

信用月报 - 一级市场维持相对高位，估值收益率下行，城投债信用利差下行，产业债持续分化

月报 | 2021.08.06

长城财富保险资管信评部

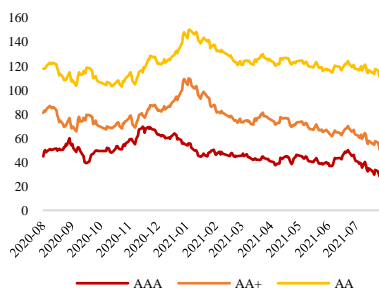
摘要

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+	45	28	20	31	35
AAA	49	38	34	45	50
AA+	59	51	54	67	72
AA	85	100	115	128	133

注：数据截至 2021 年 7 月 30 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，7 月份，信用债一级市场维持相对高位，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 50%，信用债估值收益率下行。二级市场方面，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。违约事件方面，信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长，43 个主体级别或展望下调。信用债热点事件方面，中诚信将地产行业展望调整为负面，多家中小金融机构信用评级遭下调，钢铁企业整合加码。

7 月份，信用债一级市场维持相对高位，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 50%，信用债估值收益率下行。7 月份，央行宣布降准 0.5 个百分点，债市整体上涨，市场资金面平稳偏宽松，信用债总发行量和净融资额同比增长，环比有所下降。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为主，高等级企业是信用债最主要的发行主体，中低评级企业信用债发行占比有所下降。相比于 7 月 5 日 DCM 估值，7 月（7 月 28 日）信用债估值收益率整体下行。

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。7 月份，中短期票据信用利差受降准影响，整体呈下行态势，不同等级间信用利差走阔，整体仍低于历史均值。同期，期限利差小幅波动，中短端期限利差高于历史均值，目前整体收窄，7-5Y 期限利差高于历史均值，月内走阔，10-7Y 期限利差维持低位。7 月份，无风险利率下行，带动城投债信用利差整体下降，产业债信用利差持续分化，高等级产业债信用利差下行，中低等级产业债信用利差逆市上行。

信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长，43 个主体级别或展望下调 2021 年 7 月，信用债市场违约 26 只债券，违约金额为 213.15 亿元，环比增长 28.87 亿元。7 月份，外部跟踪评级结果持续披露，根据 Wind 统计，月内 43 个主体信用等级或展望下调为负面，需持续关注部分评级展望为“负面”的主体后续信用等级变化情况。

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

目录

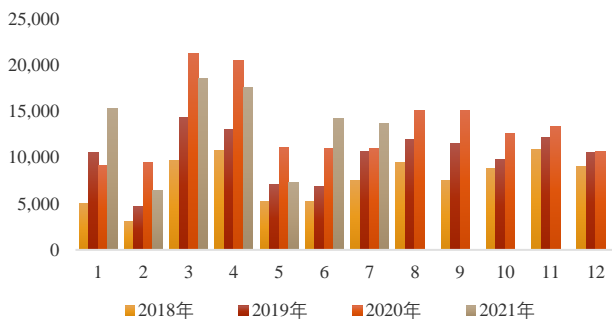
一级市场：市场维持相对高位，高等级信用债发行占比超 50%；估值收益率下行.....	3
二级市场：中短期信用利差下行，期限利差小幅波动；城投债信用利差下行，产业债持续分化.....	4
违约事件：信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长，43 个主体级别或展望下调.....	5
信用债热点：中诚信将地产行业展望调整为负面，多家中小金融机构信用评级遭下调，钢铁企业整合加码.....	7

一级市场：市场维持相对高位，高等级信用债发行占比超50%； 估值收益率下行

- 7月份，信用债¹一级市场维持相对高位，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过50%。

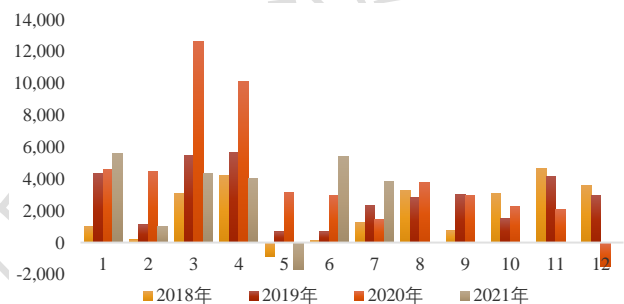
7月份，一级市场维持相对高位，当月信用债总发行量13,633.21亿元，同比增长2,653.20亿元，环比下降605.30亿元，信用债总偿还量有所增长，当月偿还信用债9,804.18亿元，环比增长963.64亿元，同比微升257.83亿元。当月信用债净融资额3,829.03亿元，同比增长2,395.38亿元，受总偿还量增长影响，环比下降1,568.95亿元，当月推迟或发行失败信用债数量环比有所下降。

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年以内（占比35.45%）和1至3年（含，占比35.13%）为主。从发行级别来看，AAA级别企业是信用债最主要的发行主体，中低评级企业信用债发行占比有所下降，AAA等级发行人占比50.40%，AA+级别占比27.65%，AA级别占比19.21%，无级别占比2.01%。

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	309	98	28	-	6	441
1至3年（含）	182	114	130	1	10	437
3至5年（含）	113	110	59	3	4	289
5年以上	23	22	22	5	5	77
总计	627	344	239	9	25	1244

资料来源: Wind, 信用评估部

- 7月份，信用债估值收益率下行。

相比于7月5日DCM估值，7月（7月28日）信用债估值收益率整体下行。

中短期信用债估值收益率方面，1年期品种中，重点AAA等级收益率为下行10bp，AAA等级收益率下

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。

行 9bp, AA+等级收益率下行 3bp, AA 等级收益率无变化, AA-等级收益率下行 11bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 15bp, AAA 等级收益率下行 14bp, AA+等级收益率下行 14bp, AA 等级收益率下行 8bp, AA-等级收益率下行 13bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 15bp, AAA 等级收益率下行 13bp, AA+等级收益率下行 11bp, AA 等级收益率下行 4bp, AA-等级收益率下行 10bp。

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 9bp, AAA 等级收益率下行 7bp, AA+等级收益率下行 5bp, AA 等级收益率下行 3bp, AA-等级收益率下行 5bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 7bp, AAA 等级收益率下行 5bp, AA+等级收益率下行 6bp, AA 等级收益率下行 5bp, AA-等级收益率下行 1bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 7 月 5 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	2.82	-10	3.18	-15	3.42	-15	3.76	-9	3.93	-7
AAA	2.91	-9	3.33	-14	3.61	-13	3.98	-7	4.19	-5
AA+	3.23	-3	3.65	-14	4.00	-11	4.41	-5	4.62	-6
AA	3.64	0	4.18	-8	4.64	-4	5.09	-3	5.35	-5
AA-	5.45	-11	6.08	-13	6.51	-10	6.87	-5	7.15	-1

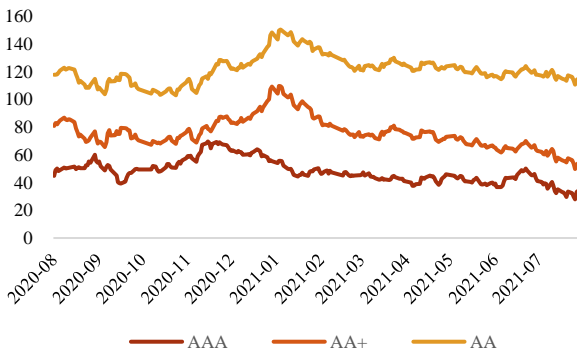
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期信用利差下行，期限利差小幅波动；城投债信用利差下行，产业债持续分化

- 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。

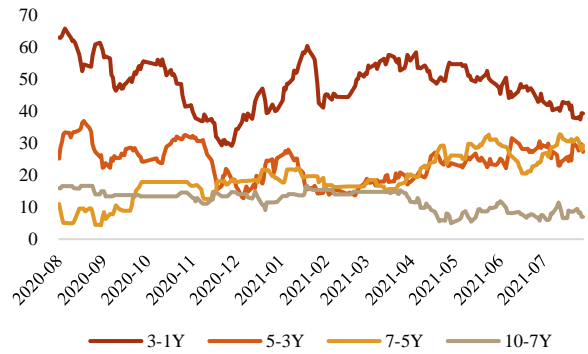
7 月份, 中短期票据信用利差受降准影响, 整体呈下行态势, 不同等级间信用利差走阔, 整体仍低于历史均值; AAA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 12.19bp; AA+级别信用利差波动下降, 月末较月初下行 13.20bp; AA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 6.20bp。同期, 期限利差小幅波动, 3-1Y 期限利差下降 4.08bp, 5-3Y 期限利差下行 3.31bp, 7-5Y 期限利差上升 5.45bp, 10-7Y 期限利差上行 1.15bp。整体看, 中短端期限利差高于历史均值, 目前整体收窄, 7-5Y 期限利差高于历史均值, 月内走阔, 10-7Y 期限利差维持低位。

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

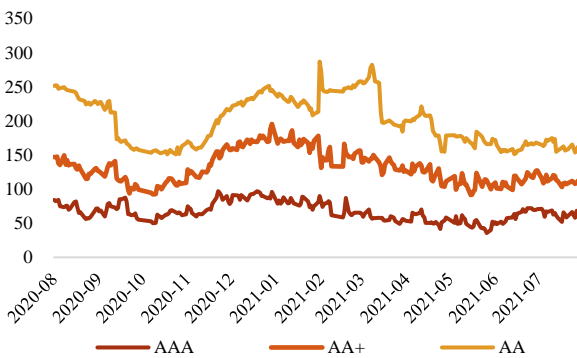
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

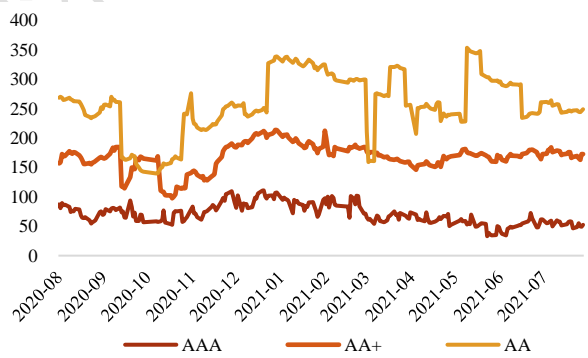
7月份, 无风险利率下行, 带动城投债信用利差整体下降, AAA 级别信用利差下行 4.64bp, AA+级别信用利差下行 10.07bp, AA 级别信用利差下行 4.23bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。产业债信用利差持续分化, 高等级产业债信用利差下行, 中低等级产业债信用利差逆市上行, AAA 级别信用利差下降 2.34bp, AA+级别信用利差上行 4.87bp, AA 级别信用利差上行 4.86bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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

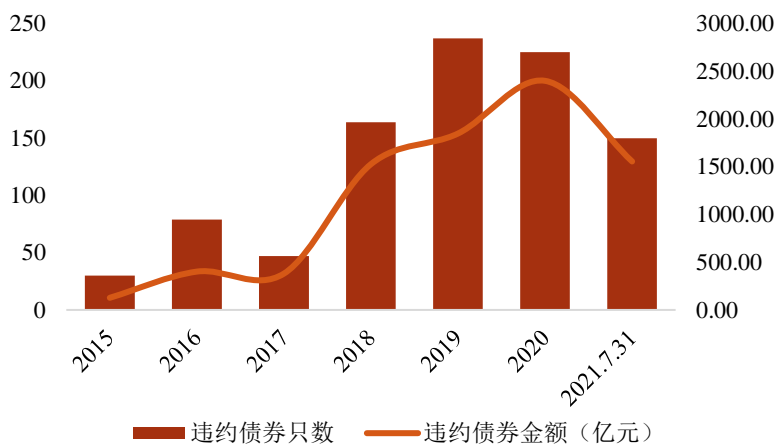
违约事件：信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长，43 个主体级别或展望下调

- 信用债新增 26 只违约债券，违约金额环比增长，43 个主体级别或展望下调。

2021 年 7 月, 信用债市场违约 26 只债券, 违约金额为 213.15 亿元, 环比增长 28.87 亿元, 其中四川蓝光发展股份有限公司首次实质性违约, 泛海控股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, 其中重点包括康得新、中国泛海、康美药业、中融新大等。8 月份, 信用债预计总偿还量超过 1.1

万亿元，略多于7月份。

图7 违约事件统计

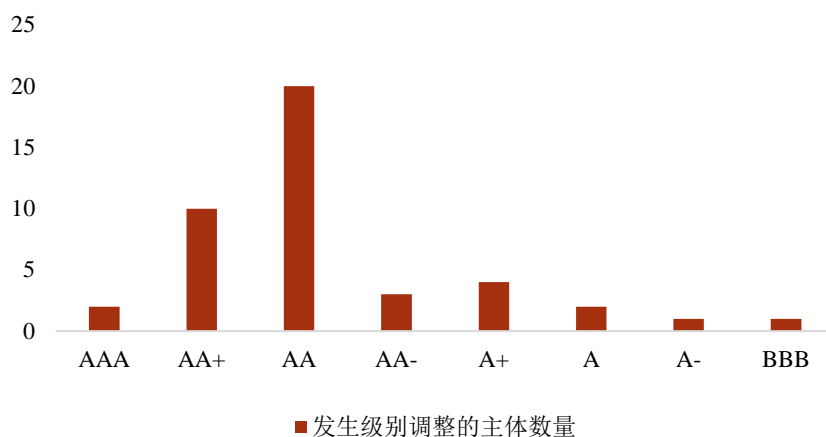


资料来源: Wind, 信用评估部

7月份，外部跟踪评级结果持续披露，根据Wind统计，月内43个主体信用等级或展望下调为负面，重点包括恒大地产集团有限公司（境内评级由AAA/稳定调整为AAA/负面，标普下调为B-/负面，惠誉下调为CCC+负面，穆迪下调为Caa1负面）、盛京银行股份有限公司（由AAA/稳定调整为AA+/稳定）、青海省国有资产投资管理有限公司（由AA+/负面调整为AA-/负面）、四川天府银行股份有限公司（由AA+/稳定调整为AA+/负面）、辽宁省国有资产经营有限公司（由AA+/稳定调整为AA+/负面）、四川蓝光发展股份有限公司（由AA/负面调整为C），需关注相关债券可能存在因级别调整导致不可质押和出库而发生价格波动的情况。整体来看，本次外评下调多集中在中小银行、保险公司和网红区域国资公司，合计占比超过40%。城投方面，下调主体仍以债务压力较高区域的城投企业为主，囊括包括陕西、贵州、广西等区域。在强监管和评级区分度提升的大背景下，评级公司持续调整评级序列，高评级主体陆续回归，需持续关注部分评级展望为“负面”的主体后续信用等级变化情况。

综合来看，监管政策持续收紧，市场主体对下半年信用风险延续较为担忧的态度，部分涉及隐性债务的城投企业融资压力或加大，考虑目前稳妥化解地方政府债务风险仍是本年政府金融工作重点，预计高等级城投仍将保持稳定，需持续跟踪各金融机构实际政策执行力度情况；地产债方面，本月地产企业信用风险事件持续爆发，市场担忧加剧，行业信用利差波动上升，建议重点关注行业风险。

图8 级别调整统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：中诚信将地产行业展望调整为负面，多家中小金融机构信用评级遭下调，钢铁企业整合加码

● 中诚信将地产行业展望调整为负面

2021年7月26日，中诚信国际发布公告，基于房地产行业整体运营环境对行业内企业信用质量的影响分析，对未来6-12个月房地产行业总体信用基本面进行评估，决定将中国房地产行业展望由“稳定”调整为“负面”。自2020年下半年开始，房地产行业监管强度持续加码，实施了“三道红线”、“集中供地”、拿地投资限制等在内的一系列政策。在强监管的背景下，本月房地产行业信用风险事件亦有所增加，中国恒大涉及贷款纠纷、面临抽贷断贷压力；华夏幸福累计未能如期偿还债务本息合计815.66亿元等，整体看，房地产行业分化将进一步加剧，头部绿档房企将持续受益，中小红档房企融资和项目获取可能较大影响。

● 多家中小金融机构信用评级遭下调

7月份，外部评级机构继续披露跟踪评级结果，当月共有10家城农商行和3家保险公司信用评级遭下调。其中，城农商行主要涉及东北、山西、河南等区域，区域内经济增速放缓，信用环境弱化，导致区域内城农商行资产质量显著下滑，且仍面临持续的下行压力，而区域经济下滑带来的融资成本上升也进一步侵蚀了城农商行盈利规模，盈利能力显著下滑。此外，部分城农商行如天府银行、平遥农商行涉及大额非标债权项目风险事件，对于其资产质量有很大的负面影响。3家被下调的保险公司包括幸福人寿、合众人寿和珠江人寿，其中幸福人寿级别下调主要是由于其由中国信达控股转为无实控人状态；合众人寿级别下

调则是因地产行业非标资产规模大，且部分项目已发生违约，资产质量存在很大的下行压力；珠江人寿级别下调原因包括关联方长期占用保险资金、公司经营持续亏损、股权质押比例高、地产行业投资规模大且部分项目发生违约。建议关注经济增速放缓、信用环境弱化区域的城农商行，以及交易对手或投资方向倾向于政策限制行业，恐面临资产质量下行的金融机构。

● 钢铁企业整合加码

2021年7月15日山东钢铁发布公告称，山东省国资委正与宝武集团筹划对山钢集团战略重组事项，可能导致公司控股股东、实际控制人发生变更。根据世界钢铁协会公布的数据，2020年，宝武集团粗钢产量1.15亿吨，超越安赛乐米塔尔登顶世界第一；山钢集团依靠3111万吨的粗钢产量，位列全球第十，是国内第七大钢铁公司。若宝武集团与山钢集团合并完成，总粗钢产量将逼近1.5亿吨，占到当前全国粗钢总产量的14%，进一步坐稳粗钢产量世界第一的位置，领先第二名的优势进一步拉大。据兰格钢铁研究中心测算数据显示，宝武兼并重组山钢后将使得2020年的钢铁产业集中度由原先的39.2%升至40.9%，提升1.7个百分点。2020年12月，工信部在《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见（征求意见稿）》中提出，到2025年内，要力争前5位钢铁企业产业集中度达到40%，前10位钢铁企业产业集中度达到60%，预计大型钢企间的合并重组还将持续。近年来，随着钢铁行业经营情况的剧烈变化，行业兼并重组成为大势所趋，钢企态度也发生明显转变。宝钢合并山钢、鞍钢与本钢及沙钢与安阳钢铁的合并，对于我国钢铁行业集中度的提高将产生积极效应。几起钢企合并后在资源、技术与市场等方面将发挥协同效应，信用资质提升的空间将进一步增大。同时，我们也关注到，在疫情、地缘政治、贸易冲突等因素影响下，钢企大规模集中对外采购及出口恐面临一定限制，以及宝武集团大规模合并后的实质管控能力。

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