

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 | 2023.7.4

长城财富保险资管信评部

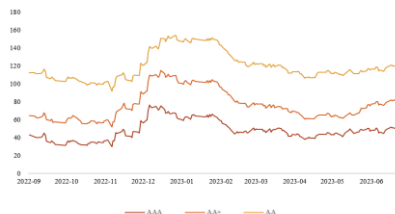
摘要

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+	31.92	31.85	31.68	16.32	34.92
AAA	34.36	38.70	45.04	32.98	51.57
AA+	45.14	52.55	72.37	68.96	87.56
AA	52.14	95.55	115.37	114.9	133.56

注：数据截至 2023 年 6 月 30 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，6 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超 40%，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降后升，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 18 只违约债券，违约金额环比减少。信用债热点事件方面，债券发行施行强监管，山东省国资委发布加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见。

6 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超 40%，信用债估值收益率下行为主。6 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、环比增长，净融资额同比减少环比增长，当月推迟或发行失败信用债数量同比环比有所减少。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为上，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超 40%。相比于 5 月 31 日 DCM 估值 6 月（6 月 30 日）信用债估值收益率下行为主。

二级市场方面，中短期票据信用利差升降后升，期限利差收窄，城投债、产业债信用利差收窄。6 月份，中短期票据信用利差先降后升，不同等级间信用利差走阔，整体低于历史均值。同期，期限利差收窄，3-1Y 期限利差高于历史均值，5-3Y 期限利差低于历史均值。6 月份，城投债信用利差收窄，高等级城投债信用利差略低于历史均值，中低等级城投债信用利差仍处于历史相对高位；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，各等级产业债信用利差均处于历史相对低位。

信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比减少。2023 年 6 月，信用债市场违约 18 只债券，违约金额 126.21 亿元，环比减少 309.49 亿元，其他历史违约主体重点包括武汉当代、红星美凯龙等。违约主体企业性质主要以民营企业为主。

目录

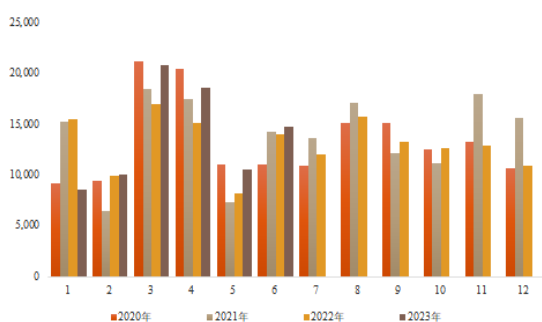
一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比超 40%；信用债估值收益率下行为主	3
二级市场：中短期票据信用利差先降后升，城投债、产业债信用利差收窄	4
违约事件：信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比减少	5
信用债热点：债券发行施行强监管，山东省国资委发布《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》	7

一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比超 40%；信用债估值收益率下行为主

- 6 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超 40%。

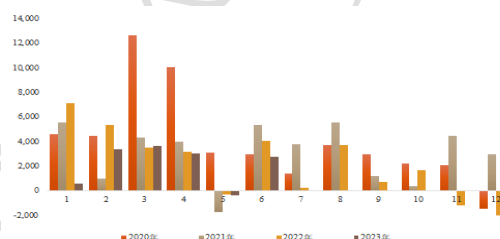
6 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 14793.08 亿元，同比增长 762.58 亿元，环比增长 4197.65 亿元，信用债总偿还量大幅增长至 12035.54，同比增长 2099.82 亿元，环比大幅增长 1100.03 亿元。当月信用债净融资额 2757.55 亿元，同比减少 1337.23 亿元，环比增长 3097.62 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比有所减少。

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 42.72%）和 1 年以内（占比 37.30%）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 39.68%，AA+ 级别占比 32.14%，AA 级别占比 21.16%，AA- 级别及以下和无级别占比 7.01%。

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	164	69	27			282
1 至 3 年（含）	90	109	105			323
3 至 5 年（含）	33	59	19	1		117
5 年以上	13	6	9	3	1	34
总计	300	243	160	4	1	756

资料来源：Wind，信用评估部

- 6 月份，信用债估值收益率下行为主。

相比于 5 月 31 日 DCM 估值，6 月（6 月 30 日）信用债估值收益率下行为主。

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 等级收益率无变化, AAA 等级收益率上行 2bp, AA+等级收益率上行 1bp, AA、AA-等级收益率无变化; 3 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 1bp, AA 等级收益率无变化, 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 1bp, AAA 等级收益率下行 1bp, AA+等级收益率上行 2bp, AA 等级收益率上行 1bp, AA-等级收益率无变化。

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

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 5 月 31 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	0	3.05	0	3.27	-1	3.41	-1	3.58	-1
AAA	2.83	2	3.18	-1	3.43	-1	3.58	0	3.75	-1
AA+	3.07	1	3.43	-1	3.84	2	4.03	1	4.21	-2
AA	3.47	0	3.93	0	4.28	1	4.72	0	5.03	-5
AA-	5.45	0	6.15	-1	6.51	0	6.73	-3	6.87	-1

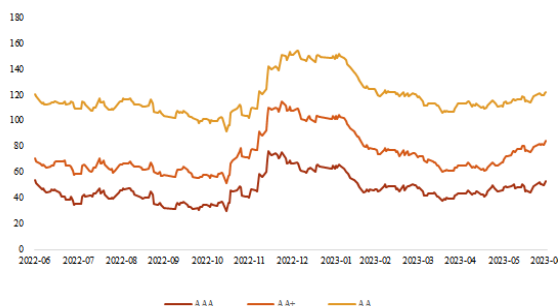
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差先降后升，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。

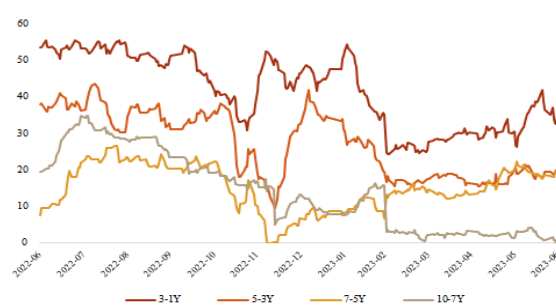
6 月份，中短期票据信用利差先降后升，不同等级间信用利差走阔，整体低于历史均值；AAA 级别、AA+级别、AA 级别信用利差分别较月初上行 3.62bp、11.62bp、7.62bp。同期，期限利差收窄，3-1Y 期限利差上行 8.88bp，5-3Y 期限利差上行 1.01bp，7-5Y 期限利差下行 2.05bp，10-7Y 期限利差下降 2.60bp。整体看，3-1Y 期限利差高于历史均值，5-3Y 期限利差低于历史均值。

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

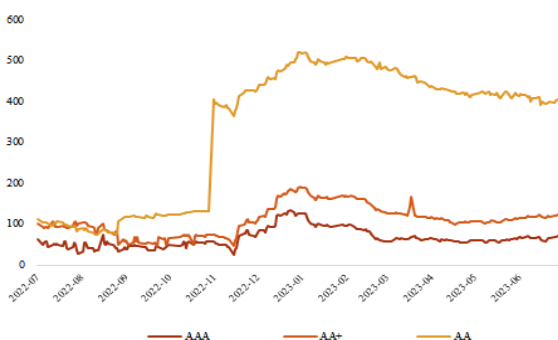
图 4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源：Wind，中债中短期票据收益率，信用评估部

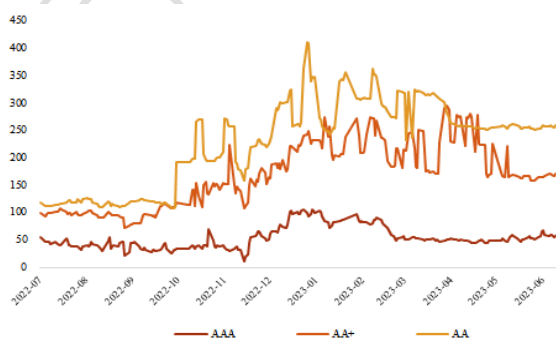
6 月份，城投债信用利差收窄，AAA、AA+级信用利差波动上升，较月初分别上升 7.83bp 和 14.97BP，AA 级信用利差较月初下行 7.70bp。高等级城投债信用利差略低于历史均值，中低等级城投债信用利差仍处于历史相对高位。同期，产业债信用利差有所分化，不同等级间产业债信用利差大幅收窄，其中，AAA 级别信用利差上行 0.33bp，AA+级别信用利差上行 9.11bp，AA 级别信用利差下行 5.59bp，各等级产业债信用利差均处于历史相对低位。

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 18 只违约债券，违约金额环比减少

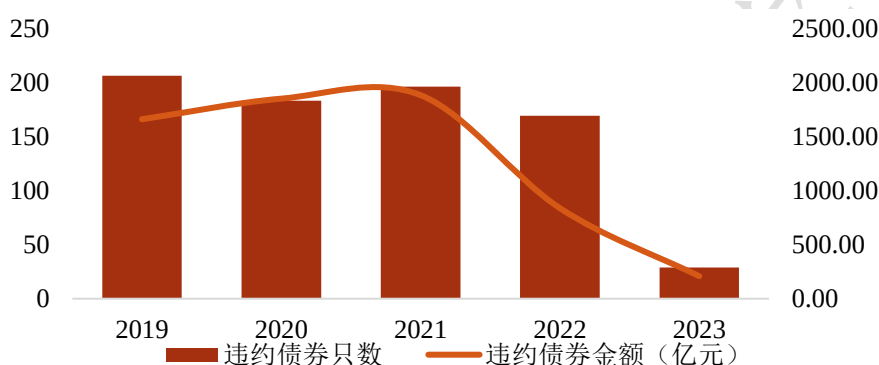
- 信用债新增 18 只违约债券，违约金额环比减少。

2023 年 6 月，信用债市场新增违约 18 只债券，违约金额为 126.21 亿元，环比减少 309.49 亿元，月内新增违约债券主体主要为泛海控股股份有限公司、金科地产集团股份有限公司，其他历史违约主体重点包括武汉当代科技产业集团股份有限公司、奥园集团有限公司、红星美凯龙控股集团有限公司等。7 月份，信用债预计总偿还量在 1.20 万亿元上下，略高于上月总偿还量，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增长，境内本月主体评级下调行业以材料、商业专业服务和食品、饮料与烟草为主，包括铜仁市九龙地矿投资开发集团有限责任公司由 AA/稳定调整至 AA-/负面，深圳市新星

轻合金材料股份有限公司由 AA-/稳定调整至 A+/稳定, 深圳市新星轻合金材料股份有限公司由 AA-/稳定调整至 A+/稳定, 山鹰国际控股股份公司由 AA+/稳定调整至 AA+/负面等。境外评级机构评级调整对象主要为地产企业, 重点包括远洋集团控股有限公司由至 B3/信用观察调整至 Caa1/负面, 万达商业地产(香港)有限公司由下 BB/负面调整至 BB-/信用观察, 大连万达商业管理集团股份有限公司由 BB+/负面调整至 BB/负面观察, 建业地产股份有限公司由 Caa2/负面调整至 Ca/负面等。此外, 昆明轨道交通集团有限公司下调至 BBB-/负面观察, 金界控股下调至 B3/负面等。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。

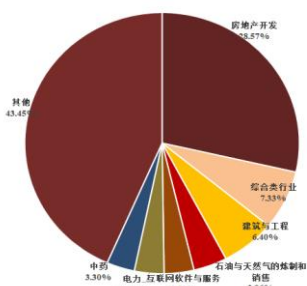
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

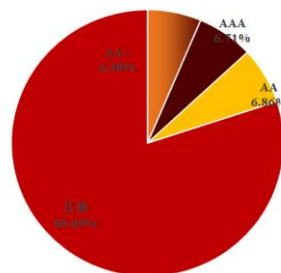
截至 2023 年 6 月末, 按照余额计算, 违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程等行业 (Wind 行业); 按照违约主体计算, 违约主体主要集中于房地产开发和综合类行业。从企业性质来看, 违约主体主要集中于民营企业, 占比 69.50%, 国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年 6 月, 新增违约债券行业集中于房地产行业, 除永城煤电控股集团有限公司为地方国有企业外, 其他违约企业性质均为民企。

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：债券发行施行强监管，山东省国资委发布《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》

- 证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》以及《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，债券发行施行强监管。

6月21日，证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》以及《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，严禁发行人在发行环节直接或间接认购其发行的债券，或通过返费等非市场化方式对发行定价进行不当干预。坚持发行人、发行机构“一案双查”，严肃查处债券业务中介机构及其责任人未勤勉尽责，依法打击结构化发债和返费等承销环节违法违规行为。

结构化发行是指债券发行人或关联方因发行困难，与资管机构合作，或以过桥资金购买资管机构产品，再将资管产品投向自己发行的债券。2018年以来，债券结构化行多应用于弱资质债券发行人，该模式下，票面利率失真影响投资人判断，对于发行人而言，实际承担的成本（包含利息、资管产品管理费、过桥费等）远高于发行成本，使其进入弱资质负面循环。除面临一定信用风险外，质押式回购链条断裂亦可导致流动性风险。建议对存量债券中可能涉及结构化占比较高的平台或新出现疑似结构化发债行为的平台进行重点关注。

- 山东省国资委发布《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》

2023年6月16日，山东省国资委发布《关于加强省属企业财务管控防范债务风险工作指导意见》，强调坚决牢守不发生债券违约风险。《指导意见》对省属企业债务风险防控工作提出10条措施：扎实推进债务风险防控、坚决守牢债务管控底线、有效强化债务风险防控责任追究体系、切实加强企业内控体系建设、提高企业投资的财务管控水平、切实加强资金统筹管理、持续深化“两金”和资产负债率管控、妥善处置低效、无效资产、全面提升企业会计信息质量。

2023年以来，山东省政府开始加大债务管控措施，省政府的重视有利于债务管控能力的提升以及公开债务的风险控制，关注后续落实效果、山东省部分区域偏弱城投信用恢复情况以及山东省城投债估值波动情况。

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。