

【债券周报】

城投发债“335指标”明确纳入披露范围

——信用周报 20250406

- ❖ 本周跨季后资金面迎来边际转松，前半周市场交易美国对等关税落地预期，避险情绪升温，权益市场走弱，股债跷板效应下债市收益率震荡下行；周四美国对等关税政策落地，幅度超预期，市场交易后续国内政策跟进，债市收益率大幅下行。全周来看，债市收益率全线下行，中长端利率债品种表现好于信用债，3y及以上品种信用利差被动走阔1-9BP。
- ❖ 展望后市，美国对等关税政策超预期落地推动债市做多情绪，叠加季初银行理财资金回流以及银行季初配置回补等因素，或驱动信用利差的压缩行情。从季节性规律看，4月银行理财规模平均增长1.5万亿元，一般集中在4月的前两周，增量资金有望带动中短端信用利差进一步压缩。期间，利率反应关税影响或更快下行，利差或先被动走阔，再逐步压缩。
- ❖ 信用策略方面，4月仍是信用债配置的较好时点，信用利差或迎来压缩，拉久期的潜在资本利得空间较大：
 - 1) 从配置思路来看，若负债端稳定性偏弱，可主要关注2-3y中低等级品种，同时配置部分4-5y高票息、中等资质个券，做底仓增厚收益。若负债端稳定性较强，可主要配置长久期品种，性价比较高，当前10y隐含评级AA+中短票信用利差为70BP，处于2022年以来的35%历史分位数，略小于2024年以来最高水平（76BP），具有一定配置性价比。
 - 2) 从交易思路来看，可重点关注4-5y流动性较好的品种，结合流动性水平进行择券。对于流动性更佳的二永债，4-5y品种可积极参与，6y期限凸性最高，6y隐含评级AAA-品种综合收益超过中短端低等级品种，也可考虑适当布局。
- ❖ 重点政策及热点事件：
 - 1) 3月28日，沪深交易所发布新指引完善公司债券审核规则，其中涉及城投发债，将城投发债“335指标”纳入到披露范围内，即**主营业务涉及市政基础设施建设、土地开发整理、公益性住房建设等业务的地方国有企业，应当充分披露资产结构、收入结构和净利润构成**。此外最新指引还指出，①资质良好的城市建设企业发行人可以将募集资金用于手续合规、收益良好的项目建设；②强调发债主体市场化经营能力，对于发行人最近一年末来自于所属地方政府的政府性应收款占扣除重点关注资产后的净资产比例高于30%的，应当披露具体原因及合理性、报告期内回款情况、后续回款安排、回款安排的可行性及对偿债能力的影响，并结合相关情形审慎确定债券申报方案；③募集资金用于偿还存量债务的，原则上应当披露拟偿还的存量债务明细。
 - 2) 3月31日，财政部将发行首批特别国债5000亿元，用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本，建设银行、中国银行、交通银行、邮政储蓄银行将分别获得1050亿元、1650亿元、1124.2006亿元、1175.7994亿元。
 - 3) 4月1日，国家金融监管总局等部门发文支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度。近年来，**科创债市场快速扩容，包括科创公司债、科创票据等多类品种，截至目前发行规模约2.5万亿元，存量规模约1.8万亿元，关注相关债券的投资机会。**
 - 4) 4月1日，中航产融、中航产投公告称，拟与债券持有人达成协议并转场外兑付，同时对公开发行债券进行注销摘牌。债券场外兑付是指债券发行人不通过托管机构，直接自行划款向债券持有人进行兑付，能够降低估值波动影响，但也会造成债券流动性折价压力增大和信用资质弱化，且不利于发行人财务经营情况的公开透明。当前中航产融出现债券违约的可能性不大，一方面发行人保兑付表态较为积极，另一方面央企控股子公司尚无债券违约的情况下，其股东中航工业对中航产融体系内债券进行支持的意愿及能力均较强，整体信用风险尚可控。
- ❖ 风险提示：数据统计口径出现偏差；信用风险事件超预期发生。

华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500886
邮箱：zhouguannan@hcyjs.com
执业编号：S0360517090002

证券分析师：张晶晶

电话：010-66500984
邮箱：zhangjingjing@hcyjs.com
执业编号：S0360521070001

证券分析师：王紫宇

邮箱：wangziyu@hcyjs.com
执业编号：S0360523110002

证券分析师：郝少桦

邮箱：haoshaohua@hcyjs.com
执业编号：S0360525030003

联系人：王少华

邮箱：wangshaohua@hcyjs.com

联系人：黄艳欣

邮箱：huangyanxin@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创固收】央行新动向：MLF、OMO，改革和影响——4月流动性月报》

2025-04-04

《【华创固收】做多情绪升温，拉久期与下沉如何选择？——4月信用债策略月报》

2025-04-04

《【华创固收】4月建议关注资金切换及临期转债的重估机会——4月可转债月报》

2025-04-01

《【华创固收】存单周报（0317-0323）：4月供需格局或继续改善》

2025-03-30

《【华创固收】财政收支压力仍大，土地市场低温运行——信用周报 20250329》

2025-03-29

目 录

一、债市复盘及信用策略展望.....	4
二、重点政策及热点事件：沪深交易所完善公司债券审核规则、中航产融债券拟转场外兑付.....	5
三、二级市场：信用债收益率全线下行，长端品种利差被动走阔.....	7
四、一级市场：信用债、城投债净融资额环比均有所增加.....	12
五、成交流动性：银行间市场、交易所市场成交活跃度均有所下降.....	14
六、评级调整：本周共 1 家评级下调主体.....	14
七、风险提示.....	14

图表目录

图表 1	信用债收益率全线下行，中长端品种利差被动走阔	4
图表 2	近一周信用债市场重点政策与热点事件跟踪	5
图表 3	当前各品种信用债收益率及信用利差比价一览（截至 2025 年 4 月 3 日）	7
图表 4	中短票期限利差变动（BP）	8
图表 5	城投债期限利差变动（BP）	8
图表 6	中短票等级利差变动（BP）	8
图表 7	城投债等级利差变动（BP）	8
图表 8	中短票收益率、信用利差及其分位数水平变化	8
图表 9	城投债收益率、信用利差及其分位数水平变化	9
图表 10	城投区域利差及其分位数水平变化（BP）	9
图表 11	地产债收益率、信用利差及其分位数水平变化	10
图表 12	煤炭债收益率、信用利差及其分位数水平变化	10
图表 13	钢铁债收益率、信用利差及其分位数水平变化	10
图表 14	银行二级资本债收益率、信用利差及其分位数水平变化	11
图表 15	银行永续债收益率、信用利差及其分位数水平变化	11
图表 16	券商次级债收益率、信用利差及其分位数水平变化	11
图表 17	保险次级债收益率、信用利差及其分位数水平变化	12
图表 18	信用债周度发行、偿还和净融资(亿元).....	12
图表 19	城投债周度发行、偿还和净融资(亿元).....	12
图表 20	各品种净融资额(亿元).....	13
图表 21	发行等级分布(亿元)	13
图表 22	发行期限分布(亿元)	13
图表 23	发行企业性质分布(亿元).....	13
图表 24	发行行业分布(亿元)	13
图表 25	取消发行额(亿元)	13
图表 26	银行间信用债成交金额(亿元).....	14
图表 27	交易所信用债成交金额(亿元).....	14
图表 28	本周主体评级下调事件一览	14

一、债市复盘及信用策略展望

本周跨季后资金面迎来边际转松，前半周市场交易美国对等关税落地预期，避险情绪升温，权益市场走弱，股债跷板效应下债市收益率震荡下行；周四美国对等关税政策落地，幅度超预期，市场交易后续国内政策跟进，债市收益率大幅下行。全周来看，债市收益率全线下行，中长端利率债品种表现好于信用债，3y 及以上品种信用利差被动走阔 1-9BP。

图表 1 信用债收益率全线下行，中长端品种利差被动走阔

2025/4/3较 2025/3/28中债估值 收益率变化(BP)	1Y			2Y			3Y			4Y			5Y			7Y			9Y			10Y			15Y			
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	
国债																												
国开债																												
中短票	-6	-4	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-7	-6	-6	-6	-7	-7	-9	-6	-7	-7	-6	-8	-8	-7	-7	-7	-8	-8	-	
城投债	-6	-6	-6	-4	-6	-6	-5	-7	-7	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-8	-7	-7	-8	-9	-9	-9	-9	-10	-6	-6	-	
地产债	-6	-6	-10	-5	-6	-10	-6	-6	-10	-6	-6	-9	-7	-7	-12	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
钢铁债	-5	-4	-6	-6	-5	-6	-7	-6	-8	-7	-6	-7	-9	-7	-10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
煤炭债	-6	-4	-4	-5	-5	-6	-6	-7	-6	-6	-6	-7	-7	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
银行二永资本债	-12	-12	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-12	-10	-11	-12	-10	-11	-11	-10	-11	-11	-11	-10	-10	-9	-9	-9	-	-	-	
银行永续债	-12	-12	-12	-12	-12	-11	-10	-10	-10	-12	-12	-11	-11	-11	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
券商次级债	-7	-9	-8	-8	-9	-9	-7	-7	-7	-11	-11	-11	-8	-9	-9	-5	-5	-5	-6	-6	-6	-5	-5	-5	-	-	-	
保险次级债	-10	-10	-10	-4	-4	-5	-10	-10	-10	-9	-9	-8	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-10	-10	-9	-9	-9	-	-	-	-	
2025/4/3较 2025/3/28信用利差 变化(BP)	1Y			2Y			3Y			4Y			5Y			7Y			9Y			10Y			15Y			
AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA		
中短票	-1	1	0	0	-1	-1	1	1	0	3	3	3	3	3	2	4	3	4	9	7	6	5	5	5	2	2	-	
城投债	-1	-1	-1	0	-2	-2	2	0	0	3	2	2	3	3	3	3	4	4	7	6	6	3	3	2	4	4	-	
地产债	-1	-1	-5	0	-2	-5	1	1	-3	3	3	0	3	3	-2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
钢铁债	0	1	0	-1	-1	-2	0	1	-1	2	3	2	2	3	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
煤炭债	-1	1	1	0	-1	-1	1	1	0	3	3	3	3	3	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
银行二永资本债	-7	-6	-5	-6	-6	-6	-4	-4	-5	-1	-2	-3	1	0	0	1	0	0	4	5	5	3	3	3				
银行永续债	-6	-6	-6	-7	-7	-6	-3	-3	-3	-3	-3	-2	0	0	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
券商次级债	-2	-4	-3	-3	-4	-4	0	0	0	-2	-2	-2	2	1	1	5	5	5	9	9	9	7	7	7	-	-	-	
保险次级债	-5	-5	-5	0	0	-1	-3	-3	-3	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	5	5	5	-	-	-	

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、1yAA+ 钢铁债收益率上行幅度较大, 或主要系样本券调整影响; 2、钢铁债、银行二永债、券商次级债用 AAA-代替 AAA; 3、保险次级债对应为 AA+、AA、AA-; 4、信用利差统计口径为中债收益率曲线减同期限中债国债收益率曲线得到的差值。

展望后市, 美国对等关税政策超预期落地推动债市做多情绪, 叠加季初银行理财资金回流以及银行季初配置回补等因素, 或驱动信用利差的压缩行情。从季节性规律看, 4月银行理财规模平均增长 1.5 万亿元, 一般集中在 4 月的前两周, 增量资金有望带动中短端信用利差进一步压缩。期间, 利率反应关税影响或更快下行, 利差或先被动走阔, 再逐步压缩。

信用策略方面, 4 月仍是信用债配置的较好时点, 信用利差或迎来压缩, 拉久期的潜在资本利得空间较大。

1) 从配置思路来看, 若负债端稳定性偏弱, 可主要关注 2-3y 中低等级品种, 同时配置部分 4-5y 高票息、中等资质个券, 做底仓增厚收益。若负债端稳定性较强, 可主要配置长久期品种, 性价比较高, 当前 10y 隐含评级 AA+ 中短票信用利差为 70BP, 处于 2022 年以来的 35% 历史分位数, 略小于 2024 年以来最高水平 (76BP), 具有一定配置性价比。

2) 从交易思路来看, 可重点关注 4-5y 流动性较好的品种, 结合流动性水平进行择券。对于流动性更佳的二永债, 4-5y 品种可积极参与, 6y 期限凸性最高, 6y 隐含评级 AAA- 品种综合收益超过中短端低等级品种, 也可考虑适当布局。

二、重点政策及热点事件：沪深交易所完善公司债券审核规则、中航产融债券拟转场外兑付

本周重点关注沪深交易所完善公司债券审核规则、财政部将发行首批特别国债 5000 亿元用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本、国家金融监管总局等部门发文支持银行保险和资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度、中航产融和中航产投债券拟转场外兑付。

1) 3月28日，沪深交易所发布新指引完善公司债券审核规则，其中涉及城投发债，将城投发债“335 指标”纳入到披露范围内，即主营业务涉及市政基础设施建设、土地开发整理、公益性住房建设等业务的地方国有企业，应当充分披露资产结构、收入结构和净利润构成。此外最新指引还指出，①资质良好的城市建设企业发行人可以将募集资金用于手续合规、收益良好的项目建设；②强调发债主体市场化经营能力，对于发行人最近一年末来自于所属地方政府的政府性应收款占扣除重点关注资产后的净资产比例高于 30% 的，应当披露具体原因及合理性、报告期内回款情况、后续回款安排、回款安排的可行性及对偿债能力的影响，并结合相关情形审慎确定债券申报方案；③募集资金用于偿还存量债务的，原则上应当披露拟偿还的存量债务明细。本次沪深交易所债券审核规则结合最新化债政策要求，将城投发债制度更加细化，一方面进一步明确城投发债需充分披露“335 指标”和偿还存量债务明细等；另一方面对于资质良好的城投主体给予新增债券发行用于项目建设的支持，体现出交易所层面对于满足一定条件的城投引导其募集资金用于合规的项目建设。

2) 3月31日，财政部将发行首批特别国债 5000 亿元，用于支持国有大型商业银行补充核心一级资本，建设银行、中国银行、交通银行、邮政储蓄银行将分别获得 1050 亿元、1650 亿元、1124.2006 亿元、1175.7994 亿元。本次财政部注资主要目的在于增强四家大型商业银行服务实体经济的能力。

3) 4月1日，国家金融监管总局等部门发文支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度。文件指出，支持科技型企业债券融资，支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度，推动保险机构投资资产支持计划等证券化产品。近年来，科创债市场快速扩容，包括科创公司债、科创票据等多类品种，截至目前发行规模约 2.5 万亿元，存量规模约 1.8 万亿元，关注相关债券的投资机会。

4) 4月1日，中航产融、中航产投公告称，拟与债券持有人达成协议并转场外兑付，同时对公开发行的债券进行注销摘牌。债券场外兑付是指债券发行人不通过托管机构，直接自行划款向债券持有人进行兑付，能够降低估值波动影响，但也会造成债券流动性折价压力增大和信用资质弱化，且不利于发行人财务经营情况的公开透明。当前中航产融出现债券违约的可能性不大，一方面发行人保兑付表态较为积极，另一方面央企控股子公司尚无债券违约的情况下，其股东中航工业对中航产融体系内债券进行支持的意愿及能力均较强，整体信用风险尚可控。

图表 2 近一周信用债市场重点政策与热点事件跟踪

时间	机构/人员/媒体	文件/会议/讲话	主要内容
3月28日	上交所、深交所	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注	1、主营业务涉及市政基础设施建设、土地开发整理、公益性住房建设等业务的地方国有企业，应当充分披露下列事项： (一) 报告期内总资产构成中，拟开发土地、待结算的基础设施代建项目、应收和预付地方政府或与政府相关联的企业事业单位款项的金额和占比；

		<p>事项（2025年修订）》、《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——审核重点关注事项（2025年修订）》</p> <p>（二）报告期内主营业务收入中市政基础设施建设和土地开发整理、公益性住房建设等业务收入的金额和占比，及贸易业务和来自上市公司子公司的收入金额和占比；</p> <p>（三）报告期内净利润构成中地方政府补贴的金额和占比。</p> <p>2、主营业务主要为市政基础设施建设、土地开发整理、公益性住房建设等业务的地方国有企业（以下简称城市建设企业）应当结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案。资质良好的城市建设企业发行人可以将募集资金用于手续合规、收益良好的项目建设。</p> <p>3、城市建设企业申报发行公司债券，应当符合地方政府性债务管理的相关规定，不得新增地方政府债务。募集资金用于偿还存量债务的，原则上应当披露拟偿还的存量债务明细，并承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务。</p> <p>4、本所支持发行人持续增强市场化经营能力，发行人最近一年末来自于所属地方政府的政府性应收款占扣除重点关注资产后的净资产比例高于30%的，应当披露具体原因及合理性、报告期内回款情况、后续回款安排、回款安排的可行性及对偿债能力的影响，并结合相关情形审慎确定公司债券申报方案。</p>
3月31日	财政部、新华财经	<p>按照党中央和国务院决策部署，2025年，财政部将发行首批特别国债5000亿元，积极支持中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行补充核心一级资本。建设银行、中国银行、交通银行、邮政储蓄银行发布公告称，财政部拟通过认购各行本次发行股票的方式进行战略投资，扣除相关发行费用后，募集资金将全部用于补充各行的核心一级资本，财政部拟认购金额分别为1050亿元、1650亿元、1124.2006亿元、1175.7994亿元。</p>
4月1日	国家金融监督管理总局办公厅、科技部办公厅、国家发展改革委办公厅	<p>《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》</p> <p>加大科技信贷投放力度。鼓励银行加大科技型企业信用贷款和中长期贷款投放，灵活设置贷款利率定价和利息偿付方式。对于经营现金流回收周期较长的流动资金贷款，可适当延长贷款期限，最长可达到5年。推进科技金融政策试点。将金融资产投资公司股权投资试点，有序扩大至具备经济实力较强、科技企业数量较多、研发投入量较大、股权投资活跃等条件的地区，支持符合条件的商业银行发起设立金融资产投资公司。深化保险资金长期投资改革试点，支持保险公司发起设立私募证券投资基金，投资股市并长期持有。支持科技型企业债券融资。鼓励银行机构为符合条件的科技型企业发行科创票据、资产支持票据、资产担保债券等提供承销服务。支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度，推动保险机构投资资产支持计划等证券化产品。</p>
4月1日	中航产融、中航产投	<p>中航工业产融控股股份有限公司公告，公司于2025年4月1日召开董事会审议通过了《关于公司公开发行的债券及债务融资工具相关安排的议案》，鉴于公司拟以股东大会决议方式主动撤回A股股票在上交所的上市交易，经公司审慎评估后，公司拟采取与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，并对公开发行的债券及债务融资工具进行注销/摘牌处理。公司承诺将根据与债券及债务融资工具持有人签署的协议平稳有序、积极推进兑付工作，保障按约如期兑付，不会违约。</p> <p>中航产业投资有限公司于2025年4月1日公告，公司于近日召开管理委员会审议通过了《关于中航产投公开发行债券相关安排的议案》，鉴于公司控股股东、“22航投01”担保人中航工业产融控股股份有限公司拟以股东大会决议方式主动撤回A股股票在上交所的上市交易，经公司审慎评估后，公司拟采取与债券持有人达成协议并转场外有序兑付的安排，并对公开发行的债券进行注销/摘牌处理。公司承诺将根据与债券持有人签署的协议平稳有序、积极推进兑付工作，保障按约如期兑付，不会违约。</p>

资料来源：上交所，深交所，财政部，新华财经，国家金融监督管理总局办公厅，科技部办公厅，国家发展改革委办公厅，中航产融、中航产投公告，华创证券整理

三、二级市场：信用债收益率全线下行，长端品种利差被动走阔

本周债券收益率全线下行，中长端信用债表现不及利率债，信用利差被动走阔。中短票各品种收益率普遍下行 4-9BP，多数品种信用利差走阔，1y 隐含评级 AA+ 品种、3-15y 各品种信用利差走阔 1-5BP，1-2y 各品种信用利差普遍收窄 1BP。具体来看：

1) 城投债方面，1-5y 各品种收益率普遍下行 4-11BP。利差方面，1-2y 各品种利差普遍收窄 1-5BP，3-5y 各品种利差普遍走阔 1-5BP。分区域来看，多数省份城投利差持平或小幅走阔 1BP，仅青海、贵州、云南、甘肃、吉林、宁夏利差收窄 1-3BP。超半数省份城投利差处于 2022 年以来 15% 历史分位数及以上。随着 2025 年置换债资金陆续到位，尾部区域风险或将进一步缓释，可继续关注 3y 以内高票息城投债收益挖掘机会。

2) 地产债方面，1-5y 隐含评级 AA 品种收益率普遍下行 9-12BP，其余各品种收益率普遍下行 5-7BP，低等级品种表现较好。利差方面，1-2y、3y 隐含评级 AA、5y 隐含评级 AA 品种信用利差普遍收窄 1-5BP，其余各品种信用利差普遍走阔 1-3BP。从板块比价来看，后续仍可关注 1-2y 央国企地产 AA 及以上品种机会。行业信用风险尚未出清，景气度预计仍偏低，低等级主体谨慎下沉。

3) 周期债方面，煤炭债和钢铁债走势相近，1-5y 各品种收益率普遍下行 4-10BP，1-2y 各品种利差普遍收窄 1-2BP，3-5y 各品种利差普遍走阔 1-3BP。对短期风险可控的隐含评级 AA 煤企 1-2y 品种适当下沉，中高等级可拉长久期至 3y。钢铁债需规避尾部风险，有待行业景气度回升，谨慎下沉，可重点关注 1-2y AA+ 品种，风险相对可控。

4) 金融债方面，银行二永债 1-5y 各品种收益率普遍下行 9-12BP，1-4y 各品种信用利差收窄 1-7BP。券商次级债 1-5y 各品种收益率下行 7-11BP，1-2y、4y 各品种利差收窄 2-4BP，3y 各品种利差持平，5y 各品种利差走阔 1-2BP。保险次级债 1y、3-5y 各品种收益率下行 9-11BP，2y 各品种收益率下行 4-5BP，1y、3y 各品种利差收窄 3-5BP，其余各品种利差普遍持平。

图表 3 当前各品种信用债收益率及信用利差比价一览（截至 2025 年 4 月 3 日）

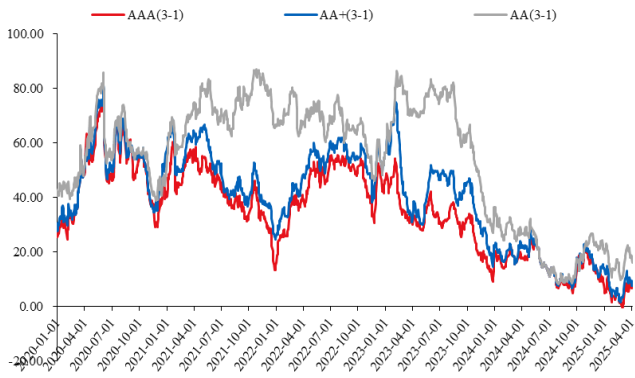
期限	隐含评级	信用利差 (BP)										历史分位数									
		中短票	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二永债	银行永续债	券商次级债	保险次级债	ABS	中短票	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二永债	银行永续债	券商次级债	保险次级债	ABS
1Y	AAA	29	30	39	35	31	27	29	29	-	45	27%	20%	33%	34%	39%	6%	3%	62%	-	15%
	AA+	36	35	39	36	36	28	30	30	34	57	14%	15%	3%	7%	10%	5%	2%	13%	6%	10%
	AA	40	41	95	53	42	34	38	35	39	64	6%	12%	19%	16%	9%	2%	4%	10%	6%	4%
2Y	AAA	28	28	38	33	30	25	28	33	-	44	39%	32%	53%	38%	51%	21%	15%	69%	-	21%
	AA+	35	33	40	36	35	26	29	36	35	58	9%	7%	9%	17%	20%	12%	26%	15%	16%	
	AA	41	41	102	61	42	35	41	41	40	66	13%	16%	21%	25%	11%	19%	12%	14%	15%	8%
3Y	AAA	28	30	38	33	30	26	31	35	-	46	29%	27%	42%	23%	34%	13%	12%	68%	-	17%
	AA+	36	36	41	36	36	31	33	41	36	59	13%	16%	11%	8%	13%	13%	12%	26%	13%	11%
	AA	49	44	117	77	50	41	46	51	41	75	15%	13%	25%	23%	12%	14%	13%	19%	13%	9%
4Y	AAA	40	40	50	46	42	37	41	41	-	57	68%	54%	75%	51%	75%	27%	23%	73%	-	24%
	AA+	50	46	56	50	50	42	44	47	51	74	20%	21%	26%	26%	24%	24%	25%	31%	18%	
	AA	70	59	143	100	71	54	62	59	60	94	27%	27%	34%	32%	26%	23%	23%	20%	31%	18%
5Y	AAA	42	44	53	48	44	38	44	49	-	59	43%	37%	58%	34%	49%	26%	33%	78%	-	23%
	AA+	54	54	59	54	54	44	50	56	57	77	26%	31%	19%	18%	26%	27%	29%	29%	16%	
	AA	74	66	149	105	76	66	75	70	68	99	25%	27%	28%	28%	24%	30%	30%	23%	31%	14%

期限	隐含评级	中债估值收益率 (%)										历史分位数									
		中短票	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二永债	银行永续债	券商次级债	保险次级债	ABS	中短票	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二永债	银行永续债	券商次级债	保险次级债	ABS
1Y	AAA	1.88	1.89	1.98	1.94	1.90	1.86	1.88	1.89	-	2.04	6%	6%	6%	7%	7%	6%	6%	14%	-	7%
	AA+	1.96	1.94	1.99	1.96	1.96	1.87	1.89	1.90	1.93	2.16	6%	6%	3%	2%	5%	6%	6%	6%	6%	8%
	AA	2.00	2.01	2.55	2.13	2.01	1.93	1.97	1.95	1.98	2.24	6%	6%	16%	9%	5%	6%	5%	7%	6%	6%
2Y	AAA	1.93	1.94	2.03	1.99	1.95	1.91	1.93	1.98	-	2.10	7%	6%	6%	7%	7%	6%	6%	14%	-	7%
	AA+	2.01	1.99	2.05	2.01	2.01	1.92	1.94	2.01	2.00	2.23	6%	6%	6%	5%	6%	5%	6%	7%	7%	8%
	AA	2.06	2.06	2.67	2.26	2.08	2.01	2.06	2.06	2.05	2.31	6%	7%	16%	9%	6%	5%	7%	8%	6%	6%
3Y	AAA	1.95	1.97	2.05	2.00	1.97	1.93	1.98	2.02	-	2.13	6%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	13%	-	6%
	AA+	2.03	2.02	2.08	2.03	2.03	1.98	2.00	2.08	2.03	2.26	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	8%	5%	6%
	AA	2.16	2.11	2.84	2.43	2.17	2.08	2.13	2.18	2.08	2.42	7%	6%	15%	13%	6%	6%	7%	9%	5%	6%
4Y	AAA	2.02	2.03	2.13	2.09	2.04	1.99	2.03	2.03	-	2.19	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	12%	-	6%
	AA+	2.13	2.09	2.18	2.13	2.13	2.04	2.06	2.09	2.13	2.36	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	7%	6%
	AA	2.32	2.22	3.05	2.62	2.33	2.16	2.24	2.21	2.22	2.56	9%	7%	16%	16%	7%	6%	7%	8%	8%	7%
5Y	AAA	2.04	2.05	2.15	2.10	2.06	1.99	2.05	2.11	-	2.21	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	13%	-	6%
	AA+	2.16	2.15	2.21	2.16	2.16	2.06	2.11	2.18	2.18	2.38	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	6%	6%	6%
	AA	2.36	2.28	3.11	2.66	2.37	2.28	2.36	2.32	2.29	2.61	9%	8%	15%	16%	7%	7%	8%	11%	7%	6%

资料来源：Wind，华创证券

注：1、信用利差统计口径为中债收益率曲线减同期限中债国债收益率曲线得到的差值；
2、为了信用债各品种历史分位数具有横向可比性，其起始时间均为 2021 年 12 月 31 日，下同。

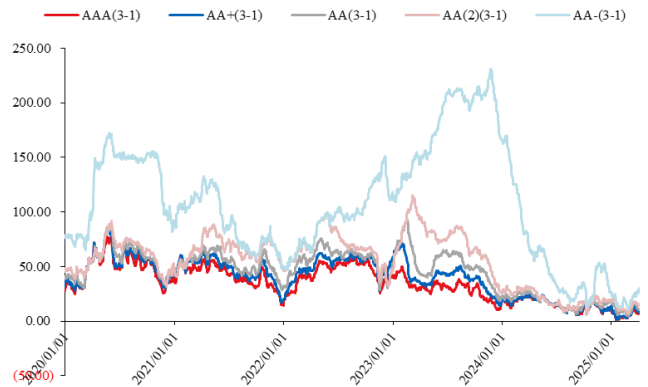
图表 4 中短票期限利差变动 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

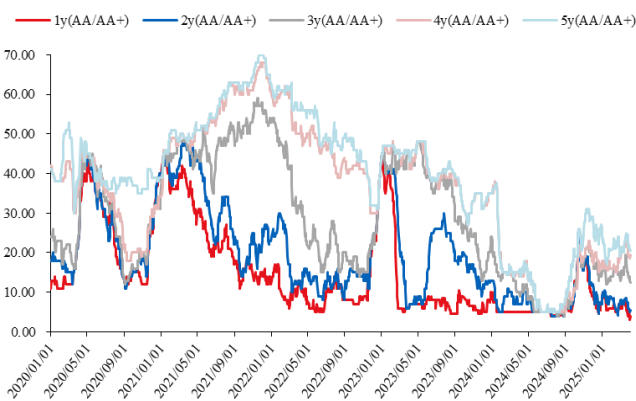
注: 期限利差等于所属品种同等级、不同期限的中债到期收益率曲线相减得到的差值。

图表 5 城投债期限利差变动 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

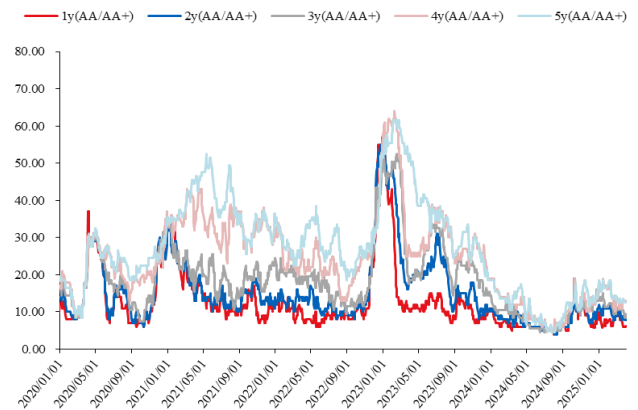
图表 6 中短票等级利差变动 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

注: 期限利差等于所属品种同期限、不同等级的中债到期收益率曲线相减得到的差值。

图表 7 城投债等级利差变动 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 中短票收益率、信用利差及其分位数水平变化

信用债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
中债估值收益率 (%)	1.88	1.96	2.00	1.93	2.01	2.06	1.95	2.03	2.16	2.02	2.13	2.32	2.04	2.16	2.36	2.17	2.31	2.61	2.18	2.44	2.77	2.18	2.55	-
分位数	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	9%	6%	6%	9%	8%	8%	14%	6%	8%	14%	5%	8%	-
2025-03-28 分位数	1.94	2.00	2.05	1.98	2.06	2.12	2.01	2.09	2.23	2.08	2.19	2.38	2.11	2.23	2.45	2.23	2.38	2.68	2.25	2.51	2.83	2.26	2.63	-
分位数	8%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	10%	8%	8%	16%	8%	9%	15%	12%	13%	16%	8%	11%	16%	7%	13%	-
收益率中位数 (%)	2.39	2.48	2.55	2.59	2.71	2.86	2.71	2.91	3.19	2.87	3.10	3.49	3.00	3.27	3.69	3.17	3.47	3.91	3.27	3.63	4.02	3.34	3.71	-
收益率变动 (BP)	-4	-4	-6	-6	-5	-6	-6	-6	-7	-6	-6	-6	-7	-7	-9	-6	-7	-7	-7	-7	-7	-8	-8	-
分位数变化	-2%	-1%	-2%	-1%	-2%	-2%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	-7%	-2%	-3%	-6%	-5%	-5%	-2%	-2%	-3%	-2%	-3%	-5%	-
信用利差	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
信用利差 (BP)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2025-04-03	29	36	40	28	35	41	28	36	49	40	50	70	42	54	74	36	50	80	44	70	103	22	59	-
分位数	27%	14%	6%	39%	24%	13%	29%	13%	15%	68%	30%	27%	43%	26%	25%	56%	31%	25%	42%	35%	34%	26%	30%	-
2025-03-28 分位数	29	35	40	28	36	42	27	35	49	37	48	67	39	50	72	32	47	76	39	65	97	20	57	-
分位数	31%	10%	7%	41%	27%	17%	25%	13%	15%	55%	23%	24%	32%	20%	23%	43%	21%	20%	36%	31%	28%	19%	27%	-
利差中位数 (BP)	33	43	50	30	42	53	33	48	69	36	55	95	45	66	110	34	64	108	49	81	125	35	70	-
利差变动 (BP)	-1	1	0	0	-1	-1	1	1	0	3	3	3	3	3	2	4	3	4	5	5	5	2	2	-
分位数变化	-4%	5%	-1%	-2%	-3%	-3%	4%	1%	0%	14%	7%	3%	11%	6%	2%	13%	10%	5%	6%	4%	6%	7%	4%	-

资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 城投债收益率、信用利差及其分位数水平变化

城投债	1年期					2年期					3年期					4年期					5年期				
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
中债城投收益率(%)	1.89	1.94	2.01	2.07	2.16	1.94	1.99	2.06	2.16	2.37	1.97	2.02	2.11	2.22	2.45	2.03	2.09	2.22	2.42	2.85	2.05	2.15	2.28	2.50	3.12
分位数	6%	6%	6%	6%	3%	6%	6%	7%	7%	8%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	7%	9%	4%	6%	7%	8%	9%	7%
2025-03-28	1.95	2.00	2.06	2.13	2.26	1.98	2.05	2.13	2.21	2.44	2.02	2.10	2.18	2.28	2.51	2.08	2.15	2.28	2.49	2.95	2.13	2.23	2.35	2.57	3.17
分位数	8%	8%	8%	9%	10%	8%	8%	8%	9%	13%	8%	8%	9%	10%	9%	8%	8%	10%	15%	10%	8%	10%	11%	14%	11%
2023-12-31	2.59	2.69	2.80	2.92	3.14	2.71	2.82	2.93	3.07	4.04	2.77	2.88	3.03	3.19	4.81	2.86	3.01	3.20	3.60	5.79	2.93	3.08	3.26	3.70	5.94
收益率变动(BP)	-6	-6	-6	-6	-11	-4	-6	-6	-5	-7	-5	-7	-7	-6	-5	-6	-7	-7	-8	-11	-7	-7	-7	-7	-5
分位数变化	-2%	-2%	-2%	-3%	-7%	-1%	-2%	-2%	-2%	-5%	-1%	-2%	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%	-3%	-6%	-6%	-2%	-3%	-4%	-5%	-3%
信用利差(BP)	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
2025-04-03	30	35	41	47	56	28	33	41	51	72	30	36	44	55	79	40	46	59	79	122	44	54	66	88	150
分位数	20%	15%	12%	9%	8%	32%	18%	16%	17%	10%	27%	16%	13%	13%	9%	54%	30%	27%	25%	9%	37%	31%	27%	26%	13%
2025-03-28	30	36	42	48	61	28	35	43	52	75	28	36	44	54	77	37	44	57	78	124	41	51	63	85	145
分位数	24%	18%	13%	10%	11%	31%	24%	20%	18%	13%	21%	16%	14%	13%	9%	39%	24%	22%	23%	10%	29%	25%	22%	23%	11%
2023-12-31	39	49	60	72	94	40	51	62	76	173	43	54	68	84	246	39	54	73	113	332	44	59	78	122	346
利差变动(BP)	35	43	52	64	172	32	42	53	66	274	35	48	63	85	302	40	53	75	111	335	47	62	89	130	356
分位数变化	-4%	-4%	-1%	-1%	-6%	1%	-6%	-4%	-1%	-2%	5%	-1%	0%	0%	1%	2%	2%	2%	1%	-2%	3%	3%	3%	3%	5%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 10 城投区域利差及其分位数水平变化 (BP)

省份	2025/04/03	2025/03/28	2023/12/29	当前信用利差历史分位数	近一周信用利差变动	2024年以来信用利差变动	2024年最低点	当前信用利差较2024年最低点变动
青海	153	156	630	18%	-3	-477	87	66
贵州	212	215	528	6%	-3	-316	189	23
云南	131	134	282	10%	-2	-151	97	35
甘肃	79	80	178	2%	-2	-99	75	3
吉林	90	91	152	19%	-1	-62	52	38
宁夏	86	87	201	11%	-1	-114	60	26
天津	86	87	152	11%	0	-66	53	34
黑龙江	106	106	195	14%	0	-89	83	23
广西	102	102	264	10%	0	-162	78	24
海南	56	56	87	17%	0	-31	40	17
四川	81	80	163	11%	0	-83	60	21
山西	63	63	92	16%	0	-29	43	20
湖南	73	73	134	14%	0	-61	52	21
安徽	62	61	95	16%	0	-33	44	18
江苏	60	60	94	17%	0	-34	42	19
上海	43	43	56	29%	0	-12	31	13
山东	94	94	172	13%	0	-77	65	29
内蒙古	75	75	108	3%	0	-33	71	5
湖北	67	66	116	15%	0	-50	45	21
浙江	55	55	81	17%	0	-26	38	18
西藏	66	66	91	18%	0	-25	41	25
陕西	105	105	183	15%	0	-78	70	35
江西	70	70	118	15%	0	-48	47	23
北京	47	46	66	17%	1	-19	32	15
福建	51	50	73	17%	1	-22	35	16
重庆	85	85	148	16%	1	-63	56	29
河南	87	86	129	19%	1	-43	52	35
广东	52	52	69	20%	1	-17	33	19
新疆	78	77	101	22%	1	-24	45	33
辽宁	125	124	279	2%	1	-154	122	3
河北	72	71	102	20%	1	-31	44	28

资料来源: Wind, 华创证券

注: 区域利差统计口径为区域内存量债券信用利差的平均数, 单只债券信用利差=中债行权估值收益率-同期限国开债收益率; 历史分位数起始时间为2021年12月31日。

图表 11 地产债收益率、信用利差及其分位数水平变化

地产债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
中债估值收益率(%)	1.98	1.99	2.55	2.03	2.05	2.67	2.05	2.08	2.84	2.13	2.18	3.05	2.15	2.21	3.11
2025-04-03	1.98	1.99	2.55	2.03	2.05	2.67	2.05	2.08	2.84	2.13	2.18	3.05	2.15	2.21	3.11
分位数	6%	3%	16%	6%	5%	16%	6%	6%	15%	6%	6%	16%	6%	6%	15%
2025-03-28	2.04	2.05	2.65	2.08	2.11	2.77	2.11	2.14	2.94	2.19	2.24	3.14	2.22	2.28	3.23
分位数	7%	6%	18%	7%	7%	18%	7%	8%	17%	8%	8%	20%	8%	8%	20%
2023-12-31	2.67	2.82	3.55	2.79	2.98	3.73	2.81	3.05	3.90	2.90	3.19	4.20	3.05	3.39	4.44
收益率中位数(%)	2.46	2.63	3.38	2.67	2.90	3.59	2.80	3.13	3.81	2.97	3.36	4.16	3.12	3.49	4.37
收益率变动(BP)	-6	-6	-10	-5	-6	-10	-6	-6	-10	-6	-6	-9	-7	-7	-12
分位数变化	-1%	-3%	-3%	-1%	-2%	-2%	-1%	-2%	-3%	-2%	-2%	-3%	-2%	-2%	-5%
地产债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2025-04-03	39	39	95	38	40	102	38	41	117	50	56	143	53	59	149
分位数	33%	3%	19%	53%	7%	21%	42%	11%	25%	75%	20%	34%	58%	19%	28%
2025-03-28	39	40	100	38	41	107	37	41	120	48	53	143	50	56	151
分位数	36%	4%	28%	54%	12%	30%	38%	10%	32%	64%	15%	33%	47%	15%	29%
2023-12-31	47	62	135	48	67	142	47	71	156	44	73	174	56	91	195
利差中位数(BP)	41	58	114	38	57	127	40	64	131	44	71	159	50	83	178
利差变动(BP)	-1	-1	-5	0	-2	-5	1	1	-3	3	3	0	3	3	-2
分位数变化	-4%	-1%	-9%	-1%	-4%	-8%	4%	1%	-7%	11%	4%	0%	10%	4%	-1%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 煤炭债收益率、信用利差及其分位数水平变化

煤炭债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
中债估值收益率(%)	1.90	1.96	2.01	1.95	2.01	2.08	1.97	2.03	2.17	2.04	2.13	2.33	2.06	2.16	2.37
2025-04-03	1.90	1.96	2.01	1.95	2.01	2.08	1.97	2.03	2.17	2.04	2.13	2.33	2.06	2.16	2.37
分位数	7%	5%	5%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	7%
2025-03-28	1.96	2.00	2.06	2.00	2.06	2.13	2.03	2.09	2.24	2.10	2.19	2.40	2.13	2.23	2.46
分位数	9%	7%	8%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	8%	12%	9%	9%	13%
2023-12-31	2.53	2.68	2.73	2.67	2.83	2.98	2.71	2.90	3.24	2.80	3.03	3.49	2.94	3.22	3.69
收益率中位数(%)	2.39	2.52	2.66	2.59	2.76	3.04	2.71	2.97	3.42	2.87	3.18	3.67	3.00	3.35	3.86
收益率变动(BP)	-6	-4	-4	-5	-5	-6	-6	-6	-7	-6	-6	-6	-7	-7	-9
分位数变化	-3%	-2%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-5%	-3%	-3%	-7%
煤炭债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2025-04-03	31	36	42	30	35	42	30	36	50	42	50	71	44	54	76
分位数	39%	10%	9%	51%	17%	11%	34%	13%	12%	75%	26%	26%	49%	26%	24%
2025-03-28	32	35	41	31	36	43	29	35	51	39	48	68	41	50	74
分位数	43%	6%	6%	54%	18%	13%	30%	13%	13%	64%	22%	23%	36%	19%	22%
2023-12-31	33	48	53	36	52	67	37	56	90	34	57	103	45	74	121
利差中位数(BP)	33	46	59	30	46	71	33	56	100	37	63	111	45	75	130
利差变动(BP)	-1	1	1	0	-1	-1	1	1	0	3	3	3	3	3	1
分位数变化	-4%	4%	3%	-3%	-1%	-2%	4%	1%	-1%	11%	5%	3%	13%	6%	2%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 钢铁债收益率、信用利差及其分位数水平变化

钢铁债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
中债估值收益率(%)	1.94	1.96	2.13	1.99	2.01	2.26	2.00	2.03	2.43	2.09	2.13	2.62	2.10	2.16	2.66
2025-04-03	1.94	1.96	2.13	1.99	2.01	2.26	2.00	2.03	2.43	2.09	2.13	2.62	2.10	2.16	2.66
分位数	7%	2%	9%	7%	5%	9%	6%	6%	13%	6%	6%	16%	6%	6%	16%
2025-03-28	2.00	2.00	2.18	2.05	2.06	2.33	2.07	2.09	2.51	2.16	2.19	2.69	2.19	2.23	2.76
分位数	9%	5%	15%	9%	7%	16%	8%	7%	17%	9%	8%	19%	9%	8%	19%
2023-12-31	2.58	2.73	3.05	2.73	2.84	3.13	2.77	2.85	3.20	2.89	2.98	3.45	3.05	3.17	3.64
收益率中位数(%)	2.44	2.52	2.83	2.64	2.76	3.11	2.83	2.92	3.38	3.00	3.11	3.76	3.16	3.28	3.98
收益率变动(BP)	-5	-4	-6	-6	-5	-6	-7	-6	-8	-7	-6	-7	-9	-7	-10
分位数变化	-2%	-3%	-6%	-2%	-2%	-7%	-2%	-1%	-4%	-3%	-2%	-2%	-3%	-2%	-3%
钢铁债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2025-04-03	35	36	53	33	36	61	33	36	77	46	50	100	48	54	105
分位数	34%	7%	16%	38%	9%	25%	23%	8%	23%	51%	21%	32%	34%	18%	28%
2025-03-28	35	35	54	35	36	63	33	35	77	44	48	97	47	50	104
分位数	35%	4%	18%	46%	11%	28%	21%	7%	25%	39%	14%	29%	30%	13%	27%
2023-12-31	38	53	85	41	52	82	43	51	86	42	52	99	56	68	116
利差中位数(BP)	38	50	71	36	46	77	40	52	90	46	59	118	55	69	134
利差变动(BP)	0	1	0	-1	-1	-2	0	1	-1	2	3	2	2	3	1
分位数变化	-1%	3%	-1%	-8%	-2%	-3%	1%	1%	-2%	12%	7%	3%	4%	5%	1%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 14 银行二级资本债收益率、信用利差及其分位数水平变化

银行二级资本债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
中债估值收益率(%)	1.86	1.87	1.93	1.91	1.92	2.01	1.93	1.98	2.08	1.99	2.04	2.16	1.99	2.06	2.28
2025-04-03															
分位数	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%	6%	5%	5%	7%
2025-03-28	1.98	1.99	2.04	2.01	2.03	2.12	2.04	2.09	2.20	2.09	2.15	2.28	2.09	2.17	2.39
分位数	10%	10%	9%	9%	9%	10%	9%	10%	11%	9%	10%	10%	7%	9%	16%
2023-12-31	2.65	2.67	2.77	2.72	2.76	2.89	2.85	2.89	3.03	2.97	3.00	3.14	3.00	3.05	3.22
收益率中位数(%)	2.45	2.47	2.56	2.66	2.69	2.82	2.87	2.92	3.09	3.06	3.14	3.33	3.14	3.22	3.48
收益率变动(BP)	-12	-12	-11	-11	-11	-11	-11	-11	-12	-10	-11	-12	-10	-11	-11
分位数变化	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-5%	-4%	-4%	-5%	-2%	-4%	-8%
银行二级资本债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2025-04-03	27	28	34	25	26	35	26	31	41	37	42	54	38	44	66
分位数	6%	5%	2%	21%	20%	19%	13%	13%	14%	27%	26%	23%	26%	26%	30%
2025-03-28	33	34	39	31	33	42	30	35	46	38	43	56	37	45	67
分位数	27%	22%	15%	39%	36%	36%	22%	24%	21%	30%	29%	27%	24%	26%	31%
2023-12-31	45	47	57	41	44	57	51	55	69	51	53	67	52	57	73
利差中位数(BP)	38	41	51	35	38	49	43	47	60	51	55	70	58	64	80
利差变动(BP)	-7	-6	-5	-6	-6	-6	-4	-4	-5	-1	-2	-3	1	0	0
分位数变化	-21%	-17%	-12%	-18%	-16%	-17%	-9%	-11%	-8%	-3%	-3%	-4%	1%	-1%	-1%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 银行永续债收益率、信用利差及其分位数水平变化

银行永续债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
中债估值收益率(%)	1.88	1.89	1.97	1.93	1.94	2.06	1.98	2.00	2.13	2.03	2.06	2.24	2.05	2.11	2.36
2025-04-03															
分位数	6%	6%	5%	6%	6%	7%	6%	6%	7%	5%	5%	7%	5%	5%	8%
2025-03-28	2.00	2.01	2.09	2.05	2.06	2.17	2.08	2.10	2.23	2.16	2.19	2.36	2.16	2.22	2.45
分位数	9%	9%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	10%	10%	11%	12%	8%	10%	15%
2023-12-31	2.75	2.78	2.87	2.80	2.81	2.94	2.94	2.96	3.09	3.03	3.08	3.23	3.05	3.10	3.40
收益率中位数(%)	2.54	2.58	2.77	2.75	2.79	2.98	2.97	3.02	3.25	3.16	3.24	3.52	3.28	3.37	3.68
收益率变动(BP)	-12	-12	-12	-12	-12	-11	-10	-10	-10	-12	-12	-11	-11	-11	-9
分位数变化	-3%	-3%	-5%	-4%	-4%	-3%	-3%	-3%	-4%	-5%	-5%	-5%	-4%	-5%	-6%
银行永续债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2025-04-03	29	30	38	28	29	41	31	33	46	41	44	62	44	50	75
分位数	3%	2%	4%	15%	12%	12%	12%	12%	13%	23%	24%	23%	33%	27%	30%
2025-03-28	35	36	44	35	36	47	34	36	49	44	47	64	44	50	73
分位数	18%	17%	14%	35%	33%	23%	17%	17%	15%	29%	28%	26%	34%	27%	28%
2023-12-31	56	58	67	48	50	63	60	62	75	57	62	77	57	62	92
利差中位数(BP)	47	50	65	43	46	61	51	55	72	59	65	84	56	74	103
利差变动(BP)	-6	-6	-6	-7	-7	-6	-3	-3	-3	-3	-3	-2	0	0	2
分位数变化	-16%	-15%	-10%	-20%	-21%	-11%	-5%	-5%	-2%	-6%	-4%	-3%	-1%	-1%	3%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 16 券商次级债收益率、信用利差及其分位数水平变化

券商次级债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
中债估值收益率(%)	1.89	1.90	1.95	1.98	2.01	2.06	2.02	2.08	2.18	2.03	2.09	2.21	2.11	2.18	2.32
2025-04-03															
分位数	14%	6%	7%	14%	7%	8%	13%	8%	9%	12%	6%	8%	13%	6%	11%
2025-03-28	1.96	1.99	2.03	2.06	2.10	2.15	2.08	2.14	2.24	2.14	2.20	2.32	2.19	2.27	2.41
分位数	21%	11%	11%	21%	11%	12%	18%	10%	14%	21%	11%	15%	20%	12%	14%
2023-12-31	2.61	2.66	2.74	2.78	2.87	2.99	2.88	2.97	3.21	3.08	3.20	3.45	3.17	3.29	3.54
收益率中位数(%)	2.09	2.43	2.60	2.21	2.76	3.03	2.28	2.96	3.28	2.36	3.16	3.59	2.40	3.31	3.76
收益率变动(BP)	-7	-9	-8	-8	-9	-9	-7	-7	-7	-11	-11	-11	-8	-9	-9
分位数变化	-7%	-5%	-4%	-7%	-4%	-4%	-5%	-2%	-4%	-9%	-5%	-6%	-7%	-6%	-4%
券商次级债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2025-04-03	29	30	35	33	36	41	35	41	51	41	47	59	49	56	70
分位数	62%	13%	10%	69%	26%	14%	68%	26%	19%	73%	25%	20%	78%	29%	23%
2025-03-28	32	35	39	36	40	45	35	41	51	43	49	61	47	55	69
分位数	69%	33%	17%	75%	38%	19%	68%	25%	19%	76%	30%	22%	73%	25%	22%
2023-12-31	41	46	54	47	56	68	53	62	86	62	74	99	69	81	106
利差中位数(BP)	-186	38	52	-219	45	68	-233	51	84	-248	60	105	-250	72	118
利差变动(BP)	-2	-4	-3	-3	-4	-4	0	0	0	-2	-2	-2	2	1	1
分位数变化	-6%	-20%	-7%	-6%	-11%	-6%	1%	1%	0%	-3%	-5%	-2%	6%	4%	2%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 保险次级债收益率、信用利差及其分位数水平变化

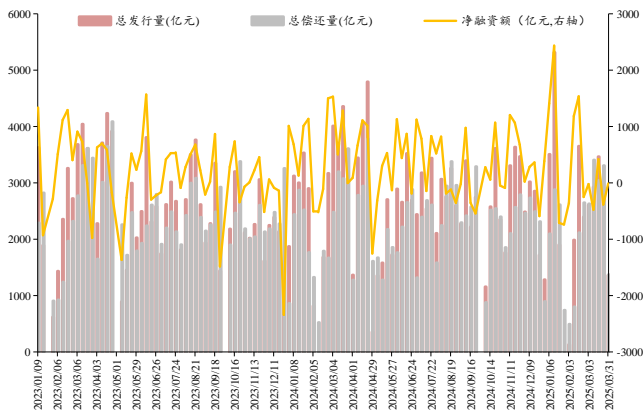
保险次级债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
中债估值收益率(%)	1.93	1.98	2.11	2.00	2.05	2.29	2.03	2.08	2.33	2.13	2.22	2.48	2.18	2.29	2.57
2025-04-03	6%	6%	7%	7%	6%	13%	5%	5%	11%	7%	8%	15%	6%	7%	14%
分位数	2.03	2.08	2.21	2.05	2.10	2.35	2.13	2.18	2.43	2.22	2.31	2.56	2.29	2.40	2.68
2025-03-28	11%	11%	15%	8%	8%	16%	10%	10%	16%	10%	13%	18%	11%	15%	18%
分位数	2.78	2.83	3.04	2.82	2.87	3.08	2.96	3.01	3.27	3.02	3.07	3.33	3.08	3.14	3.40
2023-12-31	2.59	2.70	2.97	2.83	2.97	3.29	3.00	3.18	3.56	3.22	3.36	3.77	3.32	3.43	3.89
收益率中位数(%)	-10	-10	-10	-4	-4	-5	-10	-10	-10	-9	-9	-8	-11	-11	-11
收益率变动(BP)	-5%	-5%	-8%	-2%	-2%	-3%	-5%	-5%	-5%	-3%	-5%	-3%	-5%	-8%	-4%
分位数变化															
保险次级债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
信用利差(BP)	34	39	52	35	40	64	36	41	66	51	60	86	57	68	96
2025-04-03	6%	6%	10%	15%	15%	24%	13%	13%	19%	31%	31%	34%	29%	31%	32%
分位数	38	43	56	35	40	65	39	44	69	51	60	85	57	68	96
2025-03-28	13%	13%	16%	15%	14%	25%	17%	17%	22%	31%	30%	32%	29%	31%	32%
分位数	58	63	84	51	56	77	62	67	93	55	60	86	59	65	91
2023-12-31	53	59	84	51	62	95	56	71	111	61	73	116	69	82	125
利差中位数(BP)	-5	-5	-5	0	0	-1	-3	-3	-3	0	0	1	0	0	0
利差变动(BP)	-8%	-7%	-5%	0%	0%	-1%	-4%	-3%	-3%	1%	1%	1%	0%	0%	-1%
分位数变化															

资料来源: Wind, 华创证券

四、一级市场: 信用债、城投债净融资额环比均有所增加

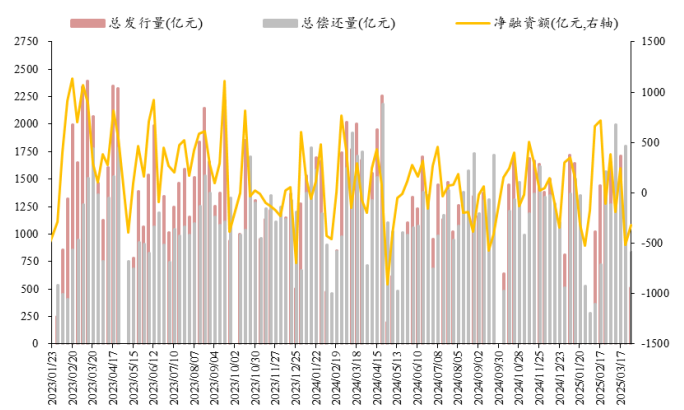
本周信用债发行规模 1359 亿元, 环比减少 1561 亿元, 净融资额为-11 亿元, 环比增加 374 亿元。具体看, 本周城投债发行规模 515 亿元, 较上周减少 764 亿元, 净融资额为-320 亿元, 较上周增加 198 亿元。分品种看, 短融、公司债净融资额较上周分别增加至 133 亿元、202 亿元, 中票、企业债净融资额较上周分别减少至-135 亿元、-138 亿元。等级方面, AA+品种发行占比小幅上升 24.70%, AAA、AA 品种发行占比分别下降至 66.24%、9.06%。期限方面, 本周 1 年以内品种发行占比从上周的 20.63% 上升至 35.59%, 5 年期及以上信用债发行占比从上周的 42.18% 下降至 30.99%。性质方面, 央企、地方国企、民企占比分别下降至 19.54%、51.47%、1.40%, 其他企业占比上升至 27.59%。行业方面, 本周发行规模较大的行业为城投、食品饮料、综合、通信等。取消发行方面, 本周共有 2 只信用债取消或推迟发行, 总额为 13 亿元, 较上周减少 17.45 亿元。

图表 18 信用债周度发行、偿还和净融资(亿元)



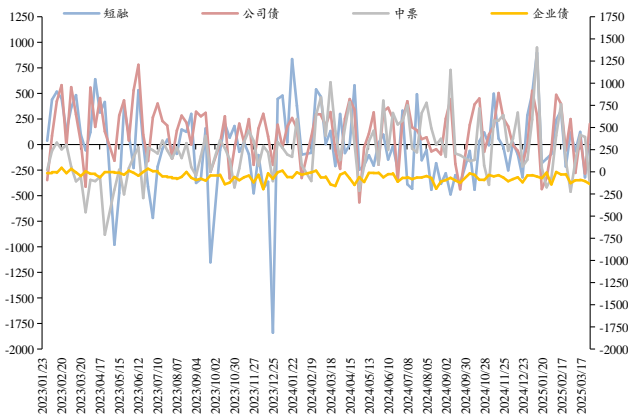
资料来源: Wind, 华创证券

图表 19 城投债周度发行、偿还和净融资(亿元)



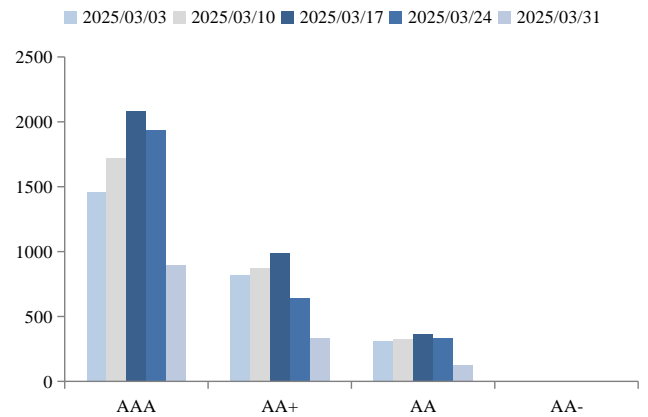
资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 各品种净融资额(亿元)



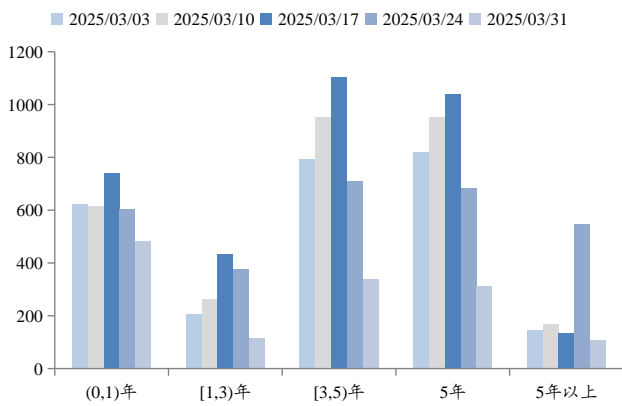
资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 发行等级分布(亿元)



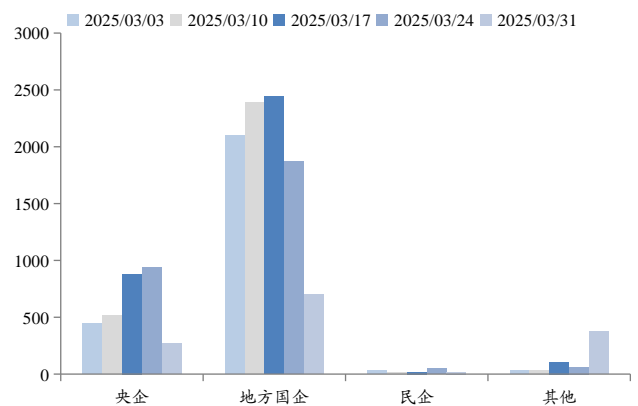
资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 发行期限分布(亿元)



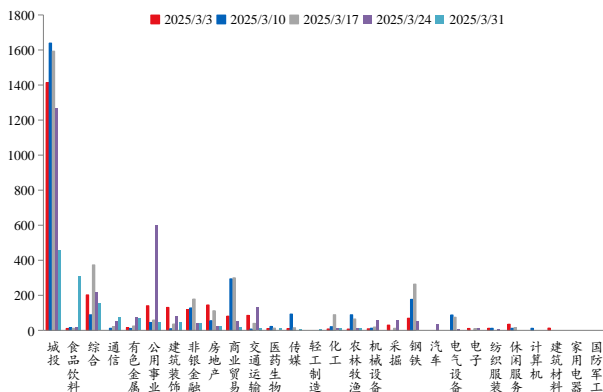
资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 发行企业性质分布(亿元)



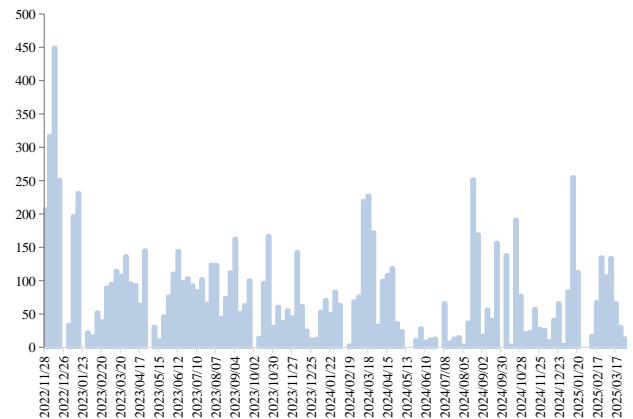
资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 发行行业分布(亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 取消发行额(亿元)

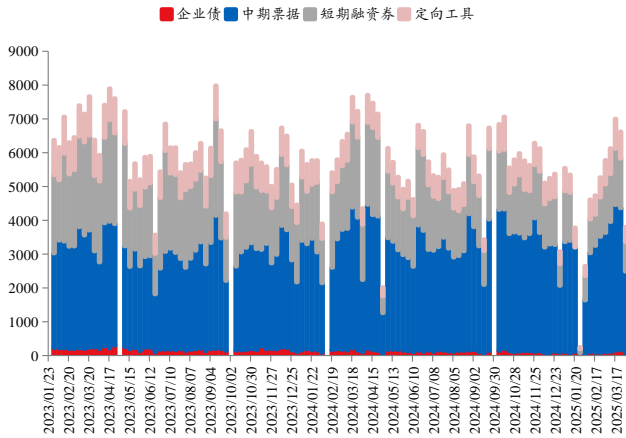


资料来源: Wind, 华创证券

五、成交流动性：银行间市场、交易所市场成交活跃度均有所下降

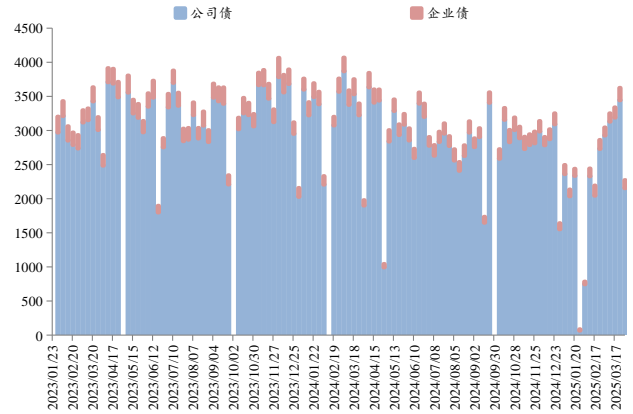
本周信用债银行间市场、交易所市场成交活跃度均有所下降。其中银行间市场成交额由上周的 6620 亿元下降至 3798 亿元，交易所市场成交额由上周的 3623 亿元下降至 2270 亿元。

图表 26 银行间信用债成交金额(亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 交易所信用债成交金额(亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

六、评级调整：本周共 1 家评级下调主体

本周共 1 家主体外部评级下调，为中航工业产融控股股份有限公司。

图表 28 本周主体评级下调事件一览

企业名称	已发债券名称	评级机构	评级调整日	调整前	调整后	企业性质	行业	地区	是否城投
中航工业产融控股股份有限公司	24 中航产融 SCP008	中债资信	2025/4/1	AA+r	AAr	中央国有企业	非银金融	黑龙江	否

资料来源: Wind, 华创证券

七、风险提示

数据统计口径出现偏差；信用风险事件超预期发生。

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

高级分析师：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。

分析师：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023 年加入华创研究所。

分析师：张文星

南京理工大学国际商务硕士。曾任职于天风证券研究所。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄艳欣

北京大学电子信息硕士，中央财经大学经济学学士，2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张威

中央财经大学金融硕士，2024 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A股市场基准为沪深300指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来6个月内超越基准指数20%以上;
推荐: 预期未来6个月内超越基准指数10% - 20%;
中性: 预期未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来6个月内相对基准指数跌幅在10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522