剧。具体分析如下：

(一) 2021 年市场风险偏好承压，加之理财产品净值化转型过程中等级偏好提升、期限偏好缩短，预计投资者对低等级、长久期债券需求将会下降，低等级、长期限债券发行难度料将加大。同时，投资者对高等级、短久期债券的需求将会增加，而考虑到随着打破刚兑不断扩面，债券市场上可供投资的安全资产减少，资金对优质、安全资产的追逐或将加剧结构性“资产荒”，这将进一步强化优质主体的发行成本优势。

因此，从供需关系角度看，2021 年低等级或长期限债券发行需要给予投资者更高的票面溢价补偿。这也意味着，对于低等级主体来说，拉长发行期限将面临更大难度，必要时还需采取一定的增信措施。而对于信用风险可控的优质主体来说，债券发行期限的选择将相对灵活。在上半年利率偏高的时期，或将更加倾向于发行短期债券；下半年利率料将有一定下行趋势，则可考虑适当拉长发行期限。整体上看，2021 年信用债一级发行高度集中于优质主体和短期限的特征将进一步强化。

(二) 以城投“红黄绿”分级传闻、房企“三道红线”政策为代表，城投、地产融资监

管正趋于细化，这两大板块中的弱资质主体将面临更大的融资约束，进而加剧不同资质主体之间的信用分化。一直以来，由于城投和地产较强的系统重要性、城投背后的政府支持、房企较高的资产质量，使得城投债和地产债成为投资者资质下沉的优选。但 2021 年城投和房企融资政策边际收紧，融资监管趋于细化，将使投资者在下沉资质时更加谨慎，也将更加注意控制久期。

（三）2021 信用债违约向国企迁移的趋势料将持续，而**国企违约更易引发投资者在区域或行业层面采取“一刀切”风控策略**。在当前的市场环境下，敏感区域或敏感行业内的弱资质主体债券发行可能仍然需要等待市场信心的重塑；而尽管大型地方国企违约事件对城投债估值也有影响，但在“安全资产荒”驱动下，城投信仰在经济财政实力较强的地区反而存在被动巩固的可能。