

## 三季度信用利差空间有所修复，关注地产行业信用风险

——2021 年三季度信用利差分析与四季度信用风险展望

分析师 于丽峰 冯琳

### 主要观点：

- 三季度信用债收益率走势先下后上，季末除高收益产业债（AA-级中短期票据）外，各等级各期限城投债、产业债收益率均低于二季度末的水平。三季度各期限城投债和产业债收益率均以下行为主，城投债中低评级中长端收益率下行幅度更大。9月末AA级及以上信用债收益率几乎全部低于4%（除AA级5年期外），历史分位数均在10%上下，处于历史较低水平。
- 三季度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和利差表现的主要原因。
- 三季度信用债收益率下行幅度多数不及同期限国开债，导致信用利差走阔，利差空间有所修复；等级利差、期限利差表现分化，短久期产业债和长久期城投债等级利差压缩，显示投资者对于产业债和城投债下沉久期具有不同的期限偏好；城投债期限利差全线压缩，产业债中高评级（AA+级及以上）期限利差压缩，较低评级（AA级及以下）期限利差走阔。四季度是资管新规过渡期结束前最后一个季度，理财估值方法整改要求下，作为信用债主要投资者的理财产品久期偏好和风险偏好或有下降，期限利差、等级利差压缩难度加大。
- 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，或跟随利率债低位波动。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、永续债等或面临估值调整的风险。
- 三季度新增违约主体3家，创2018年二季度以来新低；跟踪季已过，四季度负面评级行动将较二、三季度明显减少。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。

全文：

一、三季度信用债收益率先下后上，信用利差多数走阔，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。

三季度信用债收益率走势先下后上，季末除高收益产业债（AA-级中短期票据）外，各等级各期限城投债、产业债收益率均低于二季度末的水平。7月央行超预期降准，债券市场收益率快速下行，当月10年期国债到期收益率下行超20bp，带动信用债收益率走低。8月到9月债券市场偏弱震荡，国债收益率曲线平坦化上移，信用债收益率跟随走高。截至9月末，1年、3年和5年期国开债到期收益率分别较6月末下行12bps、23bps和26bps，相同时段内AA+级及以上1年和3年期信用债收益率下行幅度与同期限国开债相近，5年期、AA级信用债下行幅度不及同期限国开债。

三季度各期限城投债和产业债收益率均以下行为主，城投债中低评级中长端收益率下行幅度更大。具体来看：（1）中高评级信用债主要跟随利率债下行，AAA及AA+级各期限产业债和城投债收益率下行幅度相仿，期限上均为3Y>5Y>1Y，3年期收益率下行最多，与国开债下行幅度相近；（2）三季度中低评级信用债收益率下行幅度不及中高评级，且城投债收益率下行更多，除AA级1年期外，AA及AA-级城投债各期限收益率下行幅度均高于产业债，显示投资者更多在城投债中下沉资质；（3）从今年前三季度看，AA级及以上各期限城投债、产业债收益率均大幅下行，9月末AA级及以上信用债收益率全线低于4%（除AA级5年期外）历史分位数均在10%上下，处于历史较低水平。

三季度高收益（AA-级）产业债和城投债分化明显，高收益产业债收益率仅1年期小幅下行2bps，3年、5年收益率逆势上行，同期高收益城投债收益率全线下行，且下行幅度5Y>3Y>1Y，显示三季度投资者在城投债中进一步下沉资质，甚至在低资质城投债中拉长久期以获取超额收益。究其原因，主要是三季度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和利差表现的主要原因。

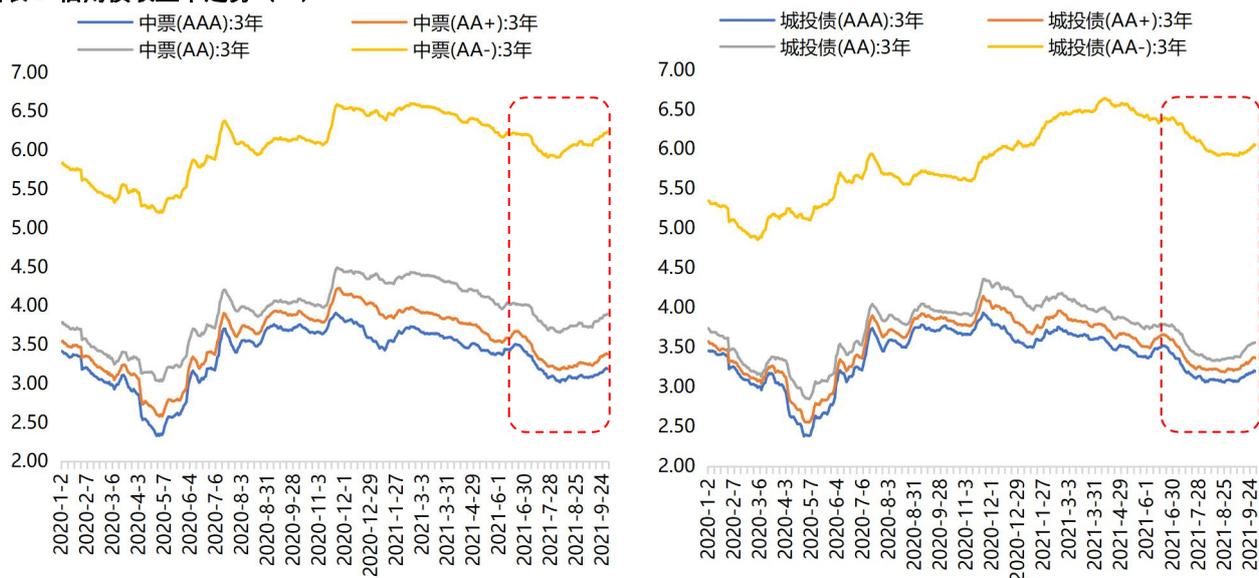
图表1 各等级、各期限信用债到期收益率

信用债收益率		三季度末值 (%)				较上季末变动 (bp)				较去年末变动 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债	1Y	2.85	2.99	3.15	5.48	-12	-9	-16	-2	-29	-45	-69	-41	9.9	9.4	8.8	42.2

(中短期 票据)	3Y	3.19	3.38	3.90	6.24	-22	-23	-12	3	-36	-65	-50	-26	11.9	10.4	13.4	52.6
	5Y	3.52	3.74	4.37	6.71	-19	-18	-9	7	-28	-62	-38	-21	12.7	10.9	13.3	48.7
城投债	1Y	2.88	2.96	3.12	5.44	-11	-13	-11	-10	-32	-39	-56	28	10.1	9.7	10.3	55.7
	3Y	3.19	3.36	3.56	6.05	-22	-23	-21	-35	-36	-42	-58	-3	11.2	11.5	11.3	44.9
	5Y	3.53	3.78	4.08	6.72	-18	-14	-21	-52	-30	-30	-36	-2	12.3	13.2	12.9	47.0

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

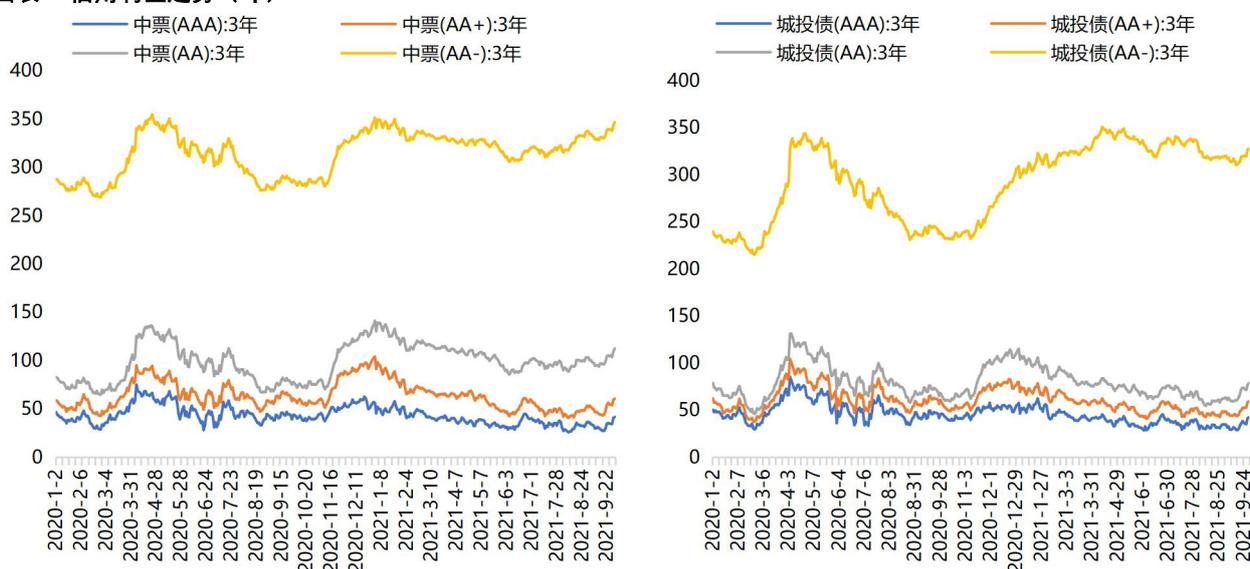
三季度信用债收益率下行幅度多数不及同期限国开债，导致信用利差走阔，利差空间有所修复。首先，利差走阔的结构性特征与收益率类似，AAA 级和 AA+ 级信用债利差走阔幅度较小；AA 和 AA- 级多数走阔幅度更大，但城投债利差走阔幅度小于产业债，3 年、5 年期 AA- 级城投债信用利差甚至出现了幅度不小的压缩，显示三季度投资者更倾向于在城投债下沉资质，且在较低评级城投债拉长久期；其次，从今年前三季度的变动幅度以及信用利差的历史分位数看，年内 AA 级及以上信用债利差以压缩为主，幅度上 1 年、3 年期大于 5 年期，产业债仅 1 年期 AA 级压缩幅度大于 AAA 和 AA+ 级，显示产业债资质下沉主要限于短久期，城投债 AA 级各期限利差下行幅度均高于 AAA 和 AA+ 级，显示投资者在城投债各期限均有一定程度的资质下沉。但城投债 AA- 级信用利差在年内全线走阔，说明投资者对尾部城投的长期谨慎态度未变，三季度 AA- 级城投债信用利差收窄，仅是 15 号文补丁出台后对前期超跌主体的一定纠偏。最后，从十年历史分位数看，目前中短久期、中高评级信用利差历史分位数相对较低，均在 10%-30% 之间，AA 级及以下、5 年期信用利差相对较高，在历史中位数附近，而 AA- 级各期限产业债和城投债利差均处于历史 90% 分位数左右或更高，市场对尾部主体态度仍谨慎。

图表3 各等级、各期限信用利差

		三季度末值 (%)				较上季末变动 (bp)				较去年末变动 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期 票据)	1Y	45	59	75	308	0	2	-5	9	-13	-29	-53	-25	25.3	14.4	10.4	86.0
	3Y	42	61	113	347	2	1	12	27	-15	-44	-29	-5	31.3	19.6	43.6	95.4
	5Y	53	75	138	372	7	8	17	33	0	-34	-10	7	57.8	29.4	48.3	96.9
城投债	1Y	48	57	73	305	1	-1	1	2	-16	-22	-39	45	18.5	16.0	18.4	90.7
	3Y	42	59	79	328	2	1	3	-11	-15	-20	-36	19	18.0	22.7	23.5	86.4
	5Y	55	80	109	373	9	13	6	-25	-2	-2	-8	26	35.5	40.3	34.7	87.5

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

**三季度信用债等级利差 (AA级-AAA级) 走势分化。**当月1年期产业债和5年期城投债等级利差收窄, 而3年、5年期产业债和1年、3年期城投债等级利差走阔, 再度印证三季度投资者选择短久期产业债或中长期期城投债下沉资质。今年前三季度, 各期限产业债、城投债等级利差全线压缩, 从期限看1Y>3Y>5Y, 1年期产业债等级利差压缩最多, 9月底10年历史分位数已接近10%的较低水平。

**三季度信用债期限利差亦现分化。**城投债期限利差全线压缩, 产业债中高评级 (AA+级及以上) 期限利差压缩, 较低评级 (AA级及以下) 期限利差走阔。多数等级3Y-1Y期限利差压缩幅度更大, 且从前三季度看, 5Y-1Y期限利差多数走阔, 3Y-1Y利差多数压缩, 9月末期限利差历史分位数多数略高于历史均值, 显示投资者仍偏好中短久期。四季度是资管新规过渡期结束前最后一个季度, 理财估值方法整改要求下, 作为信用债主要投资者的理财产品久期偏好和风险偏好或有下降, 期限利差、等级利差压缩难度加大。

图表 5 各期限信用债等级利差

		三季末值(bp)	较上季末变动值(bp)	较去年末变动值(bp)	历史分位数 (%)
		AA-AAA	AA-AAA	AA-AAA	AA-AAA
产业债 (中短期票据)	1Y	29.8	-4.1	-40.1	10.9
	3Y	70.9	10.0	-14.0	52.0
	5Y	84.9	10.0	-10.1	46.5
城投债	1Y	24.6	0.0	-23.1	25.1
	3Y	36.4	1.0	-21.0	28.7
	5Y	54.5	-3.0	-6.0	34.9

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

		三季末值(bp)		较上季末变动值(bp)		较去年末变动值(bp)		历史分位数 (%)	
		3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
产业债 (中短期票据)	AAA	33.9	67.2	-9.5	-6.8	-6.5	1.5	54.3	64.1
	AA+	38.9	75.3	-13.5	-8.8	-19.4	-16.5	53.7	56.1
	AA	75.0	122.3	4.5	7.2	19.6	31.5	89.7	86.3
	AA-	76.0	123.3	5.5	9.2	15.6	20.5	66.0	63.9
城投债	AAA	31.5	65.6	-11.2	-6.9	-4.0	2.4	51.3	60.4
	AA+	39.9	82.0	-10.2	-0.9	-3.0	8.5	56.4	64.3
	AA	43.4	95.5	-10.3	-9.9	-2.0	19.5	51.1	58.6
	AA-	60.4	127.5	-25.2	-41.9	-31.0	-30.5	42.9	53.4

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2011 年 1 月 4 日起

三季度各行业产业债利差加权均值多数压缩, 仅农林牧渔、纺织服装等行业产业债利差走阔。月末轻工制造、纺织服装、计算机、农林牧渔等行业利差中位数均高于 150bps, 处于绝对高位; 电器设备、通信、计算机、钢铁、汽车等行业利差较二季度末压缩幅度较大。从不同主体性质来看, 9 月末央企、地方国企、民企产业债利差分别为 49bp、87bp 和 247bp, 较 6 月末分别下行 0.8bp、22.7bp 和上行 7.5bp。

图表 7 三季度各行业产业债信用利差 (余额加权) 变动情况

	本季末信用利差加权均值 bps	较上季末变化 bps	较上年末变化 bps	15 年以来历史分位数
轻工制造	512	-5	-35	91%
纺织服装	474	66	83	94%
计算机	339	-134	129	95%
农林牧渔	236	83	48	100%
汽车	125	-34	38	38%
煤炭	110	20	-25	24%
医药生物	107	-25	-23	46%
商业贸易	96	7	-32	14%
燃气	95	24	-10	88%
传媒	89	-9	-67	25%
钢铁	85	-61	-74	13%
电气设备	84	-70	-57	6%
休闲服务	78	3	-39	14%
房地产	75	-10	-35	7%
有色金属	75	-17	-36	8%

食品饮料	71	-18	-28	7%
通信	71	-71	-100	19%
环保	67	-1	-31	22%
建筑装饰	66	-4	-49	5%
电子	63	3	-59	7%
机械设备	63	-1	-61	4%
交通运输	61	-9	-38	10%
新能源	60	-2	-39	6%
建筑材料	57	-3	-39	6%
化工	52	-7	-28	10%
非银金融	48	4	-14	21%
电力	47	-1	-20	28%
国防军工	43	-3	-14	15%

数据来源：Wind，东方金诚

三季度各省份城投债利差继续分化，加权平均利差走阔和收窄的省份各占一半。从利差绝对值看，贵州、黑龙江、青海、云南和辽宁城投债利差加权均值高于300bps，且无论看三季度还是今年年内，这些区域城投债的利差都是走阔的，显示投资者对这些区域城投债态度谨慎；陕西、天津、吉林、广西城投债利差加权均值亦高于200bps，但其中天津、广西利差三季度均出现压缩，天津曾于今年6月下旬召开债券投资者“恳谈会”，表态维护好区域信用生态，推动区域城投债信用利差下行。除天津和广西外，三季度湖北、河北、广东、江苏、安徽城投债利差下行幅度超过10bps，投资者抱团下沉发达地区区县级城投推动相关地区利差下行，截至9月末，广东、江苏、福建、安徽、湖北、浙江等省份城投债利差下行较多，且历史分位数均低于30%。

图表8 三季度各区域城投债利差（余额加权）变动情况

	本季末信用利差加权均值 bps	较上季末变化 bps	较上年末变化 bps	15年以来历史分位数
贵州	518	90	143	98%
黑龙江	467	26	201	99%
青海	372	50	143	100%
云南	360	64	131	97%
辽宁	343	15	127	100%
山西	273	79	51	100%
天津	270	-43	65	95%
吉林	257	23	81	99%
广西	230	-28	-6	86%
陕西	197	21	30	98%
湖南	173	-5	-24	66%
山东	151	62	-11	79%
河南	148	-6	19	95%
江西	143	55	10	87%
重庆	140	-6	-21	63%
四川	134	62	23	74%
河北	100	-19	-77	23%
安徽	93	-12	-46	15%
江苏	89	-13	-54	13%

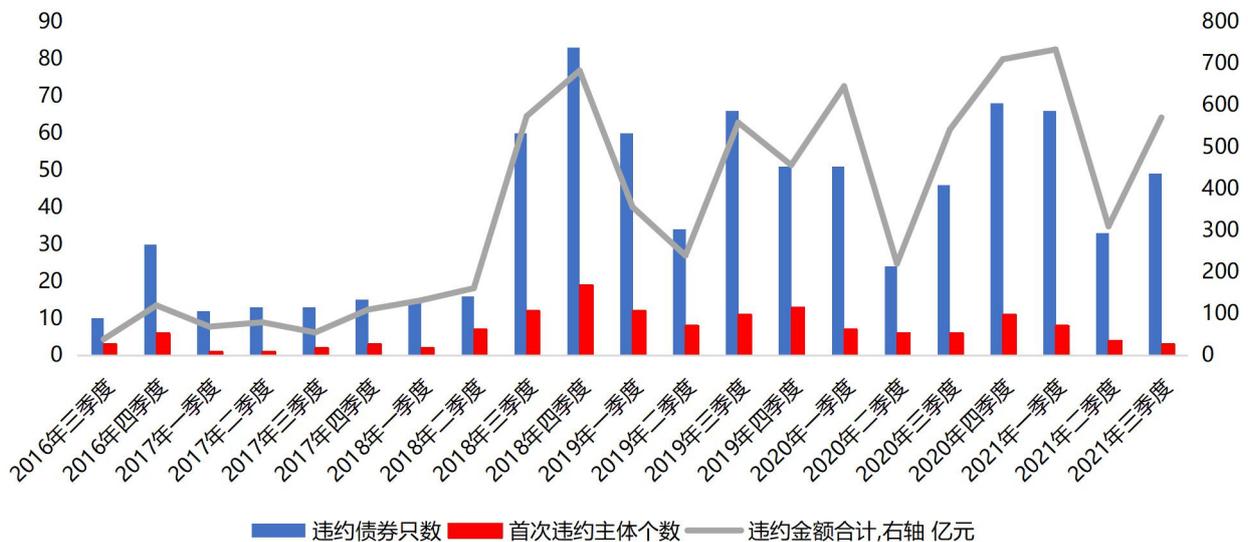
湖北	89	-20	-43	24%
新疆	89	-6	-51	29%
浙江	79	5	-27	29%
福建	78	-2	-55	15%
上海	58	2	-7	32%
北京	56	-6	-33	18%
广东	51	-15	-37	12%

数据来源：Wind，东方金诚

二、三季度信用风险事件分析：首次违约主体数为3家，创2018年二季度以来新低，违约债券只数和金额较二季度增加；7月信用评级跟踪季负面评级行动较多，8、9两月明显减少。

三季度共有49只债券违约，较二季度增加16只；涉及违约主体23家，环比增加1家。新增违约主体3家，较二季度减少1家，为四川蓝光、宜华生活和泛海控股，均为民营企业。新增违约主体数量创2018年二季度以来新低。三季度信用债新增违约主体同比、环比均有所减少，一方面受益于信用债融资环境良好，到期接续情况整体尚可，另一方面，监管层连续强调打击“逃废债”以及地方政府的积极介入，使得地方国企债券违约多发的势头得到遏制。

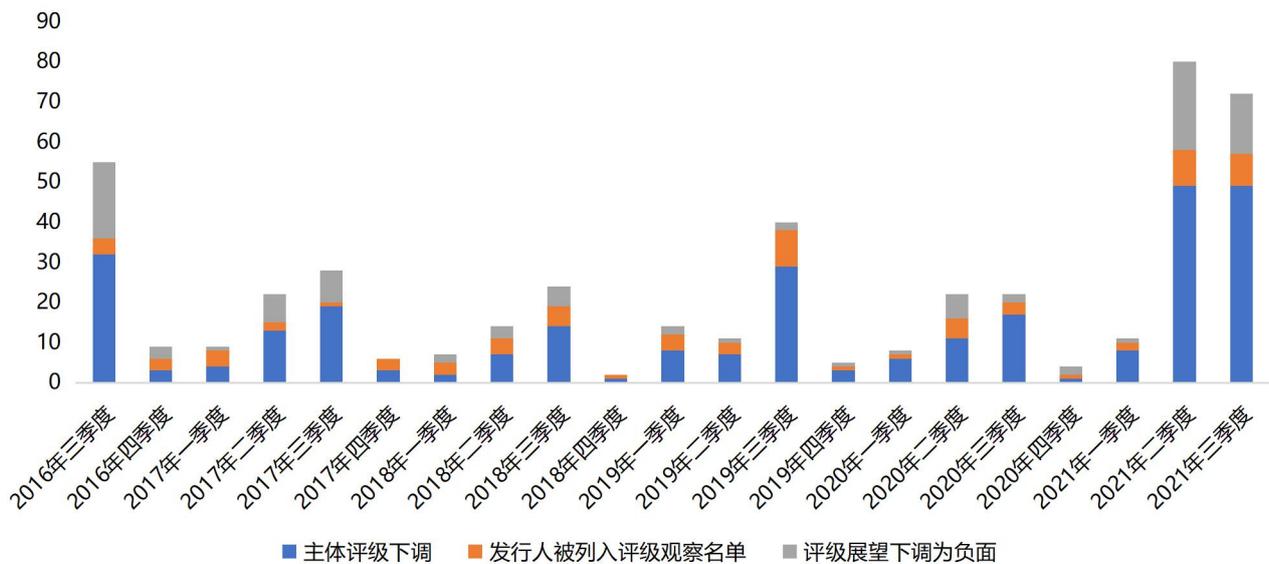
图表9 三季度首次违约主体数创2018年二季度以来新低



数据来源：Wind，东方金诚

三季度有9只债券发生本金和利息展期，较二季度增加6只，其中3只债券发行人已发生违约。9家本息展期发行人中，除豫能化（河南能源化工集团有限公司）外均为民营企业。级别调整方面，评级跟踪主要分布在6、7两个月，今年跟踪季评级负面行动明显增加，但三季度较二季度有所下降。当季共有49家企业主体级别被下调，另有15家企业展望被调整为负面、8家发行人被列入评级观察名单。

图表 10 三季度负面评级行动较二季度减少



数据来源：Wind，东方金诚

**三、四季度信用信用风险展望：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。**

三季度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。

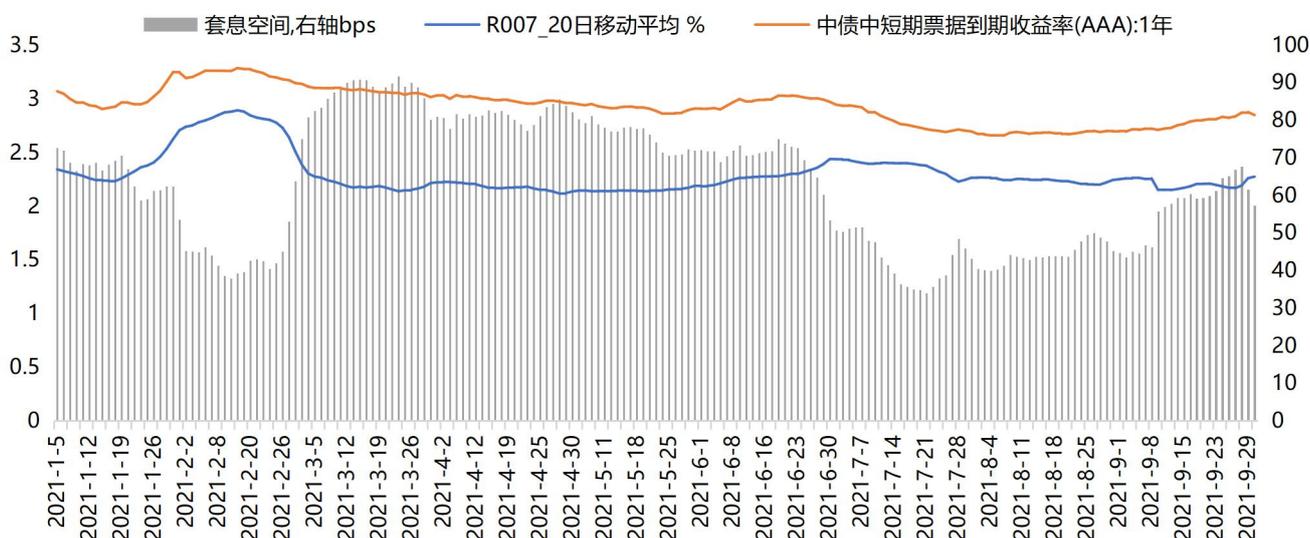
展望后续，债市“资产荒”背景下，中高评级信用债仍将受到追捧，但收益率和信用利差下行空间较小，或跟随利率债低位震荡。理财产品估值整改范围已扩大至股份行，需关注全面市值法估值对理财产品风险偏好的影响：为降低净值波动，理财产品或降低信用风险偏好和久期偏好，中低评级、长久期信用债以及流动性较差的私募债、永续债等或面临估值调整的风险。

**（一）套息空间压缩，四季度或将保持低位；期限利差普遍处于高于历史中值，但估值整改影响理财产品久期偏好，市场进一步拉长久期空间有限。**

7月以后，随着债券市场收益率快速下行，套息空间持续压缩，至7月底降至年内较低水平。7月下旬以后，随着信用债收益率小幅上行，套息空间有所恢复。截至9月末，1年期、3年期AAA级中短期票据套息空间分别为58bp和92bp，分别处于33.2%和32.7%的10年历史分位数。四季度，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 三季度套息空间先下后上



数据来源：Wind，东方金诚

图表 12 三季度息差空间普遍收窄

	AAA 中票 :1 年	AAA 中票 :3 年	AAA 中票 :5 年	AA+ 中票 :1 年	AA+ 中票 :3 年	AA+ 中票 :5 年	AA 中票 :1 年	AA 中票 :3 年	AA 中票 :5 年
息差水平 (-R001)bps	79	112	146	92	131	168	108	183	231
较上季末变动 bps	-5.69	-15.20	-12.54	-2.74	-16.21	-11.53	-9.74	-5.21	-2.53
10 年历史分位数	15%	15%	19%	13%	13%	14%	11%	17%	21%
息差水平 (-R007)bps	58	92	125	72	111	147	88	163	210
较上季末变动 bps	3.89	-5.62	-2.96	6.84	-6.63	-1.95	-0.16	4.37	7.05
10 年历史分位数	33%	33%	40%	28%	27%	30%	22%	40%	42%

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9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。目前3Y-1Y和5Y-3Y期限利差多数处于历史中位数附近或略偏高，但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，5Y-1Y利差可能走阔，中高评级3Y-1Y利差或存在一定压缩空间。

(二) 区域与行业风险展望：城投债方面，短期内城投公募债违约的可能性不大，融资情况较好且利差未显著压缩的省份，存在挖掘空间；产业债方面，上游行业景气度较高，煤炭、钢铁、有色金属等过剩产能债利差或继续压缩；民营房企信用风险大幅上升，警惕违约增加对行业估值造成的扰动。

城投债方面，今年前三季度城投债融资整体平稳，但区域分化较大。去年永煤违约事件后，国务院和多省国资委强调加强地方国企债务风险管控，防范系统性金融风险，

加之下半年专项债发行放量，经济下行压力下宏观政策稳增长需求上升需要地方政府适度发力基建，城投整体融资环境边际上会有所好转，短期内城投公募债违约的可能性仍低。但从长期看，严禁新增地方政府隐性债务、剥离城投平台融资功能目标下，打破刚兑是重塑市场预期、硬化地方政府预算“软约束”的重要前提，城投债投资需结合区域定位、城投公司职能定位（业务专营性）、业务发展状况（业务可持续性）等进行综合判断，防范尾部风险。

三季度城投债净融资规模有所回落，但区域分化的情况有所好转，部分融资缺口较大地区净融资转正。结合利差及变化看，北上广、江浙地区、湖北安徽福建等发达省份利差水平已压缩至历史较低水平，性价比下降；东北、贵州、青海等地城投债融资环境依然紧张，流动性风险较高；山东、四川、江西、湖南、重庆、河南等地城投债融资情况较好，且利差绝对水平和历史分位数较高，较去年底小幅走阔或小幅压缩，仍存在挖掘空间；此外，天津、山西等地信用债净融资改善明显，且地方政府多次公开表态维护当地信用环境，目前利差水平较去年底走阔较多，优质平台存在配置机会。

需要说明的是，尽管我们认为接下来一段时间城投融资环境会有所好转，但预计分化局面无法得到有效的缓和。一方面，政策向稳增长方向发力将是适度的、温和的，政策力度和宽松程度不可能与去年疫情期间相比，难以达到“鸡犬升天”的效果；另一方面，净值化转型、整顿委外背景下，资管机构收紧风控，风险偏好系统性下降，也会导致机构无视宏观环境的边际变化，维持对弱资质城投的谨慎态度，甚至更加谨慎。

图表 13 不同省份城投债 2021 年净融资和利差情况

	2021 前三季度城投债 发行量 (亿元)	2021 前三季度城投债 净融资 (亿元)	9 月末城投债余额加 权利差 (bps)	较去年底变化 (bps)	利差 15 年以来历史分 位数
江苏省	11439	5351	90	-53	13%
浙江省	5589	4111	79	-26	30%
山东省	2758	1869	151	-10	80%
四川省	2480	1306	136	24	76%
江西省	1995	1080	144	10	87%
湖南省	2031	1062	174	-24	68%
广东省	1808	1022	50	-37	12%
重庆	1820	749	140	-20	63%
湖北省	1618	729	90	-43	24%
安徽省	1510	650	94	-45	16%
福建省	1210	554	78	-55	16%
河南省	1046	537	149	20	96%
上海	657	390	58	-7	32%
天津	2170	357	274	69	95%
广西	827	348	231	-5	86%
北京	1427	242	56	-32	19%
贵州省	450	207	517	142	98%
新疆	462	163	91	-49	30%

河北省	363	159	100	-76	23%
陕西省	621	147	195	28	97%
云南省	602	94	362	134	97%
山西省	435	52	274	51	100%
吉林省	147	48	261	85	100%
甘肃省	152	37			
青海省	39	9	374	145	100%
内蒙古	35	9			
宁夏	32	-4			
黑龙江省	18	-19	467	201	99%
辽宁省	53	-98	343	127	100%

数据来源：Wind，东方金诚

产业债方面，首先，煤炭、钢铁、有色金属等上游周期性行业景气度较高，行业融资情况逐步回暖，利差较年初压缩。从8月工业企业经营情况数据可以看到，上游采矿业和中游冶炼行业营业利润增速有所提高，能耗双控背景下，供给仍将偏紧，同时需求端虽下行风险加大但仍有望保持韧性，因此，供需将维持紧平衡状态，原材料价格或在较长一段时期内保持高位，推动相关企业盈利和经营性现金流持续改善，特别是今年以来净融资改善比较明显的省份内的国有过剩产能主体，利差将继续压缩。

大宗商品价格高位运行和能耗双控背景下，中下游制造业企业成本压力加大，成本转移能力较弱的企业盈利能力持续受到压制。8月工业企业利润已反映出造纸、橡胶和塑料制品、设备制造、电气设备等行业利润增速下滑，未来供给偏紧或推动原材料价格进一步上涨，给这些行业带来更大的成本压力。建议对缺乏产品定价权、成本转移能力弱且原材料成本占比高主体保持谨慎。纺织服装、食品饮料等行业景气度持续较差，行业利差也处于较高位置，警惕利润持续下滑、抗风险能力较差的主体信用风险。

图表 14 不同行业工业企业累计营业利润两年平均增速情况

		2021年2月	2021年3月	2021年4月	2021年5月	2021年6月	2021年7月	2021年8月
上游	有色金属矿采选	20%	8%	13%	24%	21%	24%	26%
	煤炭开采和洗选	31%	17%	17%	20%	22%	25%	32%
	黑色金属矿采选	85%	95%	100%	92%	101%	108%	97%
中游	化学纤维制造	108%	66%	58%	63%	59%	62%	62%
	黑色金属冶炼及压延加工	57%	45%	41%	41%	38%	34%	36%
	有色金属冶炼及压延加工	85%	71%	68%	59%	56%	56%	59%
	化学原料及化学制品制造	37%	35%	36%	35%	35%	35%	38%
	造纸及纸制品	49%	42%	43%	40%	34%	30%	25%
	金属制品	12%	9%	14%	14%	14%	15%	15%
	橡胶和塑料制品	33%	24%	24%	20%	17%	15%	13%
	非金属矿物制品	8%	5%	6%	7%	7%	6%	7%
	纺织	-8%	-12%	-7%	-6%	-5%	-3%	1%
	下游工	计算机、通信和其他电子设备制造	98%	45%	45%	41%	37%	37%
通用设备制造		20%	10%	15%	14%	14%	13%	13%

下游消费品	专用设备制造	43%	24%	31%	27%	25%	16%	14%
	仪器仪表制造	43%	18%	20%	21%	13%	15%	15%
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造	-7%	-6%	-4%	-3%	-3%	0%	-3%
	电气机械及器材制造	23%	15%	16%	11%	10%	9%	8%
	医药制造	30%	24%	28%	33%	37%	41%	41%
	农副食品加工	11%	10%	10%	7%	5%	5%	2%
	食品制造	0%	0%	-1%	0%	1%	0%	-2%
	酒、饮料和精制茶制造	11%	11%	11%	10%	11%	11%	11%
	文教、工美、体育和娱乐用品制造	-9%	-6%	-4%	-4%	-3%	-4%	-6%
	汽车制造	28%	10%	11%	15%	8%	7%	3%
	家具制造	-5%	-10%	-7%	-6%	-6%	-1%	-1%
	纺织服装、服饰	-22%	-21%	-16%	-14%	-17%	-16%	-17%
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋	-14%	-13%	-12%	-13%	-12%	-14%	-11%
	印刷业和记录媒介的复制	-2%	-8%	-2%	-1%	-3%	-4%	-5%

数据来源：Wind，东方金诚

地产债方面，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引发境内外投资者高度关注。

伴随恒大事件的发酵，近期民营地产公司流动性压力陡升。一方面，四季度房企债券到期规模为1082亿元，同比减少7%，环比减少19%，虽偿债压力有所缓解，但仍属于历史较高水平，而三季度以来投资者情绪更为谨慎，8月地产AAA级债券融资净流出创历史新高，房企滚续压力增大；另一方面，8月销售数据显示楼市明显降温，商品房销售面积两年平均增速已进入负增长状态，恒大事件进一步打击购房者对民企开发商的信心，民营房企销售回款恐受到更大影响。近日新光控股和花样年先后公告债务违约，加剧投资者担忧情绪，四季度民营房企违约风险或进一步上升。

我们判断，四季度房地产调控政策有望“由紧转稳”。首先，近期全国房价整体走势温和，深圳等一线城市房价快速上涨的苗头也得到了有效遏制，同时，房地产行业过度挤占金融资源的问题也已得到缓解，继续收紧房地产调控的必要性已经下降。其次，随着经济下行压力加大，政策稳增长需求上升，稳增长就需要稳投资，稳投资就需要遏制房地产投资增速较快下滑的势头，而且地方政府加大基建投资力度，客观上也需要保持土地出让金收入基本稳定。因此，接下来房地产调控“由紧转稳”，不仅有其行业内演化原因，也存在稳定宏观经济运行以及“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”的客观要求。这也意味着，后续房地产行业信用风险无序扩散的可能性不大。

当然，要指望房地产调控政策全面转向托市、房企融资环境大幅回暖也不现实——“跨周期调节”下的稳增长政策力度整体上将较为温和，政策面仍将兼顾防风险目标，这就包括9月29日央行和银保监会联合召开的房地产金融工作座谈会上重申的“坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”。我们预计，在高负债房企风险暴露的过程中，房地产行业集中度将进一步提高，财务稳健、土储质量好、周转效率高的房企市场份额将进一步扩大，负债负担重、土储质量差、销售回款慢的房企流动性压力将进一步增大，逐步退出市场。

**（三）产品方面，三季度永续债和私募债利差继续压缩，目前各等级、期限利差均已降至历史低位，四季度理财估值方法整改或带来调整压力。**

三季度，可续期产业债和城投债利差多数压缩，低评级压缩更多，显示前期中高评级永续债利差已充分压缩的情况下，投资者在永续债上继续下沉资质。年内各等级、各期限永续债利差压缩幅度大部分已接近或超过30bps，推动可续期债券与普通债券的利差降至历史极低，未来将难以继续压缩。

图表 15 可续期债券与中票利差

		AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y
产业债	9月30日利差水平(bps)	12	12	13	20	21	23	37	37	37
	较上季末压缩(bps)	-7	-10	-9	-15	-24	-22	-29	-51	-56
	较去年末压缩(bps)	-26	-22	-29	-23	-49	-47	-40	-73	-79
	16年以来历史分位数	1.1%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
城投债	9月30日利差水平(bps)	19	37	37	31	37	39	40	50	69
	较上季末压缩(bps)	-11	2	-16	0	3	-20	-11	-44	-41
	较去年末压缩(bps)	-31	-35	-35	-48	-50	-47	-56	-58	-56
	16年以来历史分位数	1.0%	15.6%	2.4%	2.2%	3.4%	0.0%	0.4%	0.0%	0.1%

数据来源：Wind，东方金诚

非公开债利差三季度多数小幅走阔，或与理财估值整改有关，但从前三季度看，非公开产业债和城投债利差均有所下行，各等级期限利差亦多数降至16年以来10%历史分位数以下。根据9月30日财政部发布的《资产管理产品相关会计处理规定（征求意见稿）》，永续债、非公开债券将无法继续使用摊余成本法估值，对理财产品而言其投资价值下降，面临流动性溢价上升和利差走阔的风险。

图表 16 非公开发行债券与中票利差

		AAA1Y	AAA3Y	AAA5Y	AA+1Y	AA+3Y	AA+5Y	AA1Y	AA3Y	AA5Y	AA-1Y	AA-3Y	AA-5Y
产业债	9月30日利差水平(bps)	30	30	30	29	31	30	48	51	51	63	64	64
	较上季末压缩(bps)	6	2	0	-4	-3	-12	1	1	-1	-7	-6	-8
	较去年末压缩(bps)	-7	-7	-9	-22	-14	-10	-3	1	4	-10	-8	-5
	16年以来历史分位数	5.0%	4.0%	3.4%	0.0%	0.8%	0.2%	6.7%	9.0%	7.0%	2.0%	1.2%	1.1%
城投	9月30日利差水平(bps)	12	17	18	12	23	23	15	29	32	20	40	45

较上季末压缩(bps)	2	7	3	2	10	5	4	16	8	2	16	16
较去年末压缩(bps)	-24	-19	-18	-25	-15	-16	-24	-13	-10	-19	-3	-2
16年以来历史分位数	1.7%	6.9%	5.5%	1.4%	10.1%	4.9%	4.5%	10.8%	10.4%	6.3%	11.1%	10.9%

数据来源: Wind, 东方金诚

附表 1 2021 年 1-3 季度新增违约主体列表

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

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、引用或以任何方式传播。

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。