



Research and
Development Center

资产荒下的新难题——24 年信用债投资策略

2024 年 2 月 29 日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

策略报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

资产荒下的新难题——24年信用债投资策略

2024年2月29日

- 随着理财赎回潮的冲击褪去，信用债市场在2023年呈现出了典型的牛市行情。一方面，经济修复进度弱于预期，货币政策进一步宽松，长端利率大幅回落，这为信用债的牛市提供了坚实的基础；另一方面，在化债政策推动下，城投债的定价逻辑显著变化，弱资质城投债大幅压缩，这使得高票息资产的供给大幅下降，叠加政策约束下城投债净融资规模的下滑，使得信用债供需失衡的局面加剧，“资产荒”的逻辑开始向整体信用债市场蔓延。从各类债券品种来看，低等级短久期的各类信用品种表现普遍较强，化债政策催化下弱资质城投债利差下行幅度最大，2Y以内品种利差下行的幅度大于3年期品种，隐含评级AA及AA-的煤炭、钢铁以及二永债利差也都下行100BP上下，且这些品种3年期利差下行幅度多数大于2年以内的品种。隐含评级AA地产债利差同样大幅回落，但AA-利差下行幅度则相对有限。
- 资产荒催生了2023年的牛市，但也给2024年的信用债投资带来了新难题。随着高票息资产供给大幅下降，投资者如果希望获取更高收益，不是需要进一步拉长久期，就是需要进一步下沉评级，但这些策略都要以牺牲投资组合的流动性为代价。但考虑绝对收益率的大幅回落，这些策略的性价比相对不足的，大规模配置反而会使得组合应对风险以及通过交易增厚收益的能力下降。但是考虑2024年经济与货币政策的大环境仍然对债券市场相对有利，信用债收益率出现大幅调整的概率也不大。因此，对于资产荒带来的新难题，我们首先还是建议投资者放低对于绝对收益率的预期，更加审慎的把握各类信用债资产的特征与运行状态，在适当挖掘目前仍然存在一定利差品种的同时，更加注意保持投资组合的流动性，尤其是拉长久期应当选择中高等级、流动性相对较强的品种，更加重视交易行为对于投资组合的贡献，根据市场的整体状态来合理把握久期与杠杆水平，努力实现更高的组合收益。
- **城投债：**23年城投债经历了年初理财赎回冲击修复、5月后弱区域风险冲击阶以及8月以来化债行情三个重要的阶段，全年来看利差大幅压缩，尤其是中低等级短久期城投债利差已压缩至15年初以来历史新低，显示“一揽子化债”方案已使城投债的定价逻辑发生了显著变化。
- 从历史上，化解城投平台债务的政策并非在2023年首次推出，但城投平台债务扩张的过程却一直在持续进行。在21年新一轮政策收紧后，不同区域平台融资环境分化，部分弱区域平台债务难以滚续，甚至利息偿还都面临较大压力。在经济结构转型的关键期，如果平台债务风险加剧，可能也会使经济修复的进程受到冲击。
- 为解决上述问题，本轮化债希望在金融机构支持下，城投平台通过自身收入以及相关的政府补助至少能够实现利息的覆盖，同时通过控制平台的新增融资，达到逐步化解平台债务风险的目的。因此，在2023年

下半年以来，政策已经通过特殊再融资债帮助化解地方政府隐性债务以及政府拖欠企业款项的问题，通过金融机构展期降息及债务置换等方式降低平台的经营性债务压力，通过央行 SPV 等应急性工具防范尾部风险的发生，同时对于平台举债进行更严格的约束。

- 从现实情况来看，尽管近期弱资质城投债收益率的下行使其债券融资环境得到了一定程度的改善，但是经济修复温和、土地出让收入仍在下滑，城投平台面临的基本面环境尚未出现拐点。而由于支持性政策的落地进度偏缓，金融机构债务置换的落地案例有限，央行 SPV 也尚未投放，但新增融资的限制政策又在快速出台，城投平台净融资增速明显放缓，这使得部分平台在利息偿付和债务滚续上仍然面临较大的压力。在这样的背景下，一方面 2023 年四季度以来城投非标逾期等负面舆情有所增加，但部分平台又开始重新寻求通过非标进行融资。至少从当前的情况来看，部分平台面临的资金压力还尚未得到明显的缓解。
- 虽然化债政策的推进过程仍有不确定性，但是化债政策的初衷还是为了防止在当前经济存在下行压力的状态下，出现区域性、系统性的风险，对于经济转型升级的过程带来不利影响，因此 2023 年中央经济工作会议也提出“先立后破”，在城投未能完全实现市场化转型，和政府信用实现本质分离之前，城投债打破刚兑的风险较低，且在发债政策收紧的影响下，城投债供给稀缺性进一步增加。但考虑前期化债重点区域利差压缩幅度较大，如果融资收紧叠加经营性债务置换推进偏缓导致平台的偿债压力上升，以至于出现了非标逾期风险扩散等类似风险事件的蔓延，那么估值调整的压力可能仍然存在，且可能会更集中在重点区域内，信用风险偏好相对较低的投资者短期追高的性价比不高，需要等待化债政策的具体措施进一步明朗。
- 因此，我们认为负债稳定的机构可以选择在非重点区域、存在一定利差的平台中进行挖掘，尤其是名单内的主体 24 年底之前到期债券确定性或更强。考虑 24 年整体经济环境大概率仍然对债券市场有利，机构也可以在合适的时间点，采取对中高等级品种拉长久期的方式增厚收益。
- 地产债：2023 年地产政策仍在持续放松，但地产销售仍然相对疲软，民营房企的融资环境并未明显改善，部分头部示范民企以及混合所有制房企的风险事件，仍然影响到了投资者的信心；但在资产荒的环境下，中央及地方国有房企受到了更多资金的青睐，不同所有制属性的地产债利差分化仍在加大。
- 展望 2024，尽管政策放松力度仍在增大，一线城市的地产限购政策继续松绑，但在房价预期尚未得到扭转的状态下，国内居民还本付息占可支配收入的比重仍然较高，地产市场出清的过程可能还尚未完成。而目前从各重点城市政府工作报告中公布的未来“三大工程”的拟投资规模来看，整体相较于市场前期预期也相对偏弱，目前的政策放松能否带来销售数据的持续改善仍有待观察。
- 目前融资政策的放松，可能使部分优质的地产项目受益，但对于已出险或者出现较大负面舆情的主体集团利好或有限，在销售数据未持续改善

之前，民营和混合所有制房企仍面临一定的现金流压力，建议继续等待地产市场的调整完毕。但对于央企开发商来说，其销售的整体表现相对更强，而在其股东的支持下，流动性环境也能够得到更好的保障，目前融资状况整体较好，投资者可以重点挖掘央企债券的投资价值。对于财务数据、资产质量一般但是股东背景较强的央企地产债，可以博弈短久期债券投资价值，对于财务稳健，资产质量较好，股东背景较强的优质央企地产债可适当拉长久期。

- **周期债：**煤炭债方面，23年煤炭价格中枢较22年有所下行，但煤企盈利能力仍然偏强，考虑今年国内煤炭供给难以明显增长，甚至存在阶段性收紧的可能，煤炭价格存在一定的韧性，这也将对煤企利润带来支撑。现阶段3年期以内中高等级煤炭债收益率不足3%，配置性价比相对较低，但可以关注永续煤炭债的配置机会，比如华阳新材料、晋能控股煤业部分永续债收益率在3.1%左右。另外对于收益率要求较高的机构可以关注隐含评级AA(2)或AA主体1年以内或1-2年存续债配置价值，例如兰花煤炭部分短融收益率在3.2%左右。钢铁债方面，2024年钢铁产能仍然将受到控制，但需求端在地产市场恢复进度偏缓，且城投融资仍然受限的约束下，可能也难以出现显著的回升，我们认为钢铁行业景气度短期仍将维持偏弱态势，钢企盈利能力仍然面临一定的压力，同时考虑钢铁债估值收益率处于历史低位，现阶段钢铁债的配置性价比仍然偏低。
- **二永债：**23年11月之后随着债市收益率进入下行通道，机构挖掘中低等级二永债票息价值，推动二永债利差在短时间内大幅压缩。即便考虑24年商业银行二永债存在一定供给压力，但债市结构性资产荒局面难以缓解，二永债可能仍将是市场博弈票息价值和超额收益的重要品种。由于当前的利差保护不足，以中高等级二永债进行配置的性价比不高，但是如果市场环境没有出现大的调整，二永债利差很难出现大幅的调整，当前状态下可以等待更好的入场时点。在城投化债行情影响下，低等级二永债的利差分位数水平更低，但考虑资产荒的局面可能仍会延续，其绝对收益率可能仍然相对较高，仍然存在一定的挖掘空间，可以考虑在部分控股股东财政能力相对较强，不良贷款率相对较低，资本相对充足的中小银行中进行信用挖掘。但考虑永续债将逐步进入赎回期，部分盈利能力偏弱的中小银城农商行不赎回概率提升，也不建议过度下沉。
- **风险因素：**货币政策超预期调整、城投相关政策超预期收紧、发债主体发生超预期风险事件。

目录

一、信用债策略：资产荒下的新难题	7
二、城投债：抢跑后的市场如何等待政策跟进	9
三、房地产：适度挖掘央国企地产债投资机会	27
四、周期债：适当挖掘2年以内低等级煤炭债的机会	34
五、二永债：中高等级等待交易窗口 低等级下沉需谨慎挖掘	38
风险因素	45

图目录

图 1：2023 年末中债中短票收益率、信用利差、期限利差与等级利差	7
图 2：2023 年末产业债、城投债、商金债和商业银行二级资本债信用利差	7
图 3：5%以上高息资产存量规模大幅下降	8
图 4：2023 年中长期债基收益率中位数近 4%	8
图 5：2023 年末各等级各期限城投债收益率（%、BP）	9
图 6：2023 年末各等级各期限城投债利差（BP）	9
图 7：2023 年末各等级城投债期限利差（BP）	9
图 8：1-2 年期中债隐含评级 AAA、AA 以及 AA-级城投债利差走势（BP）	10
图 9：2009-2023 年四轮城投监管政策周期和城投债净融资情况（亿元、%）	11
图 10：2014-2022 年发债城投有息债务和城投债券余额及增速（万亿元、%）	11
图 11：永煤事件之后至 23 年 6 月末，各省 AA+ 评级城投债利差变化（BP）	12
图 12：2023 年各省特殊再融资发行情况（亿元）	14
图 13：20-23 年城投债提前兑付情况梳理（亿元，只）	15
图 14：中央政治局会议提出“一揽子化债”后各省不同评级公募债利差变化（单位：BP）	16
图 15：2023 年各省/直辖市预期、实际 GDP 增速以及两者之差（%）	17
图 16：2022 年和 2023 年各省/直辖市一般公共预算收入同比以及复合同比变化（%）	17
图 17：22 年以及 23 年各省/直辖市财政赤字规模（%）	18
图 18：23 年各省/直辖市土地出让金以及同比变化（亿元、%）	19
图 19：10-12 月不同省份城投债发行规模及募集资金用途占比（单位：%、百分点）	20
图 20：各省份今年与去年 10-12 月城投债净融资变化（单位：亿元）	20
图 21：10 月以来城投债终止审批规模明显增加	21
图 22：10 月以来江苏区县级城投公司债终止审批数量最高	21
图 23：23 年上半年各省平台利息支出规模以及土地出让收入利息保障倍数（亿元、倍）	22
图 24：18 年以来城投非标风险事件（例）	23
图 25：23 年城投非标风险事件区域分布（例）	23
图 26：23 年各月城投非标风险事件（例）	23
图 27：近年各月商票逾期余额和家数净增加（亿元、例）	23
图 28：23 年商票逾期余额和家数省份分布（亿元、家）	23
图 29：各省外部评级 AAA 级城投利差及变化（BP、%）	25
图 30：各省外部评级 AA+ 级城投利差及变化（BP、%）	25
图 31：各省外部评级 AA 级城投利差及变化（BP、%）	25
图 32：名单内外 AA 城投债利差 23 年 12 月以来走势（BP）	26
图 33：名单内外 AA(2) 城投债利差 23 年 12 月以来走势（BP）	26
图 34：不同中债隐含评级和期限房企收益率、信用利差及其变动以及所处历史分位数（BP）	27
图 35：民营和混合所有制地产债利差走势（BP）	28
图 36：央国企地产债利差走势（BP）	28
图 37：2023 年主要房地产消费刺激政策梳理	28
图 38：19-23 年 24 城新房成交面积走势	29
图 39：19-23 年 11 城二手房成交面积走势	29
图 40：2023 年地产销售、施工、新开工、竣工和投资同比变化（%）	29
图 41：国内刚需占地产销售的比重逐步下降	30
图 42：居民还本付息支出占可支配收入比重	30
图 43：克尔瑞 TOP40 房企 23 年权益销售金额及同比变化（亿元、%）	30
图 44：债券违约与展期金额与数量分布	32
图 45：境内不同类型房企地产债融资情况	32
图 46：万科信用利差走势（BP）	32
图 47：广州市分步推进城中村改造示意图	32
图 48：2023 年主要“三大工程”支持政策梳理	33
图 49：中债煤炭债与钢铁债收益率与利差（单位：BP、%）	35
图 50：1 年期各等级煤炭债信用利差走势	35

图 51: 3 年期各等级煤炭债信用利差走势	35
图 52: 1 年期各等级钢铁债信用利差走势	35
图 53: 3 年期各等级钢铁债信用利差走势	35
图 54: 煤炭债融资情况	36
图 55: 钢铁债融资情况	36
图 56: 动力煤价格走势与库存	37
图 57: 炼焦煤价格走势与库存	37
图 58: 钢材价格走势与钢厂盈利率	38
图 59: 钢厂铁水产量与钢材库存	38
图 60: 中债商金债、商业银行二级资本债与永续债收益率与信用利差	38
图 61: 1 年期各等级二级资本债信用利差走势	39
图 62: 3 年期各等级二级资本债信用利差走势	39
图 63: 1 年期各等级永续债信用利差走势	39
图 64: 3 年期各等级永续债信用利差走势	39
图 66: 二永债净融资及不同银行二永债发行情况	41
图 67: 24 年永续债到期分布	41
图 70: 20 年以来银行二级资本债可比收益率和国债到期收益率走势	44
图 71: 21 年 2 月末二级资本工具投资者持有结构	44
图 73: 总资产大于 5000 亿元且估值收益率 3% 以上的城农商行情况 (单位: 亿元、%) ...	45

一、信用债策略：资产荒下的新难题

随着理财赎回潮的冲击褪去后，信用债市场在 2023 年的运行呈现了典型的牛市。一方面，2023 年经济修复进度弱于预期，货币政策进一步宽松，长端利率大幅回落，这为信用债的牛市提供了良好的基础；另一方面，在化债政策推动下，城投债的定价逻辑出现了显著的变化，市场预期在防风险的要求下，城投债尾部风险发生的概率大幅下降，债券投资者普遍采取了信用下沉叠加杠杆套息策略，弱资质城投债利差大幅压缩，这使得高票息资产的供给大幅下降，叠加监管约束下城投债的融资政策边际收紧，净融资规模在四季度明显回落，这就使信用债供需失衡的局面进一步加剧，“资产荒”行情也开始向其他品种蔓延。全年来看，各期限各等级信用利差全线压缩，尤其是 3 年以内 AA 和 AA- 等级信用利差下行 68-75BP。

图 1：2023 年末中债中短期收益率、信用利差、期限利差与等级利差

品种	2023/12/31	23年末收益率(%)				近一年收益率变动(BP)				23年末收益率所处历史分位数(%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
中短期票据	AAA	2.52	2.66	2.71	2.94	-19	-30	-46	-56	13%	9%	6%	2%
	AAA-	2.57	2.72	2.77	3.05	-28	-42	-58	-64	12%	9%	5%	1%
	AA+	2.63	2.78	2.85	3.17	-38	-52	-72	-74	12%	9%	5%	1%
	AA	2.73	2.91	3.09	3.52	-71	-82	-91	-82	12%	6%	3%	1%
	AA-	5.08	5.26	5.44	5.87	-75	-86	-95	-86	25%	11%	10%	5%
品种	2023/12/31	23年末信用利差(BP)				近一年信用利差变动(BP)				23年末信用利差所处历史分位数(%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
中短期票据	AAA	32	35	37	45	-15	-17	-26	-22	16%	40%	36%	44%
	AAA-	37	41	43	56	-25	-29	-38	-30	11%	34%	25%	41%
	AA+	43	47	51	68	-35	-39	-52	-40	11%	26%	18%	30%
	AA	53	60	75	103	-68	-69	-71	-48	12%	14%	14%	17%
	AA-	288	295	310	338	-72	-73	-75	-52	31%	41%	28%	1%
品种	2023/12/31	23年末期限利差(BP)				近一年期限利差变动(BP)				23年末期限利差所处历史分位数(%)			
		5Y-3Y	3Y-2Y	3Y-1Y	2Y-1Y	5Y-3Y	3Y-2Y	3Y-1Y	2Y-1Y	5Y-3Y	3Y-2Y	3Y-1Y	2Y-1Y
中短期票据	AAA	22	5	19	14	-10	-16	-27	-11	40%	18%	19%	24%
	AAA-	28	5	21	16	-6	-16	-30	-14	51%	16%	19%	24%
	AA+	32	7	23	16	-2	-20	-34	-14	45%	22%	20%	22%
	AA	43	18	37	19	9	-9	-20	-11	53%	46%	29%	24%
	AA-	43	18	37	19	9	-9	-20	-11	49%	34%	7%	9%
品种	2023/12/31	23年末等级利差(BP)				近一年等级利差变动(BP)				23年末等级利差所处历史分位数(%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
中短期票据	AAA-/AAA	4	6	6	11	-9	-12	-12	-8	0%	8%	3%	39%
	AA+/AAA-	6	6	8	12	-10	-10	-14	-10	20%	10%	13%	18%
	AA/AA+	10	13	24	35	-33	-30	-19	-8	19%	17%	31%	20%
	AA-AA	235	235	235	235	-4	-4	-4	-4	0%	0%	0%	0%

资料来源：iFind，信达证券研发中心，注：历史分位数统计时间均为 2015 年至 2023 年 12 月 31 日

从各类债券品种来看，低等级短久期的各类信用品种利差下行最为显著，尤其是在化债政策的催化下，弱资质城投债利差大幅压缩，2Y 以内隐含评级 AA- 城投债利差压缩超过 250BP，3 年期下行幅度也接近 200BP。在弱资质城投债收益率下行带来的资产荒之下，隐含评级 AA 及 AA- 的煤炭、钢铁以及二永债利差也都出现了大幅下行，幅度均在 100BP 上下，并且对于这类品种而言，投资者似乎更愿意拉长久期，3 年期品种利差下行的幅度多数大于 2 年以内的品种。而投资者对于地产债的参与似乎更加谨慎，隐含评级 AA- 品种利差下行幅度有限，仅隐含评级在 AA 的部分央企地产债利差出现了明显的回落，幅度在 100BP 上下，且期限越短的品种下行幅度越大。而资产荒的逻辑也反映在了中高等级信用债中，久期相对较长、等级相对较低的品种绝对收益更高，利差下行的幅度也相对更大。

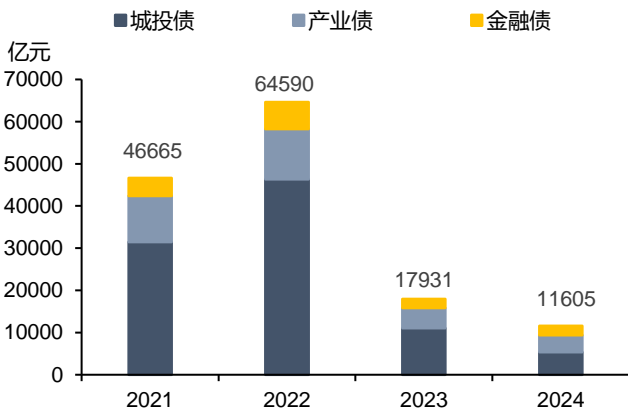
图 2：2023 年末产业债、城投债、商金债和商业银行二级资本债信用利差

品种	2023/12/31	23年末信用利差 (BP)				近一年信用利差变动 (BP)				23年末信用利差所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
地产债	AAA	47	48	47	56	-1	-3	-14	-9	62%	80%	62%	63%
	AAA-	47	50	51	65	-35	-44	-59	-53	48%	73%	49%	59%
	AA+	62	67	71	91	-35	-39	-52	-40	54%	70%	51%	59%
	AA	135	142	156	195	-128	-115	-99	-74	43%	65%	70%	71%
	AA-	526	542	564	613	-18	-21	-24	9	92%	89%	84%	87%
煤炭债	AAA	35	36	38	44	-13	-16	-25	-23	36%	57%	47%	39%
	AAA-	41	44	47	58	-22	-29	-37	-30	33%	53%	40%	47%
	AA+	49	52	58	74	-48	-56	-70	-61	26%	36%	22%	22%
	AA	55	67	92	121	-91	-97	-101	-81	9%	4%	5%	3%
	AA-	388	396	416	450	-82	-88	-91	-68	67%	64%	62%	47%
钢铁债	AAA-	39	42	45	56	-22	-28	-36	-30	29%	49%	36%	41%
	AA+	55	53	53	68	-52	-57	-66	-57	50%	53%	29%	31%
	AA	84	81	88	116	-101	-125	-148	-133	30%	14%	11%	5%
	AA-	333	340	358	388	-75	-79	-81	-59	37%	41%	37%	17%
	AAA	39	40	43	44	-24	-21	-31	-24	21%	40%	33%	19%
城投债	AAA	49	51	54	59	-38	-50	-61	-50	45%	59%	39%	15%
	AA	60	62	68	78	-84	-93	-98	-83	43%	45%	28%	7%
	AA (2)	72	76	84	122	-122	-134	-125	-87	32%	26%	13%	8%
	AA-	94	173	246	346	-256	-249	-187	-88	2%	0%	14%	34%
	AAA	23	23	30	30	-8	-12	-1	2	17%	55%	80%	62%
商金债	AAA-	23	26	35	35	-8	-10	3	6	14%	55%	81%	61%
	AA+	31	33	41	42	-13	-15	-7	-3	14%	51%	66%	42%
	AA	41	43	51	56	-18	-24	-16	-8	17%	31%	46%	32%
	AA-	63	65	73	80	-25	-35	-30	-20	10%	9%	20%	16%
	AAA-	45	41	51	52	-24	-32	-36	-38	31%	29%	33%	8%
二级资本债	AAA+	47	44	55	57	-31	-40	-47	-47	28%	27%	26%	6%
	AA	57	57	69	73	-60	-72	-78	-81	22%	18%	15%	4%
	AA-	97	97	109	141	-83	-101	-107	-82	1%	3%	2%	10%
	AAA-	56	48	60	57	-36	-59	-64	-68	-	-	-	-
	AA+	58	50	62	62	-44	-67	-71	-73	-	-	-	-
永续债	AA	67	63	75	92	-80	-101	-105	-90	-	-	-	-
	AA-	152	148	182	205	-87	-110	-92	-71	-	-	-	-

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心, 注: 为了便于品种比较, 历史分位数统计时间均为 2018 年 12 月 17 日至 2023 年 12 月 31 日

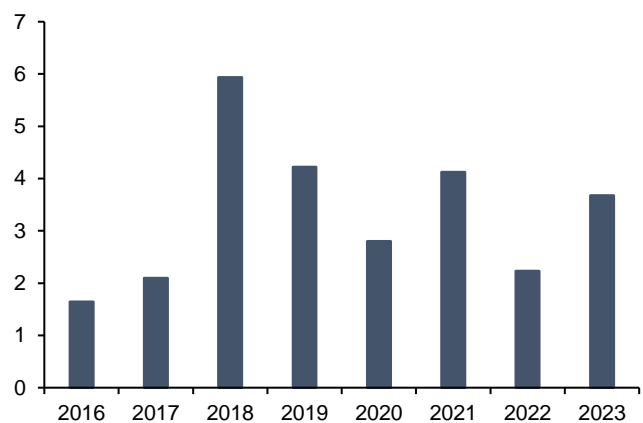
资产荒催生了 2023 年的牛市, 但也给 2024 年的信用债投资带来了新难题。在 2022 年末, 绝对收益率在 5% 以上的信用债存量规模接近 6.5 万亿, 但在 2023 年末已经下降到了 1.8 万亿, 且这一规模在 2024 年春节前又出现了进一步的回落。从事后来看, 投资者在 2023 年初的利率高点, 仅需配置部分票息较高的品种, 在不进行任何交易的情况下, 即可享受到高静态收益与资本利得的双重贡献, 较好的完成全年的收益目标。但随着高票息资产的供给大幅下降, 尤其是弱资质城投债已经在很大程度上提前定价了刚兑预期的背景下, 投资者如果希望获取更高收益, 不是需要进一步拉长久期, 就是需要进一步下沉评级, 但这都要以牺牲投资组合的流动性为代价。考虑绝对收益率的大幅回落, 这些策略的性价比有限, 大规模配置可能反而会使得组合应对风险以及通过交易增厚收益的能力下降。但是考虑 2024 年经济与货币政策的大环境可能仍然对债券市场相对有利, 信用债收益率出现大幅调整的概率也不大。

图 3: 5% 以上高息资产存量规模大幅下降



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心, 注: 2024 年统计时间截至 2024 年 2 月 2 日

图 4: 2023 年中长期债基收益率中位数近 4%



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

因此, 对于资产荒带来的新难题, 我们还是建议投资者首先要放低对于绝对收益率的预期, 更加审慎的把握各类信用债资产的特征与运行状态, 在适当挖掘目前仍然存在一定利差品种的同时, 更加注意保持投资组合的流动性, 尤其是拉长久期应当选择中高等级、流动性相对较强的品种, 更加重视交易行为对于投资组合的贡献, 根据市场的整体状态来合理把握久期与杠杆水平, 努力实现更高的组合收益。

二、城投债：抢跑后的市场如何等待政策跟进

2. 1、化债政策推动下，弱资质城投债利差大幅下行

23 年城投债在化债政策影响下，收益率显著回落，尤其是中低资质城投债获得了明显的超额收益。2023 年城投债收益率全面下行，尤其是中短久期 AA-级城投债收益率下行幅度更大，其中 1Y 和 2Y 期 AA-级城投债收益率分别下行 260BP 和 262BP 至 3.14% 和 4.04%，下行幅度明显大于市场利率。从信用利差来看，1Y 期 AAA 级城投债利差下行 24BP 至 39BP，处于 2015 年初以来历史 23.40% 分位数；1Y 期 AA 级平台债利差下行 84BP 至 60BP，处于历史 24.00% 分位数；而 1Y 期 AA-级城投债利差大幅下行 256BP 至 94BP，处于历史 1.20% 分位数。

图 5：2023 年末各等级各期限城投债收益率（%、BP）

	信用债收益率 (%)															国开债收益率 (%)								
	1年期					2年期					3年期					5年期				1年期	2年期	3年期	5年期	
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-				
2023.12.29	2.59	2.69	2.80	2.92	3.14	2.71	2.82	2.93	3.07	4.04	2.77	2.88	3.03	3.19	4.81	2.93	3.08	3.26	3.70	5.94	2.20	2.31	2.34	2.49
2022.12.31	2.86	3.11	3.68	4.18	5.74	3.05	3.45	3.99	4.54	6.66	3.28	3.69	4.20	4.63	6.87	3.52	3.93	4.44	4.92	7.17	2.23	2.44	2.54	2.83
收益率变动(近一年, BP)	-28	-42	-88	-126	-260	-34	-63	-106	-147	-262	-51	-81	-118	-145	-207	-59	-85	-118	-122	-123	-3	-13	-20	-35
历史均值	3.35	3.48	3.66	3.89	4.83	3.55	3.70	3.91	4.18	5.36	3.68	3.85	4.09	4.43	5.70	3.93	4.15	4.48	4.94	6.29	2.78	3.09	3.19	3.39
最高	5.44	5.59	5.80	6.21	6.90	5.40	5.55	5.80	6.36	7.19	5.50	5.65	5.94	6.47	7.32	5.57	5.78	6.16	6.63	7.86	4.68	4.75	4.92	5.07
3/4分位数	3.79	3.98	4.27	4.58	5.35	4.07	4.31	4.60	4.85	5.94	4.17	4.45	4.74	5.04	6.24	4.45	4.72	5.07	5.54	6.81	3.03	3.49	3.58	3.79
中位数	3.16	3.27	3.40	3.72	4.91	3.39	3.52	3.71	4.06	5.38	3.56	3.70	3.94	4.29	5.76	3.86	4.05	4.38	4.86	6.45	2.66	2.99	3.09	3.36
1/4分位数	2.76	2.86	2.97	3.11	4.17	2.94	3.05	3.18	3.39	4.94	3.06	3.20	3.38	3.69	5.30	3.35	3.52	3.87	4.24	5.99	2.34	2.60	2.71	2.89
最低	1.00	1.96	2.20	2.29	3.14	2.00	2.28	2.54	2.65	3.42	2.38	2.55	2.82	2.98	3.47	2.92	3.08	3.26	3.49	3.81	1.19	1.52	1.69	2.13
历史分位数	14.00%	14.60%	14.60%	13.10%	0.00%	10.20%	9.90%	8.10%	6.80%	6.10%	7.10%	5.60%	4.50%	3.40%	12.80%	0.10%	0.00%	0.00%	3.40%	23.90%	15.50%	7.80%	3.80%	2.30%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 6：2023 年末各等级各期限城投债利差（BP）

	信用利差 (BP)																			
	1年期					2年期					3年期					5年期				
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
2023.12.29	39	49	60	72	94	40	51	62	76	173	43	54	68	84	246	44	59	78	122	346
2023.12.31	63	87	144	194	350	60	101	155	210	422	74	115	166	209	433	68	109	161	209	434
利差变动(近一年, BP)	-24	-38	-84	-122	-256	-21	-50	-93	-134	-249	-31	-61	-98	-125	-187	-24	-50	-83	-87	-88
历史均值	57	69	88	110	205	45	60	81	108	227	48	65	90	123	251	54	75	109	154	290
最高	115	144	191	259	354	106	145	180	248	423	105	142	186	259	433	102	147	204	270	442
3/4分位数	57	69	88	107	133	55	70	95	130	293	57	74	103	146	323	63	85	119	178	366
中位数	53	64	82	107	202	44	56	76	102	232	47	62	84	116	258	53	73	106	152	313
1/4分位数	39	49	61	78	146	33	44	58	80	165	38	52	70	97	174	45	62	92	129	204
最低	14	24	33	44	67	7	15	25	36	67	12	24	34	50	73	14	23	38	56	85
历史分位数	23.40%	25.50%	24.00%	18.10%	1.20%	42.30%	39.70%	31.50%	20.60%	27.80%	39.50%	28.70%	21.90%	14.00%	45.50%	23.60%	18.20%	9.40%	14.00%	60.60%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

从期限利差来看，在牛市行情带来的资产荒之下，中高等级期限利差均明显回落，但投资者对弱资质品种拉久期仍偏谨慎，AA(2)级及以上品种期限利差均下行至历史 30% 以下低分位数，且 AA+ 和 AA 级 3Y/1Y 以及 5Y/1Y 期限利差下行幅度较大，但是 AA(2) 级 5Y/1Y 以及 AA- 级 3Y/1Y 和 5Y/1Y 期限利差仍走阔。评级利差来看，1-3Y 期 AA(2) 级及以上品种评级利差下行 14-50BP，而 1-2Y 期 AA(2)/AA- 评级利差分别下行 134BP 和 115BP。

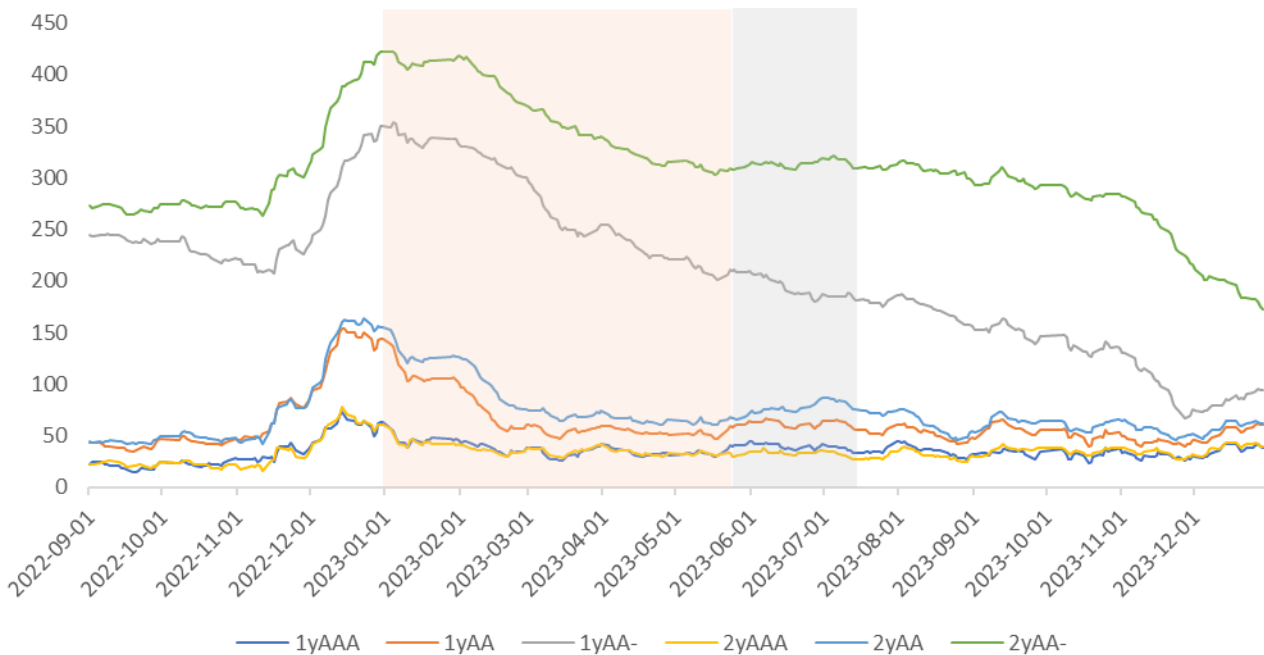
图 7：2023 年末各等级城投债期限利差（BP）

	期限利差 (BP)														
	AAA			AA+			AA			AA(2)			AA-		
	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y	2Y/1Y	3Y/1Y	5Y/1Y
2023.12.29	12	19	34	13	19	39	13	22	46	15	26	78	90	166	280
近1年	-6	-23	-31	-21	-39	-43	-18	-30	-30	-21	-19	4	-2	53	137
历史均值	20	33	59	22	37	67	25	44	82	30	54	105	54	88	147
最高	71	81	139	75	87	150	77	95	152	79	115	172	168	231	295
3/4分位数	27	47	79	30	52	88	33	59	107	38	71	135	74	110	183
中位数	19	33	62	22	38	70	25	44	85	30	55	109	46	76	146
1/4分位数	11	19	38	12	22	44	15	30	55	19	38	75	26	51	97
最低	-23	-20	-13	-23	-18	-8	-18	-11	-4	-13	-6	7	-8	-1	20
历史分位数	27.30%	23.60%	23.00%	26.10%	19.10%	19.10%	20.50%	15.90%	15.30%	18.10%	13.00%	26.40%	84.20%	91.90%	98.60%

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

我们可以将城投债在 2023 年的演绎分为**理财赎回冲击修复**、**弱区域风险冲击**以及**化债政策推进**三个阶段。从 2023 年初至 5 月中旬，理财赎回潮冲击压力缓解，城投尤其是中低资质城投债利差跟随市场快速修复。1Y 期 AA 级平台利差由 139BP 下行至 50BP 左右，1Y 期 AA-级平台利差由 349BP 大幅下行至 200BP。而 5 月下旬后，部分弱区域城投风险事件发生频率有所上升，叠加城投基本面仍然偏弱，市场对城投债兑付风险的担忧再度升温，弱资质区域风险偏好受到冲击，城投利差有所上升，1Y 期 AA 级平台利差由不足 50BP 上行至 66BP。但 7 月 24 日中央政治局会议提出“一揽子化债”方案，显示出了政策防范尾部风险发生的意愿，市场对城投债的风险偏好明显提升，中低资质城投债利差大幅压缩，尤其是 1YAA-品种利差已压缩至历史低位。

图 8：1-2 年期中债隐含评级 AAA、AA 以及 AA-级城投债利差走势 (BP)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

从事后来看，自 7 月政治局会议提出一揽子化债政策以来，城投债整体的定价逻辑都发生了显著的变化。那么，化债政策的推进何以对城投债市场造成如此大的影响呢？

2.2 化债政策如何改变城投债的定价逻辑

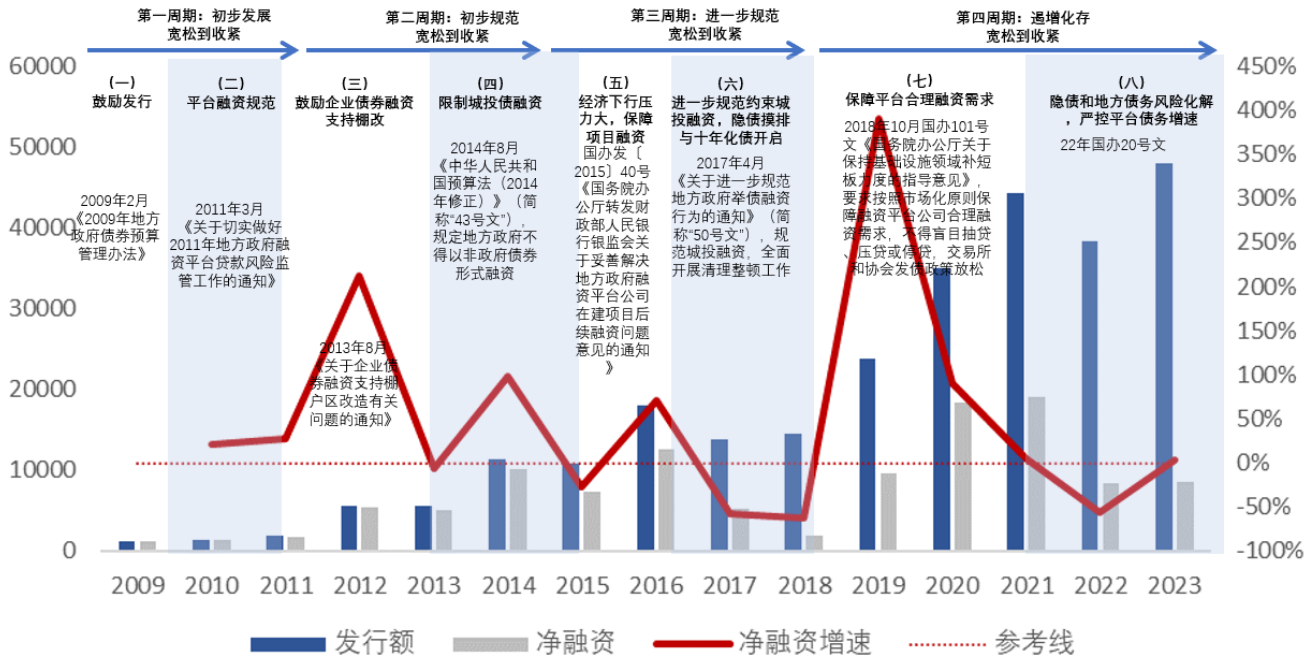
2.2.1 历史上的化债措施并未实现对平台债务的控制 平台债务仍是经济运行的重要风险来源

我国对于地方债务包括地方融资平台债务的管理经历了多轮从紧到松、再从松到紧的周期性变化，但城投平台的经营债务规模仍在快速上升。2014 年 8 月全国人大常委会通过的新预算法和 9 月印发的《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），构建了全面规范地方政府债务管理的总体制度安排，要求剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，明确政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，切实做到谁借谁还、风险自担，实现地方政府和融资平台的切割，并允许地方政府通过发行置换债券置换非地方政府债券形式的债务，规模合计 12.2 万亿元。但是随着经济下行压力的增大，地方政府的融资冲动并未被抑制，2015 年后融资平台的投融资功能又陆续恢复，平台以 PPP 项目、政府购买服务等财政支出为背书的方式继续进行债务的扩张，造成了隐性债务新一轮的快速累积。2017 年后经济形势有所好转，全国金融工作会议要求各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。以会议召开的 2017 年 7 月为界，此前举借的隐性债务为存量隐性债务，需要逐步化解，此后则不得新增隐性债务，2017 年 50 号文、87 号文，2018 年 194 号文、23 号文等，对于政府、平台、金融机构构建了全链条的

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 10

监管机制，城投融资政策再度收紧，同时监管也对地方政府隐性债务进行了新一轮的摸排。2018年8月《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》下发，各地政府制定了隐债化解方案，同时违规新增隐债受到严控，这标志着新一轮化解地方隐性债务的行动开始。

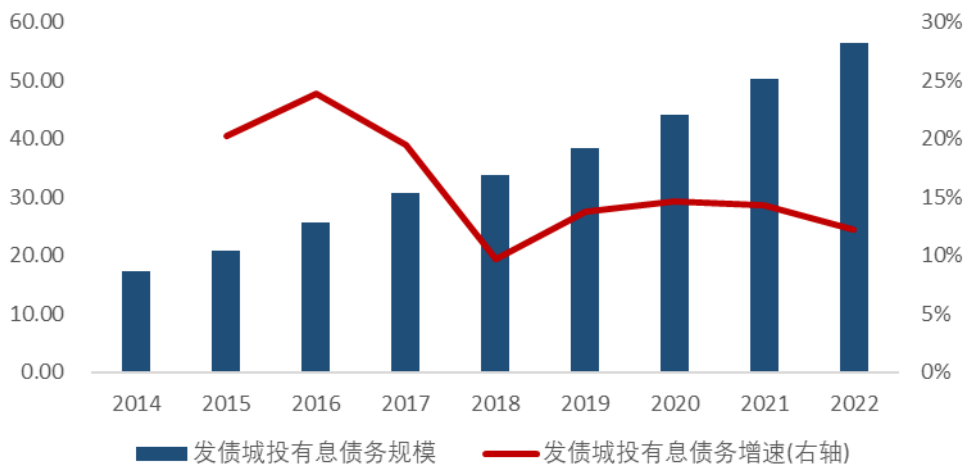
图 9：2009-2023 年四轮城投监管政策周期和城投债净融资情况 (亿元、%)



资料来源: iFinD, 财政部、银监会、发改委、中国人大网、中国政府网、澎湃、信达证券研发中心整理

2018年后平台隐债仍在化解的过程中，但中美贸易摩擦，以及国内经济增速的逐步放缓，政策又进入新一轮的放松期。10月国办101号文要求按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。而后续随着经济下行压力增大，叠加疫情的冲击，使得城投平台的经营性债务又迎来了新一轮的扩张期。

图 10：2014-2022 年发债城投有息债务和城投债券余额及增速 (万亿元、%)



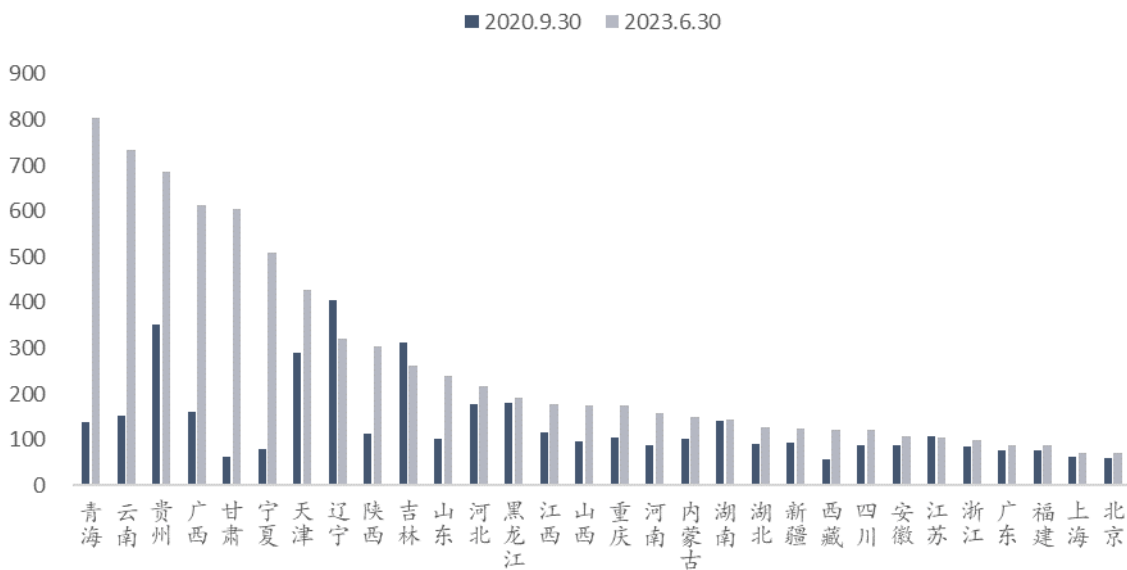
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

但是如果总结这几轮债务管理的周期可以发现，尽管政策始终坚持“防范化解地方政府债务风险”的原则，但是城投平台的债务规模仍在持续扩张，我们统计的发债平台整体有息债务规模由14年末的17.29万亿上升至22年末的近56.53万亿，年化复合增速近16%，高于我国社融的年化复合增速。

根据财政部在22年末的表态，相较于2018年，地方隐性债务减少了1/3以上，但这也意味着剩余的隐债存量占比仍然高于50%。考虑到前期疫情等因素对于地方政府的财力造成了较大冲击，而目前房地产市场下行的状态尚未结束，地方政府土地出让收入多数大幅下滑，地方政府化解隐债仍然存在较大的压力。

永煤事件后，城投平台融资能力的分化进一步凸显，弱区域平台融资成本提高和融资难度加大。在2020年下半年的“永煤事件”，打破了市场对于地方国企刚兑的预期，城投平台也受到了相应的影响，利差出现了明显的走高。后续煤炭行业基本面明显改善，在事件之初受到大幅冲击的煤炭行业利差在2021年中显著下行，但在融资政策收缩的背景下，平台维持资金链的运转，就要更多依靠非标、定融和商票等相对高息融资，或者政府协调区域内金融资源。但是不同区域金融资源的禀赋差异较大，叠加中东部省份经济发展的基础相对较强，机构对于弱资质区域的风险偏好明显下降，抱团江浙等经济发达区域城投，平台的融资便利性和成本出现了分化，这也使得城投债利差的分化越来越明显。永煤事件至23年6月末，青海、云南、贵州、广西、甘肃、宁夏和天津等省/直辖市外部主体评级AA+城投债利差大幅走阔，而江浙、福建等东部发达省份外部主体评级AA+城投债利差整体相对比较稳定，江苏外部主体评级AA+城投债利差甚至小幅下行。这也反映了弱区域平台融资成本提高和融资难度加大。

图 11：永煤事件之后至 23 年 6 月末，各省 AA+ 评级城投债利差变化 (BP)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

保证城投债务刚兑之下，地方经济的正常运转可能受到了一定的影响。在这样的背景下，部分存量债务较高的区域债务滚续的压力持续加大。2022年5月《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发20号文）提出坚持省级党委和政府对本地区债务风险负总责，省以下各级党委和政府按属地原则和管理权限各负其责。债务滚续的压力使得各地政府动用各式各样的资源以避免债务违约的发生，但这可能已经影响到了当地经济的正常运转。考虑城投债券违约可能造成的不利影响，很多地区的政府集中资源力保标债刚兑，但是对于非标、商票、定融等非公开融资手段，逾期甚至持续逾期的负面新闻时有发生，这也使得区域融资环境进一步恶化，这也加剧了后续城投债券违约的风险。

虽然地方政府保城投标债刚兑意愿较强，但平台偿债压力的不断提升，地方政府协调资源的空间有限，叠加平台短期内债务集中到期压力较大，市场对城投尾部风险的担忧提升。考虑城投是国内信用债市场的最重要的资产类别之一，这一领域尚无实质性违约的先例发生。参考 2020 年永煤事件对于煤炭行业以及河南省整体的债券融资造成了较大的不利冲击。如果城投平台债务尤其是标准化的债券出现了实质性的风险事件，可能也会触发区域性甚至系统性的金融风险，这可能对我国经济新旧动能转换的进程造成不利影响。

2、2、2 化债方案的四大政策目的

在这样的背景下，7 月政治局会议提出了“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。相对于以往中央政策文件在“防风险”部分一般会提到的“防范化解地方政府债务风险”，7 月政治局在提出制定实施一揽子化债方案时，强调的是“有效防范化解地方债务风险”，这意味着本轮化债过程中风险化解的范围不仅局限于政府负有偿还责任的债务，平台的经营性债务也在政策考虑的范围之内，这是中央层面对地方债务问题的态度进行的一次重大转变。这可能也是考虑到了如果平台债务违约事件发生，可能对于金融体系造成的重大风险。因此，本轮“一揽子化债方案”的首要目的，可能还是在当前我国经济仍然面临下行压力的状态下，防范区域性系统性金融风险的发生。

目前国内发债城投有息债务的规模已经接近 60 万亿，考虑未发债平台的存量债务，城投债务的规模可能更大，占我国 GDP 的比重已经达到了较高的水平。在这样的背景下，依靠财政收入或是通过中央政府的杠杆扩张，将城投平台的债务完全消解可能并不容易。更重要的是，由于平台公司存量债务体量大，且部分区域平台融资成本高企，而平台又缺乏经营性现金流，叠加疫情和房地产等冲击下，地方政府近年来对于平台财政支持的能力已在减弱，这就使得部分平台依靠自身收入或政府补贴来覆盖利息的能力也出现了下滑。在保刚兑的要求下，利息支出在很大程度上可能也需要依靠新增融资来滚续。在这样的状态下，城投平台的债务规模就难以收敛，甚至会持续扩大。因此，相对于压降存量债务规模，本轮一揽子化债方案更重要的诉求可能还是要增强地方平台债务的可持续性，这可能就需要对平台存量债务采取展期、降息或者置换等方式来降低平台还本付息压力，提升平台债务的稳定性和可持续性。

此外，在上文的分析中可以发现，政策对于地方平台债务的监管和约束在历史上都呈现出周期性的特征，一旦经济下行压力增大，政策环境又会有所放松，这可能也是化债政策持续推进，但城投债务规模反而持续增大的重要原因之一。因此，本轮化债方案在提供支持性政策、缓释各地债务压力的同时，可能也希望对于地方融资平台依靠地方政府信用背书进行融资的现象进行系统性的限制，重塑地方平台债务的管理体系。

最后，由于近年来地方政府财政压力增大，为了确保融资平台的刚兑，地方政府甚至动用了大量金融资源，而部分地方政府长期拖欠企业款项导致部分上游原材料和下游中小企业面临较大的坏账风险。因此，政策可能也希望在“一揽子化债”推进的过程中，解决地方政府拖欠企业与居民款项，维持经济的正常运转。

2、2、3 一揽子化债政策的工具选项

出于上述考虑，本轮一揽子化债方案中也推出了一揽子政策工具去解决当前地方政府以及城投平台的债务问题。

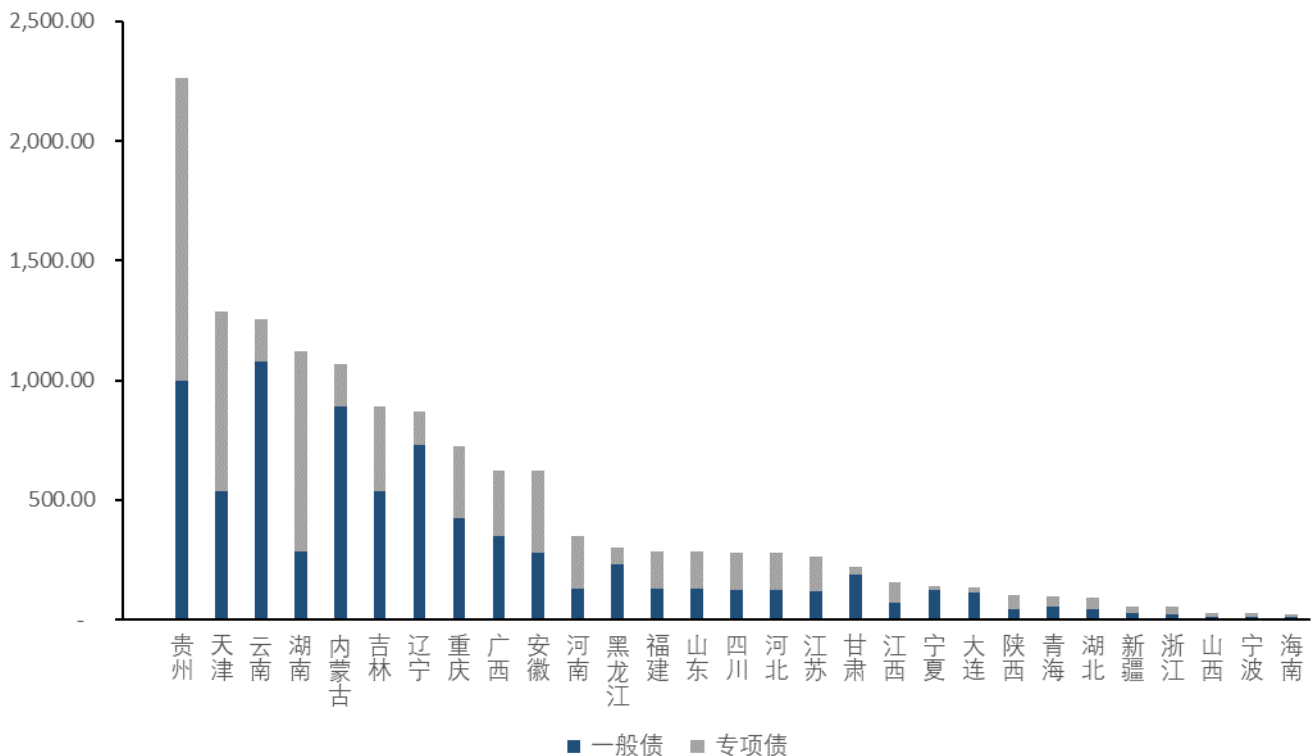
针对地方政府具有偿还责任的债务，2023 年四季度发行 1.4 万亿特殊再融资债，但其中相当大的部分是为了偿还企业欠款，隐债部分优先偿还高息债务。首先，对于地方政府负有偿还责任的债务，化债责任主体仍是地方政府。从 2014 年开始，财政部开始对于地方政府债务余额实行限额管理，对于此前甄别的地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借的部分，允许省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。但一些地区通过安排财政预算资金、企事业单位等原债务人资金偿还了部分存量政府债务，以及部分工程款结算后，

根据实际情况相应核减了债务余额，不再需要发债置换，但财政部也没有将相应额度收回，这就使得地方政府债务余额低于限额。二者的差额也就给予了地方政府再度发债以解决隐债问题的空间。

在 2018 年隐债甄别完成后，财政部在 2019 年就选取过 6 个省份，进行建制县隐性债务风险化解试点，通过置换债券化解试点县的隐性债务。2020 年 12 月，建制县隐性债务风险化解试点全面展开，辽宁、重庆、天津、贵州等债务压力较大的地区利用地方政府债务限额与余额的剩余空间，发行特殊用途再融资债券来化解隐性债务，截止到 2021 年 9 月，这一轮特殊再融资债共发行 6278 亿元；而在 2021 年 10 月至 2022 年 6 月，北京、上海、广东和深圳等经济体量大、财政实力强、债务管控较好的地区，也利用相同的债务空间，发行了 5042 亿特殊用途再融资债，推进全域无隐债试点。截至 2022 年末，地方政府债务限额与余额差值仍然还有 2.59 万亿。因此，在本轮化债的过程中，特殊再融资债也是其中的重要组成部分。

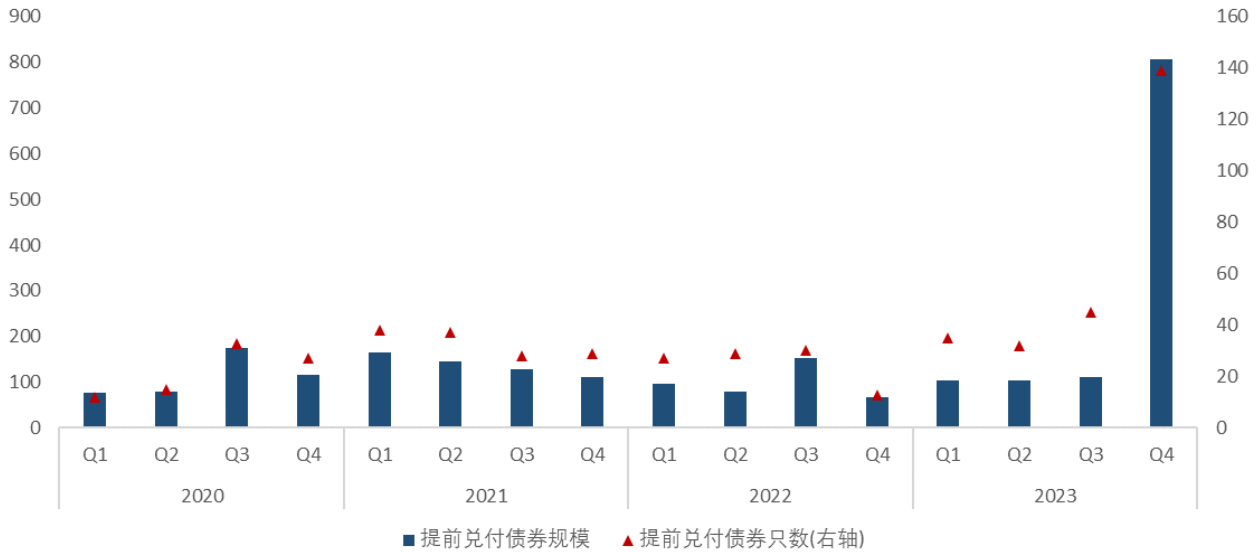
从 2023 年 10 月开始，特殊再融资债重启发行，四季度共发行 1.39 万亿，其中贵州发行规模最大，达 2263.81 亿元、天津、云南、湖南和内蒙古发行规模也超千亿元，吉林、辽宁、重庆、广西和安徽等省/直辖市发行规模也超 600 亿元。尽管目前地方政府的隐性债务主要还是在 2018 年甄别的融资平台以政府信用为背书向金融机构举借的债务。但在现实中，地方政府在 2018 年之前以及最近几年来为了维持经济的正常运转，也拖欠了部分企业账款，地方政府对这些款项也存在偿还责任，因此它们也在本轮特殊再融资债的覆盖范围之内。并且，考虑目前隐性债务是要求在 2028 年之前化解完毕，距今仍有四年多的时间，因此偿还企业欠款，尤其是针对部分经济实力较弱的区域，反而成为了优先级较高的任务。因此，在重点省份的额度之中，有相当一部分是用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业款项。而在偿还隐债的部分，本次特殊再融资债要重点解决的可能更多的还是平台隐债之中的高息债务，尤其是高息非标和标债。

图 12：2023 年各省特殊再融资发行情况（亿元）



资料来源: iFind, 信达证券研发中心

在特殊再融资债大规模集中发行的影响下，从 10 月开始，城投债提前兑付的规模出现了明显提升。23 年 Q4 城投债提前兑付规模达 805.51 亿元，提前兑付债券只数达到 139 只，城投债提前兑付规模和只数均远超近年来其他各个季度水平，这可能受到了 10 月下旬后特殊再融资债资金逐步下发的影响。

图 13：20-23 年城投债提前兑付情况梳理（亿元，只）


资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

而在四季度发行近 1.4 万亿特殊再融资债后，地方政府债务余额与限额的空间还剩余近 1.2 万亿，这也意味着特殊再融资债仍有在 2024 年继续发行的空间。贵州省于 2 月发行特殊债约 325 亿元，这也拉开了特殊再融资债在 2024 年发行的序幕。

对于城投平台的经营性债务，可能需要通过金融机构展期降息甚至债务置换的方式，逐步消化平台的债务负担。但是，即便 2024 年特殊再融资债将剩余空间全部使用完毕，其相较于当前发债平台接近 60 万亿的有息债务规模而言，所能覆盖的比例是相对偏低的。因此，针对规模更大的平台经营性债务，尤其是短期内即将到期、面临偿付压力的经营性债务，可能需要金融机构在其中发挥更大的作用。2023 年 8 月 1 日，央行在 2023 年下半年工作会议中就曾提到，下半年重点工作之一是切实防范化解重点领域金融风险，其中首要是统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。11 月 17 日，央行、金管局、证监会联合召开金融机构座谈会，要求金融机构按照市场化、法治化原则，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制新增，与融资平台开展平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构，确保金融支持地方债务风险化解工作落实落细。

从目前已有一些公开案例来看，对于银行贷款，政策可能会支持商业银行自身通过展期降息来缓解平台还本付息的压力，而对于底层资产清晰、且成本较高的非标和标债等债务类别，监管可能也会支持平台和金融机构通过市场化协商银行/银团贷款的方式来置换。

央行或针对极端情况提供应急支持。而金融机构对于城投平台经营性债务进行展期降息或是债务置换，可能也要以自身利润的下降为代价，因此出于维护金融体系稳定的考虑，相关措施可能也需要央行的参与和支持。早在 2023 年 8 月，据财新报道，央行或将设立应急流动性金融工具（SPV），由主要银行参与，通过这一工具给地方城投提供流动性。而在 11 月 8 日的金融街论坛年会上，央行行长潘功胜在谈及金融部门支持化解地方政府债务风险时强调，必要时人民银行将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。从央行的表述来看，应急流动性贷款支持可能还是在部分弱资质区域，依靠自身能力以及各类技术手段仍然难以应对短期的流动性压力时，可由当地政府向央行寻求应急支持，但是为了防止道德风险，地方政府可能要需要向央行提供充足的担保物。

此外，为了避免地方一边化债，一边债务规模又在持续上升的情况再度发生，政策也在对不同类型的融资平台

的新增融资实施不同类型的监管，更加严格的控制融资平台整体有息债务增速，使其逐渐与区域经济发展水平相适应。对于一般债券投资者认知的城投平台，可能被划分为三种类型，设置不同的约束条件。对于地方政府所认定的名单内的城投平台，在优先获得支持性政策缓解其债务压力的同时，其融资用途可能被限定为借新还旧，在多数情况下不能以融入资金偿还原有债券的利息，甚至发行规模相对于偿还本金也要有所压缩。其次，对于在收入、资产或者现金流方面仍与地方政府保持了紧密的联系，但不在名单内的融资平台，其融资需要与政府信用隔离，在预防新增隐债风险的要求下，短期内此类平台的融资也可能会受到一定的限制。第三，属于一般市场对城投认知范围内的公用事业和交通运输类主体，以及部分园区运营主体和产业投资主体，业务市场化程度较高，现金流相对稳定，可能被监管视为市场化的产业类主体，这些主体融资受到的约束相对较小，甚至可以用来补流与项目建设。

2.3、化债政策推动弱区域平台利差大幅下行，但利息滚续的难题仍有待破局

目前化债政策的落地仍在推进当中，但由于政策传递出防范尾部风险发生的态度，债券投资者的风险偏好明显抬升，弱资质平台的债券收益率出现了大幅下降。而从各省不同评级城投债利差的表现来看，重点区域省份以及弱资质平台债利差下行幅度更大。具体来看，在化债政策公布之初的8月，投资者最先关注的是受化债政策影响更直接、且流动性相对较强的平台，例如以津城建为首的天津等区域高等级平台利差快速下行，天津AAA级平台公募债平均利差在8月下行了近300BP。而随着天津AAA级平台公募利差大幅压缩，机构开始挖掘其他类似区域或平台，比如郑州航空港短债的投资机会。9月份债券市场有所调整，信用利差整体出现了一定幅度的回升，但是云南AA+级和天津AA+级平台利差仍明显下行。云南AA+级利差快速下行可能主要是由于化债政策推动下，市场普遍认为出现债券违约等尾部风险的概率下降，部分投资者挖掘昆明交产等高收益债券投资机会；而天津AA+级利差明显下行，这主要可能也是在津城建利差快速压缩后，投资者进一步挖掘天津优质区县核心平台短期债券投资机会所致，但当时云南AAA级、广西AA+级等区域平台利差整体仍未见明显压缩。而节后特殊再融资债重启发行，投资者挖掘城投债收益的热情再度提升，云南AAA级和AA+级、广西AA+级和宁夏AA+级等弱区域中高等级平台利差也开始大幅下行，这样的行情一直持续到了2023年末。

图 14：中央政治局会议提出“一揽子化债”后各省不同评级公募债利差变化（单位：BP）

省份	外部评级	利差变化										合计	省份	外部评级	利差变化										合计
		2023/7/21	2023/12/29	8月	9月	10月	11月	12月	2023/7/21	2023/12/29	8月				9月	10月	11月	12月							
云南	AA+	855	420	28	-91	-121	-188	-167	-538	内蒙古	AA+	139	93	-25	-1	-22	-20	21	-47						
贵州	AA+	715	315	-63	-12	-48	-232	-34	-388	河北	AA	137	91	-30	1	-13	-19	15	-46						
天津	AAA	487	114	-287	-19	-43	-46	15	-386	福建	AA	154	113	-28	8	-11	-25	12	-44						
青海	AA+	796	427	-11	-29	-47	-107	-182	-375	浙江	AA	139	96	-25	4	-12	-20	8	-43						
云南	AA	489	164	-6	-11	-113	-187	-22	-340	吉林	AA	520	481	-18	10	-8	-23	-4	-42						
宁夏	AA+	483	157	-12	-1	-58	-164	-91	-327	湖南	AA+	132	91	-26	9	-14	-22	10	-42						
广西	AA+	574	325	-34	35	-70	-167	-57	-293	贵州	AAA	127	95	-26	6	-11	-15	12	-34						
山东	AA	628	384	-11	-20	-31	-97	-88	-247	四川	AA+	110	79	-21	7	-10	-16	9	-32						
贵州	AA	972	735	0	-24	-33	-63	-113	-233	新疆	AA+	110	80	-21	6	-14	-16	15	-30						
辽宁	AA	525	314	-23	-67	-15	-61	-46	-112	北京	AA+	93	71	-3	1	-21	-10	7	-28						
天津	AA+	386	180	-36	-55	-89	-52	27	-205	西藏	AA+	99	74	-24	12	-5	-17	9	-26						
广西	AA	449	258	-22	-10	-35	-82	-45	-193	安徽	AA+	95	73	-23	10	-8	-15	13	-23						
云南	AA	571	383	-26	-8	-23	-84	-50	-191	山东	AAA	81	64	-13	4	-8	-13	8	-21						
湖南	AA	371	197	-41	-6	-27	-49	-54	-177	辽宁	AAA	142	119	-17	13	-3	-19	6	-21						
陕西	AA+	340	196	20	-12	-41	-107	-6	-147	江苏	AA+	90	72	-21	8	-9	-12	13	-21						
河南	AA	455	316	-47	9	-8	-68	-31	-145	浙江	AA+	87	70	-17	9	-5	-14	9	-19						
新疆	AA	290	148	-58	-2	-41	-49	5	-145	广西	AAA	93	81	-19	8	-7	-11	11	-17						
甘肃	AA+	553	414	-72	1	-73	-4	7	-142	海南	AA	161	145	-37	10	15	-21	17	-17						
四川	AA	420	299	-35	-5	-13	-51	-22	-126	广东	AA	93	79	-19	10	-8	-12	13	-15						
甘肃	AA	531	415	11	-3	-39	-68	-21	-120	福建	AA+	76	65	-18	8	-5	-10	10	-15						
山西	AA	272	158	-54	-11	-30	-27	5	-116	湖北	AAA	77	63	-12	10	-4	-13	6	-14						
河南	AAA	181	66	-56	-26	-18	-21	8	-112	山西	AAA	74	62	-18	10	-6	-9	9	-14						
吉林	AA+	262	149	-55	-8	-21	-39	13	-110	广东	AA+	77	68	-13	6	-7	-10	12	-12						
吉林	AAA	200	95	-27	11	-46	-53	7	-109	江西	AAA	72	65	-10	5	-5	-11	11	-10						
重庆	AA	341	238	-7	-7	-28	-62	-4	-109	上海	AA+	60	57	-13	8	-5	-7	11	-6						
河北	AA+	210	103	-29	-3	-26	-55	4	-108	宁夏	AAA	72	69	-18	8	0	-10	13	-6						
山东	AA+	232	131	-29	-1	-33	-45	3	-105	江苏	AAA	56	53	-11	8	-4	-8	9	-6						
江西	AA	248	154	-34	-1	-24	-42	2	-99	重庆	AAA	54	52	-9	6	-3	-8	9	-5						
山西	AA+	162	76	-18	2	-72	-18	11	-94	四川	AAA	54	52	-8	8	-3	-9	8	-4						
黑龙江	AA+	174	85	-23	-19	-42	-11	4	-91	海南	AAA	66	67	-14	8	-8	-4	14	-4						
辽宁	AA	244	148	-31	-4	-18	-51	19	-85	湖南	AAA	51	50	-9	6	-3	-7	9	-4						
陕西	AA	350	268	-10	-1	-24	-52	3	-84	福建	AAA	51	50	-7	5	-2	-6	7	-4						
江西	AA+	167	89	-22	-4	-25	-38	7	-82	北京	AAA	47	47	-9	6	-3	-7	9	-4						
甘肃	AAA	156	86	-24	-5	-18	-41	10	-78	浙江	AAA	47	47	-9	6	-3	-7	9	-4						
黑龙江	AAA	390	316	-32	7	-14	-15	-21	-76	上海	AA	68	67	-9	6	-5	-8	12	-4						
重庆	AA+	163	92	-32	-8	-23	-24	11	-74	河北	AAA	54	54	-8	4	-3	-5	9	-3						
湖北	AA	195	124	-15	0	-21	-38	5	-69	新疆	AAA	63	63	-9	13	-6	-9	8	-3						
陕西	AAA	145	77	-25	4	-25	-31	10	-68	湖南	AAA	53	53	-9	7	-3	-7	9	-3						
安徽	AA	172	108	-33	2	-21	-26	12	-67	上海	AAA	44	48	-7	5	-3	-5	9	-1						
河南	AA+	147	92	-27	1	-20	-22	10	-58	广东	AAA	44	49	-8	7	-2	-5	8	0						
江苏	AA	166	121	-14	6	-16	-28	5	-49	安徽	AAA	47	51	-7	6	-1	-6	9	0						
湖北	AA+	123	77	-24	5	-15	-24	9	-49	北京	AA+	57	62	-11	6	-5	-4	14	0						

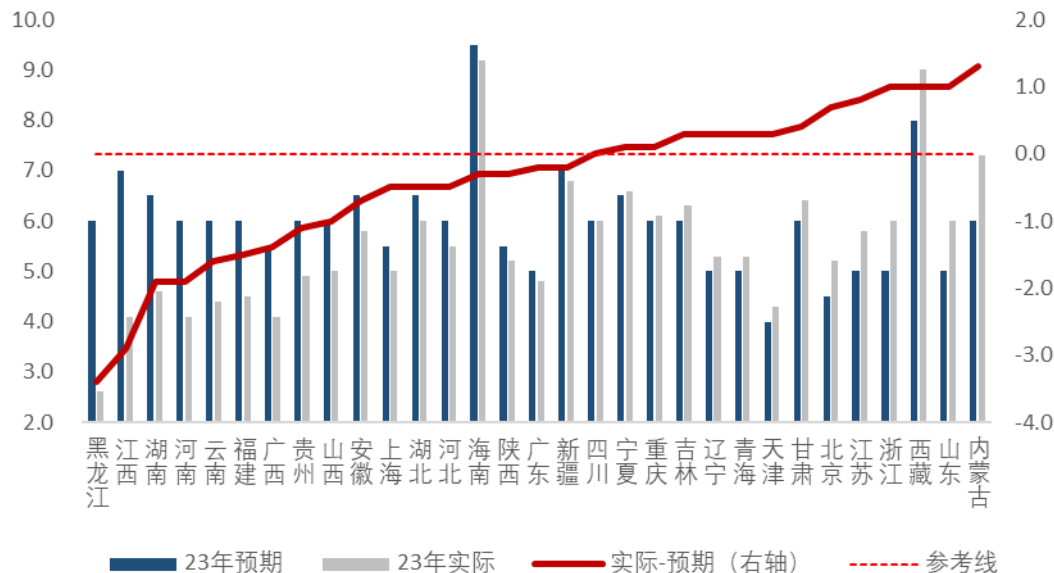
资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

在化债行情下, 弱资质平台的利差大幅下行, 一级发行投标倍数大幅上升, 使得平台债券发行的难度和成本均明显降低, 很多平台借助这样的有利条件拉长了发债期限, 这种市场化融资环境的改善在客观上也使得城投债务滚续的难度减轻, 有利于化债的进程更加平稳有序。

但是从目前来看, **2023 年国内经济修复的节奏偏弱, 地方政府的财政能力仍然承压, 城投平台的基本面环境仍然没有出现太大的变化。**

首先, 从全国范围来看, 2023 年 GDP 增速为 5.2%, 尽管完成了全年的经济增长目标, 但两年复合增速仅为 4.1%, 仍然明显低于疫情前的水平。而从各省的情况看, 尽管多数省份在 2023 年初设定的经济增长目标超过了全国, 但仍然有 17 个省 23 年实际 GDP 增速低于年初的增长目标, 其中黑龙江、江西、湖南、河南、福建、广西、贵州和山西等 9 个省/自治区 23 年实际 GDP 增速低于预期 GDP 增速 1 个百分点及以上。

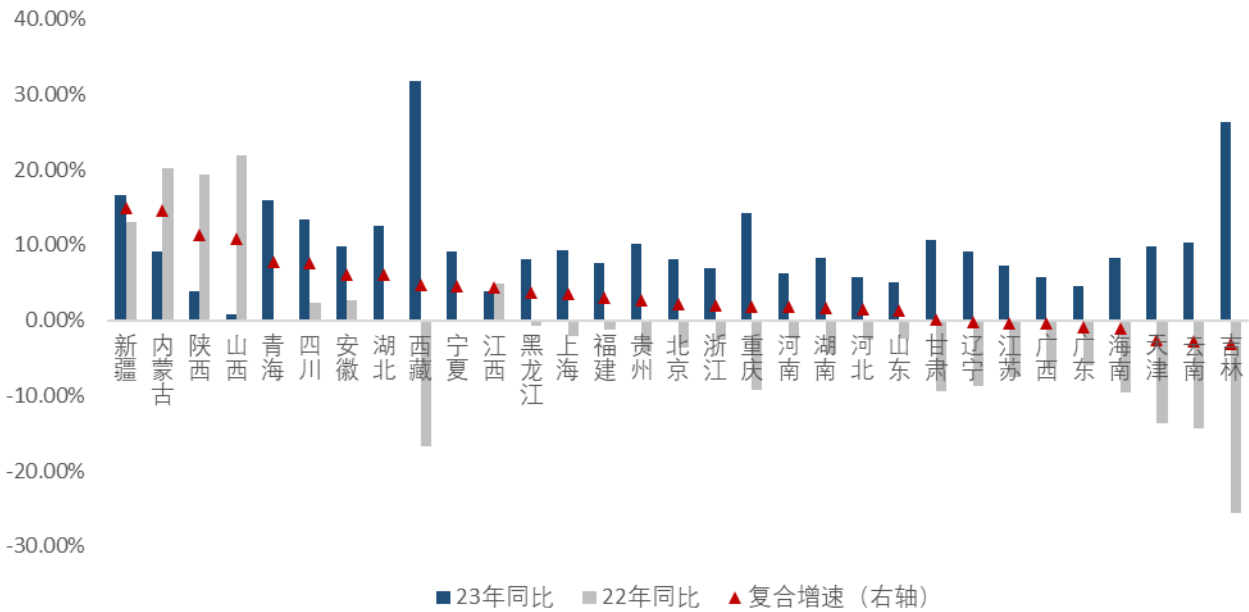
图 15: 2023 年各省/直辖市预期、实际 GDP 增速以及两者之差 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

从一般公共预算收入来看, 在留抵退税、疫情冲击等不利因素导致 22 年基数较低背景下, 2023 年全国 31 个省/直辖市一般公共预算收入同比均实现正增长, 但如果从两年复合增速来看, 仅少数煤炭资源丰富的省份复合增速相对较快, 绝大多数省份两年复合的一般公共预算收入复合增速低于 5%, 其中辽宁、江苏、广西、广东、海南、天津、云南、吉林这 8 省/直辖市两年复合增速甚至为负, 显示地方政府的收入能力仍然承压。

图 16: 2022 年和 2023 年各省/直辖市一般公共预算收入同比以及复合同比变化 (%)

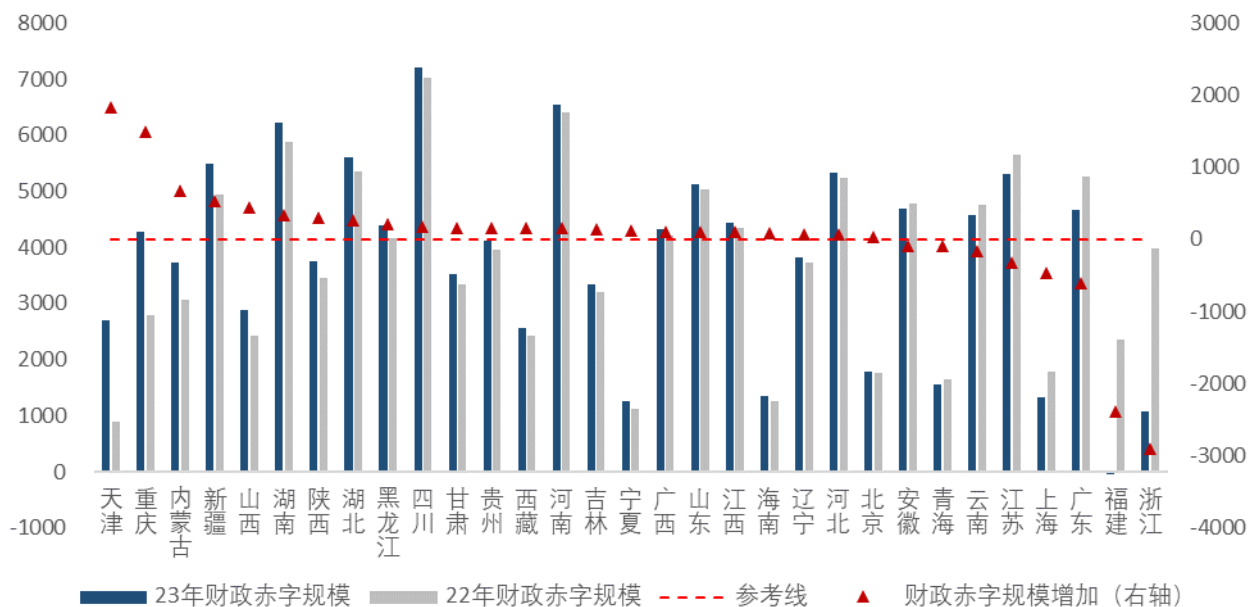


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注释: 重庆和新疆一般公共预算收入数据未公布, 用23年1-11月数据代替。

从地方政府财政赤字来看, 23年地方一般公共预算收入11.7万亿元, 地方一般公共预算支出23.6万亿元, 地方政府财政赤字规模合计11.9万亿元, 较22年11.6万亿规模仍有小幅增长。分省来看, 全国仅福建一省在2023年实现了财政盈余, 仅8个省财政赤字规模较22年减少, 多数省份财政赤字规模仍在增加, 仍然高度依赖于中央政府的转移支付。

图 17: 22年以及23年各省/直辖市财政赤字规模 (%)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

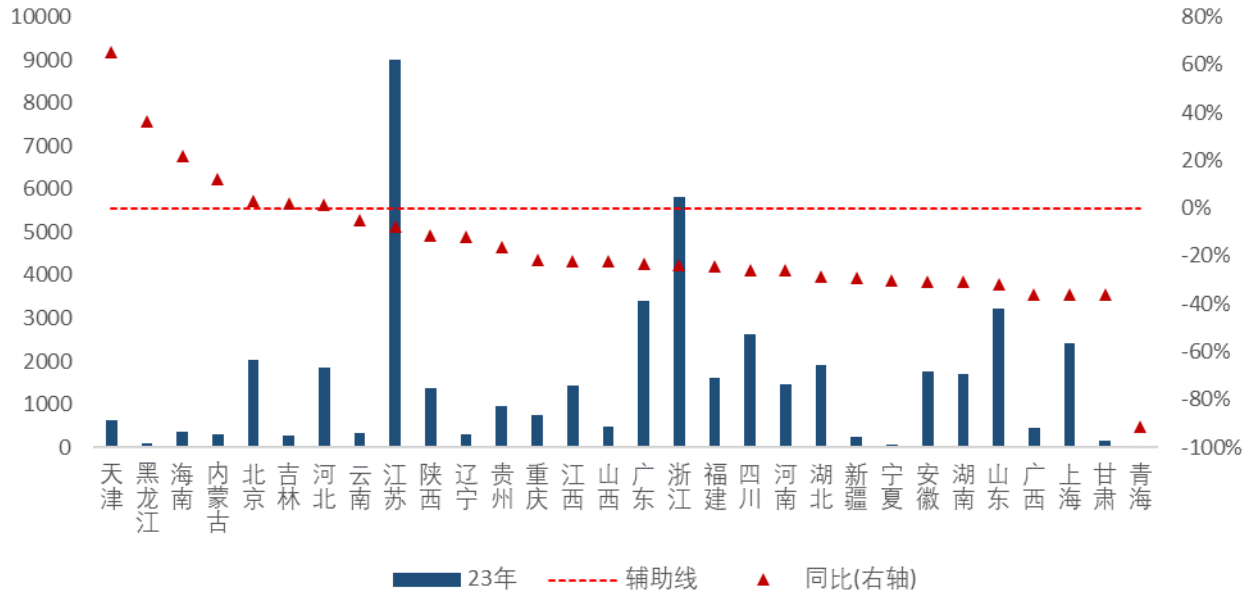
注释: 1、地方政府财政赤字规模=一般公共预算支出-一般公共预算收入

2、天津、重庆、浙江和新疆23年财政数据未公布或者仅公布了一般的公共预算收入, 我们用23年1-11月数据代替。

而财政收入承压的同时, 地方政府土地出让的情况也不容乐观。尽管22年基数已经偏低, 但也只有天津、黑龙

江、海南和内蒙古等少数省/直辖市土地出让金同比实现了正增长，其他多数省份土地出让金收入同比仍旧明显下行，其中宁夏、安徽、湖南、山东、广西、上海、甘肃以及青海等省/直辖市土地出让金收入同比下行超30%，地方土地财政仍面临较大的压力。

图 18：23 年各省/直辖市土地出让金以及同比变化（亿元、%）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

在基本面仍然偏弱的同时，“一揽子化债”相关的支持政策落地相对偏缓。除了特殊再融资债之外，金融机构对于城投平台债务置换推进的案例有限，在实际操作过程中面临现实层面的挑战。在金融机构置换融资平台经营性债务方面，对于重点省份中相对优质区域的平台承担的、规模相对较小或者底层项目资产较好的非标或者标债，有部分置换落地的公开案例。根据财联社报道，12月8日，农行渝北支行牵头的首笔5000万元置换存量非标债务“银团贷款”，在渝北区属国有企业重庆空港经济开发建设有限公司投放落地。据重庆空港经开有关负责人介绍，目前由农行渝北支行牵头、中行渝北支行参团，已经批准“银团贷款”6.068亿元，此次投放落地的5000万元是全市首笔“银团贷款”。

但是，由于政策要求银行贷款置换非标和标债等经营性债务需要对应底层项目清晰、财务可持续，而很多平台的非标和标债难以对应底层项目，这就使得银行贷款置换融资平台经营性债务进度整体仍然偏慢，尤其是重点省份弱区域平台，或者缺少底层项目的非标和债券等债务类型，置换仍未见明显推进。在金融支持地方化债的细则明确之前，银行大规模推进经营性债务置换可能存在一些现实层面的挑战。

央行SPV也并未有落地的案例。在11月潘功胜提及应急流动性贷款支持后，目前也仍然未有区域公开报道相关申请成功案例。这一方面可能是由于前期市场风险偏好的抬升，弱资质区域的融资环境有所改善，还尚未有区域面临严重的流动性问题；另一方面可能也是区域内各级政府之间关于如何提供合格的抵押物存在可商榷之处。但后续相关的政策如何推进仍然值得关注。

尽管支持性措施的落地速度相对偏缓，但是对于城投平台融资政策的紧缩政策落地却相对迅速，这就集中反映在了城投债净融资上。受理财赎回潮的冲击，城投债估值在2023年初明显调整，部分区域的融资条件恶化，叠加各地财政与土地出让收入仍然承压，城投平台现实层面的偿债压力增大，因此城投融资政策出现了边际调整，部分区域在发债募集资金用途上出现了一定程度的放松。2023年1-9月城投债净融资1.42万亿，较去年同期增加2130亿元。但是2023年10-12月，城投债净融资规模合计-1180亿元，同比减少1182亿元，其中11月、12

月城投债分别净偿还 271 亿元和 1043 亿元。

从发行用途上看，大部分省份在 2023 年四季度城投债发行募集资金用于借新还旧的比例上升，用于偿还有息债务、补流和项目建设规模较去年同期有所压缩，显示融资政策收紧不仅局限于重点省份。从发行区域上看，2023 年四季度城投平台发行中票、短融、超短融、小公募和私募债的省份共 26 个。由于平台新增融资占整体净融资的比重在去年本就相对较低，2023 年四季度各省份城投债发行用于补流和项目建设比例的变动也相对有限。但绝大多数省份偿还有息债务的占比出现了明显收缩。江苏、浙江和山东等东部区域四季度借新还旧的占比较去年同期明显增加，部分区域存在公司债募集资金不能偿还利息以及偿还其他品种债券，同时也出现了用途借新还旧但不能完全覆盖到期本金的情况，这可能反映出监管约束部分传统平台债务存量的要求。部分弱资质区域偿还有息债务的比重反而有所上升，这一方面由于部分交运或产投主体受到的约束可能相对较小，这部分主体受融资环境改善的影响发行规模有所增加；另一方面，部分主体在 10 月尚能发债偿还银行流贷，但 11 月后声明为市场化主体仅借新还旧，显示监管政策在 11 月后可能又进行了新的调整。在这样的背景下，云南、重庆、甘肃等弱区域城投净融资反而有所改善，江浙地区区县级平台在前三季度净融资恢复后又大幅下降，这也反映了监管对于发债用途更加严格的管理，显示当前融资政策的收紧不仅仅局限于弱资质区域。

图 19：10-12 月不同省份城投债发行规模及募集资金用途占比（单位：%、百分点）

省份	23年10-12月			22年10-12月			同期比较		
	借新还旧占比	偿还有息债务占比	补流和项目建设占比	借新还旧占比	偿还有息债务占比	补流和项目建设占比	借新还旧占比变化	偿还有息债务占比变化	补流和项目建设占比变化
山西省	76	24	0	0	100	0	76	-76	0
吉林省	73	27	0	18	82	0	55	-55	0
河北省	100	0	0	46	54	0	54	-54	0
安徽省	93	7	0	46	48	7	47	-40	-7
陕西省	89	11	0	42	54	5	47	-42	-5
四川省	87	12	2	41	51	7	45	-40	-5
湖北省	96	3	1	60	38	2	36	-36	-1
福建省	77	19	4	47	43	10	30	-24	-5
河南省	68	24	8	47	43	10	21	-19	-2
山东省	65	22	13	44	39	17	21	-17	-4
浙江省	85	14	1	68	30	2	17	-16	-1
重庆	91	3	6	75	19	5	16	-16	0
江苏省	95	3	1	81	18	1	15	-15	0
湖南省	72	27	1	58	41	1	14	-14	0
广东省	53	32	14	42	46	12	12	-14	2
江西省	78	20	2	67	30	3	11	-11	-1
贵州省	100	0	0	93	7	0	7	-7	0
新疆维吾尔自治区	90	10	0	84	16	0	5	-5	0
上海	51	29	20	46	37	16	5	-8	4
黑龙江省	100	0	0	100	0	0	0	0	0
辽宁省	100	0	0	100	0	0	0	0	0
宁夏回族自治区	100	0	0	100	0	0	0	0	0
西藏自治区	100	0	0	100	0	0	0	0	0
内蒙古自治区	0	0	100				0	0	100
云南省	96	4	0	100	0	0	-4	4	0
广西壮族自治区	63	37	0	70	24	6	-7	14	-6
北京	57	19	24	69	16	16	-12	4	9
天津	78	22	0	100	0	0	-22	22	0

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

而从近期交易所与交易商协会的实际操作来看，对于上文提到的前两类平台，政策执行情况反而偏严，尤其是第二类平台，交易商协会要求此类平台在发债募集说明书中声明“发行人承诺，本公司为市场化经营主体”，目前来看其募集资金用途同样被限定为借新还旧，但可用于偿还利息支出，而交易所目前还并没有声明“市场化主体”的要求，且部分在交易商协会产品中只能借新还旧的主体，在交易所发行私募债券也可用于偿还其他有息债务，整体融资环境相较于交易商协会相对宽松，但整体限制仍存。

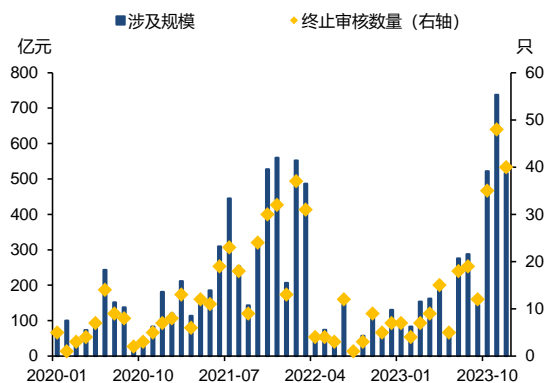
图 20：各省份 23 年与去年 10-12 月城投债净融资变化（单位：亿元）

省份	今年10-12月净融资				去年10-12月净融资				10-12月净融资变化			
	省级	国家新区	地市	区县	省级	国家新区	地市	区县	省级	国家新区	地市	区县
云南省	24	0	28	-4	-44	-8	-41	3	68	8	69	-7
江西省	51	14	-4	-21	-50	15	-7	-50	101	-1	3	30
北京	63	0	14	18	-9	0	10	-34	72	0	4	52
河南省	10	0	175	-26	-17	0	2	57	27	0	173	-83
甘肃省	20	0	-7	0	-72	0	-22	0	92	0	15	0
重庆	40	-33	2	-10	2	16	-9	-103	38	-48	11	93
山西省	19	0	55	4	-15	0	16	-1	34	0	38	5
新疆维吾尔自治区	0	0	3	2	-5	0	-43	-5	5	0	46	6
山东省	109	32	139	-20	79	-21	28	134	30	53	111	-154
安徽省	15	0	-6	-7	5	0	-76	56	10	0	71	-62
陕西省	-22	-35	2	28	-24	11	-6	-26	2	-46	8	54
西藏自治区	0	0	-2	0	-2	0	-15	0	2	0	13	0
内蒙古自治区	5	0	0	-1					5	0	0	-1
宁夏回族自治区	4	0	-3	0	7	0	-2	0	-3	0	-2	0
海南省	0	0	0	0	9	0	0	0	-9	0	0	0
辽宁省	0	0	-24	-13	0	0	-22	-4	0	0	-2	-9
吉林省	-30	0	-61	0	-35	0	-43	0	5	0	-17	0
青海省	0	0	-16	0	0	0	1	-4	0	0	-17	4
广西壮族自治区	37	0	-68	-17	-46	0	8	4	84	0	-76	-21
河北省	-15	0	-1	18	-5	-6	34	9	-10	6	-35	9
黑龙江省	0	0	-60	-2	0	0	-2	-2	0	0	-58	0
上海	-12	0	0	42	51	-7	0	71	-63	7	0	-29
福建省	0	0	18	-9	0	0	46	65	0	0	-29	-74
广东省	-1	0	20	11	-20	0	78	104	20	0	-58	-92
江苏省	11	-68	8	-240	17	19	0	-179	-6	-88	8	-61
贵州省	-2	-142	-17	-81	-15	3	-21	-41	13	-145	4	-40
湖南省	-22	-10	-42	-153	49	0	-9	-62	-70	-10	-33	-91
湖北省	-59	0	-47	-51	37	0	-5	28	-96	0	-42	-79
浙江省	52	0	-26	-255	-34	0	-8	101	86	0	-18	-355
四川省	-25	0	-38	-46	110	0	35	50	-135	0	-73	-96
天津	-309	-30	3	-120	-65	0	-19	9	-244	-29	22	-129

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

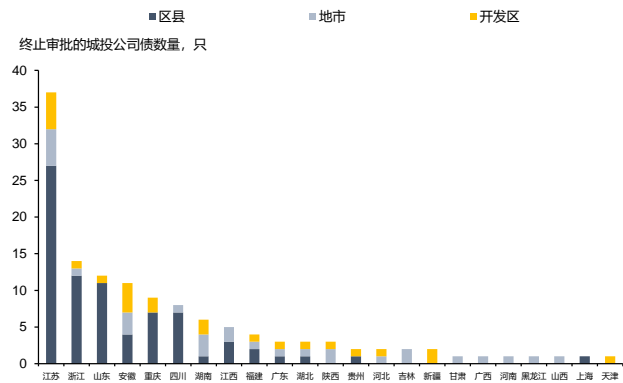
除了借新还旧的占比上升之外，城投发债监管趋严还反映在了终止审批的规模上升之上。10-12月公司债终止审批的规模大幅上升，主要也集中在了江苏、浙江、山东等区域的区县级平台上，这与净融资缩减的区域也是相对吻合的。由于交易商协会并未披露终止审核数据，因此我们以交易所产品为统计口径。可以发现，近期交易所终止审批数量抬升，主要为无存续公司债或近期无到期公司债品种被终止审批。截至12月末，2023年交易所共232只城投公司债批文被终止审批，其中10月终止审批数量明显增加，10-12月终止审批数量共130只，占23年全部终止城投项目的56%。其中有多数城投公司债被终止审批是因为城投主体尚无存续公司债，或近期无存续债到期，而仍有部分城投公司债近期有存续债到期，但仍被终止审批，层级涵盖区县级、地市级和国家新区级。分区域来看，江苏、浙江、山东等省份区县级城投终止发行的规模同样相对较大，这与净融资缩减的区域分布也是相对吻合的。

图 21: 10 月以来城投终止审批规模明显增加



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 22: 10 月以来江苏区县级城投公司债终止审批数量最高

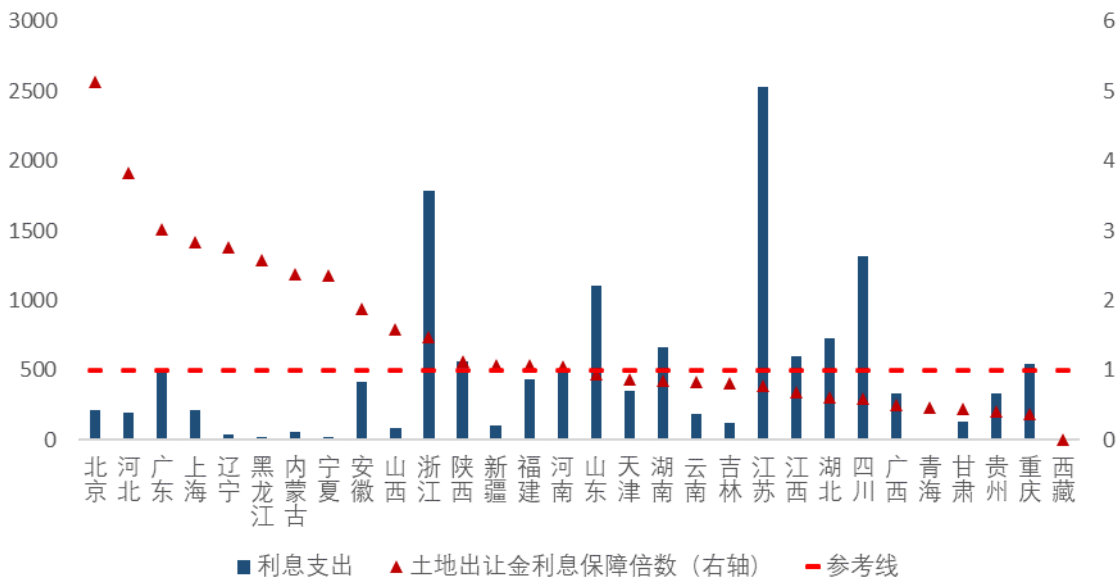


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

除了城投债券之外，在控制平台新增债务的要求下，部分银行对于名单内平台新增贷款也会考虑实施提级管理，部分名单内平台新增贷款融资难度可能也在加大。

在支持性政策落地偏缓、限制性政策落地较快的背景下，城投平台的债务利息如何解决仍然是现实层面的问题。根据我们对YY口径发债平台的统计，截至23年6月末，发债平台有息债务规模增长已经达到了59.49万亿元，相较于22年末的56.59万亿元，年化增长率仍然达到了为10.5%。庞大的债务存量，使得城投平台面临沉重的利息支出。考虑到绝大多数平台不分红，我们以发债平台现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”近似代替发债平台利息支出规模。2023年上半年，发债平台利息支出规模达到了1.41万亿元，全年的利息支出或超2.8万亿，年化利率近4.75%。其中江苏、浙江、四川和山东等省份由于发债城投存量债务规模较大，利息支出规模也相对较大。考虑土地出让收入是地方政府的重要收入来源，也是其支持平台的重要保障，我们也计算了各地区土地出让收入对发债平台利息支出保障倍数，可以发现多省土地出让收入对发债平台利息支出保障倍数较低，尤其是重庆、贵州、广西、四川等省/直辖市土地出让收入利息保障倍数不足1倍且发债平台利息支出规模较大。因此，尽管化债政策仍在推进的过程中，但是由于支持性政策落地偏缓，限制性政策又落地较快，在基本面仍然偏弱的背景下，部分平台的利息支出仍然面临现实的压力。

图 23：23 年上半年各省平台利息支出规模以及土地出让收入利息保障倍数（亿元、倍）



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注释: 1、发债平台利息支出规模用发债平台现金流量表中“分配股利、利润或偿付利息支付的现金”近似代替,考虑到多数平台不分红,该指标可近似代替平台支付利息现金流,但是部分平台或子公司仍或有一定的分红,该指标或高估发债平台利息支出规模。

2、土地出让利息保障倍数=土地出让金收入/发债平台利息支出规模。

3、考虑到海南土地出让金倍数较大,且区域平台发债较少,为了表格显示更加清晰,因此并未显示海南数据。

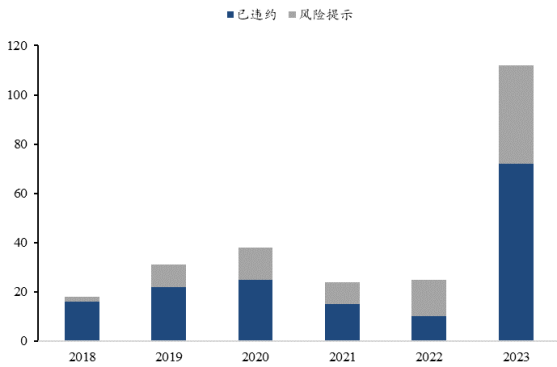
在这样的背景下,我们观察到在2023年四季度,城投非标、商票逾期等风险事件发生的频率似乎有所增加。但是,考虑政策鼓励金融机构与融资平台协商,通过展期降息等方式,降低平台债务成本,且相关风险事件发生的区域并未明显扩散,因此市场对这样的情况也没有给予过度的关注。部分区域或平台债务压力不断加大,短期难以协调资金兑付全部债务,平台非标违约等负面舆情增多。根据企业预警通的统计,城投非标风险事件(包括信托计划、融资租赁、定向融资、私募基金以及其他等)共发生109例,其中已违约69例、风险提示40例。而此前非标风险事件高峰期发生在20年,当年非标风险事件例数38例,其中已违约25例,风险提示13例,2023年非标风险事件案例明显高于往年水平。而商票逾期规模和家数净增长也明显增加,除8月商票逾

期余额净减少外，其他各月均净增加，23年商票逾期余额净增加合计49亿元，商票逾期城投家数净增加合计76家。

从相关风险事件的时间分布上看，23年Q1城投非标风险案例数量为21家，23年Q2非标风险事件案例增加至40例；在化债方案刚刚推出的23年Q3，非标风险事件降低至14例，但Q4以来，城投非标风险事件再次增多至37例，这也反映了部分平台的现实压力。而商票逾期的节奏分布也与非标风险事件大致相似，8月商票逾期余额由7月的46.34亿元降至39.88亿元，但是9月份之后，商票逾期规模再度增加，9-12月，商票逾期余额由39.88亿元增长至59.81亿元，增速分别为9.00%、18.17%、5.98%以及9.86%。

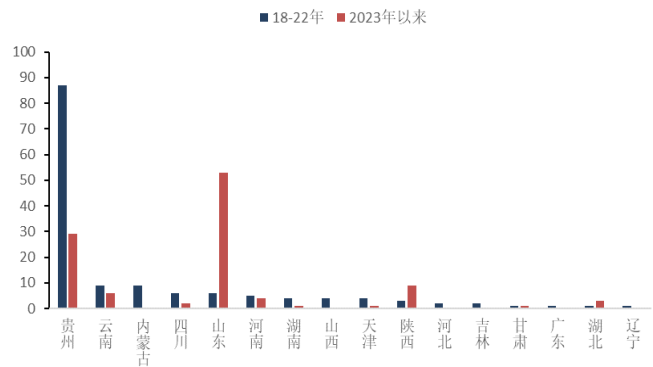
从风险事件的区域分布来看，18-22年，非标风险事件主要发生在贵州、云南、内蒙古，尤其是集中在贵州，23年以来贵州非标风险事件数量仍较多，但是山东、陕西和云南的非标风险事件也明显增多，尤其是山东省23年非标风险事件发生51例，甚至超过贵州，但目前来看非标风险事件仍主要集中在几个弱区域，其他省份非标仍未出现大规模公开风险事件。而商票逾期也主要集中在云南、山东和贵州等省份。

图 24：18 年以来城投非标风险事件（例）



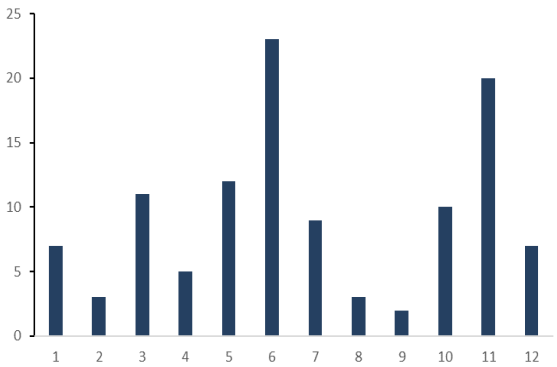
资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 25：23 年城投非标风险事件区域分布（例）



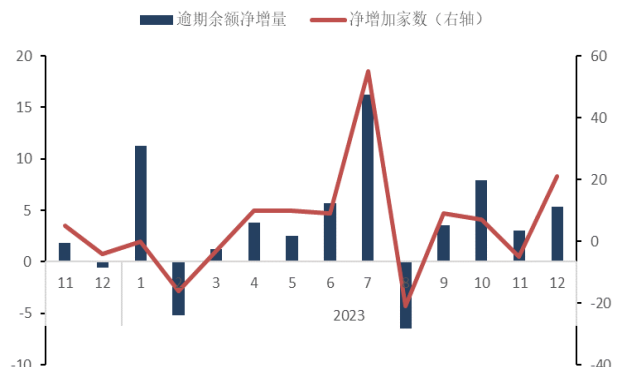
资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 26：23 年各月城投非标风险事件（例）



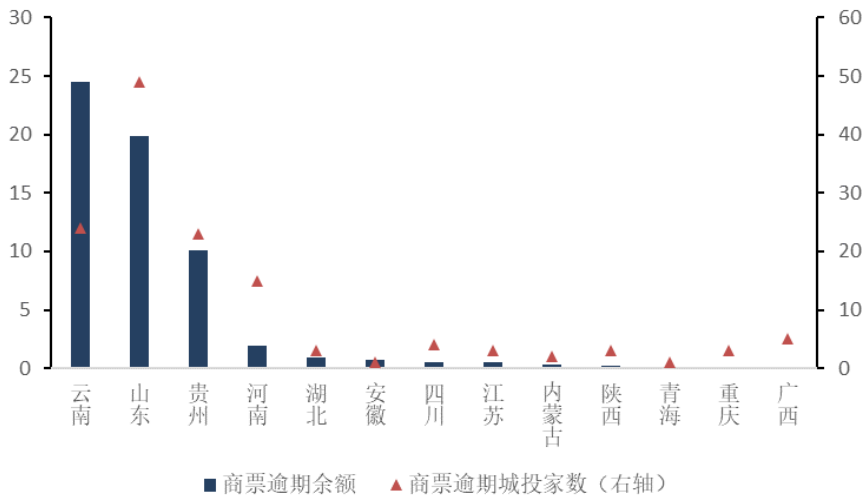
资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 27：近年多数月商票逾期余额和家数净增加（亿元、例）



资料来源：企业预警通，信达证券研发中心

图 28：23 年商票逾期余额和家数省份分布（亿元、家）



资料来源: 企业预警通, 信达证券研发中心

综合来看, 一揽子化债政策的核心是希望通过金融机构展期降息以及债务置换等方式降低平台的偿债压力, 使得城投平台通过自身收入以及相关的政府补助至少能够实现对利息的覆盖, 同时通过控制平台的新增融资, 达到逐步化解平台债务风险的目的。但从现实情况来看, 尽管近期弱资质城投债收益率的下行使其债券融资环境有所改善, 但是由于相关支持性政策的落地进度偏缓, 而新增融资的限制政策又在快速出台, 这使得部分平台在利息偿付和债务滚续上仍然面临较大的压力。一方面 2023 年四季度以来城投非标逾期等负面舆情有所增加, 另一方面在信贷、债券等传统融资渠道受限的背景下, 部分平台又开始重新寻求通过非标进行融资。至少从当前的情况来看, 部分平台面临的资金压力还尚未得到明显的缓解。

2. 4、城投债 24 年投资策略: 短久期票息+优质平台拉久期

在 2023 年 7 月末开始的化债行情演绎至今, 城投债利差已经出现了明显的回落, 尤其是重点省份以及非重点省份的弱资质平台利差下行幅度较大, 多数省份 AA+和 AA 级平台利差已经低于永煤事件之前水平。但是考虑城投平台当前的基本面环境尚未明显改善, 在支持性政策落地偏缓、限制性政策又在加快出台的背景下, 部分平台面临的资金压力还尚未得到明显的缓解。

图 29: 各省外部评级 AAA 级城投利差及变化 (BP、%)

AAA	23. 12. 29 历史分位数		变化	
	23. 12. 29	历史分位数	较23. 6月末	较20. 10月末
天津	114	46%	-373	-1
云南	164	31%	-319	-55
河南	66	8%	-124	-1
吉林	95	15%	-115	-1
甘肃	86	34%	-83	8
陕西	77	18%	-83	-1
贵州	95	44%	-43	25
辽宁	119	55%	-33	48
山东	64	35%	-30	7
山西	62	5%	-28	-2
湖北	63	13%	-23	-2
广西	81	29%	-22	21
江西	65	32%	-18	3
海南	67	36%	-15	4
宁夏	69	19%	-14	-1
江苏	53	14%	-13	-1
河北	54	15%	-11	-1
四川	52	15%	-10	-2
浙江	47	12%	-10	-1
福建	50	19%	-10	-4
重庆	52	18%	-9	-2
新疆	63	21%	-9	1
湖南	54	20%	-8	-1
北京	50	19%	-8	-1
上海	48	25%	-5	-1
安徽	51	21%	-5	-1
广东	49	29%	-5	2

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 30: 各省外部评级 AA+级城投利差及变化 (BP、%)

AA+	23. 12. 29 历史分位数		变化	
	23. 12. 29	历史分位数	较23. 6月末	较20. 10月末
青海	427	78%	-377	287
贵州	315	62%	-371	24
宁夏	157	67%	-351	69
云南	420	75%	-312	270
广西	325	69%	-287	149
天津	180	34%	-247	33
甘肃	414	71%	-191	356
辽宁	148	22%	-172	257
河北	103	1%	-116	74
吉林	149	27%	-113	97
山东	131	43%	-107	28
陕西	196	70%	-107	68
黑龙江	85	18%	-107	90
山西	76	3%	-100	13
江西	89	4%	-90	23
重庆	92	7%	-83	12
河南	92	10%	-86	5
内蒙古	93	2%	-88	6
湖南	91	5%	-83	48
湖北	77	8%	-80	15
西藏	74	39%	-48	14
新疆	80	6%	-43	17
四川	79	2%	-42	12
安徽	73	5%	-36	15
江苏	72	3%	-32	35
浙江	70	7%	-29	17
福建	65	7%	-24	17
广东	68	10%	-22	15
上海	57	14%	-15	8
北京	62	29%	-8	0

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 31: 各省外部评级 AA 级城投利差及变化 (BP、%)

AA	23. 12. 29 历史分位数		变化	
	23. 12. 29	历史分位数	较23. 6月末	较20. 10月末
山东	384	75%	-250	124
贵州	735	76%	-237	270
广西	258	38%	-224	-20
辽宁	314	38%	-216	-60
湖南	197	20%	-188	-111
云南	383	50%	-188	-15
新疆	148	6%	-159	-85
河南	316	39%	-140	31
四川	299	39%	-138	-32
重庆	238	36%	-128	-20
山西	158	2%	-126	-94
甘肃	415	67%	-119	157
江西	154	8%	-102	-74
陕西	268	51%	-91	17
黑龙江	316	34%	-83	-105
湖北	124	5%	-80	-50
安徽	108	7%	-73	-84
河北	91	2%	-67	-55
江苏	121	5%	-66	-88
浙江	96	2%	-64	-70
福建	113	12%	-60	-51
吉林	481	88%	-45	132
北京	71	10%	-33	-27
广东	79	6%	-27	-30
海南	145	36%	-27	-11
上海	67	12%	-10	-7

资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

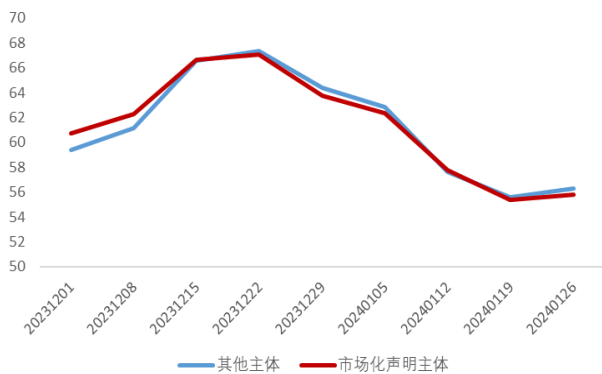
从某种意义上讲, 尽管目前支持性政策的推进速度偏缓, 但是这也是发生在当前城投债收益率大幅下降、平台并未出现迫在眉睫的流动性风险的背景下。如果“一揽子化债”的最终目的是出于防风险的考虑, 一旦后续相关风险事件加剧, 可能也会倒逼政策加速推进, 以缓解平台的还本付息压力, 这也是当前市场定价的重要逻辑。但从另一个维度看, 如果政策需要倒逼, 那可能也是发生在相关风险事件使得市场对于城投债刚兑的信心

动摇之后。尽管最终实质性违约发生的概率相对较小，但是在当前城投债估值已经大幅下行的背景下，也不排除部分平台在这一过程中估值发生波动。

根据上文的分析，目前城投平台的资金压力可能反映为非标风险事件的增多，但考虑政策鼓励金融机构展期降息降低平台债务成本，且相关风险事件发生的区域并未明显扩散，因此市场对这样的情况也没有给予过度的关注。但是，如果非标风险事件发生的范围进一步扩散，尤其是以前未出现过相关事件的区域或平台非标出险，这可能也会使市场重新审视当前基本面状态下城投平台的偿债能力，这种情况可能就会成为触发相关区域或平台估值波动的条件。

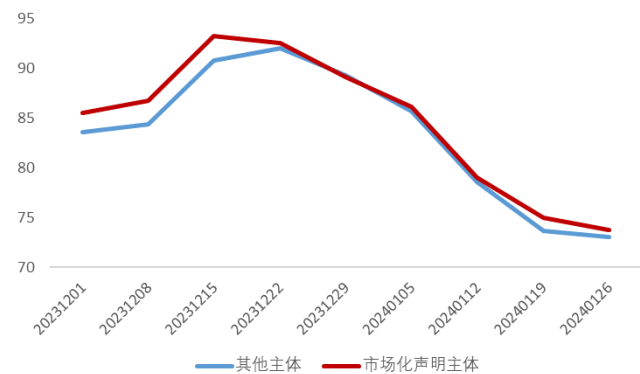
如果市场对于城投债刚兑的信心动摇，这可能也会反映在名单内外平台的估值分化上。按照我们在上文的分析，对于主营业务为传统城建类的融资平台，其在名单内外的差别主要取决于其是否有隐债或者政府负有偿还责任的债务以及当地政府是否将其上报。在名单内的主体未来可能受到政府更强的管控，相应的债务置换可能也将优先落地，但是其新增融资可能也将受限，这可能也会使利息支付以及流动性压力增加。而名单外的平台在交易商协会发债需要声明“发行人承诺，本公司为市场化经营主体”，理论上其新增融资的限制可能较小，但目前来看政策仍然执行偏严。由于平台在名单内外各有利弊，因此在 2023 年 12 月声明市场化经营主体增多以来，其与其他平台的利差走势也是相对一致的，并未出现明显的分化。但是，如果未来市场环境发生变化，使得市场对于城投债刚兑的信心动摇，那么声明自身为“市场化经营主体”的名单外平台，可能还是受到更大的影响。

图 32：名单内外 AA 城投债利差 23 年 12 月以来走势(BP)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

图 33：名单内外 AA(2)城投债利差 23 年 12 月以来走势(BP)



资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

注释：我们将 23 年 12 月 1 日以来，在募集说明书里面声明“市场化经营主体”的平台定义为名单外平台，其他 wind 有存续债的平台定义为名单内平台（部分 wind 有存续债，且没有声明“市场化经营主体”的高速、交运等类型平台有可能是名单内平台，也有可能被定义为产业类平台，因此该分类或有一定的误差，但是考虑到目前没有公开信息可以做进一步的细分判断，我们暂时按照名单内平台来定义）。考虑到大多数平台的主体外部主体是 AA+，且为了降低样本主体信用资质差异过大影响分析结论，我们按照债项中债隐含评级进行了分类，并对样本内债券信用利差取算术平均数，从而制定了主体外部评级 AA+，中债隐含评级分别为 AA 和 AA(2) 的名单内外平台利差估值曲线。

总而言之，虽然化债政策在 24 年的推进仍有一定的不确定性，但是化债政策的初衷还是为了防止在当前经济存在下行压力的状态下，出现区域性、系统性的风险，对于经济转型升级的过程带来不利影响，因此 2023 年中央经济工作会议也提出了“先立后破”，在城投未能完全实现市场化转型，和政府信用实现本质分离之前，我们认为城投债打破刚兑的风险较低。我们预计 24 年底之前城投平台债券发生实质性风险的概率仍然相对较低，且在发债政策收紧的影响下，城投债供给稀缺性进一步增加，津城建、航空港等短债发行量较大的发行人近期在债券一级方面更倾向于发行 2-3 年的债券，城投平台短债的稀缺性进一步增加。

但另一方面，这样预期也反映在了当前城投债的估值上。考虑前期化债重点区域利差压缩幅度较大，如果融资收紧叠加经营性债务置换推进偏缓导致平台的偿债压力上升，以至于出现了类似非标债务风险的扩散，那么估值调整的压力可能也会更集中在重点区域内，信用风险偏好相对较低的投资者短期追高的性价比不高，需要等待化债政策的具体措施进一步明朗。

因此，对于负债端稳定的机构，我们建议可以选择在非重点区域、存在一定利差的平台中进行挖掘，尤其是名单内的主体 24 年底之前到期债券确定性或更强。考虑 24 年整体经济环境大概率仍然对债券市场有利，机构也可以在合适的时间点，采取对中高等级品种拉长久期的方式增厚收益，但是考虑到目前中高等级品种各期限的利差分位数都在历史低位附近，配置压力不大的投资者也可等待市场阶段性调整后再挖掘相关收益。

三、房地产：适度挖掘央国企地产债投资机会

尽管 2023 年房地产政策持续放松，但在地产市场整体销售疲软的背景下，民营与混合所有制房企的风险事件仍时有发生，中央及地方国有房企在融资等方面稳健性更强，销售也相对平稳，受到更多资金的青睐，不同所有制属性的地产债利差分化仍在加大。尽管在 2022 年末房企融资政策“三支箭”的集中释放，一度使得市场对于地产市场的信心有所改善，但全年来看，地产市场销售疲弱的势头并未改善，民营与混合所有制房企的风险事件仍在持续发生，不同所有制属性的地产债利差分化仍在加大。

具体来看，在 2023 年 4 月前，一方面是理财赎回潮压力的持续缓释，另一方面在疫情冲击结束后，地产销售在 2023 年初也迎来了明显的反弹，地产债利差整体跟随市场出现了显著的回落，尤其是混合所有制房企一度大幅走低，接近 2022 年 9 月前的水平。但在 2023 年 5 月后，地产市场再度走弱，在保交楼的压力下，部分民营与混合所有制房企现金流更加紧张，市场担忧开始加剧。首先是从 6 月后市场对于远洋集团不能按期兑付的担忧就在加剧，利差开始显著上行；作为五家头部示范民营房企之一的碧桂园，盈利和流动性也承受了较大的压力，最终于 23 年 8 月对“16 碧园 05”商谈展期，这对投资者信心造成了进一步的冲击；市场的担忧甚至传导至了作为国内房企龙头的万科，惠誉将其境外评级由 BBB+ 下调至 BBB，万科信用利差不断上升，市场对混合所有制房企的风险担忧进一步提升。因此，地产债收益率在年中的磨底后，从 7 月下旬开始随着对碧桂园的担忧而明显抬升，尤其是民企与混合所有制房企利差大幅走高。而随着万科的压力增大，混合所有制房企利差已经达到了与 2022 年 Q4 相当的水平，民营地产业利差甚至在不断创下新高。但在 11 月中旬，央行等三部委联合发文，要求一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，地产放松政策也出现了新一轮的加码，叠加弱资质城投债收益率的大幅回落，使得债券市场资产荒的局面愈发严重，央国企地产债利差出现了明显的回落，而民企与混合所有制房企利差的升势也受到抑制，维持高位震荡的状态。

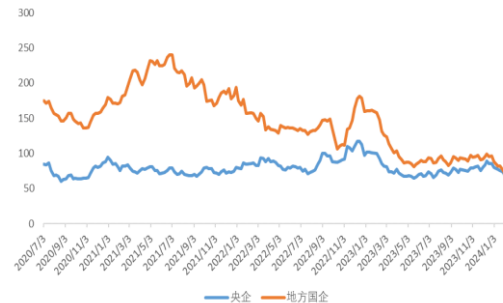
图 34：不同中债隐含评级和期限房企收益率、信用利差及其变动以及所处历史分位数 (BP)

品种	2023/12/31	23年末收益率 (%)				近一年收益率变动 (BP)				23年末收益率所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
地产债	AAA	2.67	2.79	2.81	3.05	-4	-16	-34	-44	30%	25%	14%	8%
	AAA-	2.67	2.81	2.85	3.13	-38	-57	-79	-88	29%	23%	11%	3%
	AA+	2.82	2.98	3.05	3.39	-38	-52	-72	-74	29%	21%	11%	9%
	AA	3.55	3.73	3.90	4.44	-131	-128	-119	-109	23%	21%	23%	18%
	AA-	7.46	7.73	7.99	8.61	-21	-34	-44	-26	90%	86%	75%	69%
品种	2023/12/26	23年末信用利差 (BP)				近一年信用利差变动 (BP)				23年末信用利差所处历史分位数 (%)			
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y
地产债	AAA	47	48	47	56	-1	-3	-14	-9	63%	80%	63%	64%
	AAA-	47	50	51	65	-35	-44	-59	-53	49%	73%	50%	59%
	AA+	62	67	71	91	-35	-39	-52	-40	55%	71%	52%	60%
	AA	135	142	156	195	-128	-115	-99	-74	44%	66%	71%	71%
	AA-	526	542	564	613	-18	-21	-24	9	93%	89%	84%	87%

资料来源：iFind，信达证券研发中心，注：历史分位数统计时间均为 2015 年 1 月 4 日至 2023 年 12 月 31 日

图 35：民营和混合所有制地产债利差走势（BP）


资料来源：iFind, 信达证券研发中心

图 36：央企地产债利差走势（BP）


资料来源：iFind, 信达证券研发中心

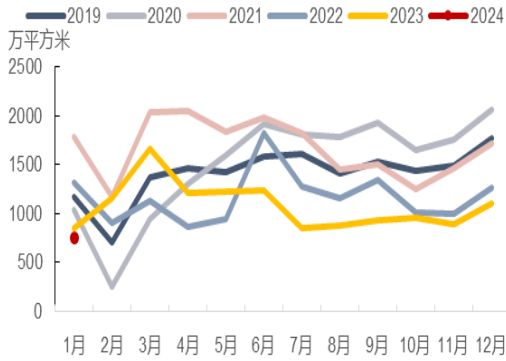
从政策的维度来看，2023 年“认房不认贷”、取消限购限售、降低首套商品房首付比例以及贷款利率等房地产市场需求端刺激政策频繁出台，且在向一线城市扩展，旨在支持刚性和改善型住房需求释放。2023 年以来，房地产政策整体仍在持续放松的状态，各地在因城施策的要求下，提出了购房补贴、优化或解除限购、优化公积金贷款政策、多孩家庭购房优惠等政策。而随着地产销售政策的进一步转松，自 2023 年 8 月开始，地产政策进一步加码，“认房不认贷”、下调首套房及二套房最低首付比例以及降低存量首套住房贷款利率等政策加快落地，并逐步向一线城市传导，到了 2023 年 12 月，广州、深圳、上海、北京等一线城市已全面实施放松政策。

图 37：2023 年主要房地产消费刺激政策梳理

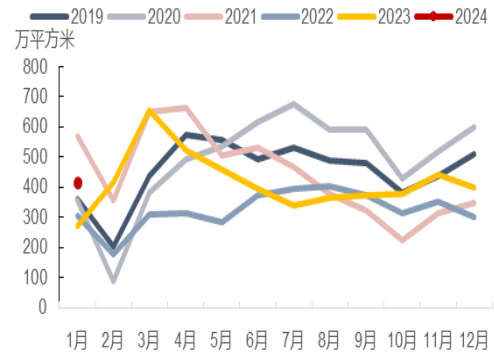
时间	部门	文件/会议	内容
2023/4/20	中国人民银行	2023 年一季度金融统计数据有关情况新闻发布会	“既管冷，又管热”，既支持房地产市场面临较大困难的城市用足用好政策工具箱，又要严防房价出现趋势性上涨苗头的城市及时退出支持政策，恢复执行全国统一的房贷利率下限；坚持“房住不炒”，支持刚性和改善性住房需求。
2023/7/24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。
2023/7/27	住房和城乡建设部	企业座谈会	稳建建筑业和房地产业两支柱，对推动经济回升向好具有重要作用；继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求，进一步落实好降低购买首套住房首付比例和贷款利率、改善性住房换购税费减免、个人住房贷款“认房不用认贷”等政策措施；继续做好保交楼工作，加快项目建设交付。
2023/8/25	住房和城乡建设部、中国人民银行、国家金融监管总局	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	居民家庭申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用银行贷款购买住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策；家庭住房套数由城市政府指定的住房套数查询或认定责任部门，根据居民家庭申请或授权，提供查询服务并出具查询结果或认定证明；此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱。
2023/8/31	中国人民银行、国家金融监管总局	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%；首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点；因城施策指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势及当地政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例和利率下限。
2023/8/31	中国人民银行、国家金融监管总局	《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》	自 2023 年 9 月 25 日起，存量首套住房商业性个人住房贷款的借款人可向承贷金融机构提出申请，由该金融机构新发放贷款置换存量首套住房商业性个人住房贷款；新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限；新发放的贷款只能用于偿还存量首套住房商业性个人住房贷款，仍纳入商业性个人住房贷款管理。
2023/9/7	人大常委会	《十四届全国人大常委会立法规划》	暂缓房地产税法立法。
2023/9/14	中国人民银行	-	降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕。
2023/9/27	中国人民银行	2023 年三季度货币政策委员会例会	落实新发放首套住房利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房利率下限，推动降低存量首套住房利率落地见效。
2023/10/21	全国人大常委会	十四届全国人大常委会第六次会议	对房地产市场风险按照因城施策原则，指导各地精准实施差别化住房信贷政策，加大包交楼金融支持力度；继续实施好存款结构性货币政策工具，用好充足普惠小微贷款支持工具、保交楼贷款支持计划和租赁住房贷款支持计划。
2023/11/30	住房和城乡建设部	住房公积金重点工作推进会暨经验交流会	总结十八大以来住房公积金系统建设成就，提出当前住房公积金体制面临的机遇和挑战，要求各省有关部门在中国式现代化征程中找准住房公积金制度定位，在推动构建房地产发展新模式中更好发挥住房公积金作用，在推进国家治理体系和治理能力现代化中提升住房公积金管理服务水平。

资料来源：各政府网站, 信达证券研发中心

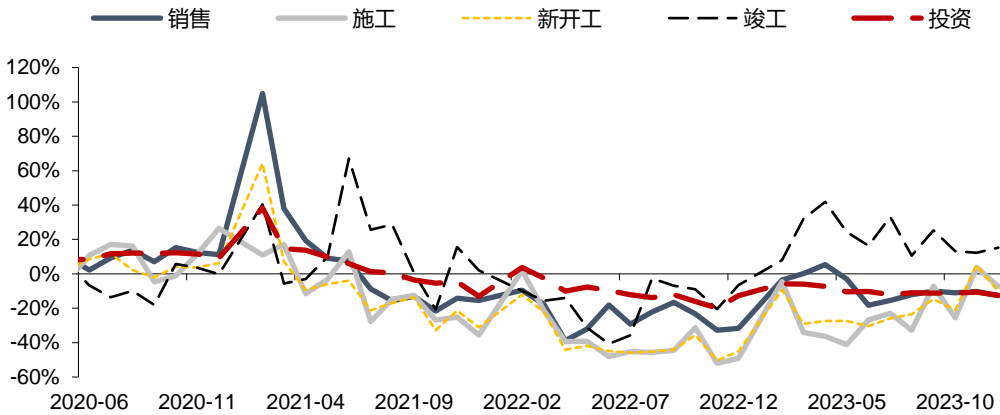
但在需求端政策频繁出台下，23 年地产销售表现仍然相对疲软。在年初的修复后，4 月以来地产销售同比增速再度转负；8 月新一轮地产政策放松后，二手房成交在“金九银十”的旺季略有起色，但在年内最后两个月继续下滑。23 年全国商品房销售面积 111735 万平方米，同比再度下降 8.5%。分城市能级来看，在全国 24 个主要城市中，一线、二线、三线城市商品房年度成交面积分别同比减少 0.5%、8.3%和 10.1%，二三线城市商品房降幅更大。

图 38：19-23 年 24 城新房成交面积走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

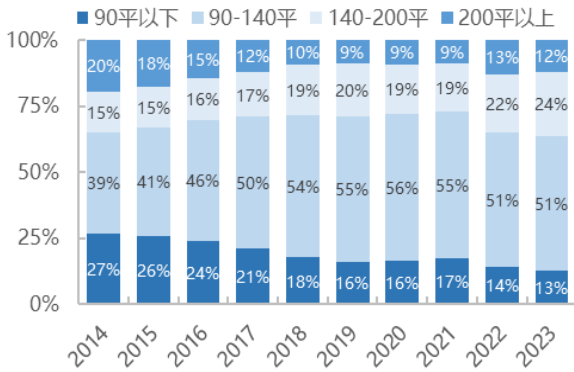
图 39：19-23 年 11 城二手房成交面积走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

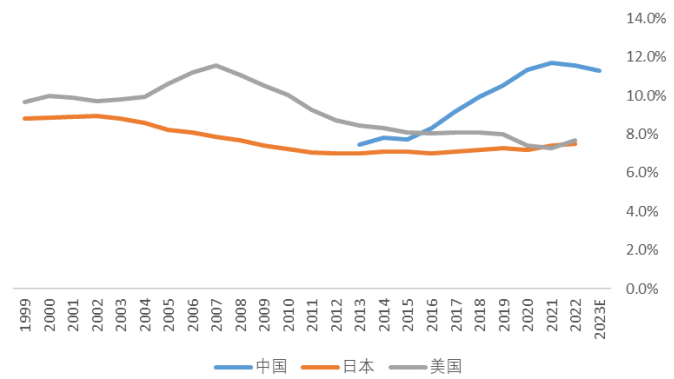
图 40：2023 年地产销售、施工、新开工、竣工和投资同比变化 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

在房价预期尚未得到扭转的状态下，国内居民还本付息占可支配收入的比重仍然较高，地产市场出清的过程可能还尚未完成。事实上，在 2021 年之前地产市场的快速发展过程中，我国居民的人均居住面积快速上升，已经接近发达经济体的水平，地产市场已从总量短缺进入了基本均衡的状态。而人均居住面积持续上升的背后，也是居民债务的持续累积，国内居民每年债务还本付息规模/可支配收入在 2021 年接近 12%，已超过美国在 2007 年之前的水平。居民还本付息支出占比的提升，相当于居民为改善居住需求需要付出更多的当期资源，而居民之所以愿意付出这样的代价，背后可能还是存在房价上涨带来的财富效应支撑。但是，一旦房价预期发生变化，过高的房贷支出压力对于居民而言可能更加难以承受，居民需要通过资产负债结构的调整来缓解这一压力。美国居民还本付息占可支配收入比重在 2008 年金融危机后就出现了快速下降，而直到这一比重降幅趋缓后的 2013 年后，美国地产市场开始趋稳。

图 41：国内刚需占地产销售的比重逐步下降（%）


资料来源：中指，信达证券研发中心

图 42：居民还本付息支出占可支配收入比重（%）


资料来源：Wind，信达证券研发中心

但是，美国居民还本付息占比快速下降的背后是 MBS 的大量违约，而国内居民信贷首付比例更高，不太可能出现大规模断供的现象。因此，国内居民主要通过几种形式降低还本付息支出占比。首先是随着经济的修复，居民收入逐步上升，相关压力可以缓解；其次，居民推迟购房计划，也可以减少债务的累积，缓解相关压力；第三，居民提前还贷或是使房贷利率下降也可以缓解相关压力。目前来看，这些渠道都在发挥作用的过程中。2023 年国内居民人均可支配收入上升 6.3%，超过了 4.6% 的名义 GDP 增速；房地产销售同比仍在负增长；而在 2023 年 5 年期 LPR 下降 10BP 的同时，也对 21.7 万亿存量房贷的利率进行了调整，平均降幅达到了 0.73%。但是居民还本付息占可支配收入比重下降的幅度还是相对有限。在房价预期尚未扭转的状态下，国内地产市场出清的过程可能还尚未完成。

而从企业的角度看，2023 年央企国企地产销售的表现明显好于民营及混合所有制房企。碧桂园、新城、融创和旭辉等民营房企 23 年权益销售金额同比下滑 30% 以上，龙湖销售同比也下滑 9.43%；金地和远洋等混合所有制房企 23 年权益销售金额同比也下滑 30% 以上，万科 23 年权益销售金额也下滑 10.63%；但保利发展、中海、华润、招商以及建发等央企国企地产销售同比多改善。

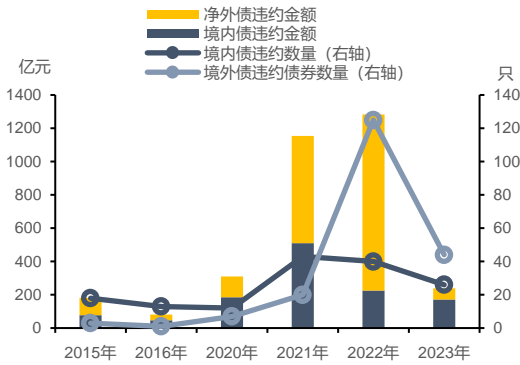
图 43：克尔瑞 TOP40 房企 23 年权益销售金额及同比变化（亿元、%）

权益金额排名	企业简称	23年1-12月权益金额	22年1-12月权益金额	同比变化
1	保利发展	3057.1	3068	-0.36%
2	中海地产	2788.3	2761.2	0.98%
3	万科地产	2441.0	2731.4	-10.63%
4	华润置地	2179.2	2112	3.18%
5	招商蛇口	1852.0	1785	3.75%
6	碧桂园	1744.6	3569.1	-51.12%
7	建发房产	1379.7	1207.3	14.28%
8	绿城中国	1276.3	1224.4	4.24%
9	龙湖集团	1147.5	1267	-9.43%
10	绿地控股	1021.5	1260.5	-18.96%
11	中国金茂	974.3	1069.5	-8.90%
12	金地集团	951.4	1374.3	-30.77%
13	中国铁建	928.9	954.2	-2.65%
14	华发股份	872.7	751.1	16.19%
15	越秀地产	855.0	1251.6	-31.69%
16	滨江集团	740.4	874	-15.29%
17	中国恒大	564.7	433	30.42%
18	新城控股	537.5	798.4	-32.68%
19	中国中铁	515.8	-	-
20	融创中国	465.6	976	-52.30%
21	中交房地产	423.8	349.2	21.36%
22	美的置业	421.6	465.7	-9.47%
23	大华集团	407.3	352.2	15.64%
24	保利置业	398.6	381.2	4.56%
25	卓越集团	390.3	459.2	-15.00%
26	华侨城	382.9	391.6	-2.22%
27	路劲集团	382.2	533.9	-28.41%
28	旭辉集团	362.0	729.9	-50.40%
29	首开股份	356.6	504.1	-29.26%
30	远洋集团	328.6	652.5	-49.64%
31	伟星房产	324.0	323.6	0.12%
32	电建地产	304.9	429.6	-29.03%
33	城建集团	302.7	277.4	9.12%
34	国贸地产	301.3	210.1	43.41%
35	世茂集团	299.7	605.6	-50.51%
36	联发集团	298.0	296.5	0.51%
37	大悦城控股	296.7	-	-
38	中建东孚	296.5	279.8	5.97%
39	雅居乐	287.2	413.2	-30.49%
40	中南置地	253.7	402.8	-37.02%

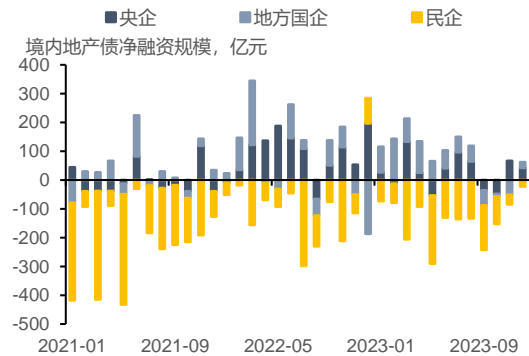
资料来源：克尔瑞，信达证券研发中心

注释：中国中铁和大悦城控股 22 年数据缺失系其 22 年权益销售金额较小，未进入克尔瑞统计数据所致

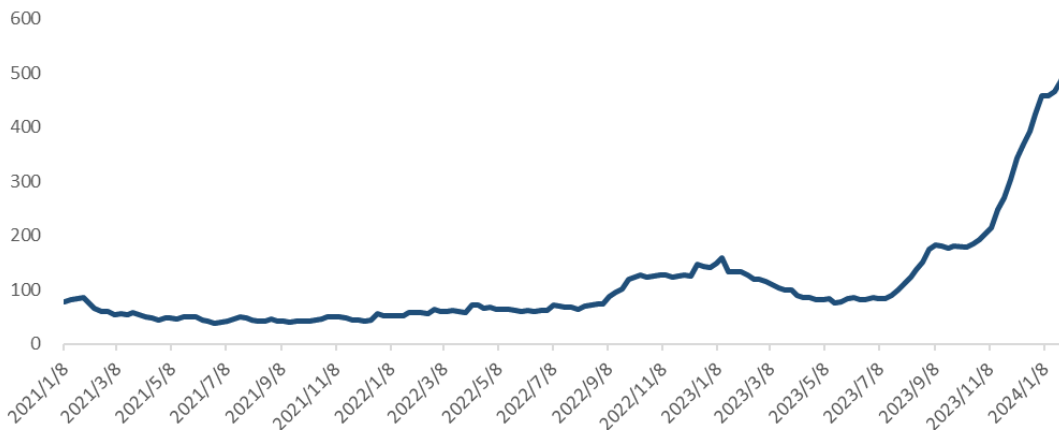
22 年末，地产债融资政策“三箭齐发”，但民营房企融资困难的局面并未明显缓解，民企债券净融资仍然维持负增长的状态，融资环境并未明显改善，部分头部示范民企以及混合所有制房企的违约事件，仍然使得投资者的信心受到冲击。从地产融资的角度看，22 年 11 月以来，房地产融资政策放松“三箭齐发”，在信贷、债券以及股权融资方面均有政策推出，但实际落地效果不佳，2023 年地产债净融资仍然维持负增长的状态，尤其是民营房企净偿还的状态仍在维持。尽管 2023 年房企境内债和境外债分别有 26 只和 44 只地产债违约，累计违约金额分别为 170.5 亿元和 67.81 亿元，均较前两年有所减少，但这主要是由于存量发债的民营和混合所有制房企多数已经出险，剩余未出险民营和混合所有制房企数量有限，地产债券整体的信用环境仍未得到明显改善，违约的风险仍在扩散。作为五家头部示范民营房企之一的碧桂园于 23 年 8 月对“16 碧园 05”商谈展期。远洋集团也于 23 年 9 月 15 日，暂停支付所有境外债务，进行全面重组。而销售的疲软以及融资环境的恶化，使得万科在 2023 年下半年也面临更大的流动性压力，信用利差大幅走高，投资者的信心仍然受到冲击。

图 44：债券违约与展期金额与数量分布


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 45：境内不同类型房企地产债融资情况


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 46：万科信用利差走势 (BP)


资料来源：iFind，信达证券研发中心

展望 24 年，政策仍在进一步放松的过程中，一线城市的地产限购政策继续松绑。1 月 24 日，住建部与金融监管总局联合出台《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，支持各地城市政府和住建部门因城施策，进一步优化首付比例、贷款利率等个人住房贷款政策。部分一线城市随即跟进调整政策。1 月广州市人民政府办公厅发布《关于进一步优化广州市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》明确，在限购区域范围内，购买建筑面积 120 平方米以上（不含 120 平方米）住房，不纳入限购范围。1 月 30 日，上海市住房和城乡建设管理委员会、上海市房屋管理局联合印发《关于优化本市住房限购政策的通知》，规定自 1 月 31 日起，在上海市连续缴纳社会保险或个人所得税已满 5 年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域（崇明区除外）限购 1 套住房，以更好满足居民合理住房需求，促进区域职住平衡、产城融合。

此外，保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造这“三大工程”建设可能是 2024 年房地产转型的重点方向，有望对地产投资带来一定支撑。2023 年 4 月，中央政治局会议提出，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。7 月 24 日，中央政治局会议强调，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，积极推动城中村改造进程。7 月 28 日，城中村改造部署电视电话会议中何立峰再次强调城中村改造坚持市场化为导向，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。

图 47：广州市分步推进城中村改造示意图



资料来源：广东省住房和城乡建设厅政府网站，信达证券研发中心

预计广义财政工具将对“三大工程”进行支持，专项债、PSL 以及配套银行贷款可能是“三大工程”的主要资金来源。2017-2019 年大量专项债投向土储和棚改，合计占比接近 65%，但 2019 年 9 月开始政策要求专项债不得用于土地储备、房地产相关领域；但保障性安居工程不受限制，21-23 年每年的发行规模在 4000-6000 亿左右；2023 年 9 月政策允许符合条件的城中村改造项目纳入专项债支持范围；而“平急两用基础设施”的具体投向本就在专项债的覆盖范围之内。此外，央行表示将为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，2023 年 12 月-2024 年 1 月 PSL 净投放达 5000 亿，“三大工程”可能也是重要投向。尽管当前地方政府融资平台新增举债受到了更严格的限制，但“三大工程”可能会豁免相关限制，银行尤其是政策性银行自身贷款也有望为三大工程提供资金支持。

但是，目前“三大工程”仍然要求坚持市场化原则，前期要求在特大超大城市或城区人口在 300 万以上的城市，主要是为了按照市场化原则，避免形成隐性债务，满足实际需求。尽管 2024 年后，新一轮保障房建设的城市扩围至省会城市或城区常住人口超过 100 万的大城市，城中村改造也拓展至省会城市或城区常住人口超过 200 万的城市，这可能是在有效项目不足的状态下拓展项目来源，但是控制隐债的要求可能也并未因此放松。考虑到 2015 年开始的棚户区改造，主要资金筹集于银团贷款和政府购买服务，是在 2018 年甄别的地方政府隐性债务的重要来源。因此，在市场化原则下或难有当年棚改的效果。

图 48：2023 年主要“三大工程”支持政策梳理

时间	部门	文件/会议	内容
2023/7/21	国务院	《关于在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造的指导意见》	分三类实施改造，具备条件的城中村实施拆除新建；不具备条件的不可强行推进，要开展经常性整治提升，防控风险隐患；介于前两类之间的实施拆整结合；政府筹措资金或引入社会资本。城市人民政府立足现有渠道做好经费保障；城中村改造地块除安置房外的住宅用地及其建筑规模，原则上应当按一定比例建设保障性住房；将符合条件的城中村改造项目纳入地方政府专项债券支持范围，设立城中村改造专项借款。
2023/7/24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展，积极推动城中村改造。
2023/7/27	住房和城乡建设部	企业座谈会	继续巩固房地产市场企稳回升态势，大力支持刚性和改善性住房需求；深化住房供给侧结构性改革，强化科技赋能，提高住房品质，为人民群众建造“好房子”；建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
2023/7/28	何立峰讲话内容	在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造工作部署电视电话会议	积极稳妥推进城中村改造有利于消除城市建设治理短板、改善城乡居民居住环境条件、扩大内需、优化房地产结构；从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造；实行改造资金和规划指标统筹，土地资源区域统筹，促进资金综合平衡、动态平衡，必须实行净地出让；坚持以市场化为导向、多种业态并举的开发运营方式。
2023/7/31	国家发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	支持刚性和改善性住房需求。做好保交楼、保民生、保稳定工作，完善住房保障基础性制度和支持政策，扩大保障性租赁住房供给；稳步推进老旧小区改造，进一步发挥住宅专项维修资金在老旧小区改造和老旧小区住宅电梯更新改造中的作用，继续支持城镇老旧小区居民提取住房公积金用于加装电梯等自住住房改造；在超大特大城市积极稳妥推进城中村改造继续实施农村危房改造。
2023/8/25	国务院	《关于规划建设保障性住房的指导意见》	明确本轮保障性住房改革对象是住房困难且收入不高的工薪收入群体以及人才引进群体，配售价格按照基本覆盖建设土地成本和建安成本，加适度合理利润的原则测算确定，住房面积按照“保基本”原则合理确定保障面积标准，保障性住房“实行严格的封闭管理”，禁止以任何方式流入市场。此次房地产领域改革的两大目标：①针对刚性住房需求群体，要加大保障性住房建设和供给；②针对改善型住房需求，推动建立房地产业转型发展新模式。
2023/9/5	自然资源部	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	聚焦盘活利用存量土地，提高土地利用效率，在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点。
2023/9/27	中国人民银行	2023 年三季度货币政策委员会例会	落实新发放首套住房贷款利率动态调整机制，下调首付比和二套房贷款利率下限，推动降低存量首套住房利率落地见效，加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。
2023/9/28	财政部、税务总局、住房城乡建设部	《关于保障性住房有关税费政策的公告》	对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税、印花税。在商品住房等开发项目中配套建设保障性住房的，可按保障性住房建筑面积占总建筑面积的比例免征城镇土地使用税、印花税。
2023/11/16	财政部	《关于提前下达2024年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金预算的通知》	提前下达2024年部分中央财政城镇保障性安居工程补助资金，共计425亿元。
2023/11/27	中国人民银行	《2023年第三季度中国货币政策执行报告》	调整优化房地产利率政策，推动降低存量首套住房利率，按季动态调整首套住房利率政策，下调二套房利率下限40个基点，由LPR+60个基点降至LPR+20个基点；落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度，用好2000亿元保交楼贷款支持计划、1000亿元租赁住房贷款支持计划、8000亿元金融纾困专项再贷款等结构性货币政策工具，引导金融机构加大保交楼金融支持。
2023/12/11-12	-	中央经济工作会议	加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快建设保障性住房发展新模式；积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：各政府网站，信达证券研发中心

融资端政策要求对各类所有制企业一视同仁，支持优质房企盘活存量资产改善流动性，建立城市政府牵头协调机制向符合要求的房地产项目给予融资支持。而在融资端，23年10月21日，央行行长在国务院关于金融工作情况报告中提到“一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳，稳妥化解大型房地产企业债券违约风险”，再度给市场注入信心。11月以来，国有六大行也纷纷与房企召开座谈会，积极表态支持房企融资，与多家房企签订合作协议，达成的意向性融资总额超过万亿元。从已披露的参会房企名单看，绝大多数为民营房企及混合所有制企业，如龙湖集团、万科集团、新城控股、滨江集团、美的置业、大华集团、绿城中国等。11月17日，金融机构座谈会明确要支持房地产企业通过资本市场合理股权融资，并提出了“三个不低于”政策，即各行自身房地产贷款增速不低于银行业平均房地产贷款增速，对非国有房企对公贷款增速不低于本行房地产增速，对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。而在2024年初，央行、金融监管总局发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》，对经营性物业贷款的用途范围、贷款期限等方面进行了明确，允许金融机构发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券，支持优质房企盘活存量资产，扩大资金使用范围，改善流动性状况。这些政策有利于帮助民营以及混合所有制房企扩展融资渠道，改善流动性状态，但是在地产市场偏弱、房地产融资整体仍在收缩的环境下，如果相关企业的经营状态未有明显改善，即便金融机构短期继续维持对它们的融资支持，在保交楼等要求下相关房企的现金缺口可能也无法完全得到满足。

此外，24年1月住建部和金融监管总局召开部署会，要求建立城市政府牵头协调机制，通过该机制向本行政区域内金融机构推送可以给予融资支持的房地产项目名单，要求各地于当月底前落地第一批项目名单，协调行政区域内金融机构发放贷款。截至1月底，26个省份170个城市已将第一批房地产项目“白名单”推送给商业银行，涉及房地产项目3218个，10余家房企披露了入围“白名单”的项目数量等信息。截至2月4日，商业银行已向27个城市的83个项目发放贷款178.6亿元，但这一政策主要也是避免具体的地产项目运行受到企业主体的影响，而非化解房地产集团本身的风险。

总体来看，24年国内地产政策仍在持续放松的过程中，但是由于房价上涨的预期消退，叠加居民对于未来收入预期不稳定，购房需求仍然受限，即便短期刺激政策继续推出，但如果短期内难以使房价企稳反弹，那么居民前期因购房累积的还本付息压力对于国内居民而言仍然显得过高，其资产负债结构调整的过程可能尚未结束，短期内地产销售可能仍然面临一定的压力。而目前从各重点城市政府工作报告中公布的未来“三大工程”的拟投资规模来看，整体相较于市场前期预期也相对偏弱，目前的政策放松能否带来销售数据的持续改善仍有待观察。

而在目前融资政策的放松下，部分优质的地产项目或明显受益，但对于已出险或者出现较大负面舆情的主体集团利好或有限，在销售数据未持续改善之前，民营和混合所有制房企仍面临一定的现金流压力，建议继续等待地产市场的调整完毕。但对于央国企开发商来说，其销售的整体表现相对更强，而在其股东的支持下，流动性环境也能够得到更好的保障，目前融资状况整体较好，投资者可以重点挖掘央国企债券的投资价值。对于财务数据、资产质量一般但是股东背景较强的央国企地产债，可以博弈短久期债券投资价值，对于财务稳健，资产质量较好，股东背景较强的优质央国企地产债可适当拉长久期。

四、周期债：适当挖掘2年以内低等级煤炭债的机会

以煤炭、钢铁为代表的周期行业债券利差在2023年同样出现了大幅下行。以煤炭债观察，年初赎回潮之后机构抢配资产，煤炭行业景气度较高，煤企现金流较好，在城投兑付能力存在不确定性的状态下，煤炭债受到了市场的更多关注，收益率和信用利差同步下行，5月中下旬1年期以内AA及以上等级煤炭债信用利差收窄至10%以内历史分位数，但AA-等级煤炭债由于主体信用资质为民企，信用利差虽然也相应有所下滑，但依然维持

在70%以上历史分位数的高位。5月下旬后债市进入震荡期，部分投资者开始止盈，煤炭债利差走势出现分化，3年期以上中高等级煤炭债利差走阔，而2年期以内中高等级煤炭债利差整体处于震荡走势。8月下旬降息后，资金面收敛，短端利率抬升，短久期中高等级煤炭债利差被动压缩，而2年期以上中高等级煤炭债利差继续走阔。11月后基本面预期转弱，债市开始修复，长端利率下行，同时城投债供给量收缩，资产荒背景下，机构开始寻找城投替代资产，而煤企盈利能力仍然较强，使得机构投资者开始选择中长期煤炭债博取票息收益，中长期煤炭债利差再度下行。钢铁债方面，尽管23年钢企的经营环境仍然面临一定的压力，利润也处于相对低位，但钢铁债信用利差并未相应走高，走势与煤炭债基本一致。

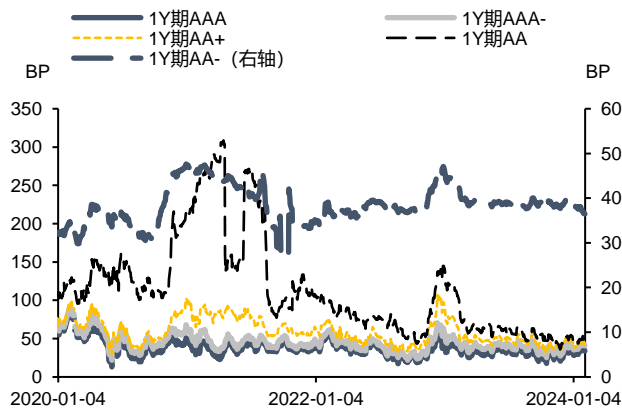
图 49：中债煤炭债与钢铁债收益率与利差（单位：BP、%）

品种	2023/12/31	收益率 (%)				近一年收益率变动 (BP)				目前收益率所处历史分位数 (%)				
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	
煤炭债	AAA	2.53	2.67	2.71	2.94	-18	-30	-46	-56	16%	12%	8%	3%	
	AAA-	2.59	2.74	2.79	3.07	-27	-42	-58	-65	15%	12%	7%	3%	
	AA+	2.68	2.83	2.90	3.22	-52	-69	-92	-96	15%	11%	5%	1%	
	AA	2.73	2.98	3.24	3.69	-95	-110	-122	-116	9%	5%	2%	1%	
	AA-	6.05	6.27	6.48	6.99	-88	-102	-113	-103	59%	49%	42%	38%	
钢铁债	AAA-	2.58	2.73	2.77	3.05	-27	-42	-58	-64	15%	12%	6%	2%	
	AA+	2.73	2.84	2.85	3.17	-57	-70	-88	-92	17%	12%	6%	3%	
	AA	3.05	3.13	3.20	3.64	-104	-137	-170	-167	15%	8%	2%	1%	
	AA-	5.51	5.71	5.90	6.36	-80	-93	-103	-94	24%	14%	12%	8%	

品种	2023/12/31	信用利差 (BP)				近一年信用利差变动 (BP)				目前信用利差所处历史分位数 (%)				
		1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	1Y	2Y	3Y	5Y	
煤炭债	AAA	35	36	38	44	-13	-16	-25	-23	26%	48%	44%	46%	
	AAA-	41	44	47	58	-22	-29	-37	-30	22%	44%	38%	51%	
	AA+	49	52	58	74	-48	-56	-70	-61	18%	24%	18%	22%	
	AA	55	67	92	121	-91	-97	-101	-81	7%	4%	6%	10%	
	AA-	388	396	416	450	-82	-88	-91	-68	79%	77%	76%	67%	
钢铁债	AAA-	39	42	45	56	-22	-28	-36	-30	19%	39%	30%	38%	
	AA+	55	53	53	68	-52	-57	-66	-57	32%	35%	19%	21%	
	AA	84	81	88	116	-101	-125	-148	-133	20%	11%	11%	9%	
	AA-	333	340	358	388	-75	-79	-81	-59	47%	49%	45%	33%	

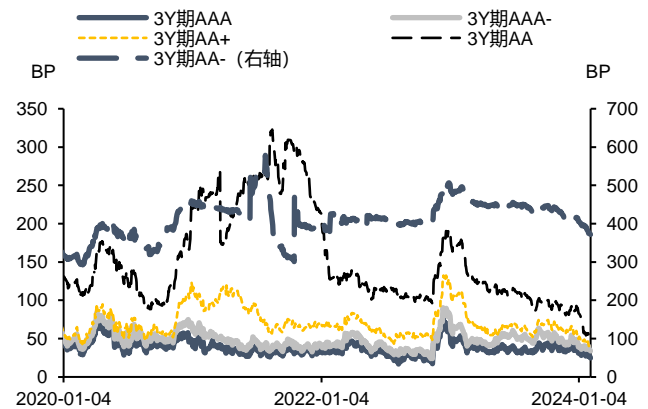
资料来源：iFinD，信达证券研发中心，注：历史分位数统计时间均为2016年1月4日至2023年12月31日

图 50：1 年期各等级煤炭债信用利差走势



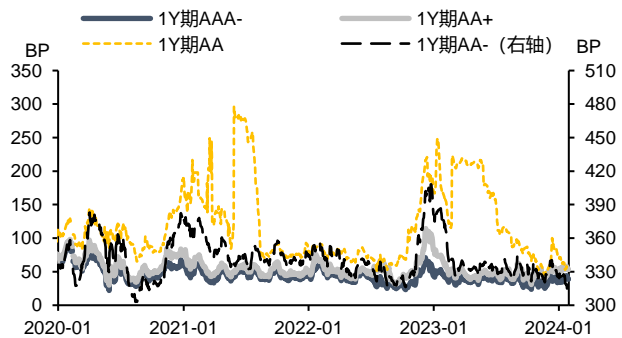
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 51：3 年期各等级煤炭债信用利差走势



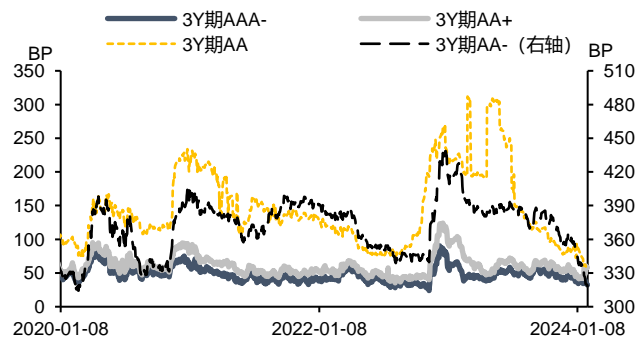
资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 52：1 年期各等级钢铁债信用利差走势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

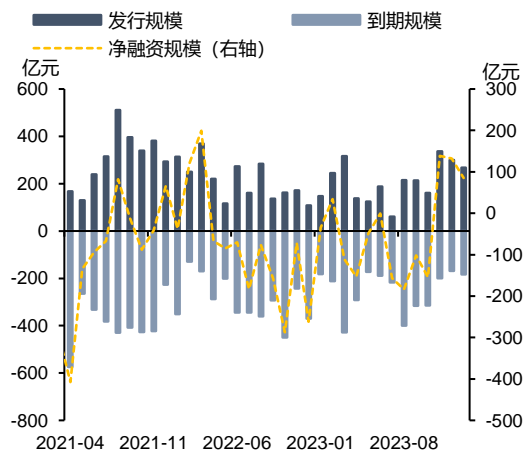
图 53：3 年期各等级钢铁债信用利差走势



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

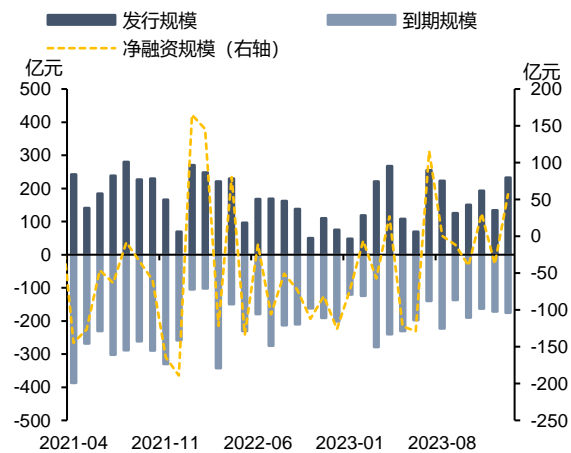
23年煤炭债与钢铁债连续三年净融资为负，这可能受到了银行贷款利率下行，企业信贷融资相对便利的影响，且近几年煤企盈利能力较好，现金流相对充裕，对债券融资需求也有所下降。但在2023年11月后，发行成本的大幅下行使得部分煤企发行意愿上升，净融资规模明显上升。23年煤炭债累计发行额为2443.1亿元，较22年减少119.74亿元；净融资规模-639.7亿元，净偿还规模较22年减少337.53亿元。年内煤炭债多数月份呈现净偿还，但11-12月发行规模明显抬升，冀中能源、晋能控股和平煤神马三家主体合计发债规模达270亿元，占全年11-12月发行规模的41%。这3家煤企前期融资成本偏高，但在城投利率下行带来的资产荒环境下，它们在11月后估值收益率出现了大幅回落，因此发债融资成本的下降使企业发债需求明显抬升。钢铁债方面，23年钢铁债累计发行额为1911亿元，较22年减少26亿元；净融资规模-294.46亿元，净偿还规模较22年增加77.82亿元。

图 54：煤炭债融资情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

图 55：钢铁债融资情况



资料来源：iFinD，信达证券研发中心

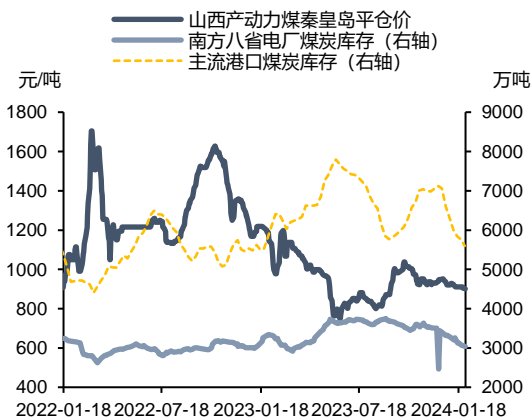
2023年国家强调煤炭增产保供稳价的基调不变，但由于煤炭产能新增空间受限，主产地产量增幅放缓，且中小煤矿产量受监管限制，预计24年国内煤炭供给难以明显增长，甚至存在阶段性收紧的可能。23年6月国家发改委等部门出台《关于做好2023年降成本重点工作的通知》强调“做好能源、重要原材料保供稳价工作，继续对煤炭进口实施零关税政策。夯实国内资源生产保障能力，加强重要能源、矿产资源国内勘探开发和增储上产”。而年内煤矿重大事故频发，9月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，煤炭产地安全监管愈发严格的态势导致在产煤矿产量扩张受限，中小煤矿面临退出风险。23年原煤产量46.6亿吨，同比增长2.9%，增速较22年下降6.1个百分点，其中国有重点煤矿原煤产量合计占比43.6%，全国原煤产量中，民营煤企产量占比过半，而去年下半年中小煤企产量受到监管严格限制，使得全年原煤产量增速较22年有所下降。此外，23年我国延长煤炭零进口关税政策，同时海外进口煤价下滑，我国进口煤炭数量高增，23年我国煤炭进口量4.74亿吨，同比增长61.8%，增速较22年大幅增加71个百分点。23年煤炭进口增长虽然缓解了我国煤炭供给紧张局势，但由于国际煤炭贸易增量空间较小，且我国24年1月1日起，恢复煤炭进口关税，进口煤炭价格优势减弱，未来进口煤量或将小幅收窄。因此在国际煤炭供给难以明显增长，而国内煤炭产能新增空间有限，主产地产量增幅放缓，且中小煤矿产量受监管限制，预计24年国内煤炭供给难以明显增长，甚至存在阶段性收紧的可能。

而煤炭消费整体仍然呈现了稳健扩张的态势，动力煤需求存在一定的韧性，基建、制造业生产以及粗钢出口量维持高位，炼焦煤需求更强，库存维持低位。动力煤方面，23年我国商品煤消费量46.5亿吨，同比上涨7.5%，增速较22年抬升6.5个百分点。电煤需求表现较强，23年全国全社会用电量同比增长6.7%，工业用电量同比增长6.6%，其中火电发电增长6.2%，尤其是在2023年下半年动力煤需求存在一定的韧性。而在炼焦煤方面，23年基建、制造业投资恢复性增长，同时粗钢出口量维持高位，使得焦煤需求相对更强，钢厂以及焦化厂库存整体处于历史较低水平。

23年煤炭价格中枢较22年有所下行，但煤企盈利能力仍然偏强，后续煤价有望维持韧性，仍有望对煤企利润带来支撑。在全球能源价格回落的大背景下，动力煤2023年价格中枢较2022年有所回落，但炼焦煤价格大致维持平稳。截至2024年1月末，秦皇岛动力末煤(Q5500)平仓价为901元/吨，同比下降24.13%，山西产主焦煤京唐港库提价为2580元/吨，同比上升4.03%。虽然煤炭价格中枢整体回落，但煤企盈利能力依然较强，2023年前三季度各煤炭龙头企业经营业绩基本维持稳定，归母净利润多数实现增长。考虑今年国内煤炭供给难以明显增长，甚至存在阶段性收紧的可能，煤炭价格存在一定的韧性，这也对煤企利润带来支撑。

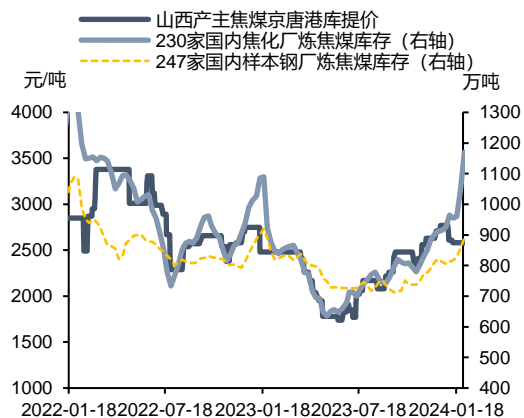
现阶段3年期以内中高等级煤炭债收益率不足3%，配置性价比相对较低，但可以关注永续煤炭债的配置机会，比如华阳新材料、晋能控股煤业部分永续债收益率在3.1%左右。另外对于收益率要求较高的机构可以关注隐含评级AA(2)或AA主体1年以内或1-2年存续债配置价值，例如兰花煤炭部分短融收益率在3.2%左右。

图 56：动力煤价格走势与库存



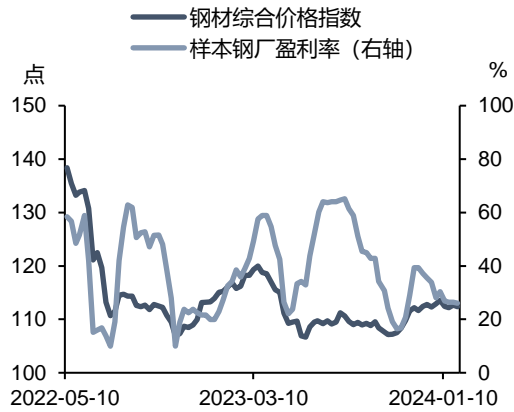
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 57：炼焦煤价格走势与库存

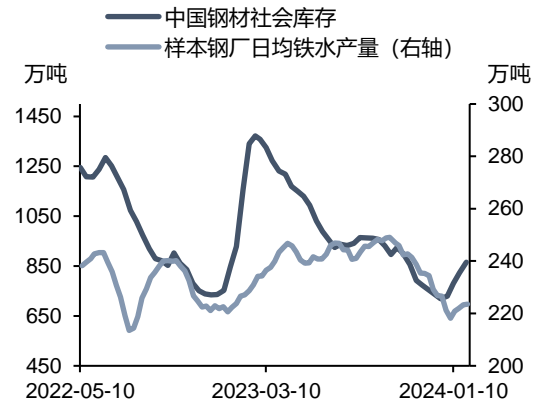


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2023年钢铁行业供需格局仍然偏弱。供给端看，上游成本端价格延续高位状态，铁矿石价格自23年5月开始上涨，11月后价格一直维持在900元以上，处于21年8月以来的偏高水平。焦煤价格虽然在3月出现过一轮快速下行，但在6月后再度上行。上游成本上涨叠加需求偏弱掣肘钢企生产积极性，在疫后经济修复预期下，2023H1粗钢产量明显上升，但下半年需求整体仍然偏弱，粗钢“平控”政策落地，产量增速持续下滑。2023年全年粗钢产量10.19万吨，同比小幅增长0.6%。供需偏弱格局下，钢材价格整体有所下滑。整体而言，预计2024年钢铁产能仍然将受到控制，但需求端在房地产市场恢复进度偏缓，且城投融资仍然受限的约束下，可能也难以出现显著的回升，钢铁行业景气度短期仍将维持偏弱态势，钢企盈利能力仍然面临一定的压力，同时考虑钢铁债估值收益率处于历史低位，现阶段钢铁债的配置性价比仍然偏低。

图 58：钢材价格走势与钢厂盈利率


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 59：钢厂铁水产量与钢材库存


资料来源：万得，信达证券研发中心

五、二永债：中高等级等待交易窗口 低等级下沉需谨慎挖掘

随着理财赎回潮的冲击褪去，商业银行二永债利差在 2023 显著压缩。分阶段来看，年初以来中高等级二永债利差率先出现修复，但中低等级品种利差修复相对偏缓。进入 5 月后，中高等级短久期品种利差已经基本回到了 2022 年 8 月前的状态，但中高等级 3 年以上品种利差压缩似乎面临阻力，二级资本债和永续债利差在被压缩至 25%和 30%以内历史分位数后均出现了一定程度的走阔；而中小银行不赎回的案例增多，低等级二永债、尤其是长周期中低等级的利差整体仍然维持在偏高水平。

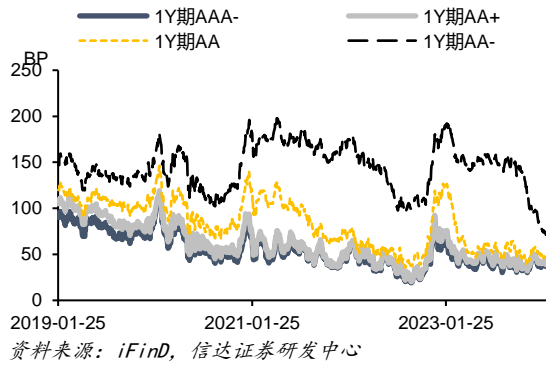
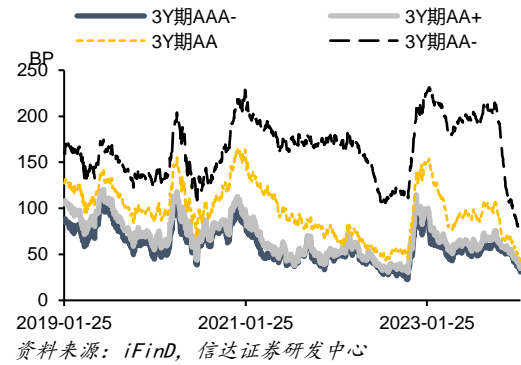
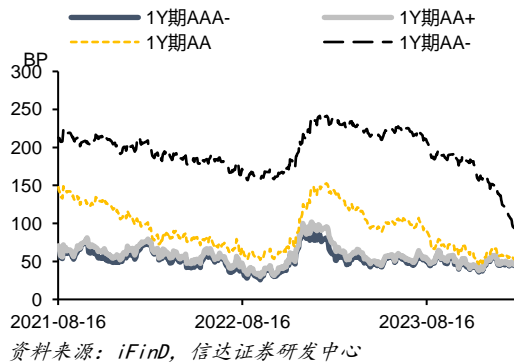
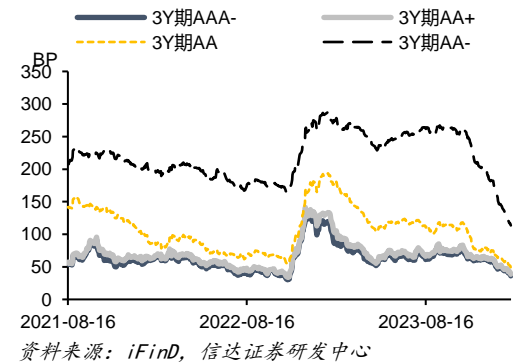
而在 8 月中旬降息落地后，资金面意外收紧，叠加稳增长政策陆续落地，债市进入调整期。在此过程中，伴随着短端利率走高，短久期二永债的表现相对钝化，利差被动压缩，但中长久期二永债因为对后续资本新规落地的担忧以及供给的放量，调整幅度相对更大，中高等级中长久期二永债利差抬升至 60%和 75%以上历史分位数，而弱资质二永债利差则继续维持高位。

而在 11 月后，国内经济修复动能进一步减弱，但资金面仍然维持偏紧的态势，国内收益率曲线出现了平坦化的态势，而在化债政策的催化下，弱资质短久期城投债利差已被大幅压缩，高息资产荒的局面开始显现。在这样的背景下，前期绝对收益较高的弱资质二永债受到了关注。从逻辑上看，如果弱资质城投债的风险受到了控制，那么当地城农商行可能也会因之受益，因此中小银行利差大幅回落，在大约 2 个月的时间内利差下行超过 100BP，且长久期品种下行幅度更大；而随着中长端利率开始回落，在资产荒的逻辑下，中高等级长久期二永债利差也开启了压缩的进程。到了 2023 年末，5 年期各等级二永债利差已被压缩至历史相对较低的分位数水平。

图 60：中债商金债、商业银行二级资本债与永续债收益率与信用利差

品种	2023/12/31	23年年末收益率 (%)					近一年收益率变动 (BP)					23年年末收益率所处历史分位数 (%)				
		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
二级资本债	AAA-	2.65	2.72	2.85	2.97	3.00	-28	-45	-56	-64	-73	28%	17%	12%	6%	2%
	AA+	2.67	2.76	2.89	3.00	3.05	-34	-53	-67	-78	-82	26%	18%	10%	6%	2%
	AA	2.77	2.89	3.03	3.14	3.22	-63	-85	-98	-109	-116	26%	16%	8%	6%	2%
	AA-	3.17	3.29	3.43	3.76	3.90	-86	-114	-127	-116	-117	12%	9%	2%	4%	3%
永续债	AAA-	2.75	2.80	2.94	3.03	3.05	-39	-72	-84	-96	-103	-	-	-	-	-
	AA+	2.78	2.81	2.96	3.08	3.10	-47	-81	-91	-101	-108	-	-	-	-	-
	AA	2.87	2.94	3.09	3.23	3.40	-83	-115	-125	-132	-125	-	-	-	-	-
	AA-	3.72	3.79	4.16	4.30	4.53	-90	-124	-112	-119	-106	-	-	-	-	-
品种	2023/12/31	23年年末信用利差 (BP)					近一年信用利差变动 (BP)					23年年末信用利差所处历史分位数 (%)				
		1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
二级资本债	AAA-	45	41	51	51	52	-24	-32	-36	-38	-38	33%	31%	35%	18%	10%
	AA+	47	44	55	53	57	-31	-40	-47	-52	-47	30%	29%	28%	13%	8%
	AA	57	57	69	67	73	-60	-72	-78	-83	-81	24%	19%	17%	9%	6%
	AA-	97	97	109	129	141	-83	-101	-107	-90	-82	3%	5%	4%	9%	12%
永续债	AAA-	56	48	60	57	57	-36	-59	-64	-69	-68	-	-	-	-	-
	AA+	58	50	62	62	62	-44	-67	-71	-74	-73	-	-	-	-	-
	AA	67	63	75	77	92	-80	-101	-105	-105	-90	-	-	-	-	-
	AA-	152	148	182	184	205	-87	-110	-92	-92	-71	-	-	-	-	-

资料来源：iFind，信达证券研发中心，注：为便于品种比较，历史分位数统计时间均为 2018 年 12 月 17 日至 2023 年 12 月 31 日

图 61：1 年期各等级二级资本债信用利差走势

图 62：3 年期各等级二级资本债信用利差走势

图 63：1 年期各等级永续债信用利差走势

图 64：3 年期各等级永续债信用利差走势


从供给角度来看，2023 年国有大行、股份行和城农商行二永债净融资均有所增加，其中国有大行的增幅最大，而股份行依然呈现净偿还状态。2023 年全年商业银行二级资本债共发行量为 8461 亿元，发行规模同比减少 647 亿元；到期规模 3967 亿元，同比减少 2692 亿元；净融资规模 4494 亿元，同比增加 2045 亿元。同期永续债发行量 2712 亿元，同比减少 94 亿元。分银行类型来看，国有大行、股份制银行、城农商行二永债净融资规模分别为 6470 亿元、-200 亿元和 946 亿元，同比分别增加 1530 亿元、259 亿元和 173 亿元。

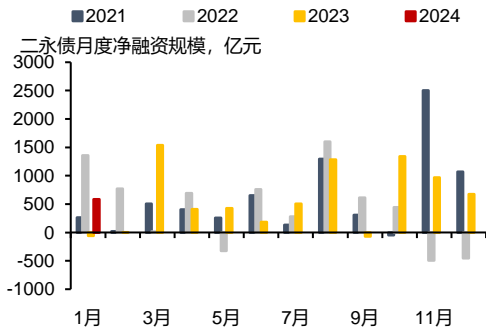
从供给节奏来看，23 年上半年商业银行二永债发行节奏明显慢于 22 年同期，而伴随二级资本债集中进入赎回期，7、8 月银行密集获批新增批文，二级资本债发行节奏加快，供给压力整体有所增加。23 年上半年商业银行二永债发行节奏偏慢。由于商业银行净息差持续收窄，23 年 9 月末已降至 1.69% 的历史低点，银行净利润增速放缓，这也使得商业银行资本充足率承压，二季度降至两年内最低值的 14.66%，核心一级资本充足率降至 14 年以来最低值的 10.28%，银行发行二永债补充资本的动机增强。另一方面，9-10 月商业银行二级资本债迎来到期赎回高峰期，分别到期 1674 亿元和 1006 亿元。在这样的背景下，7、8 月商业银行密集获批新增批文，尤其是国有大行新增批文明显增多，在 8 月后商业银行二永债供给明显放量。

图 65：23 年商业银行新增批文额度 (单位：亿元)

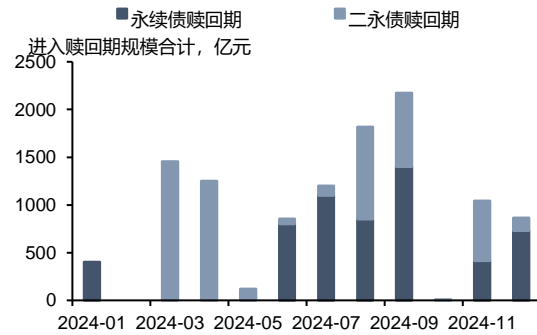
银行	银行类型	批复日期	批复金额	类型	已发行规模
浙江长兴农村商业银行	农商行	2023/1/4	5	二级资本债	5
浙江富阳农村商业银行	农商行	2023/1/16	15	永续债	7
潍坊银行	城商行	2023/1/17	40	二级资本债	20
广州农村商业银行	农商行	2023/2/7	200	二级资本债	150
成都农村商业银行	农商行	2023/3/10	100	二级资本债	80
浙江嘉善农村商业银行	农商行	2023/3/13	8	资本工具	8
中原银行	城商行	2023/4/18	220	资本工具	100
浙商银行	股份行	2023/4/25	400	资本工具	300
浙江开化农村商业银行	农商行	2023/4/26	3.5	资本工具	2
福建海峡银行	农商行	2023/5/16	20	资本工具	20
湖州吴兴农村商业银行	农商行	2023/5/18	8	资本工具	8
厦门银行	股份行	2023/6/9	40	资本工具	35
陕西秦农农村商业银行	农商行	2023/6/13	20	资本工具	0
宁波银行	城商行	2023/6/15	270	资本工具	100
浙江遂昌农村商业银行	农商行	2023/7/3	3	二级资本债	3
湖南岳阳农村商业银行	农商行	2023/7/6	3	二级资本债	1
芜湖扬子农村商业银行	农商行	2023/7/6	3	二级资本债	3
广东华兴银行	城商行	2023/7/15	130	资本工具	30
邮储银行	国有行	2023/7/19	900	资本工具	500
成都银行	城商行	2023/7/21	50	资本工具	48
湖北银行	城商行	2023/7/21	90	资本工具	30
邢台银行	城商行	2023/7/27	15	资本工具	15
东莞银行	城商行	2023/7/28	60	资本工具	20
中国农业银行	国有行	2023/7/28	4500	资本工具	2300
晋商银行	城商行	2023/8/16	40	资本工具	0
浙江泰隆商业银行	城商行	2023/8/22	75	二级资本债	34
浙江民泰商业银行	城商行	2023/8/22	20	资本工具	20
绍兴银行	城商行	2023/8/24	13	资本工具	13
中国银行	国有行	2023/8/29	4500	资本工具	3100
建设银行	国有行	2023/8/31	2000	资本工具	1800
交通银行	国有行	2023/9/1	1400	资本工具	300
浙江常山农村商业银行	农商行	2023/9/1	3.5	资本工具	2
浙江温州瓯海农村商业银行	农商行	2023/9/1	15	二级资本债	6
杭州联合农村商业银行	农商行	2023/9/21	20	永续债	20
湖南湘江新区农村商业银行	农商行	2023/9/21	6	二级资本债	2.4
浙江兰溪农村商业银行	农商行	2023/9/21	6	资本工具	3
徽商银行	城商行	2023/10/8	200	资本工具	100
绵阳市商业银行股份有限公司	城商行	2023/10/27	10	资本工具	10
烟台银行	城商行	2023/10/30	15	资本工具	15
淮北农村商业银行股份有限公司	农商行	2023/10/30	2	资本工具	1.5
浙江金华成泰农村商业银行股份有限公司	农商行	2023/11/2	4	永续债	4
招商银行	股份行	2023/11/3	1070	资本工具	300
恒丰银行	股份行	2023/11/10	150	资本工具	0
兴业银行	股份行	2023/11/21	1300	资本工具	0
中信银行	股份行	2023/11/21	1200	资本工具	300
广东顺德农村商业银行	农商行	2023/12/4	80	资本工具	20
保定银行		2023/12/29	20	资本工具	0

资料来源：iFIND，信达证券研发中心，注：统计数据不含国开行，批复额度统计时间截至2024年1月30日

24年商业银行二永债的到期及赎回压力有所增加，上半年主要以国有大行为主，而四季度到期及赎回主要集中在城农商行。2024年在考虑行权的情况下，商业银行二永债到期及赎回规模合计11178.5亿元，到期及赎回规模较23年大幅增加7221.3亿元，其中二级资本债和永续债到期及赎回规模分别合计5482.5亿元和5696亿元。从到期及赎回节奏来看，二级资本债赎回主要集中在3、4月，永续债赎回期主要集中在6-9月。分银行类型来看，国有大行二永债全年到期及赎回规模合计6100亿元，主要集中在3-4月和7-10月，23年7-8月国有大行合计拿到1.33万亿元资本工具批文，截至23年末累计发行8000亿元，剩余5000亿元批文尚未发行，2024年上半年仍有可能加速发行。对于城农商行，24年到期赎回规模合计1439.5亿元，到期及赎回高峰期主要集中在下半年，尤其9月、11-12月，而城农商行23年累计拿到1773亿元资本工具批文，截至23年末累计发行900.9亿元，尚有872.1亿元尚未发行。

图 66：二永债净融资及不同银行二永债发行情况


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 67：24 年永续债到期分布


资料来源：iFind，信达证券研发中心

五大行在 2025 年后将面临 TLAC 考核压力，现行政策下仍然存在满足外部总损失吸收能力的缺口。为了增强全球系统重要性银行(G-SIBs) 进入处置程序后的损失吸收能力，2015 年 11 月，国际金融稳定理事会 (FSB) 发布了《总损失吸收能力 (TLAC) 条款》，对 G-SIBs 提出 TLAC 风险加权比率和杠杆率要求。2021 年 10 月，央行、银保监会与财政部联合发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》，也对国内银行制定了相关要求。作为新兴市场经济体 G-SIBs，我国工商银行、农业银行、中国银行和建设银行四家全球系统重要性银行最迟须从 2025 年起分阶段满足要求，TLAC 风险加权比率和杠杆比率自 2025 年初分别不得低于 16%和 6%，自 2028 年初分别不得低于 18%和 6.75%。而在 2023 年最新的 G-SIBs 名单中，建设银行、农业银行从第一档调升至第二档，与中国银行、工商银行共同适用 1.5%的附加资本要求，交通银行首次进入名单且位列第一档，按照自被认定之日起三年内满足外部总损失吸收能力的要求，交通银行应于 2027 年初达标。而我国 G-SIBs 杠杆率均在 7%左右，已满足监管要求。因此，目前达标的压力主要集中在风险加权比率上。根据四大行 23 年三季度报数据，如果要在 2025 年初满足 16%的风险加权比例要求，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行的资本缺口分别为 2968 亿、7526 亿、4974 亿、5402 亿元，而交通银行在满足 2027 年监管要求的资本缺口也在 4270 亿元，五大行合计达到 2.5 万亿元。

图 68：TLAC 监管要求下五大行资本缺口测算（百万元）

银行名称	工商银行	中国银行	农业银行	建设银行	交通银行
资本净额(百万元)	4608876	3187232	3700497	3906041	1289711
风险加权资产(百万元)	24528345	18423306	22265325	22231309	8803488
资本充足率	18.79%	17.30%	16.62%	17.57%	14.65%
系统重要性银行附加资本比率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.00%
TLAC风险加权比率	14.79%	13.30%	12.62%	13.57%	11.15%
2025年要求的TLAC风险加权比率	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
与16%监管要求的差距	-0.01	-0.03	-0.03	-0.02	-0.05
静态测算当前资本缺口	-296793	-497429	-752568	-540221	-426969
2028年要求的TLAC风险加权比率	18%	18%	18%	18%	18%
与18%监管要求的差距	-0.03	-0.05	-0.05	-0.04	-0.07
静态测算当前资本缺口(百万元)	-787360	-865895	-1197874	-984847	-603039
调整后的表内外资产余额(百万元)	47246121	34037124	40374763	39712910	15113086
TLAC杠杆比率	9.76%	9.36%	9.17%	9.84%	8.53%
2025年要求的TLAC杠杆比率	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
2028年要求的TLAC杠杆比率	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%	6.75%

资料来源：iFind，信达证券研发中心

而以 2023 年三季度末的时点测算，国有大行资本工具批文额度合计 1.24 万亿元，假设商业银行利润累计对于资本补充的贡献维持不变，对于五大行而言还有超过 1 万亿的缺口需要补充。在这样的背景下，国有大行存在发行 TLAC 非资本债券的需求，资本缺口之间仍然存在较大的差异。而 2022 年 4 月，人民银行和原银保监会发布《关于全球系统重要性银行发行总损失吸收能力非资本债券有关事项的通知》，明确了国内 TLAC 非资本债券的定义、核心要素和发行管理规定，为国内 G-SIBs 发行 TLAC 非资本债券来满足相关要求制定了规范。从现行监管规定上看，TLAC 非资本债券是具有吸收损失功能、不属于商业银行资本的金融债券，其含有减记或转股条款，优先于各级别合格资本工具。虽然 TLAC 非资本债券不属于商业银行金融债券，但是央行将 TLAC 非资本债券纳入金融债券的余额管理，银行自持与二级资本债一致采用 150%的风险权重，其估值可能介于二级资本债与商金债之间。

2024 年 TLAC 非资本债券将拉开序幕，目前中国银行、工商银行、农业银行 TLAC 非资本债券批文额度合计 2600 亿元，但这与 TLAC 缺口之间仍然存在较大的差异。1 月 26 日，中国银行发布董事会决议公告，表决通过了 TLAC 非资本债券发行额度和发行安排，发行规模为不超过 1500 亿元人民币或等值外币，决议有效期为自股东大会批准之日起至 2025 年 8 月 29 日为止。1 月 31 日，农行发布的董事会决议公告，拟分批次发行 TLAC 非资本债券，发行总额不超过 500 亿元人民币或等值外币，募集资金用于充实该行总损失吸收能力，期限不少于 1 年期。2 月 1 日，工行发布董事会决议公告，为满足 TLAC 达标要求，工行董事会决定提请股东大会批准，自股东大会批准之日起至国家金融监督管理总局批准后 24 个月为止，在境内市场发行不超过 600 亿元人民币的 TLAC 非资本债券，但这相对于需满足 TLAC 的附加资本缺口之间仍然存在较大的差异。

存款保险基金可能带来的豁免或减轻 TLAC 的达标压力，但其后续进展还需监管要求明确。根据 FSB 的规定，有关部门事先从业界融资并承诺在处置阶段用于 G-SIBs 处置的资金称为“事先承诺”，在当局认可且不存在法律障碍等条件下，该事先承诺可用于满足 TLAC 达标要求。而 21 年发布的《G-SIBs TLAC 管理办法》中也提到了由存款保险基金管理机构管理的存款保险基金可计入外部总损失吸收能力，首次考核、二次考核抵扣上限分别为 2.5% 和 3.5%。日本在 2019 年就通过存款保险基金实现上限豁免，使得 G-SIBs 的达标压力大大减轻。但日本存款保险基金的规模超过了 4 万亿日元，占日本 3 家 G-SIBs 的风险加权资产比例都超过了 2.5%；与日本不同的是，中国存款保险基金的规模 22 年末仅为 549 亿，以实缴额来看，占各大行风险加权资产比例的仅在 0.1% 左右。但如果以实质重于形式的原则，考虑存款保险基金在 G-SIBs 进入处置程序后的承诺出资额，那么按照上限来抵扣 TLAC 要求似乎也合乎情理。目前《G-SIBs TLAC 管理办法》并未明确存款保险基金是按照实缴金额还是上限来计入。但从 TLAC 非资本债券批文额度偏低的角度看，存款保险基金按上限抵扣也是有可能的，若确实如此，国有大行满足 TLAC 要求的压力就将大大减轻，而其后续进展还需监管要求明确。

23 年城农商行二级资本债不赎回债券数量有所下降，但这更多是由于进入赎回期的债券数量下降所致，不赎回率反而有所上升。截至 2023 年末，历史上共 64 只二级资本债选择不赎回，涉及银行 52 家，累计不赎回金额 386.3 亿元。其中，2023 年 14 只城农商行二级资本债选择不赎回，涉及不赎回金额 62.5 亿元，较 2022 年的 24 只和 110.57 亿均有所下降，但这主要还是由于进入赎回期的中小银行二级债数量下降所致，2023 年共 52 只二级债进入赎回期，相比 22 年 117 只减少超过一半，不赎回率反而从 2022 年的 20.51% 上升到了 26.9%。而近两年选择不赎回的城农商行区域主要分布在辽宁、湖北、山西、黑龙江和山东，多为低评级发行主体，自身盈利能力偏弱，留存收益减少，资本充足率满足监管要求压力较大。52 家选择不行使赎回权的城农商行隐含评级均为 AA- 及以下主体，其中有 37 家城农商行资本充足率小于商业银行资本充足率均值，若行使赎回权后资本水平将进一步恶化，同时由于新发债成本相对较高，使得其若通过续发新债兑付旧债会推升融资成本，因而新发债存在一定阻力。

图 69：历史上二级资本债行使不赎回权的城农商行（单位：亿元、%）

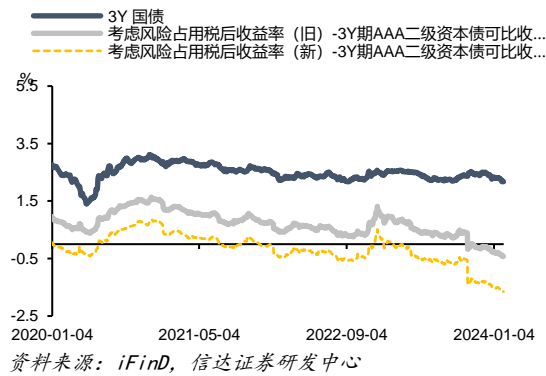
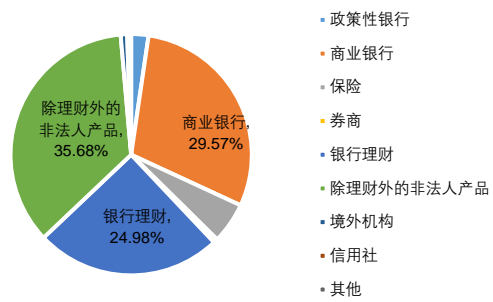


发行人	银行类型	省份	等级	赎回日	总资产	资本充足率	不良率
天津滨海农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	天津市	AA+	2018/7/26	2,711	16.12	2.60
宁波鄞州农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	浙江省	AA+	2019/8/26	2,299	13.32	1.09
临商银行股份有限公司	城市商业银行	山东省	AA	2019/11/28	1,566	12.20	2.36
广东南粤银行股份有限公司	城市商业银行	广东省	AA+	2019/12/9	2,740	16.71	2.91
吉林九台农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	吉林省	AA	2020/4/13	2,680	11.51	2.28
贵阳农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	贵州省	AA-	2020/5/13	1,552	11.45	2.44
安徽桐城农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	安徽省	A	2020/5/28	326	11.65	4.14
石嘴山银行股份有限公司	城市商业银行	宁夏回族自治区	AA-	2020/7/24	783	11.61	2.28
大连农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	辽宁省	AA-	2020/12/14	1,516	10.86	4.24
山东诸城农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2021/2/2	422	11.11	1.40
湖北咸宁农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	A+	2021/5/26	183	11.23	3.38
湖北襄阳农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	A+	2021/6/21	439	12.51	2.46
朝阳银行股份有限公司	城市商业银行	辽宁省	AA	2021/6/29	1,052	13.84	1.94
安徽庐江农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	安徽省	A+	2021/8/23	278	13.63	1.83
山东莱州农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	AA-	2021/10/13	376	13.61	2.02
河北唐山农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	河北省	AA	2021/11/22	1,080	11.48	3.04
山东禹城农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2021/11/22	179	8.13	2.29
丹东银行股份有限公司	城市商业银行	辽宁省	A+	2021/11/22	913	12.67	2.62
山东张店农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	AA-	2021/11/29	297	13.85	1.21
湖北潜江农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	A+	2021/11/30	260	11.49	2.81
山东聊城农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2021/12/6	471	11.60	1.48
抚顺银行股份有限公司	城市商业银行	辽宁省	AA	2021/12/13	1,024	14.13	1.86
六安农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	安徽省	AA-	2021/12/20	477	11.07	2.44
辽阳辽东农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	辽宁省	A	2021/12/28	252	8.43	18.51
辽宁东港农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	辽宁省	A+	2021/12/29	256	11.30	0.00
青海大通农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	青海省	A+	2022/1/4	112	15.32	2.15
吉林蛟河农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	吉林省	BBB	2022/1/25	120	1.74	6.56
营口银行股份有限公司	城市商业银行	辽宁省	AA+	2022/3/3	1,701	12.74	1.70
山东齐河农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2022/3/16	204	5.70	2.93
山东莒县农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2022/3/17	407	12.01	2.47
山东安丘农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	AA-	2022/3/29	347	10.13	1.46
铜陵农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	安徽省	A	2022/4/28	265	13.65	3.97
山西银行股份有限公司	城市商业银行	山西省	AAA	2022/5/16	3,420	11.88	2.33
山东广饶农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2022/6/6	0	0.00	0.00
阜阳颍东农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	安徽省	AA-	2022/6/28	407	12.40	3.86
黄石农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	A	2022/7/4	145	11.93	1.95
山西运城农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山西省	A+	2022/8/8	309	12.35	1.82
延边农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	吉林省	A-	2022/8/25	1,392	7.84	4.26
滁州皖东农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	安徽省	A+	2022/10/31	282	12.15	2.18
山东龙口农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	AA-	2022/11/29	445	11.55	1.98
山东荣成农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2022/12/19	375	11.19	3.09
湖北十堰农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	AA-	2022/12/28	421	13.77	2.94
烟台农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山东省	A+	2023/4/13	622	9.81	4.48
湖北孝感农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	A+	2023/4/17	217	13.61	3.00
湖北荆门农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	湖北省	A+	2023/4/26	175	11.94	2.37
山西平遥农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山西省	A	2023/6/29	183	6.09	3.77
山西榆次农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山西省	BB	2023/6/29	233	11.16	16.67
葫芦岛银行股份有限公司	城市商业银行	辽宁省	A+	2023/8/28	996	2.33	13.89
大兴安岭农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	黑龙江省	A+	2023/12/7	182	13.48	5.35
阜新银行股份有限公司	城市商业银行	辽宁省	AA-	2023/12/13	1,656	11.02	4.07
河南伊川农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	河南省	A+	2023/12/26	0	0.00	0.00
山西长治黎都农村商业银行股份有限公司	农村商业银行	山西省	A+	2023/12/27	212	11.57	1.40

资料来源：iFinD，信达证券研发中心，注：统计数据不含国开行，批复额度统计时间截至2024年1月30日

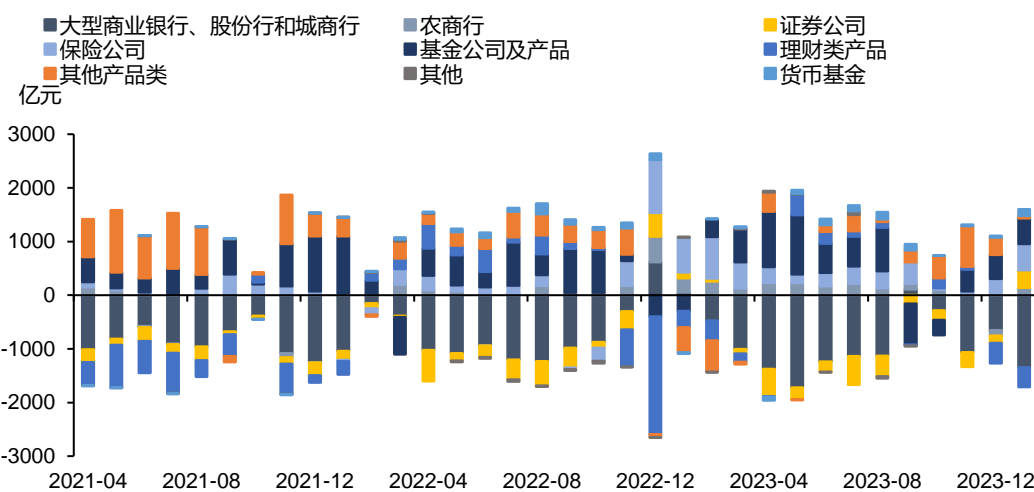
而在二永债的需求方面，23年11月1日，国家金融监督管理总局公布《商业银行资本管理办法》（以下简称“资本办法”），这意味着23年2月发布的征求意见稿，在经过全面的征求意见和合理吸纳后，以《巴塞尔III改革最终方案》为基石的资本办法正式稿最终落地。资本办法对次级债权（不含我国开发性金融机构和政策性银行）和全球系统重要性银行发行的外部总损失吸收能力非资本债务工具（未扣除部分）的风险权重由100%上调至150%，仍有投资者担忧其对商业银行二永债需求带来的冲击。

但从商业银行二永债的投资机构来看，截至21年2月中债披露的数据来看，商业银行持仓占比29.57%，理财产品持仓占比24.98%，其他非银产品类投资者持仓占比35.68%，尽管其中可能存在一定比例的理财、基金持仓是银行间接持有，但整体上看二级资本债以及永续债仍以非银机构为主，因此从比价角度考虑，二级资本债与同期限国债相比性价比一直偏低。

图 70：20 年以来银行二级资本债可比收益率和国债到期收益率走势

图 71：21 年 2 月末二级资本工具投资者持有结构


尽管新版商业银行资本管理办法对于二永债的风险资本占用上升，可能会对银行自营投资动力带来冲击，但考虑二永债主要仍由非银定价，因此风险资本占用上升对二级资本债的影响类似于国开债隐含税率，在市场熊市状态下，非银机构规模可能受限，此时风险资本占用上升带来的银行投资意愿下降可能对二级资本债带来更大的冲击。但如果市场处在牛市状态，非银机构规模持续扩张，那么银行需求下滑的影响可能就相对有限。考虑现阶段债券市场运行的大方向尚未改变，在 2023 年 11 月后，5 年期各等级二永债利差都被压缩至历史低位，这也反映了短期资本管理办法可能并非二永债定价的核心因素。

而从现券交易数据上看，商业银行二永债在外汇交易中心的口径中被定义为其他券种，也是其他券种中的主要组成部分。而在 2023 年，非银机构仍是商业银行二永债的主要增持机构，尤其是在 2023 年前三季度，保险机构对于二永债的配置需求明显抬升，这可能主要是因为保险机构的可投资资产中，非标类产品的规模持续萎缩，使得保险机构出现可配资产不足局面，因而对信用风险相对较小的二永债的配置需求上升。但在四季度开始，由于部分机构开始尝试以低等级二永债作为弱资质城投下沉的替代策略，弱资质二永债收益率快速下行，导致对于保险机构而言配置性价比下降。而在中高等级二永债收益率明显调整的 10-11 月，理财以及其他非银产品成为了二永债的主要需求力量。而进入 11 月后，随着债券市场收益率的整体回落，二永债利差也开始大幅压缩，以基金公司为代表的交易型机构也重新开始了二永债的大规模净买入。

图 72：机构买入以商金二永债为主的其他券种情况


23 年 10 月以来城投债发行审批趋严，供给缩量情况下资产荒进一步加剧，11 月之后随着债市收益率进入下行

通道，机构挖掘中低等级二永债票息价值，推动二永债收益率和信用利差快速大幅压缩。即便考虑 24 年商业银行二永债存在一定供给压力，但债市结构性资产荒局面难以缓解，二永债可能仍将是市场博弈票息价值和超额收益的重要品种。

在经历了 11 月以来收益率的大幅下行后，当前 5 年期各等级二永债利差均已压缩至历史低位，中短久期二永债利差稍高，但分位数也在 10%-20% 的偏低水平，配置价值已明显下降，更多还是牛市环境下交易属性的反映。但考虑到广谱利率的大幅下行，叠加城投债供给压缩，资产荒加剧情况下，机构对二永债配置需求仍然偏强。尽管 2024 年银行二永债赎回压力依然较大，考虑到银行信贷投放以及参与地方债务化解带来资本补充压力较大，而且四大行面临 2025 年 TLAC 考核，目前四大行仍然存在一定的资本缺口需要补充，商业银行二永债的供给压力仍存。由于当前的利差保护不足，以中高等级二永债进行配置性价比不高，但是在当前的市场环境下，二永债也很难出现大幅的调整，投资者可以等待更好的入场时点。在城投化债行情影响下，低等级二永债的利差分位数水平更低，但考虑资产荒的局面可能仍会延续，其绝对收益率可能仍然相对较高，仍然存在一定的挖掘空间，可以考虑在部分控股股东财政能力相对较强，不良贷款率相对较低，资本相对充足的中小银行中进行信用挖掘。但考虑永续债将逐步进入赎回期，部分盈利能力偏弱的中小银城农商行不赎回概率提升，也不建议过度下沉。

图 73：总资产大于 5000 亿元且估值收益率 3% 以上的城农商行情况（单位：亿元、%）

发行人	省份	主体等级	总资产	存续债余额	不良贷款率	资本充足率	存续债估值收益率平均值	存续债剩余期限均值
徽商银行股份有限公司	安徽省	AAA	17463.89	2060.63	1.32	12.13	3.02	4.99
中原银行股份有限公司	河南省	AAA	13553.49	1360.10	2.19	13.47	3.21	3.35
广州农村商业银行股份有限公司	广东省	AAA	12960.34	1373.50	2.25	12.75	3.04	9.16
厦门国际银行股份有限公司	福建省	AAA	11271.37	1416.20	1.51	13.22	3.07	6.22
盛京银行股份有限公司	辽宁省	AA+	10907.79	130.00	3.17	11.83	4.59	8.91
成都农村商业银行股份有限公司	四川省	AAA	8258.51	713.70	1.35	14.65	3.06	6.76
天津银行股份有限公司	天津市	AAA	8147.47	864.70	1.67	11.78	3.19	9.20
哈尔滨银行股份有限公司	黑龙江省	AAA	7926.44	391.60	2.92	13.39	5.41	3.03
重庆银行股份有限公司	重庆市	AAA	7414.82	1587.49	1.33	12.48	3.20	5.59
东莞农村商业银行股份有限公司	广东省	AAA	6920.06	724.90	1.07	15.81	3.07	8.91
吉林银行股份有限公司	吉林省	AAA	6627.84	298.20	1.51	11.05	3.24	7.86
郑州银行股份有限公司	河南省	AAA	6220.52	1151.53	1.88	13.05	3.38	2.79
青岛银行股份有限公司	山东省	AAA	5811.84	1002.80	1.14	12.78	3.07	5.37
齐鲁银行股份有限公司	山东省	AAA	5684.91	716.75	1.26	14.45	3.27	4.40
汉口银行股份有限公司	湖北省	AA+	5463.48	701.33	2.77	11.68	3.44	5.75
江西银行股份有限公司	江西省	AAA	5400.91	576.40	2.17	13.14	3.55	3.36
河北银行股份有限公司	河北省	AAA	5388.29	342.60	1.52	12.77	3.28	2.77
桂林银行股份有限公司	广西壮族自治区	AAA	5276.40	685.90	1.60	12.13	3.10	4.80
长安银行股份有限公司	陕西省	AA+	5124.24	219.00	1.68	11.48	3.34	3.83
温州银行股份有限公司	浙江省	AA+	5107.49	641.90	1.29	11.35	3.91	5.81

资料来源：iFind，信达证券研发中心，注：数据统计截至 2024 年 1 月 31 日

风险因素

货币政策超预期调整、城投相关政策超预期收紧、发债主体发生超预期风险事件。

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

芦静，南开大学金融硕士，曾供职于评级机构、资管机构、方正证券从事信用研究工作。

李劲锋，复旦大学金融学博士，1年房地产行业研究经验。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在地市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。