

融资政策收紧下的“结构性资产荒”

——2021 年上半年信用债市场回顾及下半年展望（一）

研究发展部 冯琳 于丽峰

主要观点：

上半年信用债市场回顾：

- 今年以来，信用债融资已从去年四季度超预期违约事件冲击中明显修复，除 5 月外，上半年各月信用债到期接续情况尚可。5 月信用债净融资额大幅转负，一方面受“补年报”效应影响，另一方面也与发行监管政策收紧有关。随着“补年报”效应减退，以及监管政策变动引起的观望情绪缓和，6 月信用债净融资额实现回正。
- 从结构来看，上半年中低等级主体信用债发行量和净融资额占比并不低，但几乎全部由城投企业贡献；高等级主体发行以超短融为主，中低等级主体发行集中于私募品种。同时，上半年信用债融资区域和行业分化显著：净融资高度集中于长三角和珠三角，而与前期永煤事件密切相关的河南、河北、山西等省份产业债净融资仍存在较大缺口；产业债净融资整体为负，采掘、房地产、钢铁、商贸、汽车、有色等行业净融资缺口较大。
- 上半年信用债收益率整体下行，仅高收益城投债收益率逆市上行。与收益率走势类似，上半年信用利差以压缩为主，除 AA-级城投债外，其他各级别、期限城投债和产业债利差均较年初压缩。与一季度机构抱团短久期中高等级债券推动 1 年期 AA 级以上信用利差压缩至历史极低相比，二季度机构投资久期拉长，但下沉资质仍较为谨慎。
- 上半年主要机构信用债增持规模均较去年同期明显下降，其中商业银行净减持信用债；广义基金仍是增持主力，保险、券商小幅增持，外资持有信用债增幅超过 11%。
- 上半年信用债违约情况有所好转，新增违约主体数量环比、同比均有所减少，但期间信用风险事件不断，持续扰动投资者风险偏好。上半年新增违约主体中有 2 家房企，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。上半年，在主体级别下调相比去年同期明显增加的同时，主体级别上调数量显著减少，这与信用基本面和政策面两方面因素有关。

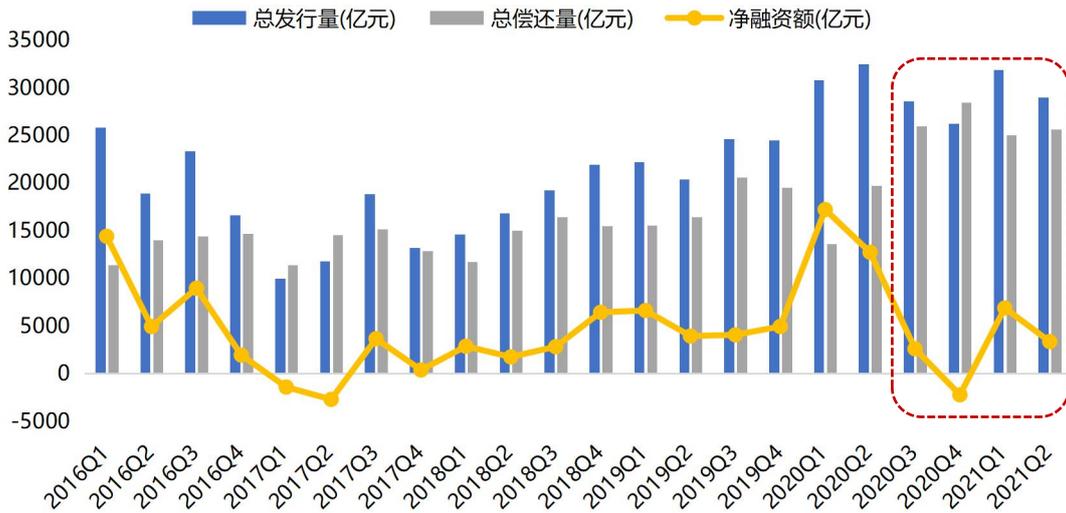
1. 2021 年上半年信用债市场回顾

1.1 上半年信用债发行情况回顾¹

(一) 总量角度看，上半年信用债融资已经从去年四季度超预期违约事件冲击中得到明显修复，除 5 月外，各月信用债到期接续情况尚可

从总量角度看，今年以来信用债²融资已经从去年四季度大型地方国企超预期违约事件造成的冲击中得到明显修复。1-6 月信用债发行量共计约 6.1 万亿，净融资额 9878 亿，较去年下半年分别增加 6141 亿和 9602 亿。但与融资环境宽松、发行利率大幅走低的去年上半年相比，今年上半年信用债发行量和净融资额分别减少 2383 亿和 2 万亿。

图 1 2021 年上半年信用债净融资与 2020 年四季度相比明显修复



数据来源：Wind，东方金诚

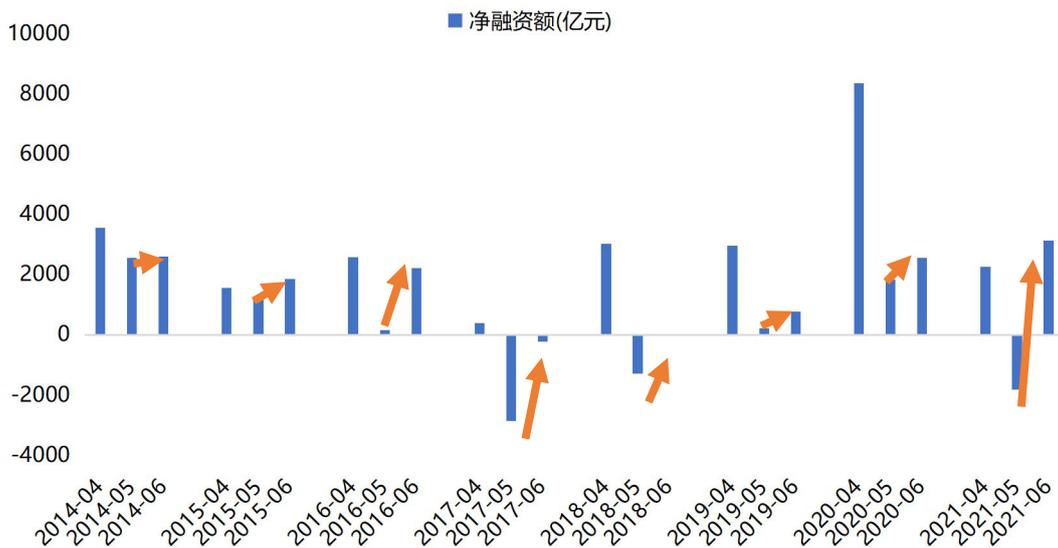
今年信用债到期偿还规模不小，上半年总偿还量约 5.1 万亿。其中，3 月、4 月单月偿还量分别达到 1.44 万亿和 1.35 万亿，1 月和 6 月偿还量也超万亿规模。因而市场普遍担忧“到期量不低+信用收紧”可能会引发信用风险的加速暴露。但整体来看，除 5 月外，今年上半年信用债到期接续情况尚可，这也是上半年违约情况并未明显恶化、与去年四季度相比还得到一定控制的重要原因。

¹ 本节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。

5月信用债净融资额大幅转负，一方面受“补年报”效应影响，5月净融资环比收缩属季节性现象，另一方面也与发行监管政策收紧有关——4月下旬交易所发布公司债审核新规，对低等级、小规模城投指向性较强，导致5月城投债发行大幅降温。不过，进入6月，随着季节性因素减退，以及监管政策变动引起的谨慎和观望情绪缓和，信用债发行明显回暖，净融资额实现回正。

图2 信用债净融资5月环比萎缩、6月环比回暖呈现出季节性规律

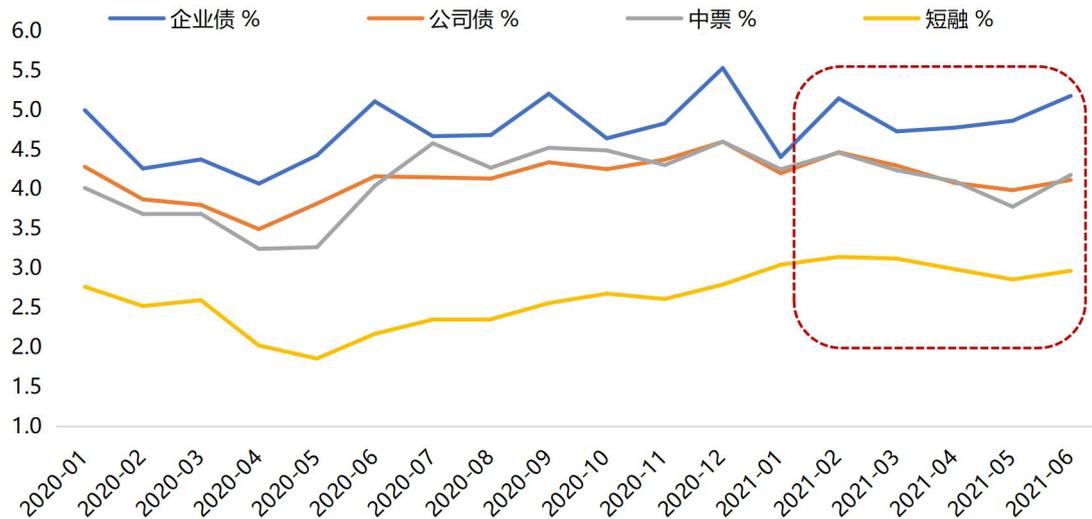


数据来源：Wind，东方金诚

从发行利率来看，今年上半年，以10年期国债收益率表征的无风险利率波动中枢较去年四季度下行6bp，加之信用利差较去年11月、12月时的水平明显收敛，信用债发行利率波动走低。特别是二季度，资金面持续稳中偏松，债券二级市场呈现“慢牛”行情，利好各主要券种加权平均发行利率下行。6月企业债、公司债、中票加权平均发行利率较去年12月分别下行35bp、48bp和42bp，仅短融发行利率上行17bp。

需要说明的是，上半年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 market 情绪，去年11月和12月资金利率明显下行。今年1月中旬起，资金利率从前期偏低状态迅速拉升。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，这也带来短融发行利率的上扬。不过，由于二季度资金面持续稳中偏松，当季短融发行利率中枢较一季度也有明显下移。

图3 信用债各主要券种加权平均发行利率走势

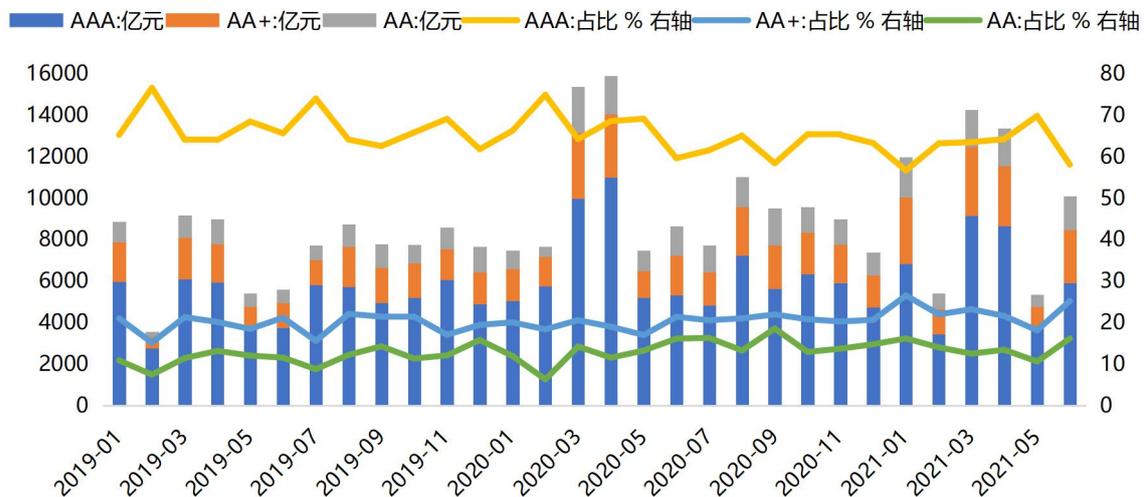


数据来源: Wind, 东方金诚

(二) 从结构来看, 上半年中低等级主体信用债发行量和净融资额占比并不低, 但几乎全部由城投企业贡献; 高等级主体发行以超短融为主, 中低等级主体发行和净融资则集中于私募品种

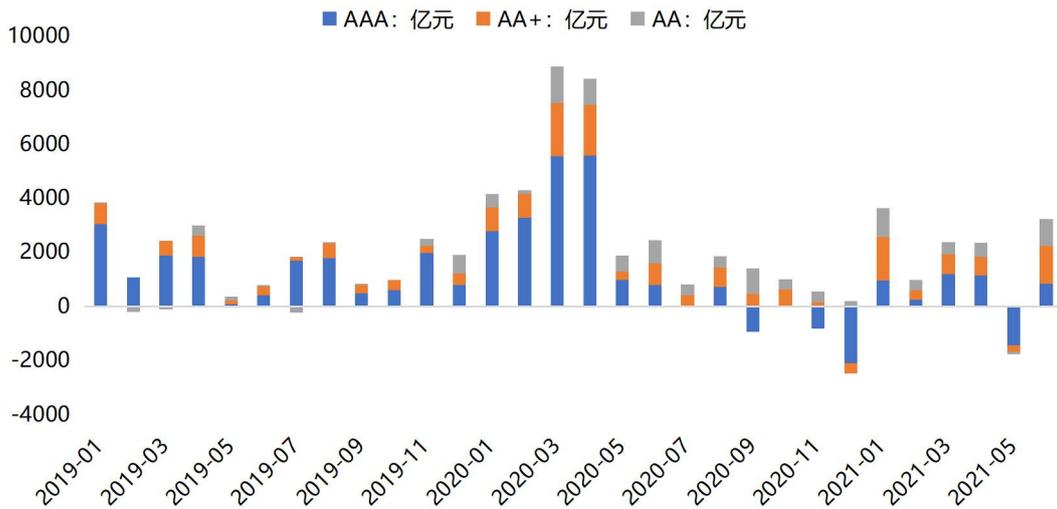
上半年各主要等级主体信用债发行量和净融资额与去年下半年相比均明显回升。从占比来看, 上半年 AAA 级、AA+级和 AA 级主体发行量占总发行量的比重分别为 61.8%、23.2%和 14.1%, 净融资额占比分别为 29.8%、45.7%和 33.8%。与前两年相比, 今年上半年中低等级主体发行量和净融资额占比并不低。

图4 各等级主体信用债发行量及占比



数据来源: Wind, 东方金诚

图 5 各等级主体信用债净融资额



数据来源：Wind，东方金诚

从主体性质来看，上半年信用债净融资额全部由地方国企贡献，主要为城投企业，其他类型企业信用债净融资均整体为负。具体来看，上半年城投债净融资额 1.15 万亿，高于信用债整体净融资规模，且各等级城投债净融资均较大幅度为正，但同期中低等级央企、各等级非公有制企业信用债净融资均为负值，尤其是民企债存量规模收缩幅度最大。另外，上半年地方产业类国企信用债净融资有明显恢复，AAA 级和 AA 级主体净融资均实现回正，但 AA+ 级主体净融资仍存在一定缺口。

表 1 2021 年上半年不同等级、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	15716	367	406	-284	40	-13	16163	-12
城投企业	9473	2320	11184	5490	7221	3503	28295	11540
地方产业类国企	9255	583	1942	-59	1187	320	12440	498
民营企业	1360	-287	434	-431	44	-278	1857	-1669
其他企业	1846	-28	166	-192	97	-181	2207	-451

数据来源：Wind，东方金诚

分券种来看，上半年信用债发行仍以超短融为主，占比 33.9%，净融资则以私募债为主，占比 38.3%。但需说明的是，上半年超短融发行和净融资主要集中于高等级主体，中低等级主体发行和净融资则高度集中于私募品种，包括交易所私募债和银行间市场的定向工具，显示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 2 2021 年上半年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	1023	309	435	-101	702	-380	2189	-318
公司债	6322	1705	1223	78	262	-116	7811	1300
中期票据	7347	750	2730	1047	1132	397	11313	2051
短期融资券	955	-988	712	-22	397	69	2065	-967
超短期融资券	20584	2276	2971	415	795	-28	24350	2643
定向工具	741	-413	2013	971	1428	873	4370	1407
私募债	679	-683	4048	2138	3872	2536	8865	3796

数据来源：Wind，东方金诚

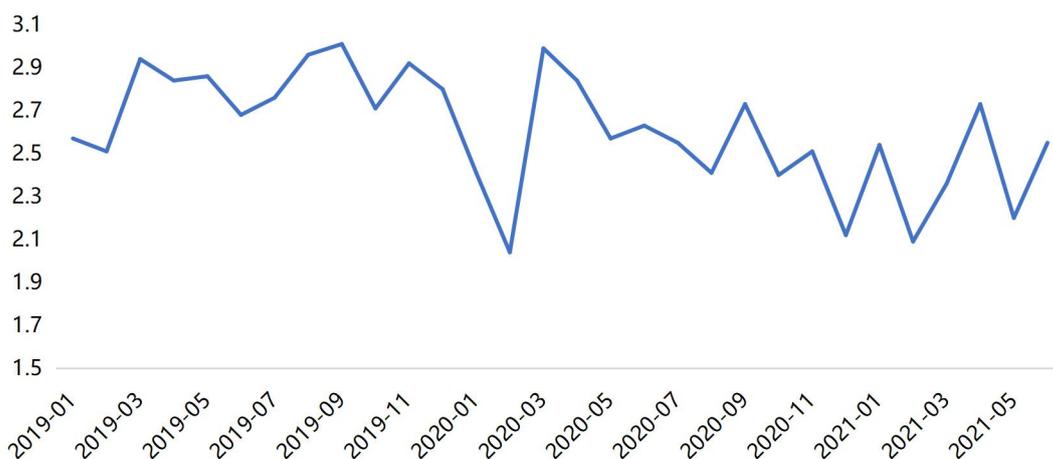
从发行期限看，上半年 1 年期以内（含 1 年）的短期债券发行占比较去年下半年提高 1.3 个百分点至 45.9%。根据我们的计算，上半年信用债加权平均发行期限³为 2.4 年，与去年下半年大致持平。其中，二季度信用债加权平均发行期限与一季度相比整体有所拉长。

表 3 不同期限信用债发行占比（%）

发行期限	2020 年下半年		2021 年上半年	
	发行量，亿元	占比，%	发行量，亿元	占比，%
≤1 年	24467	44.6	27949	45.9
(1,3]	16075	29.3	16797	27.6
(3,5]	11814	21.6	13434	22.1
>5 年	2457	4.5	2740	4.5

数据来源：Wind，东方金诚；注：按最长期限统计

图 6 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

³ 按最长期限统计，例如，3+2 期限计为 5 年。

(三) 上半年信用债融资区域分化显著，发行量和净融资额高度集中于长三角和珠三角，而与前期永煤事件密切相关的河南、河北、山西等省份产业债净融资仍存在较大缺口

分区域看，上半年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，江苏以城投债为主，广东、浙江和上海紧随其后，上述地区信用债发行量合计占比 61.7%。上半年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 84.4%；四川、山东、江西、福建、湖南等省份信用债净融资情况也较好，但山东省和湖南省产业债净融资为负。上半年有 14 个省份信用债净融资整体为负，其中与永煤事件密切相关的山西、河北、河南等省份城投债净融资虽已转正，但产业债净融资仍存较大缺口，尤其是这些省份 AAA 级产业债发行和净融资情况均较差，显示投资者对相关区域产业债整体仍谨慎。

表 4 2021 年上半年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	7567	3173	1777	315	9344	3487
浙江	3673	2613	1476	341	5149	2954
广东	1285	727	5277	1289	6562	2016
四川	1620	758	561	298	2181	1056
山东	1614	1036	1807	-35	3422	1001
江西	1343	684	380	240	1723	924
福建	883	362	1263	392	2146	754
湖南	1460	720	388	-49	1848	671
陕西	415	108	775	401	1190	508
湖北	1254	578	298	-143	1551	435
安徽	1111	420	285	-32	1397	388
上海	480	302	4260	-79	4740	223
重庆	1094	277	241	-105	1335	172
广西	571	222	228	-62	799	160
甘肃	82	2	103	79	185	80
贵州	288	109	85	-32	373	77
西藏	70	25	6	-1	76	24
海南	31	19	0	0	31	19
宁夏	21	-8	0	0	21	-8

内蒙古	25	6	534	-23	559	-17
黑龙江	16	-9	51	-21	67	-30
吉林	74	-13	12	-31	86	-44
香港	0	0	249	-48	249	-48
青海	13	3	10	-53	23	-50
新疆	258	53	166	-148	424	-95
河南	509	193	239	-322	748	-129
云南	326	-120	285	-259	611	-379
辽宁	40	-95	153	-507	194	-601
河北	201	34	193	-820	394	-786
天津	722	-699	453	-99	1175	-798

数据来源：Wind，东方金诚

表 5 2021 年上半年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	1767	658	3515	1436	2197	1023	7567	3173
浙江	526	245	1799	1276	1293	1037	3673	2613
山东	719	487	533	342	345	193	1614	1036
四川	574	229	405	223	515	229	1620	758
广东	1005	531	186	144	88	45	1285	727
湖南	379	160	696	412	381	156	1460	720
江西	517	173	411	243	385	245	1343	684
湖北	561	201	298	190	371	184	1254	578
安徽	107	-14	625	278	366	164	1111	420
福建	345	139	318	102	220	121	883	362
上海	324	197	137	94	20	12	480	302
重庆	197	-83	535	239	359	121	1094	277
广西	159	41	256	120	156	61	571	222
河南	123	-23	279	154	103	61	509	193
贵州	147	45	60	32	70	23	288	109
陕西	217	53	101	37	98	19	415	108
新疆	30	-10	169	61	59	2	258	53
北京	746	-29	153	69	25	-4	923	36
河北	35	6	108	27	58	3	201	34
西藏	0	0	70	25	0	0	70	25
山西	151	-31	169	89	5	-31	325	23
海南	13	13	0	-12	18	18	31	19
内蒙古	0	0	15	5	10	7	25	6
青海	0	0	13	5	0	-2	13	3

甘肃	25	25	33	-22	4	-20	82	2
宁夏	9	3	13	-10	0	0	21	-8
黑龙江	0	0	2	-14	14	9	16	-9
吉林	62	19	9	-25	3	-7	74	-13
辽宁	10	10	19	10	8	-99	40	-95
云南	183	-151	112	28	20	-6	326	-120
天津	546	-571	147	-69	28	-60	722	-699

数据来源：Wind，东方金诚

表 6 2021 年上半年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	4717	1505	403	43	129	-160	5277	1289
陕西	734	411	34	29	7	-30	775	401
福建	1080	417	166	12	13	-27	1263	392
浙江	834	136	426	82	206	120	1476	341
江苏	1137	229	310	-58	316	185	1777	315
四川	333	191	88	51	140	62	561	298
江西	248	120	74	70	58	50	380	240
甘肃	80	68	15	10	8	8	103	79
西藏	0	0	0	0	6	-1	6	-1
黑龙江	48	9	3	-1	0	-6	51	-21
内蒙古	522	24	10	-23	2	-18	534	-23
吉林	8	8	4	1	0	-9	12	-31
安徽	195	14	37	-5	54	-7	285	-32
贵州	15	15	51	-11	19	-33	85	-32
山东	1457	63	283	-20	63	-18	1807	-35
香港	249	-46	0	0	0	0	249	-48
湖南	236	-9	115	24	31	-66	388	-49
青海	0	0	10	-33	0	-5	10	-53
广西	157	-12	53	-36	18	-6	228	-62
上海	4051	137	176	-182	28	-27	4260	-79
天津	420	131	26	-196	0	-10	453	-99
重庆	133	-33	49	-18	57	-4	241	-105
湖北	215	2	57	-54	21	-59	298	-143
新疆	35	-37	128	-96	3	-6	166	-148
云南	222	-159	49	-63	14	-31	285	-259
河南	168	-132	32	-53	39	-4	239	-322
辽宁	111	-383	42	-62	0	-13	153	-507
河北	169	-559	10	-18	14	-14	193	-820

北京	10436	-466	249	-228	110	-29	10798	-920
山西	135	-964	49	-109	5	1	192	-1089

数据来源：Wind，东方金诚

表 7 2021 年上半年各省份地方产业类国企信用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	1679	665	199	50	51	-33	1928	676
浙江	537	143	291	179	199	157	1037	489
江苏	886	202	237	56	314	198	1451	416
陕西	697	385	31	26	7	-23	735	386
福建	952	307	136	32	12	-5	1105	339
上海	1123	365	79	-71	7	7	1209	294
江西	248	120	74	70	56	50	378	240
山东	1342	163	260	72	56	4	1662	231
四川	90	40	63	54	130	86	283	175
甘肃	80	68	15	10	8	8	103	86
香港	50	19	0	0	0	0	50	19
西藏	0	0	0	0	6	-1	6	-1
安徽	195	14	37	-5	51	-3	282	-5
重庆	5	5	45	-18	53	18	105	-5
湖北	52	21	32	-6	12	-21	101	-10
广西	157	-12	53	-8	12	8	222	-14
湖南	20	-5	100	34	31	-59	157	-28
贵州	15	15	46	-10	14	-39	75	-37
吉林	0	0	4	1	0	-8	4	-37
青海	0	0	5	-28	0	-5	5	-48
内蒙古	5	-29	0	-27	2	-2	7	-64
辽宁	0	-20	28	-51	0	-8	28	-92
新疆	0	0	114	-93	2	-1	115	-94
天津	20	20	5	-128	0	-10	33	-142
北京	666	-126	18	-26	93	12	777	-145
云南	77	-172	31	-21	13	-22	121	-221
河南	70	-139	14	-5	34	22	118	-237
河北	154	-524	0	-20	14	-14	168	-558
山西	135	-940	24	-107	5	1	167	-1054

数据来源：Wind，东方金诚

（四）上半年产业债净融资整体为负，细分行业间分化突出，采掘、房地产、钢铁、商贸、汽车、有色等行业净融资缺口较大

上半年产业债净融资额整体为负。各个细分行业中，公用事业、建筑装饰、综合、化工等行业净融资情况尚可。上半年有半数以上行业债券净融资为负。其中，采掘、房地产、钢铁、商贸、汽车、有色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、钢铁、有色、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 年上半年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
公用事业	6400	797	126	-83	27	-22	6553	687
建筑装饰	1173	160	400	197	511	238	2109	496
综合	3935	501	587	43	176	74	4707	433
化工	923	403	166	-173	1	-20	1089	166
食品饮料	691	61	33	25	27	6	751	67
家用电器	262	67	20	0	15	-5	297	62
通信	229	65	19	-21	1	-9	253	19
交通运输	3692	56	144	19	38	-14	3873	16
传媒	118	38	70	6	0	-14	188	7
农林牧渔	60	40	6	-11	2	-11	68	2
电气设备	114	28	16	3	0	-34	133	-1
建筑材料	236	17	23	-25	6	-9	265	-17
纺织服装	0	-10	22	1	0	-11	22	-21
休闲服务	122	13	48	-7	19	-29	195	-22
国防军工	63	3	5	-42	0	0	68	-39
计算机	30	-26	16	13	11	5	57	-56
医药生物	408	56	192	-31	5	-3	604	-60
其他	1744	-169	188	17	146	90	2111	-65
非银金融	1134	-126	197	-3	28	-11	1449	-86
电子	69	11	46	-36	3	-19	118	-91
机械设备	722	-128	17	3	21	-1	760	-139
有色金属	702	-26	19	-174	0	-12	721	-212
汽车	76	-126	14	-32	0	0	90	-231
商业贸易	794	23	168	-176	27	-23	991	-277
钢铁	1096	-388	21	-41	0	-7	1117	-435
房地产	1878	345	355	-386	284	-283	2518	-600
采掘	1509	-992	32	-30	22	-22	1563	-1151

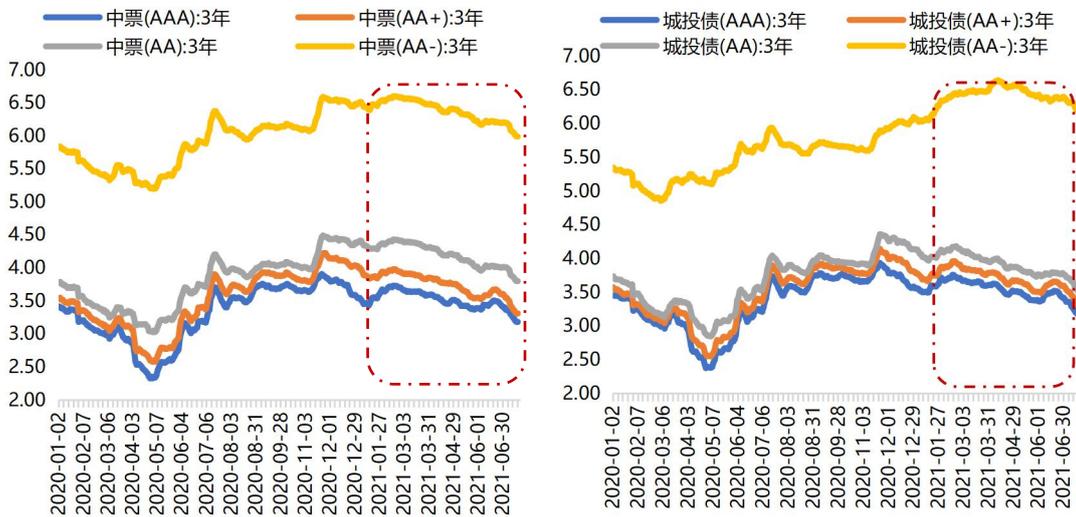
数据来源：Wind，东方金诚

1.2 上半年信用债收益率及利差走势回顾⁴

(一) 上半年信用债收益率整体下行，城投债收益率走势分化明显

回看上半年，除1月下旬因资金面收紧、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外，其他时间信用债收益率以下行为主。截至7月16日，除AA-级各期限城投债外，其余等级各期限城投债、全部产业债收益率均较年初下行超35bp，历史分位点几乎全部低于10%。AA-级城投债收益率则逆势上行，1年、3年和5年期到期收益率分别上行13bp、11bp、26bp，显示市场对于低评级城投债的谨慎态度。

图7 信用债收益率走势(%)



数据来源：Wind，东方金诚

表9 除AA-级城投债外，各等级、期限产业债、城投债到期收益率全面下行

	产业债（中短期票据）			城投债		
	7月16日收益率:%	较年初变动值:bp	历史百分位:%	7月16日收益率:%	较年初变动值:bp	历史百分位:%
1年期 AAA	2.76	-38.31	5.94	2.76	-44.27	5.12
3年期 AAA	3.19	-35.69	10.15	3.19	-36.82	9.37
5年期 AAA	3.43	-36.55	9.88	3.45	-38.97	9.45
1年期 AA+	2.89	-55.42	4.41	2.88	-47.33	5.86
3年期 AA+	3.32	-70.73	7.61	3.31	-46.85	8.98
5年期 AA+	3.66	-69.63	7.42	3.66	-42.96	9.84
1年期 AA	3.09	-75.42	5.08	2.96	-72.33	4.22
3年期 AA	3.81	-58.73	9.25	3.50	-62.85	8.51
5年期 AA	4.25	-49.63	8.71	4.05	-38.96	10.46

⁴ 本部分所示债项评级为中债隐含评级结果。

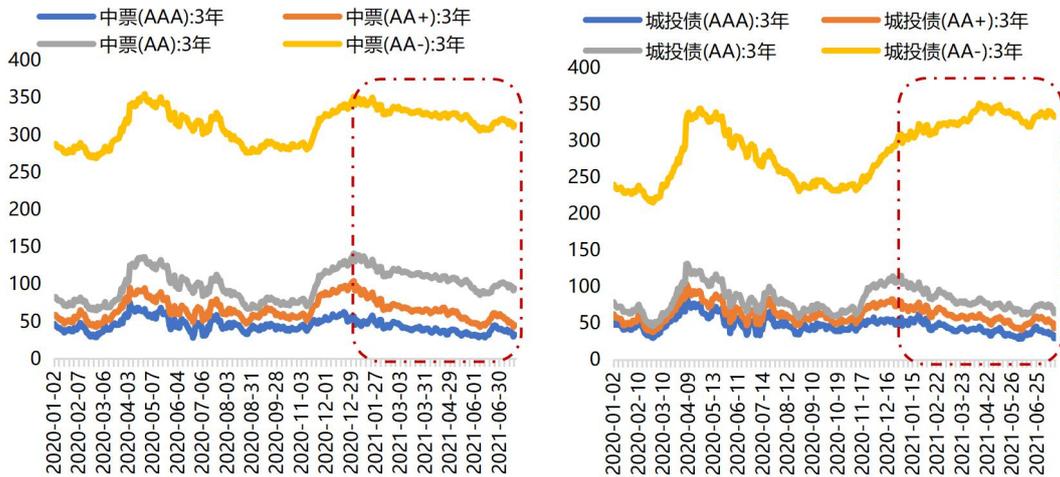
1 年期 AA-	5.28	-61.42	31.94	5.29	12.67	45.84
3 年期 AA-	6.00	-49.73	32.41	6.18	11.15	48.15
5 年期 AA-	6.44	-47.63	29.48	7.00	26.04	63.53

数据来源：Wind，东方金诚

(二) 上半年信用利差整体压缩，高收益城投债信用利差逆市上行

与收益率走势类似，上半年信用利差以压缩为主，除 AA-级城投债外，其他各等级、期限城投债和产业债利差均较年初压缩 18-60bp。与一季度机构抱团短久期中高等级债券推动 1 年期 AA 级以上信用利差压缩至历史极低相比，二季度机构投资久期拉长，AAA 级、AA+级各期限、AA 级 1 年期和 3 年期城投债及产业债信用利差均降至历史 10%附近及以下。但机构下沉资质仍较为谨慎，一方面，永煤违约后机构更加偏好城投债，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，二季度虽有小幅回落但始终位于 2015 年以来的历史较高水平；另一方面，机构在城投债下沉方面也比较谨慎，上半年高收益城投债（AA-级）信用利差逆势上行，至 7 月 16 日，1 年、3 年和 5 年期信用利差分别上行 29bp、23bp 和 44bp，均处于 90%左右的历史分位数附近。

图 8 信用利差走势 (bp)



数据来源：Wind，东方金诚

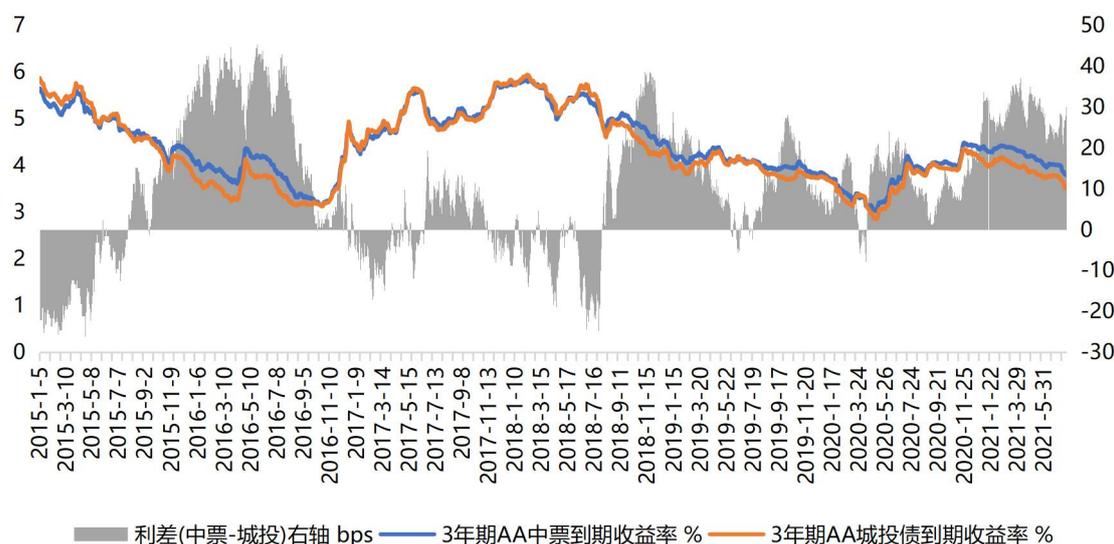
表 10 除 AA-城投债外，各等级、期限产业债和城投债利差全面压缩

	中短期票据			城投债		
	7 月 16 日利差:bp	较年初变动值:bp	历史分位数:%	7 月 16 日利差:bp	较年初变动值:bp	历史分位数:%
1 年期 AAA	36.33	-21.96	9.25	36.61	-27.92	4.57

3 年期 AAA	32.45	-23.78	10.66	32.79	-24.91	5.74
5 年期 AAA	35.07	-18.37	11.05	36.4	-20.79	7.15
1 年期 AA+	49.12	-39.07	3.63	48.24	-30.98	6.68
3 年期 AA+	45.3	-58.82	2.66	44.73	-34.94	6.09
5 年期 AA+	57.98	-51.45	6.52	57.39	-24.78	10.70
1 年期 AA	69.12	-59.07	3.87	56.24	-55.98	3.90
3 年期 AA	94.3	-46.82	23.55	64.23	-50.94	7.42
5 年期 AA	116.98	-31.45	24.13	96.89	-20.78	19.88
1 年期 AA-	288.12	-45.07	72.82	289.24	29.02	87.43
3 年期 AA-	313.3	-37.82	81.57	332.23	23.06	88.32
5 年期 AA-	335.98	-29.45	77.16	391.89	44.22	92.35

数据来源：Wind，东方金诚

图 9 永煤违约事件后，AA 级产业债与城投债的利差保持高位



数据来源：Wind，东方金诚

1.3 上半年投资者行为回顾

上半年主要机构信用债增持规模均较去年同期明显下降，其中商业银行净减持信用债；各类机构中，广义基金是增持主力，保险、券商小幅增持，外资持有信用债增幅超过 11%

- 广义基金上半年净增持信用债 2812 亿元，仍是增持主力，但增幅（2021 年上半年增持量/2020 年底持仓金额）仅为 2.29%，远小于去年的 28%，且久期偏好缩短，主要增持超短融、定向工具和公司债（含私募债），减持短融、企业债和中票。

- 商业银行上半年净减持信用债 1848 亿元，减持比例为 6.30%，减持包括中票、短融、超短融、企业债和定向工具在内的所有银行间品种；券商自营和保险机构信用债持仓增量和增幅均较去年同期大幅下降，持仓增幅分别为 1.6% 和 1.5%；券商主要增持中票、公司债、超短融和企业债，减持短融、定向工具和私募债；保险公司主要增持一般公司债，减持除超短融以外的所有银行间品种和私募债。
- 境外机构上半年增持信用债 137 亿元，主要增持品种为中票。2020 年 11 月永煤违约以来，境外机构持续增持以中票为主的信用债（仅今年 3 月小幅减持 14 亿元），显示境外机构投资国内债市范围正逐步扩大至优质长久期信用债。

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。银行理财方面，受资管新规过渡期即将在今年底结束影响，理财净值化转型节奏加快，数据显示，2021 年上半年发行的银行理财产品中，净值型产品数量占比达到 62%，较去年同期增加 32%；其中 6 月新发产品中，净值型产品占比达到 77%。尽管净值化转型加快，银行理财产品期限和风险等级并没有明显变化，上半年发行的理财产品中，1 年期以下产品占比超过 85%、风险等级为“二级（中低）”以下产品占比为 88%⁵。伴随着下半年净值化转型进入冲刺阶段，银行理财的信用债投资或将延续短久期和低风险偏好特征。

其他产品方面，根据交易所托管数据变动可以看出，上半年，券商资管和信托机构因收益要求和风险偏好较高，是私募债的主要增持机构，基金专户、年金产品则减持私募债，增持一般公司债，而社保基金同时减持了一般公司债和私募债。

表 11 2021 年上半年主要投资机构信用债持仓变化情况

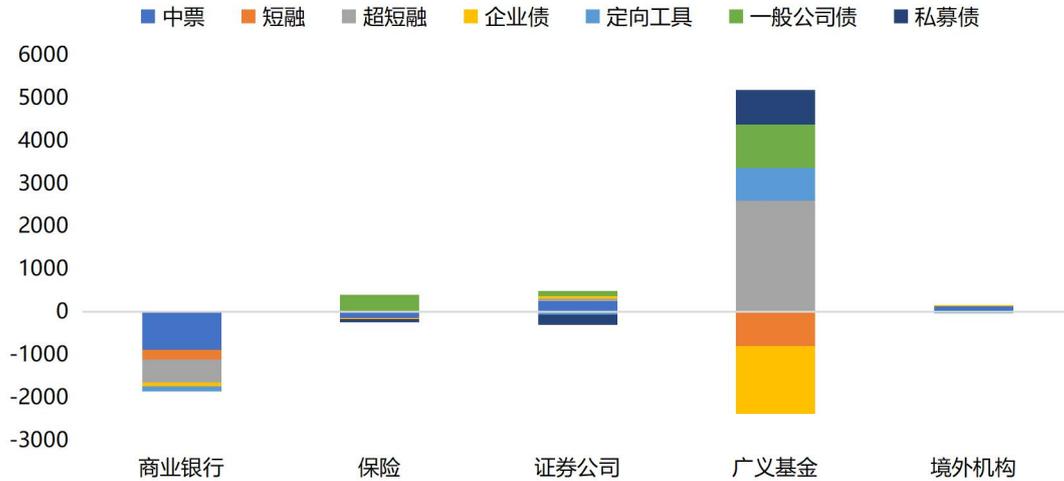
	2020 年 12 月底 持仓规模（亿元）	2021 年 3 月底 持仓规模（亿元）	持仓增加 （亿元）	持仓 增幅	去年同期 持仓增幅
商业银行	29328	27480	-1848	-6.30%	48.21%
保险机构	10428	10595	167	1.60%	8.73%
券商自营	12658	12848	190	1.50%	16.44%

⁵ 数据来源：普益标准

广义基金	122684	125496	2812	2.29%	28.02%
境外机构	1179	1316	137	11.62%	16.39%

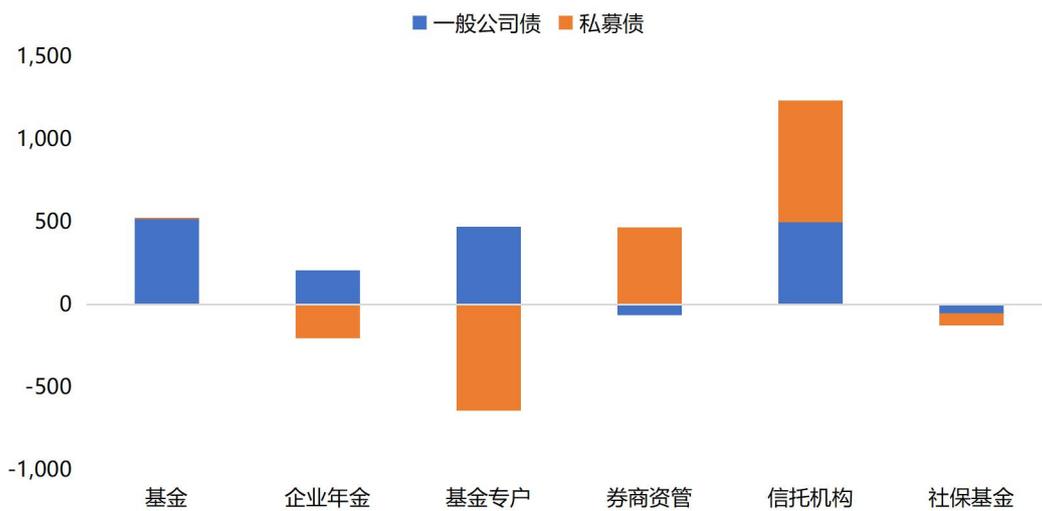
数据来源：Wind，东方金诚

图 10 2021 年上半年主要信用债投资机构持仓券种变动情况（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

图 11 2021 年上半年部分资管产品交易所公司债持仓变动情况（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

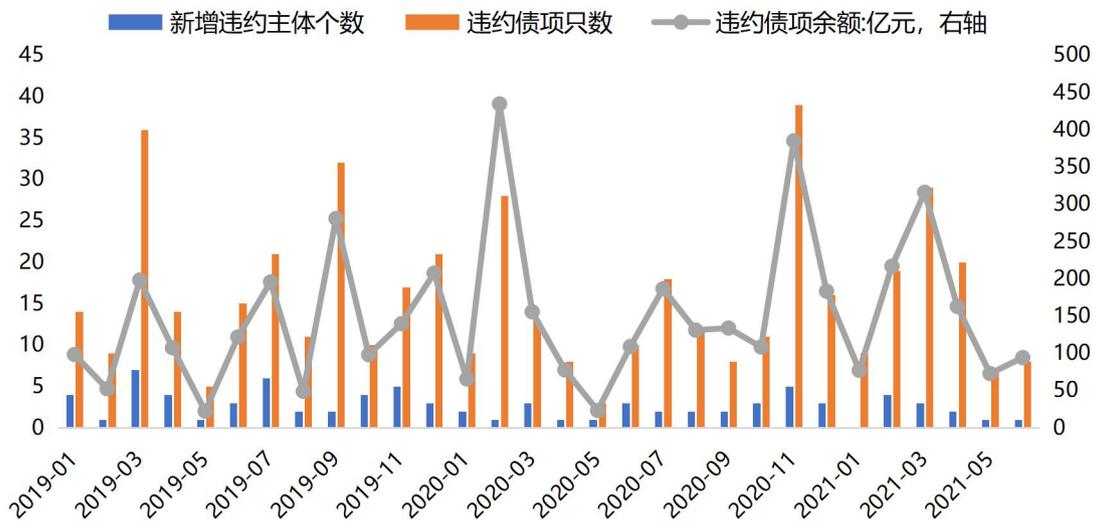
1.4 上半年违约及级别调整情况回顾

（一）与去年四季度相比，今年上半年信用债违约情况有所好转，新增违约主体数量环比、同比均有所减少，但期间信用风险事件不断，持续扰动投资者风险偏好

上半年共有 90 只债券发生违约，涉及企业 35 家，违约债券余额累计 916.4 亿元，与去年下半年的 107 只、45 家和 1153.2 亿元相比，违约情况

有所好转。上半年新增违约主体有 11 家，少于去年下半年的 17 家，也少于去年上半年的 13 家。从违约率角度看，上半年全市场违约率⁶为 0.22%，较 2020 年上半年小幅下降。在“信用周期下行+债务兑付压力上升”背景下，上半年信用债新增违约主体同比、环比均有所减少，一方面受益于信用债到期接续情况整体尚可，另一方面，也因监管层连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入，使得地方国企债券违约多发的势头得到遏制。不过，今年以来债市信用环境并非风平浪静，融资监管政策频出、信用风险事件不断发生，仍持续扰动投资者风险偏好。

图 12 2021 年上半年信用债违约情况较 2020 年四季度有所好转

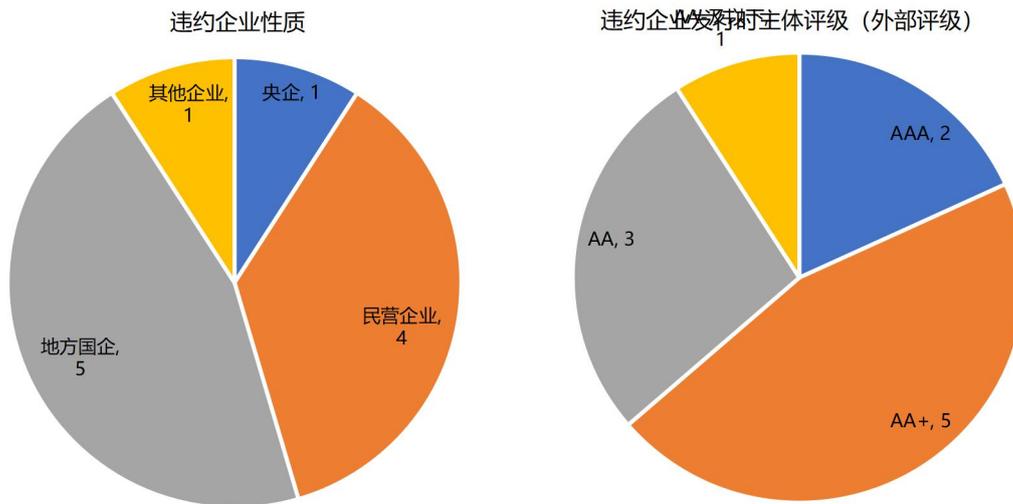


数据来源：Wind，东方金诚

上半年新增违约主体表现出两个特点：一是以民营企业为主。剔除 5 家“海航系”主体后，其他 6 家新增违约主体中，有 4 家民企，另有 1 家中外合资企业和 1 家央企。上半年民企债券净融资较大幅度为负，且各等级民企债券净融资均存在缺口，是新增违约仍高度集中于民企的重要原因。二是级别分布较为分散，但仍以中低等级主体为主。上半年新增违约主体中，发行时主体级别 AAA 级的有 2 家（为华夏幸福基业股份有限公司及其控股股东华夏幸福基业控股股份公司），AA+级有 5 家（其中 4 家为“海航系”主体），AA 级有 3 家，AA-级有 1 家。从违约率角度看，上半年 AAA 级、AA+级违约率分别为 0.29%、0.31%，同比出现不同程度的走高，AA 级及以下的违约率则同比下行（BBB-级外）。

⁶ 违约率为 2021 年上半年新增违约主体除以 2021 年期初有存续债的有效主体

图 13 2021 年上半年新增违约企业性质及主体级别分布



数据来源：Wind，东方金诚

表 12 2021 年上半年新增违约主体列表

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
北京紫光通信科技集团有限公司	AA+	国有企业	否	北京	电子制造服务
同济堂医药有限公司	AA	民营企业	否	湖北	中药
隆鑫控股有限公司	AA	民营企业	否	重庆	摩托车制造
华夏幸福基业控股股份公司	AAA	民营企业	否	河北	房地产开发

数据来源：Wind，东方金诚

(二) 上半年新增违约主体中有 2 家房企，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

在房企融资环境持续收紧的背景下，今年以来，回款慢、高杠杆、资产质量差的房企信用风险正在加速暴露。在上半年新增违约主体中，有 2 家房企，分别是华夏幸福和协信远创。其中，华夏幸福发行时的主体评级为 AAA 级，作为主流大型房企，其违约事件对市场情绪产生不小影响。

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、基建项目上积累了大量应收账款。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，所依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，华夏幸福违约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，上半年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。在融资渠道整体收紧的背景下，房企现金流将更加依赖自身回款能力，而鉴于产业地产项目更易出现去化困难、现金流周转不利的问题，建议关注产业地产较多的房企可能出现的债务风险。

(三) 上半年，在主体级别下调相比去年同期明显增加的同时，主体级别上调数量显著减少

上半年共有96家发债企业主体级别被下调，远超去年同期的52家，同时有41家发债企业主体级别被上调，而去年同期为195家。级别下调的大幅增加和级别上调的大幅减少与基本面和政策面两方面因素有关。

- 从基本面来看，今年以来，在信用周期转向下行、企业债务兑付压力加大背景下，全市场信用风险整体上升，信用风险事件不断发生，同时，受基建稳增长需求下降、房地产调控升级，以及城投和地产融资监管力度加大影响，作为主要发行主体的城投企业和房地产企业经营环境和融资环境均有所收紧，信用基本面整体恶化且分化加剧。
- 从政策面来看，2021年以来，监管机构对评级机构提升评级区分度等方面的重视程度不断升高。3月28日，央行、财政部等5部委发

布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》中明确指出，信用评级机构应当逐步将高评级主体比例降低至合理范围内，形成具有明确区分度的评级标准体系。