

## 中诚信国际 & 中诚信亚太 - 研究评论

### 信用风险趋缓、分化不减，关注高收益债票息策略优势及信用修复补涨机会

香港时间 2022 年 8 月 29 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”）近日发布题为《信用风险趋缓、高收益债呈结构性行情，关注票息策略优势以及信用修复补涨机会》的报告，认为上半年高收益债市场尽管受结构性供需不均影响，发行规模大幅下降、交投活跃度亦有所下行，但受益于信用风险趋缓、高票息支撑，财富指数累计回报 3.10%，跑赢国债和信用债指数。**展望后市**，下半年中国宏观经济有望逐步企稳回升，流动性有望延续合理充裕。尽管债券市场到期压力不减，但随着前期弱资质、风险抵抗能力差的主体信用风险或逐步释放，**预计下半年信用风险释放整体可控。从投资策略看**，经济修复背景下，利率中枢或较上半年小幅上行，中高等级信用债存在一定回调风险，**高收益债票息收益相对优势仍较为凸显**。此外，**预计高收益债市场仍呈现结构性行情**；一方面，部分弱资质区域城投债或迎来补涨、优质房企有望见底；另一方面，尾部发行人融资压力仍在高位，且二季度以来异常成交增多，后续仍需关注尾部风险及展期发行人债务偿还不确定性。

从 2022 年 1-6 月高收益债市场运行情况来看，主要有以下三大特点：**第一，结构性供需不均影响下，高收益债发行规模大幅下降**。上半年新增高收益债 3070.81 亿元，同环比均下降四成。从结构上看，城投债务管控使得高收益债供给下降，地产风波未平导致相关板块需求收缩，长久期、私募债供给明显缩量。同时受期限结构持续短期化影响，高收益债发行利率、利差走势背离。**第二，上半年 CCXI 高收益债券财富指数累计上涨 3.10%，高收益债票息策略优势凸显**。受益于信用风险整体释放减缓、超预期事件低发，高收益债财富指数累计收益 3.10%，跑赢国债和信用债；净价指数 3 月中迎来阶段性底部，上半年累计震荡下行 0.27%。**第三，二级市场交投活跃度下行，市场情绪分化、异常成交走高**。上半年高收益债累计成交 1.80 万亿元，交投活跃度有所下行。从 10%及以上收益率的尾部成交看，以弱区域中长久期城投债和民营地产债为主。异常成交占比为 16.97%，环比上行 3.74 个百分点，关注弱资质主体估值波动风险

**展望后市**，中诚信国际研究院认为，**信用风险趋缓、但分化不减，优选高收益债票息策略及信用修复补涨机会**。下半年中国宏观经济有望逐步企稳回升，流动性将延续合理充裕。随着前期弱资质、风险抵抗能力差的主体信用风险或逐步释放，债市信用风险整体将处于可控范围内，预计 2022 年整体信用风险较 2021 年持平或略低，公募市场年违约率或在 0.40%至 0.50%之间；考虑到微观主体盈利能力修复存在差异，信用水平表现仍呈现分化态势。从投资策略看，经济修复背景下利率中枢或较上半年小幅上行，中高等级信用债存在一定回调风险，高收益债票息收益相对优势较为凸显。此外，高收益债市场仍将呈现结构性行情；一方面，部分弱资质区域城投债或迎来补涨、优质房企有望见底；另一方面，尾部发行人融资压力仍在高位，且二季度以来异常成交增多，后续仍需关注尾部风险及展期发行人债务偿还不确定性。

**分板块看，高收益城投债融资或边际改善，关注“全省一盘棋”格局下区域分化及平台公司自身信用风险演化**。在稳基建、县城城镇化等政策背景下，涉及重点地区和重点项目的相关融资平台公司或面临政策利好，“央行 23 条”要求按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，金融机构从严收紧平台融资的情况或边际改善，但严控隐性债务基调不改。其次，近期中央及多地通报隐债问责案例，隐债风险化解“全省一盘棋”格局有望形成，建议投资者关注弱资质区域隐性债务化解进程，防范因监管问责及处罚等因素引发平台或平台所在区域再融资风险及估值波动风险。

**高收益非城投国企盈利融资双改善，关注双碳政策加剧企业信用分化。**今年国有企业盈利及融资整体优于民营企业，尤其是煤炭、钢铁等周期性产业类国企在景气度支撑下盈利明显改善，市场逐步信用下沉至该类高收益债，上半年 CCXI 高收益债非城投国企指数累计上涨 4.01%，相对优势明显。但同时我们也注意到二季度以来 CCXI 高收益债煤炭行业净价指数见顶回落，信用下沉带来的趋势性机会会有所收敛、安全边际有所下降可能引发回调风险。此外，在绿色低碳转型升级压力下，部分高碳企业资本支出需求加大，或将面临债务进一步攀升的压力，后续仍需关注绿色发展中高碳企业信用分化加剧及尾部风险抬升。

**高收益非国有企业债方面，优质房企有望见底，关注出险房企债务偿还不确定性。**秉持“房住不炒”总定位下，今年中央多部委密集表态稳地产，政治局会议强调“支持刚需和改善性住房需求”，5月央行超预期双下调贷款利率下限及基准利率，“因城施策”特点愈加明显，对改善当前房地产市场低迷态势具有积极意义。在此背景下，预计下半年优质房企伴随销售下行压力逐步缓解，在信用保护工具配套支持下，再融资能力或有所改善，建议投资者适当关注相关主体交易机会；但对于已出险或仍面临较大债务集中兑付压力的房企而言仍将处于持续性流动性紧张、资产缩表状态，信用弱化或将延续，需关注相关发行人后续债务偿还不确定性。

*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>