

信用月报 - 一级市场有所降温，估值收益率上行居多，城投债信用利差走阔，产业债整体上行

月报 | 2021.10.11

长城财富保险资管信评部

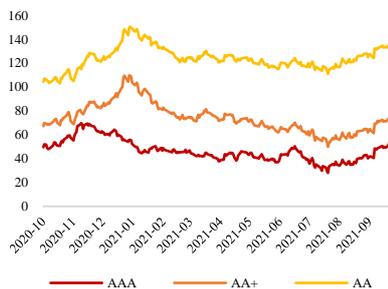
摘要

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+	40	32	44	46	48
AAA	45	42	53	61	64
AA+	59	61	75	83	86
AA	75	113	138	146	149

注：数据截至 2021 年 9 月 30 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，9 月份，信用债一级市场有所降温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至 45%，信用债估值收益率上行居多。二级市场方面，中短期票据信用利差延续上行态势，期限利差波动下降，城投债、产业债信用利差走阔。违约事件方面，信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比增长。信用债热点事件方面，恒大集团风险持续暴露，方大集团接盘海航控股，限电限产波及多个省份，多个城市完成二轮土拍。

9 月份，一级市场有所降温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至 45%，信用债估值收益率小幅上行居多。9 月份，一级市场有所降温，当月信用债总发行量、总偿还量、净融资额同比环比均有所下降，当月推迟或发行失败信用债数量亦同比微降。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为数，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降至 45%，AA 级别主体发行占比同比增长。相比于 9 月 1 日 DCM 估值，9 月（9 月 29 日）信用债估值收益率小幅上行居多。

中短期票据信用利差延续上行态势，期限利差波动下降，城投债、产业债信用利差走阔。9 月份，中短期票据信用利差延续上行态势，不同等级间信用利差略有收窄，整体仍低于历史均值。同期，期限利差波动下降，中短端期限利差高于历史均值，10-7Y 期限利差下降，仍持续低于历史均值。9 月份，城投债信用利差走阔，各等级利差至月末均上升，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上行，高等级产业债信用利差先降后升，中低等级产业债信用利差波动上升，各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比增长。2021 年 9 月，信用债市场违约 18 只债券，违约金额为 205.37 亿元，环比增长 41.17 亿元，月内新增违约债券均为历史违约主体的存量债券。本月民营企业持续面临评级调整，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: 010-88632341

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

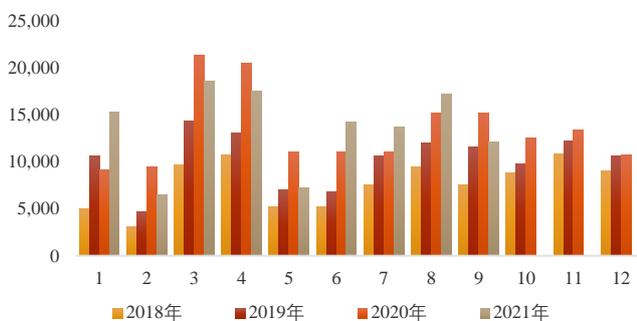
一级市场：市场有所降温，高等级信用债发行占比降至 45%；估值收益率小幅上行居多	3
二级市场：中短期票据信用利差持续上行，城投债、产业债信用利差走阔	4
违约事件：信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比增长	5
信用债热点：恒大集团风险持续暴露，方大集团接盘海航控股，限电限产波及多个省份多个城市完成二轮土拍	6

一级市场：市场有所降温，高等级信用债发行占比降至 45%； 估值收益率小幅上行居多

- 9 月份，信用债¹一级市场有所降温，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至 45%。

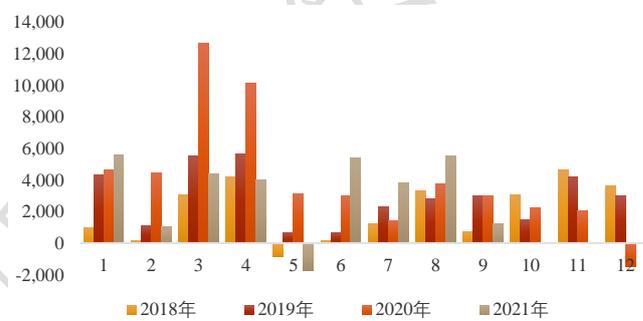
9 月份，一级市场有所降温，当月信用债总发行量 12,116.08 亿元，同比下降 3,004.10 亿元，环比下降 5,070.44 亿元，信用债总偿还量亦有所下降，当月偿还信用债 10,889.85 亿元，同比下降 1,247.02 亿元，环比下降 756.79 亿元。当月信用债净融资额 1,226.23 亿元，同比下降 1,757.08 亿元，环比下降 4,313.66 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比微降。

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 至 3 年（占比 40.80%）和 1 年以内（含，占比 30.46%）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 45.11%，AA+ 级别占比 30.13%，AA 级别占比 23.21%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.55%。

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	250	89	35	0	0	374
1至3年(含)	190	142	163	2	4	501
3至5年(含)	87	123	63	2	5	280
5年以上	27	16	24	6	0	73
总计	554	370	285	10	9	1228

资料来源: Wind, 信用评估部

- 9 月份，信用债估值收益率小幅上行居多。

相比于 9 月 1 日 DCM 估值，9 月（9 月 29 日）信用债估值收益率小幅上行居多。

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 6bp，AAA 等级收益率上行

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。

6bp, AA+等级收益率上行 4bp, AA 等级收益率上行 8bp, AA-等级收益率上行 7bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 2bp, AAA 等级收益率上行 2bp, AA+等级收益率上行 5bp, AA 等级收益率上行 1bp, AA-等级收益率上行 4bp; 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 1bp, AA+等级收益率上行 4bp, AA 等级收益率上行 3bp, AA-等级收益率上行 8bp。

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 2bp, AAA 等级收益率上行 1bp, AA+等级收益率上行 1bp, AA 等级收益率下行 2bp, AA-等级收益率上行 3bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率无变化, AAA 等级收益率无变化, AA+等级收益率下行 2bp, AA 等级收益率下行 4bp, AA-等级收益率上行 1bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 9 月 1 日)

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新 (%)	变化 (bp)								
重点AAA	2.85	6	3.15	2	3.43	3	3.69	2	3.83	0
AAA	2.96	6	3.28	2	3.57	1	3.85	1	4.03	0
AA+	3.27	4	3.64	5	3.97	4	4.32	1	4.53	-2
AA	3.75	8	4.21	1	4.60	3	4.89	-2	5.06	-4
AA-	5.53	7	6.19	4	6.65	8	6.88	3	7.1	1

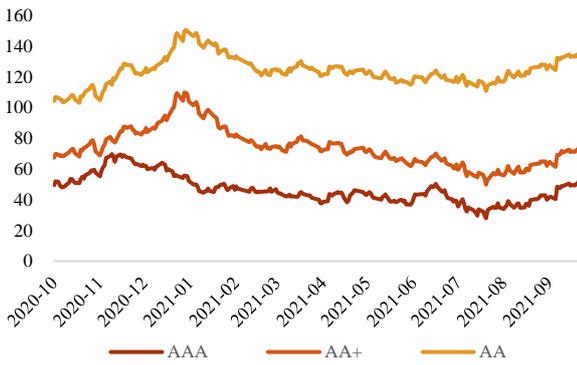
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差持续上行，城投债、产业债信用利差走阔

- 中短期票据信用利差延续上行态势，期限利差波动下降，城投债、产业债信用利差走阔。

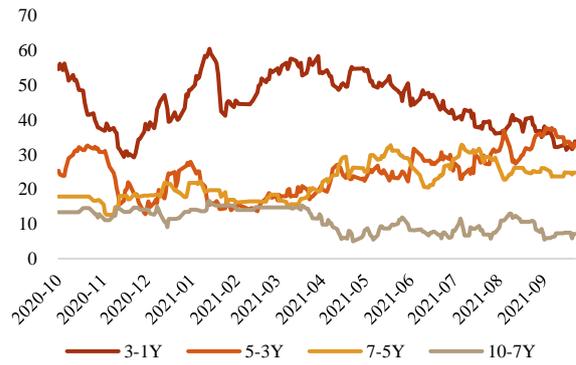
9 月份, 中短期票据信用利差延续上行态势, 不同等级间信用利差略有收窄, 整体仍低于历史均值; AAA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 13.08bp; AA+级别信用利差波动上升, 月末较月初上行 12.09bp; AA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 12.09bp。同期, 期限利差波动下降, 3-1Y 期限利差下降 6.82bp, 5-3Y 期限利差上行 1.51bp, 7-5Y 期限利差微升 0.15bp, 10-7Y 期限利差下行 3.83bp。整体看, 中短端期限利差高于历史均值, 10-7Y 期限利差下降, 仍持续低于历史均值。

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

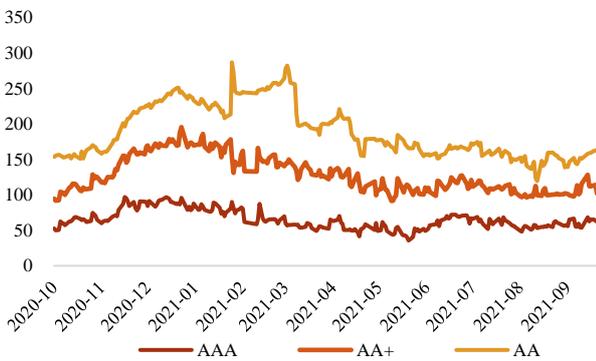
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

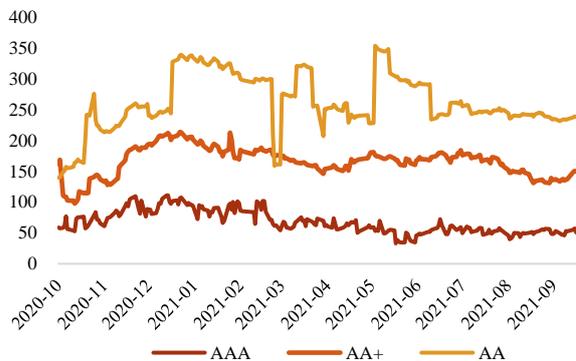
9月份, 城投债信用利差走阔, AAA 级别信用利差先降后升, 至月末上行 7.99bp, AA+ 级别信用利差持续波动, 至月末上行 19.56bp, AA 级别信用利差整体呈上升趋势, 至月末上行 14.46bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。产业债信用利差整体上行, 高等级产业债信用利差先降后升, 中低等级产业债信用利差波动上升, AAA 级别信用利差上升 6.24bp, AA+ 级别信用利差上行 17.98bp, AA 级别信用利差上行 1.52bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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 18 只违约债券，违约金额环比增长

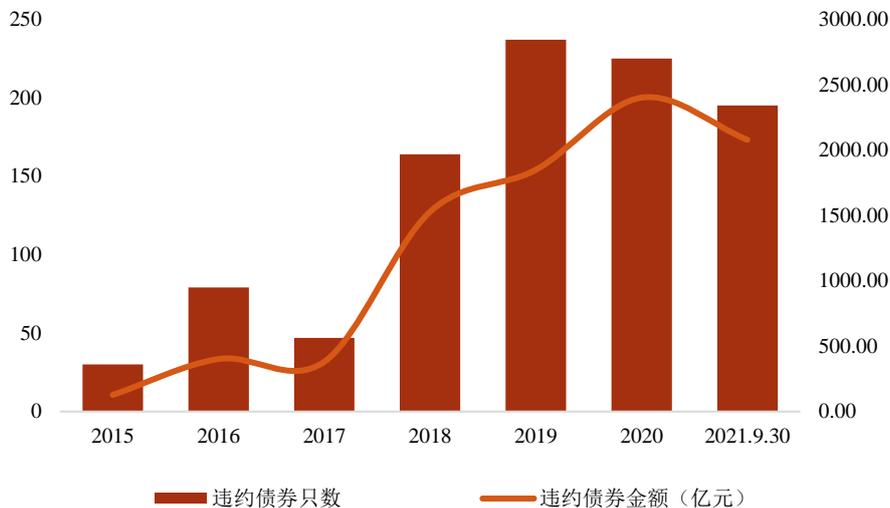
- 信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比增长。

2021 年 9 月, 信用债市场违约 18 只债券, 违约金额为 205.37 亿元, 环比增长 41.17 亿元, 月内新增违约债券均为历史违约主体的存量债券, 其中重点包括豫能化、东旭集团、天房集团、泛海控股、雏鹰农牧、蓝光发展等。10 月份, 信用债预计总偿还量超过 1 万亿元, 与 9 月份规模接近。

本月民营企业持续面临评级调整。境内评级机构评级调整对象主要为民营地产公司以及其产业链上下

游企业，重点包括恒大地产由 AAA/负面持续调整为 A，富力地产由 AAA/稳定调整为 AAA/负面，花样年由 AA+/稳定调整为 AA+/负面，南通三建由 AA/负面调整为 A+/负面（鹏元）、由 AA+/负面持续调整为 A/负面（联合），钜盛华由 AA+/列观持续下调为 A/负面；境外评级机构级别调整重点对象同样为地产企业，重点包括富力地产由 B1/负面下调为 B2/负面观察，恒大集团/恒大地产由 Gaa1/负面下调为 Ca（穆迪）、由 CCC/负面下调至 CC/负面（标普）、由 CCC+/负面持续下调至 C（惠誉），融信中国由 B1/稳定下调至 B2/稳定（穆迪）、由 B+/负面下调至 B/稳定（标普）、由 BB-/负面下调至 B+/负面（惠誉），花样年由 B2/负面下调至 B3/负面观察（穆迪）、由 B/负面下调至 CCC/负面观察。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

信用债热点：恒大集团风险持续暴露，方大集团接盘海航控股，限电限产波及多个省份多个城市完成二轮土拍

● 恒大集团风险持续暴露

9月，恒大集团风险持续暴露，中诚信将恒大地产境内评级由 AAA/负面持续调整为 A，恒大集团/恒大地产境外评级由 Gaa1/负面下调为 Ca（穆迪）、由 CCC/负面下调至 CC/负面（标普）、由 CCC+/负面持续下调至 C（惠誉）。9月中旬，恒大财富爆发负面舆情，部分公司高管购买的内部理财产品单独提前兑付，恒大随即公布理财产品兑付方案，包括现金分期兑付、实物资产兑付、冲抵购房尾款兑付等。9月20日，彭博社报道恒大未支付当日到期的两笔银行贷款利息；截至2021年6月末，恒大集团有息债务超过5000亿

元，其中前五大银行交易对手包括民生银行、农业银行、浙商银行、光大银行、工商银行，前五大非银交易对手分别为外贸信托、中航信托、山东信托、光大信托、渤海信托，需关注恒大事件持续发酵背景下，各主要金融机构交易对手负面舆情及潜在计提大额减值的可能。此外，多家民营房企境外评级遭下调，叠加恒大风险暴露影响，中资房企美元债持续下跌，新力控股、融信中国、当代置业、阳光城、佳兆业、绿地控股等房企美元债成交价均降至 60 元以下，民营房地产企业再融资难度持续加大，继恒大地产之后，花样年于 10 月初正式违约，房企流动性风险持续上升，需持续关注恒大事件持续发酵情况下，房地产行业融资能力弱化的情况，以及对产业链上下游企业的影响。

● 方大集团接盘海航控股

9 月 12 日，海航控股公告称确定方大集团为战略投资者，若投资完成，方大集团可能成为海航控股的控股股东，目前，海航控股管理人已根据与公司达成的重整投资方案制定了重整计划草案，但重整计划草案须经法院裁定批准后方可生效。根据 REDD 消息，方大集团计划出资规模超过 400 亿元。目前，方大集团母公司层面账面资金仅 0.66 亿元，预计将通过股票质押、票据融资（方钢集团）、并购贷款等方式筹措资金，资金筹措模式可能导致方大集团自身流动性风险，需关注。本次重组目前仍存在一定的不确定性，建议持续关注海航控股重组进展，以及方大集团、方钢集团等相关主体市场舆情。

● 限电限产波及多个省份

9 月中旬以来，受能耗双控限电限产波及的企业数量持续上升，其中已公告相关事项的上市公司共 42 家，化工、有色、轻工等行业受影响企业数量最多，目前限电政策波及 25 个省份，预计后续还会有大量企业披露限电限产相关事宜公告。另一方面，动力煤合约 9 月内上涨约 60%，目前火电厂以现货动力煤发电将承担 0.2 元/度电的亏损，亏损式供电模式难以维系，需持续关注煤价、电价调整情况，以及对发电相关公用事业企业收入利润的影响。另一方面，煤炭价格上升及能源短缺对山西煤企现金流、业绩等形成了较为有力的支撑，山西煤企信用利差自 7 月以来整体下行，建议持续关注相关企业信用修复情况。

● 多个城市完成二轮土拍

9 月，天津、苏州、厦门、成都、青岛等多个城市完成了第二轮集中供地，相比首轮土拍，市场整体有所降温，土地流拍增多、溢价率较首轮土拍有所降低，土地购置费及政府基金性收入均同比下降。其中，杭州、苏州、青岛、沈阳等城市 2021 年土地出让金规模较低，且出让市场表现较差；厦门土地出让金依赖度偏高，且 2021 年到期债务较多；天津年内到期债务规模较大，尽管二次集中供地流拍率上升，溢价率下降，结合供地规模增长，今年土地出让金收入仍实现了同比增长。建议关注后续其他城市第二轮集中供地情况，考虑到目前土地出让金收入表现较差的城市城投平台基本面尚可，年内土地出让金波动对相关城市城投平台短期影响不大，但需持续跟踪后续土地集中出让情况，若土地出让收入持续下滑，可能对区域财力及城投平台长期偿债能力带来负面影响。

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