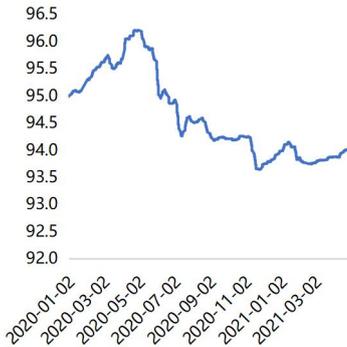


中债信用债总净价指数：



分析师：

冯琳 于丽峰

时间：2021年5月17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，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

主要观点：

一级市场：4月信用债发行利率中枢整体下移，提振当月净融资额环比小幅增加。从结构来看，4月信用债发行亦有边际改善，体现在：公募品种净融资好转，券种结构更为均衡；发行主体资质有所下沉；短债占比下降，加权平均发行期限拉长。不过，边际改善不改当月信用债发行结构性分化仍大，主要表现在：低等级主体净融资高度依赖私募品种；城投债为净融资最主要贡献方，民企净融资持续为负；信用债融资在区域和行业层面分化显著。

二级市场：4月信用债各期限收益率以下行为主，尤其是1年期AA级及以上品种，无论是城投债还是产业债收益率均在前期较低位置上进一步压缩；3年期、5年期AA-级城投债收益率则逆市上行。从信用利差来看，4月1年期各等级产业债和城投债利差普遍被动走阔；3年期各等级产业债利差均现压缩，但3年期城投债信用利差压缩仅限于AAA级和AA+级，高收益城投债（AA-级）各期限信用利差全面上行，显示4月城投债内部分化加剧。

信用风险事件：4月新增违约主体2家，环比减少1家；1-4月累计已新增违约主体9家，较上年同期增加2家，但其中5家为“海航系”主体，其余4家新增违约主体含2家民企、1家中外合资企业和1家国企。级别调整方面，4月有9家主体级别被下调，比上月减少4家；有3家主体展望调整为负面，比上月减少1家。

展望：4月交易所发布公司债审核新规，对特定情形发行人和高风险主体进行准入限制，新规体现的审核基调较严，将对相关主体，尤其是弱资质城投的债券融资产生不小的影响。短期来看，一方面公司债整体的供给会下降，尤其是前期低等级和私募债净融资占比过高的情况可能会逆转，另一方面，交易所为相关主体留下了借新还旧的缓冲空间，城投债整体风险依然可控，但只能借新还旧意味着弱资质城投债务腾挪空间下降，尤其是非标占比较高的主体受影响较大，这将加剧城投内部的信用分化。我们认为，短期内城投公募债违约概率依然较低，非标违约仍将常态化，私募债偶发违约概率增加。

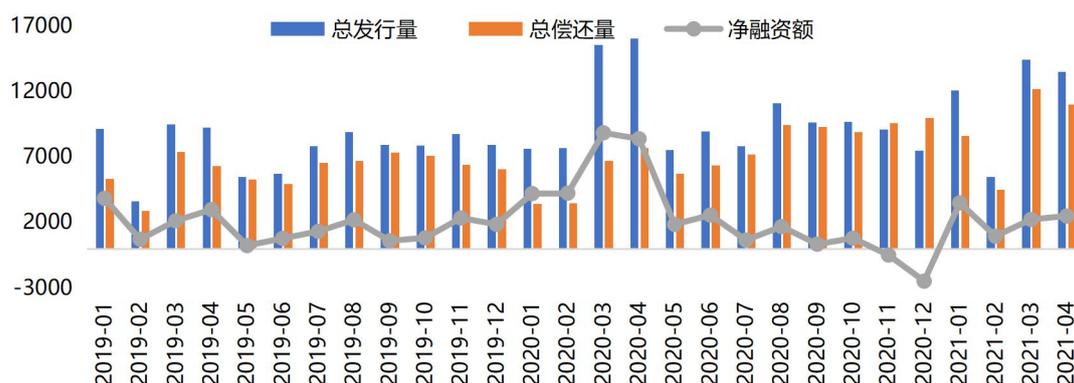
1. 4月信用债市场¹

1.1 一级市场

4月信用债发行利率中枢整体下移，净融资额环比小幅增加

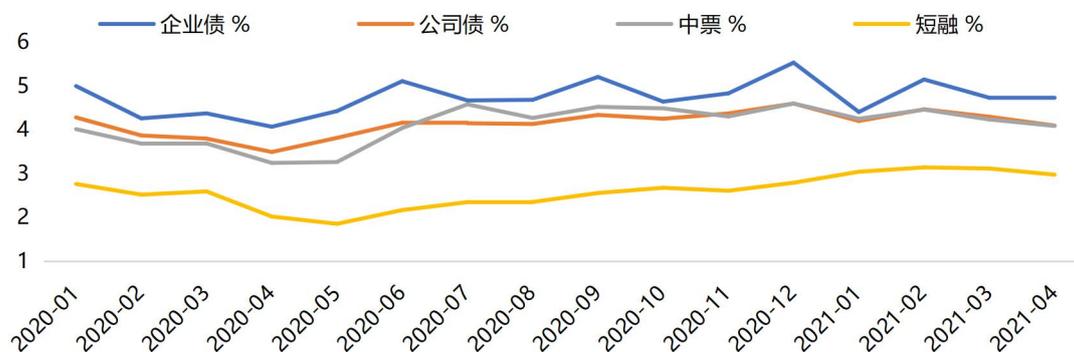
4月信用债发行量1.35万亿，环比减少941亿；1-4月信用债累计发行量4.54万亿，较上年同期下降约1500亿，为今年以来首次。当月到期量环比下降约1200亿，但仍处1.10万亿的较高水平，故刚性滚债需求是当月发行量较大的主要支撑。净融资方面，资金面宽松背景下，债券二级市场收益率下行，带动债券发行利率走低——4月公司债、中票、短融加权平均发行利率环比分别下降20.1bp、14.8bp和14.1bp，提振当月信用债净融资额较上月小幅增加254亿至2466亿。不过，1-4月信用债累计净融资额为8948.2亿，比去年同期大幅下降1.66万亿。

图表1 信用债发行与到期（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（%）



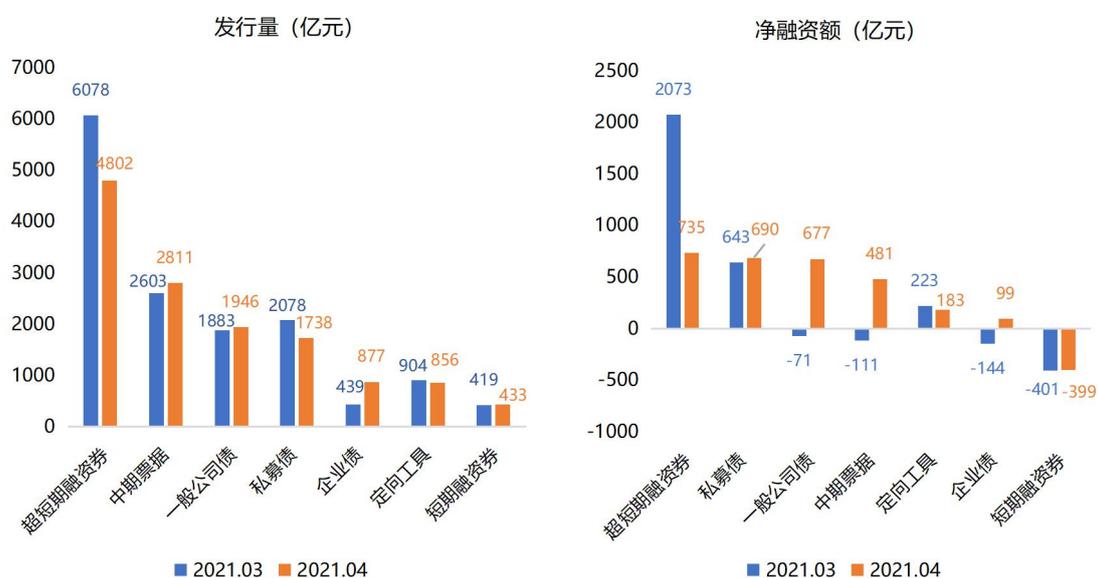
数据来源：Wind，东方金诚

1 本报告所指信用债包括企业债、公司债、中票、（超）短融和定向工具。

4月信用债发行券种结构较上月更为均衡

从券种结构来看，4月信用债发行和净融资表现出以下特征：（1）信用债发行仍以超短融为主，但占比较上月下降6.2个百分点至43.7%，当月超短融净融资额环比亦有明显收缩，显示超短融冲量情况有所缓和；（2）4月交易所私募债和银行间市场定向工具两类私募品种的净融资规模与上月相比大致持平，占信用债净融资额的比重有所下降；公募品种中，除超短融净融资额大幅下滑外，一般公司债、企业债和中票净融资均较大幅度改善且实现转正。整体上看，4月信用债发行券种结构较3月更为均衡。

图表3 4月主要券种发行量和净融资规模

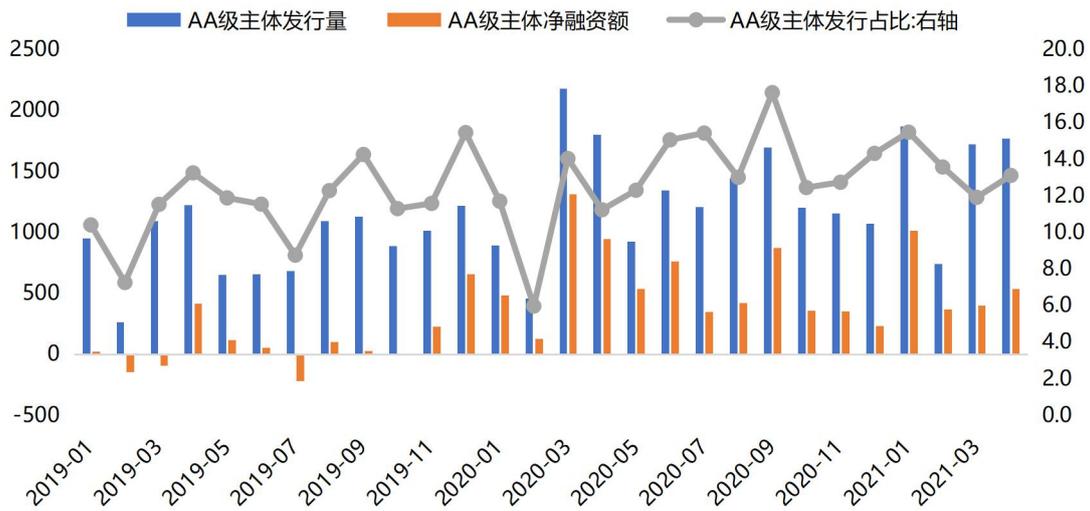


数据来源：Wind，东方金诚

4月信用债发行主体资质有所下沉，但低等级主体债券净融资高度依赖私募品种的情况进一步加深，公募债净融资额为负

与上月相比，4月信用债发行主体资质有所下沉——当月AAA级主体发行占比为64.2%，环比提高0.6个百分点，净融资额下降103亿至1165亿；AA+级主体发行占比较上月下滑2.1个百分点至21.5%，净融资额环比增加68亿至876亿；AA级主体发行占比从上月的11.9%提高至13.1%，净融资额环比增加137亿至535亿。不过，4月AA级主体债券净融资额仍几乎全部来自于私募品种，且以交易所私募债为主，公募债净融资额为-91亿，这也表明低等级主体公募债发行仍面临较大难度，不得不接受更高的票面利率发行私募债。

图表4 AA级主体信用债发行量及占比（亿元，%）



数据来源：Wind，东方金诚

表格1 4月按主体级别各主要券种净融资额（亿元）

	AAA级	AA+级	AA级
企业债	218	-10	-40
一般公司债	713	38	-37
私募债	-225	416	488
中期票据	282	227	2
短期融资券	-360	-4	-31
超短期融资券	677	54	15
定向工具	-140	155	138

数据来源：Wind，东方金诚

4月城投债仍为信用债净融资最主要贡献方，地方产业类国企债券净融资规模环比亦有所上升，民企债券净融资则持续为负

4月城投债发行量占全部信用债发行量的比重从上月的47.2%下降至45.2%，净融资额环比大致持平，占比下滑至97.7%，仍为当月信用债净融资最主要来源；地方产业类国企信用债发行正处逐步修复过程，当月发行量环比有所下降，但净融资额环比增加154亿至285亿；4月民企信用债净融资持续为负，但因到期量下降，净融资缺口较上月有所收敛。

表格 2 不同性质主体信用债发行量和净融资额（亿元）

	发行量		净融资额	
	2021.03	2021.04	2021.03	2021.04
中央国有企业	3373	3501	170	-21
地方产业类国企	3277	2924	131	285
城投企业	6760	6037	2379	2348
民营企业	532	376	-329	-222
其他	376	517	-196	12

数据来源：Wind，东方金诚

表格 3 4 月不同等级、不同性质企业信用债净融资额（亿元）

	AAA	AA+	AA
中央国有企业	15	-10	-3
地方产业类国企	196	165	-19
城投企业	881	849	617
民营企业	-18	-93	-29
其他	90	-35	-30

数据来源：Wind，东方金诚

4 月信用债融资在区域间延续分化，净融资高度集中于沿海发达地区

分区域看，4 月信用债发行量最大的省级区域是北京市，其后依次为江苏省、广东省、浙江省和上海市，上述 5 个省（市）信用债发行量合计占比达 62.4%，较上月的 59.5%有所上升。净融资方面，4 月广东、浙江、江苏三省净融资额居前，合计占比 81.8%；同时，山东、四川、湖南等省份信用债净融资尚可。4 月仍有多个省份信用债净融资未能转正，在与前期永煤事件密切相关的省份中，河南省信用债发行有所恢复，净融资小幅转正，河北、山西两省信用债发行情况仍难言乐观。

表格 4 4 月各省份信用债发行量和净融资额（亿元）

发行人地域	城投债		产业债		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
广东	341	200	1319	615	1660	815
浙江	847	558	373	108	1220	666
江苏	1417	554	381	36	1798	590
山东	370	223	390	48	760	271
四川	364	138	135	103	499	241
湖南	304	122	111	50	415	172
上海	147	107	944	56	1091	164
江西	254	108	77	51	331	159
福建	215	117	251	21	466	139
陕西	94	48	158	60	252	108
湖北	302	105	95	1	397	106
内蒙古	0	0	197	70	197	70
重庆	237	88	41	-30	278	58
河南	129	58	56	-34	185	24
西藏	40	25	3	-2	43	23
贵州	30	5	23	12	53	17
青海	0	0	5	5	5	5
黑龙江	0	0	25	0	25	0
河北	28	0	0	0	28	0
安徽	187	0	79	-4	266	-4
甘肃	3	-12	0	0	3	-12
广西	85	6	37	-23	122	-17
辽宁	26	-10	58	-27	84	-37
香港	0	0	30	-43	30	-43
新疆	48	-14	36	-68	84	-83
云南	50	-35	61	-56	111	-91
天津	124	-159	88	11	212	-148
山西	108	46	33	-215	142	-169
北京	228	23	2269	-512	2497	-489

数据来源：Wind，东方金诚

表格 5 4 月各省份城投债发行量和净融资额（亿元）

	AAA 级		AA+级		AA 级		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
浙江	160	101	405	235	282	223	847	558
江苏	395	178	622	203	379	152	1417	554
山东	189	138	103	43	74	39	370	223
广东	275	156	44	30	22	14	341	200
四川	145	85	69	1	146	51	364	138
湖南	107	46	101	25	92	48	304	122
福建	80	68	73	8	62	41	215	117
江西	75	15	96	39	81	55	254	108
上海	95	61	52	48	0	-2	147	107
湖北	129	26	88	69	85	16	302	105
重庆	65	11	105	54	68	24	237	88
河南	35	15	71	45	23	0	129	58
陕西	55	35	0	0	39	13	94	48
山西	48	30	60	23	0	-6	108	46
西藏	0	0	40	25	0	0	40	25
北京	210	32	15	-4	3	-5	228	23
广西	44	-6	18	-1	23	13	85	6
贵州	25	5	0	-5	5	5	30	5
安徽	52	1	76	17	59	-8	187	0
河北	0	-2	16	16	12	-13	28	0
辽宁	10	10	16	16	0	-28	26	-10
甘肃	0	0	3	-7	0	-4	3	-12
新疆	15	-5	23	-4	10	-5	48	-14
云南	25	-45	18	7	7	4	50	-35
天津	85	-91	39	-41	0	-27	124	-159

数据来源：Wind，东方金诚

表格 6 4 月各省份地方产业类国企信用债发行量和净融资额（亿元）

	AAA 级		AA+级		AA 级		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
广东	413	273	48	23	5	-23	466	273
上海	381	118	28	20	0	0	409	138
浙江	127	19	101	55	60	51	288	124
山东	297	106	49	4	18	-11	364	99
江苏	207	35	58	28	63	22	328	77
陕西	140	67	13	8	0	-5	153	67
江西	39	19	38	38	0	-6	77	51
贵州	0	0	18	17	3	-1	21	16
湖南	10	-10	10	10	16	15	36	15
福建	180	0	33	2	4	3	217	5
辽宁	0	-5	23	23	0	-3	23	4
重庆	0	0	8	-3	11	2	19	-1
西藏	0	0	0	0	3	-2	3	-2
安徽	47	-14	20	11	9	-2	76	-5
广西	37	-7	0	0	0	0	37	-7
湖北	12	0	3	-10	5	-5	20	-15
新疆	0	0	35	-20	2	0	36	-20
内蒙古	0	-25	0	-12	2	1	2	-39
河南	25	-19	0	0	3	-7	28	-41
北京	174	-46	8	-2	7	-17	189	-65
云南	5	-56	5	0	0	-10	10	-66
山西	20	-219	0	-4	0	0	20	-223

数据来源：Wind，东方金诚

4 月产业债净融资在行业间分化明显，地产债净融资转正

从产业债各行业来看，4 月多数行业信用债净融资为负，净融资主要集中在综合、公用事业、建筑装饰等行业。当月地产债发行量在各行业中居前，净融资小幅回正，但这主要源于 AAA 级房企，中低等级房企净融资依然为负。此外，4 月采掘、机械设备、非银金融、钢铁、交通运输等行业净融资缺口较大。

表格7 4月各行业信用债发行量和净融资额（亿元）

	AAA级		AA+级		AA级		合计	
	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额	发行量	净融资额
综合	1343	406	142	65	59	40	1543	501
公用事业	1217	215	32	2	6	3	1256	220
建筑装饰	310	141	96	56	80	7	486	190
食品饮料	235	95	15	15	6	-1	256	109
房地产	441	222	41	-74	57	-41	539	82
化工	160	105	57	-11	0	-16	217	75
国防军工	60	40	0	0	0	0	60	40
传媒	55	37	38	25	0	-13	93	34
建筑材料	80	32	8	8	3	-9	91	32
家用电器	30	0	10	5	0	0	40	5
农林牧渔	0	0	6	0	0	0	6	0
纺织服装	0	0	5	0	0	0	5	0
通信	23	13	8	-6	4	-1	34	-2
电气设备	22	-4	7	1	0	0	29	-3
医药生物	75	3	60	13	2	1	137	-5
有色金属	179	36	6	-40	0	-1	185	-5
电子	16	-10	23	5	0	-11	39	-19
计算机	0	0	0	0	1	-4	1	-24
汽车	48	-15	0	-6	0	0	48	-32
休闲服务	20	-34	30	6	0	-11	50	-39
商业贸易	162	-47	31	-5	9	-7	202	-71
其他	346	-92	20	-36	35	20	401	-116
交通运输	712	-131	32	15	0	-20	744	-136
钢铁	184	-127	3	-16	0	0	187	-143
非银金融	256	-130	32	-1	0	-17	288	-148
机械设备	135	-186	7	4	5	-8	147	-190
采掘	204	-254	20	11	10	7	234	-261

数据来源：Wind，东方金诚

4月短期债券发行占比下降，信用债加权平均发行期限有所拉长

从期限结构看，4月信用债发行期限有所拉长，主要是短期债券发行占比下降——当月期限在1年以内（含1年）的短期债券发行占比为41.0%，较上月下降6.6个百分点，同时3年期和5年期债券发行占比有所回升。根据我们的计算，按照最长期限²统计，4月信用债加权平均发行期限为2.72年，较上

² 例如，3+2期限计为5年。

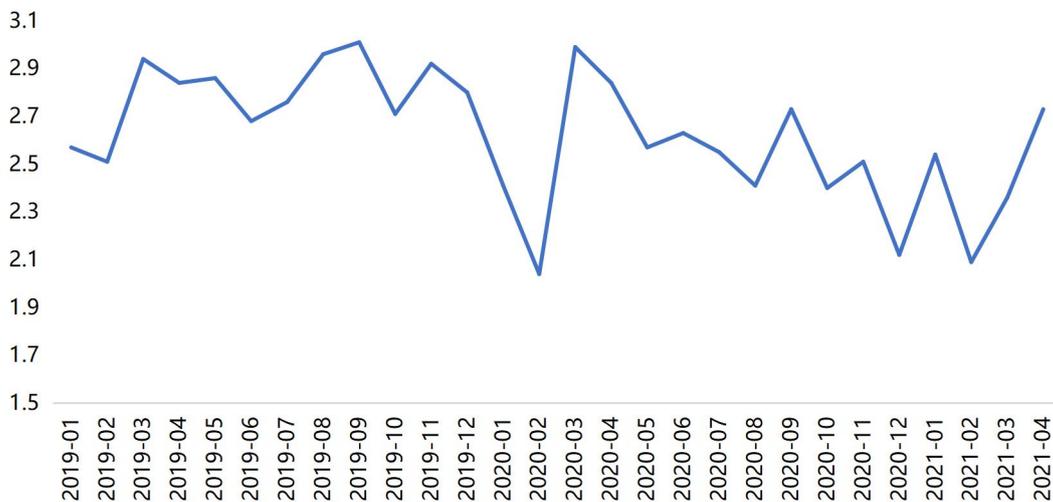
个月拉长约 4.4 个月。

表格 8 不同期限信用债发行占比 (%)

发行期限	2021 年 3 月	2021 年 4 月
≤1 年	47.65	41.02
(1,3]	26.73	30.11
(3,5]	21.76	22.43
>5 年	3.87	6.46

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 (年)



数据来源：Wind，东方金诚；注：按最长期限统计

1.2 二级市场

4 月资金面超预期宽松，资金利率均值普遍下行，带动债券短端收益率走低，截至 4 月末，1 年期国债到期收益率较月初下行 22bp；同时，尽管通胀加速上行，但当月基本面数据未超预期、金融数据下行、利率债供给压力不及预期，加之机构在欠配状态下积极配置利率债，推动长端利率亦小幅下行。在此

背景下，4月信用债各期限收益率也以下行为主，尤其是1年期AA级及以上品种，无论是城投债还是产业债收益率均在前期较低位置上进一步压缩，历史分位数均处于2011年以来的10%附近。4月3年期、5年期AA-级城投债收益率则逆市上行，体现出投资者对弱资质城投的谨慎态度。

表格9 4月末各期限国债和国开债到期收益率较上月末变动情况 (bp)

国债		国开债	
1Y	-21.79	1Y	-27.47
3Y	-9.69	3Y	-7.42
5Y	-2.21	5Y	-8.01
7Y	-3.77	7Y	-9.73
10Y	-2.47	10Y	-2.66

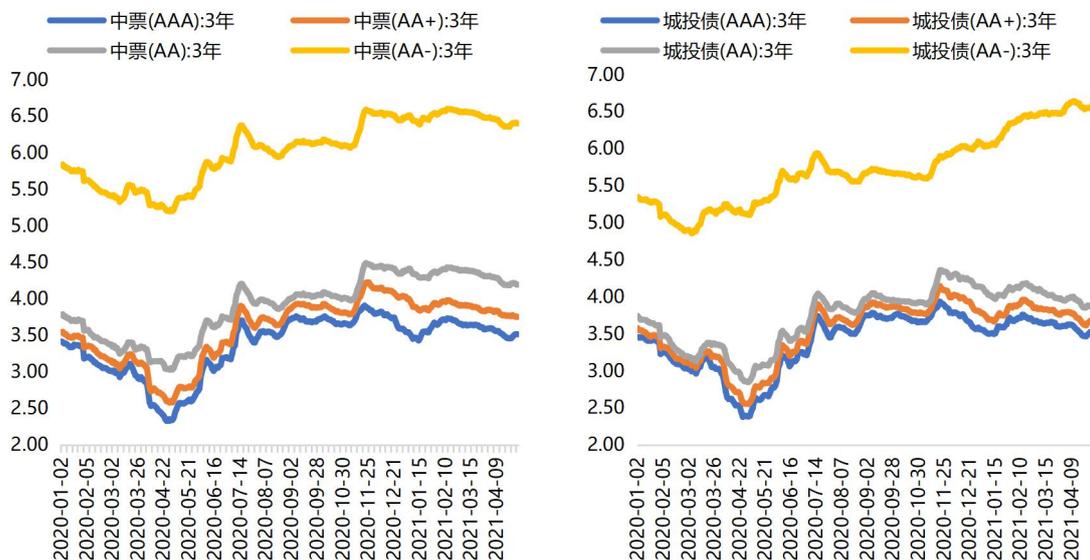
数据来源：WIND，东方金诚

表格10 各等级、各期限信用债到期收益率

		4月末值 (%)				较上月末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业债 (中短期 票据)	1Y	2.96	3.10	3.40	5.61	-5.7	-10.7	-16.7	-13.7	12.2	9.7	11.4	51.8
	3Y	3.51	3.76	4.20	6.40	-8.6	-9.7	-11.6	-8.7	18.8	19.8	25.7	58.0
	5Y	3.74	4.01	4.52	6.73	-1.9	-11.9	-8.9	-4.9	16.9	15.1	18.1	48.1
城投债	1Y	2.96	3.07	3.21	5.29	-13.4	-11.4	-13.4	-5.4	10.3	10.4	10.4	46.2
	3Y	3.51	3.67	3.88	6.58	-9.2	-11.3	-7.2	8.7	17.3	19.0	19.0	70.3
	5Y	3.77	4.03	4.50	7.31	-6.6	-13.6	-11.6	1.4	14.7	19.1	27.3	79.0

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日起

图表6 信用债收益率走势 (%)



数据来源：Wind，东方金诚

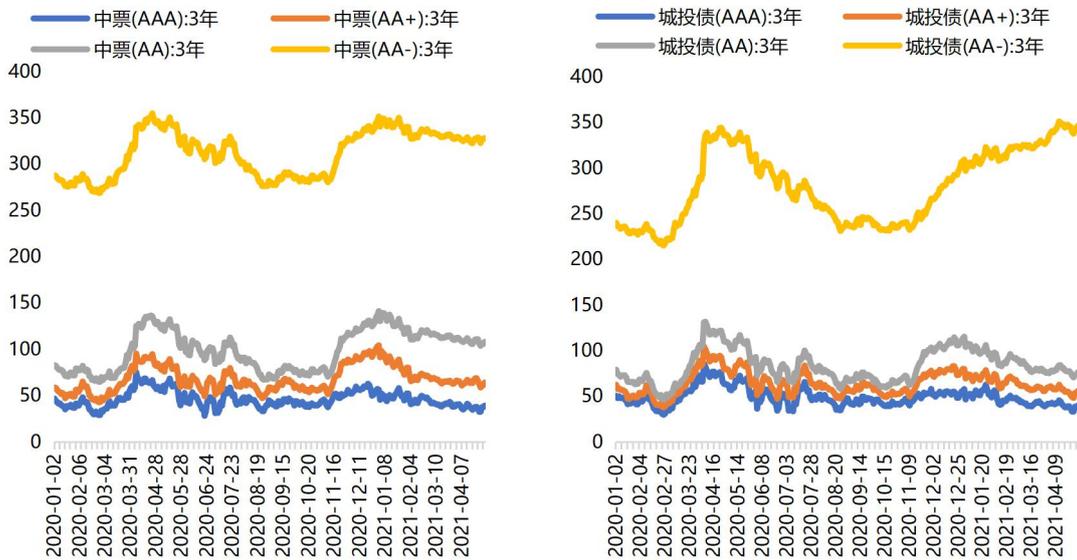
从信用利差来看，由于1年期国开债到期收益率下行幅度较大（27bp），4月1年期各等级产业债和城投债利差普遍被动走阔。当月3年期各等级产业债利差均现压缩，但3年期城投债信用利差压缩仅限于AAA级和AA+级。高收益城投债（AA-级）各期限信用利差全面上行，且历史分位数均处于历史极高位位置，与此同时，其他等级1年和3年期城投债信用利差均位于2011年以来的20%分位点以下，显示4月城投债内部分化进一步加剧。

表格 11 各等级、各期限信用利差

		4月末值 (bp)				较上月末变动值 (bp)				历史分位数 (%)			
		AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
产业 债(中短 期票据)	1Y	47.4	61.3	91.3	312.3	21.8	16.8	10.8	13.8	27.2	13.1	20.5	20.5
	3Y	39.1	64.0	108.0	328.0	-1.2	-2.2	-4.2	-1.2	21.9	22.4	36.1	36.1
	5Y	46.1	73.1	124.1	345.1	6.1	-3.9	-0.9	3.1	36.8	22.6	30.6	30.6
城投债	1Y	47.9	58.5	72.5	280.5	14.1	16.0	14.1	22.1	15.1	15.0	14.5	86.2
	3Y	39.8	55.8	76.3	346.3	-1.8	-3.8	0.2	16.2	11.2	14.7	17.2	93.0
	5Y	48.6	74.6	122.1	403.1	1.4	-5.6	-3.6	9.4	20.7	29.8	45.9	95.4

数据来源：Wind，东方金诚；历史分位数统计自2010年1月4日起

图表 7 信用利差走势 (bp)



数据来源：Wind，东方金诚

4月信用债等级利差（AA-AAA）普遍压缩，仅城投债1年期等级利差保持不变，3年期小幅上行。当月产业债等级利差全面压缩，或与前期永煤违约影响下机构普遍欠配有关，显示产业债市场情绪有所修复。4月信用债期限利差

以走阔为主，除产业债 AA-级外，各等级产业债和城投债期限利差均处于 2011 年以来的较高历史分位点，体现出谨慎情绪下投资者在久期偏好的持续缩短。

表格 12 各期限信用债等级利差

		4 月末值(bp)		较上月末变动值(bp)		历史分位数 (%)	
		AA-AAA		AA-AAA		AA-AAA	
产业债（中短期票据）	1Y	43.9		-11.0		32.4	
	3Y	68.8		-3.0		47.0	
	5Y	77.9		-7.0		34.6	
城投债	1Y	24.6		0.0		22.4	
	3Y	36.5		2.0		26.8	
	5Y	73.5		-5.0		51.5	

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 13 各等级信用债期限利差

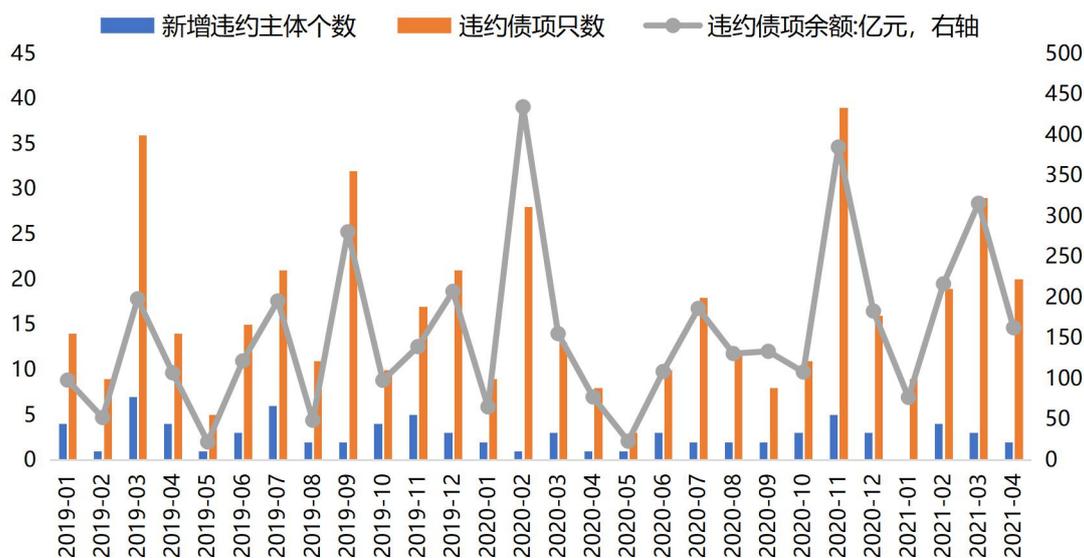
		4 月末值(bp)		较上月末变动值(bp)		历史分位数 (%)	
		3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
产业债（中短期票据）	AAA	54.7	78.6	-2.9	3.8	87.7	80.6
	AA+	65.7	91.6	1.0	-1.2	92.5	78.0
	AA	79.7	112.6	5.0	7.8	94.0	75.7
	AA-	78.7	112.6	5.0	8.8	69.1	52.7
城投债	AAA	55.0	80.6	4.2	6.8	87.5	79.5
	AA+	60.3	95.9	0.2	-2.2	85.5	79.4
	AA	66.8	129.4	6.2	1.8	81.5	93.3
	AA-	128.8	202.4	14.2	6.8	93.8	93.8

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

1.3 信用风险事件

4 月新增违约债券 20 只，环比减少 9 只；涉及违约主体 12 家，环比减少 4 家。当月新增违约主体 2 家，环比减少 1 家，分别为北京紫光通信科技集团有限公司和同济堂医药有限公司。今年 1-4 月累计已新增违约主体 9 家，较上年同期增加 2 家，但其中 5 家为“海航系”主体，另外 4 家中，除紫光通信科技为国企外，其余均为非公有制企业（2 家民企，1 家中外合资企业）。

图表 8 债券违约数据统计



数据来源: Wind, 东方金诚

除附表 2 中所列示的实质性违约债券外, 4 月有 4 只债券发生本金或利息展期。其中, 永煤新增一只超短融“20 永煤 SCP008”采用“到期日兑付 50% 本金及全部利息、剩余本金按原利率展期”的方案解决兑付问题; 鸿达兴业集团有限公司发行的私募债“20 鸿达 01”利息展期 3 个月支付; 华夏幸福基业股份有限公司发行的私募债“16 华夏 05”正在推进展期工作安排; 河南能源化工集团有限公司发行的短融“20 豫能化 CP002”先行兑付 50% 本金及全额利息, 剩余本金按原利率展期 1 年。

级别调整方面, 4 月有 9 家主体级别被下调, 比上月减少 4 家。另外有 3 家主体展望调整为负面, 比上月减少 1 家。

另外值得一提的是, 4 月 30 日, 呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司(以下简称“春华水务”)公告公司逾期债务合计 7.46 亿元, 加剧市场对于城投“破刚兑”的担忧。5 月 7 日, 人民网发文《春华水务集团债务逾期总体可控, 政府多措并举缓解流动性》, 其中提到, 呼和浩特市人民政府金融工作办公室主任哈顺朝鲁表示:“我们将确保春华水务集团到期债券如期兑付。”由此, 短期内“城投信仰”再度得以延续, 但长期来看, 弱资质城投信用风险暴露在所难免, 城投打破刚兑仍是大势所趋。

2. 信用债市场展望

4 月信用债净融资环比小幅增加, 且发行和净融资结构边际略有改善, 对

照当月二级市场收益率普遍下行，表明融资修复持续推进，市场情绪进一步好转。但一级市场融资面临的结构性分化依然突出，尤其体现在两个方面：一是区域融资分化显著，加剧弱区域系统性风险——信用债净融资高度集中在东部沿海发达地区，弱地区净融资持续为负——但分化足够大也意味着信用风险跨区域大范围传染的可能性降低。二是城投债发行监管趋于细化，监管政策体现“扶优限劣”思路，加剧城投内部信用分化。4月22日，交易所发布公司债券审核新规（以下简称《指引》），对特定情形发行人和高风险主体进行准入限制，从《指引》明确的特定情形发行人和重点关注的财务信息来看，弱资质城投公司债发行受影响最大。

- 首先，在《指引》第四章特定情形发行人里，提到城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的，应审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。
- 其次，《指引》涉及的如银行借款占比、资产受限情况、非经营性往来占款和资金拆借情况，私募债余额占比等指标，也均较多针对资产规模小、债务结构差的弱资质城投。

整体上看，《指引》体现的审核基调趋严，将对相关主体，尤其是弱资质城投的债券融资产生不小的影响。所以短期来看，一方面公司债整体的供给会下降，尤其是1-4月公司债市场低等级和私募债净融资占比过高的情况可能会逆转，另一方面，交易所为相关主体留下了借新还旧的缓冲空间，城投债整体风险依然可控，但只能借新还旧意味着弱资质城投债务腾挪的空间下降，尤其是非标占比较高的主体受影响较大，投资者规避情绪将会加重，这将加剧城投内部的信用分化。

区域和等级信用分化加剧的背景下，近期政策防范国企债务风险的力度加大。我们关注到，3月26日，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》，提到要开展债券全生命周期管理，重点防控债券违约、依法处置债券违约风险，严禁恶意逃废债行为等，表明地方国企违约已纳入重点监控范围，在严控债务增量、保持合理债务水平的同时，对高风险企业将实施“一企一策”，目标就是避免包括债券违约在内的信用风险集中暴露。4月

30日召开的中央政治局会议指出“建立地方党政主要领导处置财政金融风险机制”，由党政主要领导负责体现了中央对防范化解地方财政金融风险的重视。在央行一季度货币政策执行报告中也提到这一点，指出要“健全金融风险问责机制，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制，对重大金融风险严肃追责问责，有效防范道德风险”。可以看出，当前政策重心在于防范个体信用风险事件引发风险踩踏和外溢，重塑市场信心，避免出现重大信用风险冲击。在这一监管取向和多地政府的积极回应下，短期内地方国企违约将受到一定遏制，再现超预期违约事件的可能性比较小。

具体到城投方面，4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，重新提出“清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算”。这一提法沿用了此前专门文件中的表述，也表明中央在进一步厘清政府债务与企业债务边界，逐步化解隐性债务这一问题上态度没有发生改变。但从目前来看，若真有承担政府融资职能的城投公司由于失去清偿能力而直接破产清算，将会对市场产生较大冲击，加之今年是城投债和地方政府债务到期的大年，因此各地对于城投公司破产清算会慎之又慎。不过，近期监管密集出台关于地方政府隐性债务化解政策，城投公司融资环境趋紧，部分负债率高、短期债务到期规模大以及非标融资占比较高的城投公司债务滚续压力加大，城投债面临的流动性风险或提升。整体上看，我们判断今年城投公募债违约概率依然较低，非标违约仍将常态化，私募债偶发违约概率增加。目前城投债无论收益率还是信用利差都处于历史较低水平，需警惕超预期违约事件对城投债整体估值水平的冲击以及资管产品赎回导致的市场动荡。

从中长期来看，今年央行金融稳定工作会议强调金融风险处置要坚持市场化、法治化，坚持压实各方责任。对于债券市场来说，坚持市场化、法治化原则也意味着，债券市场存量风险化解处置需要建立符合市场化、法治化原则的信用风险分散分担机制，而非重回刚性兑付。如果企业出现暂时的兑付困难，可以在政府指导下与债券持有人积极沟通处置方案，通过债券展期、置换等方式主动化解风险，但对于那些积重难返、已无力化解风险的企业来说，如果不能遵循市场化原则合理、有序出清，反而会加大后续信用风险集中暴露并引发

系统性风险的可能性。对此，今年2月23日国资委新闻发言人也指出“通过风险出清实现优胜劣汰是资本市场的正常运行机制，有利于促进金融市场的长期健康发展”。

附表1 1-4月新增违约主体列表

首次违约时间	发行人	发行时主体评级	存续债券余额	已实质违约债券余额	公司属性	是否上市	省份	所属 Wind 行业
2021-02-10	海南航空控股股份有限公司	AA+	131.90	81.9	地方国企	是	海南省	航空
2021-02-10	三亚凤凰国际机场有限责任公司	AA+	30.00	30	地方国企	否	海南省	机场服务
2021-02-10	云南祥鹏航空有限责任公司	AA	17.60	7.7	地方国企	否	云南省	航空
2021-02-10	海口美兰国际机场有限责任公司	AA+	38.00	38	地方国企	否	海南省	机场服务
2021-03-09	重庆协信远创实业有限公司	AA-	18.60	4.8245	中外合资	否	重庆	房地产开发
2021-03-13	天津航空有限责任公司	AA+	43.00	43	地方国企	否	天津	航空
2021-03-23	华夏幸福基业股份有限公司	AAA	324.30	15	民营企业	是	河北省	房地产开发
2021-04-26	北京紫光通信科技集团有限公司	AA+	30.00	10	国有企业	否	北京	电子制造服务
2021-04-26	同济堂医药有限公司	AA	4.20	4.2	民营企业	否	湖北省	中药

数据来源：Wind，东方金诚

附表2 4月违约债券列表

名称	发行人	发行时主体评级	发行总额	债券余额	公司属性	是否上市公司	省份	所属 Wind 行业
16 紫光 02	紫光集团有限公司	AAA	50.00	3.01	央企	否	北京	通信设备
18 康美 MTN003	康美药业股份有限公司	AA+	10.00	10.00	民营企业	是	广东省	中药
17 成龙 01	成龙建设集团有限公司	AA	2.00	2.00	民营企业	否	浙江省	建筑与工程
17 成龙 01	成龙建设集团有限公司	AA	2.00	2.00	民营企业	否	浙江省	建筑与工程
16 宁远高	宁夏远高实业集团有限公司	AA-	5.30	5.30	民营企业	否	宁夏	贵金属与矿石
18 中融新大 MTN002	中融新大集团有限公司	AAA	10.00	6.49	民营企业	否	山东省	贸易公司与工业品经销
20 华夏幸福 MTN002	华夏幸福基业股份有限公司	AAA	5.00	5.00	民营企业	是	河北省	房地产开发
18 康美 MTN003	康美药业股份有限公司	AA+	10.00	10.00	民营企业	是	广东省	中药
18 新华联控 MTN001	新华联控股份有限公司	AA+	5.00	5.00	民营企业	否	北京	综合类行业
17 康美 MTN003	康美药业股份有限公司	AA+	20.00	20.00	民营企业	是	广东省	中药
17 康美 MTN002	康美药业股份有限公司	AA+	20.00	20.00	民营企业	是	广东省	中药

18 康美 MTN005	康美药业股份有限公司	AAA	10.00	10.00	民营企业	是	广东省	中药
18 康美 MTN004	康美药业股份有限公司	AAA	10.00	10.00	民营企业	是	广东省	中药
17 康美 MTN001	康美药业股份有限公司	AA+	20.00	20.00	民营企业	是	广东省	中药
18 北讯 03	北讯集团股份有限公司	AA	7.63	7.63	民营企业	是	广东省	建筑产品
18 同济 01	同济堂医药有限公司	AA	2.20	2.20	民营企业	否	湖北省	中药
16 天房 03	天津房地产集团有限公司	AA+	7.00	7.00	地方国企	否	天津	多样化房地产活动
18 紫光通信 PPN001	北京紫光通信科技集团有限公司	AA+	10.00	10.00	央企	否	北京	电子制造服务
18 同济 02	同济堂医药有限公司	AA	2.00	2.00	民营企业	否	湖北省	中药
16 信威 02	北京信威通信技术股份有限公司	AA	5.00	4.97	民营企业	否	北京	通信设备

数据来源：Wind，东方金诚