

策略空间压缩，被迫久期+票息

——8月信用债月报

2021年9月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行量改善，民企依然被压缩

8月主要非金融信用债品种总发行量在持续回升；

从国企、民企净融资角度来看，8月国企净融资额持续提升，但民企净融资额为负值，且继续回落。

○ 二级市场：调整为主，信用利差窄幅收窄

受利率债调整影响，8月份信用债收益率整体也表现为调整为主；

信用利差收窄为主，但幅度有限

产业债与城投债之间利差方面，低评级（AA）分化持续，且利差走阔，AA+及AAA分化不大。

○ 投资观点：

整体来看，8月以来，债券市场主要以调整为主，从细分操作来看，下沉策略目前到了性价比不高的区域，区县级城投被之前过热交易后，收益率吸引力明显不足；而久期策略目前也到青黄不接的地步；另外从择券策略来看，此前被低估的折价周期债也已经被交易到均值回复了，优质煤炭债收益率已经到2.8%-4%之间，而河北钢铁债收益率也在3.0%附近，配置性价比很低。

在投资策略空间有限的情况下，只能退而求其次的选择3Y以上的优质城投平台做久期策略；在折价周期债中继续挖掘次优标的，一来折价券有防御空间和较高票息，二来周期债还在利润改善窗口期。

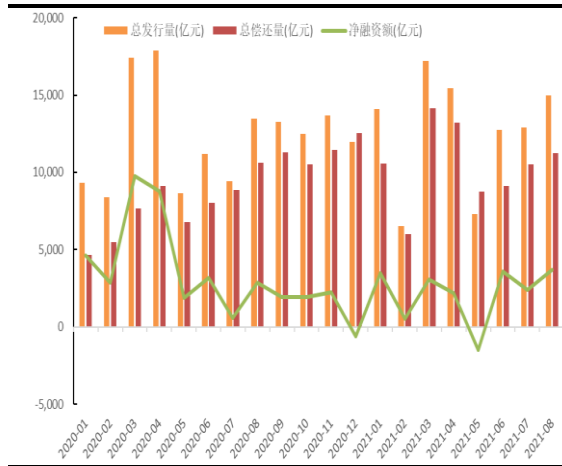
一、信用债一级市场

1、发行规模增加

截至 8 月 31 日，8 月主要非金融信用债品种（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、PPN、资产支持证券）总发行量在持续回升。具体来看，8 月主要非金融信用债总发行规模为 14959.89 亿元，总偿还规模为 11240.35 亿元，净融资规模为 3719.54 亿元。

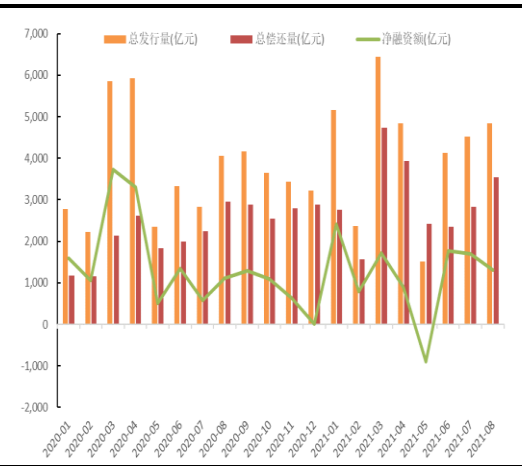
城投债方面，总发行量较上月略微增加。具体来看，7 月城投债总发行规模为 4844.85 亿元，总偿还规模为 3539.77 亿元，净融资规模为 1305.08 亿元。

图表 1：主要信用债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 2：城投债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

2、发行结构

从发行量占比角度来看，8 月，AAA 级债项占比有所压缩，AA+ 占比提升、AA 级占比持平。具体来看，AAA 级发行金额占比，从 74% 下降至 71%，下降 3 个百分点；AA+ 级发行金额占比，从 19% 上升到 22%，上升 3 个百分点；AA 级及以下发行金额占比持平，为 7%。

从国企、民企总发行量角度来看，8 月，民企发行量/国企发行量比例维持不变，为 4%。

从国企、民企净融资角度来看，8 月国企净融资额持续提升，但民企净融资额为负值，且继续回落。具体来看：国企净融资额从 5704.88 亿元上升至 7658.98 亿元，民企净融资额从 -82.52 亿元下降至 -178.50 亿元。

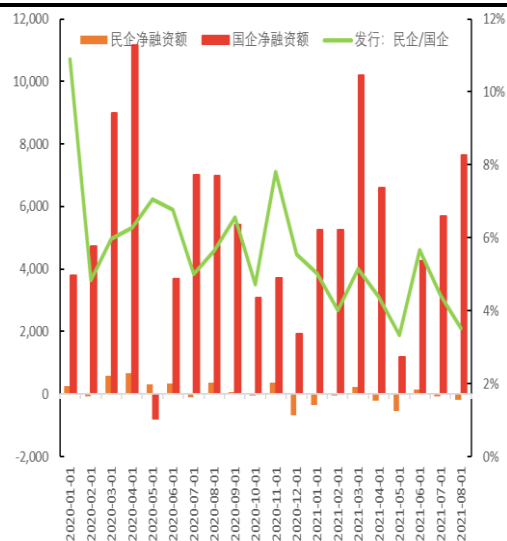
从信用债发行区域角度来看，总发行额前五的区域为北京、广东、江苏上海、山东，发行困难省为往常的东三省及西藏、甘肃、青海，目前山西、河南发行已回到正常水平。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



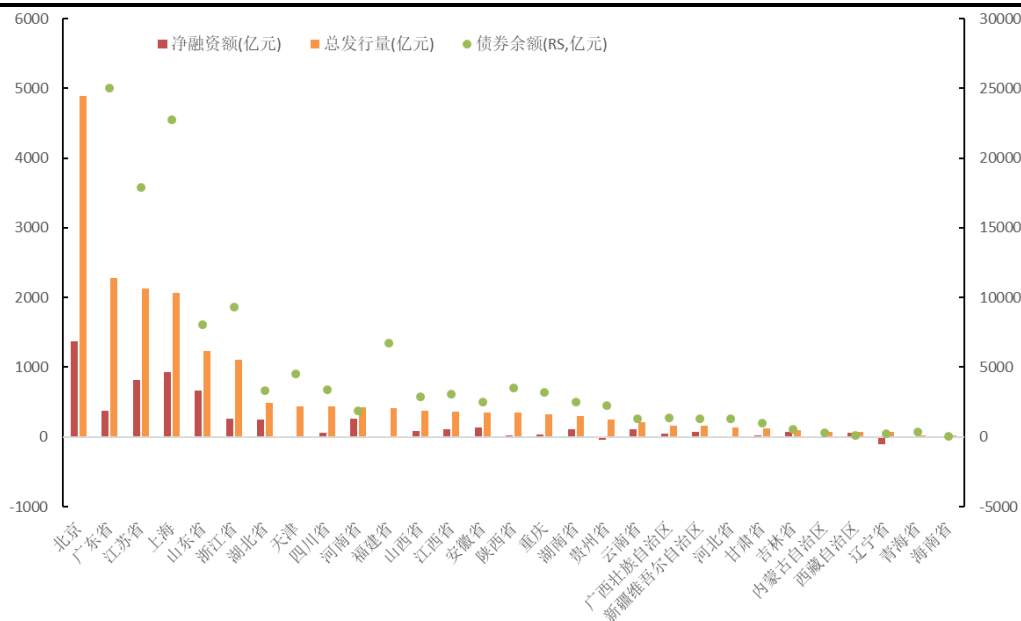
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：国企、民企净融资情况（亿元，%）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 5：信用债分区域发行情况



资料来源：Wind，百瑞信托

3、发行利率平稳

受市场资金面平稳及债市调整影响，8月发行利率整体较上月较为平稳。

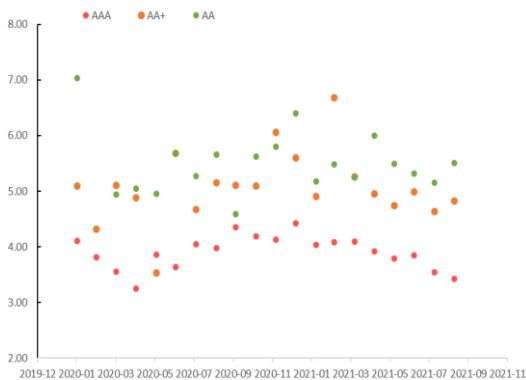
公司债方面，8月，AAA下行12bp（3.42%，前值3.54%）；AA+上行18bp（4.82%，前值4.64%）；AA上行35bp（5.50%，前值5.15%）。

企业债方面，8月，AAA上行2bp（3.54%，前值3.53%）；AA+下行3bp（4.79%，前值4.82%）；受上月发行偏低影响，AA上行45bp（5.42%，前值4.96%）。

中票短融方面，8月，AAA上行6bp（3.52%，前值3.46%）；AA+下行9bp（4.08%，前值4.17%）；AA下行29bp（4.69%，前值4.98%）。

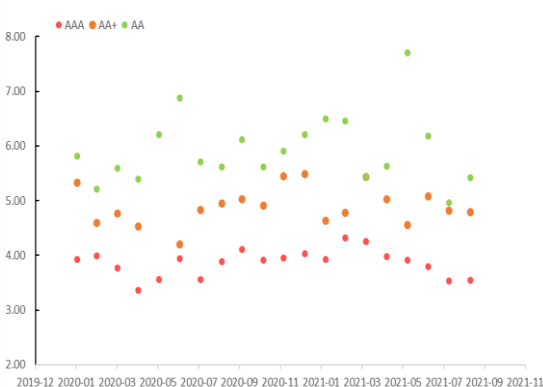
短融方面，整体加权发行利率略微上行，上行7bp（2.90%，前值2.83%）。

图表6：公司债发行利率（%）



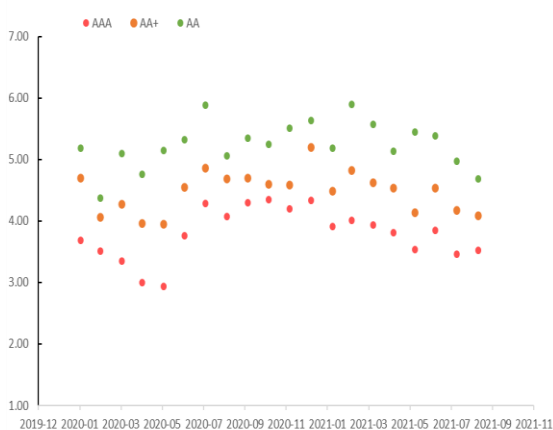
数据来源：Wind，百瑞信托

图表7：企业债发行利率（%）



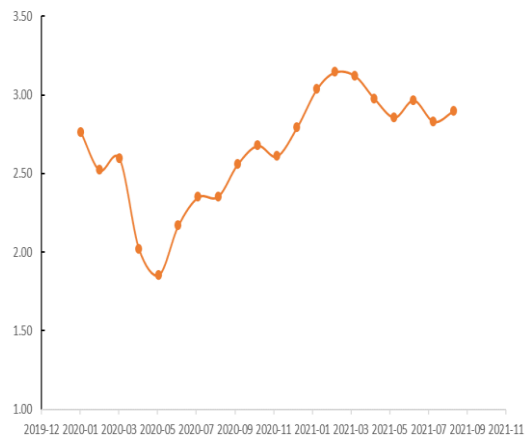
数据来源：Wind，百瑞信托

图表8：中票发行利率（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表9：短融发行利率（%）



数据来源：Wind，百瑞信托

二、信用债二级市场

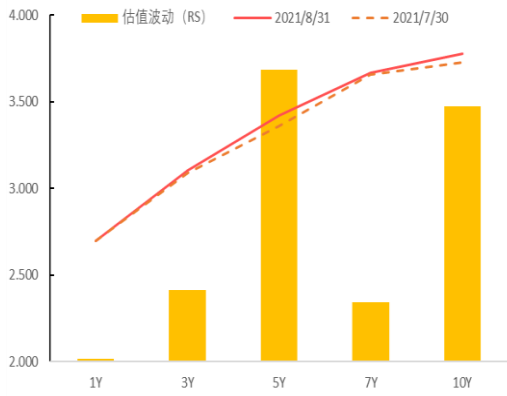
1、收益率调整为主

产业债方面，受利率债调整影响，8月份收益率整体也表现为调整。具体来看，AAA产业债，8月，1Y上行0.05BP（2.697%，前值2.697%），3Y上行1.44bp（3.104%，前值3.090%），5Y上行5.90bp（3.422%，前值3.363%），7Y上行1.21bp（3.668%，前值3.656%），10Y上行5.16bp（3.777%，前值3.726%）。

城投债方面，也以调整为主。具体来看，AAA城投债，1Y下行2.60bp（2.716%，

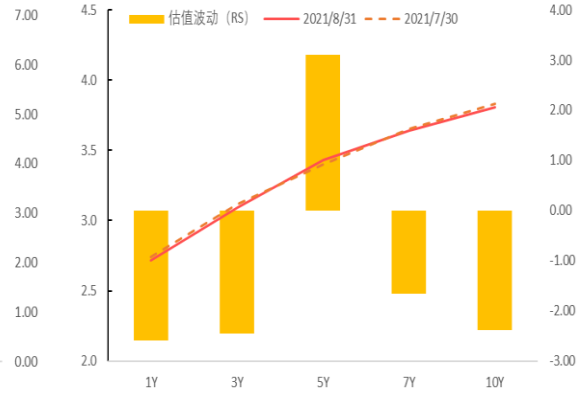
前值 2.742%)；3Y 下行 2.45bp (3.090%，前值 3.115%)；5Y 上行 3.11bp (3.428%，前值 3.397%)、7Y 下行 1.66bp (3.639%，前值 3.655%)、10Y 下行 2.38bp (3.805%，前值 3.829%)。

图表 10：AAA 产业债收益率曲线



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：AAA 城投债收益率曲线



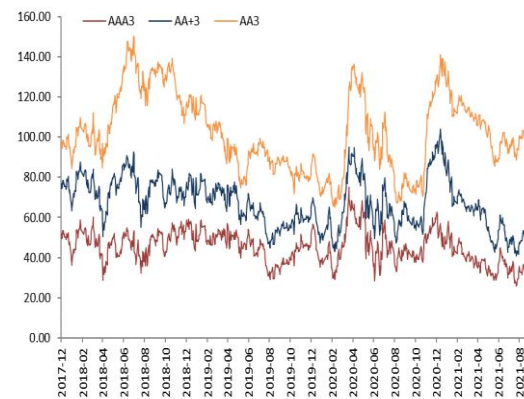
数据来源：Wind，百瑞信托

2、信用利差收窄、期限利差窄幅走阔

信用利差方面，8 月收窄为主。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 32BP 左右，较 7 月收窄 2-3BP；3Y/AA+信用利差中枢在 46bp，较 7 月收窄 2-3bp，3Y/AA 评级利差中枢在 97bp，较 7 月收窄 0-1bp。

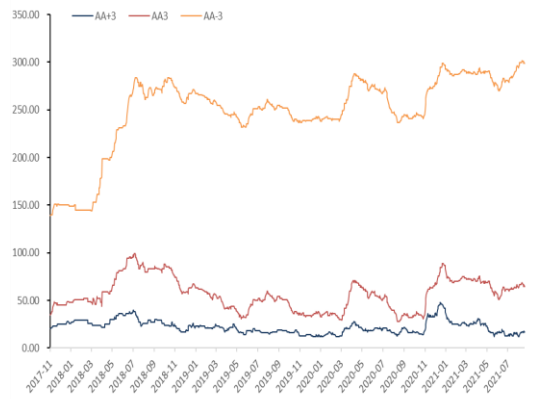
评级利差方面，高等级评级利差有所收窄，具体来看，3Y/AA+评级利差月末中枢在 15BP 左右，较 7 月走阔 2-3bp，3Y/AA 评级利差月末中枢在 64BP，较 7 月走阔 1-2bp，3Y/AA-评级利差月末中枢在 295BP，较 6 月走阔 5-7bp。

图表 12：AAA 产业债信用利差



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 13：产业债评级利差

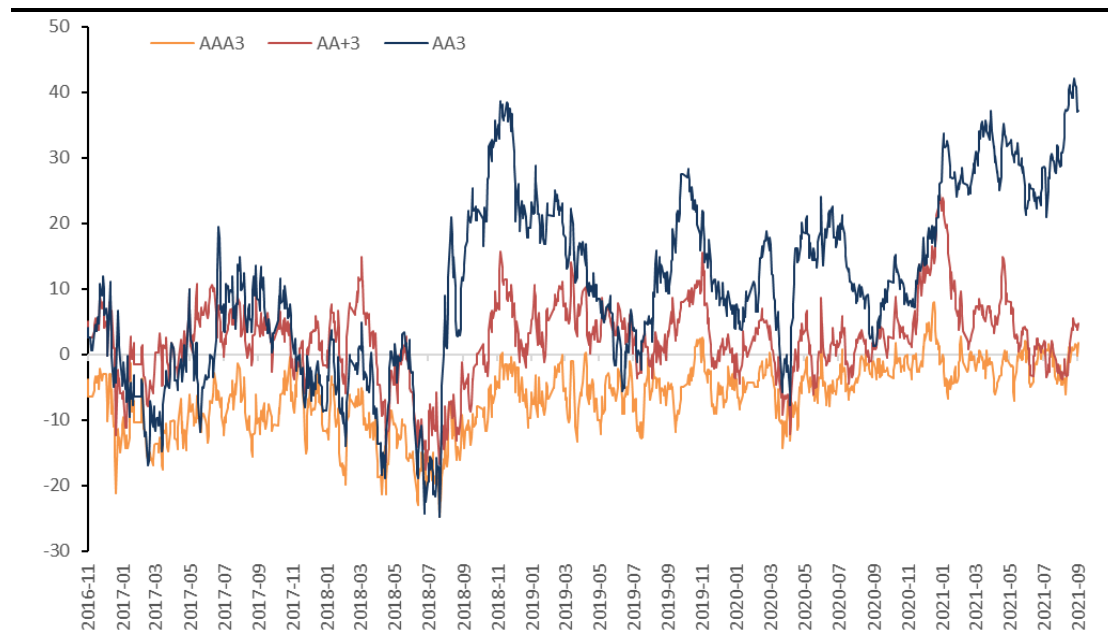


数据来源：Wind，百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面，低评级 (AA) 分化持续，且利差走阔，AA+ 及 AAA 分化不大。具体来看，8 月，3Y/AAA 产业-城投利差均值在 -1.45bp，

3Y/AA+产业-城投利差均值在 0.02bp，3Y/AA 产业-城投利差均值在 36.56bp。

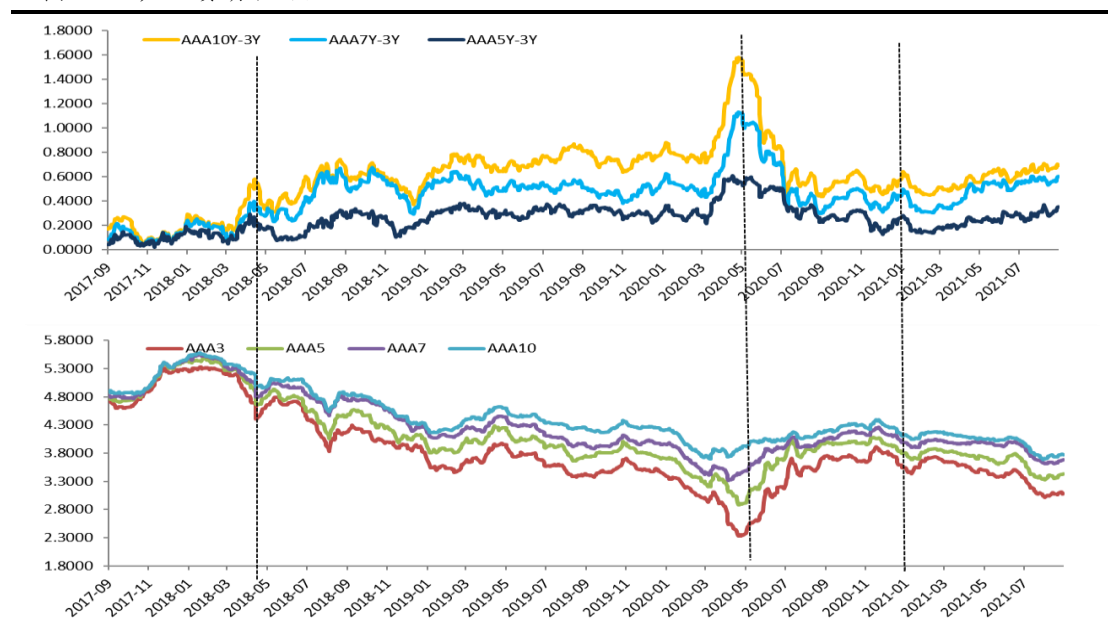
图表 14：产业债-城投债利差收窄



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，8月AAA产业债期限利差窄幅走阔。具体来看，10Y-3Y利差走阔1-2bp，均值为67bp（前值65bp）；7Y-3Y利差走阔0-1bp，均值在57bp（前值56bp）；5Y-3Y利差走阔2-3bp，均值在30bp（前值27bp）。

图表 15：产业债期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

三、信用债重大事件

1、评级（展望）调整

8月，集中评级调整期已过，共有18家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共11家，评级（展望）上调的主体共7家。下调的发行主体中，无违约主体，包括：金世旗国际控股股份有限公司、江苏南通三建集团股份有限公司、郑州煤炭工业(集团)有限责任公司、南京浦口城乡建设集团有限公司、湖南景峰医药股份有限公司、黔南州投资有限公司、花王生态工程股份有限公司、金堂县现代农业投资有限公司、江苏中天科技股份有限公司。

图表 16：评级（展望）下调/上调

下调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
金世旗国际控股股份有限公司	2021-08-31	AA-	负面	2020-06-29	AA	稳定
泛海控股股份有限公司	2021-08-30	C		2021-08-27	BB	负面
江苏南通三建集团股份有限公司	2021-08-26	AA	负面	2021-06-23	AA+	稳定
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	2021-08-20	A	负面	2020-08-28	AA-	稳定
南京浦口城乡建设集团有限公司	2021-08-20	A-pi	稳定	2016-03-29	A	稳定
湖南景峰医药股份有限公司	2021-08-17	BBB		2021-06-25	A	
黔南州投资有限公司	2021-08-13	AA	负面	2021-06-25	AA	稳定
花王生态工程股份有限公司	2021-08-12	BBB+		2021-06-29	A	稳定
树业环保科技股份有限公司	2021-08-10	BBB-	负面	2021-06-29	BBB+	负面
金堂县现代农业投资有限公司	2021-08-05	BBB+pi	稳定	2018-09-05	A-	稳定
江苏中天科技股份有限公司	2021-08-04	AA+	负面	2021-04-29	AA+	稳定

上调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
湖北楚天智能交通股份有限公司	2021/8/26	A+pi	稳定	2017/6/19	A	稳定
珠海港控股集团有限公司	2021/8/13	A+	稳定	2021/4/15	A	稳定
内蒙古蒙电华能热电股份有限公司	2021/8/12	AA+pi	稳定	2020/10/14	AA	正面
安徽古井集团有限责任公司	2021/8/12	AA-pi	稳定	2021/6/28	A+	稳定
金光纸业(中国)投资有限公司	2021/8/10	AA	稳定	2020/3/24	AA-	稳定
南昌轨道交通集团有限公司	2021/8/5	AApi	稳定	2017/7/25	AA-	稳定
金川集团股份有限公司	2021/8/5	AA+pi	稳定	2020/6/24	AA	正面

资料来源：iFind，百瑞信托

2、违约情况

8月，共有15家发行主体发生过违约事件，均为民企，构成实质性违约的有10家，展期的有5家，其中，10家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计106.11亿元，分别是：北大方正集团有限公司、北京信威通信技术股份有限公司、泛海控股股份有限公司、华夏幸福基业控股股份公司、康美药业股份

有限公司、洛娃科技实业集团有限公司、上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司、四川蓝光发展股份有限公司、泰禾集团股份有限公司、中信国安集团有限公司、除北京信威通信技术股份有限公司、上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司外，剩余 8 家均为先前发生过违约的主体。

图表 17：违约债券列表

债券简称	违约日期	发行人	最新状态	逾期本金+利息(亿)	剩余期限(年)	违约前主体评级	企业性质	是否上市公司	所属行业(Wind)	担保人
18方正MTN001	2021-08-23	北方正集团有限公司	实质违约	12.00	--	C	中央国有企业	否	互联网软件与服务	
16信威03	2021-08-08	北京信威通信技术股份有限公司	实质违约	10.00	--	AA	民营企业	否	通信设备	
17泛海MTN001	2021-08-30	泛海控股股份有限公司	触发交叉条款	5.40	0.54	A	民营企业	是	其他多元金融服务	
18泛海MTN001	2021-08-30	泛海控股股份有限公司	实质违约	7.00	1.99	A	民营企业	是	其他多元金融服务	
19华控04	2021-08-30	华夏幸福基业控股股份有限公司	实质违约	19.00	0.99	C	民营企业	否	房地产开发	
17九通01	2021-08-17	九通基业投资有限公司	展期	10.00	--	C	民营企业	否	综合类行业	华夏幸福基业股份有限公司
17康美MTN002	2021-08-16	康美药业股份有限公司	实质违约	20.00	0.95	C	民营企业	是	中药	
18洛娃科技MTN001	2021-08-02	洛娃科技实业集团有限公司	实质违约	3.00	--	C	民营企业	否	食品加工与肉类	
18晟晏01	2021-08-06	宁夏晟晏实业集团有限公司	展期	0.54	--	BB	民营企业	否	金属非金属	
19三盛05	2021-08-09	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	实质违约	5.30	0.93	AA	民营企业	否	房地产开发	
16文化01	2021-08-05	上海新文化传媒集团股份有限公司	展期	2.16	--	B	民营企业	是	广告	
16蓝光MTN003	2021-08-12	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	2.80	--	C	民营企业	是	房地产开发	
H8泰禾01	2021-08-02	泰禾集团股份有限公司	实质违约	15.00	--	C	民营企业	是	房地产开发	
18西藏租赁债01	2021-08-03	西藏金融租赁有限公司	展期	30.00	9.92	BBB	民营企业	否	消费信贷	
18泛海G1	2021-08-20	中国泛海控股集团有限公司	展期	10.00	1.75	A	民营企业	否	综合类行业	
18中信国安MTN002	2021-08-02	中信国安集团有限公司	实质违约	12.00	--	C	公众企业	否	综合类行业	

资料来源：Wind，百瑞信托

四、投资观点

整体来看，8月以来，债券市场主要以调整为主，从细分操作来看，下沉策略目前到了性价比不高的区域，区县级城投被之前过热交易后，收益率吸引力明显不足；而久期策略目前也到青黄不接的地步，AAA3Y-1Y中枢压到了35bp，位于42分位数左右，而AA+3Y-1Y中枢压到了45bp，位于55分位数左右，而此前5月份时分位数为80-90之间；另外从择券策略来看，此前被低估的折价周期债也已经被交易到均值回复了，优质煤炭债收益率已经到2.8%-4%之间，而河北钢铁债收益率也在3.0%附近，配置性价比很低。

另外，中央农村工作领导小组办公室、国家乡村振兴局8月27日发布西部10省区市共计160个国家乡村重点帮扶县，覆盖10个省、自治区、直辖市，这160个重点帮扶县普遍经济指标、财政指标偏弱，但发债城投平台数量较少。

所以，在投资策略空间有限的情况下，只能退而求其次的选择3Y以上的优质城投平台做久期策略；在折价周期债中继续挖掘次优标的，一来折价券有防御空间和较高票息，二来周期债还在利润改善窗口期。

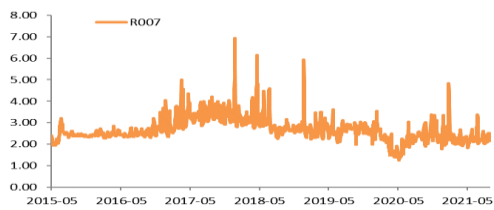
其他数据一览

图表 18: 债券市场表现情况

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.03	0.17	0.26	0.06	0.17	3	4	17	9	16
国开	0.06	0.15	0.28	0.43	0.60	4	7	11	12	8
非国开	0.13	0.16	0.29	0.40	0.57	1	2	20	23	20
铁道	0.22	0.24	-0.17	0.19	-0.09	1	6	27	37	34
产业AAA	0.23	0.23	0.03	0.24	-0.10	0	3	19		
产业AA+	0.25	0.16	-0.09			0	34	58		
产业AA	0.28	0.54	0.04			73	93	95		
产业AA-	0.43	0.03				0	3	18	13	22
城投AAA	0.26	0.34	0.15	0.42	0.52	2	3	22		
城投AA+	0.26	0.32	0.08			2	2	29		
城投AA	0.36	0.30	0.49			90	92	96		
城投AA-	0.54	0.90								

资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



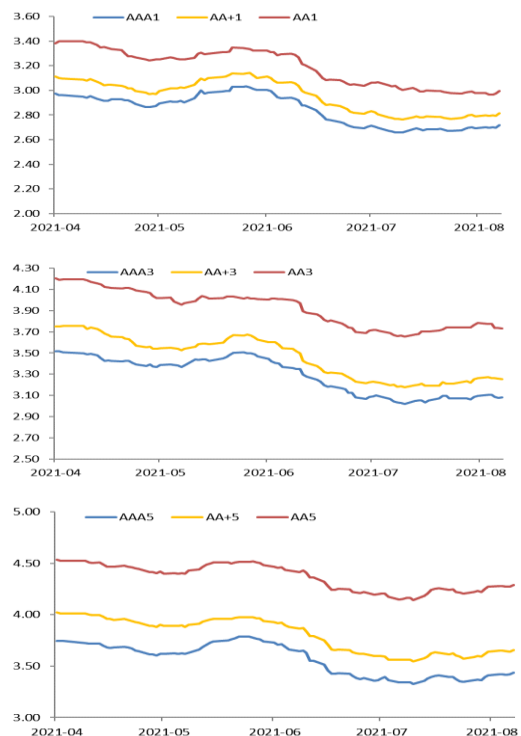
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 21: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 22: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托