

信用月报-发行净融均下滑，估值收益率继续下行，城投债、中高等级债券利差下行，多地政府要求确保国企债券偿还

月报 | 2021.06.03

长城财富资管信评部

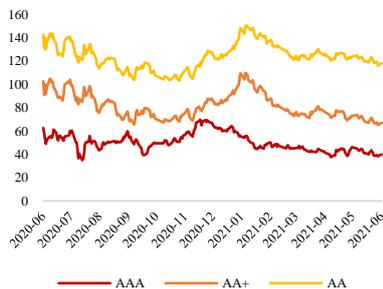
摘要

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+	33	21	31	38	40
AAA	37	32	40	52	55
AA+	48	48	67	79	82
AA	73	92	118	130	130

注：数据截至 2021 年 5 月 31 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



分析师：陈星屹

Tel: 010-88632341

Email: chenxingyi@greatwealthamc.com

分析师：孙翊宸

Tel: 010-88632372

Email: sunyichen@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，5 月份，信用债一级市场大幅降温，发行净融均下滑，期限分布仍偏中短期，发行主体以中高级别为主。二级市场方面，信用利差继续收窄，期限利差持续走阔；城投债、中高等级债券利差下行，产业债利差分化。违约事件方面，信用债新增 8 支违约债券，违约金额环比下降，关注跟踪评级情况。信用债热点事件方面，多地政府要求确保国企债券偿还，地产企业非标融资收紧，现金类理财新规将落地。

■ 5 月份，信用债一级市场大幅降温，发行净融均下滑，期限分布仍偏中短期，发行主体以中高级别为主。5 月份，市场资金面整体维持平稳宽松状态，但受到 4 月 30 日年报日后，债券发行需要更新年度数据，及监管进一步收紧城投融资影响，信用债总发行量和净融资额同比环比均大幅下降。从发行期限来看，新债发行级别和期限以中高等级、中短期限为主，其中 1 年以内占比 39.83%、1~3 年占比 36.69%。相比于 5 月 6 日 DCM 估值，5 月（5 月 31 日）信用债估值收益率延续下行趋势。

■ 二级市场方面，中短期票据信用利差继续收窄，期限利差持续走阔，城投债、中高等级债券利差下行，产业债利差分化。5 月份，中短期票据信用利差整体呈下行趋势，仍处于较低水平。同期，短端期限利差呈压缩趋势，但仍高于历史均值，中长期期限利差整体上行，目前接近历史均值。债券市场表现强势，无风险利率整体下行，带动城投债、中高等级产业债信用利差下降。

■ 信用债新增 8 支违约债券，违约金额环比下降，关注跟踪评级情况。2021 年 5 月，信用债市场违约 8 只债券，违约金额为 98.56 亿元，环比下降 92.34 亿元，其中隆鑫控股有限公司为首次违约，其余为历史违约主体的存量债券，其中重点包括泰禾集团、华夏幸福、东旭光电等。6 月份，信用债预计总偿还量接近 1 万亿元，与 5 月份接近，但本月开始跟踪评级结果将集中披露，建议持续关注资产划转、股东变更、业绩下降、负债高企的发行主体外部评级变动情况。

目录

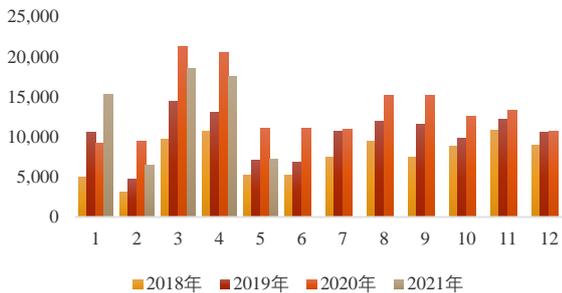
一级市场：发行净融均大幅下滑，期限仍偏中短期；估值收益率延续下行趋势	3
二级市场：信用利差继续收窄，期限利差持续走阔；城投债、中高等级债券利差下行，产业债利差分化	4
违约事件：信用债新增 8 支违约债券，违约金额环比下降，关注跟踪评级情况	5
信用债热点：多地政府要求确保国企债券偿还，地产企业非标融资收紧，现金类理财新规将落地 ...	6

一级市场：发行净融均大幅下滑，期限仍偏中短期；估值收益率延续下行趋势

- 5 月份，信用债¹一级市场大幅降温，发行净融均下滑，期限分布仍偏中短期，发行主体以中高级别为主。

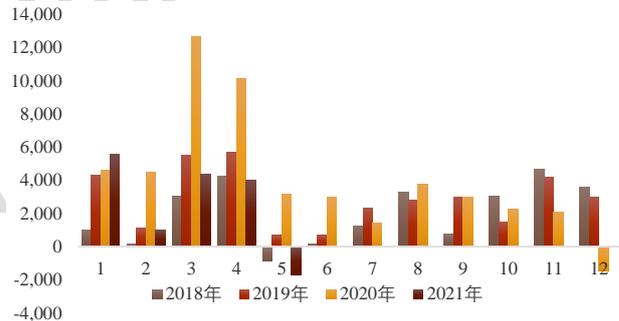
5 月份，市场资金面整体维持平稳宽松状态，但受到 4 月 30 日年报日后，债券发行需要更新年度数据，及监管进一步收紧投融资影响，信用债总发行量和净融资额同比环比均大幅下降。5 月份成为信用债发行“小月”，一级市场大幅降温，当月信用债总发行量 7,265.46 亿元，环比下降 10,236.18 亿元，同比大幅下降 3,756.40 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量环比亦大幅下降。5 月份，信用债到期量同比下降，当月偿还信用债 8,985.32 亿元，环比下降 4,521.75 亿元，同比增长 1,096.01 亿元。叠加以上因素，5 月份信用债净融资额-1,719.86 亿元，环比大幅下降 5,714.43 亿元，同比大幅下降 4,852.41 亿元。整体看，一级市场大幅降温，发行净融均下滑。

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主要以 1 年以内（占比 39.83%）和 1 至 3 年（含，占比 36.69%）为主。从发行级别来看，中高级别企业是信用债最主要的发行主体，AAA 等级发行人占比 54.55%，AA+ 级别占比 24.79%，AA 级别占比 18.51%，其余主要为无级别发行主体。

表 1 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	AA-	无级别	总计
1年以内	167	55	19	-	-	241
1至3年(含)	99	46	70	1	6	222
3至5年(含)	52	45	21	-	3	121
5年以上	12	4	2	2	1	21
总计	330	150	112	3	10	605

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。

- 5 月份，信用债估值收益率延续下行趋势。

相比于 5 月 6 日 DCM 估值，5 月（5 月 31 日）信用债估值收益率延续下行趋势。

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 5bp，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 8bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 8bp，AAA 等级收益率下行 7bp，AA+等级收益率下行 9bp，AA 等级收益率下行 6bp，AA-等级收益率下行 12bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 6bp，AAA 等级收益率下行 6bp，AA+等级收益率下行 7bp，AA 等级收益率下行 9bp，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 3bp，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 5bp，AA-等级收益率下行 12bp；10 年期品种中，重点 AAA 等级收益率下行 3bp，AAA 等级收益率下行 6bp，AA+等级收益率下行 17bp，AA 等级收益率下行 7bp，AA-等级收益率下行 18bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 5 月 6 日）

主体评级	1年		3年		5年		7年		10年	
	最新 (%)	变化 (bp)								
重点AAA	2.93	-6	3.33	-8	3.56	-6	3.86	-3	4.04	-3
AAA	3.02	-5	3.49	-7	3.74	-6	4.06	-5	4.31	-6
AA+	3.28	-7	3.80	-9	4.11	-7	4.49	-12	4.78	-17
AA	5.53	-8	6.22	-6	6.55	-9	6.95	-5	7.33	-7
AA-	3.70	-8	4.28	-12	4.73	-10	5.23	-12	5.59	-18

资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场：信用利差继续收窄，期限利差持续走阔；城投债、中高等级债券利差下行，产业债利差分化

- 中短期票据信用利差继续收窄，期限利差持续走阔，城投债、中高等级债券利差下行，产业债利差分化。

5 月份，中短期票据信用利差整体呈下行趋势，仍处于较低水平。AAA 级别信用利差波动下降，至月末下行 4.94bp，AA+级别和 AA 级别信用利差同步波动，月末较月初均下行了 6.96bp，信用利差继续收窄。同期，期限利差持续走阔，3-1Y 期限利差下降 6.95bp，5-3Y 期限利差微升 0.77bp，7-5Y 期限利差上升 4.16bp，10-7Y 期限利差上升 5.12bp。整体看，短端期限利差呈压缩趋势，但仍高于历史均值，中长期期限利差整体上行，目前接近历史均值。

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

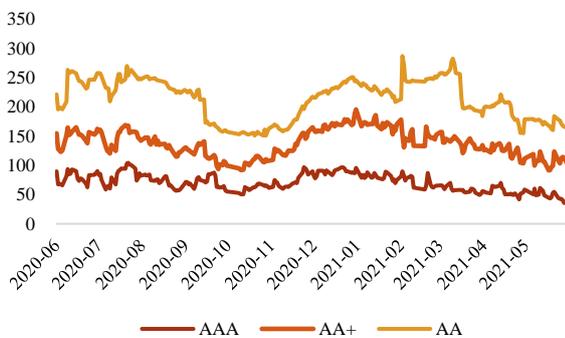
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

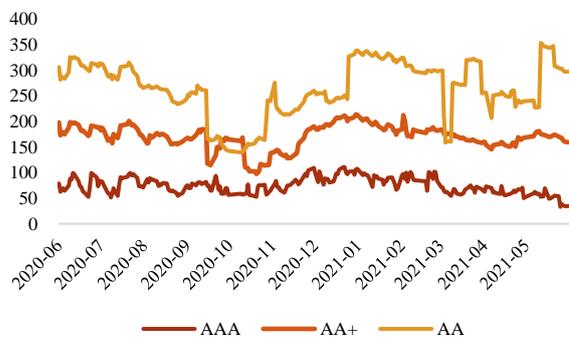
5 月份, 债券市场表现强势, 无风险利率整体下行, 带动城投债信用利差下降, 市场对城投债风险偏好有所提升, AAA 级别信用利差下降 18.26bp, AA+ 级别信用利差下降 11.68bp, AA 级别信用利差下降 12.90bp, 各等级城投债信用利差均处于历史相对低位。中高等级产业债信用利差整体下行, 市场对产业债风险偏好分化趋势加剧, AAA 级别信用利差下行 17.49bp, AA+ 级别信用利差下行 9.50bp, AA 级别信用利差上行 57.36bp, AAA 级别和 AA+ 级别产业债信用利差处于历史相对低位, AA 级别信用利差仍维持高位, 分化态势仍较为显著。

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 8 支违约债券，违约金额环比下降，关注跟踪评级情况

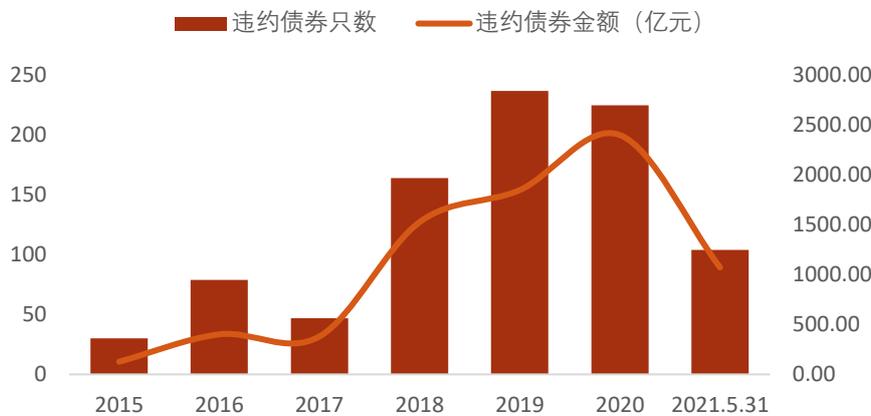
- 信用债新增 8 支违约债券，违约金额环比下降，关注跟踪评级情况

2021 年 5 月, 信用债市场违约 8 只债券, 违约金额为 98.56 亿元, 环比下降 92.34 亿元, 其中隆鑫控

股有限公司为首次违约，其余为历史违约主体的存量债券，其中重点包括泰禾集团、华夏幸福、东旭光电等。6 月份，信用债预计总偿还量接近 1 万亿元，与 5 月份接近。

本月外部跟踪评级结果将集中披露，从近期外评调整情况来看，外评对于业绩下降幅度大、负债率上升的主体进行了级别调整，中铝国际工程股份有限公司由 AA+/稳定调整为 AA+/负面，山东航空由 AAA/稳定调整为 AA/稳定，尤其是山东航空调整的幅度较大，可能导致债券不可质押和出库的负面影响。建议持续关注外评级别调整情况，重点关注发生过资产和股权划转、业绩大幅下滑、资产负债率大幅上升的主体。另外，近期中小银行级别下调情况突出，建议关注银行下调原因，结合区域其他发行主体做好风险排查。

图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

信用债热点：多地政府要求确保国企债券偿还，地产企业非标融资收紧，现金类理财新规将落地

- 多地政府要求确保国企债券偿还，深圳市年内清零隐性债务，江苏出台城投企业融资指导意见

5 月份，河南政府部门再次要求全面加强国企债务风险管控，开展债券全生命周期管理，完善债务风险监控体系，重点管控隐性债务，陕西、云南等地政府部门也先后发生，要求确保地方国企债券偿还。河南省政府部门不断加大省内国企债务风险管控力度，对地方融资环境的改善起到正面作用，但永煤事件所带来的冲击仍需市场进一步消化，并且需要河南省政府切实拿出资源对地方国企提供支持，以提振市场对当地国企的信心。5 月 25 日，深圳市政府工作报告全文发布，提出要强化风险意识，积极防范重大风险挑战，并于 2021 年率先实现政府隐性债务全部清零，深圳市经济财政实力强，债务负担较轻，率先实现隐性债务清零后有助于进一步加强市场对地方债务管控能力和融资环境的信心。此外，5 月 28 日，江苏省政府出台了《省政府办公厅关于规范融资平台公司投融资行为的指导意见》（以下简称“《意见》”），从债务增量

控制、降低成本等具体方向全面规范省内融资平台投融资行为，短期看有助于维持省内融资环境，并逐步化解债务问题，但长期看随着隐性债务的持续化解，城投企业市场化融资行为最终仍需要由企业自身承担。建议持续未来持续加强针对城投企业基本面的研判，并持续关注区域信用风险释放情况。

- **地产企业非标融资收紧，监管持续加码**

房地产企业非标融资收紧，监管持续规范其融资行为。5月20日，据21世纪经济报道，在“房住不炒”政策下，基金业协会近期叫停基金子公司备案房地产供应链类产品，主要是购房尾款资产。此外，2021年以来，房地产企业标准化地产ABS发行也有所放缓，房地产企业供应链融资持续收到监管窗口指导，本次叫停购房尾款产品体现了监管进一步收紧了房地产企业非标融资渠道，预计2021年房地产企业非标融资监管会更为严格，非标融资占比较高的企业在监管持续加码的背景下，再融资可能遇到较大的压力。根据公开数据统计，目前存量ABS规模较高的主体包括，万科850亿元、碧桂园299亿元、保利212亿元、绿城165亿元、远洋154亿元。房企ABS发行利差相对较高的主体包括建发、金茂、金融街、万科、远洋和首创置业。建议持续关注监管针对房地产企业融资的动态，并加强针对房地产企业的风险识别。

- **现金管理类理财新规即将落地**

近期，银行现金管理类理财新规即将落地，此前公布的《征求意见稿》大幅收紧了现金管理类理财产品的投资范围、久期管理、集中度管理、流动性管理、杠杆率和偏离度等，整体上与公募货基等同类产品监管标准保持一致。《征求意见稿》禁止现金管理类理财产品配置信用等级在AA+以下的债券及资产支持证券，并且将可投资的债券剩余期限规定在397天以内，若现金管理类理财新规正式稿与征求意见稿保持一致，将对低评级或长久期债券带来冲击，低评级信用债配置需求减少，如永续债、二级资本债等配置需求也将下降，中小银行资本补充压力进一步加大。建议关注银行现金管理类理财新规正式稿落地情况及可能对保险资管产品、债券市场、银行和保险业带来的影响。

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。

长城财富资管