

凤鸣研析 | 近期信用债市场热点解读 (2022 年 8 月)

凤鸣
研析CCBT SECURITIES
RESEARCH&ANALYSIS

「8月信用债市场热点解读」

C C B T S E C U R I T I E S

— 导读 —

地产：8月淡季百强房企销售环比略增，复苏不及预期，央国企逆市走强，购房人受烂尾楼影响主动规避民营房企；居民加杠杆意愿不足；风险向万科、绿城等优质房企蔓延，监管释放暖意，龙湖成功发行中债增担保债券。

城投：兰州城投触发技术性违约，风险事件日益呈现多点状、多样化的特征。财政收入弱化、再融资紧平衡的局面难以缓解，更加考验地方政府债务风险防范的意愿和能力。资产荒持续主导城投债价格，风险收益比不足。

ABS：抖音、腾讯尝试消金ABS申报，传递业务扩张的积极信号；RMBS早偿率持续上升，在还贷潮持续推动下，或将突破历史高点；惠誉评级发文称，二季度中国结构性融资资产表现恶化，并将车贷ABS行业展望自中性调至恶化。

REITs：REITs连续第3个月普涨，行情向估值处于低位的特许经营权REITs轮动，深圳能源(+10.3%)，首创水务(+7.2%)，高速公路类的华夏越秀和国金铁建涨幅均在5%以上。市场聚焦首单保障租赁房REITs上市，深圳安居、厦门安居、北京保障房首日均录得涨停。

▶ 地产

1、8月淡季百强房企销售环比略增，同比仍差，销售仍在筑底，复苏不及预期，央国企逆市走强：8月百强房企全口径销售额环比+7.4%，同比-37.8%，销售持续较弱。但百强房企分化明显，头部房企和央国企逆市走强，8月央国企单月销售同比+16.5%，特别是非龙头央国企（建发、华发、越秀等）单月同比+37.3%，民企同比增速则低至-61%，购房者规避民营的趋势愈发明显，央国企+城投平台逐渐成为市场主力。

2、居民加杠杆意愿不足：7月社融数据较差，其中居民贷款新增1217亿元，同比少增2178亿元。在期房交付担忧、房价下跌的影响下，居民部门贷款降幅再次走阔，购房意愿弱而提前偿贷多，加杠杆意愿尚未根本性扭转。



3、行业风险蔓延，监管释放暖意：风险继续向高等级民营、混合所有制房企蔓延，境内龙湖、金地、绿城债券出现大幅折价成交，境外美元债方面，万科收益率一度跌至13%，绿城19%，金茂20%，净

价纷纷创下历史新低。在行业风险蔓延的背景下，监管释放暖意，交易商协会支持民营房企发债，碧桂园、龙湖、新城、旭辉、金地、远洋等 6 家房企被纳入中债增担保的中期票据发行试点，25 日，龙湖成功发行首单中债增担保债券，发行规模 15 亿，期限 3 年，票面利率 3.3%，认购倍数 2.86 倍。

▶ 城投

1、8 月，城投风险事件呈现出多点状、多样化的特征。兰州城投先后出现非标利息逾期、债券技术性违约。云南康旅据传可能采取展期降息的方式缓释债务风险。贵州、山东再传出非标逾期等风险事件。我们认为，今年财政收入下滑严重，再融资紧平衡，弱区域政府偿债能力逼近极限是风险事件频发的主要原因。中短期来看，弱区域偿债能力提升的可能性很低，隐债化解也有明确的时间约束，城投非债券类债务展期可能成为一种“试点式”的缓释债务风险的方式，并从被市场充分预期的或债券存量很小的区域开始。但城投债券被展期的概率仍不大，一方面，城投内部及与政府的关联性很强，城投债展期易造成系统性风险。另一方面，大部分城投债券仍可低息滚续，兑付仍在可控范围之内。

2、7 月，城投净融资额为 1267 亿，环比增长明显。“资产荒”延续，城投利差整体小幅下行，期限利差有所压缩。目前中债 AA 及以上 3 年期城投利差已降至 2016 年以来 5%以下分位数水平，优质区域城投利差

已降至历史最低水平，城投债风险收益比不足。



▶ ABS

1、抖音旗下中融小贷启动 300 亿 ABS 储架申报，包含抖音月付、抖音放心借两款产品，腾讯旗下财付通小贷 ABS 也已在审核过程中，对应产品为腾讯分付。

抖音、腾讯在互联网消金业务上发力较晚，抖音月付、腾讯分付目前均采用白名单制，存量规模较小，本次尝试 ABS 发行是业务扩张的信号，作为流量端和支付端的头部平台，两者业务增长潜力巨大，未来或将对目前的互联网消金竞争格局构成冲击。

2、今年以来，RMBS 早偿率明显上升，7 月末基本已达到历史高位，侧面印证了提前还贷潮的来势凶猛，商业银行资产压力进一步凸显。我们认为，在地产修复缓慢、理财收益下降的预期下，RMBS 早偿率在未来 1 至 2 月或将进一步提升，超过历史高点。

3、8月，惠誉评级发文称，为遏制新冠肺炎疫情扩散而实施的封控措施令2022年第二季度中国结构性融资资产表现恶化，但以绝对值衡量，恶化程度较为温和。惠誉已将中国经济增长预期自4.8%下修至3.7%，并将车贷ABS行业展望自中性调至恶化。

我们认为，目前的经济环境导致居民资产负债表脆弱，带动RMBS、车贷、消金等个人信贷类ABS风险指标缓慢恶化，但ABS的内部分层结构使得优先级仍保持稳健，后续主要关注经济修复能否如期实现。

▶ REITs

1、8月REITs延续7月反弹趋势：本月REITs延续7月反弹趋势普遍上涨，特许经营权类REITs接力产权类表现较好。8月两单高速公路（越秀高速+5.65%、国金铁建+5.58%）涨幅高于仓储物流（普洛斯+3.62%、盐田港+3.23%）和产业园类（中关村+0.4%、蛇口产业园+0.95%、张江高科+5.21%），体现出一定的板块内轮动效应。

2、保障房和清洁能源REITs表现亮眼：新券方面，三单保障租赁房REITs（深圳安居、厦门安居、北京保障房）8月最后一天上市首日涨停，月度涨幅30%，深圳安居由于资产质量和未来租金调整机制综合最优，兼顾确定性和成长性，市场认可度最高，其后是北京保障房和厦门安居。鹏华深圳能源有清洁能源概念加持，叠加电力行业旺季情绪催化，市场逐渐认可延期10年的可能性，估值大幅上扬，月度涨幅高达10.26%，鹏华深圳能源上市以来总涨幅38%。

3、经过连续上涨，REITs 估值性价比普遍下降： 产权类 REITs 估值性价比普遍下降，2023 年分派率：华安张江（2.8%）<建信中关村（2.88%）<盐田港（2.94%）<普洛斯（3.11%）<蛇口产业园（3.12%）<苏州产业园（3.33%），普洛斯估值分位数达到了 97%，张江高科估值分位数达到 84%，蛇口产业园估值分位数达到 70%，普遍处于历史中高水平。

「作者简介」

C C B T S E C U R I T I E S



余雷先生 ▶▶▶

清华大学软件工程硕士，9年工作经验，曾在中科院从事科研工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。擅长编程、建模，对信用策略、地产及制造行业有丰富研究经验，深入覆盖REITS、可转债等固收品种。



杨笑天先生 ▶▶▶

厦门大学经济学学士，澳大利亚国立大学金融学硕士，从业3年，曾在中诚信国际从事信用分析工作，现任建信信托证券部信用中心研究员，对城投、煤炭及制造行业具有较为丰富的信用研究经验，能够敏锐感知政策及市场变化，在定价、资产推荐方面具有高度敏感性。



楼凌霄先生 ▶▶▶

北京大学统计学学士，芝加哥大学统计学硕士，从业4年，曾在大公国际资信评估有限公司从事信用分析工作，现任建信信托证券部信用中心研究员。对ABS现金流分析和建模有较为丰富的研究经历，覆盖消费金融、企业信贷、融资租赁等多种ABS类型。

「建信信托凤鸣信用管理团队」

C C B T S E C U R I T I E S

我们拥有专业信用研究团队，团队成员平均具有8年以上债券信评、投研经验，覆盖城投、产业、金融、ABS等主要债券板块研究，构建了完整的信评体系和信用债策略体系，对债券投资的信用风险形成有效控制。



● 刘洪波先生

北京大学光华管理学院硕士，从业19年。曾任职于建行总行资产负债部、建信信托投资管理部，现任建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。拥有丰富的一二级市场投资管理经验，所领导团队管理的产品业绩卓越，规模位居行业前列。



● 刘海东先生

北京大学光华管理学院金融学博士，从业15年。曾任安信证券、光大永明资管投资经理、固收研究团队负责人、固收投资团队负责人等，现任建信信托证券市场事业部投资中心负责人。擅长把握债券市场整体趋势，挖掘利率波段、信用债行业与个券多维度超额收益，对基于固收为基础的大类资产配置有深刻的研究与市场经验。



● 景辉先生

清华大学工学学士，美国巴尔的摩大学公共管理硕士，从业11年。曾任大公国际资信评估有限公司评审委员、技术总监，现任建信信托证券市场事业部信用中心负责人。在信用分析和信用债定价方面具备丰富经验，对城投、地产、周期、ABS等板块策略均有深入覆盖。