

## 融资总体平稳，收益率大幅下行

——2021年7月信用债市场月报

分析师：于丽峰 冯琳

### 主要观点：

- **一级市场：**7月信用债融资总体平稳：发行量延续增长，净融资小幅回落；平均发行利率创2020年5月以来新低，平均发行期限继续拉长，取消发行规模明显减少，特别是AAA级取消发行规模下降明显，反映低利率环境下高评级主体发行意愿提升。其中，央企信用债净融资扭转了过去3个月持续为负的局面，发行量占到AAA级主体发行量的一半；城投债各等级总体滚续情况尚可，净融资为负的省份数量和融资缺口下降；受永煤违约影响的行业和地区融资缺口持续缩小，过剩产能行业投资者情绪逐步转暖；房地产行业政策持续加码，净融资再度转负。
- **二级市场：**
  - ✚ 7月“资产荒”继续演绎，信用债各期限收益率跟随利率债全线大幅下行，各期限AA级及以上级别收益率历史分位数均降至10%以下。5年期AAA级及AA+级信用利差压缩幅度较大，显示市场在中高评级品种上明显拉长久期。目前信用债中高评级收益率已降至历史低位，预计下半年将随利率债低位波动，杠杆和久期策略空间受限。
  - ✚ 市场对于低评级品种仍谨慎，7月信用债等级利差（AA-AAA）多数走阔，仅1年、3年期城投债等级利差小幅压缩，反映市场在中短久期城投债上进一步下沉；但7月末AA-级城投债各期限信用利差均处于历史高位，反映地方政府隐性债务严监管下投资者对弱资质城投的规避情绪。
- **信用风险：**
  - ✚ 7月新增违约主体2家，基本面和政策面影响下，今年跟踪季主体评级下调数量明显高于过去两年。评级行业生态面临重塑，负面评级行动增多，但跟踪季已过，未来一段时间评级下调将明显减少。
  - ✚ 城投债方面，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，城投平台融资环境进一步收紧，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。但整体上看，下半年城投公募债违约概率仍低，非标违约仍将常态化，私募债偶发违约概率增加，需警惕局部风险引发的相关城投债估值调整。

- ✦ 过剩产能债方面，永煤违约的影响仍在，但随着中央和地方相关政策不断出台，市场情绪逐渐改善，融资持续修复。监管部门和地方政府多次表态防控国企债券违约风险、严禁恶意逃废债，日前河南等地国资委也出台了相关配套政策，地方国企债务风险已纳入重点监控范围，短期内地方国企再现超预期违约事件的可能性比较小。
- ✦ 地产债方面，7月房地产调控政策再次加码，政治局会议再提“稳地价、稳房价、稳预期”，住建部等八部委发布55号文全面整顿房地产产业链，多地限购限贷政策升级等，同时，蓝光违约和恒大被司法集中管辖冲击投资者的风险偏好，行业融资环境持续收紧，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。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

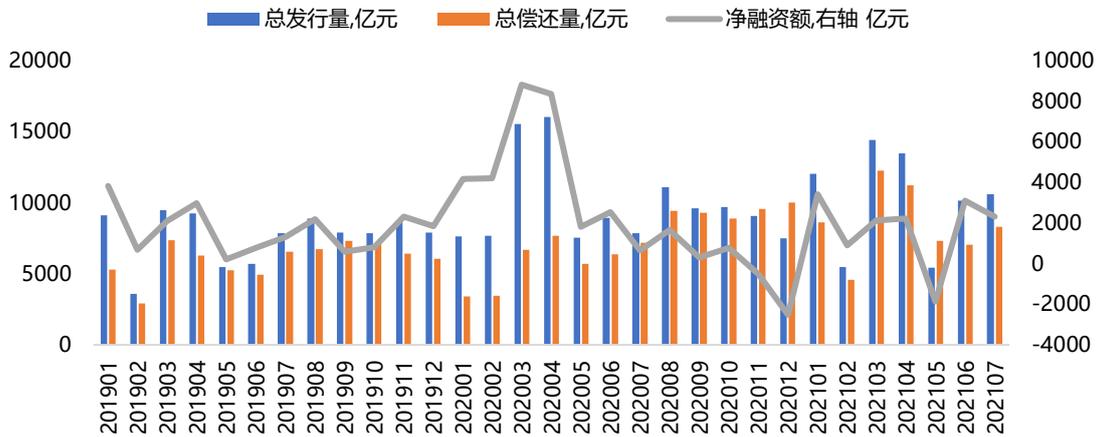
本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

一、7月信用债融资总体平稳：发行量延续增长，净融资小幅回落；发行利率创去年5月以来新低，平均发行期限小幅拉长，取消发行规模明显减少

7月信用债发行量延续增长，发行量1.07万亿元，环比增长5.2%，同比增长36%；偿还量8330亿元，净融资规模为2353亿元，环比下降24%，同比增长267%。其中，城投债净融资额2060亿元，环比下降26%，产业债净融资额294亿元，环比下降13%，城投债净融资占比由6月的89%小幅下降至7月的87%。截至7月末，今年信用债累计发行7.17万亿元，较去年同期增长0.67%，净融资1.23万亿元，较去年同期下降59.9%。其中城投债和产业债1-7月累计净融资分别为1.40万亿元和-1758亿元，分别较去年下降6.41%和111%，产业债融资情况依旧偏弱。

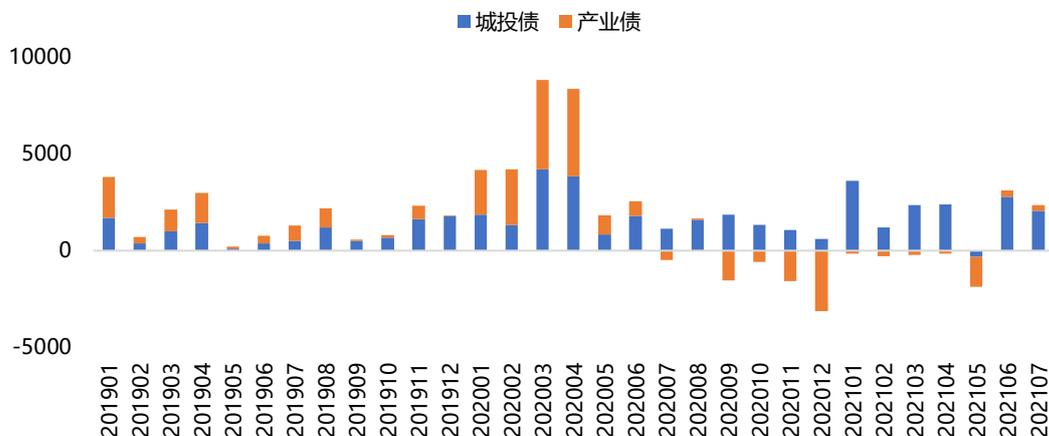
图表 1 7月信用债发行量较6月增加，但净融资额减少



数据来源：Wind，东方金诚

注：发行数据按照发行起始日统计，统计口径包含企业债、中票、短期融资券、公司债和定向工具；数据统计时间为2021年8月10日，下同

图表 2 城投债净融资占比环比下滑（亿元）

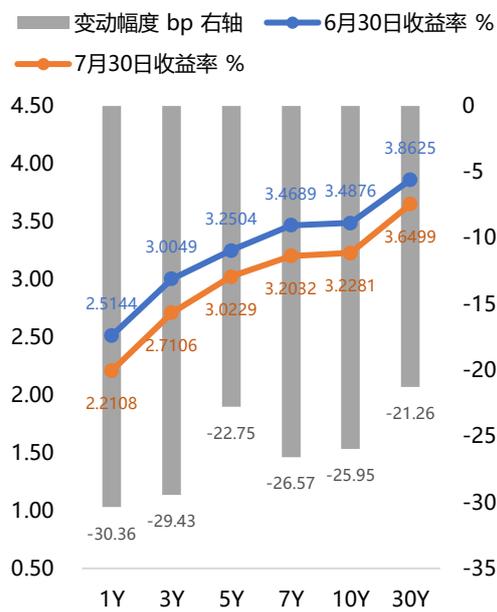


数据来源：Wind，东方金诚

注：城投债为Wind口径，下同

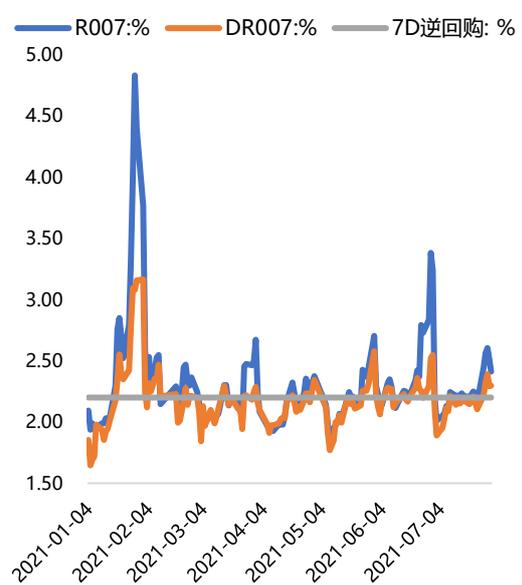
发行利率方面，7月资金面仍宽松，无风险利率大幅下行，10年期国债和国开债到期收益率分别较月初下行24bps和26bps，带动信用债发行利率走低，**全市场加权平均发行利率下行42bps至3.92%，利率水平（下行幅度）创2020年5月以来新低（新高）**。主要券种平均发行利率全线下行（图表6），我们在控制期限、评级、券种影响和区分产业债、城投债后发现（图表7），仅AA级公募产业债发行利率逆势上行，**公募品种中低评级、私募品种高级别发行利率下行更多**，反映在中高级别公募债券收益率大幅下行后，市场通过公募债券下沉资质或挖掘高级别私募品种利差增厚收益。

图表3 7月国开债收益率大幅下行



数据来源：Wind，东方金诚

图表4 7月R007和DR007中枢下移

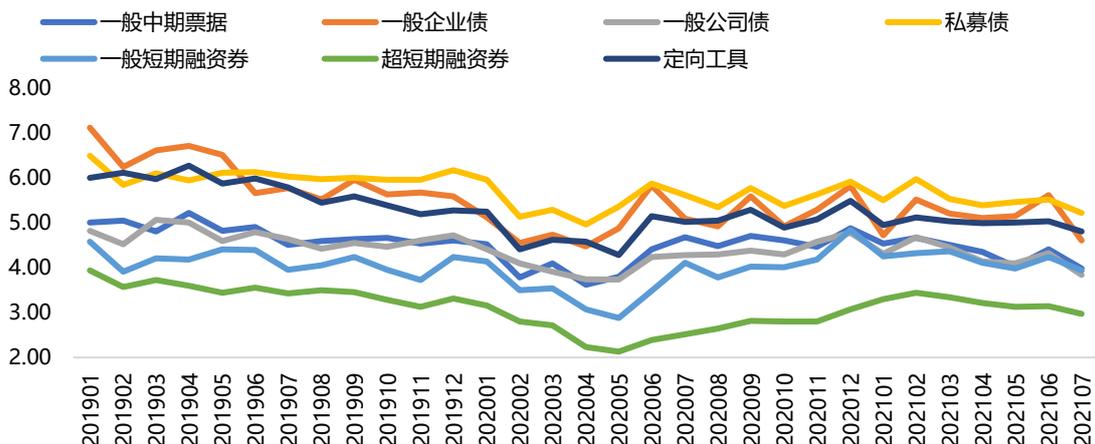


图表5 7月全市场信用债加权平均发行利率创2020年5月以来新低 (%)



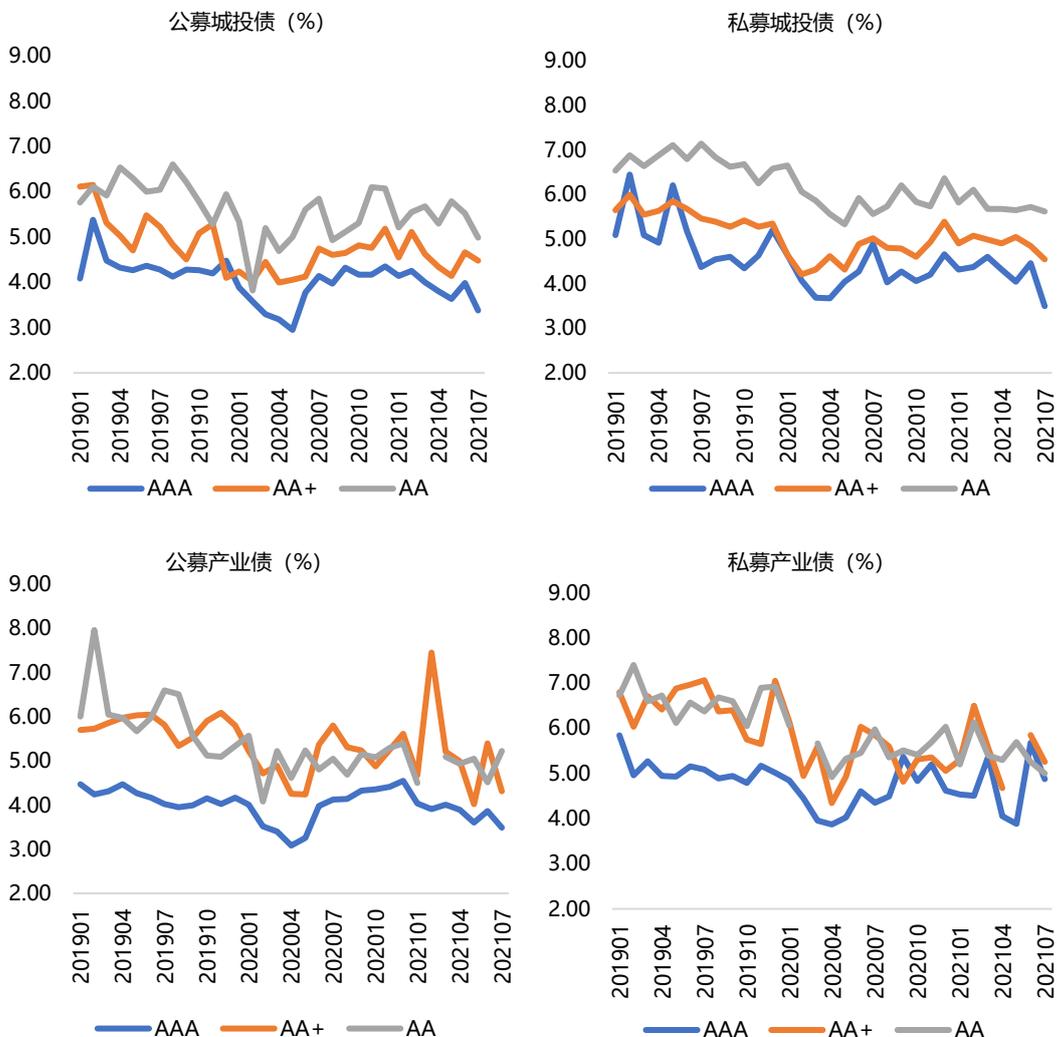
数据来源：Wind，东方金诚

图表 6 7月各券种平均发行利率均现下行 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 7 AA 级公募产业债发行利率逆势上行

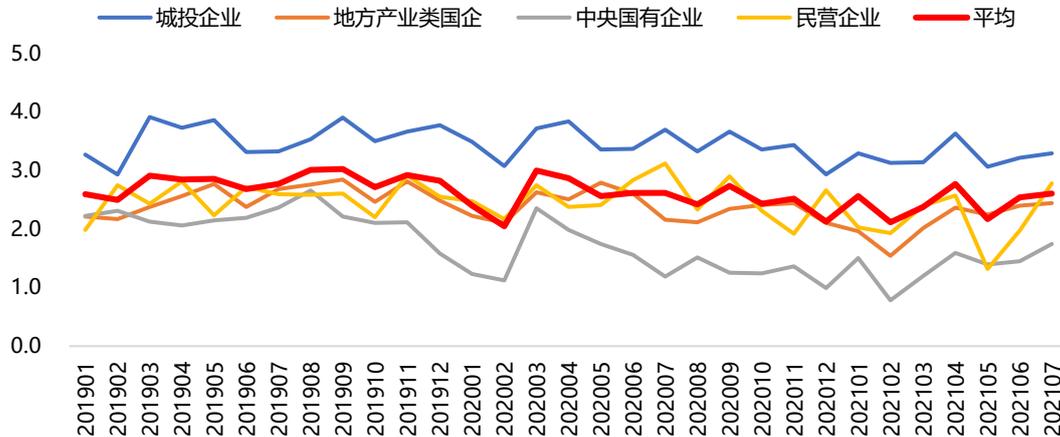


数据来源: Wind, 东方金诚

注: 公募品种包括中期票据、(超)短融、企业债和公司债; 私募品种包括交易所私募债和定向工具, 仅统计发行期限为3年的个券

7月信用债加权平均发行期限为2.604年，较6月拉长0.056年。<sup>1</sup>分企业性质看，各类发行人信用债发行期限均有所拉长，其中，地方产业类国企发行期限自3月以来不断拉长，显示市场对产业类国企的谨慎情绪逐渐缓解。

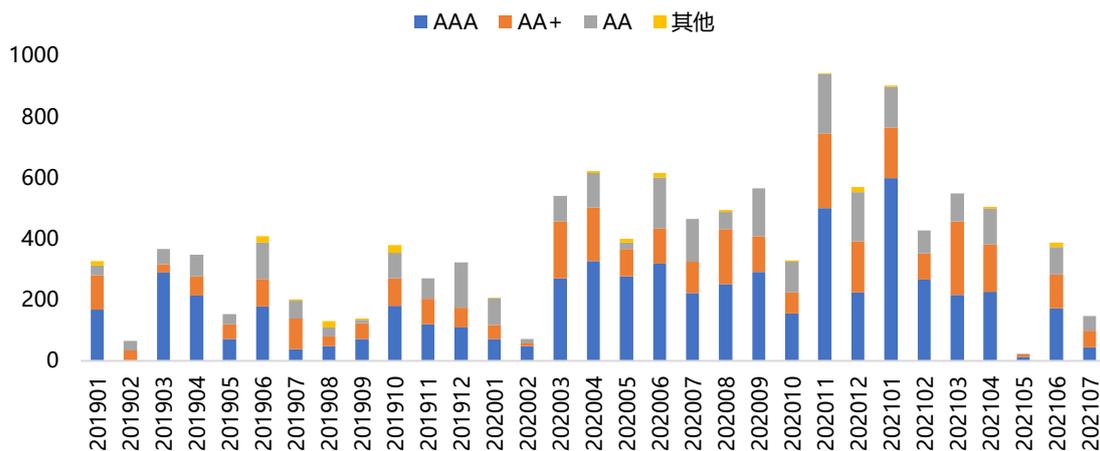
图表 8 7月各类发行人平均发行期限均有延长（年）



数据来源：Wind，东方金诚

利率下行推动7月取消发行规模大幅下降至154亿元，为2020年3月以来次低，仅高于今年5月。其中AAA级取消发行降幅最大，反映低利率背景下高评级主体主动取消发行意愿下降。城投债取消发行规模延续下降，自2020年初以来仅高于今年5月水平。尽管城投融资政策持续收紧，但城投债滚续压力叠加投资者面临“资产荒”，注册完成后成功发行的概率提升，低评级主体通过适当提高发行利率亦可获得市场接受。

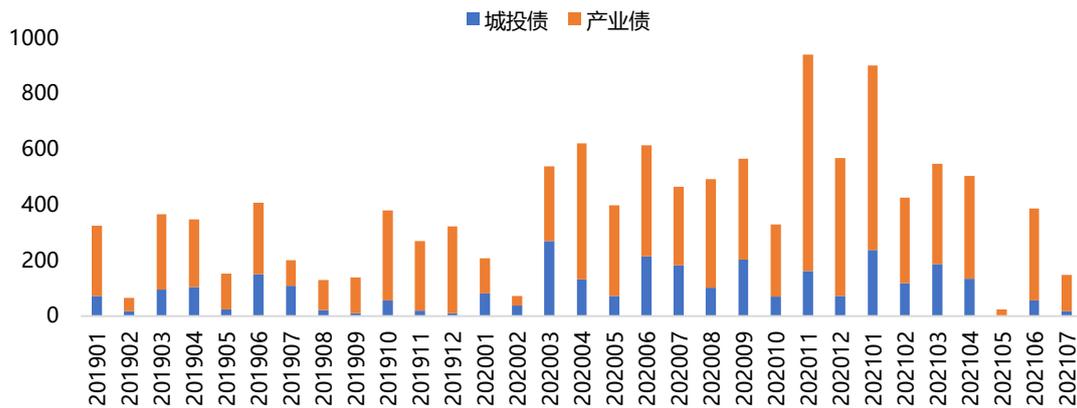
图表 9 7月AAA级取消发行明显减少（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

<sup>1</sup> 统计口径为企业性质分类为城投、央企、地方产业类国企和民营企业的信用债

图表 10 7月城投债取消发行规模延续下降(亿元)

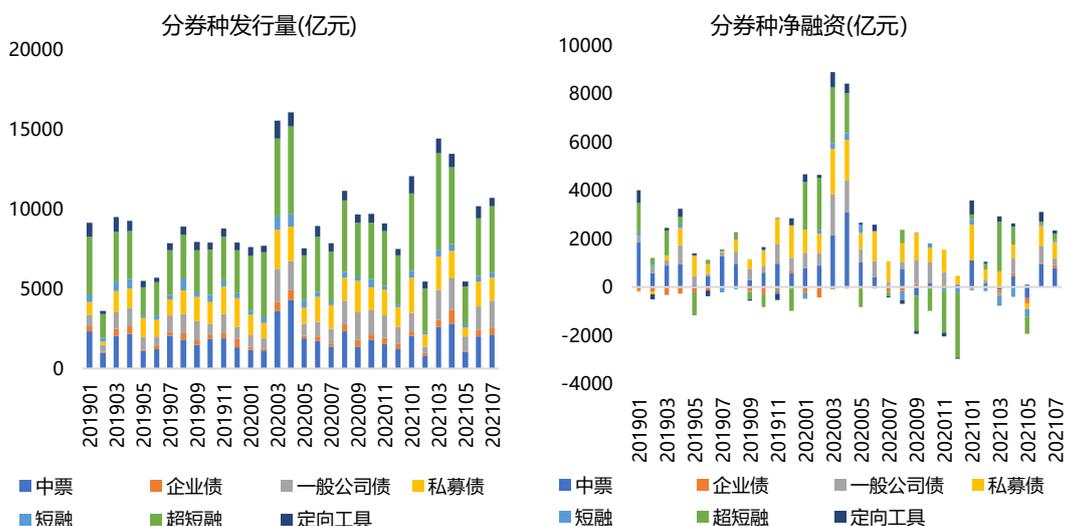


数据来源: Wind, 东方金诚

二、7月信用债净融资主要由中票和私募债贡献,AAA级发行占比大幅提升,中低评级总体滚续情况尚可,城投债净融资为负的地区数量和融资缺口下降,受永煤违约影响行业和地区融资缺口持续缩小,房地产净融资再转负

券种结构上,7月信用债发行以公募债券为主,净融资主要由中票和私募债贡献。7月超短融、中票和一般公司债发行量较多,分别为4172亿元、2101亿元和1721亿元,私募债和定向工具发行量环比分别下降9.37%和38.18%。但当月信用债净融资以中票和私募债为主,分别为788亿元和821亿元,其他券种净融资规模较小。从私募债净融资情况看,4月底交易所审核新规的影响主要集中在5月,当月私募债净融资转负,但6月和7月私募债净融资规模均达到或接近2019年以来的月均值水平,表明市场已在很大程度上消化了监管冲击。不过,随着“15号文”落地实施,城投债融资可能进一步收紧,需持续关注。

图表 11 7月信用债公募发行占比提升,净融资以中票和私募债为主



数据来源: Wind, 东方金诚

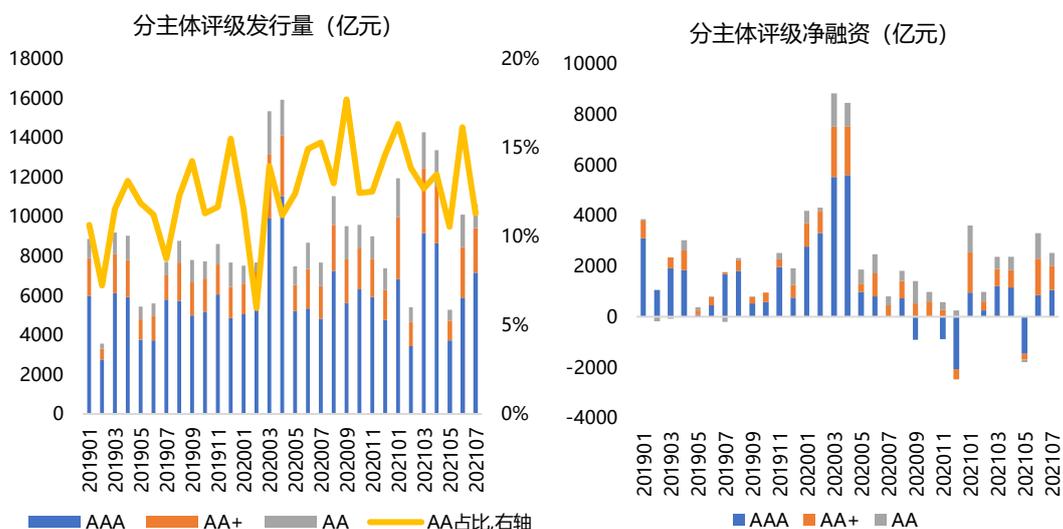
图表 12 7月高等级信用债净融资以中票和超短融为主，中低等级以私募债为主

	AAA级发行	AA+级发行	AA级发行	AAA级净融资	AA+级净融资	AA级净融资
一般中期票据	1508	420	179	422	273	107
一般企业债	230	135	71	178	83	-109
一般公司债	1476	220	25	282	124	-14
一般短期融资券	146	123	56	28	34	11
定向工具	29	241	186	-105	107	101
私募债	166	657	579	-88	409	433
超短期融资债券	3588	484	101	344	-57	-12

数据来源：Wind，东方金诚

从等级结构来看，7月AAA级主体信用债发行量和净融资规模较6月大幅提高，发行量占信用债发行总量的近7成，反映利率下行背景下，高评级主体债券融资意愿回升。7月AA级主体发行量环比下降，发行占比仅为11.27%，为2020年5月以来的第二低点；当月AA级主体信用债净融资额亦较6月下月近五成，但仍高于2019年以来的均值，显示低评级主体整体信用债滚续情况尚可。

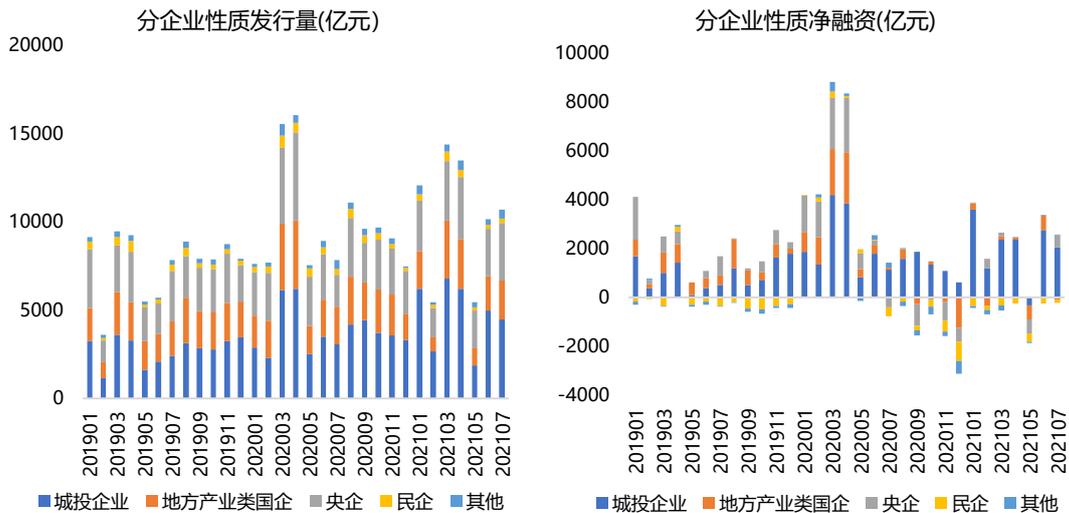
图表 13 7月AAA级主体发行占比近7成，AA级主体发行和净融资规模下降



数据来源：Wind，东方金诚

从发行人企业性质看，城投仍是发行和净融资规模最大的主体，但规模和占比均有所下降。7月城投债共发行4489亿元，净融资2060亿元，分别较6月下降503亿元和713亿元，占比分别下滑10%和26%；但AA+和AA级城投债净融资分别占到全市场的92%和72%，中低等级城投债整体融资环境尚可。随着发行利率走低，央企净融资扭转了过去3个月持续为负的局面，发行量和净融资均占到AAA级的一半；地方产业类国企净融资再度转负，民营企业净融资连续第13个月录得负值。

图表 14 7月城投债融资规模和占比下滑，央企债券融资意愿回升



数据来源：Wind，东方金诚

图表 15 AAA 级净融资央企占近一半，AA 级净融资城投占主导（亿元）

	AAA 级发行	AA+级发行	AA 级发行	AAA 级净融资	AA+级净融资	AA 级净融资
中央国有企业	3186	72	8	501	-13	8
地方产业类国企	1736	328	125	-121	72	129
城投企业	1637	1789	1029	620	890	493
民营企业	175	63	12	2	-9	20
其他企业	415	29	25	41	27	36

数据来源：Wind，东方金诚

分省份看，7月净融资排名靠前的省份仍集中于北京、长三角、珠三角、成渝地区，净融资为负的省份仍为东北地区、云贵、天津、新疆等网红省份以及山西、河北等产业债融资受永煤违约影响较大的地区。7月城投债净融资为负的省份只有4个，较6月减少，且融资缺口相对较小，主要是中低评级主体融资出现缺口，AA级城投平台分化显现：江浙等地AA级城投债净融资占全市场一半，但东北地区、天津、新疆等地AA级城投债现净流出；产业债净融资为负的省份有10个，河南、山西、河北AAA级产业债净融资为负的情况依旧，贵州和安徽主要受AA级产业债净融资为负拖累，北京、上海、福建等地产业债净融资为负或主因地产债融资受阻。

图表 16 分省份信用债融资情况（亿元）

	城投债发行	城投债净融资	产业债发行	产业债净融资	发行合计	净融资合计
浙江省	605	473	226	123	831	595
北京	220	60	2182	322	2402	381
江苏省	1114	340	278	31	1391	371
山东省	314	205	476	122	789	326

江西省	253	186	89	46	342	232
四川省	253	142	90	9	343	151
广东省	200	121	841	15	1041	136
重庆	199	104	38	9	237	113
福建省	155	100	212	-19	367	82
湖南省	123	29	86	42	209	71
内蒙古	0	0	168	56	168	56
河南省	147	65	30	-30	177	35
陕西省	33	7	56	25	89	32
湖北省	118	36	28	-22	146	13
广西	52	-5	48	17	101	11
吉林省	10	8	0	0	10	8
上海	107	35	773	-35	880	0
贵州省	23	14	9	-20	31	-7
黑龙江省	2	-10	0	0	2	-10
天津	178	-11	102	1	280	-10
新疆	26	-16	36	1	62	-15
云南省	66	15	45	-30	111	-16
安徽省	119	44	34	-62	153	-18
河北省	0	0	81	-22	81	-22
山西省	45	21	155	-63	200	-41
辽宁省	10	1	42	-72	52	-70

数据来源：Wind，东方金诚

图表 17 分省份城投债融资情况（亿元）

	AAA 级发行	AAA 级净融资	AA+级发行	AA+级净融资	AA 级发行	AA 级净融资	发行总量	净融资
浙江省	40	25	413	316	152	131	605	473
江苏省	386	148	405	54	322	137	1114	340
山东省	93	38	192	162	29	6	314	205
江西省	98	75	104	78	46	28	253	186
四川省	97	47	81	50	75	46	253	142
广东省	136	72	29	25	33	23	200	121
重庆	53	33	89	30	57	45	199	104
福建省	42	17	57	38	57	46	155	100
河南省	45	21	57	24	45	20	147	65
北京	191	66	21	6	8	-12	220	60
安徽省	35	0	26	15	58	31	119	44
湖北省	63	8	32	30	23	1	118	36
上海	73	8	32	25	2	2	107	35

湖南省	20	13	62	4	41	12	123	29
山西省	35	35	0	-16	10	2	45	21
云南省	30	0	36	20	0	-5	66	15
贵州省	10	10	6	1	7	3	23	14
吉林省	10	10	0	0	0	-2	10	8
陕西省	5	-15	7	6	21	16	33	7
辽宁省	0	0	10	2	0	-1	10	1
广西	15	0	25	-12	13	7	52	-5
黑龙江省	0	0	0	-10	2	0	2	-10
天津	156	8	22	-14	0	-5	178	-11
新疆	0	0	19	-9	7	-8	26	-16

数据来源：Wind，东方金诚

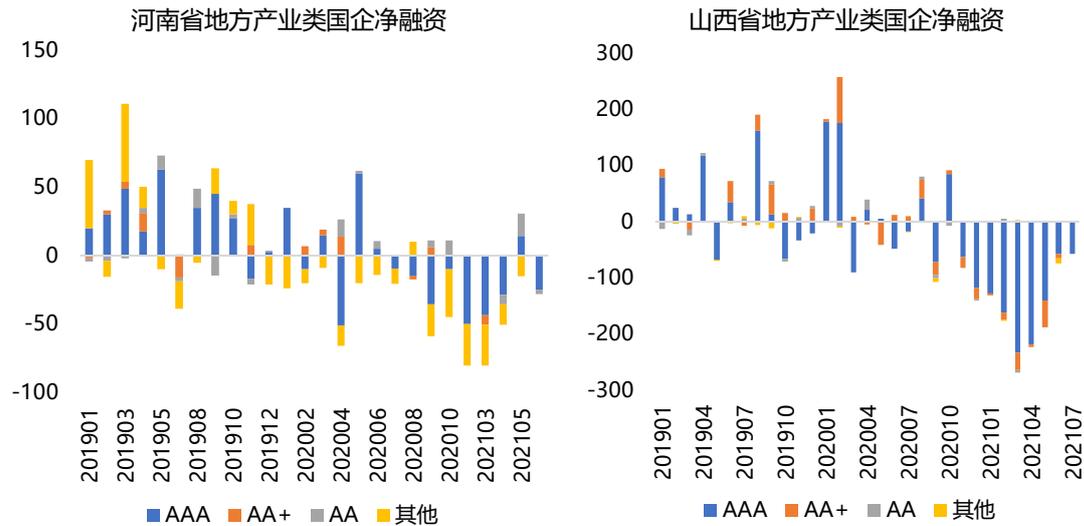
图表 18 分省份地方产业类国企融资情况（亿元）

	AAA 级发行	AAA 级净融资	AA+级发行	AA+级净融资	AA 级发行	AA 级净融资	发行总量	净融资
浙江省	70	34	80	52	11	6	161	92
山东省	308	75	24	-1	0	-9	332	65
江西省	62	22	3	0	24	24	89	46
重庆	30	30	0	-2	3	3	33	31
广东省	276	1	63	22	3	3	342	26
陕西省	51	29	0	0	0	-7	51	22
广西	30	3	5	5	10	10	45	18
四川省	19	8	8	-2	5	5	32	11
湖南省	15	10	26	17	0	-18	41	7
江苏省	97	-29	42	20	37	14	176	5
辽宁省	0	0	0	0	3	3	3	2
福建省	138	-42	37	27	3	0	178	-16
河北省	69	-22	5	5	0	0	74	-17
云南省	20	-10	5	-9	0	0	25	-19
贵州省	0	0	3	3	6	-20	9	-20
安徽省	20	-10	5	2	9	-15	34	-23
新疆	0	0	6	-24	0	0	6	-24
河南省	5	-25	0	0	4	-3	9	-28
北京	98	-30	0	-21	0	0	98	-51
山西省	150	-58	5	0	0	0	155	-58
上海	242	-71	12	-15	3	1	257	-86

数据来源：Wind，东方金诚

注：本表只统计产业类地方国有企业，因此与表 16 的产业类债券数据有些不同

图表 19 河南、山西产业类国企净融资逐步恢复（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

分行业看，7月综合、建筑装饰、化工、食品饮料等行业净融资情况较好，房地产、采掘、钢铁、商业贸易、交通运输等行业债券融资净流出情况较为明显。当月房地产行业债券市场资金净流出规模在所有行业中居于首位。从时间序列来看，2020年下半年开始，除个别月份外，房地产行业净融资持续为负，特别是AA+级主体债券融资净流出明显高于2020年6月之前的水平。结合区域融资情况看，永煤违约对于过剩产能行业债券融资的影响仍未消失，但采掘和钢铁行业债券发行、净融资情况在逐步好转。

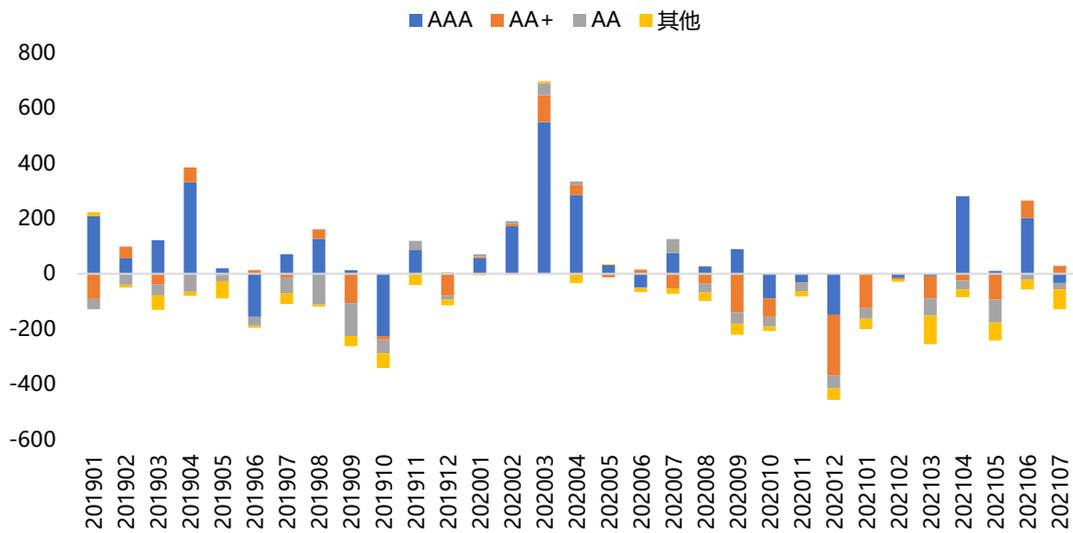
图表 20 产业债分行业融资情况

	AAA级发行	AAA级净融资	AA+级发行	AA+级净融资	AA级发行	AA级净融资	发行总量	净融资
综合	970	325	1789	-36	21	2	1050	279
建筑装饰	370	228	38	45	80	9	515	241
化工	324	79	0	-8	0	0	349	70
食品饮料	247	84	0	-3	0	-4	247	67
机械设备	120	34	8	-4	10	10	130	40
通信	78	58	3	-10	0	0	78	38
电气设备	20	20	65	5	0	0	27	25
公用事业	1189	-4	34	19	7	3	1234	13
汽车	26	23	96	-5	0	0	26	8
轻工制造	0	0	37	0	5	5	5	4
其他	286	-21	0	24	6	-1	329	3
休闲服务	0	-7	6	8	0	0	8	1
家用电器	40	0	0	0	8	0	48	0
传媒	10	5	0	-7	0	0	29	-2
建筑材料	30	-13	25	0	5	5	38	-8

计算机	20	-5	0	0	0	-3	20	-14
电子	10	-15	7	0	0	0	25	-15
医药生物	46	-5	26	5	3	2	83	-19
有色金属	107	-21	31	6	0	-12	113	-27
商业贸易	128	-22	19	-4	10	10	164	-30
交通运输	513	-33	0	-4	0	-3	537	-40
采掘	254	-46	59	0	3	-1	257	-47
钢铁	218	-51	15	-3	0	0	218	-54
非银金融	211	-99	0	8	0	-9	242	-101
房地产	283	-74	0	41	12	-34	390	-139

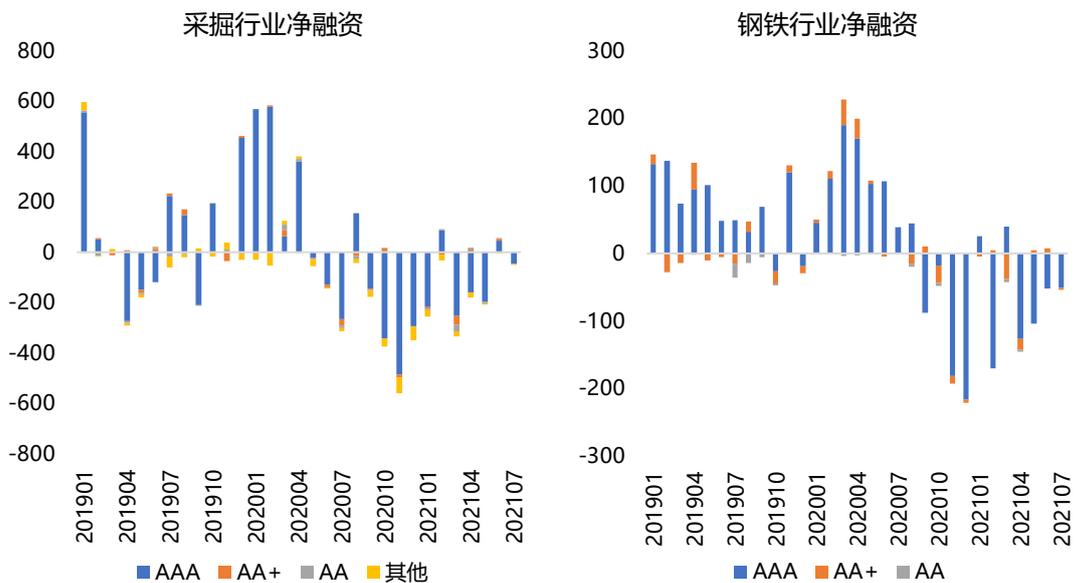
数据来源：Wind，东方金诚

图表 21 房地产行业净融资再度转负（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

图表 22 采掘和钢铁行业债券净融资缺口持续收敛（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

### 三、7月信用债收益率大幅下行，中长久期信用利差多数收窄；市场对于低评级品种仍谨慎，等级利差走阔

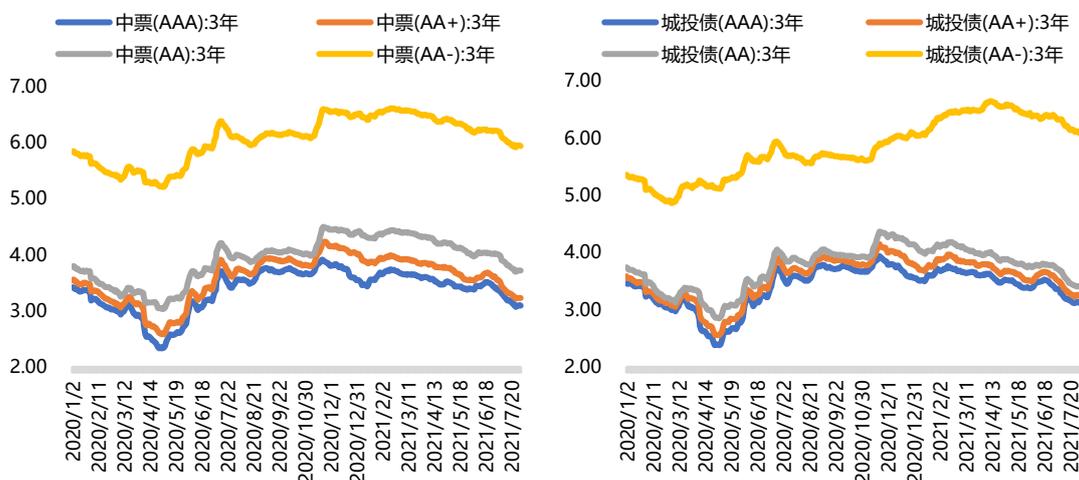
在资金面稳中偏松、利率债收益率大幅下行推动下，7月信用债各期限收益率全线大幅下行18-39bps，各期限AA级及以上级别收益率历史分位数均降至10%以下。其中，3年和5年期品种收益率下行幅度大于1年期，显示投资久期有所拉长。7月AAA及AA+级品种产业债收益率下行更多，AA级1年期、3年期城投债收益率下行幅度大于产业债，反映市场在前期城投债收益率下行较多的情况下，信用债挖掘方向更多转向高级别产业债和中短久期低评级城投债。7月高收益（AA-级）信用债收益率延续下行，AA-级各期限产业债收益率已降至2011年以来30%历史分位数附近或以下，AA-级各期限城投债收益率均处于历史中位数附近，且高于相同期限产业债，反映地方政府隐性债务严监管下市场对于弱资质城投仍谨慎。

图表 23 各等级、各期限信用债到期收益率

		7月末值 (%)				较上月末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期票据)	1Y	2.91	3.02	3.27	5.47	-28	-28	-25	-21	3.9	3.2	4.6	32.6
	3Y	3.39	3.55	4.02	6.23	-32	-39	-31	-28	8.3	5.3	7.9	25.0
	5Y	3.62	3.89	4.40	6.61	-35	-36	-29	-25	8.4	5.7	7.6	27.3
城投债	1Y	2.89	2.98	3.10	5.29	-24	-25	-29	-18	4.4	4.4	4.0	51.1
	3Y	3.38	3.51	3.76	6.41	-30	-36	-36	-32	7.5	7.4	7.3	44.8
	5Y	3.65	3.83	4.31	7.29	-31	-36	-23	-23	8.0	8.3	10.7	63.4

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日

图表 24 信用债收益率走势 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

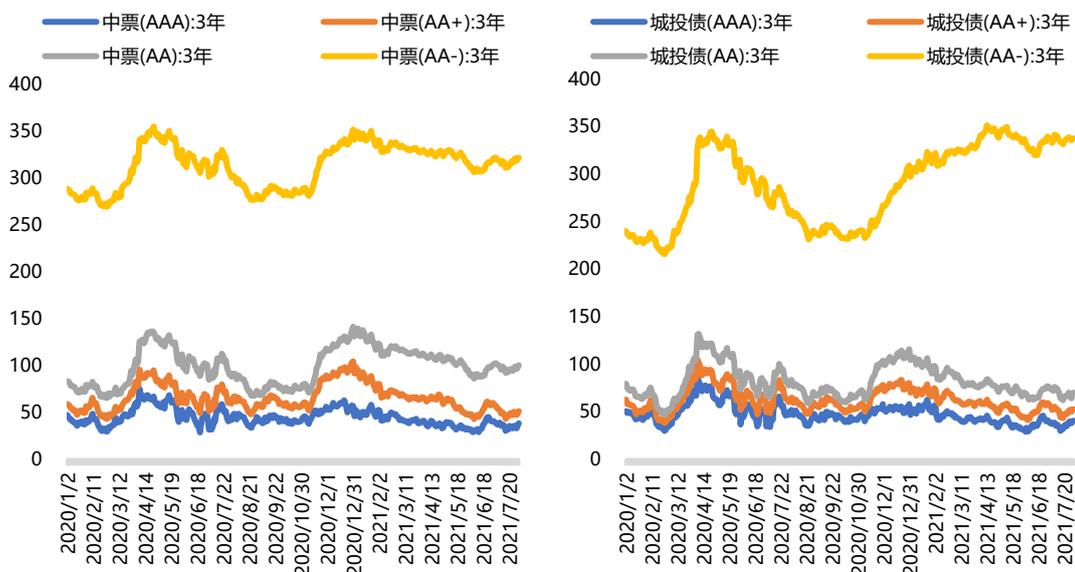
7月利率债收益率曲线陡峭化下行，信用债短端调整偏慢导致利差被动上行，1年期各等级产业债、城投债信用利差走阔；除3年期AA-级产业债外，其余3年、5年期各等级城投债、产业债利差均现压缩，其中5年期AAA级及AA+级利差压缩幅度最大，显示市场在中高评级品种上明显拉长久期。除AA-级城投债外，其他各等级、各期限城投债和产业债信用利差均位于历史30%分位数以下，其中3年、5年期AA+级产业债、5年期AAA和AA+级城投债信用利差已处于10%以下的历史分位数水平，继续压缩空间有限。但各期限AA-级城投债信用利差均处于90%分位数以上，显示市场对尾部城投仍持谨慎态度。

图表 25 各等级、各期限信用利差

		7月末值 (bp)				较上月末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期票据)	1Y	48.6	59.4	85.4	308.4	3	3	6	10	30.7	13.2	17.4	17.4
	3Y	37.9	50.7	99.7	321.7	-2	-9	-1	2	20.7	6.4	29.1	29.1
	5Y	34.0	53.9	114.9	336.9	-12	-13	-6	-2	10.2	4.2	22.6	22.6
城投债	1Y	53.2	62.8	72.8	314.8	6	5	1	12	23.5	21.5	16.9	92.0
	3Y	40.4	52.4	69.9	336.9	0	-6	-6	-2	13.5	12.3	11.9	90.2
	5Y	37.4	53.4	102.9	397.9	-9	-14	-1	-1	8.1	7.5	27.0	93.9

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日起

图表 26 信用利差走势 (bp)



数据来源：Wind，东方金诚

7月信用债等级利差 (AA级-AAA级) 多数走阔，仅1年、3年期城投债等级利差小幅压缩，反映市场7月在中短久期城投债上进一步下沉，产业债和5年期城投资质下沉不

明显。7月信用债期限利差以压缩为主，仅AA级城投债5Y-1Y利差走阔。AAA、AA+级5Y-1Y较3Y-1Y压缩更多，AA和AA-级则反之，显示机构拉长久期至5年期更多集中于中高评级，低评级品种拉长久期较为谨慎。

图表 27 各期限信用债等级利差

		7月末值(bp)		较上月末变动值(bp)		历史分位数 (%)	
		AA-AAA		AA-AAA		AA-AAA	
产业债 (中短期票据)	1Y	36.8	3.0	21.3			
	3Y	61.8	1.0	39.4			
	5Y	80.9	6.0	40.0			
城投债	1Y	19.6	-5.0	12.5			
	3Y	29.4	-6.0	16.8			
	5Y	65.5	8.0	45.2			

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日起

图表 28 各等级信用债期限利差

		7月末值(bp)		较上月末变动值(bp)		历史分位数 (%)	
		3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
产业债 (中短期票据)	AAA	39.3	66.6	-4.1	-7.4	62.2	64.2
	AA+	41.3	75.7	-11.1	-8.4	57.8	57.1
	AA	64.3	110.7	-6.1	-4.4	75.1	71.9
	AA-	63.3	109.7	-7.1	-4.4	52.4	48.9
城投债	AAA	37.2	65.5	-5.5	-7.1	60.8	60.7
	AA+	39.5	71.9	-10.6	-11.1	56.3	52.5
	AA	47.0	111.4	-6.6	5.9	56.1	77.5
	AA-	72.0	164.4	-13.6	-5.1	55.5	82.0

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日起

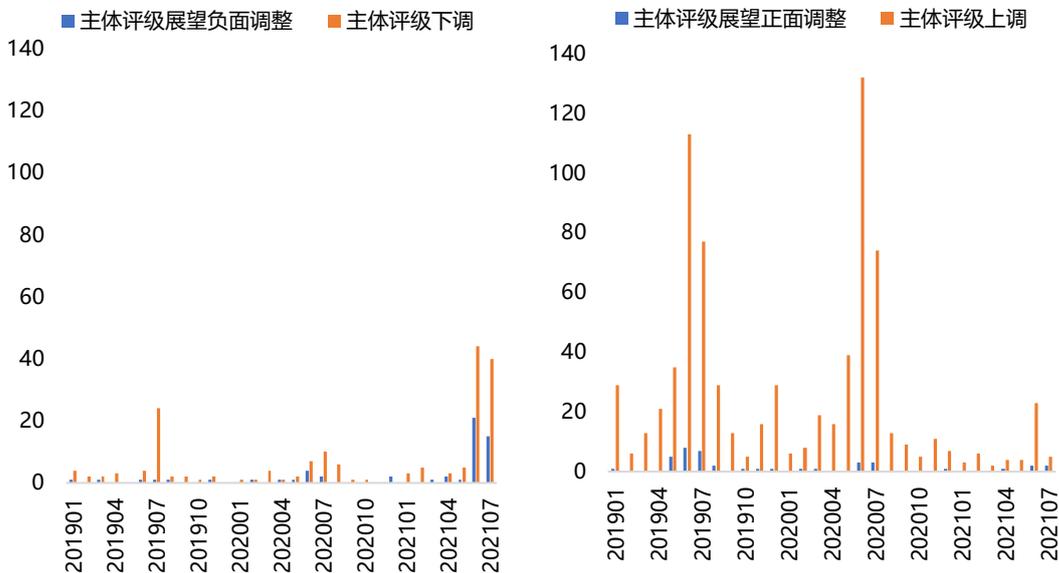
#### 四、7月新增违约主体2家，跟踪季主体评级下调数量仍高

7月新增违约债券23只，环比增加15只；涉及违约主体10家，环比增加3家。当月新增违约主体2家，为四川蓝光发展股份有限公司和宜华生活科技股份有限公司，较6月增加1家。1-7月累计，新增违约主体14家，比上年同期减少1家，其中6家为“海航系”主体，另外8家中，除紫光通信科技为国企外，其余均为非公有制企业（6家民企，1家中外合资企业）。今年以来，在信用周期转向下行、债务兑付压力加大背景下，信用债违约风险并未加速暴露，同时，新增违约仍多发于民企，且违约从民企向地方国企迁移的趋势得到遏制。这在很大程度上归因于底线思维下，地方政府支持区域内国企意愿上升，同时，永煤



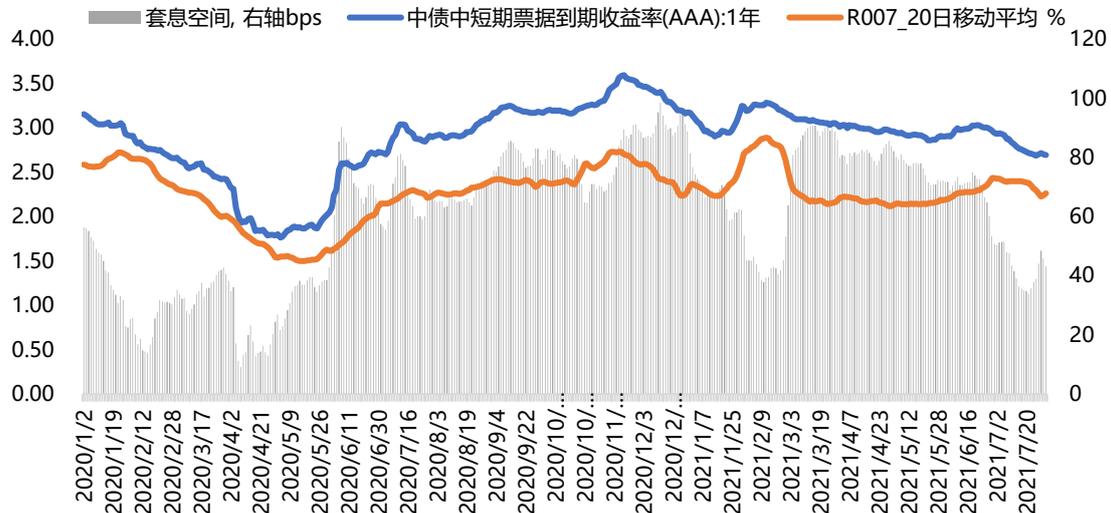
的，信用评级机构应当立即启动全面的回溯检验”，推动评级机构减少“断崖式评级下调”，发挥好评级符号的风险预警和风险定价功能。目前跟踪季已过，预计接下来几个月评级下调数量将明显减少。

图表 30 2021 年跟踪季评级下调大幅增加，上调明显减少



围绕政策利率波动背景下，资金利率下行空间不大，中高等级信用债收益率跟随利率债低位波动，息差空间难以大幅走阔。

图表 31 7月套息空间已降至年内较低水平



数据来源：Wind，东方金诚

图表 32 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

久期策略方面，随着投资者逐步拉长久期，截至7月底，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较低水平，未来或跟随利率债低位波动。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。**

从具体行业来看，首先，城投债方面，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，城投平台融资环境进一步收紧。监管政策的趋严、信用债发行的受限、非标

融资渠道的收紧，使城投平台的偿债压力上升，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。但整体上看，近期各级政府对地方国企债务风险的重视程度越来越高，年内后续城投公募债违约概率依然较低，公募债券仍相对安全。而非标违约仍将常态化，私募债偶发违约概率增加，需警惕局部风险引发的相关城投债估值调整。

**过剩产能债方面，永煤违约的影响仍在，但随着中央和地方相关政策不断出台，市场情绪逐渐改善，融资持续修复。**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》，提出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。日前河南省国资委也出台了相关配套政策，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”，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。

地产债方面，7月房地产调控政策再次加码，政治局会议再提“稳地价、稳房价、稳预期”，住建部等八部委发布55号文全面整顿房地产产业链，多地限购限贷升级等，行业净融资再度转负，蓝光违约和恒大被司法集中管辖冲击投资者的风险偏好。去年下半年以来，房地产融资政策持续收紧，在房企融资“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。**

附表1 1-7月新增违约主体列表

首次违约时间	发行人	发行时主体评级	存续债券余额	已实质违约债券余额	公司属性	是否上市	省份	所属 Wind 行业
2021-02-10	海南航空控股股份有限公司	AA+	131.90	81.90	地方国企	是	海南省	航空

2021-02-10	三亚凤凰国际机场有限责任公司	AA+	30.00	30.00	地方国企	否	海南省	机场服务
2021-02-10	云南祥鹏航空有限责任公司	AA	17.60	7.70	地方国企	否	云南省	航空
2021-02-10	海口美兰国际机场有限责任公司	AA+	38.00	38.00	地方国企	否	海南省	机场服务
2021-02-10	海航集团有限公司	AA+	143.99	38.00	地方国企	否	海南省	航空
2021-03-09	重庆协信远创实业有限公司	AA-	18.60	4.8245	中外合资	否	重庆	房地产开发
2021-03-13	天津航空有限责任公司	AA+	43.00	43.00	地方国企	否	天津	航空
2021-03-23	华夏幸福基业股份有限公司	AAA	324.30	15.00	民营企业	是	河北省	房地产开发
2021-04-26	北京紫光通信科技集团有限公司	AA+	30.00	10.00	国有企业	否	北京	电子制造服务
2021-04-26	同济堂医药有限公司	AA	4.20	4.20	民营企业	否	湖北省	中药
2021-05-06	隆鑫控股有限公司	AA	6.00	6.00	民营企业	否	重庆	摩托车制造
2021-06-15	华夏幸福基业控股股份公司	AAA	53.95	1.30	民营企业	否	河北省	房地产开发
2021-07-12	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	114.34	71.34	民营企业	是	四川省	房地产开发
2021-07-16	宜华生活科技股份有限公司	AA	18.00	18.00	民营企业	否	广东省	家庭装饰品

数据来源: Wind, 东方金诚

附表2 7月违约债券列表

名称	发行人	发行时主体评级	发行总额	债券余额	公司性质	是否上市公司	省份	所属 Wind 行业
19 蓝光 MTN001	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	9	9	民营企业	是	四川省	房地产开发
16 协信 06	重庆协信远创实业有限公司	AA-	10	8	中外合资企业	否	重庆	房地产开发
17 康得新 MTN002	康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	10	10	民营企业	否	江苏省	基础化工
16 正源 01	正源房地产开发有限公司	AA	20	14	外商独资企业	否	辽宁省	房地产开发
15 宜华 01	宜华生活科技股份有限公司	AA	12	12	民营企业	否	广东省	家庭装饰品
18 北讯 04	北讯集团股份有限公司	AA	5	5	民营企业	否	广东省	建筑产品
17 中融新大 MTN001	中融新大集团有限公司	AAA	15	15	民营企业	否	山东省	贸易公司与工业品经销商
17 康美 MTN001	康美药业股份有限公司	AA+	20	20	民营企业	是	广东省	中药
18 丰盛 01	南京建工产业集团有限公司	AA	5	5	民营企业	否	江苏省	建筑与工程
19 蓝光 02	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	11	11	民营企业	是	四川省	房地产开发
15 宜华 02	宜华生活科技股份有限公司	AA	6	6	民营企业	否	广东省	家庭装饰品
16 东旭 02	东旭集团有限公司	AA	35	7	民营企业	否	河北省	综合类行业
19 蓝光 04	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	3	3	民营企业	是	四川省	房地产开发
20 蓝光 MTN001	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	5	5	民营企业	是	四川省	房地产开发
20 蓝光 02	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	8	8	民营企业	是	四川省	房地产开发
19 蓝光 07	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	4	4	民营企业	是	四川省	房地产开发
19 蓝光 01	四川蓝光发展股份有限公司	AA+	11	7	民营企业	是	四川省	房地产开发
20 蓝光 04	四川蓝光发展股份有限公司	AAA	8	8	民营企业	是	四川省	房地产开发
16 蓝光 01	四川蓝光发展股份有限公司	AA	30	12	民营企业	是	四川省	房地产开发
20 蓝光 CP001	四川蓝光发展股份有限公司	AAA	7	7	民营企业	是	四川省	房地产开发
20 蓝光 MTN003	四川蓝光发展股份有限公司	AAA	15	15	民营企业	是	四川省	房地产开发
20 蓝光 MTN002	四川蓝光发展股份有限公司	AAA	10	10	民营企业	是	四川省	房地产开发

21 蓝光 MTN001	四川蓝光发展股份有限公司	AAA	10	10	民营企业	是	四川省	房地产开发
18 洛娃科技 MTN001	洛娃科技实业集团有限公司	AA	3	3	民营企业	否	北京	食品加工与肉类
H8 泰禾 01	泰禾集团股份有限公司	AA+	15	15	民营企业	是	福建省	房地产开发
18 中信国安 MTN002	中信国安集团有限公司	AA+	12	12	公众企业	否	北京	综合类行业
16 信威 03	北京信威通信技术股份有限公司	AA	10	10	民营企业	否	北京	通信设备

数据来源：Wind，东方金诚