

## 【债券分析】

## 信用利差极致压缩，下沉 or 拉久期？

## ——2月信用债策略月报

- ❖ **1月城投债化债行情持续，城市房地产融资协调机制加速落实，叠加降息预期以及股债翘板效应，机构对债券配置力量较强，资产荒行情较为显著，信用债收益率进一步下行，信用利差极致压缩。**具体来看，月初央行大幅净回笼，资金面边际收敛，无风险利率上行带动信用利差被动收窄。中旬，资金面转向平稳，市场对降息的预期落空，但同时经济数据改善不及预期，信用债收益率跟随无风险利率小幅下行，对应信用利差窄幅震荡。下旬，权益市场表现偏弱，央行超预期降准50BP，无风险收益率快速下行，信用债进一步打开下行空间，信用利差压缩至历史较低水平。
- ❖ **当前信用债策略如何选择？**
  - 1、城投债：**当前城投利差已压缩至较低水平，建议后续根据基本面、政策面及机构行为的变化顺势而为，同时警惕化债政策推进效果不达预期所带来的估值调整风险。**（1）对于收益诉求较高机构，**可对信用资质尚可主体适当拉久期至2-3年以博取收益。从区域来看，当前青海、辽宁、广西、云南等区域城投利差的分位数仍较高，可重点关注上述化债重点省份的收益挖掘机会。**（2）对于风险偏好较低机构，**可重点关注信用资质较好省份的下沉机会，例如福建、江苏区县平台 and 江西、湖北、河北等省份的地级市平台。
  - 2、产业债：****（1）地产债：**当前地产债收益率较高，资产荒下可关注经营稳健央国企地产债的修复机会。对于高等级央国企可适当拉长久期，对民企和混合所有制主体依然维持谨慎。**（2）煤炭债：**整体配置性价比较低，可关注其产业永续债的品种溢价机会。**（3）钢铁债：**可关注部分钢企的结构性机会，其中新钢集团、柳钢集团等具备收益挖掘价值。
  - 3、银行二永债：**关注中短端品种配置机会以及TLAC非资本债券供给放量下的配置价值。中长端银行二永债收益率压缩至历史低位，后续若出现一定调整可逢高配置。此外，经济发达区域的城农商行二永债可适当信用下沉，博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。
  - 4、ABS：**收益率处于历史较低水平，品种比价之下，仍具有一定吸引力，关注1-2yAAA、AA+品种收益挖掘机会。
- ❖ **一级市场：市场申购热度环比提升，城投债净融资由负转正**
  - 1、净融资：**信用债净融资同比、环比均大幅增长，其中产业债净融资同比、环比均有所增长，城投债净融资同比下降、环比增长。
  - 2、发行特征：**一级市场申购热度环比提升，1年以内、5年以上发行占比上升，平均发行期限小幅上升，取消发行规模196亿元，较上月减少45亿元。
- ❖ **二级市场：城投债成交收益率、活跃度普遍下行，折价成交持续减少**
  - 1、成交跟踪：**城投各期限成交收益率环比普遍下行，部分偏尾部区域2年以内下行超60BP，其余区域幅度在20-40BP左右，成交活跃度环比有所下降。
  - 2、异常成交：**1月高低估值成交主要集中于民营地产以及山东、广西等区域城投，关注相关主体风险及收益挖掘机会。
- ❖ **其他：评级调整与热点政策投**
  - 1、评级调整情况：**主体评级方面，穆迪下调四大AMC和部分城投主体评级，联合资信下调国厚资产评级，主体评级上调企业主要为外资银行和江苏、浙江、广东等区域城投。隐含评级方面，调低企业主要为江西、江苏等区域城投，调高企业主要为江苏、湖南、河南等区域城投。
  - 2、政策跟踪：**中央层面继续强调支持融资平台债务风险化解，城市房地产融资协调机制加速落地；地方层面多省财政工作会议召开，强调有序推挤地方债务风险化解，各省响应建立城市房地产融资协调机制积极上报项目，区域地产政策持续放松。
- ❖ **风险提示：数据统计或存偏差、政策执行不及预期、超预期风险事件发生。**

## 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：葛莉江

电话：010-63214662

邮箱：gelijiang@hcyjs.com

执业编号：S0360523070008

## 相关研究报告

《【华创固收】2023年城投非标融资数据全览》  
2024-01-29

《【华创固收】2023年全国及各省市土地成交及城投拿地数据全梳理》  
2024-01-23

《【华创固收】政策等待期，美国“软着陆”概率提升——12月海外月度观察》  
2024-01-14

《【华创固收】跨年资金平稳，但分层压力仍需重视——1月流动性月报》  
2024-01-13

《【华创固收】高票息行情持续演绎，关注跨年短端修复机会——1月信用债策略月报》  
2024-01-06

# 目 录

一、低利率环境下行情持续演绎，信用利差极致压缩 .....	5
二、一级市场：市场申购热度环比上升，城投债净融资由负转正 .....	5
（一）信用债：净融资同比、环比均大幅增长，申购热度较上月提升 .....	5
（二）城投债：净融资同比下降、环比增长，结束连续四个月的下降趋势 .....	6
（三）融资期限：1年以内、5年以上占比上升，平均发行期限小幅上升 .....	6
（四）取消发行情况：1月取消发行规模环比下降 .....	7
三、二级市场：城投债成交收益率、活跃度普遍下行，折价成交持续减少 .....	7
（一）成交跟踪：城投债成交收益率普遍下行，成交活跃度总体有所下降 .....	8
（二）异常成交前十大活跃主体 .....	9
（三）城投债折价成交情况 .....	10
四、其他：评级调整以及热点政策跟踪 .....	12
（一）评级调整：多家银行和江浙粤城投上调，穆迪下调四大 AMC 与多家城投评级 .....	12
（二）政策跟踪：债务风险化解有序推进，城市房地产融资协调机制加速落地 .....	15
五、信用债策略：“资产荒”行情加剧，进一步挖掘尚有溢价品种 .....	17
（一）信用利差普遍收窄，高票息品种表现较优 .....	18
（二）期限利差大幅压缩，中低等级品种收窄幅度更大 .....	19
（三）等级利差大幅压缩，普遍已处于历史较低水平 .....	20
（四）城投债利差普遍收窄，偏尾部区域收窄幅度更大 .....	21
（五）地产债利差普遍收窄，关注隐含评级 AA 及以上经营稳健央国企的修复机会 .....	22
（六）煤炭债利差普遍收窄，关注永续债品种溢价机会 .....	23
（七）钢铁债利差普遍收窄，关注部分钢企的结构性机会 .....	25
（八）银行二级资本债利差普遍收窄，中长端品种表现较优 .....	26
（九）银行永续债利差普遍收窄，中短端收窄幅度大于二级资本债 .....	27
（十）ABS 利差普遍收窄，关注 1-2y 中高等级品种收益挖掘机会 .....	28
六、风险提示 .....	29

# 图表目录

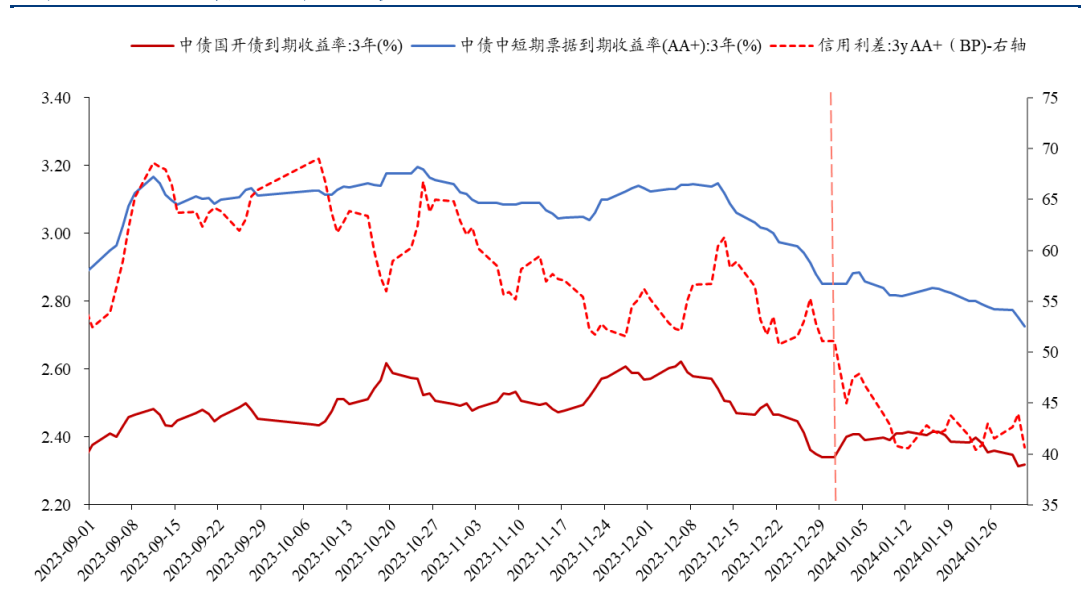
图表 1 1月信用债收益率进一步下行，信用利差极致压缩.....	5
图表 2 1月信用债净融资同比、环比均大幅增长.....	6
图表 3 1月产业债净融资同比、环比均大幅增长.....	6
图表 4 1月城投债净融资同比下降、环比增长.....	6
图表 5 苏鲁赣豫新城投净融资位居前五(亿元).....	6
图表 6 各期限信用债发行规模.....	7
图表 7 各月信用债取消发行规模情况.....	7
图表 8 1月各省城投债成交 YTM 情况.....	8
图表 9 1月各省城投债成交笔数情况.....	9
图表 10 1月城投、房地产、煤炭、钢铁行业高估值成交前十大活跃主体.....	9
图表 11 1月城投、房地产、煤炭、钢铁行业低估值成交前十大活跃主体.....	10
图表 12 近两月折价成交城投平台区域分布.....	10
图表 13 1月折价成交城投平台概况.....	11
图表 14 1月主体评级下调企业概览.....	12
图表 15 1月主体评级上调企业概览.....	13
图表 16 1月债项隐含评级下调企业概览.....	13
图表 17 1月债项隐含评级上调企业概览.....	14
图表 18 1月信用债市场相关政策跟踪——中央政策.....	15
图表 19 1月信用债市场相关政策跟踪——地方政策.....	16
图表 20 1月信用利差普遍收窄，高票息品种表现优（BP）.....	18
图表 21 1y 不同品种信用利差走势.....	19
图表 22 3y、5y 不同品种信用利差走势.....	19
图表 23 整体信用利差变动情况.....	19
图表 24 各隐含评级信用债的期限利差走势.....	19
图表 25 期限利差变动情况.....	20
图表 26 各剩余期限品种的等级利差走势.....	20
图表 27 信用债等级利差变动情况.....	20
图表 28 1年期各隐含评级城投债信用利差走势.....	21
图表 29 3年期各隐含评级城投债信用利差走势.....	21
图表 30 城投债利差变动情况.....	21
图表 31 城投区域利差及变化（BP）.....	22
图表 32 地产债利差走势.....	23
图表 33 国企、民企地产债利差（单位：BP）.....	23

图表 34 地产债信用利差变动情况 .....	23
图表 35 煤炭库存与动力煤价格 .....	24
图表 36 煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况 .....	24
图表 37 煤炭债信用利差走势 .....	24
图表 38 煤炭债信用利差变动情况 .....	24
图表 39 螺纹钢量、价、库存走势 .....	25
图表 40 钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况 .....	25
图表 41 钢铁债信用利差走势 .....	25
图表 42 钢铁债信用利差变动情况 .....	26
图表 43 银行二级资本债信用利差走势 .....	26
图表 44 银行二级资本债信用利差变动情况 .....	27
图表 45 银行永续债信用利差走势 .....	27
图表 46 银行永续债信用利差变动情况 .....	28
图表 47 ABS 信用利差走势 .....	28
图表 48 ABS 信用利差变动情况 .....	29

## 一、低利率环境下行情持续演绎，信用利差极致压缩

1月城投债化债行情持续，城市房地产融资协调机制加速落实，叠加降息预期以及股债翘板效应，机构对债券配置力量较强，资产荒行情较为显著，信用债收益率进一步下行，信用利差极致压缩。具体来看，月初央行大幅净回笼，资金面边际收敛，无风险利率上行带动信用利差被动收窄。中旬，资金面转向平稳，市场对降息的预期落空，但同时经济数据改善不及预期，信用债收益率跟随无风险利率小幅下行，对应信用利差窄幅震荡。下旬，权益市场表现偏弱，央行超预期降准50BP，无风险收益率快速下行，信用债进一步打开下行空间，信用利差压缩至历史较低水平。

图表1 1月信用债收益率进一步下行，信用利差极致压缩



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、一级市场：市场申购热度环比上升，城投债净融资由负转正

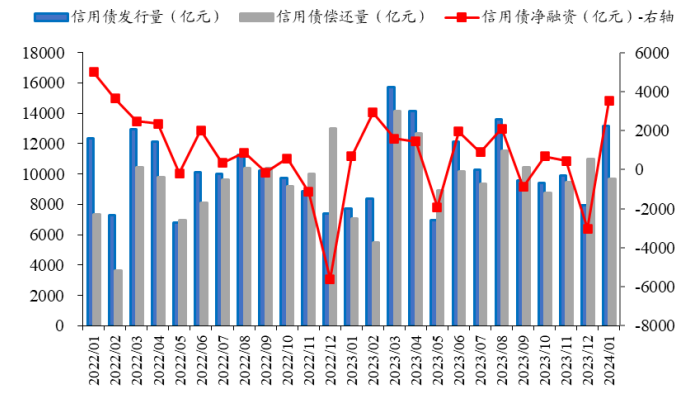
1月信用债一级市场申购热度高于上月，1年以内、5年以上发行占比上升，平均发行期限小幅上升。信用债净融资同比、环比均大幅增长，其中产业债净融资同比、环比均有所增长，城投债净融资同比下降、环比增长。

### (一) 信用债：净融资同比、环比均大幅增长，申购热度较上月提升

1月信用债整体净融资规模同比、环比均大幅增长。具体看，1月信用债净融资3522亿元，同比上升2841亿元，环比上升6541亿元；其中，产业债净融资3454亿元，同比上升3298亿元，环比上升5339亿元，发行占比由12月的63%上升至64%。

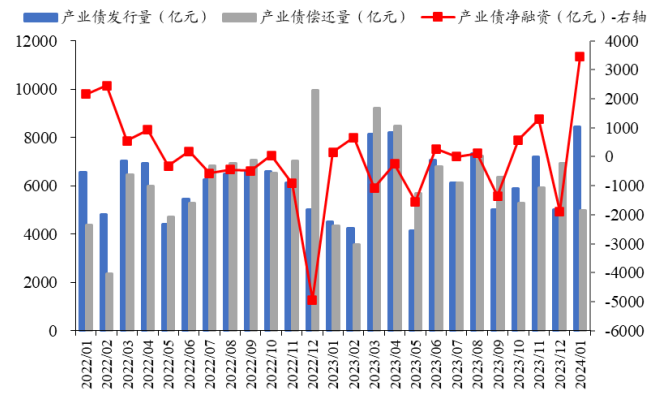
1月信用债共发行1512只，投标（申购）数据可得的债券有806只。其中，产业债400只，发行火热（申购倍数大于等于2，下同）的共131只，所占比例达33%，较上月30%有所上升；城投债406只，发行火热的共302只，所占比例达74%，较上月63%有所上升。

图表2 1月信用债净融资同比、环比均大幅增长



资料来源: Wind, 华创证券

图表3 1月产业债净融资同比、环比均大幅增长

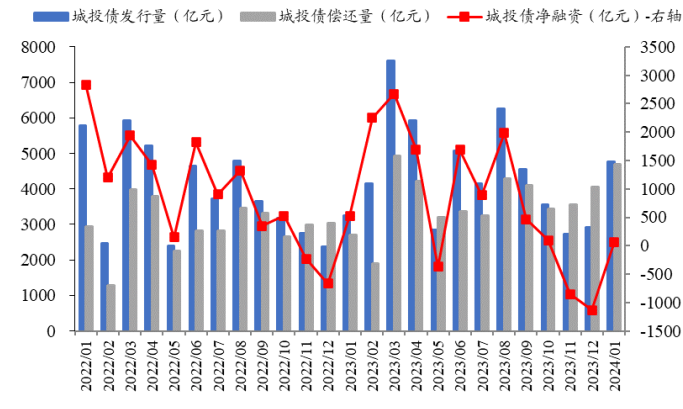


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 城投债: 净融资同比下降、环比增长, 结束连续四个月的下降趋势

1月全国城投债整体净融资规模68亿元, 同比下降457亿元, 近半数省份净融资同比下降。其中湖北、安徽同比下降超100亿元, 而江西同比上升86亿元。从环比变化来看, 一揽子化债政策以来, 监管对城投平台严控新增融资, 城投债净融资自9月开始连续4个月环比下降, 其中11-12月净融资为负, 且缺口有所扩大, 1月城投净融资由负转正, 环比有所提升。

图表4 1月城投债净融资同比下降、环比增长



资料来源: Wind, 华创证券

图表5 1月苏鲁赣豫新城投净融资位居前五(亿元)

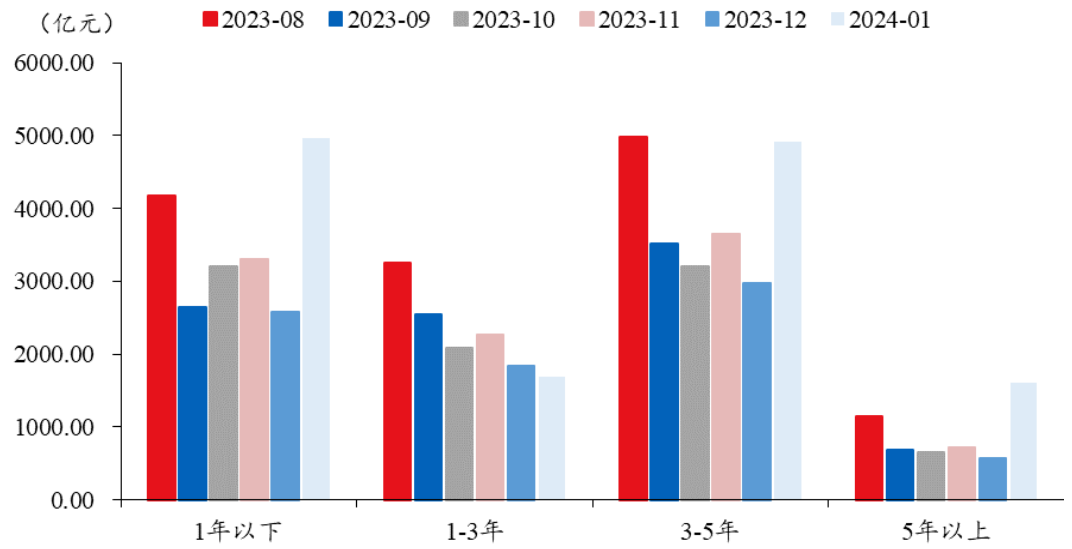
省份	11月	12月	1月	1月环比变动	1月同比变动	省份	11月	12月	1月	1月环比变动	1月同比变动
江苏	-104	-180	255	434	60	内蒙古	0	-1	0	1	0
山东	-42	-52	116	168	53	青海	-8	-8	4	12	4
江西	25	-28	96	124	86	辽宁	-28	-6	-4	2	-1
河南	-37	49	38	-11	35	黑龙江	-2	-52	-4	47	-3
新疆	-24	12	29	17	37	北京	33	2	-5	-7	-10
湖南	-28	-176	25	201	32	广西	-90	38	-11	-49	-8
河北	0	3	15	12	20	云南	26	-32	-11	21	-5
上海	2	0	11	11	43	吉林	-4	-64	-18	46	-18
四川	-13	-88	7	95	-1	重庆	-113	28	-37	-64	-76
陕西	15	7	7	0	-17	浙江	-120	-121	-41	80	-85
广东	-13	-35	3	38	-6	福建	14	-13	-45	-32	-91
山西	22	6	2	-3	-18	天津	-216	-198	-45	153	-54
西藏	0	5	1	-4	-6	贵州	-55	-183	-64	120	-46
甘肃	-1	14	0	-14	24	湖北	-89	-8	-69	-61	-158
海南	0	0	0	0	0	安徽	21	-54	-187	-132	-238
宁夏	-17	0	0	0	-6	全国总和	-848	-1134	68	1202	-457

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 融资期限: 1年以内、5年以上占比上升, 平均发行期限小幅上升

1年以内、5年以上发行占比上升, 1-3年、3-5年发行占比下降, 加权平均发行期限为2.74年, 相对12月的2.64年有所上升。

图表 6 各期限信用债发行规模



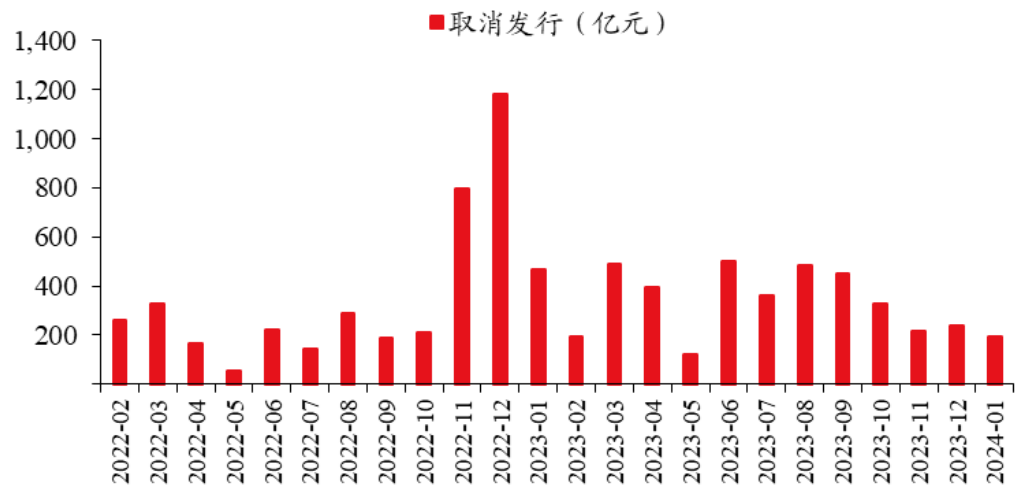
资料来源: Wind, 华创证券

注: 发行期限所属区间划分按照左闭右开标准, 如 3-5 年区间为发行期限大于等于 3 年且小于 5 年。

#### (四) 取消发行情况: 1 月取消发行规模环比下降

1 月信用债取消发行规模为 196 亿元, 较上月减少 45 亿元。

图表 7 各月信用债取消发行规模情况



资料来源: Wind, 华创证券

### 三、二级市场: 城投债成交收益率、活跃度普遍下行, 折价成交持续减少

化债政策推进下, 城投债依然是挖收益的重要板块, 1 月各期限平均成交收益率环比继续普遍下行, 青海、云南、广西、宁夏等偏尾部区域 2 年以内品种收益率下行超 60BP, 而城投债成交活跃度环比下降。城投债折价成交明显减少, 高估值成交主要分布在山东、广西等区域; 城投低估值成交分布于山东、四川、重庆等区域。地产债高估值成交主体主要集中于重庆龙湖、金地集团、万科等。房企融资支持政策与房地产销售放松政策持续推动下, 关注后续房企融资与销售数据改善情况。

### (一) 成交跟踪：城投债成交收益率普遍下行，成交活跃度总体有所下降

成交收益率方面，城投各期限平均成交收益率环比普遍下行。青海、云南、广西、宁夏等偏尾部区域 2 年以内品种收益率下行尤为明显，下行幅度超 60BP。中间梯队区域和偏强区域各期限成交收益率下行幅度在 20-40BP 左右。

图表 8 1 月各省份城投债成交 YTM 情况

省份	1月成交YTM						环比变化 (BP)					
	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限
贵州	8.32%	7.51%	6.71%	7.36%	9.54%	7.65%	-65	-164	-85	-91	-112	-116
青海	6.63%	6.92%	-	-	-	6.76%	-85	-232	-	-	-	-122
云南	4.86%	5.46%	6.63%	6.73%	6.40%	5.65%	-98	-77	-53	-39	-47	-62
广西	4.75%	5.77%	6.14%	5.29%	5.86%	5.59%	-93	-101	-55	-113	-25	-92
辽宁	5.49%	4.64%	6.70%	-	4.19%	5.57%	140	71	-61	-	-	-23
山东	4.31%	4.95%	4.68%	4.38%	5.25%	4.72%	-52	-52	-40	-33	6	-48
四川	3.62%	4.34%	4.70%	4.94%	4.89%	4.41%	-27	-33	-33	-37	-109	-34
宁夏	4.35%	3.84%	5.35%	-	-	4.28%	-95	-108	-83	-	-	-116
陕西	3.88%	4.31%	4.26%	4.22%	5.01%	4.17%	-43	-38	-55	-29	103	-39
重庆	3.61%	3.73%	4.18%	5.29%	5.84%	3.94%	-20	-45	-66	-27	25	-38
黑龙江	4.12%	3.35%	-	-	-	3.94%	-27	-63	-	-	-	-23
河南	3.73%	3.78%	3.80%	3.94%	5.53%	3.78%	-34	-30	-16	-90	6	-31
江西	3.56%	3.56%	3.61%	4.04%	3.69%	3.62%	-13	-30	-23	-28	-26	-22
湖南	3.24%	3.60%	3.73%	4.13%	5.06%	3.62%	-32	-25	-39	-57	-41	-31
天津	3.14%	3.70%	3.66%	4.91%	5.33%	3.55%	-40	-80	-44	-	-93	-48
湖北	3.21%	3.59%	3.45%	3.72%	3.88%	3.50%	-35	-24	-15	-22	-32	-26
河北	3.35%	3.53%	3.56%	5.66%	-	3.48%	-44	-32	-20	185	-	-34
甘肃	3.28%	3.55%	3.09%	5.66%	-	3.45%	-27	-144	-192	9	-	-109
吉林	3.02%	3.26%	3.60%	-	-	3.29%	-43	-32	-31	-	-	-32
安徽	3.01%	3.30%	3.35%	3.40%	3.35%	3.24%	-30	-11	-21	-40	-42	-20
山西	2.99%	3.38%	3.10%	3.05%	-	3.21%	-36	-37	-42	-37	-	-37
新疆	3.14%	3.19%	3.34%	3.15%	-	3.21%	-15	-19	-48	-43	-	-22
江苏	2.98%	3.25%	3.37%	3.29%	3.33%	3.19%	-28	-19	-31	-26	-35	-25
西藏	2.90%	2.95%	3.17%	3.65%	-	3.08%	-71	-24	-37	-	-	-34
福建	3.02%	3.07%	3.07%	3.44%	3.03%	3.06%	-15	-22	-26	-5	-12	-22
浙江	2.86%	2.97%	3.13%	3.15%	3.20%	3.00%	-27	-24	-18	-27	-25	-23
海南	2.74%	3.31%	-	-	-	2.95%	-37	14	-	-	-	-20
广东	2.75%	2.90%	3.03%	2.96%	3.38%	2.92%	-24	-29	-17	-25	-21	-23
内蒙古	2.77%	2.96%	3.02%	-	-	2.83%	-37	-28	-	-	-	-32
北京	2.67%	2.77%	2.83%	3.12%	3.02%	2.78%	-25	-27	-25	-12	-	-26
上海	2.67%	2.77%	2.90%	2.92%	3.03%	2.78%	-22	-19	-15	-19	-13	-20
全国	3.72%	4.05%	3.97%	4.20%	4.46%	3.95%	-35	-35	-31	-36	-36	-35

资料来源：Wind，华创证券

注：1) 数据来自wind，截至1月31日；2) 成交收益率为当期交易金额大于100万，行权剩余期限大于半年的所有成交的加权成交YTM平均数。

成交活跃度方面，1月各期限城投债日均成交笔数普遍下降，其中3年期内下降尤为明显。分区域来看，城投债成交缩量主要来自山东、北京、江苏、四川、云南等区域；部分区域城投债成交活跃度环比提升，包括青海、湖南、重庆等。

**图表9 1月各省市城投债成交笔数情况**

省份	1月日均成交笔数						环比变化(笔)					
	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限
贵州	75	83	31	13	0	202	21	4	5	1	-1	30
青海	10	5	-	-	-	15	2	4	-	-	-	6
湖南	35	77	38	18	2	170	-3	-6	5	6	-1	1
重庆	44	64	49	12	2	170	-6	-2	8	1	0	1
山西	5	11	5	0	-	22	0	2	-1	0	-	1
黑龙江	1	0	-	-	-	2	1	0	-	-	-	1
内蒙古	1	0	0	-	-	1	0	0	0	-	-	0
宁夏	5	9	3	-	-	17	0	2	-2	-	-	0
辽宁	0	1	1	-	0	2	0	1	-1	-	0	0
海南	1	0	-	-	-	1	0	-1	-	-	-	-1
西藏	1	1	2	0	-	4	1	-1	-1	0	-	-1
吉林	3	7	4	-	-	14	0	-2	0	-	-	-2
天津	34	27	20	-	5	86	-11	-7	13	-	2	-3
广西	25	40	31	1	0	97	3	0	-5	-1	0	-4
甘肃	2	4	0	0	-	7	0	-4	0	0	-	-4
新疆	8	9	4	2	-	22	-1	-5	0	0	0	-6
河南	67	77	38	3	2	187	-3	-12	9	-1	0	-7
上海	9	13	7	2	0	32	-6	0	-2	0	-1	-9
安徽	26	49	27	3	3	108	0	-11	2	-1	0	-10
浙江	78	78	76	20	2	254	-6	-9	4	-1	0	-13
河北	13	33	7	0	-	52	-6	-3	-3	-2	0	-13
福建	17	24	20	2	1	63	1	-9	-2	-4	0	-14
广东	15	14	13	5	1	47	-3	-15	1	-2	0	-20
江西	44	72	34	16	3	170	-7	-15	-3	0	2	-22
陕西	28	53	8	4	1	93	-3	-22	3	-1	-1	-23
湖北	29	59	21	13	3	125	-5	-10	-4	-5	-2	-27
云南	29	18	28	5	1	81	-16	-6	-18	-1	1	-41
四川	48	74	105	31	5	263	0	-34	-16	4	-2	-48
江苏	146	156	114	15	7	438	5	-51	-11	0	2	-56
北京	11	10	91	1	0	112	-1	-8	-48	-1	0	-58
山东	145	328	128	21	7	628	-39	-36	10	-1	-1	-68
全国	956	1396	904	185	46	3486	-85	-256	-56	-9	-2	-407

资料来源: Wind, 华创证券

注:1) 数据来自wind, 截至2024年1月31日; 2) 成交笔数为当期交易金额大于100万, 行权剩余期限大于半年的所有成交的成交笔数之和。

### (二) 异常成交前十大活跃主体

1月城投债前十大低估值成交活跃主体成交金额高于前十大高估值成交活跃主体成交金额。城投债高估值成交主体主要为山东、广西等区域, 低估值成交主体分布于山东、四川、重庆等区域。地产行业高估值成交主体主要集中于重庆龙湖、金地集团、万科等。煤炭债方面, 山东宏河控股集团有限公司高估值成交1.38亿元, 低估值成交5.24亿元, 此外还有4家低估值成交主体, 成交金额相对较小。钢铁债成交估值相对稳定, 仅河钢集团有限公司低估值成交0.81亿元。

**图表10 1月城投、房地产、煤炭、钢铁行业高估值成交前十大活跃主体**

城投	成交金额(亿元)	房地产	成交金额(亿元)
济宁市兖州区惠民城建投资有限公司	14.58	重庆龙湖企业拓展有限公司	11.60
邹城市城资控股集团有限公司	10.23	金地(集团)股份有限公司	8.99
广西柳州市投资控股集团有限公司	6.70	万科企业股份有限公司	6.93
柳州东通投资发展有限公司	6.16	新湖中宝股份有限公司	3.77
湖南天易集团有限公司	5.87	平安不动产有限公司	1.49
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	5.79	光大嘉宝股份有限公司	1.22

广西柳州市城市建设投资发展集团有限公司	5.32	西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司	0.75
西安曲江文化产业投资(集团)有限公司	5.15	绿城房地产集团有限公司	0.12
贵州贵安发展集团有限公司	5.10	-	-
上饶创新发展产业投资集团有限公司	4.94	-	-
<b>煤炭</b>	<b>成交金额(亿元)</b>	<b>钢铁</b>	<b>成交金额(亿元)</b>
山东宏河控股集团有限公司	1.38	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、城投主体为YY城投口径; 2、成交高于估值居市场同期前5%为高估值成交。

图表 11 1月城投、房地产、煤炭、钢铁行业低估值成交前十大活跃主体

城投	成交金额(亿元)	房地产	成交金额(亿元)
潍坊滨城投资开发有限公司	24.24	平安不动产有限公司	5.69
遵义交旅投资(集团)有限公司	19.37	重庆龙湖企业拓展有限公司	4.88
遵义道桥建设(集团)有限公司	19.09	杭州滨江房产集团股份有限公司	0.30
西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司	18.28	天津天保基建股份有限公司	0.20
酉阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	15.43	金地(集团)股份有限公司	0.02
贵州贵安发展集团有限公司	12.08	万科企业股份有限公司	0.02
遂宁开达投资有限公司	11.49	-	-
重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司	9.05	-	-
内江投资控股集团有限公司	8.91	-	-
巴中市文化旅游发展集团有限公司	8.77	-	-
<b>煤炭</b>	<b>成交金额(亿元)</b>	<b>钢铁</b>	<b>成交金额(亿元)</b>
山东宏河控股集团有限公司	5.24	河钢集团有限公司	0.81
陕西煤业化工集团有限责任公司	0.16	-	-
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	0.14	-	-
山西焦煤集团有限责任公司	0.12	-	-
兖矿能源集团股份有限公司	0.12	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、城投主体为YY城投口径; 2、成交低于估值居市场同期前5%为低估值成交。

### (三) 城投债折价成交情况

1月折价成交城投主体共17家,与上月持平。城投债折价成交总额为2.18亿元,环比减少6.78亿元。

图表 12 近两月折价成交城投平台区域分布

1月						
省份	折价平台数(个)	折价平台存量债余额(亿元)	成交总额(亿元)	折价平台数量占比	折价平台余额占比	折价平台成交总额占比
贵州	13	535	1.70	10.40%	24.47%	0.59%
天津	1	1512	0.13	2.33%	39.59%	0.03%
云南	1	76	0.27	1.61%	3.88%	0.16%
广西	1	162	0.06	1.59%	6.49%	0.02%

云南	1	30	0.03	1.61%	1.54%	0.02%
合计	17	2315	2.18	-	-	-
<b>12月</b>						
省份	折价平台数(个)	折价平台存量债余额(亿元)	成交总额(亿元)	折价平台数量占比	折价平台余额占比	折价平台成交总额占比
贵州	14	720	7.19	11.20%	31.97%	2.82%
天津	1	1711	1.08	2.33%	44.28%	0.25%
云南	1	86	0.01	1.61%	4.45%	0.00%
黑龙江	1	44	0.68	7.14%	19.32%	18.43%
合计	17	2561	8.96	-	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、当前加权成交价格小于最新票面价格的90%视为折价成交; 2、折价平台数量占比为折价平台数/区域内城投平台总数; 3、折价平台余额占比为折价平台存量债余额/区域内所有平台存量债余额; 4、折价平台成交总额占比为折价平台成交总额/区域内所有平台成交总额。

图表 13 1月折价成交城投平台概况

发行人	折价成交金额(亿元)	成交均价(元)	省份	城市	实控人	总资产(亿元)	带息债务(亿元)	存量债余额(亿元)
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	0.90	22.84	贵州	安顺市	西秀区人民政府	208.42	63.02	22.56
黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司	0.29	38.37	贵州	黔东南州	黔东南州国资委	397.80	65.13	6.30
昆明交通产业股份有限公司	0.27	80.10	云南	昆明市	昆明市国资委	852.34	341.03	75.54
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	0.13	87.00	天津	天津市	天津市国资委	9252.64	4921.81	1512.10
遵义交旅投资(集团)有限公司	0.08	69.28	贵州	遵义市	遵义市人民政府	1095.12	483.73	86.13
贵州贵安发展集团有限公司	0.08	27.50	贵州	贵阳市	贵州贵安新区管委会	2748.32	873.40	186.15
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	0.07	34.64	贵州	六盘水市	水城县人民政府	177.93	29.35	4.00
贵州水城水务投资有限责任公司	0.06	34.71	贵州	六盘水市	水城县经济和信息化局	180.57	27.95	9.00
广西柳州市投资控股集团有限公司	0.06	86.52	广西	柳州市	柳州市国资委	1932.21	978.14	162.01
遵义道桥建设(集团)有限公司	0.05	88.77	贵州	遵义市	遵义市人民政府	1659.05	498.72	166.96
贵州省红果经济开发区开发有限责任公司	0.05	10.00	贵州	六盘水市	盘州市人民政府	217.71	62.85	2.40
遵义鸭溪大地投资开发有限责任公司	0.03	87.89	贵州	遵义市	遵义市播州区人民政府	90.17	14.25	3.74
遵义市播州区交通建设投资有限公司	0.03	80.61	贵州	遵义市	遵义市播州区人民政府	117.21	26.54	9.00
凯里市文化旅游产业投资发展股份有限公司	0.03	88.29	贵州	黔东南州	凯里市人民政府国资管理办公室	121.49	25.22	6.00
高密市国有资产管理有限公司	0.03	88.59	山东	潍坊市	高密市国资管理办公室	483.06	119.81	29.90
遵义市新蒲发展集团有限责任公司	0.02	83.67	贵州	遵义市	遵义市人民政府	391.64	136.50	10.00
黔西南州水资源开发投资(集团)有限公司	0.01	86.00	贵州	黔西南州	黔西南州人民政府	244.63	116.34	22.84

资料来源: Wind, 华创证券

注: 总资产、带息债务为2023年中报数据, 存量债余额为2024年1月31日数据。

#### 四、其他：评级调整以及热点政策跟踪

1月评级调整事件主要表现为穆迪下调四大 AMC 和部分城投公司主体评级，联合资信下调国厚资产评级，主体评级上调企业主要为外资银行和江苏、浙江、广东等区域城投。隐含评级方面，调低企业主要为江西、江苏等区域城投，调高主要为江苏、湖南、河南等区域城投。**热点政策方面**，中央政策继续强调指导金融机构合理运用债务重组、置换等手段，支持融资平台债务风险化解，两部门1月初发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，月内政策加速推进；地方层面多省财政工作会议召开，强调有序推挤地方债务风险化解，各省响应建立城市房地产融资协调机制积极上报项目，区域地产政策持续放松。

##### (一) 评级调整：多家银行和江浙粤城投上调，穆迪下调四大 AMC 与多家城投评级

从主体评级来看，1月发生 25 起主体评级下调事件，12 起主体评级上调事件。下调主要为穆迪批量下调四大 AMC 和部分城投公司评级，联合资信下调国厚资产评级；上调企业主要为外资银行和江苏、浙江、广东等区域多家城投公司。

图表 14 1月主体评级下调企业概览

企业名称	已发债券名称	评级调整日	评级机构	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
国厚资产管理股份有限公司	22 国厚 01	2024/1/8	联合资信	AA	A+	民营企业	非银金融	安徽
中国东方资产管理股份有限公司	19 东方二级资本债 01BC	2024/1/19	穆迪公司	A3	Baa2	中央国有企业	非银金融	北京
中国信达资产管理股份有限公司	23 信达金融债 01	2024/1/19	穆迪公司	A3	Baa1	中央国有企业	非银金融	北京
中国长城资产管理股份有限公司	22 长城金融债 01BC	2024/1/19	穆迪公司	Baa1	Baa3	中央国有企业	非银金融	北京
中国中信金融资产股份有限公司	19 中国华融债 01(品种二)	2024/1/19	穆迪公司	Baa3	Ba1	中央国有企业	非银金融	北京
东兴证券股份有限公司	23 东兴证券 CP006	2024/1/22	穆迪公司	Baa2	Baa3	中央国有企业	非银金融	北京
常德市经济建设投资集团有限公司	23 经投 02	2024/1/25	穆迪公司	Ba1	Ba2	地方国有企业	城投	湖南
广西北部湾投资集团有限公司	22 北部湾投 MTN002A	2024/1/25	穆迪公司	Baa3	Ba1	地方国有企业	城投	广西
广西交通投资集团有限公司	23 桂交投 CP006	2024/1/25	穆迪公司	Baa2	Baa3	地方国有企业	城投	广西
广西投资集团有限公司	21 桂投 03	2024/1/25	穆迪公司	Baa2	Baa3	地方国有企业	有色金属	广西
河南省铁路建设投资集团有限公司	24 豫铁 02	2024/1/25	穆迪公司	A2	A3	地方国有企业	城投	河南
湖南湘江新区发展集团有限公司	20 湘江新区 PPN001	2024/1/25	穆迪公司	Baa2	Baa3	地方国有企业	城投	湖南
拉萨市城市建设投资经营有限公司	22 藏投 02	2024/1/25	穆迪公司	Baa2	Baa3	地方国有企业	城投	西藏
临沂城市发展集团有限公司	22 临沂城发 MTN002	2024/1/25	穆迪公司	Baa3	Ba1	地方国有企业	城投	山东
临沂城市建设投资集团有限公司	22 临城 G1	2024/1/25	穆迪公司	Baa3	Ba1	地方国有企业	城投	山东
梅溪湖投资(长沙)有限公司	20 梅溪湖	2024/1/25	穆迪公司	Baa3	Ba1	地方国有企业	城投	湖南
山东省土地发展集团有限公司	23 土地 01	2024/1/25	穆迪公司	A3	Baa1	地方国有企业	城投	山东
深业集团有限公司	23 深业 SCP004	2024/1/25	穆迪公司	Baa1	Baa2	地方国有企业	综合	广东
水发集团有限公司	24 水发集团 MTN001B	2024/1/25	穆迪公司	Baa1	Baa2	地方国有企业	城投	山东
潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	23 潍坊城建 SCP002	2024/1/25	穆迪公司	Ba1	Ba2	地方国有企业	城投	山东

烟台芝罘财金控股集团有限公司	21 芝罘 01	2024/1/25	穆迪公司	Baa3	Ba1	地方国有企业	城投	山东
银川通联资本投资运营集团有限公司	23 银川通联 MTN004	2024/1/25	穆迪公司	Ba2	Ba3	地方国有企业	城投	宁夏
郑州地铁集团有限公司	23 郑州地铁 GN002	2024/1/25	穆迪公司	A3	Baa1	地方国有企业	城投	河南
中原豫资投资控股集团有限公司	23 中豫 01	2024/1/25	穆迪公司	A2	A3	地方国有企业	城投	河南
株洲市城市建设发展集团有限公司	23 株城 06	2024/1/25	穆迪公司	Baa3	Ba1	地方国有企业	城投	湖南

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 1 月 31 日。

图表 15 1 月主体评级上调企业概览

企业名称	已发债券名称	评级调整日	评级机构	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
国民银行(中国)有限公司	23 国民银行(中国)CD041	2024/1/2	标准普尔	AA+	AAA	外商独资企业	银行	北京
宁波舜通集团有限公司	22 舜通 02	2024/1/9	中债资信	A	A+r	地方国有企业	城投	浙江
茂名港集团有限公司	23 茂名 01	2024/1/9	中债资信	BBB	BBB+r	地方国有企业	城投	广东
华鲁控股集团有限公司	21 华鲁 01	2024/1/16	穆迪公司	A3 (关注降级)	A3 (稳定)	地方国有企业	化工	山东
宜春市创业投资有限公司	24 宜创 01	2024/1/22	中债资信	BBB+	A-r	地方国有企业	城投	江西
江苏金坛国发国际投资发展有限公司	23 金坛 D3	2024/1/22	中债资信	A-	A+r	地方国有企业	城投	江苏
宁波杭州湾新区开发建设有限公司	23 杭开 03	2024/1/23	中债资信	A-	A+r	地方国有企业	城投	浙江
企业银行(中国)有限公司	24 企业银行 CD001	2024/1/24	联合资信	AA+	AAA	外商独资企业	银行	天津
光明食品(集团)有限公司	23 光明 02	2024/1/25	穆迪公司	Baa2 (负面)	Baa2 (稳定)	地方国有企业	食品饮料	上海
平安银行股份有限公司	22 平安银行绿色金融债	2024/1/30	标准普尔	BBB+ (负面)	BBB+ (稳定)	公众企业	银行	广东
湛江市交通投资集团有限公司	23 湛江交投 SCP001	2024/1/31	上海新世纪	AA	AA+	地方国有企业	城投	广东
福州水务集团有限公司	23 榕水 01	2024/1/31	上海新世纪	AA+	AAA	地方国有企业	城投	福建

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 1 月 31 日。

从隐含评级来看, 1 月 17 家企业债项隐含评级下调, 28 家企业债项隐含评级上调。其中调低企业主要为城投公司, 分布于江西、江苏等区域, 调高企业主要为江苏、湖南、河南等区域城投。

图表 16 1 月债项隐含评级下调企业概览

企业名称	调整债券名称	评级调整日	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
步步高商业连锁股份有限公司	步步高 1	2024/1/2	BBB	B	地方国有企业	商业贸易	湖南
步步高投资集团股份有限公司	22 步步高 MTN001	2024/1/2	BBB	B	民营企业	商业贸易	湖南
孝感市涇水建设投资有限公司	20 涇水 01	2024/1/3	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	湖北
广汉市广鑫投资发展有限公司	20 广鑫 01	2024/1/4	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	四川
上海爱建信托有限责任公司	惠智 1A1	2024/1/8	AAA	AAA-	地方国有企业	非银金融	上海
六盘水市旅游文化投资有限责任公司	21 六旅 01	2024/1/9	AA	AA-	地方国有企业	城投	贵州
中国环球租赁有限公司	环球 1A2	2024/1/10	AA+	AA	中央国有企业	非银金融	北京
林州市城市投资集团有限公司	23 林城 01	2024/1/10	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	河南

新湖中宝股份有限公司	23 新湖中宝 MTN001	2024/1/11	AA+	AA	民营企业	房地产	浙江
江苏洋河新城投资开发有限公司	21 洋城 01	2024/1/11	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏
南昌市新建区城市建设投资发展有限公司	23 昌新 01	2024/1/12	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	江西
国美电器有限公司	20 国美 01	2024/1/15	CC	C	民营企业	商业贸易	北京
上饶市广丰区发展集团有限公司	23 广丰 01	2024/1/17	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	江西
韩城华瑞城建发展有限公司	华瑞 07	2024/1/18	AAA-	AA+	中央国有企业	建筑装饰	陕西
金华市多湖中央商务区建设投资有限公司	22 多湖债	2024/1/24	AA+	AA	地方国有企业	城投	浙江
弋阳县城投综合体项目建设有限责任公司	20 弋阳 01	2024/1/25	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	江西
如皋市禹通河道整治经营管理有限公司	20 禹通 01	2024/1/31	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 1 月 31 日, 同一企业调整债券有多只, 表中陈列为最新调整债券。

图表 17 1 月债项隐含评级上调企业概览

企业名称	调整债券名称	评级调整日	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
株洲循环经济投资发展集团有限公司	23 循环 01	2024/1/3	A+	AA-	地方国有企业	城投	湖南
西宁城市投资管理有限公司	23 西投 01	2024/1/5	A+	AA-	地方国有企业	城投	青海
常州天宁建设发展集团有限公司	23 天宁 01	2024/1/8	AA(2)	AA	地方国有企业	城投	江苏
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	23 温州铁投 SCP002	2024/1/8	AA	AA+	地方国有企业	城投	浙江
柳州东通投资发展有限公司	23 柳投 01	2024/1/9	A+	AA-	地方国有企业	城投	广西
柳州市城市投资建设发展有限公司	23 柳债 01	2024/1/9	A+	AA-	地方国有企业	城投	广西
安顺市交通建设投资有限责任公司	17 安顺交投债	2024/1/10	A-	A	地方国有企业	城投	贵州
遵义道桥建设(集团)有限公司	22 遵桥 01	2024/1/10	A-	A	地方国有企业	城投	贵州
山东省商业集团有限公司	23 鲁商 SCP007	2024/1/11	AA-	AA	地方国有企业	商业贸易	山东
贵州金凤凰产业投资有限公司	19 金凤凰债	2024/1/15	A+	AA-	地方国有企业	城投	贵州
鱼台县鑫达经济开发投资有限公司	19 鱼台鑫达债	2024/1/15	A+	AA-	地方国有企业	城投	山东
怀化市城市建设投资有限公司	22 怀化城投 MTN001	2024/1/16	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	湖南
中国对外经济贸易信托有限公司	东灿 1A3	2024/1/17	AA	AA+	中央国有企业	非银金融	北京
中航信托股份有限公司	PR02 优	2024/1/17	AA	AA+	中央国有企业	非银金融	江西
周口市城乡开发投资有限公司	23 周城 01	2024/1/17	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	河南
巴中市国有资本运营集团有限公司	23 巴中 01	2024/1/18	A+	AA-	地方国有企业	城投	四川
开封经济技术开发(集团)有限公司	23 开经 01	2024/1/18	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	河南
柳州市龙建投资发展有限责任公司	21 柳龙 01	2024/1/18	A+	AA-	地方国有企业	城投	广西
丰县城市建设投资集团有限公司	23 丰县 01	2024/1/22	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏
河北银行股份有限公司	23 河北银行 CD123	2024/1/23	AA	AA+	地方国有企业	银行	河北
宿迁市湖滨新城投资开发有限公司	17 湖滨新城 01	2024/1/24	A+	AA-	地方国有企业	城投	江苏
遵义经济技术开发区投资建设有限公司	21 遵经 01	2024/1/24	A+	AA-	地方国有企业	城投	贵州
四川能投金鼎产融控股集团有限公司	23 金鼎产融	2024/1/26	AA-	AA	地方国有企业	非银金融	四川

	MTN001						
岳阳惠临投资发展有限公司	20 惠临 03	2024/1/26	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	湖南
云南省投资控股集团有限公司	24 云投 CP001	2024/1/26	AA-	AA(2)	地方国有企业	综合	云南
漯河投资控股集团有限公司	24 漯投 01	2024/1/29	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	河南
张家港保税区金港资产经营有限公司	23 金港 01	2024/1/29	AA(2)	AA	地方国有企业	城投	江苏
泰州市新滨江开发有限责任公司	23 泰滨 01	2024-01-30	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 1 月 31 日, 同一企业调整债券有多只, 表中陈列为最新调整债券。

## (二) 政策跟踪: 债务风险化解有序推进, 城市房地产融资协调机制加速落地

从中央政策来看, (1) 城投方面, 中国人民银行工作会议继续强调指导金融机构合理运用债务重组、置换等手段, 支持融资平台债务风险化解。地方国资委负责人会议强调牢牢守住不发生系统性重大风险的底线。政策基调偏利好, 城投债安全性仍有一定保障。(2) 地产方面, 1 月初两部门发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》, 月内政策加速推进, 近期多省公布首批房地产项目白名单, 随着更多项目获得融资支持, 企业资金压力有望得到明显缓解。此外, 两部门发布《关于做好经营性物业贷款管理的通知》, 提到全国性商业银行可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, 对改善房地产企业的流动性具有重要作用。(3) 金融方面, 国家金融监督管理总局发布《金融租赁公司管理办法(征求意见稿)》, 文件侧重坚持回归租赁业务本源, 严格准入标准和监管要求。临近月末, 中国银行披露了关于发行 TLAC(总损失吸收能力)非资本债券的董事会决议公告, 近期国有大行加速发行 TLAC 非资本债务工具。(4) 此外, 据财新网报道, 部分寿险公司接窗口指导, 调降万能险结算利率, 有利于降低寿险业负债端成本, 防范可能发生的寿险公司因过度市场竞争、保证结算利率进而出现利差亏损的行业风险。

图表 18 1 月信用债市场相关政策跟踪——中央政策

时间	机构	文件/会议/讲话名称	主要内容
1 月 5 日	中国人民银行	中国人民银行工作会议	<b>指导金融机构按照市场化、法治化原则, 合理运用债务重组、置换等手段, 支持融资平台债务风险化解。</b> 因城施策精准实施好差异化住房信贷政策, 满足各类房地产企业合理融资需求。 <b>推动化解中小金融机构风险, 推动重点机构风险处置。</b>
1 月 5 日	住房和城乡建设部、金融监管总局	《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》(建房〔2024〕2 号)	<b>在地级以上城市建立城市房地产融资协调机制,</b> 研判房地产市场形势和房地产融资需求, 协调解决房地产融资中存在的困难和问题, 按照公平公正原则, 综合房地产项目的开发建设情况及项目开发企业有关情况, <b>提出可以给予融资支持的房地产项目名单, 推送金融机构, 做好融资支持。</b>
1 月 5 日	国家金融监督管理总局	《金融租赁公司管理办法(征求意见稿)》	<b>一是坚持回归租赁业务本源。</b> 牢固树立回归租赁主责主业的鲜明导向, 推动金融租赁公司围绕融资与融物相结合的功能定位探索开展特色化经营, 为实体经济提供优质金融服务。 <b>二是严格准入标准和监管要求。</b> 适度提高部分行政许可条件, 增加主要发起人类型, 着力推进金融高水平开放。 <b>三是坚持把防控风险作为金融工作的永恒主题。</b> 完善业务经营规则和监管规则, 调整优化监管指标, 合理控制业务增速和杠杆水平。
1 月 9 日	财新网	部分寿险公司接窗口指导 调降万能险结算利率	<b>监管部门日前窗口指导部分寿险公司压降了万能险结算利率。</b> 综合各家机构的反馈, 具体来看, 从 2024 年 1 月起, 各家公司的万能险结算利率需压降至不超过 4%; 2024 年 6 月应进一步压降至 3.8%, 部分规模较大以及风险处置机构需压降至不超过 3.5%。
1 月 12 日	国务院国资委	地方国资委负责人会议	<b>强化风险防控, 指导企业持续做好重大风险评估监测和及时处置, 突出抓好债务风险处置, 严控重点领域风险, 进一步健全风险防控机制, 牢牢守住不发生系统性重大风险的底线。</b>

1月24日	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于做好经营性物业贷款管理的通知》	2024年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业， <b>全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，还可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。</b>
1月26日	住房和城乡建设部	城市房地产融资协调机制部署会	会议强调针对当前部分房地产项目融资难题， <b>各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单</b> ，协调本行政区域内金融机构发放贷款，精准有效支持合理融资需求。信贷资金要确保封闭运行、合规使用，坚决防止挪用。省级层面要跟踪监测落实情况，加强督促指导。国家层面将建立城市房地产融资协调机制项目信息平台，实行周调度、月通报。 <b>住房和城乡建设部抓机制落实力度大，1月底前，第一批项目名单落地后即可争取贷款。</b>
1月26日	中国银行	中国银行股份有限公司董事会决议公告	<b>中国银行披露了关于发行 TLAC（总损失吸收能力）非资本债券的董事会决议公告</b> ，同意中国银行分批次发行减记型总损失吸收能力非资本债务工具，并将有关事项提交股东大会审批，发行规模不超过 1500 亿元人民币或等值外币。

资料来源：央行，住建部，金融监管总局，财新网，公司公告，华创证券整理

从地方政策来看，（1）城投方面，多省财政工作会议召开，强调严格落实一揽子化债方案，建立防范化解地方债务风险长效机制，妥善处置存量债务，严防变相违规举债，坚决守住不发生系统性风险的底线等内容。月内潍坊市财政局发布 2023 年第四季度重点工作进展成效与举措，提及整合成立市融资担保集团存在两方面问题，故建议“整合成立市融资担保集团”事项暂缓推进。但考虑到 2023 年以来潍坊市积极采取化债举措缓释区域风险，包括成立化债专班、协调金融资源支持以及争取化债建制县试点等，预计市融资担保集团暂缓成立对区域债务风险影响可控，关注后续区域其他化债举措落地情况。（2）地产方面，各省响应建立城市房地产融资协调机制积极上报项目的同时，区域地产政策持续放松，从一线城市调整情况来看，上海调整住房公积金个人住房贷款政策以及限购政策，广州放开 120 平方米以上住房限购，有助于更好满足房地产市场供求关系发生重大变化新形势下的居民刚性和改善性住房需求。

图表 19 1 月信用债市场相关政策跟踪——地方政策

时间	机构	文件/会议/讲话名称	主要内容
1月2日	上海住房公积金管理委员会	《关于调整本市住房公积金个人住房贷款政策的通知》（沪公积金管委会〔2024〕1号）	<b>（1）关于第二套改善型住房的认定：</b> 缴存职工家庭名下在本市已有一套住房，在全国未使用过住房公积金个人住房贷款或首次住房公积金个人住房贷款已经结清的，认定为第二套改善型住房。 <b>（2）关于第二套改善型住房的最低首付比例：</b> 对于认定为第二套改善型住房的，最低首付比例为 50%；对于认定为第二套改善型住房，且贷款所购住房位于中国（上海）自由贸易试验区临港新片区以及嘉定、青浦、松江、奉贤、宝山、金山 6 个行政区全域的，最低首付比例为 40%。
1月9日	陕西省财政厅	陕西省财政工作会议	全省各级财政部门要守住底线， <b>严格落实一揽子化债方案，加大存量隐性债务化解力度</b> ，坚决防止新增隐性债务，加强融资平台债务管控，有效防范化解地方债务风险。
1月10日	重庆市人民政府	调研推动重庆金融高质量发展	<b>要优化金融监管方式，建立防范化解地方债务风险长效机制</b> ，守住不发生区域性系统性金融风险底线。
1月10日	浙江省财政厅	全省财政工作会议	<b>切实有效防范化解财政风险。开展全域“消橙”、局域“清零”行动，实施两轮化债穿透式核查，扎实化解债务风险。建立“三色”预警机制</b> ，构建市县财政困难程度评价体系，切实兜牢“三保”底线。构建多层次风险防控机制，积极防范社保基金风险。
1月11日	潍坊市财政局	潍坊市财政局 2023 年第四季度重点工作进展成效与举措	整合成立市融资担保集团存在两个方面的问题：一方面，目前市县两级正在推进国有企业优化整合，全市政府性融资担保机构的功能定位、发展规模、存续与否等尚不清晰，不利于整体的筹划和推进；另一方面，部分县级担保机构存在资本金和两项准备金（风险保证金和未到期责任准备金）不在账、资金回账难度大的问题，且部分县级担保机构存量业务风险较大，整合后市再担保集团可能会面临较大代偿风险。 <b>潍坊市财政局已向市政府提报关于“整合成立市融资担保集团”落实情况的报告，建议“整合成立市融资担保集团”事项暂缓推进。</b>

1月12日	人民银行江西省分行	2024年人民银行江西省分行工作会议暨全省外汇管理工作会议	<b>指导省内金融机构按照市场化、法治化原则，支持融资平台债务风险化解，守住不发生区域性、系统性金融风险底线。</b>
1月12日	湖北省人民政府办公厅	《省人民政府办公厅关于进一步规范财政收支管理的通知》（鄂政办发〔2023〕46号）	统筹安排资金偿还到期政府债券本息，逐步压降再融资债券发行比例。积极化解隐性债务，严格按序时进度完成化解任务。加强融资平台公司存量债务监控， <b>重点关注非标债务、公开市场债券和高息贷款化解工作，严防“爆雷”风险。</b>
1月16日	辽宁省人民政府	辽宁省财政工作会议	加强地方政府债务管理，提高资金绩效和政策效果，促进财政健康平稳可持续运行；防范化解地方债务风险。 <b>全力统筹化债资金资产资源和支持性政策措施，严格分类加强政府投资管理，妥善处置存量债务，严防变相违规举债，坚决守住不发生系统性风险的底线。</b>
1月17日	江西省财政厅	全省财政工作会议在南昌召开	坚决守住底线，防控债务风险。健全政府法定债务管理制度体系，将法定债务本息全部纳入政府预算管理。 <b>规范政府投资行为，严禁任何形式变相举债。探索开展地方债务全口径监测，做到早发现、早预警、早处置。</b>
1月17日	青海省财政厅	2024年度全省财政工作会议	<b>筑牢兜实基层“三保”底线，穷尽一切手段化解地方债务风险，牢牢守住安全底线。</b> 突出问题导向和目标导向，开展“监督绩效年”专项行动，严格执行预算法定原则，强化财经纪律刚性约束，从严落实过紧日子要求，严厉打击财务会计违法违规行为，把严肃财经纪律向纵深推进、向基层延伸。
1月17日	重庆市财政局	全市财政工作会议	<b>进一步加大隐性债务化解力度，持续推进债务风险防范化解。</b> 建立健全工作机制，分类施策、挖潜创新推进资产清理盘活，确保完成盘活目标。
1月18日	甘肃省财政厅	全省财政工作会议	<b>牢牢守住不发生系统性风险底线，在防控债务风险上加力。</b> 聚焦重点领域，紧盯关键环节，统筹资金资产资源，切实防范化解债务风险。
1月27日	广州市人民政府	《关于进一步优化我市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》	居民家庭和个人（不区分是否为本市户籍，下同）， <b>新购买建筑面积120平方米以上（不含120平方米）住房（包括新建住房和二手住房），不纳入限购范围；</b> 名下已有的建筑面积120平方米以上住房，不计入名下已拥有住房套数核算。
1月30日	上海市住建局、上海市房屋管理局	《关于优化本市住房限购政策的通知》（沪建房管联〔2024〕58号）	自1月31日起， <b>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，</b> 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。

资料来源：各省政府官网，各省财政厅官网等，华创证券

## 五、信用债策略：“资产荒”行情加剧，进一步挖掘尚有溢价品种

1月城投化债政策持续推进，城市房地产融资协调机制加速落实，信用债收益率全线下行，信用利差极致压缩，中长久期品种与中低等级品种等高票息资产表现更为突出。往后看，资产荒行情或将有所缓解，机构在继续抢配高票息资产的同时，需考虑流动性以提升组合防御能力。从最新市场行情来看，各板块信用策略如下：

1、城投利差已压缩至较低水平，建议后续根据基本面、政策面及机构行为的变化顺势而为，同时警惕化债政策推进效果不达预期所带来的估值调整风险。当前城投债等级利差压缩较为极致，进一步下沉弱区域的性价比不高，对于收益诉求较高机构，可对信用资质尚可主体适当拉久期至2-3年以博取收益。从区域来看，当前大部分区域城投利差已压缩至30%以下的历史较低分位数水平（2014年以来），其中青海、辽宁、广西、云南等区域城投利差的分位数仍较高，可重点关注上述化债重点省份的收益挖掘机会。对于风险偏好较低机构，可重点关注信用资质较好省份的下沉机会，例如福建、江苏区县级平台和江西、湖北、河北等省份的地级市平台。

2、当前地产债收益率较高，资产荒下可关注经营稳健央企地产债的修复机会。近期地产行业政策支持力度加大，地产债各品种收益率普遍下行，中低等级品种尤为显著。当前隐含评级AA品种收益率已降至历史以来5%以下分位数水平，但从板块比价来看，当前地产债绝对收益率仍较高，收益挖掘空间较为充裕。对于高等级央企地产债可适当拉长久期，民企和混合所有制企业的出清仍在继续，对该类主体依然维持谨慎。

3、煤炭债收益率压缩至历史低位，整体配置性价比较低，可关注其产业永续债的

品种溢价机会。对于收益诉求较高机构，可关注部分隐含评级 AA 主体的配置机会，如阳煤集团、兰花实业、临沂矿业等。

4、钢铁债整体配置性价比偏低，可关注部分钢企的结构性机会。或受益于地产链修复预期，近期中低等级钢铁债行情表现较好，可关注新钢集团、柳钢集团等配置机会。

5、中长端银行二永债收益率压缩至历史低位，综合赔率与胜率来看性价比不高，后续若出现一定调整可逢高配置，中短端银行二永债仍有一定幅度下行空间，且防御性相对较好。经济发达区域的城农商行二永债可适当信用下沉至隐含评级 AA 品种，部分好区域资质尚可主体的隐含评级 AA-品种也值得关注，博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。此外，TLAC 非资本债券发行后银行二永债的票息价值或将凸显，但预计 TLAC 非资本债券安全属性突出，且流动性较好，关注其供给放量下的配置价值。

6、ABS 各期限收益率接近历史最低水平，品种比价之下，仍具有一定吸引力，可关注 1-2y 隐含评级 AAA、AA+品种收益挖掘机会。

图表 20 1 月信用利差普遍收窄，高票息品种表现优 (BP)

1月	等级	信用利差							历史分位数								
		信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS	信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS
1Y	AAA	36	42	49	42	37	40	48	56	24%	33%	54%	22%	27%	20%	31%	9%
	AA+	46	47	64	56	46	41	49	71	18%	22%	41%	30%	11%	16%	25%	3%
	AA	51	53	91	56	51	46	57	90	11%	13%	3%	1%	4%	6%	8%	2%
2Y	AAA	31	34	43	36	31	32	36	52	26%	30%	60%	18%	28%	11%	15%	4%
	AA+	41	42	58	56	41	35	37	67	13%	19%	30%	36%	3%	11%	14%	0%
	AA	46	50	88	52	46	39	47	90	2%	11%	2%	0%	0%	6%	1%	0%
3Y	AAA	28	32	40	36	28	34	40	53	10%	13%	36%	7%	10%	6%	7%	1%
	AA+	41	39	56	61	41	38	43	79	3%	6%	10%	31%	0%	5%	5%	0%
	AA	54	50	100	61	54	47	54	102	2%	4%	9%	0%	0%	1%	0%	0%
4Y	AAA	29	32	41	36	29	34	43	61	4%	8%	30%	1%	4%	0%	0%	1%
	AA+	41	40	57	62	41	37	45	89	0%	2%	5%	21%	0%	0%	0%	0%
	AA	59	54	107	67	59	49	58	135	1%	2%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
5Y	AAA	36	39	49	44	36	36	44	69	16%	14%	51%	9%	17%	0%	0%	5%
	AA+	49	47	65	70	49	39	47	106	3%	6%	8%	22%	0%	0%	0%	4%
	AA	67	61	117	75	67	54	74	149	2%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
环比变化	等级	信用利差							历史分位数								
		信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS	信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS
1Y	AAA	4	3	1	4	3	-5	-8	4	9%	9%	4%	10%	9%	-10%	-33%	5%
	AA+	3	-3	2	3	-2	-6	-9	-1	6%	-4%	5%	5%	-2%	-11%	-31%	1%
	AA	-2	-8	-45	-29	-2	-11	-10	-2	-1%	-12%	-32%	-16%	0%	-15%	-14%	1%
2Y	AAA	-5	-5	-5	-5	-5	-8	-12	-6	-13%	-14%	-15%	-15%	-14%	-18%	-17%	-9%
	AA+	-6	-9	-10	3	-11	-10	-13	-12	-13%	-23%	-26%	6%	-17%	-16%	-12%	-1%
	AA	-14	-12	-54	-30	-21	-18	-16	-11	-12%	-21%	-57%	-10%	-2%	-11%	-21%	0%
3Y	AAA	-9	-11	-7	-7	-9	-17	-19	-11	-26%	-28%	-29%	-14%	-27%	-27%	-29%	-10%
	AA+	-10	-15	-15	10	-15	-17	-19	-10	-15%	-25%	-39%	18%	-12%	-20%	-24%	-2%
	AA	-21	-19	-56	-25	-37	-22	-21	-29	-18%	-18%	-57%	-7%	-4%	-14%	-21%	-3%
4Y	AAA	-5	-7	-3	-6	-5	-17	-14	-6	-9%	-14%	-13%	-6%	-10%	-15%	-14%	-6%
	AA+	-11	-14	-16	10	-16	-16	-17	-20	-6%	-18%	-30%	18%	-2%	-11%	-14%	-6%
	AA	-28	-19	-66	-32	-44	-18	-19	-26	-10%	-10%	-60%	-1%	-4%	-7%	-6%	-3%
5Y	AAA	-9	-5	-7	-12	-9	-15	-13	-9	-28%	-10%	-22%	-24%	-28%	-8%	-7%	-9%
	AA+	-19	-12	-26	2	-25	-18	-15	-22	-27%	-11%	-52%	4%	-18%	-6%	-6%	-8%
	AA	-36	-17	-79	-41	-54	-19	-18	-29	-15%	-5%	-78%	-7%	-8%	-4%	-2%	-6%

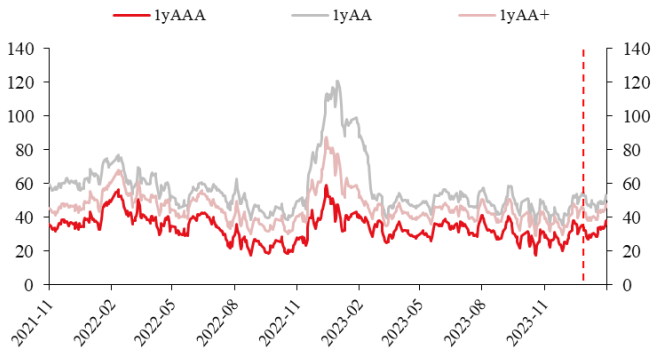
资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、钢铁债、银行二级资本债、银行永续债有关数据最高等级均为 AAA-; 2、1 月数据截至 2024 年 1 月 31 日, 环比变化为相对 2023 年 12 月 31 日数据变化。

(一) 信用利差普遍收窄，高票息品种表现较优

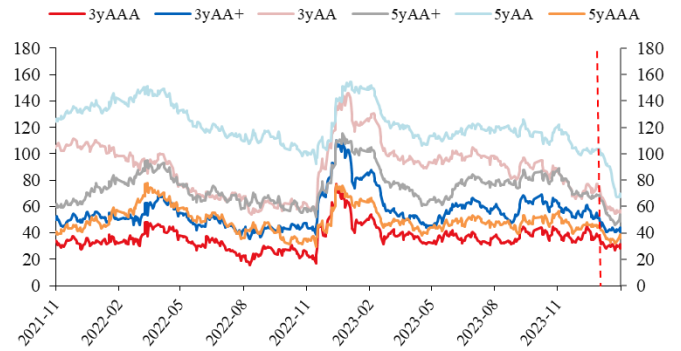
1 月信用债收益率普遍下行，对应信用利差普遍收窄，高票息品种表现较优。除 1yAAA、AA+品种利差走阔 3-4BP 外，其余品种利差普遍收窄，2-4yAAA、AA+品种利差收窄 5-11BP，2-4yAA 品种利差收窄 14-28BP，5yAA+、AA 品种利差分别收窄 19BP、36BP。

图表 21 1y 不同品种信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 3y、5y 不同品种信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 整体信用利差变动情况

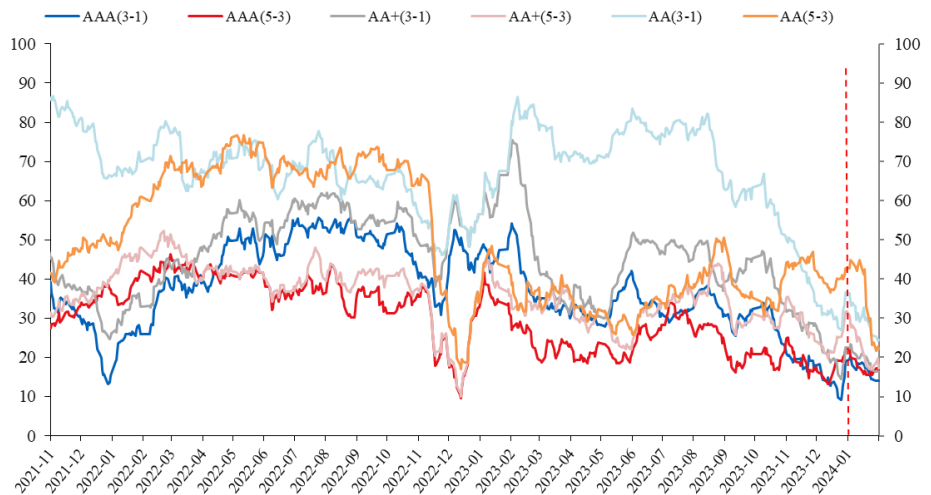
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	36	46	51	31	41	46	28	41	54	29	41	59	36	49	67
分位数	24%	18%	11%	26%	13%	2%	10%	3%	2%	4%	0%	1%	16%	3%	2%
2023-12-31	32	43	53	35	47	60	37	51	75	34	52	87	45	68	103
分位数	16%	11%	12%	40%	26%	14%	36%	18%	14%	13%	7%	11%	44%	30%	17%
利差中位数 (BP)	46	67	91	38	59	86	41	64	98	44	71	116	46	76	122
利差变动 (BP)	4	3	-2	-5	-6	-14	-9	-10	-21	-5	-11	-28	-9	-19	-36
分位数变化	9%	6%	-1%	-13%	-13%	-12%	-26%	-15%	-12%	-9%	-6%	-10%	-28%	-27%	-15%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	2.46	2.56	2.61	2.56	2.67	2.72	2.60	2.73	2.86	2.67	2.80	2.98	2.77	2.90	3.08
分位数	10%	10%	9%	6%	6%	3%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	2.52	2.63	2.73	2.66	2.78	2.91	2.71	2.85	3.09	2.80	2.98	3.33	2.94	3.17	3.52
分位数	13%	12%	12%	9%	9%	6%	6%	5%	3%	2%	0%	0%	2%	1%	1%
收益率中位数 (%)	3.06	3.30	3.51	3.32	3.55	3.83	3.49	3.70	4.05	3.68	3.93	4.36	3.75	4.06	4.52
收益率变动 (BP)	-6	-6	-11	-10	-12	-20	-11	-13	-24	-13	-19	-36	-17	-27	-44
分位数变化	-3%	-3%	-4%	-3%	-3%	-4%	-3%	-4%	-3%	-2%	0%	0%	-2%	-1%	-1%

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 期限利差大幅压缩, 中低等级品种收窄幅度更大

1月信用债期限利差大幅压缩, 反映出市场普遍采取拉久期策略以增厚收益。2y-1y期限收窄 4-8BP, 3y-2y 收窄 1-4BP, 4y-3yAAA、AA+等级品种收窄 2-6BP, 而 AA 等级品种利差收窄幅度达 12BP, 5y-4y 各品种收窄 4-9BP。

图表 24 各隐含评级信用债的期限利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 期限利差变动情况

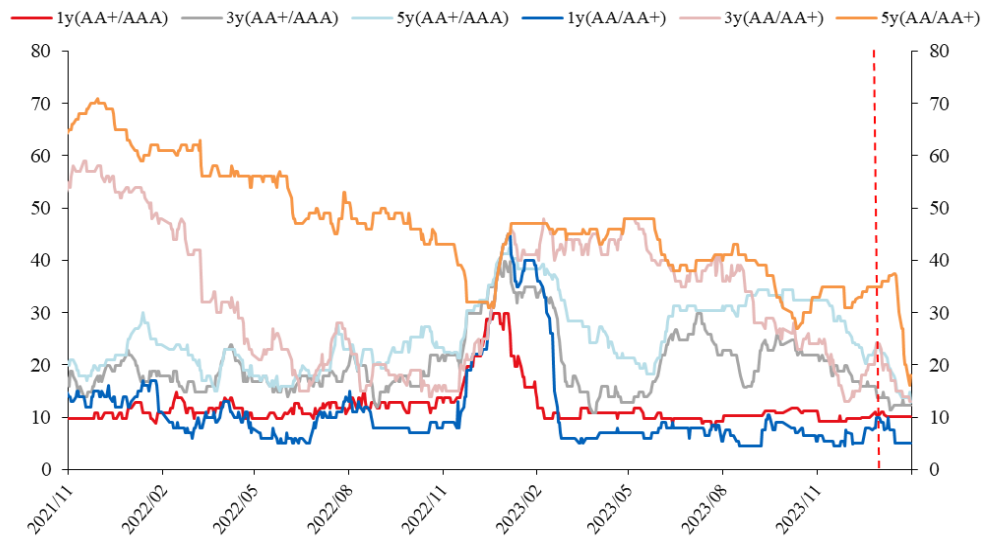
信用利差 (BP)	5Y-4Y			4Y-3Y			3Y-2Y			2Y-1Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	10	10	10	7	7	12	4	6	14	10	10	10
分位数	65%	45%	36%	19%	17%	23%	17%	21%	38%	19%	16%	15%
2023-12-31	14	19	19	9	13	24	5	7	18	14	16	19
分位数	82%	86%	75%	25%	31%	47%	21%	24%	47%	27%	25%	27%
利差中位数 (BP)	8	11	13	15	19	25	12	14	19	20	22	28
利差变动 (BP)	-4	-9	-9	-2	-6	-12	-1	-1	-4	-4	-5	-8
分位数变化	-17%	-40%	-39%	-6%	-14%	-24%	-4%	-3%	-9%	-8%	-9%	-12%

资料来源: Wind, 华创证券

### (三) 等级利差大幅压缩, 普遍已处于历史较低水平

1 月等级利差大幅压缩, 中长端压缩更为明显, 当前等级利差普遍已处于 10% 以下较低分位数水平。1-3yAA+/AAA 等级利差无明显变动, 4-5yAA+/AAA 等级利差分别压缩 5BP、10BP。1-3yAA/AA+ 等级利差压缩 5-11BP, 4-5yAA/AA+ 等级利差压缩 17BP。

图表 26 各剩余期限品种的等级利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 信用债等级利差变动情况

信用利差 (BP)	AA+/AAA					AA/AA+				
	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
2024-01-31	10	10	12	13	13	5	5	13	18	18
分位数	10%	2%	2%	1%	0%	1%	0%	2%	6%	6%
2023-12-31	10	12	14	18	23	10	13	24	35	35
分位数	11%	7%	4%	16%	24%	19%	10%	31%	27%	27%
利差中位数 (BP)	19	20	23	26	29	19	24	34	44	44
利差变动 (BP)	0	-2	-1	-5	-10	-5	-8	-11	-17	-17
分位数变化	-2%	-5%	-2%	-15%	-24%	-18%	-10%	-29%	-20%	-20%

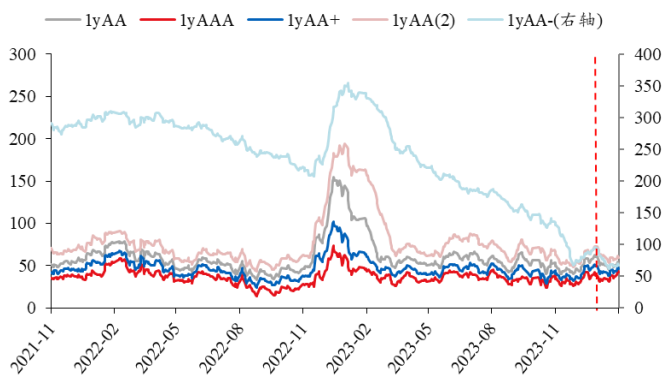
资料来源: Wind, 华创证券

(四) 城投债利差普遍收窄，偏尾部区域收窄幅度更大

央行 2024 年工作会议继续强调推动稳妥处置重点区域和重点机构风险，金融支持融资平台债务风险化解工作有序推进。月内西安曲江浐陂湖、潍滨发展、青岛世园等发布公告因未能清偿到期债务触发标债交叉违约保护条款，反映城投流动性依然偏紧，但化债政策支撑下事件对市场影响有限。

受无风险利率下行与化债行情持续演绎，城投债各品种收益率全线下行，隐含评级 AA-品种收益率尤为明显，收益诉求驱动下市场青睐于对城投债拉久期。城投债化债行情持续演绎，1-2y 低等级与 3-5y 各品种利差压缩明显。1-2yAA(2)及以上等级品种利差收窄 3-17BP，而 1-2yAA-品种分别收窄 27BP、65BP。3-5yAA 级及以下等级品种利差普遍收窄 15BP 以上，3-5yAA+等级收窄 12-15BP。

图表 28 1 年期各隐含评级城投债信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 3 年期各隐含评级城投债信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 城投债利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期					2年期					3年期					4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-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
2024-01-31	42	47	53	60	68	34	42	50	59	108	32	39	50	63	189	32	40	54	80	282	39	47	61	94	309
分位数	33%	22%	13%	7%	0%	30%	19%	11%	7%	5%	13%	6%	4%	3%	26%	8%	2%	2%	4%	44%	14%	6%	4%	4%	46%
2023-12-31	39	49	60	72	94	40	51	62	76	173	43	54	68	84	246	39	54	73	113	332	44	59	78	122	346
分位数	24%	26%	25%	19%	1%	44%	41%	33%	21%	27%	42%	30%	22%	13%	44%	22%	19%	11%	20%	64%	24%	17%	9%	13%	58%
利差变动 (BP)	3	-3	-8	-13	-27	-6	-9	-12	-17	-65	-11	-16	-19	-22	-68	-7	-14	-19	-33	-60	-5	-12	-17	-28	-37
分位数变化	9%	-4%	-12%	-12%	-1%	-14%	-23%	-21%	-14%	-22%	-28%	-28%	-18%	-10%	-18%	-14%	-18%	-10%	-17%	-20%	-10%	-11%	-5%	-9%	-13%
中债估值收益率 (%)	1年期					2年期					3年期					4年期					5年期				
2024-01-31	2.52	2.57	2.63	2.70	2.78	2.60	2.67	2.75	2.84	3.33	2.64	2.71	2.82	2.95	4.21	2.71	2.79	2.93	3.19	5.21	2.80	2.88	3.02	3.35	5.50
分位数	11%	10%	9%	7%	0%	7%	6%	5%	3%	0%	4%	1%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	14%	0%	0%	0%	0%	14%
2023-12-31	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	2.86	3.01	3.20	3.40	5.79	2.93	3.08	3.26	3.70	5.94
分位数	14%	14%	14%	13%	0%	10%	9%	8%	7%	6%	7%	5%	4%	3%	12%	3%	2%	1%	5%	25%	0%	0%	0%	3%	23%
收益率变动 (BP)	-6	-12	-17	-22	-36	-11	-16	-18	-23	-71	-13	-17	-21	-24	-60	-16	-22	-27	-41	-68	-13	-20	-25	-36	-46
分位数变化	-2%	-4%	-5%	-6%	0%	-3%	-3%	-3%	-4%	-6%	-3%	-4%	-4%	-3%	-7%	-3%	-2%	-1%	-6%	-11%	0%	0%	0%	-3%	-9%

资料来源: Wind, 华创证券

从区域来看，各省份城投利差普遍收窄，重点化债省份收窄幅度更大。青海、宁夏、云南、广西等区域利差收窄超 50BP，吉林、甘肃、黑龙江、天津、辽宁、重庆区域利差收窄超 30BP，此外非重点化债省份中陕西、山东区域利差收窄幅度超 30BP。

**图表 31 城投区域利差及变化 (BP)**

省份	历史分位数	1月31日利差较2022年末变动	1月31日利差较2022资产荒最低点变动	1月31日利差较上月末变动	2024/01/31	2023/12/29	2022/12/30	2022资产荒最低点
青海	79%	-608	-138	-201	429	630	1036	567
贵州	66%	-436	-278	-93	435	528	871	714
宁夏	15%	-379	-191	-86	114	201	493	305
云南	31%	-443	-242	-84	198	282	641	440
广西	33%	-355	-196	-73	191	264	546	387
吉林	0%	-366	-222	-48	103	152	470	325
甘肃	5%	-492	-190	-45	133	178	624	322
陕西	6%	-256	-107	-43	140	183	396	246
黑龙江	1%	-330	-189	-40	155	195	485	345
天津	5%	-408	-242	-37	115	152	523	358
辽宁	36%	-279	-150	-35	245	279	524	395
重庆	0%	-257	-118	-32	116	148	373	235
山东	16%	-223	-82	-31	140	172	363	222
四川	2%	-224	-99	-30	133	163	358	232
江西	3%	-195	-59	-27	90	118	285	149
湖南	0%	-229	-99	-27	106	134	336	206
河南	0%	-209	-53	-26	103	129	312	157
河北	0%	-208	-74	-23	79	102	287	153
湖北	3%	-166	-39	-23	93	116	259	132
新疆	0%	-203	-57	-21	81	101	283	138
山西	0%	-202	-71	-20	72	92	274	143
西藏	5%	-152	-2	-19	71	91	223	74
江苏	0%	-172	-43	-18	76	94	247	119
安徽	0%	-175	-31	-18	77	95	252	108
海南	9%	-140	-3	-16	72	87	212	75
浙江	0%	-140	-15	-15	66	81	206	81
福建	0%	-114	-3	-14	59	73	173	62
内蒙古	1%	-216	-65	-13	95	108	311	160
广东	2%	-88	11	-12	57	69	145	46
北京	3%	-81	11	-11	55	66	136	44
上海	10%	-56	19	-7	49	56	106	30

资料来源: Wind, 华创证券

### (五) 地产债利差普遍收窄, 关注隐含评级 AA 及以上经营稳健央国企的修复机会

1月城市房地产融资协调机制加速落地, 多区域地产销售政策持续放松, 有望带动后续地产销售数据改善。1月30大中城市商品房成交面积810万平方米, 环比下降39%, 相较2019年、2021年同期分别同比下降46%、58%, 商品房成交仍有待改善。

从利差表现来看, 1月地产债信用利差普遍收窄, 隐含评级 AA 品种表现较好, 利差收窄 45-79BP。2-5yAA+ 等级品种利差收窄 10-26BP, 2-5yAAA 等级品种利差收窄 3-7BP。近期地产债行情表现较好, 隐含评级 AA 品种收益率已降至历史以来 5% 以下分位数水平。从板块比价来看, 当前地产债绝对收益率仍较高, 收益挖掘空间较为充裕。对于高等级央国企地产可适当拉长久期, 民企和混合所有制企业的出清仍在继续, 对该类主体依然维持谨慎。

图表 32 地产债利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 国企、民企地产债利差 (单位: BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 地产债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	49	64	91	43	58	88	40	56	100	41	57	107	49	65	117
分位数	54%	41%	3%	60%	30%	2%	36%	10%	9%	30%	5%	3%	51%	8%	2%
2023-12-31	47	62	135	48	67	142	47	71	156	44	73	174	56	91	195
分位数	50%	36%	35%	75%	56%	59%	64%	49%	67%	43%	34%	63%	73%	60%	80%
利差中位数 (BP)	47	69	145	40	65	137	44	71	143	46	81	161	48	85	171
利差变动 (BP)	1	2	-45	-5	-10	-54	-7	-15	-56	-3	-16	-66	-7	-26	-79
分位数变化	4%	5%	-32%	-15%	-26%	-57%	-29%	-39%	-57%	-13%	-30%	-60%	-22%	-52%	-78%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	2.59	2.74	3.01	2.69	2.83	3.14	2.72	2.88	3.32	2.79	2.95	3.46	2.90	3.06	3.57
分位数	15%	14%	2%	9%	6%	1%	5%	3%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	2.67	2.82	3.55	2.79	2.98	3.73	2.81	3.05	3.90	2.90	3.19	4.20	3.05	3.39	4.44
分位数	18%	17%	14%	14%	12%	12%	8%	6%	16%	4%	3%	12%	4%	5%	14%
收益率中位数 (%)	3.05	3.24	4.05	3.29	3.54	4.25	3.47	3.71	4.44	3.66	3.94	4.78	3.74	4.08	4.94
收益率变动 (BP)	-8	-8	-54	-10	-15	-59	-9	-18	-58	-11	-24	-74	-15	-33	-86
分位数变化	-3%	-4%	-12%	-6%	-6%	-11%	-2%	-3%	-15%	-3%	-3%	-12%	-4%	-5%	-14%

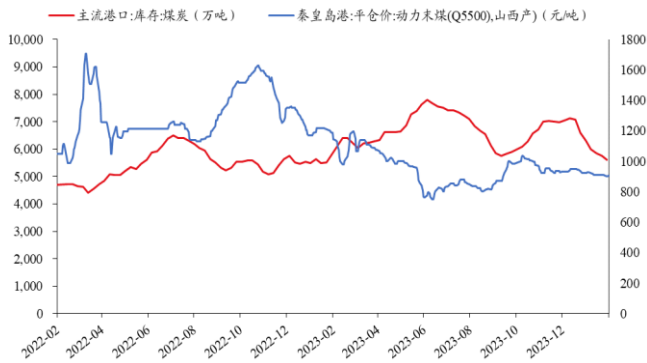
资料来源: Wind, 华创证券

### (六) 煤炭债利差普遍收窄, 关注永续债品种溢价机会

1月冷空气影响强度及范围减弱, 沿海电厂日耗震荡走低, 假期多数煤矿阶段性停产, 供给有所减少, 市场供需双弱, 终端以消耗库存为主, 成交较为冷清。主流港口煤炭库存从月初的 6312 万吨降至月末的 5598 万吨, 山西产动力末煤(Q5500)价格由 921 元/吨降至月末价格 907 元/吨, 煤价小幅下滑。

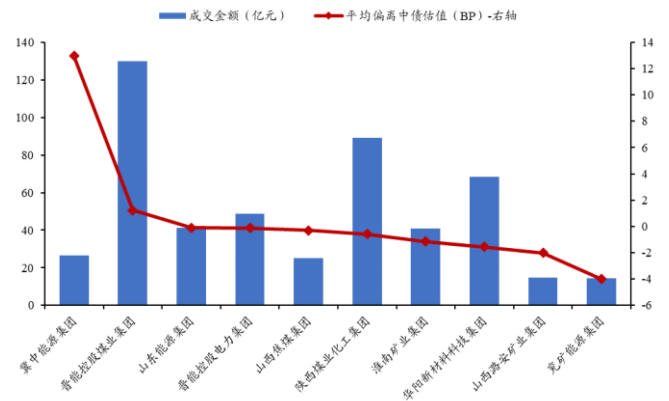
从信用利差来看, 1月煤炭债信用利差普遍收窄, 中低等级品种表现较好, 2-4yAAA、AA+品种利差收窄 5-16BP, 5yAAA、AA+品种利差分别收窄 9BP、25BP。2yAA 收窄 21BP, 3-5yAA 收窄 37-54BP。当前煤炭债收益率压缩至历史低位, 整体配置性价比较低, 可关注其产业永续债的品种溢价机会。

图表 35 煤炭库存与动力煤价格



资料来源: Wind, 华创证券

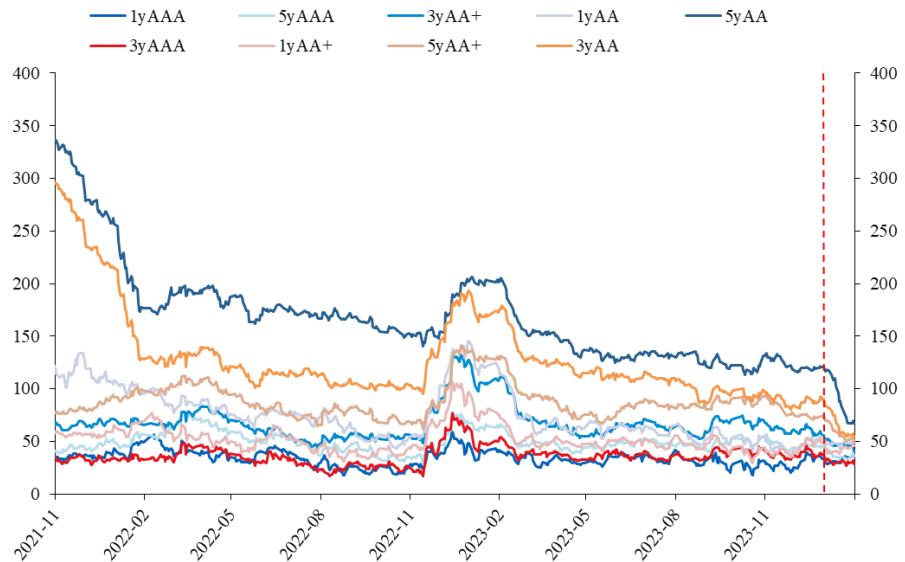
图表 36 煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况



资料来源: Wind, 华创证券

注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权 YTM 与前一日中债估值差额平均。

图表 37 煤炭债信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 煤炭债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	37	46	51	31	41	46	28	41	54	29	41	59	36	49	67
分位数	27%	11%	4%	28%	3%	0%	10%	0%	0%	4%	0%	0%	17%	0%	0%
2023-12-31	33	48	53	36	52	67	37	56	90	34	57	103	45	74	121
分位数	18%	12%	4%	42%	20%	2%	37%	12%	4%	14%	2%	4%	45%	18%	8%
利差中位数 (BP)	45	78	122	38	69	126	41	75	139	44	85	167	46	88	173
利差变动 (BP)	3	-2	-2	-5	-11	-21	-9	-15	-37	-5	-16	-44	-9	-25	-54
分位数变化	9%	-2%	0%	-14%	-17%	-2%	-27%	-12%	-4%	-10%	-2%	-4%	-28%	-18%	-8%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	2.47	2.56	2.61	2.57	2.67	2.72	2.60	2.73	2.86	2.67	2.80	2.98	2.77	2.90	3.08
分位数	10%	8%	4%	6%	5%	0%	3%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	2.53	2.68	2.73	2.67	2.83	2.98	2.71	2.90	3.24	2.80	3.03	3.49	2.94	3.22	3.69
分位数	13%	12%	7%	10%	9%	3%	6%	4%	0%	2%	0%	0%	2%	0%	0%
收益率中位数 (%)	3.06	3.36	3.96	3.31	3.63	4.36	3.48	3.81	4.65	3.68	4.03	5.08	3.74	4.17	5.20
收益率变动 (BP)	-6	-12	-11	-10	-17	-27	-11	-17	-39	-13	-23	-52	-17	-32	-62
分位数变化	-3%	-4%	-3%	-3%	-4%	-3%	-3%	-3%	0%	-2%	0%	0%	-2%	0%	0%

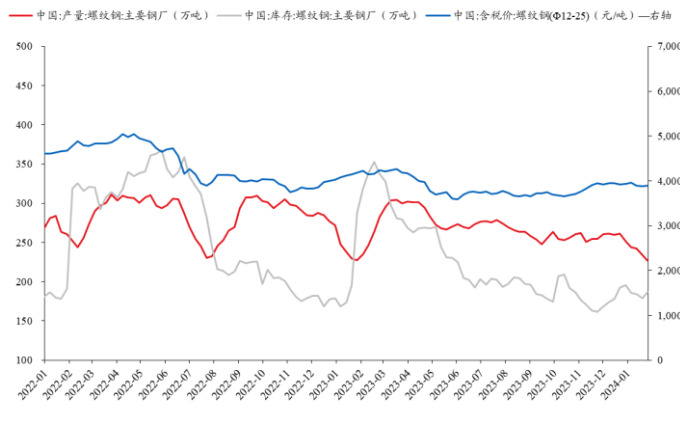
资料来源: Wind, 华创证券

(七) 钢铁债利差普遍收窄，关注部分钢企的结构性机会

1 月下游需求释放节奏偏慢，整体需求不强，主要钢厂库存由上月末的 196 万吨降至 1 月末的 187 万吨左右，周产量由 252 万吨降至 227 万吨，Φ12-25 螺纹钢价格由 3935 元/吨降至 3897 元/吨。

从信用利差来看，1 月钢铁债利差普遍收窄，中低等级钢铁债行情表现较好，可关注部分钢企的结构性机会，其中新钢集团、柳钢集团等具备收益挖掘价值。2-5yAAA-品种利差收窄 5-12BP，1-5yAA 品种收窄 25-41BP，1-5yAA+品种走阔 2-10BP。近期地产债政策支持力度加大，钢铁有望受益于地产链修复预期，但需注意若地产施工仍处于低迷状态且海外需求不及预期，钢铁或将面临减产风险。

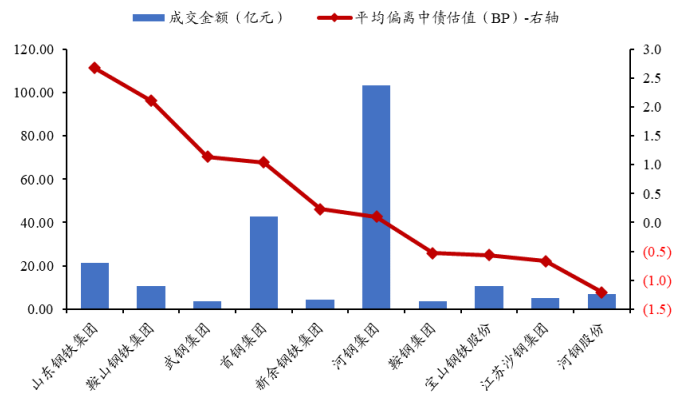
图表 39 螺纹钢量、价、库存走势



资料来源: Wind, 华创证券

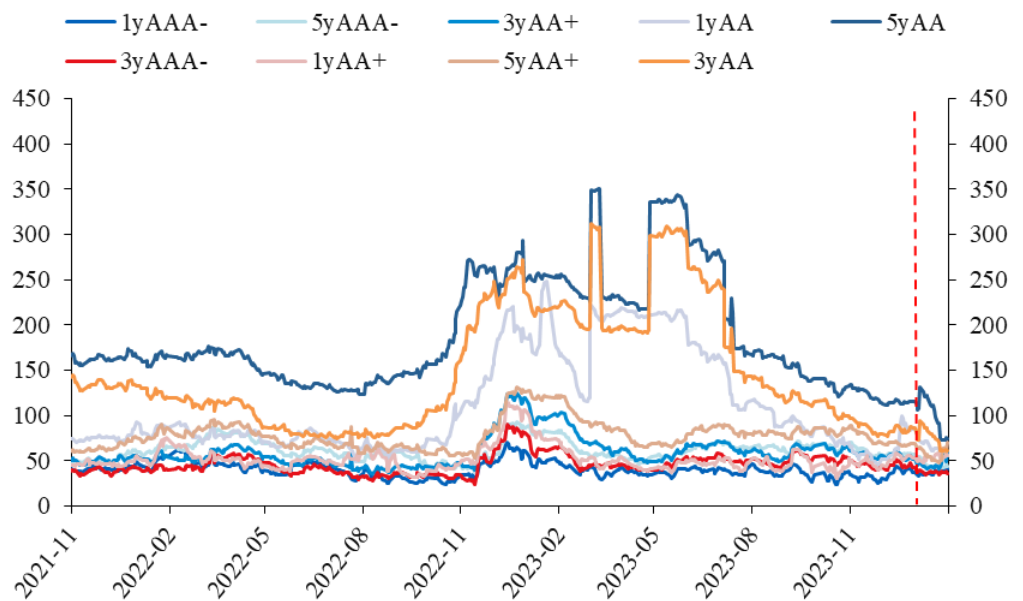
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项及期限小于 0.5 年债项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权 YTM 与前一日本中债估值差额平均。

图表 40 钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 钢铁债信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 钢铁债信用利差变动情况

信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-01-31	42	56	56	36	56	52	36	61	61	36	62	67	44	70	75
分位数	22%	30%	1%	18%	36%	0%	7%	31%	0%	1%	21%	0%	9%	22%	0%
2023-12-31	38	53	85	41	52	82	43	51	86	42	52	99	56	68	116
分位数	12%	25%	17%	32%	30%	10%	21%	12%	7%	7%	3%	1%	34%	17%	7%
利差中位数(BP)	58	75	121	49	68	122	54	74	130	60	85	153	63	87	164
利差变动(BP)	4	3	-29	-5	3	-30	-7	10	-25	-6	10	-32	-12	2	-41
分位数变化	10%	5%	-16%	-15%	6%	-10%	-14%	18%	-7%	-6%	18%	-1%	-24%	4%	-7%
中债估值收益率(%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-01-31	2.52	2.66	2.66	2.62	2.82	2.77	2.68	2.93	2.93	2.75	3.00	3.05	2.85	3.11	3.15
分位数	10%	13%	4%	6%	9%	0%	3%	7%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	0%
2023-12-31	2.58	2.73	3.05	2.73	2.84	3.13	2.77	2.85	3.20	2.89	2.98	3.45	3.05	3.17	3.64
分位数	13%	15%	13%	9%	10%	6%	5%	5%	1%	0%	0%	0%	1%	1%	0%
收益率中位数(%)	3.19	3.37	3.99	3.42	3.62	4.39	3.58	3.79	4.56	3.82	4.03	4.95	3.90	4.14	5.13
收益率变动(BP)	-5	-7	-38	-11	-2	-36	-10	7	-28	-14	2	-40	-20	-6	-49
分位数变化	-2%	-2%	-8%	-3%	-1%	-6%	-2%	2%	-1%	0%	1%	0%	-1%	-1%	0%

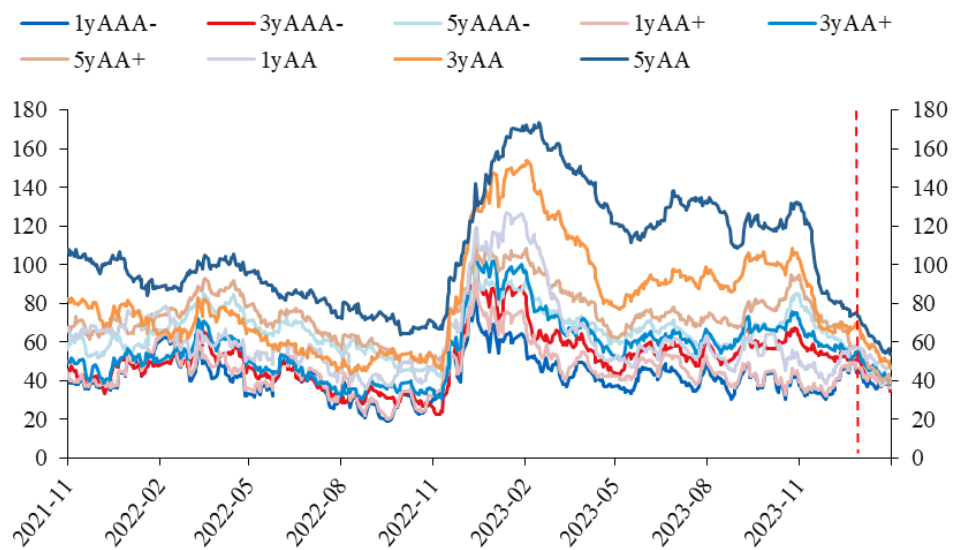
资料来源: Wind, 华创证券

(八) 银行二级资本债利差普遍收窄, 中长端品种表现较优

1月银行二永债收益率普遍下行, 中长端表现较优。银行二级资本债方面, 1-2yAAA-、AA+品种利差收窄 5-10BP, 1-2yAA品种收窄 11-18BP, 3-5y各等级品种利差收窄 15-22BP。

当前中长端银行二永债收益率压缩至历史极低水平, 综合赔率与胜率来看性价比不高, 后续若出现一定调整可逢高配置, 中短端银行二永债仍有一定幅度下行空间, 且防御性相对较好。经济发达区域的城农商行二永债可适当信用下沉, 部分好区域资质尚可主体的隐含评级 AA-品种也值得关注, 博取次级条款的品种溢价带来的超额收益。此外, 近期国有大行陆续披露拟发行 TLAC 非资本债务工具, TLAC 非资本债券发行后银行二永债的票息价值或将凸显, 但预计 TLAC 非资本债券安全属性突出, 且流动性较好, 关注其供给放量下的配置价值。

图表 43 银行二级资本债信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 银行二级资本债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-01-31	40	41	46	32	35	39	34	38	47	34	37	49	36	39	54
分位数	20%	16%	6%	11%	11%	6%	6%	5%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	45	47	57	41	44	57	51	55	69	51	53	67	52	57	73
分位数	31%	27%	21%	29%	26%	17%	32%	25%	15%	15%	11%	7%	8%	6%	4%
利差中位数 (BP)	51	56	83	49	55	85	58	66	97	65	74	110	70	80	118
利差变动 (BP)	-5	-6	-11	-8	-10	-18	-17	-17	-22	-17	-16	-18	-15	-18	-19
分位数变化	-10%	-11%	-15%	-18%	-16%	-11%	-27%	-20%	-14%	-15%	-11%	-7%	-8%	-6%	-4%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-01-31	2.50	2.51	2.57	2.58	2.60	2.65	2.66	2.70	2.79	2.72	2.76	2.88	2.77	2.79	2.95
分位数	17%	15%	12%	9%	8%	6%	3%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	2.65	2.67	2.77	2.72	2.76	2.89	2.85	2.89	3.03	2.97	3.00	3.14	3.00	3.05	3.22
分位数	25%	23%	23%	15%	15%	13%	10%	8%	6%	4%	4%	4%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.91	2.95	3.22	3.12	3.18	3.47	3.33	3.41	3.72	3.57	3.68	4.04	3.66	3.77	4.18
收益率变动 (BP)	-14	-15	-20	-14	-15	-23	-19	-19	-24	-25	-24	-26	-23	-26	-27
分位数变化	-8%	-8%	-11%	-7%	-7%	-8%	-6%	-5%	-6%	-4%	-4%	-4%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

(九) 银行永续债利差普遍收窄, 中短端收窄幅度大于二级资本债

1月银行永续债利差普遍收窄, 1-2y品种信用利差收窄 8-16BP, 3-5y各品种信用利差收窄 13-21BP。相对银行二级资本债, 当前银行永续债与银行二级资本债的品种溢价降至 5-10BP, 吸引力较为一般。

图表 45 银行永续债信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 银行永续债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-01-31	48	49	57	36	37	47	40	43	54	43	45	58	44	47	74
分位数	31%	25%	8%	15%	14%	1%	7%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	56	58	67	48	50	63	60	62	75	57	62	77	57	62	92
分位数	64%	56%	21%	32%	26%	22%	36%	29%	21%	15%	14%	6%	7%	6%	3%
利差中位数 (BP)	52	56	87	52	55	86	62	66	108	69	76	129	79	87	144
利差变动 (BP)	-8	-9	-10	-12	-13	-16	-19	-19	-21	-14	-17	-19	-13	-15	-18
分位数变化	-33%	-31%	-14%	-17%	-12%	-21%	-29%	-24%	-21%	-14%	-14%	-6%	-7%	-6%	-2%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
2024-01-31	2.58	2.59	2.67	2.62	2.63	2.73	2.72	2.75	2.86	2.81	2.83	2.97	2.85	2.88	3.15
分位数	25%	21%	13%	12%	12%	6%	3%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	2.75	2.78	2.87	2.80	2.81	2.94	2.94	2.96	3.09	3.03	3.08	3.23	3.05	3.10	3.40
分位数	44%	44%	24%	21%	20%	14%	13%	13%	11%	8%	9%	3%	0%	1%	0%
收益率中位数 (%)	2.79	2.82	3.06	2.98	3.01	3.30	3.18	3.22	3.57	3.39	3.44	3.87	3.52	3.58	4.04
收益率变动 (BP)	-17	-18	-19	-17	-18	-21	-21	-21	-23	-22	-25	-27	-21	-23	-26
分位数变化	-20%	-22%	-11%	-9%	-8%	-9%	-10%	-10%	-11%	-8%	-9%	-3%	0%	-1%	0%

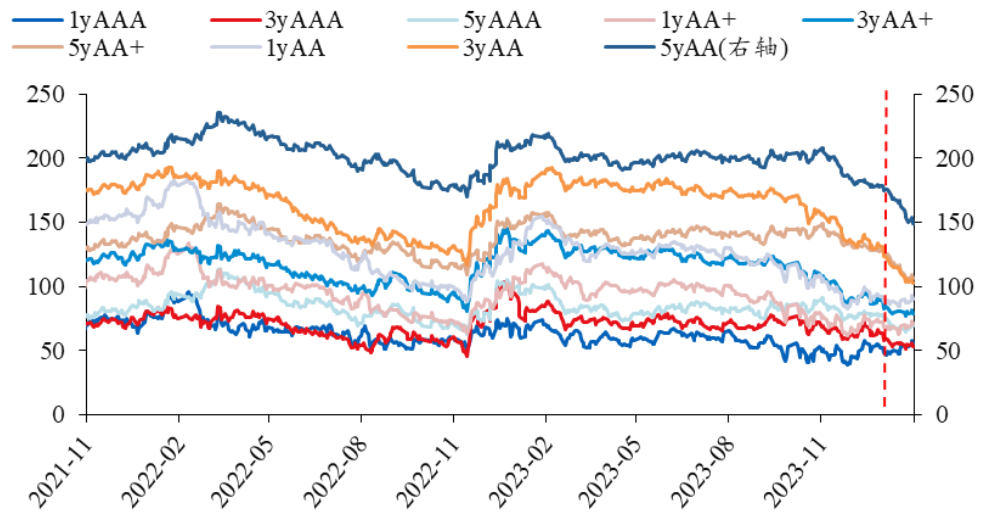
资料来源: Wind, 华创证券

注: 历史分位数起始日期为 2021 年 8 月 16 日。

(十) ABS 利差普遍收窄, 关注 1-2y 中高等级品种收益挖掘机会

1 月 ABS 利差普遍收窄, 中长端品种表现优于短端。2-3yAA+、AA 等级品种利差收窄 10-29BP 左右, 其中 3yAA 品种收窄 29BP。4-5yAA+、AA 等级品种利差收窄 20-29BP。当前除 1y 品种外, ABS 各期限收益率接近历史最低水平, 但品种比价之下, ABS 仍具有一定吸引力, 可关注 1-2yAAA、AA+品种收益挖掘机会。

图表 47 ABS 信用利差走势



资料来源: Wind, 华创证券

**图表 48 ABS 信用利差变动情况**

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	56	71	90	52	67	90	53	79	102	61	89	135	69	106	149
分位数	9%	3%	2%	4%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	0%	0%	5%	4%	0%
2023-12-31	52	72	92	58	79	101	64	89	131	67	109	161	78	128	178
分位数	3%	2%	1%	13%	1%	0%	10%	2%	3%	7%	6%	3%	14%	12%	6%
利差中位数 (BP)	85	124	168	77	119	164	82	130	180	83	134	199	89	143	211
利差变动 (BP)	4	-1	-2	-6	-12	-11	-11	-10	-29	-6	-20	-26	-9	-22	-29
分位数变化	5%	1%	1%	-9%	-1%	0%	-10%	-2%	-3%	-6%	-6%	-3%	-9%	-8%	-6%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-01-31	2.66	2.81	3.00	2.78	2.93	3.16	2.85	3.11	3.34	2.99	3.28	3.73	3.10	3.47	3.90
分位数	9%	4%	4%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2023-12-31	2.72	2.92	3.12	2.90	3.11	3.33	2.98	3.23	3.65	3.13	3.56	4.07	3.26	3.77	4.27
分位数	11%	6%	4%	8%	4%	2%	4%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
收益率中位数 (%)	3.41	3.82	4.21	3.67	4.10	4.52	3.86	4.30	4.77	4.05	4.52	5.21	4.17	4.69	5.38
收益率变动 (BP)	-6	-11	-12	-12	-18	-17	-13	-12	-31	-14	-28	-34	-17	-30	-37
分位数变化	-2%	-2%	-1%	-3%	-4%	-2%	-4%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

注: 历史分位数起始日期为 2016 年 7 月 25 日。

## 六、风险提示

**数据统计或存在一定偏差:** 本文涉及到的数据主要来自于 Wind 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。

**政策执行力度或不及预期:** 短期内债市仍继续处在政策博弈期, 后续如果存在城投、金融、房地产等方面的政策支持力度不及预期的情况, 或引发一定的债市调整风险。

**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。

## 固定收益组团介绍

### 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。

### 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。

### 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：葛莉江

上海财经大学数量经济学硕士。2021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。

### 助理研究员：董含星

中国地质大学应用经济学硕士。2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：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。

**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	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	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
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	王春丽	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	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@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	销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售助理		yixing@hcyjs.com
	张玉恒	销售助理		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	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	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 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路33号花旗大厦12层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522