

【债券深度报告】

明辨风云，稳健行舟

——2025 年信用债年度投资策略

- ❖ 2024 年“资产荒”推动信用利差极致压缩，随后在央行卖债、一揽子稳增长政策推出、风险偏好提升、机构赎回等因素扰动下有所回调。展望 2025 年，政策面、基本面对债券市场走势的影响可能放大，债市利率或整体呈震荡下行态势。信用债市场预计以流动性利差定价的变化为主，扰动因素较多、波动较大，可能难以呈现今年的趋势性压缩行情，但同时向上走阔的空间也相对有限，信用利差或表现为小幅震荡收窄的态势。票息策略是可跨越波动周期的稳健选择，但低收益环境下明辨趋势，积极参与交易的重要性愈加凸显。
- ❖ 2025 年信用债市场环境展望：扰动因素多，利差或震荡收窄
 - 1、从宏观条件来看，扰动因素多，流动性溢价难极致压缩，或围绕近年来中枢水平波动。未来一年政策面、基本面对债券市场走势的影响可能放大。震荡市场中，机构有较高的流动性诉求，配置信用债需要一定利差保护，流动性溢价难以大幅压缩，或跟随债市整体行情围绕近年来中枢水平波动。
 - 2、从信用溢价来看，化债与稳地产政策加码，信用风险持续缓释，有助于等级利差进一步收窄。10 万亿化债政策出台，短期来看城投债安全性提升；长期来看，主体分化或更明显，但 2025 年退平台对城投债定价影响或较小。此外，伴随稳地产政策持续出台，行业有望逐步筑底，带动地产、建筑、钢铁等相关产业主体经营能力改善，产业债利差也有望进一步压缩。
 - 3、从机构行为来看，明年“资产荒”可能边际缓解，但信用寻找相对高票息的需求仍强。供给端来看，利率债显著放量会影响供需格局，信用债供给增量仍相对有限。需求端来看，理财与债基的规模预计进一步增长，信用债配置需求仍在，但增速下降且波动上升，赎回负反馈、股市资金分流等仍是配债需求的重要扰动因素。明年资产荒或边际缓解，但供需结构仍偏利好，信用利差有望进一步压缩，同时也需关注赎回和风险偏好等阶段性影响。
 - 4、从违约风险来看，债市供给格局约束及“稳增长”政策下，2025 年违约率或维持下行趋势。高风险行业及主体出清已接近尾声，信用债供给格局以国有企业为主，民企占比逐年下降。在此趋势下，叠加财政和货币政策发力，市场流动性宽裕，经济预期回暖，明年信用债违约率及规模预计不会出现明显反弹。
- ❖ 2025 年信用债投资策略：可围绕化债政策与需求端力量的不确定性展开，一方面关注票息机会，另一方面可在波动中参与交易博取资本利得。近年基金和保险在年末存在抢跑行为，今年内也可积极关注其操作变化，提前布局。
 - 1、票息策略：逢高配置相对高票息品种做底仓，赚取绝对收益。结合收益率、流动性与信用风险来看，可重点选择中短端品种下沉。从高息资产可挖掘空间来看，弱资质城投债>城农商行二永债>央企地产债>周期产业债>券商保险债。
 - 2、交易策略：品种优选银行二永债与流动性较好的普信债。对比今年以来各信用品种成交换手率，二永债作为“利率放大器”仍是相对成交最活跃的品种。普信债可结合成交情况筛选高流动性个券布局，长久期普信债今年先“热”后“冷”，关注增量配置资金、风险偏好与利差保护水平等因素变化再入场交易。
 - 3、负债端差异：1) 负债端稳定性偏弱的机构在信用债久期配置上不宜过度激进，可重点选择中短端高票息品种做底仓配置。具备一定交易属性的机构，可择机参与 3-5y 二永债等品种波段交易，对于 5Y 以上品种，银行二级资本债可适当参与，长久期普信债需待收益率出现大幅调整、赔率较高时再入场布局。2) 负债端稳定性高的机构，可配置部分优质主体长久期信用品种做底仓赚票息，但简单拉久期收益增幅也相对有限，可在波动中做波段赚取资本利得机会。
- ❖ 板块主线：1) 城投债：化债组合拳落地，下沉策略确定性大，控久期下沉资质以增厚收益；2) 大金融债：适当下沉增厚收益，二永债交易价值可重点关注；3) 产业债：主体资质分化明显，结合基本面关注中短端下沉机会。
- ❖ 风险提示：数据统计偏差、超预期信用风险事件、“赎回潮”扰动。

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

联系人：王少华

邮箱：wangshaohua@hcyjs.com

联系人：黄艳欣

邮箱：huangyanxin@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创固收】年末机构“抢跑”有何规律？——债券月度策略思考》

2024-12-02

《【华创固收】胆大心细，抢占先机——2025 年利率债年度策略报告》

2024-11-21

《【华创固收】转债配置弹性增强，ETF 热度高涨——24Q3 公募基金可转债持仓点评》

2024-11-13

《【华创固收】信用利差重定价，哪些主体受债基青睐？——从 2024Q3 前五大持仓看债基信用策略》

2024-11-12

《【华创固收】赎回反复环境下，公募基金如何应对？——债基、货基 2024Q3 季报解读》

2024-11-06

投资主题

报告亮点

系统梳理 2024 年信用债市场行情变化，并归纳总结信用债市场发展新特征。2024 年极致“资产荒”推动信用利差压缩，赎回扰动促使信用债流动性重定价，下沉策略与拉久期策略占优，各品种中银行二永债表现突出。信用债呈现三大新特征：1) 发行期限拉长至历史高点，产业债尤为明显；2) 交易博弈放大市场波动，赎回扰动下流动性冲击明显；3) 信用利差压缩至历史低位，同时流动性溢价或面临重定价。

综合基本面、政策面、机构行为、供需结构、违约风险等方面，对 2025 年信用债市场演绎方向及策略选择做出研判，并分板块提出收益挖掘策略供参考。从宏观条件来看，扰动因素多、流动性溢价难极致压缩，或跟随债市整体行情围绕近年来中枢水平波动。从信用溢价来看，化债与稳地产政策加码，信用风险持续缓释，有助于等级利差进一步收窄。从机构行为来看，明年“资产荒”可能边际缓解，加剧信用债的波动。从违约风险来看，债市供给格局约束及“稳增长”政策下，2025 年违约率或维持下行趋势。

投资逻辑

2025 年信用债市场预计以流动性利差定价的变化为主，扰动因素较多、波动较大，可能难以呈现今年的趋势性压缩行情，但同时向上走阔的空间也相对有限，信用利差或表现为小幅震荡收窄的态势。

整体来看明年信用债投资可围绕化债政策与需求端力量的不确定性展开。一方面关注信用债的票息机会，另一方面可在波动中参与交易，博取资本利得。今年内也可积极关注机构抢跑变化，为 2025 年提前布局。

1、票息策略：波动市场中可逢高配置相对高票息品种做底仓，赚取确定性收益，跨越波动周期。结合收益率水平以及未来一年的流动性与信用风险来看，可重点选择中短端品种下沉。从高票息资产可挖掘空间来看，弱资质城投债>城农商行二永债>央国企地产债>周期产业债>券商保险债。

2、交易策略：品种优选银行二永债与流动性较好的普信债。对比今年以来各信用品种成交换手率，二永债作为“利率放大器”仍是相对成交最活跃的品种。普信债可结合成交情况筛选高流动性个券布局，长久期普信债今年先“热”后“冷”，关注增量配置资金、风险偏好与利差保护水平等因素变化再入场交易。

3、负债端差异：1) 负债端稳定性偏弱的机构在信用债久期配置上不宜过度激进，可重点选择中短端高票息品种做底仓配置。具备一定交易属性的机构，可择机参与 3-5y 二永债等品种波段交易，对于 5Y 以上品种，银行二级资本债可适当参与，长久期普信债需待收益率出现大幅调整、赔率较高时再入场布局。2) 负债端稳定性高的机构，可配置部分优质主体长久期信用品种做底仓赚票息，但简单拉久期收益增幅也相对有限，可在波动中做波段赚取资本利得机会。

目录

一、信用债进入全面低利率阶段，市场的变化与应对	8
（一）“资产荒”推动信用利差极致压缩，赎回扰动促使信用债流动性重定价	8
1、“资产荒”下的极致行情与赎回扰动下的流动性重定价	8
2、下沉与拉久期占优，银行二永债表现突出	8
（二）信用债市场新特征：期限拉长、交易博弈、流动性溢价重定价	9
1、发行期限拉长至历史高点，产业债尤为明显	9
2、交易博弈放大市场波动，赎回扰动下流动性冲击明显	11
3、信用利差压缩至历史低位，同时流动性溢价或面临重定价	12
二、2025 年信用债市场演绎方向及策略选择	13
（一）市场研判：基本面、政策面、机构行为、供需结构、违约风险	13
1、基本面：观察政策验证情况及节奏	14
2、政策基调：正视困难，积极应对	14
3、机构行为：“理财-基金”赎回潮放大信用债波动，观察机构行为关键指标 ..	17
4、供需结构：2025 年信用债供给或在 3 万亿左右，“资产荒”或边际缓和	18
5、违约风险：违约率处于下行区间，地产衍生风险或收缩	21
（二）投资策略：弱资质下沉做底仓，波段交易拉开收益差距	22
1、票息策略：逢高挖票息做底仓配置	23
2、交易策略：布局高流动性个券做波段博取资本利得	24
3、负债端差异：稳定性弱的机构需控制久期，高赔率时再布局长期限品种	25
三、城投债：10 万亿化债组合拳增厚安全垫，3y 以内下沉挖掘是主线	27
（一）市场展望：化债仍是主线，拉久期与下沉资质共进	27
1、“一揽子化债”方案加快实施，工具与举措加速落地	27
2、土地出让收入继续探底，信用风险舆情略增	31
3、严监管下城投债供给缩量明显，区域分化显著	32
4、城投债收益率及利差触及历史新低，拉久期与下沉资质共进	33
（二）策略展望：10 万亿化债组合拳逐步落地，3y 以内下沉挖掘是主线	35
1、下沉策略：确定性机会加大，控久期前提下下沉资质以增厚收益	35
2、拉久期策略：流动性优先，交易账户关注 3-5y 品种，配置账户关注 5y 以上品种	37
3、特殊策略：关注城投债提前兑付的风险和机会	39
四、大金融债：适当下沉增厚收益，二永债交易价值可重点关注	42
（一）银行二永债：城农商行信用下沉，交易重要性再次回归	42
1、市场展望：弱资质主体永续不赎回风险需关注，成交流动性处于较高水平 ..	42

2、策略展望：4-5y 国股行品种择机交易，优质区域城农商行信用下沉	44
(二) 券商次级债：尾部风险可控，可适当下沉赚票息	46
1、市场展望：整体信用资质较优，较普通债的品种溢价有望进一步压缩	46
2、策略展望：具有比价优势，关注 2-3 年期 AA、AA+ 券商次级债票息价值	47
(三) 保险次级债：对弱资质主体保持谨慎，流动性改善下关注交易价值	49
1、市场展望：供给或仍有限，成交活跃度提升下可作为交易品种的补充选择 ..	49
2、策略展望：关注 2-3 年期隐含评级 AA+、AA 品种，对尾部主体仍需保持谨慎	50
五、产业债：主体资质分化明显，结合基本面关注中短端下沉机会	51
(一) 地产债：稳地产政策发力但行业景气度仍偏低，关注中短端央国企机会 ..	51
1、基本面展望：政策定调“止跌回稳”，行业进入筑底期	51
2、一二级市场：房企融资环境仍有待修复，重点关注混合所有制房企舆情影响	52
3、策略展望：关注 1-2 年中高等级央国企地产债投资机会	53
(二) 煤炭债：行业需求端有下行压力，中短端可适当下沉	55
1、基本面展望：增量经济刺激政策推动下，行业景气度有望回升	55
2、一二级市场：2020 年以来净融资首次转正，整体收益率偏低	56
3、策略展望：1-2y 中低等级品种可适当下沉	56
(三) 钢铁债：行业景气度低，重点关注中高等级品种、谨慎下沉	58
1、基本面展望：整体延续弱势运行态势，明年或继续承压	58
2、一二级市场：2021 年以来净融资首次转正，中长端、低等级品种表现受基本面掣肘	58
3、策略展望：可重点关注中高等级品种，谨慎下沉	59
六、风险提示	60

图表目录

图表 1	“资产荒”推动信用利差极致压缩，赎回扰动促使信用债流动性重定价	8
图表 2	2024 年信用债进入全面低利率阶段，下沉与拉久期策略占优	9
图表 3	2022 年至今城投债、产业债加权发行期限	10
图表 4	2018 年至今长久期信用债发行规模及占比	10
图表 5	2018 年至今长久期信用债发行主体数量变化	10
图表 6	2014 年至今存量信用债分剩余期限规模变化	11
图表 7	2018 年至今 5 年期以下品种信用债成交活跃度	11
图表 8	2018 年至今 5 年期及以上品种信用债成交活跃度	12
图表 9	历轮赎回潮中分等级分期限信用债收益率调整情况	12
图表 10	2018 年至今隐含评级 AA+ 品种分期限信用利差变化	13
图表 11	2024 年以来地方债务及城投监管相关中央层面核心政策概览	15
图表 12	2024 年以来房地产监管相关中央层面主要政策概览	16
图表 13	近三年来赎回压力下的信用调整情况	18
图表 14	2019-2024 年 11 月信用债及各行业债券净融资情况	18
图表 15	2024 年 1-11 月产业债各行业净融资情况及其同比变化	19
图表 16	2025 年信用债各品种净融资情况预测（单位：亿元）	19
图表 17	2025 年债市供需力量展望（分季度）	21
图表 18	近 5 年违约债券规模及违约率变化	21
图表 19	非标舆情事件数量靠前地区利差变化（BP）	22
图表 20	存量剩余期限 3 年以内、收益率 2.5% 以上信用债分布情况（亿元）	24
图表 21	2020 年以来各信用品种成交换手率情况	24
图表 22	2020 年以来分期限中票换手率情况	24
图表 23	高等级品种信用利差走势	25
图表 24	2022-2024 年 10 月各类机构长久期信用债（中票和企业债）净买入情况（亿元）	26
图表 25	各期限中短票收益率与利差水平	26
图表 26	长久期信用债存量规模前 30 主体	27
图表 27	2015-2022 年置换债及特殊再融资债券发行情况及 2023-2028 年化债额度安排	28
图表 28	2024 年内各地区置换债计划/实际发行规模	28
图表 29	2023-2028 年新增专项债用于化债额度安排（单位：亿元）	29
图表 30	部分非标重组、置换成功案例	29
图表 31	统借统还落地情况	31

图表 32	2012-2024 年 10 月国有土地使用权出让收入及其同比增速	32
图表 33	2024 年城投非标风险事件同比增加 11 起	32
图表 34	2024 年商票持续逾期主体增多	32
图表 35	2023 年及 2024 年 1-11 月全国及各省城投债净融资规模及其同比变化（亿元）	33
图表 36	2024 年不同期限、不同等级城投债收益率及利差变动情况	34
图表 37	公募基金 2023Q4-2024Q3 重点持仓城投债平均剩余期限变化	34
图表 38	公募基金 2023Q4-2024Q3 重点持仓城投债不同隐含评级规模占比变化	34
图表 39	各省不同期限、不同隐含评级城投债平均收益率分布情况（单位：%）	36
图表 40	各省 2023 年经济财政债务情况及 2024 年城投利差、存量城投债情况	37
图表 41	3-5y 不同隐含评级城投债期限利差走势（BP）	37
图表 42	可用于交易-3-5y、隐含评级 AA+及以上、流动性评分 90 以上的公募城投债（共 58 只）	38
图表 43	可用于配置-5y 以上、隐含评级 AA+及以上、流动性评分 90 以上的公募城投债（共 37 只）	39
图表 44	2016 年至今城投债提前兑付规模	40
图表 45	不同情景下提前兑付的超额收益分析	41
图表 46	2016 年至今不同兑付方式城投债通过提前兑付规模及占比	41
图表 47	当前大金融债各品种信用利差比价一览	42
图表 48	历年来银行二永债发行与到期情况(亿元).....	42
图表 49	各类型银行二永债存量规模分布(亿元).....	42
图表 50	近年来银行二级资本债收益率走势(%).....	43
图表 51	银行永续债减二级资本债品种溢价走势(BP).....	43
图表 52	2020 年以来银行二永债分期限、隐含评级换手率情况	44
图表 53	年初以来银行二永债收益率变化及分位数水平	45
图表 54	部分隐含评级 AA-、AA 城农商行概览（存续二永债规模 30 亿及以上，共 67 家）	45
图表 55	当前存量券商债品种分布（亿元）	46
图表 56	当前存量券商债隐含评级分布	46
图表 57	近年来券商次级债收益率走势(%).....	47
图表 58	近年来券商次级债减普通债品种溢价(BP).....	47
图表 59	券商次级债月度成交换手率走势（%）	47
图表 60	年初以来券商次级债信用利差变化及分位数水平	48
图表 61	券商次级债存续规模 30 亿以上主体分期限与品种收益率概览.....	48
图表 62	历年以来保险次级债净融资情况(亿元).....	49
图表 63	保险公司综合偿付能力、核心偿付能力情况	49

图表 64	保险次级债分期限换手率	49
图表 65	保险次级债分隐含评级换手率	49
图表 66	近年来保险次级债估值收益率走势(%)	50
图表 67	保险次级债减银行二级资本债品种溢价(BP)	50
图表 68	2023 年以来保险次级债信用利差变化及分位数水平	50
图表 69	保险次级债存续主体分期限与品种收益率概览	51
图表 70	房地产行业基本面指标跟踪	52
图表 71	70 城新建商品住宅销售价格指数环比增速	52
图表 72	70 城二手住宅房屋销售价格指数环比增速	52
图表 73	2022 年以来地产债发行与净融资情况（亿元）	52
图表 74	不同企业性质房企信用利差走势（BP）	53
图表 75	2024 年以来地产债信用利差与收益率变动情况	54
图表 76	存续债 Top50 房企债券估值收益率与财务指标跟踪	55
图表 77	煤炭行业供给端表现	56
图表 78	煤炭行业价格与库存表现	56
图表 79	煤炭债净融资情况（亿元）	56
图表 80	煤炭债信用利差表现（BP）	56
图表 81	年初以来煤炭债信用利差、期限利差变化及其分位数水平	57
图表 82	当前存续债规模 Top30 煤企收益率与主体概览	57
图表 83	钢铁行业产量、库存、价格表现	58
图表 84	钢铁债净融资情况（亿元）	59
图表 85	钢铁债信用利差表现（BP）	59
图表 86	年初以来钢铁债信用利差、期限利差变化及其分位数水平	59
图表 87	当前存续债规模 Top30 钢企收益率及主体概览	60

一、信用债进入全面低利率阶段，市场的变化与应对

(一) “资产荒”推动信用利差极致压缩，赎回扰动促使信用债流动性重定价

1、“资产荒”下的极致行情与赎回扰动下的流动性重定价

2024 年信用债进入全面低利率阶段，1-7 月，“钱多”环境延续，机构配置力量较强，供需结构失衡下“资产荒”行情极致演绎，信用债收益率下行至历史低点，信用利差压缩至极低水平，8-11 月，央行卖债、一揽子稳增长政策发力，市场风险偏好提升，机构赎回再现，信用债流动性面临重定价，收益率大幅回调，信用利差大幅走阔，回至年初水平。

1-3 月，机构配置力量较强，“资产荒”行情延续，信用债收益率跟随利率债下行，信用利差先收窄后走阔，整体变化不大；4-7 月，理财规模明显放量，非银“钱多”格局延续，三中全会积极强调防风险，化债政策持续推进，叠加降息落地，票息挖掘趋于极致，信用债收益率主动大幅下行，信用利差收窄至历史低点；8-11 月，央行卖债、一揽子稳增长政策推出、风险偏好提升、机构赎回再现，信用债流动性面临重定价，收益率上行调整，信用利差大幅走阔，财政出台 10 万亿化债政策，信用债收益率转为修复，信用利差小幅收窄，但整体仍大幅走阔。整体看，2024 年初至 11 月 30 日，3 年期 AAA、AA+、AA 中短票收益率分别下行 66BP、71BP、76BP，信用利差分别走阔 1BP、收窄 4BP、收窄 9BP 左右。

图表 1 “资产荒”推动信用利差极致压缩，赎回扰动促使信用债流动性重定价



资料来源：Wind，华创证券

注：信用利差=中债中短期票据到期收益率-同期限中债国开债到期收益率；数据截至2024年11月30日

2、下沉与拉久期占优，银行二永债表现突出

2024 年 1-11 月信用债收益率全线下行 60-91BP，下沉策略与拉久期策略占优，各品种中银行二永债表现突出。具体看，2024 年内信用债“资产荒”行情仍在，且在大规模

化债组合拳落地、稳地产政策持续加码、银行二永债利率属性进一步提升之下，信用债市场进入全面低利率阶段，收益率一度触及历史低位，后虽有机机构赎回扰动，但整体看信用债收益率历史分位数普遍大幅降至 15% 以内水平。从期限和等级上来看，中长期、中低等级品种收益率下行幅度普遍更大，表明 2024 年市场偏好拉长久期策略与下沉策略。

图表 2 2024 年信用债进入全面低利率阶段，下沉与拉久期策略占优

较年初变化	等级	信用债收益率变动情况 (BP)							历史分位数变动情况 (百分点)						
		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	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
1Y	AAA	-60	-60	-65	-62	-61	-69	-79	-61	-64	-71	-60	-62	-65	-66
	AA+	-62	-65	-71	-52	-67	-70	-80	-61	-64	-67	-52	-61	-63	-65
	AA	-63	-69	-86	-83	-63	-75	-78	-62	-63	-41	-51	-49	-63	-47
2Y	AAA	-67	-69	-69	-70	-67	-69	-74	-52	-55	-65	-52	-52	-48	-44
	AA+	-70	-74	-81	-65	-75	-73	-74	-52	-52	-55	-48	-50	-49	-43
	AA	-71	-78	-92	-75	-76	-75	-76	-42	-47	-40	-34	-35	-47	-38
3Y	AAA	-66	-72	-66	-68	-66	-77	-81	-42	-46	-44	-38	-42	-39	-37
	AA+	-71	-75	-83	-71	-76	-78	-82	-39	-41	-38	-37	-35	-39	-36
	AA	-77	-80	-94	-63	-87	-82	-80	-31	-38	-40	-20	-23	-36	-31
4Y	AAA	-62	-68	-61	-65	-62	-83	-82	-28	-33	-36	-25	-28	-35	-33
	AA+	-68	-75	-81	-69	-73	-80	-85	-23	-29	-30	-26	-23	-33	-33
	AA	-85	-84	-104	-71	-96	-81	-86	-18	-26	-32	-14	-20	-29	-25
5Y	AAA	-75	-70	-74	-80	-75	-81	-81	-30	-25	-37	-27	-30	-27	-26
	AA+	-85	-76	-99	-86	-90	-79	-84	-28	-24	-34	-32	-24	-25	-26
	AA	-91	-83	-111	-75	-103	-83	-99	-18	-21	-33	-13	-18	-22	-26
2024/11/30	等级	信用债收益率 (%)							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	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
1Y	AAA	1.92	1.98	2.02	1.96	1.92	1.95	1.97	1%	2%	0%	1%	1%	2%	2%
	AA+	2.01	2.04	2.11	2.21	2.01	1.96	1.98	1%	3%	1%	14%	1%	2%	2%
	AA	2.10	2.11	2.69	2.21	2.10	2.02	2.09	2%	4%	13%	10%	2%	2%	3%
2Y	AAA	2.00	2.02	2.10	2.03	2.00	2.03	2.06	1%	1%	0%	1%	1%	2%	3%
	AA+	2.08	2.09	2.17	2.18	2.08	2.03	2.07	2%	2%	2%	6%	2%	2%	3%
	AA	2.20	2.16	2.82	2.38	2.23	2.13	2.18	5%	2%	12%	11%	5%	3%	4%
3Y	AAA	2.05	2.05	2.16	2.09	2.05	2.08	2.13	2%	1%	1%	2%	2%	3%	4%
	AA+	2.14	2.13	2.22	2.14	2.14	2.11	2.14	2%	2%	2%	1%	2%	3%	4%
	AA	2.32	2.23	2.96	2.57	2.37	2.21	2.29	9%	4%	12%	13%	9%	5%	9%
4Y	AAA	2.18	2.18	2.29	2.24	2.18	2.14	2.21	6%	5%	3%	6%	6%	3%	4%
	AA+	2.30	2.26	2.38	2.29	2.30	2.20	2.23	7%	7%	4%	3%	7%	4%	5%
	AA	2.48	2.36	3.16	2.74	2.53	2.33	2.38	11%	9%	14%	15%	11%	8%	7%
5Y	AAA	2.19	2.23	2.30	2.25	2.19	2.19	2.24	5%	6%	2%	5%	5%	3%	4%
	AA+	2.32	2.32	2.40	2.31	2.32	2.26	2.26	6%	6%	4%	2%	6%	5%	4%
	AA	2.61	2.43	3.33	2.89	2.67	2.39	2.41	12%	9%	14%	16%	12%	8%	4%
2023/12/31	等级	信用债收益率 (%)							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	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
1Y	AAA	2.52	2.59	2.67	2.58	2.53	2.65	2.75	62%	66%	71%	61%	63%	67%	67%
	AA+	2.63	2.69	2.82	2.73	2.68	2.67	2.78	62%	67%	68%	66%	62%	65%	67%
	AA	2.73	2.80	3.55	3.05	2.73	2.77	2.87	64%	67%	54%	61%	51%	65%	50%
2Y	AAA	2.66	2.71	2.79	2.73	2.67	2.72	2.80	53%	56%	65%	53%	54%	50%	47%
	AA+	2.78	2.82	2.98	2.84	2.83	2.76	2.81	53%	53%	57%	54%	52%	51%	46%
	AA	2.91	2.93	3.73	3.13	2.98	2.89	2.94	46%	50%	51%	45%	40%	50%	42%
3Y	AAA	2.71	2.77	2.81	2.77	2.71	2.85	2.94	44%	46%	46%	40%	44%	42%	41%
	AA+	2.85	2.88	3.05	2.85	2.90	2.89	2.96	41%	42%	40%	37%	37%	41%	40%
	AA	3.09	3.03	3.90	3.20	3.24	3.03	3.09	40%	42%	52%	33%	31%	41%	40%
4Y	AAA	2.80	2.86	2.90	2.89	2.80	2.97	3.03	33%	38%	39%	31%	33%	38%	37%
	AA+	2.98	3.01	3.19	2.98	3.03	3.00	3.08	30%	36%	34%	29%	30%	37%	37%
	AA	3.33	3.20	4.20	3.45	3.49	3.14	3.23	30%	35%	45%	29%	30%	37%	32%
5Y	AAA	2.94	2.93	3.05	3.05	2.94	3.00	3.05	35%	30%	40%	32%	35%	30%	30%
	AA+	3.17	3.08	3.39	3.17	3.22	3.05	3.10	35%	30%	38%	35%	30%	30%	30%
	AA	3.52	3.26	4.44	3.64	3.69	3.22	3.40	30%	30%	47%	29%	30%	31%	30%

资料来源：Wind，华创证券

注：1）钢铁债、银行二级资本债、永续债有关数据最高等级均为 AAA-；2）历史分位数数据始于 2022 年 1 月 4 日；3）数据截至 2024 年 11 月 30 日

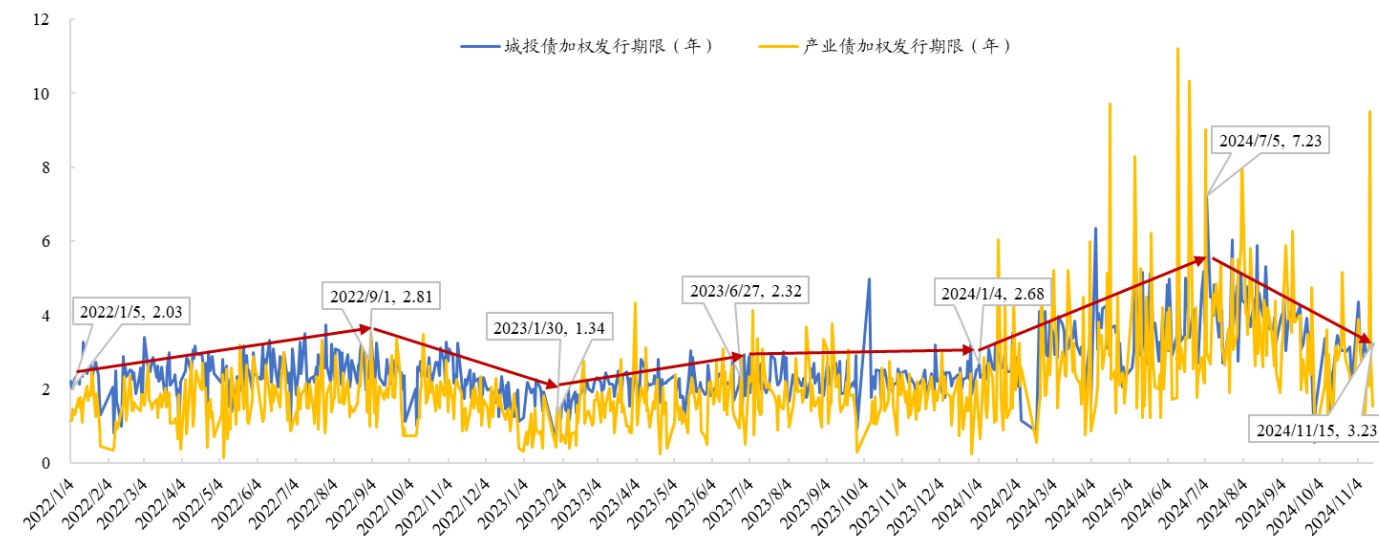
（二）信用债市场新特征：期限拉长、交易博弈、流动性溢价重定价

1、发行期限拉长至历史高点，产业债尤为明显

在利率中枢下行及“资产荒”行情极致演绎的背景下，信用债市场自 2024 年年初以来便呈现明显的发行期限拉长趋势，在 7 月初达到阶段性高点后，随着 8 月以来机构赎回扰动加剧，发行期限有所缩短，全年呈“倒 V”型走势。回顾 2022-2023 年信用债发行情况，加权平均发行期限在 1 年至 3 年之间小幅震荡，整体期限偏短；2024 年以来发行期限大幅拉长，7 月初达到阶段性高点，随后在机构赎回扰动下，二级市场估值波动向一级市场传导，取消发行规模明显增加，发行期限也逐渐缩短，但仍高于 2022-2023 年均值水平。分债券类型看，2022-2023 年城投债发行期限普遍长于产业债，但

2024 年以来产业债发行期限明显拉长，出现部分 10 年期及以上的超长期品种。

图表 3 2022 年至今城投债、产业债加权发行期限

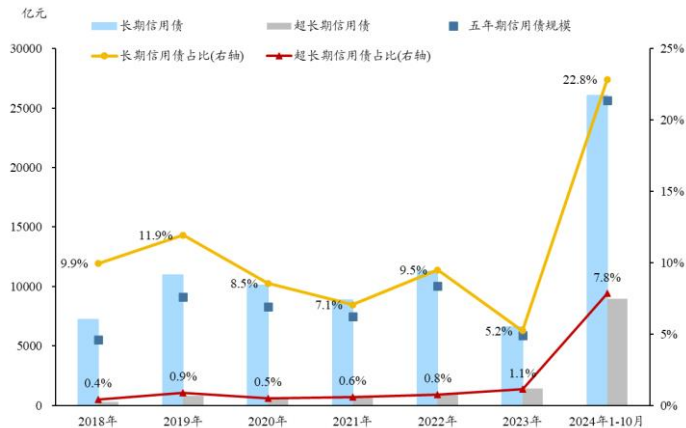


资料来源：Wind，华创证券

注：发行期限为行权期限；加权发行期限以发行规模进行加权；数据截至 2024 年 11 月 15 日

2024 年长久期信用债发行主体数量及发行规模均创历史新高。2024 年 1-10 月共有 1493 个主体发行长期信用债，合计发行规模 26078 亿元，占信用债整体发行规模的 22.8%，且其中 98% 均为 5 年期品种；共有 232 个主体发行超长期信用债，合计发行规模 8955 亿元，占信用债整体发行规模的 7.8%。

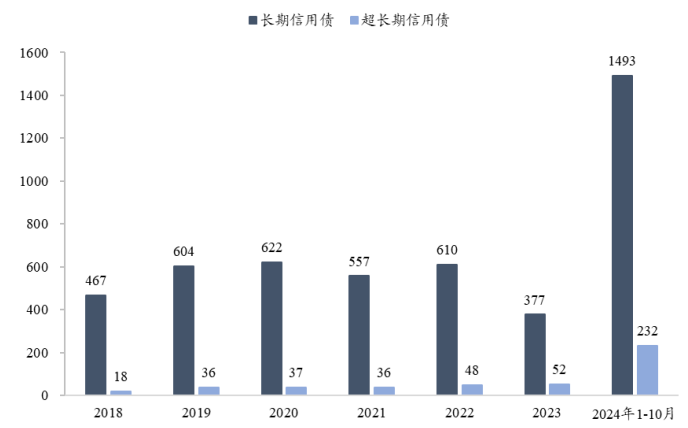
图表 4 2018 年至今长久期信用债发行规模及占比



资料来源：Wind，华创证券

注：长久期信用债包括“长期信用债”和“超长期信用债”，“长期信用债”指 5-10 年（含 5 年，不含 10 年）信用债，“超长期信用债”指 10 年及以上的信用债（下同）

图表 5 2018 年至今长久期信用债发行主体数量变化



资料来源：Wind，华创证券

注：长久期信用债包括“长期信用债”和“超长期信用债”，“长期信用债”指 5-10 年（含 5 年，不含 10 年）信用债，“超长期信用债”指 10 年及以上的信用债（下同）

从存量信用债期限分布情况看，3 年期及以上品种存量规模占比边际增加，从 2023 年底的 11% 增加至 2024 年 10 月底的 18%，2024 年 10 月底 10 年及以上品种存量规模达 3029 亿元，创历史新高。

图表 6 2014 年至今存量信用债分剩余期限规模变化

指标	期限	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
规模 (亿元)	1年以内	32,111	43,037	46,974	50,903	64,277	64,865	82,293	87,074	97,405	110,311	112,427
	1-3年	35,577	50,492	70,604	72,819	83,772	102,055	114,421	131,268	129,831	132,681	121,325
	3-5年	25,244	28,749	34,317	29,282	22,101	23,654	23,372	21,402	23,248	21,021	38,767
	5-10年	12,107	11,928	12,924	12,158	8,436	7,534	7,972	6,987	6,602	7,018	12,103
	10年以上	1,382	1,117	1,052	869	524	580	467	387	256	401	3,029
	总计	106,420	135,324	165,871	166,031	179,110	198,688	228,525	247,119	257,342	271,433	287,651
占比	1年以内	30%	32%	28%	31%	36%	33%	36%	35%	38%	41%	39%
	1-3年	33%	37%	43%	44%	47%	51%	50%	53%	50%	49%	42%
	3-5年	24%	21%	21%	18%	12%	12%	10%	9%	9%	8%	13%
	5-10年	11%	9%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	4%
	10年以上	1%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
	总计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

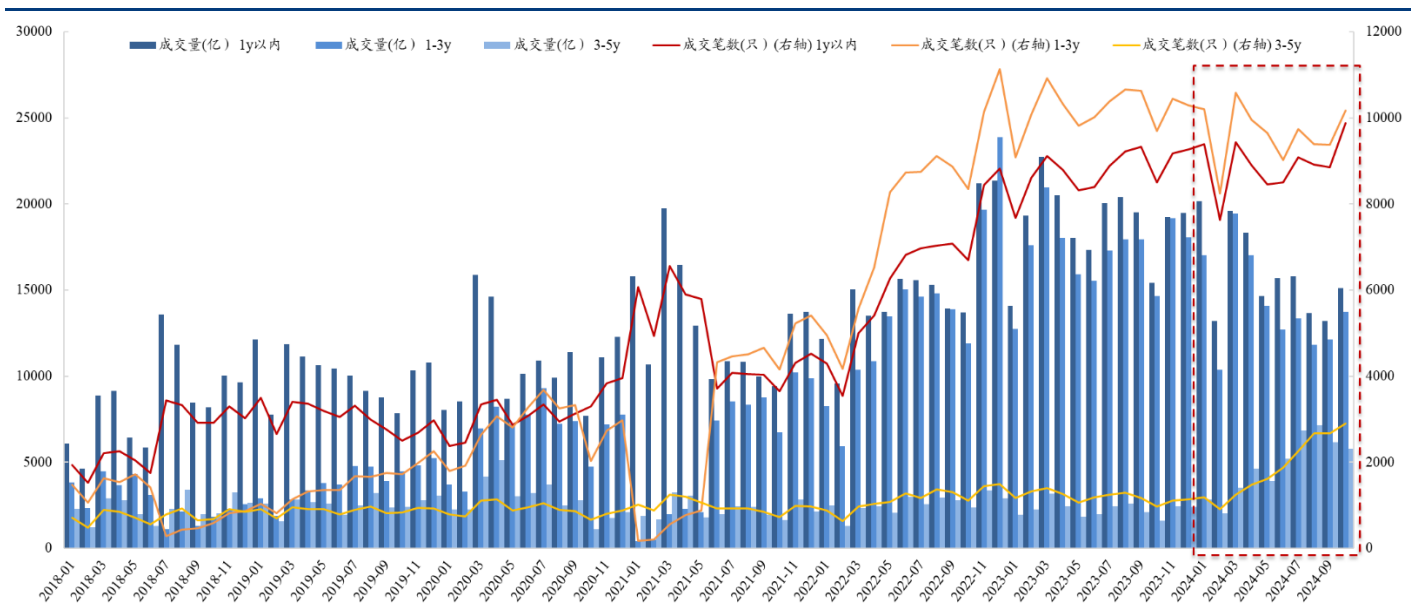
资料来源: Wind, 华创证券

注: 期限为行权期限; 各期限区间均包括左端, 不包括右端, 例如“1-3 年”为包括 1 年, 不包括 3 年; 数据截至 2024 年 10 月 31 日

2、交易博弈放大市场波动，赎回扰动下流动性冲击明显

2024 年利率中枢下行背景下，高息资产难寻，机构增加波段交易以获取资本利得收益，3 年及以上信用债成交活跃度大幅提升。拉长时间维度来看，2018 年以来信用债整体成交活跃度呈明显增长趋势，2024 年中长久期信用债的交易属性愈发凸显，3-5y 品种月度成交笔数从年初 1 月的 1191 笔增加至 10 月的 2899 笔，5-7y、7-10y、10y 及以上品种月度成交笔数分别从 1 月的 181 笔、104 笔、30 笔增加至阶段性高点 8 月的 341 笔、420 笔、140 笔。

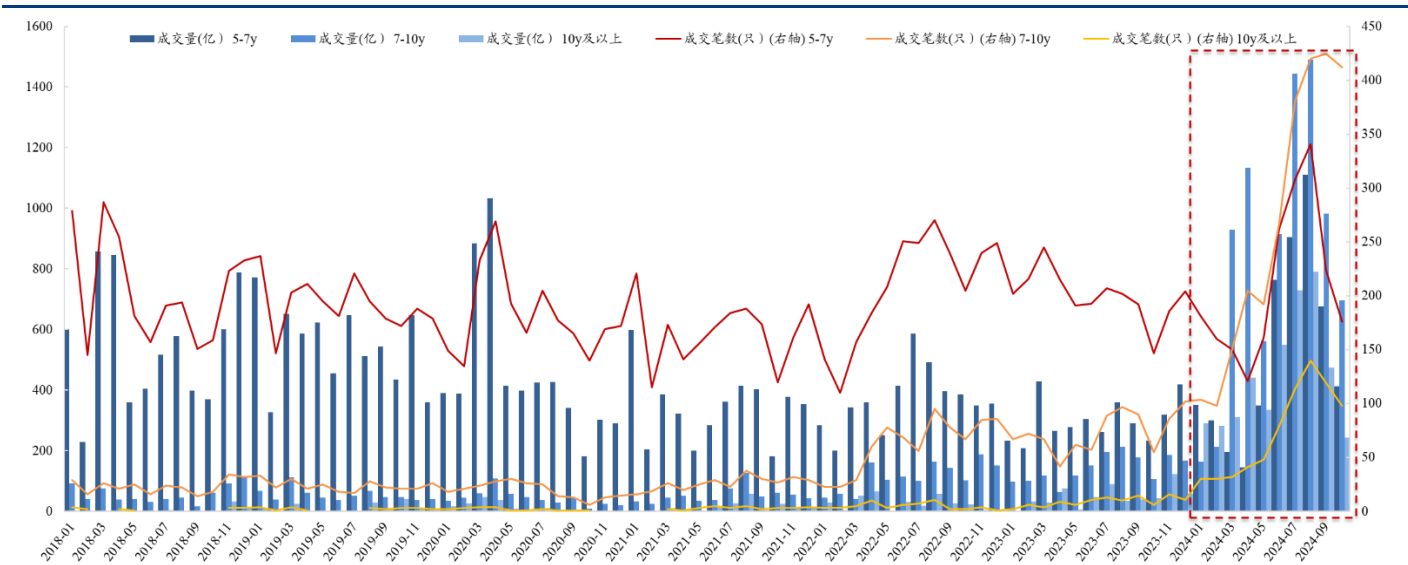
图表 7 2018 年至今 5 年期以下品种信用债成交活跃度



资料来源: qeubee, 华创证券

注: 期限为行权期限; 各期限区间均包括左端, 不包括右端, 例如“1-3 年”为包括 1 年, 不包括 3 年

图表 8 2018 年至今 5 年期及以上品种信用债成交活跃度



资料来源: qeubee, 华创证券

注: 期限为行权期限; 各期限区间均包括左端、不包括右端, 例如“1-3 年”为包括 1 年、不包括 3 年

交易博弈放大了市场波动, 8 月以来机构赎回扰动期间, 中长久期信用债调整幅度大于短端品种, 出现明显流动性冲击。对比 2022 年以来历轮赎回潮中不同期限信用债调整幅度变化, 可发现 2022 年和 2023 年信用调整中 3 年期以内短端品种调整幅度相对更大, 而 2024 年以来 3 年期以上品种调整幅度明显增大。长久期品种交易属性增强, 但流动性相对短端仍偏弱, 在机构赎回压力之下, 估值波动被明显放大。

图表 9 历轮赎回潮中分等级分期限信用债收益率调整情况

观察指标	历轮赎回潮	分期限	二级资本债				银行永续债				中短票				城投债			
			AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
最大调整 (BP)	2022 年 11-12 月	1Y	120	123	134	133	121	121	137	127	93	108	124	124	104	125	166	170
		3Y	133	136	145	156	157	157	171	156	102	112	122	122	101	118	144	161
		5Y	99	104	135	156	127	127	157	149	75	85	83	85	73	93	105	118
	2023 年 8 月-9 月	1Y	58	54	53	44	55	53	30	30	55	55	55	54	55	56	57	21
		3Y	47	45	43	43	41	40	27	24	33	39	25	25	35	33	38	8
		5Y	45	44	28	20	37	35	34	33	23	24	17	17	18	22	19	4
	2024 年 4 月	1Y	23	23	23	23	25	25	26	24	11	11	11	4	14	15	16	9
		3Y	24	25	21	20	26	26	27	25	19	21	17	9	15	16	13	16
		5Y	25	22	21	21	27	27	26	24	17	17	14	7	20	21	15	-1
	2024 年 8 月 2 日-8 月下旬	1Y	22	24	21	16	24	24	23	17	18	19	20	21	16	18	21	30
		3Y	24	25	22	17	25	25	24	17	18	20	21	16	20	23	25	31
		5Y	21	23	21	12	22	24	24	17	23	25	27	20	19	23	27	34
	2024 年 9 月 23 日至 10 月上旬	1Y	31	31	40	39	36	36	41	46	29	36	44	48	28	33	45	68
		3Y	36	42	54	53	38	40	47	49	39	40	47	49	33	38	47	51
		5Y	38	43	48	49	39	43	45	46	36	40	42	47	35	39	40	44
	2024 年 10 月 21 日至今	1Y	6	7	7	7	7	7	7	10	7	8	5	5	7	7	9	16
		3Y	10	13	12	11	12	11	12	13	12	12	12	16	12	12	12	30
		5Y	12	14	13	9	13	11	13	16	16	18	20	21	14	17	19	32

资料来源: Wind, 华创证券

注: 数据截至 2024 年 11 月 30 日

3、信用利差压缩至历史低位, 同时流动性溢价或面临重定价

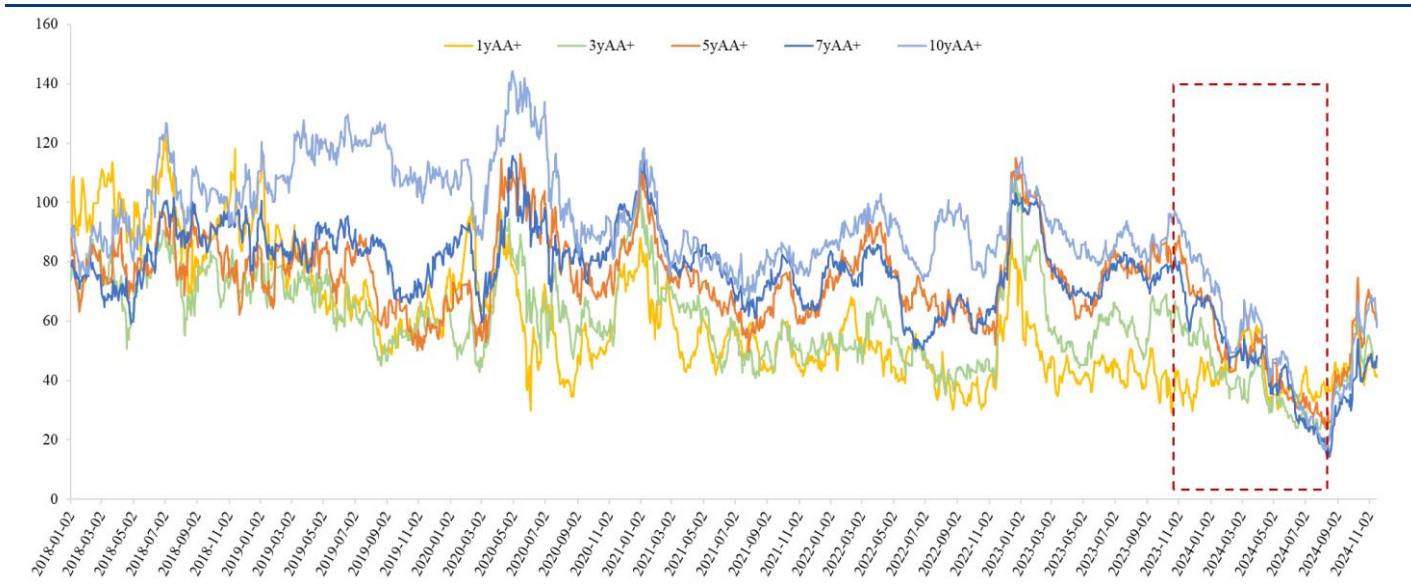
今年 1-7 月信用利差持续压缩至历史低位。2023 年 11 月至 2024 年 8 月中旬, 在“资产荒”行情演绎、化债政策利好及大幅降息交易背景下, 各期限品种信用利差持续压缩至 2018 年以来的历史最低位, 长端品种利差压缩尤为显著, 收益率曲线趋于平坦化。

8 月以来机构流动性诉求和风险偏好抬升, 信用债面临赎回压力, 信用利差开始走阔。具体看, 8 月央行开展压力测试, 提示流动性风险, 市场波动有所放大, 利率债市场

成交清淡，机构在流动性管理方面的压力亦有所提升，理财开始预防性赎回基金，信用债抛压明显，利差走阔。9月底国新办新闻发布会推出多项重磅政策，叠加中央政治局会议释放强烈加码刺激经济信号，市场风险偏好提振，权益市场强势，翘板效应下，债市情绪转弱，信用债收益率跟随利率出现大幅调整。**整体看，风险偏好及流动性诉求成为年内债市定价的重要因素，信用在调整后前期修复节奏偏慢。**

后续流动性溢价或面临重定价。信用利差可拆分为信用风险溢价和流动性溢价，其中信用风险在后续化债政策护航下中短期内或较为可控，流动性溢价或成为信用债定价的主要影响因素。明年随着支持化债的财政资金落地，供给端利率债显著放量，“资产荒”可能出现边际缓解，今年年初以来由于供需失衡导致的信用利差快速极致压缩或难再现。而长久期信用债在经过上半年收益率大幅下行后，利差保护不足，8月以来的赎回潮中出现较大幅度调整，随着机构对于流动性管理要求变高，后续流动性溢价或面临重定价。

图表 10 2018 年至今隐含评级 AA+品种分期限信用利差变化



资料来源：Wind，华创证券

注：信用利差=中债中短期票据到期收益率-同期限中债国开债到期收益率；数据截至2024年11月15日

二、2025 年信用债市场演绎方向及策略选择

（一）市场研判：基本面、政策面、机构行为、供需结构、违约风险

政治局会议定调“主动作为”，政策加大“宽信用”力度，经济增长预期边际改善。2024 年前三季度中国经济总体表现稳健，但内需乏力、消费意愿偏低仍是经济复苏中的薄弱环节，同时房地产市场持续调整，对内循环的深化带来一定制约。为应对以上结构性挑战，9月政治局会议定调“正视困难”“主动作为”，实施了一系列宽松政策，货币、财政、地产政策同步发力以稳住经济增长，并增强市场信心。11月人大常委会出台的一揽子化债方案帮助地方畅通资金链条、增强发展动能，并提及“正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度”，一系列政策组合拳下“宽信用”再推进，经济增长预期边际改善。

展望 2025 年，信用风险可控的情况下，宏观基本面、政策面、机构行为及供需情况仍是影响信用债定价的核心要素。

1、基本面：观察政策验证情况及节奏

今年以来，我国的宏观经济表现总体平稳，但面临一些挑战。一季度，国内生产总值同比增速为 5.3%，为全年经济发展奠定了良好基础。进入二季度，经济增速放缓至 4.7%，但仍显示出较强的适应能力。到了三季度，GDP 同比增速进一步微调至 4.6%，经济增速进一步放缓。具体看，国内经济面临有效需求不足、社会预期偏弱、地方债务负担较重等突出问题，消费、投资和出口三大需求均有所回落，尤其是内生消费动力依然不足，民间有效需求也进一步走弱。同时，工业生产、固定资产投资以及房地产市场等主要经济指标也呈现不同程度的放缓态势。此外，地方财政收支缺口放大，化债压力加大，而债务问题对地方的经济发展和保障民生具有重要影响。

面对以上突出问题，9 月以来，宏观调控政策逐步加码，通过降准降息、扶持房地产、扩大内需、支持化债等政策来稳定经济增长，改善社会预期，提振市场信心。

展望未来，2025 年是“十四五”收官之年，财政政策仍将是基本面修复的观察主线。

(1) 房地产“止跌回稳”发力，下探幅度或开始收窄。(2) 消费意愿回升+以旧换新加力，社零中枢或小幅上移。(3) 制造业“设备更新”政策支持、但出口波动或加剧，投资斜率或有下降。(4) 化债之下隐债“严控新增”，基建投资扩张空间或相对有限。(5) 关税政策影响仍不确定，出口弹性或面临考验。(6) 金融数据回升相对靠前，但经济内生动能强度有待信贷、M1 等同步验证。(7) 通胀中枢或温和抬升。预计 2025 年经济增长目标或延续“5%”，节奏上或呈“倒 U 型”。整体来看经济修复过程中不免有波动，或对债市形成脉冲。

2、政策基调：正视困难，积极应对

2024 年下半年中央政策发力明显，9 月政治局会议讨论经济工作，总基调更加积极，从“稳字当头”到“干字当头”，对于经济形势的判断更加客观，在肯定成绩的同时强调当前经济运行出现一些新的情况和问题，且会议对财政、货币、房地产、资本市场、保企业、惠民生等领域均进行了部署。

财政政策方面，更加注重逆周期调节。财政通过增加专项债券发行化解地方债务风险，通过增发国债支持基础设施建设、支持国有行补充资本、扩大内需，以推动经济稳步回升。目前地产止跌回稳节奏不明，且海外局势压力时有变化，财政政策或仍会适度加码，冲击债市情绪。

货币政策方面，央行强调支持性的货币政策立场，与财政配合度预计加强。央行通过加大货币政策调控强度，确保金融稳定，并且通过降息降准等措施，降低实体经济融资成本，支持经济复苏。在此政策基调下，伴随财政 10 万亿化债计划落地及国债增发，央行需要保持对应的流动性投放稳定资金面，同时维持低利率环境刺激社会投融资需求，2025 年或将继续推进降准、降息。

除此之外，在城投和房地产两大重要领域，政策持续加码，具体看：

1) 城投板块：深入进行债务化解，释放地方发展空间

2024 年以来，中央持续深入推进债务化解工作，化债力度持续加大，以期地方腾挪更多的精力促发展、保民生。

一方面完善和落实地方一揽子化债方案，11 月全国人大常委会审批通过增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，10 万亿财政化债政策出炉，地方化债压力大大减

轻。持续强调地方债务管控长效机制的建立，财政部表示正会同有关部门健全信息共享和监管协同机制，全口径监测地方政府承担偿还责任的债务情况。

另一方面强调统筹抓好化债和发展，4月30日，中央政治局会议强调要“深入实施地方政府债务风险化解方案”，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展，其后多个重要会议重复强调。推动中央和地方财权与事权进一步完善，7月第二十届三中全会中央财办提出要增加地方自主财力，扩展地方税源，提升市县财力同事权相匹配的程度，适度加强中央事权，提高中央财政支出比例，后续有望见到相关措施进一步落地。

展望2025年，城投债务监管重点或将集中在平衡债务风险化解与区域发展关系，同时加速推动城投平台分类转型。10万亿化债举措支持下，地方政府债务管理重心集中在抢抓政策机遇推动化解债务风险，在此过程中同时面临平台“退名单”、城投市场化转型的新局面，监管政策需要平衡好地方不新增债务风险及推动地方经济发展的关系，在城投经营性债务风险管理及市场化转型方面或需进一步相关政策指导支持。

图表 11 2024 年以来地方债务及城投监管相关中央层面核心政策概览

时间	部门/会	政策文件及会议	核心内容
2024/11/8	全国人大常委会	《全国人民代表大会常务委员会关于批准<国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案>的决议》	1) 增加地方政府债务限额 6 万亿元，用于置换存量隐性债务。2) 从 2024 年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，专门用于化债。3) 2029 年及以后到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。
2024/8/30	财政部	2024 年上半年中国财政政策执行情况报告	指导地方逐步建立起全口径、常态化隐性债务监测体系，加强风险分析评估。
2024/7/30	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要继续发挥好经济大省挑大梁作用。要持续防范化解重点领域风险。要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。
2024/7/18	三中全会	中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议	全会指出，要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措。
2024/5/28	国家金融监督管理总局	《防范化解金融风险问责规定（试行）》	要配合防范化解地方债务风险，指导金融机构按照市场化方式开展债务重组、置换。
2024/3/22	国务院	国务院防范化解地方债务风险工作视频会议	要下更大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型。分类施策推进清欠工作，要统筹抓好化债和发展。
2024/3/5	国务院	十四届全国人大二次会议作《政府工作报告》	更好统筹发展和安全，有效防范化解重点领域风险。进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。
2024/2/23	国务院	国务院常务会议	要坚持改革创新，强化配套政策支持，持之以恒攻坚推进，进一步推动一揽子化债方案落地见效。加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，在高质量发展中逐步化解地方债务风险。
2024/1/5	央行	2024 年中国人民银行工作会议	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。

资料来源：央行，国家金融监管总局，财政部，中国政府网，华创证券整理

2) 地产行业：“稳地产”力度加码，新供需格局构建中

政策组合拳持续出台，促进房地产市场止跌回稳导向明确。5月限贷放松后，商品房销售、居民中长期信贷增速并未出现显著反弹，居民房价预期和收入预期修复较慢。在此背景下下半年政策组合拳持续出台，7月中央政治局会议首提“积极支持收购存量商品房用作保障性住房”，9月中央政治局首提“要促进房地产市场止跌回稳”，10月财政部首提“利用专项债收购存量商品房”，此轮“稳地产”政策呈现决心大、力度强的特征。

需求端提振：年初开始提高地方政府“因城施策”权限，9月北京、上海陆续也优化购房政策，中央取消普通住宅和非普通住宅标准、降低贷款利率、降低存量贷款利率、降低换购税费等需求端政策组合拳全面落地。当前需求端政策环境已较为宽松，居民购房首付比例及贷款利率已达历史最低，限购政策也处于自实施以来最宽松阶段。

供给端优化：一是“严控增量”，支持地方政府使用专项债券回收闲置土地并开发新土地储备，减少库存，促进市场平衡，住建部242号文细则已出，财政支持正在路上；二是“优化存量”，鼓励收购存量住房作为保障房，提高市场效率；三是“提高质量”，新增实施100万套城中村改造、危旧房改造，重启货币化安置，激活潜在的市场需求；四是扩大“白名单”信贷规模，确保优质项目能够获得足够的资金支持，确保“保交楼”，截至10月31日，“白名单”项目贷款审批通过金额超3万亿元。

展望后续，关注新的供需平衡构建节奏。从思路看，新政主要通过调节土地供应、盘活存量房资产、提升现有房产质量、加大“保交楼”力度的方式优化供给，再通过降低新增与存量贷款利率、购房首付比例及税费的方式刺激需求，从修复居民预期开始，构建新的供需平衡。后续需观察政策落地到产生效果时间节奏，及后续对政府预期（土地）和银行预期（信贷）的传导。

图表 12 2024 年以来房地产监管相关中央层面主要政策概览

时间	机构/人员/媒体	文件/会议/讲话	主要内容
2024/11/14	财政部	《促进房地产市场平稳健康发展税收政策》	加大住房交易环节契税优惠力度，降低土地增值税预征率下限，取消普通住宅和非普通住宅标准，优化涉及的增值税、土地增值税优惠政策。
2024/11/7	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知（自然资发〔2024〕242号）》	自然资源部明确关于专项债收购收回存量闲置土地进行地块筛选和项目储备细则，积极配合财政部门推动专项债资金加快落地。
2024/10/17	国务院新闻办公室、住建部	国新办就“促进房地产市场平稳健康发展”有关情况举行发布会	将通过货币化安置方式新增实施100万套城中村改造、危旧房改造。
2024/10/12	中国人民银行	《关于批量调整存量房贷利率的倡议》	11月1日起，符合条件的借款人可与商业银行市场化协商调整房贷利率加点幅度，也可协商调整重定价周期。
2024/9/26	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度。
2024/9/24	国务院新闻办公室、中国人民银行、金融监管总局	国新办就“金融支持经济高质量发展有关情况”有关情况举行发布会	引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，预计平均降幅大约在0.5个百分点左右。
2024/7/18	十二届三中全会	--	取消普通住宅和非普通住宅标准、完善房地产税收制度
2024/5/17	央行	《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》	取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。

2024/5/17	央行、国家金监局	《关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知》	贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 25%。
2024/5/17	国务院	全国切实做好保交房工作视频会议	分类推进在建已售难交付商品房项目处置，支持应续建项目融资和竣工交付。相关地方政府酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地。推进建设“三大工程”。
2024/5/17	央行	国务院政策例行吹风会	设立 3000 亿元保障性住房再贷款。 支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。
2024/4/30	中共中央政治局	中共中央政治局会议	统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式， 促进房地产高质量发展。
2024/1/24	央行	做好经营性物业贷款管理 满足房地产企业合理融资需求	2024 年底前， 可发放经营性物业贷用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。
2024/1/12	住建部、金管局	关于建立城市房地产融资协调机制的通知	对开发建设暂时困难但资金基本能平衡的项目， 不盲目抽贷、断贷、压贷，通过存量贷款展期、调整还款安排、新增贷款等予以支持。

资料来源：央行，国家金融监管总局，住建部，财政部，自然资源部，中国政府网，华创证券整理

3、机构行为：“理财-基金”赎回潮放大信用债波动，观察机构行为关键指标

机构行为是影响今年信用债走势的核心要素之一，债市调整期间，基金的赎回压力直接放大了信用品种的调整幅度。展望明年，震荡市中，流动性管理诉求提升，理财对基金的预防性赎回或为常态。因此债市调整期间，对机构赎回压力的关键指标进行密切跟踪尤为重要，有助于明辨趋势，稳健布局。

观察机构行为指标，主要是基金净值、基金净卖出、理财净值、理财规模等相关指标。基本面因素影响下一般带动利率债率先开始调整，带来的基金净值的持续下跌会导致赎回压力上升，被动赎回下基金规模缩水导致的抛债行为可通过净卖出变化跟踪；如果负反馈传导至理财，将导致理财净值下跌幅度扩大累及规模的下降。2024 年三轮赎回均停留在理财赎回基金层面，随着机构风险管理能力的提升、监管调节以及市场参与者结构的变化，银行理财大面积被赎回形成负反馈的概率降低。

此外，还需结合利差分位数观察信用自身的调整幅度，通过对比近两年多轮调整情况判断市场点位。而观察市场拐点的变化，主要看短端品种何时企稳。理财、基金等资管产品对信用债的投资需求更大，定价权更强，而理财更倾向于短端品种。如果市场调整过程中，理财规模稳定并开始关注市场超调的机会，一般会主要从短端品种配置开始。因此，若 2 年以内短期信用债企稳，或表明市场负债趋于稳定，信用调整压力或有所缓和。

图表 13 近三年来赎回压力下的信用调整情况

跟踪机构赎回压力的关键指标		赎回潮期间峰值						
		2022年11-12月	2023年8月下旬-9月上旬	2024年4月	2024年8月2日-8月下旬	2024年9月23日-10月上旬	2024年10月21日以来	2024年11月12日以来
基金	基金净值(单日变动)	-0.13% (短债) -0.23% (中长期债)	-0.04% (短债) -0.06% (中长期债)	-0.06% (短债) -0.13% (中长期债)	-0.06% (短债) -0.14% (中长期债)	-0.12% (短债) -0.24% (中长期债)	-0.03% (短债) -0.06% (中长期债)	保持增长 (短债) -0.02% (中长期债)
	基金净值(累计变动)	-0.55% (短债) -1.08% (中长期债)	-0.12% (短债) -0.32% (中长期债)	-0.14% (短债) -0.31% (中长期债)	-0.08% (短债) -0.22% (中长期债)	-0.33% (短债) -0.62% (中长期债)	-0.05% (短债) -0.14% (中长期债)	0.05% (短债) 0.02% (中长期债)
	基金净卖出规模	基金两波净卖出6300亿	基金净卖出3000亿	基金净卖出2000亿	基金两轮持续净卖出4463亿	9/27-10/12, 持续净卖出6357亿	10/21-11/5, 累计净卖出1747亿	无连续净卖出
	基金净卖出持续时间	第一轮持续9个工作日, 第二轮持续7个工作日	持续7个工作日	持续5个工作日	第一轮持续5个工作日, 第二轮持续7个工作日	9/27-10/12, 持续净卖出8个工作日	10/21-10/25连续5个工作日净卖出, 11/1以来持续3个工作日	无连续净卖出
理财	理财净卖出规模	理财净卖出9000亿	无持续净卖出	无持续净卖出	无持续净卖出	10/9-10/10, 持续净卖出60亿	维持净买入	维持净买入
	理财净值(单日变动)	-0.13% (1年以内) -0.47% (1年以上)	-0.03% (1年以内) -0.08% (1年以上)	-0.02% (1年以内) -0.02% (1年以上)	-0.03% (1年以内) -0.09% (1年以上)	-0.06% (1年以内) -0.16% (1年以上)	-0.02% (1年以内) -0.02% (1年以上)	保持增长
	理财净值(累计变动)	-0.82% (1年以内) -1.91% (1年以上)	-0.01% (1年以内) -0.06% (1年以上)	-0.03% (1年以内) 0.04% (1年以上)	-0.01% (1年以内) 0.03% (1年以上)	-0.21% (1年以内) -0.41% (1年以上)	-0.02% (1年以内) -0.06% (1年以上)	保持增长
	银行理财破净率高峰	28.88%	6.39%	3.29%	4.50%	6.38%	4.20%	2.17%
	银行理财规模变化	规模下降3.8万亿	规模基本稳定	规模基本稳定	规模基本稳定	9月末周-10月前两周, 较季节性少增1.12万亿	规模转为增长458亿	规模保持增长
本轮赎回潮指标最大调整幅度	10年期国债	29bp	18bp	13bp	11bp	22bp	4bp	4bp
	30年期国债	24bp	13bp	19bp	9bp	30bp	7bp	8bp
	1年AAA同业存单	74bp	46bp	16bp	16bp	6bp	3bp	2bp
	信用债	26bp (15y中短票AAA)- 170bp (1y城投债AA-)	4bp (5y城投债AA-)- 57bp (1y城投债AA)	-1bp (5y城投债AA-)- 21bp (3y中票AA+)	14bp (3y中短票AA-)- 33bp (5y城投债AA-)	28bp (1Y城投债(AA+))- 68bp (1Y城投债(AA-))	5bp (1Y中短票(AA-))- 28bp (5Y城投债(AA-))	-2bp (10Y中短票(AA+))- 4bp (7Y中短票(AA+))
	二永债	99bp (5y二级资本债AAA-)- 171bp (3y永续债AA)	20bp (5y二级资本债AA-)- 58bp (1y二级资本债AAA-)	20bp (3y二级资本债AA-)-	12bp (5y二级资本债AA-)- 25bp (3y二级资本债AA+)	31bp (1Y二级资本债(AA+))- 54bp (3Y二级资本债(AA))	6bp (1Y二级资本债(AAA-))- 16bp (5Y银行永续债(AA-))	-2bp (5Y二级资本债(AA-))- 6bp (5Y银行永续债(AAA-))
	上证综合指数	12.83%	2.72%	3.01%	-1.62%	26.95%	6.20%	0.51%

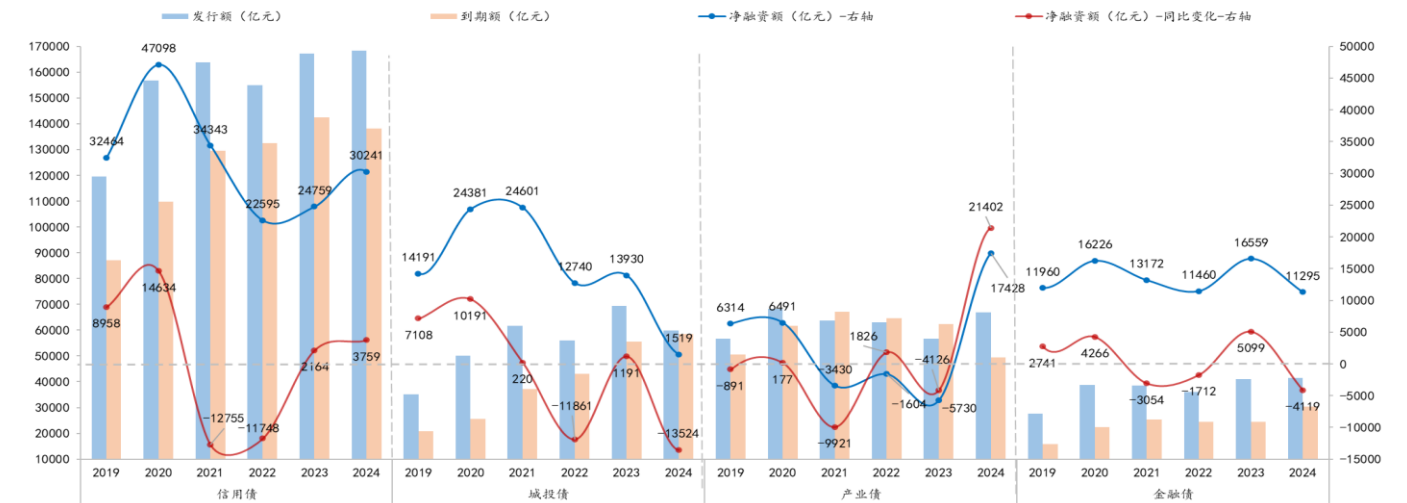
资料来源：Wind，普益标准，华创证券

注：数据截至2024年11月20日

4、供需结构：2025 年信用债供给或在 3 万亿左右，“资产荒”或边际缓和

2024 年信用债供给规模为 3.02 万亿元，同比增长 3759 亿元，低利率环境下，产业债净融资同比增长 2.14 万亿元，支撑 2024 年信用债供给，城投融资政策偏紧态势下，城投债净融资同比下降 1.35 万亿元，金融债到期压力明显增长，净融资同比下降 4119 亿元。2024 年 1-11 月，信用债共发行 16.84 万亿元，同比增长 7%，净融资规模 3.02 万亿元，同比增长 3759 亿元。分行业看，产业债净融资规模同比转正，且增长至 1.74 万亿元，是 2024 年信用债供给主力，其中非银金融、公用事业、建筑装饰为主要供给行业；城投债融资政策边际收紧，2024 年 1-11 月，城投债发行规模同比下降 8%，偿还规模同比增长 16%，综合导致净融资规模明显缩量至 1519 亿元；2024 年为银行二级资本债集中到期时点，导致 2024 年 1-11 月金融债净融资规模同比下降 4119 亿元至 1.13 万亿元。

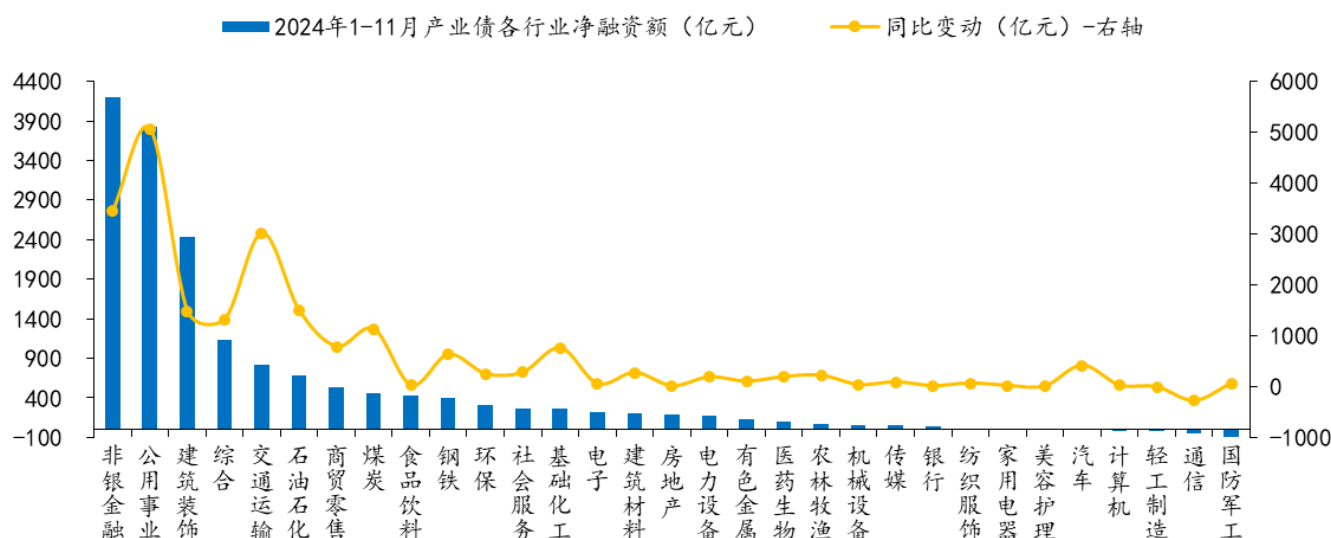
图表 14 2019-2024 年 11 月信用债及各行业债券净融资情况



资料来源：Wind，华创证券

注：1）信用债包括金融债（剔除政策银行债）、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具；2）城投口径为华创3731家城投主体名单；3）数据截至2024年11月30日。

图表 15 2024 年 1-11 月产业债各行业净融资情况及其同比变化



资料来源：Wind，华创证券

注：数据截至 2024 年 11 月 30 日

展望 2025 年，预计信用债市场全年净融资规模约在 3.15 万亿元左右，产业债仍为供给主力，金融债供给同比提升，城投债供给仍在低点。具体看：

(1) 预计城投债净融资规模约在 500 亿元左右，2025 年城投融资严监管或仍持续，叠加 10 万亿化债政策影响下，部分城投债券存在提前兑付可能，影响城投债供给情况，因此预计 2025 年城投债供给或处于低位水平。

(2) 预计产业债净融资规模约在 1.5 万亿元左右，预计 2025 年货币宽松环境持续，降息概率仍存，低利率环境仍维持，产业主体融资成本或将进一步下降，但考虑到信贷替代效应或小幅提升，预计 2025 年产业债净融资规模在 1.5 万亿左右，发债主体或仍以央国企中高等级企业为主。

(3) 预计金融债净融资规模约在 1.6 万亿元左右，其中银行二永债净融资规模约为 7000 亿元，2024 年为银行二永债偿债高峰，预计 2025 年到期水平明显下降，净融资规模略有回升，商金债、券商债、保险债净融资规模分别在 5000 亿元、2000 亿元、200 亿元左右。结合 2024 年五大行 TLAC 债券批文额度及有效期情况来看，仅中行和工行可在 2025 年发行债券。若假设 2025 年五大行无新批额度，且中行和工行剩余额度均在 2025 年发行完毕，则预计 2025 年 TLAC 债券净融资规模为 1300 亿元。

图表 16 2025 年信用债各品种净融资情况预测（单位：亿元）

债券类型	2025E	主要假设及结论
城投债	500	2023 年四季度起，监管明确要求压降城投公司债务，叠加城投债融资政策边际收紧，全国城投债净融资规模缩量明显。预计 2025 年城投融资严监管持续，叠加 10 万亿化债政策影响下，部分城投债券或可能提前兑付，影响城投债供给情况，因此预计 2025 年城投债供给或仍维持 2024 年低位水平。
产业债	15000	低利率环境下，2024 年产业债净融资规模明显增长，预计 2025 年货币宽松环境持续，低利率环境仍维持，产业主体融资成本或将进一步下降，1) 假设产业债发行规模维持 2024 年 6 万亿左右的水平；2) 以 2024 年 10 月末存量产业债测算 2025 年行权到期规模约为 4 万亿左右；3) 考虑到 2025 年降息概率仍存，信贷替代效应或小幅提升，因此预计 2025 年产业债净融资规模约为 1.5 万亿左右。

金融债	16000	-
银行二级资本债	3000	2024 年为银行二永债偿债高峰，预计 2025 年到期水平明显下降。参考 2019-2024 年净融资平均水平。
银行永续债	4000	
商金债	5000	参考利率低位 2022-2024 年净融资平均水平。
券商债	2000	2023 年前券商密集发债“补血”，但 2024 年前三季度券商自营、两融等重资本业务规模收缩，补充资本需求减弱，即使处于低利率环境，券商债融资也明显降温，四季度一揽子稳增长政策发力，权益市场表现较好，券商重资产业务规模修复，券商债融资回暖。 <u>预计 2025 年券商重资产业务规模继续修复，叠加低利率环境维持，券商债融资或同比明显提升，参考 2019-2024 年净融资平均水平。</u>
保险债	200	2024 年净融资规模小幅下降，或主要系 2023 年 9 月监管优化偿付能力标准后险企偿付能力充足率安全垫较高，险企发行次级债补充资本的意愿下降。2024 年三季度多数险企偿付能力充足， <u>预计 2025 年险企净融资规模变化不大，参考 2019-2024 年净融资平均水平。</u>
TLAC 债券	1300	结合五大行 TLAC 债券批文额度及有效期情况来看，仅中行和工行可在 2025 年内发行债券，假设两大行在 2025 年内均发行完毕， <u>则预计 TLAC 债券净融资规模为 1300 亿元。</u> 不过 2025 年 1 月 1 日为达标要求时点，其后再次达标要求时点为 2027 年及 2028 年，叠加财政部正在推进“发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本”，该供给规模或为上限。
其他	500	参考 2024 年净融资水平。
信用债合计	31500	-

资料来源：Wind，华创证券测算

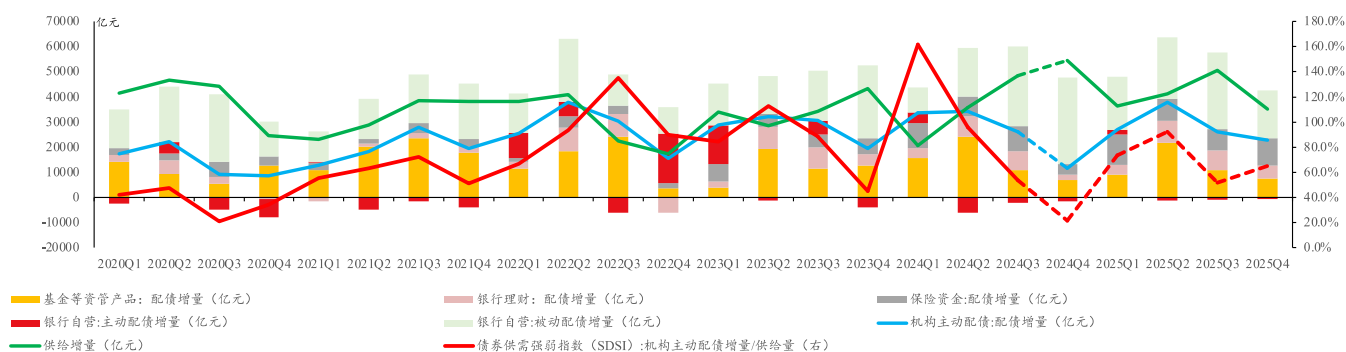
中性情景下，结合机构配债需求的季节性变化和当前市场环境对 2025 年信用债配置需求行为进行展望。银行理财和基金等资管产品是配置信用债的主力，其中：

（1）银行理财：直接买债增量不显著，通过委外更加明显，预计 2025 年直接配债规模或在 2.5 万亿。2024 年以来尽管理财规模增速在 10%附近，但二级买债量较 2023 年并未显著增加，前三季度净买入量基本一致；但在理财规模大幅上升阶段（例如 2024 年 4 月），其他产品类（包括信托、券商资管等通道户）买债规模显著增加，或意味银行理财主要通过委外方式进行增量资金的投资，投资中通过委外方式的占比有所提高。中性情境下，由于未来理财与信托合作可能受到限制，假设理财直接投资和委外投资的比例维持，则理财直接配债的增速受规模变化影响。预计 2025 年银行理财直接配债规模按 6% 的增速（剔除 4 月禁止手工补息带来的 1.1 万亿的规模增量后的规模增速）上升至 2.5 万亿。

（2）基金等其他资管产品：预计 2025 年配债规模或下降至 4.9 万亿附近。分为基金公司及产品、货币市场基金、其他产品类三项，假设赎回常态化以及银行体系资金均衡的环境不改，基金公司及产品、货币市场基金的净买入量按照 2023 年-2024 年均值预测，合计为 3 万亿；其他产品类考虑理财规模增速从 10%逐步回落至中性情境的 6%附近，则二级买入量或下降至 1.9 万亿，但仍高于 2021 年-2023 年水平；综合来看，2025 年基金类产品配债规模或下降至 4.9 万亿附近。

2025 年预计信用债“资产荒”行情延续，但较 2024 年或边际缓解。以（银行主动配债增量+其他机构配债增量）/供给增量作为债券供需强弱指数，模型显示 2025 年债券供需强弱指数或在 52%-92%区间运行，机构配置力量仍强叠加信用债供给变化或不大，预计信用债“资产荒”仍存，但指数弱于 2024 年一季度 162%的高峰，表明“资产荒”较 2024 年或边际缓解。

图表 17 2025 年债市供需力量展望（分季度）



资料来源: Wind, 华创证券预测

注: 银行理财、基金等资管产品采用二级净买入数据; 银行、保险资金采用资金运用数据

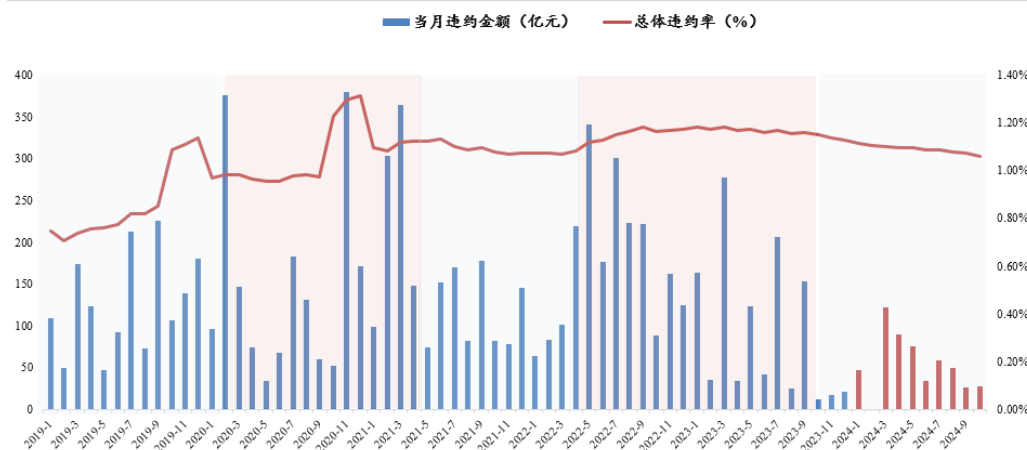
供需强弱指数 = (银行主动配债增量 + 其他机构配债增量) / 供给增量

5、违约风险：违约率处于下行区间，地产衍生风险或收缩

违约率处于下行区间，国企信用坚挺。2023 年四季度以来，债券违约率明显震荡下行，债券违约规模在近五年处于低位，且主要为已出现债券展期主体，新增违约主体数量降低、规模较小。2024 年以来违约债券主要为地产债，新增违约主体有广州天建地产、广州方圆地产、重庆迪马实业、富通集团等民企，以及西安建工、亿利洁能、上实租赁等混合所有制企业，近三年国企信用债除部分主体触发交叉违约后迅速解决，及近期债券逾期外无新增实质违约主体，信用依然坚挺。

债市供给格局约束及“稳增长”政策下，2025 年违约率或将维持下行趋势。一方面由于高风险行业及主体在过去四年出清已接近尾声，特别是地产行业；另一方面信用债供给格局以国有企业为主，民企占比逐年下降。在此趋势下，叠加财政和货币政策齐发力，市场流动性宽裕，经济预期回暖，2025 年信用债违约率及规模或不会出现明显反弹。

图表 18 近 5 年违约债券规模及违约率变化



资料来源: Wind, 华创证券

非标舆情放大区域利差上行幅度，拖累区域利差修复速度。一揽子化债方案推进以来，城投债安全属性凸显，叠加城投债供给收缩与市场“钱多”形成的资产荒行情，年初

至 2024 年 8 月中旬，城投利差持续压缩，舆情偏多的弱资质区域修复幅度虽大，但节奏较为滞后。随着 9 月底债市调整，10 月上旬信用债利差走阔至下半年阶段性高点，与同省份无非标舆情的优质地市对照，非标舆情密集区域利差走阔幅度明显更大，11 月财政化债政策加码下信用环境有所修复，但大部分修复速度弱于对照组。

非标舆情或持续发生，仍可视为区域分化风向标。当前财政发力推出 10 万亿规模化债政策，地方化债压力虽整体明显缓解，但对于弱资质区域，或仍面临一定经营性债务及利息偿还压力，在基本面未见明显改善的情况下，未来非标舆情或仍时有发生，并放大区域利差波动，对于区域分化预警作用依然不可忽视。

图表 19 非标舆情事件数量靠前地区利差变化（BP）

地市	非标逾期舆情	2024年初	2024年8月16日	较年初利差变化	2024年10月10日	较8月中旬利差变化	2024年11月15日	较10月上旬利差变化
山东省潍坊市	44	337	112	-225	178	67	183	4
陕西省西安市	26	176	69	-107	131	61	124	-7
山东省青岛市	10	103	52	-51	108	56	92	-16
云南省昆明市	8	327	110	-217	201	91	207	6
云南省保山市	7	390	213	-177	287	74	259	-28
山东省德州市	7	142	68	-73	124	56	94	-30
河南省洛阳市	6	139	66	-73	123	57	113	-10
四川省成都市	5	132	55	-77	109	54	84	-25
山东省淄博市	4	169	63	-106	125	62	113	-12
湖南省湘潭市	4	265	130	-135	156	26	137	-19
河南省平顶山市	4	118	58	-60	119	61	103	-16
参照组								
山东省济南市	0	79	36	-43	82	46	61	-22
湖南省长沙市	0	79	38	-41	89	51	59	-30

资料来源：Wind，华创证券

（二）投资策略：弱资质下沉做底仓，波段交易拉开收益差距

未来一年政策面、基本面对债券市场走势的影响可能放大，需要紧盯宏观政策动向、经济修复进度，债市利率或整体呈震荡下行态势。信用债市场预计以流动性利差定价的变化为主，扰动因素较多、波动较大，可能难以呈现今年的趋势性压缩行情，但同时向上走阔的空间也相对有限，信用利差或表现为小幅震荡收窄的态势。

从宏观条件来看，扰动因素多、流动性溢价难极致压缩，或伴随债市围绕近年来中枢水平波动。财政支持稳增长思路转变之下，经济循环堵点有望疏解，未来一年经济修复斜率取决于本轮政策托底效果、后续货币财政追加刺激的强度，以及全球贸易环境的影响，政策面、基本面对债券市场走势的影响可能放大。震荡市场中，机构有较高的流动性诉求，配置信用债需要一定利差保护，信用利差中的流动性溢价难以大幅压缩，或跟随债市整体行情围绕近年来中枢水平波动。

从信用溢价来看，化债与稳地产政策加码，信用风险持续缓释，有助于等级利差进一步收窄。10 万亿化债政策将大幅缓解地方偿债压力，短期来看城投债安全性进一步提升；长期来看，在城投市场化转型加速下，主体分化或更为明显，部分尾部平台的信用风险或边际加大，但考虑到债务切割需要时间，2025 年退平台与平台主体间的风险分化或有限，或对城投债定价影响较小。此外，伴随稳地产政策持续出台，行业有望逐步筑底，带动地产、建筑、钢铁等相关产业主体经营能力改善，产业债利差也有望进一步压缩。

从机构行为来看，明年“资产荒”可能边际缓解，但信用寻找相对高票息的需求仍

强。供给端来看，利率债显著放量会影响年内供需格局，信用债供给增量仍相对有限。需求端来看，理财与债基的规模预计进一步增长，信用债配置需求仍在，但增速下降且波动上升，赎回负反馈、股市资金分流等依然是 2025 年配债需求的重要扰动因素。明年资产荒格局或边际缓解，但信用债供需结构整体仍偏利好，信用利差有望进一步压缩，同时也需关注赎回和风险偏好等阶段性影响。

整体来看明年信用债投资可围绕化债政策与需求端力量的不确定性展开，一方面关注信用债的票息机会，另一方面可在波动中参与交易，博取资本利得。近年基金（提前交易下一年降息行情，多在 11 月下旬和 12 月上旬）和保险（提前布局下一年票息资产，多在 12 月中旬中央经济工作会议召开后）在年末存在抢跑行为，今年内也可积极关注其操作变化，为 2025 年提前布局。

1、票息策略：逢高挖票息做底仓配置

波动市场中可逢高配置相对高票息品种做底仓，赚取绝对收益，跨越波动周期。结合收益率水平以及未来一年的流动性与信用风险来看，可重点选择中短端品种下沉。从高票息资产可挖掘空间来看，弱资质城投债>城农商行二永债>央国企地产债>周期产业债>券商保险债，具体来看：

1) 城投债：负债端稳定性偏弱机构可选择 3y 以内中低等级品种增厚收益，江苏、浙江等区域可下沉至 AA-品种，四川、山东、河南、湖南、湖北等地可在 2y 以内下沉至 AA-品种，天津、重庆等区域可在 2y 以内下沉至 AA(2)品种。对于负债端稳定性较强的保险和自营账户，可积极参与 5y 以上中高等级品种，逢高配置获取票息收益。

2) 金融债：**①银行二永债：**对于江浙、川渝、广东等经济发达区域的城农商行，可结合主体基本面对其隐含评级 AA-、AA 二永债适当信用下沉，但建议控制久期。**②券商次级债：**相较于银行二级资本债、保险次级债存在一定品种溢价，且条款更为友好，可关注 2-3 年期隐含评级 AA、AA+品种收益挖掘机会。**③保险次级债：**隐含评级 AA+、AA 保险次级债信用资质较好，可对其适当拉久期至 2-3 年增厚收益。其中 AA+品种较银行二永债、中短票存在 4-10BP 左右品种溢价，对于尾部发债主体仍需保持谨慎。

3) 产业债：**①地产债：**可结合基本面情况关注 1-2 年期隐含评级 AA 及以上央国企地产债收益挖掘机会。行业信用风险尚未出清，低等级主体谨慎下沉。**②煤炭债：**可重点把握短端中高等级品种机会，收益诉求较高机构可对短期风险可控的隐含评级 AA、AA-煤企 1-2y 品种适当下沉，中高等级主体可拉长久期至 3y，明年若行业景气度进一步下行需提高主体资质要求，规避尾部风险。**③钢铁债：**行业在稳增长政策下景气度略有修复，但持续性仍需观察，需谨慎下沉，可重点关注 1-2yAA+品种，风险相对可控，或存在一定比价优势，后续若主体盈利能力改善，再进行下沉与拉久期操作。

图表 20 存量剩余期限3年以内、收益率2.5%以上信用债分布情况（亿元）

分类	子类	总计	分收益率区间（亿元）							平均剩余期限（年）							分剩余期限（亿元）							
			2.3%以下	2.3-2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	6%以上	2.3%以下	2.3-2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	6%以上	整体	1年以内	1-2年	2-3年	3-5年	5-7年	7-10年	10年以上
城投债	重点省份-省城	6,311	3,437	1,312	1,007	555	-	-	-	1.2	2.0	4.4	4.8	-	-	2.2	2,326	1,307	1,233	1,067	111	233	34	
	重点省份-地市级	4,198	397	487	1,178	1,271	593	236	36	0.7	1.2	1.3	2.0	2.2	2.2	1.6	1,823	1,095	704	545	16	15	-	
	重点省份-区县级	8,900	2,550	1,978	2,378	1,425	406	110	51	0.8	1.3	2.0	2.5	2.3	1.6	1.7	3,976	2,048	1,506	1,255	96	20	-	
	非重点省份-省城	17,492	13,127	2,755	1,550	53	7	-	-	1.6	5.6	8.8	3.5	2.9	-	-	5,271	3,919	2,964	2,781	563	1,538	456	
	非重点省份-地市级	54,361	35,373	10,262	6,628	1,866	221	12	-	1.2	2.6	3.5	3.6	4.3	4.9	-	20,543	12,998	9,910	8,853	542	1,274	241	
	非重点省份-区县级	70,900	42,335	13,573	10,505	3,731	699	55	2	1.2	2.2	2.5	2.6	3.4	2.9	2.9	25,522	19,826	15,258	9,553	616	124	-	
	城投债合计	162,161	97,219	30,366	23,247	8,901	1,927	412	90	1.2	2.4	2.9	2.8	2.9	2.1	1.7	59,461	41,193	31,575	24,053	1,944	3,204	731	
产业债	地产债-国企	11,544	6,016	1,787	2,864	622	215	10	31	1.2	2.7	2.5	1.9	1.9	0.4	0.4	4,181	3,318	2,787	933	-	266	60	
	地产债-混合	520	5	-	-	-	-	-	515	2.4	-	-	-	-	-	1.0	1.0	307	186	28	-	-	-	
	地产债-民企	1,293	-	17	284	235	42	2	713	-	0.8	1.3	1.5	1.2	0.4	0.7	1.1	594	484	53	50	-	-	112
	地产债-其他	494	9	3	12	14	-	-	456	1.7	3.0	1.1	0.7	-	-	0.7	0.9	156	41	3	-	-	-	293
	非银金融	22,198	17,929	2,401	1,349	354	3	-	162	1.3	3.0	2.9	2.4	0.0	-	1.0	1.8	7,329	4,246	5,651	4,166	138	487	182
	公用事业	20,660	18,264	1,931	440	25	-	-	-	1.5	7.8	5.8	18.1	-	-	-	2.4	9,660	3,310	3,931	2,196	176	999	389
	建筑装饰	10,164	6,887	1,999	966	249	41	5	17	1.3	4.1	4.8	2.7	2.9	2.0	1.7	2.4	3,754	2,310	1,714	1,601	8	632	144
	交通运输	8,500	6,119	1,503	693	117	21	-	48	1.5	5.3	3.5	4.3	5.5	-	1.0	2.4	2,967	1,496	1,481	1,081	32	764	680
	煤炭	6,891	4,748	804	1,034	254	28	8	15	1.1	3.2	4.8	3.3	3.7	3.7	2.5	2.2	2,849	1,286	1,442	807	38	420	50
	综合	6,763	4,121	1,529	842	189	80	4	-	1.5	6.7	9.6	4.1	2.4	0.9	-	3.7	1,721	1,304	886	1,138	128	942	645
	石油石化	4,492	3,549	851	86	-	6	-	-	1.6	6.3	18.5	-	0.9	-	-	2.9	1,972	334	545	1,151	10	400	80
	钢铁	3,629	2,617	536	369	58	-	20	30	1.1	2.4	3.7	1.8	-	1.6	2.4	1.7	1,604	840	802	297	16	70	-
	商贸零售	2,478	1,769	390	176	78	58	-	8	1.1	2.9	3.8	2.1	1.2	-	1.9	1.7	1,183	480	572	179	-	65	-
	有色金属	2,884	1,990	452	344	58	25	-	15	1.3	4.0	3.3	1.8	0.7	-	0.8	2.0	1,263	441	568	283	13	281	36
其他产业债	16,008	11,118	2,029	1,471	799	302	112	177	1.3	3.9	3.7	1.9	1.7	0.6	0.9	2.0	6,721	3,030	3,450	1,840	91	587	289	
产业债合计	118,519	85,140	16,232	10,928	3,050	821	161	2,187	1.4	4.2	3.8	2.4	1.9	1.0	0.9	2.1	46,261	23,107	23,909	15,720	649	5,911	2,961	
金融债	银行普通债	36,344	36,205	130	9	0	-	-	-	1.5	2.9	1.3	1.1	-	-	-	1.6	36,205	130	9	0	-	-	-
	银行二级资本债	40,186	29,668	8,177	1,463	566	214	25	72	2.7	5.6	2.8	3.2	2.6	2.5	3.2	29,668	8,177	1,463	566	214	25	72	
	银行永续债	25,386	21,586	1,208	1,740	749	103	-	-	2.2	3.1	2.4	2.5	3.1	-	-	21,586	1,208	1,740	749	103	-	-	
	TLAC非资本债	2,100	2,100	-	-	-	-	-	-	4.2	-	-	-	-	-	-	4.2	2,100	-	-	-	-	-	-
	券商普通债	20,534	20,000	392	122	20	-	-	-	1.6	6.1	1.1	3.5	-	-	-	1.7	20,000	392	122	20	-	-	-
	券商次级债	5,867	5,510	292	51	5	8	1	-	1.9	3.3	3.5	3.0	1.8	4.9	-	2.1	5,510	292	51	5	8	1	-
	保险次级债	3,824	2,260	865	359	99	6	-	236	2.1	3.5	2.9	2.0	2.4	-	2.4	2.5	2,260	865	359	99	6	-	236
	其他金融债	5,024	4,112	610	250	2	-	-	50	1.9	3.4	2.4	1.6	-	-	6.7	2.1	4,112	610	250	2	-	-	50
	金融债合计	139,265	121,441	11,673	3,994	1,441	330	26	358	1.8	4.5	2.6	2.8	2.6	2.7	2.6	2.1	121,441	11,673	3,994	1,441	330	26	358
	合计	419,945	303,800	58,272	38,169	13,392	3,078	599	2,635	1.3	2.9	3.1	2.7	2.6	2.0	1.3	2.0	142,575	97,878	85,914	69,030	4,451	16,385	3,712

资料来源：Wind，华创证券

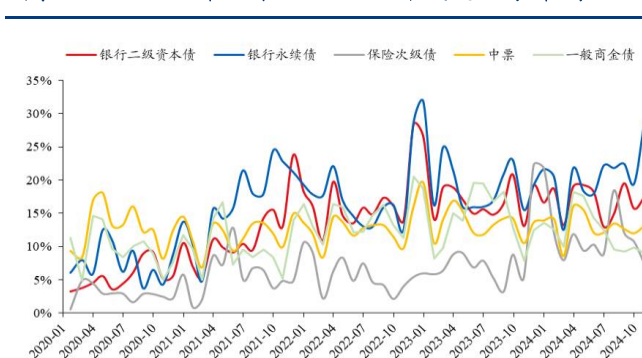
注：剔除中债估值缺失的债券，数据截至2024年11月30日。

2、交易策略：布局高流动性个券做波段博取资本利得

在收益率整体偏低的市场环境中，纯票息策略收益大打折扣，若要获取更高的投资回报，除了信用下沉与拉久期外，可以适当通过布局高流动性信用债，增加交易博取资本利得。交易策略需要考虑进出场时点以及品种选择，对组合流动性（变现能力）与收益率变化趋势的判断（获利空间）有一定要求。尽管交易策略的重要性进一步提升，但相较于2024年，在交易空间压缩、政策及市场风险偏好边际改善、投资者对流动性管理要求提升的2025年，波段交易的难度进一步加大。

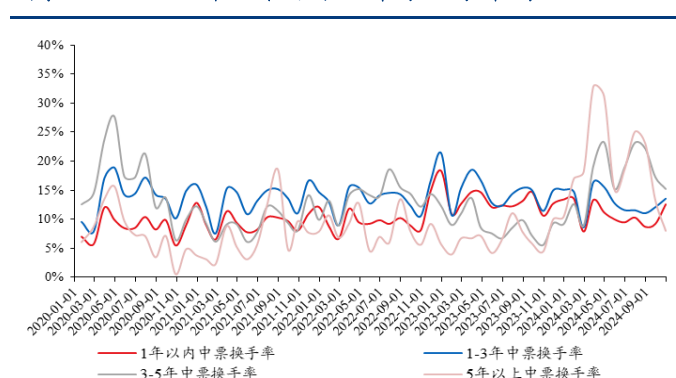
交易品种优选银行二永债与流动性较好的普信债。对比今年以来各品种成交换手率，银行二永债>中票>一般商金>保险次级债，二永债作为“利率放大器”仍是相比之下成交最活跃的品种。上半年债牛行情中机构拉久期意愿高，长久期普信债成交热度上升，成交换手率超过中短端品种。但随着市场调整，3-5年、5年以上的偏长久期中票换手率在7月以来持续下降，5年期以上下降尤为明显。明年开展交易策略可优选二永债等高流动性品种，普信债可结合成交情况筛选高流动性个券布局，其中长久期信用债需关注增量配置资金、市场风险偏好与利差保护水平等因素的变化再择机入场交易。

图表 21 2020 年以来各信用品种成交换手率情况



资料来源：Wind，华创证券

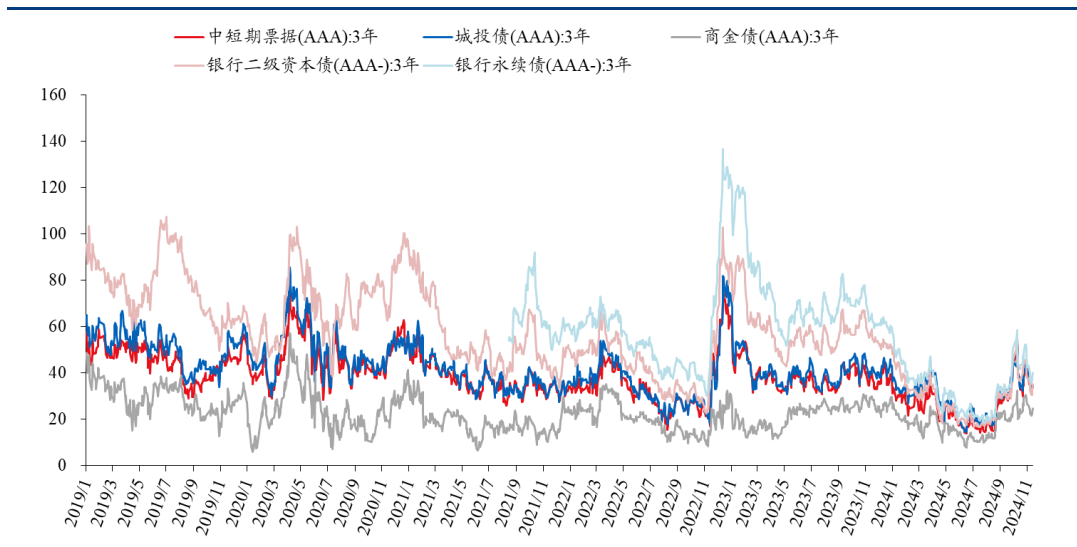
图表 22 2020 年以来分期限中票换手率情况



资料来源：Wind，华创证券

对于交易时机，其一，可重点关注债市调整后的逢高配置机会。明年政策面、基本面对债市的影响可能放大，但当前基本面“弱现实”特征延续，对收益率趋势性上行调整仍有保护。历史经验来看当债市出现大幅调整时信用债调整幅度往往更大，而明年信用债供需结构整体仍偏利好，配置需求仍在，信用债出现大幅调整时或对应赔率修复，可把握配置机会。其二，在信用风险环境无明显变化下，高等级品种可围绕流动性溢价中枢交易。信用利差可拆分为流动性溢价与信用风险溢价，其中高等级品种的信用利差可基本代表其流动性溢价，低等级品种的等级利差蕴含了本身相对高等级品种的流动性溢价与风险溢价。回顾历史，高等级品种流动性利差围绕中枢水平波动，受成交活跃度、监管政策、赎回压力等因素阶段性影响，当明显超出中枢水平时参与交易博取资本利得的胜率较高。其三，关注部分主体负面舆情扰动、弱资质区域化债利好政策落地等事件带来的估值波动，可采取事件冲击策略博取收益。

图表 23 高等级品种信用利差走势



资料来源：Wind，华创证券

上半年交易的胜率和赔率都更大，可重点把握。一是目前仍处于降息周期中，持续降息会带动收益率逐步下台阶，因此在央行政策靴子落地之前，操作胜率和赔率都更大，如果进入年中，要再次判断经济修复程度及政策转向风险；二是从票息保护角度考虑，本着早配置早收益原则，持有票息时间越长，可以防御的收益率上行波动空间越大；三是对于大部分年度考核的账户来说，上半年交易的试错风险更小，而进入三季度市场可能经历政策再加码的季节性考验，四季度则会受制于各类考核指标和业绩排名的约束，市场风险偏好显著下降，机构行为对于行情的驱动减弱。因此，在牛市行情延续的背景下，可以根据账户属性尽早布局交易机会。

3、负债端差异：稳定性弱的机构需控制久期，高赔率时再布局长期限品种

今年以来保险资金、其他产品为长久期信用债最主要买盘，其他机构买入力量相对有限。1) 保险资金 2024 年 1-10 月净买入 534 亿元，以 7-15y 为主，长久期品种可与其负债端久期相匹配，缓解资产负债久期缺口压力。2) 其他产品类净买入 608 亿元，以 5-10y 为主，机构包括券商资管、信托金融产品、企业年金、期货资管产品、社保基金、养老金等。3) 基金、理财净买入规模相对较小，其中理财净买入规模为 63 亿元，相比 2022、2023 年由负转正，基金净买入规模为 51 亿元，相比 2022、2023 年净买入规模有所下降。

图表 24
 2022-2024 年 10 月各类机构长久期信用债（中票和企业债）净买入情况（亿元）

企业债和中票净买入数据	2022 年						2023 年						2024/1/1-2024/10/31					
	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)	170.08	354.81	51.38	29.65	2.38	608.30
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	(19.57)	393.52	100.91	43.17	15.60	533.63
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)	23.79	30.57	6.57	1.16	0.43	62.52
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	95.89	(28.72)	(11.68)	(1.16)	(3.10)	51.23
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)	(4.60)	5.82	(0.74)	(3.35)	0.00	(2.87)
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	(58.63)	17.88	2.24	(6.39)	(1.00)	(45.90)
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)	(17.17)	(49.01)	(3.91)	0.00	(0.20)	(70.29)
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)	(48.36)	(101.56)	(21.29)	(0.99)	0.03	(172.17)
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)	(75.51)	(114.75)	(22.12)	(15.81)	(2.90)	(231.09)
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)	(65.94)	(508.20)	(101.44)	(46.30)	(11.20)	(733.08)

资料来源：Wind，华创证券

考虑到明年稳增长预期、风险偏好等因素对负债端的扰动仍需关注，负债端稳定性偏弱的机构在信用债久期配置上不宜过度激进，可重点选择中短端高票息品种做底仓配置。具备一定交易属性的机构，在维持一定票息底仓的基础上，可择机参与 3-5y 二永债等品种波段交易。对于 5Y 以上的长久期品种，银行二级资本债可适当参与，长久期普信债流动性风险高，从当前收益率水平来看长久期品种利差保护也相对有限，需待收益率出现大幅调整、赔率较高时再入场布局。对于负债端稳定性较高的机构，可配置部分优质主体长久期信用品种做底仓赚票息，但简单拉久期收益增幅也相对有限，可关注 30y 国债以及长久期信用债在波动中的逢高配置、做波段赚取资本利得机会。

图表 25
 各期限中短票收益率与利差水平

信用债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
中债估值收益率(%)	2.04	2.01	2.10	2.00	2.08	2.20	2.05	2.14	2.32	2.18	2.30	2.48	2.19	2.32	2.61	2.30	2.51	2.83	2.36	2.62	2.97	2.40	2.74	-
分位数	1%	1%	2%	2%	2%	5%	2%	2%	10%	6%	7%	12%	5%	6%	12%	3%	5%	6%	2%	4%	5%	1%	5%	-
2024-11-30	1.92	2.01	2.10	2.00	2.08	2.20	2.05	2.14	2.32	2.18	2.30	2.48	2.19	2.32	2.61	2.30	2.51	2.83	2.36	2.62	2.97	2.40	2.74	-
分位数	1%	1%	2%	2%	2%	5%	2%	2%	10%	6%	7%	12%	5%	6%	12%	3%	5%	6%	2%	4%	5%	1%	5%	-
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	2.99	3.35	3.70	3.06	3.44	3.79	3.14	3.52	-
分位数	62%	62%	64%	54%	54%	47%	45%	42%	41%	35%	31%	31%	36%	36%	31%	15%	15%	15%	16%	16%	16%	16%	15%	-
收益率中位数(%)	2.43	2.54	2.61	2.64	2.76	2.95	2.77	2.97	3.26	2.92	3.17	3.53	3.05	3.32	3.72	3.60	3.86	4.44	3.75	4.01	4.61	3.96	4.20	-
收益率变动(BP)	-60	-62	-63	-67	-70	-71	-66	-71	-77	-62	-68	-85	-75	-85	-91	-69	-84	-87	-70	-82	-82	-74	-78	-
分位数变化	-61%	-61%	-62%	-52%	-52%	-42%	-43%	-40%	-32%	-29%	-24%	-20%	-31%	-29%	-19%	-12%	-11%	-9%	-14%	-12%	-10%	-14%	-10%	-
信用债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
信用利差(BP)	32	40	49	28	36	48	32	41	59	41	53	71	42	55	84	29	50	81	25	51	87	20	54	-
2024-11-30	32	40	49	28	36	48	32	41	59	41	53	71	42	55	84	29	50	81	25	51	87	20	54	-
分位数	46%	36%	45%	38%	27%	31%	42%	23%	28%	74%	37%	25%	38%	26%	26%	18%	12%	10%	8%	8%	9%	8%	9%	-
2023-12-31	32	43	53	35	47	60	37	51	75	34	52	87	45	68	103	31	67	102	38	76	111	30	68	-
分位数	49%	48%	59%	81%	72%	59%	69%	54%	52%	39%	33%	31%	49%	51%	37%	21%	29%	17%	16%	19%	16%	18%	20%	-
利差中位数(BP)	32	43	50	30	42	54	33	50	72	36	56	97	45	68	112	43	76	128	57	89	139	52	82	-
与中枢差距(BP)	-1	-3	-1	-2	-5	-6	-1	-9	-13	5	-3	-26	-4	-13	-29	-14	-26	-46	-32	-38	-52	-32	-28	-
利差变动(BP)	0	-2	-3	-7	-11	-12	-5	-10	-16	7	1	-16	-3	-14	-20	-2	-17	-21	-13	-25	-24	-11	-15	-
分位数变化	-3%	-13%	-14%	-43%	-46%	-28%	-27%	-30%	-24%	35%	4%	-7%	-11%	-25%	-11%	-3%	-16%	-7%	-8%	-10%	-7%	-10%	-11%	-

资料来源：Wind，华创证券

注：1）历史分位数起始于 2022 年，中枢为区间内利差中位数。2）与中枢差距=当前利差-利差中位数。

图表 26 长久期信用债存量规模前 30 主体

发行人	发行人性质	行业	主体外部评级	流动性等级	YY评级	2024/10/31 存量债 (亿元)										2024/11/15 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	全量信用债	5-10 年	10 年以上
中国国家铁路集团有限公司	央企	交通运输	AAA	S	1	1600	1000	28%	34%	0	450	0	100	450	-	2.27	-	2.35	2.37	7%	3%	20%
中国铁路控股集团有限公司	央企	综合	AAA	S	4+	1642	835	26%	25%	0	420	175	140	100	-	2.55	2.76	2.84	2.89	43%	43%	53%
深圳市地铁集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	S	3	965	468	30%	18%	27	264	172	5	0	2.36	2.49	2.60	2.71	-	23%	22%	43%
中国中化股份有限公司	央企	综合	AAA	S	4+	1510	290	14%	5%	10	200	20	0	60	2.44	2.60	2.68	-	2.85	61%	72%	52%
国家开发投资集团有限公司	央企	综合	AAA	S	2	508	260	34%	17%	70	105	80	0	5	2.33	2.42	2.49	-	2.62	9%	8%	18%
中国中信有限公司	央企	综合	AAA	B	2	370	228	26%	35%	60	38	30	100	0	2.32	2.44	2.50	2.54	-	3%	3%	3%
华能国际电力股份有限公司	央企	公用事业	AAA	S	2	916	225	17%	8%	68	88	60	10	0	2.34	2.42	2.49	2.58	-	19%	13%	54%
中国国航股份有限公司	央企	交通运输	AAA	S	3	1532	225	12%	3%	82	98	10	35	0	2.38	2.48	2.51	2.62	-	8%	20%	14%
山东高速集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	S	4+	1334	220	11%	5%	55	95	25	45	0	2.38	2.49	2.64	2.74	-	14%	7%	25%
中国中信集团有限公司	央企	综合	AAA	B	2	300	218	48%	25%	0	143	25	50	0	-	2.39	2.48	2.56	-	6%	6%	7%
北京国有资本运营管理有限公司	产业类国企	综合	AAA	S	2	600	215	28%	7%	40	130	35	10	0	2.36	2.47	2.61	2.64	-	14%	11%	17%
中国长江三峡集团有限公司	央企	公用事业	AAA	A	1	751	196	7%	19%	10	42	0	104	40	2.25	2.33	-	2.43	2.46	4%	13%	12%
蜀道投资集团有限责任公司	城投平台	综合	AAA	S	3	1032	195	16%	3%	10	155	25	5	0	2.64	2.74	2.89	2.91	-	20%	42%	32%
广州越秀集团股份有限公司	产业类国企	综合	AAA	S	3	582	176	24%	6%	0	141	5	30	0	-	2.54	2.62	2.73	-	28%	24%	73%
江苏交通控股有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	S	2	792	175	17%	5%	0	135	20	20	0	-	2.50	2.62	2.64	-	27%	28%	9%
陕西交通控股集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	A	4+	458	165	15%	21%	0	70	60	35	0	-	2.64	2.93	2.95	-	12%	4%	48%
中国华能集团有限公司	央企	公用事业	AAA	S	2	972	135	12%	2%	51	64	20	0	0	2.35	2.49	2.49	-	-	14%	11%	13%
河南交通投资集团有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	S	3	998	138	14%	0%	10	128	0	0	0	2.57	2.67	-	-	-	15%	13%	-
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	S	3	421	136	29%	4%	45	76	15	0	0	2.33	2.41	2.44	-	-	13%	8%	2%
深圳市投资控股有限公司	产业类国企	综合	AAA	A	2	422	136	13%	19%	0	55	81	0	0	-	2.44	2.57	-	-	23%	22%	26%
中国光大集团有限公司	央企	综合	AAA	S	2	638	133	21%	0%	30	103	0	0	0	2.35	2.47	-	-	-	23%	21%	-
福建省高速公路集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	A	3	288	123	43%	0%	58	65	0	0	0	2.36	2.41	-	-	-	5%	3%	-
四川发展(控股)有限责任公司	城投平台	综合	AAA	S	3	449	98	22%	0%	65	33	0	0	0	2.36	2.56	-	-	-	11%	6%	-
陕西煤业化工集团有限责任公司	产业类国企	煤炭	AAA	S	4	1315	110	8%	0%	0	110	76	0	0	-	2.78	-	-	-	19%	76%	-
中国电力建设股份有限公司	央企	建筑装饰	AAA	A	3	385	110	21%	8%	0	80	30	0	0	-	2.44	2.55	-	-	16%	22%	0%
华润股份有限公司	央企	综合	AAA	S	2	608	110	7%	12%	0	40	70	0	0	-	2.44	2.49	-	-	22%	61%	34%
安徽省交通控股集团有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	S	3	362	100	19%	8%	38	32	10	0	20	2.32	2.46	2.52	-	2.59	26%	12%	51%
四川省能源投资集团有限责任公司	产业类国企	公用事业	AAA	S	4-	271	100	18%	18%	12	38	20	20	10	2.52	2.79	2.92	3.16	3.14	21%	30%	60%
中国中铁股份有限公司	央企	建筑装饰	AAA	S	2	909	95	10%	0%	0	95	0	0	0	-	2.46	-	-	-	19%	36%	-
广东省高速公路有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	D	3	155	75	48%	0%	35	40	0	0	0	2.44	2.53	-	-	-	4%	1%	-

资料来源: Wind, 华创证券

三、城投债: 10 万亿化债组合拳增厚安全垫, 3y 以内下沉挖掘是主线

(一) 市场展望: 化债仍是主线, 拉久期与下沉资质共进

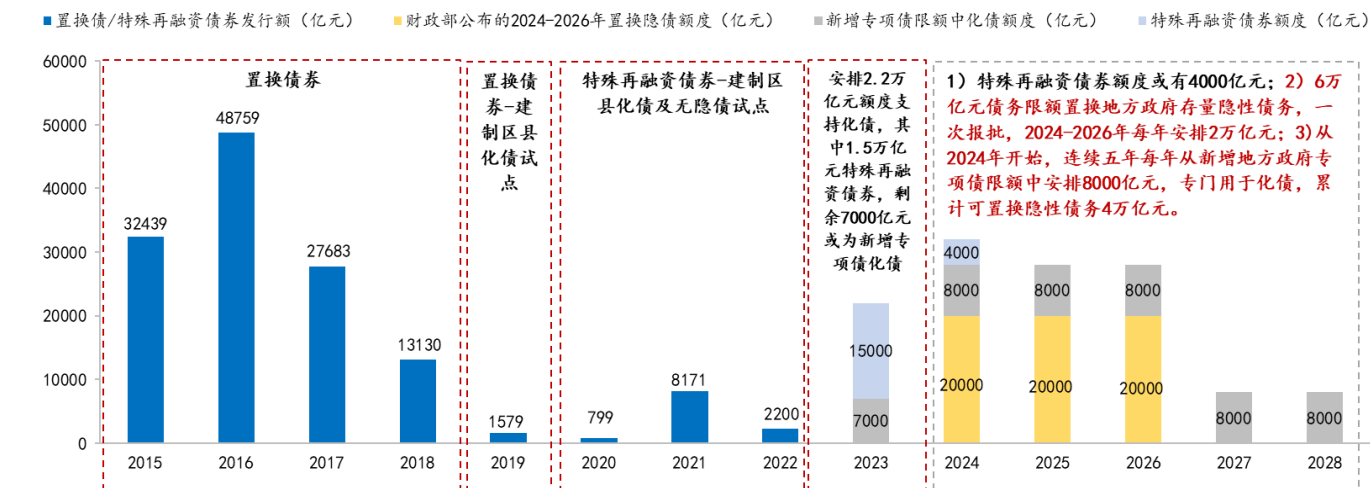
1、“一揽子化债”方案加快实施, 工具与举措加速落地

2024 年, 中央进一步推动一揽子化债方案落地见效, 并持续加大化债支持力度。政策引领下, 财政、金融双管齐下, 化债工具与举措加速落地。其中财政工具主要通过置换债、特殊再融资债及特殊新增专项债降低地方债务化解压力; 金融工具则主要针对经营性债务置换, 侧重于调整债务期限结构、降低债务成本, 以时间换空间。

(1) 财政工具: 置换债+特殊新增专项债+特殊再融资

可用于置换隐债的 6 万亿限额已下达各地, 年内两万亿已启动发行。2024 年 11 月 8 日, 十四届全国人大常委会第十二次会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准<国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案>的决议》, 全国人大常委会办公厅举行新闻发布会, 其中提到: 安排 6 万亿元地方政府债务限额置换地方存量隐性债务, 一次报批, 2024-2026 年每年安排 2 万亿元, 且将新增债务限额全部安排为地方专项债务限额。据财政部介绍, 11 月 9 日已将 6 万亿元债务限额下达各地。

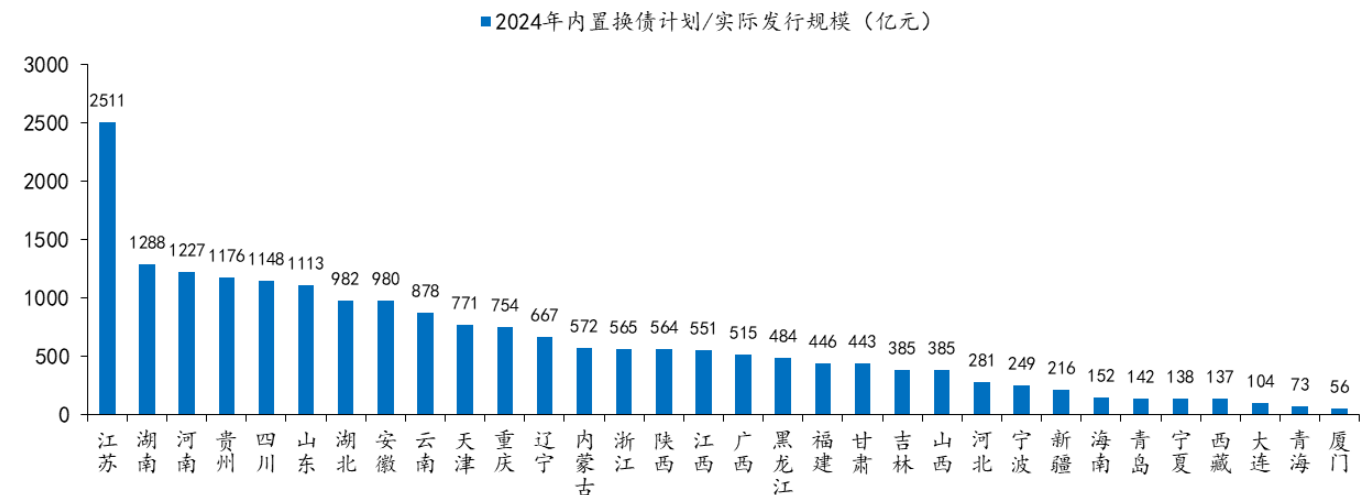
图表 27 2015-2022 年置换债及特殊再融资债券发行情况及 2023-2028 年化债额度安排



资料来源: Wind, 财政部, 中国债券信息网, 华创证券

截至 12 月 8 日, 全国已有 32 个地区计划或已实际发行置换债, 债券募集资金用途均为“置换存量隐性债务”, 合计披露规模已达 19953 亿元, 年内两万亿额度已基本披露完毕。具体而言, 江苏披露规模最高, 为 2511 亿元, 其次为湖南、河南、贵州、四川、山东 5 地, 披露规模均在 1000 亿元以上。

图表 28 2024 年内各地区置换债计划/实际发行规模



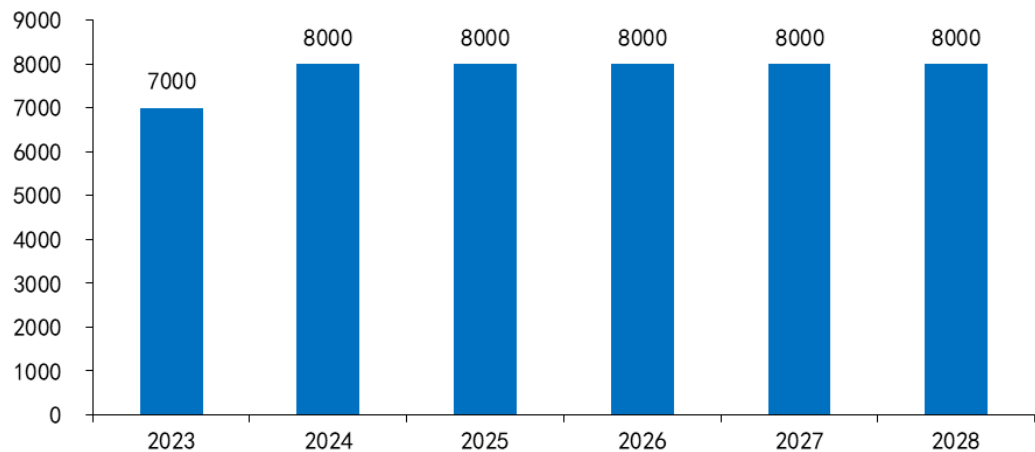
资料来源: Wind, 财政部, 各省财政厅, 中债信息网, 华创证券

每年安排 8000 亿元新增专项债额度化债, 连续五年。2024 年 10 月 12 日, 财政部在“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展”新闻发布会上曾表示 2023 年已安排 2.2 万亿额度化债, 其中 1.5 万亿元为特殊再融资债券额度, 剩余 7000 亿元或为新增专项债化债额度。根据 2024 年 11 月 8 日全国人大常委会新闻发布会介绍, 从 2024 年开始, 连续五年每年从新增地方政府专项债限额中安排 8000 亿元, 补充政府性基金财力, 专门用于化债, 累计可置换隐性债务 4 万亿元。

2024 年安排 4000 亿元特殊再融资债券额度用于化债。2024 年 10 月 12 日, 财政部提到“2024 年以来已安排 1.2 万亿元债务限额支持化债”, 其中 8000 亿元为新增专项债

化债额度，剩余 4000 亿元或为特殊再融资债券化债额度。截至 12 月 8 日，已发行 3295 亿元。

图表 29 2023-2028 年新增专项债用于化债额度安排（单位：亿元）



资料来源：Wind，财政部，各省财政厅，中债信息网，华创证券

（2）金融工具：调整债务期限和成本结构，以时间换空间

金融机构在本轮化债中充当重要角色，包括债务重组、债务置换、央行提供应急流动性借款和债券统借统还等方式。

首先，在政策指导下，金融机构可按照市场化、法制化的原则参与融资平台经营性债务重组和债务置换。经过一年多的实践，各省金融化债进展差异较大。分不同债务类型看：（1）对于贷款，多数通过银行展期降息、自接自盘的方式调整期限和成本；（2）对于债券，名单内融资平台借新还旧通畅，多数选择保留债券额度，少数通过贷款进行置换，以调整债券占比，缓解刚兑压力；（3）对于非标，产品成本普遍较高，置换紧急性和必要性高于贷款和债券，同时受制于底层项目、资金用途等问题置换难度较大，是金融机构债务置换中的重点和难点，融资平台往往优先选择与原债权人协商展期降息，若无法达成一致则考虑协商银行贷款或银团贷款进行置换。从参与化债的金融机构类型看，政策行、国有行是金融化债主力，本地行在地方政府支持下，也有较高参与积极性，此外金融资产管理公司也发挥了重要作用。整体看，融资平台经营性债务重组、置换仍有较大开展空间，后续随着特别国债发行补充国有大型商业银行核心一级资本后，大行资产质量将改善，金融支持化债力度或进一步加大。

图表 30 部分非标重组、置换成功案例

日期	省份	地市	企业名称	置换类型	具体内容
2023/12/8	重庆	重庆	重庆空港经济开发建设有限公司	银团贷款置换非标债务	2023 年 12 月 8 日，农行渝北支行牵头的首笔 5000 万元置换存量非标债务“银团贷款”，在渝北区属国有公司重庆空港经济开发建设有限公司投放落地，属全市首笔。
2024/3/15	宁夏	银川市	银川市公共交通有限公司	银团贷款置换非标债务	2024 年 3 月 15 日中行宁夏分行、农行宁夏分行银团贷款置换银川市公交公司 3.68 亿元非标债务。
2024/3/20	宁夏	银川市	银川城市建设发展投资集团有限公司	银行贷款置换存量债券和非标债务	2024 年 3 月 20 日国开行宁夏分行置换银川城市建设发展投资集团有限公司 2 只债券和 4 笔非标债务 22.46 亿元。

2024/4/25	广西	柳州市	广西柳州市投资控股集团有限公司、柳州市北城绿色能源有限责任公司	银行贷款置换非标债务	2024 年 4 月 25 日国开行广西分行专项贷款 2.3 亿元授信额度置换广西柳州市投控集团及其子公司柳州市北城绿色能源有限责任公司融资租赁债务本金。
2024/6/25	广西	柳州市	广西柳州市东城投资开发集团有限公司	本金打折非标债务结清	广西柳州市东城投资开发集团有限公司与某租赁公司进行多次友好协商，达成若能在 2024 年 6 月 30 日前结清存量债务，同意将本金 8.5 折结清。2024 年 6 月 25 日，在桂林银行的大力支持下，完成了专项支持银团类贷款投放，将非标本金打 8.5 折结清，将节约成本 4630 万元。
2024/7/26	四川	广安市	广安发展工程建设有限公司	银行贷款置换非标债务	广安发展集团下属发展工程公司在市财政局、市国资委的统筹协调下，在四川银行广安分行的全力支持下，通过定向贷款置换方式，完成全市首笔非标债务置换，成本压降 2.28%。
2024/8/27	广西	梧州市	梧州市城建投资发展集团有限公司	银行贷款置换存量债券和非标债务	8 月 27 日，市城投集团成功获得桂林银行股份有限公司梧州分行银团贷款 3.18 亿元，用于偿还公司债券及非标产品。市属国企 2024 年首笔银团贷款业务成功落地。
2024/8/28	四川	广安市	广安交通文化旅游投资建设开发集团有限责任公司	银行贷款置换非标债务	8 月 28 日、29 日，广安交旅集团利用四川银行授信成功置换 4 笔共计 7440 万元融资租赁非标债务。
2024/9/23	四川	广安市	广安发展建设集团有限公司	银行贷款置换非标债务	广安发展集团顺利完成 3 笔自有非标债务化解工作，成本平均下降 2%以上，自有非标债务实现清零，率先完成非标债务“高变低、短变长、非标转合标”的化债目标。
2024/10/16	广西	南宁市	南宁城市建设投资集团有限责任公司	银行贷款置换非标债务	南宁城投集团近期获得国开行批复的 5.55 亿元“非标转标”授信额度，可置换城投集团名下 4 笔纳入国务院“331 债务清单”中的融资租赁非标债务。原融资租赁还款期限 3 年，此次成功置换后，还款期限将延长至 20 年，且融资成本大幅降低。南宁城投集团已于 10 月 14 日签订首笔置换合同并完成放款。该笔业务是南宁市落地的首笔“非标转标”债务置换业务。
2024/11/6	河南	平顶山市 舞钢市	舞钢市城乡开发建设投资有限公司	银行贷款置换非标债务	本年度 8 月通过国开行置换非标贷款，以及本年度 9 月通过农发行重组延期 17 亿中长期贷款。
2024/11/14	四川	广元市	-	银行贷款置换非标债务	截至目前，全市累计开展置换重组成功案例 269 笔，其中非标债务置换成功案例 20 笔。
2024/11/19	山东	济南市	济南西城投资开发集团有限公司	银行贷款置换非标债务	建设集团所属西城集团公司成功获得 7 亿元国开行贷款的批复，专项用于置换集团内融资平台的非标债务。11 月 19 日，集团顺利完成首笔非标债务置换，置换后还款期限延长至 10 年，该笔业务是济南市成功落地的首笔非标债务置换专项贷款。

资料来源：21 世纪经济报道，银川国资官微，柳州市投控集团官微，广安市人民政府官网，广安交旅集团官微，广安发展集团官网，济南城市建设集团官微，舞钢市纪检监察网站，南宁城投集团官微，人民网，同花顺，新浪财经，华创证券

注：数据截至 2024 年 11 月 30 日

其次，央行设置应急流动性借款，可在地方竭尽全力仍无法化解债务风险时提供“过桥”资金支持。据财新网 4 月 2 日报道，广西已获得中央应急流动性贷款，这一工具由中国人民银行设立，以中央专项贷款形式，支持缓解地方融资平台的流动性风险，包括广西在内的 12 个重点省份，在竭尽全力仍无法化解融资平台债务风险的情况下可以申请。目前看，选择使用央行应急流动性借款的省份很少，一方面化债强调压实地方政府主体责任，地方需在竭尽全力仍无法化解债务风险的情况下再向中央寻求支持；另一方

面，此类外部支持资金也有一定成本，地方政府需综合考虑地区发展、政绩诉求等做出选择。

最后，统借统还等创新化债方案也起到积极作用。为保障公开市场债券接续，重点省份及部分重点地市可在年度债券发行额度内统借统还，即由资质较好主体承接资质偏弱主体的发债额度，从而降低发行成本，增强市场信心。截至 2024 年 11 月 22 日共有三只统借统还债券完成发行，分别位于贵州安顺、贵州六盘水和山东潍坊。整体看，统借统还落地案例较少，在申报过程中限制因素较多，较难成为主流化债方式，后续随着境外债投资限制增加，可关注境内债接续境外债的投资机会。

图表 31 统借统还落地情况

债券代码	债券简称	新发行主体	原发行主体	担保人	起息日	发行期限 (年)	发行金额 (亿元)	发行票面 (%)	债项评级	省份	地级市	募集资金用途
253937.SH	24宏建01	贵州宏应达建筑工程管理有限责任公司	安顺市西秀区黔城产业股份有限公司	贵州省国有资本运营有限责任公司	2024/2/23	5	18.00	4.80	AAA	贵州省	安顺市	本期债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于偿还“18西秀01”、“19西秀01”到期债券本金[含置换偿还公司债券的自有资金]
254762.SH	24盘开01	盘州市盘南开发投资有限公司	贵州省盘州市红腾开发投资有限公司	贵州省信用增进有限公司	2024/5/15	5	11.30	5.04	AAA	贵州省	盘州市	本期债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于“统借统还”偿还贵州省盘州市红腾开发投资有限公司到期公司债券“19红腾01”本金
256694.SH	24潍经03	潍坊经济区城市建设投资发展集团有限公司	未披露	潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	2024/11/25	3+7	3.40	-	-	山东省	潍坊市	本期债券募集资金扣除发行费用后,拟全部用于“统借统还”偿还到期/回售公司债券本金

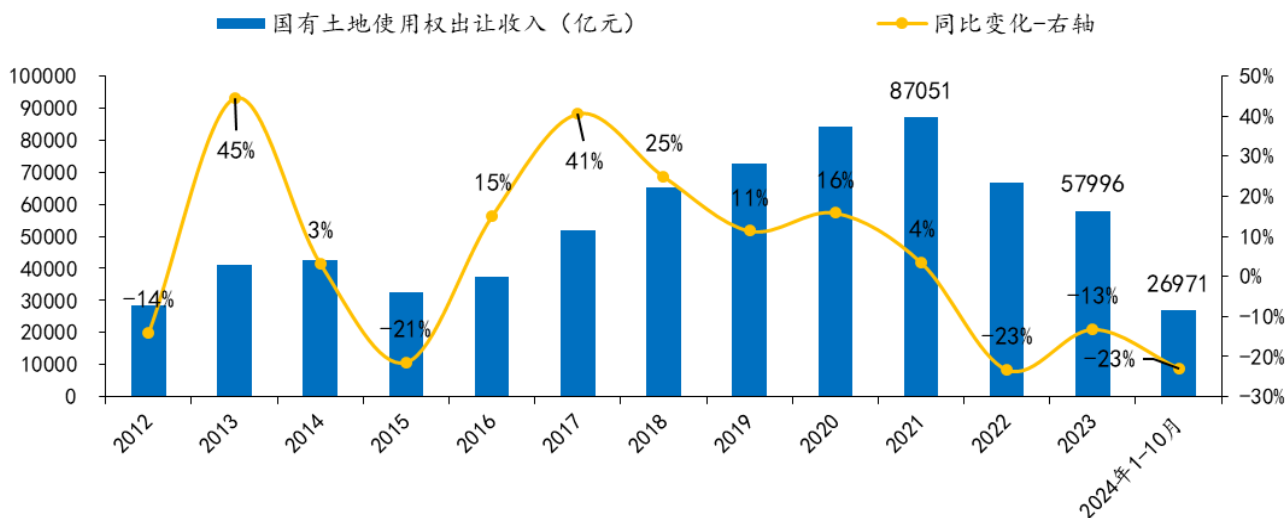
资料来源：Wind，华创证券

2、土地出让收入继续探底，信用风险舆情略增

2024 年稳地产政策加码发力，但商品房销售尚未迎来明显改善，叠加去库压力大，房企资金链紧张，拿地意愿较低，土地出让收入继续探底。2024 年 1-10 月，国有土地使用权出让收入合计 2.7 万亿元，同比下降 23%。

假设 2024 年全年国有土地使用权出让收入为 3.24 万亿元，则其对地方广义债务利息支出的覆盖倍数约为 0.85，地方付息压力仍存。假设 2024 年末发债城投公司带息债务规模与 2024 年中报数据一致，即 63.33 万亿元左右，其对应利息支出率为 2024 年 10 月 31 日存量城投债券余额加权票面利率 3.85%，则预计 2024 年城投利息支出为 2.44 万亿元；假设 2024 年末全国地方政府债务余额与 2024 年 9 月末数据一致，即 44.74 万亿元，其对应利息支出率为存量地方政府债券余额加权票面利率 3.1%，则预计 2024 年地方政府债务利息支出为 1.39 万亿元，则 2024 年地方债务利息支出规模约为 3.83 万亿元。按 2024 年 1-10 月国有土地使用权出让收入线性推算，可得 2024 年全年土地出让收入约为 3.24 万亿元，则其对地方债务利息支出的覆盖倍数为 0.85。

图表 32 2012-2024 年 10 月国有土地使用权出让收入及其同比增速

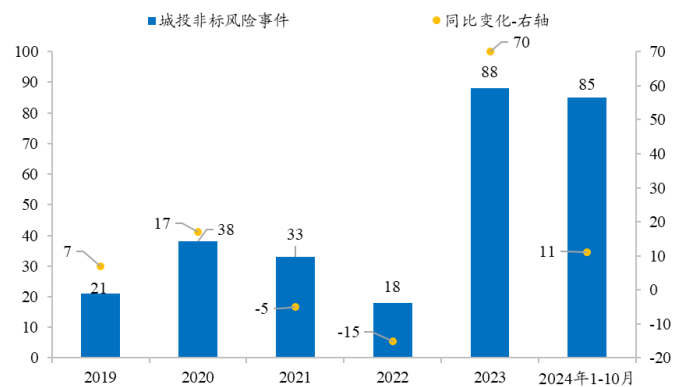


资料来源：财政部，华创证券

2024 年 1-10 月城投非标风险事件同比增加 11 起，主要发生在山东、陕西等地，以区县级平台为主。根据企业预警通，2024 年 1-10 月，共发生城投非标风险事件（不包括商票逾期）85 起，同比增加 11 起；区域上，主要分布在山东、陕西等地；行政层级上，主要分布在区县级和地市级，分别为 53 起、32 起。

2024 年 1-10 月城投商票逾期主体数量窄幅波动后小幅增长，或反映城投在融资严监管政策之下出现一定的流动性紧张问题。据上海票据交易所公布，2024 年商票持续逾期城投主体（即 6 个月内承兑人发生 3 次以上票据逾期）由 2023 年 12 月的 45 个增至 2024 年 10 月的 56 个，仍主要分布于山东、云南等地。

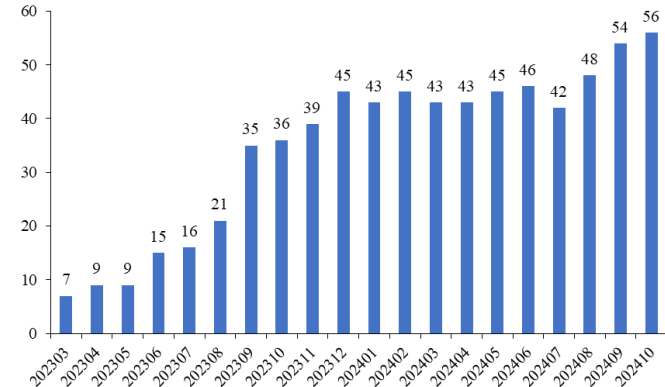
图表 33 2024 年城投非标风险事件同比增加 11 起



资料来源：企业预警通，华创证券

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日

图表 34 2024 年商票持续逾期主体增多



资料来源：上海票据交易所，华创证券

注：1）数据截至 2024 年 10 月 31 日；2）持续逾期主体名单起始公布日期为 2023 年 3 月

3、严监管下城投债供给缩量明显，区域分化显著

2024 年 1-11 月，化债政策持续推进，监管明确要求压降城投公司债务，叠加城投债融资政策边际收紧，全国城投债净融资规模缩量至 1519 亿元。分省看，2024 年 1-11 月，11 省城投债净融出，21 省城投债净融资同比下降。从绝对规模看，11 省城投债净融资规模

模为负，其中江苏、天津净融资规模为-919 亿元、-627 亿元，其余各省中，山东净融资规模最高（935 亿元），其次为河南、四川、福建、广东，净融资规模均在 300 亿元以上；从同比变化看，21 省城投债净融资规模同比下降，其中江苏、浙江同比下降 2000 亿元以上，其余各省中，云南同比增长规模最大，为 353 亿元。

图表 35 2023 年及 2024 年 1-11 月全国及各省城投债净融资规模及其同比变化（亿元）

省份	2024 年	同比变动	2023 年	同比变动	省份	2024 年	同比变动	2023 年	同比变动
云南	275	353	-102	161	上海	179	-86	264	-454
广西	175	163	44	-37	广东	309	-255	465	-319
吉林	149	138	-82	53	北京	30	-293	243	259
辽宁	32	112	-86	-50	福建	355	-373	730	79
新疆	121	44	101	39	江西	237	-516	717	135
黑龙江	-25	28	-112	-128	四川	398	-603	823	-245
青海	8	26	-26	14	重庆	0	-737	783	271
海南	33	20	13	-11	安徽	-27	-807	741	81
甘肃	-147	19	-151	125	湖南	-397	-884	297	-152
陕西	157	10	154	-191	河南	463	-950	1566	493
西藏	23	-16	44	13	天津	-627	-1002	188	189
宁夏	-24	-23	-2	-20	湖北	-105	-1046	939	122
内蒙古	-54	-56	1	71	山东	935	-1176	2192	320
贵州	-286	-59	-411	-184	浙江	-119	-2405	2197	80
山西	113	-61	178	138	江苏	-919	-3026	1898	263
河北	257	-66	324	77	合计	1519	-13524	13930	1191

资料来源：Wind，华创证券

注：标红区域为重点省份。

4、城投债收益率及利差触及历史新低，拉久期与下沉资质共进

2024 年，化债主线贯穿全年，城投债供需矛盾突出，机构赎回扰动推动城投债流动性重定价，全年看，城投债收益率全线大幅下行、城投利差普遍收窄，中长端中低等级收益率下行及利差收窄幅度更大。1-7 月，化债行情与资产荒行情交织，城投债收益率触及历史低位、城投利差极致压缩，8 月之后机构赎回扰动频现，引发城投债市场调整，城投债收益率回调、城投利差小幅走阔。截至 2024 年 11 月 30 日，城投债收益率较年初全线下行、城投利差普遍收窄，其中中长端中低等级品种收益率下行及利差收窄幅度更大，3-5y 隐含评级 AA-品种收益率下行 199-249BP、城投利差收窄 138-179BP。

图表 36 2024 年不同期限、不同等级城投债收益率及利差变动情况

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-
2024-11-30	38	44	51	59	75	30	37	44	53	97	32	40	50	64	108	41	49	59	81	153	45	54	66	88	190
分位数	60%	53%	42%	34%	21%	42%	30%	22%	19%	23%	31%	24%	22%	22%	18%	58%	35%	25%	24%	17%	42%	28%	25%	22%	19%
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	65%	71%	73%	70%	32%	87%	79%	65%	56%	31%	82%	62%	52%	44%	31%	50%	49%	42%	46%	41%	38%	35%	31%	33%	32%
利差中位数 (BP)	35	43	53	65	189	32	42	54	68	281	36	49	67	94	315	39	55	78	117	340	48	64	93	136	362
利差变动 (BP)	-1	-5	-9	-13	-19	-9	-14	-18	-23	-76	-11	-14	-19	-21	-138	2	-5	-14	-32	-179	1	-5	-12	-34	-156
分位数变化	-5%	-18%	-31%	-36%	-11%	-45%	-49%	-43%	-37%	-8%	-52%	-38%	-30%	-22%	-14%	8%	-15%	-17%	-22%	-24%	4%	-7%	-6%	-11%	-13%
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	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-
2024-11-30	1.98	2.04	2.11	2.19	2.35	2.02	2.09	2.16	2.25	2.69	2.05	2.13	2.23	2.37	2.81	2.18	2.26	2.36	2.58	3.30	2.23	2.32	2.43	2.65	3.67
分位数	2%	3%	4%	6%	10%	1%	2%	2%	4%	12%	1%	2%	4%	9%	12%	5%	7%	9%	11%	11%	6%	6%	9%	10%	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	3.60	5.79	2.93	3.08	3.26	3.70	5.94
分位数	66%	68%	68%	65%	31%	57%	54%	50%	48%	31%	47%	43%	43%	41%	31%	39%	37%	36%	39%	35%	31%	31%	31%	31%	31%
收益率中位数 (%)	2.45	2.53	2.62	2.75	4.01	2.67	2.80	2.93	3.09	5.26	2.80	2.98	3.20	3.46	5.67	2.97	3.15	3.45	3.82	6.05	3.11	3.29	3.62	4.04	6.30
收益率变动 (BP)	-60	-65	-69	-73	-79	-69	-74	-78	-83	-136	-72	-75	-80	-82	-199	-68	-75	-84	-102	-249	-70	-76	-83	-105	-227
分位数变化	-64%	-65%	-64%	-59%	-21%	-56%	-53%	-48%	-44%	-19%	-46%	-42%	-39%	-32%	-20%	-34%	-30%	-27%	-28%	-24%	-26%	-25%	-23%	-21%	-17%

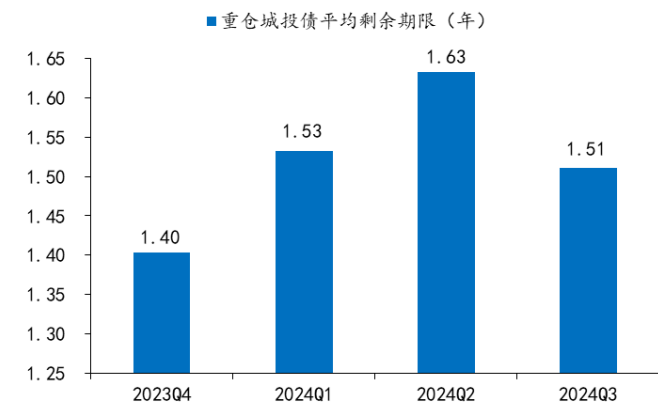
资料来源: Wind, 华创证券

注: 历史分位数起始日为 2022 年 1 月 4 日

结合城投债收益率及利差变动情况与公募基金重仓城投债变化情况来看, 2024 年市场机构对城投债下沉挖掘与拉长久期特征均在。

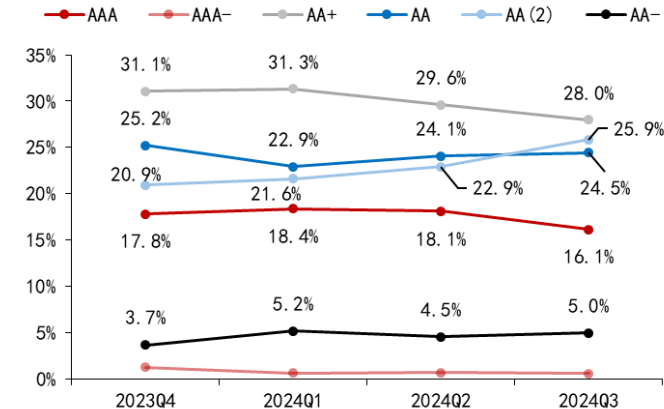
较 2023Q4 末, 2024Q3 末债基重仓城投债平均剩余期限拉长 0.11 年, 隐含评级 AA(2) 及 AA-品种占比合计提升 6.3 个百分点。具体看, 2023Q4-2024Q3 债基重仓城投债平均期限先升后降, 其中 2024 年上半年资产荒行情延续, 机构偏好拉长久期, 三季度在稳增长政策发力、风险偏好回升、机构赎回影响下, 城投债止盈情绪升温, 平均期限下降至 1.51 年, 但整体较 2023 年末期限拉长 0.11 年; 截至 2023 年末, 债基重仓城投债隐含评级 AAA、AA+、AA、AA(2)及 AA-品种规模占比分别为 18%、31%、25%、21%、3.7%, 截至 2024 年三季度末, 占比分别为 16%、28%、24%、26%和 5%, 其中 AA (2) 及 AA-占比合计提升 6.3 个百分点。

图表 37 公募基金 2023Q4-2024Q3 重点持仓城投债平均剩余期限变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 公募基金 2023Q4-2024Q3 重点持仓城投债不同隐含评级规模占比变化



资料来源: Wind, 华创证券

（二）策略展望：10 万亿化债组合拳逐步落地，3y 以内下沉挖掘是主线

展望 2025 年城投债投资，化债仍是主线。一方面，目前财政支持化债总额度已明了，博弈点在于各区域额度分配，后续短端或有进一步下沉挖掘收益的空间；另一方面，金融支持化债加码力度是另一关键变量，目前在政策指导下的金融支持化债已开展一年有余，各区域实施效果分化，整体看融资平台债务仍有较大的成本压降空间，后续伴随特别国债补充国有大行核心一级资本落地，金融支持化债或有加码可能。

城投风险则需继续关注基本面和机构行为。基本面方面，土地市场未见边际改善，地方财力持续处于紧平衡，近期城投非标舆情较多，反映出部分区域弱资质主体仍有较大偿债压力，需警惕城投风险点状爆发后出现区域信用风险传染情况。**机构行为方面，一是警惕小规模赎回潮再现**，今年 8 月以来机构流动性诉求及风险偏好明显抬升，引发理财预防性赎回基金，流动性偏弱的信用品种率先被抛售，长久期、低等级信用债出现较大幅度调整，后续在净值化背景下小规模赎回潮或将成为常态，而当下城投利差保护不足，流动性溢价仍在重定价过程中，如遇债市调整，流动性较差的长久期、弱资质城投债估值或会出现较大波动；**二是关注债市供需**，2025 年在化债政策主导下利率债供给将显著放量，2024 年的全面“资产荒”行情或难再现，城投利差也难因债市供需出现极致压缩。

截至 2024 年 11 月 30 日，城投债 3y 以内中高等级品种信用利差对应历史分位数多处于 30%-60% 区间（2022 年以来），中短端中高等级品种配置性价比较高。结合不同区域、不同期限、不同隐含评级收益率分布情况看，23 省存量城投债全部期限的平均收益率水平在 2.3%-3% 之间，1y 以内 AA 及以上品种、1-2y AA+ 及以上品种、2-3y AAA 品种收益率均处于 2.3% 以下，显示中高等级品种收益挖掘空间有限，若机构存在增厚票息收益的诉求，则需考虑在中短端采取下沉资质挖掘收益策略。

1、下沉策略：确定性机会加大，控久期前提下下沉资质以增厚收益

10 万亿化债组合拳出台并逐步落地，中短端城投债安全属性突出，可采取就 3y 以内品种进行下沉以增厚收益。结合区域基本面情况来看，江苏、浙江等区域综合实力较强、存量债券余额较多，叠加化债利好保护，可下沉至 AA-品种，四川、山东、河南、湖南、湖北等地可在 2y 以内下沉至 AA-品种，天津、重庆等区域虽然债务水平相对较高，但 10 万亿化债组合拳可在一定程度上缓解区域债务压力，且由于上述偏尾部区域往往隐债规模较大，按照地方政府债务限额分配原则，或可能分配到更多额度，区域利差或进一步收窄，可在 2y 以内下沉至 AA(2)品种。

图表 39 各省不同期限、不同隐含评级城投债平均收益率分布情况（单位：%）

省份	平均收益率水平 (%)	1年以内					1-2年					2-3年					3-5年					5年及以上				
		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-
贵州	4.31	-	-	2.17	2.51	3.70	-	-	2.33	2.88	4.05	-	-	2.50	2.49	4.14	-	-	2.65	3.35	5.12	-	-	-	-	4.49
云南	3.32	-	-	2.20	2.30	3.01	-	-	2.53	2.43	3.71	-	-	2.67	2.92	4.02	-	-	2.92	3.46	4.28	-	-	3.27	3.72	3.92
青海	3.29	-	-	-	-	2.72	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.45	-	-	-	-	4.40	-	-	-	-	-
辽宁	3.26	-	-	-	2.53	2.88	-	-	-	-	-	-	-	-	2.79	2.55	-	-	-	2.87	4.01	-	-	-	3.39	-
广西	2.90	-	2.14	2.14	2.52	2.98	-	2.24	2.26	2.75	3.26	-	2.35	2.44	2.84	3.49	-	2.64	2.79	3.32	3.82	-	3.21	3.28	3.63	3.51
陕西	2.86	-	2.09	2.16	2.61	3.20	-	2.18	2.22	2.76	3.48	-	2.17	2.29	2.79	3.73	-	2.41	2.78	3.23	4.55	-	2.75	-	3.13	-
黑龙江	2.85	-	-	-	2.35	3.04	-	-	-	2.42	3.28	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.65	-	-	-	-	-
内蒙古	2.76	-	-	-	2.25	3.71	-	-	-	2.51	3.08	-	-	-	-	3.23	-	-	-	2.91	-	-	-	-	-	-
山东	2.75	1.99	2.08	2.22	2.41	3.18	2.10	2.15	2.29	2.56	3.43	2.17	2.23	2.44	2.65	3.73	2.34	2.42	2.76	3.31	4.44	2.53	2.73	3.52	3.39	3.58
天津	2.74	-	-	2.16	2.27	2.59	-	-	2.36	2.41	3.06	-	-	2.56	2.72	3.19	-	-	3.12	3.27	3.95	-	-	3.57	3.92	-
宁夏	2.74	-	-	2.10	-	2.49	-	-	2.18	2.82	3.20	-	-	-	-	3.29	-	-	2.55	-	4.21	-	-	-	-	-
重庆	2.66	2.03	2.03	2.15	2.36	2.74	2.08	2.13	2.24	2.48	3.09	2.20	2.18	2.33	2.53	3.25	2.33	2.36	2.65	3.10	3.89	2.68	2.75	2.77	3.19	3.76
甘肃	2.64	-	-	2.25	2.52	3.17	-	-	2.76	-	4.35	-	-	2.60	2.84	-	-	-	3.12	-	3.54	-	-	-	-	-
四川	2.63	2.02	2.07	2.15	2.38	2.88	2.09	2.12	2.24	2.49	3.20	2.17	2.20	2.30	2.64	3.41	2.30	2.38	2.53	3.07	3.93	2.44	2.77	-	3.17	-
吉林	2.62	-	-	-	2.31	2.62	-	-	-	2.38	2.86	-	-	-	2.52	-	-	-	-	3.16	4.49	-	-	-	-	-
河南	2.61	2.09	2.06	2.24	2.41	2.76	2.15	2.17	2.34	2.53	3.12	2.22	2.24	2.43	2.68	3.36	-	2.45	2.64	3.34	4.05	2.54	2.68	2.85	3.42	-
湖南	2.52	1.98	2.03	2.16	2.35	2.81	2.06	2.12	2.23	2.44	2.97	2.11	2.22	2.34	2.53	3.26	2.32	2.34	2.71	2.97	3.90	2.42	2.60	-	3.18	3.35
江西	2.49	1.97	2.06	2.12	2.37	2.69	2.06	2.11	2.20	2.48	2.88	2.14	2.18	2.30	2.60	3.15	2.27	2.40	2.52	3.09	3.53	2.52	2.75	-	3.64	-
新疆	2.49	-	2.09	2.24	2.28	2.57	-	2.18	2.32	2.41	2.72	-	2.22	-	2.54	3.01	-	2.43	-	2.93	3.74	-	3.02	-	3.27	-
河北	2.47	-	2.02	2.16	2.35	2.52	2.00	2.11	2.28	2.40	2.82	2.10	2.22	2.43	2.52	3.13	-	2.43	2.60	3.08	3.54	-	2.64	-	3.29	3.99
湖北	2.44	2.02	2.02	2.19	2.40	2.68	2.14	2.13	2.28	2.44	2.90	2.18	2.22	2.42	2.58	3.16	2.33	2.37	2.74	2.94	3.41	2.44	2.90	3.03	3.06	-
山西	2.43	-	-	2.19	2.36	2.72	-	2.16	2.21	2.43	2.94	-	2.32	2.32	2.62	3.13	-	-	2.60	3.25	4.02	-	-	-	-	-
西藏	2.41	-	-	2.24	-	-	-	-	2.33	-	-	-	-	2.44	2.65	-	-	2.56	2.75	-	-	-	-	-	-	-
安徽	2.39	1.95	2.04	2.14	2.34	2.62	2.05	2.20	2.22	2.45	2.78	2.11	2.18	2.30	2.49	2.98	2.28	2.38	2.48	2.95	3.36	2.43	2.66	2.59	2.95	-
江苏	2.35	1.96	2.05	2.14	2.30	2.61	2.06	2.13	2.23	2.41	2.85	2.11	2.21	2.31	2.46	2.99	2.29	2.37	2.51	2.93	3.81	2.51	2.62	2.69	2.99	-
浙江	2.31	1.95	2.05	2.15	2.29	2.53	2.02	2.14	2.22	2.38	2.84	2.12	2.21	2.30	2.44	-	2.31	2.37	2.49	2.88	-	2.45	2.47	2.57	3.14	-
广东	2.30	2.00	2.04	2.21	2.35	-	2.04	2.14	2.35	2.42	-	2.11	2.24	2.50	2.51	-	2.25	2.44	2.70	2.87	-	2.54	2.87	-	-	-
海南	2.28	-	-	2.10	2.30	-	-	-	2.20	2.33	-	-	-	2.32	2.46	-	-	2.56	-	-	-	-	-	-	-	-
福建	2.28	1.96	2.06	2.14	2.28	2.64	2.06	2.14	2.24	2.36	2.89	2.13	2.20	2.31	2.46	3.56	2.27	2.42	2.55	2.84	4.04	2.40	2.75	2.52	3.02	-
北京	2.24	1.98	2.10	2.22	-	-	2.08	2.15	2.27	-	-	2.11	2.20	2.37	-	-	2.29	2.42	2.71	-	-	2.57	2.76	-	-	-
上海	2.16	1.98	2.06	2.12	-	-	2.08	2.12	2.22	2.37	-	2.15	2.19	2.30	2.43	-	2.34	2.37	2.51	-	-	2.38	2.90	-	-	-

省份	存量债券余额 (亿元)	1年以内					1-2年					2-3年					3-5年					5年及以上				
		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-
贵州	1971	-	-	124	100	393	-	-	52	190	280	-	-	73	15	79	-	-	35	17	147	-	-	-	-	8
云南	2038	-	-	69	219	685	-	-	15	83	332	-	-	35	75	212	-	-	29	63	189	-	-	15	10	3
青海	65	-	-	-	-	23	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13	-	-	-	29	-	-	-	-	-	-
辽宁	268	-	-	-	52	17	-	-	-	44	17	-	-	-	45	25	-	-	-	18	6	-	-	-	25	-
广西	2568	-	205	193	171	399	-	152	97	143	441	-	87	46	163	135	-	77	13	70	147	-	15	5	3	4
陕西	3294	-	206	40	1002	264	-	70	50	396	102	-	119	5	322	70	-	90	20	255	63	-	208	-	14	-
黑龙江	200	-	-	-	67	46	-	-	-	29	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	31	-	-	-	-	-
内蒙古	67	-	-	-	20	5	-	-	-	20	2	-	-	-	-	10	-	-	-	10	-	-	-	-	-	-
山东	15623	372	1140	1107	2330	1159	390	985	504	984	468	2	681	436	1073	325	65	663	412	980	537	220	111	6	110	9
天津	3095	-	-	446	203	739	-	-	224	41	187	-	-	309	100	272	-	-	296	28	142	-	-	93	16	-
宁夏	174	-	-	36	-	78	-	-	13	6	28	-	-	-	-	3	-	-	4	-	7	-	-	-	-	-
重庆	7219	71	225	248	1438	912	147	143	180	755	316	38	133	78	515	348	156	293	106	410	333	86	156	30	22	16
甘肃	334	-	-	191	28	25	-	-	31	-	5	-	-	23	13	-	-	-	10	-	9	-	-	-	-	-
四川	10856	147	740	447	1251	621	109	976	538	1289	498	151	657	239	395	267	271	582	146	643	323	110	379	-	76	-
吉林	1044	-	-	-	360	94	-	-	-	222	94	-	-	-	217	-	-	-	-	43	11	-	-	-	-	-
河南	7441	20	347	364	2159	230	30	457	174	478	70	50	216	128	839	117	-	486	200	669	113	67	155	30	42	-
湖南	8289	29	504	897	1607	359	61	288	678	820	298	96	153	397	517	272	20	136	399	478	156	30	66	-	11	1
江西	7160	166	327	523	1497	250	184	279	415	473	116	108	208	193	706	178	145	237	194	568	54	151	178	-	13	-
新疆	1493	-	110	13	453	61	-	62	2	209	31	-	48	-	232	35	-	78	-	128	7	-	20	-	3	-
河北	2464	-	178	199	433	156	10	274	33	188	58	5	56	48	179	88	-	37	40	170	36	-	92	-	5	19
湖北	7378	315	371	631	1549	125	161	372	542	519	87	129	109	411	432	37	291	284	266	291	38	133	20	38	93	-
山西	1408	-	-	295	168	44	-	20	202	112	32	-	40	141	126	52	-	-	165	10	3	-	-	-		

图表 40 各省 2023 年经济财政债务情况及 2024 年城投利差、存量城投债情况

省份	2023年GDP (亿元)	2023年综合财力 (亿元)	2023年广义债务 (亿元)	2023年广义债务率	2024/11/15区域利差 (BP)	2024/11/15区域利差 历史分位数	截至2024/11/15存量城投 债规模(亿元)	2024/6/30带息债务 (亿元)	存量城投债规模占带息 债务比重
江苏	128222	22791	117782	517%	67	17%	30774	99218	31%
广东	135673	21116	57413	272%	55	23%	6765	27945	24%
浙江	82553	18266	99969	547%	60	17%	21486	81589	26%
四川	60133	16817	75160	447%	95	17%	11159	56291	20%
山东	92069	16148	78062	483%	110	18%	16072	53380	30%
上海	47219	12994	19191	148%	45	32%	3515	10966	32%
河南	59132	12353	43658	353%	93	19%	7597	26548	29%
河北	43944	11558	30936	268%	77	22%	2535	13139	19%
湖北	55804	11081	43055	389%	76	17%	7590	28005	27%
湖南	50013	10988	44134	402%	86	18%	8350	27160	31%
安徽	47051	10473	36862	352%	70	17%	6279	22035	28%
北京	43761	9810	23956	244%	50	19%	2875	12698	23%
江西	32200	8858	34931	394%	80	18%	7321	22301	33%
陕西	33786	8564	28361	331%	124	22%	3352	17749	19%
贵州	20913	8280	30099	364%	254	14%	2002	14246	14%
新疆	19126	8098	13902	172%	82	25%	1553	4905	32%
福建	54355	7649	31290	409%	55	18%	5715	18438	31%
云南	30021	7175	30294	422%	185	24%	2141	16160	13%
内蒙古	24627	7159	13563	189%	102	27%	83	2360	4%
重庆	30146	6822	34384	504%	98	19%	7327	22878	32%
广西	27202	6768	29660	438%	126	17%	2613	18623	14%
辽宁	30209	6694	14269	213%	169	13%	268	1382	19%
山西	25698	6622	13880	210%	73	24%	1454	6931	21%
黑龙江	15884	6294	10412	165%	116	14%	200	1793	11%
吉林	13531	4893	14634	299%	99	23%	1104	5258	21%
甘肃	11864	4769	14039	294%	116	23%	337	6028	6%
天津	16737	3434	24048	700%	113	24%	3150	13127	24%
西藏	2393	2802	1336	48%	73	26%	275	471	58%
海南	7551	2617	4888	187%	61	17%	202	819	25%
青海	3799	2156	3636	169%	196	23%	65	296	22%
宁夏	5315	1888	2775	147%	116	25%	183	555	33%

资料来源: Wind, 华创证券

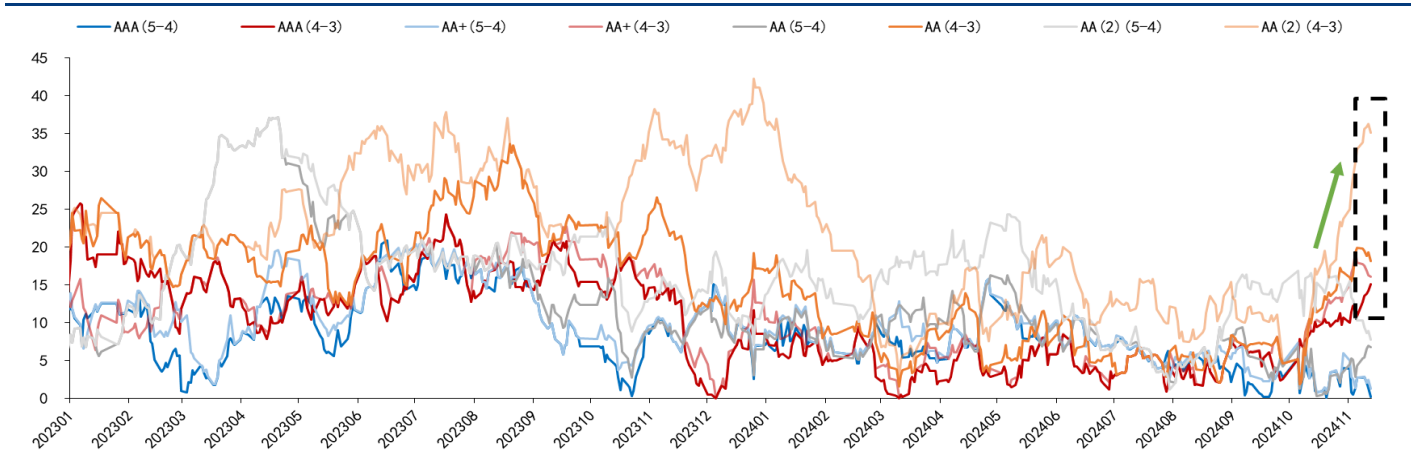
注: 1) 综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+中央对地方的转移支付, 广义债务率=(发债城投公司有息负债规模+地方政府债务余额)/综合财力; 2) 城投区域利差历史分位数起始日期为2022年1月4日; 3) 标红为重点省份。

2、拉久期策略: 流动性优先, 交易账户关注 3-5y 品种, 配置账户关注 5y 以上品种

除在中短端下沉挖掘增厚收益外, 还可以采取拉长久期的策略增厚收益。建议结合负债属性积极把握拉长期城投债的交易与配置机会。

对于负债端稳定性偏弱的交易型账户, 建议重点关注 3-5y 中高等级、流动性好、存量规模大的品种, 短期内 3-4y 区间更适合进行交易, 后续可积极跟踪期限利差水平变化进行区间选择, 在债市调整与个券估值波动期间择机布局。截至 11 月 15 日, 4-3y 期限利差水平更高且曲线更为陡峭, 更适合进行交易, 后续区间选择可跟踪期限利差水平的变化。截至 2024 年 11 月 15 日, 收益率在 2.3% 以上、剩余行权期限在 3-5y 以内、隐含评级在 AA+ 及以上、流动性评分在 90 以上的公募城投债共 58 只, 存量债券余额合计 828 亿元。

图表 41 3-5y 不同隐含评级城投债期限利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

注: 数据截至 2024 年 11 月 15 日

图表 42 可用于交易-3-5y、隐含评级 AA+及以上、流动性评分 90 以上的公募城投债（共 58 只）

发行人	省份	债券简称	债券余额 (亿元)	中债估值收益率 (行权)	隐含评级	行权剩余期限 (年)	流动性评分	债券类型
青岛地铁集团有限公司	山东	24青岛地铁MTN002A	22	2.48%	AA+	4.86	99	一般中期票据
重庆渝富控股集团有限公司	重庆	24渝富03	15	2.39%	AAA	4.94	99	一般公司债
湖南省高速公路集团有限公司	湖南	24湘高速MTN011	30	2.38%	AA+	4.74	99	一般中期票据
福州古厝集团有限公司	福建	24福州古厝MTN005	8	2.38%	AA+	4.92	99	一般中期票据
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	安徽	24合建投MTN004	15	2.34%	AAA	4.78	98	一般中期票据
成都兴城投资集团有限公司	四川	24兴城投资MTN003B	15	2.38%	AA+	4.82	98	一般中期票据
济南城市建设集团有限公司	山东	24济南城建MTN001	18	2.38%	AA+	4.31	98	一般中期票据
义乌市国有资本运营有限公司	浙江	24义乌国资MTN003	10	2.48%	AA+	4.67	98	一般中期票据
济南轨道交通集团有限公司	山东	24济南轨交MTN002	15	2.43%	AA+	4.79	98	一般中期票据
江西省水利投资集团有限公司	江西	24赣水投MTN004	10	2.43%	AA+	4.48	97	一般中期票据
湖北交通投资集团有限公司	湖北	24鄂交投MTN001	20	2.39%	AAA	4.42	97	一般中期票据
乌鲁木齐城市建设投资(集团)有限公司	新疆	24乌城投MTN004	20	2.44%	AA+	4.58	97	一般中期票据
宜宾发展控股集团有限公司	四川	24宜宾发展MTN002	18	2.38%	AA+	4.36	97	一般中期票据
浙江省交通投资集团有限公司	浙江	24浙交投MTN001	20	2.53%	AAA	4.83	97	一般中期票据
湖南省高速公路集团有限公司	湖南	24湘高速MTN008	20	2.38%	AA+	4.63	97	一般中期票据
福州古厝集团有限公司	福建	24福州古厝MTN004B	8	2.38%	AA+	4.44	97	一般中期票据
江西省铁路航空投资集团有限公司	江西	24江西铁航MTN002	20	2.38%	AA+	4.61	97	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN008	15	2.38%	AA+	4.45	97	一般中期票据
福州左海控股集团有限公司	福建	24福州左海MTN003	7	2.38%	AA+	4.85	97	一般中期票据
湖南省高速公路集团有限公司	湖南	24湘高速MTN006	20	2.31%	AA+	3.59	97	一般中期票据
河南交通投资集团有限公司	河南	24豫交投MTN009	20	2.44%	AA+	4.92	97	一般中期票据
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	山东	24青岛城投MTN002	15	2.48%	AA+	4.29	96	一般中期票据
河南交通投资集团有限公司	河南	豫通Y12	15	2.50%	AA+	4.65	96	一般公司债
成都兴城投资集团有限公司	四川	24兴城投资MTN001	20	2.46%	AA+	4.64	96	一般中期票据
江西省交通投资集团有限责任公司	江西	赣交YK01	20	2.36%	AAA	4.55	96	一般公司债
南昌市政公用集团有限公司	江西	24洪市政MTN009	10	2.38%	AA+	4.94	95	一般中期票据
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	山东	24青岛城投MTN004B	7	2.48%	AA+	4.81	95	一般中期票据
漳州市九龙江集团有限公司	福建	24九龙江MTN003	10	2.96%	AA+	4.93	95	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN002	25	2.37%	AA+	4.22	95	一般中期票据
重庆高速公路集团有限公司	重庆	24渝高速MTN006	15	2.38%	AA+	4.94	95	一般中期票据
漳州市九龙江集团有限公司	福建	24九龙江MTN002	10	2.96%	AA+	4.75	95	一般中期票据
西安城市基础设施建设投资集团有限公司	陕西	24西基建MTN001	10	2.38%	AA+	4.60	95	一般中期票据
山东省财金投资集团有限公司	山东	24财金04	20	2.40%	AA+	4.40	95	一般公司债
安徽省投资集团控股有限公司	安徽	24皖投03	10	2.38%	AA+	4.78	95	一般公司债
南昌市政公用集团有限公司	江西	24洪市政MTN004	10	2.38%	AA+	4.58	94	一般中期票据
上海城投控股股份有限公司	上海	24沪城投MTN001	26	2.39%	AAA	4.41	94	一般中期票据
无锡市太湖新城发展集团有限公司	江苏	24太湖新城MTN001	16	2.38%	AA+	4.27	94	一般中期票据
上海临港控股股份有限公司	上海	24临港控股MTN001	10	2.43%	AA+	4.65	94	一般中期票据
南京市河西新城国有资产经营控股(集团)有限责任公司	江苏	24宁河西MTN004B	3	2.38%	AA+	4.92	94	一般中期票据
济南城市投资集团有限公司	山东	24济南城投MTN004B(项目收益)	5	2.43%	AA+	4.94	93	一般中期票据
青岛国信发展(集团)有限责任公司	山东	24青岛国信MTN005	10	2.48%	AA+	4.41	93	一般中期票据
湖北交通投资集团有限公司	湖北	24鄂交投MTN003	10	2.49%	AAA	4.73	93	一般中期票据
乌鲁木齐城市建设投资(集团)有限公司	新疆	24乌城投MTN005	20	2.44%	AA+	4.73	93	一般中期票据
重庆城市交通开发投资(集团)有限公司	重庆	23渝交01	7	2.33%	AA+	3.69	93	一般公司债
重庆市江北嘴中央商务区投资集团有限公司	重庆	24渝江北嘴MTN001	10	2.48%	AA+	4.32	92	一般中期票据
南昌市政公用集团有限公司	江西	23洪市政MTN002	10	2.37%	AA+	4.10	92	一般中期票据
江西省水利投资集团有限公司	江西	24赣水投MTN003	10	2.43%	AA+	4.45	92	一般中期票据
青岛地铁集团有限公司	山东	24青岛地铁MTN001A	15	2.48%	AA+	4.65	92	一般中期票据
山东高速集团有限公司	山东	24鲁高K4	25	2.35%	AAA	4.95	92	一般公司债
北京未来科学城发展集团有限公司	北京	24科学城MTN001	14	2.38%	AA+	4.59	92	一般中期票据
成都高新投资集团有限公司	四川	24成都高新MTN003	15	2.46%	AA+	4.72	92	一般中期票据
济南高新控股集团有限公司	山东	24济南高新MTN003	20	2.53%	AA+	4.78	91	一般中期票据
浙江嘉兴高新控股集团有限公司	浙江	24浙嘉高新MTN001	6	2.53%	AA+	4.86	91	一般中期票据
成都环境投资集团有限公司	四川	24成都环境MTN002	5	2.53%	AA+	4.73	91	一般中期票据
长江产业投资集团有限公司	湖北	24鄂长投MTN002	10	2.43%	AA+	4.71	90	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN001	10	2.37%	AA+	4.17	90	一般中期票据
济南城市建设集团有限公司	山东	23济建G2	20	2.37%	AA+	4.11	90	一般公司债
福建漳龙集团有限公司	福建	24闽漳龙MTN002	8	2.43%	AA+	4.42	90	一般中期票据

资料来源: Wind, qeubee, 华创证券

注: 数据均截至 2024 年 11 月 15 日

对于负债端稳定性较强的保险和自营账户, 可积极参与 5y 以上中高等品种, 逢高配置获取票息收益。截至 2024 年 11 月 15 日, 收益率在 2.3% 以上、剩余行权期限在 5y 以上、隐含评级在 AA+ 及以上、流动性评分在 90 以上的公募城投债共 37 只, 存量债券余额合计 525 亿元。

图表 43 可用于配置-5y 以上、隐含评级 AA+及以上、流动性评分 90 以上的公募城投债（共 37 只）

发行人	省份	债券简称	债券余额 (亿元)	中债估值收益率 (行权)	隐含评级	行权剩余期限 (年)	流动性评分	债券类型
青岛地铁集团有限公司	山东	24青岛地铁MTN002B	15	2.85%	AA+	9.86	99	一般中期票据
成都兴城投资集团有限公司	四川	24兴城09	25	2.74%	AA+	9.72	99	一般公司债
重庆市水利投资(集团)有限公司	重庆	24渝水投MTN001	10	2.75%	AA+	9.84	99	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN014	20	2.75%	AA+	9.93	99	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN011	20	2.74%	AA+	9.69	98	一般中期票据
江西省投资集团有限公司	江西	24赣投K2	20	2.76%	AA+	9.69	98	一般公司债
深圳市地铁集团有限公司	广东	24深圳地铁MTN004	24	2.69%	AAA	14.70	97	一般中期票据
深圳市地铁集团有限公司	广东	24深圳地铁MTN005	25	2.69%	AAA	14.72	97	一般中期票据
深圳市地铁集团有限公司	广东	24深圳地铁MTN009B	10	2.59%	AAA	9.96	97	一般中期票据
重庆渝富控股集团有限公司	重庆	24渝富MTN003	15	2.69%	AAA	9.69	96	一般中期票据
青岛地铁集团有限公司	山东	24青岛地铁MTN001B	15	2.84%	AA+	9.65	96	一般中期票据
江西省铁路航空投资集团有限公司	江西	24江西铁航MTN001	20	2.74%	AA+	9.44	96	一般中期票据
漳州市九龙江集团有限公司	福建	24九龙江MTN001A	6	2.90%	AA+	9.67	95	一般中期票据
重庆高速公路集团有限公司	重庆	24渝高速MTN005	8	2.75%	AA+	9.77	95	一般中期票据
江西省投资集团有限公司	江西	24赣投K1	10	2.75%	AA+	9.60	95	一般公司债
江西省交通投资集团有限责任公司	江西	24赣交K1	20	2.52%	AAA	9.73	94	一般公司债
中关村发展集团股份有限公司	北京	24中关村04	10	2.79%	AA+	9.82	94	一般公司债
成都兴城投资集团有限公司	四川	24兴城投资MTN003C	6	2.75%	AA+	9.82	94	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN010A	15	2.74%	AA+	9.67	94	一般中期票据
蜀道投资集团有限责任公司	四川	24蜀道投资MTN012	20	2.75%	AA+	9.78	94	一般中期票据
南昌城市建设投资集团有限公司	江西	24南昌建投MTN004	8	2.74%	AA+	9.57	94	一般中期票据
江苏交通控股有限公司	江苏	24苏交通MTN011	20	2.52%	AAA	9.75	94	一般中期票据
河北建投交通投资有限责任公司	河北	24冀建交通MTN002	10	2.74%	AA+	9.44	93	一般中期票据
成都兴城投资集团有限公司	四川	24兴城07	10	2.74%	AA+	9.65	93	一般公司债
济南城市建设集团有限公司	山东	24济建G2	15	2.83%	AA+	9.49	93	一般公司债
湖北交通投资集团有限公司	湖北	24鄂交投MTN002	20	2.56%	AAA	9.44	93	一般中期票据
汉江国有资本投资集团有限公司	湖北	24汉江国资MTN002	6	2.99%	AA+	9.60	92	一般中期票据
江西省水利投资集团有限公司	江西	24赣水投MTN005A	6	2.85%	AA+	9.78	92	一般中期票据
成都高新投资集团有限公司	四川	24成都高新MTN001	10	2.73%	AA+	9.32	92	一般中期票据
重庆发展投资有限公司	重庆	24重庆发展MTN002	16	2.74%	AA+	9.64	92	一般中期票据
江西省投资集团有限公司	江西	24赣投MTN002	10	2.77%	AA+	9.83	91	一般中期票据
福州城市建设投资集团有限公司	福建	24福州城投MTN002	13	2.74%	AA+	9.73	91	一般中期票据
宜宾发展控股集团有限公司	四川	24宜宾发展MTN003	12	2.74%	AA+	9.52	91	一般中期票据
中关村发展集团股份有限公司	北京	24中关村03	10	2.53%	AA+	6.82	91	一般公司债
江西省交通投资集团有限责任公司	江西	24江西交投MTN002	15	2.50%	AAA	9.18	91	一般中期票据
山东高速集团有限公司	山东	24鲁高速MTN004	20	2.59%	AAA	9.42	91	一般中期票据
南昌市政公用集团有限公司	江西	24洪政03	10	2.74%	AA+	9.70	90	一般公司债

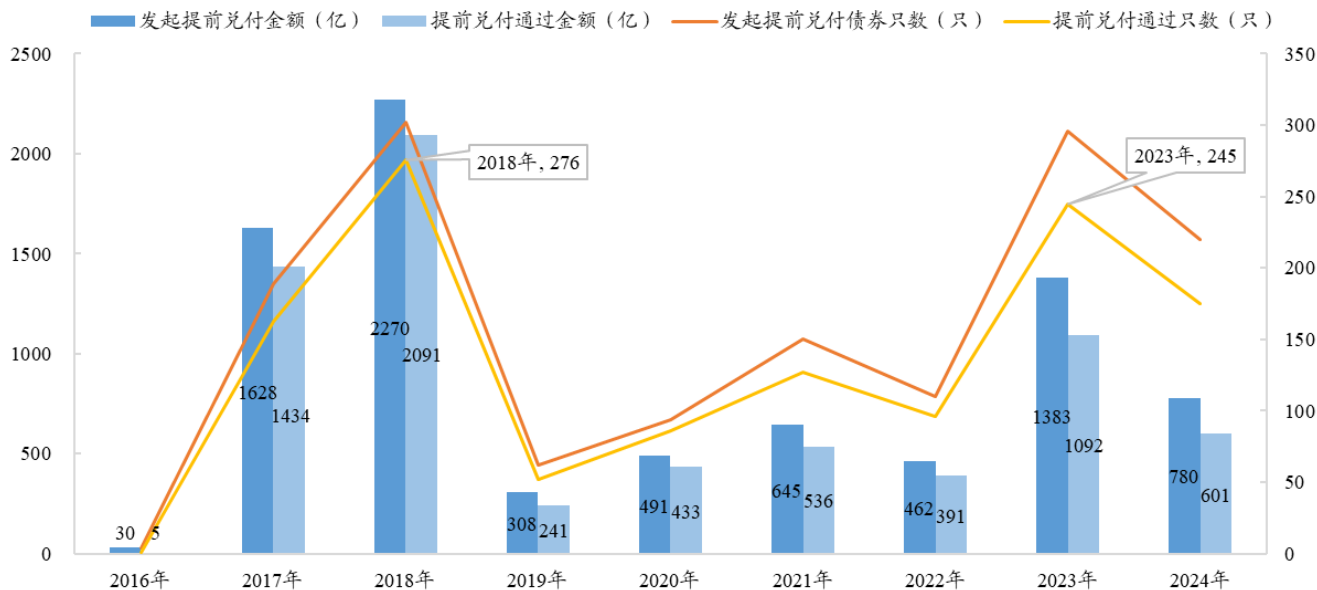
资料来源：Wind，qeubee，华创证券

注：数据均截至 2024 年 11 月 15 日

3、特殊策略：关注城投债提前兑付的风险和机会

后续若地方政府专项债置换资金到位，城投债或会再现提前兑付潮。从历史上城投债提前兑付情况看，2017、2018 年、2023 年分别出现阶段性提前兑付高点，城投债提前兑付通过金额分别为 1434 亿元、2091 亿元、1092 亿元，对应来看，这三年均通过地方政府债置换了部分隐性债务，置换债/特殊再融资债发行规模分别为 2.8 万亿元、1.3 万亿元、1.4 万亿元。

图表 44 2016 年至今城投债提前兑付规模



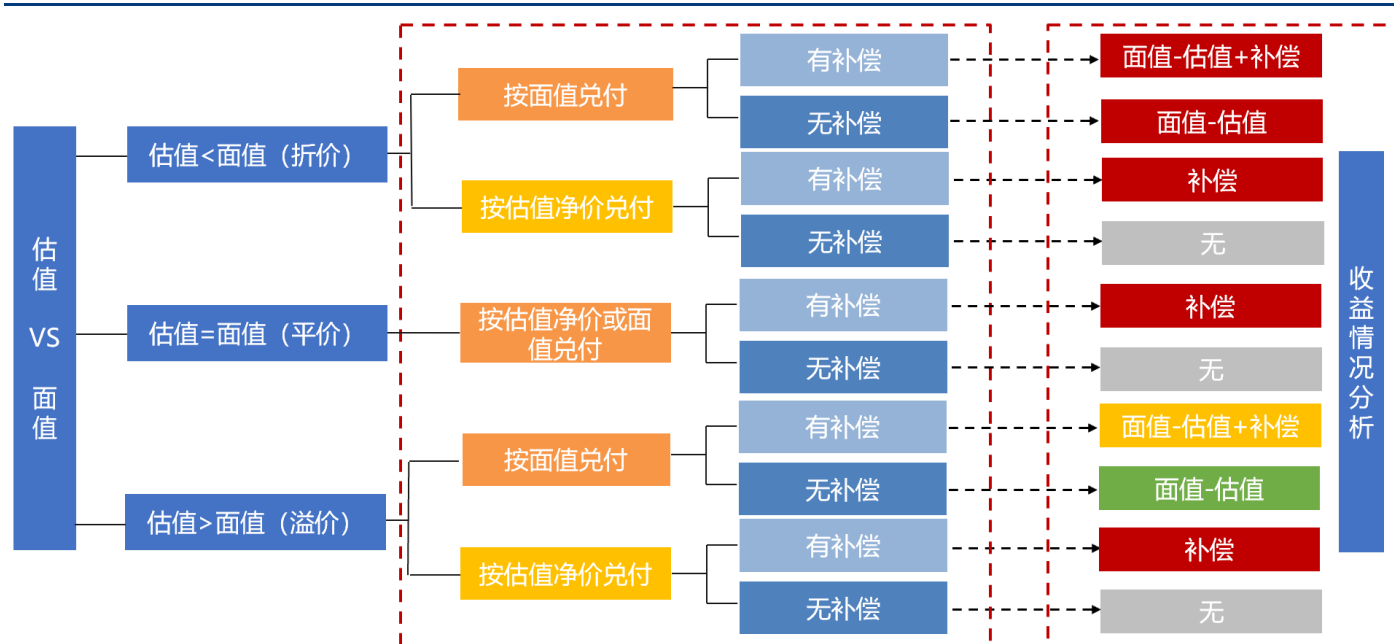
资料来源：企业预警通，华创证券

注：1、“发起提前兑付金额”统计标准为当月公告的拟提前兑付城投债券规模，含发布公告后取消、暂未表决、未通过表决的债券，若某只债券未通过表决后再次公告，则重复进行统计。2、数据截至 2024 年 11 月 22 日。

除了要**考虑提前兑付带来的再投资压力外，提前兑付的风险和收益关键在于兑付方案的设置**。城投债券兑付价格可分为基于面值或估值净价兑付两大类，部分发行人还会在此基础上给予投资者额外补偿，最终兑付价格在本金基础上，还要计算上次付息日至提前兑付日期期间的应计利息，即“ $\text{兑付价格} = \text{兑付净价} + \text{期间应计利息}$ ”。

处于不同价格状态的债券提前兑付的资本利得不同。对于处于折价状态的债券，即估值净价小于面值，无论基于面值还是估值净价做兑付，在不需要额外补偿的情况下都可以保证至少不亏损，且有机会获得超额收益。**对于处于溢价状态的债券**，即估值净价大于面值，此时若以面值兑付，则会承受面值与估值净价差值的亏损；若以估值净价兑付，则从估值角度来看价格相对公允，不会亏损但同时也不会获得超额收益。**若有额外补偿，则需要考虑补偿的大小**，若以“面值+补偿”方式来兑付，补偿金额高于面值与估值净价差值则可获得一定超额收益，低于该值则会承受一定亏损；若基于估值净价增加补偿，则可额外获得补偿的超额收益。

图表 45 不同情景下提前兑付的超额收益分析



资料来源：华创证券整理

注：收益情况分析中，红色为实现正收益，绿色为亏损，黄色为不确定

2017-2018 年城投债多数按照中债估值净价进行兑付，2018 年之后则倾向于采取面值兑付。2017、2018 年发起提前兑付征询且完成表决的城投债中分别有 84%、59%采取中债估值净价兑付，决议通过率高达 96%；2018 年之后面值兑付占比增加，2023 年发起提前兑付征询且完成表决的城投债中有 79%选择面值兑付，决议通过率为 89%。以截至 2024 年 10 月 31 日的存量城投债情况看，估值净价大于面值的存量城投债占比 83%，如按照面值兑付，投资者会承受面值与估值净价差值带来的亏损。

城投债提前兑付，机会与风险并存。经过过去几轮隐债置换，目前以债券形式存在的隐债规模较之前几年已经下降，理论上能够提前兑付的城投债规模也相应下降。在兑付方案的选择上，债权人也可通过表决积极维护自身权益，2024 年通过“面值+补偿”方案完成提前兑付的城投债占比较 2023 年大幅增加，或主要为发行人与债权人之间协商博弈的结果。后续可通过与发行人沟通或追溯债券资金用途等方式，提前确定标的债券是否符合置换条件以及拟兑付方案，从而提前布局，博取价差收益。

图表 46 2016 年至今不同兑付方式城投债通过提前兑付规模及占比

年份	发起提前兑付征询且已表决					通过提前兑付决议					通过提前兑付决议占比				
	面值	面值+补偿	中债估值净价	上清所估值净价	未公布	面值	面值+补偿	中债估值净价	上清所估值净价	未公布	面值	面值+补偿	中债估值净价	上清所估值净价	未公布
2016年	5	0	0	0	5	5	0	0	0	0	100%	-	-	-	0%
2017年	139	88	1346	0	27	35	88	1298	0	13	25%	100%	96%	-	47%
2018年	107	561	1309	40	197	89	554	1255	40	153	83%	99%	96%	100%	78%
2019年	95	78	66	0	29	80	65	66	0	29	84%	84%	100%	-	100%
2020年	256	27	81	0	110	236	27	81	0	90	92%	100%	100%	-	81%
2021年	375	137	5	0	82	343	136	0	0	57	91%	100%	0%	-	69%
2022年	296	96	28	0	18	277	89	8	0	17	94%	92%	29%	-	93%
2023年	1012	78	141	0	55	899	70	91	0	31	89%	90%	65%	-	56%
2024年	429	162	87	0	26	362	155	69	0	15	84%	96%	79%	-	55%

资料来源：企业预警通，华创证券

注：1、“发起提前兑付征询且已表决”统计标准为当月公告的拟提前兑付城投债券规模，含发布公告后通过表决，未通过表决的债券，若某只债券未通过表决后再次公告，则重复进行统计。2、数据截至 2024 年 11 月 22 日。

四、大金融债：适当下沉增厚收益，二永债交易价值可重点关注

今年以来机构对大金融债的收益挖掘力度加大，信用下沉与拉长久期成为市场主流策略，其具有免征票息增值税、存量规模较大、流动性较好等特征，震荡市场中投资价值愈加凸显。

图表 47 当前大金融债各品种信用利差比价一览

期限	隐含评级	信用利差 (BP)					历史分位数					期限	隐含评级	中债估值收益率 (%)					历史分位数				
		中短票	银行二级资本债	银行永续债	券商次级债	保险次级债	中短票	银行二级资本债	银行永续债	券商次级债	保险次级债			中短票	银行二级资本债	银行永续债	券商次级债	保险次级债	中短票	银行二级资本债	银行永续债	券商次级债	保险次级债
1Y	AAA	32	35	36	34	-	46%	33%	20%	55%	-	1Y	AAA	1.92	1.95	1.97	1.94	-	1%	2%	2%	4%	-
	AA+	40	36	37	36	43	36%	28%	18%	38%	19%		AA+	2.01	1.96	1.98	1.96	2.03	1%	2%	2%	2%	4%
	AA	49	42	48	42	49	45%	20%	17%	22%	21%		AA	2.10	2.02	2.09	2.02	2.09	2%	2%	3%	3%	4%
2Y	AAA	28	31	34	35	-	37%	35%	31%	40%	-	2Y	AAA	2.00	2.03	2.06	2.06	-	1%	2%	3%	6%	-
	AA+	36	31	35	37	41	27%	31%	30%	29%	22%		AA+	2.08	2.03	2.07	2.08	2.13	2%	2%	3%	3%	7%
	AA	48	41	46	44	47	31%	33%	20%	16%	23%		AA	2.20	2.13	2.18	2.15	2.19	5%	3%	4%	6%	8%
3Y	AAA	32	35	40	38	-	42%	33%	28%	42%	-	3Y	AAA	2.05	2.08	2.13	2.12	-	2%	3%	4%	7%	-
	AA+	41	38	41	41	45	23%	30%	23%	27%	23%		AA+	2.14	2.11	2.14	2.15	2.18	2%	3%	4%	3%	7%
	AA	59	48	56	48	51	28%	24%	22%	16%	23%		AA	2.32	2.21	2.29	2.22	2.24	9%	5%	9%	7%	8%
4Y	AAA	41	38	44	37	-	74%	26%	25%	41%	-	4Y	AAA	2.18	2.14	2.21	2.14	-	6%	3%	4%	6%	-
	AA+	53	43	46	41	44	37%	26%	24%	17%	22%		AA+	2.30	2.20	2.23	2.18	2.21	7%	4%	5%	3%	2%
	AA	71	56	61	51	50	24%	24%	21%	14%	22%		AA	2.48	2.33	2.38	2.28	2.27	11%	8%	7%	6%	3%
5Y	AAA	42	42	47	48	-	38%	25%	26%	56%	-	5Y	AAA	2.19	2.19	2.24	2.26	-	5%	3%	4%	14%	-
	AA+	55	49	49	52	59	26%	26%	24%	20%	26%		AA+	2.32	2.26	2.26	2.30	2.37	6%	5%	4%	6%	9%
	AA	84	62	64	67	66	26%	25%	16%	20%	27%		AA	2.61	2.39	2.41	2.45	2.44	12%	8%	4%	8%	9%

资料来源：Wind，华创证券

注：1、当前各行业信用利差为 2024 年 11 月 30 日数据，历史分位数计算起始时间为 2022 年 1 月 1 日；

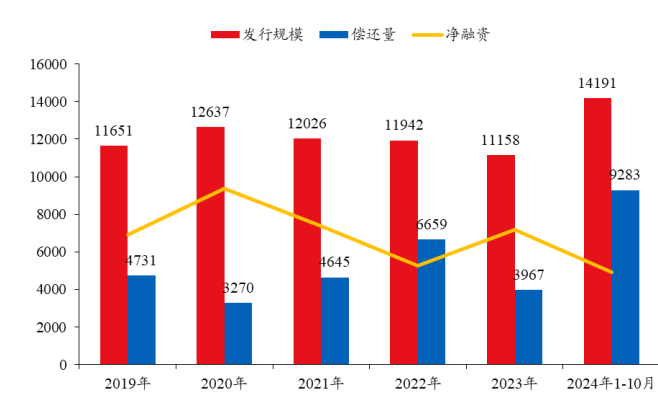
2、计算信用利差的基准利率为国开债到期收益率，下同。

（一）银行二永债：城农商行信用下沉，交易重要性再次回归

1、市场展望：弱资质主体永续不赎回风险需关注，成交流动性处于较高水平

今年银行永续债进入赎回期，二永债到期规模较往年明显上升，明后年多家城农商行永续债集中到期，弱资质主体永续债不赎回风险需关注。2024 年全年银行二永债到期规模为 1.12 万亿元，较往年 3000-7000 亿元显著上升，其中银行二级资本债、银行永续债到期规模分别为 5498 亿元、5696 亿元。银行永续债在 2019-2021 年开始大规模发行放量，期限结构均为 5+N，2024-2026 年面临一定赎回到期压力，今年永续债到期以国股行为主，明后年多家城农商行永续债集中到期。截至 10 月末，银行二永债今年净融资规模为 4908 亿元，其中二级资本债 3946 亿元，永续债 962 亿元。

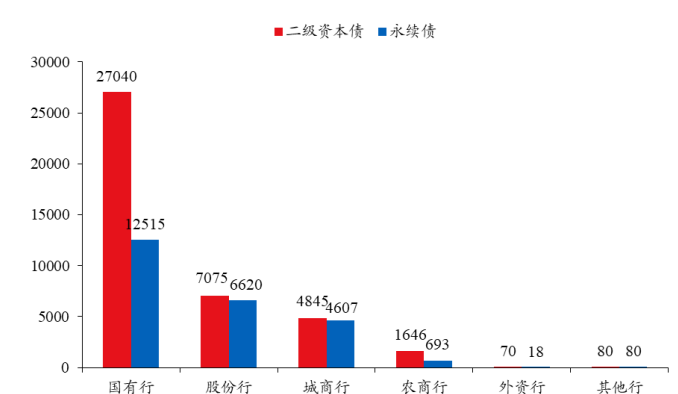
图表 48 历年来银行二永债发行与到期情况(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

注：数据截至 2024 年 10 月 31 日，统计范围不含 TLAC 债。

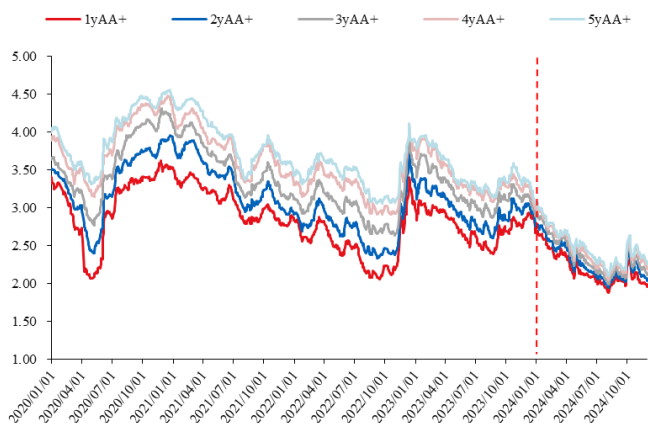
图表 49 各类型银行二永债存量规模分布(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

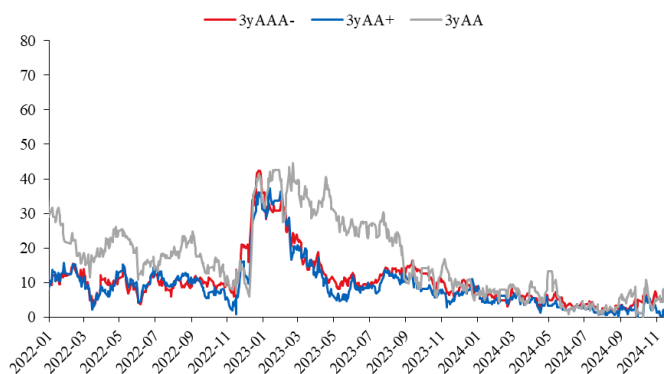
银行二永债行情在二季度极致演绎，下半年随利率债表现波动，永续债较二级资本债品种溢价大幅压缩。今年城投债供给受限，城投利差快速压缩，市场对银行次级债的关注度上升，操作上进行信用下沉与拉久期。二季度二永债收益率快速下行，幅度大于非金品种，永续债相对二级资本债的品种溢价极致压缩，最低收窄至 0-2BP 附近，8 月以来债市调整，二永债收益率随债市波动，永续债品种溢价小幅回升，但仍大多在 5BP 左右，处于历史低位。

图表 50 近年来银行二级资本债收益率走势(%)



资料来源: Wind, 华创证券

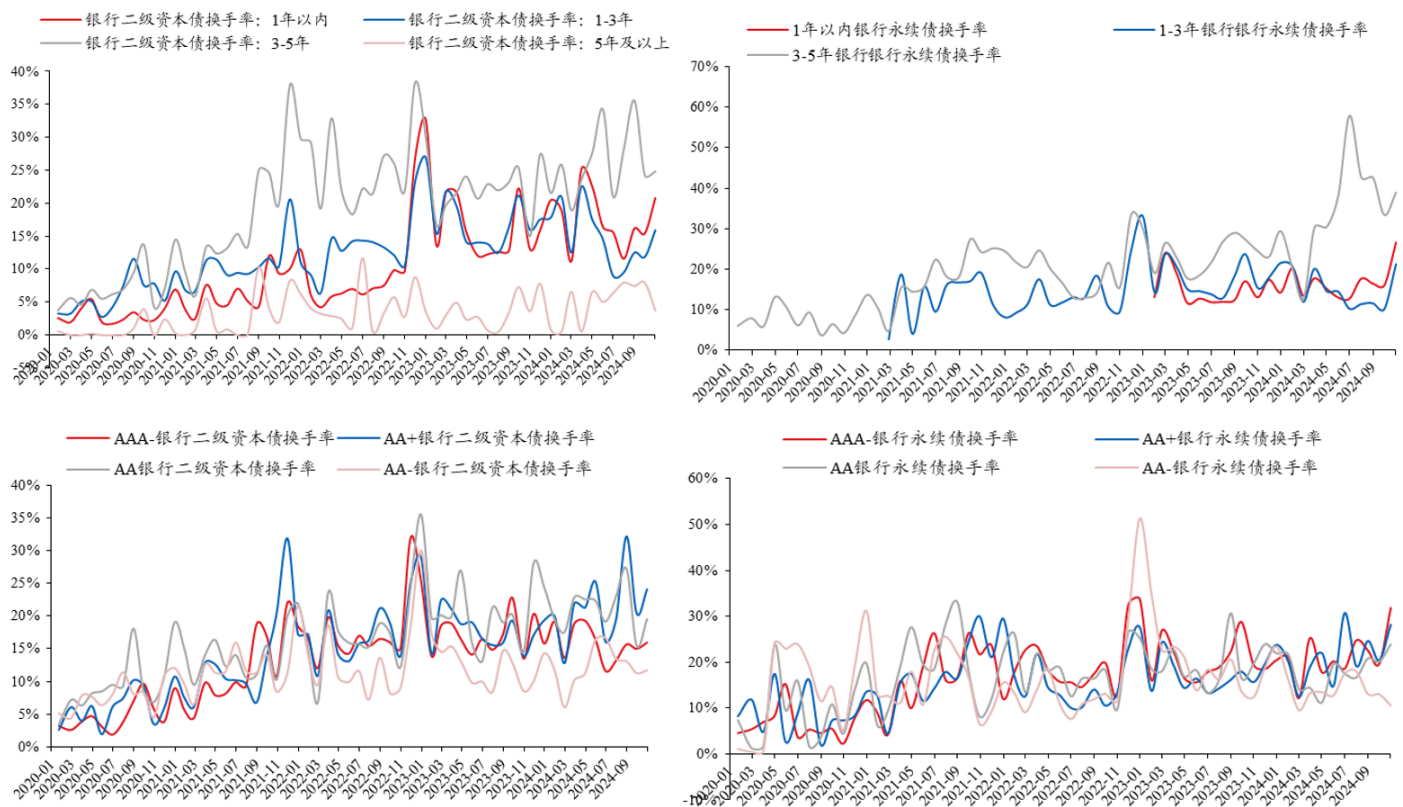
图表 51 银行永续债减二级资本债品种溢价走势(BP)



资料来源: Wind, 华创证券

银行二永债作为更具交易属性的信用债品种，成交流动性处于较高水平，明年交易属性或进一步放大。截至 2024 年 10 月末，年初以来银行二级资本债、银行永续债、保险次级债、一般商金债周度成交换手率中枢分别为 16.90%、20.53%、10.90%、12.30%，银行二永债成交活跃度显著高于一般商金债。分隐含评级来看，AAA-、AA+、AA 的中高等级二永债成交换手率较高，而 AA-低等级二永债成交换手率则相对较低，5-6 月债牛行情极致演绎下流动性有所改善但随后回落，主要系投资者风险偏好差异所致。分剩余期限来看，今年以来 3-5 年期二永债成交最为活跃，其次为 1 年以内、1-3 年，5 年期以上二级资本债成交活跃度最低。8 月以来债市调整，3-5 年期二永债换手率明显下滑，3 年以内成交换手率提升，或主要系投资者规避久期风险所致。

图表 52 2020 年以来银行二永债分期限、隐含评级换手率情况



资料来源: Wind, 华创证券

2、策略展望：4-5y 国股行品种择机交易，优质区域城农商行信用下沉

偏震荡市场环境下二永债交易价值凸显，是明年增厚收益的重要选择。考虑到 2025 年“资产荒”程度可能略有缓解，机构对品种流动性的要求提升，二永债高流动性、相对高票息的优势突出，加之其当前利差保护比较充足，后续利率波动或带来更大的交易空间。长久期普通信用债今年阶段性成交火热，但由于增量配置资金相对有限、债市出现调整，长久期信用债成交活跃度快速下降，流动性问题凸显，明年机构参与长久期信用债交易仍需考虑流动性风险，考验负债端的稳定性。相比之下，震荡市场环境中 4-5y 国股行二永债流动性较好，行情调整下估值波动较大，波段操作交易机会值得重点关注。

图表 53 年初以来银行二永债收益率变化及分位数水平

银行二永资本债 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
2024-11-30	1.95	1.96	2.02	2.03	2.03	2.13	2.08	2.11	2.21	2.14	2.20	2.33	2.19	2.26	2.39
分位数	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	5%	3%	4%	8%	3%	5%	8%
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	67%	65%	66%	51%	52%	51%	43%	42%	42%	39%	38%	38%	31%	31%	32%
收益率中位数(%)	2.49	2.52	2.62	2.72	2.75	2.87	2.93	2.97	3.16	3.13	3.20	3.42	3.21	3.29	3.59
收益率变动(BP)	-69	-70	-75	-69	-73	-75	-77	-78	-82	-83	-80	-81	-81	-79	-83
分位数变化	-65%	-64%	-64%	-49%	-50%	-47%	-40%	-39%	-37%	-36%	-34%	-30%	-28%	-26%	-24%
银行永续债 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
2024-11-30	1.97	1.98	2.09	2.06	2.07	2.18	2.13	2.14	2.29	2.21	2.23	2.38	2.24	2.26	2.41
分位数	2%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	9%	4%	5%	7%	4%	4%	4%
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	67%	67%	51%	48%	47%	43%	42%	41%	40%	38%	38%	33%	31%	32%	31%
收益率中位数(%)	2.58	2.62	2.85	2.82	2.86	3.09	3.04	3.09	3.33	3.24	3.31	3.64	3.34	3.42	3.80
收益率变动(BP)	-79	-80	-78	-74	-74	-76	-81	-82	-80	-82	-85	-86	-81	-84	-99
分位数变化	-66%	-66%	-47%	-45%	-44%	-39%	-38%	-37%	-32%	-34%	-33%	-26%	-27%	-27%	-27%
银行永续-银行二永资本 相对利差(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
2024-11-30	1	1	6	3	4	5	5	3	8	7	3	5	6	1	2
分位数	5%	6%	26%	12%	23%	16%	19%	18%	30%	30%	15%	10%	19%	1%	1%
2023-12-31	11	11	10	8	6	6	9	7	6	6	8	10	5	5	19
分位数	82%	70%	38%	37%	32%	22%	44%	47%	19%	25%	45%	26%	15%	27%	41%
利差中位数(BP)	8	8	16	10	10	17	9	8	15	9	9	19	10	10	21
收益率变动(BP)	-10	-10	-4	-4	-2	-1	-4	-4	2	1	-5	-5	0	-5	-16
分位数变化	-66%	-55%	-31%	-23%	-21%	-28%	-28%	-29%	-26%	-17%	-18%	-15%	-11%	-11%	-18%

资料来源: Wind, 华创证券

对于江浙、川渝、广东等经济发达区域的城农商行，可结合主体基本面对其隐含评级 AA-、AA 二永债适当信用下沉，但建议控制久期。考虑到近年来中小银行盈利能力下滑、资产质量承压、资本补充不足等问题，银行二永债信用下沉需保持底线思维，控制区域，可关注经济发达区域的弱资质城农商行二永债的下沉机会。当前来看，区域基本面较好的城农商行如余杭农商行、广州农商行、嘉兴银行、厦门国际银行等，其收益率具有一定吸引力，配置性价比相对较高，存在一定的信用下沉价值，资产荒格局行情下可重点挖掘。

图表 54 部分隐含评级 AA-、AA 城农商行概览（存续二永债规模 30 亿及以上，共 67 家）

银行类型	简称	存续余额	平均收益率	1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	隐含评级	省份	性质	简称	银行类型	存续余额	平均收益率	1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	隐含评级	省份	性质
城商行	大连银行	50	3.69%	-	-	-	3.69%	-	AA-	辽宁	中央国企	城商行	中原银行	180	2.58%	-	2.58%	-	2.90%	2.94%	AA	河南	公众企业
城商行	齐鲁银行	50	3.62%	-	3.47%	3.48%	-	3.78%	AA-	山东	地方国企	城商行	郑州银行	100	2.58%	-	2.58%	-	-	-	AA	河南	地方国企
城商行	锦州银行	30	3.56%	-	3.91%	-	-	3.20%	AA-	四川	地方国企	城商行	嘉兴银行	30	2.52%	2.29%	2.75%	-	-	-	AA-	浙江	地方国企
城商行	邯郸银行	30	3.54%	-	3.45%	-	3.62%	-	AA-	河北	地方国企	农商行	泰安农商行	40	2.51%	-	2.51%	-	-	-	AA-	陕西	地方国企
城商行	张家口银行	60	3.42%	-	3.46%	-	3.30%	-	AA-	河北	公众企业	城商行	厦门国际银行	170	2.51%	-	-	2.44%	2.58%	-	AA	福建	地方国企
城商行	潍坊银行	50	3.37%	3.28%	-	-	3.46%	-	AA-	山东	公众企业	城商行	重庆银行	180	2.45%	-	-	2.27%	2.45%	2.51%	AA	重庆	地方国企
城商行	广东华兴银行	117	3.31%	2.84%	-	-	3.40%	3.77%	AA-	广东	公众企业	城商行	湖北银行	105	2.45%	-	2.17%	2.29%	2.61%	2.65%	AA	湖北	地方国企
城商行	天津银行	170	3.12%	-	-	-	3.04%	3.20%	AA	天津	公众企业	城商行	成都银行	322	2.43%	-	2.15%	-	2.39%	2.51%	AA	四川	地方国企
城商行	济宁银行	43	3.12%	-	3.12%	2.97%	-	3.18%	AA-	山东	公众企业	城商行	泰隆银行	124	2.42%	2.12%	-	2.36%	2.51%	2.85%	AA	浙江	公众企业
城商行	烟台银行	80	3.04%	2.59%	3.07%	2.98%	3.06%	-	AA-	浙江	公众企业	城商行	威海银行	98	2.42%	2.26%	-	2.68%	-	-	AA-	山东	地方国企
城商行	泸州银行	40	3.02%	2.86%	-	3.03%	-	-	AA-	四川	地方国企	农商行	北京农商行	200	2.40%	-	-	2.24%	-	2.56%	AA	北京	地方国企
城商行	民泰银行	65	3.01%	2.38%	-	3.09%	3.07%	2.97%	AA-	浙江	公众企业	城商行	江西银行	80	2.38%	-	2.25%	2.38%	2.41%	-	AA	江西	公众企业
城商行	唐山银行	55	2.97%	-	-	-	2.97%	-	AA-	河北	地方国企	城商行	苏州银行	145	2.38%	2.05%	-	2.30%	2.46%	2.48%	AA	江苏	公众企业
城商行	贵州银行	35	2.96%	-	-	2.92%	3.01%	-	AA-	贵州	地方国企	农商行	成都农商行	200	2.37%	-	2.20%	2.26%	2.48%	2.56%	AA	四川	地方国企
城商行	温州银行	110	2.94%	-	-	2.50%	3.00%	-	AA-	浙江	地方国企	农商行	顺德农商行	55	2.37%	-	2.23%	-	-	2.51%	AA	广东	公众企业
城商行	福建海峡银行	50	2.91%	2.28%	2.55%	-	3.07%	3.10%	AA-	福建	地方国企	城商行	台州银行	82	2.35%	1.95%	2.31%	-	-	2.65%	AA	浙江	公众企业
城商行	广西北部湾银行	70	2.85%	2.44%	-	-	3.14%	-	AA-	广西	地方国企	农商行	东莞农商行	40	2.35%	-	-	-	2.35%	-	AA	广东	公众企业
城商行	兰州银行	80	2.85%	-	2.77%	-	-	2.93%	AA-	甘肃	地方国企	城商行	绍兴银行	58	2.34%	2.28%	2.53%	-	3.05%	-	AA-	浙江	地方国企
农商行	鄞州农商行	44	2.83%	-	2.80%	2.94%	-	2.83%	AA-	浙江	公众企业	农商行	萧山农商行	38	2.34%	1.96%	2.34%	-	-	2.78%	AA-	浙江	公众企业
农商行	南海农商行	30	2.82%	-	-	-	-	2.82%	AA-	广东	公众企业	城商行	河北银行	130	2.32%	-	2.23%	2.41%	-	-	AA	河北	地方国企
城商行	长安银行	80	2.82%	-	2.74%	-	-	2.98%	AA-	陕西	地方国企	城商行	广州银行	200	2.29%	-	2.17%	2.29%	2.35%	-	AA	广东	地方国企
城商行	桂林银行	100	2.78%	2.47%	2.39%	-	3.10%	AA-	广西	地方国企	农商行	重庆农商行	60	2.29%	-	2.25%	2.33%	-	-	AA	重庆	地方国企	
城商行	吉林银行	40	2.76%	-	-	2.76%	-	-	AA-	吉林	中外合资企业	城商行	青岛银行	124	2.29%	-	2.16%	2.41%	-	-	AA	山东	公众企业
城商行	上饶银行	30	2.76%	-	2.75%	2.77%	-	-	AA-	江西	地方国企	城商行	东莞银行	192	2.26%	1.94%	2.15%	2.36%	2.45%	2.50%	AA	广东	地方国企
城商行	晋商银行	40	2.74%	-	2.35%	-	3.14%	AA-	山西	公众企业	农商行	杭州联合农商行	120	2.25%	-	2.16%	2.28%	2.51%	-	AA	浙江	公众企业	
城商行	宁波通商银行	54	2.74%	-	2.76%	2.63%	-	2.87%	AA-	浙江	公众企业	农商行	江南农商行	120	2.21%	2.13%	2.18%	-	-	2.50%	AA	江苏	公众企业
城商行	汉口银行	129	2.73%	-	2.73%	2.56%	2.73%	2.81%	AA-	湖北	地方国企	城商行	厦门银行	105	2.21%	-	2.20%	2.23%	2.47%	-	AA	福建	公众企业
城商行	日照银行	60	2.72%	2.68%	-	-	2.96%	-	AA-	山东	地方国企	城商行	齐鲁银行	135	2.20%	1.06%	2.20%	-	-	2.51%	AA	山东	公众企业
城商行	九江银行	70	2.71%	-	2.71%	-	-	-	AA-	江西	公众企业	城商行	华商银行	50	2.20%	-	2.16%	2.24%	-	-	AA	广东	中央国企
城商行	赣州银行	30	2.69%	-	2.69%	-	-	-	AA-	江西	地方国企	农商行	青岛农商行	70	2.18%	2.04%	2.20%	-	-	-	AA	山东	公众企业
农商行	天津农商行	60	2.69%	2.40%	-	-	-	2.98%	AA-	天津	地方国企	城商行	长沙银行	130	2.17%	-	2.13%	-	-	2.56%	AA	湖南	地方国企
城商行	泉州银行	45	2.69%	-	2.69%	2.60%	-	2.83%	AA-	福建	公众企业	城商行	湖南银行	98	2.16%	2.16%	-	2.40%	-	-	AA	湖南	地方国企
农商行	余姚农商行	51	2.65%	-	2.65%	2.58%	2.75%	-	AA-	浙江	公众企业	城商行	西安银行	40	2.15%	2.04%	-	2.26%	-	-	AA	陕西	地方国企
农商行	广州农商行	270	2.59%	-	-	-	2.48%	2.70%	AA	广东	公众企业												

资料来源: Wind, 华创证券

注: 数据截至 2024 年 11 月 15 日。

此外，TLAC 非资本债券的交易价值也可关注。今年 TLAC 非资本债券开启发行，累计发行规模达 2100 亿元，期限主要为“3+1”、“5+1”，农行首发“10+1”品种。二季度开始 TLAC 非资本债券成为债基重仓新品种，三季度重仓频次明显增加，资产荒行情下为投资者提供了一定资产补充。2028 年四大行将面临新的达标时点，而当前已披露的 4400 亿元批文额度尚未发行完毕，关注后续 TLAC 非资本债券供给情况。从估值来看，五大行信用资质较高，所发 TLAC 非资本债券的收益率与其同期限二级资本债接近，安全属性突出、存在比价优势且流动性较好，低收益环境下可重点关注其交易价值。

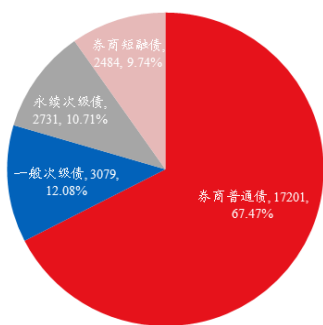
（二）券商次级债：尾部风险可控，可适当下沉赚票息

1、市场展望：整体信用资质较优，较普通债的品种溢价有望进一步压缩

当前券商债存量规模以普通债为主，其次为券商次级债、券商短融，存量规模比例为 7:2:1 左右。截至 2024 年 10 月末，券商债存量规模合计 2.55 万亿，其中券商普通债存量规模 1.72 万亿，占比 67%，券商短融存量规模 2484 亿元，占比 9.7%，券商一般次级债、券商永续次级债存量规模分别为 3079 亿元、2731 亿元，合计占比为 22.8%。

存量券商债集中分布在中高等级（隐含评级 AA+及以上），整体信用资质较优。券商普通债、券商短融的中高等级存量规模占比均高达 97%，券商次级债由于存在劣后偿付的次级条款，同一主体次级债比普通债隐含评级低 1 档，因而最高隐含评级仅为 AAA-。进一步区分券商次级债来看，当前存量券商永续次级债隐含评级为 AA+、AAA-、AA，其中隐含评级为 AA 的券商永续次级债占比仅占 1%，或主要系其对发行人信用资质要求较高所致；券商一般次级债隐含评级分布相对分散，隐含评级 AA+及以上规模占比为 77%，隐含评级 AA、AA-存量规模占比分别为 19%、4%。

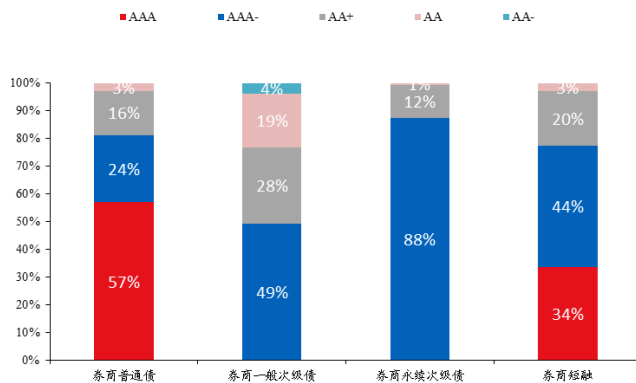
图表 55 当前存量券商债品种分布（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

注：截至 2024 年 10 月 31 日，下同

图表 56 当前存量券商债隐含评级分布

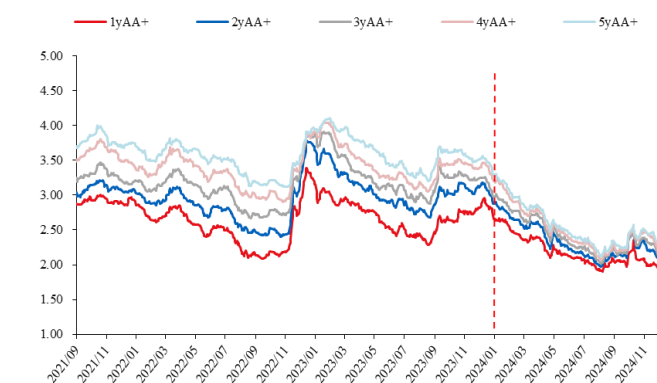


资料来源：Wind，华创证券

注：截至 2024 年 10 月 31 日，下同

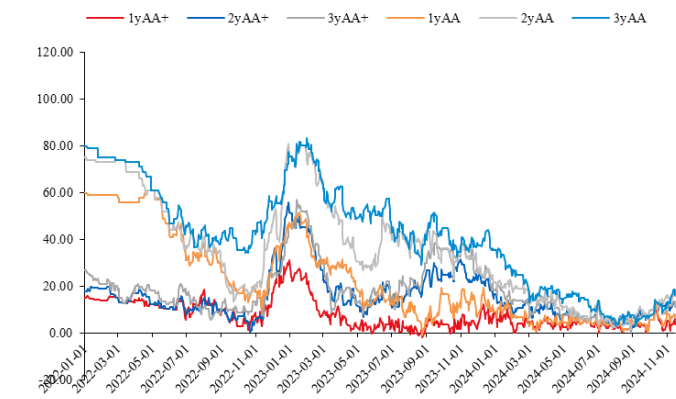
2024 年以来券商债各品种收益率整体大幅下行，8 月跟随债市调整，当前 2-3y 隐含评级 AA 券商次级债较普通债的品种溢价高，后续有望进一步压缩。券商次级债、券商普通债收益率走势基本一致，但在行情调整时券商次级债估值波动更大。信用债行情极致演绎下券商次级债与券商普通债的品种溢价不断压缩，各期限等级品种溢价最低压缩至 0-3BP 左右。8 月以来长端品种溢价有所回调，长端、低等级回升幅度较大。相较于券商普通债，当前 2-3y 年隐含评级 AA 券商次级债存在 16BP 左右的品种溢价，票息价值可关注。

图表 57 近年来券商次级债收益率走势(%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 58 近年来券商次级债减普通债品种溢价(BP)



资料来源: Wind, 华创证券

券商次级债换手率中枢今年有所下行，次级非永续债流动性优于永续债。券商次级债流动性整体低于银行二永债、保险次级债，或主要系存续券商次级债剩余期限相对较短，资产荒行情下机构卖盘意愿较弱、成交较少所致。

图表 59 券商次级债月度成交换手率走势(%)



资料来源: Wind, 华创证券

2、策略展望：具有比价优势，关注 2-3 年期 AA、AA+ 券商次级债票息价值

券商次级债具有久期相对较短、品种条款较好、尾部信用风险可控等特征，同时券商行业存在严格的合规风控监管以及较高的系统重要性，整体信用资质较优，收益挖掘机会值得关注：

1、相较于银行二级资本债、保险次级债，券商次级债存在一定品种溢价，且条款更为友好，可关注 2-3 年期隐含评级 AA、AA+ 品种收益挖掘机会。从品种比价来看，券商次级债相对其他大金融品种仍有一定溢价，2-3y 品种较同期限、隐含评级银行二级资本债高 1-5BP，可适度拉长久期到 2-3 年并进行信用下沉，赚取票息收益。

图表 60 年初以来券商次级债信用利差变化及分位数水平

券商次级债 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
2024-11-30	1.94	1.96	2.02	2.06	2.08	2.15	2.12	2.15	2.22	2.14	2.18	2.28	2.26	2.30	2.45
分位数	4%	2%	3%	6%	3%	6%	7%	3%	7%	6%	3%	6%	14%	6%	8%
2023-12-31	2.61	2.66	2.74	2.78	2.87	2.99	2.88	2.97	3.21	3.08	3.20	3.45	3.17	3.29	3.54
分位数	78%	67%	54%	77%	57%	43%	76%	46%	40%	76%	47%	33%	77%	43%	31%
收益率中位数(%)	2.17	2.50	2.71	2.33	2.81	3.16	2.42	3.02	3.39	2.47	3.23	3.66	2.53	3.42	3.80
收益率变动(BP)	-67	-70	-72	-72	-79	-84	-76	-82	-99	-94	-102	-117	-91	-99	-109
分位数变化	-75%	-65%	-51%	-71%	-54%	-37%	-69%	-43%	-34%	-71%	-45%	-26%	-63%	-36%	-23%
券商次级债 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
2024-11-30	34	36	42	35	37	44	38	41	48	37	41	51	48	52	67
分位数	55%	38%	22%	40%	29%	16%	42%	27%	16%	41%	17%	14%	56%	20%	20%
2023-12-31	41	46	54	47	56	68	53	62	86	62	74	99	69	81	106
分位数	82%	70%	50%	81%	77%	45%	81%	66%	46%	81%	74%	35%	81%	56%	32%
利差中位数(BP)	33	39	54	37	47	73	41	54	88	43	61	110	47	76	123
利差变动(BP)	-7	-10	-12	-13	-20	-25	-15	-21	-38	-24	-32	-47	-20	-28	-38
分位数变化	-28%	-32%	-29%	-41%	-48%	-28%	-39%	-38%	-30%	-40%	-57%	-21%	-25%	-36%	-12%
券商次级债 期限利差(BP)	2Y-1Y			3Y-2Y			4Y-3Y			5Y-4Y			3Y-1Y		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-11-30	12	12	13	5	6	6	3	4	7	12	12	17	18	19	20
分位数	33%	12%	12%	17%	9%	7%	5%	5%	8%	94%	45%	59%	28%	11%	10%
2023-12-31	18	22	26	9	9	21	20	23	24	9	9	9	27	31	47
分位数	63%	33%	32%	56%	20%	41%	99%	76%	62%	79%	37%	29%	61%	28%	33%
利差中位数(BP)	16	28	33	9	18	24	8	17	21	6	14	15	25	49	64
利差变动(BP)	-5	-9	-12	-4	-3	-15	-18	-20	-18	2	2	7	-9	-12	-27
分位数变化	-31%	-21%	-20%	-39%	-12%	-34%	-93%	-71%	-55%	15%	7%	30%	-33%	-16%	-23%

资料来源: Wind, 华创证券

2、结合主体信用资质与收益率水平来看,当前券商次级债存续规模30亿元以上主体收益率整体处于较低水平,其中首创证券、方正证券、东北证券等次级债挖掘价值相对较高,可进行适当的信用下沉与拉久期。具体看,可重点关注1年以内首创证券一般次级债;1-2年方正证券、山西证券一般次级债及广发证券次级永续债;2-3年国联证券、首创证券、东北证券一般次级债及平安证券、中泰证券次级永续债,以上品种具备相对挖掘价值。

图表 61 券商次级债存续规模30亿元以上主体分期限与品种收益率概览

发行人简称	存续规模(亿元)	存续次级债 规模	隐含评级	券商普通债						券商一般次级债						券商永续次级债					
				1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模	1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模	1年以内	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模
银河证券	1470.50	585	AAA-	1.90%	1.99%	2.12%	2.19%	2.27%	886	1.91%	2.05%	2.22%	-	2.37%	285	-	2.07%	-	2.32%	2.38%	300
中信建投	1604.00	480	AAA-	1.90%	2.03%	2.15%	2.19%	2.23%	1124	1.93%	2.09%	2.19%	-	-	210	2.04%	2.09%	2.24%	-	2.43%	270
招商证券	1441.00	438	AAA-	1.90%	1.97%	2.08%	2.17%	-	1003	1.92%	2.06%	2.20%	2.31%	2.37%	288	-	-	2.23%	-	-	190
华泰证券	1248.00	397	AAA-	1.90%	1.96%	2.13%	2.15%	-	851	1.96%	2.01%	-	-	-	140	-	2.17%	2.23%	2.36%	-	257
中万安盛	1076.00	375	AAA-	1.90%	2.00%	2.09%	2.19%	2.22%	701	1.91%	2.03%	-	-	2.34%	108	-	2.14%	2.24%	2.35%	-	267
广发证券	1389.00	370	AAA-	1.91%	2.02%	2.13%	2.20%	2.25%	1019	1.96%	2.14%	2.26%	-	-	125	-	2.24%	2.29%	2.38%	2.47%	245
中信证券	1563.00	308	AAA-	1.90%	1.99%	2.06%	2.18%	-	1255	1.93%	2.15%	2.24%	-	-	50	-	2.14%	2.22%	2.37%	2.41%	258
国信证券	1327.00	300	AAA-	1.90%	1.99%	2.05%	-	2.21%	1027	-	-	-	-	-	-	2.07%	2.16%	2.24%	-	300	
中金公司	884.60	294	AAA-	1.90%	1.98%	2.06%	2.21%	2.21%	591	1.89%	2.01%	2.17%	-	2.34%	100	1.97%	2.06%	2.24%	-	2.45%	194
国泰君安	1377.00	265	AAA-	1.90%	1.96%	2.10%	2.20%	2.20%	1112	1.86%	2.09%	2.22%	-	-	115	2.02%	-	2.24%	2.33%	-	190
东方财富	644.00	250	AA+	1.92%	1.95%	2.15%	2.20%	2.30%	394	1.88%	2.11%	2.20%	2.39%	2.44%	200	2.02%	-	-	-	-	50
中金财富	434.86	150	AA+	1.93%	1.97%	2.13%	2.22%	-	285	1.94%	2.07%	2.24%	2.35%	2.41%	150	-	-	-	-	-	-
光大证券	494.00	145	AA+	1.91%	2.03%	2.13%	-	2.30%	349	1.99%	-	2.28%	-	2.45%	50	2.02%	2.14%	2.29%	-	-	95
中泰证券	506.00	126	AA+	1.92%	2.06%	2.13%	-	2.34%	380	1.92%	2.09%	-	-	-	76	-	-	2.35%	-	2.53%	50
财通证券	360.50	113	AA+	1.91%	1.96%	2.18%	-	2.33%	248	1.95%	2.10%	2.25%	-	2.45%	113	-	-	-	-	-	-
国联证券	560.80	110	AA+	1.92%	2.04%	2.15%	2.23%	-	451	1.95%	-	2.23%	-	-	110	-	-	-	-	-	-
海通证券	1132.80	95	AAA-	1.90%	1.96%	2.07%	2.18%	2.22%	1038	1.90%	-	-	-	-	95	-	-	-	-	-	-
浙商证券	246.00	81	AA	1.95%	2.00%	2.13%	-	-	165	1.95%	-	2.34%	-	2.60%	81	-	-	-	-	-	-
华创证券	196.20	80	AA	1.95%	2.01%	2.15%	-	2.31%	116	1.94%	2.16%	2.38%	-	2.60%	80	-	-	-	-	-	-
平安证券	582.00	80	AA+	1.91%	2.03%	2.18%	2.25%	2.40%	502	1.93%	-	2.26%	-	-	30	-	-	2.36%	-	-	50
兴业证券	645.00	80	AA+	1.91%	2.02%	2.14%	2.22%	2.30%	565	-	2.19%	-	2.39%	-	50	-	-	-	-	2.45%	30
东北证券	195.90	80	AA	1.96%	-	2.21%	-	-	116	2.04%	2.15%	2.36%	-	-	80	-	-	-	-	-	-
长江证券	334.00	64	AA+	1.93%	2.04%	2.17%	-	-	270	1.95%	-	-	2.35%	-	19	-	-	-	2.49%	2.62%	45
国联证券	250.00	60	AA	1.92%	2.11%	2.15%	-	2.33%	190	1.97%	2.15%	2.36%	-	-	60	-	-	-	-	-	-
山西证券	168.00	53	AA	1.94%	-	2.19%	-	-	115	1.91%	2.26%	-	-	-	53	-	-	-	-	-	-
首创证券	80.00	50	AA	2.00%	-	2.20%	-	-	30	2.12%	2.17%	2.36%	-	-	50	-	-	-	-	-	-
方正证券	337.00	32	AA	2.05%	2.09%	2.27%	-	-	305	2.11%	2.22%	-	-	-	32	-	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

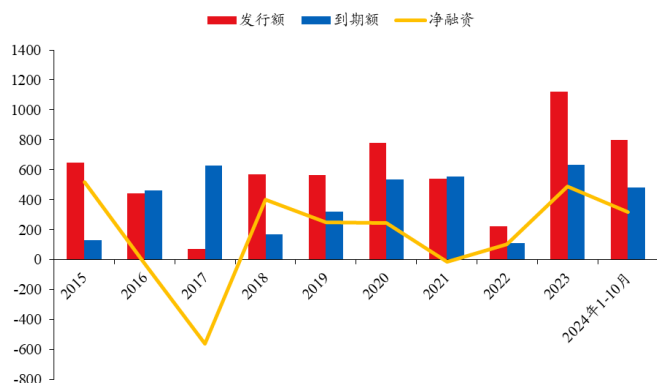
注: 1、数据截至2024年11月15日。

（三）保险次级债：对弱资质主体保持谨慎，流动性改善下关注交易价值

1、市场展望：供给或仍有限，成交活跃度提升下可作为交易品种的补充选择

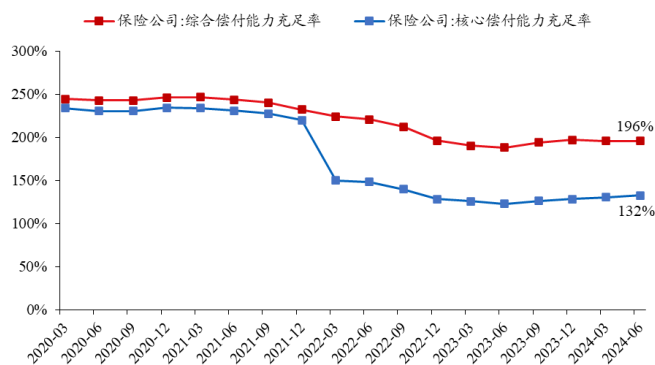
保险次级债今年发行主要集中在 6-9 月，整体偿付能力充足率安全垫仍较高。今年 1-5 月仅有两只保险资本补充债发行，规模仅 20 亿元，6-9 月发行规模为 778 亿元，10 月无保险次级债发行，截至 10 月底保险次级债净融资规模 318 亿元。年中保险公司综合偿付能力充足率、核心偿付能力充足率分别为 196%、132%，距离监管要求的 100%、50% 仍有较大的安全空间。2023 年 9 月监管优化偿付能力标准后险企偿付能力充足率安全垫较高，保险公司发行次级债补充资本的意愿或有所下降，后续供给或仍相对有限。

图表 62 历年以来保险次级债净融资情况(亿元)



资料来源：Wind，华创证券

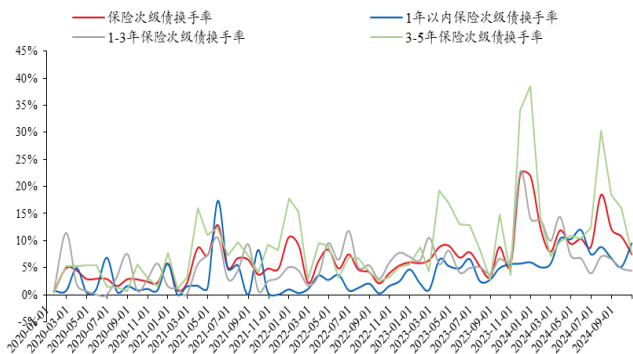
图表 63 保险公司综合偿付能力、核心偿付能力情况



资料来源：Wind，华创证券

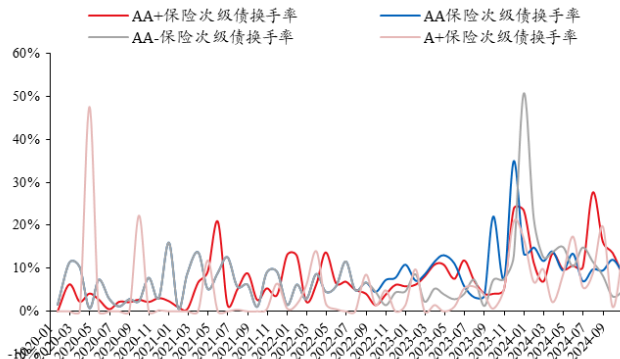
今年以来保险次级债换手率中枢明显提高，相较二级资本债溢价极致压缩后回升，明年可作为交易品种的补充选择。今年以来保险次级债月均换手率 10.90%，2020 年至 2023 年保险次级债月度换手率年均值分别为 3.03%、6.14%、5.37%、9.27%，流动性整体上升，但仍低于银行二永债。2023 年 11-12 月，7 只保险永续债陆续发行落地，受新券发行影响，剩余期限 3-5 年的保险次级债成交活跃度较高，市场关注度提升下剩余期限 1-3 年期的老券流动性亦有改善。今年以来，保险次级债收益率快速下行，相较银行二级资本债的品种溢价大幅压缩，8 月以来债市调整，市场流动性诉求高，保险次级债品种溢价再度回升。

图表 64 保险次级债分期限换手率



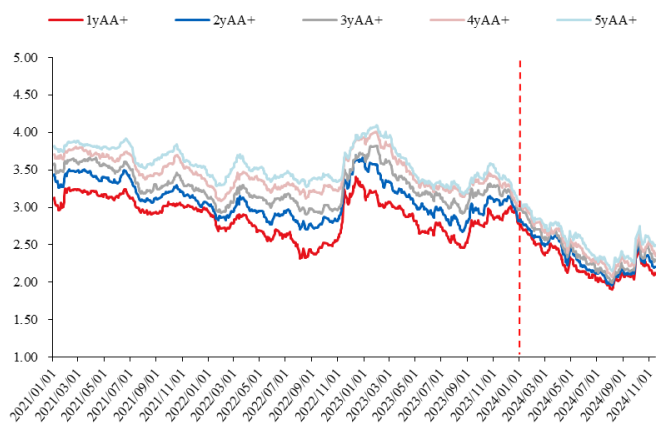
资料来源：Wind，华创证券

图表 65 保险次级债分隐含评级换手率



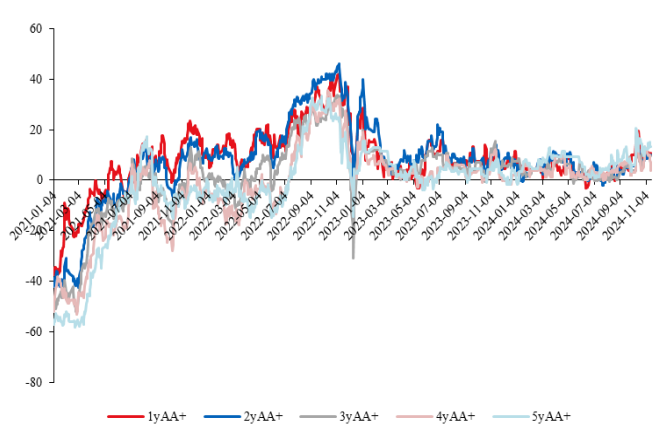
资料来源：Wind，华创证券

图表 66 近年来保险次级债估值收益率走势(%)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 67 保险次级债减银行二级资本债品种溢价(BP)



资料来源: Wind, 华创证券

2、策略展望：关注 2-3 年期隐含评级 AA+、AA 品种，对尾部主体仍需保持谨慎

隐含评级 AA+、AA 保险次级债信用资质较好，可对其适当拉久期至 2-3 年增厚收益。截至 11 月末，2-3 年隐含评级 AA+、AA 品种收益率处于 2.1%-2.25% 左右水平，其中 AA+ 品种较银行二永债、中短票存在 4-10BP 左右品种溢价，具有一定配置价值。随着保险次级债成交活跃度提升，也可考虑将其作为交易品种的补充选择。“偿二代”二期体系正式实施以来，部分中小保险公司偿付能力充足率承压，其保险资本补充债面临一定的不赎回风险，因而对于尾部发债主体仍需保持谨慎。

图表 68 2023 年以来保险次级债信用利差变化及分位数水平

保险次级债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
中债估值收益率(%)	2.03	2.09	2.20	2.13	2.19	2.32	2.18	2.24	2.45	2.21	2.27	2.51	2.37	2.44	2.75
分位数	4%	4%	7%	7%	8%	8%	7%	8%	10%	2%	3%	10%	9%	9%	11%
2023-12-31	2.78	2.83	3.04	2.82	2.87	3.08	2.96	3.01	3.27	3.02	3.07	3.33	3.08	3.14	3.40
分位数	68%	63%	53%	42%	34%	31%	37%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%	31%
收益率中位数(%)	2.65	2.74	3.02	2.87	3.01	3.35	3.05	3.23	3.61	3.24	3.38	3.79	3.35	3.50	3.92
收益率变动(BP)	-75	-74	-84	-69	-68	-76	-78	-77	-82	-80	-80	-82	-71	-71	-66
分位数变化	-64%	-58%	-46%	-35%	-27%	-23%	-30%	-23%	-21%	-29%	-28%	-21%	-23%	-22%	-20%
保险次级债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
2024-11-30	43	49	60	41	47	60	45	51	72	44	50	74	59	66	97
分位数	19%	21%	16%	22%	23%	19%	23%	23%	25%	22%	22%	24%	26%	27%	32%
2023-12-31	58	63	84	51	56	77	62	67	93	55	60	86	59	65	91
分位数	65%	53%	43%	45%	31%	31%	59%	35%	32%	40%	28%	31%	27%	26%	27%
利差中位数(BP)	54	61	88	52	63	99	58	74	114	64	75	120	71	84	129
利差变动(BP)	-15	-14	-24	-9	-9	-17	-17	-16	-21	-11	-10	-12	0	1	6
分位数变化	-45%	-32%	-27%	-23%	-8%	-12%	-36%	-12%	-6%	-17%	-6%	-7%	0%	0%	4%
保险次级债	2Y-1Y			3Y-2Y			4Y-3Y			5Y-4Y			3Y-1Y		
期限利差(BP)	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-	AA+	AA	AA-
2024-11-30	10	10	12	5	5	13	3	3	6	15	16	23	15	15	25
分位数	21%	20%	20%	12%	12%	33%	3%	3%	6%	88%	87%	97%	13%	13%	29%
2023-12-31	4	4	4	14	14	19	6	6	6	6	7	7	18	18	23
分位数	4%	4%	4%	48%	44%	51%	9%	9%	6%	29%	32%	27%	19%	18%	22%
利差中位数(BP)	20	23	30	15	16	19	15	14	18	9	10	11	37	40	51
利差变动(BP)	6	6	8	-9	-9	-6	-3	-3	0	9	9	16	-3	-3	2
分位数变化	17%	16%	17%	-36%	-33%	-17%	-6%	-6%	0%	59%	55%	70%	-6%	-5%	7%

资料来源: Wind, 华创证券

结合信用资质与收益率水平来看，建信人寿、工银安盛人寿、利安人寿、泰康人寿等保险次级债配置性价比相对较高，可关注其投资机会。具体看，可重点关注 2-3 年建信人寿、工银安盛人寿、利安人寿的资本补充债，在同梯队中收益率相对较高，偿付能力安全垫较为充裕，整体信用资质良好，可进行适当拉长久期至 3 年。泰康人寿 3-4 年、4-5 年保险永续债，隐含评级为 AA+，具备一定配置性价比。

图表 69 保险次级债存续主体分期限与品种收益率概览

发行人简称	存续债规模(亿元)	次级债 隐含评 级	保险资本补充债(%, 亿元)						保险永续债(%, 亿元)				发行人简称	存续债规模(亿元)	次级债 隐含评 级	保险资本补充债(%, 亿元)						保险永续债(%, 亿元)		
			0-1年	1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模	3-4年	4-5年	存续债规模	0-1年				1-2年	2-3年	3-4年	4-5年	存续债规模	4-5年	存续债规模		
中国人寿	350	AA+	-	-	-	2.47	350	-	-	-	光大永明人寿	43	AA	2.18	-	-	-	-	30	2.52	13			
新华人寿	300	AA+	2.07	-	-	2.35	2.43	300	-	-	中信保诚人寿	40	AA	-	2.27	-	-	-	40	-	-			
太平人寿	260	AA+	-	-	2.21	-	150	-	2.41	110	中英人寿	40	AA-	2.17	-	-	-	-	10	2.76	30			
平安人寿	200	AA+	2.12	-	-	-	200	-	-	-	招商局仁和人寿	39	AA-	-	2.31	2.42	-	-	39	-	-			
太平洋人寿	200	AA+	-	-	-	-	-	-	2.44	200	珠江人寿	35	A-	7.86	-	-	-	9.03	35	-	-			
中邮人寿	160	AA	2.07	2.19	-	-	160	-	-	-	国任财险	30	AA-	-	-	3.01	-	30	-	-				
建信人寿	140	AA	-	2.18	2.30	2.41	120	-	2.47	20	太平财险	30	AA	1.92	-	-	-	30	-	-				
泰康人寿	140	AA+	-	-	-	-	-	2.43	2.54	140	英大泰和人寿	29	AA-	2.26	-	-	-	29	-	-				
阳光人寿	120	AA-	-	2.64	-	-	2.99	120	-	-	中银三星人寿	28	AA	-	2.17	-	2.55	28	-	-				
中国人保集团	120	AA+	-	-	-	2.33	-	120	-	-	天安人寿	28	BBB	0.00	10.76	-	-	28	-	-				
中国人民人寿	120	AA+	-	-	-	2.33	-	120	-	-	资金财险	25	AA-	-	-	-	2.66	25	-	-				
中国平安财险	100	AA+	-	-	-	2.44	-	100	-	-	百年人寿	20	A-	-	-	-	6.90	20	-	-				
太平洋财险	100	AA+	-	-	-	2.32	-	100	-	-	合众人寿	20	A	-	3.56	-	-	20	-	-				
中国财产再保险	80	AA	-	2.17	-	2.39	-	80	-	-	人保再保险	20	AA	-	2.24	-	-	20	-	-				
中国人民财险	80	AA+	2.01	-	-	-	80	-	-	-	长城人寿	20	A+	2.49	-	-	-	20	-	-				
农银人寿	70	AA+	2.02	-	-	2.38	-	50	-	2.46	20	中华联合财险	20	AA-	-	2.47	-	20	-	-				
天安财险	66	BBB	10.74	-	-	-	-	66	-	-	财信吉祥人寿	15	A+	2.65	-	-	-	15	-	-				
国寿人保	60	A	-	7.78	-	-	-	60	-	-	民生人寿	15	A-	2.98	-	-	-	15	-	-				
泰康养老保险	60	AA	1.82	2.19	-	2.63	-	60	-	-	英大泰和财险	15	AA-	-	-	-	2.61	15	-	-				
幸福人寿	60	A	-	3.67	-	-	7.43	60	-	-	北京人寿	14	A	-	3.78	3.93	-	14	-	-				
中国人民健康保险	55	AA+	-	-	2.24	-	30	-	2.46	25	太平洋再保险	13	AA	-	-	-	2.48	13	-	-				
工银安盛人寿	50	AA	-	-	2.29	-	50	-	-	-	中华联合人寿	12	A+	2.94	-	-	3.81	12	-	-				
利安人寿	50	AA-	-	-	3.15	2.57	2.74	50	-	-	横琴人寿	11	A	-	3.19	-	-	11	-	-				
阳光财险	50	AA-	-	-	2.78	-	50	-	-	-	国联人寿	10	AA-	-	-	2.42	-	10	-	-				
中国人寿再保险	50	AA	-	-	-	2.40	-	50	-	-	北部湾财险	8	A-	-	4.02	4.34	-	8	-	-				
交银人寿	48	AA	-	2.21	-	-	48	-	-	-	同方全球人寿	5	A	-	3.24	-	-	5	-	-				
中国人寿财险	45	AA	2.16	-	-	-	45	-	-	-	长安责任财险	5	BBB	-	-	7.50	-	5	-	-				

资料来源: Wind, 华创证券

注: 数据截至 2024 年 11 月 15 日。

五、产业债: 主体资质分化明显, 结合基本面关注中短端下沉机会

近年来产业债违约常态化, 主体资质分化明显, 投资需着重考虑主体信用风险, 以中短端品种为主, 适当信用下沉。具体来看:

1) 地产债: “稳地产”政策持续加码, 可结合基本面情况关注 1-2 年期隐含评级 AA 及以上央国企地产债收益挖掘机会。行业信用风险尚未出清, 低等级主体谨慎下沉。对于地产债投研精力充沛的机构, 可择时参与, 高成交活跃度个券可把握估值调整时的交易机会。

2) 煤炭债: 可重点把握短端中高等级品种机会, 收益诉求较高机构可对短期风险可控的隐含评级 AA、AA-煤企 1-2y 品种适当下沉, 中高等级主体可拉长久期至 3y。当前煤炭行业景气度尚可, 明年若景气度进一步下行需提高主体资质要求, 规避尾部风险。

3) 钢铁债: 行业在稳增长政策下景气度略有修复, 但持续性仍需观察, 需谨慎下沉, 可重点关注 1-2yAA+品种, 风险相对可控, 或存在一定比价优势。后续若主体盈利能力改善, 再进行下沉与拉久期操作。

(一) 地产债: 稳地产政策发力但行业景气度仍偏低, 关注中短端央国企机会

1、基本面展望: 政策定调“止跌回稳”, 行业进入筑底期

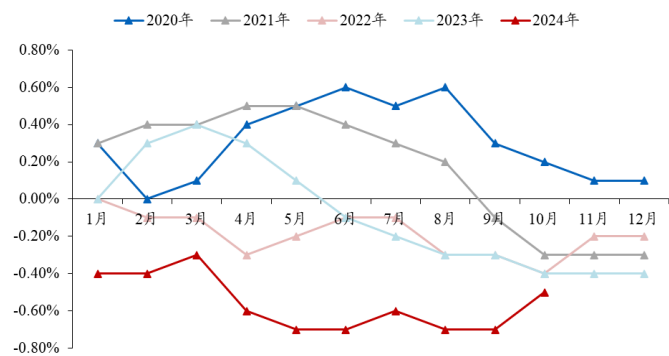
9 月政治局会议首次提出“促进市场止跌回稳”, 调控思路转变意在促进行业筑底反弹。从高频数据来看, 今年以来房企开工意愿降低, 房地产投资低迷, 新开工面积、竣工面积、房地产投资开发完成额均持续同比下滑。商品房待售面积同比增长, 库存去化压力大, 但同比幅度持续收窄, 去库存政策效果有所显现。2024 年房地产调控进一步取消全国层面各类限制性措施, 但前三季度成交表现平平、“以价换量”依然突出。10 月新房、二手房环比降幅开始收窄, 持续性有待观察。长远来看, 平衡供求关系是“止跌回稳”的必要条件; 全国层面销售政策的放松已基本见底, 2025 年继续关注一线城市放松限购、房价和成交对全国预期的指引。

图表 70 房地产行业基本面指标跟踪

指标（累计同比）	2023年												2024年									
	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月		
房地产开发投资增速（%）	-5.7	-5.8	-6.2	-7.2	-7.9	-8.5	-8.8	-9.1	-9.3	-9.4	-9.6	-9.0	-9.5	-9.8	-10.1	-10.1	-10.2	-10.2	-10.1	-10.3		
房地产资金来源增速（%）	-15.2	-9.0	-6.4	-6.6	-9.8	-11.2	-12.9	-13.5	-13.8	-13.4	-13.6	-24.1	-26.0	-24.9	-24.3	-22.6	-21.3	-20.2	-20.0	-19.2		
个人按揭贷款增速（%）	-15.3	-2.9	2.5	6.5	2.7	-1.0	-4.3	-6.9	-7.6	-8.1	-9.1	-36.6	-41.0	-39.7	-40.2	-37.7	-37.3	-35.8	-34.9	-32.8		
新开工面积增速（%）	-9.4	-19.2	-21.2	-22.6	-24.3	-24.5	-24.4	-23.4	-23.2	-21.2	-20.4	-29.7	-27.8	-24.6	-24.2	-23.7	-23.2	-22.5	-22.2	-22.6		
房屋竣工面积增速（%）	8.0	14.7	18.8	19.6	19.0	20.5	19.2	19.8	19.0	17.9	17.0	-20.2	-20.7	-20.4	-20.1	-21.8	-21.8	-23.6	-24.4	-23.9		
商品房销售面积增速（%）	-3.6	-1.8	-0.4	-0.9	-5.3	-6.5	-7.1	-7.5	-7.8	-8.0	-8.5	-20.5	-19.4	-20.2	-20.3	-19.0	-18.6	-18.0	-17.1	-15.8		
商品房销售额增速（%）	-0.1	4.1	8.8	8.4	1.1	-1.5	-3.2	-4.6	-4.9	-5.2	-6.5	-29.3	-27.6	-28.3	-27.9	-25.0	-24.3	-23.6	-22.7	-20.9		
商品房待售面积增速（%）	14.9	15.4	15.7	15.7	17.0	17.9	18.2	18.3	18.1	18.0	19.0	15.9	15.6	15.7	15.8	15.2	14.5	13.9	13.4	12.7		

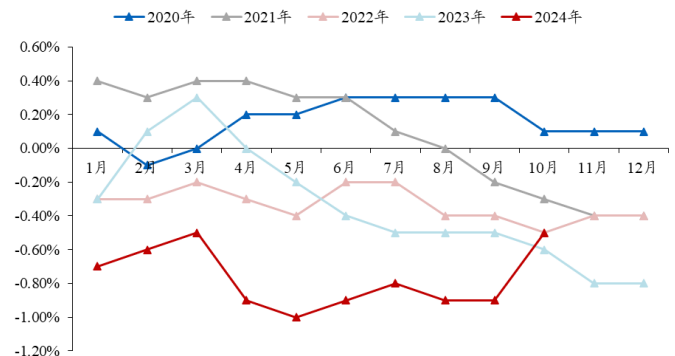
资料来源：Wind，华创证券

图表 71 70 城新建商品住宅销售价格指数环比增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 72 70 城二手住宅房屋销售价格指数环比增速

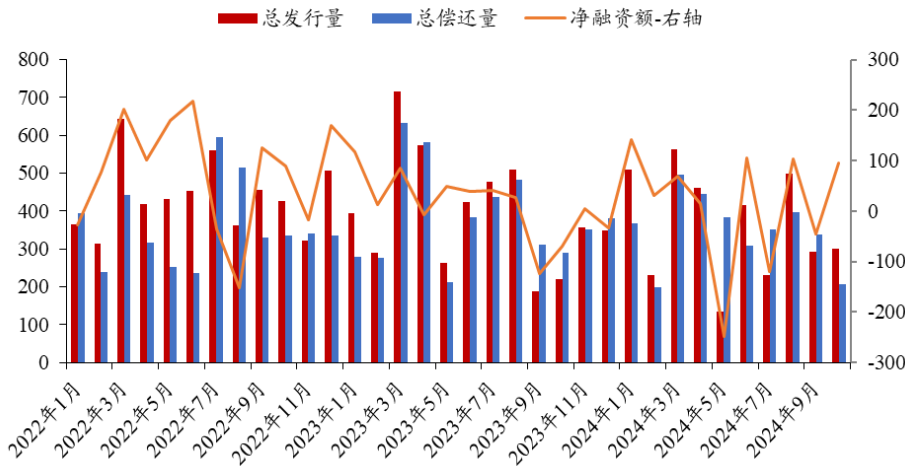


资料来源：Wind，华创证券

2、一二级市场：房企融资环境仍有待修复，重点关注混合所有制房企影响

稳地产政策下地产债净融资维持低位，房企债券融资环境仍有待修复。2024 年 1-10 月地产债累计净融资约 144 亿元，同比下降 25 亿元，其中 5 月单月净融出规模达 249 亿元，随后在稳地产政策支持下净融资有所回升。截至 2024 年 10 月末，地产债今年累计发行规模 3632 亿元，较去年同期下降 10%，一定程度上反映出当前地产债整体再融资能力仍较弱，资质稍弱的民企地产后续或将逐渐退出信用债市场。

图表 73 2022 年以来地产债发行与净融资情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

国企非国企走势持续分化，以万科为代表的混合所有制房企舆情需继续关注。年初市场担忧万科偿债能力，估值明显上行，但随着稳地产支持政策力度加码，万科多措并举争取缓释风险，地产债市场风险情绪有所修复，万科、金地等混合所有制地产债收益率大幅下行。截至 11 月 15 日，中央国企、地方国企地产债信用利差均处于 65BP 左右，而混合所有制、民营企业地产债（剔除已违约或展期房企）信用利差分别位于 1199BP、144BP 左右，反映出当前市场对国企、非国企地产债的风险担忧情绪仍显著分化。

图表 74 不同企业性质房企信用利差走势（BP）



资料来源：Wind，华创证券

注：剔除违约与展期房企。

3、策略展望：关注 1-2 年中高等级央国企地产债投资机会

今年以来“稳地产”政策持续加码，低等级地产债表现较优，明年仍可结合基本面情况关注 1-2 年期隐含评级 AA 及以上央国企地产债收益挖掘机会。伴随土地、商品房收储加快推进，明年房企信用修复、资金回笼状况有望改善，但行业信用风险尚未出清，景气度预计仍偏低，低等级主体谨慎下沉。对于地产债投研精力充沛的机构，可择时参与，高成交活跃度个券可把握估值调整时的交易机会。截至 2024 年 11 月末，今年以来地产债收益率大幅下行 60-110BP 左右，隐含评级 AA 品种尤为显著，当前 1-2 年期隐含评级 AA 品种收益率处于 2.7%-2.8% 附近，资产荒背景下仍具有一定吸引力。

图表 75 2024 年以来地产债信用利差与收益率变动情况

地产债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
中债估值收益率(%)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-11-30	2.02	2.11	2.69	2.10	2.17	2.82	2.16	2.22	2.96	2.29	2.38	3.16	2.30	2.40	3.33
分位数	0%	1%	13%	0%	2%	12%	1%	2%	12%	3%	4%	14%	2%	4%	14%
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	71%	68%	54%	66%	57%	52%	46%	41%	52%	40%	35%	46%	40%	39%	47%
收益率中位数(%)	2.49	2.66	3.50	2.70	2.94	3.71	2.84	3.22	3.88	3.01	3.39	4.25	3.15	3.58	4.47
收益率变动(BP)	-65	-71	-86	-69	-81	-92	-66	-83	-94	-61	-81	-104	-74	-99	-111
分位数变化	-71%	-68%	-42%	-66%	-56%	-40%	-45%	-39%	-41%	-37%	-31%	-32%	-38%	-35%	-33%
地产债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-11-30	42	51	109	38	45	110	43	48	123	52	61	139	53	63	155
分位数	57%	24%	39%	55%	19%	28%	59%	15%	39%	82%	24%	26%	57%	18%	29%
2023-12-31	47	62	135	48	67	142	47	71	156	44	73	174	56	91	195
分位数	79%	71%	57%	89%	78%	63%	76%	57%	66%	56%	49%	60%	63%	58%	63%
利差中位数(BP)	41	58	117	37	59	134	40	67	140	43	74	163	50	86	182
利差变动(BP)	-5	-12	-26	-10	-22	-32	-5	-23	-33	8	-12	-35	-3	-28	-40
分位数变化	-22%	-47%	-19%	-35%	-59%	-35%	-17%	-42%	-27%	26%	-25%	-34%	-6%	-40%	-35%
地产债	2Y-1Y			3Y-2Y			4Y-3Y			5Y-4Y			3Y-1Y		
期限利差(BP)	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-11-30	8	6	12	6	5	15	13	16	20	2	3	17	13	11	27
分位数	12%	9%	32%	22%	9%	41%	57%	59%	43%	4%	5%	39%	13%	8%	38%
2023-12-31	12	16	18	2	7	17	9	14	30	14	20	24	14	23	35
分位数	30%	33%	53%	3%	18%	48%	36%	48%	62%	73%	76%	72%	15%	27%	52%
利差中位数(BP)	18	24	17	12	20	17	11	14	21	11	15	19	32	46	34
利差变动(BP)	-4	-10	-6	4	-2	-2	4	2	-11	-13	-18	-7	-1	-12	-8
分位数变化	-18%	-24%	-21%	19%	-10%	-7%	21%	11%	-19%	-69%	-72%	-33%	-2%	-19%	-13%

资料来源: Wind, 华创证券

从主体信用资质来看, 存续债规模 Top50 主体中(剔除违约或展期主体), 民企地产有 6 家, 混合所有制地产有 2 家, 其余 42 家均为央国企地产。当前地产债绝对收益率相对较高, 其中部分隐含评级 AA、AA+ 的央国企地产债绝对收益率位于 2.6%-3% 水平, 具有一定吸引力, 如中交地产、首创城发、信达地产、华远地产等, 在资产荒行情演绎下配置价值较高。按照当下市场收益率所反映的信用风险, 房企可分为以下几档:

1、安全区间房企: 浦东金桥、广州城建、陆家嘴集团、招商蛇口等, 该区间主体为 1 年期中债估值收益率基本在 2.3% 以下, 中债隐含评级大多为 AA+ 及以上的央国企地产。

2、高性价比房企: 首开集团、联发集团、珠江实业集团、建发房产、中交房地产、新城控股等, 该区间主体为 1 年期中债估值收益率处于 2.3%-3.0% 之间, 中债隐含评级大多为 AA 及 AA+ 的央国企地产。

3、估值波动偏大房企: 绿城集团、新希望地产、滨江集团、天地源、美的置业、金地集团、万科、珠江投资目前中债估值收益率为 3% 以上, 收益率估值波动偏大, 行业景气度持续低位运行下, 市场对其有一定风险担忧。

图表 76 存续债 Top50 房企债券估值收益率与财务指标跟踪

房企	2024Q3 债券重估次数	综合评级	企业性质	1年期收益率 (%) 2024/11/15	1年期收益率 (%) 2023/12/31	1年期收益率变动 (BP)	3年期收益率 (%) 2024/11/15	3年期收益率 (%) 2023/12/31	3年期收益率变动 (BP)	当前存量债券余额 (亿元)	2023 有息债务 (亿元)	所有者权益 (亿元)	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
浦东金桥	1	AA+	地方国企	2.05	2.63	-58	2.24	2.85	-61	55	155	170	398	66	18
广州城建	1	AAA-	地方国企	2.06	2.72	-66	2.23	2.90	-67	255	777	989	3842	762	52
陆家嘴集团	3	AAA	地方国企	2.09	2.84	-74	2.31	3.07	-76	145	1333	669	2757	204	28
招商蛇口	11	AAA	中央国企	2.12	2.77	-65	2.39	2.96	-58	572	2185	2967	9085	1750	91
陆家嘴	5	AAA	地方国企	2.12	3.02	-90	2.29	3.24	-95	170	694	469	1624	107	16
合肥兴泰	1	AA+	地方国企	2.14	2.73	-59	2.24	3.00	-76	50	377	368	878	99	15
鲁能集团	-	AA+	中央国企	2.15	2.91	-76	2.38	3.30	-92	47	756	439	1448	201	12
中海企业发展	6	AA+	中央国企	2.17	2.83	-66	2.44	3.10	-66	449	1025	2350	6284	1415	198
金融城	-	AA	地方国企	2.19	2.93	-74	2.45	3.29	-84	39	58	57	127	3	2
北辰实业	1	AA	地方国企	2.19	3.11	-92	2.45	3.44	-100	74	233	155	562	158	-1
绿城人居	1	AA	地方国企	2.19	3.03	-83	2.53	3.19	-66	72	461	167	947	117	-5
保利发展	8	AAA	中央国企	2.19	2.72	-53	2.63	3.01	-39	690	3581	3370	14369	3469	179
中华企业	-	AA+	地方国企	2.19	2.80	-61	2.25	3.09	-84	76	241	172	602	132	5
新建元	2	AA	地方国企	2.19	2.78	-59	2.45	3.09	-64	52	223	159	541	54	13
上海城开	-	AA	地方国企	2.20	2.93	-73	2.50	3.30	-79	55	97	100	266	10	0
电子城	-	AA	地方国企	2.20	3.23	-102	2.46	3.19	-73	48	67	77	193	28	-2
华润置地	11	AAA	中央国企	2.22	2.88	-66	2.54	3.06	-53	532	1184	1504	7589	1295	113
中国绿发	3	AA+	中央国企	2.24	3.18	-93	2.59	3.40	-81	139	1090	993	2447	365	6
金融街	3	AA+	地方国企	2.26	3.05	-78	2.84	3.32	-47	343	723	402	1444	126	-22
城建发展	1	AA+	地方国企	2.27	3.03	-77	2.36	3.13	-77	266	377	266	1384	204	1
桐厦建设	-	AA	地方国企	2.29	3.03	-74	2.55	3.40	-85	38	120	44	244	48	-1
北京住总	-	AA	地方国企	2.29	3.20	-90	2.51	3.33	-82	67	131	69	315	36	2
电建地产	2	AA	中央国企	2.29	3.06	-77	2.85	3.95	-110	273	516	391	1526	174	-12
保利置业	-	AA+	中央国企	2.30	3.25	-95	2.84	3.42	-58	206	571	269	1685	396	18
大悦城控股	-	AA+	中央国企	2.30	3.01	-71	2.74	3.20	-45	120	726	461	1981	368	1
首开集团	-	AA+	地方国企	2.31	3.00	-69	2.45	3.25	-80	55	1433	649	3022	587	-62
中国铁建	9	AA+	中央国企	2.31	3.21	-90	2.54	3.21	-67	398	907	485	2337	632	13
联发集团	-	AA	地方国企	2.35	3.28	-93	2.94	3.64	-71	148	305	305	1190	288	1
珠江实业集团	5	AA	地方国企	2.39	3.66	-127	3.55	4.00	-44	211	551	338	1298	281	2
建发房产	1	AA+	地方国企	2.51	3.21	-70	2.79	3.67	-87	285	659	1132	4611	1387	70
中交房地产	1	AA+	中央国企	2.54	3.08	-53	3.29	3.45	-16	174	2211	1339	6889	1683	34
中海地产	-	AA	中央国企	2.55	3.61	-106	2.80	3.94	-114	50	238	240	1215	439	21
重庆龙湖	-	AA-	民营企业	2.66	32.86	-3020	12.03	3.45	858	222	1646	2222	6373	1495	137
光明地产	2	AA	地方国企	2.69	3.38	-69	3.70	3.95	-24	84	331	115	637	86	1
新城控股	-	AA	民营企业	2.69	9.74	-705	2.95	4.29	-134	72	582	864	3741	1192	6
华发股份	5	AA	地方国企	2.75	3.48	-73	3.05	4.09	-104	259	1296	1317	4517	721	35
首开股份	11	AA	地方国企	2.80	3.43	-63	3.05	3.79	-74	614	1182	599	2532	478	-59
信达投资	2	AA	中央国企	2.85	3.38	-53	3.28	3.85	-57	176	872	412	1567	158	11
华远地产	1	AA	地方国企	2.87	-	-	3.18	-	-	71	124	35	306	160	-14
信达地产	3	AA	中央国企	2.87	3.76	-90	3.19	4.39	-120	175	343	253	827	114	6
首创城发集团	2	AA	地方国企	2.89	4.07	-118	3.30	4.04	-74	314	817	435	1861	257	18
中交地产	2	AA	中央国企	2.99	3.76	-77	3.83	4.29	-46	106	430	177	1226	325	-15
绿城集团	1	AA	中央国企	3.49	4.08	-59	4.15	4.44	-29	279	1215	1164	5369	1310	78
新希望地产	-	AA	民营企业	3.70	4.36	-66	3.00	3.84	-84	51	69	352	1023	336	12
滨江集团	1	AA	民营企业	3.79	5.28	-148	4.35	5.64	-129	62	416	585	2900	704	29
天地源	1	AA-	地方国企	3.84	7.11	-327	4.92	7.44	-252	58	128	47	353	115	-3
美的置业	2	AA	民营企业	3.99	4.86	-87	4.25	3.64	61	155	291	567	2074	737	22
金地集团	-	BB+	混合所有制	11.30	74.19	-6289	11.90	-	-	58	936	1169	3738	981	32
万科	-	AA+	混合所有制	20.35	6.38	1397	17.24	6.62	1063	473	3433	4029	15049	4657	205
珠江投资	-	CC	民营企业	349.16	98.66	25051	349.65	-	-	39	481	472	1704	186	4

资料来源: Wind, 华创证券

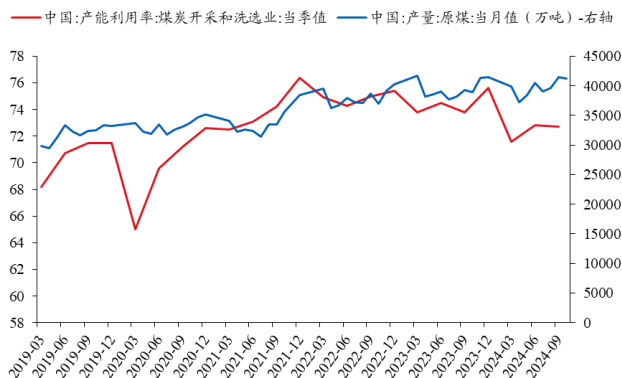
注: Top50 房企为截至 2024 年 10 月底存续债余额前 50 主体, 且剔除违约或展期主体。

(二) 煤炭债: 行业需求端有下行压力, 中短端可适当下沉

1、基本面展望: 增量经济刺激政策推动下, 行业景气度有望回升

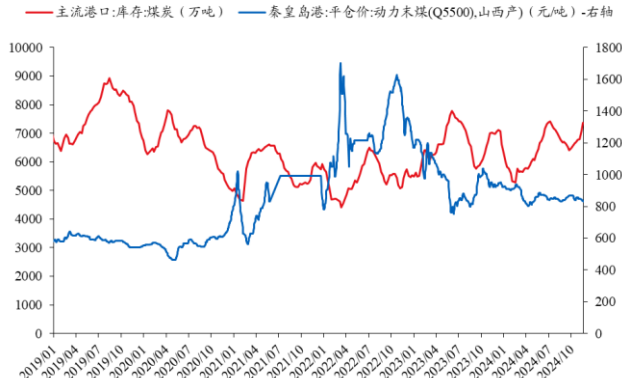
年初以来行业景气度有下行压力, 煤价下跌后窄幅波动, 明年一揽子增量政策举措落地落细落实, 有望拉动煤炭需求增加, 有望带动行业景气度回升, 关注需求端指标表现。从供给端来看, 今年煤炭产能利用率相比去年有所下降, 但仍处于历史较高水平, 产量维持高位。从需求端来看火力发电需求仍然旺盛, 但受地产、基建行业拖累, 下游钢材需求复苏不畅, 非电需求受限。整体来看煤炭行业仍处于较高景气度水平。截至 2024 年 11 月 18 日秦皇岛动力末煤(Q5500)平仓价为 837 元/吨, 较去年末 921 元/吨有所下降, 从历史分位数来看, 秦皇岛动力末煤(Q5500)平仓价仍处于 2015 年以来 67%的较高分位数水平, 行业景气度尚可。

图表 77 煤炭行业供给端表现



资料来源: Wind, 华创证券

图表 78 煤炭行业价格与库存表现



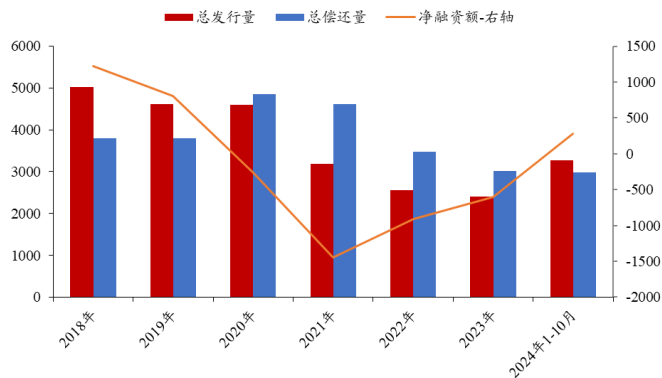
资料来源: Wind, 华创证券

2、一二级市场：2020 年以来净融资首次转正，整体收益率偏低

今年以来煤炭债净融资规模达 281 亿元，2020 年以来首次转正。1-10 月煤炭债发行规模 3270 亿元，偿还规模 2988 亿元，发行规模较去年大幅增加。主要系低利率环境下信用债票面利率较低，有利于煤企发债锁定低融资成本，另一方面，行业景气度尚可，部分煤企仍存在一定的补充资金需求。

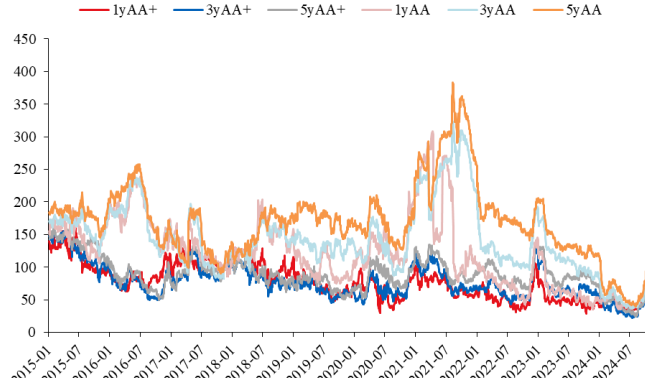
从二级市场来看，上半年资产荒行情下煤炭行业收益率大幅下行，机构对行业景气度仍在相对高位的煤炭债下沉拉久期，三季度以来债市出现一定调整，煤炭债各品种收益率开始上行，全年来看低等级品种表现较优。

图表 79 煤炭债净融资情况（亿元）



资料来源: Wind, 华创证券

图表 80 煤炭债信用利差表现（BP）



资料来源: Wind, 华创证券

3、策略展望：1-2y 中低等级品种可适当下沉

可重点把握短端中高等级品种机会，收益诉求较高机构可对短期风险可控的隐含评级 AA、AA-煤企 1-2y 品种适当下沉，中高等级主体可拉长久期至 3y。当前煤炭行业景气度尚可，稳增长政策发力下，明年煤炭行业景气度与需求端表现密切相关，需持续关注高频指标与煤企盈利表现，若景气度进一步下行需提高主体资质要求，规避尾部风险。截至 11 月末，1 年、2 年期隐含评级 AA+煤炭债品种收益率分别为 2.01%、2.08%，隐含评级 AA 品种收益率分别为 2.10%、2.23%。

图表 81 年初以来煤炭债信用利差、期限利差变化及其分位数水平

煤炭债	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
中债估值收益率(%)	1.92	2.01	2.10	2.00	2.08	2.23	2.05	2.14	2.37	2.18	2.30	2.53	2.19	2.32	2.67
分位数	1%	1%	2%	1%	2%	5%	2%	2%	9%	6%	7%	11%	5%	6%	12%
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	63%	63%	51%	54%	53%	41%	45%	38%	32%	34%	31%	31%	36%	32%	31%
收益率中位数(%)	2.44	2.58	2.71	2.64	2.81	3.08	2.77	3.06	3.44	2.92	3.23	3.72	3.05	3.38	3.89
收益率变动(BP)	-61	-67	-63	-67	-75	-76	-66	-76	-87	-62	-73	-96	-75	-90	-103
分位数变化	-62%	-62%	-49%	-53%	-51%	-36%	-43%	-36%	-24%	-29%	-24%	-21%	-31%	-25%	-19%
煤炭债	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
信用利差(BP)	32	40	49	28	36	51	32	41	64	41	53	76	42	55	89
分位数	46%	25%	26%	37%	18%	22%	42%	20%	24%	74%	26%	25%	37%	25%	26%
2023-12-31	33	48	53	36	52	67	37	56	90	34	57	103	45	74	121
分位数	53%	57%	33%	82%	67%	35%	68%	45%	36%	38%	28%	34%	49%	42%	37%
利差中位数(BP)	33	46	61	30	47	72	33	58	103	36	64	115	45	77	133
利差变动(BP)	-1	-7	-3	-8	-16	-17	-5	-15	-26	7	-4	-27	-3	-19	-31
分位数变化	-7%	-32%	-8%	-45%	-50%	-14%	-26%	-25%	-13%	35%	-2%	-9%	-12%	-18%	-10%
煤炭债	2Y-1Y			3Y-2Y			4Y-3Y			5Y-4Y			3Y-1Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
期限利差(BP)	7	7	13	6	6	15	12	15	16	1	2	14	13	14	28
分位数	10%	10%	15%	20%	11%	22%	57%	60%	36%	4%	5%	34%	10%	9%	18%
2023-12-31	14	15	26	5	7	26	9	13	25	14	19	20	18	22	52
分位数	37%	33%	39%	10%	15%	38%	36%	47%	62%	72%	76%	59%	29%	28%	35%
利差中位数(BP)	17	22	34	13	20	38	11	14	18	11	14	18	32	42	78
利差变动(BP)	-6	-8	-13	1	-1	-11	4	2	-9	-12	-17	-6	-5	-9	-24
分位数变化	-27%	-23%	-24%	10%	-4%	-16%	21%	13%	-26%	-68%	-71%	-25%	-18%	-18%	-17%

资料来源: Wind, 华创证券

从煤炭债主体信用资质来看,当前中高等级煤企 1 年期收益率大多处于 2.0%-2.3% 的水平,部分主体处于 2.4%-3.3% 的水平,可适当进行信用下沉增厚收益,关注部分隐含评级 AA、AA-主体的投资机会,如潞安矿业集团、开滦集团、冀中能源等,其市场认可度尚可,当前 1 年期收益率较高,具有一定吸引力。部分隐含评级 AA+及以上主体 3y 品种收益率较高,如淮河能源集团、山东能源集团收益率在 2.3% 以上。

图表 82 当前存续债规模 Top30 煤企收益率与主体概览

债券代码	发行人	2024Q3 债基重估频次	1年期收益率(%)	3年期收益率(%)	当前存量债规模(亿元)	企业性质	隐含评级	省份	2024Q3 营收同比(%)	2024Q3 净利润同比(%)	2024Q3 净利润(亿元)
012483432.IB	国家能源投资集团有限责任公司	3	1.97	2.14	405	中央国有企业	AAA	北京	-2.51	11.89	689.37
102281927.IB	中国中煤能源集团有限公司	-	2.01	2.18	95	中央国有企业	AAA-	北京	-10.17	0.97	257.92
102100828.IB	中国中煤能源股份有限公司	1	2.01	2.19	100	中央国有企业	AA+	北京	-10.11	-12.04	190.18
102281881.IB	淄博矿业集团有限责任公司	-	2.06	2.24	25	地方国有企业	AA+	山东省	-3.05	-34.54	12.73
012481801.IB	淮河能源控股集团有限责任公司	3	2.06	2.49	105	地方国有企业	AA+	安徽省	1.64	-29.47	49.47
149765.SZ	山西焦煤能源集团股份有限公司	-	2.11	2.37	20	地方国有企业	AA	山西省	-18.68	-51.74	35.69
101901649.IB	陕西煤业化工集团有限责任公司	11	2.14	2.24	1315	地方国有企业	AA+	陕西省	0.21	6.14	245.13
012483399.IB	山东能源集团有限公司	8	2.14	2.33	542	地方国有企业	AA+	山东省	-2.68	-42.59	113.06
102382641.IB	华电煤业集团有限公司	-	2.14	2.17	30	中央国有企业	AA+	北京	2.99	-3.36	62.94
102480598.IB	晋能控股煤业集团有限公司	16	2.19	2.52	835	地方国有企业	AA	山西省	-21.52	-86.40	-19.07
102280092.IB	山西焦煤集团有限责任公司	3	2.19	2.24	391	地方国有企业	AA+	山西省	-20.42	-48.48	62.46
012483458.IB	陕西榆林能源集团有限公司	-	2.19	2.40	39	地方国有企业	AA	陕西省	0.97	-7.09	57.88
012481024.IB	淮南矿业(集团)有限责任公司	2	2.19	2.45	75	地方国有企业	AA	安徽省	1.65	-28.69	50.04
102484048.IB	徐州矿务集团有限公司	-	2.19	2.45	20	地方国有企业	AA	江苏省	-3.38	0.21	19.70
042380637.IB	华阳新材料科技集团有限公司	10	2.19	2.50	331	地方国有企业	AA	山西省	-16.16	-94.06	-6.51
102382626.IB	晋能控股电力集团有限公司	14	2.19	2.56	591	地方国有企业	AA	山西省	-15.24	-60.91	23.16
042480149.IB	新疆能源(集团)有限责任公司	-	2.19	2.45	20	地方国有企业	AA	新疆维吾尔自治区	-52.95	-16.99	9.63
102280365.IB	临沂矿业集团有限责任公司	2	2.20	2.46	45	地方国有企业	AA	山东省	86.70	105.13	9.77
012482024.IB	克矿能源集团股份有限公司	2	2.20	2.24	467	地方国有企业	AA+	山东省	-21.50	-27.97	165.91
240807.SH	山西华阳集团新能股份有限公司	-	2.24	2.80	45	地方国有企业	AA-	山西省	-14.09	-55.52	20.86
012481126.IB	山西潞安矿业(集团)有限责任公司	10	2.27	2.45	160	地方国有企业	AA	山西省	-16.87	-77.60	6.25
102383045.IB	晋能控股装备制造集团有限公司	3	2.28	2.55	295	地方国有企业	AA	山西省	-3.71	-29.05	27.15
102480573.IB	开滦(集团)有限责任公司	1	2.41	2.73	55	地方国有企业	AA	河北省	-36.13	-36.78	6.68
012481243.IB	冀中能源股份有限公司	-	2.44	2.95	22	地方国有企业	AA	河北省	-27.66	-60.02	15.70
102383080.IB	平顶山天安煤业股份有限公司	2	2.54	2.45	75	地方国有企业	AA-	河南省	0.78	-28.07	22.08
042400073.IB	冀中能源集团有限责任公司	8	2.54	3.40	287	地方国有企业	AA	河北省	-20.76	-54.69	4.47
042480320.IB	中国平煤神马控股集团有限公司	-	2.73	2.98	161	地方国有企业	AA	河南省	5.58	-21.47	23.73
012483441.IB	冀中能源峰峰集团有限公司	-	2.94	3.20	30	地方国有企业	AA	河北省	-10.53	-20.93	8.31
032480527.IB	河南能源集团有限公司	-	3.17	3.98	40	地方国有企业	AA	河南省	-	-	-
102481322.IB	山东宏河控股集团有限公司	-	3.27	4.84	58	地方国有企业	AA-	山东省	-5.27	-13.69	2.62

资料来源: Wind, 华创证券

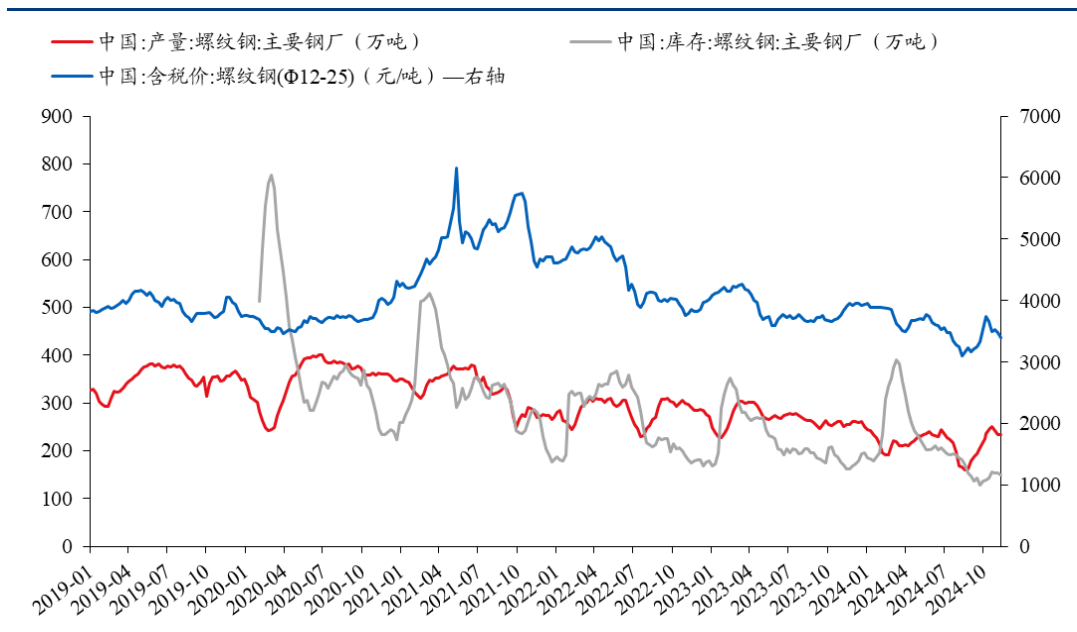
注: 1、山西省属煤炭企业标红; 2、1 年期、3 年期收益率用期限利差合成而来, 均为 2024 年 11 月 15 日数据。

（三）钢铁债：行业景气度低，重点关注中高等级品种、谨慎下沉

1、基本面展望：整体延续弱势运行态势，明年或继续承压

今年钢铁行业整体延续弱势运行态势，稳增长政策下景气度略有修复，持续性仍需观察。房地产行业仍处于磨底期，基建需求相对偏弱，钢铁市场呈现供过于求格局，钢价整体呈现震荡下行走势。今年以来随着钢价的下跌，部分企业或主动增加减产力度，同时在粗钢产量压减的政策目标下，后期被动减产钢厂或进一步增多，供应压力持续缓解。下半年稳增长政策加码，钢材市场预期向好，钢价持续上涨，终端需求持续恢复、钢企利润提升，去库存斜率较高，但随着宏观预期逐步下修、产业下游采购节奏放缓，市场心态略有转弱。展望明年，钢铁行业供给过剩问题仍突出，需求受地产拖累较大，行业基本面或继续承压，关注稳增长政策发力下行业景气度的边际变化。

图表 83 钢铁行业产量、库存、价格表现



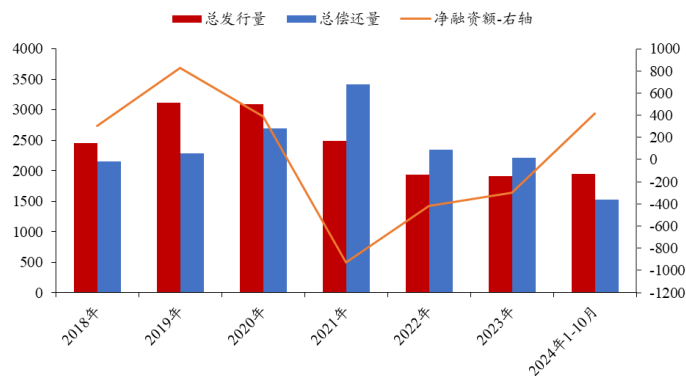
资料来源: Wind, 华创证券

2、一二级市场：2021 年以来净融资首次转正，中长端、低等级品种表现受基本面掣肘

今年以来钢铁债净融资规模达 419 亿元，2021 年以来首次转正。1-10 月钢铁债发行规模 1945 亿元，偿还规模 1526 亿元，发行规模较去年同期小幅增加，到期规模小幅下降，综合使得钢铁债净融资规模增长。

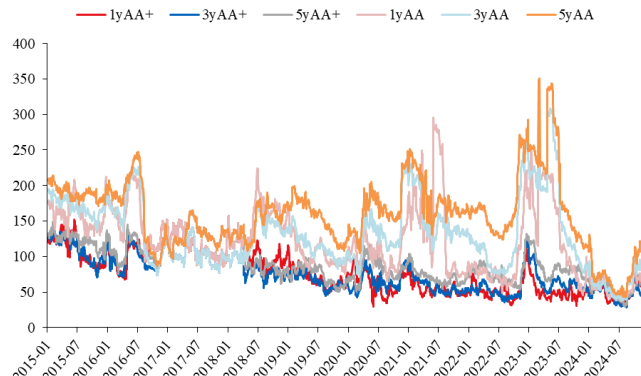
从二级市场来看，钢铁债利差上半年在债牛环境下快速压缩，相较煤炭债溢价一度压缩至 5BP 以内，但下半年市场对钢铁行业景气度担忧情绪边际提升，叠加机构流动性诉求提升，中长端、低等级品种面临重定价，估值大幅调整。

图表 84 钢铁债净融资情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 85 钢铁债信用利差表现（BP）



资料来源：Wind，华创证券

3、策略展望：可重点关注中高等级品种，谨慎下沉

钢铁行业景气度相对较低，需谨慎下沉，可重点关注 1-2yAA+品种。今年大多数保有存续债的钢铁企业营收与净利润出现同比大幅下滑，需规避尾部主体信用风险。截至 11 月末，1-2y 隐含评级 AA+品种钢铁债收益率在 2.2%附近，较煤炭债溢价在 10-20BP，风险相对可控，或存在一定比价优势，后续可关注行业景气度回升情况，若主体盈利能力改善，再进行下沉与拉久期操作。

图表 86 年初以来钢铁债信用利差、期限利差变化及其分位数水平

钢铁债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
中债估值收益率(%)	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-11-30	1.96	2.21	2.21	2.03	2.18	2.38	2.09	2.14	2.57	2.24	2.29	2.74	2.25	2.31	2.89
分位数	1%	14%	10%	1%	6%	11%	2%	1%	13%	6%	3%	15%	5%	2%	16%
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	61%	66%	61%	54%	55%	46%	40%	38%	34%	32%	30%	30%	33%	36%	30%
收益率中位数(%)	2.49	2.56	2.89	2.70	2.81	3.20	2.88	2.99	3.42	3.05	3.18	3.86	3.20	3.35	4.08
收益率变动(BP)	-62	-52	-83	-70	-65	-75	-68	-71	-63	-65	-69	-71	-80	-86	-75
分位数变化	-61%	-52%	-51%	-53%	-49%	-35%	-39%	-38%	-21%	-26%	-28%	-16%	-28%	-33%	-14%
钢铁债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
信用利差(BP)	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-11-30	35	60	61	31	46	66	35	40	84	47	52	97	48	54	112
分位数	37%	84%	26%	28%	49%	33%	30%	11%	40%	53%	22%	27%	31%	15%	28%
2023-12-31	38	53	85	41	52	82	43	51	86	42	52	99	56	68	116
分位数	48%	64%	64%	78%	73%	52%	57%	42%	42%	31%	21%	27%	50%	43%	32%
利差中位数(BP)	38	49	74	36	47	81	41	53	92	46	60	124	56	70	141
利差变动(BP)	-2	7	-24	-10	-6	-16	-8	-11	-2	5	0	-1	-9	-14	-4
分位数变化	-11%	20%	-38%	-49%	-24%	-19%	-26%	-31%	-3%	22%	1%	-1%	-19%	-28%	-4%
钢铁债	2Y-1Y			3Y-2Y			4Y-3Y			5Y-4Y			3Y-1Y		
期限利差(BP)	AAA-	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-11-30	7	-2	17	6	-4	19	15	15	17	1	2	15	13	-7	36
分位数	10%	0%	28%	13%	0%	40%	61%	60%	34%	4%	5%	35%	9%	0%	38%
2023-12-31	15	11	9	5	2	7	11	13	25	16	19	20	20	12	16
分位数	38%	21%	7%	5%	5%	2%	43%	47%	59%	80%	76%	56%	29%	9%	7%
利差中位数(BP)	18	20	28	15	17	26	13	14	22	12	14	19	35	38	56
利差变动(BP)	-8	-13	8	1	-6	13	3	2	-8	-15	-17	-5	-7	-19	20
分位数变化	-28%	-21%	21%	7%	-5%	38%	18%	13%	-25%	-77%	-72%	-21%	-20%	-9%	31%

资料来源：Wind，华创证券

从信用资质来看，当前钢铁行业中 1 年期收益率排序在河钢集团之前的企业属于低风险偏好区间，1 年期收益率整体处于 2.25%以下的较低水平，收益率更高区间主要为隐含评级 AA、AA-主体。当前福建冶金控股、河钢集团 1 年期收益率较高，具备收益挖掘价值，收益诉求较高机构可关注山东钢铁集团投资价值，存量规模大、三季度末债基持仓频次高，具有一定市场认可度。

图表 87 当前存续债规模 Top30 钢企收益率及主体概览

债券代码	发行人	2024Q3债基 重仓频次	1年期收益 率(%)	3年期收益 率(%)	当前存量债 规模(亿元)	企业性质	隐含评级	省份	2024Q3营收 同比(%)	2024Q3净利 润同比(%)	2024Q3净利 润(亿元)
132480052.IB	湖南钢铁集团有限公司	-	1.97	2.15	40	地方国有企业	AA+	北京	-4.04	-27.69	58.25
240550.SH	中国宝武钢铁集团有限公司	-	1.97	2.14	100	中央国有企业	AAA	北京	0.00	0.00	0.00
012481585.IB	首钢集团有限公司	9	2.00	2.22	740	地方国有企业	AA+	北京	-4.45	-6.06	25.35
012480934.IB	宝山钢铁股份有限公司	6	2.02	2.17	155	中央国有企业	AAA-	山东省	-4.77	-29.81	68.88
149504.SZ	新兴铸管股份有限公司	-	2.05	2.23	10	中央国有企业	AA+	安徽省	-25.44	-52.46	4.25
012482048.IB	江西省国有资本运营控股集团有限公司	11	2.06	2.24	148	地方国有企业	AA+	山西省	-1.63	-1.46	67.77
012482379.IB	太原钢铁(集团)有限公司	-	2.06	2.24	30	中央国有企业	AA+	陕西省	-5.99	-34.78	10.96
012483387.IB	杭州钢铁集团有限公司	-	2.06	2.25	30	地方国有企业	AA+	山东省	17.59	-0.83	7.72
012482524.IB	北京首钢股份有限公司	-	2.06	2.25	10	地方国有企业	AA+	北京	-3.59	-70.84	3.08
102483396.IB	新兴际华集团有限公司	2	2.09	2.17	202	中央国有企业	AAA-	山西省	-21.85	-93.03	-1.87
102280275.IB	鞍钢集团有限公司	4	2.11	2.29	69	中央国有企业	AA+	山西省	-9.19	-719.32	-69.84
102280681.IB	鞍钢集团矿业有限公司	-	2.11	2.29	7	中央国有企业	AA+	陕西省	-2.27	3.07	37.03
102380953.IB	河钢股份有限公司	4	2.14	2.58	157	地方国有企业	AA+	安徽省	-6.59	-39.64	6.44
102280209.IB	鞍山钢铁集团有限公司	1	2.19	2.43	131	中央国有企业	AA	江苏省	-3.38	-57.22	-3.98
012482390.IB	江苏沙钢集团有限公司	-	2.19	2.46	18	民营企业	AA	山西省	-1.15	-58.32	9.37
102382568.IB	福建省冶金(控股)有限责任公司	-	2.21	2.24	77	地方国有企业	AA+	山西省	-5.81	-18.74	12.28
185895.SH	新余钢铁集团有限公司	-	2.24	2.50	15	中央国有企业	AA	新疆维吾尔自治区	-	-	-
102103051.IB	河钢集团有限公司	32	2.25	2.76	925	地方国有企业	AA+	山东省	2.44	13.31	18.21
012482289.IB	攀钢集团有限公司	-	2.33	2.50	64	中央国有企业	AA	山东省	-6.87	-4.28	6.08
012482513.IB	山东钢铁集团有限公司	7	2.34	2.55	458	地方国有企业	AA	山西省	-18.45	-167.19	-29.48
012483359.IB	包头钢铁(集团)有限责任公司	1	2.39	2.65	30	地方国有企业	AA	山西省	-9.01	-6.74	20.87
012481599.IB	广西柳州钢铁集团有限公司	1	2.39	2.95	68	地方国有企业	AA	山西省	-4.42	5.65	-30.05
102280420.IB	柳州钢铁股份有限公司	-	2.44	2.80	15	地方国有企业	AA	河北省	-6.86	44.64	-5.45
012483210.IB	本钢集团有限公司	-	2.61	3.10	52	中央国有企业	AA-	河北省	-7.86	-171.04	-44.58
102481240.IB	内蒙古包钢钢联股份有限公司	-	2.75	3.20	16	地方国有企业	AA	河南省	-6.94	-265.28	-6.95
102481539.IB	安阳钢铁集团有限责任公司	-	2.79	3.05	12	地方国有企业	AA	河北省	-24.39	-167.44	-21.73
102481088.IB	酒泉钢铁(集团)有限责任公司	-	2.89	3.15	10	地方国有企业	AA	河南省	-37.39	-15.32	11.64
102484688.IB	凌源钢铁集团有限责任公司	-	3.51	4.00	22	地方国有企业	A+	河北省	-10.92	-469.41	-13.39
163474.SH	江苏永钢集团有限公司	-	3.69	4.04	14	民营企业	AA	河南省	-	-	-
102481879.IB	辽宁方大集团实业有限公司	-	5.58	6.17	50	民营企业	AA-	山东省	-4.46	-30.92	31.42

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、宝武系钢铁企业标红; 2、1年期、3年期收益率用期限利差合成而来, 均为2024年11月15日数据。

六、风险提示

1、数据统计与计算或与实际情况存在一定偏差。本文涉及到的数据主要来自于 Wind 数据库、企业预警通、上海票据交易所等, 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。

2、超预期信用风险事件发生。如果信用风险事件进一步演化, 或引发信用债估值波动风险。

3、“赎回潮”将持续对市场形成扰动。净值化背景下, 投资者对于自我风险偏好的识别难以短期完成。在此过程中, 若出现底层资产大幅波动, “赎回潮”或持续出现, 并放大市场波动。

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
	张婷	华北机构销售副总监		zhangting3@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
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@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
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	张效源	销售经理		zhangxiaoyuan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	郑璐丹	销售经理		zhengjundan@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
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@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
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	高级销售经理		wufeyang@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
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
	张晨奂	销售经理		zhangchenhuan@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
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	胡玉青	销售经理		huyuqing@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