

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

月报 | 2024.3.8

长城财富保险资管信评部

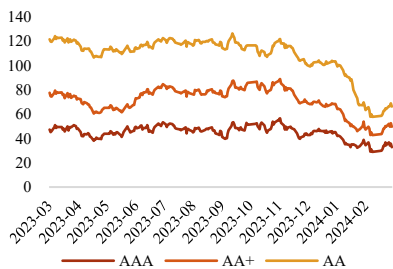
摘要

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+	42	23	26	12	22
AAA	44	26	33	19	29
AA+	54	36	50	49	60
AA	59	51	66	87	98

注：数据截至 2024 年 2 月 29 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：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

一级市场方面，2 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下行。二级市场方面，中短期票据信用利差总体下行，期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均下行，各等级城投债和产业债信用利差均低于历史均值。违约事件方面，信用债新增 3 只违约债券，违约金额环比减少。

■ 2 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，估值收益率总体下行。2 月份，受春节假期影响，一级市场发行环比减少，总偿还量环比减少，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环比均减少。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 1 月 31 日 DCM 估值，2 月（2 月 28 日）信用债估值收益率总体下行。

■ 二级市场方面，中短期票据信用利差总体下行，期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均下行。2 月份，中短期票据信用利差总体下行，不同等级间信用利差走阔，AAA、AA+ 和 AA 级别信用利差均低于历史均值。同期，期限利差总体上行，3-1Y、5-3Y、7-5Y、10-7Y 期限利差均低于历史均值。2 月份信用债收益率总体下行，其中城投债信用利差下行，不同等级间城投债信用利差收窄，AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利差均低于历史均值；产业债信用利差总体下行，不同等级间产业债信用利差收窄，各等级产业债信用利差有所分化，AAA 级和 AA 级产业债信用利差均下行，AA+级产业债信用利差上行，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 3 只违约债券，违约金额环比减少。2024 年 2 月，信用债市场新增违约 3 只债券，违约债券金额为 20.71 亿元，环比减少 26.16 亿元，无新增债券违约主体，其他历史违约主体包括雏鹰农牧、上海宝龙实业等。本月国务院总理作政府工作报告，将发行超长期特别国债，提出标本兼治化解房地产地方债务、中小金融机构风险，各地政府工作报告陆续发布。

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，估值收益率总体下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差总体下行，期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均下行...	4
违约事件：信用债新增 3 只违约债券，违约金额环比减少.....	5
信用债热点：国务院总理作政府工作报告，各地政府工作报告陆续发布.....	7

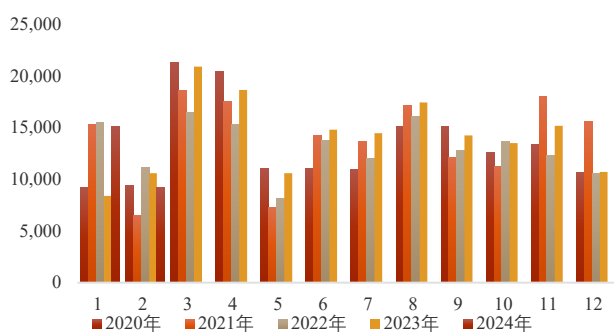
长城财富保险资管

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，估值收益率总体下行

- 2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。

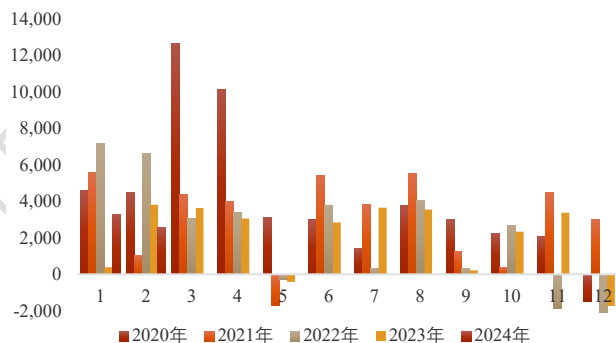
2月份，受春节假期影响，一级市场发行同比环比均减少，当月信用债总发行量9,242.02亿元，环比减少5,826.82亿元，同比减少1,344.32亿元，信用债总偿还量同比环比均减少，当月偿还信用债6,663.14亿元，环比减少5,124.03亿元，同比减少103.49亿元。当月信用债净融资额2,578.89亿元，同比减少1,240.83亿元，环比减少702.80亿元，当月推迟或取消发行的信用债数量同比环比均减少。

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40.31%）和1年以内（占比31.25%）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48.85%，AA+级别占比33.80%，AA级别占比16.58%，AA-级别及以下占比0.38%。

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	152	78	15			245
1至3年（含）	119	112	82	1	2	316
3至5年（含）	74	72	31	1	1	179
5年以上	38	3	2	1		44
总计	383	265	130	3	3	784

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。

- 2 月份，信用债估值收益率总体下行。

相比于 1 月 31 日 DCM 估值，2 月（2 月 28 日）信用债估值收益率总体下行。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 6bp，AAA 等级收益率下行 8bp，AA+等级收益率下行 7bp，AA 等级收益率下行 8bp，AA-等级收益率下行 14bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 7bp，AAA 等级收益率下行 6bp，AA+等级收益率下行 4bp，AA 等级收益率下行 5bp，AA-等级收益率下行 10bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 5bp，AAA 等级收益率下行 5bp，AA+等级收益率下行 7bp，AA 等级收益率下行 5bp，AA-等级收益率下行 10bp。

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 4bp，AAA 等级收益率下行 4bp，AA+等级收益率下行 12bp，AA 等级收益率下行 10bp，AA-等级收益率下行 2bp；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 5bp，AA+等级收益率下行 12bp，AA 等级收益率下行 9bp，AA-等级收益率下行 2bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 1 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	2.44	-6	2.60	-7	2.80	-5	2.91	-4	2.99	-5
AAA	2.49	-8	2.70	-6	2.93	-5	3.04	-4	3.14	-5
AA+	2.65	-7	2.96	-4	3.21	-7	3.48	-12	3.59	-12
AA	2.94	-8	3.30	-5	3.66	-5	3.98	-10	4.13	-9
AA-	4.87	-14	5.26	-10	5.65	-10	6.22	-2	6.46	-2

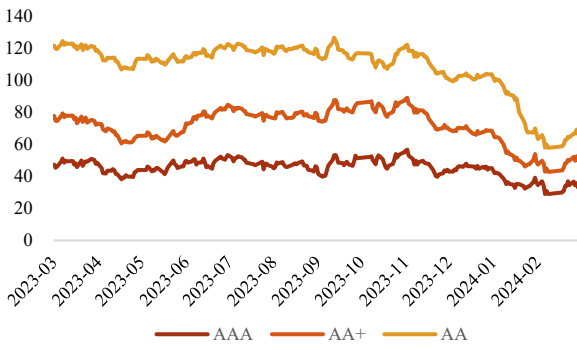
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：中短期票据信用利差总体下行，期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均下行

- 中短期票据信用利差总体下行，期限利差总体走阔，城投债和信用债信用利差均下行。

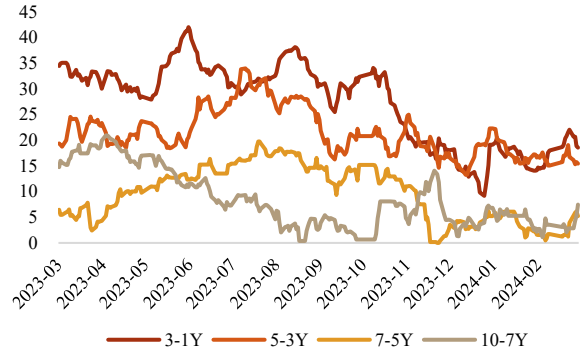
2 月份，中短期票据信用利差总体下行，不同等级间信用利差走阔，AAA、AA+和 AA 级别信用利差均低于历史均值；AAA 和 AA 级别信用利差均下行，至月末分别下行 3.30bp 和 0.81bp，AA+级别信用利差上行，至月末上行 0.81bp。同期，期限利差总体上行，3-1Y 期限利差上行 4.48bp，5-3Y 期限利差下行 1.22bp，7-5Y 期限利差上行 3.58bp，10-7Y 期限利差上行 5.26bp。整体看，各期限利差均低于历史均值。

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

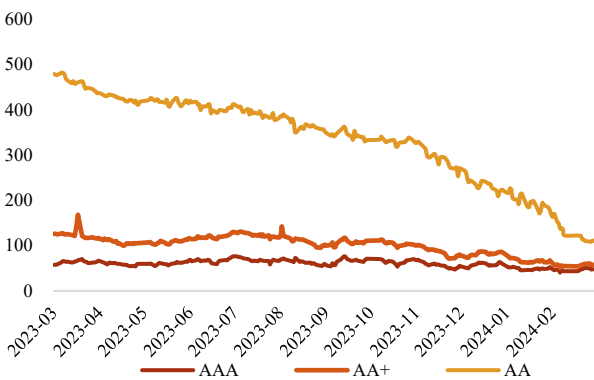
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

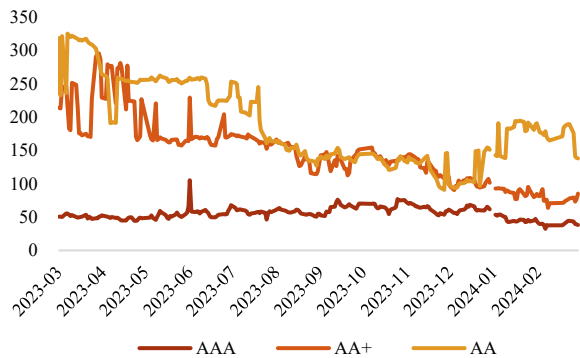
2月份, 信用债收益率总体下行, 其中城投债信用利差均下行, 不同等级间城投债信用利差收窄, AAA级、AA+级和AA级城投债信用利差分别下行2.24bp、6.01bp和57.83bp, 各等级城投债信用利差均低于历史均值。同期, 产业债信用利差总体下行, 不同等级间产业债信用利差收窄, 各等级产业债信用利差有所分化, AAA级和AA级产业债信用利差分别下行5.92bp和53.14bp, AA+级产业债信用利差上行5.92bp, AAA级、AA+级和AA级产业债信用利差均低于历史均值。

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3只违约债券，违约金额环比减少

- 信用债新增3只违约债券，违约金额环比减少。

2024年2月, 信用债市场新增违约3只债券(含展期), 违约债券金额为20.71亿元, 环比减少26.16亿元, 无新增债券违约或展期主体, 历史违约或展期主体包括主要包括上海骧远投资控股有限公司、雏鹰农牧集团股份有限公司、上海宝龙实业发展(集团)有限公司等。2024年3月份, 信用债预计总偿还在1.68万亿元左右, 环比大幅增加, 需谨防风险企业发生信用违约事件。

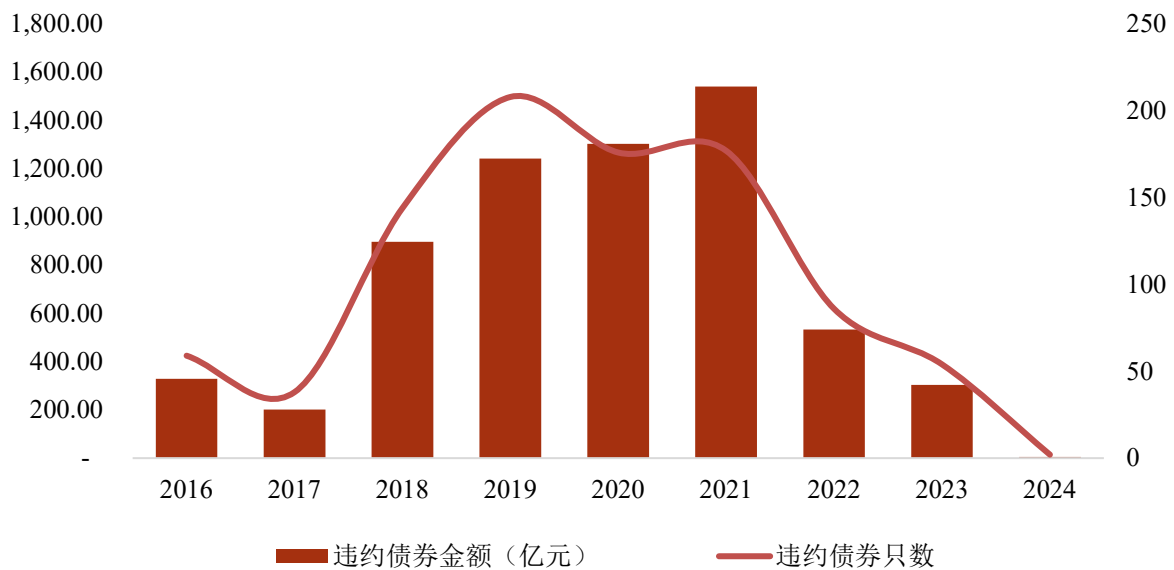
表 3 当月新增违约债券情况

违约企业	违约金额（亿元）	违约类型
上海骧远投资控股有限公司	9.95	展期
雏鹰农牧集团股份有限公司	6.84	展期
上海宝龙实业发展(集团)有限公司	3.93	本息违约
总计	20.71	-

资料来源：同花顺 iFinD，信用评估部

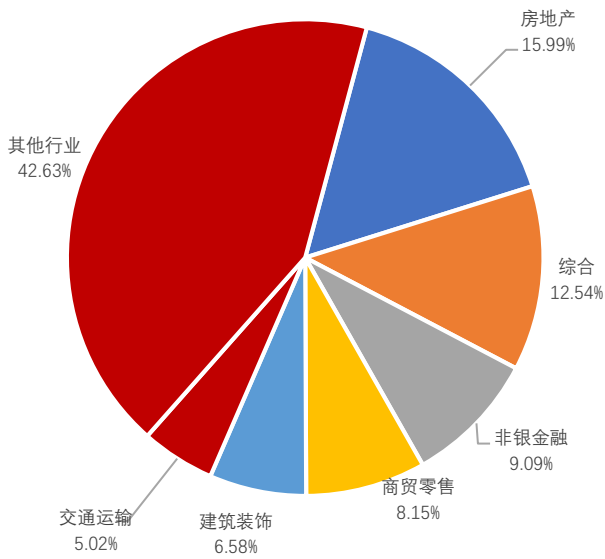
评级调整方面，本月评级被下调企业主要包括贵阳经济开发区城市建设投资(集团)股份有限公司、东方时尚驾驶学校股份有限公司、上海城地香江数据科技股份有限公司、思创医惠科技股份有限公司、红相股份有限公司、岭南生态文旅股份有限公司，大多为上市公司。境外评级机构评级下调主体环比大幅减少，重点包括河南航空港投资集团有限公司由 BBB/稳定下调为 BBB-/稳定（惠誉国际），秦淮数据集团控股有限公司由 BBB-/负面观察下调为 BB/稳定（惠誉国际），青岛海发国有资本投资运营集团有限公司由 BBB-/负面下调为 BB+/稳定（惠誉国际），一嗨汽车租赁有限公司由 B-/负面观察下调为 CCC+（惠誉国际）。

图 7 违约事件统计



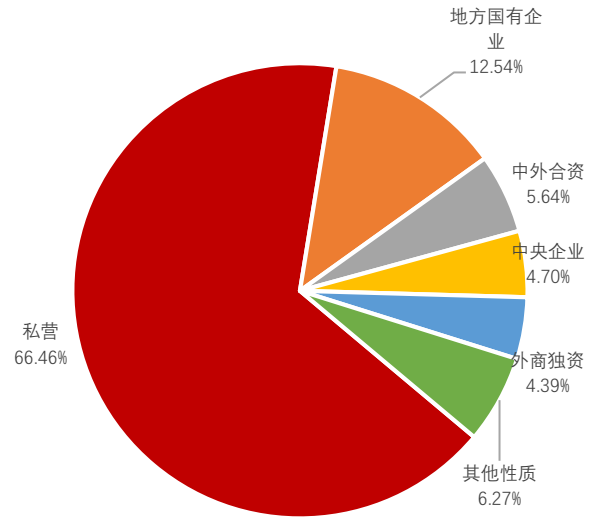
资料来源：同花顺 iFinD，不包含展期、海外债，信用评估部

图8 违约主体行业分布



资料来源：同花顺 iFinD，信用评估部

图9 违约主体性质分布



资料来源：同花顺 iFinD，信用评估部

截至 2024 年 2 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产、综合、交通运输、非银金融、建筑装饰和商贸零售等行业（申万行业）。按照违约主体计算，房地产、综合、非银金融、商贸零售、建筑装饰、交通运输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私营企业，占比 66.46%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2024 年 2 月，新增违约债券行业分布较为分散，多为可转债发行主体，违约企业性质涉及私营企业和外商独资企业。

信用债热点：国务院总理作政府工作报告，各地政府工作报告陆续发布

- 国务院总理作政府工作报告，将发行超长期特别国债，提出标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构风险

3 月 5 日，国务院总理李强代表国务院，向十四届全国人大二次会议作政府工作报告，2023 年经济社会发展主要目标任务圆满完成，GDP 超过 126 万亿元，增长 5.2%，2024 年 GDP 增长预期目标为 5%左右；赤字率拟按 3%安排，赤字规模 4.06 万亿元，比上年年初预算增加 1800 亿元；一般公共预算支出规模 28.5 万亿元，比上年增加 1.1 万亿元；拟安排地方政府专项债券 3.9 万亿元，比上年增加 1000 亿元；2024 年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，2024 年先发行 1 万亿元；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，促进社会综合融资成本稳中有降，避免资金沉淀空转。政府工作报告还提出，标本兼治化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，优化房地产政策，对

不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展，加快构建房地产发展新模式。

财政政策方面，赤字率与上年持平，赤字规模增加 1800 亿元，新增专项债限额 1000 万亿，而 2023 年四季度发行的 1 万亿国债大多在 2024 年使用，同时考虑 1 万亿超长期特别国债的发行，实现了财政政策“适度加力”；货币政策中强调防止资金空转，有助于资金流向实体经济领域，社会综合融资成本稳中有降也会激发实体经济活力，债市收益率也将保持下行趋势。发行超长期特别国债是为了系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题，体现了“中央加杠杆”的意图，有助于降低地方政府债务压力，城投行业系统性风险将保持较低水平，而 1 万亿超长期国债的发行也使得债市政府债供给压力明显增大，需关注超长期国债的发行节奏。房地产方面，目前各地房地产需求端政策已经进行了多轮优化，但销售端数据仍表现较弱，居民购房意愿疲软，行业总体仍保持下行趋势，行业未来发展有赖于保障房、城中村改造和“平急两用”三大工程的支撑，融资端各地政策支持主要集中在项目层面，民营房企主体层面融资环境仍未得到明显改善，关注两会后民营房企相关融资政策落地情况和非国有房企债务违约或展期风险。另外，随着地方政府风险和房地产风险向金融领域传导，政府工作报告提出化解中小金融机构风险，主要基于中小金融机构风险抵御能力相对较弱，预计中小金融机构将面临较大的监管压力，需关注中小金融机构二永债不赎回风险。

- **各地政府工作报告陆续发布，城投平台区域分化仍将持续**

各地地方政府工作报告陆续发布，从经济增长目标完成情况来看，近半数省份未完成，故本年地方政府在经济增长目标设置上偏谨慎，近半数省份下调经济增长目标，较多省份下调年度固定资产投资增速目标和年度社零增速目标。化债方面，在“遏制增量、化解存量”的基础上，各地政府注重建立隐债常态化、长效化监管机制，加强监管力度和违法违规行为查处力度。随着“一揽子化债方案”的逐渐落地，各地积极制定债务化解方案，地方政府债务风险总体可控，各地城投债信用利差不断压缩，短期内城投平台信用风险保持在较低水平，但也应关注到，未完成 GDP 增长目标区域中除上海、广东等基数较大省份以及海南、新疆、江西等设定目标较高省份外，主要包括债务压力较大的贵州、云南、广西等中西部省份以及黑龙江等，另外天津近两年经济增速目标均处于较低水平，需关注上述区域经济发展状况，考虑尾部区域非标违约事件仍时有发生，预计城投平台区域分化仍将持续。



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