

## 【债券月报】

## 债市调整，后续信用策略怎么看？

## ——5月信用债策略月报

- ❖ 4月中上旬信用债市场“资产荒”行情继续演绎，下旬在监管频提长端收益率风险、稳地产政策发力预期升温、权益市场表现较强等多因素共振下市场大幅回调。展望后市，尽管政治局会议央行表态较为积极，但5月政府债券加速放量的趋势或较为明确，经济基本面环比修复斜率可能加快，稳增长政策持续发力，债市波动或仍较大；中期看基本面修复过程中，货币政策仍将配合财政发力维持相对平稳资金环境，机构配置需求仍在，仍可积极对待。
- ❖ 信用债策略如何选择：把握后续调整到位后信用债配置机会；行情调整时银行二永债估值波动较大，可博弈波段操作机会，分板块策略如下：
  - 1、**城投债**：继续下沉的性价比不高，可在把握流动性的同时适当拉久期，重点关注流动性较强（换手率超10%）、存量债券余额较高（300亿元以上）的主体。对于收益诉求较高机构，可重点关注“统借统还”政策推行之下重点区域部分弱资质主体的短久期、高票息城投债，进一步挖掘收益。此外，积极关注重点区域范围扩大带来的部分地市参与机会，比如潍坊等地，该类地市随着相关政策的推进落地，收益率存在进一步快速收敛的可能。
  - 2、**产业债**：1) **地产债**：结合基本面情况关注隐含评级AA及以上央国企地产债收益挖掘机会，如建安地产、中交房地产等，适当控制久期。对于地产债投研精力充沛的机构，可择时参与，把握波段交易机会。2) **煤炭债**：整体配置性价比比较低，可适当拉长久期至2y采取骑乘策略增厚收益，同时关注其永续债品种溢价机会。3) **钢铁债**：关注部分钢企结构性机会，如南钢联合、柳钢集团等，当前3-5y隐含评级AA+品种较煤炭债溢价较高，值得关注。
  - 3、**银行二永债**：当前配置性价比不高，行情调整下估值波动较大，可博弈波段操作机会。行情调整后，1) 中高等级二永债拉久期性价比仍较高，2) 对江浙、川渝、广东等经济发达区域城农商行，结合主体基本面对其隐含评级AA-、AA二永债适当下沉，对中低等级品种建议适当控制久期。
  - 4、**ABS**：收益率处于历史较低水平，品种比价之下，仍具有一定吸引力，关注1-2yAAA、AA+品种收益挖掘机会。
- ❖ **一级市场回顾：城投缩量呈净融出，产业供给继续放量**
  - 1、**净融资**：信用债净融资同比上升、环比下降，其中产业债净融资同比上升、环比下降，城投债净融资同比、环比均下降。
  - 2、**发行特征**：申购热度环比上升，5年期及以上占比为2015年以来最高水平，平均发行期限与3月接近，取消发行规模399亿元，环比下降328亿元。
- ❖ **二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，3-5y表现最优**
  - 1、**成交跟踪**：4月城投债各期限成交YTM环比下行，部分偏尾部区域1-2y、中间梯队区域3-5y品种下行明显。3-5y日均成交笔数上升，其余期限下降。
  - 2、**异常成交**：4月城投债高估值成交主要分布在山东、江苏、河南等区域，地产债高估值成交主要集中于万科、重庆龙湖、金地集团，关注挖掘机会。
- ❖ **评级调整与热点政策**
  - 1、**评级调整情况**：主体评级下调主要为惠誉批量下调多家央企国企评级，主体评级上调企业主要为浙江、江苏等区域城投。隐含评级方面，调低主体为3家城投公司和3家产业主体，调高主体主要为银行和城投。
  - 2、**政策跟踪**：**中央层面**，进一步推动一揽子化债方案落地见效，地产融资协调机制政策有序落地，政治局会议进一步强调化债与发展的平衡，研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。**地方层面**，多区域出台有力化债举措，地产政策持续放松。
- ❖ **风险提示**：数据统计或存偏差、政策执行不及预期、超预期风险事件发生。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：周冠南

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

## 证券分析师：张晶晶

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

## 证券分析师：葛莉江

电话：010-63214662  
邮箱：gelijiang@hcyjs.com  
执业编号：S0360523070008

## 相关研究报告

《【华创固收】存单周报（0422-0428）：供需条件弱化，存单或继续回调》

2024-04-28

《【华创固收】月底市场转暖，百元溢价率再至23%——可转债周报 20240428》

2024-04-28

《【华创固收】二永债估值大幅上行，行情调整再现——信用周报 20240427》

2024-04-28

《【华创固收】通胀边际正加速修复——每周高频跟踪 20240427》

2024-04-27

《【华创固收】政策双周报（0408-0422）：专项债完成项目筛选，公开市场或逐步增加国债买卖》

2024-04-23

# 目 录

一、债市大幅回调，信用债后续怎么看？ .....	5
二、一级市场回顾：城投缩量呈净融出，产业供给继续放量 .....	5
（一）信用债：净融资同比上升、环比下降，申购热度较上月有所回升 .....	5
（二）城投债：净融资同比、环比均下降，三分之二省份净融资同比下降 .....	6
（三）融资期限：5 年期及以上发行占比达 2015 年以来最高水平 .....	7
（四）取消发行情况：4 月取消发行规模环比有所下降 .....	7
三、二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，3-5y 表现最优 .....	8
（一）城投债成交跟踪：拉久期特征明显，3-5y 收益率下行幅度最大 .....	8
（二）异常成交前十大活跃主体 .....	9
（三）城投债折价成交情况 .....	10
四、评级调整及热点政策跟踪 .....	11
（一）评级调整：惠誉下调多家央企主体评级 .....	11
（二）政策跟踪：强调化债与发展的平衡，稳地产政策有序落地 .....	17
五、信用债策略：把握后续调整到位后信用债配置机会与二永债波段交易机会 ...	21
（一）信用债收益率全线下行，各品种信用利差普遍收窄 .....	22
（二）期限利差走势分化，4y-3y 各等级显著收窄 .....	23
（三）等级利差普遍收窄，各期限 AA/AA+ 等级利差历史分位数已低于 10% .....	24
（四）城投利差普遍收窄，短端与中长端低等级品种尤为显著 .....	25
（五）地产债利差全线收窄，关注央企国企债的调整机会 .....	26
（六）煤炭债利差全线收窄，关注永续债品种溢价机会 .....	27
（七）钢铁债利差全线收窄，关注部分钢企的结构性机会 .....	29
（八）银行二级资本债利差先下后上，关注波段操作与调整到位后配置机会 .....	30
（九）银行永续债利差全线收窄，估值波动大于二级资本债 .....	31
（十）ABS 利差全线收窄，关注 1-2y 中高等级品种收益挖掘机会 .....	32
六、风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1	4月中上旬信用利差大幅收窄，下旬伴随市场调整利差震荡走阔.....	5
图表 2	4月信用债净融资同比上升、环比下降.....	6
图表 3	4月产业债净融资同比上升、环比下降.....	6
图表 4	4月城投债净融资同比、环比均下降.....	6
图表 5	4月京鲁沪粤川城投净融资位居前五(亿元).....	6
图表 6	各期限信用债发行规模.....	7
图表 7	各月信用债取消发行规模情况.....	7
图表 8	4月各省城投债成交 YTM 情况.....	8
图表 9	4月各省城投债成交笔数情况.....	9
图表 10	4月城投、房地产、煤炭、钢铁行业高估值成交前十大活跃主体.....	9
图表 11	4月城投、房地产、煤炭、钢铁行业低估值成交前十大活跃主体.....	10
图表 12	近两月折价成交城投平台区域分布.....	10
图表 13	4月折价成交城投平台概况.....	11
图表 14	4月主体评级下调企业概览.....	12
图表 15	4月主体评级上调企业概览.....	16
图表 16	4月债项隐含评级下调企业概览.....	17
图表 17	4月债项隐含评级上调企业概览.....	17
图表 18	4月信用债市场相关政策跟踪——中央政策.....	18
图表 19	4月信用债市场相关政策跟踪——地方政策.....	19
图表 20	4月信用债收益率全线下行，AA+地产债表现最为亮眼.....	22
图表 21	1y 不同品种信用利差走势 (BP).....	23
图表 22	3y、5y 不同品种信用利差走势 (BP).....	23
图表 23	整体信用利差变动情况.....	23
图表 24	各隐含评级信用债的期限利差走势 (BP).....	23
图表 25	期限利差变动情况.....	24
图表 26	各剩余期限品种的等级利差走势 (BP).....	24
图表 27	信用债等级利差变动情况.....	24
图表 28	1 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP).....	25
图表 29	3 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP).....	25
图表 30	城投债利差变动情况.....	25
图表 31	城投区域利差及变化 (BP).....	26
图表 32	地产债利差走势 (BP).....	27
图表 33	不同企业类型地产债利差走势 (BP).....	27

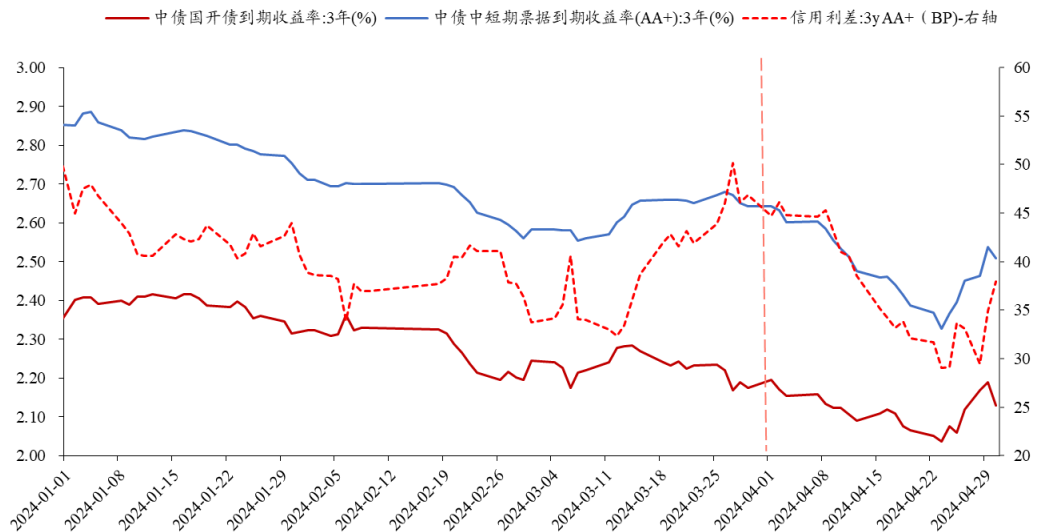
图表 34	地产债信用利差变动情况 .....	27
图表 35	煤炭库存与动力煤价格 .....	28
图表 36	煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况 .....	28
图表 37	煤炭债信用利差走势 (BP) .....	28
图表 38	煤炭债信用利差变动情况 .....	28
图表 39	螺纹钢量、价、库存走势 .....	29
图表 40	钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况 .....	29
图表 41	钢铁债信用利差走势 (BP) .....	29
图表 42	钢铁债信用利差变动情况 .....	30
图表 43	银行二级资本债信用利差走势 (BP) .....	30
图表 44	银行二级资本债信用利差变动情况 .....	31
图表 45	银行永续债信用利差走势 (BP) .....	31
图表 46	银行永续债信用利差变动情况 .....	32
图表 47	ABS 信用利差走势 (BP) .....	32
图表 48	ABS 信用利差变动情况 .....	32

## 一、债市大幅回调，信用债后续怎么看？

4月中上旬信用债市场“资产荒”行情继续演绎，下旬在监管频提长端收益率风险、稳地产政策发力预期升温、权益市场表现较强等多因素共振下市场大幅回调。具体来看，**上旬**，跨季以来资金面平稳宽松，理财规模显著增长，机构配置力量较强，信用债市场收益率全线下行，中短端行情表现尤为突出。**中旬**，在经济数据偏弱、宽货币预期再度打开以及机构配置需求加大等因素驱动下“资产荒”持续演绎，债市行情趋于极致，信用债收益率进一步大幅下行，信用利差大幅收窄。**下旬**，受监管提示长端收益率风险、稳地产政策发力预期升温、权益市场表现较强等因素影响，债市整体大幅回调，信用债收益率快速上行，信用利差震荡走阔。4月30日，政治局会议指出要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具、降低社会综合融资成本，总量宽松预期再度打开，债市走强。会议继续强调防范化解重点领域风险，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，信用债收益率跟随无风险利率下行，信用利差被动走阔。

展望后市，尽管政治局会议央行表态较为积极，但5月政府债券加速放量的趋势或较为明确，经济基本面环比修复斜率可能加快，稳增长政策持续发力，债市波动或仍较大；中期看基本面修复过程中，货币政策仍将配合财政发力维持相对平稳资金环境，机构配置需求仍在，仍可积极对待。因此建议关注后续调整到位后信用债配置机会，行情调整时银行二永债估值波动较大，可博弈波段操作机会。

图表 1 4月中上旬信用利差大幅收窄，下旬伴随市场调整利差震荡走阔



资料来源：Wind，华创证券

## 二、一级市场回顾：城投缩量呈净融出，产业供给继续放量

4月信用债一级市场申购热度高于3月，5年期及以上发行占比明显增加，为2015年以来各月份最高水平。信用债净融资同比上升、环比下降，其中产业债净融资同比大幅上升，环比下降，城投债净融资同比、环比均下降。

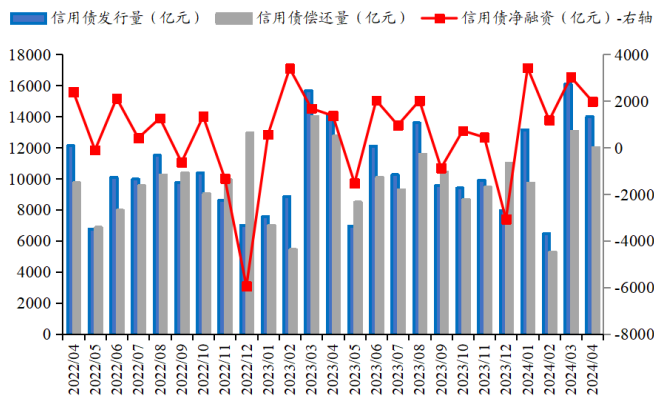
### (一) 信用债：净融资同比上升、环比下降，申购热度较上月有所回升

4月信用债整体净融资规模同比上升、环比下降。具体看，4月信用债净融资 1979

亿元，同比上升 610 亿元，环比下降 1052 亿元。其中，产业债净融资 2054 亿元，同比上升 2646 亿元，环比下降 588 亿元，发行占比由 3 月的 55% 上升至 57%。

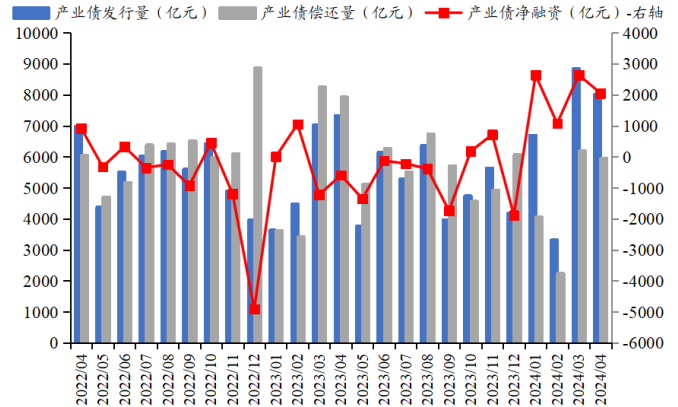
4 月信用债共发行 1561 只，投标（申购）数据可得的债券有 875 只。其中，产业债 500 只，发行火热（申购倍数大于等于 2，下同）的共 209 只，所占比例为 42%，较上月 31% 有所上升；城投债 375 只，发行火热的共 287 只，所占比例为 77%，较上月 62% 大幅上升。

图表 2 4 月信用债净融资同比上升、环比下降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 4 月产业债净融资同比上升、环比下降

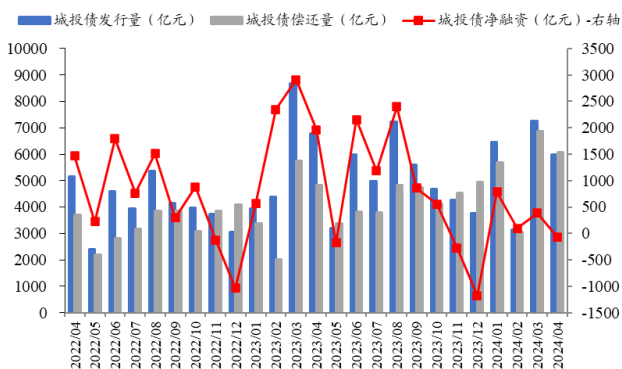


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 城投债：净融资同比、环比均下降，三分之二省份净融资同比下降

城投债压降计划推行之下，4 月全国城投债净融资规模由正转负，净融出 75 亿元，同比减少 2036 亿元，三分之二省份净融资同比下降，整体缩量较为明显。其中江苏、浙江同比下降超 400 亿元，而北京同比上升 164 亿元。从环比变化来看，一揽子化债政策以来，监管对城投平台严控新增融资，城投债净融资自 2023 年 9 月开始连续 4 个月环比下降，其中 11-12 月净融资为负，且缺口有所扩大，1 月趋势呈现反弹，环比大幅提升，净融资由负转正，2-4 月净融资低位震荡，4 月净融资由正转负，缺口进一步扩大。

图表 4 4 月城投债净融资同比、环比均下降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 4 月京鲁沪粤川城投净融资位居前五(亿元)

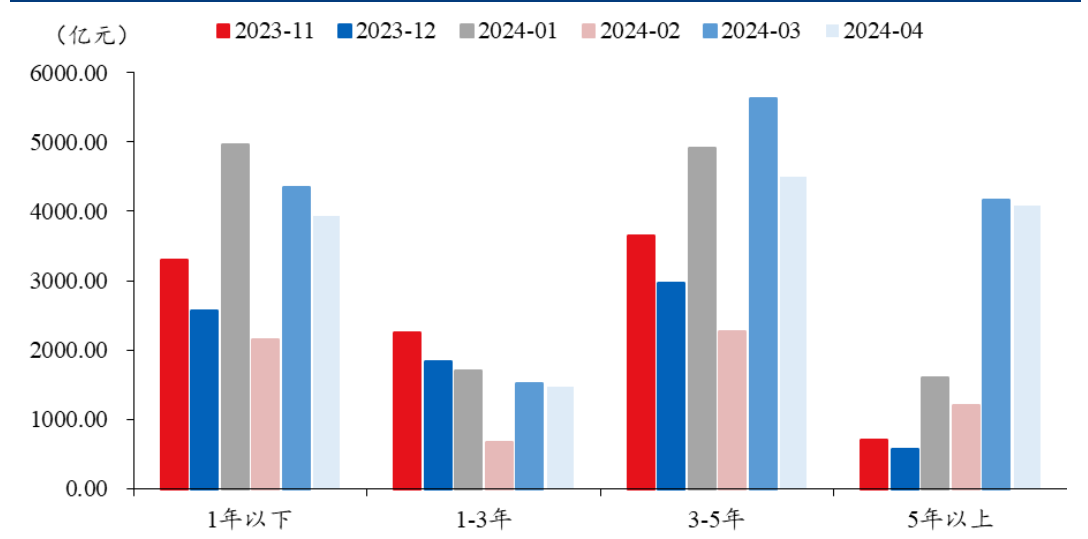
省份	2月	3月	4月	4月环比变动	4月同比变动	省份	2月	3月	4月	4月环比变动	4月同比变动
北京	73	102	186	84	164	甘肃	0	-25	0	25	45
山东	10	188	111	-77	-66	黑龙江	0	-3	0	3	9
上海	38	15	82	67	31	新疆	20	-14	0	14	-13
广东	71	39	52	13	7	青海	-4	3	-3	-7	7
四川	-20	-42	42	84	-104	宁夏	0	0	-6	-6	-5
河南	-63	63	40	-23	-197	内蒙古	-10	-5	-6	-1	-6
广西	-32	7	39	32	57	安徽	10	85	-13	-98	-131
云南	-5	9	26	17	29	山西	-27	61	-20	-82	-46
湖南	-68	-179	26	205	-122	天津	-73	-76	-27	50	-33
陕西	42	18	23	5	-1	重庆	66	91	-28	-120	-62
吉林	13	-38	19	57	18	湖北	-51	-51	-37	14	-264
福建	-16	105	16	-89	-79	贵州	3	-42	-51	-8	-23
辽宁	0	21	12	-9	9	江西	-8	107	-68	-175	-168
河北	-4	51	10	-42	-46	浙江	-68	-12	-100	-88	-494
西藏	0	0	3	3	-16	江苏	195	-100	-403	-303	-536
海南	7	10	2	-8	2	全国总和	100	389	-75	-463	-2036

资料来源: Wind, 华创证券

### （三）融资期限：5年期及以上发行占比达2015年以来最高水平

4月5年期及以上发行占比由27%上升至29%，为2015年以来各月份最高水平，加权平均发行期限为3.24年，与3月接近。当前低利率环境下，部分发债主体发行长期限信用债，锁定长期债务融资成本。

图表6 各期限信用债发行规模



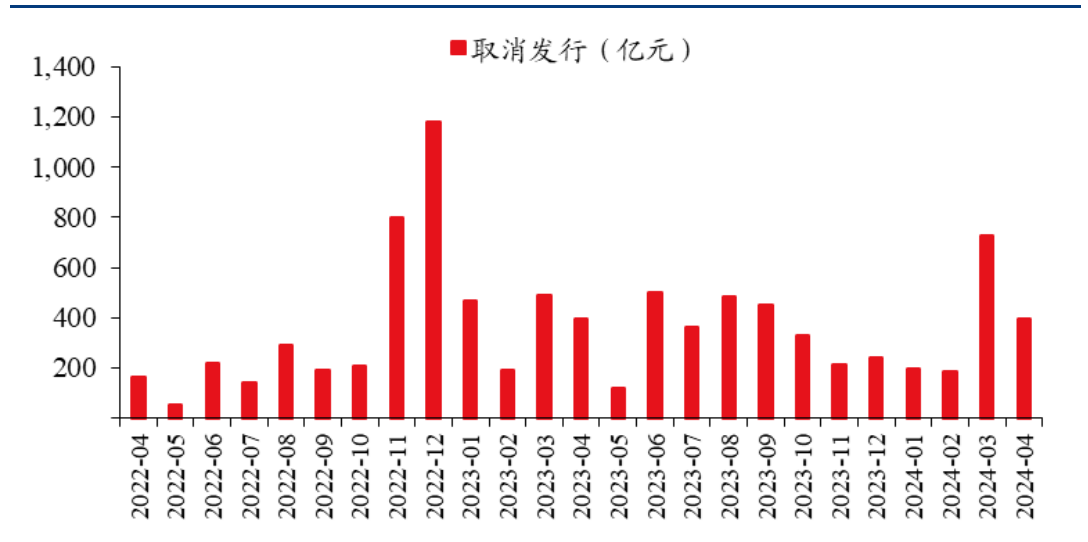
资料来源：Wind，华创证券

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

### （四）取消发行情况：4月取消发行规模环比有所下降

4月信用债取消发行规模为399亿元，较上月下降328亿元。

图表7 各月信用债取消发行规模情况



资料来源：Wind，华创证券

### 三、二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，3-5y 表现最优

化债政策推进下，城投债依然是挖收益的重要板块，4月各期限平均成交收益率环比继续普遍下行，而成交活跃度环比下降。城投债折价成交有所上升，高估值成交主要分布在山东、江苏、河南等区域；城投低估值成交主要分布于山东、四川、江西等区域。地产债高估值成交和低估值成交主要集中于万科、重庆龙湖、金地集团等。4月地产融资协调机制政策有序落地，区域地产政策持续放松，万科等房企积极推进化债措施，但市场对地产行业偏弱基本面的风险担忧情绪仍存，后续地产债融资环境改善仍需房地产宽松政策持续发力。

#### （一）城投债成交跟踪：拉久期特征明显，3-5y 收益率下行幅度最大

成交收益率方面，城投各期限平均成交收益率环比均下行。部分偏尾部区域 1-2y 品种收益率下行尤为明显，云南、广西、辽宁、宁夏等区域下行 25BP 以上。部分中间梯队区域 3-5y 品种收益率下行尤为明显，湖南、江西、河北、山西、安徽等区域下行 30BP 以上。偏强区域中，广东 5y 以上、福建 3-5y 品种收益率下行超 25BP。

图表 8 4 月各省份城投债成交 YTM 情况

省份	4月成交YTM						环比变化 (BP)					
	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限
贵州	5.54%	5.31%	5.16%	5.76%	-	5.39%	-25	-39	-5	-29	-	-27
云南	3.53%	4.01%	4.93%	5.80%	5.81%	4.42%	6	-29	-7	29	14	1
青海	3.19%	4.95%	3.90%	-	-	4.18%	-57	61	-	-	-	9
甘肃	3.13%	3.41%	5.01%	5.08%	-	3.93%	12	-2	164	31	-	28
广西	4.08%	3.54%	4.29%	4.05%	5.45%	3.92%	32	-51	-6	-6	-21	-13
山东	3.69%	3.83%	3.37%	4.11%	4.34%	3.74%	3	-8	-30	5	-31	-9
辽宁	5.43%	3.32%	3.30%	-	-	3.62%	124	-239	-242	-	-	-158
内蒙古	2.23%	4.02%	2.51%	-	-	3.59%	-28	-20	-37	-	-	53
四川	3.32%	3.54%	3.60%	3.78%	4.21%	3.58%	11	-16	-13	-21	59	-10
陕西	3.11%	3.59%	3.29%	4.06%	4.25%	3.48%	-19	1	-5	-10	-62	-5
黑龙江	3.29%	-	-	-	-	3.29%	-6	-	-	-	-	-6
重庆	2.97%	3.05%	3.32%	3.75%	4.10%	3.23%	-15	-14	-9	-13	-80	-14
宁夏	3.19%	2.93%	3.53%	4.32%	-	3.22%	23	-43	-8	-	-	-3
河南	3.07%	3.13%	3.14%	3.80%	4.91%	3.20%	-11	-18	-12	2	13	-10
天津	2.98%	3.06%	3.18%	3.46%	3.77%	3.14%	32	-16	-2	-7	-10	5
湖南	2.87%	2.97%	3.20%	3.44%	4.18%	3.09%	-1	-10	-9	-34	-39	-9
江西	2.91%	3.06%	3.16%	3.34%	3.08%	3.08%	-4	-4	2	-30	3	-5
湖北	2.76%	2.97%	2.91%	3.17%	3.59%	2.95%	-1	-15	-12	-29	-31	-14
西藏	2.40%	2.47%	2.96%	3.15%	-	2.94%	-11	-13	-3	-40	-	7
河北	2.65%	2.98%	2.96%	3.14%	3.73%	2.92%	-17	-8	-18	-31	-18	-12
新疆	2.94%	2.78%	2.90%	2.99%	3.71%	2.89%	11	3	-13	8	-	4
吉林	2.59%	2.84%	3.14%	3.48%	-	2.88%	-12	0	11	-	-	0
山西	2.60%	3.16%	2.81%	2.98%	-	2.86%	-9	17	-12	-33	-	-1
江苏	2.66%	2.81%	2.89%	3.04%	2.94%	2.81%	0	-10	-8	-5	-13	-5
安徽	2.62%	2.72%	2.81%	3.00%	2.96%	2.75%	-11	-19	-15	-32	-16	-16
浙江	2.49%	2.63%	2.75%	2.82%	2.88%	2.67%	-8	-7	-10	-11	-8	-6
福建	2.54%	2.65%	2.72%	2.78%	2.71%	2.66%	-4	-10	-9	-20	-8	-8
广东	2.51%	2.63%	2.66%	2.79%	2.77%	2.66%	0	-6	-7	1	-17	-4
北京	2.39%	2.52%	2.53%	2.71%	2.81%	2.54%	-7	-6	-12	4	-	-5
海南	2.41%	2.53%	2.63%	-	-	2.54%	-3	-22	-19	-	-	-11
上海	2.35%	2.46%	2.56%	2.69%	2.55%	2.47%	-6	-7	-12	-3	-14	-7
全国	3.10%	3.26%	3.13%	3.52%	3.71%	3.22%	-2	-15	-17	-22	-14	-12

资料来源: Wind, 华创证券

注:1) 数据来自 wind, 截至 4 月 26 日; 2) 成交收益率为当期交易金额大于 100 万, 行权剩余期限大于半年的所有成交的加权成交 YTM 平均数。

成交活跃度方面，3-5y 城投债日均成交笔数上升，其余期限普遍下降。分区域来看，城投债成交缩量主要来自山东、江苏、四川等区域；内蒙古区域城投债成交活跃度环比小幅提升。

**图表 9 4 月各省市城投债成交笔数情况**

省份	4 月日均成交笔数						环比变化 (笔)					
	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限	1年以内	1-2年期	2-3年期	3-5年期	5年以上	全部期限
山东	106	206	116	80	7	516	-20	-86	-53	25	-3	-137
江苏	88	114	111	29	7	350	-55	-38	-48	8	1	-132
浙江	36	65	70	32	1	204	-25	-21	-15	8	-1	-53
四川	28	62	61	36	3	191	-6	-31	-59	-3	-2	-101
江西	40	66	53	22	2	183	3	-4	-3	-4	-3	-12
河南	51	58	30	20	2	161	-4	-12	-9	3	-1	-22
重庆	36	44	38	25	5	146	-4	-11	-12	-15	1	-40
湖南	27	47	41	16	2	133	-12	-19	-15	-8	0	-55
湖北	28	45	24	27	2	125	-5	-13	1	3	-2	-15
贵州	32	59	11	15	-	117	-30	-30	-20	-19	-	-100
安徽	22	31	33	10	2	98	-8	-11	-6	3	-3	-24
陕西	20	34	15	8	1	78	-2	-11	-9	-2	0	-24
云南	10	20	21	23	0	74	-6	-2	-16	18	-2	-8
天津	14	16	26	5	3	64	-6	-7	-1	-1	-1	-17
广西	18	27	14	4	0	63	-7	-14	-7	2	0	-26
福建	16	17	19	4	0	57	-3	-6	-3	0	-1	-13
广东	10	11	15	10	2	49	1	-6	-1	6	-1	-2
河北	8	24	8	1	1	42	-4	-2	-3	0	-2	-11
北京	4	4	27	3	2	40	-5	-3	-106	1	-	-111
上海	8	15	8	1	0	33	-3	4	-1	-1	0	-2
山西	6	4	6	5	-	21	-4	-5	0	4	-	-4
新疆	5	6	6	2	0	19	-6	-3	-2	1	-	-10
吉林	3	3	3	0	-	8	0	-2	-6	-	-	-8
甘肃	1	2	0	1	-	6	0	0	0	-1	-	-1
宁夏	1	2	1	1	-	4	-2	-4	-3	-	-	-9
内蒙古	0	3	0	0	-	3	-1	2	0	-	-	2
西藏	0	0	2	1	-	3	-1	-1	-2	0	-	-3
海南	0	2	0	-	-	2	-1	0	-1	-	-	-1
辽宁	1	1	1	-	-	2	1	0	0	-	-	0
青海	1	1	0	0	-	2	-3	-2	-	-	-	-5
黑龙江	0	-	-	-	-	0	0	-	-	-	-	0
全国	620	989	758	381	46	2794	-218	-337	-398	27	-17	-943

资料来源: Wind, 华创证券

注:1) 数据来自 wind, 截至 2024 年 4 月 26 日; 2) 成交笔数为当期交易金额大于 100 万, 行权剩余期限大于半年的所有成交的成交笔数之和。

### (二) 异常成交前十大活跃主体

4 月城投债前十大低估值成交活跃主体成交金额高于前十大高估值成交活跃主体成交金额。城投债高估值成交主体主要为山东、江苏、河南等区域，低估值成交主体分布于山东、四川、江西等区域。地产行业高估值成交主体和低估值成交主体主要集中于万科、重庆龙湖、金地集团等。煤炭债方面，新汶矿业集团低估值成交 0.33 亿元。钢铁债方面，河钢集团低估值成交 3.54 亿元。

**图表 10 4 月城投、房地产、煤炭、钢铁行业高估值成交前十大活跃主体**

城投	成交金额(亿元)	房地产	成交金额(亿元)
寿光市惠农新农村建设投资开发有限公司	9.57	万科企业股份有限公司	6.60
潍坊滨海旅游集团有限公司	8.36	重庆龙湖企业拓展有限公司	1.66
商丘市铁路投资有限公司	5.29	重庆华宇集团有限公司	0.79

江苏明升新农村建设发展有限公司	4.99	绿城房地产集团有限公司	0.40
宜昌市城市建设投资开发有限公司	4.73	金地(集团)股份有限公司	0.01
潍坊滨海投资发展有限公司	4.46	-	-
山东高创建设投资集团有限公司	4.33	-	-
西安高新控股有限公司	4.04	-	-
重庆市万盛经开区城市开发投资集团有限公司	3.80	-	-
重庆市綦江区东部新城开发建设有限公司	3.59	-	-
<b>煤炭</b>	<b>成交金额(亿元)</b>	<b>钢铁</b>	<b>成交金额(亿元)</b>
-	-	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

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

图表 11 4月城投、房地产、煤炭、钢铁行业低估值成交前十大活跃主体

城投	成交金额(亿元)	房地产	成交金额(亿元)
萍乡市昌兴投资有限公司	17.04	万科企业股份有限公司	5.40
延安旅游(集团)有限公司	10.91	重庆龙湖企业拓展有限公司	2.63
巴中市国有资本运营集团有限公司	9.36	天地源股份有限公司	2.44
遵义交旅投资(集团)有限公司	7.32	天津天保基建股份有限公司	1.04
四川纳兴实业集团有限公司	5.33	北京首都开发股份有限公司	0.61
酉阳县桃花源旅游投资(集团)有限公司	5.19	金地(集团)股份有限公司	0.40
威海蓝创建设投资有限公司	5.15	旭辉集团股份有限公司	0.34
伊川财源实业投资有限责任公司	3.58	北京首创城市发展集团有限公司(原债务主体:首创置业有限公司)	0.10
天津星城投资发展有限公司	3.44	-	-
潍坊滨城投资开发有限公司	3.43	-	-
<b>煤炭</b>	<b>成交金额(亿元)</b>	<b>钢铁</b>	<b>成交金额(亿元)</b>
新汶矿业集团有限责任公司	0.33	河钢集团有限公司	3.54

资料来源: Wind, 华创证券

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

### (三) 城投债折价成交情况

4月折价成交城投主体共6家,较上月有所下降。城投债折价成交总额为1.46亿元,环比增加0.28亿元。

图表 12 近两月折价成交城投平台区域分布

4月						
省份	折价平台数(个)	折价平台存量债余额(亿元)	成交总额(亿元)	折价平台数量占比	折价平台余额占比	折价平台成交总额占比
贵州	4	278	1.03	3.20%	13.03%	0.43%
山东	1	65	0.08	0.37%	0.43%	0.01%

四川	1	18	0.35	0.41%	0.17%	0.06%
合计	6	361	1.46	-	-	-
<b>3月</b>						
省份	折价平台数(个)	折价平台存量债余额(亿元)	成交总额(亿元)	折价平台数量占比	折价平台余额占比	折价平台成交总额占比
贵州	14	701	1.09	11.20%	32.85%	0.45%
山东	2	90	0.09	0.74%	0.60%	0.01%
总计	16	791	1.18	-	-	-

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、当前加权成交价格小于最新票面价格的95%视为折价成交; 2、折价平台数量占比为折价平台数/区域内城投平台总数; 3、折价平台余额占比为折价平台存量债余额/区域内所有平台存量债余额; 4、折价平台成交总额占比为折价平台成交总额/区域内所有平台成交总额。

图表 13 4月折价成交城投平台概况

发行人	成交金额(亿元)	成交价均值(元)	最新面值(元)	省份	城市	实控人	总资产(亿元)	带息债务(亿元)	存量债余额(亿元)
贵州贵安发展集团有限公司	0.02	83.55	100	贵州	贵阳市	贵州贵安新区管委会	2,748.32	873.40	186.15
南充临江东方投资集团有限公司	0.35	62.90	70	四川	南充市	南充市国资委	389.75	190.82	18.00
黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司	0.28	41.86	45	贵州	黔东南州	黔东南州国资委	397.80	65.13	6.30
任兴集团有限公司	0.08	94.73	100	山东	济宁市	济宁市任城区政府	612.45	273.99	65.03
遵义文旅投资(集团)有限公司	0.25	62.43	70	贵州	遵义市	遵义市政府	1,095.12	483.73	81.85
遵义鸭溪大地投资开发有限责任公司	0.48	91.57	100	贵州	遵义市	遵义市播州区政府	90.17	14.25	3.74

资料来源: Wind, 华创证券

注: 总资产、带息债务为2023年中报数据, 存量债余额为2024年4月26日数据。

#### 四、评级调整及热点政策跟踪

**评级调整方面**, 主体评级下调主要为惠誉批量下调多家央国企主体评级, 主体评级上调企业主要为浙江、江苏等区域城投。隐含评级方面, 调低企业为2家建筑装饰公司、3家城投公司和1家通信公司, 调高企业主要为银行和城投。**热点政策方面**, 中央层面, 进一步推动一揽子化债方案落地见效, 地产融资协调机制政策有序落地, 政治局会议进一步强调化债与发展的平衡, 研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。地方层面, 多区域出台有力化债举措, 地产政策持续放松。

##### (一) 评级调整: 惠誉下调多家央国企主体评级

从主体评级来看, 4月发生97起主体评级下调事件, 18起主体评级上调事件。下调主要为惠誉国际批量下调多家央国企主体评级; 上调企业主要为江苏、浙江等区域城投。

**图表 14 4月主体评级下调企业概览**

企业名称	已发债券名称	评级调整日	评级机构	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
郑州路桥建设投资集团有限公司	24 郑路 01	2024-04-01	中债资信	BBB+ <sub>r</sub>	BBB- <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	河南
株洲高科集团有限公司	24 株高 02	2024-04-08	中债资信	A+	A <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	湖南
镇江城市建设产业集团有限公司	24 镇江城建 PPN004	2024-04-08	中债资信	AA-	A+ <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	江苏
益阳高新产业发展投资集团有限公司	24 益阳高新 MTN001	2024-04-08	中债资信	A-pi	BBB+ <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	安徽
盐城市大丰区城市建设集团有限公司	24 大丰城资 MTN001	2024-04-08	中债资信	A <sub>pi</sub>	A- <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	浙江
天津市静海城市基础设施建设投资集团有限公司	24 静海城投 MTN002	2024-04-08	中债资信	A+	BBB+ <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	天津
江苏苏海投资集团有限公司	24 苏海投资 CP002	2024-04-08	中债资信	A <sub>pi</sub>	A- <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	江苏
怀化市交通建设投资有限公司	24 怀化交投 MTN001	2024-04-08	中债资信	A	A- <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	湖南
郴州市百福投资集团有限公司	24 百福 01	2024-04-08	中债资信	A	BBB+ <sub>r</sub>	地方国有企业	城投	湖南
东风汽车集团股份有限公司	22 东风 01	2024-04-12	穆迪公司	A2	A3(负面)	中央国有企业	汽车	湖北
中国工商银行(澳门)股份有限公司	23 工银澳门债	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	银行	澳门
中国邮政储蓄银行股份有限公司	24 邮储永续债 01	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	银行	北京
国家电力投资集团有限公司	21 中电投 MTN009	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	北京
中国石油天然气股份有限公司	22 中油股 GN002	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	采掘	北京
中国长江电力股份有限公司	22 长电 GN001	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	公用事业	北京
太原钢铁(集团)有限公司	19 太钢 02	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	钢铁	山西
中国化工集团有限公司	20 中化工(疫情防控债)MTN005B	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	化工	北京
国家电网有限公司	13 国网 04	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	公用事业	北京
中国南方电网有限责任公司	19 南网 05	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	公用事业	广东
中国广核集团有限公司	23 中广核 MTN002(科创票据)	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	广东
上海电力股份有限公司	22 沪电 02	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	上海
中国蓝星(集团)股份有限公司	22 蓝星 MTN001	2024-04-16	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	化工	北京
先正达集团股份有限公司	23 先正达 MTN001	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	基础化工	上海
中国交通建设股份有限公司	24 中交建 SCP001	2024-04-16	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	建筑装饰	北京

中国中铁股份有限公司	23 中铁股 MTN002	2024-04-16	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	建筑装饰	北京
中化国际(控股)股份有限公司	23 中化 K1	2024-04-16	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	化工	上海
中国铝业集团有限公司	17 中铝业美元 PPN001	2024-04-16	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	有色金属	北京
中国工商银行股份有限公司	23 工行二级资本 债 01A	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	银行	北京
中国农业银行股份有限公司	19 农业银行二级 02	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	银行	北京
宝山钢铁股份有限公司	24 宝钢 SCP004	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	中央国有企业	钢铁	上海
华能国际电力股份有限公司	23 华能 MTN012	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	北京
中国铝业股份有限公司	22 中铝 MTN001	2024-04-16	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	有色金属	北京
中国石油化工股份有限公司	21 中石化 MTN001	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	中央国有企业	化工	北京
中国华能集团有限公司	20CHNG3Y	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	河北
中国航空技术国际控股有限公司	19 深航技 MTN001B	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	商业贸易	北京, 广东
北京能源集团有限责任公司	23 京能源 MTN004	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	地方国有企业	公用事业	北京
中国长江三峡集团有限公司	22 三峡 GN002(碳 中和债)	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	中央国有企业	公用事业	湖北
中国华电集团有限公司	23 华电 MTN003B(能源保 供特别债)	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	北京
中广核国际有限公司	23 广核国际 MTN001	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	公用事业	香港
中国银行股份有限公司	11 中行 01	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	银行	北京
交通银行股份有限公司	20 交通银行二级	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	公众企业	银行	上海
中国建设银行股份有限公司	21 建设银行二级 02	2024-04-16	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	银行	北京
中国石油天然气集团有限公司	12 中石油 04	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	中央国有企业	采掘	北京
中国宝武钢铁集团有限公司	24 宝武 K1	2024-04-16	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	中央国有企业	钢铁	上海
大华银行(中国)有限公司	22 大华中国债 01	2024-04-18	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	外商独资企业	银行	上海
建信金融租赁有限公司	21 建信租赁债 03	2024-04-18	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	非银金融	北京
渣打银行(中国)有限公司	20 渣打二级资本 债 01	2024-04-18	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	外商独资企业	银行	上海
工银金融租赁有限公司	21 工银租赁债 03	2024-04-18	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	非银金融	天津

国银金融租赁股份有限公司	24 国银金租债 01	2024-04-18	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	非银金融	广东
中国信达资产管理股份有限公司	23 信达金融债 01	2024-04-18	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	非银金融	北京
交银金融租赁有限责任公司	18 交银租赁二级	2024-04-18	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	非银金融	上海
通威股份有限公司	24 通威 GN003(科创票据)	2024-04-19	惠誉国际	BBB-(稳定)	BBB-(负面)	民营企业	电气设备	四川
北京保障房中心有限公司	20 京保障房债 02	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	城投	北京
深圳市投资控股有限公司	19 深湾 01	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	综合	广东
国家开发投资集团有限公司	19 国开投	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	综合	北京
广东省交通集团有限公司	13 粤交通 MTN2	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	建筑装饰	广东
广东恒健投资控股有限公司	23 恒健 01	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	非银金融	广东
北京国有资本运营管理有限公司	24 京国资 SCP002	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	综合	北京
广州市城市建设投资集团有限公司	24 穗城 02	2024-04-21	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	城投	广东
广州地铁集团有限公司	20 广州地铁 MTN002	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	城投	广东
山东省财金投资集团有限公司	21 财金 04	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	综合	山东
山东省土地发展集团有限公司	23 土地 01	2024-04-21	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	城投	山东
山东高速集团有限公司	19 鲁高速 MTN005	2024-04-21	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	城投	山东
上海临港经济发展(集团)有限公司	22 临港经济 MTN001	2024-04-21	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	城投	上海
北京市基础设施投资有限公司	18 京投债 01	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	城投	北京
中关村发展集团股份有限公司	21 中关 05	2024-04-21	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	城投	北京
广州金融控股集团有限公司	21 广金 02	2024-04-21	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	非银金融	广东
浙江省交通投资集团有限公司	24 浙交投 SCP003	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	城投	浙江
华鲁控股集团有限公司	22 华鲁 K1	2024-04-21	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	化工	山东
广州产业投资基金管理有限公司	19 广基 02	2024-04-21	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	非银金融	广东
中国建银投资有限责任公司	22 建银 08	2024-04-21	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	中央国有企业	非银金融	北京
中航国际融资租赁有限公司	23 航租 02	2024-04-22	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	综合	上海
浙江省海港投资运营集团有限公司	23 浙港 02	2024-04-22	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负面)	地方国有企业	交通运输	浙江
招商局融资租赁有限公司	23 通商租赁 MTN002	2024-04-22	惠誉国际	BBB+(稳定)	BBB+(负面)	中央国有企业	非银金融	天津

中国船舶集团(香港)航运租赁有限公司	23 中船租 MTN001BC(可持 续挂钩)	2024-04-22	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	非银金融	上海
招商银行股份有限公司	21 招商银行小微 债 02	2024-04-22	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	公众企业	银行	广东
中航工业产融控股股份有限公司	23 中航产融 MTN001(科创票 据)	2024-04-22	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	非银金融	黑龙江
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	22 沪杭甬 MTN001	2024-04-22	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	地方国有企业	交通运输	浙江
新城控股集团股份有限公司	20 新控 03	2024-04-23	标准普尔	B+(负面)	B(负面)	民营企业	房地产	江苏
北京能源国际控股有限公司	24 京能国际 MTN001	2024-04-24	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	公用事业	香港
浙江省能源集团有限公司	20 浙能源 MTN001	2024-04-24	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	地方国有企业	公用事业	浙江
首钢集团有限公司	23 首钢 SCP006	2024-04-24	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	钢铁	北京
浙江能源国际有限公司	24 浙能国际 MTN001	2024-04-24	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	地方国有企业	公用事业	香港
上海建工集团股份有限公司	21 沪建工 MTN002	2024-04-24	惠誉国际	BBB+(稳 定)	BBB+( 负面)	地方国有企业	建筑装饰	上海
光明食品(集团)有限公司	22 光明 MTN002	2024-04-24	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	食品饮料	上海
中能(集团)有限公司	23 中能集 CP001	2024-04-24	惠誉国际	A+(稳定)	A+(负 面)	地方国有企业	公用事业	上海
上海华谊控股集团有限公司	22 沪华谊 MTN001	2024-04-24	惠誉国际	BBB+(稳 定)	BBB+( 负面)	地方国有企业	商业贸易	上海
北京汽车集团有限公司	19 北汽 06	2024-04-24	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	汽车	北京
北京控股有限公司	23BEHL01	2024-04-24	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	公用事业	香港
广东省能源集团有限公司	21 粤能源 MTN001	2024-04-24	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	公用事业	广东
深圳能源集团股份有限公司	24 深能源 MTN001	2024-04-24	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	地方国有企业	公用事业	广东
北京汽车股份有限公司	21 京汽 01	2024-04-24	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	汽车	北京
万科企业股份有限公司	22 万科 01	2024-04-26	穆迪公司	Ba1	Ba3(负 面)	公众企业	房地产	广东
中海油田服务股份有限公司	16 油服 02	2024-04-29	惠誉国际	A(稳定)	A(负面)	中央国有企业	采掘	天津
北京首钢基金有限公司	20 首基 01	2024-04-29	惠誉国际	A-(稳定)	A-(负面)	地方国有企业	非银金融	北京
北京首都创业集团有限公司	23 首创集 MTN002	2024-04-30	惠誉国际	BBB-(稳 定)	BBB- (负 面)	地方国有企业	综合	北京
北京首创城市发展集团有限公司	22 首创城发 MTN001	2024-04-30	惠誉国际	BBB-(稳 定)	BBB- (负 面)	地方国有企业	房地产	北京

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 4 月 30 日

图表 15 4 月主体评级上调企业概览

企业名称	已发债券名称	评级调整日	评级机构	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
民生证券股份有限公司	24 民生 G1	2024-04-03	联合资信	AA+	AAA	地方国有企业	非银金融	上海
苏州工业园区国有资本投资运营控股有限公司	24 苏国资 MTN004	2024-04-08	中债资信	AA	AA+r	地方国有企业	城投	江苏
莆田市荔城区国有资产投资有限公司	21 荔城国投 PPN001	2024-04-08	中债资信	A-pi	Ar	地方国有企业	城投	福建
江苏高淳经济开发区开发集团有限公司	24 高淳经开 MTN004	2024-04-08	中债资信	A-pi	Ar	地方国有企业	城投	江苏
铜陵市建设投资控股有限责任公司	24 铜陵建投 PPN001	2024-04-09	中债资信	A-	Ar	地方国有企业	城投	安徽
桐乡市崇德投资发展集团有限公司	24 崇德投资 PPN001	2024-04-09	中债资信	A-	Ar	地方国有企业	城投	浙江
台州循环经济发展有限公司	24 台州经济 MTN001	2024-04-09	中债资信	BBB+pi	Ar	地方国有企业	城投	浙江
宁国市国有资产投资运营有限公司	21 宁国债	2024-04-09	中债资信	BBB+	A-r	地方国有企业	城投	安徽
扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司	22 扬州经开 MTN001	2024-04-11	中诚信	BBB+	A-	地方国有企业	城投	江苏
韶关市金叶发展有限公司	24 韶关 01	2024-04-11	中证鹏元	AA	AA+	地方国有企业	城投	广东
宁波市鄞城集团有限责任公司	20 鄞城 02	2024-04-11	穆迪公司	Baa3	Baa3	地方国有企业	城投	浙江
宁德时代新能源科技股份有限公司	22 宁德时代 GN001	2024-04-15	穆迪公司	Baa1	A3	外资企业	电气设备	福建
中国冶金科工股份有限公司	23 中冶 MTN010	2024-04-21	惠誉国际	BBB+ (稳定)	A- (负面)	中央国有企业	建筑装饰	北京
中国五矿集团有限公司	24 五矿集 SCP002	2024-04-21	惠誉国际	BBB+ (稳定)	A- (负面)	中央国有企业	商业贸易	北京
昆山交通发展控股集团有限公司	22 昆山交通 MTN001	2024-04-25	中证鹏元	AA+	AAA	地方国有企业	城投	江苏
中国能源建设股份有限公司	能建 YK01	2024-04-26	惠誉国际	BBB+ (稳定)	A- (负面)	中央国有企业	建筑装饰	北京
招商银行股份有限公司	21 招商银行永续债	2024-04-29	标准普尔	BBB+	A-	公众企业	银行	广东
招银金融租赁有限公司	23 招银金租债 02	2024-04-29	标准普尔	A-2	A-	中央国有企业	非银金融	上海

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 4 月 30 日

从隐含评级来看, 4 月 6 家企业债项隐含评级下调, 11 家企业债项隐含评级上调。其中调低企业为 2 家建筑装饰公司、3 家城投公司和 1 家通信公司, 调高企业主要为银行和城投。

图表 16 4月债项隐含评级下调企业概览

企业名称	调整债券名称	评级调整日	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
重庆康田置业(集团)有限公司	23 康田置业 MTN001	2024-04-10	AA+	AA	地方国有企业	建筑装饰	重庆
威海市中城国有资产经营有限公司	22 中城 02	2024-04-15	AA(2)	AA-	地方国有企业	城投	山东
江苏南通三建集团股份有限公司	19 南通三建 MTN001	2024-04-17	CC	C	民营企业	建筑装饰	江苏
安溪城建集团有限公司	24 安溪 01	2024-04-26	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	福建
富通集团有限公司	21 富通 01	2024-04-28	A+	CC	民营企业	通信	浙江
成都市兴锦现代农业投资有限责任公司	19 兴锦农业 PPN001	2024-04-30	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	四川

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 4 月 30 日, 同一企业调整债券有多只, 表中陈列为最新调整债券。

图表 17 4月债项隐含评级上调企业概览

企业名称	调整债券名称	评级调整日	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
新平县城镇建设投资有限公司	19 新平城投债 01	2024-04-02	A+	AA-	地方国有企业	城投	云南
招商局港口集团股份有限公司	22 招港 02	2024-04-07	AA+	AAA-	中央国有企业	交通运输	广东
安顺市西秀区工业投资(集团)有限公司	PR 安投 02	2024-04-07	BBB	A	地方国有企业	城投	贵州
毕节市七星关区新宇建设投资有限公司	19 新宇 01	2024-04-08	BBB	A	地方国有企业	城投	贵州
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	18 水城高科债	2024-04-10	BBB	A	地方国有企业	城投	贵州
泸州兴阳投资集团有限公司	20 兴阳 02	2024-04-16	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	四川
兰州建设投资(控股)集团有限公司	21 兰州建投 MTN001	2024-04-18	A	A+	地方国有企业	城投	甘肃
浙江温州龙湾农村商业银行股份有限公司	22 龙湾农商行二级资本债 01	2024-04-28	A+	AA-	公众企业	银行	浙江
泸州银行股份有限公司	22 泸州银行二级资本债 01	2024-04-29	A+	AA-	地方国有企业	银行	四川
泸州银行股份有限公司	22 泸州银行二级资本债 01	2024-04-29	AA-	AA	地方国有企业	银行	四川
广元市投资发展集团有限公司	21 广元投控小微债 01	2024-04-30	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	四川

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 4 月 30 日, 同一企业调整债券有多只, 表中陈列为最新调整债券。

## (二) 政策跟踪: 强调化债与发展的平衡, 稳地产政策有序落地

从中央政策来看, 主要有以下重大政策:

1、城投方面, 1) 财政部强调进一步推动一揽子化债方案落地见效, 严格违规违法举债问题监督问责, 着力构建防范化解隐性债务风险长效机制。2) 上交所举办固收业务培训(城投企业产业化转型专场)活动, 从城投转型的现实背景、总体方向、实操方法等角度进行了详细介绍, 强调城投转型不能是虚假转型或数字转型, 城投转型不是表面功夫, 不是简单的资产腾挪、不是体现在资产负债表上的简单的数字游戏, 关键是转型

完成后，企业是否有能力经营相关资产。中央及地方多次表态分类推进地方融资平台转型，后续相关工作开展有望加速推进。3) 中央政治局会议强调化债与发展的平衡，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。

2、地产方面，1) 住建部表示全国 31 个省份和新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制，所有地级及以上城市（不含直辖市）已建立城市房地产融资协调机制。2) 证券时报报道称商业银行 3 月末对房地产融资协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查，其中审批同意项目数量超过 2100 个，总金额超过 5200 亿元。3) 财联社报道称中房协召集部分房企座谈了解企业及市场情况，除了解房企运营、市场交易情况，与会人士还就房企融资需求、债务化解、地产“白名单”融资落地进展动态、保障性租赁住房，以及企业建议等方面内容，展开交流与座谈。4) 中央政治局会议强调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。

3、金融方面，1) 央行 2024 年金融稳定工作会议强调防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系，持续有效防控化解重点领域风险，要有力有序有效处置存量风险，进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制，遏制增量风险，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。2) 中央政治局会议强调要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。

图表 18 4 月信用债市场相关政策跟踪——中央政策

时间	机构	文件/会议/讲话名称	主要内容
4 月 8 日	住建部	所有地级及以上城市已建立房地产融资协调机制	目前全国 31 个省份和新疆生产建设兵团均已建立省级房地产融资协调机制，所有地级及以上城市（不含直辖市）已建立城市房地产融资协调机制，分批提出可以给予融资支持的房地产项目“白名单”并推送给商业银行。
4 月 15 日	中国人民银行	2024 年金融稳定工作会议	防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务。要继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系，持续有效防控化解重点领域风险。要加强从宏观视角对金融稳定总体形势的分析，健全风险监测评估体系，完善系统性风险认定机制，强化风险提示和早期预警。要有力有序有效处置存量风险，进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制，遏制增量风险。要持续完善风险处置机制，强化金融稳定保障体系，构建防范化解金融风险长效机制，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。
4 月 10 日	财政部	财政部有关负责同志就惠誉下调我主权信用评级展望有关问题答记者问	财政部将坚决贯彻落实党中央决策部署，强化源头治理，远近结合、堵疏并举、标本兼治，会同有关方面不断加强地方政府法定债务管理，进一步推动一揽子化债方案落地见效，严格违法违规举债问题监督问责，着力构建防范化解隐性债务风险长效机制，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政府债务风险。
4 月 16 日	证券时报	城市房地产融资协调机制首批“白名单”项目审批金额超 5000 亿元	截至 3 月末，商业银行对房地产融资协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查，其中审批同意项目数量超过 2100 个，总金额超过 5200 亿元，对部分不符合条件的项目已向协调机制反馈。
4 月 25 日	上交所	上交所固收业务培训（城投企业产业化转型专场）	本次培训从城投转型的现实背景、总体方向、实操方法等角度进行了详细介绍。强调城投转型不能是虚假转型或数字转型，城投转型不是表面功夫，不是简单的资产腾挪、不是体现在资产负债表上的简单的数字游戏，关键是转型完成后，企业是否有能力经营相关资产。

4月26日	财联社	中房协召集部分房企座谈了解企业及市场情况	据财联社记者从多位知情人士处获悉，中房协近日组织部分房企座谈，就市场及企业运营情况展开调研与交流，相关政府部门人士与会。据了解，本次座谈过程中， <b>除了解房企运营、市场交易情况，与会人士还就房企融资需求、债务化解、地产“白名单”融资落地进展动态、保障性租赁住房，以及企业建议等方面内容，展开交流与座谈。</b>
4月30日	中共中央	中央政治局会议	要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， <b>统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施</b> ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。 <b>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。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。</b>

资料来源：住建部，央行，财政部，证券时报，上交所，财联社，中国政府网，华创证券

### 从地方政策来看，主要有以下重大政策：

**1、城投方面**，1) 郑州市政府高质量编制“1+6”化债方案，推动企业建立“631”债务偿还机制，谋划到期债务本息接续偿还的具体措施。2) 云南省政府表态积极主动与银行业金融机构协商对接，全力推动金融支持融资平台债务风险化解政策落实。3) 潍坊将17家市属国企整合组建为6大集团，分别对应城投、产投、金融、产业运营、资产管理、化债纾困6大领域。4) 天津市表态积极探索化解债务、盘活资产的有效路径和方法，优化完善投融资管理体制，分类推动融资平台公司市场化改革转型。5) 陕西实行贷前查询制度，向地方政府相关客户融资前，应查询是否属于融资平台和涉及地方政府隐性债务，严禁向融资平台和涉及地方政府隐性债务的客户新增融资。6) 陕西省鼓励地方金融机构优先支持省内债务化解，建立激励措施，给予考核容忍度，保障化债措施顺利实施。7) 山东省强化政府债务、隐性债务、城投债务“三债统管”，坚决遏制增量、消减存量，债务风险防控取得积极成效。8) 内蒙古人民政府常务会议通过了健全解决拖欠企业账款长效机制、“四个一批”化债、建立政府债务管理机制等方案，强调要加大力度帮助基层化债，严格落实“八不准”要求，完善债务管理机制，有效防范化解政府债务风险。

**2、地产方面**，1) 广州调整个人住房公积金贷款最高额度，使用住房公积金贷款购买自住住房的，一人申请贷款的最高额度调整至70万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整至120万元。2) 北京市调整首套房信贷政策，离婚不满一年的房贷申请人，如家庭名下在本市无成套住房，执行首套房信贷政策。3) 深圳市鼓励商品房“以旧换新”，首批13个房地产项目参与。4) 北京市优化调整住房限购政策，允许符合条件居民家庭或成年单身人士在五环外新购买1套商品住房。

**3、金融方面**，山东省系统治理防范化解金融领域风险，中小金融机构方面，深入推进“金安工程”，全方位加强非法集资、企业流动性风险等5大监测预警系统建设，集中力量化解处置重点领域风险隐患，全省不良贷款率连续5年下降，央行评级高风险银行机构全部清零。

图表 19 4月信用债市场相关政策跟踪——地方政策

时间	机构	文件/会议/讲话名称	主要内容
4月8日	郑州市政府	关于印发郑州市2024年国民经济和社会发展规划的通知	<b>做好 REITs（基础设施领域不动产投资信托基金）项目推进，进一步加大对保障性租赁住房等领域的 REITs 项目梳理选报力度</b> ，争取高新产业园项目成功发行，争取更多项目进入国家试点项目库。全面梳理政府法定债务、

			政府隐性债务、政府拖欠企业账款、平台公司及城投类企业各类地方债务情况， <b>高质量编制“1+6”化债方案。推动企业建立“631”债务偿还机制，谋划好到期债务本息接续偿还的具体措施。</b> 积极争取中央再融资债券、隐性债务风险化解试点、新增债券偿还政府拖欠企业账款、金融支持债务风险化解等政策，严防新增违法违规举债，守住不发生系统性风险底线，增强财政可持续性，兜牢基层“三保”底线。
4月8日	云南省政府	全力推动金融支持融资平台债务风险化解政策落实	不断健全金融监管体制， <b>持续加大不良贷款处置化解力度，积极主动与银行业金融机构协商对接，全力推动金融支持融资平台债务风险化解政策落实。</b>
4月8日	广州住房公积金管理中心	《广州住房公积金管理中心发布通知》	<b>将缴存人购买本市行政区域内自住住房申请个人住房公积金贷款的贷款最高额度事项进行调整。</b> 该通知自2024年4月9日起实施，有效期5年。原有政策与本通知不一致的，按本通知执行。其中，使用住房公积金贷款购买自住住房的，一人申请贷款的最高额度调整至70万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整至120万元。
4月11日	泰山财经	潍坊国企大整合：17家企业整合组建为6大集团	<b>潍坊将17家市属国企整合组建为6大集团，分别对应城投、产投、金融、产业运营、资产管理、化债纾困6大领域。</b> 据悉，重组后的潍坊各市属企业明确了主责主业，厘清了发展边界，妥善解决同业竞争问题，主业竞争力和产业协同力明显增强。 <b>目前，潍坊市按照国企改革深化提升行动要求，研究提出了93项重点改革任务，拟定了119条工作措施，力争2024年完成新一轮改革70%以上主体任务。</b>
4月11日	天津市委	天津市委金融工作会议	要有力有效防范和化解经济金融风险，深入落实中央一揽子政策， <b>用好金融市场活水，积极探索化解债务、盘活资产的有效路径和方法，优化完善投融资管理体制，分类推动融资平台公司市场化改革转型，强化财政收支精细管理，维护金融市场稳健运行。</b>
4月16日	陕西省农信联社	《陕西省农村合作金融机构2024年信贷投向管理指导意见》	在“严格执行地方政府和国有企业融资管理规定，坚决遏制新增地方政府隐性债务”方面，加强对借款主体、项目资本金、担保抵押、还款来源的审查和审核， <b>防范新增地方政府隐性债务；实行贷前查询制度，向地方政府相关客户融资前，应查询是否属于融资平台和涉及地方政府隐性债务；严禁向融资平台和涉及地方政府隐性债务的客户新增融资。</b>
4月17日	陕西政协网	“防范化解金融风险 助力金融服务陕西经济高质量发展”重点关切问题情况通报会	建议各级政府明确城投债务风险管理的责任部门，成立工作专班，建立协商机制。 <b>严格按照“631”偿债保障机制，牢牢守住到期债务安全兑付底线。</b> 需密切关注并将风险控制信贷市场，及时切断债务违约风险向公开债券市场传导链条，防止流动性风险加剧。 <b>鼓励地方金融机构优先支持省内债务化解，建立激励措施，给予考核容隐度，保障化债措施顺利实施。加大我省信用增进机构及各类担保公司对平台公司进行增信的力度，降低发债成本，强化政府债务管控能力。</b>
4月23日	山东省省委书记	坚决贯彻落实总体国家安全观 深化以高水平安全保障高质量发展的山东实践	<b>系统治理防范化解金融领域风险，</b> 中小金融机构方面，深入推进“金安工程”，全方位加强非法集资、企业流动性风险等5大监测预警系统建设，集中力量化解处置重点领域风险隐患，全省不良贷款率连续5年下降， <b>央行评级高风险银行机构全部清零。</b> 房地产方面，构建房地产项目省市县三级包保责任制，紧盯复工和交付两个环节，多措并举推进风险化解。2023年全省516个“保交楼”项目全部正常施工，年度交楼任务超额完成，新建商品房网签面积居全国首位。 <b>地方债方面，制定全省防范化解地方债务风险一揽子方案，强化政府债务、隐性债务、城投债务“三债统管”，坚决遏制增量、消减存量，债务风险防控取得积极成效。</b>

4月23日	国家金融监督管理总局北京监管局	《关于我市个人住房贷款中住房套数认定标准执行口径的通知》	<b>2024年4月23日后签订购房网签合同，且离婚不满一年的房贷申请人，如家庭名下在本市无成套住房，执行首套房信贷政策。</b> 各银行结合本机构经营状况、客户风险状况等因素合理确定每笔贷款的具体首付比例和利率水平。
4月23日	深圳市房地产业协会、深圳市房地产中介协会	深圳鼓励商品房“以旧换新”，首批13个房地产项目参与	深圳市房地产业协会与深圳市房地产中介协会联合发起商品住房“换馨家”活动，该活动旨在通过联动模式提升住房交易便利度， <b>更好满足居民刚需和改善型住房需求，减轻居民购房负担。本次“换馨家”活动鼓励房地产开发企业和中介机构积极参与，与计划出售二手商品住房并购买新建商品住房的购房居民签署协议。</b> 房地产开发企业对换房人意向购买的新房设定一定期限的“解约保护期”，以确保换房人的权益。中介机构则将优先推动换房人旧房交易，缩短交易周期，提高交易效率。
4月25日	内蒙古自治区政府	内蒙古人民政府常务会议	<b>会议审议通过了健全解决拖欠企业账款长效机制、“四个一批”化债、建立政府债务管理机制等方案</b> ，强调要加大力度帮助基层化债，严格落实“八不准”要求，完善债务管理机制，有效防范化解政府债务风险。
4月30日	北京市住房和城乡建设委员会	关于优化调整本市住房限购政策的通知	<b>在执行现有住房限购政策的基础上，允许以下居民家庭（含夫妻双方及未成年子女，下同）或成年单身人士，在五环外新购买1套商品住房（包括新建商品住房和二手住房）：</b> 1.本市户籍居民家庭（含驻京部队现役军人和现役武警家庭、持有有效《北京市工作居住证》的家庭），已在京拥有2套住房的；2.本市户籍成年单身人士，已在京拥有1套住房的；3.连续5年（含）以上在本市缴纳社会保险或个人所得税的非本市户籍居民家庭或成年单身人士，已在京拥有1套住房的。

资料来源：郑州市政府，云南省政府，广州住房公积金管理中心，泰山财经，天津市政府，陕西省联社，陕西政协网，山东省政府，国家金融监督管理总局北京监管局，深圳市房地产业协会，内蒙古自治区政府，北京市住建委，华创证券

## 五、信用债策略：把握后续调整到位后信用债配置机会与二永债波段交易机会

近期受监管频提长端收益率风险、稳地产政策发力预期升温、权益市场表现较强等因素影响，债市整体大幅回调，信用债利差震荡走阔。考虑到“钱多”逻辑下机构配债需求旺盛，以及资产荒行情短期内难以改变，信用债市场可把握调整到位后带来的配置机会，二永债作为信用债中偏交易品种，行情调整时估值波动幅度较大，可博弈其波段操作机会。从最新市场行情来看，各板块信用策略如下：

1、城投债利差处于历史低位，当前继续下沉的性价比不高，可在把握流动性的同时适当拉久期，可重点关注流动性较强（一个月内债券换手率10%以上）、存量债券余额较高（300亿元以上）的主体。对于收益诉求较高机构，可重点关注“统借统还”政策推行之下重点区域部分弱资质主体的短久期、高票息城投债，进一步挖掘收益。此外，积极关注重点区域范围扩大带来的部分地市参与机会，比如潍坊等地，该类地市随着相关政策的推进落地，收益率存在进一步快速收敛的可能。

2、地产债当前绝对收益率仍具有相对吸引力，可结合基本面情况关注隐含评级AA及以上央国企地产债的收益挖掘机会，如建发地产、中交房地产等，考虑到当前行业景气度处于下行区间，且行业负面舆情频发，地产债估值波动风险仍存，建议适当控制久期。对于地产债投研精力充沛的机构，可择时参与，把握波段交易机会。

3、煤炭债整体配置性价比较低，可适当拉长久期采取骑乘策略增厚收益，同时关注

其产业永续债的品种溢价机会。当前煤炭债 2y-1y 期限利差较为充裕，隐含评级 AA 品种尤为显著，可适当拉久期至 2 年，通过骑乘策略获取资本利得带来的超额收益。

4、钢铁债整体配置性价比不高，可关注部分钢企的结构性机会，如南钢联合、柳钢集团等主体具备一定收益挖掘价值。此外，当前钢铁债 3-5y 隐含评级 AA+ 品种相较于煤炭债品种溢价较高，收益挖掘机会值得关注。

5、行情调整下银行二永债估值波动较大，综合品种比价与估值波动情况来看，当前配置性价比不高，后续可关注二永债调整到位后的逢高配置机会。参考今年 3 月债市调整情况，预计 10 年国债收益率 2.35% 仍为压力位，对应 3Y、5Y 大行二级资本债收益率高点分别为 2.65%、2.68%，而当前 3Y、5Y 大行二级资本债收益率分别为 2.39%、2.49%，预计后续或仍存在 20BP 左右调整空间。行情调整后中高等级二永债拉久期策略性价比仍较高，同时对于江浙、川渝、广东等经济发达区域城农商行，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，但对中低等级品种建议适当控制久期。

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

图表 20 4 月信用债收益率全线下行，AA+ 地产债表现最为亮眼

4月	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	ABS	信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS
1Y	AAA	2.14	2.21	2.26	2.20	2.14	2.22	2.24	2.34	10%	12%	13%	10%	10%	12%	9%	2%
	AA+	2.24	2.27	2.29	2.25	2.24	2.23	2.25	2.48	9%	12%	6%	3%	7%	12%	7%	1%
	AA	2.29	2.34	2.80	2.35	2.29	2.28	2.33	2.63	6%	10%	1%	1%	2%	8%	2%	1%
2Y	AAA	2.31	2.34	2.42	2.37	2.31	2.32	2.35	2.52	2%	2%	7%	2%	2%	2%	2%	2%
	AA+	2.42	2.40	2.48	2.49	2.42	2.34	2.36	2.69	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%
	AA	2.50	2.47	3.11	2.58	2.54	2.40	2.48	2.88	2%	2%	6%	2%	2%	2%	2%	2%
3Y	AAA	2.39	2.40	2.50	2.46	2.39	2.39	2.44	2.63	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	AA+	2.51	2.46	2.58	2.66	2.51	2.42	2.45	2.87	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	AA	2.59	2.52	3.30	2.69	2.68	2.49	2.62	3.06	2%	1%	6%	2%	2%	1%	2%	2%
4Y	AAA	2.43	2.43	2.54	2.49	2.43	2.47	2.51	2.75	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
	AA+	2.54	2.50	2.62	2.70	2.54	2.50	2.53	3.03	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
	AA	2.67	2.57	3.40	2.78	2.77	2.60	2.74	3.35	1%	1%	5%	1%	1%	1%	2%	1%
5Y	AAA	2.53	2.57	2.64	2.59	2.53	2.49	2.54	2.83	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%
	AA+	2.65	2.64	2.72	2.81	2.65	2.52	2.56	3.19	2%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	2%
	AA	2.78	2.73	3.54	2.89	2.88	2.70	2.83	3.49	1%	1%	5%	1%	1%	2%	1%	1%
环比变化	等级	信用债收益率 (BP)								历史分位数							
		信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS	信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二级资本债	银行永续债	ABS
1Y	AAA	-18	-14	-19	-18	-19	-13	-16	-17	-7%	-4%	-10%	-7%	-6%	-3%	-5%	-11%
	AA+	-18	-14	-24	-21	-18	-13	-16	-18	-8%	-5%	-9%	-13%	-7%	-1%	-6%	-9%
	AA	-18	-14	-15	-19	-18	-13	-13	-19	-10%	-6%	-3%	-8%	-8%	-4%	-4%	-1%
2Y	AAA	-12	-12	-12	-13	-12	-12	-14	-13	-7%	-10%	-6%	-8%	-6%	-8%	-7%	0%
	AA+	-15	-12	-19	-16	-15	-14	-14	-11	-8%	-5%	-7%	-11%	-1%	-10%	-5%	0%
	AA	-14	-15	-7	-13	-14	-16	-16	-11	0%	-5%	0%	0%	-1%	-5%	-1%	1%
3Y	AAA	-11	-18	-12	-11	-11	-13	-14	-9	0%	-3%	-7%	0%	0%	0%	1%	1%
	AA+	-13	-18	-17	-13	-13	-15	-16	-12	0%	0%	0%	-7%	0%	0%	0%	1%
	AA	-15	-21	-8	-13	-15	-20	-16	-13	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	2%
4Y	AAA	-15	-19	-16	-17	-15	-13	-14	-16	-1%	-1%	-2%	-2%	-1%	1%	0%	-1%
	AA+	-19	-21	-23	-20	-19	-14	-14	-16	-2%	-2%	-1%	-1%	-2%	1%	1%	-1%
	AA	-21	-26	-15	-19	-21	-18	-19	-20	-2%	-3%	-1%	-3%	-4%	-1%	-2%	0%
5Y	AAA	-10	-10	-10	-12	-10	-13	-17	-12	0%	1%	0%	1%	0%	1%	0%	0%
	AA+	-18	-13	-21	-18	-18	-15	-17	-13	-1%	-1%	1%	1%	-1%	0%	0%	0%
	AA	-20	-19	-12	-17	-20	-15	-18	-17	-2%	-2%	-1%	-2%	-4%	-1%	-2%	1%

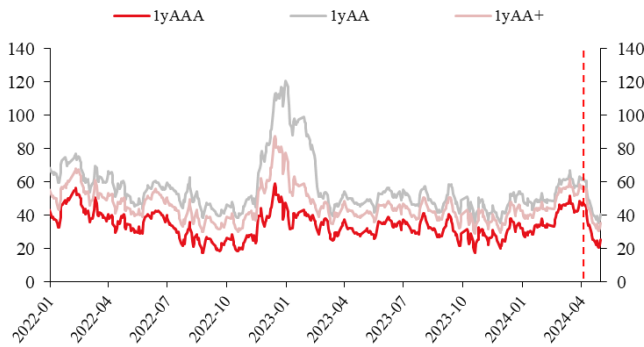
资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、钢铁债、银行二级资本债、银行永续债有关数据最高等级均为 AAA-; 2、历史分位数起始日期为 2021 年 8 月 16 日, 下同; 3、4 月数据截至 2024 年 4 月 30 日, 环比变化为相对 2024 年 3 月 29 日数据变化。

### (一) 信用债收益率全线下行, 各品种信用利差普遍收窄

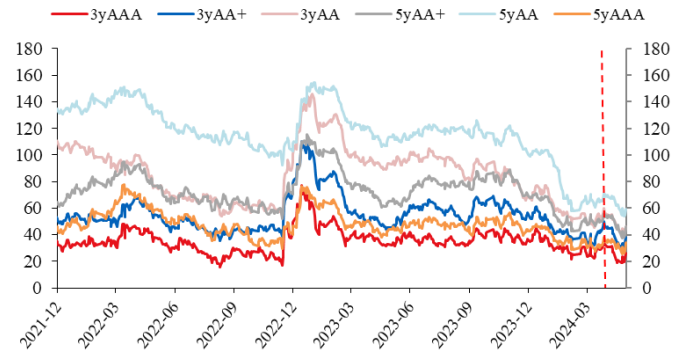
4 月信用债收益率全线下行, 其中 1 年期各等级品种和 4-5 年期中低等级品种下行幅度较大, 对应变动 18-21BP, 其余品种普遍下行 10-15BP。信用利差全线收窄, 其中 1y 品种变动尤为明显, 对应收窄 23BP, 5yAAA 品种收窄 2BP, 其他品种普遍收窄 7-14BP。

图表 21 1y 不同品种信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 22 3y、5y 不同品种信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 整体信用利差变动情况

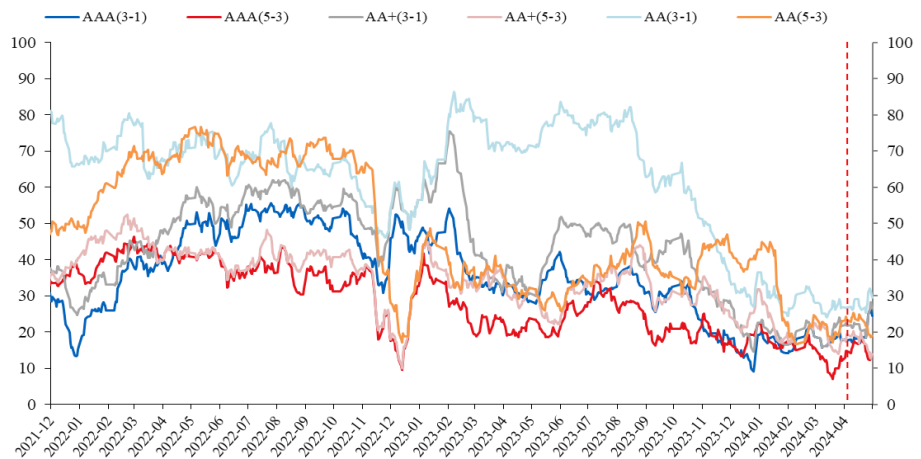
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-04-30	26	36	41	26	37	45	26	38	46	25	36	49	34	46	59
分位数	12%	9%	5%	24%	22%	10%	12%	5%	2%	3%	2%	1%	9%	3%	1%
2024-03-29	49	59	64	35	49	56	33	47	57	34	49	64	36	56	71
分位数	96%	92%	80%	79%	77%	40%	39%	28%	8%	25%	9%	6%	11%	9%	7%
利差中位数 (BP)	34	45	54	30	43	61	34	52	92	37	58	101	46	71	118
利差变动 (BP)	-23	-23	-23	-9	-12	-11	-7	-9	-11	-8	-12	-14	-2	-10	-12
分位数变化	-84%	-83%	-75%	-55%	-55%	-30%	-27%	-23%	-7%	-21%	-7%	-5%	-2%	-6%	-5%
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
2024-04-30	2.14	2.24	2.29	2.31	2.42	2.50	2.39	2.51	2.59	2.43	2.54	2.67	2.53	2.65	2.78
分位数	10%	9%	6%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
2024-03-29	2.33	2.43	2.48	2.42	2.56	2.63	2.50	2.64	2.74	2.59	2.74	2.89	2.62	2.82	2.97
分位数	17%	17%	16%	8%	10%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	2%	3%	3%
收益率中位数 (%)	2.55	2.66	2.74	2.74	2.89	3.06	2.91	3.09	3.40	3.04	3.27	3.74	3.18	3.43	3.87
收益率变动 (BP)	-18	-18	-18	-12	-15	-14	-11	-13	-15	-15	-19	-21	-10	-18	-20
分位数变化	-7%	-8%	-10%	-7%	-8%	0%	0%	0%	0%	-1%	-2%	-2%	0%	-1%	-2%

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 期限利差走势分化, 4y-3y 各等级显著收窄

4月期限利差走势分化, 其中 5y-4y 各等级品种期限利差走阔 2-6BP, 4y-3y 各等级品种期限利差收窄 4-6BP, 2y-1y 各等级品种期限利差走阔 4-7BP, 整体来看 4y-3y 品种期限利差收窄明显。

图表 24 各隐含评级信用债的期限利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 期限利差变动情况

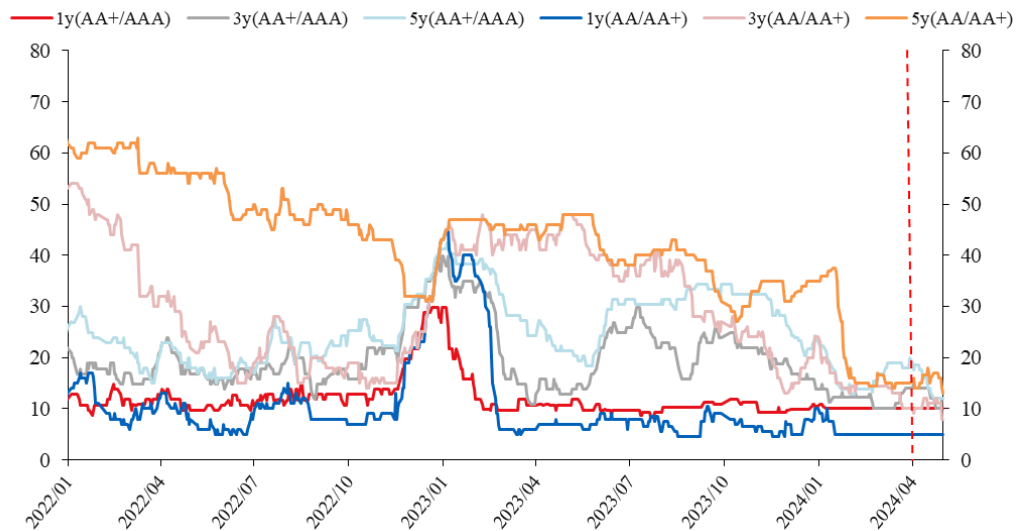
信用利差 (BP)	5Y-4Y			4Y-3Y			3Y-2Y			2Y-1Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-04-30	9	10	10	4	3	8	8	9	9	16	17	20
分位数	30%	17%	10%	4%	0%	5%	19%	12%	0%	31%	26%	20%
2024-03-29	4	9	9	8	9	14	8	8	11	10	14	16
分位数	2%	8%	5%	20%	14%	17%	16%	7%	1%	4%	12%	7%
利差中位数 (BP)	12	15	17	15	17	27	15	20	35	20	22	30
利差变动 (BP)	6	2	2	-4	-6	-6	0	1	-2	7	4	5
分位数变化	28%	9%	5%	-15%	-13%	-12%	3%	6%	-1%	27%	14%	13%

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 等级利差普遍收窄, 各期限 AA/AA+ 等级利差历史分位数已低于 10%

4 月等级利差普遍收窄, 2-3yAA+/AAA 品种收窄 2-3BP, 4-5yAA+/AAA 品种收窄 4-8BP, 3-5yAA/AA+ 品种收窄 2BP, 而 2yAA/AA+ 品种走阔 1BP, 当前各期限 AA/AA+ 品种的等级利差均已处于 10% 以下较低分位数水平。

图表 26 各剩余期限品种的等级利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 信用债等级利差变动情况

信用利差 (BP)	AA+/AAA					AA/AA+				
	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
2024-04-30	10	11	12	11	12	5	8	8	13	13
分位数	28%	27%	5%	1%	0%	5%	9%	0%	0%	0%
2024-03-29	10	14	14	15	20	5	7	10	15	15
分位数	31%	69%	16%	12%	26%	11%	7%	0%	3%	3%
利差中位数 (BP)	11	13	18	20	23	8	15	30	43	43
利差变动 (BP)	0	-3	-2	-4	-8	0	1	-2	-2	-2
分位数变化	-3%	-43%	-11%	-11%	-26%	-6%	3%	0%	-3%	-3%

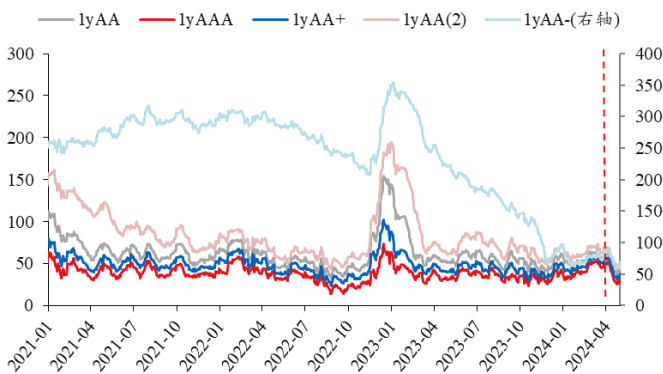
资料来源: Wind, 华创证券

(四) 城投利差普遍收窄，短端与中长端低等级品种尤为显著

4月中央继续强调进一步推动一揽子化债方案落地见效，政治局会议强调平衡化债与经济发展，深入实施地方政府债务风险化解方案。上交所举办城投企业产业化转型培训相关活动，后续城投转型相关工作有望加速推进，多区域出台有力化债举措，城投债务风险进一步缓释。

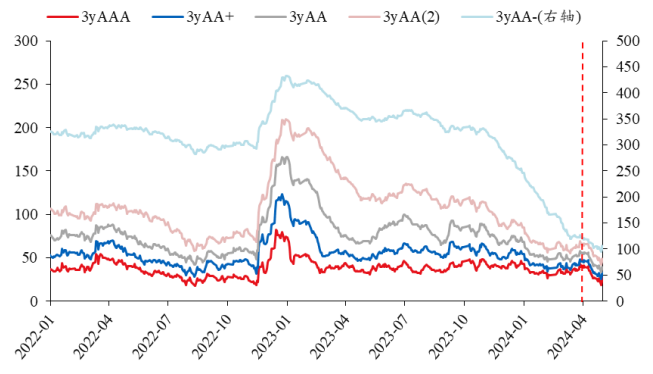
城投债各品种收益率全线下行，在化债行情持续演绎下，中长端低等级城投债品种收益率大幅下行，反映出收益诉求驱动下市场青睐于对城投债进行下沉并拉久期。具体来看，3-5yAA及以下等级品种收益率下行17-35BP，对应信用利差收窄9-28BP，其余品种收益率普遍下行10-21BP，1y各等级品种信用利差收窄18-24BP，2y除AA-等级品种走阔3BP外普遍收窄9-15BP，3-5y中高等级品种收窄2-17BP。

图表 28 1年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 3年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 城投债利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期					2年期					3年期					4年期					5年期				
	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
2024-04-30	32	38	45	52	63	30	36	43	50	60	27	33	40	49	107	25	32	39	53	157	38	45	54	75	179
分位数	25%	18%	13%	6%	1%	36%	19%	9%	5%	8%	10%	3%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	0%	0%	11%	4%	2%	1%	0%
2024-03-29	51	57	64	70	87	39	45	55	65	87	41	47	56	66	122	37	46	58	70	185	40	50	66	85	204
分位数	92%	86%	78%	52%	12%	86%	55%	43%	25%	5%	75%	30%	18%	8%	1%	31%	11%	7%	3%	0%	15%	7%	7%	5%	0%
利差中位数 (BP)	37	45	55	68	245	32	44	58	78	296	36	52	71	102	324	40	57	86	129	354	49	67	102	148	373
利差变动 (BP)	-19	-19	-19	-18	-24	-9	-9	-12	-16	3	-14	-14	-17	-18	-16	-12	-14	-19	-17	-28	-2	-5	-11	-9	-24
分位数变化	-67%	-68%	-65%	-47%	-11%	-51%	-35%	-33%	-24%	3%	-65%	-27%	-17%	-7%	1%	-29%	-10%	-6%	-3%	0%	-4%	-3%	-5%	-4%	0%
中债估值收益率 (%)	1年期					2年期					3年期					4年期					5年期				
2024-04-30	2.21	2.27	2.34	2.41	2.52	2.34	2.40	2.47	2.54	2.94	2.40	2.46	2.52	2.61	3.19	2.43	2.50	2.57	2.71	3.75	2.57	2.64	2.73	2.94	3.98
分位数	12%	12%	10%	7%	1%	2%	2%	2%	1%	6%	2%	2%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	1%	0%
2024-03-29	2.35	2.41	2.48	2.54	2.71	2.46	2.52	2.62	2.72	2.94	2.58	2.64	2.74	2.84	3.40	2.62	2.71	2.83	2.95	4.10	2.67	2.77	2.93	3.12	4.31
分位数	16%	16%	16%	13%	4%	12%	7%	7%	4%	3%	4%	2%	2%	1%	0%	2%	3%	4%	3%	0%	1%	2%	3%	3%	0%
收益率中位数 (%)	2.59	2.68	2.79	2.94	4.63	2.77	2.89	3.06	3.28	5.39	2.92	3.07	3.30	3.62	5.84	3.09	3.27	3.53	3.95	6.23	3.19	3.40	3.71	4.18	6.47
收益率变动 (BP)	-14	-14	-14	-13	-19	-12	-12	-15	-18	0	-18	-18	-21	-22	-20	-19	-21	-26	-24	-35	-10	-13	-19	-17	-32
分位数变化	-4%	-5%	-6%	-6%	-3%	-10%	-5%	-5%	-3%	3%	-3%	0%	0%	0%	2%	-1%	-2%	-3%	-3%	1%	1%	-1%	-2%	-2%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

从区域来看，各区域城投利差全线收窄，当前分位数大多处于5%以下的历史较低水平，弱区域进一步下沉的性价比有所降低。其中青海、辽宁、甘肃等区域利差收窄20BP以上，其他区域利差较上月末全线收窄10-20BP。

图表 31 城投区域利差及变化 (BP)

省份	2024/04/30	2024/03/29	2023/12/29	当前信用利差 历史分位数	近一月信用利 差变动	2024年以来信 用利差变动	2023年最低 点	当前信用利差较 2023年最低点变动
青海	131	167	630	16%	-36	-499	621	-490
贵州	302	335	528	42%	-33	-226	528	-226
辽宁	193	223	279	15%	-30	-86	279	-86
甘肃	94	115	178	0%	-21	-84	174	-80
四川	96	116	163	0%	-20	-67	161	-65
湖北	68	88	116	0%	-20	-48	107	-39
河南	79	98	129	0%	-19	-50	122	-43
湖南	79	98	134	0%	-18	-54	132	-52
吉林	77	95	152	0%	-18	-74	149	-72
陕西	105	122	183	0%	-17	-77	183	-77
江西	72	89	118	0%	-16	-45	109	-37
海南	54	70	87	1%	-16	-34	73	-20
山东	104	120	172	3%	-16	-68	172	-68
江苏	60	76	94	0%	-15	-33	81	-20
安徽	63	78	95	0%	-15	-32	82	-20
重庆	88	103	148	0%	-15	-60	146	-58
河北	65	80	102	0%	-15	-37	93	-28
西藏	58	73	91	1%	-15	-33	79	-22
新疆	67	81	101	0%	-15	-35	87	-21
山西	59	73	92	0%	-14	-33	85	-26
宁夏	93	107	201	2%	-14	-108	201	-108
浙江	54	69	81	0%	-14	-27	68	-14
内蒙古	94	108	108	1%	-14	-14	90	4
广西	127	141	264	6%	-14	-138	264	-138
天津	95	108	152	0%	-14	-57	145	-50
北京	47	61	66	1%	-13	-18	53	-6
福建	50	63	73	0%	-13	-23	62	-12
上海	43	56	56	3%	-13	-13	42	1
广东	48	61	69	1%	-13	-21	58	-10
黑龙江	131	141	195	1%	-11	-64	194	-63
云南	151	161	282	7%	-10	-131	282	-131

资料来源: Wind, 华创证券

注: 历史分位数起始于2014年1月2日。

### (五) 地产债利差全线收窄, 关注央国企债的调整机会

在“金三银四”规律下, 4月地产销售动能走弱, 销售中枢有所下移。4月30大中城市商品房成交面积759万平方米, 较3月环比下降14%, 较2019、2021、2023年同期分别下降56%、63%、41%, 当前商品房销售表现仍显低迷。本月区域地产政策持续优化, 多城市宣布放宽住房购买限制及落户条件, 中央政治局会议强调统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施, 有望进一步带动地产销售数据改善。

从利差表现来看, 4月地产债信用利差全线收窄, 其中1y品种收窄尤为明显, 对应变动24-28BP。2-4yAAA、AA+品种收窄8-16BP, 2-5yAA等级品种收窄3-8BP。央企、地方国企、民企地产债利差分别收窄10BP、13BP、35BP, 混合所有制受万科影响走阔840BP。从板块比价来看, 资产荒背景下地产债收益率仍具有一定吸引力, 可关注经营稳健的央国企地产债的收益挖掘机会, 考虑到行业景气度仍处于下行区间以及行业负面舆情频发, 地产债估值波动风险仍存, 建议适当控制久期。

图表 32 地产债利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 不同企业类型地产债利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

注: 剔除违约或展期企业。

图表 34 地产债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-04-30	37	41	91	38	44	107	37	45	117	36	44	122	45	54	135
分位数	34%	3%	4%	58%	5%	14%	38%	2%	14%	19%	1%	6%	26%	2%	6%
2024-03-29	61	70	111	47	60	111	44	57	120	45	59	130	48	66	139
分位数	100%	87%	25%	90%	46%	17%	68%	12%	18%	63%	6%	7%	36%	4%	7%
利差中位数 (BP)	40	59	138	36	60	140	40	72	154	42	80	176	51	91	194
利差变动 (BP)	-24	-29	-20	-10	-16	-5	-8	-12	-3	-9	-15	-8	-2	-13	-4
分位数变化	-66%	-84%	-22%	-32%	-41%	-2%	-30%	-10%	-4%	-44%	-5%	-1%	-11%	-3%	0%
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
2024-04-30	2.26	2.29	2.80	2.42	2.48	3.11	2.50	2.58	3.30	2.54	2.62	3.40	2.64	2.72	3.54
分位数	13%	6%	1%	7%	1%	6%	2%	2%	6%	1%	1%	5%	2%	1%	5%
2024-03-29	2.45	2.54	2.95	2.54	2.67	3.18	2.62	2.75	3.38	2.70	2.84	3.55	2.74	2.93	3.66
分位数	22%	14%	4%	13%	8%	6%	9%	1%	6%	3%	2%	6%	2%	0%	6%
收益率中位数 (%)	2.64	2.81	3.66	2.80	3.06	3.86	2.95	3.30	4.10	3.13	3.48	4.42	3.25	3.66	4.63
收益率变动 (BP)	-19	-24	-15	-12	-19	-7	-12	-17	-8	-16	-23	-15	-10	-21	-12
分位数变化	-10%	-9%	-3%	-6%	-7%	0%	-7%	0%	0%	-2%	-1%	-1%	0%	1%	-1%

资料来源: Wind, 华创证券

### (六) 煤炭债利差全线收窄, 关注永续债品种溢价机会

4月全国气温整体回升, 天气回暖, 民用电负荷走弱、工业用电缓慢恢复, 电煤需求淡季特征突出。在煤价方面, 4月上旬水电供给增加, 叠加进口煤推动电厂库存上升导致终端采购意愿低迷, 煤价小幅下调。4月大秦线集中检修, 煤炭到港成本偏高, 叠加化工用煤需求略有释放, 部分煤种供应偏紧, 故煤价在经历小幅下调后继续上涨。主流港口煤炭库存从4月初的5781万吨升至月末的6098万吨, 山西产动力末煤(Q5500)价格由820元/吨下降至801元/吨后, 又持续上升至827元/吨。

从信用利差来看, 煤炭债各品种信用利差全线收窄, 其中1y品种利差收窄23-26BP, 其他品种利差普遍收窄4-13BP。当前煤炭债收益率压缩至历史低位, 整体配置性价比较低, 可关注其产业永续债的品种溢价机会。当前2y-1y期限利差较为充裕, 隐含评级AA品种尤为显著, 可适当拉长期至2年, 并采取骑乘策略增厚收益。

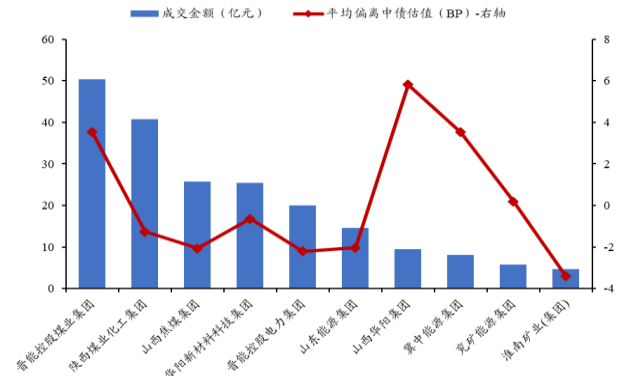
图表 35 煤炭库存与动力煤价格



资料来源: Wind, 华创证券

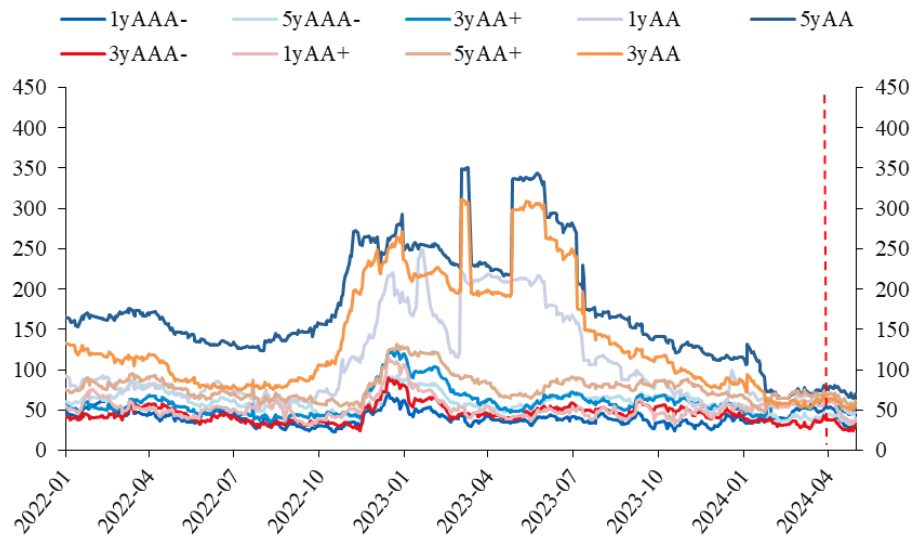
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权 YTM 与前一日中债估值差额平均。

图表 36 煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 煤炭债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 煤炭债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-04-30	31	36	46	33	45	54	33	53	56	31	52	60	40	62	70
分位数	12%	3%	1%	27%	42%	7%	11%	46%	3%	3%	9%	3%	4%	14%	3%
2024-03-29	54	62	70	43	58	63	40	62	64	42	64	71	44	72	78
分位数	95%	87%	26%	80%	88%	13%	36%	73%	6%	16%	68%	6%	8%	49%	7%
利差中位数 (BP)	40	50	79	37	47	88	43	54	120	47	60	145	58	72	163
利差变动 (BP)	-23	-26	-24	-10	-13	-10	-7	-9	-8	-10	-12	-11	-4	-10	-9
分位数变化	-83%	-84%	-25%	-53%	-46%	-6%	-24%	-28%	-3%	-13%	-58%	-3%	-5%	-34%	-4%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
2024-04-30	2.20	2.25	2.35	2.37	2.49	2.58	2.46	2.66	2.69	2.49	2.70	2.78	2.59	2.81	2.89
分位数	10%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
2024-03-29	2.38	2.46	2.54	2.50	2.65	2.70	2.57	2.80	2.82	2.67	2.89	2.96	2.70	2.99	3.05
分位数	17%	16%	9%	10%	12%	2%	2%	8%	2%	3%	2%	4%	1%	1%	3%
收益率中位数 (%)	2.60	2.73	3.09	2.82	2.91	3.37	3.00	3.11	3.71	3.15	3.28	4.11	3.28	3.45	4.33
收益率变动 (BP)	-18	-21	-19	-13	-16	-13	-11	-13	-13	-17	-20	-19	-12	-18	-17
分位数变化	-7%	-13%	-8%	-8%	-11%	0%	0%	-7%	0%	-2%	-1%	-3%	1%	1%	-2%

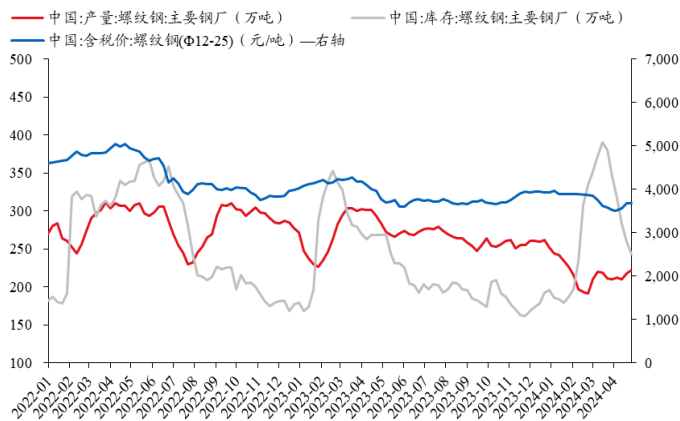
资料来源: Wind, 华创证券

(七) 钢铁债利差全线收窄，关注部分钢企的结构性机会

4月下游项目施工节奏有所加快，推动螺纹钢价格上涨，同时去库斜率也在走高，投资需求的修复正在加快。主要钢厂库存由3月末的345万吨持续下降至4月末的243万吨左右，周产量小幅提升12万吨，Φ12-25螺纹钢价格由3518元/吨上升至3678元/吨。

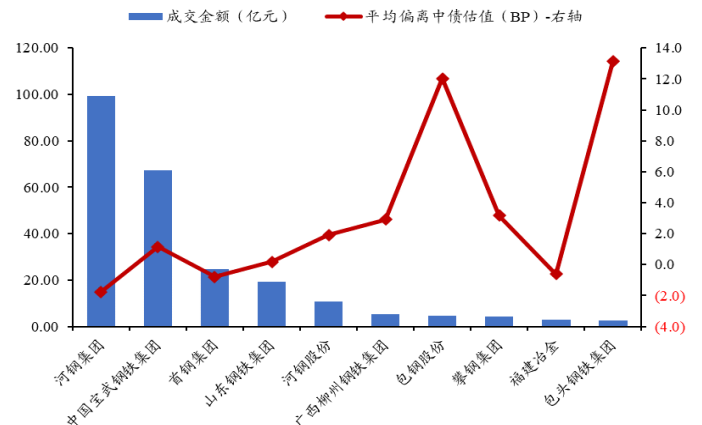
从信用利差来看，钢铁债利差全线收窄，可关注部分钢企的结构性机会，如南钢联合、柳钢集团等主体具备一定收益挖掘价值。行情调整之下，1y各品种利差收窄23-26BP，其余品种全线收窄4-13BP。当前钢铁债3-5y隐含评级AA+品种相较于煤炭债品种溢价较高，收益挖掘机会值得关注。

图表 39 螺纹钢量、价、库存走势



资料来源: Wind, 华创证券

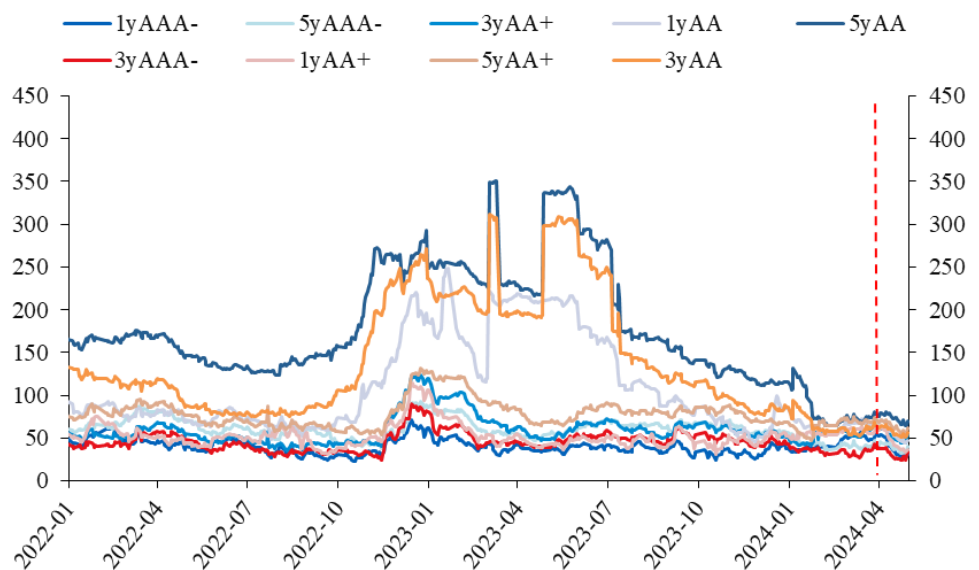
图表 40 钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况



资料来源: Wind, 华创证券

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

图表 41 钢铁债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 钢铁债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-04-30	31	36	46	33	45	54	33	53	56	31	52	60	40	62	70
分位数	12%	3%	1%	27%	42%	7%	11%	46%	3%	3%	9%	3%	4%	14%	3%
2024-03-29	54	62	70	43	58	63	40	62	64	42	64	71	44	72	78
分位数	95%	87%	26%	80%	88%	13%	36%	73%	6%	16%	68%	6%	8%	49%	7%
利差中位数 (BP)	40	50	79	37	47	88	43	54	120	47	60	145	58	72	163
利差变动 (BP)	-23	-26	-24	-10	-13	-10	-7	-9	-8	-10	-12	-11	-4	-10	-9
分位数变化	-83%	-84%	-25%	-53%	-46%	-6%	-24%	-28%	-3%	-13%	-58%	-3%	-5%	-34%	-4%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-04-30	2.20	2.25	2.35	2.37	2.49	2.58	2.46	2.66	2.69	2.49	2.70	2.78	2.59	2.81	2.89
分位数	10%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
2024-03-29	2.38	2.46	2.54	2.50	2.65	2.70	2.57	2.80	2.82	2.67	2.89	2.96	2.70	2.99	3.05
分位数	17%	16%	9%	10%	12%	2%	2%	8%	2%	3%	2%	4%	1%	1%	3%
收益率中位数 (%)	2.60	2.73	3.09	2.82	2.91	3.37	3.00	3.11	3.71	3.15	3.28	4.11	3.28	3.45	4.33
收益率变动 (BP)	-18	-21	-19	-13	-16	-13	-11	-13	-13	-17	-20	-19	-12	-18	-17
分位数变化	-7%	-13%	-8%	-8%	-11%	0%	0%	-7%	0%	-2%	-1%	-3%	1%	1%	-2%

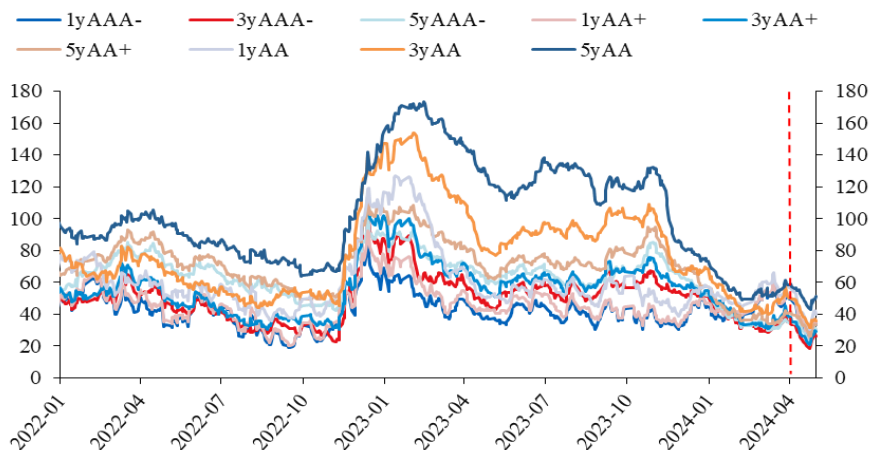
资料来源: Wind, 华创证券

### (八) 银行二级资本债利差先下后上, 关注波段操作与调整到位后配置机会

4月银行二永债收益率全线下行, 信用利差全线收窄。临近月末债市调整, 二永债作为信用债中偏交易品种, 估值收益率大幅上行。全月来看, 银行二级资本债方面, 各等级品种收益率下行 13-19BP, 1y 各等级品种信用利差收窄 18BP, 其他品种利差收窄 5-15BP。

综合品种比价与估值波动情况来看, 当前二永债配置性价比不高, 未来或仍存在一定向上调整空间。参考今年3月债市调整情况, 预计10年国债收益率2.35%仍为压力位, 对应3Y、5Y 大行二级资本债收益率高点分别为2.65%、2.68%, 而当前3Y、5Y 大行二级资本债收益率分别为2.39%、2.49%, 预计后续3Y、5Y 大行二级资本债或仍存在25BP、20BP 左右调整空间。行情调整时二永债估值波动幅度较大, 可博弈其波段操作机会。考虑到“钱多”逻辑下机构配债需求旺盛, 以及资产荒行情短期内难以改变, 后续可关注二永债调整到位后的逢高配置机会。具体策略来看, 1) 本轮行情调整后中高等级二永债拉久期策略性价比仍较高, 2) 对于江浙、川渝、广东等经济发达区域城农商行, 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, 但对中低等级二永债建议适当控制久期。

图表 43 银行二级资本债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 银行二级资本债信用利差变动情况

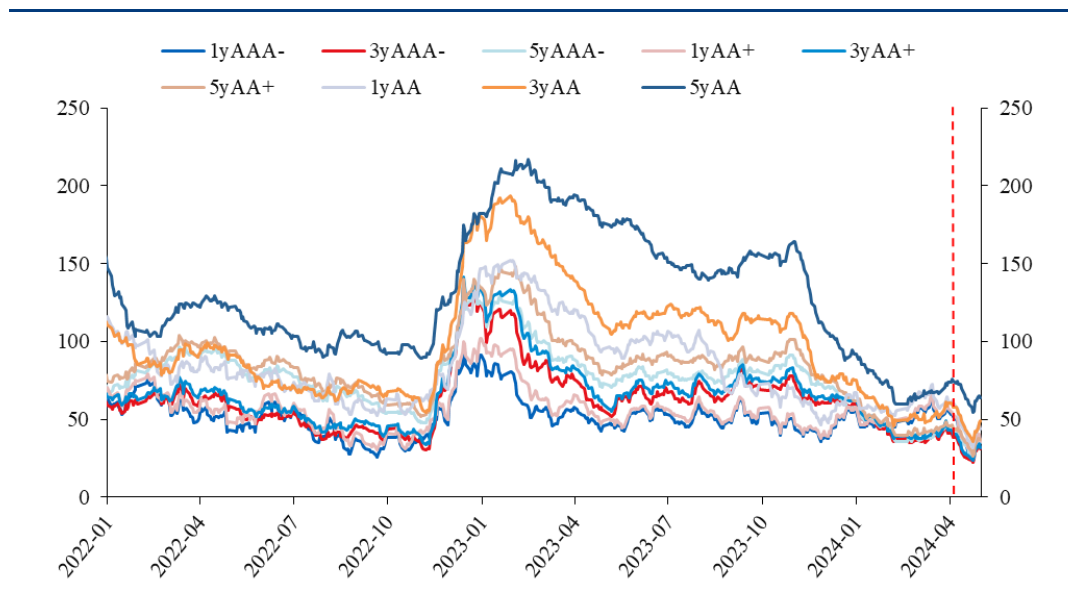
信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-04-30	33	35	40	28	30	36	26	29	36	29	32	42	30	33	51
分位数	14%	13%	4%	19%	17%	10%	3%	2%	1%	2%	2%	1%	2%	1%	3%
2024-03-29	51	52	57	37	41	49	35	39	51	34	38	52	35	40	58
分位数	84%	78%	50%	45%	46%	30%	16%	18%	13%	5%	5%	6%	4%	5%	7%
利差中位数(BP)	42	45	57	38	42	60	49	54	77	57	64	87	63	71	100
利差变动(BP)	-18	-18	-18	-9	-11	-13	-9	-10	-15	-6	-6	-10	-5	-7	-7
分位数变化	-70%	-65%	-45%	-25%	-28%	-20%	-14%	-17%	-12%	-3%	-3%	-4%	-2%	-4%	-3%
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	
2024-04-30	2.22	2.23	2.28	2.32	2.34	2.40	2.39	2.42	2.49	2.47	2.50	2.60	2.49	2.52	2.70
分位数	12%	12%	8%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%	1%	2%
2024-03-29	2.35	2.36	2.41	2.44	2.48	2.56	2.52	2.57	2.69	2.60	2.63	2.77	2.62	2.67	2.85
分位数	15%	13%	12%	11%	12%	7%	1%	2%	2%	1%	1%	2%	1%	2%	2%
收益率中位数(%)	2.64	2.68	2.79	2.82	2.87	3.02	3.05	3.10	3.33	3.25	3.31	3.59	3.36	3.42	3.76
收益率变动(BP)	-13	-13	-13	-12	-14	-16	-13	-15	-20	-13	-14	-18	-13	-15	-15
分位数变化	-3%	-1%	-4%	-8%	-10%	-5%	0%	0%	-1%	1%	1%	-1%	1%	0%	-1%

资料来源: Wind, 华创证券

### (九) 银行永续债利差全线收窄，估值波动大于二级资本债

4月银行永续债利差全线收窄，其中1y各等级品种收窄18-21BP，其他品种利差全线收窄7-14BP。相对银行二级资本债，当前2-5yAA等级的银行永续债与银行二级资本债的品种溢价处于8-14BP，其余品种溢价普遍处于5BP以内，溢价吸引力较为一般。

图表 45 银行永续债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 银行永续债信用利差变动情况

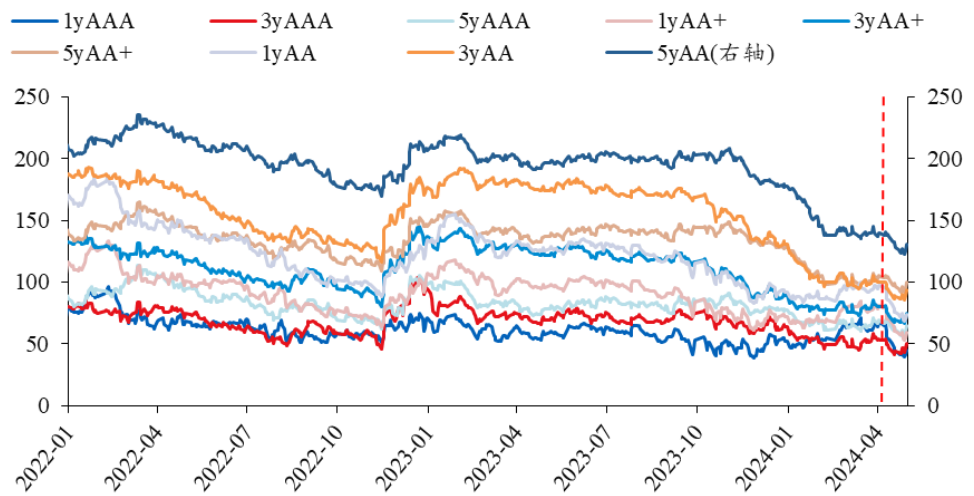
信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-04-30	35	36	44	31	32	44	31	32	49	33	35	56	35	37	64
分位数	6%	4%	1%	14%	11%	5%	2%	2%	3%	2%	2%	4%	1%	1%	3%
2024-03-29	56	57	62	42	43	57	41	43	60	40	42	68	44	46	74
分位数	67%	56%	18%	24%	23%	22%	13%	10%	8%	5%	5%	8%	5%	5%	6%
利差中位数(BP)	52	56	82	51	54	82	61	65	102	67	74	120	77	86	131
利差变动(BP)	-21	-21	-18	-11	-12	-14	-10	-11	-11	-7	-7	-12	-9	-9	-10
分位数变化	-61%	-52%	-17%	-11%	-11%	-17%	-11%	-8%	-5%	-3%	-3%	-4%	-4%	-3%	-3%
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	
2024-04-30	2.24	2.25	2.33	2.35	2.36	2.48	2.44	2.45	2.62	2.51	2.53	2.74	2.54	2.56	2.83
分位数	9%	7%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%
2024-03-29	2.40	2.41	2.46	2.49	2.50	2.64	2.58	2.61	2.78	2.65	2.67	2.93	2.71	2.73	3.01
分位数	13%	13%	6%	8%	6%	3%	1%	1%	3%	1%	1%	4%	2%	1%	3%
收益率中位数(%)	2.74	2.77	3.03	2.95	2.98	3.26	3.16	3.20	3.54	3.35	3.42	3.82	3.47	3.54	4.01
收益率变动(BP)	-16	-16	-13	-14	-14	-16	-14	-16	-16	-14	-14	-19	-17	-17	-18
分位数变化	-5%	-6%	-4%	-7%	-5%	-1%	1%	0%	-1%	0%	1%	-2%	0%	0%	-2%

资料来源: Wind, 华创证券

(十) ABS 利差全线收窄, 关注 1-2y 中高等级品种收益挖掘机会

4 月 ABS 利差全线收窄, 其中 1y 各品种收窄幅度较大, 对应为 22-24BP, 其他品种收窄 4-13BP。当前 ABS 各品种收益率处于 2% 历史分位数以下, 但品种比价之下, ABS 仍具有一定吸引力, 可关注 1-2yAAA、AA+ 品种收益挖掘机会。

图表 47 ABS 信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 ABS 信用利差变动情况

信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-04-30	45	59	74	48	65	84	50	75	93	57	85	117	65	100	131
分位数	4%	1%	1%	8%	6%	4%	6%	3%	2%	3%	3%	1%	4%	4%	1%
2024-03-29	67	81	98	57	73	92	55	82	102	66	94	130	68	104	139
分位数	73%	27%	16%	36%	9%	6%	11%	8%	4%	16%	6%	5%	8%	5%	2%
利差中位数(BP)	62	96	126	61	101	138	69	118	170	72	126	185	82	137	200
利差变动(BP)	-22	-23	-24	-10	-8	-8	-5	-8	-8	-9	-9	-13	-4	-5	-9
分位数变化	-69%	-26%	-15%	-29%	-3%	-2%	-5%	-6%	-2%	-13%	-4%	-4%	-4%	-1%	-1%
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	
2024-04-30	2.34	2.48	2.63	2.52	2.69	2.88	2.63	2.87	3.06	2.75	3.03	3.35	2.83	3.19	3.49
分位数	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	1%
2024-03-29	2.51	2.66	2.82	2.64	2.80	2.99	2.73	3.00	3.19	2.91	3.19	3.55	2.95	3.31	3.66
分位数	13%	10%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	0%	2%	2%	2%	2%	2%	0%
收益率中位数(%)	2.85	3.14	3.43	3.05	3.40	3.77	3.23	3.68	4.18	3.39	3.94	4.51	3.54	4.07	4.68
收益率变动(BP)	-17	-18	-19	-13	-11	-11	-9	-12	-13	-16	-16	-20	-12	-13	-17
分位数变化	-11%	-9%	-1%	0%	0%	1%	1%	1%	2%	-1%	-1%	0%	0%	0%	1%

资料来源: Wind, 华创证券

## 六、风险提示

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

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

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

## 固定收益组团介绍

### 组长、首席分析师：周冠南

中央财经大学经济学硕士。曾任职于中信银行。2015年加入华创证券研究所。

### 高级分析师：张晶晶

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

### 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：葛莉江

上海财经大学数量经济学硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 分析师：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023年加入华创研究所。

### 分析师：张文星

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

### 研究员：董含星

中国地质大学应用经济学硕士。2022年加入华创证券研究所。

### 研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	资深销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	高级销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjian1@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	易星	销售经理		yixing@hcyjs.com
张玉恒	销售经理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wange@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中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 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522