

信用月报 - 一级市场维持热度，估值收益率上行，城投债、产业债信用利差收窄

月报 | 2022.7.8

长城财富保险资管信评部

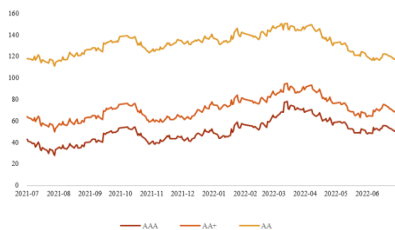
摘要

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+	34	23	41	20	42
AAA	40	34	54	32	55
AA+	51	51	71	53	76
AA	60	70	121	108	134

注：数据截至 2022 年 6 月 30 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，6 月份，信用债一级市场维持热度，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比 48.15%，中短期信用债估值收益率小幅上行。二级市场方面，中短期票据信用利差先降后升，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。违约事件方面，信用债新增 19 只违约债券，违约金额环比下降。信用债热点事件方面，国务院办公厅发布关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见，强化举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量。

6 月份，信用债一级市场维持热度，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比 48.15%，中短期信用债估值收益率小幅上行。6 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量、总偿还量环比大幅增长，净融资额同比下降、环比增长，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比均大幅增长。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为数，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 48.15%。相比于 5 月 31 日 DCM 估值，6 月（6 月 30 日）中短期信用债估值收益率小幅上行。

二级市场方面，中短期票据信用利差先降后升，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。6 月份，中短期票据信用利差先降后升，不同等级间信用利差收窄，高等级信用利差整体略高于历史均值。同期，期限利差收窄，短端期限利差略高于历史均值，中长端期限利差低于历史均值。6 月份，城投债信用利差收窄，各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。产业债信用利差有所分化，同等级间产业债信用利差大幅收窄，其中，高等级产业债信用利差上行幅度较大。

信用债新增 19 只违约债券，违约金额环比下降。2022 年 6 月，信用债市场违约 19 只债券，违约金额为 172.21 亿元，环比减少 182.77 亿元，新增违约债券主体主要为北京鸿坤伟业房地产开发有限公司，新增债券展期主体主要为融侨集团股份有限公司、武汉天盈投资集团有限公司、深圳深业物流集团股份有限公司、福建福晟集团有限公司，违约主体企业性质主要以民营企业为主。

分析师：何佳易

Tel: 010-88632315

Email: hejiayi@greatwealthamc.com

分析师：韩旭

Tel: 010-88632372

Email: hanxu@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

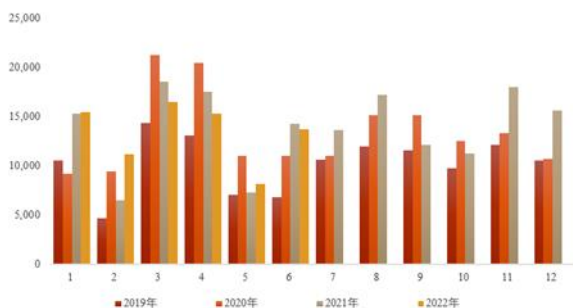
一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比 48.15%；中短期信用债估值收益率小幅上行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差先降后升，城投债、产业债信用利差收窄.....	4
违约事件：信用债新增 19 只违约债券，违约金额环比下降.....	5
信用债热点：国务院办公厅发布关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见，强化举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量	7

一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比 48.15%；中短期信用债估值收益率小幅上行

6 月份，信用债¹一级市场维持热度，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比 48.15%。

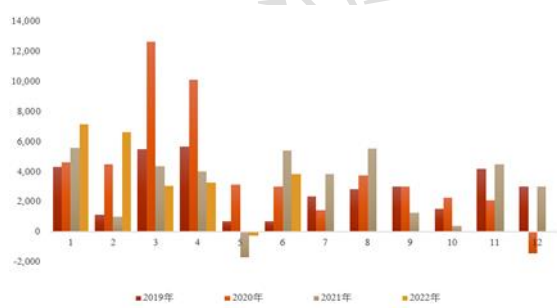
6 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 13,730.3 亿元，同比减少 508.22 亿元，环比增长 5576.06 亿元，信用债总偿还量增长至 9528.94 亿元，同比增长 1033.84 亿元，环比增长 1465.94 亿元。当月信用债净融资额 3805.34 亿元，同比减少 1592.64 亿元，环比大幅增长 4105.63 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比均大幅增长。

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 51.53%）和 3 至 5 年（占比 24.32%）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 48.15%，AA+ 级别占比 23.51%，AA 级别占比 12.40%，AA- 级别及以下和无级别占比 14.33%。

表 1 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	AA-	A+	总计
1年以内	21	1	0	8	0	30
1至3年（含）	177	70	31	42	0	320
3至5年（含）	72	49	16	14	14	151
5年以上	29	26	30	20	24	120
总计	299	146	77	84	5	621

资料来源: Wind, 信用评估部

● 6 月份，中短期信用债估值收益率小幅上行。

相比于 5 月 31 日 DCM 估值，6 月（6 月 30 日）中短期信用债估值收益率小幅上行。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 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。

4bp, AA+等级收益率上行 3bp, AA 等级收益率上行 4bp, AA-等级收益率上行 13bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 6bp, AAA 等级收益率上行 4bp, AA+等级收益率上行 3bp, AA 等级收益率上行 4bp, AA-等级收益率上行 6bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 5bp, AAA 等级收益率上行 5, AA+等级收益率上行 6bp, AA 等级收益率上行 3bp, AA-等级收益率上行 1bp。

中长期信用债估值收益率方面, 7 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 2bp, AAA 等级收益率上行 3bp, AA+等级收益率下行 4bp, AA 等级收益率上行 4bp, AA-等级收益率无变化; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率上行 1bp, AAA 等级收益率上行 1bp, AA+等级收益率上行 1bp, AA 等级收益率上行 4bp, AA-等级收益率下行 10bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化

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	2.55	5	2.96	6	3.30	5	3.48	2	3.64	1
AAA	2.63	3	3.07	4	3.43	5	3.62	3	3.78	1
AA+	2.84	2	3.35	3	3.69	6	3.99	4	4.20	1
AA	3.31	4	3.83	4	4.28	3	4.61	4	4.87	4
AA-	5.20	13	5.86	6	6.41	1	6.74	0	6.93	-10

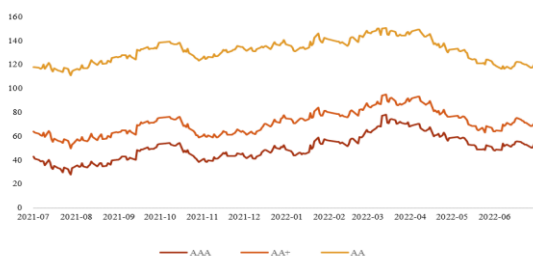
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差收窄

- 中短期票据信用利差先降后升，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。

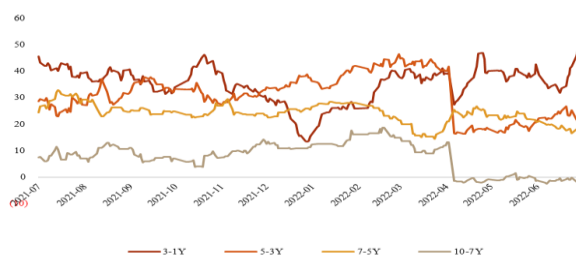
6 月份，中短期票据信用利差先降后升，不同等级间信用利差收窄，高等级信用利差整体略高于历史均值；AAA 级别、AA+级别、AA 级别信用利差分别较月初上行 2.78bp、3.77bp 和下行 2.23bp。同期，期限利差收窄，3-1Y 期限利差上行 33.86bp，5-3Y 期限利差下降 15.9bp，7-5Y 期限利差下行 8.02bp，10-7Y 期限利差下降 13.96bp。整体看，短端期限利差略高于位于历史均值，中长端期限利差低于历史均值。

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

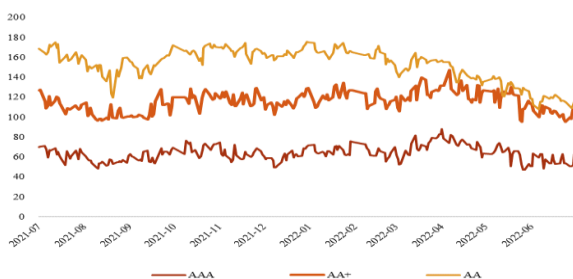
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

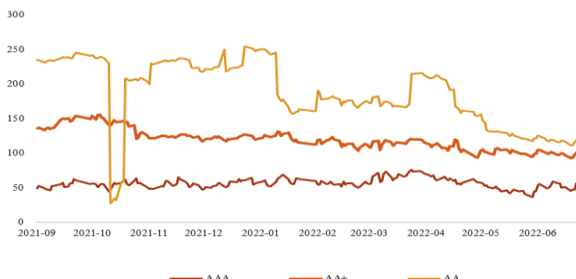
6月份, 城投债信用利差收窄, AAA级、AA+级、AA级信用利差分化, 分别较月初仍上行11.66bp、下行7.66bp和3.95bp, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。同期, 产业债信用利差继续分化, 同等级间产业债信用利差大幅收窄, 其中, 高等级产业债信用利差上行, AAA级别信用利差上行10.35bp, AA+级别信用利差上行1.82bp, AA级别信用利差大幅下行2.39bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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19只违约债券，违约金额环比下降

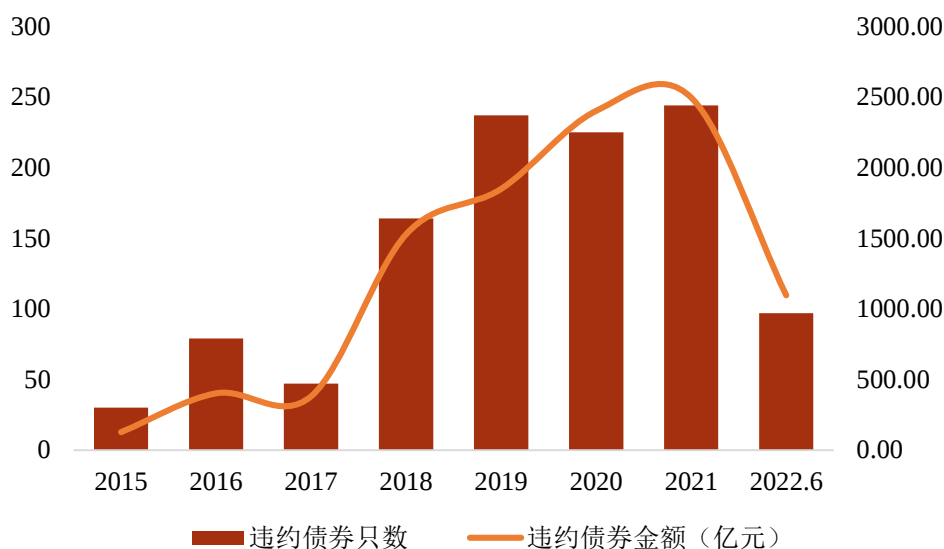
● 信用债新增19只违约债券，违约金额环比下降。

2022年6月, 信用债市场新增违约19只债券, 违约金额为172.21亿元, 环比减少182.77亿元, 月内新增违约债券主体主要为北京鸿坤伟业房地产开发有限公司, 新增债券展期主体主要为融侨集团股份有限公司、武汉天盈投资集团有限公司、深圳深业物流集团股份有限公司、福建福晟集团有限公司, 其他历史违约主体重点包括阳光城、武汉当代等。6月份, 信用债预计总偿还量在3.75万亿元上下, 总偿还量较大, 关注集中兑付压力, 谨防风险企业发生超预期违约事件。

本月评级下调企业数量环比有所增长, 境内本月主体评级下调行业以医药生物为主, 包括广州市香雪

制药股份有限公司由 A+调整至 A-，珠海和佳医疗设备股份有限公司由 BBB+调整至 BBB-，上海科华生物工程股份有限公司由 AA 调整至 A+，浙江亚太药业股份有限公司由 B 调整至 B-，湖南景峰医药股份有限公司由 B 调整至 CCC。境外评级机构评级调整对象主要为地产企业，重点包括宝龙地产下调至 Caa1/负面，碧桂园上调至 Ba1/负面，富力下调至 C/，广州市方圆房地产发展有限公司下调至 B3/负面，海伦堡下调至 Caa1/负面，弘合景泰富下调至 B-/负面观察，弘阳集团下调至 Caa1/负面等。此外，交通银行(香港)有限公司下调至 A2/展望，昆明市交通投资有限责任公司下调至 BB+/负面。房地产行业政策或边际放松，但政策传导尚需时间，中短期地产企业将继续面临流动性压力及尾部民营房企发生违约的风险，地产债券仍将面临估值波动风险。

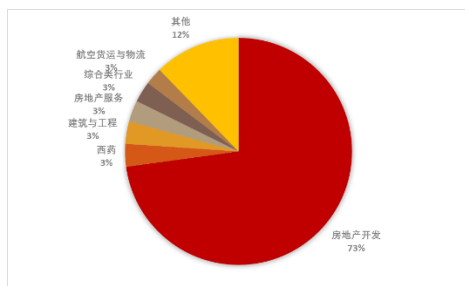
图7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

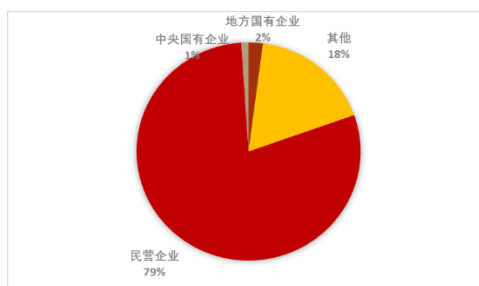
截至 2022 年 6 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、西药、建筑与工程、房地产服务等行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、西药、综合类行业、信息科技咨询与其他服务、建筑与工程等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比 79.38%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2022 年 6 月，新增违约债券行业集中房地产开发与西药，违约企业性质为民营企业。

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：国务院办公厅发布关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见，强化举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量

● 国办：强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量

6月13日，国务院办公厅发布关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见，意见指出，规范各类开发区财政管理体制。未单独设立财政管理机构的开发区（含园区，下同）等预决算按照部门预决算管理，纳入同级政府或设立该开发区地方政府的部门预决算并单独列示。单独设立财政管理机构的开发区，参照实行独立财政管理体制，预决算纳入同级政府或设立该开发区地方政府的预决算并单独列示。各地区在依法依规的前提下，可结合本地实际探索创新开发区财政管理体制模式，更好调动各方面积极性。各地区要加强开发区政府性债务管理，保持与财政管理体制相适应，强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险。

此次《意见》解决了三个问题：一是事权和支出责任的划分与调整；二是收入分配方面，包括收入的划分和转移支付的完善；三是规范财政管理，包括开发区、省直管县、“三保”地方政府债务等。这意味着城投过去的债务风险由市县一级上调至省级负责，在一定程度上提升了城投的信誉度，降低城投的发行成本。近一周以来，Wind数据显示，城投债现券交易规模达到2615.41亿元，较前值增加153.72亿元，尤其是城投债5年期及以下的到期收益率大部分下行。此外，《意见》的颁布将打破城投的区域发展壁垒，降低区域整体信用风险，给城投债市场整体带来正面的影响，尤其更利好优质省份的弱区县城投债。对优质省份而言，这一政策将使其省内弱资质城投平台得到更大程度的财政支持。

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。