

# 信用月报-一级市场维持热度，估值收益率下行，城投债、产业债信用利差收窄

月报 | 2023.4.4

长城财富保险资管信评部

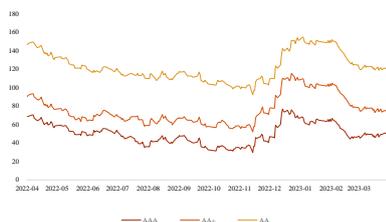
摘要

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+	34.5	33.44	34.66	17.11	35.48
AAA	37.75	40.25	48.42	33.77	52.13
AA+	48.52	53.1	72.75	69.75	88.12
AA	54.52	98.1	118.7	115.7	134.12

注：数据截至 2023 年 3 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，3 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近 40%，中短期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先升后降，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。违约事件方面，信用债新增 5 只违约债券，违约金额环比增长。信用债热点事件方面，国务院金融监管机构改革，加强和完善现代金融监管架构。财政部发布《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》。

1 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近 40%，中短期信用债估值收益率下行。3 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、环比大幅增长，净融资额同比微降环比增长，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比均大幅增长。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近 40%。相比于 2 月 27 日 DCM 估值，3 月（3 月 29 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升降后降，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。3 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，整体略高于历史均值。同期，期限利差收窄，短端期限利差低于位于历史均值，中长端期限利差高于历史均值。3 月份，城投债信用利差收窄，高等级城投债信用利差略高于历史均值，中低等级城投债信用利差仍处于历史相对低位；产业债信用利差有所分化，不同等级间产业债信用利差大幅收窄，其中，AA+ 级别级产业债信用利差上行幅度较大。

信用债新增 5 只违约债券，违约金额环比增长。2023 年 3 月，信用债市场违约 5 只债券，违约金额为 88 亿元，环比增长 78 亿元，月内新增违约债券主体主要为武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司，其他历史违约主体重点包括华夏幸福、三盛宏业等。违约主体企业性质主要以民营企业为主。

## 目录

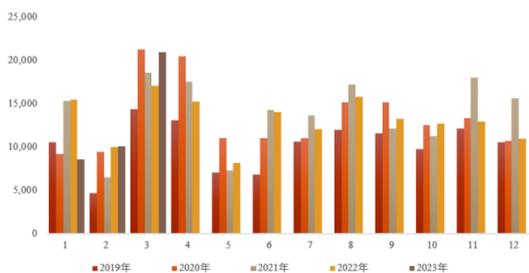
一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比近 40%；中短期信用债估值收益率下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差收窄.....	4
违约事件：信用债新增 5 只违约债券，违约金额环比增长.....	5
信用债热点：国务院金融监管机构改革，财政部发布《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》.....	7

## 一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比近 40%；中短期信用债估值收益率下行

- 3 月份，信用债<sup>1</sup>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近 40%。

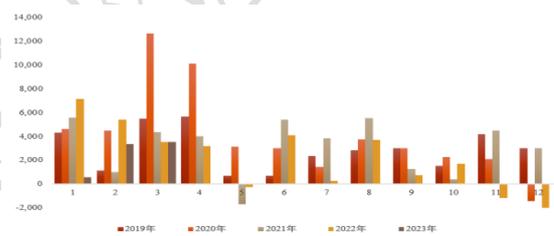
3 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 20910.47 亿元，同比增长 3882.28 亿元，环比增长 10890.06 亿元，信用债总偿还量大幅增长至 17405.27，同比增长 3889.64 亿元，环比大幅增长 10742.28 亿元。当月信用债净融资额 3505.2 亿元，同比减少 7.36 亿元，环比增长 147.78 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比大幅增长。

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 至 3 年（含，占比 46.34%）和 1 年以内（占比 31.77%）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 39.87%，AA+ 级别占比 34.98%，AA 级别占比 23.37%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.28%。

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	379	181	80		2	643
1 至 3 年（含）	307	344	280			938
3 至 5 年（含）	94	168	75	1		340
5 年以上	27	15	38	16	7	103
总计	807	708	473	17	9	2024

资料来源: Wind, 信用评估部

- 3 月份，中短期信用债估值收益率下行。

相比于 2 月 27 日 DCM 估值，3 月（3 月 29 日）中短期信用债估值收益率下行。

<sup>1</sup>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6bp,AA等级收益率下行12bp,AA-等级收益率下行7bp;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4bp,AA+等级收益率下行14bp,AA等级收益率下行11bp,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8bp,AAA等级收益率下行8bp,AA+等级收益率下行13bp,AA等级收益率下行11bp,AA-等级收益率下行11bp。

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6bp,AAA等级收益率下行8bp,AA+等级收益率下行10bp,AA等级收益率下行5bp,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5bp,AAA等级收益率下行6bp,AA+等级收益率下行7bp,AA等级收益率上行2bp,AA-等级收益率下行6bp。

**表 2DCM 估值收益率中枢变化 (对比 2 月 27 日)**

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新 (%)	变化 (bp)								
重点AAA	2.76	0	3.05	-4	3.27	-8	3.41	-6	3.58	-5
AAA	2.83	-1	3.18	-4	3.43	-8	3.58	-8	3.75	-6
AA+	3.07	-6	3.43	-14	3.84	-13	4.03	-10	4.21	-7
AA	3.47	-12	3.93	-11	4.28	-11	4.72	-5	5.03	2
AA-	5.45	-7	6.15	-8	6.51	-11	6.73	-5	6.87	-6

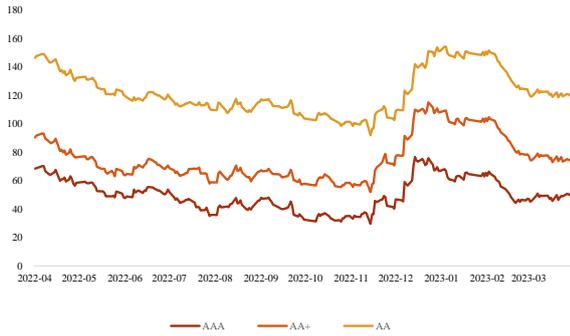
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

## 二级市场：中短期票据信用利差先升后降，城投债、产业债信用利差收窄

- 中短期票据信用利差先降后升，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。

3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,整体略高于历史均值;AAA级别、AA+级别、AA级别信用利差分别较月初上行1.16bp和下行5.83bp、5.83bp。同期,期限利差收窄,3-1Y期限利差下行7.4bp,5-3Y期限利差下行2bp,7-5Y期限利差上行7.9bp,10-7Y期限利差下降13.6bp。整体看,短端期限利差低于历史均值,中长端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

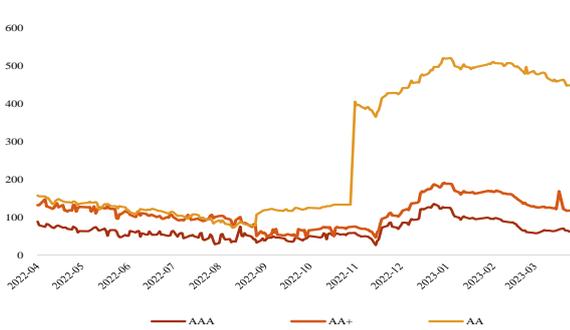
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

3月份, 城投债信用利差收窄, AAA级信用利差波动上升, 较月初上升8.48bp, AA+、AA级信用利差分别较月初下行52.06bp和47.034bp。高等级城投债信用利差略高于历史均值, 中低等级城投债信用利差仍处于历史相对低位。同期, 产业债信用利差有所分化, 不同等级间产业债信用利差大幅收窄, 其中, AAA级别信用利差下行5.6bp, AA+级别信用利差上行72.08bp, AA级别信用利差大幅下行46.38bp, 高等级产业债信用利差均维持历史相对低位, 低等级产业债信用利差略高于历史均值。

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5只违约债券，违约金额环比增长

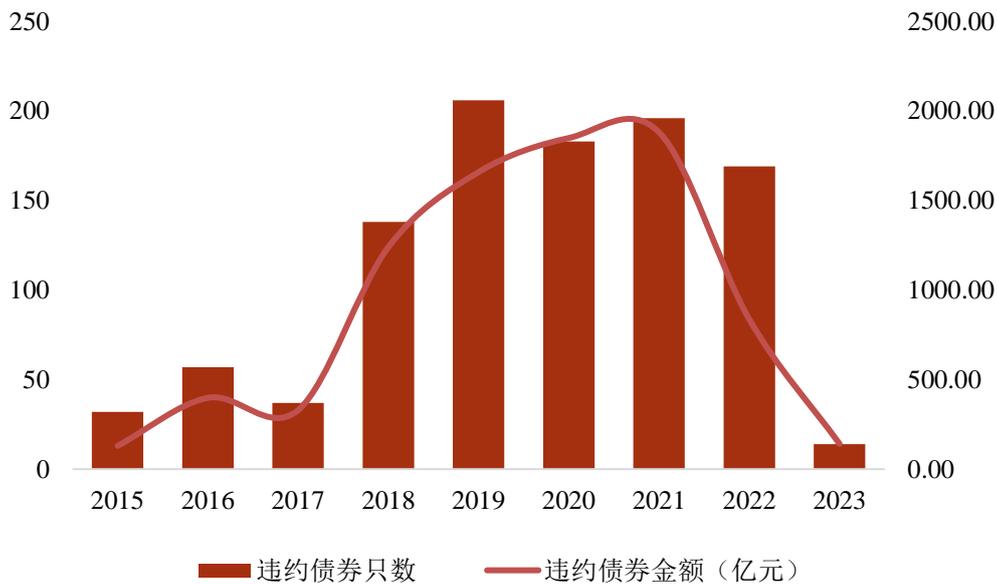
- 信用债新增5只违约债券，违约金额环比增长。

2023年3月, 信用债市场新增违约5只债券, 违约金额为88亿元, 环比增长78亿元, 月内新增违约债券主体主要为武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司, 其他历史违约主体重点包括华夏幸福、三盛宏业等。3月份, 信用债预计总偿还量在1.69万亿元上下, 略低于上月总偿还量, 但仍需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保险、资本货物为主, 包括百年

人寿保险股份有限公司由 AA-/调整至 A+/稳定，长安责任保险股份有限公司由 A+/负面调整至 A-/负面，江苏南通二建集团有限公司由 AA-/负面调整至 A+/负面，上海全筑控股集团股份有限公司由 BBB+/负面调整至 BBB-/负面。境外评级机构评级调整对象主要为地产企业，重点包括远洋集团分别被惠誉国际、穆迪下调至 B+/负面和 Ba3/负面，新城控股下调至 B1/，路劲基建下调至 B1/稳定等。此外，瑞声科技下调至 Baa3/展望，金界控股下调至 B/负面。目前，房地产行业政策边际放松，但行业复苏尚需时日，中短期地产企业将继续面临流动性压力及尾部民营房企违约风险，地产债券仍将面临估值波动风险。

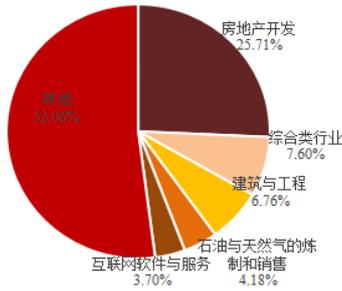
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

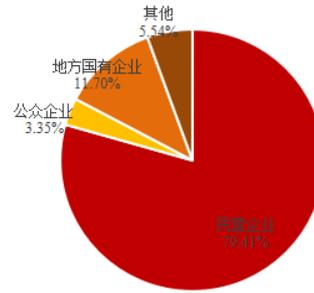
截至 2023 年 3 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程等三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发和综合类行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比 79.41%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年 3 月，新增违约债券行业集中于房地产行业，除武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司为地方国有企业外，其他违约企业性质均为民企。

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: 国务院金融监管机构改革, 财政部发布《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》

- **国务院金融机构改革, 加强和完善现代金融监管架构。**

根据国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案, 组建国家金融监督管理总局, 中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构, 其中, 涉及金融监管相关内容包括: 1) 组建国家金融监督管理总局, 统一负责除证券业之外的金融业监管, 由银保监会基础上组建, 划入人民银行金融控股公司等金融集团监管职责、金融消费者保护职责, 划入证监会投资者保护职责。2) 深化地方金融监管体制改革, 建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制, 统筹优化中央金融管理部门地方派出机构设置和力量配备。地方政府设立金融监管机构专司监管职责, 不再加挂金融工作局等牌子。3) 中国证券监督管理委员会调整为国务院直属机构, 并划入企业债发行审核职责。4) 统筹推进中国人民银行分支机构, 不再保留县(市)支行。5) 完善国有金融资本管理体制, 按照国有金融资本出资人相关管理规定, 将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离, 相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构, 由其根据国务院授权统一履行出资人职责。

本次改革既在借鉴海外金融监管经验基础上, 亦充分考虑了中国特色与中国国情, 加强和完善现代金融监管架构。2020 年人民银行《金融控股公司监督管理试行办法》提及“金融机构跨业投资控股形成的金融集团”具体规则另行制定, 此次金融集团监管职责划入国家金融监督管理总局, 后续建议持续关注金融集团的监管要求和监管方向; 此外, 2021 年人民银行发布《地方金融监督管理条例(征求意见稿)》, 明确了小贷公司、融资担保公司等“7+4”类组织的地方监管要求, 此次改革强化中央金融管理部门地方派出机构的监管体制, 下阶段建议关注“7+4”组织的监管归属。

- 财政部发布《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》

3 月 16 日，财政部发布《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》，提出加强地方政府债务管理，确保法定债券不出任何风险，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量，强调加强地方政府融资平台公司综合治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展。3 月 20 日，财政部发布《2022 年中国财政政策执行情况报告》，再次强调遏制地方政府隐性债务增量，稳妥化解存量，坚决制止违法违规举债行为，加强对融资平台公司的综合治理。

此外，中央经济工作会议对地方政府债务的定调为防风险，防范化解地方政府债务风险，明确优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。两会政府工作报告提出优化债务期限结构与降低利息负担，遏制增量、化解存量；国务院机构改革方案建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，加强地方债务风险管理与防范处置。从近期中央经济工作会议、两会政府工作报告、全国预算执行报告、国务院机构改革方案的表述来看，中央高度关注防范化解地方债务风险。在遏制增量和化解存量地方政府隐性债务的约束下，尾部城投风险暴露可能性或将增大，尤其须警惕尾部估值波动风险。

## 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