

信用债月报-发行维持高位、估值收益率下行、城投和地产债信用利差整体上升、公司债发行加强信息披露规定

月报 | 2021.05.07

长城财富资管信评部

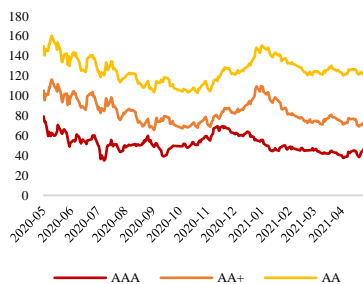
摘要

中债中短期票据信用利差
(基于国开债) (bp)

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	43	24	30	40	35
AAA	47	39	46	57	52
AA+	61	64	73	86	81
AA	91	108	124	137	132

注：数据截至 2021 年 4 月 30 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



分析师：陈星屹

Tel: 010-88632341

Email: chenxingyi@greatwealthamc.com

分析师：孙翊宸

Tel: 010-88632372

Email: sunyichen@greatwealthamc.com

联系方式

北京市西城区平安里西大街 31 号航

天金融大厦东侧二层

邮箱 service@greatwealthamc.com

网址 www.greatwealthamc.com

一级市场方面，4 月份，信用债发行节奏维持高位，净融规模有所下降，期限分布仍偏中短期。二级市场方面，中短期票据信用利差收窄，期限利差继续走阔，城投债、房地产信用利差整体上升。违约事件方面，信用债新增 23 支违约债券，违约金额环比大幅下降。信用债热点事件方面，中国华融停牌，国发 5 号文允许城投公司破产，公司债审核新规进一步加强信息披露规定。

■ 4 月份，信用债发行节奏维持高位，净融规模有所下降，期限分布仍偏中短期，发行主体以中高级别为主。4 月份，资金面依旧维持平稳宽松状态，信用债总发行量环比同比均有所下降，但仍处于相对高位，叠加信用债到期高峰来临，净融资额环比同比均下降。从发行期限来看，新债发行级别和期限以中高等级、中短期限为主，其中 1~3 年占比 40.62%、1 年以内占比 31.11%。相比于 4 月 1 日 DCM 估值，4 月（4 月 28 日）信用债估值收益率整体下行。

■ 二级市场方面，中短期票据信用利差收窄，期限利差继续走阔，城投债、房地产信用利差整体上升，分化态势仍较明显。4 月份，中短期票据信用利差月内有所波动，月末呈收窄趋势，整体仍处于较低水平。同期，短端期限利差高于历史均值，中长期期限利差接近历史均值，10-7Y 期限利差显著低于历史均值。城投债、房地产信用利差整体上升，市场风险偏好有所下降，分化态势仍较明显。

■ 信用债新增 23 支违约债券，违约金额环比大幅下降。2021 年 4 月，信用债市场违约 23 只债券，违约金额为 190.90 亿元，环比下降 210.76 亿元，其中北京紫光通信科技集团有限公司、同济堂医药有限公司为首次违约，其余为历史违约主体的存量债券，其中重点包括康美药业、紫光集团、华夏幸福等。5 月份，信用债预计总偿还量接近 1 万亿元，较 3、4 月有所下降，但仍需持续关注信用市场变化，信用债投资需以谨慎为主。

目录

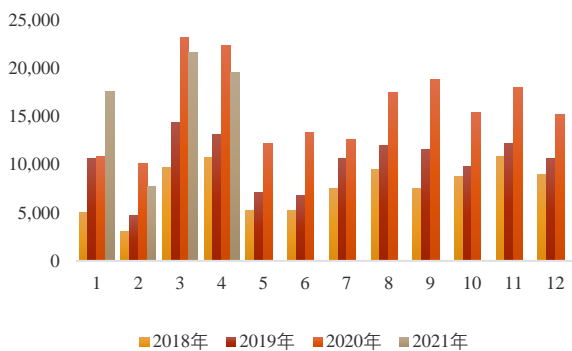
一级市场：发行维持相对高位，净融有所下降，期限仍偏中短期；估值收益率整体下行.....	3
二级市场：信用利差收窄，期限利差继续走阔；城投债、房地产信用利差整体上升.....	4
违约事件：信用债新增 23 支违约债券，违约金额环比大幅下降，关注年报和跟踪评级情况.....	6
信用债热点：中国华融停牌，国发 5 号文允许城投公司破产，公司债审核新规进一步加强信息披露规定.....	6

一级市场：发行维持相对高位，净融有所下降，期限仍偏中短期；估值收益率整体下行

- 4 月份，信用债¹发行节奏维持高位，净融规模有所下降，期限分布仍偏中短期，发行主体以中高级别为主。

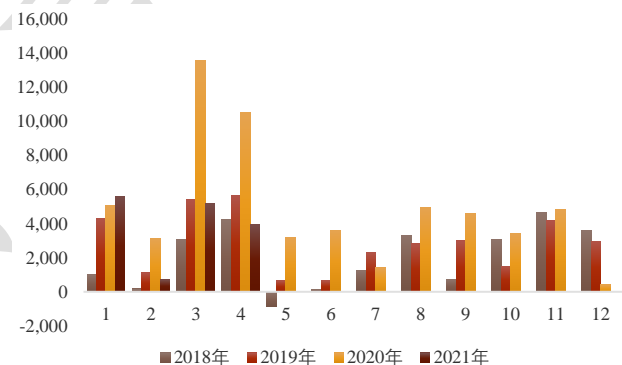
4 月份，资金面依旧维持平稳宽松状态，信用债总发行量环比同比均有所下降，但仍处于相对高位，叠加信用债到期高峰来临，净融资额环比同比均下降。4 月份，信用债一级市场热度有所下降，当月信用债总发行量 19,485.18 亿元，环比下降 2,069.76 亿元，同比下降 2,823.61 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量环比亦有所下降。4 月份，信用债延续到期高峰，当月偿还信用债 15,515.88 亿元，环比下降 850.80 亿元，同比增长 3,729.79 亿元。叠加以上因素，4 月份信用债净融资额 3,969.30 亿元，环比下降 1,218.96 亿元，同比大幅下降 6,553.40 亿元。整体看，市场发行节奏仍维持在相对高位，净融规模有所下滑。

图 1 信用债发行量



资料来源: Wind, 信用评估部

图 2 信用债净融资额



资料来源: Wind, 信用评估部

从发行期限来看，新发信用债期限结构主要以 1 至 3 年（含，占比 40.62%）、1 年以内（占比 31.11%）为主。从发行级别来看，中高级别企业是信用债最主要的发行主体，AAA 等级发行人占比 38.73%，AA+ 级别占比 23.44%，AA 级别占比 18.81%，其余主要为无级别发行主体。

表 1 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	AA-及以下	无级别	总计
1年以内	336	114	43	-	99	592
1至3年（含）	237	181	186	1	168	773
3至5年（含）	124	126	79	4	49	382
5年以上	40	25	50	10	31	156
总计	737	446	358	15	347	1903

资料来源: Wind, 信用评估部

¹ 包含金融债（不含证金债）、企业债、中票、公司债、私募债、短融、定向工具、可转债和可交债，下同。

- 4 月份，信用债估值收益率整体下行。

相比于 4 月 1 日 DCM 估值，4 月（4 月 28 日）信用债估值收益率整体下行。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 7bp，AAA 等级收益率下行 7bp，AA+等级收益率下行 9bp，AA 等级收益率下行 10bp，AA-等级收益率下行 16bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 7bp，AAA 等级收益率下行 9bp，AA+等级收益率下行 9bp，AA 等级收益率下行 7bp，AA-等级收益率下行 13bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 6bp，AAA 等级收益率下行 7bp，AA+等级收益率下行 9bp，AA 等级收益率下行 9bp，AA-等级收益率下行 13bp。

中长期信用债估值收益率方面，7 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 2bp，AAA 等级收益率下行 6bp，AA+等级收益率下行 7bp，AA 等级收益率下行 10bp，AA-等级收益率下行 10bp；10 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 6bp，AAA 等级收益率下行 8bp，AA+等级收益率下行 16bp，AA 等级收益率下行 16bp，AA-等级收益率下行 10bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 4 月 1 日）

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)
重点AAA	3.00	-7	3.40	-7	3.62	-6	3.89	-2	4.07	-6
AAA	3.07	-7	3.55	-9	3.81	-7	4.10	-6	4.37	-8
AA+	3.35	-9	3.88	-9	4.18	-9	4.60	-7	4.94	-16
AA	3.78	-10	4.40	-7	4.81	-9	5.32	-10	5.76	-16
AA-	5.61	-16	6.28	-13	6.64	-13	6.99	-10	7.40	-10

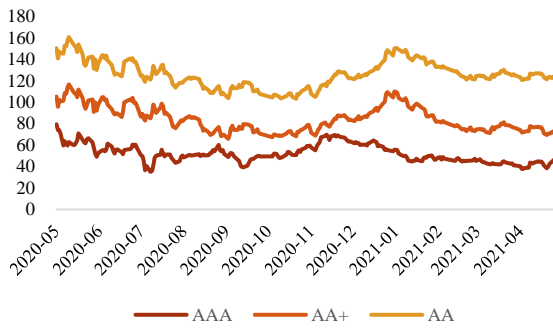
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：信用利差收窄，期限利差继续走阔；城投债、房地产信用利差整体上升

- 中短期票据信用利差收窄，期限利差继续走阔，城投债、房地产信用利差整体上升，分化态势仍较明显。

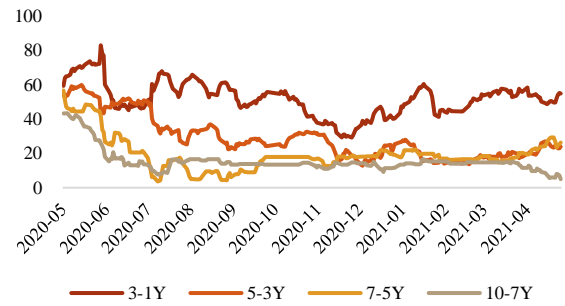
4 月份，中短期票据信用利差月内有所波动，月末呈收窄态势，整体仍处于较低水平。AAA 级别信用利差月内有所波动，至月末上行 4.95bp，AA+级别和 AA 级别信用利差月内同步波动，至月末分别下行 3.06bp 和 2.06bp，信用利差整体有所收窄。同期，期限利差仍呈走阔趋势，3-1Y 期限利差下降 1.83bp，5-3Y 期限利差上升 6bp，7-5Y 期限利差上升 6.67bp，10-7Y 期限利差下降 7.82bp。整体看，短端期限利差高于历史均值，中长期期限利差接近历史均值，10-7Y 期限利差显著低于历史均值。

图3 中短期票据信用利差（5年期）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

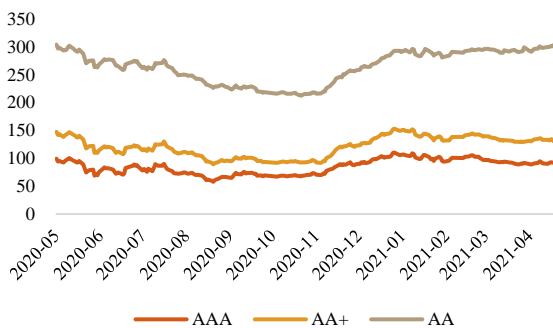
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

4 月份, 城投债信用利差波动上升, 市场对城投债风险偏好有所下降, AAA 级别信用利差上升 2.57bp, AA+级别信用利差微升 0.78bp, AA 级别信用利差上升 11.34bp, 中高等级城投债信用利差接近历史均值, AA 等级城投债信用利差维持高位, 分化程度有所加剧。房地产信用利差整体呈上升趋势, 市场对地产债风险偏好有所下降, 且分化趋势仍较显著, AAA 级别信用利差上行 7.01bp, AA+级别信用利差下行 2.23bp, AA 级别信用利差上行 30bp, AAA 级别房地产信用利差略低于历史均值, AA+级别和 AA 级别信用利差仍维持高位, 行业分化态势仍较为显著。

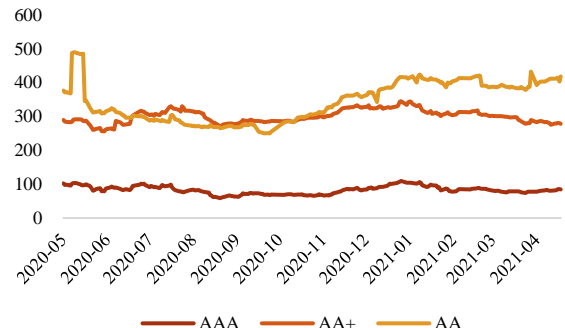
图5 城投债信用利差（余额加权）



资料来源: Wind, 兴业研究, 信用评估部

注: 数据截至2021年4月23日

图6 房地产信用利差（余额加权）



资料来源: Wind, 兴业研究, 信用评估部

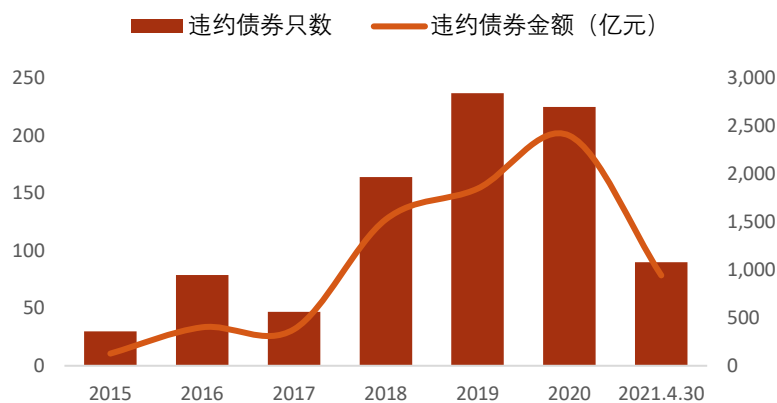
注: 数据截至2021年4月23日

违约事件：信用债新增 23 支违约债券，违约金额环比大幅下降，关注年报和跟踪评级情况

- 信用债新增 23 支违约债券，违约金额环比大幅下降，关注年报和跟踪评级情况

2021 年 4 月，信用债市场违约 23 只债券，违约金额为 190.90 亿元，环比下降 210.76 亿元，其中北京紫光通信科技集团有限公司、同济堂医药有限公司为首次违约，其余为历史违约主体的存量债券，其中重点包括康美药业、紫光集团、华夏幸福等。5 月份，信用债预计总偿还量接近 1 万亿元，较 3、4 月有所下降，但由于企业进入年报披露期，且同时评级机构面临新规约束，前期存在经营或财务瑕疵的企业、评级虚高的企业可能面临跟踪评级级别调整，从而可能带来联动的市场风险，建议关注年报业绩和跟踪评级情况。

图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：中国华融停牌，国发 5 号文允许城投公司破产，公司债审核新规进一步加强信息披露规定

- 中国华融停牌，并宣布延期公布年报

4 月 1 日，中国华融宣布停牌，并宣布延期公布年报。据市场消息本次事件主要因中国华融向股东及监管机构提交的财务重组方案引起。市场认为银保监会参与起草金融机构破产法预示着未来刚兑的彻底打破。受赖小民事件影响，债券市场对华融真实资产质量及处置难度存在较大担忧，公司近年来一直加

速减值，业务回归本源，调整内部结构，业绩受此波动较大。本事件具体影响一方面受政策影响较大，另一方面还需要关注中国华融自身信用资质水平。华融通过控股子公司拥有银行、证券、金融租赁等多个金融牌照，其中华融湘江银行和华融金融租赁规模相对较大。中国华融延期公布年报后，境外美元债以及境内子公司债券价格均受到了影响。本事件后，市场风险偏好再次受到一定程度影响，其非主业子公司的风险要大于母公司层面，后期还需要继续观察中国华融是否会进入实质财务重组以及市场风险偏好变化可能带来的市场波动。

- **《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》引入了地方国有企业债务监控指标**

国务院国资委于3月末印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》后，4月8日根据21世纪报道称，国务院国资委又下发了《关于报送地方国有企业债务风险管控情况的通知》，该通知进一步明确地方国有企业监控指标情况，除按规定时间上报企业债务和债券明细表以外，通知还引入了地方国有企业债券的债务“三条红线”，包括：权益类永续债占净资产比例，以及纳入债务风险重点管控范围企业的“债券占带息负债比例”和“年内到期债券占比”三个重点债券指标。目前监管对于地方国有企业债务风险的关注度有所提高，有助于地方国有企业债务良性的长期发展，但同时也提到“破刚兑”的决心，因此需持续关注地方国有企业的信用风险释放情况。

- **国务院出台《国发5号文》，加强预算管理、化解隐性债务、允许城投公司破产**

4月13日，国务院发布了《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见（国发〔2021〕5号）》（以下简称“国发5号文”）。国发5号文再次提出深化改革预算管理制度，强调推动地方政府债务管理制度化、规范化，并延续了遏制隐形债务增量，化解隐性债务存量的表述。此外，国发5号文还提到清理规范地方平台公司，并依法对失去清偿能力的城投公司实施破产重整或清算。预计基本面较差的城投公司风险会逐步释放，因此，城投债投资在区域因素之后要考虑平台自身的“合规性”，尤其是资金用途的合规性。其次，可以结合地方国有企业三大债务监测指标作为参考，评价自身的债务承受能力。最后，要打破“刚兑思维”，形成合理的市场预期。建议针对城投平台做好前期甄别。此外，地方政府有较为强烈的意愿维持区域融资环境，预计会通过持续改革、地方资源整合等多种方式维持城投公司融资能力。

- **上交所和深交所印发《审核指引》，审核新规进一步加强信息披露规定**

4月22日，上交所和深交所分别印发了《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》（以下简称“《审核指引》”）。《审核指引》明确了公司债审核重点关注事项，包括募集资金用途、信披与核查、隐性债务红线等。我们认为《审核指引》有利于引导高杠杆企业逐步降杠杆，且为公司债借新还旧保留了一定的空间，长期看有利于城投平台的良性发展，内部评估过程中可参考审核指引规定的具体指标作为参考，提前做好风险识别。

法律声明

本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见或推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，由于市场的波动及其他事件的发生，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户做参考，不构成投资建议。

长城财富资管