

下沉与久期，相机转换

——11月信用债月报

2021年12月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行增量

11月主要非金融信用债品种总发行量有所增加；
从国企、民企总发行量角度来看，11月，民企发行量/国企发行量比例为3%，略有改善。

○ 二级市场：收涨，信用分化持续，利差低评走阔

11月份收益率整体跟随利率债一起下行；
低评级信用利差走阔为主，产业债与城投债之间利差，
分化持续，低评级（AA）持续走阔，且利差未见收敛，
而AA+与AAA利差已经重合。

○ 投资观点：

地产方面，受阳光城、佳兆业等负面影响，民营地产债出现暴跌，直至11月中旬地产融资边际放松信号的释放才有所企稳。未来信用分化或将再度加剧，高杠杆、资金链紧绷的弱资质房企风险将继续暴露，而稳健经营的房企则价值凸显，目前下沉评级的策略性价比不高。

城投方面，市场主动规避高风险地区、弱资质城投，抱团选择优质高等级城投，低等级城投利差走阔明显。未来城投分化加剧趋势不变，由于城投与所在区域经济强弱关联较大，可在优质地区中通过下沉资质及拉长久期间相机转换，需警惕债务负担较重、非标融资占比较高的主体。

产业方面，从三季度报来看，目前高盈利行业的高评级债券信用利差分位数均在5%以内，配置性价比不高，故可适度在高盈利行业中下沉评级或拉长久期。

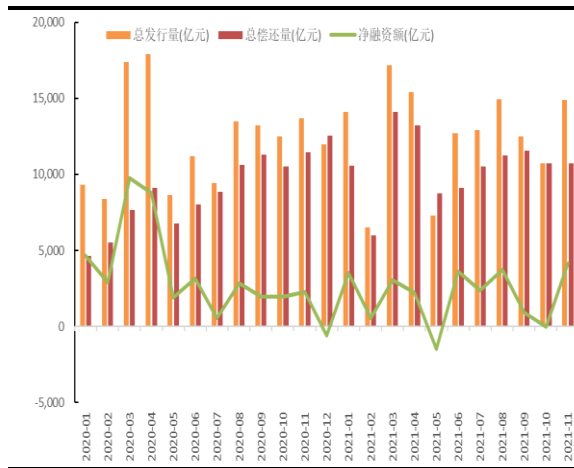
一、信用债一级市场

1、发行规模增量

截至 11 月 30 日，11 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）总发行量较上月增加较多。具体来看，11 月主要非金融信用债总发行规模为 14864.81 亿元，总偿还规模为 10742.35 亿元，净融资规模为 4122.46 亿元。

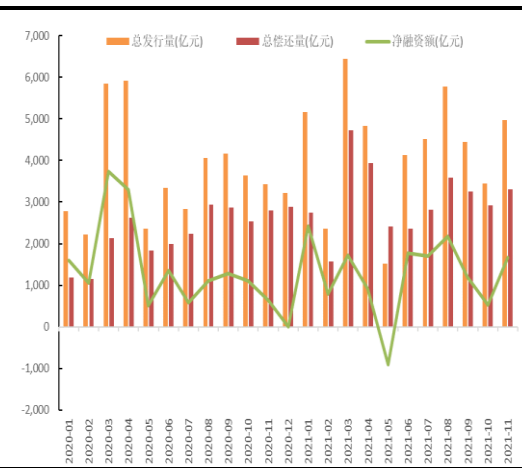
城投债方面，总发行量较上月下行较大。具体来看，11 月城投债总发行规模为 4973.05 亿元，总偿还规模为 3298.25 亿元，净融资规模为 1674.80 亿元。

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，11 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 76% 上升至 76%，上升 0 个百分点；AA+ 级发行金额占比，从 18% 上升到 19%，上升 1 个百分点；AA 级及以下发行金额占比，从 6% 下降到 5%，下降 1 个百分点。

从国企、民企总发行量角度来看，11 月，民企发行量/国企发行量比例上升 1 个百分点，为 3%。

从国企、民企净融资角度来看，11 月国企净融资额略有上升，民企净融资额维持负值，但有所收窄。具体来看：国企净融资额为 10330.8 亿元，民企净融资额为 -98.33 亿元。

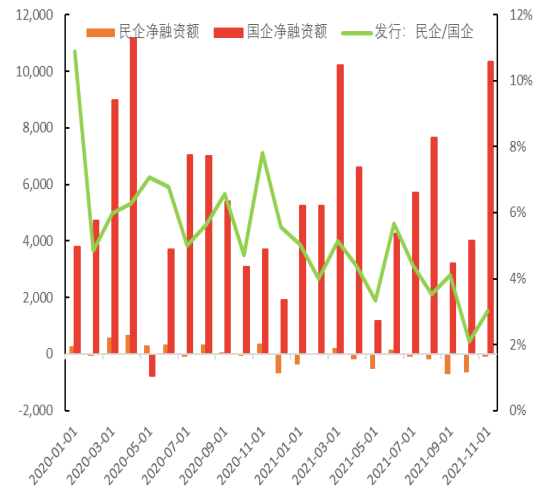
从信用债发行区域角度来看，总发行额前五的区域为北京、广东、上海、江苏、浙江，发行困难省为往常的东三省及西藏、甘肃、宁夏、海南。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



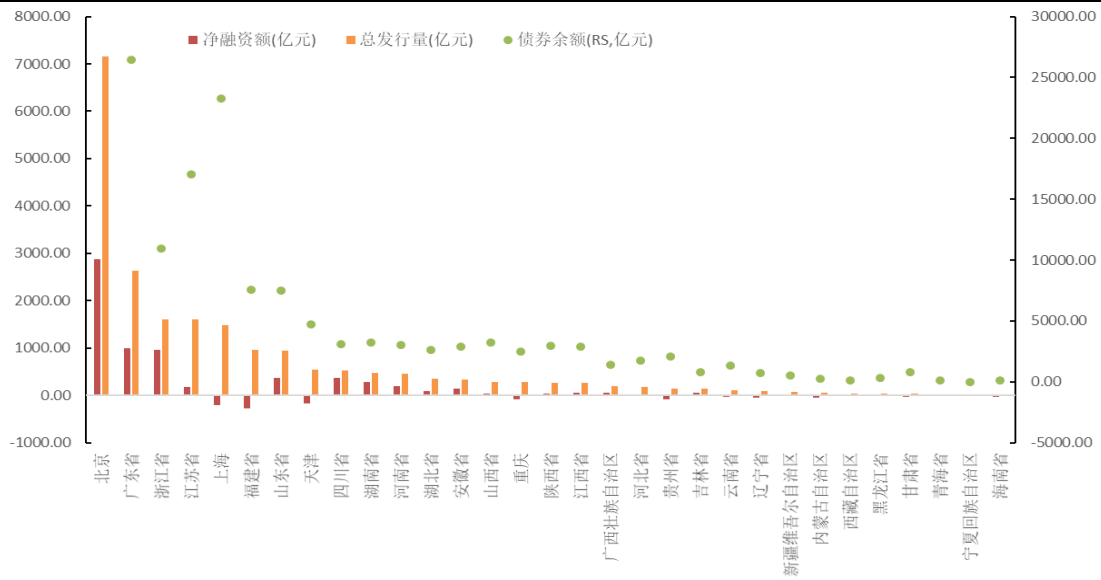
数据来源：Wind，百瑞信托

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、发行利率下行为主

11 月发行利率整体下行为主。

公司债方面，11 月，AAA 下行 22bp (3.31%，前值 3.53%)；AA+ 下行 74bp (3.88%，前值 4.62%)；AA 下行 18bp (4.33%，前值 4.50%)。

企业债方面，11 月，AAA 下行 32bp (3.49%，前值 3.81%)；AA+ 下行 117bp, (4.39%，前值 5.56%)；AA 上行 5bp (5.92%，前值 5.87%)。

中票短融方面，11 月，AAA 下行 6bp (3.63%，前值 3.69%)；AA+ 上行 2bp (4.27%，前值 4.25%)；AA 下行 15bp (5.02%，前值 5.17%)。

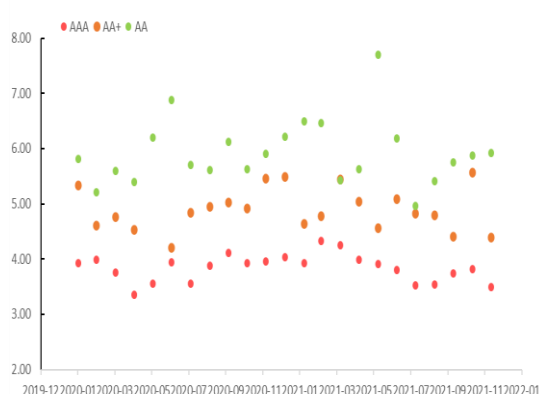
短融方面，整体加权发行利率上行，上行 11bp (2.93%，前值 2.82%)。

图表 6：公司债发行利率（%）



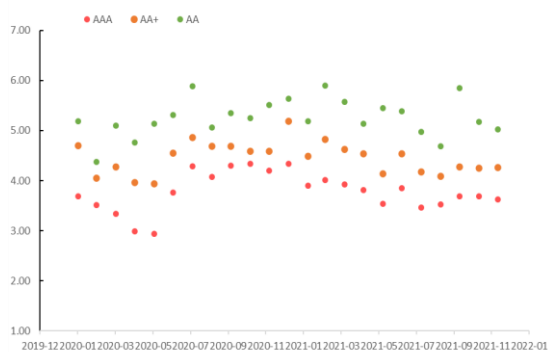
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 7：企业债发行利率（%）



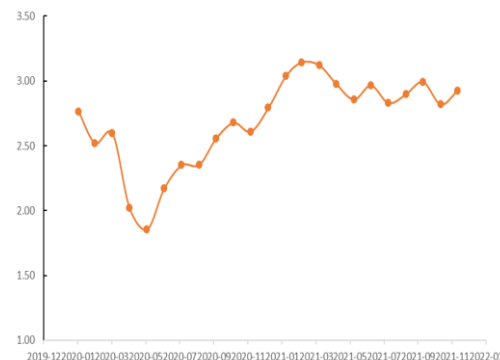
数据来源：Wind，百瑞信托

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

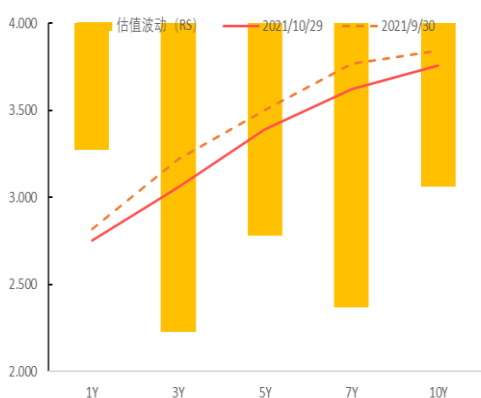
二、信用债二级市场

1、收益率大幅下行

产业债方面，11 月份收益率整体跟随利率债一起下行。具体来看，AAA 产业债，1Y 下行 6.53BP (2.755%，前值 2.820%)，3Y 下行 15.93bp (3.062%，前值 3.221%)，5Y 下行 10.96bp (3.391%，前值 3.501%)，7Y 下行 14.69bp (3.623%，前值 3.770%)，10Y 下行 8.43bp (3.759%，前值 3.843%)。

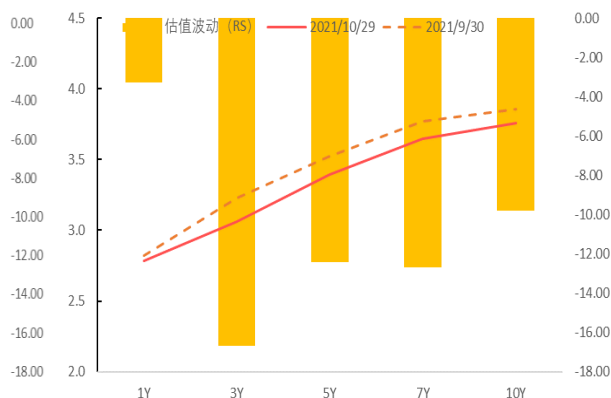
城投债方面，收益率也下行较多。具体来看，AAA 城投债，1Y 下行 3.30bp (2.785%，前值 2.818%)；3Y 下行 16.68bp (3.064%，前值 3.231%)；5Y 下行 12.44bp (3.396%，前值 3.521%)、7Y 下行 12.44bp (3.645%，前值 3.772%)、10Y 下行 9.81bp (3.758%，前值 3.856%)。

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



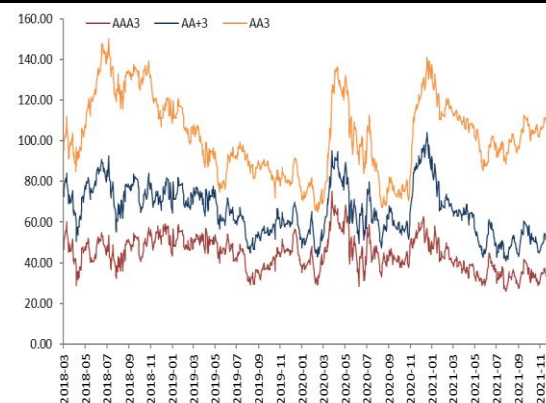
数据来源: Wind, 百瑞信托

2、信用利差低评级走阔、期限利差小幅收窄

信用利差方面, 11 月高评收窄、低评走阔为主。具体来看, 3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 33BP 左右, 较上月收窄 1-2BP; 3Y/AA+信用利差中枢在 50bp, 较上月收窄 1-2bp, 3Y/AA 评级利差中枢在 106bp, 较上月走阔 2-3bp。

评级利差方面, 低评级利差走阔为主, 具体来看, 3Y/AA+评级利差月末中枢在 16BP 左右, 较上月收窄 1-2bp, 3Y/AA 评级利差月末中枢在 73BP, 较上月走阔 2-3p, 3Y/AA-评级利差月末中枢在 308BP, 较上月走阔 1-2bp。

图表 12: AAA 产业债信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

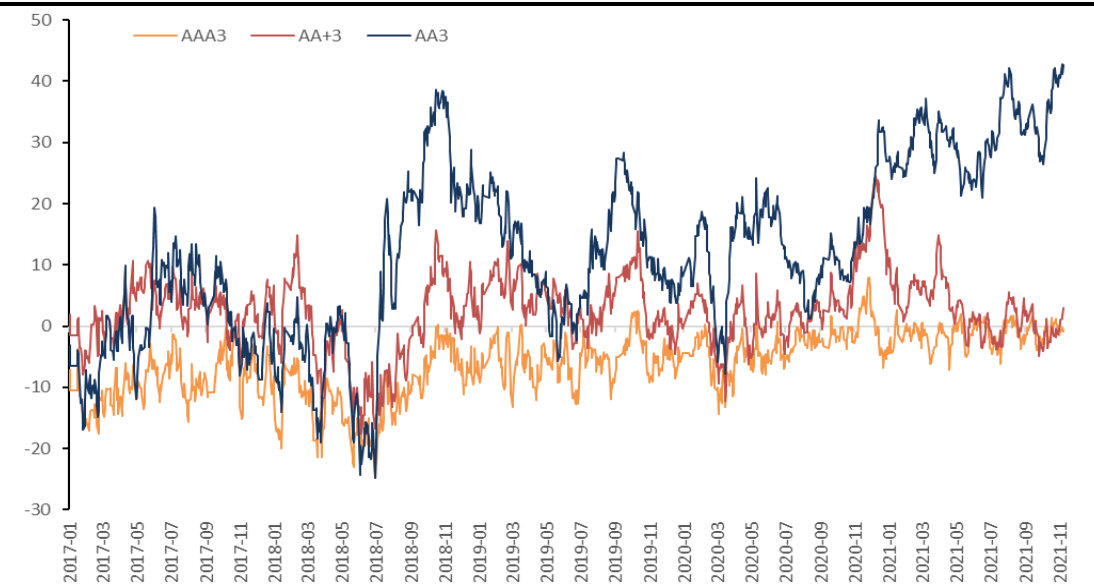
图表 13: 产业债评级利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面, 高评级收窄, 低评级 (AA) 分化持续, 且利差还在扩大, AA+及 AAA 分化不大。具体来看, 10 月, 3Y/AAA 产业-城投利差均值在 -0.43bp, 3Y/AA+产业-城投利差均值在 -0.77bp, 3Y/AA 产业-城投利差均值在 38.50bp。

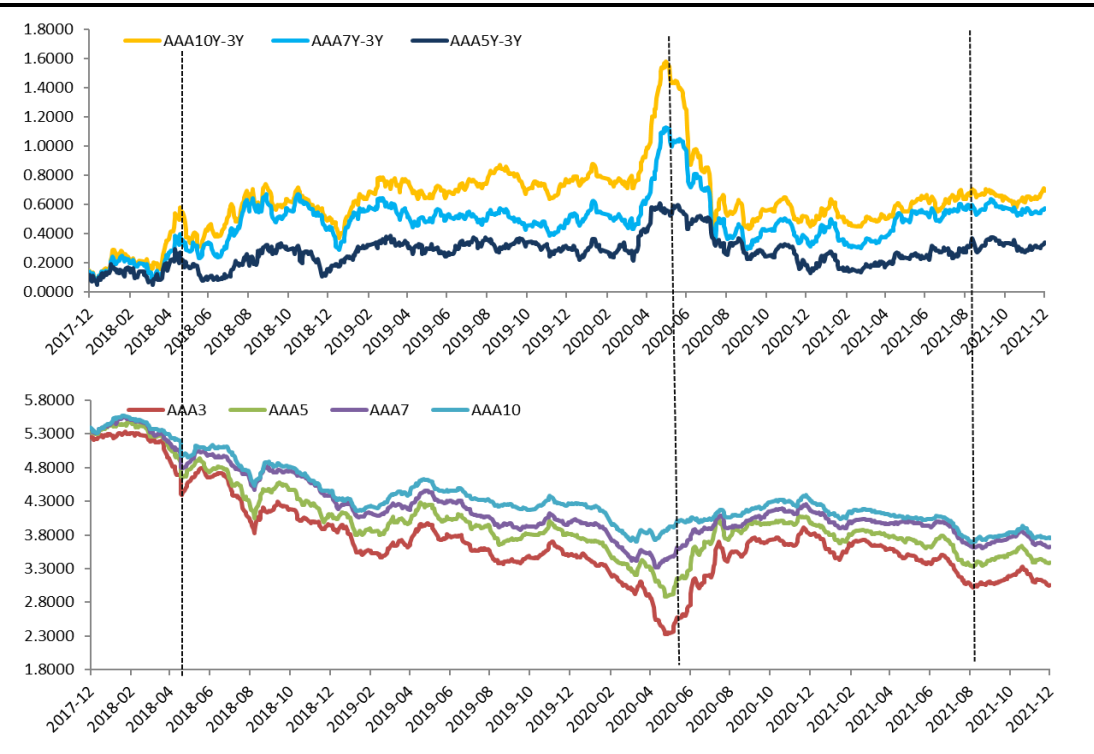
图表 14：产业债-城投债利差分化



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，11月AAA产业债期限利差收窄。具体来看，10Y-3Y利差收窄1-2bp，均值为60bp（前值62bp）；7Y-3Y利差收窄0-1bp，均值在55bp（前值55bp）；5Y-3Y利差收窄0-1bp，均值在30bp（前值31bp）。

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

11月，共有26家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共24家，评级（展望）上调的主体共2家。

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
发行人						
北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	2021-11-29	AA-	负面	2021-06-28	AA	负面
天域生态环境股份有限公司	2021-11-26	A+	负面	2021-06-07	A+	稳定
花样年集团(中国)有限公司	2021-11-23	BBB-		2021-10-08	A	
株洲市云龙发展投资控股集团有限公司	2021-11-19	A-pi	稳定	2019-10-17	A	稳定
云南省滇中产业发展集团有限责任公司	2021-11-19	AA	负面	2021-06-28	AA+	负面
雪松实业集团有限公司	2021-11-19	AA-	负面	2021-06-28	AA+	稳定
南京浦口经济开发有限公司	2021-11-19	A-pi	稳定	2016-04-07	A	稳定
奥园集团有限公司	2021-11-18	AA+	负面	2021-06-08	AAA	稳定
松原市城市开发建设有限责任公司	2021-11-16	AA	负面	2021-06-28	AA	稳定
启迪科技服务有限公司	2021-11-12	AA	负面	2021-06-28	AA	稳定
佳兆业集团控股有限公司	2021-11-12	AA		2021-10-29	AA+	负面
佳兆业集团(深圳)有限公司	2021-11-12	AA		2021-10-29	AA+	负面
浙江亚太药业股份有限公司	2021-11-11	B	负面	2021-05-21	BB	负面
张家口通泰控股集团有限公司	2021-11-11	Api	稳定	2018-09-29	A+	稳定
江苏大丰海港控股集团有限公司	2021-11-11	BBB+pi	稳定	2019-11-07	A-	稳定
福建阳光集团有限公司	2021-11-11	AA	负面	2021-06-27	AA+	稳定
山西省经济建设投资集团有限公司	2021-11-08	AA	负面	2021-06-29	AA	稳定
山东岚桥集团有限公司	2021-11-08	C		2021-11-05	BB	负面
当代节能置业股份有限公司	2021-11-04	A	负面	2021-06-25	AA	稳定
起步股份有限公司	2021-11-03	BBB+	负面	2021-06-24	A	负面
启迪环境科技发展股份有限公司	2021-11-03	A-	负面	2021-09-24	A+	负面
阳光城集团股份有限公司	2021-11-01	AA+	负面	2021-06-09	AAA	稳定
起步股份有限公司	2021-11-01	BBB+	负面	2021-06-28	A	负面
国盛金融控股集团股份有限公司	2021-11-01	A	负面	2021-07-21	AA-	负面
上调	本次评级			上次评级		
发行人	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
中国铝业股份有限公司	2021/11/1	AAA-	稳定	2019/5/27	AA+	稳定
亳州宜居综合开发有限公司	2021/11/30	AA		2018/8/28	AA-	稳定

资料来源：Wind，百瑞信托

2、违约情况

11月，共有10家发行主体发生过违约事件，构成实质性违约的有5家，展期的有5家，其中，5家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计56.79亿元，分别是：康美实业投资控股有限公司、中国华阳经贸集团有限公司、国广环球传媒控股有限公司、东旭光电科技股份有限公司、山东岚桥集团有限公司。

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
17康01EB	2021-11-08	康美实业投资控股有限公司	实质违约	0.18	--		民营企业	否	中药	
17康02EB	2021-11-29	康美实业投资控股有限公司	实质违约	0.28	--		民营企业	否	中药	
19花样02	2021-11-29	花样年集团(中国)有限公司	展期	0.57	0.99	A	其他	否	房地产开发	
20花样02	2021-11-25	花样年集团(中国)有限公司	展期	0.93	1.98	A	其他	否	房地产开发	
16华阳01	2021-11-22	中国华阳经贸集团有限公司	实质违约	15.73	--	C	中央国有企业	否	售货目录零售	
18阳光04	2021-11-19	阳光城集团股份有限公司	展期	0.00	--	AAA	民营企业	是	房地产开发	
20华济建筑ABN001优先	2021-11-18	深圳前海联捷商业保理有限公司	展期	4.99	--		民营企业	否	其他多元金融服务	
H5国广债	2021-11-17	国环球传媒控股有限公司	实质违约	3.20	--	BBB+	中央国有企业	否	出版	国广传媒发展有限公司
16东旭光电MTN001A	2021-11-16	东旭光电科技股份有限公司	实质违约	23.65	--	C	民营企业	是	电子元件	
16东旭光电MTN001B	2021-11-16	东旭光电科技股份有限公司	实质违约	8.41	--	C	民营企业	是	电子元件	
18岚桥MTN001	2021-11-06	山东岚桥集团有限公司	实质违约	5.36	--	BBB+	民营企业	否	石油与天然气的炼制和销售	
18豫能化MTN005	2021-11-02	河南能源化工集团有限公司	展期	10.00	--	BB	地方国有企业	否	煤炭与消费用燃料	
16南三01	2021-11-01	江苏南通三建集团股份有限公司	展期	0	--	BBB	民营企业	否	建筑与工程	

资料来源: Wind, 百瑞信托

四、投资观点

地产方面,受阳光城、佳兆业等负面影响,民营地产债出现暴跌,直至11月中旬地产融资边际放松信号的释放才有所企稳。未来信用分化或将再度加剧,高杠杆、资金链紧绷的弱资质房企风险将继续暴露,而稳健经营的房企则价值凸显,目前下沉评级的策略性价比不高。

城投方面,市场主动规避高风险地区、弱资质城投,抱团选择优质高等级城投,低等级城投利差走阔明显。未来城投分化加剧趋势不变,由于城投与所在区域经济强弱关联较大,可在优质地区中通过下沉资质及拉长久期间相机转换,需警惕债务负担较重、非标融资占比较高的主体。

产业方面,从三季度报来看,目前高盈利行业的高评级债券信用利差分位数均在5%以内,配置性价比不高,故可适度在高盈利行业中下沉评级或拉长久期。

其他数据一览

图表 18: 行业利差分位数与净利率

行业	2021-11-30 行业利差分位数%			2021-10-29 行业利差分位数%			资产净利率%		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	2020	2021H	2021Q3
计算机	25			30			-7.27	1.03	0.74
轻工制造		53			55		-5.65	1.18	0.02
交通运输	7	21	51	6	29	51	0.37	1.04	0.87
医药生物	6	65		3	62		2.43	4.48	3.52
房地产	14	26	6	13	33	7	1.35	0.99	0.47
电力	24	23		17	29	35	2.09	1.76	1.05
有色金属	3	70		4	64		2.18	4.05	3.98
农林牧渔	100			98	68		2.96	1.91	0.25
建筑装饰	7	22	0	10	20	1	0.89	0.57	0.21
钢铁	1	44		6	44		2.99	7.10	5.74
煤炭开采	7	20		10	19		1.73	3.82	4.03
非银金融	11	41		12	43		1.97	1.27	0.65
新能源	2	18		3	29				
电子	5			6			3.13	4.66	3.91
投资平台	20	17	90	23	22	93			
环保工程及服务	15	3	15	14	6	6	0.65	0.65	0.56
休闲服务	35	16	11	39	10	45	-0.36	-0.23	-0.42
汽车	95	98		94	98		0.43	1.51	1.72
机械设备	7			7			1.30	2.83	2.14
纺织服装							0.67	2.18	1.39
建筑材料	3			2			7.61	7.47	6.93
化工	7	93	73	7	95	74	2.21	5.88	5.18
食品饮料	15	44	4	17	45	9	4.80	5.72	5.02
国防军工	9			5			1.41	1.84	0.75
商业贸易	7	60		2	55		1.21	1.44	0.97
传媒	3	30		5	28		-1.63	2.49	2.08
电气设备	58	3		48	5		2.66	3.86	3.70
燃气	16	23		14	25		2.42	2.00	1.22
通信	37			35			1.78	2.90	2.82
家用电器							1.81	1.83	1.80

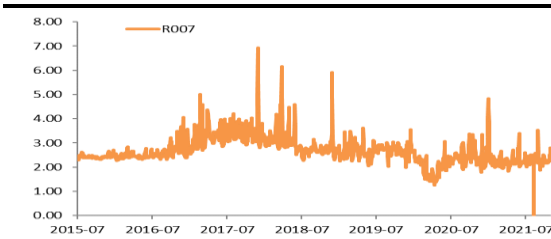
资料来源: Wind, 百瑞信托

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	0.26	0.51	0.94	1.17	1.52					
国开	0.28	0.76	1.10	1.05	1.84	29	0	1	8	3
非国开	0.28	0.78	1.01	1.04	1.49	26	0	13	12	8
铁道	0.29	0.75	0.93	1.14	1.22	21	1	12	19	23
产业AAA	0.30	0.72	0.79	1.21	1.02	21	1	17	23	37
产业AA+	0.31	0.76	0.89			11	1	5		
产业AA	0.43	0.44	0.86			11	34	57		
产业AA-	0.51	0.85				82	92	94		
城投AAA	0.27	0.74	0.86	1.09	1.13	22	0	12	15	19
城投AA+	0.29	0.83	1.14			18	0	15		
城投AA	0.46	0.38	1.41			13	2	26		
城投AA-	0.54	0.82				93	89	92		

资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 7D 资金价格



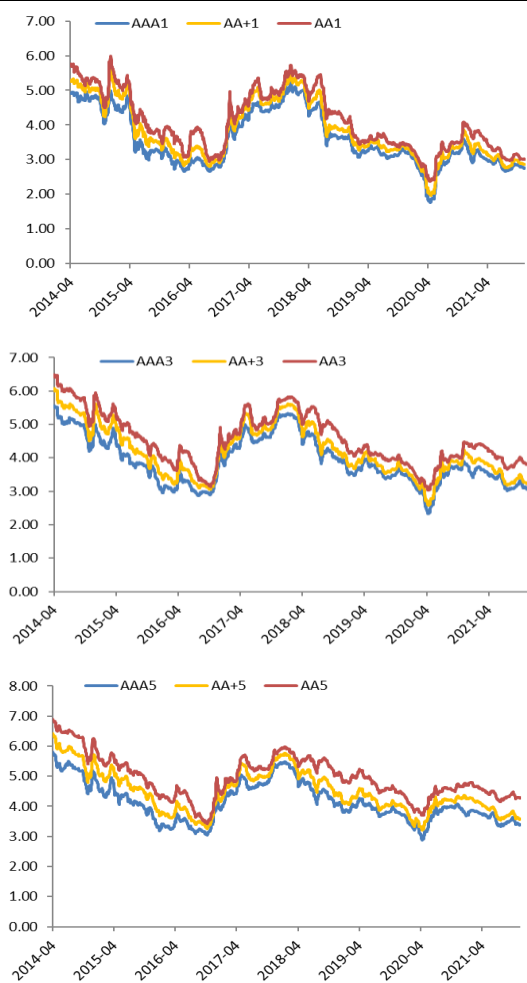
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 21: 杠杆价值



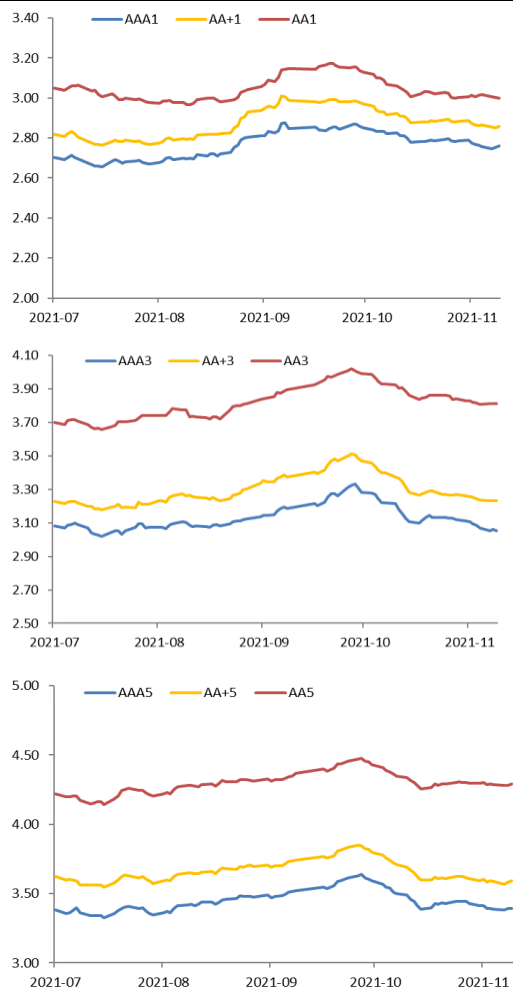
数据来源: Wind, 百瑞信托

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