

信用月报-一级市场维持热度，估值收益率上行，城投债、产业债信用利差收窄

月报 | 2023.11.8

长城财富保险资管信评部

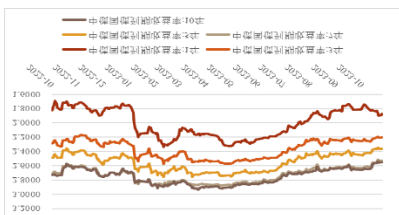
摘要

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+	23.18	31.85	35.63	26.22	40.11
AAA	31.19	41.07	54.74	42.68	56.06
AA+	42.47	62.89	87.05	78.69	93.02
AA	47.97	86.89	120.05	111.7	126.02

注：数据截至 2023 年 10 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，10 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 47.94%，信用债估值收益率上行。二级市场方面，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。违约事件方面，信用债新增 7 只违约债券，违约金额环比减少。信用债热点事件方面，特殊再融资债发行，短期可能利好城投债。

10 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%，信用债估值收益率上行为主。10 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量、总偿还量环比减少，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略有增加。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为数，高等级企业是信用债最主要的发行主体，高等级信用债发行占比 47.94%。相比于 9 月 30 日 DCM 估值，10 月（10 月 31 日）信用债估值收益率上行。

二级市场方面，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。10 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，整体略低于历史均值。同期，期限利差走阔，期限利差低于历史均值。城投债信用利差收窄，中、高等级城投债信用利差略低于历史均值，低等级城投债信用利差仍处于历史相对高位。同期，产业债信用利差下行，不同等级间产业债信用利差大幅收窄。

信用债新增 7 只违约债券，违约金额环比减少。2023 年 10 月份，信用债市场违约 7 只债券，违约金额为 73.39 亿元，月内新增违约债券主体主要为永城煤电控股集团有限公司、恒大地产集团有限公司、旭辉集团股份有限公司、渤海租赁股份有限公司等历史违约主体。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%；信用债估值收益率上行.....	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 7 只违约债券，违约金额环比减少.....	5
信用债热点：特殊再融资债发行，短期可能利好城投债.....	7

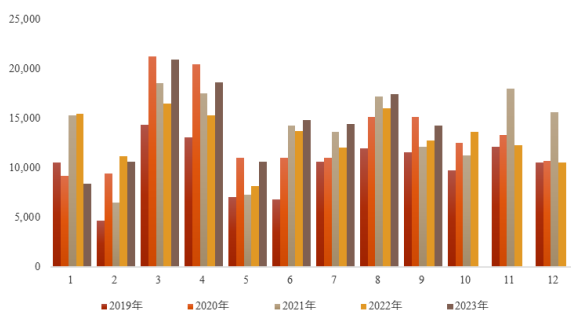
长城财富保险资管

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

- 10 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%。

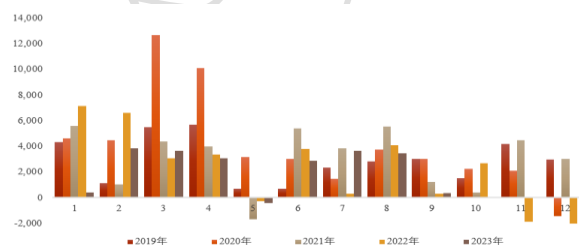
10 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 12917.767 亿元，同比减少 1335.20 亿元，环比减少 742.67 亿元，信用债总偿还量 11219.8 亿元，同比增长 220.90 亿元，环比减少 2700.26 亿元。当月信用债净融资额 1697.97 亿元，同比减少 963.57 亿元，环比增长 1365.06 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量同比略有增加。

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 47.94%）和 1 年以内（占比 31.1%）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 50.26%，AA+ 级别占比 32.99%，AA 级别占比 15.21%，AA- 级别及以下和无级别占比 1.55%。

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	235	101	25	1		362
1 至 3 年（含）	242	199	115	2		558
3 至 5 年（含）	85	84	35	2		206
5 年以上	23		2	13		38
总计	585	384	177	18	0	1164

资料来源: Wind, 信用评估部

- 10 月份，信用债估值收益率为上行为主。

相比于 9 月 30 日 DCM 估值，10 月（10 月 31 日）信用债估值收益率为上行为主。

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等级收益率上行7bp，AAA等级收益率上6bp，AA+等级收益率上行6bp，AA、AA-等级收益率分别上行6bp和6bp；3年期品种中，重点AAA等级收益率上4bp，AAA等级收益率上行5bp，AA+等级收益率上行4bp，AA等级收益率上行1bp，AA-等级收益率上行1bp；5年期品种中，重点AAA等级收益率上行5bp，AAA等级收益率上行5bp，AA+等级收益率上行4p，AA等级收益率上行4bp，AA-等级收益率上行3bp。

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5bp，AAA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1bp，AA-等级收益率上行4bp；10年期品种中，重点AAA等级收益率上行6bp，AAA等级收益率上行5bp，AA+等级收益率上行5bp，AA等级收益率上行3bp，AA-等级收益率上行6bp。

表2 DCM估值收益率中枢变化（对比7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	2.63	7.00	2.91	4.00	3.10	5.00	3.25	5.00	3.37	6.00
AAA	2.71	6.00	3.03	5.00	3.26	5.00	3.41	5.00	3.54	5.00
AA+	3.31	6.00	3.70	4.00	4.11	4.00	4.40	2.00	4.56	5.00
AA	2.92	6.00	3.27	1.00	3.60	4.00	3.91	1.00	4.04	3.00
AA-	5.25	6.00	5.91	1.00	6.25	3.00	6.55	4.00	6.75	6.00

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升后降，城投债、产业债期限利差收窄。

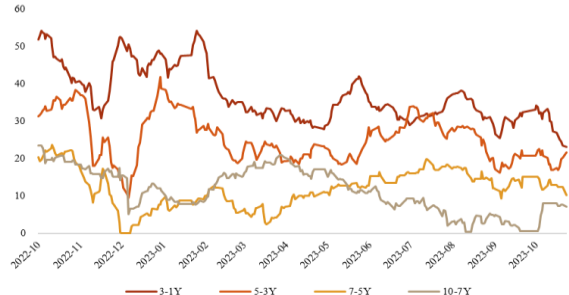
10月份，中短期票据信用利差先降后升，不同等级间信用利差走阔，整体略低于历史均值；AAA级别、AA+级别、AA级别信用利差分别较月初上行2.61bp、34.92bp和67.92bp。同期，期限利差走阔，3-1Y期限利差下行11bp，5-3Y期限利差上行2.52bp，7-5Y期限利差下行4.12bp，10-7Y期限利差上行4.2bp。整体看，期限利差低于历史均值。

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

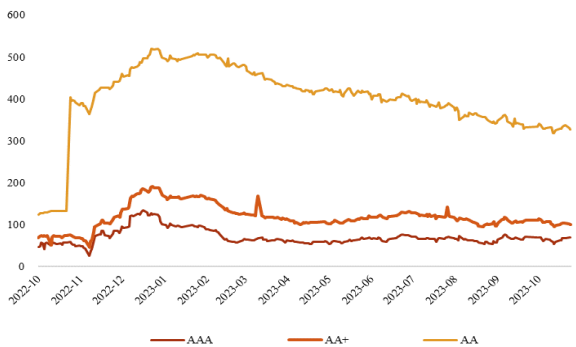
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

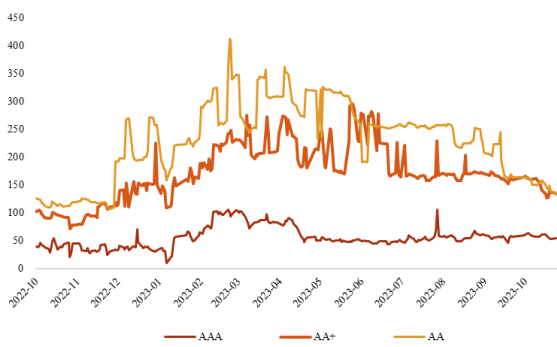
10 月份, 城投债信用利差收窄, AAA 级信用利差较月初上行 0.06bp, AA+、AA 级信用利差分别较月初下行 11.76bp 和 9.84bp。中、高等级城投债信用利差略低于历史均值, 低等级城投债信用利差仍处于历史相对高位。同期, 产业债信用利差下行, 不同等级间产业债信用利差收窄, 其中, AAA 级别信用利差上行 3.24p, AA+级别信用利差下行 5.22bp, AA 级别信用利差大幅下行 9.58bp, 产业债信用利差整体低于历史均值。

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 7 只违约债券，违约金额环比减少

- 信用债新增 7 只违约债券，违约金额环比减少。

2023 年 10 月, 信用债市场新增违约 7 只债券, 违约金额为 73.39 亿元, 环比减少 185.45 元, 月内新增违约债券主体主要为永城煤电控股集团有限公司、恒大地产集团有限公司、旭辉集团股份有限公司、渤海租赁股份有限公司等历史违约主体。10 月份, 信用债预计总偿还量在 1.12 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资本货物为主, 包括天津滨海新

区建设投资集团有限公司由 Baa2/关注降级调整至 Baa2/负面, 广州开发区控股集团有限公司由 Baa1/负面调整至 Baa2/负面、金地(集团)股份有限公司由 Ba3/关注降级调整至 Ba3/负面。境外评级机构评级调整对象主要为地产企业, 重点包括北京首都开发控股(集团)有限公司惠誉国际下调至 BBB-/稳定, 北京首都创业集团有限公司惠誉国际下调至 BBB-/稳定、北京首创城市发展集团有限公司惠誉国际下调至 BBB-/稳定、万科企业股份有限公司惠誉国际下调至 BBB-/稳定、平安不动产资本有限公司惠誉国际下调至 Ba2/负面。

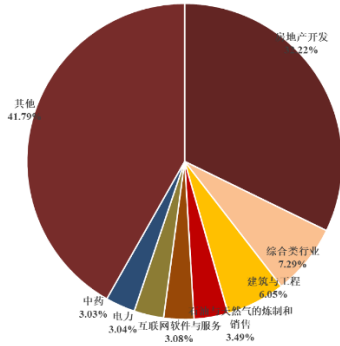
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

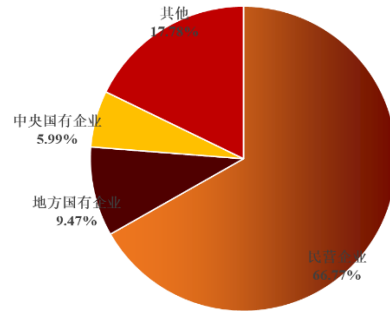
截至 2023 年 10 月末, 按照余额计算, 违约债券主要集中于房地产开发、综合类、建筑与工程三大行业(Wind 行业); 按照违约主体计算, 违约主体主要集中于房地产开发和综合类行业。从企业性质来看, 违约主体主要集中于民营企业, 占比 66.76%, 国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年 10 月, 新增违约债券行业集中于煤炭与消费用燃料, 除永城煤电控股集团有限公司为地方国有企业、渤海租赁股份有限公司为公众企业外, 其他违约企业性质均为民企。

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：特殊再融资债发行，短期可能利好城投债

● 特殊再融资债发行置换隐债，短期可能利好城投债

2012 年第四次全国金融工作会议首次提及“化债”问题、2017 年第五次全国金融工作会议成为存量与新增隐性债务分界线之后，2023 年 10 月 30 日至 31 日举行的中央金融工作会议对地方债问题提出新要求：建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。此次中央金融工作会议表述中，长效机制的对象从“隐性债务”变为“地方债务”，并且这一机制为新“建立”。一揽子化债涉及的地方政府债务包括 2018 年之前财政部认定的存量隐性债务、未纳入隐性债务的融资平台债务、公开发行的城投债券和非标融资、拖欠企业账款等。本轮特殊再融资债券置换额度或超 1.5 万亿元，其中约 2000 亿元用于偿还政府拖欠企业账款，其余额度用于置换 2018 年之前财政部认定的隐性债务，重点解决非标等高息债务与有迫切偿还需求的债务。

截至目前，共有 25 个省份披露特殊再融资债发行计划并已部分或全部完成发行，特殊再融资债发行计划规模合计 12025.35 亿元，其中云南特殊再融资债规模相对较高，合计 1156.50 亿元，可用空间 964.70 亿元，其次分别为贵州、内蒙、辽宁等地，合计规模分别为 1139.51 亿元、892.8 亿元和 839.60 亿元，可用空间分别为 422.81 亿元、556.90 亿元和 322.09 亿元。海南、安徽、北京、广东、上海、西藏、浙江等 7 个省份尚未披露特殊再融资债发行计划，其中，北京、上海、广东已经完成隐债清零，海南、西藏隐债规模估计不高，后续再披露特殊再融资债发行计划的可能性较低；浙江、安徽经济实力较强、债务压力较小，后续发行情况仍需观望。

特殊再融资债的发行短期可能利好城投债，供给端来看，债务化解思路为控增量化存量，城投债或进入存量时代，城投平台预计后续向市场化转型，或逐步参照产业类国企发行，退平台化为趋势。特殊再融资债券种类不局限于债券，试点省份对于资金的应用相对灵活，有助于缓解短期债务风险，短期内

对城投债信仰再次充值。债券市场方面，部分省份发行额度已超过债券余额，市场认可度不高省份低层级城投或淡出债券市场。

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。