

信用债月报-发行量同比下降，信用利差整体压缩，期限利差走阔

月报 | 2021.03.02

长城财富资管信评部

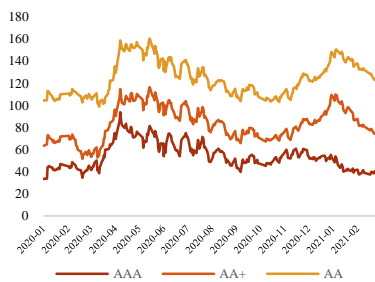
摘要

中债中短期票据信用利差
(基于国开债) (BP)

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	39	38	28	32	26
AAA	44	47	40	45	42
AA+	66	71	73	78	75
AA	104	118	121	127	124

数据：截至 2 月 26 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，2 月份，信用债发行量同比下降，净融资额同比大幅下降，季节效应显著，期限分布偏中短期。二级市场方面，中短期票据信用利差整体呈压缩趋势，期限利差走阔。违约事件方面，信用债新增 9 支违约债券，海航控股首次实质违约。信用债热点事件方面，“两集中”新规将落地，华夏幸福爆发债务流动性危机，海航集团正式重整，城投债提前兑付增多。

- 2 月份，信用债 发行量同比下降，净融资额同比大幅下降，季节效应显著，期限分布偏中短期，发行主体以中高级别为主。2 月受传统春节淡季影响，全月发行量环比下降，市场发行节奏放缓，主要新债发行期限以高等级短期为主，其中 1 年以内占比 43.06%、1~3 年占比 34.89%。相比于 2 月 1 日 DCM 估值，2 月（2 月 24 日）5 年期及以下中短期信用债估值收益率以上行为主，7 年期及以上中短期信用债估值收益率以下行为主，有所分化。DCM 估值收益率分化。
- 二级市场方面，信用利差中短期票据信用利差整体呈压缩趋势，期限利差走阔，城投债信用利差先降后升，整体有所抬升，房地产信用利差分化加剧，城投债收益率持续接近历史均值。2 月份，中短期票据信用利差整体呈压缩趋势，市场风险偏好持续修复，但仍处于较低水平，AAA 级别信用利差下行 2bp，AA+ 级别信用利差下行 15bp，AA 级别信用利差下行 17bp。同期，期限利差走阔，3-1Y 期限利差上升 10bp，5-3Y 期限利差微升 2bp，7-5Y 期限利差下降 3bp，10-7Y 期限利差微降 1bp。
- 信用债新增 9 支违约债券，海航控股首次实质违约，海航集团、华夏幸福等企业主体信用等级被下调。2021 年 2 月，信用债市场违约 6 只债券，违约金额为 58.17 亿元，环比变化不大，其中海航控股为首次违约，其余为历史违约主体的存量债券，其中重点包括天房、康得新等。目前，河南地区的融资表现仍然为净流出状态，债券投资者风险偏好仍然较低，叠加 3~4 月份为信用债到期集中月份，信用风险事件难免再次发生，信用债市场或再次变化，因此信用债投资仍然较为谨慎。

分析师：陈星屹

Tel: 010-88632341

Email: chenxingyi@greatwealthamc.com

分析师：孙翊宸

Tel: 010-88632372

Email: sunyichen@greatwealthamc.com

目录

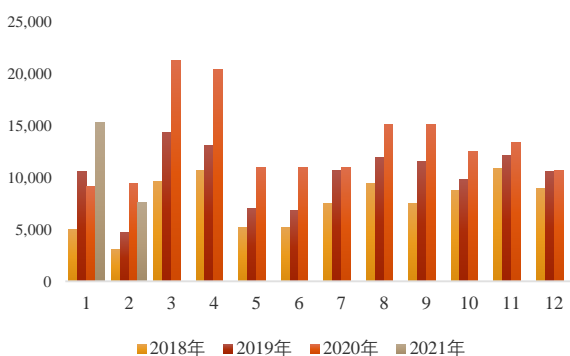
一级市场：发行净融下降，发行期限偏短，以中高级别为主；中短期信用债估值收益率分化.....	3
二级市场：信用利差压缩，期限利差分化，房地产分化加剧，城投债收益率持续接近历史均值....	4
违约事件：信用债新增 9 支违约债券，海航控股首次实质违约，多家企业被下调.....	6
信用债热点：“两集中”新规将落地，华夏幸福爆发债务流动性危机，海航集团正式重整，城投债提前兑付增多	6

一级市场：发行净融下降，发行期限偏短，以中高级别为主； 中短期信用债估值收益率分化

- 2 月份，信用债¹发行量同比下降，净融资额同比大幅下降，季节效应显著，期限分布偏中短期，发行主体以中高级别为主。

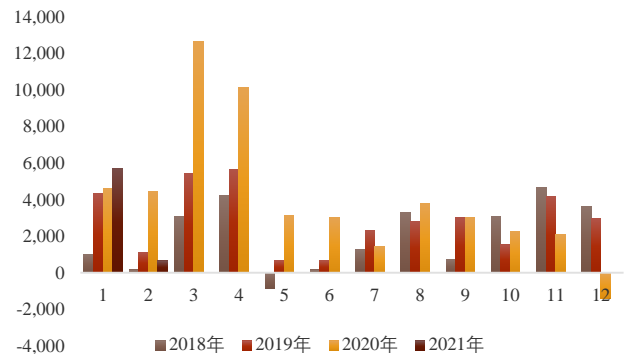
2021 年以来，央行货币政策逐步回归常态，公开市场操作维持紧平衡状态，叠加春节假期影响，信用债总发行量和净融资额均同比下降。2 月份，市场利率先升后降，利率振幅环比下降，因而当月推迟或发行失败有所减少，但受传统春节淡季影响，全月发行量环比下降 7,743.48 亿元至 7,548.10 亿元，同比减少 1,869.18 亿元。2 月份，全月到期信用债 6,908.76 亿元，环比下降 2,655.02 亿元，同比增长 1,950.20 亿元，受此影响，当月净融资额 639.34 亿元，环比下降 5,088.46 亿元，同比下降 3,819.38 亿元，但与 2019 年净融资额接近（2021 年与 2019 年春节假期在 2 月，2020 年春节假期在 1 月），市场发行节奏整体有所放缓。

图 1 信用债发行量



资料来源: Wind, 信用评估部

图 2 信用债净融资额



资料来源: Wind, 信用评估部

从发行期限来看，新发信用债主要以 1 年以内（占比 43.06%）、1 至 3 年（含，占比 34.89%）为主。从发行级别来看，除未有级别外，中高级别企业仍然是信用债最主要的发行主体，AAA 等级发行人占比 35.12%，AA+ 级别占比 20.65%，AA 级别占比 16.57%，其余主要为无级别发行主体。

¹ 包含金融债（不含证金债）、企业债、中票、公司债、私募债、短融、定向工具、可转债和可交债，下同。

图3 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	AA-	A	无级别	总计
1年以内	190	59	17	-	-	103	369
1至3年(含)	78	55	72	1	-	93	299
3至5年(含)	28	56	36	-	-	24	144
5年以上	5	7	17	3	2	11	45
总计	301	177	142	4	2	231	857

资料来源: Wind, 信用评估部

- 2月份, 信用债中短期估值收益率分化。

相比于2月1日DCM估值, 2月(2月24日)5年期及以下中短期信用债估值收益率以上行为主, 7年期及以上中短期信用债估值收益率以下行为主, 有所分化。

中短期信用债估值收益率方面, 1年期品种中, 重点AAA等级收益率小幅上行1BP, AAA等级收益率小幅上行2BP, AA+等级收益率小幅上行1BP, AA等级收益率小幅上行1BP, AA-等级收益率小幅上行2BP; 3年期品种中, 重点AAA等级收益率上行6BP, AAA等级收益率上行3BP, AA+等级收益率小幅上行1BP, AA等级收益率上行3BP, AA-等级收益率上行5BP; 5年期品种中, 重点AAA等级收益率上行6BP, AAA等级收益率上行3BP, AA+等级收益率小幅上行1BP, AA等级收益率无变化, AA-等级收益率无变化。

中长期信用债估值收益率方面, 7年期品种中, 重点AAA等级收益率小幅上行1BP, AAA等级收益率小幅下行1BP, AA+等级收益率小幅下行1BP, AA等级收益率下行4BP, AA-等级收益率小幅上行2BP; 10年期品种中, 重点AAA等级收益率无变化, AAA等级收益率小幅下行1BP, AA+等级收益率无变化, AA等级收益率小幅下行1BP, AA-等级收益率上行6BP。

图4 DCM估值收益率中枢变化(对比2月1日)

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新(%)	变化(bp)	最新(%)	变化(bp)	最新(%)	变化(bp)	最新(%)	变化(bp)	最新(%)	变化(bp)
重点AAA	3.15	1	3.58	6	3.77	6	3.96	1	4.16	0
AAA	3.27	2	3.73	3	3.94	3	4.21	-1	4.49	-1
AA+	3.55	1	4.06	1	4.36	1	4.7	-1	5.13	0
AA	3.99	1	4.56	3	4.96	0	5.43	-4	5.98	-1
AA-	5.86	2	6.43	5	6.81	0	7.14	2	7.54	6

资料来源: Wind, DCM定价估值, 信用评估部

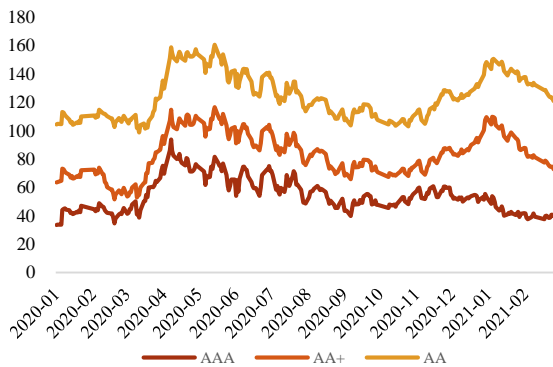
二级市场: 信用利差压缩, 期限利差分化, 房地产分化加剧, 城投债收益率持续接近历史均值

- 中短期票据信用利差整体呈压缩趋势, 期限利差走阔, 城投债信用利差先降后升, 整体有所抬升,

房地产信用利差分化加剧，城投债收益率持续接近历史均值。

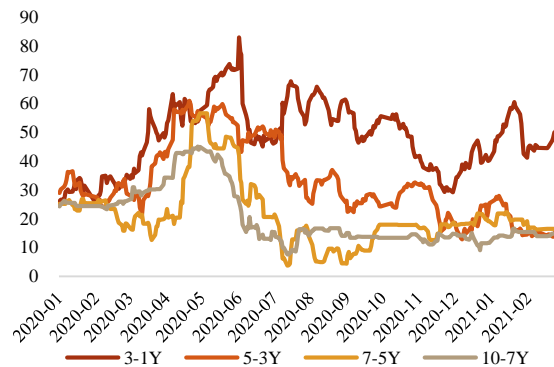
2 月份，中短期票据信用利差整体呈压缩趋势，市场风险偏好持续修复，但仍处于较低水平，AAA 级别信用利差下行 2bp，AA+级别信用利差下行 15bp，AA 级别信用利差下行 17bp。同期，期限利差走阔，3-1Y 期限利差上升 10bp，5-3Y 期限利差微升 2bp，7-5Y 期限利差下降 3bp，10-7Y 期限利差微降 1bp，主要是因为短端利率先升后降，流动性有所放松，中期利率整体呈上升趋势，短端期限利差低于历史均值，中期期限利差略高于历史均值。

图 5 中短期票据信用利差（5 年期）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

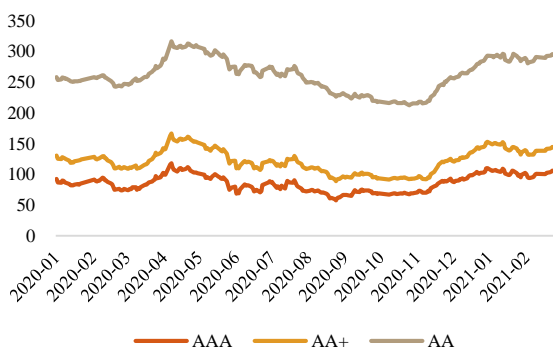
图 6 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

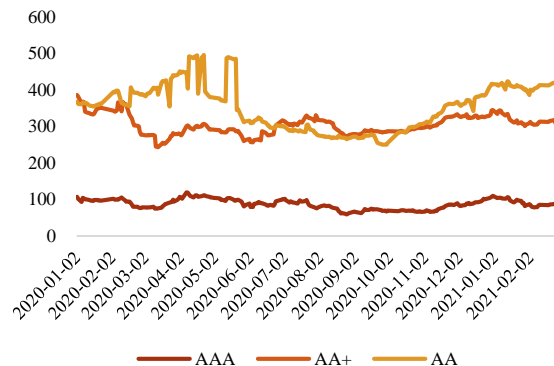
2 月份，城投债信用利差整体先降后升，AAA 级别信用利差上行 4bp，AA+级别信用利差上行 3bp，AA 级别信用利差上行 5bp，城投债信用利差仍维持高位。房地产信用利差有所分化，AAA 级别信用利差上行 1bp，AA+信用利差下行 2bp，AA 级别信用利差上行 34bp，受地产行业调控政策持续从严影响，AA 级别房地产信用利差整体维持走阔态势，行业分化逐步加剧。

图 7 城投债信用利差（余额加权）



资料来源: Wind, 兴业研究, 信用评估部

图 8 房地产信用利差（余额加权）



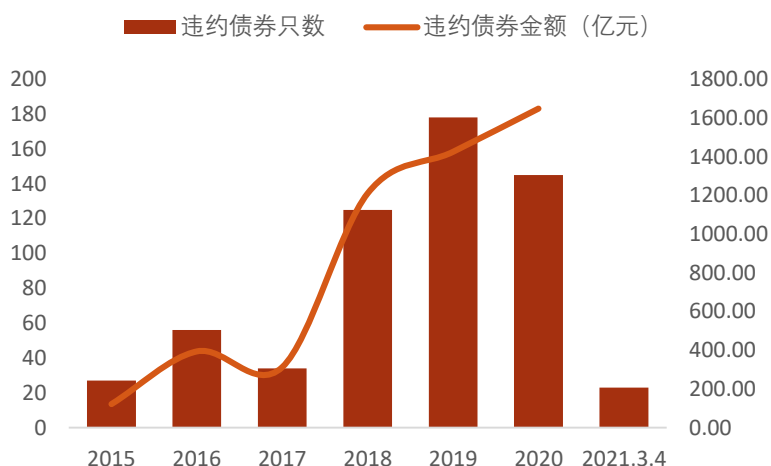
资料来源: Wind, 兴业研究, 信用评估部

违约事件：信用债新增 9 支违约债券，海航控股首次实质违约，多家企业被下调

- 信用债新增 9 支违约债券，海航控股首次实质违约，海航集团、华夏幸福等企业主体信用等级被下调。

2021 年 2 月，信用债市场违约 6 只债券，违约金额为 58.17 亿元，环比变化不大，其中海航控股为首次违约，其余为历史违约主体的存量债券，其中重点包括天房、康得新等。目前，河南地区的融资表现仍然为净流出状态，债券投资者风险偏好仍然较低，叠加 3~4 月份为信用债到期集中月份，信用风险事件难免再次发生，信用债市场或再次变化，因此信用债投资仍然较为谨慎。

图 9 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：“两集中”新规将落地，华夏幸福爆发债务流动性危机，海航集团正式重整，城投债提前兑付增多

- “两集中”新规将落地，房地产行业或加速分化。

网传消息表示，土地市场政策将迎来重大改革，22 个重点城市将集中发布出让公告、集中组织出让活动，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过三次。

“两集中”新规的实施将有利于平缓土地溢价率、缓解土地市场竞争压力，稳定市场预期。于政府而

言或将被被动加大单次供地规模，对房企而言将对其短期资金形成较大挑战，小房企生存空间进一步压缩，全国性布局、资金充沛、具有一定融资空间的企业或将进一步改善自身资产质量，同时规模房企或将加大联合拿地、收并购项目力度。建议关注下一步政策细则及各地因城施策的政策空间。

- **华夏幸福爆发债务流动性危机。**

华夏幸福面临债务危机，REDD 引述四位知情投资者“华夏幸福管理层表示，将从 2 月 3 日起暂停所有的债务偿付，包括债券、贷款和非标债权产品。”。

华夏幸福相关债券在 2020 年 9 月份“三条红线”出台以后开始陆续出现下跌。2020 年三季度，华夏幸福踩了三条红线，经营业绩低于预期，叠加对赌协议的业绩承诺等问题，投资人开始担忧公司的再融资流动性问题，部分机构开始清理对华夏幸福的持仓，从而进一步加剧了危机的爆发。随后恒大事件、永煤事件也是触发这些前期有信用资质瑕疵企业风险的加速暴露。

2018 年，由于房地产政策严厉调控，尤其是环京市场遭到了重大影响，华夏幸福此前的高杠杆模式、类城投模式遭到了重大的冲击，使得华夏幸福资金链紧张，从而寻求了外部战投的支持。平安入局，对赌 3 年。但是平安入股之后，公开信息也频繁出现一些股东不和的信息，叠加对赌即将结束，又遭遇了疫情、房地产政策再次调控，从而再次引发了华夏幸福的债务流动性危机。

- **海航集团正式重整。**

2017 年以来，海航集团负面消息频出，随后海航系相关主体全部遭遇了流动性危机，非标产品出现了实质性的违约，但因信息不对称，以及其他外围因素影响，负面舆情并未大范围传导。2019 年开始，海航系下属子公司的债券开始进行展期操作。直到近日，海南省人民政府成立“海南省海航集团联合工作组”，推进海航集团风险处置工作，标志着海航集团的债务问题进入了到新的阶段。2021 年 2 月，债务人正式申请对海航集团及其子公司申请重整并被海南省高级人民法院裁定受理，虽然市场上对于海航系的问题有一定心理预期，但本次事件也意味着曾经的巨无霸企业正式因债务问题倒下。海航的崩塌是在这个时期因为高杠杆的激进扩张战略导致的。除了宏观方面的影响外，微观个体对我们的启示主要包括：警惕股权控制路径不清晰的企业、警惕企业的实际偿债压力、警惕关注盲目多元化战略可能带来的负面效应、多关注企业或有负债和资产流动性、多关注企业的负面舆情信息。

- **城投债提前兑付案例增多。**

2020 年 12 月 1 日-2021 年 2 月 5 日，城投债合计已经提前兑付 64.7 亿元，涉及 13 只债券，规模是去年同期的 2.9 倍。2018 年 8 月，国务院下发的《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》和《关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》，虽然文件相关内容未对外公开，但这两份文件是化解隐性债务的纲领性文件，也提出了用 5~10 年化解存量隐性债务。因此到 2023 年之前，隐性债务的化解是一个重要的阶段，2021 年可能纳入财政的 KPI 考核指标。另外，近期在建制县隐性债务风险化解试点的背景下，

试点县可以使用地方债资金置换部分隐性债务，其中，2020年12月以来，部分再融资债发行用途发生变化，由“偿还到期地方政府债券本金”变成“偿还政府存量债务”，可能也用于置换隐性债务。因为疫情影响，化解隐性债务的方案比计划要略有滞后，此前市场上化解隐性债务，多以“时间换空间”、“低利率置换高利率”等模式进行，破产和重整手段来化解债务的案例较少，且该手段对市场的冲击比较大，目前来看都并不是优先的方案。以上因素的共同作用下使得城投债提前兑付案例增多。

法律声明

本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见或推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，由于市场的波动及其他事件的发生，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户做参考，不构成投资建议。