

【债券深度报告】

长久期信用债投资价值与三大策略思考
——长久期信用债观察系列之一

- ❖ 今年以来信用债市场格局发生了显著的变化，在资产荒极致演绎下，长久期信用债发行规模大幅增加，同时投资者也诉求对一般信用品种增加交易或拉长久期获取高票息，综合使得目前市场对长期信用债的关注度显著提升。本报告将长久期信用债定义为期限在 5 年及以上的非金融信用债，包括 5-10 年的“长期信用债”和 10 年及以上的“超长期信用债”。
- ❖ 长久期信用债市场表现：一级市场方面，2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比达历史新高，其中长期信用债发行主体出现评级下沉趋势，但超长期信用债信用下沉并不显著。二级市场方面：行权剩余期限在 5 年及以上的存量信用债规模超 80 亿元的主体共 30 家，具有头部集中效应，企业性质以央企和产业类国企为主；此外超长期信用债流动性大幅增加。
- ❖ 海外长久期信用债市场情况与国内外评级比较：
 - 1、美国信用债市场格局：2020 年为美国信用债阶段性发行规模高点且 2008 年以来发行期限有所拉长。美国信用债约 50% 为工商主体发行，保险公司和投资顾问为主要买盘，且长久期信用债中低评级占比相较中短久期债券更高。
 - 2、国内外评级比较：1) 从评级框架来看，国内与国际评级机构均会基于主体评级并结合债券本身的偿付次序、期限等属性给出债项评级。2) 从实操情况来看，国内针对同主体长债普遍未有调低，但美国部分主体有调降。
- ❖ 长久期信用债投资价值分析：配置与交易
 - 1、票息价值：长久期信用债利差多处于 20-50BP 左右，仍有较高溢价，收益率在 2.5% 以上、隐含评级 AA+ 及以上的长久期信用债规模在 5000 亿元以上。
 - 2、交易价值：今年以来长久期信用债收益率波动率有所上升，通过布局长久期高流动性个券，可以增加交易获取更多资本利得。
 - 3、历史表现与近期变化：1) 牛市时综合收益高；2) 熊市时抗跌性强，但当前收益率大幅降低后抗跌性减弱；3) 波动性低于同期限国债，但近期随着广义基金与理财等买盘的加入以及收益率的快速下行，波动率有所提升；4) 本轮牛市中综合收益已与过去表现占优的同期限国债相接近；5) 现阶段收益水平下交易难度较大，可待调整后择机布局。
- ❖ 长久期信用债投资的三个策略思考
 - 1、挖掘尚有期限利差的主体。选择资产规模在 1000 亿元及以上、YY 主体评级在 6 以上、企业性质为央国企且截至 6 月底有 5 年期及以上信用债存续的主体共计 184 家。通过中债中短票收益率曲线，计算以上主体 1、5、7、10 年期的合成行权估值收益率，进而计算 5-1y、7-1y、10-1y 期限利差。可重点关注 5-1y、7-1y、10-1y 期限利差高于样本平均利差及中债中短票 AAA 等级期限利差的主体。
 - 2、关注交易活跃的长久期信用债波段交易机会。随着长久期信用债交易活跃度的不断提升，可关注相关品种波段交易机会。统计 2024 年上半年各主体 5-7 年期、7-10 年期、10 年期以上品种的月度换手率，综合上半年平均换手率及存量规模考虑，从而给出不同期限内值得关注波段交易机会的主体。
 - 3、关注超长期信用债新发主体的溢价机会。市场对新发超长期信用债主体缺少合适定价锚，可能存在溢价空间。从 2024 年上半年新发超长债主体中，选择相同主体在上半月同日发行的 10 年期信用债和 5 年期信用债，计算样本券发行首日及发行后各交易日的 10-5y 期限利差，分别与同日中债中短票 AAA 等级 10-5y 期限利差进行对比，发现发行首日差值最大，随后差值收窄，至发行后约 60 个交易日达到相对低点，可关注新发超长债主体一二级套息机会。
- ❖ 风险提示：长久期信用债市场出现调整流动性不足；超预期风险事件发生；数据统计或存在一定偏差。

华创证券研究所

证券分析师：周冠南

电话：010-66500886
邮箱：zhouguannan@hcyjs.com
执业编号：S0360517090002

证券分析师：张晶晶

电话：010-66500984
邮箱：zhangjingjing@hcyjs.com
执业编号：S0360521070001

证券分析师：王紫宇

邮箱：wangziyu@hcyjs.com
执业编号：S0360523110002

相关研究报告

《【华创固收】地方国企信用债供给格局及内部特征深度分析——化债攻坚系列之四》

2024-07-18

《【华创固收】长春：聚焦隐债化解——化债区域观察系列之二》

2024-06-27

《【华创固收】稳中求进，寻找高票息——2024 年信用债中期策略报告》

2024-06-19

《【华创固收】低利率，新均衡——2024 年利率债中期策略报告》

2024-05-28

《【华创固收】从近五年城投年报看化债成效如何？——化债攻坚系列之三》

2024-05-24

投资主题

报告亮点

本文分析长久期信用债发展背景及现状，结合海外长久期信用债情况，探讨当前长久期信用债的投资价值，并给出三个角度的策略思考。创新点在于：

（1）明确长久期信用债的定义，指出当前长久期信用债行情的背景及主要买盘力量；

（2）考虑到美国债券市场格局在过去十几年经历了低利率、老龄化等因素影响逐渐趋于成熟，对当下我国的债市发展具有借鉴意义，对美国信用债市场格局变迁、长久期信用债评级比较等方面展开分析；

（3）从配置、交易以及历史表现角度对长久期信用债投资价值进行分析。

投资逻辑

现阶段长久期信用债具有相对票息价值，且票息支撑下有一定抗跌能力。票息价值方面，长久期信用债利差多处于 20-50BP 左右，仍有较高溢价，收益率在 2.5% 以上、隐含评级 AA+ 及以上的长久期信用债规模在 5000 亿元以上。交易价值方面，今年以来长久期信用债收益率波动率有所上升，通过布局长久期高流动性个券，可以增加交易获取更多资本利得。

历史表现与近期变化方面，牛市时综合收益高，熊市时抗跌性强，但当前收益率大幅降低后抗跌性减弱；波动性低于同期限国债，但近期随着广义基金与理财等买盘的加入以及收益率的快速下行，波动率有所提升。

基于此，从票息、波段交易以及新发主体参与机会三个角度给出策略思考。

目 录

一、长久期信用债发展背景及现状.....	6
(一) 如何定义信用债“长久期”？	6
(二) 长久期信用债扩容背景及主要买盘力量	6
(三) 一级市场：首发主体数量创新高，出现申购热潮、评级下沉趋势.....	7
(四) 二级市场：存量主体增多，10年期及以上品种流动性大幅增加.....	10
二、海外长久期信用债市场情况与国内外评级比较.....	12
(一) 美国债券市场格局：信用债占比23%，以工商企业为主	13
(二) 低利率环境下，信用债发行久期显著拉长	13
(三) 保险公司是长期信用债的重要买方力量	14
(四) 国内外评级比较：国内针对同主体长债普遍未有调低，美国部分主体有调降	15
三、长久期信用债投资价值分析：配置与交易	17
(一) 票息价值：长久期信用债仍有较高溢价	17
(二) 交易价值：长久期信用债“相对波动率”增加，交易价值提高.....	19
(三) 长久期信用债的历史表现	20
1、到期收益率变化：长久期信用债呈现出更强的“稳健性”	20
2、区间综合收益率表现：牛市可赚取更多资本利得，熊市票息支撑下表现亦不弱	21
3、区间波动率：整体小于国债，稳定性较强	22
四、长久期信用债投资的三个策略思考	23
(一) 策略一：挖掘尚有期限利差的主体	23
1、筛选5-1y利差在25BP及以上的主体	24
2、筛选7-1y利差在35BP及以上的主体	24
3、筛选10-1y利差在48BP及以上的主体	25
(二) 策略二：关注交易活跃的长久期信用债波段交易机会	25
1、筛选行权剩余期限在5-7y的主体	26
2、筛选行权剩余期限在7-10y的主体	26
3、筛选行权剩余期限在10y以上的主体	27
(三) 策略三：关注超长期信用债新发主体的溢价机会	27
(四) 策略总结	29
五、风险提示	29

图表目录

图表 1	2024 年以来 5 年期信用债发行规模占比大幅增加	6
图表 2	存量信用债收益率分布情况	7
图表 3	2022-2024 年上半年各类机构长久期信用债(中票和企业债)年度净买入情况(单位: 亿元)	7
图表 4	2018-2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比	8
图表 5	2018-2024 年上半年长久期信用债发行主体数量变化	8
图表 6	长久期信用债发行票面利率降到 3% 以下	9
图表 7	2024 年上半年超长期信用债申购倍数明显增加	9
图表 8	长期信用债发行主体评级占比变化	9
图表 9	超长期信用债主体发行评级占比变化	9
图表 10	2018-2024 年上半年长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级	9
图表 11	2018-2024 年上半年超长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级	10
图表 12	2024 年上半年各行业发行规模	10
图表 13	2024 年上半年各省份发行规模	10
图表 14	长久期信用债存量规模及占比变化	11
图表 15	长久期信用债存量主体数量变化	11
图表 16	2018-2024 年 6 月底长期信用债存量主体性质、债券类型	11
图表 17	2018-2024 年 6 月底超长期信用债存量主体性质、债券类型	11
图表 18	截至 2024 年 6 月底, 存量长久期信用债规模在 80 亿元以上的发行主体共 30 家	12
图表 19	近一年长期信用债成交只数及换手率	12
图表 20	近一年超长期信用债成交只数及换手率	12
图表 21	截至 2024.7.16 美国债券市场存量规模分布	13
图表 22	截至 2024 年 6 月底美国存量信用债行业分布(单位: 亿美元)	13
图表 23	2002-2024 年上半年美国信用债分期限发行规模(亿美元)	14
图表 24	2008-2024 年上半年美国长久期信用债发行规模占比及美债收益率变化	14
图表 25	美国 5-10 年长期信用债持有人分布	15
图表 26	美国 10 年及以上超长期信用债持有人分布	15
图表 27	美国信用债债项评级分布(只)	15
图表 28	标普中长期债项评级逻辑框架	16
图表 29	长久期信用债发行人长、短久期债券评级对比	16
图表 30	中诚信中长期债项评级逻辑框架	17
图表 31	长久期信用债发行人长短久期债券评级对比	17

图表 32	存量信用债收益率与期限分布情况	18
图表 33	2014 年以来信用债期限利差情况 (BP)	18
图表 34	中票与银行二永债收益率 (%)	19
图表 35	同期限中票与银行二永债收益率对比 (BP)	19
图表 36	中票收益率波动率	19
图表 37	中票相对波动率情况	19
图表 38	高流动性个券存量结构分布 (亿元)	20
图表 39	各阶段市场不同品种市场表现	20
图表 40	2019 年以来 10 年期国债收益率表现 (%)	20
图表 41	各阶段不同品种收益率变化情况 (BP)	21
图表 42	2021 年以来三个调整阶段同主体长短端收益率变化情况	21
图表 43	各阶段不同品种财富指数收益率表现	22
图表 44	各阶段不同品种财富指数波动率表现	22
图表 45	筛选后的 184 家主体企业性质分布	23
图表 46	筛选后的 184 家主体省份分布	24
图表 47	筛选后的 184 家主体行业分布	24
图表 48	截至 2024 年 6 月底, 5-1y 利差在 25BP 及以上、剩余行权期限在 5-7y 之间的主体 (部分)	24
图表 49	截至 2024 年 6 月底, 7-1y 利差在 35BP 及以上、剩余行权期限在 7-10y 之间的主体 (部分)	25
图表 50	截至 2024 年 6 月底, 10-1y 利差在 48BP 及以上、剩余行权期限在 10y 以上的主体 (全量)	25
图表 51	截至 2024 年 6 月底, 行权剩余期限在 5-7y 的存量债主体按换手率降序 (部分)	26
图表 52	截至 2024 年 6 月底, 行权剩余期限在 7-10y 的存量债主体按换手率降序 (部分)	27
图表 53	截至 2024 年 6 月底, 行权剩余期限在 10y 以上的存量债主体按换手率降序 (部分)	27
图表 54	样本券 10-5y 期限利差变化及与中债中短票 AAA 等级 10-5y 期限利差对比	28
图表 55	2024 年新发超长期信用债主体省份变化	28
图表 56	2024 年新发超长期信用债主体行业变化	28
图表 57	策略总结	29

今年以来信用债市场格局发生了显著的变化，城投债供给受限、“资产荒”持续演绎、信用利差极致压缩，在此背景下长久期信用债发行规模大幅增加。一方面，低利率环境下部分发行人为锁定较低的长期融资成本，选择发行长期信用债；另一方面，投资者也诉求对一般信用品种增加交易或拉长久期获取高票息，综合使得目前市场对长期信用债的关注度显著提升。此前长期信用债以保险机构配置为主，随着今年以来广义基金、其他产品等买盘力量的加入，其定价逻辑亦产生一定的变化。本文分析长久期信用债发展背景及现状，结合海外长久期信用债情况，探讨当前长久期信用债的投资价值，建议重点关注三条主线，挖掘尚有期限利差主体、关注波段交易机会、寻找新发主体溢价机会。

一、长久期信用债发展背景及现状

（一）如何定义信用债“长久期”？

本文将长久期信用债定义为期限在 5 年及以上的非金融信用债，包括“长期信用债”和“超长期信用债”，其中“长期信用债”指 5-10 年（包含 5 年，不包含 10 年）的信用债，“超长期信用债”指 10 年及以上的信用债。目前市场对长久期信用债的定义存在分歧，分歧点主要在于：一是长久期信用债的年限划分是单一的（例如 5 年或 7 年）还是分阶段的（是否区分长期和超长期）；二是是否要包含 5 年期品种。考虑到 2024 年以来 5 年期信用债品种发行占比大幅增加，因此本文将 5 年期纳入长期信用债范围。

图表 1 2024 年以来 5 年期信用债发行规模占比大幅增加

期限	发行规模占比						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年上半年
5年期以下	89.6%	87.2%	91.0%	92.3%	89.7%	93.6%	73.7%
5年期	7.6%	9.9%	7.0%	6.0%	8.4%	4.7%	18.7%
5-7年期	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%		
7年期	2.3%	1.9%	1.5%	1.1%	1.0%	0.5%	0.3%
7-10年期	0.1%	0.1%	0.0%				
10年期	0.4%	0.8%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	5.1%
10年期以上	0.0%	0.1%	0.1%		0.0%	0.2%	2.1%

资料来源：Wind，华创证券

（二）长久期信用债扩容背景及主要买盘力量

2024 年以来“资产荒”行情极致演绎，信用利差大幅压缩，债市整体进入低利率时代。对于债券发行人而言，发行长久期信用债可锁定利率低位，降低债务成本，同时拉长发行期限，优化债务期限结构。此外，现阶段在资产荒行情推动下，发行长久期信用债的难度下降，5-7 年长期信用债发行主体存在评级下沉的趋势。对于投资人而言，高收益资产大幅减少，票息策略择券空间非常有限，向久期要收益成为必然选择。截至 2024 年 6 月底，行权收益率在 3% 以上的存量信用债和金融债合计余额仅为 1.6 万亿元，较 2023 年底大幅减少 13.6 万亿元，高息资产选择空间压缩明显。

图表 2 存量信用债收益率分布情况（单位：亿元）

分类	子类	2024/6/28							2023/12/31							2023/6/30							
		<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	>6%	合计	<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	>6%	合计	<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	>6%	合计	
城投债	重点省份-省级	4,318	443	30				4,791	-	2,062	2,846	73	8	62	5,052	30	1,147	1,677	689	427	1,080	5,051	
	重点省份-地市级	1,171	1,182	1,037	460	51	55	3,956	-	167	775	940	675	1,414	3,971	-	23	164	368	679	3,105	4,339	
	重点省份-区县级	5,521	1,845	1,301	372	44	92	9,175	-	1,373	4,428	1,751	808	970	9,331	88	511	1,770	1,513	1,359	4,073	9,313	
	非重点省份-省级	10,199	837	10	5			11,052	509	7,578	2,180	68	7	-	10,342	1,649	4,643	3,486	137	18	146	10,079	
	非重点省份-地市级	43,078	3,927	701	44			47,750	469	22,494	21,792	1,959	416	146	47,277	2,575	12,289	20,464	6,092	2,213	1,240	44,873	
	非重点省份-区县级	60,320	8,886	4,023	445	10	12	73,696	81	26,665	37,060	6,350	2,675	1,100	73,930	862	15,314	32,774	11,422	6,043	5,915	72,330	
	城投债合计	124,608	17,120	7,102	1,324	104	160	150,419	1,059	60,339	69,082	11,141	4,590	3,692	149,903	5,204	33,928	60,334	20,221	10,739	15,559	145,986	
	地产债-国企	10,437	2,117	481	117	4		13,156	129	5,659	6,161	671	49	277	12,946	254	4,551	4,981	592	92	307	10,777	
	地产债-混合				23		550	573	-	-	-	-	-	-	759	759	-	173	353	-	-	223	749
	地产债-民企		294	154	133	31	729	1,340	-	-	203	314	17	1,073	1,608	-	3	256	175	11	1,305	1,750	
地产债-其他	17		26		2	188	234	-	8	16	14	5	505	548	-	4	23	2	-	870	900		
产业债	公用事业	19,946	531	30	24			20,531	3,115	13,418	1,534	65	26	12	18,169	5,155	10,438	2,662	91	44	10	18,399	
	非银金融	18,133	1,540	289	49	4	120	20,134	1,693	10,446	5,228	599	149	324	18,439	3,483	6,328	6,022	789	295	354	17,272	
	交通运输	10,893	1,114	53	5	22	33	12,120	2,040	6,822	1,839	48	28	141	10,918	3,899	5,444	2,432	98	76	200	12,149	
	建筑装饰	8,650	853	294	42	11	17	9,867	233	5,264	2,358	303	69	125	8,352	1,388	3,692	2,535	350	149	175	8,289	
	综合	6,394	1,291	63	28			7,775	355	4,591	1,739	89	69	48	6,891	1,041	3,019	1,586	345	162	682	6,834	
	煤炭	6,378	543	132	17		15	7,085	255	4,206	1,864	109	85	57	6,576	1,026	3,037	2,365	90	147	242	6,908	
	钢铁	3,426	142	49		50		3,668	150	1,966	1,051	53	16	20	3,256	711	1,192	1,152	105	23	6	3,188	
	有色金属	2,688	184	52	5		3	2,932	263	1,747	562	79	47	62	2,761	518	1,436	785	94	59	61	2,953	
	石油石化	3,671	163					3,834	1,444	2,109	293	-	-	-	3,846	1,808	2,084	347	-	-	5	4,245	
	商贸零售	2,218	274	82	21	7	14	2,616	123	1,090	652	162	94	52	2,174	275	958	597	238	107	109	2,284	
金融债	其他产业债	14,996	1,282	908	267	196	130	17,779	952	10,168	3,488	629	311	647	16,194	3,808	6,963	4,476	672	550	850	17,318	
	产业债合计	107,847	10,329	2,611	731	328	1,798	123,644	10,752	67,493	26,988	3,136	967	4,102	113,437	24,124	50,205	30,764	3,800	1,778	5,634	116,303	
	银行普通债	34,213	10	1				34,223	11,931	21,172	205	-	-	-	33,308	10,059	19,397	271	1	-	-	29,727	
	银行永续债	24,414	437	493	127			25,471	-	15,597	6,684	828	397	66	23,571	-	10,420	8,073	1,640	815	376	21,324	
	银行二级资本债	37,642	834	671	198	52	79	39,475	-	24,980	10,630	608	351	243	36,811	3,030	10,977	17,949	1,328	562	525	34,370	
	券商普通债	19,508	87	39				19,633	5,940	12,838	1,769	49	-	-	20,596	8,250	7,857	2,745	94	30	-	18,976	
	券商次级债	5,812	69	4	8	1		5,894	508	3,456	2,088	7	5	1	6,065	936	1,829	2,951	117	8	-	5,841	
	保险次级债	2,504	299	111	8	9	228	3,158	-	1,498	1,534	130	101	121	3,383	90	790	1,513	223	153	91	2,860	
	其他金融债	4,574	325	7			30	4,936	20	2,285	2,083	57	100	50	4,595	1,057	1,380	1,505	482	215	80	4,719	
	金融债合计	128,666	2,059	1,326	341	62	337	132,790	18,399	81,826	24,992	1,678	953	480	128,328	23,422	52,649	35,006	3,885	1,783	1,072	117,817	
合计		361,121	29,509	11,038	2,397	494	2,295	406,853	30,211	209,658	121,062	15,954	6,509	8,274	391,668	52,750	136,782	126,104	27,906	14,299	22,266	380,106	

资料来源：Wind，华创证券

从 2024 年上半年长久期信用债（中票和企业债）净买入情况看，其他产品、保险资金、基金为最主要买盘。其中，其他产品类包括证券公司的资产管理业务、信托公司的金融产品、企业年金、期货公司的资产管理产品、其他投资产品、社保基金、养老基金等，2024 年上半年净买入 275 亿元，较 2022、2023 年均有所增加；买入期限上，倾向 7-10 年期以及 5-7 年期品种。保险资金 2024 年上半年净买入 222 亿元；在买入期限上，更青睐长期品种，能与负债端久期相匹配，缓解资产负债久期缺口压力。基金 2024 年上半年净买入 152 亿元，较 2022 年的 101 亿元、2023 年的 227 亿元变化不大，买入久期 5-7 年期为主。

图表 3 2022-2024 年上半年各类机构长久期信用债（中票和企业债）年度净买入情况（单位：亿元）

企业债和中期票净买入数据	2022 年						2023 年						2024/1/1-2024/6/30					
	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	合计	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	合计	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	合计
其他产品类	117.40	24.79	(75.01)	(240.15)	0.00	(172.97)	60.65	37.21	6.52	(151.68)	0.00	(47.30)	111.41	121.98	25.74	14.77	0.99	274.89
保险公司	87.16	76.86	(20.77)	(4.33)	0.00	138.92	77.52	47.03	(0.48)	56.51	0.00	180.58	(6.48)	160.57	31.97	35.13	1.27	222.46
基金公司及产品	116.60	36.30	14.38	(66.50)	0.00	100.78	147.62	22.09	1.45	55.56	0.00	226.72	100.17	48.13	2.17	1.50	0.43	152.40
理财子公司及理财类产品	(15.99)	(10.12)	0.05	(8.57)	0.00	(34.63)	(12.14)	(12.35)	(4.76)	(13.26)	0.00	(42.51)	21.95	10.63	1.66	(0.72)	0.00	33.52
货币市场基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外资银行	(0.41)	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.41)	(0.31)	0.00	0.00	1.64	0.00	1.33	0.00	(0.40)	0.00	0.00	0.00	(0.40)
其他机构	(8.56)	(13.13)	(10.19)	(18.51)	0.00	(50.39)	(2.37)	(3.11)	(1.53)	6.78	0.00	(0.23)	(4.36)	4.39	(1.21)	(3.24)	0.00	(4.42)
大型商业银行/政策性银行	(7.94)	(13.12)	(0.42)	(5.01)	0.00	(26.49)	(4.99)	(10.47)	(0.08)	0.00	0.00	(15.54)	(16.88)	(14.07)	0.00	0.00	(0.20)	(31.15)
农村金融机构	10.57	19.78	(0.64)	6.66	0.00	36.37	1.87	3.36	(6.14)	1.14	0.00	0.23	(55.30)	2.40	1.50	(6.39)	0.00	(57.79)
股份制商业银行	(68.81)	(37.25)	(3.86)	0.61	0.00	(109.31)	(39.77)	(19.37)	(3.87)	(0.18)	0.00	(63.19)	(42.06)	(52.61)	(2.37)	0.70	0.20	(96.14)
城市商业银行	(93.15)	(13.99)	(2.10)	(5.97)	0.00	(115.21)	(121.40)	(17.27)	0.00	(2.30)	0.00	(140.97)	(64.36)	(54.41)	(10.69)	(11.40)	(0.20)	(141.06)
证券公司	(137.21)	(70.36)	102.24	365.41	0.00	260.08	(106.44)	(47.29)	8.92	45.76	0.00	(99.05)	(44.02)	(226.59)	(48.81)	(30.33)	(2.48)	(352.23)

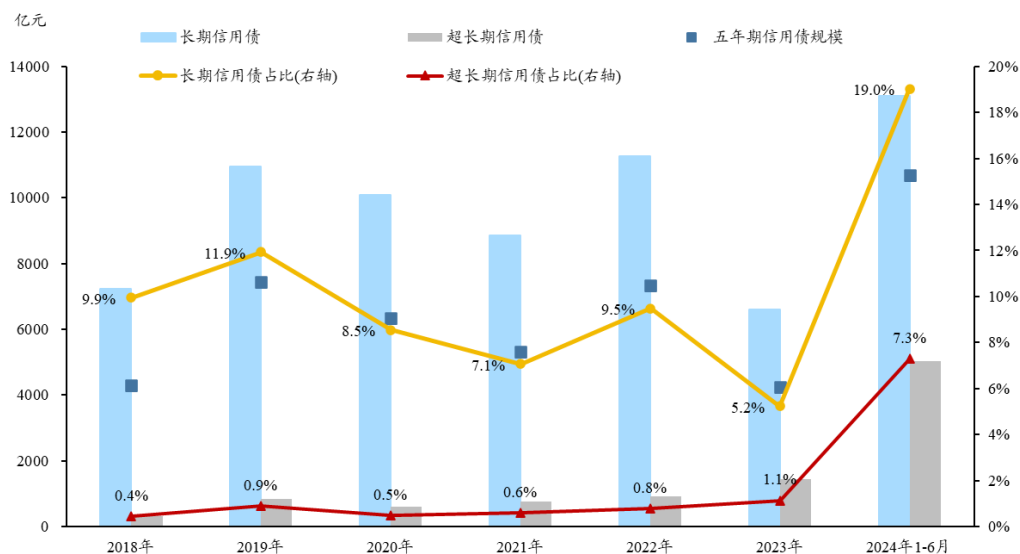
资料来源：Wind，华创证券

（三）一级市场：首发主体数量创新高，出现申购热潮、评级下沉趋势

2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比达历史新高。5 年（含）以上且 10 年（不含）以下的长期信用债在经历了 2023 年阶段性发行低点后，2024 年上半年迎来峰

值，发行占比达 19%，其中五年期品种在 2018-2023 年间占比 60%，2024 年上半年达到 80%；10 年及以上超长期信用债在 2024 年上半年发行占比达 7.3%，均为 2018 年以来历史新高。

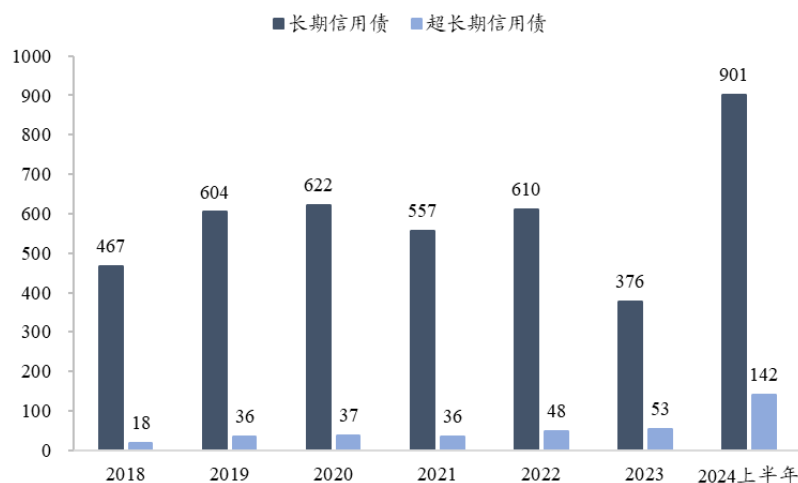
图表 4 2018-2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比



资料来源: Wind, 华创证券

2024 年上半年首次发行长久期信用债主体共计 512 家。2024 年上半年共有 901 家主体发行长期信用债, 142 家主体发行超长期信用债, 较 2023 年全年分别增长 140%、168%。其中首次发行长期信用债主体共计 426 家, 首次发行超长期信用债主体共计 86 家 (统计自 2018 年以来未发行长久期信用债的主体)。

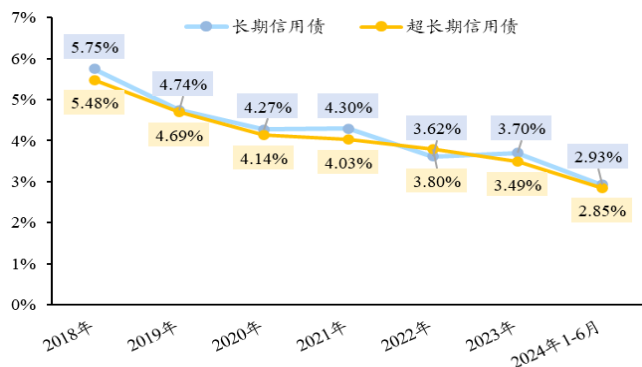
图表 5 2018-2024 年上半年长久期信用债发行主体数量变化



资料来源: Wind, 华创证券

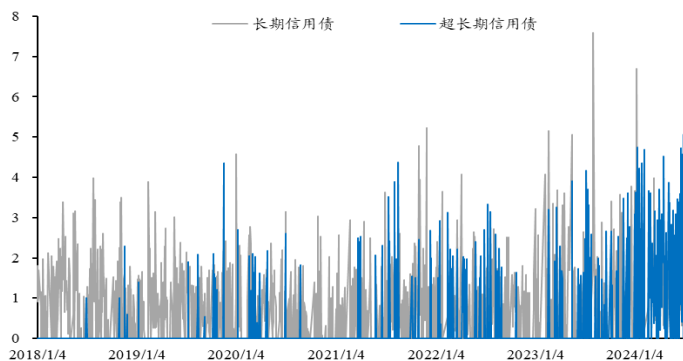
发行票面方面，长期信用债按发行规模加权平均票面利率从 2018 年的 5.75% 下降至 2024 年上半年的 2.93%，超长期信用债从 5.48% 下降至 2.85%，均降至 3% 以下。申购热度方面，长期信用债在 2023 年 8 月、2024 年 2 月迎来阶段性申购倍数高点，达 6 倍以上，超长期信用债自 2024 年以来申购热度明显增加，甚至超过长期信用债。

图表 6 长久期信用债发行票面利率降到 3% 以下



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 2024 年上半年超长期信用债申购倍数明显增加



资料来源: Wind, 华创证券

2024 年长期信用债发行主体出现评级下沉, 但超长期信用债信用下沉并不显著。2024 年上半年, 外部评级为 AA+ 的长期信用债主体发行占比大幅增加至 39%, AAA 等级主体发行占比从 2023 年的 47% 下降至 38%, 出现主体评级下沉趋势。而超长期信用债发行主体外部评级仍以 AAA 为主, 且 2021 年以来基本均只有 AAA 主体发行, 可见 10 年及以上超长期信用债对发行主体资质要求较高。

图表 8 长期信用债发行主体评级占比变化

年份	AAA	AA+	AA	AA-
2018	38%	23%	29%	9%
2019	38%	24%	31%	6%
2020	40%	25%	32%	3%
2021	38%	22%	37%	3%
2022	40%	28%	30%	2%
2023	47%	20%	30%	2%
2024	38%	39%	23%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 超长期信用债主体发行评级占比变化

年份	AAA	AA+	AA	AA-
2018	63%	6%	25%	6%
2019	86%	6%	6%	3%
2020	97%	3%		
2021	100%			
2022	100%			
2023	100%			
2024	99%	1%		

资料来源: Wind, 华创证券

从发行主体性质、债券类型、债项隐含评级看, 长期信用债和超长期信用债存在明显差异。对于长期信用债而言, 2024 年上半年, 城投平台发行占比 59%, 债券类型主要为中票 (48%) 和公司债 (46%), 债项隐含评级中 AA 占比增加至 42%, 有明显的下沉趋势。对于超长期信用债而言, 2024 年上半年, 央企是发行超长期信用债的主力, 发行占比 52%, 债券类型以中票为主 (74%), 债项隐含评级以 AAA 级为主。

图表 10 2018-2024 年上半年长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级

年份	发行规模 (亿元)	发行主体性质				债券类型				债项隐含评级				
		城投平台	中央国有企业	产业类国企	民营企业	定向工具	公司债	企业债	中期票据	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2018年	7231.7	57.4%	16.3%	24.7%	1.6%	2.5%	17.4%	29.4%	50.6%	29.8%	22.4%	31.1%	10.8%	2.3%
2019年	10950.8	49.0%	30.7%	20.0%	0.4%	2.3%	19.7%	23.1%	54.9%	41.2%	21.4%	25.3%	10.1%	1.1%
2020年	10098.2	58.9%	15.2%	23.2%	2.8%	2.5%	25.2%	27.9%	44.4%	28.3%	28.3%	33.7%	7.5%	0.7%
2021年	8849.6	65.2%	17.7%	16.7%	0.4%	0.6%	35.3%	32.2%	31.9%	34.5%	29.2%	30.6%	5.2%	0.2%
2022年	11274.6	54.1%	29.8%	15.8%	0.3%	1.3%	32.0%	22.5%	44.2%	40.9%	27.3%	28.9%	2.6%	0.2%
2023年	6592.3	54.4%	19.4%	24.4%	1.8%	1.1%	40.7%	20.1%	38.2%	37.2%	33.6%	25.2%	2.4%	0.1%
2024年1-6月	13105.2	59.0%	18.4%	22.2%	0.3%	4.7%	46.1%	1.6%	47.6%	19.5%	25.8%	41.5%	6.7%	0.0%

资料来源: Wind, 华创证券

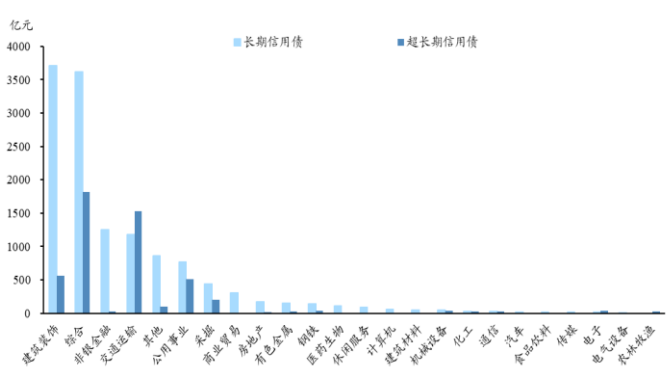
图表 11 2018-2024 年上半年超长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级

年份	发行规模 (亿元)	发行主体性质			债券类型			债项隐含评级		
		城投平台	中央国有企业	产业类国企	公司债	企业债	中期票据	AAA	AA+	AA
2018年	314.0	48.1%	40.4%	11.5%	54.8%	29.6%	15.6%	69.1%	6.4%	12.7%
2019年	825.7	34.2%	49.4%	16.3%	62.4%	19.4%	18.2%	84.5%	6.7%	5.1%
2020年	592.0	41.4%	38.2%	20.4%	54.9%	12.5%	32.6%	74.8%	14.2%	11.0%
2021年	755.6	48.1%	31.8%	20.1%	60.5%	13.2%	26.3%	75.7%	24.3%	0.0%
2022年	917.5	47.4%	28.4%	24.2%	47.2%	9.2%	43.6%	63.4%	36.6%	0.0%
2023年	1437.0	25.7%	37.3%	37.0%	54.6%	4.7%	40.7%	74.9%	25.1%	0.0%
2024年1-6月	5026.8	22.1%	51.6%	26.4%	23.9%	1.9%	74.2%	62.4%	36.0%	1.2%

资料来源：Wind，华创证券

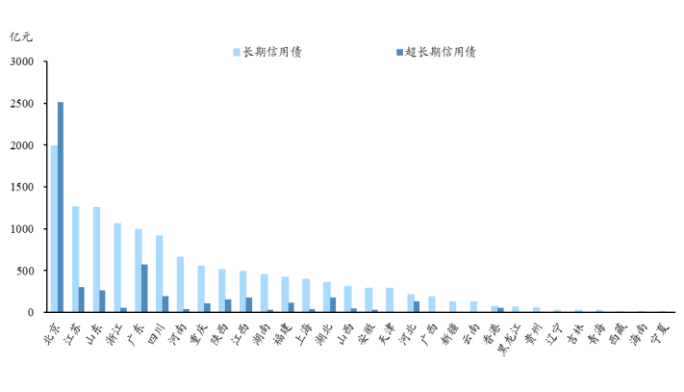
从发行行业分布看,2024 年上半年长期信用债发行主体主要分布在建筑装饰、综合、非银金融、交通运输、公用事业等行业，超长期信用债则主要集中在综合、交通运输行业。从发行省份分布看，2024 年上半年长期信用债主要分布在北京、江苏、山东、浙江、广东、四川等经济大省；超长期信用债在北京的集中度高，主因其发行主体多为央企，其次分布在广东、江苏、山东等省份。整体看，2024 年以来交运类主体在 10 年以上超长期信用债的发行上具有优势，可重点关注。

图表 12 2024 年上半年各行业发行规模



资料来源：Wind，华创证券

图表 13 2024 年上半年各省份发行规模



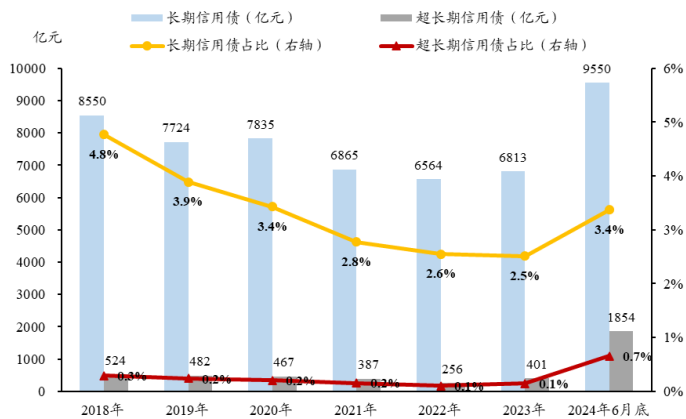
资料来源：Wind，华创证券

(四) 二级市场：存量主体增多，10 年期及以上品种流动性大幅增加

从存量规模看,5-10 年信用债规模占比回升,10 年以上信用债规模占比创历史新高。长期信用债存量规模占比从 2018 年的 4.8%，逐年下降至 2023 年的 2.5%，2024 年 6 月底占比回升至 3.4%；超长期信用债存量规模占比在 2024 年 6 月底达到新高 0.7%，而 2018-2023 年占比仅为 0.1-0.3%。

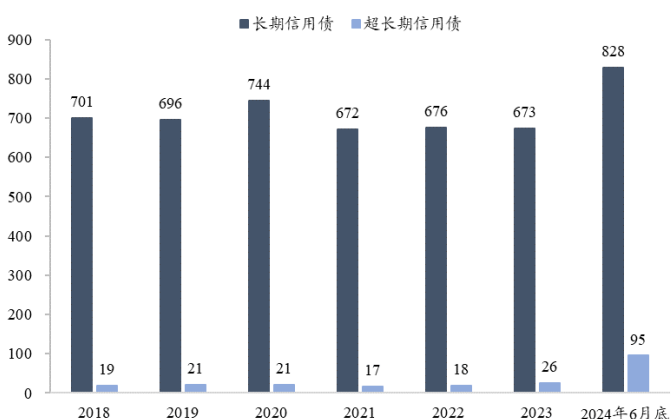
从长久期信用债存量主体数量看，2024 年存量主体大幅增加。2018-2023 年长期信用债存量主体在 700 个左右，超长期信用债主体在 20 个左右，而 2024 年上半年分别增加至 828 个、95 个。

图表 14 长久期信用债存量规模及占比变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 长久期信用债存量主体数量变化



资料来源: Wind, 华创证券

从存量长久期信用债的主体性质和债券类型看，对于长期信用债，2018年-2024年上半年城投平台存量占比从69%降至40%，产业类国企存量占比从6%增加至25%；中票、公司债占比从11%、12%分别增加至43%、37%，企业债占比从78%大幅减少至18%。对于超长期信用债，央企始终是最主要的存量主体，2018年-2024年上半年占比在60%-70%左右，2024年上半年城投占比增加至16%；中票存量占比大幅增加至77%，企业债占比降低至3%，公司债占比也有所下降。

图表 16 2018-2024年6月底长期信用债存量主体性质、债券类型

年份	存量规模(亿元)	发行主体性质				债券类型			
		央企	城投平台	产业类国企	民企	公司债	企业债	中期票据	定向工具
2018年	8550	24.8%	68.7%	6.1%	0.4%	11.6%	77.5%	10.9%	-
2019年	7724	29.9%	61.2%	7.0%	1.2%	19.0%	69.2%	11.9%	-
2020年	7835	25.3%	60.9%	8.8%	2.3%	25.0%	61.9%	13.0%	-
2021年	6865	24.1%	62.5%	10.6%	2.1%	27.9%	57.7%	14.4%	-
2022年	6564	25.9%	61.2%	12.5%	0.3%	30.9%	46.6%	20.3%	2.3%
2023年	6813	25.1%	52.5%	19.0%	3.2%	39.4%	34.4%	24.0%	2.2%
2024年6月	9550	33.3%	40.1%	24.9%	1.7%	37.3%	18.1%	43.0%	1.6%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 2018-2024年6月底超长期信用债存量主体性质、债券类型

年份	存量规模(亿元)	发行主体性质				债券类型			
		央企	城投平台	产业类国企	民企	公司债	企业债	中期票据	定向工具
2018年	524	60.9%	7.6%	31.5%	-	21.9%	34.4%	15.3%	28.4%
2019年	482	50.2%	3.1%	38.4%	8.3%	43.2%	20.7%	5.2%	30.9%
2020年	467	61.5%	3.2%	35.3%	-	45.6%	17.1%	5.4%	31.9%
2021年	387	74.2%	3.9%	22.0%	-	34.4%	20.7%	6.5%	38.5%
2022年	256	57.8%	9.0%	33.2%	-	59.0%	31.3%	9.8%	-
2023年	401	69.6%	5.7%	24.7%	-	53.6%	15.2%	31.2%	-
2024年6月	1854	66.4%	16.3%	17.3%	-	20.2%	2.8%	77.1%	-

资料来源: Wind, 华创证券

截至2024年6月底，行权剩余期限在5年及以上的存量信用债规模超80亿元的主体共30家。长久期信用债存量具有头部集中效应，诚通控股和国家铁路集团长期信用债存量规模最高，分别为810亿元和700亿元。发行人性质上以央企和产业类国企为主，包括央企13家、产业类国企10家、城投平台7家。行业分布上综合和交运行业占比较高，综合类主体为12家、交运类主体9家，其他包括公用事业、建筑装饰等行业。20年期以上信用债主要分布在国铁集团、诚通控股、长江三峡集团、中化股份和无锡产发。截至2024年6月底，各主体5年期以上信用债加权收益率均在3%以下，其中诚通控股、

中化股份、江苏交控、江西交投等换手率较高。

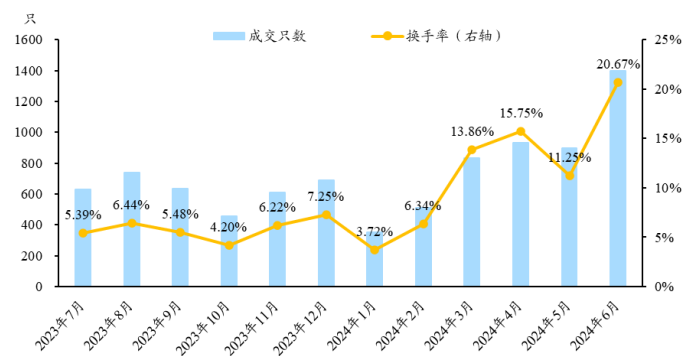
图表 18 截至 2024 年 6 月底，存量长久期信用债规模在 80 亿元以上的发行主体共 30 家

发行人	发行人性质	行业	主体外部评级	YY 评级	2024/6/30 存量债 (亿元)										2024/6/30 加权收益率				2024 年以来换手率		
					全量信用债	5 年以上全量	长期信用债占比	超长期信用债占比	5-7 年	7-10 年	10-15 年	15-20 年	20-30 年	5-7 年	7-10 年	10-15 年	15-20 年	20-30 年	全部信用债	5-10 年	10 年以上
中国诚通控股集团有限公司	央企	综合	AAA	4+	1853	810	23%	21%	0	420	150	140	100	-	2.54	2.65	2.73	2.89	227%	151%	188%
中国国家铁路集团有限公司	央企	交通运输	AAA	1	1200	700	29%	29%	0	350	0	0	350	-	2.39	-	-	2.51	22%	7%	53%
深圳市地铁集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	3	946	358	28%	10%	17	249	92	0	0	2.33	2.49	2.53	-	-	80%	57%	84%
中国国新控股有限责任公司	央企	综合	AAA	3	1547	265	14%	3%	72	148	10	35	0	2.32	2.46	2.61	2.65	-	29%	29%	62%
北京国有资本运营管理有限公司	产业类国企	综合	AAA	2	563	235	34%	8%	40	150	35	10	0	2.33	2.47	2.53	2.58	-	60%	54%	92%
中国中信集团有限公司	央企	综合	AAA	2	300	218	48%	25%	0	143	25	50	0	-	2.39	2.52	2.57	-	26%	19%	31%
山东高速集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	4+	1412	210	11%	4%	55	105	15	35	0	2.34	2.50	2.62	2.67	-	65%	28%	84%
国家开发投资集团有限公司	央企	综合	AAA	2	443	200	43%	2%	85	105	10	0	0	2.28	2.40	2.52	-	-	33%	23%	40%
中国长江三峡集团有限公司	央企	公用事业	AAA	1	830	200	9%	15%	40	37	0	83	40	2.22	2.37	-	2.48	2.54	49%	23%	53%
中国华能集团有限公司	央企	公用事业	AAA	2	918	176	17%	2%	82	74	20	0	0	2.30	2.47	2.52	-	-	67%	36%	57%
中国中信有限公司	央企	综合	AAA	2	290	168	25%	33%	52	20	18	78	0	2.28	2.36	2.48	2.53	-	13%	14%	7%
福建省投资开发集团有限责任公司	产业类国企	公用事业	AAA	3	410	166	37%	4%	55	96	15	0	0	2.27	2.41	2.49	-	-	38%	14%	8%
福建省高速公路集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	3	283	163	58%	0%	93	70	0	0	0	2.30	2.38	-	-	-	14%	4%	0%
中国中化股份有限公司	央企	综合	AAA	4+	1360	160	8%	4%	0	110	20	0	30	-	2.52	2.64	-	2.88	210%	185%	103%
广州越秀集团股份有限公司	产业类国企	综合	AAA	3	592	156	21%	5%	0	126	5	25	0	-	2.54	2.69	2.81	-	88%	74%	42%
中国铝业集团有限公司	央企	有色金属	AAA	4	364	154	42%	0%	5	149	0	0	0	2.39	2.38	-	-	-	74%	-	-
陕西交通控股集团有限公司	城投平台	建筑装饰	AAA	4+	408	140	21%	13%	15	70	40	15	0	2.35	2.52	2.65	2.71	-	48%	12%	137%
华能国际电力股份有限公司	央企	公用事业	AAA	2	903	138	14%	1%	68	60	0	10	0	2.34	2.42	-	2.56	-	59%	37%	131%
江苏交通控股有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	2	784	135	12%	5%	0	95	20	20	0	-	2.50	2.53	2.58	-	158%	90%	99%
四川发展(控股)有限责任公司	城投平台	综合	AAA	3	484	123	25%	0%	90	33	0	0	0	2.35	2.55	-	-	-	39%	40%	-
河南交通投资集团有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	3	900	123	14%	0%	0	123	0	0	0	-	2.54	-	-	-	51%	39%	-
江西省交通投资集团有限责任公司	城投平台	交通运输	AAA	3	781	111	9%	5%	0	71	20	20	0	-	2.50	2.53	2.59	-	90%	110%	88%
中国光大银行股份有限公司	央企	综合	AAA	2	595	100	17%	0%	0	100	0	0	0	-	2.48	-	-	-	101%	58%	-
广东省高速公路有限公司	产业类国企	建筑装饰	AAA	3	155	95	48%	13%	45	30	20	0	0	2.36	2.45	2.53	-	-	13%	3%	15%
广东省路桥建设发展有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	4	120	90	75%	0%	20	70	0	0	0	2.33	2.43	-	-	-	7%	4%	-
兖矿能源集团股份有限公司	产业类国企	采掘	AAA	4+	362	90	25%	0%	20	70	0	0	0	2.39	2.56	-	-	-	45%	42%	-
无锡市交通产业集团有限公司	城投平台	综合	AAA	4+	178	88	50%	0%	22	67	0	0	0	2.43	2.53	-	-	-	66%	44%	-
安徽省交通控股集团有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	3	330	80	21%	3%	38	32	10	0	0	2.29	2.50	2.57	-	-	97%	52%	156%
无锡产业发展集团有限公司	产业类国企	综合	AAA	4-	267	80	19%	11%	0	50	10	10	10	-	2.55	2.71	2.91	2.99	68%	119%	80%
中国电力建设股份有限公司	央企	建筑装饰	AAA	3	382	80	21%	0%	0	80	0	0	0	-	2.47	-	-	-	56%	75%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

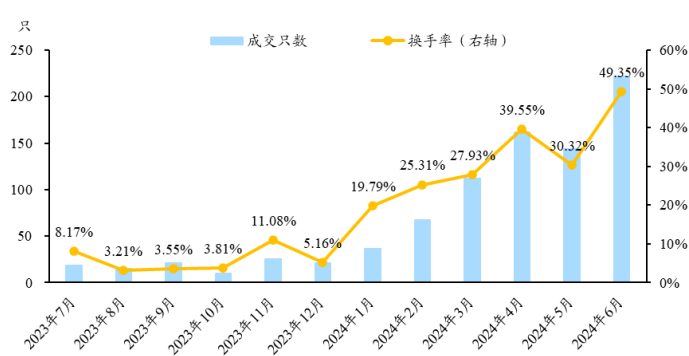
2024 年以来超长期信用债流动性大幅增加。对比长期信用债和超长期信用债换手率情况，长期信用债在 2024 年以来平均换手率呈上升趋势，2024 年 6 月达到近一年高点 21%，单月成交笔数约 1400 笔。超长期信用债在 2024 年各月份平均换手率均高于长期信用债，2024 年 6 月平均换手率达 49%，单月成交笔数超 200 笔。交易属性凸显。

图表 19 近一年长期信用债成交只数及换手率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 近一年超长期信用债成交只数及换手率



资料来源: Wind, 华创证券

二、海外长久期信用债市场情况与国内外评级比较

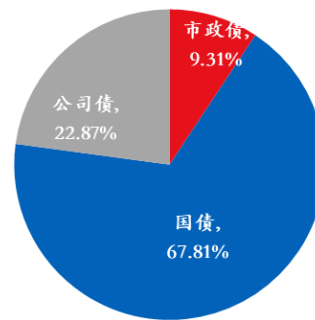
美国债券市场格局在过去十几年经历了低利率、老龄化等因素影响逐渐趋于成熟，对当下我国的债市发展具有借鉴意义，本节从美国信用债市场格局变迁、长久期信用债评级比较等方面展开分析。

（一）美国债券市场格局：信用债占比 23%，以工商企业为主

美国债券市场主要包括国债、市政债、公司债三大品种，其中公司债可以类比为国内的信用债。截至 2024 年 7 月 16 日，美国存量债券市场合计 44 万亿美元，其中国债占比 68%（约 30 万亿美元）、信用债占比 23%、市政债占比 9%。

图表 21 截至 2024.7.16 美国债券市场存量规模分布

美国存量债券占比情况



资料来源：彭博，华创证券

从存量信用债行业分布看，美国信用债约 50% 为工商主体发行，约 30% 为非银金融和银行等金融主体发行，其次为公用事业-供电、特殊目的等行业，占比在 7-8% 左右。

图表 22 截至 2024 年 6 月底美国存量信用债行业分布（单位：亿美元）

到期时间	合计	公用事业-供气	公用事业-供电	运输-铁路	运输-非铁路	通信	特殊目的	工商业	天然气运输	非银金融	银行
2024年底	2993.39	15.69	141.85	12.50	14.50	11.80	209.58	1072.68	16.08	1049.68	449.02
2025-2029年	42923.76	304.29	2252.98	156.45	265.49	531.67	3398.71	21211.02	381.51	10654.33	3767.30
2030-2033年	19506.08	221.32	1406.26	107.78	12.11	361.17	1133.96	10020.33	224.50	4622.17	1396.47
2034年及以后	33569.14	454.64	4205.94	667.66	8.42	1214.47	1781.68	16784.45	549.94	5780.79	2121.15
合计	98992.37	995.95	8007.03	944.40	300.52	2119.11	6523.94	49088.48	1172.03	22106.97	7733.95
到期时间	合计	公用事业-供气	公用事业-供电	运输-铁路	运输-非铁路	通信	特殊目的	工商业	天然气运输	非银金融	银行
2024年底	3.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.1%	0.0%	1.1%	0.5%
2025-2029年	43.4%	0.3%	2.3%	0.2%	0.3%	0.5%	3.4%	21.4%	0.4%	10.8%	3.8%
2030-2033年	19.7%	0.2%	1.4%	0.1%	0.0%	0.4%	1.1%	10.1%	0.2%	4.7%	1.4%
2034年及以后	33.9%	0.5%	4.2%	0.7%	0.0%	1.2%	1.8%	17.0%	0.6%	5.8%	2.1%
合计	100.0%	1.0%	8.1%	1.0%	0.3%	2.1%	6.6%	49.6%	1.2%	22.3%	7.8%

资料来源：彭博，华创证券

（二）低利率环境下，信用债发行久期显著拉长

从美国历年信用债分期限发行规模看，2020 年为阶段性发行规模高点且 2008 年以来发行期限有所拉长。2008 年之前美国信用债发行以 3 年期以内为主，2008 年之后新发债期限逐步拉长至 7-10 年期，同时 25-30、30-50 年期品种发行规模也明显增加。

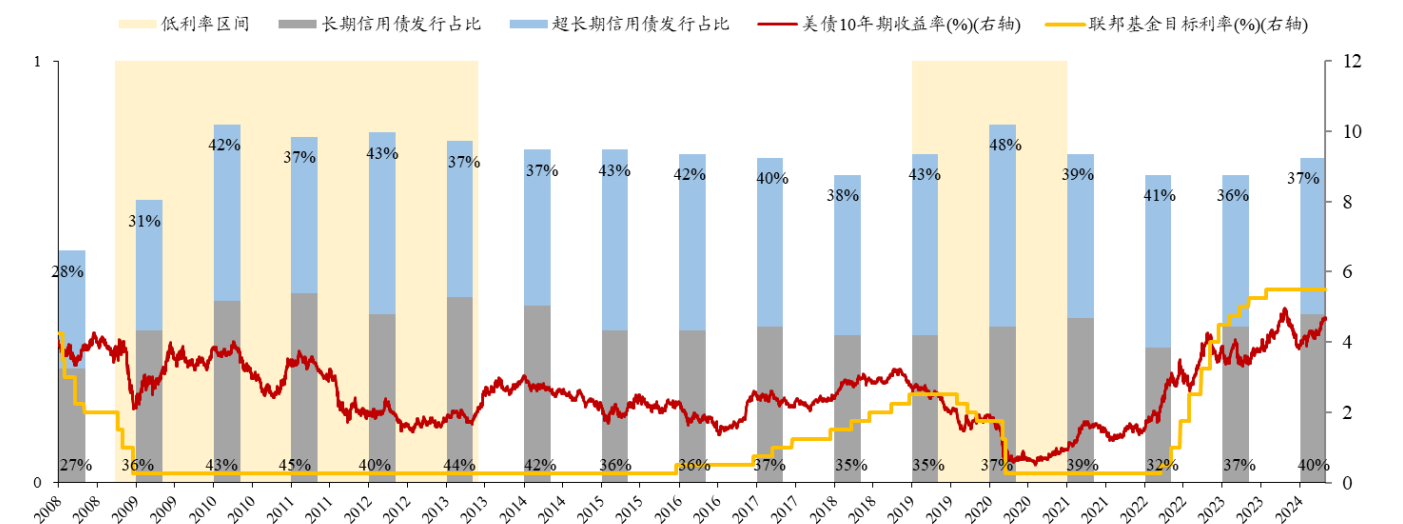
图表 23 2002-2024 年上半年美国信用债分期限发行规模（亿美元）

发行年份	发行总额	0-3.33	3.33-5.33	5.33-7.33	7.33-10.33	10.33-15.33	15.33-20.33	20.33-25.33	25.33-30.33	30.33-50.33	50.33以上
2024	8894	1552	2093	1321	2150	552	28	4	829	279	0
2023	13360	2977	2891	2020	2612	994	164	35	1124	449	0
2022	12275	2560	2264	1623	2496	1045	135	64	1300	683	12
2021	19410	3314	3081	2630	5063	1460	560	223	1409	1299	18
2020	22869	2543	4242	2813	6003	1861	713	361	2459	1600	3
2019	14686	2701	2140	1851	4245	781	550	150	1669	427	45
2018	13653	3167	2087	1814	3354	575	455	59	1706	338	21
2017	15303	2896	2671	1875	4299	689	318	147	1549	674	35
2016	14180	2580	2659	1492	4585	393	347	74	1545	362	12
2015	14755	2628	2753	1356	4636	371	412	92	1559	663	0
2014	13031	2326	2632	1502	4061	458	258	24	1253	290	10
2013	13019	1942	2585	1516	4675	433	190	25	1364	186	12
2012	11460	1476	1999	1234	4651	536	98	14	1222	153	7
2011	9631	1400	1836	1239	3880	274	48	12	861	47	19
2010	9063	990	1750	980	3957	430	50	16	789	68	8
2009	10543	2725	2336	1412	2761	283	74	27	832	80	3
2008	11047	4146	2092	824	2357	217	75	67	843	103	4
2007	14432	5559	1833	850	3449	371	325	48	1488	332	80
2006	13812	6197	2027	901	2770	219	272	73	1052	147	55
2005	11268	4915	1923	705	2371	332	226	57	565	119	44
2004	12072	4735	2219	916	2834	288	443	46	490	38	1
2003	12117	5536	1695	942	2399	511	305	49	532	58	9
2002	10101	4077	1817	586	2417	264	222	47	598	44	5

资料来源：彭博，华创证券

利率中枢下行阶段信用债发行多有放量，且长久期信用债发行规模占比与收益率走势相关度较高。2008 年以来美联储进行了两轮大幅降息，第一轮为 2007 年 9 月至 2008 年末美联储累计降息 525BP，第二轮为 2019 年 8 月-2020 年 3 月美联储累计降息 225BP。在低利率环境下，企业发行债券融资的积极性明显提高，且有拉长发债期限以锁定较低利率成本的倾向。

图表 24 2008-2024 年上半年美国长久期信用债发行规模占比及美债收益率变化

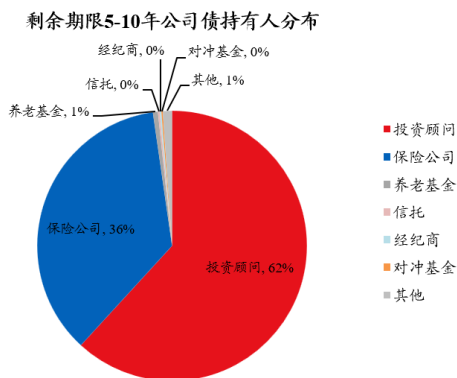


资料来源：Wind，彭博，华创证券

（三）保险公司是长期信用债的重要买方力量

从美国长久期信用债持有人分布看，保险公司和投资顾问为主要买盘。具体看，5-10 年期信用债中投资顾问持有占比 62%，保险公司持有占比 36%，另有养老基金、信托、经纪商、对冲基金等少量持有；10 年及以上信用债中保险公司持有占比 62%，投资顾问持有占比 38%，另有养老基金、对冲基金、经纪商、政府等少量持有。

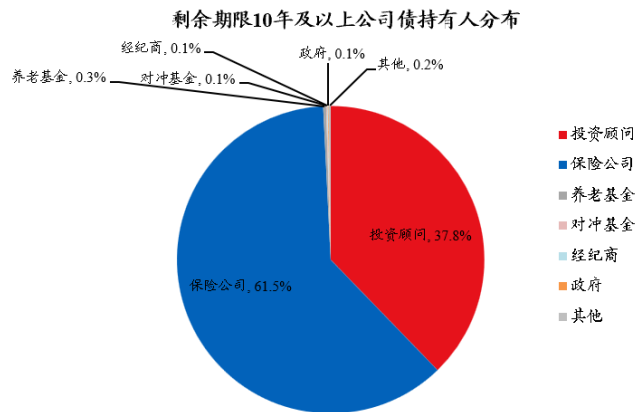
图表 25 美国 5-10 年长期信用债持有人分布



资料来源：彭博，华创证券

注：截至 2024 年 7 月 17 日

图表 26 美国 10 年及以上超长期信用债持有人分布



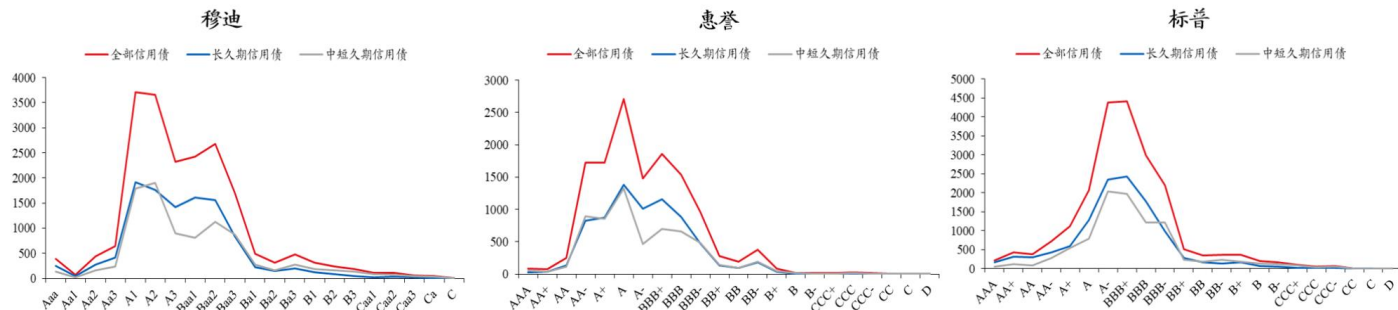
资料来源：彭博，华创证券

注：截至 2024 年 7 月 17 日

（四）国内外评级比较：国内针对同主体长债普遍未有调低，美国部分主体有调降

美国长久期信用债中低评级占比相较于短久期债券更高。从美国存量信用债的债项评级分布来看，长久期信用债评级分布结构中，中低等级债券（穆迪 A3 及以下、惠誉 A- 及以下、标普 A- 及以下）占比相较于短久期信用债更高。反应出对于美国长久期信用债，其债项评级或因期限因素有所下调。

图表 27 美国信用债债项评级分布（只）

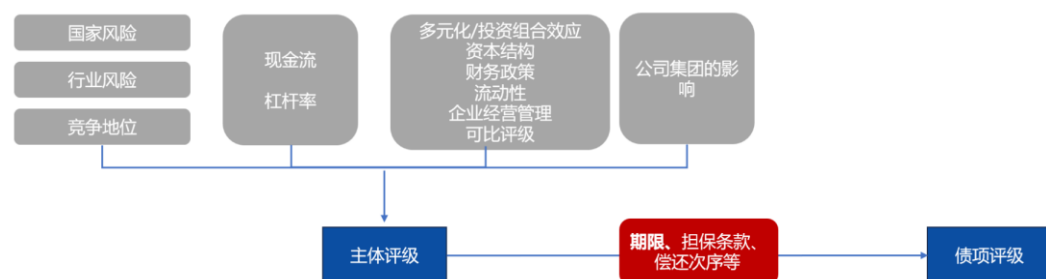


资料来源：彭博，华创证券

注：数据截至 2024 年 7 月 17 日，仅统计有对应机构评级的债券。

国外评级机构在设计债项评级时对期限有一定的考虑。以标普评级框架为例，在确定主体评级后，同主体的债项评级会考虑债券的期限、担保条款、偿还次序等因素进行调整。

图表 28 标普中长期债项评级逻辑框架



资料来源：标普，华创证券

从美国存量信用债评级分布来看，部分主体长久期债券评级会有所调低。筛选近期新发行的美国公司债，观察同主体的长久期信用债与短久期信用债评级差异。为便于对比，筛选了各主体的同为私募债或公募债、发行日期接近、无担保的债券进行观察。部分主体长久期债券债项评级有所调整，如美国电力、美国中部能源公司、开利全球公司。也有部分主体长久期债券评级并未降低，例如雅典娜控股、家得宝、波音。

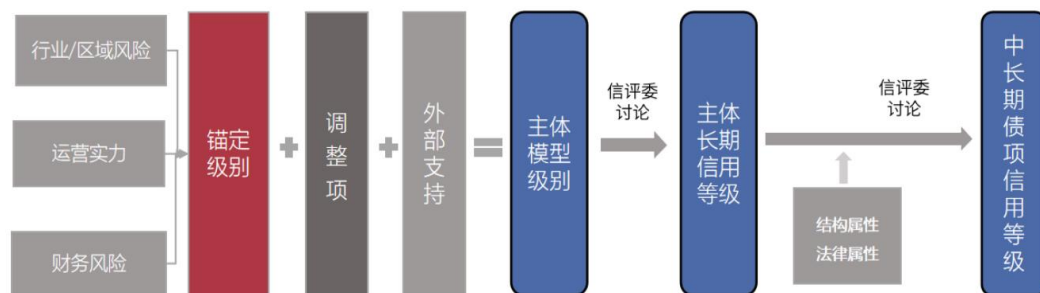
图表 29 长久期信用债发行人长、短久期债券评级对比

发行人名称	债券代码	代码	发行日期	下一赎回日	到期日	行权期限 (年)	担保人	发行方式	惠誉首次 评级	标普首次 评级	穆迪首次 评级	标普主体 评级	穆迪主体 评级
雅典娜控股	YW2666454	ATH	2024/7/11		2031/7/11	7	-	私募	A+	A+	A1	-	-
雅典娜控股	YW2666397	ATH	2024/7/11		2027/7/9	3	-	私募	A+	A+	A1	-	-
波音	ZB7940792	BA	2024/5/1	2063/11/1	2064/5/1	40	-	私募	BBB-	BBB-	Baa3	BBB-	-
波音	ZB7940776	BA	2024/5/1	2034/2/1	2034/5/1	10	-	私募	BBB-	BBB-	Baa3	BBB-	-
家得宝	YX8130909	HD	2024/6/25	2063/12/25	2064/6/25	40	-	公募	A	A	A2	A	-
家得宝	YX8130826	HD	2024/6/25	2031/4/25	2031/6/25	7	-	公募	A	A	A2	A	-
家得宝	YX8130784	HD	2024/6/25	2027/5/25	2027/6/25	3	-	公募	A	A	A2	A	-
美国电力	YX8136799	AEP	2024/6/20	2034/9/15	2054/12/15	10	-	公募	BB+	BBB-	Baa3	BBB-	-
美国电力	YX8132608	AEP	2024/6/20	2029/9/15	2054/12/15	5	-	公募	BB+	BBB-	Baa3	BBB-	-
美国电力	ZC5869729	AEP	2023/12/8	2028/12/15	2029/1/15	5	-	公募	BBB	BBB+	Baa2	BBB-	-
美国中部能源公司	ZF4976022	BRKHEC	2024/1/24	2054/8/1	2055/2/1	31	-	公募	-	A	Aa2	A-	A1
美国中部能源公司	ZI7602660	BRKHEC	2024/9/7	2033/10/15	2034/1/15	9	-	公募	-	A+	Aa2	A-	A1
开利全球公司	ZF7075657	CARR	2024/2/21	2053/9/15	2054/3/15	30	-	公募	BBB-	BBB	Baa3	BBB	-
开利全球公司	ZF7075582	CARR	2024/2/21	2033/12/15	2034/3/15	10	-	公募	BBB	BBB	Baa3	BBB	-

资料来源：彭博，华创证券

国内债项的评级框架与国外评级存在一定的相似性，基本是基于主体评级的调整同步对债项级别进行调整。以中诚信为例，以各行业长期主体信用评级方法为基础确定发行人主体长期信用等级。在主体长期信用等级的基础上考察债券的结构属性（主体特征）和法律属性（债券条款），得到债项级别，可能高于、低于或等于主体级别。其中，法律属性主要考量保证担保、抵质押担保，以及偿付顺序、期限及利息支付等债券条款。结构属性主要考量发行人抵质押债务占比和子公司债务情况。

图表 30 中诚信中长期债项评级逻辑框架



资料来源：中诚信，华创证券

但从国内存量信用债评级分布来看，评级机构对长久期债券普遍未予以降级处理，债项评级过程中对期限因素鲜有考量。对比长久期信用债与短久期信用债评级差异，实操层面当前国内评级机构普遍未对长久期债券予以降级处理，而发行方式、担保情况、特殊条款等因素对债项评级影响或相对更大。隐含评级方面，观察同主体的不同期限的债券，当担保情况、特殊条款等属性相似时，不同期限的债券隐含评级也普遍一致。

图表 31 长久期信用债发行人长短期债券评级对比

债券简称	发行人	主体存量余额 (亿元)	截止日余额 (亿元)	剩余期限 (年)	债项评级	主体评级	隐含评级	募集方式	担保	评级机构	债券类型
24诚通控股MTN013B	中国诚通控股集团有限公司	1853	20	29.8986	AAA	AAA	AA+	公募	-	联合资信	一般中期票据
21诚通09	中国诚通控股集团有限公司	1853	40	0.0328+2	AAA	AAA	AA+	公募	-	联合资信	一般公司债
24鲁高K2	山东高速集团有限公司	1412	10	19.9726	AAA	AAA	AAA	公募	-	东方金诚	一般公司债
15鲁高建MTN003	山东高速集团有限公司	1412	0	1.0574	AAA	AAA	AAA	公募	-	中诚信	一般中期票据
24中化08	中国中化股份有限公司	1360	30	29.9562	AAA	AAA	AAA-	公募	-	中诚信	一般公司债
21中化02	中国中化股份有限公司	1360	10	2.0519	AAA	AAA	AAA-	公募	-	中诚信	一般公司债
24铁道MTN005B	中国国家铁路集团有限公司	1200	100	29.9836	AAA	AAA	AAA+	公募	-	联合资信	一般中期票据
21铁道MTN001	中国国家铁路集团有限公司	1200	200	1.5410	AAA	AAA	AAA+	公募	-	联合资信	一般中期票据
24华能集MTN001	中国华能集团有限公司	918	20	14.8932	AAA	AAA	AAA	公募	-	大公国际	一般中期票据
24华能集MTN002	中国华能集团有限公司	918	10	2.9918	AAA	AAA	AAA	公募	-	大公国际	一般中期票据
24湖南钢铁GN001(科创票据)	湖南钢铁集团有限公司	50	10	9.9699	AAA	AAA	AA+	公募	-	联合资信	一般中期票据
19华菱04	湖南钢铁集团有限公司	50	10	0.2247	AAA	AAA	AA+	公募	-	联合资信	一般公司债
22南川惠农债02	重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	36	9	5.0355	AA	AA	AA-	公募	-	东方金诚	一般企业债
22南川惠农债01	重庆市南川区惠农文化旅游发展集团有限公司	36	1	0.6767+4	AA	AA	AA-	公募	-	东方金诚	一般企业债
22玉林交旅专项债01	玉林交通旅游投资集团有限公司	22	3	5.4727	AA	AA	AA(2)	公募	-	中诚信	一般企业债
21玉林交通MTN001	玉林交通旅游投资集团有限公司	22	4	2.2486	AA	AA	AA(2)	公募	-	中诚信	一般中期票据
24鲁路桥MTN003(科创票据)	山东省路桥集团有限公司	20	5	9.9836	AAA	AAA	AA+	公募	-	中诚信	一般中期票据
23鲁路桥MTN001	山东省路桥集团有限公司	20	5	2.0574+2	AAA	AAA	AA+	公募	-	中诚信	一般中期票据
22凤阳经投债	凤阳县经济发展投资有限公司	12	10	5.4590	AAA	AA	AA(2)	公募	安徽省信用融资担保集团有限公司	东方金诚	一般企业债
17凤阳经投债	凤阳县经济发展投资有限公司	12	2	0.3863	AAA	AA	AA(2)	公募	安徽省信用融资担保集团有限公司	东方金诚	一般企业债

资料来源：Wind，华创证券

注：选取5个存量债券余额超过700亿、5个余额不超50亿的发行主体列示。

三、长久期信用债投资价值分析：配置与交易

(一) 票息价值：长久期信用债仍有较高溢价

相比于同期限国开债，长久期信用债利差大多处于 20-50BP 左右，仍有较高溢价。在短久期品种收益率已普遍处于低位（剩余期限3年以内、隐含评级 AA(2) 及以上品种收益率多位于 2.5%以下）的背景下，长久期信用债的票息吸引力较高。收益率在 2.5% 以上、隐含评级在 AA+及以上的中高等级长久期信用债规模在 5000 亿元以上。

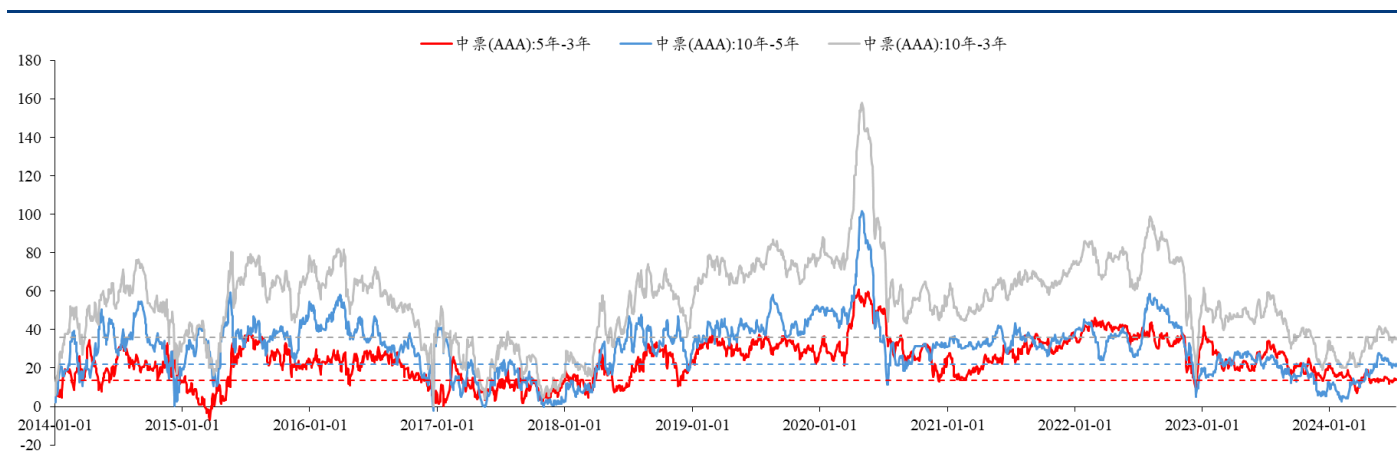
图表 32 存量信用债收益率与期限分布情况

指标	隐含评级	城投债						产业债						金融债				
		1年以内	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10年以上	1年以内	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10年以上	1年以内	1-3年	3-5年	5-7年	7-10年
平均收益率（%）	AAA+	-	-	-	-	-	-	1.95	2.04	2.16	2.22	2.38	2.50	-	-	-	-	-
	AAA	2.04	2.17	2.27	2.34	2.49	2.58	2.02	2.15	2.28	2.30	2.48	2.58	1.94	2.08	2.21	2.29	2.38
	AAA-	2.13	2.26	2.39	2.38	2.56	2.70	2.05	2.17	2.31	2.36	2.54	2.73	1.96	2.10	2.24	2.29	2.32
	AA+	2.11	2.25	2.36	2.42	2.58	2.65	2.22	2.47	2.45	2.42	2.58	2.76	2.00	2.15	2.31	2.32	2.39
	AA	2.18	2.31	2.44	2.55	2.77	-	2.35	2.55	2.64	2.84	2.77	-	2.14	2.22	2.36	2.60	-
	AA(2)	2.32	2.51	2.76	3.03	3.28	-	2.29	2.51	3.00	-	-	-	-	-	-	-	-
	AA-	2.77	3.03	3.48	3.73	-	-	3.47	3.48	3.95	-	-	-	2.38	2.56	2.74	-	-
	平均	2.34	2.49	2.65	2.79	2.55	2.60	2.27	2.47	2.44	2.35	2.35	2.52	2.63	2.02	2.18	2.37	2.31
体量（亿元）	AAA+	-	-	-	-	-	-	4,273	2,430	2,540	40	397	473	-	-	-	-	-
	AAA	3,402	3,819	1,689	500	879	220	10,025	8,021	3,299	575	2,055	513	6,323	8,740	1,497	233	715
	AAA-	280	745	45	10	35	10	7,961	8,202	2,181	178	1,216	502	16,757	34,590	14,663	800	6,620
	AA+	8,004	11,687	4,094	270	860	73	14,313	15,593	3,211	104	806	63	6,542	14,209	6,445	215	235
	AA	13,015	19,086	4,316	471	24	-	12,562	14,562	1,187	26	16	-	2,200	4,822	2,170	40	-
	AA(2)	24,971	29,813	4,792	644	19	-	898	1,053	103	-	-	-	-	-	-	-	-
	AA-	7,514	7,327	1,508	126	-	-	1,393	1,816	44	-	-	-	554	1,702	1,122	-	-
	合计	57,185	72,478	16,443	2,020	1,817	303	51,424	51,677	12,566	922	4,489	1,551	32,376	64,063	25,896	1,288	7,570
利差（BP）	AAA+	-	-	-	-	-	-	39	21	18	13	9	4	-	-	-	-	-
	AAA	48	34	27	22	20	17	47	31	29	21	19	18	38	25	22	10	12
	AAA-	55	41	40	25	26	32	49	34	31	25	25	30	39	25	25	18	4
	AA+	55	41	36	26	30	27	66	64	45	31	29	35	44	31	31	14	11
	AA	62	48	44	43	48	-	79	72	62	65	48	-	56	38	36	42	-
	AA(2)	75	68	76	92	99	-	72	68	98	-	-	-	-	-	-	-	-
	AA-	120	121	148	166	-	-	191	167	194	-	-	-	81	73	74	-	-
	总计	77	66	64	67	27	21	71	65	43	25	23	21	45	34	37	15	8

资料来源: Wind, 华创证券

尽管年初以来长久期信用债收益率明显下行, 当前其相对于短久期信用品种配置相对性价比有所提升。信用债期限利差相对历史低位仍有收窄空间。截止 6 月末 5-3y、10-5y、10-3y 期限利差分别为 13BP、21BP、34BP, 距 2018 年以来的最低点仍有 8BP、18BP、19BP 左右的压缩空间。

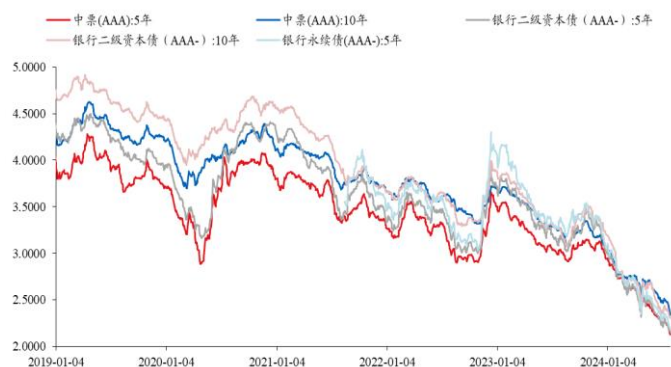
图表 33 2014 年以来信用债期限利差情况 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

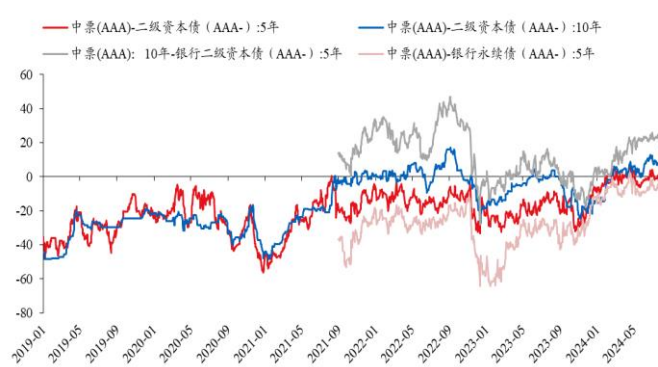
与银行二永债相比, 长久期信用债票息性价比有所提升。银行二永债属于次级债, 2019 年以来其收益率大多时间高于同期限、同评级 (AAA 中票对应 AAA-二永债) 信用债。2024 年以来银行二永债收益率快速下行, 其相对长久期信用债的溢价整体收窄至 0 附近, 且部分时间段溢价为负。

图表 34 中票与银行二永债收益率 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 同期限中票与银行二永债收益率对比 (BP)

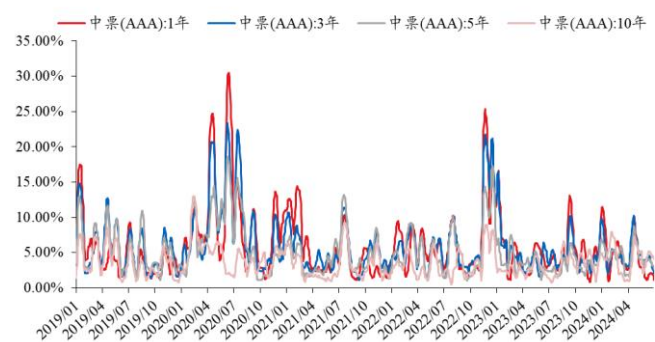


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 交易价值: 长久期信用债“相对波动率”增加, 交易价值提高

观察 2019 年以来各期限信用债收益率波动情况, 大部分时间阶段短端品种波动率较大。长久期信用债波动率虽相对较小, 但由于久期较长, 通过交易可获得的潜在资本利得也较大。以“长端波动率-短端波动率”观察长久期信用债收益率的“相对波动率”, 2024 年以来随着长久期信用债一级发行、二级成交火热, 长久期信用债收益率的“相对波动率”有所上升, 这也意味着在波动中赚取资本利得的机会也有所增加, 但波动风险也同样需要关注。

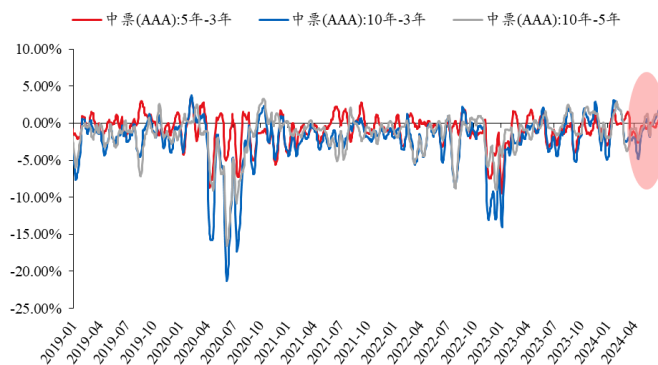
图表 36 中票收益率波动率



资料来源: Wind, 华创证券

注: 波动率计算方法为过去 20 个交易日收益率变化的标准差。

图表 37 中票相对波动率情况



资料来源: Wind, 华创证券

从存量分布来看, 高流动性 (QB 流动性等级为 S 或 A 的) 长久期信用债主要集中于: 综合类产业主体 (诚通控股、国家开发投资集团等)、交通运输主体 (安徽交控、江苏交控等)、建筑装饰主体 (中铁股份、葛洲坝集团等)、非重点省份城投 (合肥建投、无锡城建等)、石油石化主体 (中国中化股份)、公共事业主体 (北京控股集团、四川能投等)。

图表 38 高流动性个券存量结构分布（亿元）

分类	子类	<2.5%	2.5-3%	3-4%	合计	分类	子类	<2.5%	2.5-3%	3-4%	合计
产业债	地产债-国企		66		66	城投债	重点省份-省级		57	13	70
	地产债-混合						重点省份-地市级				
	地产债-民企						重点省份-区县级	7	1		8
	地产债-其他						非重点省份-省级	30	265		295
	公用事业	175	75		250		非重点省份-地市级	31	148	9	188
	非银金融	65	48	15	128		非重点省份-区县级	41	33	5	79
	交通运输	110	181		291	金融债	城投债合计	109	504	27	640
	建筑装饰	160	110		270		银行普通债				
	综合	110	607	12	729		银行永续债				
	煤炭	20	140		160		银行二级资本债	6,605			6,605
	钢铁		25		25		券商普通债	90			90
	有色金属	8	20		28		券商次级债				
	石油石化		160		160		保险次级债				
	商贸零售	10	10		20		其他金融债	100			100
	其他产业债	80	178		258		金融债合计	6,795			6,795
	产业债合计	738	1,620	27	2,385		全部合计	7,641	2,124	54	9,819

资料来源: Wind, 华创证券

（三）长久期信用债的历史表现

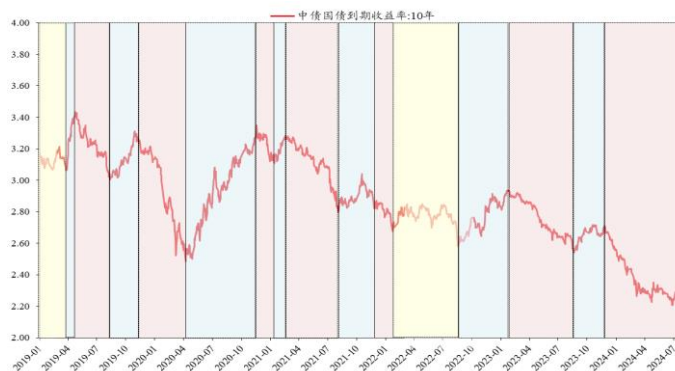
以 10 年期国债收益率走势划分不同市场环境（牛市、熊市、震荡市），进而研究长久期信用债收益、风险表现。最终将 2019 年以来的市场划分为 15 个细分区间，包括 6 个牛市区间、7 个熊市区间以及 2 个震荡区间。

图表 39 各阶段市场不同品种市场表现

市场类型	起始时间	结束时间	10y 国债收益率变动 (BP)	1y 国债收益率变动 (BP)	3yAA+ 中票利差变动 (BP)	区间天数
震荡	2019-01-02	2019-03-26	-11	-3	-7	57
熊	2019-03-26	2019-04-24	37	23	-2	21
牛	2019-04-24	2019-08-13	-43	-11	-33	78
熊	2019-08-13	2019-10-30	31	7	10	53
牛	2019-10-30	2020-04-08	-83	-146	19	109
熊	2020-04-08	2020-11-19	87	174	-6	156
牛	2020-11-19	2021-01-14	-24	-60	9	40
熊	2021-01-14	2021-02-18	18	35	-6	22
牛	2021-02-18	2021-08-05	-48	-54	-43	119
熊	2021-08-05	2021-10-18	24	22	14	49
震荡	2021-10-18	2022-08-18	-46	-67	-23	212
熊	2022-08-18	2023-01-28	35	45	47	109
牛	2023-01-28	2023-08-21	-39	-28	-40	145
熊	2023-08-21	2023-11-27	17	52	1	67
牛	2023-11-27	2024-06-28	-51	-85	-18	149

资料来源: Wind, 华创证券

图表 40 2019 年以来 10 年期国债收益率表现 (%)



资料来源: Wind, 华创证券

1、到期收益率变化：长久期信用债呈现出更强的“稳健性”

1) 牛市阶段：中长久期信用债变化幅度通常小于短久期信用债变化幅度。上一轮牛市（2023 年 1 月至 8 月）长端收益率下行幅度大于短端；本轮牛市（2023 年 11 月至今）中短端收益率下行幅度较大，但长短端之间的差距有所收窄。当前短久期信用品种收益率已相对较低，展望后续，短端进一步下行空间或相对受限，可下行幅度或小于长久期信用债。2) 熊市阶段中长久期信用债品种呈现出更强的“抗跌性”，上行幅度相对更小。3) 震荡阶段中长久期信用债品种下行幅度小于短久期信用债，表现相对更为“稳健”。

图表 41 各阶段不同品种收益率变化情况 (BP)

市场类型	起始时间	结束时间	区间天数	国债				中票(AAA)					银行二级资本债 (AAA-)		银行永续债 (AAA-)	
				5Y	10Y	15Y	30Y	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y	5Y	10Y	5Y	10Y
牛	2019-04-24	2019-08-13	78	-37	-43	-39	-35	-29	-54	-49	-38	-29	-36	-29	-	-
牛	2019-10-30	2020-04-08	109	-108	-83	-71	-75	-124	-107	-81	-62	-61	-83	-58	-	-
牛	2020-11-19	2021-01-14	40	-32	-24	-24	-23	-66	-46	-39	-32	-28	-8	-6	-	-
牛	2021-02-18	2021-08-05	119	-45	-48	-46	-42	-63	-70	-53	-47	-50	-95	-68	-	-
牛	2023-01-28	2023-08-21	145	-38	-39	-37	-39	-45	-56	-62	-63	-65	-75	-77	-98	-94
熊	2023-11-27	2024-06-28	149	-62	-51	-46	-55	-73	-80	-84	-69	-72	-112	-102	-112	-105
熊	2019-03-26	2019-04-24	21	28	37	35	32	14	30	22	21	15	11	2	-	-
熊	2019-08-13	2019-10-30	53	22	31	29	26	20	24	25	12	16	-3	7	-	-
熊	2020-04-08	2020-11-19	156	117	87	84	78	157	131	91	64	64	106	55	-	-
熊	2021-01-14	2021-02-18	22	22	18	13	9	38	30	19	14	14	12	7	-	-
熊	2021-08-05	2021-10-18	49	23	24	23	22	20	28	29	20	17	41	4	-	-
熊	2022-08-18	2023-01-28	109	37	35	25	15	68	64	63	24	9	72	43	101	66
熊	2023-08-21	2023-11-27	67	26	17	7	9	46	29	18	9	9	32	28	23	21
震荡	2019-01-02	2019-03-26	57	5	-11	-5	0	-32	-12	-2	12	8	-1	6	-	-
震荡	2021-10-18	2022-08-18	212	-53	-46	-59	-46	-81	-74	-71	-43	-40	-74	-52	-90	-63

资料来源: Wind, 华创证券

注: 色阶按照同市场阶段、同债券品种进行划分。

选取 2021 年以来 10 年期国债收益率 3 个月内调整超 20BP 的三个历史时间段, 观察当前长债存量规模较大的 6 个主体不同期限债券的调整幅度。同一主体中, 剩余期限较短的 5 年以内债券收益率向上调整幅度一般大于剩余期限 5 年以上的长久期债券。例如阶段 1 中 5 年期以上债券调整幅度大多在 15-25BP 之间, 而 3 年期以内债券大多在 30-45BP 之间。

图表 42 2021 年以来三个调整阶段同主体长短端收益率变化情况

主体	阶段1 (2023/8/21-2023/10/26)					阶段2 (2022/10/31-2023/1/28)					阶段3 (2021/8/5-2021/10/18)				
	债券代码	剩余期限 (年)	起始收益率	终止收益率	变化 (BP)	债券代码	剩余期限 (年)	起始收益率	终止收益率	变化 (BP)	债券代码	剩余期限 (年)	起始收益率	终止收益率	变化 (BP)
国家电力投资集团有限公司	1480509.IB	6.07	3.04%	3.25%	21	1480509.IB	6.07	3.10%	3.59%	49	1480509.IB	8.11	3.59%	3.81%	22
	1480264.IB	5.67	3.01%	3.21%	20	1480264.IB	6.47	3.07%	3.59%	52	1480264.IB	7.71	3.58%	3.80%	22
	102381267.IB	1.77	2.67%	3.03%	37	102280537.IB	4.37	2.83%	3.33%	50	155892.SH	3.07	3.21%	3.40%	19
	102280731.IB	1.63	2.41%	2.75%	34	102281091.IB	2.54	2.47%	3.11%	64	155902.SH	0.98	2.78%	2.94%	17
中国诚通控股集团有限公司	102381649.IB	9.89	3.47%	3.71%	23	137852.SH	9.89	3.63%	4.25%	63	102101423.IB	4.98	3.56%	3.93%	37
	102381779.IB	4.92	3.22%	3.41%	19	188970.SH	4.01	3.04%	3.83%	79	102001594.IB	4.04	3.40%	3.81%	41
	115508.SH	2.81	2.82%	3.11%	30	188059.SH	1.47	2.37%	3.12%	75	163295.SH	1.62	2.93%	3.18%	25
	163530.SH	1.70	2.54%	2.91%	37	163530.SH	2.51	2.67%	3.54%	87	101756033.IB	1.10	2.78%	2.96%	18
山东高速集团有限公司	101901060.IB	15.90	3.40%	3.56%	16	101901060.IB	16.70	3.71%	4.01%	30	101901060.IB	18.00	3.94%	4.11%	18
	185005.SH	8.23	3.29%	3.51%	23	185691.SH	9.46	3.33%	3.84%	52	155399.SH	12.70	3.77%	3.92%	16
	101454017.IB	5.69	3.19%	3.41%	21	101664054.IB	3.89	2.79%	3.48%	69	101901662.IB	3.33	3.09%	3.34%	24
	101561016.IB	1.91	2.67%	2.99%	32	102281695.IB	2.75	2.55%	3.34%	79	078072.IB	1.29	2.70%	2.84%	15
深圳市地铁集团有限公司	148343.SZ	9.84	3.14%	3.34%	20	149625.SZ	8.84	3.30%	3.72%	43	2080118.IB	5.72	3.43%	3.69%	26
	149625.SZ	8.04	3.08%	3.32%	24	2080118.IB	4.49	2.83%	3.47%	64	2080118.IB	5.72	3.43%	3.69%	26
	148256.SZ	4.66	2.95%	3.16%	21	102101182.IB	3.64	2.68%	3.32%	64	2080404.IB	2.36	2.96%	3.14%	18
	2180267.IB	0.89	2.31%	2.72%	41	2280063.IB	2.31	2.45%	3.06%	60	102002261.IB	1.34	2.80%	2.90%	10
中国华能集团有限公司	138678.SH	9.27	3.48%	3.70%	22	188818.SH	8.90	3.23%	3.62%	39	101551097.IB	9.30	3.67%	3.88%	21
	163941.SH	6.54	3.27%	3.47%	20	163941.SH	7.35	3.34%	3.79%	45	143756.SH	7.03	3.08%	3.88%	80
	155930.SH	5.74	3.22%	3.42%	20	136939.SH	5.98	3.22%	3.79%	57	101800499.IB	1.72	2.78%	3.00%	22
	102281889.IB	2.00	2.74%	3.13%	40	163953.SH	2.06	2.48%	3.45%	97	101900392.IB	0.63	2.71%	2.88%	17
华能国际电力股份有限公司	102280367.IB	8.51	3.08%	3.32%	24	102280900.IB	9.47	3.25%	3.65%	40	188264.SH	9.87	3.63%	3.82%	19
	143798.SH	5.05	2.97%	3.13%	16	155357.SH	6.47	3.07%	3.59%	52	136480.SH	4.85	3.29%	3.57%	28
	102380376.IB	2.53	2.83%	3.27%	44	102282020.IB	2.83	2.67%	3.77%	111	101900955.IB	2.95	3.02%	3.28%	26
	102381351.IB	1.80	2.74%	3.06%	31	102103096.IB	2.06	2.39%	2.99%	59	155514.SH	0.93	2.65%	2.80%	15

资料来源: Wind, 华创证券

注: 剩余期限采用行权剩余期限, 收益率采用行权收益率。

2、区间综合收益率表现: 牛市可赚取更多资本利得, 熊市票息支撑下表现亦不弱

中债财富指数既考虑了分红, 又考虑了分红再投资, 选取该指数衡量不同品种的区间表现, 兼顾资本利得和区间票息。

1) 牛市阶段: 长久期信用债由于期限较长, 在利率下行时相对短久期信用债可以赚取更多的资本利得, 故表现相对较好, 但整体表现弱于国债。本轮牛市中, 10 年期以上的超长信用债表现尤为突出, 与国债的收益差距有所收敛。2) 熊市阶段: 长久期信用债也会承受更多的资本损失, 但由于其本身票息较高, 综合来看收益表现并未与短端呈现出较大差距。但当前长久期信用债收益率大幅降低, 其高票息属性带来的熊市抗跌性有

所减弱。3) 震荡阶段：5-7 年期、7-10 年期信用债表现相对较好，兼顾风险与收益。

图表 43 各阶段不同品种财富指数收益率表现

市场类型	起始时间	结束时间	区间天数	国债总财富指数	国债总财富指数-分期限				中期票据总财富指数	中期票据总财富指数-分期限				银行二级资本债总财富指数		银行永续债总财富指数
					5-7年	7-10年	10年以上	30年		3-5年	5-7年	7-10年	10年以上	1-3年	3-5年	
牛	2019-04-24	2019-08-13	78	11%	11%	13%	22%	25%	7%	11%	11%	11%	12%	6%	8%	-
牛	2019-10-30	2020-04-08	109	16%	15%	17%	33%	32%	8%	11%	12%	9%	14%	9%	11%	-
牛	2020-11-19	2021-01-14	40	13%	11%	11%	28%	28%	7%	8%	10%	11%	15%	6%	9%	-
牛	2021-02-18	2021-08-05	119	9%	8%	10%	18%	18%	7%	9%	9%	9%	10%	7%	11%	12%
牛	2023-01-28	2023-08-21	145	7%	6%	7%	16%	16%	6%	8%	10%	11%	12%	6%	9%	8%
牛	2023-11-27	2024-06-28	149	10%	8%	9%	22%	22%	6%	8%	10%	14%	19%	6%	10%	7%
熊	2019-03-26	2019-04-24	21	-18%	-13%	-20%	-44%	-45%	-1%	-4%	-6%	-8%	-8%	1%	4%	-
熊	2019-08-13	2019-10-30	53	-3%	-2%	-5%	-12%	-12%	3%	3%	2%	-4%	2%	5%	6%	-
熊	2020-04-08	2020-11-19	156	-6%	-3%	-6%	-14%	-13%	1%	-1%	-3%	-3%	-2%	1%	-1%	-
熊	2021-01-14	2021-02-18	22	-5%	-5%	-8%	-9%	-7%	0%	-1%	0%	-2%	-3%	2%	-1%	-1%
熊	2021-08-05	2021-10-18	49	-3%	-1%	-4%	-9%	-9%	2%	1%	5%	2%	-1%	1%	-3%	-3%
熊	2022-08-18	2023-01-28	109	0%	0%	-1%	-1%	-1%	0%	-2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-3%	-3%
熊	2023-08-21	2023-11-27	67	-1%	0%	0%	-2%	-3%	2%	3%	3%	2%	3%	1%	0%	2%
震荡	2019-01-02	2019-03-26	57	5%	4%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	7%	6%	0%
震荡	2021-10-18	2022-08-18	212	6%	6%	6%	11%	11%	5%	7%	8%	9%	6%	5%	8%	8%

资料来源：Wind，华创证券

注：色阶按照同市场阶段进行划分。

3、区间波动率：整体小于国债，稳定性较强

牛市、熊市、震荡市场环境中长期信用债均表现为收益波动相对更大，但小于同期限国债，稳定性更强。长久期信用债在同等幅度波动下会承受更多的资本利得或资本损失。本轮牛市环境中长期信用债波动率为 2019 年以来的历史各阶段最高，长久期信用债交易价值有所提升；但明显小于长期国债，稳定性较强。

图表 44 各阶段不同品种财富指数波动率表现

市场类型	起始时间	结束时间	区间天数	国债总财富指数	国债总财富指数-分期限				中期票据总财富指数	中期票据总财富指数-分期限				银行二级资本债总财富指数		银行永续债总财富指数
					5-7年	7-10年	10年以上	30年		3-5年	5-7年	7-10年	10年以上	1-3年	3-5年	
牛	2019-04-24	2019-08-13	78	1%	1%	2%	5%	5%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	-
牛	2019-10-30	2020-04-08	109	2%	2%	3%	6%	6%	1%	1%	2%	3%	2%	1%	1%	-
牛	2020-11-19	2021-01-14	40	1%	1%	2%	2%	2%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	-
牛	2021-02-18	2021-08-05	119	1%	1%	2%	4%	4%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
牛	2023-01-28	2023-08-21	145	1%	1%	1%	2%	2%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
牛	2023-11-27	2024-06-28	149	1%	1%	2%	4%	5%	1%	1%	1%	2%	3%	1%	1%	1%
熊	2019-03-26	2019-04-24	21	2%	3%	4%	4%	3%	0%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	-
熊	2019-08-13	2019-10-30	53	1%	1%	2%	4%	4%	0%	0%	1%	1%	1%	0%	1%	-
熊	2020-04-08	2020-11-19	156	3%	3%	3%	6%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	-
熊	2021-01-14	2021-02-18	22	2%	1%	2%	3%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%
熊	2021-08-05	2021-10-18	49	2%	1%	2%	4%	4%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%
熊	2022-08-18	2023-01-28	109	2%	1%	2%	4%	4%	1%	2%	2%	3%	3%	2%	3%	3%
熊	2023-08-21	2023-11-27	67	1%	1%	1%	4%	4%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	1%
震荡	2019-01-02	2019-03-26	57	1%	2%	2%	3%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	0%
震荡	2021-10-18	2022-08-18	212	2%	2%	2%	3%	3%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%

资料来源：Wind，华创证券

注：色阶按照同市场阶段进行划分。

通过对比分析长久期信用债在不同市场环境下的表现，得出长久期信用债有以下特点：

1) 牛市综合收益高：长久期信用债由于久期较长，在牛市时可赚取更多资本利得，但综合收益通常小于同期限国债。近两年与长久期国债的差异逐步缩小，进攻性增强。

2) 熊市时抗跌性强：熊市时长久期信用债在高票息的支撑下表现亦不弱，综合来看收益表现并未与短端呈现出较大差距，表现明显好于同期限国债。但当前长久期信用债收益率大幅降低，其高票息属性带来的熊市抗跌性有所减弱。

3) 波动性低于同期限国债，近期有所提升：各阶段长久期信用债相对短久期信用品种的综合收益波动更大，但小于同期限国债。近期随着广义基金、理财等买盘的加入，

以及信用债收益率的快速下行，长久期信用债波动率有所提升。

4) 本轮牛市中表现较优，综合收益与过去表现占优的同期限国债相接近：本轮牛市 10 年以上的超长久期信用债收益率表现与同期限国债相近，5-10 年的长期信用债综合表现甚至略好于同期限国债。因此，长久期信用债的交易属性较为突出。

5) 当前长久期信用债收益率已处极低水平，交易难度加大，可等待市场调整时间择机布局。

四、长久期信用债投资的三个策略思考

现阶段长久期信用债具有相对票息价值，且票息支撑下有一定抗跌能力。本节从票息、波段交易以及新发主体参与机会三个角度给出策略思考。

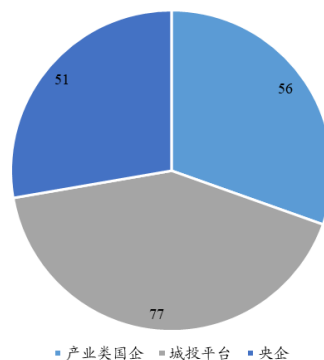
(一) 策略一：挖掘尚有期限利差的主体

利率中枢下行趋势下，未来期限利差或有进一步下行空间，可在尚有利差主体中进行择券。通过中债中短票收益率曲线，计算截至 6 月底有 5 年期及以上信用债存续的主体 1、5、7、10 年期合成行权估值收益率，进而计算 5-1y，7-1y，10-1y 期限利差。

择券逻辑方面，拉久期仍需兼顾风险和收益，建议以较优质主体为主，选择资产规模在 1000 亿元及以上、YY 主体评级在 6 以上、企业性质为央国企的主体，可筛选出满足条件的长久期信用债主体共计 184 家，截至 2024 年 6 月底合计存量债余额 8.14 万亿元。

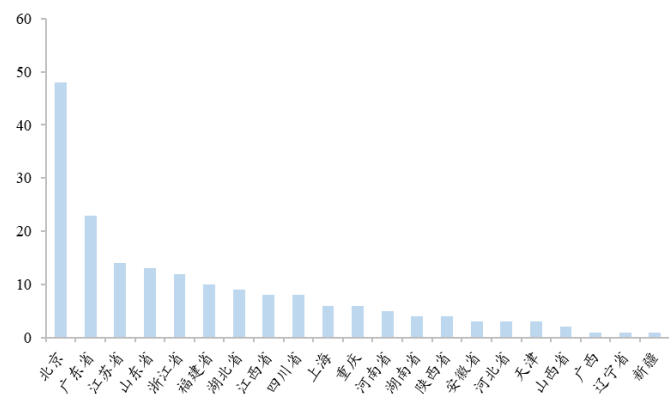
具体看以上 184 家筛选后的主体，(1) 主体性质上，城投占比最高，其次是产业类国企和央企；(2) 省份分布上，主要分布在北京（近八成为央企，行业分布上 1/3 为综合，其次为公用事业、建筑装饰），其次为广东、江苏、山东、浙江、福建等经济大省；(3) 行业分布上，前四大行业为综合（1/2 为城投平台，1/4 为资本运营类地方国企，1/4 为集团性质央企）、交通运输、建筑装饰、公用事业。

图表 45 筛选后的 184 家主体企业性质分布



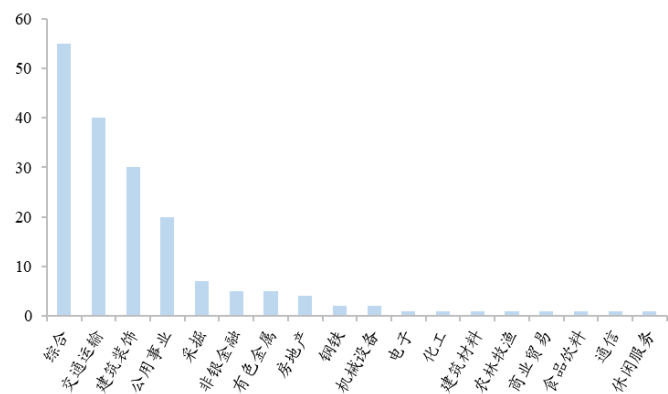
资料来源：Wind，华创证券

图表 46 筛选后的 184 家主体省份分布



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 筛选后的 184 家主体行业分布



资料来源: Wind, 华创证券

1、筛选 5-1y 利差在 25BP 及以上的主体

筛选出的 184 家长久期信用债主体中, 5-1y 期限利差平均为 25BP, 利差最大为津城建 65BP, 最小为长江三峡集团 10BP, 中债中短票 AAA 等级 5-1y 期限利差在 2024 年 6 月底为 25BP。

因此, 筛选出 5-1y 利差在 25BP 及以上、存量债中有剩余行权期限在 5-7y 之间的主体, 共计 30 个, 行权剩余期限在 5-7y 的存量债余额合计数为 613 亿元。可重点关注津城建、沈阳地铁、天津轨交、湖北联投、上饶投控等主体。

图表 48 截至 2024 年 6 月底, 5-1y 利差在 25BP 及以上、剩余行权期限在 5-7y 之间的主体 (部分)

发行人	省份	行业	主体外部评级	YY 评级	2023 年资产规模 (亿元)	截至 240630 存量债余额 (亿元)	截至 240630 剩余行权期限 5-7 年存量债余额 (亿元)	性质	1 年期收益率	5 年期收益率	7 年期收益率	10 年期收益率	5-1y 利差	7-1y 利差	10-1y 利差
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	天津	综合	AAA	5-	9371	1278	48	城投平台	2.14	2.79	3.14		65	99	
沈阳地铁集团有限公司	辽宁省	交通运输	AAA	5-	1214	76	5	城投平台	2.27	2.85	3.13	3.25	57	86	98
天津轨道交通集团有限公司	天津	交通运输	AAA	5-	3742	247	5	城投平台	2.13	2.60	2.87		48	74	
湖北省联合发展投资集团有限公司	湖北省	综合	AAA	5-	3459	501	20	城投平台	2.13	2.55	2.82		42	69	
上饶投资控股集团有限公司	江西省	综合	AAA	5-	3032	301	15	城投平台	2.24	2.62	2.70		38	46	
河南投资集团有限公司	河南省	综合	AAA	3	3462	177	12	产业类国企	2.12	2.47	2.54	2.68	35	43	57
淮安市市有联合投资发展集团有限公司	江苏省	建筑装饰	AAA	5-	1478	227	16	城投平台	2.09	2.42	2.47		34	38	
国家电力投资集团有限公司	北京	公用事业	AAA	2	17535	2441	30	央企	2.02	2.35	2.35		33	33	
陕西交通控股集团有限公司	陕西省	建筑装饰	AAA	4+	5911	408	15	城投平台	2.08	2.40	2.44	2.58	32	36	50
郑州发展投资集团有限公司	河南省	综合	AAA	4+	4089	160	5	城投平台	2.08	2.39	2.68		31	60	
北京首都旅游集团有限责任公司	北京	休闲服务	AAA	5-	1696	396	5	产业类国企	2.19	2.50	2.47		31	28	
常州市城市建设(集团)有限公司	江苏省	公用事业	AAA	4	1544	446	18	城投平台	2.08	2.39	2.43	2.60	31	35	52
杭州萧山交通投资集团有限公司	浙江省	建筑装饰	AA+	4	1110	51	11	城投平台	2.13	2.44	2.40		31	27	
长沙市城市建设投资开发集团有限公司	湖南省	建筑装饰	AAA	4+	1800	74	5	城投平台	2.08	2.39	2.47		30	39	
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	安徽省	综合	AAA	4+	6626	219	40	城投平台	2.03	2.33	2.42	2.57	30	39	53
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	重庆	综合	AA+	5-	1364	265	7	城投平台	2.23	2.51	2.71		28	49	
安徽省投资集团控股有限公司	安徽省	综合	AAA	3	3686	246	15	城投平台	2.08	2.34	2.43	2.59	26	35	51
中国华能集团有限公司	河北省	公用事业	AAA	2	15608	922	82	央企	2.09	2.35	2.34	2.48	26	25	40
武汉地铁集团有限公司	湖北省	交通运输	AAA	3	4739	401	55	城投平台	2.03	2.29	2.38		26	35	
广东省路桥建设发展有限公司	广东省	交通运输	AAA	4	1095	120	20	产业类国企	2.06	2.32	2.39	2.54	26	33	47

资料来源: Wind, 华创证券

2、筛选 7-1y 利差在 35BP 及以上的主体

筛选出的 183 家有 7y 收益率数据的主体中, 7-1y 期限利差平均为 35BP, 利差最大为津城建 99BP, 最小为长江三峡集团 19BP, 中债中短票 AAA 等级 7-1y 期限利差在 2024 年 6 月底为 33BP。

因此, 筛选出 7-1y 利差在 35BP 及以上、存量债中有剩余行权期限在 7-10y 之间的主体, 共计 48 个, 行权剩余期限在 7-10y 的存量债余额合计数为 1476 亿元。可重点关

注淄博城运、沈阳地铁、山东鲁信、晋能控股、华润置地、珠海大横琴等主体。

图表 49 截至 2024 年 6 月底，7-1y 利差在 35BP 及以上、剩余行权期限在 7-10y 之间的主体（部分）

发行人	省份	行业	主体外部评级	YY评级	2023年资产规模(亿元)	截至240630存量余额(亿元)	截至240630剩余行权期限7-10年存量余额(亿元)	性质	1年期收益率	5年期收益率	7年期收益率	10年期收益率	5-1y利差	7-1y利差	10-1y利差
淄博市城市资产运营集团有限公司	山东省	建筑装饰	AAA	5-	2207	441	4	城投平台	2.19	2.53	3.06	3.20	33	87	101
沈阳地铁集团有限公司	辽宁省	交通运输	AAA	5-	1214	76	10	城投平台	2.27	2.85	3.13	3.25	57	86	98
山东省鲁信投资控股集团有限公司	山东省	综合	AAA	4+	1909	205	15	产业类国企	2.18	2.36	2.89	3.03	18	70	84
晋能控股装备制造集团有限公司	山西省	采掘	AAA	5-	3500	280	10	产业类国企	2.17	2.48	2.67	2.81	31	51	65
华润置地控股有限公司	广东省	房地产	AAA	4+	7589	750	5	央企	2.19	2.56	2.69	2.83	37	50	64
珠海大横琴集团有限公司	广东省	建筑装饰	AAA	4	1500	246	37	城投平台	2.13	2.44	2.63	2.77	30	49	64
陕西有色金属控股集团有限责任公司	陕西省	有色金属	AAA	5+	1430	193	20	产业类国企	2.12	2.47	2.60	2.74	36	49	63
南昌市政公用集团有限公司	江西省	综合	AAA	4	1620	250	25	城投平台	2.08	2.34	2.54	2.68	26	46	60
广西交通投资集团有限公司	广西壮族自治区	建筑装饰	AAA	4-	7076	528	10	城投平台	2.18	2.44	2.64	2.78	26	46	60
汉江国有资本投资集团有限公司	湖北省	建筑装饰	AAA	5	2289	521	8	城投平台	2.13	2.39	2.59	2.73	26	46	60
常高新集团有限公司	江苏省	房地产	AAA	5	1094	194	16	城投平台	2.18	2.47	2.62	2.76	29	44	58
济南城市建设集团有限公司	山东省	建筑装饰	AAA	4+	3685	529	42	城投平台	2.15	2.34	2.59	2.73	19	44	58
重庆两江新区开发投资集团有限公司	重庆	建筑装饰	AAA	4+	2684	307	20	城投平台	2.04	2.32	2.48	2.62	28	44	58
河南投资集团有限公司	河南省	综合	AAA	3	3462	177	45	产业类国企	2.12	2.47	2.54	2.68	35	43	57
广州越秀资本控股集团股份有限公司	广东省	非银金融	AAA	4+	1872	162	10	产业类国企	2.12	2.36	2.53	2.68	25	42	56
深圳市鲲鹏股权投资管理有限公司	广东省	非银金融	AAA	4+	1778	279	13	产业类国企	2.12	2.46	2.53	2.67	34	41	55
先正达集团股份有限公司	上海	0	AAA	5	5973	195	10	央企	2.12	2.36	2.51	2.65	25	40	54
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	安徽省	综合	AAA	4+	6626	219	20	城投平台	2.03	2.33	2.42	2.57	30	39	53
中国大唐集团有限公司	北京	公用事业	AAA	4	8686	1028	10	央企	2.09	2.35	2.48	2.62	26	39	53
广东粤财投资控股有限公司	广东省	非银金融	AAA	3	4335	93	7	产业类国企	2.05	2.31	2.44	2.58	26	38	52

资料来源：Wind，华创证券

3、筛选 10-1y 利差在 48BP 及以上的主体

筛选出的 153 家有 10y 收益率数据的主体中，10-1y 期限利差平均为 48BP，利差最大为淄博城运 101BP，最小为长江三峡集团 31BP，中债中短票 AAA 等级 10-1y 期限利差在 2024 年 6 月底为 46BP。

因此，筛选出 10-1y 利差在 48BP 及以上、存量债中有剩余行权期限在 10y 以上的主体，共计 14 个，行权剩余期限在 10y 以上的存量债余额合计数为 717 亿元。可重点关注广东粤财、蜀道投资、四川高速、重庆高速、江西交投等主体。

图表 50 截至 2024 年 6 月底，10-1y 利差在 48BP 及以上、剩余行权期限在 10y 以上的主体（全量）

发行人	省份	行业	主体外部评级	YY评级	2023年资产规模(亿元)	截至240630存量余额(亿元)	截至240630剩余行权期限10年以上存量余额(亿元)	性质	1年期收益率	5年期收益率	7年期收益率	10年期收益率	5-1y利差	7-1y利差	10-1y利差
广东粤财投资控股有限公司	广东省	非银金融	AAA	3	4335	93	5	产业类国企	2.05	2.31	2.44	2.58	26	38	52
蜀道投资集团有限责任公司	四川省	综合	AAA	3	13376	922	5	城投平台	2.08	2.40	2.45	2.59	32	37	51
四川高速公路建设开发集团有限公司	四川省	交通运输	AAA	4+	3980	283	5	城投平台	2.08	2.34	2.45	2.59	25	37	51
重庆高速公路集团有限公司	重庆	交通运输	AAA	4+	2307	239	8	产业类国企	2.08	2.34	2.44	2.58	26	37	51
江西省交通投资集团有限责任公司	江西省	交通运输	AAA	3	4418	781	40	城投平台	2.03	2.43	2.39	2.54	40	36	50
江苏交通控股有限公司	江苏省	交通运输	AAA	2	8344	784	40	产业类国企	2.03	2.28	2.39	2.54	25	36	50
中国国家铁路集团有限公司	北京	交通运输	AAA	1	93510	17675	350	央企	1.89	2.20	2.26	2.39	31	38	50
杭州市城市建设投资集团有限公司	浙江省	综合	AAA	3	2975	290	3	城投平台	2.04	2.27	2.39	2.54	23	35	50
重庆渝富控股集团有限公司	重庆	综合	AAA	4	3498	186	26	产业类国企	2.14	2.37	2.50	2.64	23	36	50
陕西交通控股集团有限公司	陕西省	建筑装饰	AAA	4+	5911	408	55	城投平台	2.08	2.40	2.44	2.58	32	36	50
山东高速集团有限公司	山东省	交通运输	AAA	4+	15137	1442	50	城投平台	2.07	2.31	2.43	2.56	25	36	50
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	陕西省	建筑装饰	AAA	4	1898	115	8	城投平台	2.08	2.34	2.43	2.58	26	35	49
无锡产业发展集团有限公司	江苏省	综合	AAA	4-	1091	277	30	产业类国企	2.12	2.36	2.46	2.60	25	34	49
深圳市地铁集团有限公司	广东省	交通运输	AAA	3	7160	985	92	城投平台	2.03	2.28	2.37	2.51	24	34	48

资料来源：Wind，华创证券

（二）策略二：关注交易活跃的长久期信用债波段交易机会

2024 年以来，长久期信用债品种发行规模大幅增加，后续随利率中枢下移，资产荒延续，长久期信用债供给或将继续放量，同时长久期信用债在上半年的交易活跃度也大幅提升，可关注相关品种波段交易机会。

择券逻辑方面，统计 2024 年上半年分月份分主体 5-7 年期、7-10 年期、10 年期以上

品种的月度换手率，结合存量债规模等情况综合考虑，从而给出 5-7 年期、7-10 年期、10 年期以上值得关注波段交易机会的主体。

1、筛选行权剩余期限在 5-7y 的主体

筛选出 2024 年 1-6 月有成交量且截至 6 月底尚有行权剩余期限在 5-7y 存量债的主体共 164 家，以上主体上半年平均换手率为 9%，行权剩余期限在 5-7y 的存量债余额合计为 2393 亿元，平均为 15 亿元（最大为福建高速 93 亿元，最小为西安航空城建发 1.6 亿元）。

考虑到新发债券首月换手率较高对结果的影响，剔除 6 月首发长债主体（共 4 个），剩余主体按照上半年平均换手率排序，可关注换手率较高、资质尚可且 5-7y 存量债余额在 5 亿元以上主体的交易机会，例如合肥建投、津城建、紫金矿业、无锡城建等主体。

图表 51 截至 2024 年 6 月底，行权剩余期限在 5-7y 的存量债主体按换手率降序（部分）

发行人	月度成交额（亿元）						5-7年期存量债规模（亿元）						换手率						上半年平均换手率
	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	
唐山控股发展集团股份有限公司			5.8	1.7	1.2	1.5	0	0	8.5	8.5	8.5	8.5	-	-	137%	20%	14%	18%	47%
四川雄州实业有限责任公司			7.7	2.6	2.6	3.2	8	8	8	8	8	8	0%	0%	96%	33%	33%	41%	34%
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	8.5	24.3	16.0	10.1	15.7	2.2	45	45	65	65	40	40	24%	54%	29%	16%	30%	6%	26%
天津城市基础设施投资建设集团有限公司	10.3	5.4	9.2	9.4	13.7	15.4	49.7	36.7	36.7	38	38	48	18%	12%	25%	25%	36%	36%	26%
寿光市滨海远景城镇建设开发有限公司	1.3	3.4	1.8	0.2	0.8	2.8	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	17%	45%	23%	3%	11%	37%	23%
新泰市统筹城乡发展集团有限公司	3.2	1.4	3.4	1.9	1.7	6.7	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5	24%	10%	25%	14%	13%	50%	22%
鹤壁投资集团有限公司			3.8	1.8	2.5	0.6	0	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	-	0%	45%	21%	30%	7%	21%
紫金矿业集团股份有限公司		2.1	2.7	0.4		3.0	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5	0%	28%	36%	6%	0%	40%	18%
安徽省怀宁县城建设发展投资发展有限责任公司	2.5	2.8			1.0		6	6	6	6	6	6	42%	47%	0%	0%	16%	0%	18%
无锡城建发展集团有限公司	0.6		6.1	4.2	3.9	0.2	15	15	15	15	15	15	4%	0%	41%	28%	26%	1%	17%
孝感市城市建设投资公司	2.4		5.4		2.1		9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9	24%	0%	55%	0%	21%	0%	17%
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司					0.5	3.4	0	7	0	0	6.9	7.1	-	0%	0%	-	16%	49%	16%
绍兴市柯桥区建设集团有限公司		1.0			2.0	5.3	14	14	14	14	14	14	0%	7%	0%	15%	38%	36%	16%
成都市天新交通建设有限公司			5.2	1.0	0.3	0.2	7	7	7	7	7	7	0%	0%	75%	14%	5%	2%	16%
遂宁市富源实业有限公司	1.5	0.4	0.2	0.2	0.8	4.4	8	8	8	8	8	8	19%	5%	2%	2%	11%	55%	16%

资料来源：Wind，华创证券

2、筛选行权剩余期限在 7-10y 的主体

筛选出 2024 年 1-6 月有成交量且截至 6 月底尚有行权剩余期限在 7-10y 存量债的主体共 163 家，以上主体上半年平均换手率为 20%，行权剩余期限在 7-10y 的存量债余额合计为 6195 亿元，平均为 38 亿元（最大为诚通控股 420 亿元，最小为广州金控 3 亿元）。

考虑到新发债券首月换手率较高对结果的影响，剔除 6 月首发长债主体（共 19 个），剩余主体按照上半年平均换手率排序，可重点关注江苏国信、中化股份、长江产投、北京控股、北京建工、首钢集团等主体。

图表 52 截至 2024 年 6 月底，行权剩余期限在 7-10y 的存量债主体按换手率降序（部分）

发行人	月度成交额（亿元）						7-10年期存量债规模（亿元）						换手率						上半年平均换手率
	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	
江苏省国信集团有限公司				17.4	5.0	3.4	0	0	0	10	10	10	-	-	-	349%	50%	34%	144%
中国中化股份有限公司			24.4	20.6	28.9	52.6	0	0	40	80	100	110	-	-	122%	34%	32%	50%	60%
长江产业投资集团有限公司				1.9	8.4	3.2	0	0	0	9	9	9	-	-	-	42%	94%	36%	57%
北京控股有限公司				11.4	3.6	7.7	0	0	0	20	30	30	-	-	-	114%	14%	26%	51%
北京建工集团有限责任公司			5.0	6.6		3.6	0	0	10	10	10	10	-	-	99%	66%	0%	36%	50%
首钢集团有限公司					2.0	10.4	0	0	0	0	10	25	-	-	-	-	40%	59%	50%
华润股份有限公司			11.2	5.3	0.8	2.0	0	0	20	20	20	20	-	-	112%	27%	4%	10%	38%
中国能源建设股份有限公司			2.7	5.5	1.8	2.1	0	0	10	10	10	10	-	-	54%	55%	18%	21%	37%
山西焦煤集团有限责任公司				11.9	1.6	18.9	0	0	0	40	40	40	-	-	-	60%	4%	47%	37%
无锡市市政公用产业集团有限公司	9.7	8.6	1.8		6.0	0.4	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	17.5	111%	49%	10%	0%	34%	2%	34%
泉州城建集团有限公司					2.3		0	0	0	0	7	7	-	-	-	-	66%	0%	33%
扬州市城建国有资产控股(集团)有限责任公司			13.0	2.8	6.2	2.0	0	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5	-	0%	84%	18%	40%	13%	31%
厦门金圆投资集团有限公司					2.2	4.3	0	0	0	5	5	13	-	-	-	0%	44%	48%	31%
中国中丰集团有限公司			4.6	14.2	7.8	3.8	0	0	20	40	40	40	-	-	46%	47%	19%	10%	31%
中国葛洲坝集团有限公司	0.3	12.2	6.3	15.7	3.2	31.6	20	20	40	40	55	65	3%	61%	21%	39%	7%	53%	31%
广州越秀资本控股集团股份有限公司	1.6			0.1	2.3	1.9	3	3	3	3	10	10	107%	0%	0%	3%	35%	19%	28%
广西交通投资集团有限公司					3.9		0	0	0	0	5	10	-	-	-	-	0%	51%	26%
先正达集团股份有限公司					4.2	3.2	0	0	0	10	10	10	-	-	-	0%	42%	32%	25%
中国机械工业集团有限公司					3.1	11.4	0	0	0	20	20	20	-	-	-	0%	16%	57%	24%
中国中铁股份有限公司						20.5	0	0	0	0	30	55	-	-	-	-	0%	48%	24%
烟台国丰投资控股集团有限公司			0.6		3.5	16.6	0	0	7	14.5	22.5	32.5	-	-	17%	0%	19%	60%	24%
北京市基础设施投资有限公司						7.6	0	0	0	0	15	20	-	-	-	-	0%	43%	22%
中交投资有限公司		3.8	4.9		1.1	2.9	0	15	15	15	15	23	-	51%	32%	0%	8%	15%	21%

资料来源：Wind，华创证券

3、筛选行权剩余期限在 10y 以上的主体

筛选出 2024 年 1-6 月有成交量且截至 6 月底尚有行权剩余期限在 10y 以上存量债的主体共 35 家，以上主体上半年平均换手率为 18%，行权剩余期限在 10y 以上的存量债余额合计为 1785 亿元，平均为 51 亿元（最大为诚通控股 390 亿元，最小为杭州城投 3 亿元）。

考虑到新发债券首月换手率较高对结果的影响，剔除 6 月首发长债主体（共 6 个），剩余主体按照上半年平均换手率排序，可重点关注中化股份、四川能投、诚通控股、越秀集团等主体。

图表 53 截至 2024 年 6 月底，行权剩余期限在 10y 以上的存量债主体按换手率降序（部分）

发行人	月度成交额（亿元）						10年期以上存量债规模（亿元）						换手率						上半年平均换手率
	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	2024.1	2024.2	2024.3	2024.4	2024.5	2024.6	
中国中化股份有限公司					6.8	32.6	0	0	0	0	20	50	-	-	-	-	68%	93%	81%
四川省能源投资集团有限责任公司				1.4		4.4	0	0	0	10	10	10	-	-	-	29%	0%	44%	24%
中国诚通控股集团有限公司	14.7	11.6	87.5	27.6	80.4	52.6	80	120	240	370	390	390	37%	12%	49%	9%	21%	13%	23%
广州越秀集团股份有限公司				0.2	1.3	3.7	0	0	0	5	5	30	-	-	-	8%	26%	21%	18%
华能国际电力股份有限公司					1.7		0	0	0	0	10	10	-	-	-	-	34%	0%	17%
安徽省交通控股集团有限公司				1.5	1.4	0.4	0	0	0	10	10	10	-	-	-	30%	14%	4%	16%
陕西交通控股集团有限公司					5.2	12.7	0	0	0	20	35	55	-	-	-	0%	19%	28%	16%
杭州市城市建设投资集团有限公司			0.6	0.2	0.4		0	0	3	3	3	3	-	-	40%	7%	14%	0%	15%
重庆渝富控股集团有限公司	2.0	0.2		3.1	2.0	0.9	11	11	11	11	11	26	18%	2%	28%	18%	8%	6%	13%
深圳市地铁集团有限公司			18.9	6.3	2.4	6.1	0	23	64	79	79	92	-	0%	43%	9%	3%	7%	13%
中国国家铁路集团有限公司				8.9	8.0	25.1	0	0	0	100	150	350	-	-	-	18%	6%	10%	11%
北京市国有资产经营有限责任公司	1.0	2.3		0.6		5.2	15	15	15	15	15	15	7%	16%	0%	4%	0%	35%	10%
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	4.3						8	8	8	8	8	8	53%	0%	0%	0%	0%	0%	9%
中国华能集团有限公司					1.6		0	0	0	0	20	20	-	-	-	-	16%	0%	8%
中国长江三峡集团有限公司	26.2	3.8	1.3	1.6	6.8	2.1	83	83	83	103	123	123	32%	5%	2%	2%	6%	2%	8%
中国国新控股有限公司		4.6	0.4	5.6	3.5		25	25	25	45	45	45	0%	18%	2%	16%	8%	0%	7%
北京国有资本运营管理有限公司	0.4	2.9	4.1	0.8		0.6	10	25	45	45	45	45	4%	17%	12%	2%	0%	1%	6%

资料来源：Wind，华创证券

（三）策略三：关注超长期信用债新发主体的溢价机会

2024 年以来，截至 6 月底，首次发行 10 年期及以上超长期信用债的主体共计 86 家，市场对此类新发超长期信用债主体缺少合适定价锚，可能存在溢价空间。

为验证是否有溢价空间，从 2024 年上半年新发超长期债主体中，选择相同主体在上半年同日发行的 10 年期信用债和 5 年期信用债，筛选公募品种，共筛选出 20 个主体、40

只样本债券，分为 20 组，所有债券债项评级均为 AAA，且均无担保。

计算样本券发行首日、发行后 7 个交易日、发行后 30 个交易日、发行后 60 个交易日、最新时点（7 月 12 日）的 10-5y 期限利差，分别与同日中债中短票 AAA 等级 10-5y 期限利差进行对比，以检验新主体 10 年期新债是否有溢价。

通过计算发现：（1）同一主体新债 10-5y 期限利差与中债 10-5y 期限利差相比，发行首日差值最大，随后差值收窄，至发行后约 60 个交易日达到相对低点，可关注新发超长债主体一二级套息机会；（2）新债 10-5y 期限利差与主体评级相关性较高，主体资质越弱，10-5y 期限利差越大，说明市场对偏弱资质主体新发超长期信用债认可度偏低，这类主体发行后期限利差压缩空间较大，例如淄博城运 6 月 21 日发行的两只新债，截至 7 月 12 日，10-5y 期限利差已压缩 17BP，可关注相关新发主体溢价机会。

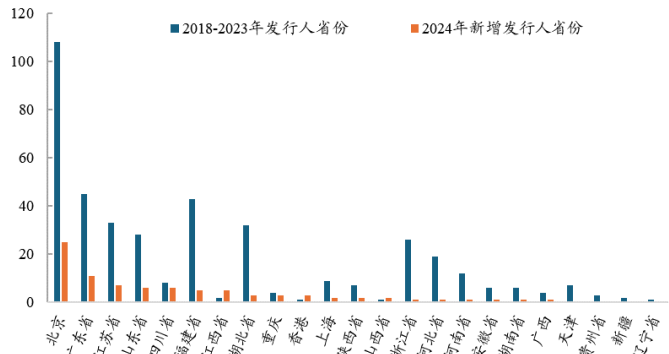
图表 54
 样本券 10-5y 期限利差变化及与中债中短票 AAA 等级 10-5y 期限利差对比

发行主体	主体隐含评级	Y/Y 评级	10y 样本券	5y 样本券	发行起始日	10-5y 样本券期限利差				10-5y 样本券期限利差-AAA 中债中短票 10-5y 期限利差			
						发行首日	发行7天	发行30天	7月12日	发行首日	发行7天	发行30天	7月12日
淄博市城市资产运营集团有限公司	AA(2)	5-	24淄博城运MTN004B	24淄博城运MTN004A	2024/6/21	78.10	61.42		60.92	55.36	39.98		37.43
汉江国有资本投资集团有限公司	AA+	4-	24汉江国资MTN001B	24汉江国资MTN001A	2024/6/3	41.22	39.58		41.84	16.41	15.02		18.35
广西交通投资集团有限公司	AA+	4	24桂交投MTN010B	24桂交投MTN010A	2024/5/28	42.95	45.37	36.91	36.91	16.94	20.98	14.99	13.42
广州越秀资本控股集团股份有限公司	AA+	5	24越秀资本MTN001B	24越秀资本MTN001A	2024/1/18	21.82	21.25	29.71	28.98	34.29	12.81	16.50	11.46
龙正达集团股份有限公司	AA+	4+	24龙正达MTN001B	24龙正达MTN001A	2024/4/24	19.99	21.90	34.83	32.41	4.09	0.69	10.44	8.92
重庆两江新区开发投资集团有限公司	AA+	4-	24重两江MTN001B	24重两江MTN001A	2024/2/27	14.64	19.10	31.20	39.38	30.03	4.39	17.28	6.54
深圳市鲲鹏股权投资管理有限公司	AAA	2	24鲲鹏投资MTN001B	24鲲鹏投资MTN001A	2024/4/19	16.69	18.42	32.56	29.41	0.10	0.65	7.75	5.92
成都兴城投资集团有限公司	AA+	4+	24兴城03	24兴城02	2024/3/7	31.40	24.22	25.45	35.88	28.17	17.00	11.19	8.86
中关村发展集团股份有限公司	AA+	3	24中发02	24中发01	2024/3/20	25.46	27.11	39.10	26.92	28.00	11.96	13.51	19.42
安徽发展集团控股有限公司	AA-	4	24皖投02	24皖投01	2024/3/21	24.54	28.64	29.81	26.95	27.94	11.49	15.39	8.60
重庆发展投资有限公司	AAA-	2	24重庆发展MTN001B	24重庆发展MTN001A	2024/4/9	29.62	29.89	33.73	25.55	27.68	15.72	12.77	5.90
首钢集团有限公司	AA+	4-	24首钢MTN002B(科创票据)	24首钢MTN002A(科创票据)	2024/5/6	41.84	35.50	25.49	27.22	22.16	14.79	1.57	3.73
中国节能环保集团有限公司	AAA-	4+	24中节能MTN001B	24中节能MTN001A	2024/3/18	23.70	21.76	26.83	26.28	27.07	10.67	11.76	1.72
江西省水利投资集团有限公司	AAA-	4+	24赣水02	24赣水01	2024/6/18	24.39	24.81		26.64	1.95	4.47		3.15
中国交通建设集团有限公司	AAA-	5	24中交K2	24中交K1	2024/4/10	17.38	29.20	28.80	26.37	3.46	12.61	1.87	2.88
中国铁建股份有限公司	AAA-	2	铁建YK11	铁建YK10	2024/6/4	24.26	24.37		26.05	0.48	(0.57)		2.56
广东恒健投资控股有限公司	AAA-	3	24恒健02	24恒健01	2024/3/27	19.50	23.40	26.48	23.45	25.02	9.50	10.37	5.85
中国中化股份有限公司	AAA	2	24中化02	24中化01	2024/3/5	21.10	22.30	25.10	29.17	25.01	9.02	10.56	7.58
招商局港口集团股份有限公司	AAA-	4+	24招商局港MTN001B	24招商局港MTN001A	2024/4/1	18.88	23.45	28.86	22.40	24.38	5.63	9.21	5.68
中国中铁股份有限公司	AAA	4+	24中铁股MTN001B	24中铁股MTN001A	2024/5/15	27.06	26.11	22.56	23.66	4.68	(1.05)	2.22	0.17
样本均值						28.27	28.39	29.84	28.50	30.45	11.69	11.18	9.04
中债10-5y期限利差均值						16.58	17.21	20.80	22.91	23.49		5.59	6.96

资料来源：Wind，华创证券

具体看 2024 年上半年新发超长期信用债主体的分布情况，区域方面，2024 年新发主体主要集中于北京、广东、江苏、山东。因超长信用债发行主体中央企占比较大，所以北京是发行主力省市，此外 2024 年上半年来四川、江西为新增多发省份。行业方面，2024 年新发主体主要仍在综合、建筑装饰、交通运输、公用事业等行业，变化在于 2024 年上半年钢铁行业新增 2 家发行主体，化工、农林牧渔、食品饮料分别新增 1 家发行主体，可关注产业类新发主体。

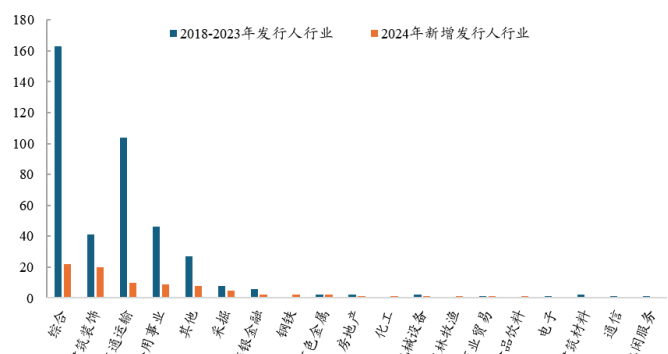
图表 55
 2024 年新发超长期信用债主体省份变化



资料来源：Wind，华创证券

注：2024 年数据截至 6 月 30 日

图表 56
 2024 年新发超长期信用债主体行业变化



资料来源：Wind，华创证券

注：2024 年数据截至 6 月 30 日

(四) 策略总结

对票息、波段交易以及新发主体参与机会三个角度的策略思考，总结如下：

图表 57 策略总结

策略	逻辑	样本选择	筛选结果/结论	关注主体
策略一：挖掘尚有期限利差的主体	(1) 利率中枢下行趋势下，曲线趋于平坦，未来期限利差或有进一步下行空间，可在尚有利差主体中进行择券。(2) 兼顾风险和收益，建议拉久期以较优质主体为主	选择资产规模在1000亿元及以上、YY主体评级在6以上、企业性质为央国企的主体，可筛选出满足条件的长久期信用债主体共计184家，截至2024年6月底合计存量债余额8.14万亿元。	筛选出5-1y利差在25BP及以上、存量债中有剩余行权期限在5-7y之间的主体，共计30个，行权剩余期限在5-7y的存量债余额合计数为613亿元。	可重点关注 津城建、沈阳地铁、天津轨交、湖北联投、上饶投控 等主体。
			筛选出7-1y利差在35BP及以上、存量债中有剩余行权期限在7-10y之间的主体，共计48个，行权剩余期限在7-10y的存量债余额合计数为1476亿元。	可重点关注 淄博城运、沈阳地铁、山东鲁信、晋能控股、华润置地、珠海大横琴 等主体。
			筛选出10-1y利差在48BP及以上、存量债中有剩余行权期限在10y以上的主体，共计14个，行权剩余期限在10y以上的存量债余额合计数为717亿元。	可重点关注 广东粤财、蜀道投资、四川高速、重庆高速、江西交投 等主体。
策略二：关注交易活跃的长久期信用债波段交易机会	2024年以来，长久期信用债品种发行规模大幅增加，后续随利率中枢下移，资产荒延续，长久期信用债供给或将继续放量，同时长久期信用债也具有一定流动性优势，可关注相关品种波段交易机会。	统计2024年上半年分月份分主体5-7年期、7-10年期、10年期以上品种的月度换手率，结合存量债规模等情况综合考虑，从而给出5-7年期、7-10年期、10年期以上值得关注波段交易机会的主体。	筛选出2024年1-6月有成交量且截至6月底尚有行权剩余期限在5-7y存量债的主体共164家，以上主体上半年平均换手率为9%，行权剩余期限在5-7y的存量债余额合计为2393亿元。	可关注换手率较高且5-7y存量债余额在5亿元及以上主体的交易机会，例如 合肥建投、津城建、紫金矿业、无锡城建 等主体。
			筛选出2024年1-6月有成交量且截至6月底尚有行权剩余期限在7-10y存量债的主体共163家，以上主体上半年平均换手率为20%，行权剩余期限在7-10y的存量债余额合计为6195亿元。	可重点关注 江苏国信、中化股份、长江产投、北京控股、北京建工、首钢集团 等主体。
			筛选出2024年1-6月有成交量且截至6月底尚有行权剩余期限在10y以上存量债的主体共35家，以上主体上半年平均换手率为18%，行权剩余期限在10y以上的存量债余额合计为1785亿元。	可重点关注 中化股份、四川能投、诚通控股、越秀集团 等主体。
策略三：关注超长长期信用债新发主体的溢价机会	2024年截至6月底，首次发行10年期及以上超长长期信用债的主体共计86家，对此类新发超长长期信用债主体缺少合适定价锚，可能存在溢价空间。	从新发超长债主体中，选择相同主体在上半年同日发行的10年期超长债和5年长期信用债，筛选公募品种，计算10-5y期限利差，共筛选出20个主体、40只样本债券，分为20组，所有债券债项评级均为AAA，且均无担保。	(1) 同一主体新债10-5y期限利差与中债10-5y期限利差相比，发行首日差值最大，随后差值收窄，至发行后约60个交易日达到最低点。 (2) 新债10-5y期限利差与主体评级相关性较高，主体资质越弱，10-5y期限利差越大，说明市场对偏弱资质主体新发超长长期信用债认可度偏低，这类主体发行后期限利差压缩空间较大，例如淄博城运6月21日发行至7月12日时，10-5y期限利差已压缩17.18BP，可关注相关新发主体溢价机会。	区域上，关注 经济大省 ，尤其2024年上半年来 四川、江西 等新增多发省份。 行业上，关注综合、建筑装饰、交通运输和公用事业等存量债规模较大的传统行业以及 产业类新发主体，如钢铁、化工、农林牧渔、食品饮料等行业 。

资料来源：华创证券

五、风险提示

长久期信用债绝对票息已处于极低水平，若市场出现调整流动性不足，或放大组合波动，需要关注市场风险对其影响。

超预期风险事件发生：如果债务压力较大区域的债务风险进一步演化，或引发城投公司发生超预期风险事件，可能引发估值波动风险。

数据统计或存在一定偏差：数据主要来自于 Wind、彭博等数据库，经处理后得到报告中呈现结果，与实际情况相比，或存在一定的由于数据来源、处理与口径问题导致的数据统计与计算偏差。

固定收益组团队介绍

组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015 年加入华创证券研究所。

高级分析师：张晶晶

对外经济贸易大学保险学硕士。曾任职于和君资本、联合信用评级有限公司。2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：靳晓航

中央财经大学会计硕士。2020 年加入华创证券研究所。

高级分析师：许洪波

中央财经大学金融硕士。2020 年加入华创证券研究所。

分析师：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021 年加入华创证券研究所。

分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023 年加入华创研究所。

分析师：张文星

南京理工大学国际商务硕士。曾任职于天风证券研究所。2023 年加入华创证券研究所。

研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄艳欣

北京大学电子信息硕士，中央财经大学经济学学士，2024 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张威

中央财经大学金融硕士，2024 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

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/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522