

# 信用月报 - 一级市场热度维持高位，估值收益率整体下行，城投债利差走阔，产业债利差收窄

月报 | 2023.5.9

长城财富保险资管信评部

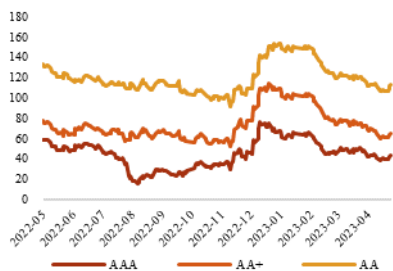
摘要

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+	25	28	29	22	36
AAA	29	32	44	37	53
AA+	40	45	65	70	86
AA	47	93	113	119	133

注：数据截至 2023 年 4 月 28 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：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，4 月份，信用债一级市场热度维持高位，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至约 38%，信用债估值收益率整体下行。二级市场方面，中短期票据信用利差持续下行，期限利差走阔，城投债利差走阔，产业债利差整体下行，不同等级间利差收窄。违约事件方面，信用债新增 11 只违约债券，违约金额环比下降。信用债热点事件方面，4 月政治局会议召开，郑煤集团评级遭下调。

4 月份，信用债一级市场热度维持高位，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比降至约 38%，信用债估值收益率整体下行。4 月份，受信用债到期高峰延续影响，一级市场热度维持高位，信用债总发行量同比增长、环比下降，净融资额同比环比均下降，当月推迟或发行失败信用债数量较 3 月环比大幅下降，同比有所增长。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为主，高等级企业仍是信用债最主要的发行主体，但占比下降至约 38%。相比于 3 月 29 日 DCM 估值，4 月（3 月 29 日）信用债估值收益率整体下行。

二级市场方面，中短期票据信用利差持续下行，期限利差走阔，城投债利差走阔，产业债利差整体下行，不同等级间利差收窄。4 月份，中短期票据信用利差持续下行，各别均处于历史中位数以下。同期，期限利差小幅走阔，中短端期限利差低于历史均值，长端期限利差高于历史均值。4 月份，城投债信用利差有所分化，不同等级间信用利差走阔，中高等级城投债信用利差均处于历史中位数以下，低等级城投债信用利差显著高于历史均值；产业债信用利差整体下行，不同等级间产业债信用利差有所收窄。

信用债新增 11 只违约债券，违约金额环比下降。2023 年 4 月，信用债市场违约 11 只债券，违约金额为 163.21 亿元，环比下降 270.51 亿元，月内无新增违约或展期债券主体，历史违约主体重点包括恒大地产、融信投资、鹏博士、金科地产、鑫苑置业等。5 月份信用债预计总偿还量在 1 万亿元上下，在年内处于中等水平，但仍需谨防风险行业 and 风险企业发生超预期违约事件。

## 目录

一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比降至约 38%；估值收益率整体下行.....	3
二级市场：中短期票据信用利差持续下行，城投债信用利差走阔，产业债信用利差收窄.....	4
违约事件：信用债新增 11 只违约债券，违约金额环比下降.....	5
信用债热点：4 月政治局会议召开，郑煤集团评级遭下调.....	7

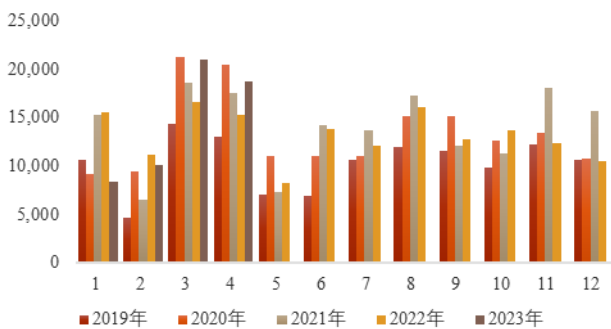
长城财富保险资管

## 一级市场：市场维持热度，高等级信用债发行占比降至约 38%； 估值收益率整体下行

- 4 月份，信用债<sup>1</sup>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降至约 38%。

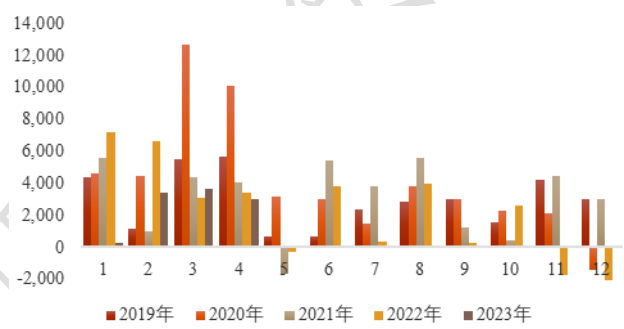
4 月份，受信用债到期高峰延续影响，一级市场热度维持高位，当月信用债总发行量 18,653.38 亿元，同比增长 3,349.56 亿元，环比下降 2,257.10 亿元，当月偿还信用债 15,655.13 亿元，同比增长 3,719.90 亿元，环比下降 1,628.27 亿元。当月信用债净融资额 2,998.25 亿元，同比下降 370.34 亿元，环比下降 628.52 亿元，当月推迟或发行失败信用债数量较 3 月环比大幅下降，同比有所增长。

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 48.45%）和 1 年以内（占比 29.43%）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 37.93%，AA+ 级别占比 26.67%，AA 级别占比 19.75%，AA- 级别及以下和无级别占比 15.64%。

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	291	119	36	0	77	523
1至3年(含)	269	249	213	4	126	861
3至5年(含)	82	89	72	0	52	295
5年以上	32	17	30	12	7	98
总计	674	474	351	16	262	1777

资料来源: Wind, 信用评估部

- 4 月份，信用债估值收益率整体下行。

相比于 3 月 29 日 DCM 估值，4 月（4 月 26 日）信用债估值收益率整体下行。

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 4bp，AAA 等级收益率下行

<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。

4bp, AA+等级收益率下行 3bp, AA 等级收益率下行 3bp, AA-等级收益率下行 7bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 5bp, AAA 等级收益率下行 7bp, AA+等级收益率下行 6bp, AA 等级收益率下行 3bp, AA-等级收益率下行 6bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 8bp, AAA 等级收益率下行 9bp, AA+等级收益率下行 12bp, AA 等级收益率下行 7bp, AA-等级收益率下行 9bp。

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 8bp, AAA 等级收益率下行 7bp, AA+等级收益率下行 6bp, AA 等级收益率下行 11bp, AA-等级收益率下行 7bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 9bp, AAA 等级收益率下行 9bp, AA+等级收益率下行 7bp, AA 等级收益率下行 21bp, AA-等级收益率下行 4bp。

**表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 3 月 29 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	2.72	-4	3.00	-5	3.19	-8	3.33	-8	3.49	-9
AAA	2.79	-4	3.11	-7	3.34	-9	3.51	-7	3.66	-9
AA+	3.04	-3	3.37	-6	3.72	-12	3.97	-6	4.14	-7
AA	3.44	-3	3.90	-3	4.21	-7	4.61	-11	4.82	-21
AA-	5.38	-7	6.09	-6	6.42	-9	6.66	-7	6.83	-4

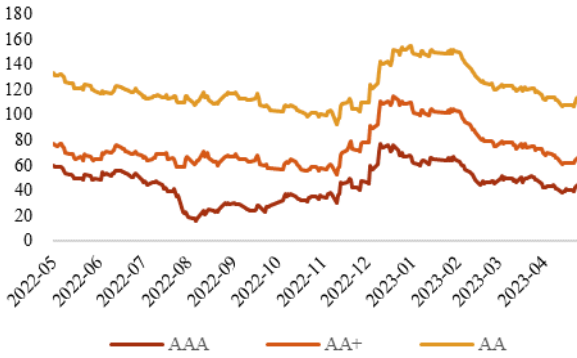
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

## 二级市场：中短期票据信用利差持续下行，城投债信用利差走阔，产业债信用利差收窄

- 中短期票据信用利差持续下行, 期限利差小幅走阔, 城投债信用利差走阔, 产业债信用利差收窄。

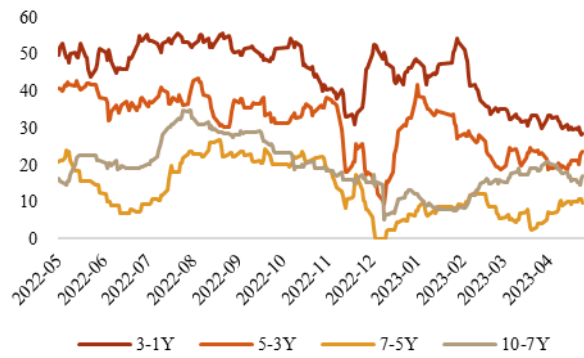
4 月份, 中短期票据信用利差持续下行, 各级别均处于历史中位数以下; 其中, AAA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 4.48bp; AA+级别信用利差波动下降, 月末较月初下降 7.48bp; AA 级别信用利差波动下降, 至月末下行 5.48bp。同期, 期限利差小幅走阔, 3-1Y 期限利差下行 1.46bp, 5-3Y 期限利差微升 0.38bp, 7-5Y 期限利差上升 5.51bp, 10-7Y 期限利差下行 2.90bp。整体看, 中短端期限利差低于历史均值, 长端期限利差高于历史均值。

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

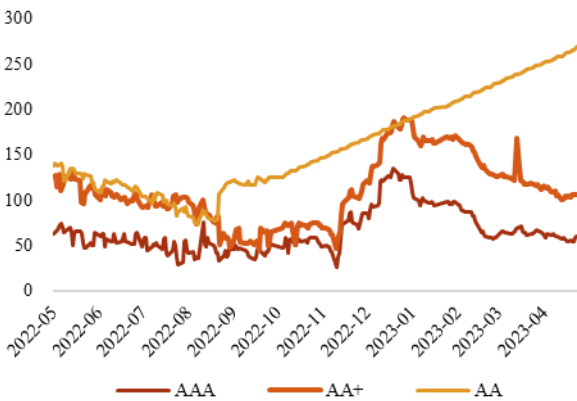
图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

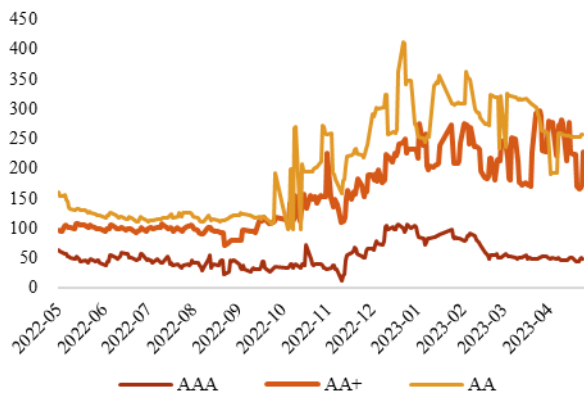
4 月份，城投债信用利差有所分化，不同等级间信用利差走阔，其中 AAA 级别信用利差波动下降，至月末下行 7.38bp；AA+级别信用利差波动下降，整体较月初下行 11.08bp，AA 级别信用利差持续上升，至月末大幅上行 20.00bp，中高等级城投债信用利差均处于历史中位数以下，低等级城投债信用利差显著高于历史均值。同期，产业债信用利差整体下行，不同等级间产业债信用利差有所收窄，AAA 级别信用利差下行 4.17bp，AA+级别信用利差下行 2.52bp，AA 级别信用利差下行 8.23bp，高等级产业债信用利差显著低于历史均值，中低等级产业债信用利差均处于历史中位数以上。

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 11 只违约债券，违约金额环比下降

- 信用债新增 11 只违约债券，违约金额环比下降。

2023 年 4 月，信用债市场违约 11 只债券，违约金额为 163.21 亿元，环比下降 270.51 亿元，月内无新增违约或展期债券主体，历史违约主体重点包括恒大地产、融信投资、鹏博士、金科地产、鑫苑置业等。

5 月份信用债预计总偿还量在接近 1 万亿元上下，在年内处于中等水平，但仍需谨防风险行业 and 风险企业

发生超预期违约事件。

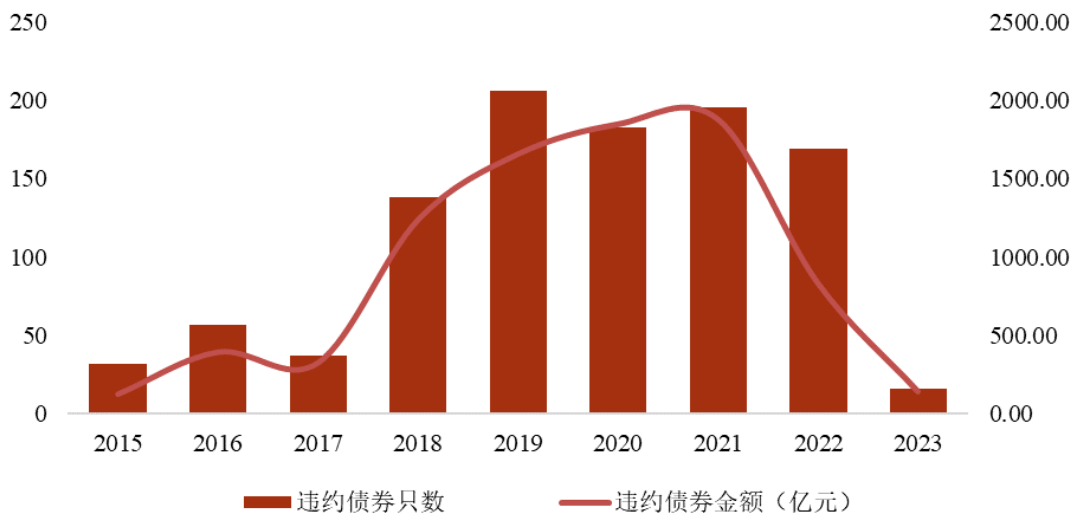
**表 3 当月重点新增违约情况**

违约企业	当月违约金额（亿元）	违约类型
恒大地产集团有限公司	103.00	展期
融信(福建)投资集团有限公司	40.00	展期
鹏博士电信传媒集团股份有限公司	10.00	展期
金科地产集团股份有限公司	10.00	实质违约
鑫苑(中国)置业有限公司	9.80	展期
<b>总计</b>	<b>172.80</b>	-

资料来源: Wind, 信用评估部

本月境内评级下调企业以转债主体为主，远洋资本由 AA+/稳定下调至 AA/负面，正邦科技由 B/负面下调至 CCC/负面，全筑股份由 BBB-/负面连续下调至 B+/负面，郑煤集团由 BBB+/负面下调至 BBB-/负面，滇池投资由 AA+/稳定下调至 AA+/负面；境外评级机构评级调整对象行业以城投为主，重点包括潍坊城投遭下调至 BB+/稳定（惠誉），胶州湾发展遭下调至 BB+/稳定（惠誉），昆明产投遭下调至 BB-（惠誉），华融资产由 Baa2/稳定下调至 Baa3/稳定（穆迪），韵达控股由 Baa2/稳定遭下调至 Baa2/负面（穆迪）。

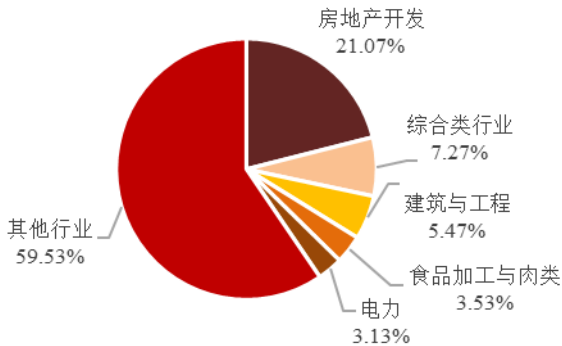
**图 7 违约事件统计**



资料来源: Wind, 信用评估部

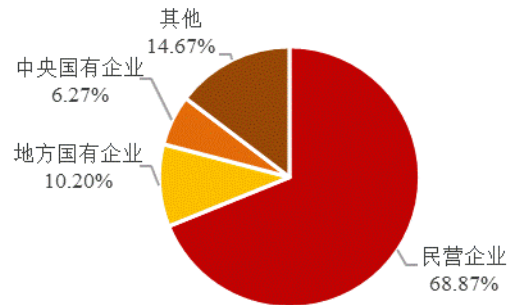
截至 2023 年 4 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程等三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程、食品加工与肉类、电力等五大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，占比接近 70%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2023 年，新增违约债券集中于房地产开发行业，违约企业性质主要为民营企业，涉及个券以存量风险企业新增违约或展期债券为主。

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：4月政治局会议召开，郑煤集团评级遭下调

### ● 4月政治局会议召开

4月28日，中共中央政治局召开会议，会议指出“三重压力得到缓解，经济增长好于预期”，但经济运行“内生动力还不强”，并提及宏观政策基调是去年中央经济工作会议的延续、促进消费、有效带动激发民间投资等。具体看，产业政策强调“在短板领域加快突破”，“在优势领域做大做强”；货币政策延续“精准有力”；房地产领域重申“促进房地产市场平稳健康发展”与“因城施策”，预计房地产不会出现过去大规模刺激的政策，不同能级城市间分化态势或进一步显著，房地产政策整体将延续“托而不举”的基调；地方政府债务方面，指出“要加强地方政府债务管控，严控新增隐性债务”，随着债务到期高峰的延续，未来弱区域、弱平台债务置换或已退出公开市场主体的债务重组预计将逐步铺开；金融监管方面，会议指出“要有效防范化解重点领域风险，统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”，促进中小银行回归服务本地、回归信贷主业，加强对保险机构偿付能力的监管，压缩信托公司通道业务，鼓励回归信托本源的业务。建议后续持续跟踪不同区域房地产政策差异，以及区域房地产市场分化态势，持续关注弱区域城投化债进展，以及各地方政府对于涉险主体的债务化解方案，以及中小银行参与地方债务化解的情况。

### ● 郑煤集团评级遭下调

4月25日，大公国际发布公告称，将郑煤集团主体评级由BBB+/负面下调至BBB-/负面。自2023年1月，郑煤集团因7.80亿元贷款逾期被民生银行提起诉讼，并冻结其持有的郑州煤电（600121.SH）1.9亿股股权（市值约8.74亿元），受此影响，2023年3月至4月，在民生银行贷款诉讼解决前，平安银行暂停对郑煤集团新授信的批复，导致3.72亿元累计贷款被动逾期。另外，考虑到郑煤集团资产负债率处于较高

水平，偿债能力整体下降，大公国际对郑煤集团主体评级进行了下调动作。4月28日，郑煤集团公告称，郑州煤电被司法冻结的1.9亿股股权全部解除冻结，但未披露事项具体进展，后续建议持续关注郑煤集团贷款逾期事项进展，以及6月12日“15郑煤MT001”还本付息情况。同时，郑煤集团贷款逾期事件也侧面反映了区域融资环境及政府对国有企业管理问题，关注区域市场认可度变化情况。

长城财富保险资管



## 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