

信用月报 - 一级市场大幅回暖，估值收益率下行，城投债、产业债信用利差走阔

月报 | 2021.12.7

长城财富保险资管信评部

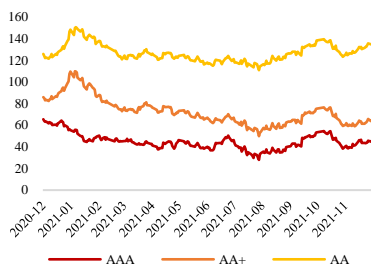
摘要

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 11 月 30 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，11 月份，信用债一级市场大幅回暖，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 45%，信用债估值收益率下行。二级市场方面，中短期票据信用利差波动上升，期限利差略有收窄，城投债、产业债信用利差走阔。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。信用债热点事件方面，银保监会松绑保险资金债券投资信用评级。

■ 11 月份，信用债一级市场大幅回暖，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 45%，信用债估值收益率下行。11 月份，一级市场大幅回暖，当月信用债总发行量和净融资额同比环比均有所增长，总偿还量有所增长，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比均下降。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 45%。相比于 10 月 27 日 DCM 估值，11 月（11 月 30 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波动上升，期限利差略有收窄，城投债、产业债信用利差走阔。11 月份，中短期票据信用利差波动上升，不同等级间信用利差走阔，整体仍低于历史均值。同期，期限利差略有收窄，短端期限利差位于历史均值附近，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。11 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有所分化，不同等级间产业债信用利差走阔，其中，低等级产业债信用利差上行幅度较大，各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

■ 信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长。2021 年 11 月，信用债市场违约 14 只债券，违约金额为 127.59 亿元，环比增长 44.38 亿元，月内新增违约、展期债券主体包括山东岚桥、国广传媒、南通三建、花样年、阳光城、华济建筑，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。

目录

一级市场：市场大幅回暖，高等级信用债发行占比超 40%；估值收益率下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差波动上升，城投债、产业债信用利差走阔.....	4
违约事件：信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长.....	5
信用债热点：银保监会松绑保险资金债券投资信用评级.....	7

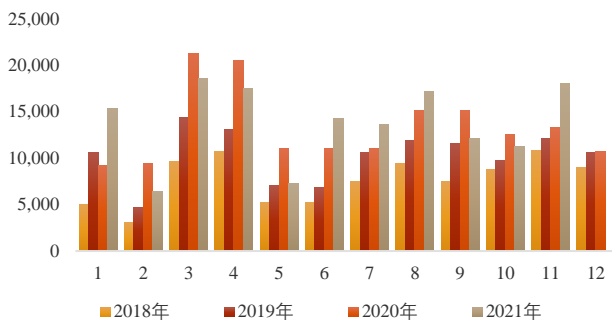
长城财富保险资管

一级市场：市场大幅回暖，高等级信用债发行占比超 40%；估值收益率下行

- 11 月份，信用债¹一级市场大幅回暖，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比超过 45%。

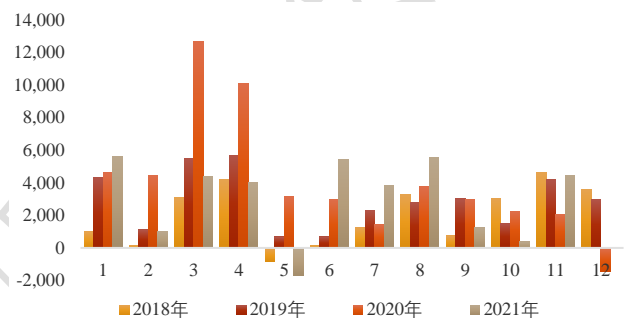
11 月份，一级市场大幅回暖，当月信用债总发行量 17,993.47 亿元，同比增长 4,654.62 亿元，环比增长 6,781.42 亿元，信用债总偿还量有所增长，当月偿还信用债 13,521.31 亿元，同比增长 2,255.68 亿元，环比增长 2,692.58 亿元。当月信用债净融资额 4,472.16 亿元，同比增长 2,398.94 亿元，环比增长 4,088.85 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比均下降。

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 至 3 年（含，占比 43.07%）和 1 年以内（占比 29.20%）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 45.71%，AA+ 级别占比 31.08%，AA 级别占比 21.46%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.74%。

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	282	95	41	1	0	419
1至3年(含)	260	192	153	5	8	618
3至5年(含)	91	144	87	1	3	326
5年以上	23	15	27	6	1	72
总计	656	446	308	13	12	1435

资料来源: Wind, 信用评估部

- 11 月份，信用债估值收益率下行。

相比于 10 月 27 日 DCM 估值，11 月（11 月 30 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 5bp，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。

5bp, AA+等级收益率下行 8bp, AA 等级收益率上行下行 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 11bp, AAA 等级收益率下行 11bp, AA+等级收益率下行 8bp, AA 等级收益率下行 9bp, AA-等级收益率下行 11bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 10bp, AAA 等级收益率下行 10bp, AA+等级收益率下行 10bp, AA 等级收益率下行 3bp, AA-等级收益率下行 7bp。

中长期信用债估值收益率方面, 7 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 10bp, AAA 等级收益率下行 9bp, AA+等级收益率下行 7bp, AA 等级收益率下行 9bp, AA-等级收益率下行 4bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 7bp, AAA 等级收益率下行 7bp, AA+等级收益率下行 10bp, AA 等级收益率下行 14bp, AA-等级收益率下行 5bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 10 月 27 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	-5	3.11	-11	3.39	-10	3.65	-10	3.82	-7
AAA	2.93	-5	3.24	-11	3.54	-10	3.82	-9	4.03	-7
AA+	3.20	-8	3.59	-8	3.91	-10	4.28	-7	4.48	-10
AA	3.70	-7	4.18	-9	4.59	-3	4.87	-9	5.09	-14
AA-	5.53	-9	6.21	-11	6.67	-7	6.90	-4	7.10	-5

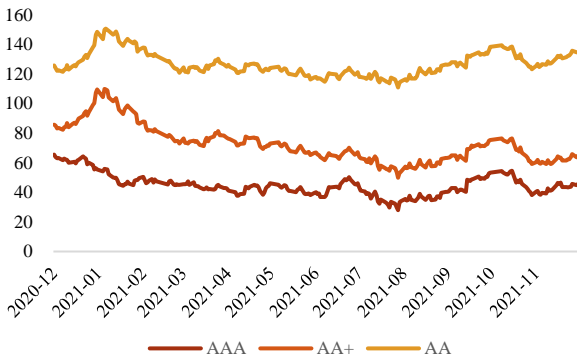
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差波动上升，城投债、产业债信用利差走阔

- 中短期票据信用利差波动上升，期限利差略有收窄，城投债、产业债信用利差走阔。

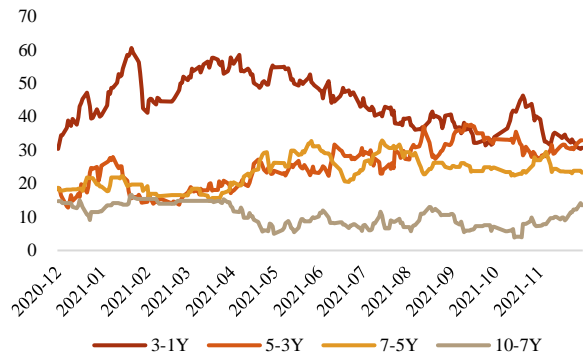
11 月份, 中短期票据信用利差波动上升, 不同等级间信用利差走阔, 整体仍低于历史均值; AAA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 7.48bp; AA+级别信用利差波动上升, 月末较月初上行 5.50bp; AA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 11.50bp。同期, 期限利差略有收窄, 3-1Y 期限利差下行 9.40bp, 5-3Y 期限利差上升 4.97bp, 7-5Y 期限利差下行 3.73bp, 10-7Y 期限利差上升 6.26bp。整体看, 短端期限利差位于历史均值附近, 中期期限利差高于历史均值, 长端期限利差略低于历史均值。

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

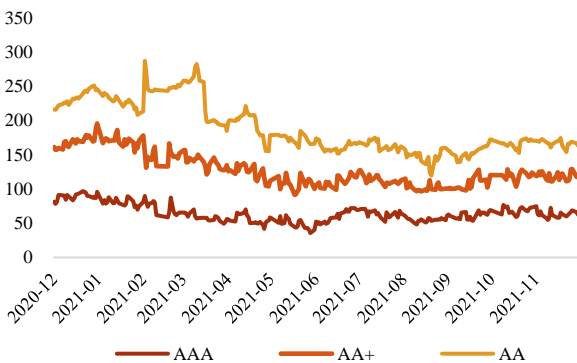
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

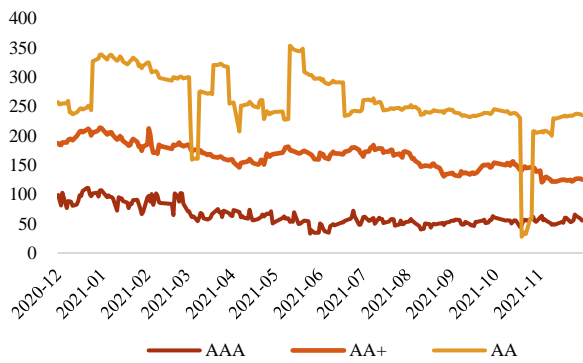
11月份, 城投债信用利差走阔, AAA级别信用利差先降后升, 至月末仍下行10.92bp; AA+级别信用利差先降后升, 月末较月初仍下行4.61bp, AA级别信用利差先降后升, 至月末仍下行7.40bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。同期, 产业债信用利差有所分化, 不同等级间产业债信用利差走阔, 其中, 低等级产业债信用利差上行幅度较大, AAA级别信用利差上行2.10bp, AA+级别信用利差下行13.44bp, AA级别信用利差大幅上行30.18bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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

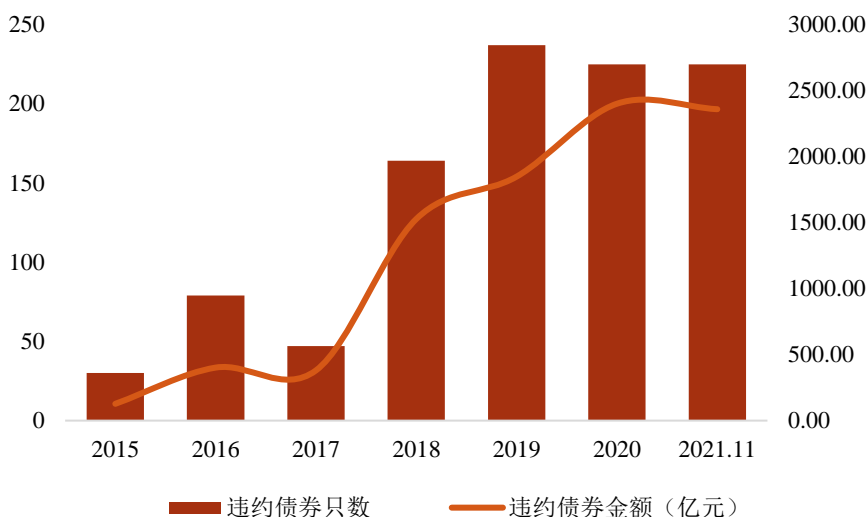
违约事件：信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长

- 信用债新增 14 只违约债券，违约金额环比增长。

2021年11月, 信用债市场违约14只债券, 违约金额为127.59亿元, 环比增长44.38亿元, 月内新增违约债券主体包括山东岚桥、国广传媒, 新增债券展期主体包括南通三建、花样年、阳光城、华济建筑, 其他历史违约主体重点包括康美、东旭光电、华阳经贸等。12月份, 信用债预计总偿还量超过1.2万亿元, 较11月份规模略有下降, 但仍需关注债务负担较重企业的债务集中到期压力。

本月评级下调企业数量环比有所下降，但房企及房地产上下游企业仍然面临一定的评级调整压力，重点包括花样年由 A 下调为 BBB-，阳光城由 AAA/稳定下调为 AA+/负面，奥园集团由 AAA/稳定下调为 AA+/负面，当代置业由 AA/稳定下调为 A/负面，鸿坤伟业由 AA/稳定下调为 AA-/负面，起步股份由 A/负面下调为 BBB+/负面，滇中产发由 AA+/负面下调为 AA/负面，国盛金控由 AA-/负面下调为 A/负面，启迪环境由 A+/负面下调为 A-/负面；境外评级机构评级调整对象同样为地产企业，重点包括阳光城遭下调至 C（惠誉）、Caa2/负面观察（穆迪），禹州集团遭下调至 B/负面（惠誉），奥园集团遭下调至 B-/负面观察（惠誉）、CCC/负面（标普）、Caa2/负面（穆迪），荣盛发展遭下调至 B-/负面（标普），佳兆业遭下调至 C（惠誉）、CCC-/负面（标普），世茂集团遭下调至 BB+/负面（标普）。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。

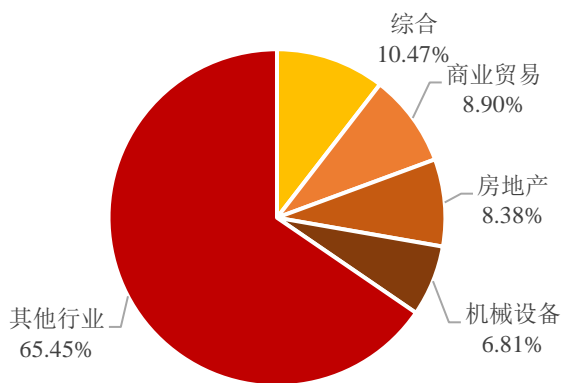
图7 违约事件统计



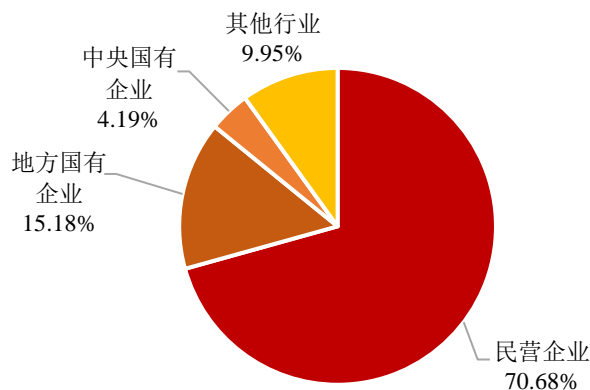
资料来源: Wind, 信用评估部

截至 2021 年 11 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产、商业贸易、综合等三大行业（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、房地产、机械设备等四大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比超过 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、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



资料来源: Wind, 信用评估部

图9 违约主体性质分布

信用债热点：银保监会松绑保险资金债券投资信用评级

● 银保监会松绑保险资金债券投资信用评级

11月19日，中国银保监会发布《关于调整保险资金投资债券信用评级要求等有关事项的通知》，其中对投资债券的信用评级限制有所松动，并对部分债券品种认定做出明确规定。本次通知延续了此前监管要求保险机构降低外部评级依赖性的导向，取消了投资金融机构债券的评级要求，并根据保险公司综合偿付能力分类设立保险公司投资非金融企业债券的评级要求，将信用识别能力交还给市场和投资人。短期来看，保险公司信用债投资仍然主要取决于其自身风险偏好，本次投资债券信用评级松绑对保险公司信用下沉影响有限。长期来看，本次通知或有利于资产荒背景下，保险公司在其风险偏好内进行适度下沉，未来保险公司或根据负债端成本差异，在投资端风险偏好上发生分化。同时，本次通知对信用评级的松动对保险公司加强自身信用风险管理能力提出了更高的要求，保险公司需持续加强内评体系建设，增强信用识别能力。另外，本次通知规定“保险公司投资的企业（公司）债券，应当按照发行人对其债务工具或权益工具的分类，相应确认为固定收益类资产或权益类资产”或对永续债新增产生一定的影响。

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