

## 信用利差快报

2014年5月20日

2014年第19期, 总第57期

## 目录

跨越资金稍显紧张, 21天期回购利率上行	2
信用债发行规模大幅回升, 各等级发行利率出现分化	3
国债收益率回升, 信用利差收窄, 评级利差扩大	5
非标监管正式出台, 债市或呈供需双升态势	8
附表: 市场数据、监管及创新动态	9

## 企业债发行放宽、非标监管落地, 债市或呈供需双升态势

## 本期看点

- 央行仍在公开市场上稳定操作28天期正回购, 结合当周到期的正回购和央票, 公开市场实现资金净投放440亿元。年内首只央票到期, 央行未进行续作, 表明其维持目前相对宽松货币环境的意图。受此影响, 市场对长端资金预期较为乐观, 3月期shibor利率上周继续下行至年内最低点。资金面相对平稳, 仅21天期回购利率上行幅度较大, 表明市场对跨月资金需求相对紧张。
- 上周信用债发行规模大幅回升。公司债发行规模仍较小, 但企业债、中票和短融发行量均较前一周大幅上涨。其中中票发行量超过600亿, 创年内单周发行量最高点。短融发行量也几乎为前一周的两倍。企业债在经历了前一周的发行冷清后, 上周发行规模回升到412亿元, 除去200亿的铁道债, 仍有212亿元其它企业债发行。发行利率利差方面出现分化, AA级品种发行利率利差以上行为主, 而AA+和AAA级品种则以下行为主。
- 上周发改委发布了《关于进一步做好支持创业投资企业发展相关工作的通知》和《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》。两项《通知》进一步放宽了债券融资限制, 随着相关政策的落实, 企业债供给压力将进一步得到释放。
- 上周现券成交额约8600亿元, 较前一周有所下降, 但仍处于较高水平。国债到期收益率在经历了前两周的持续回落后, 上周有所回升。信用债1年期短期品种收益率跟随国债收益率回调, 而长期品种收益率仍以下行为主。信用利差全面收窄, 其中短期品种收窄幅度小于中长期。评级利差方面, 各等级与AAA级之间的利差全面扩大, 其中以AA-级与AAA级间的利差扩大幅度最大。
- 非标资产监管政策正式出台将进一步限制非标资产的扩张, 促使银行加强内部风险控制。随着非标配置减少, 银行对债券资产的配置需求将大概率增加。考虑到实体经济的债务滚动需求仍居高难下, 债券需求的上升也将进一步推动实体经济债券供给的放量, 因此债市有望呈现供需双升的态势, 但未来市场收益率走势主要还取决于货币政策松紧程度。

## 联络人

作者

研究咨询部

李诗 010-66428877-347  
[shli@ccxi.com.cn](mailto:shli@ccxi.com.cn)

余璐 010-66428877-663  
[lyu@ccxi.com.cn](mailto:lyu@ccxi.com.cn)

袁天瑶 010-66428877-586  
[yuantianyao@163.com](mailto:yuantianyao@163.com)

其他联络人

研究咨询部副总经理

张英杰 010-66428877-649  
[yjzhang@ccxi.com.cn](mailto:yjzhang@ccxi.com.cn)

## 一、跨月资金稍显紧张，21 天期回购利率上行

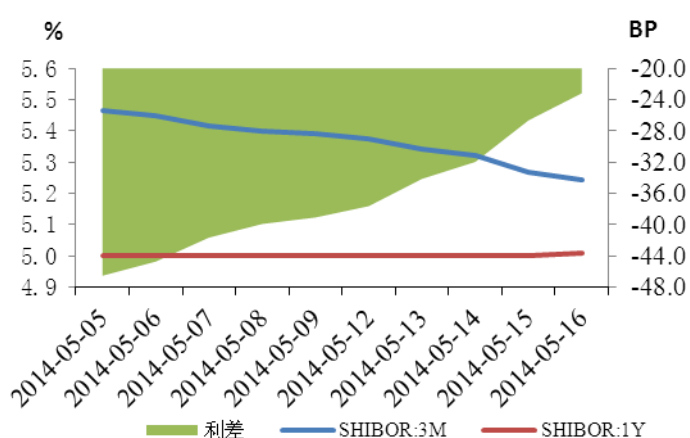
5月16日当周，央行共进行了2次公开市场操作，均为28天期正回购，正回购量1840亿元。自2月中旬央行重启正回购操作以来，央行共在公开市场实施了33期正回购。货币投放方面，上周有两期28天期正回购到期，实现货币投放1880亿元。同时，今年首只央票到期，实现货币投放400亿元。综合来看，上周公开市场实现净投放资金440亿元。

图 1: 一周央行公开市场操作

名称	日期	期限	金额 (亿元)	参考利率 (%)
正回购	5月13日	28天	970	4.0000
	5月15日	28天	870	4.0000
正回购到期	5月13日	28天	930	4.0000
	5月15日	28天	950	4.0000
央票到期	5月13日	3年	400	3.8000
投放总量	---	---	2280	---
回笼总量	---	---	1840	---
净投放资金	---	---	440	---

资料来源: CCXE 中诚信资讯

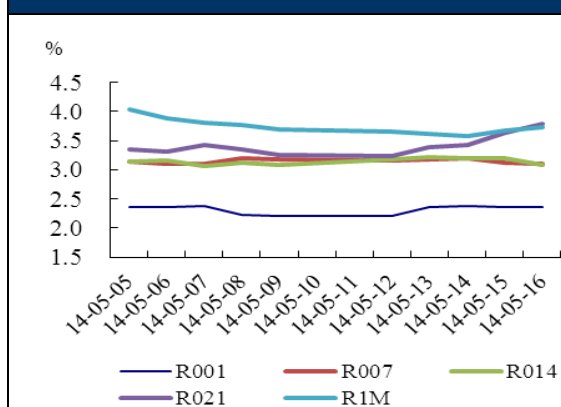
图 2: SHIBOR: 3M 和 1Y 走势及利差



资料来源: CCXE 中诚信资讯

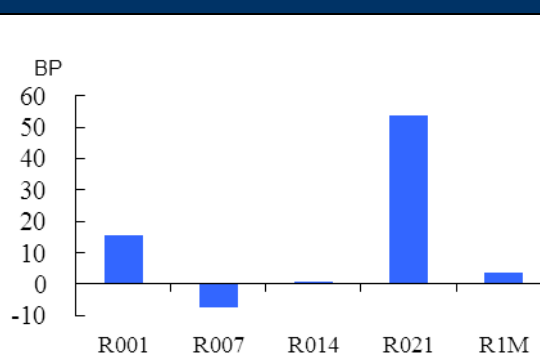
截至5月16日，三月期Shibor利率收报于5.24%，较前一周下行15bp，一年期Shibor利率收报于5.01%，较前一周基本持平。截至上周五，三月期Shibor利率高出一年期Shibor利率23bp (图2)。

图 3: 银行间质押式回购利率走势



资料来源: CCXE 中诚信资讯

图 4: 一周质押式利率变动情况



资料来源: CCXE 中诚信资讯

上周除21天期回购利率较前一周上行幅度较大，上行54bp，其它主要期限利率较前一周变化幅度不大，其中7天期利率小幅下行，隔夜、14天期和1月期利率小幅上行（图3、图4）。

4月实体经济数据显示整体经济形势仍偏弱。其中规模以上工业增加值同比实际增长8.7%，较3月回落0.1个百分点；固定资产投资1-4月同比名义增长17.3%，增速比1-3月回落0.3个百分点；社会消费品零售总额4月同比名义增长11.9%，较3月回落0.3个百分点。“微刺激”尚未展现明显的实质性效果，稳增长政策仍待发力。

央行仍在公开市场上稳定操作28天期正回购，结合当周到期的正回购和央票，公开市场实现资金净投放440亿元。年内首只央票到期，央行未进行续作，表明其维持目前相对宽松货币环境的意图。受此影响，市场对长端资金预期较为乐观，3月期shibor利率上周继续下行至年内最低点，单周下行幅度达15bp。资金面相对平稳，仅21天期货币市场利率较前一周上行幅度较大，上行54bp，表明市场对跨月资金需求相对紧张。其它主要期限市场利率则变化幅度较小。

## 二、信用债发行规模大幅回升，各等级发行利率利差出现分化

### 1、信用债发行规模大幅回升

截至5月16日当周，信用债发行规模整体大幅回升。其中企业债发行412亿元，包括200亿元铁道债，与上周相比有较大幅度上升。中票和短融发行量较前一周上升幅度也较大，约为前一周发行量的2倍。其中中票发行643亿元，短融发行563.1亿元。仅公司债发行规模仍较小，发行规模为1.5亿元。

表 1: 周度债券发行规模

起始和截止时间		公司债	企业债	中期票据	短期融资券
区间起始日期	区间截止日期	总发行量(亿元)	总发行量(亿元)	总发行量(亿元)	总发行量(亿元)
2014-05-12	2014-05-16	1.5	412	643	563.1
2014-05-04	2014-05-09	7.5	29	277.5	296.3
2014-04-28	2014-04-30	0	248	143.4	267.5
2014-04-21	2014-04-25	49	683.5	476.7	434.5
2014-04-14	2014-04-18	17	461	224	350.3
2014-04-07	2014-04-11	5	243.9	108	588
2014-03-31	2014-04-04	0	70	44.8	237.8
2014-03-24	2014-03-28	11.5	164	166.8	384.4
2014-03-17	2014-03-21	21	267	191.7	569
2014-03-10	2014-03-14	30	173.1	230	463.3
2014-03-03	2014-03-07	108	309	172.5	320
2014-02-24	2014-02-28	9	374.5	139.7	378.5
2014-02-17	2014-02-21	0	160	93.8	333.7

2014-02-07	2014-02-14	0	8	45.1	309
2014-01-26	2014-01-30	0	0	18	70
2014-01-20	2014-01-24	0	145.4	32	216
2014-01-13	2014-01-17	15	97	77.5	340
2014-01-06	2014-01-10	0	15	0	184

资料来源: CCXE 中诚信资讯

## 2、各等级发行利率利差出现分化

截至5月16日, AA+级7年期企业债发行利率7.13%, 较前一周下行57bp, 发行利差较前一周下行62bp。AA级7年期企业债平均发行利率8.19%, 较前一周上行79bp, 发行利差较前一周上行46bp。

截至5月16日, AAA级3年期中票发行利率5.66%, 较前一周上行28bp, 发行利差较前一周上行29bp。AA+级3年期中票发行利率5.74%, 较前一周下行101bp, 发行利差较前一周下行99bp。AA级3年期中票发行利率7.00%, 较前一周上行73bp, 发行利差较前一周上行71bp。AAA级5年期中票发行利率5.66%, 较前一周下行37bp, 发行利差较前一周下行36bp。AA+级5年期中票发行利率6.62%, 较前一周下行8bp, 发行利差较前一周下行11bp。AA级5年期中票发行利率7.02%, 较前一周下行41bp, 发行利差较前一周下行44bp。

截至5月16日, AAA级1年期短融发行利率5.13%, 较前一周下行7bp, 发行利差较前一周下行8bp; AA+级发行利率5.30%, 较前一周下行22bp, 发行利差较前一周下行22bp; AA级发行利率5.83%, 较前一周上行12bp, 发行利差较前一周上行12bp。

表2: 信用债发行利率<sup>1</sup>

利率	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	--	--	--
	7年	--	7.13	8.19
中期票据	3年	5.66	5.74	7.00
	5年	5.66	6.62	7.02
短融	1年	5.13	5.30	5.83

资料来源: CCXE 中诚信资讯

表3: 信用债发行利差

利差	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	--	--	--
	7年	--	303bp	371bp
中期票据	3年	172bp	179bp	306bp
	5年	163bp	258bp	299bp
短融	1年	162bp	179bp	232bp

资料来源: CCXE 中诚信资讯

上周信用债发行规模大幅回升。公司债发行规模仍较小, 但企业债、中票和短融发行量均较前一周大幅上涨。其中中票发行量超过600亿, 创年内单周发行量最高点。短融发行量也超过500亿元, 几乎为前一周的两倍。企业债在经历了前一周

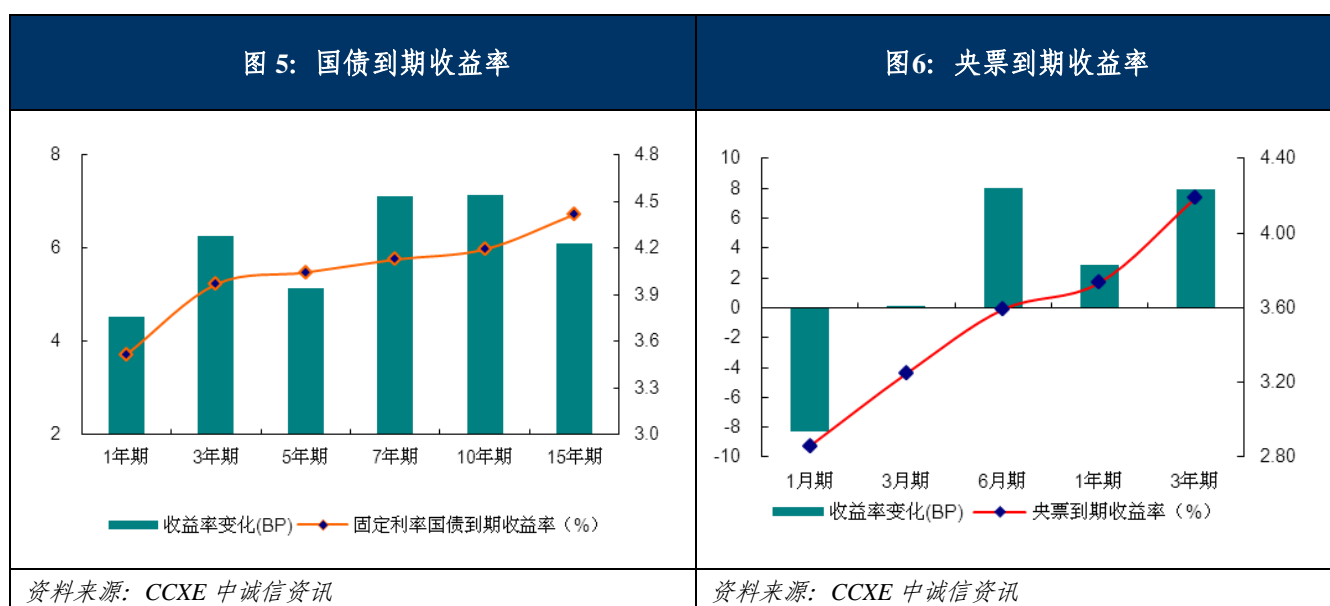
<sup>1</sup> 当周发行债券的利率平均值, 其中企业债刨除了政府支持类债券, 可转债不计其中

的发行冷清后，上周发行规模回升到412亿元，除去200亿的铁道债，仍有212亿元其它企业债发行。发行利率利差方面出现分化，AA级品种发行利率利差以上行为主，而AA+和AAA级品种则以下行为主。

上周发改委发布了《关于进一步做好支持创业投资企业发展相关工作的通知》和《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》。两项《通知》进一步放宽了债券融资限制，随着相关政策的落实，企业债供给压力将进一步得到释放。

### 三、国债收益率回升，信用利差收窄，评级利差分化

#### 1、国债收益率变化



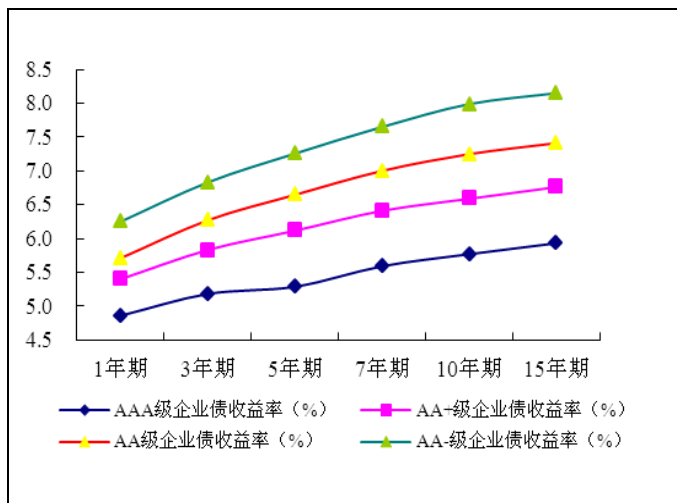
和上周相比，国债收益率有所回升，其中7年期和10年期国债收益率上行幅度相对较大，均上行7bp左右（图5）。央票收益率除了1月期下行8bp外，其他期限均呈上行趋势。其中，6月期和3年期央票到期收益率上行幅度相对较大，均上行8bp左右（图6）。

#### 2、企业债到期收益率变化

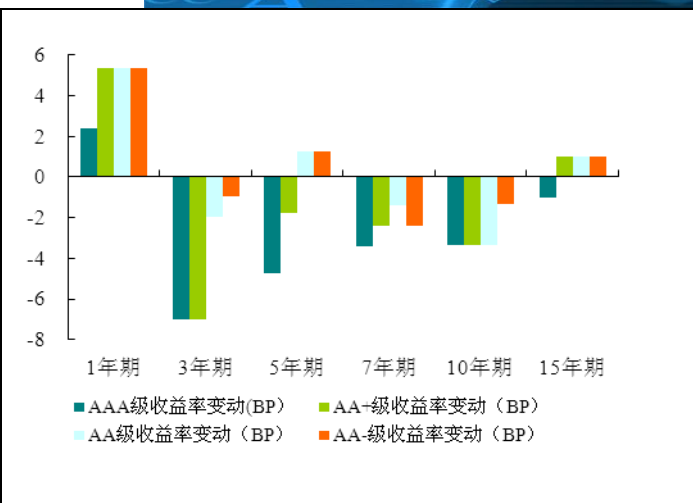
图7: 企业债主要期限到期收益率

图8: 企业债主要期限到期收益率变化





资料来源: CCXE 中诚信资讯

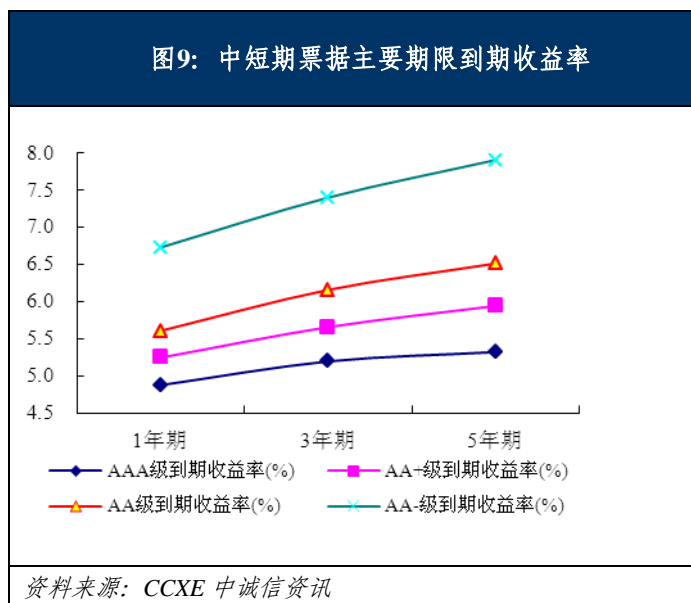


资料来源: CCXE 中诚信资讯

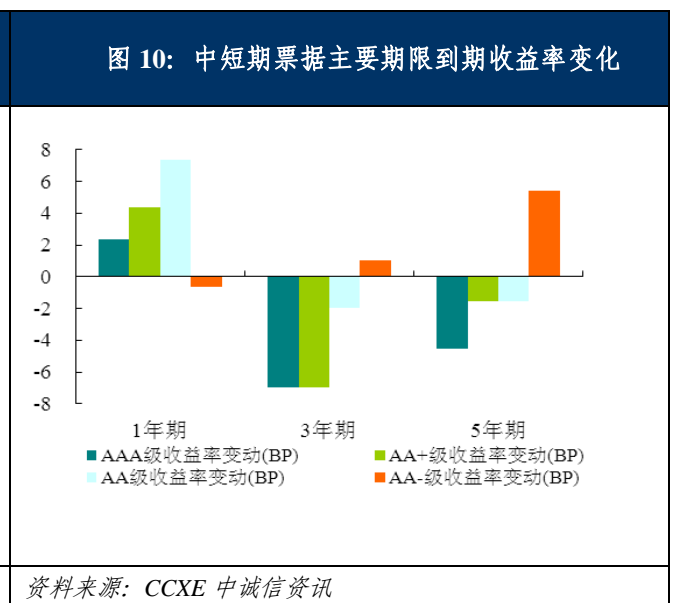
与前一周相比,各期限企业债到期收益率出现分化,3年期、7年期和10年期企业债到期收益率呈下行趋势。1年期企业债收益率呈上行趋势。1年期AAA级、AA+级、AA级和AA-级企业债收益率较前一周分别上行2bp、5bp、5bp和5bp,5年期和15年期的较低级别收益率上行,较高级别收益率下行(图7,图8)。

### 3、中短期票据收益率变化

截至5月16日,中短期票据到期收益率呈现分化,1年期除了AA-级到期收益率下行外,其他级别收益率呈上行趋势。3年期和5年期与其相反,除了AA-级到期收益率上行外,其他级别收益率呈下行趋势。截至5月16日,1年期AAA级、AA+级、AA级AA-级票据到期收益率分别为4.87%、5.24%、5.60%和6.72%(图9,图10)。



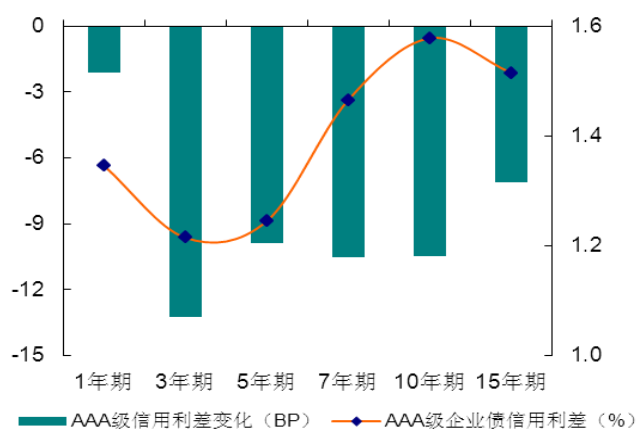
资料来源: CCXE 中诚信资讯



资料来源: CCXE 中诚信资讯

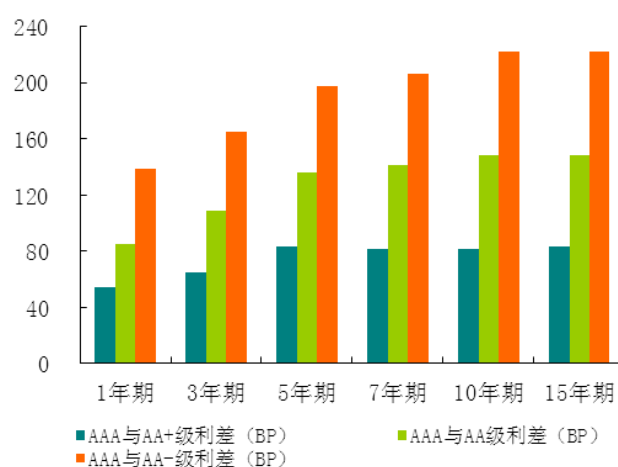
### 4、企业债信用利差及评级利差变化

图11: AAA级企业债主要期限信用利差



资料来源: CCXE 中诚信资讯

图12: 企业债主要期限评级利差

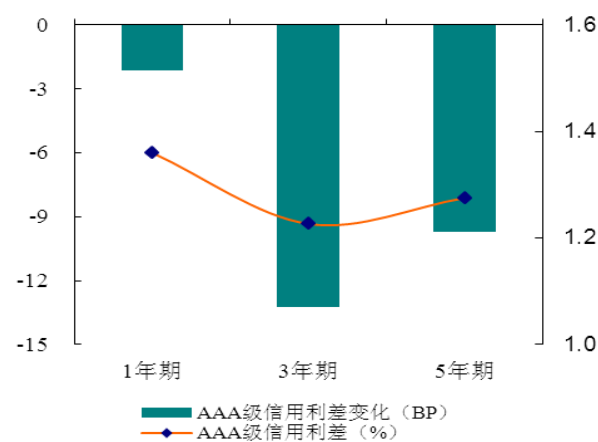


资料来源: CCXE 中诚信资讯

截至5月16日，AAA级企业债信用利差全面收窄。1年期AAA级企业债信用利差收窄2bp，幅度较小。其他期限收窄幅度较大，其中3年期AAA级企业债信用利差较上周收窄幅度相对最大，收窄13bp（图11）。截止上周五1年期、3年期、5年期AAA与AA+级企业债评级利差分别为54bp、65bp和83bp；对应期限AAA级与AA级企业债评级利差分别为85bp、109bp和136bp；AAA级与AA-级企业债评级利差分别为139bp、165bp和197bp（图12）。

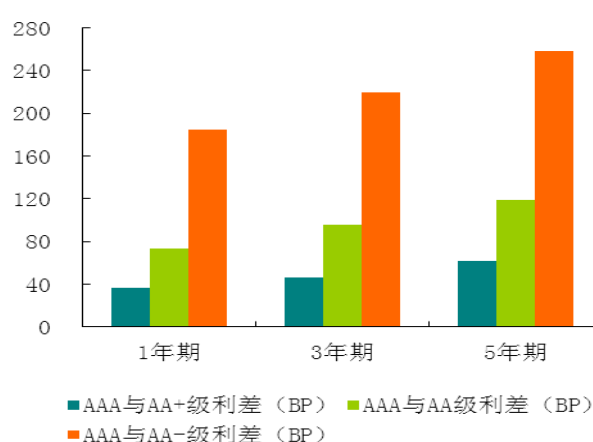
### 5、中短期票据信用利差及评级利差变化

图13: AAA级中短期票据主要期限信用利差



资料来源: CCXE 中诚信资讯

图14: 中短期票据主要期限评级利差



资料来源: CCXE 中诚信资讯

截止5月16日，中短期票据信用利差全面收窄。1年期、3年期和5年期信用利差分别为1.36%、1.23%和1.28%，较上周分别收窄2bp、13bp和10bp（图13）。1年期、3年期和5年期AAA与AA+级票据评级利差为37bp、46bp和62bp，对应期限AAA与AA级票据评级利差为73bp、96bp和119bp，AAA与AA-级票据评级利差为185bp、220bp和258bp（图14）。

上周现券成交额约8600亿元，较前一周有所下降，但仍处于较高水平。国债到期收益率在经历了前两周的持续回落后，上周有所回升，主要期限上行幅度在5到8bp之间。信用债1年期短期品种收益率跟随国债收益率回调，而长期品种收益率仍以下行为主，且仍然是高等级品种收益率下行幅度较大。信用利差整体全面收窄，其中短期品种收窄幅度小于中长期。评级利差方面，各等级与AAA级之间的利差全面扩大，其中以AA-级与AAA级间的利差扩大幅度最大。

上周五一行三会及外管局联合发布《关于规范金融机构同业业务的通知》（简称“127号文”），随后银监会发布了“127号文”的配套文件《关于规范商业银行同业业务治理的通知》（简称“140号文”），非标资产监管政策正式出台。此举将进一步限制非标资产的扩张，促使银行加强内部风险控制。随着非标配置减少，银行对债券资产的配置需求将大概率增加。考虑到实体经济的债务滚动需求仍居高难下，债券需求的上升也将进一步推动实体经济债券供给的放量，因此债市有望呈现供需双升的态势，但未来市场收益率走势主要还取决于货币政策松紧程度。



## 附表:

表5: 债券市场偿债危机事件列表

时点	涉及债券	事件主体	事件	解决方案
2014年3月	12华特斯	浙江华特斯聚合物科技有限公司	华特斯申请破产重组	债券利息大概率由担保代偿
2014年3月	13中森债	中森通浩	发债主体无力偿息	中海信达担保代偿
2014年3月	11超日债	上海超日太阳能	“11超日债”本期利息将无法于原定付息日按期全额支付	目前正在协商重组
2014年1月	11常州中小债	永泰丰化工	永泰丰化工破产重整	由为其提供反担保保证的常州清红化工有限公司先行代偿本息3689万元
2014年1月	11杨浦 SMECN1	上海同捷科技	上海同捷科技偿债困难	股东配股
2012年12月	11常州 SMECN II 001	高力彩钢	高力彩钢资产被查封	提前兑付本息
2012年12月	10黑龙江 SMECN1	惠佳贝	惠佳贝偿债困难	深圳担保代偿本息708万元
2012年10月	10京经开 SMECN1	康特荣宝	康特荣宝偿债困难	由担保方北京首创投资担保公司代偿本息2053万
2012年9月-10月	11新中基 CP001	新中基	新中基降级	疑由新疆生产建设兵团救助进行兑付
2012年4月-10月	11江西赛维 CP001	江西赛维	江西赛维连续降级	疑由地方政府救助或银行贷款兑付
2012年1月	10中关村债	地杰通信	地杰通信偿债困难	中关村担保提前代偿全部本息4414万元
2011年9月-2012年4月	11海龙 CP01	山东海龙	山东海龙连续降级	疑由银行过桥贷款兑付

资料来源: 中诚信国际整理

表6: 监管创新动态

时间	监管部门或机构	发布文件	主要内容
5月16日	央行、银监会、证监会、保监会、外管局	《关于规范金融机构同业业务的通知》	逐项界定并规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务。要求金融机构开展的以投融资为核心的同业业务,应当按照各项交易的业务实质归入上述基本类型,并针对不同类型同业业务实施分类管理。
5月16日	银监会	《关于规范商业银行同业业务治理的通知》	将同业业务纳入全面风险管理、开展同业业务实行专营部门制、不得委托其他部门或分支机构办理同业拆借、买入返售和卖出回购债券、同业存单等、建立健全同业业务授权管理体系等要求。

5月13日	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》	适当放宽企业债券发行条件，支持国有大中型企业发债用于棚户区改造、推进企业债券品种创新，研究推出棚户区改造项目收益债券、与开发性金融政策相衔接，扩大“债贷组合”用于棚户区改造范围、优化棚户区改造债券品种方案设计，科学合理设置债券期限和还本付息方式等。
5月13日	发改委	《关于进一步做好支持创业投资企业发展相关工作的通知》	支持符合条件的创业投资企业发行企业债券、加快审核专项用于投资小微企业的创业投资企业发债申请、支持符合条件的创业投资企业的股东或有限合伙人发行企业债券，用于投资创业投资企业等。

资料来源：中诚信国际整理

表 7：月度债券发行只数及规模

时间 日期	公司债		企业债		中票		短融	
	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)
2014-04	7	71	123	1706.4	64	993.9	158	1833.1
2014-03	13	170.5	69	913.1	61	764	137	1781.7
2014-02	1	9	47	542.5	30	278.6	90	1021.2
2014-01	1	15	30	274.4	14	127.5	62	810
2013-12	2	4.5	35	551.5	15	208.8	42	472
2013-11	12	321	17	358	38	559.3	88	1081.2
2013-10	3	43	50	875.8	31	299	75	907
2013-9	5	57.2	28	491	41	567.9	121	1182.7
2013-8	7	216.5	14	545	31	399.2	68	847.2
2013-7	3	65	9	302	32	400.9	48	718.4
2013-6	11	390.5	21	251	31	377	46	570.5
2013-5	9	45.2	19	197.5	82	1037	132	1301.7
2013-4	10	119.85	45	512	63	968.5	101	1187.5
2013-3	37	756.2	66	858	74	1250.9	127	1404.8
2013-2	4	34	29	490	24	376.7	47	735.5

资料来源：CCXE 中诚信资讯

表 8：年度债券发行只数及规模

时间 日期	公司债		企业债		中票		短融	
	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)	发行只数	总发行量 (亿元)
2014年至今	24	274.5	290	3877.4	236	3084.5	530	6305.4
2013年	119	2202.15	384	6244.8	510	6918.2	968	11132.5
2012年	187	2507.5	491	7984.5	565	8453.3	952	14753.47
2011年	83	1291.2	200	3471.3	407	7269.7	637	10122.3

2010年	23	511.5	180	3621.2	223	4924	444	6892.35
2009年	47	734.9	189	4247.18	174	6900	263	4612.05
2008年	15	288	71	2366.9	41	1737	269	4338.5
2007年	5	112	85	1696.3	0	0	263	3349.1
2006年	0	0	51	1015	0	0	242	2919.5
2005年	0	0	37	654	0	0	84	1453
2004年	0	0	19	322	0	0	0	0
2003年	0	0	15	293	0	0	0	0

资料来源: CCXE 中诚信资讯

表 9: 月度债券净融资额及较上年变化

时间 日期	公司债		企业债		中票		短融	
	净融资额 (亿元)	较上年 变化	净融资额 (亿元)	较上年 变化	净融资额 (亿元)	较上年 变化	净融资额 (亿元)	较上年 变化
2014-04	71	-0.4	1621.4	1129.4	283.9	-370.6	575.2	277.4
2014-03	170.5	-313.3	845.02	22.02	78.2	-922.7	317.9	-533.93
2014-02	9	-12	405.5	-84.5	46.6	-243.1	199	-88.9
2014-01	15	-132.1	245.4	-542.6	-196.5	-555.5	-345.2	-1080.2
2013-12	4.5	-206	384.5	-403.5	8.8	-404	464.6	-769.4
2013-11	321	-102.7	288	-471	439.3	183.8	587.1	289.2
2013-10	43	-240.7	715.8	-246.7	102	-780.7	-212.3	-584.6
2013-09	-1.8	-36.6	463	-208.5	320.9	-675.7	183.3	-194.4
2013-08	170.5	-149.9	513	-110.6	272	-670.9	-40.6	-137.9
2013-07	-5	-183	284	-203.1	360.9	2.7	-377.9	-1340.6
2013-06	390	-19	257.7	-209.1	329	95.4	-627.4	-1181.9
2013-05	45.2	-3.7	217.4	-90.6	845	114.5	623	475.4
2013-04	71.4	-92.8	492	-392	654.5	254.1	297.8	437.7
2013-03	756.2	483.8	823	-171.5	1000.9	713.5	851.83	772.26
2013-02	21	-78.3	490	120.5	289.7	-15	287.9	-373.3

资料来源: CCXE 中诚信资讯

中诚信国际信用评级有限责任公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一支证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

报告编号：2014019 (P)

作者	部门	职称
李诗	研究咨询部	分析师
余璐	研究咨询部	助理分析师
袁天璐	研究咨询部	实习生



中诚信国际信用评级有限公司  
 （穆迪投资者服务公司成员）  
 地址：北京市复兴门内大街156号  
 北京招商国际金融中心D座7层  
 邮编：100031  
 电话：（86010）66428877  
 传真：（86010）66426100  
 网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO., LTD  
 An Affiliate of Moody's Investors Service  
 ADD: 7<sup>th</sup> Floor, Tower D.  
 Beijing Merchants International Finance Center  
 No. 156, Fuxingmennei Avenue, Beijing, PRC. 100031  
 TEL: (86010) 66428877  
 FAX: (86010) 66426100  
 SITE: <http://www.ccxi.com.cn>