

评级密集调整，关注边际改善区域

——6月信用债月报

2021年7月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行增量，发行利率有升有降

6月信用债发行逐步趋稳，净融资额由5月的负值回升至正区间，主要非金融信用债净融资额规模为3611.83亿元，城投债净融资规模为1769.62亿元。

6月发行利率整体较上月有升有降，受政策指引，低资质发行主体被切断债券融资渠道，低评级发行利率有所降低。

○ 二级市场：信用利差抬头，远端期限利差收窄

产业债方面，受信用利差抬头影响，6月份收益率整体上行，短端及中端上行较多，长端略微下行；

城投债方面，与产业债类似，也是受利差走阔影响，6月份收益率整体上行，而长端由于远端期限利差收窄影响，略微下行。

信用利差方面，6月中下旬各类评级产业债信用利差走阔；期限利差方面，AAA产业债期限远端利差收窄较大。

○ 投资观点：

6月评级密集调整，调低的主体主要以尾部城投平台以及连年亏损的企业为主，在以往三方评级机构存在虚高的情况下，存在机构主动修正中枢的情况，并非是主体信用风险出现突然的实质性抬升；

策略方面，鉴于目前AAA城投债的信用利差分位数已收窄在5-6%的位置，估值偏贵，配置性价比不高，但尾部平台又受到政策利空影响，因此信用债整体配置性不强，下沉策略不可取，可以考虑区域上的调整，比如债务率不高但近期净融资有所改善的区域，比如河南、山西等

一、信用债一级市场

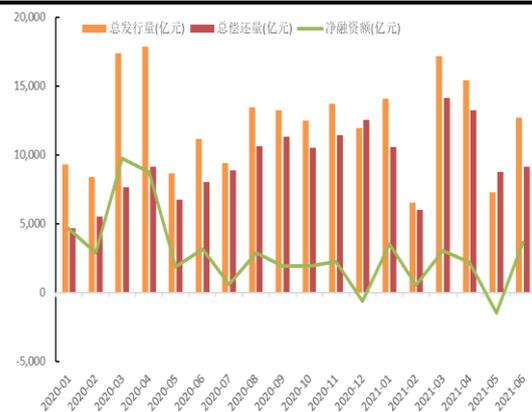
1、发行规模增加

截至6月30日，6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）总发行量较去年同期有所增加，且净融资额返回正区间。具体来看，6月主要非金融信用债总发行规模为12725.16亿元，总偿还规模为9113.33亿元，净融资规模为3611.83亿元。

城投债方面，总发行量较上月大幅增加，较去年同期有所增加，净融资额也返回了正区间。具体来看，6月城投债总发行规模为412.18亿元，总偿还规模为2354.56亿元，净融资规模为1769.62亿元。

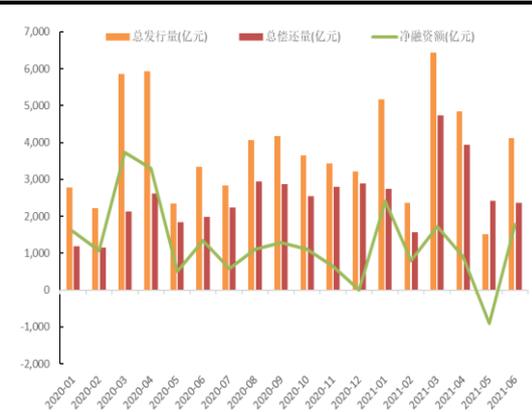
总体来看，6月信用债发行逐步趋稳，净融资额有所恢复。

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、发行结构优化

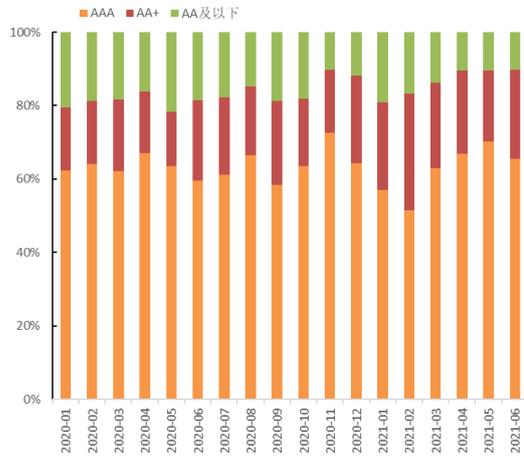
从发行量占比角度来看，6月，AAA级债项占比有所下降，AA+级占比提高，而AA级占比持平。具体来看，AAA级发行金额占比有所下降，从70%下降至65%，下降5个百分点；AA+级发行金额占比提升，从19%上升到24%，上升5个百分点；AA级及以下发行金额占比持平，为10%。

从国企、民企总发行量角度来看，6月，民企发行量/国企发行量比例提高较多，从3%上升至6%，上升3个百分点。

从国企、民企净融资角度来看，6月国企、民企净融资额较上月大幅提升，较去年同期持平，值得关注的是民企净融资额走出了负区间。具体来看：国企净融资额从1184.74亿元上升至4272.72亿元，民企净融资额从-540.89亿元上升至147.39亿元。

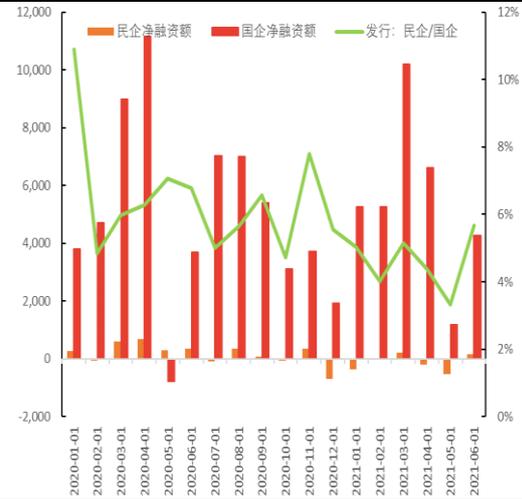
从信用债发行区域角度来看，总发行额前五的区域依然为北京、江苏、广东、上海、浙江，发行困难省为往常的东三省及西藏、甘肃、青海、宁夏，河南发行已回归至常态水平，山西发行目前也在逐步恢复。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



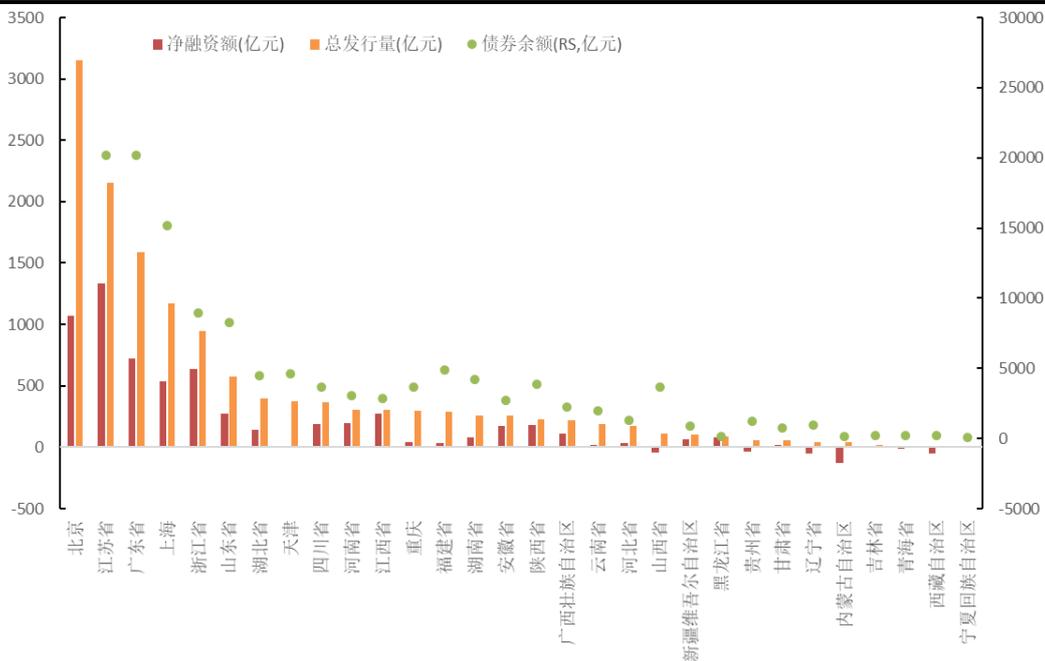
数据来源：Wind，百瑞信托

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、发行利率有升有降

6月发行利率整体较上月有升有降，受政策指引，低资质发行主体被切断债券融资渠道，低评级发行利率有所降低。

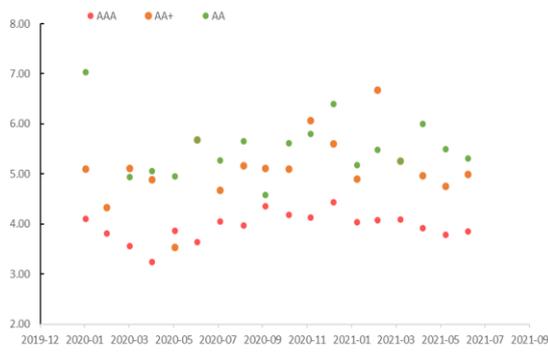
公司债方面，6月，AAA上行6bp（3.84%，前值3.78%）；AA+上行24bp（4.99%，前值4.75%）；AA下行18bp（5.31%，前值5.49%）。

企业债方面，6月，AAA下行11bp（3.80%，前值3.91%）；AA+上行53bp（5.08%，前值4.55%）；受发行只数较少影响，AA下行152bp（6.18%，前值7.70%）。

中票短融方面，6月，AAA上行31bp（3.85%，前值3.54%）；AA+上行39bp（4.53%，前值4.14%）；AA下行6bp（5.38%，前值5.44%）。

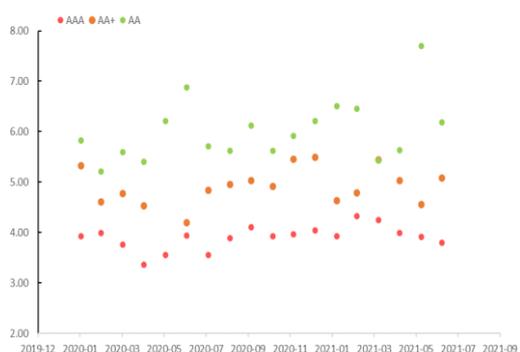
短融方面，整体加权发行利率略微下行，上行11bp（2.97%，前值2.86%）。

图表 6：公司债发行利率（%）



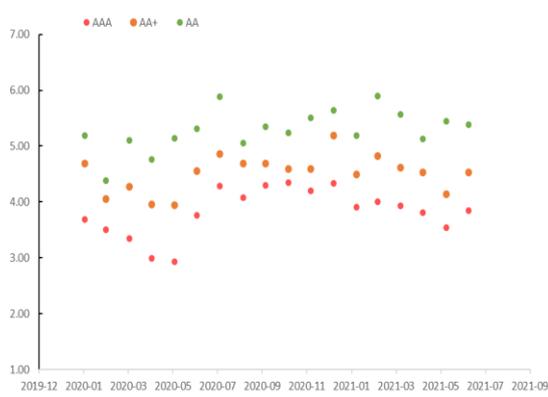
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 7：企业债发行利率（%）



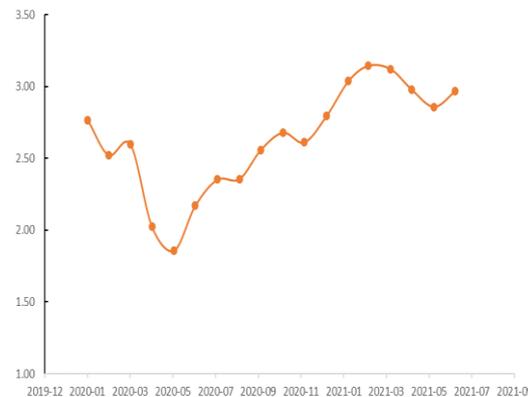
数据来源：Wind，百瑞信托

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

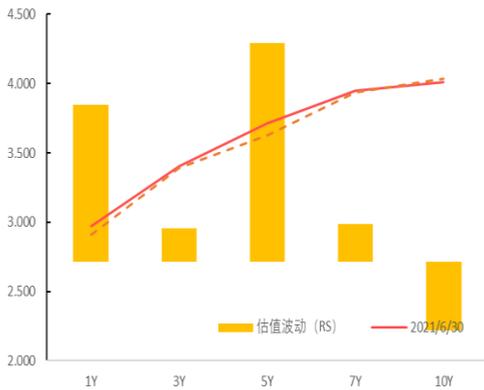
1、收益率整体上行

产业债方面，受信用利差抬头影响，6月份收益率整体上行，短端及中端上行较多，长端略微下行。具体来看，AAA产业债，6月，1Y上行6.33BP（2.972%，前值2.909%），3Y上行1.35bp（3.406%，前值3.392%），5Y上行8.82bp（3.712%，

前值 3.624%)，7Y 上行 1.51bp (3.951%，前值 3.936%)，10Y 下行 2.77bp (4.009%，前值 4.037%)。

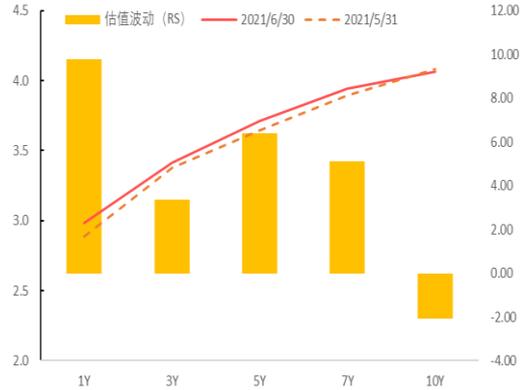
城投债方面，与产业债类似，也是受利差走阔影响，6 月份收益率整体上行，而长端略微下行。具体来看，AAA 城投债，1Y 上行 9.76bp (2.887%，前值 2.964%)；3Y 上行 3.37bp (3.413%，前值 3.379%)；5Y 上行 6.40bp (3.710%，前值 3.646%)、7Y 上行 5.10bp (3.946%，前值 3.895%)、10Y 下行 2.08bp (4.065%，前值 4.086%)。

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



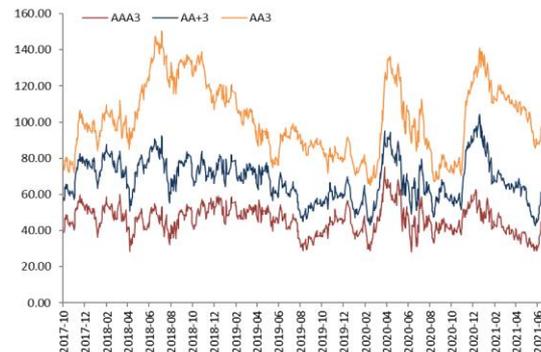
数据来源：Wind，百瑞信托

2、信用利差走阔，远端期限利差收窄

信用利差方面，6 月中下旬各类评级产业债信用利差走阔。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 41BP 左右，较 5 月走阔 8-9BP；3Y/AA+ 信用利差中枢在 58bp，较 5 月收窄 5-6bp，3Y/AA 评级利差中枢在 95bp，较 5 月收窄 3-4bp。

评级利差方面，6 月评级利差从月初收窄到月末抬头，主要与尾部城投调评级有关，但分化依然存在，具体来看，3Y/AA+ 评级利差月末中枢在 17BP 左右，较 4 月收窄 8bp，3Y/AA 评级利差月末中枢在 66BP，较 5 月收窄 6bp，3Y/AA- 评级利差月末中枢在 285BP，较 5 月收窄 5bp。

图表 12：AAA 产业债信用利差



图表 13：产业债评级利差

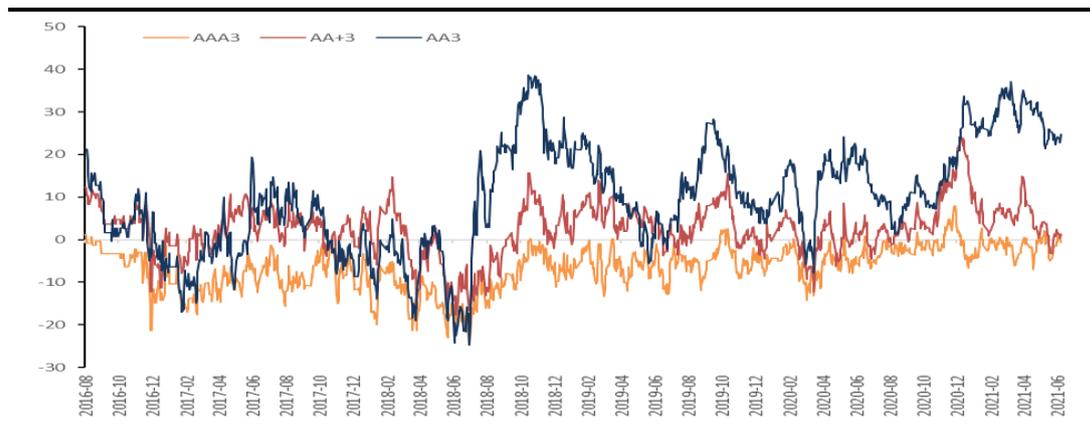


数据来源：Wind，百瑞信托

数据来源：Wind，百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面，AAA 与 AA+的分化收窄，但低评级 (AA) 的分化格局依然持续。具体来看，6 月，3Y/AAA 产业-城投利差均值在-1.2bp, 3Y/AA+产业-城投利差均值在 0.9bp, 3Y/AA 产业-城投利差均值在 23.7bp。

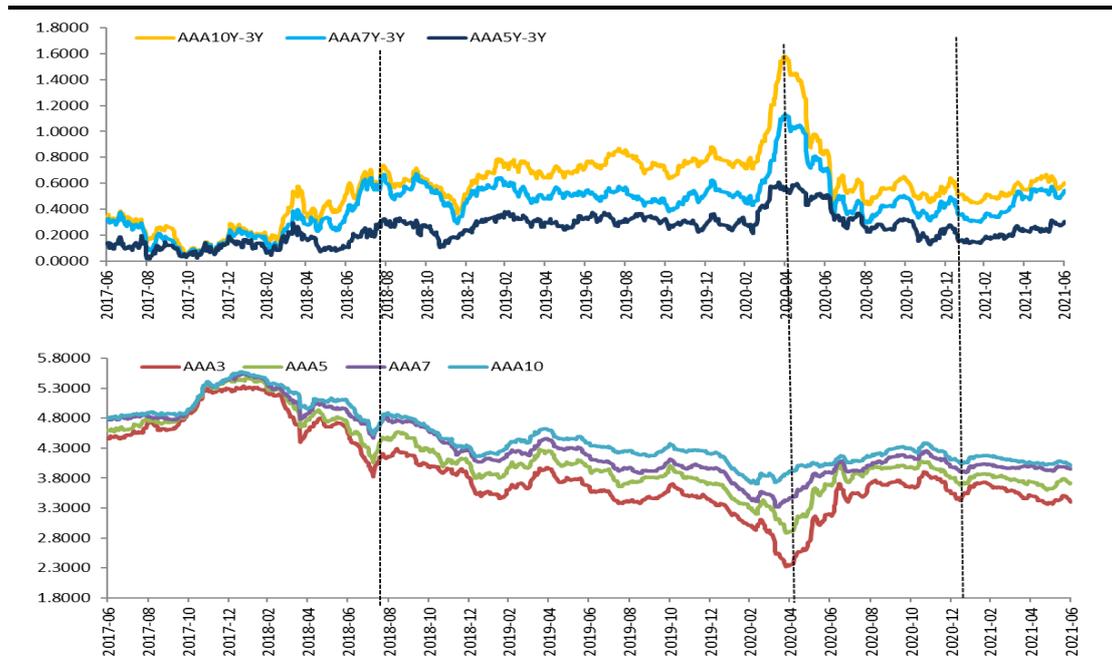
图表 14：产业债-城投债利差收窄



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，6 月 AAA 产业债期限远端利差收窄较大。具体来看，10Y-3Y 利差收窄较多，均值为 60bp (前值 70bp); 7Y-3Y 利差走平，均值在 52bp (前值 53bp); 5Y-3Y 利差均值在 27bp (前值 24bp)。

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

6月城投政策频出，评级公司密集发布评级跟踪报告，共有91家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共69家，评级（展望）上调的主体共22家。下调的发行主体中，主要以尾部城投平台以及连年亏损的企业为主，在以往三方评级机构存在虚高的情况下，存在机构主动修正中枢的情况，并非是主体信用风险出现突然的实质性抬升。

图表 16：评级（展望）上调/下调

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
发行人						
驻马店市城乡建设投资集团有限公司	2021/6/16	AA+	稳定	2017/6/19	AA	稳定
株洲市国有资产投资控股集团有限公司	2021/6/28	AA+	稳定	2021/4/15	AA	稳定
张家港市直属国有资产经营有限公司	2021/6/3	AAA	稳定	2020/10/14	AA+	稳定
武汉当代科技产业集团股份有限公司	2021/6/29	AA+	稳定	2021/6/28	BBB-	稳定
威海蓝海银行股份有限公司	2021/6/3	AA		2020/3/24	AA-	稳定
泰山玻璃纤维有限公司	2021/6/29	AA+	稳定	2017/7/25	AA	稳定
深圳市科陆电子科技股份有限公司	2021/6/25	AA-	稳定	2020/6/24	AA-	负面
山东清源集团有限公司	2021/6/28	AA+	稳定	2016/6/16	AA	稳定
青海盐湖工业股份有限公司	2021/6/30	BBB-		2020/7/28	BB	
南通沿海开发集团有限公司	2021/6/29	AAA	稳定	2020/12/10	AA+	稳定
南京证券股份有限公司	2021/6/25	AA+	稳定	2014/12/22	AA	
南充发展投资(控股)有限责任公司	2021/6/29	AA+	稳定	2020/9/4	AA	稳定
景德镇陶文文旅控股集团有限公司	2021/6/28	AA+	稳定	2021/1/21	AA	稳定
金诚信矿业管理股份有限公司	2021/6/24	AA	稳定	2015/5/4	AA-	稳定
湖南金阳新城建设发展集团有限公司	2021/6/28	AA+	稳定	2021/2/1	AA	稳定
湖北省文化旅游投资集团有限公司	2021/6/29	AAA	稳定	2021/6/25	AA+	稳定
恒泰证券股份有限公司	2021/6/22	AA+	稳定	2015/4/8	AA	稳定
杭州市国有资本投资运营有限公司	2021/6/29	AA+	正面	2020/8/17	AA+	稳定
广东省联泰集团有限公司	2021/6/24	AA+	稳定	2018/3/13	AA	稳定
承德市国控投资集团有限责任公司	2021/6/28	AA+	稳定	2020/8/10	AA	稳定
包头钢铁(集团)有限责任公司	2021/6/28	AAA	稳定	2019/7/8	AA+	稳定
安徽国元金融控股集团有限责任公司	2021/6/28	AAA	稳定	2017/7/20	AA+	稳定

下调 发行人	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
遵义市红花岗城市建设投资经营有限公	2021-06-25	AA	负面	2020-08-28	AA	稳定
遵义道桥建设(集团)有限公司	2021-06-28	AA+	负面	2019-10-22	AA+	稳定
重庆小康工业集团股份有限公司	2021-06-25	AA-	稳定	2020-06-23	AA	稳定
重庆市迪马实业股份有限公司	2021-06-11	AA	稳定	2020-06-19	AA	正面
重庆旅游投资集团有限公司	2021-06-29	AA	负面	2020-06-24	AA	稳定
重庆力帆控股有限公司	2021-06-26	C		2018-07-26	AA	稳定
重庆鸿业实业(集团)有限公司	2021-06-29	AA	负面	2020-07-24	AA	稳定
众信旅游集团股份有限公司	2021-06-24	A	负面	2020-12-02	AA-	负面
中合中小企业融资担保股份有限公司	2021-06-23	AAA	负面	2020-06-30	AAA	稳定
中国广电河北网络股份有限公司	2021-06-28	AA	稳定	2020-09-08	AA+	稳定
长沙岱勒新材料科技股份有限公司	2021-06-24	A+	负面	2020-06-19	A+	稳定
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	2021-06-28	AA+	负面	2020-08-05	AA+	稳定
新郑新区发展投资有限责任公司	2021-06-29	AA+	负面	2020-06-04	AA+	稳定
武汉当代明诚文化体育集团股份有限公	2021-06-11	A+	稳定	2021-02-05	AA-	稳定
威海产业投资集团有限公司	2021-06-28	AA+	负面	2021-02-03	AA+	稳定
万达控股集团有限公司	2021-06-29	AA-	负面	2020-06-29	AA+	负面
万达集团股份有限公司	2021-06-29	AA	稳定	2020-06-29	AA+	负面
天域生态环境股份有限公司	2021-06-07	A+	稳定	2020-06-18	AA-	稳定
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	2021-06-28	A-	负面	2021-02-18	AA-	负面
搜于特集团股份有限公司	2021-06-25	A	负面	2020-07-17	AA	稳定
四川天府银行股份有限公司	2021-06-18	AA+	负面	2020-07-30	AA+	稳定
四川蓝光发展股份有限公司	2021-06-01	AAA	负面	2021-01-07	AAA	稳定
树业环保科技股份有限公司	2021-06-29	BBB+	负面	2021-05-14	A	负面
深圳市英唐智能控制股份有限公司	2021-06-28	A+	稳定	2020-06-21	AA-	负面
深圳市平安远欣投资发展控股有限公司	2021-06-25	AA	稳定	2020-10-20	AA+	稳定
深圳市名家汇科技股份有限公司	2021-06-25	A+	稳定	2020-06-24	AA-	稳定
深圳洪涛集团股份有限公司	2021-06-28	A-	负面	2020-06-30	AA-	负面
上海新文化传媒集团股份有限公司	2021-06-25	BBB	负面	2020-12-24	AA-	负面
杉杉集团有限公司	2021-06-29	AA	稳定	2020-11-10	AA+	稳定
山东中锐产业发展股份有限公司	2021-06-23	A+	负面	2021-02-09	AA-	
山东玉皇化工有限公司	2021-06-28	C		2018-07-31	AA	负面
黔南州投资有限公司	2021-06-29	AA	负面	2021-06-28	AA	稳定
启迪科技服务有限公司	2021-06-28	AA	稳定	2020-11-26	AA+	
平凉文化旅游产业投资集团有限责任公	2021-06-29	A+	稳定	2020-06-29	AA-	负面
美尚生态景观股份有限公司	2021-06-28	A+	负面	2020-06-24	AA	稳定
岭南生态文旅股份有限公司	2021-06-28	AA-	负面	2021-02-07	AA	
兰州兰石集团有限公司	2021-06-25	AA	负面	2021-03-02	AA	稳定
凯里市文化旅游产业投资发展有限公司	2021-06-28	AA	负面	2020-06-23	AA	稳定
江苏永鼎股份有限公司	2021-06-11	AA-	稳定	2020-06-19	AA	稳定
江苏省建工集团有限公司	2021-06-30	AA-	负面	2020-06-28	AA-	稳定
江苏鼎胜新能源材料股份有限公司	2021-06-28	AA-	稳定	2020-08-27	AA	稳定
江南模塑科技股份有限公司	2021-06-23	AA-	稳定	2020-06-24	AA	负面
华融融德资产管理有限公司	2021-06-25	AA+	负面	2021-04-16	AAA	负面
花王生态工程股份有限公司	2021-06-29	A	稳定	2020-03-06	AA-	稳定
湖南景峰医药股份有限公司	2021-06-25	A		2020-12-28	AA-	负面
呼和浩特春华水务开发集团有限责任公	2021-06-04	AA-	负面	2020-09-28	AA	负面
河南清水源科技股份有限公司	2021-06-22	A+	负面	2020-06-19	AA-	稳定
河南宏光正商置业有限公司	2021-06-30	AA-		2020-06-19	AA	稳定
合力泰科技股份有限公司	2021-06-25	AA+	负面	2020-06-18	AA+	稳定
海能达通信股份有限公司	2021-06-15	AA-	负面	2020-10-20	AA	负面
国广环球传媒控股有限公司	2021-06-28	BBB+	负面	2016-07-28	AA	稳定
贵州遵义汇川农村商业银行股份有限公	2021-06-15	A		2021-02-07	A+	
贵州水城水务投资有限责任公司	2021-06-25	AA	负面	2020-07-28	AA	稳定
贵州水城经济开发区高科开发投资有限	2021-06-28	A+	负面	2020-12-15	AA-	
贵州花溪农村商业银行股份有限公司	2021-06-25	A+	负面	2020-06-02	A+	稳定
广州市城投投资有限公司	2021-06-18	AA+	负面	2021-01-12	AA+	稳定
广州迪森热能技术股份有限公司	2021-06-25	AA-	稳定	2020-06-15	AA	负面
顾家集团有限公司	2021-06-30	AA	负面	2020-06-30	AA	稳定
高密华荣实业发展有限公司	2021-06-29	AA+	负面	2020-10-13	AA+	稳定
孚日集团股份有限公司	2021-06-18	AA-	负面	2020-08-26	AA	负面
东营市亚通石化有限公司	2021-06-28	A	负面	2020-06-30	AA-	负面
东莞市新世纪科教拓展有限公司	2021-06-22	AA	负面	2020-06-19	AA	稳定
渤海租赁股份有限公司	2021-06-30	A-	负面	2021-06-16	A+	负面
毕节市碧海新区建设投资有限责任公司	2021-06-30	AA	负面	2020-11-25	AA	稳定
北京信利投资股份有限公司	2021-06-28	A-	负面	2021-05-07	A+	负面
北汽汽车投资有限公司	2021-06-25	AA+	稳定	2016-06-29	AAA	稳定
北京金一文化发展股份有限公司	2021-06-29	AA-	稳定	2021-03-12	AA	负面
安顺市西秀区城镇投资发展有限公司	2021-06-29	AA-	负面	2020-06-29	AA	稳定
安顺市交通建设投资有限责任公司	2021-06-28	AA-	稳定	2020-06-24	AA	稳定

资料来源：iFind，百瑞信托

2、违约情况

6月，共有12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6家，展期的有6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63.23亿元，分别是：东旭集团有限公司、华夏幸福基业控股股份公司、康美药业股份有限公司、上海华信国际集团有限公司、阳光凯迪新能源集团有限公司、中国国安集团有限公司。这6家均为先前发生过违约的主体。

图表 17：5月违约债券列表

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
19渤海租赁SCP002	2021-06-07	渤海租赁股份有限公司	展期	5.00	--	AA	其他	是	其他多元金融服务	
H6雏鹰01	2021-06-09	雏鹰农牧集团股份有限公司	展期	7.51	--	C	民营企业	是	食品加工与肉类	
18东集03	2021-06-15	东旭集团有限公司	实质违约	16.13	--	C	民营企业	否	综合类行业	
18华夏03	2021-06-21	华夏幸福基业股份有限公司	展期	14.27	0.97	C	民营企业	是	房地产开发	
20华EB02	2021-06-15	华夏幸福基业控股股份公司	实质违约	0.79	1.95	C	民营企业	否	房地产开发	
18九通03	2021-06-11	九通基业投资有限公司	展期	9.64	--	C	民营企业	否	综合类行业	华夏幸福基业股份有限公司
18九通02	2021-06-01	九通基业投资有限公司	展期	14.83	--	C	民营企业	否	综合类行业	华夏幸福基业股份有限公司
18康美MTN005	2021-06-28	康美药业股份有限公司	实质违约	10.68	--	C	民营企业	是	中药	
18康美MTN004	2021-06-21	康美药业股份有限公司	实质违约	10.70	--	C	民营企业	是	中药	
17沪华信MTN001	2021-06-21	上海华信国际集团有限公司	实质违约	1.97	--	C	民营企业	否	石油与天然气的炼制和销售	
16苏宁02	2021-06-16	苏宁电器集团有限公司	展期	28.88	--	AA+	民营企业	否	电脑与电子产品零售	
H6凯迪债	2021-06-02	阳光凯迪新能源集团有限公司	实质违约	19.22	--	C	民营企业	否	建筑与工程	
18泛海G1	2021-06-07	中国泛海控股集团有限公司	展期	8.83	1.93	A	民营企业	否	综合类行业	
18中信国安MTN001	2021-06-28	中信国安集团有限公司	实质违约	3.75	--	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，6月进入中下旬后，经济数据走弱，加之城投政策频出，导致信用利差有所走阔，但信用分化行情依然存在，高等级城投债信用利差分位数在10%以内，而低等级城投债信用利差分位数到90-95%。

6月评级调整密集，主要以尾部城投平台以及连年亏损的企业为主，存在机构主动修正中枢的意味，主要是为了修复此前外部评级虚高乱象的影响，目的是切断低资质平台进入债市的渠道，并非是主体信用风险出现突然的实质性抬升。对债市而言，影响不太大，主要是前期早已形成高、低分化，但评级（展望）下调，或导致部分机构出库，带来债券抛售和估值调整影响。

鉴于目前AAA城投债的信用利差分位数已收窄在5-6%的位置，估值偏贵，配置性价比不高，但尾部平台又受到政策利空影响，因此信用债整体配置性不强，下沉策略不可取，可以考虑区域上的调整，比如债务率不高但近期净融资有所改善的区域，比如河南、山西等。

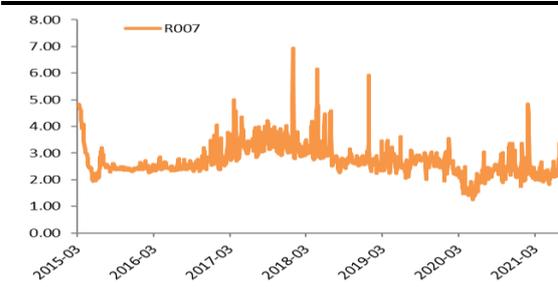
其他数据一览

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	0.18	0.14	0.11	-0.12	-0.03	8	5	2	10	33
国开	0.23	0.42	0.16	-0.12	0.23	2	5	3	7	8
非国开	0.30	0.28	0.15	-0.03	0.12	13	3	7	20	12
铁道	0.16	0.13	0.00	0.20	0.49	15	7	12	26	18
产业AAA	0.18	0.24	-0.10	0.23	0.55	8	7	2		
产业AA+	0.18	0.14	0.19			12	26	20		
产业AA	0.42	0.15	0.35			70	74	69		
产业AA-	0.40	0.57				12	5	6	12	13
城投AAA	0.14	0.18	0.01	0.01	0.50	14	14	12		
城投AA+	0.14	0.06	-0.10			13	12	21		
城投AA	0.39	-0.10	0.29			92	92	93		
城投AA-	0.20	0.56								

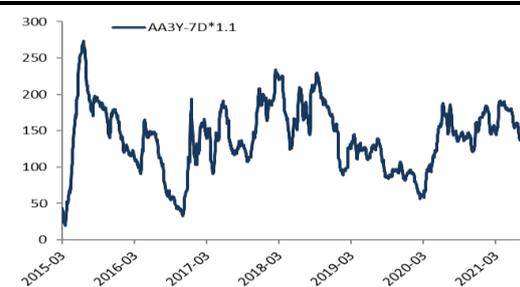
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



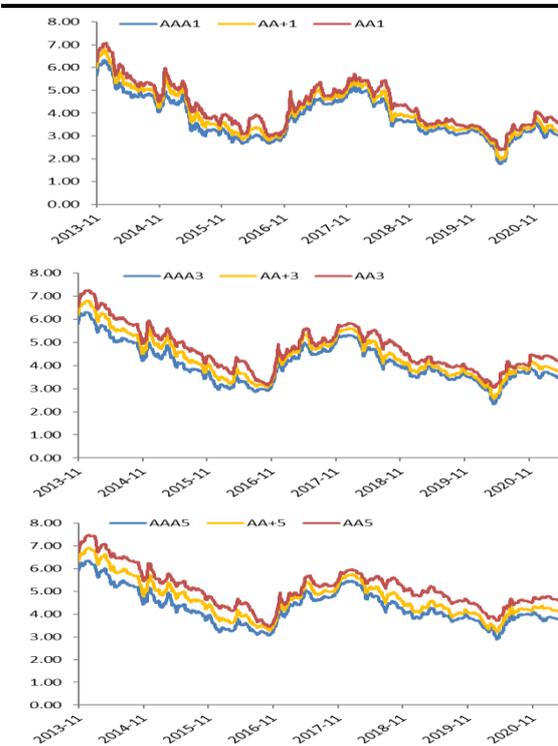
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



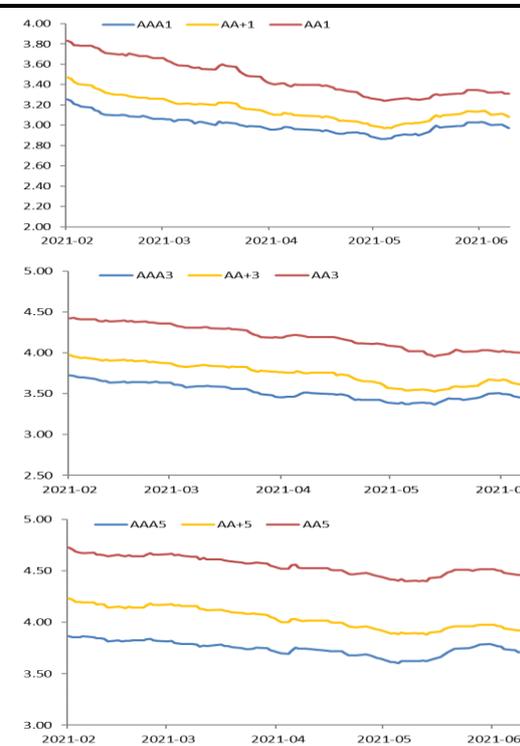
数据来源: Wind, 百瑞信托

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