

信用月报 - 一级市场维持热度，估值收益率上行，城投债信用利差收窄，产业债信用利差震荡

月报 | 2022.10.12

长城财富保险资管信评部

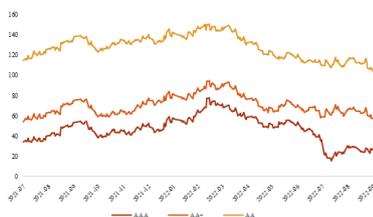
摘要

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+	21	30	296	31	39
AAA	27	28	298	33	49
AA+	39	44	323	58	78
AA	46	63	369	104	129

注：数据截至 2022 年 9 月 30 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，9 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 46.52%，中短期信用债估值收益率小幅下行。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，城投债信用利差收窄，产业债信用利差震荡。违约事件方面，信用债新增 23 只违约债券，违约金额环比下降。信用债热点事件方面，财政部发布《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（114 号文）支持贵州提升财政治理能力。

9 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 46.52%，中短期信用债估值收益率小幅下行。9 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量同比增长环比大幅下降、总偿还量同比环比大幅增长，净融资额同比环比下降，当月推迟或发行失败信用债数量同比减少环比略有增长。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 46.52%。相比于 8 月 30 日 DCM 估值，9 月（9 月 31 日）中短期信用债估值收益率小幅下行。

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，城投债信用利差收窄，产业债信用利差震荡。9 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，高等级信用利差整体显著低于历史均值。同期，期限利差收窄，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。9 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。产业债信用利差震荡，同等级间产业债信用利差以下行为主，高等级产业债信用利差下行。

信用债新增 23 只违约债券，违约金额环比下降。2022 年 9 月，信用债市场违约 23 只债券，违约金额为 237.25 亿元，环比减少 4.07 亿元，新增违约债券主体主要为广西万通房地产有限公司，新增债券展期主体主要为重庆市中科控股有限公司，其他历史违约主体重点包括华夏幸福、武汉当代等，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 孙翊宸

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 46.52%；中短期信用债估值收益率小幅下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差收窄.....	4
违约事件：信用债新增 23 只违约债券，违约金额环比下降.....	5
信用债热点：财政部发文支持贵州提升财政治理能力.....	7

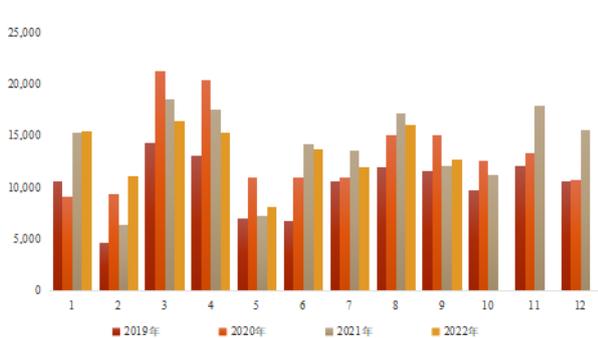
长城财富保险资管

一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比 46.52%；中短期信用债估值收益率小幅下行

9 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 46.52%。

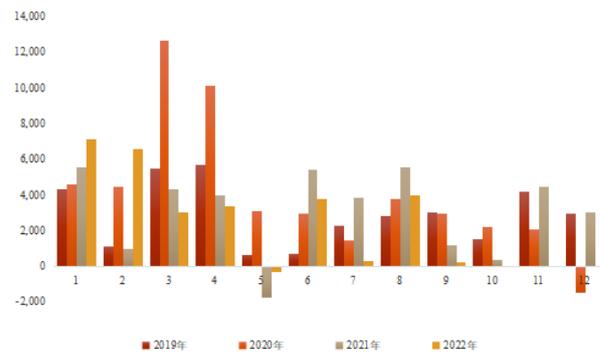
9 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 12767.18 亿元，同比增加 651.10 亿元，环比减少 3257.02 亿元，信用债总偿还量增长至 12532.98 亿元，同比增长 1643.13 亿元，环比增长 480.81 亿元。当月信用债净融资额 234.2 亿元，同比减少 992.03 亿元，环比大幅减少 3737.83 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比减少环比略有增长。

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 年以内（占 31.91）和 1 至 3 年（含，占比 41.26%）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 46.52%，AA+ 级别占比 30.48%，AA 级别占比 21.21%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.42%。

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	231	92	33	2	0	358
1至3年(含)	183	147	128	4	1	463
3至5年(含)	85	96	57	2	0	240
5年以上	23	7	20	8	3	61
总计	522	342	238	16	4	1122

资料来源: Wind, 信用评估部

● 9 月份，中短期信用债估值收益率小幅下行。

相比于 8 月 31 日 DCM 估值，9 月（9 月 30 日）中短期信用债估值收益率小幅下行。

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。

中短期信用债估值收益率方面,1年期品种中,重点AAA等级收益率无变化,AAA等级收益率下行1bp,AA+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1bp;3年期品种中,重点AAA等级收益率下行1bp,AAA等级收益率无变化,AA+等级收益率上行1bp,AA等级收益率下行1bp,AA-等级收益率下行2bp;5年期品种中,重点AAA等级收益率无变化,AAA等级收益率下行1bp,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。

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3bp,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8bp,AA-等级收益率下行4bp;10年期品种中,重点AAA等级收益率下行2bp,AAA等级收益率下行3bp,AA+等级收益率下行2bp,AA等级收益率下行11bp,AA-等级收益率下行5bp。

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)								
重点AAA	2.22	0	2.72	-1	3.04	0	3.24	-3	3.44	-2
AAA	2.32	-1	2.84	0	3.14	-1	3.37	-2	3.58	-3
AA+	2.53	-1	3.08	1	3.47	-1	3.77	-1	4.01	-2
AA	3.02	-3	3.59	-1	4.05	-6	4.39	-8	4.65	-11
AA-	4.84	-1	5.53	-2	6.11	-3	6.50	-4	6.77	-5

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，城投债信用利差收窄、产业债信用利差震荡

- 中短期票据信用利差先降后升，期限利差收窄，城投债信用利差收窄，产业债信用利差震荡。

9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,高等级信用利差整体显著低于历史均值;AAA级别、AA+级别、AA级别信用利差分别较月初下行0.61bp、8.56bp和11.56bp。同期,期限利差收窄,3-1Y期限利差无变化,5-3Y期限利差下降3.31bp,7-5Y期限利差下行3.08bp,10-7Y期限利差下降4.88bp。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

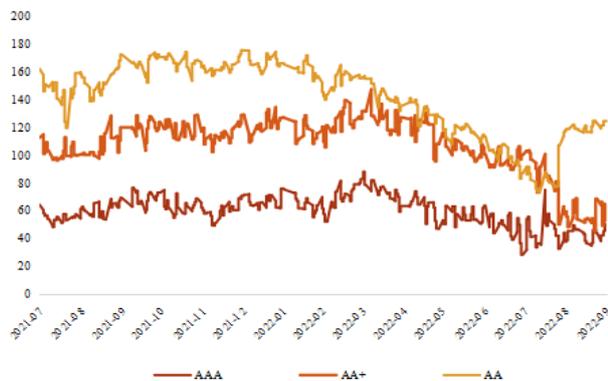
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

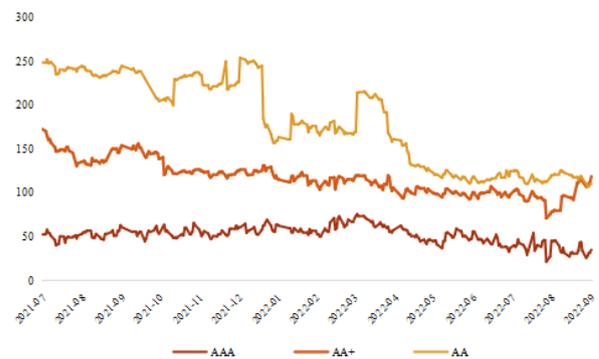
9月份, 城投债信用利差收窄, 不同等级间信用利差收窄, 各等级城投债信用利差仍处于历史相对低位, AAA级、AA+级、AA级信用利差分别较月初仍上行12.83bp、5.40bp和6.61bp。同期, 产业债信用利差震荡, 同等级间产业债信用利差以下行为主, 其中, 高等级产业债信用利差下行, AAA级别信用利差下行9.86bp, AA+级别信用利差上行40.31bp, AA级别信用利差大幅下行9.82bp, 各等级产业债信用利差均维持历史相对低位。

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 23 只违约债券，违约金额环比下降

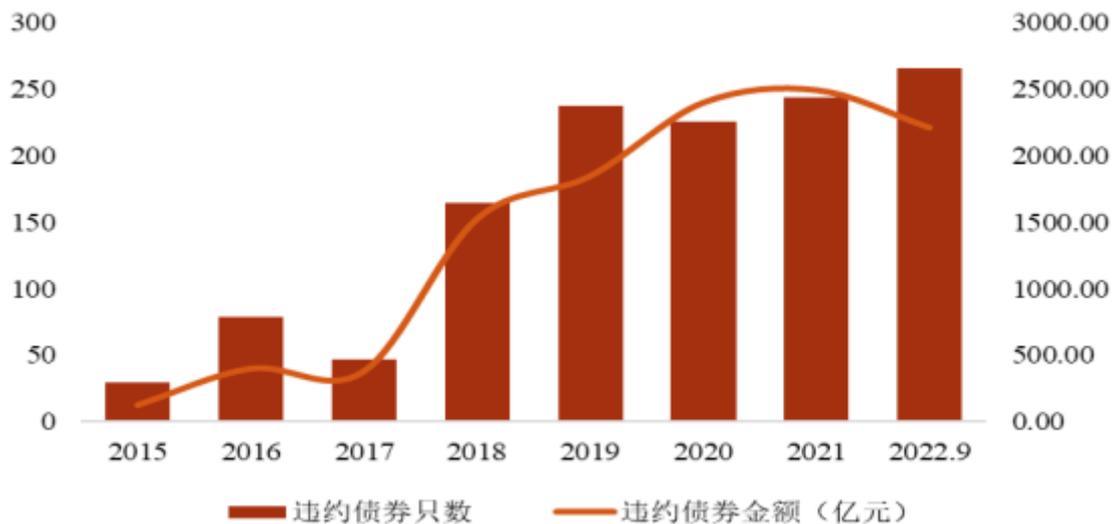
- 信用债新增 23 只违约债券，违约金额环比下降。

2022年9月, 信用债市场新增违约23只债券, 违约金额为237.25亿元, 环比下降4.07亿元, 月内新增违约债券主体主要为广西万通房地产有限公司, 新增债券展期主体主要为重庆市中科控股有限公司,

其他历史违约主体重点包括华夏幸福、武汉当代等。9 月份，信用债预计总偿还量在 1.04 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下降，境内本月主体评级下调行业以商业和专业服务、资本货物为主，包括启迪环境科技发展股份有限公司由 BBB/负面调整至 BB+/负面，阿勒泰地区国有资产投资经营有限公司由 AA/稳定调整至 AA/负面。境外评级机构评级调整对象主要为地产企业，重点包括中骏集团控股有限公司由 B+/负面稳定调整至 B2/负面，正荣地产集团有限公司由 Caa2/负面调整至 Ca/负面，远洋集团控股有限公司由 Ba1/负面调整至 Ba2/负面，旭辉控股(集团)有限公司由 BB/负面调整至 B1/负面观察，朗诗绿色管理有限公司由 B3/负面调整至 Caa2/负面，金地(集团)股份有限公司由 Ba2/稳定调整至 Ba2/负面，碧桂园控股有限公司由 BB+/稳定调整至 Ba2/负面等。此外，中国长城资产管理股份有限公司下调至 BBB+/稳定，中国信达资产管理股份有限公司下调至 BBB+/稳定。房地产行业政策持续边际放松，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。

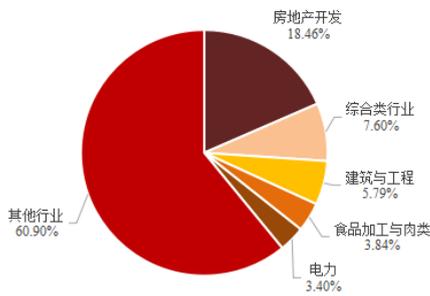
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

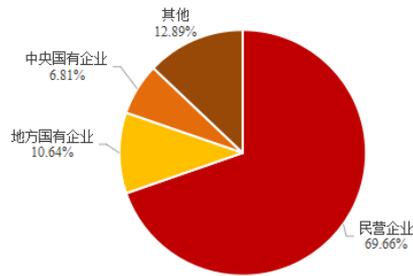
截至 2022 年 9 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程等三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、电力等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比 69.66%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2022 年 9 月，新增违约债券行业集中房地产开发，违约企业性质为民营企业。

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：财政部发文支持贵州提升财政治理能力

- 财政部印发《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（财预〔2022〕114号）

9月9日，财政部发布《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（114号文），从加大财政资金支持力度、支持防范化解政府债务风险、完善生态文明建设政策体系、积极构建高质量发展格局、加快建立现代财政制度，五大方面支持贵州高质量发展。

财政部114号文，为贵州省化解债务风险指明了道路。一是对债务进行展期、重组等，以时间换空间，缓解短期还本压力；二是降低债务利息成本，缓解付息压力，节约的付息成本也能够沉淀为化债资金；三是调整债务结构，未来贵州的政府债务比重可能上升而城投有息债务比重下降。

未来贵州省城投债的供给，也将按照114号文的指引，沿着调结构、降成本的方向演进。从贵州城投债融资现状看，2021年、2022年1-8月，城投债净融资均为负，相应的城投存量债规模从2020年的高点2900亿元降至2445亿元（2022/10/12）。并且省内城投资质分化大，导致月度加权平均发行利率的差异较大，部分月份平均发行利率超过了7%。贵州城投债净融资将处于低位或负增长，和化债进程相匹配。从结构层面，一方面，发债成本偏高的弱城投，随着债券的到期偿还，可能逐步退出市场；另一方面，区域主平台可能受益于债务展期、重组背景下地方政府整体偿债能力的提升，城投债顺利滚续且发债成本逐步下降。贵州省化债可能是一个较为长期的过程，债务化解为贵州省的高质量发展腾挪出时间与空间。

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。

长城财富保险资管