

信用债利差分析月度报告（2017年5月）

研发部/何金中 王衡

5月，受金融去杠杆及金融监管趋严影响，我国广谱利率总体呈上升态势，主要信用等级¹信用债²的平均发行利率³也继续上行，且随着信用等级的下降，上升幅度逐渐扩大。

发行利差⁴方面，金融去杠杆和严监管给债市带来的流动性压力上升明显，但随近期央行为缓解短期资金面紧张而适当加大流动性投放力度，债市流动性压力略有下降，前期因流动性溢价驱动的发行利差走扩态势得以缓和；同时，因5月债市违约金额创年内新高，市场对低信用等级债券的信用风险溢价要求明显上升，发行利差变化在不同信用等级上出现分化。

通过对发行利差偏高⁵样本的分析，市场对工商企业信用债所要求的风险溢价水平普遍要高于城投平台。在城投平台中，受地方政府举债融资监督和管控力度持续加强影响，信用风险溢价区域分化显著，需关注经济实力弱、债务负担重及层级低的城投平台的信用风险状况。在工商企业中，行业风险相对较高的采掘、商业贸易和化工行业的发行主体的发行利差偏高；另外随着地产调控效果逐步显现，房地产业的行业风险持续上升，业内发行主体面临的压力不容小觑。

一、 国债利率走势

5月，1年期、10年期国债利率在月初快速上涨，之后高位企稳，二者的期限利差进一步缩窄。金融去杠杆、严监管等措施导致的流动性紧张是月初国债利率上涨的主要原因，最终1年期、10年期国债利率月末分别收报3.50%、3.63%。本月期限利差均值为18BP，较上月下降15BP，期限利差进一步收窄，主要是由于金融去杠杆的持续推进、且临近半年末监管考核，市场短期资金面压力进一步加大。

¹ 除超短期融资债券和短期融资券采用主体信用等级外，其余各券种均采用债项信用等级进行统计。

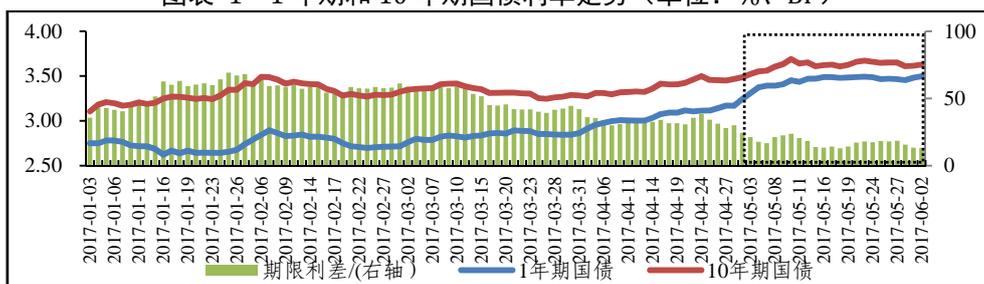
² 本文所统计的信用债仅指超短期融资券、短期融资券、中期票据、企业债、公司债，并剔除集合票据、项目收益票据、集合企业债、项目收益债、私募债、绿色债务融资工具和永续债。

³ 不考虑发行期限和券种差异，仅按信用等级分组计算平均发行利率。

⁴ 为便于计算，本文仅统计发行期限为270天及整数年债券发行利差；针对含权债券，选择含权前期限为准；基准利率选取同日同期限国债到期收益率；不考虑发行期限和券种差异，仅按信用等级分组计算平均发行利差。

⁵ 在不考虑发行期限和券种差异情况下，以各信用等级的平均发行利差为基准，对于发行利差高于平均值的债券，我们将其界定为利差偏高债券。

图 表 1 1 年期和 10 年期国债利率走势 (单位: %、BP)

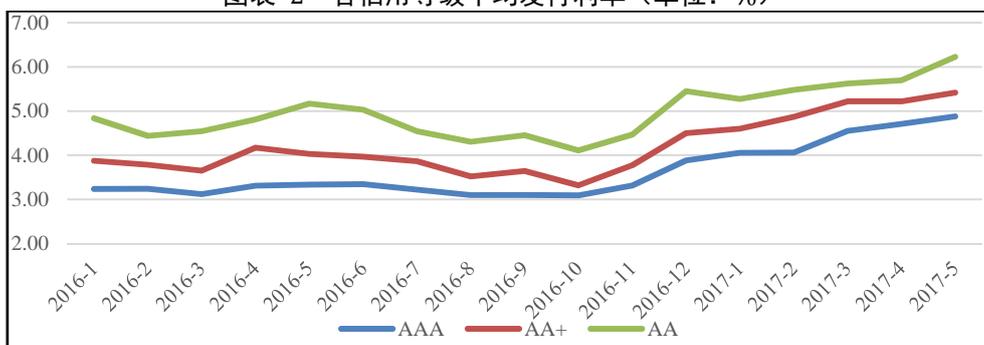


资料来源: wind 资讯, 新世纪评级整理

二、 发行利率分析

5 月, AAA 级、AA+级和 AA 级的平均发行利率分别为 4.88%、5.42%和 6.23%, 分别较上月上漲 16.96BP、19.75BP 和 53.02BP。受市场利率持续走高影响, 5 月, 各主要信用等级信用债的平均发行利率继续上行, 且随着信用等级的下降, 上升幅度逐渐扩大。

图 表 2 各信用等级平均发行利率 (单位: %)



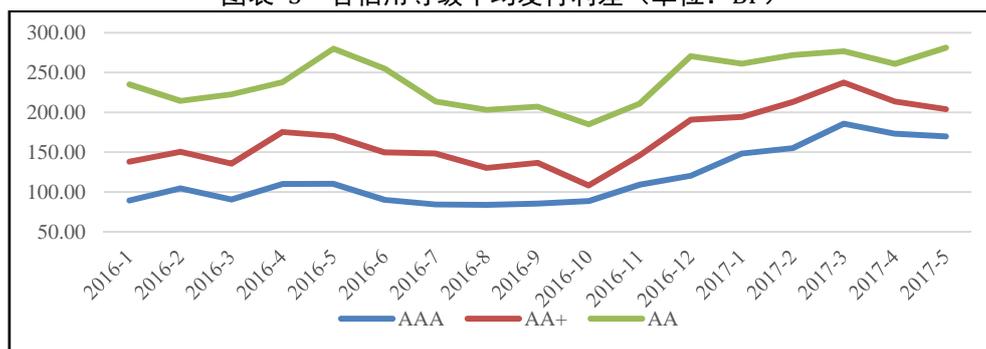
资料来源: wind 资讯, 新世纪评级整理

三、 发行利差分析

5 月, AAA 级、AA+级和 AA 级的平均发行利差分别为 169.73BP、204.07BP 和 281.20BP。其中, AAA 级和 AA+级平均发行利差延续上月回落, 分别下降 3.41BP 和 9.46BP, 而 AA 级较上月上升 20.26BP, 发行利差变化在不同信用等级上出现分化。

自 2016 年 11 月以来, 金融监管逐步趋严、金融去杠杆持续深入推进, 市场要求的流动性溢价持续上升, 从而带动信用债发行利差不断走扩。但从 4 月开始, 央行为缓和短期资金面紧张的局面, 通过采取公开市场操作及 MLF、SLF 等工具适当加大了对市场流动性的投放力度, 债市流动性压力相应下降, 债券发行利差走扩态势得以缓和。不过值得注意的是, 5 月信用债市场违约金额创年内新高, 市场的信用风险偏好回落, 对低信用等级债券的信用风险溢价要求明显上升, 是导致信用债发行利差变化在不同信用等级上出现分化的主要原因。5 月, 信用债市场共有 5 支债券违约, 本金规模合计 55.00 亿元, 违约金额创年内新高。

图表 3 各信用等级平均发行利差（单位：BP）



资料来源：wind 资讯，新世纪评级整理

四、利差偏高债券分析

5 月，利差偏高债券共 49 期，涉及发行主体 46 家。其中，城投债 10 期，涉及城投平台 10 家；非城投债 39 期，涉及工商企业 36 家。这可从侧面反映出，市场对工商企业信用债所要求的风险溢价水平普遍要高于城投平台。

在发行利差偏高的 10 家城投平台中，江苏 3 家，湖北 2 家，贵州、湖南、广西、云南和重庆各 1 家，基本都是债务负担重或经济实力偏弱地区；从平台层级看，广西和云南为省级平台，其余 8 家均为市级或区级平台。自 5 月初财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号）（以下简称“50 号文”）以来，地方政府举债融资的监督和管控力度进一步加强的态势非常明显，地方政府融资平台的融资政策和环境趋紧，对经济实力较弱或债务负担较重地区的平台影响更为明显。特别是地方政府债务规模最大的江苏省，因下属平台企业众多，管理起来相对困难和复杂，难免存在违法违规的举债融资行为，5 月底，江苏省财政厅以特急公文转发财政部等六部委联合发布的 50 号文，并提出省级层面的“补充意见”，短期内省内债务压力大、层级低及融资行为不规范的城投平台的信用风险状况值得关注。

在发行利差偏高的 36 家工商企业中，其行业分布主要集中于综合、采掘、房地产、商业贸易和化工，均为行业风险相对较高的行业，分别为 6 家、5 家、4 家、4 家和 3 家。其中，采掘、商业贸易和化工近年的行业风险持续高于其他大部分行业，行业内发行主体违约事件也时有发生。另外，自去年四季度以来，房地产调控不断加码，叠加银行上调房贷利率、严控房贷额度等因素，地产调控效果已逐步显现，近几月房地产销售增速持续放缓。5 月房地产投资增速更是年内首度回落，行业风险持续上升，房地产业发行主体面临的压力不容小觑。