

信用债月报-发行量环比增长，信用利差有所分化，期限利差走阔

月报 | 2021.04.07

长城财富资管信评部

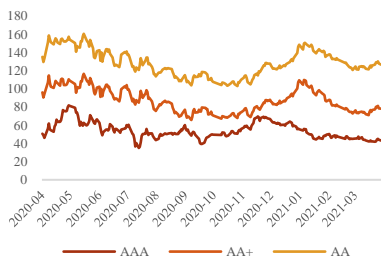
摘要

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+	24	28	28	29	36
AAA	26	40	40	43	53
AA+	45	66	77	80	90
AA	81	112	125	128	138

注：数据截至 2021 年 3 月 31 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，3 月份，信用债发行量环比大幅增长，净融资额同比大幅下降，期限分布偏中短期。二级市场方面，中短期票据信用利差略有分化，期限利差走阔。违约事件方面，信用债新增 33 支违约债券，违约金额环比大幅上升。信用债热点事件方面，国企债务政策出台，评级行业面临改革。

■ 3 月份，信用债发行量环比大幅增长，净融资额同比大幅下降，期限分布偏中短期，发行主体以中高级别为主；估值收益率整体下行。3 月份，信用债一级市场回归发行旺季，全月发行量环比大幅增长，市场发行净融节奏均维持在相对高位，主要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 38.89%、1 年以内占比 35.08%。相比于 3 月 1 日 DCM 估值，3 月（3 月 31 日）信用债估值收益率整体以下行为主，部分长久期低评级信用债估值收益率上行。

■ 二级市场方面，中短期票据信用利差略有分化，期限利差走阔，城投债信用利差整体持续下降，房地产信用利差整体呈下降趋势，分化态势仍较明显。3 月份，中短期票据信用利差略有分化，但整体仍处于较低水平，AAA 级别信用利差下行 2.66bp，AA+和 AA 级别信用利差微升 0.48bp。同期，期限利差走阔，3-1Y 期限利差上升 6.83bp，5-3Y 期限利差微降 0.23bp，7-5Y 期限利差上升 3.86bp，10-7Y 期限利差下降 1.52bp。城投债和地产债信用利差整体下行，风险偏好略有恢复，AA 级别城投债、AA+及 AA 级别地产债信用利差仍维持高位，分化态势较为显著。

■ 信用债新增 33 支违约债券，违约金额环比大幅上升。2021 年 3 月，信用债市场违约 33 只债券，违约金额为 401.66 亿元，环比大幅增长 343.49 亿元，主要系当月到期债券量大幅增长所致，其中重庆协信远创实业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、东旭集团等。4 月份，信用债预计总偿还量接近 1.4 万亿元，信用风险事件难免再次发生，需持续关注信用市场变化，信用债投资仍需偏谨慎。

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

目录

一级市场：净融同比下降，发行以中高级别、中短期限信用债为主；估值收益率整体下行.....	3
二级市场：信用利差分化，期限利差走阔；城投债信用利差整下降，房地产延续分化态势.....	4
违约事件：信用债新增 33 支违约债券，违约金额环比大幅上升.....	6
信用债热点：国企债务政策出台，评级行业面临改革.....	6

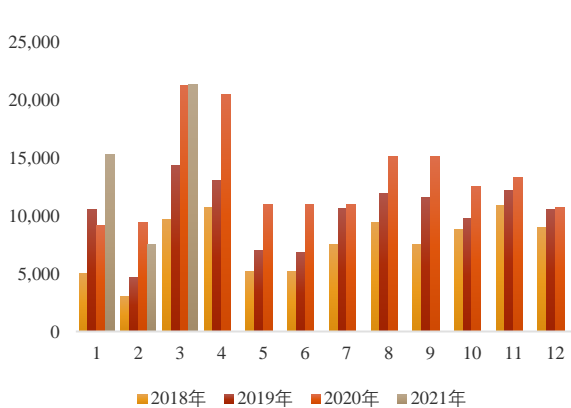


一级市场：净融同比下降，发行以中高级别、中短期限信用债为主；估值收益率整体下行

- 3 月份，信用债¹发行量环比大幅增长，净融资额同比大幅下降，期限分布偏中短期，发行主体以中高级别为主。

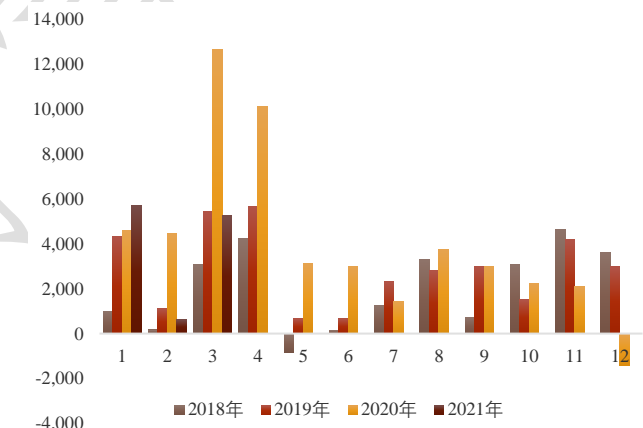
3 月份，央行近期公开市场延续“小额对冲”操作，资金面维持相对充裕状态，叠加信用债到期高峰来临，信用债总发行量变化不大，净融资额同比大幅下降。3 月份，信用债一级市场回归发行旺季，发行量环比大幅增长 13,790.32 亿元至 21,338.42 亿元，同比变化不大，但当月推迟或发行失败同比有所增长。3 月份，全月进入到到期高峰，当月偿还信用债 16,087.27 亿元，环比增长 9,178.51 亿元，同比增长 7,471.43 亿元。受此影响，3 月份信用债净融资额 5,251.15 亿元，环比增长 4,611.81 亿元，同比大幅下降 7,394.95 亿元。整体看，市场发行净融节奏均维持在相对高位。

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，新发信用债主要以 1 至 3 年（含，占比 38.89%）、1 年以内（占比 35.08%）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 36.32%，AA+ 级别占比 24.08%，AA 级别占比 15.85%，其余主要为无级别发行主体。

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。

图3 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	无级别	总计
1年以内	401	155	44	-	-	-	137	737
1至3年(含)	220	185	173	1	1	2	235	817
3至5年(含)	101	149	86	-	-	-	48	384
5年以上	41	17	30	6	5	1	63	163
总计	763	506	333	7	6	3	483	2101

资料来源: Wind, 信用评估部

- 3月份, 信用债估值收益率整体下行。

相比于3月1日DCM估值, 3月(3月31日)信用债估值收益率整体以下行为主, 部分长久期低评级信用债估值收益率上行。

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6bp, AAA等级收益率下行7bp, AA+等级收益率下行7bp, AA等级收益率下行6bp, AA-等级收益率下行5bp; 3年期品种中, 重点AAA等级收益率下行9bp, AAA等级收益率下行6bp, AA+等级收益率下行5bp, AA等级收益率下行6bp, AA-等级收益率下行3bp; 5年期品种中, 重点AAA等级收益率下行7bp, AAA等级收益率下行6bp, AA+等级收益率下行4bp, AA等级收益率下行2bp, AA-等级收益率下行4bp。

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4bp, AAA等级收益率下行3bp, AA+等级收益率小幅下行1bp, AA等级收益率上行3bp, AA-等级收益率下行4bp; 10年期品种中, 重点AAA等级收益率小幅下行1bp, AAA等级收益率下行2bp, AA+等级收益率上行3bp, AA等级收益率上行3bp, AA-等级收益率下行3bp。

图4 DCM估值收益率中枢变化(对比3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	3.08	-6	3.49	-9	3.75	-7	3.92	-4	4.15	-1
AAA	3.17	-7	3.66	-6	3.94	-6	4.18	-3	4.47	-2
AA+	3.46	-7	4.00	-5	4.33	-4	4.69	-1	5.16	3
AA	3.92	-6	4.49	-6	4.92	-2	5.46	3	5.98	3
AA-	5.80	-5	6.40	-3	6.79	-4	7.09	-4	7.49	-3

资料来源: Wind, DCM定价估值, 信用评估部

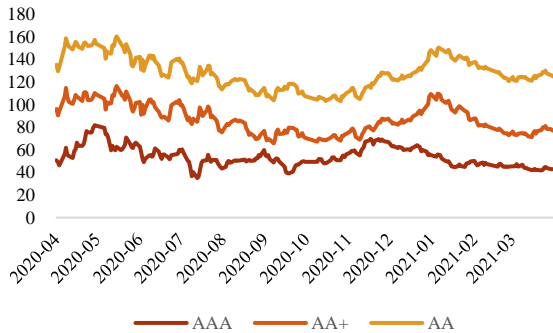
二级市场: 信用利差分化, 期限利差走阔; 城投债信用利差整下降, 房地产延续分化态势

- 中短期票据信用利差略有分化, 期限利差走阔, 城投债信用利差整体持续下降, 房地产信用利差

整体呈下降趋势，分化态势仍较明显。

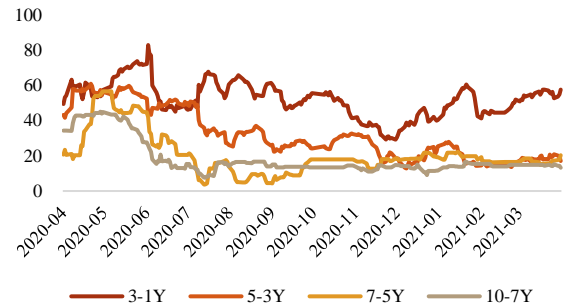
3 月份，中短期票据信用利差略有分化，但整体仍处于较低水平。AAA 级别信用利差整体呈下降趋势，下行 2.66bp，AA+级别和 AA 级别信用利差小幅波动，微升 0.48bp。同期，期限利差走阔，3-1Y 期限利差上升 6.83bp，5-3Y 期限利差微降 0.23bp，7-5Y 期限利差上升 3.86bp，10-7Y 期限利差下降 1.52bp，主要系资金面维持相对宽松状态，月内短端利率先升后降，带动市场利率整体下行。整体看，短端期限利差低于历史均值，中长期期限利差接近历史均值。

图 5 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

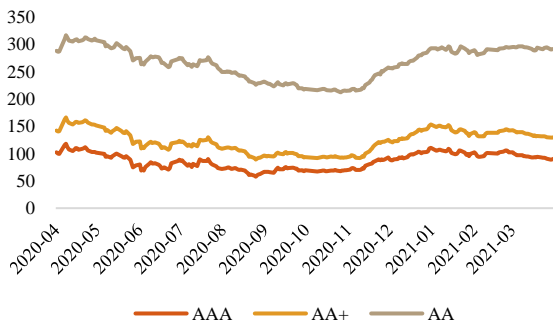
图 6 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

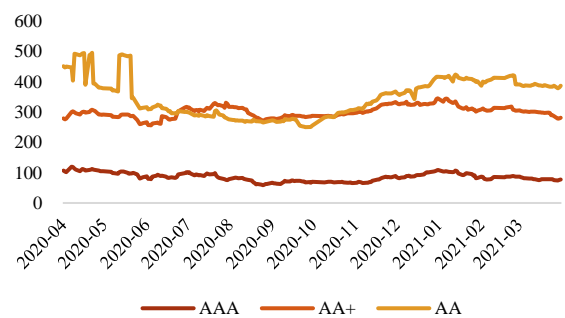
3 月份，城投债信用利差整体持续下降，市场风险偏好整体有所修复，AAA 级别信用利差下降 11.92bp，AA+级别信用利差下降 12.75bp，AA 级别信用利差下降 3.55bp，中高等级城投债信用利差接近历史均值，AA 等级城投债信用利差维持高位。房地产信用利差整体呈下降趋势，市场风险偏好略有修复，分化趋势仍较显著，AAA 级别信用利差下行 8.80bp，AA+级别信用利差下行 24.42bp，AA 级别信用利差下行 3.77bp，AAA 级别房地产信用利差低于历史均值，AA+级别和 AA 级别信用利差仍维持高位，行业分化态势仍较为显著。

图 7 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

图 8 房地产信用利差（余额加权）



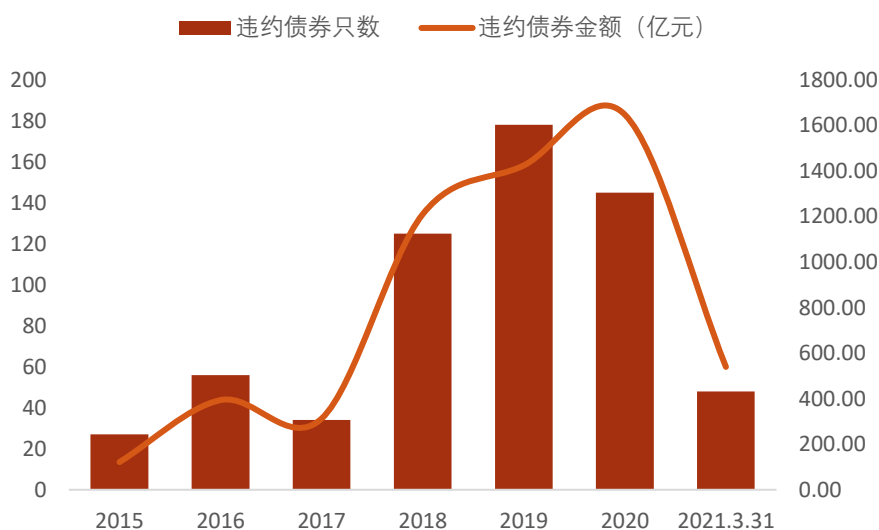
资料来源: Wind, 兴业研究, 信用评估部

违约事件：信用债新增 33 支违约债券，违约金额环比大幅上升

- 信用债新增 33 支违约债券，违约金额环比大幅上升。

2021 年 3 月，信用债市场违约 33 只债券，违约金额为 401.66 亿元，环比大幅增长 343.49 亿元，主要系当月到期债券量大幅增长所致，其中重庆协信远创实业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、东旭集团等。4 月份，信用债预计总偿还量接近 1.4 万亿元，信用风险事件难免再次发生，需持续关注信用市场变化，信用债投资仍需偏谨慎。

图 9 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：国企债务政策出台，评级行业面临改革

- 国资委出台《意见》，加强国企债务风险管控。

近期，国务院国资委已向各省国资委下发了关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见（以下简称“《意见》”）。《意见》为未来政策定下基调，即防止无序和恶意违约，切断点状违约可能带来的连带风险，加强地方主体责任。整体看，《意见》的出台有利于市场信心恢复。在未来国企改革持续推进的背景下，违约风险会陆续释放，但预计会尽量降低对区域整体的影响。建议做好前期甄别，有基本面支撑的主体，即使面临短期流动性问题，在信用逐步恢复的情况下，预计将逐步好转。

- **华东某省下发《规范地方融资平台公司投融资行为的指导意见（征求意见稿）》**

3月20日，根据21世纪经济报道，华东某省下发《规范地方融资平台公司投融资行为的指导意见（征求意见稿）》，文件主要对控制隐性债务、限额管理经营性债务、融资结构优化和防范化解债务风险等方面提出了规范要求。从该文件来看，也是符合上级相关政策的思路，今年政府债务风险是重点，各地方政府也会出台相应的政策去落实中央文件。我们认为对于高债务地区需要保持谨慎，长期来看债务管控的政策出台有利于融资平台长期良性发展。

- **山西煤企改革持续推进，煤企发债未见明显好转，后期需持续关注。**

自永煤事件爆发，冀中能源出现了债务危机，叠加山西煤企改革等事项，导致煤企发债持续受阻。3月份以来，煤企发债未见明显好转。市场对于本次重组仍然存在担忧，部分弱资质煤企的债券估值压力大幅上升。但整体来看，本轮煤企的改革有利于缓解地方的竞争，经过调整以后，山西的煤企之间的区分度更高，以焦煤集团和晋能控股最为突出，龙头效应更加显著。

- **五部委出台信用评级行业新政策。**

3月28日，中国人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会联合发布《关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展的通知（征求意见稿）》（下称“通知”），明确提出评级机构需降低高评级主体比例，强化评级结果区分度，同时对评级机构级别调整进行约束，将加大监管处罚等内容。目前，评级存在的问题得到了高度的重视，评级市场将面临重大的挑战，将会直接影响到目前的债项评级结果以及未来的评级思路，短期内需要关注虚高评级的下调可能产生的连带信用风险和流动性风险。

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。