

核心观点

●2月，债券市场收益率整体走高，但信用债调整幅度偏小，多数品种信用利差被动收窄。分品种看，各品种城投债利差多数收窄；短端公开和非公开产业债利差普遍走阔；金融债收益率调整幅度偏大，利差多数走阔。当月各品种等级利差和期限利差多数收窄。

●**产业债**：2月，各行业AAA级产业债信用利差涨跌互现。公募债中，社会服务行业利差收窄幅度最大；房地产行业利差走阔幅度最大。私募债中，商贸零售行业利差收窄幅度最大；煤炭行业利差走阔幅度最大。

●**城投债**：2月，主要评级、期限城投债信用利差全线下行。分区域看，2月各省份、各主体级别城投债信用利差多数收窄。公募债中，青海城投债信用利差收窄幅度最大；私募债中，云南城投债信用利差收窄幅度最大；各省AA(2)、AA-级私募城投债利差全线收窄。

●**金融债**：2月，银行二永债信用利差走势分化，AA-级利差收窄，其余评级走阔；品种利差和等级利差有涨有跌；期限利差全面收窄。当月证券公司次级债信用利差收窄，保险公司资本补充债信用利差走阔。

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 徐嘉琦

部门总监 于丽峰

部门总监 冯琳

时间

2025年3月14日



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

一、各类信用债利差表现

2025年2月，债市整体调整，信用债与债市同方向震荡，各品种信用利差多数被动收窄。5年期AAA级产业债和城投债利差普遍走阔，其余期限评级产业债和城投债利差普遍收窄。从品种看，化债背景下各品种城投债利差多数收窄；各评级1年期公开和非公开产业债利差普遍走阔；各品种金融债利差多数走阔。从历史分位数看，2月底各品种信用债信用利差多数维持历史低位，各期限AAA级公开和非公开产业债利差分位数水平相对较高；各品种金融债利差分位数水平相对较高，高评级证券公司次级债信用利差超过历史50%分位数水平。

表1 2月末信用债各品种信用利差、变动值及历史分位数

2月末利差 (bp)	1年				3年				5年			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
公开产业债	39.88	47.88	53.88	129.38	35.53	47.03	60.03	148.03	40.57	52.57	72.57	184.07
公开城投债	35.38	44.67	54.57	79.37	36.35	44.85	56.25	87.75	44.44	50.39	63.89	143.89
非公开产业债	47.67	55.34	62.48	151.72	44.37	53.97	68.17	173.22	49.01	61.49	84.12	209.84
非公开城投债	38.15	47.65	57.8	91.37	39.96	49.1	62.92	98.48	51.99	59.76	71.6	152.68
永续期产业债	48.84	53.84	64.88	-	45.73	53.79	71.1	-	50.73	60	83.08	-
永续期城投债	41.86	53.56	68.19	-	44.22	56.28	71.83	-	54.39	61.6	81.82	-
银行二级资本债	39.32	42.15	50.16	67.16	33.76	38.65	49.65	77.65	36.5	42.92	64.92	97.92
银行永续债	42.22	43.22	51.22	79.22	39.31	42.31	58.31	92.31	45.46	49.46	74.46	130.46
证券公司次级债	39.39	42.39	47.39	-	42.62	45.62	56.62	-	51.71	57.71	71.71	-
保险公司资本补充债	-	49.08	55.08	68.08	-	47.83	55.98	78.98	-	51.73	62.73	90.73
与上月末变动 (bp)	1年				3年				5年			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
公开产业债	4.54	3.03	3.04	0.03	0.12	0.12	-0.88	-8.88	1.22	-2.78	-3.28	-3.28
公开城投债	-2.78	-0.78	2.02	-4.78	-0.57	-0.56	-0.56	-5.56	1.98	-3.02	-6.02	-21.02
非公开产业债	3.03	1.24	3.04	1.04	-0.88	-2.39	0.61	-5.89	1.22	-3.08	-0.78	-0.78
非公开城投债	-5.86	-8.78	-3.38	-9.86	-2.57	-7.57	-4.56	-11.57	0.4	-8.6	-14.6	-24.6
永续期产业债	3.53	-0.96	3.54	-	-0.54	-4.03	-0.88	-	1.14	-5.45	-2.28	-

永续期城投债	-2.78	-1.78	-1.78	-	-1.54	0.46	-1.54	-	1.99	-4.01	-7.01	-
银行二级资本债	6.14	8.52	10.53	1.53	3.17	4.72	2.72	-0.28	3.63	2.3	-0.7	-0.7
银行永续债	6.05	5.06	3.06	-3.94	2.28	3.32	2.32	-4.68	7.16	5.16	3.16	5.16
证券公司次级债	4.21	5.21	5.21	-	-1.69	-1.69	-1.69	-	0.86	1.86	2.86	-
保险公司资本补充债	-	9.51	9.51	8.51	-	1.15	3.3	4.3	-	2.23	2.24	2.24
历史分位数 (%)	1年				3年				5年			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
公开产业债	40.4	27.9	20	4.2	36.3	19	12.9	3.1	33.1	11.2	10.1	3.1
公开城投债	20.2	23.3	22.2	8.7	29.2	20.1	16.5	6.1	30.6	14.4	10.9	7.9
非公开产业债	16.7	13.3	9.2	3.2	9.8	6	7	2.5	5.7	4.3	4.8	2.9
非公开城投债	7.7	9.6	11.6	5.6	7.2	7.6	9.1	3.4	9.5	7.4	6.2	2.8
永续期产业债	23	12.6	8.9	-	15.4	9.2	8.9	-	10	6.4	4.8	-
永续期城投债	9.7	11.2	11.7	-	10.4	10.9	8.5	-	7.7	6.1	6.2	-
银行二级资本债	28.6	29.1	22.9	10.6	17.4	18.7	15.3	12.9	12.3	13.2	14.3	9.4
银行永续债	33.3	30.7	21	14.4	26.9	27.2	26.1	16.7	23.3	24.4	26.9	23.6
证券公司次级债	79	72.1	41.7	-	61.3	41.7	30.5	-	63.6	35.5	28.5	-
保险公司资本补充债	-	30	31.5	19.9	-	33.7	28.4	32.5	-	26.1	24	29.9

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；银行二级资本债、银行永续债和证券公司次级债AAA项下对应为AAA-级；公开产业债、公开城投债历史分位数统计自2015.1.1，其他品种统计自有数据以来

2月各品种信用债等级利差多数收窄。分期限看，5年期各品种信用债等级利差普遍收窄，公开和非公开城投债等级利差收窄幅度较大，证券公司次级债等级利差小幅走阔。从历史分位数来看，2月末各品种产业债、城投债等级利差仍处历史较低水平，短久期城投债等级利差分位数水平相对较高；金融债等级利差多数反弹至或超过历史30%分位数水平，但(AA-)-AAA级利差分位数水平相对较低。

表2 2月末信用债各品种等级利差、变动值及历史分位数

2月末利差 (bp)	1年			3年			5年		
	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA
公开产业债	8	14	89.5	11.5	24.5	112.5	12	32	143.5
公开城投债	9.29	19.19	43.99	8.5	19.9	51.4	5.95	19.45	99.45

非公开产业债	7.67	14.81	104.05	9.6	23.8	128.85	12.48	35.11	160.83
非公开城投债	9.5	19.65	53.22	9.14	22.96	58.52	7.77	19.61	100.69
可续期产业债	5	16.04	-	8.06	25.37	-	9.27	32.35	-
可续期城投债	11.7	26.33	-	12.06	27.61	-	7.21	27.43	-
银行二级资本债	2.83	10.84	27.84	4.89	15.89	43.89	6.42	28.42	61.42
银行永续债	1	9	37	3	19	53	4	29	85
证券公司次级债	3	8	-	3	14	-	6	20	-
与上月末变动 (bp)	1年			3年			5年		
	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA
公开产业债	-1.51	-1.5	-4.51	0	-1	-9	-4	-4.5	-4.5
公开城投债	2	4.8	-2	0.01	0.01	-4.99	-5	-8	-23
非公开产业债	-1.79	0.01	-1.99	-1.51	1.49	-5.01	-4.3	-2	-2
非公开城投债	-2.92	2.48	-4	-5	-1.99	-9	-9	-15	-25
可续期产业债	-4.49	0.01	-	-3.49	-0.34	-	-6.59	-3.42	-
可续期城投债	1	1	-	2	0	-	-6	-9	-
银行二级资本债	2.38	4.39	-4.61	1.55	-0.45	-3.45	-1.33	-4.33	-4.33
银行永续债	-0.99	-2.99	-9.99	1.04	0.04	-6.96	-2	-4	-2
证券公司次级债	1	1	-	0	0	-	1	2	-
历史分位数 (%)	1年			3年			5年		
	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA	(AA+)-AAA	AA-AAA	(AA-)-AAA
公开产业债	0.2	1.6	5.8	6.6	6.7	2.5	3.9	5.1	2.7
公开城投债	43.1	33.7	10.3	18.4	14.5	3.7	1.2	4.2	6.3
非公开产业债	2.6	5.4	2.1	1	6	1.6	2.4	4.3	1.8
非公开城投债	21.2	18.8	7.2	9.9	10.6	2.5	3.9	4.3	2.1
可续期产业债	1.5	8.7	-	6.6	6.1	-	4.2	3.6	-
可续期城投债	24.1	20.2	-	12.4	8.2	-	3.6	4	-
银行二级资本债	39.5	20.6	6	33.8	19.8	10.9	32.6	31.5	9.7
银行永续债	6.6	16.8	11.4	44.2	32.2	13.6	26.2	31.7	24.7
证券公司次级债	40.4	30.9	-	13.3	24	-	23.5	21.9	-

数据来源: iFind, 东方金诚; 注: 信用评级采用中债隐含评级; 银行二级资本债、银行永续债和证券公司次级债 AAA 项下对应为 AAA-级; 公开产业债、公开城投债历史分位数统计自 2015.1.1, 其他品种统计自有数据以来

2月各品种信用债期限利差普遍收窄，收益率曲线走平，仅部分评级城投债、AA-级5Y-1Y银行永续债利差走阔。AAA级公开产业债、银行二级资本债出现利差倒挂。从历史分位数看，2月末各品种信用债期限利差整体处于历史极低水平，仅AA-级5Y-1Y银行永续债利差水平相对较高。

表3 2月末信用债各品种期限利差、变动值及历史分位数

2月末利差 (bp)	AAA		AA+		AA		AA-	
	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
公开产业债	-0.08	4.03	3.42	8.03	10.42	22.03	22.92	58.03
公开城投债	5.24	12.4	4.45	9.06	5.95	12.66	12.65	67.86
非公开产业债	0.97	4.68	2.9	9.49	9.96	24.98	25.77	61.46
非公开城投债	6.08	17.18	5.72	15.45	9.39	17.14	11.38	64.65
永续期产业债	1.16	5.23	4.22	9.5	10.49	21.54	-	-
永续期城投债	6.63	15.87	6.99	11.38	7.91	16.97	-	-
银行二级资本债	-1.29	0.52	0.77	4.11	3.76	18.1	14.76	34.1
银行永续债	1.36	6.58	3.36	9.58	11.36	26.58	17.36	54.58
证券公司次级债	7.5	15.66	7.5	18.66	13.5	27.66	-	-
保险公司资本补充债	-	-	3.02	5.99	5.17	10.99	15.17	25.99
与上月末变动 (bp)	AAA		AA+		AA		AA-	
	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
公开产业债	-4.1	-5.59	-2.59	-8.08	-3.6	-8.59	-8.59	-5.58
公开城投债	2.53	2.49	0.54	-4.51	-2.26	-10.31	-0.46	-18.51
非公开产业债	-3.59	-4.08	-3.31	-6.59	-2.11	-6.09	-6.61	-4.09
非公开城投债	3.61	3.99	1.53	-2.09	-0.86	-13.49	-1.39	-17.01
永续期产业债	-3.75	-4.66	-2.75	-6.76	-4.1	-8.09	-	-
永续期城投债	1.56	2.5	2.56	-4.5	0.56	-7.5	-	-
银行二级资本债	-2.65	-4.78	-3.48	-8.49	-7.49	-13.5	-1.49	-4.5
银行永续债	-3.45	-1.16	-1.42	-2.17	-0.42	-2.17	-0.42	6.83
证券公司次级债	-5.58	-5.62	-6.58	-5.62	-6.58	-4.62	-	-
保险公司资本补充债	-	-	-8.04	-9.55	-5.89	-9.54	-3.89	-8.54
历史分位数 (%)	AAA		AA+		AA		AA-	

	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y	3Y-1Y	5Y-1Y
公开产业债	1.8	1.4	3.2	0.7	6.2	2.9	0.8	4.2
公开城投债	5.1	4	3.8	0.4	1.2	0.1	1	8.8
非公开产业债	0.4	0.6	2.1	1.1	4.3	3.5	1	4.4
非公开城投债	5.7	7.8	4.3	1.5	3.1	0.5	1.1	6.4
永续期产业债	0.2	0.2	1.4	0.4	4.8	1.8	-	-
永续期城投债	5.5	5.5	3.9	0.3	2.1	0.4	-	-
银行二级资本债	0.6	0.4	0.7	0.3	0.3	0.1	2.2	4.1
银行永续债	1.1	1.2	1.8	1.2	1.6	1.8	1.6	16.4
证券公司次级债	2	1.7	0.8	1	3.1	7.4	-	-
保险公司资本补充债	-	-	0.7	0.2	0.3	0	6.4	1.2

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；银行二级资本债、银行永续债和证券公司次级债 AAA 项下对应为 AAA-级；公开产业债、公开城投债历史分位数统计自 2015.1.1，其他品种统计自有数据以来

二、产业债利差

（一）整体行业利差

2月各行业 AAA 级产业债信用利差涨跌互现。公募债中，社会服务行业利差收窄幅度最大，为 24.05bps；房地产行业利差走阔幅度最大，为 11.93bps。

私募债中，商贸零售行业利差收窄幅度最大，为 11.80bps；煤炭行业利差走阔幅度最大，为 12.70bps。

表 4 主要行业 AAA 级产业债信用利差及变动值 (bp)

行业分类			公募			私募		
			2月末利差	上月末值	变动	2月末利差	上月末值	变动
上游能源		煤炭	62.34	63.43	-1.09	88.86	76.15	12.70
		石油石化	47.99	47.31	0.68			
中游制造	材料类	钢铁	63.00	63.17	-0.17	80.29	81.15	-0.86
		建筑材料	53.28	53.74	-0.47			
		基础化工	54.22	55.21	-0.99	76.54	83.69	-7.15
		有色金属	55.00	54.64	0.37			
	工业品类	机械设备	48.05	48.95	-0.91			

		电力设备	70.71	65.24	5.48	68.97	72.79	-3.82
		通信	48.82	46.35	2.47			
		电子	52.88	50.89	2.00	57.73	45.32	12.40
下游需求		汽车	52.10	52.57	-0.47			
		食品饮料	47.22	46.00	1.23			
		医药生物	52.91	53.39	-0.48	82.91	91.10	-8.19
		纺织服饰	52.08	47.64	4.44			
		商贸零售	52.25	53.92	-1.67	84.32	96.12	-11.80
		社会服务	99.59	123.64	-24.05	61.27	65.31	-4.05
		房地产	100.90	88.97	11.93	78.44	76.88	1.55
		建筑装饰	56.10	55.50	0.60	71.02	75.14	-4.12
公共事业		公用事业	45.49	43.88	1.61	53.71	58.88	-5.17
		交通运输	50.36	48.78	1.57	63.78	62.59	1.20
		环保	49.56	49.27	0.29	49.74	49.72	0.02
产业控股		产业控股	53.73	52.56	1.17	80.68	79.41	1.26
金融		非银金融	61.10	62.81	-1.71	73.00	72.76	0.24
		金融控股	43.04	40.89	2.14	81.56	78.45	3.11

数据来源：大智慧，wind，东方金诚；注：行业利差由个券利差（收益率-同日同期限国债收益率）加权平均计算得出，计算时剔除剩余期限在0.5年以下、有担保条款、收益率15%以上的个券。行业分类采用申万一级行业分类。

（二）重点行业观察

2月钢铁、煤炭、电力、建筑工程行业主要评级公开债信用利差走势分化，AAA级（含AAA-）利差走阔，AA+级及以下级别行业利差多数收窄。当月主要钢铁发债主体信用利差有涨有跌，变动幅度不超过5bps；主要煤炭发债主体利差多数收窄，幅度多数不超过5bps。

表4 重点行业3年期各评级信用利差及变动值（bp）

信用利差	1月末值					较上月末变动				
	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-
钢铁		43.07	45.13	93.4	174.79		2.12	-0.07	13.55	-7.65
煤炭		40.01	47.03	60.06	208.99		0.81	0.12	-0.85	-6.06
电力	35.53	41.03	47.03	70.35		0.12	1.12	0.12	-0.79	

建筑工程	35.53	50.63	49.17	72.3		0.61	1.1	-0.79	1.23	
------	-------	-------	-------	------	--	------	-----	-------	------	--

数据来源：iFind，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；行业利差均为公开发行业债券利差

图1 钢铁行业信用利差 (bp)

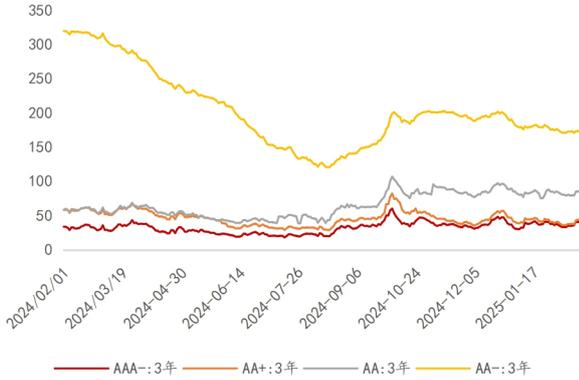


图2 煤炭行业信用利差 (bp)

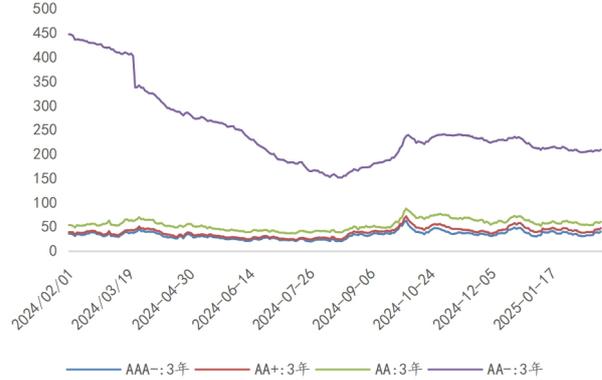
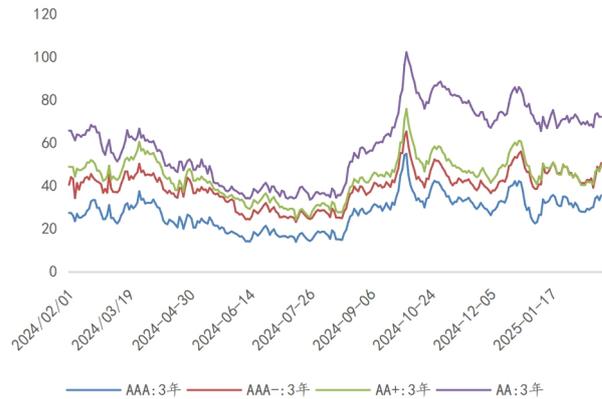


图3 电力行业信用利差 (bp)



图4 建筑工程行业信用利差 (bp)



数据来源：iFind，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；行业利差均为公开发行业债券利差

表5 钢铁行业主要发债主体利差 (bp)

发行人	地区	公司属性	隐含评级	债券余额 (亿元)	1月末利差	上月末利差	平均利差当月变动	各剩余期限利差均值			
								1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
河钢集团有限公司	河北	地方国企	AA+	946.00	73.98	74.06	-0.08	67.10	67.94	74.19	87.70
首钢集团有限公司	北京	地方国企	AA+	780.00	49.70	50.65	-0.96	47.95	39.65	42.31	53.39
山东钢铁集团有限公司	山东	地方国企	AA	389.60	83.32	82.18	1.14		54.29	91.37	83.30
中国宝武钢铁集团有限公司	上海	央企	AAA	200.00	34.08	33.01	1.06		34.08		
临沂投资发展集团有限公司	山东	地方国企	AA(2)	136.80	103.44	100.88	2.56	73.87	77.01	88.58	136.32

鞍山钢铁集团有限公司	辽宁	央企	AA	111.00	69.19	73.29	-4.10				69.19
河钢股份有限公司	河北	地方国企	AA+	107.00	63.92	61.31	2.61		53.85	58.92	90.55
福建省冶金(控股)有限责任公司	福建	地方国企	AA+	72.00	49.56	49.83	-0.28		44.87	51.81	49.36

数据来源：大智慧，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；计算利差及债券余额时包含公募债和私募债，剔除剩余期限在0.5年以下、有担保条款、收益率15%以上的个券。

表6 煤炭行业主要发债主体利差 (bp)

发行人	地区	公司属性	隐含评级	债券余额 (亿元)	11月末利差	上月末利差	平均利差 当月变动	各剩余期限利差均值			
								1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
陕西煤业化工集团有限责任公司	陕西	地方国企	AA+	1525.00	52.95	55.87	-2.93	48.47	43.79	43.53	58.41
晋能控股煤业集团有限公司	山西	地方国企	AA	741.33	69.56	68.94	0.62	54.48	53.67	72.98	80.53
山东能源集团有限公司	山东	地方国企	AA+	717.00	49.58	51.48	-1.90	48.71	44.51	48.18	53.35
兖矿能源集团股份有限公司	山东	地方国企	AA+	490.00	50.37	51.00	-0.63	52.24	45.54	46.06	58.63
晋能控股电力集团有限公司	山西	地方国企	AA	483.00	65.93	62.69	3.24	59.15	51.80	68.97	74.93
国家能源投资集团有限责任公司	北京	央企	AAA	370.00	30.64	34.19	-3.55			30.64	
冀中能源集团有限责任公司	河北	地方国企	AA	303.68	121.07	119.97	1.10	89.76	94.36	111.68	160.15
华阳新材料科技集团有限公司	山西	地方国企	AA	271.00	70.23	69.77	0.46	61.27	56.75	61.52	87.23
晋能控股装备制造集团有限公司	山西	地方国企	AA	235.00	72.89	73.69	-0.81		56.67	65.39	81.92
山西焦煤集团有限责任公司	山西	地方国企	AA+	230.00	58.46	61.24	-2.78	51.98	43.99	55.29	61.34
中国平煤神马控股集团有限公司	河南	地方国企	AA	170.50	121.81	123.77	-1.95	98.91	56.56	127.69	132.65
山西华阳集团新能股份有限公司	山西	地方国企	AA-	120.00	78.73	83.85	-5.12			81.12	77.02
晋城市国有资本投资运营有限公司	山西	地方国企	AA(2)	103.10	66.60	67.57	-0.97	66.83	65.89	65.40	76.35
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	山西	地方国企	AA	100.00	67.42	69.40	-1.98			57.57	73.99

数据来源：大智慧，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；计算利差及债券余额时包含公募债和私募债，剔除剩余期限在0.5年以下、有担保条款、收益率15%以上的个券。

2月，地产债利差整体表现平稳，主要房企债券信用利差环比上月多数收窄。债券存续规模¹最大的20家发债房企中，北京首创城市发展集团有限公司等7家房企利差收窄，收窄幅度不超过2bps；其他13家房企利差走阔，走阔幅度不超过10bps。

¹ 计算债券规模时剔除了剩余期限在0.5年以下、有担保条款、收益率15%以上的个券。

表7 房地产行业主要发债主体利差 (bp)

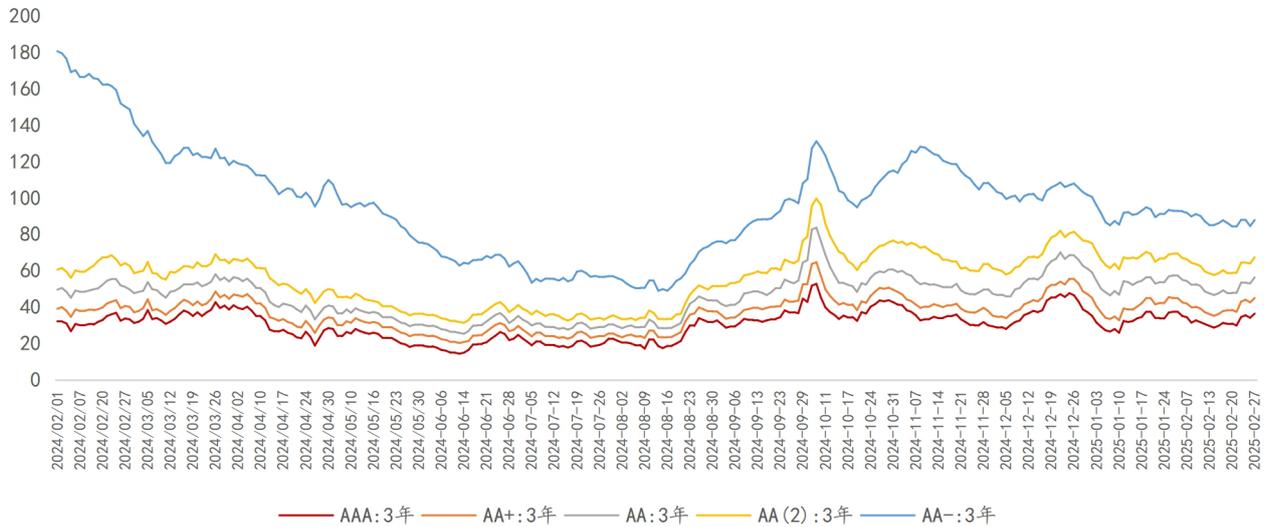
发行人	地区	公司属性	隐含评级	债券余额 (亿元)	2月末利差	上月末利差	平均利差 当月变动	剩余期限			
								1年以内	1-2年	2-3年	3年以上
保利发展控股集团股份有限公司	广东	央企	AAA	992.73	66.91	66.46	0.45	58.85	65.47	59.39	75.36
北京首都开发股份有限公司	北京	地方国企	AA	790.52	111.86	103.80	8.06	103.96	120.18	92.21	137.25
中国铁建房地产集团有限公司	北京	央企	AA+	566.00	74.05	66.52	7.53	72.35	75.62	66.37	83.98
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	广东	央企	AAA	563.85	61.33	56.22	5.10	54.30	60.58	59.72	74.65
华润置地控股有限公司	广东	央企	AAA	455.00	63.97	62.93	1.04	60.77	64.90	61.54	76.09
建发房地产集团有限公司	福建	地方国企	AA+	441.40	110.18	106.99	3.19	97.63	105.12	110.91	111.63
北京首创城市发展集团有限公司	北京	地方国企	AA	436.16	113.04	113.69	-0.65		119.66	92.34	125.81
中海企业发展集团有限公司	广东	央企	AAA	436.00	67.96	66.75	1.21	62.95	65.34	64.76	75.05
广州市城市建设开发有限公司	广东	地方国企	AAA-	434.80	47.18	47.25	-0.07		44.90	42.63	49.48
北京城建投资发展股份有限公司	北京	地方国企	AA+	344.50	62.27	63.55	-1.28		63.46	52.12	70.24
金融街控股股份有限公司	北京	地方国企	AA+	339.50	82.11	83.60	-1.49		62.49	69.00	84.37
珠海华发实业股份有限公司	广东	地方国企	AA	334.20	116.50	113.45	3.04	98.75	88.86	110.64	144.41
上海陆家嘴(集团)有限公司	上海	地方国企	AAA	321.64	51.02	49.34	1.68	53.59	54.54	46.64	52.41
保利置业集团有限公司	上海	央企	AA+	317.52	89.22	89.94	-0.72	78.97	74.30	73.27	100.78
南京安居建设集团有限责任公司	江苏	地方国企	AA+	287.90	46.63	46.58	0.06		43.53	44.44	49.06
义乌市国有资本运营有限公司	浙江	地方国企	AA+	287.00	49.53	47.86	1.67	53.65	45.48	44.37	56.50
中交投资有限公司	北京	央企	AA+	284.00	53.26	53.69	-0.43	52.07	44.47	53.94	54.45
济南高新控股集团有限公司	山东	地方国企	AA+	276.00	62.12	62.24	-0.12	54.09	49.37	54.05	69.07
中国电建地产集团有限公司	北京	央企	AA	270.43	91.11	89.14	1.97	68.30	83.43	66.39	113.43
信达地产股份有限公司	北京	央企	AA	265.20	123.55	121.19	2.35	124.56	114.96	122.18	130.32

数据来源：大智慧，东方金诚；注：信用评级采用中债隐含评级；计算利差及债券余额时包含公募债和私募债，剔除剩余期限在0.5年以下、有担保条款、收益率15%以上的个券。

三、城投债利差

2月，主要评级、期限城投债信用利差以波动为主，月末利差较1月末小幅下行。2月末，3年期AAA、AA+、AA、AA(2)、AA-级城投债信用利差分别为36.35bps、44.85bps、56.25bps、67.25bps、87.75bps，较上月末分别下行0.57bps、0.56bps、0.56bps、1.56bps、5.56bps。

图6 近一年公开发行业城投债信用利差 (bp)



数据来源: iFind, 东方金诚; 注: 信用评级采用中债隐含评级

分区域看, 2月各省份、各主体级别城投债信用利差多数收窄, 尾部城投收窄幅度较大。公募债中, 青海城投债信用利差收窄幅度最大, 为36.42bps; 私募债中, 云南城投债信用利差收窄幅度最大, 为30.96bps; 各省AA(2)、AA-级私募城投债利差全线收窄。

表8 分省份公募城投债信用利差走势 (bp)

信用利差	全部评级		AAA		AA+		AA		AA (2)		AA-	
	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动
贵州	218.67	-5.95							88.87	-10.61	189.30	-9.50
内蒙古	196.95	5.38									196.95	5.38
青海	174.63	-36.42									174.63	-36.42
云南	153.08	-14.81									153.08	-14.81
广西	128.85	1.66					60.46	-14.60	118.90	2.39	132.52	-9.11
辽宁	119.89	-4.99							99.64	4.74	233.68	-26.58
宁夏	109.18	-5.24							117.92	-1.31	106.84	-6.35
陕西	99.83	-7.22			44.38	1.61	60.15	-2.29	106.06	-7.40	161.64	-12.53
山东	96.65	-4.11			48.79	1.68	69.87	0.13	93.49	-2.01	155.31	-14.96

四川	88.57	-2.33			47.34	3.00	59.69	0.21	85.55	-1.85	143.65	-7.91
重庆	86.72	-1.36	41.51	0.30	47.14	0.83	57.60	-0.69	85.76	-0.32	120.29	-7.53
天津	85.33	-5.19					76.47	-5.27	91.21	-1.73	111.41	-6.46
甘肃	85.19	0.89					71.08	3.44	97.74	-0.17	215.99	-35.61
河南	84.76	-1.53			53.77	3.33	69.31	0.96	90.44	-2.56	128.70	-7.84
河北	80.85	3.39			47.35	3.73	61.91	4.19	86.21	0.99	118.06	-12.29
吉林	79.96	-7.43							75.70	-8.02	93.90	-6.04
湖南	78.01	-2.31	43.13	-0.30	44.71	0.35	59.19	-0.09	82.48	-0.89	111.28	-8.90
江西	76.35	-1.23			48.16	3.05	60.40	0.41	83.33	-1.84	94.56	-5.43
黑龙江	76.00	0.21							69.24	-1.23	140.24	-8.58
新疆	72.42	-0.21			52.90	1.15			74.06	0.22	125.02	-13.06
安徽	69.88	0.09			55.96	0.78	58.35	0.86	75.43	-0.25	95.03	-3.83
山西	69.29	-0.60					59.61	-1.31	91.79	1.67	162.60	-4.67
湖北	68.96	-0.16	37.94	0.66	47.05	1.41	62.17	-0.13	80.62	-0.87	99.30	-6.40
西藏	64.65	-0.81					64.65	-0.81				
福建	63.58	0.51	50.30	2.73	48.91	2.15	57.45	0.67	72.90	-0.35	212.23	-5.80
浙江	62.50	-0.97			50.72	1.47	58.55	-0.66	72.86	-2.48	81.77	-6.23
江苏	61.10	0.44	37.96	0.47	47.76	2.25	58.30	0.47	70.29	-0.17	92.96	-4.80
广东	59.01	0.50			46.59	0.91	59.84	0.92	78.55	-1.23		
北京	54.38	1.87	39.28	1.39	46.55	1.24	69.71	-1.36				
上海	45.61	-0.50	38.71	1.94	45.59	-1.34	54.53	1.66				

资料来源：大智慧，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级

表9 分省份私募城投债信用利差走势 (bp)

信用利差	全部评级		AAA		AA+		AA		AA (2)		AA-	
	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动	2月末	较上月 未变动
贵州	233.98	-13.71					125.69	10.55	156.24	-9.69	223.81	-15.35
云南	202.03	-30.96									200.24	-31.03
辽宁	193.09	-18.95							163.29	-25.85	176.08	-17.36
青海	190.09	-6.47									190.09	-6.47
内蒙古	152.42	-5.00							138.89	-3.67	213.95	-11.06
广西	148.87	-13.49							127.37	-5.45	151.47	-14.75
黑龙江	143.73	-7.25							76.39	3.35	176.53	-12.41

甘肃	132.47	-4.77					70.69	7.57	140.00	-7.77	197.61	-17.55
宁夏	124.72	-19.06									124.72	-19.06
山东	122.06	-10.95			54.83	-4.38	74.26	-3.38	105.48	-7.10	171.72	-16.94
陕西	122.03	-8.27					59.73	-4.29	114.79	-5.43	172.57	-14.57
天津	115.48	-8.33							96.92	-6.61	133.19	-8.42
四川	104.41	-7.48			58.31	-2.95	65.86	-4.92	93.50	-6.23	146.87	-12.23
重庆	103.99	-8.83	44.38	-1.76			68.29	-7.15	91.70	-6.73	131.79	-12.12
河南	102.09	-6.74			61.60	-2.73	81.59	-5.10	98.38	-6.47	150.11	-10.16
海南	100.72	-10.06							100.72	-10.06		
吉林	100.64	-7.42							102.23	-5.78	98.93	-9.21
江西	93.65	-5.97					68.52	-5.05	92.39	-5.51	131.31	-9.42
新疆	89.51	-5.04			60.56	-4.15	71.88	-4.78	95.81	-3.38	114.21	-15.31
湖南	88.15	-5.78	41.10	2.03	60.73	-3.26	68.30	-4.78	87.44	-4.58	129.50	-12.11
河北	87.83	-7.21			52.30	-5.45	67.39	-4.12	87.99	-7.35	113.74	-9.49
湖北	81.13	-6.02	43.09	-10.66	56.43	-3.51	65.67	-5.29	88.49	-6.21	129.24	-9.59
西藏	79.99	-6.20			76.88	-5.86	77.15	-5.99	117.99	-9.18		
山西	76.26	-4.67					64.58	-4.74	115.06	-6.45	106.41	-3.03
安徽	75.11	-4.25			61.56	-6.54	59.80	-4.00	81.23	-4.57	104.91	-5.89
江苏	72.50	-4.20			52.92	-4.17	62.97	-3.24	77.65	-4.37	106.95	-8.55
广东	71.70	-6.16			55.09	-5.27	67.15	-5.29	78.16	-7.13		
福建	70.18	-4.42			51.75	-5.73	67.21	-3.98	75.64	-4.38		
浙江	68.77	-5.24			52.47	-5.02	63.40	-4.50	79.21	-6.17	114.44	-11.23
北京	66.46	-2.34			55.78	-3.20	72.23	-1.95				
上海	58.38	-3.13			53.05	-4.22	63.55	-4.64	81.03	-7.33		-15.35

资料来源：大智慧，东方金诚；注：信用等级采用中债市场隐含评级

四、金融债利差

（一）银行二永债

2025年2月，银行二永债信用利差走势分化，3年期AA+、AA级银行二级资本债利差分别走阔4.72bps、2.72bps，AA-级利差收窄0.28bps；3年期AA+、

AA级银行永续债利差分别走阔3.32bps、2.32bps，AA-级利差收窄4.68bps。当月银行二永债品种利差和等级利差有涨有跌；期限利差全线下行，AAA-级银行二级资本债利差倒挂，3Y-1Y利差下行2.65bps至-1.29bps。

图7 银行二级资本债信用利差 (bp)



图8 银行永续债信用利差 (bp)



图9 银行二级资本债品种利差 (bp)

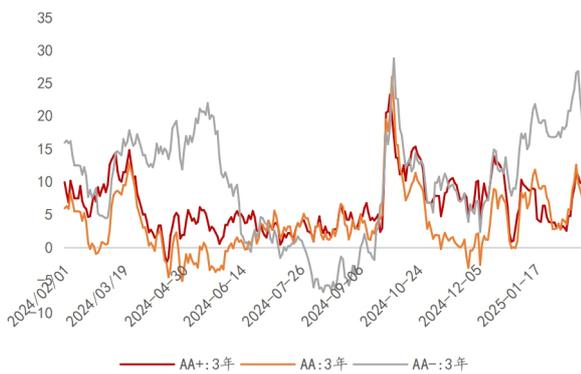


图10 银行永续债品种利差 (bp)



图 11 银行二级资本债等级利差 (bp)



图 12 银行永续债等级利差 (bp)

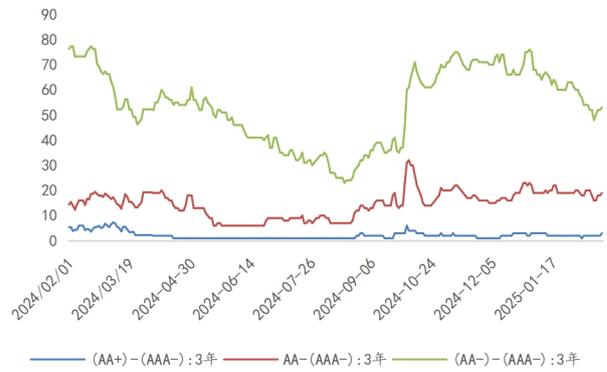
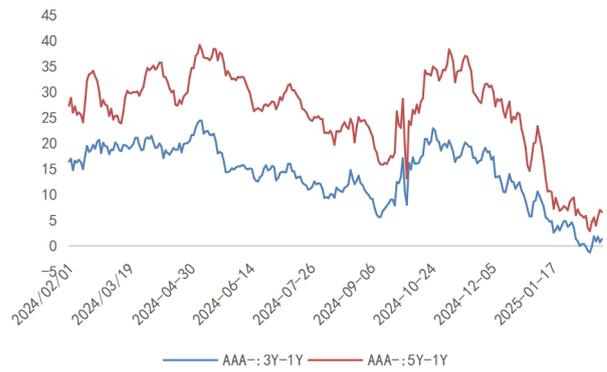


图 13 银行二级资本债期限利差 (bp)



图 14 银行永续债期限利差 (bp)



数据来源: iFind, 东方金诚; 注: 信用等级采用中债隐含评级

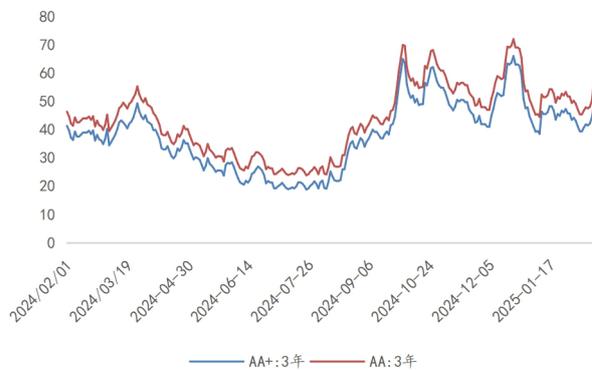
(二) 证券次级债/保险资本补充债

2月证券公司次级债信用利差收窄, 保险公司资本补充债信用利差走阔。具体来看, 2月末3年期AA+级和AA级证券公司次级债信用利差较上月末均下行1.69bps至45.62bps、56.62bps; 3年期AA+级和AA级保险公司资本补充债信用利差较上月末分别上行1.15bps、3.30bps至47.83bps、55.98bps。

图 15 证券公司次级债信用利差 (bp)



图 16 保险公司资本补充债信用利差 (bp)



数据来源: iFind, 东方金诚; 注: 信用等级采用中债隐含评级

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得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。