

# 资金收紧，债市如过山车

——1月信用债月报

2021年1月

## 要点：

百瑞信托博后工作站

### ○ 一级市场：前顺畅后受阻

1 月上半阶段，受资金面持续宽松呵护，信用债发行量、净融资额双双上扬；

1 月下半阶段，受资金面收紧影响，推迟或取消发行量也逐渐攀升。

### ○ 二级市场：先下后上，利差收窄

1 月份上半阶段信用债市场的修复，主要是基于两点逻辑：一是政策呵护，11 月信用债违约潮爆发后，政府表态维稳以及央行在公开市场操作上保持流动性充裕，有效的缓和了市场情绪；二是利率债供给相对短缺推升了信用债的交易热度；

1 月份下半阶段信用债市场的扭头，主要是受制于资金面紧张的影响，市场对央行态度转弯的猜测造成的过激反应。

### ○ 投资观点：

- 1) 在整体市场环境未改善的前提下，依然推荐抱团优质城投债；
- 2) 城投债择券上，可以下沉资质到 AA+，隐含评级 AA 的列表中进行挖掘，暂时走城投票息策略抵御市场波动冲击；
- 3) 在交易缩量的市场环境中，杠杆型账户需要保持一定高流动性品种，防止短期的资金面收紧。

# 一、信用债一级市场

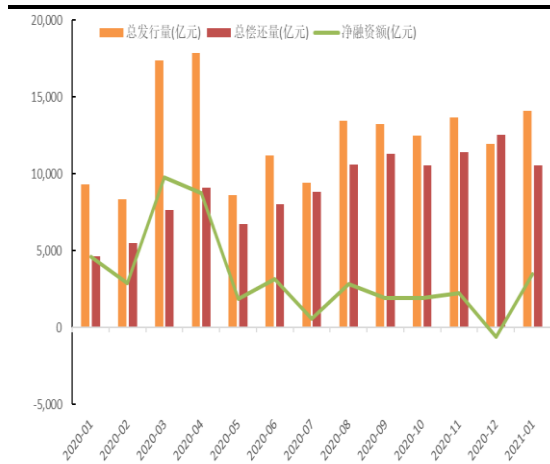
## 1、发行规模

截至 1 月 31 日，1 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、资产支持证券）发行量、净融资额双双上扬。具体来看，1 月主要非金融信用债总发行规模为 14088.59 亿元，总偿还规模为 10581.56 亿元，净融资规模为 3507.03 亿元。

城投债方面，总发行量、净融资额上升明显。具体来看，1 月城投债总发行规模为 5165.86 亿元，总偿还规模为 2751.44 亿元，净融资规模为 2414.42 亿元。

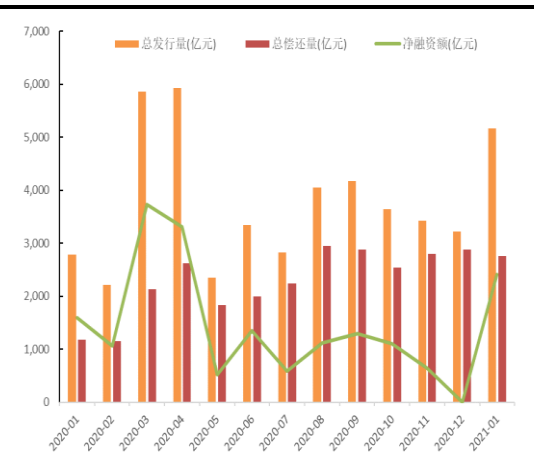
但是受 1 月中下旬资金面收紧影响，一级市场推迟或取消发行量也较高，1 月中旬前，推迟及取消发行量为 546.10 亿元，但 1 月中旬后，推出及取消发行量上升至 1028.18 亿元。

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，1 月，AAA 级主体占比有所减少，AA+级占比持平，而 AA 级占比有所上扬。具体来看，AAA 级主体发行金额占比略减少，从 64%下降至 57%，下降 7 个百分点；AA+级主体发行金额占比与 12 月持平，均为 24%；AA 级及以下主体发行金额占比从 12%上升至 19%，上升 7 个百分点。

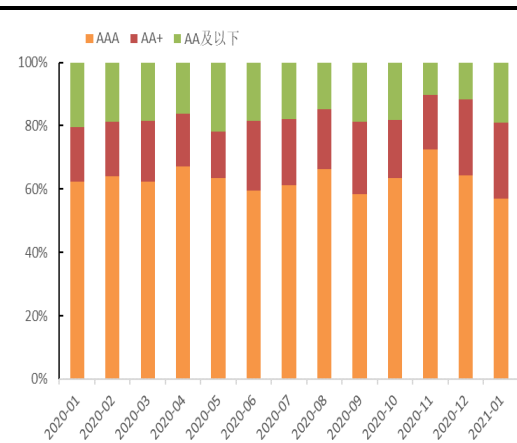
从国企、民企总发行量角度来看，1 月，民企发行量/国企发行量比例略微下降，从 7% 上升至 6%，下降 1 个百分点。

从国企、民企净融资角度来看，1 月，受月初市场流动性充裕影响，一级发行较顺畅，国企、民企净融资额较 12 月份上升较快，特别是国企，民企随有所上行，但净融资额依然为负值，具体来看：国企净融资额从 2219.34 亿元上升至 5433.41 亿元，民企净融资额从 -668.37 亿元上升至 -316.96 亿元。

从信用债发行区域角度来看，尽管 1 月信用债发行回暖，但依然有些许省份 0 发行，比

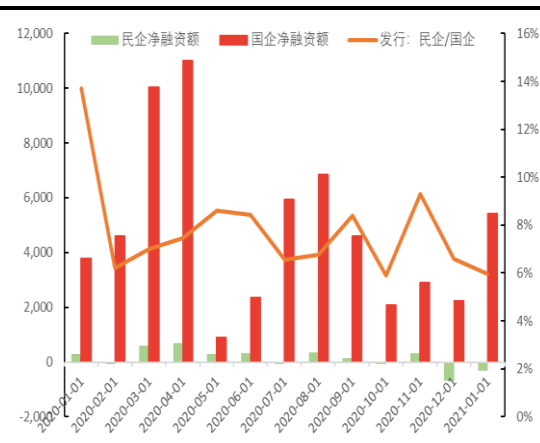
如：黑龙江、宁夏、青海、海南。续永煤事件后，河南省信用债发行终于有所抬头迹象，共发行 50 亿元，不乏看到了地产（鑫苑置业）、县级平台（宁陵县发展投资有限公司）的身影。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



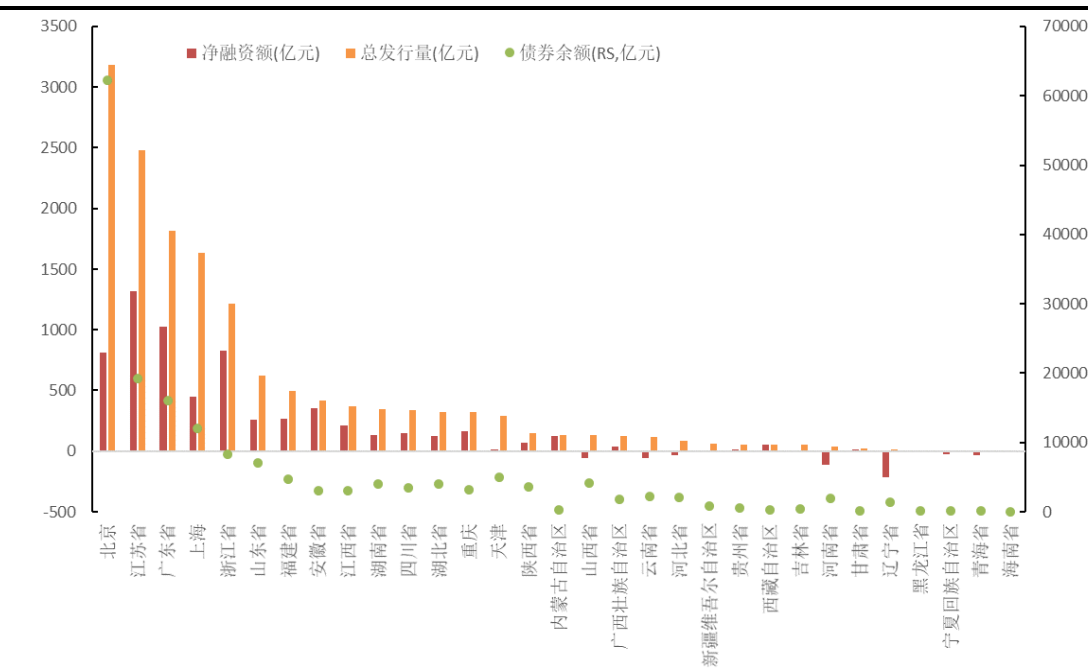
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：国企、民企净融资情况（亿元，%）



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

受月初流动性释放影响，一级发行量扩量的同时，发行利率也在降低。

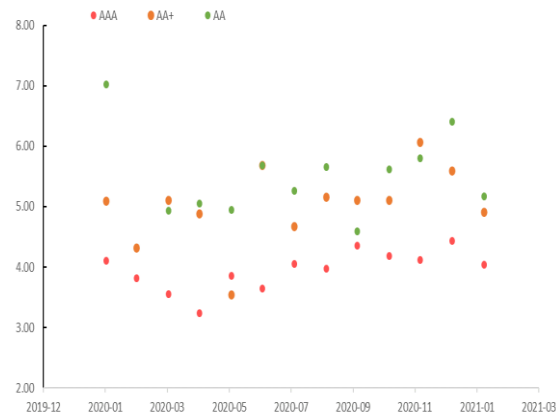
公司债方面，1 月，AAA、AA+、AA 公司债发行利率下行较快。具体来看，AAA 下降 40bp (4.03%，前值 4.43%)；AA+下降 70bp (4.90%，前值 5.60%)；AA 下降 123bp (5.17%，前值 6.40%)。

企业债方面，1月，AAA、AA+企业债发行利率下降，AA发行利率小幅提升。具体来看，AAA下降10bp（3.93%，前值4.03%）；AA+下降86bp（4.63%，前值5.49%）；AA上升29bp（6.50%，前值6.21%）。

中票短融方面，1月，中票短融发行利率整体下降，朝中枢水平回归。具体来看，AAA下降43bp（3.90%，前值4.33%）；AA+下降70bp（4.49%，前值5.19%）；AA下降45bp（5.19%，前值5.64%）。

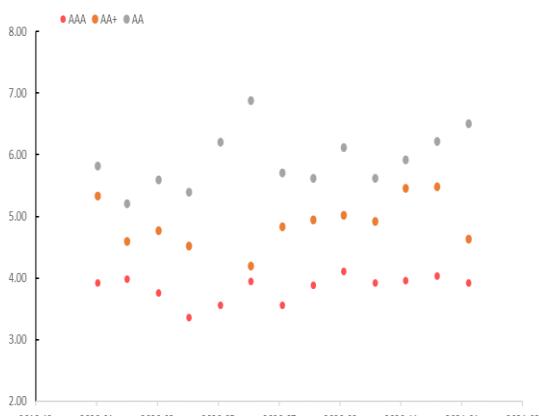
短融方面，整体加权发行利率依然在抬升，上升25bp（3.04%，前值2.79%）。

图表 6：公司债发行利率（%）



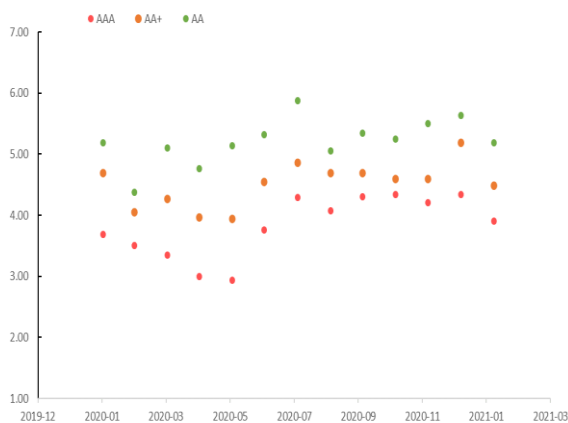
数据来源：Wind，百瑞信托

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

受中下旬资金面收紧影响，市场对央行态度转弯的猜测反应较大，1月债券收益率宽幅

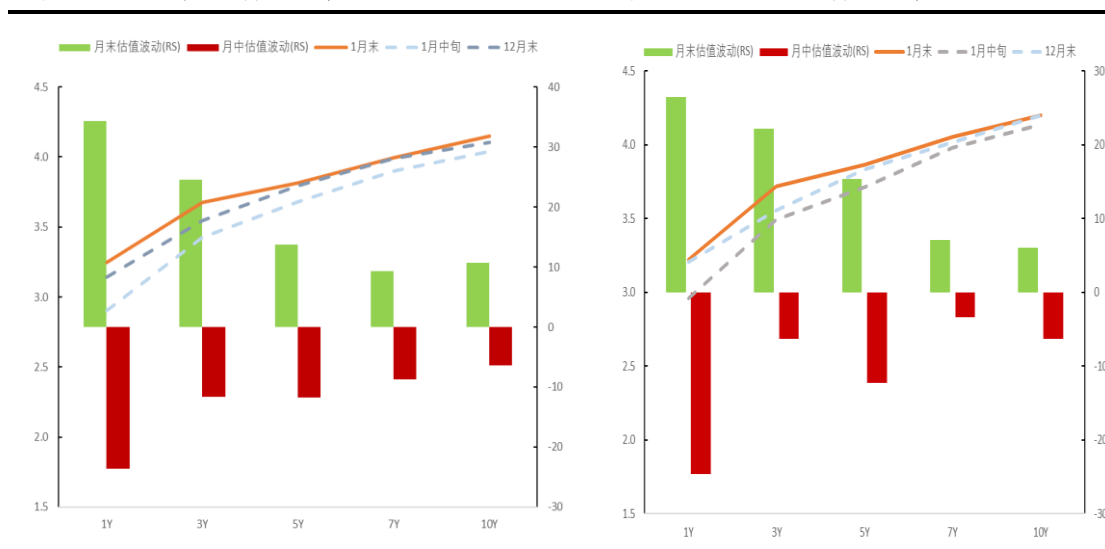
波动，表现为月初高、月中低、月末高的形态，具体来看：

产业债方面，1月份收益率曲线维持陡峭，短端调整较大。具体来看，1月上旬整体资金面宽松，中旬前产业债整体下行，AAA产业债，1Y下行23.57bp（2.905%，前值3.141%）；3Y下行11.58bp（3.428%，前值3.544%）；5Y、7Y、10Y分别下行11.76bp、8.68bp、6.38bp。但中旬后市场资金面由松转紧，大家对央行态度是否进行转弯而过激猜测，债券收益率扭头上行，AAA产业债，1Y上行34.36bp（3.249%，前值2.905%）；3Y上行24.51bp（3.673%，前值3.428%）；5Y、7Y、10Y分别上行13.67bp、9.26bp、10.68bp。

城投债方面，与产业债类似，1月份收益率曲线维持陡峭，短端调整较大。具体来看，1月中旬前城投债整体下行，AAA城投债，1Y下行24.6bp（2.957%，前值3.203%）；3Y下行6.31bp（3.496%，前值3.559%）；5Y、7Y、10Y分别下行12.25bp、3.38bp、6.35bp。而1月中旬后债券收益率扭头上行，AAA城投债，1Y上行26.46bp（3.222%，前值2.957%）；3Y上行22.14bp（3.717%，前值3.496%）；5Y、7Y、10Y分别上行15.34bp、7.07bp、6.01bp。

图表 10：AAA 产业债收益率曲线

图表 11：AAA 城投债收益率曲线



数据来源：Wind，百瑞信托

数据来源：Wind，百瑞信托

注：月中估值波动=1月中-12月末  
月末估值波动=1月末-1月中

注：月中估值波动=1月中-12月末  
月末估值波动=1月末-1月中

## 2、利差情况

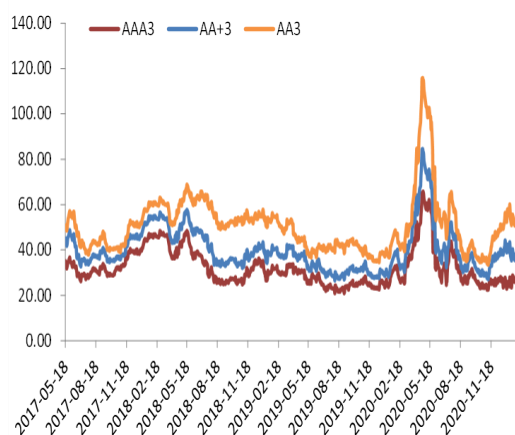
受资金面紧张影响，产业债AA+及以下信用利差及评级利差自1月中旬开始被动收窄。

信用利差方面，1月高级别产业债信用利差持平，而中低评级产业债信用利差被动收窄。具体来看，3Y/AAA产业债信用利差基本持平，中枢在26BP左右，较12月上行1-2BP；而1月中旬后3年期中低信用利差明显被动收窄。相对月中的高点，月末3Y/AA+信用利差收窄7bp，3Y/AA评级利差收窄10bp。

评级利差方面，1月中旬后3年期各评级利差明显被动收窄。相对月中的高点，月末

3Y/AA+评级利差收窄 14bp, 3Y/AA 评级利差收窄 17bp, 3Y/AA-评级利差收窄 10bp。

图表 12: AAA 产业债信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

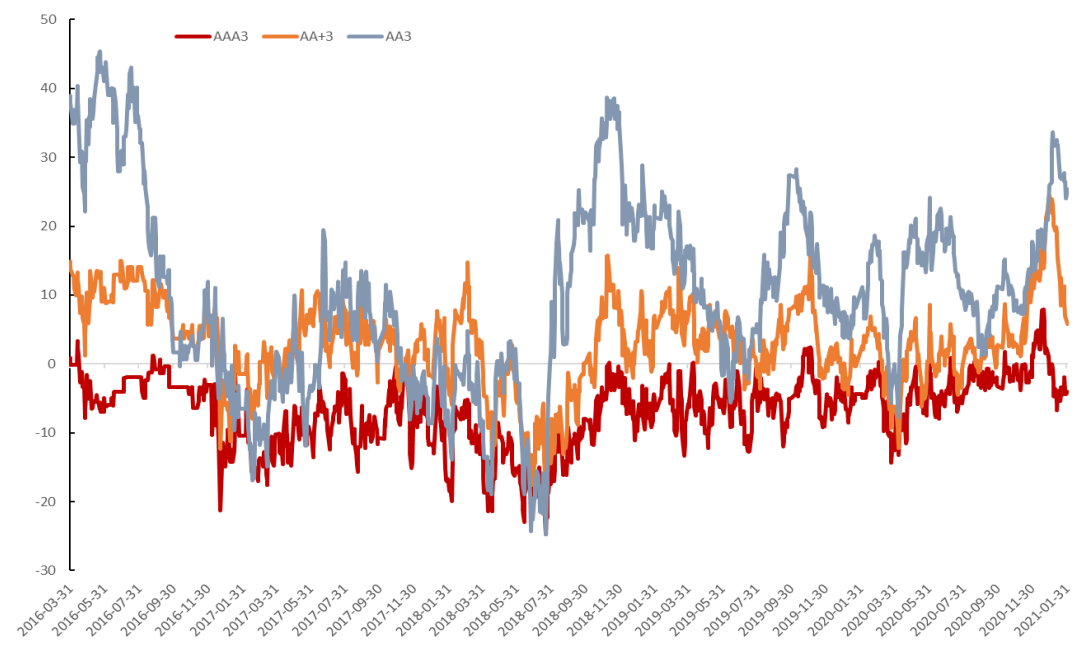
图表 13: 产业债评级利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面, 受永煤事件影响, 11-12 月产业-城投利差在持续抬升, 1 月该利差收窄较快, 特别是 AA+ 评级, 究其原因主要还是利率上行较快带来的被动压缩。具体来看, 3Y/AAA 产业-城投利差收窄 3bp, 3Y/AA+ 产业-城投利差收窄 14bp, 3Y/AA 产业-城投利差收窄 5bp。

图表 14: 产业债-城投债利差

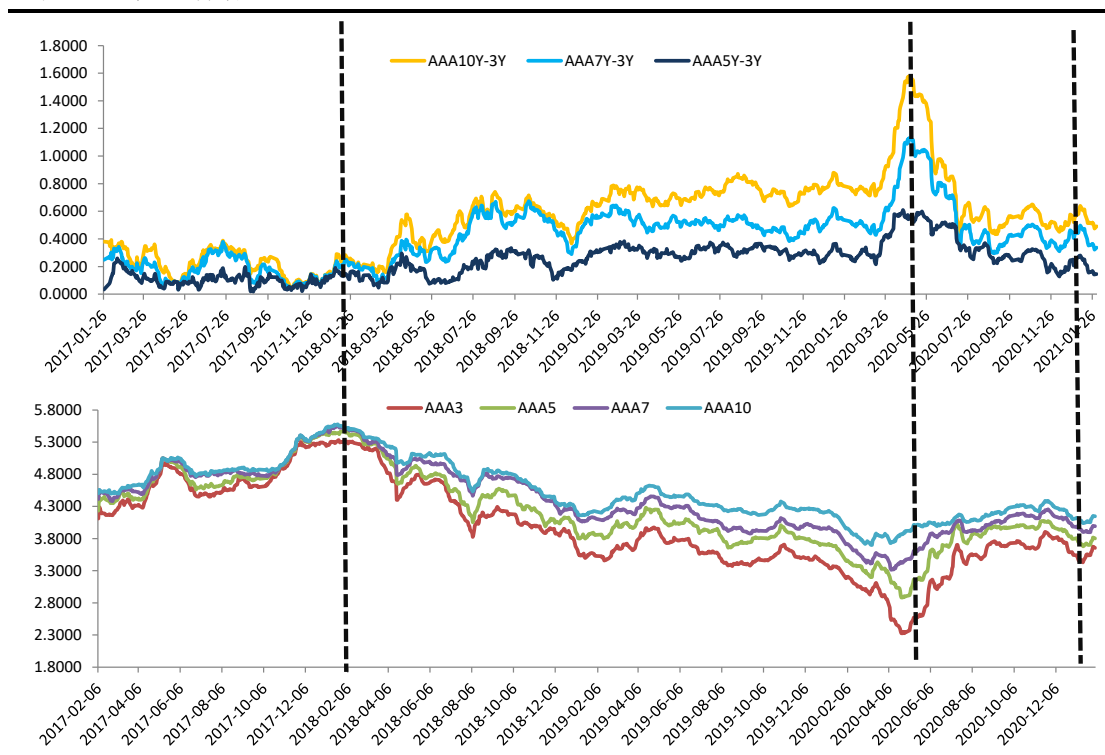


资料来源: Wind, 百瑞信托

期限利差方面, 受资金面由松转紧的影响, 1 月 AAA 产业债期限利差经历由宽变窄的过程。具体来看, 10Y-3Y 利差月中高点 60BP, 月末收窄到 48BP; 7Y-3Y 利差月中高点 47BP,

月末收窄到 32BP；5Y-3Y 利差月中高点 25BP，月末收窄到 14BP。

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

1月，共有22家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共17家，评级（展望）上调的共5家。下调的发行主体中，扣除违约主体外，还有亿利资源集团有限公司、亿利洁能股份有限公司、天津航空有限责任公司、深圳市新纶科技股份有限公司、九通基业投资有限公司、华夏幸福基业控股股份公司、河南有线电视网络集团有限公司、海南航空控股股份有限公司、海口美兰国际机场有限责任公司、海航集团有限公司、海航航空集团有限公司。

1月29日，海航集团收到海南省高级人民法院发的《通知书》，主要内容为：相关债权人因海航集团不能清偿到期债务，申请法院对海航集团破产重整。海航集团发布声明表示将依法配合法院进行司法审查，积极推进债务处置工作，支持法院依法保护债权人合法权益，确保企业生产经营顺利进行。2月1日，众多评级公司将海南航空控股股份有限公司、海航集团有限公司、海航航空集团有限公司调整为BB（下表中未展示2月1日数据）。

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
发行人						
象山县滨海投资有限公司	2021-01-18	AA+		2020-09-28	AA	稳定
金辉集团股份有限公司	2021-01-08	B+	稳定	2019-10-21	B	稳定
镇江交通产业集团有限公司	2021-01-08	AA+	稳定	2020-07-28	AA	稳定
新城控股集团股份有限公司	2021-01-22	Ba2	稳定	2020-01-15	Ba3	
碧桂园控股有限公司	2021-01-05	BB+	正面	2020-10-15	BB+	稳定
下调	本次评级			上次评级		
发行人	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
亿利资源集团有限公司	2021-01-21	AA	负面	2020-06-28	AA+	稳定
亿利洁能股份有限公司	2021-01-21	AA	负面	2020-06-22	AA	稳定
西藏金融租赁有限公司	2021-01-26	BBB		2020-07-27	A+	
天津航空有限责任公司	2021-01-28	AA-	负面	2019-07-29	AA+	稳定
深圳市新纶科技股份有限公司	2021-01-05	A-	负面	2020-06-29	A+	负面
隆鑫控股有限公司	2021-01-26	B-	负面	2020-10-26	BB+	负面
九通基业投资有限公司	2021-01-29	AA		2021-01-19	AA+	负面
华夏幸福基业控股股份公司	2021-01-29	AAA	负面	2020-10-22	AAA	稳定
华夏幸福基业股份有限公司	2021-01-13	B2	负面	2020-09-17	Ba3	负面
鸿达兴业集团有限公司	2021-01-14	CCC	负面	2020-12-15	BB	
鸿达兴业股份有限公司	2021-01-21	BB		2020-06-24	AA	稳定
河南有线电视网络集团有限公司	2021-01-19	AA+	负面	2020-07-22	AA+	稳定
海南航空控股股份有限公司	2021-01-28	AA		2019-06-27	AAA	稳定
海口美兰国际机场有限责任公司	2021-01-04	AA	稳定	2020-09-23	AA+	
海航集团有限公司	2021-01-28	AA		2019-06-27	AAA	稳定
海航航空集团有限公司	2021-01-28	AA-	负面	2019-06-28	AA	稳定
广东太安堂药业股份有限公司	2021-01-13	BBB-		2020-11-30	A+	

资料来源：iFind，百瑞信托

## 2、违约情况

1月，共有10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6家，展期的有4家。6家实质性违约的发行主体均为先前发生过违约的主体，涉及逾期本金和利息共计34.37亿元。

图表 17：1月违约债券列表

债券简称	违约日期	发行人	最新状态	逾期本金+利息(亿)	剩余期限(年)	违约前主体评级	企业性质	是否上市公司	所属行业(Wind)	担保人
19方正MTN001	2021-01-28	北方正集团有限公司	实质违约	0.81	0.99	C	央企	否	互联网软件与服务	
16信威01	2021-01-25	北京信威通信技术股份有限公司	实质违约	5.38	--	AA	民企	否	通信设备	
16东旭01	2021-01-18	东旭集团有限公司	实质违约	10.72	--	C	民企	否	综合类行业	
19航空01	2021-01-25	海航航空集团有限公司	展期	1.72	2.97	AA	国企	否	航空货运与物流	
19海南航空SCP002	2021-01-12	海南航空控股股份有限公司	展期	7.50	--	AAA	国企	是	航空	
17豫能化PPN001	2021-01-05	河南能源化工集团有限公司	展期	5.00	--	BB	国企	否	煤炭与消费用燃料	
20鸿达兴业SCP002	2021-01-26	鸿达兴业集团有限公司	触发交叉条款	0.00	0.07	C	民企	否	基础化工	
19鸿达兴业MTN001	2021-01-26	鸿达兴业集团有限公司	触发交叉条款	0.00	1.90	C	民企	否	基础化工	
18鸿达兴业MTN001	2021-01-15	鸿达兴业集团有限公司	实质违约	13.91	--	BB	民企	否	基础化工	
16天房03	2021-01-26	天津房地产集团有限公司	实质违约	0.13	0.23		国企	否	多样化房地产活动	
18永煤PPN001	2021-01-26	永城煤电控股集团有限公司	展期	10.00	--	B	国企	否	煤炭与消费用燃料	
19紫光01	2021-01-25	紫光集团有限公司	实质违约	0.31	2.98	B	央企	否	通信设备	北京紫光通信科技集团有限公司
16紫光01	2021-01-14	紫光集团有限公司	实质违约	3.12	--	B	央企	否	通信设备	北京紫光通信科技集团有限公司

资料来源：Wind，百瑞信托



## 四、投资观点

整体来看，1月信用债市场依然还未走出阴霾，在资金面收紧的压力考验下，信用债一级市场和二级市场都经受挫折，具体来看：

1) 尽管1月发行量、净融资额双双上扬，且发行利率有所降低，但是受资金面收紧影响，推迟或取消发行量也较高，1月中旬前，推迟及取消发行量为546.10亿元，但1月中旬后，推出及取消发行量上升至1028.18亿元。

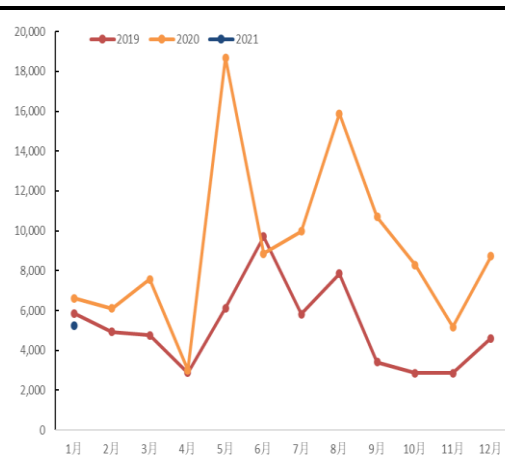
2) 二级市场方面，1月信用债收益率经历了先下后上，利差收窄的过程。1月份上半阶段信用债市场的修复，主要是基于两点逻辑：一是政策呵护，11月信用债违约潮爆发后，政府表态维稳以及央行在公开市场操作上保持流动性充裕，有效的缓和了市场情绪；二是利率债供给相对短缺推升了信用债的交易热度。而1月份下半阶段信用债市场的扭头，主要是受制于资金面紧张的影响，市场对央行态度转弯的猜测造成的过激反应。

图表 18：资金收紧推高信用债收益率



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 19：利率债净融资额较低



数据来源：Wind，百瑞信托

在此基础上，我们认为信用债并未走出前期违约潮的后遗症，尽管一月份的违约主体相比前两个月有所下降，但是需要注意的是，2021年3-4月为信用债集中到期的高峰时期。如果后续资金面依然持续收紧，将加剧非银的局部紧张，一些非央企产业债，非省级平台的城投债将更加不受待见，这将造成信用债市场的结构性矛盾。

目前，离春节还有一周交易时间，常规上政策不会有较大调整，投资方面，1) 在整体市场环境未改善的前提下，依然推荐抱团优质城投债；2) 城投债择券上，可以下沉资质到AA+，隐含评级AA的列表中进行挖掘，暂时走城投票息策略抵御市场波动冲击；3) 在交易缩量的市场环境中，杠杆型账户需要保持一定高流动性品种，防止短期的资金面收紧。

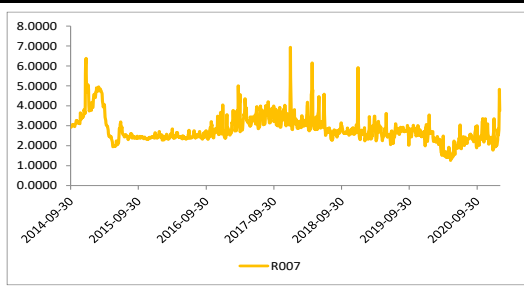
其他数据一揽

图表 20: 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	0.01	0.03	0.01	0.19	-0.05	21	9	15	3	26
国开	-0.06	-0.29	-0.37	-0.12	-0.18	13	20	4	3	17
非国开	0.00	-0.33	-0.43	-0.33	-0.19	4	18	10	13	8
铁道	0.16	-0.14	0.05	-0.03	-0.42	8	30	15	12	13
产业AAA1	0.15	-0.08	0.21	0.28	-0.02	10	34	42		
产业AA+	0.25	0.53	0.74			26	41	46		
产业AA	0.41	0.36	0.43			68	84	85		
产业AA-	0.36	0.37				2	28	16	8	9
城投AAA1	0.23	-0.15	0.16	0.09	0.35	7	32	41		
城投AA+	0.24	0.03	-0.17			14	38	43		
城投AA	0.28	0.40	0.33			76	90	90		
城投AA-	0.25	-0.23								

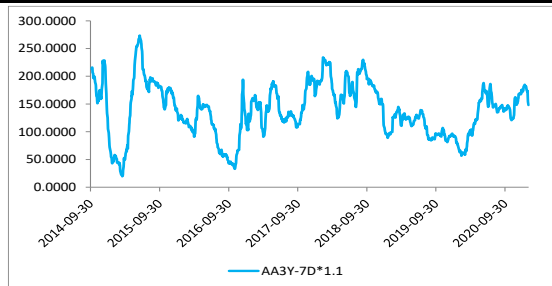
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 21: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 22: 杠杆价值



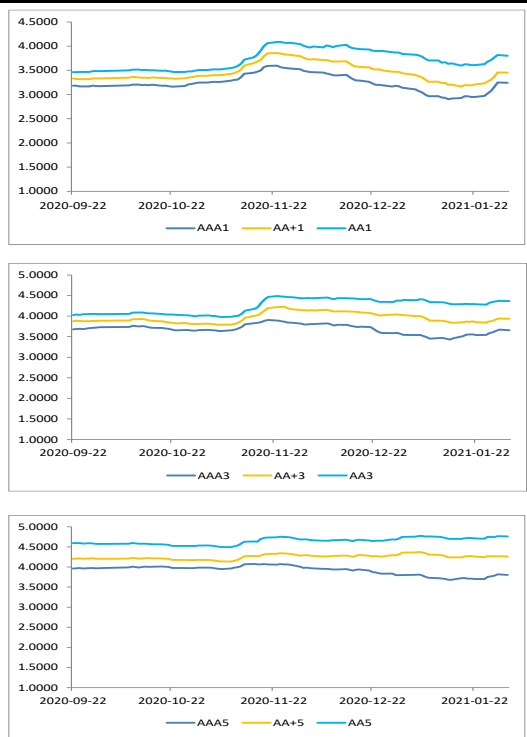
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 23: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 24: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托