

作者：徐骥，CFA
邮箱：research@fecr.com.cn

信用事件影响未消退，城投债信用利差分化加剧 ——2021年第一季度债券市场信用利差分析

相关研究报告：

- 1.《短期限利差收窄，长期利差走阔——2020年第二季度债券市场信用利差分析》，2020.07.14
- 2.《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
- 3.《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》，2020.01.15

摘要

2021年第一季度，以中短期票据观察，债券市场信用利差总体呈现下行；各期限各等级利差普遍收窄。

从产业债角度来看，在26个行业中，有21个行业的信用利差下行，但是利差较大的行业和利差较小的行业之间的差距并没有收窄，行业信用利差两极分化程度没有改善。中等信用等级（AA）产业债中，纺织服装AA级利差收窄幅度较大，房地产AA级利差出现一定程度回落。

从企业属性来看，第一季度，央企、地方国企和民营企业的信用利差均有所下行；然而，上年第四季度地方国企信用事件影响仍未完全消退，2021年第一季度地方国企信用利差收窄幅度小于央企和民企。

从城投债角度来看，各期限AA-级利差均出现走阔。市场对低资质城投债信用的风险偏好可能继续有所下降，城投债高等级和低等级之间的信用利差分化加剧。

Author: Xu Ji, CFA

E-mail: research@fecr.com.cn

The Impact of Credit Risk Events Has Not Faded Away and The Differentiation of LGFV's Bond Credit Spreads Intensifies ——Credit Spreads in China's Bond Market (First Quarter 2021)

Summary

In the first quarter of 2021, based on short-to-medium term bills, credit spreads in China's bond market showed a downward trend; credit spreads across maturities and ratings narrowed in general.

From the perspective of corporate bonds (excluding local government financing vehicle bonds or LGFV bonds), among the 26 industries, 21 industries' credit spreads declined, but the gap between industries with larger spreads and industries with smaller spreads has not narrowed, leading to unimprovement of the polarization. Among the AA-rated corporate bonds, the spreads of Apparel bonds narrowed by a relatively large margin, and the spreads of Real Estate bonds also dropped to some extent.

From the perspective of ownership, in the first quarter of 2021, the credit spreads of central state-owned enterprises (SOEs), local SOEs and privately owned enterprises (POEs) all declined. However, the impact of local SOEs credit risk events in the last fourth quarter has not completely faded away, and the credit spread of local SOEs narrowed less than that of central SOEs and POEs in the first quarter of 2021.

From the perspective of LGFV bonds, the AA minus-rated spreads of all maturities have widened. Bond market's risk appetite for LGFV bonds with low credit profile may continue to decline, and the differentiation of credit spreads between high-rating LGFV bonds and low-rating LGFV bonds has intensified.

一、信用利差总体呈现下行

我们以中债中短期票据收益率减去同期限中债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) 各期限各等级债券利差普遍收窄

2021年第一季度,1年期各信用等级中短期票据的利差走势在3月中旬以前基本一致,呈现震荡下行。1-2月,各信用等级利差先下行后上行,振幅较大;2月末至3月中旬,各信用等级利差保持下行;3月中旬开始,AAA级和AA+级的利差出现小幅走阔,而AA级和AA-级的利差则继续收窄(图1)。

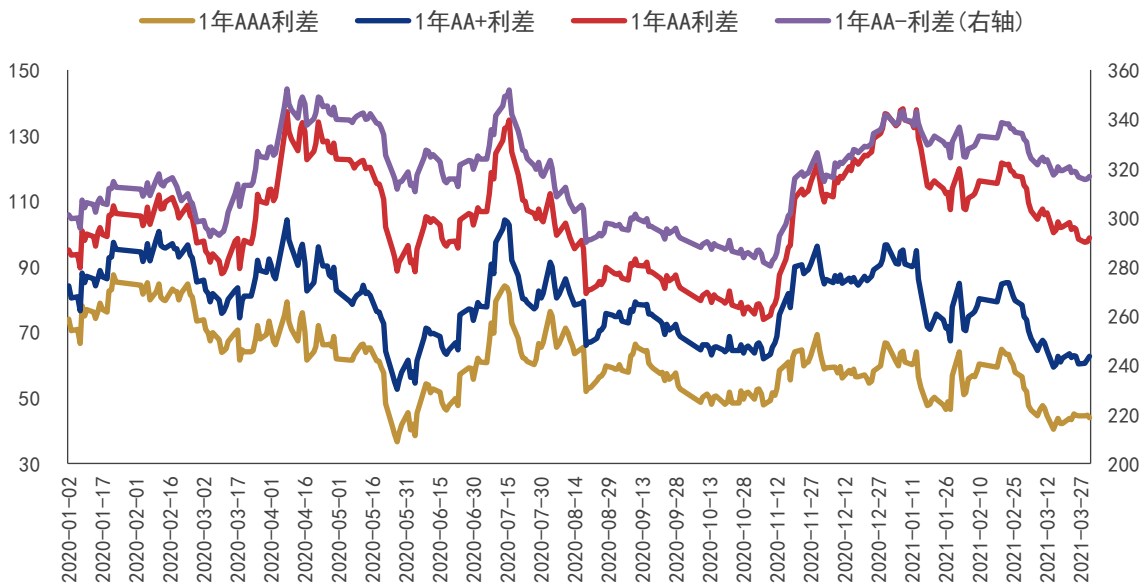


图1：1年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看,和2020年第四季度末相比,2021年第一季度末1年期各等级的信用利差均有不同程度的收窄(表1)。第一季度,1年期国债到期收益率升高10个基点(BP);相反地,1年期中短期票据各信用等级到期收益率则出现了下降。一升一降,导致1年期中短期票据各信用等级利差均收窄。具体来看,AA+和AA两个级别的利差收窄幅度相对更大。

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
-23	-34	-38	-25

注：利差变动等于2021年第一季度末利差减去2020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年期各信用等级的利差走势基本一致。1-2月，各信用等级利差震荡上行；2月下旬至3月中旬，各信用等级利差开始收窄；3月中下旬开始，各信用等级利差出现小幅走阔（图2）。整体来看，第一季度，AAA级的利差整体变化不大，其他三个等级利差均有所收窄。

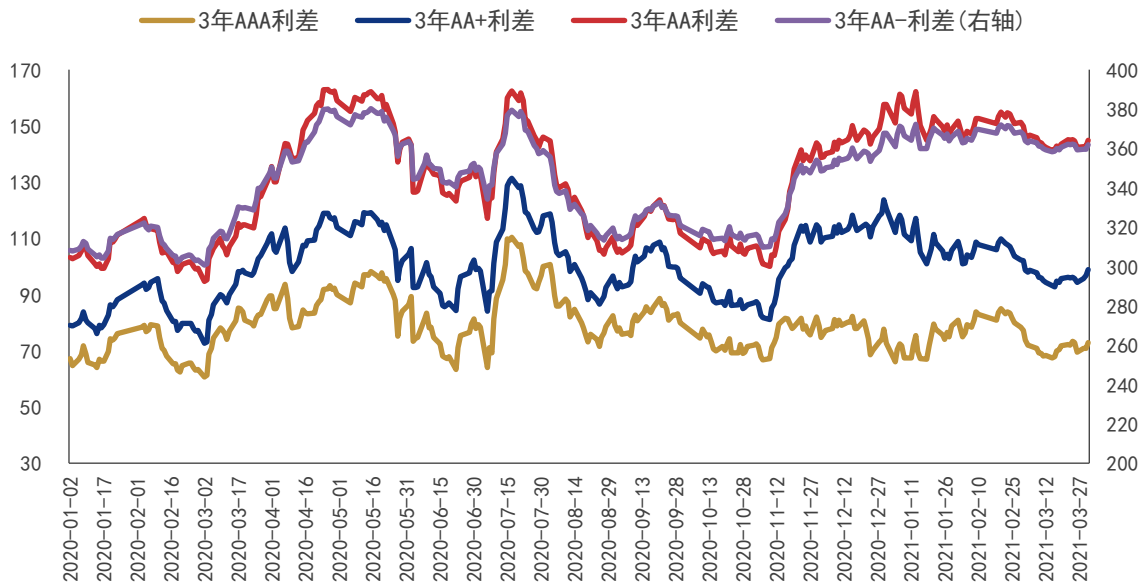


图2：3年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

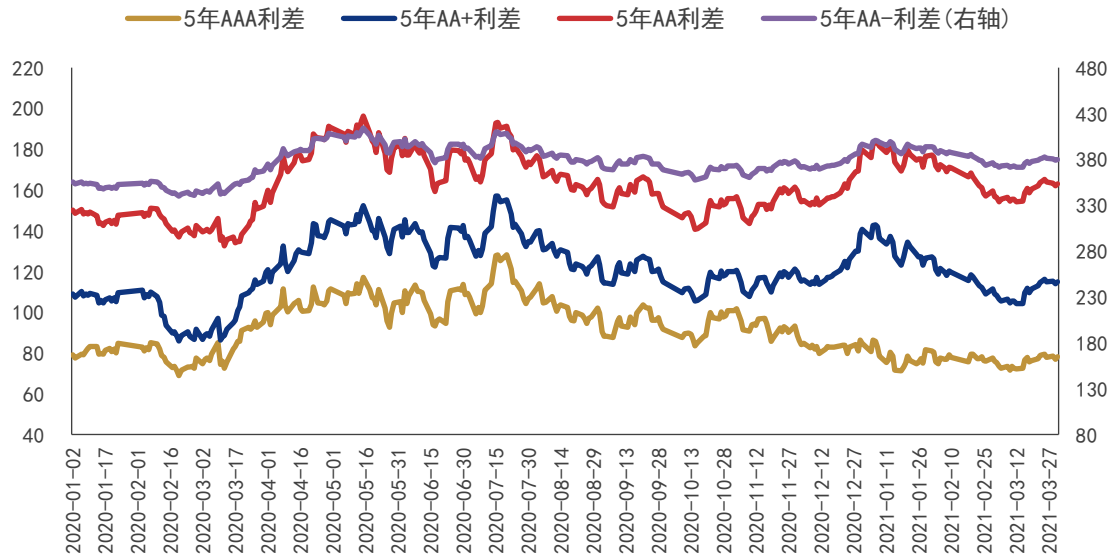
从利差变动幅度来看，与2020年第四季度末相比，2021年第一季度末3年期中短期票据，除AAA级基本没有变化之外，其他各等级利差均有不同程度的收窄（表2）。其中，AA+利差收窄幅度最大，AA级次之，AA-级收窄幅度较小。第一季度，3年期国债到期收益率升高5BP，升高主要发生在1月中旬至3月中旬，3月中旬以后开始出现回落；相比较来看，除AAA级以外，3年期中短期票据其他信用等级到期收益率出现不同程度下降，导致利差均出现收窄。

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
0	-22	-13	-6

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相同，都呈现出先收窄后走阔的形态；其中，AAA级的利差总体波动不大，其他信用等级的利差在3月中旬以前下行幅度较大（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 2020 年第四季度末相比，2021 年第一季度末 5 年期中短期票据，各信用等级利差均收窄（表 3）。第一季度，5 年期国债到期收益率升高 3BP；5 年期中短期票据方面，各信用等级到期收益率都出现不同幅度的下降，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
-7	-26	-17	-17

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分化程度有所收敛

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（实际上就是两者到期收益率的差值），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。

第一季度，各期限 AA-级利差与 AAA 级利差的差值走势有所差异，但都呈现小幅收敛的趋势（图 4）。其中，1 年期 AA-级利差与 AAA 级利差的差值走势较为平稳。

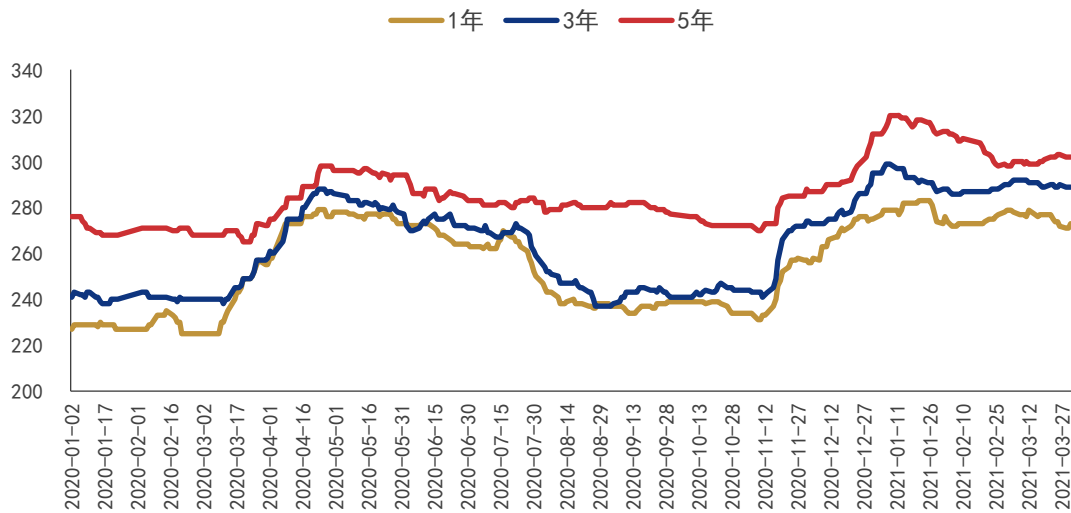


图4：各期限AA-级利差与AAA级利差的差值走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

通过用2021年第一季度末数值减去2020年第四季度末数值，我们发现，1年期、3年期、5年期的利差差值分别收窄2BP、6BP、10BP。从低信用等级（AA-）和高信用等级（AAA）的利差差值来看，在上季度出现剧烈分化之后，低等级和高等级之间利差分化程度有所收敛，但并不明显。

二、行业利差两极分化维持，地方国企利差收窄幅度小于央企和民企

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，2020年第四季度大多数行业信用利差都有所收窄，仅个别行业信用利差出现走阔（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没有改善。

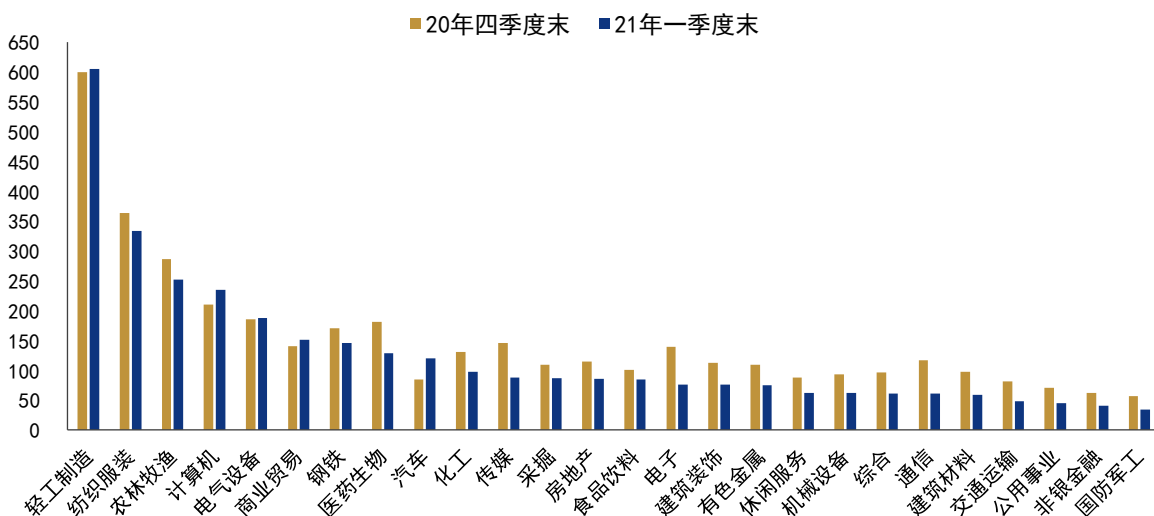


图5：各行业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2021年第一季度末，利差排名前三的行业与2020年第四季度末完全相同（图5），分别是轻工制造、纺织服装、农林牧渔，且三个行业的相对排名未发生变化；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，也与上季度末保持一致（图5）。

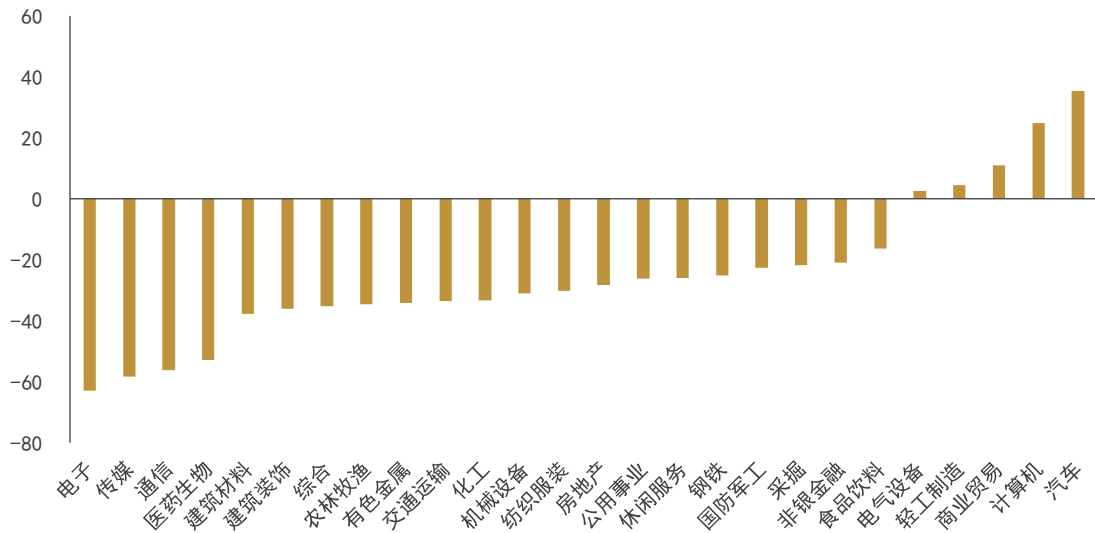


图6：2021年第一季度各行业利差变化（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

用2021年第一季度末的利差数据减去2020年第四季度末的利差数据之后，我们发现，第一季度，除5个行业的利差走阔以外，其余21个行业的利差均有所收窄（图6）。在经济持续复苏的背景下，大部分行业总体信用风险有所下降。其中，电子行业利差收窄63BP，变化幅度最大。

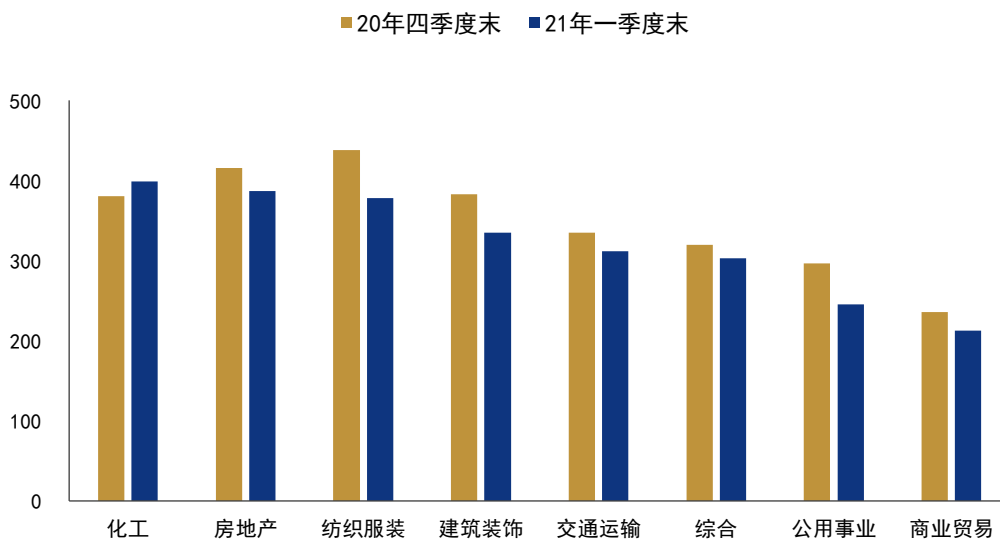


图7：各行业AA级信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了研究各行业中等信用等级（AA级）的利差变化，我们选取了数据可得8个行业。图7显示，第一季度末，化工行业AA级信用利差最大（上季度末是纺织服装），排第二的是房地产行业（排名没有变化）。第一季度，或受消费端逐步复苏影响，纺织服装业AA级利差收窄幅度较大；在上季度利差大幅走阔之后，房地产业AA级利差出现一定程度回落。

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大体一致；总体来看，民营企业和央企、地方国企的信用利差全部收窄（图8）。具体来看，在第一季度，央企、地方国企、民营企业的信用利差分别收窄28BP、23BP、31BP。数据显示，在2021年第一季度地方国企的利差收窄幅度小于央企和民营企业。在2020年第四季度AAA级国企出现违约或信用事件以后，央企已经收复上年第四季度的利差走阔幅度，但地方国企的利差水平仍未恢复到上年第三季度末的水平。

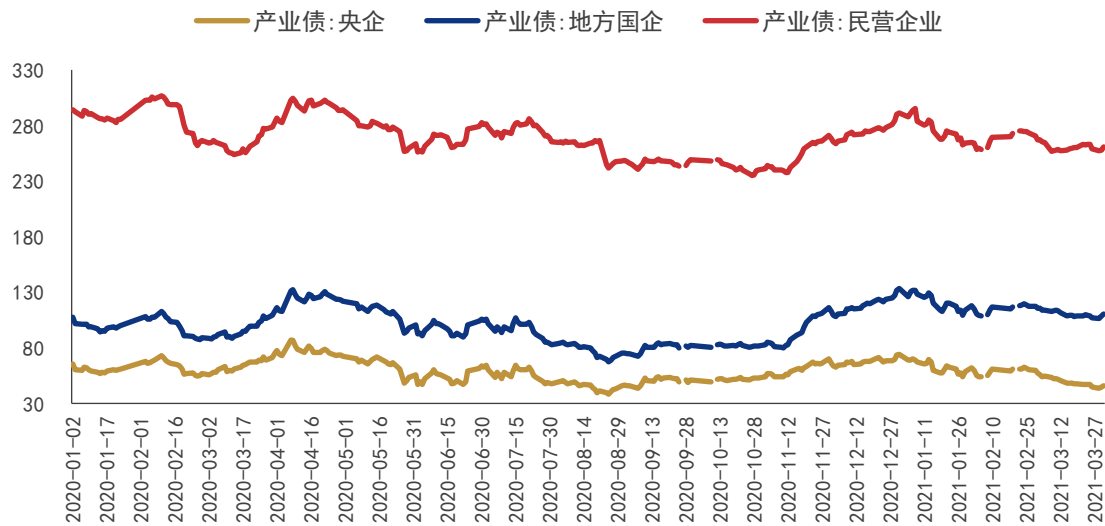


图8：央企、地方国企和民营企业信用利差（单位：BP）

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，在上年第四季度下降至158BP之后，2021年第一季度又下降至150BP。虽然国企和民企的信用利差都有所收窄，但是，第一季度数据显示，相对地方国企来说，民营企业的信用利差下行幅度更大。

三、城投债信用分化延续，低等级城投债利差继续走阔

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。2021年第一季度，各期限不同信用等级城投债的信用利差表现不一。

第一季度，1年期各信用等级（除AA-级）城投债利差都出现下行（图9）。从走势来看，各信用等级（除AA-级）城投债利差收窄主要发生在1月和3月，2月则有小幅上行。在上年第四季度出现大幅走阔之后，第一季度AA-级城投债利差在高位继续小幅走阔。

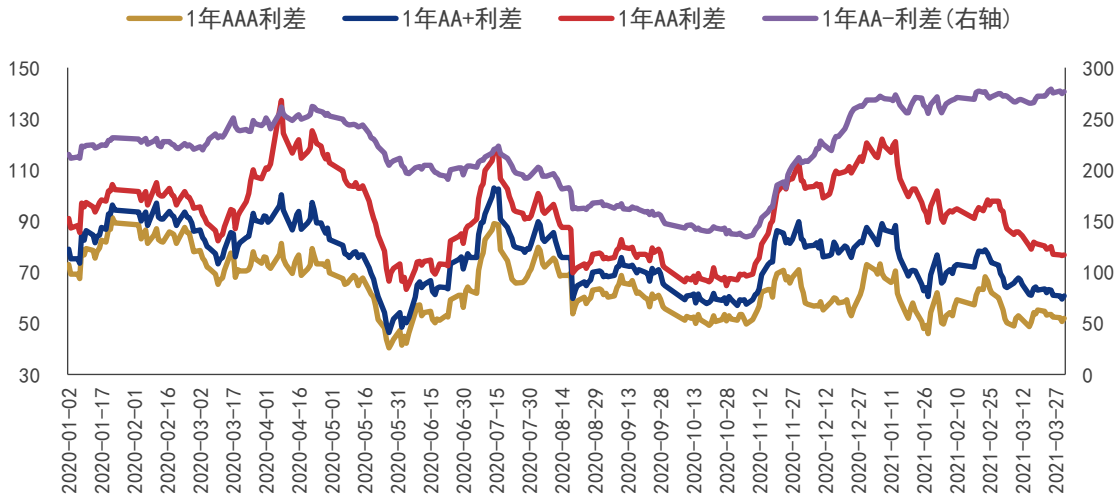


图 9：1 年期城投债信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度 1 年期城投债各信用等级（除 AA-级）利差均下行，AA-级的利差则走阔 8BP；总体来看，除 AA-级以外，信用等级越低，利差收窄幅度越大（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
-21	-27	-44	8

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，3 年期各等级城投债利差走势有所不同，AAA 级利差虽有震荡但基本保持不变，AA+级和 AA 级利差出现收窄，AA-级的利差继续上行（图 10 和表 5）。从 3 年期各等级城投债利差变动来看，与 1 年期类似，除 AA-级以外，信用等级越低，利差收窄幅度越大。

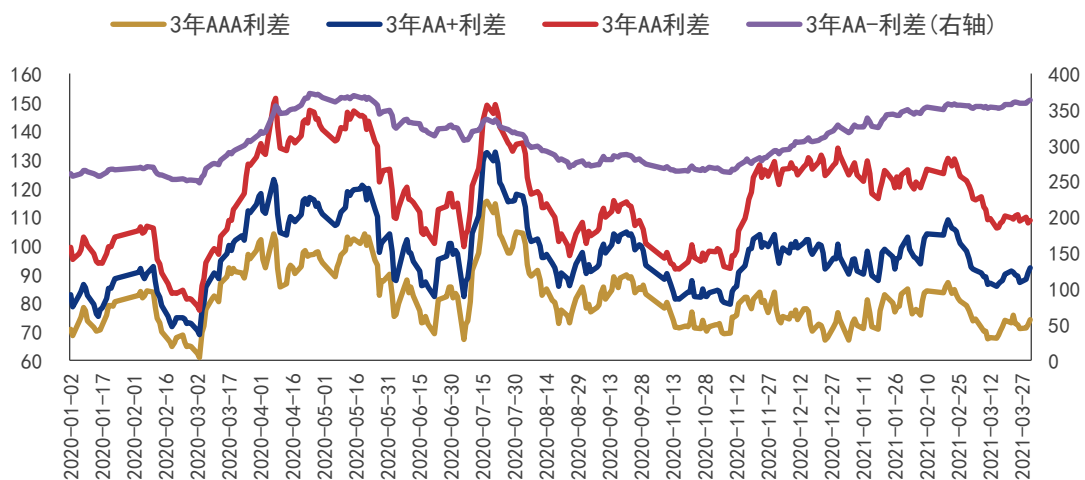


图 10：3 年期城投债信用利差（单位：BP）

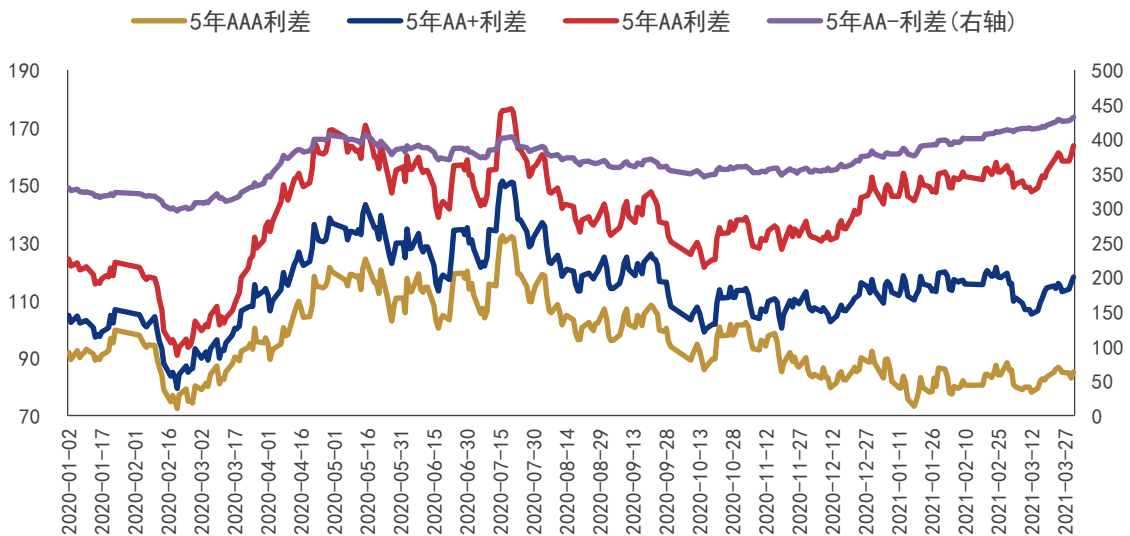
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

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
0	-4	-23	37

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，5 年期各信用等级城投债利差的走势不同，AAA 级的利差小幅收窄，AA+、AA、AA-级的利差出现不同幅度上行（图 11 和表 6）。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
-3	5	15	53

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

第一季度，各期限低信用等级（AA-）城投债利差的走势和高信用等级（AAA）城投债利差的走势存在一定差异。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四季度都继续走阔（图 12）。其中，5 年期的利差差值升高幅度较大（56BP），而 1 年期的利差差值升高幅度较小（29BP）。

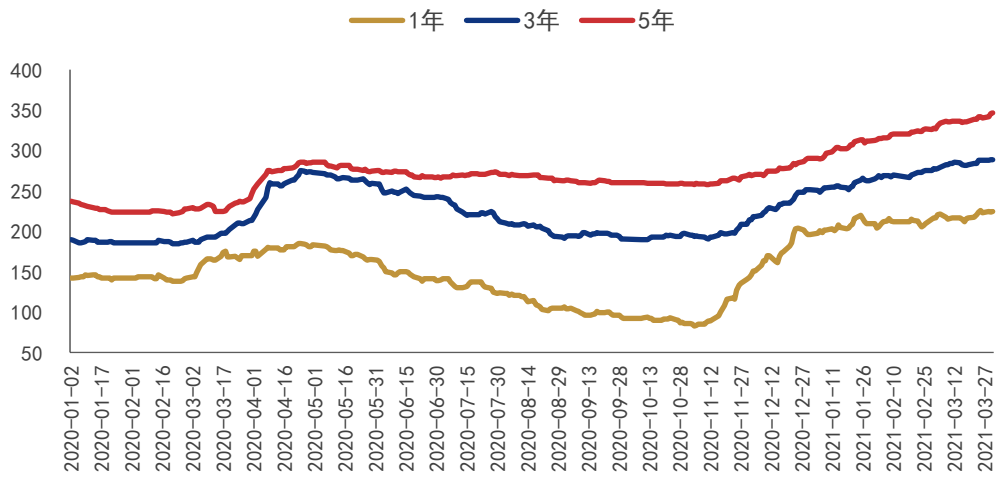


图 12: 各期限城投债 AA-级利差与 AAA 级利差的差值

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。