

## 融资政策收紧下的“结构性资产荒”

### ——2021年上半年信用债市场回顾及下半年展望（二）

研究发展部 冯琳 于丽峰

#### 主要观点：

#### 下半年信用环境展望：

- 下半年经济增长动能将进一步向内需切换，有下行隐忧，但韧性犹在，宏观政策全面转向宽松的可能性不大。这意味着，对于城投和房企这两大逆周期调节的重要发力主体而言，监管政策环境难有明显松动。下半年PPI同比涨势料持续回落、CPI涨势渐起，但短时间内上下游商品涨价幅度之间的剪刀差仍难以弥合，建议持续关注通胀结构性分化对下游行业利润的侵蚀。
- 7月央行重启降准显示货币政策边际转松，但不宜解读为全面宽松信号；下半年“稳货币”态势料将不变，央行将继续保持流动性合理充裕，为降低实体经济综合融资成本提供适当的利率环境，信用环境则将从前期的“紧信用”转入“稳信用”过程。此外，今年以来债券融资和非标融资收缩速度要快于在结构性货币政策下担纲“精准滴灌”重任的银行贷款，凸显对债券融资和非标融资依赖度较高的主体信用风险。

#### 下半年信用债市场展望：

- **一级市场：**受发行监管趋严，主要是发债大户城投企业和房企融资政策收紧影响，下半年信用债净融资难有大幅放量，资金和可投资产之间的供需不平衡还将持续，结构性“资产荒”将继续演绎。
- **二级市场：**在流动性保持合理充裕的预期下，下半年中高等级利差仍然有望跟随利率债收益率低位震荡；“资产荒”逻辑下，投资者会被迫下沉资质，久期拉长也会从中高等级向低等级延伸，低等级信用利差有整体收敛的趋势，但因市场风险情绪仍较谨慎，不太可能进行板块性的整体下沉，而是在信用风险相对可控、流动性较好，或是前期被错杀的标的中挖掘投资机会，因此信用利差进一步系统性压降的幅度有限，信用分

层和区域分化也难有实质性改善。

### 下半年信用风险展望：

- 在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入下，短期内债市实际违约率不会有明显上升。但政策面将持续聚焦重点领域风险化解，相关领域融资政策环境或将继续收紧：融资收缩背景下，年内城投债面临的流动性风险上升，但公募债违约概率仍然较低；“底线”诉求下，地方产业类国企违约已被纳入重点监控范围，短期内地方国企违约将受到一定遏制，但中长期来看，尾部地方产业类国企市场化出清或加速；房企融资政策持续收紧，流动性压力加大，需警惕去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的民营房企信用风险。

### 下半年投资策略展望：

- 经过上半年的“资产荒”，中高等级信用债收益率和利差均已下行至历史极低水平，同时，城投地产融资环境持续收紧，产业债融资尚未完全恢复，主体信用分化下半年难以缓解，信用债三大投资策略空间均受限。一方面，套息空间收窄、久期策略性价比下降，私募债、永续债等品种利差空间亦已压缩；另一方面，融资环境收紧，低等级信用债再融资风险加大，下沉资质风险上升。预计机构将根据自身负债特点和风控要求挖掘部分错杀机会，把握票息收益。

## 2. 2021 年下半年信用债市场展望

### 2.1 下半年信用环境展望

#### **(一) 下半年经济增长动能将进一步向内需切换，有下行隐忧，但韧性犹在，宏观政策全面转向宽松的可能性不大**

上半年经济修复进程继续推进，一季度 GDP 同比增速达到 18.3%，二季度受基数抬高影响，GDP 同比增速降至 7.9%，但两年复合增速加快至 5.5%，继续向潜在增长水平靠拢。从经济增长动力上看，出口高增带动工业生产“抢跑”，是支撑上半年经济增长的主导力量。

下半年经济下行压力将主要来自两个方面：一是房地产投资，从两年平均增速来看，6 月房地产投资增长动能已现拐头向下迹象，房地产调控政策叠加效应逐渐显现。二是出口，受基数抬高及海外产能修复影响，下半年出口增速可能会出现回落势头。从 6 月经济数据的边际变化上来看，下半年经济增长动能将进一步向消费和制造业投资切换，但能否有效对冲房地产投资和出口增速的放缓还存在较大不确定性。主要不确定性源自出口增速回落的幅度会有多大，在全球疫情扰动下，短期内出口增速超预期下滑或超预期强劲的可能性均无法排除。

我们认为，7 月 7 日国常会提到“适时降准”后，7 月 15 日央行全面降准 0.5 个百分点，即为监管层面对潜在经济下行压力采取的前瞻性举措，客观上会对下半年的稳增长起到重要支撑作用。但考虑到下半年经济失速风险不大，7 月降准并不代表货币政策全面转向宽松。预计下半年宏观政策将继续在稳增长、控物价和防风险之间把握综合平衡。这也意味着，对于城投和房企这两大逆周期调节的重要发力主体而言，下半年监管政策环境松动的空间并不大。

#### **(二) 下半年 PPI 同比涨势料持续回落、CPI 同比涨势渐起，但短时间内上下游商品涨价幅度之间的剪刀差仍难以弥合**

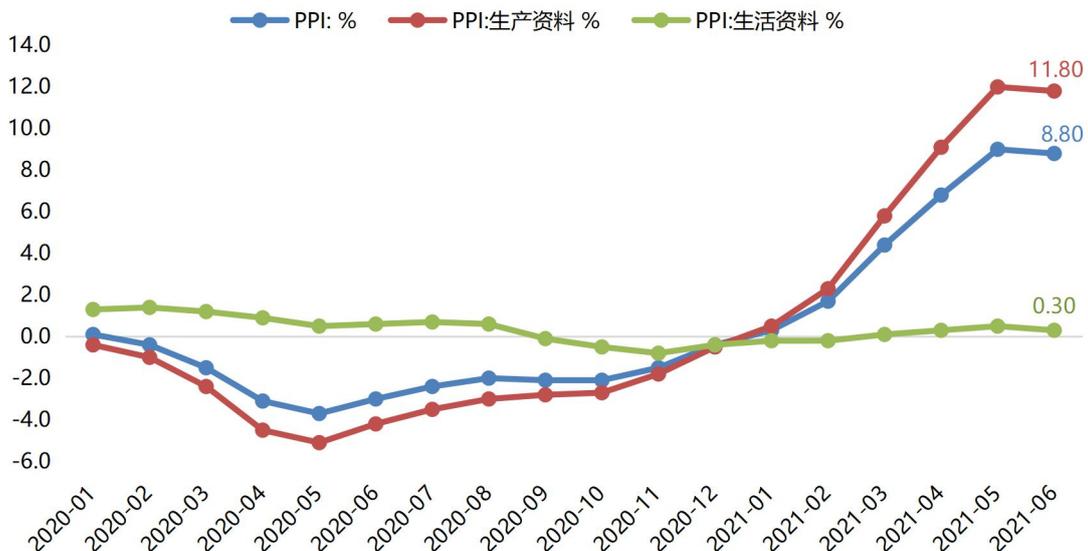
上半年 CPI 同比整体偏低，1-6 月累计同比增长 0.5%，单月同比增速最高点也仅为 1.3%。这一方面受猪肉价格下跌带动食品 CPI 走低影响，另一方面也因终端消费配合不力，导致 PPI 高增向 CPI 传导不畅，核心 CPI

始终处于低位。而另一方面，伴随以原油、铜为代表的大宗商品价格快速上涨，上半年PPI呈现出快速冲高后在6月份企稳回落的走势，1-6月累计同比增长5.1%，其中，5月当月同比达到9.0%，6月企稳回落至8.8%。

可以看出，今年上半年通胀的一大特点是PPI和CPI之间的分化，二者的剪刀差不断走阔。背后的核心原因在于PPI高增主要由国际大宗商品价格上涨拉动，具有输入性通胀特征，而国内需求端并未出现过热，且终端消费仍处在偏弱状态，这导致上游商品涨价向中下游的传导比较慢。因此，今年以来，不仅PPI和CPI之间的分化剧烈，PPI生活资料和生产资料，以及生产资料中的采掘工业、原材料工业和加工工业PPI之间的分化也比较大，整体上呈现上游涨价强于中游、中游强于下游的特点。这对部分中游行业和下游行业利润构成挤压，加剧了中下游企业的经营难度，这也是7月央行实施降准的直接原因。

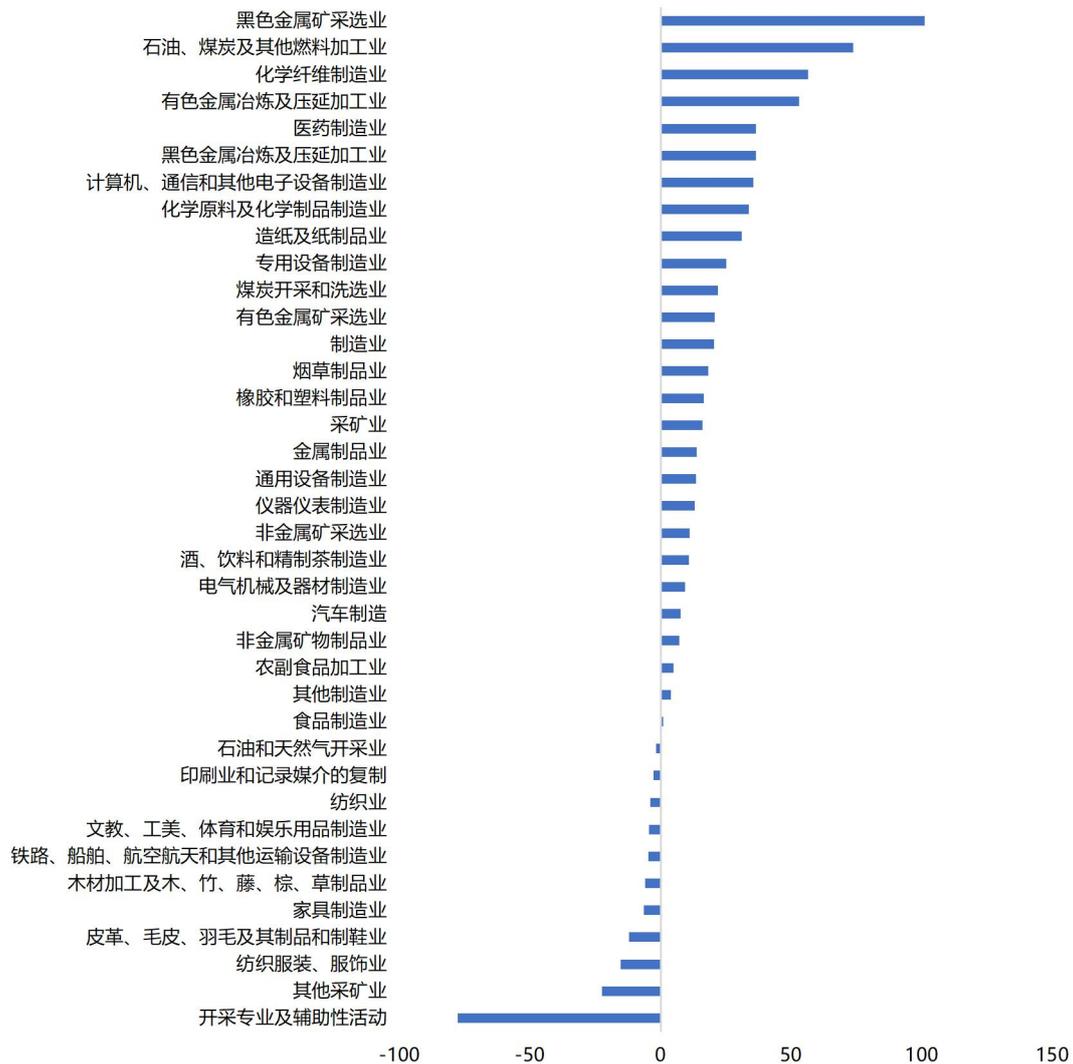
展望下半年，受基数变动及边际涨价动能变化影响，PPI同比涨势料持续回落、CPI同比涨势渐起——我们判断，年底PPI同比料将回落至5.0%左右，CPI同比则将上扬至2.5%-3.0%之间，这意味着通胀内部结构性分化将趋于缓和，但年内PPI同比仍将处于相对高位，短时间内上中下游商品涨价幅度之间的剪刀差仍难以弥合，建议持续关注通胀结构性分化对下游行业利润的侵蚀。

图 14 当前 PPI 内部表现出中上游涨价强于下游的特点



数据来源：Wind，东方金诚

图 15 2021 年上半年工业企业利润相较 2019 年同期的两年平均增速 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

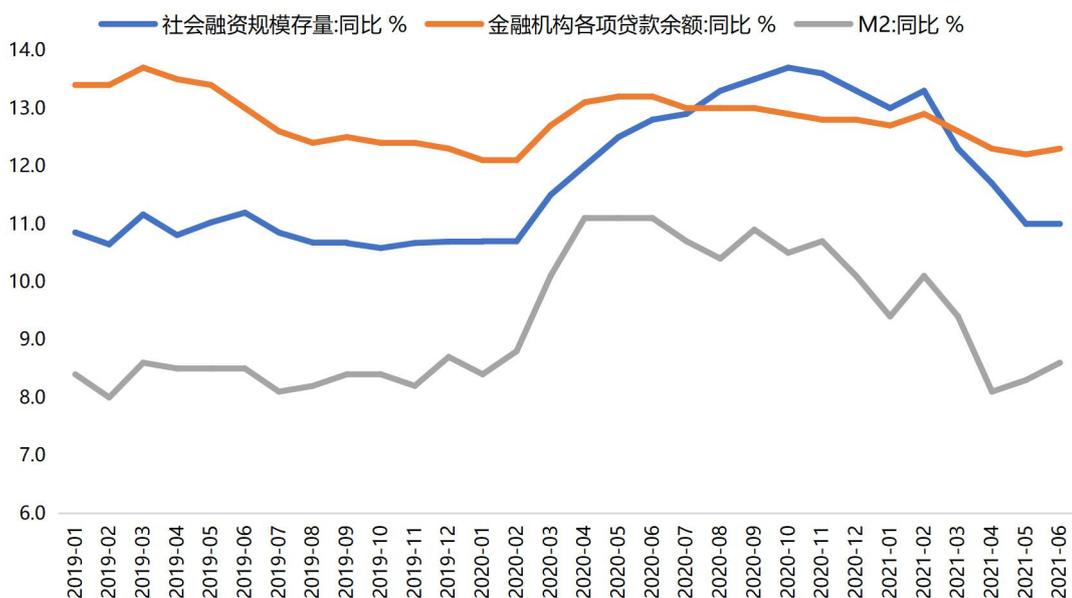
### (三) 央行重启降准显示货币政策边际转松，但不宜解读为全面宽松信号；下半年“稳货币”态势料将不变，“紧信用”将转入“稳信用”过程

央行 7 月 15 日全面降准 0.5 个百分点，释放出货币政策边际转松的信号。我们认为主要有三方面意图：一是如 7 月初国常会所提，本次降准针对大宗商品价格上涨对企业生产经营的影响，降低企业综合融资成本；二是三季度地方债发行将加速，加之巨额 MLF 到期量，会对银行体系流动性起到比较大的抽水作用，所以本次降准可提前为银行注入中长期资金；三是监管层看到了经济运行中的结构性问题，以及下半年甚至明年的经济下行压力，提前做出的政策对冲。

但7月降准并不意味着货币政策全面转向宽松，其中一个标志是年内实施连续降准的可能性不大，央行也不会下调政策利率。我们认为，考虑到经济下行压力尚不明显但政策已前瞻性做出反应，这意味着短期内——至少是三季度——再度实施全面降准、甚至于降息的可能性很小。到四季度，经济下行压力将进一步加大，货币政策存在边际转松的可能，但考虑到届时国内CPI上行、外围美联储货币政策收紧，内部通胀和外部贬值的压力会加大货币政策摆布的难度，央行采取较大规模货币宽松措施会面临不小掣肘。我们判断，除非四季度经济下行压力超预期，否则央行再度全面降准或降息的可能性也不大。

当然，经济运行中的结构性不均衡和总量下行压力，也决定了下半年货币政策难以收紧。预计后期监管层将继续保持稳健中性的货币政策基调，一方面，保持流动性合理充裕，为降低实体经济综合融资成本提供适当的利率环境，另一方面，下半年信用环境将从前期的“紧信用”转入一个“稳信用”过程，但不搞“大水漫灌”背景下，M2和社融增速在当前水平上出现大幅反弹的可能性也很小。我们判断，正如本次降准的主旨在于支持小微企业那样，下半年货币政策的主要发力点仍将是结构性的“有保有压”。其中“保”的重点是小微企业、绿色发展和科技创新；“压”则主要指向房地产金融和城投平台融资。

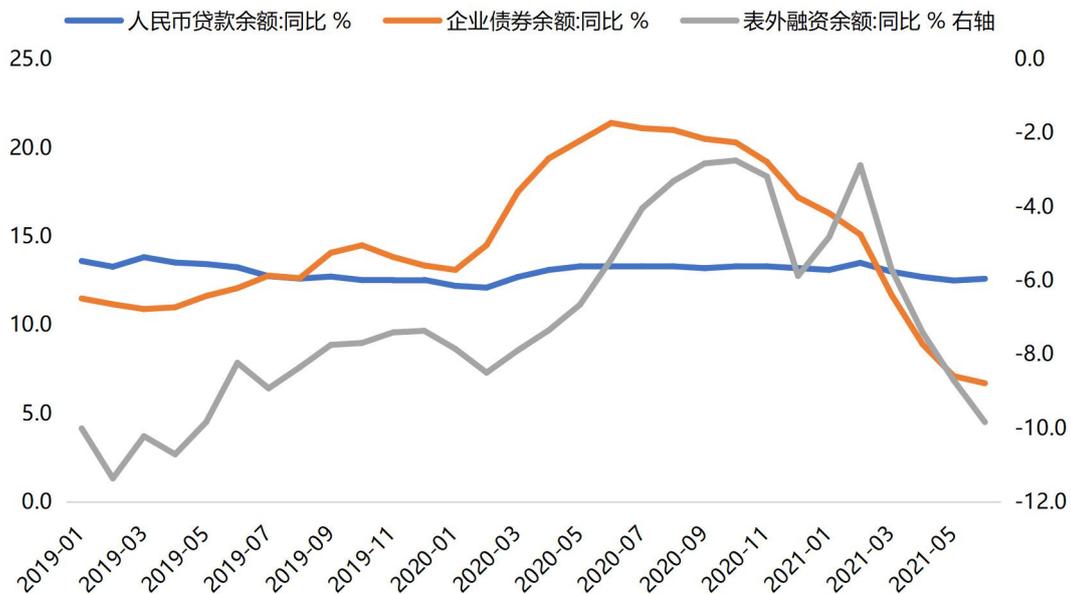
图 16 二季度以来，“紧信用”过程渐入尾声



数据来源：Wind，东方金诚

另外值得一提的是，今年以来社融存量增速弱于贷款余额增速，主要原因是受监管收紧等因素影响，债券融资和非标融资收缩速度要快于在结构性货币政策下担纲“精准滴灌”重任的银行贷款。这也提示持续关注对债券融资和非标融资依赖度较高的主体信用风险。

图 17 社融口径下，企业债券融资和非标融资收缩速度要快于银行贷款



数据来源：Wind，东方金诚

注：图中人民币贷款为社融口径人民币贷款，即剔除非银贷款后投向实体经济的人民币贷款

## 2.2 下半年信用债发行展望

**受发行监管趋严，主要是发债大户城投平台和房企融资政策收紧影响，下半年信用债净融资难有大幅放量，债市“缺资产”还将继续演绎**

下半年宏观政策将延续稳健基调，市场利率将保持基本稳定，债券融资成本上升的风险并不大，利率环境相对比较舒适。但前期政策累积效应还将持续释放，尤其是在严控地方政府隐性债务风险和加强房地产市场调控的背景下，发债大户城投平台和房企融资政策明显收紧。今年制造业投资接棒基建和房地产，成为拉动投资增长的主要动力。制造业投资的反弹将带动企业融资需求回暖，但当前政策层面上鼓励银行加大对制造业企业的中长期贷款支持力度，意味着制造业投资回升将难以大幅激发企业债券融资需求。

因此，我们判断，下半年信用债净融资难有大幅放量，预计净融资额在 1.2 万亿左右，比上半年增加约 2500 亿，但大幅高于去年下半年的不足 300 亿；下半年信用债总偿还量为 4.5 万亿，再加上当期发行当期到期的部分（估计在 7000 亿左右），总发行量将为 6.4 万亿，比上半年增加约 3000 亿，比去年下半年增加约 1 万亿。

今年以来，债市“资产荒”持续演绎，原因有三：一是今年是资管新规过渡期最后一年，非标资产持续压降，再加上银行地产相关信贷投放受到严格限制，腾挪出来的资金就会转移到债券配置上；二是专项债发行进度偏缓，放量幅度低于预期；三是在国企信仰受到冲击、城投和地产板块净融资收缩的情况下，今年债市可供投资的优质安全资产减少，而对信用风险的担忧，又导致投资者风险偏好下降，资金抱团现象凸显。考虑到下半年信用债净融资难有大幅放量，这种**资金和可投资资产之间的供需不平衡还将持续，这意味着结构性的“资产荒”将继续演绎**，这有利于利率债和中高等级信用债，局部地区城投信仰也出现被动巩固趋势。

### 2.3 下半年收益率及利差走势展望

**在流动性保持合理充裕的预期下，下半年中高等级利差仍然有望跟随利率债低位震荡；“资产荒”逻辑下，低等级利差有整体收敛的趋势，但市场风险情绪仍较谨慎，信用利差进一步系统性压降的幅度有限**

如前所述，7 月央行降准不代表货币政策转向全面宽松，但经济运行中的结构性不均衡和总量下行压力，也决定了下半年货币政策不会收紧。这就意味着，下半年债市难现大牛，但也不会走熊，整体上难以突破震荡格局，预计 10 年期国债收益率大致上在 2.85%-3.15%之间震荡，中枢在 3.0%左右，比上半年中枢下移约 15bp。

从利差角度看，对于中高等级信用债来说，其利差主要由流动性溢价构成，在流动性保持合理充裕的预期下，中高等级利差仍然有望跟随利率债低位震荡。而对于低等级信用债来说，一方面，“资产荒”逻辑下，在利率债和中高等级信用债价值被挖掘殆尽后，投资者会被迫下沉资质，久期拉长也会从中高等级向低等级延伸，低等级利差有整体收敛的趋势；但另

一方面，在城投、地产严监管和打破刚兑的大环境下，市场风险情绪比较谨慎，不太可能进行板块性的整体下沉，而是在信用风险相对可控、流动性较好，或是前期被错杀的标的中挖掘投资机会，这也意味着，下半年信用利差进一步系统性压降的幅度有限，信用分层和区域分化可能也难有实质性改善。

## 2.4 下半年信用风险展望

**在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入下，短期内债市实际违约率不会有明显上升；但防风险和稳杠杆重要性提升，政策面聚焦重点领域风险化解，相关领域融资政策环境或将继续收紧**

展望下半年，政策层面坚守风险处置的“底线”思维，在监管连续强调打击“逃废债”以及地方政府介入下，预计信用债市场的实际违约率不会有明显上升。但风险暂时不暴露并不代表风险不存在或可以在短期内得到有效化解，因此，在信用风险暂未落地出清之前，市场情绪仍将敏感谨慎，需关注信用风险扰动下的估值流动性冲击。

我们认为，在国企改革三年行动进入攻坚阶段、引导地方降低政府杠杆率、抑制房地产领域金融化和泡沫化等政策背景下，部分高负债的僵尸国企、地方政府融资平台、房地产企业等融资环境收紧，再融资难度提升，信用风险集中暴露的潜在威胁加大。这些企业又恰为我国信用债市场上的主要发债主体，这使得债券市场与地方政府隐性债务风险、房地产泡沫等金融风险领域的“灰犀牛”关联密切，从而加剧了从个体开始的债券无序违约引发全市场踩踏，进而向其他金融领域和实体经济部门扩散的可能性。因此，上述领域的潜在信用风险也成为债券市场存量风险化解处置的重点。

### 1、年内城投债面临的流动性风险上升，但公募债违约概率仍然较低

今年以来，政策面对于地方财政和金融风险的关注再度上升。政府工作报告指出“一些地方财政收支矛盾突出，防范化解金融等领域风险任务依然艰巨”；3月15日国常会首提“政府杠杆率要有所降低”，剑指地方政府隐性债务；4月8日，财政部部长刘昆在《人民日报》发表署名文章《努

力实现财政高质量发展》，文中着重谈及了三大领域风险，即地方政府隐性债务风险、“保工资、保运转、保基本民生”风险和金融风险；4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，重新提出“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”；7月银保监会“15号文”明确要求严禁新增地方政府隐性债务，银行保险机构不得为承担地方政府隐性债务的客户新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资。

可以看出，中央政府遏制隐性债务增量的态度非常明确。随着后疫情阶段我国经济稳步复苏，政策重提对失去清偿能力的融资平台要依法实施破产重整或清算也是希望引导市场预期，打破城投刚兑信仰。但从目前来看，若真有承担政府融资职能的城投公司由于失去清偿能力而直接破产清算，将会对市场产生较大冲击，加之今年是城投债和地方政府债务到期的大年，因此各地对于城投公司破产清算会慎之又慎。不过，近期监管密集出台关于地方政府隐性债务化解政策，城投公司融资环境趋紧，部分负债率高、短期债务到期规模大以及非标融资占比较高的城投公司债务滚续压力加大，城投债面临的流动性风险或提升。整体上看，我们判断下半年城投公募债违约概率依然较低，非标违约仍将常态化，私募债偶发违约概率增加。

**2、“底线”诉求下，地方产业类国企、尤其是大型地方国企违约已被纳入重点监控范围，短期内地方国企违约将受到一定遏制，但中长期来看，尾部地方产业类国企市场化出清或加速**

去年永煤违约事件后，市场对弱资质国企的谨慎态度导致弱资质国企再融资难度提升。市场高度关注所属地区财力较弱、自身债务负担沉重、资产规模虽大但流动性紧张的尾部企业违约风险。今年3月26日，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，提到要开展债券全生命周期管理，重点防控债券违约、依法处置债券违约风险，严禁恶意逃废债行为等，表明地方国企违约已纳入重点监控范围，在严控债务增量、保持合理债务水平的同时，对高风险企业将实施“一企一策”，目标就是避免包括债券违约在内的信用风险集中暴露。可以看出，当前政策重

心在于防范个体违约事件引发风险踩踏和外溢，重塑市场信心，避免出现重大信用风险冲击。在这一监管取向和多地政府的积极回应下，短期内地方国企违约将受到一定遏制，再现超预期违约事件的可能性比较小。

但从中长期来看，今年央行金融稳定工作会议强调金融风险处置要坚持市场化、法治化，坚持压实各方责任。对于债券市场来说，坚持市场化、法治化原则也意味着，债券市场存量风险化解处置需要建立符合市场化、法治化原则的信用风险分散分担机制，而非重回刚性兑付。如果企业出现暂时的兑付困难，可以在政府指导下与债券持有人积极沟通处置方案，通过债券展期、置换等方式主动化解风险，但对于那些积重难返、已无力化解风险的企业来说，如果不能遵循市场化原则合理、有序出清，反而会加大后续信用风险集中暴露并引发系统性风险的可能性。

**3、房企融资政策持续收紧，流动性压力加大，行业内部分化进一步加剧，需警惕去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的民营房企**

去年下半年以来，房地产融资政策持续收紧，房企融资“三条红线”管控、银行房地产资产占比压降“两条红线”的提出和执行、信托融资收紧等政策下，今年房企的流动性压力持续加大。尤其是对于“三道红线”不达标的高杠杆经营房企，一方面，融资环境的收紧对其债务规模的增加提出了明确限制，其新增债务多将用于借新还旧，依靠融资来进行土地获取及业务扩张的可能性降低；另一方面，对于部分土地储备不佳、面临补库存压力的房企而言，融资能力的减弱迫使其业务扩张只能依靠自身的销售回款，而土地储备规模较小或变现能力较差、项目周转慢的房企来说，短期内很难通过销售回款的提升来增强其对债务的保障，若采用打折促销的方式，也将削弱其利润空间。因此，去化回款慢、土储质量差、无序并购风险高、“高杠杆但非高周转”的民营房企信用风险状况值得关注。

## 2.5 下半年信用债投资策略展望

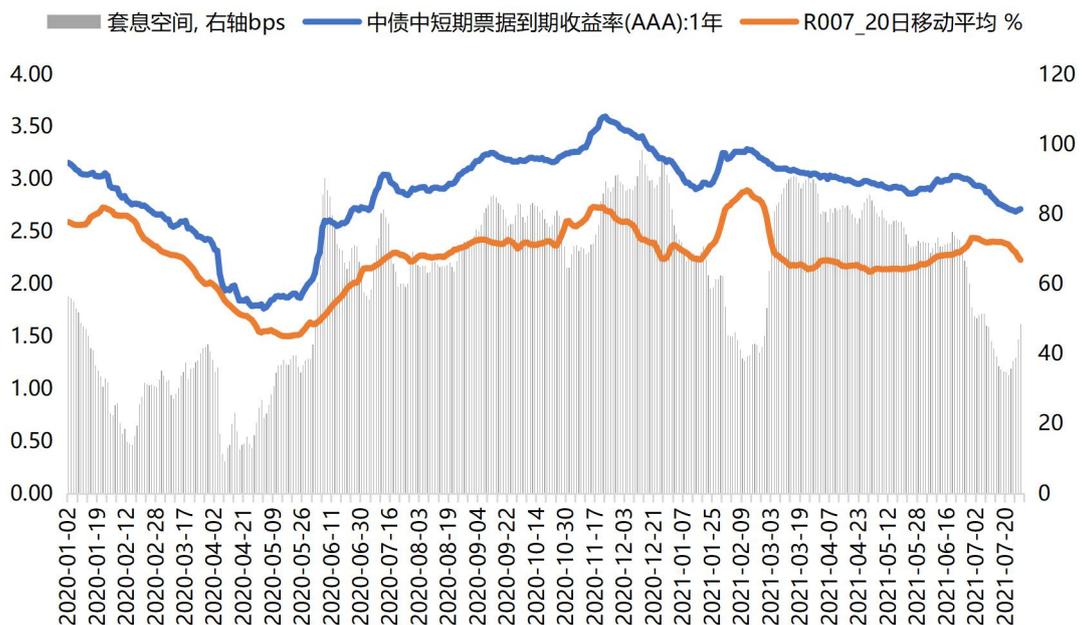
经过上半年的“资产荒”，中高等级信用债收益率和利差均已下行至历

史极低水平，同时，城投地产融资环境持续收紧，产业债融资尚未完全恢复，主体信用分化下半年难以缓解，信用债三大投资策略空间均受限。一方面，套息空间收窄、久期策略性价比下降，私募债、永续债等品种利差空间亦已压缩；另一方面，融资环境收紧，低等级信用债再融资风险加大，下沉资质风险上升。

### （一）套息策略空间有限

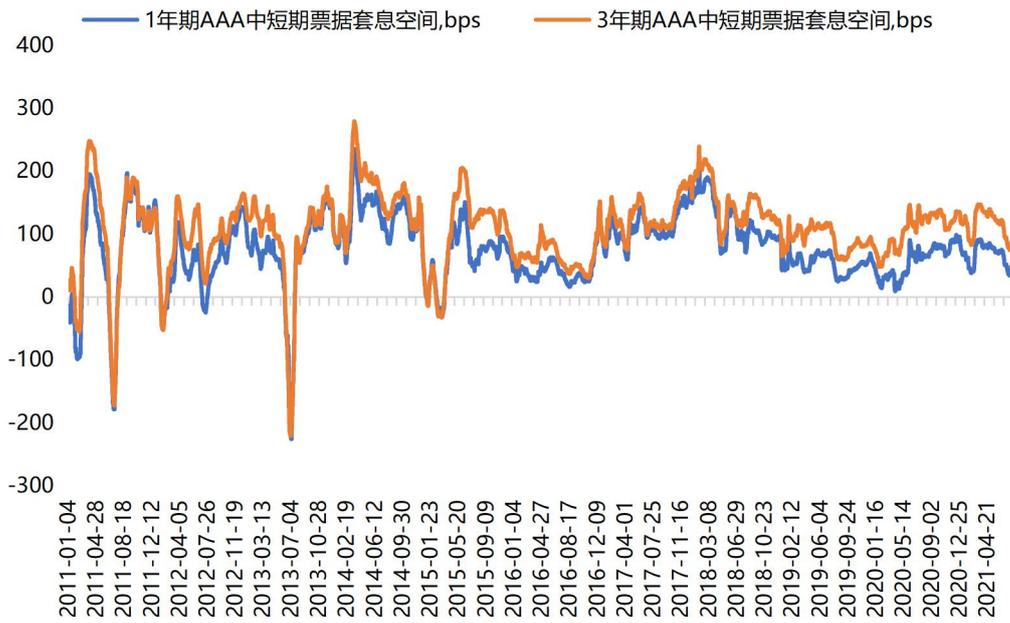
杠杆套息策略方面，以1年期AAA级中短期票据到期收益率减去R007的20日移动均值计算套息策略空间，可以看到，一季度由于资金利率上行及流动性分层等原因导致R007波动性增加，1月末R007收盘最高达到4.8%，套息空间随之先下后上；二季度资金面较为宽松，R007相对稳定，但信用债收益率较年初下行较多，套息空间持续压缩，7月下旬有所走高，但仍处于年内较低位置。截至7月28日，1年期、3年期AAA级中短期票据套息空间分别为49bp和86bp，处于26.5%和27.9%的10年历史分位数水平。从绝对值和历史分位数来看，套息空间较为有限。下半年货币政策依然以稳为主，资金利率下行空间不大，同时信用债收益率及利差均已达到历史较低水平，息差空间难以大幅走阔，同时需警惕超预期信用事件对非银资金面的冲击，下半年杠杆策略难度加大。

图 18 2021 年上半年套息空间波动较大



数据来源：Wind，东方金诚

图 19 2011 年以来 AAA 级中短期票据套息策略空间



数据来源：Wind，东方金诚

## (二) 中高等级信用债期限利差大幅下行，久期策略性价比下降

一季度机构抱团短久期信用债推动季末 AAA 级和 AA+级 3Y-1Y 期限利差上行至历史 92%分位数，久期策略性价比凸显；二季度投资者逐步拉长久期，截至 7 月 28 日，3 年期、5 年期 AAA 级和 AA+级债券收益率和利差水平均已达到历史极低水平，其中 3 年期下降更多，推动 AAA 级和 AA+级 5Y-3Y 利差较 3 月分别走阔 12bp 和 9bp，5 年期性价比有所提升；同期 AAA 级及 AA+级 3Y-1Y 期限利差分别下行 21bp 和 26bp，性价比下降。但需关注的是，5 年期 AAA 级和 AA+级中短期票据及城投债收益率和信用利差均已低于过去十年 10%分位点，同时，考虑到资管新规过渡期即将结束导致银行理财久期偏好下降，中长久期信用债收益率及利差进一步压缩难度较大，市场进一步拉长久期空间有限。

表 13 2021 年二季度中高等级期限利差变动情况

	2021 年 7 月 28 日水平 bp	2021 年 7 月 28 日历史百分位%	2021 年 3 月 31 日水平 bp	2021 年 3 月 31 日历史百分位%
AAA 中短期票据期限利差：5Y-1Y	66	63.72	75	75.73
AAA 中短期票据期限利差：3Y-1Y	37	59.87	58	91.58
AAA 中短期票据期限利差：5Y-3Y	29	71.55	17	35.28

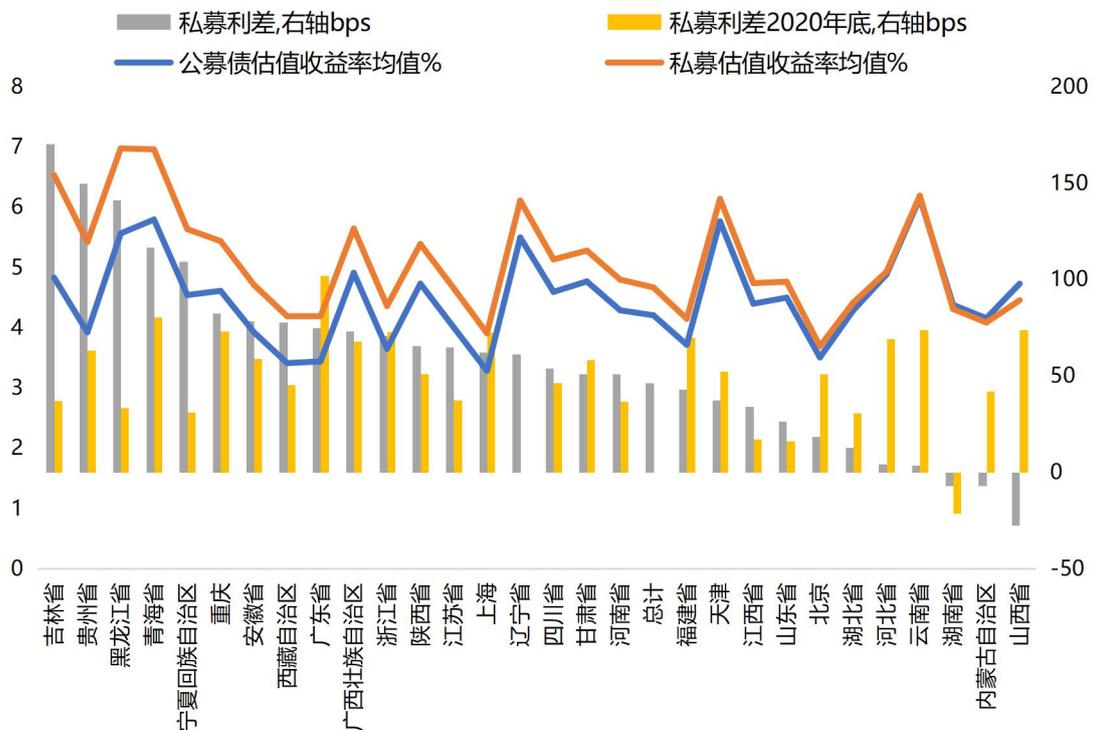
AA+中短期票据期限利差：5Y-1Y	76	57.88	93	78.99
AA+中短期票据期限利差：3Y-1Y	39	55.31	65	91.69
AA+中短期票据期限利差：5Y-3Y	37	68.98	28	41.98

数据来源：Wind，东方金诚

### (三) 城投私募债利差整体较去年底小幅下行，但省份间分化明显，投资者对私募债下沉资质仍谨慎

品种溢价方面，城投私募债利差整体较去年底小幅下行，但省份间分化明显。截至7月28日，全市场城投私募债相对公募债利差从2020年底的54bp下降到47bp。同时有存续公募债券和私募债券的31个省份中，有19个省份私募债利差较2020年底上行，12个省份有所下行。东北三省、贵州、青海、江苏等区域城投私募债利差上行较多，北上广、浙江、湖北、福建、山西等地私募债利差有所下行，私募债表现分化明显。城投融资政策收紧背景下，投资者对网红地区私募债的谨慎情绪下半年或将延续，私募债利差的区域差异或进一步加大。

图 20 各区域城投私募债相对公募债利差

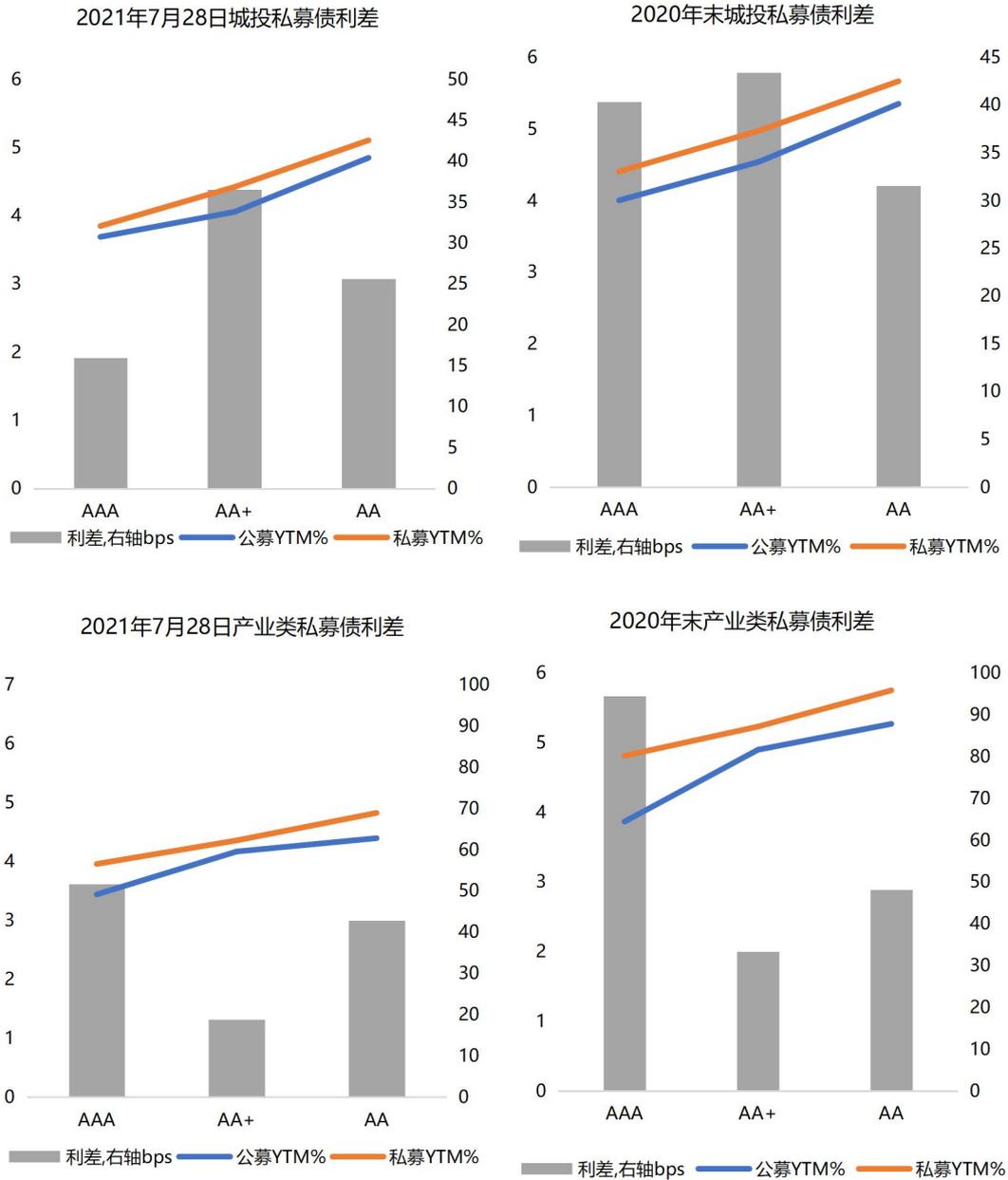


数据来源：Wind，东方金诚

注：根据期限在(1.5,2.5)年之间，到期收益率不高于7%的不含权债券统计，私募债包含定向工具和交易所私募债，公募债包含短融、中票、企业债和一般公司债。

从不同等级城投私募债利差的变化中也可以看出，上半年各等级城投私募债利差均现压缩，但AAA级压缩最为明显；城投债和产业债私募利差分别较去年底压缩25bp和43bp，AA+及AA级私募利差压缩幅度较小。受城投融资政策收紧及永煤、华晨、华夏幸福等主体违约影响，下半年投资者对私募债资质下沉仍将相对谨慎。

图 21 2021 年上半年城投及产业类私募债利差变化



数据来源：Wind，东方金诚

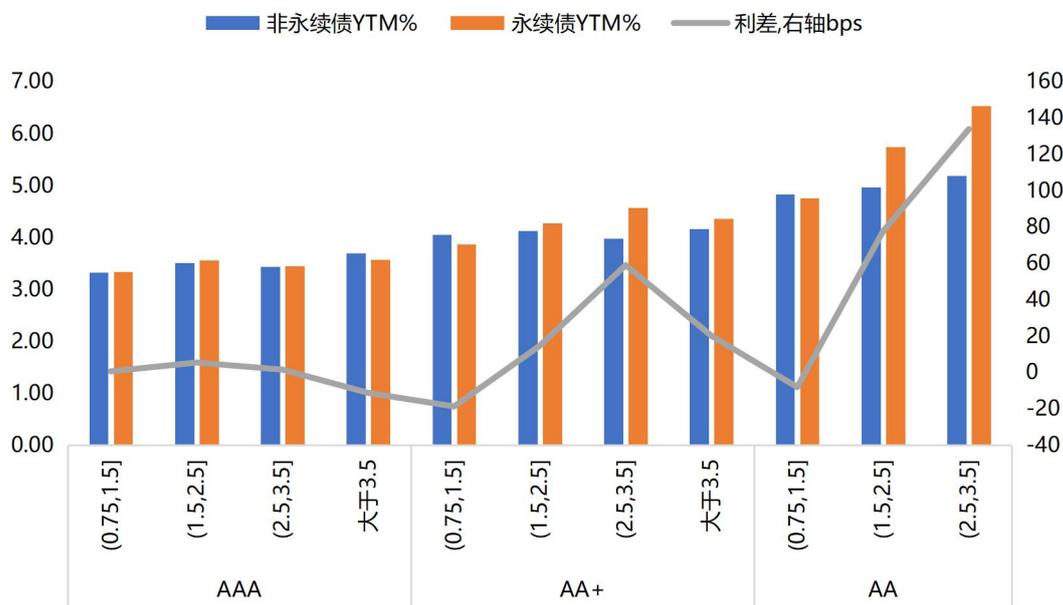
注：根据期限在(1.5,2.5)年之间，到期收益率不高于7%的不含权债券统计，私募债包含定向工具和交易所私募债，公募债包含短融、中票、企业债和一般公司债。

## 预计永续债一级市场将继续缩量，内部分化或将持续，需警惕发行主体不行使赎回权带来的风险

永续债方面，配置压力下投资者加大品种利差挖掘，永续债到期收益率大幅下行。截至7月28日中高等级永续债利差较去年底下行，AAA级行权各剩余期限永续债利差仅为个位数，较年初大幅压缩；但低等级（AA）利差明显走阔，剩余期限（1.5, 2.5]和（2.5, 3.5]的永续债利差分别由年初的52bp、110bp增大到78bp和134bp。

我们关注到，今年永续债一级发行明显缩量，3月26日国资委印发的《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》中提到，“对永续债券、永续保险、永续信托等权益类永续债和并表基金产品余额占净资产的比例进行限制”，这意味着未来永续债一级市场将继续缩量。同时，永续债内部分化或将持续：一方面，高等级永续债的稀缺性增强，利差反弹空间不大；另一方面，部分弱资质永续债估值走高，需警惕发行主体不行使赎回权带来的风险。

图 22 2021 年 7 月 28 日永续债利差情况



数据来源：Wind，东方金诚