

8月产业债和城投债表现分化，关注地产行业信用风险

——2021年8月信用利差分析与信用风险展望

分析师 于丽峰 冯琳

主要观点：

- 8月产业债和城投债表现分化：各等级、各期限产业债收益率以上行为主，且中长端收益率上行幅度大于短端，但城投债收益率以下行为主，且中低评级中长端收益率下行幅度更大。8月高收益产业债收益率和利差全线走高，而高收益城投债收益率和利差大幅下行，或因城投债和产业债信用基本面出现分化：一方面，银保监会15号文补充通知表示存量流动贷款可以视必要程度续作，以及银行投资城投债不受15号文约束等，缓和了投资者的疑虑，推动城投债收益率下行；另一方面，产业类主体中的高杠杆房企信用风险上升、过剩产能行业中的低评级主体债券融资仍为净流出，推动中低评级产业债信用利差上行。
- 从8月信用债等级利差和期限利差的变化来看，投资者选择短久期产业债和中长久期城投债下沉资质以挖掘超额收益，推动1年期产业债和3年、5年期城投债等级利差，以及AA级和AA-级城投债期限利差较7月底出现压缩。
- 从信用利差中位数看，8月多数行业产业债、多数区域城投债利差压缩，仅农林牧渔行业产业债和天津市城投债利差中位数走阔。当月纺织服装、轻工制造、农林牧渔和汽车行业产业债，以及黑龙江省和贵州省城投债利差中位数处于绝对高位；电器设备、煤炭、钢铁、燃气、生物医药等行业产业债，以及陕西、广西、云南、新疆、四川、重庆等省市城投债利差中位数较7月压缩幅度较大。
- 展望后续，债市“资产荒”背景下，中高评级信用债仍将受到追捧，但收益率和信用利差下行空间较小，或跟随利率债低位震荡。理财产品估值整改范围已扩大至股份行，需关注全面市值法估值对理财产品风险偏好的影响：为降低净值波动，理财产品或降低风险偏好和久期偏好，中低评级、长久期信用债以及流动性较差的私募债、银行二级资本债等或面临估值调整的风险。
- 8月新增违约主体1家，违约债券数量和违约金额较7月下降；鉴于跟踪季已过，8月负面评级行动也较7月明显减少。信用风险方面，我们仍然认为短期内城投公募债违约的可能性不大，地方产业类国企违约态势也暂时受到遏制，年内后续仍需重点关注房企信用风险。
- 随着房地产调控政策不断加码，当前楼市正在进入一个快速降温过程，7月房地产销售端全面进入同比负增长，我们估计8月商品房销量同比会下降24%左右，降幅会较7月扩大18个百分点，两年平均

增速也将首次转入负增长，估计为-6%左右。与此同时，国家统计局数据显示，近期各线城市房价涨幅也在回落。由此我们判断，下半年房地产调控或不会进一步加码。不过，下半年可能还会有一些高杠杆房企债券“爆雷”，地产债仍是当前债市的主要风险点。

具体分析如下：

一、8月城投债与产业债表现分化：城投债收益率以下行为主，产业债收益率多数上行；等级利差和期限利差变化表明，投资者在城投债上继续下沉资质和拉长久期。

8月债券收益率结束了7月以来的快速下行，进入偏弱震荡过程。同时，由于资金面波动加大，当月国债收益率短端上行幅度大于长端。截至8月末，10年期国债收益率较7月末上行0.87bp，同期1年期国债收益率上行17.59bp，收益率曲线平坦化上移。

8月信用债表现与利率债差异较大，且产业债和城投债出现分化：各等级、期限产业债收益率以上行为主，且中长端收益率上行幅度大于短端；但城投债收益率以下行为主，且中低评级中长端收益率下行幅度更大。具体来看：（1）各等级、各期限产业债中，仅1年期AA+级和AA级收益率较7月末下行，其他等级、期限收益率均有所上行，且上行幅度为5Y>3Y>1Y；（2）各等级、各期限城投债中，仅5年期AAA级和AA+级收益率小幅上行，其他等级、期限收益率均下行，且AA级和AA-级下行幅度为5Y>3Y>1Y，相同期限下行幅度为AA-级>AA级。这表明，8月投资者在产业债上对短久期、中高评级品种的偏好进一步强化，但在城投债上较7月继续拉长久期、下沉资质。

同时，**8月高收益（AA-级）产业债和城投债亦现分化，其中高收益产业债收益率全线走高，而高收益城投债收益率下行幅度较大。**究其原因，主要是城投债和产业债信用基本面走势有所分化：一方面，银保监会15号文补充通知表示，存量流动贷款可以视必要程度续作，以及银行投资城投债不受15号文约束等，缓和了投资者的疑虑，推动城投债收益率下行；另一方面，产业债主体中的高杠杆房企信用风险上升、过剩产能行业的中低评级主体债券融资仍为净流出，成为拖累产业债收益率下行和利差收窄的主要原因。

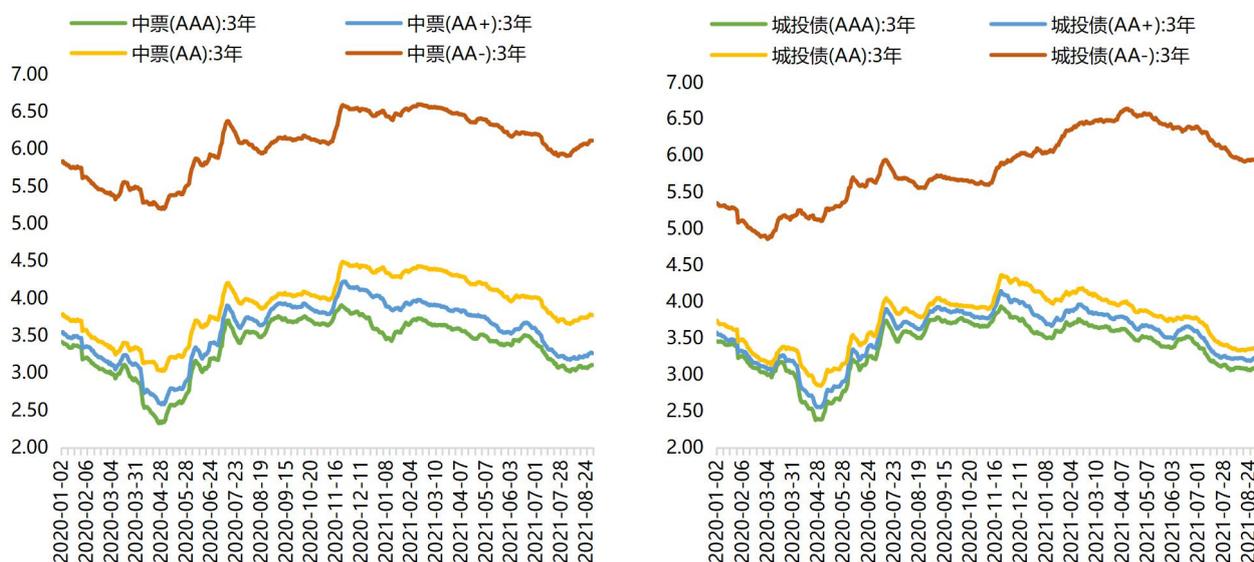
图表1 各等级、各期限信用债到期收益率

		8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	2.70	2.79	2.96	5.30	0	-1	-10	1	4.6	3.8	2.7	33.1
	3Y	3.10	3.26	3.77	6.11	1	4	6	18	9.4	7.4	9.9	43.3
	5Y	3.42	3.65	4.28	6.61	6	9	11	22	10.7	8.3	10.6	40.3
城投债	1Y	2.72	2.82	2.92	5.25	-3	-2	-2	-11	4.1	4.4	4.1	43.8

	3Y	3.09	3.22	3.36	5.93	-2	-1	-4	-14	7.8	7.7	7.2	40.7
	5Y	3.43	3.61	3.94	6.82	3	5	-11	-18	9.8	10.0	8.8	54.3

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自 2011 年 1 月 1 日

图表 2 信用债收益率走势 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

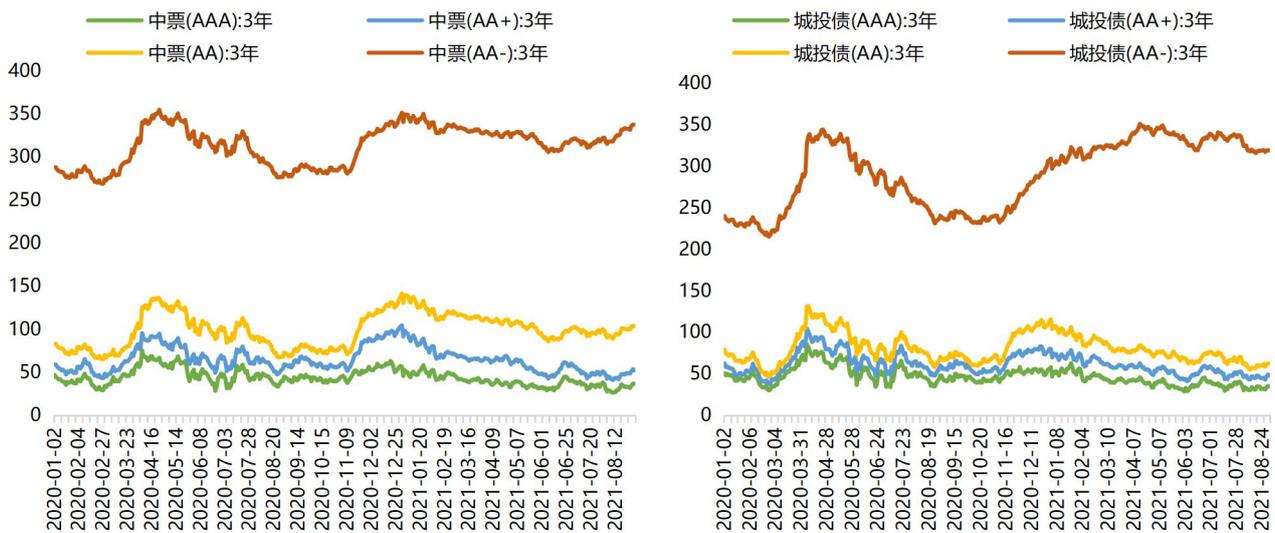
8 月利率债收益率曲线短端上行幅度较大，但因信用债短端调整偏慢，导致信用利差被动压缩。月末 1 年期各等级产业债、城投债信用利差较上月末大幅压缩 14-26bps。同时，与收益率走势类似，8 月份 3 年、5 年期产业债利差以走阔为主，城投债利差则以收窄为主。从信用利差的 10 年历史分位数来看，8 月末 AA 级及以上级别的 1 年、3 年期城投债信用利差和 1 年期产业债信用利差均已降至 10% 分位数以下，继续压缩的空间有限，AA 级及以上级别的 3 年、5 年期产业债和 5 年期城投债信用利差分位数稍高，但也基本处于 30% 分位数附近或以下，只有高收益（AA- 级）各期限产业债和城投债信用利差处于历史较高位置，显示市场对于尾部城投和产业类主体的态度仍谨慎。

图表 3 各等级、各期限信用利差

		8 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	33.6	43.3	60.3	294.3	-15	-16	-25	-14	6.4	1.4	0.9	75.9
	3Y	36.1	51.9	102.9	336.9	-2	1	3	15	17.7	8.0	32.6	93.2
	5Y	40.3	63.2	126.2	359.2	6	9	11	22	21.7	11.5	34.7	93.9
城投债	1Y	35.5	46.1	56.1	289.1	-18	-17	-17	-26	3.8	5.4	4.1	86.5
	3Y	34.7	47.7	62.2	319.2	-6	-5	-8	-18	7.7	9.0	7.0	83.6
	5Y	40.9	58.9	92.4	380.4	3	5	-11	-18	11.5	12.8	15.3	89.6

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自 2011 年 1 月 1 日起

图表 4 信用利差走势 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

8月信用债等级利差(AA级-AAA级)走势分化。当月1年期产业债和3年、5年期城投债等级利差收窄, 而3年、5年期产业债和1年期城投债等级利差走阔, 再度印证8月投资者选择短久期产业债或中长期城投债以下沉资质。**8月产业债期限利差全线走阔, 城投债AA级和AA-级期限利差则有所压缩, 且5Y-1Y利差压缩幅度更大, 显示投资者在中低资质城投债中拉长久期以挖掘超额收益。**

图表 5 各期限信用债等级利差

		8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	26.8	-10.0	6.4			
	3Y	66.9	5.0	46.1			
	5Y	85.9	5.0	47.1			
城投债	1Y	20.6	1.0	15.4			
	3Y	27.5	-2.0	14.5			
	5Y	51.5	-14.0	31.2			

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自2011年1月4日起

图表 6 各等级信用债期限利差

		8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	40.7	72.5	1.4	5.9	64.6	71.4
	AA+	46.7	85.6	5.4	9.9	66.8	69.3
	AA	80.8	131.6	16.4	20.9	94.7	92.4
	AA-	80.8	130.6	17.4	20.9	71.9	70.3
城投债	AAA	37.4	71.2	0.1	5.7	60.9	67.5
	AA+	39.7	78.6	0.2	6.7	56.0	59.6
	AA	44.2	102.1	-2.8	-9.3	52.4	67.1
	AA-	68.2	157.1	-3.8	-7.3	51.0	76.7

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自2011年1月4日起

8月各行业产业债利差中位数多数较7月末压缩，仅农林牧渔业产业债利差走阔。月末农林牧渔、轻工制造、纺织服装和汽车等行业利差中位数均高于150bps，处于绝对高位；电器设备、煤炭、钢铁、燃气、生物医药等行业利差较7月压缩幅度较大。从不同主体性质来看，8月末央企、地方国企、民企产业债利差分别为42.5bp、59.9bp和252.0bp，较上月末分别下行4.6bp、10.5bp和21.2bp。

图表7 8月各行业产业债利差（中位数）变动情况（bp）

行业	8月末值	较上月末变动值	行业	8月末值	较上月末变动值
纺织服装	674.9	-14.9	房地产	55.9	-6.0
轻工制造	588.8	-12.4	燃气	55.0	-24.9
农林牧渔	240.7	21.1	环保	51.1	-6.4
汽车	151.8	-22.0	电子	50.4	-12.1
煤炭	86.3	-35.9	化工	50.1	-10.0
医药生物	81.4	-23.1	机械设备	49.8	-16.4
计算机	79.4	-18.2	通信	46.6	-10.5
钢铁	78.8	-26.2	食品饮料	46.1	-12.2
休闲服务	73.0	-1.8	交通运输	45.8	-7.9
电气设备	68.8	-50.1	非银金融	44.6	-6.1
投资平台	64.7	-8.8	建筑材料	44.3	-8.9
商业贸易	63.9	-7.1	新能源	43.1	-9.2
建筑装饰	61.9	-1.7	电力	39.1	-5.1
传媒	59.3	-20.0	国防军工	35.0	-5.6
有色金属	56.7	-10.7			

数据来源：Wind，东方金诚

8月各省份城投债利差中位数多数收窄，仅天津市出现小幅走阔。月末山西省城投债利差中位数较上月末大幅收窄114bps，下降幅度居首；当月陕西、广西、云南、新疆、四川、重庆等省市城投债利差收窄幅度均超20bps。从利差绝对值来看，8月末黑龙江省和贵州省城投债利差中位数均超过500bps，为利差最高的两个区域，其后为云南、辽宁、广西、天津，四省（市）城投债利差中位数均超过300bps。

图表8 8月各区域城投债利差（中位数）变动情况

区域	2月末值	较上月末变动值	区域	2月末值	较上月末变动值
黑龙江	511.15	-14.02	山东	83.66	-13.52
贵州	509.06	-5.22	河北	80.96	-17.36
云南	384.10	-25.87	四川	77.18	-20.90
辽宁	355.21	-9.32	新疆	76.34	-21.58
广西	322.89	-39.22	湖北	74.62	-7.31
天津	314.96	8.32	江苏	69.28	-11.25
山西	234.62	-114.44	安徽	67.97	-13.32
吉林	232.06	-7.41	浙江	57.55	-7.49
陕西	201.34	-39.22	福建	56.49	-10.31
湖南	149.80	-12.32	上海	47.60	-4.79

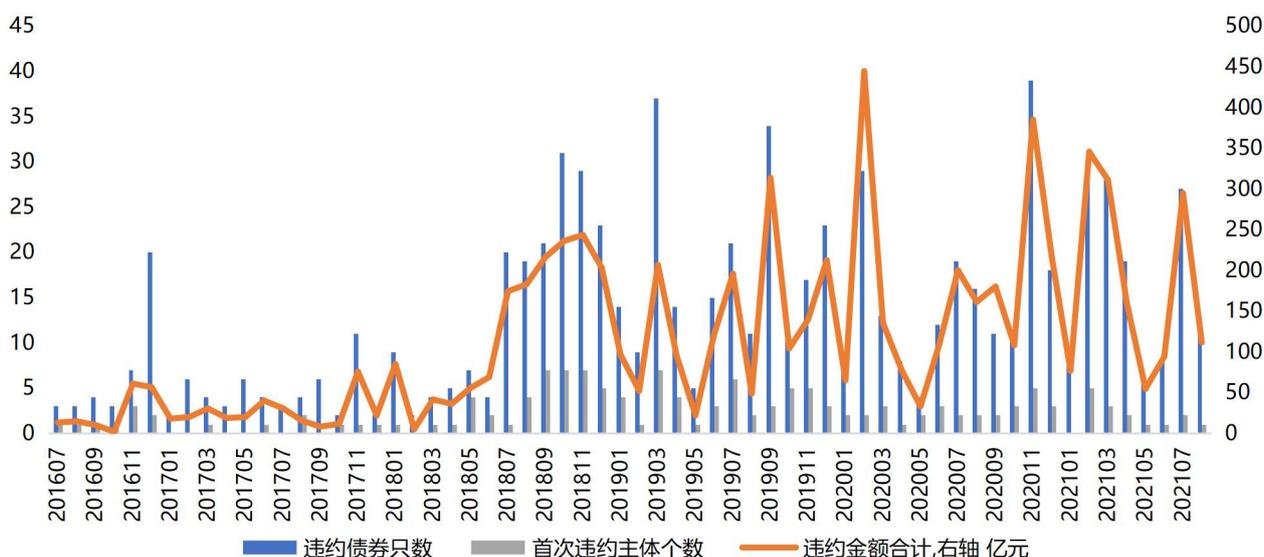
重庆	121.38	-20.16	北京	44.65	-7.33
河南	113.31	-20.00	广东	35.03	-3.91
江西	90.61	-16.95			

数据来源：Wind，东方金诚

二、8月新增违约主体1家；因跟踪季已过，负面评级行动与7月相比明显较少。

8月新增违约债券11只，环比减少16只；涉及违约主体10家，环比减少1家。当月新增违约主体1家，为泛海控股股份有限公司，较7月减少1家。8月30日，泛海控股未能足额偿付“18泛海MTN001”本息，构成实质性违约。泛海控股为其母公司中国泛海控股集团有限公司旗下重要的上市子公司和发债主体，泛海集团信用风险在前期已有所暴露。2014年起，泛海开始全面发力金融业务，作为其传统主营业务板块的地产营收迅速萎缩，但因项目去化不佳以及存续项目投资不减、高度依赖外部融资，因此，地产业务营收的萎缩并未伴随资产负债表的相应收缩。业务转型后，泛海营收主要来自金融业务，但因金融业务盈利难以应对偿债压力，公司不得不出售资产来弥补偿债资金缺口。2020年以来，泛海旗下金融子公司民生信托部分项目发生违约，计提巨额信用减值损失，并卷入一系列诉讼当中，加剧了泛海的债务危机，也暴露出业务快速转型后，其在运营和风控能力方面的不足。

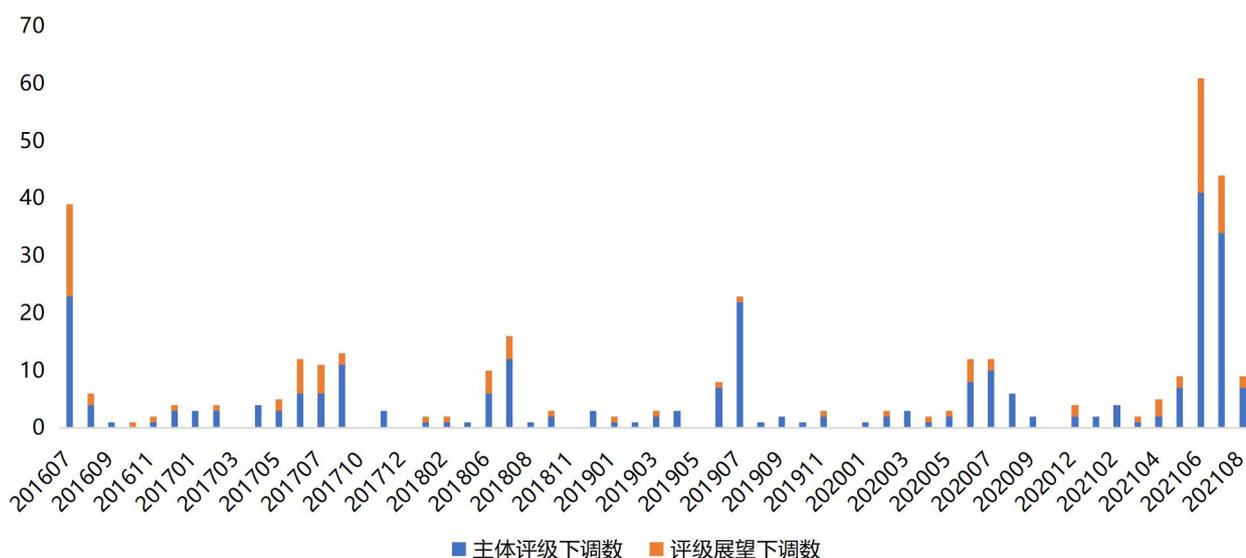
图表9 8月违约债券数量和违约金额下降



数据来源：Wind，东方金诚

8月有5只债券发生本金和利息展期，分别为西藏金融租赁有限公司发行的“18西藏租赁债01”、上海新文化传媒集团股份有限公司发行的公司债“16文化01”、宁夏晟晏实业集团有限公司发行的私募债“18晟晏01”、九通基业投资有限公司发行的私募债“17九通01”和中国泛海控股集团有限公司发行的公司债“18泛海G1”。级别调整方面，8月评级跟踪季已过，级别调整数量较7月明显减少。当月共有7家企业主体级别被下调，另有2家企业展望被调整为负面。

图表 10 跟踪季结束，8月负面评级行动明显减少



数据来源：Wind，东方金诚

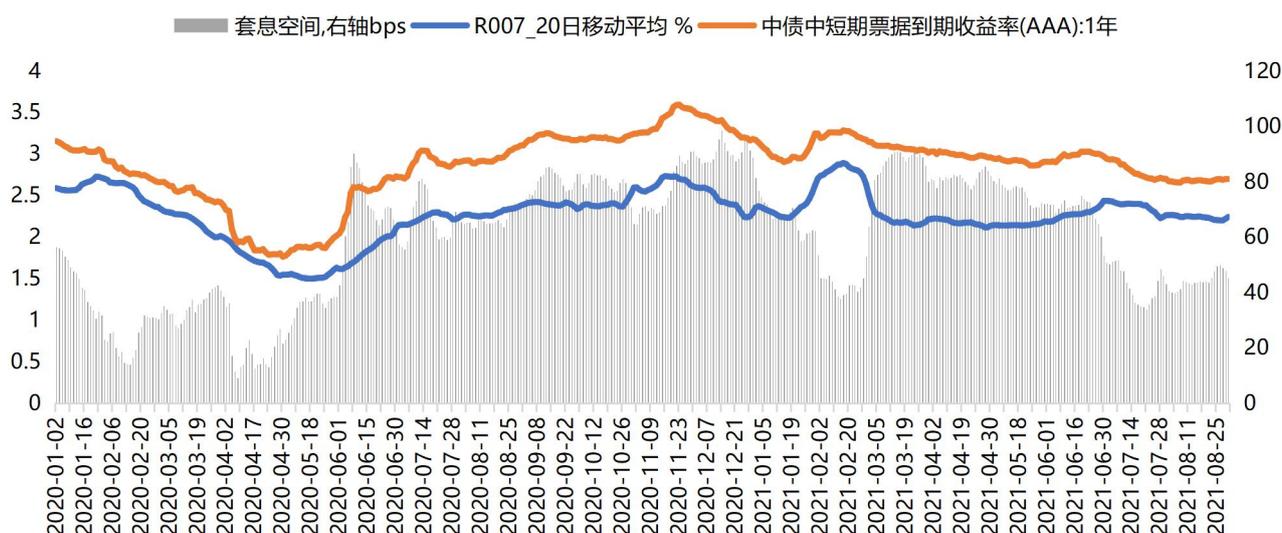
三、投资策略与信用风险展望：信用债中高评级收益率已至历史低位，杠杆和久期策略空间受限；理财产品估值整改或推升中低评级、中长久期信用债以及流动性相对较差债券的估值风险；年内仍需关注高杠杆房企信用风险。

8月信用债融资延续向好，但结构性分化依旧明显：当月城投债滚续情况尚可，投资者风险偏好上行，继续下沉资质和拉长久期；产业债融资大幅回暖，但地产债净融资缺口扩大，特别是AAA级房企出现大额债券融资缺口，同时，过剩产能债在连续多个月的资金净流出后，高评级主体净融资大幅回正，但中低评级主体债券融资缺口仍存。信用债收益率走势亦现分化：中高等级信用债收益率和信用利差大多徘徊在历史低位，而高收益债信用利差仍处历史较高水平，显示市场对于尾部主体的谨慎态度。

展望后续，债市“资产荒”背景下，中高评级信用债仍将受到追捧，但收益率和信用利差下行空间较小，或跟随利率债低位震荡。理财产品估值整改范围已扩大至股份行，需关注全面市值法估值对理财产品风险偏好的影响：为降低净值波动，理财产品或降低信用风险偏好和久期偏好，中低评级、长久期信用债以及流动性较差的私募债、银行二级资本债等或面临估值调整的风险。

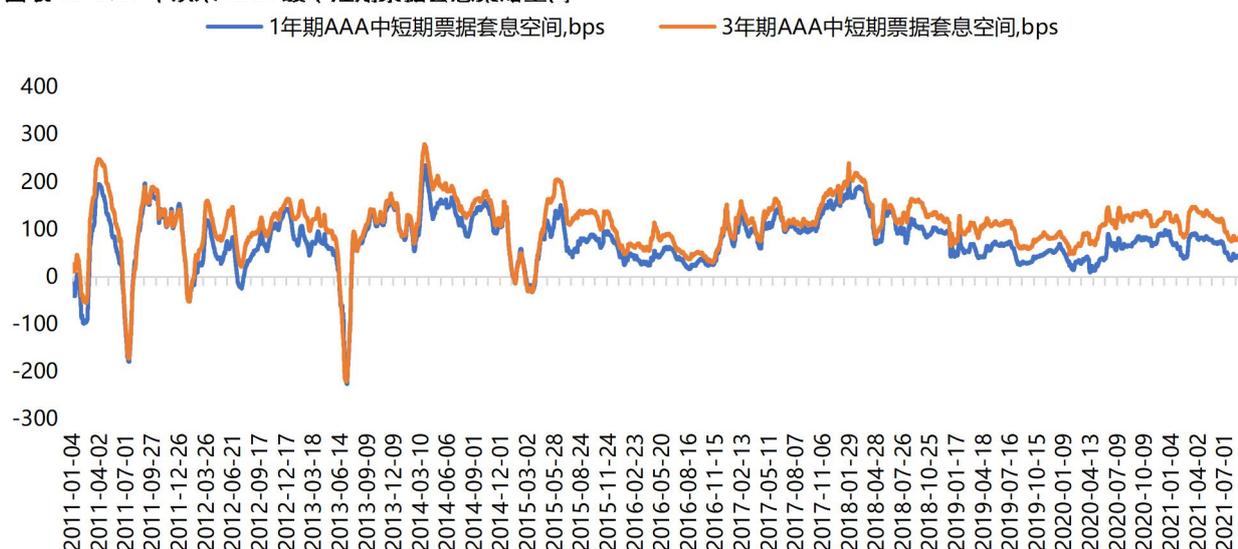
随着债市“资产荒”不断演绎，中高等级信用债收益率和信用利差均已下行至历史较低水平，套息空间持续压缩。7月下旬以来，套息空间有所恢复，但仍处年内较低位置。截至8月末，1年期、3年期AAA级中短期票据套息空间分别为45bp和86bp，分别处于25.0%和28.4%的10年历史分位数。因此，从绝对值和历史分位数来看，套息空间已较为有限。我们判断，在年内后续资金利率将继续围绕政策利率波动背景下，资金利率中枢下行空间不大，中高等级信用债收益率将跟随利率债低位波动，息差空间预计也将保持低位。

图表 11 8月套息空间稍有上行



数据来源: Wind, 东方金诚

图表 12 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8月底,3年期、5年期AAA级和AA+级债券收益率和信用利差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、理财产品估值整改加速推进,理财产品久期偏好或出现下降,中长久期信用债收益率及利差进一步压缩的难度较大,市场进一步拉长久期的空间有限。

信用风险方面,我们仍然认为短期内城投公募债违约的可能性不大,地方产业类国企违约态势也暂时受到遏制,年内后续仍需重点关注房企信用风险。今年以来,房企信用风险事件增多,房企违约正在成为当前债市的主要风险点,背后是上半年监管层加大力度推动房地产行业去杠杆,三条红线、房贷集中度管理及楼市调控升级等措施持续加码,一些高杠杆运营模式的地产公司首当其冲,其中恒大集团债务风险正

在引发境内外投资者高度关注。

我们注意到，监管层约谈恒大集团发生在8月19号，而在此前的8月17号，中央财经委召开会议，其中一个重要内容是“统筹做好重大金融风险防范化解工作”，包括“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。我们认为，以恒大的体量和规模，明显具有系统性影响潜力，本次约谈体现了监管层对恒大问题的高度重视。这一方面会迫使恒大加快资产处置，降低债务规模，另一方面也显示了监管层防范恒大风险大规模暴露、威胁整个房地产金融安全的意图。

另外，当前楼市正在进入一个快速降温过程，后期房地产调控力度或不会继续加码。7月房地产销售端全面进入同比负增长，我们估计8月商品房销量同比会下降24%左右，降幅会较7月扩大18个百分点，两年平均增速也将首次转入负增长，估计为-6%左右。与此同时，国家统计局数据显示，近期各线城市房价涨幅也在回落。由此我们判断，下半年房地产调控存在边际放松的可能。不过，下半年可能还会有一些高杠杆房企债券“爆雷”，地产债仍是当前债市的主要风险点。

附表1 1-8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	航空
2021-02-10	三亚凤凰国际机场有限责任公司	AA+	30.00	30.00		否	海南	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	航空
2021-02-10	海口美兰国际机场有限责任公司	AA+	38.00	38.00		否	海南	机场服务
2021-02-10	海航集团有限公司	AA+	143.99	38.00		否	海南	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	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	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	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	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	家庭装饰品
2021-08-30	泛海控股股份有限公司	AA+	70.98	21.00	民营企业	是	北京	其他多元金融服务

数据来源：Wind，东方金诚

附表2 8月违约债券列表

名称	发行人	发行时主体评级	发行总额	存续债券余额	公司属性	是否上市	省份	所属 Wind 行业
17 泛海 MTN001	泛海控股股份有限公司	AA+	14.00	5.40	民营企业	是	北京	其他多元金融服务
19 华控 04	华夏幸福基业控股股份公司	AAA	20.00	19.00	民营企业	否	河北	房地产开发
18 泛海 MTN001	泛海控股股份有限公司	AA+	7.00	7.00	民营企业	是	北京	其他多元金融服务
18 方正 MTN001	北大方正集团有限公司	AAA	12.00	12.00	央企	否	北京	互联网软件与服务

17 康美 MTN002	康美药业股份有限公司	AA+	20.00	20.00	民营企业	是	广东	中药
16 蓝光 MTN003	四川蓝光发展股份有限公司	AA	13.00	2.80	民营企业	是	四川	房地产开发
19 三盛 05	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	AA	5.30	5.30	民营企业	否	上海	房地产开发
16 信威 03	北京信威通信技术股份有限公司	AA	10.00	10.00	民营企业	否	北京	通信设备
18 洛娃科技 MTN001	洛娃科技实业集团有限公司	AA	3.00	3.00	民营企业	否	北京	食品加工与肉类
18 中信国安 MTN002	中信国安集团有限公司	AA+	12.00	12.00	公众企业	否	北京	综合类行业
H8 泰禾 01	泰禾集团股份有限公司	AA+	15.00	15.00	民营企业	是	福建	房地产开发

数据来源：Wind，东方金诚