

信用债一级市场维持热度，估值收益率分化明显，二级市场城投债、产业债信用利差均走阔后收窄，信用债违约金额同比减少

月报 | 2025.4.7

长城财富保险资管信评部

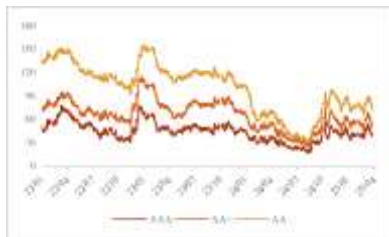
摘要

中债中短期票据信用利差
(基于国开债) (bp)

期限	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	28.36	26.61	38.87	27.02	39.66
AAA	30.32	26.62	39.22	30.05	40.17
AA+	36.32	34.62	50.72	45.05	66.67
AA	40.32	48.62	71.22	74.55	98.67

注：数据截至 2025 年 3 月 31 日

中短期票据信用利差 (5 年期)



分析师：何佳易

Tel: 010-88632315

Email: hejiayi@greatwealthamc.com

分析师：陈逸晨

Tel: 010-88632331

Email: cheniyishen@greatwealthamc.com

联系方式

北京市西城区平安里西大街 31 号航
天金融大厦东侧二层

邮箱 service@greatwealthamc.com

网址 www.greatwealthamc.com

■ 一级市场方面，3 月份信用债维持热度，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行为主，信用债估值收益率各等级分化明显，且长久期幅度更大。二级市场方面，中短期票据以及城投债、产业债信用利差均走阔后收窄，AA 级别城投债走阔幅度更大。违约事件方面，新增违约债券 1 只，违约金额同比减少。债市热点方面：市场预计二季度是降准降息重要窗口期；MLF 将聚焦于提供 1 年期流动性，资金成本将总体下降；地产重组置换债工具启动在即；公开债转场外兑付后中航产融相关债券面临较大流动性折价压力，中短期发生逾期的可行性仍不大，长期债务仍需观察。

■ 一级市场方面：本月市场维持热度，高等级信用债为主，期限分布仍呈中短期；信用债估值收益率各等级分化明显，且长久期幅度更大。3 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量同比大幅减少，环比有所增加，总偿还量同比同比大幅减少，环比有所增加，净融资额同比、环比均明显减少，当月推迟或取消发行信用债同比有所减少，环比增长。从发行期限和级别来看，新发行信用债仍以中短期限为主，高等级企业是信用债最主要的发行主体，AA+及以上高等级信用债发行占比超 80%。相比于 2 月 28 日 DCM 估值，3 月（3 月 31 日）各等级信用债估值收益率分化明显，除 AA+级别波动不大外，高等级明显下行，中低等级则明显上行，且长久期幅度更大。

■ 二级市场方面，本月中短期票据，城投债、产业债信用利差走阔后收窄，仍维持在较低水平，AA 级别城投债收窄幅度更大。3 月份，中短期票据信用利差走阔后收窄，不同等级间信用利差基本持平，整体仍处于历史均值较低水平。同期，期限利差整体收窄，整体仍处于历史均值较低水平。城投债、产业债信用利差走阔后收窄，城投债 AA 级别收窄幅度更大。

■ 违约事件方面，本月新增违约信用债 1 只，违约金额同比减少。3 月份，信用债市场新增违约债券 1 只，违约金额同比减少。4 月份，信用债预计总偿还量在 1.18 万亿元上下，略低于上月水平，谨防风险企业发生超预期违约事件。

目录

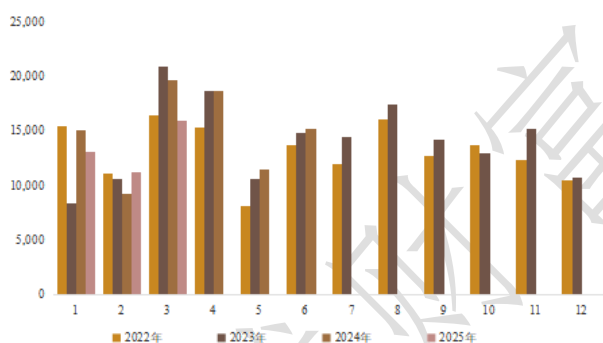
一级市场：市场维持热度，AA+及以上高等级信用债发行占比超 80%，期限分布仍呈中短期；各等级信用债估值收益率分化明显，除 AA+级别波动不大外，高等级明显下行，中低等级则明显上行，且长久期幅度更大。	3
二级市场：中短期票据信用利差走阔后收窄，仍在较低水平，城投债、产业债信用利差均走阔后收窄，城投债 AA 级别收窄幅度更大。	4
违约事件：信用债新增违约债券 1 只，违约金额同比减少	5
债市热点：市场预计二季度是降准降息重要窗口期；MLF 将聚焦于提供 1 年期流动性，资金成本将总体下降；地产重组置换债工具启动在即；公开债转场外兑付后中航产融相关债券面临较大流动性折价压力，中短期发生逾期的可行性仍不大，长期债务仍需观察	7

一级市场：市场维持热度，AA+及以上高等级信用债发行占比超 80%，期限分布仍呈中短期；各等级信用债估值收益率分化明显，除 AA+级别波动不大外，高等级明显下行，中低等级则明显上行，且长久期幅度更大。

- 3 月份，信用债¹一级市场维持热度，AA+和 AA 发债主体和 1-3 年期限的占比均呈增长趋势趋势，AA+及以上高等级信用债发行占比达 81.65%。

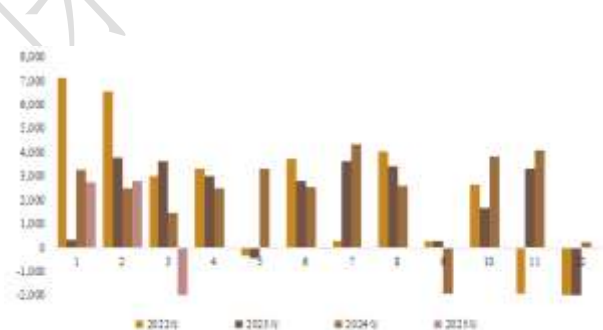
3 月份，一级市场维持热度，当月信用债总发行量 15,930.74 亿元，同比减少-15,059.65 亿元，环比增加 4,634.59 亿元，信用债总偿还量 12,588.24 亿元，同比减少 7,139.67 亿元，环比增长 5,867.87 亿元。当月信用债净融资额-2,014.99 亿元，同比减少 6,332.06 亿元，环比减少 4,831.64 亿元，当月推迟或取消发行信用债同比减少 327.96 亿元，环比增长 136.20 亿元。

图 1 信用债发行量



资料来源：Wind，信用评估部

图 2 信用债净融资额



资料来源：Wind，信用评估部

从发行期限来看，新发信用债期限结构以 3 至 5 年（含，占比 30.71%）和 1 至 3 年以内（占比 43.13%）为主。从发行级别来看，AAA 等级发行人是信用债最主要的发行主体，占比 44.77%，AA+ 级别占比 36.89%，AA 级别占比 18.10%，AA- 级别及以下和无级别占比 0.25%。

表 1 新发行信用债期限和级别

期限	AAA	AA+	AA	总计
1 年以内	207	98	26	331
1 至 3 年（含）	292	264	128	684
3 至 5 年（含）	158	204	124	487

¹包含金融债（不含证金债）、企业债、中票、公司债、私募债、短融、定向工具、可转债和可交债，下同。

5 年以上	53	19	9	84
总计	710	585	287	1586

资料来源: Wind, 信用评估部

- 3 月份, 各等级信用债估值收益率分化明显, 除 AA+级别波动不大外, 高等级明显下行, 中低等级则明显上行, 且长久期幅度更大。

相比于 2 月 (2 月 28 日) DCM 估值, 3 月 (3 月 31 日) 各等级信用债估值收益率分化明显, 除 AA+级别波动不大外, 高等级明显下行, 中低等级则明显上行, 且长久期幅度更大。

中短期信用债估值收益率方面, 1 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 110bp, AAA 等级收益率下行 23bp, AA+等级收益率下行 2bp, AA 等级收益率上行 20bp, AA-等级收益率上行 96bp; 3 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 142bp, AAA 等级收益率下行 39bp, AA+等级收益率上行 1bp, AA 等级收益率上行 35bp, AA-等级收益率上行 139bp; 5 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 149bp, AAA 等级收益率下行 35bp, AA+等级收益率上行 5p, AA 等级收益率上行 39bp, AA-等级收益率上行 153bp。

中长期信用债估值收益率方面, 7 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 185bp, AAA 等级收益率下行 48bp, AA+等级收益率上行 3bp, AA 等级收益率上行 60bp, AA-等级收益率上行 183bp; 10 年期品种中, 重点 AAA 等级收益率下行 226bp, AAA 等级收益率下行 62bp, AA+等级收益率上行 4bp, AA 等级收益率上行 78bp, AA-等级收益率上行 220bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化 (对比 2 月 28 日)

主体评级	1 年		3 年		5 年		7 年		10 年	
	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)	最新 (%)	变化 (bp)
重点 AAA	2.01	(110.00)	2.12	(142.00)	2.24	(149.00)	2.35	(185.00)	2.44	(226.00)
AAA	2.05	(23.00)	2.16	(39.00)	2.27	(35.00)	2.45	(48.00)	2.50	(62.00)
AA+	2.16	(2.00)	2.28	(1.00)	2.49	5.00	2.68	3.00	2.83	4.00
AA	2.27	20.00	2.50	35.00	2.66	39.00	2.99	60.00	3.18	78.00
AA-	2.99	96.00	3.49	139.00	3.73	153.00	4.12	183.00	4.60	220.00

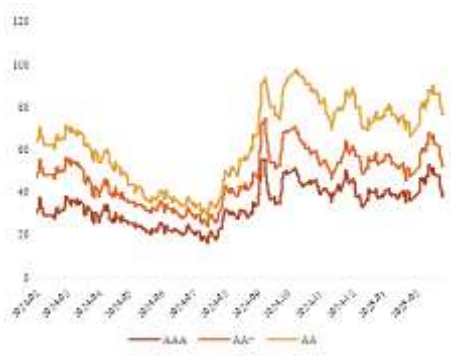
资料来源: Wind, DCM 定价估值, 信用评估部

二级市场: 中短期票据信用利差走阔后收窄, 仍在较低水平, 城投债、产业债信用利差均走阔后收窄, 城投债 AA 级别收窄幅度更大。

- 中短期票据信用利差走阔后收窄, 维持在较低水平, 城投债、产业债期限利差均走阔后收窄, 其中 AA 级别城投债走阔幅度更大。

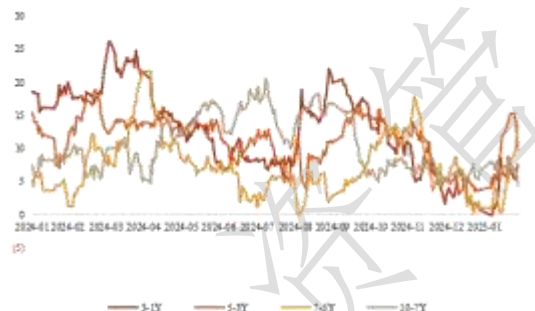
3 月份，中短期票据信用利差走阔后收窄，不同等级间信用利差基本稳定，整体仍处于历史均值较低水平；AAA 级别、AA+级别、AA 级别信用利差分别较月初收窄 7.38bp、7.87bp 和 8.37bp。同期，期限利差基本收窄，3-1Y 期限利差收窄 3.58bp，5-3Y 期限利差收窄 10.11bp，7-5Y 期限利差收窄 11.58bp，10-7Y 期限利差走阔 1.90bp。整体看，期限利差基本收窄，整体仍处于历史均值较低水平。

图 3 中短期票据信用利差（5 年期）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

图 4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

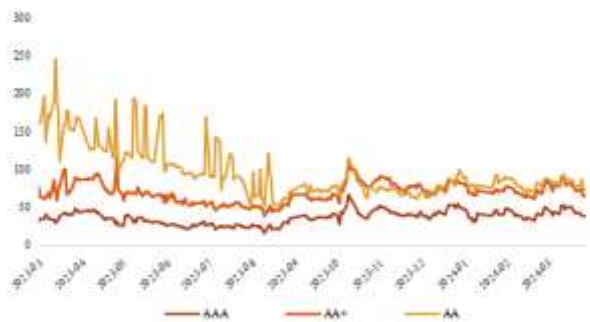
3 月份，城投债信用利差走阔后收窄，AAA 级信用利差较月初收窄 5.72bp, AA+、AA 级信用利差分别收窄 6.60bp 和 14.39bp，城投债信用利差整体仍明显低于历史均值。同期，产业债信用利差走阔后收窄，AAA 级别信用利差收窄 6.83bp，AA+、AA 级信用利差分别收窄 6.86bp 和 6.31bp，产业债信用利差整体仍明显低于历史均值。

图 5 城投债信用利差（3 年期）



资料来源: Wind, 建行万得城投债收益率, 信用评估部

图 6 产业债信用利差（3 年期）



资料来源: Wind, 建行万得产业债收益率, 信用评估部

违约事件：信用债新增违约债券 1 只，违约金额同比减少

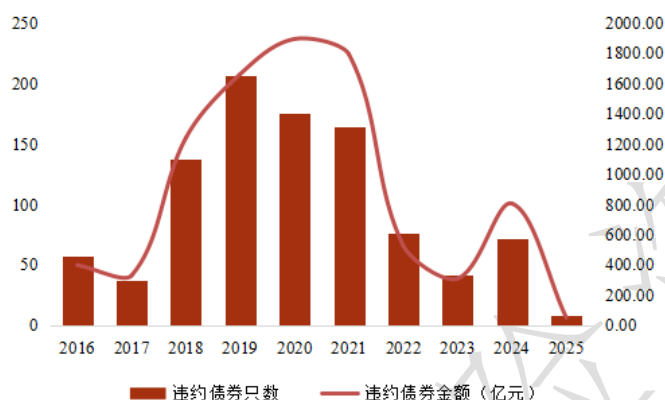
- 3 月新增违约信用债 1 只，违约金额同比减少。

2025 年 3 月，信用债市场新增实质违约债券 1 只，国厚资本非首次违约主体。4 月份，信用债预计

总偿还量在 1.18 万亿元上下，略低于上月水平，谨防风险企业发生超预期违约事件。

本月评级下调企业数量同比减少 2 家，环比减少 3 次家至 2 家。其中，境内本月主体评级下调合计 2 家，行业分别为制药、生物科技与生命科学和消费者服务 II，包括海南普利制药股份有限公司由 BBB-/负面调整至 BB-/负面以及东方时尚驾驶学校股份有限公司由 BB-/负面调整至 B/负面。

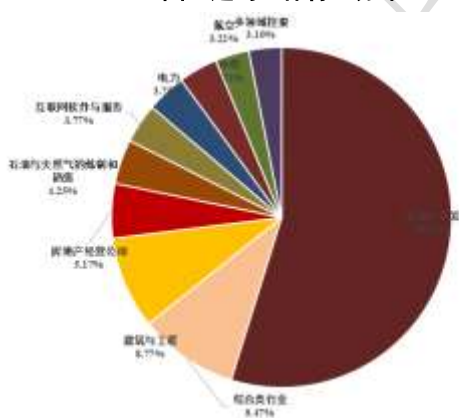
图 7 违约事件统计



资料来源: Wind, 信用评估部

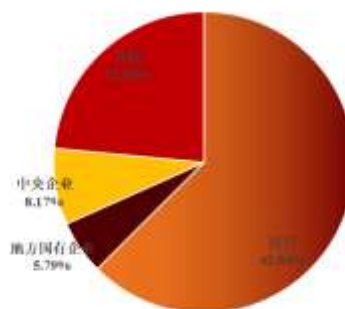
截至 2025 年 3 月末，按照违约日债券余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合类行业、建筑与工程三大行业（Wind 行业）；按照违约主体计算，违约主体同样也主要集中于上述三大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，余额占比 62.54%，国资控股背景违约主体占比相对较低。

图 8 违约主体行业分布



资料来源: Wind, 信用评估部

图 9 违约主体性质分布



资料来源: Wind, 信用评估部

债市热点：市场预计二季度是降准降息重要窗口期；MLF 将聚焦于提供 1 年期流动性，资金成本将总体下降；地产重组置换债工具启动在即；公开债转场外兑付后中航产融相关债券面临较大流动性折价压力，中短期发生逾期的可行性仍不大，长期债务仍需观察

- 中国央行月内四提择机降准降息，市场预计二季度是重要窗口期

中国人民银行副行长宣昌能周四在博鳌亚洲论坛“不稳定世界中寻找货币与金融稳定”分论坛上致辞时表示，在不确定性加大的背景下，中国明确适度宽松的货币政策。央行连续多次降准降息，通过货币政策调整来支持经济发展。政策的立场是明确的，中国将根据国内外经济金融形势，择机降准降息。值得注意的是，这是央行 3 月以来第四次公开提到择机降准降息。

- 央行主管媒体：MLF 改为多重价位中标后，聚焦于提供 1 年期流动性，资金成本将总体下降

据央行主管媒体金融时报，3 月 24 日央行官网发布公告，宣布将开展 4500 亿元中期借贷便利（MLF）操作，并从本月起将 MLF 操作由单一价位中标调整为多重价位中标（即美式招标）。“MLF 操作再次净投放，展现适度宽松的货币政策取向。”本月 MLF 到期 3870 亿元，实现净投放 630 亿元，是 2024 年 7 月以来 MLF 首次净投放。

- 重组置换债工具启动在即，已有地产中票候场

据了解，已有违约地产主体，计划在银行间重组置换债工具规范后，使用该工具延长中票偿还期限。此外，3 月 14 日，沪、深交易所均已发文规范债务重组类债券置换业务。交易所曾启动债券置换试点并在 2020 年 7 月转入常态化，本次有望针对工具制度进行改革。2024 年 7 月，“21 远洋控股 PPN001”完成置换为“24 远洋控股 PPN001（重组）”，置换规模 27.42 亿元，未参与置换的债权仍享有原票据权益。据悉，未来要上线银行间重组置换债工具流程与以往存在区别，但不参与置换的债权同样仍享有原票据权益。

- 公开债转场外兑付后中航产融相关债券面临较大流动性折价压力，中短期发生逾期的可行性仍不大，长期债务仍需观察

3 月 28 日中航产融（SH. 600705）公告终止上市方案及拟与公司债券及债务融资工具持有人达成协议并转场外有序兑付的安排，开央企金控平台风险处置主动退市案例先河。长期债务的兑付仍需关注经营改

善、风险化解及再融资渠道建设情况。公开债转场外后中航产融相关债券流动性将大打折扣，短期面临一定的抛售压力；终止上市后中航产融再融资能力会有所削弱，在各业务板块间的资源分配能力及纾困能力弱化，引致中航产融信用资质边际趋弱，需对体系内投资能力、风险控制水平、底层资产质量再审视。

法律声明

本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见或推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，由于市场的波动及其他事件的发生，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户做参考，不构成投资建议。