

深耕细作，笃行致远

——2024 年中期信用债投资策略报告

2024 年 06 月 21 日

投资要点:

- **市场回顾:** (1) **一级市场:** 信用债供给呈现城投弱、产业强的格局, 产业债放量带动信用债净融资整体走强。高评级主体为发行主力, 中长期信用债发行放量。(2) **二级市场:** 资产荒逻辑延续, 债市持续走牛, 信用利差极致压缩, 3Y 品种表现最好。(3) **信用风险:** 地产链风险继续释放, 整体信用风险可控。
- **城投债:** “遏增化存”政策基调延续, 市场化转型、“退平台”与“退名单”、债务置换与重组等化债方案持续推进, 金融机构支持地方化债力度不断加强, 多数区域非标占比持续压降, 城投存债规模显著下降, 化债阶段性成效显著。城投供给结构变化显著, 优质区域、高层级主体发行规模集中度提升, 发行期限明显拉长。钱多、缺资产格局下, 市场下沉资质挖掘票息, 同时行情逐步由短端扩散至中长端, 各等级、期限收益率、信用利差全面下行。化债背景下, 政策支持持续加码, 城投打破刚兑的风险仍不大。重点区域城投信用利差大幅压缩, 化债预期持续兑现。资产荒行情极致演绎, 信用利差均压缩至历史低位, 利差保护不足。存量城投债估值水平整体偏低, 高票息挖掘难度持续增加。
- **地产债:** 政治局会议定调地产“去库存”, 517 地产新政多箭齐发, 政策放松力度加大。行业基本面仍偏弱, 地产销售持续下滑, 商品房库存高企, 新开工、竣工面积均承压, 地产投资增速持续下探。政策利好落地后, 5 月地产各项数据降幅略有收窄, 行业修复信号初步显现。地产融资低迷, 央国企贡献主要增量。政策预期博弈主导地产债行情, 信用利差全面压缩。市场情绪整体偏谨慎, 中高等级品种信用风险相对可控, 利差下行动能更强。
- **周期债:** (1) **钢铁债:** 钢铁行业供需两端均承压, 盈利水平回落至历史低位, 行业景气度持续低迷。24Q1 钢铁行业信用利差全面上行, 主要受行业供需承压、盈利水平大幅下滑所致。Q2 以来, 钢价小幅反弹, 行业利润降幅边际收窄, 钢铁债利差大幅收窄。(2) **煤炭债:** 低库存、山西煤炭减产等因素导致煤炭供给不足, 需求端刚性偏强, 煤炭价格维持低位震荡, 煤企盈利水平显著下滑。2024 年年初至 4 月下旬, 供需矛盾影响下煤价震荡下行, 煤炭债信用利差震荡走扩。4 月下旬以来, 煤价底部反弹, 信用利差全面下行。
- **二永债:** 商业银行“补血”需求提升, 带动资本补充工具发行提速。二永债作为利率波动放大器, 收益率整体跟随无风险利率震荡下行, 信用利差全面收窄。3Y 二永债收益率及信用利差下行幅

分析师:

刘馨阳

执业证书编号:

S0270523050001

电话:

18652269737

邮箱:

liuxyl@wlzq.com.cn

相关研究

债市有望精准助力“两新”领域融资需求
“市场化经营主体”披露情况如何
化债主线下, 城投融资有哪些新特征?

度相对显著，历史分位数水平普遍降至 1% 以下。

● **投资建议：**

城投债方面，(1) 建议在化债重点区域挖掘高收益资产，短久期适度下沉进行化债预期博弈。(2) 建议选择优质区域继续下沉资产，并适度拉久期增厚收益。区域选择上，可关注经济财政实力较强、产业优势突出以及平台市场化进程较快的省份，“省负全责”原则下信用风险相对可控。期限选择上，建议拉久期至 3Y-5Y。

地产债方面，(1) 基本面修复预期转好，经营稳健、资金充足、业务集中在核心城市的高等级央国企有望率先受益。建议关注楼市复苏预期下央国企地产债估值修复机会。(2) 地产行业信用风险持续释放，民营房企信用扰动相对显著，预计下半年政策仍将继续发力，建议适度关注政策预期博弈下高收益民企地产债的交易机会。

周期债方面，(1) 钢铁债：产业集中度提升背景下，头部钢企盈利水平有望率先修复，建议关注头部央国企主体。低利差环境下，仍以票息挖掘为主，久期建议控制在 3Y 以内。(2) 煤价上行有望带动煤企利润回升，建议关注中长期具有高利润、高现金流支撑的头部煤企。

二永债方面，建议选择优质区域下沉城农商行挖掘高收益，同时仍需防范尾部城农商行不赎回风险。区域选择上，建议关注金融资源充足的经济财政强省，以及产业优势显著、经济发展增速靠前的省份的城农商行二永债。期限选择上，建议拉久期至 3Y 左右。此外，短久期农商行二级债也具备相对估值优势。

- **风险因素：**化债进度不及预期，政策面变化超预期，经济基本面变化超预期，信用风险超预期，地产行业复苏不及预期等。

正文目录

1 2024 年上半年信用债市场回顾	5
1.1 一级市场：城投弱、产业强，发行久期显著拉长	5
1.2 二级市场：信用利差压缩至历史低位	6
1.3 信用风险：地产链风险持续释放	7
2 城投债：	8
2.1 政策基调延续，化债力度加强	8
2.2 区域基本面分化，债务管控取得进展	8
2.3 城投融资进一步收紧，存债规模持续压降	11
2.4 收益率下行，信用利差极致压缩	15
2.5 城投债策略：适度下沉，继续向久期要收益	17
3 地产债：	17
3.1 政策持续加码	17
3.2 行业基本面尚待修复	18
3.3 地产投资持续承压	19
3.4 央国企仍为地产债发行主力	20
3.5 信用利差全面压缩	22
3.6 地产债策略：关注央国企地产债	23
4 周期债：	23
4.1 钢铁债：关注高等级央国企钢铁债	23
4.2 煤炭债：关注头部煤企煤炭债	25
5 二永债：	26
5.1 二永债供给放量	26
5.2 信用利差全面收窄	28
5.3 二永债策略：关注 3Y-5Y 城农商行品种	30
6 投资建议	30
7 风险提示	31
图表 1： 信用债发行、偿还与净融资情况	5
图表 2： 城投、产业债发行情况对比（亿元）	5
图表 3： 城投、产业债净融资情况对比（亿元）	5
图表 4： 各主体评级发行规模占比	6
图表 5： 各期限发行规模占比	6
图表 6： 中短票和城投债收益率走势（%）	6
图表 7： 中短票和城投债信用利差走势（%）	7
图表 8： 2024 年 1-5 月各类信用事件占比	7
图表 9： 2024 年 1-5 月信用事件行业分布情况	8
图表 10： 2023 年各省份经济财政数据（按 GDP 总量排序）	9
图表 11： 2023 年各省份债务情况（按宽口径债务率排序）	10
图表 12： 城投债存量规模与净融资情况	11
图表 13： 各地区城投债余额变动情况	12
图表 14： 城投债月度发行与偿还情况	13
图表 15： 各地区城投债新增供给情况（亿元）	13
图表 16： 区县级平台发行显著缩量（亿元）	14

图表 17: 地市级平台城投发行规模占比过半	14
图表 18: 低评级主体发行显著缩量 (亿元)	14
图表 19: AA+级主体为发行主力	14
图表 20: 5Y-7Y 发行规模逆势正增 (亿元)	15
图表 21: 中长期品种发行占比显著抬升	15
图表 22: 城投债发行利率持续下行 (%)	15
图表 23: 城投债收益率及信用利差变化情况 (%)	16
图表 24: 各区域城投债信用利差变动情况	16
图表 25: 存量城投债估值收益率分布 (2024 年 6 月 14 日数据)	17
图表 26: 商品房销售面积及销售额累计同比	18
图表 27: 商品房销售面积及销售额当月同比	18
图表 28: 商品房待售面积同比增速	19
图表 29: 房地产开发投资累计完成额及同比变动	19
图表 30: 新开工、竣工累计同比增速	20
图表 31: 房地产行业信用债净融资情况 (单位: 亿元)	20
图表 32: 各类房企信用债发行规模及同比变动 (亿元)	21
图表 33: 2024 年 1-5 月各类房企信用债发行规模占比	21
图表 34: 各评级房企信用债发行规模及同比变动 (亿元)	21
图表 35: 2024 年 1-5 月各评级房企信用债发行规模占比	21
图表 36: 房地产行业信用利差走势 (BP)	22
图表 37: 2024 年以来成交活跃度前二十房企梳理	22
图表 38: 国内粗钢产量累计值及累计同比	24
图表 39: 国内重点企业粗钢销量累计值及累计同比	24
图表 40: 螺纹钢价格走势 (元/吨)	24
图表 41: 钢铁行业利润总额及累计增速	24
图表 42: 钢铁债信用利差走势 (单位: bp)	25
图表 43: 煤炭行业利润总额及累计增速	25
图表 44: 煤炭价格走势 (元/吨)	25
图表 45: 煤炭债信用利差走势 (单位: bp)	26
图表 46: 二级资本债累计发行规模 (单位: 亿元)	27
图表 47: 银行永续债累计发行规模 (单位: 亿元)	27
图表 48: 各类银行存量二级资本债规模占比情况	28
图表 49: 各类银行存量永续债规模占比情况	28
图表 50: 银行二级资本债收益率走势 (%)	28
图表 51: 银行永续债收益率走势 (%)	28
图表 52: 银行二级资本债信用利差走势 (BP)	29
图表 53: 银行永续债信用利差走势 (BP)	29
图表 54: 银行二级资本债收益率及利差变动情况	29
图表 55: 银行永续债收益率及利差变动情况	29
图表 56: 存量二级资本债估值收益率分布 (2024 年 6 月 14 日数据)	30
图表 57: 存量永续债估值收益率分布 (2024 年 6 月 14 日数据)	30

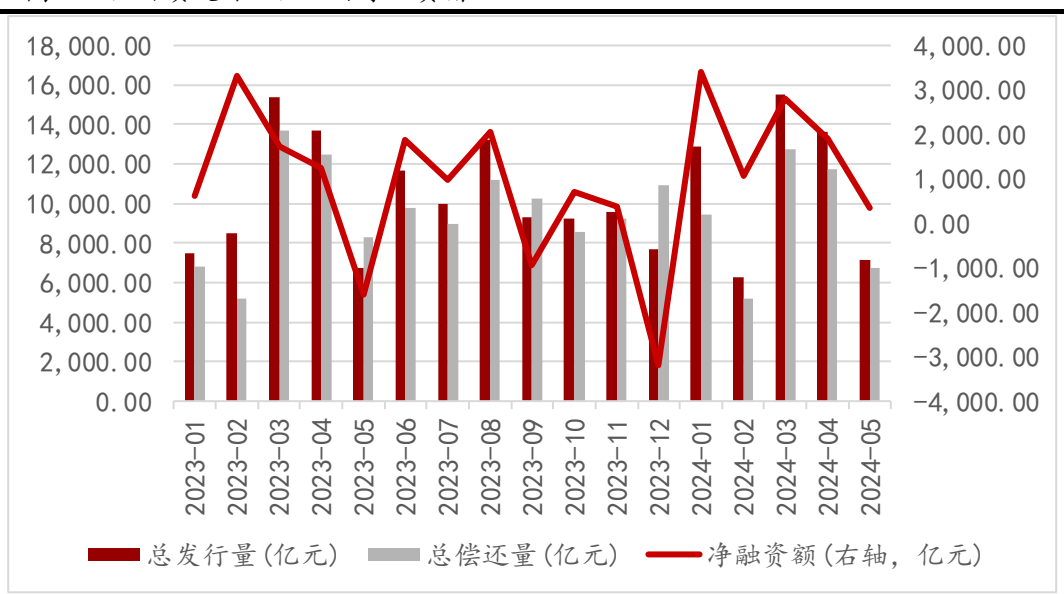
1 2024年上半年信用债市场回顾

1.1 一级市场：城投弱、产业强，发行久期显著拉长

信用债供给呈现城投弱、产业强格局，产业债放量带动信用债净融资整体走强。2024年1-5月，信用债净融资额9,535.23亿元，同比+79%。其中，城投债净融资额-2,052.39亿元，同比由正转负，产业债净融资额11,587.62亿元，同比大幅正增。发行方面，城投债、产业债发行规模分别同比-15%、+22%，城投融资持续收紧，产业融资需求不断攀升。

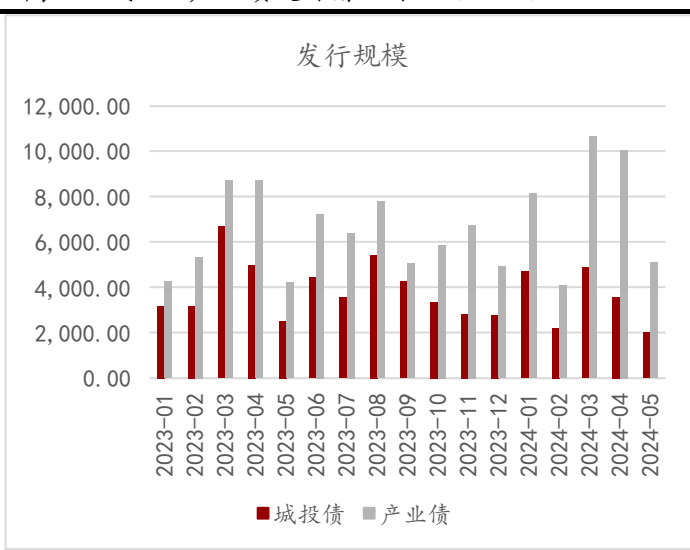
从发行结构来看，高评级主体为发行主力，发行规模占比超60%；短久期信用债发行占比有所回落，中长久期品种发行放量，规模占比显著抬升。

图表1：信用债发行、偿还与净融资情况



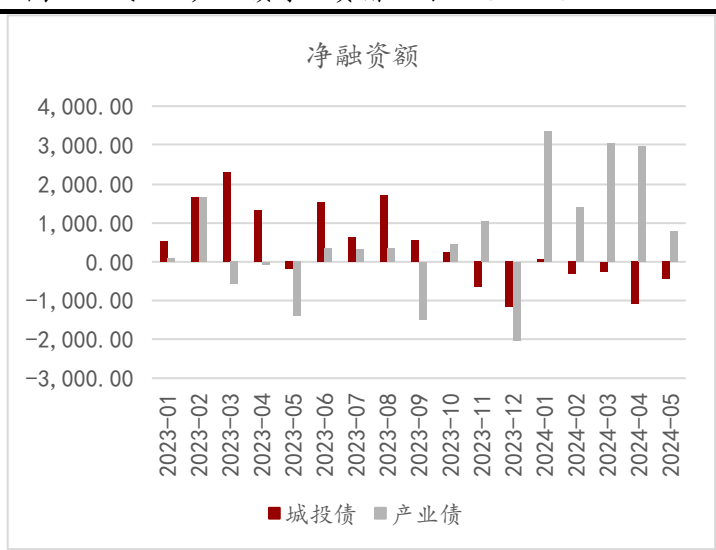
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：城投、产业债发行情况对比（亿元）



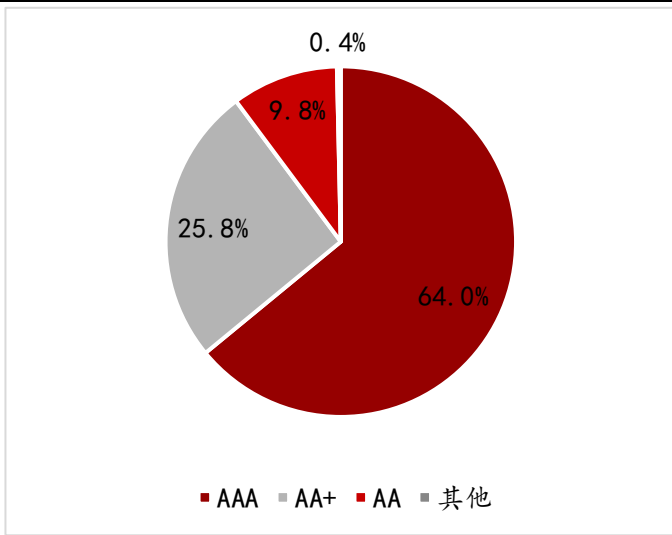
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：城投、产业债净融资情况对比（亿元）



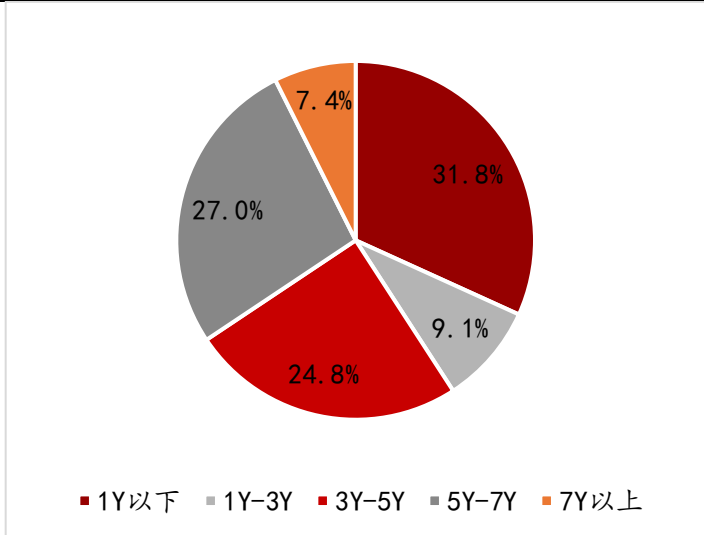
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4: 各主体评级发行规模占比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 各期限发行规模占比

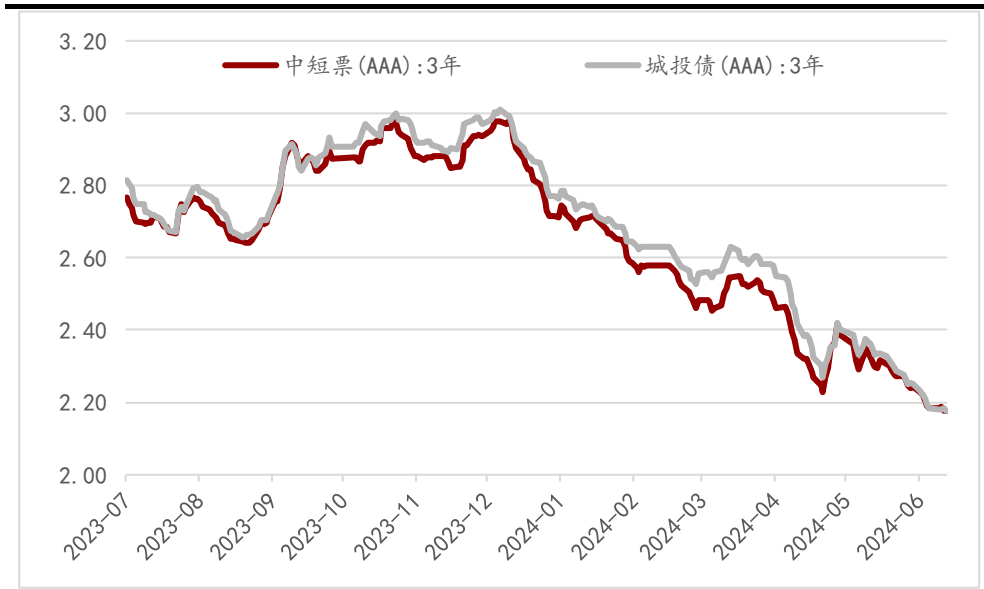


资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.2 二级市场: 信用利差压缩至历史低位

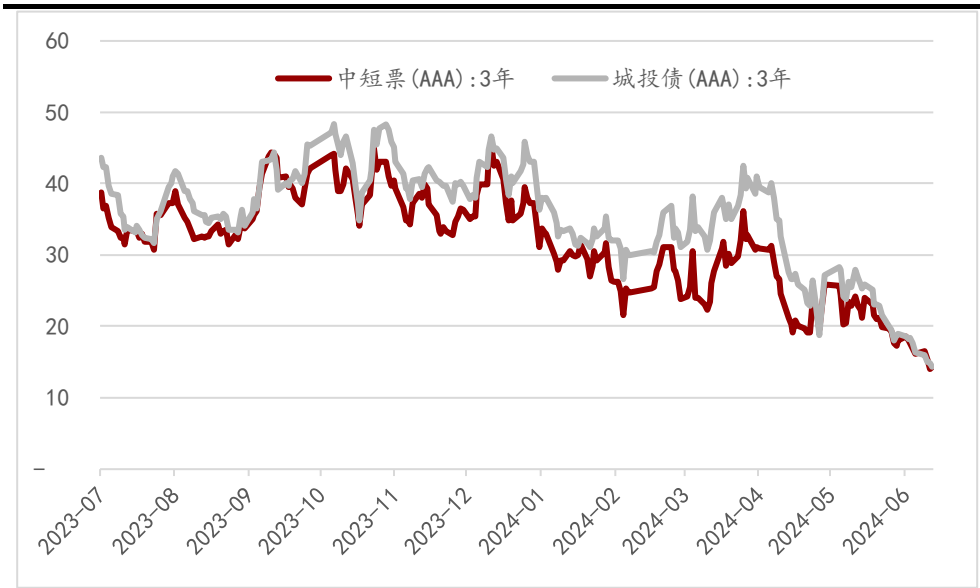
上半年资产荒逻辑延续, 债市持续走牛, 信用利差极致压缩。2024年年初至4月中旬, 债市资金面持续宽松, 机构欠配叠加缺资产影响下, 利率震荡下行, 信用利差持续压缩。4月下旬以来, 央行持续关注长端收益率走势, 地产新政出台, 政府债供给压力加速释放, 监管明确禁止手工补息, 多空因素交织下债市整体回调, 信用利差小幅走阔。5月以来, 机构欠配压力增加, 需求放量再度推动收益率下行, 信用利差下行至历史低位并维持低位震荡。3Y品种利差压缩幅度相对显著, 低等级表现好于中高等级品种。

图表6: 中短票和城投债收益率走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7: 中短票和城投债信用利差走势 (%)



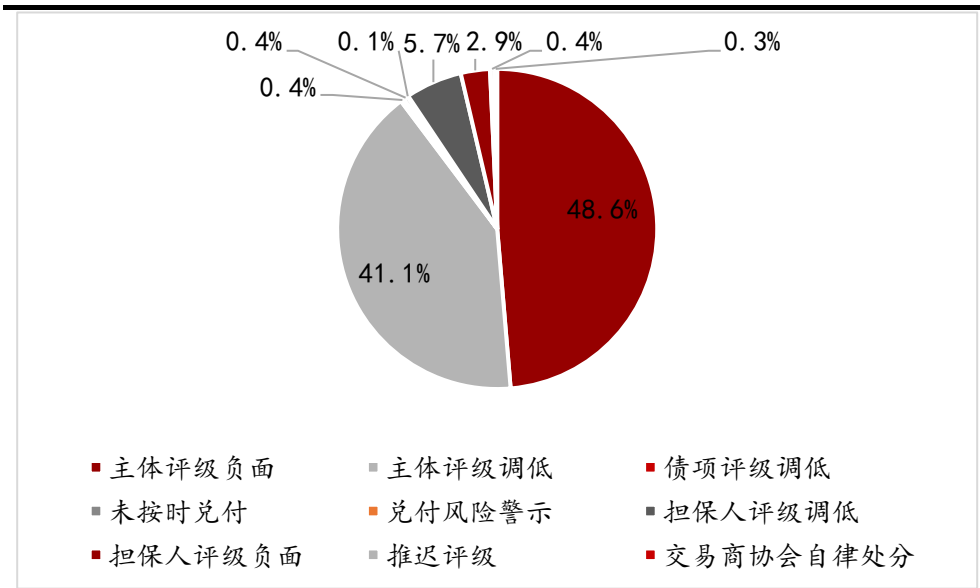
资料来源: Wind, 万联证券研究所

1.3 信用风险: 地产链风险持续释放

2024年1-5月, 主体评级负面和主体评级调低事件占比合计为89.7%, 债项评级调低事件占比为0.4%, 未按时兑付事件占比为0.4%, 整体违约风险较低。

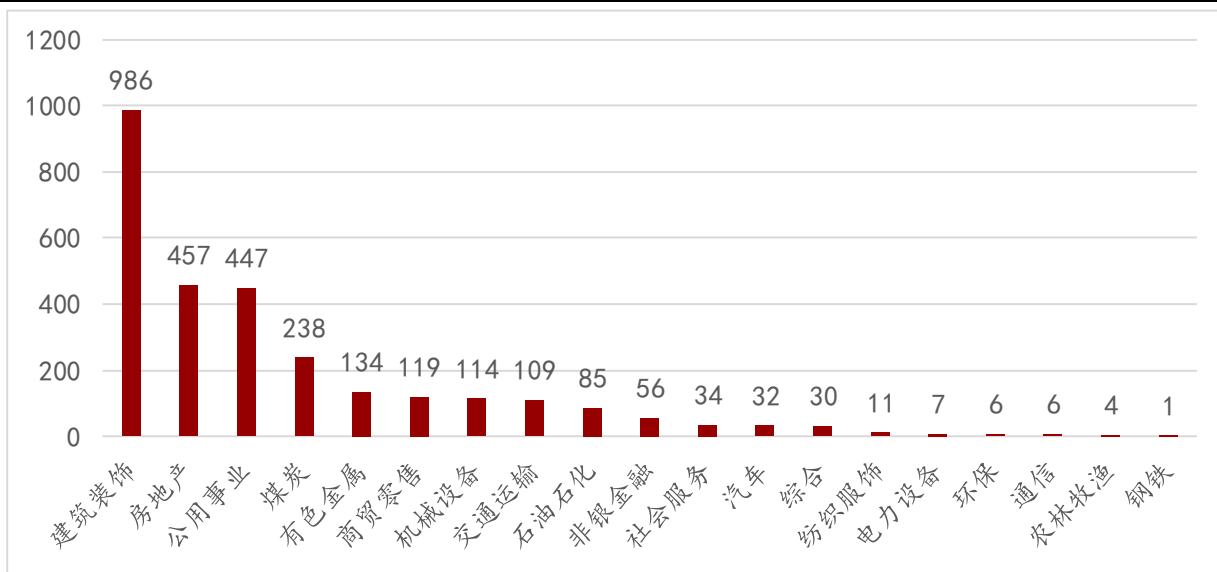
地产链、周期行业负面事件发行频次相对较高, 但信用风险整体可控。

图表8: 2024年1-5月各类信用事件占比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表9：2024年1-5月信用事件行业分布情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

2 城投债：

2.1 政策基调延续，化债力度加强

“一揽子化债计划”实施以来，“遏增化存”主基调延续，地方化债基于“省负总责，市县尽全力化债”的基本原则，融资端持续收紧，化债方案加速在高风险区域落地。

今年以来，监管明确强调“压减融资平台数量”、“推动融资平台改革转型”、“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”的具体目标。2024年3月22日，国务院召开防范化解地方债务风险工作视频会议，会议提出“加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型”。2024年4月30日，政治局会议首次提出“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”。2024年5月27日，金融监管局发布《防范化解金融风险问责规定（试行）》，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。

监管指导下，城投平台市场化转型、“退平台”与“退名单”、债务置换与重组等化债方案持续推进，金融机构支持地方化债力度不断加强，化债阶段性成效显著。

2.2 区域基本面分化，债务管控取得进展

广东仍为经济第一大省，长三角地区经济稳步增长，中西部经济大开发取得进展，化债重点区域GDP增速排名相对居前。从GDP总量来看，排名居前的省份包括广东、江苏、山东、浙江、四川、河南等。其中，广东、江苏、山东仍为经济前三强省份，广东成为全国首个GDP突破13万亿元的省份；中西部地区经济高质量发展背景下，四川、河南经济发展取得重大进步。从GDP增速来看，共有17个省份跑赢“全国线”，西藏（9.5%）、海南（9.2%）、内蒙古（7.3%）、新疆（6.8%）、宁夏（6.6%）、甘肃（6.4%）等省份增速居前，化债重点区域GDP增速排名相对靠前。

各省份财政收入与经济向好态势基本保持一致，化债重点省份财政实力与财政独立性相对较弱。从地方政府综合实力来看，江苏（27,598亿元）、广东（25,455亿元）、

浙江(23,394亿元)、山东(20,182亿元)、四川(19,478亿元)、湖南(15,326亿元)排名居前,西藏(282亿元)、青海(454亿元)、甘肃(1,424亿元)、黑龙江(1,557亿元)、宁夏(1,906亿元)、新疆(2,699亿元)排名靠后,化债重点区域财政实力普遍偏弱。从财政自给率来看,东南沿海地区、华北地区的财政独立性较好,对上级转移支付的依赖性较低。具体来看,上海(86.2%)、北京(77.5%)、广东(74.8%)、浙江(66.9%)、江苏(65.1%)等省份财政自给率较高,西藏(8.4%)、青海(17.4%)、甘肃(22.2%)、黑龙江(24.2%)、吉林(24.4%)、宁夏(28.7%)等化债重点省份财政独立性相对较弱。除天津、山西、内蒙古、陕西、宁夏、浙江6个省份外,其余省份财政自给率较2022年均有所改善。

图表10: 2023年各省份经济财政数据(按GDP总量排序)

地区名称	GDP(亿元)	增速(%)	地方财力(亿元)	增速(%)	财政自给率(%)	增速(pct)
广东	135,673	4.8	25,455	-7.7	74.8	3.3
江苏	128,222	5.8	27,598	-3.2	65.1	3.0
山东	92,069	6.0	20,182	-1.3	59.3	0.8
浙江	82,553	6.0	23,394	-3.7	66.9	-
四川	60,133	6.0	19,478	6.4	43.4	2.5
河南	59,132	4.1	6,601	0.7	40.8	0.9
湖北	55,804	6.0	6,779	8.1	39.7	1.7
福建	54,355	4.5	5,855	-39.1	61.2	2.5
湖南	50,013	4.6	15,326	9.7	35.1	6.3
上海	47,219	5.0	14,814	-2.1	86.2	5.2
安徽	47,051	5.8	10,952	-0.1	45.6	2.8
河北	43,944	5.5	6,537	-30.5	44.6	1.0
北京	43,761	5.2	9,671	6.4	77.5	1.0
陕西	33,786	4.3	5,561	1.7	47.9	-1.1
江西	32,200	4.1	5,353	0.5	40.8	0.3
辽宁	30,209	5.3	3,268	-53.0	41.9	1.6
重庆	30,146	6.1	4,506	-44.1	46.0	3.0
云南	30,021	4.4	8,342	3.0	31.9	2.8
广西	27,202	4.1	7,751	-6.5	29.2	0.6
山西	25,698	5.0	6,322	-8.2	54.8	-4.0
内蒙古	24,627	7.3	3,674	12.0	45.2	-2.7
贵州	20,913	4.9	4,545	-41.2	33.5	1.3
新疆	19,126	6.8	2,699	23.7	36.0	3.0
天津	16,737	4.3	3,599	16.0	61.8	-5.8
黑龙江	15,884	2.6	1,557	5.3	24.2	0.5
吉林	13,531	6.3	6,140	14.5	24.4	3.3
甘肃	11,864	6.4	1,424	-61.2	22.2	0.9
海南	7,551	9.2	3,067	5.8	39.9	0.2
宁夏	5,315	6.6	1,906	7.2	28.7	-0.3
青海	3,799	5.3	454	-73.8	17.4	0.8
西藏	2,393	9.5	282	27.2	8.4	1.5

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 地方政府综合财力=一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营预算收入

地方债务管控持续加强，多数地区非标占比持续压降，政府债供给放量拉高多数地区宽口径债务率。从地方债务整体水平来看，宽口径债务率前五的省份均为化债重点区域，分别为天津（865.03%）、青海（801.12%）、甘肃（703.25%）、吉林（675.38%）、重庆（624.64%），除重庆外，其余省份城投有息债务均有所下滑，债务率处于高位的原因主要是政府债发行放量。从债务率变动情况来看，仅西藏（-63.7pct）、新疆（-59.4pct）、宁夏（-29.1pct）、北京（-3.1pct）宽口径债务率有所下滑，其余地区均有所上升。

图表11：2023年各省份债务情况（按宽口径债务率排序）

地区名称	宽口径债务率 (%)	增速 (pct)	地方政府债务余额 (亿元)	增速 (%)	城投有息债务 (亿元)	增速 (%)	非标融资余额/城投有息负债 (%)	增速 (pct)
天津	865.03	184.4	11,117	28.6	12,122	-2.8	9.20	-1.1
青海	801.12	606.9	3,337	9.6	299	-7.5	-	-
甘肃	703.25	458.2	7,107	16.8	2,909	-0.3	2.84	-1.0
吉林	675.38	490.2	8,871	23.8	2,426	-12.2	6.44	-2.7
重庆	624.64	316.3	12,258	21.7	15,889	7.6	12.66	-2.4
黑龙江	619.81	34.8	8,497	16.5	1,153	-15.3	5.49	0.2
湖南	588.11	345.0	18,216	18.2	19,298	4.3	6.40	-2.6
贵州	579.12	271.3	15,125	21.3	11,198	-1.3	2.64	-0.4
湖北	519.16	12.4	15,626	12.4	19,568	9.4	8.34	-2.3
安徽	507.29	248.4	15,713	18.1	17,490	16.0	9.83	-1.9
江西	503.07	56.8	12,711	17.0	14,202	9.9	5.83	-1.4
河南	480.37	37.2	17,893	18.3	13,816	-0.8	7.81	-1.1
西藏	477.21	-63.7	682	20.0	665	3.1	8.73	-1.1
新疆	464.04	-59.4	8,957	14.1	3,565	-0.2	4.00	-1.3
辽宁	414.77	238.8	12,870	17.3	685	-45.2	0.47	0.0
江苏	370.07	43.2	22,733	9.9	79,400	9.4	7.56	-1.6
河北	358.45	166.8	18,427	17.0	5,004	11.3	10.78	-3.0
福建	352.65	133.2	13,811	16.0	6,839	11.5	7.94	-3.5
陕西	348.06	19.1	10,855	10.9	8,502	4.2	9.10	-2.9
浙江	345.31	54.1	22,886	13.5	62,950	24.4	3.41	-1.3
内蒙古	315.20	13.1	11,071	18.5	511	-10.2	-	-
广西	303.49	50.2	11,552	18.8	11,973	6.3	4.74	-1.2
山东	269.09	36.2	27,521	16.7	26,788	11.5	8.86	-3.9
山西	233.13	102.5	7,084	12.7	2,882	6.3	12.84	-1.6
四川	230.06	20.4	20,270	14.5	24,540	17.2	7.59	-4.1
云南	219.44	11.1	14,441	19.4	3,865	-18.9	23.13	2.5
宁夏	154.44	-29.1	2,244	12.4	262	-63.3	12.11	7.6
北京	150.18	-3.1	11,376	7.7	3,149	-6.7	2.33	-1.9
广东	147.85	27.2	29,882	19.2	7,752	12.8	2.00	-0.3
海南	135.49	13.6	4,106	17.8	49	5.0	-	-6.4
上海	114.41	28.8	8,832	3.4	44	5.3	1.93	-0.1

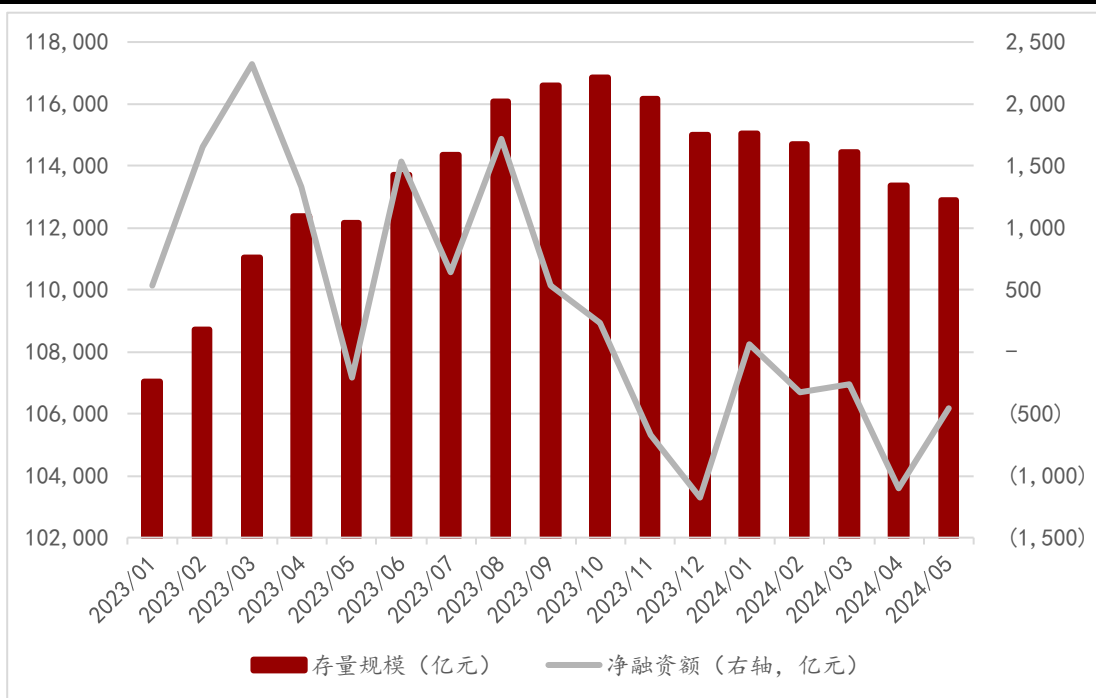
资料来源：Wind，万联证券研究所

注：宽口径债务率 = (地方政府债务余额+城投平台有息债务) *100%/地方政府综合财力

2.3 城投融资进一步收紧，存债规模持续压降

存量城投债规模持续压降，2月以来单月净融资额持续为负。2023年10月，新一轮化债行情下特殊再融资债发行重启，对地方债务进行置换，存量城投债规模逐步压缩，截至2024年5月31日，存量城投债规模为112,888.11亿元，较特殊再融资债重启前下降3,945.18亿元，较上年末下降2,096.39亿元。2024年1月城投净融资额小幅回正，2月再度转负并持续负增，今年前5个月净融资持续走弱。

图表12: 城投债存量规模与净融资情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据统计口径为企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具。

地方层面来看，多数地区城投债存量规模有所下降，部分化债重点区域债务管控效果显著。截至2024年5月31日，20个地区城投债存量规模较上年末有所下降，2个地区无变化，仅9个地区有所上升。化债重点区域化债效果相对显著，除辽宁、青海外，其余10个化债重点区域城投债存量规模均有所下滑，内蒙古(-19.11%)、吉林(-9.82%)、甘肃(-9.05%)、贵州(-9.03%)、天津(-8.56%)存量压降幅度相对最大。非化债重点区域中，广东(-6.01%)、湖北(-4.21%)、安徽(-3.95%)、湖南(-3.82%)、四川(-2.93%)存量压降幅度相对最大。

图表13: 各地区城投债余额变动情况

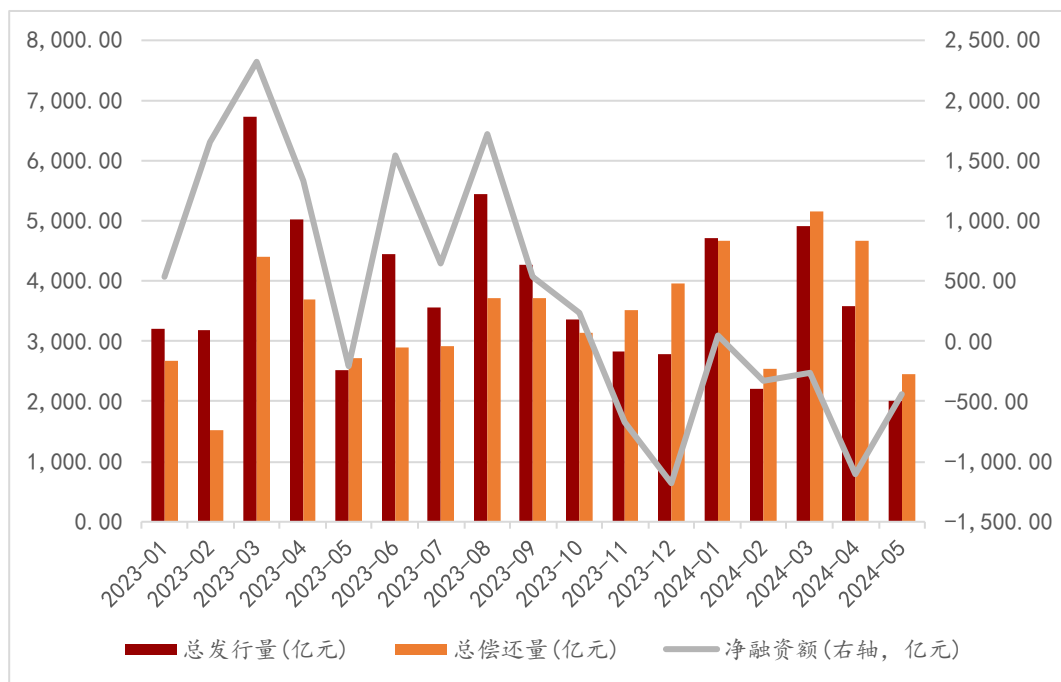
省份	2024/5/31	2023/12/31	余额变动(亿元)	余额变动(%)
上海	1,078.03	976.63	101.40	10.38
新疆	1,035.66	1,003.69	31.97	3.19
河北	1,217.32	1,183.43	33.89	2.86
山东	9,131.56	8,932.88	198.68	2.22
北京	1,324.34	1,297.72	26.62	2.05
辽宁	186.57	183.45	3.12	1.70
西藏	261.56	257.47	4.09	1.59
江西	4,693.46	4,645.13	48.34	1.04
山西	1,131.10	1,120.75	10.35	0.92
海南	31.00	31.00	-	-
青海	64.10	64.10	-	-
重庆	5,874.34	5,895.51	-21.17	-0.36
云南	905.88	910.24	-4.36	-0.48
宁夏	144.00	144.90	-0.90	-0.62
陕西	2,516.92	2,533.76	-16.84	-0.66
江苏	26,303.03	26,582.05	-279.02	-1.05
福建	2,339.19	2,379.71	-40.52	-1.70
河南	4,781.69	4,869.00	-87.31	-1.79
浙江	16,875.57	17,335.82	-460.25	-2.65
四川	6,518.35	6,715.19	-196.84	-2.93
广西	1,399.11	1,447.83	-48.72	-3.37
湖南	6,956.52	7,233.12	-276.59	-3.82
安徽	5,053.25	5,261.10	-207.85	-3.95
湖北	5,544.97	5,788.59	-243.62	-4.21
黑龙江	157.88	165.21	-7.33	-4.44
广东	1,578.96	1,680.01	-101.05	-6.01
天津	3,341.88	3,654.71	-312.83	-8.56
贵州	1,843.71	2,026.76	-183.05	-9.03
甘肃	189.17	207.99	-18.82	-9.05
吉林	383.59	425.35	-41.76	-9.82
内蒙古	25.40	31.40	-6.00	-19.11

资料来源: Wind, 万联证券研究所

城投供给整体收紧, 化债重点地区债务管控力度加强, “遏增化存” 进度持续推进。

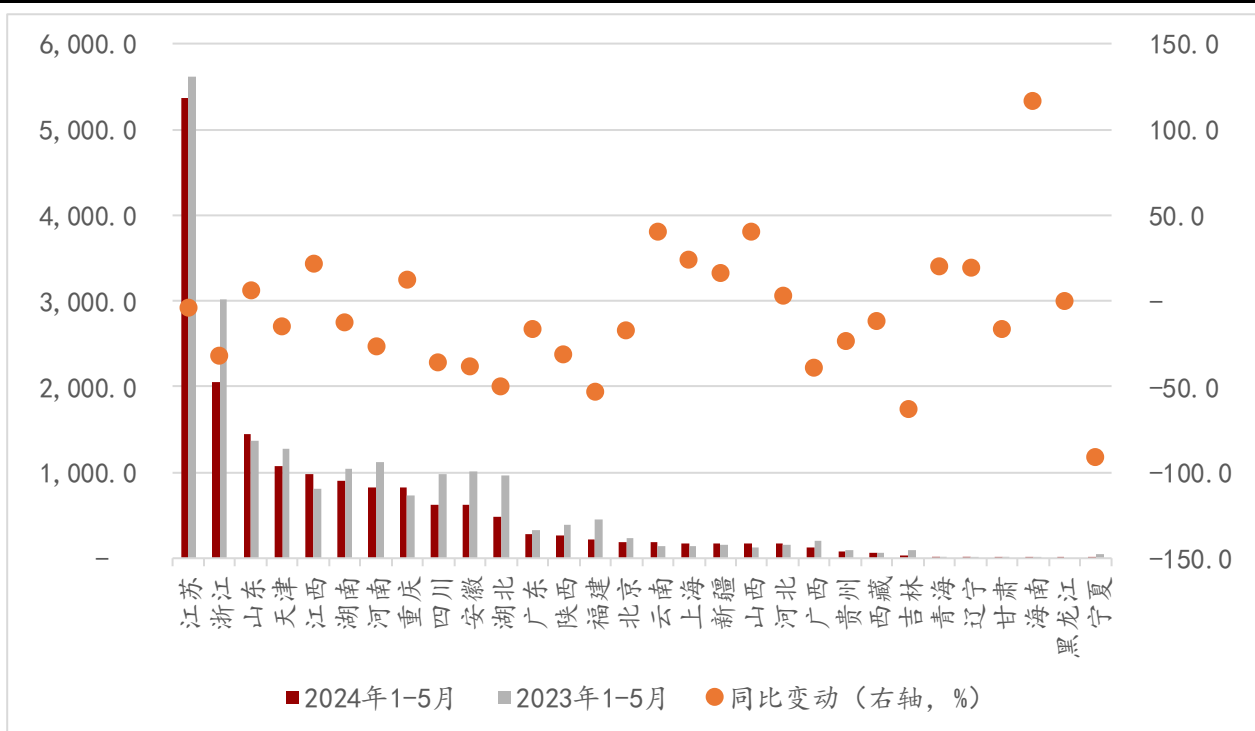
2024年1-5月, 城投债净融资-2, 090. 39亿元, 同比由正转负。其中, 发行规模17, 420. 18亿元, 同比-16%, 偿还规模19, 510. 57亿元, 同比+30%。城投债新增供给量排名前五的地区分别为江苏(5, 364. 9亿元)、浙江(2, 047. 0亿元)、山东(1, 441. 1亿元)、天津(1, 079. 5亿元)、江西(986. 1亿元), 除天津外均为非化债重点区域。宁夏(4. 5亿元)、黑龙江(10. 9亿元)、海南(13. 0亿元)甘肃(13. 0亿元)、辽宁(16. 0亿元)新增供给量排名靠后。今年以来, 城投新增供给量显著压降, 到期偿还量和提前兑付量均大幅放大, “遏增化存” 进度持续推进, 多数化债重点区域城投新增供给偏弱。

图表14: 城投债月度发行与偿还情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表15: 各地区城投债新增供给情况 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

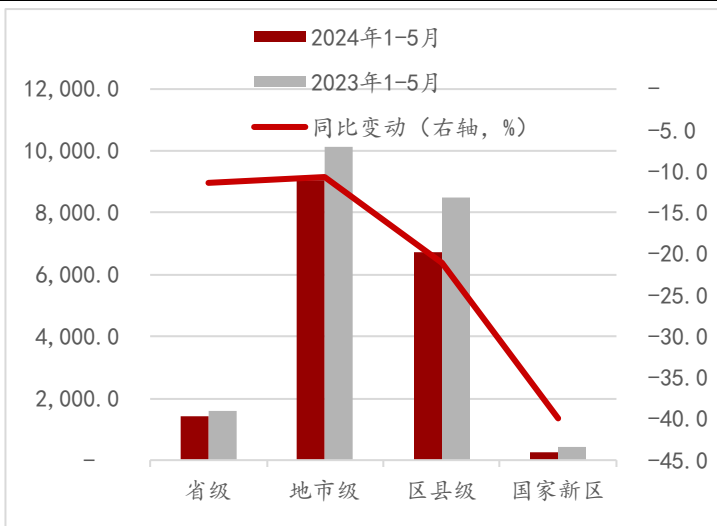
城投供给结构变化显著，强资质、高层级主体集中度提升，发行期限明显拉长。

(1) 从平台层级来看，区县级和国家新区城投债发行缩量较为显著。省级和地市级发行占比同比抬升，供给端城投平台集中度显著提升。

(2) 从主体评级来看，中高评级主体发行规模下滑幅度相对较小，低评级主体发行规模同比大幅走弱。一方面，“控增量、化存量”目标下弱资质平台融资端进一步收紧；另一方面，“退平台”和“退名单”持续推进，部分尾部平台将逐步退出城投市场。

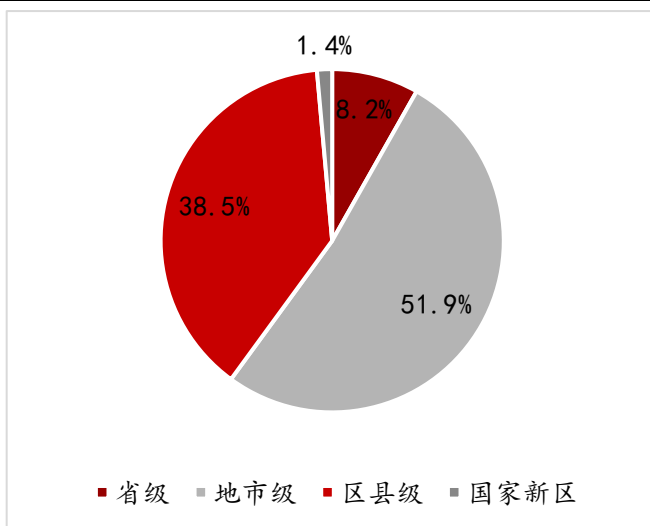
(3) 从发行期限来看，5Y-7Y发行规模大幅正增，其余期限均同比下滑。城投债供给逐步向中长期品种集中。

图表16: 区县级平台发行显著缩量 (亿元)



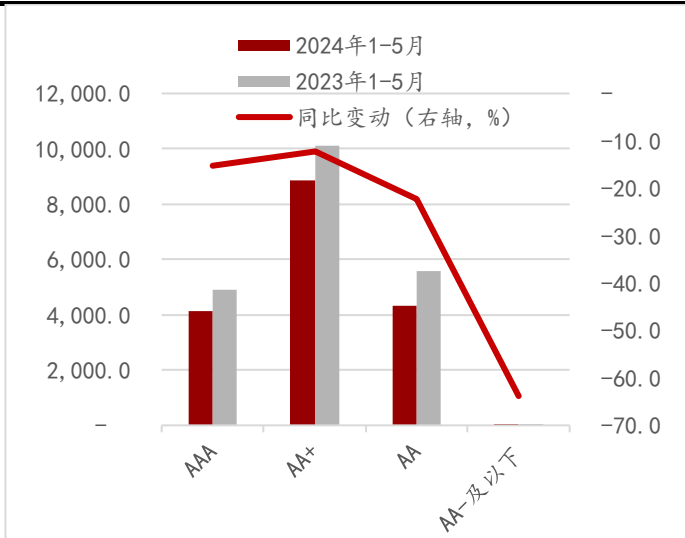
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表17: 地市级平台城投发行规模占比过半



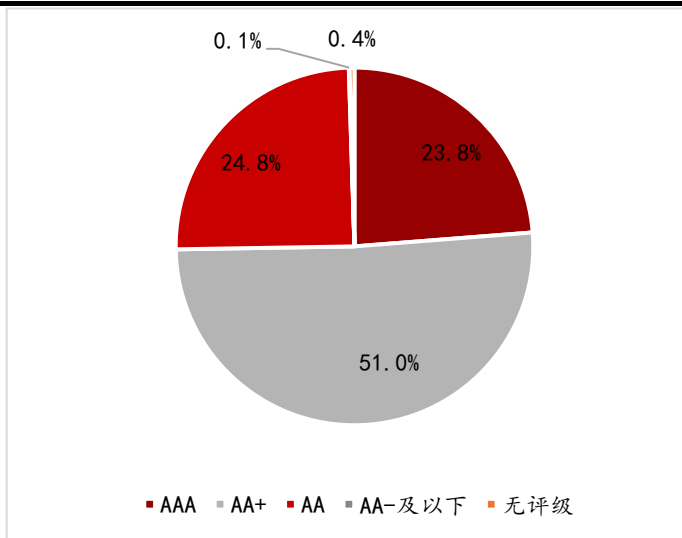
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表18: 低评级主体发行显著缩量 (亿元)



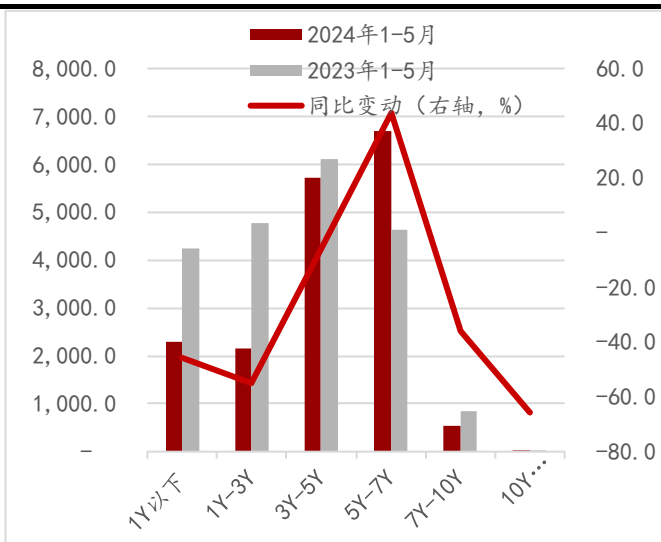
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表19: AA+级主体为发行主力



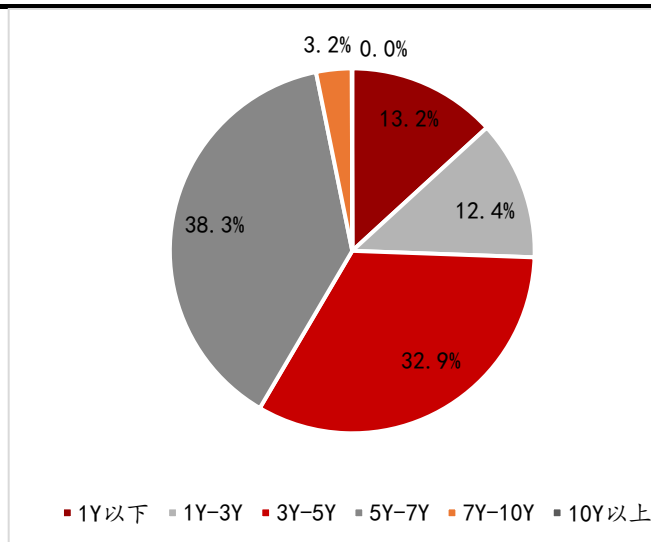
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表20: 5Y-7Y 发行规模逆势正增 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

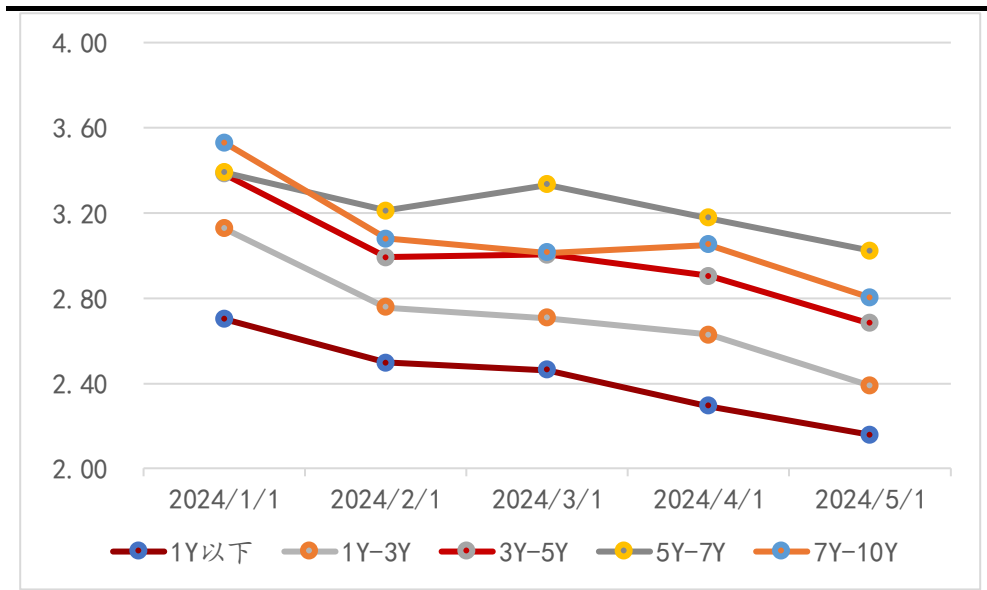
图表21: 中长期品种发行占比显著抬升



资料来源: Wind, 万联证券研究所

城投债发行成本持续下行，信用风险溢价整体收敛，定价估值逐渐“利率化”。2024年以来，利率下行、高票息资产稀缺、机构持续欠配等因素共同推动城投发行利率持续下行。截至2024年5月31日，除5Y-7Y品种外，其余期限城投债发行利率平均值均下行至3%以下。

图表22: 城投债发行利率持续下行 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2.4 收益率下行，信用利差极致压缩

信用下沉+拉长久期并行，利差压缩行情极致演绎。今年上半年，供需面为影响城投债表现的主要因素，钱多、缺资产格局下，市场下沉资质挖掘票息，同时行情逐步由短端扩散至中长端，各等级、期限收益率、信用利差全面下移。截至5月14日，3Y隐含AAA级、AA+级、AA级、AA(2)级、AA-级城投债收益率分别为2.18%、2.24%、2.29%、2.35%、2.66%，较上年末分别-59bp、-64bp、-73bp、-83bp、-214bp，历史分位数水平分别均降至0.1%左右。3Y隐含AAA级、AA+级、AA级、AA(2)级、AA-级城投债信用利

差分别为14bp、20bp、26bp、32bp、63bp，较上年末分别-29bp、-34bp、-43bp、-53bp、-184bp，历史分位数水平分别均降至0.1%左右。利差保护相对不足，利差调整风险有所抬升。

图表23: 城投债收益率及信用利差变化情况 (%)

	中债隐含评级	2024/6/14			2023/12/31			变动幅度(BP)			分位数水平(%)		
		1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
收益率	AAA	2.03	2.18	2.33	2.59	2.77	2.93	-56	-59	-60	3.1	0.1	0.1
	AA+	2.08	2.24	2.39	2.69	2.88	3.08	-61	-64	-69	2.0	0.1	0.1
	AA	2.14	2.29	2.46	2.80	3.03	3.26	-66	-73	-80	0.2	0.1	0.1
	AA(2)	2.20	2.35	2.61	2.92	3.19	3.70	-72	-83	-109	0.2	0.1	0.1
	AA-	2.26	2.66	3.43	3.14	4.81	5.94	-88	-214	-251	0.2	0.1	0.1
信用利差	AAA	23	14	22	39	43	44	-16	-29	-22	2.9	0.1	0.1
	AA+	29	20	28	49	54	59	-21	-34	-31	1.0	0.1	0.1
	AA	35	26	36	60	68	78	-26	-43	-42	0.2	0.1	0.1
	AA(2)	41	32	51	72	84	122	-32	-53	-71	0.1	0.1	0.1
	AA-	47	63	133	94	246	346	-48	-184	-213	0.1	0.1	0.1

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 分位数水平计算所使用的数据时间范围为2019年1月2日-2024年6月14日

重点区域城投信用利差大幅压缩，化债预期持续兑现。“一揽子化债计划”实施以来，重点区域化债持续推进，特殊再融资债发行、金融机构参与债务置换与重组、中央对地方转移支付等政策支持持续加码，城投打破刚兑的风险仍不大。抢配行情下化债重点区域城投利差大幅压缩。截至2024年6月14日，各地区城投利差均下行至历史低位，除青海（3.4%）外，其他地区利差分位数水平平均低于1.0%。化债重点区域利差均大幅压缩，青海（-330.3bp）、贵州（-278.7bp）、云南（-173.5bp）等省份利差下行幅度居前。

图表24: 各区域城投债信用利差变动情况

地区	2024/6/14	2023/12/31	变动(BP)	分位数 (%)
贵州	125.33	404.04	-278.7	0.1
辽宁	92.42	148.37	-55.9	0.1
青海	90.29	420.57	-330.3	3.4
云南	73.14	246.66	-173.5	0.2
黑龙江	62.54	168.66	-106.1	0.1
宁夏	48.39	109.12	-60.7	0.3
天津	47.20	92.57	-45.4	0.1
吉林	45.65	124.69	-79.0	0.1
广西	43.41	129.64	-86.2	0.1
河南	42.62	95.73	-53.1	0.1
陕西	42.56	88.92	-46.4	0.1
重庆	42.20	86.18	-44.0	0.1
山东	40.87	84.76	-43.9	0.1
新疆	40.77	79.26	-38.5	0.1
甘肃	40.51	97.22	-56.7	0.5
内蒙古	39.40	79.41	-40.0	0.1

山西	38.06	84.09	-46.0	0.1
河北	37.64	75.94	-38.3	0.1
安徽	36.67	73.12	-36.5	0.1
湖北	36.51	81.28	-44.8	0.1
海南	36.18	73.16	-37.0	0.1
湖南	34.97	82.74	-47.8	0.1
江西	34.69	77.15	-42.5	0.1
西藏	34.44	80.37	-45.9	0.2
江苏	33.95	68.28	-34.3	0.1
四川	32.78	66.47	-33.7	0.1
浙江	31.42	67.21	-35.8	0.1
福建	30.21	59.45	-29.2	0.1
北京	27.12	56.57	-29.5	0.1
上海	26.86	52.21	-25.3	0.1
广东	26.61	48.59	-22.0	0.1

资料来源：同花顺，万联证券研究所

注：分位数水平计算所使用的数据时间范围为2019年1月2日-2024年6月14日

2.5 城投债策略：适度下沉，继续向久期要收益

重点化债区域利差绝对值相对较高，短久期下沉仍有空间。“一揽子化债计划”延续，地方化债方案逐步落地，短期内重点区域城投债违约概率并不大。“遏增化存”目标下，我们更加关注化债重点区域城投利差的绝对值水平，相较于非重点区域而言，贵州、辽宁、青海等重点区域城投利差水平相对偏高，利差能否进一步压缩主要取决于后续地方化债进展与成效。建议在化债重点区域挖掘高收益资产，短久期适度下沉进行化债预期博弈。

经济财政实力较强、产业优势突出以及平台市场化进程较快的非重点化债区域建议“拉久期+信用下沉”并行。城投存债规模压缩、利差持续下行，收益挖掘难度进一步加大。（1）拉久期：建议选择优质区域拉久期，3Y-5Y收益水平具有相对优势。区域选择方面，可选择经济财政实力较强、产业聚集效应显著的省份，久期风险相对偏低。（2）信用下沉：建议选择优质区域弱资质平台进行适度下沉，“省负全责”原则下信用风险相对可控。

图表25：存量城投债估值收益率分布（2024年6月14日数据）

平均估值收益率 (%)	AAA	AAA-	AA+	AA(2)	AA-
1Y 以下	2.09	2.16	2.18	2.38	2.84
1Y-3Y	2.19	2.28	2.24	2.46	2.95
3Y-5Y	2.20	--	2.33	2.70	3.14

资料来源：Wind，万联证券研究所

3 地产债：

3.1 政策持续加码

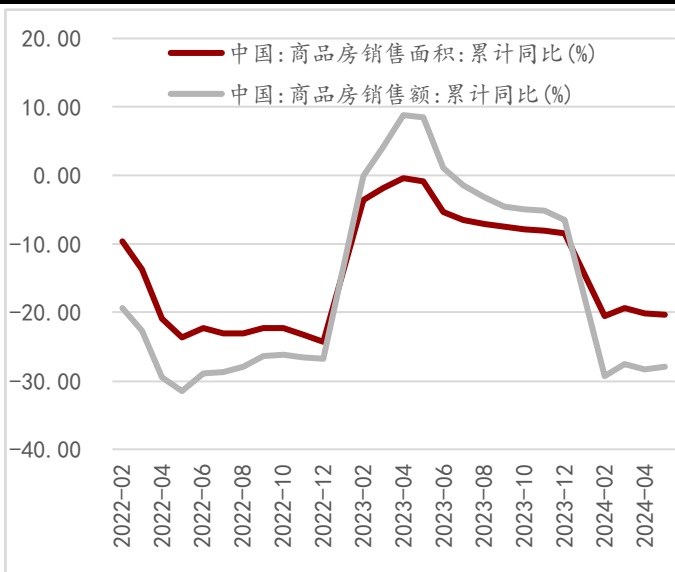
2024年4月30日，政治局会议召开。会议强调，防范化解房地产风险仍是重点，继续坚持因城施策，保交房仍为重点工作，持续推进房地产行业构建新模式。此外，会议首次提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”，政策发力方向转向“去库存”。

2024年5月17日，国务院举行政策例行吹风会，四部委联合推出政策组合拳，重点聚焦保交房和去库存。供给端：3000亿元保障性住房再贷款支持地方政府收储，推动“去库存”进度，改善供需关系，缓解收储房企现金流压力，推动“保交房”进一步落实。需求端：政策放松力度进一步加大，包括下调首付比例、取消贷款利率下限、下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。需求端政策松绑，居民购房门槛降低，有利于提振刚需和改善房需求，从而拉动地产销售复苏。

3.2 行业基本面尚待修复

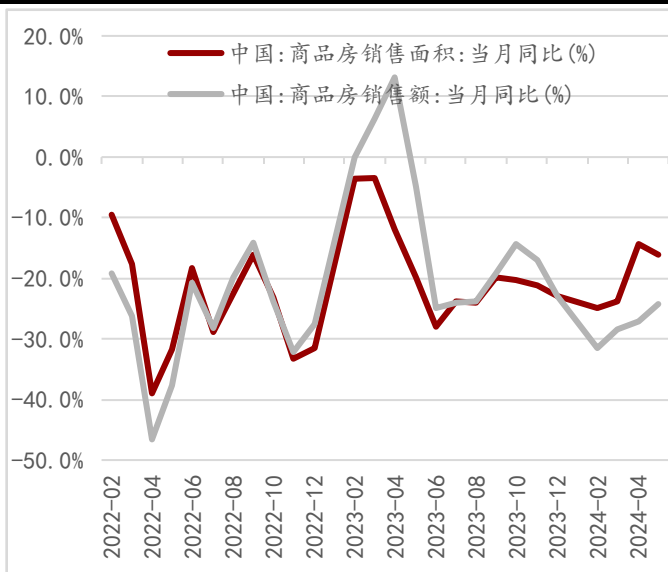
商品房销售持续下滑，政策有望支撑需求端修复。2024年1-5月，商品房销售面积累计同比-20.3%，商品房销售额累计同比-27.9%。今年以来，商品房价的降幅持续大于量的降幅，主要由于房价下跌趋势下，二手房“以价换量”促交易。5月以来，政策利好持续出台提振住房需求，全国范围内房地产政策陆续松绑，以北上广深为核心的城市已部分放开限购。我们认为，房地产市场仍处于调整阶段，政策显效仍需时间，核心城市居民购买力偏强，政策支持下有望率先复苏。

图表26: 商品房销售面积及销售额累计同比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

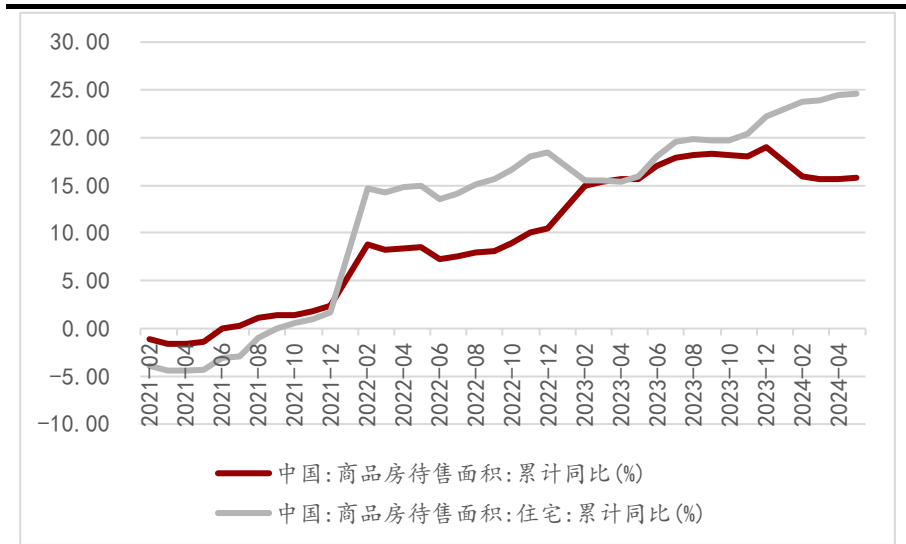
图表27: 商品房销售面积及销售额当月同比



资料来源: Wind, 万联证券研究所

商品房待售面积仍处于上升通道，库存去化为政策主要发力方向。2024年1-5月，商品房待售面积累计同比+15.80%，其中住宅待售面积累计同比+24.60%。市场调整期，居民购房需求不足是导致库存去化压力上升的主要原因。4月30日，政治局会议定调房地产市场政策方向，明确提出“消化存量房产”和“优化增量住房”。随着取消房贷利率下限、核心城市部分放开限购、保障性住房再贷款支持地方国企收储商品等政策的持续推进，楼市去库压力有望缓解。

图表28: 商品房待售面积同比增速

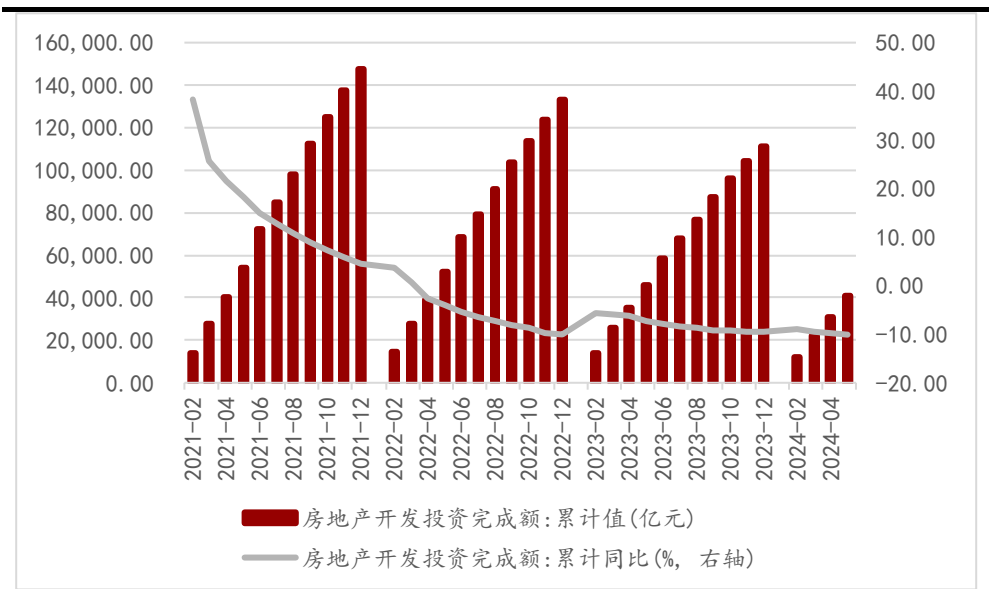


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.3 地产投资持续承压

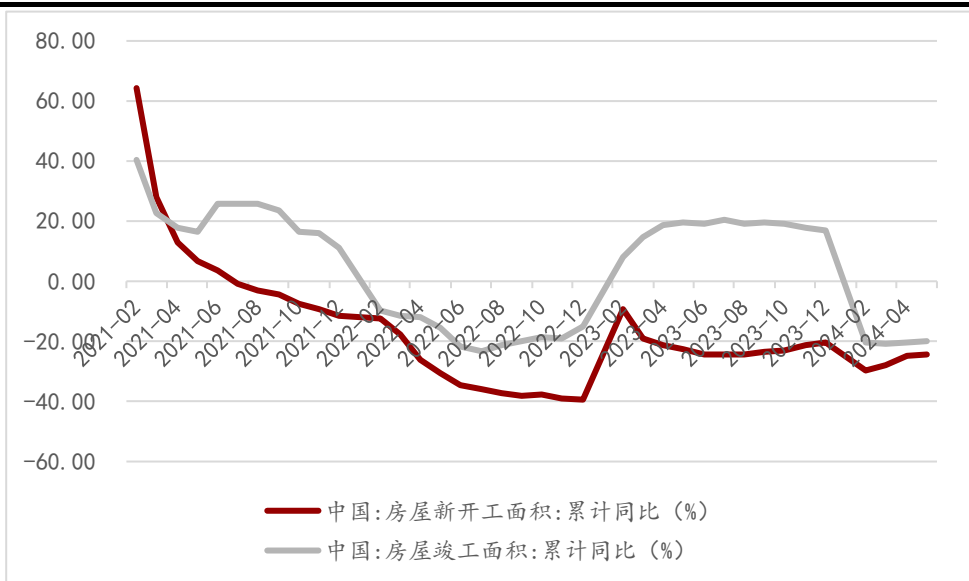
房地产开发投资额降幅持续扩大, 开竣工面积下行或继续拖累地产投资表现。2024年1-5月, 房地产开发投资累计完成额同比-10.1%。市场住房需求不足, 房企资金压力仍较大, 新开工动力仍不足, 高基数下竣工面积增速维持低位。居民住房需求尚待修复, 房企现金流承压, 土地成交低迷, 政策偏向“去库存”发力, 预计地产投资仍偏弱。

图表29: 房地产开发投资累计完成额及同比变动



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表30: 新开工、竣工累计同比增速

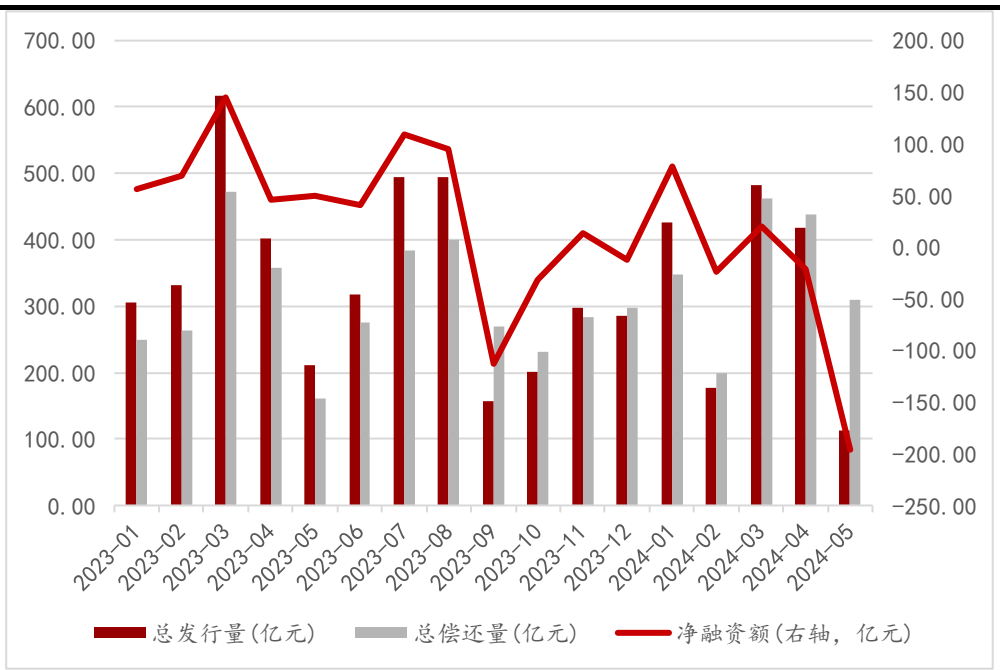


资料来源: Wind, 万联证券研究所

3.4 央国企仍为地产债发行主力

地产债净融资额由正转负，政策对房企融资的支持尚待显效。2024年1-5月，地产债净融资额为-142.79亿元，同比-139%，地产债整体净偿还。融资端持续走弱，5月当月净融资额创年内新低。今年以来，房地产融资端政策利好持续释放，支持房企合理融资需求。1月，住建部对城市房地产融资协调机制进行部署，设立房地产项目“白名单”，精准支持房企合理融资需求。6月，房地产融资协调机制进一步优化升级，金融纾困房企力度提升，“白名单”范围扩大，房企融资环境有望进一步改善。2024年1-5月，地产债累计发行规模1,615.95亿元，同比-14%，融资规模持续走弱，政策利好仍待显效。

图表31: 房地产行业信用债净融资情况(单位: 亿元)



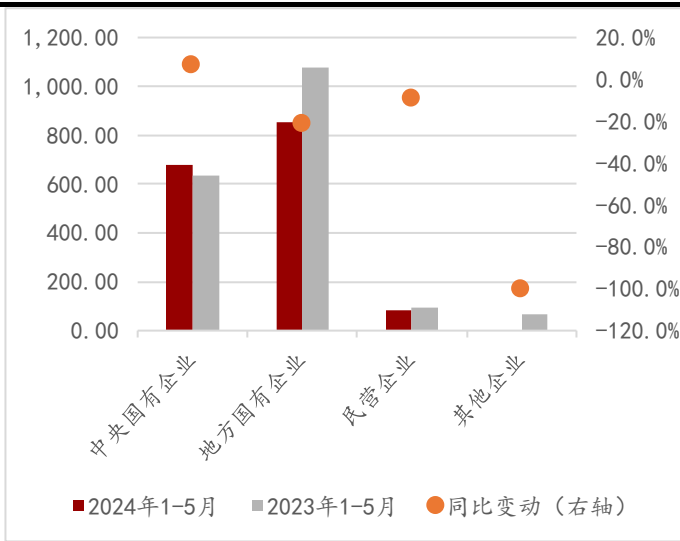
资料来源: Wind, 万联证券研究所

地产债发行结构特征显著，中高评级央国企持续贡献增量。

从企业类型来看，仅央企发行规模同比正增。2024年1-5月，央企、地方国企、民企地产债发行规模分别为677.49亿元、854.46亿元、84.00亿元，分别同比+7.1%、-20.7%、-8.7%。央企仍为地产债发行主力，高基数下地方国企发行规模大幅下滑，民企发行持续走弱。

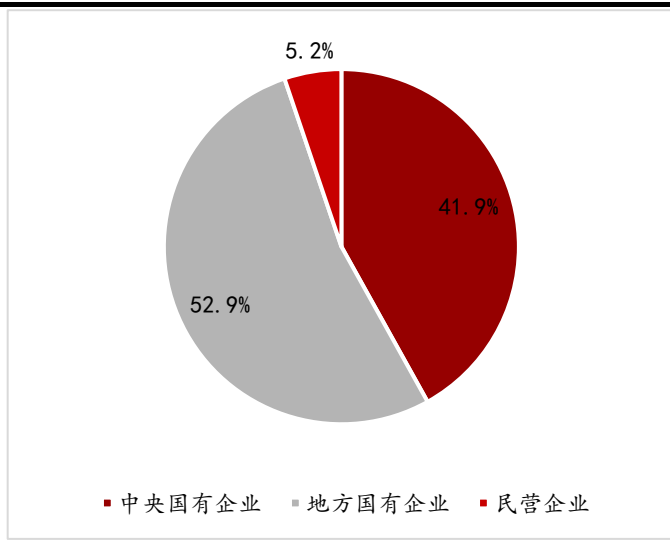
从主体评级来看，AA+级主体发行大幅缩量，低基数下AA级发行小幅改善。2024年1-5月，AAA级、AA+级、AA级房企发行规模分别为1,265.35亿元、193.90亿元、156.70亿元，分别同比-4.6%、-49.9%、+1.5%。AA+级主体发行大幅缩量，低基数下AA级发行小幅回升，但发行规模仍处于低位。

图表32：各类房企信用债发行规模及同比变动（亿元）



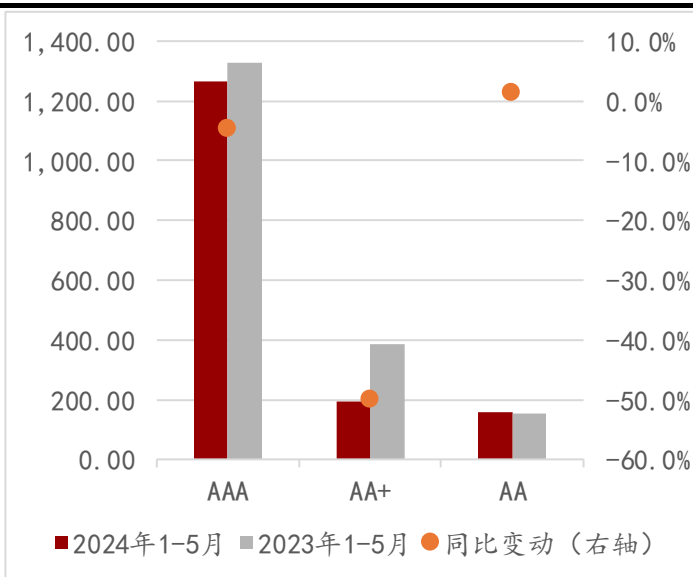
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表33：2024年1-5月各类房企信用债发行规模占比



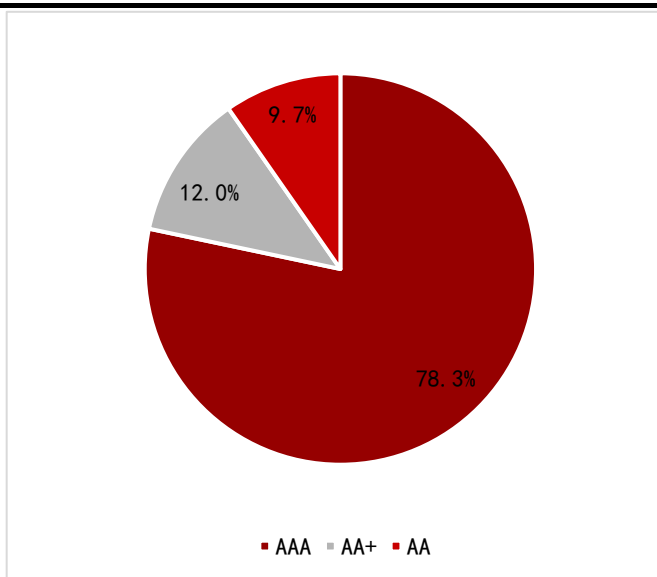
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表34：各评级房企信用债发行规模及同比变动（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表35：2024年1-5月各评级房企信用债发行规模占比

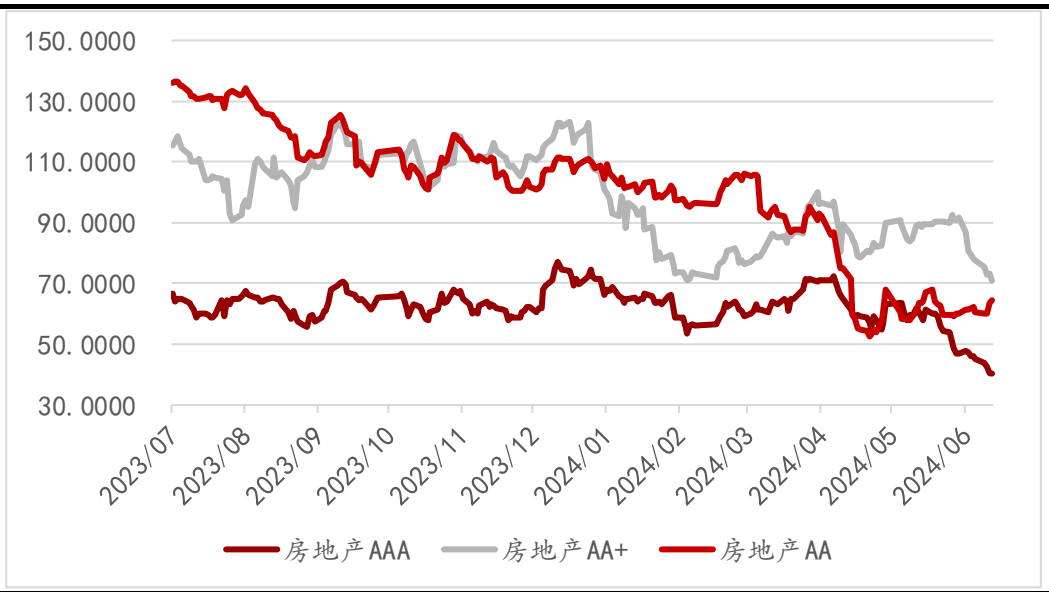


资料来源：Wind，万联证券研究所

3.5 信用利差全面压缩

政策预期博弈主导地产债行情，信用利差全面压缩。截至2024年6月14日，房地产行业AAA级、AA+级、AA级信用利差分别为40bp、71bp、64bp，较上年末分别-31bp、-36bp、-44bp，历史分位数分别为0.1%、0.1%、2.9%。2024年以来，债务展期舆情对地产债市场造成一定扰动，年内万科多笔债务提前或如期兑付，市场信心有所恢复，叠加政策利好持续释放，地产债信用利差全面压缩。行业基本面仍偏弱，新一轮地产政策成效仍未充分显现，市场情绪整体偏谨慎，中高等级品种信用风险相对可控，利差下行动能更强。

图表36：房地产行业信用利差走势（BP）



资料来源：同花顺，万联证券研究所

资金青睐高等级央国企品种，风险偏好仍有待修复。从2024年1-5月地产债交易情况来看，成交活跃度居前的主体以高等级央国企为主，主体估值水平普遍低于3%。成交前20房企中仅有3家非央国企主体，分别为万科企业股份有限公司、重庆龙湖企业拓展有限公司、金地(集团)股份有限公司，主体估值收益率分别为14.89%、7.56%、17.76%，估值水平显著高于央国企主体。

图表37：2024年以来成交活跃度前二十房企梳理

发行人	2024年前5个月成交额（亿元）	存债规模（亿元）	企业类型	主体评级	主体估值（%）
保利发展控股集团股份有限公司	325.76	663.59	中央国有企业	AAA	2.27
华润置地控股有限公司	281.18	582.00	中央国有企业	AAA	2.29
北京首都开发股份有限公司	268.02	609.48	地方国有企业	AAA	2.46
万科企业股份有限公司	236.88	515.56	公众企业	AAA	14.89
中海企业发展集团有限公司	232.10	489.00	中央国有企业	AAA	2.32
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	209.92	549.90	中央国有企业	AAA	2.23

金融街控股股份有限公司	192.98	350.40	地方国有企业	AAA	2.32
广州珠江实业集团有限公司	153.20	224.10	地方国有企业	AAA	2.47
中国铁建房地产集团有限公司	134.42	392.90	中央国有企业	AAA	2.30
绿城房地产集团有限公司	134.08	263.25	中央国有企业	AAA	3.61
北京首创城市发展集团有限公司	129.51	274.92	地方国有企业	AAA	2.63
苏州苏高新集团有限公司	126.02	283.00	地方国有企业	AAA	2.15
重庆龙湖企业拓展有限公司	123.35	257.84	民营企业	AAA	7.56
中国电建地产集团有限公司	119.71	254.91	中央国有企业	AAA	2.47
金地(集团)股份有限公司	115.33	72.61	公众企业	AAA	17.76
建发房地产集团有限公司	103.86	295.45	地方国有企业	AAA	2.58
信达投资有限公司	92.23	176.42	中央国有企业	AAA	2.74
珠海华发实业股份有限公司	92.04	253.02	地方国有企业	AAA	2.31
北京城建投资发展股份有限公司	87.92	251.50	地方国有企业	AAA	2.30
上海陆家嘴金融贸易区开发股份有限公司	73.93	180.40	地方国有企业	AAA	2.22

资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 主体估值为该主体各存续债券估值收益率(行权)的债券余额加权平均值。

3.6 地产债策略: 关注央国企地产债

今年以来,房地产行业基本面修复预期偏弱,信用风险尚未出清,行业整体承压。展望下半年,政策成效有望逐步显现,基本面修复预期将有所增强,经营稳健、资金优势显著、向核心城市聚集的央国企有望率先受益。建议关注楼市复苏预期下央国企地产债估值修复机会。地产行业信用风险尚未出清,民企信用扰动相对偏强,建议谨慎关注。下半年地产政策仍有释放空间,建议把握政策博弈机会。

4 周期债:

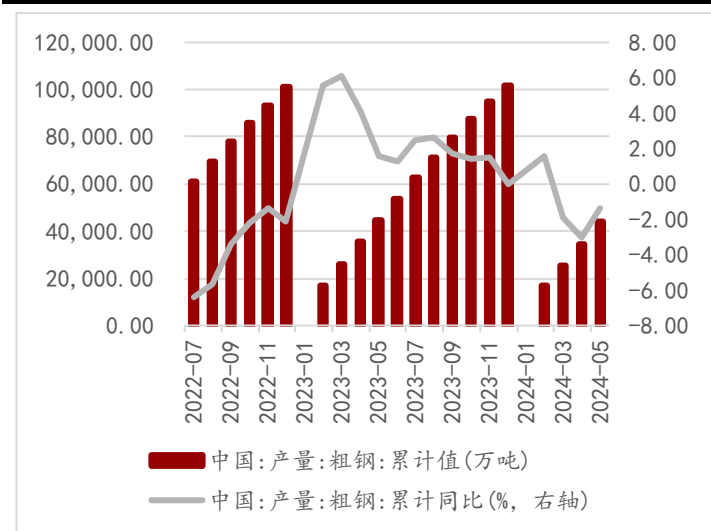
4.1 钢铁债: 关注高等级央国企钢铁债

钢铁行业供需两端均承压,盈利水平回落至历史低位,行业景气度持续低迷。供给端,2024年1-5月粗钢产量累计达40万吨,同比下滑1.4%。碳达峰目标下钢铁行业持续去产能,今年政府工作报告明确能耗下降目标,钢铁行业供给预计持续收缩。需求端,2024年1-5月重点企业粗钢销量累计值为27,581.89万吨,同比下滑1.9%。① 地产: 房地产开发投资增速继续下探,土地成交低迷,新开工、施工面积持续下滑,

用钢需求整体承压。②基建：政府债发行节奏偏慢，基建对于钢材需求端的提振作用不大。钢价持续下跌，钢企经营承压，行业盈利水平降至历史底部，预计未来成本压缩、需求回升有望带动钢企利润触底回升。2024年1-4月行业利润总额-222.2亿元，4月当月降幅环比收窄，行业盈利水平企稳迹象初步显现。

展望下半年，地产需求端修复预期偏弱，基建和制造业有望发力，带动钢材需求端回暖，行业盈利水平预计将有所改善。

图表38: 国内粗钢产量累计值及累计同比



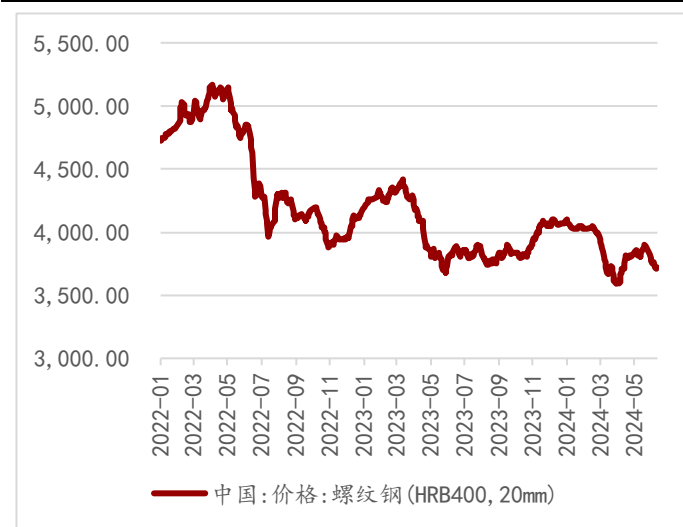
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表39: 国内重点企业粗钢销量累计值及累计同比



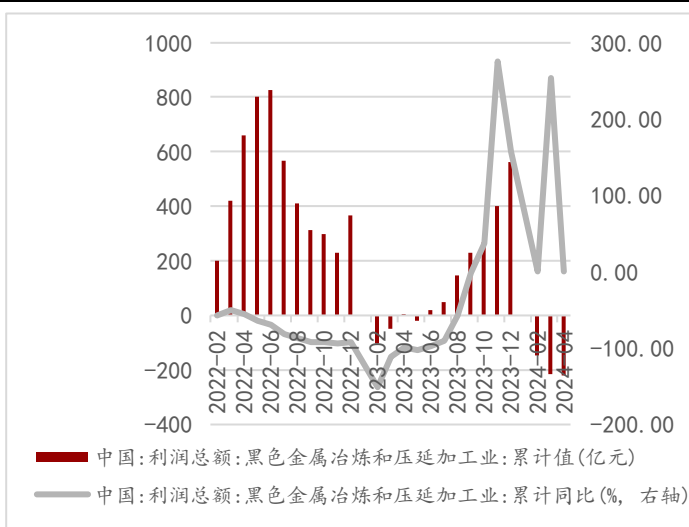
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表40: 螺纹钢价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表41: 钢铁行业利润总额及累计增速

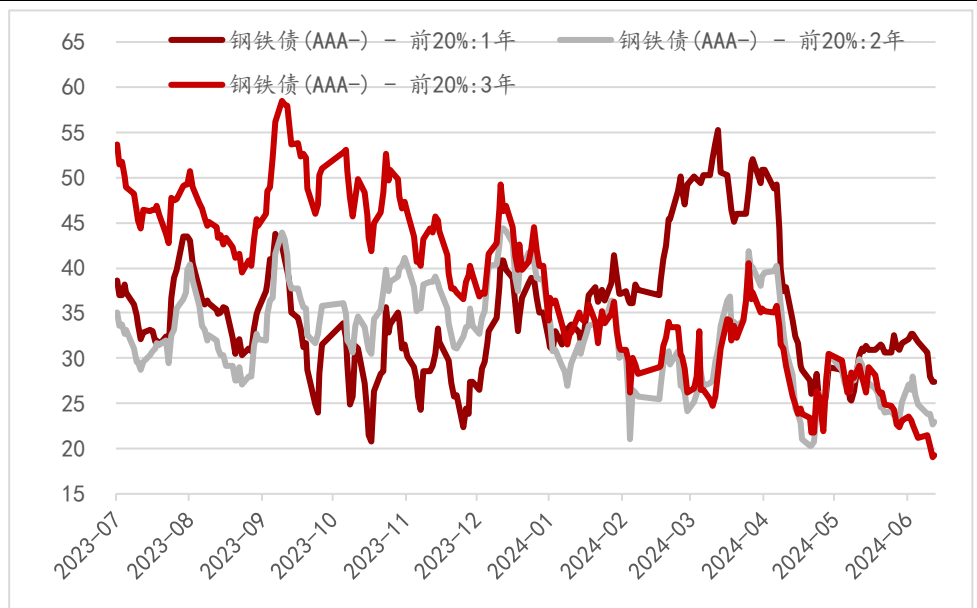


资料来源: Wind, 万联证券研究所

钢铁行业信用利差整体压缩，市场偏好拉久期。24Q1钢铁行业信用利差全面上行，主要受行业供需承压、盈利水平大幅下滑所致。来，钢价小幅反弹，行业利润降幅边际收窄，钢铁债利差大幅收窄。截至5月14日，钢铁行业AAA-级1Y、2Y、3Y信用利差分别为27bp、23bp、19bp，较上年末分别-8bp、-16bp、-21bp，当前利差水平所处历史分位数分别为5%、3%、0.1%。策略方面，产业集中度提升背景下，头部

钢企盈利水平有望率先修复，建议关注头部央国企主体。低利差环境下，仍以票息挖掘为主，可适度拉长久期以增厚收益。

图表42: 钢铁债信用利差走势 (单位: bp)

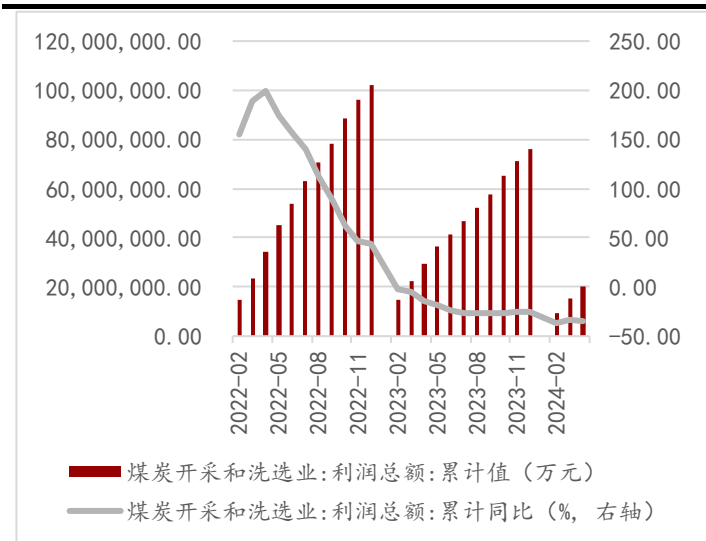


资料来源: Wind, 万联证券研究所

4.2 煤炭债: 关注头部煤企煤炭债

煤价处于底部区间震荡，煤企盈利整体承压。今年以来，低库存、山西煤炭减产等因素导致煤炭供给不足，需求端刚性偏强，供需缺口有所扩大，煤炭价格维持低位震荡，煤企盈利水平显著下滑。下半年“迎峰度夏”等多个用煤旺季持续到来，煤炭需求将进一步提升，但供给难以放量，供需缺口扩大有望推升煤价上行，煤炭行业利润增速有望由负转正。

图表43: 煤炭行业利润总额及累计增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表44: 煤炭价格走势 (元/吨)

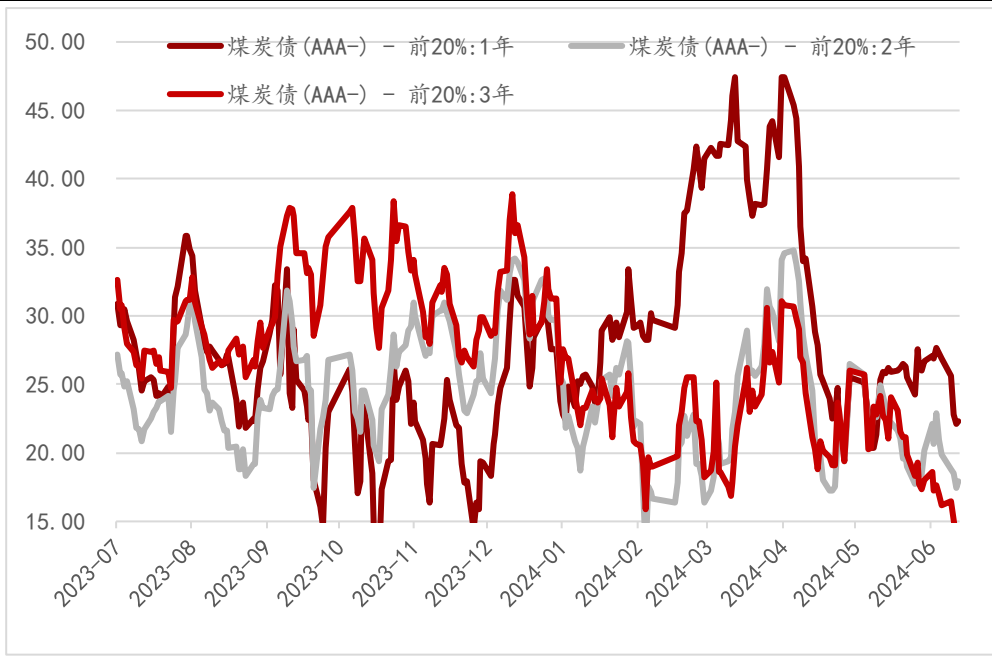


资料来源: Wind, 万联证券研究所

煤炭行业信用利差整体压缩，短久期利差波动幅度较大。2024年年初至4月下旬，供

需矛盾影响下煤价震荡下行，煤炭债信用利差震荡走扩。4月下旬以来，煤价底部反弹，信用利差全面下行。截至2024年6月14日，煤炭行业AAA-级1Y、2Y、3Y信用利差分别为22bp、18bp、14bp，较上年末分别-5bp、-12bp、-17bp，当前利差水平所处历史分位数分别为9%、6%、0.3%。策略方面，煤价上行有望带动煤企利润回升，建议关注中长期具有高利润、高现金流支撑的头部煤企，可适度拉长久期以增厚收益。

图表45: 煤炭债信用利差走势 (单位: bp)



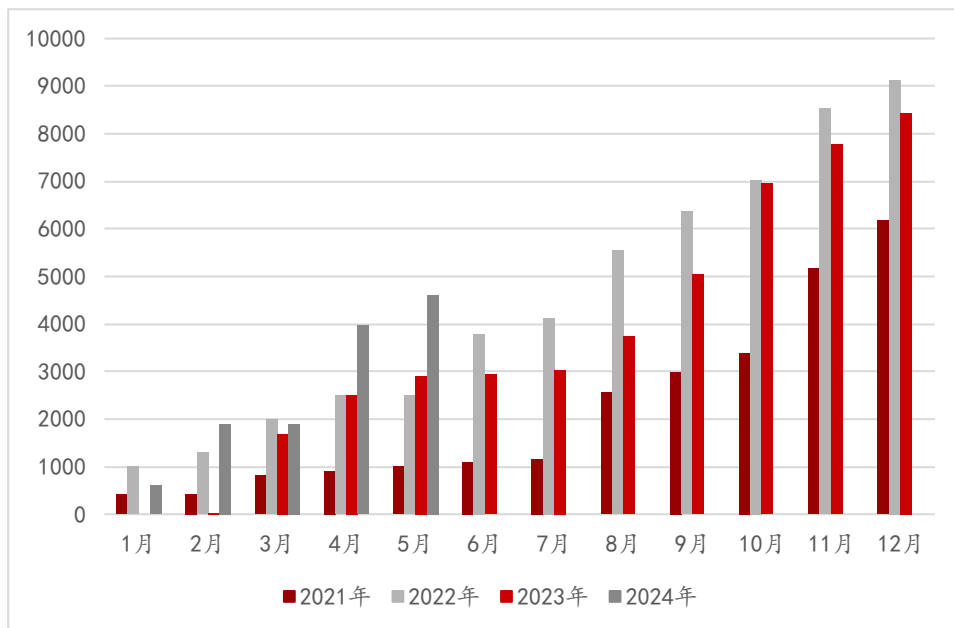
资料来源: Wind, 万联证券研究所

5 二永债:

5.1 二永债供给放量

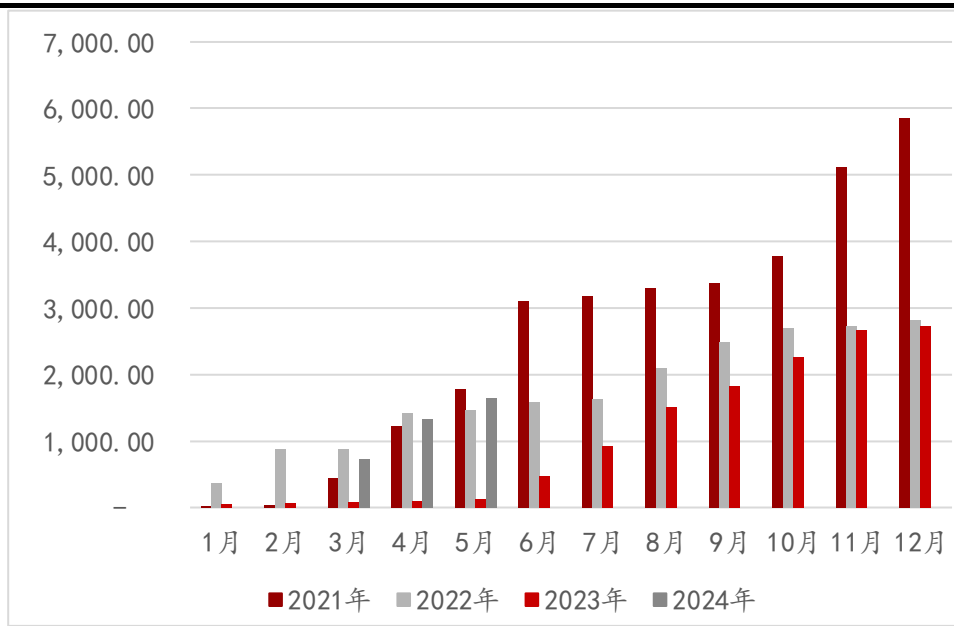
资本补充工具发行提速，商业银行“补血”需求提升。2024年1-5月，商业银行二级资本债发行规模4,604.50亿元，同比增长58%，其中2月和4月为发行高峰。商业银行永续债发行规模1,650.00亿元，低基数下同比大幅正增，但略低于2021年同期水平。2024年以来，债市持续走强，资产荒行情延续，机构持续欠配，市场发行利率处于下行通道，商业银行发行二永债成本压力有所减轻。同时，银行净息差整体呈收窄态势，通过内源性渠道进行资本补充空间有限，因此发行二永债等外源性资本补充工具成为银行提升资本充足率的主要方式。

图表46: 二级资本债累计发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

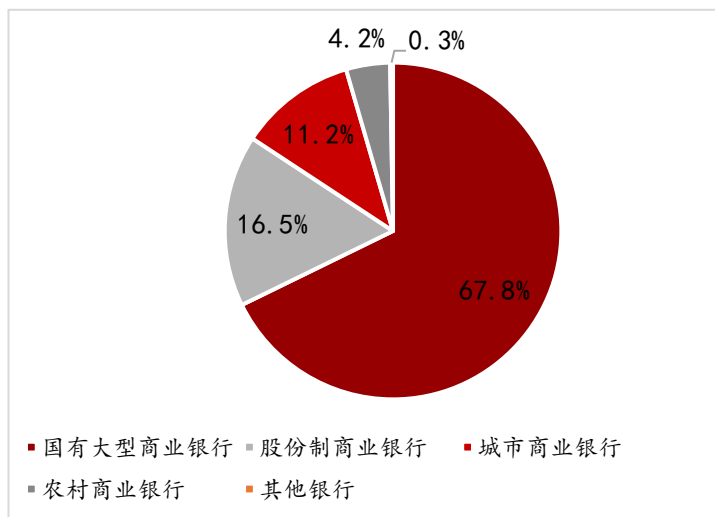
图表47: 银行永续债累计发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

存量二永债规模: 国有大行>股份行>城商行>农商行, 二级债主体集中度高于永续债。二级资本债方面, 国有大行、股份行、城商行、农商行存量债券余额分别为26,140.00亿元、6,365.00亿元、4,337.00亿元、1,630.35亿元, 占比分别为67.8%、16.5%、11.2%、4.2%。永续债方面, 国有大行、股份行、城商行、农商行存量债券余额分别为13,115.00亿元、6,960.00亿元、4,110.00亿元、508.00亿元, 占比分别为52.8%、28.0%、16.6%、2.3%。

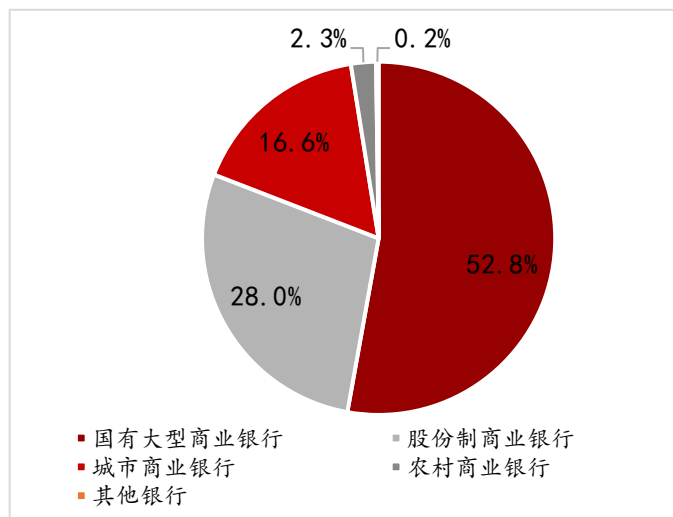
图表48: 各类银行存量二级资本债规模占比情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据统计日期截至2024年5月31日

图表49: 各类银行存量永续债规模占比情况



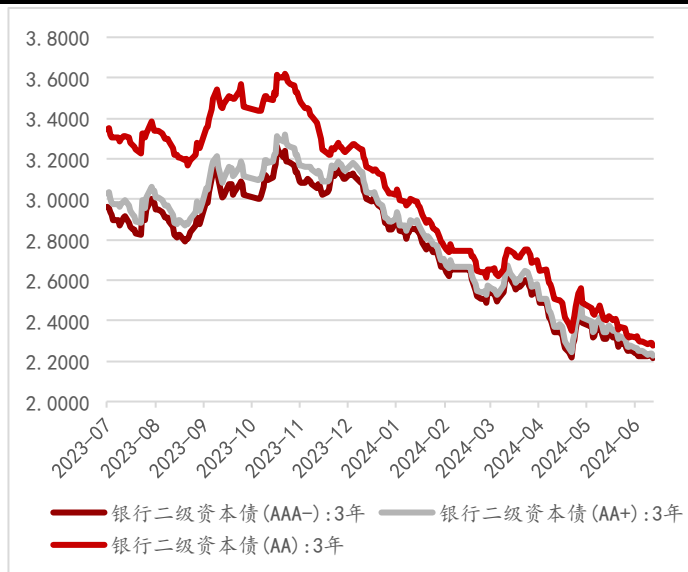
资料来源: Wind, 万联证券研究所

注: 数据统计日期截至2024年5月31日

5.2 信用利差全面收窄

银行二永债收益率整体下行, 信用利差全面收窄。2024年年初至3月上旬, 央行降准降息超预期, 货币政策稳增长、促发展信号明确, 二永债收益率跟随无风险利率持续下行, 信用利差压缩至低位。2024年3月中下旬, 宽信用预期升温, 经济数据整体向好但结构有所分化, 债市呈现利率强、信用弱的格局, 二永债跟随无风险利率下行动能减弱, 信用利差被动走扩。2024年4月, 债市经历短暂调整后再度走强, 债牛行情极致演绎, 但在央行持续提示长债风险、地产新政出台、政府债供给压力释放提速等扰动因素下, 4月下旬市场避险情绪升温, 债市再度出现调整, 二永债收益率、信用利差均呈现先下后上走势。5月至今, 债市整体呈修复态势, 市场窄幅波动, 二永债收益率震荡下行, 信用利差持续压缩。3Y二永债收益率及信用利差下行幅度相对显著, 历史分位数水平普遍降至1%以下。

图表50: 银行二级资本债收益率走势 (%)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表51: 银行永续债收益率走势 (%)



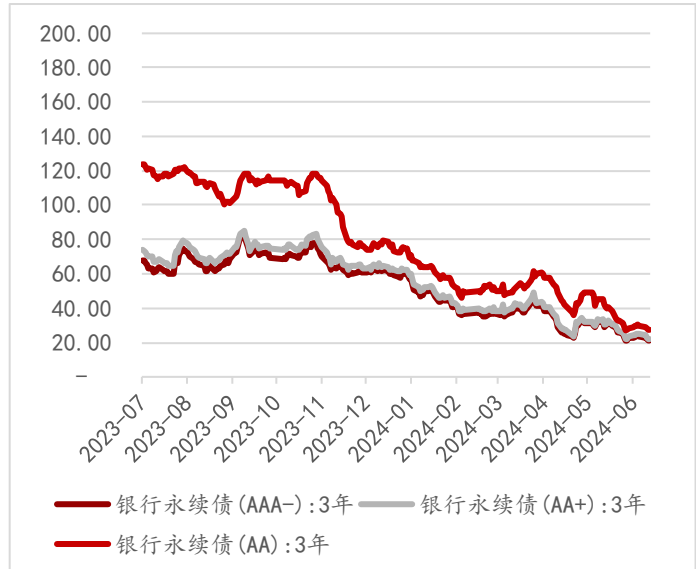
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表52: 银行二级资本债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表53: 银行永续债信用利差走势 (BP)



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表54: 银行二级资本债收益率及利差变动情况

银行二级资本债收益率												
	1 年期				3 年期				5 年期			
	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-
本期末 (%)	2.08	2.09	2.14	2.34	2.21	2.23	2.28	2.52	2.34	2.38	2.46	2.70
较上年末变动 (bp)	-57	-58	-63	-83	-64	-66	-75	-91	-67	-67	-75	-119
历史分位数 (%)	3.3	2.6	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2

银行二级资本债信用利差												
	1 年期				3 年期				5 年期			
	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-
本期末 (bp)	28	29	34	54	18	19	24	48	23	28	36	60
较上年末变动 (bp)	-17	-18	-23	-43	-33	-35	-44	-60	-28	-29	-37	-81
历史分位数 (%)	8.9	6.8	1.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.2	0.2

资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表55: 银行永续债收益率及利差变动情况

银行永续债收益率												
	1 年期				3 年期				5 年期			
	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-
本期末 (%)	2.10	2.11	2.16	2.43	2.24	2.25	2.30	2.65	2.40	2.41	2.57	3.06
较上年末变动 (bp)	-66	-67	-71	-129	-69	-71	-79	-151	-65	-69	-83	-147
历史分位数 (%)	0.7	0.7	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.3	0.2	0.2

银行永续债信用利差												
	1 年期				3 年期				5 年期			

	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-
本期末 (bp)	30	31	36	63	21	22	27	62	30	31	47	96
较上年末变动 (bp)	-26	-27	-31	-89	-39	-40	-48	-120	-27	-31	-45	-109
历史分位数 (%)	2.6	1.0	0.5	0.2	0.7	0.7	0.7	0.2	0.8	0.7	0.2	0.2

资料来源：同花顺，万联证券研究所

5.3 二永债策略：关注 3Y-5Y 城农商行品种

展望后市，资金面预计平稳偏宽松，供需格局相对稳定，央行持续关注长端利率，预计债市波动将持续收窄。策略方面，建议仍以挖掘票息为主。城农商行仍有下沉空间，但仍需防范尾部城农商行不赎回风险。

区域选择上，建议关注金融资源充足的经济财政强省，以及产业优势显著、经济发展增速靠前的省份的城农商行二永债。期限选择上，建议拉久期至 3Y-5Y 以博取较高收益。同时，短久期农商行二级债也具备相对估值优势。

图表56：存量二级资本债估值收益率分布（2024年6月14日数据）

期限/银行类型	国有大型商业银行	股份制商业银行	城市商业银行	农村商业银行
(0, 1]	2.04%	2.01%	2.35%	3.02%
(1, 3]	2.15%	2.14%	2.36%	2.55%
(3, 5]	2.28%	2.36%	2.52%	2.86%

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表57：存量永续债估值收益率分布（2024年6月14日数据）

期限/银行类型	国有大型商业银行	股份制商业银行	城市商业银行	农村商业银行
(0, 1]	2.05%	1.73%	2.20%	2.15%
(1, 3]	2.17%	2.17%	2.67%	2.42%
(3, 5]	2.33%	2.39%	2.61%	2.55%

资料来源：Wind，万联证券研究所

6 投资建议

城投债方面，(1) 建议在化债重点区域挖掘高收益资产，短久期适度下沉进行化债预期博弈。(2) 建议选择优质区域继续下沉资质，并适度拉久期增厚收益。区域选择上，可关注经济财政实力较强、产业优势突出以及平台市场化进程较快的省份，“省负全责”原则下信用风险相对可控。期限选择上，建议拉久期至 3Y-5Y。

地产债方面，(1) 基本面修复预期转好，经营稳健、资金充足、业务集中在核心城市的高等级央国企有望率先受益。建议关注楼市复苏预期下央国企地产债估值修复机会。(2) 地产行业信用风险持续释放，民营房企信用扰动相对显著，预计下半年政策仍将继续发力，建议适度关注政策预期博弈下高收益民企地产债的交易机会。

周期债方面，(1) 钢铁债：产业集中度提升背景下，头部钢企盈利水平有望率先修复，建议关注头部央国企主体。低利差环境下，仍以票息挖掘为主，久期建议控制在 3Y 以内。(2) 煤价上行有望带动煤企利润回升，建议关注中长期具有高利润、高现金流支

撑的头部煤企。

二永债方面，建议选择优质区域下沉城农商行挖掘高收益，同时仍需防范尾部城农商行不赎回风险。区域选择上，建议关注金融资源充足的经济财政强省，以及产业优势显著、经济发展增速靠前的省份的城农商行二永债。期限选择上，建议拉久期至3Y左右。此外，短久期农商行二级债也具备相对估值优势。

7 风险提示

化债进度不及预期，政策面变化超预期，经济基本面变化超预期，信用风险超预期，地产行业复苏不及预期等。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的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、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场