



孙彬彬：结构性短缺是当前 信用债市场的痛点



意见领袖|孙彬彬



摘要：

我国信用债供给结构有何演变？

2005-2016年，短融、中票等不同品种信用债相继推出，助力信用债市场扩容，信用债一级发行及净融资呈陡峭式增长。

2017年，信用风险事件频发、企业再融资需求下降（一方面，供给侧改革下，企业盈利改善且投资扩产需求不高。另一方面，城投和房地产行业再融资环境收窄），全面信用债供需维持弱平衡。

2018-2020年，信用债一级发行及净融资再度走高，尤其是2020年上半年，为对冲疫情影响，宏观经济政策整体宽松，信用债发行规模呈爆

发式增长，新增融资规模再创历史新高。

2021年，市场尚未完全走出永煤违约事件阴影、叠加房企持续爆雷、城投融资政策边际收紧，信用市场融资有所回落。

对比每年年初存量债券分布结构，可以发现，2016年以后，每年新增发行仅能完全覆盖优质、短久期信用债。

城投、产业分别有何表现？

产业债在较长时间中为信用债发行主力军，占比虽有下滑，但始终保持在50%以上。实际上，永煤之后，产业债违约边际向好。

城投发行占比整体抬升，已基本占据信用债发行的半壁江山，政策监管周期对城投债的发行与净融资影响较大。此外，弱资质城投主体信用债供给波动大且目前总体受限。

可以看到，信用债的供给往往受多种因素影响，除了信用市场的完善程度、宏观经济环境、行业融资政策、行业景气度及企业投融资需求之外，不同信用环境下投资者的配置意愿也是关键因素，历史信用事件频发行业或区域在市场化的选择中被逐渐抛弃，信用融资越来越集中在优质主体中。

当前存量信用债有何特征？

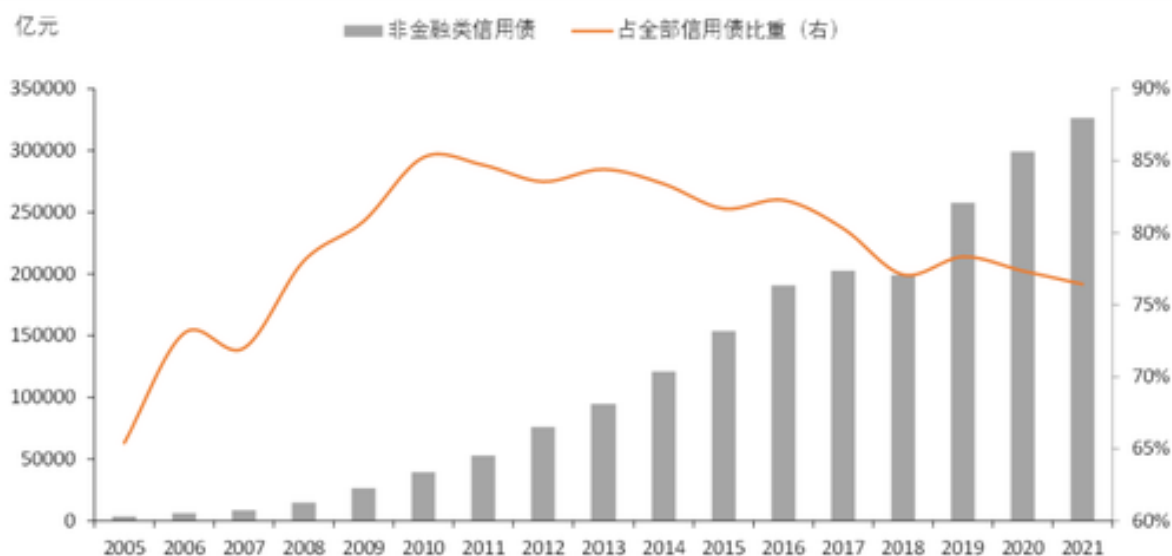
在一级发行逐步向优质主体集中的同时，存量信用债票息更加难寻，结构性短缺成为当前信用债市场的痛点。

结构性短缺：当前信用债市场的痛点

截至 2022 年 1 月 16 日，全市场信用债存量规模达 43.07 万亿元，包括金融类信用债 10.10 万亿元，非金融类信用债 32.96 万亿元，占全部信用债存量的 76.54%（2008 年以来，非金融类信用债占全部信用债规模的比重在 75%-85%，占比整体呈现下降趋势）。

当前，存量非金融类信用债有何特征？未来供给如何？机构如何看待与参与？

图 1：非金融类信用债历史存量变化



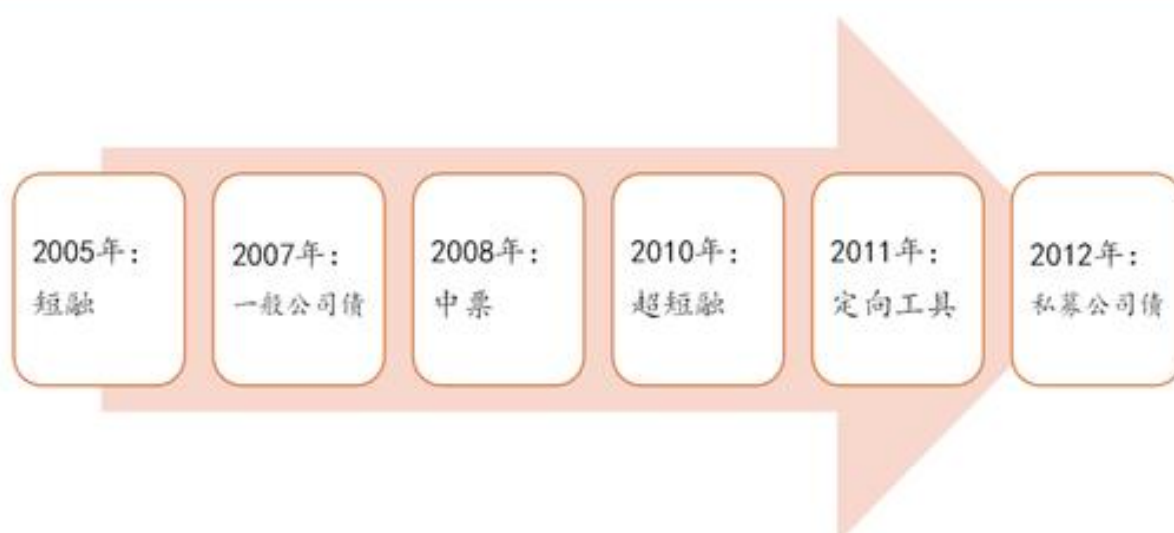
资料来源：Wind，天风证券研究所

1、我国信用债供给结构有何演变？

2005-2016 年，短融、中票等不同品种信用债相继推出，助力信用债市场扩容，信用债一级发行及净融资呈陡峭式增长，年末存量余额由 1.12 万亿元提高至 16.53 万亿元。2005 年以前，信用债以企业债为主，品种较

为单一且审批严格，信用债市场发展较为缓慢。2005年，人民银行推出短期融资券，信用债供给由此进入增长阶段；随后几年间，一般公司债、中票、超短融、定向工具和私募公司债等信用债品种相继被推出，品种的不断丰富也推动了信用债规模的增长。

图2：不同品种信用债推出时间



资料来源：Wind，天风证券研究所

2017年，信用风险事件频发、企业再融资需求下降（一方面，供给侧改革下，企业盈利改善且投资扩产需求不高。另一方面，城投和房地产行业再融资环境收窄），全面信用债供需维持弱平衡，几无增量。

2018-2020年，信用债一级发行及净融资再度走高，尤其是2020年上半年，为对冲疫情影响，宏观经济政策整体宽松，信用债发行规模呈爆发式增长，新增融资规模再创历史新高。

2021年，市场尚未完全走出永煤违约事件阴影、叠加房企持续爆雷、

城投融资政策边际收紧，信用市场融资有所回落。

图 3：不同品种信用债发行走势

| 年份 | 一般企业债 | 一般短期融资券 | 一般中期票据 | 超短期融资券 | 定向工具 | 私募债 |
|-------|-------|---------|--------|--------|-------|-------|
| 2004年 | 272 | - | - | - | - | - |
| 2005年 | 604 | 1424 | - | - | - | - |
| 2006年 | 615 | 2920 | - | - | - | - |
| 2007年 | 1094 | 3349 | 112 | - | - | - |
| 2008年 | 1567 | 4339 | 288 | 1737 | - | - |
| 2009年 | 3247 | 4612 | 735 | 6900 | - | - |
| 2010年 | 2821 | 6742 | 512 | 4924 | 150 | - |
| 2011年 | 2471 | 8032 | 1291 | 7270 | 2090 | 919 |
| 2012年 | 6485 | 8400 | 2492 | 8453 | 5822 | 3759 |
| 2013年 | 4748 | 8600 | 1362 | 6918 | 7535 | 5657 |
| 2014年 | 6909 | 10854 | 759 | 9768 | 10996 | 10260 |
| 2015年 | 3406 | 9725 | 5251 | 12724 | 23081 | 8845 |
| 2016年 | 5876 | 6063 | 12982 | 11475 | 27613 | 5986 |
| 2017年 | 3731 | 3955 | 5642 | 10341 | 19811 | 5127 |
| 2018年 | 2418 | 4778 | 10111 | 16962 | 26497 | 5479 |
| 2019年 | 3624 | 4826 | 10861 | 20308 | 31428 | 6201 |
| 2020年 | 3925 | 4931 | 15243 | 23447 | 48051 | 7098 |
| 2021年 | 4399 | 5261 | 16408 | 25482 | 47041 | 8684 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：信用债发行与净融资走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1 当年发行可覆盖多少年初存量？

对比每年年初存量债券分布结构，可以发现，无论是城投债还是产业债，当年新发行信用债规模基本覆盖年初存量中剩余期限在 3 年内的信用债。

图 5：城投债当年发行与年初存量对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：产业债当年发行与年初存量对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

分主体评级看：

历史上，AAA、AA+、AA 主体当年新发信用债规模基本能够覆盖年

初存量信用债中剩余期限在 1 年内的存量; 2016 年及以前能够覆盖剩余期限在 3 年内, 但 2016 年以后, 每年新发规模对 3 年内到期存量有一定缺口。而对于 AA 以下主体, 2016 年以后对 1 年内的存量信用债覆盖仍有一定缺口。

图 7: 不同主体评级当年发行与年初存量对比

| | AAA | | | | AA+ | | | | AA | | | | AA以下 | | | |
|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|------|--|
| | 当年发行 | 年初存量 | | 1年内 | 3年内 | 当年发行 | 年初存量 | | 1年内 | 3年内 | 当年发行 | 年初存量 | | 1年内 | 3年内 | |
| | | 1年内 | 1-3年 | 占比 | 占比 | | 1年内 | 1-3年 | 占比 | 占比 | | 1年内 | 1-3年 | 占比 | 占比 | |
| 2006 | 1563 | 730 | 24 | 214% | 207% | 381 | 133 | 0 | 286% | 286% | 461 | 196 | 0 | 235% | 235% | |
| 2007 | 2056 | 1060 | 40 | 194% | 187% | 733 | 248 | 0 | 296% | 296% | 639 | 321 | 5 | 199% | 196% | |
| 2008 | 5030 | 1251 | 45 | 402% | 388% | 979 | 604 | 15 | 162% | 158% | 960 | 464 | 5 | 207% | 205% | |
| 2009 | 9930 | 2197 | 1165 | 452% | 295% | 2232 | 683 | 29 | 327% | 313% | 1855 | 605 | 52 | 307% | 287% | |
| 2010 | 9216 | 2729 | 4115 | 338% | 135% | 2267 | 657 | 399 | 345% | 215% | 2567 | 646 | 239 | 397% | 290% | |
| 2011 | 13576 | 5493 | 4687 | 247% | 133% | 3141 | 859 | 802 | 366% | 189% | 3564 | 1026 | 589 | 347% | 223% | |
| 2012 | 20042 | 8440 | 6781 | 237% | 132% | 5717 | 1344 | 1628 | 425% | 192% | 6885 | 1119 | 1182 | 615% | 299% | |
| 2013 | 19410 | 10212 | 9959 | 190% | 96% | 5467 | 2035 | 3001 | 269% | 109% | 7150 | 1706 | 2240 | 419% | 181% | |
| 2014 | 25031 | 13980 | 11144 | 180% | 100% | 9231 | 3511 | 4605 | 261% | 114% | 11576 | 2713 | 4171 | 407% | 168% | |
| 2015 | 34670 | 16545 | 14386 | 210% | 112% | 14445 | 5305 | 7254 | 272% | 115% | 15856 | 4746 | 7457 | 334% | 130% | |
| 2016 | 42093 | 21568 | 16359 | 195% | 111% | 18251 | 8040 | 9288 | 227% | 105% | 21637 | 7351 | 14406 | 294% | 99% | |
| 2017 | 27608 | 21889 | 20213 | 126% | 66% | 12882 | 8930 | 12031 | 144% | 61% | 11707 | 7921 | 20192 | 148% | 42% | |
| 2018 | 47250 | 17625 | 26977 | 268% | 106% | 15981 | 9331 | 14605 | 171% | 67% | 8210 | 11134 | 18800 | 74% | 27% | |
| 2019 | 58987 | 24974 | 41745 | 236% | 88% | 19005 | 11291 | 20206 | 168% | 60% | 12637 | 10167 | 18920 | 124% | 43% | |
| 2020 | 76391 | 30510 | 48372 | 250% | 97% | 24141 | 12102 | 20753 | 201% | 74% | 16291 | 8893 | 16938 | 183% | 63% | |
| 2021 | 78800 | 41375 | 51471 | 190% | 85% | 29313 | 16949 | 17522 | 173% | 85% | 16306 | 10803 | 15557 | 151% | 62% | |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

分企业属性看:

央企和地方国企当年新发尚能覆盖 1 年内的存量信用债, 而民企在 2019 年以后的覆盖程度不足。此外, 近 5 年来, 无论是央企、地方国企, 还是民企, 新发信用债均不足以完全覆盖 3 年内的信用债存量。

图 8: 不同企业属性当年发行与年初存量对比

| | 中央国有企业 | | | | | 地方国有企业 | | | | | 民营企业 | | | | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|-------|------|------|------|
| | 当年发行 | 年初存量 | | | 1年内 | 3年内 | 当年发行 | 年初存量 | | | 1年内 | 3年内 | 当年发行 | 年初存量 | | | 1年内 | 3年内 |
| | | 1年内 | 1-3年 | 3年以上 | 占比 | 占比 | | 1年内 | 1-3年 | 3年以上 | 占比 | 占比 | | 1年内 | 1-3年 | 3年以上 | 占比 | 占比 |
| 2006 | 2080 | 975 | 24 | 889 | 213% | 208% | 1231 | 351 | 8 | 269 | 351% | 343% | 224 | 26 | 0 | 0 | 862% | 862% |
| 2007 | 2515 | 1569 | 45 | 1497 | 160% | 156% | 1722 | 886 | 0 | 704 | 194% | 194% | 333 | 116 | 0 | 0 | 288% | 288% |
| 2008 | 5251 | 1709 | 50 | 2109 | 307% | 299% | 2321 | 1218 | 15 | 1133 | 191% | 188% | 358 | 155 | 0 | 10 | 231% | 231% |
| 2009 | 9394 | 2569 | 1121 | 3717 | 366% | 255% | 5508 | 1397 | 142 | 1797 | 394% | 356% | 609 | 247 | 0 | 126 | 247% | 247% |
| 2010 | 8313 | 2924 | 4054 | 7246 | 284% | 119% | 6228 | 1401 | 711 | 5114 | 445% | 295% | 608 | 217 | 28 | 438 | 281% | 249% |
| 2011 | 11693 | 5228 | 4473 | 9779 | 224% | 121% | 8475 | 2457 | 1567 | 7936 | 345% | 211% | 1906 | 317 | 183 | 574 | 602% | 382% |
| 2012 | 17540 | 8191 | 5908 | 10067 | 214% | 124% | 15001 | 2825 | 3529 | 11512 | 531% | 236% | 3000 | 804 | 648 | 1168 | 373% | 207% |
| 2013 | 15549 | 9615 | 7914 | 13609 | 162% | 89% | 16019 | 4199 | 7083 | 18863 | 382% | 142% | 3607 | 1412 | 1381 | 2007 | 256% | 129% |
| 2014 | 17910 | 12062 | 8331 | 13728 | 148% | 88% | 27877 | 7412 | 11627 | 22657 | 376% | 146% | 4407 | 2277 | 2381 | 2269 | 194% | 95% |
| 2015 | 23090 | 12358 | 11040 | 13028 | 187% | 99% | 34267 | 13254 | 18427 | 29046 | 259% | 108% | 10709 | 3297 | 3424 | 1970 | 325% | 159% |
| 2016 | 26055 | 15662 | 11824 | 14084 | 168% | 95% | 42819 | 18654 | 27504 | 31512 | 230% | 93% | 15943 | 5103 | 5676 | 4612 | 312% | 148% |
| 2017 | 12949 | 15188 | 13918 | 15627 | 85% | 44% | 32590 | 20647 | 32323 | 42203 | 158% | 62% | 8452 | 5359 | 10603 | 9189 | 158% | 53% |
| 2018 | 21393 | 10175 | 15688 | 12657 | 210% | 83% | 41916 | 23507 | 34762 | 41646 | 178% | 72% | 9402 | 6869 | 12838 | 7079 | 137% | 48% |
| 2019 | 28651 | 13991 | 20909 | 9054 | 205% | 82% | 56340 | 25984 | 48719 | 34352 | 217% | 75% | 6855 | 8014 | 14097 | 3779 | 86% | 31% |
| 2020 | 34990 | 14536 | 24005 | 10889 | 241% | 91% | 74331 | 30552 | 53070 | 43389 | 243% | 89% | 8837 | 7396 | 11203 | 3370 | 119% | 48% |
| 2021 | 34230 | 19189 | 25049 | 10517 | 178% | 77% | 84386 | 42786 | 53425 | 57733 | 197% | 88% | 6860 | 8511 | 7425 | 3850 | 81% | 43% |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

可以看到，2016年以后，每年新增发行仅能完全覆盖优质、短久期信用债。结合过去几年信用债发行情况，若以当前存量信用债作为衡量，2022年信用债发行规模对年初存量规模的覆盖介于2017-2019年水平间，整体约为12万亿，其中中高等级、短久期存量债安全边际较高。

图9：历史信用债当年发行与存量对比

| | 年初存量 | 年初存量:1年内 | 年初存量:1-3年 | 年初存量:3年以上 | 发行规模 | 发行规模/年初存量 | 发行规模/年初存量(1年内) | 发行规模/年初存量(3年内) |
|------|--------|----------|-----------|-----------|--------|-----------|----------------|----------------|
| 2006 | 2635 | 1396 | 32 | 1208 | 3535 | 134% | 253% | 248% |
| 2007 | 4953 | 2637 | 45 | 2271 | 4570 | 92% | 173% | 170% |
| 2008 | 6632 | 3221 | 68 | 3343 | 7930 | 120% | 246% | 241% |
| 2009 | 11211 | 4213 | 1266 | 5731 | 15512 | 138% | 368% | 283% |
| 2010 | 22245 | 4547 | 4819 | 12879 | 15149 | 68% | 333% | 162% |
| 2011 | 32625 | 8006 | 6238 | 18380 | 22074 | 68% | 276% | 155% |
| 2012 | 44757 | 11832 | 10101 | 22823 | 35541 | 79% | 300% | 162% |
| 2013 | 66205 | 15225 | 16414 | 34565 | 35175 | 53% | 231% | 111% |
| 2014 | 82912 | 21773 | 22407 | 38733 | 50194 | 61% | 231% | 114% |
| 2015 | 106175 | 28971 | 33109 | 44094 | 68065 | 64% | 235% | 110% |
| 2016 | 134945 | 39502 | 45197 | 50246 | 84816 | 63% | 215% | 100% |
| 2017 | 165311 | 41348 | 56897 | 67067 | 53991 | 33% | 131% | 55% |
| 2018 | 165341 | 40583 | 63366 | 61392 | 72710 | 44% | 179% | 70% |
| 2019 | 179043 | 48012 | 83828 | 47203 | 91845 | 51% | 191% | 70% |
| 2020 | 198658 | 52596 | 88384 | 57679 | 118159 | 59% | 225% | 84% |
| 2021 | 228810 | 70575 | 86099 | 72135 | 125476 | 55% | 178% | 80% |
| 2022 | 247947 | 65743 | 105926 | 76278 | ? | | | |

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2 城投、产业分别有何表现？

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36212

