

利差易上难下，操作空间有限

——10月信用债月报

2021年11月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行持续收缩，民企净融资持续负值

10月主要非金融信用债品种总发行量持续收缩；

从国企、民企发行角度来看，民企发行量/国企发行量比例下滑较多，仅为2%；而净融资额方面，国企净融资额略有上升，但民企净融资额维持负值。

○ 二级市场：收益率涨跌不一，信用利差阶段性收窄

10月受利率债V字调整，以及信用利差阶段性收窄，收益率整体涨跌不一；

信用利差方面，10月先上后下，中下旬后以收窄为主。产业债与城投债之间利差方面，低评级(AA)分化持续，且利差未见收敛，而AA+与AAA利差已经重合。

○ 投资观点：

整体来看，10月以来，信用债市场的信用利差有阶段性的收窄，但评级利差来看还是小幅走阔的，收窄较大的行业主要集中在上月提及的行业利差分位数处于50%左右的电力、通信、电子、食品饮料等行业。我们认为11月-12月的信用利差趋势性收窄可能性不大，主要原因有二：一是社融依然在探底阶段，未见实质性扩张；二是目前盈利性较好的行业信用利差分位数已经到10%左右的低位，收窄空间有限。所以，投资操作空间较为有限，只能票息策略。

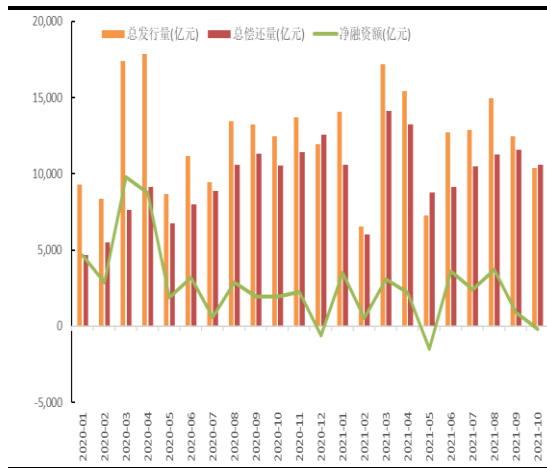
一、信用债一级市场

1、发行规模收缩

截至 10 月 31 日，10 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）总发行量持续收缩，净融资为负。具体来看，10 月主要非金融信用债总发行规模为 10390.46 亿元，总偿还规模为 10597.37 亿元，净融资规模为-206.91 亿元。

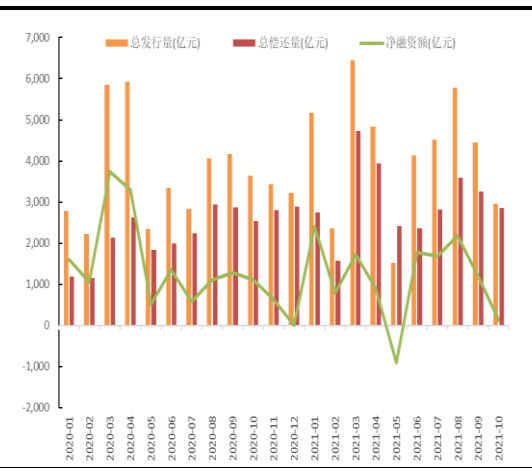
城投债方面，总发行量较上月下行较大。具体来看，10 月城投债总发行规模为 2965 亿元，总偿还规模为 2845.83 亿元，净融资规模为 119.17 亿元。

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

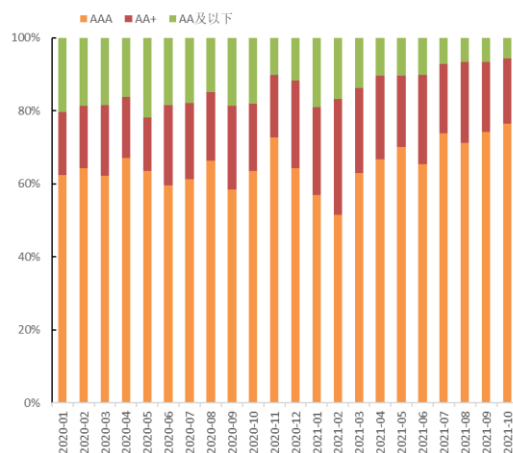
从发行量占比角度来看，10 月，AAA 级债项占比有所提升，AA+、AA 级占比压缩。具体来看，AAA 级发行金额占比，从 74% 上升至 76%，上升 2 个百分点；AA+ 级发行金额占比，从 19% 下降到 18%，下降 1 个百分点；AA 级及以下发行金额占比，从 7% 下降到 6%，下降 1 个百分点。

从国企、民企总发行量角度来看，10 月，民企发行量/国企发行量比例下滑较多，仅为 2%。

从国企、民企净融资角度来看，10 月国企净融资额略有上升，但民企净融资额维持负值。具体来看：国企净融资额从 3218.44 亿元上升至 4001.27 亿元，民企净融资额从 -703.12 亿元轻微抬头至 -659.16 亿元。

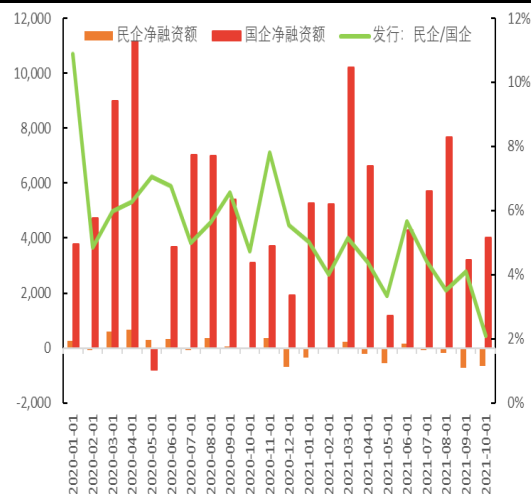
从信用债发行区域角度来看，总发行额前五的区域为北京、广东、上海、江苏、浙江，发行困难省为往常的东三省及西藏、甘肃、宁夏，贵州、广西、云南发行有所回升，但净融资额依然不佳。

图表 3：主要信用债发行结构 (%)



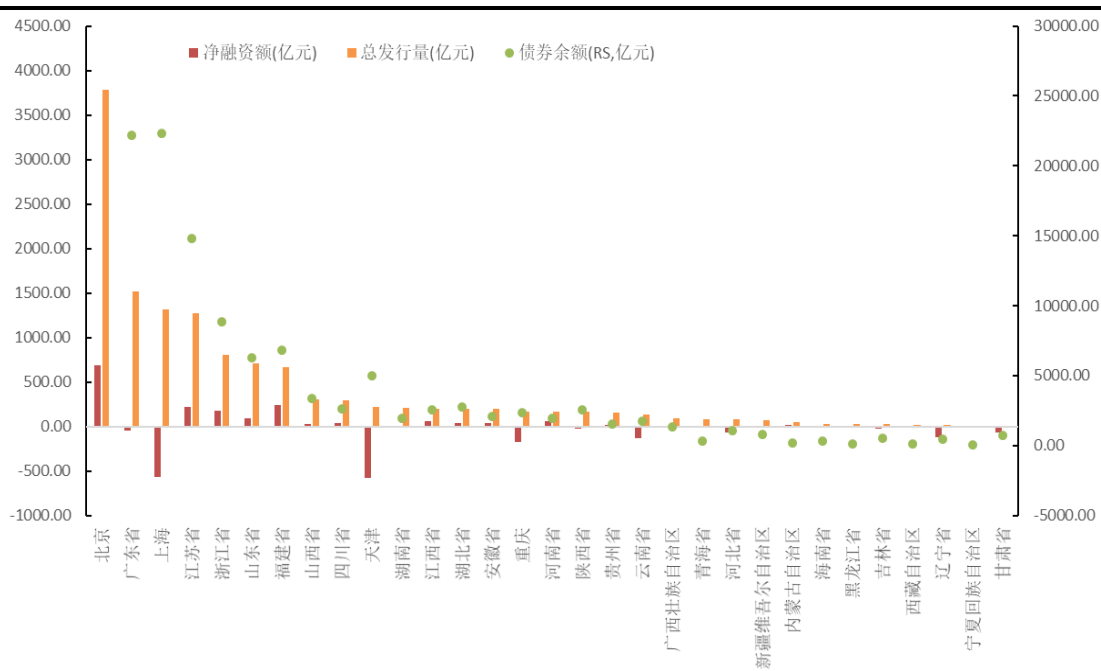
数据来源：Wind，百瑞信托

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、发行利率变动不大

10月发行利率整体较上月变动不大。

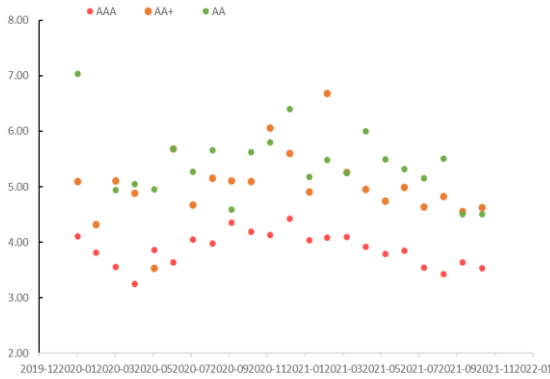
公司债方面，10月，AAA下行10bp (3.53%，前值3.63%)；AA+上行7bp (4.62%，前值4.56%)；AA持平 (4.50%，前值4.50%)。

企业债方面，10月，AAA上行7bp (3.81%，前值3.74%)；受发行笔数较少影响，AA+上行116bp (5.56%，前值4.40%)；AA上行12bp (5.87%，前值5.75%)。

中票短融方面, 10月, AAA持平(3.69%, 前值3.69%); AA+下行3bp(4.25%, 前值4.28%); AA下行67bp(5.17%, 前值5.85%)。

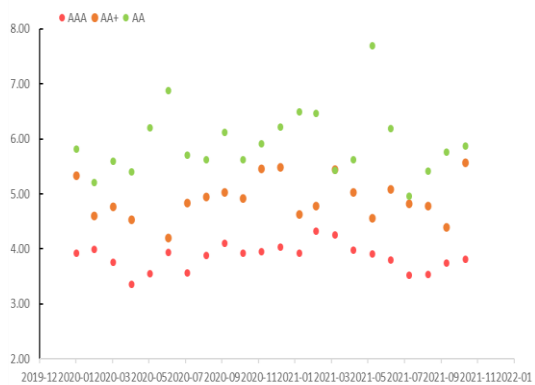
短融方面, 整体加权发行利率下行, 下行17bp(2.82%, 前值2.99%)。

图表 6: 公司债发行利率 (%)



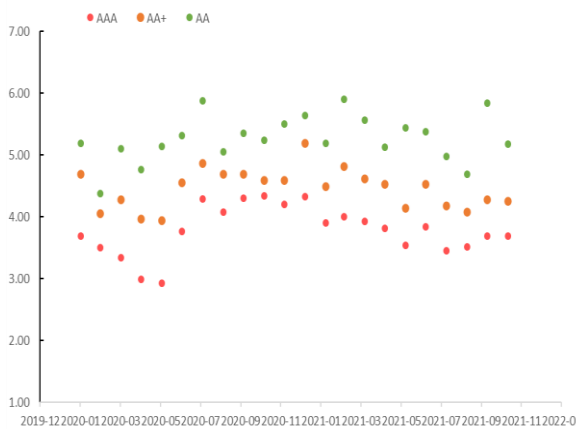
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 7: 企业债发行利率 (%)



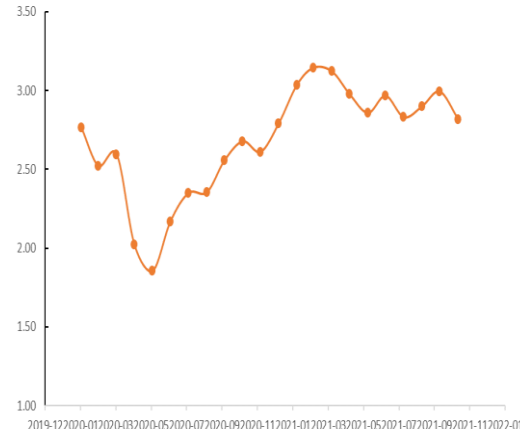
数据来源: Wind, 百瑞信托

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

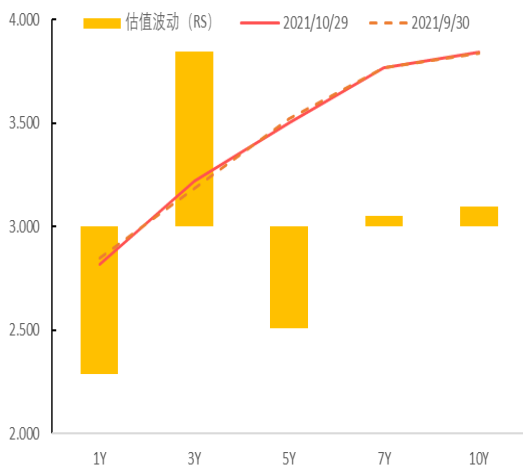
二、信用债二级市场

1、收益率涨跌不一

产业债方面, 10月份受利率债V字调整, 以及信用利差阶段性收窄, 收益率整体涨跌不一。具体来看, AAA产业债, 10月, 1Y下行2.84BP(2.820%, 前值2.849%), 3Y上行3.38bp(3.221%, 前值3.187%), 5Y下行1.96bp(3.501%, 前值3.520%), 7Y上行0.21bp(3.770%, 前值3.768%), 10Y上行0.38bp(3.843%, 前值3.839%)。

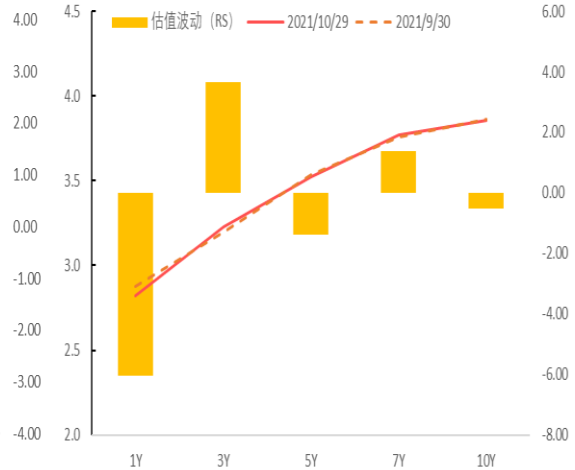
城投债方面，收益率也涨跌不一。具体来看，AAA 城投债，1Y 下行 6.06bp (2.818%，前值 2.879%)；3Y 上行 3.65bp (3.231%，前值 3.194%)；5Y 下行 1.40bp (3.521%，前值 3.535%)、7Y 上行 1.36bp (3.772%，前值 3.758%)、10Y 下行 0.53bp (3.856%，前值 3.862%)。

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



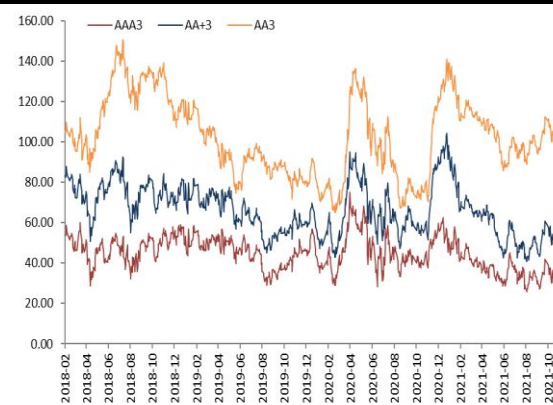
数据来源：Wind，百瑞信托

2、信用利差收窄、期限利差窄幅走阔

信用利差方面，10 月先上后下，中下旬后以收窄为主。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 35BP 左右，较上月收窄 2-3BP；3Y/AA+ 信用利差中枢在 53bp，较上月收窄 2-3bp，3Y/AA 评级利差中枢在 105bp，较上月收窄 1-2bp。

评级利差方面，评级利差走阔为主，具体来看，3Y/AA+ 评级利差月末中枢在 19BP 左右，较上月走阔 1-2bp，3Y/AA 评级利差月末中枢在 71BP，较上月走阔 2-3p，3Y/AA- 评级利差月末中枢在 305BP，较上月走阔 2-3bp。

图表 12：AAA 产业债信用利差



数据来源：Wind，百瑞信托

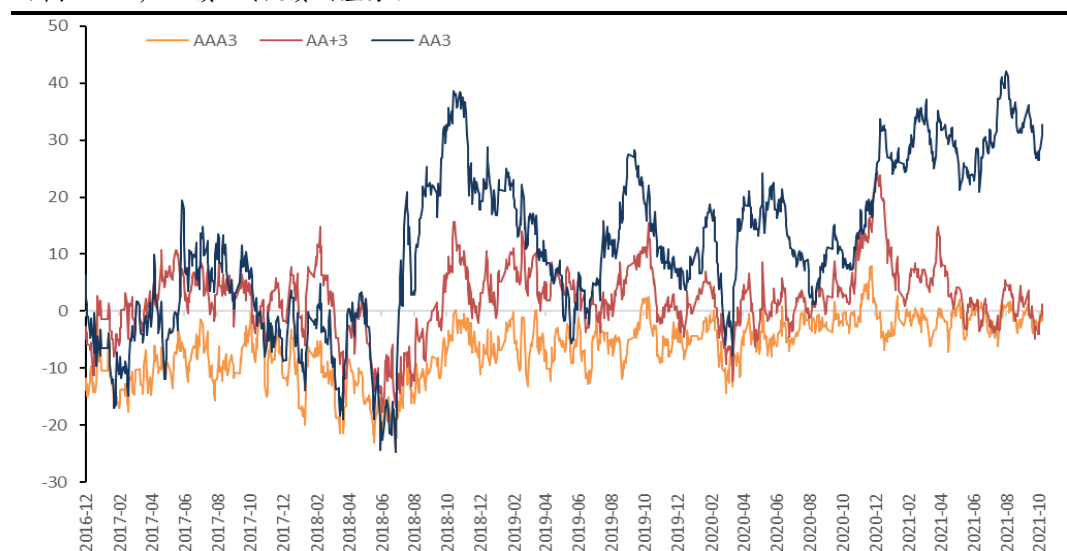
图表 13：产业债评级利差



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，且利差未见收敛，AA+及AAA分化不大。具体来看，10月，3Y/AAA产业-城投利差均值在-1.81bp，3Y/AA+产业-城投利差均值在-1.75bp，3Y/AA产业-城投利差均值在30.05bp。

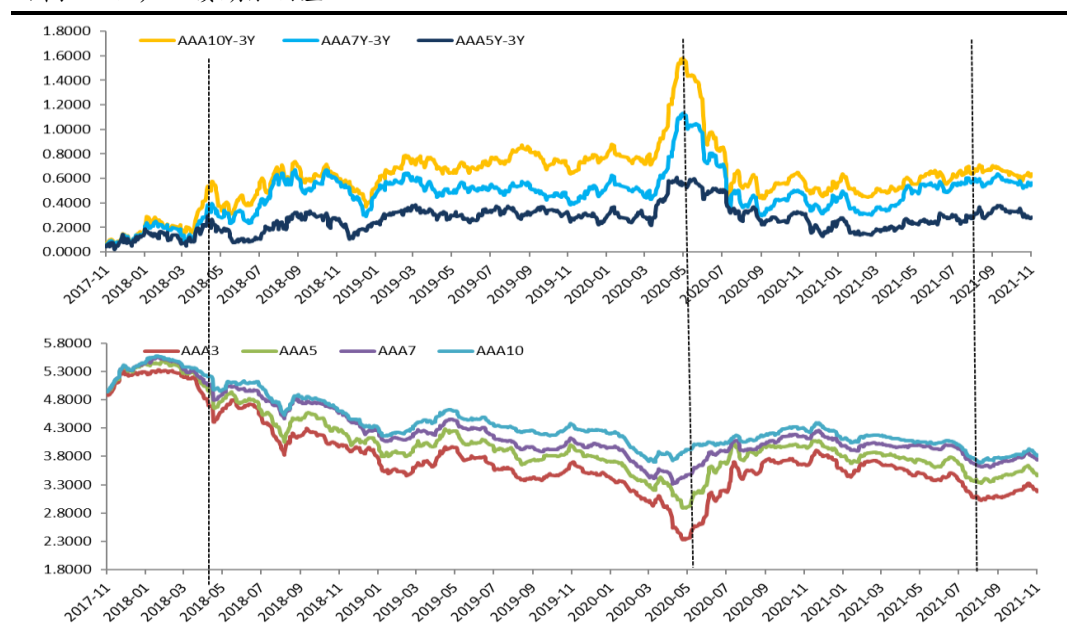
图表 14：产业债-城投债利差分化



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，10月AAA产业债期限利差收窄。具体来看，10Y-3Y利差收窄4-5bp，均值为62bp（前值67bp）；7Y-3Y利差收窄4-5bp，均值在55bp（前值60bp）；5Y-3Y利差收窄3-4bp，均值在31bp（前值35bp）。

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

10月，共有24家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共22家，评级（展望）上调的主体共2家。下调的发行主体中，地产占半数，分别为：阳光城集团股份有限公司、新力地产集团有限公司、新疆中泰化学股份有限公司、深圳市钜盛华股份有限公司、深圳深业物流集团股份有限公司、青岛胶州湾发展集团有限公司、内蒙古能源发电投资集团有限公司、朗诗集团股份有限公司、开滦(集团)有限责任公司、江苏省建工集团有限公司、江苏南通三建集团股份有限公司、佳兆业集团控股有限公司、佳兆业集团(深圳)有限公司、花样年集团(中国)有限公司、湖南景峰医药股份有限公司、杭州余杭创新投资有限公司、甘肃省电力投资集团有限责任公司、凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司、当代节能置业股份有限公司、比亚迪股份有限公司、北京信中利投资股份有限公司、奥佳华智能健康科技集团股份有限公司。

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
阳光城集团股份有限公司	2021-10-13	AA+	稳定	2021-06-15	AA+	正面
新力地产集团有限公司	2021-10-18	BB	负面	2021-10-11	BBB	负面
新疆中泰化学股份有限公司	2021-10-15	A+pi	稳定	2019-08-12	AA-	稳定
深圳市钜盛华股份有限公司	2021-10-13	BBB+	负面	2021-09-24	A	负面
深圳深业物流集团股份有限公司	2021-10-11	A-	负面	2021-09-22	A+	负面
青岛胶州湾发展集团有限公司	2021-10-21	Api	稳定	2019-01-11	A+	稳定
内蒙古能源发电投资集团有限公司	2021-10-15	A-pi	稳定	2019-08-15	A	稳定
朗诗集团股份有限公司	2021-10-20	AA	负面	2021-06-28	AA	稳定
开滦(集团)有限责任公司	2021-10-22	Api	稳定	2019-08-22	A+	稳定
江苏省建工集团有限公司	2021-10-15	A	负面	2021-06-30	AA-	负面
江苏南通三建集团股份有限公司	2021-10-15	BBB	负面	2021-09-30	A	负面
佳兆业集团控股有限公司	2021-10-29	AA+	负面	2021-06-09	AA+	稳定
佳兆业集团(深圳)有限公司	2021-10-29	AA+	负面	2021-06-09	AA+	稳定
花样年集团(中国)有限公司	2021-10-08	A		2021-09-29	AA+	负面
湖南景峰医药股份有限公司	2021-10-26	B		2021-09-29	BB	
杭州余杭创新投资有限公司	2021-10-22	AA-pi	稳定	2018-05-02	AA	稳定
甘肃省电力投资集团有限责任公司	2021-10-15	A+pi	稳定	2019-07-30	AA-	稳定
凤城市现代产业园区开发建设投资有限公司	2021-10-13	A+	负面	2020-06-24	AA-	稳定
当代节能置业股份有限公司	2021-10-26	A	负面	2021-06-18	AA	稳定
比亚迪股份有限公司	2021-10-29	A+pi	稳定	2017-08-01	AA-	稳定
北京信中利投资股份有限公司	2021-10-22	BB	负面	2021-09-13	BBB	负面
奥佳华智能健康科技集团股份有限公司	2021-10-22	AA-	负面	2021-05-27	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
宿迁市交通产业集团有限公司	2021/10/29	A+pi	稳定	2016/8/29	A-	稳定
成都经开产业投资集团有限公司	2021/10/29	A+pi	稳定	2019/8/14	A	稳定

资料来源：Wind，百瑞信托

2、违约情况

10月，共有11家发行主体发生过违约事件，构成实质性违约的有6家，展期的有5家，其中，6家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计30.16亿元，分别是：天广中茂股份有限公司、四川蓝光发展股份有限公司、北京桑德环境工程有限公司、东旭集团有限公司、宜华企业(集团)有限公司、北大方正集团有限公司。均为先前发生违约的主体。

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
H6天广01	2021-10-27	天广中茂股份有限公司	实质违约	12.72	--	C	公众企业	是	建筑与工程	
16景峰01	2021-10-27	湖南景峰医药股份有限公司	展期	4.17	--	BB	民营企业	是	西药	
18渤海04	2021-10-26	渤海租赁股份有限公司	展期	10.00	--	A-	其他	是	其他多元金融服务	
20蓝光MTN003	2021-10-26	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	1.05	0.98	C	民营企业	是	房地产开发	
18桑德工程MTN001	2021-10-25	北京桑德环境工程有限公司	实质违约	5.38	--	C	中外合资企业	否	水务	
H8东旭02	2021-10-25	东旭集团有限公司	实质违约	9.74	--	C	民营企业	否	综合类行业	
20深钜04	2021-10-22	深圳市钜盛华股份有限公司	展期	0.19	3.96	BBB+	民营企业	否	多领域控股	
20深钜02	2021-10-22	深圳市钜盛华股份有限公司	展期	4.35	--	BBB+	民营企业	否	多领域控股	
16宜华01	2021-10-20	宜华企业(集团)有限公司	实质违约	0.27	--	C	民营企业	否	家用电器与特殊消费品	
18新力02	2021-10-19	新力地产集团有限公司	展期	0.36	--	BBB	民营企业	否	房地产开发	
19方正MTN002	2021-10-15	北大方正集团有限公司	实质违约	1.01	0.95	C	中央国有企业	否	互联网软件与服务	
18渤海03	2021-10-11	渤海租赁股份有限公司	展期	5.04	--	A-	其他	是	其他多元金融服务	

资料来源：Wind，百瑞信托

四、投资观点

广东、上海决定启动“全域无隐性债务”试点工作，旨在将辖区内的隐性债务清零。对城投债的影响有限，一般来说，先行试点为化解难度小的区域，包括财力较好、债务压力较小、发债能力强的省/直辖市/自治区，比如：上海、广东、北京等区域；其他债务压力大的云南、贵州、天津、广西等区域应该会逐步化解。

整体来看，10月以来，信用债市场的信用利差有阶段性的收窄，但评级利差来看还是小幅走阔的，收窄较大的行业主要集中在上月提及的行业利差分位数处于50%左右的电力、通信、电子、食品饮料等行业。我们认为11月-12月的信用利差趋势性收窄可能性不大，主要原因有二：一是社融依然在探底阶段，未见实质性扩张；二是目前盈利性较好的行业信用利差分位数已经到10%左右的低位，收窄空间有限。鉴于信用利差易上难下的预判，投资操作空间较为有限，只能票息策略。

其他数据一览

图表 18: 行业利差分位数与净利率

行业	2021-10-29 行业利差分位数%			2021-09-30 行业利差分位数%			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021Q1	2021H1
计算机	29			43			-7.01	0.45	1.04
轻工制造		54			57		-5.65	0.84	1.18
交通运输	5	29	51	25	49	56	0.37	0.54	1.03
医药生物	3	61		16	59		2.39	4.00	4.41
房地产	13	32	7	27	31	1	1.34	0.51	0.98
电力	17	28	34	51	36	42	1.71	2.11	1.78
有色金属	3	64		8	70		1.91	2.93	3.93
农林牧渔	99	68		98	99		3.08	2.74	1.98
建筑装饰	9	20	0	21	33	18	0.89	0.18	0.56
钢铁	5	44		12	91		2.84	4.57	7.06
煤炭开采	9	19		16	3		3.00	1.73	3.82
非银金融	11	43		33	69		1.96	0.72	1.21
新能源	3	28		14	25				
电子	5			37			3.13	2.70	4.66
投资平台	22	21	93	42	24	95			
环保工程及服务	14	5	5	35	13	46	0.76	0.65	0.65
休闲服务	38	10	45	56	19	52	-0.34	-0.75	-0.21
汽车	95	98		96	99		0.43	2.26	1.31
机械设备	6			28			1.30	2.69	2.83
纺织服装							0.67	1.28	2.18
建筑材料	2			12			7.91	4.22	7.56
化工	7	95	74	27	98	68	2.21	4.34	5.88
食品饮料	17	45	8	54	99	13	4.69	6.03	5.47
国防军工	5			22			1.41	0.99	1.84
商业贸易	1	56		13	52	55	1.16	1.02	1.40
传媒	4	28		16	44		-1.63	1.23	2.49
电气设备	48	4		50	26		2.66	4.97	3.86
燃气	14	24		44	31		1.39	2.42	2.00
通信	35			53			1.84	1.67	2.97
家用电器							1.81	1.21	1.83

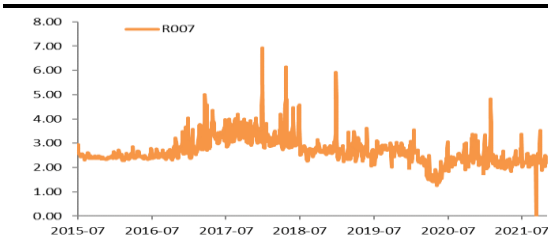
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 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	0.20	-0.28	-0.38	-0.72	-0.59					
国开	0.12	-0.13	-0.36	-0.53	-0.55	31	6	2	2	5
非国开	0.10	0.02	-0.33	-0.30	-0.41	28	5	10	7	2
铁道	0.21	0.03	0.25	0.09	0.03	18	4	5	10	9
产业AAA	0.25	0.16	0.36	0.28	0.27	18	3	2	13	13
产业AAA+	0.29	0.20	0.42			9	2	0		
产业AA	0.32	0.46	0.15			8	32	30		
产业AA-	0.47	0.37				78	88	86		
城投AAA	0.28	0.15	0.34	0.21	0.34	12	2	1	5	6
城投AA+	0.29	0.14	0.40			11	6	11		
城投AA	0.33	0.63	-0.11			7	16	20		
城投AA-	0.47	0.35				92	86	83		

资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 21: 杠杆价值



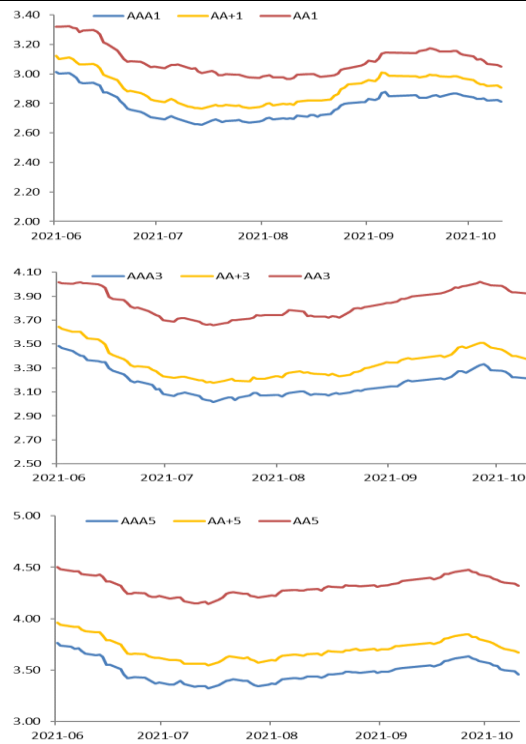
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 22: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 23: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托