

作者：陈浩川 李云霞
邮箱：research@fecr.com.cn

二级市场信用利差低位震荡，发行利差总体下行 ——2021年第三季度城投债信用利差分析

摘要

本文从全国和各地区（省、直辖市和自治区）两个维度对我国城投债信用利差进行了多角度的观察。

在全国层面，2021年第三季度，以二级市场利差中位数数据来看：（1）全体城投债信用利差总体低位震荡运行，于季度末达到89.89BP，环比变化不大，且处于历史较低水平。（2）从不同等级城投债信用利差来看，中高等级城投债信用利差运行较为平稳，维持低位震荡；低等级城投债信用利差则维持高位运行，并在季度内又创新高，一度达到320.81BP的峰值。（3）从不同期限城投债信用利差来看，第三季度短期限城投债信用利差小幅收窄；中期限城投债信用利差则大幅走阔，且和长期限城投债信用利差之间的差距大幅缩小。

在全国层面，第三季度，以发行利差中位数数据来看：城投债发行利差总体环比下行，其中，中高等级城投债发行利差总体环比变动幅度相对较小，而1年期和5年期低等级城投债发行利差环比显著降低。

在各地区层面，2021年第三季度，以二级市场利差中位数来看：（1）我国东北、西南地区各地城投债信用利差相对较高，而华东、华南地区各地城投债信用利差相对较低；（2）黑龙江和贵州两地城投债信用利差均为514BP左右，为各地区最高；山西、辽宁、青海等城投债高信用利差地区信用利差进一步走阔，山西城投债信用利差第三季度环比大幅走阔104BP；（3）青海、吉林、贵州、山西、辽宁、云南和黑龙江等地城投债信用利差处于其历史极高水平。

此外，**在各地区层面**，各地不同评级城投债信用利差分化程度总体下行，安徽、福建、广西、重庆、湖南、四川等地不同评级城投债信用利差分化水平下降显著。

相关研究报告：

- 1.《2021年第二季度债券市场信用利差分析》，2021.7.16
- 2.《2020年第四季度债券市场信用利差分析》，2021.1.15

一、全国城投债信用利差运行趋势

（一）城投债二级市场信用利差总体低位震荡运行

从全体城投债情况来看（图1），2021年第三季度，城投债二级市场信用利差中位数在季度初小幅走阔后便震荡下行，后于季度末有所回升，总体呈震荡运行态势。具体来看，城投债信用利差于7月上旬一度走阔至96.69BP，此后至9月中旬，城投债信用利差一路震荡下行至本季度最低点73.12BP。截至第三季度末，全体城投债信用利差回升至89.86BP，与上季度末相比微量上行0.76BP，总体变化不大。从信用利差所处2015年以来的百分位数来看，全体城投债信用利差位于18%，处于历史较低水平。

拉长时间来看，2021年初以来，城投债信用利差总体呈震荡下行态势，或说明河南永煤债务危机等负面信用事件的影响正逐步被市场消化。



图1：全体城投债信用利差中位数走势（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）弱资质城投债二级市场信用利差剧烈震荡并显著走阔

从不同等级城投债二级市场信用利差中位数来看（图2），AA级城投债信用利差运行态势与AAA和AA+级城投债信用利差差别较大。AAA、AA+级城投债信用利差运行态势与总体城投债信用利差基本类似，均先降后升，总体保持稳定。第三季度末，AAA级城投债信用利差为66.42BP，与上季度末相比变化不大；AA+级城投债信用利差为87.03BP，与上季度末相比小幅下行4.82BP。AA级城投债信用利差则在第三季度上半段大幅抬升，后又迅速回落。7月30日，AA级城投债信用利差一度升至320.81BP，创2015年以来历史新高。截至第三季度末，AA级城投债信用利差中位数为295.51BP，与上季度末相比大幅上行29.16BP。

从同等级城投债信用利差中位数所处2015年以来的历史水平来看（图3），AAA和AA+级城投债信用利差所处历史百分位数分别为18%、17%，均处于历史低位；AA级城投债信用利差则处于历史极高水平（99%）。自2021

年初以来，AAA和AA+级城投债信用利差不断下行，而AA级城投债信用利差则持续维持高位运行，或说明城投企业融资政策的收紧对弱资质城投债券的影响仍在持续释放。

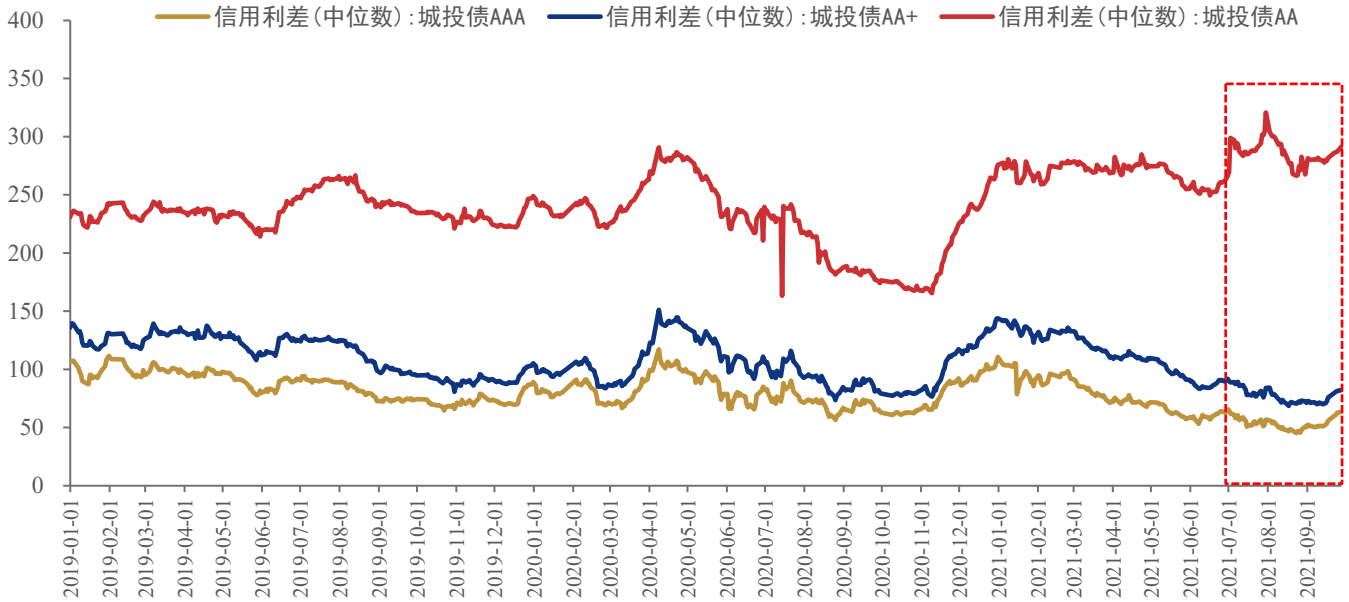


图2：不同等级城投债信用利差中位数走势（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

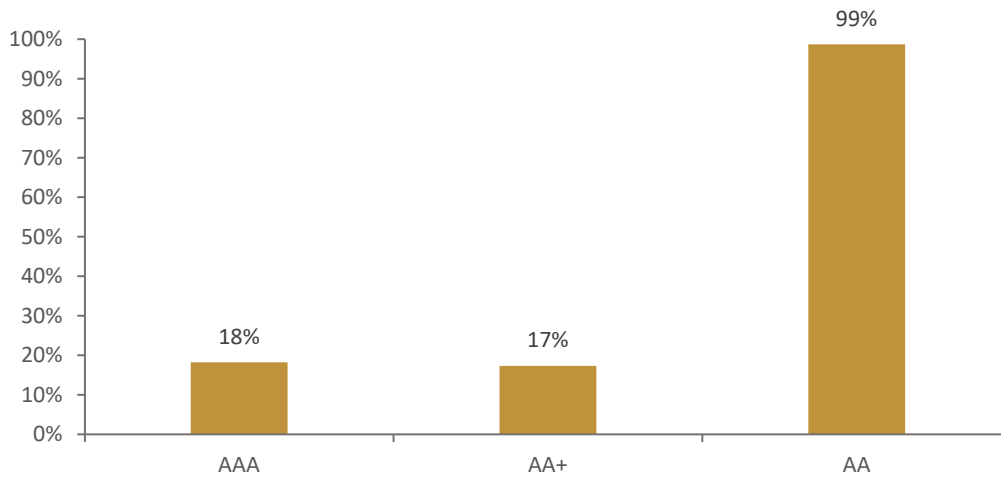


图3：2021年第三季度末各评级城投债信用利差在2015年以来所处百分位数

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）不同期限城投债二级市场信用利差走势分化

从不同期限城投企业信用利差中位数变化趋势来看，中短期限（0.5年-1年<含>期和1年-3年<含>期）和中长期（3年-5年<含>期）城投债信用利差均呈先下降后上升的运行态势，而中长期（5年-10年<含>期）城投债信用利差则先大幅抬升后迅速回落（图4）。

从城投企业信用利差期限结构变化情况来看(图5),今年年初以来,截至上季度末,3-5年期城投债信用利差一直低于0.5-1年期和1-3年期城投债信用利差,而这一运行态势在第三季度出现改变,3-5年期城投债信用利差升至1-3年期城投债信用利差上方。具体来看,第三季度末,0.5-1年期城投债信用利差环比下行12.22BP至89.59BP;1-3年期城投债信用利差88.25BP,与上季度末相比变化不大;3-5年期城投债信用利差大幅走阔21.62BP至98.04BP;5-10年期城投债信用利差则收窄13.60BP至135.97BP。值得一提的是,2021年第三季度末1-3年期城投债信用利差仍略低于0.5-1年期城投债信用利差,5-10年期城投债信用利差与3-5年期城投债信用利差差值较上季度末大幅减少37.93BP。

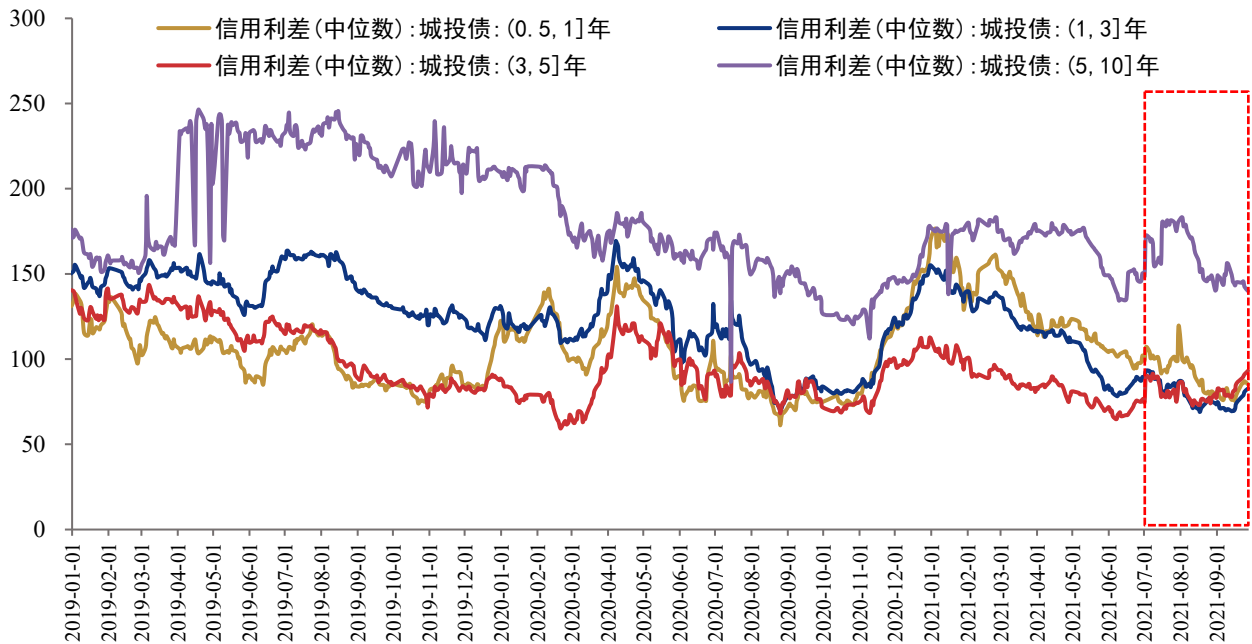


图4: 不同期限城投债信用利差中位数走势(单位:BP)

数据来源:Wind资讯,远东资信整理

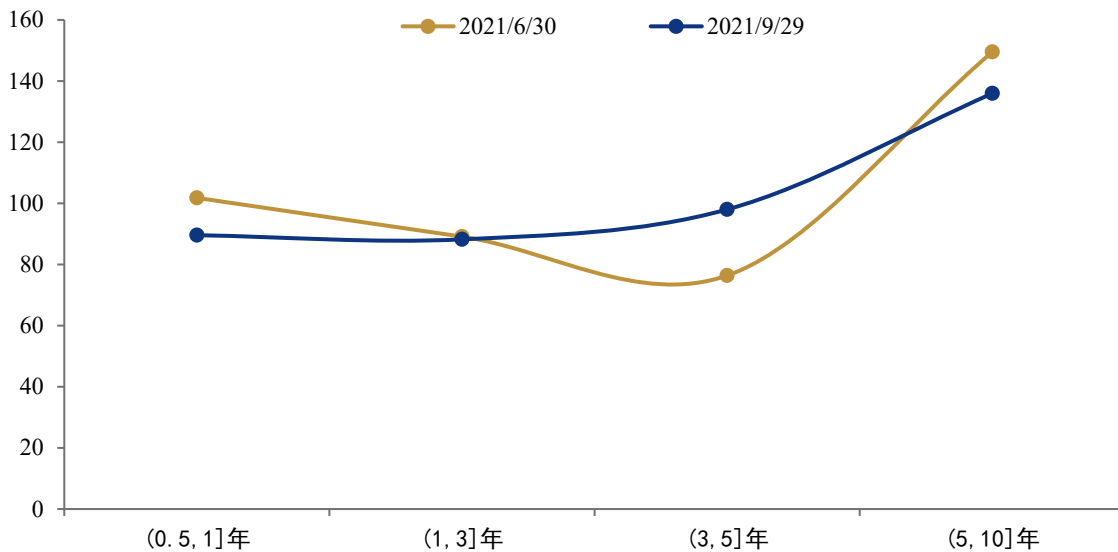


图5: 2021年三季度末各期限城投债信用利差中位数及其与二季度末比较(单位:BP)

数据来源:Wind资讯,远东资信整理

（四）城投债发行利差总体下行

我们用城投债发行利率减去同起息日、同期限的中债国债到期收益率，即可得到城投债发行利差。鉴于发行额占比相对较高的城投债期限为1年期、3年期和5年期，因此我们分别计算了以上期限的城投债发行利差中位数，并对其变化趋势进行观察。此外，从期限来看，特殊期限（如：3+2、5+2，等等）的债券含有“回售”或“调整票面利率”等特殊条款，而这些特殊条款会对发行利率会造成实质影响，因此我们在做不同评级的发行利差分析时，仅以不含上述条款的债券为基础样本。

从1年期城投债发行利差来看，2021年第三季度总体发行利差中位数为134.79BP，环比收窄30.85BP，同比小幅收窄11.38BP。具体从不同评级1年期城投债发行利差来看，AAA级发行利差环比小幅收窄12.39BP；AA+级发行利差环比收窄28.32BP；AA级发行利差则环比大幅收窄71.55BP。1年期城投债发行利差的环比收窄主要是由较弱资质城投债发行利差的收窄所驱动。

从3年期城投债发行利差来看，2021年第三季度总体发行利差为156.28BP，环比收窄22.03BP，与去年同期相比收窄24.49BP。具体从不同评级来看，AAA级主体发行利差环比小幅收窄10.23BP；AA+级和AA级发行利差则分别环比小幅收窄5.29BP和2.66BP，变化并不显著。

从5年期城投债发行利差来看，2021年第三季度总体发行利差为104.62BP，环比收窄10.25BP，与去年同期相比大幅收窄51.63BP。具体从不同评级来看，AAA级发行利差环比基本未发生变化；AA+和AA级发行利差分别环比收窄26.84BP和77.89BP。

综合来看，各期限城投债发行利差总体呈环比下降趋势。其中，中高等级城投债发行利差总体环比变动幅度相对较小，而1年期和5年期低等级城投债发行利差环比显著降低。

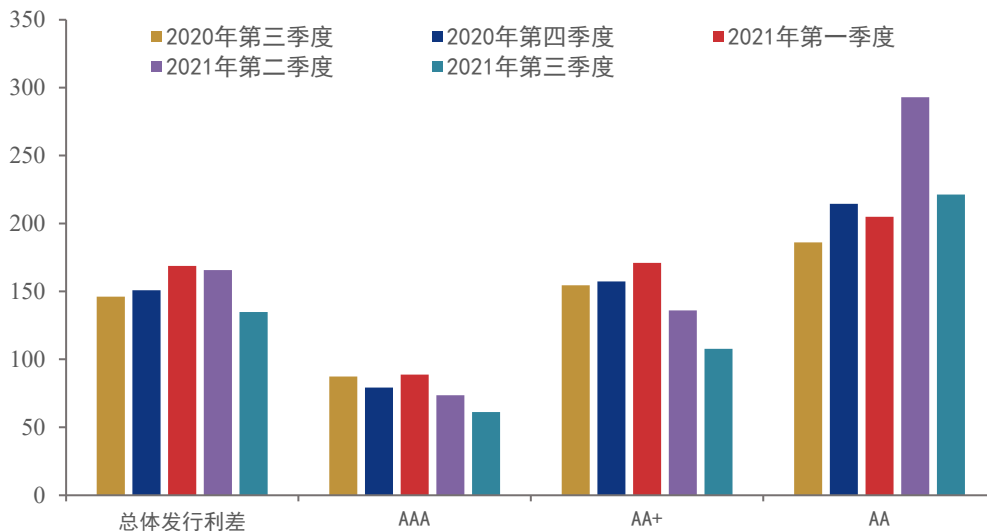


图6：不同评级1年期城投债发行利差变化情况（2020年第三季度-2021年第三季度，单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

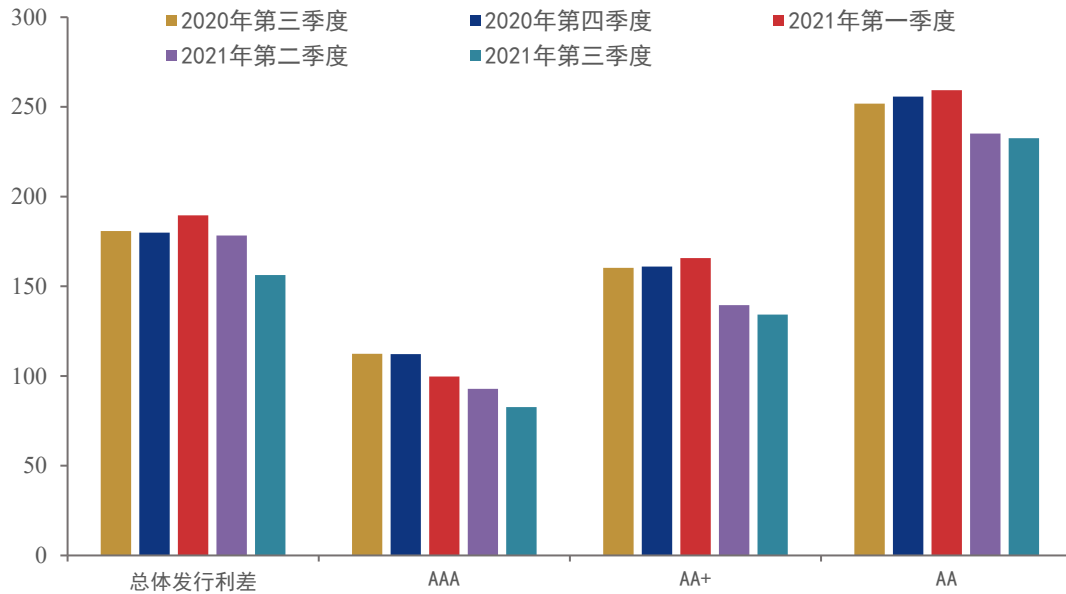


图7：不同评级3年期城投债发行利差变化情况（2020年第三季度-2021年第三季度，单位：BP）
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

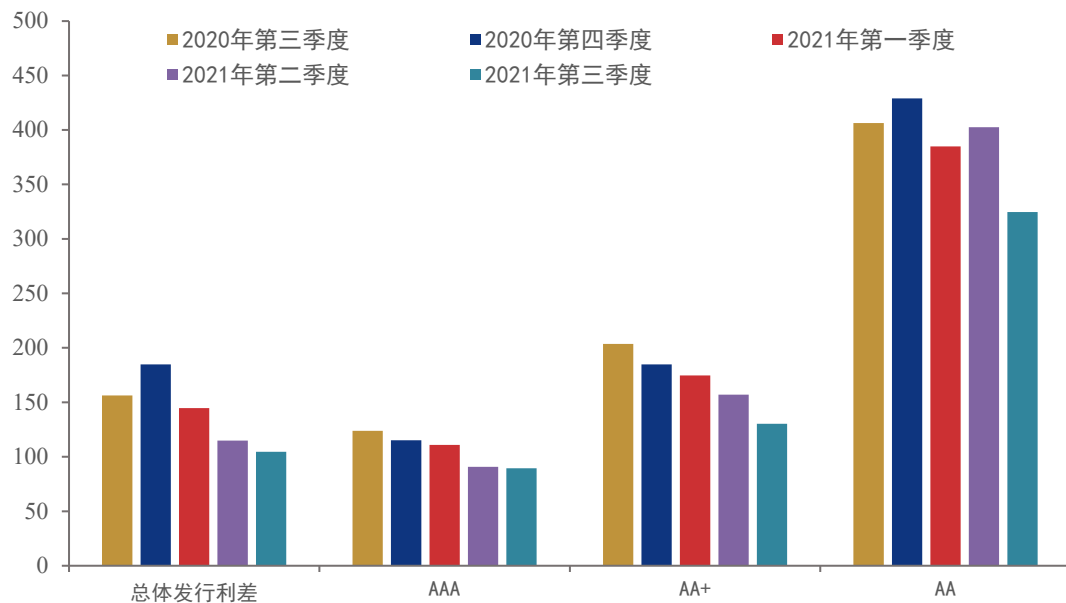


图8：不同评级5年期城投债发行利差变化情况（2020年第三季度-2021年第三季度，单位：BP）
数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、各地区城投债信用利差运行趋势

（一）高信用利差地区信用利差进一步走阔

2021年第三季度末，黑龙江和贵州两地城投债信用利差中位数均为约514BP，位居所有省、直辖市、自治区榜首；青海、云南、辽宁三省信用利差处于较高位置，均在350BP-400BP之间；广东、北京、上海、福建和浙江等地

城投债信用利差则相对较低，均在 100BP 以下。从区域的角度来看，我国东北、西南地区城投债信用利差相对较高，而华东、华南地区城投债信用利差相对较低（图 9）。

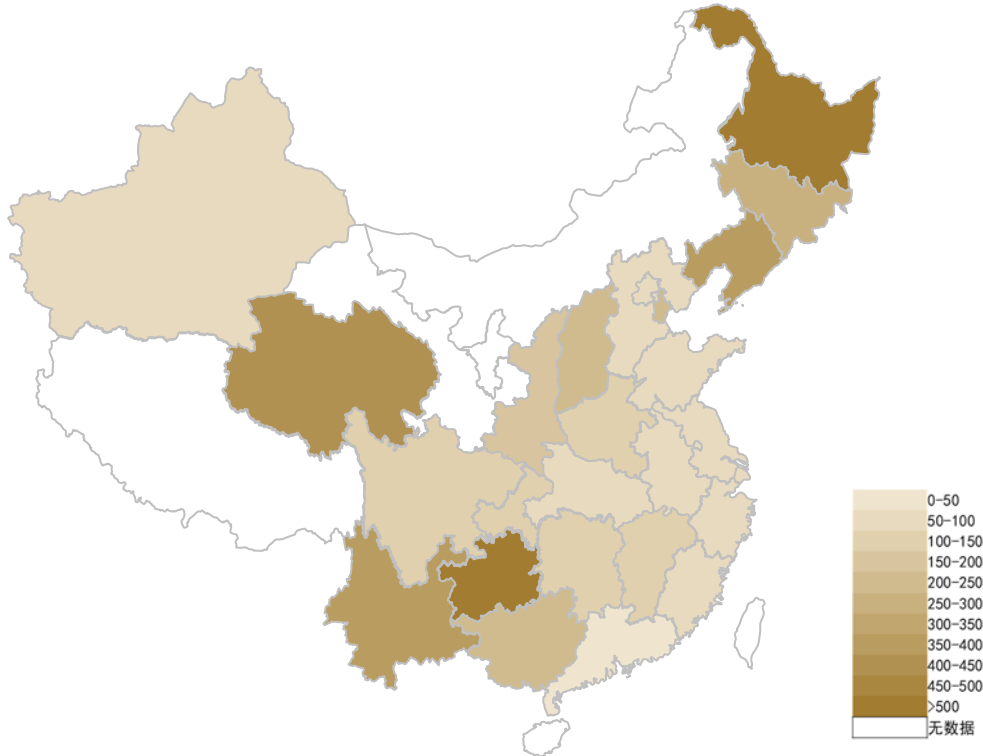


图 9：第三季度末各地城投债信用利差热力图（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从与上季度末相比变化来看，各地表现分化。四川、江西、山西、吉林、辽宁、云南、青海、贵州等地城投债信用利差均出现了较为明显的走阔（走阔幅度大于 20BP）。其中，走阔幅度最大的山西省城投债，走阔幅度高达 104BP；辽宁、云南、青海三地城投债信用利差走阔幅度均大于 50BP。重庆、湖南、天津三地城投债信用利差出现了明显收窄，收窄幅度分别为 29BP、26BP、68BP，天津城投债信用利差收窄幅度最大。其余各地城投债信用利差季度环比变化均小于 20BP。

总的来说，辽宁、云南、青海、贵州等城投债信用利差本就较高的地区在第三季度城投债信用利差进一步走阔，而大部分城投债信用利差本就较低的区域城投债信用利差相对变化较小，说明信用分化加大。

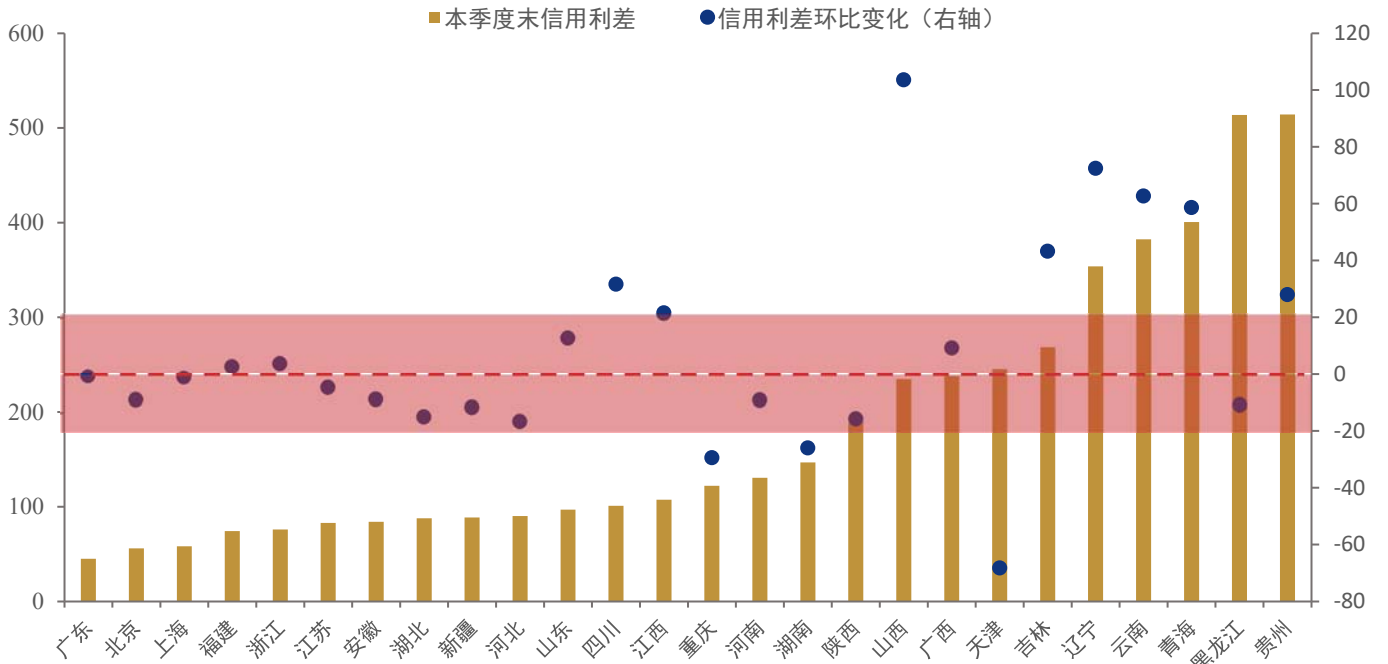


图 10：第三季度末各地城投债信用利差及其与上季度末相比变化值（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从各区域城投债信用利差所处 2015 年以来历史百分位数来看（图 11），各省份城投债信用利差所处历史水平分化。具体来看，青海、吉林、贵州、山西、辽宁、云南和黑龙江等地城投债信用利差所处百分位数均在 95% 以上，处于历史极高水平；天津、陕西、广西、河南等地城投债信用利差所处百分位数均在 85% 以上，处于历史较高水平；其余各地城投债信用利差所处百分位数相对较低。

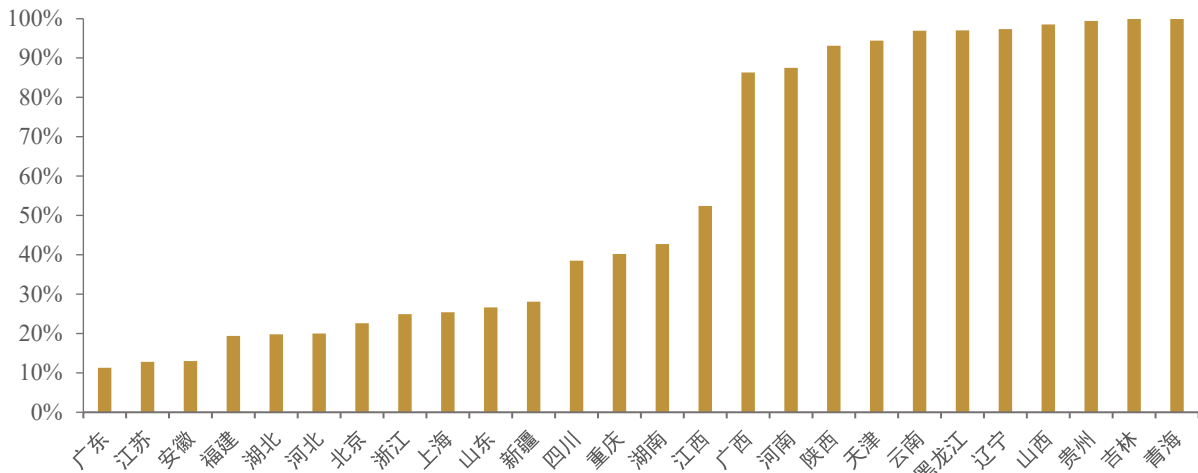


图 11：第三季度末各地城投债信用利差在 2015 年以来所处百分位数

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）各地区不同评级城投债信用利差分化程度总体下行

我们根据兴业固收提供的各地区不同评级城投债信用利差指数，对第三季度各地区的不同评级城投债信用利差的分化程度及其变化趋势进行了观察。我们用AA级城投债与AAA级城投债信用利差的差值（下称“AA-AAA差值”）来衡量各地城投债信用利差分化程度，AA-AAA差值越大的地区不同评级城投债信用利差分化程度越高。

2021年第三季度末，湖南、四川、河南、重庆和山东等地，不同评级城投债信用利差分化较为明显。其中，湖南省城投债信用利差分化最为显著，AA-AAA差值高达356.42BP。广东、浙江等地不同评级城投债信用利差分化水平较低，AA-AAA差值未超过100BP。

从与上季度末相比来看，各地区不同评级城投债信用利差分化水平呈降低趋势。安徽、福建、广西、重庆、湖南、四川等地AA-AAA差值均显著下降，下降幅度均超过35BP。其中，湖南、重庆两地AA-AAA差值下降最为显著，分别下降了65.42BP和62.56BP。广东AA-AAA差值则有所扩大，扩大幅度为21.42BP。

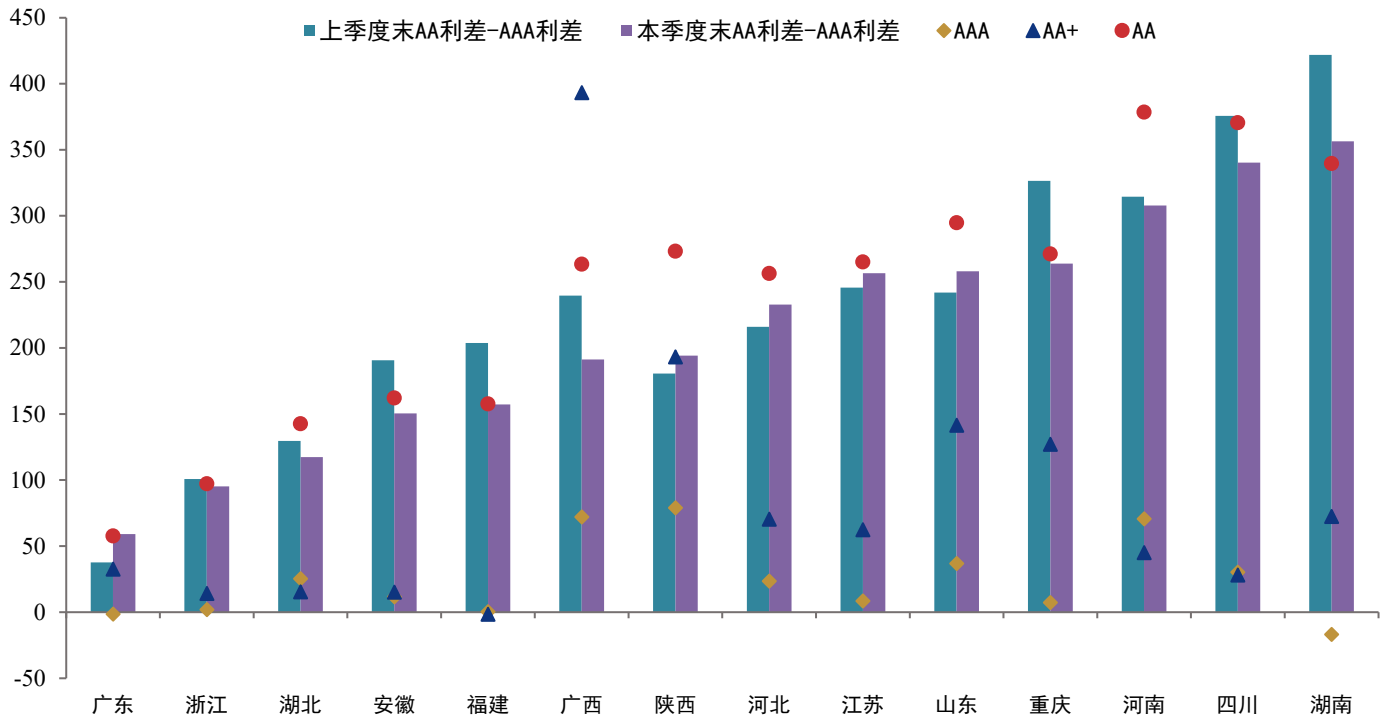


图 12: 各地不同评级城投债信用利差及 AA 级利差和 AAA 级利差差值 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

三、小结

本文从全国和各地区（省、直辖市和自治区）两个维度对我国城投债信用利差进行了多角度的观察。

在全国层面，2021年第三季度，全体城投债信用利差总体低位震荡运行，于季度末达到89.89BP，环比变化不大，且处于历史较低水平。从不同等级城投债信用利差来看，中高等级城投债信用利差运行较为平稳，维持低位震荡；低等级城投债信用利差则维持高位运行，并在季度内又创新高，一度达到320.81BP的峰值。从不同期限城投

债信用利差来看，第三季度短期限城投债信用利差小幅收窄；中期限城投债信用利差则大幅走阔，且和长期限城投债信用利差之间的差距大幅缩小。

在全国层面，2021年第三季度，以城投债发行利差中位数数据来看：城投债发行利差总体环比下行，其中，中高等级城投债发行利差总体环比变动幅度相对较小，而1年期和5年期低等级城投债发行利差环比显著降低。

在各地区层面，2021年第三季度，我国东北、西南地区各地城投债信用利差相对较高，而华东、华南地区各地城投债信用利差相对较低；黑龙江和贵州两地城投债信用利差均为514BP左右，为各地区最高；山西、辽宁、青海等城投债高信用利差地区信用利差进一步走阔，山西城投债信用利差第三季度环比大幅走阔104BP；青海、吉林、贵州、山西、辽宁、云南和黑龙江等地城投债信用利差处于其历史极高水平。

此外，各地不同评级城投债信用利差分化程度总体下行，安徽、福建、广西、重庆、湖南、四川等地不同评级城投债信用利差分化水平下降显著。

【作者简介】

陈浩川，北京化工大学材料科学与工程硕士、麦考瑞大学银行金融硕士，研究与发展部研究员；
李云霞，中央财经大学金融硕士，研究与发展部助理研究员（实习生）。

【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：010-5727 7666

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：021-6510 0651

【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。