

信用分化持续，优质平台可拉长久期

——3月信用债月报

2021年3月

要点：

百瑞信托博士后工作站

○ 一级市场：发行持平，净融资骤降

历史情况来看，3-4月份为信用债一级市场发行高峰期，从发行量来看，与去年持平，但总偿还量是去年同期的两倍，导致净融资额较去年同期骤降；发行利率较2月有所下行。

○ 二级市场：短端下行较多，利差小幅收窄

AAA产业债，受3月资金持续宽松影响，1Y下行15.75BP（3.016%，前值3.174%）；而3Y下行8.92bp（3.593%，前值3.682%）；5Y、7Y、10Y分别下行9.15bp、5.29bp、6.81bp。利差小幅收窄：3Y/AAA产业债信用利差中枢在25BP左右，较2月收窄2-3BP；3Y/AA+信用利差中枢在33bp，较2月收窄2bp，3Y/AA评级利差中枢在50bp，较2月收窄3bp。

○ 投资观点：

受信用事件频发影响，信用分化行情持续发酵，1-5Y/AAA城投信用利差分位数在1-15%，而1-5Y/AA-城投信用利差分位数到80-95%；

1) 推荐持城投的久期策略，需注重城投平台的行政序列和经营情况，精细化城投平台的项目分析，期限方面，3-1年期限利差性价比不太高，但5-1期限利差尚可，可适当在优质城投中，再稍微拉长点久期。

2) 地产债将维持分化状态，一些扩张激进、财务较弱的瑕疵企业将再次面临挑战，而财务稳健、布局稳健的房企可能有估值重塑的机会。

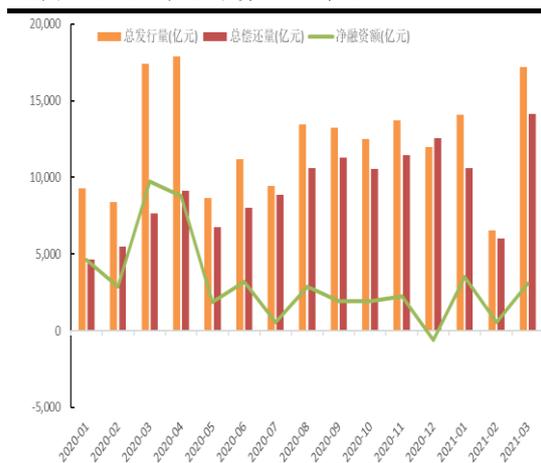
一、信用债一级市场

1、发行规模

截至 3 月 31 日，3 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）总发行量较去年同期持平，但总偿还量是去年同期的两倍，导致净融资额较去年同期骤降。具体来看，3 月主要非金融信用债总发行规模为 17195.86 亿元，总偿还规模为 14131.67 亿元，净融资规模仅为 3064.19 亿元，而去年同期净融资额为 9758.07 亿元。

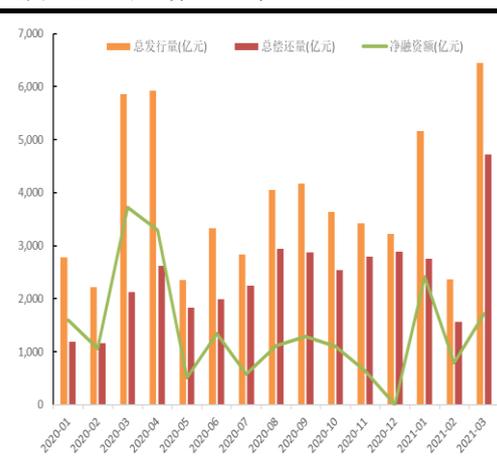
城投债方面，总发行量较去年同期持平，总偿还量上升较多，导致净融资额下降较多。具体来看，3 月城投债总发行规模为 6442.44 亿元，总偿还规模为 4725.54 亿元，净融资规模为 1716.90 亿元，而去年同期净融资额为 3729.75 亿元。

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，3 月，AAA 级债项占比有所提升，AA+ 级占比有所缩减，而 AA 级占比略微压缩。具体来看，AAA 级发行金额占比略减少，从 52% 上升至 63%，上升 11 个百分点；AA+ 级发行金额占比有所缩减，从 32% 上升至 23%，下降 9 个百分点；AA 级及以下发行金额占比较为持平，从 17% 下降到 14%，下降 3 个百分点。

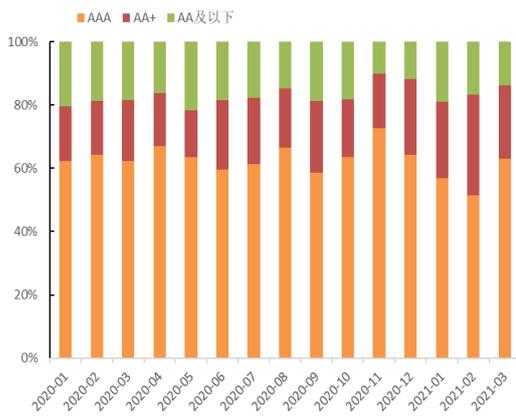
从国企、民企总发行量角度来看，3 月，民企发行量/国企发行量比例略微下降，从 13% 下降至 11%，下降 2 个百分点。

从国企、民企净融资角度来看，3 月国企、民企净融资额较去年同期都有所

下降, 值得关注的是民企净融资额依然为负值, 但相比 2 月有所扩大。具体来看: 国企净融资额从 5249.77 亿元上升至 10207.86 亿元, 民企净融资额从 -213.31 亿元下降至 -390.06 亿元。

从信用债发行区域角度来看, 总发行额前五的区域依然为北京、广东省、江苏省、上海、浙江省, 发行困难省依然是东三省及西藏、甘肃、青海, 其中黑龙江 0 发行。

图表 3: 主要信用债发行结构 (%)



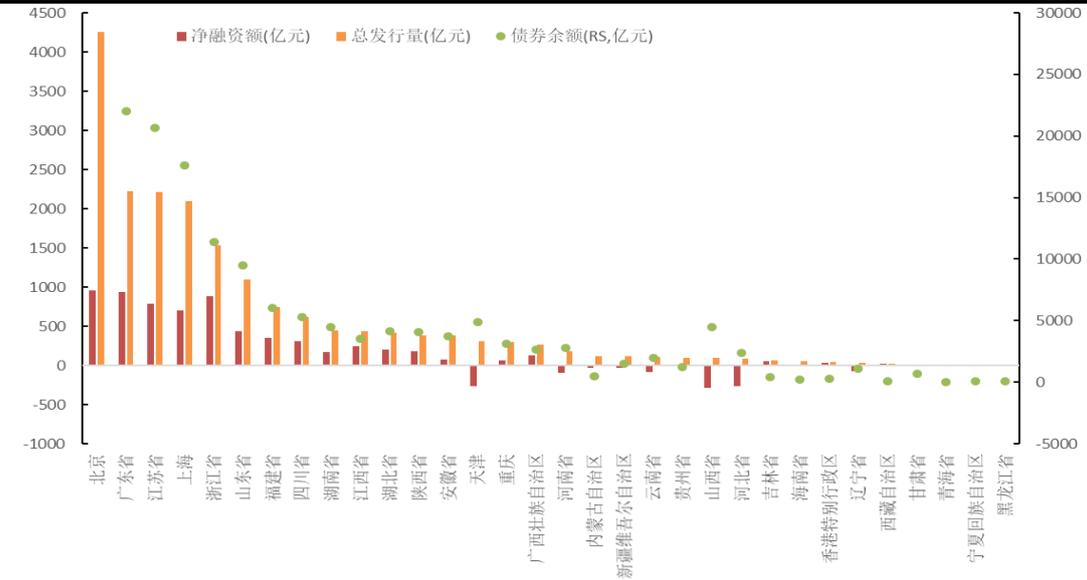
数据来源: Wind, 百瑞信托

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

3 月发行利率整体较上月较为持平。

公司债方面，3月，AAA 发行利率持平，AA+、AA 发行利率回归正常，AAA 上行 1bp (4.09%，前值 4.08%)；AA+下行 142bp (5.26%，前值 6.68%)；AA 下行 23bp (5.25%，前值 5.48%)。

企业债方面，3月，AAA、AA 企业债发行利率下行，AA+发行利率小幅上行。具体来看，AAA 下行 7bp (4.25%，前值 4.32%)；AA+上行 66bp (5.44%，前值 4.78%)；AA+上升较多，主要是发行只数较少带来的偏差（其中双龙开投的票面利率为 7.5%）AA 下降 103bp (5.43%，前值 6.46%)。

中票短融方面，3月，中票短融发行利率整体下行。具体来看，AAA 下降 8bp (3.93%，前值 4.01%)；AA+下降 20bp (4.62%，前值 4.82%)；AA 下降 33bp (5.57%，前值 5.90%)。

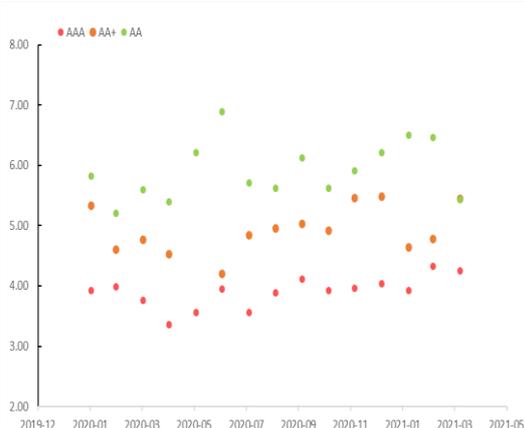
短融方面，整体加权发行利率略微下行，下降 2bp (3.12%，前值 3.14%)。

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 (%)



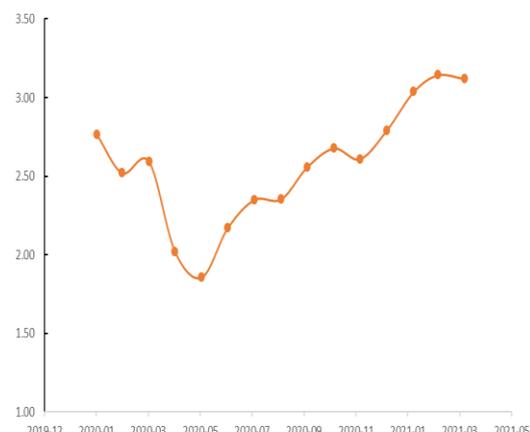
数据来源：Wind，百瑞信托

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

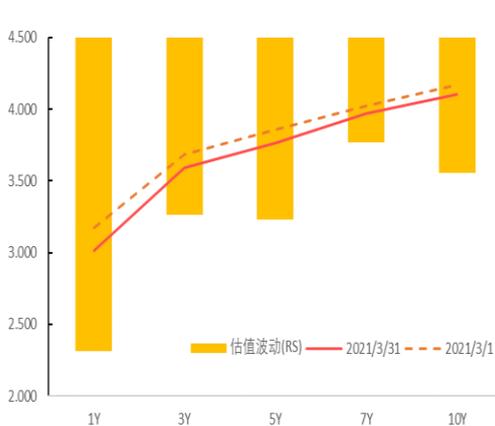
二、信用债二级市场

1、收益率情况

产业债方面，3月份收益率整体下行，曲线形态与月初相近，短端下行较多。具体来看，AAA产业债，受3月资金持续宽松影响，1Y下行15.75BP（3.016%，前值3.174%）；而3Y下行8.92bp（3.593%，前值3.682%）；5Y、7Y、10Y分别下行9.15bp、5.29bp、6.81bp。

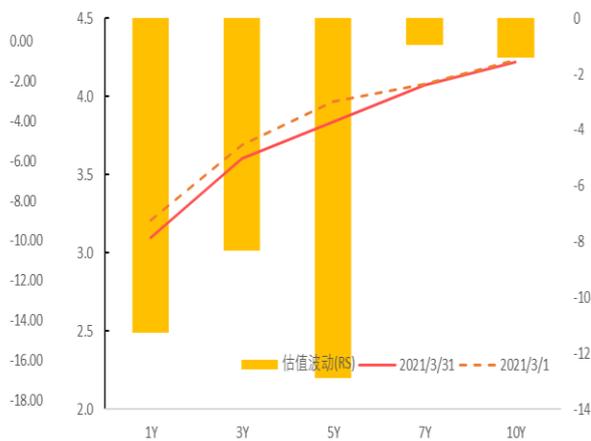
城投债方面，与产业债类似，3月份收益率整体下行，短端和中端下行较大。具体来看，AAA城投债，1Y下行11.24bp（3.098%，前值3.210%）；3Y下行8.32bp（3.606%，前值3.689%）；5Y、7Y、10Y分别下行12.87bp、0.95bp、1.41bp。

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



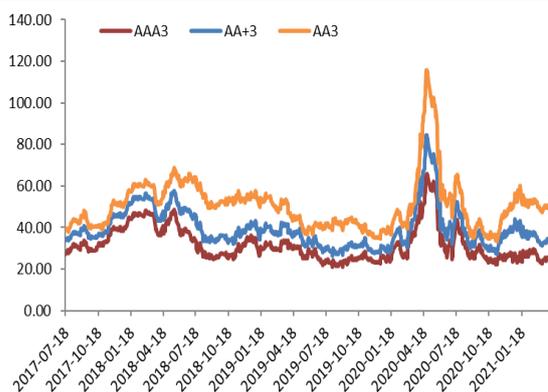
数据来源：Wind，百瑞信托

2、利差情况

信用利差方面，3月各项评级产业债信用利差小幅收窄。具体来看，3Y/AAA产业债信用利差中枢在25BP左右，较2月收窄2-3BP；3Y/AA+信用利差中枢在33bp，较2月收窄2bp，3Y/AA评级利差中枢在50bp，较2月收窄3bp。

评级利差方面，3月中高等级评级利差有所收窄，而中低等级评级利差有所走阔。具体来看，3Y/AA+评级利差中枢在24BP左右，较2月收窄1bp，3Y/AA评级利差中枢在72BP，较2月走阔2bp，3Y/AA-评级利差中枢在290BP，较2月走阔3bp。

图表 12: AAA 产业债信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

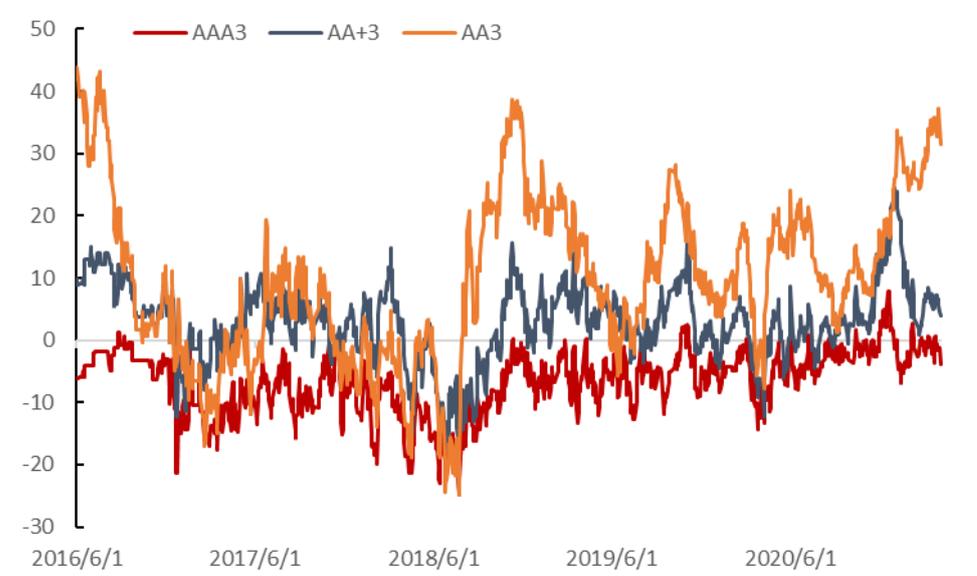
图表 13: 产业债评级利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面分化严重, 高评级收窄, 低评级走阔。具体来看, 3Y/AAA 产业-城投利差收窄 0.5-1bp, 3Y/AA+产业-城投利差走阔 1-2bp, 3Y/AA 产业-城投利差走阔 6-7bp。

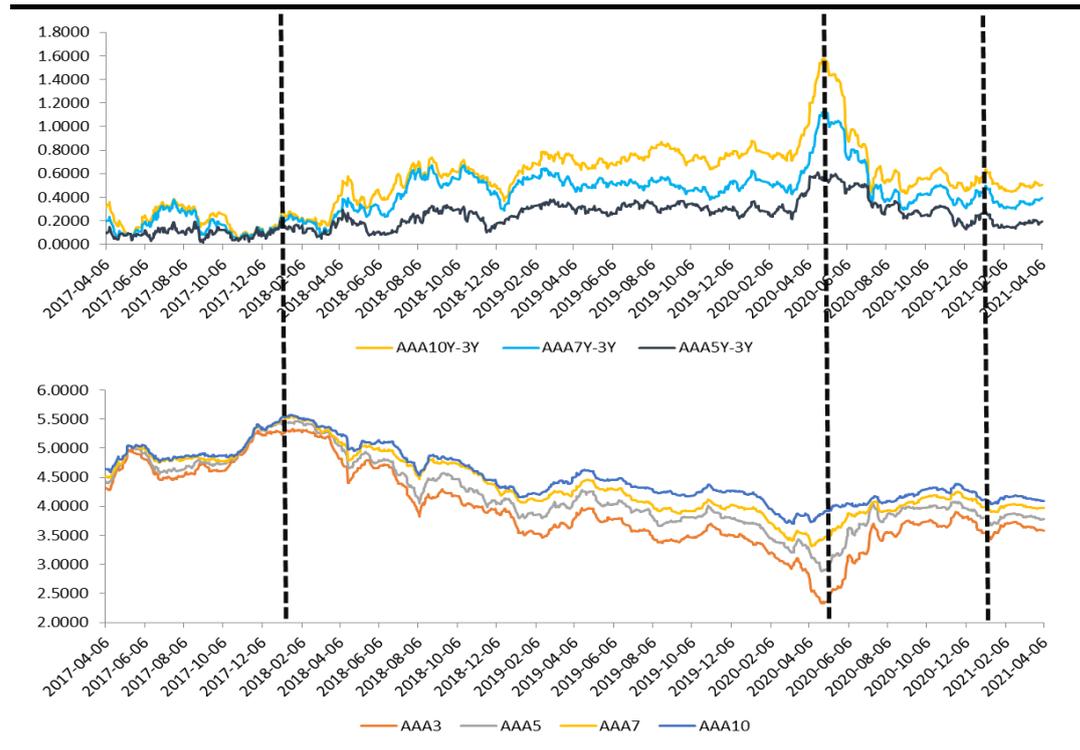
图表 14: 产业债-城投债利差分化



资料来源: Wind, 百瑞信托

期限利差方面, 3 月 AAA 产业债期限利差基本走平。具体来看, 10Y-3Y 利差中枢在 49-50BP; 7Y-3Y 利差中枢在 36-37BP; 5Y-3Y 利差中枢在 17-18BP。

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

3月，共有16家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共16家，无评级（展望）上调的主体。下调的发行主体中，扣除违约主体外，还有广西建工集团有限责任公司、百年人寿保险股份有限公司、长安责任保险股份有限公司、天津航空有限责任公司、北京金一文化发展股份有限公司、北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司、遵义和平投资建设有限公司、同济堂医药有限公司、宁夏晟晏实业集团有限公司。

图表 16：评级（展望）下调/上调

下调 发行人	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
广西建工集团有限责任公司	2021/3/31	AAA	负面	2020/6/22	AAA	稳定
百年人寿保险股份有限公司	2021/3/31	A	稳定	2020/12/21	A+	负面
长安责任保险股份有限公司	2021/3/30	BBB+	列入评级观察	2020/12/21	A-	稳定
紫光集团有限公司	2021/3/26	C		2021/3/18	CC	
九通基业投资有限公司	2021/3/25	C		2021/3/1	CCC	
海口美兰国际机场有限责任公司	2021/3/17	C		2021/3/1	AA-	
天津航空有限责任公司	2021/3/16	C		2021/2/2	BB	负面
北京金一文化发展股份有限公司	2021/3/12	AA	负面	2020/6/29	AA	稳定
北京海淀科技金融资本控股集团股份有限	2021/3/12	AA+	负面	2020/6/29	AA+	稳定
重庆协信远创实业有限公司	2021/3/11	B	负面	2021/3/5	BB	
遵义和平投资建设有限责任公司	2021/3/10	AA	负面	2020/9/23	AA	稳定
浙江亚太药业股份有限公司	2021/3/4	BBB	负面	2020/4/29	A-	负面
华夏幸福基业股份有限公司	2021/3/4	C		2021/3/1	CCC	负面
华夏幸福基业控股股份公司	2021/3/3	C		2021/2/23	B	负面
同济堂医药有限公司	2021/3/2	B		2020/8/27	BBB-	
宁夏晟晏实业集团有限公司	2021/3/1	A	负面	2020/6/23	AA	稳定

资料来源：iFind，百瑞信托

2、违约情况

3月，共有19家发行主体发生过违约事件，，构成本息或利息违约的有16家，展期的有5家，其中天津市房地产信托集团有限公司、华夏幸福基业股份有限公司有债券分别为实质违约及展期的情况。16家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计262.32亿元，其中，重庆协信远创实业有限公司、天津航空有限责任公司为首次违约主体，剩余14家为先前发生过违约的主体。

图表 17：2 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
17紫光03	2021-03-29	紫光集团有限公司	实质违约	0.44	0.97	CC	国企	否	通信设备	北京紫光通信科技集团有限公司
19紫光02	2021-03-25	紫光集团有限公司	实质违约	18.13	0.96	CC	央企	否	通信设备	北京紫光通信科技集团有限公司
18紫光PPN001	2021-03-16	紫光集团有限公司	实质违约	26.55	--	B	央企	否	通信设备	
18协信01	2021-03-09	重庆协信远创实业有限公司	实质违约	5.19	--	AA-	中外合资	否	房地产开发	
16中信国安MTN001	2021-03-08	中信国安集团有限公司	实质违约	16.72	--	C	公众	否	综合类行业	
18中融新大MTN001	2021-03-02	中融新大集团有限公司	实质违约	12.35	1.90	C	民企	否	贸易公司与工业品经销商	
16中城建MTN001	2021-03-01	中国城市建设控股集团有限公司	实质违约	18.71	--	C	民企	否	建筑与工程	
18永煤PPN002	2021-03-29	永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	--	B	国企	否	煤炭与消费用燃料	
20永煤CP001	2021-03-01	永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	--	B	国企	否	煤炭与消费用燃料	
18宜华01	2021-03-15	宜华企业(集团)有限公司	实质违约	6.41	--	C	民企	否	家用器具与特殊消费品	
18房信02	2021-03-08	天津市房地产信托集团有限公司	实质违约	2.27	1.92	C	国企	否	综合类行业	天津房地产集团有限公司
18房信01	2021-03-08	天津市房地产信托集团有限公司	展期	0.22	1.92	C	国企	否	综合类行业	天津房地产集团有限公司
17津航空PPN001	2021-03-15	天津航空有限责任公司	实质违约	10.75	--	BB	国企	否	航空	
16天津航空MTN004	2021-03-13	天津航空有限责任公司	实质违约	10.88	1.58	BB	国企	否	航空	
17津航空MTN001	2021-03-13	天津航空有限责任公司	实质违约	14.13	2.02	BB	国企	否	航空	
16天津航空MTN001	2021-03-13	天津航空有限责任公司	实质违约	10.99	0.98	BB	国企	否	航空	
H6天房02	2021-03-16	天津房地产集团有限公司	实质违约	67.37	--		国企	否	多样化房地产活动	
19如意科技MTN001	2021-03-15	山东如意科技集团有限公司	实质违约	0.75	0.94		中外合资	否	纺织品	
19凤凰机场SCP001	2021-03-02	三亚凤凰国际机场有限责任公司	实质违约	5.22	--	C	国企	否	机场服务	
18康美MTN002	2021-03-29	康美药业股份有限公司	实质违约	10.61	--	C	民企	是	中药	
18康美MTN001	2021-03-22	康美药业股份有限公司	实质违约	10.63	--	C	民企	是	中药	
16华夏04	2021-03-24	华夏幸福基业股份有限公司	展期	32.22	--	C	民企	是	房地产开发	
20华夏幸福MTN001	2021-03-23	华夏幸福基业股份有限公司	实质违约	0.55	3.96	C	民企	是	房地产开发	
20华夏幸福MTN002	2021-03-19	华夏幸福基业股份有限公司	触发交叉条款	0.00	4.04	C	民企	是	房地产开发	
20华夏幸福MTN001	2021-03-19	华夏幸福基业股份有限公司	实质违约	0.00	3.96	C	民企	是	房地产开发	
16华夏01	2021-03-09	华夏幸福基业股份有限公司	展期	30.07	--	C	民企	是	房地产开发	
16华夏02	2021-03-03	华夏幸福基业股份有限公司	展期	21.40	--	B	民企	是	房地产开发	
20豫能化CP001	2021-03-23	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	
18东集02	2021-03-23	东旭集团有限公司	实质违约	10.79	--	C	民企	否	综合类行业	
H6雏鹰01	2021-03-09	雏鹰农牧集团股份有限公司	展期	7.40	--	C	民企	是	食品加工与肉类	
19成龙01	2021-03-29	成龙建设集团有限公司	实质违约	0.15	2.98	C	民企	否	建筑与工程	
18成龙01	2021-03-19	成龙建设集团有限公司	实质违约	2.37	2.12	C	民企	否	建筑与工程	
18皖经建MTN002	2021-03-29	安徽省华安外经建设(集团)有限公司	实质违约	0.38	1.97	C	民企	否	建筑与工程	

资料来源：Wind，百瑞信托

四、投资观点

整体来看，3月信用债市场收益率随利率债下行，高等级、中高等级信用利差有所收窄，但受信用事件频发影响，信用分化行情持续发酵，1-5Y/AAA 城投信用利差分位数在 1-15%，而 1-5Y/AA-城投信用利差分位数到 80-95%。

推荐持城投的久期策略，在目前分化严重的情况下，平台不可盲目下沉，需注重城投平台的行政序列和经营情况，精细化城投平台的项目分析，期限方面，3-1 年期限利差随最近的配置需求收窄到性价比不太高的位置了，但 5-1 期限利差尚可，可适当在优质城投中，再稍微拉长点久期。

而地产方面，地产境内债净融资连续为负，华夏幸福、天房和协信远创等地产公司的信用风险事件再度冲击市场，地产企业再融资环境将持续收紧，后续地产债将维持分化状态，一些扩张激进、财务较弱的瑕疵企业将再次面临挑战，而财务稳健、布局稳健的房企可能有估值重塑的机会。

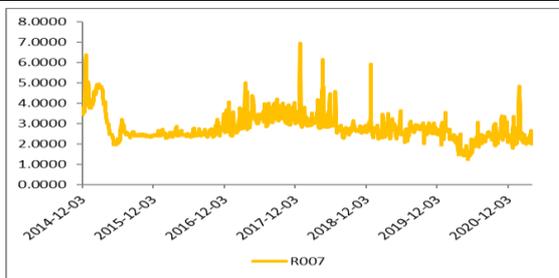
其他数据一揽

图表 18: 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	0.24	0.33	0.69	0.62	0.76	26	18	13	7	12
国开	0.21	0.30	0.58	0.45	1.47	5	19	8	4	1
非国开	0.24	0.37	0.44	0.54	1.14	1	7	8	9	3
铁道	0.36	0.56	0.68	0.65	0.96	0	20	11	12	9
产业AAA1	0.39	0.54	0.72	0.64	0.88	2	25	24		
产业AA+	0.44	0.50	0.61			13	38	32		
产业AA	0.39	0.90	0.79			66	83	79		
产业AA-	0.65	0.78				4	16	16	15	13
城投AAA1	0.36	0.52	0.89	0.39	0.45	4	24	43		
城投AA+	0.40	0.57	0.82			6	18	59		
城投AA	0.37	0.95	1.09			82	93	95		
城投AA-	0.43	0.39								

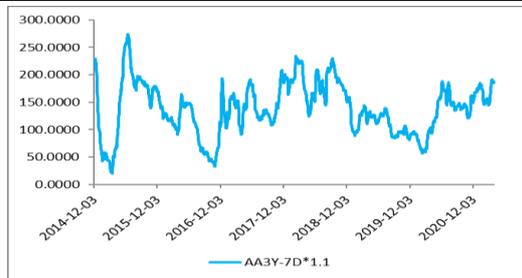
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



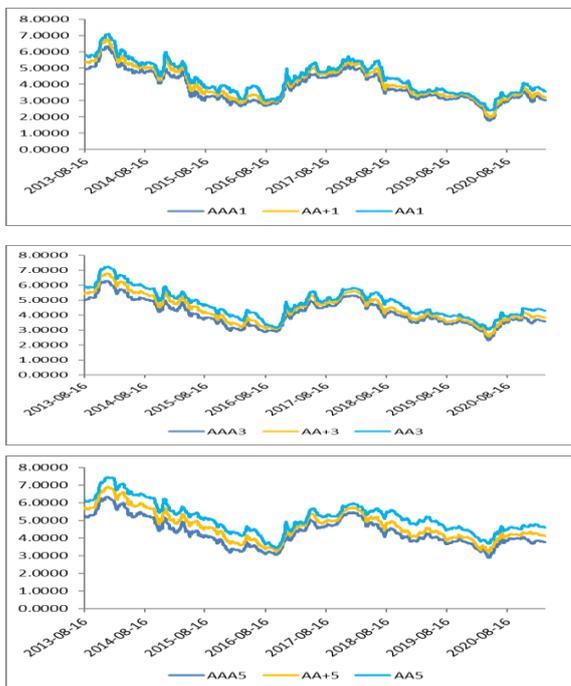
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



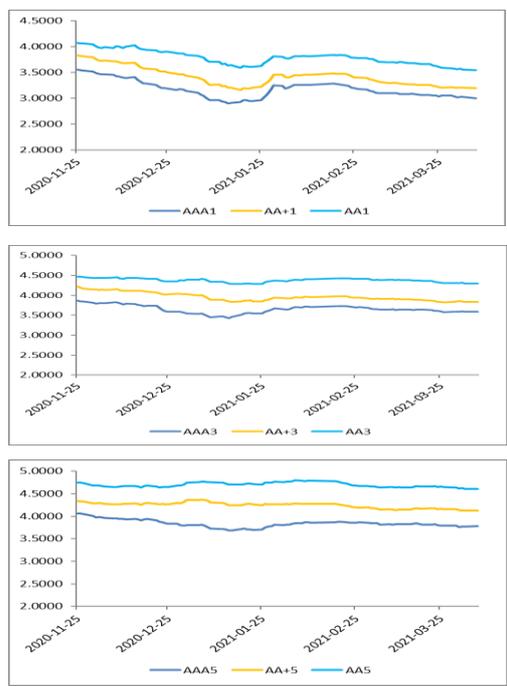
数据来源: Wind, 百瑞信托

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