

作者：陈心洁
邮箱：research@fecr.com.cn

信用利差总体上行，行业利差分化减弱 ——2020年第一季度债券市场信用利差分析

摘要

2020年第一季度，债券市场信用利差总体呈现上行态势，不同期限各等级利差变化趋势基本一致，其中中短期（1-3年）利差走势似有分化。

从产业债角度来看，虽然全行业利差有所上升，但是利差较大的行业和利差较小的行业之间的差距缩小，行业之间的两级分化似乎有所减弱。低信用等级产业债中，房地产和纺织服装行业AA级利差在第一季度大幅走阔，而商业贸易行业AA级利差则大幅收窄。

从企业属性来看，民企利差收窄，且民企和国企之间的利差差值缩小，民企的信用状况似乎有所改善。

从城投债角度来看，除1年期AAA级城投债信用利差收窄外，其他城投债信用利差均走阔。与上一季度相比，市场对低资质城投债信用风险的担忧有所上升，各期限低信用等级和中高信用等级的利差走势之间出现一定分化。

相关研究报告：

- 1.《2019年第一季度信用债发行利差分析报告》，2019.04.23
- 2.《2019年第二季度信用债发行利差分析报告》，2019.07.30
- 3.《行业利差两极分化，城投信用出现分层——2019年三季度债券市场信用利差分析》，2019.10.16
- 4.《民企相对利差上行，中短期低资质城投债偏好上升——2019年第四季度债券市场信用利差分析》，2020.01.16

2020年第一季度，债券市场信用利差总体出现上行走阔态势。1年期、3年期和5年期中短期票据各信用等级利差变化趋势基本一致，中短期限（1-3年）利差走势似有分化。

产业债方面，第一季度信用利差依然延续此前的上行趋势，但利差上行的行业个数有所减少。利差较高的行业和利差较低的行业之间的差距在第四季度有所缩小，行业之间两级分化减弱。

城投债方面，中高信用等级（AAA、AA+和AA）利差走势较为一致，而低信用等级（AA-）和中高信用等级利差走势之间则出现一定差异，除1年期AAA级城投债外，其他城投债信用利差均走阔。

一、信用利差总体呈上升趋势

我们以中债中短期票据收益率减去同期限国债收益率作为债券市场整体信用利差的观察指标来进行分析。

（一）利差保持上行

第一季度，1年期各信用等级的利差走势基本一致，今年年初利差出现回调，之后振荡上行，2月末又出现较大幅度的回调，3月中旬开始利差出现较大幅度拉升，其中中低信用等级（AA和AA-）债券上升幅度较大（图1）。

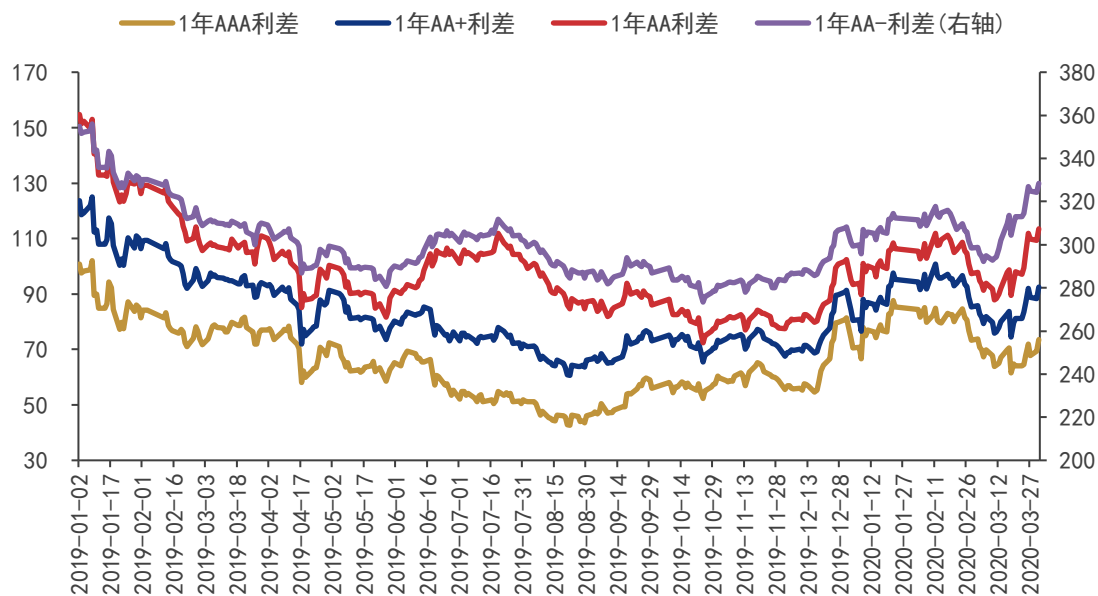


图1：1年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，和上年第四季度末相比，第一季度末各等级的信用利差均除AAA级均有不同程度的上行，侧面反映了市场对中低信用等级债券信用风险的担忧（表1）。

表1：1年期中债中短期票据信用利差变动（单位：BP）

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
-7.89	1.11	11.11	20.11

注：利差变动等于2020年第一季度末利差减去2019年第四季度末利差，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，3 年期中债中短期票据的利差走势也基本一致，今年年初走势较为平稳，2 月中旬开始各等级信用利差出现明显下探，3 月初开始振荡上行，且上行幅度较大（图 2）。

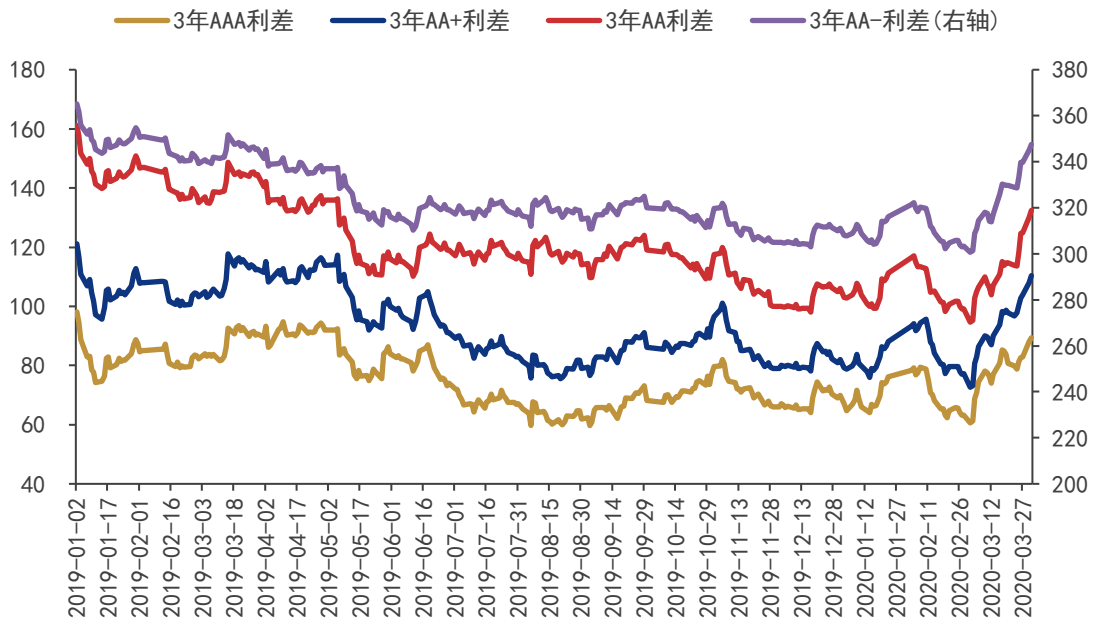


图 2：3 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与上年第四季度末相比，第一季度末各等级均有不同程度的走阔，其中 AAA 级幅度最小，AA-级幅度最大（表 2）。第一季度，3 年期中债中短期票据各等级到期收益率均下行，利差走阔是由于 3 年期国债到期收益率下行程度超过中短期票据下行程度所致。与 1 年期信用利差变动情况相对比，可以看出，随着时间期限变长，市场对各信用等级债券信用风险的担忧呈上升趋势。

表 2：3 年期中债中短期票据信用利差变动（单位：BP）

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
19.44	28.44	26.44	36.44

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，5 年期各信用等级的利差走势基本一致，前期保持平稳态势，2 月中旬明显下行，之后小幅振荡至 3 月中旬，最后 20 天 AA 级与其他等级之间的走势稍有区别，但最终各等级都保持上升趋势（图 3）。

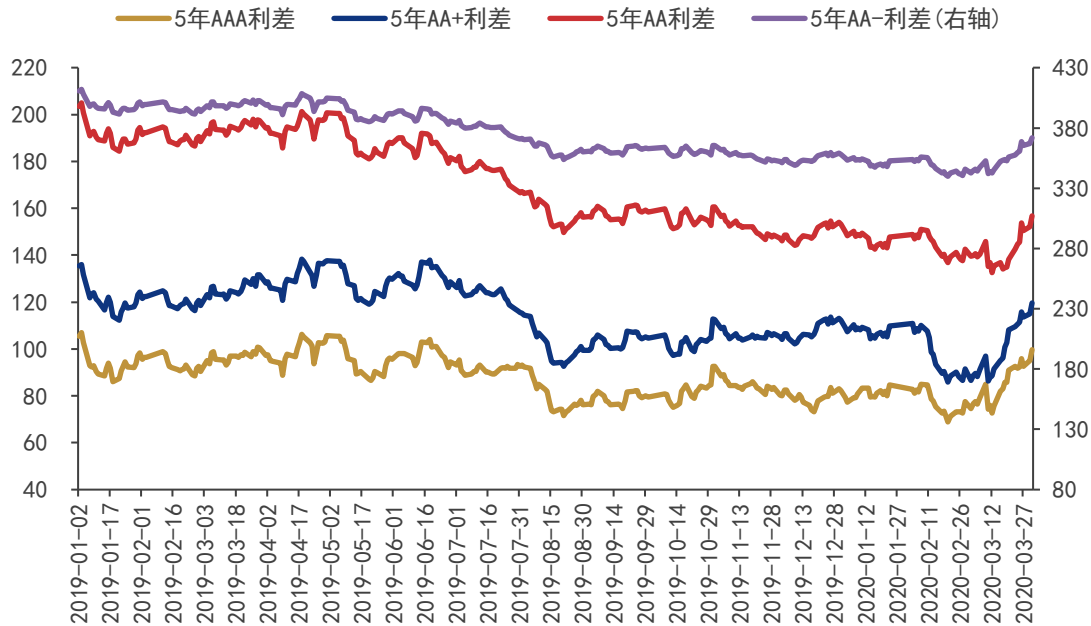


图 3：5 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与上年第四季度末相比，第一季度末各等级均有不同程度的走阔，其中 AAA 级和 AA- 级变动幅度较大（表 3）。利差上行的主要原因还是受疫情影响，国内外避险情绪升温，导致 5 年期国债到期收益率大幅下行，且下行幅度超过中短期票据到期收益率。

表 3：5 年期中债中短期票据信用利差变动（单位：BP）

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
17.39	7.39	3.39	13.39

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）中短期限利差走势似有分化

在上文中，我们通过观察发现，各等级的利差走势基本一致，无明显分化。下面，我们用代表低信用等级的 AA- 级信用利差减去代表高信用等级的 AAA 级信用利差（实际上就是两者收益率的差值），并用这一差值作为衡量利差走势分化的指标。

各期限 AA- 级利差与 AAA 级利差的差值走势不一，其中 1 年期数值走势与 3 年期、5 年期数值走势差别较大（图 4）。今年年初，3 年期和 5 年期利差差值都有明显下探过程，而 1 年期走势则相对平稳。2 月，1 年期走势出现明显波动，而 3 年期和 5 年期走势则一直保持平稳态势。3 月中旬起，1 年期和 3 年期出现大幅上行，而 5 年期小幅振荡后上行幅度不大。

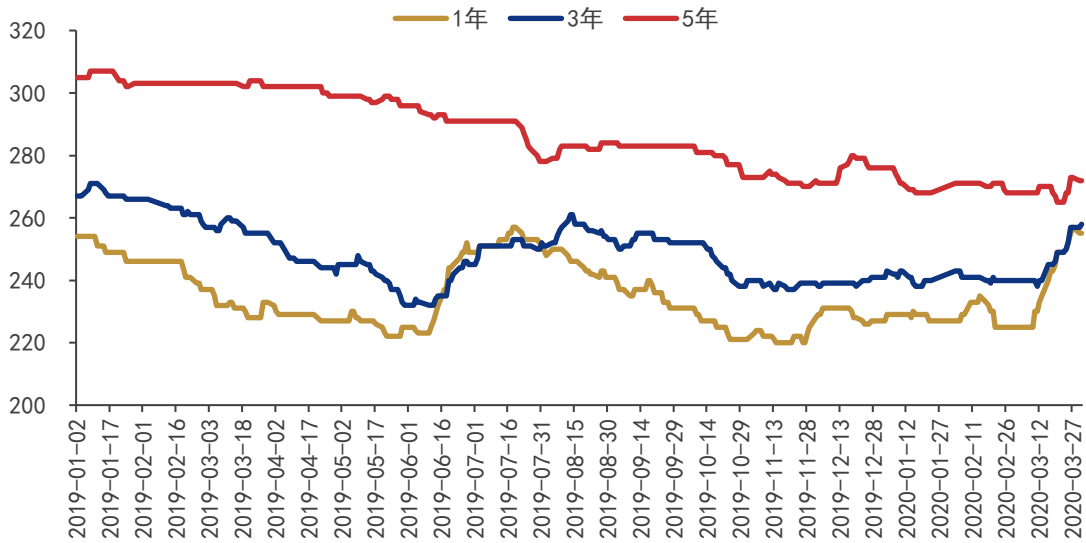


图4：各期限AA-级利差与AAA级利差的差值（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

通过用2020年第一季度末数值减去上年第四季度末数值，我们发现，1年期和3年期的利差差值分别走阔28BP和17BP，而5年期的利差差值则收窄4BP。从低信用等级和高信用等级的利差差值来看，3月中旬以来，1年期和3年期的利差差值大幅上升，中短期限（1-3年）利差走势似有分化。

二、行业利差两极分化减弱，民企利差上行幅度较大

我们使用兴业研究利差数据来分析产业债中各主要行业债券利差变化情况。从全体产业债来看，第一季度信用利差依然延续此前的上行趋势，但利差上行的行业个数有所减少（图5）。从我们选取的27个主要行业类别来看，行业信用利差两极分化程度似乎有所减弱。

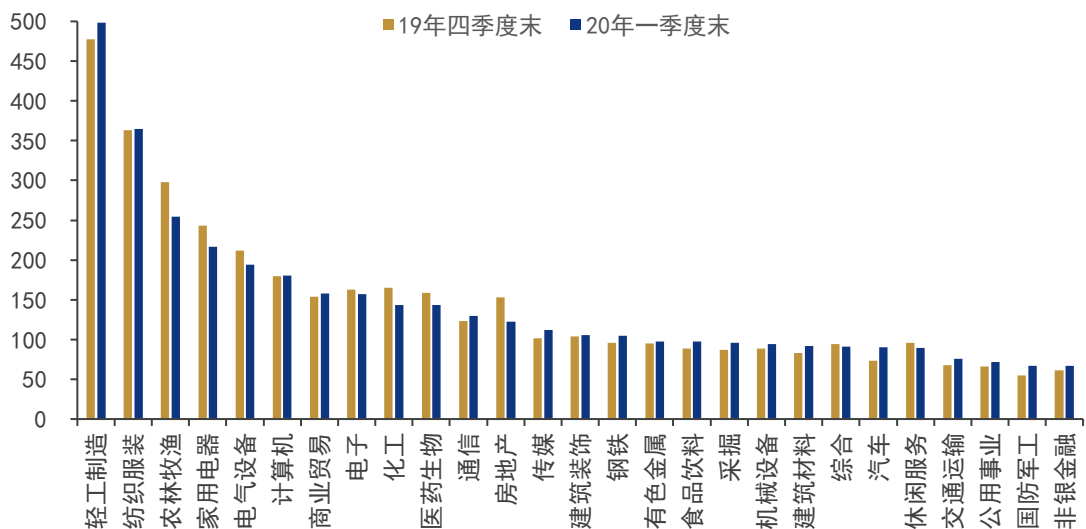


图5：各行业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年第一季度末利差排名前三的行业与上年第四季度末一致，分别是轻工制造、纺织服装、农林牧渔；排名后三位的行业（即信用利差最小的）分别是国防军工、公用事业、非银金融，（除了三者内部排序不同）也没有发生变化（图5）。除轻工制造外，排名前五位的行业信用利差在第一季度均出现持平或下行收窄，而利差最小的四个行业信用利差则出现上行走阔，行业利差两级分化情况似乎有所减弱（图5）。

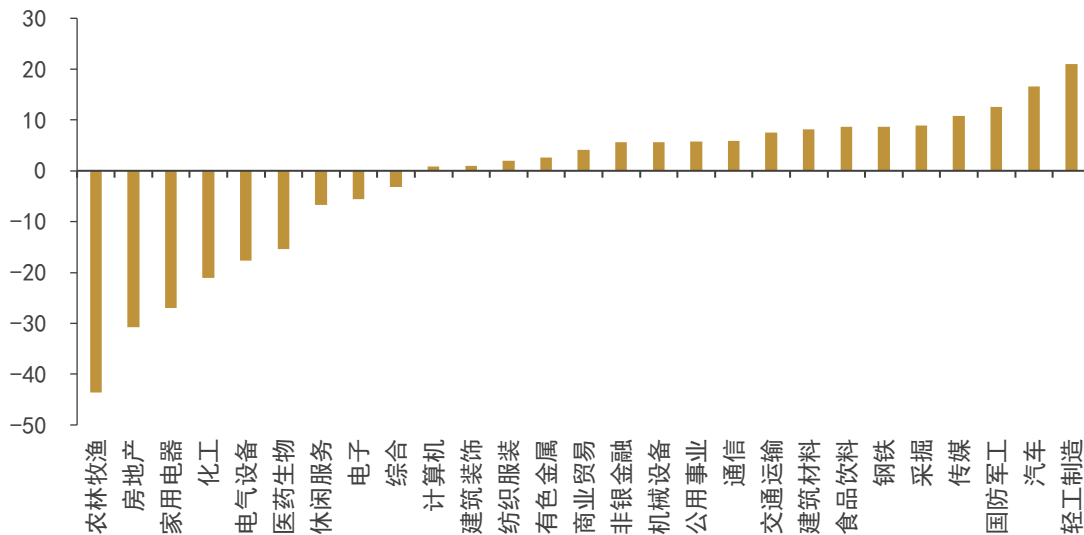


图6：各行业利差变化（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

用2020年第一季度末的利差数据减去上年第四季度末的利差数据之后，我们发现在第一季度中，利差收窄的行业有9个，走阔的行业有18个，利差上行的行业个数明显减少（图6）。其中，家用电器行业利差由上年第四季度大幅上升43BP转为今年第一季度大幅收窄27BP，变化幅度较大。

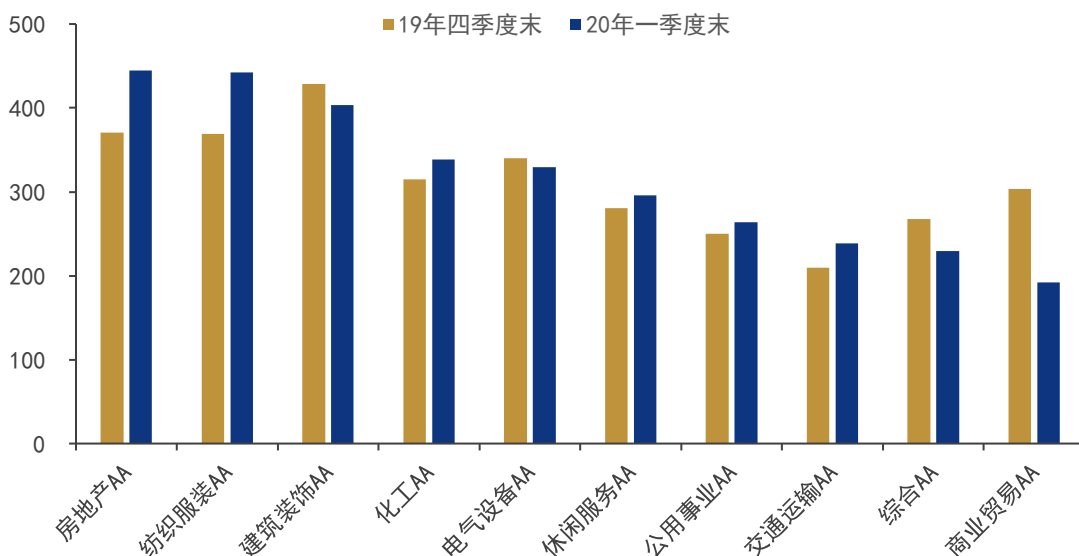


图7：各行业AA级信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了研究中低信用等级（AA级）的利差变化，我们选取了数据可得10个行业。数据显示，第一季度末，房地产行业AA级信用利差最大，排第二的是纺织服装行业（图7）。受疫情影响，第一季度房企销售业绩大幅下滑，外贸也遭受较大冲击，且国内消费意愿普遍不高，房地产和纺织服装行业中低信用等级企业的信用状况或将有所恶化。而商业贸易行业的AA级信用利差在第一季度下降111BP，收窄幅度较大。

从企业性质分类来看，第一季度民营企业的信用利差和央企、地方国企的信用利差走势基本一致，但2月后半个月民营企业利差下探幅度较大（图8）。整体来看，央企和地方国企的信用利差在第一季度分别小幅走阔5BP和1BP，而民营企业的信用利差则收窄21BP。

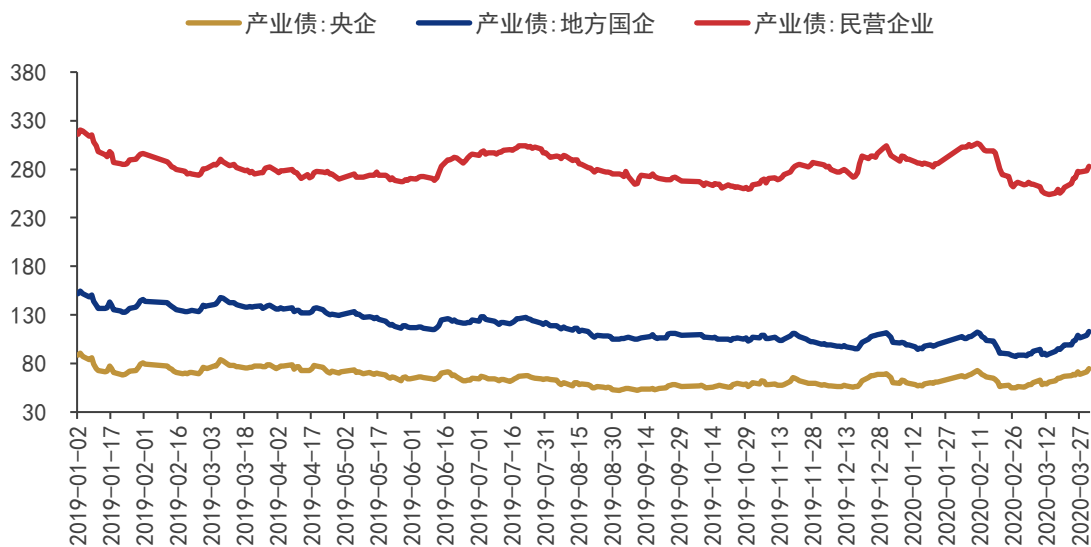


图8：央企、地方国、民营企业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从民营企业 and 地方国企的信用利差差值来看，在上年第四季度上升至192BP后，今年第一季度下降至170BP。由此可以看出，随着中央和地方政府大量支持民营企业、中小企业金融政策的出台，民营企业的融资可获性大幅提高，民营企业的信用状况似乎有所改善，但是我们也不能忽略部分地方国企的信用走弱。

三、城投债利差普遍上行

我们以中债城投债到期收益率数据来计算各信用等级城投债利差。第一季度，各期限低信用等级城投债的信用利差走势和中高信用等级的信用利差走势出现一定偏离，城投债内部出现利差走势分化迹象。

第一季度，1年期中高等级城投债（AAA、AA+、AA）信用利差走势呈现先振荡上行后振荡下行之后又振荡上行的态势，波动较剧烈，而低信用等级（AA-）走势却有所不同，一直平稳缓慢上行（图9）。

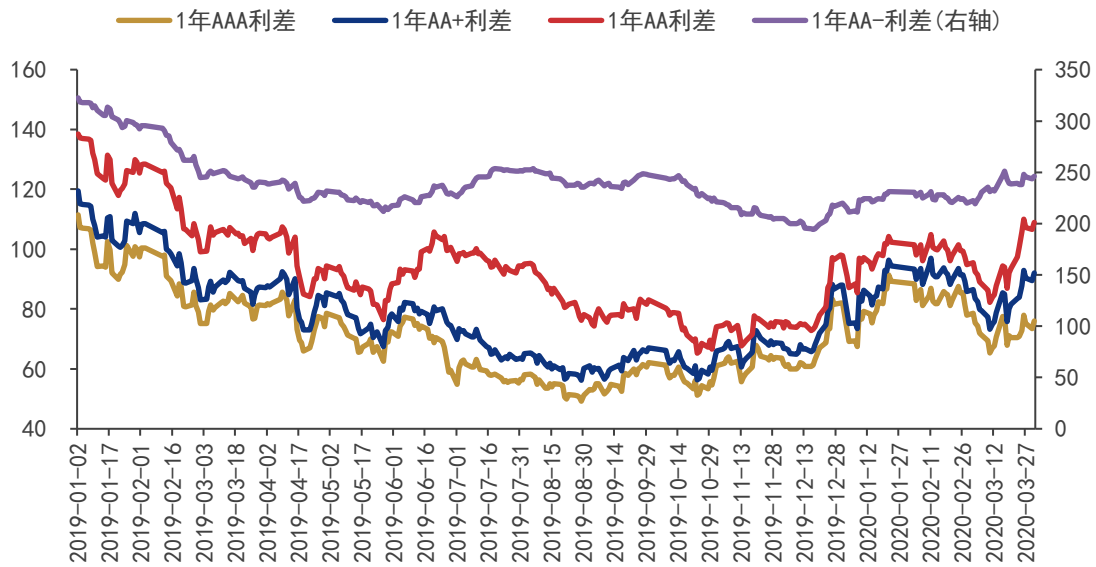


图 9：1 年期城投债信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在第一季度中，中低信用等级（AA+、AA 和 AA-）利差出现走阔，其中 AA-级利差上行幅度较大，而代表高信用等级的 AAA 级信用利差却收窄 6BP（表 4）。低信用等级和中高信用等级（AAA、AA+、AA）利差走势有明显差异，而高信用等级（AAA）和中信用等级（AA+和 AA）之间也出现分化迹象。

表 4：1 年期中债城投债信用利差变动（单位：BP）

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
-5.96	4.04	11.04	26.04

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，3 年期城投债各等级走势基本一致，整体信用利差均走阔，但中高信用等级利差在 2 月中下旬下探幅度较大，而低信用等级利差走势相对平缓，且 AA-级信用利差上行幅度领先于中高等级（图 10 和表 5）。从 3 年期城投债利差变动幅度来看，信用等级越低，利差上行幅度越大。相比较而言，投资者可能更担心低资质城投债的信用风险。

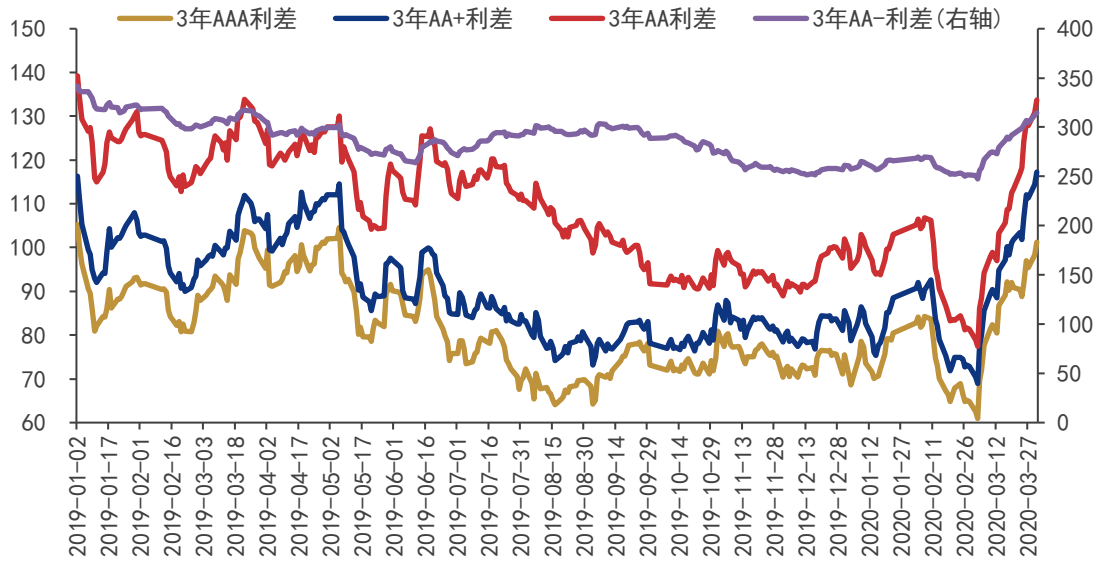


图 10: 3 年期城投债信用利差 (单位: BP)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

表 5: 3 年期中债城投债信用利差变动 (单位: BP)

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
25.73	31.73	31.73	53.73

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

与 3 年期类似, 5 年期城投债各等级信用利差也出现不同幅度走阔, 中高信用等级利差走势基本一致, 而低信用等级利差走势则有所不同 (图 11 和表 6)。5 年期城投债利差变动情况与 3 年期也类似, 信用等级越低, 利差上行幅度越大。

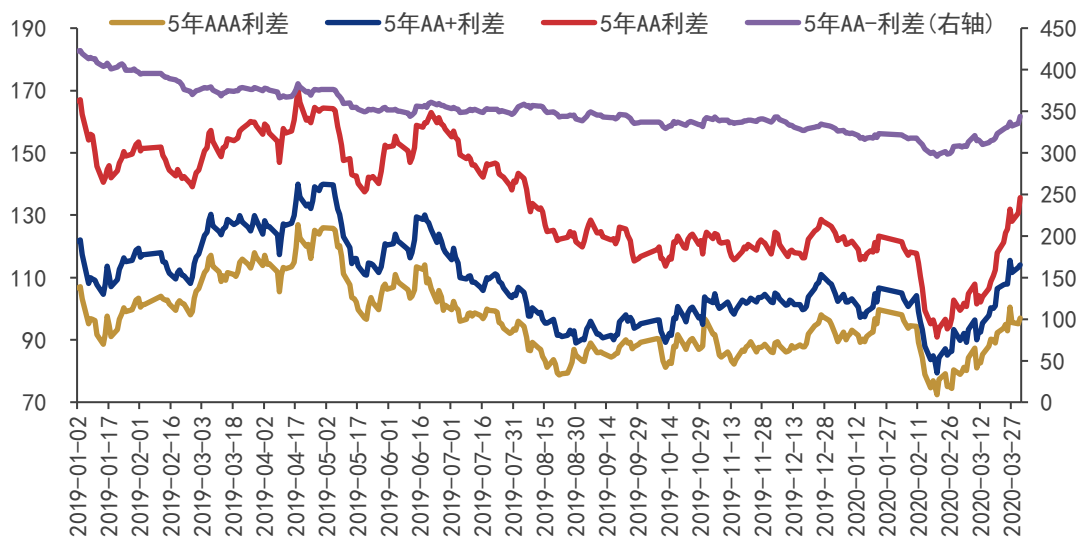


图 11: 5 年期城投债信用利差 (单位: BP)

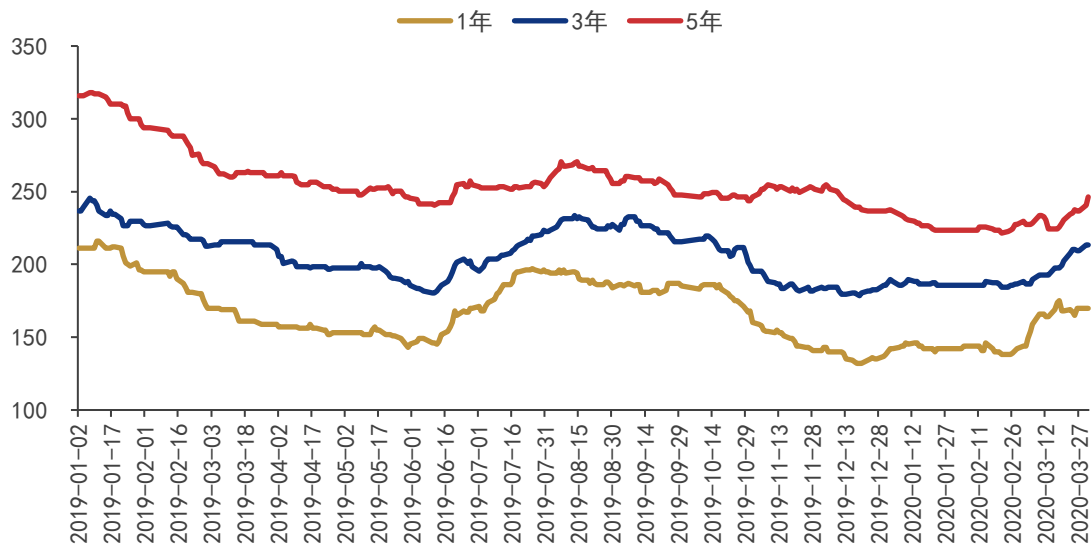
资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

表 6：5 年期中债城投债信用利差变动（单位：BP）

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
2.20	6.20	9.20	12.20

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，各期限 AA-级城投债利差的走势似乎和中高信用等级之间存在一定差异。为了更好观察城投债内部利差走势是否出现分化，我们同样使用利差差值（AA-级利差和 AAA 级利差的差值）作为观测指标。


图 12：各期限城投债 AA-级利差与 AAA 级利差的差值

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差差值的角度来观察，各期限城投债低信用等级（AA-）和高信用等级（AAA）之间的利差差值在第一季度出现升高，上行走势主要是在 3 月份。其中，5 年期利差差值上行幅度较小，第一季度末较上年第四季度末仅上行 11BP（图 12）。

综上，与上一季度相比，市场对低资质城投债的风险偏好可能有所下降，各期限低信用等级和中高信用等级的利差走势之间出现一定分化。

【作者简介】

陈心洁，中国科学院管理科学与工程博士，研究部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。