

信用月报 - 一级市场净融资额同比环比均减少，估值收益率总体上行，城投债和产业债信用利差均上行

月报 | 2023.10.10

长城财富保险资管信评部

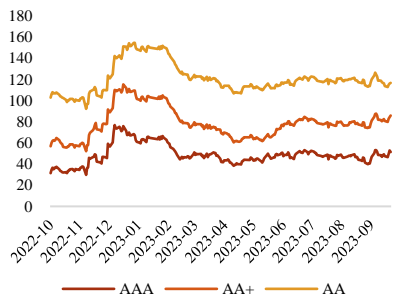
摘要

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+	26	35	32	25	35
AAA	29	42	51	42	50
AA+	40	66	86	78	87
AA	49	93	117	109	118

注：数据截至 2023 年 9 月 28 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



一级市场方面，9 月份，信用债一级市场净融资额同比环比均减少，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上行。二级市场方面，中短期票据信用利差总体上行，期限利差总体稳定，城投债和产业债信用利差均上行。违约事件方面，信用债新增 15 只违约债券，违约金额环比增加。

■ 9 月份，一级市场净融资额同比环比均减少，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高，估值收益率总体上行。9 月份，一级市场发行环比有所减少，总偿还量环比略有增长，净融资额同比环比均减少，当月推迟或取消发行的信用债数量同比大幅增加，环比略有减少。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为主，高等级信用债发行占比较高。相比于 8 月 30 日 DCM 估值，9 月（9 月 27 日）信用债估值收益率总体上行。

■ 二级市场方面，中短期票据信用利差总体上行，期限利差总体稳定，城投债和产业债信用利差均上行。9 月份，中短期票据信用利差上行，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，期限利差总体保持稳定，不同期限利差有所分化，3-1Y 期限利差高于历史均值，5-3Y、7-5Y 和 10-7Y 期限利差均低于历史均值。9 月份信用债收益率总体上行，其中城投债信用利差有所分化，不同等级间城投债信用利差收窄，AAA 级和 AA+级城投债信用利差均低于历史均值，AA 级城投债信用利差仍远高于历史均值；产业债信用利差上行，不同等级间产业债信用利差收窄，各等级产业债信用利差均上行，AAA 级、AA+级和 AA 级产业债信用利差均低于历史均值。

■ 信用债新增 15 只违约债券，违约债券金额环比增加。2023 年 9 月，信用债市场新增违约 15 只债券，违约债券金额为 117.32 亿元，环比增加 57.27 亿元，无新增债券违约主体，其他历史违约主体包括恒大地产集团、远洋地产宝财 IV 有限公司、山东如意集团和华夏幸福等。本月各地特殊再融资债券重启发行，用于偿还存量债务。

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：净融资额同比环比均减少，高等级信用债发行占比较高，估值收益率总体上行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差总体上行，城投债和产业债信用利差均上行.....	4
违约事件：信用债新增 15 只违约债券，违约金额环比增加.....	5
信用债热点：各地特殊再融资债券重启发行，用于偿还存量债务.....	7

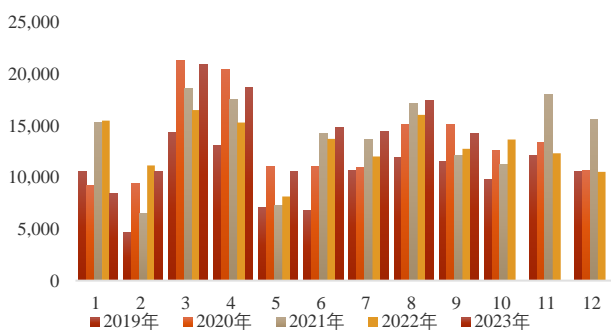
长城财富保险资管

一级市场：净融资额同比环比均减少，高等级信用债发行占比 较高，估值收益率总体上行

- 9月份，信用债¹一级市场净融资额同比环比均减少，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比比较高。

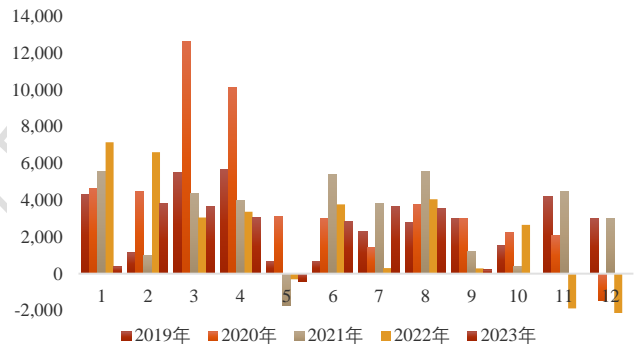
9月份，一级市场发行环比所有减少，当月信用债总发行量 14,231.51 亿元，环比减少 3,205.00 亿元，同比增加 1,464.33 亿元，信用债总偿还量环比略有增长，当月偿还信用债 14,021.44 亿元，环比小幅减少 138.39 亿元，同比增长 1,545.61 亿元。当月信用债净融资额 210.07 亿元，同比减少 81.28 亿元，环比大幅减少 3,343.39 亿元，当月推迟或取消发行的信用债数量同比大幅增加，环比略有减少。

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50.88%）和1年以内（占比26.05%）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44.90%，AA+级别占比35.17%，AA级别占比18.16%，AA-级别及以下占比1.07%。

表1 新发行信用债期限和级别分布（只数）

期限或级别	AAA	AA+	AA	AA-及以下	无级别	总计
1年以内	227	92	21			340
1至3年（含）	253	259	146		6	664
3至5年（含）	78	104	51		3	236
5年以上	28	4	19	14		65
总计	586	459	237	14	9	1305

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。

- 9月份，信用债估值收益率总体上行。

相比于8月30日DCM估值，9月（9月27日）信用债估值收益率总体上行。

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12bp，AAA等级收益率上行12bp，AA+等级收益率上行10bp，AA等级收益率上行11bp，AA-等级收益率上行16bp；3年期品种中，重点AAA等级收益率上行8bp，AAA等级收益率上行10bp，AA+等级收益率上行11bp，AA等级收益率上行12bp，AA-等级收益率上行13bp；5年期品种中，重点AAA等级收益率上行8bp，AAA等级收益率上行9bp，AA+等级收益率上行10bp，AA等级收益率上行9bp，AA-等级收益率上行7bp。

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7bp，AAA等级收益率上行8bp，AA+等级收益率上行6bp，AA等级收益率上行2bp，AA-等级收益率上行5bp；10年期品种中，重点AAA等级收益率上行5bp，AAA等级收益率上行7bp，AA+等级收益率上行5bp，AA等级收益率上行2bp，AA-等级收益率上行5bp。

表2 DCM估值收益率中枢变化（对比8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	2.58	12	2.88	8	3.04	8	3.20	7	3.30	5
AAA	2.67	12	2.99	10	3.22	9	3.36	8	3.48	7
AA+	2.88	10	3.24	11	3.56	10	3.89	6	3.99	5
AA	3.27	11	3.70	12	4.09	9	4.42	2	4.56	2
AA-	5.21	16	5.90	13	6.24	7	6.51	5	6.68	5

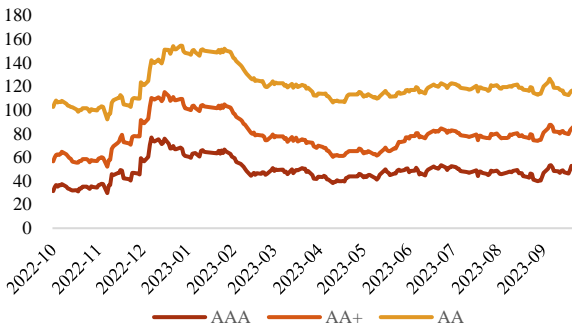
资料来源: Wind, DCM定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差总体上行，城投债和产业债信用利差均上行

- 中短期票据信用利差总体上行，期限利差总体稳定，城投债和产业债信用利差均上行。

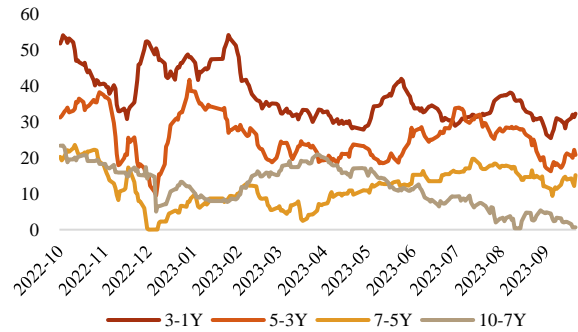
9月份，中短期票据信用利差总体上行，不同等级间信用利差收窄，AAA、AA+和AA级别信用利差均低于历史均值；AAA和AA+级别信用利差均上行，至月末分别上行5.66bp和6.66bp，AA级别信用利差下行，至月末下行2.34bp。同期，期限利差总体保持稳定，不同期限利差有所分化，3-1Y期限利差上行1.33bp，5-3Y期限利差下行3.20bp，7-5Y期限利差上行0.64bp，10-7Y期限利差下行2.18bp。整体看，3-1Y期限利差高于历史均值，5-3Y、7-5Y和10-7Y期限利差均低于历史均值。

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

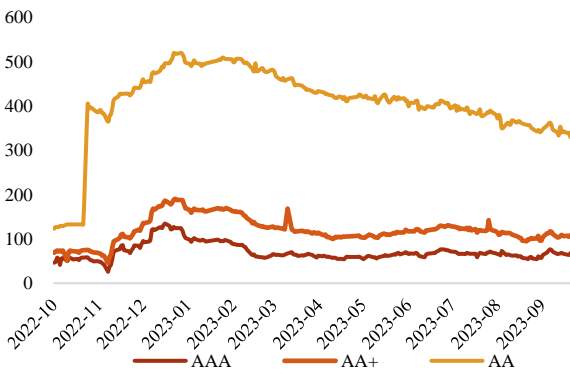
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

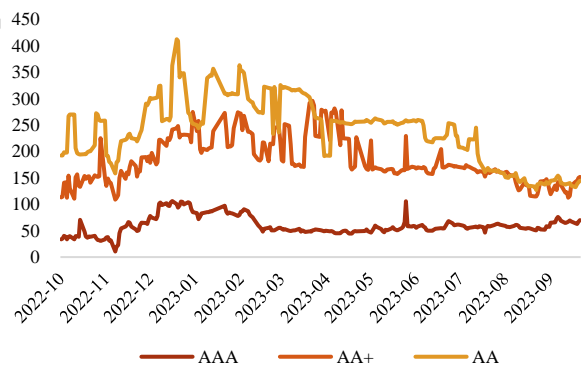
9 月份, 信用债收益率总体上行, 其中城投债信用利差有所分化, 不同等级间城投债信用利差收窄, AAA 级和 AA+级城投债信用利差分别上行 11.52bp 和 8.70bp, AA 级城投债信用利差下行 18.81bp, AAA 级和 AA+级城投债信用利差均低于历史均值, AA 级城投债信用利差仍远高于历史均值。同期, 产业债信用利差上行, 不同等级间产业债信用利差收窄, 各等级产业债信用利差均上行, AAA 级、AA+级和 AA 级产业债信用利差分别上行 15.33bp、19.20bp 和 6.33bp, AAA 级、AA+级和 AA 级产业债信用利差均低于历史均值。

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 15 只违约债券，违约金额环比增加

- 信用债新增 15 只违约债券，违约债券金额环比增加。

2023 年 9 月, 信用债市场新增违约 15 只债券, 违约债券金额为 117.32 亿元, 环比增加 57.27 亿元, 无新增债券违约主体, 历史违约主体主要包括恒大地产集团有限公司、远洋地产宝财 IV 有限公司、山东如意科技集团有限公司和华夏幸福基业控股股份公司等。10 月份, 信用债预计总偿还量在 1.10 万亿元左右, 环比有所减少, 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
恒大地产集团有限公司	40.00	未按时兑付本息
远洋地产宝财 IV 有限公司	30.18	未按时兑付本金
山东如意科技集团有限公司	15.00	未按时兑付本息
华夏幸福基业控股股份公司	12.50	未按时兑付本息
总计	97.68	-

资料来源: Wind, 信用评估部

本月评级或展望被下调企业数量环比减少，重点包括起步股份有限公司由 BB/负面下调为 B+/负面；境外评级机构评级调整对象行业以房地产为主，其中评级下调的房地产企业重点包括新城发展控股有限公司、中骏集团控股有限公司、金辉控股(集团)有限公司、远洋集团控股有限公司、路劲基建有限公司、龙湖集团控股有限公司、弘阳地产集团有限公司和希慎兴业有限公司，另外穆迪本月将中国房地产行业的评级展望从稳定下调至负面，理由是尽管政府推出了支持措施，但更疲软的经济增长前景和购房者对项目按时完工交付的持续担忧将会削弱房地产销售，同时将保利发展控股集团股份有限公司、恒利(香港)置业有限公司、绿城中国控股有限公司、华润置地有限公司、深业集团有限公司、中国海外宏洋集团有限公司、越秀地产股份有限公司和中国海外发展有限公司的评级展望由稳定调整为负面，并将万科企业股份有限公司和中国金茂控股集团有限公司列入下调的观察名单。近期，房地产行业在需求端得到了“认房不认贷”等政策工具的支持，但相关政策对各能级城市的影响存在差异，低能级城市房地产市场获得的提振作用相对有限，仍需关注大量布局低能级城市的房地产开发商的信用风险。

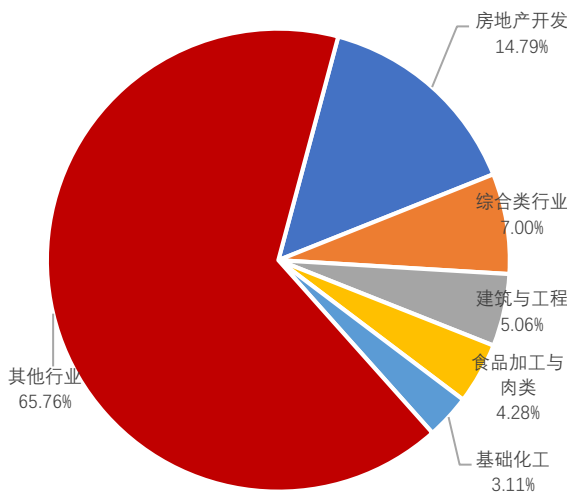
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

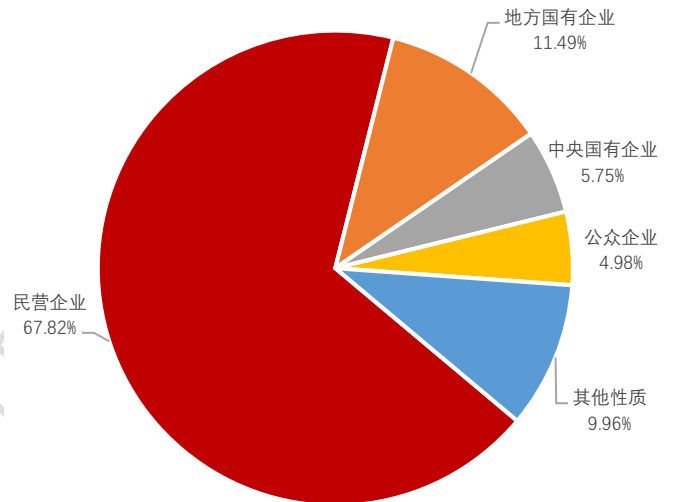
截至 2023 年 9 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、建筑与工程、综合类行业三大行业（Wind 行业）。按照违约主体计算，房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、基础化工行业违约主体占比较高；从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比 67.82%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年 9 月，新增违约债券集中于房地产开发行业，违约企业性质涉及民营企业 and 中外合资企业。

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：各地特殊再融资债券重启发行，用于偿还存量债务

● 各地特殊再融资债券重启发行，用于偿还存量债务

近日特殊再融资债券重启发行，其中内蒙古自治区政府拟于 10 月 9 日发行 2023 年内蒙自治区政府再融资一般债券(九期至十一期)，三期发行规模累计达 663.2 亿元，天津市拟在 10 月 10 日发行约 306 亿元地方政府债券，其中再融资一般债 210 亿元，上述债券募集资金用途均为偿还存量债务。各地特殊再融资债券重启发行，是 7 月中央政治局会议提出的一揽子化债方案的重要举措，债务压力较大的区域预计将陆续获得特殊再融资券发行额度，第四季度将迎来特殊再融资债券发行的高潮。从对区域城投平台的影响看，通过发行特殊再融资债券偿还存量债务，短期内区域城投平台偿债压力将得到缓解，同时相关政策的

推出也会提振市场情绪，进而降低区域城投平台的融资成本，对区域城投平台形成一定利好；但发行特殊再融资债券偿还存量债务仅属于债务置换，即将城投平台隐形债务置换为政府的显性债务，虽然可减轻城投平台的债务压力，但从区域整体层面看债务负担并未减轻，且特殊再融资债券可偿还的债务也有范围限制，可以在多大程度上减轻城投平台债务压力具有一定的不确定性，区域债务化解应依赖于自身造血能力的提升，考虑近期部分债务压力较重区域仍有有公交、轨交公司欠薪等负面舆情，预计未来城投债市场区域分化仍将持续，仍需关注尾部区域城投平台的估值波动风险。

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