

# 信用利差走阔，警惕分化风险

——7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：发行改善，发行利率降低

自5月发行骤降后，7月信用债发行逐步趋稳，净融资额也在逐步改善；

受利率债收益率大幅下行带动，7月发行利率整体较上月有所降低。

### ○ 二级市场：信用利差走阔，低评级产业-城投利差走阔

产业债方面，7月上中旬受利率债大涨带动，信用利差收窄，但中下旬以来，delta疫情扩散，市场避险情绪上升，各类评级产业债信用利差走阔；

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）分化持续，且利差走阔。

### ○ 投资观点：

7月中小银行中报陆续披露，评级也密集调整，下调的主体主要以盈利能力弱化、不良率攀升的中小银行为主，因为城农商行定位为服务于当地经济为主，除了自身财务数据恶化外，银行所处的区域经济也在弱化，同时股东背景等负面舆情也在影响。

730 政治局会议提到“预算内投资和地方债发行”的问题，由于上半年专项债整体发行有所滞后，1-7月新增地方债为全年额度的43.2%，特别是新增专项债才完成37.9%，下半年地方债发行会加速，但在隐性债务化解的大背景下配套资金乏力，仍不能对下半年基建投资乐观，所以需要警惕信用债分化的风险。

# 一、信用债一级市场

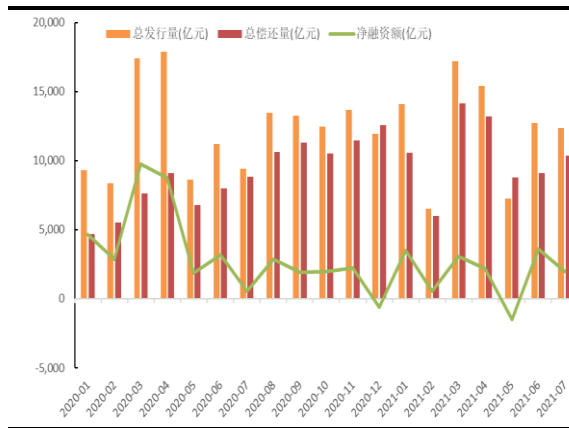
## 1、发行规模增加

截至 7 月 30 日，7 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，7 月主要非金融信用债总发行规模为 12346.78 亿元，总偿还规模为 10352.80 亿元，净融资规模为 1993.98 亿元。

城投债方面，总发行量较上月有所减少。具体来看，7 月城投债总发行规模为 3643.23 亿元，总偿还规模为 2795.31 亿元，净融资规模为 847.92 亿元。

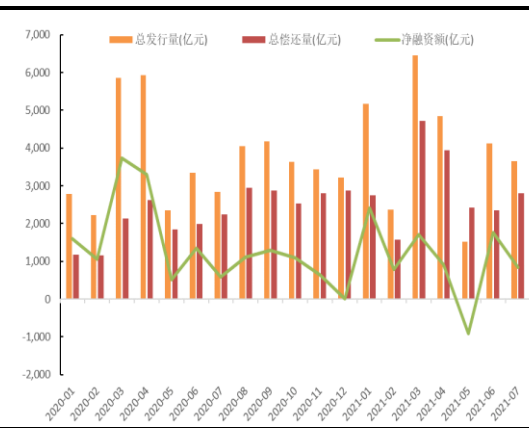
总体来看，自 5 月发行骤降后，7 月信用债发行逐步趋稳，净融资额也在逐步改善。

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，7 月，AAA 级债项占比有所提升，AA+、AA 级占比降低。具体来看，AAA 级发行金额占比有所提升，从 65% 上升至 73%，上升 8 个百分点；AA+ 级发行金额占比下降，从 24% 下降到 20%，下降 4 个百分点；AA 级及以下发行金额占比下降 3 个百分点，为 7%。

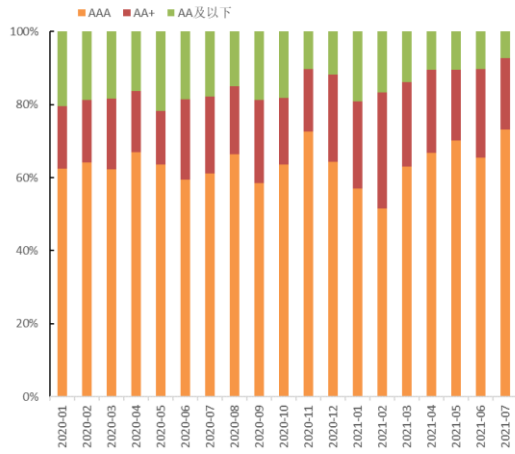
从国企、民企总发行量角度来看，7 月，民企发行量/国企发行量比例提高较多，从 6% 下降至 4%，下降 2 个百分点。

从国企、民企净融资角度来看，7 月国企净融资额持续提升，但民企净融资额重回负区间。具体来看：国企净融资额从 4272.72 亿元上升至 5597.15 亿元，民企净融资额从 147.39 亿元下降至 -111.54 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、广东、上海、

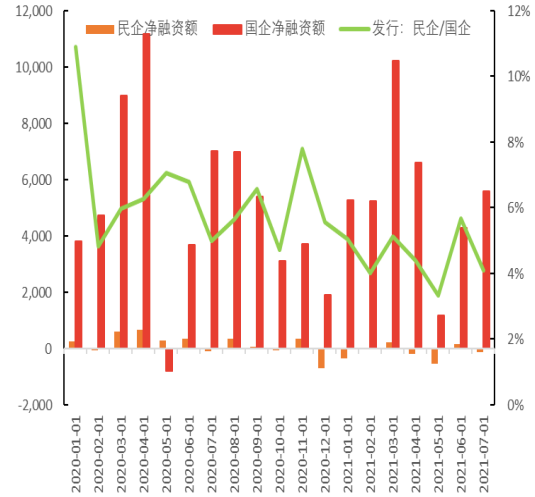
江苏、浙江，发行困难省为往常的东三省及西藏、甘肃、青海、宁夏，紧接着河南，目前山西发行也已逐步恢复。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



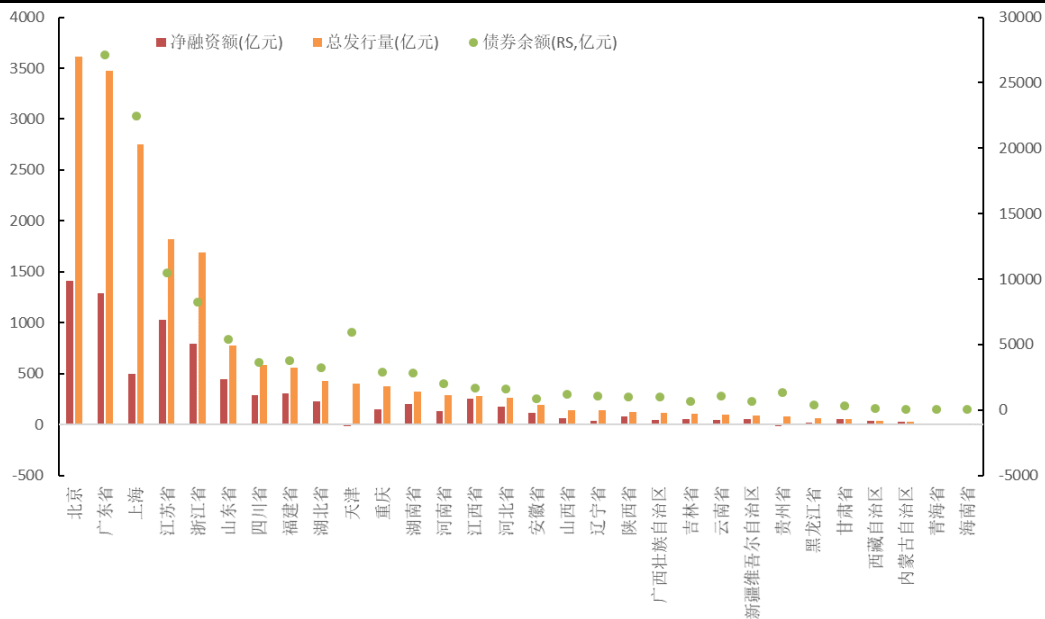
数据来源：Wind，百瑞信托

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、发行利率降低

受利率债收益率大幅下行带动，7月发行利率整体较上月有所降低。

公司债方面，7月，AAA下行30bp（3.55%，前值3.85%）；AA+下行40bp（4.59%，前值4.99%）；AA下行16bp（5.15%，前值5.31%）。

企业债方面，7月，AAA下行24bp（3.56%，前值3.80%）；AA+下行31bp，

(4.77%, 前值 5.08%);受发行只数较少影响,AA 下行 124bp(4.95%, 前值 6.18%)。

中票短融方面,7月,AAA 下行 39bp(3.46%, 前值 3.85%);AA+下行 36bp(4.18%, 前值 4.53%);AA 下行 41bp(4.97%, 前值 5.38%)。

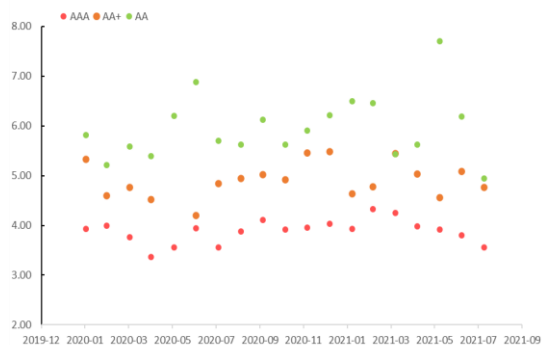
短融方面,整体加权发行利率略微下行,下行 14bp(2.83%, 前值 2.97%)。

图表 6: 公司债发行利率 (%)



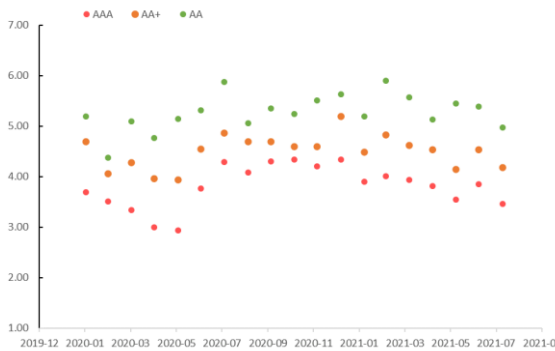
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 7: 企业债发行利率 (%)



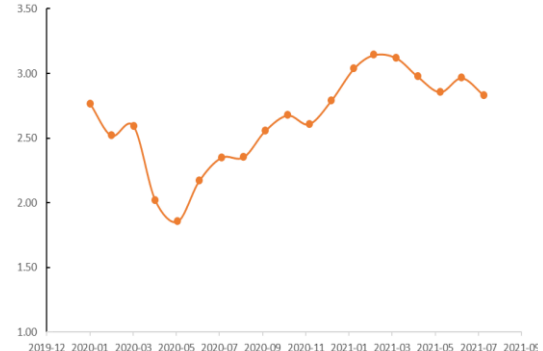
数据来源: Wind, 百瑞信托

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

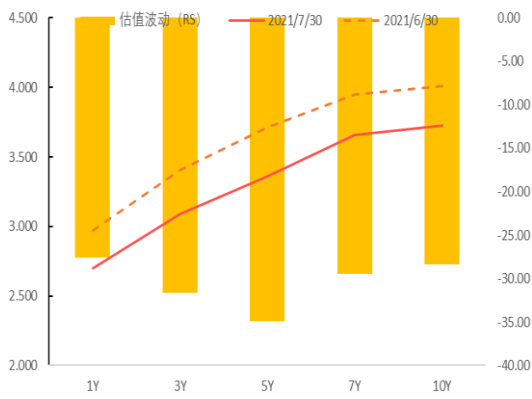
### 1、收益率整体大幅下行

产业债方面,受利率债大涨带动,7月份收益率整体大幅下行。具体来看,AAA 产业债,7月,1Y 下行 27.55BP(2.697%, 前值 2.972%),3Y 下行 31.63bp(3.090%, 前值 3.406%),5Y 下行 34.94bp(3.363%, 前值 3.712%),7Y 下行 29.49bp(3.656%, 前值 3.951%),10Y 下行 28.34bp(3.726%, 前值 4.009%)。

城投债方面,也是被利率债大涨带动,7月份收益率整体大幅下行。具体来看,AAA 城投债,1Y 下行 24.24bp(2.742%, 前值 2.985%);3Y 下行 29.79bp(3.115%, 前值 3.413%);5Y 下行 31.31bp(3.397%, 前值 3.710%)、7Y 下行 29.06bp

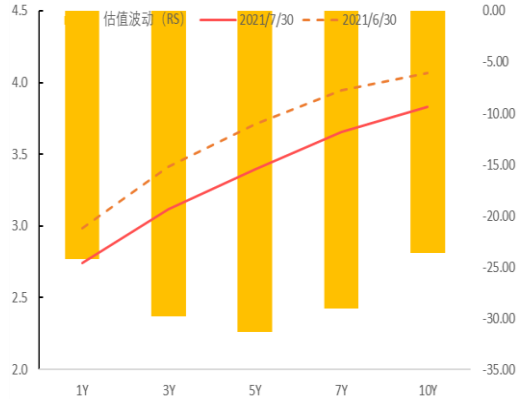
(3.655%，前值 3.946%)、10Y 下行 23.63bp (3.829%，前值 4.065%)。

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



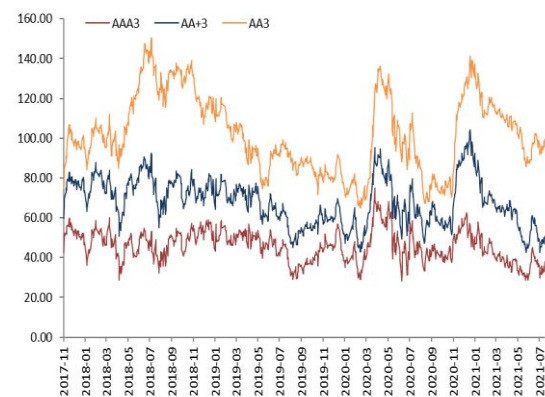
数据来源: Wind, 百瑞信托

## 2、信用利差、期限利差走阔

信用利差方面，7 月上中旬受利率债大涨带动，信用利差收窄，但中下旬以来，delta 疫情扩散，市场避险情绪上升，各类评级产业债信用利差走阔，但相较于 6 月而言还是走阔的。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 35BP 左右，较 6 月走阔 3-4BP；3Y/AA+ 信用利差中枢在 49bp，较 6 月走阔 0-1bp，3Y/AA 评级利差中枢在 97bp，较 6 月走阔 6-7bp。

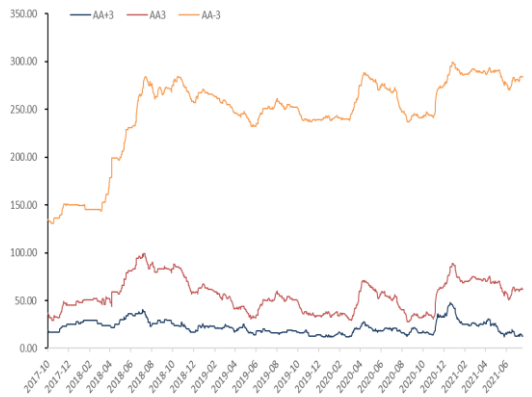
评级利差方面，高等级评级利差有所收窄，具体来看，3Y/AA+ 评级利差月末中枢在 13BP 左右，较 6 月收窄 2-3bp，3Y/AA 评级利差月末中枢在 62BP，较 6 月走阔 4-5bp，3Y/AA- 评级利差月末中枢在 280BP，较 6 月走阔 4-5bp。

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

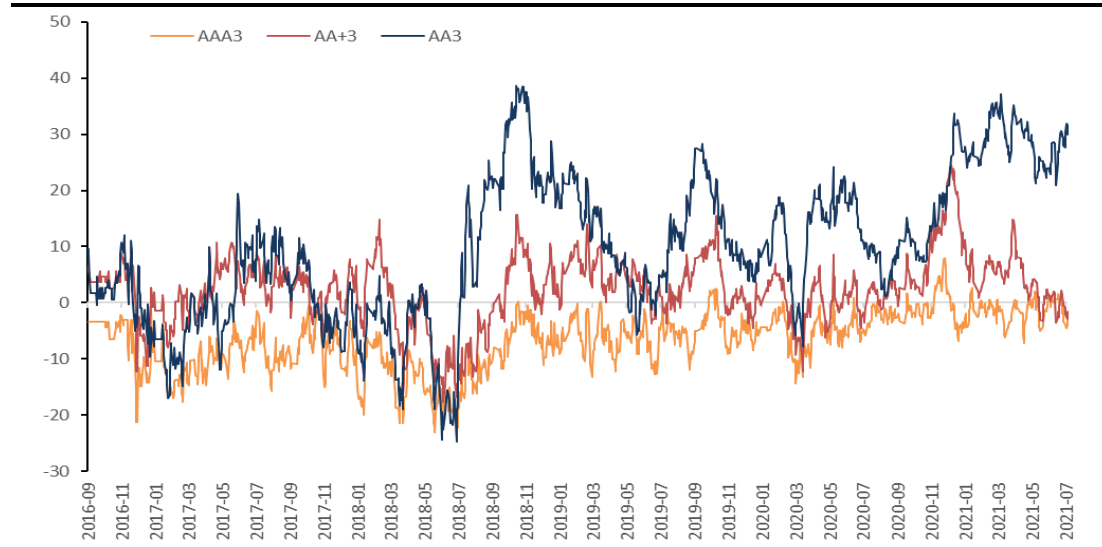


数据来源: Wind, 百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面，AAA 与 AA+ 的分化收窄，但低评级 (AA) 分化持续，且利差走阔。具体来看，7 月，3Y/AAA 产业-城投利差均值在 -0.76bp，

3Y/AA+产业-城投利差均值在-0.63bp，3Y/AA 产业-城投利差均值在 28.1bp。

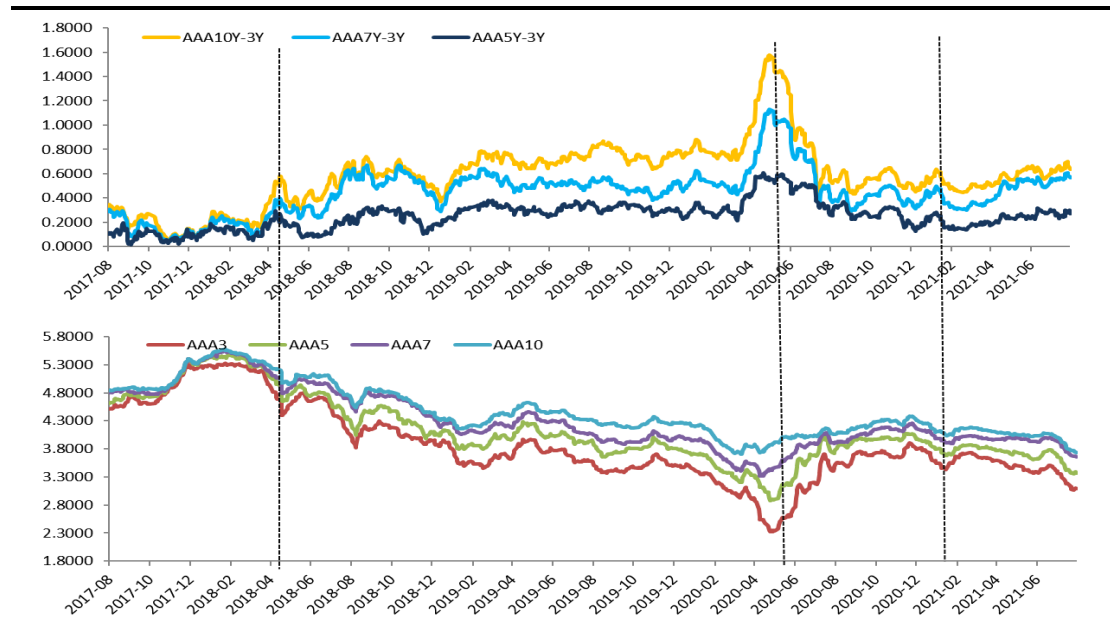
图表 14：产业债-城投债利差收窄



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，7月AAA产业债期限利差走阔。具体来看，10Y-3Y利差走阔，均值为65bp（前值60bp）；7Y-3Y利差走阔，均值在56bp（前值52bp）；5Y-3Y利差走平，均值在27bp（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

7 月中报陆续披露，评级公司密集发布评级跟踪报告，共有 47 家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共 40 家，评级（展望）上调的主体共 7 家。因为中小银行进入中报披露期，下调的发行主体中，主要以盈利能力弱化、不良率攀升的中小银行为主。

图表 16：评级（展望）下调/上调

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
四川天府银行股份有限公司	2021-07-30	AA+	负面	2020-07-29	AA+	稳定
盛京银行股份有限公司	2021-07-30	AA+	稳定	2020-07-21	AAA	稳定
青海省国有资产投资管理有限公司	2021-07-30	AA-	负面	2020-10-30	AA+	负面
顾家集团有限公司	2021-07-30	AA-		2020-07-13	AA	稳定
富通集团有限公司	2021-07-30	AA+	负面	2020-07-23	AA+	稳定
延边农村商业银行股份有限公司	2021-07-29	A+	稳定	2020-07-30	AA-	负面
葫芦岛银行股份有限公司	2021-07-29	A+	稳定	2020-07-30	AA	稳定
河南新郑农村商业银行股份有限公司	2021-07-29	AA-	稳定	2020-07-27	AA	稳定
合众人寿保险股份有限公司	2021-07-29	AA-	稳定	2021-04-14	AA	稳定
汉中市城市建设投资开发有限公司	2021-07-29	AA	负面	2020-06-08	AA	稳定
阜新银行股份有限公司	2021-07-29	AA-	稳定	2020-08-20	AA	稳定
大连农村商业银行股份有限公司	2021-07-29	AA-	稳定	2020-07-24	AA	稳定
中天金融集团股份有限公司	2021-07-28	AA	负面	2020-07-28	AA+	稳定
中国四联仪器仪表集团有限公司	2021-07-28	A+	稳定	2020-07-30	AA-	负面
天津市旅游(控股)集团有限公司	2021-07-28	AA	负面	2020-07-24	AA	稳定
山西长子农村商业银行股份有限公司	2021-07-28	A	稳定	2020-07-24	A+	稳定
山西平遥农村商业银行股份有限公司	2021-07-28	BBB+	稳定	2020-07-30	A	稳定
山东岚桥集团有限公司	2021-07-28	A	负面	2020-07-29	AA	负面
辽宁省国有资产经营有限公司	2021-07-27	AA+	负面	2020-09-24	AA+	稳定
上海新文化传媒集团股份有限公司	2021-07-26	B		2021-06-25	BBB	负面
青岛旅游集团有限公司	2021-07-26	AA+	负面	2020-07-27	AA+	稳定
鹏博士电信传媒集团股份有限公司	2021-07-26	AA	负面	2017-02-23	AA	稳定
南方中金环境股份有限公司	2021-07-26	AA-	稳定	2020-07-20	AA	稳定
辽源市国有资产经营有限责任公司	2021-07-26	AA	负面	2020-07-23	AA	稳定
贵州东湖新城市建设投资有限公司	2021-07-26	AA	负面	2020-06-19	AA	稳定
遵义市播州区交通建设投资有限公司	2021-07-23	AA	负面	2021-06-28	AA	稳定
吉林环城农村商业银行股份有限公司	2021-07-23	A	稳定	2020-07-24	A+	稳定
苏宁电器集团有限公司	2021-07-22	A	负面	2021-04-06	AA+	负面
今世缘集团有限公司	2021-07-22	AA	稳定	2020-07-30	AA	正面
山东三星集团有限公司	2021-07-21	AA	负面	2021-01-21	AA	稳定
宁波富邦控股集团有限公司	2021-07-21	BBB+pi	稳定	2016-04-01	A-	稳定
柳州市投资控股有限公司	2021-07-21	Api	稳定	2015-07-02	A+	稳定
海安城市动迁改造有限公司	2021-07-20	Api	稳定	2019-09-09	A+	稳定
苍南县国有资产投资集团有限公司	2021-07-20	A-pi	稳定	2019-10-30	A	稳定
贵州钟山开发投资有限责任公司	2021-07-15	AA	负面	2020-06-16	AA	稳定
启迪环境科技发展股份有限公司	2021-07-14	AA	负面	2020-11-26	AA+	
四川蓝光发展股份有限公司	2021-07-13	C		2021-07-09	CCC	负面
珠江人寿保险股份有限公司	2021-07-09	AA-	稳定	2020-12-24	AA	稳定
贵州六盘水攀登开发投资贸易有限公司	2021-07-07	AA-	稳定	2020-08-27	AA	稳定
幸福人寿保险股份有限公司	2021-07-05	AA	稳定	2020-12-16	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
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
安徽阜南农村商业银行股份有限公司	2021/7/30	AA-		2021/5/26	A+	
盐城市国有资产投资集团有限公司	2021/7/29	AA+	稳定	2020/12/30	AA	稳定
唐山市通顺交通投资开发有限责任公司	2021/7/29	AA+	稳定	2020/9/17	AA	稳定
广州农村商业银行股份有限公司	2021/7/29	AAA	稳定	2021/4/19	AAA	负面
湖北宜化化工股份有限公司	2021/7/28	A	稳定	2020/7/23	A	负面
广西桂冠电力股份有限公司	2021/7/21	AA+pi	稳定	2015/4/1	AA	稳定
成都高新投资集团有限公司	2021/7/21	AA-pi	稳定	2019/3/26	A+	稳定

资料来源：iFind，百瑞信托

## 2、违约情况

7月，共有13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9家，展期的有4家，其中，9家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计105.23亿元，分别是：重庆协信远创实业有限公司、中融新大集团有限公司、宜华生活科技股份有限公司、四川蓝光发展股份有限公司、南京建工产业集团有限公司、康美药业股份有限公司、康得新复合材料集团股份有限公司、北讯集团股份有限公司。除了四川蓝光发展股份有限公司外，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
16协信06	2021-07-14	重庆协信远创实业有限公司	实质违约	9.00	--	C	中外合资企业	否	房地产开发	
17中融新大MTN001	2021-07-19	中融新大集团有限公司	实质违约	1.11	0.96	C	民营企业	否	贸易公司与工业品经销商	
18泛海G1	2021-07-20	中国泛海控股集团有限公司	展期	8.83	1.84	A	民营企业	否	综合类行业	
15宜华01	2021-07-16	宜华生活科技股份有限公司	实质违约	5.13	--	CCC	民营企业	是	家庭装饰品	宜华企业(集团)有限公司
20蓝光CP001	2021-07-29	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	7.46	--	C	民营企业	是	房地产开发	
19蓝光07	2021-07-28	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	4.00	1.31	C	民营企业	是	房地产开发	
19蓝光01	2021-07-28	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	7.23	0.63	C	民营企业	是	房地产开发	
20蓝光04	2021-07-28	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	8.00	1.99	C	民营企业	是	房地产开发	
19蓝光04	2021-07-28	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	3.00	1.01	C	民营企业	是	房地产开发	
20蓝光02	2021-07-28	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	7.50	1.62	C	民营企业	是	房地产开发	
16蓝光01	2021-07-28	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	11.81	0.12	C	民营企业	是	房地产开发	
19蓝光02	2021-07-23	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	10.76	0.97	C	民营企业	是	房地产开发	
19蓝光MTN001	2021-07-12	四川蓝光发展股份有限公司	实质违约	9.68	--	A	民营企业	是	房地产开发	
16晟晏02	2021-07-12	宁夏晟晏实业集团有限公司	展期	0.08	--	BB	民营企业	否	金属非金属	
18丰盛01	2021-07-19	南京建工产业集团有限公司	实质违约	5.38	--	C	民营企业	否	建筑与工程	
17康美MTN001	2021-07-19	康美药业股份有限公司	实质违约	1.04	0.96	C	民营企业	是	中药	
17康得新MTN002	2021-07-14	康得新复合材料集团股份有限公司	实质违约	0.55	0.95	C	民营企业	是	基础化工	
20鸿达02	2021-07-22	鸿达兴业集团有限公司	展期	0.04	1.97	C	民营企业	否	基础化工	
20鸿达01	2021-07-19	鸿达兴业集团有限公司	展期	0.33	1.71	C	民营企业	否	基础化工	
19泛控01	2021-07-09	泛海控股股份有限公司	展期	3.00	0.93	A	民营企业	是	其他多元金融服务	中国泛海控股集团有限公司
16东旭02	2021-07-26	东旭集团有限公司	实质违约	7.80	--	C	民营企业	否	综合类行业	
18北讯04	2021-07-16	北讯集团股份有限公司	实质违约	5.79	--	C	民营企业	是	建筑产品	

资料来源：Wind，百瑞信托



## 四、投资观点

整体来看，7月进入中下旬后，delta 疫情扩散，市场避险情绪上升，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% 左右，但 1Y 期城投信用利差在 32%，性价比较高，而低等级城投债信用利差分位数依然居高不下，在 95% 以上。

7月中小银行中报陆续披露，评级也密集调整，下调的主体主要以盈利能力弱化、不良率攀升的中小银行为主，因为城农商行定位为服务于当地经济为主，除了自身财务数据恶化外，银行所处的区域经济也在弱化，同时股东背景等负面舆情也在影响。

730 政治局会议提到“预算内投资和地方债发行”的问题，由于上半年专项债整体发行有所滞后，1-7 月新增地方债为全年额度的 43.2%，特别是新增专项债才完成 37.9%，下半年地方债发行会加速，但在隐性债务化解的大背景下配套资金乏力，仍不能对下半年基建投资乐观，所以需要警惕信用债分化的风险。

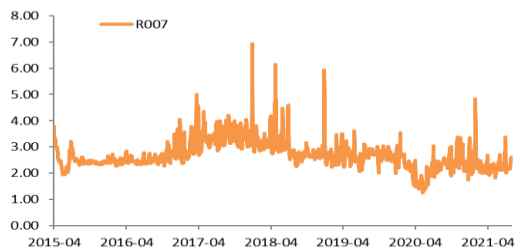
其他数据一览

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	0.46	0.90	1.44	1.94	2.31	9	2	15	16	39
国开	0.48	1.06	1.29	1.91	2.46	26	6	10	20	22
非国开	0.38	0.97	1.34	1.56	2.23	30	2	3	25	14
铁道	0.46	1.17	1.92	2.18	2.73	32	6	10	42	25
产业AAA	0.49	1.15	1.86	2.09	2.64	23	1	3		
产业AA+	0.49	1.35	1.91			31	30	38		
产业AA	0.58	0.94	1.68			91	91	92		
产业AA-	0.61	1.22				32	6	10	25	27
城投AAA	0.46	1.10	1.70	2.07	2.25	31	6	11		
城投AA+	0.47	1.27	1.93			26	10	46		
城投AA	0.55	1.07	1.90			96	96	97		
城投AA-	0.59	1.34								

资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



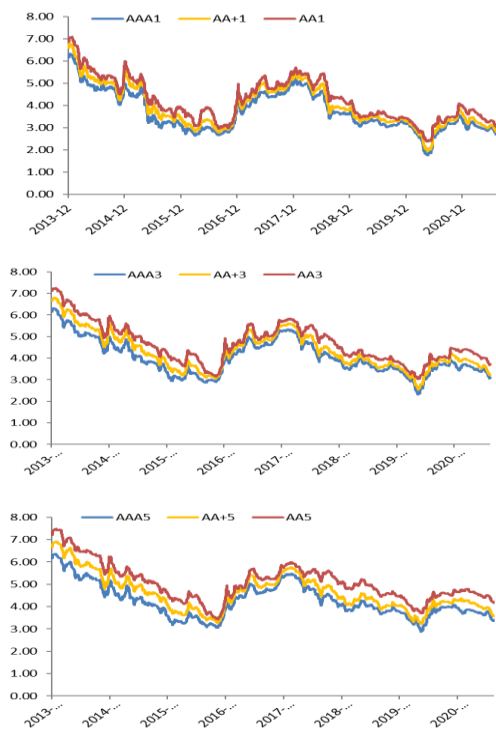
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



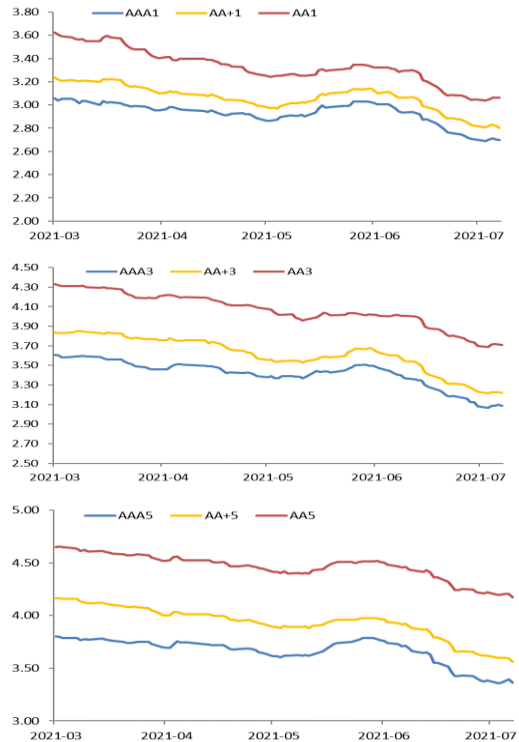
数据来源: Wind, 百瑞信托

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