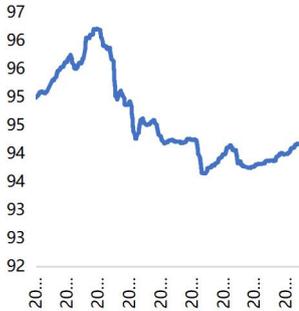


中债信用债总净价指数：



分析师：

冯琳 于丽峰

时间：2021年6月3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：5月信用债一级市场骤然降温，净融资额大幅转负。除受“补年报”效应影响外，更为重要的原因是，在地方政府隐性债务风险防控力度加大的背景下，近期城投融资政策收紧，当月城投债发行量和净融资额环比降幅明显超出产业债。尤其是4月下旬发布的公司债发行审核新规，对弱资质城投公司债发行限制较强。5月江苏、浙江等省份城投债净融资较大幅度转负，我们认为这主要源于发债大省在短时间内受到政策冲击的边际影响更为明显，并不代表区域信用基本面出现恶化。

二级市场：今年以来，市场担忧违约风险会加速暴露，尤其是地方国企违约预期升温，导致投资者风险偏好较低，资金抱团追逐高等级、短久期资产，再加上地方债发行迟迟未如期放量、非标规模收缩，资金面持续宽松，非银资金也较充裕，这些因素共同造成了债市面临的“资产荒”局面。于是，在3-4月信用债到期高峰平稳度过后，市场风险偏好有所修复，投资者在拉长久期的同时，也出现信用下沉行为。由此，5月信用利差整体压缩，期限利差和等级利差亦普遍收窄。不过，当前市场情绪仍较为谨慎，信用挖掘仍显克制，总体上呈现集中于低等级城投的局部下沉。

信用风险事件：5月新增违约主体仅1家，为隆鑫控股有限公司，环比减少1家；1-5月累计，新增违约主体10家（5家为“海航系”企业），比上年同期多增1家。级别调整方面，5月有13家企业主体级别被下调，比上月增加4家；另外有2家企业主体展望调整为负面，比上月减少1家。

展望：随着季节性因素减退，以及政策冲击逐步被消化，预计后续信用债发行将渐进回暖，但短时间内恐怕难以重回3-4月份的净融资规模，不排除6月净融资依然为负的可能性。考虑到目前发行监管收紧主要影响城投，而前四个月城投债净融资规模尚可，因此，净融资短时间萎缩应当不会引发城投债兑付风险的明显上升。且在底线思维下，如果净融资持续萎缩并实质性推升城投债务兑付压力，监管政策执行尺度可能会有所松动。因此，今年城投债整体风险依然可控，但内部信用分化加剧——区域债务率高、非标融资依赖度高的尾部城投债务腾挪空间下降，预计非标违约仍将多发，私募债违约也有零星发生的可能性。

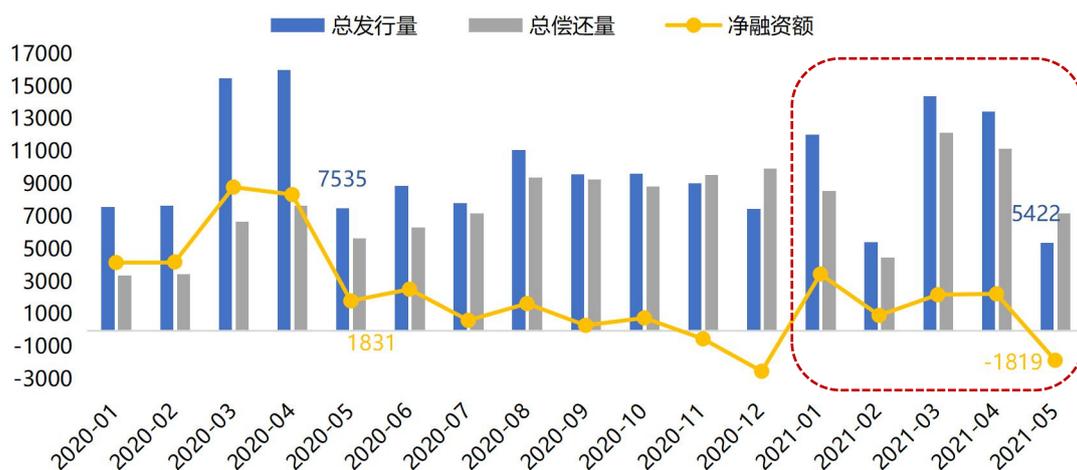
1. 5月信用债市场¹

1.1 一级市场

受发行监管政策收紧，尤其是城投新增融资受限，以及季节性的“补年报”效应影响，5月信用债一级市场骤然降温，净融资额大幅转负

5月信用债发行量5422亿，环比骤降8046亿，降幅达59.7%；当月到期量环比亦有所下降，但仅减少3965亿，故净融资额较上月减少4083亿至-1819亿。5月信用债净融资额在1-4月连续为正后再度转负，且缺口较大——当月信用债净融资规模为2017年下半年以来的单月次低水平（最低值为去年12月的-2550亿，彼时信用债发行正处在永煤违约事件的剧烈冲击之下），引发市场普遍关注。

图表1 信用债发行与到期（亿元）

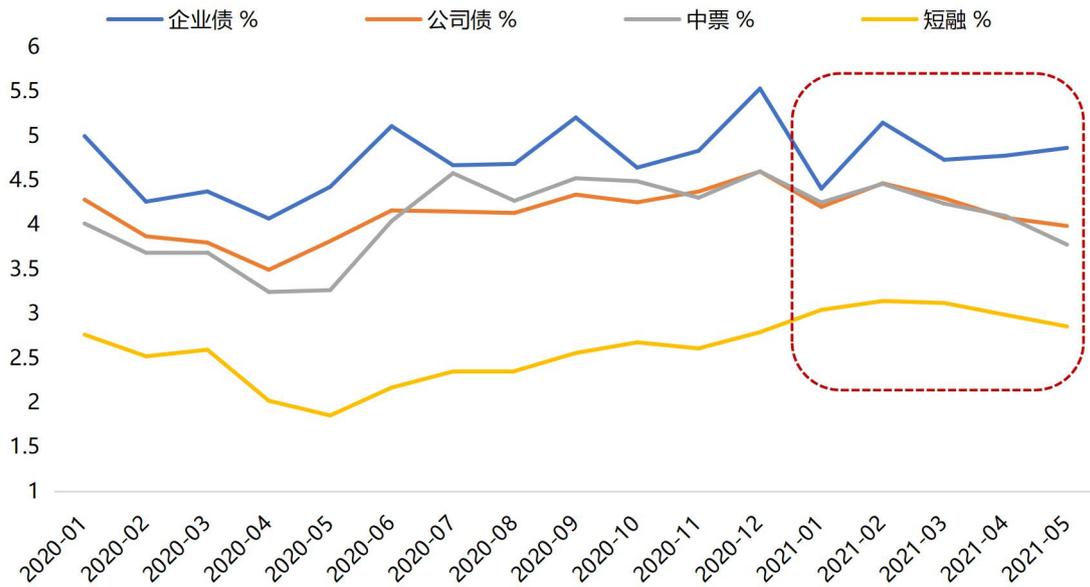


数据来源：Wind，东方金诚

根据历史经验，除季节性因素外，信用债发行大幅萎缩通常与利率剧烈波动、发行监管政策收紧、重大信用风险事件冲击等因素有关。从今年5月情况来看，一方面，5月资金面延续稳中偏松，主要市场利率走势平稳，信用债发行利率亦然，当月公司债、中票、短融加权平均发行利率均有所走低，环比分别下行9.2bp、32.2bp和13.0bp；另一方面，近期信用债市场并未再现超预期违约，5月新增违约主体仅1家，且为民营企业，同时，4月30日披露的春华水务债务逾期事件也未进一步发酵，城投债刚兑信仰再度得到“充值”。

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。

图表2 信用债各主要券种加权平均发行利率

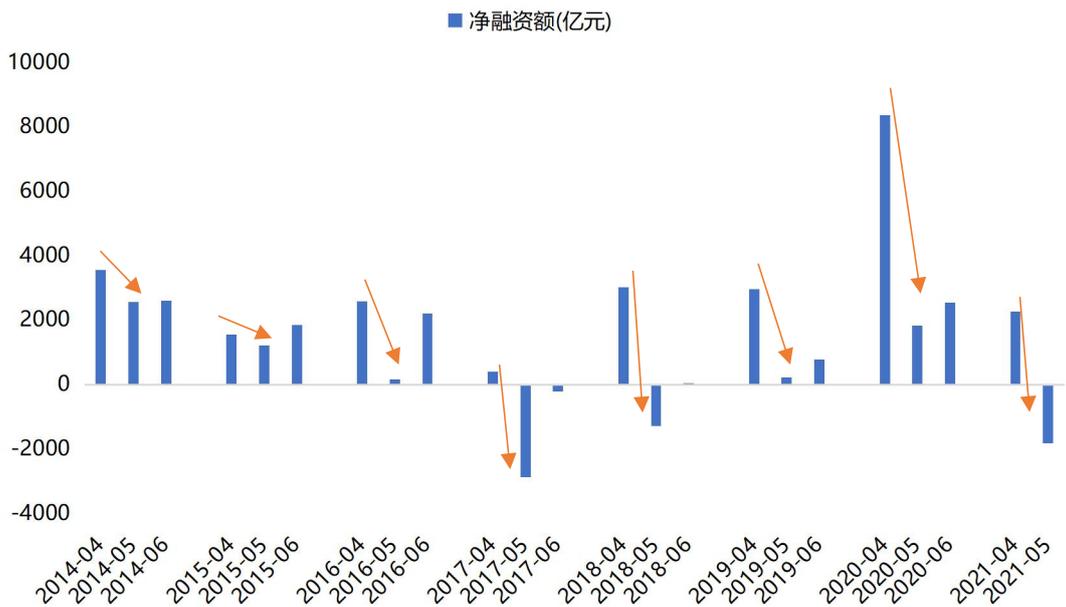


数据来源：Wind，东方金诚

因此，5月信用债净融资大幅萎缩与利率波动和信用风险事件冲击的关系不大，那原因为何？我们认为，主要有以下两个方面：

- 首先，5月受“补年报”效应影响是传统发行淡季，企业有抢在5月前发行的倾向，所以导致5月信用债净融资通常会季节性缩量，这从历史数据中可以得到印证。

图表3 5月信用债净融资环比缩量呈现出季节性规律



数据来源：Wind，东方金诚

- 其次，也是更为重要的一点在于近期城投融资政策的收紧。今年以来，随着宏观政策重心从稳增长向防风险切换，严控地方政府隐性债务增量（以城投新增债务为主）的政策频出。鉴于债券是城投公司债务融资结构中的重要组成部分，近期城投债发行监管紧势明显，导致城投债净融资大降。尤其需要关注4月下旬发布的公司债发行审核新规²，新规对小规模、低等级城投等高风险主体的公司债申报规模和募集资金用途都有所限制。另外有市场消息称，目前城投、房企及发行受限制名单内的企业备案发行公司债需经证监会同意，这也拉长了项目发行时间。

5月城投债发行量和净融资额环比降幅明显超出产业债，尤以AAA级城投为甚，当月地方产业类国企信用债净融资在各类主体中表现最好

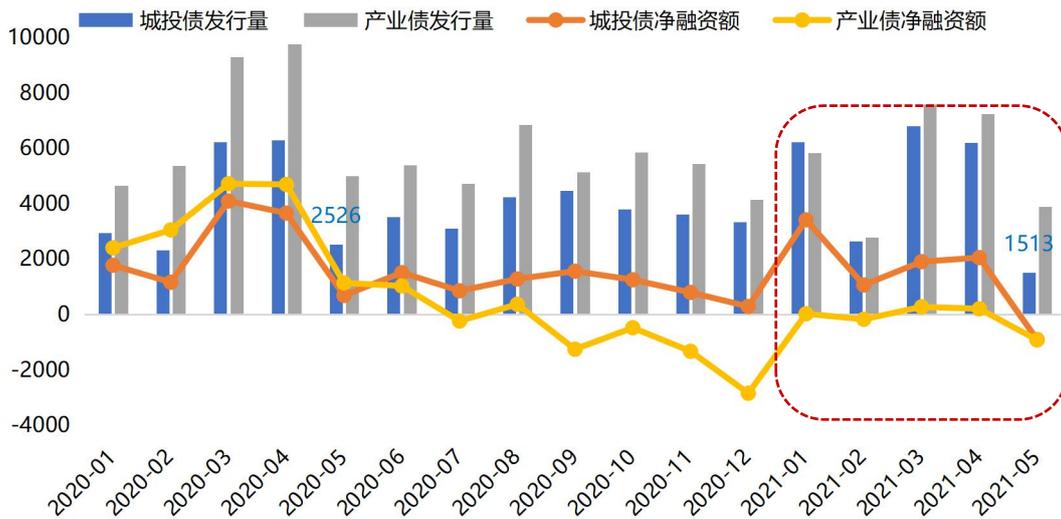
从数据上看，5月城投债发行量和净融资额环比下降幅度均明显超出产业债³，表明撇除季节性因素影响（假设季节性因素对城投债和产业债发行的影响程度无明显差异），城投债发行大幅缩量确为当月信用债发行整体遇冷的主要原因。具体来看，5月城投债发行量环比下降4701亿，净融资额下降2959亿至-904亿。我们注意到，尽管当前发行监管政策更多指向低等级城投，但5月主体评级AAA级城投债净融资额环比降幅及当月净融资缺口最大，AA+级次之，AA级最小（见表格1），或与低等级城投债券融资需求刚性较强有关。

5月产业债发行量环比下降3346亿，净融资额环比下降1123亿至-915亿，净融资缺口与城投债大致持平。从不同性质产业类主体看（见表格1），5月央企信用债净融资缺口明显扩大，民企债券存量规模继续萎缩、市场出清仍在持续；当月地方产业类国企信用债净融资在各类主体中表现最好，净融资额虽然也降至负值，但缺口较小，且AA+级和AA级主体净融资额为正，这一方面归因于债券发行监管政策收紧对地方产业类国企的指向性相对较弱、影响相对较小，另一方面也能反映出市场对于地方产业类国企信心的逐步恢复。

² 2021年4月22日，沪深交易所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》，对公司债券审核中的重点关注事项及相关信息披露要求作出规定。

³ Wind口径城投债和产业债。

图4 城投债和产业债发行量与净融资额（亿元）



数据来源：Wind，东方金诚

表格1 不同等级、不同性质企业信用债发行量与净融资额（亿元）

	发行量		净融资额		发行量		净融资额		发行量		净融资额	
	AAA				AA+				AA			
	4月	5月	4月	5月	4月	5月	4月	5月	4月	5月	4月	5月
央企	3391	2035	15	-547	106	39	-10	-33	4	17	-3	11
地方产业类国企	2188	831	196	-346	507	341	165	125	229	160	-19	56
城投企业	2337	531	881	-466	2171	505	849	-201	1493	383	617	-28
民营企业	276	118	-18	-142	80	62	-93	-98	20	0	-29	-35
其他	457	225	90	54	36	20	-35	-23	25	14	-30	-53

数据来源：Wind，东方金诚

虽然近期交易所市场发行监管政策密度较大、市场讨论声浪更高，但5月信用债净融资萎缩是全市场现象，且银行间市场信用债净融资缺口更大

5月交易所公司债净融资额为-77亿，环比下降1305亿，其中，私募债净融资额下降751亿至-162亿，公募公司债净融资额则小幅为正，显示1-4月公司债净融资以私募债为主的局面在5月发生逆转，这体现了公司债发行审核新规的影响——新规针对发行人私募债余额占净资产的比例设置了40%的红线，且受新规影响最大的低等级城投公司债发行高度集中于私募债，故相较于公募公司债，私募债发行受新规限制更加明显。

从银行间债券市场来看，5月中票、短融和定向工具净融资额合计为-1488亿，环比下降2422亿。可以看出，虽然近期交易所市场发行监管政策密度较

大、市场讨论的声浪更高，但5月信用债净融资萎缩是全市场现象，这一方面体现季节性因素的影响和市场情绪的传染，另一方面也提示银行间市场债券发行监管力度可能也有所加强。

表格 2 不同券种发行量与净融资额（亿元）

	发行量		净融资额	
	4月	5月	4月	5月
企业债	880	31	102	-263
一般公司债	1946	924	639	85
私募债	1740	554	589	-162
中票	2811	1034	466	-472
短期融资券	433	214	-399	-313
超短期融资券	4802	2350	735	-700
定向工具	856	307	132	-3

数据来源：Wind，东方金诚

表格 3 按主体级别各主要券种净融资额（亿元）

	AAA 级		AA+级		AA 级	
	4月	5月	4月	5月	4月	5月
企业债	218	-27	-10	-41	-40	-74
一般公司债	713	67	38	32	-37	-4
私募债	-225	-48	416	-49	488	6
中期票据	282	-131	227	46	2	4
短期融资券	-360	-102	-4	-13	-31	-6
超短期融资券	677	-202	54	-122	15	-46
定向工具	-140	-24	155	-55	138	93

数据来源：Wind，东方金诚

5月各省份信用债净融资多数为负；江苏省城投债净融资缺口最大，反映发债大省在短时间内受到政策冲击的边际影响更为明显；山西省产业债净融资缺口最大，表明市场对该区域信心仍未实质性改善

分区域来看，城投债方面，5月各省份城投债净融资额普遍为负，当且仅上海、河北、河南、贵州等少数省份城投债净融资小幅为正，而头部的江苏省城投债净融资缺口最大，北京和天津紧随其后，当月浙江、山东等发债大省净

融资缺口也相对较大。不过，考虑到多数省份，尤其是网红省份城投债到期量很小，对净融资规模的简单横向比较意义有限，换言之，江苏省城投债净融资为负、贵州省城投债净融资为正并不能反映市场的真实偏好，只能说明发债大省在短时间内受到政策冲击的边际影响更为明显。我们预计，随着季节性因素减退，以及政策冲击被市场逐步消化，后续强资质区域城投债净融资将实现回正。

产业债方面，5月多数省份产业债净融资为负，净融资额集中于江苏和福建两省——这也说明当月江苏省城投债净融资转负主因政策冲击，并不代表区域信用基本面恶化。值得注意的是，5月河南省产业债净融资小幅回正，与当月到期量很小有关，也在一定程度上反映出区域融资环境的缓慢修复；而同样受到永煤违约事件冲击的山西和河北两省产业债净融资仍较大幅度为负，尤其是发债煤企集中的山西省，可以看出，尽管在地方政府的积极介入下，市场担忧情绪略有缓解，但从债券发行情况来看，市场对上述两省以及煤炭等过剩产能行业的信心仍未实质性改善。

表格 4 5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
福建	76	2	135	57	210	60
河南	33	10	58	27	91	37
重庆	94	10	30	-2	124	8
广西	35	3	35	3	70	6
吉林	0	0	8	4	8	4
贵州	26	10	7	-7	33	3
上海	63	30	563	-27	625	3
黑龙江	2	-8	19	8	21	0
陕西	9	-12	30	7	39	-5
内蒙古	0	0	43	-10	43	-10
香港	0	0	10	-21	10	-21
浙江	126	-30	127	1	253	-29
湖北	60	4	48	-34	108	-30
安徽	39	-32	46	-4	85	-37
新疆	6	-4	4	-39	10	-43
江苏	407	-151	258	108	665	-43
湖南	63	-20	74	-24	137	-44
山东	73	-25	205	-27	278	-51
江西	29	-58	25	5	54	-53
四川	64	-24	36	-38	100	-62
河北	15	4	38	-83	53	-79
云南	34	-31	5	-100	39	-130
天津	53	-132	40	-8	93	-140
广东	45	-28	592	-115	637	-143
辽宁	0	0	20	-170	20	-170
山西	0	0	15	-206	15	-206
北京	70	-138	1367	-439	1437	-577

数据来源：Wind，东方金诚

表格 5 5 月各省份城投债发行量和净融资额（亿元）

发行人地域	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
上海	49	16	10	10	4	4	63	30
河南	0	-10	17	12	16	8	33	10
贵州	20	20	0	0	6	-10	26	10
重庆	26	17	34	-2	34	-4	94	10
河北	0	0	15	12	0	-8	15	4
湖北	38	16	0	-7	22	-3	60	4
广西	8	-1	10	-3	17	8	35	3
福建	31	13	21	-13	24	2	76	2
新疆	0	0	0	-10	6	6	6	-4
黑龙江	0	0	2	-8	0	0	2	-8
陕西	0	-15	5	0	4	4	9	-12
湖南	15	-35	23	-1	25	22	63	-20
四川	10	-30	21	8	33	1	64	-24
山东	30	-20	28	-12	15	7	73	-25
广东	35	-22	10	4	0	-10	45	-28
浙江	30	-5	49	-33	47	8	126	-30
云南	13	-23	22	-3	0	-3	34	-31
安徽	0	0	22	-20	13	-13	39	-32
江西	11	-34	8	-25	10	3	29	-58
天津	50	-118	3	-11	0	-3	53	-132
北京	55	-120	15	-18	0	0	70	-138
江苏	111	-65	191	-40	105	-40	407	-151

数据来源：Wind，东方金诚

表格 6 5 月各省份地方产业类国企信用债发行量和净融资额（亿元）

发行人地域	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
江苏	104	30	67	42	50	47	222	119
福建	77	30	42	42	0	0	119	72
浙江	20	0	19	14	36	29	74	42
河南	15	15	9	9	24	24	48	32
上海	130	14	0	-5	5	5	135	14
陕西	30	7	0	0	0	0	30	7
江西	5	-15	18	18	2	2	25	5
广西	20	-12	15	15	0	0	35	3
湖南	0	0	39	24	10	-21	49	3
山东	164	-10	32	7	4	4	200	1
湖北	0	0	3	3	3	3	6	0
安徽	24	1	20	14	2	-9	46	-4
贵州	0	0	4	4	0	-14	4	-10
四川	10	-15	0	0	11	-9	21	-25
北京	36	-42	20	7	3	3	59	-32
河北	33	-45	0	0	0	0	33	-45
广东	138	-92	50	32	10	5	198	-57
山西	10	-140	5	-43	0	0	15	-183

数据来源：Wind，东方金诚

5 月多数行业信用债净融资为负，采掘业净融资缺口最大，地产债内部等级分化明显

从产业债各行业来看，5 月多数行业信用债净融资为负，净融资主要集中在建筑装饰和机械设备行业。当月采掘、综合、交通运输、房地产和公用事业等行业净融资缺口较大，其中，采掘业净融资缺口最大且集中于高等级，与山西、河北两省产业债净融资持续萎缩态势相一致。另外，5 月地产债净融资额整体为负，且内部分化明显——当月高等级房企债券融资情况相对较好，在各行业中净融资居前，中低等级房企信用债净融资则存在较大缺口。

表格 7 5 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
建筑装饰	160	-68	131	120	79	21	369	63
机械设备	96	56	0	0	0	0	96	50
电子	30	20	0	-6	0	0	30	14
其他	300	-30	53	49	18	6	370	13
汽车	5	4	0	-5	0	0	5	-1
建筑材料	38	12	0	-13	0	0	38	-1
通信	0	-7	5	5	0	0	5	-2
食品饮料	47	-10	0	0	3	3	50	-7
电气设备	8	-2	5	5	0	-13	13	-10
计算机	0	-20	6	6	0	0	6	-14
休闲服务	0	-10	0	-5	2	0	2	-15
传媒	5	-12	10	-12	0	0	15	-26
商业贸易	70	0	24	-44	26	23	120	-36
医药生物	66	-25	17	-18	0	-1	83	-44
有色金属	54	-62	0	-5	0	-3	54	-69
非银金融	68	-100	31	24	3	3	102	-76
化工	30	-22	9	-48	0	0	39	-77
钢铁	136	-104	5	5	0	0	141	-99
公用事业	1042	-118	35	-7	2	2	1079	-123
房地产	221	72	19	-63	28	-76	269	-127
交通运输	369	-163	44	15	6	1	419	-166
综合	314	-176	69	-22	19	14	401	-183
采掘	130	-197	0	0	0	-5	130	-210

数据来源：Wind，东方金诚

5 月短期债券发行占比上升，信用债加权平均发行期限明显缩短

从期限结构看，5 月信用债发行期限明显缩短，当月期限在 1 年以内（含 1 年）的短期债券发行占比为 49.5%，较上月提高 8.5 个百分点。根据我们的计算，按照最长期限⁴统计，5 月信用债加权平均发行期限为 2.20 年，较 4 月加权平均期限缩短逾 6 个月。

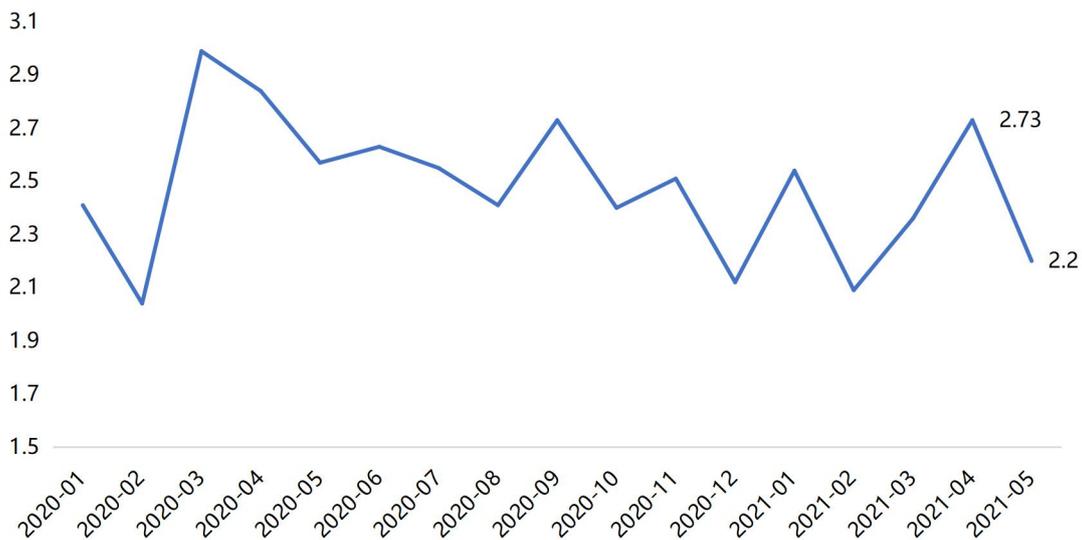
⁴ 例如，3+2 期限计为 5 年。

表格 8 不同期限信用债发行占比 (%)

发行期限	2021 年 4 月	2021 年 5 月
≤1 年	40.99	49.49
(1,3]	30.12	29.3
(3,5]	22.43	18.66
>5 年	6.46	2.56

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

5月资金面稳中偏松，当月DR007均值为2.12%，已连续三个月低于短期政策利率2.20%的水平，支撑债市继续走牛，核心原因在于新增地方政府专项债发行节奏仍然缓慢，放量幅度不及预期。同时，在保供稳价和打击投机等政策手段作用下，5月中下旬多个黑色系商品期货价格快速下跌，通胀预期有所降温，加之央行明确表态当前物价上涨是阶段性、输入性通胀，市场对于央行因通胀冲高而收紧货币政策的担忧缓解，推动利率下行从短端向长端扩散。截至5月末，10年期国债到期收益率较月初下行12bps。

在此背景下，5月信用债各期限收益率也以下行为主，其中3年期品种收益率下行幅度最大，显示投资久期有所拉长，同时AA+级及以下品种下行幅度

大于 AAA 级，但总体上城投债表现好于产业债。当前短久期信用债收益率已接近历史极低值：5 月，无论城投债还是产业债，1 年期 AA 级及以上品种收益率均在前期较低位置上进一步压缩，月末大部分已低于十年历史分位数的 10% 水平。5 月高收益（AA-级）城投债收益率一改前期不断逆势上行趋势出现下行，或因 3、4 月到期高峰已过且前期市场预期的违约多发并未兑现，投资者在调整久期的同时，也开始加大信用挖掘力度，但资质下沉仍集中在低等级城投，从而推动高收益城投债收益率下行。

表格 9 5 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	5.22	1Y	6.2
3Y	-1.79	3Y	-4.71
5Y	-3.7	5Y	-5.66
7Y	-9.76	7Y	-3.86
10Y	-11.9	10Y	-5.91

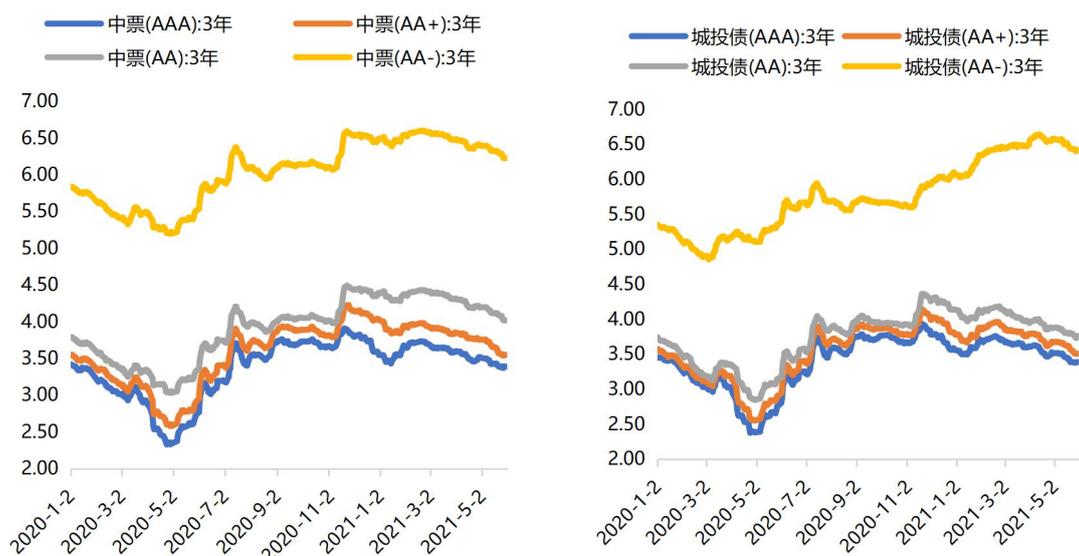
数据来源：WIND，东方金诚

表格 10 各等级、各期限信用债到期收益率

		5 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	2.91	3.02	3.27	5.47	-5.0	-8.1	-13.1	-14.1	10.1	8.3	9.1	40.1
	3Y	3.39	3.55	4.02	6.23	-11.4	-20.4	-17.4	-16.4	14.3	12.3	17.3	50.7
	5Y	3.62	3.89	4.40	6.61	-12.1	-12.1	-12.1	-12.1	13.1	11.5	12.3	39.8
城投债	1Y	2.89	2.98	3.10	5.29	-7.6	-8.6	-10.6	0.4	8.7	8.2	7.9	46.8
	3Y	3.38	3.51	3.76	6.41	-13.4	-16.5	-11.5	-16.4	12.6	12.2	14.9	61.3
	5Y	3.65	3.83	4.31	7.29	-12.3	-20.3	-19.3	-2.3	12.7	12.3	19.0	77.6

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

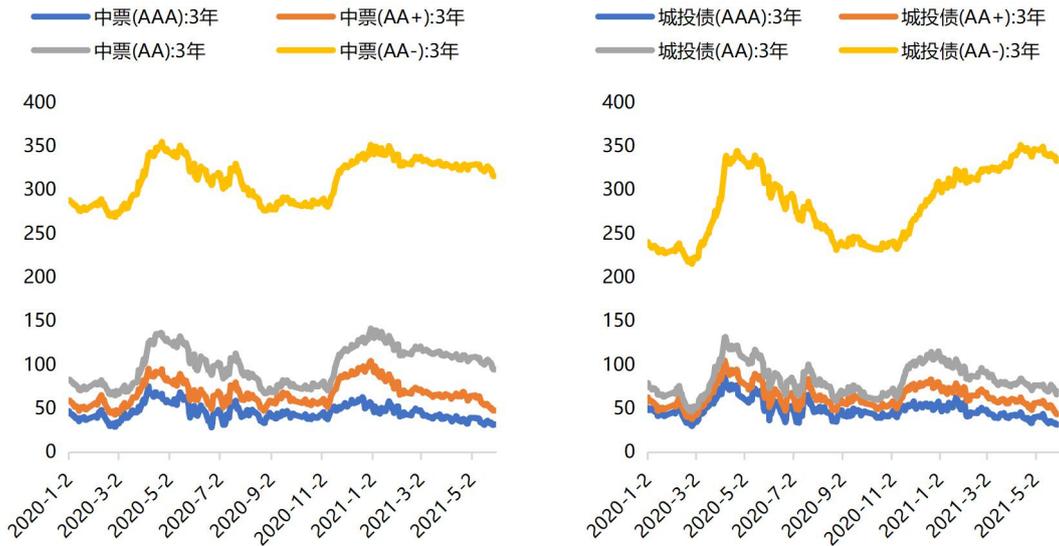
从信用利差来看，5月，除5年期AA-级城投债外，其余各期限各等级城投债、产业债利差均现压缩，其中1年期压缩幅度最大，部分是因为1年期国开债收益率上行导致信用利差被动收窄。除3年期AA级产业债外，1年、3年期AA级及以上城投债、产业债利差大部分已处于过去十年10%历史分位数以下，5年期利差也已降至30%及以下的历史分位数。5月，1年、3年期高收益（AA-级）城投债信用利差尽管有所压缩但仍处历史高位，且3年、5年期利差高于相同期限产业债，显示城投内部信用分化仍然明显。

表格 11 各等级、各期限信用利差

		5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	36.2	47.0	72.0	292.0	-11.2	-14.3	-19.3	-20.3	9.2	2.4	6.5	6.5
	3Y	32.4	48.3	95.3	316.3	-6.7	-15.7	-12.7	-11.7	10.2	3.8	24.2	24.2
	5Y	39.7	66.6	117.6	338.6	-6.4	-6.4	-6.4	-6.4	19.2	13.6	24.5	24.5
城投债	1Y	34.1	43.7	55.7	274.7	-13.8	-14.8	-16.8	-5.8	2.8	3.3	3.6	84.6
	3Y	31.1	44.1	69.6	334.6	-8.7	-11.7	-6.7	-11.7	4.9	5.6	10.8	89.8
	5Y	41.9	59.9	108.4	406.4	-6.7	-14.7	-13.7	3.4	11.6	12.8	31.6	95.0

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 7 信用利差走势 (bp)



数据来源: Wind, 东方金诚

5月信用债等级利差(AA-AAA)普遍压缩,仅产业债5年期等级利差保持不变,城投债3年期等级利差小幅上行。5月信用债期限利差也以压缩为主,除产业债AA级和AA-级外,中高年级产业债和各等级城投债期限利差均现压缩,但月末期限利差整体仍处于2011年以来的较高历史分位点,体现出尽管机构投资久期有所拉长,但仍表现谨慎。

表格 12 各期限信用债等级利差

		5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	0.36	-8.0	18.0			
	3Y	0.63	-6.0	41.0			
	5Y	0.78	0.0	34.4			
城投债	1Y	0.22	-3.0	15.7			
	3Y	0.38	2.0	29.9			
	5Y	0.66	-7.0	44.8			

数据来源: Wind, 东方金诚; 历史分位数统计自2010年1月4日起

表格 13 各等级信用债期限利差

		5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	48.4	71.5	-6.4	-7.0	87.7	80.6
	AA+	53.4	87.6	-12.4	-4.0	92.5	78.0
	AA	75.4	113.6	-4.4	1.0	94.0	75.7
	AA-	76.4	114.6	-2.4	2.0	69.1	52.7
城投债	AAA	49.2	75.9	-5.8	-4.7	87.5	79.5

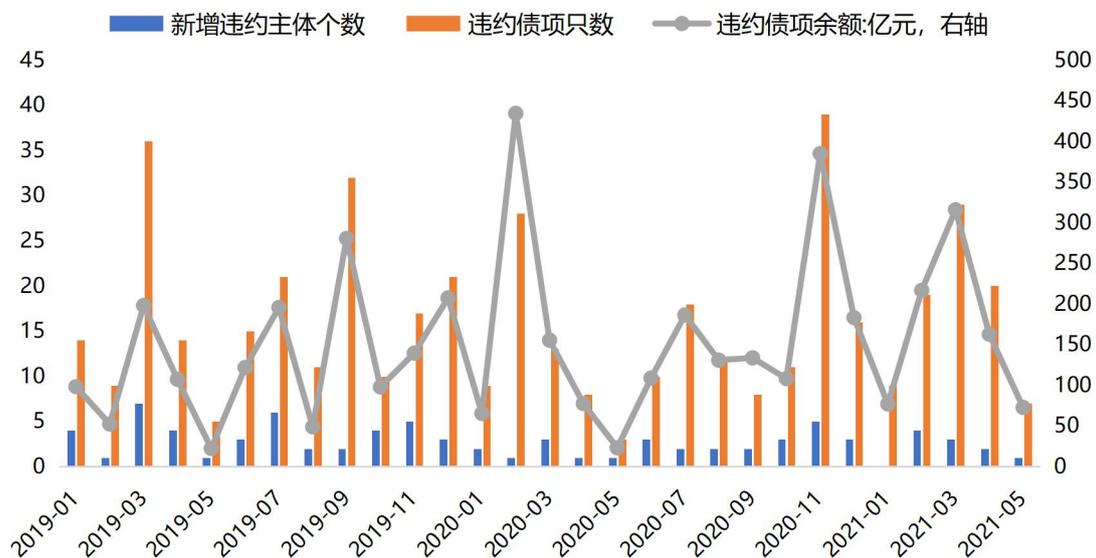
	AA+	52.5	84.3	-7.8	-11.7	85.5	79.4
	AA	66.0	120.8	-0.8	-8.7	81.5	93.3
	AA-	112.0	199.8	-16.8	-2.7	93.8	93.8

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

5 月新增违约债券 7 只，环比减少 12 只；涉及违约主体 6 家，环比减少 6 家。当月新增违约主体仅 1 家，为隆鑫控股有限公司，环比减少 1 家。1-5 月累计，新增违约主体 10 家，比上年同期多增 1 家，其中 5 家为“海航系”主体，另外 5 家中，除紫光通信科技为国企外，其余均为非公有制企业（3 家民企，1 家中外合资企业）。今年以来，在信用周期转向下行、债务兑付压力加大背景下，信用债违约风险并未加速暴露，同时，新增违约仍多发于民企，违约从民企向地方国企迁移的趋势得到遏制。这在很大程度上归因于“底线”思维下，地方政府支持区域内国企的意愿上升，同时，永煤事件后，监管连续强调打击逃废债，也对那些意欲通过逃废债来摆脱债务负担的潜在违约国企起到了震慑作用。

图表 8 债券违约数据统计



数据来源：Wind，东方金诚

5 月有 3 只债券发生本金和利息展期。具体来看，华夏幸福基业股份有限公司新增一只私募债“16 华夏 06”正在推进展期工作安排；东旭光电科技股份有限公司与持有其发行的公司债“15 东旭债”债券余额 96.16%的债券投资

者再次签订了展期协议(上次签订展期协议为 2020 年 5 月 18 日), 剩余 3.84% 的债券本金及相应的利息仍处于违约状态; 宁夏晟晏实业集团有限公司发行的公司债“16 晟晏债”兑付安排变更为个人投资者按照原发行条款兑付, 而机构投资者所持债券本息展期三年。

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。

级别调整方面, 5 月主体级别下调数量有所增加。当月有 13 家企业主体级别被下调, 比上月增加 4 家。另外有 2 家企业主体展望调整为负面, 比上月减少 1 家。

2. 信用债市场展望

5 月信用债净融资大幅萎缩, 既有季节性因素影响, 更是受到发行监管政策收紧的冲击。我们预计, 随着季节性因素减退, 以及政策冲击逐步被消化, 后续发行将渐进回暖, 但短时间内恐怕难以重回 3-4 月份的净融资规模, 不排除 6 月净融资依然为负的可能性。

考虑到目前发行监管收紧主要影响城投, 而前四个月城投债净融资规模尚可, 因此, 城投债净融资的短时间萎缩应当不会引发城投债兑付风险的明显上升。并且, 从监管思路上来看, 以公司债发行审核新规为代表, 监管仍然为相关主体留下了可以借新还旧的缓冲空间。换言之, 监管意在控制城投新增债务规模, 而非主动刺破存量债务风险。因此, 如果净融资持续萎缩并实质性推升城投债务兑付压力, 监管政策执行尺度可能会有所松动。同时, 目前来看, 考虑到如果有承担政府融资职能的城投公司发生公开债违约, 将会对市场产生较大冲击, 因此地方政府对于区域内城投主动暴露风险会慎之又慎。

因此, 今年城投债整体风险依然可控, 但内部信用分化加剧——区域债务

率高、非标融资依赖度高的尾部城投债务腾挪空间下降，预计非标违约仍将多发，私募债违约也有零星发生的可能性。

附表 1 1-5 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	81.90	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	30.00	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	7.70	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	38.00	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	43.00	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	15.00	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	10.00	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	4.20	民营企业	否	湖北省	中药
2021-05-06	隆鑫控股有限公司	AA	6.00	6.00	民营企业	否	重庆	摩托车制造

数据来源：Wind，东方金诚

附表 2 5 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
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	广东省	家用器具与特殊消费品
16 隆鑫 MTN001	隆鑫控股有限公司	AA	6.00	6.00	民营企业	否	重庆	摩托车制造
16 协信 05	重庆协信远创实业有限公司	AA-	12.60	5.61	中外合资企业	否	重庆	房地产开发
17 幸福基业 MTN001	华夏幸福基业股份有限公司	AAA	19.00	18.00	民营企业	是	河北省	房地产开发
H6 泰禾 03	泰禾集团股份有限公司	AA+	15.00	15.00	民营企业	是	福建省	房地产开发
H6 泰禾 02	泰禾集团股份有限公司	AA+	30.00	0.00	民营企业	是	福建省	房地产开发
H6 凯迪债	阳光凯迪新能源集团有限公司	AA	18.00	18.00	民营企业	否	湖北省	建筑与工程

数据来源：Wind，东方金诚