

信用月报 - 一级市场维持热度，估值收益率上行，城投债、产业债信用利差走阔

月报 | 2023.1.10

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+	40	51	46	37	55
AAA	48	63	67	58	71
AA+	78	103	108	100	113
AA	121	146	151	143	156

注：数据截至 2022 年 12 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：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

一级市场方面，12 月份，信用债一级市场维持热度，全年发行规模同比明显回落；中短期信用债估值收益率上行。二级市场方面，12 月中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差走阔。违约事件方面，信用债新增 16 只违约债券，违约金额环比下降。2022 年信用债市场展期规模创历史新高，信用债市场风险不断释放。信用债热点事件方面，中央政治局会议：“稳增长”重回目标体系第一位。

12 月份，信用债一级市场维持热度，但全年发行规模同比明显回落；中短期信用债估值收益率上行。12 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量、总偿还量同比大幅增长、环比略有下降，净融资额同比大幅下降、环比增长，当月推迟或发行失败信用债数量同比无变化、环比大幅下降。2022 年 1~12 月，一级市场信用债总发行量 38.06 万亿元，新发债券期限结构以中短期为主，发行人主体信用等级以 AAA 等级为主，总偿还量 32.93 万亿元，净融资额 5.13 万亿元，截至 12 月末存续债券余额约 44 万亿元，全年来看整体信用债发行规模和存量规模明显回落。相比于 2022 年 1 月 1 日，12 月（12 月 31 日）DCM 中短期信用债估值收益率上行。

二级市场方面，12 月中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差走阔。资金面主导 2022 年债券市场波动走势。12 月份，中短期票据信用利差先升后降，不同等级间信用利差走阔，各等级信用利差整体略低于历史均值。同期，期限利差分化，各等级期限利差略低于历史均值。12 月份，城投债、产业债信用利差走阔，各等级城投债、产业债信用利差处于历史相对高位。资金面主导 2022 年债券市场波动走势。

信用债新增 16 只违约债券，违约金额环比下降。2022 年信用债市场展期规模创历史新高，境外债违约规模持续加大，信用债市场风险不断释放。2022 年 12 月，信用债市场违约 16 只债券，违约金额为 136.39 亿元，环比减少 247.96 亿元，2022 年全年，信用债市场违约 162 只债券，违约金额 767.93 亿元，信用债市场展期规模创历史新高，境外债违约规模持续加大，信用债市场风险不断释放。

目录

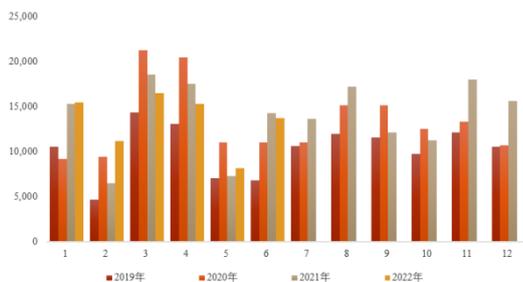
一级市场：12月市场维持热度，但全年发行规模同比明显回落；中短期信用债估值收益率上行.....	3
二级市场：12月，中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差走阔；资金面主导2022年债券市场波动走势。.....	5
违约事件：12月，信用债新增16只违约债券，违约金额环比减少；2022年，信用债市场展期规模创历史新高，境外债违约规模持续加大，信用债市场风险不断释放。.....	6
信用债热点：中央政治局会议：“稳增长”重回目标体系第一位.....	8

一级市场：12 月市场维持热度，但全年发行规模同比明显回落；中短期信用债估值收益率上行

12 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 45.07%，全年来看，信用债市场发行规模和存量规模均有明显回落。

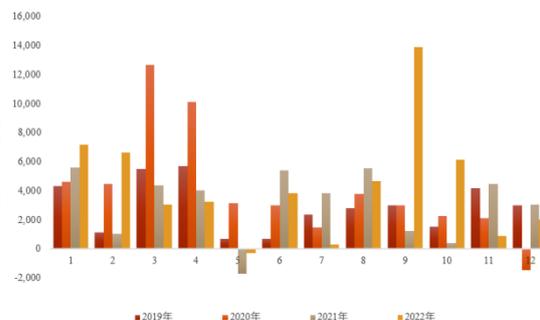
12 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 49896.58 亿元，同比增长 34307.52 亿元，环比减少 242 亿元，信用债总偿还量减少至 47906.38 亿元，同比增长 35329.10 亿元，环比减少 249 亿元。当月信用债净融资额 1990.2 亿元，同比减少 1021.58 亿元，环比大幅增长 1146.08 亿元，当月推迟发行信用债数量同比无变化环比减少。

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 36.82%）和 3 至 5 年（占比 42.01%）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 45.07%，AA+ 级别占比 28.07%，AA 级别占比 19.32%，AA- 级别及以下和无级别占比 7.54%。

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	221	95	40	-	4	362
1至3年(含)	166	120	100	-	-	413
3至5年(含)	44	52	30	2	-	136
5年以上	12	9	20	10	5	72
总计	443	276	190	12	9	983

资料来源: Wind, 信用评估部

2022 年 1~12 月，一级市场信用债总发行量 380580.53 亿元，新发债券期限结构以中短期为主，发行

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。

人主体信用等级以 AAA 等级为主，总偿还量 329283.59 亿元，净融资额 51296.93 亿元，截至 12 月末存续债券余额约 44 万亿元，全年来看整体信用债发行规模和存量规模明显回落。

● **中短期信用债估值收益率上行。**

相比于 11 月 30 日，12 月（12 月 31 日）DCM 中短期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 等级收益率上行 11bp，AAA 等级收益率上行 16bp，AA+等级收益率上行 24bp，AA 等级收益率上行 27bp，AA-等级收益率上行 38bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 15bp，AAA 等级收益率上行 21bp，AA+等级收益率上行 29bp，AA 等级收益率上行 26bp，AA-等级收益率上行 40bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 13bp，AAA 等级收益率上行 21bp，AA+等级收益率上行 33bp，AA 等级收益率上行 25bp，AA-等级收益率上行 32bp。

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 9bp，AAA 等级收益率上行 17bp，AA+等级收益率上行 23bp，AA 等级收益率上行 28bp，AA-等级收益率上行 14bp；10 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 7bp，AAA 等级收益率上行 13bp，AA+等级收益率上行 21bp，AA 等级收益率上行 17bp，AA-等级收益率上行 13bp。

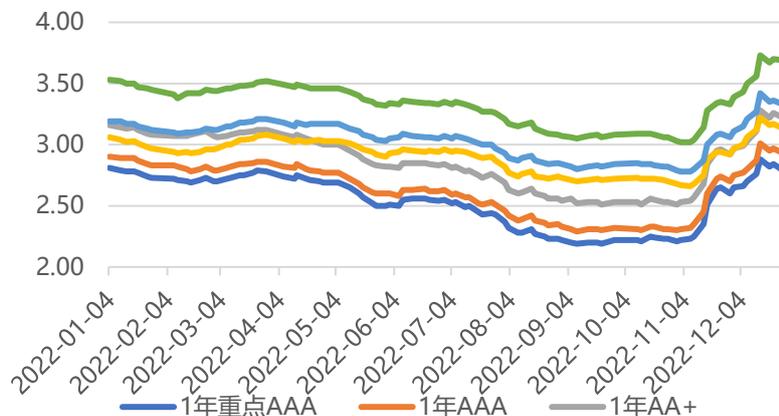
表 2 DCM 估值收益率中枢变化

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新 (%)	变化 (bp)								
重点AAA	2.76	11	3.12	15	3.36	13	3.50	9	3.65	7
AAA	2.91	16	3.32	21	3.60	21	3.73	17	3.87	13
AA+	3.21	24	3.68	29	3.39	33	4.18	23	4.33	21
AA	3.67	27	4.13	26	4.48	25	4.78	28	4.96	17
AA-	5.73	38	6.32	40	6.67	32	6.81	14	7.00	13

资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

全年来看，相比于 2022 年 1 月 1 日，12 月（12 月 31 日）DCM 中短期信用债估值收益率上行。

图 3 2022 年信用债 AAA 等级收益率



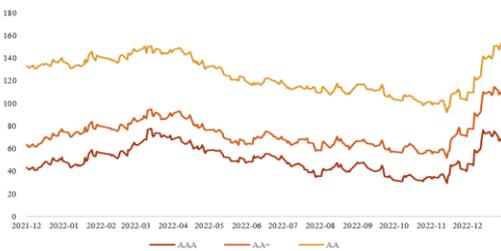
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：12月，中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差走阔；资金面主导2022年债券市场波动走势。

- 中短期票据信用利差先升后降，期限利差整分化，城投债产业债信用利差走阔。2022年，资金面主导债券市场波动走势。

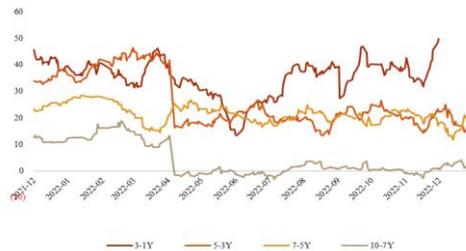
12月份，中短期票据信用利差先升后降，不同等级间信用利差走阔，各等级信用利差整体低于历史均值；AAA级别、AA+级别、AA级别信用利差分别较月初上行26.58bp、37.57bp和48.57bp。同期，各期限期限利差分化，3-1Y期限利差下行3.05bp，5-3Y期限利差上升1.78bp，7-5Y期限利差下行0.64bp，10-7Y期限利差上升0.66bp。整体看，各期限期限利差略低于历史均值。

图4 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5 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

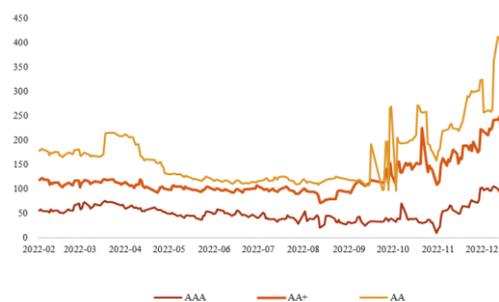
12月份，城投债信用利差呈上升趋势，各等级信用利差走阔，AAA级、AA+级、AA级城投债信用利差分别较月初上行51.2bp、82.61bp和90.35bp。产业债信用利差先升后降，各等级信用利差走阔，AAA级、AA+级、AA级产业债信用利差上行49.1bp、66.20bp和122.48BP，各等级城投债、产业债信用利差仍处于历史相对高位。

图6 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7 产业债信用利差（3年期）

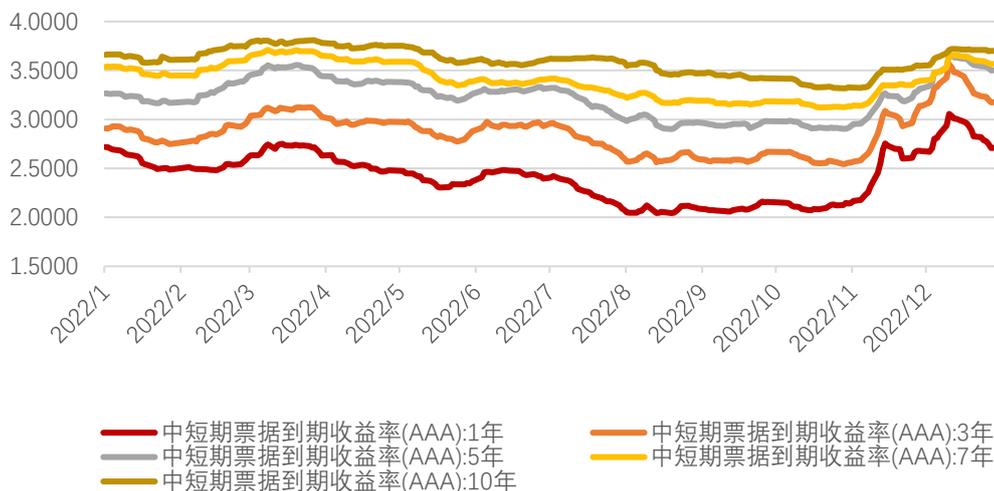


资料来源：Wind，建行万得产业债收益率，信用评估部

2022年初市场预期政策宽松，信用债收益率下行，3月权益市场下跌引发理财破净比例攀升，赎回压力下信用债市场调整；3月下旬开始资金持续宽松，资产荒主导市场，信用债各期限收益率震荡下行。8月

~11月初收益率低位波动，11月受资金面偏紧、防疫政策优化调整、“金融支持房地产16条”等地产支持政策出台影响，债券市场发生较大调整，加之防疫政策大幅变化以及理财赎回压力下收益率快速上行后小幅修复。

图8 中短期票据到期收益率



资料来源: Wind, 信用评估部

违约事件：12月，信用债新增16只违约债券，违约金额环比减少；2022年，信用债市场展期规模创历史新高，境外债违约规模持续加大，信用债市场风险不断释放。

- 12月，信用债新增16只违约债券，违约金额环比下降。2022年，信用债市场展期规模创历史新高，境外债违约规模持续加大，信用债市场风险不断释放。

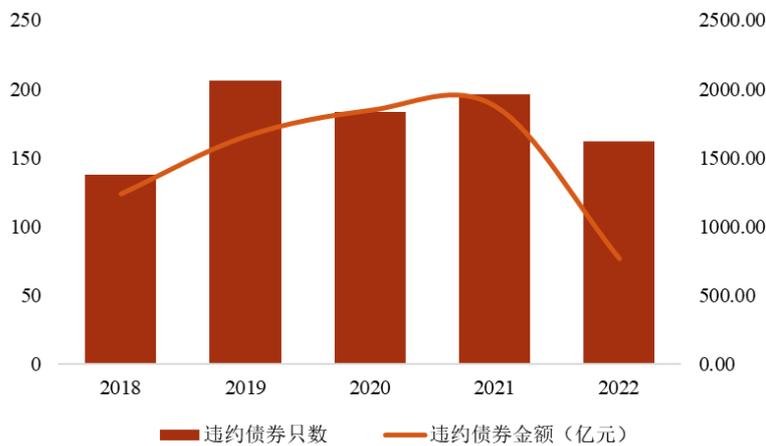
2022年12月，信用债市场新增违约16只债券，违约金额为136.39亿元，环比减少247.96亿元，月内新增债券展期主体主要为天安人寿保险股份有限公司，其他历史违约主体重点包括金科地产集团股份有限公司、红星美凯龙控股集团有限公司、奥园集团有限公司、恒大地产集团有限公司等。2023年1月份，信用债预计总偿还量在3.19万亿元上下，总偿还量较大，关注集中兑付压力，谨防风险企业发生超预期违约事件。

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装修装饰、房屋建设和医疗器械为主，包括上海全筑控股集团股份有限公司由A+调整至BBB+，江苏南通二建集团有限公司由AA+调整至AA，珠海和佳医疗设备股份有限公司由BB调整至B。境外评级机构评级调整对象主要为地产企业，重点

包括雅居乐集团控股有限公司下调至 Caa1/负面，建业地产股份有限公司下调至 Caa2/负面，长春市城市发展投资控股（集团）有限公司下调至 Baa2/稳定。

从全年违约情况来看，2022，信用债市场违约 162 只债券，违约金额 767.93 亿元，虽然实质违约数量大幅减少，但 2021 年下半年以来地产信用风险集中爆发，形式上也从直接违约走向债券展期，民营房企的债务风险进一步蔓延到上游基建、城投等行业，加之贵州等弱区域城投亦出现展期等风险事件，整体看，信用债市场展期规模创历史新高，境外债违约规模持续加大，信用债市场风险不断释放。

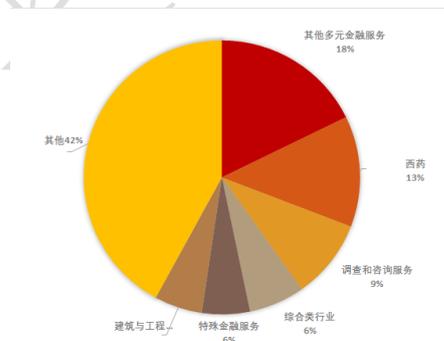
图 9 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

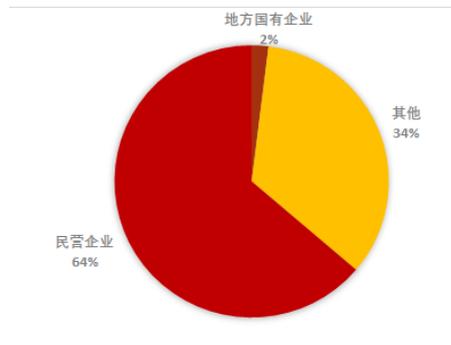
截至 2022 年 12 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业和西药三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、其他多元金融服务、西药、调查和咨询服务、综合类行业等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，国资控股背景违约主体占比相对较低。2022 年 12 月，新增违约债券行业集中于人寿与健康保险，违约企业性质为公众企业。

图 10 违约主体行业分布



资料来源: Wind, 信用评估部

图 11 违约主体性质分布



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：中央政治局会议：“稳增长”重回目标体系第一位

● 中央政治局会议：“稳增长”重回目标体系第一位

中共中央政治局 12 月 6 日召开会议，分析研究 2023 年经济工作。会议强调，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

会议指出，明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强各类政策协调配合，优化疫情防控措施，形成共促高质量发展的合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用。要加快建设现代化产业体系，提升产业链供应链韧性和安全水平。要切实落实“两个毫不动摇”，增强我国社会主义现代化建设动力和活力。要推进高水平对外开放，更大力度吸引和利用外资。要有效防范化解重大经济金融风险，守住不发生系统性风险的底线。

整体上，政治局会议传递出的政策基调依旧是稳增长为主，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，货币政策强调“精准有力”，强调了风险防范的重要，并增加了防范化解重大经济金融风险的要求。

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。