

信用月报 - 一级市场持续升温，估值收益率下行居多，城投债信用利差整体收窄，产业债持续分化

月报 | 2021.09.06

长城财富保险资管信评部

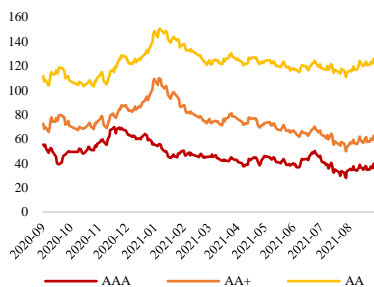
摘要

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+	32	26	30	35	43
AAA	34	36	40	49	59
AA+	43	52	63	72	82
AA	60	103	126	135	145

注：数据截至 2021 年 8 月 31 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



分析师：何佳易

Tel: 010-88632341

Email: hejiayi@greatwealthamc.com

分析师：孙翊宸

Tel: 010-88632372

Email: sunyichen@greatwealthamc.com

联系方式

北京市西城区平安里西大街 31 号航天金融大厦东侧二层

邮箱 service@greatwealthamc.com

网址 www.greatwealthamc.com

一级市场方面，8 月份，信用债一级市场持续升温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比接近 50%，信用债估值收益率下行居多。二级市场方面，中短期票据信用利差上行，期限利差波动上升，城投债信用利差整体收窄，产业债持续分化。违约事件方面，信用债新增 16 只违约债券，违约金额环比下降。信用债热点事件方面，多个城市推迟二轮土拍并修改规则；六部委联合发布《意见》，推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展；银行理财净值化转型加速推进。

8 月份，信用债一级市场持续升温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比接近 50%，信用债估值收益率下行居多。8 月份，一级市场持续升温，当月信用债总发行量、净融资额同比环比均有所增长，当月推迟或发行失败信用债数量亦同比增长。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为重，高等级企业是信用债最主要的发行主体，高等级信用债发行占比接近 50%。相比于 8 月 2 日 DCM 估值，8 月（8 月 30 日）信用债估值收益率下行居多。

中短期票据信用利差下行，期限利差小幅波动，城投债信用利差整体下行，产业债持续分化。8 月份，中短期票据信用利差整体呈上行态势，不同等级间信用利差持续走阔，整体仍低于历史均值。同期，期限利差波动上升，中短端期限利差高于历史均值，月内波动上行，7-5Y 期限利差月内下行，但仍高于历史均值，10-7Y 期限利差上升，逐步接近历史均值。7 月份，城投债信用利差整体收窄，各等级利差至月末均下行，产业债信用利差持续分化，各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长。2021 年 8 月，信用债市场违约 16 只债券，违约金额为 164.20 亿元，环比下降 48.95 亿元，新增泛海控股首次实质性违约，西藏金租和上海新文化首次展期。本月已过外部跟踪评级结果集中披露期，下调主体以低等级主体为主，建议持续关注外评级调整情况，重点关注子公司发生风险事件、发生非标负面舆情、业务大幅下降和负债率维持高位的企业。

目录

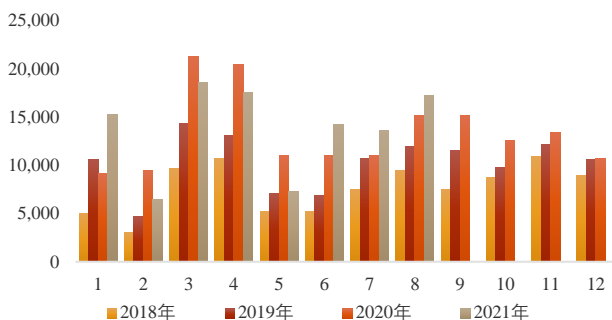
一级市场：市场持续升温，高等级信用债发行占比近 50%；估值收益率下行居多	3
二级市场：中短期信用利差上行，城投债信用利差整体收窄，产业债持续分化	4
违约事件：信用债新增 16 只违约债券，违约金额环比下降	5
信用债热点：多个城市推迟二轮土拍并修改规则，六部委联合发布《意见》，银行理财净值化转型加速推进	6

一级市场：市场持续升温，高等级信用债发行占比近 50%；估值收益率下行居多

- 8 月份，信用债¹一级市场持续升温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比接近 50%。

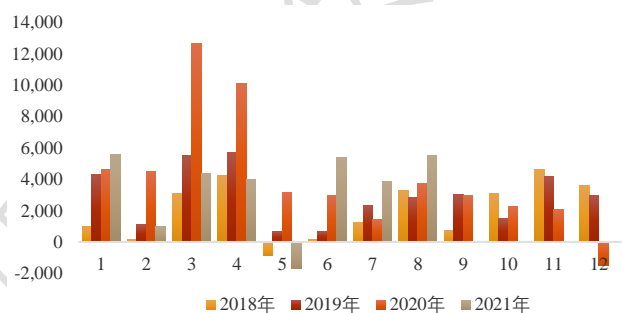
8 月份，一级市场持续升温，当月信用债总发行量 17,186.52 亿元，同比增长 2,074.61 亿元，环比增长 3,553.31 亿元，信用债总偿还量亦有所增长，当月偿还信用债 11,646.64 亿元，同比微升 288.65 亿元，环比增长 1,842.46 亿元。当月信用债净融资额 5,539.89 亿元，同比增长 1,785.96 亿元，环比增长 1,710.86 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比增长。

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，新发信用债期限结构以 1 至 3 年（占比 40.69%）和 1 年以内（含，占比 32.58%）为主。从发行级别来看，AAA 等级发行人是信用债最主要的发行主体，占比 49.32%，AA+ 级别占比 30.69%，AA 级别占比 18.36%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.62%。

表 1 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	AA-及以下	无级别	总计
1年以内	329	128	44	-	1	502
1至3年(含)	272	192	154	2	7	627
3至5年(含)	126	130	65	-	3	324
5年以上	33	23	20	9	3	88
总计	760	473	283	11	14	1541

资料来源: Wind, 信用评估部

- 8 月份，信用债估值收益率下行居多。

相比于 8 月 2 日 DCM 估值，8 月（8 月 30 日）信用债估值收益率下行居多。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 1bp，AAA 等级收益率不变

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。

化, AA+等级收益率无变化, AA 等级收益率上行 6bp, AA-等级收益率上行 2bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 2bp, AAA 等级收益率下行 5bp, AA+等级收益率下行 3bp, AA 等级收益率上行 1bp, AA-等级收益率上行 7bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率无变化, AAA 等级收益率下行 2bp, AA+等级收益率下行 2bp, AA 等级收益率下行 2bp, AA-等级收益率上行 9bp。

中长期信用债估值收益率方面, 7 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 4bp, AAA 等级收益率下行 7bp, AA+等级收益率下行 2bp, AA 等级收益率下行 11bp, AA-等级收益率无变化; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 4bp, AAA 等级收益率下行 7bp, AA+等级收益率无变化, AA 等级收益率下行 10bp, AA-等级收益率下行 2bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 8 月 2 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	2.78	-1	3.12	-2	3.39	0	3.67	-4	3.83	-4
AAA	2.89	0	3.25	-5	3.55	-2	3.84	-7	4.04	-7
AA+	3.22	0	3.59	-3	3.93	-2	4.32	-2	4.56	0
AA	3.71	6	4.20	1	4.58	-2	4.92	-11	5.12	-10
AA-	5.46	2	6.14	7	6.57	9	6.86	0	7.1	-2

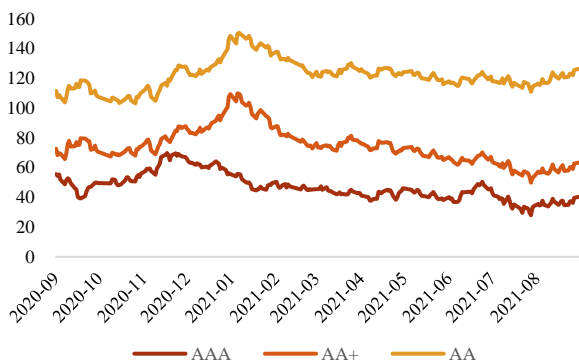
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期信用利差上行，城投债信用利差整体收窄，产业债持续分化

- 中短期票据信用利差上行，期限利差波动上升，城投债信用利差整体收窄，产业债持续分化。

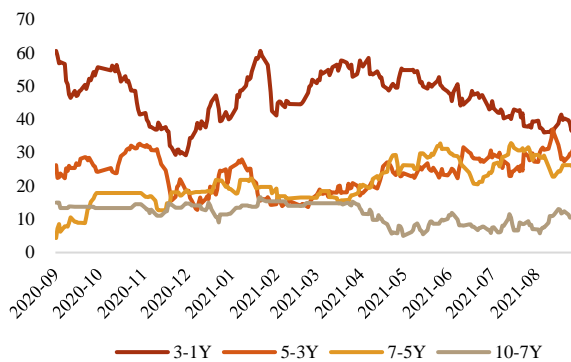
8 月份, 中短期票据信用利差整体呈上行态势, 不同等级间信用利差持续走阔, 整体仍低于历史均值; AAA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 6.26bp; AA+级别信用利差波动上升, 月末较月初上行 9.27bp; AA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 11.27bp。同期, 期限利差波动上升, 3-1Y 期限利差上升 1.39bp, 5-3Y 期限利差上行 4.46bp, 7-5Y 期限利差下行 4.69bp, 10-7Y 期限利差上行 3.95bp。整体看, 中短端期限利差高于历史均值, 月内波动上行, 7-5Y 期限利差月内下行, 但仍高于历史均值, 10-7Y 期限利差上升, 逐步接近历史均值。

图3 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

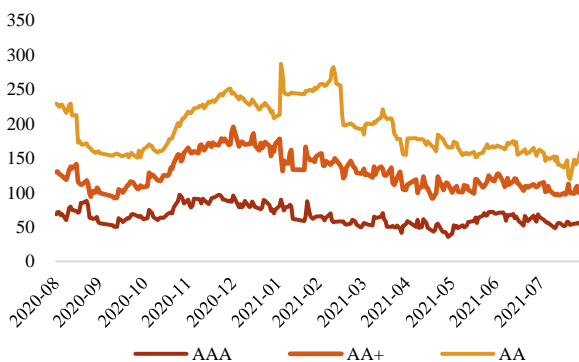
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

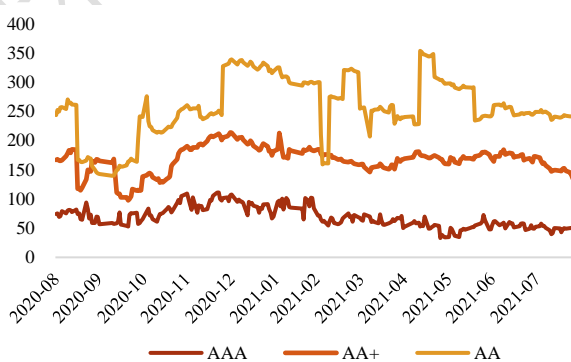
8月份, 城投债信用利差整体收窄, AAA 级别信用利差先降后升, 至月末下行 4.64bp, AA+级别信用利差持续波动, 至月末下行 12.10bp, AA 级别信用利差先降后升, 至月末下行 4.24bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。产业债信用利差持续分化, 高等级产业债信用利差微升, 中低等级产业债信用利差整体下行, AAA 级别信用利差上升 2.07bp, AA+级别信用利差大幅下行 36.81bp, AA 级别信用利差下行 5.23bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

图5 城投债信用利差（3年期）



资料来源: Wind, 建行万得城投债收益率, 信用评估部

图6 产业债信用利差（3年期）



资料来源: Wind, 建行万得产业债收益率, 信用评估部

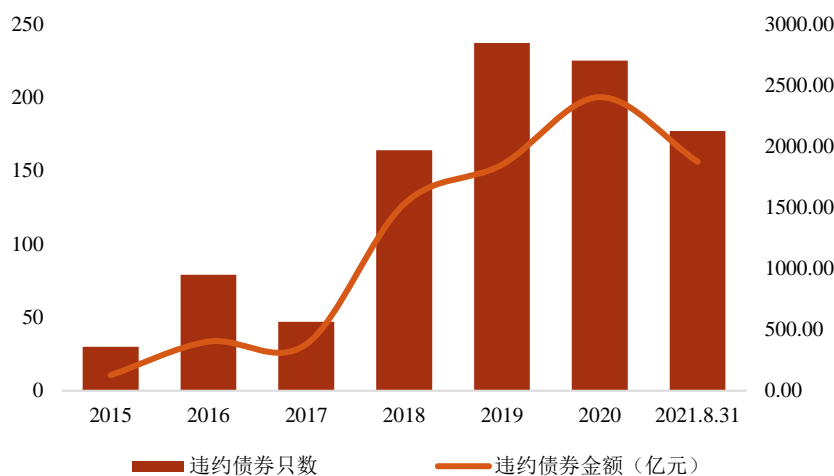
违约事件：信用债新增 16 只违约债券，违约金额环比下降

- 信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长。

2021 年 8 月, 信用债市场违约 16 只债券, 违约金额为 164.20 亿元, 环比下降 48.95 亿元, 其中泛海控股股份有限公司首次实质性违约, 西藏金融租赁有限公司和上海新文化传媒集团股份有限公司首次债券展期, 其余为历史违约主体的存量债券, 其中重点包括华夏幸福、北大方正、中国泛海、中信国安等。9 月份, 信用债预计总偿还量超过 1 万亿元, 略少于 8 月份。

本月已过外部跟踪评级结果集中披露期，从近期外评调整情况来看，外评针对发生大额亏损、负债率高企、债券回售资金未落实、信托贷款发生违约、子公司风险暴露的主体进行了级别调整，主要包括泛海控股由 A/负面分 2 次调整为 C。郑煤集团由 AA-/稳定下调为 A/负面，南通三建由 AA+/稳定下调为 AA/负面，树业环保由 BBB+/负面下调为 BBB-/负面，黔南投资由 AA/稳定调整为 AA/负面，金世国际由 AA/稳定下调为 AA-/负面，下调主体以低等级主体为主，建议持续关注外评级别调整情况，重点关注子公司发生风险事件、发生非标负面舆情、业务大幅下降和负债率维持高位的企业。

图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：多个城市推迟二轮土拍并修改规则，六部委联合发布《意见》，银行理财净值化转型加速推进

● 多个城市推迟二轮土拍并修改规则

7月22日，住建部房地产市场监管司长张其光表示“要着力房地价联动机制，推广北京市的做法，限房价、控地价、提品质”。8月以来，深圳、上海、天津等多个城市推迟二轮土拍时间并修改土拍规则。8月10日，据21世纪经济报道，自然资源部对二轮土拍就竞拍人资格、资金来源、溢价率、竞拍规则等方面做出了修改指导意见，具体措施包括调低最高限价、调整土地获取方式、调高保证金要求、调高准入门槛和退地成本、严格审查竞拍人资格、资金来源等。本次二轮土拍从竞拍规则、溢价率、保证金、资金来源等方面打了补丁，更加符合集中供地政策初衷，有利于热点城市土地溢价率下降，行业利润率空间将更为稳定，有助于稳地价、稳房价、稳预期，并减少低资质房企劣币驱逐良币、扰乱土地市场的行为，有利于房地产行业健康发展。截至目前，22个集中供地城市中，已有厦门、长春、无锡等城市完成土地出让，

北京、深圳、南京、杭州等 11 个城市发布出让公告，上海、天津、苏州等 8 个城市仍在等待中，从已完成土地出让的城市来看，整体溢价率下降至 10.2%，其中厦门溢价率仍然偏高（25.4%），但均较首轮集中供地 42% 的平均溢价率大幅下降，建议持续关注后续房企集中供地拿地情况，以及房地产市场相关主体负面舆情对行业利差的影响。

- **六部委联合发布《意见》，推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展**

8 月 18 日，人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会和外汇局等六部委联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（以下简称《意见》），《意见》从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强投资者适当性管理、健全定价机制、加强监管和统一执法、统筹宏观管理、推进多层次市场建设、拓展高水平开放十个方面，对推动公司信用类债券市场改革开放和高质量发展提出了具体意见。此外，《意见》还指出应该厘清政府与企业责任边界，加快推进城投平台改革，构建房地产长效机制工作，限制高杠杆企业过度发展，引导国企优化资产负债结构，严格市场准入，严惩逃废债行为，规范政府和发行人对定价的不当干预、结构化发债、实控人侵占发行人资产等风险行为。受历史原因影响，我国债券市场呈现多头监管、标准不一等问题，近年来，随着债券市场规模持续扩张，加之信用风险逐步暴露，完善市场监管体系愈发重要，本次三部委联合发布《意见》重在统一监管，推动债券市场规范化、制度健全化，预计未来发行层面监管、第三方评级、违约处置等方面将加快市场化进程，后续建议持续关注具体执行层面政策跟进，并关注结构化发行相关的市场舆情。

- **银行理财净值化转型加速推进**

8 月 25 日，根据证券时报报道，监管对六家国有大行及其理财子公司做出指导，进行两项重要安排，包括过渡期结束后（2021 年末）不得再存续或新发摊余成本计量的定期开放式理财产品，以及理财产品（除现金管理产品）自 2021 年 9 月 1 日应优先使用市值法进行公允价值计量，并于 10 月底前完成整改。本次监管指导对商业银行二级资本债与永续债估值有较大的压力，在银行普遍面临资本不足的背景下，市场认为本次监管意见难以严格执行。因此，本次政策具体执行强度仍有待进一步观察。建议持续关注二级资本债和永续债利差变化趋势，以及未来在价格下跌背景下，市场可能出现的拥挤交易情况。此外，净值化转型对银行理财投研能力提出更高的要求，需关注未来银行理财规模变化。

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。

长城财富保险资管