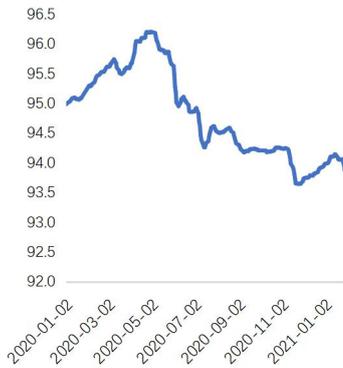


中债信用债总净价指数：



分析师：

王青 冯琳 于丽峰

时间：2021年2月20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

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。

主要观点：

一级市场：1月信用债发行量和净融资环比大增，融资修复程度超出预期；当月主要券种平均发行利率多数下行，但因月内资金面剧烈波动、整体收紧，短融发行利率中枢抬升。从结构来看，1月信用债融资恢复情况难言乐观，债市信用分层的进一步加剧，体现在：净融资主要由私募债贡献，公募债净融资恢复偏缓；取消发行规模及占比仍处较高水平；城投债净融资大幅改善，产业债净融资仅小幅回正，民企债净融资持续为负；融资区域分化显著，改善主要体现在长三角地区，诸多省份净融资依然为负；产业债净融资集中在综合、交通运输和建筑装饰行业，房地产和采掘等行业净融资存较大缺口。

二级市场：1月资金面剧烈波动，市场流动性预期反转，主导债市行情。中上旬资金面宽松，中下旬资金面收紧，带动债券收益率先下后上。全月来看，信用债收益率多数上行。同时，由于中下旬无风险利率过快调整，信用债反应相对滞后，1月信用利差被动收敛，月末与上月末相比多数下行。比较而言，除中高等级短久期品种外，1月产业债信用利差收窄幅度普遍大于同期限、同等级城投债。此外，1月等级利差整体收敛，期限利差表现分化。

信用风险事件：1月违约和级别下调情况较上月有所减少，无新增违约主体出现，但月内信用事件不断，海航、方正、华夏幸福等多个大型企业破产重整加速或寻求债务重组，扰动投资者风险偏好，市场情绪依然谨慎。

展望：展望后续，资金面剧烈变化并加剧债市波动的情况将得到缓和，高等级信用利差波动趋缓、仍具备维持低位的基础。但与此同时，信用债到期偿还压力加大，而信用债一级市场融资仍未完全修复，部分地区和行业债券融资有待解冻，局部再融资风险值得关注。从违约率和总偿还量的正相关关系来看，未来几个月信用风险溢价面临抬升。预计后续债市信用分层将继续加剧，等级利差面临较大走阔压力。

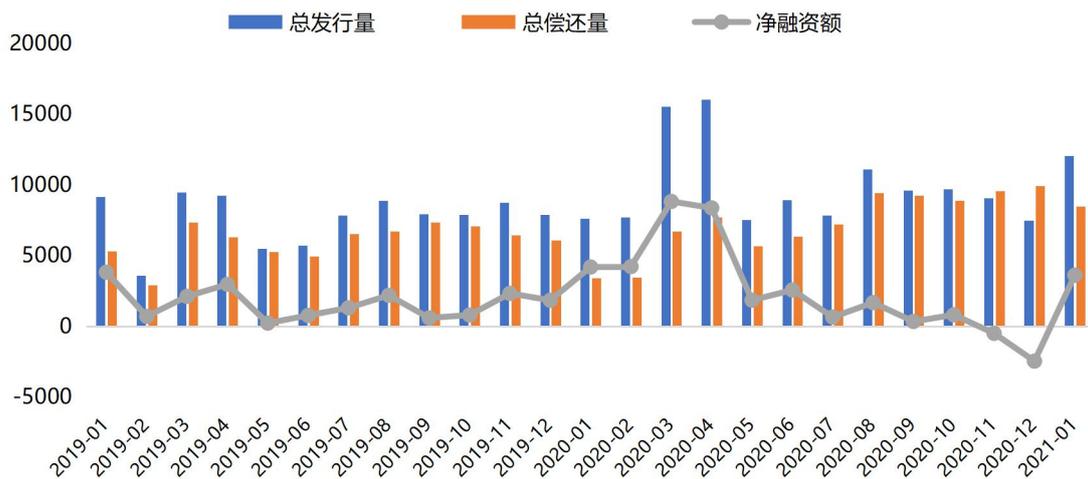
1. 1月信用债市场¹

1.1 一级市场

1月信用债发行量和净融资环比大幅放量，融资修复程度超出预期；当月主要券种加权平均发行利率多数下行，仅短融发行利率中枢进一步抬升

1月信用债融资明显恢复。主要受永煤违约事件冲击，去年11月、12月信用债净融资持续为负，其中12月净融资缺口高达约2500亿。今年1月，在监管连续表态及时维稳，以及央行流动性呵护下，市场悲观情绪缓和，机构配置需求回暖，加之前期积压的发行需求释放，信用债融资有明显改善。全月发行量超过1.2万亿，环比增4586亿，净融资额达3611亿，环比增6076亿。从总量角度看，1月信用债融资修复速度超出市场预期。

图表1 信用债发行与到期（亿元）

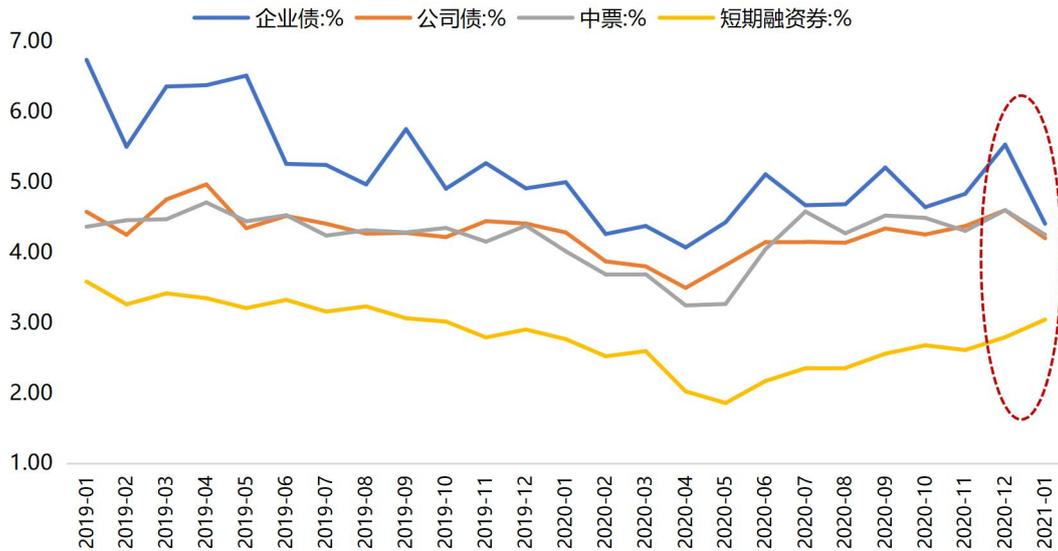


数据来源：Wind，东方金诚

发行利率方面，1月信用债二级市场收益率均值较上月多数下行，信用利差整体收敛，在此背景下，当月企业债、公司债和中票加权平均发行利率环比均有明显走低，分别下行113bp、40bp和35bp，这也与月内信用债融资改善的态势相一致。不过，1月短融加权平均发行利率环比上行25bp，主要原因是当月资金利率均值较上月抬升——相较中长期债券，短期债券定价对资金利率波动的敏感性更高；同时，由于月内资金面“前松后紧”，短融发行利率也呈现出“先下后上”的走势。

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。

图表 2 信用债各主要券种加权平均发行利率

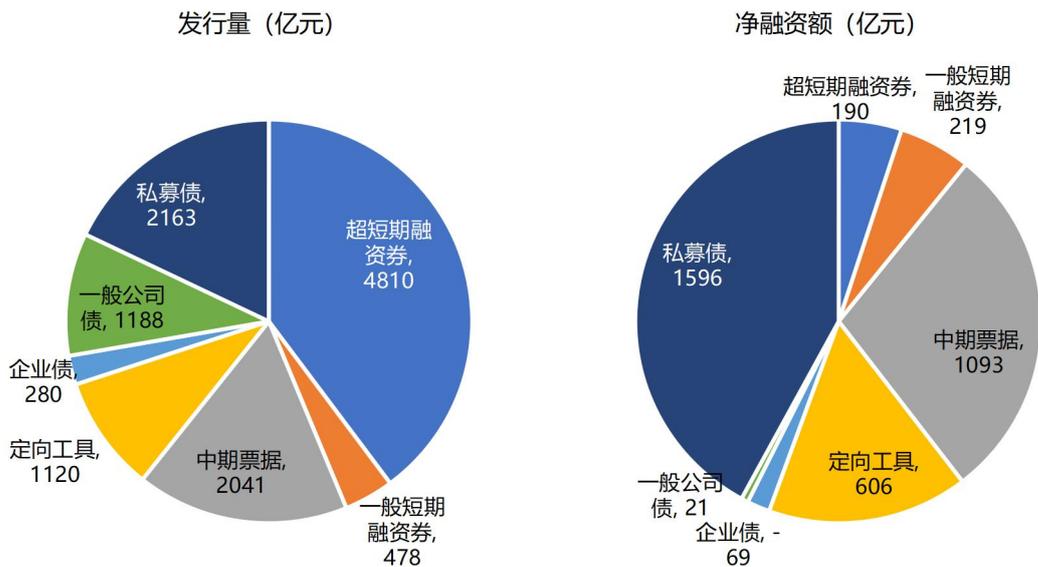


数据来源: Wind, 东方金诚

1月信用债发行以超短融为主,净融资则主要由私募债贡献;当月取消发行规模及占比仍处较高水平

1月信用债发行仍以超短融为主,占比约40%,但净融资额主要由私募债和中票贡献,(超)短融和一般公司债净融资仅小幅回正,企业债净融资仍存缺口。因此,与私募债相比,公募债净融资恢复偏缓。另外,在发行放量的同时,1月取消或发行失败的信用债规模约914亿,占当月发行量的7.6%,绝对规模和占比仍处较高水平,显示债市供需两端的情绪仍然较为谨慎。

图表 3 1月主要券种发行量和净融资规模



数据来源: Wind, 东方金诚

图表4 取消或发行失败信用债规模及占比

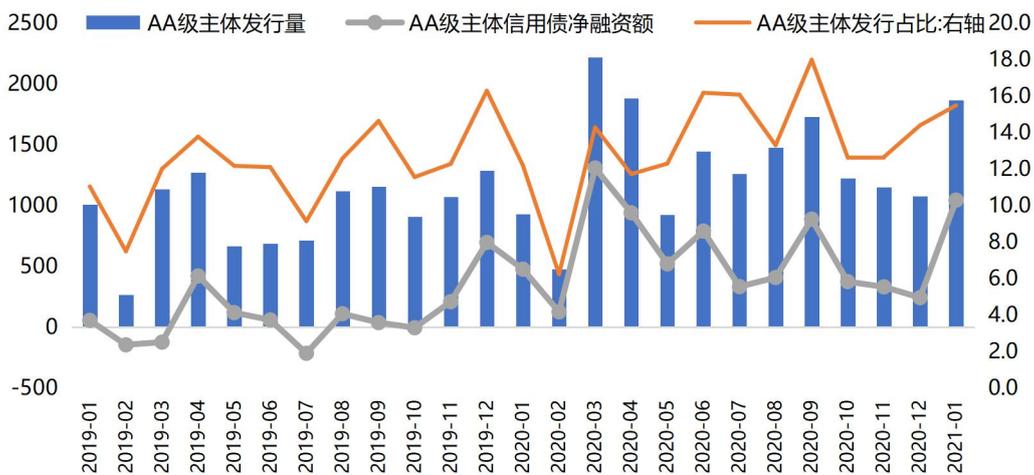


数据来源: Wind, 东方金诚

1月信用债发行主体级别以AAA级为主,但占比有所下降,AA+级和AA级主体发行占比提升

1月各主要级别信用债发行量和净融资额较上月均明显增加。其中,AAA级主体发行占比57.7%,环比下降5.9个百分点,净融资额从上月的负增2163亿转为正增1176亿,显示高等级主体债券净融资意愿回升;AA+级主体发行占比较上月提高5.4个百分点至26.0%,净融资额环比增加1855亿至1554亿;AA级主体发行占比从上月的14.4%小幅提升至15.5%,净融资额环比增加802亿至1045亿。

图表5 AA级主体信用债发行量及占比(亿元,%)



数据来源: Wind, 东方金诚

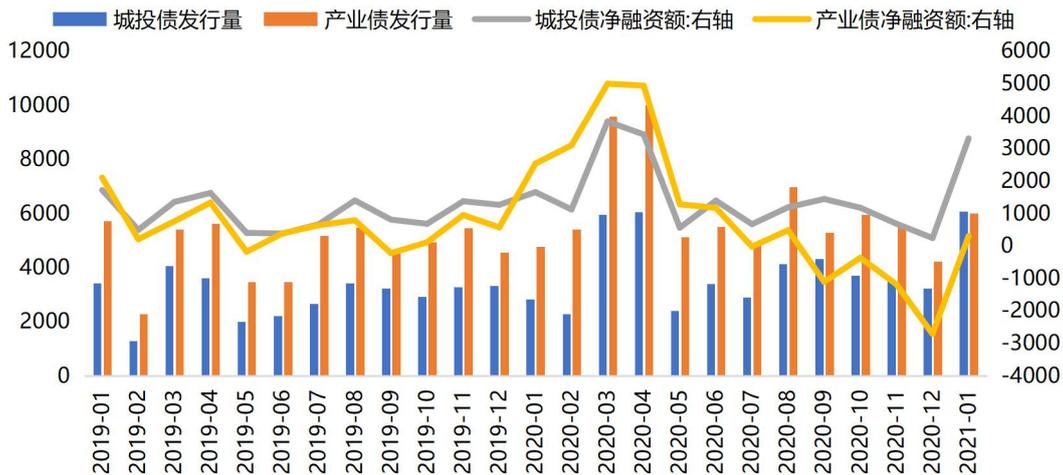
我们关注到,去年10月地方国企违约事件冲击市场风险偏好,AA级主体信用债发行占比明显回落。11月起发行占比则连续回升,这种回升趋势固然

受益于市场悲观情绪的缓和,但在很大程度上也是由低等级主体对债券融资的需求刚性造成的——在债券融资环境不佳、成本上行的时期,融资渠道切换能力强的高等级主体更易调整其债券融资计划,因此,并不能据此判断市场风险偏好进入实质性提升过程。

1月城投债发行占比回升,净融资大幅改善;产业债净融资小幅回正;民企债券净融资持续为负

1月城投债融资改善势头好于产业债。由于永煤违约事件对地方产业类国企的冲击未退,城投信仰出现被动巩固。加之1月所发行的地方政府再融资债券募集资金表述均为“偿还存量(政府)债务”,联想到此前媒体报道“在今年(2019年)化解隐性债务的实践中,监管部门推出建制县隐性债务化解试点方案……纳入试点后可发行地方政府债券(省代发)置换部分隐性债务”,市场猜测再融资债券已参与到地方隐性债务置换当中,也对城投债产生利好。1月城投债发行量环比增加2837亿至6082亿,占比从上月的43.4%提升至50.4%,净融资则增加3083亿至3325亿,占全部信用债净融资额的92.1%;当月产业债发行量环比增1750亿至5988亿,占比有所下降,净融资额虽较上月改善2993亿,但也仅实现286亿的小幅回正。

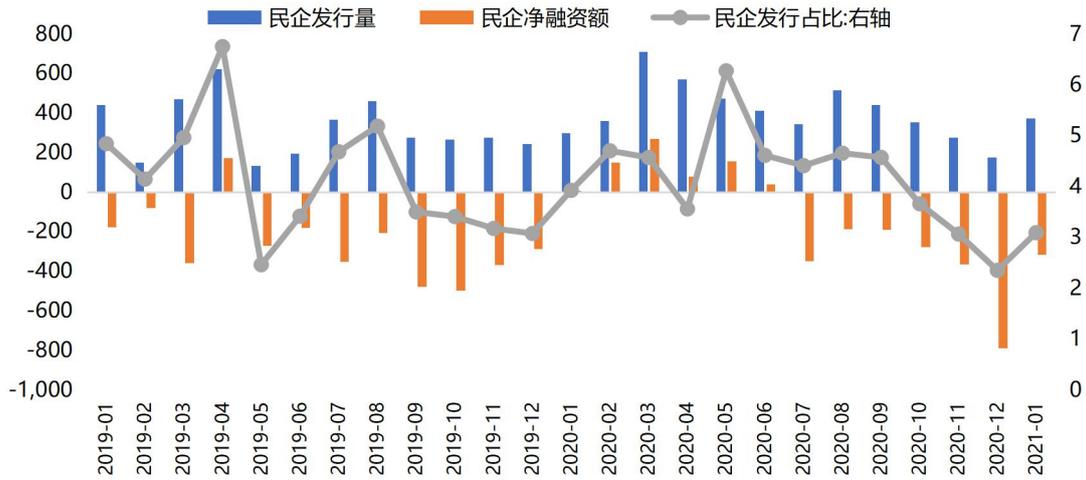
图表6 城投债和产业债发行量与净融资额(亿元)



数据来源: Wind, 东方金诚

1月民企信用债发行量环比增加197亿至373亿,占当月信用债总发行量的比重仅为3.1%,较上月提高0.7个百分点;净融资额则延续负值,但较上月改善473亿至-316亿。

图表7 民企信用债发行量及占比（亿元，%）



数据来源：Wind，东方金诚

1月信用债融资区域分化显著，融资改善主要体现在长三角地区，诸多省份信用债净融资为负

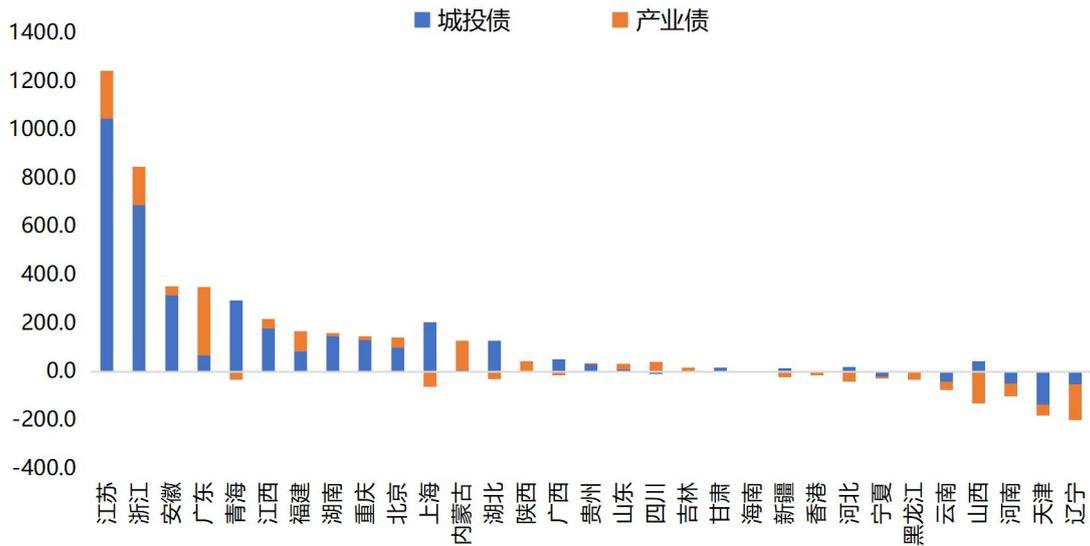
分区域看，1月信用债发行量最高的省份是江苏和北京，发行量均超过2000亿，其中，江苏以城投债为主，北京则以产业债为主；浙江、广东和上海紧随其后，发行量都在1000亿左右的规模。1月上述省份信用债发行量合计占比达65%。净融资方面，1月信用债净融资改善主要体现在江浙两省，净融资额合计占比57%，主要由城投债贡献；同时，有多个省份信用债净融资未能转正，除辽宁、天津、宁夏等市场态度一直较为谨慎的地区外，与前期永煤事件密切相关的河南、河北、山西等省份信用债净融资也存在缺口。

图表8 1月各省份信用债发行量（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

图表 9 1月各省份信用债净融资额（亿元）

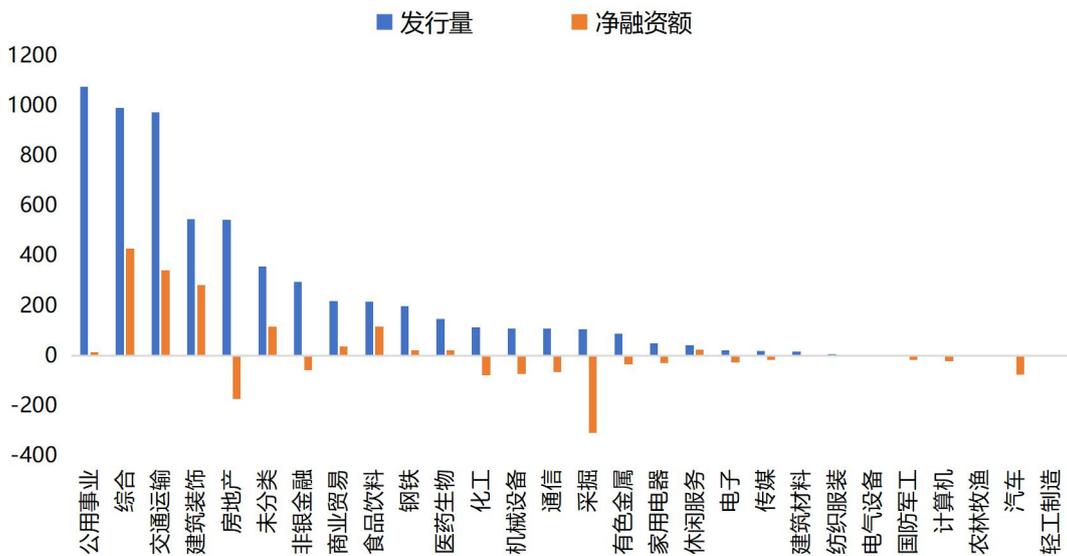


数据来源：Wind，东方金诚

1月产业债净融资主要集中在综合、交通运输和建筑装饰行业，房地产和采掘等行业净融资存较大缺口

从产业债各行业来看，1月多数行业信用债净融资为负，净融资主要集中在综合、交通运输和建筑装饰行业。这些行业受益于景气回升，债券融资需求得到改善。1月地产债发行规模在各行业中居前，但当月偿还量仅次于公用事业，净融资存在较大缺口。此外，因前期永煤违约事件冲击未完全消退，1月采掘业信用债净融资仍大幅为负。

图表 10 1月各行业产业债发行量和净融资额（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

1月5年期债券发行占比提升，信用债加权平均发行期限有所拉长

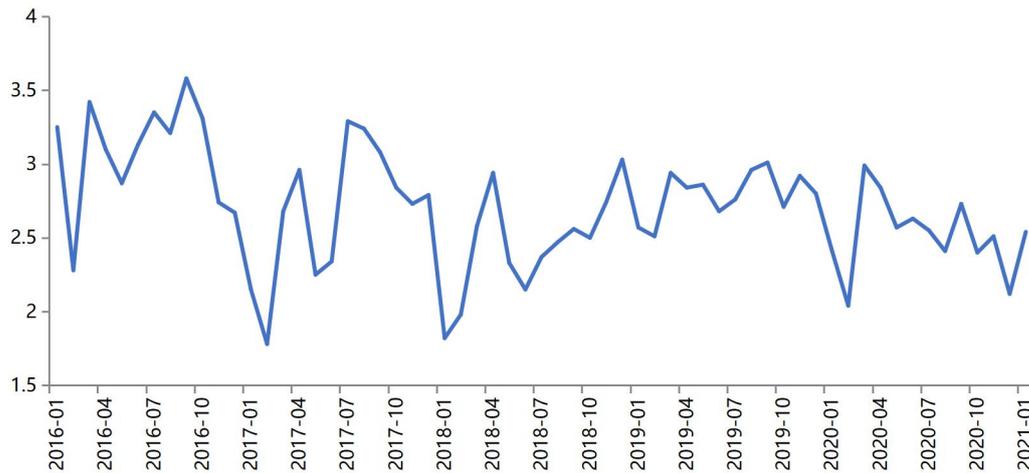
从期限结构看，1月信用债发行期限整体拉长，主要是5年期债券发行占比上升，短期和3年期债券发行占比有所下降——当月期限在1年以内（含1年）的短期债券发行占比为46.65%，较上月下降2.08个百分点。根据我们的计算，按照最长期限²统计，1月信用债加权平均发行期限为2.54年，较上月拉长约5个月。

表格 1 不同期限信用债发行占比 (%)

发行期限	2020年12月	2021年1月
≤1年	48.73	46.65
(1,3]	30.16	22.84
(3,5]	17.05	26.62
>5年	4.06	3.89

数据来源：Wind，东方金诚；注：按最长期限统计

图表 11 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

1.2 二级市场

1月资金面剧烈波动，市场流动性预期反转，主导债市行情。中上旬资金面宽松，月初极度宽松，中下旬资金面收紧，最后一周极度紧张，由此带动债券收益率先下后上。全月来看，信用债收益率多数上行。同时，由于中下旬无风险利率过快调整，流动性较差的信用债反应相对滞后，1月信用利差被动收敛，月末与上月末相比多数下行。比较而言，除中高等级短久期品种外，1月

² 例如，3+2期限计为5年。

产业债信用利差收窄幅度普遍大于同期限、同等级城投债。

表格 2 1 月末各期限国债和国开债到期收益率较上月末变动情况 (bp)

国债		国开债	
1Y	20.60	1Y	29.30
3Y	6.75	3Y	19.16
5Y	4.94	5Y	14.03
7Y	1.01	7Y	6.50
10Y	3.57	10Y	5.57

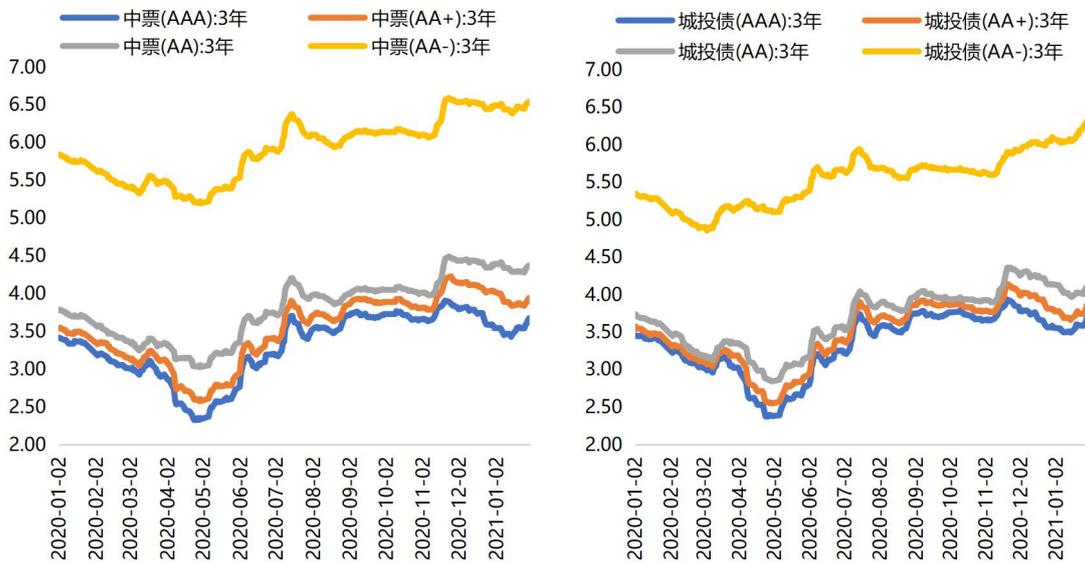
数据来源: WIND, 东方金诚

表格 3 各等级、各期限信用债到期收益率

		1 月末值 (%)				较上月末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期票 据)	1Y	3.52	3.79	4.04	6.09	10.8	1.8	-2.2	9.8	41.1	40.5	39.4	71.8
	3Y	3.82	4.15	4.44	6.54	12.9	-8.1	-2.1	4.9	35.1	36.8	34.9	68.4
	5Y	4.00	4.28	4.68	6.85	1.9	-9.1	1.9	1.9	28.2	26.8	25.3	62.6
城投债	1Y	3.54	3.73	3.96	4.95	1.9	1.9	-4.1	15.9	39.1	37.6	38.1	38.2
	3Y	3.84	4.04	4.29	5.92	15.8	9.8	-0.2	26.8	31.8	30.5	30.2	46.8
	5Y	3.97	4.20	4.45	6.66	3.1	11.1	10.1	24.1	21.7	23.2	22.2	50.3

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

图表 12 信用债收益率走势 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚

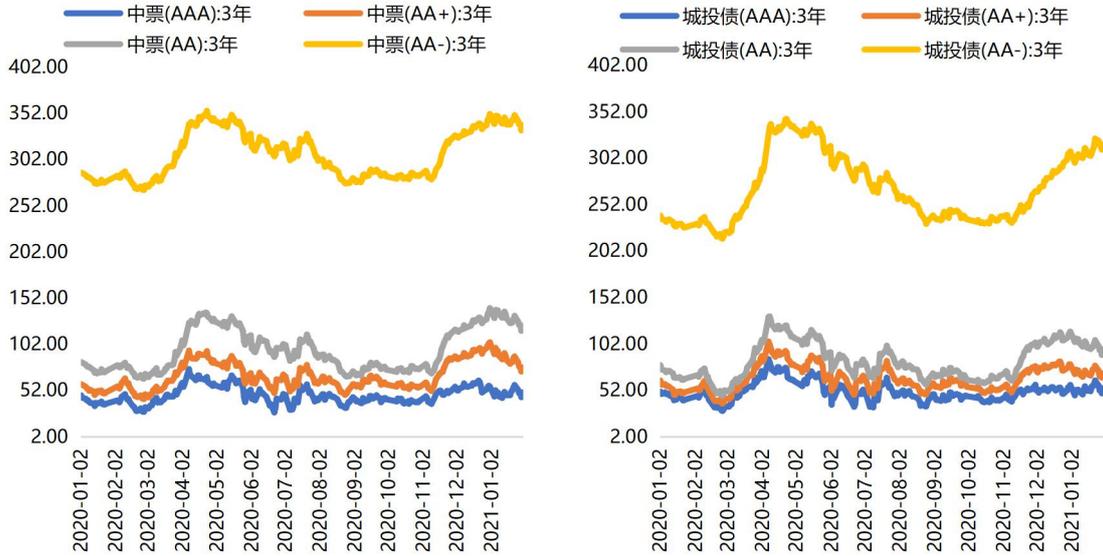
表格 4 各等级、各期限信用利差

		1 月末值 (bp)				较上月末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期票	1Y	52.6	79.6	104.5	309.6	-18.5	-27.5	-31.5	-19.5	38.2	43.2	43.3	43.3
	3Y	56.0	89.0	118.0	327.9	-6.2	-27.3	-21.3	-14.3	62.3	58.0	44.3	44.3

据)	5Y	59.8	87.8	127.8	344.8	-12.1	-23.1	-12.1	-12.1	59.3	41.5	30.9	30.9
城投债	1Y	54.3	73.0	96.0	195.0	-27.4	-27.4	-33.4	-13.4	18.9	24.9	30.2	48.4
	3Y	57.9	77.9	103.4	266.4	-3.3	-9.3	-19.3	7.7	41.5	42.3	38.3	73.7
	5Y	56.6	79.6	104.1	325.1	-10.9	-2.9	-3.9	10.1	30.3	33.2	25.7	81.7

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

图表 13 信用利差走势 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

1 月信用债等级利差以下行为主。其中, 3 年期品种等级利差压缩幅度最大; 1 年期产业债等级利差压缩幅度超过城投债; 5 年期城投债等级利差有所走阔。1 月信用债期限利差表现分化。其中, 产业债 3Y-1Y、5Y-1Y 期限利差以收敛为主, 城投债 3Y-1Y、5Y-1Y 期限利差则普遍走阔。

表格 5 各期限信用债等级利差

		1 月末值(bp)	较上月末变动值(bp)	历史分位数 (%)
		AA-AAA	AA-AAA	AA-AAA
产业债 (中短期票据)	1Y	52.0	-13.0	56.3
	3Y	61.9	-15.0	43.0
	5Y	68.0	0.0	29.7
城投债	1Y	41.7	-6.0	45.5
	3Y	45.5	-16.0	38.0
	5Y	47.5	7.0	24.5

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

表格 6 各等级信用债期限利差

		1 月末值(bp)		较上月末变动值(bp)		历史分位数 (%)	
		3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
产业债 (中短期票据)	AAA	29.2	47.9	2.1	-8.9	45.4	41.1

	AA+	35.2	48.9	-9.9	-10.9	47.4	31.3
	AA	39.2	63.9	0.1	4.1	37.7	34.1
	AA-	44.2	75.9	-4.9	-7.9	24.9	20.9
城投债	AAA	29.3	42.9	14.0	1.2	46.3	38.0
	AA+	30.6	47.2	8.0	9.2	41.6	32.3
	AA	33.1	48.7	4.0	14.2	33.8	21.7
	AA-	97.1	170.7	11.0	8.2	80.3	84.0

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

1 月各行业产业债利差普遍收窄，仅汽车、计算机等个别行业利差有所扩大。月末轻工制造、计算机、纺织服装、农林牧渔、电气设备等行业利差处绝对高位，钢铁、煤炭、化工、采掘等过剩产能行业利差也处较高水平。从不同主体性质来看，1 月末央企、地方国企、民企产业债利差分别为 65.0bp、99.6bp 和 257.7bp，较上月末分别下行 20.9bp、29.0bp 和 21.3bp。

表格 7 1 月各行业产业债利差（中位数）变动情况（bp）

行业	1 月末值	较上月末变动值	行业	1 月末值	较上月末变动值
轻工制造	580.89	-7.15	高速公路	84.77	-16.71
计算机	350.31	44.14	汽车	81.06	8.14
纺织服装	313.66	-17.23	机械设备	74.92	-25.73
农林牧渔	268.37	-24.49	休闲服务	74.34	-26.68
电气设备	240.01	-32.36	航运	71.38	-20.63
钢铁	171.68	-12.94	综合	69.18	-22.73
医药生物	151.24	-23.65	专用设备	66.16	-47.68
煤炭开采	135.77	-23.09	公用事业	65.61	-19.8
化工	132.81	-17.13	电力	65.09	-20.24
采掘	113.65	-32.22	建筑材料	62.94	-21.95
传媒	107.01	-29.02	水泥制造	62.89	-19.68
商业贸易	105.93	-27.8	非银金融	60.86	-15.06
电子	100.39	-50.08	通信	60.23	-14.45
食品饮料	93.11	-10.56	交通运输	58.54	-19.56
房地产	91.3	-23.26	国防军工	49.36	-8.13
建筑装饰	91.11	-21.93	机场	47.87	-9.04
港口	88.08	-25.08	航空运输	45.61	-13.59
有色金属	87.44	-25.49	铁路运输	34.87	-14.08

数据来源：Wind，东方金诚

1 月各省份城投债利差普遍收窄，仅贵州、天津、黑龙江、吉林和甘肃等省份城投债利差有所走阔，其中，贵州和天津城投债利差上行幅度较大。截至 1 月末，贵州省城投债利差仍为各区域最高，其后为黑龙江省和同为西南地区的广西和云南。

表格 8 1 月各区域城投债利差（中位数）变动情况

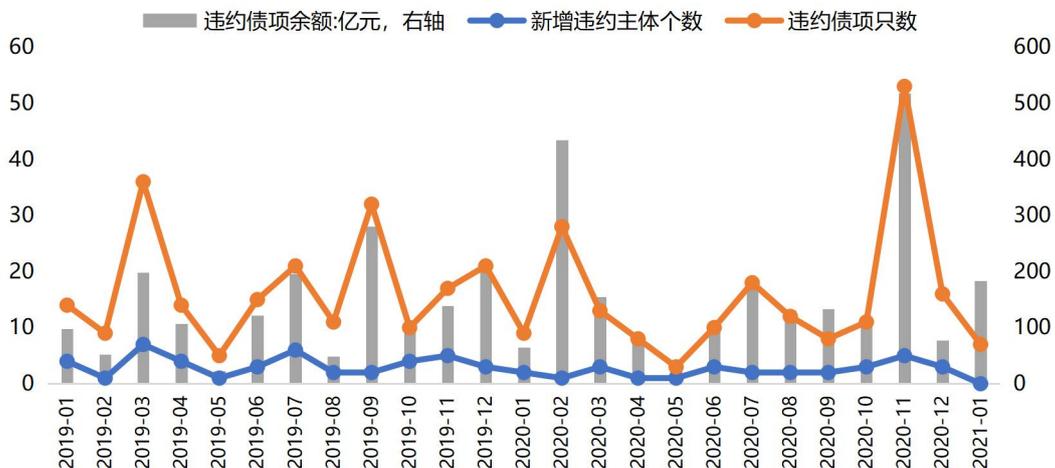
区域	1 月末值	较上月末变动值	区域	1 月末值	较上月末变动值
贵州	440.18	31.87	安徽	129.11	-20.08
黑龙江	353.54	9.36	江苏	125.57	-20.68
广西	262.55	-0.56	河北	124.51	-25.09
云南	230.46	-5.73	宁夏	123.03	-11.23
吉林	214.3	2.68	江西	119.82	-33.41
青海	212.59	-14.96	河南	117.25	-4.66
天津	208.15	24.51	甘肃	115.96	1.96
湖南	207.47	-17.05	湖北	111.14	-8.22
山西	194.82	-29.38	四川	92.76	-19.17
辽宁	184.74	-9.22	浙江	90.66	-21.77
内蒙古	169.63	-15.11	广东	75.15	-23.02
重庆	165.93	-10.28	福建	73.6	-26.55
陕西	151.52	-18.46	北京	53.86	-17.4
新疆	140.46	-24.56	上海	50.49	-8.91
山东	131.44	-24.34			

数据来源：Wind，东方金诚

1.3 信用风险事件

1 月新增违约债券 9 只（详见表格 9），环比减少 7 只；违约债项余额合计 76.92 亿，环比减少 106.18 亿。当月违约债项均为已违约主体的存量债，涉及违约企业 6 家，无新增违约主体。级别调整方面，1 月有 15 家企业主体评级下调（详见表格 10），比上月少 1 家。整体看，1 月违约和级别下调情况较上月有所减少，但月内信用事件不断，包括海航、方正、华夏幸福在内的多个大型企业破产重整加速或寻求债务重组，对于投资者风险偏好造成一定扰动。

图表 14 债券违约数据统计



数据来源：Wind，东方金诚

除表格9所列示的实质性违约债券外,1月有3只债券发生本金或利息展期。其中,河南能源化工集团有限公司(豫能化)发行的“17豫能化PPN001”先行支付50%本金、剩余部分展期的议案获得通过,展期期限为2年,豫能化已于2021年1月5日前(含当日)完成支付该债券本金的50%部分及全部应付未付利息;海南航空控股股份有限公司发行的“19海南航空SCP002”应于2020年4月17日到期,当时本金展期270天至2021年1月12日,2021年1月6日持有人会议审议通过了本金展期议案,约定本金再次展期270天至2021年10月9日;海航航空集团有限公司公告称,“19航空01”持有人会议已于2021年1月22日召开,审议通过了延期付息议案,对于“19航空01”2020-2021年度应付利息延期至下一付息日即2022年1月23日支付。

表格9 1月违约债券列表

名称	发行人	发行时主体评级	发行总额	债券余额	公司属性	是否上市公司	省份	所属Wind行业
16紫光01	紫光集团有限公司	AAA	50.00	2.95	央企	否	北京	通信设备
18鸿达兴业MTN001	鸿达兴业集团有限公司	AA+	13.00	13.00	民营企业	否	广东省	基础化工
16东旭01	东旭集团有限公司	AA	10.00	9.97	民营企业	否	河北省	综合类行业
16信威01	北京信威通信技术股份有限公司	AA	5.00	5.00	民营企业	否	北京	通信设备
19紫光01	紫光集团有限公司	AAA	6.00	6.00	央企	否	北京	通信设备
16天房03	天津房地产集团有限公司	AA+	7.00	7.00	地方国企	否	天津	多样化房地产活动
20鸿达兴业SCP002	鸿达兴业集团有限公司	AA+	10.00	10.00	民营企业	否	广东省	基础化工
19鸿达兴业MTN001	鸿达兴业集团有限公司	AA+	9.00	9.00	民营企业	否	广东省	基础化工
19方正MTN001	北大方正集团有限公司	AAA	14.00	14.00	央企	否	北京	互联网软件与服务

数据来源:Wind,东方金诚

表格10 1月主体评级下调情况

企业名称	企业性质	最新主体评级	评级展望
广东太安堂药业股份有限公司	民营企业	BBB-	—
海航航空集团有限公司	地方国企	AA-	负面
海航集团有限公司	地方国企	AA	—
海口美兰国际机场有限责任公司	地方国企	AA	—
海南航空控股股份有限公司	地方国企	AA	—
鸿达兴业股份有限公司	民营企业	BB	—
鸿达兴业集团有限公司	民营企业	C	—
华夏幸福基业股份有限公司	民营企业	AA+	负面/—
九通基业投资有限公司	民营企业	AA	—
隆鑫控股有限公司	民营企业	B-	负面

深圳市新纶科技股份有限公司	民营企业	A-	负面
天津航空有限责任公司	地方国企	AA-	负面
西藏金融租赁有限公司	民营企业	BBB	
延安必康制药股份有限公司	民营企业	C	
亿利资源集团有限公司	民营企业	AA	负面

数据来源：Wind，东方金诚

2. 信用债市场展望

今年以来，信用债市场表现有所好转，一级市场融资总量超预期改善，二级市场上信用利差整体收敛，同时债券违约情况有所缓和，1月无新增违约主体出现。不过，与这些指向市场回暖的现象相伴的，是债市信用分层的进一步加剧。这在年初至今信用债的发行结构特征、区域和行业利差的分化中得到体现。同时，尽管1月无新增违约主体，但信用事件不断发生，持续扰动投资者风险偏好，市场情绪仍然谨慎。这也符合此前我们预期的在“信用周期转向下行+企业债务兑付压力加大”背景下，2021年债市违约率上行风险大于下行可能，对违约风险的担忧将持续压制投资者风险偏好，加剧债市信用分层，但在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入下，2021年债市实际违约情况可能要比市场预期的乐观，违约率与上年相比不会有明显上升。

往后看，资金面剧烈变化并加剧债市波动的情况将得到缓和，高等级信用利差波动趋缓、仍具备维持低位的基础。但与此同时，信用债到期偿还压力加大，而信用债一级市场融资仍未完全修复，部分地区和行业债券融资仍待解冻，局部再融资风险值得关注。从违约率和总偿还量的正相关关系来看，未来几个月信用风险溢价面临抬升。预计后续债市信用分层将继续加剧，等级利差面临较大走阔压力。