2023 年 05 月 20 日
证券研究报告•固定收益定期报告
城投债政策及市场跟踪周报（5.15-5.20）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

深圳证监局通报私募五大问题，城投收益率回升

摘要

- **政策大事记**

全国：5 月 17 日，中国证监会深圳监管局通报最新私募基金监管情况，通报了高集中度接盘弱资质信用债，暗箱操作、涉嫌不正当交易，涉嫌利益输送，涉嫌不公平对待投资者，涉嫌公开募集等 5 大典型问题，系对 4 月份基金业协会发布的《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》的进一步落实，4 月份传出的固收类私募产品备案新规及《指引》导致新增规模下降，或将削弱私募公司债口径及弱资质城投再融资能力，进而导致相关信用风险提升，并同时将导致低等级城投债利差修复难度进一步加大；近日，交易商协会召集部分银行开会，整肃债券市场乱象；19 日，证监会非上市公众公司监管部主任表示支持北交所发展企业债特色品种。

区域：5 月 17 日，呼和浩特市财政局通过其官网发布的文件表示，通过其他措施化解债务的余地越来越小，对“真金白银”的依赖越来越大，恳请财政厅帮助在建制县化债试点下争取财政部最大置换额度；18 日，据江西省政府官网，江西省 2023 年将开展 11 个设区市本级地方政府投融资平台专项审计，重点关注对外担保风险情况。

- **市场走势**

一级市场：城投债净融资持续为负，各评级主体均持续净流出。截至 5 月 20 日，本周城投债总发行量 395.06 亿元，较上周减少 27.35%；总偿还量 580.46 亿元，较上周减少 13.51%；净融资持续净流出、为-185.41 亿元。本周 10.00 亿元城投债推迟或取消发行。分主体评级来看，AAA 等级主体净流出规模增加 157.14%至-76.50 亿元，AA+净流出规模大幅扩大至-39.88 亿元，AA 及以下净流出规模减少 30.71%至-69.03 亿元。分区域看，广东、北京、广西、宁夏等净流入相对较多，均超过 10 亿元；江苏、福建、云南、天津、四川、湖北、上海等净流出较多，均超过 20 亿元。

二级市场：3年期各等级到期收益率均回升，各期限各等级利差大多持续压缩。截至 5 月 20 日，较上周末，中债 AAA3Y 城投债到期收益率 2.95%，上升 3.14BP；中债 AA+3Y 城投债到期收益率 3.07%，上升 1.33BP；中债 AA3Y 城投债到期收益率 3.32%，上升 6.13BP。信用利差方面，截至 5 月 20 日，较上周末，1Y 城投债中，AAA、AA+、AA 评级分别压缩 495bps、695bps、795bps；5Y 城投债中，AAA、AA+、AA 评级分别压缩 226bps、325ps、125bps。

评级下调：5 月 18 日，上海新世纪评级维持昆明滇池投资有限责任公司主体信用评级为 AA+，将评级展望调整为负面。

- **风险提示：**城投融资环境收紧超预期，信用风险暴露超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn

联系人：冯法伟
电话：18817873386
邮箱：ffw@swsc.com

相关研究

1. 贵州再提展期重组，城投收益率持续下行 (2023-05-15)
2. 近期债券新规影响几何？(2023-05-07)
3. 政治局会议强调严控新增隐债，收益率持续下行 (2023-05-01)
4. 企业债发行审核划转获过渡期，收益率持续下行 (2023-04-22)
5. 私募产品投资城投债迎新规范，城投利差持续压缩 (2023-04-16)
6. 债券基金迎新监管要求，利差大幅压缩 (2023-04-09)
7. 财政部拓展资平台统计分析，到期收益率持续下行 (2023-04-02)
8. 城投债区域研究之成都 (2023-03-28)
9. REITs 发行领域进一步拓宽，城投净融资大幅减少 (2023-03-26)
10. 23 年预算草案强调债务管理，到期收益率持续下行 (2023-03-19)

目 录

1 政策大事记 1
1.1 全国层面 1
1.2 区域层面 2
2 市场走势 3
2.1 一级市场：城投债净融资持续为负，各评级主体均持续净流出 3
2.2 二级市场：3 年期各等级到期收益率均回升，各期限各等级利差大多持续压缩 4
2.3 评级下调 6

1 政策大事记

1.1 全国层面

1）深圳证监局：通报私募基金高集中度接盘弱资质信用债、暗箱操作等五大典型问题

5 月 17 日，中国证监会深圳监管局通报最新私募基金监管情况，通报了高集中度接盘弱资质信用债，暗箱操作、涉嫌不正当交易，涉嫌利益输送，涉嫌不公平对待投资者，涉嫌公开募集等 5 大典型问题。

关于高集中度接盘弱资质信用债，有关私募机构大量募集个人投资者资金并重仓持有单一弱资质信用债，资金期限与底层资产期限不相匹配，容易导致债券信用风险、流动性风险向个人投资者传导。

关于暗箱操作、涉嫌不正当交易，有关私募机构购入信用债的交易对手方由债券发行人或者相关证券从业人员指定，而非通过市场化询价流程确定，且始终按照债券面值购买债券，脱离债券公允价格，损害了债券市场正常的交易秩序和价格传导机制。

关于涉嫌利益输送，有关私募机构从业人员通过该模式购买弱资质信用债，协助有关债券发行人滚续发行增量债券，或协助部分证券从业人员获取债券发行人增量债券承销业务，滋生利益输送、廉洁从业问题。

简评：此次深圳证监局对于私募基金高集中度接盘弱资质信用债、暗箱操作等五大典型问题是对 4 月份基金业协会发布的《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（以下简称“《指引》”）的进一步落实，《指引》强调私募基金管理人及相关方不得参与结构化发行，并对私募证券投资基金募集、投资、运作管理等环节进行规范要求，以规范投资行为、加强流动性管理为目的。

今年以来，一定程度上受监管趋严影响，固收类私募产品登记通过和发行规模均呈明显下降趋势。具体而言，固收类私募资管产品登记通过数量由 2022 年 12 月的 394 只下滑至 2023 年 1 月份的 248 只，同期固收类私募资管产品设立规模由 756.19 亿元下滑至 155.56 亿元；债券型私募基金发行规模由今年 1 月份的 8.92 亿元大幅下滑至 4 月份的 0.01 亿元。

固收类私募产品主要投向私募公司债，亦是该品种主要投资方之一，同时固收类私募产品投资者对收益要求更高，因而固收类私募产品往往更多的投向弱资质城投以谋求高收益，4 月份传出的固收类私募产品备案新规及《指引》导致新增规模下降，**或将削弱私募公司债口径及弱资质城投再融资能力，进而导致相关信用风险提升，并同时将导致低等级城投债利差修复难度进一步加大。**

2）交易商协会：召集部分银行开会，整肃债券市场乱象

近日，银行间市场交易商协会召集部分国有大行、部分政策性银行和股份制银行开会，传递明确的监管从严信号，表示会对债券市场乱象进行全方位肃清。交易商协会今年明显加大了对银行债券承销违规的查处力度。今年以来，交易商协会已对 8 家金融机构启动自律调查，远超去年同期。

3）证监会非上市公众公司监管部主任：支持北交所发展企业债特色品种

证监会非上市公众公司监管部主任鲁颂宾 5 月 19 日在“第五届西城区企业上市主题交流活动”上表示，开市一年多来，北交所市场建设取得积极成效。他透露，证监会将常态化推进北交所市场高质量扩容，支持北交所发展企业债特色品种，完善指数体系，进一步完善北交所做市交易和融资融券业务，丰富市场对冲工具。

1.2 区域层面

1）内蒙古呼和浩特市：通过其他措施化解债务的余地越来越小，对“真金白银”的依赖越来越大，恳请财政厅帮助在建制县化债试点下争取财政部最大置换额度

5 月 17 日，呼和浩特市财政局发布文章详述了今年前 4 个月一般预算公共收支情况、当前面临的困难和问题、下一步工作措施、有关建议等。

其中，关于当前面临的困难和问题，一是收支平衡难度大。今年以来，土地市场回暖缓慢，土地收入对财政收入的支撑作用还未发挥，财政收入增收困难。加上还本付息、解决两轮疫情支出等上年未兑付的刚性支出，财政收支处于紧平衡。市本级全年“三保”支出预算占可用财力的 42%，重点建设项目无法在预算内安排，只能通过争取债券资金予以安排。二是债务负担重。截至 2022 年底，我市隐性债务余额 928.36 亿元，占自治区隐性债务总额的 18%。还本付息压力大，全市融资类债务余额 657.68 亿元，占隐性债务总额的 71%，工程类债务仅占 29%，通过其他措施化解债务的余地越来越小，对“真金白银”的依赖越来越大，使得我市财政收支矛盾更加凸显，完成任务的压力和难度也越来越大。三是暂付款消化难。近年来，化解债务、金融到期还本付息、刚性支出三重叠加，导致暂付款不断攀升，全市暂付款在自治区占比较高，需要用预算财力逐步实现消化，在当前的财政收支矛盾突出的情况下，化解存量暂付款存在较大难度。

同时建议加大债务管理工作支持力度，一是恳请自治区考虑首府实际困难，在分配一般债券、专项债券给予更大额度，加快各类重点建设项目工程进展，缓解财政资金压力。二是今年以来，自治区已经下达呼和浩特市“四个一批”化债引导资金 7107 万元（其中，贴息一批 4646 万元，减负一批 2461 万元），我们已经编制了建制县化债试点实施方案，恳请财政厅帮助争取财政部最大置换额度。三是恳请自治区发行更大规模的再融资债券，用于降低呼和浩特市使用自有财力偿还到期政府债券本金的比例。

2）江西：2023 年将开展 11 个设区市本级地方政府投融资平台专项审计，重点关注对外担保风险情况

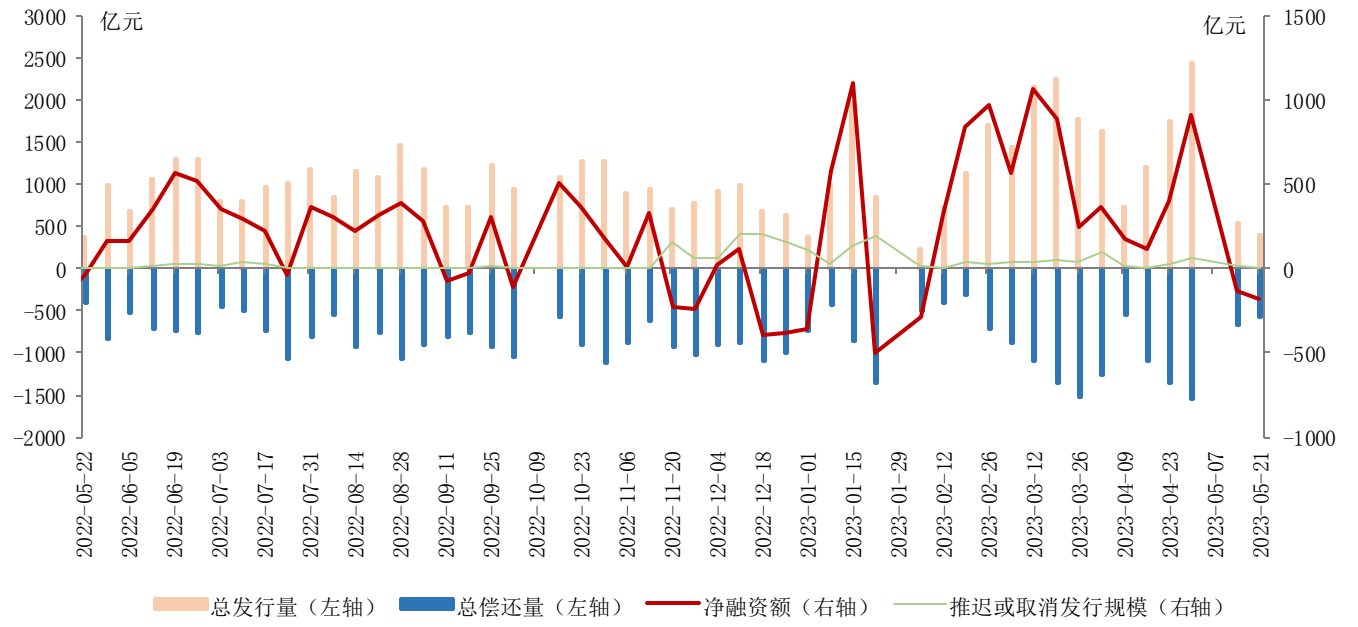
5 月 18 日，江西省政府官网发布《江西省审计厅关于省政协十三届一次会议第 0097 号提案会办意见的函》，其中提及 2023 年将组织开展 11 个设区市本级地方政府投融资平台专项审计、金融服务实体经济情况跟踪审计。如在地方投融资平台审计中重点关注对外担保风险情况，审查担保程序是否合规，是否经集体决策等相关程序，是否存在保前调查不尽职，为限制性行业、资信不佳或者无还款能力的企业提供担保的情况，揭示因大量违规对外担保行为导致代偿风险较为突出等问题。聚焦对外借款风险情况，审查对外借款行为是否合规，是否存在未按规定履行决策程序或法定流程，对外出借资金是否存在借款不收或者少收利息、不约定还款期限、逾期不催收导致国有资产损失等情况。

2 市场走势

2.1 一级市场：城投债净融资持续为负，各评级主体均持续净流出

城投债净融资持续为负。截至 5 月 20 日，本周城投债总发行量 395.06 亿元，较上周减少 27.35%；总偿还量 580.46 亿元，较上周减少 13.51%；净融资持续净流出、为-185.41 亿元。本周 10.00 亿元城投债推迟或取消发行。

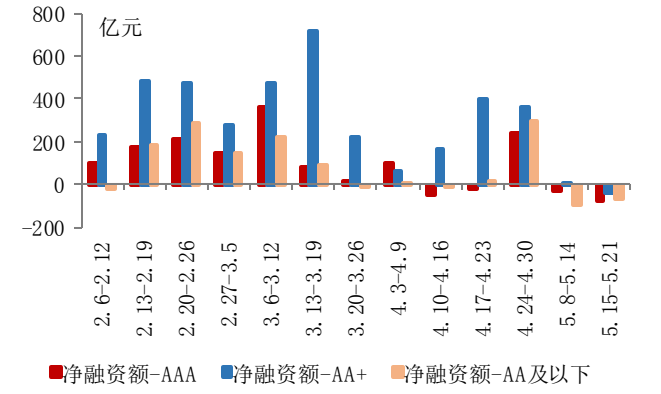
图 1：周度净融资走势



数据来源：Wind，西南证券整理

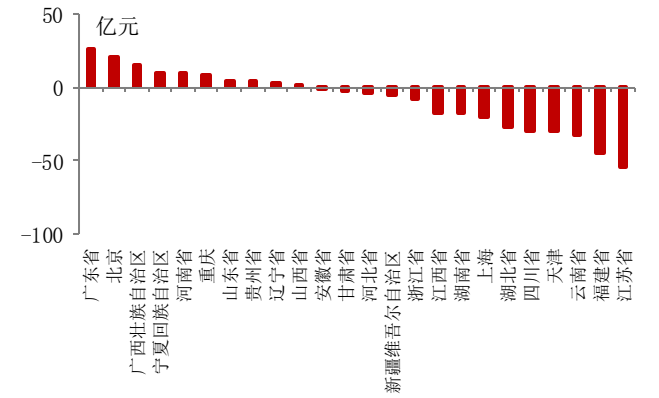
各评级主体均持续净流出。分主体评级来看，AAA 等级主体净流出规模增加 157.14%至-76.50 亿元，AA+净流出规模大幅扩大至-39.88 亿元，AA 及以下净流出规模减少 30.71%至-69.03 亿元。分区域看，广东、北京、广西、宁夏等净流入相对较多，均超过 10 亿元；江苏、福建、云南、天津、四川、湖北、上海等净流出较多，均超过 20 亿元。

图 2：约近一季度各等级城投净融资情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：本周各区域城投净融资情况

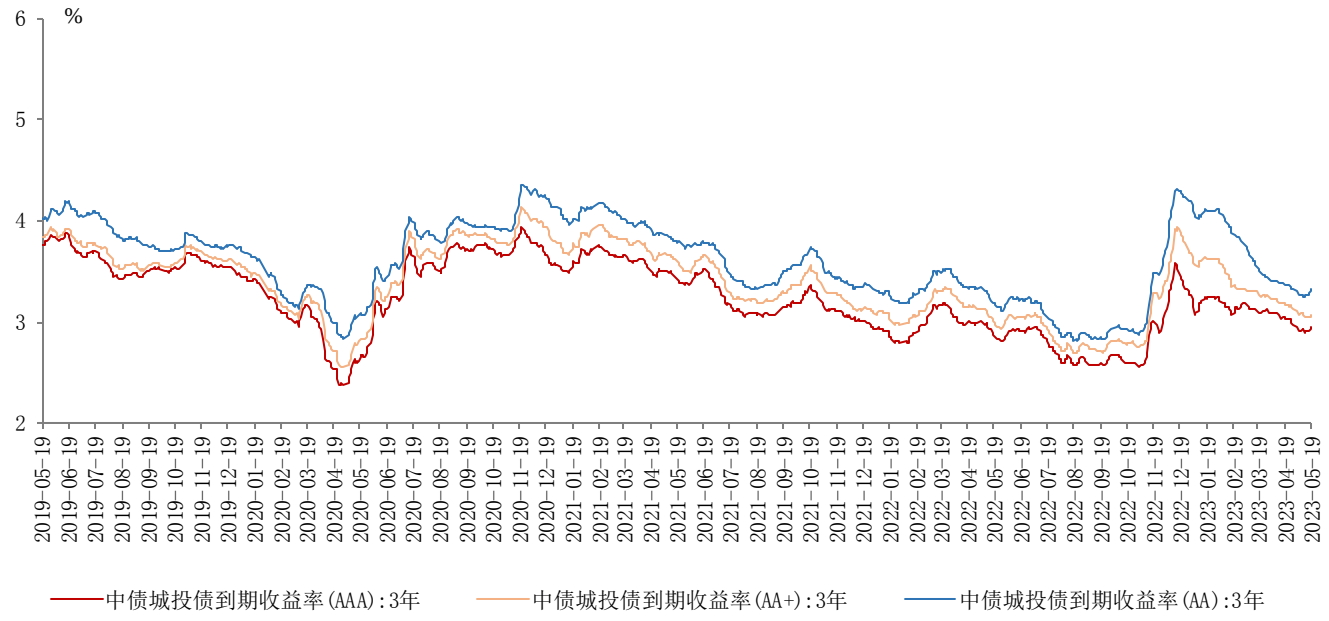


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 二级市场：3 年期各等级到期收益率均回升，各期限各等级利差大多持续压缩

3 年期各等级到期收益率均回升。截至 5 月 20 日，较上周末，中债 AAA3Y 城投债到期收益率 2.95%，上升 3.14BP；中债 AA+3Y 城投债到期收益率 3.07%，上升 1.33BP；中债 AA3Y 城投债到期收益率 3.32%，上升 6.13BP。

图 4：3Y 各评级城投债到期收益率走势



数据来源：Wind，西南证券整理。注：本节城投债评级均为中债城投债评级

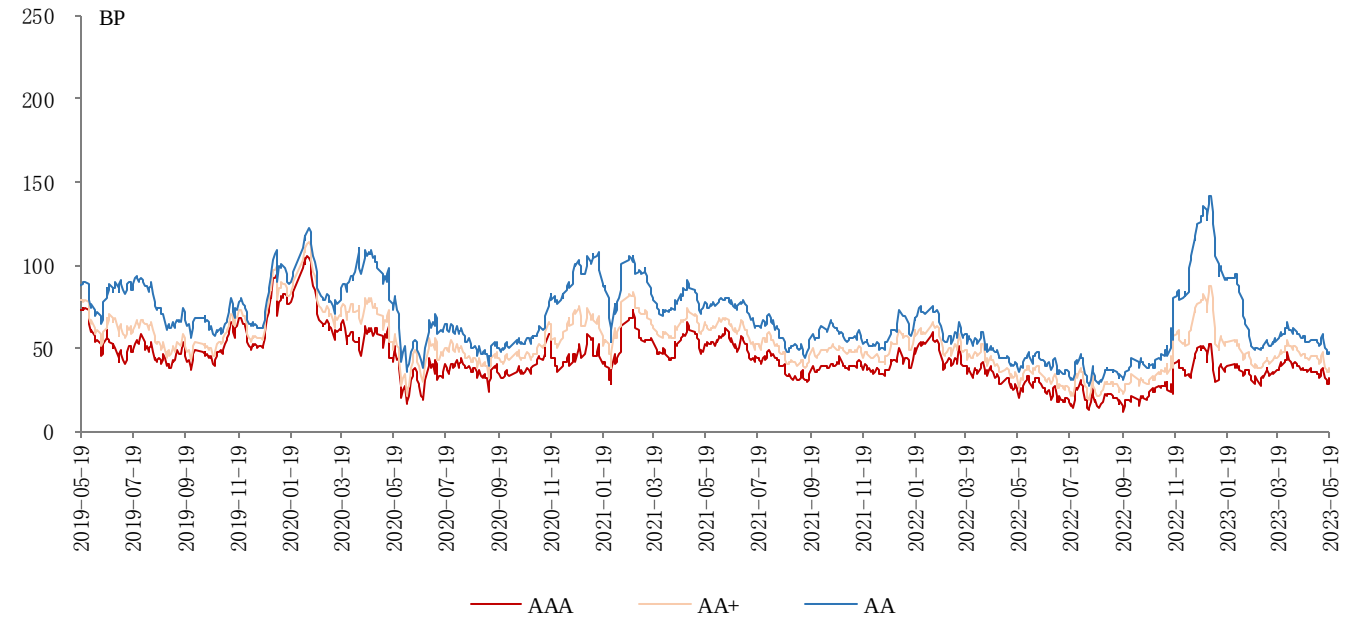
各期限各等级利差大多持续压缩。截至 5 月 20 日，较上周末，1Y 城投债中，AAA、AA+、AA 评级分别压缩 495bps、695bps、795bps；5Y 城投债中，AAA、AA+、AA 评级分别压缩 226bps、325ps、125bps。

表 1：截至 5 月 20 日，较上周末，不同期限、不同评级城投债信用利差变动情况

级别	AAA		AA+		AA	
期限	利差（BP)	变动（bps）	利差（BP)	变动（bps）	利差（BP)	变动（bps）
6M	32.24	-495.00	38.18	-695.00	48.18	-795.00
1Y	32.24	-495.00	38.18	-695.00	48.18	-795.00
3Y	40.31	14.00	52.24	-187.00	77.74	313.00
5Y	46.28	-226.00	63.26	-325.00	104.76	-125.00

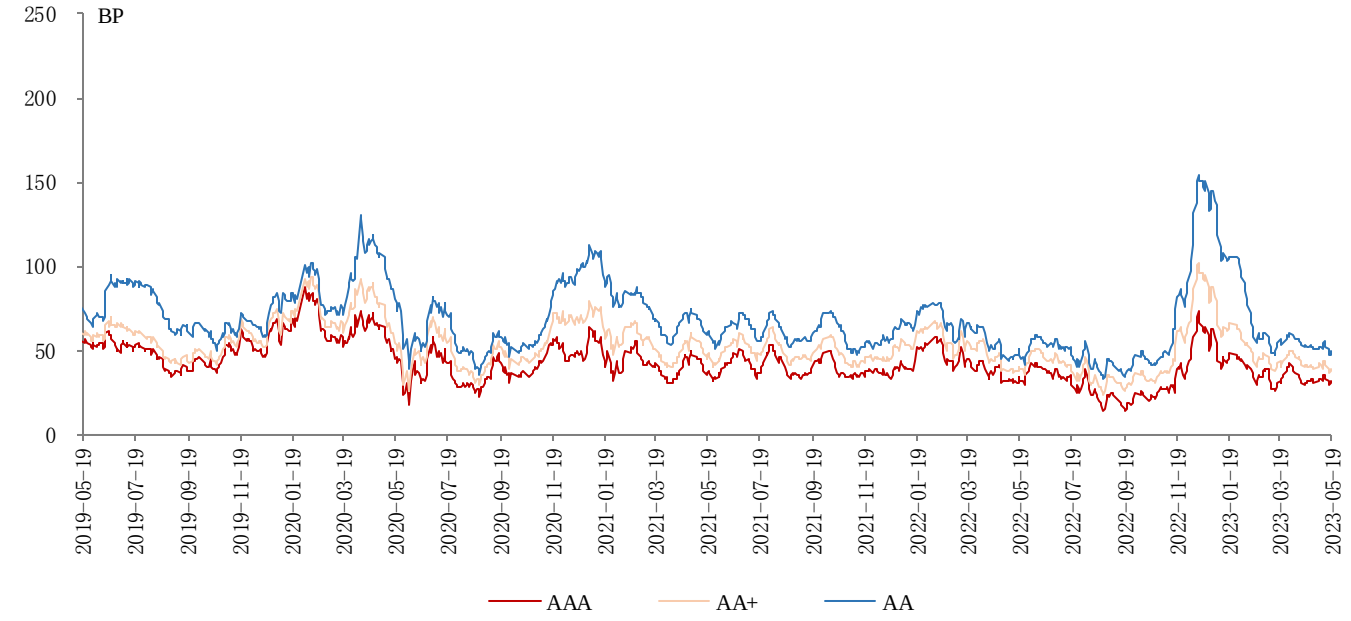
资料来源：Wind，西南证券整理

图 5：6M 各评级城投债信用利差走势



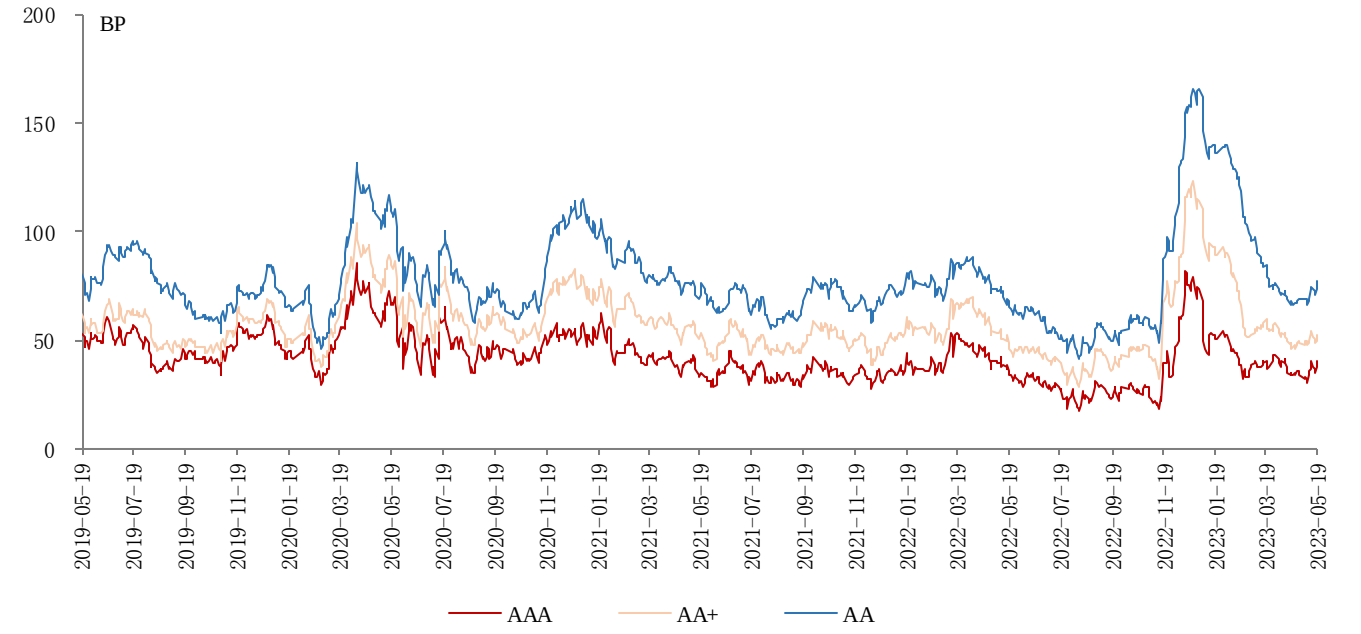
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：1Y 各评级城投债信用利差走势



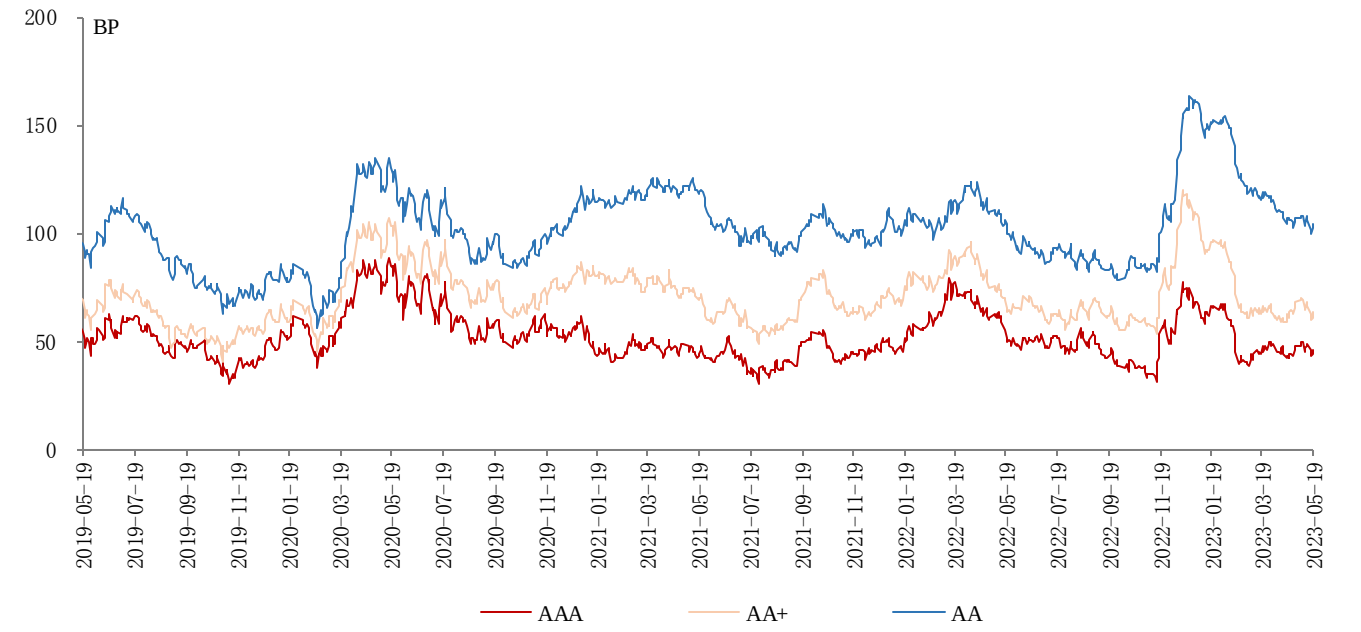
数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：3Y 各评级城投债信用利差走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：5Y 各评级城投债信用利差走势



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 评级下调

5 月 18 日，上海新世纪评级维持昆明滇池投资有限责任公司主体信用评级为 AA+，将评级展望调整为负面。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn