



一文看懂信用债续发

固定收益动态(动态)

证券研究报告

固定收益组

分析师：尹睿哲（执业 S1130525030009） 分析师：李豫泽（执业 S1130525030014）

yinruizhe@gjzq.com.cn

liyuze@gjzq.com.cn

一文看懂信用债续发

公司债券续发机制如何？

5月21日，上交所发布《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》。根据《通知》，公司债券续发行是指已在上交所上市挂牌的存量公司债券的发行人进行增量发行并将增量发行债券与存量债券合并上市挂牌。从规则上看，本次上交所公司债券的“续发”与银行间市场债务融资工具的“增发”含义基本相同。目前国内信用债仅中央汇金投资公司进行过中期票据增发，其余非金融企业则无续发案例。

本次上交所续发制度有以下三点细节值得关注：

第一，续发新规并未突破公司债券的新增要求。发行人本身需符合新增债券的要求或者拿到发债批文才能进行续发申报。

第二，续发债的增信保障措施可能存在变化。续发公司债与存量公司债需要有同效的担保增信措施，如果增信无法协调统一，则公司债的续发也会受到阻碍。

第三，发行定价的确定方式究竟利好发行人还是投资者值得推敲。续发债的实际存续期限要比原债券短，这会导致在相同的票面利率下，续发债的价格可能超过100元。如果采取按原票面续发债券，需要给投资者价格补偿。所以对于投资者而言，判断续发债的投资价值需要结合票面利率、实际发行期限与市场估值综合评定，续发债券与原债券可能存在价差套利空间。

政策落地后续影响？

于发债主体，续发新规允许发行人使用有效期内的公开发行业注册文件或者非公开发行业无异议函直接申请发行备案，大幅简化了发行流程，在一次注册额度内多次发行的模式也赋予了企业灵活选择发债时机的能力，降低定价风险。此外，对于资金需求量较大的主体，单只债券发行规模较大时，出于一级市场供给压力可能需要以更高的预期收益来吸引投资者投标，续发模式能降低相应融资成本，且通过延长债务期限以减轻流动性风险。与此同时，因续发带来的存续债券数量减少，可简化兑付、降低操作风险和管理成本。

从融资需求量的角度看，续发行更适合存续债券规模较大、经营偿债能力相对较强的高等级发债企业。

于债市投资者，一方面，《通知》规定公司债券续发行后符合基准做市品种条件的，可以纳入公司债券基准做市品种范围，这将进一步提升做市商报价积极性，强化市场定价效率。另一方面，标的存量券可交易体量的增加，能相应减少交易费率，理论上可以有效改善信用债的流动性。对保险、银行等大型配置机构而言，单只大规模的存量券也更能满足持仓需求。值得注意的是，规模大流动性好的逻辑并不完全适用在任何场景。对于本次信用债续发主体，尤其是长信用主体来说，存量券流动性会否明显改善还需进一步观察。

总结来看，上交所公司债券的续发新规，对于发债主体而言更偏利好，赋予发行人灵活选择发债时机的能力，以降低其融资与管理成本；对于债市投资者来说，续发债券与原债券存在价差套利空间以提供交易机会的同时，也对定价能力提出更高要求，续发券流动性的改善程度也需跟踪观察。

风险提示

统计数据失真：银行间债券交易到交割有一定的时滞，这会影晌统计数据结果，从而扰动对交易情绪走向的判断。

信用事件冲击债市：信用事件发生有随机属性，扰动债市情绪的力皮，与事件性质及牵涉到的券种有一定关系。

政策预期不确定性：经济政策、债市监管政策颁布或引起债市配置和交易惯性的变化，而变化方向要基于相关政策做进一步分析。



内容目录

一、一文看懂信用债续发.....	3
1、公司债券续发机制如何?	3
2、政策落地后续影响?	5
二、风险提示.....	7

图表目录

图表 1: 近 10 年续发/增发债发行只数.....	3
图表 2: 近 10 年续发/增发债发行结构.....	3
图表 3: 续发/增发与分期发行对比.....	4
图表 4: “25 汇金 MTN001”续发案例.....	4
图表 5: “25 汇金 MTN001”续发债一二级市场定价差异.....	5
图表 6: 续发空间较大的 15 家高等级主体.....	5
图表 7: “25 汇金 MTN001”续发后流动性有改善.....	6
图表 8: “19 广东债 09”续发后活跃度仍然寡淡.....	6



一、一文看懂信用债续发

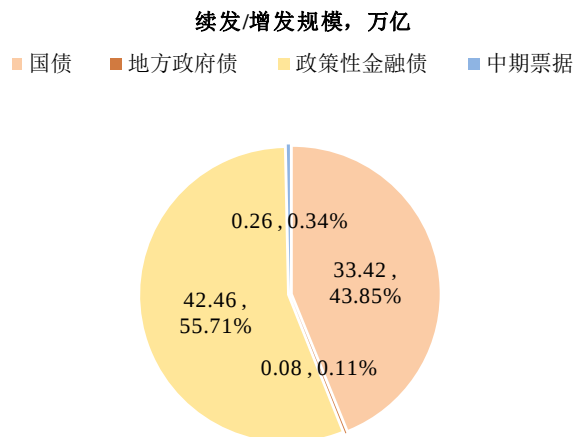
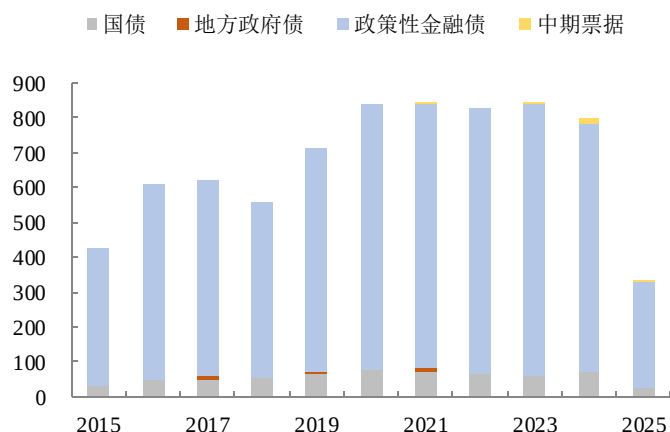
1、公司债券续发机制如何？

2025年5月21日，上交所称“为规范公司债券（含企业债券）续发行和资产支持证券扩募业务活动，满足市场主体合理融资需求，进一步提升债券市场流动性”，发布《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》¹。根据《通知》，公司债券续发行是指已在上交所上市挂牌的存量公司债券的发行人进行增量发行并将增量发行债券与存量债券合并上市挂牌，且续发债券的证券代码、证券简称、证券全称、起息日、付息日、到期日、面值、票面利率和特殊条款等基本要素均与存量原债券保持一致。

从规则上看，本次上交所公司债券的“续发”与银行间市场债务融资工具的“增发”含义基本相同。目前国内债券市场采用续发/增发（以下统称“续发”）机制较为成熟的券种主要为国债和政策性金融债，截至2025年5月28日，2015年以来政策性金融债与国债的续发规模分别达到42.46万亿和33.42万亿，合计规模占总续发债规模的比例超过99%。地方政府债虽然在2017年至2021年之间也有续发债发行，但无论是在只数还是规模上，绝对值均显微小。而对于信用债，2015年至今仅中央汇金投资有限责任公司进行过中期票据增发²，其余非金融企业则无续发案例。

图表1：近10年续发/增发债发行只数

图表2：近10年续发/增发债发行结构



来源：iFind，国金证券研究所

来源：iFind，国金证券研究所

数据说明：2025年数据截至5月28日，下同。

数据说明：存量数据截至5月28日，下同。

一般对资金需求较强的发债主体，多采用分期发行的形式以达到融资目的。续发机制与分期发行一样，均属于分批次融资的手段，利好发行人在注册额度或批准额度内，根据市场情况灵活融资。不过需要注意的是，两类发行方式在票面利率、发行期限、起息与付息日、发行条款、信息披露要求等多方面均存在差异。并且在债券代码上，续发债代码通常会在原债券代码基础加“X/Z”，以表明“续发/增发”的含义，合并后与原债券共用一个交易代码，因此在二级市场上定价也保持一致。而分期发行的债券，每期代码均不同，二级市场定价也比较独立。

¹ 资料来源：https://www.sse.com.cn/lawandrules/sselawsrules/bond/issue/c/c_20250521_10779613.shtml

² 2021年3月4日，汇金投资第一只增发券“20汇金MTN010A(增发01)”发行，详见《中央汇金投资有限责任公司2020年度第十期(增发)中期票据(102002066)增发公告》。


图表3：续发/增发与分期发行对比

基本要素		续发/增发	分期发行
相同点	发行规模	总发行规模不得超过注册总额度，分批次发行	
不同点	债券代码	发行阶段为原债券代码加“X/Z”，交易代码与原债券代码一致	每期代码均不同
	票面利率	与原债券一致	与原债券独立
	发行期限		
	起息日		
	到期日		
	发行条款		
	信息披露	无需重制募集说明书、评级报告等信息披露材料	需重制募集说明书，涉及债项评级需重新评级
	发行价格	可溢价/折价/平价发行	按面值发行

来源：上交所，国金证券研究所

除与分期发行的区别以外，本次上交所续发制度还有以下三点细节值得关注：

第一，续发新规并未突破公司债券的新增要求。根据《通知》第二条，发行人可以使用有效期内的公开发行业注册文件或者非公开发行业无异议函向上交所申请参与续发行业务，这其中暗含的前提是发行人本身需符合新增债券的要求或者拿到发债批文，发行人新增公司债券规模还是需要按照现行业务规则的规定进行申报审核。

第二，续发债的增信保障措施可能存在变化。《通知》明确存量公司债券附有担保条款的，续发公司债券的增信措施也要做好妥善安排，即续发公司债与存量公司债需要有同效的担保增信措施。如果担保增信机构是第三方担保公司，且该担保公司可提供的最大担保额度无法覆盖存量公司债和续发公司债的担保规模之和，那就需要其他担保公司提供同效的增信措施，这一方式的可行性有待确认。如果增信无法协调统一，则公司债的续发也会受到阻碍。

第三，发行定价的确定方式究竟利好发行人还是投资者值得推敲。虽然续发公司债券的起息日、付息日、票面利率、发行期限等基本信息与原债券一致，但续发债的实际存续期限要比原债券短（相同到期日但不同发行起始日），这会导致在相同的票面利率下，续发债的价格可能超过 100 元。如果续发时间处于利率上行周期中，原债券估值价格会低于 100 元，发行人重新发行一只新债的票面利率会更高，因此如果采取按原票面续发债券，需要给投资者价格补偿。例如“25 汇金 MTN001”的续发债发行起始日位于债市调整期内，其发行价格均低于 100 元。

图表4：“25 汇金 MTN001”续发案例

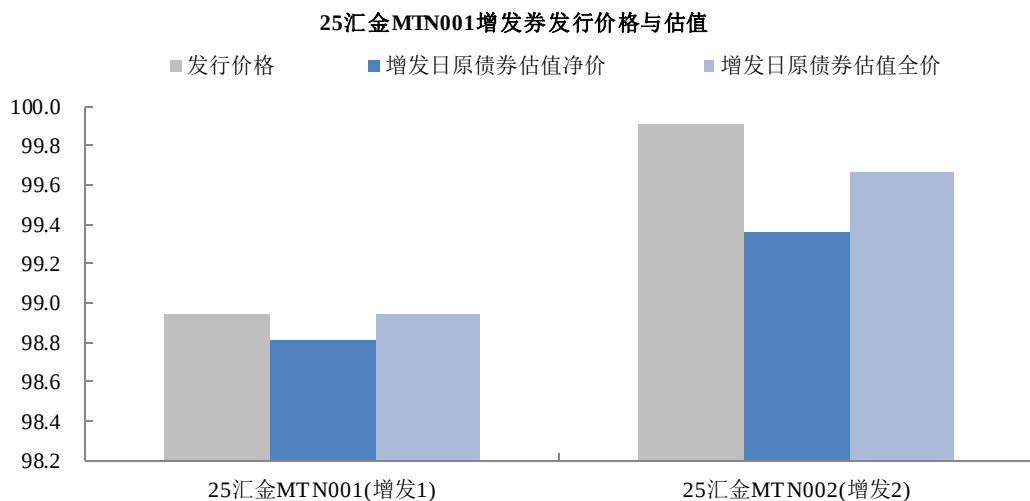
基本要素		25 汇金 MTN001	25 汇金 MTN001(增发 1)	25 汇金 MTN001(增发 2)
与原债券一致	债券代码（交易代码一致）	102580743.IB	102580743Z01.IB	102580743Z02.IB
	起息日	2025/2/24	与原债券一致	2025/2/24
	下一付息日	2026/2/24	2026/2/24	2026/2/24
	到期日	2030/2/24	2030/2/24	2030/2/24
	面值	100.00	100.00	100.00
	票面利率，%	1.88	1.88	1.88
	发行期限，年	5.00	5.00	5.00
实际要素	发行起始日	2025/2/21	2025/3/21	2025/4/25
	发行规模，亿	150.00	150.00	150.00
	发行价格	100.00	98.94	99.91

来源：iFinD，国金证券研究所



而如果是处于利率下行周期中，原始债券估值就已高于 100 元，发行人可以用更低成本发行新债，因此若还是按原票面续发，发行人会给自己确定一个低于二级市场估值的“补偿”价格。所以对于投资者而言，判断续发债的投资价值需要结合票面利率、实际发行期限与市场估值综合评定，续发债券与原债券可能存在价差套利空间。

图表5：“25 汇金 MTN001”续发债一二级市场定价差异



来源：iFind，国金证券研究所

2、政策落地后续影响？

于发债主体，续发新规允许发行人使用有效期内的公开发行业注册文件或者非公开发行业无异议函直接申请发行备案，大幅简化了发行流程，在一次注册额度内多次发行的模式也赋予了企业灵活选择发债时机的能力，降低定价风险。此外，对于资金需求量较大的主体，单只债券发行规模较大时，出于一级市场供给压力可能需要以更高的预期收益来吸引投资者投标，续发模式能降低相应融资成本，且通过延长债务期限以减轻流动性风险。与此同时，因续发带来的存续债券数量减少，可简化兑付、降低操作风险和管理成本。

本次上交所公司债券续发行通知虽未明确主体资质要求，但从融资需求量的角度上看，续发行更适合存续债券规模较大、经营偿债能力相对较强的高等级发债企业（低等级主体若进行续发，单一节点债券到期规模的扩大可能会加大偿债压力）。截至 5 月 28 日，在上交所披露注册批复额度的企业中，中国国家铁路集团有限公司、国家电力投资集团有限公司、中国中化股份有限公司等主体存有一定的续发空间与可能性。

图表6：续发空间较大的 15 家高等级主体

公司名称	最新主体评级	批复额度，亿	已使用，亿	剩余额度，亿	存量债规模，亿	存量债只数
中国国家铁路集团有限公司	AAA	3000	800	2200	17035	191
国家电力投资集团有限公司	AAA	1000	79	921	2258	140
中国中化股份有限公司	AAA	1800	1150	650	2096	57
中国国新控股有限责任公司	AAA	600	30	570	1727	30
中国中铁股份有限公司	AAA	1100	584	516	1146	82
中国长江三峡集团有限公司	AAA	500	20	480	896	41
中国诚通控股集团有限公司	AAA	600	130	470	1561	80
中国石油化工集团有限公司	AAA	400	-	400	118	3
中国石油化工股份有限公司	AAA	400	-	400	690	12
国家能源投资集团有限责任公司	AAA	500	100	400	530	13
中国有色矿业集团有限公司	AAA	350	-	350	239	23
国家开发投资集团有限公司	AAA	300	-	300	523	30
中国南方电网有限责任公司	AAA	300	-	300	1552	55
兖矿能源集团股份有限公司	AAA	300	-	300	480	23
国家石油天然气管网集团有限公司	AAA	300	-	300	300	9

来源：iFind，国金证券研究所

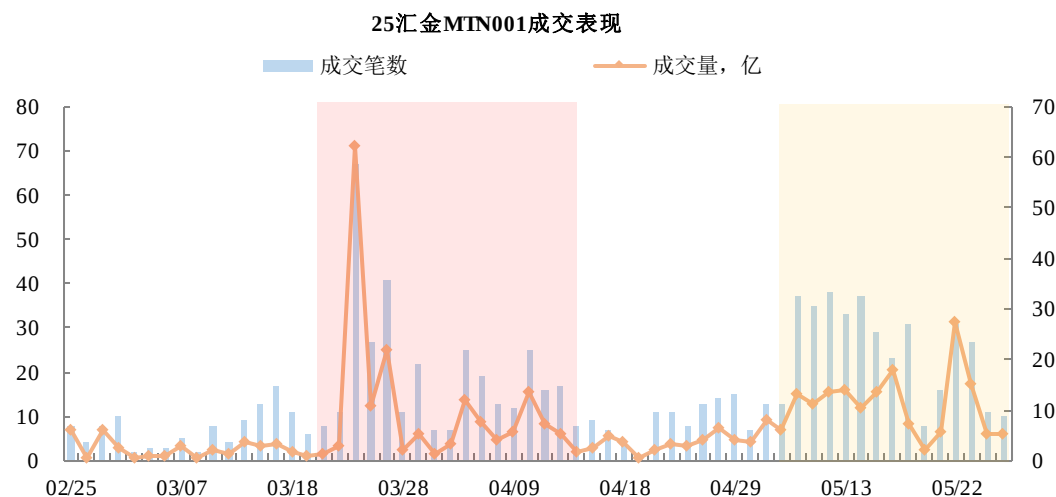
数据说明：仅统计有效披露期内（如有披露截止日，按截止日统计；如无，按公司债 2 年有效期、私募债 1 年有效期统计），



主体在上交所注册批复的公司债、企业债及私募债额度。

于债市投资者，一方面，《通知》规定公司债券续发行后符合基准做市品种条件的，可以纳入公司债券基准做市品种范围，这将进一步提升做市商报价积极性，强化市场定价效率。另一方面，标的存量券可交易体量的增加，能相应减少交易费率，理论上可以有效改善信用债的流动性。对保险、银行等大型配置机构而言，单只大规模的存量券也更能满足持仓需求。以“25 汇金 MTN001”为例，在今年 3 月下旬和 4 月下旬两次续发后，该个券成交笔数和成交量均有明显增长。

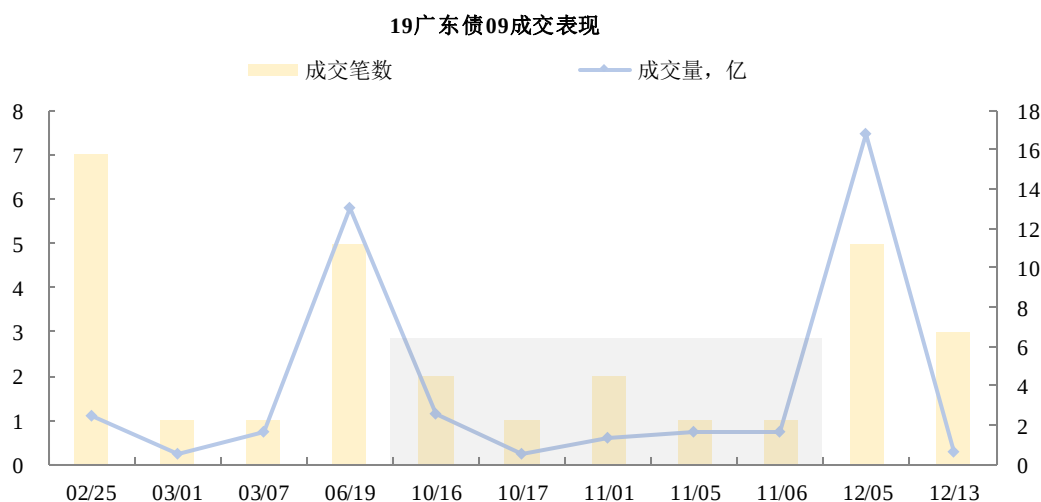
图表7：“25 汇金 MTN001”续发后流动性有改善



来源：iFind，国金证券研究所

值得注意的是，规模大流动性好的逻辑并不完全适用在任何场景。2019 年地方政府债“19 广东债 09”在 5 月底与 10 月底分别进行了 117 亿与 134 亿的续发，体量超过绝大多数地方债品种，但在续发后该个券成交活跃度依然寡淡。因此对于本次信用债续发主体，尤其是长信用主体来说，存量券流动性会否明显改善还需进一步观察。此外投资者在一级市场上认购续发债券时，认购方式和估值方法也需有所改变，这对其提出了更高要求。

图表8：“19 广东债 09”续发后活跃度仍然寡淡



来源：iFind，国金证券研究所

总结来看，上交所公司债券的续发新规，对于发债主体而言更偏利好，赋予发行人灵活选择发债时机的能力，以降低其融资与管理成本；对于债市投资者来说，续发债券与原债券存在价差套利空间以提供交易机会的同时，也对定价能力提出更高要求，续发券流动性的改善程度也需跟踪观察。



二、风险提示

- 1、统计数据失真：银行间债券交易到交割有一定的时滞，这会影响统计数据结果，从而扰动对交易情绪走向的判断。
- 2、信用事件冲击债市：信用事件发生有随机属性，扰动债市情绪的力度，与事件性质及牵涉到的券种有一定关系。
- 3、政策预期不确定性：经济政策、债市监管政策颁布或引起债市配置和交易惯性的变化，而变化方向要基于相关政策做进一步分析。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-80234211

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话: 010-85950438

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100005

地址: 北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究