

风险依旧，静候佳时

——12月信用债月报及2021年展望

2021年1月

要点：

百瑞信托博士后工作站

○ 一级市场：发行继续遇阻

受信用冲击影响，12月信用债发行量、净融资额双双持续下降，主要信用债净融资额跌入负区间；从发行结构上来看，主要以中高评级发行为主，从发行利率来看，发行成本依然较贵，相对11月份持平，整体维持在较高区域。

○ 二级市场：利差持续走阔

受永煤事件对信用市场冲击影响，产业债AA+及以下信用利差持续走阔，但目前安全垫依然较薄，不具配置机会。从中低评级信用利差的组成来看，信用利差的走阔主要由评级利差构成，目前3年期AA+产业债评级利差已达近4年来的高点。

○ 投资观点：

回顾：2020年信用债市场主要分为四个阶段：1-4月利率债牛时期，5-7月利率牛熊转换时期，8-10月票息策略时期，11-12月永煤事件冲击时期。

展望：2020年中央经济工作会议提出政策操作要“精准有效，不急转弯”。可以看出2021年政策的方向及态度，因此2021年信用环境将趋紧是较为确定的政策方向，因此认为：1) 城投债依然具有配置优势，择券时需要考虑以下因素：第一、主营业务以公益性较强的；第二、区域>平台地位>担保的思考逻辑；第三、举债目的很关键，比如平台举债的目的是否与国家政策、国家发展策略有关。2) 关注行业景气度，比如采掘业、有色业、汽车业，这三个行业利差的收窄机会，但配置上还是以优选龙头的防守为主。

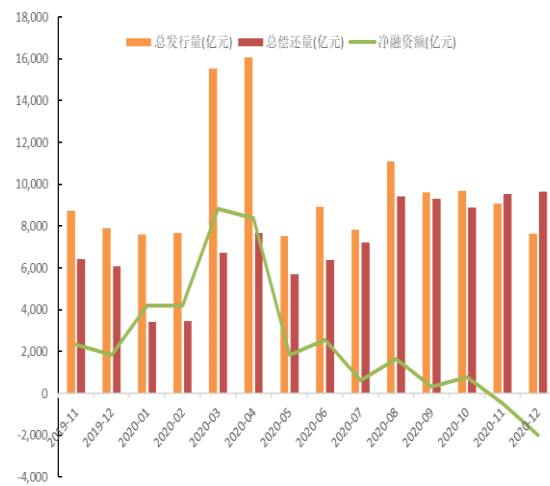
一、信用债一级市场

1、发行规模

受信用冲击影响，12月信用债发行量、净融资额双双持续下降，截至12月31日，12月主要非金融信用债品种（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、PPN）总发行量继续下降，净融资额加速下降。具体来看，12月主要非金融信用债总发行规模为7652.55亿元，总偿还规模为9648.67亿元，净融资规模为-1996.12亿元。

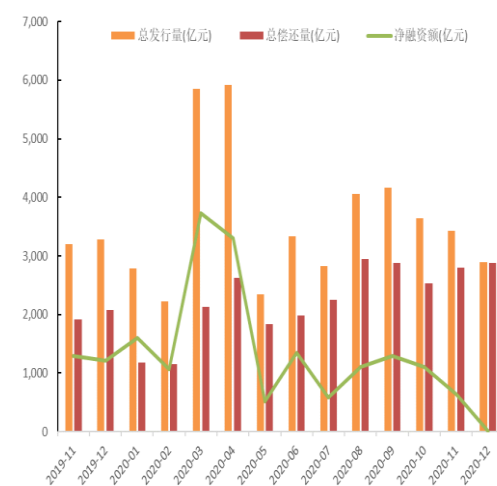
城投债方面，总发行量下降明显，总偿还量略微抬升，净融资额濒临零值附近。具体来看，12月城投债总发行规模为2888.10亿元，总偿还规模为2882.15亿元，净融资规模为5.95亿元。

图表 1：主要信用债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 2：城投债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

2、发行结构

从发行量占比角度来看，12月，AAA级主体占比有所减少，AA+级占比有所上升，而AA级占比相对持平。具体来看，AAA级主体发行金额占比略减少，从73%上升至64%，下降9个百分点，AA+级主体发行金额占比从17%上升至24%，上升7个百分点，AA级及以下主体发行金额占比从10%下降至12%，上升2个百分点。

从国企、民企总发行量角度来看，12月，民企发行量/国企发行量比例有所下降，从9%上升至7%，下降2个百分点。

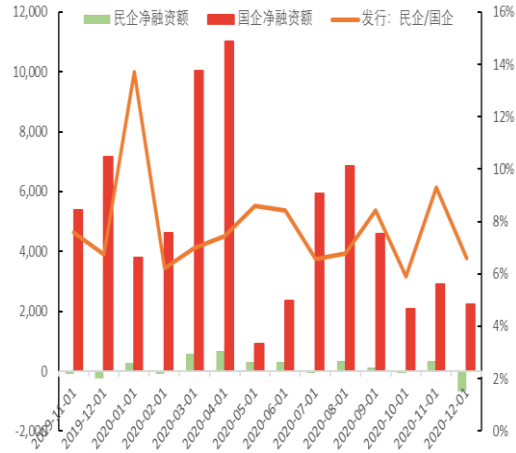
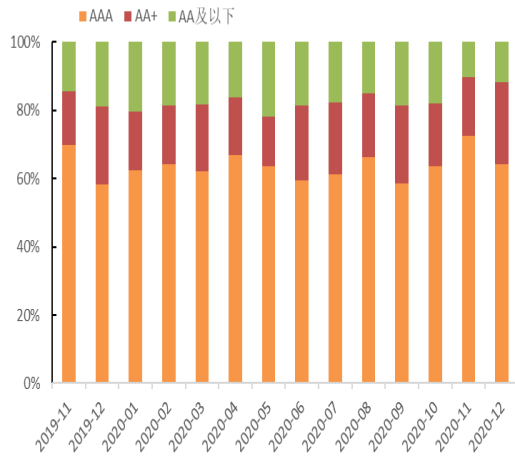
从国企、民企净融资角度来看，12月，受信用冲击影响，以及发行较困难，国企、民企净融资额较11月份下降较多，国企净融资额从2895.83亿元下降至2219.34亿元，民企净融资额从327.53亿元下降至-668.37亿元。

从信用债发行区域角度来看，12月，受永煤事件影响，河南省信用债发行受阻，发行

量跌入全国后五位，共发行 15.6 亿元，其中 10 亿元为平顶山银行的永续债。

图表 3：主要信用债发行结构 (%)

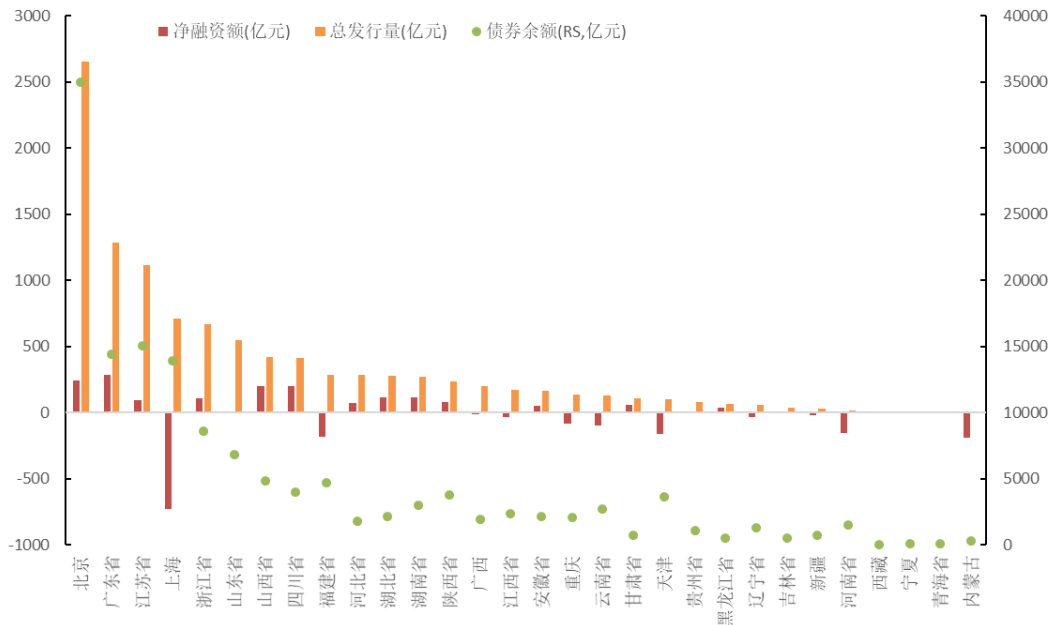
图表 4：国企、民企净融资情况 (亿元, %)



数据来源：Wind，百瑞信托

数据来源：Wind，百瑞信托

图表 5：信用债分区域发行情况



资料来源：Wind，百瑞信托

3、发行利率

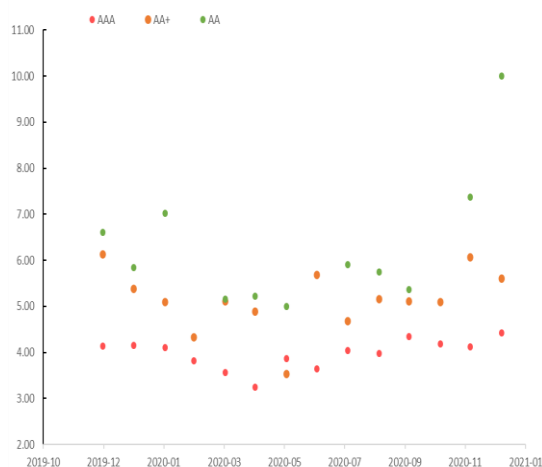
受信用冲击影响，一级发行量收缩的同时，发行利率也在攀升。

公司债方面，12月，AAA、AA公司债发行利率攀升较快，而AA+有所下降。具体来看，AAA上升31bp (4.12%，前值4.43%)；AA+下降46bp (6.06%，前值5.60%)；AA上升262bp (10.00%，前值7.38%)；AA发行利率攀升较快的主要原因是只有一只AA公司债发行，发行人为方圆地产。

企业债方面，和公司债类似，12月，AA+企业债发行利率小幅下降，AAA、AA发行利率有所提升。具体来看，AAA上升112bp（4.41%，前值5.53%）；AA+下降4bp，（5.85%，前值5.81%）；AA上升140bp（6.97%，前值5.57%）。

中票短融方面，12月，中票短融发行利率抬升，整体依然处于较高位置。具体来看，AAA上升17bp（4.38%，前值4.21%）；AA+上升77bp（5.28%，前值4.51%）；AA上升51bp（5.77%，前值5.26%）。短融方面，整体加权发行利率也在抬升，上升16bp（2.77%，前值2.61%）。

图表 6：公司债发行利率（%）



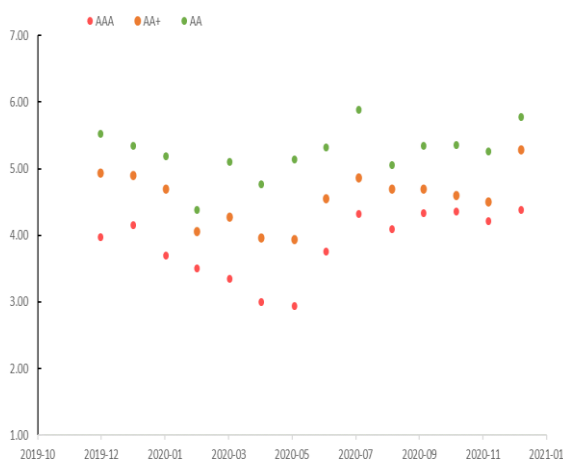
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 7：企业债发行利率（%）



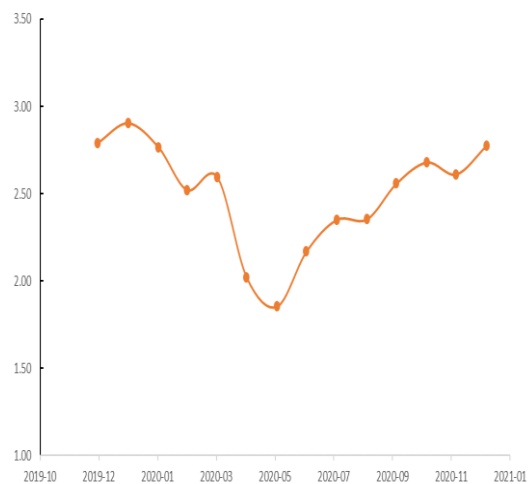
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 8：中票发行利率（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 9：短融发行利率（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

二、信用债二级市场

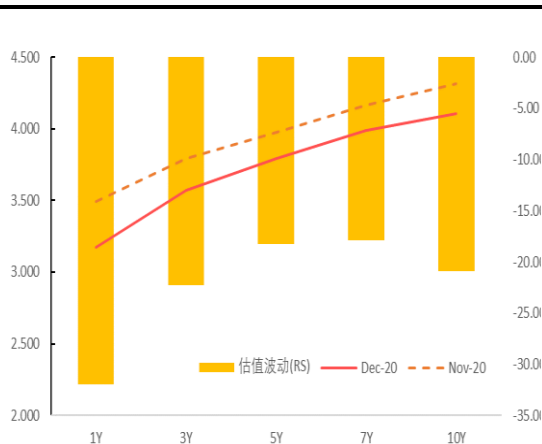
1、收益率情况

受央行 MLF 超预期释放影响，12 月债券收益率全面下行，具体来看：

产业债方面，12 月收益率整体下行，收益率曲线维持陡峭，短端下行较快。具体来看 AAA 产业债，1Y 下行 31.98bp (3.171%，前值 3.491%)；3Y 下行 22.30bp (3.571%，前值 3.794%)；5Y、7Y、10Y 分别上行 18.26BP、17.87BP、20.94BP。

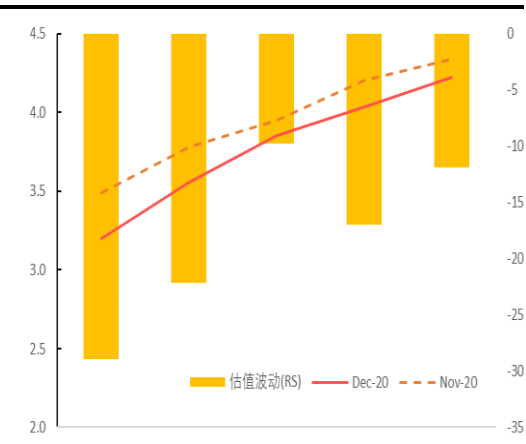
城投债方面，12 月城投债整体下行，收益率成蝶式状态，短端及长端下行较快，中长端略微下行。具体来看 AAA 城投债，1Y 下行 28.94bp (3.199%，前值 3.488%)；3Y 下行 22.17bp (3.560%，前值 3.781%)；5Y 下行 9.74BP (3.854%，前值 3.951%)、7Y 下行 16.99BP (4.036%，前值 4.206%)、10Y 下行 11.91BP (4.222%，前值 4.341%)。

图表 10：AAA 产业债收益率曲线



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：AAA 城投债收益率曲线



数据来源：Wind，百瑞信托

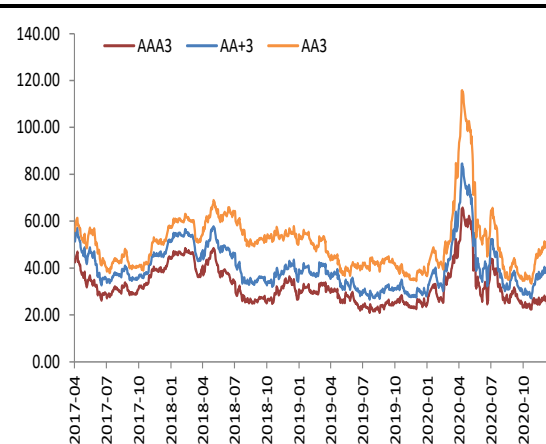
2、利差情况

受永煤事件对信用市场冲击影响，产业债 AA+ 及以下信用利差及评级利差自 11 月开始持续走阔。

信用利差方面，12 月中低评级产业债信用利差继续走阔，目前整体利差依然较薄，不具备安全垫。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差变动不大，中枢在 26BP 左右，较 11 月上行 1-2BP；3Y/AA+ 产业债信用利差上行较大，中枢在 39BP，较 11 月上行 3-4bp；3Y/AA 产业债信用利差上行较大，中枢在 50BP，较 11 月上行 5-6bp。

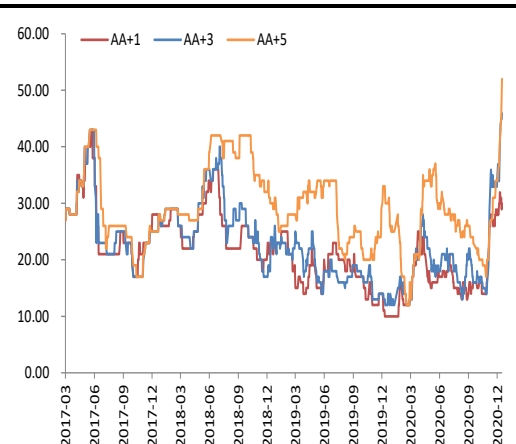
评级利差方面，12 月各期限 AA+ 评级利差明显走阔，特别是在下旬，其中 3 年、5 年期评级利差走阔最为明显，最高时分别为 46BP、52BP。具体来看，1Y/AA+ 产业债评级利差，中枢在 29BP，较 11 月上行 2-3BP；3Y/AA+ 产业债评级利差，中枢在 40BP，较 11 月上行 6-7BP；5Y/AA+ 产业债评级利差，中枢在 43BP，较 11 月上行 15-16BP。目前 3Y/AA+、5Y/AA 产业债评级利差为近 4 年来的高点，前面两次高点位置为 2017 年的债熊时期和 2018 年的民企违约时期。

图表 12: AAA 产业债信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

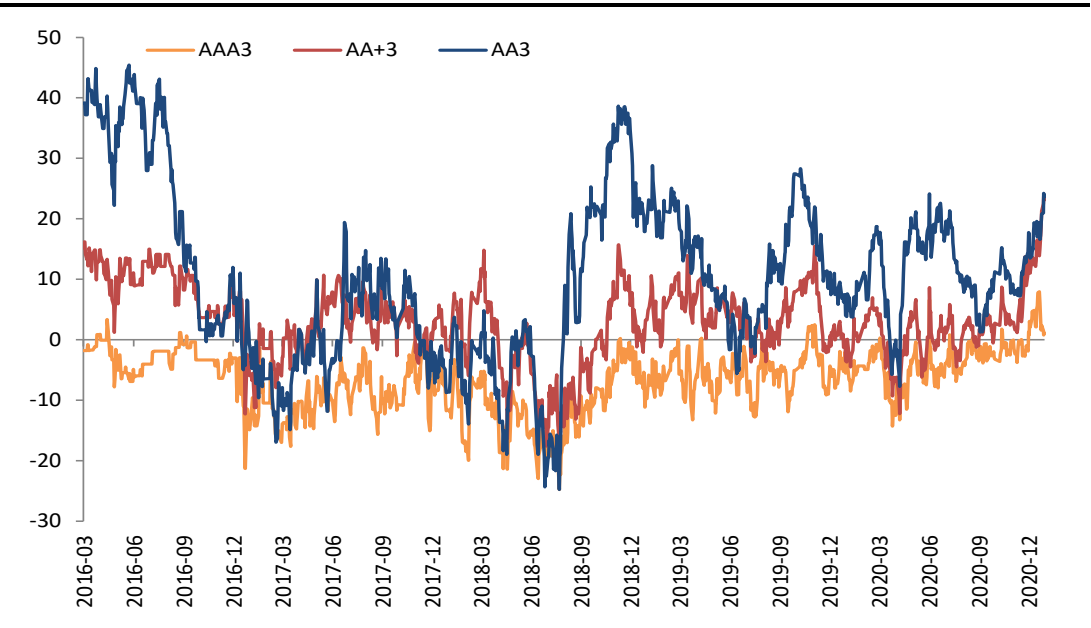
图表 13: 产业债评级利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

产业债与城投债之间利差反应的是城投信仰，受永煤事件影响，12 月产业债信用利差持续走阔，导致产业-城投利差也在持续抬升。具体来看，3Y/AAA 产业-城投利差变化呈倒 V 型，但 3Y/AA+、3Y/AA 产业-城投利差持续走阔，最高都触及至 24BP，目前在近 4 年来的较高位置。

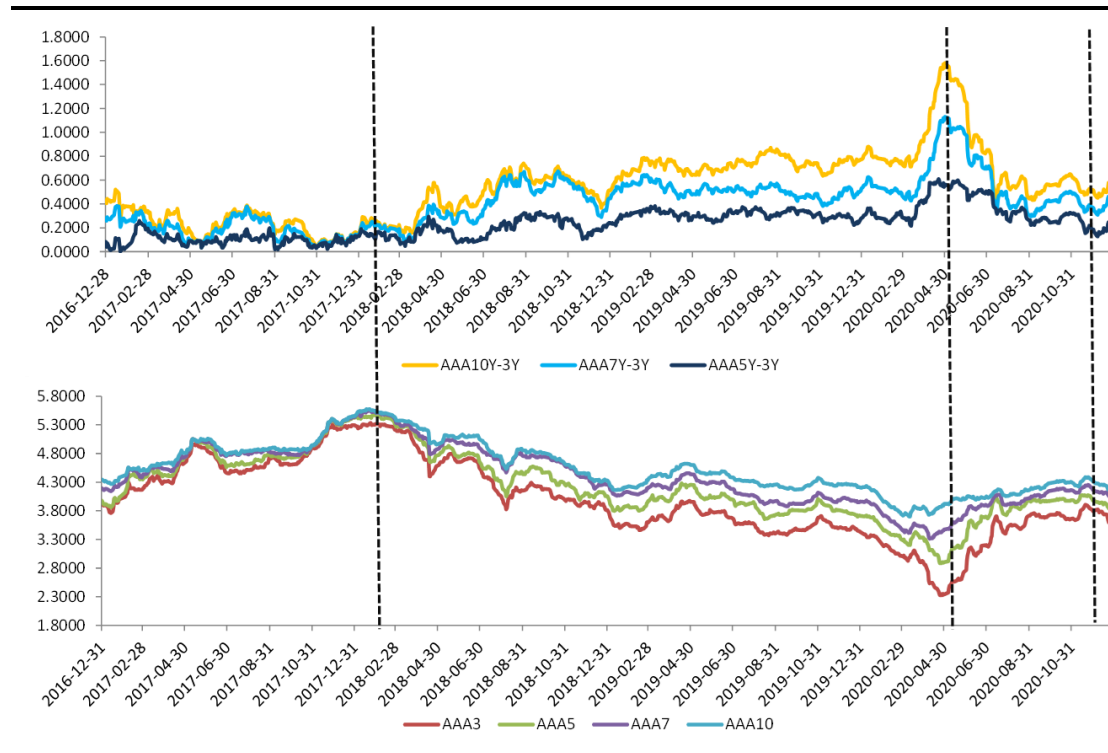
图表 14: 产业债-城投债利差



资料来源: Wind, 百瑞信托

期限利差方面，受 3 年期产业债收益率上行较快影响，12 月 AAA 产业债期限利差被动有所收窄。具体来看，10Y-3Y 利差中枢在 52BP，较 11 月上行 2-3BP；7Y-3Y 利差中枢在 40BP，较 11 月上行 2-3BP；5Y-3Y 利差中枢在 22BP，较 11 月上行 3-4BP。

图表 15：产业债期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

三、信用债重大事件

1、评级（展望）调整

12月，共有21家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共15家，评级（展望）上调的共6家。下调的发行主体中，扣除违约主体外，还有昆明市城建投资开发有限责任公司、贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司、冀中能源国际物流集团有限公司、冀中能源集团有限责任公司、云南省康旅控股集团有限公司、海航资本集团有限公司、湖南景峰医药股份有限公司、珠江人寿保险股份有限公司。

图表 16：评级（展望）上调/下调

上调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
长园科技集团股份有限公司	2020-12-04	AA-	稳定	2020-06-24	AA-	负面
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	2020-12-23	BBB+	稳定	2020-01-21	BBB	稳定
南通沿海开发集团有限公司	2020-12-10	AAA	稳定	2020-07-28	AA+	稳定
青岛城投金融控股集团有限公司	2020-12-11	AAA	稳定	2020-06-24	AA+	稳定
新城控股集团股份有限公司	2020-12-03	BB+	稳定	2019-12-15	BB	稳定
美的集团股份有限公司	2020-12-07	A	稳定	2020-12-02	A-	列入上调观

下调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
发行人						
昆明市城建投资开发有限责任公司	2020-12-28	Ba1	负面	2020-07-30	Ba1	稳定
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	2020-12-15	AA-		2020-06-28	AA	
冀中能源国际物流集团有限公司	2020-12-15	AA	负面	2020-07-24	AA+	
冀中能源集团有限责任公司	2020-12-15	AA+	负面	2020-07-24	AAA	稳定
海航资本集团有限公司	2020-12-24	AA-	负面	2019-06-27	AA	稳定
紫光集团有限公司	2020-12-08	B		2020-11-16	BBB	稳定
新疆广汇实业投资(集团)有限责任公司	2020-12-10	B-	负面	2019-10-18	B	稳定
永城煤电控股集团有限公司	2020-12-07	B		2020-11-10	BB	稳定
云南省康旅控股集团有限公司	2020-12-11	AAA	负面	2020-06-22	AAA	稳定
鸿达兴业集团有限公司	2020-12-15	BB		2020-09-18	AA+	
天安人寿保险股份有限公司	2020-12-30	BBB+	负面	2020-06-19	A+	
天安财产保险股份有限公司	2020-12-30	BBB+	负面	2020-06-29	A+	
宜华生活科技股份有限公司	2020-12-16	CCC		2020-06-23	B	稳定
湖南景峰医药股份有限公司	2020-12-28	AA-	负面	2020-06-29	AA-	稳定
珠江人寿保险股份有限公司	2020-12-28	A+	稳定	2020-09-27	AA-	稳定

资料来源：iFind，百瑞信托

2、违约情况

12月，共有18家发行主体发生过违约事件，其中，构成本息或利息违约的有12家，展期的有6家。16家实质性违约的发行主体中，首次违约的有5家，分别为：云南祥鹏航空有限责任公司、山东如意科技集团有限公司、鸿达兴业集团有限公司、海航航空集团有限公司、海航机场集团有限公司，涉及逾期本金和利息共计24.06亿元。

图表 17：12月违约债券列表

债券代码	债券简称	违约日期	发行人	违约事项类型	违约金额(亿)	最新状态	债券类型	是否境内上市公司	发行人所属行业	企业性质	违约前主体评级
0318008018	紫光PPN2020-12-26		紫光集团有限公司	利息违约	0.80	实质违约	非公开定向	否	综合	央企	B
155085.SH18	紫光04 2020-12-10		紫光集团有限公司	利息违约	2.60	实质违约	公司债	否	综合	央企	B
10157302:15	中信国安 2020-12-15		中信国安集团有限公司	本息违约	20.85	实质违约	中期票据	否	综合	其他	C
143437.SH17	新大03 2020-12-14		中融新大集团有限公司	本息违约	20.61	实质违约	公司债	否	化工	私营	C
162767.SH19	滇祥01 2020-12-13		云南祥鹏航空有限责任公司	展期	0.64	实质违约	公司债	否	交通运输	国企	AA-
01200110:20	永煤SCP1 2020-12-25		永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	实质违约	短期融资券	否	采掘	国企	B
04190047:19	永煤CP0 2020-12-18		永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	实质违约	短期融资券	否	采掘	国企	B
01200096:20	永煤SCP1 2020-12-15		永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	实质违约	短期融资券	否	采掘	国企	B
01200155:20	永煤SCP1 2020-12-08		永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	实质违约	短期融资券	否	采掘	国企	B
01200053:20	永煤SCP1 2020-12-08		永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	实质违约	短期融资券	否	采掘	国企	B
125616.SH15	华资债 2020-12-26		北京华资资本控股股份有限公司	展期	5.00	实质违约	私募债	否	房地产	中外合资	C
10190034:19	如意科技 2020-12-15		山东如意科技集团有限公司	利息违约	1.32	实质违约	中期票据	否	综合	中外合资	AA-
10175503:17	如意科技 2020-12-14		山东如意科技集团有限公司	本息违约	10.75	实质违约	中期票据	否	综合	中外合资	AA-
114268.SZ	H7丰盛04 2020-12-06		南京建工产业集团有限公司	本息违约	2.16	实质违约	公司债	否	建筑装饰	民企	C
117108.SZ	17龙跃E1 2020-12-06		龙跃实业集团有限公司	本息违约	6.94	实质违约	可交换债券	否	综合	民企	C
117107.SZ	17龙跃E2 2020-12-06		龙跃实业集团有限公司	本息违约	9.08	实质违约	可交换债券	否	综合	民企	C
01200091:20	鸿达兴业 2020-12-14		鸿达兴业集团有限公司	本息违约	9.99	实质违约	短期融资券	否	商业贸易	民企	AA+
112809.SZ	18航空01 2020-12-03		海航航空集团有限公司	展期	0.62	实质违约	公司债	否	交通运输	国企	AA+
10180147:18	皖经建M 2020-12-24		安徽省华安外经建设(集团)有限公司	利息违约	0.28	实质违约	中期票据	否	建筑装饰	民企	C
155090.SH18	福晟03 2020-12-17		福建福晟集团有限公司	本息违约	15.90	实质违约	公司债	否	房地产	民企	C
10165906:16	东旭光电 2020-12-02		东旭光电科技股份有限公司	利息违约	0.16	实质违约	中期票据	是	电子	民企	C
118535.SZ	H6雏鹰01 2020-12-09		雏鹰农牧集团股份有限公司	展期	7.30	实质违约	公司债	否	农林牧渔	民企	C
114274.SZ	17金贵01 2020-12-14		郴州市金贵银业股份有限公司	本息违约	2.16	实质违约	公司债	是	有色金属	国企	C
150049.SH17	博天01 2020-12-19		博天环境集团股份有限公司	展期	0.20	实质违约	公司债	是	公用事业	民企	BB-
1580287.IE15	海航机场 2020-12-03		海航机场集团有限公司	利息违约	0.37	实质违约	企业债	否	交通运输	国企	AA+
127315.SH15	机场债 2020-12-03		海航机场集团有限公司	利息违约	0.37	实质违约	企业债	否	交通运输	国企	AA+

资料来源：iFind，百瑞信托

四、投资观点

1、回顾 2020 年信用债

1) 1-4 月利率债牛市时期:

春节过后,疫情成为影响利率走势的重要因素,同时,央行两次降准带动利率大幅下行,债券市场进入牛陡行情。产业债跟随利率债下行,但由于下行幅度小于利率债,信用利差被动走阔。

2) 5-7 月利率牛熊转换:

疫情影响消退,经济恢复正增长阶段,货币政策的基调开始边际转向,受此影响,流动性收紧,短端资金利率大幅上行影响,利率债收益率快速走高,利率债经历快速牛熊转换时期,导致信用利差被动压缩。

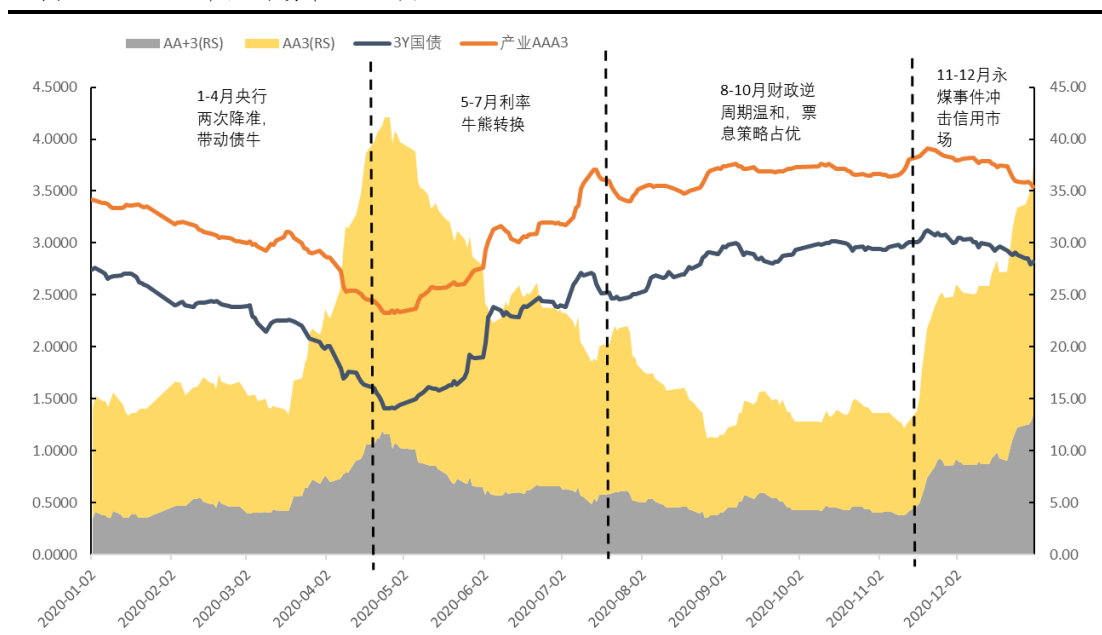
3) 8-10 月票息策略时期:

二季度后,央行政策维持“精准、有效”的态度明确,市场资金面维持紧平衡,同业存单报价持续攀升,但财政逆周期还在加码,截至 2020Q3,宏观杠杆率为 270.1%,抬升速度较快,仅次于 2009 年,市场整体信用环境较好,使得票息策略占优

4) 11-12 月永煤事件冲击时期:

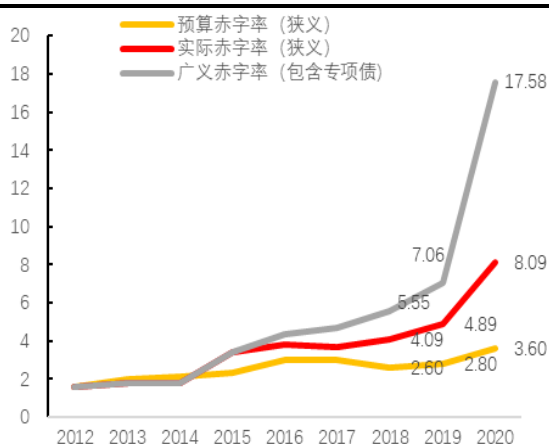
11 月上旬永煤突发违约超市场预期,信用市场信心受到严重冲击,一级市场发行受阻,二级市场利差走阔,资金面出现流动性分层,信用债市场被阴暗笼罩,12 月央行 MLF 超预期释放,使得跨年资金面有所缓解,带动短端利率小幅下行。

图表 18: 2020 年信用债市场四阶段



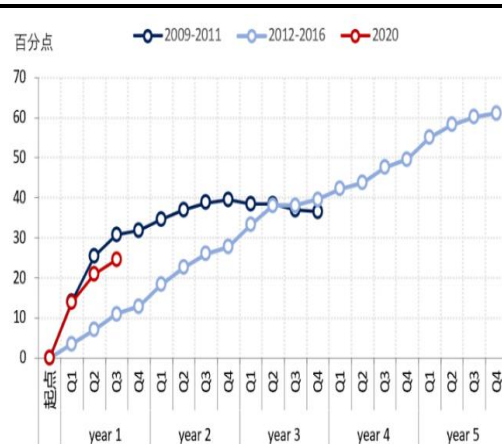
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19：赤字较往年抬升较快



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 20：宏观杠杆抬升速度快



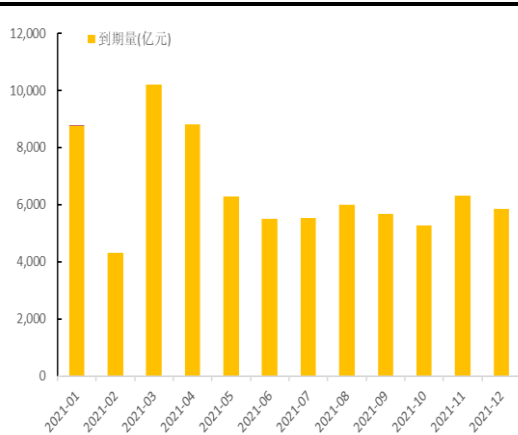
数据来源：Wind，百瑞信托

2、2021 年信用债展望

2020 年，在疫情的冲击下，各国央行政府都推出了非常规政策来维持经济，2020 年中央经济工作会议提出政策操作要“精准有效，不急转弯”。可以看出 2021 年政策的方向主要是以退出非常规政策为主，但在态度上是以缓冲速度为主。从以往的经验来看，2011 年经历过货币周期、信贷周期双紧缩时期，造成股债双杀格局。但 2021 年与 2011 年不同，主要区别是货币政策和财政政策的退出时间较为错开，2020 年货币政策在回归中性的同时，财政逆周期空间却在温和放开，而 2021 年的主要任务是稳杠杆，因此 2021 年信用环境将趋紧是较为确定的政策方向，但不至于发生股债双杀行情。

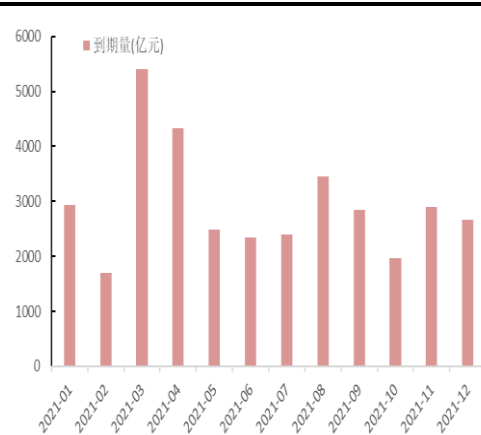
但需注意的是，2021 年 3-4 月为信用债集中到期的高峰时期，2021 年全年信用债到期规模为 8.46 万亿元，其中国企债到期量为 7.37 万亿元（占比 87%），2021 年城投债（WIND 城投口径）到期总金额约为 3.54 万亿元，其中 3、4 和 8 月份为到期高峰期。

图表 21：2021 年信用债到期额



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 22：2021 城投债到期额

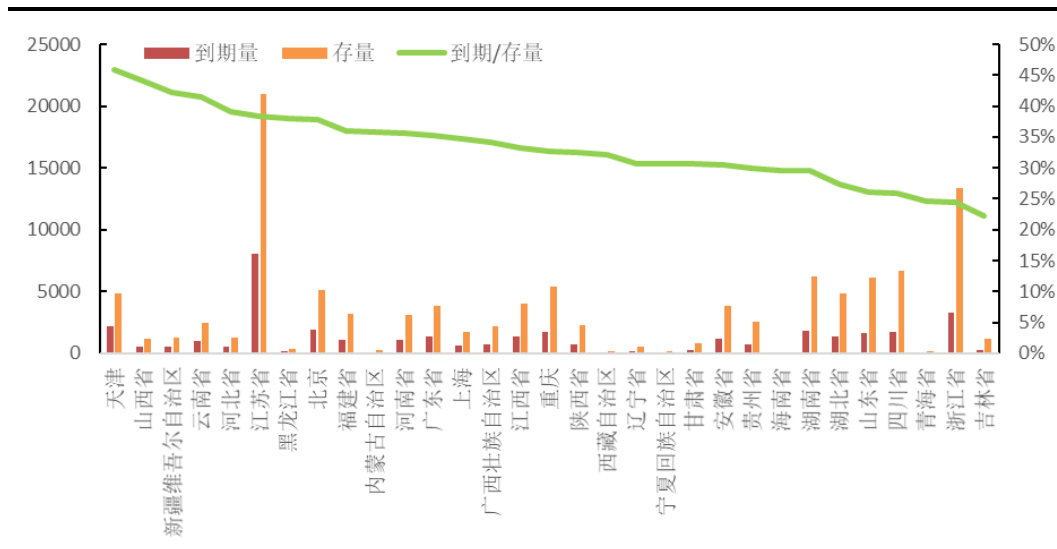


数据来源：Wind，百瑞信托

从绝对数量来看，江苏城投债的到期量（8057 亿）及存量（20964 亿）为全国之首，其次为浙江(到期 2458 亿、存量 13364 亿)和天津(到期 2232 亿、存量 4864 亿)；

从到期/存量比来看，天津市比率最高，达到 46.08%，其余超过 40%的地区还有山西(44.12%)、新疆(42.12%)和云南(41.41%)。

图表 23：2021 年城投债分区域到期情况



资料来源：Wind，百瑞信托

基于此，我们认为 3-4 月的信用债集中到期潮，将对信用市场形成较大考验，2021 年的信用债配置逻辑如下：

1) 城投债为主

在 2021 年稳杠杆、信用收缩的环境下，以及华晨、永煤对信用市场造成巨大冲击的背景下，我们认为信用利差将进一步走阔，且目前信用利差依然较薄，不构成安全垫支持，因此认为，以城投债配置为主，在优选城投债时候，需要考虑以下因素：第一、主营业务以公益性较强的，比如：土改、代建类的城投平台发生实质性违约的风险较小；第二、区域>平台地位>担保的思考逻辑，比如净融资额较高的区域一般认为融资能力较强，偿债能力也较强，唯一平台能承接较多的地方专项债，得到的政府补助也较高；第三、举债目的很关键，比如平台举债的目的是否与国家政策、国家发展策略有关。

2) 关注行业景气度修复机会

采掘业在价格因素支持下已实现短期盈利修复；有色业目前的投资增速已达疫情前水平；若海外经济能在 2021Q2 复苏，将维持较高景气度；汽车业在新能源补贴政策延续下，再叠加销售端亦有持续抬头趋势，预计景气度较高。因为认为可以关注这三个行业利差的收窄机会，但配置上还是以优选龙头的防守为主。

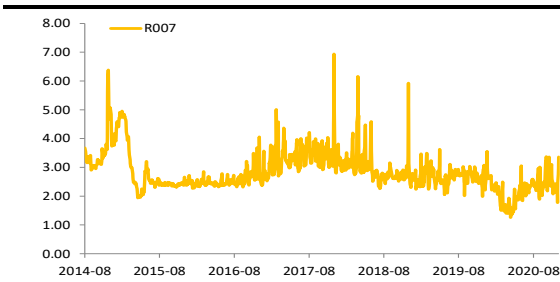
其他数据一揽

图表 24: 债券市场表现情况

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.53	0.82	0.97	1.11	1.54					
国开	0.58	0.98	1.12	0.80	1.81	10	3	3	1	27
非国开	0.56	0.83	0.98	1.10	1.22	7	6	1	1	16
铁道	0.52	0.85	1.00	0.91	1.19	21	19	17	10	5
产业AAA1	0.56	0.90	1.12	1.39	2.02	27	32	29	16	17
产业AAA+	0.55	0.63	0.22			45	65	64		
产业AA	0.38	0.69	0.62			57	63	55		
产业AA-	0.58	0.67				83	91	89		
城投AAA1	0.53	0.90	0.74	1.34	1.29	21	21	28	11	21
城投AA+	0.57	0.83	0.66			27	39	41		
城投AA	0.42	0.93	0.86			51	52	45		
城投AA-	0.16	0.07				83	89	90		

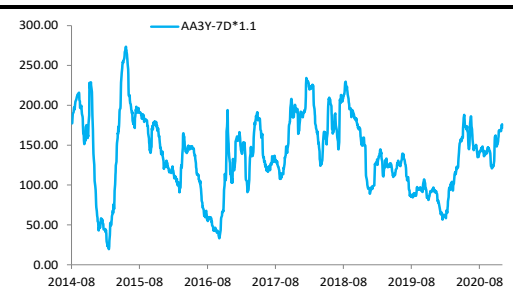
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 25: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 26: 杠杆价值



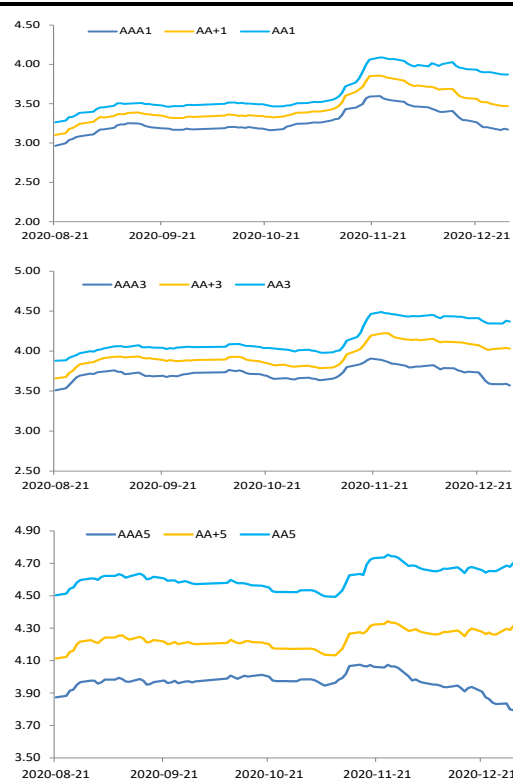
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 27: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 28: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托