

信用月报 - 一级市场热度微降，估值收益率下行，城投债利差下行，产业债利差分化

月报 | 2022.8.5

长城财富保险资管信评部

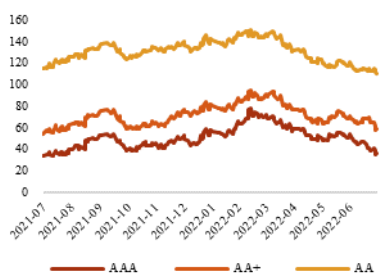
摘要

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+	23	15	29	21	56
AAA	28	22	36	33	69
AA+	39	41	59	61	97
AA	53	66	110	115	155

注：数据截至 2022 年 7 月 29 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，7 月份，信用债一级市场热度微降，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整体下降，期限利差走阔，城投债利差下行，产业债利差分化。违约事件方面，信用债新增 29 只违约债券，违约金额环比上升。信用债热点事件方面，房贷断供对“保交楼”形成压力；7 月政治局会议召开。

7 月份，信用债一级市场热度微降，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，一级市场热度微降，当月信用债总发行量同比环比均有所下降，而总偿还量同比环比均有所增长，导致当月信用债净融资额同比环比均大幅下降，当月推迟或发行失败信用债数量维持低位。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 50%。相比于 6 月 30 日 DCM 估值，7 月（7 月 27 日）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整体下降，期限利差走阔，城投债利差下行，产业债利差分化。7 月份，中短期票据信用利差整体下降，不同等级间信用利差走阔，整体处于历史低位。同期，期限利差走阔，各期限利差均高于历史均值。7 月份，城投债信用利差整体下行，不同等级间信用利差走阔，AA+和 AA 级别利差发生小幅倒挂，各等级城投债信用利差均处于历史相对低位；产业债信用利差有所分化，不同等级间产业债信用利差略走阔，其中，高等级产业债信用利差下行幅度较大。

信用债新增 29 只违约债券，违约金额环比上升。2022 年 7 月，信用债市场违约 29 只债券，违约金额为 322.45 亿元，环比增长 134.54 亿元，月内新增违约或展期债券主体主要包括融信投资、奥园集团、冠城大通等房地产企业，其他历史违约主体重点包括恒大地产、金科地产等。当前房地产市场利好政策持续放出，但前期风险项目化解尚需时间，利好传导至市场销售端，乃至传导至房企或需较长时间，短期内仍需审慎关注债务集中到期压力较大房企的潜在信用风险。

目录

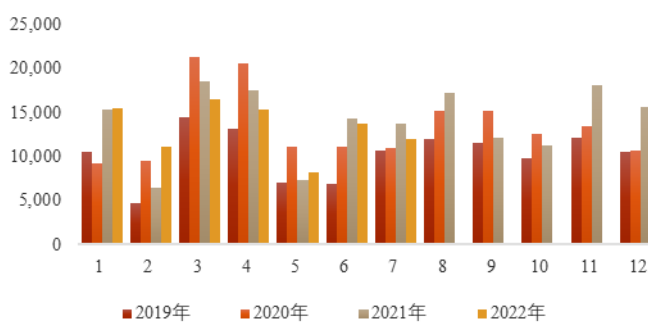
一级市场：市场热度微降，高等级信用债发行占比超过 50%；估值收益率下行	3
二级市场：中短期票据信用利差整体下降，城投债利差下行，产业债利差分化	4
违约事件：信用债新增 29 只违约债券，违约金额环比上升	5
信用债热点：房贷断供对“保交楼”形成压力；7 月政治局会议召开	7

一级市场：市场热度微降，高等级信用债发行占比超过 50%； 估值收益率下行

- 7 月份，信用债¹一级市场热度微降，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 50%。

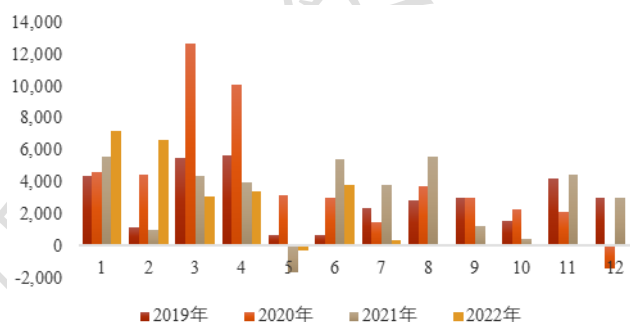
7 月份，一级市场热度微降，当月信用债总发行量 12,005.02 亿元，同比下降 1,628.19 亿元，环比下降 1,710.28 亿元，信用债总偿还量有所上升，当月偿还信用债 11,121.69 亿元，同比增长 1,728.94 亿元，环比增长 1,584.25 亿元。当月信用债净融资额 308.48 亿元，同比下降 3,520.55 亿元，环比下降 3,465.50 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量维持低位。

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（含，占比 38.25%）和 1 年以内（占比 32.84%）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 51.00%，AA+ 级别占比 29.26%，AA 级别占比 17.73%，AA- 级别及以下和无级别占比 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	267	87	22	0	0	376
1至3年（含）	194	132	107	1	4	438
3至5年（含）	98	97	48	0	1	244
5年以上	25	19	26	16	1	87
总计	584	335	203	17	6	1145

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 6 月 30 日 DCM 估值，7 月（7 月 27 日）信用债估值收益率下行。

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 12bp，AAA 等级收益率下行

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。

12bp, AA+等级收益率下行 10bp, AA 等级收益率下行 7bp, AA-等级收益率下行 9bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 9bp, AAA 等级收益率下行 10bp, AA+等级收益率下行 9bp, AA 等级收益率下行 8bp, AA-等级收益率下行 8bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 11bp, AAA 等级收益率下行 12bp, AA+等级收益率下行 7bp, AA 等级收益率下行 7bp, AA-等级收益率下行 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 7bp, AAA 等级收益率下行 8bp, AA+等级收益率下行 6bp, AA 等级收益率下行 6bp, AA-等级收益率下行 7bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 2bp, 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 4bp, AA-等级收益率下行 1bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 6 月 30 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	2.43	-12	2.87	-9	3.19	-11	3.41	-7	3.62	-2
AAA	2.51	-12	2.97	-10	3.31	-12	3.54	-8	3.76	-2
AA+	2.74	-10	3.26	-9	3.62	-7	3.93	-6	4.18	-2
AA	3.24	-7	3.75	-8	4.21	-7	4.55	-6	4.83	-4
AA-	5.11	-9	5.78	-8	6.32	-9	6.67	-7	6.92	-1

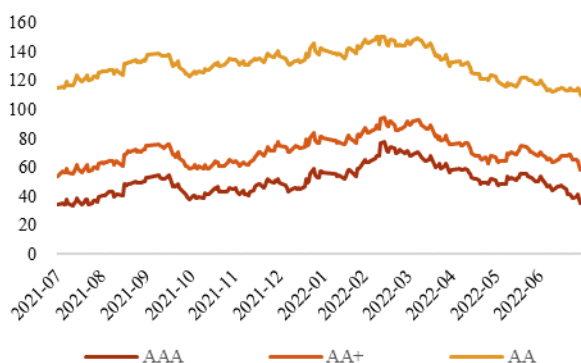
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差整体下降，城投债利差下行，产业债利差分化

- 中短期票据信用利差整体下降，期限利差走阔，城投债利差下行，产业债利差分化。

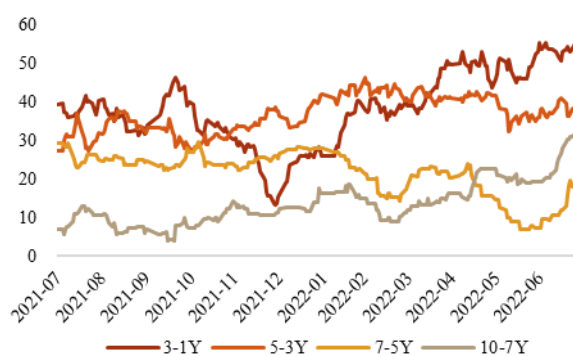
7 月份, 中短期票据信用利差整体下降, 不同等级间信用利差走阔, 整体处于历史低位; 其中, AAA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 17.81bp; AA+级别信用利差波动下降, 月末较月初下行 11.82bp; AA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 10.82bp。同期, 期限利差走阔, 3-1Y 期限利差微降 0.24bp, 5-3Y 期限利差下降 1.67bp, 7-5Y 期限利差大幅上升 14.56bp, 10-7Y 期限利差大幅上升 15.23bp。整体看, 各期限利差均高于历史均值。

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

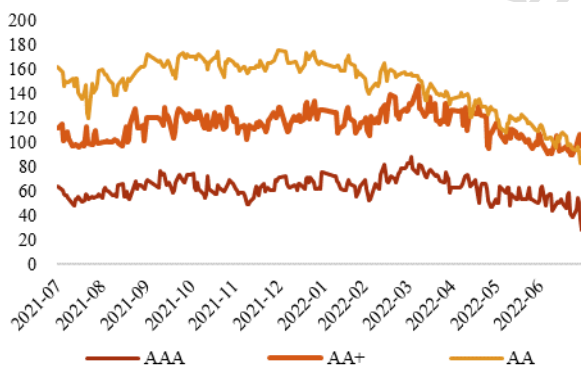
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

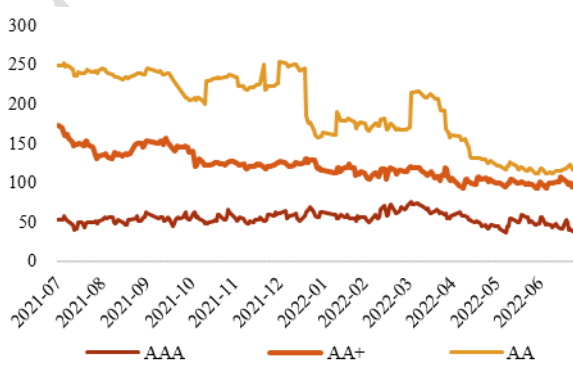
7月份，城投债信用利差整体下行，不同等级间信用利差走阔，AA+和AA级别利差发生小幅倒挂，AAA级别信用利差波动下降，至月末大幅下行33.97bp；AA+级别信用利差波动下降，月末较月初下行5.70bp，AA级别信用利差波动下降，至月末大幅下行27.87bp，各等级城投债信用利差均处于历史相对低位。同期，产业债信用利差有所分化，不同等级间产业债信用利差略走阔，其中，高等级产业债信用利差下行幅度较大，AAA级别信用利差大幅下行18.66bp，AA+级别信用利差下行2.58bp，AA级别信用利差上行6.45bp，各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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29只违约债券，违约金额环比上升

● 信用债新增29只违约债券，违约金额环比上升。

2022年7月，信用债市场违约29只债券，违约金额为322.45亿元，环比增长134.54亿元，月内新增违约或展期债券主体主要包括融信投资、奥园集团、冠城大通、佳源创盛、正荣地产、宝龙实业等房地产企业，其他历史违约主体重点包括恒大地产、金科地产、中融新大、世茂控股、河南能源等。8月份属

于往年信用债发行旺季，信用债预计总偿还量在 1 万亿元上下，在年内处于一般水平，但仍需谨防风险行业 and 风险企业发生超预期违约事件。

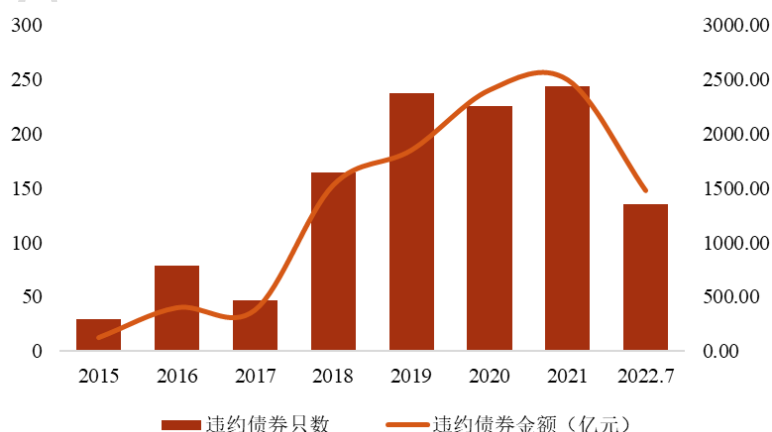
表 3 当月重点新增违约情况

违约企业	当月违约金额（亿元）	违约类型
恒大地产集团有限公司	82.00	展期
融信(福建)投资集团有限公司	38.00	展期
冠城大通股份有限公司	34.60	展期
正荣地产控股股份有限公司	23.20	展期
福建福晟集团有限公司	20.00	展期
总计	197.80	-

资料来源: Wind, 信用评估部

本月境内跟踪评级进入尾声，评级下调企业数量环比有所下降，主要包括中化岩土由 AA/稳定下调至 AA/负面，郑煤集团由 A/负面下调至 BBB+/负面，云南水投由 AA/负面下调至 A+/负面，苏宁易购由 AA+下调至 AA/负面，深圳航空由 AAA/稳定下调至 AA+/稳定；境外评级机构评级调整对象仍以地产企业为主，重点包括建业地产遭下调至 B-/负面（标普），金地集团遭下调至 BB/负面（标普），旭辉控股遭下调至 Ba3/负面观察（穆迪），新城发展遭下调至 Ba3/负面观察（穆迪），合景泰富遭下调至 CCC/负面（标普），时代中国遭下调至 Caa1/负面（穆迪），宝龙地产遭下调至 Caa2/负面（穆迪），三盛控股遭下调至 Ca/负面（穆迪），另有三家境内金融机构境外评级展望遭下调，包括国任财险由 Baa1/稳定遭下调至 Baa1/负面（穆迪），太平控股/太平香港由 BBB+/稳定遭下调至 BBB+/负面，长城资管和长城国际分别由 A-/负面和 BBB+/负面遭下调至 A-/负面观察和 BBB+/负面观察（标普）。当前房地产市场利好政策持续放出，但前期风险项目化解尚需时间，利好传导至市场销售端，乃至传导至房企或需较长时间，短期内仍需审慎关注债务集中到期压力较大房企的潜在信用风险。

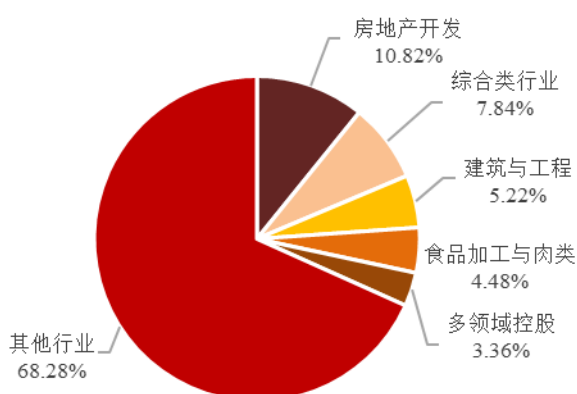
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

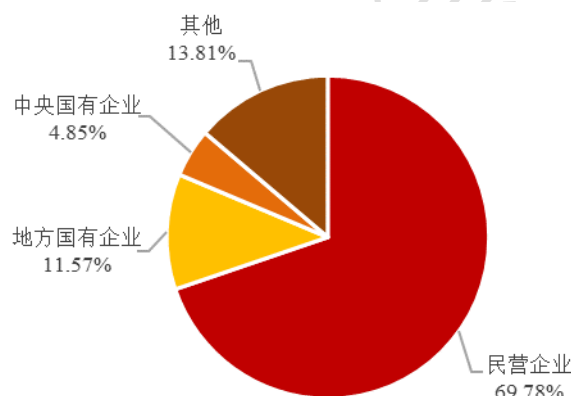
截至 2022 年 7 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程等三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、多领域控股等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比接近 70%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2022 年，新增违约债券集中于房地产开发行业，违约企业性质主要为民营企业。

图 8 违约主体行业分布



资料来源: Wind, 信用评估部

图 9 违约主体性质分布



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：房贷断供对“保交楼”形成压力；7 月政治局会议召开

● 房贷断供对“保交楼”形成压力

7 月上旬，国内个别地区烂尾楼盘断供风波持续发酵，重点涉及郑州、武汉、长沙等城市，对房地产市场信心造成一定的冲击，反应出当前地产行业底未至，销售端回暖或进一步减缓，房企现金流仍未恢复。当前购房者表达断供的行为更多倾向于“保交楼”的手段，同时，考虑到购房者断供或将面临的法律风险，预计实际潜在断供规模有限，但需关注断供事件对金融体系信用链条的潜在冲击。按照风险房企测算，2020 年以来已销售但未交付的权益面积超过 2 亿方，权益金额超过 3 万亿元，若全部断供将影响按揭贷款规模超过 2 万亿元，占 2021 年末住房按揭贷款的比重为 6%，若断供风波未能及时化解，或对商业银行资产质量带来较大的下行压力。郑州市、驻马店市、平顶山市、济南市、遂宁市等相继出台“保交楼”政策，但政策落地尚需时间，若地方政府及时协调并落实保交楼等政策，预计能有效防止断供对金融体系的负面影响。此外，银保监会表示将引导金融机构参与风险处置，加强与住建部门、人行工作协同，支持地方政府

积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作。据此事件，建行拟牵头成立纾困基金，首期已募集资金 800 亿，预计基金总规模可能达到 3000~4000 亿，该基金将以救项目为核心，不救企业，旨在实现银保监会支持地方政府“保交楼”的要求，但目前剩余的烂尾楼盘多情况复杂，纾困难度较高，未来纾困基金的实际效果仍有待进一步观察。在当前时点下，建议持续关注直面停贷断供的银行潜在的信用减值损失计提压力，地方政府和金融机构托底保交楼的政策落地情况等。

● 7 月政治局会议召开

7 月 28 日，中共中央政治局召开会议，增长目标继续弱化，要求“力争实现最好结果、有条件的省份力争完成经济社会发展预期目标”，并强调“稳就业稳物价”。货币政策方面提出“要有效弥补社会需求不足”“保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持”，整体基调中性偏松。房地产政策方面，会议强调“房主不炒”的底线，也提出了需求端在“因城施策”框架下进行放松，预计三四线城市政策仍有继续放松的空间，同时“保交楼”是未来一段时间的政策核心，并且需要由地方政府但其责任。从房地产政策看，保交楼仍然大于就企业，跌加房贷断供事件对市场信心的冲击，后续仍需审慎对待债务集中到期压力较大的房企。

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。