

# 信用月报 - 一级市场相对稳定，估值收益率下行，中短期票据、城投债、产业债信用利差均下行

月报 | 2022.1.12

长城财富保险资管信评部

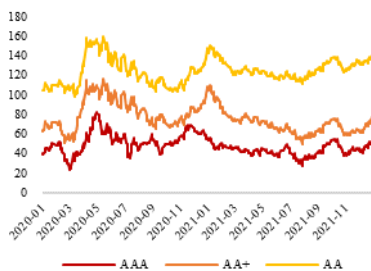
摘要

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+	35	29	35	33	50
AAA	36	35	46	46	65
AA+	46	52	65	65	84
AA	61	110	135	135	154

注：数据截至 2021 年 12 月 31 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



分析师：何佳易

Tel: 010-88632315

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，2021 年，信用债一级市场整体保持相对稳定，期限分布偏中短期，高等级信用债发行占比超过 45%，信用债估值收益率整体下行。二级市场方面，中短期票据、城投债、产业债信用利差均下行，期限利差有所波动。违约事件方面，信用债新增 244 只违约债券，违约金额较上年小幅增长。信用热点事件方面，中央经济工作会议召开，城投行业预计保持稳定，房地产行业政策或边际改善。

■ 2021 年，信用债一级市场相对稳定，期限分布偏中短期，高等级信用债发行占比超过 45%，信用债估值收益率整体下行。2021 年，一级市场整体相对保持稳定，全年信用债总发行量同比增长 4.30%，净融资额同比下降，2021 年净融资额与 2019 年基本处于同一水平。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，高等级信用债发行占比超过 45%。相比于 1 月 4 日 DCM 估值，2021 年（12 月 29 日）信用债估值收益率整体下行。

■ 二级市场方面，中短期票据、城投债、产业债信用利差均下行，期限利差有所波动。2021 年，中短期票据信用利差整体下行，不同等级间信用利差先降后升，整体仍低于历史均值。2021 年，中短期票据期限利差整体收窄，上半年呈走阔趋势，下半年整体收窄；短端期限利差大幅压缩。2021 年，城投债信用利差整体下行，市场对城投债风险偏好整体上升，中低等级城投债下沉力度较大；产业债信用利差整体下行，不同等级间信用利差压缩，且信用利差整体下行幅度大于同期城投债，但低等级产业债利差仍高于同等级城投债。

■ 信用债市场违约 244 只债券，违约金额较上年小幅增长。2021 年，信用债市场违约 244 只债券，违约日债券余额为 2494.93 亿元，较上年小幅增长。随着债券市场风险主体违约事件逐步常态化，市场对风险事件反应弹性有所增强，但仍需持续跟踪债务负担较重企业的债务集中到期压力，并关注风险事件、负面舆情带来的估值压力。

## 目录

一级市场：整体保持相对稳定，高等级信用债发行占比超 45%；估值收益率整体下行.....	3
二级市场：中短期票据、城投债、产业债信用利差均下行，期限利差有所波动.....	4
违约事件：信用债市场违约 244 只债券，违约金额较上年小幅增长.....	6
信用热点：中央经济工作会议召开，城投行业预计保持稳定，房地产行业政策或边际改善.....	8

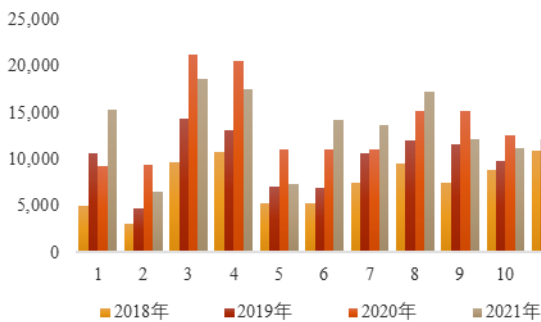
长城财富保险资管

## 一级市场：整体保持相对稳定，高等级信用债发行占比超 45%； 估值收益率整体下行

- 2021 年，信用债<sup>1</sup>一级市场整体保持相对稳定，期限分布偏中短期，高等级信用债发行占比超 45%。

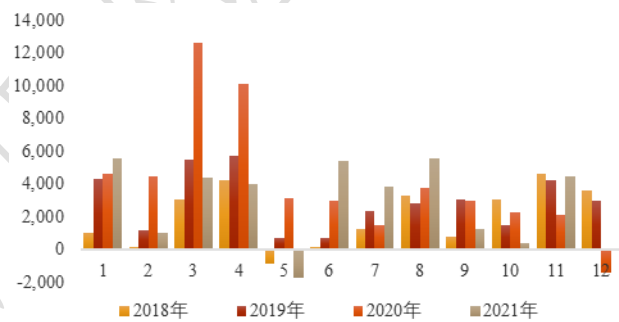
2021 年，一级市场整体相对保持稳定，全年信用债总发行量为 16.70 万亿元，同比增长 4.30%；全年信用债净融资额为 3.71 万亿元，同比下降 24.27%，2021 年信用债净融资额下降主要系 2020 年受新冠肺炎疫情影响，企业融资需求大幅上升，而 2021 年国内疫情进入相对平稳阶段，企业融资需求相对回落所致，2021 年净融资额与 2019 年基本处于同一水平。12 月份，一级市场热度略降，当月信用债总发行量 15,589.06 亿元，偿还信用债 12,577.28 亿元，当月信用债净融资额 3,011.77 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量环比有所增长。

图 1 信用债发行量（月度）



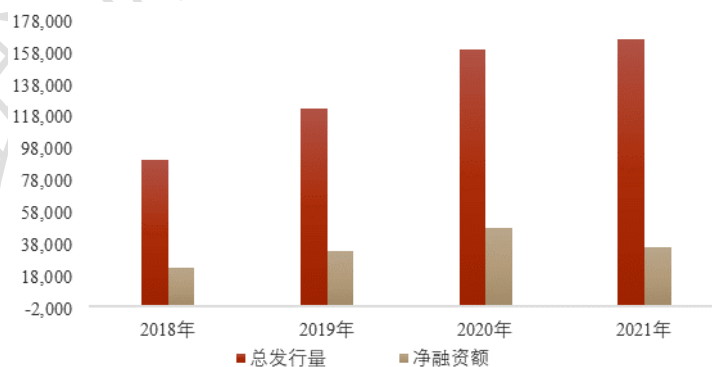
资料来源：Wind，信用评估部

图 2 信用债净融资额（月度）



资料来源：Wind，信用评估部

图 3 信用债发行量（年度）



资料来源：Wind，信用评估部

从发行期限来看，2021 年新发信用债期限结构以 1 至 3 年（含，占比 38.88%）和 1 年以内（占比 33.42%）为主。从发行级别来看，2021 年 AAA 等级发行人是信用债最主要的发行主体，占比 45.66%，AA+

<sup>1</sup> 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。

级别占比 29.42%，AA 级别占比 21.59%，AA-级别及以下和无级别占比 3.34%。

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	3262	1191	407	1	59	4920
1至3年(含)	2198	1653	1677	24	172	5724
3至5年(含)	970	1304	806	16	95	3191
5年以上	291	183	288	89	35	886
总计	6721	4331	3178	130	361	14721

资料来源: Wind, 信用评估部

### 2021 年，信用债估值收益率整体下行。

相比于 1 月 4 日 DCM 估值，2021 年（12 月 29 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 等级收益率下行 31bp，AAA 等级收益率下行 38bp，AA+等级收益率下行 40bp，AA 等级收益率下行 29bp，AA-等级收益率下行 26bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 39bp，AAA 等级收益率下行 49bp，AA+等级收益率下行 54bp，AA 等级收益率下行 42bp，AA-等级收益率下行 15bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 33bp，AAA 等级收益率下行 42bp，AA+等级收益率下行 47bp，AA 等级收益率下行 36bp，AA-等级收益率下行 12bp。

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 31bp，AAA 等级收益率下行 48bp，AA+等级收益率下行 42bp，AA 等级收益率下行 63bp，AA-等级收益率下行 22bp；10 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 42bp，AAA 等级收益率下行 60bp，AA+等级收益率下行 67bp，AA 等级收益率下行 97bp，AA-等级收益率下行 38bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 1 月 4 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	2.83	-31	3.08	-39	3.37	-33	3.63	-31	3.78	-42
AAA	2.92	-38	3.21	-49	3.52	-42	3.78	-48	3.99	-60
AA+	3.19	-40	3.56	-54	3.89	-47	4.30	-42	4.52	-67
AA	3.72	-29	4.12	-42	4.58	-36	4.86	-63	5.08	-97
AA-	5.55	-26	6.21	-15	6.66	-12	6.91	-22	7.12	-38

资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

## 二级市场：中短期票据、城投债、产业债信用利差均下行，期限利差有所波动

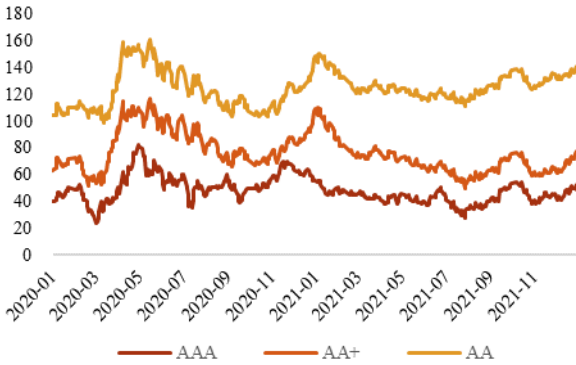
- 中短期票据信用利差下行，不同等级间信用利差先降后升，期限利差整体收窄，城投债、产业债

信用利差下行，不同等级间信用利差压缩。

2021年，中短期票据信用利差整体下行，不同等级间信用利差先降后升，整体仍低于历史均值，其中AA+—AAA信用利差整体收窄，AA—AA+信用利差走阔；受2020年末永煤事件、2021年初天津区域负面舆情和华夏幸福事件影响，2021年初市场情绪波动较大，信用利差快速走阔，随着市场舆情逐步消化以及无风险利率下行拉动，信用利差整体下行，不同等级间利差整体呈压缩趋势，市场风险偏好逐步回升；至年中，受监管进一步收紧城投融资及地产行业负面舆情发酵影响，不同等级间信用利差整体呈抬升态势，市场风险偏好有所下降，信用利差整体随无风险利率变化而波动上升；具体看，AAA级别信用利差先降后升，全年下行4.94bp；AA+级别信用利差整体下行，全年下行29.34bp；AA级别信用利差波动先降后升，全年下行6.34bp。12月，中短期票据信用利差波动上升，不同等级间信用利差略走阔。

2021年，中短期票据期限利差整体收窄，上半年呈走阔趋势，下半年整体收窄；短端期限利差大幅压缩，中期期限利差全年小幅抬升，长端期限利差维持低位波动；具体看，3—1Y期限利差全年下行27.36bp，5—3Y期限利差全年上行9.86bp，7—5Y期限利差全年上行8.79bp，10—7Y期限利差全年微降1.23bp；整体看，短端期限利差大幅低于历史均值，中期期限利差高于历史均值，长端期限利差略低于历史均值。12月，中短期票据期限利差整体收窄。

图4 中短期票据信用利差（5年期）



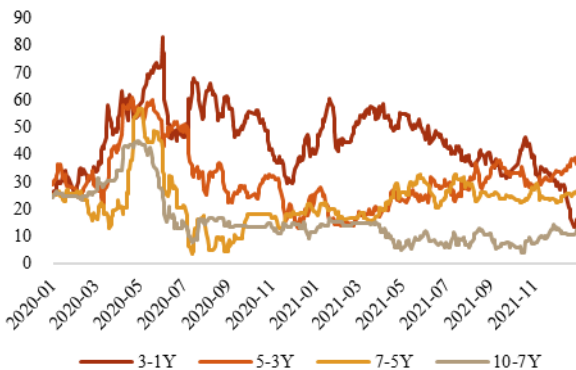
资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

图5 中短期票据信用利差（AA-AAA, 5年期）



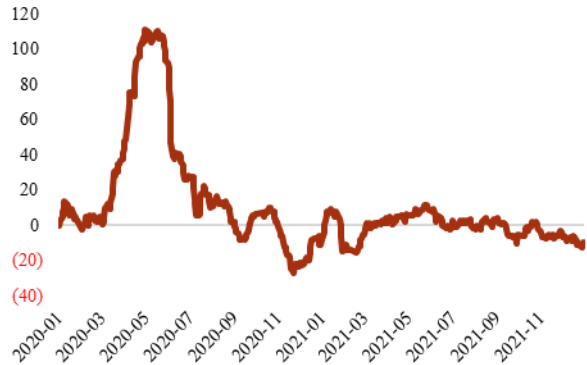
资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

图6 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

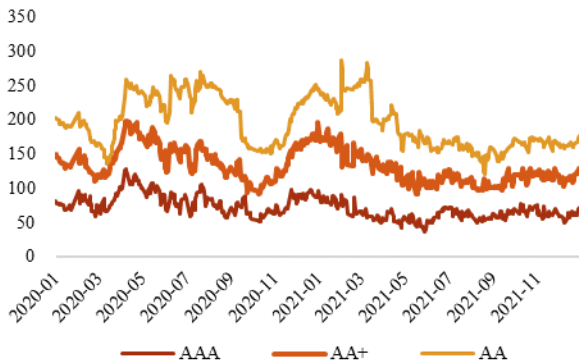
图7 中短期票据期限利差（10—1Y, AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

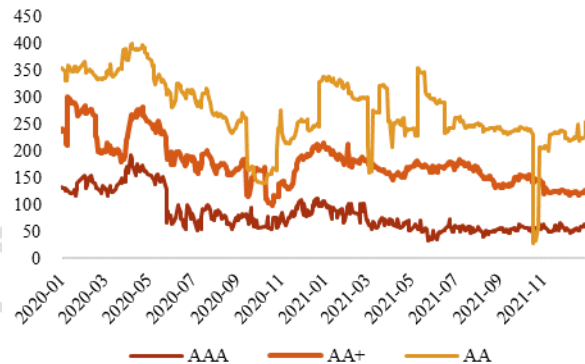
2021年，城投债信用利差整体下行，不同等级间信用利差压缩，市场对城投债风险偏好整体上升，中低等级城投债下沉力度较大；具体看，AAA级别信用利差先降后升，全年下行7.12bp；AA+级别信用利差波动下降，全年下行37.79bp，AA级别信用利差年初快速压缩，全年下行60.08bp，各等级城投债信用利差均处于历史相对低位。同期，产业债信用利差整体下行，不同等级间信用利差压缩，且信用利差整体下行幅度大于同期城投债，但低等级产业债利差仍高于同等级城投债；其中，AAA级别信用利差下行34.53bp，AA+级别信用利差下行75.21bp，AA级别信用利差大幅下行75.62bp，各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。12月份，城投债信用利差走阔，各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位；产业债信用利差先降后升，不同等级间产业债信用利差走阔。

图8 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9 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：信用债市场违约 244 只债券，违约金额较上年小幅增长

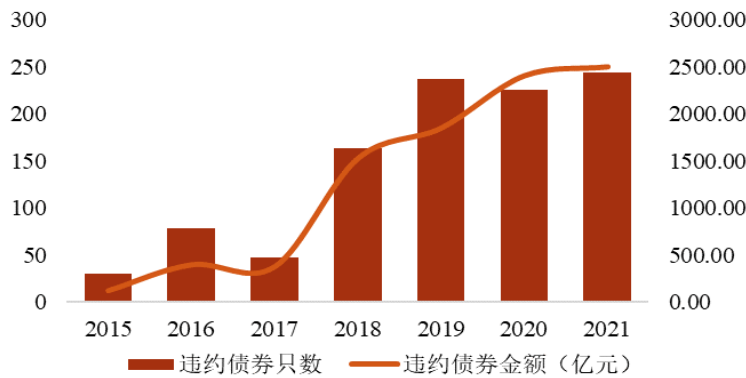
- 信用债市场违约 244 只债券，违约金额较上年小幅增长。

2021年，信用债市场违约 244 只债券，较上年略有增长，违约日债券余额为 2494.93 亿元，较上年小幅增长，重点违约主体包括华夏幸福及关联企业、海航集团及关联企业、康美药业、紫光集团及关联企业、四川蓝光、东旭集团及相关企业、钜盛华、北大方正、天房集团等。虽然违约金额增量不大，但违约主体多为大型企业集团，对区域、行业融资影响较大。随着债券市场风险主体违约事件逐步常态化，市场对风险事件反应弹性有所增强，但仍需持续跟踪债务负担较重企业的债务集中到期压力，并关注风险事件、负面舆情带来的估值压力。

境内评级调整方面，全年评级或展望被下调的企业共有 220 家，较上年增加 11 家，主要涉及房地产、建筑装饰、综合等行业，重点包括恒大集团、海航集团及关联企业、华夏幸福及关联企业、泛海控股及关

联企业、天房发展等企业。境外评级调整方面，全年评级或展望被下调的企业共有 184 家，较上年增加 32 家，主要涉及房地产及相关产业链上下游企业，重点包括恒大集团及关联企业、华夏幸福及关联企业、荣盛地产、花样年、新力控股、融信中国、佳兆业、四川蓝光等企业。当前房地产行业风险持续暴露，尽管行业政策有边际松动的迹象，仍建议持续关注市场舆情，重点关注出现负面舆情、业绩大幅下滑、债务率高企的民营地产企业。

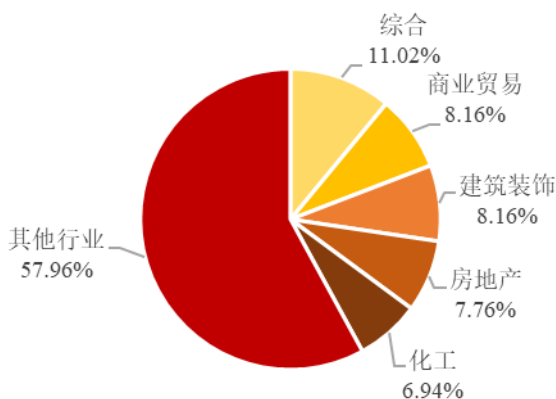
图 10 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

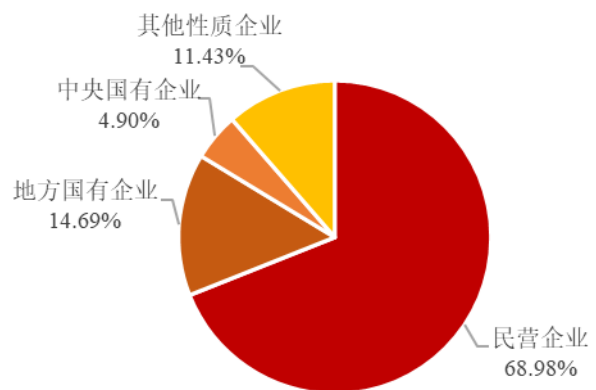
截至 2021 年末，按照余额计算，违约债券主要集中于综合、房地产、商业贸易等三大行业（申万行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于综合、商业贸易、建筑装饰、房地产、化工等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比接近 70%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2021 年，新增违约债券依旧集中于房地产、建筑装饰、综合等三大行业，违约企业性质虽仍以民营企业为主，但包含了多个高信用等级的大型企业。2022 年，关注弱城投偿债压力，高债务房企或持续出清，周期景气度预计维持高位，金融行业优质主体风险边际减弱。

图 11 违约主体行业分布



资料来源: Wind, 信用评估部

图 12 违约主体性质分布



资料来源: Wind, 信用评估部

## 信用热点：中央经济工作会议召开，城投行业预计保持稳定，房地产行业政策或边际改善

- 中央经济工作会议召开，城投行业预计保持稳定，房地产行业政策或边际改善。

12月，中央经济工作会议召开，稳增长要求凸显，会议重申“经济建设为中心”，基建方面提出“适度超前开展基础设施投资”，房地产重申“房住不炒”原则，但要“支持合理的住房需求、因城施策”。对于城投企业来说，在严控隐形债务与适度超前建设背景下，尽管城投企业杠杆上升空间有限，但城投企业作为基建投资主要抓手，2022年整体或保持稳健，关注承接新基建和保障房项目的城投平台。在稳增长背景下，尾部城投平台直接发生违约的概率不大，但仍需关注因高债务压力导致的估值风险和潜在展期的可能。房地产方面，“房住不炒”政策延续，但出于“支持合理的住房需求”角度，结合12月国有房地产企业融资改善，以及监管支持优质房企实施行业并购等情况，未来房地产行业政策或边际放松，但行业格局或持续发生变动，尾部房企或将持续面临出清压力，行业集中度或上升。



## 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