

信用月报 - 一级市场热度增长，估值收益率下行，城投债、产业债利差整体上行

月报 | 2022.11.3

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+	25	22	33	24	45
AAA	27	25	35	33	55
AA+	40	47	59	64	86
AA	48	62	102	108	130

注：数据截至 2022 年 10 月 31 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，10 月份，信用债一级市场热度增长，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有所分化，期限利差收窄，城投债、产业债利差整体上行。违约事件方面，信用债新增 9 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 126 号文明。

■ 10 月份，信用债一级市场热度增长，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。10 月份，一级市场热度增长，当月信用债总发行量同比环比均有所增长，总偿还量同比微升、环比下降，当月信用债净融资额同比环比均增长，当月推迟或发行失败信用债数量维持相对低位。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 9 月 28 日 DCM 估值，10 月（10 月 31 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有所分化，期限利差收窄，城投债、产业债利差整体上行。10 月份，中短期票据信用利差有所分化，不同等级间信用利差收窄，整体处于历史低位。同期，期限利差收窄，各期限利差均高于历史均值。10 月份，受贵州、云南弱平台进行债务重组影响，城投债信用利差整体上行，不同等级间信用利差走阔，各等级城投债信用利差均处于历史相对低位；产业债信用利差整体上行，不同等级间产业债信用利差略走阔，主要系部分国有地产、钢铁等行业企业利差抬升所致，各等级产业债信用利差均维持历史低位。

■ 信用债新增 9 只违约债券，违约金额环比下降。2022 年 10 月，信用债市场违约 9 只债券，违约金额为 194.18 亿元，环比下降 43.07 亿元，月内新增违约或展期债券主体主要包括旭辉集团、俊发集团等房地产企业，其他历史违约主体重点包括恒大地产、龙光控股、阳光城集团、世茂建设等。当前房地产市场政策持续边际改善，但房企短期内仍面临销售下降和融资收紧两重压力，需审慎关注债务集中到期压力较大房企的潜在信用风险。

目录

一级市场：市场热度增长，高等级信用债发行占比接近 50%；估值收益率下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差有所分化，城投债、产业债利差整体上行.....	4
违约事件：信用债新增 9 只违约债券，违约金额环比下降.....	5
信用债热点：财政部发布 126 号文.....	7

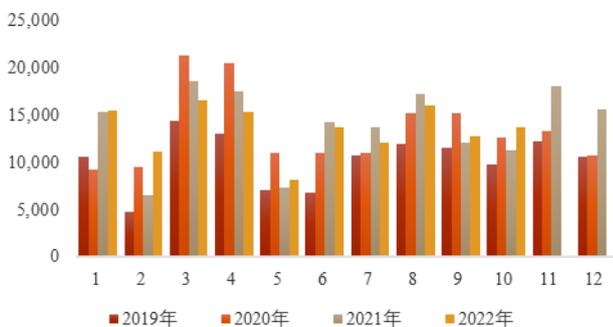
长城财富保险资管

一级市场：市场热度增长，高等级信用债发行占比接近 50%； 估值收益率下行

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

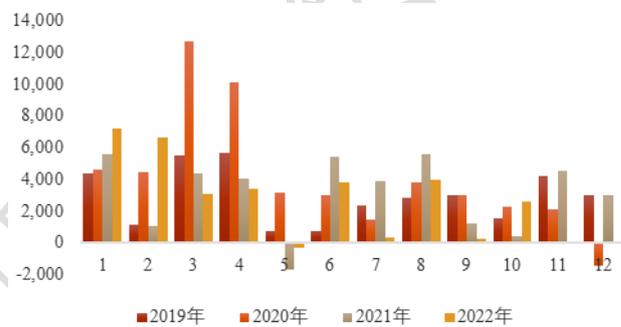
10 月份，一级市场热度增长，当月信用债总发行量 13,661.54 亿元，同比增长 2,449.49 亿元，环比增长 894.36 亿元，当月偿还信用债 11,073.33 亿元，同比微升 244.59 亿元，环比下降 1,459.65 亿元。当月信用债净融资额 2,588.21 亿元，同比增长 2,204.90 亿元，环比增长 2,354.01 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量维持相对低位。

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，新发信用债期限结构以 1 至 3 年（含，占比 38.67%）和 1 年以内（占比 35.47%）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 49.73%，AA+ 级别占比 31.17%，AA 级别占比 16.91%，AA- 级别及以下和无级别占比 2.19%。

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	255	104	28	0	1	388
1至3年(含)	186	120	110	1	6	423
3至5年(含)	83	104	31	0	3	221
5年以上	20	13	16	13	0	62
总计	544	341	185	14	10	1094

资料来源: Wind, 信用评估部

- 10 月份，信用债估值收益率下行。

相比于 9 月 28 日 DCM 估值，10 月（10 月 31 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 1bp，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。

2bp, AA+等级收益率下行 2bp, AA 等级收益率下行 2bp, AA-等级收益率下行 2bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 4bp, AAA 等级收益率下行 5bp, AA+等级收益率下行 5bp, AA 等级收益率下行 4bp, AA-等级收益率下行 4bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 4bp, AAA 等级收益率下行 2bp, AA+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 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 3bp, AA+等级收益率下行 1bp, AA 等级收益率下行 2bp, 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 7bp, AAA 等级收益率下行 5bp, AA+等级收益率下行 5bp, AA 等级收益率下行 3bp, AA-等级收益率下行 9bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 9 月 28 日)

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新 (%)	变化 (bp)								
重点AAA	2.21	-1	2.68	-4	3.00	-4	3.22	-2	3.37	-7
AAA	2.30	-2	2.79	-5	3.12	-2	3.34	-3	3.53	-5
AA+	2.51	-2	3.03	-5	3.45	-2	3.76	-1	3.96	-5
AA	3.00	-2	3.55	-4	4.02	-3	4.37	-2	4.62	-3
AA-	4.82	-2	5.49	-4	6.05	-6	6.40	-10	6.68	-9

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有所分化，城投债、产业债利差整体上行

- 中短期票据信用利差有所分化，期限利差收窄，城投债、产业债利差整体上行。

10 月份, 中短期票据信用利差有所分化, 不同等级间信用利差收窄, 整体处于历史低位; 其中, AAA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 7.41bp; AA+级别信用利差持续波动, 月末较月初微升 0.66bp; AA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 2.34bp。同期, 期限利差收窄, 3-1Y 期限利差下行 9.77bp, 5-3Y 期限利差上升 4.92bp, 7-5Y 期限利差上升 1.91bp, 10-7Y 期限利差下行 4.24bp。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

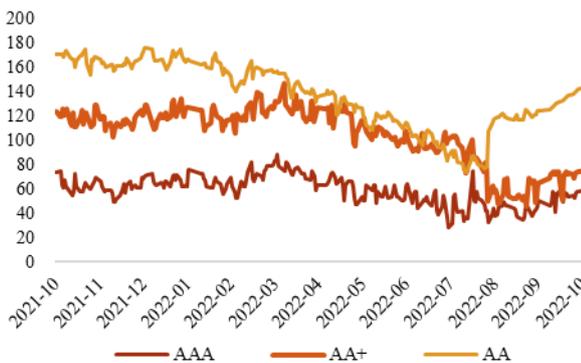
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

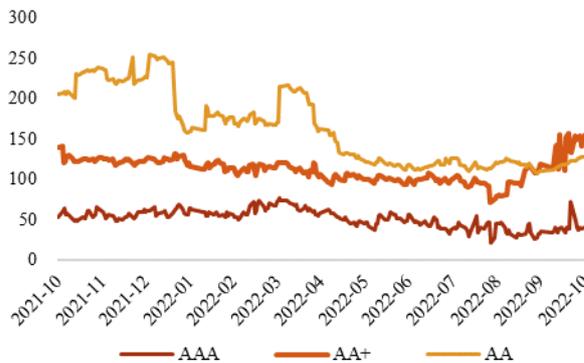
10 月份, 城投债信用利差整体上行, 不同等级间信用利差走阔, 主要系贵州、云南等区域弱平台进行债务重组后, 弱区域弱城投平台利差持续抬升所致, 其中 AAA 级别信用利差波动上升, 至月末上行 7.90bp; AA+ 级别信用利差波动上升, 月末较月初上行 10.21bp, AA 级别信用利差持续上升, 至月末大幅上行 18.00bp, 各等级城投债信用利差均处于历史相对低位。同期, 产业债信用利差整体上行, 不同等级间产业债信用利差略走阔, AA+ 和 AA 产业债利差发生倒挂, 主要系部分国有地产、钢铁等行业企业利差抬升所致, AAA 级别信用利差上行 5.16bp, AA+ 级别信用利差大幅上行 35.82bp, AA 级别信用利差大幅上行 18.00bp, 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 9 只违约债券，违约金额环比下降

- 信用债新增 9 只违约债券，违约金额环比下降。

2022 年 10 月, 信用债市场违约 9 只债券, 违约金额为 194.18 亿元, 环比下降 43.07 亿元, 月内新增违约或展期债券主体主要包括旭辉集团、俊发集团等房地产企业, 其中旭辉集团为海外债技术性违约, 但

其已于 11 月 1 日正式宣布重组境外债务，其他历史违约主体重点包括恒大地产、龙光控股、阳光城集团、世茂建设等。11 月份信用债预计总偿还量在 9000 亿元上下，在年内处于一般水平，但仍需谨防风险行业和风险企业发生超预期违约事件。

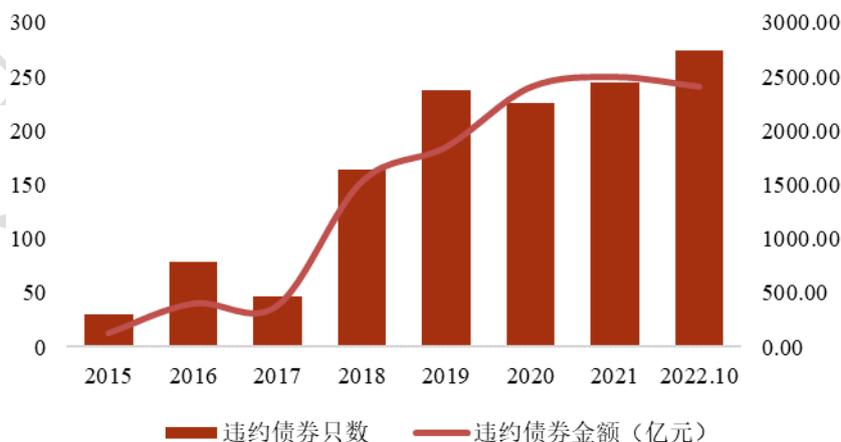
表 3 当月重点新增违约情况

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	103.00	展期
深圳市龙光控股有限公司	27.09	展期
旭辉控股(集团)有限公司	25.45	技术性违约
俊发集团有限公司	20.00	展期
阳光城集团股份有限公司	8.00	实质违约
总计	183.54	-

资料来源: Wind, 信用评估部

本月境内评级下调企业数量很少，仅有正邦科技由 A/负面下调至 BBB+/负面；境外评级机构评级调整对象以地产企业为主，重点包括中骏集团遭下调至 CCC+/负面（标普），旭辉控股遭下调至 Ca/负面（穆迪），海伦堡中国遭下调至 Ca/负面（穆迪），德信中国遭下调至 Caa2/负面（穆迪），复星国际遭下调至 B2/负面（穆迪），另有多家企业境外评级展望遭下调，包括龙湖集团遭下调至 Baa2/负面（穆迪），信达香港遭下调至 Baa1/负面（穆迪），国寿海外遭下调至 A1/负面（穆迪），广州金控遭下调至 BBB+/负面（标普），东兴证券遭下调至 Baa2/负面，普洛斯中国遭下调至 BBB-/负面（标普）。当前房地产市场政策持续边际改善，但前期风险项目化解尚需时间，且销售数据仍表现相对疲软，房企短期内仍面临销售下降和融资收紧两重压力，需审慎关注债务集中到期压力较大房企的潜在信用风险。

图 7 违约事件统计

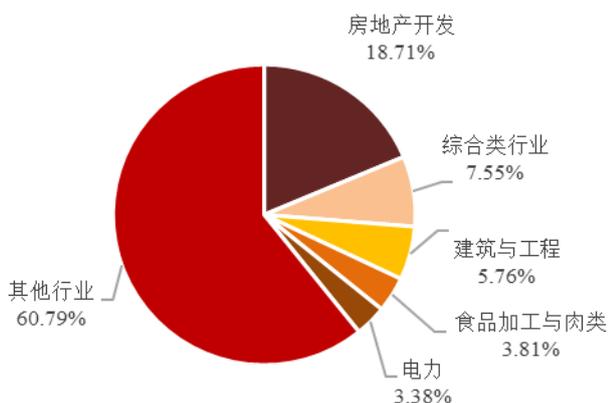


资料来源: Wind, 信用评估部

截至 2022 年 10 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

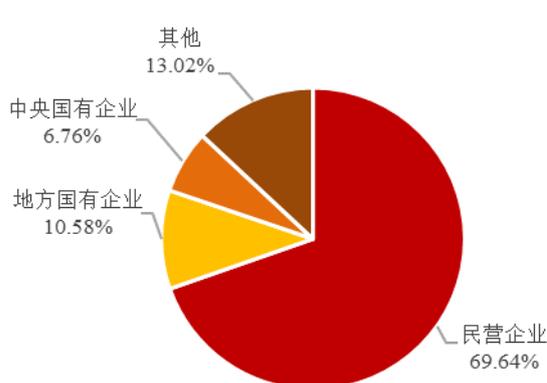
三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、电力等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比接近 70%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2022 年，新增违约债券集中于房地产开发行业，违约企业性质主要为民营企业。

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：财政部发布 126 号文

● 财政部发布 126 号文

10 月 8 日，财政部发布《财政部关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》（以下简称“126 号文”），明确提到“不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”。126 号文强调不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，但并未禁止城投或国企购地。2021 年三季度以来，受房地产行业疲软及部分房企发生风险事件等因素影响，土地出让收入大幅下行，城投及其他国企拿地托底地方土地市场的现象愈发显著，部分地区或存在未有相关土地开发计划却拿地的行为，从而造成地方土地出让收入的虚增情况。短期来看，126 号文未对地方财力产生实质上的影响，更多是处于明确财政纪律的角度出发，对严禁土地出让收入虚增起到指引作用。长期来看，受土地市场低迷影响，房地产企业拿地下滑，对土地财政依赖程度较高的区域仍有显著的负面影响，叠加部分区域债务率高企，未来仍需审慎对待弱区域及弱平台。

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。

长城财富保险资管