

作者：张妍  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 行业利差整体收窄，城投债利差显著下行 ——2023年第一季度债券市场信用利差分析

### 相关研究报告：

1. 《行业利差整体走阔，城投债利差显著抬升——2022年第四季度债券市场信用利差分析》，2023.1.13
2. 《行业利差整体回落，城投债利差显著收窄——2022年第三季度债券市场信用利差分析》，2022.10.14
3. 《信用债利差大幅收窄，民营企业信用利差显著走阔——2022年第二季度债券市场信用利差分析》，2022.07.15
4. 《信用债利差总体走阔，民营企业信用利差显著下行——2022年第一季度债券市场信用利差分析》，2022.04.15
5. 《信用利差总体下行，民营企业利差下行幅度较大——2021年第四季度债券市场信用利差分析》，2022.01.18

### 摘要

2023年第一季度，债券市场信用利差总体呈现波动下行趋势。

从产业债角度来看，今年第一季度27个行业利差普遍下行，但下行幅度不同，行业之间的两极分化有所降低。农林牧渔行业利差下行幅度最大，其次是房地产行业，可能的原因是第一季度各地“因城施策”，进一步优化调控政策，有效化解地方政府债务风险，加强房地产行业平稳发展，房地产行业利差有所下降。

从企业属性来看，今年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相同。1月开始，民营企业、央企和地方国企的信用利差下行趋势明显，虽然到季度末，三类企业利差开始波动上升。

从城投债角度来看，今年第一季度各期限各等级利差普遍收窄。1年期各等级城投债信用利差均呈现波动下行的趋势，虽然在季度末有所上行；3年期中低等级利差在第一季度持续下行，而AAA和AA+级别城投债信用利差在季度末有所上行；5年期AA+、AA级别利差先小幅走阔后持续下行，但是AAA级别城投债利差自2月底开始波动回升。

## 一、信用利差总体收窄

本文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) 各期限各等级利差大幅收窄

今年第一季度，1年期各信用等级的利差走势在1-3月基本同步。1-2月，各信用等级利差大幅收窄；3月，各信用等级利差先下行后在月末有所上行（图1）。

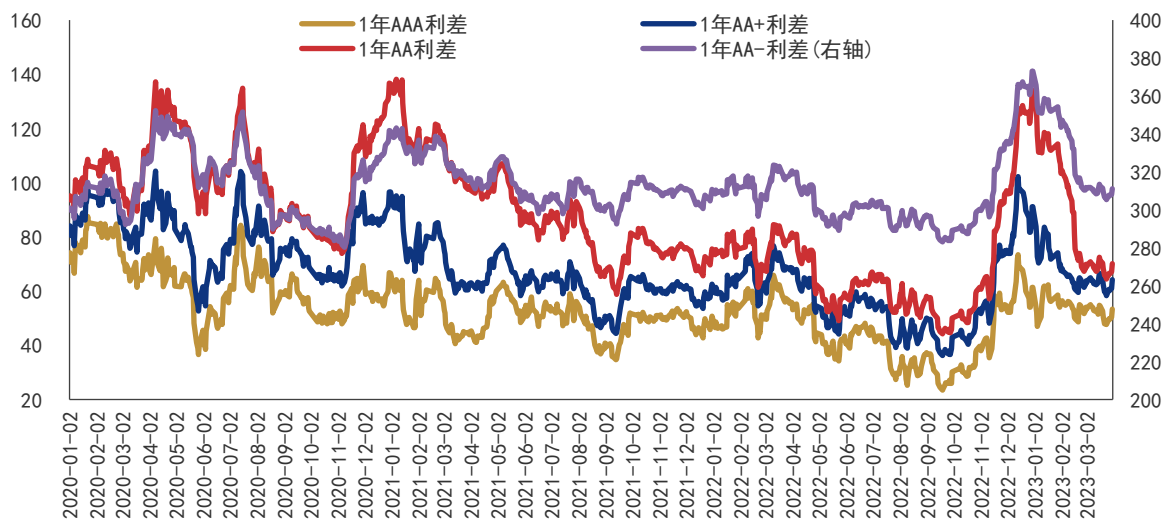


图1：1年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，和2022年第四季度末相比，2023年第一季度末1年期各等级的信用利差均有下降趋势（表1），其中AA与AA-利差下降幅度更大。今年第一季度，1年期国债到期收益率上升14个BP；其中，1-2月国债收益率持续上升，3月份国债到期收益率开始有所回落，但下降幅度小于上升幅度。相同地，1年期中短期票据各信用等级到期收益率先上行后下行。其中，AA和AA-信用等级收益率下降变动幅度远大于上升幅度，使得这两个级别的收益率出现明显下降。

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
-8	-27	-64	-62

注：利差变动等于2023年第一季度末利差减去2022年第四季度末利差，下同。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

今年第一季度，3年期各信用等级的利差走势在1-3月基本一致。1月上旬，各信用等级利差收窄；1月下旬至2月上旬，各信用等级利差开始震荡回升；之后，AAA级别信用利差震荡回落，其余级别信用利差持续明显回落。整体看，3年期各信用等级的利差收窄明显（图2）。

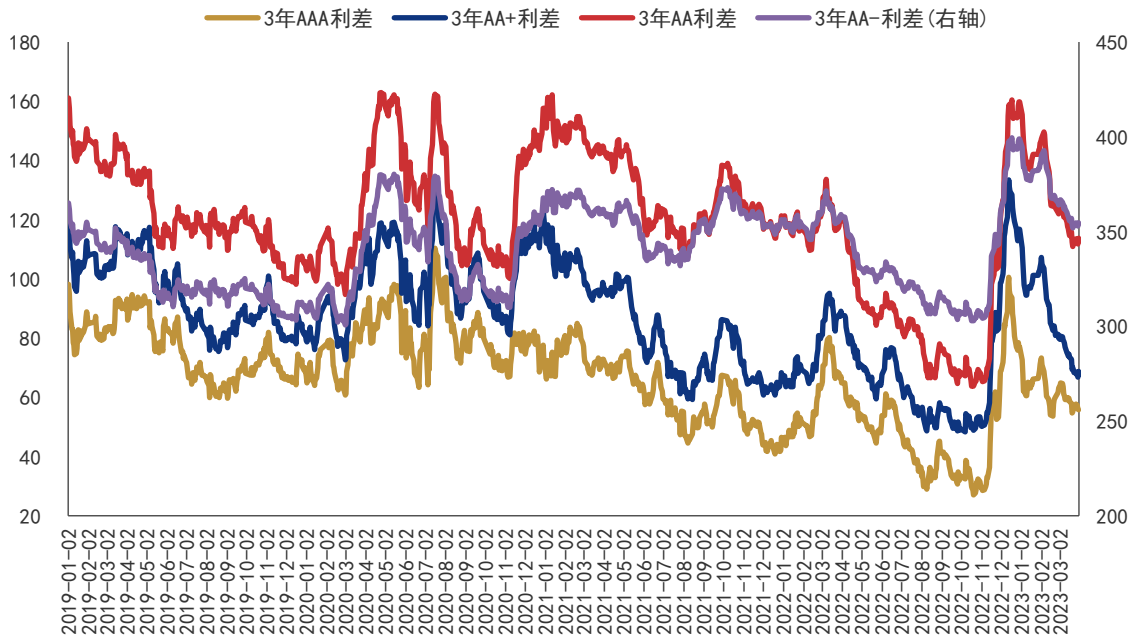


图 2：3 年期中债中短期票据利差走势（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从利差变动幅度来看，与 2022 年第四季度末相比，2023 年第一季度末 3 年期中短期票据，各等级变化基本一致，各个等级品种利差出现较大幅度回落（表 2），其中 AA+、AA 和 AA-信用等级利差均下降超 40BP。

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
-21	-48	-46	-44

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

今年第一季度，5 年期各信用等级的利差走势基本一致,整体呈现下行趋势。1 月，各信用等级利差小幅上升；2 月，各信用等级利差开始大幅回落；3 月，各信用等级利差波动下行。

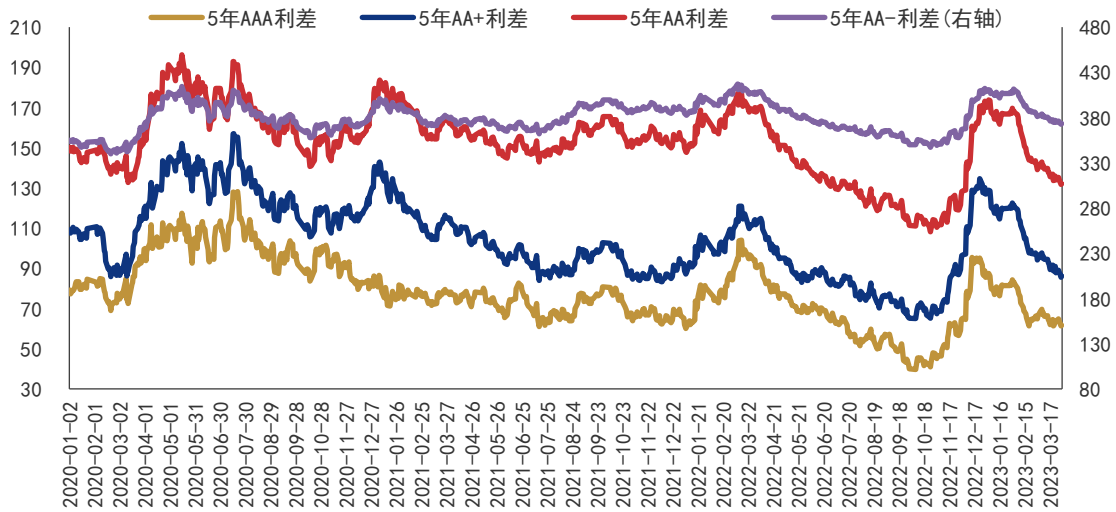


图3: 5年期中债中短期票据利差走势 (单位: BP)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从利差变动幅度来看, 与2022年第四季度末相比, 2023年第一季度末5年期中短期票据, 各等级利差均有回落趋势(表3)。第一季度, 5年期国债到期收益率上升4个BP; 5年期中短期票据方面, 各等级收益率均有较大幅度下降, AA+利差下降幅度超40个BP。

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
-24	-41	-38	-36

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## (二) 中长期低等级和高等级之间利差大幅回落

本文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。

今年第一季度, 各期AA-利差与AAA级利差的差值走势基本一致, 出现大幅回落(图4)。其中, 1年期AA-利差与AAA级利差的差值下降幅度较大, 长期限(5年期)AA-级利差与AAA级利差的差值下降幅度最小。

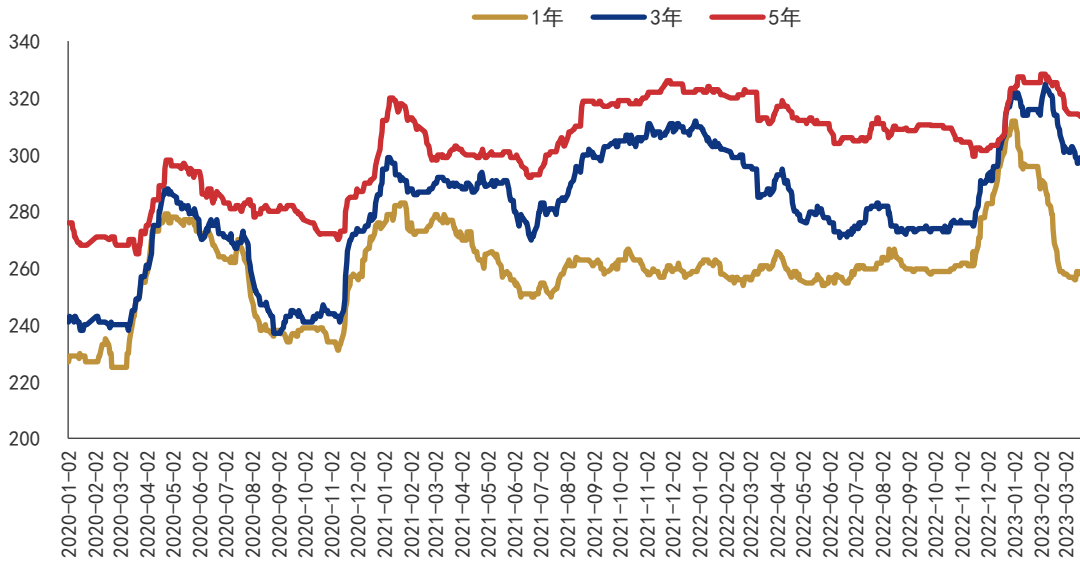


图4：各期限AA级利差与AAA级利差的差值（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

通过用2023年第一季度末数值减去2022年第四季度末数值，可发现，1年期、3年期、5年期的利差差值分别回落54个BP、23个BP和12个BP。从低信用等级和高信用等级的利差差值来看，各期限品种分化程度有所下降。1年期利差差值回落幅度最大，或是部分因为1年期票据对今年第一季度流动性改善更敏感。

## 二、信用利差整体下行，民企利差开始回落

本文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，今年第一季度各行业信用利差均有所下行（图5、图6）。从选取的27个申万行业类别来看，行业信用利差两级分化程度有所下降。

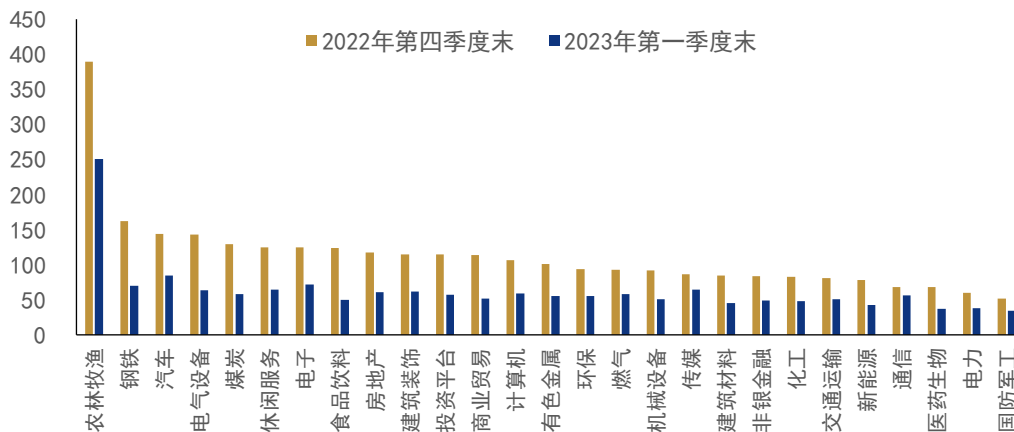


图5：各行业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2023年第一季度末利差排名前三的行业与2022年第四季度末不同（图5），第一季度末利差排名前三的行业分别是农林牧渔、汽车和电子行业，而第四季度末利差排名前三的行业分别是农林牧渔、钢铁和汽车行业；排名后三位的行业（即信用利差最小的）与上一季度相同，分别是医药生物、电力和国防军工行业（图5）。

用2023年第一季度末的利差数据减去2022年第四季度末的利差数据之后，可发现，在第一季度中，27个行业利差普遍下行（图6），但下行幅度有所差异。其中，农林牧渔行业利差下行幅度最大，接近140个BP；下行幅度最小的是通信，为12个BP。

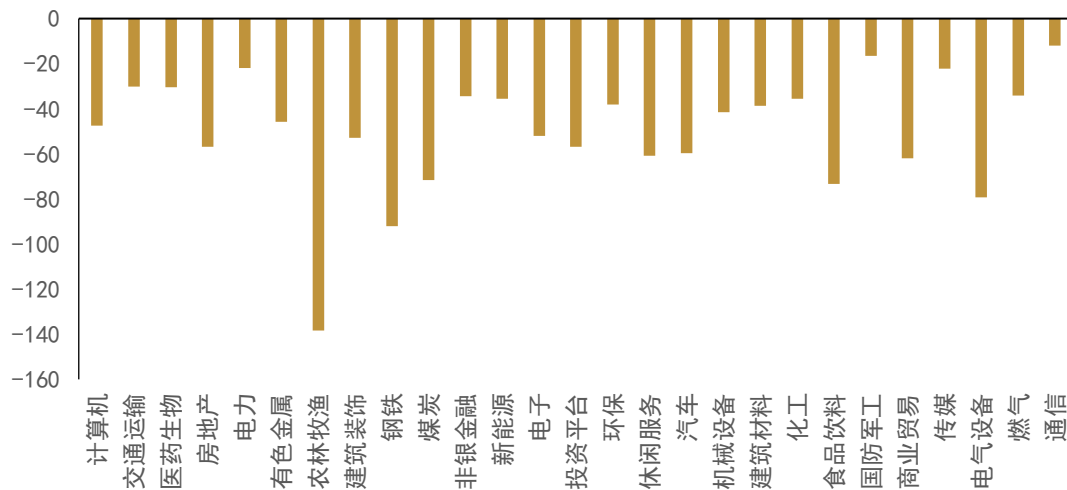


图6：第一季度各行业利差变化（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为了研究中等信用等级（AA级）的利差变化，这里选取数据可得4个行业。数据显示，今年第一季度末，4个行业利差均下行，其中，投资平台行业AA级信用利差下降幅度最大，为104个BP，排第二的是房地产行业（图7）。今年第一季度，各地“因城施策”，进一步优化调控政策，有效化解地方政府债务风险，加强房地产行业平稳发展，行业利差有所下降。

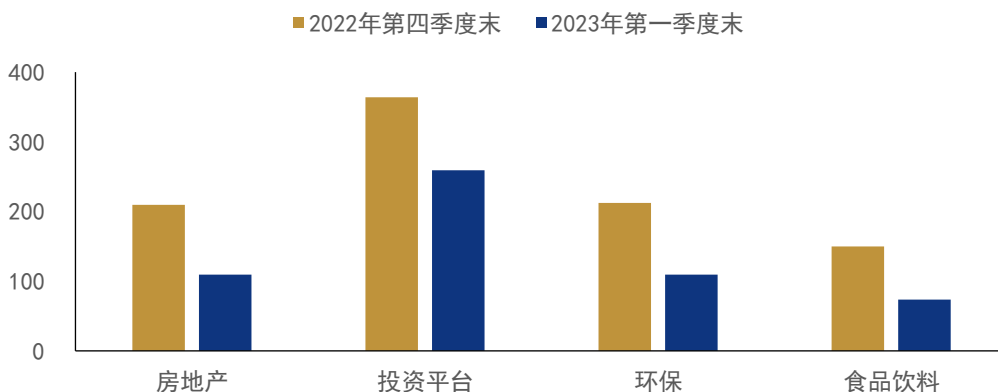


图7：各行业AA级信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从企业性质分类来看，今年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相同。1月开始，民营企业、央企和地方国企的信用利差下行趋势明显，到季度末，三类企业利差开始波动上升。

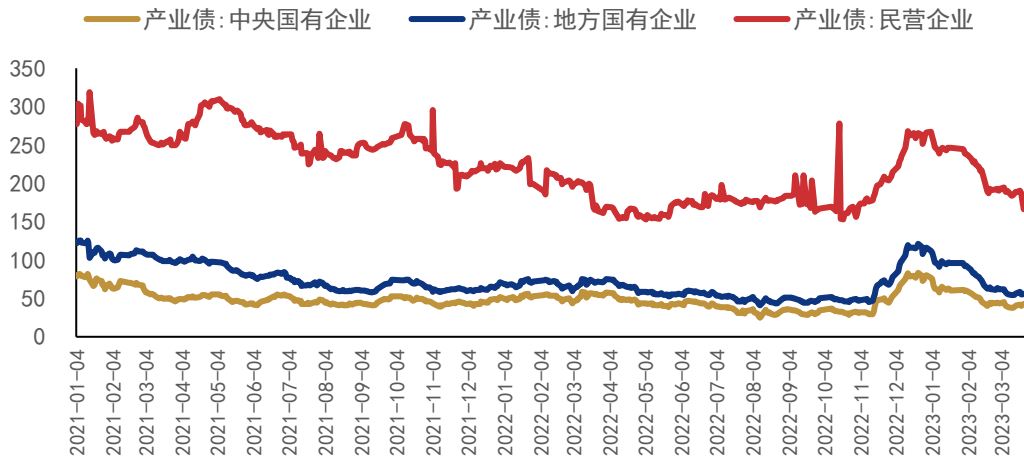


图 8：央企、地方国企和民营企业信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从民营企业 and 地方国企的信用利差差值来看，在 2022 年第四季度利差差值大幅上升至 149BP，2023 年第一季度利差差值自高位回落至 110BP，或受益于今年经济恢复以及去年 12 月中央经济工作会议以来民营企业支持政策的增强。

### 三、城投债利差显著回落

本文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。今年第一季度，各期限不同信用等级城投债的信用利差走势基本一致。

今年第一季度，1 年期各等级城投债信用利差均呈现波动下行的趋势，并在季度末有所上行。其中，中低信用等级（AA 和 AA-）城投债信用利差下行幅度较大，分别下行 82 和 93 个 BP（表 4）。

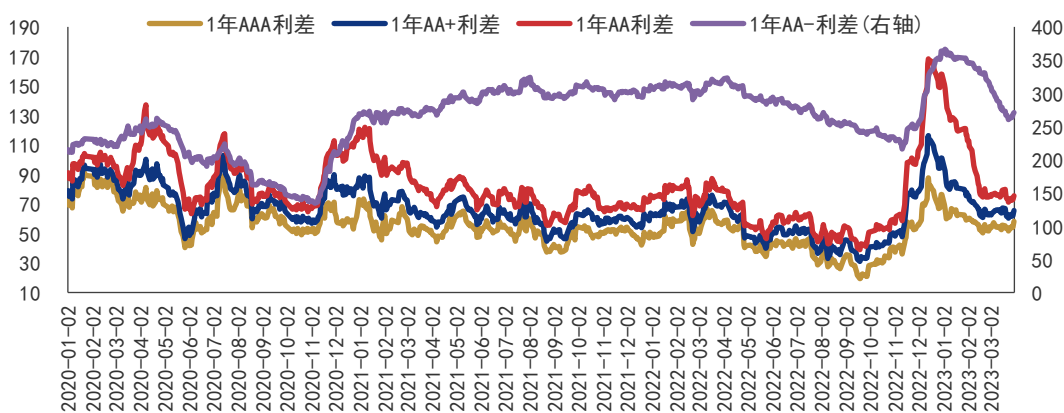


图 9：1 年期城投债信用利差（单位：BP）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

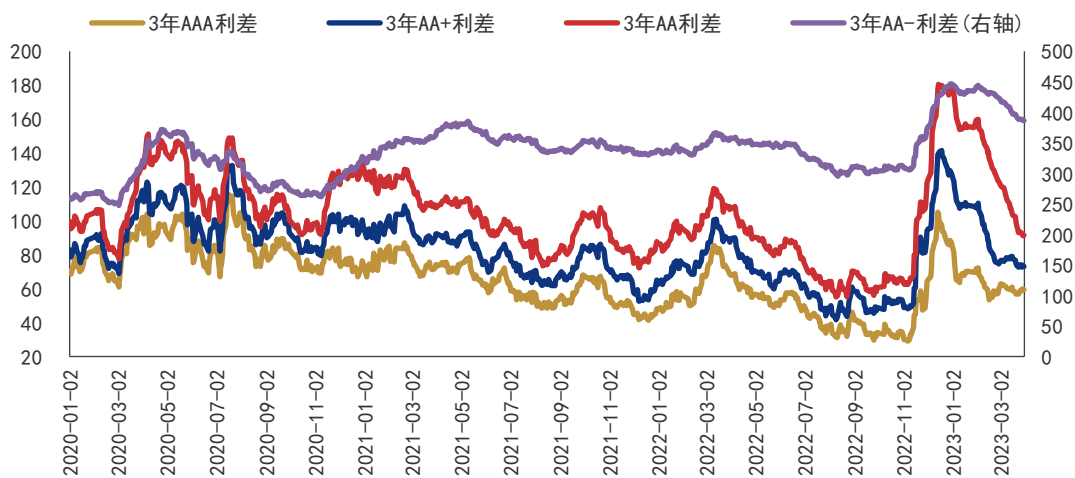


**表 4：1 年期中债城投债信用利差变动（单位：BP）**

AAA 利差变动	AA+利差变动	AA 利差变动	AA-利差变动
-18	-35	-82	-93

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

今年第一季度，3 年期城投债各等级利差走势基本一致，整体信用利差均下行。具体看，中低等级利差在第一季度持续下行，而 AAA 和 AA+ 级别城投债信用利差在季度末有所上行（图 10）。从 3 年期城投债利差变动来看，各等级城投债利差均大幅下降，其中，AA 级别城投债利差下行幅度最大，为 88 个 BP（图 10 和表 5）。


**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
-28	-55	-88	-60

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

今年第一季度，5 年期城投债各信用等级利差的走势有所差异。1 月，各级别利差小幅走阔；2 月，各级别利差开始下行，到 2 月底，AAA 级别城投债利差开始波动回升，但其余级别利差仍保持下行趋势（图 11 和表 6）。中低信用等级利差呈现大幅回落趋势，但下行幅度稍低于 1 年期和 3 年期城投债，或是部分因为在经济预期修复背景下 1 年期和 3 年期城投债对一季度流动性改善的敏感性相对更强。



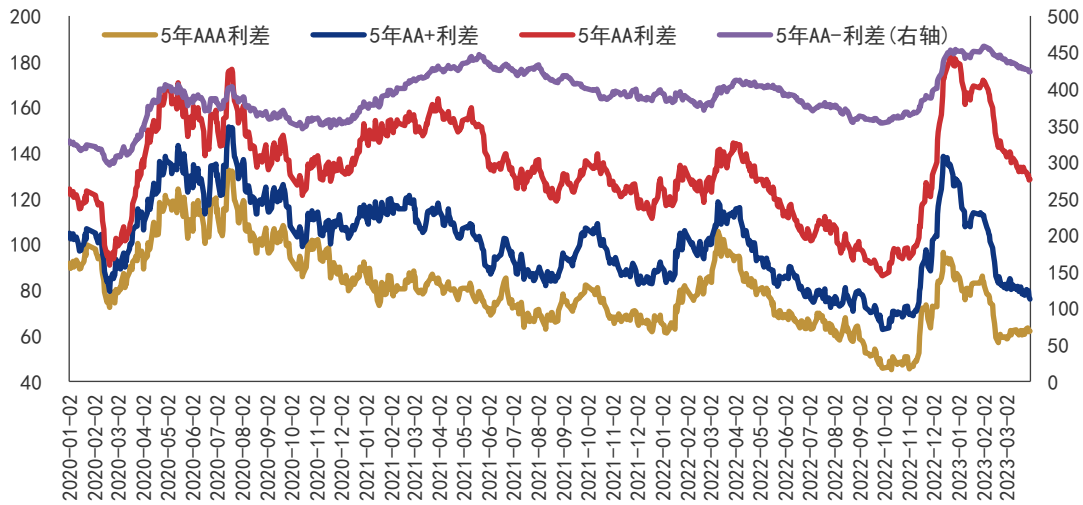


图 11: 5年期城投债信用利差 (单位: BP)

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
-25	-52	-51	-29

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

今年第一季度, 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。为了更好地观察城投债内部利差走势是否出现分化, 我们可同样使用利差差值 (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) 之间的利差差值在今年第一季度变化基本相同 (图 12), 整体均为下行趋势。其中, 中短期 (1 年期和 3 年期) 利差差值回落幅度较大, 分别下降 75 和 32 个 BP; 5 年期的利差下行幅度较中短期较低, 为 4 个 BP。各期限上 AA-利差与 AAA 利差差值的明显下行, 表明了低等级城投债与高等级城投债信用分化有所降低。

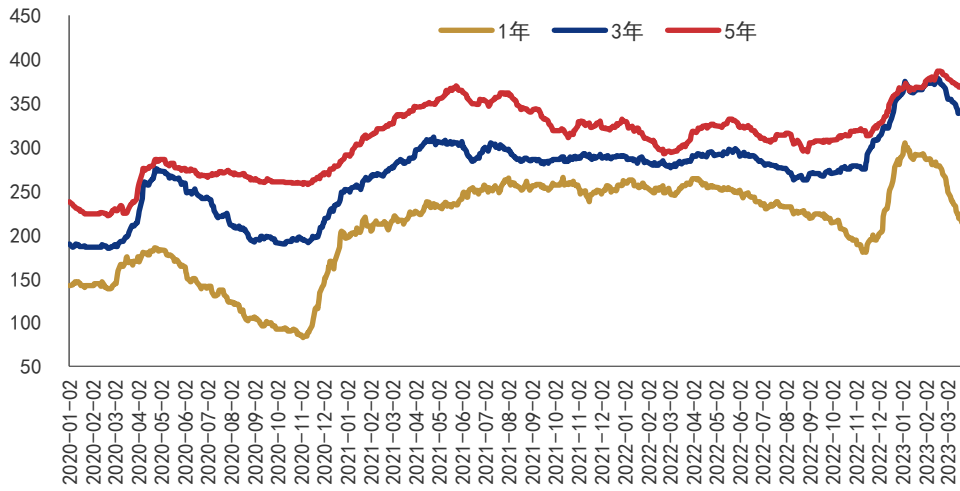


图 12: 各期限城投债 AA-级利差与 AAA 级利差的差值 (单位: BP)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

### 【作者简介】

张妍，伦敦国王学院金融学硕士，远东资信研究与发展部研究员。

### 【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



## 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://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：021-65100651

### 【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。