策略月报

2020 年 10 月

总第 1 期　2020 年第 1 期

中诚信国际|策略研究系列

高收益债策略月报

国企永续债再生风波，东三省区域风险上行

目录

- 市场焦点：东三省风险事件频发，区域风险传导估值上行 ... 2
- 一级市场：高收益债月末发行放量，城投债配置价值良好 6
- 二级市场：城投民企交投良好，国企信仰再受考验 8
  1.成交情况：国企违约、永续再生风波，城投民企交投良好 8
  2. 估值偏离：国企信仰显著受挫，中部、西南城投估值有望下行 10

联络人

作者

中诚信国际研究院

彭月柳婷 010-66428877-399

yltpeng@ccxi.com.cn

王肖梦 010-66428877-399

xmwang01@ccxi.com.cn

联系人

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

报告发布日 2020 年 11 月 12 日

中诚信国际 CCXI

■ 高收益债策略建议

- **城投**：城投信仰仍在，建议投资者短期规避部分信用风险上行的区域，如辽宁省、青海省等，待区域风险充分释放，信用利差企稳，基本面有实质性改善再开展博弈，近期可继续以东部、中部及西南部分区域城投为主。
- **非城投国企**：建议投资规避区域风险较重、基本面弱的主体，对于过去有逃废债倾向的区域，还需谨慎考验偿债意愿；
- **非国有企业**：可择优行业景气度回升、基本面修复且估值稳定的头部企业参与。
- **担保条款**有效纾解因破产导致的主体被动违约，但仍需综合考虑担保方偿债能力及意愿；弱资质主体不行使永续债赎回条款可能性上升，将加重投资者对永续债抛售情绪，建议谨慎**永续债风险**。

■ 市场焦点：东三省风险事件频发，区域风险传导估值上行

- 2016 年东北特钢、大连机床接连违约进入破产重整程序，涉及金额超百亿，2017 年丹东港超 80 亿债券实质性违约随之带动港口板块信用债利差走阔。近年来东三省信用溢价持续高位，至 2019 年才略有收窄，近一个月东三省区域风险负面事件多次发生，区域风险传导估值上行。

■ 一级市场：高收益债月末发行放量，城投债配置价值良好

- **发行情况**：一级市场高收益债本月发行节奏后移，月末放量，以中低等级区县级城投债、民营地产为主，城投区域分化，东部、西南部分区域持续供给。
- **投资建议**：一级市场中低等级城投可优先选择有强担保等增信措施的个券，谨慎区域债务负担重且城投属性趋弱的主体；部分进入行业下行期且债务压力较大的国企产业债预计短期内发行难度加大，建议投资者防范一二级价差损失。

■ 二级市场：城投民企交投良好，国企信仰再受考验

- **成交情况**：本月二级市场投资型高收益债维持交投活跃，城投主体、非国有企业成交情况良好，因部分国企违约、不行使永续债赎回权加重市场对同类主体及券种的担忧。
- **估值异动**：受信用负面事件影响，本月高收益非城投国企债呈现显著的高估值成交；得益于良好的基本面回升，民营房地产、批发和零售业、有色金属等行业债券普遍低于估值成交；城投债各区域成交估值偏离度分化，中部、西南区域城投交投情绪良好。

■ **风险关注**：海外疫情冲击导致实体经济复苏放缓、城投政策超预期收紧

本月信用风险事件增多，**东三省风险事件频发，区域风险传导估值上行。**自信用债打破刚兑以来，东三省便是债券违约的高发区域：2016年东北特钢、大连机床接连违约进入破产重整程序，涉及金额超百亿；2017年丹东港约80亿债券实质性违约随之带动港口板块信用债利差走阔。近年来东三省信用溢价持续高位，至2019年起略有收窄，近一个月东三省区域风险负面事件多次发生，区域风险上升预计估值上行。

随着宽信用持续推进，本月**高收益债**[1]市场交投活跃：中低等级**城投债**[2]仍是一级市场供给主力，二级市场高收益城投债成交规模超六成，成交利率较低且估值稳定，城投信仰短期无实质性动摇；**非城投国企**主体中，除煤炭行业主体延续估值异常成交，叠加华晨集团违约，青海国资、紫光集团不行使永续债赎回权，带动国企板块成交收益率显著走高，异常高估值偏离，交投情绪边际恶化；**非国有企业**，本月房地产、批发和零售业、有色金属等行业债券市场情绪持续恢复，低于估值成交为主，估值边际修复。

策略建议方面：1）城投信仰仍在，建议投资者短期规避部分信用风险上行的区域，如辽宁省、青海省等，待区域风险释放，信用利差企稳，基本面有实质性改善再开展博弈，近期可继续以东部、中部及西南部分区域城投为主。**2）非城投国企**板块，建议投资规避区域风险较重、基本面弱的主体，对于过去有逃废债倾向的区域，还需谨慎考验偿债意愿。**3）民营**板块，可择优行业景气度回升（如有色金属等行业）、基本面修复且估值稳定的头部企业参与；**4）条款方面**，担保条款有效纾解因破产导致的主体被动违约，但仍需综合考虑担保方自身偿债能力及意愿；弱资质主体不行使永续债赎回条款的风险上升，加重了投资者对永续债抛售情绪，建议谨慎永续债风险。

风险提示：展望11月，存在兑付风险的主体及债项：福建福晟集团有限公司“18福晟02”、河北海伟交通设施集团有限公司“15海伟02”、国广环球传媒控股有限公司“15国广债”。

■ 市场焦点：东三省风险事件频发，区域风险传导估值上行

自信用债打破刚兑以来，东三省债券违约事件便时有发生：2016年东北特钢、大连机床相继违约进入破产重整程序，涉及金额超百亿；2017年丹东港超80亿债券实质性违约，并带动港口板块信用债利差走阔。此外，叠加东三省经济增长回落，经济结构转型困难，区域再融资能力大幅下滑，投资人对于东三省的投资偏好大幅受挫，近年来信用溢价持续高位，随着宽信用传导，2019年开始略有收窄，然而近一个月东三省区域风险负面事件再次发生，区域风险上升带动估值上行。

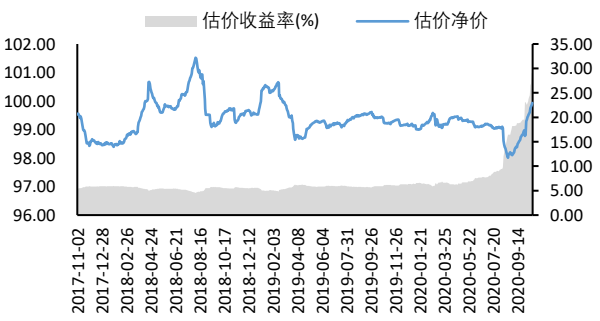
（一）“17神华01”、“17华汽05”等风险负面事件进程及影响

[1]本报告定义的高收益债券范围包括发行时票面利率或交易日加权平均到期收益率在6%及以上的信用债。
[2]本报告所指城投是基于中诚信国际基础设施投融资行业口径，并考虑了城投探索市场化转型过程中逐步拓宽业务种类、融合更多公用事业领域和市场化经营的业务来提高自身能力的情况，将部分公用事业、综合等类城投企业纳入统计样板，形成广义城投口径。

2020年9月28日，“17神华01”到期，吉林神华无力兑付，由担保人吉林铁投代偿。吉林神华集团有限公司系吉林省医药制造行业民营企业，此外涉足化工、汽车销售、房地产等多个行业，“17神华01”起息于2017年9月26日，由吉林铁投提供不可撤销连带责任担保，发行期限3年，附第二年末投资者回售和票面利率调整选择权条款；2019年9月26日，由于资金紧张，吉林神华无法足额偿还“17神华01”回售本金及利息，发生首次主体违约，后由担保方吉林铁投分四笔代偿相应金额；同年12月9日，“16神华01”到期，本金及相应利息仍由担保方代偿；至2020年9月28日，“17神华01”7500万本金到期，吉林神华无力兑付。据媒体消息，随着市场情绪发酵，吉林铁投当晚紧急获得区域银行拨款，完成代偿兑付。事实上，吉林铁投作为吉林市国资委100%控股的重要城投平台，近年来公司自身偿债压力维持高位、流动性持续紧张。**一方面，城投主体对区域民营企业的担保，加重了自身或有负债风险，但另一方面吉林铁投及时代偿行为也适度缓解了市场对于吉林省偿债意愿及能力的担忧。**

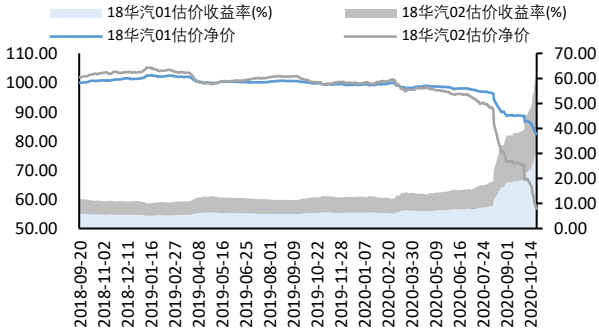
2020年10月23日，“17华汽05”未按时兑付本息，构成实质违约。华晨汽车集团控股有限公司系辽宁省国资直接控股80%的大型国有企业，在辽宁省国资体系具有系统重要性，“17华汽05”违约引发市场对同类主体的担忧。今年年中以来，关于华晨集团的负面舆情在市场不断发酵，不仅有子公司股权资产遭冻结、发生垫款导致牵头行筹建债委会等传闻，还面临员工降薪、增加被执行信息等负面事件，华晨汽车集团多只债券遭抛售、估值快速上行；8月中旬，华晨集团对于二级市场波动做出澄清，但依旧未实质性缓解市场异动。10月23日，继银行贷款、保险债权计划、信托贷款违约之后，华晨集团“17华汽05”私募公司债券兑付失败，并触发“19华集01”交叉违约条款，存续的公司债于当日起停牌。华晨集团于11月5日兑付“17华汽05”利息，本金部分仍在筹集资金。**由于华晨集团在违约前夕，曾多次通过公开渠道向市场证实其持续经营能力正常、偿债资金充裕，但行动上却以调整核心子公司股权架构、变更注册地、转移资产等方式，增加债务违约后债权人求偿难度，不由让人联想到20世纪90年代国有企业借改制层出不穷的逃废债行为，引发市场质疑企业乃至区域偿债意愿，导致区域风险传导、估值波动加大。**

图 1 “17 华汽 05”估价收益率及估价净价变动



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 2 华晨汽车集团多只债券快速下跌

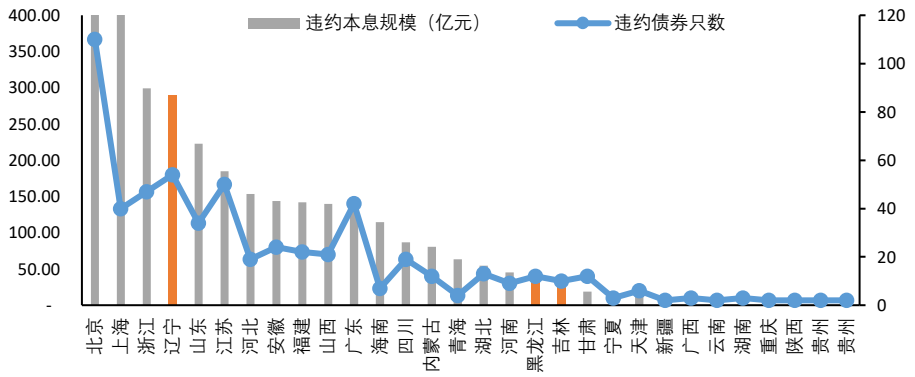


数据来源：wind，中诚信国际整理

2020年10月23日，沈阳公用破产重组，“17沈公用PPN001”“18沈公用PPN001”提前到期并停止计息，后由担保人代偿。2020年10月23日，沈阳盛京能源发展集团有限公司（曾用名“沈阳城市公用集团有限公司”）收到沈阳市中级人民法院送达的破产裁定,根据《中华人民共和国企业破产法》第四十六条:“未到期的债权,在破产申请受理时视为到期.附利息的债权自破产申请受理时起停止计息。”因此，“17沈公用PPN001”“18沈公用PPN001”已于2020年10月23日提前到期并停止计息；该私募债最终由担保方、沈阳国资委实际控制的辽宁瀚华融资担保有限公司完成代偿。盛京能源是由沈阳市国资委出资组建的国有独资公司，主要负责沈阳市供暖业务包括热力生产及销售、租赁、煤炭销售及物流运输等，另有产业投资、土地整理、房地产开发等业务，系沈阳市地市级城投平台，公益属性较强，但近年混改推进困难，企业现金流压力较大，因**破产重组引发债项提前到期，造成主体违约，担保方及时完成代偿，对城投信仰整体影响有限。**

（二）东三省信用事件频发，信用风险溢价持续高位

图 3　全国各省债券违约本息金额及债券只数



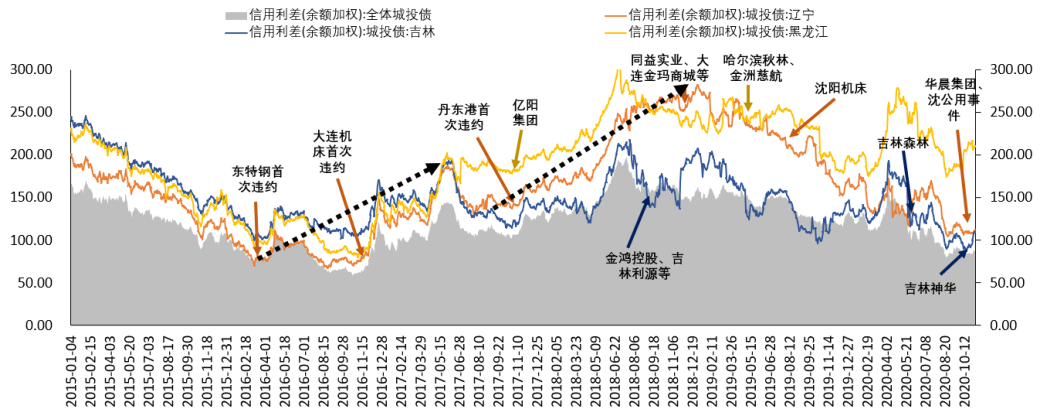
数据来源：wind，中诚信国际整理

20世纪90年代，国有企业借改制之名掀起逃废债序幕，造成国有银行不良率攀升，随着2016年经济增速下滑以及企业股权改革推进，国企逃废债行为重燃，隐藏、转移、低价转让资产，不规范兼并、重组、破产等行为，最终以牺牲债权人利益为代价实现企业债务重组,以辽宁省为代表的东三省更是历史上逃废债高发区域。自信用债市场打破刚兑以来，东三省信用债违约事件也时有发生：2016年3月至10月，东北特钢共计10只债券，违约债券逾70亿元规模；2016年11月大连机床首支债券违约，于2017年11月10日公司进入破产重整程序；2017年10月30日丹东港拉开违约序幕，最终83.63亿债券实质性违约，并带动港口板块信用债利差走阔。从绝对水平看，辽宁省违约债券本息金额位于全国第4位，黑龙江省和吉林省绝对规模位于全国中等水平。截至2020年11月初，东三省违约债券本息金额366.74亿元，涉及19个发行人；其中辽宁省违约债券本息金额为289.68亿元。

辽宁省作为东北三省违约债券规模最大的区域，从地方经济实力看，2019年辽宁省实现GDP收入24,909.50亿元，全国排名第14名，同比增长5.50%，低于全国平均水平；财政

方面，2019年辽宁省一般公共预算收入2,652亿元，同比增长1.4%，增速较2018年明显回落，2019年财政平衡率为46.03%，财政平衡能力较弱，资金缺口较大，上级补助、转移支付及税收返还为2580.10亿元，收支平衡较为依赖上级补助；地方债务方面，从显性债务口径看，2019年辽宁省地方政府债务余额为8884.40亿元，规模位于全国第8位，直接债务负债率为35.67%，直接债务债务率为133.90%，全国排名第3位，仅次于贵州省、内蒙古自治区，区域债务风险较大。

图 4　东三省主要违约事件及信用利差（BP）走势



数据来源：wind，中诚信国际整理

表 1 东三省主要违约事件情况

违约主体	企业性质	中诚信一级行业	违约类型	首次违约时间	违约债券只数	违约债券本息(亿元)
吉林省					**7**	**34.10**
吉林粮食集团收储经销有限公司	地方国有企业	批发和零售业	未按期兑付	2015-07-31	1	0.32
金鸿控股集团股份有限公司	民营企业	公用事业	未按期兑付	2018-08-24	2	14.77
吉林利源精制股份有限公司	民营企业	有色金属	未按期兑付	2018-09-25	1	8.44
中国吉林森林工业集团有限责任公司	地方国有企业	农林牧渔	破产	2020-05-18	1	10.58
吉林神华集团有限公司	民营企业	医药	未按期兑付	2020-05-18	2	0.00
黑龙江省					**10**	**42.96**
亿阳集团股份有限公司	民营企业	信息技术	未按期兑付	2017-11-09	6	31.43
哈尔滨秋林集团股份有限公司	民营企业	轻工制造	未按期兑付	2019-03-01	2	5.60
金洲慈航集团股份有限公司	民营企业	批发和零售业	未按期兑付	2019-05-15	1	5.93
辽宁省					**39**	**289.68**
东北特殊钢集团股份有限公司	地方国有企业	钢铁	未按期兑付、破产	2016-03-27	10	76.13
大连机床集团有限责任公司	民营企业	装备制造	未按期兑付、破产	2016-11-21	9	42.85

丹东港集团有限公司	民营企业	交通运输	未按期兑付	2017-10-30	7	83.63
同益实业集团有限公司	民营企业	化工	未按期兑付	2018-10-19	3	18.22
大连金玛商城企业集团有限公司	民营企业	批发和零售业	未按期兑付	2018-11-12	6	21.52
大连天宝绿色食品股份有限公司	民营企业	轻工制造	未按期兑付	2019-04-09	1	5.35
沈阳机床(集团)有限责任公司	地方国有企业	装备制造	破产	2019-07-17	1	10.54
沈阳机床股份有限公司	地方国有企业	装备制造	破产	2019-08-16	1	5.11
大连天神娱乐股份有限公司	公众企业	文化产业	未按期兑付	2020-01-20	1	9.34
华晨汽车集团控股有限公司	地方国有企业	汽车	未按期兑付	2020-10-23	1	10.53
沈阳城市公用集团有限公司	地方国有企业	公用事业	破产	2020-10-23	2	0.00

数据来源：WIND，中诚信国际整理

总体而言，第一，区域风险层面，近期东三省信用负面事件连续发生，预计近两年略微修复的市场情绪或将再度恶化，带动区域内相关投资标的估值走高，加重机构投资者对东三省区域“一刀切”政策倾向；**第二，偿债能力及意愿层面**，对于区域风险较重、基本面弱的主体负面风险事件发生的可能性较高，偿债压力较大；地方政府的积极作为则有利于促进企业再融资能力、以时间换空间化解短期债务难题，例如天津、贵州等债务压力较大的区域积极站台支持下属国企、协调金融资源；此外债券违约后，地方政府推动企业与市场投资人充分沟通债务解决方案，均有利于体现企业乃至区域偿债意愿；**第三，担保条款有效性层面**，担保条款对于因发行人“破产重组”进入被动违约的债项具有较强的风险缓释效力，但仍相对更取决于担保方履约意愿，一旦区域债务积重难返、经济转型困难，担保方偿债能力受到客观条件限制，区域风险传导扩散；**第四，对于基本面呈现“母弱子强”的企业**，若叠加母公司对子公司控制权减弱倾向，即使短期内可能获得股权变现收益，从长远看，对合并企业持续经营能力的考验也是较为负面的，建议高收益债配置策略投资者谨慎介入，对于交易策略投资者在博弈短期时间窗口过程，则需同时关注企业核心资产划转、子公司股权结构变更、非标履约等多维度因素，侧面印证投资安全性。

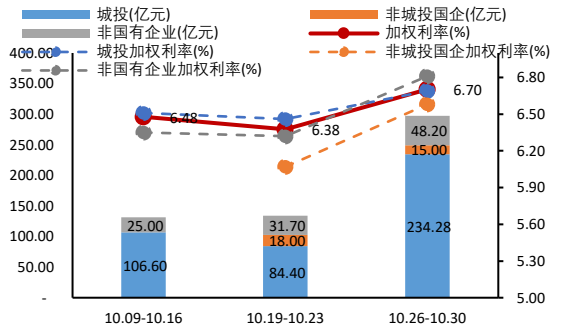
■ 一级市场：高收益债月末发行放量，城投债配置价值良好

一级市场高收益债本月受节假日影响，发行节奏月末放量，以中低等级区县级城投债、民营地产为主，城投区域分化，东部、西南部分区域持续供给。本月一级市场总计发行高收益债券87只，发行总额为572.18亿元，加权发行利率为6.57%，以私募包销发行为主。**发行节奏方面**，受国庆假期影响，十月前两周（10月9日-10月16日、10月19日-10月23日）高收益债一级市场供给一般，分别发行规模131.60亿元、134.10亿元，加权利率分别为6.48%、6.38%，月末最后一周发行显著放量，约为前期的2倍，以东部、西南区域中低等级区县级城投债为主力；**期限分布上**，2年期、3年期及3+2年为主要品种，且加权利率较低；通过含权债特殊期限和强担保风险缓释有效降低票面利率，促进债券发行；高收益

非城投国企受近期部分煤炭、汽车行业负面事件影响，发行难度上升，市场认可度明显下滑；非国有企业高收益债则仍以地产为主，月末发行良好。

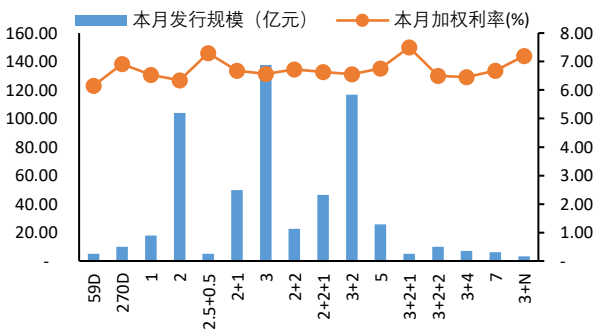
阶段投资策略上，一级市场中低等级城投发行主体多为东部、西南区域平台，对于负债端稳定、流动性要求不高的投资者，可优先选择有强担保等增信措施的个券，同时谨慎区域债务负担重且城投属性趋弱的主体；部分进入行业下行期且债务压力较大的国企产业债预计短期内发行难度加大，建议投资者防范一二级价差损失。

图 5 本月高收益债周度发行分布



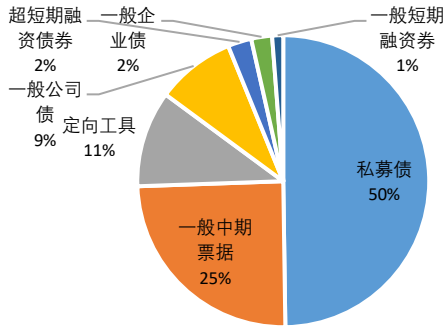
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 6 一级市场高收益债收益率期限分布及加权票面利率



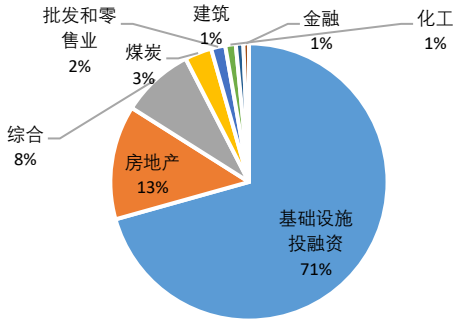
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 7 本月新发行高收益债券种分布



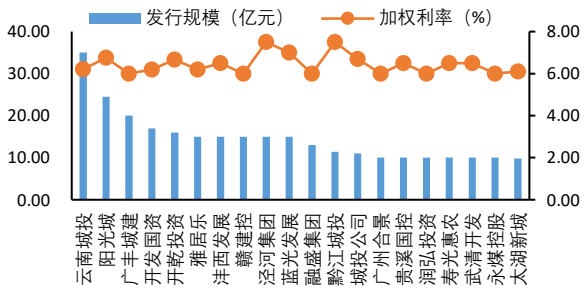
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 8 本月新发行高收益债行业分布



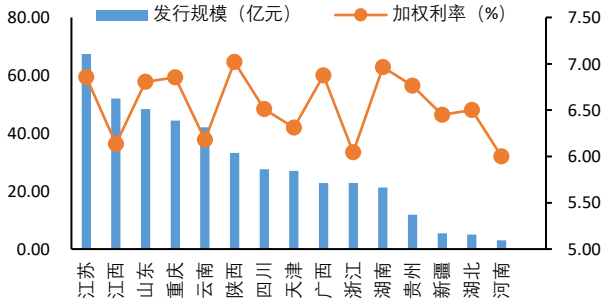
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 9 本月发行规模前二十高收益债主体



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 10 10 月高收益城投债区域分布情况



数据来源：wind，中诚信国际整理

■ 二级市场：城投民企交投良好，国企信仰再受考验

本月高收益债整体交投活跃，国企信仰受挫，永续债再生风波，城投民企交投良好。本月高收益债共成交2348笔，涉及508个主体，成交总额为777.95亿元，加权成交利率为11.78%，其中成交在6-10%区间的成交额占比87.70%。**城投**主体成交超六成，估值稳定性较好，仍是机构票息策略的首选；**非城投国企**主体方面，月初受部分煤炭行业主体持续大幅折价成交影响，叠加中旬华晨集团信用负面事件，下旬青海国资、紫光集团永续债行权影响，国企信仰反复遭受质疑，导致二级成交缩量，成交收益率高企，估值大幅偏离，市场情绪恶化。受基本面持续复苏带动；**非国有企业**高收益债本月交投活跃度回升，加权成交利率显著低于非城投国企主体并保持稳定，以低于估值成交为主，市场情绪明显修复。

1.成交情况：国企违约、永续再生风波，城投民企交投良好

本月二级市场投资型高收益债维持交投活跃，城投主体、非国有企业成交情况良好，因部分国企违约、不行使永续债赎回权加重市场对同类主体及券种的担忧。本月高收益债交投情绪良好，受部分非城投国企信用负面事件影响，中下旬以来二级市场高收益债加权成交利率持续走高，但城投主体、非国有企业成交利率基本保持稳定。

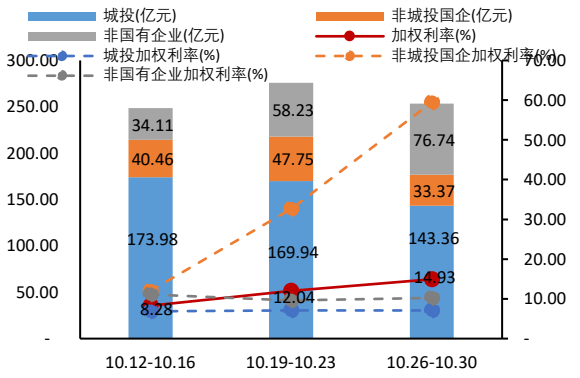
从**主体类型**看，**城投主体**作为二级市场交投最重要组成，占比超六成，各周加权成交收益率维持在7%左右，以城市基础设施建设和园区及片区开发运营[3]为主；**非城投国企**成交规模缩量且收益率显著走高显著，信用资质分化严重，因发行人不行使永续债赎回权、票面跃升，更甚递延永续债付息等行为，将持续加重市场对该类主体“一刀切”投资政策，甚至影响所在区域信用融资环境；**非国有企业**约四分之三的成交分布在地产、化工、有色金属行业，其中房地产行业高收益债板块，因恒大战投明股实债延期、物业板块港股上市等利好事件带动，加权成交收益率持续下行，从10月上旬第一周加权成交收益率10.41%收敛至8.79%，交投活跃度显著放大。此外，民营化工类主体新华联控2020年4月27日公告将“19新华联控MTN001”第一个计息年度利息兑付日（2020年4月30日）延期到10月31日，截至11月2日仍未按时兑付利息，构成实质性违约。10月27日，民营建筑类主体天广中茂“16天广01”未按时兑付利息，构成实质性违约。

从**中诚信一级行业**分类看，二级市场高收益债主要集中在基础设施投融资、房地产、煤炭等行业，综合行业加权成交收益率最高，为56.73%，主要系受青海国资、紫光集团永续债临近行权赎回不确定性影响，带动行业信用利差走扩；弱资质主体不行使永续债赎回条款的风险上升，加重了投资者对永续债抛售情绪。受巴安水务“17巴安债”实质性违约影响，预计民营水务板块再融资难度上升。“18华闻传媒MTN001”、“17华闻传媒MTN001”本息展期事件导致文化产业行业成交收益率走高。

[3] 中诚信国际城投主体涉及的行业一级分类为基础设施投融资、公用事业、综合。基础设施投融资下属行业二级分类分别为交通基础设施投资、城市基础设施建设、城乡综合开发、园区及片区开发运营。详情可参阅中诚信国际官网信用评级界面-行业分类。

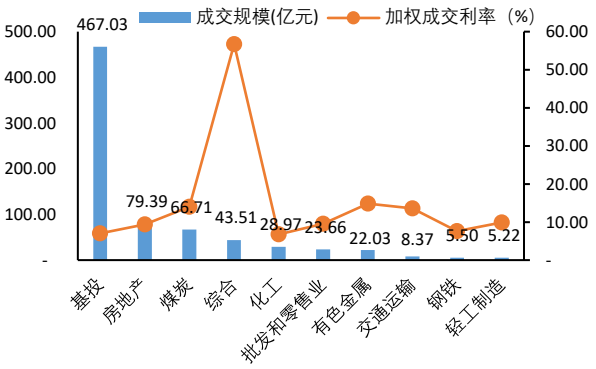
从**区域角度**看，高收益**城投债**以江苏、湖南、四川、重庆、江西等区域为主，其中投资人对四川、广西、山东、山西等区域倾向于地市级平台，而重庆、江西则明显下沉至区县级平台，对于江苏、湖南、湖北等区域则均有下沉。

图 11 本月高收益债周度成交分布



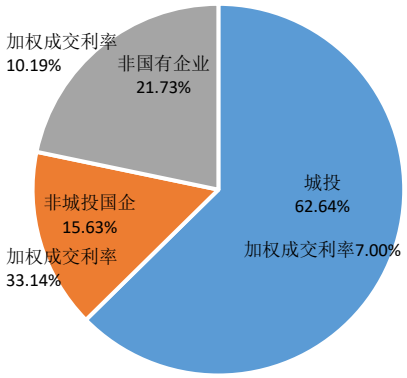
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 12 本月二级市场成交高收益债前十大行业分布



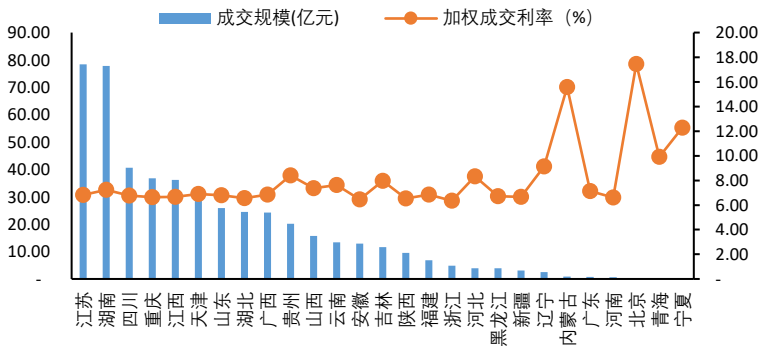
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 13 本月二级市场成交高收益债类型分布



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 14 本月二级市场成交高收益城投债区域分布



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 15 本月二级市场成交高收益债券种分布

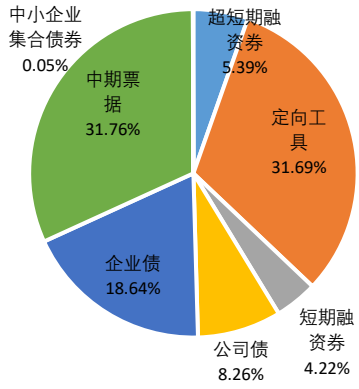
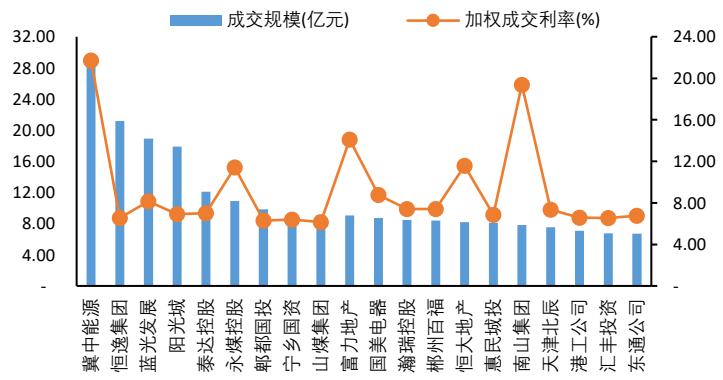


图 16 本月二级市场高收益债成交规模前二十主体

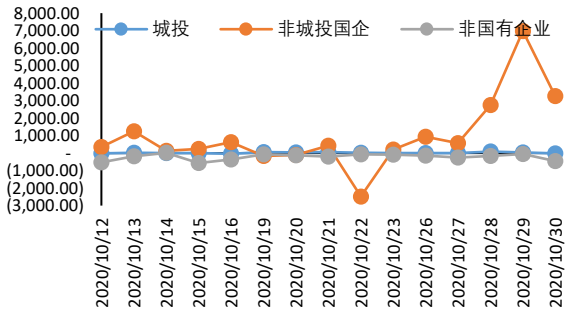


数据来源：wind，中诚信国际整理	数据来源：wind，中诚信国际整理

2. 估值偏离：国企信仰显著受挫，中部、西南城投估值有望下行[4]

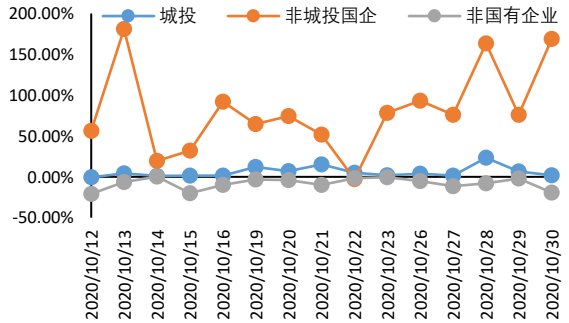
估值偏离度方面，受华晨、青海国资、紫光等信用负面事件影响，本月高收益非城投国企债呈现显著的高估值成交；得益于良好的基本面回升，民营房地产、批发和零售业、有色金属等行业债券普遍低于估值成交；城投债各区域成交估值偏离度分化，中部、西南区域城投交投情绪良好。本月成交额1000万元及以上的高收益债券总计1075只（成交额占总成交额的96.67%），加权平均估值偏离-5.30BP，加权平均估值偏离度为14.51%[5]，整体较为贴近中债估值成交。**整体而言，高收益城投债**估值稳定，最为契合中债估值成交，加权成交估值偏离19.89BP，略高于中债估值；**高收益非城投国企债**则呈现显著的高于估值成交，且随着华晨、青海国资、紫光等国企信用负面信用事件发生，估值偏离绝对程度和相对程度双双走高，说明板块整体成交收益率也同步走高，投资者风险偏好下降、情绪恶化；而以房地产、批发和零售业、有色金属、化工等行业为代表的**非国有企业**，本月整体呈现低于估值成交，带动板块市场情绪修复，成交额逐步放大，交投良好。从**中诚信一级行业**看，综合、公用事业、文化产业、煤炭等行业板块显著高于估值成交，而交通运输、批发和零售、房地产、有色金属等行业则持续低于估值成交，预计以上行业信用利差有望收窄。高收益城投债作为二级市场交投的重要板块，从**城投主体区域分布**看，河北、山西、广东等区域显著高于估值成交，而陕西、新疆、重庆、湖南、江西等整体呈现低于估值成交。结合成交规模和加权成交利率来看，本月重庆、江西、湖北等区域交投较好，成交收益率较低且预计未来估值收益率有进一步收窄空间，而本月江苏高收益债成交收益率虽位于各省平均水平，但普遍呈现高于估值成交，或因随着市场持续挖掘，江苏区域可投标的信用下沉空间有限，交投偏于谨慎。

图 17 本月各类高收益债估值偏离(BP)情况



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 18 本月各类高收益债估值偏离度(%)情况

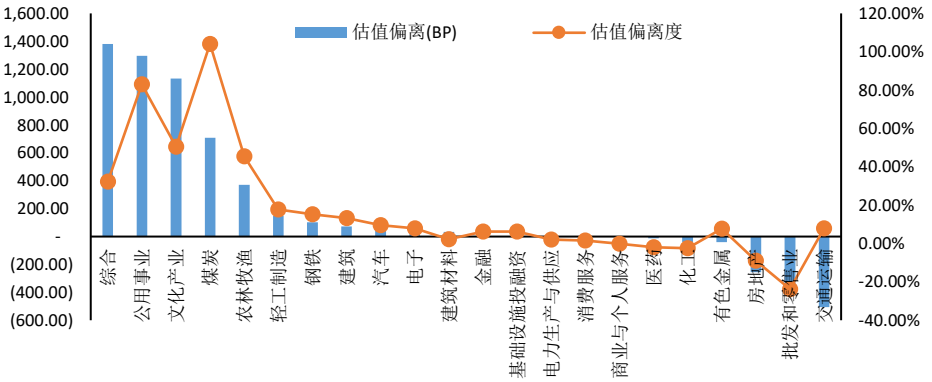


数据来源：wind，中诚信国际整理

图 19 本月各行业高收益债估值偏离情况

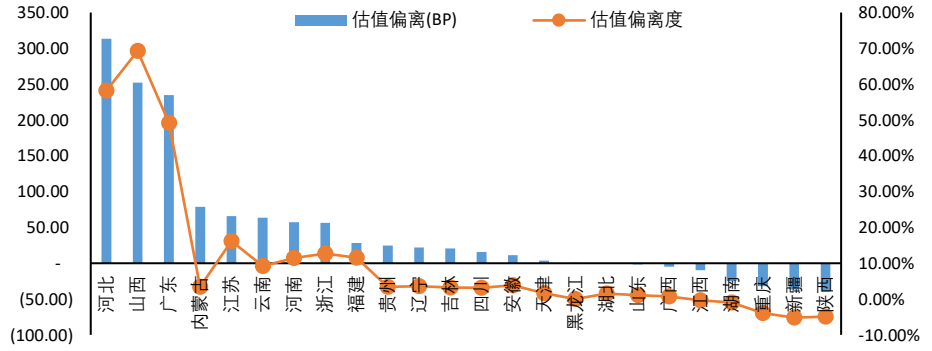
[4] 本报告定义的估值偏离度指（成交到期收益率-成交日中债估值）/成交日中债估值*100%，为避免小额异常成交对样本券的影响，剔除成交额小于 1000 万元的债券。若估值偏离度>0，则为高估值偏离异常成交；若估值偏离度<0，则为低估值偏离异常成交。

[5] 本报告采用的加权平均估值偏离及加权平均估值偏离度以单笔交易成交金额为权重加权计算。



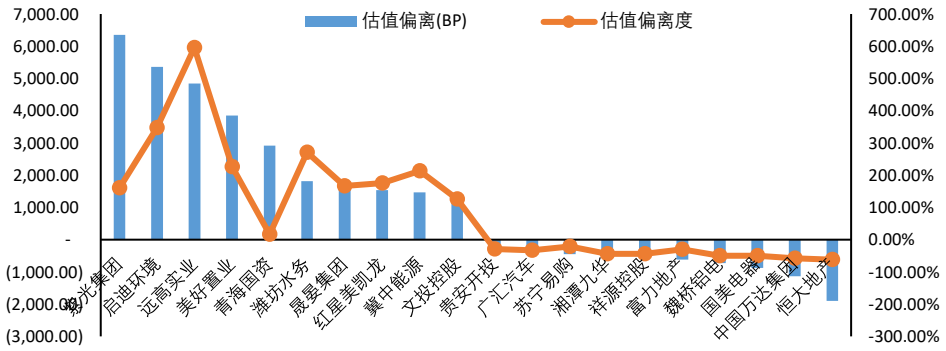
数据来源：wind，中诚信国际整理

图 20 本月高收益城投债各区域高收益债估值偏离情况



数据来源：wind，中诚信国际整理

图 21 本月高收益高于估值和低于估值偏离前十大主体情况



数据来源：wind，中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。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，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

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。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、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陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、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造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：http://www.ccxi.com.cn

CHINA CHENGXIN INTERNATIONAL CREDIT RATING CO.,LTD
ADD: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong，Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
TEL:（86010）66428877
FAX:（86010）66426100
SITE: http://www.ccxi.com.cn