

信用月报 一级市场发行和净融资额有所下降，二级市场信用利差窄幅震荡，关注后化债周期的信用资质发展和城投债务化解效果

月报 | 2025.9.9

长城财富保险资管信评部

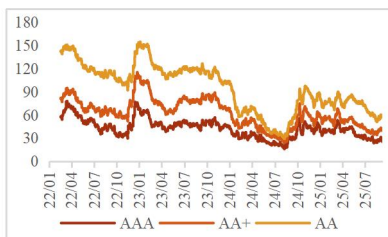
摘要

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+	11	18	23	27	38
AAA	15	22	25	29	43
AA+	20	30	39	43	61
AA	25	40	57	65	83

注：数据截至 2025 年 8 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: cheniyisheng@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

8 月份，信用债发行和净融资有所下降，高评级和短期限债券发行占比提升，估值收益率变化很小，信用利差呈现窄幅震荡走势，维持在较低水平，新增违约金额减少，无企业级别调整。热点事件，关注多地实现隐债清零目标后化债周期的信用资质发展和土储专项债发行节奏加快对城投债务化解效果。

■ 发行和净融资有所下降，高评级和短期限债券发行占比提升，各等级信用债估值收益率变化很小。8 月份，一级市场发行规模小幅下降，当月总发行量 16,269.31 亿元，同比减少 2,026.84 亿元，环比减少 2,884.09 亿元，信用债总偿还量 14,611.59 亿元，同比减少 1,013.61 亿元，环比减少 3,043.15 亿元。当月信用债净融资额 1,657.73 亿元，同比减少 1,013.23 亿元，环比减少 5,927.23 亿元。从发行期限来看，新发信用债期限结构以 1 至 3 年以内（占比 38.38%）和 3 至 5 年（含，占比 31.23%）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 53.22%，AA+ 级别占比 32.39%，AA 级别占比 13.61%，AA- 级别及以下和无级别占比 0.85%。

■ 债市整体交投活跃度降温，中短期票据信用利差呈现窄幅震荡走势，维持在较低水平。8 月份，信用利差呈现窄幅震荡走势，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 1.29bp、走阔 1.71bp 和收窄 6.29bp。同期，期限利差基本走阔，3-1Y 期限利差走阔 7.45bp，5-3Y 期限利差走阔 9.37bp，7-5Y 期限利差走阔 18.74bp，10-7Y 期限利差走阔 14.73bp。

■ 本月新增违约金额减少，无企业级别调整。8 月，信用债市场新增实质违约债券 2 只，其中首次违约的深圳市中装建设集团股份有限公司行业为建筑与工程。本月无企业主体级别被国内评级机构下调，6 家主体级别被国际评级机构下调，主要属房地产和煤炭企业；展望下调方面，无企业评级展望被国内及国际评级机构下调。

目录

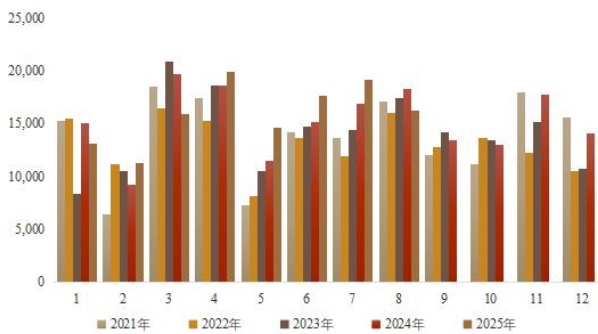
一级市场：发行和净融资有所下降，高评级和短期限债券发行占比提升；关注股债跷跷板效应、货币政策动向及经济数据变化对估值的影响	3
二级市场：债市整体交投活跃度降温，中短期票据信用利差呈现窄幅震荡走势，维持在较低水平；城投债市场受政策调整、地方财政状况等因素影响较大，建议密切关注区域化债进展及政策动态，谨慎评估信用风险；产业债利差受行业基本面和市场情绪影响较大，下游消费行业波动明显	4
违约事件：信用债本月新增违约金额减少，无企业主体级别被国内评级机构下调	6
信用债热点：82 地率先实现“全域隐债清零”目标，化债周期内预计信用风险仍然可控，需要进一步关注后化债周期的信用资质发展；非“自审自发”试点地区尚未发行相关专项债，发行节奏整体较慢，后续土储专项债发行节奏有望加快，持续关注对城投债务化解效果	7

一级市场：发行和净融资有所下降，高评级和短期限债券发行占比提升；关注股债跷跷板效应、货币政策动向及经济数据变化对估值的影响

- 8 月份，信用债一级市场发行放缓，AA+及以上发债主体和 1-3 年期限的占比均呈增长趋势，AA+及以上高等级信用债发行占比达 85.54%。

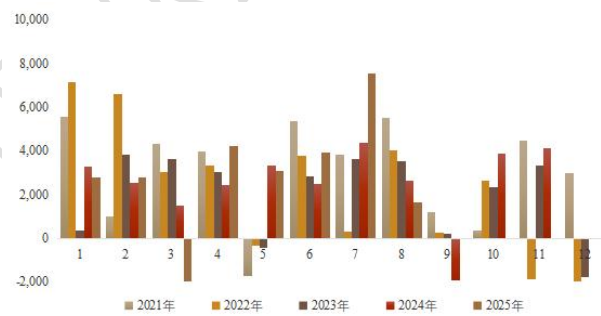
8 月份，信用债一级市场发行规模小幅下降，净融资处于一年较低水平，当月总发行量 16,269.31 亿元，同比减少 2,026.84 亿元，环比减少 2,884.09 亿元，信用债总偿还量 14,611.59 亿元，同比减少 1,013.61 亿元，环比减少 3,043.15 亿元。当月信用债净融资额 1,657.73 亿元，同比减少 1,013.23 亿元，环比减少 5,927.23 亿元，当月推迟或取消发行信用债同比减少 252.1 亿元，环比减少 228.92 亿元。

图 1 信用债发行量



资料来源：Wind，信用评估部

图 2 信用债净融资量



资料来源：Wind，信用评估部

从发行期限来看，8 月新发信用债期限结构以 1 至 3 年以内（占比 38.38%）和 3 至 5 年（含，占比 31.23%）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 53.22%，AA+ 级别占比 32.39%，AA 级别占比 13.61%，AA- 级别及以下和无级别占比 0.85%。

表 1 新发行信用债期限和级别分布（只数）

期限或级别	AAA	AA+	AA	AA-及以下	无级别	总计
1 年以内	271	92	32	3		398
1 至 3 年（含）	359	199	78	2	2	640
3 至 5 年（含）	193	214	104	1	2	514
5 年以上	53	27	10	2	2	94
总计	876	532	224	8	6	1646

资料来源：Wind，信用评估部

- 8 月份，受股市压制、资金面波动和政策预期等因素影响，各等级信用债估值收益率变化很小，但以上行为主，中长久期债券和弱资质债券受影响程度相对较大

相比于 7 月（7 月 30 日）DCM 估值，8 月（8 月 27 日）受股市压制、资金面波动和政策预期等因素影响，各等级信用债估值收益率变化很小，但以上行为主，中长久期债券和弱资质债券受影响程度相对较大，AA+城投债 1 年期收益率上行 2.82bp 至 1.75%，AA 城投债 1 年期收益率上行 2.86bp 至 1.82%。

表 2 各等级月度定价估值及变化情况（%、BP）

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	1.78	0	2.00	3	2.12	1	2.25	6	2.35	4
AAA	1.80	2	2.03	6	2.17	6	2.29	2	2.36	6
AA+	1.87	2	2.14	3	2.36	6	2.53	5	2.65	1
AA	1.97	0	2.37	2	2.53	1	2.82	4	2.98	2
AA-	2.47	0	3.12	-3	3.39	-1	3.84	1	4.27	1

注：变化口径为 2025 年 6 月 30 日对比 2025 年 5 月 28 日的定价估值增减

资料来源：Wind，信用评估部

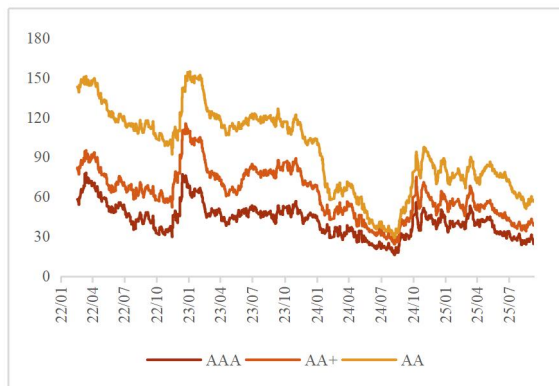
二级市场：债市整体交投活跃度降温，中短期票据信用利差呈现窄幅震荡走势，维持在较低水平；城投债市场受政策调整、地方财政状况等因素影响较大，建议密切关注区域化债进展及政策动态，谨慎评估信用风险；产业债利差受行业基本面和市场情绪影响较大，下游消费行业波动明显

- 债市整体交投活跃度降温，中短期票据信用利差呈现窄幅震荡走势，维持在较低水平。

8 月份，成交量方面，整体交投活跃度降温，信用债交易显著收缩；信用利差方面，月初在宽松资金面推动下，中短期票据收益率下行，信用利差有所收窄；但中下旬资金面边际收敛，叠加股市表现提振风险偏好，信用债收益率转为上行，利差呈现先收窄后走扩的特征，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 1.29bp、走阔 1.71bp 和收窄 6.29bp。同期，期限利差基本走阔，3-1Y 期限利差走阔 7.45bp，5-3Y 期限利差走阔 9.37bp，7-5Y 期限利差走阔 18.74bp，10-7Y 期限利差走阔 14.73bp。整体看，信用利差窄幅震荡，期限利差基本走阔，整

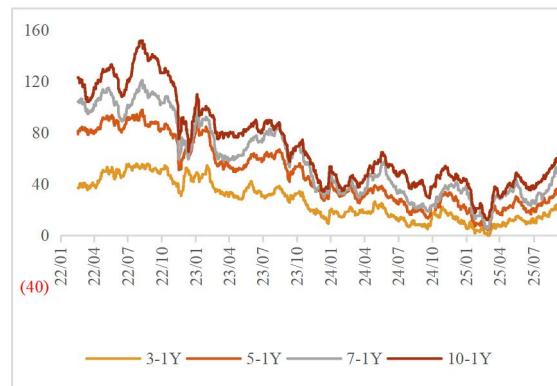
体仍处于历史均值较低水平，信用利差预计维持区间震荡，进一步收窄空间有限。

图3 中短期票据信用利差（5年期）



资料来源: Wind, 信用评估部

图4 中短期票据期限利差（AAA）



资料来源: Wind, 信用评估部

- 城投债市场整体信用利差呈现小幅调整，区域信用分化格局依然明显，产业债多数行业利差保持稳定，下游消费相关行业（如家用电器、纺织服饰）利差波动显著。

8月份，城投债成交活跃度降温，成交金额大幅缩减 12.58%，投资者倾向于缩短投资久期，偏好中低等级短久期债券；信用利差方面，窄幅震荡，整体变动较小，区域信用分化格局依然明显。贵州、云南、广西等地利差较高，且部分区域（如广西、云南）利差收窄幅度相对居前，反映市场对其信用风险的担忧有所缓解，江浙沪、福建、广东等区域利差处于低位，AAA 级信用利差较月初收窄 2.89bp, AA+、AA 级信用利差分别走阔 0.12bp 和 1.97bp，城投债信用利差整体仍明显低于历史均值。同期，产业债多数行业利差变化幅度较小，但家用电器和纺织服饰行业等下游消费相关行业波动显著，AAA 级别信用利差收窄 2.72bp, AA+、AA 级信用利差分别收窄 0.84bp 和 2.27bp，整体仍明显低于历史均值。

图5 城投债信用利差



资料来源: Wind, 信用评估部

图6 产业债信用利差



资料来源: Wind, 信用评估部

违约事件：信用债本月新增违约金额减少，无企业主体级别被国内评级机构下调

- 8月新增实质性违约信用债2只，违约金额同比减少。

2025年8月，信用债市场新增实质违约债券2只，其中首次违约的深圳市中装建设集团股份有限公司行业为建筑与工程。当月信用债偿债量达1.46万亿元，9月偿债压力可能延续高位，谨防风险企业发生超预期违约事件。

本月无企业主体级别被国内评级机构下调，6家主体级别被国际评级机构下调，主要属房地产和煤炭企业；展望下调方面，无企业评级展望被国内及国际评级机构下调。

图7 违约事件统计

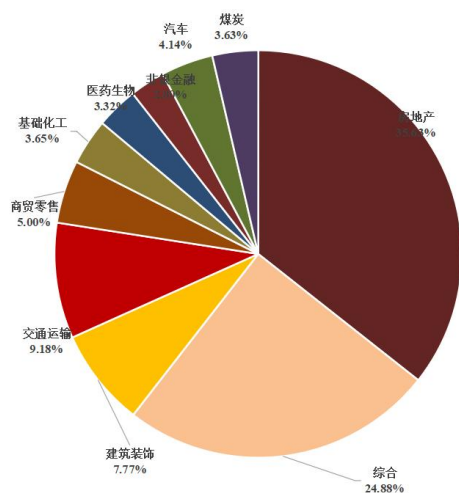


注：上表数据不含展期

资料来源：Wind，信用评估部

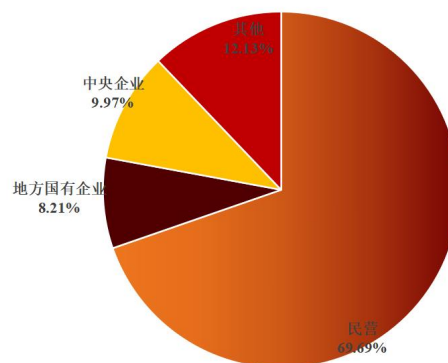
截至2025年8月末，按照违约债券余额计算，违约债券主要集中于房地产开发、综合、交通运输、建筑装饰、商贸零售等行业；按照违约主体计算，违约主体同样也主要集中于上述三大行业。从企业性质来看，违约主体主要集中于民营企业，余额占比69.69%，国资控股背景违约主体占比相对较低。

图8 违约主体企业性质分布



资料来源: iFinD, 信用评估部

图9 违约主体行业分布



资料来源: iFinD, 信用评估部

信用债热点：82 地率先实现“全域隐债清零”目标，化债周期内预计信用风险仍然可控，需要进一步关注后化债周期的信用资质发展；非“自审自发”试点地区尚未发行相关专项债，发行节奏整体较慢，后续土储专项债发行节奏有望加快，持续关注对城投债务化解效果

- 多地完成 2025 年“置换隐债专项债”发行工作，82 地率先实现“全域隐债清零”目标，发行期限普遍偏长，相对于短期债务来说更能有效缓释地方偿债压力，化债周期内预计信用风险仍然可控，需要进一步关注后化债周期的信用资质发展

据不完全统计，已有 33 地披露发行再融资专项债，募资用于置换存量隐性债务，计划发行规模合计为 19,533.568 亿元。从各地专项债发行进度来看，目前多数地区已基本完成 2025 年发行任务。近日，湖南省披露 200 亿元发行计划，推动该省实现发行进度 100%，成为又一个完成全年目标的省份。截至目前，河南、贵州、湖北三省仍剩余部分“置换隐债专项债”的发行额度。从发行期限来看，2025 年“置换隐债专项债”发行期限普遍偏长，30 年期发行总量超 6,800 亿元。

点评：后续应重点关注评级、展望调整区域主体的信用风险变化情况。

- 2 月末以来各地陆续发行专项债券用于收回收购存量闲置土地，已发行的地区均为专项债“自审

自发”试点地区，非“自审自发”试点地区尚未发行相关专项债，发行节奏整体较慢，当下拟使用专项债回收闲置土地金额与实发金额缺口近 3,000 亿元，后续土储专项债发行节奏有望加快

据不完全统计，2025 年已有 13 地披露发行土储专项债，发行总规模合计 3,256.3585 亿元。其中多地计划募资用于收储存量闲置土地。此外，披露发行计划的 13 地均为专项债券项目“自审自发”试点地区（含 3 个单列市）。预计土储债全年发行规模在 6,000 亿左右，三季度发行进度可能加快，非自审自发省份或迎来集中发行期，自审自发省份预计发行规模约 3,000 亿元。土地储备专项债券一定程度上为地方政府解决了土地储备过程中较长时期的资金需求。而收购闲置土地土储债的发行用途仍是用于土地征收、收购补偿、前期开发等土地储备相关支出，土储债发行后有利于缓解地方政府财政支出压力，可以释放出部分财政支出用于稳增长。

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。