

信用月报 - 一级市场净融资额同比减少，环比增加，估值收益率总体下行，城投债和产业债信用利差均下行

月报 | 2022.3.6

长城财富保险资管信评部

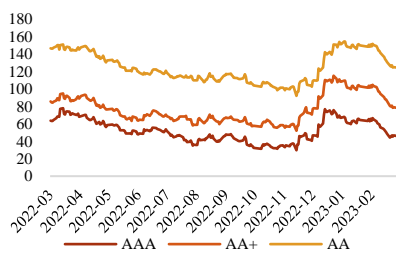
摘要

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+	35	28	38	25	38
AAA	38	40	47	41	54
AA+	47	57	79	80	93
AA	53	99	125	126	139

注：数据截至 2022 年 2 月 28 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，2 月份，信用债一级市场净融资额同比减少，环比增加，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高，信用债估值收益率总体下行。二级市场方面，中短期票据信用利差下行，期限利差收窄，城投债和产业债信用利差均下行。违约事件方面，信用债新增 4 只违约债券，违约金额环比减少。

■ 2 月份，一级市场净融资额同比减少，环比增加，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高，估值收益率总体下行。2 月份，一级市场受春节假期因素消退影响发行环比增加，总偿还量环比减少，净融资额同比减少，环比增加，当月推迟或取消发行的信用债数量同比增加，环比减少。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为数，高等级信用债发行占比较高。相比于 1 月 30 日 DCM 估值，2 月（2 月 27 日）信用债估值收益率总体下行。

■ 二级市场方面，中短期票据信用利差下行，期限利差收窄，城投债和产业债信用利差均下行。2 月份，中短期票据信用利差下行，不同等级间信用利差收窄，AAA、AA+和 AA 级别信用利差均低于历史均值。同期，期限利差收窄，不同期限利差有所分化，3-1Y、5-3Y 和 7-5Y 期限利差均低于历史均值，10-7Y 期限利差高于历史均值。2 月份随着市场企稳，信用债收益率总体下行，其中城投债信用利差上行，不同等级间信用利差走阔，区域分化延续，AA 级城投债信用利差仍远高于历史均值；产业债信用利差下行，不同等级间产业债信用利差走阔，各等级产业债信用利差有所分化，AA+级和 AA 级产业债信用利差高于历史均值。

■ 信用债新增 4 只违约债券，违约债券金额环比减少。2023 年 2 月，信用债市场新增违约 4 只债券，违约债券金额为 28.17 亿元(含展期)，环比减少 209.57 亿元，月内新增债券违约主体金科地产(境内违约)，其他历史违约主体包括奥园集团等。本月银保监会发文支持山东化债，并发布银行资本管理新规，响应巴塞尔 III 最终版；国务院总理向十四届全国人大一次会议作政府工作报告。

分析师：何佳易

Tel: 010-88632315

Email: hejiayi@greatwealthamc.com

分析师：王运成

Tel: 010-88632341

Email: wangyuncheng@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

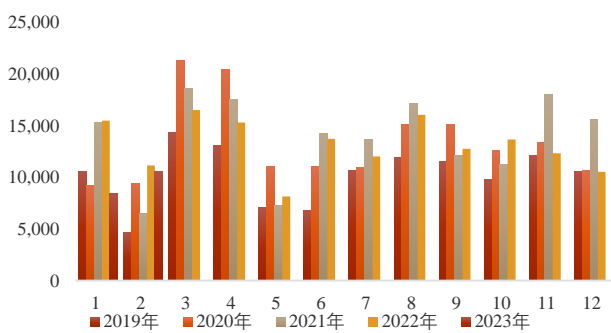
一级市场：净融资额同比减少，环比增加，高等级信用债发行占比较高，估值收益率总体下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差下行，城投债和产业债信用利差均下行.....	4
违约事件：信用债新增 4 只违约债券，违约金额环比减少.....	5
信用债热点：银保监会发文支持山东化债，并发布银行资本管理新规，响应巴塞尔 III 最终版；国务院总理向十四届全国人大一次会议作政府工作报告.....	7

一级市场：净融资额同比减少，环比增加，高等级信用债发行占比较高，估值收益率总体下行

- 2月份，信用债¹一级市场净融资额同比减少，环比增加，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高。

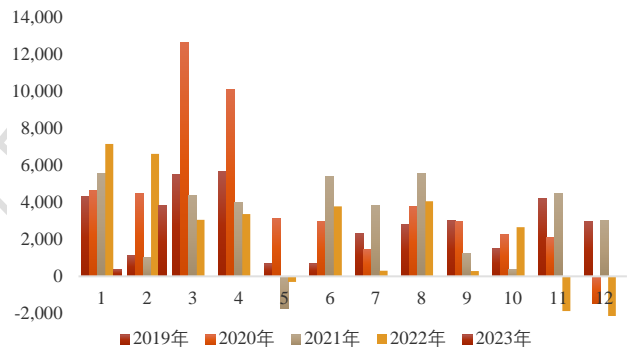
2月份，一级市场受春节假期因素消退影响发行环比增加，当月信用债总发行量 10,586.34 亿元，环比增加 2,189.56 亿元，同比减少 566.88 亿元，信用债总偿还量环比减少，当月偿还信用债 6,766.62 亿元，环比减少 1,245.86 亿元，同比增长 2,226.23 亿元。当月信用债净融资额 3,819.72 亿元，同比减少 2,793.11 亿元，环比增加 3,435.42 亿元，当月推迟或取消发行的信用债数量同比增加，环比减少。

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43.44%）和1年以内（占比41.28%）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45.77%，AA+级别占比36.51%，AA级别占比16.82%，AA-级别及以下和无级别占比0.36%。

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	282	129	46	2		459
1至3年（含）	173	198	109	0	3	483
3至5年（含）	46	73	22	0	3	144
5年以上	8	6	10	2		26
总计	509	406	187	4	6	1112

资料来源: Wind, 信用评估部

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。

- 2 月份，信用债估值收益率总体下行。

相比于 1 月 30 日 DCM 估值，2 月（2 月 27 日）信用债估值收益率总体下行。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 5bp，AAA 等级收益率上行 3bp，AA+等级收益率上行 2bp，AA 等级收益率上行 3bp，AA-等级收益率下行 4bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 2bp，AAA 等级收益率下行 4bp，AA+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 1bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 2bp，AAA 等级收益率下行 8bp，AA+等级收益率下行 6bp，AA 等级收益率下行 9bp，AA-等级收益率下行 4bp。

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 6bp，AA+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 5bp；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 6bp，AA+等级收益率下行 5bp，AA 等级收益率上行 1bp，AA-等级收益率下行 4bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 1 月 30 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	2.76	5	3.09	-2	3.35	-2	3.47	-3	3.63	-2
AAA	2.84	3	3.22	-4	3.51	-8	3.66	-6	3.81	-6
AA+	3.13	2	3.57	-6	3.97	-6	4.13	-3	4.28	-5
AA	3.59	3	4.04	-5	4.39	-9	4.77	-1	5.01	1
AA-	5.52	-4	6.23	-1	6.62	-4	6.78	-5	6.93	-4

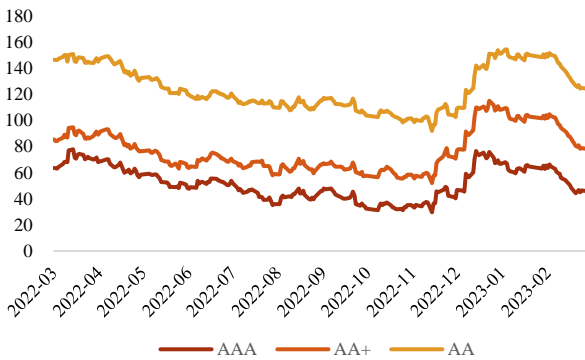
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差下行，城投债和产业债信用利差均下行

- 中短期票据信用利差下行，期限利差收窄，城投债和产业债信用利差均下行。

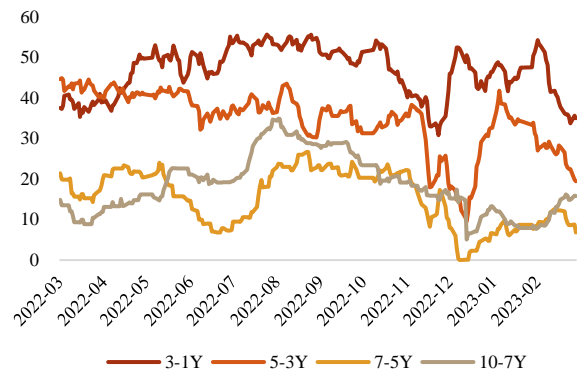
2 月份，中短期票据信用利差下行，不同等级间信用利差收窄，AAA、AA+和 AA 级别信用利差均低于历史均值；AAA、AA+和 AA 级别信用利差均下行，至月末分别下行 18.40bp、25.41bp 和 26.41bp。同期，期限利差收窄，不同期限利差有所分化，3-1Y 期限利差下行 17.53bp，5-3Y 期限利差下行 11.09bp，7-5Y 期限利差下行 1.44bp，10-7Y 期限利差上行 8.13bp。整体看，3-1Y、5-3Y 和 7-5Y 期限利差均低于历史均值，10-7Y 期限利差高于历史均值。

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

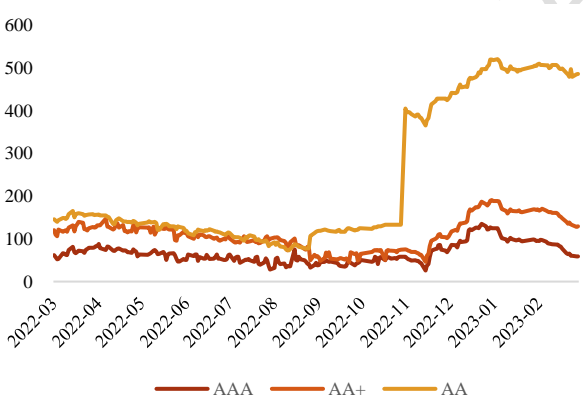
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

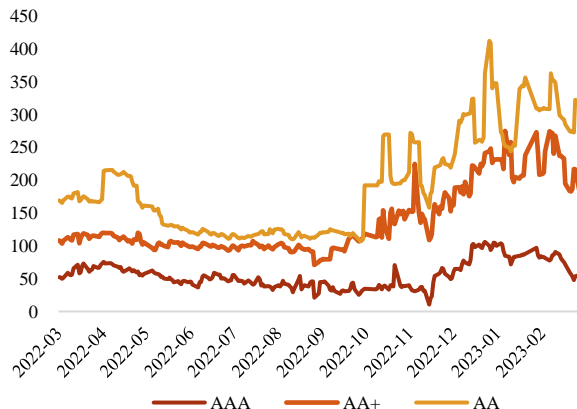
2月份随着市场企稳,信用债收益率总体下行。当月城投债信用利差上行,不同等级间信用利差走阔,受区域分化延续影响,弱区域弱平台信用利差保持在较高水平,各等级城投债信用利差均下行,AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别下行37.30bp、39.91bp和22.64bp,AAA级城投债信用利差低于历史均值,AA+级城投债信用利差与历史均值基本持平,AA级城投债信用利差仍远高于历史均值。同期,产业债信用利差下行,不同等级间产业债信用利差走阔,各等级产业债信用利差有所分化,AAA级产业债信用利差下行27.62bp,AA+级和AA级产业债信用利差分别上行5.69bp和11.01bp,AAA级产业债信用利差维持历史相对低位,AA+级和AA级产业债信用利差则高于历史均值。

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4只违约债券，违约金额环比减少

- 信用债新增4只违约债券，违约债券金额环比减少。

2023年2月，信用债市场新增违约4只债券，违约债券金额为28.17亿元(含展期)，环比减少209.57

亿元，月内新增债券违约主体金科地产(境内违约)，其他历史违约主体包括奥园集团等。3 月份，信用债预计总偿还量在 1.62 万亿元左右，为近一年来最高水平，需谨防风险企业发生信用违约事件。

表 3 当月重点新增违约债券情况

违约企业	当月违约债券金额（亿元）	违约类型
金科地产集团股份有限公司	9.00	实质违约
奥园集团有限公司	11.80	展期
总计	20.80	-

资料来源: Wind, 信用评估部

本月评级下调企业数量环比有所增加，重点包括正邦科技由 BB-/负面下调为 B/负面，步步高投资由 AA/列入信用观察名单下调为 AA-/负面，江苏南通二建由 AA/负面下调为 A+/负面，上海全筑控股由 BBB+/稳定下调为 BBB-/负面；境外评级机构评级调整对象行业较为分散，重点包括唯品会控股遭下调至 BBB/稳定（惠誉），希慎兴业遭下调至 Baa1/稳定（穆迪），阳光财产保险遭下调至 BBB+/稳定（惠誉），中骏集团遭下调至 B3/负面（穆迪），广汇汽车服务集团遭下调至 CCC+（惠誉），金辉控股遭下调至 B3/负面（穆迪），世纪互联遭下调至 B-/稳定（惠誉）。

图 7 违约事件统计

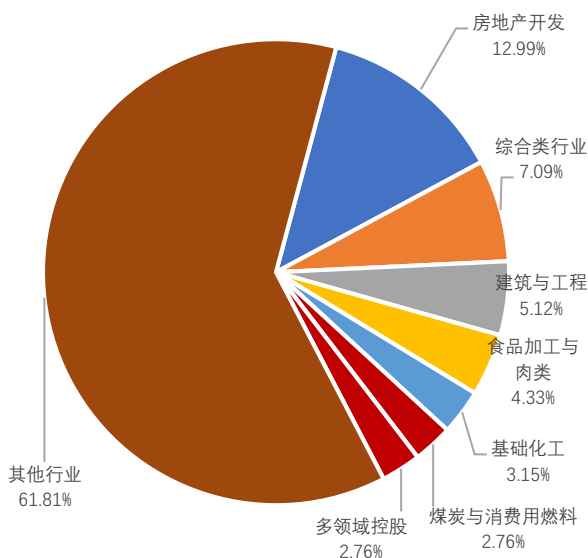


资料来源: Wind, 信用评估部

截至 2023 年 2 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、建筑与工程、综合类行业三大行业（Wind 行业）。按照违约主体计算，房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、基础化工、煤炭与消费用燃料和多领域控股行业违约主体占比较高；从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比约 65%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年 2 月，新增违约债券集中于房地产开

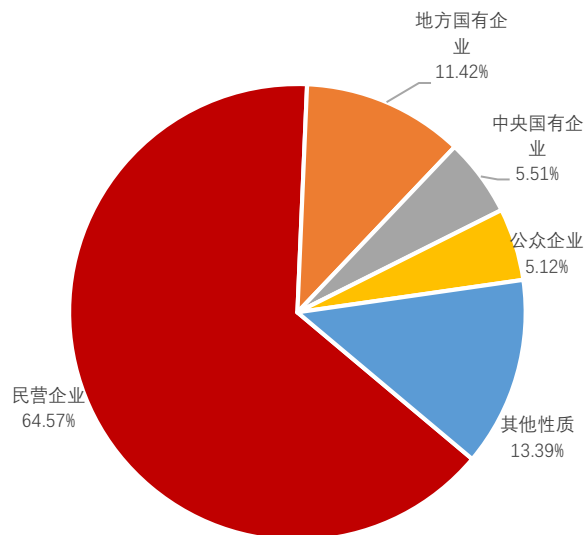
发行业，违约企业性质涉及民营企业 and 中外合资企业。

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：银保监会发文支持山东化债，并发布银行资本管理新规，响应巴塞尔 III 最终版；国务院总理向十四届全国人大一次会议作政府工作报告

- 银保监发文支持山东化债，关注山东省投融资环境的变化。

2月14日，中国银保监会办公厅印发了《银行业保险业贯彻落实〈国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见〉实施意见》（以下简称“意见”），旨在引导银行业保险业优化资源配置，提高服务质效，支持山东深化新旧动能转换、推动绿色低碳高质量发展，这是继国务院、财政部之后，中央下发的第三份指导山东化债的文件。意见提出了“指导银行机构完善大型企业债务融资监测预警机制，提前制定接续融资和债务重组预案，积极配合地方推进重点企业风险化解及遗留问题解决，确保重点企业风险和担保圈风险一体化处置”和“积极配合化解地方政府债务风险”。我国经济正处在由高速增长阶段向高质量发展阶段的转型期，山东省作为我国经济大省和重要的工业基地，其经济结构与全国相似度高，典型示范性强，同时山东省财政经济实力总体较强，但区域分化明显，部分区域债务负担较重，区域内“互保圈”等遗留问题较为突出，2021年以来区域城投非标违约和商票逾期频发也加重了市场的担忧情绪。山

东省城投系统性风险较低，但非标违约和技术性违约风险仍存，需警惕债务风险的区域传导和向公开市场传导，意见鼓励山东发行专项债补充中小银行资本以及全国性银行资源向山东倾斜，需关注负面舆情频发地区相关政策落地情况以及山东省城投融资环境的变化。

- **银保监会发布银行资本管理新规，对于银行资本的影响可能相对中性，债市整体影响不大。**

2023年2月18日，中国银保监会发布了《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，要求自2024年1月1日开始施行，是对2017年出台的巴塞尔III最终版的响应，重构了第一支柱下风险加权资产计量的相关规则，完善调整了第二支柱监督检查规定，全面提升第三支柱信息披露标准和内容，其中较为关键的是第一支柱下信用风险加权资产计量方法的变化。地方政府一般债的风险权重从20%下降至10%，专项债维持20%。由于地方政府债是银行自营的主要配置品种，风险权重下降能够显著减少商业银行资本占用，也有利于商业银行进一步增持。征求意见稿下，按照标准信用风险评估结果，将交易对手商业银行划分为A+级、A级、B级、C级四档，以此为基准确定风险权重，适用不同的风险权重。多数银行将被划分为A级，那么原始期限3个月以上商业银行债权的风险权重将从25%上升至40%，3个月以内的维持20%不变，可能导致同业存单和商金债相关期限利差中枢上升。二级资本债的风险权重从100%上升至150%，银行永续债维持250%，整体符合市场预期，预计不会引发商业银行对二级资本债的抛售。商业银行对投资级公司（包括非银行金融机构）和中小企业的风险权重从100%调低至75%、85%。此外，征求意见稿要求商业银行投资资管产品需进行穿透，根据信息透明度情况提出了三种穿透方法：穿透法、授权基础法和1250%风险权重。

整体看来，二级资本债、同业存单和商金债的风险权重上升，部分互持多、资本充足率低的中小银行可能会受到影响，未来资本补充压力增加，需关注其二级资本债不赎回风险，对投资级企业债券和地方债的风险权重下降，对相应符合“投资级”和“中小企业”的企业债券有一定利好，穿透要求在一定程度上利好利率债基和利率债指数基金。

- **国务院总理李克强向十四届全国人大一次会议作政府工作报告**

3月5日，国务院总理李克强代表国务院，向十四届全国人大一次会议作政府工作报告，指出今年发展主要预期目标是国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右。财政政策方面，积极的财政政策要加力提效，赤字率拟按3%安排。扩大内需方面，拟安排地方政府专项债券3.8万亿元，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动。今年1~2月地方政府债净融资已与去年基本持平，部分区域已表示加快专项债券发行使用，预计专项债发行节奏依旧前置。房地产方面，报告指出有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，防止无序扩张，促进房地产业平稳发展，同时加强住房保障体系建设，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题。预计头部民营房企和混合所有制房企融资难的问题将有所改善，但房地产整体行业供需端恢复仍需时日，房地产市场以维持平稳运行为主要目标。地方政府债务方面，报告指出防范化解地方政府债

务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。预计后期仍有债务负担较重地区采取展期、债务重组等各类形式进行债务化解，城投企业区域分化将更为明显，关注债务负担较重地区的区域信用风险。

长城财富保险资管

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