

信用月报 - 一级市场热度微降，估值收益率下行，城投债、产业债信用利差整体下行

月报 | 2022.5.10

长城财富保险资管信评部

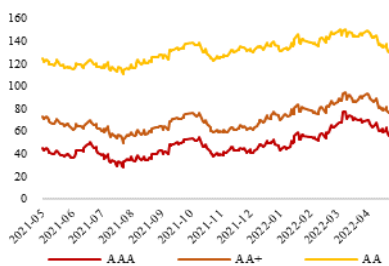
摘要

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+	30	25	49	41	60
AAA	35	38	59	53	72
AA+	45	55	76	75	94
AA	53	77	132	131	156

注：数据截至 2022 年 4 月 29 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



分析师：何佳易

Tel: 010-88632315

Email: hejiayi@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，信用债一级市场热度微降，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比接近 50%，信用债估值收益率下行。二级市场方面，中短期票据信用利差先升后降，期限利差走阔，城投债、产业债信用利差整体下行。违约事件方面，信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比上升。信用债热点事件方面，部分城市完成首轮土拍，城市间分化较显著；四月政治局会议召开。

4 月份，信用债一级市场热度微降，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比接近 50%，信用债估值收益率下行。4 月份，一级市场热度微降，当月信用债总发行量及总偿还量同比环比均有所下降，净融资额同比微降，环比微增，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比均有所下降。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为主，高等级企业是信用债最主要的发行主体，高等级信用债发行占比接近 50%。相比于 3 月 28 日 DCM 估值，4 月（4 月 27 日）信用债估值收益率下行。

二级市场方面，中短期票据信用利差先升后降，期限利差走阔，城投债、产业债信用利差整体下行。4 月份，中短期票据信用利差先升后降，不同等级间信用利差收窄，整体低于历史均值。同期，期限利差走阔，各期限利差均高于历史均值。4 月份，城投债信用利差整体下行，不同等级间信用利差收窄，各等级城投债信用利差均处于历史相对低位；产业债信用利差同样整体下行，不同等级间产业债信用利差略走阔，其中，高等级产业债信用利差下行幅度较大。

信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比上升。2022 年 4 月，信用债市场违约 18 只债券，违约金额为 245.93 亿元，环比增长 51.36 亿元，月内新增债券违约主体为当代明诚、当代科技，新增债券展期主体为融创地产、富力地产。房地产行业政策持续边际放松，但政策尚未完全传导至市场主体，叠加 4 月份以来区域性疫情多发，中短期地产企业持续面临流动性压力，建议持续关注民营房企违约或展期风险，预计地产债券将面临估值波动风险。

目录

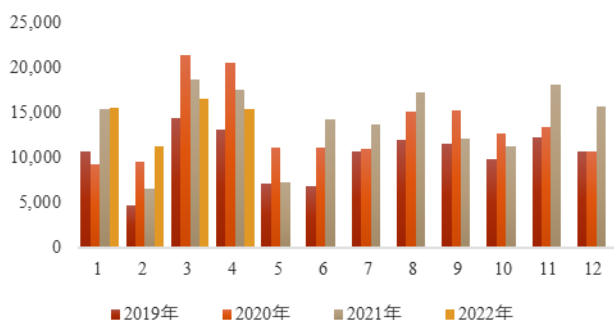
一级市场：市场热度微降，高等级信用债发行占比近 50%；估值收益率下行	3
二级市场：中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差整体下行	4
违约事件：信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比上升	5
信用债热点：部分城市完成首轮土拍，城市间分化较显著；四月政治局会议召开	7

一级市场：市场热度微降，高等级信用债发行占比近 50%；估值收益率下行

- 4 月份，信用债¹一级市场热度微降，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比接近 50%。

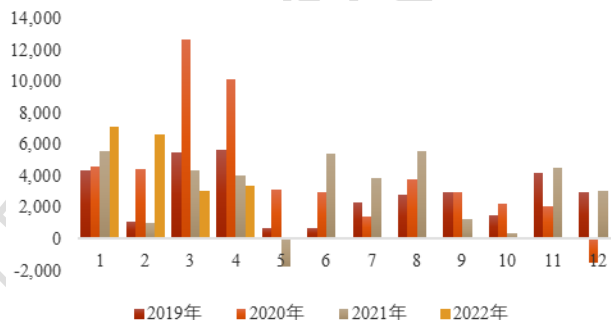
4 月份，一级市场热度微降，当月信用债总发行量 15,303.81 亿元，同比下降 2,197.82 亿元，环比下降 1,201.53 亿元，信用债总偿还量亦有所下降，当月偿还信用债 11,935.22 亿元，同比下降 1,571.84 亿元，环比下降 1,523.30 亿元。当月信用债净融资额 3,368.59 亿元，同比下降 625.98 亿元，环比增长 321.77 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比有所下降。

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以 1 至 3 年（含，占比 40.24%）和 1 年以内（占比 31.70%）为主。从发行级别来看，AAA 等级发行人是信用债最主要的发行主体，占比 49.76%，AA+ 级别占比 29.46%，AA 级别占比 19.10%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.68%。

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	313	112	28	0	0	453
1至3年（含）	262	159	145	4	5	575
3至5年（含）	101	122	69	1	3	296
5年以上	35	28	31	10	1	105
总计	711	421	273	15	9	1429

资料来源: Wind, 信用评估部

- 4 月份，信用债估值收益率下行。

相比于 3 月 28 日 DCM 估值，4 月（4 月 27 日）信用债估值收益率下行。

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 5bp，AAA 等级收益率下行

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。

5bp, AA+等级收益率下行 8bp, AA 等级收益率下行 9bp, AA-等级收益率下行 13bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 2bp, AAA 等级收益率下行 1bp, AA+等级收益率下行 3bp, AA 等级收益率下行 4bp, AA-等级收益率下行 8bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 2bp, AAA 等级收益率下行 2bp, AA+等级收益率下行 3bp, AA 等级收益率下行 5bp, AA-等级收益率下行 6bp。

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 2bp, AA+等级收益率下行 1bp, AA 等级收益率下行 4bp, AA-等级收益率下行 1bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 1bp, AAA 等级收益率下行 2bp, AA+等级收益率下行 1bp, AA 等级收益率下行 6bp, AA-等级收益率下行 3bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 3 月 28 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	2.69	-5	3.03	-2	3.39	-2	3.61	-2	3.78	-1
AAA	2.77	-5	3.17	-1	3.52	-2	3.75	-2	3.92	-2
AA+	3.00	-8	3.46	-3	3.83	-3	4.17	-1	4.37	-1
AA	3.44	-9	3.90	-4	4.41	-5	4.75	-4	4.97	-6
AA-	5.33	-13	5.97	-8	6.56	-6	6.87	-1	7.08	-3

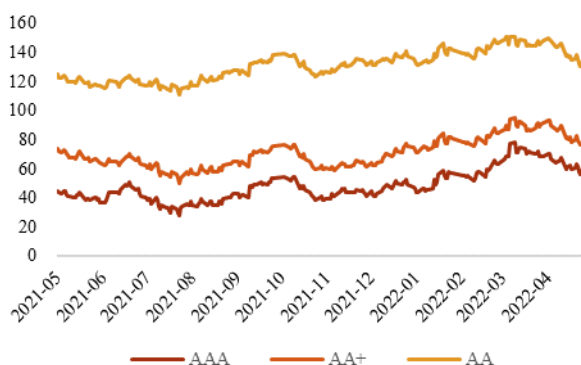
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差整体下行

- 中短期票据信用利差先升后降，期限利差走阔，城投债、产业债信用利差整体下行。

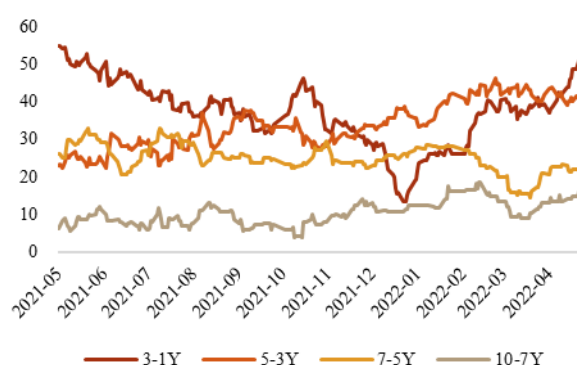
4 月份, 中短期票据信用利差先升后降, 不同等级间信用利差收窄, 整体低于历史均值; 其中, AAA 级别信用利差先升后降, 至月末下行 7.04bp; AA+级别信用利差先升后降, 月末较月初下行 11.05bp; AA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 16.05bp。同期, 期限利差走阔, 3-1Y 期限利差上行 10.59bp, 5-3Y 期限利差微升 0.92bp, 7-5Y 期限利差微升 0.51bp, 10-7Y 期限利差上升 4.33bp。整体看, 各期限利差均高于历史均值。

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

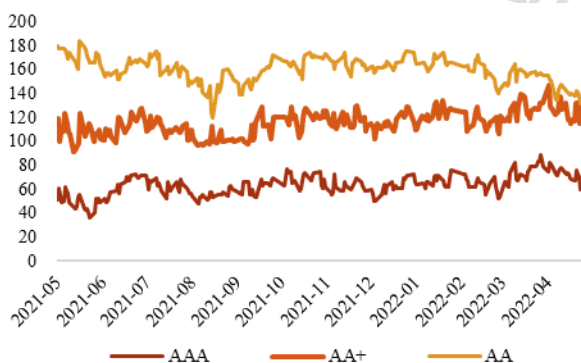
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

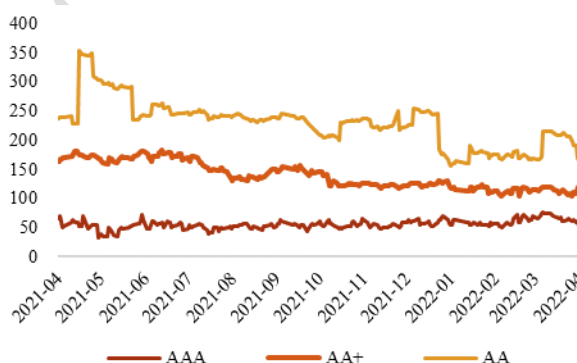
4 月份, 城投债信用利差整体下行, 不同等级间信用利差收窄, AAA 级别信用利差波动下降, 至月末大幅下行 19.54bp; AA+级别信用利差波动下降, 月末较月初下行 4.60bp, AA 级别信用利差整体下降, 至月末大幅下行 20.68bp, 各等级城投债信用利差均处于历史相对低位。同期, 产业债信用利差同样整体下行, 不同等级间产业债信用利差略走阔, 其中, 高等级产业债信用利差下行幅度较大, AAA 级别信用利差大幅下行 16.15bp, AA+级别信用利差下行 14.01bp, AA 级别信用利差下行 9.31bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

图5 城投债信用利差（3年期）



资料来源: Wind, 建行万得城投债收益率, 信用评估部

图6 产业债信用利差（3年期）



资料来源: Wind, 建行万得产业债收益率, 信用评估部

违约事件：信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比上升

- 信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比上升。

2022 年 4 月, 信用债市场违约 18 只债券, 违约金额为 245.93 亿元, 环比增长 51.36 亿元, 月内新增违约债券主体为当代明诚、当代科技, 新增债券展期主体为融创地产、富力地产, 其他历史违约主体重点包括阳光城、龙光控股、福晟集团、新华联、中融新大等。5 月份属于往年信用债发行淡季, 信用债预计

总偿还量在 0.8 万亿元上下,在年内处于较低水平,但仍需谨防风险行业 and 风险企业发生超预期违约事件。

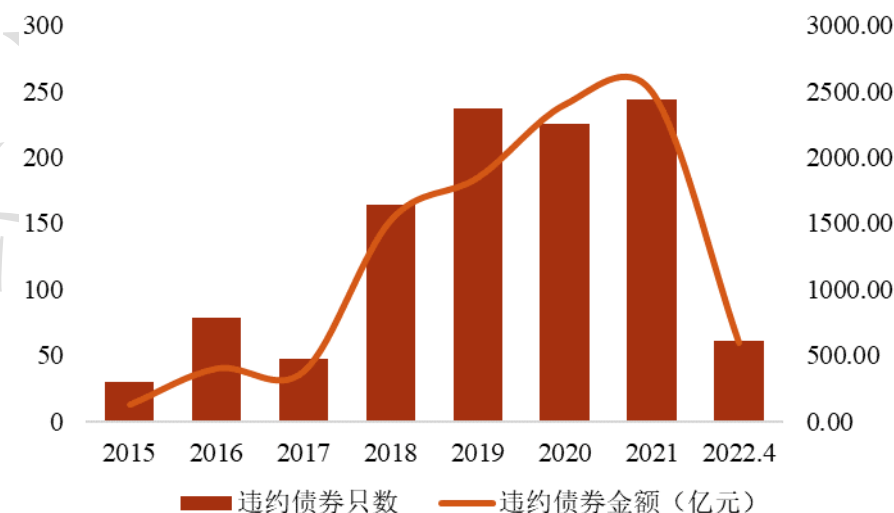
表 3 当月重点新增违约情况

违约企业	当月违约金额 (亿元)	违约类型
恒大地产集团有限公司	82.00	展期
融创房地产集团有限公司	40.00	展期
阳光城集团股份有限公司	33.30	实质违约
广州富力地产股份有限公司	19.50	展期
深圳市龙光控股有限公司	15.00	展期
总计	189.80	-

资料来源: Wind, 信用评估部

本月评级下调企业数量环比有所下降,市场关注度较高的主要为当代系企业评级调整,重点包括当代科技由 AA+/稳定连续下调至 C,当代明诚由 A+/稳定连续下调至 C,天盈投资由 AA/稳定下调至 A-/负面,其他被下调企业包括新凤祥及其子公司阳谷祥光由 A/负面被下调至 BBB/负面,阆中经投由 AA-/稳定被下调至 AA-/负面等;境外评级机构评级调整对象仍以地产企业为主,重点包括中梁控股遭下调至 C(惠誉)、Caa2/负面(穆迪),远洋集团遭下调至 Baa3/负面(穆迪),雅居乐遭下调至 B-/负面(标普),新城发展及新城控股集团遭下调至 BB+/负面观察(惠誉)、BB+/负面(标普),碧桂园遭下调至 BBB-/负面(惠誉)、BB+/稳定(标普),合景泰富遭下调至 Caa1/负面(穆迪)、B/负面观察(惠誉),建业地产遭下调至 B/负面(标普)、B3/负面(穆迪)。房地产行业政策持续边际放松,但政策尚未完全传导至市场主体,叠加 4 月份以来区域性疫情多发,中短期地产企业持续面临流动性压力,建议持续关注民营房企违约或展期风险,预计地产债券将面临估值波动风险。

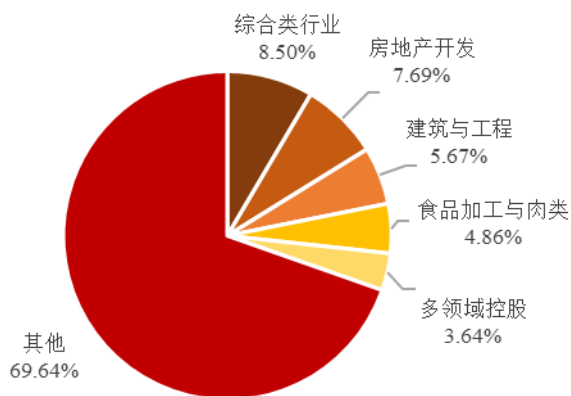
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

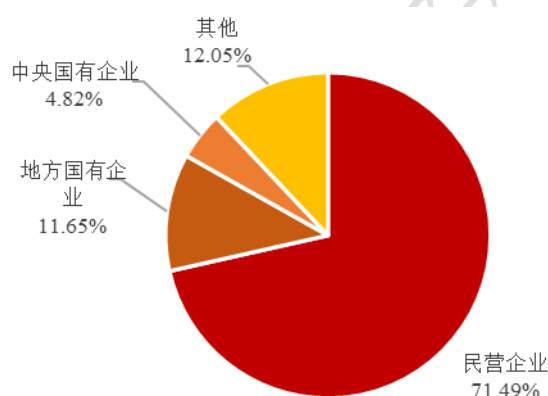
截至 2022 年 4 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于综合类行业、房地产开发、建筑与工程、食品加工与肉类、多领域控股等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比超过 70%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2022 年，新增违约债券集中于房地产开发行业，违约企业性质主要为民营企业。

图 8 违约主体行业分布



资料来源: Wind, 信用评估部

图 9 违约主体性质分布



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：部分城市完成首轮土拍，城市间分化较显著；四月政治局会议召开

● 部分城市完成首轮土拍，城市间分化较显著

2022 年已有 10 个城市完成首轮土拍，土拍热度整体回暖，但城市间分化仍较显著，部分城市城投拿地占比过高。截至 2022 年 4 月 25 日，青岛、北京、福州、重庆、厦门、成都、合肥、武汉、长沙、宁波、天津及杭州等 10 个城市完成了年内首轮土拍，整体流拍率约为 10%，较 2021 年第二、三轮土拍有所下降，平均溢价率约为 4%，较上年第三轮土拍有所增长，城投平均拿地占比约为 32%，高于 2021 年前两轮土拍，但低于第三轮水平（近 50%）。具体看，福州、合肥、天津流拍率仍较高，其中天津流拍率高达 83%，且拿地企业以地方国企为主，福州城投拿地占比高达 56.8%，民企拿地意愿极低。除天津和福州外，武汉、成都、宁波等城市城投拿地占比均超过 40%，国企和民企地产商参与上述城市土拍意愿均较弱。考虑到本地城投拿地对地方财力支撑力度有限，且城投平台房地产开发能力有限，需关注上述地区财政收入压力、对未来区域偿债能力的潜在影响以及摘地城投平台未来房地产项目开发规划。

● 四月政治局会议召开

4月29日，中共中央政治局召开会议，提到坚持“房住不炒”“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”，释放了对房地产市场的支持态度，预计后续放松限购的城市将继续扩容，限贷放松政策或继续扩张到全国，在盘活销售后也需要通过解决资金可用性来缓解房企短期现金流压力和债务风险。此外，会议还提出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设。要发挥消费对经济循环的牵引带动作用”，重点通过加强基建投资扩大内需，有利于满足作为基建抓手的城投平台实现合理的融资需求，但仍需审慎对待边缘城投平台以及与基建关系不密切的弱平台。

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。