

信用月报 - 一级市场继续遇冷，估值收益率整体下行，城投债利差大幅走阔，产业债利差整体下行

月报 | 2023.2.6

长城财富保险资管信评部

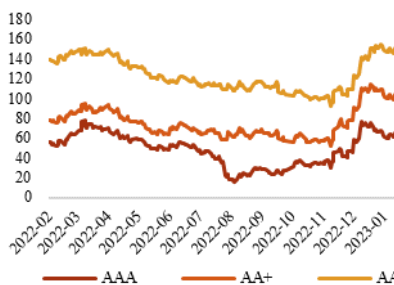
摘要

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+	38	41	47	40	50
AAA	41	52	66	61	66
AA+	55	85	104	101	106
AA	92	127	151	148	153

注：数据截至 2023 年 1 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，1 月份，信用债一级市场继续遇冷，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至约 41%，信用债估值收益率整体下行。二级市场方面，中短期票据信用利差和期限利差小幅波动，城投债利差大幅走阔，产业债利差整体下行。违约事件方面，信用债新增 13 只违约债券，违约金额环比增长。信用债热点事件方面，央行工作会议继续体现对地产的支持态度，九江银行二级债发生“技术性不赎回”事件。

1 月份，信用债一级市场继续遇冷，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至约 41%，信用债估值收益率整体下行。1 月份，受春节假期叠加理财赎回潮余波对发行人融资成本的负面影响，一级市场继续遇冷，信用债总发行量同比环比均下降，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较 12 月环比下降。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为主，高等级企业仍是信用债最主要的发行主体，但占比下降至约 41%。相比于 12 月 28 日 DCM 估值，1 月（1 月 31 日）信用债估值收益率整体下行。

二级市场方面，中短期票据信用利差和期限利差小幅波动，城投债利差大幅走阔，产业债利差整体下行。1 月份，中短期票据信用利差小幅波动，仍处于历史中位数以上。同期，期限利差小幅波动，短端期限利差高于历史均值，长端期限利差低于历史均值。1 月份，城投债信用利差有所分化，不同等级间信用利差大幅走阔，其中 AAA 级别信用利差在月初快速压降，各等级城投债信用利差均处于历史中位数以上；产业债信用利差整体下行，不同等级间产业债信用利差有所收窄，各等级产业债信用利差均处于历史中位数以上。

信用债新增 13 只违约债券，违约金额环比增长。2023 年 1 月，信用债市场违约 13 只债券，违约金额为 163.64 亿元，环比增长 20.51 亿元，月内无新增违约或展期债券主体，历史违约主体重点包括恒大地产、奥园集团、阳光城集团、宝龙实业、荣盛发展等。2 月份信用债预计总偿还量在 6000 亿元上下，在年内处于较低水平，但仍需谨防风险行业和风险企业发生超预期违约事件。

目录

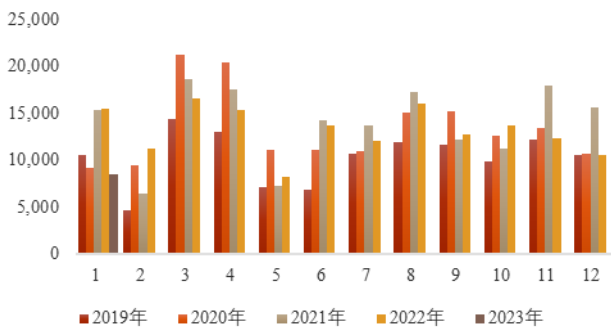
一级市场：市场继续遇冷，高等级信用债发行占比降至约 41%；估值收益率整体下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差小幅波动，城投债利差大幅走阔，产业债利差整体下行.....	4
违约事件：信用债新增 13 只违约债券，违约金额环比增长.....	5
信用债热点：央行工作会议继续体现对地产的支持态度，九江银行二级债发生“技术性不赎回”事件.....	7

一级市场：市场继续遇冷，高等级信用债发行占比降至约 41%； 估值收益率整体下行

- 1 月份，信用债¹一级市场继续遇冷，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至约 41%。

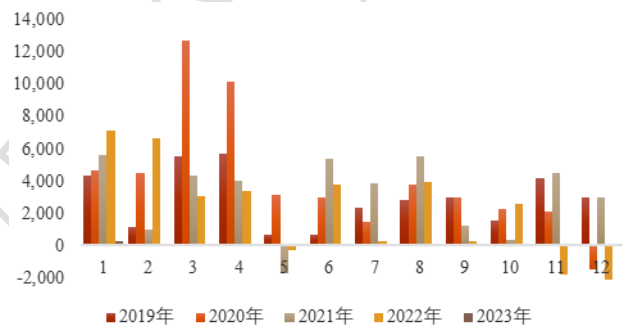
1 月份，受春节假期叠加理财赎回潮余波对发行人融资成本的负面影响，一级市场继续遇冷，当月信用债总发行量 8,396.78 亿元，同比大幅下降 7,088.97 亿元，环比下降 2,120.94 亿元，当月偿还信用债 8,148.33 亿元，同比微降 185.75 亿元，环比大幅下降 7,573.83 亿元。当月信用债净融资额 248.45 亿元，同比大幅下降 6,903.22 亿元，环比增长 5,452.89 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量较 12 月环比有所下降。

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 年以内（占比 44.32%）和 1 至 3 年（含，占比 39.91%）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 40.79%，AA+ 级别占比 35.39%，AA 级别占比 22.60%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.21%。

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	244	115	41	1	1	402
1至3年(含)	87	142	128	0	5	362
3至5年(含)	34	55	31	0	2	122
5年以上	5	9	5	2	0	21
总计	370	321	205	3	8	907

资料来源：Wind，信用评估部

- 1 月份，信用债估值收益率整体下行。

相比于 12 月 28 日 DCM 估值，1 月（1 月 31 日）信用债估值收益率整体下行。

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等级收益率下行5bp，AAA等级收益率下行10bp，AA+等级收益率下行10bp，AA等级收益率下行11bp，AA-等级收益率下行17bp；3年期品种中，重点AAA等级收益率下行1bp，AAA等级收益率下行6bp，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8bp；5年期品种中，重点AAA等级收益率上行1bp，AAA等级收益率下行1bp，AA+等级收益率下行3bp，AA等级收益率无变化，AA-等级收益率下行1bp。

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

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）	最新（%）	变化（bp）	最新（%）	变化（bp）	最新（%）	变化（bp）	最新（%）	变化（bp）
重点AAA	2.71	-5	3.11	-1	3.37	1	3.50	0	3.65	0
AAA	2.81	-10	3.26	-6	3.59	-1	3.72	-1	3.87	0
AA+	3.11	-10	3.63	-5	4.03	-3	4.16	-2	4.33	0
AA	3.56	-11	4.09	-4	4.48	0	4.78	0	5.00	4
AA-	5.56	-17	6.24	-8	6.66	-1	6.83	2	6.97	-3

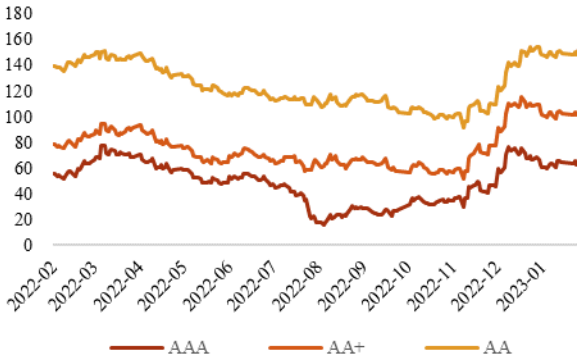
资料来源：Wind，DCM定价估值，信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差小幅波动，城投债利差大幅走阔，产业债利差整体下行

- 中短期票据信用利差和期限利差小幅波动，城投债利差大幅走阔，产业债利差整体下行。

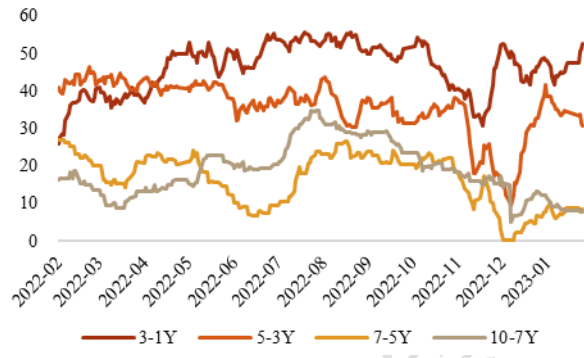
1月份，中短期票据信用利差小幅波动，仍处于历史中位数以上；其中，AAA级别信用利差持续波动，至月末下行1.26bp；AA+级别信用利差持续波动，月末较月初下降4.26bp；AA级别信用利差波动下降，至月末微降0.26bp。同期，期限利差小幅波动，3-1Y期限利差上行6.14bp，5-3Y期限利差下降2.10bp，7-5Y期限利差上升1.63bp，10-7Y期限利差下行5.60bp。整体看，短端期限利差高于历史均值，长端期限利差低于历史均值。

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

1 月份，城投债信用利差有所分化，不同等级间信用利差大幅走阔，其中 AAA 级别信用利差在月初快速压降，至月末下行 28.94bp；AA+ 级别信用利差月初快速下降，月末小幅抬升，整体较月初下行 19.47bp，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中位数以上。同期，产业债信用利差整体下行，不同等级间产业债信用利差有所收窄，AAA 级别信用利差下行 15.48bp，AA+ 级别信用利差下行 22.43bp，AA 级别信用利差大幅下行 39.53bp，各等级产业债信用利差均处于历史中位数以上。

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 13 只违约债券，违约金额环比增长

- 信用债新增 13 只违约债券，违约金额环比增长。

2023 年 1 月，信用债市场违约 13 只债券，违约金额为 163.64 亿元，环比增长 20.51 亿元，月内无新增违约或展期债券主体，历史违约主体重点包括恒大地产、奥园集团、阳光城集团、宝龙实业、荣盛发展等。2 月份信用债预计总偿还量在 6000 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。

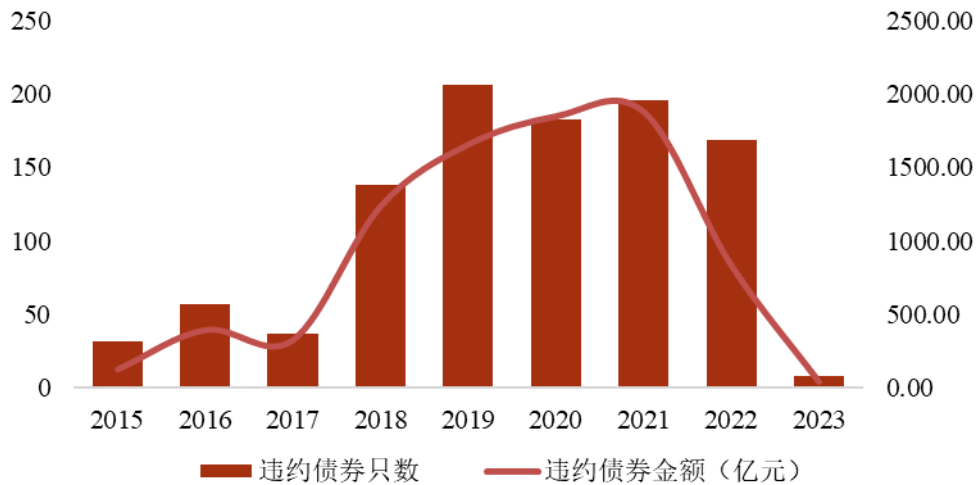
表 3 当月重点新增违约情况

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
奥园集团有限公司	18.20	展期
阳光城集团股份有限公司	10.00	实质违约
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	9.50	展期
荣盛房地产发展股份有限公司	9.40	实质违约
总计	129.10	-

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 BBB/负面连续下调至 BB-/负面；境外评级机构评级调整对象行业较为分散，重点包括时代控股遭下调至 Ca/负面（穆迪），神州租车遭下调至 B-/负面（标普），世纪互联遭下调至 B2/负面（穆迪）、B/负面（标普），中冶科工由 Baa1/正面遭下调至 Baa1/稳定（穆迪）。

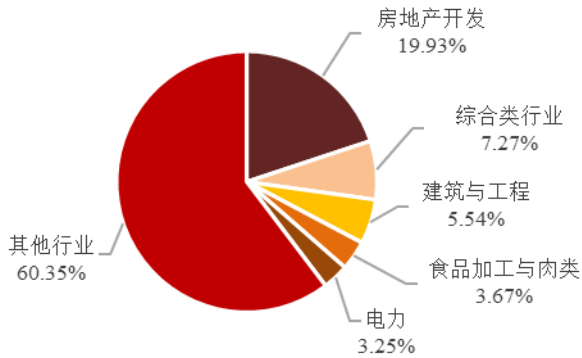
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

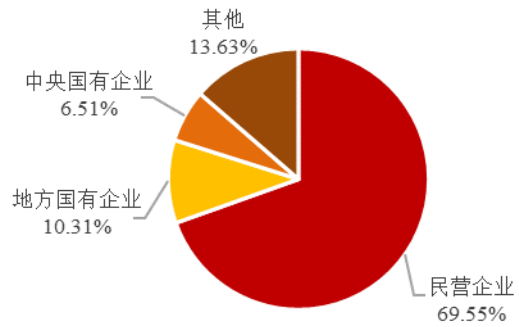
截至 2023 年 1 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程等三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、电力等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比接近 70%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年，新增违约债券集中于房地产开发行业，违约企业性质主要为民营企业，涉及个券以存量风险企业新增违约或展期债券为主。

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：央行工作会议继续体现对地产的支持态度，九江银行二级债发生“技术性不赎回”事件

● 央行工作会议继续体现对地产的支持态度

1月4日，2023年中国人民银行工作会议召开，地产相关表述出现在金融支持实体经济的部分，强调落实金融16条地产支持措施，体现了央行对支持地产的态度较为明确，结合2022年四季度货币政策例会中“保交楼也要保主体”的相关表述，预计今年地产行业政策仍有发力空间。1月5日，人民银行、银保监会建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，对于新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限，体现了“因城施策”的政策添堵，印证了今年地产政策发力的预期。然而，我们也关注到，相较于前几轮地产周期政策提振力度，当前地产政策仍相对克制，展现为“托而不举”态势，后续不宜过度高估政策对地产行业的支持力度，需持续审慎监测地产行业销售、投资等指标的变化情况。

● 九江银行二级债发生“技术性不赎回”事件

1月5日，九江银行（外部评级AAA）公告称不行使“18九江银行二级01”提前赎回选择权，引发市场强烈关注，仅一日后，九江银行再次发布公告称，行使提前赎回选择权；本次事件是继天津银行2022年12月20日宣布不会回二级资本债后，第二起AAA银行计划不行使提前赎回二级资本债的事件，尽管最终两家银行均宣布了行使提前赎回选择权，两起事件仍在一定程度上表明，二级资本债赎回压力正在向高等级银行蔓延。截至2022年末，发生过不赎回的银行二级资本债已有50只，但仅限于AA+及以下级别银行，

市场对此类不赎回已有较为充分的预期。然而，本次事件涉及银行资质显著优于前期发生不赎回的中小银行，外评信用等级达到 AAA，考虑到主流投资机构风险偏好的一致性，未来头部银行二永债利差预计将持续压缩，而中低级别二永债估值或持续承压；建议审慎对待已发生不提前赎回事件且仍有存续债的银行，关注资质相对较弱、资本充足率低于 13% 的城商行、农商行二级资本债赎回压力。

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