

信用月报 -一级市场净融资额同比增长，环比减少，估值收益率上行，城投债和产业债信用利差均走阔

月报 | 2025.10.10

长城财富保险资管信评部

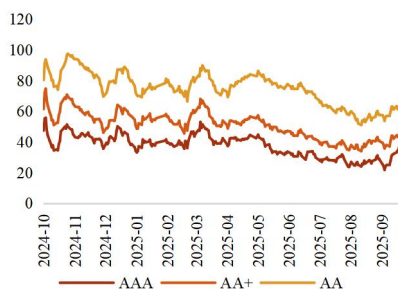
摘要

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+	15	18	34	36	40
AAA	17	24	40	38	47
AA+	26	33	50	51	67
AA	32	42	70	73	89

注：数据截至 2025 年 9 月 30 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：王运成

Tel: 010-88632341

Email: wangyuncheng@greatwealthamc.com

联系方式

北京市西城区新街口北大街 3 号 4 层 401B

邮箱 service@greatwealthamc.com

网址 www.greatwealthamc.com

一级市场方面，9 月份，信用债一级市场净融资额同比增长，环比减少，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高，信用债估值收益率上行。二级市场方面，中短期票据各等级信用利差均走阔，各期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均走阔，各等级城投债和产业债信用利差均低于历史均值。违约事件方面，信用债新增 3 只违约债券，违约金额环比增加。

9 月份，一级市场净融资额同比增长，环比减少，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高，估值收益率上行。9 月份，一级市场发行同比环比均增长，总偿还量同比环比均增长，净融资额同比增长，环比减少，当月推迟或取消发行的信用债数量同比环比均减少。从发行期限和级别来看，新发行信用债以中短期限为主，高等级信用债发行占比较高。相比于 8 月 27 日 DCM 估值，9 月（9 月 29 日）信用债估值收益率上行。

二级市场方面，中短期票据各等级信用利差均走阔，各期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均走阔。9 月份，中短期票据各等级信用利差均走阔，AAA、AA+和 AA 级信用利差均低于历史均值。同期，3-1Y、5-3Y 和 10-7Y 期限利差均走阔，7-5Y 期限利差小幅收窄，3-1Y、5-3Y 和 7-5Y 期限利差均低于历史均值，10-7Y 期限利差高于历史均值。9 月份，各等级城投债信用利差均走阔，AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利差均低于历史均值。同期，各等级产业债信用利差均走阔，AAA 级、AA+级和 AA 级产业债信用利差均低于历史均值。

信用债新增 3 只违约债券，违约金额环比增加。2025 年 9 月，信用债市场新增违约 3 只债券，违约债券本息合计为 94.59 亿元，违约金额环比增加 83.42 亿元，新增债券违约主体天安财产保险股份有限公司和湖北天乾资产管理有限公司。本月多地调整房地产政策，政策环境持续宽松，但房地产行业仍面临信用下行压力；规模 5000 亿元新型政策性金融工具将用于补充项目资本金，部分城投公司将获得资金支持，预计债市收益率在多重因素影响下仍将保持震荡。

目录

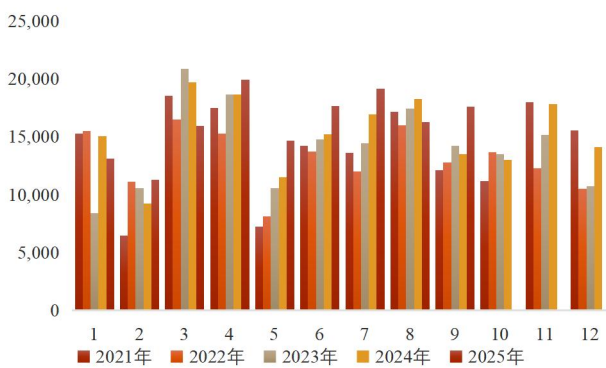
一级市场：净融资额同比增长，环比减少，高等级信用债发行占比较高，估值收益率上行	3
二级市场：中短期票据各等级信用利差均走阔，期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均走阔	4
违约事件：信用债新增 3 只违约债券，违约金额环比增加	5
信用债热点：多地调整房地产政策，政策环境持续宽松，规模 5000 亿元新型政策性金融工具将用于补充项目资本金	7

一级市场：净融资额同比增长，环比减少，高等级信用债发行占比较高，估值收益率上行

- 9 月份，信用债一级市场净融资额同比增长，环比减少，期限分布仍偏中短期，高等级信用债发行占比较高。

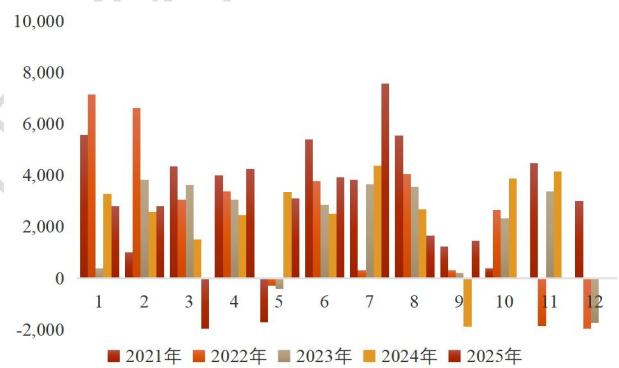
9 月份，一级市场发行同比环比均增长，当月信用债（包含金融债（不含证金债）、企业债、中票、公司债、私募债、短融、定向工具、可转债和可交债，下同）总发行量 17,589.94 亿元，环比增长 1,320.62 亿元，同比增长 4,088.74 亿元，信用债总偿还量同比环比均增长，当月偿还信用债 16,131.20 亿元，环比增长 1,519.62 亿元，同比增长 726.68 亿元。当月信用债净融资额 1,458.73 亿元，同比增长 3,362.05 亿元，环比减少 198.99 亿元，当月推迟或取消发行的信用债数量同比环比均减少。

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中 1 至 3 年（含，占比 42.15%）占比最高，其次为 3 至 5 年（含，占比 32.61%）和 1 年以内（占比 20.37%）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 52.50%，AA+ 级别占比 32.54%，AA 级别占比 14.21%，AA- 级别及以下占比 0.27%。

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	221	69	11	0		301
1 至 3 年（含）	357	189	73	1	3	623
3 至 5 年（含）	162	198	116	2	4	482
5 年以上	36	25	10	1		72
总计	776	481	210	4	7	1478

资料来源：Wind，信用评估部

- 9 月份，信用债估值收益率上行。

相比于 8 月 27 日 DCM 估值，9 月（9 月 29 日）信用债估值收益率上行。

中短期信用债估值收益率方面，1 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 4bp，AAA 等级收益率上行 3bp，AA+等级收益率上行 7bp，AA 等级收益率上行 2bp，AA-等级收益率上行 7bp；3 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 5bp，AAA 等级收益率上行 6bp，AA+等级收益率上行 9bp，AA 等级收益率上行 9bp，AA-等级收益率上行 7bp；5 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 9bp，AAA 等级收益率上行 8bp，AA+等级收益率上行 9bp，AA 等级收益率上行 10bp，AA-等级收益率上行 8bp。

中长期信用债估值收益率方面，7 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 10bp，AAA 等级收益率上行 9bp，AA+等级收益率上行 10bp，AA 等级收益率上行 11bp，AA-等级收益率上行 9bp；10 年期品种中，重点 AAA 等级收益率上行 12bp，AAA 等级收益率上行 16bp，AA+等级收益率上行 14bp，AA 等级收益率上行 17bp，AA-等级收益率上行 10bp。

表 2 DCM 估值收益率中枢变化（对比 8 月 27 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	1.82	4	2.05	5	2.21	9	2.35	10	2.47	12
AAA	1.83	3	2.09	6	2.25	8	2.38	9	2.52	16
AA+	1.94	7	2.23	9	2.45	9	2.63	10	2.79	14
AA	1.99	2	2.46	9	2.63	10	2.93	11	3.15	17
AA-	2.54	7	3.19	7	3.47	8	3.93	9	4.37	10

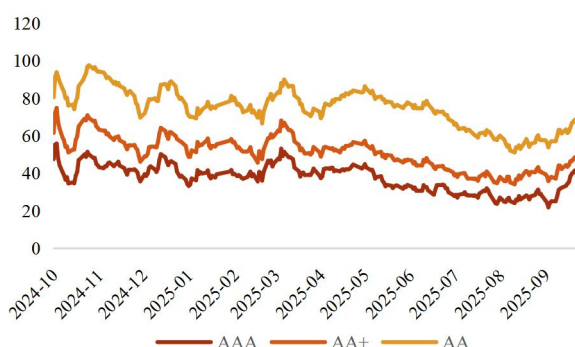
资料来源：Wind，DCM 定价估值，信用评估部

二级市场：中短期票据各等级信用利差均走阔，期限利差总体走阔，城投债和产业债信用利差均走阔

- 中短期票据各等级信用利差均走阔，期限利差总体走阔。

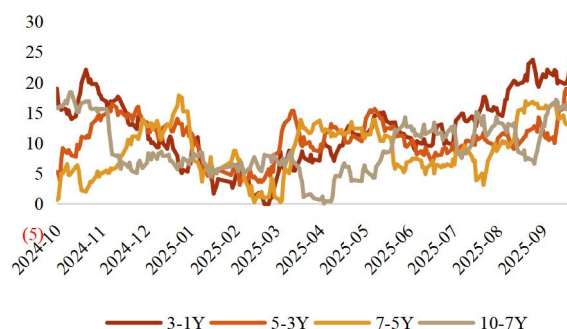
9 月份，各等级中短期票据信用利差均走阔，其中 AAA、AA+和 AA 级别信用利差至月末分别上行 12.68bp、9.68bp 和 14.68bp，AAA、AA+和 AA 级别信用利差均低于历史均值。同期，期限利差总体走阔，3-1Y 期限利差上行 1.27bp，5-3Y 期限利差上行 6.62bp，7-5Y 期限利差下行 2.19bp，10-7Y 期限利差上行 8.99bp，3-1Y、5-3Y 和 7-5Y 期限利差均低于历史均值，10-7Y 期限利差高于历史均值。

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）

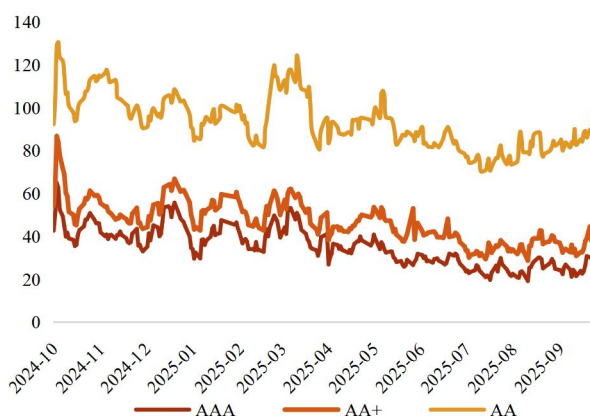


资料来源: Wind, 中债中短期票据收益率, 信用评估部

● 城投债和产业债信用利差均走阔，同时均低于历史均值。

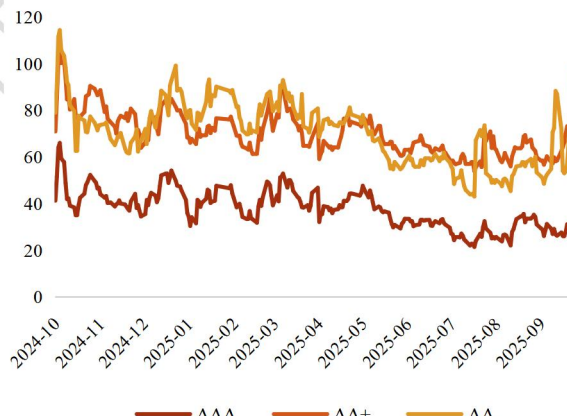
9 月份, 各等级城投债信用利差均走阔, AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利差分别上行 5.68bp、2.83bp 和 16.04bp, 不同等级间城投债信用利差走阔, AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利差均低于历史均值。同期, 各等级产业债信用利差均走阔, AAA 级、AA+级和 AA 级产业债信用利差分别上行 0.34bp、5.23bp 和 41.47bp, 不同等级间产业债信用利差走阔, AAA 级、AA+级和 AA 级产业债信用利差均低于历史均值。

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 3 只违约债券，违约金额环比增加

● 信用债新增 3 只违约债券，违约金额环比增加。

2025 年 9 月, 信用债市场新增违约 3 只债券, 违约债券本息合计为 94.59 亿元, 违约金额环比增加 83.42 亿元, 新增债券违约主体天安财产保险股份有限公司和湖北天乾资产管理有限公司。2025 年 10 月份, 信用债预计总偿还量在 1.13 万亿元左右, 环比有所减少。

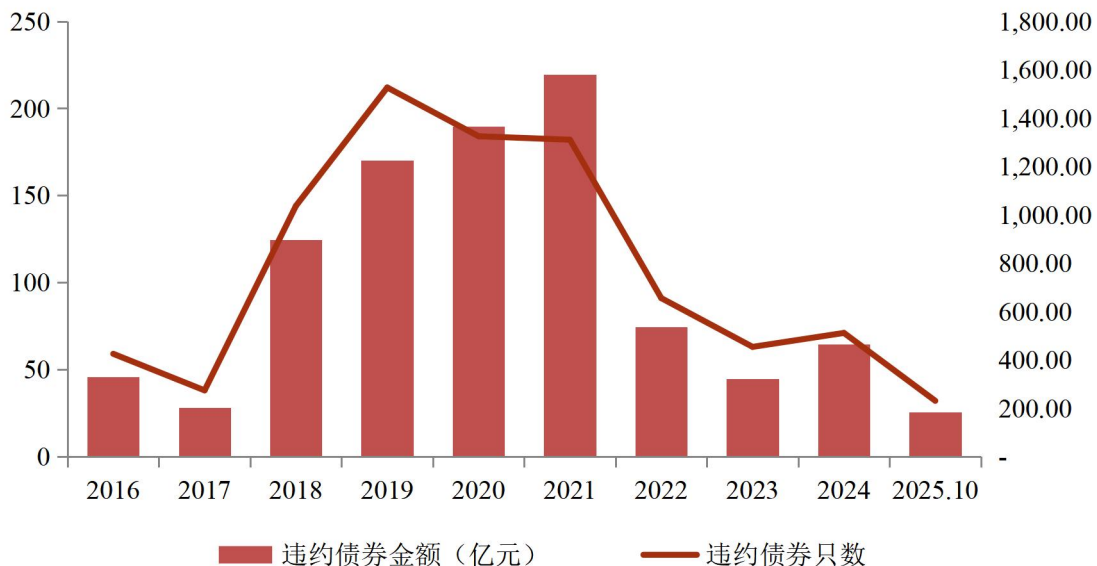
表 3 当月新增违约债券情况

违约企业	违约金额（亿元）	违约类型
天安财产保险股份有限公司	87.29	本息违约
武汉当代科技投资有限公司	2.80	本息违约
湖北天乾资产管理有限公司	4.50	本息违约
总计	94.59	-

资料来源：同花顺 iFinD，信用评估部

评级调整方面，本月评级被下调企业为可转债发行主体深圳市中装建设集团股份有限公司，主体评级由 B- 下调为 CC。本月境外评级机构评级和展望下调主体环比增加，涉及化工、建筑装饰、休闲服务、房地产等行业，主要包括中化香港（集团）有限公司由 A-/稳定调整为 BBB+/稳定（标普）以及 A3/负面调整为 Baa1/稳定（穆迪）、中国建筑股份有限公司由 A/稳定调整为 A-/稳定（惠誉）、中建国际建设有限公司由 A-/稳定调整为 BBB+/稳定（惠誉），同时台湾化学纤维股份有限公司、台塑石化股份有限公司、台塑集团和南亚塑胶工业股份有限公司均由 Baa1/负面调整为 Baa2/负面（穆迪），展望下调主体主要包括中信资源控股有限公司由 Ba2/稳定调整为 Ba2/负面（穆迪）、百度集团股份有限公司由 A/稳定调整为 A/负面（惠誉）、美团由 BBB+/正面调整为 BBB+/稳定（惠誉）、中升集团控股有限公司由 BBB/稳定调整为 BBB/负面（标普）、澳门博彩控股有限公司由 BB-/稳定调整为 BB-/负面（惠誉）以及 Ba3/稳定调整为 Ba3/负面（穆迪）、中国海外宏洋集团有限公司由 Baa3/稳定调整为 Baa3/负面（穆迪）。

图 7 违约事件统计

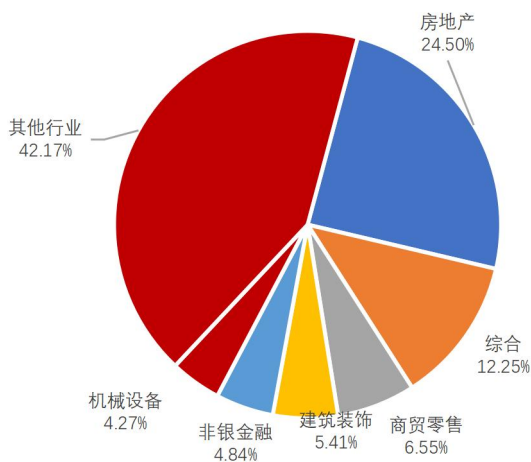


资料来源：同花顺 iFinD，不包含展期、海外债，信用评估部

截至 2025 年 9 月末，按照余额计算，违约债券主要集中于房地产、综合、非银金融、交通运输、建筑装饰和商贸零售等行业。按照违约主体计算，房地产、综合、商贸零售、建筑装饰、非银金融、机械设

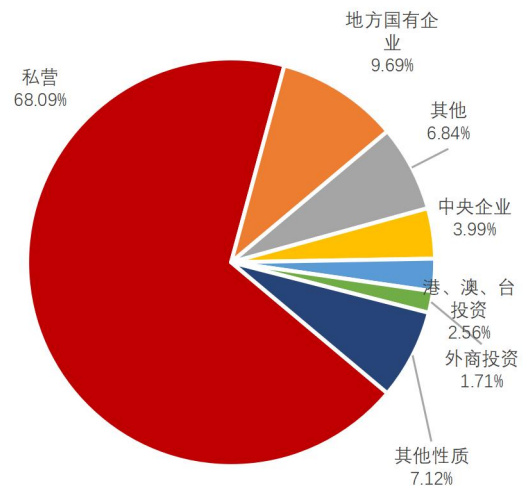
备行业违约主体占比较高；从企业性质来看，违约主体主要集中于私营企业，占比 68.09%，国资控股背景违约主体占比相对较低。2025 年 9 月，新增违约债券行业为非银金融、医药生物，违约企业性质为私营企业。

图 8 违约主体行业分布



资料来源：同花顺 iFinD，信用评估部

图 9 违约主体性质分布



资料来源：同花顺 iFinD，信用评估部

信用债热点：多地调整房地产政策，政策环境持续宽松，规模 5000 亿元新型政策性金融工具将用于补充项目资本金

● 多地调整房地产政策，政策环境持续宽松，但房地产行业仍面临信用下行压力

9 月，多地调整房地产政策，限购政策方面，继北京、上海之后，深圳 9 月 5 日发布关于进一步优化调整房地产政策措施的通知，符合本市商品住房购买条件的居民家庭在罗湖区、宝安区（不含新安街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区范围内购买商品住房不限套数。公积金贷款政策方面，广州市优化住房公积金提取政策，可提取住房公积金支付购房首付款；东莞市加大住房公积金支持力度，首套房、二套房最高贷款额度统一提高至 150 万元；长春市调整住房公积金个人住房贷款政策，阶段性取消贷款次数限制；河南省各地在原有政策基础上可将住房公积金个人贷款额度再上浮 10%，最高贷款额不超过购房总价款与首付款差额。安置政策方面，上海市房票试点扩容，嘉定首个项目每户约可兑换 300 多万元房票；河南省鼓励货币化安置，各地在城中村改造、城市更新和城市危旧房改造中优先采取以购代建等方式进行安置。

房地产行业政策环境持续宽松，但根据克尔瑞数据，百强房企 9 月业绩同环比均增长但仍处于历史较低水平，累计业绩仍同比下滑，当月 TOP100 房企实现销售操盘金额 2527.8 亿元，环比增长 22.1%，同比增长 0.4%；累计业绩来看，百强房企实现销售操盘金额 23236.6 亿元，同比降低 11.8%，降幅收窄 1.3 个百分点。行业总体去化压力仍较大，虽然政策持续托底，但“救项目不救企业”导向未变，政策更倾向于

保交楼、稳民生、促刚需，而非全面救助房企，民营房企和高杠杆房企融资环境仍偏紧，行业仍处于调整期，整体信用资质仍面临下行压力。

- **规模 5000 亿元新型政策性金融工具将用于补充项目资本金，部分城投公司将获得资金支持，预计债市收益率在多重因素影响下仍将保持震荡**

国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超 9 月 29 日在新闻发布会上表示，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，促进金融更好服务实体经济，推动扩大有效投资，国家发展改革委会同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。新型政策性金融工具规模共 5000 亿元，全部用于补充项目资本金。

参照 2022 年两批政策性开发性金融工具投放量合计 7400 亿元，各银行为金融工具支持的项目累计授信额度超 3.5 万亿元，本次新型政策性金融工具预计将引导银行约 2.36 万亿配套融资，助力基础设施建设，一方面，具有符合条件项目的城投公司将获得资金支持，城投行业信用资质保持稳定，另一方面，财政政策发力后，降息等货币政策发力的紧迫性有所降低，同时叠加股市上行等多重因素影响，预计债市收益率仍将保持震荡。

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。