作　者：徐骥，CFA
邮　箱：research@fecr.com.cn

信用事件影响下，地方国企利差上行幅度较大
——2020 年第四季度债券市场信用利差分析

相关研究报告：

1.《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

2.《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

3.《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》，2020.10.15

摘 要

2020 年第四季度，债券市场信用利差总体呈现上行；各期限各等级利差普遍走阔，仅中长期 AAA 利差收窄。

从产业债角度来看，26 个行业的信用利差全部上行，并且利差较大的行业和利差较小的行业之间的差距扩大，行业之间的两级分化似乎有所加重。中等信用等级（AA）产业债中，房地产行业 AA 级信用利差在第四季度走阔幅度较大。

从企业属性来看，第四季度，央企、地方国企和民营企业的信用利差均有所走阔；然而，受地方国企信用事件影响，第四季度地方国企信用利差上行幅度大于民营企业。

从城投债角度来看，与中短期票据整体表现类似，除中长期 AAA 级利差收窄之外，其他各期限各等级利差普遍走阔。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下降，1 年期 AA 级城投债利差上行幅度较大。

一、信用利差总体呈现升高

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）各期限各等级利差普遍走阔，仅中长期 AAA 利差收窄

第四季度，1 年期各信用等级的利差走势在 10-11 月基本一致，在 12 月出现分化。10 月，各信用等级利差小幅收窄；11 月，各信用等级利差上行幅度较大；12 月，AAA 级和 AA+级利差先降后升，AA 级和 AA-级利差则继续走阔（**图 1**）。

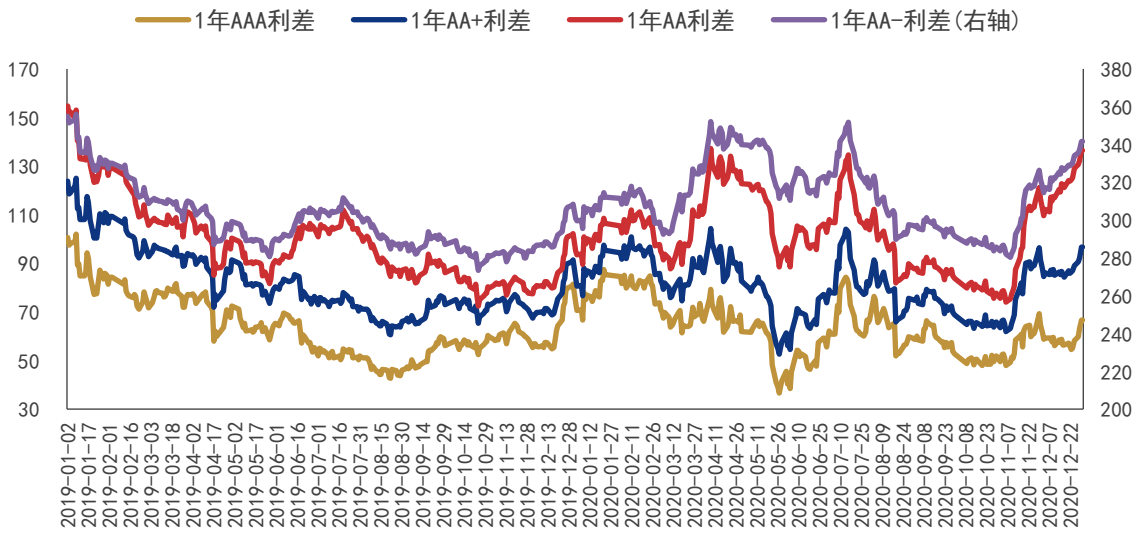

图 1：1 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，和第三季度末相比，第四季度末 1 年期各等级的信用利差均有不同程度的走阔（**表 1**）。第四季度，1 年期国债到期收益率下降 17 个基点（BP），其中，10-11 月收益率升高，12 月则出现下降，下降幅度大于前两个的升高幅度；同样地，1 年期中短期票据各信用等级到期收益率也出现先升高后下降，但是，除 AAA 级之外，其他各信用等级收益率升高幅度明显大于下降幅度，导致第四季度收益率显著升高。值得注意的是，受 11 月高等级信用债违约事件影响，1 年期中短票据各信用等级收益率升高主要发生在 11 月，12 月则出现回落。此外，第四季度，1 年期中低信用等级（AA 和 AA-）利差走阔幅度较大，或反映出信用事件对其冲击更大。

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
14	28	53	50

注：利差变动等于 2020 年第四季度末利差减去 2020 年第三季度末利差，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第四季度，3 年期各信用等级的利差走势在 10-11 月也基本一致，但在 12 月出现分化。10 月，各信用等级利差小幅出现收窄；11 月，除 AAA 级以外，其他各信用等级利差上行幅度较大；12 月，AAA 级利差先震荡后下行，其他各信用等级利差则继续震荡走阔（**图 2**）。

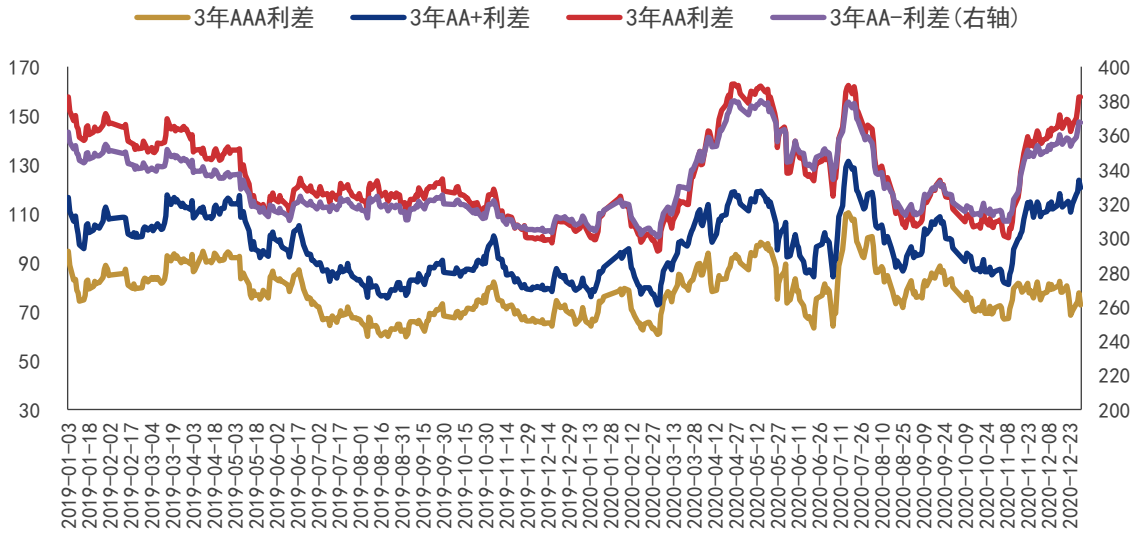

图 2：3 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与第三季度末相比，第四季度末 3 年期中短期票据，除 AAA 级出现小幅收窄，其他各等级均有不同程度的走阔（**表 2**）；其中，中低信用等级（AA、AA-）利差走阔幅度较大。第四季度，3 年期国债到期收益率下降 11BP，其中，10-11 月收益率升高 7BP，12 月下降 18BP，下降幅度大于前两个的升高幅度；类似地，受 11 月信用事件影响，3 年期中短期票据各信用等级到期收益率的升高主要发生在 11 月，但是，除 AAA 级以外，其他各信用等级在 12 月的下降幅度明显小于 11 月的升高幅度，导致第四季度收益率升高幅度较大。

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
-7	25	46	47

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第四季度，5 年期各信用等级的利差走势有所不同；其中，AAA 级利差总体来看呈现震荡收窄，其他信用等级利差主要呈现震荡走阔（图 3）。

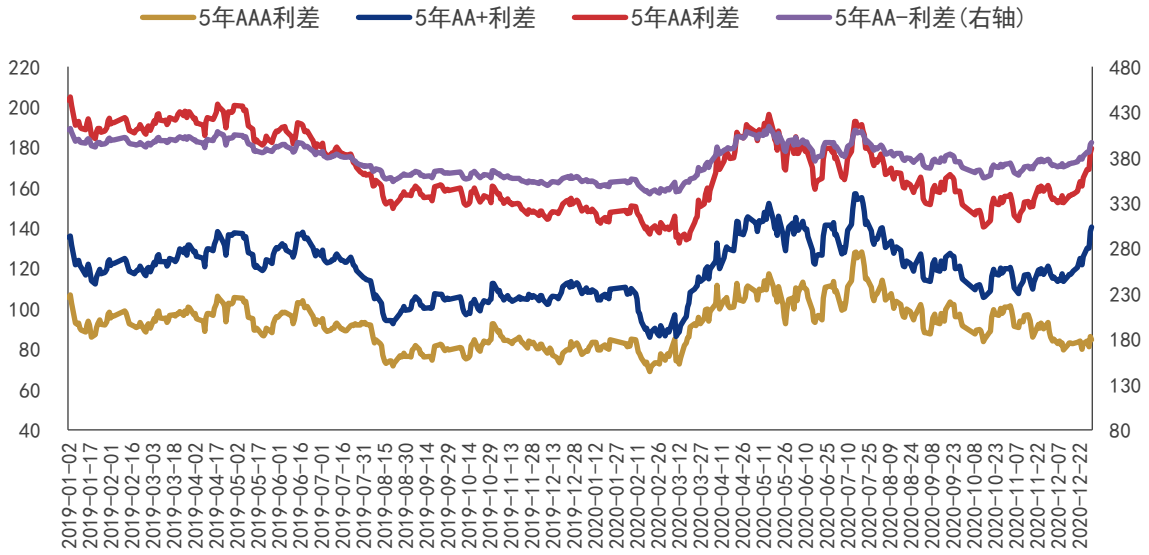

图 3：5 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与第三季度末相比，第四季度末 5 年期中短期票据，除 AAA 级出现小幅收窄，其他各等级均出现走阔（**表 3**）。第四季度，5 年期国债到期收益率下降 10BP；5 年期中短期票据方面，除 AAA 级收益率出现下降以外，其他各等级收益率都出现升高，在国债收益率下降的情况下，导致利差出现走阔。

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
-7	26	28	28

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）低等级和高等级之间利差走势急剧分化

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的 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。

第四季度，各期限 AA-级利差与 AAA 级利差的差值走势基本一致，都出现了急剧分化（**图 4**）。其中，在 11 月中下旬和 12 月下旬两个时间段里，低等级和高等级之间的利差分化走势严重加剧。

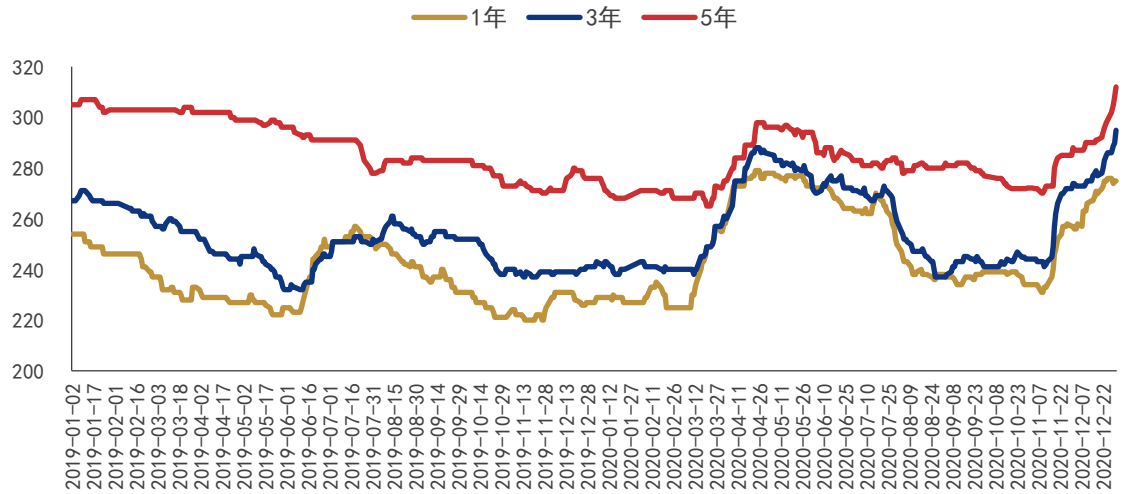

图 4：各期限 AA-级利差与 AAA 级利差的差值（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

通过用 2020 年第四季度末数值减去第三季度末数值，我们发现，1 年期、3 年期、5 年期的利差差值分别走阔 36BP、54BP、35BP。从低信用等级和高信用等级的利差差值来看，中长期限（3 年期和 5 年期）的分化程度要高于短期限（1 年期）。

二、行业利差两极分化加重，民企利差升幅小于地方国企

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，第四季度信用利差整体有所走阔，没有出现利差下行的行业（**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有所加重。

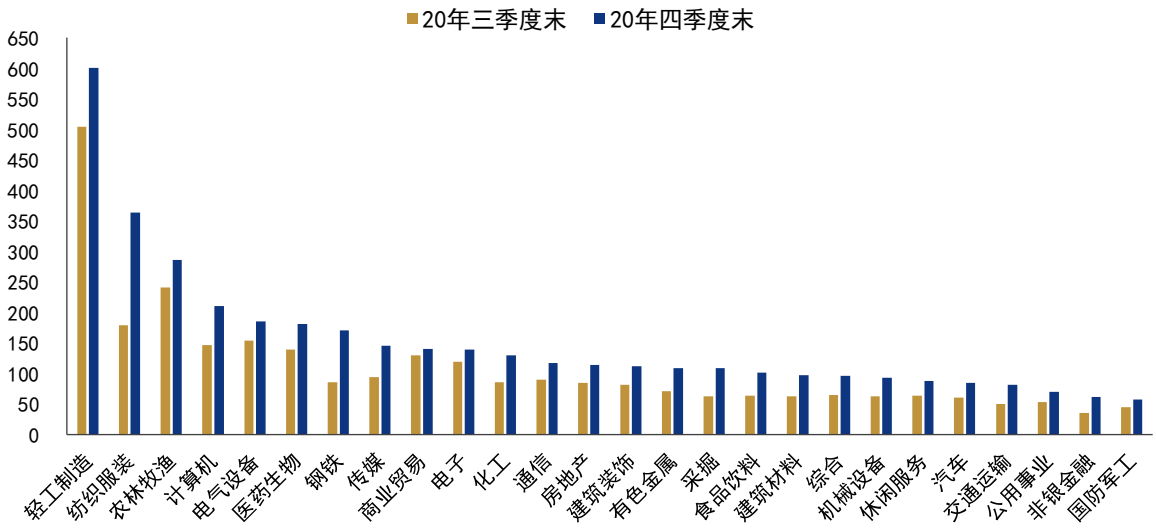

图 5：各行业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020 年第四季度末利差排名前三的行业与第三季度末完全相同（**图 5**），分别是轻工制造、农林牧渔、纺织服装，但是三个行业的相对排名发生变化，纺织服装的利差走阔幅度较大（超过了农林牧渔）；排名后三位的行业（即信用利差最小的）分别是国防军工、非银金融、公用事业，除倒数第三位（由交通运输变为公用事业）出现变化外，其他与上季度末保持一致（**图 5**）。

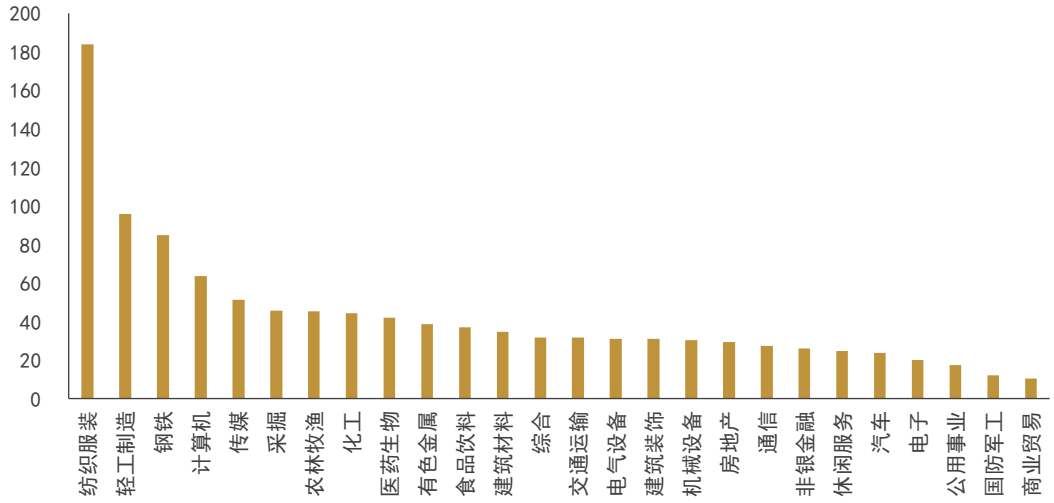

图 6：第四季度各行业利差变化（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

用 2020 年第四季度末的利差数据减去第三季度末的利差数据之后，我们发现，在第四季度中，26 个行业利差全部走阔（**图 6**）。受信用事件负面影响和货币政策的正常化，各行业总体信用风险均有所升高。其中，纺织服装行业利差由第三季度下行 22BP 转为第四季度上行 184BP，变化幅度最大。

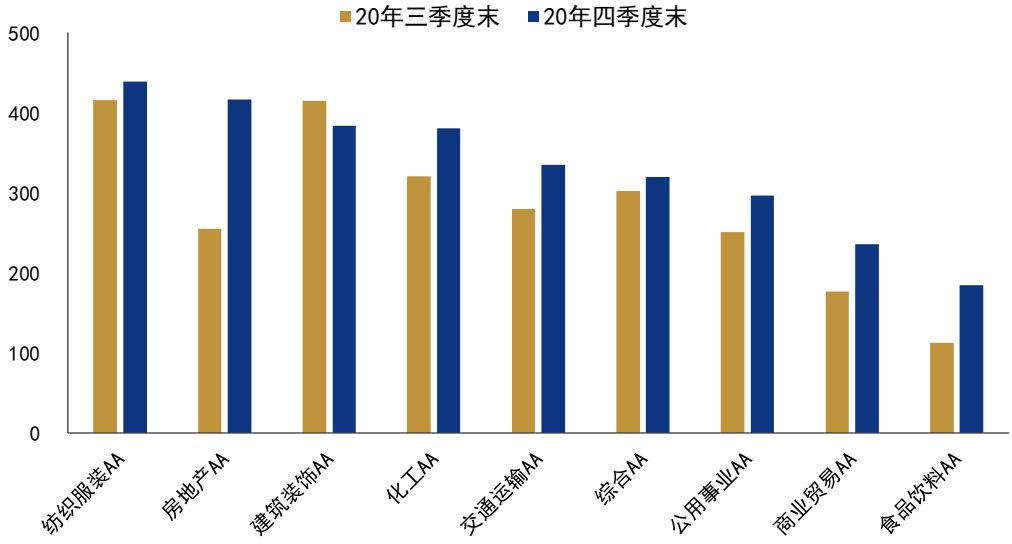

图 7：各行业 AA 级信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了研究中等信用等级（AA 级）的利差变化，我们选取了数据可得的 9 个行业。数据显示，第四季度末，纺织服装行业 AA 级信用利差依然最大，排第二的是房地产行业（上季度末是建筑装饰）（**图 7**）。第四季度，或受融资政策持续收紧影响，房地产行业 AA 级信用利差出现大幅走阔，而建筑装饰行业 AA 级信用利差则小幅收窄。第四季度末，在 9 个行业中，食品饮料 AA 级信用利差比上季度末上行了 72BP，但其季末信用利差仍是最低；和其他行业相比，食品饮料行业的中等信用等级表现更好。

从企业性质分类来看，第四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大体一致；特别是 11 月中旬以后，民营企业和央企、地方国企的信用利差全部走阔（**图 8**）。整体来看，在第四季度，央企、地方国企、民营企业的信用利差分别走阔 23BP、51BP、42BP。数据显示，地方国企的走阔幅度大于民营企业，这或是受个别省份高等级国企违约事件影响。

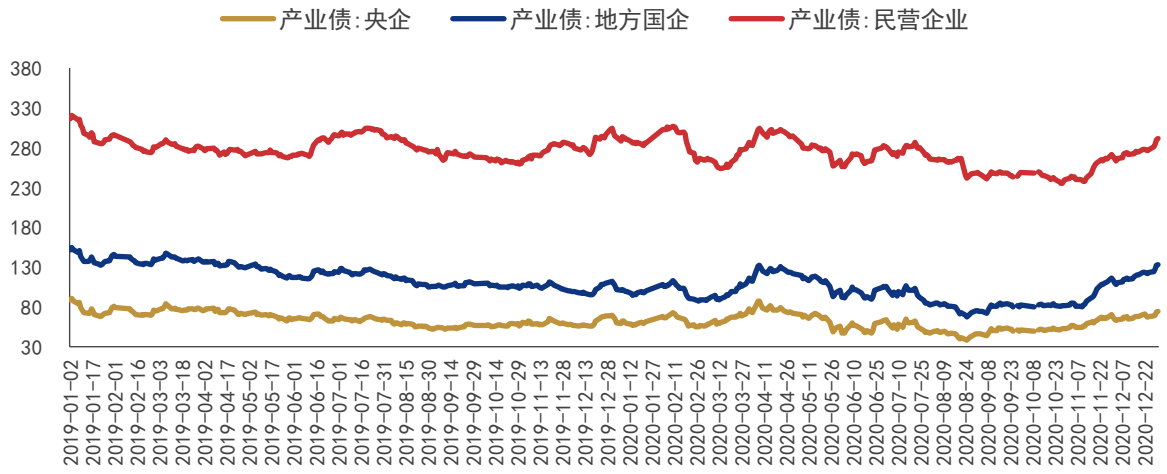

图 8：央企、地方国企和民营企业信用利差（单位：BP）

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，在第三季度下降至 167BP 之后，第四季度又下降至 158BP。虽然国企和民企的信用利差都有所走阔，但是，第四季度数据显示，相对地方国企来说，民营企业的信用利差上行幅度相对较小。

三、中低信用等级城投债利差走阔

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。第四季度，各期限不同信用等级城投债的信用利差表现不一。

第四季度，1 年期各信用等级城投债利差都出现走阔，并且，信用等级越低，走阔幅度越大（**图 9**）。第四季度，从走势来看，各信用等级城投债利差走阔主要发生在 11 月份。进入 12 月份，仅 AA-城投利差仍有较大幅度上行。

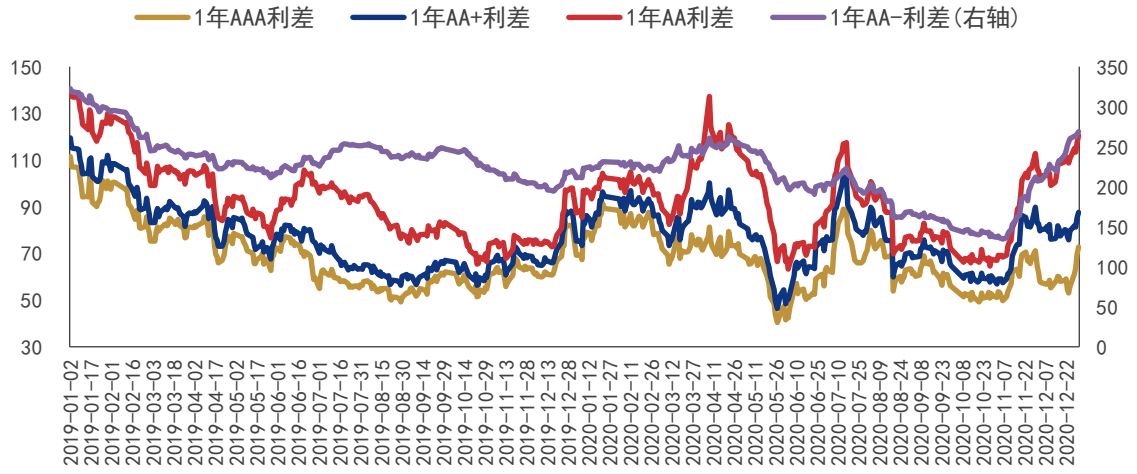

图 9：1 年期城投债信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

在第四季度中，1 年期城投债各信用等级利差均上行，其中 AA-级利差走阔 121BP，幅度较大；信用等级越低，走阔幅度越大（**表 4**）。

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
17	23	49	121

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第四季度，3 年期城投债各等级利差走势不同，AAA 级利差收窄，AA+级利差小幅走阔，AA 和 AA-级利差上行幅度相对较大（**图 10 和表 5**）。从 3 年期城投债利差变动来看，信用等级越低，利差上行幅度越大。与 1 年期类似，各等级城投债均上行主要发生在 11 月。

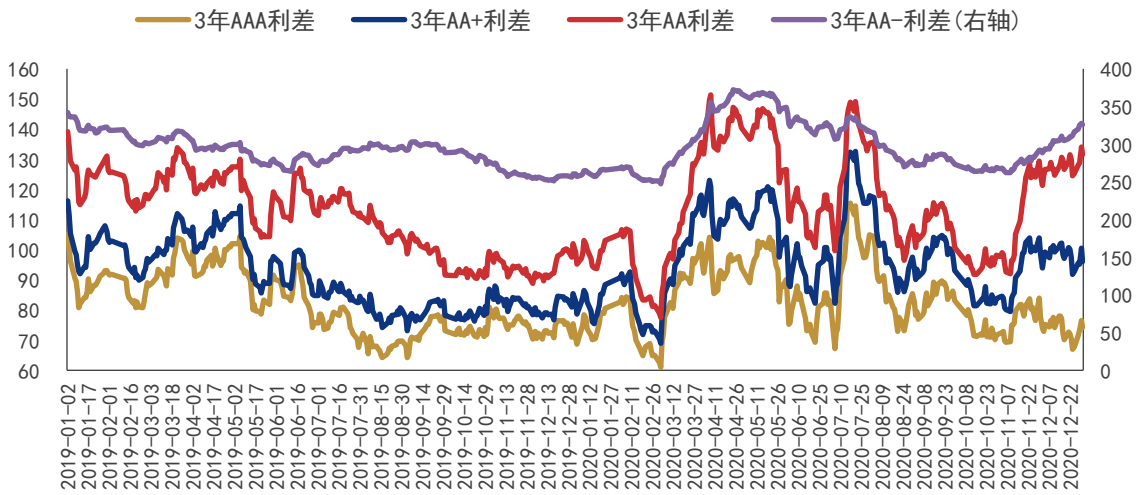

图 10：3 年期城投债信用利差（单位：BP）

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
-9	3	31	52

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第四季度，5 年期城投债各信用等级利差的走势不同，AAA 级利差收窄，AA+、AA、AA-级利差均有不同幅度上行（**图 11 和表 6**）。与 3 年期类似，第四季度，5 年期城投债信用等级越低，利差上行幅度越大。

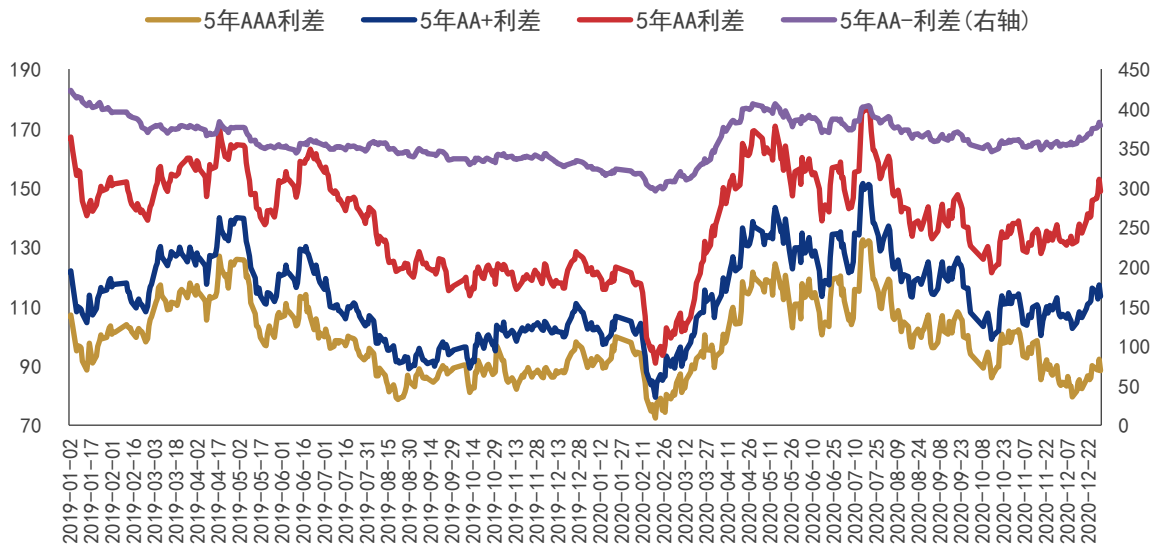

图 11：5 年期城投债信用利差（单位：BP）

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
-6	5	18	24

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第四季度，各期限低信用等级城投债利差的走势和高信用等级城投债利差的走势存在一定差异。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。

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四季度都出现走阔（**图 12**）。其中，1 年期的利差差值升高幅度较大（104BP），而 5 年期的利差差值升高幅度较小（30BP）。

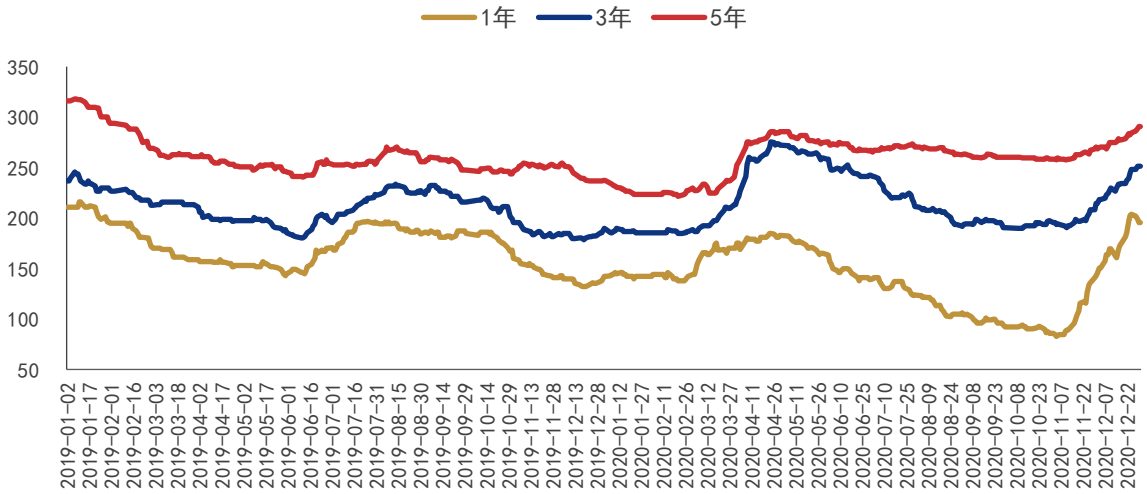

图 12：各期限城投债 AA-级利差与 AAA 级利差的差值

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

【作者简介】

徐 骥，CFA，纽约大学理工学院数学硕士，研究部高级研究员。

【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。