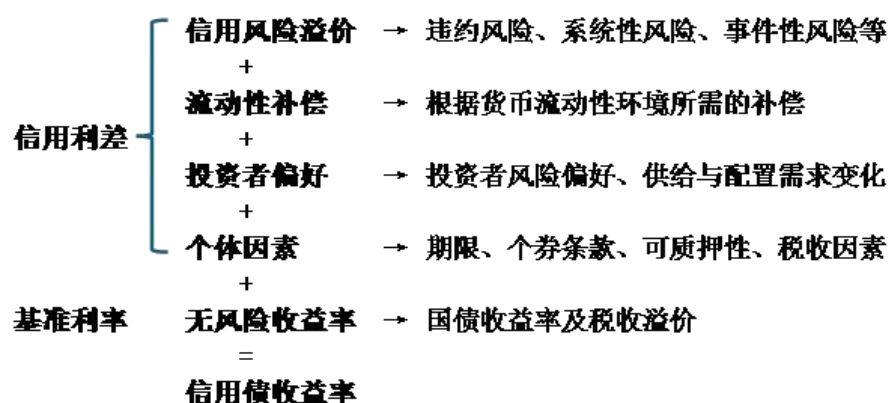


投研视点 | 信用利差历史回顾和未来展望

信用利差即信用债收益率与无风险收益率之差，体现了信用债相对于利率债的溢价，是为投资信用债所提供的风险补偿，可进一步分为信用风险溢价、流动性补偿、投资者偏好以及其他个体因素。

图表 1：信用利差构成因素



资料来源：太平基金

近 20 年来，国内债市信用利差（以 AAA 企业债与同期限国债的利差衡量）曾出现过三次大幅走阔的情形（持续时间超过一年、走阔幅度超过 100BP），此外亦有多次小规模信用利差走阔行情，每次发生的原因各不相同，具体总结如下。

图表 2：信用利差历史走势（AAA 企业债）



数据来源：Wind

(一) 历次大幅走阔

1.2007 年二季度至 2008 年三季度

主要受到美国次贷危机影响，全球爆发金融危机，国内信用债市场亦未能幸免。

2.2010 年三季度至 2011 年四季度

国内通胀压力上升使得央行收紧货币政策，多次上调存款准备金率和基准利率。致企业再融资面临一定压力，叠加城投危机事件，市场对信用风险的担忧加重。

3.2016 年四季度至 2018 年一季度

国内经济回暖，回购利率持续上升，金融去杠杆背景下资管产品遭遇赎回。在供需失衡的背景下，以钢铁、煤炭为代表的部分行业面临较大的经营和财务压力，偿债能力明显弱化。

(二) 其他几次走阔

1.2013 年三季度至四季度

2013 年钱荒冲击导致流动性紧张，同时违约事件导致市场对信用风险担忧加重。

2.2022 年四季度

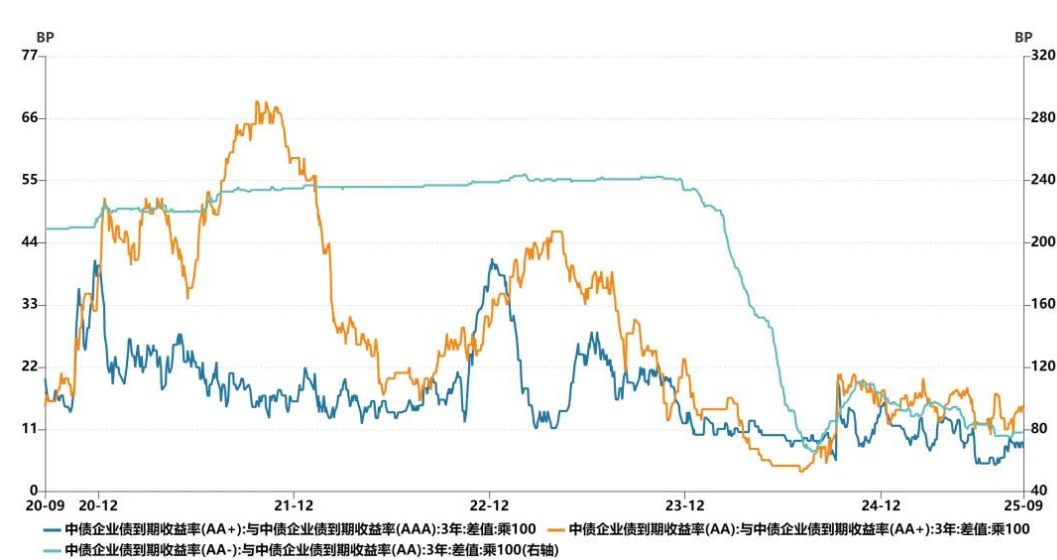
公共卫生政策调整导致投资者风险偏好发生变化，理财赎回负反馈，信用利差走阔明显。

3.2024 年三季度至四季度

2024 年 9 月政治局会议使得投资者风险偏好发生变化，信用利差阶段性调整。

自 2020 年初以来，虽然经历了新冠疫情、中美经贸摩擦等重重困难，但国家持续出台各项调控政策，我国经济仍增长展现出较强韧性，信用债市场首次违约企业数量已较 2018-2019 年的高峰大幅回落，整体保持在历史较低水平。得益于市场信用风险较为可控，以及 2024 年以来央行的多次降息操作，货币市场资金保持较为宽松状态，各类投资机构对于信用债的配置需求较强，带动信用利差近期震荡收窄。在此过程中，部分投资机构进一步采取资质下沉策略博取收益，导致等级利差降至历史较低分位。

图表 3：近五年不同评级企业债等级利差



数据来源：Wind

目前长期国债收益率已进入“1”时代，处于历史低位水平，而且低利率水平或将在较长时间内持续存在。一是中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，人口老龄化、资本形成增速放缓以及地缘政治风险，将持续压低潜在经济增速。二是基数效应也将导致长期经济增长放缓的大趋势难以显著改变。

截至 2025 年 9 月 23 日,3 年期 AA+ 企业债信用利差 46.06BP,处于近 5 年以来 12.00% 分位数, 5 年期 AA+ 企业债信用利差 58.38BP, 处于近 5 年以来 22.10%分位数。当前收益率及信用利差均处于历史较低水平, 影响了信用债整体投资性价比, 未来继续收窄的空间也较为有限。但同时, 市场资金仍较为充裕, 机构对信用债或将保持一定的配置需求, 且在政策推动下科创债 ETF 有望扩容, 因而信用利差大幅走阔的可能性也不高。整体来看, 未来一段时间信用利差或呈震荡走势, 可在控制久期的基础上择机参与信用债投资。

(作者**闫明健**为太平基金固定收益投资部信用研究部负责人)