



# 中诚信托研究周报

投资研究部  
2022年第22期  
总第188期  
2022/06/16

## 热点研究

### 如何看待近期城投债结构性“资产荒”现象

5月份以来，新发行城投债出现了结构性的“资产荒”现象，一方面是市场对强区域、中高等级城投债的追逐不断加强，优质发行人的发行利率不断下降，另一方面市场资金也出现了一定的信用下沉，部分较弱资质城投新发债券也受到追捧。造成这种现象的原因在于阶段性供需失衡，在城投债供应偏紧而市场资金充裕的情况下，能够满足金融机构风险-收益匹配的城投债投资标的供不应求，这对信托公司开展城投债投资业务提出了更高要求。

#### 一、近期城投债结构性“资产荒”现象及特征

##### （一）近期城投债认购倍数快速提升

2022年以来，国内资产荒持续演绎，城投债稀缺性持续放大，5月份城投债新发行认购倍数快速走高，且部分较弱资质城投债受到追捧。从披露认购倍数的样本城投债来看，根据华安证券统计，2022年以来整体平均认购倍数为1.33倍，其中1-4月平均认购倍数为1.22倍，5月份平均认购倍数已升至2.61倍；从典型城投债来看，年内已有10只城投债认购倍数超过10倍，其中有5只发生在5月，当月江苏大丰海港控股集团有限公司发行的“22大丰海港CP002”、镇江交通产业集团有限公司发行的“22镇江交通MTN003”、兴化市城市建设投资有限公司发行的“22兴化城投SCP003”、泰州华信药业投资有限公司发行的“22泰华信CP001”等的有效认购倍数均较高。

##### （二）近期城投债“资产荒”现象呈结构性分化特征

区域方面，2022年城投债发行延续了2021年以来的分化格局，江浙等强区域发行较多，5月份一级发行、净融资规模等亦是如此，相对应的，强区域也保持了较低的发行成本和信用利差；信用等级方面，整体以AA+及以上中高信用等级为主；行政级别方面，整体以地市级和区县级为主，但省级平台数量占比也出现了增加的趋势。

#### 二、近期城投债结构性“资产荒”现象原因分析

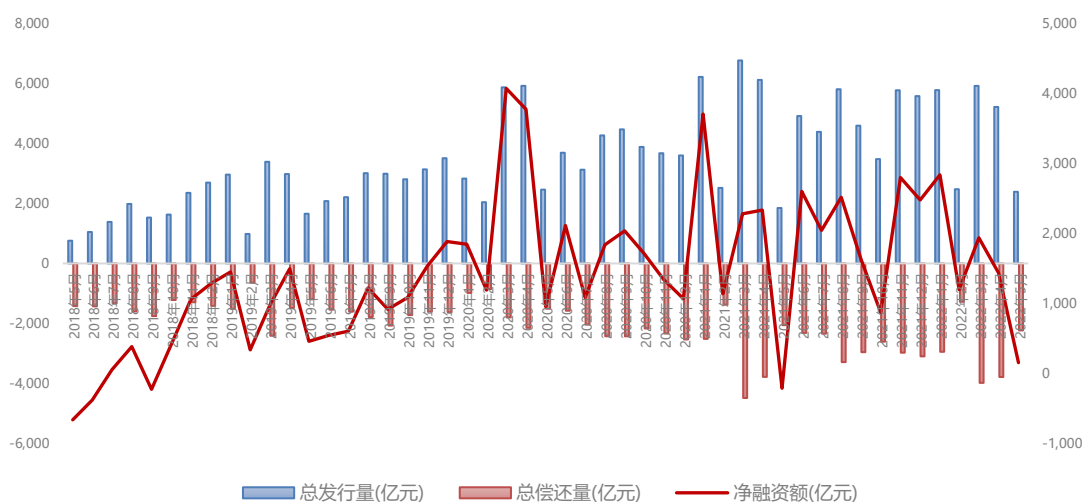
##### （一）信贷需求仍然偏弱

信贷需求偏弱，主要是在实体经济融资需求不足和疫情冲击影响下，市场高息资产供给减少。一是企业中长期贷款需求不足。从4月社融数据总量来看，当月社融增量为9102亿元，不及预期，比上年同期少增9468亿元，主要是人民币贷款少增较多的原因；从社融数据结构来看，企业中长期贷款偏弱，5月份也并未显著改善。二是土地信用派

生能力下降。从住户贷款数据来看，自 2 月后 4 月住户贷款再次增量为负，且下滑较多，尤其住户房贷同比少增较多。叠加 4-5 月份的新冠疫情反复的影响，实体经济融资需求不足等导致市场难以提供较多高息资产的局面有所加剧。

## （二）城投债供给大幅减少

5 月城投债供给环比大幅减少，发行、偿还及净融资规模环比分别下降 54.22%、41.00%和 89.24%。整体来看，5 月城投债供给显著下降，一是由于城投债发行延续了去年以来整体偏紧的监管基调；二是由于在城投债一级发行热度攀升、信用利差整体下行的过程中，优质发行人主动取消发行以等待更低发行利率，也造成了供给的偏紧；三是由于 430 是年报发布截止日，430 后发债需要更新数据，多数城投尽量在 430 之前发行债券，因此 5 月也是发债的传统“小月”。从近五年来看，5 月均为年内发行最低或仅高于过年月份的次低。



数据来源：Wind

图 1：近四年城投债发行、偿还及净融资情况

## （三）市场流动性较为充裕

一是从货币政策来看，市场目前仍处于“宽货币”周期之中，自 2021 年 7 月以来央行已实施了多种总量型和结构性货币政策工具。总量型货币政策工具方面，已实施多次降息、降准，5 月 5 年期 LPR 也超预期调低 15bp；结构性货币政策工具方面，央行已实行普惠小微贷款支持工具、支农支小再贷款等多类再贷款工具；央行还历史性的向中央财政上缴总额超过 1 万亿元的结存利润。二是从银行间市场来看，5 月资金面维持宽松，且以隔夜和 7 天回购为代表的资金利率在 5 月整体维持低位，市场资金利率中枢显著下移。

## （四）信用债投资需求持续增加

信用债投资需求增加，主要是银行理财和债券型基金等典型资管产品的债券配置需求较大。以银行理财为例，银行理财规模较大，且大部分配置高等级信用债。截至 2021

年末，银行理财规模余额达到 29 万亿元，同比增长 12.1%，理财产品投资资产合计 31.19 万亿元，其中债券占比 68.4%，债券资产中信用债占比 70.9%。从评级来看，理财产品持有 AA+及以上信用债占比 84.05%。同时，工银理财、招商银行等也表示将加大低风险固收类产品的供给，加大低波动资产的配置等。以债券型基金为例，截至 2022 年 4 月末，我国开放式基金中债券型基金规模为 4.22 万亿元，环比增长 0.81%，同比增长 52.91%，环比和同比增速均超过公募基金整体情况。此外，根据国海证券统计，债券型基金规模持续扩张，截至 2022 年 4 月 22 日，基金资产净值已达到 7.10 万亿元，截至 2021 年末“固收+”基金也已达到 2.49 万亿元，较 2020 年末分别增长 40.80%和 80.60%。

### （五）市场风险偏好下降

一是受经济下行压力加大和权益市场大幅震荡的影响，2022 年以来权益产品、雪球结构期权产品甚至“固收+”产品均表现不佳，但债券及债券基金表现较好，市场风险偏好显著下行，部分市场资金从权益资产及权益类产品撤出，流向债市及债券型基金。2022 年以来，受市场下行预期和市场流动性宽松的影响，市场利率不断下行，利率债、信用债中枢不断下行，短端下行更为显著，纯债基金实现一定增长，尤其是信用债基金表现较好，仅 4 月平均实现 0.50%的增长。与此同时，部分领域的信用债风险有所抬升，例如 2022 年以来地产债违约事件较 2021 年愈演愈烈，而城投债至今仍尚无实质违约案例，安全性相对较高。

二是城投债的安全边际相对提高。一方面，今年以来持续推进的城投反腐，包括多个城市的多位城投高管被查，以及多地推进融资中介领域违规获利追缴专项行动，其中也涉及了对城投违规举债进行问责。另一方面，央行 23 号明确支持城投合理融资需求、稳增长下城投重要性提升等，也进一步提高了城投债的安全边际。二季度以来，市场预期将对城投债趋于放松，第一是基于中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（以下简称“央行 23 条”），明确提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。”第二是基于今年以来在此轮疫情反复的冲击、叠加俄乌冲突和美联储政策快速收紧等多因素影响下，我国经济下行压力进一步加大，5 月以来，在稳增长政策持续加码的情况下，基建托底经济的预期也进一步强化了“城投信仰”。

## 三、对信托公司债券投资业务的影响

预计未来一段时间，债券市场对城投债的结构性抢配仍将持续。信托公司作为重要的债券市场投资者，其相关业务开展将会受到一定影响，应重点关注以下两个方面：

一是要重点关注信用债供需的边际变化，及时调整配置策略。本轮信用债结构性“资产荒”是供需失衡的结果，那么后续城投债的供给、其他信用债的供给甚至权益市场的变化都会对城投债的供需情况施加影响。一是关注城投债发行是否会有大幅放松。市场认为央行 23 条或预示城投融资政策的边际放松，但今年以来仍然有相关政策要求遏制

新增隐债，且财政部近期集中通报 8 起典型债务违规案例及问责情况，因此，仍建议边走边看，对城投融资监管政策保持持续关注。二是关注其他信用债品种的供给情况，例如金融债、高等级产业债等，如其供给规模增加，也会对城投债投资需求形成一定的挤占。三是关注市场风险偏好的变化。5 月以来，权益市场阶段性见底，部分主题的个股也实现较大反弹，市场风险偏好可能会上升，如果部分资金从债市回流权益市场，市场对城投债的需求也会有一定程度的减少。

二是应密切关注并防范城投债信用风险。一方面，要对城投债券投资的信用下沉保持审慎。本轮城投债资产荒中，部分机构或资金出现了一定的下沉，尤其是高认购倍数涉及的发行主体。参考 2016 年经验，一轮资产荒结束后，如再融资不畅，涉及过度融资的企业或过度下沉的个券容易出现信用风险。所以需密切关注后续城投融资政策的变化和对于弱区域甚至弱资质主体的支持政策，同时对城投债投资下沉保持审慎。另一方面，受季末因素影响，市场可能会出现一定波动，也应密切关注城投债投资相关信用风险。6 月份进入季末，市场资金面较 5 月末可能会小幅偏紧，城投债供给也会环比上升，市场的供需矛盾可能出现一定程度的缓解。此外，已有机构预期目前已处于资产荒后期，如政策出现超预期调整，可能也会导致高估值债券的风险抬升。因此，近期建议采取中短久期防御底仓策略，下沉时需注意防范信用风险，如对估值不敏感的中长期资金也可选择到期收益率较高的中长期高等级信用债。

执笔人：崔继培

## 宏观形势

### 5 月社融数据显著回升

央行发布数据显示，5 月份人民币贷款增加 1.89 万亿元，同比多增 3920 亿元，远高于 4 月的 6454 亿元；社会融资规模增量为 2.79 万亿元，比上年同期多 8399 亿元；5 月 M2 同比增长 11.1%，增速创今年以来新高，分别比上月末和上年同期高 0.6 个和 2.8 个百分点。

### 5 月 PPI 环同比涨幅均继续回落

国家统计局数据显示，5 月份全国 CPI 同比上涨 2.1%，涨幅与上月相同，环比则由上月上涨 0.4% 转为下降 0.2%。5 月 PPI 环比上涨 0.1%，同比上涨 6.4%，涨幅均继续回落。

### 1-5 月进出口总值同比增长 8.3%

据海关统计，今年前 5 个月，我国进出口总值 16.04 万亿元人民币，同比增长 8.3%。其中，出口 8.94 万亿元，增长 11.4%；进口 7.1 万亿元，增长 4.7%；贸易顺差 1.84 万亿元，扩大 47.6%。5 月份，我国进出口总值 3.45 万亿元，增长 9.6%。其中，出口 1.98 万亿元，增长 15.3%；进口 1.47 万亿元，增长 2.8%；贸易顺差 5028.9 亿元，扩大 79.1%。

## 同业动态

### 中融信托与中国妇女发展基金会签署合作备忘录

近日，中融信托与中国妇女发展基金会签署合作备忘录。未来，双方将围绕慈善信托及公益慈善业务开启更为紧密、更为深入的合作。双方约定，未来将共同打造中融信托家族慈善计划专属的公益慈善品牌，针对慈善信托及其不同的运作方式，探索“慈善+金融”发展路径，分享研究成果，携手共筑公益慈善新发展。

### 国民信托 40.72%股权转让至富德生命人寿获批

6 月 13 日，银保监会相关公告显示，北京银保监局同意上海创信资产管理有限公司、恒丰裕实业发展有限公司将其持有的国民信托合计 40.72%股权转让至富德生命人寿保险。

### 招商银行推出“养老保障特殊目的家族信托”

近日，招行私人银行推出“养老保障特殊目的家族信托”，为老龄客户提供更高品质、更个性化、更有保障的养老金融服务。这也是继首批试点养老理财产品后，招行养老金融的又一次创新。

## 地产信息

### 国务院发布“十四五”新型城镇化实施方案

6 月 7 日，国务院发布关于“十四五”新型城镇化实施方案的批复，原则同意《“十四五”新型城镇化实施方案》。《方案》实施要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，以推动城镇化高质量发展为主题，以转变城市发展方式为主线，以体制机制改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的，统筹发展和安全，深入推进以人为核心的新型城镇化战略，持续促进农业转移人口市民化，完善以城市群为主体形态、大中小城市和小城镇协调发展的城镇化格局，推动城市健康宜居安全发展，推进城市治理体系和治理能力现代化，促进城乡融合发展，为全面建设社会主义现代化国家提供强劲动力和坚实支撑。

### 住建部开展全国自建房安全专项整治工作推进会

6 月 7 日，全国自建房安全专项整治工作推进视频会议召开，住房和城乡建设部等部门要求，各地要集中对经营性自建房开展“百日行动”，特别是重点排查 3 层及以上、人员密集、违规改扩建的经营性自建房，对存在严重安全隐患的，要立即采取管控措施。据介绍，此次专项整治分为排查和整治两个阶段。

### 湖南进一步促进住房消费持续恢复

6月9日，湖南省发改委、湖南省商务厅联合印发《关于进一步促进消费持续恢复的若干措施》，在稳定住房消费方面提出，采取支持人才购房、财政补贴、展销促销等政策措施，因城施策实施差别化住房信贷政策，更好满足居民合理住房需求。引导金融机构下调住房贷款利率，降低住房商业贷款首付比例。完善长租房政策，增加保障性租赁住房供给。支持长沙市恢复执行二套房契税优惠税率。鼓励提高住房公积金最高贷款额度，首套房可提可贷。鼓励具备条件的市州探索“二孩”“三孩”家庭的购房支持政策。

### 杭州严厉整治商品住房销售中以“养老”名义进行虚假宣传等涉诈隐患

6月9日，杭州市住房保障和房产管理局发布消息，进一步明确“四个不得”，严厉整治商品住房销售中以“养老”名义进行虚假宣传等涉诈隐患。一，不得在商品住房销售中以“老年社区”“老年公寓”“养老基地”“养老山庄”等“养老”名义虚假宣传、诱骗老年人购买；二，不得以售后包租、以租代售、返本销售等方式，或以承诺投资回报丰厚等手段诱骗老年人购房；三，不得代理以“养老投资”“养老地产”为名违法虚假宣传的销售项目；四，不得在售楼部、机构门店、企业官网、第三方房源发布平台等发布以“养老”为名的虚假房源销售信息。

### 河南推动房地产平稳健康发展政策落地见效

6月8日，河南印发《河南省贯彻落实稳住经济一揽子政策措施实施方案的通知》指出，推动房地产平稳健康发展政策落地见效。《通知》提出，有效促进房地产消费。支持各地从当地实际出发，“一城一策”研究出台促进房地产业良性循环和健康发展的政策措施。支持房地产企业健康发展。按照依法合规、风险可控、商业可持续原则，通过发放并购贷款、降低利率，支持优质房地产企业兼并收购重组困难房地产企业或其优质项目。其中提出，因城实施差别化住房信贷政策，更好满足个人住房消费合理信贷需求，在不实施限购措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点。鼓励金融机构合理加大对经营稳健、风险可控房地产企业和项目的支持力度，对建筑施工企业给予必要流动资金贷款支持，不盲目“一刀切”抽贷、压贷、断贷，不得强行划转重点监管资金。

### 广州广清接合片区广州（片区）构建差别化入户政策

6月6日，据广州市花都区府新闻办公室消息，《国家城乡融合发展试验区广清接合片区广州（片区）实施方案》正式印发。其中，《方案》明确，广州市将通过在花都区、从化区、增城区建构差别化入户政策，率先启动在广清接合片区广州（片区）建立城乡有序流动的人口迁徙制度的序幕。学历条件将由全日制本科降至全日制大专，对不符合当前广州户籍迁入政策的国内普通高校全日制本科学历或学位（单证）以及全日制技师学院预备技师班、高级工班毕业人员，也纳入差别化入户的学历条件范围。同时，差别化人员落户花都区、从化区、增城区以后，将根据实际居住地、工作地为原则可在

白云、黄埔、花都、番禺、南沙、从化、增城 7 个区之间市内自由迁移，引导人口向新区郊区集聚。

### 广州降低积分入户门槛

6 月 9 日，广州市发布《广州市积分制入户管理办法（公开征求意见稿）》。为进一步扩大积分制入户受益范围，适当降低门槛，设置积分制入户的申请条件分值为总积分 150 分。

### 东莞发布住房建设“十四五”规划

近日，东莞市住建局发布的《东莞市住房建设“十四五”规划》提出，“十四五”期间东莞将筹建 50 万套城镇住房，供应 44 万套城镇住房。《规划》提出，大力发展保障性租赁住房，改善新市民、青年人居住条件。将住房资源紧缺或人口持续流入的松山湖、南城、东城、塘厦、虎门、常平、寮步、长安、大岭山、厚街和大朗等镇街纳入保障性租赁住房重点发展范围。通过采取新建、改建、改造、租赁补贴和盘活政府闲置住房等多种方式筹集保障性租赁住房，重点支持盘活存量住房、产业园区配套建设、企事业单位利用自有土地建设、集体经营性建设用地建设、非居住存量房屋改建等方式增加供给。

### 沈阳举办“房交会”促销

6 月 6 日，2022 年沈阳房地产展示交易会新闻发布会上提出，沈阳将举办“2022 年沈阳房地产展示交易会”，对个人购买本次“房交会”参展楼盘新建商品住房的，给予全额契税补贴；本次“房交会”期间，如各区、县（市）出台本地区购房优惠政策，购房人同时享受。据悉，本次“房交会”采取“线上看、线下购”联动形式进行，时间定于 6 月 11 日-17 日，为期 7 天，参展范围为全市已取得商品房预售许可证的新建商品住房项目，预计参展企业 100 余家，参展楼盘超过 200 个。

### 北京城市更新条例征求意见

6 月 7 日，北京市住建委发布《北京市城市更新条例（征求意见稿）》，面向社会公开征求意见。《条例》明确了 5 大类 12 项更新内容，包括居住类、产业类、设施类、公共空间类和区域综合性城市更新。其中产业类城市更新以推动老旧厂房、低效产业园区、老旧低效楼宇、传统商业设施等存量空间资源提质增效为主。

### 贵州推进房地产开发投资项目建设

6 月 6 日，贵州省政府办公厅印发《贵州省进一步加快重大项目建设扩大有效投资的若干措施》，其中涉及“有序推进房地产开发投资项目建设”的内容包括：积极采取货币化安置+奖励的方式推进棚户区改造，带动住房改善和房地产发展。落实降低首付比例政策，创新使用公积金对商业贷款进行贴息，取消两次住房公积金贷款须间隔 12 个

月及以上的限制,提升消费信心和购买力。确保房地产开发投资上半年完成 1,400 亿元,全年完成 3,300 亿元。

### 上海调整公积金贷款购买二套住房的人均建面要求

近日,上海市公积金管理中心发布《关于公积金贷款购买第二套改善性住房人均住房建筑面积调整的通知》,要求自 2022 年 6 月 6 日起,上海市购买第二套改善型住房申请公积金贷款的家庭,现持有住房人均住房建筑面积调整为不高于 37.4 平方米。该标准变化为年度例行调整,此前 2021 年要求持有住房人均住房建筑面积调整为不高于 37.3 平方米。

### 南昌下调公积金贷款首付比例要求

6 月 7 日,南昌住房公积金管理中心发布《关于调整我市住房公积金贷款首付比例的通知》:公积金贷款首套首付由 30%调整为 20%,二套 40%调整为 30%,利率上浮 10%不变。

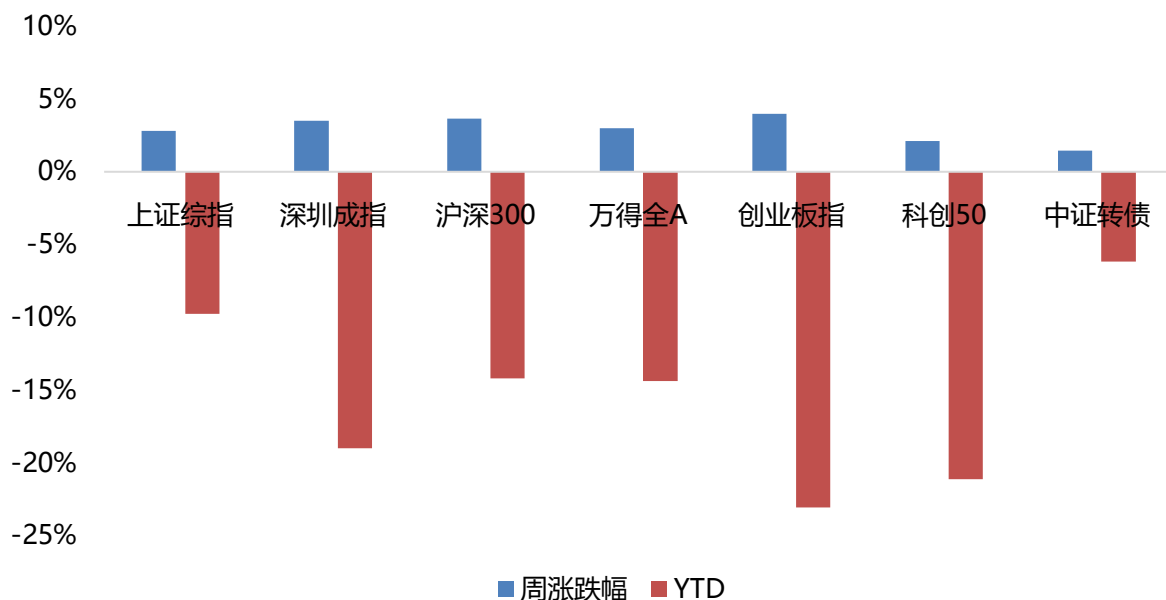
## 资本市场

### 股票市场

本期(6.6-6.10),市场热度持续,创业板指上涨达 4%。具体来看,上证综指报收于 3284.83,上涨 2.80%;深证成指报收于 12035.15 点,上涨 3.50%;沪深 300 报收于 4238.99 点,上涨 3.65%;创业板指报收 2556.47 点,上涨 4.00%;中证转债指数报收于 409.44 点,上涨 1.47%。

指数	收盘价	周涨跌幅	年初至今
上证综指	3,284.83	2.80%	-9.75%
深圳成指	12,035.15	3.50%	-19.00%
沪深 300	4,238.99	3.65%	-14.20%
万得全 A	5,068.27	3.01%	-14.38%
创业板指	2,556.47	4.00%	-23.06%
科创 50	1,102.85	2.13%	-21.12%
中证转债	409.44	1.47%	-6.17%





### 债券市场

本期（6.6-6.10），市场资金保持合理充裕，整体资金价格小幅波动。具体来看，银行间存款机构隔夜回购利率报 1.3971，下跌 4.37bp；DR007 报收 1.5728，下跌 7.51bp。同业存单收盘到期收益率(AAA)1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 19.07bp、7.43bp、5.69bp 和 3.56bp、2.63bp。3 个月短融和国债分别上行 12.73bp 和下行 1.03bp。

名称	周一报价	周五报价	周涨跌幅(bp)
DR001	1.4408	1.3971	-4.37
DR007	1.6479	1.5728	-7.51
CDAAA1M	1.6988	1.8895	19.07
CDAAA3M	1.8255	1.8998	7.43
CDAAA6M	2.0026	2.0595	5.69
CDAAA9M	2.2685	2.3041	3.56
CDAAA1Y	2.3689	2.3952	2.63
短融 3 个月	1.9666	2.0939	12.73
国债 3 个月	1.5418	1.5315	-1.03
国债 1 年期	2.0199	2.0051	-1.48
国债十年期	2.7776	2.7526	-2.50
国开债十年期	3.0079	2.9756	-3.23

### 央行公开市场操作情况

根据央行公告，本期累计开展公开市场逆回购操作 500 亿元，无 MLF 投放。本期共有 500 亿元逆回购到期，无 MLF 到期，共实现资金净投放 0 亿元。

	上期（5.28-6.3）		本期（6.4-6.10）	
	到期	投放	到期	投放
逆回购	500 亿元	500 亿元	500 亿元	500 亿元
MLF				
SLF				
SLO				
合计	净回笼 100 亿元		净投放 0 亿元	