

# 2025信用债年度策略 ——存量时代，相机抉择

证券分析师：李勇

执业证书编号：S0600519040001

联系邮箱：liyong@dwzq.com.cn

证券分析师：徐津晶

执业证书编号：S0600523110001

联系邮箱：xujj@dwzq.com.cn

2024年11月25日



■ 1、信用债进入“存量时代”

---

■ 2、“存量时代”下，如何择时？

---

■ 3、“存量时代”下，如何择券？

---

■ 4、风险提示

---

## ✓ 信用债进入“存量时代”

- 2024年以来，信用债市场稳健扩容，发行规模略增，净融资额增速在板块间明显分化，其中城投债板块新增供给严格受限，净融资额持续收缩，产业债板块供给端相对稳定，产业类发债主体融资意愿及能力增强
- 城投债板块：1) 预计“化债”仍为2025年城投板块的核心主线，供给端或保持“零容忍”的高压监管态势，融资仍将维持紧平衡状态；2) 各期限、各评级债券利差较2024年中期水平呈现不同程度的走扩，并已基本回调至2023年末水平，其中长端走扩幅度较中短端更为显著，利差压缩空间总体有所修复；3) 结合资金面为配合地方隐债置换的有序推进而有望继续宽松，中短端、高评级或仍为机构投资者在2025年震荡行情中的优选，投资者仍可逢高配置积极配合化债、隐债化解顺利区域的个券，同时关注市场化转型进展顺利、进程积极的主体及区域
- 产业债板块：1) 预计在2024年末一系列经济刺激政策的加持下，2025年经济基本面修复有望加速，产业债板块态势仍然向好，供给预计稳中有增；2) 可优先关注中短久期、高评级地产债的配置机会，同时追求绝对收益的投资者亦可挖掘静态收益率更高的中等评级地产债以增厚收益；3) 钢铁债与煤炭债利差下行空间少于地产债，建议仍采取“中短久期+高评级”策略，谨慎过度拉长久期以避免流动性偏弱导致的回撤过大
- 二永债板块：1) 2025年供给预计将维持当前稳中有增的态势，资本补充需求或弱于2024年，原因主要包括：a) 银行自身的资本债到期滚续需求；b) 受到中央发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本的积极影响；c) 化债政策助力地方银行缓释风险资本压力；2) 板块利差压缩空间不多，根据流动性来择券并进行波段操作的获利可能或大于持有到期，在久期方面以中短端为优先，逢明显调整时适度拉长久期并右侧增配；在银行类型方面以国股行为优先，同时挖掘资本充足率优秀、地处积极化债且产业发展潜力良好区域的城农商行机会

## ✓ “存量时代”下，如何择时？

- 基于2020年3-7月、2022年11-12月两次“股债跷跷板”行情的经验：1) 在行情初期，信用债市场反应往往有所滞后，慢于权益市场及利率债市场，短期内信用债收益率可能保持稳定甚至继续下行；2) 在行情末期，信用债市场反应同样滞后于权益市场及利率债市场，但时滞明显缩短
- 择时策略：1) 股市走强伊始，短端高评级信用债在不确定的市场环境中或可展现出更强的抗跌韧性，成为行情波动时期的优选配置，故建议以中短久期、中高评级品种为底仓，逢调整时增配3Y以内中高评级城投债以及2Y以内大中型央国企产业债；2) 长端中低评级信用债在债市调整阶段或更易出现超跌走势，故可在权益多头市场尾声阶段利用大幅调整后带来的偏低估值增厚收益，但需谨慎拐点出现前的回撤放大风险

## ✓ “存量时代”下，如何择券？

- 从成交情绪判断板块机会：震荡市行情中，城投债板块交易情绪总体稍强于产业债板块，表明城投债静态收益率或可较产业债更快进入反弹区间，因此板块内胜率或更具优势，而产业债板块因成交偏离度相对更大，故其赔率或较城投债更具优势
- 捕捉高票息债券的获利机会：1) 在利差处于低位且下行空间有限的态势下，年末高票息发债频率增加或隐含票息收益与价差收益机会；2) 鉴于高评级主体在年末发行高票息债券的积极性显著高于中低评级主体，但高评级主体所发债券的高票息水平明显低于中低评级主体，故建议投资者挖掘高票息个券机会时兼顾考量参与打新的成功率以及性价比

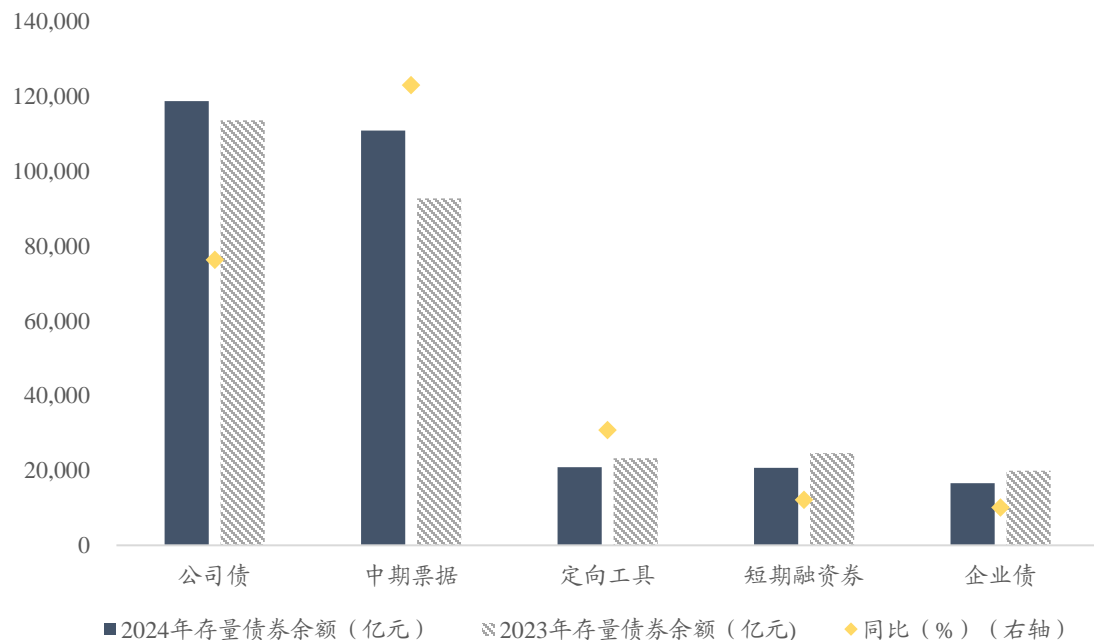
## ✓ 风险提示：市场波动风险；信用债违约风险；政策调整超预期风险；城投融资政策变动超预期风险；统计口径存在误差。

## 1. 信用债进入“存量时代”

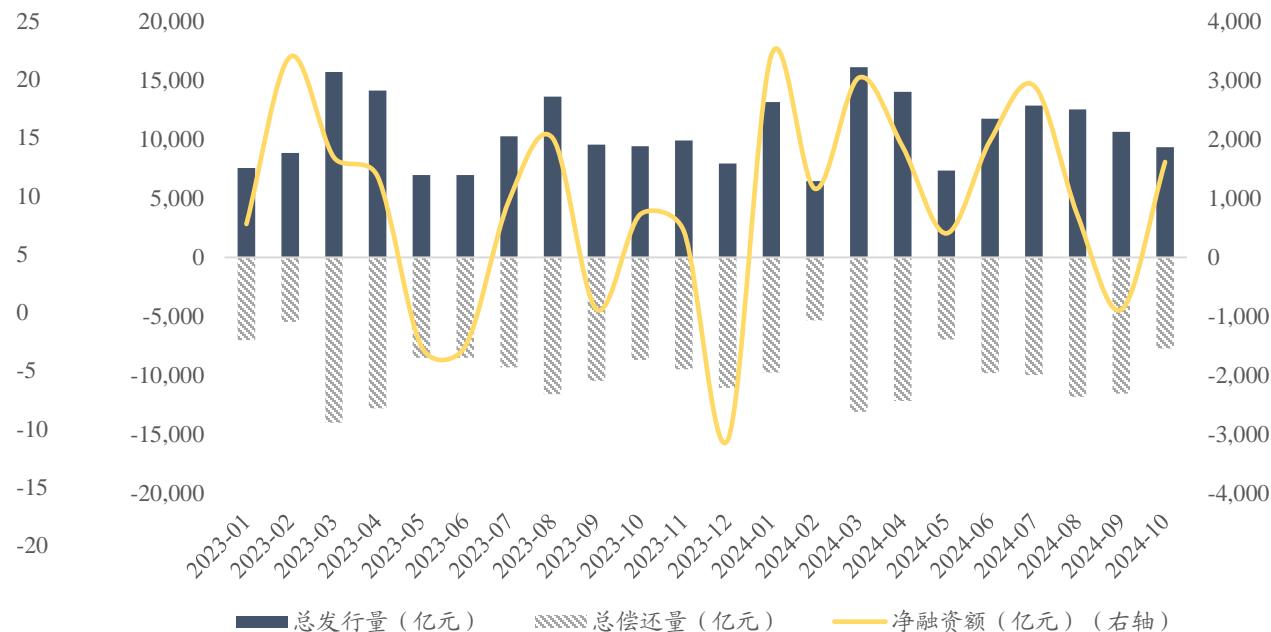
# 1.1 信用债：2024年总量复盘

- ✓ **2024年以来，信用债市场稳健扩容，存量规模持续增长，券种之间增速较2023年有所变化**
  - 截至2024年10月31日，信用债市场（包括短融、中票、企业债、公司债、定向工具）存量债券规模达28.77万亿元，较2023年同期27.41万亿元小幅增长4.96%，其中产业债代替城投债成为信用债供给主力，主要系城投板块融资监管收紧所致
  - 分债券种类来看，与2023年同期相同，公司债及中期票据存量余额占比较高，为信用债市场主要券种，且余额规模均有增加，分别同比增长4.52%和19.53%；定向工具、短期融资券及企业债占比较低，且存量规模均有缩减，分别同比下降10.11%、16.10%、16.76%
- ✓ **2024年以来，信用债市场发行规模略增，净融资额增速在板块间明显分化**
  - 截至2024年10月31日，信用债市场（包括短融、中票、企业债、公司债、定向工具）共发行债券总额达11.43万亿元，较2023年同比增长5.56%，净融资额达1.63万亿元，主要源于产业类主体债券融资发力
  - 从发行节奏来看，2024年信用债各月度发行量相对均衡，净融资额则受偿还影响较大，整体供给节奏偏前置

图：2024年信用债各券种存量变动情况（单位：亿元；%）



图：2023年-2024年10月信用债月度发行与偿还（单位：亿元）



## 1.2 城投债板块：2024年发行与净融资额复盘

- ✓ 自2023年7月中央政治局会议提出化债方案后，35号文等一系列化债政策密集出台，城投债板块新增供给严格受限，净融资额持续收缩
  - 截至2024年10月31日，全国城投债存量余额达11.11万亿元，较2023年同期减少4.66%
  - 截至2024年10月31日，城投债发行量约3.36万亿元，较2023年同期减少19.15%；净融资额约-0.36万亿元，较2023年同期减少-134.65%
  - 净融资额为负且降幅较大，表明2023年末的“一揽子化债方案”对于城投债板块主体融资能力形成较大限制，各区域普遍新增发债停滞，资金用途限于“借新还旧”，2024年城投板块正处于适应新发展模式的调整阶段
  - 2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过近年来力度最大的化债举措，方案明确将额外增加6万亿元地方政府债务限额以及安排4万亿元专项债务以置换存量隐性债务；在当前政策密集且力度强劲的背景之下，预计“化债”仍为2025年城投板块的核心主线，供给端或继续保持“零容忍”的高压监管态势，融资仍将维持紧平衡状态
- ✓ 结构角度来看，2024年城投债评级、券种及发行人主体行业结构相对集中，发行人地域结构呈现分化且趋势持续
  - 主体评级：继续以中高等级发行主体为主，其中AA+级占比最高，仅AAA级仍有少量净融资流入；债券种类：公司债、中票、短融为城投债发行量前三券种，与去年同期相比，中票占比上升，净融资额主要贡献来源由企业债转为中票，且仅中票净融资为正值；主体行业：基本集中于建筑装饰、综合、交通运输、公共事业和商业贸易，其余行业占比极低，反映2024年城投平台募资用途以支持地方基建、保障民生为主，辅以一定贸易业务作为市场化转型的起步

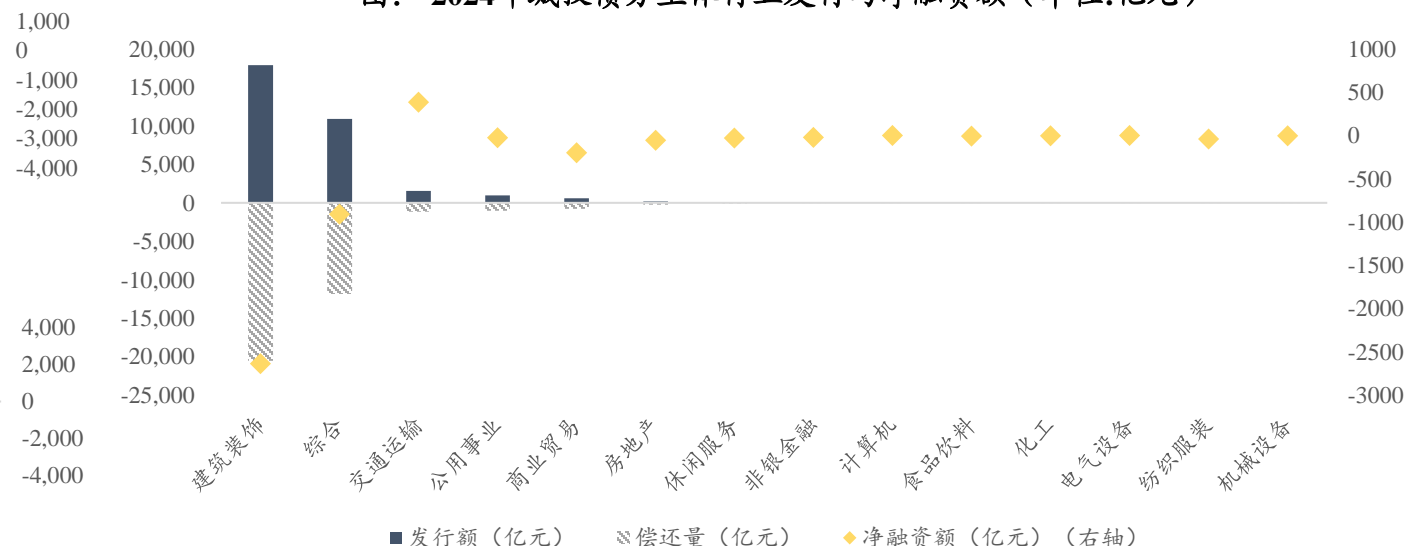
图：2024年城投债分评级发行与净融资额（单位：亿元）



图：2024年城投债分券种发行与净融资额（单位：亿元）



图：2024年城投债分主体行业发行与净融资额（单位：亿元）



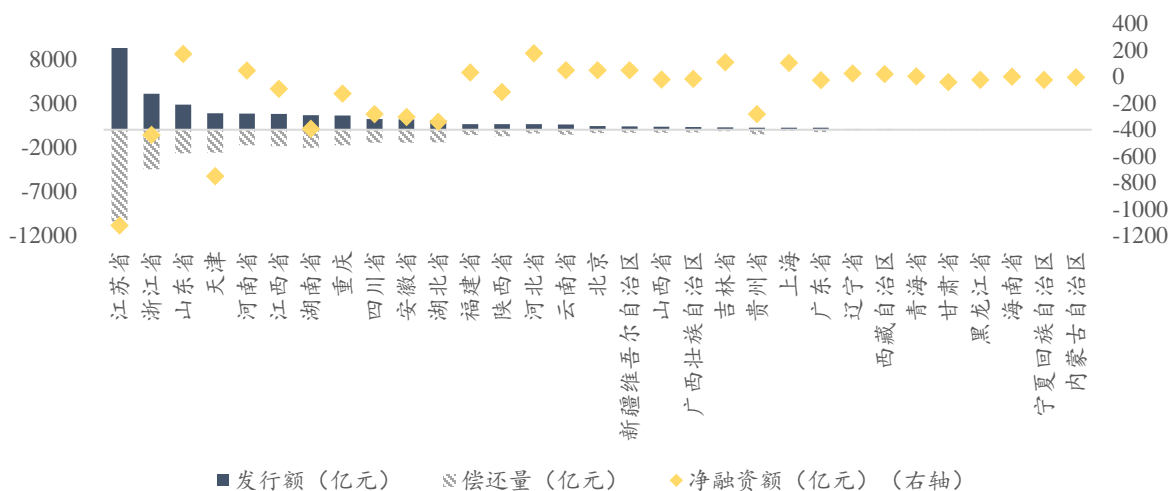
## 1.2 城投债板块：2024年发行与净融资额复盘

✓ 结构角度来看，2024年城投债评级、券种及发行人主体行业结构相对集中，发行人地域结构呈现分化且趋势持续

### ➢ 发行人地域：

- 总体来看，化债政策在全国范围内持续发力的成效显著，全国仅有12个省市净融资额为正，且融资水平均相对较低；细分区域来看，传统融资大省江苏和浙江城投债发行量分别为9,272亿元和4,056亿元，虽仍稳居前二，但作为去年同期净融资额超千亿元的区域，其2024年净融资额分别仅-1124亿元和-441亿元，资金流向发生扭转
- 城投板块净融资在区域层面呈现出全面紧缩的同时分化持续，宽口径负债率较高的重点高风险区域及历史举债规模显著的城投大省呈现相对突出的净融出趋向，但实际融资情况亦与当地化债资源、退平台进度相关

图：2024年城投债分地域发行与净融资额（单位：亿元）



表：2024年城投债分地域供给一览（单位：亿元；%）

省份	发行额 (亿元)	净融资额 (亿元)	净融资占比 (%)	宽口径负债率
全国	33615.51	-3600.43	—	—
江苏省	9271.77	-1124.36	31.23%	367.05
浙江省	4056.36	-440.57	12.24%	480.17
山东省	2855.05	171.78	-4.77%	254.75
天津市	1848.11	-751.61	20.88%	851.11
河南省	1813.19	45.07	-1.25%	480.31
江西省	1791.38	-92.88	2.58%	546.92
湖南省	1655.41	-394.34	10.95%	593.66
重庆市	1621.82	-129.69	3.60%	301.32
四川省	1206.33	-282.44	7.84%	230.88
安徽省	1172.32	-304.11	8.45%	504.07
湖北省	1083.09	-341.46	9.48%	520.58
福建省	629.23	29.87	-0.83%	218.21
陕西省	622.81	-117.02	3.25%	346.68
河北省	615.53	176.39	-4.90%	385.34
云南省	605.37	46.68	-1.30%	219.82
北京	427.25	47.62	-1.32%	155.97
新疆维吾尔自治区	386.51	48.76	-1.35%	544.70
山西省	343.95	-22.10	0.61%	215.14
广西壮族自治区	312.78	-17.41	0.48%	368.80
吉林省	275.50	108.42	-3.01%	835.52
贵州省	246.81	-282.48	7.85%	579.14
上海	243.21	103.29	-2.87%	112.88
广东省	242.90	-26.85	0.75%	141.36
辽宁省	87.60	23.96	-0.67%	430.31
西藏自治区	79.09	17.80	-0.49%	477.21
青海省	47.45	1.10	-0.03%	804.57
甘肃省	34.30	-40.52	1.13%	701.60
黑龙江省	17.90	-23.61	0.66%	619.74
海南省	13.00	0.00	0.00%	134.28
宁夏回族自治区	9.50	-23.72	0.66%	154.96
内蒙古自治区	0.00	-6.00	0.17%	315.20

## 1.2 城投债板块：2024年利差复盘及2025年展望

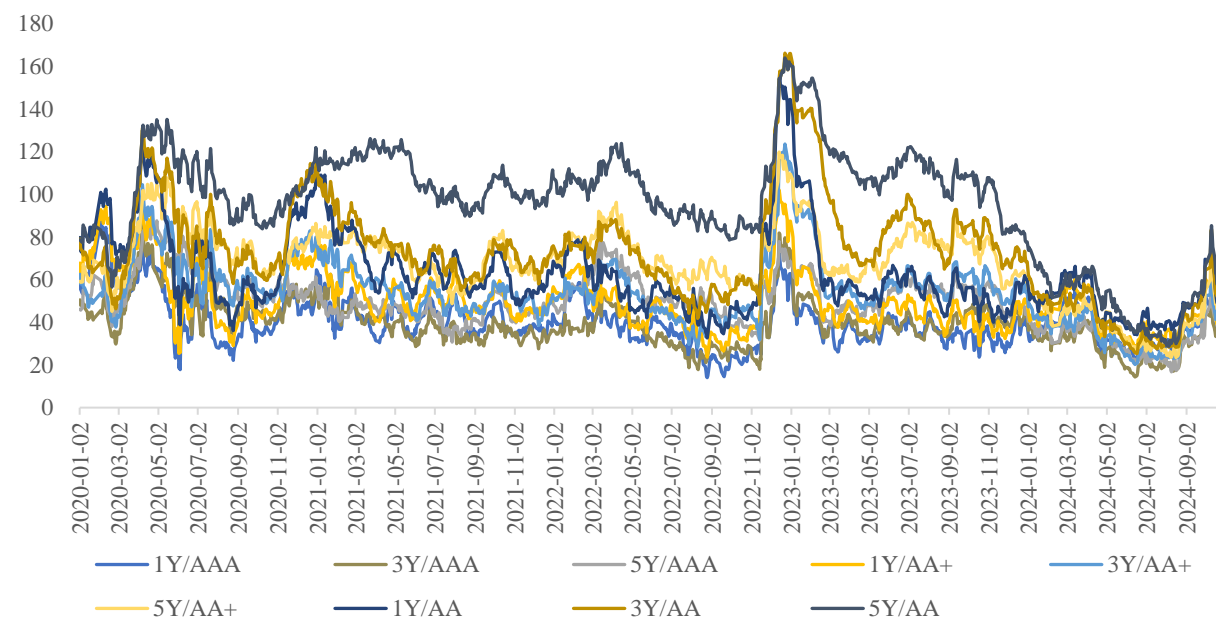
✓ 2024年城投板块信用利差总体呈现“先降后升”的U型走势：2024年1-2月利差快速收窄，收益率显著下行；3月收益率发生一次小幅回调，系内需恢复略超预期所致；4-7月整体仍以收窄为主，其中4月末因央行表明调控债市交易风险的意图而致使债市整体回调，但两周后利率重回下行通道，但不同评级城投债利差下行速度有所分化，中高评级收窄放缓而低评级继续快速收窄；8月期间信用债出现单边调整行情，受央行调控债市交易、机构止盈及预防式赎回心态，城投债利差显著上行；9-10月利差走势波动加大，主要系9月末经济利好政策频出，权益市场情绪升温，债市受“股债跷跷板”效应影响而迅速大幅调整，此后总体保持震荡态势

- 利差及分位数水平：截至2024年10月31日，各期限、各评级债券利差较2024年中期水平呈现不同程度的走扩，并已基本回调至2023年末水平，其中长端走扩幅度较中短端更为显著，利差压缩空间总体有所修复
- 结合资金面为配合地方隐债置换的有序推进而有望继续宽松，中短端、高评级或仍为机构投资者在2025年震荡行情中的优选
- 此外，随着化债政策的不断加码和逐步落地，且城投板块供给持续收缩，投资者仍可逢高配置积极配合化债、隐债化解顺利区域的个券

表：城投债信用利差变动情况（单位：BP；%）

信用利差(BP)	1年期			3年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024/10/31	40.03	47.02	59.02	43.69	50.58	60.58	55.14	65.09	78.59
分位数	60%	51%	55%	72%	41%	28%	71%	43%	20%
2024-06-28	33.75	38.34	43.34	25.17	30.06	34.56	25.34	31.29	37.79
分位数	30%	20%	12%	9%	6%	5%	4%	4%	4%
2023-12-31	38.59	49.18	60.18	43.01	53.90	68.40	44.15	59.10	77.60
分位数	53%	57%	58%	70%	52%	43%	32%	25%	19%
2023-09-28	34.76	43.35	56.35	45.27	62.17	84.67	55.85	76.80	108.30
分位数	34%	36%	47%	76%	77%	75%	73%	71%	67%
2023/6/30	42.29	52.9	64.9	45.58	66.52	100.02	60.47	86.46	121.96
分位数	66%	68%	68%	77%	83%	89%	84%	89%	91%
利差较6月末变动	6.28	8.68	15.68	18.52	20.52	26.02	29.80	33.80	40.80
分位数较6月末变动	30%	32%	43%	63%	35%	22%	66%	38%	16%
利差较去年年终变动	1.44	-2.16	-1.16	0.68	-3.32	-7.82	10.99	5.99	0.99
分位数较去年年终变动	7%	-6%	-2%	2%	-11%	-16%	39%	18%	1%
利差较去年年中变动	-2.26	-5.88	-5.88	-1.89	-15.94	-39.44	-5.33	-21.37	-43.37
分位数较去年年中变动	-6%	-17%	-13%	-5%	-42%	-62%	-13%	-47%	-71%

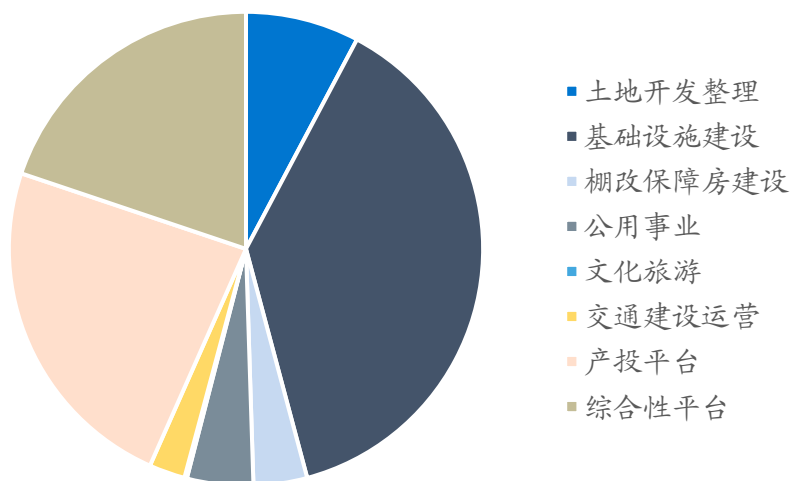
图：2020-2024年城投债信用利差走势（单位：BP）



## 1.2 城投债板块：关注城投转型机遇

- ✓ 化债的积极推进或意味着城投平台市场化转型将成为城投板块的下一个“风口”，推荐关注市场化转型进展顺利、进程积极的主体及区域
  - 个体角度：a) 城投主体完成转型系向监管部门以及公开市场释放其自身存量债务已实现清零或得到妥善处置、新增负债已与政府部门进行切割、杠杆率已处于适当水平等信号，意味着该类主体所受到的新增融资限制或有一定放松，有助于其在化债周期中更早突破“借新还旧”的掣肘，拓宽融资渠道并实现现金流的正向周转，从而更快提升在二级市场的配置价值；b) 完成转型后，城投主体与当地政府的资质脱钩或可缓解因承担政府融资职能所产生的业务重叠和资源竞争等问题，有助于主体优化升级其主营业务，增强个体“造血能力”并进而反哺债券兑付安全性；c) 转型过程中将重新建立信用评级视角，将针对地方政府的视角转换为针对企业个体，防止个体舆情蔓延至区域性风险，削弱城投风险板块化特征
  - 区域角度：a) 转型的持续推进有利于地方政府管控显性债务、化解隐性债务，即加快化解存量债务进度；b) 压降城投平台数量亦可助力地方政府将城投平台全面纳入债务监管系统并增加定期摸排债务的可操作性，在提升当地债务体量及结构的透明度的同时优化区域内现有城投平台的融资环境，区域或可更早建立核心产业、修复融资能力来提升自身财政经济实力并实现资产与负债的再平衡，重新点燃经济活力
- ✓ 基于城投平台擅长的业务领域，其转型路径可大致分为经营类企业、产业控股和投资类企业、园区开发和运营类企业等，而在实际操作过程中，存在相当一部分比例的转型企业并未依赖单一的转型路径，而是结合自身的业务、区位、平台优势等多维度发展并致力于成为城市综合服务供应商
  - 截至2023年末，城投主体的主营业务可以分为八大类，按占比从高到低排列依次为基础设施建设（38.09%）、产投平台（23.52%）、综合性平台（19.84%）、土地开发整理（7.76%）、公用事业（4.52%）、棚改/保障房建设（3.66%）、交通建设运营（2.46%）和文化旅游（0.17%）

图：城投主体主营业务分布情况（单位：%）



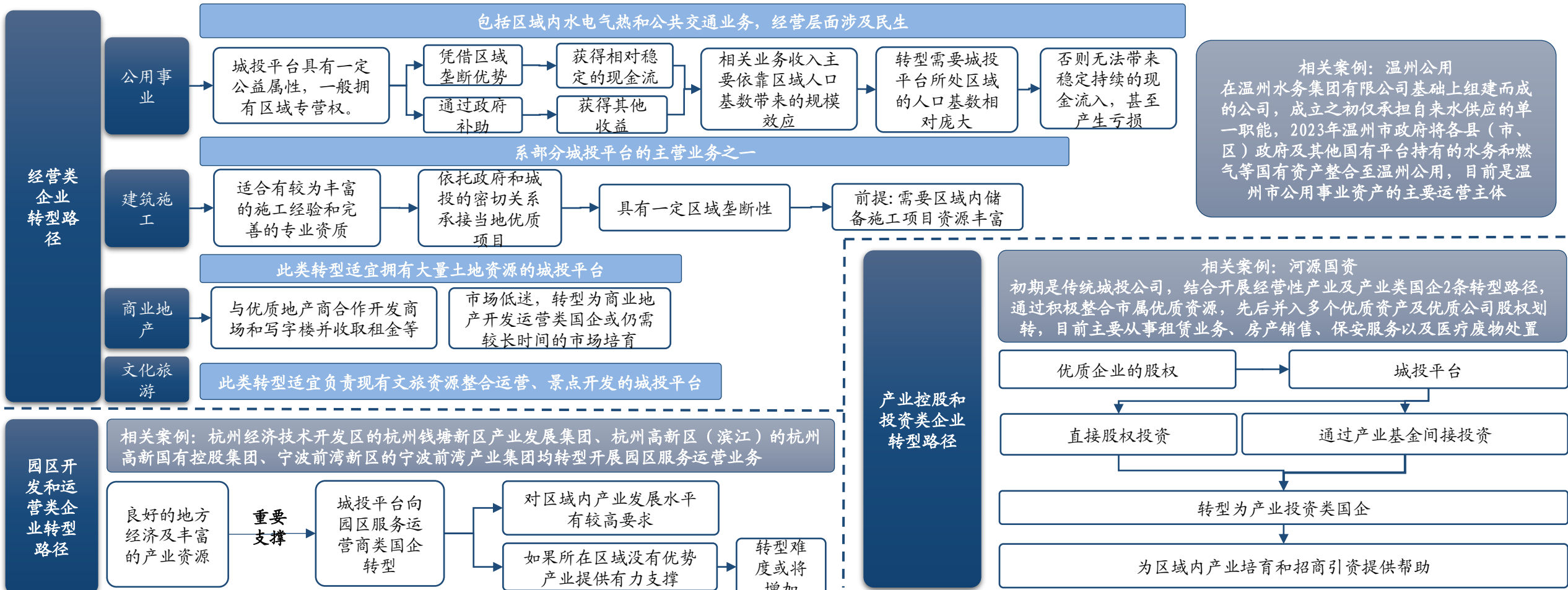
图：城投平台主营业务一览



在传统主业的基础上扬长避短，依托经验、借力优势实现市场化转型；争取政府支持，平滑过渡转型“阵痛期”

## 1.2 城投债板块：关注城投转型机遇

- ✓ **经营类企业：**转型方向主要包括公用事业、建筑施工、商业地产、文化旅游等长期化债方法
- ✓ **产业控股和投资类企业：**一些城投平台持有区域内优质国企或民企股权，其中不乏上市公司或金融机构的优质股权，例如地方政府可将优质企业的股权划转至城投平台来提升平台的资产质量和盈利能力，城投平台亦可通过直接股权投资或通过产业基金间接投资来转型为产业投资类国企
- ✓ **园区开发和运营类企业：**部分承担园区开发和运营等业务的城投平台可尝试将此类业务进行拓展，除承担学校建设、保障房建设等传统基建项目，还可通过招商引资来从事公用事业运营、物业租赁、产业投资等市场化经营性业务



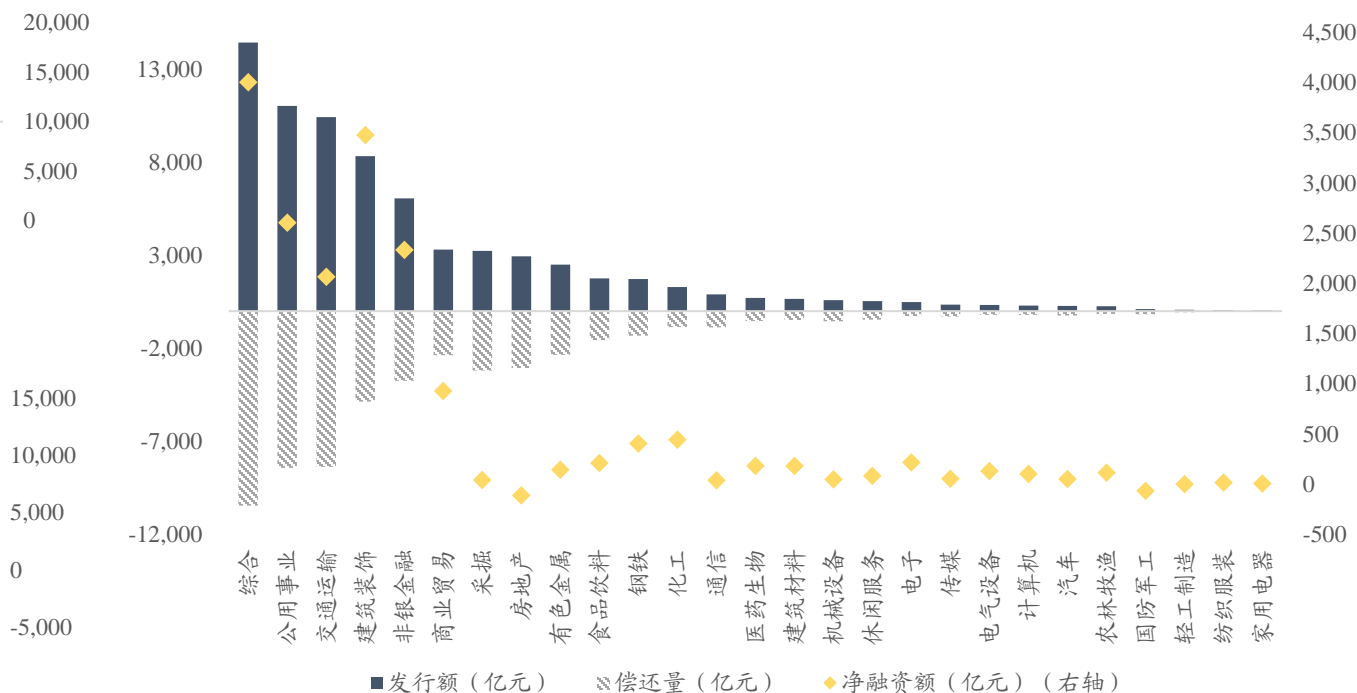
# 1.3 产业债板块：2024年发行与净融资额复盘

- ✓ 与城投债相比，产业债2024年供给端相对稳定，存量余额与发行量均实现同比正增长，产业类发债主体融资意愿及能力增强
  - 截至2024年10月31日，全国产业债存量余额达20.75万亿元，较2023年同期增加8.29%
  - 截至2024年10月31日，产业债发行量约8.07万亿元，较2023年同期增长10.82%；净融资额由负转正，从去年的-0.16万亿元大幅增长至1.99万亿元
  - 在当前的低利率背景下，叠加经济环境处于企稳回升阶段，实体融资开始修复，带动产业债发行显著放量，预计在2024年末一系列经济刺激政策的加持下，2025年经济基本面修复有望加速，产业债板块态势仍然向好，供给预计稳中有增
- ✓ 结构角度来看，2024年产业债在评级和券种维度结构较为集中，在行业维度则延续往年，相对分散
  - 主体评级：集中于AAA高等级主体；债券种类：中票、短融、公司债为产业债发行量前三券种，且净融资主要来源于中票；主体行业：发行量居前的行业为综合、公共事业、交通运输、建筑装饰、非银金融，其余行业发行占比较小且净融资为负

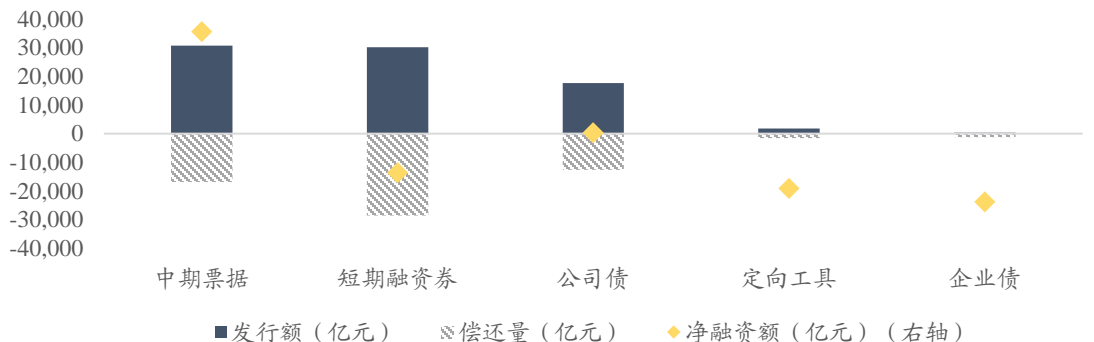
图：2024年产业债分评级发行与净融资额（单位：亿元）



图：2024年产业债分主体行业发行与净融资额（单位：亿元）



图：2024年产业债分券种发行与净融资额（单位：亿元）



## 1.3 产业债板块：2024年利差复盘及2025年展望 - 地产债

✓ 截至2024年10月31日，目前地产债信用利差水平方差较大，AAA及AA+高评级地产债利差水平显著低于中低评级地产债，但前者分位数水平较高，意味着利差下行空间相对充裕，表明在当前利率持续下行的背景下，投资者仍可优先关注中短久期、高评级地产债的配置机会，同时追求绝对收益的投资者亦可挖掘静态收益率更高的中等评级地产债以增厚收益

- AA+及以上评级地产债利差水平与2023年末相比基本持平，且已回调至历史高位
- AA及以下评级地产债利差水平较2023年末均有收窄，其中AA-品种收窄幅度显著，当前已处于历史低位，配置性价比较低

表：地产债信用利差变动及分位数情况（单位：BP；%）

信用利差 (BP)	地产债1Y				地产债3Y				地产债5Y			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2024/10/31	51	66	123	285	52	75	124	339	62	92	152	402
分位数	80%	77%	44%	8%	85%	68%	37%	8%	82%	66%	31%	11%
2023/12/31	47	62	135	526	47	71	156	564	56	91	195	613
分位数	71%	65%	52%	92%	74%	61%	71%	83%	67%	63%	72%	86%
2023/6/30	47	64	105	297	51	90	161	347	64	111	184	365
分位数	69%	71%	26%	11%	83%	92%	76%	10%	86%	89%	65%	8%
2022/12/31	48	97	263	545	62	123	255	588	65	131	269	604
分位数	73%	98%	100%	99%	97%	100%	100%	94%	87%	98%	99%	79%
2022/6/30	40	64	192	485	33	62	121	521	53	83	183	598
分位数	40%	71%	91%	76%	19%	35%	34%	67%	60%	48%	63%	75%
较2023/12/31变动(BP)	3	4	-12	-242	5	4	-32	-226	6	1	-43	-211
较2023/06/30变动(BP)	4	3	19	-13	1	-15	-37	-8	-2	-19	-32	37
较2022/12/31变动(BP)	3	-30	-140	-260	-10	-48	-131	-249	-3	-39	-117	-202
较2022/06/30变动(BP)	11	3	-69	-201	19	13	3	-183	9	9	-31	-197
分位数2023/12/31变动	9%	12%	-9%	-84%	12%	7%	-34%	-75%	14%	2%	-42%	-75%
分位数2023/06/30变动	11%	6%	17%	-3%	2%	-24%	-39%	-2%	-5%	-23%	-35%	3%
分位数2022/12/31变动	7%	-21%	-56%	-91%	-12%	-32%	-63%	-85%	-6%	-33%	-69%	-68%
分位数2022/06/30变动	40%	7%	-48%	-68%	67%	33%	4%	-58%	21%	17%	-32%	-64%

### 1.3 产业债板块：2024年利差复盘及2025年展望 - 钢铁债、煤炭债

✓ 截至2024年10月31日，与地产债相似，钢铁债与煤炭债信用利差水平同样呈现显著的评级分化态势，但不同之处在于，钢铁债与煤炭债的中高评级利差水平接近，明显低于低评级，且利差下行空间相对少于地产债，建议仍采取“中短久期+高评级”策略，适当关注1Y/AA+、3Y/AAA、5Y/AAA的钢铁债与煤炭债个券，谨慎过度拉长久期以避免流动性偏弱导致的回撤过大

- AA+及以上高等级品种利差水平与2023年末相差无几，其中，短端钢铁债利差走扩幅度较其他久期相对稍大，总体处于历史中位区间
- AA及以下中低评级品种利差水平较2023年末明显收窄，并处于历史中低位区间，等级利差显著压缩，风险溢价补偿或有不足，不宜过度下沉

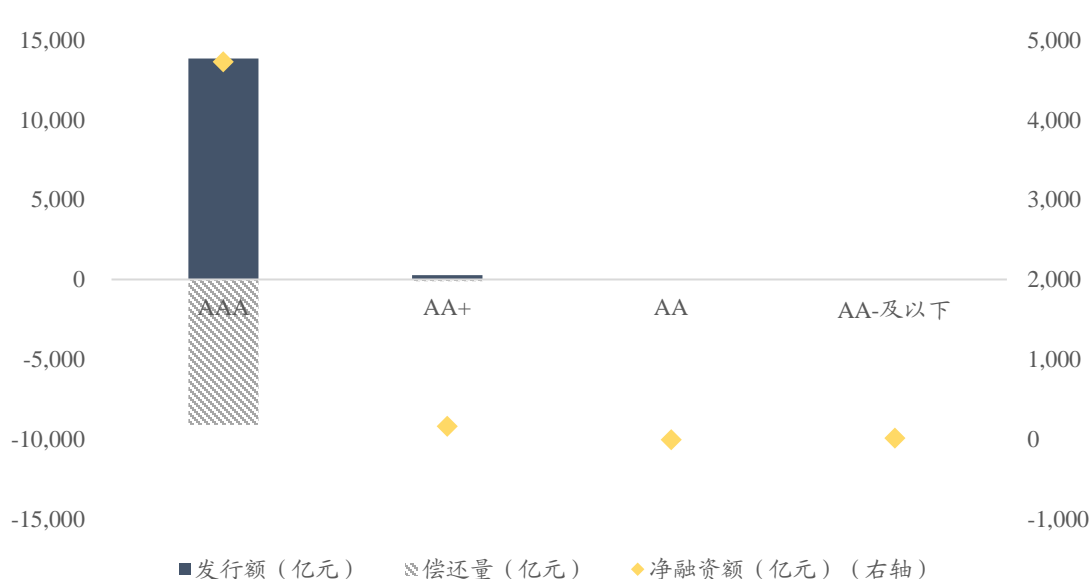
表：钢铁债、煤炭债信用利差变动及分位数情况（单位：BP；%）

信用利差 (BP)	钢铁1Y				钢铁3Y				钢铁5Y				煤炭1Y				煤炭3Y				煤炭5Y			
	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2024/10/31	42	67	70	165	46	55	84	201	60	71	108	247	37	49	69	199	41	55	76	239	51	71	100	290
分位数	51%	85%	25%	8%	57%	48%	24%	8%	62%	47%	16%	9%	55%	38%	40%	8%	75%	29%	16%	8%	73%	26%	16%	9%
2023/12/31	38	53	85	331	43	51	86	356	56	68	116	387	33	48	53	385	37	56	90	414	45	74	121	450
分位数	33%	56%	47%	39%	45%	33%	26%	39%	50%	37%	19%	27%	39%	37%	19%	62%	57%	30%	21%	58%	49%	31%	20%	45%
2023/6/30	42	53	168	337	59	72	250	393	72	91	282	414	37	52	65	391	41	72	116	455	53	90	135	480
分位数	55%	57%	84%	56%	87%	86%	96%	89%	85%	87%	96%	74%	60%	48%	35%	72%	73%	72%	49%	90%	77%	65%	34%	86%
2022/12/31	62	106	185	408	81	119	236	438	86	126	249	446	48	97	145	470	63	127	193	507	67	135	202	518
分位数	93%	99%	87%	100%	99%	99%	94%	100%	94%	99%	91%	99%	88%	99%	83%	99%	98%	99%	80%	98%	92%	99%	76%	96%
2022/6/30	46	51	82	338	36	45	79	354	54	64	134	412	40	56	79	393	34	56	117	416	54	77	178	480
分位数	65%	50%	44%	57%	21%	15%	19%	37%	40%	24%	28%	69%	70%	56%	47%	74%	42%	32%	50%	60%	79%	38%	64%	87%
较2023/12/31变动(BP)	4	14	-15	-166	3	4	-2	-154	4	2	-8	-140	3	1	17	-187	4	0	-14	-174	6	-3	-21	-160
较2023/6/30变动(BP)	-1	14	-98	-172	-12	-17	-166	-192	-11	-20	-174	-167	-1	-4	5	-193	1	-16	-40	-216	-2	-19	-36	-189
较2022/12/31变动(BP)	-20	-39	-116	-243	-35	-64	-152	-237	-26	-55	-141	-199	-11	-49	-76	-272	-22	-72	-117	-267	-16	-64	-102	-228
较2022/6/30变动(BP)	-4	16	-12	-173	11	11	4	-153	7	7	-26	-164	-4	-7	-10	-194	7	-1	-41	-176	-3	-6	-79	-190
分位数2023/12/31变动	18%	29%	-22%	-31%	12%	16%	-2%	-31%	11%	10%	-3%	-18%	16%	1%	20%	-54%	18%	-1%	-5%	-50%	24%	-5%	-4%	-37%
分位数2023/6/30变动	-3%	28%	-60%	-48%	-30%	-38%	-72%	-82%	-24%	-40%	-80%	-65%	-5%	-9%	4%	-64%	2%	-43%	-32%	-82%	-4%	-40%	-17%	-78%
分位数2022/12/31变动	-42%	-15%	-63%	-92%	-42%	-51%	-70%	-92%	-33%	-52%	-75%	-90%	-33%	-60%	-43%	-91%	-23%	-70%	-64%	-90%	-19%	-73%	-60%	-87%
分位数2022/6/30变动	-14%	35%	-19%	-49%	36%	34%	5%	-29%	21%	23%	-12%	-60%	-15%	-18%	-8%	-66%	33%	-2%	-33%	-52%	-6%	-13%	-47%	-78%

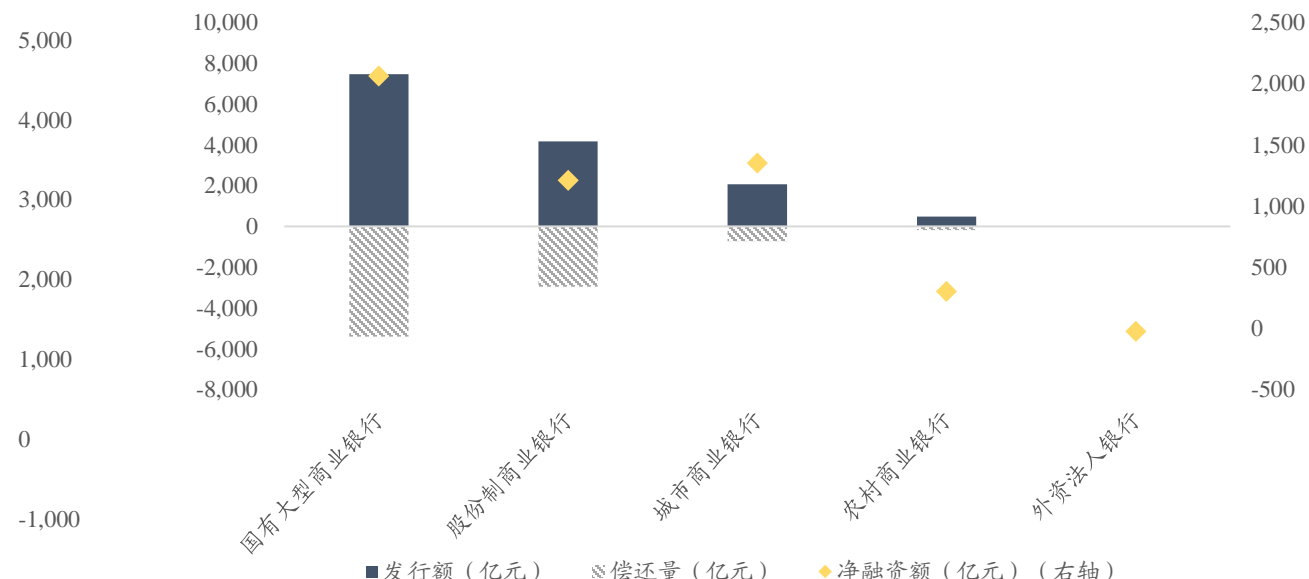
## 1.4 二永债板块：2024年发行与净融资额复盘

- ✓ 2024年，商业银行二永债作为信用债中的“类利率”品种，其存续规模依旧保持平稳上升态势，发行增速突出
  - 截至2024年10月31日，全国商业银行二永债存量余额约6.49万亿元，较2023年同期增加11.26%
  - 截至2024年10月31日，我国银行机构境内发行二永债113只，发行量约1.42万亿元，较2023年同期增加53.67%；净融资额约0.49万亿元，较2023年同期减少11.96%
  - 商业银行二永债发行量增速显著的原因主要系年内二永债集中赎回到期规模较大，银行为保持资本充足率故进行较大规模的续发
  - 2025年二永债的供给预计将维持当前稳中有增的态势，资本补充需求或弱于2024年，原因主要包括：a) 银行自身的资本债到期滚续需求；b) 受到中央发行特别国债补充国有大型商业银行核心一级资本的积极影响；c) 化债政策助力地方银行缓释风险资本压力
- ✓ 结构角度来看，2024年商业银行二永债在评级维度和银行类型维度的结构均相对集中，高评级主体、国有大行仍为银行二永债最主要的供给力量
  - 主体评级：继续高度集中于AAA高等级主体发行，其余评级占比极小
  - 银行类型：国有大行占据主导地位，股份制银行及城商行发行增长迅速，而农村商业银行及外资银行新发二永债体量较小

图：2024年金融债分评级发行与净融资额（单位：亿元）



图：2024年金融债分银行类型发行与净融资额（单位：亿元）



# 1.4 二永债板块：2024年利差复盘及2025年展望

✓ 截至2024年10月31日，不同评级、不同久期品种的商业银行二永债信用利差水平分化程度不高，等级利差收窄较多，整体处于历史低位区间，且低评级个券利差分位数与中高评级接近甚至更低，或提示二永债板块利差压缩空间不多，在板块内采取下沉策略的收益风险性价比一般，目前入场作为底仓长期配置的收益机会有限

- 二级资本债及永续债各细分品种利差水平均较2023年末有所收窄，即估值回调空间仍存，需警惕因利率走势易受宏观调控、资产品种博弈影响而导致的大幅波动
- 鉴于二永债具备“利率波动放大器”特性，因此根据流动性来择券并进行波段操作的获利可能或大于持有到期，但倘若选择国股大行二永债拉长久期至5Y或可一定程度上“攻守兼备”

表：二级资本债、永续债信用利差变动及分位数情况（单位：BP；%）

信用利差 (BP)	二级资本债1Y				二级资本债3Y				二级资本债5Y				永续债1Y				永续债3Y				永续债5Y			
	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
2024/10/31	38	39	49	67	39	46	60	86	49	57	77	103	42	43	57	99	46	48	64	113	56	60	81	137
分位数	27%	24%	22%	9%	24%	28%	26%	15%	21%	23%	24%	15%	27%	25%	23%	21%	33%	32%	26%	22%	30%	29%	24%	21%
2023/12/31	45	47	57	97	51	55	69	109	52	57	73	141	56	58	67	152	60	62	75	182	57	62	92	205
分位数	46%	43%	38%	18%	51%	44%	33%	19%	23%	23%	20%	23%	71%	66%	41%	27%	52%	47%	41%	36%	30%	30%	28%	31%
2023/6/30	45	53	62	159	58	64	96	200	67	75	135	242	53	57	107	228	67	73	123	255	79	91	151	299
分位数	48%	60%	46%	72%	66%	65%	65%	85%	55%	54%	80%	93%	62%	62%	77%	93%	76%	77%	79%	81%	64%	74%	68%	80%
2022/12/31	69	78	117	180	87	102	147	216	90	104	154	223	91	102	147	239	123	133	180	274	125	135	182	276
分位数	92%	92%	93%	94%	95%	97%	95%	96%	93%	94%	90%	80%	100%	100%	98%	99%	99%	99%	98%	97%	98%	97%	91%	73%
2022/6/30	45	47	59	127	43	44	57	133	65	73	87	167	55	58	72	186	55	58	72	195	78	84	104	226
分位数	47%	43%	41%	38%	30%	26%	24%	32%	50%	47%	29%	39%	68%	67%	48%	54%	45%	42%	37%	44%	60%	54%	39%	45%
较2023/12/31变动(BP)	-7	-7	-8	-30	-12	-9	-9	-23	-3	1	4	-38	-14	-15	-10	-53	-13	-14	-11	-69	0	-1	-10	-67
较2023/06/30变动(BP)	-7	-13	-13	-92	-18	-18	-36	-114	-18	-18	-58	-139	-12	-14	-50	-129	-21	-24	-58	-141	-23	-30	-69	-161
较2022/12/31变动(BP)	-32	-38	-68	-113	-48	-56	-87	-130	-41	-47	-77	-120	-50	-59	-90	-140	-77	-85	-116	-161	-69	-75	-101	-139
较2022/06/30变动(BP)	-7	-7	-9	-59	-3	2	3	-47	-17	-15	-9	-63	-13	-15	-15	-87	-9	-10	-8	-82	-22	-24	-23	-89
分位数2023/12/31变动	-20%	-20%	-16%	-9%	-26%	-16%	-7%	-4%	-2%	1%	4%	-9%	-44%	-42%	-18%	-5%	-19%	-15%	-15%	-14%	0%	-1%	-4%	-10%
分位数2023/06/30变动	-21%	-36%	-25%	-63%	-42%	-37%	-40%	-70%	-33%	-31%	-56%	-79%	-35%	-38%	-54%	-71%	-42%	-45%	-53%	-59%	-34%	-45%	-43%	-59%
分位数2022/12/31变动	-65%	-69%	-71%	-85%	-71%	-69%	-69%	-81%	-71%	-70%	-66%	-66%	-73%	-75%	-75%	-77%	-65%	-67%	-72%	-75%	-68%	-68%	-67%	-52%
分位数2022/06/30变动	-21%	-19%	-20%	-29%	-5%	2%	2%	-17%	-29%	-24%	-5%	-24%	-41%	-43%	-25%	-32%	-12%	-10%	-11%	-22%	-31%	-25%	-15%	-24%

# 1.4 二永债板块：2024年流动性复盘

截至2024年10月31日，商业银行二永债的流动性表现存在显著分化，结合月度换手率来看，AAA、AA+高评级二永债个券流动性优于中低评级，5Y以内中短端二永债个券流动性优于长端，但由于二永债板块内等级之间的流动性差异较久期之间稍大，因此在震荡市行情中，仍建议首先关注高评级二永债的波段操作机会，在久期方面以中短端为优先，逢明显调整时适度拉长久期并右侧增配；在银行类型方面以国股行为优先，同时挖掘资本充足率优秀、地处积极化债且产业发展潜力良好区域的城农商行机会

- 中短端久期个券中，二级资本债的市场交易活跃度稍强于永续债，而若将久期拉长，永续债的市场关注度则稍高于二级资本债
- 不同月度的换手率变化幅度显示，在信用债整体估值有所回调或持续波动的时间段，二永债换手率呈现抬升态势，表明投资者普遍倾向于通过在收益率偏低的市场中交易二永债以获利

表：2024年二级资本债、永续债换手率情况（单位：%）

时间	二级资本债1Y						二级资本债3Y						二级资本债5Y						二级资本债10Y						
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	AA+	AA+	AA	AA-	A+	A
1月	38%	15%	0%	6%	0%	0%	27%	9%	2%	0%	0%	0%	2%	23%	12%	8%	2%	11%	7%	18%	15%	13%	10%	1%	0%
2月	8%	19%	0%	2%	4%	0%	5%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	13%	10%	6%	3%	4%	0%	14%	10%	8%	8%	3%	11%
3月	32%	11%	3%	0%	0%	0%	13%	5%	0%	0%	0%	0%	25%	23%	12%	2%	2%	2%	0%	17%	13%	24%	8%	4%	0%
4月	18%	24%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	5%	0%	0%	0%	0%	18%	11%	14%	1%	0%	0%	21%	16%	11%	10%	1%	0%
5月	18%	5%	6%	6%	0%	0%	22%	14%	18%	0%	0%	0%	0%	16%	7%	2%	3%	1%	0%	20%	15%	21%	6%	2%	0%
6月	13%	14%	7%	30%	5%	22%	1%	3%	0%	0%	16%	112%	0%	14%	7%	4%	1%	2%	0%	14%	24%	14%	8%	3%	7%
7月	8%	8%	11%	0%	27%	0%	5%	7%	6%	0%	0%	0%	0%	11%	7%	18%	6%	1%	4%	17%	15%	7%	4%	0%	0%
8月	18%	8%	16%	0%	0%	0%	35%	2%	3%	0%	3%	0%	0%	15%	8%	4%	2%	2%	0%	22%	8%	14%	4%	0%	0%
9月	16%	9%	0%	0%	4%	0%	31%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	8%	4%	1%	1%	2%	17%	13%	4%	7%	0%	0%
10月	21%	7%	0%	1%	0%	33%	2%	7%	1%	8%	5%	0%	0%	21%	9%	5%	6%	0%	0%	18%	10%	14%	5%	0%	0%

时间	永续债1Y			永续债3Y			永续债5Y			永续债10Y
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA
1月	12%	13%	11%	15%	21%	2%	23%	17%	0%	0%
2月	7%	7%	6%	10%	10%	1%	13%	10%	0%	0%
3月	12%	9%	6%	16%	21%	17%	59%	15%	13%	105%
4月	9%	10%	11%	13%	22%	5%	43%	11%	5%	23%
5月	8%	8%	6%	16%	18%	4%	27%	12%	4%	19%
6月	7%	8%	7%	10%	20%	5%	74%	43%	7%	9%
7月	8%	9%	6%	11%	17%	11%	46%	18%	25%	22%
8月	8%	7%	7%	12%	14%	24%	43%	28%	14%	22%
9月	7%	8%	7%	10%	17%	32%	31%	34%	22%	10%
10月	12%	9%	11%	16%	13%	30%	29%	12%	3%	4%

表：不同银行类型二永债的静态收益率水平（单位：%；BP）

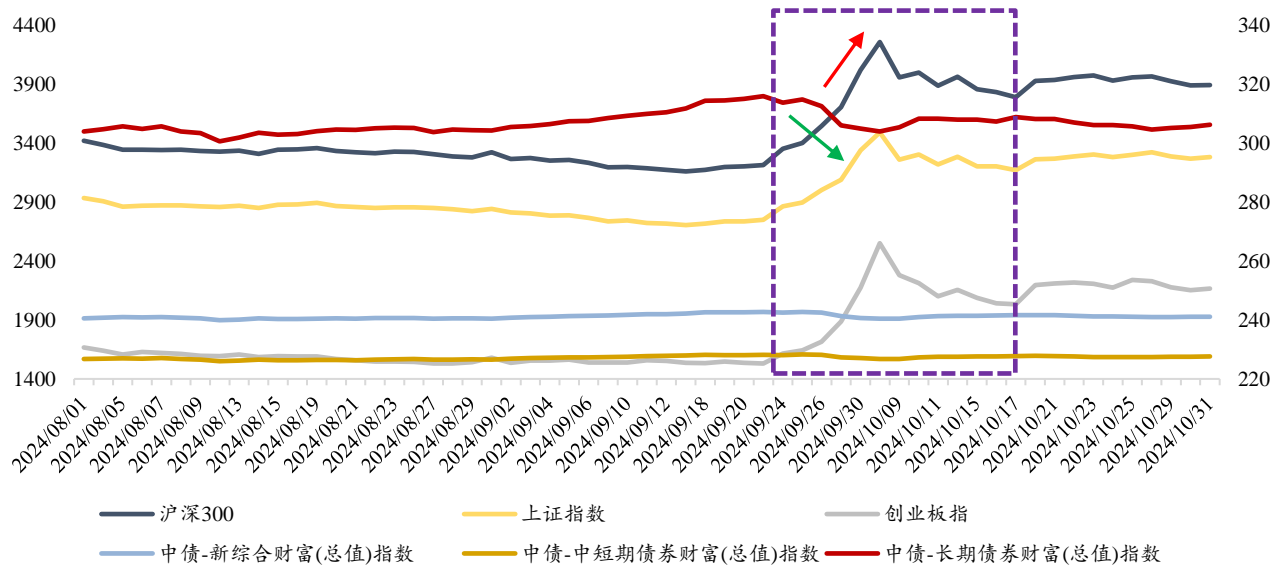
类型	2024/10/31				2023/12/31				较2023年末变化（BP）			
	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
国有大型商业银行	2.00	2.32	2.27	2.40	2.71	2.92	2.87	3.03	-71	-60	-60	-63
股份制商业银行	2.20	2.42	2.38	2.52	2.87	3.31	2.95	3.10	-68	-89	-57	-57
城市商业银行	3.05	3.85	2.95	2.81	4.10	4.63	4.33	3.71	-104	-78	-137	-89
农村商业银行	3.52	4.40	3.44	3.60	4.73	5.53	4.90	5.31	-121	-113	-145	-171
外资法人银行	2.18	3.55	2.76	-	3.07	4.67	4.17	3.21	-88	-112	-140	-

## 2. “存量时代”下，如何择时？

## 2.1 择时思路：信用债vs股票在股债跷跷板阶段的资产品种切换

- ✓ 所谓股债跷跷板，即股票市场与债券市场之间往往呈现出此消彼长的关系
  - 当股票市场表现强势时，资金往往会流向股市以追逐更高的收益，从而使得债券市场相对遇冷；反之，当股市面临调整压力或不确定性增加时，资金则可能转而流入债券市场寻求风险对冲，从而推动债券价格上涨
  - 因此，若不考虑大宗商品、外汇等其他风险资产种类，资金的逐利属性和避险属性系引起由股票与债券两大主要证券类型构建的二维资本市场多次出现“股债跷跷板”现象的关键推手
- ✓ 自2024年9月24日，国务院新闻办公室举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会，一系列积极政策的出台扭转市场预期，大量资金由债市流向股市，权益市场数据亮眼，而债券市场行情走弱，“股债跷跷板”迹象显现
  - 权益市场反应迅速，主要指数由9月24日开始明显走高，并在此后数日直至国庆假期前维持涨势；其中9月30日权益市场单日涨幅最为显著，上证指数、沪深300、创业板指涨幅分别达8.06%、8.46%、15.36%
  - 债券市场主要指数则在9月24日当天转为下行，中债新综合财富指数、中债中短期债券财富指数、中债长期债券财富指数单日跌幅分别为0.10%、0.07%、0.69%，直至国庆假期之前总体呈现下行趋势，交易情绪受权益市场影响明显走弱

图：近期权益市场、债券市场指数走势（单位：点）



表：权益市场、债券市场指数日涨跌幅（单位：%）

时间	上证指数	沪深300	创业板指	中债-新综合财富(总值)指数	中债-中短期债券财富(总值)指数	中债-长期债券财富(总值)指数
2024/09/24	4.15	4.33	5.54	-0.10	-0.07	-0.69
2024/09/25	1.16	1.48	1.62	0.08	0.13	0.34
2024/09/26	3.61	4.23	4.42	-0.08	-0.05	-0.74
2024/09/27	2.89	4.47	10.00	-0.49	-0.38	-2.09
2024/09/30	8.06	8.48	15.36	0.22	0.25	1.24

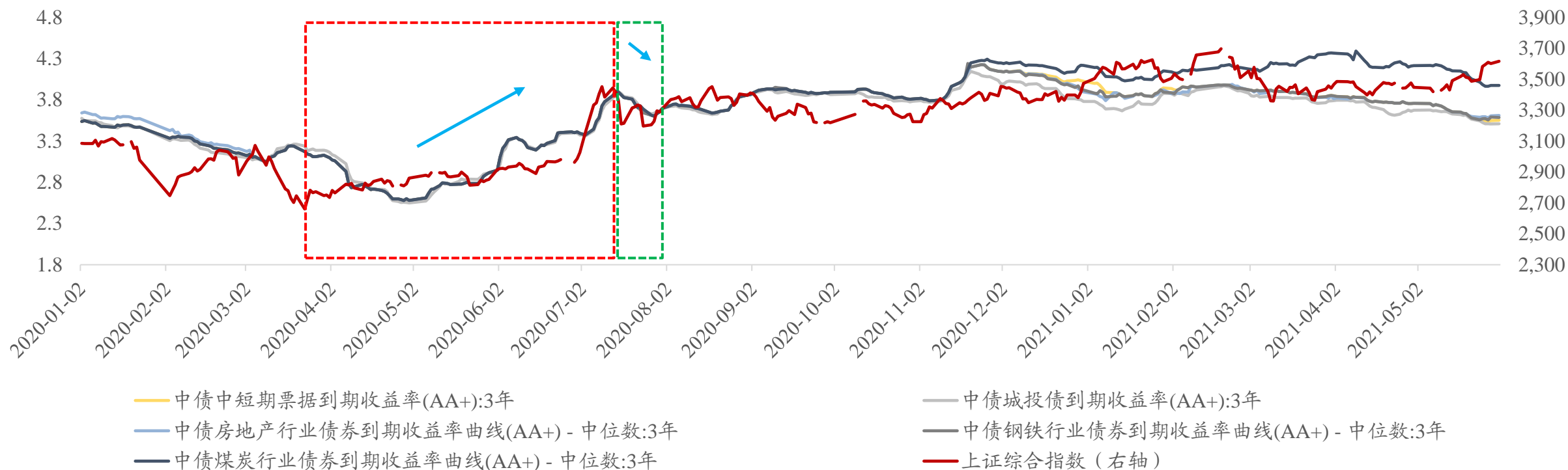
## 2.1 择时思路：信用债vs股票在股债跷跷板阶段的资产品种切换

✓ 2020年以来已发生两次较显著的“股债跷跷板”效应，分别为2020年3月-7月和2022年11月-12月，期间股市和债市呈现出明显的反向变动趋势，股市行情持续走强的同时信用债主要品种收益率大幅上升，意味着债市行情的持续走弱

### ✓ 第一次股债跷跷板（2020年3月-7月）

- 一方面，信用债收益率转为上行的时间点明显滞后于上证综指，即权益市场走强的节奏与信用债市场并不同步，存在一个多月的时滞，或主要系信用债流动性偏弱导致调仓偏慢以及权益多头市场开启初期投资者仍偏谨慎态度所致
- 另一方面，信用债板块内各主要品种自身的收益率上行起点和上行幅度差异不大，即中短久期、高评级的信用债各品种抗跌能力相近，并未明显展现出品种内部的流动性差异

图：上证综合指数vs信用债主要品种收益率走势（2020年股债跷跷板阶段）（单位：%；点）



## 2.1 择时思路：信用债vs股票在股债跷跷板阶段的资产品种切换

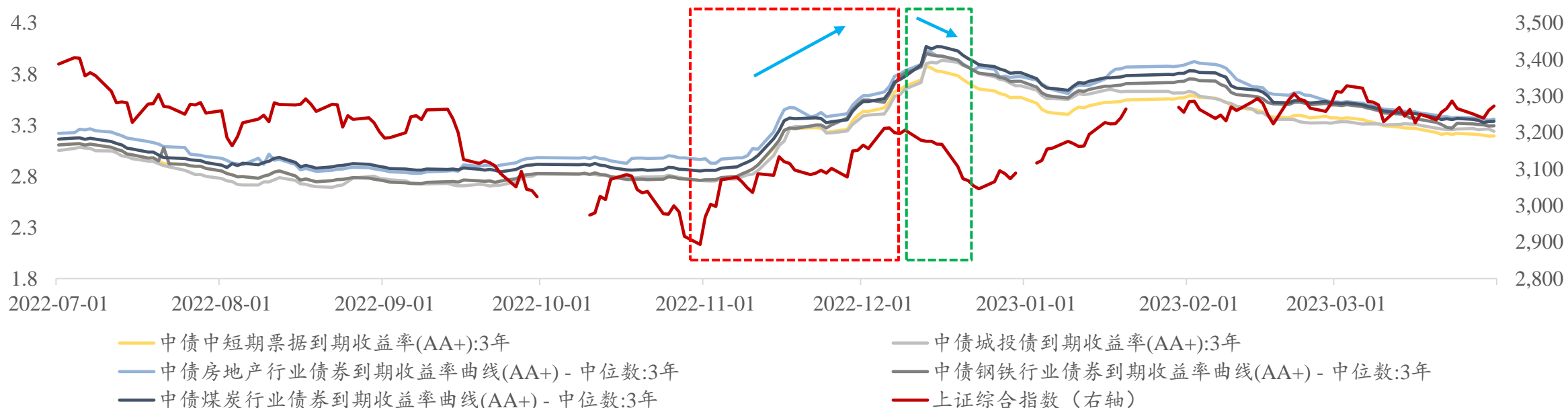
### ✓ 第二次股债跷跷板（2020年3月-7月）

- 在进入股债跷跷板阶段的时间点方面，与阶段一相似，阶段二同样呈现信用债收益率转为上行的时间点明显滞后于上证综指的特性，但不同点在于，阶段二的时滞缩短为仅一周，或与理财净值化管理转型已基本至尾声但投资者教育和理财产品投资销售策略尚未成熟相关
- 在信用债各主要品种的抗跌能力方面，阶段二同样近似阶段一，呈现上行起点与上行幅度基本一致的态势，但不同点在于阶段二期间，各品种在面临资金调仓之初的反应速度和资金持续调仓过程中的调整幅度更为趋同，或表明机构行为在面临跷跷板行情时的一致性程度明显抬升

### ✓ 在股债跷跷板效应的末期，阶段一和阶段二均呈现权益资产先于信用债资产见顶的态势，但信用债收益率与上证综指分别重新转为下行之间的时滞明显短于股债跷跷板效应的初期

- 表明在跷跷板行情尾声，市场情绪逐步趋于平稳并开始重新审视股票与债券二者之间的配置性价比，在股票处于高位时已着手布局资产品种的切换，因此当权益资产开始回落后不久，投资者或选择适度止盈，债券资产重启资金流入
- 在股债强弱切换约两周后，权益资产与信用债资产的走势相关性有所减弱并呈现分化态势，或表明二者因更多受到板块内部基本面影响而开始走出各自的独立行情

图：上证综合指数vs信用债主要品种收益率走势（2022年股债跷跷板阶段）（单位：%；点）



## 2.2 择时思路：信用债细分品种切换规律

### ✓ 单日涨跌幅：

- 5年期及以上的中长端信用债整体收益率迅速转为上行，在信用债板块中先于其他细分品种提示债市或开始转熊
- 短端信用债反应速度则受评级影响而有所不同，其中中低评级总体反应更快，表现为先于高评级品种转为上行且较高评级品种上行幅度稍大，而高评级短端信用债则由于避险情绪和流动性需求的缘故，在跷跷板效应初期表现为收益率的小幅下降，后续随着资金的不断流出而逐步转为上行

### ✓ 期间涨跌幅：

- 短端信用债收益率整体上行幅度略大于中长端，或提示在跷跷板效应接近尾声时，中长端信用债会因期间的快速上行而更快调整至估值合适的点位，因此在权益市场结束持续上涨的时点已被负债端相对稳定的投资者提前左侧布局，并获利于风险偏好再次切换时的资本利得收益
- 同期限内高评级信用债收益率整体上行幅度小于中低评级，或系高评级债券较中低评级具备更强的“防御”属性所致

表：上证综合指数vs不同评级、不同期限的中短期票据（单位：%；BP）

	第一次股债跷跷板阶段				第二次股债跷跷板阶段				本次股债跷跷板阶段		
	2020/3/20	单日涨跌幅	2020/7/13	期间涨跌幅	2022/11/2	单日涨跌幅	2022/12/14	期间涨跌幅	2024/9/24	单日涨跌幅	截至10/31涨跌幅
上证综合指数	2745.62	1.61%	3443.29	25.41%	2969.20	2.62%	3176.53	6.98%	2,863.13	4.15%	14.55%
1Y/AAA	2.5092	-2.27	3.0427	53.35	2.1472	2.13	3.0361	88.89	2.0001	-0.99	7.35
1Y/AA+	2.6792	-0.27	3.2227	54.35	2.2747	1.12	3.3239	104.92	2.0952	-0.98	9.85
1Y/AA	2.8492	1.73	3.4927	64.35	2.3647	2.12	3.5739	120.92	2.1651	0.01	19.35
1Y/AA-	4.9992	1.73	5.6627	66.35	4.7547	2.12	5.9639	120.92	2.7552	0.02	34.35
3Y/AAA	3.051	-3.75	3.6684	61.74	2.5487	0.67	3.5310	98.23	2.0813	-0.13	19.69
3Y/AA+	3.221	-1.75	3.8484	62.74	2.7670	0.67	3.8596	109.26	2.1913	-0.13	22.69
3Y/AA	3.391	-0.75	4.1684	77.74	2.9270	1.67	4.1096	118.26	2.2713	-0.13	32.69
3Y/AA-	5.541	-0.75	6.3384	79.74	5.3170	1.67	6.4996	118.26	3.0813	0.87	49.69
5Y/AAA	3.4324	1.99	4.0288	59.64	2.9037	0.00	3.6518	74.81	2.1551	0.00	24.19
5Y/AA+	3.6024	1.99	4.3088	70.64	3.1371	0.00	3.9851	84.80	2.2951	0.50	29.69
5Y/AA	3.9024	-0.01	4.6688	76.64	3.5671	0.00	4.3051	73.80	2.4601	0.00	39.19
5Y/AA-	6.0824	-0.01	6.8388	75.64	5.9571	0.00	6.6951	73.80	3.4201	1.00	60.19
7Y/AAA	3.5589	0.23	4.0653	50.64	3.1260	0.01	3.6524	52.64	2.2100	1.00	22.29
7Y/AA+	3.8889	0.23	4.4153	52.64	3.4357	0.01	3.9922	55.65	2.3500	1.00	28.79
7Y/AA	4.4189	0.23	4.8053	38.64	3.8757	0.01	4.3122	43.65	2.5200	1.00	39.79
10Y/AAA	3.8607	0.23	4.141	28.03	3.3176	0.01	3.7181	40.05	2.3136	1.36	27.66
10Y/AA+	4.1907	0.23	4.501	31.03	3.6274	0.01	4.0779	45.05	2.5186	1.36	36.15
10Y/AA	4.7207	0.23	4.891	17.03	4.0674	0.01	4.3979	33.05	2.7386	1.36	46.15
15Y/AAA	4.0887	0.23	4.3597	27.10	3.6428	0.01	3.8979	25.51	2.3700	1.00	26.08
15Y/AA+	4.4187	0.23	4.7197	30.10	3.9528	0.01	4.2579	30.51	2.5800	1.00	37.08

## 2.2 择时思路：城投债板块细分品种切换规律

- ✓ 单日涨跌幅：
  - 不同久期城投债对于权益市场向好的敏感度存在一定差异，其中中长端敏感度稍强于短端，表现为中长端收益率以扭转走势居多且变动幅度较大
  - 不同评级城投债变化幅度基本一致，其中中低评级品种跌幅较高评级稍大，总体未呈现显著差异
- ✓ 期间涨跌幅：
  - 中长端城投债收益率上行幅度总体小于短端，且同期高评级收益率整体上行幅度小于中低评级，此表现与信用债整体一致，表明城投债板块中，中长端个券收益率先于短端见顶回落，配置性价比较短端相对更早凸显，同时中低评级个券弹性更大，更易在股债跷跷板阶段出现超调机会
- ✓ 行情前期策略：适宜从中长端、中低评级城投债品种向短端、高评级切换以“防御”可能出现的赎回潮、避免回撤过大
- ✓ 行情中期策略：可适度调整仓位并左侧布局部分调整幅度较大的中长端城投债，攫取权益市场情绪降温时期出现的价差收益
- ✓ 行情后期策略：根据负债端稳定性及风险偏好，考虑适当信用下沉，捕捉中低评级城投债在资产品种切换过程中因收益率超调而出现的估值错杀机会

表：上证综合指数vs不同评级、不同期限的城投债（单位：%；BP）

	第一次股债跷跷板阶段				第二次股债跷跷板阶段				本次股债跷跷板阶段		
	2020/3/20	单日涨跌幅	2020/7/13	期间涨跌幅	2022/11/2	单日涨跌幅	2022/12/14	期间涨跌幅	2024/9/24	单日涨跌幅	截至10/31涨跌幅
上证综合指数	2745.62	1.61%	3443.29	25.41%	3225.12	0.02%	3369.12	4.46%	2,863.13	4.15%	14.55%
1Y/AAA	2.5735	-2.28	3.0728	49.93	2.1415	0.19	3.1790	103.75	2.0454	-0.36	6.35
1Y/AA+	2.6835	-0.28	3.2028	51.93	2.2376	0.19	3.4652	122.76	2.0953	-0.36	8.35
1Y/AA	2.8035	-0.28	3.3428	53.93	2.3276	0.19	3.9852	165.76	2.1653	-0.36	13.35
1Y/AA-	4.2535	-2.28	4.3728	11.93	4.0776	0.19	5.5552	147.76	2.3853	-0.36	38.35
3Y/AAA	3.1516	-2.00	3.6889	53.73	2.5681	-0.29	3.5770	100.89	2.1367	2.00	16.45
3Y/AA+	3.2616	0.00	3.8189	55.73	2.7574	-0.29	3.9162	115.88	2.1956	1.00	17.45
3Y/AA	3.3766	0.00	3.9839	60.73	2.8824	-0.29	4.3012	141.88	2.2956	1.00	17.45
3Y/AA-	5.1766	1.00	5.9239	74.73	5.3524	-0.29	6.7912	143.88	2.7206	3.00	28.45
5Y/AAA	3.4453	0.07	4.0413	59.60	2.9237	-1.25	3.6629	73.92	2.1951	1.51	24.02
5Y/AA+	3.5853	2.07	4.2313	64.60	3.1538	-0.25	4.0829	92.91	2.2846	1.51	25.02
5Y/AA	3.7003	2.07	4.4463	74.60	3.4088	-0.25	4.4279	101.91	2.3996	1.51	27.02
5Y/AA-	5.7503	2.07	6.7363	98.60	6.1088	-0.25	7.0679	95.91	3.1696	2.51	57.02
7Y/AAA	3.6153	-0.26	4.0907	47.54	3.2818	0.00	3.7403	45.85	2.2574	1.00	18.63
7Y/AA+	3.7853	-0.26	4.2807	49.54	3.5903	0.00	4.1187	52.84	2.3860	1.00	22.63
7Y/AA	4.0953	-0.26	4.6007	50.54	3.8803	0.00	4.4787	59.84	2.5160	1.00	26.63
7Y/AA-	6.4253	-0.26	7.0007	57.54	6.5803	0.00	7.1287	54.84	3.6560	1.00	32.63
10Y/AAA	3.9422	-0.37	4.1953	25.31	3.3377	0.66	3.7966	45.89	2.3727	1.11	27.18
10Y/AA+	4.1522	-0.37	4.4153	26.31	3.7078	0.66	4.2067	49.89	2.5332	1.11	37.18
10Y/AA	4.4622	-0.37	4.7553	29.31	4.0678	0.66	4.6167	54.89	2.7032	1.11	47.18
10Y/AA-	6.7922	-0.37	7.1753	38.31	6.7678	0.66	7.2767	50.89	3.9932	1.11	43.18

## 2.2 择时思路：城投债板块细分区域切换规律

- ✓ 跷跷板行情降低了城投债的区域性差异，不同区域在收益率转变方向上更为趋同，但当股市冲击来临时，弱资质区域城投债在转跌时点上总体先于强资质区域、在转跌幅度上总体大于强资质区域，提示需基于自身所持仓区域的信用资质情况相应预备策略抵御跷跷板行情来临时的扰动
  - 单日涨跌幅：不同区域城投债在跷跷板行情开始首日的估值变化呈现较高的一致性，且一致性程度显著高于品种视角。本次跷跷板行情开启之时不同区域的城投债利差变化情况与第一次更为相似，多数区域再度呈现小幅走扩态势，但走扩幅度明显小于第一次。
  - 期间涨跌幅：区域视角下的城投债估值变化的一致性程度虽较品种视角有所不及，但正伴随利率下行和严监管趋势逐步增强，或表明在受到权益市场走强冲击之下，城投债分化走势暂缓、市场对不同区域的城投债均在短时间内转持谨慎态度的变化不断强化。

表：上证综合指数vs不同区域的城投债（单位：%；BP）

	第一次股债跷跷板阶段				第二次股债跷跷板阶段				本次股债跷跷板阶段			最高成交个券	最高成交主体
	2020/3/20	单日涨跌幅	2020/7/13	期间涨跌幅	2022/11/1	单日涨跌幅	2022/12/14	期间涨跌幅	2024/9/24	单日涨跌幅	截至10/31涨跌幅		
上证	2746	1.61%	3443	25.41%	2969	2.62%	3177	6.98%	2863	4.15%	14.55%	-	-
北京	109	2.79	98	-10.61	70	-1.34	156	86.44	50	0.08	18.36	24中关村04	天恒置业
天津	218	1.32	216	-1.83	356	-1.03	452	95.50	84	1.22	29.92	24津城建MTN006	天津城投集团
河北	227	2.56	213	-13.79	167	-1.26	277	109.86	68	0.58	29.54	24秦皇城投CP002	曹国控
山西	202	3.27	200	-2.39	165	-1.21	265	99.44	63	-0.32	27.24	24太原国投MTN003	太原龙投
内蒙古	414	5.16	445	30.60	214	-1.33	304	89.62	172	0.31	15.67	21包交01	包头交发
安徽	191	2.61	180	-10.86	120	-1.48	232	111.17	65	0.11	25.24	24江东04	淮北建投
福建	158	2.50	152	-5.82	92	-1.47	195	102.60	58	0.21	22.51	19宁德交投债01	晋江城建
江苏	216	2.26	200	-16.23	131	-1.28	232	100.93	62	0.23	24.13	24南通沿海SCP009	南京地铁
山东	231	2.43	230	-0.39	287	-0.76	383	96.12	101	0.26	29.16	24青岛地铁MTN002A	青岛地铁
上海	93	2.06	77	-15.77	51	-1.28	123	72.46	45	0.15	20.39	21奉贤交通MTN002	奉贤交能
浙江	187	2.81	176	-10.72	95	-1.49	197	101.77	57	0.14	24.58	24虞开02	湖州城市集团
湖北	191	2.25	180	-10.51	150	-1.19	250	99.55	67	0.15	27.51	24黄石城发CP001	黄石城发
湖南	295	3.07	293	-2.86	232	-1.70	332	99.95	76	0.32	27.57	24常德经建SCP002	株洲城发集团
河南	212	2.41	211	-1.22	194	-1.01	301	107.18	78	0.30	32.95	24港投04	航空港投资
江西	237	2.48	236	-1.10	191	-1.52	298	107.79	74	0.31	28.82	24赣州发展MTN002	上饶城投
广东	128	2.72	110	-18.06	65	-1.38	149	83.92	60	0.41	19.94	21江门滨江PPN002	滨江管理
广西	289	2.48	303	13.26	556	-0.50	631	75.73	124	0.44	28.72	24柳州建投MTN005	东城集团
海南	0	0.00	0	0.00	113	-0.76	225	111.27	61	0.63	29.99	24洋浦开发MTN001	洋浦控股
黑龙江	384	2.32	361	-22.47	388	2.90	459	70.89	111	0.74	19.18	24哈城投CP001	哈尔滨城投
吉林	361	2.38	399	38.26	446	-1.37	549	102.60	79	0.28	31.14	23长发集团MTN002	吉高集团
辽宁	354	2.05	357	3.05	448	-1.05	525	77.38	160	0.47	20.54	24沈阳地铁MTN006B	沈阳地铁
甘肃	227	5.21	223	-4.14	911	-0.39	878	-33.21	105	0.31	25.61	24甘肃建设CP001	甘肃交建
宁夏	132	1.75	142	10.60	453	5.65	547	94.46	111	1.05	35.04	23银创03	产城资本
青海	200	4.65	198	-2.37	859	0.44	947	88.01	123	0.96	36.87	24西宁城投MTN002	西宁城投
陕西	250	1.83	245	-4.36	276	-1.13	379	102.60	89	0.25	42.59	21高控03	高新控股
新疆	226	3.18	208	-18.00	161	-1.53	268	106.49	70	0.12	29.41	24乌城轨MTN002	乌鲁木齐地铁
四川	304	3.22	295	-9.19	280	-1.33	375	94.37	92	0.20	25.64	24港荣投资MTN001	成都高投
重庆	276	3.05	271	-5.47	262	-0.81	363	100.84	85	0.26	30.29	24涪新02	长寿开投
云南	293	2.62	298	5.60	476	-0.45	586	110.31	153	1.17	30.41	24交通01	昆明安居
贵州	391	1.97	411	19.66	800	-2.78	883	83.76	244	0.26	16.76	24遵义道桥PPN001	遵义道桥
西藏	114	3.01	96	-17.60	90	-1.03	201	111.54	58	-0.19	27.44	23藏投01	拉萨城投

## 2.2 择时思路：产业债板块细分品种和行业切换规律

### ✓ 单日涨跌幅：

- 第一次股债跷跷板阶段开始首日，不同期限、不同评级的产业债受权益市场向好影响的差异较大；其中地产债、钢铁债和煤炭债的短端高评级个券收益率均仍持续下行而短端中低评级个券明显转为上行，中长端个券收益率则总体仍以下行为主
- 第二次股债跷跷板阶段开始首日，不同期限、不同评级的产业债个券的收益率变化表现则更为接近，基本迅速转为上行，对权益市场走强的敏感度明显提升
- 本次股债跷跷板阶段开始首日，地产债个券复现阶段二首日的同质化走势，而钢铁债、煤炭债则复现阶段一首日的差异化走势，或意味着钢铁债与煤炭债品种在权益市场走强的过程中敏感度较地产债有所不及。此外，或由于受到板块基本面影响，地产债板块短端个券流动性稍好于中长端故短端收益率变化幅度稍大，而钢铁债和煤炭债板块个券则未见久期与流动性的强相关性，表现为长短端相差不大的单日涨跌幅波动区间

表：上证综合指数vs不同评级、不同期限的地产债、钢铁债、煤炭债（单日涨跌幅）（单位：%；BP）

	第一次股债跷跷板阶段						第二次股债跷跷板阶段						本次股债跷跷板阶段					
	地产		钢铁		煤炭		地产		钢铁		煤炭		地产		钢铁		煤炭	
	2020-3-20	单日涨跌幅	2020-3-20	单日涨跌幅	2020-3-20	单日涨跌幅	2022-11-2	单日涨跌幅	2022-11-2	单日涨跌幅	2022-11-2	单日涨跌幅	2024-9-24	单日涨跌幅	2024-9-24	单日涨跌幅	2024-9-24	单日涨跌幅
上证综合指数	2745.62	1.61%	2745.62	1.61%	2745.62	1.61%	2969.2	2.62%	2969.2	2.62%	2969.2	2.62%	2,863.13	4.15%	2,863.13	4.15%	2,863.13	4.15%
1Y/AAA、AAA-	2.5467	-2.34	2.5892	-1.27	2.5092	-2.27	2.2196	2.12	2.2147	2.12	2.1472	2.13	2.1535	-0.85	2.0452	-0.98	2.0001	-0.99
1Y/AA+	2.6792	-0.27	2.6792	-0.27	2.6792	-0.27	2.3594	1.25	2.3696	3.08	2.2994	0.23	2.2437	-0.97	2.1066	-0.9	2.0952	-0.98
1Y/AA	3.2014	6.82	2.9981	6.35	3.0749	-1.19	3.8782	6.14	2.9422	4.58	2.4163	2.15	2.4114	1.85	2.1653	0.01	2.2146	0
1Y/AA-	6.3377	2.66	5.4166	1.87	5.4099	1.8	6.5405	4.82	5.1517	2.3	5.659	2.52	4.0501	0.02	2.9905	0.02	3.285	0.02
3Y/AAA、AAA-	3.0735	-3.91	3.141	-1.75	3.051	-3.75	2.5487	0.67	2.637	0.67	2.5487	0.67	2.251	1.1	2.1363	-0.13	2.0813	-0.13
3Y/AA+	3.2217	-1.73	3.221	-1.75	3.221	-1.75	2.9732	0.94	2.767	0.67	2.8594	0.65	2.3048	1.12	2.2386	-0.48	2.1913	-0.13
3Y/AA	3.5948	-0.86	3.5536	9.97	3.7917	-0.78	3.7166	0.54	3.9654	7.28	3.3422	1.74	2.6769	-0.14	2.4158	-0.14	2.2714	-0.13
3Y/AA-	6.987	-2.41	6.0037	-0.81	5.9962	-0.9	7.314	4.43	5.761	1.81	6.3282	1.98	4.5216	1.28	3.3386	0.94	3.6674	1.04
5Y/AAA、AAA-	3.4577	1.86	3.5224	2.99	3.4324	1.99	2.9037	0	2.9971	0	2.9037	0	2.3308	1.28	2.2251	0.5	2.1551	0
5Y/AA+	3.6032	2.02	3.6024	1.99	3.6024	1.99	3.3709	0.25	3.1371	0	3.2418	-0.06	2.414	1.84	2.3446	0.15	2.2951	0.5
5Y/AA	4.137	-0.08	4.0896	12.35	4.3635	0.05	4.5294	-1.93	4.8325	6.14	4.0731	-0.2	2.8994	0.02	2.6166	0	2.4601	-0.01
5Y/AA-	7.6696	-1.62	6.5903	-0.01	6.5821	-0.1	8.1945	2.39	6.4545	0	7.0901	0	5.0187	1.46	3.7057	1.08	4.0706	1.19

## 2.2 择时思路：产业债板块细分品种和行业切换规律

### ✓ 期间涨跌幅：

- 三次股债跷跷板期间地产债、钢铁债、煤炭债三个主要产业债品种的收益率均有上行
- 久期而言，中短端产业债个券收益率上行幅度大于长端；评级而言，高评级产业债个券收益率上行幅度小于中低评级，此表现与信用债整体以及城投债板块一致
- 产业债板块内部同样适用短端个券在跷跷板行情开始之后率先生成“防守”配置价值+长端个券在跷跷板行情结束之前率先生成“进攻”配置价值的资产仓位调整策略
- 鉴于产业债板块波动较大且流动性一般，故建议在处于股债跷跷板阶段期间、“债牛”信号尚未透露时仍以高评级产业债持仓为主，保证安全边际、控制期间回撤

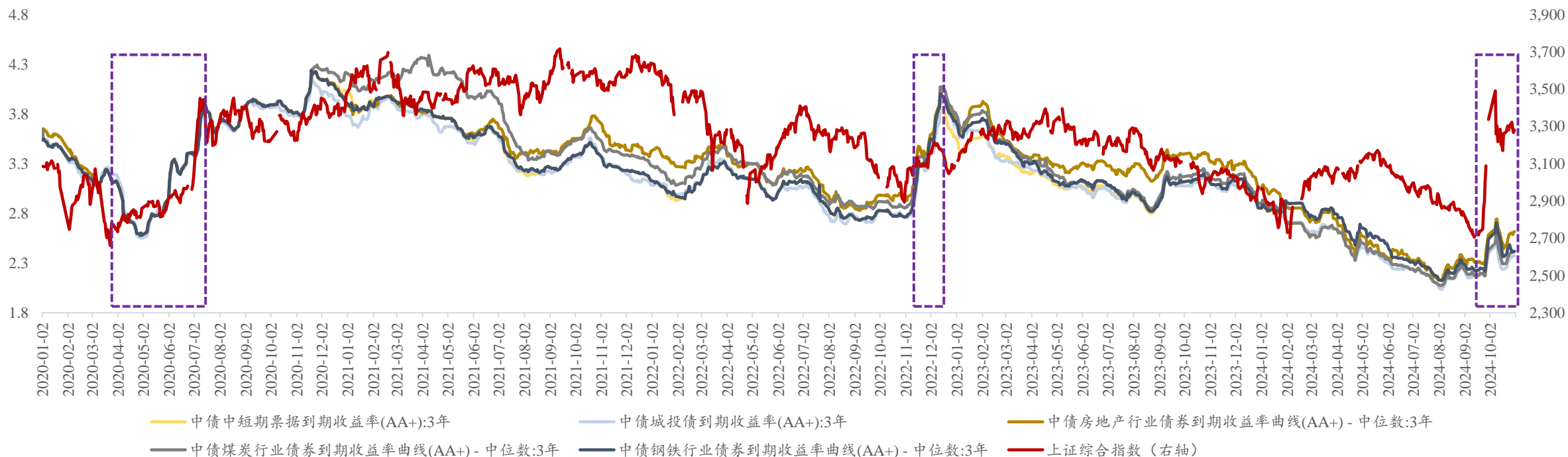
表：上证综合指数vs不同评级、不同期限的地产债、钢铁债、煤炭债（期间涨跌幅）（单位：%；BP）

	第一次股债跷跷板阶段						第二次股债跷跷板阶段						本次股债跷跷板阶段		
	地产		钢铁		煤炭		地产		钢铁		煤炭		地产	钢铁	煤炭
	2020-7-13	期间涨跌幅	2020-7-13	期间涨跌幅	2020-7-13	期间涨跌幅	2022-12-14	期间涨跌幅	2022-12-14	期间涨跌幅	2022-12-14	期间涨跌幅	截至10/31涨跌幅	截至10/31涨跌幅	截至10/31涨跌幅
上证综合指数	3443.29	25.41%	3443.29	25.41%	3443.29	25.41%	3176.53	6.98%	3176.53	6.98%	3176.53	6.98%	14.55%	14.55%	14.55%
1Y/AAA、AAA-	3.0489	50.22	3.1327	54.35	3.046	53.68	3.0361	81.65	3.1539	93.92	3.0361	88.89	6.21	7.85	7.35
1Y/AA+	3.2227	54.35	3.2227	54.35	3.2227	54.35	3.6189	125.95	3.5626	119.3	3.5132	121.38	12.94	27.21	9.85
1Y/AA	3.9355	73.41	3.7391	74.1	4.1046	102.97	4.9934	111.52	4.6121	166.99	3.8144	139.81	53.04	23.95	18.75
1Y/AA-	7.364	102.63	6.1355	71.89	6.1565	74.66	7.918	137.75	6.4619	131.02	7.0982	143.92	50.49	37.28	40.95
3Y/AAA、AAA-	3.6684	59.49	3.7484	60.74	3.6724	62.14	3.4912	94.25	3.6596	102.26	3.531	98.23	13.22	19.19	19.69
3Y/AA+	3.8488	62.71	3.8484	62.74	3.8484	62.74	4.0105	103.73	3.987	122	4.0468	118.74	31.12	17.96	22.69
3Y/AA	4.4273	83.25	4.4817	92.81	4.4802	68.85	4.9683	125.17	5.2614	129.6	4.5637	122.15	42.50	28.40	35.25
3Y/AA-	7.9186	93.16	6.8677	86.4	6.8911	89.49	8.6293	131.53	7.0423	128.13	7.7357	140.75	72.91	53.84	59.13
5Y/AAA、AAA-	4.0288	57.11	4.2088	68.64	4.0332	60.08	3.6106	70.69	3.7851	78.8	3.6518	74.81	17.67	26.19	24.19
5Y/AA+	4.3092	70.6	4.3088	70.64	4.3088	70.64	4.1409	77	4.1166	97.95	4.1784	93.66	39.00	24.74	29.69
5Y/AA	4.9587	82.17	5.0197	93.01	5.018	65.45	5.2047	67.53	5.5117	67.92	4.7808	70.77	50.55	34.70	42.02
5Y/AA-	8.5437	87.41	7.4099	81.96	7.4352	85.31	8.8888	69.43	7.2541	79.96	7.9684	87.83	88.32	65.21	71.63

## 2.3 扰动增多的震荡市中，信用债如何择时？

- ✓ 综上所述，基于2020年3-7月、2022年11-12月两次“股债跷跷板”行情的经验
  - 在行情初期，信用债市场反应往往有所滞后，慢于权益市场及利率债市场，短期内信用债收益率可能保持稳定甚至继续下行
  - 在行情末期，信用债市场反应同样滞后于权益市场及利率债市场，但时滞明显缩短
- ✓ 择时策略：
  - 股市走强伊始，短端高评级信用债在不确定的市场环境中或可展现出更强的抗跌韧性，成为行情波动时期的优选配置，故建议以中短久期、中高评级品种为底仓，逢调整时增配3Y以内中高评级城投债以及2Y以内大中型央企国企产业债
  - 相对而言，长端中低评级信用债由于波动幅度较大，在债市调整阶段或更易出现超跌走势，故可在权益多头市场尾声阶段利用大幅调整过后带来的偏低估值增厚收益，但负债端稳定性一般的投资者需谨慎中长期、中低评级信用债在拐点出现前的回撤放大风险

图：上证综合指数vs信用债主要品种收益率走势（单位：%；点）

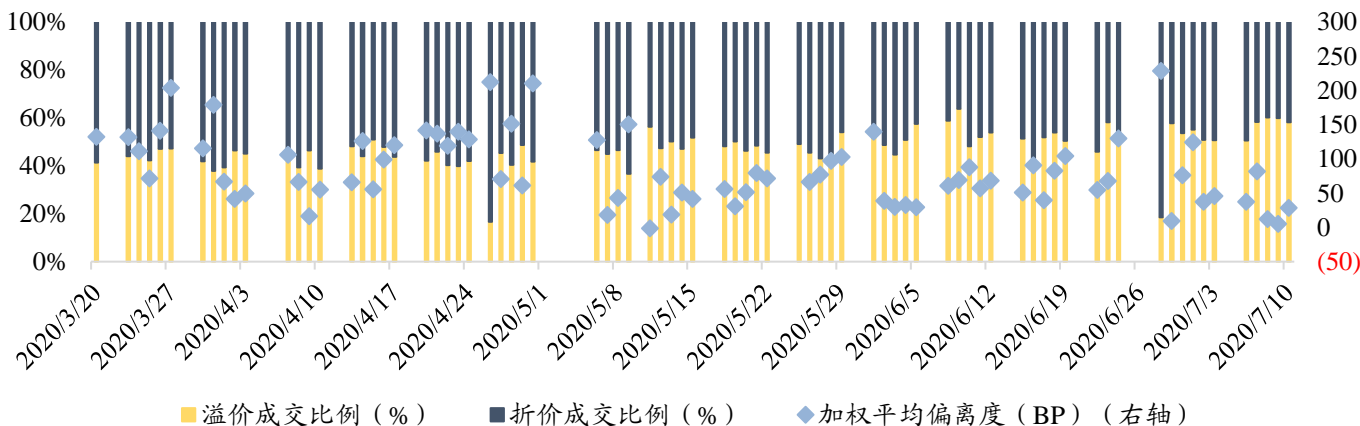


### 3. “存量时代”下，如何择券？

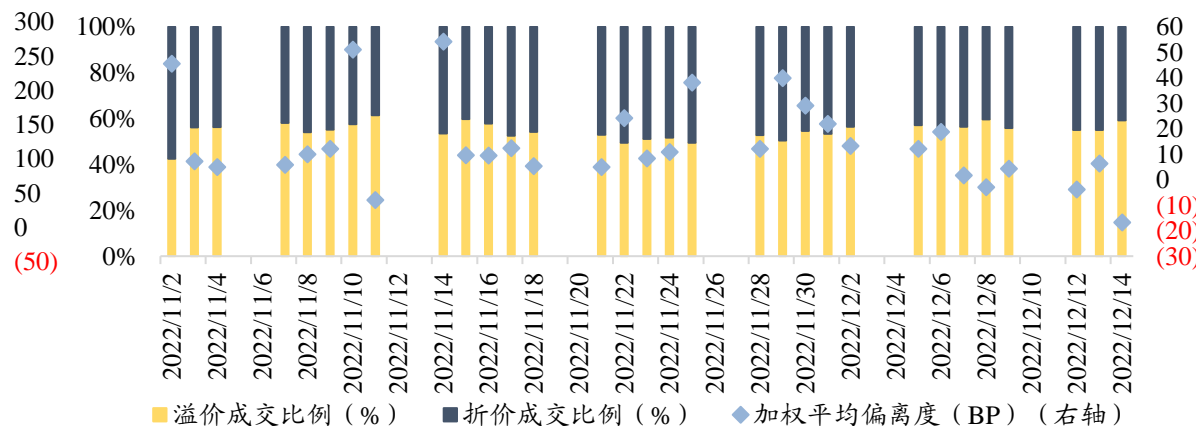
### 3.1 择券思路1：从成交情绪判断板块机会

- ✓ 震荡市行情中，城投债板块交易情绪总体稍强于产业债板块，即可更快从权益市场走强冲击中有所修复，表明在行情走势不确定性较高的情形下，城投债静态收益率或可较产业债更快进入反弹区间，因此板块内胜率或更具优势；而产业债板块因成交偏离度相对更大，故其赔率或较城投债更具优势
  - 表现为股债跷跷板行情持续期间，产业债板块发生折价成交的比例小幅高于城投债板块；
  - 伴随权益多头市场降温，城投债板块在跷跷板行情中期及末期呈现更为显著的溢价成交量上升，而产业债板块则基本与跷跷板行情初期相近。

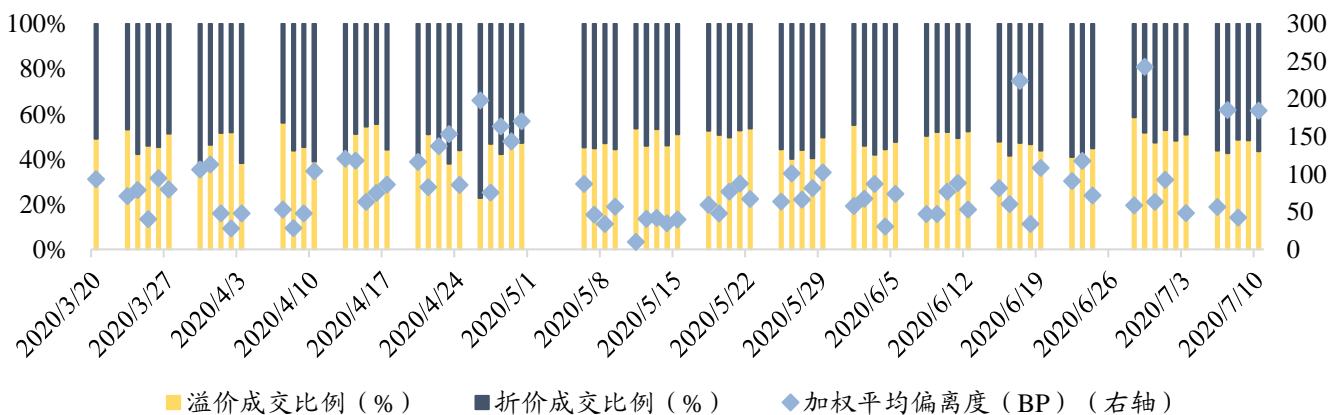
图：城投债第一次股债跷跷板阶段成交情况（单位：%；BP）



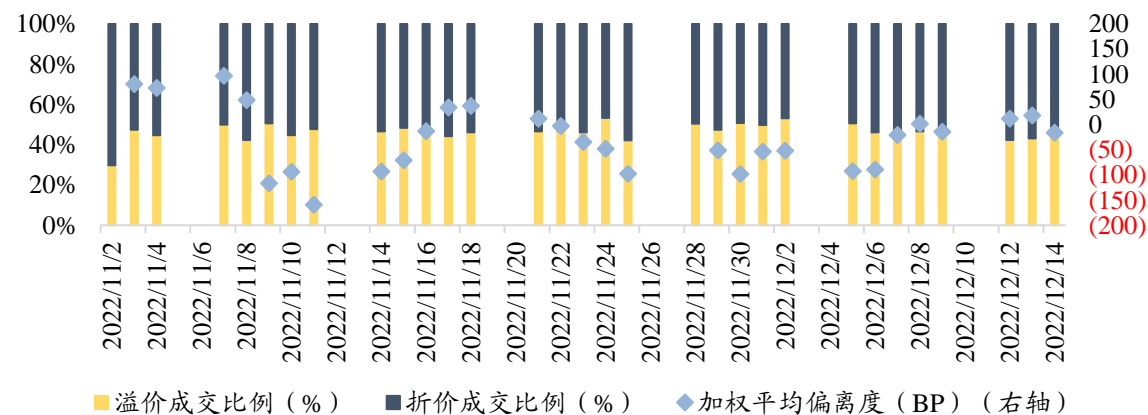
图：城投债第二次股债跷跷板阶段成交情况（单位：%；BP）



图：产业债第一次股债跷跷板阶段成交情况（单位：%；BP）



图：产业债第二次股债跷跷板阶段成交情况（单位：%；BP）



### 3.1 择券思路1：从成交情绪判断城投板块内区域机会

✓ 当前，“控新增、抓化债”的趋势叠加“资产荒”行情持续，一方面，经济基本面良好、产业资源丰富、退平台进度稳健、政企关系紧密的强资质区域，如经济强省、中部大省，或可凭借其较强的化债能力与市场化转型能力，来保障区域内3Y以内中高评级城投债的流动性与安全垫，增加该类区域内地市级、区县级平台在震荡市中的配置性价比；另一方面，部分弱资质区域的票息收益亦值得把握，可适度关注其中核心平台中短久期机会

➤ 跷跷板行情期间溢价成交均显著较多的区域包括浙江、广东、湖北、山西等地，在行情开始时折价成交比例较低、行情结束时溢价成交比例较高的区域包括浙江、湖北、吉林、重庆、四川、陕西、山西等地

表：股债跷跷板阶段各地区城投债成交情况（单位：%；天；BP）

地区	第一次股债跷跷板阶段									第二次股债跷跷板阶段								
	2020-3-20			期间折溢价成交情况			2020-7-10			2022-11-2			期间折溢价成交情况			2022-12-14		
	成交偏离度	溢价比例	折价比例	溢价天数	折价天数	成交偏离度	溢价比例	折价比例	成交偏离度	溢价比例	折价比例	溢价天数	折价天数	成交偏离度	溢价比例	折价比例		
北京	7.18	33%	67%	27	36	100.33	33%	67%	-	-	-	15	14	-18.09	75%	25%		
天津	85.88	50%	50%	34	35	27.20	63%	38%	-9.68	48%	52%	10	19	-43.28	68%	32%		
上海	30.43	0%	100%	37	18	-20.15	100%	0%	71.32	0%	100%	15	11	-9.31	60%	40%		
重庆	9.44	30%	70%	27	45	-14.34	63%	37%	-51.63	52%	48%	30	1	-9.82	71%	29%		
山东省	95.83	27%	73%	23	51	138.45	53%	47%	18.08	46%	54%	28	3	-19.82	69%	31%		
贵州省	177.96	25%	75%	16	45	-69.41	75%	0%	139.22	48%	52%	25	6	-553.69	79%	21%		
江苏省	222.96	54%	46%	24	53	34.98	47%	53%	129.68	22%	78%	14	17	-10.02	49%	51%		
辽宁省	-115.49	50%	50%	17	32	-14.65	100%	0%	-	-	-	6	12	-	-	-		
浙江省	3.77	52%	48%	38	35	4.93	56%	44%	140.85	13%	87%	27	4	-18.23	64%	36%		
湖南省	287.07	19%	81%	22	52	-2.28	54%	40%	7.85	50%	50%	25	5	-15.62	65%	35%		
四川省	167.38	29%	71%	27	44	-21.78	44%	56%	98.57	53%	47%	27	4	-22.10	77%	23%		
广东省	29.13	0%	100%	36	23	-48.44	100%	0%	-6.49	100%	0%	19	4	-14.20	71%	29%		
云南省	2.77	33%	67%	14	46	-17.66	60%	40%	-40.12	33%	67%	13	15	-7.00	58%	42%		
河北省	5.66	0%	100%	31	33	-2.23	63%	38%	-46.16	50%	50%	23	6	-30.49	74%	26%		
福建省	36.55	27%	73%	35	25	-57.21	70%	30%	54.95	0%	100%	16	13	-16.55	53%	47%		
河南省	108.01	40%	60%	35	37	-0.16	60%	40%	28.76	40%	60%	28	3	-10.60	66%	34%		
陕西省	42.77	45%	55%	26	38	70.31	64%	36%	-97.43	60%	40%	23	4	18.43	61%	39%		
湖北省	12.37	53%	47%	39	34	-7.61	69%	31%	17.01	50%	50%	19	9	-18.87	56%	44%		
江西省	30.16	25%	75%	29	38	49.50	65%	35%	25.36	42%	58%	20	11	-12.41	49%	51%		
吉林省	1.71	67%	33%	34	29	-14.74	75%	25%	-0.06	50%	50%	11	12	17.56	0%	100%		
山西省	15.98	0%	100%	37	25	223.16	56%	44%	19.12	75%	25%	17	10	-0.64	65%	35%		
甘肃省	23.10	0%	100%	24	35	-28.75	75%	25%	916.66	0%	100%	24	2	68.50	63%	38%		
安徽省	94.08	41%	59%	37	29	-4.32	71%	29%	27.06	13%	88%	15	14	-5.80	53%	47%		
广西	3.72	33%	67%	33	25	-10.20	83%	17%	186.79	44%	56%	21	8	-56.93	48%	52%		
新疆	7.51	33%	67%	32	27	-0.34	60%	40%	11.72	50%	50%	13	13	63.44	23%	77%		

### 3.1 择券思路1：从成交情绪判断产业板块内行业机会

✓ 尽管产业债板块在供给端具备优势，但由于受经济总量修复进度及周期演变影响，不同行业运营情况差异较大，或进而导致板块内主体信用资质及其债券流动性持续分化，叠加权益市场向好对于产业债板块资金虹吸力量更强，因此建议基于交易活跃度、经营稳健度和化债资金受益度三方面关注地产、建筑、环保、交通运输、公用事业等行业中的优质央国企、龙头民企的中高评级债券，控制久期在2Y以内，谨慎下沉

➤ 跷跷板行情期间溢价成交总体稍多的行业包括房地产、食品饮料等，在行情开始时折价成交比例稍低、行情结束时溢价成交比例稍高的行业包括房地产、医药生物、计算机、农林牧渔等

表：股债跷跷板阶段各行业产业债成交情况（单位：%；天；BP）

行业	第一次股债跷跷板阶段									第二次股债跷跷板阶段								
	2020-3-20			期间折溢价成交情况			2020-7-10			2022-11-2			期间折溢价成交情况			2022-12-14		
	成交偏离度	溢价比例	折价比例	溢价天数	折价天数	成交偏离度	溢价比例	折价比例	成交偏离度	溢价比例	折价比例	溢价天数	折价天数	成交偏离度	溢价比例	折价比例		
房地产	127.85	52%	48%	52	24	42.07	50%	50%	4598.06	40%	60%	26	5	-368.15	64%	35%		
建筑装饰	45.51	43%	57%	11	62	46.40	40%	60%	283.13	12%	88%	5	26	11.62	43%	56%		
煤炭	58.65	42%	58%	28	47	10.91	58%	40%	100.69	14%	86%	2	28	85.50	39%	61%		
社会服务	113.59	43%	57%	23	51	81.69	36%	64%	323.16	17%	83%	7	23	16.54	55%	45%		
环保	418.94	46%	54%	26	47	18.73	44%	56%	184.48	0%	100%	14	13	2.43	25%	75%		
交通运输	41.02	52%	48%	28	50	127.61	36%	64%	201.68	12%	88%	2	29	23.08	37%	63%		
公用事业	97.34	58%	40%	27	49	65.68	33%	67%	350.13	0%	100%	3	28	25.95	33%	66%		
钢铁	263.45	39%	61%	34	37	205.14	37%	63%	268.01	7%	86%	2	28	22.74	33%	67%		
电子	4.72	50%	50%	37	30	-19.40	80%	20%	166.03	33%	67%	10	17	12.96	35%	65%		
综合	4.68	44%	56%	23	49	19.66	60%	40%	-219.66	74%	26%	21	10	-8.83	52%	48%		
非银金融	33.99	53%	47%	20	55	68.64	35%	65%	204.06	20%	80%	4	27	-2.64	48%	52%		
银行	2.32	0%	100%	22	37	-	-	-	329.08	0%	100%	6	18	2.73	50%	50%		
建筑材料	72.76	32%	68%	33	32	5.83	31%	69%	451.29	0%	100%	8	18	22.03	50%	50%		
商贸零售	23.68	48%	48%	30	37	19.84	50%	50%	1142.71	27%	73%	13	14	0.03	53%	47%		
有色金属	114.57	56%	44%	33	38	50.83	37%	63%	206.42	23%	77%	4	27	32.23	18%	82%		
石油石化	1.79	38%	63%	17	54	29.21	35%	65%	480.79	0%	100%	11	20	8.82	39%	61%		
食品饮料	17.04	79%	21%	48	26	59.72	47%	53%	7.64	0%	100%	19	11	-2.25	64%	36%		
医药生物	-3.10	75%	25%	26	44	-3.68	57%	43%	140.01	67%	33%	13	16	6.63	67%	33%		
计算机	-4.34	67%	33%	13	57	71.81	0%	100%	-54.94	100%	0%	17	6	-14.43	57%	43%		
基础化工	172.41	32%	68%	28	42	17.61	52%	48%	53.67	25%	75%	4	22	-15.20	33%	67%		
纺织服饰	216.19	25%	75%	24	30	-15.90	100%	0%	203.23	0%	50%	9	8	-6.44	50%	50%		
农林牧渔	260.80	80%	25%	21	41	86.22	80%	20%	318.29	0%	100%	11	17	-64.36	40%	60%		
传媒	2.26	50%	50%	21	42	-15.44	100%	0%	-62.47	100%	0%	19	10	0.91	43%	57%		
通信	181.07	40%	60%	23	40	1.21	33%	67%	-3.52	67%	33%	10	18	168.56	0%	100%		
汽车	16.05	59%	41%	14	54	26.38	36%	64%	-33.79	100%	0%	19	8	-57.56	100%	0%		

## 3.2 择券思路2：捕捉高票息债券的获利机会

- ✓ 2023年四季度期间高票息债券（票面利率与同期国开债收益率差值 $\geq 50$ BP的个券）发行踊跃
  - 2023年四季度，高票息债券的整体发行数量达到2288只，发行规模为1.8万亿元，发行占比达67.17%
  - 其中，高票息城投债发行数量为1192只，规模为0.8万亿元，板块内发行占比高达90.53%，而高票息产业债发行数量为1096只，规模为1万亿元，板块内发行占比为55.78%，表明城投平台在2023年末期间的高票息债券发行相对活跃
- ✓ 2024年上半年期间，适逢“一揽子化债”方案与“资产荒”背景合力驱动信用债行情极致演绎，票息收益+价差收益表现良好
  - 城投债中，收益率下行的个券中高票息规模占比约78.54%，而产业债中，收益率下行的个券中高票息规模占比约73.61%
  - 表明相较于产业债，高票面利率城投债的收益率走势与债市整体利率走势更为贴合，一方面或系债牛行情驱动因素与城投板块相关度更高所致，另一方面或源于产业债发行主体资质与所在行业基本面相关度更高，故产业债高票息个券的资本利得收益潜力或较城投债稍有不及
  - 若进一步针对债券票面利率高于基准利率的水平分组观察，可以发现信用债市场总体呈现债券发行票息水平越高、相应价差收益越多的线性关系，且收益率下行幅度与个券票息高出基准利率的水平基本相符，表明在利率持续下行的预期下，高票息个券除了可以带来稳定的票息收益，同时其收益率下行空间亦较为可观
  - 其中不同组别的高票息产业债的收益率下行斜率较城投债略缓，再度佐证高票息城投债的获利可能性显著，值得投资者予以关注

表：2023年四季度高票息债发行情况（单位：只；亿元；%）

类别	高票息债发行只数	高票息债发行规模	高票息债券发行占比	高票息债券收益率下行占比
产业债	1096	10140.14	55.78%	73.61%
城投债	1192	8024.80	90.53%	78.54%
总计	2288	18164.94	67.17%	75.37%

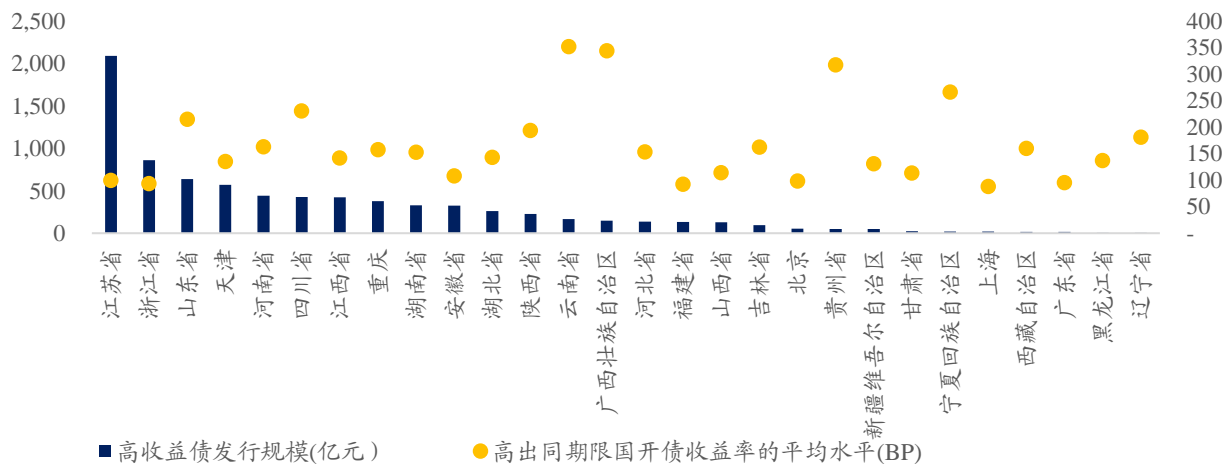
表：不同水平的高票息债券收益率下行情况（较票面利率）（单位：BP）

类别	高票息债分组（按高出同期国开债收益率划分）							
	高出50-75BP	高出75-100BP	高出100-125BP	高出125-150BP	高出150-175BP	高出175-200BP	高出200-300BP	高出300BP以上
产业债	87.03	101.03	118.64	129.66	150.38	166.49	208.18	258.30
城投债	87.99	99.67	116.87	134.09	149.53	170.43	208.13	310.00
总计	87.41	100.32	117.57	132.20	149.87	168.70	208.15	295.75

## 3.2 择券思路2：捕捉高票息债券的获利机会 – 城投板块

- ✓ **发行量：**在化债力度加大、新增融资收紧的背景下，传统融资大省及区域资质中下的两类区域相对更趋于发行高票息城投债以满足到期债务资金滚续需求
  - 江苏、浙江、山东、天津发行高票息城投债规模位居全国前列，均超500亿元，其中江苏单省发行规模达2088.26亿元，占比约26.02%
- ✓ **高票息水平：**多数区域票息较基准利率高约100-200BP，票息收益突出
  - 西部、北部地区内高票息城投债票息水平相对更高，其中云南、广西、贵州、宁夏的票息水平达250BP以上，在全国范围内断层领先
- ✓ **收益率下行幅度：**各区域高票息城投债持有到期的平均利差均在100BP以上，价差收益突出
  - 西部地区高票息城投债收益率较东部地区下行幅度更大，其中宁夏、云南、广西的高票息债平均下行幅度超200BP
  - 在不同高票息组别中均有收益率大幅下降且降幅相对较高的区域包括天津、山东、湖南、四川、重庆、湖北、吉林、宁夏等地，其收益率下行幅度与票息高出基准利率的水平基本匹配或略有超出

图：分区域的高票息城投债的发行情况（单位：亿元；BP）



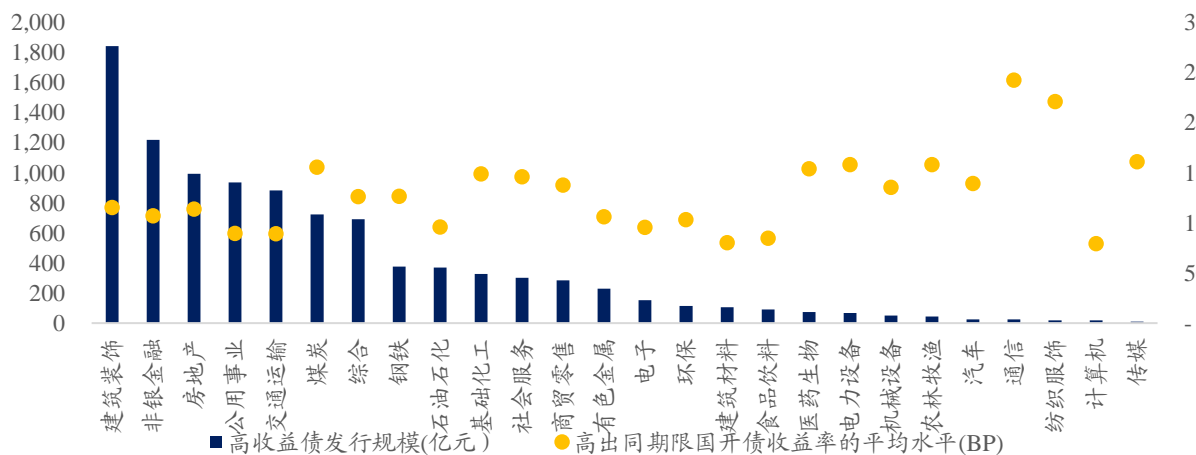
表：各地区高票息城投债持有至到期后收益率下行情况（单位：亿元；BP）

地区	高票息债发行规模(亿元)	高票息债分组（按高出同期国开债收益率划分）					总计
		高出50-100BP	高出100-150BP	高出150-200BP	高出200-300BP	高出300BP以上	
北京	55.00	98.15	125.79	182.71	-	-	116.76
天津	570.85	95.04	131.89	154.04	227.33	282.81	141.91
上海	20.00	102.11	-	-	-	-	102.11
重庆	375.97	93.36	111.70	150.14	188.32	289.01	139.95
山东省	639.20	96.35	121.19	160.31	211.48	290.74	181.90
贵州省	48.41	-	144.98	137.80	160.23	201.83	178.62
江苏省	2088.26	93.04	124.41	154.31	209.19	-	109.59
辽宁省	5.00	-	-	158.84	-	-	158.84
浙江省	860.11	95.04	127.24	151.39	-	-	107.29
湖南省	329.70	96.28	126.22	165.18	210.87	316.00	149.34
四川省	426.17	92.00	129.50	166.62	213.95	315.19	199.49
广东省	14.40	93.82	107.83	-	-	-	100.83
云南省	165.12	-	-	157.74	203.96	346.39	271.96
河北省	137.07	100.54	81.13	158.68	208.20	333.84	147.86
福建省	132.90	98.53	116.65	169.17	-	-	109.78
河南省	440.54	95.54	121.88	155.13	211.89	270.01	151.80
陕西省	225.40	75.87	106.49	122.53	185.98	296.50	157.50
湖北省	258.81	99.00	121.28	171.80	196.24	309.85	142.44
海南省	-	-	-	-	-	-	-
江西省	421.38	92.87	129.97	154.91	220.75	380.65	144.73
吉林省	96.40	89.72	129.74	201.56	236.61	342.02	167.52
山西省	127.90	97.02	114.67	-	214.60	-	119.56
甘肃省	25.00	62.72	-	161.93	-	-	112.33
青海省	-	-	-	-	-	-	-
安徽省	325.58	94.37	121.27	148.02	-	336.71	114.02
黑龙江省	6.00	86.19	-	193.35	-	-	139.77
内蒙古	-	-	-	-	-	-	-
广西	147.01	72.05	115.83	-	196.09	330.41	269.75
新疆	47.72	95.63	129.10	126.97	-	266.20	133.42
宁夏	20.10	104.97	-	-	305.57	413.69	274.74
西藏	14.80	-	146.12	190.54	-	-	168.33

## 3.2 择券思路2：捕捉高票息债券的获利机会 – 产业板块

- ✓ **发行量：**产业债发行高票息债券的意愿及能力存在分化，传统行业、顺周期行业及主体数量较多的行业为高票息产业债发行主力
  - 建筑装饰、非银金融、房地产行业高票息产业债发行规模较大，其中建筑装饰行业发行规模达1842.09亿元，占比约18.17%
- ✓ **高票息水平：**多数行业票息较基准利率高约50-150BP，票息收益尚可
  - 消费行业及工程相关行业高票息产业债票息水平相对更高，其中通信、纺织行业的票息水平达200BP以上，相对领先于全行业
- ✓ **收益率下行幅度：**各行业高票息产业债持有到期的平均利差存在一定差异，以100BP上下居多，价差收益尚可
  - 其中传媒、煤炭、农林牧渔行业的高票息债平均下行幅度较大，超过150BP，而计算机和电子行业则下行幅度较小
  - 在不同高票息组别中均有收益率大幅下降且降幅相对较高的行业包括建筑装饰、煤炭、社服、非银、农林牧渔、公用事业、环保等，其收益率下行幅度与票息高出基准利率的水平基本匹配或略有超出

图：分行业的高票息产业债的发行情况（单位：亿元；BP）



表：各行业高票息产业债持有至到期后收益率下行情况（单位：亿元；BP）

行业	高票息债发行规模(亿元)	高票息债分组（按高出同期国开债收益率划分）					总计
		高出50-100BP	高出100-150BP	高出150-200BP	高出200-300BP	高出300BP以上	
房地产	993.51	88.66	109.93	144.26	178.60	229.78	110.82
建筑装饰	1842.09	91.78	125.26	167.34	209.57	307.79	121.90
煤炭	722.05	97.15	125.96	167.40	237.39	286.70	154.42
社会服务	301.70	88.75	125.42	131.61	234.86	290.48	142.70
环保	115.00	94.40	120.83	135.81	-	292.78	116.27
交通运输	882.80	90.82	124.17	158.60	237.84	278.09	106.94
公用事业	935.80	93.55	129.29	128.81	209.59	293.74	108.09
钢铁	376.40	89.22	122.67	172.46	241.18	-	138.57
电子	152.10	86.33	-	170.67	153.74	-	99.22
综合	691.90	95.38	136.54	153.39	245.83	302.98	133.95
非银金融	1218.69	93.96	120.93	166.52	207.56	324.74	119.14
银行	0.00	-	-	-	-	-	-
建筑材料	106.00	93.92	119.84	151.04	-	-	100.84
商贸零售	285.10	94.45	123.73	156.92	183.36	244.40	128.50
有色金属	229.00	93.11	126.58	155.99	219.67	-	117.51
石油石化	369.40	90.53	-	-	-	244.08	106.70
食品饮料	90.90	97.31	128.69	-	-	-	105.87
医药生物	74.20	89.93	127.56	170.07	104.00	-	123.91
计算机	18.00	66.05	-	-	-	-	66.05
基础化工	326.70	104.06	126.74	133.72	190.42	236.74	134.89
纺织服饰	19.20	-	111.43	142.21	-	103.07	117.04
农林牧渔	43.40	92.84	121.37	175.30	267.03	308.42	154.33
机械设备	50.00	95.01	-	-	98.45	140.05	103.09
传媒	10.00	106.63	-	170.76	213.43	-	163.61
轻工制造	0.00	-	-	-	-	-	-
电力设备	67.00	89.00	128.90	151.06	275.05	207.68	143.85
家用电器	-	-	-	-	-	-	-
通信	24.50	90.36	-	-	-	105.00	100.12
汽车	25.00	124.70	131.24	110.91	-	-	122.28

## 3.2 择券思路2：捕捉高票息债券的获利机会

- ✓ 在信用债板块利差整体处于低位且下行空间有限的态势下，年末高票息发债频率增加或隐含票息收益与价差收益机会
  - 供给端来看，年末市场流动性诉求较高，债市波动增加，导致发债主体需通过提供更高的票息来吸引投资者
  - 需求端来看，年末机构求稳心态明显，往往选择止盈离场故配置需求有所下降
  - 叠加2024年末较大力度化债政策开始实施，预计将推动地方政府债供给显著放量，故资金面相对趋紧、发债主体融资压力抬升，进一步增加高票息债券的发行量
  - 此外，受中央多维度刺激政策对经济修复预期的影响并进而延续“股债跷跷板”效应，2024年末信用债估值或跟随利率债波动，加之配置盘投资者止盈心态及交易盘投资者在赎回压力下的防御心态，信用债整体走势或偏弱，而财政部于2024年11月8日公布的“近年来最大力度的化债方案”的利好催化可能需待2025年“政府→城投平台→项目承包商”之间的资金流转链条真正贯通后方可显现，当前机构投资者普遍仍趋谨慎，因此信用债二级市场估值压力向一级市场传导，致使部分发债主体需被动增加资金成本以提供足额风险补偿溢价
- ✓ 鉴于AAA、AA+高评级主体在年末发行高票息债券的积极性显著高于中低评级主体，但同时高评级主体所发债券的高票息水平明显低于中低评级主体，故建议投资者挖掘高票息个券机会时兼顾考量参与打新的成功率以及性价比
  - 高评级主体在高票息债券发行中占据较大份额，中低评级主体所发行高票息债券数量较少
  - 高评级主体所发债券的票息高出同期基准利率的水平和下行至当前收益率的幅度普遍低于中低评级主体

表：不同评级高票息债发行与收益率下行情况

类别	AA-及以下			AA			AA+			AAA		
	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)
产业债	5	156.72	104.92	113	170.33	154.31	352	141.75	130.68	1270	96.59	111.69
城投债	2	209.93	179.70	426	179.86	158.46	659	130.76	133.10	241	103.43	115.94
总计	7	171.92	126.29	539	177.87	157.60	1011	134.43	132.30	1511	98.04	112.60

表：不同月份高票息债发行与收益率下行情况

类别	2023年10月			2023年11月			2023年12月			2023年底总计		
	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)	高票息债发行只数(只)	收益率高出水平(BP)	下行幅度(BP)
产业债	578	121.47	131.22	660	107.93	112.79	508	120.94	119.84	1746	116.45	121.05
城投债	485	157.82	158.93	433	139.11	133.58	412	132.46	122.45	1330	144.04	139.53
总计	1063	141.62	146.73	1093	122.90	122.91	920	127.01	121.22	3077	130.82	130.75

## 风险提示

- **市场波动风险：**权益与债券市场受多种复杂因素影响，可能出现超预期波动，影响投资收益；
- **信用债违约风险：**部分信用债可能违约，尤其低评级债券在经济基本面不确定时风险更高；
- **政策调整超预期风险：**宏观政策调整可能对权益和债券市场产生重大影响，改变市场预期和投资环境；
- **城投融资政策变动超预期风险：**为加快压降平台债务，城投融资政策加速收紧；
- **统计口径存在误差：**数据平台之间对于城投主体的界定存在差异，或影响统计结果。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

# 东吴证券 财富家园