

城投发行缩量，信用分层依旧

——5月信用债月报

2021年6月

要点：

百瑞信托博后工作站
魏文臻杰

○ 一级市场：发行缩量，发行利率回归常态

5月份信用债整体发行缩量，净融资规模为“永煤事件”以来第二次落入负区间，为-1481.42亿元；

值得注意的是，城投债净融资额也跌入负区间，城投债净融资规模为-903.54亿元。

发行利率自4月份以来开始回落，目前快回归至2019年中枢。

○ 二级市场：信用利差收窄，信用分化持续

产业债方面，5月份收益率整体下行，曲线形态呈反蝶式，长端及短端下行较少，中长端下行较多；

城投债方面，5月份收益率整体下行，长端下行较大；

不管从评级利差还是（产业-城投）利差来看，都存在中低评级利差收窄的现象，但信用分化依然持续，以城投为例，1-5Y/AAA城投信用利差分位数在1-5%，而1-5Y/AA-城投信用利差分位数到90-95%。

○ 投资观点：

鉴于目前AAA城投债的信用利差分位数已收窄在1-5%的位置，配置性价比不高，但在无券可配行情下，可在财政实力较强、债务负担较轻的地区轻微下沉，挖掘其中流动性较好的公益类项目债，控制好久期，警惕财政实力过弱、债务负担过重的地区，下沉不可盲目，择券需谨慎再谨慎。

一、信用债一级市场

1、发行规模

截至5月31日，5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，导致净融资额为负。具体来看，5月主要非金融信用债总发行规模为7277.68亿元，总偿还规模为8759.11亿元，净融资规模为“永煤事件”以来第二次落入负区间，为-1481.42亿元。

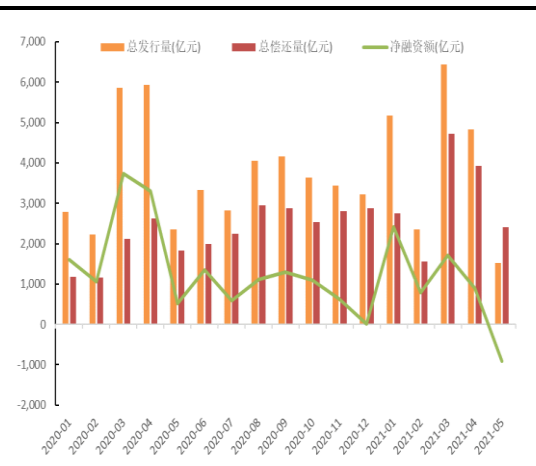
城投债方面，总发行量较去年同期减少，加之总偿还量上升较多，导致净融资额也落入了负区间。具体来看，5月城投债总发行规模为1512.52亿元，总偿还规模为2416.06亿元，净融资规模为-903.54亿元。

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

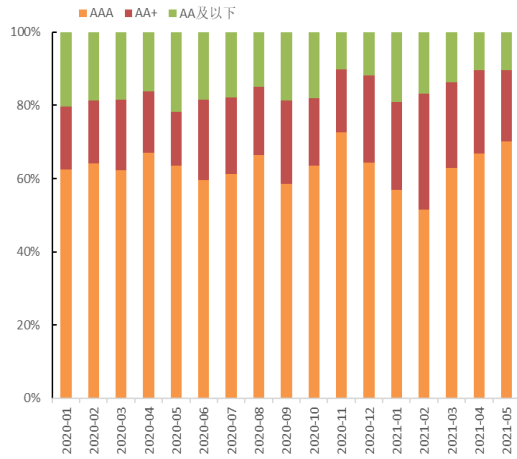
从发行量占比角度来看，5月，AAA级债项占比有所提升，AA+级占比下降，而AA级占比持平。具体来看，AAA级发行金额占比有所上升，从67%上升至70%，上升3个百分点；AA+级发行金额占比压缩，从23%下降到19%，下降4个百分点；AA级及以下发行金额占比持平，为10%。

从国企、民企总发行量角度来看，5月，民企发行量/国企发行量比例略微下降，从4%下降至3%，下降1个百分点。

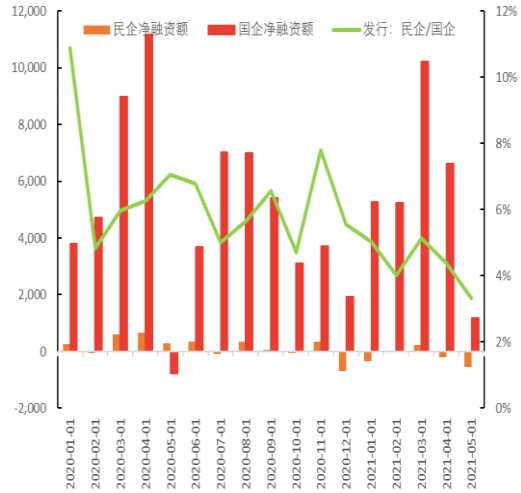
从国企、民企净融资角度来看，5月国企、民企净融资额较去年同期都骤降，值得关注的是民企净融资额依然为负值。具体来看：国企净融资额从6614.62亿元下降至1184.74亿元，民企净融资额从-200.88亿元下降至-540.89亿元。

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、上海、江苏省、浙江省，发行困难省除了往常的东三省及西藏、甘肃、青海外，还有海南，河南省发行自去年“永煤事件”冲击后，目前已回归至常态。

图表 3：主要信用债发行结构 (%)



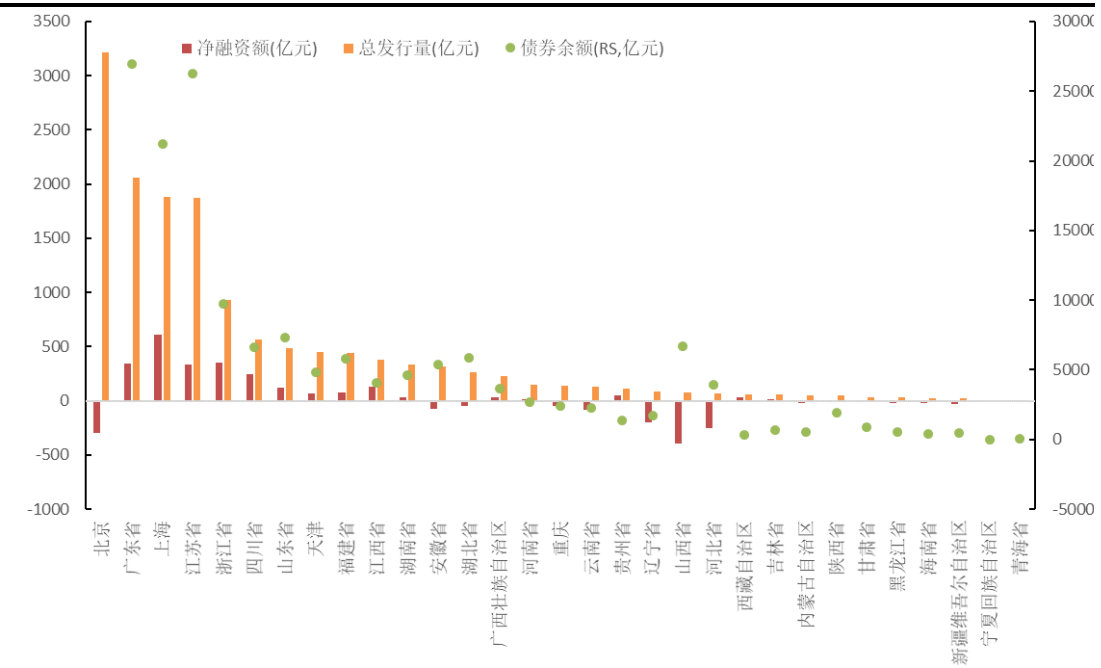
图表 4：国企、民企净融资情况 (亿元, %)



数据来源：Wind，百瑞信托

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

5月发行利率整体较上月有所下行。

公司债方面，5月，发行利率均下行，AAA下行14bp (3.78%, 前值 3.92%,)；

AA+下行 21bp (4.75%, 前值 4.96%); AA 下行 50bp (5.49%, 前值 5.99%)。

企业债方面, 5 月, AAA、AA+企业债发行利率下行, AA 发行利率有所上行。具体来看, AAA 下行 7bp (3.91%, 前值 3.98%); AA+下行 48bp, (4.55%, 前值 5.03%); 受发行只数较少影响, AA 上行 207bp (7.70%, 前值 5.63%)。

中票短融方面, 5 月, 中票短融发行利率整体下行。具体来看, AAA 下行 27bp (3.54%, 前值 3.81%); AA+下行 40bp (4.14%, 前值 4.53%); AA 上行 31bp (5.44%, 前值 5.13%)。

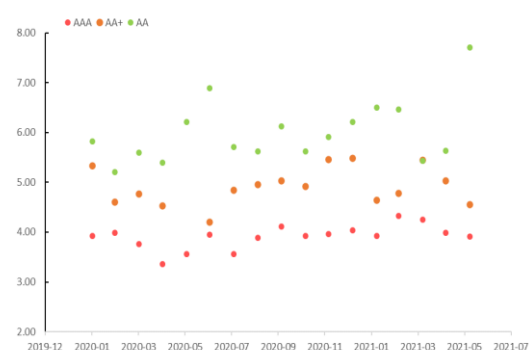
短融方面, 整体加权发行利率略微下行, 下降 12bp (2.86%, 前值 2.98%)。

图表 6: 公司债发行利率 (%)



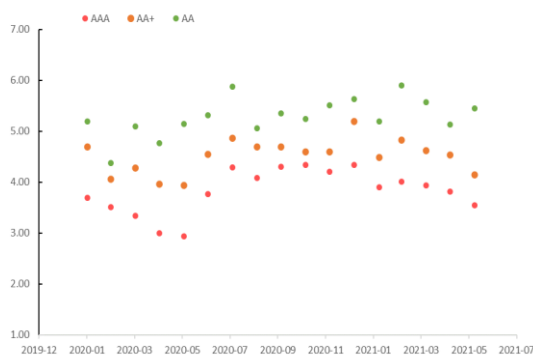
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 7: 企业债发行利率 (%)



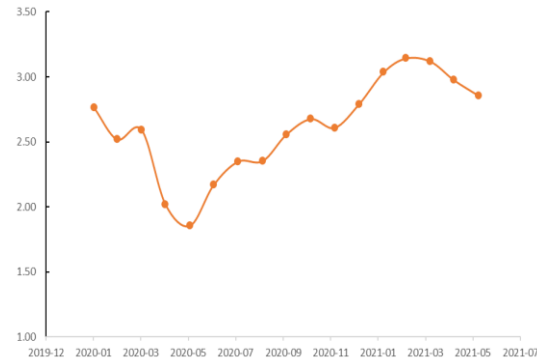
数据来源: Wind, 百瑞信托

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

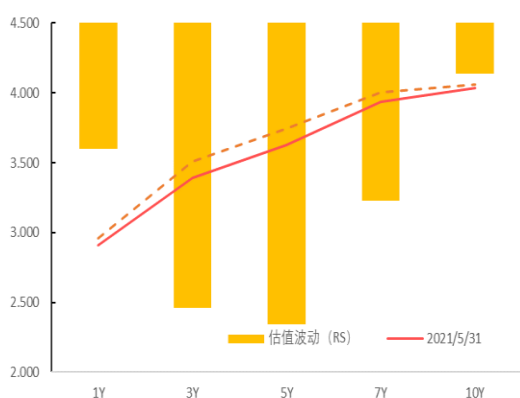
1、收益率情况

产业债方面, 5 月份收益率整体下行, 曲线形态呈反蝶式, 长端及短端下行较少, 中长端下行较多。具体来看, AAA 产业债, 受 5 月资产荒影响, 中长端下行较多, 短端在中下旬后有所回调, 5 月, 1Y 下行 5.04BP (2.909%, 前值 2.959%),

3Y 下行 11.43bp (3.392%, 前值 3.507%), 5Y 下行 12.07bp (3.624%, 前值 3.745%), 7Y 下行 7.14bp (3.936%, 前值 4.007%), 10Y 下行 2.03bp (4.037%, 前值 4.057%)。

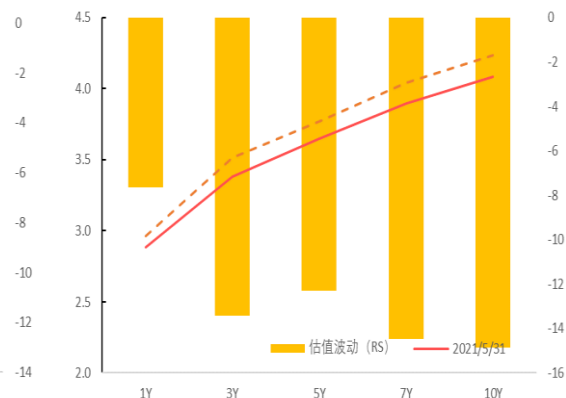
城投债方面, 5 月份收益率整体下行, 长端下行较大。具体来看, AAA 城投债, 1Y 下行 7.63bp (2.887%, 前值 2.964%); 3Y 下行 13.44bp (3.379%, 前值 3.513%); 5Y、7Y、10Y 分别下行 12.31bp、14.48bp、14.85bp。

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, 5 月高评级产业债信用利差走平, 中高及低评级产业债信用利差收窄。具体来看, 3Y/AAA 产业债信用利差中枢在 24BP 左右, 较 3 月收窄 0-0.5BP; 3Y/AA+ 信用利差中枢在 32bp, 较 3 月收窄 2-3bp, 3Y/AA 评级利差中枢在 46bp, 较 3 月收窄 3-4bp。

评级利差方面, 5 月评级利差在月末时期有所收窄, 但分化依然存在, 具体来看, 3Y/AA+ 评级利差月末中枢在 17BP 左右, 较 4 月收窄 8bp, 3Y/AA 评级利差月末中枢在 66BP, 较 4 月收窄 6bp, 3Y/AA- 评级利差月末中枢在 285BP, 较 4 月收窄 5bp。

图表 12: AAA 产业债信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

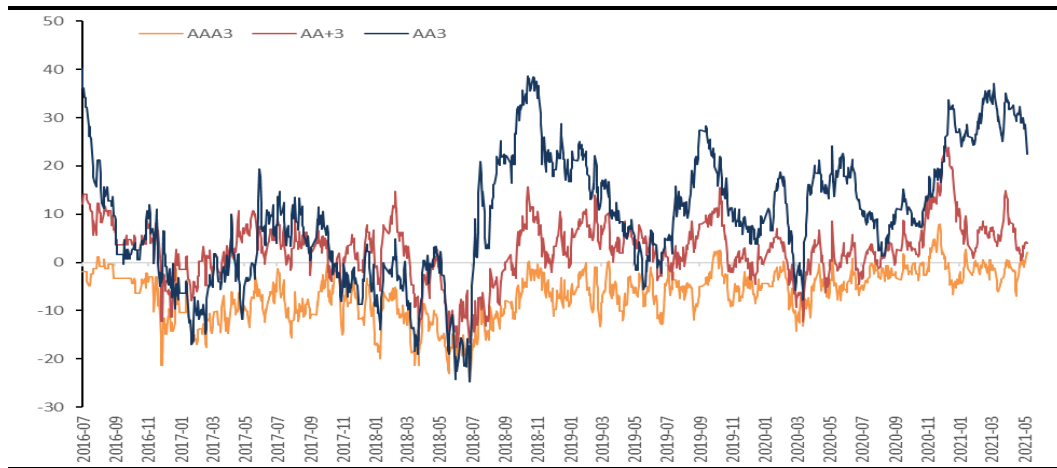
图表 13: 产业债评级利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

受化解地方隐性债务危机影响，产业债与城投债之间利差，由此前的分化格局略微有所收窄。具体来看，5月，3Y/AAA 产业-城投利差均值在-1.6bp，3Y/AA+ 产业-城投利差均值在 3.4bp，3Y/AA 产业-城投利差均值在 30.02bp。

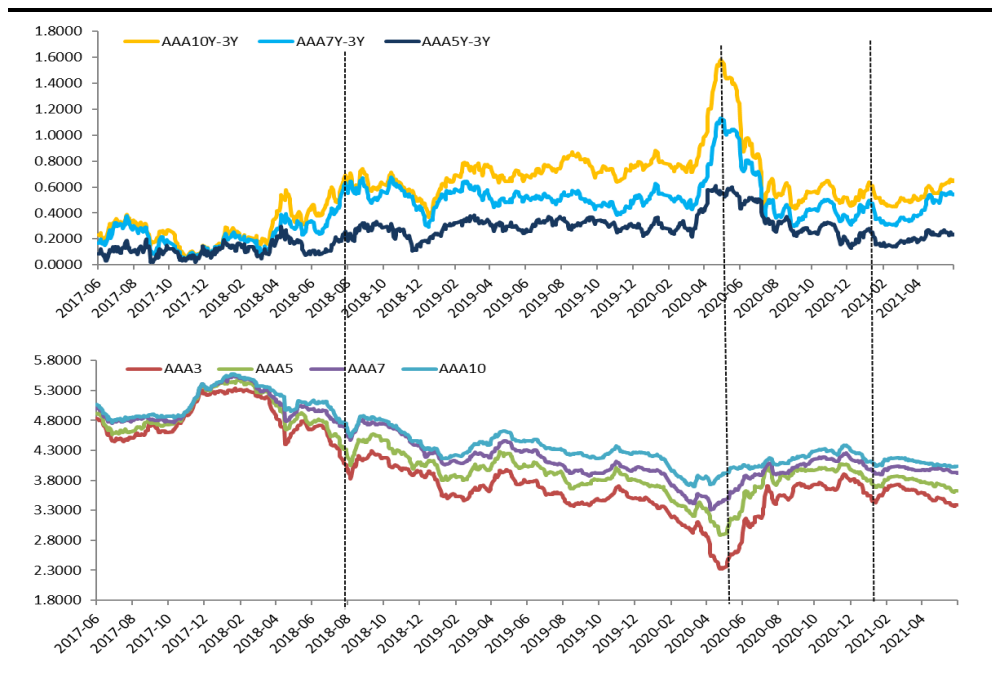
图表 14：产业债-城投债利差收窄



资料来源：Wind，百瑞信托

期限利差方面，5月 AAA 产业债期限利差略微抬头。具体来看，10Y-3Y 利差走阔较快，均值为 70bp（前值 55bp）；7Y-3Y 利差走阔次之，均值在 53bp（前值 46bp）；5Y-3Y 利差均值在 24bp（前值 23bp）。

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

5月，共有19家发行主体进行了评级（展望）调整，其中，评级（展望）下调的共16家，评级（展望）上调的主体共3家。下调的发行主体中，扣除违约主体外，还有中铝国际工程股份有限公司、中国泛海控股集团有限公司、西藏华钰矿业股份有限公司、四川蓝光发展股份有限公司、树业环保科技股份有限公司、上海城地香江数据科技股份有限公司、山西榆次农村商业银行股份有限公司、山东航空股份有限公司、三环集团有限公司、起步股份有限公司、泛海控股股份有限公司、安徽阜南农村商业银行股份有限公司。

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						
重庆协信远创实业有限公司	2021-05-10	C		2021-03-11	B	负面
中铝国际工程股份有限公司	2021-05-28	AA+	负面	2020-07-10	AA+	稳定
中国泛海控股集团有限公司	2021-05-31	A	负面	2021-05-14	AA-	负面
浙江亚太药业股份有限公司	2021-05-21	BB	负面	2021-03-04	BBB	负面
西藏华钰矿业股份有限公司	2021-05-26	A	负面	2020-07-24	AA-	稳定
四川蓝光发展股份有限公司	2021-06-01	AAA	负面	2021-01-07	AAA	稳定
树业环保科技股份有限公司	2021-05-14	A	负面	2020-06-23	AA-	稳定
上海城地香江数据科技股份有限公司	2021-05-31	AA-	负面	2020-08-27	AA-	稳定
山西榆次农村商业银行股份有限公司	2021-05-13	A-		2020-07-31	A+	稳定
山东航空股份有限公司	2021-05-28	AA	稳定	2020-05-29	AAA	稳定
三环集团有限公司	2021-05-26	AA-	负面	2020-07-29	AA+	负面
起步股份有限公司	2021-05-08	A	负面	2020-06-19	AA-	稳定
宁夏晟晏实业集团有限公司	2021-05-21	BB	负面	2021-05-10	BBB-	负面
隆鑫控股有限公司	2021-05-07	C		2021-04-02	CC	负面
泛海控股股份有限公司	2021-05-26	A	负面	2021-05-18	AA-	负面
安徽阜南农村商业银行股份有限公司	2021-05-26	A+		2020-06-15	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						
中铁铁龙集装箱物流股份有限公司	2021/5/28	AA+	稳定	2007/11/30	A+	稳定
英科医疗科技股份有限公司	2021/5/13	AA	稳定	2020/6/24	AA-	稳定
铜陵精达特种电磁线股份有限公司	2021/5/10	AA	稳定	2012/1/12	A+	稳定

资料来源：iFind，百瑞信托

2、违约情况

5月，共有7家发行主体发生过违约事件，均为民企，构成实质性违约的有4家，展期的有3家，其中，4家实质性违约的发行主体涉及逾期本金和利息共

计 24.13 亿元，分别是：泰禾集团股份有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、宜华企业（集团）有限公司、隆鑫控股有限公司。这 4 家均为先前发生过违约的主体。

图表 17：5 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
18九通02	2021-06-01	九通基业投资有限公司	展期	14.83	--	C	民营企业	否	综合类行业	华夏幸福基业股份有限公司
H6泰禾03	2021-05-25	泰禾集团股份有限公司	实质违约	16.08	--	C	民营企业	是	房地产开发	
H6泰禾02	2021-05-25	泰禾集团股份有限公司	实质违约	0.00	--	C	民营企业	是	房地产开发	
17幸福基业/MTN001	2021-05-24	华夏幸福基业股份有限公司	实质违约	1.04	0.97	C	民营企业	是	房地产开发	
16晟景债	2021-05-19	宁夏晟景实业集团有限公司	展期	--	--	BBB-	民营企业	否	金属非金属	
15东旭债	2021-05-18	东旭光电科技股份有限公司	展期	10.86	--	C	民营企业	是	电子元件	
17宜华企业/MTN001	2021-05-06	宜华企业(集团)有限公司	实质违约	0.65	0.92	C	民营企业	否	家用器具与特殊消费品	
16隆鑫/MTN001	2021-05-06	隆鑫控股有限公司	实质违约	6.36	--	CC	民营企业	否	摩托车制造	

资料来源：Wind，百瑞信托

四、投资观点

整体来看，5月上中旬，资金宽松，进入下旬后，地方债开始上量发行，加之跨月影响，资金略微走高，信用债市场收益率也随利率债有所回调。中低等级信用利差有所收窄，但信用分化行情依然存在，1-5Y/AAA 城投信用利差分位数在 1-5%，而 1-5Y/AA-城投信用利差分位数到 90-95%。

尽管 2021 年为地方政府隐性债务化解的政策大年，但在市场明显信用分层及无券可配行情下，高评级及优质的城投债依然保持较热的交易情绪。根据交易所出台的公司债券发行上市审核业务指引，总资产规模小于 100 亿元或主体信用评级低于 AA（含）的城投公司的公司债券发行将受到限制，这些资产规模小、信用等级低的城投平台或只能借新还旧，无法新增债务。在此影响下，城投分化趋势将进一步显现。

鉴于目前 AAA 城投债的信用利差分位数已收窄在 1-5% 的位置，配置性价比不高，但在无券可配行情下，可在财政实力较强、债务负担较轻的地区轻微下沉，挖掘其中流动性较好的公益类项目债，控制好久期，警惕财政实力过弱、债务负担过重的区域，下沉不可盲目，择券需谨慎再谨慎。

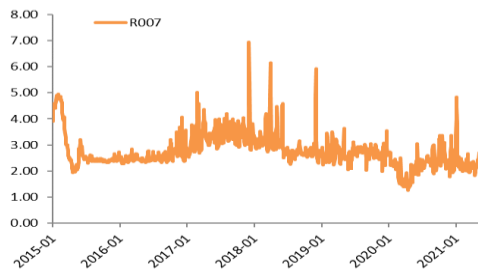
其他数据一览

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	0.15	0.28	0.42	0.86	1.27					
国开	0.15	0.39	0.53	0.52	0.78	20	21	3	10	42
非国开	0.10	0.41	0.71	0.66	0.85	25	10	3	7	11
铁道	0.31	0.50	0.53	0.57	0.33	6	1	3	27	18
产业AAA	0.29	0.61	0.85	0.76	0.50	8	11	3	41	30
产业AA+	0.33	0.87	0.87			4	4	1		
产业AA	0.39	0.64	1.11			10	28	17		
产业AA-	0.58	0.95				71	82	73		
城投AAA	0.31	0.66	0.86	1.20	1.54	3	4	2	15	21
城投AA+	0.33	0.76	1.23			4	5	5		
城投AA	0.52	0.56	0.83			4	15	28		
城投AA-	0.43	0.97				88	93	95		

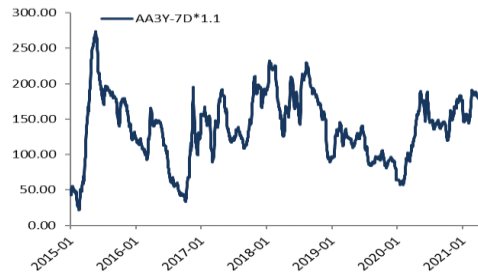
资料来源: Wind, 百瑞信托

图表 19: 7D 资金价格



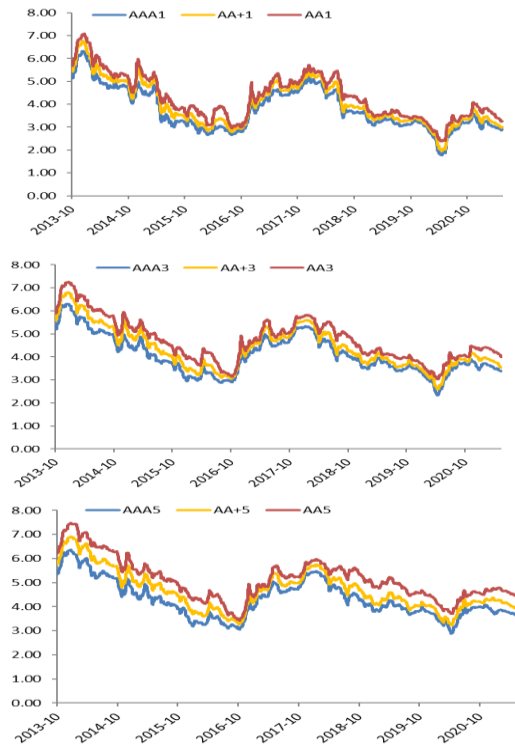
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 20: 杠杆价值



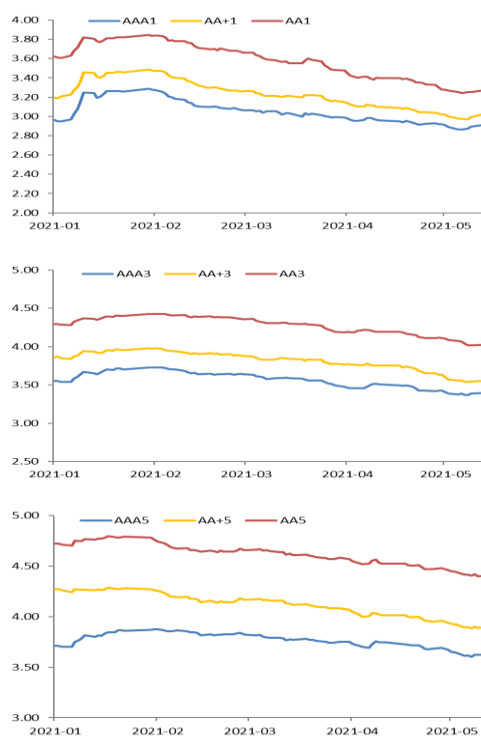
数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 21: 各期限信用利差



数据来源: Wind, 百瑞信托

图表 22: 信用利差 90 天内变化



数据来源: Wind, 百瑞信托