

市场情绪修复危机驱动机会减弱，信用分层延续尾部风险有序释放

香港时间 2021 年 8 月 3 日，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院（以下简称“中诚信国际研究院”）发布题为《市场情绪修复危机驱动机会减弱，信用分层延续尾部风险有序释放——2021 年上半年回顾及下阶段展望》的报告，认为随着经济修复动能边际走弱，发行审核趋严，下半年到期及回售压力不减，信用风险释放压力仍存，预计 2021 年公募市场违约率或升至 0.70-0.80%。一方面，监管部门从信息披露制度、违约债券处置等多方面不断增强债券市场制度建设，防范发行人恶意逃废债务，着力引导信用风险有序释放，债券市场或更趋于“有序出清”；另一方面，随着投资者风险偏好下降，中高等级利差空间持续收窄，投资者对“信用下沉”策略有所保留，叠加资管新规、理财新规影响下，长久期和高波动资产需求或进一步减弱，信用分层仍将持续。从投资策略来看，高收益城投债政策环境趋紧，高债务、弱资质平台再融资承压，区域分化加剧，后续可关注中部区域结构性行情、采用适当拉长久期、下沉券种资质等策略；高收益国企产业债中长期到期资金接续能力仍将是关键考验，随着危机驱动型交易机会逐步被市场挖掘，目前看风险收益性价比有所回落，短期博弈空间收窄；民企产业债信用负面事件多发，融资及交投情绪更趋脆弱，尤其是房地产行业，建议投资者从现金流质量、经营周转能力、表内表外债务综合测算、资产质量等情况精细择券。

从 2021 年上半年高收益债市场运行情况来看，报告认为主要有以下三大特点：第一，一级市场城投债区域分化加剧，产业债延续结构性收缩。上半年，一级市场发行高收益债 943 只、发行规模 5219.57 亿元，同比增长 3.79%，其中高收益城投债占比超八成，江苏、湖南、安徽等区域发行规模增幅较大，各区域分化加剧；发行利率方面，高收益城投债发行利率明显走低，受负面信用事件影响民企风险溢价有所上行；期限结构方面，新增高收益债以 3 年期、5 年期为主，但发行期限有所缩短；行业分布方面，基投行业占据绝对主导地位，行业集中度上升。第二，CCXI 高收益债净价指数震荡走低，2021 年 1-6 月累计下跌 0.44%，尾部风险加速释放。1-2 月高收益债市场国企产业债风险重定价仍未结束，叠加以华夏幸福为代表的大型民企债务风险加速释放，投资者避险情绪再度升温，净价指数快速下跌 0.60%；3 月以来部分地方政府为应对净融资持续流出、多措并举提振投资者信心，二级市场交投情绪逐渐修复，叠加机构对高收益资产的配置需求，净价指数止跌转涨、3-5 月累计上涨 0.44%；6 月部分大型民企负面消息频发，尾部风险加速释放，带动 CCXI 高收益债净价指数再度走跌。从分类指数看，高收益城投债各区域净价指数表现分化，天津、云南、贵州等债务驱动型区域整体表现不佳且指数波动较前期增大；高收益产业债重点行业净价指数，有色金属行业领涨，批发和零售业、房地产等行业指数跌幅靠前。第三，二级市场交投活跃度维持高位，市场情绪逐步修复，危机驱动型博弈机会减弱。自去年 11 月以来，高收益债成交活跃度实现量级跃升，2021 年 1-6 月累计成交规模为 17966.13 亿元（去年同期 7821.39 亿元），占狭义信用债成交规模的 11.40%（去年同期 5.25%）。从 10% 及以上收益率的尾部成交规模看，80 元以下折价交易主体以华夏幸福、蓝光发展等民营地产，煤炭、综合行业弱资质国企债及贵州等区域城投债为主。从成交偏离看，异常成交占比先升后降，二季度以来市场情绪逐步修复，部分活跃交投的高收益非城投国企债净价明显上涨，危机驱动型高收益债博弈机会减弱。

展望年内高收益债市场，中诚信国际研究院认为，货币政策延续稳健基调，债务管控增强，信用风险释放压力仍存，结构性分层仍将持续。随着宏观经济进入疫后复苏期，企业盈利预期边际好转，但修复基础或仍不稳固，考虑到三四季度到期及回售集中兑付压力较大，信用风险释放压力仍存。一方面，监管部门从完善信息披露制度、违约债券处置等多方面不断增强债券市场制

度建设，着力引导信用风险有序释放，防范发行人恶意逃废债务，进一步强化投资者保护；另一方面，永煤违约后投资者风险偏好下降，“抱团投资情绪下”中高等级利差空间持续收窄，投资者对“信用下沉”策略偏好有所保留，叠加资管新规、理财新规影响下，长久期和高波动资产需求或进一步减弱，结构性分层仍将持续。从投资角度看，高收益城投债监管环境持续收紧，投资锚定政府实力。受融资政策收紧影响，弱资质平台以时间换空间化解短期债务压力的方式难度加大，尾部风险将加速分化。前期机构多采用“强区域+弱资质”策略，导致优质区域利差空间压缩，投资性价比有所降低，建议投资者把握中部区域结构性行情、采用适当拉长久期、下沉券种资质等策略，关注可能存在“利率高、涉众广、刚兑预期强”等特点的隐性债务主体，其具有优先置换债务契机、平稳化债的概率更大；同时建议谨慎下沉至经济财政实力（以及金融资源等）与债务扩张明显背离、区域债务协调能力有限的区域；加强对平台公司资产整合划转、非标违约、担保代偿等事项的监测。高收益非城投国企债，短期博弈空间收窄，长期国企改革进程任重道远。自永煤违约事件以来整体呈现信用收缩趋势，一二级联动加速国企产业债风险重定价进程，各省政府积极表态、重申严禁逃废债基本底线，多措并举提振投资者对国企产业债的市场信心，叠加上游行业景气度较高、部分主体债务集中到期高峰压力已过，预计未来利差空间或将逐步收窄，目前看风险收益性价比有所回落，短期博弈空间收窄，但一级市场再融资能力仍未恢复至永煤违约前，相对中长期到期资金接续能力仍将是关键考验。长期看，高收益国企产业主体普遍存在一定历史包袱，国企改革任重道远，建议投资者可关注相关行业专业化整合和结构性调整的交投机会，增强动态信用基本面跟踪。高收益非国有企业债方面，信用负面事件多发，融资及交投情绪脆弱。2021年以来，华夏幸福、苏宁、蓝光等大型民营企业信用事件的发生，推动高收益民企债信用溢价走高；叠加民企发行人负面评级行动增多，短期民营企业融资环境较难出现实质性回暖，二级交投情绪边际脆弱，异常成交增多、估值波动加剧。其中，房地产行业政策持续偏紧趋势，资金平衡能力愈发成为衡量高收益地产主体投资安全边际的重要因素，建议投资者从现金流质量、经营周转能力、表内表外债务综合测算、资产质量等情况精细择券；此外，随着宏观经济复苏、下游需求逐步回暖，有色金属行业价格已回升至历史较高水平，短期或将维持高位运行，在发行人具有较强内生现金流支撑背景下，CCXI 高收益债有色金属净价指数持续领涨，预计整体信用水平保持稳定；轻工制造、医药等行业存量高收益债规模较小，随着净融资呈持续流出，行业内部分化或将加剧。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
邮编：100020
电话：(8610) 6642 8877
传真：(8610) 6642 6100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址:香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室
电话:(852) 2860 7111
传真:(852) 2868 0656
网址:<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>