

行业利差全线下降，地产表现继续改善

——2023年2月行业利差数据跟踪

东方金诚研究发展部分析师 梅佳

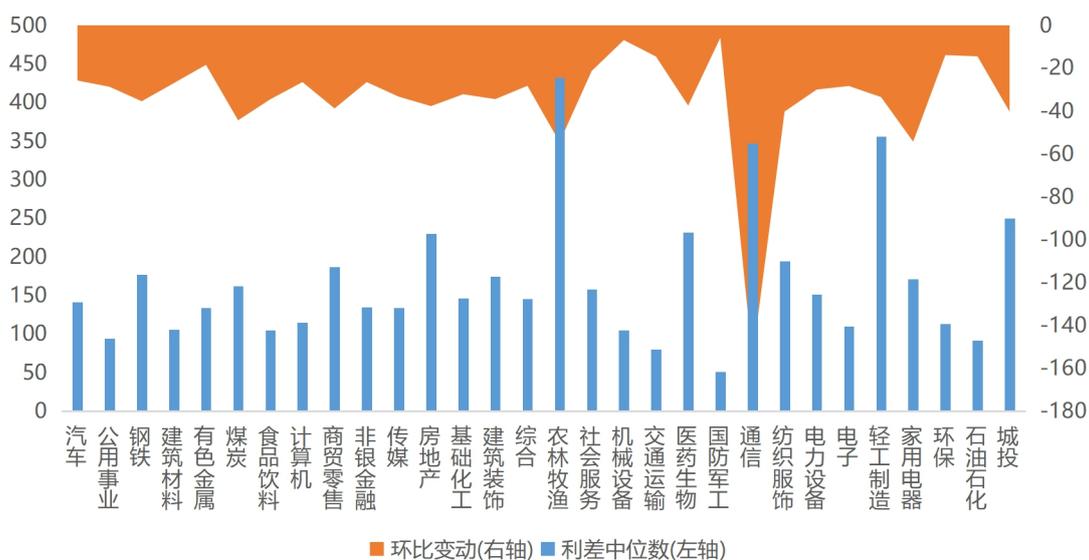
主要观点：

- ✚ 2月，各行业信用利差环比全线下行。其中，国防军工和机械设备下降幅度最小，不到10bp，通信行业利差环比下降幅度最大，为156bp，其余27个行业的行业利差环比降幅均介于6bp-54bp之间。
- ✚ 房地产行业：2月政策面对房企融资的支持力度继续加码，房企融资环境延续改善，房地产行业利差中位数环比、同比皆有所下行，其中国企受益最为明显；分等级看，AAA、AA+和AA-级房地产利差中位数下降，AA级上升；分期限看，各期限利差中位数环比皆在下降，其中3年期降幅最大。
- ✚ 城投行业：2月城投利差继续压缩，全国31个地区中30个地区的城投债中位利差均环比收窄，甘肃、山西和湖南收窄幅度位居前三，仅广西一地城投债中位利差环比走阔；分等级看，各等级中位利差均环比下行，其中AA级中位利差降幅最大；分期限看，各期限中位利差亦均环比下行，期限越短利差收窄幅度越大。
- ✚ 2月主要行业的个体利差分化明显：地产行业利差环比增幅前五的发行人均为基本面较弱或已出险民企，利差继续高位大幅走阔，利差环比降幅前五名中有四家公司为受益融资宽松的地方国企；城投企业利差环比大幅收窄多集中在AAA和AA+级主体，而AA级主体继续走阔；钢铁企业利差环比收窄幅度后五的企业为鞍钢、山钢等高等级优质央国企，降幅均大于25bp；煤炭主体利差环比仅永煤1家走阔1075bp，但从年内走势来看，永煤利差持续走低，2月利差为2023年以来持续收窄后的回弹。

一、2月，各行业信用利差环比全线下行。其中，国防军工和机械设备下降幅度最小，不到10bp，通信行业利差环比下降幅度最大，为156bp，其余27个行业的行业利差环比降幅均介于6bp-54bp之间。

2月信用债市场延续修复，从行业信用利差中位数¹来看，各行业信用利差中位数环比全线走低。截至2023年2月末，30个行业的行业利差中位数全部下行：国防军工和机械设备下降幅度最小，环比分别下降6bp和7bp；环保、石油石化、交通运输、有色金属、社会服务、汽车、非银金融、计算机、建筑材料、综合、电子、公用事业和电力设备合计13个行业的利差环比下降介于10bp-30bp；基础化工、传媒、轻工制造、建筑装饰、食品饮料、钢铁、医药生物、房地产、商贸零售、纺织服饰和城投共计11个行业的利差环比下降介于30bp-40bp；煤炭、家用电器和农林牧渔的行业利差环比分别下行44bp、54bp和54bp；通信行业利差环比下降幅度最大，为156bp。

图表 1：2023 年 2 月分行业利差中位数及环比变化（单位：BP）



注：1、大智慧利差数据行业分类采用申万行业分类标准；

2、申万行业分类标准于2021年做了修订，新版行业分类于2021年7月30日正式推出，调整之后一级行业从28个调整至31个，具体看，化工调整为基础化工、纺织服装调整为纺织服饰、商业贸易调整为商贸零售、休闲服务调整为社会服务、电气设备调整为电力设备、采掘调整为煤炭，同时新增石油石化、环保和美容护理三个行业。基于此，行业利差数据做出调整，基础化工、纺织服饰、商贸零售、社会服务、电力设备和煤炭行业在20211228日之前的数据分别由

¹ 关于样本数据及计算方法说明。我们采用大智慧利差数据，统计样本包括财汇自定义的债券分类，剔除利率债、金融债、存单和ABS，剩余期限在0.5-5年之间，由单券剩余期限对应的收益率值与同期限国开债对应曲线值之差求得个券信用利差，进而合成各个维度的利差值。

化工、纺织服装、商业贸易、休闲服务、电气设备和采掘的行业利差数据填充。此外，考虑到美容护理行业无利差数据，同时剔除银行，加入城投，涉及到的行业共计 30 个。

数据来源：大智慧，东方金诚整理

图表 2：2023 年 2 月各行业不同时点行业利差情况（单位：BP）

行业	中位数					均值				
	最新	1W	1M	6M	1Y	最新	1W	1M	6M	1Y
汽车	98	102	124	65	91	148	151	163	107	166
公用事业	50	51	79	33	48	64	62	84	42	56
钢铁	126	127	161	74	99	138	141	173	100	140
建筑材料	64	64	91	48	57	94	94	118	73	89
有色金属	87	87	105	63	74	508	499	496	331	229
煤炭	102	107	146	79	101	270	265	622	4168	683
食品饮料	62	63	96	51	56	79	78	106	63	84
计算机	103	108	130	77	94	255	255	249	269	351
商贸零售	116	122	155	70	93	332	1411	510	340	335
非银金融	94	93	121	74	91	276	267	264	206	242
传媒	79	81	112	61	80	463	456	491	430	584
房地产	151	155	189	219	158	7155	7561	6313	8890	3258
基础化工	116	120	148	71	78	224	225	248	181	212
建筑装饰	96	99	131	60	75	151	154	191	280	172
综合	84	85	112	60	81	2086	1569	1033	1001	267
农林牧渔	368	377	422	346	358	1227	1213	1047	664	618
社会服务	81	82	102	61	102	174	174	176	114	192
机械设备	83	75	90	46	61	148	145	131	68	81
交通运输	52	48	67	35	47	145	141	158	150	167
医药生物	195	201	232	72	100	221	230	298	268	276
国防军工	38	33	44	64	39	143	139	151	216	149
通信	103	107	259	245	246	264	266	339	935	781
纺织服饰	177	172	217	170	243	243	236	265	233	305
电力设备	99	105	129	83	103	141	142	173	133	173
电子	71	72	99	54	68	117	117	140	114	134
轻工制造	309	313	342	348	361	326	330	361	345	350
家用电器	105	112	159	87	297	159	161	199	162	223
环保	73	71	86	58	68	600	3659	2054	704	347
石油石化	58	52	73	42	55	82	82	104	70	84
城投	199	208	240	111	144	273	280	310	204	227

注：最新是指 2023 年 2 月末时点，以该时点为基准，向前推 1 周、1 个月、6 个月和 1 年依次对应 1W、1M、6M 和 1Y

数据来源：大智慧，东方金诚整理

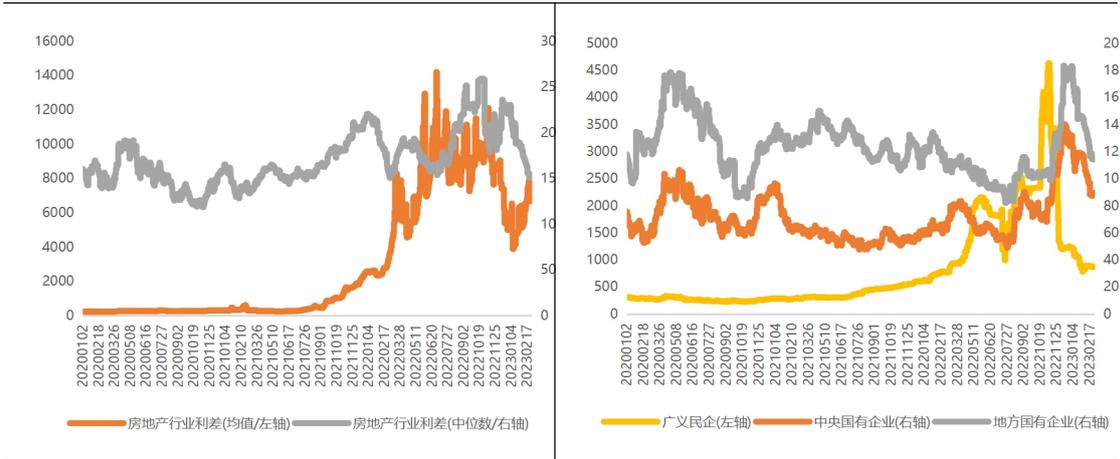
二、重点行业利差跟踪

（一）2 月政策面对房企融资的支持力度继续加码，房企融资环境延续改善，房地产行业利差中位数环比、同比皆有所下行。其中，央国企受益最为明显；分等级看，AAA、AA+

和AA-级房地产利差中位数下降，AA级上升；分期限看，各期限利差中位数环比皆在下降，其中3年期降幅最大。

截至2023年2月末，房地产行业信用利差中位数为151bp，环比下行38bp，同比下行6bp。分公司属性看，央国企信用利差下降而民企信用利差走阔：2月末央企和地方国企的信用利差中位数分别为90bp和116bp，环比分别下跌29bp和30bp，而广义民企信用利差中位数为874bp，环比上行32bp。

图表 3：房地产行业利差（左图）及分企业属性信用利差中位数（右图）走势（单位：bp）



资料来源：大智慧，东方金诚整理

分等级看，截至2023年2月末，AAA、AA+和AA-级的利差中位数分别为118bp、466bp和34bp，环比分别下行35bp、17bp和166bp，AA级利差中位数为331bp，环比上行79bp。

分期限看，2023年2月末1年期、3年期和5年期利差中位数分别为326bp、176bp和123bp，环比分别下降32bp、45bp和33bp。同比数据，1年期和3年期利差中位数分别下降44bp和34bp，5年期上升6bp。

图表 4：房地产行业利差分评级情况（单位：BP）

房地产分评级	AAA		AA+		AA		AA-	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023年2月末	1832	118	20202	466	2329	331	68	34
环比	-2191	-35	7882	-17	1211	79	-126	-166
同比	-617	21	14450	-321	1616	177	-17	-48

资料来源：大智慧，东方金诚整理

图表 5：房地产行业利差分期限情况（单位：BP）

房地产分期限	1年期		3年期		5年期	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023年2月末	8999	326	11658	176	1494	123
环比	-865	-32	4300	-45	-2874	-33
同比	3753	-44	7014	-34	-19	6

资料来源：大智慧，东方金诚整理

(二) 2月城投利差继续压缩，全国 31 个地区中 30 个地区的城投债中位利差均环比收窄，甘肃、山西和湖南收窄幅度位居前三，仅广西一地城投债中位利差环比走阔；分等级看，各等级中位利差均环比下行，其中 AA 级中位利差降幅最大；分期限看，各期限中位利差亦均环比下行，期限越短利差收窄幅度越大。

2月城投信用利差延续开年以来的走低态势：2023年2月末城投信用债利差的均值和中位数分别为 273bp 和 199bp，环比分别下降 37bp 和 40bp，同比分别提升 45bp 和 56bp。分区域环比情况看，全国 31 个地区中 30 个地区的城投债中位利差均环比收窄。其中，甘肃、山西和湖南收窄幅度位居前三，分别为 175bp、60bp 和 54bp，仅广西一地城投债中位利差环比走阔，增幅 28bp。

图表 6：城投行业利差走势（单位：bp）



资料来源：大智慧，东方金诚整理

分等级看，各等级中位利差环比皆在走低。截至 2023 年 2 月末，AAA 至 AA-级城投中位利差分别为 67bp、172bp、312bp 和 355bp，环比分别下降 27bp、37bp、42bp 和 24bp，AA 级中位利差降幅最大。分期限看，各期限中位利差环比皆在走低，期限越短利差收窄幅度越大，1、3、5 年期中位利差依次收窄 53bp、46bp 和 33bp。

图表 7：城投行业利差分评级情况（单位：BP）

城投分评级	AAA		AA+		AA		AA-	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023 年 2 月末	141	67	242	172	358	312	375	355
环比	-23	-27	-40	-37	-38	-42	-20	-24
同比	32	5	51	53	55	27	33	41

资料来源：大智慧，东方金诚整理

图表 8：城投行业利差分期限情况（单位：BP）

城投分期限	1 年期		3 年期		5 年期	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023 年 2 月末	245	158	286	205	262	202
环比	-43	-53	-40	-46	-32	-33
同比	23	30	61	74	31	45

资料来源：大智慧，东方金诚整理

（三）受钢铁行业景气度改善、信用债市场加速修复等因素影响，钢铁行业 2 月份中位利差环比收窄，各类型企业中位利差皆出现不同程度下降，其中广义民企下降幅度最大；分等级看，AAA、AA+及 AA-级中位利差环比均下行，仅 AA 级环比升高；分期限看，各主要期限中位利差环比皆有所收窄，其中 1 年期收窄幅度最大，为 74bp。

2023 年 2 月末，钢铁行业信用利差均值和中位数分别为 138bp 和 126bp，环比均下降 35bp。分公司属性看，各个类型企业中位利差皆出现不同程度的下降：央企、地方国企和广义民企在 2023 年 2 月末的信用利差分别为 73bp、126bp 和 236bp，环比分别下降 42bp、38bp 和 48bp，其中广义民企降幅最大。

图表 9：钢铁行业利差（左图）及分企业属性中位利差（右图）走势（单位：bp）



资料来源：大智慧，东方金诚整理

分等级看，AAA、AA+及 AA-级中位利差环比皆出现不同程度的下行，分别下降 36bp、37bp 和 22bp，仅 AA 级上行 289bp；分期限看，1、3 和 5 年期中位利差环比皆有所收窄，其中 1 年期收窄幅度最大，为 74bp。

图表 10：钢铁行业利差分评级情况（单位：BP）

钢铁分评级	AAA		AA+		AA		AA-	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023 年 2 月末	132	126	214	227	405	405	47	48
环比	-38	-36	-33	-37	289	289	-21	-22
同比	20	31	26	81	173	74	-986	-985

资料来源：大智慧，东方金诚整理

图表 11：钢铁行业利差分期限情况（单位：BP）

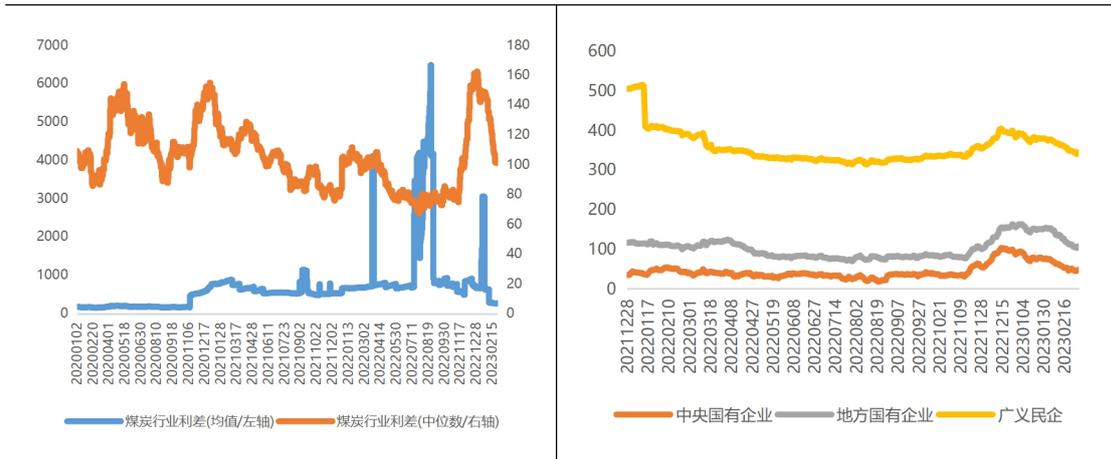
钢铁分期限	1 年期		3 年期		5 年期	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023 年 2 月末	105	52	140	127	153	140
环比	-37	-74	-33	-39	-40	-41
同比	-101	-20	14	32	9	39

资料来源：大智慧，东方金诚整理

（四）2月煤炭行业中位利差环比下降，其中地方国企利差收窄幅度最大；分等级看，AAA、AA+和AA-级中位利差环比下降，其中AAA级降幅最大，为49bp，仅AA级中位利差环比升高；分期限看，各期限利差中位数环比均收窄，3年期利差收窄幅度最大。

2023年2月末，煤炭行业信用利差均值和中位数分别为270bp和102bp，环比分别下降353bp和44bp。分公司属性看，各类型企业中位利差皆在收窄：2023年2月末，央企、地方国企和广义民企的信用利差分别为48bp、107bp和345bp，环比分别下降29bp、47bp和33bp，其中地方国企降幅最大。

图表 12：煤炭行业利差（左图）及分企业属性信用利差（右图）走势（单位：bp）



资料来源：大智慧，东方金诚整理

分等级看，AAA、AA+和AA-级中位利差环比下降，其中AAA级降幅最大，为49bp，仅AA级中位利差环比升高。分期限看，各期限利差中位数环比皆在收窄：截至2023年2月末，1、3、5年期利差中位数分别为62bp、98bp和130bp，环比分别下降41bp、61bp和28bp，其中3年期利差收窄幅度最大。

图表 13：煤炭行业利差分评级情况（单位：BP）

煤炭分评级	AAA		AA+		AA		AA-	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023 年 2 月末	119	98	168	144	200	101	161	139
环比	-37	-49	-41	-32	-23	2	-25	-34
同比	-25	8	-109	-196	-125	-303	-16	0

资料来源：大智慧，东方金诚整理

图表 14：煤炭行业利差分期限情况（单位：BP）

煤炭分期限	1 年期		3 年期		5 年期	
	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数	利差均值	利差中位数
2023 年 2 月末	703	62	203	98	150	130
环比	-1467	-41	-85	-61	-31	-28
同比	-267	-18	-652	-5	-6	26

资料来源：大智慧，东方金诚整理

三、信用利差偏离较大的主体

截至 2023 年 2 月末，主要行业个体利差分化明显。地产行业利差环比增幅前五的发行人均均为基本面较弱或已出险民企，利差继续高位大幅走阔，利差环比降幅前五名中有四家公司为受益融资宽松的地方国企；城投企业利差环比大幅收窄多集中在 AAA 和 AA+ 级主体，而 AA 级主体继续走阔；钢铁企业利差环比收窄幅度后五的企业为鞍钢、山钢等高等级优质央企，降幅均大于 25bp；煤炭主体利差环比仅永煤 1 家走阔 1075bp，但从年内走势来看，永煤利差持续走低，2 月利差为 2023 年以来持续收窄后的回弹。

图表 15：主要行业 2023 年 2 月末利差环比变动率前五名和后五名的发行人明细

行业	排名	交易日期	企业属性	主体评级	2023 年 2 月末均值利差	环比变化
地产	前五名	广州市天建房地产开发有限公司	广义民企	AA	73313	3127%
		旭辉集团股份有限公司	广义民企	AAA	14033	1224%
		江苏中南建设集团股份有限公司	广义民企	AA+	189166	290%
		奥园集团有限公司	广义民企	A	312929	126%
		厦门禹洲鸿图地产开发有限公司	广义民企	AA+	108139	70%
	后五名	安徽皖投置业有限责任公司	地方国企	-	100	-36%
		金融街控股股份有限公司	地方国企	AAA	74	-36%
		苏州恒泰控股集团有限公司	地方国企	AA+	67	-37%
		广州市白云城市开发投资集团有限公司	地方国企	AA	86	-37%
		融信(福建)投资集团有限公司	广义民企	AAA	33830	-88%
城投	前五名	无锡吴文化博览园建设发展有限公司	地方国企	AA	100	22%
		洛阳古都发展集团有限公司	地方国企	AA	633	21%
		潍坊峡山绿色科技发展集团有限公司	地方国企	AA	866	19%
		天津城市基础设施建设投资集团有限公司	地方国企	AAA	544	17%
		安顺市城市建设投资有限责任公司	地方国企	AA	1594	16%
	后五名	苏州市吴中城市建设投资集团有限公司	地方国企	AA+	49	-49%
		徐州新田投资发展有限责任公司	地方国企	AA+	78	-49%
		温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	地方国企	AAA	44	-52%
		南宁交通投资集团有限责任公司	地方国企	AA+	66	-53%
		十堰聚鑫国有资产投资运营集团有限公司	地方国企	AA	167	-60%
建安投资控股集团有限公司	地方国企	AA+	66	-64%		
钢铁	前五名	包头钢铁(集团)有限责任公司	地方国企	AAA	292	-8%

		江苏永钢集团有限公司	广义民企	AA	315	-8%	
		辽宁方大集团实业有限公司	广义民企	AA+	401	-10%	
		内蒙古包钢钢联股份有限公司	地方国企	AAA	274	-11%	
		武钢集团有限公司	央企	AAA	48	-13%	
		后五名	鞍钢股份有限公司	央企	AAA	53	-33%
			山东钢铁股份有限公司	地方国企	AA+	110	-33%
			福建省冶金(控股)有限责任公司	地方国企	AAA	53	-34%
			北京首钢股份有限公司	地方国企	AAA	57	-36%
			湖南钢铁集团有限公司	地方国企	AAA	68	-44%
		煤炭	前五名	永城煤电控股集团有限公司	地方国企	B	11859
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	地方国企			BBB+	1304	-2%	
山东泰丰控股集团有限公司	地方国企			AA	484	-8%	
内蒙古伊泰煤炭股份有限公司	广义民企			AAA	344	-9%	
宝泰隆新材料股份有限公司	广义民企			AA-	352	-10%	
济宁矿业集团有限公司	地方国企		AA+	395	-10%		
后五名	淮北矿业控股股份有限公司		地方国企	AAA	53	-35%	
	山西兰花煤炭实业集团有限公司		地方国企	AA+	262	-36%	
	中国中煤能源股份有限公司		央企	AAA	49	-37%	
	淮南矿业(集团)有限责任公司		地方国企	AAA	49	-42%	
	北京京煤集团有限责任公司	地方国企	AA	49	-46%		

注：1、排名指的是指定行业内企业在 2023 年 2 月末的时点利差的环比变化率排序；

2、主体评级采用 Wind 的指定日期评级，日期为 2023 年 2 月末。

数据来源：大智慧，Wind，东方金诚整理

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或/及发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

本研究报告的结论，是在最初发表本报告日期当日按照东方金诚的研究流程及标准做出的独立判断，遵循了客观、公正的原则，未受第三方组织或个人的干预和影响。东方金诚可能不时补充、修订或更新有关信息，也可能发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任更新本报告并通知报告使用者。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本声明为本研究报告不可分割的内容，任何使用者使用或引用本报告，应转载本声明。并且，相关引用必须注明来自东方金诚且不