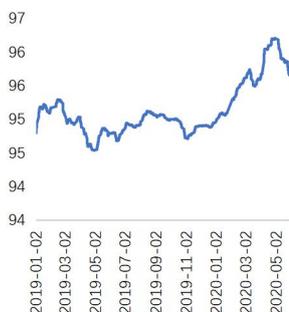


5月发行量环比大幅下滑 信用利差被动收窄

——2020年5月信用债市场月报

中债信用债总净价指数:



分析师:

王青 冯琳

时间: 2020年06月15日

邮箱: dfjc@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市朝阳区朝外西街3号兆泰国际中心C座12层100600

权利及免责声明:

本文是东方金诚的研究性观点,并非某种决策的结论、建议等。本文引用的相关资料均为已公开信息,东方金诚进行了合理审慎地核查,但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本文的著作权归东方金诚所有,东方金诚保留一切与此相关的权利,任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发,引用

主要观点:

一级市场: 5月发行环比大幅缩量,同比延续高增,增幅有所放缓。这一方面源于“补年报”带来的季节性影响,另一方面是由于当月资金利率中枢抬升,债券二级市场收益率大幅向上调整,各券种加权平均发行利率多数上行,取消或推迟发行的债券比例增加。从结构看,5月低等级债券和民企发行占比上升,出现风险偏好提升的迹象,但在AA级主体中,低等级城投贡献显著。

二级市场: 5月利率债市场大跌,信用债市场未能独善其身,但收益率上行幅度较缓,利差被动收窄,利率曲线现熊陡形变,或因市场对长期信用基本面的担忧、资管新规对期限错配的限制、长久期利率债供给放量等因素抑制长久期品种配置需求。5月城投债利差收窄幅度大于产业债,这与基建稳增长发力背景下,城投融资环境改善有关。最后,近期省级交投平台债务置换、营口沿海中票兑付以及云南城投股权划转等事件也表明,城投平台及其债券兑付得到的支持仍有保障,这有助于巩固城投信仰。

信用风险事件: 5月新增公募债违约主体1家,与上月持平;1-5月累计,新增公募债违约主体6家,较上年同期减少6家;5月有1只公募债发生展期,少于上月的5只;5月共有7家发行企业主体级别被下调,与上月持平。

展望: 6月信用风险上升造成市场调整的可能性很小,发行量则有望环比反弹。当前利率债市场已基本调整到位,预计信用债二级市场进一步大幅下挫的风险不大。从利差来看,目前短久期品种利差已压缩至历史低位,期限利差相对较高,等级利差也具备一定压缩空间。从策略上看,资金利率上行压缩了套息交易空间,久期策略须提防收益率曲线随利率债上行风险。当前宽信用政策取向有利于利差压缩,投资者可选择城投、地产、产业债龙头适度下沉资质。

必须注明来自东方金诚且不得篡
改或歪曲。

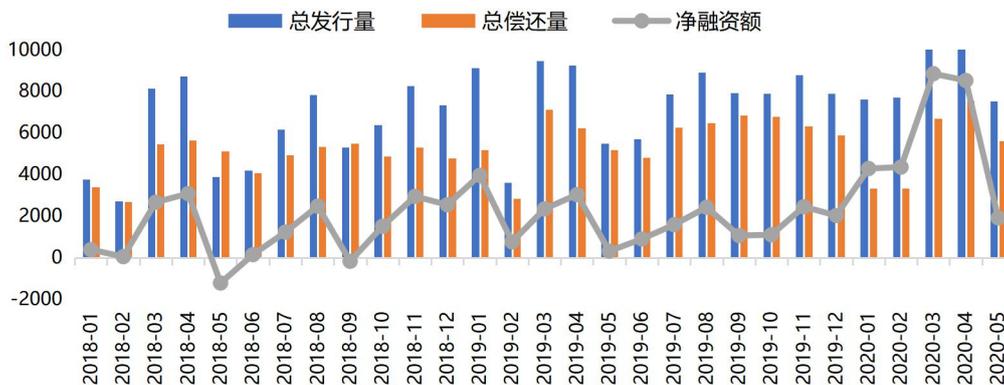
1. 5月信用债市场

1.1 一级市场：发行环比缩量，同比延续高增，但增幅放缓

5月信用债发行量7535亿，净融资额1910亿，环比分别减少8518亿和6457亿，同比增加2049亿和1689亿。5月信用债发行环比缩量，同比继续增长，但增幅放缓，一方面体现“补年报”带来的季节性规律，另一方面，当月资金利率中枢抬升，债券二级市场收益率大幅向上调整，如发行人不愿提高票面利率，给予投资者一定补偿，投资者认购意愿会受到影响，这反映于(1)各券种加权平均发行利率多数上行——当月企业债、公司债、中票加权平均发行利率环比分别提高35.7bp、32.3bp和2.1bp，仅短融发行利率环比下降16.6bp，(2)当月取消或推迟发行的债券比例上升。

图表1 信用债发行与到期

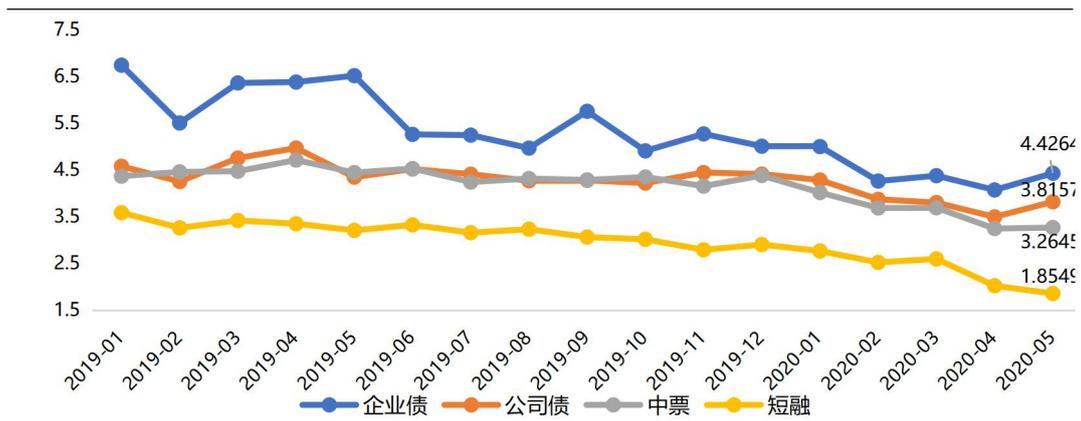
单位：亿元



数据来源：Wind，东方金诚

图表2 信用债各主要券种加权平均发行利率

单位：%

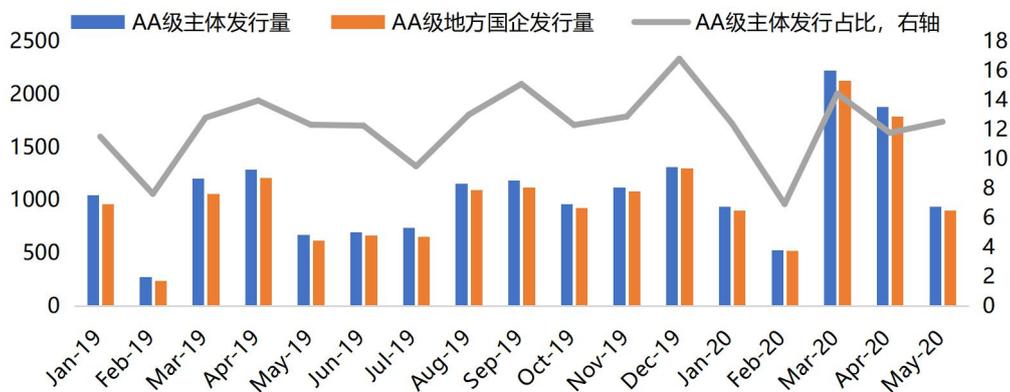


数据来源: Wind, 东方金诚

发行结构方面，5月低等级债券和民企发行占比上升，出现风险偏好提升的迹象。具体看，当月AA级债券发行占比为12.5%，较上月提高0.75个百分点；民企债发行占比为6.3%，较上月提高2.7个百分点，净融资额165亿元，较上月增加86亿元，已连续第5个月为正。AA级主体中，地方国企发债占比96.0%，略高于上月的95.4%，低等级城投贡献显著。从期限结构看，5月信用债发行期限整体缩短。短期债券发行占比从上月的40.4%提高至45.0%。根据我们的计算，按照债券最长期限¹统计，5月信用债加权平均发行期限为2.57年，较上月的2.84年缩短了约3个月。

图表3 AA级主体信用债发行量及占比

单位: 亿元, %

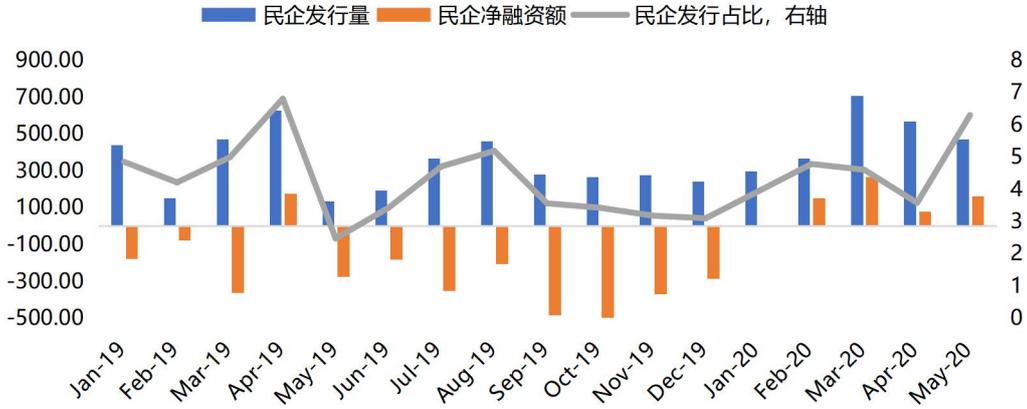


数据来源: Wind, 东方金诚

¹ 例如, 3+2 期限计为 5 年。

图表 4 民企信用债发行量及占比

单位: 亿元, %



数据来源: Wind, 东方金诚

表格 1 不同期限信用债发行占比

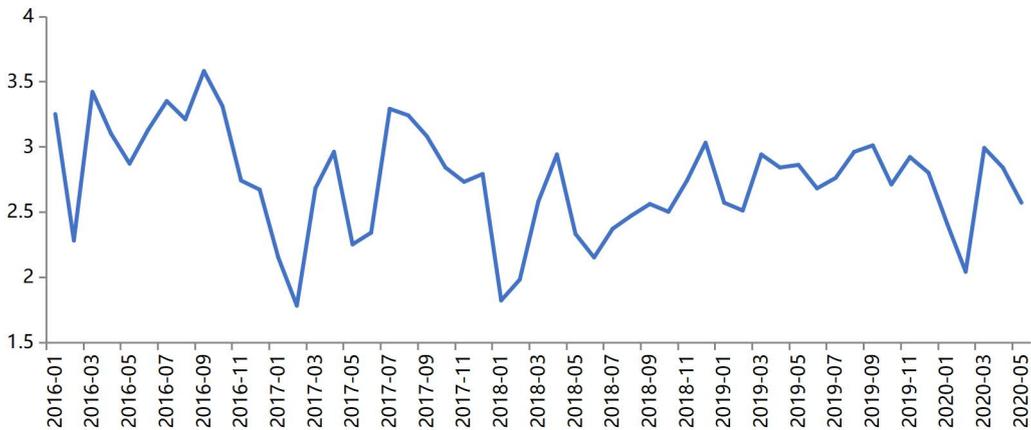
单位: %

发行期限	2020年4月	2020年5月
≤1年	40.43	45.01
(1,3]	28.47	27.70
(3,5]	25.38	24.84
>5年	5.72	2.44

数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 按最长期限统计

图表 5 信用债加权平均发行期限

单位: 年



数据来源: Wind, 东方金诚; 注: 按最长期限统计

1.2 二级市场：收益率曲线陡峭化上行，信用利差被动收窄

1.2.1 收益率走势

5月信用债市场跟随利率债下跌。当月央行货币宽松暂缓，市场降息预期落空；同时，资金面压力较大而央行流动性投放较为克制，资金利率中枢出现一定幅度回升。由于资金面收紧带动短端利率上行较快，利率债市场走出熊平行情。而**信用债长端收益率上行幅度较大，利率曲线现熊陡形变**，或因市场对长期信用基本面的担忧、资管新规对期限错配的限制、长久期利率债供给放量等因素抑制投资者对长久期信用债的配置需求。同时，**流动性更好的高等级信用债对利率债市场下跌更为敏感，收益率上行幅度要大于低等级品种**。另外，在经过了5月的调整之后，月末各等级、各期限信用债收益率仍普遍处于2010年以来10%分位数以下，其中，中短端利率处历史绝对低位附近。

表格 2 5月资金利率中枢上移

单位：%，bp

指标	2020年4月均值	2020年5月均值	变动
R001	1.06	1.30	24.19
R007	1.57	1.62	4.67
DR001	0.99	1.24	24.73
DR007	1.46	1.54	7.78

数据来源：Wind，东方金诚

表格 3 5月末各期限利率债到期收益率较上月末变动情况

单位：bp

国债		国开债		地方债 (AAA)	
1Y	45.45	1Y	59.50	1Y	39.30
3Y	45.43	3Y	47.44	3Y	25.68
5Y	43.55	5Y	46.33	5Y	28.80
7Y	27.32	7Y	40.08	7Y	14.04
10Y	16.73	10Y	17.35	10Y	19.70

数据来源：Wind，东方金诚

表格 4 各等级、各期限信用债到期收益率

单位：%，bp

		5月末值(%)			较4月末变动(bp)			较上年末变动(bp)			历史分位数(%)		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
产业债(中短期票据)	1Y	2.02	2.18	2.53	25.4	20.4	15.4	-115.8	-109.8	-85.8	1.4	1.2	1.3
	3Y	2.73	2.91	3.33	39.5	33.5	30.5	-69.7	-63.7	-45.7	1.5	1.4	4.0
	5Y	3.27	3.63	4.03	36.7	38.7	33.7	-44.2	-38.2	-39.2	5.6	7.0	5.8
城投债	1Y	2.04	2.12	2.32	19.3	14.3	4.3	-114.6	-112.6	-102.6	1.4	1.2	0.9
	3Y	2.77	2.91	3.16	39.12	36.1	31.1	-71.7	-67.7	-59.7	1.4	1.4	1.7
	5Y	3.33	3.52	3.78	34.58	36.6	29.6	-50.6	-44.6	-37.6	6.3	7.7	7.1

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日起

1.2.2 信用利差

5月利率债市场大跌，信用债市场虽未能独善其身，但因流动性较弱，估值反应相对滞后，收益率上行幅度较缓，**信用利差被动收窄**。而因高等级、长久期品种收益率上行幅度更大，**低等级、短久期品种利差压缩更为剧烈**。与此相对应，当月**信用债等级利差被动压缩、期限利差则有所走阔**。另外，比较而言，**5月城投债利差收窄幅度大于产业债**，这也与基建稳增长发力背景下，城投融资环境改善有关。同时，近期省级交投平台债务置换、营口沿海中票兑付以及云南城投股权划转等事件也表明，城投平台及其债券兑付得到的支持仍有保障，这有助于巩固城投信仰。

表格 5 各等级、各期限信用利差

单位：bp

		5月末值			较4月末变动值			较上年末变动值			历史分位数(%)		
		AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
产业债(中短期票据)	1Y	23.3	39.3	74.3	-34.2	-39.2	-44.2	-44.5	-38.53	-14.53	0.5	0.1	5.7
	3Y	49.9	67.9	109.9	-7.9	-13.9	-16.9	-1.7	4.29	22.29	45.8	24.6	32.5

	5Y	65.5	101.5	141.5	-9.6	-7.6	-12.6	31.48	37.48	36.48	63.8	54.8	44.0
城投债	1Y	25.2	33.2	53.2	-40.2	-45.2	-55.2	-43.27	-41.27	-31.27	0.0	0.1	0.3
	3Y	53.4	67.4	91.9	-8.3	-11.3	-16.3	-3.71	0.29	8.29	28.5	28.3	27.3
	5Y	71.8	90.8	116.3	-11.8	-9.8	-16.8	25.09	31.09	38.09	51.6	39.8	33.9

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

表格 6 各期限信用债等级利差

单位: bp

		5 月末值	较 4 月末变动值	较上年末变动值	历史分位数 (%)
		AA-AAA	AA-AAA	AA-AAA	AA-AAA
产业债(中短期票据)	1Y	51.0	-10.0	30.0	52.3
	3Y	60.0	-9.0	24.0	36.6
	5Y	76.0	-3.0	5.0	36.5
城投债	1Y	28.0	-15.0	12.0	23.1
	3Y	38.5	-8.0	12.0	24.1
	5Y	44.5	-5.0	13.0	15.1

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

表格 7 各等级信用债期限利差

单位: %, bp

		5 月末值		较 4 月末变动值		较上年末变动值		历史分位数 (%)	
		3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
产业债(中短期票据)	AAA	71.7	125.2	14.2	11.4	46.1	71.6	94.8	93.7
	AA+	73.7	145.2	13.2	18.4	46.1	71.6	89.7	94.2
	AA	80.7	150.2	15.2	18.4	40.1	46.6	87.7	93.1
城投债	AAA	73.3	129.6	19.8	15.3	42.9	64.0	93.2	93.4
	AA+	79.3	140.6	21.8	22.3	44.9	68.0	90.7	92.8
	AA	83.8	146.1	26.8	25.3	42.9	65.0	87.9	88.8

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自 2010 年 1 月 4 日起

5 月各行业产业债利差普遍收窄, 家用电器、轻工制造、纺织服装等行业利差压缩幅度较大, 但绝对利差水平仍处高位。**月末地产债利差较上月末收窄 21bp**, 绝对水平和压缩幅度处各行业中游。其中, AAA、AA+和 AA 级地产

债利差较上月末分别下行 15.0bp、29.2bp 和 59.4bp，与信用债等级利差压缩态势相一致。此外，5 月末央企、地方国企和民企产业债利差分别 57.8bp、89.6bp 和 289.9bp，较上月末分别收窄 20.0bp、24.2bp 和 4.2bp，**民企债利差下行幅度最小。**

表格 8 5 月各行业产业债利差（中位数）变动情况

单位：bp

行业	5 月末值	较上月末变动值	行业	5 月末值	较上月末变动值
轻工制造	497.89	-41.61	港口	74.67	-18.96
家用电器	282.27	-45.94	综合	73.80	-21.54
电气设备	270.28	-35.17	航运	72.55	-25.43
农林牧渔	253.95	-11.84	机械设备	71.43	-10.11
计算机	233.91	-24.74	非银金融	65.70	-15.81
通用机械	195.60	-33.75	建筑材料	64.79	-16.98
纺织服装	195.44	-40.57	水泥制造	64.79	-15.76
医药生物	142.86	-1.98	汽车	63.00	-10.7
煤炭开采	124.28	-21.04	有色金属	60.83	-24.7
化工	104.68	-28.21	公用事业	58.62	-14.12
电子	103.78	-36.97	通信	56.54	-23.57
商业贸易	101.92	-28.95	电力	56.44	-14.44
采掘	99.68	-28.57	交通运输	55.19	-19.56
钢铁	91.04	-21.15	国防军工	50.62	-15.54
休闲服务	89.83	-11.21	高速公路	43.17	-29.89
建筑装饰	88.81	-20.83	航空运输	41.25	-25.68
传媒	86.95	-24.5	专用设备	39.61	-30.37
房地产	86.49	-21	机场	33.62	-27.25
食品饮料	76.83	-32.38	铁路运输	27.55	-16.46

数据来源：Wind，东方金诚

5 月各区域城投债利差多数收窄，利差下行幅度较大的省份为黑龙江、山西、湖南、陕西等。月末贵州省城投债利差为各区域最高。5 月**仅辽宁省城投债利差有所走阔**，主要受近期区域内城投风险事件影响。4 月大连瓦房店沿海项目开发有限公司发行“20 瓦房 02”，用于等比例置换存续债券“17 瓦

房 02”，成为首例城投债置换，引发市场对区域城投偿债能力和偿债意愿的关注。5 月中诚信公告称，因即将到期的“15 营口沿海 MTN001”本期付息兑付资金落实及到位情况尚不明确，将辽宁营口沿海主体及债项评级列入观察清单。尽管本期债券最终及时完成了本息兑付，但还是对市场情绪产生了一定的影响。

表格 9 5 月各区域城投债利差（中位数）变动情况

单位：bp

区域	5 月末值	较上月末变动值	区域	5 月末值	较上月末变动值
黑龙江	174.18	-45.26	贵州	382.24	-23
山西	137.96	-44.55	湖北	102.51	-22.76
湖南	216.58	-38.59	四川	84.46	-20.72
陕西	124.44	-36.1	浙江	94.27	-19.35
云南	211.64	-34.67	宁夏	72.95	-19.12
新疆	134.21	-33.22	北京	59.30	-18.91
重庆	139.77	-32.93	上海	48.42	-17.46
江苏	114.67	-32.5	内蒙古	133.27	-17.3
安徽	101.67	-32.14	甘肃	103.63	-16.98
广西	176.09	-31.82	山东	125.34	-16.21
江西	100.87	-29.33	青海	189.33	-13.71
广东	64.59	-28.29	吉林	124.39	-10.68
河北	95.05	-25.76	天津	101.54	-8.19
福建	75.64	-25.14	辽宁	137.00	5.62
河南	89.47	-23.66			

数据来源：Wind，东方金诚

2. 5 月信用风险事件

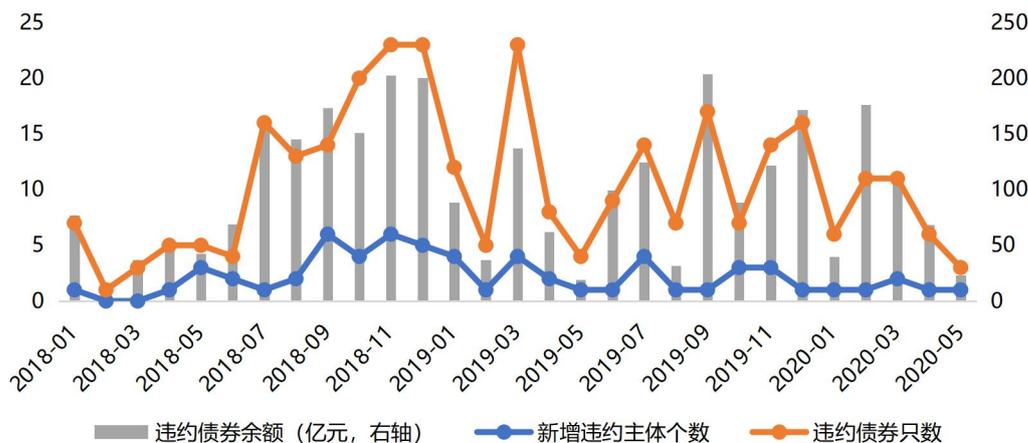
(一) 违约情况

5 月共有 3 只债券发生违约（详见附表 1），比上个月减少 5 只；违约债券余额合计 23.06 亿元，少于上月的 77.42 亿元。当月违约债券均为公募债，含 1 只中票、1 只公司债和 1 只超短融。另外，5 月有 1 只债券发生展期，为

“19 凤凰机场 SCP001”。5 月违约债券涉及发行人 3 家，其中，新增违约主体 1 家。1-5 月累计，新增公募债违约主体 6 家，较上年同期减少 6 家。其中，5 家民营企业，1 家公众企业；3 家发行时主体级别为 AA+，2 家为 AA 级，1 家为 AAA 级；3 家为上市公司。

图 6 公募债违约数据统计

单位：亿元



数据来源：Wind，东方金诚；注：不含私募债和定向工具，不含技术性违约

5 月新增违约主体为宜华企业（集团）有限公司（简称“宜华集团”），该公司为广东省民营企业，所属 Wind 行业“家用器具与特殊消费品”，发行时主体评级为 AA+ 级。5 月 6 日，上海清算所披露公告，因截至付息日未能足额兑付中期票据“17 宜华企业 MTN001”利息，宜华集团构成实际违约，成为宜华系旗下首只违约信用债。值得一提的是，宜华集团曾于 2019 年 10 月 20 日开展“16 宜华 01”的回售场外兑付。

（二）级别调整情况

从级别调整情况来看，5 月共有 7 家发行人主体级别被下调，数量与上月持平，另有 1 家发行人主体评级展望调整为负面，少于上月的 2 家（详见附

表 2); 当月有 36 家发行人主体级别被上调, 多于上月的 7 家, 无主体评级展望向上调整, 数量与上月持平。

3. 6 月信用债市场展望

展望 6 月, 超预期违约导致信用风险上升、进而造成市场调整的风险很小, 信用债市场仍将跟随利率债和资金面波动而震荡。我们认为, 6 月以来央行连续开展逆回购操作但并未下调政策利率, 或表明当前利率水平正处在央行合意区间, 下一阶段资金利率波动中枢将保持稳定; 同时, 在经过了 5 月底 6 月初的急跌后, 当前利率债市场已基本调整到位, 预计 6 月债市将处于区间震荡状态, 信用债市场进一步大幅调整的风险不大。

从利差来看, 目前短久期品种利差已压缩至历史低位, 后期反弹的风险相对较大, 而目前期限利差处较高水平, 3Y、5Y 品种利差保护较足; 同时, 等级利差也处历史四分之一到中位数之间, 仍具备一定压缩空间。从策略上看, 目前资金利率上行压缩了套息交易空间, 久期策略须提防收益率曲线随利率债上行风险, 宽信用有利于利差压缩, 投资者可选择城投、地产、产业债龙头适度下沉资质。

发行方面, 5 月以来, 资金面收紧、央行加强对金融空转的监管等因素, 在一定程度上影响到信用债发行和净融资。不过, 下一阶段资金利率波动中枢将保持稳定, 宽信用力度将进一步加大, 短期内债市融资环境不会出现明显收紧, 后续发行节奏有望逐步恢复。

单位：亿元

名称	发行人	发行时主体 评级	发行总额	债券余额	公司性质	是否上市 公司	省份	所属 Wind 行业
15 东旭债	东旭光电科技股份有限公司	AA	10.00	9.56	民营企业	是	河北	电子元件
17 宜华企业 MTN001	宜华企业(集团)有限公司	AA+	10.00	10.00	民营企业	否	广东	家用器具与特殊消费品
19 新华联控 SCP003	新华联控投资有限公司	AA+	3.50	3.50	民营企业	否	北京	综合类行业

数据来源：Wind，东方金诚

附表 2 5 月主体评级或展望下调情况

单位：bp

企业名称	企业性质	评级调整日	最新主 体评级	评级展望	上次评级	上次展望
中融新大集团有限公司	民营企业	2020-05-29	BB	负面	A	负面
中国吉林森林工业集团有限 责任公司	地方国企	2020-05-25	C	列入评级观察 (可能调低)	BB+	列入评级观察 (可能调低)
内蒙古矿业(集团)有限责任 公司	地方国企	2020-05-14	BBB	列入评级观察 (可能调低)	A-	列入评级观察 (可能调低)
泰禾集团股份有限公司	民营企业	2020-05-12	AA-	负面	AA+	负面
贵人鸟股份有限公司	中外合资	2020-05-11	C	——	CC	负面
宜华企业(集团)有限公司	民营企业	2020-05-07	C	——	A	列入评级观察 (可能调低)
蓝盾信息安全技术股份有限 公司	民营企业	2020-05-07	AA	负面	AA	稳定
扬州经济技术开发区开发总 公司	地方国企	2020-05-06	AA	——	AA+	稳定

数据来源：Wind，东方金诚