

## 【债券月报】

# 直面低利率，聚焦高票息挖掘机会

## ——6 月信用债策略月报

- ❖ 5 月信用债市场从 4 月调整中逐渐修复，期间超长债发行放量以及稳地产政策预期形成阶段性扰动，当前信用债收益率基本修复至 4 月低点。具体来看，上旬，节后资金面均衡宽松，月初债市情绪回暖，信用债市场收益率修复明显，信用利差有所收窄。随后在特别国债发行预期及稳地产政策加码的影响下，信用债收益率小幅上行。中旬，受 4 月金融数据大幅不及预期影响，叠加特别国债发行计划落地且供给节奏慢于预期，债市走强。随后房地产政策“组合拳”发布，但在基本面弱修复基调下，信用债市场维持低位震荡。下旬，新一轮地产支持力度有所加码，在机构“欠配”、资金面平稳宽松的环境下，信用债收益率普遍下行，市场拉久期行情持续。
- ❖ 6 月信用债如何选择：综合久期、交易与下沉策略，精细化挖掘增厚收益。
  - 1、城投债：拉久期博收益策略仍可行，可结合主体资质、存量余额、成交活跃度等指标优选高流动性品种。久期方面，3y 以内品种可进一步下沉，拉久期至 5y 则建议控制区域及主体资质；品种方面，私募债与一般企业债存在 20-70BP 的超额利差空间，收益挖掘机会仍值得关注；区域方面，可关注利差在 80BP 以上的地市机会，如枣庄、日照、菏泽、德州、咸阳等。
  - 2、产业债：1) 地产债：可结合基本面情况关注隐含评级 AA 及以上央企国企地产债，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：整体配置性价比较低，可适当拉长久期至 2y 并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：当前 3-5y 隐含评级 AA+ 品种较煤炭债溢价较高，值得关注，下沉需保持谨慎。
  - 3、银行二永债：当前国股行二永债整体配置性价比不高，若出现行情调整估值波动风险较大，后续可逢高配置博弈波段操作的交易机会。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。
  - 4、ABS：收益率处于历史较低水平，但品种比价之下，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：净融资为年初以来最低水平，产业债申购热度环比提升
  - 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大幅上升，环比下降，城投债净融资同比、环比均下降。
  - 2、发行特征：产业债申购热度环比上升，城投债持平，5 年期及以上占比连创 2015 年以来新高，取消发行规模 11 亿元，环比下降 388 亿元。
- ❖ 二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，成交活跃度环比上升
  - 1、成交跟踪：5 月城投债成交 YTM 环比下行，部分偏尾部区域 3y 以内、中间梯队 5y 以上品种下行明显。日均成交笔数上升，城投债成交活跃度增加。
  - 2、异常成交：5 月城投债高估值成交主要分布在山东、湖北、江苏、重庆等区域，地产债高估值成交主要为万科、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：主体评级方面，共 5 家企业下调，10 家企业上调。债项隐含评级方面，1 家企业下调，4 家企业上调。
  - 2、政策跟踪：中央层面，稳地产政策“组合拳”推出，同时要求承接保障性住房再贷款的主体不得涉及隐债且不能是地方融资平台，月末政治局会议定调金融风险问责，进一步加强金融监管；地方层面，多地跟进出台地产新政，重点省份第二笔“统借统还”落地，化债政策有序推进。
- ❖ 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（0527-0602）：供需双强，定价或延续震荡》

2024-06-02

《【华创固收】降息并非必选项，“宽信用”有何看点？——债券月报 20240602》

2024-06-02

《【华创固收】期限利差大幅压缩，拉久期行情持续——信用周报 20240601》

2024-06-01

《【华创固收】地产成交增幅有限——每周高频跟踪 20240601》

2024-06-01

《【华创固收】新券供给持续偏弱，估值仍具修复空间——可转债周报 20240527》

2024-05-28

## 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、资产荒格局或缓解，债市进入均衡调整阶段.....               | 5  |
| 二、一级市场回顾：净融资为年初以来最低水平，产业债申购热度环比提升.....   | 5  |
| （一）信用债：净融资同比上升、环比下降，产业债申购热度较上月有所上升.....  | 5  |
| （二）城投债：净融资同比、环比均下降，近半数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.....      | 6  |
| （四）取消发行情况：5月取消发行规模环比大幅下降.....            | 7  |
| 三、二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，成交活跃度环比上升.....     | 7  |
| （一）城投债成交跟踪：区域表现分化，尾部区域短端下沉、中间梯队拉久期.....  | 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：下调主要为地方国有企业.....                 | 11 |
| （二）政策跟踪：稳地产政策“组合拳”推出，政治局会议定调金融风险问责.....  | 13 |
| 五、信用债策略：综合运用久期、交易与下沉策略，精细化挖掘增厚收益.....    | 16 |
| （一）信用债收益率全线下行，各品种信用利差普遍收窄.....           | 17 |
| （二）期限利差走势分化，2y-1y各等级显著收窄.....            | 18 |
| （三）等级利差普遍收窄，2-5y品种等级利差历史分位数已普遍低于10%..... | 19 |
| （四）城投利差全线收窄，中长端低等级品种尤为显著.....            | 19 |
| （五）地产债利差普遍收窄，低等级品种表现突出.....              | 23 |
| （六）煤炭债利差普遍收窄，关注2y品种骑乘收益与永续债品种溢价机会.....   | 24 |
| （七）钢铁债利差普遍收窄，3-5yAA+品种较煤炭债溢价较高.....      | 26 |
| （八）银行二级资本债利差全线收窄，逢高配置、适当下沉增厚收益.....      | 27 |
| （九）银行永续债利差全线收窄，溢价吸引力持续走低.....            | 28 |
| （十）ABS利差普遍收窄，关注1-2y中高等级品种收益挖掘机会.....     | 29 |
| 六、风险提示.....                              | 29 |

## 图表目录

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| 图表 1 5月债市逐渐修复，当前信用债收益率与利差接近4月低点 .....                 | 5  |
| 图表 2 5月信用债净融资同比上升、环比下降 .....                          | 6  |
| 图表 3 5月产业债净融资同比上升、环比下降 .....                          | 6  |
| 图表 4 5月城投债净融资同比、环比均下降 .....                           | 6  |
| 图表 5 5月京赣鲁云沪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 5月各省城投债成交 YTM 情况.....                            | 8  |
| 图表 9 5月各省城投债成交笔数情况 .....                              | 9  |
| 图表 10 5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 5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 .....                           | 11 |
| 图表 13 5月折价成交城投平台概况 .....                              | 11 |
| 图表 14 5月主体评级下调企业概览 .....                              | 12 |
| 图表 15 5月主体评级上调企业概览 .....                              | 12 |
| 图表 16 5月债项隐含评级下调企业概览 .....                            | 12 |
| 图表 17 5月债项隐含评级上调企业概览 .....                            | 13 |
| 图表 18 5月信用债市场相关政策跟踪——中央政策.....                        | 13 |
| 图表 19 5月信用债市场相关政策跟踪——地方政策.....                        | 15 |
| 图表 20 5月信用债收益率全线下行，低等级地产债表现最为亮眼.....                  | 17 |
| 图表 21 1y 不同品种信用利差走势（BP） .....                         | 17 |
| 图表 22 3y、5y 不同品种信用利差走势（BP） .....                      | 17 |
| 图表 23 整体信用利差变动情况 .....                                | 18 |
| 图表 24 各隐含评级信用债的期限利差走势（BP） .....                       | 18 |
| 图表 25 期限利差变动情况 .....                                  | 18 |
| 图表 26 各剩余期限品种的等级利差走势（BP） .....                        | 19 |
| 图表 27 信用债等级利差变动情况 .....                               | 19 |
| 图表 28 1年期各隐含评级城投债信用利差走势（BP） .....                     | 20 |
| 图表 29 3年期各隐含评级城投债信用利差走势（BP） .....                     | 20 |
| 图表 30 城投债利差变动情况 .....                                 | 20 |
| 图表 31 不同行权收益率区间各期限存量城投债券余额占比 .....                    | 20 |
| 图表 32 重点省份（2年以内）、非重点省份（3年以内）不同债券类型超额利差与城投债券余额情况 ..... | 21 |

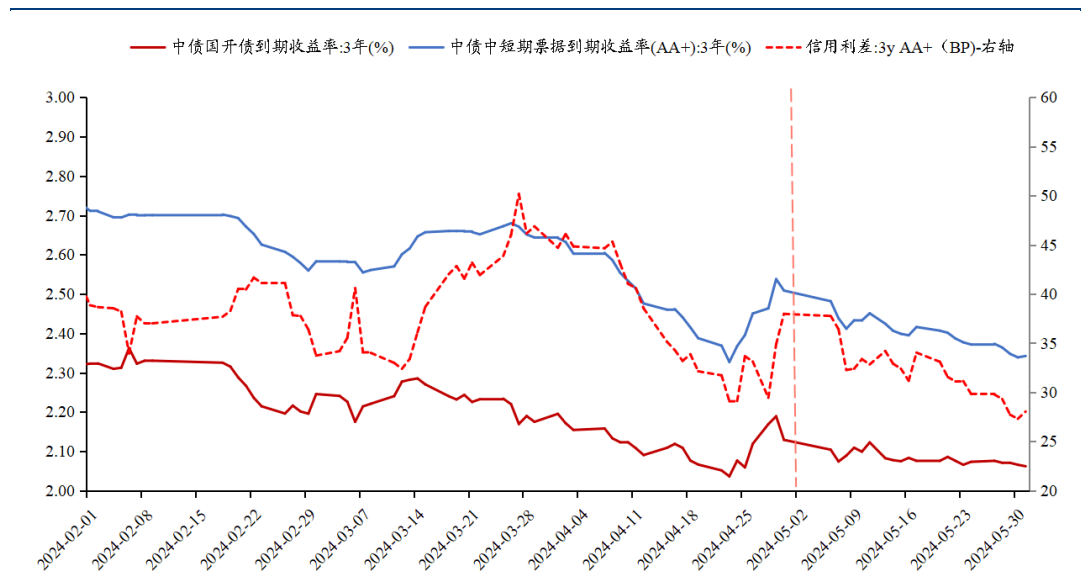
|                                                                        |    |
|------------------------------------------------------------------------|----|
| 图表 33 城投区域利差及变化 (BP) .....                                             | 22 |
| 图表 34 3 年以内存量城投债券余额在 100 亿元以上、信用利差在 80BP 以上的地级市-<br>非重点省份 (48 个) ..... | 23 |
| 图表 35 地产债利差走势 (BP) .....                                               | 24 |
| 图表 36 不同企业类型地产债利差走势 (BP) .....                                         | 24 |
| 图表 37 地产债信用利差变动情况 .....                                                | 24 |
| 图表 38 煤炭库存与动力煤价格 .....                                                 | 25 |
| 图表 39 煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况 .....                                       | 25 |
| 图表 40 煤炭债信用利差走势 (BP) .....                                             | 25 |
| 图表 41 煤炭债信用利差变动情况 .....                                                | 25 |
| 图表 42 螺纹钢量、价、库存走势 .....                                                | 26 |
| 图表 43 钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况 .....                                       | 26 |
| 图表 44 钢铁债信用利差走势 (BP) .....                                             | 26 |
| 图表 45 钢铁债信用利差变动情况 .....                                                | 27 |
| 图表 46 银行二级资本债信用利差走势 (BP) .....                                         | 27 |
| 图表 47 银行二级资本债信用利差变动情况 .....                                            | 28 |
| 图表 48 银行永续债信用利差走势 (BP) .....                                           | 28 |
| 图表 49 银行永续债信用利差变动情况 .....                                              | 28 |
| 图表 50 ABS 信用利差走势 (BP) .....                                            | 29 |
| 图表 51 ABS 信用利差变动情况 .....                                               | 29 |

## 一、资产荒格局或缓解，债市进入均衡调整阶段

5月信用债市场从4月调整中逐渐修复，期间超长债发行放量以及稳地产政策预期形成阶段性扰动，当前信用债收益率基本修复至4月低点。具体来看，上旬，节后资金面均衡宽松，月初债市情绪回暖，信用债市场收益率修复明显，信用利差有所收窄。随后在特别国债发行预期及稳地产政策加码的影响下，信用债收益率小幅上行。中旬，受4月金融数据大幅不及预期影响，叠加特别国债发行计划落地且供给节奏慢于预期，债市走强。随后房地产政策“组合拳”发布，但在基本面弱修复基调下，信用债市场维持低位震荡。下旬，新一轮地产支持力度有所加码，在机构“欠配”、资金面平稳宽松的环境下，信用债收益率普遍下行，市场拉久期行情持续。

展望后市，从宏观环境来看，近期各地楼市新政积极落地，“稳增长”政策持续发力下经济环境面临的积极因素边际增多。从供需结构来看，历史上5月通常为信用债供给低点，后续信用债供给或加速放量，且随着禁止手工补息带来的广义基金、银行理财等资金集中转移效应逐渐减弱，“资产荒”格局或边际缓解。当前信用债收益率已修复至4月低点附近，进一步下行的动力边际减弱，债市或逐渐进入均衡调整阶段，后续更需通过综合运用久期、交易及下沉等多种策略增厚投资收益。

图表1 5月债市逐渐修复，当前信用债收益率与利差接近4月低点



资料来源: Wind, 华创证券

## 二、一级市场回顾：净融资为年初以来最低水平，产业债申购热度环比提升

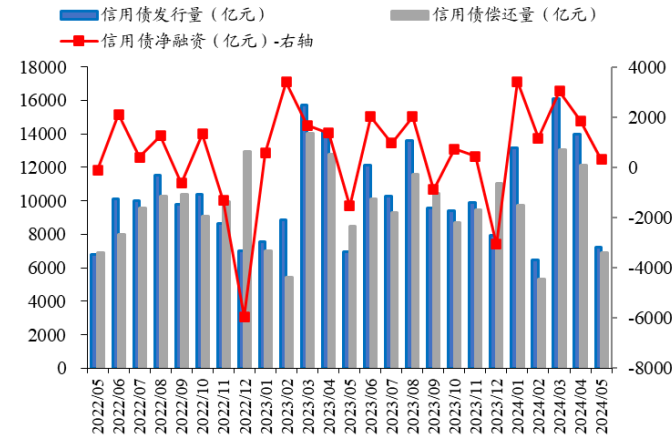
5月产业债一级市场申购热度高于4月，城投债基本持平。5年期及以上信用债发行占比明显增加，为2015年以来各月份最高水平。信用债净融资同比上升、环比下降，其中产业债净融资同比大幅上升，环比下降，城投债净融资同比、环比均下降。

### （一）信用债：净融资同比上升、环比下降，产业债申购热度较上月有所上升

5月信用债整体净融资规模同比上升、环比下降。具体看，5月信用债净融资322亿元，同比上升1849亿元，环比下降1538亿元，为年初以来各月最低水平。其中，产业债净融资696亿元，同比上升2047亿元，环比下降1304亿元，发行占比由4月的57%上升至61%。

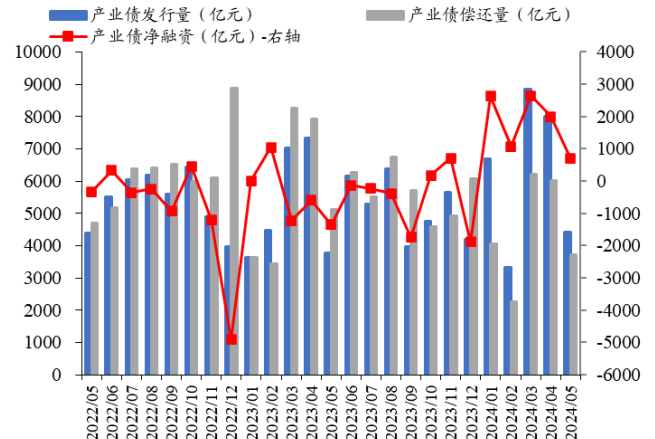
产业债申购热度较上月有所上升，城投债基本持平。5月信用债共发行749只，投标（申购）数据可得的债券有392只。其中，产业债250只，发行火热（申购倍数大于等于2，下同）的共115只，所占比例为46%，较上月42%有所上升；城投债142只，发行火热的共109只，所占比例为77%，与上月基本持平。

图表2 5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 5月产业债净融资同比上升、环比下降

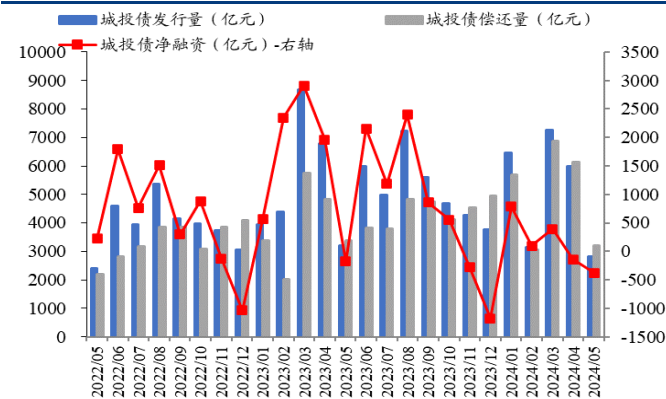


资料来源：Wind，华创证券

## （二）城投债：净融资同比、环比均下降，近半数省份净融资同比下降

城投债压降计划推行之下，5月全国城投债净融资持续为负，净融出374亿元，同比减少198亿元，近半数省份净融资同比下降，整体缩量较为明显。其中江苏、河南分别同比下降超100亿元，而北京同比上升140亿元。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，3-5月净融资持续下行，缺口进一步扩大。

图表4 5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 5月京赣鲁云沪城投净融资位居前五(亿元)

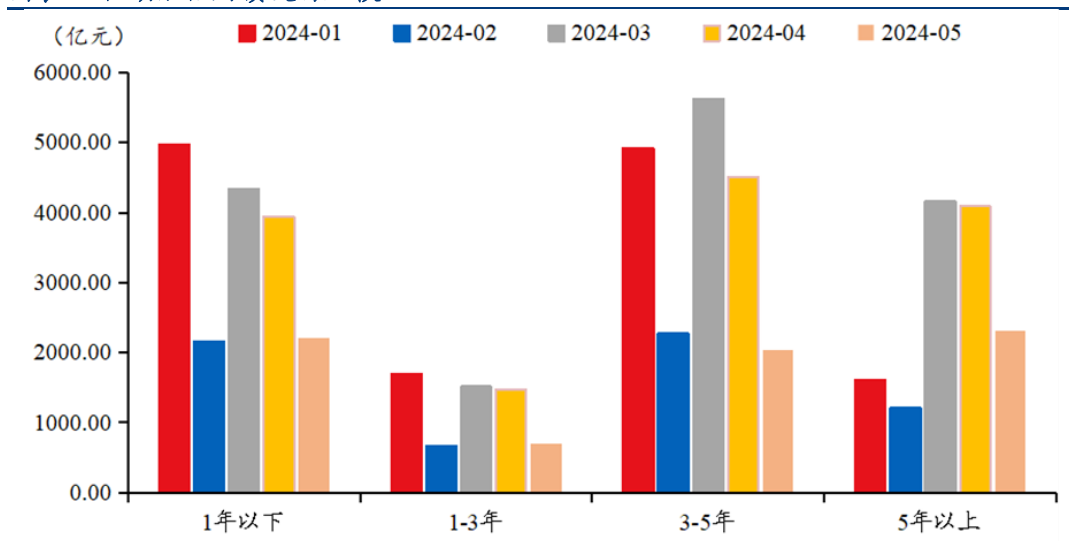
| 省份  | 3月  | 4月  | 5月 | 5月环比变动 | 5月同比变动 | 省份   | 3月   | 4月   | 5月   | 5月环比变动 | 5月同比变动 |
|-----|-----|-----|----|--------|--------|------|------|------|------|--------|--------|
| 北京  | 102 | 186 | 96 | -91    | 140    | 陕西   | 18   | 23   | -3   | -26    | -24    |
| 江西  | 107 | -88 | 86 | 174    |        | 宁夏   | 0    | -6   | -5   | 1      | 0      |
| 山东  | 188 | 112 | 51 | -61    | 70     | 辽宁   | 21   | 12   | -6   | -18    | 11     |
| 云南  | 9   | 26  | 18 | -8     | 52     | 内蒙古  | -5   | -6   | -8   | -2     | -3     |
| 上海  | 15  | 82  | 17 | -65    | -10    | 贵州   | -42  | -51  | -11  | 39     | -4     |
| 福建  | 105 | 9   | 16 | 7      | 1      | 新疆   | -14  | 0    | -14  | -14    | -11    |
| 山西  | 61  | -20 | 14 | 34     | 39     | 广西   | 7    | 39   | -41  | -80    | -43    |
| 甘肃  | -25 | 0   | 11 | 11     | 13     | 湖北   | -51  | -37  | -48  | -11    | -16    |
| 河北  | 51  | 6   | 10 | 4      | 22     | 安徽   | 90   | -13  | -59  | -46    | -19    |
| 吉林  | -38 | 19  | 9  | -10    | 5      | 浙江   | -12  | -115 | -70  | 45     | -50    |
| 广东  | 39  | 52  | 5  | -47    | 18     | 湖南   | -179 | 23   | -75  | -98    | -18    |
| 四川  | -42 | 30  | 0  | -30    | 10     | 天津   | -76  | -27  | -87  | -60    | -88    |
| 海南  | 10  | 2   | 0  | -2     | 0      | 河南   | 63   | 43   | -87  | -130   | -163   |
| 黑龙江 | -3  | 0   | 0  | 0      | 1      | 重庆   | 91   | -38  | -88  | -50    | -18    |
| 青海  | 3   | -3  | 0  | 3      | 0      | 江苏   | -100 | -403 | -105 | 298    | -149   |
| 西藏  | 0   | 3   | 0  | -3     | 10     | 全国总和 | 393  | -140 | -374 | -234   | -198   |

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

5月5年期及以上发行占比由29%上升至32%，为2015年以来各月份最高水平，加权平均发行期限为3.21年，较4月有所下降。当前低利率环境下，部分发债主体发行长期信用债，锁定长期债务融资成本。

图表 6 各期限信用债发行规模



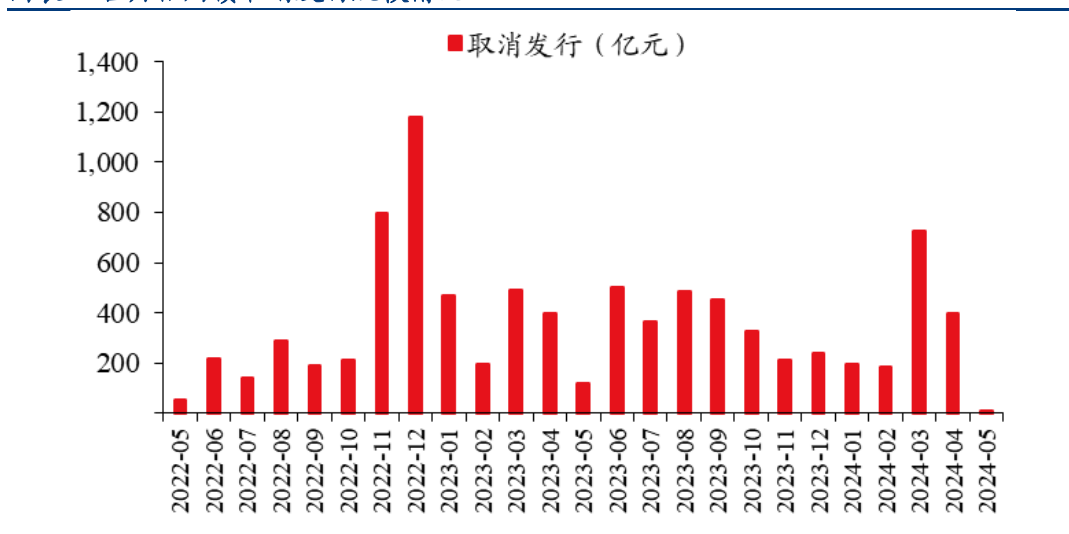
资料来源: Wind, 华创证券

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: 5 月取消发行规模环比大幅下降

5 月信用债取消发行规模为 14.5 亿元, 较上月大幅下降 384 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, 成交活跃度环比上升

化债政策推进下, 城投债依然是挖收益的重要板块, 5 月各期限平均成交收益率环比普遍下行, 成交活跃度环比上升。城投债折价成交规模环比下降, 高估值成交主要分布在山东、湖北、江苏、重庆等区域; 城投低估值成交主要分布山东、四川、重庆等区域。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。5 月稳地产政策“组合拳”推出, 多地地产新政陆续落地, 万科获多家银行信贷支持, 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：区域表现分化，尾部区域短端下沉、中间梯队拉久期

成交收益率方面，不同区域表现分化。多个偏尾部区域短端品种表现较优，辽宁、广西、甘肃、宁夏等区域 1 年以内成交收益率环比下行超 40BP，内蒙古、青海、甘肃等区域 1-2 年期成交收益率环比下行超 30BP，云南、广西、青海、吉林等区域 2-3 年期成交收益率下行超 40BP。中间梯队区域中，四川、陕西、河南、湖北区域 5 年期以上成交收益率环比下行超 30BP，反映出市场在中间梯队拉久期增厚收益。

图表 8 5 月各省城投债成交 YTM 情况

| 省份  | 5 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  | 5.48%     | 4.98%  | 4.82%  | 5.31%  | -     | 5.15% | -6        | -33    | -34    | -45    | -     | -24  |
| 黑龙江 | 3.13%     | 3.29%  | -      | 5.21%  | -     | 4.41% | -15       | -      | -      | -      | -     | 113  |
| 云南  | 3.59%     | 4.08%  | 4.53%  | 5.39%  | 5.71% | 4.29% | 5         | 7      | -41    | -41    | -10   | -12  |
| 辽宁  | 5.00%     | 3.99%  | 3.15%  | -      | 3.61% | 3.83% | -43       | 67     | -15    | -      | -     | 21   |
| 内蒙古 | 5.16%     | 3.55%  | 2.55%  | -      | -     | 3.60% | 293       | -47    | 4      | -      | -     | 0    |
| 广西  | 3.27%     | 3.52%  | 3.62%  | 4.32%  | 5.61% | 3.53% | -81       | -1     | -67    | 26     | 16    | -39  |
| 山东  | 3.29%     | 3.48%  | 3.30%  | 4.00%  | 4.07% | 3.49% | -40       | -35    | -7     | -11    | -27   | -26  |
| 青海  | 3.03%     | 3.23%  | 3.41%  | 4.83%  | -     | 3.41% | -17       | -172   | -49    | -      | -     | -77  |
| 四川  | 2.89%     | 3.19%  | 3.30%  | 3.60%  | 3.83% | 3.26% | -43       | -35    | -30    | -18    | -38   | -32  |
| 陕西  | 2.84%     | 3.19%  | 3.11%  | 3.90%  | 3.40% | 3.16% | -28       | -40    | -18    | -15    | -85   | -32  |
| 重庆  | 2.78%     | 2.84%  | 3.08%  | 3.77%  | 4.03% | 3.06% | -19       | -22    | -24    | 1      | -6    | -17  |
| 甘肃  | 2.55%     | 2.73%  | -      | 5.23%  | -     | 3.00% | -57       | -68    | -      | 15     | -     | -93  |
| 天津  | 2.61%     | 2.77%  | 3.01%  | 3.44%  | 3.85% | 2.99% | -38       | -28    | -17    | -2     | 8     | -15  |
| 河南  | 2.79%     | 2.81%  | 2.89%  | 3.66%  | 4.24% | 2.95% | -28       | -32    | -25    | -14    | -67   | -25  |
| 吉林  | 2.33%     | 2.83%  | 2.63%  | 5.11%  | -     | 2.93% | -26       | -2     | -52    | 163    | -     | 4    |
| 宁夏  | 2.42%     | 2.98%  | 3.33%  | 4.27%  | -     | 2.89% | -78       | 5      | -21    | -6     | -     | -32  |
| 湖南  | 2.52%     | 2.72%  | 3.05%  | 3.42%  | 4.19% | 2.85% | -35       | -25    | -16    | -3     | 1     | -24  |
| 江西  | 2.64%     | 2.73%  | 2.88%  | 3.22%  | 2.94% | 2.83% | -27       | -33    | -28    | -12    | -13   | -25  |
| 河北  | 2.53%     | 2.72%  | 2.85%  | 3.41%  | 3.56% | 2.80% | -11       | -27    | -11    | 26     | -17   | -12  |
| 湖北  | 2.44%     | 2.71%  | 2.67%  | 2.98%  | 3.26% | 2.67% | -32       | -26    | -24    | -19    | -32   | -28  |
| 山西  | 2.36%     | 2.67%  | 2.69%  | 2.97%  | -     | 2.65% | -24       | -50    | -12    | -1     | -     | -21  |
| 安徽  | 2.47%     | 2.62%  | 2.64%  | 3.00%  | 2.83% | 2.62% | -15       | -10    | -18    | 0      | -12   | -13  |
| 新疆  | 2.31%     | 2.61%  | 2.73%  | 2.93%  | 3.73% | 2.60% | -62       | -18    | -17    | -6     | 2     | -29  |
| 江苏  | 2.38%     | 2.59%  | 2.63%  | 2.87%  | 2.87% | 2.56% | -27       | -22    | -27    | -16    | -7    | -25  |
| 西藏  | 2.24%     | 2.43%  | 2.62%  | 2.82%  | -     | 2.50% | -17       | -4     | -34    | -33    | -     | -44  |
| 浙江  | 2.30%     | 2.45%  | 2.55%  | 2.68%  | 2.71% | 2.49% | -19       | -17    | -20    | -14    | -17   | -19  |
| 福建  | 2.32%     | 2.46%  | 2.56%  | 2.61%  | 2.83% | 2.47% | -22       | -19    | -15    | -17    | 12    | -18  |
| 海南  | 2.28%     | 2.49%  | 2.55%  | -      | -     | 2.47% | -13       | -4     | -8     | -      | -     | -7   |
| 广东  | 2.27%     | 2.40%  | 2.48%  | 2.57%  | 2.78% | 2.44% | -24       | -23    | -18    | -22    | 0     | -22  |
| 北京  | 2.23%     | 2.29%  | 2.41%  | 2.61%  | 2.69% | 2.38% | -16       | -23    | -12    | -10    | -12   | -16  |
| 上海  | 2.17%     | 2.28%  | 2.44%  | 2.61%  | 2.57% | 2.35% | -18       | -17    | -12    | -8     | 2     | -12  |
| 全国  | 2.79%     | 2.98%  | 2.93%  | 3.47%  | 3.43% | 2.99% | -31       | -27    | -21    | -5     | -28   | -24  |

资料来源：Wind，华创证券

注：1）数据来自 wind，截至 5 月 29 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，各期限城投债日均成交笔数普遍上升。分区域来看，城投债成交增量主要来自山东、江苏、四川、广东等区域，部分偏尾部区域成交小幅减少。

图表9 5月各省份城投债成交笔数情况

| 省份  | 5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  | 119      | 227   | 154   | 137   | 7    | 645  | 12      | 21    | 38    | 57    | 0    | 129  |
| 江苏  | 123      | 141   | 169   | 28    | 9    | 469  | 34      | 27    | 58    | -1    | 1    | 119  |
| 四川  | 42       | 83    | 108   | 57    | 4    | 295  | 13      | 21    | 48    | 21    | 1    | 104  |
| 浙江  | 57       | 94    | 87    | 44    | 3    | 284  | 21      | 29    | 17    | 13    | 1    | 80   |
| 河南  | 57       | 58    | 52    | 40    | 4    | 211  | 7       | 0     | 22    | 20    | 2    | 50   |
| 重庆  | 49       | 53    | 58    | 45    | 4    | 209  | 13      | 10    | 20    | 20    | 0    | 63   |
| 江西  | 35       | 73    | 57    | 41    | 3    | 208  | -6      | 8     | 4     | 19    | 0    | 25   |
| 贵州  | 62       | 93    | 24    | 25    | -    | 204  | 30      | 34    | 13    | 10    | -    | 87   |
| 湖南  | 41       | 73    | 62    | 23    | 1    | 200  | 14      | 26    | 22    | 7     | -1   | 67   |
| 广东  | 18       | 43    | 98    | 11    | 5    | 175  | 7       | 32    | 83    | 1     | 3    | 126  |
| 湖北  | 50       | 51    | 31    | 25    | 3    | 160  | 22      | 6     | 7     | -2    | 1    | 35   |
| 安徽  | 24       | 39    | 38    | 12    | 3    | 116  | 2       | 8     | 6     | 2     | 0    | 18   |
| 陕西  | 27       | 41    | 19    | 9     | 1    | 98   | 7       | 7     | 5     | 1     | 0    | 20   |
| 云南  | 13       | 24    | 29    | 18    | 0    | 84   | 3       | 4     | 8     | -5    | 0    | 10   |
| 福建  | 20       | 26    | 25    | 9     | 2    | 82   | 3       | 9     | 6     | 5     | 2    | 25   |
| 北京  | 6        | 8     | 47    | 5     | 1    | 67   | 3       | 3     | 20    | 2     | -2   | 26   |
| 天津  | 15       | 12    | 24    | 10    | 6    | 66   | 1       | -4    | -2    | 4     | 2    | 2    |
| 广西  | 18       | 27    | 16    | 3     | 0    | 65   | 0       | 0     | 2     | -1    | 0    | 2    |
| 河北  | 9        | 19    | 18    | 6     | 1    | 53   | 1       | -6    | 10    | 5     | 0    | 11   |
| 上海  | 9        | 11    | 15    | 6     | 2    | 43   | 2       | -4    | 7     | 5     | 2    | 11   |
| 山西  | 4        | 10    | 9     | 3     | -    | 25   | -2      | 5     | 3     | -2    | -    | 5    |
| 新疆  | 5        | 7     | 7     | 1     | 0    | 21   | 0       | 1     | 1     | -1    | 0    | 1    |
| 吉林  | 2        | 2     | 3     | 2     | -    | 9    | 0       | -1    | 0     | 2     | -    | 0    |
| 西藏  | 1        | 3     | 2     | 0     | -    | 6    | 1       | 3     | 1     | 0     | -    | 4    |
| 宁夏  | 1        | 4     | 0     | 0     | -    | 6    | 0       | 3     | -1    | 0     | -    | 2    |
| 海南  | 1        | 5     | 1     | -     | -    | 6    | 1       | 3     | 0     | -     | -    | 4    |
| 甘肃  | 2        | 1     | -     | 1     | -    | 5    | 1       | -1    | -     | 0     | -    | -1   |
| 青海  | 2        | 2     | 0     | 0     | -    | 4    | 1       | 1     | 0     | -     | -    | 2    |
| 辽宁  | 1        | 1     | 2     | -     | 0    | 3    | 0       | 0     | 1     | -     | -    | 1    |
| 内蒙古 | 0        | 2     | 0     | -     | -    | 3    | 0       | -1    | 0     | -     | -    | -1   |
| 黑龙江 | 0        | 0     | -     | 1     | -    | 1    | 0       | -     | -     | -     | -    | 1    |
| 全国  | 812      | 1232  | 1156  | 564   | 59   | 3822 | 191     | 243   | 398   | 182   | 13   | 1028 |

资料来源：Wind，华创证券

注：1）数据来自wind，截至2024年5月29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

5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、湖北、江苏、重庆等区域，低估值成交主体分布于山东、四川、重庆等区域。地产行业高估值成交主体和低估值成交主体主要集中于万科、重庆龙湖、金地集团等。钢铁债方面，内蒙古包钢股份高估值成交0.2亿元，河钢集团低估值成交3.08亿元。煤炭债本月无高低估值成交主体。

图表10 5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) |
|------------------------|----------|--------------|----------|
| 邹城市城资控股集团有限公司          | 7.72     | 万科企业股份有限公司   | 13.96    |
| 遵义交旅投资(集团)有限公司         | 6.65     | 重庆龙湖企业拓展有限公司 | 4.77     |
| 宜昌市城市建设投资开发有限公司        | 6.08     | 重庆华宇集团有限公司   | 4.49     |
| 盐城高新区投资集团有限公司          | 5.77     | 珠海华发实业股份有限公司 | 1.58     |
| 黔西南州兴安开发投资股份有限公司       | 5.34     | 美的置业集团有限公司   | 0.92     |
| 江苏海州湾发展集团有限公司          | 4.80     | 天地源股份有限公司    | 0.20     |
| 重庆市双桥经济技术开发区开发投资集团有限公司 | 4.30     | 联发集团有限公司     | 0.20     |

|                 |                 |               |                 |
|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|
| 株洲高科集团有限公司      | 4.00            | 旭辉集团股份有限公司    | 0.01            |
| 永州潇湘源城市发展集团有限公司 | 3.85            | 金地(集团)股份有限公司  | 0.01            |
| 遵义道桥建设(集团)有限公司  | 3.67            | 新潮中宝股份有限公司    | 0.01            |
| <b>煤炭</b>       | <b>成交金额(亿元)</b> | <b>钢铁</b>     | <b>成交金额(亿元)</b> |
| -               | -               | 内蒙古包钢钢联股份有限公司 | 0.20            |

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 5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)        |
|------------------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 济宁市兖州区惠民城建投资有限公司       | 12.00           | 万科企业股份有限公司     | 42.06           |
| 四川纳兴实业集团有限公司           | 10.95           | 重庆龙湖企业拓展有限公司   | 15.87           |
| 重庆万州经济技术开发区(集团)有限公司    | 9.46            | 金地(集团)股份有限公司   | 13.95           |
| 威海蓝创建设投资有限公司           | 9.25            | 美的置业集团有限公司     | 2.10            |
| 黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司 | 8.48            | 华远地产股份有限公司     | 1.43            |
| 淮安市金湖交通投资有限公司          | 6.68            | 中海企业发展集团有限公司   | 1.00            |
| 临沂经济开发区城市建设投资有限公司      | 6.47            | 碧桂园地产集团有限公司    | 0.30            |
| 巴中市国有资本运营集团有限公司        | 6.09            | 绿城房地产集团有限公司    | 0.30            |
| 寿光市城市建设投资开发有限公司        | 5.81            | 北京首创城市发展集团有限公司 | 0.10            |
| 重庆长寿开发投资(集团)有限公司       | 5.66            | 新潮中宝股份有限公司     | 0.08            |
| <b>煤炭</b>              | <b>成交金额(亿元)</b> | <b>钢铁</b>      | <b>成交金额(亿元)</b> |
| -                      | -               | 河钢集团有限公司       | 3.08            |

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

5月折价成交城投主体共6家, 较上月持平。城投债折价成交总额为0.5亿元, 环比下降0.96亿元。

图表 12 近两月折价成交城投平台区域分布

| 5 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  | 6        | 45            | 0.50     | 4.80%    | 2.19%    | 0.28%      |
| 合计  | 6        | 45            | 0.50     | -        | -        | -          |
| 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%    | 13.23%   | 0.79%      |
| 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     | -        | -        | -          |

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 5 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） |
|------------------------|----------|----------|---------|----|------|----------------|---------|----------|-----------|
| 贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司    | 0.04     | 36.27    | 40      | 贵州 | 六盘水市 | 水城县人民政府        | 179.51  | 11.43    | 4.00      |
| 贵州水城水务投资有限责任公司         | 0.09     | 37.00    | 40      | 贵州 | 六盘水市 | 水城县工业和信息化局     | 172.54  | 20.45    | 9.00      |
| 黔东南州凯宏城市投资运营(集团)有限责任公司 | 0.07     | 40.48    | 45      | 贵州 | 黔东南州 | 黔东南州国资委        | 396.98  | 55.74    | 6.30      |
| 遵义经济技术开发区投资建设有限公司      | 0.09     | 94.20    | 100     | 贵州 | 遵义市  | 遵义经济技术开发区管理委员会 | 308.11  | 90.91    | 16.88     |
| 遵义市汇川区城市建设投资经营有限公司     | 0.11     | 94.90    | 100     | 贵州 | 遵义市  | 遵义市汇川区人民政府     | 360.60  | 76.15    | 4.86      |
| 遵义鸭溪大地投资开发有限责任公司       | 0.11     | 93.07    | 100     | 贵州 | 遵义市  | 遵义市播州区财政局      | 90.96   | 9.54     | 3.74      |

资料来源：Wind，华创证券

注：总资产、带息债务为 2023 年年报数据，存量债余额为 2024 年 5 月 29 日数据。

#### 四、评级调整及热点政策跟踪

**评级调整方面**，月内共发生 5 起主体评级下调事件，10 起主体评级上调事件；1 家企业债项隐含评级下调，4 家企业债项隐含评级上调。**热点政策方面**，中央层面，稳地产政策“组合拳”推出，同时要求承接保障性住房再贷款的主体不得涉及隐债且不能是地方融资平台，月末政治局会议定调金融风险问责，进一步加强金融监管；地方层面，多地跟进出台地产新政，重点省份第二笔“统借统还”落地，化债政策有序推进。

##### （一）评级调整：下调主要为地方国有企业

从主体评级来看，5 月发生 5 起主体评级下调事件，10 起主体评级上调事件。下调企业包括 2 家城投主体、1 家地方国企、1 家民企以及万科；上调企业主要为多家产业主体。

图表 14 5 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 |
|------------------|----------------|------------|------|--------|------|--------|------|----|
| 韵达控股股份有限公司       | 22 韵达股份 MTN001 | 2024-05-10 | 穆迪公司 | Ba2    | Baa3 | 民营企业   | 交通运输 | 浙江 |
| 深圳国际控股有限公司       | 22 国际 P1       | 2024-05-15 | 惠誉国际 | BBB+   | BBB  | 地方国有企业 | 交通运输 | 香港 |
| 洛阳西苑国有资本投资有限公司   | 24 西苑 02       | 2024-05-16 | 中债资信 | BB+    | BBBr | 地方国有企业 | 城投   | 河南 |
| 中山火炬公有资产经营集团有限公司 | 23 中山火炬 MTN001 | 2024-05-22 | 穆迪公司 | BBB+   | B1   | 地方国有企业 | 城投   | 广东 |
| 万科企业股份有限公司       | 20 万科 04       | 2024-05-23 | 惠誉国际 | BBB+rr | BB-  | 公众企业   | 房地产  | 广东 |

资料来源：Wind，华创证券 注：评级调整数据截至 2024 年 5 月 30 日

图表 15 5 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 |
|-------------------|----------------------|------------|------|------|------|--------|------|----|
| 烟台市财金发展投资集团有限公司   | 22 烟台财金 MTN001(科创票据) | 2024-05-06 | 联合资信 | AA   | AA+  | 地方国有企业 | 城投   | 山东 |
| 宁德时代新能源科技股份有限公司   | 22 宁德时代 GN001        | 2024-05-06 | 标准普尔 | BBB+ | A-   | 外资企业   | 电气设备 | 福建 |
| 新奥天然气股份有限公司       | 23 新奥天然气 GN001       | 2024-05-08 | 标准普尔 | BBB- | BBB  | 民营企业   | 公用事业 | 河北 |
| 潍坊市政金控股集团有限公司     | 24 潍金 01             | 2024-05-09 | 远东资信 | AA   | AA+  | 地方国有企业 | 非银金融 | 山东 |
| 锦江国际(集团)有限公司      | 21 锦江国际 MTN001       | 2024-05-09 | 惠誉国际 | BBB- | BBB  | 地方国有企业 | 综合   | 上海 |
| 仪征市城市发展投资控股集团有限公司 | 24 仪征城投 SCP001       | 2024-05-14 | 中债资信 | A-pi | Ar   | 地方国有企业 | 城投   | 江苏 |
| 上海璞泰来新能源科技股份有限公司  | 24 璞泰来 SCP001        | 2024-05-14 | 中债资信 | BBB+ | A-r  | 民营企业   | 电气设备 | 上海 |
| 江苏悦达集团有限公司        | 22 悦达 G1             | 2024-05-22 | 中诚信  | BBB  | BBB+ | 地方国有企业 | 综合   | 江苏 |
| 湖南建工集团有限公司        | 24 湘建工 MTN001(科创票据)  | 2024-05-23 | 大公国际 | AA+  | AAA  | 地方国有企业 | 建筑装饰 | 湖南 |
| 安徽建工集团股份有限公司      | 22 安建 Y1             | 2024-05-24 | 东方金诚 | AA+  | AAA  | 地方国有企业 | 建筑装饰 | 安徽 |

资料来源：Wind，华创证券 注：评级调整数据截至 2024 年 5 月 30 日

从隐含评级来看，5 月 1 家企业债项隐含评级下调，4 家企业债项隐含评级上调。  
其中调低企业为 1 家房地产公司，调高企业主要为城投。

图表 16 5 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 |
|------------------|----------|------------|-----|-----|--------|-----|----|
| 广州番禺雅居乐房地产开发有限公司 | 23 番雅 01 | 2024-05-14 | A+  | CC  | 外商独资企业 | 房地产 | 广东 |

资料来源：Wind，华创证券

注：评级调整数据截至 2024 年 5 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 5 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 |
|-------------------|----------------------|------------|-----|-------|--------|----|----|
| 成都市融禾投资发展集团有限公司   | 23 融禾 01             | 2024-05-07 | AA- | AA(2) | 地方国有企业 | 城投 | 四川 |
| 建湖县城市建设投资集团有限公司   | 22 建湖城投 MTN002       | 2024-05-16 | AA- | AA(2) | 地方国有企业 | 城投 | 江苏 |
| 淮安市宏信国有资产投资管理有限公司 | 23 淮宏 01             | 2024-05-27 | AA- | AA(2) | 地方国有企业 | 城投 | 江苏 |
| 天津渤海化工集团有限责任公司    | 24 渤海化工 SCP001(科创票据) | 2024-05-28 | AA- | AA    | 地方国有企业 | 化工 | 天津 |

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 5 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: 稳地产政策“组合拳”推出, 政治局会议定调金融风险问责

从中央政策来看, 主要有以下重大政策:

1、城投方面, 1) 金融监管总局非银机构监管司发文强调推动金融租赁公司积极稳妥退出融资平台业务, 严禁将不适格租赁物进行重组、续作, 后续金租公司的城投业务或加速缩量, 进一步加快业务转型。2) 国务院政策例行吹风会强调承接保障性住房再贷款的国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务, 不得是地方政府融资平台, 同时应具备银行授信要求和授信空间, 收购后迅速配售或租赁。

2、地产方面, 1) 央行 5 月 17 日推出一系列“稳地产”政策, 包括需求侧(限贷放松)和供给侧(设立保障性住房再贷款、鼓励地方回收土地)两方面。具体包括: ①取消全国首套房、二套房商业贷款利率政策下限; ②下调公积金贷款利率; ③降低首套和二套首付比例; ④设立 3000 亿保障性住房再贷款, 按利息 1.75%、本金的 60%发放贷款, 带动银行贷款 5000 亿, 用于鼓励地方国企收购已建成、未出售商品房, 用于配售型或配租型保障性住房。2) 在全国切实做好保交房工作视频会议上, 国务院有关领导表示鼓励地方政府以收回、收购等方式处置已出让的闲置存量住宅用地, 纾困资金困难的房企; 鼓励商品房库存较多的城市, 政府以需定购, 以合理价格收购商品房用作保障性住房。

3、金融方面, 月末中央政治局会议审议《防范化解金融风险问责规定(试行)》, 进一步压实金融领域相关管理部门、金融机构、行业主管部门和地方党委政府的责任, 落实好全面加强金融监管、防范化解金融风险、促进金融高质量发展各项任务, 推动金融监管真正做到“长牙带刺”、有棱有角。文件有助于进一步加强金融监管, 防范化解金融风险。

图表 18 5 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                                                                                                          |
|-----------|---------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024/5/9  | 金融监管总局非银机构监管司 | 严控风险 发挥特色功能 推动非银机构更好服务高质量发展 | 推动金融租赁公司积极稳妥退出融资平台业务, 严禁将不适格租赁物进行重组、续作。严禁企业集团财务公司违规利用同业拆借、承兑汇票等业务开展不当融资, 严防集团经营风险传导至财务公司, 加大对消费金融公司规范经营的监管力度。 |
| 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。央行各省级分行按照因城施策原则, 指导各省级市场利率定价自律机制自主决策。                                          |
| 2024/5/17 | 央行            | 《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》        | 下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。                                                                                      |
| 2024/5/17 | 央行、金融监管总局     | 《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》    | 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款比例调整为不低于 15%, 二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于 25%。在此基础上监管部门根据城市政府调控要求, 因城施策、自主决策。 |

|           |                    |                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|-----------|--------------------|-----------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024/5/17 | 国务院                | 全国切实做好保交房工作视频会议 | 1、要着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付，保障购房人合法权益。相关地方政府应从实际出发， <b>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，以帮助资金困难房企解困</b> 。2、商品房库存较多城市，政府可以需定购， <b>酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房</b> 。3、要继续做好房地产企业债务风险防范处置， <b>扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”</b> 。                                                                           |
| 2024/5/17 | 住建部、自然资源部、央行、国家金监局 | 国务院政策例行吹风会      | <b>设立 3000 亿元保障性住房再贷款</b> 。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，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。保障性住房再贷款规模是 3000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次，央行按贷款本金 60%发放再贷款，可带动贷款 5000 亿元。 <b>该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，同时应具备银行授信要求和授信空间，收购后迅速配售或租赁</b> 。                                                                          |
| 2024/5/27 | 中共中央               | 中共中央政治局会议       | <b>制定出台《防范化解金融风险问责规定（试行）》</b> ，就是要进一步推动在金融领域落实全面从严治党要求，切实加强党中央对金融工作的集中统一领导， <b>进一步压实金融领域相关管理部门、金融机构、行业主管部门和地方党委政府的责任</b> ，督促各级领导干部树立正确的政绩观， <b>落实好全面加强金融监管、防范化解金融风险、促进金融高质量发展各项任务</b> 。会议强调，要切实抓好《规定》的贯彻落实，坚持严字当头，敢于较真碰硬，敢管敢严、真管真严，释放失责必问、问责必严的强烈信号， <b>推动金融监管真正做到“长牙带刺”、有棱有角，将严的基调、严的措施、严的氛围在金融领域树立起来并长期坚持下去</b> 。 |

资料来源：金融监管总局，央行，住建部，自然资源部，中央政府网，华创证券整理

从地方政策来看，主要有以下重大政策：

1、城投方面，1) 吉林省金融控股集团公告称收到吉林省人民政府《关于省投资集团改革方案和省金控改革方案的批复》，同意《吉林省金融控股集团改革方案》，方案总体目标是，依托省金控集团，布局“债权”板块，打造地方国有资本运营平台，强化金融资本监管。一是有序划入相关金融企业股权，二是组建省信用增信公司。吉林省内信用环境有望进一步修复，关注后续政策落地情况。2) 重点省份第二笔“统借统还”落地，盘州市盘南开发投资有限责任公司成功发行“24 盘开 01”，Wind 信息显示，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于“统借统还”偿还到期公司债券本金，为第二笔重点省份“统借统还”债券。该模式下区域内弱资质主体安全性或边际提升，关注相关主体投资机会。3) 天津市继续发行特殊再融资债券，天津地区已累计发行 1749 亿元，区域债务风险进一步缓释，关注后续特殊再融资债券发行节奏。4) 重庆市 3 家主体退出融资平台，后续企业依照市场法则自主经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任，地方城投平台转型加速推进。

2、地产方面，1) 杭州、西安上旬接连取消住房限购，宣布全市范围全面取消住房限购政策。2) 中央出台一系列“稳地产”政策后，各区域相继落地地产新政。从一线城市政策落地情况来看，上海提出调整优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策、支持“以旧换新”等政策措施。广州商贷首付款执行首套 15%、二套 25% 的首付比例，取消首套、二套贷款利率下限，鼓励规模化租赁机构收购存量商品住房。深圳下调个人住房贷款最低首付比例和利率下限。

图表 19 5 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                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----------|-----------------------------------|------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2024/5/9  | 西安市住房和城乡建设局、杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室 | 杭州、西安接连取消住房限购                            | 杭州、西安发布房地产市场调控政策优化调整的通知，均宣布全市范围全面取消住房限购政策。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2024/5/13 | 吉林省金融控股集团                         | 关于吉林省金融控股集团股份有限公司深化改革方案获批的公告             | 公司 2024 年 5 月初收到吉林省人民政府《关于省投资集团改革方案和省金控改革方案的批复》，同意《吉林省金融控股集团改革方案》，并要求吉林省财政厅做好牵头工作，指导省金控集团依据改革方案，依法依规做好涉改企业资产转接、股权划转、人员安置等工作。总体目标是，依托省金控集团，布局“债权”板块，打造地方国有资本运营平台，强化金融资本监管。一是有序划入相关金融企业股权。二是组建省信用增信公司。后续将逐步披露改革及重组相关进展情况。本次深化改革及重组资产后，省金控集团实缴注册资本将达到 500 亿元，资产规模约 1.3 万亿元。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 2024/5/16 | 盘州市盘南开发投资有限公司                     | 2024 年面向专业投资者非公开发行公司债券(第一期)(品种一)挂牌的公告    | 公司 2024 年面向专业投资者非公开发行公司债券（第一期）（品种一）于 2024 年 5 月 20 日起在上海证券交易所挂牌，并采取点击成交、询价成交、竞买成交、协商成交交易方式。该债券证券简称为“24 盘开 01”。Wind 信息显示，本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于“统借统还”偿还到期公司债券本金。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 2024/5/21 | 天津市财政局                            | 2024 年第四批天津市人民政府债券信息披露文件                 | 天津市财政局公告，拟于 5 月 28 日招标发行 547.87 亿元地方债，其中 251.87 亿元募资用于偿还存量债务。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2024/5/23 | 重庆市国资委                            | 关于重庆市江北区城市建设发展集团有限公司等 3 户企业不再承担政府融资职能的声明 | 重庆市江北区国有资本投资运营管理集团有限公司、重庆市江北区城市建设发展集团有限公司、重庆洋河房地产开发有限责任公司等 3 户企业，自本声明公告之日起，不再承担政府融资职能。企业依照市场法则自主经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 2024/5/27 | 上海市住建委、上海市房屋管理局、上海市规划资源局、上海市税务局   | 《关于优化本市房地产市场平稳健康发展政策措施的通知》               | 1、调整优化住房限购：缩短非沪籍居民购房所需缴纳社保或个税年限，从“连续缴纳满 5 年及以上”调整为“连续缴纳满 3 年及以上”；扩大重点区域非沪籍人才以及非沪籍单身人士购房区域，将新城以及南北转型等重点区域的非沪籍人才购房区域，扩大至所在区全域，非沪籍单身人士购房区域，扩大至外环内二手住房；取消离异购房合并计算住房套数规定；支持企业购房用于职工租住；<br>2、支持多子女家庭合理住房需求。在住房限购和信贷等方面采取支持措施。<br>3、优化住房信贷：首套住房商贷利率下限调整为不低于相应期限 LPR-45BP（调整后，5 年期以上房贷利率下限目前为 3.5%），最低首付比例调整为不低于 20%；二套住房商贷利率下限调整为不低于相应期限 LPR-5BP（调整后，5 年期以上房贷利率下限目前为 3.9%），最低首付比例调整为不低于 35%。<br>4、优化住房公积金贷款：提高贷款额度与降低首付款比例，对购买首套住房的职工，个人公积金、家庭公积金最高贷款额度分别调整为 80 万元、160 万元，多子女家庭最高贷款额度可上浮 20%，即最高可达 192 万元，最低首付比例调整为 20%。对购买二套改善型住房的职工，个人公积金、家庭公积金最高贷款额度调整为 65 万元、130 万元，最低首付比例调整为 35%。<br>5、支持居住困难家庭改善居住条件。对符合条件的“以旧换新”居民家庭，给予住房置换期间过渡租房、装修搬家等适度补贴。 |
| 2024/5/28 | 广州市人民政府办公厅                        | 《关于进一步促进房地产市场平稳健康发展的通知》                  | 非户籍居民购房所需缴纳社保或个税年限由 2 年改为 6 个月；商贷首付执行首套 15%、二套 25%的首付比例；取消首套、二套贷款利率下限；支持鼓励房地产业各协会、房地产企业、中介机构搭建平台实施中介机构代售、旧房换购等多种形式的商品住房“以旧换新”，推动建立交易新模式。鼓励规模化租赁机构收购存量商品住房。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 2024/5/28 | 深圳市住建局                            | 深圳下调个人住房贷款最低首付款比例和利率下限                   | 首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 30%调整为 20%，二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的 40%调整为 30%。首套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的 LPR-10BP 调整为 LPR-45BP，二套住房商业性个人住房贷款利率下限由原来的 LPR+30BP 调整为 LPR-5BP。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

资料来源：西安市住建局，杭州市住房保障和房产管理局，天津市财政局，重庆市国资委，上海市住建委，广州市人民政府办公厅，深圳市住建局，公司公告，华创证券整理

## 五、信用债策略：综合运用久期、交易与下沉策略，精细化挖掘增厚收益

当前信用债收益率基本修复至 4 月低点，进一步下行的动力边际减弱。5 月信用债供给通常为全年较低水平，随着后续供给加速放量，“资产荒”行情有望边际缓解，信用债市场定价或将进入均衡调整阶段，后续仍可通过综合运用久期、交易及下沉等多种策略增厚投资收益。从最新市场行情来看，各板块信用策略如下：

1、城投债拉久期博收益策略仍可行，可结合主体资质、存量余额、成交活跃度等指标优选高流动性品种。久期方面，3y 以内品种，可进一步下沉，若拉久期至 5y，则建议控制区域及主体资质；品种方面，私募债与一般企业债存在 20-70BP 的超额利差空间，收益挖掘机会值得关注；区域方面，可关注当前利差在 80BP 以上的地市机会，包括枣庄、日照、菏泽、德州、咸阳、柳州、昆明、六盘水、遵义、贵阳、南宁、银川等。

2、近期地产宽松政策力度有所加码，地产债行情表现占优，可结合基本面情况关注隐含评级 AA 及以上央企国企地产债收益挖掘机会，其中建发房产、首开集团、金融街、上海金茂、中交房地产等配置价值较高。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比较低，可适当拉长久期至 2y 并采取骑乘策略增厚收益，同时关注其永续债品种溢价机会，当前煤炭债 2y-1y 隐含评级 AA 品种的期限利差较为充裕，可配置 2 年期流动性较好的隐含评级 AA 煤炭债持有 1 年后卖出，获得资本利得的超额收益。

4、钢铁债行业景气度处于较低水平，需谨慎信用下沉以规避尾部主体信用风险，当前 3-5y 隐含评级 AA+钢铁债较煤炭债品种溢价较高，收益挖掘机会值得关注。考虑到近期钢贸企业暴雷事件频发及下游需求较弱，行业景气度偏低，对钢铁债过度信用下沉需保持谨慎。

5、当前国股行二永债整体配置性价比不高，若出现行情调整估值波动风险较大，可逢高配置博弈波段操作的交易机会。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。当前来看，区域基本面较好的城农商行如嘉兴银行、厦门国际银行、青岛农商行等，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。

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 5 月信用债收益率全线下行，低等级地产债表现最为亮眼

| 5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 | 2.06       | 2.07 | 2.23 | 2.11 | 2.06 | 2.12    | 2.13  | 2.25 | 3%    | 4%   | 13% | 1%  | 2%  | 7%      | 0%    | 0%  |
|      | AA+ | 2.16       | 2.12 | 2.22 | 2.18 | 2.16 | 2.13    | 2.14  | 2.39 | 1%    | 1%   | 1%  | 0%  | 1%  | 5%      | 0%    | 0%  |
|      | AA  | 2.21       | 2.18 | 2.56 | 2.28 | 2.21 | 2.18    | 2.19  | 2.54 | 1%    | 0%   | 0%  | 0%  | 1%  | 1%      | 0%    | 0%  |
| 2Y   | AAA | 2.14       | 2.18 | 2.30 | 2.19 | 2.14 | 2.19    | 2.21  | 2.35 | 0%    | 0%   | 1%  | 0%  | 0%  | 1%      | 0%    | 0%  |
|      | AA+ | 2.24       | 2.24 | 2.28 | 2.33 | 2.24 | 2.19    | 2.22  | 2.54 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 1%      | 0%    | 0%  |
|      | AA  | 2.29       | 2.30 | 2.77 | 2.38 | 2.34 | 2.24    | 2.27  | 2.71 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 0%      | 0%    | 0%  |
| 3Y   | AAA | 2.24       | 2.25 | 2.39 | 2.29 | 2.24 | 2.25    | 2.28  | 2.46 | 0%    | 0%   | 1%  | 0%  | 0%  | 0%      | 0%    | 0%  |
|      | AA+ | 2.34       | 2.31 | 2.36 | 2.49 | 2.34 | 2.27    | 2.29  | 2.70 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 0%      | 0%    | 0%  |
|      | AA  | 2.39       | 2.37 | 3.02 | 2.49 | 2.48 | 2.32    | 2.34  | 2.87 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 0%      | 0%    | 0%  |
| 4Y   | AAA | 2.30       | 2.30 | 2.46 | 2.35 | 2.30 | 2.34    | 2.41  | 2.61 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 1%      | 1%    | 0%  |
|      | AA+ | 2.40       | 2.37 | 2.42 | 2.56 | 2.40 | 2.37    | 2.42  | 2.90 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 1%      | 1%    | 0%  |
|      | AA  | 2.47       | 2.44 | 3.12 | 2.58 | 2.57 | 2.45    | 2.52  | 3.14 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 0%      | 0%    | 0%  |
| 5Y   | AAA | 2.38       | 2.39 | 2.53 | 2.43 | 2.38 | 2.42    | 2.47  | 2.68 | 0%    | 0%   | 1%  | 0%  | 0%  | 1%      | 1%    | 0%  |
|      | AA+ | 2.48       | 2.46 | 2.49 | 2.64 | 2.48 | 2.45    | 2.48  | 3.02 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 1%      | 1%    | 0%  |
|      | AA  | 2.55       | 2.54 | 3.22 | 2.65 | 2.65 | 2.54    | 2.69  | 3.26 | 0%    | 0%   | 0%  | 0%  | 0%  | 0%      | 0%    | 0%  |
| 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 | -8         | -14  | -4   | -9   | -8   | -10     | -11   | -9   | -8%   | -9%  | -5% | -9% | -8% | -5%     | -8%   | -1% |
|      | AA+ | -8         | -14  | -7   | -7   | -8   | -11     | -11   | -8   | -8%   | -11% | -5% | -3% | -6% | -7%     | -7%   | -1% |
|      | AA  | -8         | -15  | -24  | -7   | -8   | -11     | -14   | -9   | -5%   | -10% | -1% | 0%  | -1% | -7%     | -2%   | -1% |
| 2Y   | AAA | -16        | -16  | -12  | -18  | -16  | -14     | -14   | -17  | -2%   | -2%  | -6% | -2% | -2% | -2%     | -2%   | -2% |
|      | AA+ | -17        | -16  | -20  | -17  | -17  | -14     | -14   | -16  | -2%   | -2%  | -1% | -2% | -2% | -2%     | -2%   | -2% |
|      | AA  | -20        | -17  | -33  | -20  | -20  | -15     | -21   | -18  | -2%   | -2%  | -6% | -2% | -2% | -1%     | -2%   | -2% |
| 3Y   | AAA | -15        | -15  | -11  | -17  | -15  | -14     | -16   | -17  | -2%   | -2%  | -1% | -2% | -2% | -1%     | -2%   | -2% |
|      | AA+ | -17        | -15  | -22  | -17  | -17  | -15     | -16   | -17  | -2%   | -2%  | -2% | -2% | -2% | -1%     | -2%   | -2% |
|      | AA  | -20        | -16  | -28  | -20  | -20  | -17     | -28   | -19  | -2%   | -1%  | -6% | -2% | -2% | -1%     | -2%   | -2% |
| 4Y   | AAA | -13        | -13  | -9   | -14  | -13  | -12     | -10   | -13  | -1%   | -1%  | 0%  | -1% | -1% | -1%     | -1%   | -1% |
|      | AA+ | -14        | -13  | -19  | -14  | -14  | -12     | -11   | -13  | -1%   | -1%  | -1% | -1% | -1% | -1%     | -1%   | -1% |
|      | AA  | -20        | -13  | -28  | -20  | -20  | -14     | -22   | -20  | -1%   | -1%  | -5% | -1% | -1% | -1%     | -2%   | -1% |
| 5Y   | AAA | -15        | -17  | -11  | -16  | -15  | -7      | -6    | -15  | -2%   | -2%  | -1% | -2% | -2% | 0%      | 0%    | -2% |
|      | AA+ | -17        | -17  | -23  | -17  | -17  | -7      | -7    | -16  | -2%   | -2%  | -1% | -1% | -2% | -1%     | -1%   | -2% |
|      | AA  | -23        | -19  | -32  | -23  | -23  | -16     | -13   | -23  | -1%   | -1%  | -5% | -1% | -1% | -2%     | -1%   | -1% |

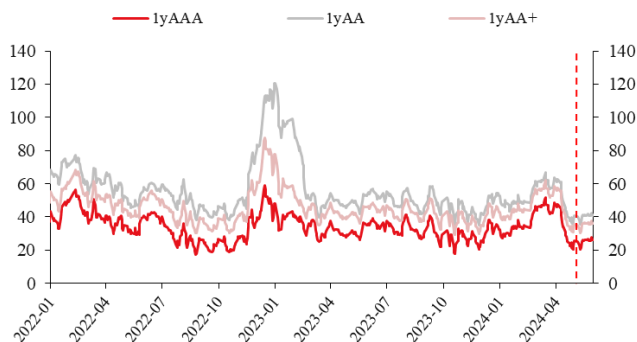
资料来源: Wind, 华创证券

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、5 月数据截至 2024 年 5 月 30 日, 环比变化为相对 2024 年 4 月 30 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

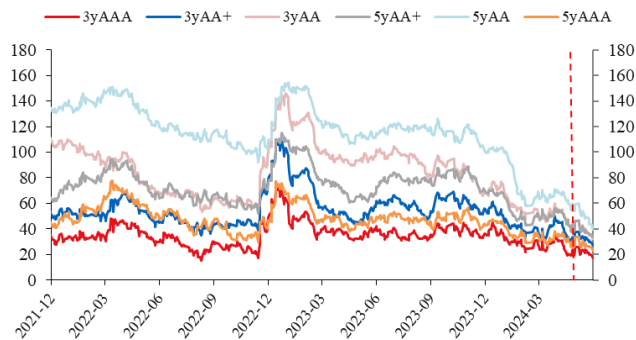
5 月信用债收益率全线下行, 中长端 2-5y 各等级品种表现较优, 对应下行 13-23BP, 1y 品种小幅下行 8BP 左右。信用利差普遍收窄, 中长端 2-5y 品种收窄 8-19BP, 短端 1y 品种信用利差与上月末持平。

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

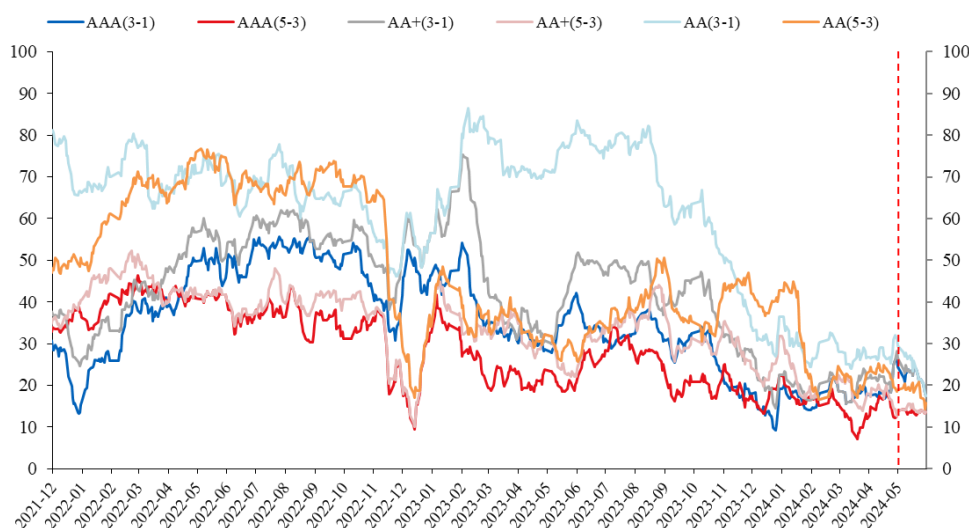
| 信用利差 (BP)   | 1年期  |      |      | 2年期  |      |      | 3年期  |      |      | 4年期  |      |      | 5年期  |      |      |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|             | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   |
| 2024-05-30  | 26   | 36   | 41   | 18   | 28   | 33   | 17   | 27   | 32   | 17   | 27   | 34   | 23   | 33   | 40   |
| 分位数         | 15%  | 12%  | 7%   | 5%   | 2%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP)  | 34   | 44   | 53   | 30   | 43   | 60   | 34   | 51   | 91   | 37   | 58   | 101  | 46   | 70   | 118  |
| 利差变动 (BP)   | 0    | 0    | 0    | -8   | -9   | -12  | -9   | -11  | -14  | -8   | -9   | -15  | -11  | -13  | -19  |
| 分位数变化       | 3%   | 3%   | 2%   | -19% | -20% | -10% | -12% | -5%  | -2%  | -3%  | -2%  | -1%  | -9%  | -3%  | -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   |
| 2024-05-30  | 2.06 | 2.16 | 2.21 | 2.14 | 2.24 | 2.29 | 2.24 | 2.34 | 2.39 | 2.30 | 2.40 | 2.47 | 2.38 | 2.48 | 2.55 |
| 分位数         | 3%   | 1%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 收益率中位数 (%)  | 2.54 | 2.65 | 2.73 | 2.73 | 2.88 | 3.05 | 2.90 | 3.09 | 3.39 | 3.02 | 3.26 | 3.69 | 3.15 | 3.42 | 3.85 |
| 收益率变动 (BP)  | -8   | -8   | -8   | -16  | -17  | -20  | -15  | -17  | -20  | -13  | -14  | -20  | -15  | -17  | -23  |
| 分位数变化       | -8%  | -8%  | -5%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -2%  | -2%  | -1%  |

资料来源: Wind, 华创证券

## (二) 期限利差走势分化, 2y-1y 各等级显著收窄

5月期限利差走势分化, 其中 5y-4y 各等级品种期限利差收窄 2-3BP, 2y-1y 各等级品种期限利差收窄 8-12BP, 而 4y-3y 各等级品种期限利差走阔 0-3BP, 3y-2y 各等级品种期限利差走阔 0-1BP, 整体来看 2y-1y 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

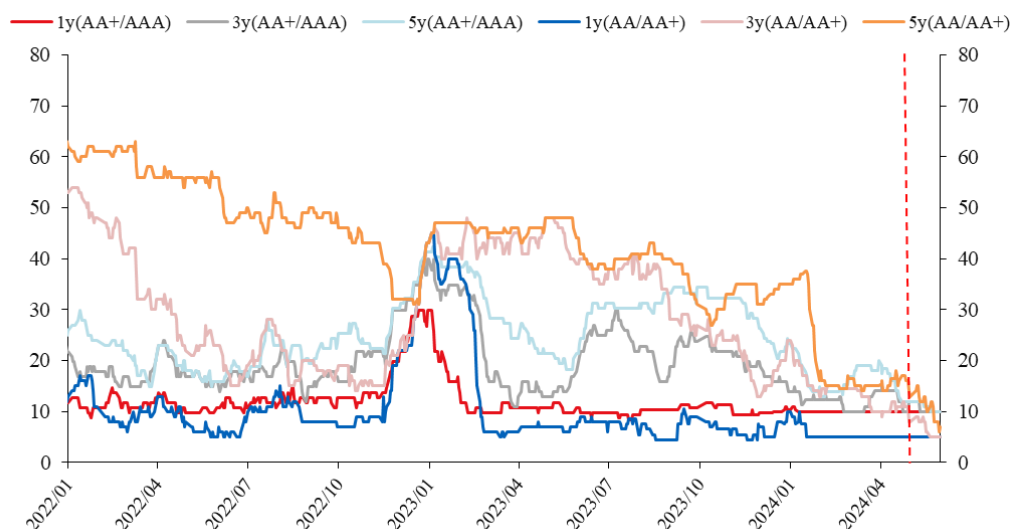
| 信用利差 (BP)  | 5Y-4Y |      |     | 4Y-3Y |     |    | 3Y-2Y |     |    | 2Y-1Y |      |      |
|------------|-------|------|-----|-------|-----|----|-------|-----|----|-------|------|------|
|            | AAA   | AA+  | AA  | AAA   | AA+ | AA | AAA   | AA+ | AA | AAA   | AA+  | AA   |
| 2024-05-30 | 7     | 7    | 7   | 6     | 6   | 8  | 9     | 9   | 9  | 8     | 8    | 8    |
| 分位数        | 13%   | 7%   | 5%  | 12%   | 4%  | 5% | 21%   | 14% | 1% | 2%    | 0%   | 0%   |
| 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%  |
| 利差中位数 (BP) | 12    | 15   | 17  | 14    | 17  | 26 | 15    | 20  | 35 | 19    | 22   | 30   |
| 利差变动 (BP)  | -2    | -3   | -3  | 2     | 3   | 0  | 1     | 0   | 0  | -8    | -9   | -12  |
| 分位数变化      | -16%  | -10% | -5% | 8%    | 3%  | 0% | 2%    | 1%  | 1% | -29%  | -25% | -20% |

资料来源: Wind, 华创证券

### （三）等级利差普遍收窄，2-5y 品种等级利差历史分位数已普遍低于 10%

5 月等级利差普遍收窄，2-5yAA+/AAA 品种收窄 1-2BP，2-5yAA/AA+品种收窄 3-6BP，而 1yAA+/AAA 和 1yAA/AA+品种利差基本维持上月水平，当前 2-5y 品种等级利差历史分位数已普遍低于 10%。

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 |
| 2024-05-30 | 10      | 10   | 10  | 10  | 10 | 5      | 5   | 5  | 7  | 7  |
| 分位数        | 33%     | 5%   | 1%  | 0%  | 0% | 14%    | 0%  | 0% | 0% | 0% |
| 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% |
| 利差中位数 (BP) | 11      | 13   | 18  | 20  | 23 | 8      | 15  | 29 | 43 | 43 |
| 利差变动 (BP)  | 0       | -1   | -2  | -1  | -2 | 0      | -3  | -3 | -6 | -6 |
| 分位数变化      | 5%      | -22% | -5% | -1% | 0% | 10%    | -9% | 0% | 0% | 0% |

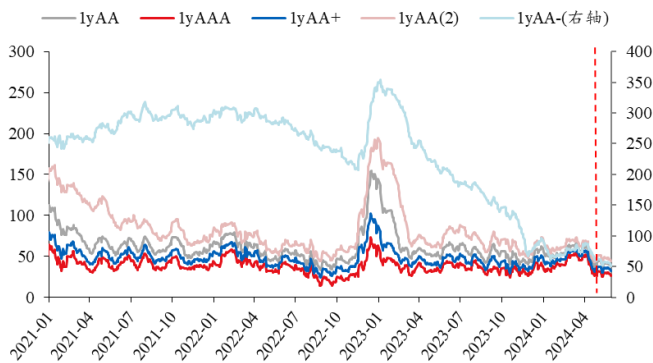
资料来源：Wind，华创证券

### （四）城投利差全线收窄，中长端低等级品种尤为显著

5 月中央继续强调进一步推动一揽子化债方案落地见效，天津新发行特殊再融资债券，第二笔重点省份“统借统还”债券发行落地，后续该模式的推广值得期待，区域债务风险持续缓释。

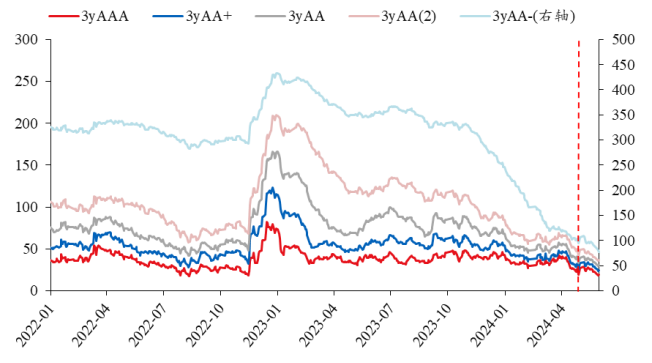
城投债各品种收益率全线下行，在化债行情持续演绎下，中长端低等级城投债品种表现更优，反映出收益诉求驱动下市场青睐于对城投债进行下沉并拉久期。具体来看，2-5yAA-品种收益率下行 23-36BP，对应信用利差收窄 18-29BP，2-5y 其余品种收益率普遍下行 10-19BP，对应信用利差收窄 5-15BP，1y 各等级品种信用利差收窄 6-12BP。

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

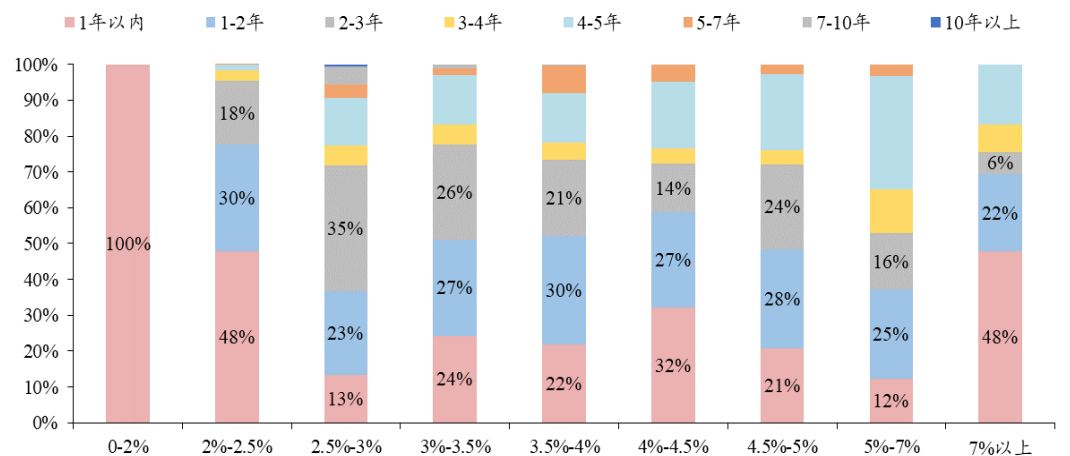
图表 30 城投债利差变动情况

| 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-  |
| 2024-05-30  | 26   | 32   | 38   | 44    | 51   | 22   | 28   | 34   | 40    | 46   | 19   | 25   | 30   | 36    | 42   | 17   | 24   | 31   | 38    | 45   | 25   | 32   | 40   | 48    | 56   |
| 分位数         | 9%   | 4%   | 2%   | 1%    | 0%   | 8%   | 4%   | 2%   | 1%    | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   |
| 2024-04-30  | 32   | 38   | 45   | 52    | 63   | 30   | 36   | 43   | 50    | 60   | 27   | 33   | 40   | 49    | 57   | 25   | 32   | 39   | 48    | 57   | 38   | 45   | 54   | 64    | 75   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP)  | 36   | 45   | 55   | 68    | 84   | 32   | 44   | 57   | 78    | 95   | 36   | 51   | 71   | 102   | 123  | 40   | 57   | 85   | 129   | 153  | 49   | 67   | 101  | 147   | 172  |
| 利差变动 (BP)   | -6   | -6   | -7   | -8    | -12  | -8   | -8   | -9   | -10   | -28  | -8   | -8   | -9   | -12   | -29  | -8   | -8   | -8   | -9    | -18  | -13  | -13  | -15  | -13   | -26  |
| 分位数变化       | -16% | -13% | -11% | -5%   | -1%  | -28% | -15% | -7%  | -5%   | -8%  | -9%  | -3%  | -1%  | 0%    | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | 0%    | 0%   | -11% | -4%  | -2%  | -1%   | 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   | 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-  |
| 2024-05-30  | 2.07 | 2.12 | 2.18 | 2.24  | 2.31 | 2.18 | 2.24 | 2.30 | 2.36  | 2.58 | 2.25 | 2.31 | 2.37 | 2.43  | 2.84 | 2.30 | 2.37 | 2.44 | 2.61  | 3.52 | 2.39 | 2.46 | 2.54 | 2.77  | 3.68 |
| 分位数         | 4%   | 1%   | 0%   | 0%    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%    | 0%   |
| 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%   |
| 收益率变动 (BP)  | -14  | -14  | -16  | -16   | -20  | -16  | -16  | -17  | -18   | -36  | -15  | -15  | -16  | -19   | -36  | -13  | -13  | -13  | -10   | -23  | -17  | -17  | -19  | -17   | -30  |
| 分位数变化       | -8%  | -11% | -10% | -7%   | -1%  | -2%  | -2%  | -2%  | -1%   | -6%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%   | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%   | -1%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%   | 0%   |

资料来源: Wind, 华创证券

当前行权收益率在 3%-5%之间、剩余期限在 3 年以内的存量城投债券可选择空间较大, 虽然基本面或存在一定瑕疵, 但在当前化债政策持续护航之下, 短期内违约和估值风险相对可控, 建议理财、公募及券商资管账户可重点关注其中机会。此外, 鉴于 3-5 年品种债券余额尚可、成交活跃度进一步提升, 负债端相对稳定的险资也可进一步关注其中拉久期要收益的机会, 但需控制区域及主体资质。

图表 31 不同行权收益率区间各期限存量城投债券余额占比



资料来源: Wind, 华创证券

注: 行权收益率、存量城投债券余额数据均为 2024 年 5 月 17 日数据

在控制久期的前提下，无论是重点省份还是非重点省份各城投券种均存在一定超额利差：其中非重点省份 3 年以内私募债、企业债、定向工具平均超额利差相对较高，在 18-25BP 间，建议可在其中寻找机会；重点省份 2 年以内私募债、企业债、定向工具、一般中期票据、一般公司债平均超额利差相对高，在 20-66BP 间，建议均可关注短端品种，但拉长久期建议在除私募债之外的品种中进行，风险相对可控。

图表 32 重点省份（2 年以内）、非重点省份（3 年以内）不同债券类型超额利差与城投债券余额情况

| 债券类型    | 非重点省份（3 年以内） |            | 重点省份（2 年以内） |            |
|---------|--------------|------------|-------------|------------|
|         | 平均超额利差（BP）   | 城投债券余额（亿元） | 平均超额利差（BP）  | 城投债券余额（亿元） |
| 私募债     | 25           | 44288      | 66          | 4448       |
| 一般企业债   | 22           | 7948       | 58          | 644        |
| 定向工具    | 18           | 16602      | 37          | 1401       |
| 一般中期票据  | 9            | 30498      | 20          | 3574       |
| 一般公司债   | 6            | 9433       | 28          | 1260       |
| 一般短期融资券 | 5            | 2317       | 5           | 822        |
| 超短期融资债券 | 4            | 5173       | 9           | 974        |

资料来源：Wind，DM 查债通，华创证券

注：1）个券超额利差=个券估值-同期限同等级收益率曲线，含权债的估值和剩余期限按照行权处理，取同品种个券超额利差平均值代表品种超额利差水平；2）数据均截至 2024 年 5 月 17 日

从区域来看，各区域城投利差全线收窄，当前大多处于历史最低水平，弱区域进一步下沉的性价比有所降低。其中广西、辽宁、青海等区域利差收窄 20BP 以上，其他区域利差较上月末全线收窄 6-20BP。

**图表 33 城投区域利差及变化（BP）**

| 省份  | 2024/05/30 | 2024/04/30 | 2023/12/29 | 当前信用利差<br>历史分位数 | 近一月信用利<br>差变动 | 2024年以来信<br>用利差变动 | 2023年最低<br>点 | 当前信用利差较<br>2023年最低点变动 |
|-----|------------|------------|------------|-----------------|---------------|-------------------|--------------|-----------------------|
| 贵州  | 265        | 302        | 528        | 37%             | -36           | -263              | 528          | -263                  |
| 广西  | 105        | 127        | 264        | 0%              | -22           | -160              | 264          | -160                  |
| 辽宁  | 171        | 193        | 279        | 6%              | -22           | -108              | 279          | -108                  |
| 青海  | 109        | 131        | 630        | 6%              | -22           | -521              | 621          | -512                  |
| 天津  | 74         | 95         | 152        | 0%              | -20           | -78               | 145          | -70                   |
| 四川  | 77         | 96         | 163        | 0%              | -19           | -86               | 161          | -84                   |
| 云南  | 132        | 151        | 282        | 2%              | -19           | -150              | 282          | -150                  |
| 黑龙江 | 112        | 131        | 195        | 0%              | -19           | -83               | 194          | -82                   |
| 宁夏  | 74         | 93         | 201        | 0%              | -18           | -126              | 201          | -126                  |
| 陕西  | 87         | 105        | 183        | 0%              | -18           | -96               | 183          | -96                   |
| 山东  | 87         | 104        | 172        | 0%              | -16           | -84               | 172          | -84                   |
| 重庆  | 72         | 88         | 148        | 0%              | -16           | -76               | 146          | -74                   |
| 吉林  | 62         | 77         | 152        | 0%              | -15           | -89               | 149          | -87                   |
| 湖南  | 64         | 79         | 134        | 0%              | -15           | -70               | 132          | -68                   |
| 河南  | 64         | 79         | 129        | 0%              | -15           | -66               | 122          | -58                   |
| 河北  | 50         | 65         | 102        | 0%              | -15           | -52               | 93           | -43                   |
| 江西  | 58         | 72         | 118        | 0%              | -15           | -60               | 109          | -51                   |
| 新疆  | 53         | 67         | 101        | 0%              | -13           | -48               | 87           | -34                   |
| 湖北  | 56         | 68         | 116        | 0%              | -13           | -61               | 107          | -51                   |
| 江苏  | 48         | 60         | 94         | 0%              | -12           | -46               | 81           | -33                   |
| 安徽  | 50         | 63         | 95         | 0%              | -12           | -45               | 82           | -32                   |
| 西藏  | 46         | 58         | 91         | 0%              | -12           | -44               | 79           | -33                   |
| 浙江  | 43         | 54         | 81         | 0%              | -11           | -38               | 68           | -25                   |
| 海南  | 43         | 54         | 87         | 0%              | -10           | -44               | 73           | -30                   |
| 山西  | 49         | 59         | 92         | 0%              | -10           | -44               | 85           | -36                   |
| 广东  | 38         | 48         | 69         | 0%              | -10           | -31               | 58           | -20                   |
| 福建  | 40         | 50         | 73         | 0%              | -10           | -33               | 62           | -22                   |
| 北京  | 37         | 47         | 66         | 0%              | -10           | -28               | 53           | -16                   |
| 上海  | 34         | 43         | 56         | 0%              | -9            | -22               | 42           | -8                    |
| 甘肃  | 87         | 94         | 178        | 0%              | -7            | -90               | 174          | -87                   |
| 内蒙古 | 89         | 94         | 108        | 0%              | -6            | -19               | 90           | -2                    |

资料来源：Wind，华创证券

注：历史分位数起始于2014年1月2日。

若进一步从地级市角度进行挖掘，结合存量城投债券余额、区域信用利差以及经济、财政、债务等指标来看，非重点省份可选择3年以内存量城投债券余额在100亿元以上、信用利差在80BP以上的48个地级市进行收益挖掘，重点省份可选择2年以内存量城投债券余额在100亿元以上、信用利差在80BP以上的7个地级市进行收益挖掘。具体来看：1、对于风险偏好偏低的机构可以选择区域债务率相对偏低的枣庄、日照、菏泽、德州、咸阳等地寻找机会；2、有明显收益诉求的机构则可在柳州、昆明、六盘水、遵义、贵阳、南宁、银川等地市博弈高票息机会，若要拉久期，建议控制在2年以内。

**图表 34 3 年以内存量城投债券余额在 100 亿元以上、信用利差在 80BP 以上的地级市-非重点省份（48 个）**

| 省份 | 地级市  | 信用利差 (BP) | 2024/5/17 存量债券余额-3 年以内(不含权) | GDP (亿元) | 区域广义债务率 | 综合财力 (亿元) | 地方政府债务余额 (亿元) | 发债城投公司带息债务余额 (亿元) | 财政自给率 |
|----|------|-----------|-----------------------------|----------|---------|-----------|---------------|-------------------|-------|
| 四川 | 巴中市  | 206       | 107                         | 780      | 689%    | 168       | 800           | 358               | 17%   |
| 山东 | 潍坊市  | 180       | 1062                        | 7606     | 507%    | 1099      | 2359          | 3214              | 68%   |
| 四川 | 遂宁市  | 160       | 160                         | 1715     | 626%    | 253       | 755           | 828               | 37%   |
| 山东 | 枣庄市  | 151       | 128                         | 2157     | 267%    | 505       | 791           | 560               | 51%   |
| 湖南 | 湘潭市  | 151       | 106                         | 2742     | 1415%   | 192       | 1777          | 940               | 45%   |
| 山东 | 威海市  | 147       | 450                         | 3514     | 631%    | 427       | 1012          | 1682              | 55%   |
| 山东 | 济宁市  | 137       | 810                         | 5516     | 418%    | 893       | 1714          | 2013              | 61%   |
| 陕西 | 渭南市  | 135       | 154                         | 2201     | 687%    | 147       | 651           | 356               | 19%   |
| 湖南 | 张家界市 | 134       | 111                         | 614      | -       | -         | 429           | 349               | 16%   |
| 湖南 | 邵阳市  | 118       | 228                         | 2731     | 671%    | 257       | 957           | 766               | 20%   |
| 湖南 | 娄底市  | 117       | 161                         | 1991     | -       | -         | 667           | 506               | 25%   |
| 陕西 | 延安市  | 112       | 118                         | 2280     | 571%    | 199       | 658           | 481               | 37%   |
| 山东 | 泰安市  | 110       | 305                         | 3324     | 584%    | 341       | 960           | 1031              | 52%   |
| 四川 | 眉山市  | 107       | 312                         | 1737     | 467%    | 403       | 716           | 1166              | 43%   |
| 山东 | 德州市  | 105       | 137                         | 3805     | 362%    | 566       | 1337          | 711               | 40%   |
| 四川 | 泸州市  | 105       | 382                         | 2726     | 635%    | 373       | 994           | 1373              | 45%   |
| 山东 | 日照市  | 104       | 256                         | 2391     | 329%    | 419       | 627           | 751               | 61%   |
| 陕西 | 咸阳市  | 103       | 198                         | 2878     | 397%    | 217       | 525           | 334               | 26%   |
| 山东 | 淄博市  | 103       | 676                         | 4562     | 516%    | 609       | 1226          | 1913              | 72%   |
| 山东 | 菏泽市  | 102       | 219                         | 4464     | 329%    | 677       | 1501          | 728               | 43%   |
| 河南 | 开封市  | 102       | 310                         | 2534     | 632%    | 260       | 737           | 906               | 37%   |
| 湖南 | 郴州市  | 102       | 343                         | 3111     | 761%    | 305       | 1197          | 1124              | 35%   |
| 四川 | 绵阳市  | 101       | 348                         | 4039     | 686%    | 408       | 1066          | 1732              | 35%   |
| 江西 | 萍乡市  | 100       | 251                         | 1152     | -       | -         | 573           | 1145              | 34%   |
| 山东 | 临沂市  | 96        | 617                         | 6105     | 462%    | 690       | 1691          | 1500              | 48%   |
| 陕西 | 西安市  | 96        | 1966                        | 12011    | 678%    | 2273      | 4030          | 11375             | 55%   |
| 湖南 | 益阳市  | 93        | 114                         | 2136     | 790%    | 159       | 687           | 566               | 25%   |
| 河南 | 濮阳市  | 93        | 120                         | 1851     | 563%    | 171       | 624           | 341               | 36%   |
| 四川 | 达州市  | 90        | 174                         | 2657     | 412%    | 398       | 1006          | 632               | 33%   |
| 湖南 | 永州市  | 89        | 136                         | 2496     | -       | -         | 928           | 585               | 29%   |
| 河南 | 商丘市  | 88        | 340                         | 3109     | 597%    | 281       | 947           | 732               | 36%   |
| 江西 | 上饶市  | 88        | 928                         | 3402     | 972%    | 515       | 1328          | 3674              | 33%   |
| 四川 | 自贡市  | 88        | 139                         | 1750     | 572%    | 220       | 738           | 521               | 27%   |
| 河南 | 洛阳市  | 87        | 726                         | 5482     | 459%    | 600       | 1203          | 1556              | 61%   |
| 河南 | 南阳市  | 87        | 132                         | 4572     | 414%    | 449       | 1235          | 624               | 35%   |
| 河南 | 驻马店市 | 86        | 198                         | 3097     | 424%    | 346       | 934           | 534               | 32%   |
| 河南 | 焦作市  | 85        | 136                         | 2234     | 482%    | 199       | 570           | 390               | 48%   |
| 河北 | 唐山市  | 85        | 396                         | 9133     | -       | -         | 2607          | 1479              | 58%   |
| 湖南 | 株洲市  | 85        | 1039                        | 3668     | -       | -         | 1180          | 2916              | 32%   |
| 江西 | 景德镇市 | 84        | 477                         | 1201     | 685%    | 304       | 614           | 1465              | 38%   |
| 湖南 | 怀化市  | 83        | 185                         | 1949     | 642%    | 236       | 1009          | 508               | 25%   |
| 河南 | 平顶山市 | 83        | 137                         | 2720     | 453%    | 293       | 754           | 574               | 56%   |
| 四川 | 乐山市  | 82        | 196                         | 2448     | 496%    | 295       | 748           | 716               | 47%   |
| 湖南 | 岳阳市  | 82        | 442                         | 4842     | 671%    | 449       | 1099          | 1912              | 33%   |
| 湖北 | 荆门市  | 82        | 394                         | 2272     | 729%    | 194       | 449           | 969               | 39%   |
| 河南 | 信阳市  | 81        | 124                         | 2959     | 531%    | 245       | 1005          | 299               | 22%   |
| 河南 | 许昌市  | 81        | 222                         | 3238     | 538%    | 281       | 828           | 685               | 61%   |
| 湖北 | 荆州市  | 80        | 292                         | 3151     | -       | 333       | -             | 1244              | 31%   |

资料来源：Wind，各地市政府工作报告，各地市关于 2023 年预算执行情况和 2024 年预算草案的报告，华创证券

注：1）信用利差为各地区存量城投债利差平均值，个券信用利差=个券估值-同期限同等级收益率曲线；2）数据均截至 2024 年 5 月 17 日

### （五）地产债利差普遍收窄，低等级品种表现突出

5 月稳地产政策“组合拳”推出，进一步提振市场信心。5 月 30 大中城市商品房成交面积 820 万平方米，较 4 月环比增长 5%，较 2019、2021、2023 年同期分别下降 52%、57%、38%，当前商品房销售表现仍显低迷，未有超预期表现。各地新政落地时间不一，稳地产政策效果需重点关注。

从利差表现来看，5 月地产债信用利差普遍收窄，其中 AA 等级品种收窄尤为明显，对应变动 15-27BP，1yAAA 和 1yAA+ 品种小幅走阔 1-5BP，其余品种收窄 4-18BP。央企、地方国企、民企地产债利差分别收窄 12BP、16BP、19BP，受稳地产政策出台及万科获多笔银团贷款等因素影响，混合所有制收窄 1233BP。

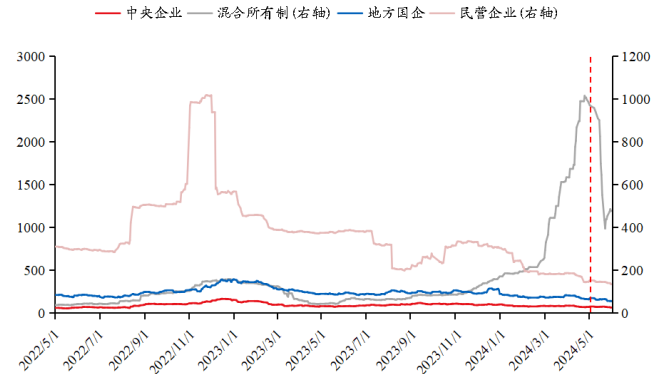
近期地产宽松政策力度有所加码，地产债行情表现占优，可结合基本面情况关注隐含评级 AA 及以上央企国企地产债收益挖掘机会，其中建发房产、首开集团、金融街、上海金茂、中交房地产等配置价值较高。考虑到当前行业景气度处于下行区间，且行业负面舆情频发，地产债估值波动风险仍存，建议适当控制久期。对于地产债投研精力充沛的机构，可择时参与，把握波段交易机会。

图表 35 地产债利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 36 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 37 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   |
| 2024-05-30  | 42   | 42   | 76   | 34   | 32   | 81   | 32   | 29   | 95   | 33   | 29   | 99   | 39   | 35   | 107  |
| 分位数         | 64%  | 7%   | 0%   | 41%  | 0%   | 1%   | 21%  | 0%   | 2%   | 9%   | 0%   | 3%   | 9%   | 0%   | 1%   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP)  | 40   | 59   | 135  | 36   | 60   | 140  | 39   | 72   | 153  | 42   | 80   | 175  | 50   | 91   | 193  |
| 利差变动 (BP)   | 5    | 1    | -15  | -4   | -11  | -25  | -4   | -16  | -22  | -4   | -15  | -23  | -6   | -18  | -27  |
| 分位数变化       | 31%  | 3%   | -4%  | -17% | -5%  | -14% | -17% | -2%  | -12% | -10% | -1%  | -4%  | -17% | -2%  | -6%  |
| 中债估值收益率     | 1年期  |      |      | 2年期  |      |      | 3年期  |      |      | 4年期  |      |      | 5年期  |      |      |
|             | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   | AAA  | AA+  | AA   |
| 2024-05-30  | 2.23 | 2.22 | 2.56 | 2.30 | 2.28 | 2.77 | 2.39 | 2.36 | 3.02 | 2.46 | 2.42 | 3.12 | 2.53 | 2.49 | 3.22 |
| 分位数         | 13%  | 1%   | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 收益率中位数 (BP) | 2.62 | 2.81 | 3.65 | 2.79 | 3.05 | 3.85 | 2.95 | 3.29 | 4.04 | 3.12 | 3.47 | 4.41 | 3.25 | 3.65 | 4.62 |
| 收益率变动 (BP)  | -4   | -7   | -24  | -12  | -20  | -33  | -11  | -22  | -28  | -9   | -19  | -28  | -11  | -23  | -32  |
| 分位数变化       | 0%   | -5%  | -1%  | -6%  | -1%  | -6%  | -1%  | -2%  | -6%  | 0%   | -1%  | -5%  | -1%  | -1%  | -5%  |

资料来源: Wind, 华创证券

#### (六) 煤炭债利差普遍收窄，关注 2y 品种骑乘收益与永续债品种溢价机会

5 月各地气温上升，居民用电需求增加，沿海电厂负荷持续提振，电煤需求连续上涨。在煤价方面，5 月中上旬夏季用煤预期向好，采购情绪升温，贸易商拉运积极，产区出货顺畅，部分地区安全检查收严，个别货源供给收紧，煤价稳中偏强；5 月下旬非电刚需不断提升，部分优质货源供应相对偏紧，煤炭价格持续上涨。主流港口煤炭库存从 5 月初的 6053 万吨升至月末的 6668 万吨，山西产动力末煤(Q5500)价格由 837 元/吨持续上升至 886 元/吨。

从信用利差来看，煤炭债 2-5y 各等级品种信用利差普遍收窄，收窄幅度 8-18BP，1y 品种信用利差与上月相比基本保持不变。当前煤炭债整体配置性价比比较低，可适当拉长久期至 2y 并采取骑乘策略增厚收益，同时关注其永续债品种溢价机会，当前煤炭债 2y-1y 隐含评级 AA 品种的期限利差较为充裕，可配置 2 年期流动性较好的隐含评级 AA 煤炭债持有 1 年后卖出，获得资本利得的超额收益。

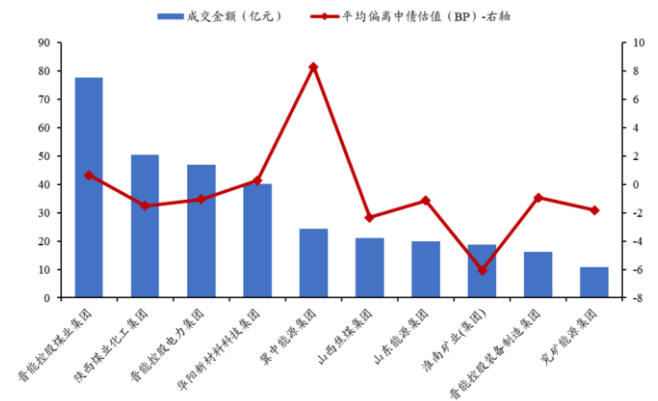
图表 38 煤炭库存与动力煤价格



资料来源: Wind, 华创证券

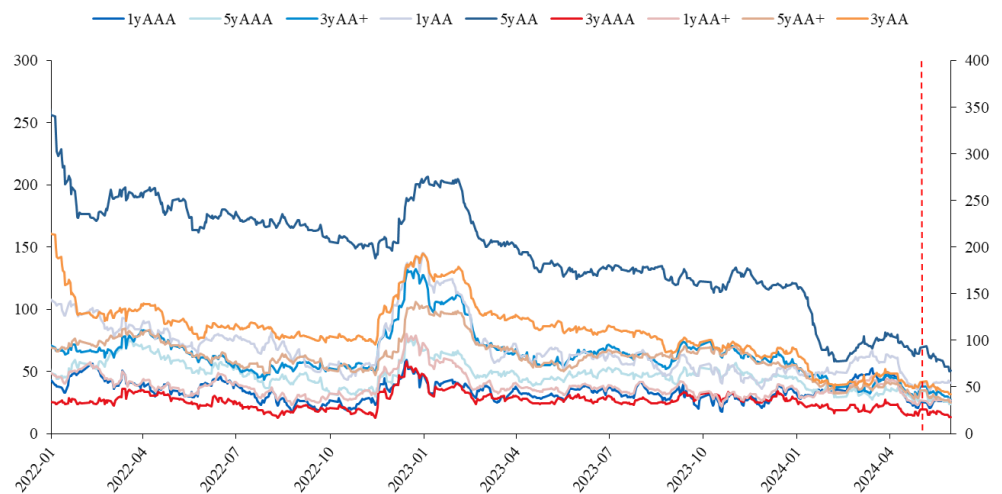
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权 YTM 与前一日中债估值差额平均。

图表 39 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 40 煤炭债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 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   |
| 2024-05-30  | 26   | 36   | 41   | 18   | 28   | 38   | 17   | 27   | 42   | 17   | 27   | 44   | 23   | 33   | 51   |
| 分位数         | 14%  | 6%   | 4%   | 5%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 2024-04-30  | 26   | 36   | 41   | 26   | 37   | 50   | 26   | 38   | 55   | 25   | 36   | 59   | 34   | 46   | 69   |
| 分位数         | 11%  | 4%   | 2%   | 23%  | 9%   | 8%   | 12%  | 4%   | 5%   | 3%   | 2%   | 5%   | 9%   | 3%   | 5%   |
| 利差中位数 (BP)  | 34   | 50   | 66   | 30   | 50   | 78   | 34   | 63   | 113  | 37   | 69   | 143  | 46   | 82   | 155  |
| 利差变动 (BP)   | 0    | 0    | 0    | -8   | -9   | -12  | -9   | -11  | -13  | -8   | -9   | -15  | -11  | -13  | -18  |
| 分位数变化       | 3%   | 2%   | 2%   | -19% | -8%  | -8%  | -11% | -4%  | -5%  | -3%  | -2%  | -5%  | -9%  | -3%  | -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   |
| 2024-05-30  | 2.06 | 2.16 | 2.21 | 2.14 | 2.24 | 2.34 | 2.24 | 2.34 | 2.48 | 2.30 | 2.40 | 2.57 | 2.38 | 2.48 | 2.65 |
| 分位数         | 2%   | 1%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 2024-04-30  | 2.14 | 2.24 | 2.29 | 2.31 | 2.42 | 2.54 | 2.39 | 2.51 | 2.68 | 2.43 | 2.54 | 2.77 | 2.53 | 2.65 | 2.88 |
| 分位数         | 10%  | 7%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 2%   | 1%   | 1%   | 1%   | 2%   | 2%   | 1%   |
| 收益率中位数 (%)  | 2.54 | 2.70 | 2.86 | 2.73 | 2.95 | 3.21 | 2.90 | 3.17 | 3.65 | 3.02 | 3.35 | 4.06 | 3.16 | 3.51 | 4.27 |
| 收益率变动 (BP)  | -8   | -8   | -8   | -16  | -17  | -20  | -15  | -17  | -20  | -13  | -14  | -20  | -15  | -17  | -23  |
| 分位数变化       | -8%  | -6%  | -1%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -2%  | -2%  | -1%  |

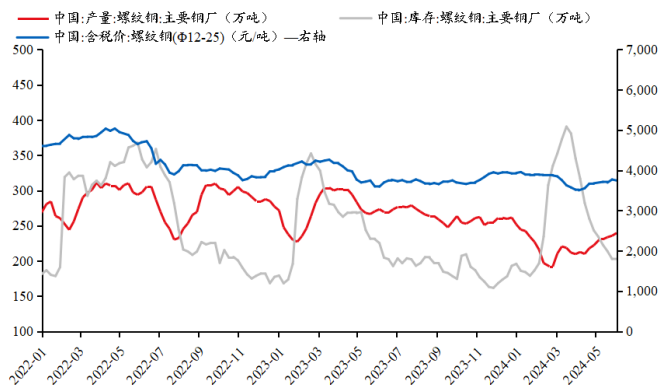
资料来源: Wind, 华创证券

### （七）钢铁债利差普遍收窄，3-5yAA+品种较煤炭债溢价较高

5月施工表现显积极，螺纹钢价格上涨，去库保持偏快，生产节奏边际略有加快，投资需求持续修复。主要钢厂库存由4月末的243万吨持续下降至5月末的202万吨左右，周产量上升17万吨，Φ12-25螺纹钢价格由3678元/吨升至3747元/吨。

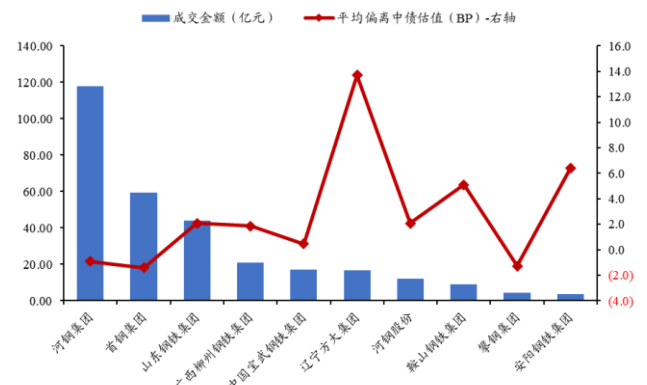
从信用利差来看，2-5y各等级品种信用利差收窄9-19BP，低等级品种表现较优，1y各品种利差走阔0-1BP。当前钢铁债行业景气度处于较低水平，需谨慎信用下沉以规避尾部主体信用风险，当前3-5y隐含评级AA+钢铁债较煤炭债品种溢价较高，收益挖掘机会值得关注。考虑到近期钢贸企业暴雷事件频发及下游需求较弱，行业景气度偏低，对钢铁债过度信用下沉需保持谨慎。

图表 42 螺纹钢量、价、库存走势



资料来源：Wind，华创证券

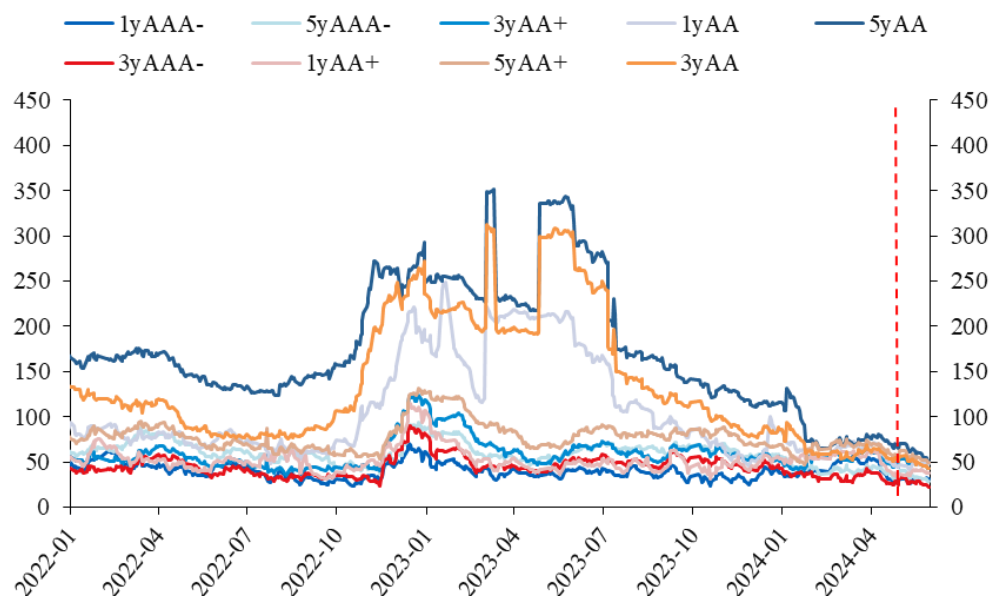
图表 43 钢铁债成交额前10大主体二级成交情况



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 44 钢铁债信用利差走势（BP）



资料来源：Wind，华创证券

图表 45 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   |
| 2024-05-30  | 31   | 37   | 48   | 23   | 37   | 42   | 22   | 43   | 42   | 22   | 43   | 45   | 28   | 50   | 51   |
| 分位数         | 13%  | 5%   | 3%   | 2%   | 5%   | 0%   | 0%   | 6%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP)  | 40   | 49   | 78   | 36   | 47   | 87   | 42   | 54   | 118  | 47   | 60   | 144  | 58   | 71   | 162  |
| 利差变动 (BP)   | 0    | 1    | 1    | -9   | -9   | -12  | -11  | -10  | -14  | -9   | -9   | -15  | -12  | -12  | -19  |
| 分位数变化       | 1%   | 2%   | 2%   | -25% | -37% | -7%  | -11% | -40% | -3%  | -3%  | -9%  | -3%  | -4%  | -14% | -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   |
| 2024-05-30  | 2.11 | 2.18 | 2.28 | 2.19 | 2.33 | 2.38 | 2.29 | 2.49 | 2.49 | 2.35 | 2.56 | 2.58 | 2.43 | 2.64 | 2.65 |
| 分位数         | 1%   | 0%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 收益率中位数 (%)  | 2.59 | 2.71 | 3.08 | 2.81 | 2.89 | 3.36 | 3.00 | 3.10 | 3.70 | 3.14 | 3.27 | 4.07 | 3.28 | 3.44 | 4.28 |
| 收益率变动 (BP)  | -9   | -7   | -7   | -18  | -17  | -20  | -17  | -17  | -20  | -14  | -14  | -20  | -16  | -17  | -23  |
| 分位数变化       | -9%  | -3%  | 0%   | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -2%  | -1%  | -1%  |

资料来源: Wind, 华创证券

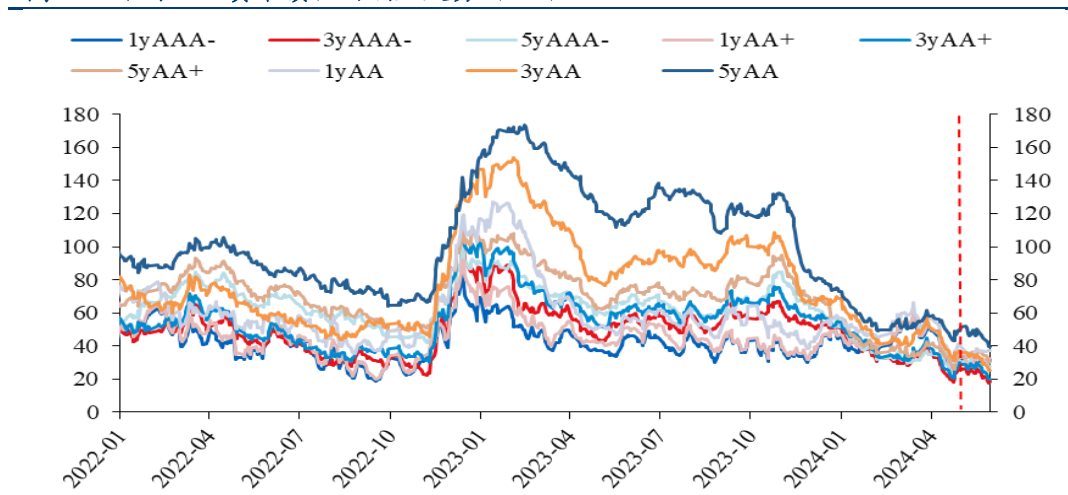
#### (八) 银行二级资本债利差全线收窄，逢高配置、适当下沉增厚收益

5月银行二永债收益率全线下行，信用利差全线收窄。全月来看，银行二级资本债方面，各等级品种收益率下行 7-17BP，1y 各等级品种信用利差收窄 1-2BP，其他品种利差收窄 3-12BP，低等级品种表现较优。

当前国股行二永债整体配置性价比不高，若出现行情调整估值波动风险较大，可逢高配置博弈波段操作的交易机会。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。当前来看，区域基本面较好的城农商行如嘉兴银行、厦门国际银行、青岛农商行等，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。

此外，随着 2025 年初 TLAC 监管体系达标时点临近，五大行或将陆续发行 TLAC 非资本债券，关注其供给放量带来的配置机会。当前来看，工行、中行均已发行 400 亿元 TLAC 非资本债券，其中发行期限 3+1、5+1 的票息分别为 2.25%、2.35%，票息吸引力相对较为有限，但考虑到五大行信用资质较高，预计 TLAC 非资本债券安全属性突出，在资产荒行情下可为信用债市场提供较为充裕的资产补充。

图表 46 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 47 银行二级资本债信用利差变动情况

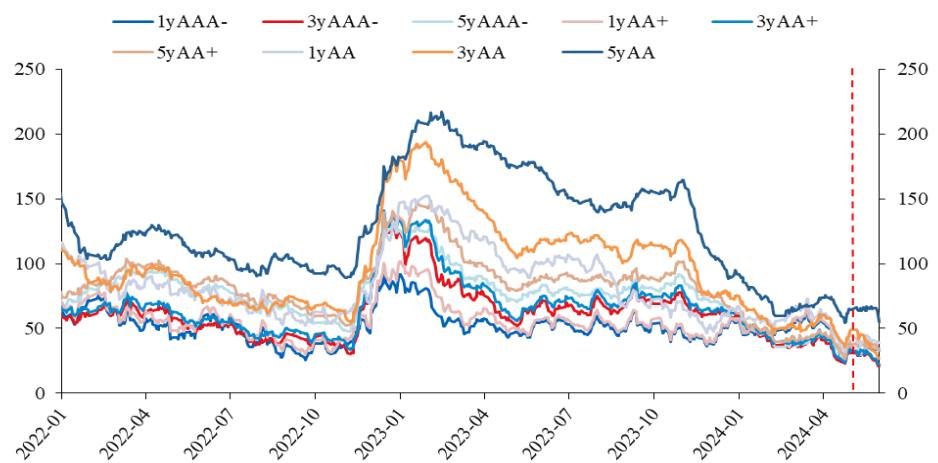
| 信用利差 (BP)  | 1年期  |      |      | 2年期  |      |      | 3年期  |      |      | 4年期  |      |      | 5年期  |      |      |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|            | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   |
| 2024-05-30 | 32   | 32   | 37   | 23   | 23   | 28   | 19   | 20   | 25   | 21   | 24   | 32   | 27   | 31   | 40   |
| 分位数        | 13%  | 12%  | 4%   | 13%  | 10%  | 2%   | 0%   | 0%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP) | 42   | 44   | 57   | 38   | 42   | 59   | 49   | 54   | 75   | 56   | 63   | 87   | 63   | 71   | 99   |
| 利差变动 (BP)  | -1   | -2   | -2   | -5   | -6   | -7   | -8   | -9   | -11  | -7   | -8   | -9   | -3   | -3   | -12  |
| 分位数变化      | -1%  | -1%  | 0%   | -6%  | -7%  | -8%  | -3%  | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | -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   |
| 2024-05-30 | 2.12 | 2.13 | 2.18 | 2.19 | 2.19 | 2.24 | 2.25 | 2.27 | 2.32 | 2.34 | 2.37 | 2.45 | 2.42 | 2.45 | 2.54 |
| 分位数        | 7%   | 5%   | 1%   | 1%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   |
| 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%   |
| 收益率中位数 (%) | 2.63 | 2.67 | 2.76 | 2.82 | 2.85 | 3.01 | 3.05 | 3.10 | 3.31 | 3.24 | 3.31 | 3.58 | 3.34 | 3.41 | 3.75 |
| 收益率变动 (BP) | -10  | -11  | -11  | -14  | -14  | -15  | -14  | -15  | -17  | -12  | -12  | -14  | -7   | -7   | -16  |
| 分位数变化      | -5%  | -7%  | -7%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | -1%  | 0%   | -1%  | -2%  |

资料来源: Wind, 华创证券

### (九) 银行永续债利差全线收窄, 溢价吸引力持续走低

5 月银行永续债利差全线收窄, 低等级品种表现较优, 2-4yAA 品种利差收窄 13-22BP, 其他品种利差普遍收窄 2-10BP。相对银行二级资本债, 当前 4-5y 各品种的银行永续债与银行二级资本债的品种溢价处于 4-16BP, 其余品种溢价普遍处于 1-2BP 以内, 溢价吸引力较为一般。

图表 48 银行永续债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 银行永续债信用利差变动情况

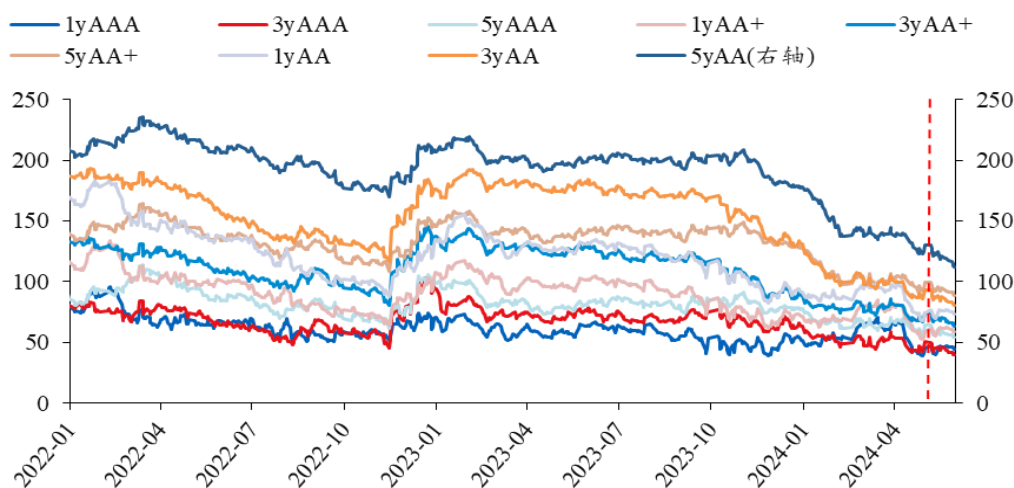
| 信用利差 (BP)  | 1年期  |      |      | 2年期  |      |      | 3年期  |      |      | 4年期  |      |      | 5年期  |      |      |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|            | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   | AAA- | AA+  | AA   |
| 2024-05-30 | 33   | 34   | 39   | 25   | 26   | 31   | 21   | 22   | 27   | 28   | 29   | 39   | 33   | 34   | 55   |
| 分位数        | 5%   | 4%   | 1%   | 4%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP) | 52   | 55   | 81   | 50   | 54   | 81   | 61   | 65   | 98   | 67   | 74   | 113  | 77   | 85   | 128  |
| 利差变动 (BP)  | -2   | -2   | -5   | -6   | -6   | -13  | -10  | -10  | -22  | -6   | -7   | -18  | -2   | -3   | -9   |
| 分位数变化      | 0%   | -1%  | 0%   | -10% | -11% | -5%  | -2%  | -2%  | -3%  | -1%  | -1%  | -4%  | 0%   | -1%  | -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   |
| 2024-05-30 | 2.13 | 2.14 | 2.19 | 2.21 | 2.22 | 2.27 | 2.28 | 2.29 | 2.34 | 2.41 | 2.42 | 2.52 | 2.47 | 2.48 | 2.69 |
| 分位数        | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   | 1%   | 1%   | 0%   |
| 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%   |
| 收益率中位数 (%) | 2.73 | 2.75 | 3.02 | 2.94 | 2.97 | 3.25 | 3.15 | 3.19 | 3.52 | 3.34 | 3.41 | 3.81 | 3.45 | 3.52 | 4.00 |
| 收益率变动 (BP) | -11  | -11  | -14  | -14  | -14  | -21  | -16  | -16  | -28  | -10  | -11  | -22  | -6   | -7   | -13  |
| 分位数变化      | -8%  | -7%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | -2%  | 0%   | -1%  | -1%  |

资料来源: Wind, 华创证券

### (十) ABS 利差普遍收窄，关注 1-2y 中高等级品种收益挖掘机会

5 月 ABS 利差普遍收窄，2-5y 各等级品种收窄 8-19BP，1y 品种利差基本维持不变。当前 ABS 各品种收益率接近历史最低水平，但品种比价之下，ABS 仍具有一定吸引力，可关注 1-2yAAA、AA+品种收益挖掘机会。

图表 50 ABS 信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 51 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   |
| 2024-05-30  | 45   | 59   | 74   | 39   | 58   | 75   | 40   | 64   | 81   | 48   | 77   | 101  | 54   | 88   | 112  |
| 分位数         | 4%   | 1%   | 1%   | 1%   | 1%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 利差中位数 (BP)  | 61   | 96   | 126  | 60   | 101  | 138  | 69   | 118  | 170  | 72   | 126  | 185  | 81   | 136  | 200  |
| 利差变动 (BP)   | 0    | 0    | 0    | -9   | -8   | -10  | -11  | -11  | -13  | -8   | -8   | -15  | -11  | -12  | -19  |
| 分位数变化       | 1%   | 1%   | 0%   | -7%  | -5%  | -4%  | -6%  | -3%  | -2%  | -3%  | -3%  | -1%  | -4%  | -4%  | -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   |
| 2024-05-30  | 2.25 | 2.39 | 2.54 | 2.35 | 2.54 | 2.71 | 2.46 | 2.70 | 2.87 | 2.61 | 2.90 | 3.14 | 2.68 | 3.02 | 3.26 |
| 分位数         | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   | 0%   |
| 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%   |
| 收益率中位数 (BP) | 2.83 | 3.13 | 3.43 | 3.04 | 3.39 | 3.76 | 3.23 | 3.67 | 4.16 | 3.38 | 3.93 | 4.50 | 3.50 | 4.06 | 4.66 |
| 收益率变动 (BP)  | -9   | -8   | -9   | -17  | -16  | -18  | -17  | -17  | -19  | -13  | -13  | -20  | -15  | -16  | -23  |
| 分位数变化       | -1%  | -1%  | -1%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -2%  | -1%  | -1%  | -1%  | -2%  | -2%  | -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：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      | zhangjiani@hcyjs.com    |
|         | 蒋瑜  | 高级销售经理         | 021-20572509      | jiangyu@hcyjs.com       |
|         | 施嘉玮 | 高级销售经理         | 021-20572548      | shijiawei@hcyjs.com     |
|         | 朱涨雨 | 高级销售经理         | 021-20572573      | zhuzhangyu@hcyjs.com    |
|         | 李凯月 | 高级销售经理         |                   | likaiyue@hcyjs.com      |
|         | 易星  | 销售经理           |                   | yixing@hcyjs.com        |
|         | 张玉恒 | 销售经理           |                   | zhangyuheng@hcyjs.com   |
|         | 段佳音 | 广州机构销售总监       | 0755-82756805     | duanjiayin@hcyjs.com    |
| 广州机构销售部 | 周玮  | 销售经理           |                   | zhouwei@hcyjs.com       |
|         | 王世韬 | 销售经理           |                   | wangshitao1@hcyjs.com   |
|         | 潘亚琪 | 总监             | 021-20572559      | panyaqi@hcyjs.com       |
| 私募销售组   | 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        |
|         | 宋丹珂 | 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<br>邮编：100033<br>传真：010-66500801<br>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<br>邮编：518034<br>传真：0755-82027731<br>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<br>邮编：200120<br>传真：021-20572500<br>会议室：021-20572522 |