

# 联合资信评估股份有限公司 利差分析报告

2024 年四季度



2024 年四季度联合资信利差分析报告

一、非金融企业债券利差分析<sup>1</sup>

（一）270 天超短期融资券

2024 年四季度联合资信所评主体发行的 270 天超短融中，剔除有增信措施的样本，剩余样本 21 期，将用于发行利差分析；另剔除 1 期上市两周内未发生交易的样本<sup>2</sup>，剩余 270 天超短融 20 期，将用于交易利差分析。因样本数量较少，无法对 270 天超短融进行显著性检验。

从下表可以看出，2024 年四季度联合资信所评 270 天超短融发行主体的信用等级对利差的影响主要体现在：AAA 级和 AA<sup>+</sup>级发行人所发 270 天超短融的发行利差和交易利差的均值随级别下降而增大；AA 级发行人所发 270 天超短融的发行和交易利差的均值均小于 AA<sup>+</sup>级，可能受样本数量较少因素影响。

表 1.1 270 天超短融利差统计结果

| 券种           | 利差类型 | 级别              | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|--------------|------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 270 天超<br>短融 | 发行利差 | AAA             | 13          | 41.50       | 184.67      | 94.44      | 46.06       | 0.49 |
|              |      | AA <sup>+</sup> | 7           | 75.67       | 479.07      | 240.53     | 181.67      | 0.76 |
|              |      | AA              | 1           | 100.50      | 100.50      | 100.50     | --          | --   |
|              | 交易利差 | AAA             | 13          | 57.56       | 189.10      | 96.37      | 44.83       | 0.47 |
|              |      | AA <sup>+</sup> | 6           | 75.79       | 484.57      | 241.63     | 183.16      | 0.76 |
|              |      | AA              | 1           | 100.48      | 100.48      | 100.48     | --          | --   |

资料来源：Wind

（二）1 年期短期融资券

2024 年四季度联合资信所评 1 年期短融中，剔除有增信措施、浮动利率及永续类样本，剩余样本共计 16 期，将用于短融发行利差分析，且上述样本均在上市两周内发生交易，将用于交易利差分析。因样本数量较少，无法对 1 年期短融进行显著性检验。

从下表可以看出，2024 年四季度联合资信所评 1 年期短融发行主体的信用等级对利差呈现出较为明显的区分度，即发行主体信用等级越低，发行利差和交易利差的均值越大，2024 年四季度联合资信所评 1 年期短融利差特征与市场整体情况大致相同。

<sup>1</sup> 各券种利差统计分析方法详见附件。

<sup>2</sup> 统计时间截至 2025 年 1 月 14 日，以下同。

表 1.2 1 年期短融利差统计结果

| 券种         | 利差类型 | 级别              | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|------------|------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 1 年期<br>短融 | 发行利差 | AAA             | 11          | 68.31       | 166.71      | 96.11      | 30.85       | 0.32 |
|            |      | AA <sup>+</sup> | 5           | 71.18       | 324.21      | 133.10     | 107.38      | 0.81 |
|            | 交易利差 | AAA             | 11          | 69.26       | 166.35      | 96.98      | 30.24       | 0.31 |
|            |      | AA <sup>+</sup> | 5           | 77.57       | 325.14      | 133.90     | 107.28      | 0.80 |

资料来源：Wind

（三）3 年期和 5 年期中期票据

2024 年四季度，联合资信所评中票中，剔除有增信措施样本和可续期样本，并将存在选择权的样本，按照选择权之前的期限划入相应类别后，剩余 3 年期中票样本 45 期，将用于发行利差分析；另剔除 2 期上市两周内未发生交易的中票样本，剩余 3 年期中票 43 期，将用于交易利差分析。5 年期中票样本共计 28 期，且均在上市两周内发生交易，将用于发行利差分析和交易利差分析。

从下表可以看出，2024 年四季度联合资信所评 3 年期和 5 年期中票的信用等级对利差呈现出较为明显的区分度，即信用等级越低，发行利差和交易利差的均值越大，2024 年四季度联合资信所评中票利差特征与市场整体情况大致相同。

表 1.3 3 年期和 5 年期中票利差统计结果

| 券种         | 利差类型 | 级别              | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|------------|------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 3 年期<br>中票 | 发行利差 | AAA             | 28          | 53.30       | 218.37      | 106.00     | 40.63       | 0.38 |
|            |      | AA <sup>+</sup> | 17          | 68.67       | 382.26      | 175.21     | 88.52       | 0.51 |
|            | 交易利差 | AAA             | 27          | 61.49       | 220.01      | 109.90     | 39.84       | 0.36 |
|            |      | AA <sup>+</sup> | 16          | 66.03       | 384.43      | 169.96     | 87.56       | 0.52 |
| 5 年期<br>中票 | 发行利差 | AAA             | 22          | 45.58       | 124.74      | 70.50      | 23.94       | 0.34 |
|            |      | AA <sup>+</sup> | 6           | 70.79       | 287.43      | 131.34     | 79.25       | 0.60 |
|            | 交易利差 | AAA             | 22          | 45.85       | 124.14      | 71.37      | 23.25       | 0.33 |
|            |      | AA <sup>+</sup> | 6           | 71.72       | 289.73      | 133.30     | 79.15       | 0.59 |

资料来源：Wind

为进一步研究联合资信中票的信用等级对利差的影响程度，我们对样本较多的 3 年期中票的利差进行了显著性检验。检验结果显示，在 95%的置信水平下，AAA 级和 AA<sup>+</sup>级 3 年期中票的利差差异均显著，表明联合资信所评 3 年期中票的信用等级具有较好的风险区分功能。

表 1.4 中期票据利差检验结果

|      | 检验利差类别 | AAA 与 AA <sup>+</sup> | AA <sup>+</sup> 与 AA | AAA 与 AA |
|------|--------|-----------------------|----------------------|----------|
| 3 年期 | 发行利差   | 差异显著                  | 样本不足                 | 样本不足     |

|    |      |                             |                |                |
|----|------|-----------------------------|----------------|----------------|
| 中票 |      | (p=0.0079),(28,17)          | (17,0)         | (28,0)         |
|    | 交易利差 | 差异显著<br>(p=0.0298), (27,16) | 样本不足<br>(16,0) | 样本不足<br>(27,0) |

(四) 3 年期公开发行公司债

2024 年四季度，联合资信所评 3 年期公开发行公司债中，剔除有增信措施样本，并将含权样本按照选择权之前的期限划入相应类别后，剩余 3 年期公司债样本 8 期；另剔除 5 期上市 30 天内未发生交易的公司债样本后，3 年期公司债剩余 3 期。因样本数量较少，无法对 3 年期公司债进行显著性检验。

从下表可以看出，2024 年四季度联合资信所评 3 年期公开发行公司债的信用等级对利差呈现出较为明显的区分度，即信用等级越低，发行利差和交易利差的均值越大，2024 年四季度联合资信所评 3 年期公开发行公司债利差特征与市场整体情况大致相同。

表 1.5 3 年期公司债利差统计结果

| 券种          | 利差类型 | 级别              | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|-------------|------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 3 年期<br>公司债 | 发行利差 | AAA             | 7           | 51.46       | 130.49      | 86.76      | 31.16       | 0.36 |
|             |      | AA <sup>+</sup> | 1           | 174.03      | 174.03      | 174.03     | --          | --   |
|             | 交易利差 | AAA             | 2           | 81.05       | 98.30       | 89.68      | 12.20       | 0.14 |
|             |      | AA <sup>+</sup> | 1           | 179.59      | 179.59      | 179.59     | --          | --   |

资料来源：Wind

(五) 5 年期公开发行公司债和 5 年期企业债

2024 年四季度未有联合所评的 5 年期企业债发行。联合资信所评 5 年期公开发行公司债中，剔除有增信措施债券，并将含权样本按照选择权之前的期限划入相应类别后，剩余 5 年期公开发行公司债 5 期；剔除 2 期上市 30 天内未发生交易的样本后，5 年期公司债剩余 3 期。因样本数量较少，无法对以上样本进行利差分析和显著性检验。

表 1.6 5 年期公开发行公司债和 5 年期企业债利差统计结果

| 券种                  | 利差类型 | 级别  | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|---------------------|------|-----|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 5 年期公司债和<br>5 年期企业债 | 发行利差 | AAA | 5           | 35.72       | 78.01       | 57.13      | 16.52       | 0.29 |
|                     | 交易利差 | AAA | 3           | 66.16       | 73.99       | 70.08      | 5.54        | 0.08 |

资料来源：Wind

二、金融企业债券利差分析

(一) 3 年期商业银行债券

2024 年四季度，联合资信所评 3 年期商业银行债共有 16 期，均采用固定利率公开发行人，上述样本将用于 3 年期商业银行债发行利差分析；另剔除 4 期上市两周内未发生交易的样本，剩余 3 年期商业银行债 12 期，将用于交易利差分析。由于样本数量较少，无法对 3 年期商业银行债进行显著性检验。

从下表可以看出，2024 年四季度联合资信所评 3 年期商业银行债的信用等级对利差的影响主要体现在：AAA 级和 AA 级 3 年期商业银行债的发行利差和交易利差的均值随级别下降而增大；AA-级 3 年期商业银行债的发行利差均值小于 AA 级，可能受样本数量较少因素影响。

表 2.1 3 年期商业银行债利差统计结果

| 券种                | 利差类型 | 级别  | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|-------------------|------|-----|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 3 年期<br>商业银<br>行债 | 发行利差 | AAA | 13          | 57.65       | 73.08       | 63.63      | 5.08        | 0.08 |
|                   |      | AA  | 1           | 94.49       | 94.49       | 94.49      | --          | --   |
|                   |      | AA- | 2           | 59.65       | 98.51       | 79.08      | 27.48       | 0.35 |
|                   | 交易利差 | AAA | 11          | 56.65       | 72.30       | 65.06      | 5.07        | 0.08 |
|                   |      | AA  | 1           | 95.33       | 95.33       | 95.33      | --          | --   |

资料来源：Wind

(二) 5 年期商业银行二级资本工具

2024 年四季度，联合资信所评 5 年期商业银行二级资本工具共有 7 期，均采用固定利率公开发行人，将用于发行利差分析；另剔除 2 期上市两周内未发生交易的样本，剩余 5 年期商业银行二级资本工具 5 期，将用于交易利差分析。由于各信用等级样本数量较少，无法对 5 年期商业银行二级资本工具进行显著性检验。

从下表可以看出，2024 年四季度联合资信所评 5 年期商业银行二级资本工具的信用等级对利差呈现出较为明显的区分度，即信用等级越低，发行利差和交易利差的均值越大，2024 年四季度联合资信所评 5 年期商业银行二级资本工具利差特征与市场整体情况大致相同。

表 2.2 5 年期商业银行二级资本工具利差统计结果

| 券种                     | 利差类型 | 级别  | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|------------------------|------|-----|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 5 年期商业银<br>行二级资本<br>工具 | 发行利差 | AAA | 1           | 71.56       | 71.56       | 71.56      | --          | --   |
|                        |      | AA  | 2           | 115.60      | 118.01      | 116.81     | 1.70        | 0.01 |
|                        |      | A+  | 3           | 129.79      | 316.47      | 197.90     | 103.07      | 0.52 |
|                        |      | A   | 1           | 276.30      | 276.30      | 276.30     | --          | --   |
|                        | 交易利差 | AAA | 1           | 76.47       | 76.47       | 76.47      | --          | --   |
|                        |      | AA  | 2           | 114.09      | 116.78      | 115.44     | 1.90        | 0.02 |
|                        |      | A+  | 2           | 130.72      | 149.74      | 140.23     | 13.45       | 0.10 |

资料来源：Wind

三、结构化产品利差分析

2024 年四季度，联合资信所评的公开发行的结构化产品共 35 期，其中期限为 1 年期（含）以下的样本 13 期，1 年期至 3 年期（含）的样本 21 期，3 年期以上的样本 1 期。按照底层资产类型划分，不同类型的结构化产品数量均较少，均无法进行利差分析及显著性检验。

表 3.1 结构化产品利差统计结果

| 券种    | 利差类型 | 级别              | 样本数量<br>(个) | 最小值<br>(BP) | 最大值<br>(BP) | 均值<br>(BP) | 标准差<br>(BP) | 变异系数 |
|-------|------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|------|
| 1 年以下 | 发行利差 | AAA             | 13          | 55.11       | 148.35      | 95.64      | 32.21       | 0.34 |
|       | 交易利差 | AAA             | 13          | 56.78       | 149.25      | 95.19      | 29.59       | 0.31 |
| 1~3 年 | 发行利差 | AAA             | 20          | 17.51       | 120.29      | 76.80      | 28.17       | 0.37 |
|       |      | AA <sup>+</sup> | 1           | 81.30       | 81.30       | 81.30      | --          | --   |
|       | 交易利差 | AAA             | 20          | 21.38       | 120.65      | 83.23      | 25.64       | 0.31 |
|       |      | AA <sup>+</sup> | 1           | 87.92       | 87.92       | 87.92      | --          | --   |
| 3 年以上 | 发行利差 | AAA             | 1           | 94.04       | 94.04       | 94.04      | --          | --   |
|       | 交易利差 | AAA             | 1           | 95.80       | 95.80       | 95.80      | --          | --   |

注：剔除因信息披露导致无法得知交易数据的样本

资料来源：Wind

**附件：****利差统计分析方法简介**

本报告利差分析的样本是发行起息日在统计期间内（结构化产品使用发行起始日统计），由本机构评级或引用本机构主体评级的债券，并选取非金融企业和金融企业发行量较大的债券品种。按照以下细分类型，分别考察主体级别（按照信用级别子级别进行统计）与利差的关系。

**1. 非金融企业**

- 1) 非金融企业债务融资工具：270 天超短期融资券、1 年期短期融资券、3 年期中期票据、5 年期中期票据
- 2) 3 年期公开发行公司债
- 3) 5 年期公开发行公司债和 5 年期企业债<sup>1</sup>

**2. 金融企业**

- 3 年期商业银行债、5 年期商业银行二级资本工具

**3. 结构化产品**

剔除有增信措施、浮动利率及永续类债券。金融债剔除次级类债券。对于存在选择权的债项，按照选择权之前的期限划入相应类别。

利差检验中，基准利率为中债国债到期收益率，发行利差为票面利率减去起息日同期限基准利率，交易利差为上市后两周内<sup>2</sup>首个交易日收益率减去同日同期限基准利率。使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，采用双尾检验，5%显著性水平。考虑到检验结果稳定性，当单一级别样本数量小于 10 个时，视为样本不足，不进行显著性检验。

利差统计中，按照细分类型，对满足利差检验要求的样本分类进行利差统计，统计信用利差最小值、最大值、平均值、标准差<sup>3</sup>、变异系数<sup>4</sup>等指标，作为利差检验的辅助参考。

<sup>1</sup> 5 年期公开发行公司债和 5 年期企业债两个产品合并样本统一进行利差分析。

<sup>2</sup> 公司债统计剔除上市 30 天内未发生交易的样本。

<sup>3</sup> 基于给定的样本总体的标准偏差。

<sup>4</sup> 变异系数=标准差/均值。