

# 城投金边渐暗，需灵活又谨慎

## —— 4 月信用债月报

2021 年 5 月

### 要点：

百瑞信托博后工作站

#### ○ 一级市场：净融资持续下降，发行利率回归常态

在整体去杠杆的背景下，今年信用债净融资较去年同期比较，一直维持低位，4 月主要非金融信用债总发行规模为 15421.81 亿元，总偿还规模为 13220.78 亿元，净融资规模仅为 2201.02 亿元，而去年同期净融资额为 8765.34 亿元；

发行利率自去年 11 月永煤事件后，一直高企，目前有回归中枢态势。

#### ○ 二级市场：短端下行较多，利差持续分化

产业债方面，4 月份收益率整体下行，曲线形态呈蝶式，长端及短端下行较多，中长端有所上行；

城投债方面，与产业债不同，4 月份收益率整体下行，短端下行较大；

不管从评级利差还是（产业-城投）利差来看，都存在高评级收窄，低评级走阔的分化现象。

#### ○ 投资观点：

自 1 月以来，我们一直推荐城投的票息及久期策略，那么进入 5 月后，城投债久期策略行情能否持续？

我们认为：首先，需要跟紧资金利率动向而灵活变动；其次，需要注意在化解隐性债务的背景下，城投债的安全边际正在走低。所以操作策略上需要更加灵活和谨慎。

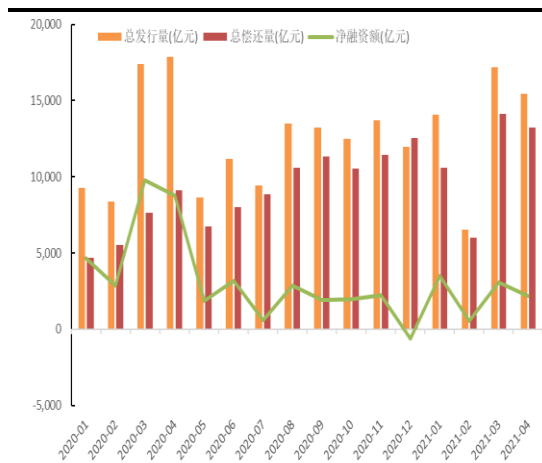
# 一、信用债一级市场

## 1、发行规模

截至4月30日，4月主要非金融信用债品种（企业债、公司债、中期票据、短期融资券、PPN、资产支持证券）总发行量较去年同期略降，但总偿还量较去年同期上升较多，导致净融资额较去年同期下降。具体来看，4月主要非金融信用债总发行规模为15421.81亿元，总偿还规模为13220.78亿元，净融资规模仅为2201.02亿元，而去年同期净融资额为8765.34亿元。

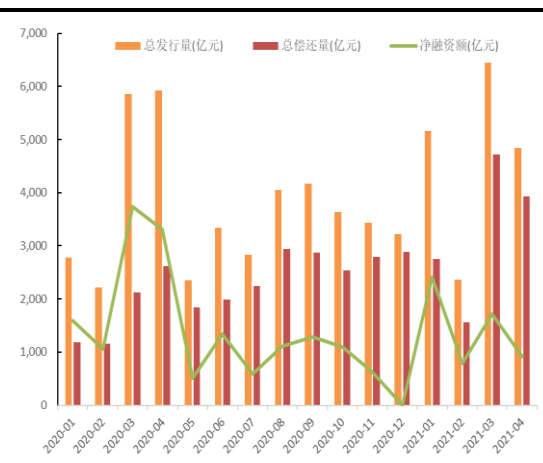
城投债方面，总发行量较去年同期持平，总偿还量上升较多，导致净融资额下降较多。具体来看，4月城投债总发行规模为4836.94亿元，总偿还规模为3931.75亿元，净融资规模为905.19亿元，而去年同期净融资额为3301.47亿元。

图表 1：主要信用债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 2：城投债一级情况（亿元）



数据来源：Wind，百瑞信托

## 2、发行结构

从发行量占比角度来看，4月，AAA级债项占比有所提升，AA+级占比持平，而AA级占比压缩。具体来看，AAA级发行金额占比有所上升，从63%上升至67%，上升4个百分点；AA+级发行金额占比持平，为23%；AA级及以下发行金额占比有所下降，从14%下降到10%，下降4个百分点。

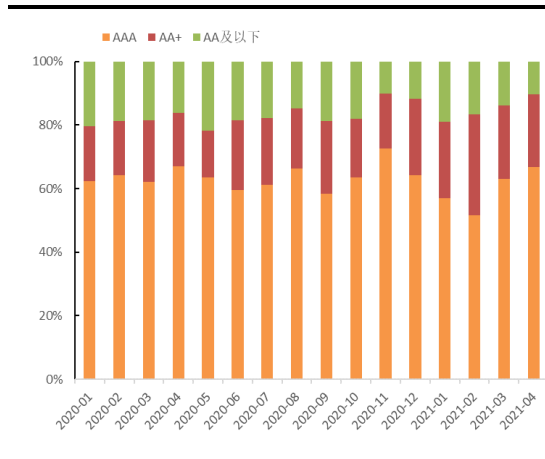
从国企、民企总发行量角度来看，4月，民企发行量/国企发行量比例略微下降，从5%下降至4%，下降1个百分点。

从国企、民企净融资角度来看，4月国企、民企净融资额较去年同期都有所下降，值得关注的是民企净融资额依然为负值。具体来看：国企净融资额从

10207.86 亿元下降至 6614.62 亿元，民企净融资额从 221.58 亿元下降至 -221.58 亿元。

从信用债发行区域角度来看，总发行额前五的区域依然为北京、广东省、江苏省、上海、浙江省，发行困难省除了往常的东三省及西藏、甘肃、青海外，还有河北。

图表 3：主要信用债发行结构（%）



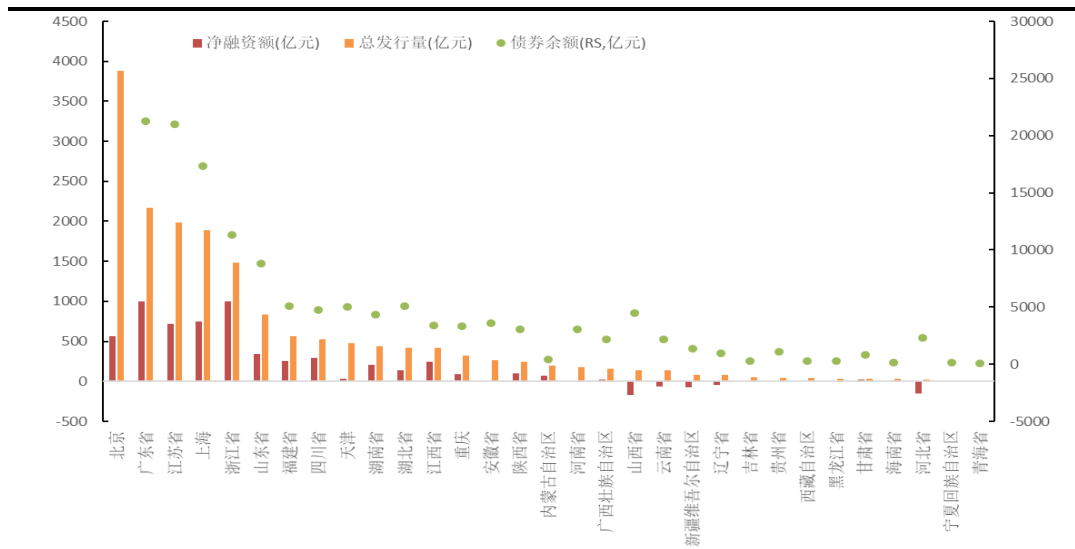
数据来源：Wind，百瑞信托

图表 4：国企、民企净融资情况（亿元，%）



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 5：信用债分区域发行情况



资料来源：Wind，百瑞信托

### 3、发行利率

4 月发行利率整体较上月有所下行。

公司债方面，4 月，AAA、AA+发行利率下行，AA 发行利率有些上行，AAA 下行 17bp (3.92%，前值 4.09%)；AA+下行 30bp (4.96%，前值 5.26%)；AA 上

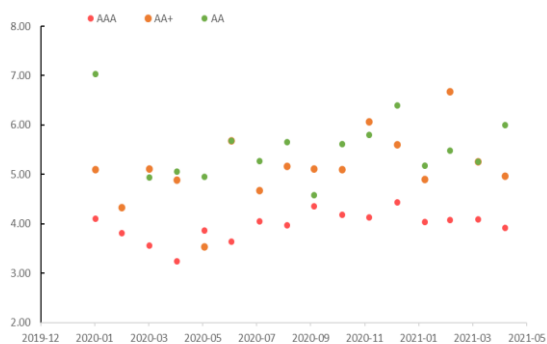
行 74bp (5.99%, 前值 5.25%)。

企业债方面, 4月, AAA、AA+企业债发行利率下行, AA发行利率小幅上行。具体来看, AAA下行 27bp (3.98%, 前值 4.25%); AA+下行 41bp, (5.03%, 前值 5.44%); AA上行 20bp (5.63%, 前值 5.43%)。

中票短融方面, 4月, 中票短融发行利率整体下行。具体来看, AAA下降 12bp (3.81%, 前值 3.93%); AA+下降 9bp (3.81%, 前值 3.93%); AA下降 44bp (5.13%, 前值 5.57%)。

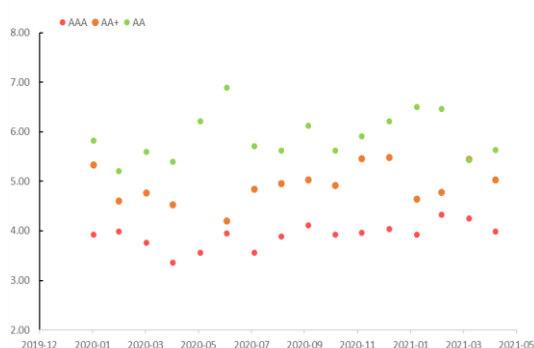
短融方面, 整体加权发行利率略微下行, 下降 14bp (2.98%, 前值 3.12%)。

图表 6: 公司债发行利率 (%)



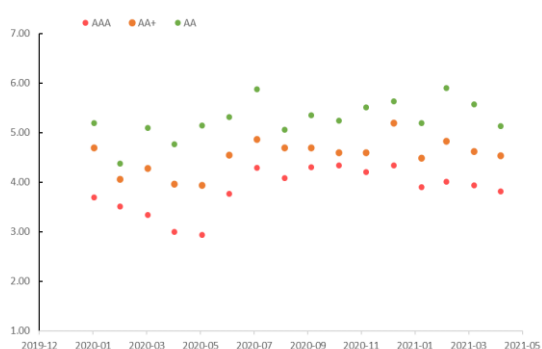
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 7: 企业债发行利率 (%)



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 8: 中票发行利率 (%)



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 9: 短融发行利率 (%)



数据来源: Wind, 百瑞信托

## 二、信用债二级市场

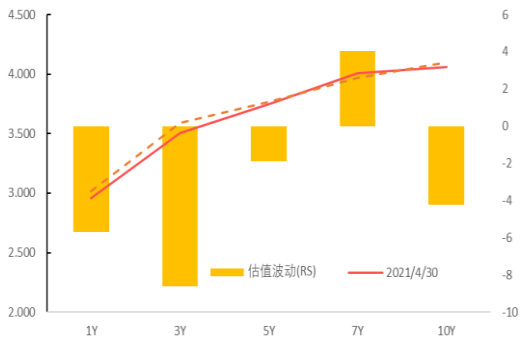
### 1、收益率情况

产业债方面, 4月份收益率整体下行, 曲线形态呈蝶式, 长端及短端下行较多, 中长端有所上行。具体来看, AAA产业债, 受4月资金持续宽松影响, 短端持续下行, 1Y下行 5.68BP (2.959%, 前值 3.016%), 3Y下行 8.92bp (3.593%, 前

值 3.682%)；受市场久期策略影响，长端也下行较快，10Y 下行 4.22bp；而中长端因为期限利差收窄，性价比不高，5Y 小幅下行 1.88bp，7Y 上行 4.05bp。

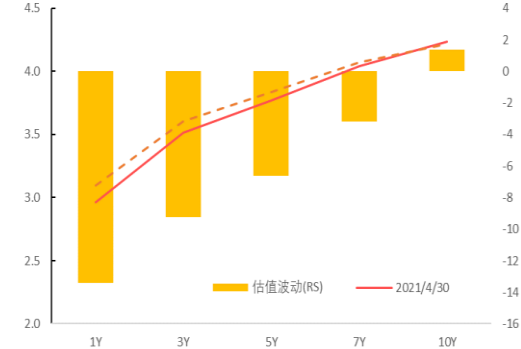
城投债方面，与产业债不同，4 月份收益率整体下行，短端下行较大。具体来看，AAA 城投债，1Y 下行 13.4bp (2.964%，前值 3.098%)；3Y 下行 9.25bp (3.513%，前值 3.606%)；5Y、7Y、10Y 分别下行 6.60bp、3.16bp、1.36bp。

图表 10：AAA 产业债收益率曲线



数据来源：Wind，百瑞信托

图表 11：AAA 城投债收益率曲线



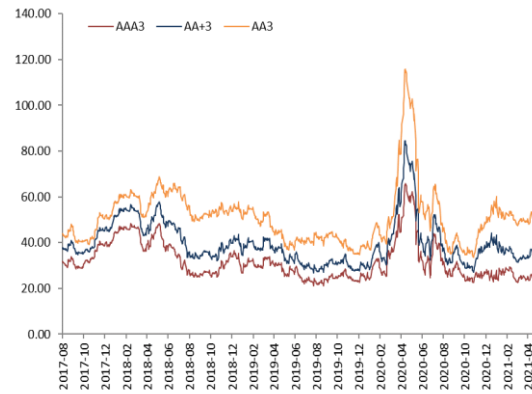
数据来源：Wind，百瑞信托

## 2、利差情况

信用利差方面，4 月高评级产业债信用利差小幅收窄，中高及低评级产业债信用利差小幅走阔。具体来看，3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 25BP 左右，较 3 月收窄 0-1BP；3Y/AA+ 信用利差中枢在 34bp，较 3 月走阔 1-2bp，3Y/AA 评级利差中枢在 50bp，较 3 月走阔 0-1bp。

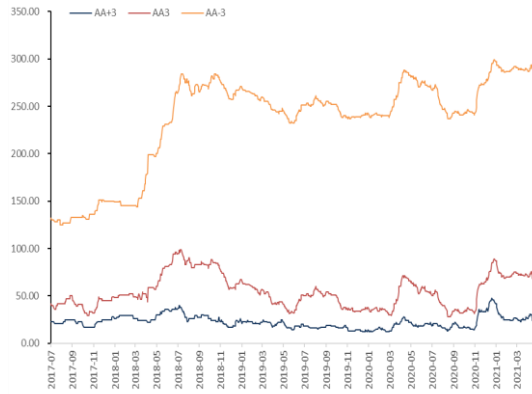
评级利差方面，4 月高等级评级利差略微走阔，而中、低等级评级利差持平。具体来看，3Y/AA+ 评级利差中枢在 27BP 左右，较 3 月收窄 2bp，3Y/AA 评级利差中枢在 72BP，较 3 月持平，3Y/AA- 评级利差中枢在 290BP，较 3 月持平。

图表 12：AAA 产业债信用利差



数据来源：Wind，百瑞信托

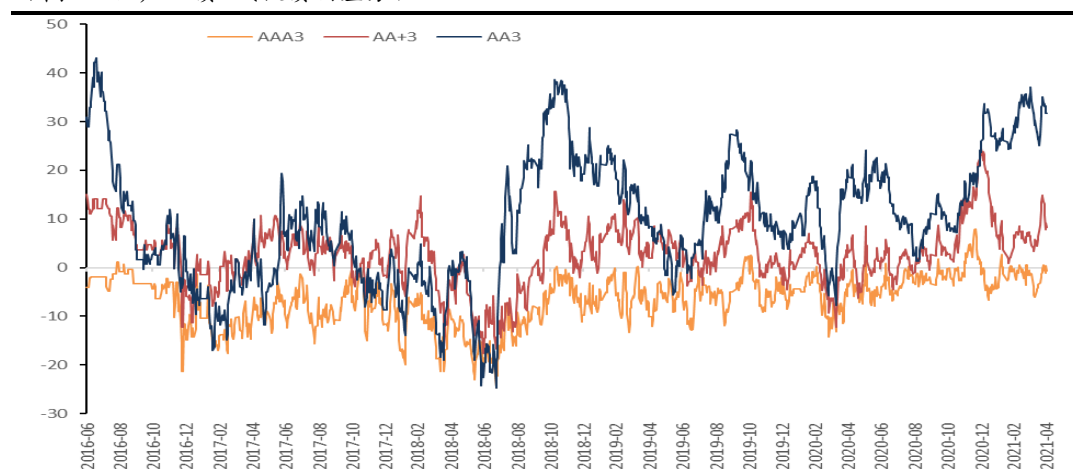
图表 13：产业债评级利差



数据来源：Wind，百瑞信托

产业债与城投债之间利差方面分化持续严重，高评级收窄，低评级走阔。具体来看，3Y/AAA 产业-城投利差中枢在 2-3bp，3Y/AA+ 产业-城投利差中枢在 9-11bp，3Y/AA 产业-城投利差中枢在 17-20bp。

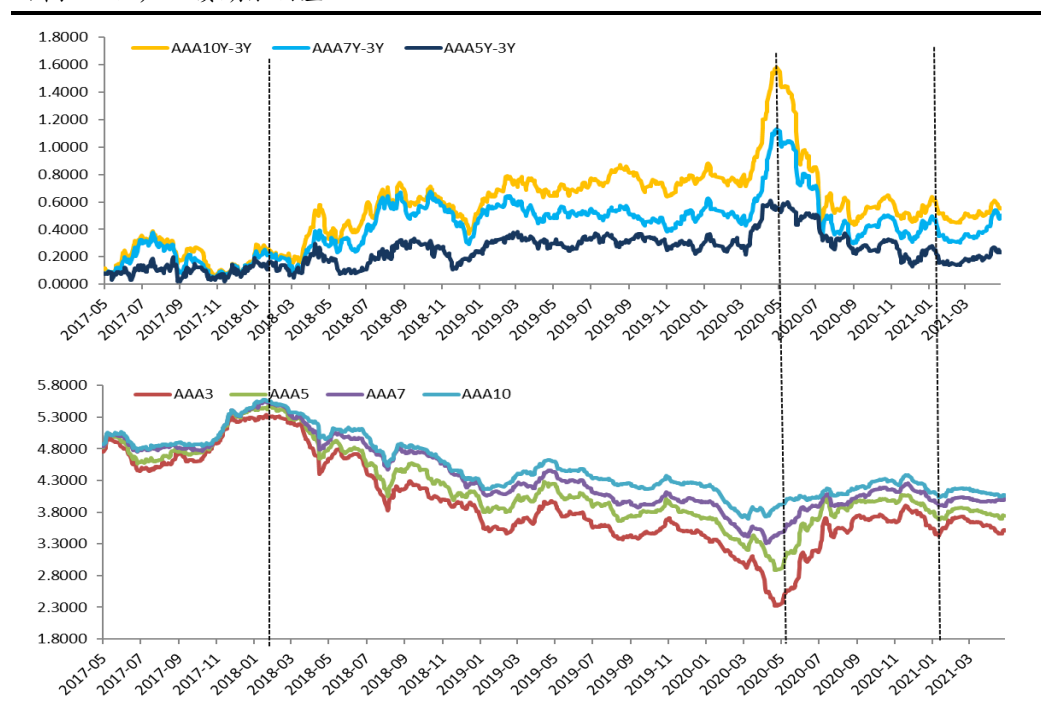
图表 14：产业债-城投债利差分化



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，4月 AAA 产业债期限利差略微抬头。具体来看，10Y-3Y 利差均值 55bp（前值 50bp）；7Y-3Y 利差抬头较快，均值在 46bp（前值 36bp）；5Y-3Y 利差中枢在 23bp（前值 18bp）。

图表 15：产业债期限利差



资料来源：Wind，百瑞信托

## 三、信用债重大事件

### 1、评级（展望）调整

4月，共有17家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共11家，评级（展望）上调的主体共6家。下调的发行主体中，扣除违约主体外，还有中国华融资产管理股份有限公司、武汉正通联合实业投资集团有限公司、苏宁电器集团有限公司、华融融德资产管理有限公司、广州农村商业银行股份有限公司、北京东方园林环境股份有限公司。

图表 16：评级（展望）下调/上调

下调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
发行人						
中国华融资产管理股份有限公司	2021-04-14	AAA	负面	2020-07-24	AAA	稳定
新疆同济堂健康产业股份有限公司	2021-04-23	CC		2021-03-02	B	
武汉正通联合实业投资集团有限公司	2021-04-02	AA-	负面	2021-01-27	AA	负面
同济堂医药有限公司	2021-04-23	CC		2021-03-02	B	
天津市房地产发展(集团)股份有限公司	2021-04-12	BBB+	负面	2021-02-10	A	负面
苏宁电器集团有限公司	2021-04-06	AA+	负面	2020-06-23	AAA	稳定
宁夏晟晏实业集团有限公司	2021-04-01	BBB+	负面	2021-03-01	A	负面
隆鑫控股有限公司	2021-04-02	CC	负面	2021-01-22	B-	负面
华融融德资产管理有限公司	2021-04-16	AAA	负面	2020-12-31	AAA	稳定
广州农村商业银行股份有限公司	2021-04-19	AAA	负面	2020-07-29	AAA	稳定
北京东方园林环境股份有限公司	2021-04-28	AA	稳定	2020-12-10	AA+	稳定

上调	本次评级			上次评级		
	评级日期	信用等级	评级展望	评级日期	信用等级	评级展望
发行人						
大连时泰城市建设发展有限公司	2021/4/23	AA+	稳定	2020/6/23	AA+	
中建投租赁股份有限公司	2021/4/19	AAA	稳定	2017/7/18	AA+	稳定
新华人寿保险股份有限公司	2021/4/12	A	稳定	2020/4/27	A	
云南世博旅游控股集团有限公司	2021/4/9	AA+	稳定	2017/7/27	AA	稳定
泰康保险集团股份有限公司	2021/4/8	A-	稳定	2020/4/29	A-	
常德财鑫融资担保有限公司	2021/4/6	AAA	稳定	2020/6/15	AA+	

资料来源：iFind，百瑞信托

### 2、违约情况

4月，共有15家发行主体发生过违约事件，构成实质性违约的有12家，展期的有3家，其中康美药业股份有限公司有部分债券触发交叉违约条款的情况。12家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共计56.36亿元，其中，同济堂医药有限公司、北京紫光通信科技集团有限公司为首次违约主体，剩余10家为先前发生过违约的主体。

图表 17：2 月违约债券列表

债券简称	违约日期	发行人	最新状态	逾期本金+利息 (亿)	剩余期限 (年)	违约前主体评级	企业性质	是否上市公司	所属行业(Wind)	担保人
16紫光02	2021-04-06	紫光集团有限公司	实质违约	3.17	--	C	中央国有企业	否	通信设备	北京紫光通信科技集团有限公司
18中融新大MTN002	2021-04-19	中融新大集团有限公司	实质违约	0.49	0.95	C	民营企业	否	贸易公司与工业品经销商	
20永煤SCP008	2021-04-09	永城煤电控股集团有限公司	展期	5.00	--	B	地方国有企业	否	煤炭与消费用燃料	
18新华联控MTN001	2021-04-23	新华联控股份有限公司	实质违约	0.80	1.96	C	民营企业	否	综合类行业	
18同济01	2021-04-26	同济堂医药有限公司	实质违约	2.20	--	B	民营企业	否	中药	新疆同济堂健康产业股份有限公司
18同济02	2021-04-26	同济堂医药有限公司	实质违约	2.00	--	B	民营企业	否	中药	新疆同济堂健康产业股份有限公司
16天房03	2021-04-26	天津房地产集团有限公司	实质违约	7.40	--		地方国有企业	否	多样化房地产活动	
16宁远高	2021-04-12	宁夏远高实业集团有限公司	实质违约	5.73	--	C	民营企业	否	贵金属与矿石	
18康美MTN003	2021-04-20	康美药业股份有限公司	实质违约	10.55	--	C	民营企业	是	中药	
18康美MTN003	2021-04-08	康美药业股份有限公司	实质违约	0.00	--	C	民营企业	是	中药	
17康美MTN003	2021-04-08	康美药业股份有限公司	触发交叉条款	0.00	1.36	C	民营企业	是	中药	
17康美MTN001	2021-04-08	康美药业股份有限公司	触发交叉条款	0.00	1.20	C	民营企业	是	中药	
18康美MTN005	2021-04-08	康美药业股份有限公司	触发交叉条款	0.00	0.15	C	民营企业	是	中药	
17康美MTN002	2021-04-08	康美药业股份有限公司	实质违约	0.00	1.28	C	民营企业	是	中药	
18康美MTN004	2021-04-08	康美药业股份有限公司	触发交叉条款	0.00	0.13	C	民营企业	是	中药	
20华夏幸福MTN002	2021-04-20	华夏幸福基业股份有限公司	实质违约	0.26	3.96	C	民营企业	是	房地产开发	
16华夏05	2021-04-19	华夏幸福基业股份有限公司	展期	21.44	--	C	民营企业	是	房地产开发	
20鸿达01	2021-04-19	鸿达兴业集团有限公司	展期	0.33	1.95	C	民营企业	否	基础化工	
20豫能化CP002	2021-04-19	河南能源化工集团有限公司	展期	0.00	--	BB	地方国有企业	否	煤炭与消费用燃料	
17成发01	2021-04-10	成发建设集团有限公司	实质违约	0.15	0.93	C	民营企业	否	建筑与工程	
18北讯03	2021-04-26	北讯集团股份有限公司	实质违约	7.63	--	C	民营企业	是	建筑产品	
18紫光通信PPN001	2021-04-26	北京紫光通信科技集团有限公司	实质违约	10.63	--	AA+	中央国有企业	否	电子制造服务	
16信威02	2021-04-27	北京信威通信技术股份有限公司	实质违约	5.36	--	AA	民营企业	否	通信设备	

资料来源：Wind，百瑞信托

## 四、投资观点

整体来看，4月作为缴税大月，资金依然宽松，信用债市场收益率也随利率债下行，高等级、中高等级信用利差有所收窄，但受信用事件频发影响，信用分化行情持续发酵，1-5Y/AAA 城投信用利差分位数在 10-20%，而 1-5Y/AA-城投信用利差分位数到 90-95%。

自 1 月以来，我们一直推荐城投的票息及久期策略，那进入 5 月后，城投债久期策略行情能否持续？我们认为：首先，需要跟紧资金利率动向而灵活变动，目前资金主要矛盾有：1) 收紧信号，今年国债及地方政府债发行节奏不及往年，导致当前流动性较为宽松，进入 5 月后，地方债供给有望回升；2) 宽松信号，4 月份政治局会议重提“保持流动性合理充裕”，使得市场认为货币政策表态整体延续去年 12 月中央经济工作会议的基调。其次，在整体去杠杆，新增融资渠道受限，偿债压力持续增加的情况下，很多城投的主体信用需要被市场“重估”，这将导致城投债长久期的潜在净值波动压力较大。再次，城投债的安全边际在走低，4 月 30 日，春华水务集团发布违约公告，尽管是银行贷款及非标类的违约，但春华水务作为公用事业运营主体，或多或少意味着地方政府的态度。所以操作策略需要更加灵活和谨慎。



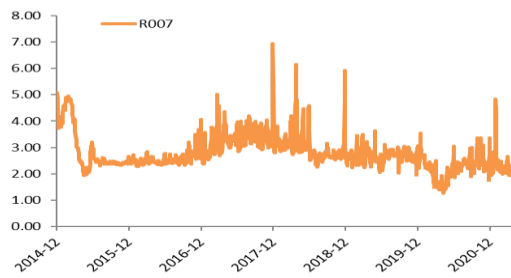
其他数据一揽

图表 18: 债券市场表现情况

	全价 (%)					相对信用利差分位数 (%)				
	1年	3年	5年	7年	10年	1年	3年	5年	7年	10年
国债	0.40	0.50	0.34	0.49	0.47	18	27	4	3	13
国开	0.47	0.46	0.63	0.88	0.51	12	16	7	4	1
非国开	0.38	0.61	0.48	0.61	0.66	23	9	3	17	3
铁道	0.30	0.58	0.63	0.27	0.64	27	30	14	28	9
产业AAA	0.29	0.53	0.39	0.08	0.67	20	32	11		
产业AA+	0.35	0.57	0.85			33	43	26		
产业AA	0.46	0.74	0.86			84	90	79		
产业AA-	0.57	0.74				20	22	11	19	18
城投AAA	0.37	0.54	0.60	0.52	0.23	20	27	23		
城投AA+	0.36	0.61	0.93			19	27	49		
城投AA	0.45	0.64	0.64			91	96	96		
城投AA-	0.47	0.29								

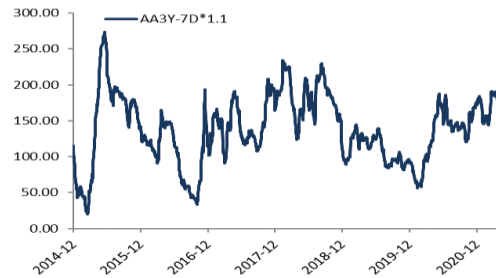
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



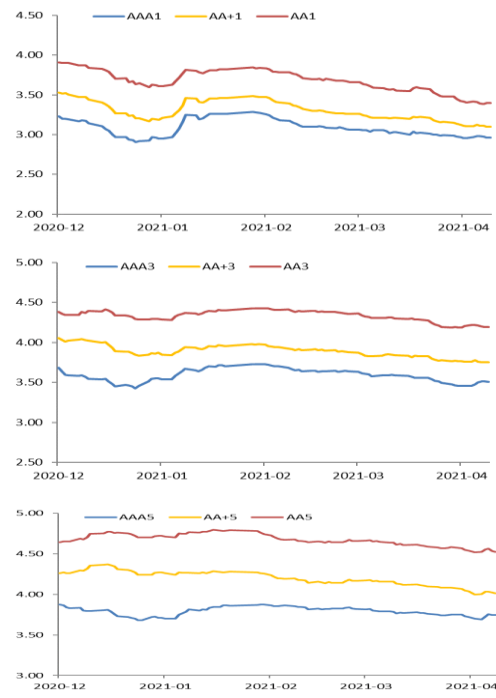
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 23: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 24: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托