

信用利差快报

2014年6月4日

2014年第21期，总第59期

目录

资金面预期宽松，3月期Shibor利率一路走低	2
月末信用债发行冷清，主要品种发行利率利差下行趋势显著	3
市场收益率全面回落，信用利差略有扩大	4
地方发债政策频出，短期城投债实质性影响不大	7
附表：市场数据、监管及创新动态	9

定向降准加码强化资金宽松预期，债券牛市或将继续

本期看点

- 5月最后一周央行对正回购进行了减量操作，此外财政部还进行了400亿元9个月期国库现金定存招标，全周实现货币净投放600亿元，为连续三周公开市场实现净投放。得益于连续净投放向市场注入流动性，上周银行体系平稳度过月末考核，除隔夜利率小幅上行5bp，其他期限回购利率全面下行。由于央行近期公开市场操作维稳意图明显，加之上周五国务院会议提出加大“定向降准”措施力度，市场对资金面预期较为乐观，三月期Shibor利率一路走低，截止上周五已低于1年期Shibor利率。
- 月末信用债发行相对冷清，除企业债因有200亿元铁道债发行，较前一周发行规模大幅增加，中票、短融及公司债发行量均较前一周有所回落。分券种看，短融和企业债仍是发行主力，从级别来看，以AA级信用债发行支数最多。受益于宽松的资金面及乐观的市场预期，上周信用债发行利率利差下行趋势显著，仅1年期AA+级短融发行利率利差较前一周小幅上行。
- 上周现券成交额约7850亿元，为5月以来现券成交额首周不足8000亿元。二级市场到期收益率上周全面下行，随着“定向降准加码”的提出，市场对资金面的乐观预期将进一步增强。我们认为短期内资金面仍会较为宽松，货币政策进一步放松的预期也将促使债市牛市继续，收益率还有一定下行空间。信用利差较前一周有所扩大，但扩大幅度较小。评级利差方面，除5年期AAA与AA+中票、3年期AAA与AA企业债之间的利差各收窄4bp，收窄幅度相对较为明显，其它各期限各等级与AAA级之间的利差与前一周变化不大。
- 随着以政府债券为主体的地方政府举债融资机制的逐步建立，城投债有望结束其在地方政府融资方面的作用，发行量可能在几年后逐步减少，但短期来看，上述政策出台对城投债市场不存在实质性影响。在市政债全面推出之前，城投债仍将成为部分地方政府融资工具，而在产业债风险逐步释放条件下，有政府隐性担保的城投债也仍将成为投资者的主要避险工具。

联络人

作者

研究咨询部

李诗 010-66428877-347
shli@ccxi.com.cn

余璐 010-66428877-663
lyu@ccxi.com.cn

赵岳 010-66428877-305

其他联络人

研究咨询部副总经理

张英杰 010-66428877-649
yjzhang@ccxi.com.cn

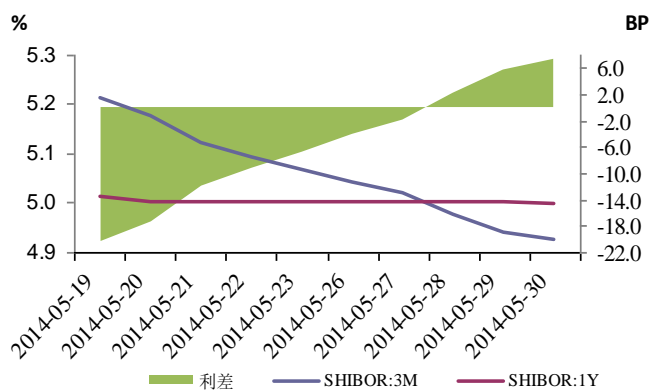
一、资金面预期宽松，3 月期 Shibor 利率一路走低

5月30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300亿元。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37期正回购。货币投放方面，上周有一期28天期正回购到期，实现货币投放500亿元。综合来看，上周公开市场实现净投放资金200亿元。

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27日	28天	200	4.0000
	5月29日	28天	100	4.0000
正回购到期	5月27日	28天	500	4.0000
投放总量	---	---	500	---
回笼总量	---	---	300	---
净投放资金	---	---	200	---

图 2: SHIBOR: 3M 和 1Y 走势及利差

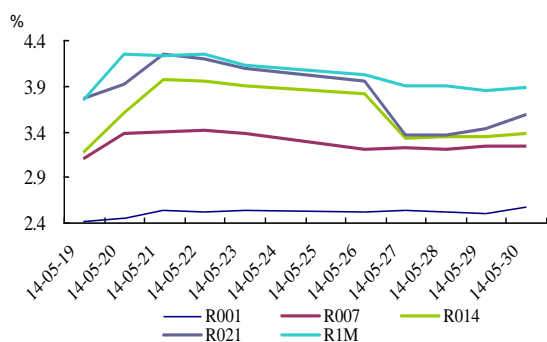


资料来源: CCXE 中诚信资讯

资料来源: CCXE 中诚信资讯

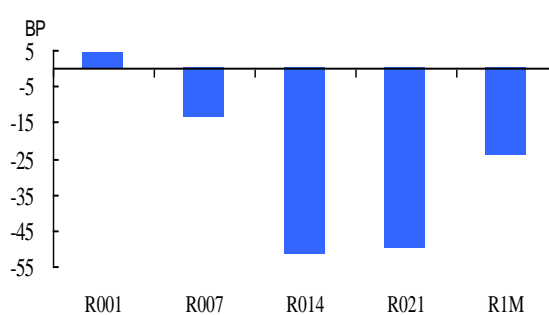
截至5月30日，三月期Shibor利率收报于4.93%，较前一周下行14bp，一年期Shibor利率收报于5.00%，较前一周基本持平。一年期Shibor利率与三月期Shibor利率之差由负转正，截至上周五，1年期Shibor利率高出三月期Shibor利率7.5bp (图2)。

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

上周货币市场利率除隔夜回购利率上行5bp左右，其余期限回购利率全面下行，其中14天期和21天期利率下行幅度最大，较前一周下行50bp左右。(图3、图4)。

国家统计局公布5月中国制造业PMI为50.8%，较上月上升0.4个百分点，连续3个月回升。这一上升趋势与前一周公布的汇丰PMI初值表现一致，制造业总体平稳

向好。但从二者的数值来看，汇丰制造业PMI仍在荣枯线以下，表明小微企业生产经营仍然比较困难。上周五国务院常务会议提出扩大支持小微企业的再贷款、加大‘定向降准’措施力度、降低‘三农’、小微企业的融资成本等措施，如果随着对小微企业的政策扶持力度增强，小微企业经营形势能得到改善，汇丰制造业PMI将有望进一步回升。

5月最后一周央行对正回购进行了缩量操作，实施了两期共计300亿元正回购，此外财政部还进行了400亿元9个月期国库现金定存招标，全周实现货币净投放600亿元，这是连续三周公开市场实现净投放。得益于连续净投放向市场注入流动性，上周银行体系平稳度过月末考核，除隔夜利率小幅上行5bp，其他期限回购利率全面下行。由于央行近期公开市场操作维稳意图明显，加之上周五国务院会议提出加大“定向降准”措施力度，市场对资金面预期较为乐观，三月期Shibor利率一路走低，截止上周五已低于1年期Shibor利率。这是自去年6月中旬二者出现倒挂之后，1年期Shibor利率首次超过三月期利率。

二、月末信用债发行冷清，主要品种发行利率利差下行趋势显著

1、信用债发行相对冷清

5月30日当周，信用债发行相对惨淡，除企业债因有200亿元铁道债发行，规模大幅上升，共发行519亿元，中期票据、短期融资券及公司债的发行量均较前一周回落。其中中期票据发行120.4亿元，不足前一周发行量的一半，短融发行289亿元，仅相当于前一周的三分之二，公司债则再度零发行。

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)
2014-05-26	2014-05-30	0	519	120.4	289
2014-05-19	2014-05-23	3	215	286.3	442.3
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

资料来源: CCXE 中诚信资讯

2、主要品种发行利率利差下行趋势显著

截至5月30日, AA+级7年期企业债发行利率6.82%, 较前一周下行8bp, 发行利差较前一周下行2bp。AA级7年期企业债平均发行利率7.23%, 较前一周下行51bp, 发行利差较前一周下行39bp。

截至5月30日, AA+级3年期中票发行利率7.1%。AA级3年期发行利率7.13%, 较前一周下行10bp, 发行利差较前一周下行2bp。AAA级5年期中票发行利率5.35%, 较前一周下行74bp, 发行利差较前一周下行67bp。AA+级5年期中票发行利率6.45%, 较前一周下行62bp, 发行利差较前一周下行54bp。AA级5年期中票发行利率7.03%, 较前一周下行15bp, 发行利差较前一周下行10bp。

截至5月30日, AAA级1年期短融发行利率5.23%, 较前一周下行32bp, 发行利差较前一周下行24bp; AA+级发行利率5.5%, 较前一周上行2bp, 发行利差较前一周上行8bp; AA级发行利率6.11%, 较前一周下行74bp, 发行利差较前一周下行65bp。

表2: 信用债发行利率均值¹

利率	年限	AAA	AA+	AA
企业债	5年	--	--	--
	7年	--	6.82	7.23
中期票据	3年	--	7.10	7.13
	5年	5.35	6.45	7.03
短融	1年	5.23	5.50	6.11

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	--	278bp	324bp
中期票据	3年	--	322bp	326bp
	5年	139bp	249bp	306bp
短融	1年	182bp	208bp	272bp

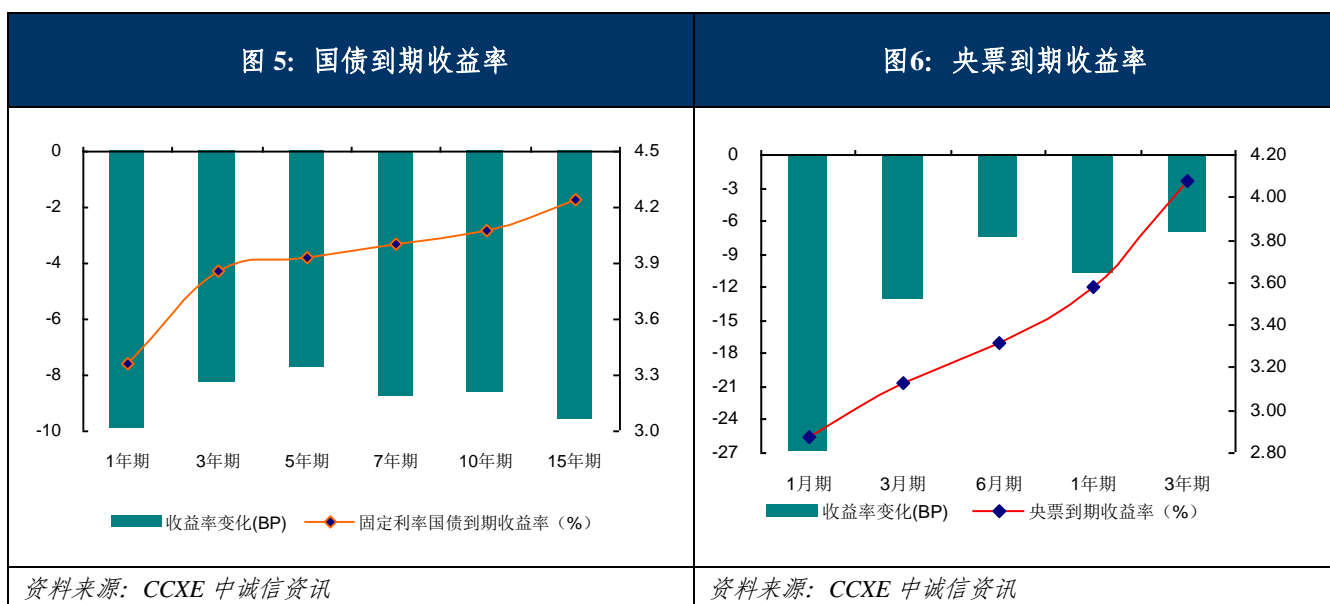
资料来源: CCXE 中诚信资讯

月末信用债发行相对冷清, 除企业债因有200亿元铁道债发行, 较前一周发行规模大幅增加, 中票、短融及公司债发行量均较前一周有所回落。其中中期票据仅发行120亿元, 短融发行量也不足300亿元, 公司债则再度零发行。分券种看, 短融和企业债仍是发行主力, 从级别来看, 以AA级信用债发行支数最多。受益于宽松的资金面及乐观的市场预期, 上周信用债发行利率利差下行趋势显著, 仅1年期AA+级短融发行利率利差较前一周小幅上行。

三、收益率全面回落, 信用利差略有扩大

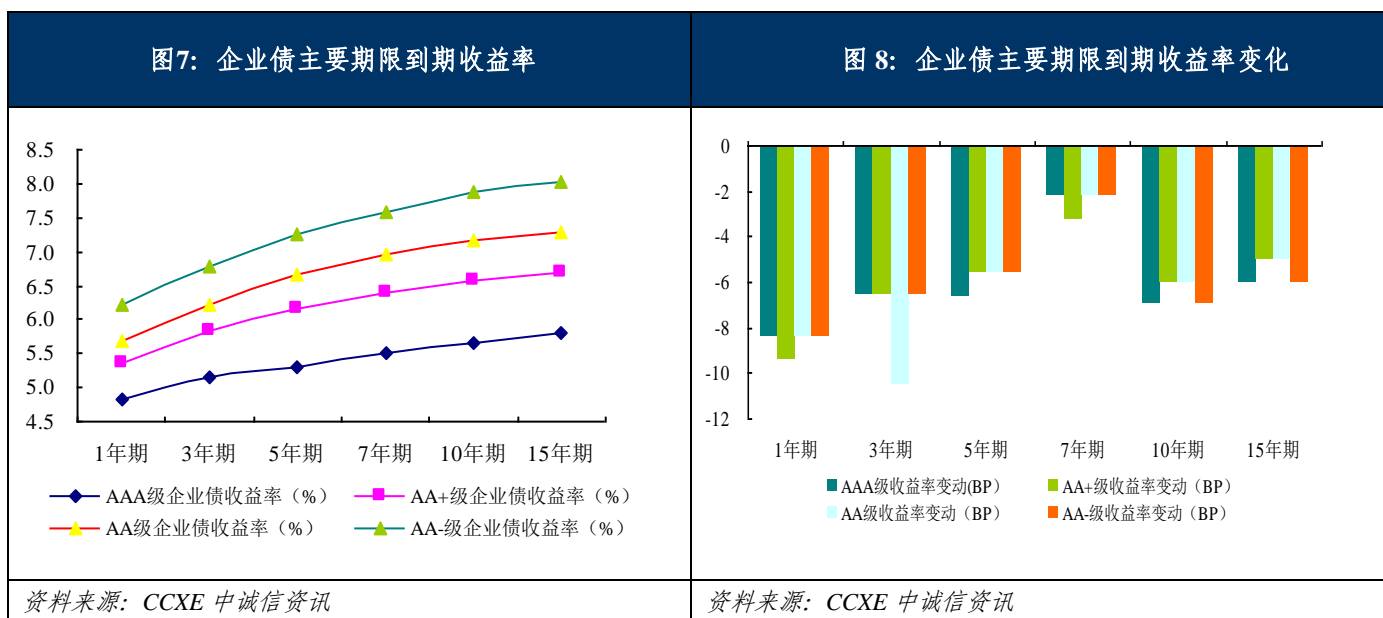
¹ 当周发行债券的利率平均值, 其中企业债刨除了政府支持类债券, 可转债不计其中

1、国债收益率变化



和上一周相比，国债收益率继续下行，其中1年期和15年期国债收益率下行幅度相对较大，均下行10bp左右（图5）。央票收益率也呈现全面下行趋势。其中，1月期央票到期收益率下行幅度相对较大，下行26bp左右（图6）。

2、企业债到期收益率变化

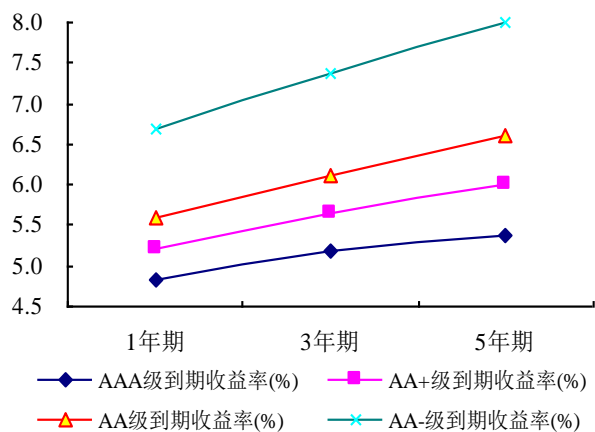


与上一周相比，各期限企业债到期收益率全面下行，其中3年期AA级企业债收益率较前一周下行幅度较大，下行10bp左右。（图7，图8）。

3、中短期票据收益率变化

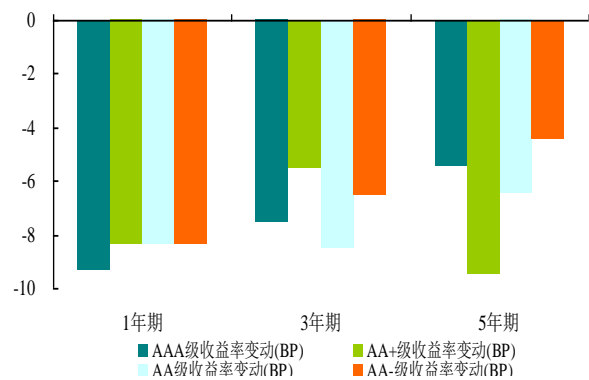
截至5月30日，中短期票据到期收益率全面下行，其中1年期品种收益率下行幅度相对较大，AAA级、AA+、AA和AA-级到期收益率下行幅度分别为9bp、8bp、8bp和8bp左右(图9，图10)。

图9：中短期票据主要期限到期收益率



资料来源：CCXE 中诚信资讯

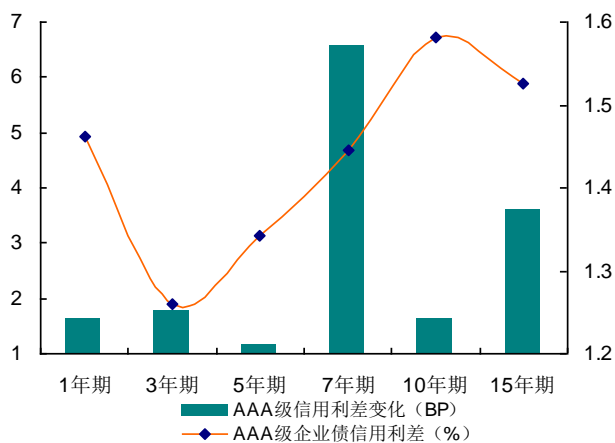
图10：中短期票据主要期限到期收益率变化



资料来源：CCXE 中诚信资讯

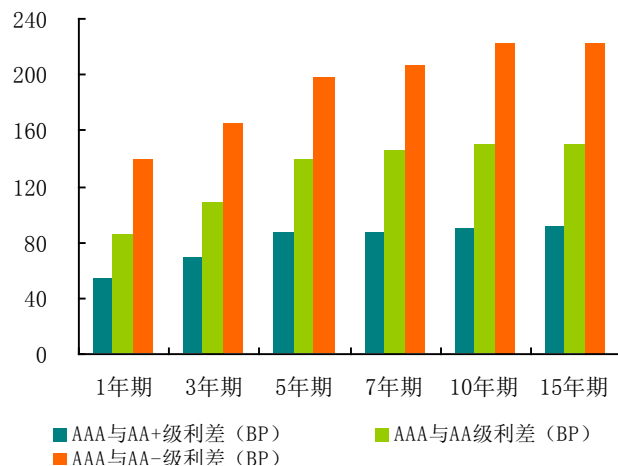
4、企业债信用利差及评级利差变化

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



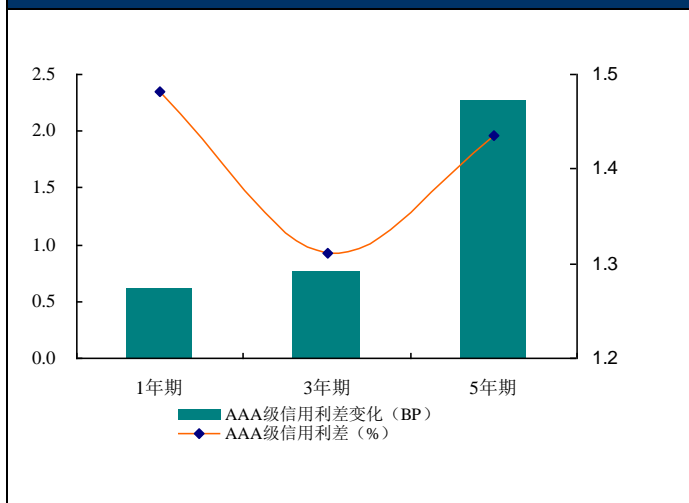
资料来源：CCXE 中诚信资讯

截至5月30日，AAA级企业债信用利差较前一周有所扩大，但扩大幅度较小。其中7年期AAA级企业债信用利差较前一周扩大7bp，扩大幅度最大。5年期AAA级企业债信用利差较前一周扩大1bp。3年期AAA级企业债信用利差前一周扩大2bp(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53bp、68bp和87bp;

对应期限AAA级与AA级企业债评级利差分别为85bp、108bp和139bp；AAA级与AA-级企业债评级利差为139bp、165bp和198bp(图12)。

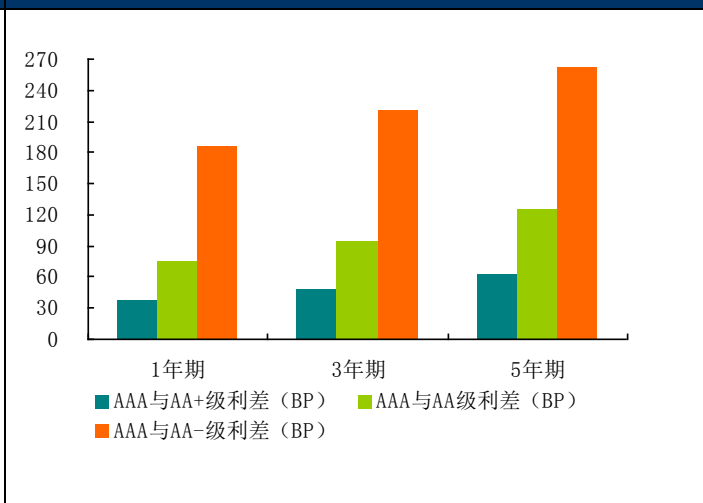
5、中短期票据信用利差及评级利差变化

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30日，AAA级中短期票据信用利差小幅扩大，扩大幅度不足3bp（图13）。1年期、3年期和5年期AAA与AA+级票据评级利差为37bp、48bp和63bp，对应期限AAA与AA级票据评级利差为75bp、95bp和124bp，AAA与AA-级票据评级利差为185bp、221bp和262bp(图14)。

上周现券成交额约7850亿元，为5月单周现券成交量最低。二级市场到期收益率上周全面下行，其中国债收益率下行幅度较前一周有所扩大，主要期限品种下行幅度在7到10bp之间。央票收益率以1月期下行幅度最大，约27bp。信用债收益率下行幅度约在2到10bp之间，整体看来企业债到期收益率下行幅度小于中票下行幅度，企业债中又以7年期品种下行幅度最小。随着“定向降准加码”的提出，市场对资金面的乐观预期将进一步增强。我们认为短期内资金面仍会较为宽松，货币政策进一步放松的预期也将促使债市牛市继续，收益率还有一定下行空间。信用利差较前一周有所扩大，但扩大幅度相对较小。评级利差方面，除5年期AAA与AA+中票、3年期AAA与AA企业债之间的利差各收窄4bp，收窄幅度相对较为明显，其它各期限各等级与AAA级之间的利差与前一周变化不大。

近期地方融资发债相关政策频出，继《预算法》三审稿拟放宽省一级政府发债权、财政部发布《2014年地方政府债券自发自还试点办法》后，发改委在《关于2014年深化经济体制改革重点任务的意见》里也提出要规范政府举债融资制度，剥离融资平台公司政府融资职能。随着以政府债券为主体的地方政府举债融资机制的逐步建立，城

投债有望结束其在地方政府融资方面的作用，发行量可能在几年后逐步减少，但短期来看，上述政策出台对城投债市场不存在实质性影响。在市政债全面推出之前，城投债仍将成为部分地方政府融资工具，而在产业债风险逐步释放条件下，有政府隐性担保的城投债也仍将成为投资者的主要避险工具。

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29日	中证登	《关于调整部分回购质押券折扣系数取值的通知(中国结算发字[2014]48号)》	自6月25日起, 将质押库内主体评级AA、且评级展望为负面的信用债券, 折扣系数下调为0; 同时对于符合该项条件的债券, 自通知公布之日起, 即不得新增入库。
—	央行	《人民银行内部评级管理办法(征求意见稿)》	针对商业银行贷款企业的评级, 根据评级计算出一个贴现率, 再根据贴现率给商业银行一定的再贷款额度。
5月20日	发改委	《关于2014年深化经济体制改革重点任务	规范政府举债融资制度。开明渠、堵暗道, 建立以政府债券为主体的地方政府举债融资机制, 剥离融资平台公

		的意见》	司政府融资职能；对地方政府债务实行限额控制；建立考核问责机制和地方政府信用评级制度。建立健全债务风险预警及应急处置机制，防范化解债务风险。
--	--	------	---

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)
2014-05	3	12	64	1175	107	1327.2	147	1590.7
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	25	277.5	335	4611.4	276	3491.2	594	7036.7
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
2014-05	12	-33.2	1049.77	792.07	879.2	34.2	150.4	-472.6
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：2014021 (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
赵岳	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: 7th 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>