

# 信用月报 一级市场净融资额增加，二级市场信用利差总体下行， 期限利差维持收缩趋势，政策面市场遭遇严监管，房地产融资改善

月报 | 2024.2.5

长城财富保险资管信评部

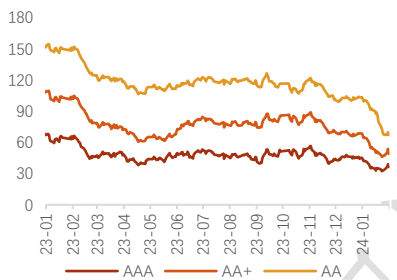
摘要

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	25	30	14	15
AAA	36	28	36	20	22
AA+	46	41	49	53	55
AA	51	54	67	88	90

注：数据截至 2024 年 1 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：于一飞

Tel: 010-88632732

Email: yuyifei@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

1 月份，信用债一级市场净融资额同比环比均增加，新发行债券定价估值全面下行，低等级下行幅度更大。信用利差同比下行，期限利差维持收缩趋势。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。政策面市场遭遇严监管，房地产融资环境改善。

1 月份，信用债一级市场发行额和净融资额同比环比均增加，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高；月度新发行债券定价估值全面下行，低等级下行幅度更大。1 月份，一级市场发行额同比环比均有所增加，总偿还量不及发行规模，净融资额随之增加；从发行期限和级别来看，新发行信用债以中高等级、中短期限为主。定价方面，相比于上月各等级债券定价估值情况，1 月各等级和期限的债券定价估值全面下行，其中低等级的债券定价估值下行幅度更大。

信用利差同比下行，期限利差维持收缩趋势。1 月份，中短期票据信用利差同比下行，期限利差呈收窄趋势，城投债信用利差收缩程度较产业类更明显。

信用债新增 7 只违约债券，违约债券金额环比减少。2024 年 1 月，信用债市场新增违约 7 只债券，违约债券金额为 41.39 亿元，环比减少 23.12 亿元，无新增债券违约主体，当月违约主体包括上海宝龙实业发展(集团)有限公司、绿地控股集团有限公司、阳光城集团股份有限公司和潍坊滨海投资发展有限公司。

政策面市场遭遇严监管，房地产融资环境改善。城投债市场严监管持续，2023 年 8 月至年底，城投债发行和净融资规模连续下降，需关注经济财力较弱、债务压力大的区域的信用风险变化。中国人民银行对 6 家评级机构予以警告及罚款行政处罚，机构层面罚款金额合计 3000 余万元，此举有利于评级行业的规范运行，更好服务实体经济和债券市场高质量发展。房地产行业得到政策支持，2023 年底“一视同仁”、“三个不低于”等金融端政策相继出台，房地产企业债券发行量和净融资量出现改善，但民营房企融资和投资端预期难以出现较大好转。

## 目录

一级市场：净融资额同比环比均增加，新发行债券定价估值全面下行，低等级下行幅度更大.....	3
二级市场：信用利差同比下行，期限利差维持收缩趋势.....	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：货币政策灵活适度，市场遭遇严监管，房地产政策环境改善.....	6

长城财富保险资管

# 一级市场：净融资额同比环比均增加，新发行债券定价估值全面下行，低等级下行幅度更大

- 1 月份，信用债<sup>1</sup>一级市场发行额和净融资额同比环比均增加，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高。

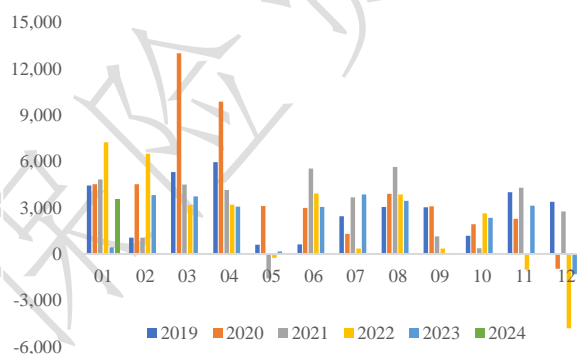
1 月份，一级市场发行额有所增加，当月信用债总发行量 15,116.65 亿元，环比增加 3,896.47 亿元，同比增加 6,715.56 元。信用债当月偿还信用债 11,578.80 亿元，环比减少 954.98 亿元，同比增加 3,612.66 亿元。当月信用债净融资额 3,538.04 亿元，环比增加 4,851.45 亿元，同比增加 3,102.91 亿元。

图 1 信用债发行量



资料来源: Choice, 信用评估部

图 2 信用债净融资额



资料来源: Choice, 信用评估部

从发行期限来看，1 月新发信用债期限结构以 1 至 3 年（占比 37.90%）和 1 年以内（占比 36.14%）为主，但期限在 3 至 5 年（含）的占比增至 21.24%。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 46.51%，AA+ 级别占比 37.90%，AA 级别占比 14.08%。

表 1 新发行信用债期限和级别分布（只数）

期限 \ 级别	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	无级别	总计
1 年（含）以内	322	195	56	0	0	0	2	575
1 至 3 年（含）	242	225	121	0	0	1	14	603
3 至 5 年（含）	123	170	44	0	0	0	1	338
5 年以上	53	13	3	0	4	0	2	75
<b>总计</b>	<b>740</b>	<b>603</b>	<b>224</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>19</b>	<b>1,591</b>

资料来源: Choice, 信用评估部

<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。

- 1 月份，月度新发行债券定价估值全面下行，低等级下行幅度更大。

相比于上月各等级债券定价估值情况，1 月各等级和期限的债券定价估值全面下行，其中低等级的债券定价估值下行幅度更大。

表 2 各等级月度定价估值及变化情况（%、BP）

主体评级	1 年		3 年		5 年		7 年		10 年	
	最新	变化	最新	变化	最新	变化	最新	变化	最新	变化
重点 AAA	2.50	-13	2.67	-15	2.85	-16	2.95	-17	3.04	-19
AAA	2.57	-14	2.76	-16	2.98	-17	3.08	-20	3.19	-20
AA+	2.72	-16	3.00	-19	3.28	-20	3.60	-14	3.71	-16
AA	3.02	-17	3.35	-22	3.71	-24	4.08	-17	4.22	-16
AA-	5.01	-24	5.36	-37	5.75	-36	6.24	-25	6.48	-21

注：变化口径为 11 月 27 日对比 10 月 30 日的票面利率增减

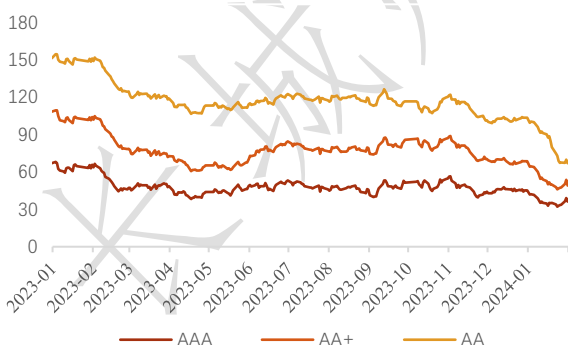
资料来源：iFinD，信用评估部

## 二级市场：信用利差同比下行，期限利差维持收缩趋势

- 中短期票据信用利差同比下行，期限利差呈收窄趋势，城投债信用利差收缩程度较产业类更明显。

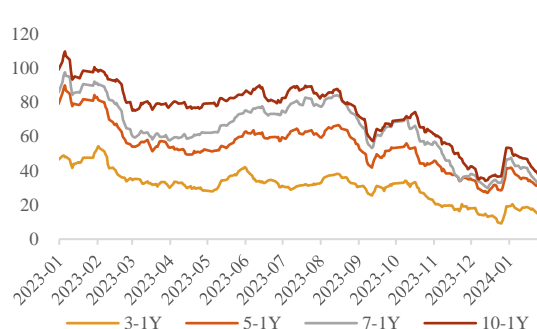
1 月份，不同等级的中短期票据信用利差均出现下行，AAA、AA+和 AA 级别信用利差同比分别收窄 8.97、19.46 和 36.46bp，低等级信用利差下行幅度更大。同期，各类期限利差全线收窄，3-1Y、5-1Y、7-1Y、10-1Y 期限利差分别收窄 5.01、10.66、14.27 和 18.89bp，长周期收敛更为明显，维持了上年期限利差收窄的趋势。

图 3 中短期票据信用利差（5 年期）



资料来源：iFinD，中债中短期票据收益率，信用评估部

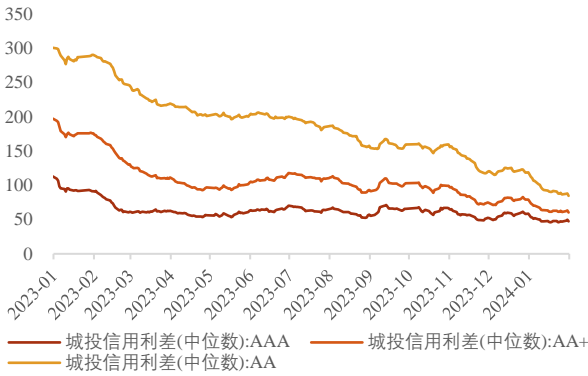
图 4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源：iFinD，中债中短期票据收益率，信用评估部

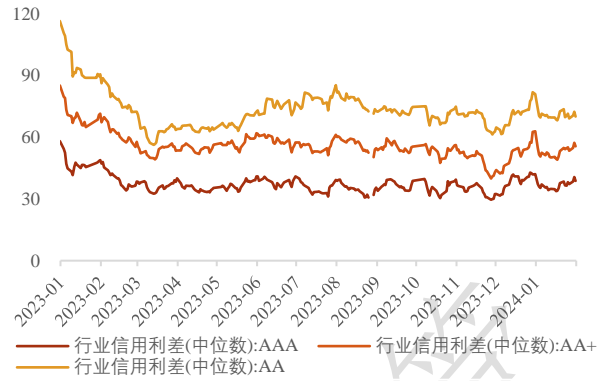
分行业来看，1 月份，城投债和产业债信用利差均下行，城投债信用利差收缩程度较产业类更为明显，低等级较高等级降幅更大。AAA 城投、AA+城投和 AA 城投信用利差分别收缩 11.19、18.98 和 34.09bp，AAA 产业、AA+产业和 AA 产业信用利差分别收缩 3.25、7.31 和 10.92bp。

图5 城投债信用利差



资料来源: iFinD, 信用评估部

图6 产业债信用利差



资料来源: iFinD, 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，违约债券金额环比减少。

2024 年 1 月，信用债市场新增违约 7 只债券，违约债券金额为 41.39 亿元，环比减少 23.12 亿元，无新增债券违约主体，当月违约主体包括上海宝龙实业发展(集团)有限公司、绿地控股集团有限公司、阳光城集团股份有限公司和潍坊滨海投资发展有限公司。

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
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	21.70	展期
绿地控股集团有限公司	19.00	展期
阳光城集团股份有限公司	0.69	利息违约
潍坊滨海投资发展有限公司	-	触发交叉违约
<b>总计</b>	<b>41.39</b>	-

资料来源: iFinD, 信用评估部

本月评级被下调企业数量有 1 家，国厚资产管理股份有限公司。

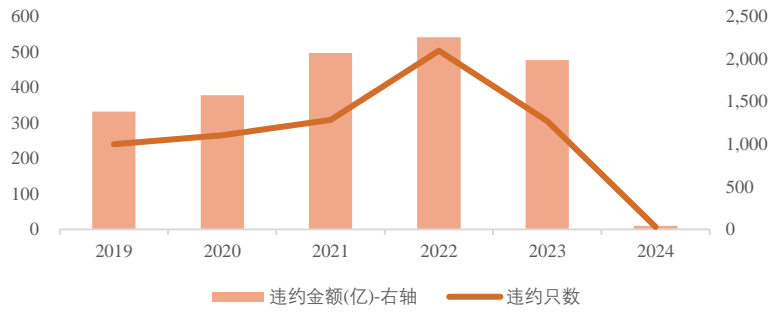
表 4 当月评级下调情况

企业名称	上次等级	本次等级	调整日期	主要原因
国厚资产管理股份有限公司	AA/负面	A+/负面	2024/1/8	公司存在明显流动性风险以及债务偿还出现的实质性问题

资料来源: iFinD, 信用评估部

2024 年 1 月，市场信用债违约只数 7 只，违约金额 41.39 亿元，上年同期，违约只数 29 只，违约金额 110.63 亿元，同比有所减少。

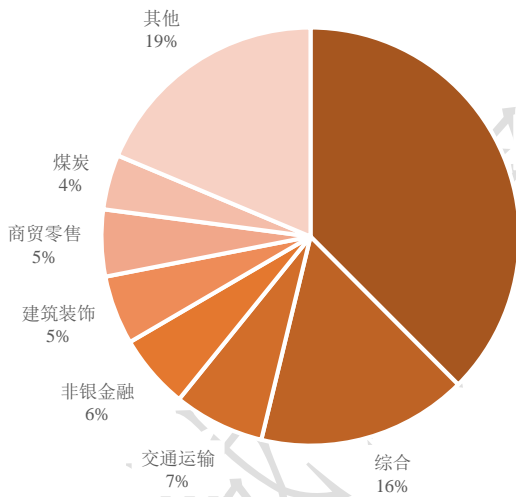
图7 违约事件统计



资料来源: iFinD, 信用评估部

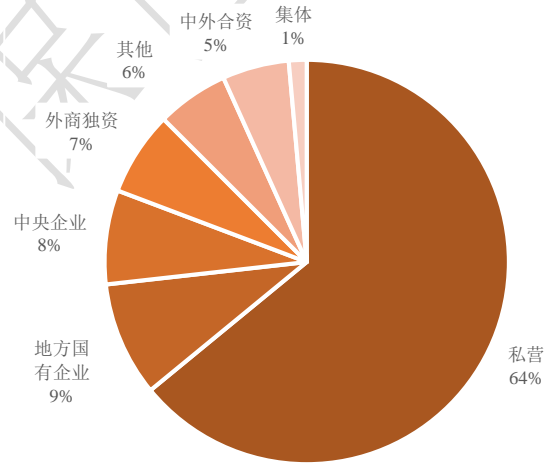
截至 2024 年 1 月末, 按照余额计算, 违约债券主要集中于房地产、综合类、交通运输、非银金融、建筑装饰和商贸零售等行业(申万行业)。从企业性质来看, 违约主体主要集中于私营企业, 占比 64%, 国资控股背景违约主体占比相对较低。

图8 违约主体行业分布



资料来源: iFinD, 信用评估部

图9 违约主体性质分布



资料来源: iFinD, 信用评估部

## 信用债热点：货币政策灵活适度，市场遭遇严监管，房地产政策环境改善

### ● 货币政策灵活适度

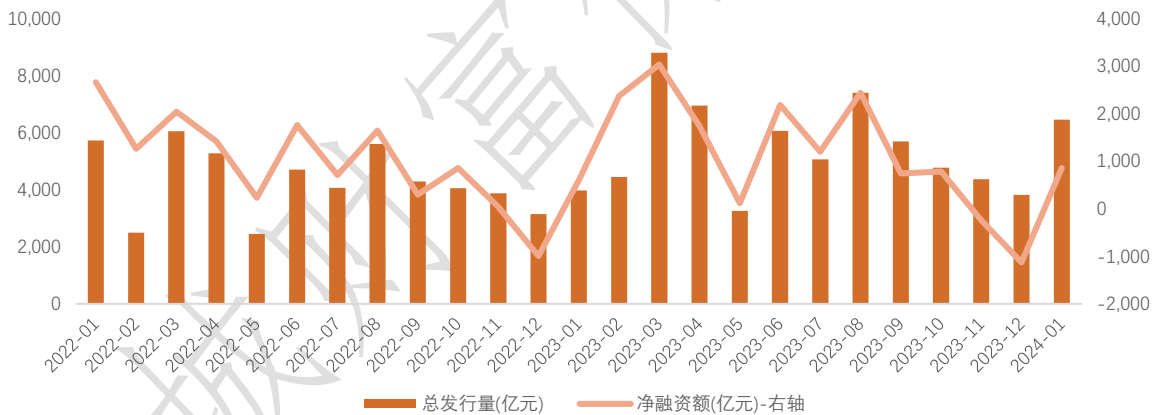
1 月 24 日, 央行宣布将于 2 月 5 日下调存款准备金 0.5 个百分点, 向市场提供长期流动性约 1 万亿元。同时宣布 1 月 25 日起, 分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25%。降准释放中长期流

动性支持实体经济，同时维稳预期，以货币政策配合财政政策，共同企稳经济。在银行净息差压力存在及OMO、MLF 加量投放的背景下，降准以降低金融机构资金成本确有需要且更为有效。针对支农再贷款、支小再贴现和再贴现利率也有助于对重点领域、薄弱环节资金成本调降，政策总量与结构工具并举，提供增量的同时盘活存量。预计降准提供的资金可以保持银行体系流动性合理充裕，为信贷增长提供“粮草弹药”，增强金融机构服务实体经济的能力，更多长期稳定的资金，也有可能为降低实体经济融资成本进一步创造空间。

● **城投市场持续严监管**

城投债市场严监管持续，具体体现在两方面：一方面，协会和交易所对于城投债产品审核端均有较严格的审批要求，另一方面，近期结构化发行监管与境外债监管加码，体现了监管“堵偏门”的决心。整体来看，2023 年 8 月至年底，城投债发行和净融资规模连续下降，部分区域和省份出现城投债券净融资额为负的情况，整体化债进展明显。山东、河南、四川、重庆等省份，虽然城投企业能获得一定金额的持续净融资，但信用利差维持高位，融资成本预计偏高，仍需关注这部分区域债务化解和债务压力的情况，当前城投政策风险变化较大，需关注经济财力较弱、债务压力大的区域因政策风险导致的信用风险变化。

图 10 城投企业债券发行和净融资情况



资料来源: iFinD, 信用评估部

● **评级机构连遭处罚**

2 月 2 日，中国人民银行对标普信用评级(中国)有限公司、中诚信国际信用评级有限责任公司、上海新世纪资信评估投资服务有限公司、远东资信评估有限公司、中证鹏元资信评估股份有限公司、联合资信评估股份有限公司等 6 家信评机构予以警告及罚款行政处罚，机构层面罚款金额合计 3000 余万元。

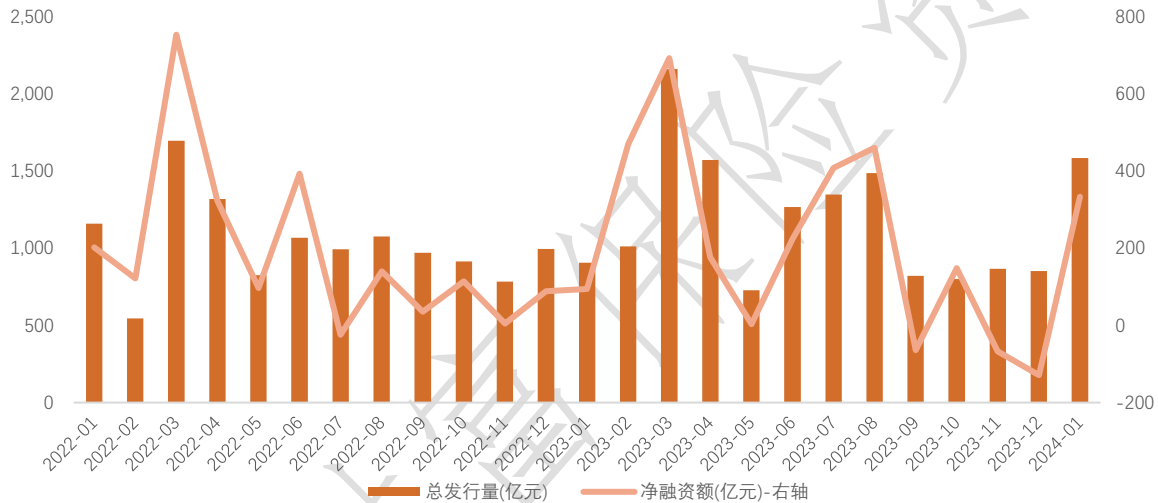
评级机构作为独立第三方，本质上是一种金融中介，其信用评级工作能够帮助投资者解决信用不对称问题，提供信息参考、提高市场效率、促进价格发现等。但当下，国内评级机构也面临价格内卷、客观性不足、公信力不强等问题。此次央行处罚这几家国内评级机构，体现国内强化评级市场监管，维护正常市

市场竞争秩序，推动国内机构依法合规展业，促进行业健康发展，有利于评级行业的规范运行，更好服务实体经济和债券市场高质量发展。

● **房地产融资环境改善**

1月24日中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》。“明确2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。”

图 11 申万房地产企业债券发行和净融资情况



资料来源: iFinD, 信用评估部

2023年，房地产销售同比继续萎缩，销售不振叠加“保交楼”政策的持续作用，“弱开工、强竣工”的特点贯穿整个行业投资层面。2023年底“一视同仁”、“三个不低于”等金融端政策相继出台，从要求上、更是从数据上直接进行量化，督促了银行系统“不惜贷、抽贷、断贷”。2024年1月，房地产企业债券发行量和净融资量出现改善。在2024房企融资改善的期待下，保交楼仍将是大部分房企的资金首要流向，但民营房企融资和投资端预期难以出现较大好转。



## 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