

# 信用月报 - 一级市场继续降温，估值收益率持续上行，城投债、产业债信用利差收窄

月报 | 2021.11.8

长城财富保险资管信评部

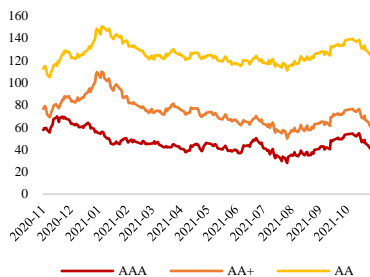
摘要

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+	30	24	30	35	42
AAA	35	33	38	40	55
AA+	45	50	59	69	76
AA	60	103	123	133	140

注：数据截至 2021 年 10 月 29 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，10 月份，信用债一级市场继续降温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 50%，信用债估值收益率继续上行。二级市场方面，中短期票据信用利差整体下行，期限利差整体走阔，城投债、产业债信用利差收窄。违约事件方面，信用债新增 12 只违约债券，违约金额环比下降。信用债热点事件方面，二轮土拍收官，房地产税改革试点公布，部分省市试点“全域无隐性债务”。

10 月份，一级市场继续降温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 50%，信用债估值收益率继续上行。10 月份，受国庆假期影响，一级市场继续降温，当月信用债总发行量和净融资额同比环比均有所下降，总偿还量变化不大，当月推迟或发行失败信用债数量亦同比下降。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，高等级信用债发行占比超过 50%。相比于 10 月 11 日 DCM 估值，10 月（10 月 27 日）信用债估值收益率继续上行。

二级市场方面，中短期票据信用利差整体下行，期限利差整体走阔，城投债、产业债信用利差收窄。10 月份，中短期票据信用利差整体下行，不同等级间信用利差无变化，整体仍低于历史均值。同期，期限利差整体走阔，中短端期限利差高于历史均值，10-7Y 期限利差微升，仍持续低于历史均值。10 月份，城投债信用利差收窄，中高等级债券信用利差至月末波动上升，各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位；产业债信用利差整体下行，不同等级间产业债信用利差收窄，其中，低等级产业债信用利差降幅较大，各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

信用债新增 12 只违约债券，违约金额环比下降。2021 年 10 月，信用债市场违约 12 只债券，违约金额为 83.21 亿元，环比下降 122.16 亿元，月内新增违约债券以为历史违约主体的存量债券为主。本月房地产行业继续面临评级调整，房地产行业风险持续暴露，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。

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

## 目录

一级市场：市场继续降温，高等级信用债发行占比超 50%；估值收益率继续上行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差整体下行，城投债、产业债信用利差收窄.....	4
违约事件：信用债新增 12 只违约债券，违约金额环比下降.....	5
信用债热点：二轮土拍收官，房地产税改革试点公布，部分省市试点“全域无隐性债务”.....	7

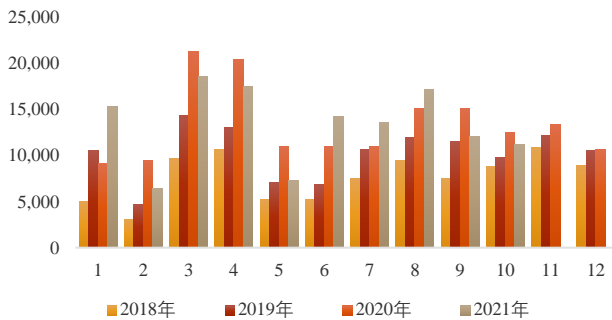
长城财富保险资管

## 一级市场：市场继续降温，高等级信用债发行占比超 50%；估值收益率继续上行

- 10 月份，信用债<sup>1</sup>一级市场继续降温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 50%。

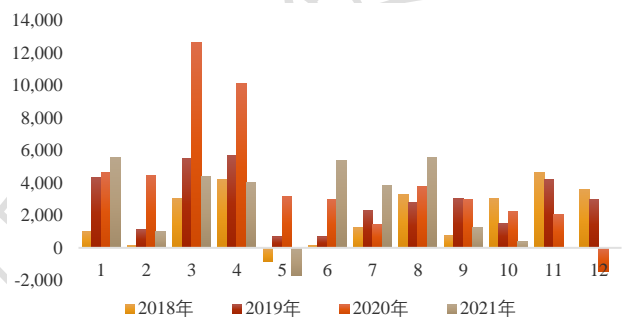
10 月份，一级市场继续降温。受国庆假期影响，10 月信用债总发行量 11,212.05 亿元，同比下降 1,345.57 亿元，环比下降 904.03 亿元，信用债总偿还量变化不大，当月偿还信用债 10,828.73 亿元，同比微升 516.97 亿元，环比微降 61.12 亿元。当月信用债净融资额 383.32 亿元，同比下降 1,862.54 亿元，环比下降 842.91 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比亦有所下降。

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 39.20%）和 1 至 3 年（含，占比 36.50%）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 50.80%，AA+ 级别占比 30.30%，AA 级别占比 17.20%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.70%。

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	268	99	25	0	0	392
1至3年(含)	167	109	84	2	3	365
3至5年(含)	57	87	50	0	5	199
5年以上	16	8	13	5	2	44
总计	508	303	172	7	10	1000

资料来源: Wind, 信用评估部

- 10 月份，信用债估值收益率继续上行。

相比于 10 月 11 日 DCM 估值，10 月（10 月 27 日）信用债估值收益率继续上行。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 4bp，AAA 等级收益率上行

<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。

3bp, AA+等级收益率微升 1bp, AA 等级收益率上行微升 1bp, 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 5bp, AAA 等级收益率上行 5bp, AA+等级收益率微升 1bp, AA 等级收益率微升 1bp, AA-等级收益率上行 7bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 3bp, AAA 等级收益率上行 4bp, AA+等级收益率微升 1bp, AA 等级收益率下行 3bp, AA-等级收益率上行 5bp。

中长期信用债估值收益率方面, 7 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 4bp, AAA 等级收益率上行 4bp, AA+等级收益率无变化, AA 等级收益率无变化, AA-等级收益率上行 4bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 5bp, AAA 等级收益率上行 5bp, AA+等级收益率微升 1bp, AA 等级收益率上行 7bp, AA-等级收益率上行 3bp。

**表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 10 月 11 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	2.88	4	3.22	5	3.49	3	3.75	4	3.89	5
AAA	2.98	3	3.35	5	3.64	4	3.91	4	4.10	5
AA+	3.28	1	3.67	1	4.01	1	4.35	0	4.58	1
AA	3.77	1	4.25	1	4.62	-3	4.96	0	5.23	7
AA-	5.62	4	6.32	7	6.74	5	6.94	4	7.15	3

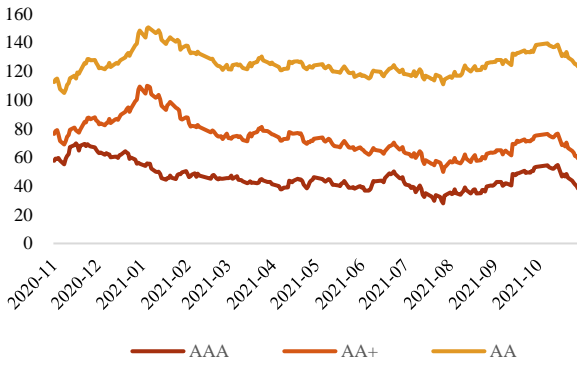
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

## 二级市场：中短期票据信用利差整体下行，城投债、产业债信用利差收窄

- 中短期票据信用利差整体下行，期限利差整体走阔，城投债、产业债信用利差收窄。

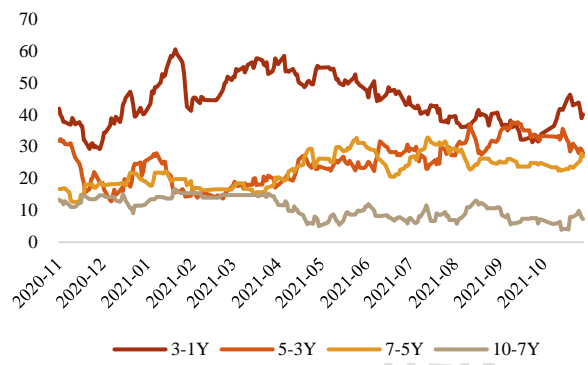
10 月份, 中短期票据信用利差整体下行, 不同等级间信用利差无变化, 整体仍低于历史均值; AAA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 15.14bp; AA+级别信用利差波动下降, 月末较月初下行 16.14bp; AA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 15.14bp。同期, 期限利差整体走阔, 3-1Y 期限利差上升 6.22bp, 5-3Y 期限利差下行 5.34bp, 7-5Y 期限利差上升 2.17bp, 10-7Y 期限利差微升 0.17bp。整体看, 中短端期限利差高于历史均值, 10-7Y 期限利差微升, 仍持续低于历史均值。

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

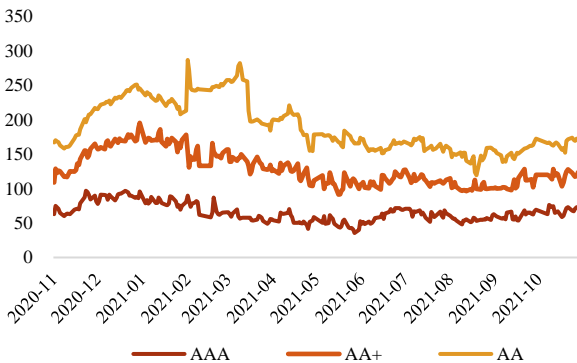
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

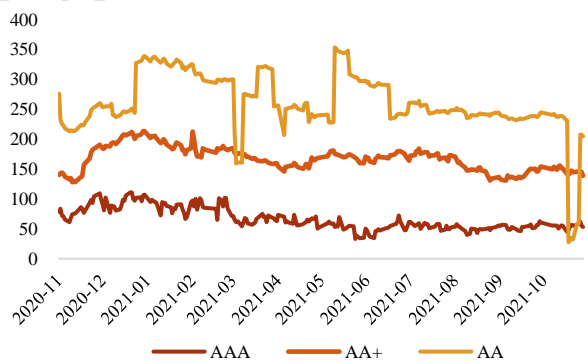
10 月份, 城投债信用利差收窄, AAA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 3.82bp, AA+级别信用利差波动上升, 至月末上行 3.85bp, AA 级别信用利差先降后升, 至月末微降 1.81bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。产业债信用利差整体下行, 不同等级间产业债信用利差收窄, 其中, 低等级产业债信用利差降幅较大, AAA 级别信用利差下行 7.61bp, AA+级别信用利差下行 15.44bp, AA 级别信用利差大幅下降 40.25bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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

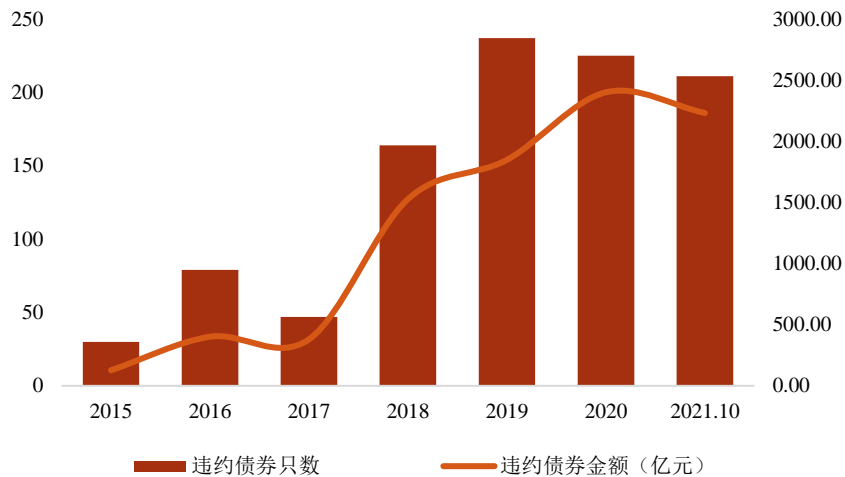
## 违约事件：信用债新增 12 只违约债券，违约金额环比下降

- 信用债新增 12 只违约债券，违约金额环比下降。

2021 年 10 月, 信用债市场违约 12 只债券, 违约金额为 83.21 亿元, 环比下降 122.16 亿元, 月内新增违约债券以为历史违约主体的存量债券为主, 新增债券展期主体为景峰医药, 其他历史违约主体重点包括钜盛华、北大方正、渤海租赁、东旭集团等。11 月份, 信用债预计总偿还量超过 1.3 万亿元, 较 10 月份规模有所增长, 需关注债务负担较重企业的债务集中到期压力。

本月房地产行业继续面临评级调整压力。境内评级机构评级调整对象主要为民营地产公司及其产业链上下游企业，重点包括佳兆业由 AA+/稳定调整为 AA+/负面，阳光城由 AA+/正面调整为 AA+/稳定，新力地产由 AA-/负面持续调整至 BB/负面，花样年由 AA+/负面调整为 A，钜盛华由 A/负面调整为 BBB+/负面，朗诗股份由 AA/稳定调整为 AA/负面，南通三建由 A/负面持续调整为 BB/负面，当代置业由 AA/稳定调整为 A/负面，景峰医药由 BB 调整为 B；境外评级机构评级调整对象同样为地产企业，重点包括花样年遭下调至 RD（惠誉）、SD（标普）、Ca/负面（穆迪），佳兆业遭下调至 Gaa1/负面（穆迪）、CCC+（惠誉）、CCC+/负面（标普），新力控股遭下调至 RD（惠誉）、SD（标普）、Ca/负面（穆迪），荣盛发展遭下调至 B/负面（惠誉）、B1/负面（穆迪），绿地控股遭下调至 Ba2/负面观察（穆迪）、B+/负面（标普），富力地产遭下调至 B-/负面观察（惠誉）、B3/负面（穆迪）、B-/负面（标普），当代置业遭下调至 RD（惠誉）、Ca/负面（穆迪）。房地产行业风险持续暴露，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7 违约事件统计

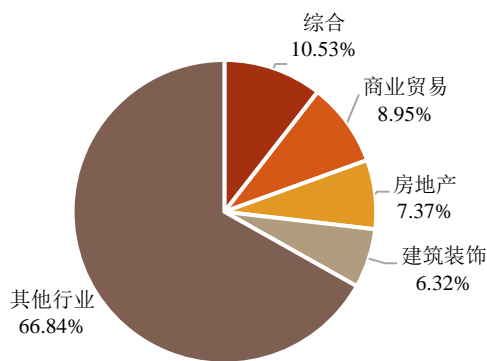


资料来源: Wind, 信用评估部

截至 2021 年 10 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产、综合、商业贸易、建筑装饰等四大行业（申万行业）；按照违约主体计算，违约主体仍集中于上述四大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比接近 80%，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、综合、商业贸易、建筑装饰等四大行业，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。

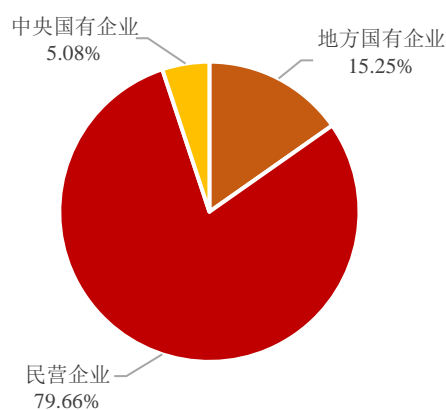


图8 违约主体行业分布



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：二轮土拍收官，房地产税改革试点公布，部分省市试点“全域无隐性债务”

### ● 二轮土拍收官

截至 10 月 20 日，全国二批集中供地收官，土拍市场降温明显，20 城累计推出土地 1096 宗，成交 605 宗，流拍率较一批供地整体走高，且底价成交地块占比显著提升。从拿地企业来看，受当前房地产行业政策及行业风险暴露对企业流动性造成压力等因素影响，民营企业拿地积极性较一批供地显著下降，中国恒大、世茂股份、碧桂园、融创中国拿地均不超过 5 宗；二批拿地企业以央企和地方国有房地产企业为主，其中中海拿地 24 宗，南京、武汉、无锡等城市土地主要由地方国企拍得。从房地产行业看，民营房地产企业拿地积极性显著下降，对其开工面积和远期竣工面积形成一定抑制，其未来收入利润可能承压，但仍需关注 2022 年上半年各民营房企销售去化情况及 2022 年首批集中供地补库存情况。从城投企业来看，目前土地出让收入对地方财政和部分城投企业收入贡献度大，土拍市场降温或对其土地整理回款带来压力，且地方国有企业拿地对地方财政实际贡献度有限，需关注地方国企拿地占比较高的城市所属城投企业后续土地整理回款情况，以及地方综合财力变化情况。

### ● 房地产税改革试点公布

10 月 23 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议宣布“分地区开展房地产税改革试点”，并于条件成熟时，及时制定法律。目前，我国上海市、重庆市试点房产税已有十年时间，但其主要针对新购住房，对税收贡献度低，且对房地产市场影响有限。本次房地产税改革主要目标包括调节贫富差距、稳定房价、增加地方政府财力等，但目前细则尚未公布，且作为新开征税种，预计短期仍将扩大试点为重心，预计短期全面立法难度较大。长期来看，随着房地产税改革试点执行，或对房地产行业销售形成

进一步的抑制，预计市场投机需求将持续下降，未来地产需求将回归人口、经济等基本面，而布局区域能力较低、经济人口基本面较弱的城市项目的地产企业面临去化压力，叠加房地产行业现有政策压力、融资环境压力等，预计此类企业信用风险恐进一步加大。

- **部分省市试点“全域无隐性债务”**

10月25日，经国务院批准，上海市正式启动“全域无隐性债务”试点工作。此外，10月9日，广东省政府第164次常务会议作出部署，正式启动广东省“全域无隐性债务”试点工作。“全域无隐性债务”旨在将辖区内的隐性债务清零，先行试点区域一般是化解难度小区域，包括财力较好、债务压力较小的省/直辖市/自治区，例如上海、广东、北京、海南等，短期内化解难度比较大的区域例如天津、贵州、云南、江苏等预计难以入选。目前，地方经济资源有限、且财政资金偿还全部隐性债务压力较大，在防范系统性金融风险的背景下，预计城投企业破产重组和清算概率较低，中短期内仍将以借新还旧、债务展期等模式为隐性债务化解主要模式。本次试点有利于调节试点区域债务结构调整，即“开前门堵后门”，后续仍需关注债务高企区域的隐形债务化解模式，以及相关区域边缘城投的信用风险。



## 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