

融资边际收紧风险重定价，精细择券挖掘结构性机会

香港时间 2021 年 2 月 3 日，中诚信国际信用评级有限责任公司发布《融资边际收紧风险重定价，精细择券挖掘结构性机会——高收益债 2020 年回顾及 2021 年展望》的报告，认为伴随经济进一步修复，2021 年信用融资环境或边际收紧，公募市场违约率或升至 0.70-0.80%；债券市场整体更趋于“有序出清”，超预期违约事件发生的可能性降低，信用错杀引发的高收益债超跌投资机会减少。从投资策略来看，高收益城投债区域估值分化加剧，区域因素对城投择券影响或将加大，需警惕政策风险；非城投国企信仰光环减弱，部分行业再融资承压，弱资质主体或加速出清，建议关注区域内企业信用风险传染；非国有企业融资环境难言实质性改善，尾部风险加速出清，可关注地产及顺周期板块。

从 2021 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，发行规模超万亿，发行利率 10 月达年内低点，近九成发行期限或回售行权期限在 3 年(含)内。受益于“宽财政、宽信用”的宏观环境，2020 年新增高收益债 1661 支，累计发行规模 10420.72 亿元，其中基础设施投融资行业占主导地位。从发行利率来看，利率中枢自年初小幅震荡下行至 10 月达年内低点，11 月受国企违约冲击发行利率小幅抬升，年末有所回落。第二，高收益债市场“先涨后跌”，10 月底以来尾部风险加速释放。2020 年初超常规货币政策背景下债券市场收益率快速下行，4 月底以来流动性边际收紧、超常规货币政策陆续退出，债券市场由牛陡进入熊平阶段。从 CCXI 高收益债券被动型指数来看，全年呈现“先涨后跌”走势，下半年产业类高收益债行业指数走势分化且波动加大，仅化工行业净价指数实现正收益；由于“城投信仰”尚未实质打破，高收益城投债净价指数走势平稳，风险调整后收益最高。第三，高收益债二级市场交投活跃，国企违约冲击放大成交动能及偏离。2020 年高收益债累计成交规模达 1.82 万亿元，日均成交规模 75.05 亿元，其中一季度受疫情影响交易较为冷淡，成交规模 3648.04 亿元；二、三季度交投活跃度逐步回暖，成交规模分别为 4173.35 亿元、4977.70 亿元；10 月底以来国企违约冲击放大成交动能，成交利率中枢上行，净价偏离度走高，投资者出现预期差，博弈情绪与风险溢价需求加大。

展望 2021 年，中诚信国际研究院认为，融资环境边际收紧，违约率或较 2020 年有所抬升。伴随经济进一步修复，超常规货币政策退出，但由于经济尚未恢复自主性增长，货币政策整体仍将维持稳健基调，更加合理适度、灵活精准，注重防风险和稳增长。在此背景下，融资环境将不会出现过度紧张的局面，或较 2020 年边际收紧。同时，企业盈利或边际好转，但修复基础或仍不稳固，叠加近期疫情反复，或对企业盈利修复产生一定的负面影响，后续修复能力仍存在一定的不确定性，债券市场违约率或较 2020 年有所抬升。

同时，报告指出，2021 年债券市场更趋于“有序出清”，超预期违约事件发生的可能性降低，高收益债市场整体因信用错杀引发的超跌投资机会或将减少，花式违约及信用风险负面事件发生几率上升，永续不行使赎回权、展期豁免等可能性增多。2020 年 11 月国企信用风险事件后，投资者风险偏好有所下降，叠加 2021 年信用融资环境收紧，对于有瑕疵的企业（如弱资质国企、尾部民企）更易受市场一致性预期影响，尾部低资质发行人面临较大出清压力。从高收益债到期和回售情况看，2021 年到期的债券本金规模为 10158.03 亿元，另有 7373.73 亿元债券进入回售期，其中 1 月、3 月、4 月集中兑付压力较大，非城投国企债和民企债集中兑付压力高于城投债。从高收益债投资角度看，城投债区域的估值分化加剧，未来区域因素对城投择券影响或将加大，地方政府对于区域内现金流趋紧的弱资质平台债务化解、置换等方案的落地过程，或成为开展高收益城投债利好事件驱动博弈的投资机会；非城投国企信仰光环减弱，风险重定价将延续，主

体信用资质分化或将加剧，部分高债务、弱盈利的国企主体将加速出清，需回归基本面分析，建议关注区域内企业信用风险传染；**非国有企业债**融资环境难言实质性回暖，尾部风险加速出清，其中政策趋严下房地产企业销售回款、拿地、融资仍将面临挑战，行业内分化将进一步加剧，建议从经营周转能力、表内表外债务综合测算、资产质量等情况精细择券；此外，随着全球经济复苏回暖，顺周期性行业信用资质改善概率较大，建议投资者可关注有色金属、化工等行业中景气度上行的细分板块，挖掘具有基本面修复支撑的企业。

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。

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, 未经中诚信国际事先书面许可, 任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散, 或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、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。特别地, 中诚信国际对于其准确性、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。在任何情况下, 中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、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) 即使中诚信国际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。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察(如有)应该而且只能解释为一种意见, 而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、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担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地, 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>