

作者：陈心洁
邮箱：research@fecr.com.cn

信用利差总体下行，低资质城投债偏好上升 ——2020年第三季度债券市场信用利差分析

相关研究报告：

- 1.《行业利差两极分化，城投信用出现分层——2019年第三季度债券市场信用利差分析》，2019.10.16
- 2.《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
- 3.《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》，2020.04.16
- 4.《短期限利差收窄，长期限利差走阔——2020年第二季度债券市场信用利差分析》，2020.07.14

摘要

2020年第三季度，债券市场信用利差总体呈现下行态势，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，全部26个行业的信用利差都有所收窄，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。中等信用等级(AA)产业债中，食品饮料和商业贸易行业AA级信用利差在第三季度出现大幅收窄。

从企业属性来看，第三季度，国企和民企的信用利差均有所收窄；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，与中短期票据整体表现类似，各期限各信用等级城投债利差均收窄，只不过5年期城投债走势相对更平稳。与上一季度相比，市场对低资质城投债信用的风险偏好可能有所上升，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。

一、信用利差总体呈下降趋势

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) 各期限各等级利差均收窄

第三季度，1年期各信用等级的利差走势基本一致，7月出现短时间的大幅度拉升后又快速回调，8月中上旬呈现震荡并缓慢下行，8月下旬至9月上旬小幅上行，之后小幅下行至9月末（图1）。

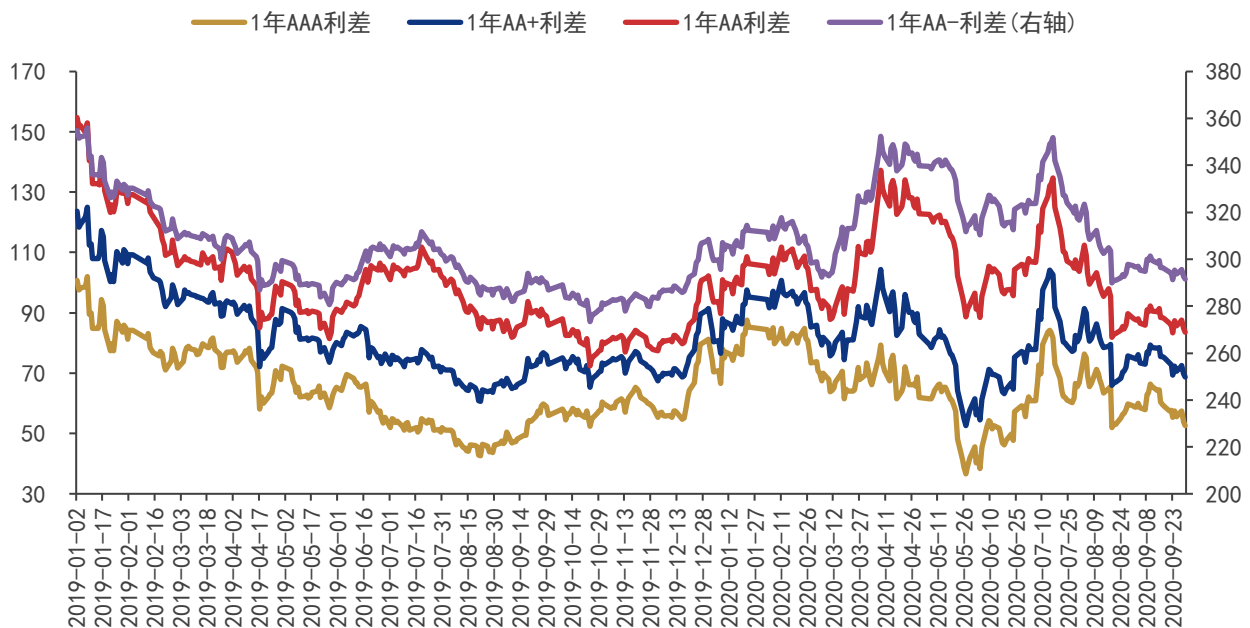


图1：1年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，和第二季度末相比，第三季度末1年期各等级的信用利差均有不同程度的收窄（表1）。第三季度，1年期国债到期收益率升高47BP，升高主要发生在8月中下旬至9月上旬；同样地，1年期中短期票据各信用等级到期收益率也有所升高，但升高幅度要小于1年期国债。

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
-3.00	-5.00	-19.00	-28.00

注：利差变动等于2020年第三季度末利差减去2020年第二季度末利差，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第三季度，3年期各信用等级的利差走势也基本一致，7月上中旬呈现快速上行，7月下旬至8月下旬逐步回调，之后震荡上行，季度末的最后一周又开始下行（图2）。

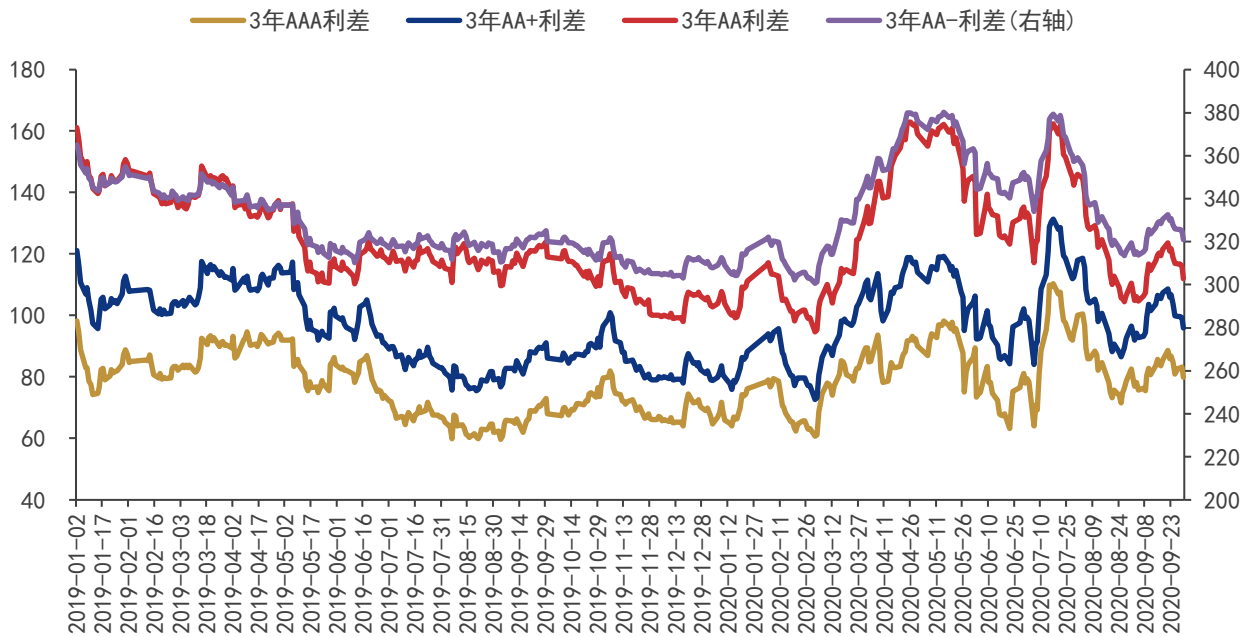


图2：3年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与第二季度末相比，第三季度末3年期中短期票据各等级均有不同程度的收窄（表2）。其中，中高信用等级（AAA、AA+）利差收窄幅度较小；中低信用等级（AA、AA-）利差收窄幅度较大，或更受益于疫情后经济恢复进程顺利推动的信用风险下降。第三季度，3年期国债到期收益率升高54BP，3年期中短票到期收益率也有不同幅度升高，各等级利差收窄是由于3年期国债到期收益率上行程度超过中短期票据上行程度所致。

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
-1.33	-6.35	-23.35	-31.35

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第三季度，5年期各信用等级的利差走势基本一致，7月中旬短时间内快速上行，之后震荡下行至9月上旬，9月中下旬呈现先上行后下行态势（图3）。

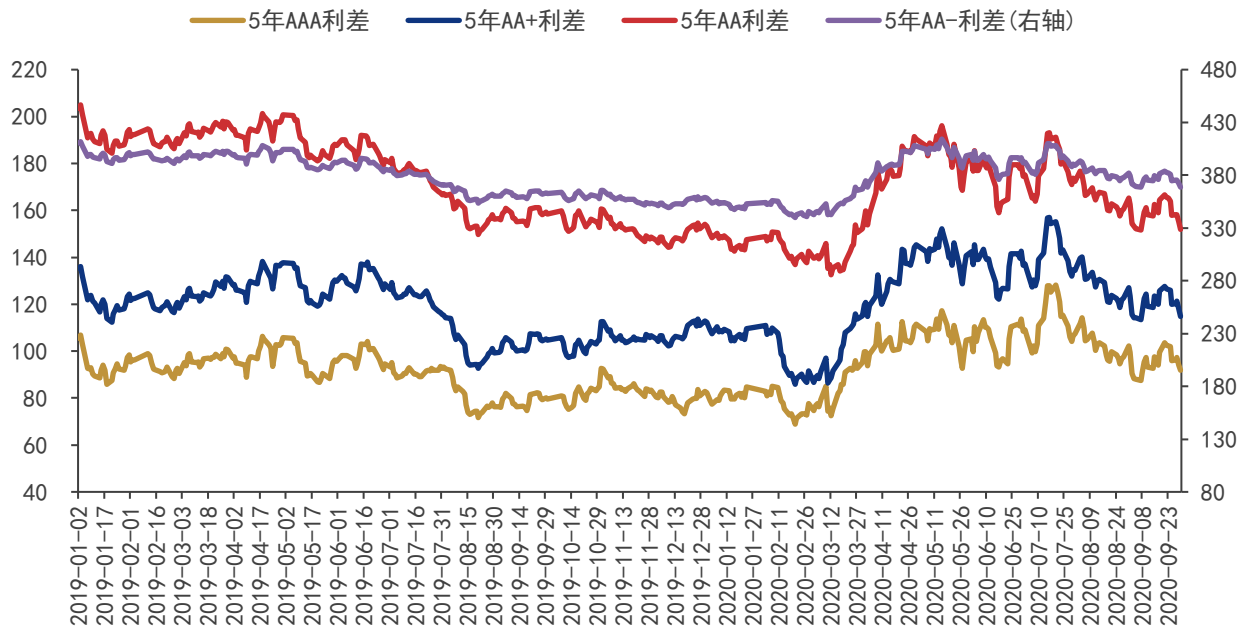


图 3：5 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与第二季度末相比，第三季度末 5 年期中短期票据各等级均有所收窄，其中 AAA 级利差收窄幅度相对较小（表 3）。第三季度，5 年期国债到期收益率升高 50BP，超过 5 年期中短期票据各等级到期收益率上升幅度，导致利差收窄。

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
-21.87	-27.87	-27.87	-27.87

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- 级中短期票据信用利差减去代表高信用等级 AAA 级中短期票据信用利差（实际上就是两者收益率的差值），并用这一差值作为衡量高等级和低等级之间利差走势分化的指标。

第三季度，各期限 AA- 级利差与 AAA 级利差的差值走势不一，其中 5 年期数值走势与 1 年期、3 年期数值走势差别较大（图 4）。7 月下旬至 8 月底，1 年期和 3 年期利差差值都有明显下探过程，而 5 年期利差差值走势则相对平稳。9 月，3 年期出现小幅上行后回落，而 1 年期和 5 年期走势则相对平稳。

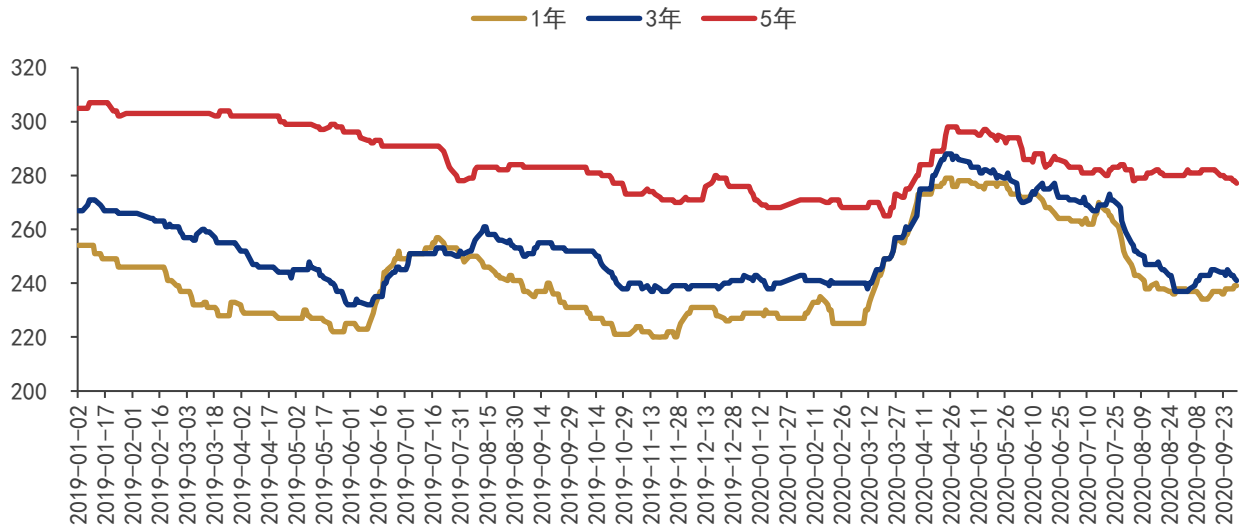


图4：各期限AA-级利差与AAA级利差的差值（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

通过用2020年第三季度末数值减去第二季度末数值，我们发现，1年期、3年期、5年期的利差差值分别收窄25BP、30BP、6BP。从低信用等级和高信用等级的利差差值来看，中短期限（1-3年）和5年期利差走势有所分化，尤其在7月下旬至8月底这段时间。

二、行业利差两极分化减弱，民企利差下行幅度较大

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，第三季度信用利差整体有所收窄，没有出现利差上行的行业（图5、图6）。从我们选取的26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。

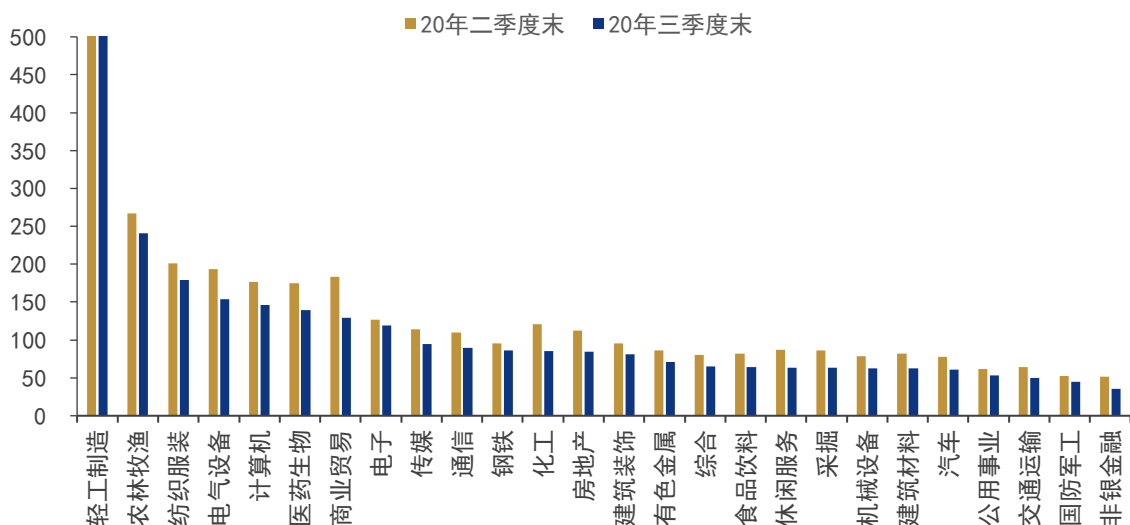


图5：各行业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年第三季度末利差排名前三的行业与第二季度末完全相同（图5），分别是轻工制造、农林牧渔、纺织服装；排名后三位的行业（即信用利差最小的）分别是非银金融、国防军工、交通运输，除倒数第三位（由公用事业变为交通运输）外与上季度末保持一致（图5）。

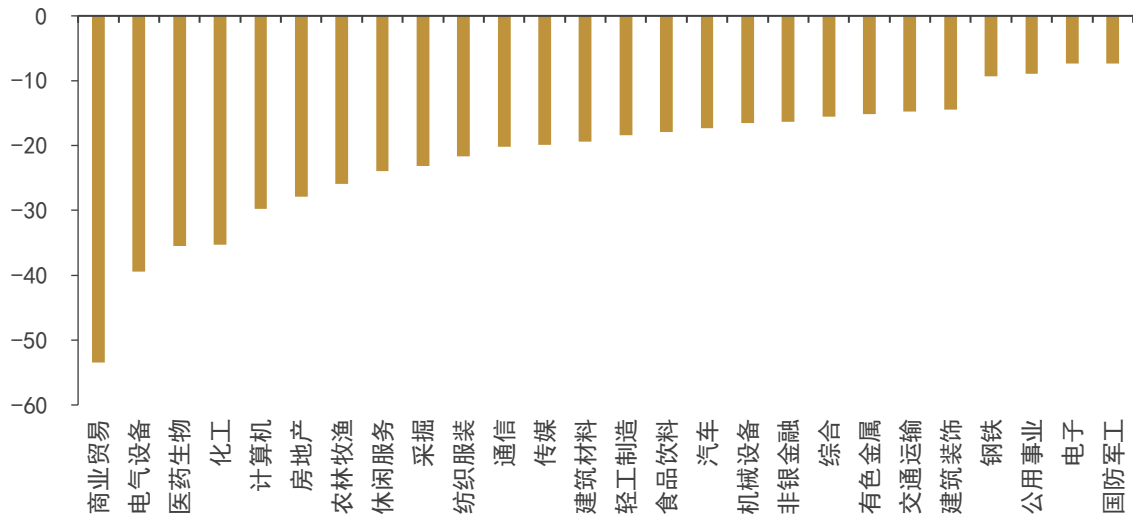


图6：第二季度各行业利差变化（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

用2020年第三季度末的利差数据减去第二季度末的利差数据之后，我们发现，在第三季度中，26个行业利差全部收窄（图6）。其中，商业贸易行业利差由第二季度上升25BP转为第三季度收窄53BP，变化幅度最大。因为疫情后国内经济恢复较快，使得各行业（尤其是商业贸易）总体信用风险均有所下降。

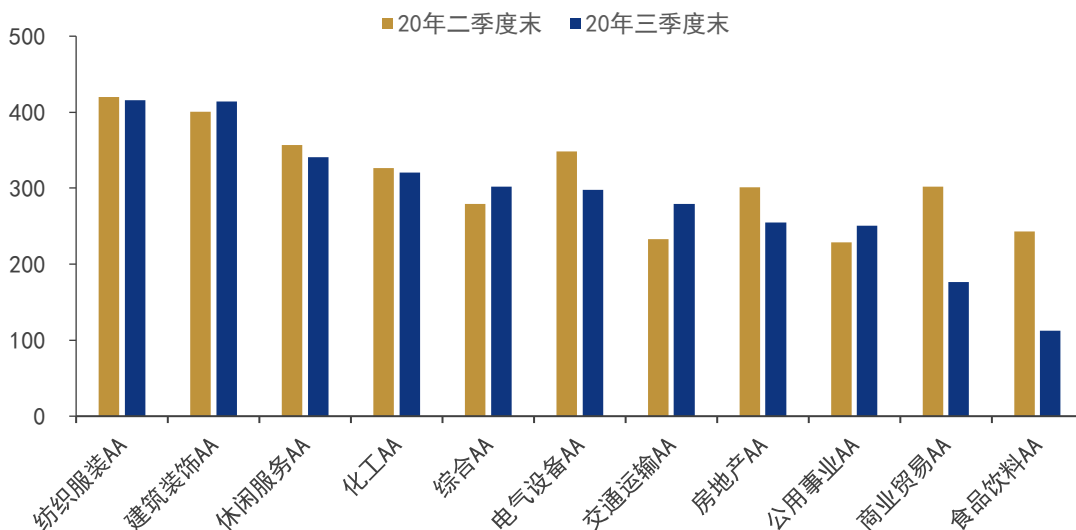


图7：各行业AA级信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了研究中等信用等级（AA级）的利差变化，我们选取了数据可得11个行业。数据显示，第三季度末，纺织服装行业AA级信用利差最大，排第二的是建筑装饰行业（图7）。值得注意的是，食品饮料和商业贸易行业AA

级信用利差在第三季度出现大幅收窄，交通运输、综合、公用事业、建筑装饰则有所走阔。第三季度，房地产企业销售情况持续好转，中低信用等级房企信用状况继续得到改善。第三季度末，在11个行业中，食品饮料AA级信用利差最低，且比上季度末大幅收窄了131BP；在外部环境面临较大不确定性的情况下，食品饮料行业依旧表现良好。

从企业性质分类来看，第三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在8月下旬以前基本一致，呈现下行态势；8月下旬至9月末，民营企业信用利差先快速下探后保持平稳，走势与央企、地方国企有所不同（图8）。整体来看，央企、地方国企、民营企业的信用利差在第三季度分别收窄12BP、24BP、33BP。

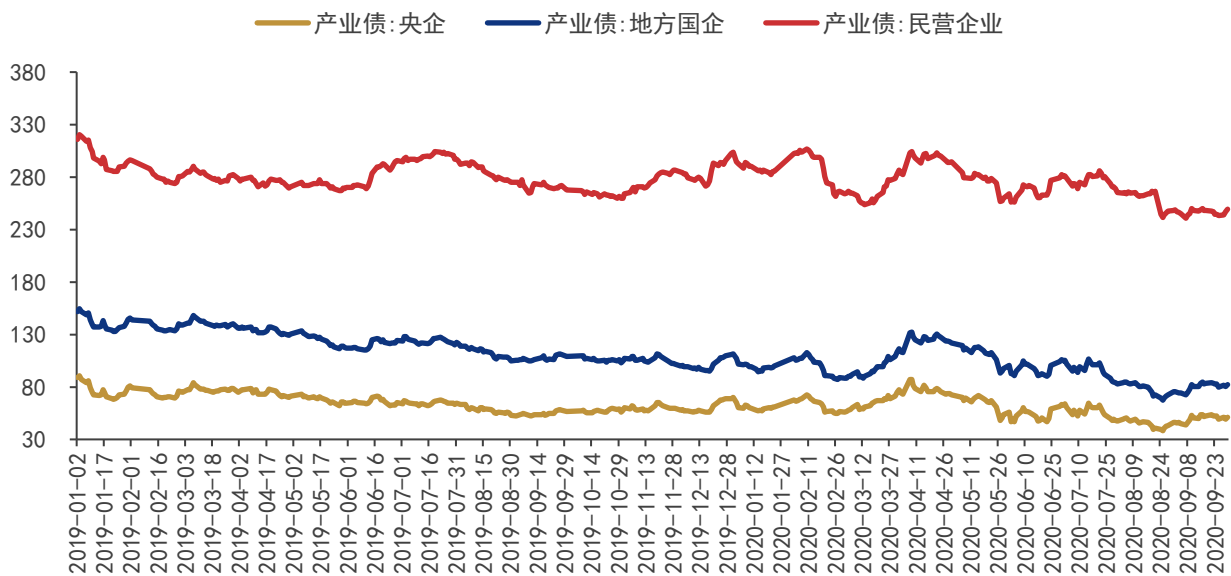


图8：央企、地方国企和民营企业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从民营企业和地方国企的信用利差差值来看，在第二季度上升至176BP后，第三季度又下降至167BP，但下降幅度不大。第三季度数据显示，相对国企来说，民营企业的信用状况似乎略有改善。

三、城投债利差均下行

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。第三季度，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。

第三季度，1年期中高等级城投债（AAA、AA+、AA）信用利差波动较剧烈，走势与中短期票据非常相似；而低信用等级（AA-）走势却有所不同，从7月后半月就开始逐步回调，9月下行趋势大幅放缓（图9）。

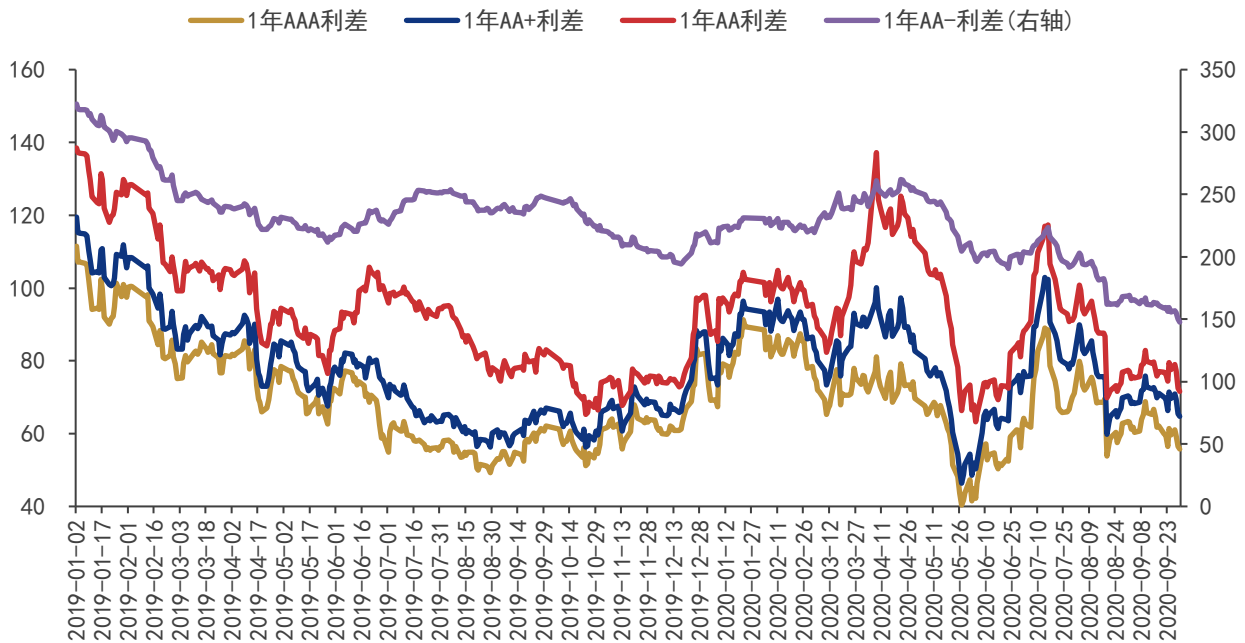


图 9：1 年期城投债信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

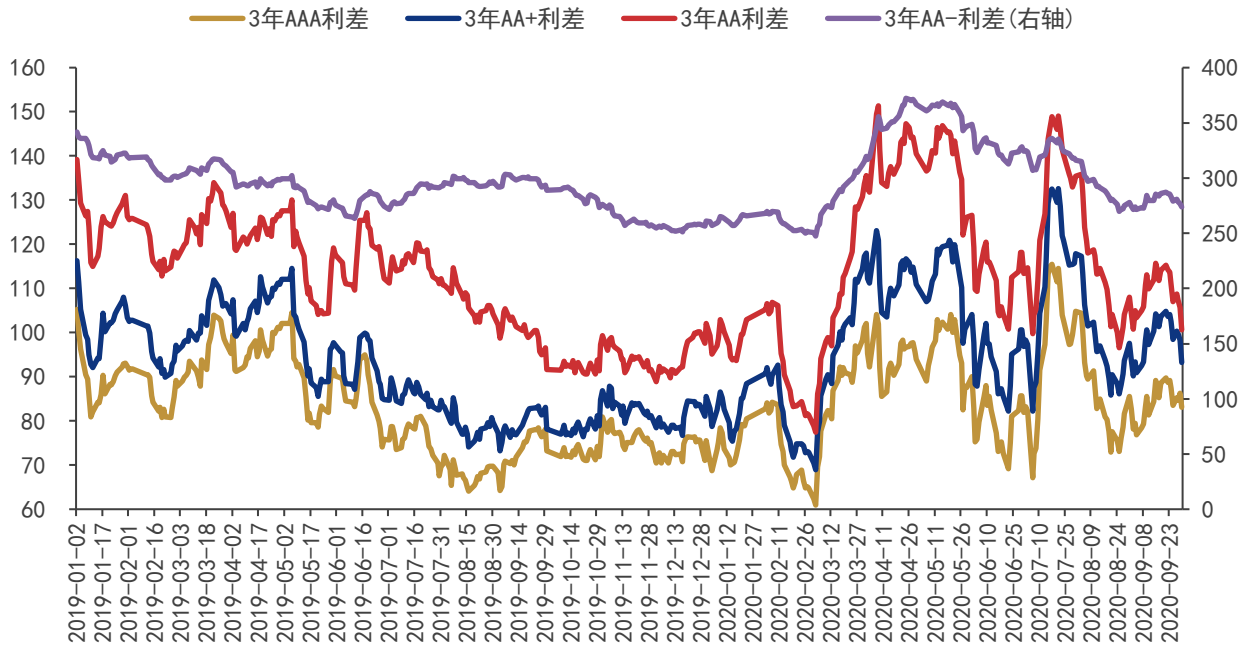
在第三季度中，1 年期城投债各信用等级利差均收窄，其中 AA-级利差收窄 47BP，幅度较大；信用等级越高，收窄幅度越小（表 4）。与上个季度类似，相比较而言，短期限低信用等级的城投债受益较大。不过从 9 月初开始，1 年期 AA-级城投债的信用利差收窄幅度明显放缓。

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
-0.47	-6.49	-9.49	-47.49

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第二季度，3 年期城投债各等级利差走势基本一致，整体信用利差均收窄，但中高信用等级利差明显震荡幅度更大，低信用等级利差走势则相对平缓（图 10 和表 5）。从 3 年期城投债利差变动来看，信用等级越低，利差下行幅度越大。与 1 年期类似，市场在第三季度对低资质城投债似乎更加青睐。



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
-2.52	-7.51	-17.51	-54.51

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

第三季度, 5 年期城投债各信用等级利差的走势与 3 年期类似, 只是波动幅度相对较小, 且中高信用等级利差上行或下行的幅度比低信用等级大得多 (图 11)。从 5 年期城投债利差变动来看, 各信用等级利差都收窄 (表 6)。与 1 年期和 3 年期类似, 5 年期城投债信用等级越低, 利差下行幅度越大, 但不同信用等级之间利差变动幅度的差距较小。

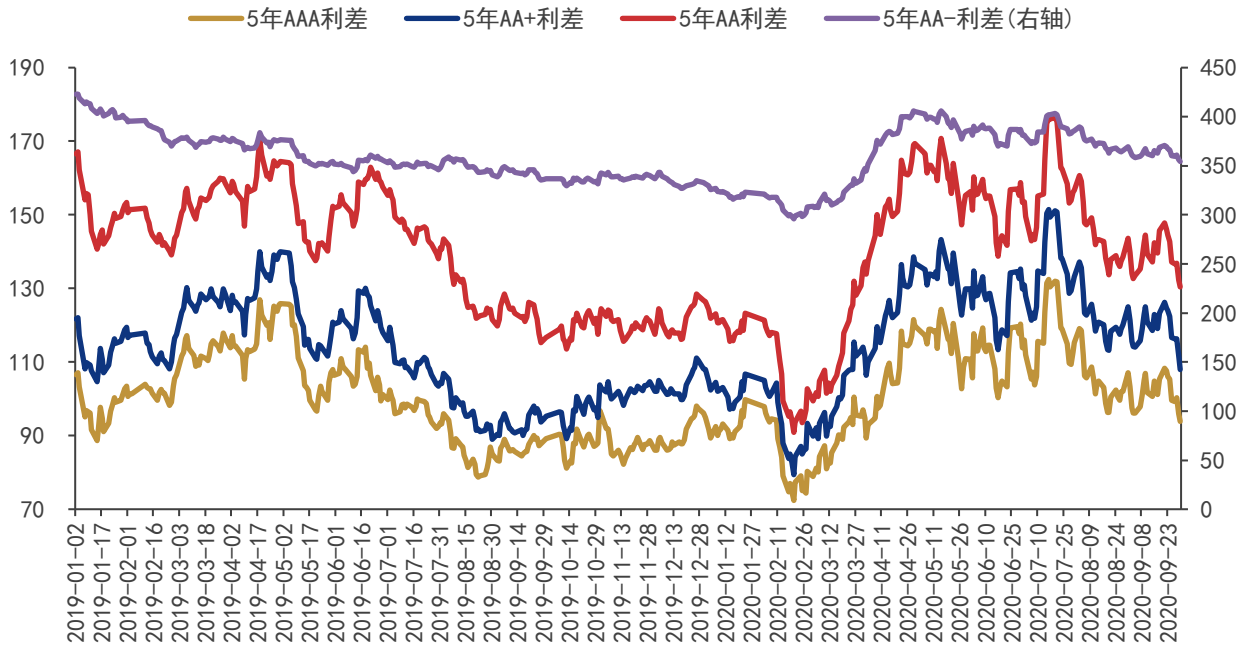


图 11: 5 年期城投债信用利差 (单位: BP)

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
-26.28	-27.29	-28.29	-32.29

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

第三季度, 各期限 AA-级城投债利差的走势和中高信用等级之间存在一定差异。为了更好地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。

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三季度都出现下降 (图 12)。对比第二季度末的数值, 第三季度各期限利差差值均收窄。其中, 1 年期和 3 年期的利差差值下降幅度较大 (分别 47BP 和 52BP), 而 5 年期的利差差值下降幅度较小 (6BP)。

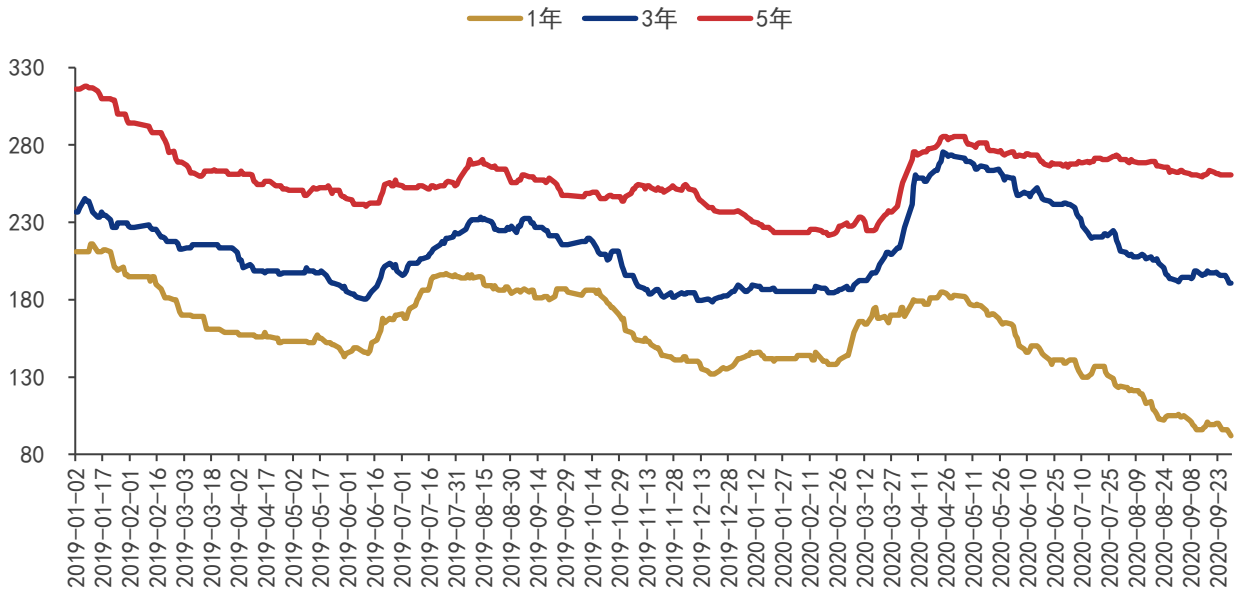


图 12: 各期限城投债 AA-级利差与 AAA 级利差的差值

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

综上, 和上一季度相比, 各期限城投债各信用等级利差均有所收窄, 市场对低资质城投债的风险偏好可能有所上升。

【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：010-57277666

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。