

融资修复下市场情绪依然谨慎 资金抱团加剧信用债市场分化(上)

——2021年一季度信用债市场回顾

研究发展部 冯琳 于丽峰

主要观点:

一季度信用债市场回顾:

- 一季度信用债融资明显修复，净融资大幅回正。但与往年同期相比，取消发行情况增多，且从结构来看，信用债发行向高等级和短期限集中的特点趋于强化，中低等级发行和净融资以私募债为主，债券融资在区域和行业层面的分化显著，表明信用债融资依然偏紧，且信用分层有所加剧。
- 一季度信用债收益率整体“先下后上”，信用利差则“先上后下”，季末与年初相比普遍下行。当季投资者情绪有所恢复但仍偏谨慎，资金抱团明显：机构抱团短久期中高等级债券（短久期品种利差已压缩至历史极低水平），更加偏好城投债（AA级城投债相对产业债利差下行幅度更大），高收益债买盘谨慎（AA-级城投债信用利差持续上行，AA-级产业债利差绝对值仍处高位）。
- 一季度新增违约主体数量边际减少，信用债违约情况有所好转，但期间融资监管政策频出、信用风险事件不断，持续扰动风险偏好。当季除“海航系”以外的2家新增违约主体均为房企，且均存在项目储备中产业地产占比高、项目去化困难的问题，提示关注该类型房企现金流周转不利的风险。

1. 2021年一季度信用债市场回顾

1.1 一季度信用债发行情况回顾¹

（一）从总量角度看，一季度信用债融资得到明显恢复，净融资大幅回正，但与往年同期相比，取消发行情况增多，显示整体融资依然偏紧

一季度信用债²发行量达到3.19万亿，净融资额6715亿，与上年四季度发行量2.62万亿和净融资额-2259亿相比较，从总量角度看，信用债融资已

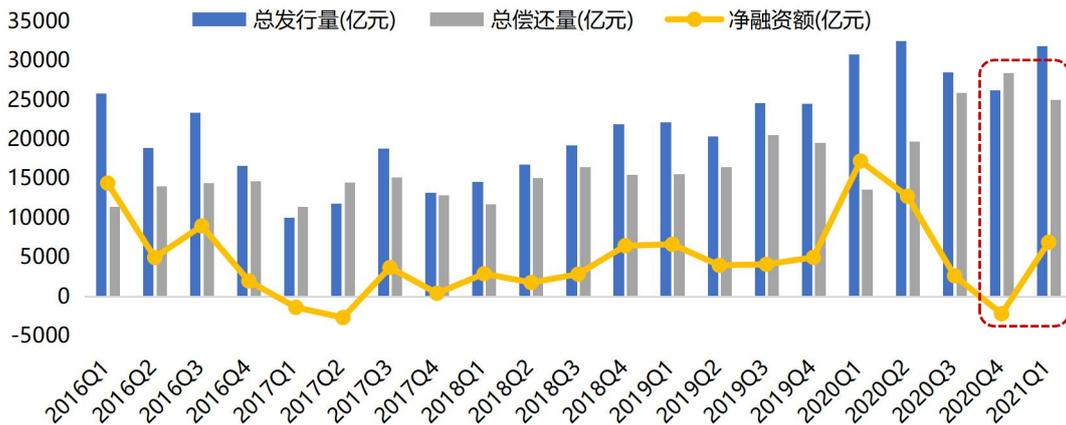
¹ 本部分所示发行人主体级别和债项级别均为外部评级结果。

² 本报告所指信用债含企业债、公司债、中票、（超）短融和定向工具。

从前期超预期违约事件冲击中得到明显修复。回顾历年信用债发行情况，一季度 3.19 万亿的单季发行量仅次于去年二季度的 3.25 万亿，但净融资额明显不及去年一季度的 1.72 万亿和第二季度的 1.27 万亿，原因在于相较去年疫情期间的超常宽松政策，当前信用债融资条件已明显收紧，发行利率水平也已较大幅度抬升。

我们关注到，一季度信用债到期偿还规模不小，总偿还量约 2.5 万亿，其中 3 月份单月偿还量达到 1.2 万亿，因而市场普遍担忧前期违约事件导致的局部再融资困难和信用分层加剧可能会引发信用风险的加速暴露。但整体来看，一季度信用债到期接续情况尚可，单季净融资规模从历年来看也不算低，这也是当季违约情况并未明显恶化、与去年四季度相比还得到一定控制的重要原因。

图 1 2021 年一季度信用债净融资与上季度相比明显修复



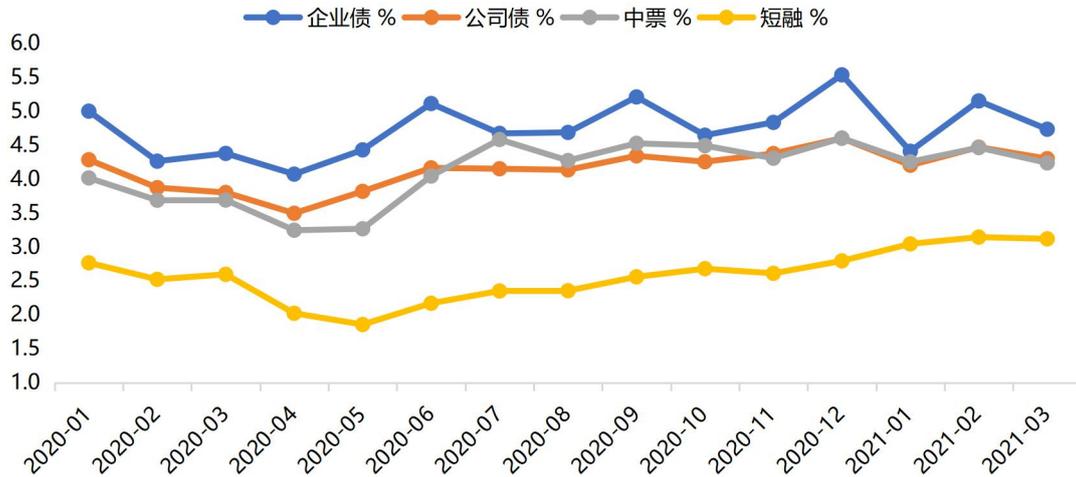
数据来源：Wind，东方金诚

一季度信用债融资改善是投资者情绪好转和企业发债需求增加共同作用的结果。

- 首先，今年以来，在监管连续表态及时维稳，以及央行流动性呵护下，前期超预期违约事件引发的市场悲观情绪得到缓和，配置盘和交易盘对信用债的需求均有所修复。
- 其次，从供给角度看，一季度信用债到期偿还规模不小，企业有较强的刚性滚债需求。去年底信用债发行受阻积压的发行需求，也有部分在一季度随着市场情绪的好转而顺势释放。此外，与去年 11 月和 12 月相比，以 10 年期国债收益率表征的无风险利率波动中枢

在一季度略有下移，加之市场风险情绪缓和带来的信用利差收敛，当季企业债、公司债、中票等主要券种发行利率波动走低³，尤其是3月份资金面稳中偏松，利好各主要券种加权平均发行利率下行，对债券净融资需求产生一定提振。

图2 信用债各主要券种加权平均发行利率走势

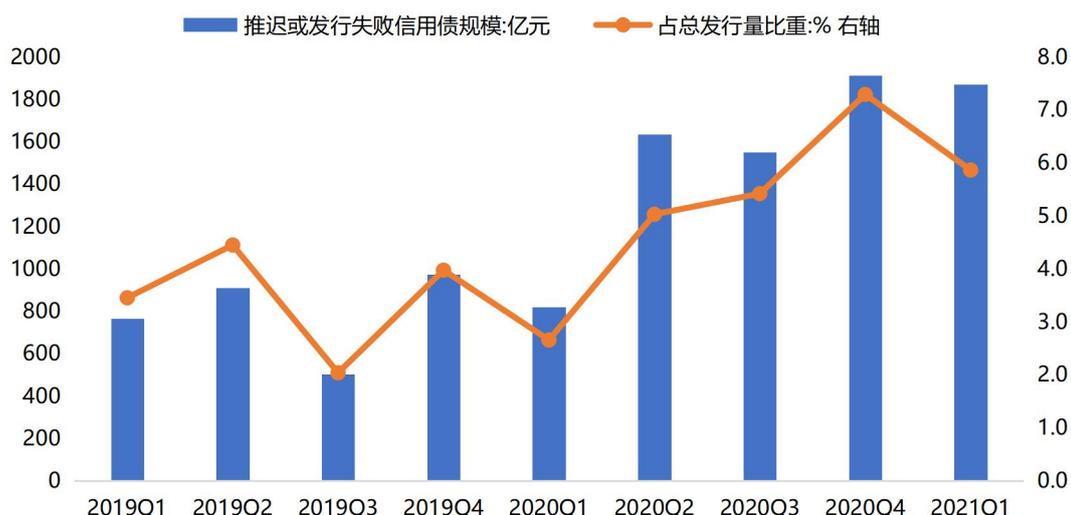


数据来源：Wind，东方金诚

值得一提的是，一季度信用债取消发行情况与往年同期相比明显增多。当季共有 244 只、计划发行规模共计 1872 亿元的信用债推迟发行或发行失败，与 2019 年同期的 96 只、768 亿元和 2020 年同期的 104 只、820 亿元相比明显增加。从占比来看，一季度推迟或发行失败的信用债规模占当季信用债发行总量的 5.9%，尽管较去年四季度的 7.3% 有所回落，但与 2020 年同期（2.7%）和 2019 年同期（3.5%）相比，仍处偏高水平。取消发行情况较多也表明，一季度信用债融资在边际改善的同时，整体融资环境依然偏紧。

图3 2021 年一季度信用债取消发行规模及占比仍处较高水平

³ 一季度短融发行利率较去年 11 月、12 月有所走高，主要原因是永煤违约事件后央行加大流动性投放以缓和市场情绪，去年 11 月、12 月资金利率明显下行。今年 1 月中旬起，资金利率从前期的偏低状态迅速拉升。而相较于中长期债券，短期债券定价对资金利率波动的敏感性更高，这也带来短融发行利率的上扬。



数据来源：WIND，东方金诚

表 1 2021 年一季度信用债取消发行规模分布情况（亿元）

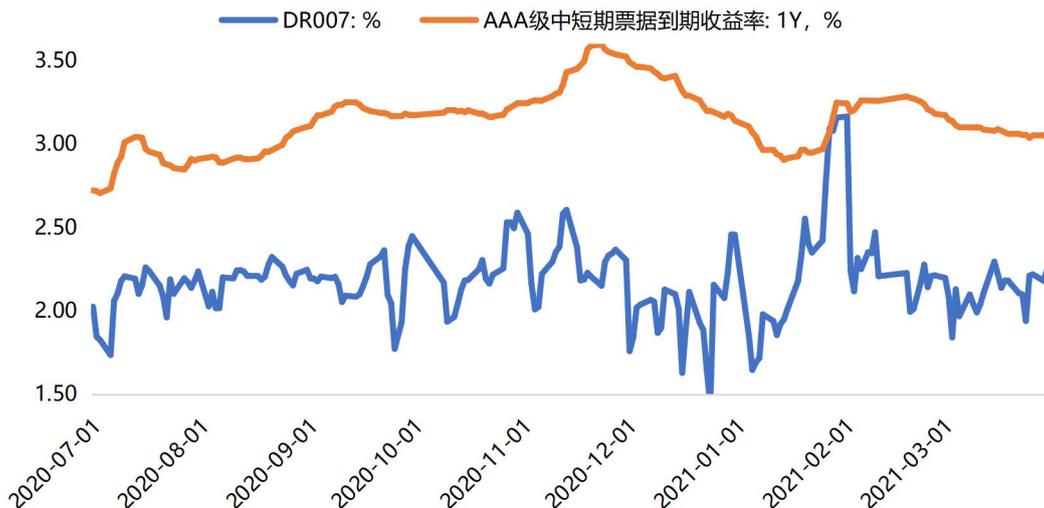
	AAA	AA+	AA	合计
央企	292.3	33.0	0.0	325.3
地方国企	601.0	428.4	325.0	1354.4
其他企业	189.5	3.0	0.0	192.5
合计	1082.8	464.4	325	1872.2

数据来源：Wind，东方金诚

一季度信用债取消发行情况较多，主要由以下原因造成：

- 一是虽然当前市场情绪已得到缓和，但风险偏好仍低，投资者认购仍较为谨慎，加之今年以来信用债发行环节监管趋严、审核标准收紧，弱资质主体债券发行面临较大难度。
- 二是市场利率波动较大的时期，取消发行情况会相应增多，发行人会主动调整融资安排，以等待更好的利率窗口期。今年一季度前半段，利率走势发生剧烈反转——可以看到，1月中旬以后，随着市场利率快速回升，信用债取消发行的情况明显增加。

图 4 2021 年一季度前半段市场利率波动较大



数据来源：Wind，东方金诚

(二) 从结构来看，一季度信用债发行向高等级和短期限集中的特点趋于强化，且存在超短融（高等级）和私募债（中低等级）冲量的情况，同样反映信用债市场融资环境偏紧，且信用分层有所加剧

一季度各主要等级主体信用债发行量和净融资额与去年四季度相比均明显回升。从占比来看，当季 AAA 级、AA+级和 AA 级主体发行量占总发行量的比重分别为 61.4%、24.2%和 13.6%，净融资额占比分别为 39.8%、40.3%和 27.5%。与过去两年相比，中低等级主体发行量和净融资额占比并不算低，但提示以下两点值得关注：

- 首先，一季度中低等级信用债净融资额几乎全部由城投债贡献，当季 AA+级和 AA 级城投企业信用债净融资额为 5447 亿，超过全体 AA+级和 AA 级主体信用债净融资规模。这也意味着中低等级产业类主体信用债净融资依然为负，其中，AA+级产业类国企和各等级民企信用债净融资存在较大缺口。另外，一季度 AA 级产业类国企信用债净融资为正，但从发行只数来看，45%为有担保债券（44/97）。

表 2 2021 年一季度不同等级、不同性质主体信用债发行量和净融资额（亿元）

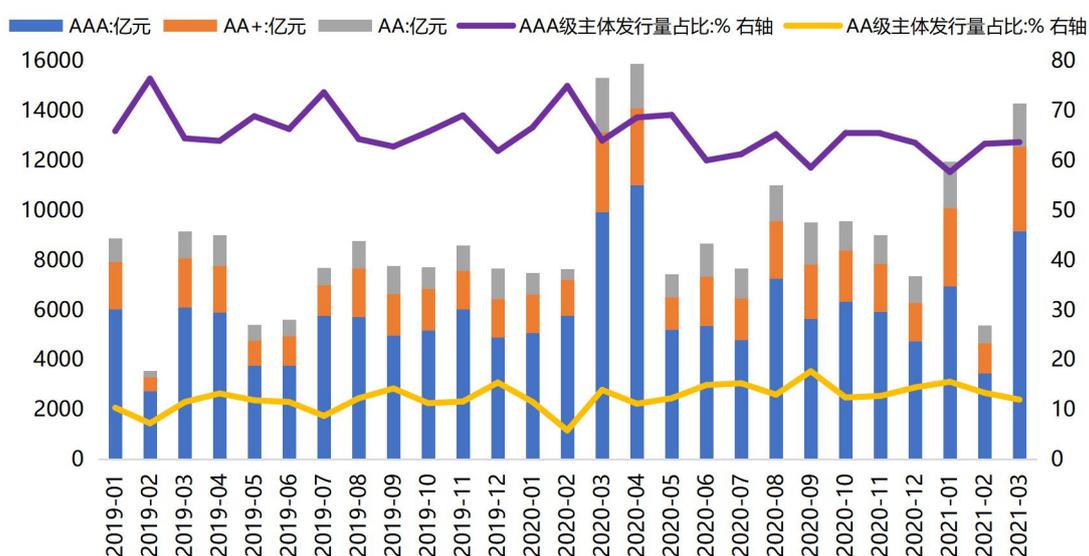
企业性质	AAA 级		AA+		AA		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
中央国有企业	7630	839	196	-186	18	-10	7844	585
城投企业	5250	1590	6357	3577	3676	1870	15322	7007

地方产业类国企	4915	483	889	-258	581	224	6393	291
民营企业	824	-125	245	-191	15	-119	1083	-810
其他企业	956	-41	62	-198	49	-90	1066	-368

数据来源：Wind，东方金诚

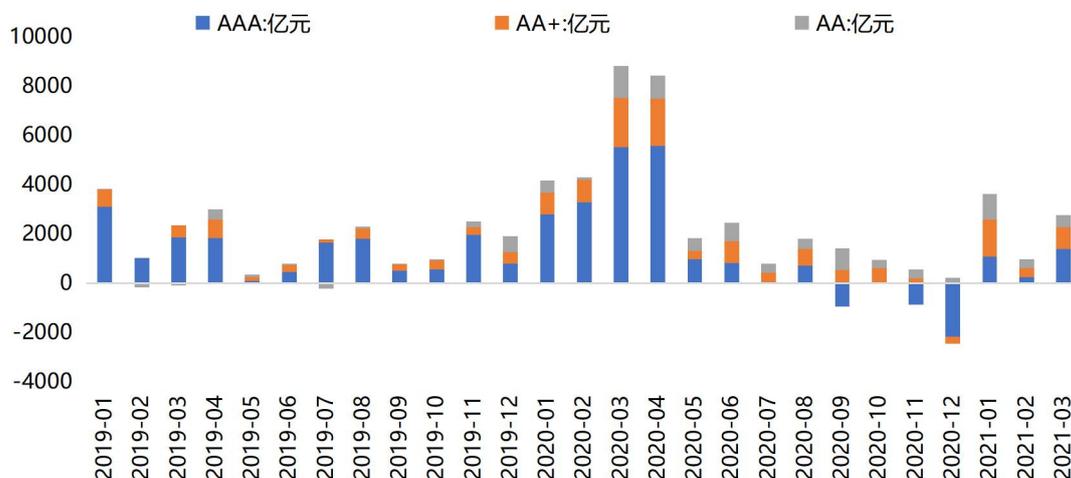
- 其次，3月信用债发行向高等级集中的特点加强，当月AA级主体发行量和净融资额占比明显回落。可能有两方面原因：一是当月到期量显著增加引发市场对违约风险上升的担忧，压制风险偏好，加剧投资者对优质资产的追逐；二是3月资金面稳中偏松，信用债发行利率整体下行，利好高等级主体发行需求回暖。

图5 各等级主体信用债发行量及占比



数据来源：Wind，东方金诚

图6 各等级主体信用债净融资额



数据来源：Wind，东方金诚

分券种来看，一季度信用债发行仍以超短融为主，占比从上季的 38.2% 提高至 42.7%。从发行人角度看，与市场波动较大、利率水平偏高有关；从投资者角度看，显示市场谨慎情绪下期限偏好较短。需要说明的是，一季度超短融发行和净融资主要集中在高等级主体，中低等级主体发行和净融资则集中于私募债，原因在于弱资质主体公募债发行难度较大，不得不接受更高的票面利率发行私募债。

表 3 2021 年一季度信用债各主要券种发行量和净融资额（亿元）

债券类型	AAA 级		AA+		AA		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
企业债	505	261	135	-123	235	-297	895	-198
公司债	2748	549	586	-177	119	-82	3453	69
中期票据	3413	469	1447	550	590	197	5450	1104
短期融资券	408	-412	403	39	235	63	1046	-332
超短期融资券	11566	2230	1642	267	425	23	13633	2510
定向工具	543	-62	1230	764	595	306	2372	916
私募债	391	-290	2306	1424	2139	1667	4860	2635

数据来源：Wind，东方金诚

与超短融发行占比提升相印证，一季度 1 年期以内（含 1 年）的短期债券发行占比较去年四季度提高 4.8 个百分点至 52.1%。根据我们的计算，一季度信用债加权平均发行期限⁴为 2.38 年，与上季度大致持平。其中，1-3 月各月加权平均发行期限分别为 2.54 年、2.09 年和 2.36 年。从图 7 可以看出，去年 4 月起，信用债平均发行期限就呈现出比较明显的波动缩短趋势。

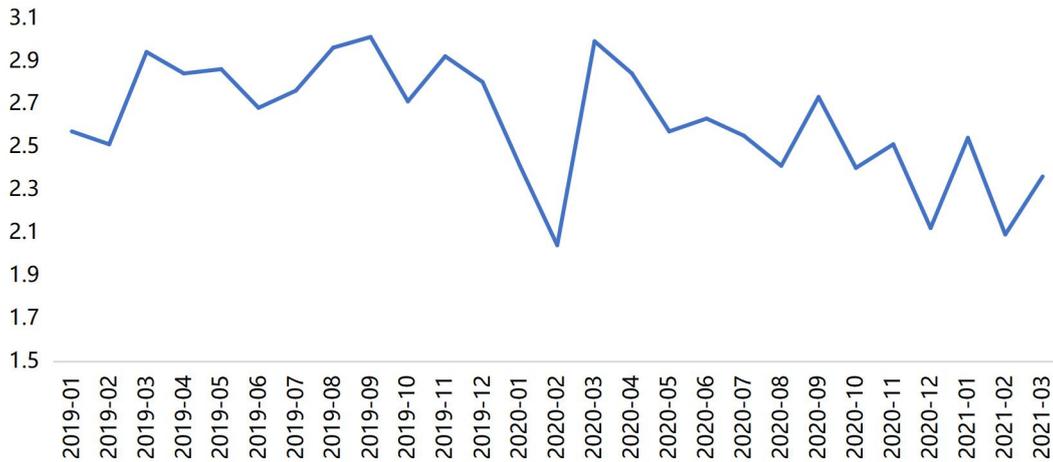
表 4 不同期限信用债发行占比（%）

发行期限	2021 年一季度		2020 年四季度	
	发行量，亿元	占比，%	发行量，亿元	占比，%
≤1 年	15363	52.1	11734	47.3
(1,3]	6436	21.8	7291	29.4
(3,5]	6425	21.8	4639	18.7
>5 年	1253	4.3	1172	4.7

数据来源：Wind，东方金诚；注：按最长期限统计

图 7 信用债加权平均发行期限（年）

⁴ 按最长期限统计，例如，3+2 期限计为 5 年。



数据来源：Wind，东方金诚；注：按最长期限统计

（三）一季度信用债融资区域分化显著，发行量和净融资额高度集中于北京、长三角和珠三角，而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仍存在较大缺口

分区域看，一季度信用债发行量最高的省（市）是北京和江苏，北京以产业债为主，江苏则以城投债为主，广东、浙江和上海紧随其后，上述5个省（市）信用债发行量合计占比61.9%。从净融资来看，一季度信用债净融资主要由江苏、浙江和广东等省份贡献，合计占比71.7%；四川、山东、江西、福建、湖南等省份信用债净融资情况也较好（但山东省产业债净融资为负）。但另一方面，一季度有多个省份信用债净融资仍未转正，除辽宁、黑龙江、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、山西等省份净融资也存在较大缺口（山西省城投债净融资小幅回正），信用债融资仍待进一步解冻。

表5 2021年一季度各省份信用债发行量和净融资额（亿元）

发行人地域	城投债		产业债		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
江苏	4215	1895	1003	273	5217	2167
浙江	2028	1535	818	208	2846	1743
广东	641	342	2603	700	3244	1042
四川	907	486	262	162	1169	647
山东	925	707	907	-143	1832	564
江西	824	473	168	74	992	547
福建	482	240	731	278	1213	517

湖南	32	479	192	5	1024	484
安徽	689	336	132	-25	821	311
湖北	603	366	111	-101	714	265
陕西	273	57	410	184	683	242
北京	449	25	5369	163	5818	188
广西	301	152	119	-17	420	136
重庆	550	152	132	-23	681	129
上海	158	61	2308	33	2466	94
贵州	192	101	30	-11	223	90
内蒙古	25	21	249	47	274	68
甘肃	48	26	28	11	76	36
吉林	74	32	0	0	74	32
香港	0	0	54	30	54	30
青海	5	3	0	0	5	3
宁夏	4	-22	0	0	4	-22
新疆	142	25	83	-49	225	-24
黑龙江	0	0	4	-32	4	-32
云南	125	-66	127	-107	252	-173
河南	115	-66	99	-249	214	-315
辽宁	11	-79	33	-255	45	-333
天津	398	-310	181	-175	579	-485
河北	112	-10	90	-483	202	-493
山西	166	27	92	-579	258	-553

数据来源：Wind，东方金诚

表 6 2021 年一季度各省份不同等级主体城投债发行量和净融资额（亿元）

发行人地域	AAA		AA+		AA		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
江苏	997	424	2108	957	1101	531	4215	1895
浙江	343	190	1006	792	674	548	2028	1535
山东	437	344	319	256	168	109	925	707
四川	414	207	254	161	239	122	907	486
湖南	221	152	422	276	189	56	832	479
江西	341	124	244	194	226	146	824	473
湖北	266	145	149	100	184	124	603	366
广东	522	261	79	57	41	24	641	342
安徽	55	-15	410	215	224	140	689	336
福建	198	81	174	84	110	75	482	240
广西	77	36	143	81	81	36	301	152

重庆	75	-107	288	225	187	34	550	152
贵州	81	39	57	34	50	25	192	101
上海	101	50	46	7	11	5	158	61
陕西	152	30	75	20	47	8	273	57
吉林	62	49	9	-16	3	-2	74	32
山西	90	-1	72	41	5	-9	166	27
甘肃	25	25	23	6	0	-5	48	26
北京	339	-42	88	66	22	2	449	25
新疆	15	-5	99	38	29	-8	142	25
内蒙古	0	0	15	14	10	9	25	21
青海	0	0	5	5	0	-2	5	3
河北	30	3	50	-12	32	-1	112	-10
宁夏	4	-3	0	-19	0	0	4	-22
云南	70	-82	47	15	8	2	125	-66
河南	20	-76	90	14	5	-4	115	-66
辽宁	0	0	0	-10	8	-68	11	-79
天津	317	-238	59	-50	22	-22	398	-310

数据来源：Wind，东方金诚

表7 2021年一季度各省份不同等级主体产业债发行量和净融资额（亿元）

发行人地域	AAA		AA+		AA		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
广东	2315	791	223	8	65	-23	2603	700
福建	653	316	72	-15	7	-24	731	278
江苏	591	121	230	45	176	106	1003	273
浙江	516	134	175	-8	127	88	818	208
陕西	407	201	3	3	0	-20	410	184
北京	5184	379	133	-109	52	2	5369	163
四川	155	93	43	22	64	47	262	162
江西	146	58	15	11	7	5	168	74
内蒙古	249	85	0	-23	0	-13	249	47
上海	2230	264	77	-183	2	-41	2308	33
香港	54	30	0	0	0	0	54	30
甘肃	10	2	10	2	8	8	28	11
湖南	131	33	45	14	17	-41	192	5
贵州	6	6	10	-12	14	-6	30	-11
广西	97	10	10	-16	12	-5	119	-17
重庆	75	-4	32	-15	25	17	132	-23
安徽	86	10	17	-10	29	-2	132	-25

黑龙江	4	-5	0	-4	0	0	4	-32
新疆	20	0	63	-43	0	-6	83	-49
湖北	62	-15	39	-46	10	-34	111	-101
云南	95	-63	32	-26	0	-19	127	-107
山东	784	-18	106	-78	18	-8	907	-143
天津	173	5	9	-153	0	-5	181	-175
河南	88	-91	6	-42	5	-28	99	-249
辽宁	18	-160	15	-53	0	-3	33	-255
河北	76	-344	0	-20	14	12	90	-483
山西	55	-532	29	-46	5	1	92	-579

数据来源：Wind，东方金诚

(四) 一季度产业债净融资整体为负，且细分行业间分化突出，当季采掘、房地产、有色金属、钢铁、汽车等行业净融资缺口较大

一季度产业债净融资额整体为负。各个细分行业中，交通运输、公用事业、综合、建筑装饰、化工等行业净融资情况尚可，这些行业受益于景气回升，债券融资得到改善。但与此同时，有半数以上行业债券净融资为负，其中，采掘、房地产、有色金属、钢铁、汽车等行业净融资缺口较大——这些行业或与前期大型地方国企违约事件相关（采掘、有色、钢铁、汽车），或因行业融资政策收紧（房地产），再融资风险值得关注。

表 8 2021 年一季度各行业不同等级主体信用债发行量和净融资额（亿元）

行业	AAA		AA+		AA		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
交通运输	2072	550	50	-5	22	7	2144	531
公用事业	2821	515	69	-37	14	-21	2904	455
综合	2041	341	261	17	90	24	2392	285
建筑装饰	445	13	217	64	265	157	933	202
化工	638	335	70	-120	0	-5	708	192
其他	771	101	83	25	63	53	917	164
食品饮料	354	43	18	15	9	-1	381	42
家用电器	150	35	10	-5	10	-5	170	25
电气设备	54	39	4	-3	0	-16	61	23
休闲服务	71	30	10	-6	21	-5	101	13
农林牧渔	50	30	0	-5	2	-11	52	3
传媒	48	8	17	1	0	-1	65	2
机械设备	403	4	0	-12	12	12	415	-3

医药生物	236	63	85	-32	3	-3	323	-10
纺织服装	0	-10	13	9	0	-12	13	-13
建筑材料	75	-13	10	-20	3	1	88	-31
国防军工	3	3	5	-42	0	0	8	-39
计算机	0	-20	0	0	10	8	10	-40
非银金融	614	-65	91	3	20	10	725	-53
电子	23	1	18	-39	3	3	44	-66
通信	244	-51	3	-18	1	-4	248	-85
商业贸易	477	80	110	-82	5	-21	592	-97
汽车	20	-93	10	-25	0	0	30	-118
钢铁	600	-99	5	-19	0	-5	605	-123
有色金属	289	-90	0	-153	0	-6	289	-248
房地产	939	-57	234	-278	102	-128	1275	-612
采掘	886	-511	0	-53	9	-22	895	-656

数据来源：Wind，东方金诚

注：行业分类参考申万一级行业分类

1.2 一季度收益率及利差走势回顾⁵

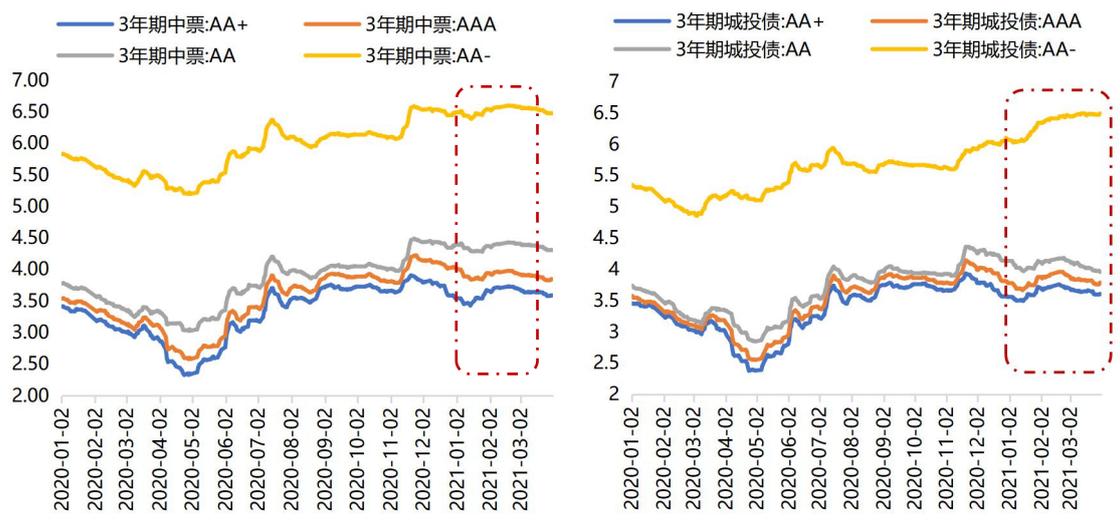
（一）一季度信用债收益率整体“先下后上”，产业债及短端城投债收益率较年初全面下行

2020年11月永煤违约后，信用债收益率快速上行。11月21日金融委发声维护债市稳定，加之央行加大流动性投放，信用债收益率跟随利率债下行，至2021年1月15日，中高等级信用债收益率已下降至永煤违约前的水平。1月下旬至2月底，资金面收紧、金融数据超预期加之美债收益率走高等多重因素推动信用债收益率跟随利率债上行。

3月以后，尽管债市基本面利空不断，但资金面稳中偏松，利率债收益率整体小幅向下，信用债市场抱团显现：中高等级信用债跟随利率债收益率向下，高收益（AA-级）产业债收益率变化不大，高收益（AA-级）城投债收益率持续走高。结合期限来看（见表9），除3年期AAA等级外，一季度各等级、各期限产业债到期收益率均出现压缩，城投债收益率压缩品种仅限于1年期中高等级及3年期AA级，同时AA-级各期限收益率均大幅走阔。

图8 信用债收益率走势（%）

⁵ 本部分所示债项评级为中债隐含评级结果。



数据来源：Wind，东方金诚

表 9 2021 年一季度末各等级、各期限信用债收益率及历史百分位

	产业债（中短期票据）			城投债		
	3月31日收 益率:%	较年初变 动值:bp	历史百分 位:%	3月31日收 益率:%	较年初变 动值:bp	历史百分 位:%
1年期 AAA	3.0160	-12.46	14.18	3.0975	-10.55	15.51
3年期 AAA	3.5928	4.88	22.82	3.6058	4.71	21.53
5年期 AAA	3.7636	-3.39	17.40	3.8355	0.05	17.32
1年期 AA+	3.2047	-23.49	12.74	3.1841	-16.58	14.10
3年期 AA+	3.8515	-17.14	23.87	3.7857	0.73	23.78
5年期 AA+	4.1329	-22.45	20.41	4.1653	8.05	25.59
1年期 AA	3.5647	-27.49	20.25	3.3441	-33.58	14.26
3年期 AA	4.3115	-8.14	28.45	3.9507	-18.27	21.41
5年期 AA	4.6129	-13.45	22.34	4.6203	18.05	31.34
1年期 AA-	5.7447	-14.49	58.46	5.3441	18.42	50.18
3年期 AA-	6.4815	-1.14	62.43	6.4907	41.73	66.85
5年期 AA-	6.7829	-13.45	51.79	7.3003	56.05	78.59

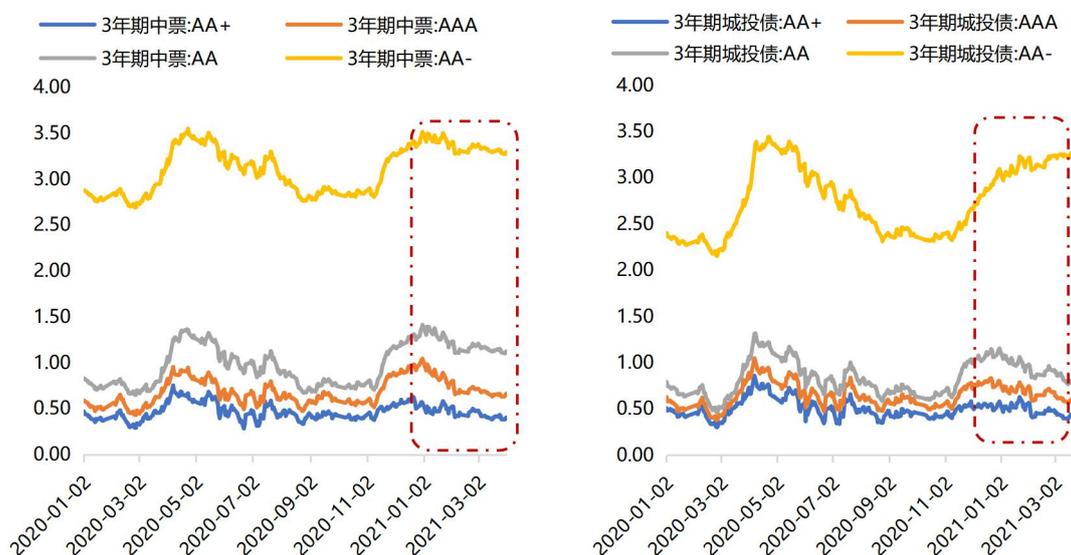
数据来源：Wind，东方金诚

（二）一季度信用利差“先上后下”，节奏上滞后于信用债收益率，季末较年初下行

2020年11月永煤违约冲击下，信用利差持续走阔，至1月上旬仍在“赶顶”，后随资金面收紧、利率债收益率快速调整而被动压缩，至一季度末主要期限等级信用利差多数低于年初水平。同时，一季度信用利差走势内部分化明显，投资者抱团短久期中高等级债券，且更加偏好城投债：

- 首先，无论城投债还是产业债，信用利差压缩幅度均以1年期为最大，历史分位数达到历史极低水平。
- 其次，高收益（AA-级）城投债信用利差持续上行，一季度末达到近90%的历史高位（3年期），高收益（AA-级）产业债信用利差有所下行但绝对值仍高，显示高收益债买盘谨慎。
- 最后，AA级城投债相对产业债利差下行幅度更大（见表10），反映永煤违约后投资者更偏好城投债：以3年期AA级债券为例，产业债与城投债利差从去年11月10日的7.65bp走阔至今年一季度末的36.08bp，达到2015年以来的历史高位附近。

图9 信用利差走势 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

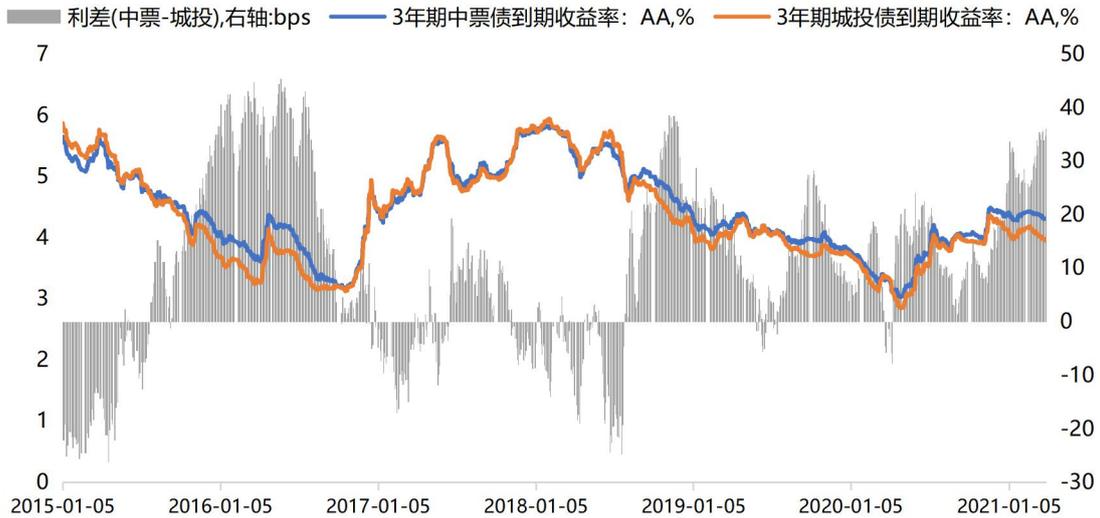
表10 2021年一季度末各等级、各期限信用利差及历史百分位

	中短期票据			城投债		
	3月31日利差:bp	较年初变动值:bp	历史百分位:%	3月31日利差:bp	较年初变动值:bp	历史百分位:%
1年期 AAA	25.66	-32.63	1.73	33.81	-30.72	2.33
3年期 AAA	40.34	-15.89	24.43	41.64	-16.06	13.34
5年期 AAA	40.00	-13.44	19.61	47.19	-10.00	17.48
1年期 AA+	44.53	-43.66	1.65	42.47	-36.75	2.05
3年期 AA+	66.21	-37.91	26.96	59.63	-20.04	19.69
5年期 AA+	76.93	-32.50	28.69	80.17	-2.00	37.85
1年期 AA	80.53	-47.66	12.01	58.47	-53.75	4.26
3年期 AA	112.21	-28.91	40.18	76.13	-39.04	16.83

5 年期 AA	124.93	-23.50	31.10	125.67	8.00	46.93
1 年期 AA-	298.53	-34.66	80.03	258.47	-1.75	80.35
3 年期 AA-	329.21	-21.91	90.56	330.13	20.96	89.84
5 年期 AA-	341.93	-23.50	83.89	393.67	46.00	94.90

数据来源：Wind，东方金诚

图 10 永煤违约事件后，AA 级产业债与城投债的利差持续走阔



数据来源：Wind，东方金诚

1.3 一季度投资者行为回顾

一季度商业银行、广义基金、保险和券商自营均小幅增持信用债，广义基金仍是增持主力但增幅最小，以超短融为主，显示机构情绪有所修复但仍偏谨慎

一季度存款类金融机构（包括商业银行和信用社）、广义基金、保险和券商自营均小幅增持信用债，表明机构情绪较去年四季度有所恢复。具体来看：

- 广义基金增持 1020 亿元，仍是增持主力，但增幅（一季度增持量/去年底持仓金额）仅为 0.81%，为四类机构中最弱，且久期偏好缩短，主要增持超短融和定向工具，减持短融、中票；
- 存款类金融机构增持信用债 889 亿元，增幅为 3.05%，主要增持超短融和中票；券商自营增幅最大，主要增持公司债和中票，保险机构仅增持 107 亿元，小幅增持超短融、中票和公司债。

广义基金作为信用债市场持仓占比最高的机构（约 2/3），其内部风险

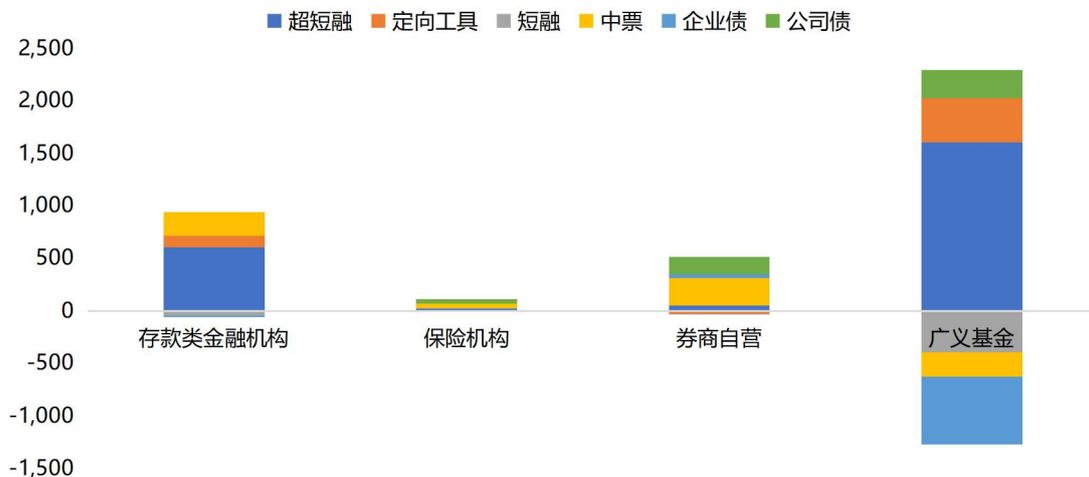
偏好存在较大分化。根据上交所的数据，信托产品和券商集合理财一季度共增持近 750 亿私募债，成为增持主力，而基金公司、专户理财等均净减持私募债。银行理财产品在广义基金中持仓占比最高，其风险偏好随着资管新规过渡期结束时间的临近在逐步下降。随着银行理财中净值型产品占比越来越高，净值波动压力下这部分产品的信用风险偏好和久期偏好出现系统性下降。目前信用周期已转为下行，对于未来信用风险带来估值扰动的担忧或导致其配置更加谨慎。

表 11 2021 年一季度主要信用债投资机构持仓变化情况

	2020 年 12 月底 持仓规模 (亿元)	2021 年 3 月底 持仓规模 (亿元)	持仓增加 (亿元)	持仓增幅
存款类金融机构	29134	30023	889	3.05%
保险机构	12310	12417	107	0.87%
券商自营	13512	13996	483	3.58%
广义基金	125289	126309	1020	0.81%

数据来源：Wind，东方金诚

图 11 2021 年一季度主要信用债投资机构持仓券种变动情况



数据来源：Wind，东方金诚

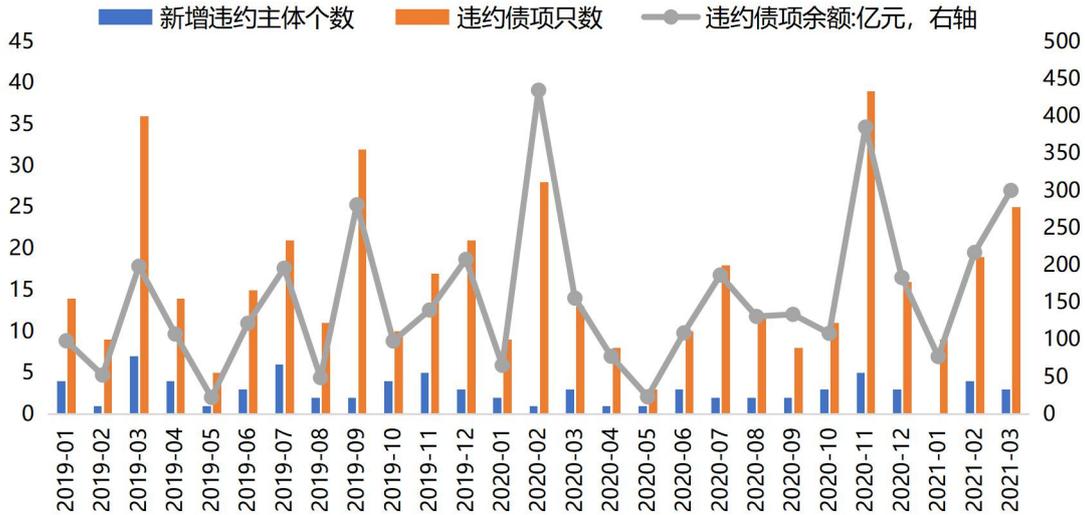
1.4 一季度违约情况回顾

(一) 一季度新增违约主体数量边际减少，且多为“海航系”主体，信用债违约情况有所好转，但期间信用风险事件不断，仍持续扰动风险偏好

一季度共有 53 只债券发生违约，涉及企业 25 家，违约债券余额累计 593.51 亿元，与去年四季度的 66 只、28 家和 676.19 亿元相比，违约情况

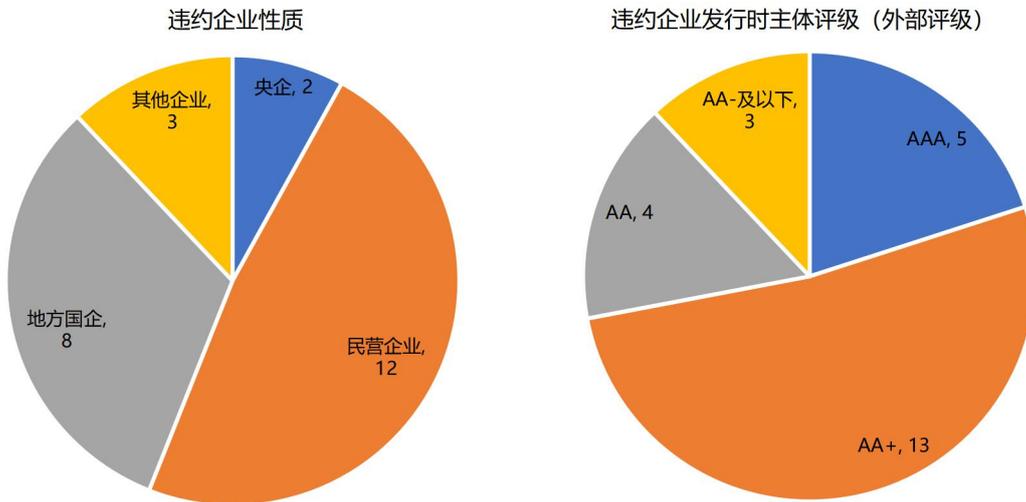
有所好转。当季新增违约主体有 7 家，也少于去年四季度的 11 家。一季度信用债新增违约主体减少，一方面受益于年初信用超预期扩张，信用债到期接续情况整体亦尚可，另一方面，也与监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府积极介入有关。不过，一季度信用环境并非风平浪静，融资监管政策频出、信用事件不断发生，仍持续扰动投资者风险偏好。

图 12 2021 年一季度信用债违约情况较 2020 年四季度有所好转



数据来源: Wind, 东方金诚

图 13 2021 年一季度违约企业性质及主体级别分布



数据来源: Wind, 东方金诚

(二) 一季度除“海航系”主体外的 2 家新增违约主体均为房地产开发企业，且均存在项目储备中产业地产占比高、项目去化困难的问题，建议关注该类型房企现金流周转不利的风险

在一季度7家新增违约主体中，有5家为“海航系”企业。由于海航集团及旗下多家公司已被法院裁定受理破产重整申请，根据《破产法》，未到期债权在破产申请受理时视为到期。由此，多家“海航系”企业因存续债券提前到期而未能足额兑付，构成实质性违约。除“海航系”外，一季度其余2家新增违约主体分别为华夏幸福基业股份有限公司和重庆协信远创实业有限公司，均为房地产开发企业。

区别于绝大部分专注于“住宅开发”模式的房企主体，华夏幸福的“产业新城”模式具有初始投入规模大、回报期长、周转率低的特点。作为合作方的地方政府在合同费用支付方面进度缓慢，导致企业在土地整理、基建项目上积累大量应收账款。华夏幸福重仓的环京等区域的存货在城市扩张节奏延后和地产调控政策加码的双重压迫之下量价齐跌，所仰赖的以住宅开发反哺产业新城业务的现金流平衡思路难以维持，2017年后新布局的区域业绩不及预期，2020年疫情冲击之下地产销售业务停顿，偿债压力迅速攀升，债务危机进一步恶化。

我们认为，华夏幸福债务危机与立体式监管下的地产行业景气度下行具有一定的相关性，但更多仍为其自身“产业新城”开发链条断裂所致。无独有偶，一季度违约的另一家房企协信远创也在2015年进军产业地产，故其项目储备中办公、商业等占比较高，项目去化困难，去化周期偏长，导致其经营活动现金流紧张，并对经营稳定性产生负面影响。因此，鉴于产业地产项目更易出现去化困难的问题，建议关注产业地产较多的房企可能出现的现金流周转不利的情况。

表 12 2021 年一季度新增违约主体列表

发行人	发行时 主体评级	企业性质	是否 上市公司	省份	所属 Wind 行业
海南航空控股股份有限公司	AA+	地方国企	是	海南	航空
海口美兰国际机场有限责任公司	AA+	地方国企	否	海南	机场服务
三亚凤凰国际机场有限责任公司	AA+	地方国企	否	海南	机场服务
云南祥鹏航空有限责任公司	AA	地方国企	否	云南	航空
重庆协信远创实业有限公司	AA-	中外合资	否	重庆	房地产开发
天津航空有限责任公司	AA+	地方国企	否	天津	航空
华夏幸福基业股份有限公司	AAA	民营企业	是	河北	房地产开发

数据来源：Wind，东方金诚