2026年三季度发行利差回顾与展望：融资成本低位运行，信用定价分化延续

技术研究部|刘祥东 孙榕 戚旻婧

2026年10月30日

摘要：

2026年三季度，非金融企业信用债加权平均发行利差为44.42bp，同比收窄15.67bp；其中，高信用级别、短中期限品种继续带动利差下行，而AA+及AA级主体、5-10年期限品种呈现边际再定价，城投债与产业债内部的评级、区域和行业分层进一步显现。展望四季度，信用债发行成本中枢预计仍将处于相对低位，但利差进一步普遍压缩的空间有限。高信用级别主体融资渠道稳定、投资者覆盖较广，发行定价有望保持相对平稳；中低信用级别主体及长久期品种则将对资金利率波动、发行窗口和个体信用资质更为敏感。城投债方面，化债政策持续推进有助于稳定优质区域和高层级平台的融资预期，但区域财政实力、债务负担及再融资能力仍是影响利差差异的关键因素；产业债方面，经营稳健行业和优质国有企业仍具融资优势，房地产、部分周期行业及经营分化较大的主体需提供更充分的信用补偿。

关键词：发行利差；城投债；产业债；信用分层；化债政策

正文：

一、非金融企业信用债发行利差总体情况

（一）发行利差总体走势

2026年三季度，非金融企业信用债发行利差整体收窄，日度定价有所波动但整体幅度可控。三季度，信用债一级市场共发行债券3,033只，同比下降4.7%；发行规模为26,567.19亿元，同比增长0.5%；加权平均发行利差为44.42bp，同比收窄15.67bp，平均发行利差为52.15bp，同比收窄20.15bp。整体来看，信用债发行利差中枢处于较低水平，核心支撑是配置资金对高资质信用资产的需求较为稳定。

每日加权平均发行利差在20-60bp区间内波动，其中，7月上旬受季节性缴税扰

动叠加阶段性风险偏好回落影响，发行利差有所上升后在 50 值中枢波动。8 月 10 日达到本季度峰值，此后随着流动性修复，市场情绪改善，发行利差回落并基本保持在 30-50bp 之间震荡。5 日移动平均发行利差运行区间为 35-60bp。

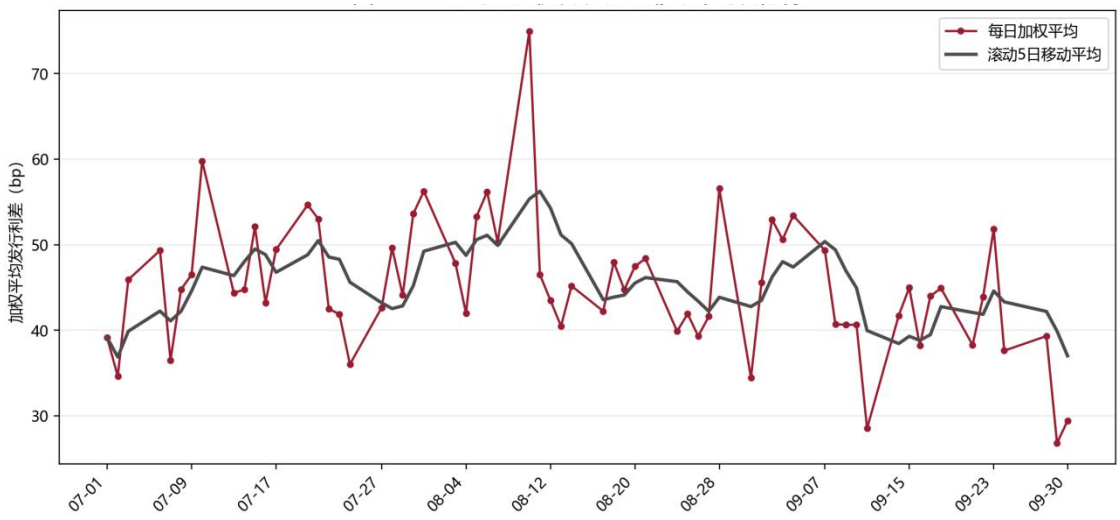
表 1 发行利差总体水平及同比变化

指标	单位	2026 三季度	2025 三季度	同比
发行只数	只	3,033	3,184	↓ 4.7%
发行规模	亿元	26,567.19	26,434.06	↑ 0.5%
加权平均发行利差	bp	44.42	60.09	↓ 15.67bp
平均发行利差	bp	52.15	72.29	↓ 20.15bp

数据来源：大公国际整理。

注：样本期为 2026 年 7 月 1 日-9 月 30 日；同比区间为 2025 年 7 月 1 日-9 月 30 日。增加/走阔=红色↑，减少/收窄=绿色↓。

图 1 三季度每日加权平均及滚动 5 日移动平均发行利差



数据来源：大公国际整理。

（二）分主体评级发行利差分析

三季度，发行利差环比收窄主要由高主体信用级别债券带动。AAA 级债券加权平均发行利差为 37.35bp，环比和同比分别收窄 3.85bp 和 7.25bp；AA+级和 AA 级加权平均发行利差分别为 63.80bp 和 83.19bp，同比均收窄，但环比分别收窄 3.15bp 和走阔 5.31bp。同时，相对 AAA 级，AA+和 AA 级的发行利差分别高出 26.45bp 和 45.83bp，环比分别扩大 0.70bp 和 9.16bp。各等级利差同比全部收窄，但环比呈现“高信用级别债券利差收窄、中低信用级别债券利差走阔”现象，市场在低利差环境下更加重视

主体资质、流动性和再融资能力，机构风险偏好下沉意愿不足，AA、AA+级品种需要更高风险补偿，推动等级利差进一步拉开。

表 2 主要主体级别发行利差（单位：只、bp）

主体信用级别	只数	加权平均发行利差			平均发行利差		
		本季度	环比	同比	本季度	环比	同比
AAA	1,840	37.35	↓ 3.85bp	↓ 7.25bp	42.20	↓ 4.14bp	↓ 10.68bp
AA+	982	63.80	↓ 3.15bp	↓ 26.96bp	64.64	↓ 2.46bp	↓ 24.72bp
AA	168	83.19	↑ 5.31bp	↓ 25.38bp	83.80	↑ 2.28bp	↓ 25.78bp

数据来源：大公国际整理。

注：本季度为 2026 年 7 月 1 日-9 月 30 日；环比区间为 2026 年 2026 年 4 月 1 日-6 月 30 日，同比区间为 2025 年 7 月 1 日-9 月 30 日，下同。

表 3 等级利差：相对 AAA 的定价分层（单位：只、bp）

等级利差	本季度	环比	同比
AA+-AAA	26.45	↑ 0.70bp	↓ 19.72bp
AA-AAA	45.83	↑ 9.16bp	↓ 18.13bp

数据来源：大公国际整理。

注：等级利差=对应评级加权平均发行利差-AAA 加权平均发行利差；等级利差扩大=红色↑，等级利差缩小=绿色↓。

（三）分期限结构发行利差分析

三季度，短中期与长期债券的发行利差走势有所分化。1 年以内、1-3 年和 3-5 年品种的加权平均发行利差分别为 30.49bp、43.86bp 和 43.22bp，同比和环比均有所收窄；5-10 年品种为 45.32bp，同比收窄，但环比小幅走阔 0.61bp。短中期限品种受益于资金成本平稳和机构配置需求旺盛，发行利差收窄相对顺畅；长久期品种则对期限溢价、市场波动和投资者久期偏好更为敏感，利差压缩幅度有限。

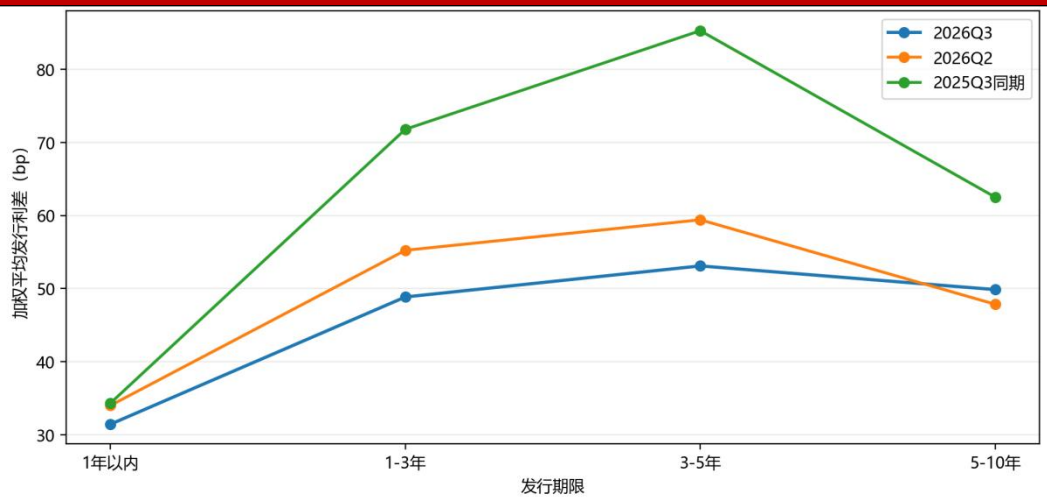
此外，发行利差期限曲线仍呈现结构性倒挂。1—3 年、3—5 年品种依次高于 1 年以内品种，而 5—10 年期品种的利差为 49.85bp，低于 3—5 年期的 53.09bp，呈现局部倒挂；相比二季度，3—5 年及 5—10 年期利差均有所下降或调整，但长端相对于短中端的定价差异有所变化。究其原因：一方面，发行主体级别的跨组差异可能会盖过期限溢价；另一方面，机构配置需求与市场供给之间可能出现错配，共同导致利差倒挂。

表 4 主要期限结构发行利差（单位：只、bp）

发行期限	只数	加权平均发行利差			平均发行利差		
		本季度	环比	同比	本季度	环比	同比
1 年以内	759	31.42	↓ 2.57bp	↓ 2.88bp	38.54	↓ 2.77bp	↓ 5.90bp
1-3 年	1,188	48.84	↓ 6.39bp	↓ 22.95bp	54.37	↓ 4.60bp	↓ 23.67bp
3-5 年	927	53.09	↓ 6.31bp	↓ 32.20bp	58.87	↓ 6.26bp	↓ 38.07bp
5-10 年	159	49.85	↑ 2.01bp	↓ 12.66bp	61.26	↓ 1.42bp	↓ 16.42bp

数据来源：大公国际整理。

图 2 利差曲线形态变化——短端与长端利差的相对变动幅度



数据来源：大公国际整理。

二、非金融企业信用债发行利差结构分析

（一）城投债发行利差分析

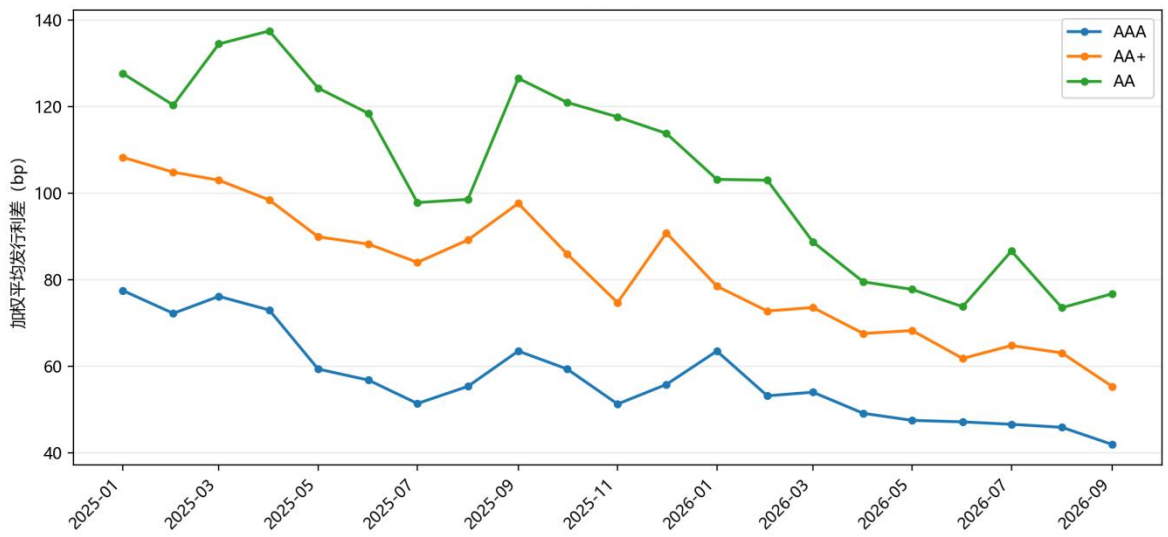
三季度城投债发行利差总体下行。城投债加权平均发行利差为 54.42bp，环比和同比分别收窄 3.42bp 和 24.51bp，整体仍处于 2025 年以来相对低位。受化债政策持续推进、融资环境改善影响，中高评级城投债融资成本总体下行。AAA 级、AA+级城投债发行利差分别为 44.99bp 和 61.25bp，环比分别收窄 3.16bp 和 4.22bp；AA 级利差为 79.24bp，环比走阔 2.14bp。中高信用级别主体融资成本继续下行，而低信用级别主体利差边际抬升，资金对信用资质、融资渠道和流动性的偏好仍较为明确。当前城投债市场定价逻辑体现为对区域财政实力、平台层级、债务负担和再融资能力的差异化评估。

表 5 城投债主要主体级别发行利差概览（单位：只、亿元、bp）

主体评级	本季度只数	本季度规模	本季度加权发行利差	环比	同比
城投债总体	**1,410**	**9,687.74**	**54.42**	**↓ 3.42**	**↓ 24.51**
AAA	565	4,804.62	44.99	↓ 3.16	↓ 11.88
AA+	708	4,172.32	61.25	↓ 4.22	↓ 29.16
AA	133	679.80	79.24	↑ 2.14	↓ 28.49

数据来源：大公国际整理。

图 3 不同评级城投债加权平均发行利差走势



数据来源：大公国际整理。

区域利差分化仍较明显，主要发行省份利差多位于 2025 年以来历史偏低分位。本季度城投债发行主要集中于江苏、浙江、山东等地，其中江苏发行 371 只、浙江 199 只、山东 126 只，三省合计 696 只，约占城投债样本的 49.4%。江苏、浙江和山东加权平均发行利差分别为 53.03bp、49.61bp 和 66.88bp，环比分别收窄 0.61bp、7.14bp 和 9.77bp。湖北、湖南及安徽发行利差分别为 56.19bp、51.88bp 和 51.46bp，历史分位数均为 14.29%，多数活跃区域本期发行利差仍处于历史相对低位。

部分地区发行利差和边际变化仍然偏高。云南本季度发行 8 只，加权平均发行利差 144.92bp，环比走阔 58.94bp、同比走阔 8.22bp，历史分位数为 85.71%，但样本数量偏少，统计结果可能受个别主体及债券期限影响。陕西发行 16 只，利差为 90.44bp，环比走阔 17.14bp，但同比收窄 35.38bp；天津发行 29 只，利差为 62.09bp，环比走阔 6.10bp；新疆发行 13 只，利差为 63.46bp，环比收窄 0.88bp。

表 6 31 个省份城投债发行利差变化（单位：只、bp）

省份	本季度发行利差	历史分位数	环比	同比	本季度只数
北京市	44.62	28.57%	-1.90	-3.41	31
天津市	62.09	28.57%	+6.10	-14.16	29
河北省	47.51	14.29%	-12.02	-24.51	28
山西省	49.85	28.57%	+1.23	-14.23	8
内蒙古自治区	59.47	42.86%	+10.47	-22.68	1
辽宁省	66.80	16.67%	-7.26	—	3
吉林省	60.91	14.29%	-8.82	-34.76	14
黑龙江省	—	—	—	—	0
上海市	40.92	42.86%	+0.86	+3.12	26
江苏省	53.03	14.29%	-0.61	-9.43	371
浙江省	49.61	14.29%	-7.14	-10.48	199
安徽省	51.46	14.29%	-0.40	-17.43	42
福建省	52.09	28.57%	+2.57	-10.73	64
江西省	47.55	14.29%	-8.15	-31.87	49
山东省	66.88	14.29%	-9.77	-37.89	126
河南省	70.28	28.57%	+1.19	-32.84	54
湖北省	56.19	14.29%	-3.09	-18.46	48
湖南省	51.88	14.29%	-4.33	-22.70	69
广东省	42.07	14.29%	-5.30	-17.30	74
广西壮族自治区	50.90	14.29%	-8.44	-46.00	15
海南省	50.03	16.67%	-6.46	-5.24	3
重庆市	59.92	14.29%	-6.20	-38.78	50
四川省	53.21	28.57%	+1.07	-29.09	59
贵州省	57.78	14.29%	-56.78	-121.08	6
云南省	144.92	85.71%	+58.94	+8.22	8
西藏自治区	—	—	—	—	0
陕西省	90.44	28.57%	+17.14	-35.38	16
甘肃省	54.96	14.29%	-8.50	-35.85	2
青海省	—	—	—	—	0
宁夏回族自治区	62.45	42.86%	-35.59	+3.03	2
新疆维吾尔自治区	63.46	14.29%	-0.88	-18.93	13

数据来源：大公国际整理。
注：历史分位数基于 2025 年以来季度数据，至少 4 个有效季度方计算。颜色含义：本季度发行利差越高蓝色越深；历史分位越高越偏红；环比/同比走阔为红、收窄为蓝。

（二）产业债发行利差分析

三季度产业债融资成本继续下行，优质产业主体仍是信用债一级市场利差收窄的主要支撑。本季度产业债发行 1,623 只、发行规模 16,879.45 亿元，加权平均发行利差为 38.68bp，环比和同比分别收窄 2.81bp 和 6.92bp，低于城投债 15.74bp。分评级看，AAA 级发行 1,275 只，加权平均发行利差 34.94bp，环比收窄 3.85bp；AA+级发行 274 只，利差为 71.84bp，环比收窄 0.86bp；AA 级发行 35 只，利差为 102.55bp，环比走阔 13.14bp。高信用级别主体凭借较强的市场认可度和投资者覆盖，仍能够以较低利差完成融资；AA 级主体利差边际上行，在整体利差处于低位的环境下，投资者对信用资质、经营稳定性和流动性风险的甄别并未减弱，对中低等级主体的信用风险补偿要求有所提升。

表 9 产业债主要主体级别发行利差概览（单位：只、亿元、bp）

主体评级	本季度只数	本季度规模	本季度加权发行利差	环比	同比
产业债总体	**1,623**	**16,879.45**	**38.68**	↓ 2.81	↓ 6.92
AAA	1,275	15,213.50	34.94	↓ 3.85	↓ 5.30
AA+	274	1,321.65	71.84	↓ 0.86	↓ 20.31
AA	35	138.33	102.55	↑ 13.14	↓ 16.86

数据来源：大公国际整理。
注：产业债为统一非金融企业信用债样本中剔除城投债后的债券。

公用事业和交通运输等稳定经营行业的融资优势最为突出。公用事业发行规模 3,944.55 亿元，发行利差 27.09bp，环比收窄 1.42bp；交通运输发行规模 2,101.00 亿元，发行利差 31.57bp，环比小幅走阔 0.57bp。建筑、煤炭、化工及企业服务行业发行利差分别为 40.18bp、38.46bp、49.84bp 和 45.51bp，环比均有收窄。房地产行业发行利差为 93.08bp，虽环比收窄 20.70bp，但同比走阔 2.82bp，仍显著高于其他主要行业；钢铁行业为 48.11bp，环比小幅收窄 0.26bp。

表 10 重点行业产业债发行利差及变化（单位：只、亿元、bp）

行业	只数	规模	发行利差	历史分位数	环比	同比
房地产	56	576.29	93.08	42.86%	-20.70	+2.82
煤炭	43	622.00	38.46	14.29%	-8.33	-10.36
钢铁	28	244.50	48.11	14.29%	-0.26	-10.65
化工	51	309.90	49.84	14.29%	-3.97	-25.12
公用事业	281	3,944.55	27.09	14.29%	-1.42	-0.54
交通运输	186	2,101.00	31.57	42.86%	+0.57	-3.84
建筑	149	1,331.70	40.18	14.29%	-8.50	-6.40
企业服务	185	1,308.13	45.51	14.29%	-1.81	-9.01

数据来源：大公国际整理。
注：重点行业由本季度发行规模自动筛选。行业当前/比较季度样本少于 5 只时，环比或同比显示“—”；历史分位至少要求 4 个有效季度。历史分位越高越偏红；环比、同比走阔为红、收窄为蓝。

不同企业性质之间的利差差异较为稳定，央企融资定价优势相对明显，民营企业本季度利差有所抬升。中央国有企业加权平均发行利差为 30.23bp，地方国有企业为 46.15bp，环比分别收窄 2.11bp 和 4.96bp；民营企业为 51.78bp，环比走阔 2.70bp，但同比收窄 23.83bp；公众企业为 40.32bp，环比小幅收窄 0.69bp。

表 11 不同企业性质产业债发行利差及变化（单位：只、亿元、bp）

企业性质	只数	规模	发行利差	历史分位数	环比	同比
中央国有企业	533	8,216.36	30.23	14.29%	-2.11	-3.62
地方国有企业	885	6,454.76	46.15	14.29%	-4.96	-7.94
民营企业	109	1,061.43	51.78	28.57%	+2.70	-23.83
公众企业	68	930.80	40.32	28.57%	-0.69	-3.42
其他企业	28	216.10	65.10	42.86%	-5.38	-12.51

数据来源：大公国际整理。
注：中央国有企业、地方国有企业、民营企业、公众企业单列；集体企业、外资企业、外商独资企业及其他企业合并为“其他企业”。当前/比较季度样本少于 5 只时不计算对应变化；历史分位至少要求 4 个有效季度。

按债券品种看，超短期融资券发行规模最大、发行利差最低，加权平均发行利差 28.67bp，环比收窄 2.07bp；中期票据发行利差为 43.65bp，环比收窄 5.75bp；公司债为 38.76bp，环比收窄 5.33bp；短期融资券为 39.49bp，环比走阔 5.56bp；私募债发行利差达 89.03bp，环比走阔 18.23bp；定向工具发行利差为 71.93bp，环比收窄 22.51bp。

表 12 主要债券品种产业债发行利差及变化（单位：只、亿元、bp）

债券品种	只数	规模	发行利差	历史分位数	环比	同比
中期票据	584	5,727.69	43.65	14.29%	-5.75	-17.04
超短期融资券	591	6,828.55	28.67	57.14%	-2.07	+0.71
公司债	237	2,685.14	38.76	14.29%	-5.33	-9.64
短期融资券	76	789.40	39.49	28.57%	+5.56	-4.61
私募债	106	655.77	89.03	28.57%	—	-8.78
定向工具	27	182.90	71.93	—	—	—

数据来源：大公国际整理。
注：债券品种以 Wind 债券类型（二级）为基础整理。本季度至少 3 只方展示；当前及比较季度均至少 5 只时才计算环比/同比；历史分位至少要求 4 个有效季度。不同债券品种受期限结构与发行市场差异影响，横向比较时需结合期限进一步判断。

三、信用债发行利差展望及发行建议

（一）发行利差展望

展望四季度，信用债发行利差中枢将维持低位震荡态势。其中，高信用级别、短中久期优质资产仍具配置支撑，但利差进一步压缩的空间有限；低信用级别主体、弱区域城投和长久期品种的风险补偿将更趋分化。具体原因如下：

基本面看，四季度国内经济预计仍处于弱修复与结构分化并存阶段。工业生产、机电和高技术产品出口仍具韧性，科技创新、高端制造及设备更新等领域的投融资需求有望继续获得政策支持；但消费修复偏慢、民间投资仍弱、房地产及其上下游持续承压，企业盈利改善存在结构性差异，难以实现普遍性好转。

政策面看，财政政策继续靠前发力，围绕扩大内需、重点项目建设和新质生产力培育持续发力；货币政策则维持适度宽松，更侧重通过流动性调节和结构性工具支持重点领域，而全面宽松预期有所弱化。

资金面看，流动性有望保持合理充裕，但低于政策利率的较低资金成本环境或难以延续。三季度 DR007 整体在政策利率附近运行，央行已通过逆回购、买断式逆回购等工具平滑政府债缴款和季末扰动带来的波动，四季度央行仍有望延续该操作思路，但缴税、政府债集中发行缴款及跨年资金需求可能推动资金利率中枢略有抬升，并可能阶段性压缩机构杠杆空间。

供需面看，四季度政府债发行进入收官阶段，国债和地方债发行节奏仍可能对债券市场形成阶段性扰动；商业银行、理财、保险等配置力量仍将支撑高信用级别、中短久期信用债，但长久期、弱资质品种需提供更充分的期限和信用风险补偿。

需要注意的是，信用债市场预计将沿主体资质、行业景气和再融资能力分层：央国企、优质地方国企及符合政策支持方向的高信用级别债券发行人融资环境相对稳定；房地产、传统高耗能行业以及盈利和现金流修复偏慢的弱资质主体，仍需面对较高的风险溢价与更严格的再融资约束。

（二）信用债发行建议

发行节奏方面，可合理把握发行窗口，避免集中供给与资金面扰动叠加。四季度政府债发行、缴税和跨年资金需求可能对流动性形成阶段性影响，若发行过于集中，可能推升发行成本或增加发行失败风险。发行人应密切跟踪资金利率、央行流动性操作和市场情绪变化，结合自身资金安排，灵活选择发行时点，避开供给高峰和季末年末等敏感时段，保持融资节奏平稳有序，提升发行成功率。

信用级别方面，高信用级别主体宜稳定融资，中低信用级别主体需以合理溢价和增信安排换取市场承接。高信用级别主体投资者覆盖较广、融资渠道相对稳定，可结合自身资金需求和市场利率走势，灵活选择发行窗口，巩固融资成本优势。中低信用级别主体面临的风险偏好下沉意愿有限，应加强与投资者沟通，充分披露经营状况、现金流和债务安排，审慎确定发行定价，必要时引入担保、信用风险缓释工具等增信措施，避免脱离信用资质强行压价，降低发行失败和后续估值波动风险。

发行期限方面，短中久期品种可优先安排，长久期品种应匹配配置需求并合理提供期限补偿。短中久期品种流动性较好、投资者覆盖较广，发行定价相对顺畅，适合作为主要融资工具。长久期品种对利率波动、机构久期偏好和期限溢价更为敏感，发行人应审慎评估自身负债结构与市场承接能力，选择利率相对稳定阶段发行，并可运用含权、回售或票面调整等条款，增强对保险、理财等长久期资金的吸引力，降低发行不确定性。

发行品种方面，可根据信用资质、期限安排和投资者结构选择适配品种。不同债券品种在期限分布、发行场所、投资者群体和流动性方面存在差异，适配性直接影响发行效率与融资成本。对于信用资质较好、融资渠道较为畅通的主体，可通过优化发行期限和品种组合，兼顾融资成本与再融资风险；对于市场认可度相对偏弱的主体，可结合专项债券品种、担保增信和含权条款等安排，拓宽投资者覆盖范围，匹配银行、理财、保险等机构的配置偏好，提升发行成功率。

附：数据说明与计算口径

本报告以2026年7月1日至9月30日发行的非金融企业信用债为研究对象；同比比较区间为2025年7月1日至9月30日，环比比较对象为2026年4月1日至6月30日。样本剔除永续债、次级债、混合资本债、担保债等不具可比性的品种，并保留发行期限在10年以内的债券。

发行利差为债券发行利率与发行日同期限国债收益率之差，单位为bp。同期限国债收益率根据国债收益率曲线按发行期限进行期限匹配和插值计算。加权平均发行利差以债券实际发行规模为权重；平均发行利差为样本债券发行利差的算术平均。

本报告依据Wind行业一级分类等信息剔除金融企业债券，再采用YY城投标识划分城投债与产业债。产业债为统一非金融企业信用债样本中剔除城投债后的债券。历史分位数基于2025年以来季度数据计算；当相关分组样本不足时，不计算环比、同比或历史分位数，并以“—”表示。表中颜色仅用于辅助识别利差变化方向或相对水平，不构成投资建议。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的合法性、真实性、准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议或决策依据。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。