

信用月报 - 一级市场回暖，估值收益率分化，城投债信用利差整体上行，产业债风险偏好有所修复

月报 | 2021.07.06

长城财富资管信评部

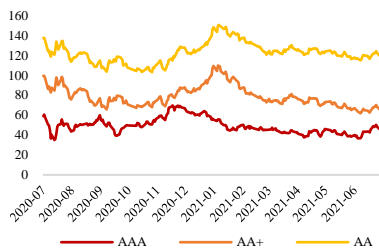
摘要

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+	39	30	31	32	37
AAA	43	40	43	46	52
AA+	55	58	64	67	73
AA	77	101	118	122	128

注：数据截至 2021 年 6 月 30 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，6 月份，信用债一级市场整体回暖，发行净融均有所增长，期限分布仍偏中短期，低级别或未评级发行占比增长，当月信用债估值收益率分化。二级市场方面，月内信用利差走阔、期限利差收窄，城投债信用利差整体上行，产业债风险偏好有所修复。违约事件方面，信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长，64 个主体级别或展望下调。信用债热点事件方面，土地出让金等非税收入划归税务征缴，天津召开投资人恳谈会，银行审慎对待涉隐债城投流贷需求。

6 月份，信用债一级市场整体回暖，发行净融均有所增长，期限分布仍偏中短期，低级别或未评级发行占比增长，当月信用债估值收益率分化。6 月份，央行货币政策保持维稳基调，月末净投放释放积极信号，市场资金面整体平稳宽松，叠加释放年报披露后暂时压制的债券融资需求，信用债总发行量和净融资额同比环比增长。从发行期限来看，中高级别企业是信用债最主要的发行主体，但低评级或未评级信用债发行占比有所增长。相比于 6 月 2 日 DCM 估值，6 月（6 月 30 日）信用债估值呈分化趋势。

月内中短期信用利差走阔、期限利差收窄，城投债信用利差整体上行但有所分化，产业债风险偏好有所修复。6 月份，中短期票据信用利差波动上升，仍处于较低水平，且不同等级间信用利差持续收窄态势。同期，中短端期限利差高于历史均值，但目前整体收窄，长端期限利差低于历史均值，且持续下行；期限利差较上月有所收窄。6 月份，无风险利率波动上行，带动城投债信用利差整体上行，但中高级别和低级别城投债有所分化，产业债风险偏好有所修复。

信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长，64 个主体级别或展望下调。2021 年 6 月，信用债市场违约 14 只债券，违约金额为 184.28 亿元，环比增长 85.72 亿元。6 月份，外部跟踪评级结果集中披露，根据 Wind 统计，月内 64 个主体信用等级或展望下调为负面。外部评级机构持续面临高级别主体调整压力。

分析师：陈星屹

Tel: 010-88632341

Email: chenxingyi@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

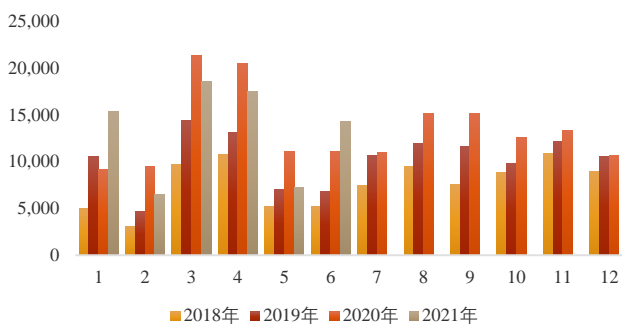
一级市场：月内市场回暖，低级别或未评级发行占比增长；估值收益率分化.....	3
二级市场：月内中短期信用利差走阔、期限利差收窄；城投债信用利差上行，产业债风险偏好修复	4
违约事件：信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长，64 个主体级别或展望下调.....	5
信用债热点：土地出让金等非税收入划归税务征缴，天津召开投资人恳谈会，银行审慎对待涉隐债城投的流贷需求.....	7

一级市场：月内市场回暖，低级别或未评级发行占比增长；估值收益率分化

- 6月份，信用债¹一级市场整体回暖，发行净融均有所增长，期限分布仍偏中短期，低级别或未评级发行占比增长。

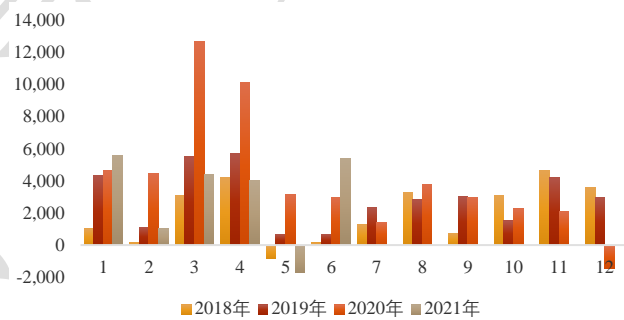
6月份，央行货币政策保持维稳基调，月末净投放释放积极信号，市场资金面整体平稳宽松，叠加5月释放年报披露后暂时压制的债券融资需求，信用债总发行量和净融资额同比环比均增长。6月份，一级市场回暖，当月信用债总发行量14,238.52亿元，环比增长6,973.06亿元，同比增长3,224.64亿元，但当月推迟或发行失败信用债数量环比亦大幅增长。6月份，信用债到期量较上月变化不大，当月偿还信用债8,840.54亿元，环比微降144.78亿元，同比增长812.44亿元。整体看，一级市场整体回暖，发行净融均有所增长。

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主要以1年以内（占比30.84%）和1至3年（含，占比41.36%）为主。从发行级别来看，中高级别企业是信用债最主要的发行主体，但低评级或未评级信用债发行占比有所增长，AAA等级发行人占比33.36%，AA+级别占比25.02%，AA级别占比20.68%，无级别占比20.59%。

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	188	83	30	-	54	355
1至3年（含）	139	103	121	1	112	476
3至5年（含）	44	86	58	-	55	243
5年以上	13	16	29	3	16	77
总计	384	288	238	4	237	1151

资料来源: Wind, 信用评估部

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。

● 6 月份，信用债估值收益率分化。

相比于 6 月 2 日 DCM 估值，6 月（6 月 30 日）信用债估值呈分化趋势。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率为微升 1bp，AAA 等级收益率微升 1bp，AA+等级收益率微降 1bp，AA 等级收益率下行 5bp，AA-等级收益率上行 4bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 2bp，AAA 等级收益率微升 1bp，AA+等级收益率微升 1bp，AA 等级收益率微降 1bp，AA-等级收益率上行 2bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 2bp，AAA 等级收益率上行 3bp，AA+等级收益率上行 2bp，AA 等级收益率下行 3bp，AA-等级收益率上行 7bp。

中长期信用债估值收益率方面，7 年期品种中，重点 AAA 等级收益率无变化，AAA 等级收益率微升 1bp，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 3bp，AAA 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 20bp，AA-等级收益率下行 14bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 5 月 6 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	2.95	1	3.35	2	3.59	2	3.86	0	4	-3
AAA	3.03	1	3.50	1	3.77	3	4.06	1	4.25	-6
AA+	3.27	-1	3.81	1	4.13	2	4.46	-2	4.71	-6
AA	3.65	-5	4.26	-1	4.7	-3	5.12	-11	5.4	-20
AA-	5.57	4	6.22	2	6.63	7	6.92	0	7.16	-14

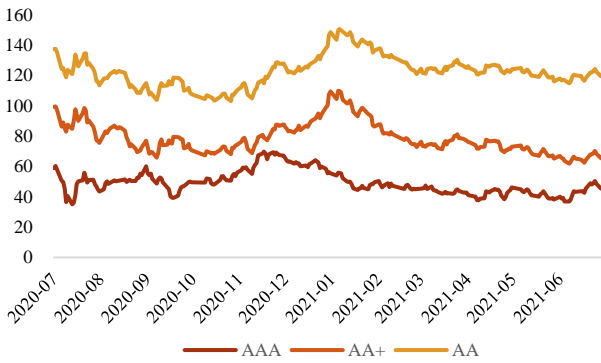
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：月内中短期信用利差走阔、期限利差收窄；城投债信用利差上行，产业债风险偏好修复

- 月内中短期票据信用利差走阔、期限利差有所收窄；城投债信用利差整体上行但有所分化，产业债风险偏好有所修复。

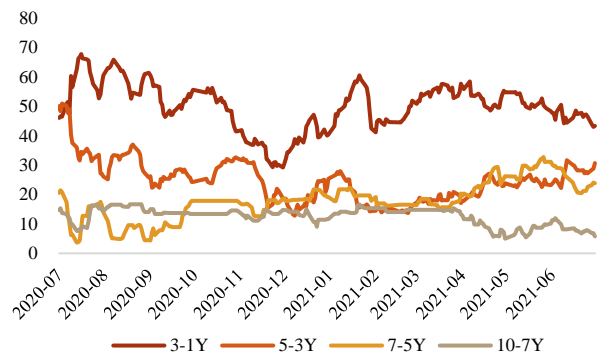
6 月份，中短期票据信用利差波动上升，仍处于较低水平；AAA 级别信用利差波动上升，至月末上行 6.19bp；AA+级别信用利差先降后升，月末较月初变化不大；AA 级别信用利差波动上升，至月末上行 3.19bp，不同等级间信用利差继续收窄。同期，期限利差收窄，3-1Y 期限利差下降 4.46bp，5-3Y 期限利差上行 7.02bp，7-5Y 期限利差下降 6.39bp，10-7Y 期限利差下降 5.45bp。整体看，中短端期限利差高于历史均值，但目前整体收窄，长期限利差低于历史均值，且持续下行；期限利差较上月有所收窄。

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

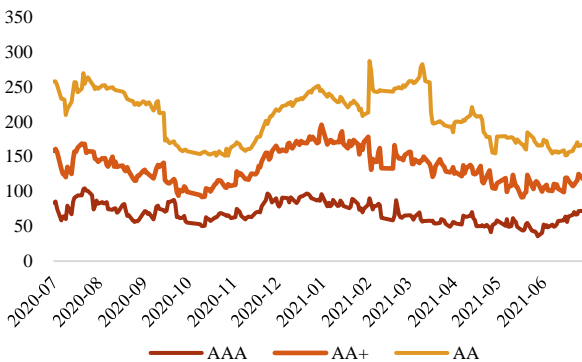
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

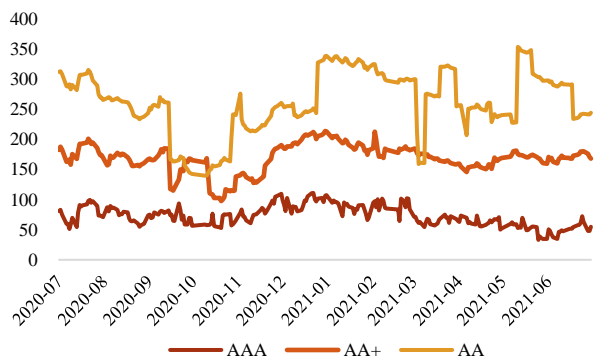
6月份, 无风险利率波动上行, 带动城投债信用利差整体上行, 但中高级别和低级别城投债有所分化, AAA 级别信用利差上行 16.59bp, AA+级别信用利差上行 16.83bp, AA 级别信用利差微升 0.69bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。产业债信用利差有所分化, 中高等级产业债信用利差有所上行, 市场对产业债风险偏好有所修复, AAA 级别信用利差上行 20.04bp, AA+级别信用利差上行 8.57bp, AA 级别信用利差大幅下行 53.58bp, AAA 级别和 AA+级别产业债信用利差维持历史相对低位, AA 级别信用利差月内下降至历史相对低位。

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

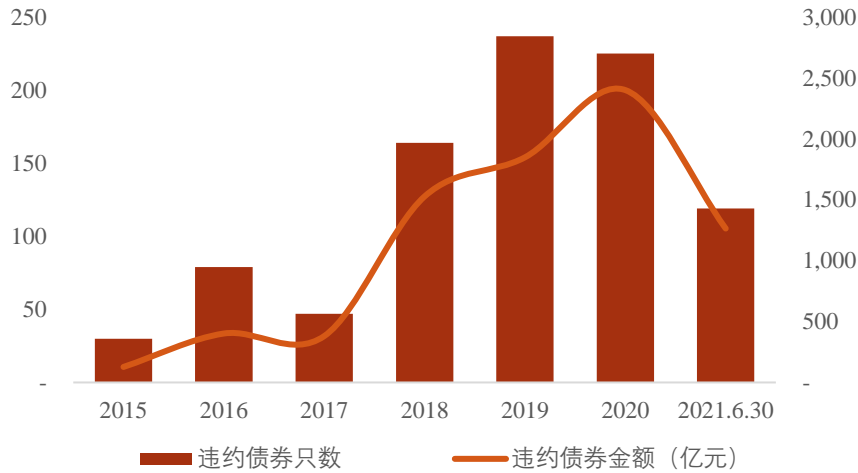
违约事件：信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长，64 个主体级别或展望下调

- 信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长，64 个主体级别或展望下调

2021 年 6 月, 信用债市场违约 14 只债券, 违约金额为 184.28 亿元, 环比增长 85.72 亿元, 其中苏宁电器集团有限公司和中国泛海控股集团有限公司为首次债券展期, 其余为历史违约主体的存量债券, 其中

重点包括中信国安、康美药业、上海华信、华夏幸福、东旭光电等。7月份，信用债预计总偿还量接近1万亿元，略多于6月份。

图7 违约事件统计

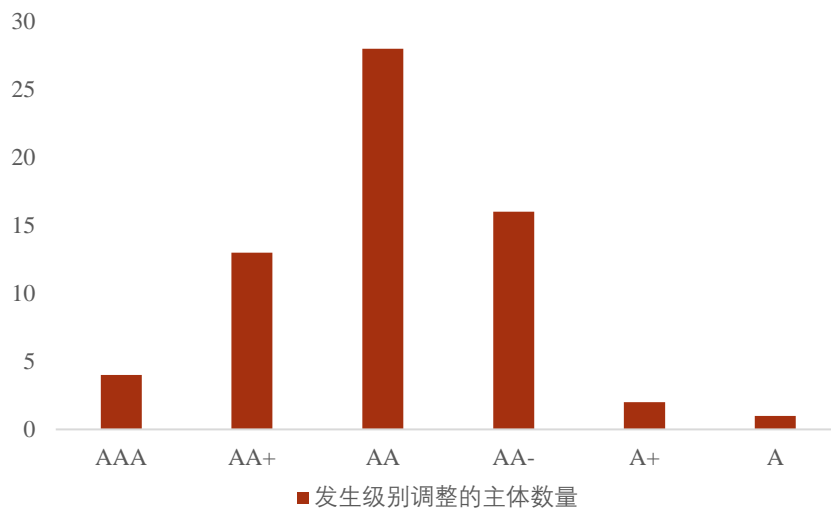


资料来源: Wind, 信用评估部

6月份，外部跟踪评级结果集中披露，根据Wind统计，月内64个主体信用等级或展望下调为负面，重点包括华融荣德资产管理有限公司（由AAA/稳定调整为AA+/负面）、北京汽车投资有限公司（由AAA/稳定调整为AA+/稳定）、四川蓝光发展股份有限公司（由AAA/稳定调整为AA/负面）、中合中小企业融资担保股份有限公司（由AAA/稳定调整为AA+/负面）、遵义道桥建设（集团）有限公司（由AA+/稳定调整为AA+/负面），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经营恶化、债务上升、负面舆情较多的主体，产业债主体下调频次相对较多。城投方面，本次下调主要是债务压力较高区域的城投，尤其是贵州区域的城投。目前，外评已经过了跟踪密集期，7月和8月份还有部分银行间品种的跟踪陆续披露，部分仅在银行间发行中票或短融的主体依旧面临评级调整压力。在强监管和评级区分度提升的大背景下，高评级主体会陆续回归，短期内外评通过调整“评级展望”的形式对各别主体进行了温和处理，不排除后期进一步调整的可能性。

综合来看，市场对于下半年信用风险保持了较为担忧的态度，一方面是宏观经济压力的原因，另一方面还面临信用收缩和政策趋严的因素。近期多个地方政府出面维护区域的信用，对国企的担忧风险有所缓和；产业债方面由于信用环境仍然偏紧，企业盈利未好转，有一定信用利差上行的风险；城投债方面受政策影响较大，尾部城投首先受到了负面影响，但高等级的城投整体较为稳定，仍然是可选择范围；地产债方面，因外部融资环境紧张，叠加信用风险事件较多，因此行业的信用风险相对较大，信用利差上行风险较大，下半年需要重点关注。

图8 级别调整统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：土地出让金等非税收入划归税务征缴，天津召开投资人恳谈会，银行审慎对待涉隐债城投的流贷需求

● 四部委发布通知，将土地出让金等非税收入划归税务征缴

6月4日，财政部、自然资源部、税务总局、人民银行等四部委发布通知，宣布将国有土地使用权出让收入等四项非税收入划归税务征缴，7月1日起试点先行，并将于2021年1月1日全国推广。土地出让收入征收对整体地方财力的影响不大，但存在后期部分区域基金收入挤水分的可能性，地方政府平台托底区域土地价格的情况可能减少。本次改革对前期不规范城投影响较大，建议重点关注土地“虚增”资产、土地出让金返还较多的城投公司，后续持续关注该类城投公司资产负债表变化情况。另外，本次改革对以土地开发整理为主业的城投可能有一定影响。目前，城投公司目前面临降负债、市场化转型和区域整合的问题，因此建议加强对城投公司进行判定，深度研究城投公司业务属性，关注存量土地开发整理业务较多的主体未来土地出让情况，加强对企业的债务结构分析，对于非标续接压力需要重点关注。

● 天津市召开投资人恳谈会以提振市场信心

6月22日，天津市召开债券市场投资人恳谈会，副市长康义出席并作主题宣讲，并表示国企债务风险基本化解，存量债务规模下降，推行国企职业经理人制度改革，并将按照一企一策的方式，做大做强天津港集团、天津城投集团、泰达控股等企业。此外，天津市将建立防范违约的刚性机制，要求企业必须提前3个月制定还款计划，提前一个月落实还款资金，债券到期前3个月预警，逐月开展研判。受新冠肺炎疫情

情、数据挤水分等因素影响，天津市 2020 年 GDP 微升 1.50%，综合财力下降 19%，GDP 跌出全国前十。此外，2021 年，天津市到期及回售债券规模接近 1400 亿元，占全部存量债券的约 30%，年内债券到期兑付压力较大，叠加永煤事件后区域内融资受到较大影响，目前天津市相关主体债券高估值情况尚未得到明显改善，但预计会议后，有助于部分企业短期流动性的改善，中短期建议维持对天津地区谨慎的态度，长期关注天津市经济转型、人口流动趋势及地方国企信用事件处理。

- **财政实力较差的区县新增融资额度或受限，银行审慎对待涉隐债城投的流贷需求**

近期，据市场消息称，区县一般公共预算收入 50 亿元以下的地区在交易所的公司债不能新增，只能借新还旧，另有相关文件提到，对于涉及隐性债务的城投平台企业，银行不允许新增流贷。整体来看，该政策延续以往政策思路，进一步规范平台公司隐性债务，防止非正常的融资。部分不能新发债券、需要依靠流贷来补充资金的城投公司受影响较大。目前，银行现在投资债券会做穿透，并关注是否会涉及到补流，且谨慎新增流贷。此外，近期，城投公司城市更新项目的热度有所上升，但与棚改相比，该类债务属于企业经营性债务。建议后续关注新债资金用途是否包含补流，并且审慎关注边缘化和高债务区域城投公司。

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。

长城财富资管