

【债券月报】

关注供需结构的变化，调整可逢高配置

——8月信用债策略月报

- ❖ 7月货币政策改革加速推进，货币宽松落地与机构配置需求推动债市走势偏强，月内三中全会积极强调防风险，化债政策有望加码，信用债收益率大幅下行，多品种收益率再创新低。展望后市，在三中全会和月末政治局会议仍重点强调防范地方债务风险的背景下，化债新政值得期待，金融支持化债等现有措施或将加快推进，城投债券安全性或进一步提升。供需结构方面，8月银行理财规模增量季节性回落、利多出尽后基金配债情绪弱化，信用债净供给通常高于7月，供需矛盾或有所缓和。但考虑到当前城投等高票息主体供给受限，信用利差极致压缩，信用债相对利率债的“溢价”大幅降低，供需矛盾的缓和可能对信用债市场带来短期扰动，但长期债牛尚未结束，如有调整可逢高配置、关注高流动性个券交易机会。
- ❖ 8月信用债如何选择：关注供需结构变化，调整可逢高配置
 - 1、**城投债**：近期化债政策加码，叠加债牛行情下，城投下沉和拉久期更加极致，后续弱资质、3y以上长久期品种利差收窄幅度或较大。非重点省份的区域新增纳入重点地市的进展值得关注，随着重点地市名单的批复，相关区域信用利差或进一步收敛，可作为事件驱动型机会。此外，近期天津迎中央重磅政策支持，对天津国企债券有重大利好，建议对天津区域区县城投进一步下沉挖掘收益，同时对津城建等高流动性核心平台继续拉久期。
 - 2、**产业债**：1) **地产债**：可结合基本面情况关注1-2年期隐含评级AA及以上央国企收益挖掘机会。地产债投研精力充沛的机构可择时参与把握高流动性个券的波段交易机会。2) **煤炭债**：整体配置性价比较低，或可适当拉长久期增厚收益，关注其永续债品种溢价机会，部分隐含评级AA、AA-主体可短端下沉。3) **钢铁债**：建议重点关注2yAA品种的挖掘机会，同时2-5yAA+品种当前具备相对配置性价比。多数钢企上半年经营业绩同比大幅下降，当前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。
 - 3、**银行二永债**：可维持“1-2y信用挖掘”、“4-5y交易”的策略。当前国股行二永债整体配置性价比不高，行情调整下估值波动较大，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。
 - 4、**ABS**：品种比价之下仍具有一定吸引力，重点关注1-2yAAA、AA+品种。
- ❖ **一级市场回顾：净融资环比增长，5年期及以上发行占比再创新高**
 - 1、**净融资**：信用债净融资同比、环比均上升，其中产业债净融资同比、环比均上升，城投债净融资同比下降、环比上升。
 - 2、**发行特征**：产业债、城投债申购热度环比上升，5年期及以上占比连创2015年以来新高，取消发行规模70亿元，环比上升12亿元。
- ❖ **二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，3Y以上成交活跃度走高**
 - 1、**成交跟踪**：偏尾部区域拉久期增厚收益特征明显，多区域3-5年期收益率大幅下行。3年期以上城投债成交活跃度环比上升，3年以内活跃度下降。
 - 2、**异常成交**：5月城投债高估值成交主要分布在山东、甘肃、湖北等区域，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**：7月跟踪季期间，主体评级方面，共22家企业下调，64家企业上调。债项隐含评级方面，6家企业下调，11家企业上调。
 - 2、**政策跟踪**：中央层面政策关注全会继续强调防风险，进一步落实和完善房地产新政策，政治局会议提出创造条件加快化解地方融资平台债务风险等。地方层面政策关注柳州落地首笔非标本金打折置换、天津迎重磅政策支持等。
- ❖ **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

相关研究报告

- 《【华创固收】降息行情后的三点考验——债券周报 20240804》
2024-08-04
- 《【华创固收】存单周报（0729-0804）：农村机构配置依然偏强》
2024-08-04
- 《【华创固收】债牛行情下，城投下沉和拉久期更加极致——信用周报 20240803》
2024-08-03
- 《【华创固收】工业价格寻底中——每周高频跟踪 20240803》
2024-08-03
- 《【华创固收】近期市场的迷思：低价转债的反弹哪去了？——可转债周报 20240730》
2024-07-30

目 录

一、化债新政值得期待，供需矛盾或有所缓和.....	5
二、一级市场回顾：净融资环比增长，5年期及以上发行占比再创新高.....	5
（一）信用债：净融资同比、环比均增长，申购热度有所上升.....	5
（二）城投债：近半数省份净融资同比下降，1-7月合计同比减少近9500亿.....	6
（三）融资期限：5年以上发行占比上升至13%.....	6
（四）取消发行情况：7月取消发行规模环比小幅上升.....	7
三、二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，3Y以上成交活跃度走高.....	7
（一）城投债成交跟踪：偏尾部区域拉久期增厚收益特征明显，整体成交活跃度降低.....	7
（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：7月跟踪季期间22家主体下调，64家主体上调.....	11
（二）政策跟踪：中央继续强调防风险，提出进一步落实和完善房地产新政策.....	16
五、信用债策略：关注供需结构变化，调整可逢高配置.....	20
（一）信用债收益率全线下行，中长端表现占优.....	21
（二）期限利差普遍收窄，市场拉久期增厚收益.....	22
（三）等级利差普遍收窄，AA+/AAA品种收窄明显.....	23
（四）城投利差普遍收窄，中长端低等级品种收窄幅度较大.....	23
（五）地产债利差普遍收窄，3-5y隐含评级AA+品种表现较优.....	25
（六）煤炭债利差普遍收窄，可适当拉长久期并关注永续债品种溢价机会.....	26
（七）钢铁债利差走势分化，2yAA及2-5yAA+品种具备一定吸引力.....	28
（八）银行二级资本债利差走势分化，1-2y信用挖掘、4-5y交易.....	29
（九）银行永续债利差走势分化，溢价吸引力持续走低.....	30
（十）ABS利差普遍收窄，中长端品种收益率大幅下行.....	31
六、风险提示.....	32

图表目录

图表 1	7 月货币政策改革加速推进，货币宽松落地与机构配置需求推动债市走势偏强	5
图表 2	7 月信用债净融资同比、环比均上升	6
图表 3	7 月产业债净融资同比、环比均上升	6
图表 4	7 月城投债净融资同比下降、环比上升	6
图表 5	7 月渝冀鄂鲁吉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	7 月各省城投债成交 YTM 情况	8
图表 9	7 月各省城投债日均成交笔数情况	9
图表 10	7 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	7 月城投、房地产、煤炭、钢铁行业低估值成交前十大活跃主体	10
图表 12	近两月折价成交城投平台区域分布	10
图表 13	7 月折价成交城投平台概况	11
图表 14	7 月主体评级下调企业概览	11
图表 15	7 月主体评级上调企业概览	12
图表 16	7 月债项隐含评级下调企业概览	15
图表 17	7 月债项隐含评级上调企业概览	15
图表 18	7 月信用债市场相关政策跟踪——中央政策	16
图表 19	7 月信用债市场相关政策跟踪——地方政策	19
图表 20	7 信用债收益率全线下行，中长端尤为明显	21
图表 21	1y 不同品种信用利差走势 (BP)	22
图表 22	3y、5y 不同品种信用利差走势 (BP)	22
图表 23	整体信用利差变动情况	22
图表 24	各隐含评级信用债的期限利差走势 (BP)	22
图表 25	期限利差变动情况	23
图表 26	各剩余期限品种的等级利差走势 (BP)	23
图表 27	信用债等级利差变动情况	23
图表 28	1 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)	24
图表 29	3 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)	24
图表 30	城投债利差变动情况	24
图表 31	城投区域利差及变化 (BP)	25
图表 32	地产债利差走势 (BP)	26

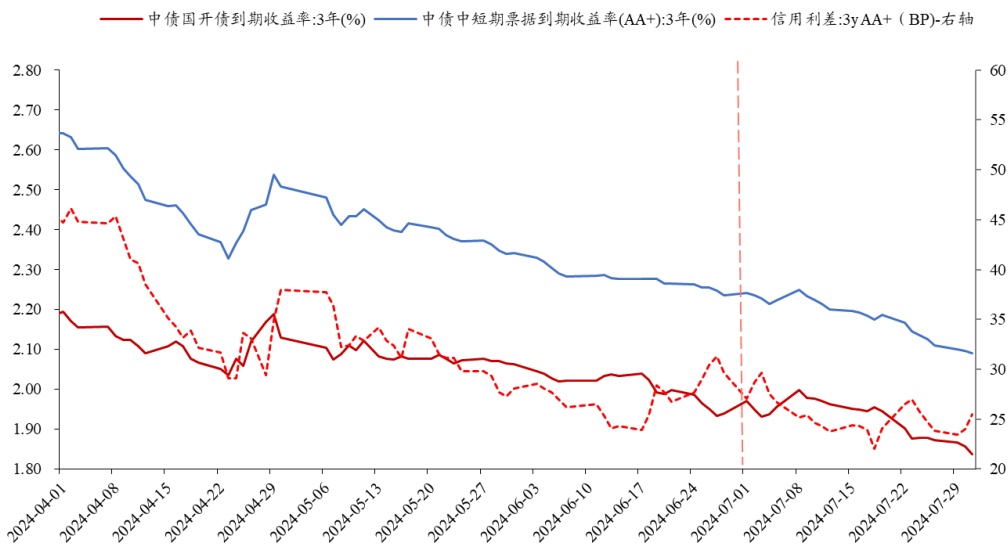
图表 33	不同企业类型地产债利差走势 (BP)	26
图表 34	地产债信用利差变动情况	26
图表 35	煤炭库存与动力煤价格	27
图表 36	煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况	27
图表 37	煤炭债信用利差走势 (BP)	27
图表 38	煤炭债信用利差变动情况	27
图表 39	螺纹钢量、价、库存走势	28
图表 40	钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况	28
图表 41	钢铁债信用利差走势 (BP)	28
图表 42	钢铁债信用利差变动情况	29
图表 43	银行二级资本债信用利差走势 (BP)	29
图表 44	银行二级资本债信用利差变动情况	30
图表 45	银行永续债信用利差走势 (BP)	30
图表 46	银行永续债信用利差变动情况	31
图表 47	ABS 信用利差走势 (BP)	31
图表 48	ABS 信用利差变动情况	31

一、化债新政值得期待，供需矛盾或有所缓和

7月货币政策改革加速推进，货币宽松落地与机构配置需求推动债市走势偏强，月内三中全会积极强调防风险，化债政策有望加码，信用债收益率大幅下行，多品种收益率再创年内新低。具体来看，月初资金面平稳均衡，央行官宣将启动国债借入操作，抑制债市情绪，信用债收益率先下后上，上行幅度小于利率债，信用利差被动收窄。中旬，公布的二季度经济数据表现偏弱，大会期间市场情绪谨慎，信用债收益率震荡下行，信用利差被动收窄。下旬，三中全会积极强调防风险，化债政策有望加码，叠加货政改革加速推进、降息操作落地，信用债收益率继续向下突破。

展望后市，在三中全会和月末政治局会议仍重点强调防范地方债务风险的背景下，化债新政值得期待，金融支持化债等现有措施或将加快推进，城投债券安全性或进一步提升。供需结构方面，8月银行理财规模增量季节性回落、利多出尽后基金配债情绪弱化，信用债净供给通常高于7月，供需矛盾或有所缓和。但考虑到当前城投等高票息主体供给受限，信用利差极致压缩，信用债相对利率债的“溢价”大幅降低，供需矛盾的缓和可能对信用债市场带来短期扰动，但长期债牛尚未结束，如有调整可逢高配置、关注高流动性个券交易机会。

图表 1 7月货币政策改革加速推进，货币宽松落地与机构配置需求推动债市走势偏强



资料来源: Wind, 华创证券

二、一级市场回顾：净融资环比增长，5年期及以上发行占比再创新高

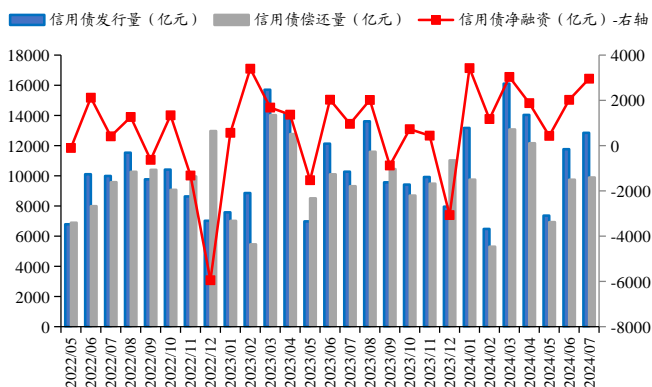
7月信用债一级市场申购热度有所上升，5年期及以上信用债发行占比明显增加，为2015年以来各月份最高水平。信用债净融资同比、环比均上升，其中产业债净融资同比、环比均上升，城投债净融资同比下降、环比上升。

(一) 信用债：净融资同比、环比均增长，申购热度有所上升

7月信用债整体净融资规模同比、环比均增长，主要系产业债净融资增加。具体看，7月信用债净融资2959亿元，同比上升1995亿元，环比上升935亿元。其中，产业债净融资2328亿元，同比上升2541亿元，环比上升646亿元，发行占比由5月的58%上升至62%。

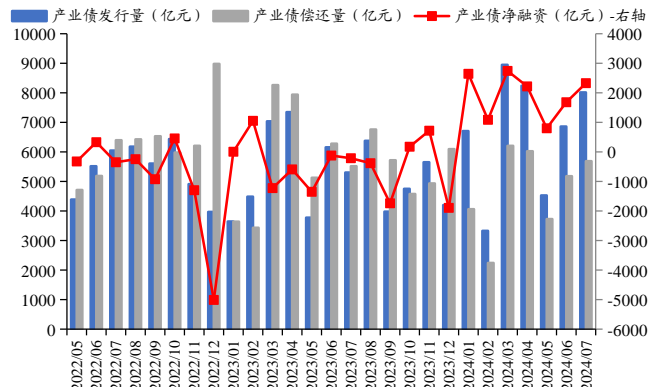
产业债、城投债申购热度均有所上升。7月信用债共发行1376只，投标（申购）数据可得债券有796只。其中，产业债471只，发行火热（申购倍数大于等于2，下同）的共225只，所占比例为48%，较上月的46%有所上升；城投债325只，发行火热的共267只，所占比例为82%，较上月的75%有所上升。

图表 2 7月信用债净融资同比、环比均上升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 7月产业债净融资同比、环比均上升

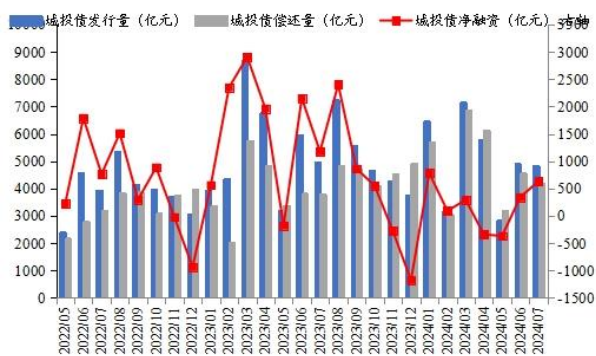


资料来源: Wind, 华创证券

(二) 城投债: 近半数省份净融资同比下降, 1-7月合计同比减少近9500亿

7月全国城投债净融资小幅为正, 净融入631亿元, 同比减少546亿元, 近半数省份净融资同比下降, 整体缩量较为明显, 年初以来城投债净融资合计1428亿元, 同比减少9502亿元。其中江苏、浙江同比下降超150亿元。从环比变化来看, 2024年以来城投债净融资维持低位, 6-7月城投债净融资有所回暖, 但仅小幅为正, 同比来看大幅减少。

图表 4 7月城投债净融资同比下降、环比上升



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 7月渝冀鄂鲁吉城投净融资位居前五(亿元)

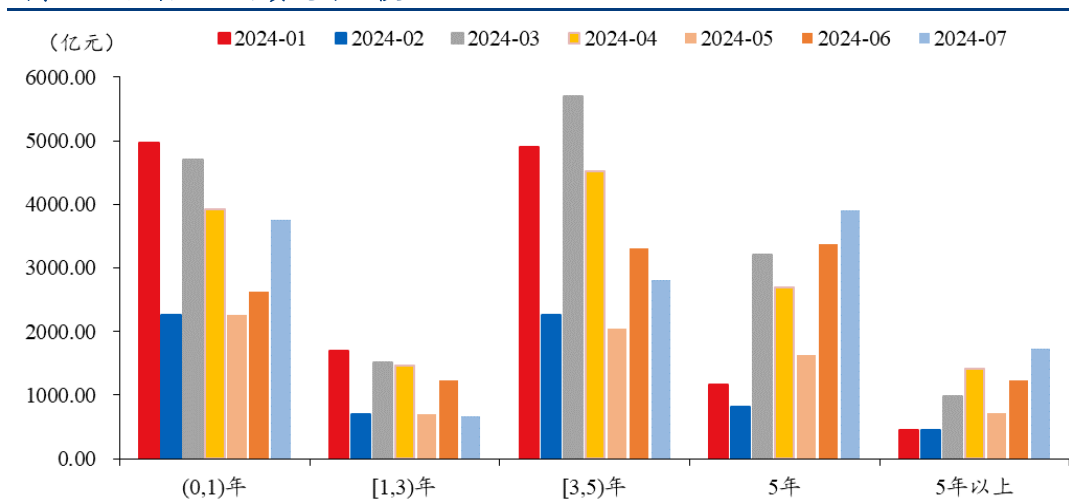
省份	6月	7月	1-7月	7月同比变动	1-7月同比变动	省份	6月	7月	1-7月	7月同比变动	1-7月同比变动
重庆	20	113	168	-29	-284	山西	-25	8	34	-17	-86
河北	17	96	235	46	42	青海	10	5	15	10	23
湖北	-3	93	-138	-12	-942	内蒙古	-10	5	-34	8	-21
山东	235	92	974	-28	-221	西藏	-5	2	1	2	-50
吉林	35	70	120	79	116	辽宁	2	1	31	17	72
云南	48	62	150	103	249	黑龙江	-5	0	-12	8	11
北京	38	61	136	32	-7	海南	1	-1	23	-1	13
江苏	-172	49	-245	-164	-2110	甘肃	-46	-7	-67	-7	107
浙江	-57	40	-213	-176	-2283	福建	50	-13	131	-69	-340
新疆	24	39	109	24	60	宁夏	0	-14	-24	-20	-33
贵州	-48	30	-186	46	-84	四川	76	-18	143	-38	-510
河南	78	29	165	-103	-808	天津	-85	-25	-418	-55	-805
江西	-19	28	209	45	-279	广西	45	-31	8	4	-17
陕西	56	27	181	33	68	安徽	47	-41	-122	-121	-660
上海	-8	24	204	-6	33	湖南	38	-100	-322	-95	-751
广东	5	8	175	-61	-8	全国总和	342	631	1428	-546	-9502

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 融资期限: 5年以上发行占比上升至13%

7月5年期发行占比由6月的29%上升至30%, 5年以上发行占比由10%上升至13%, 5年期及以上发行占比为2015年以来各月份最高水平, 当前低利率环境下, 部分发债主体发行长周期信用债, 锁定长期债务融资成本。

图表 6 各期限信用债发行规模

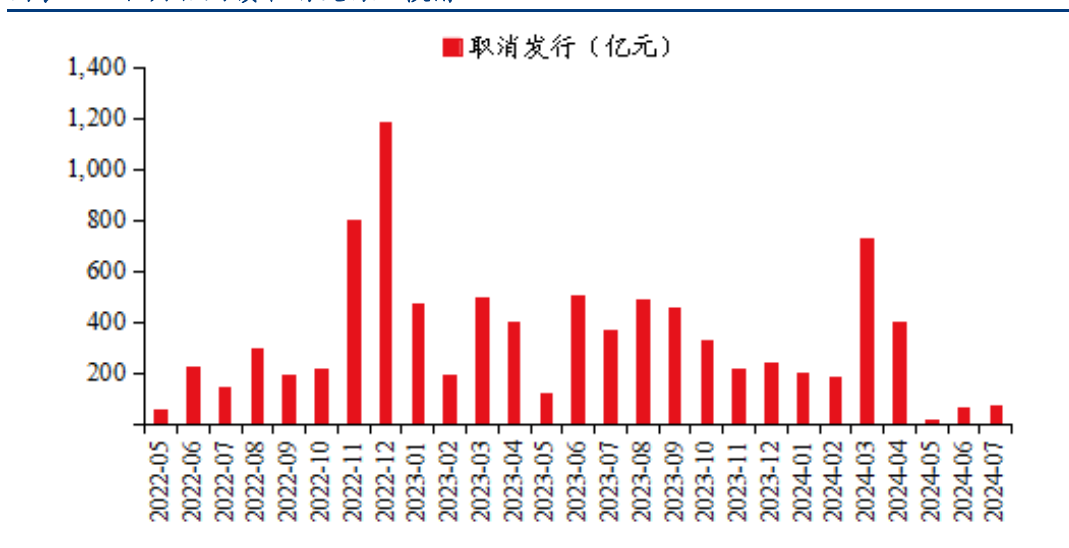


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 取消发行情况: 7月取消发行规模环比小幅上升

7月信用债取消发行规模为70亿元,较上月小幅上升12亿元。

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, 3Y 以上成交活跃度走高

化债政策推进下, 城投债依然是挖收益的重要板块, 7月各期限平均成交收益率环比普遍下行, 中长端尤为明显, 3年期以上成交活跃度环比上升, 3年期以内活跃度下降。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、甘肃、湖北等区域; 城投低估值成交主要分布湖南、四川、山东等区域。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。

(一) 城投债成交跟踪: 偏尾部区域拉久期增厚收益特征明显, 整体成交活跃度降低

成交收益率方面, 部分区域城投债收益率普遍下行。偏尾部区域中, 广西、重庆等区域2年期以上成交收益率环比下行20-40BP, 云南2-3年期、3-5年期成交收益率分别

下行 39BP、89BP。反映出市场在“资产荒”下风险偏好提高，在偏尾部区域拉久期增厚收益。中间梯队区域中，山东、河北、湖南、四川等区域 1-2 年期成交收益率下行 10-20BP，多区域 5 年期以上成交收益率下行超 30BP，中间梯队存量城投债规模较大，是拉久期的重要选择。

图表 8 7 月各省级城投债成交 YTM 情况

省份	7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
云南	3.16%	3.60%	3.72%	4.17%	-	3.67%	0	-15	-39	-89	-	-29
内蒙古	0.00%	3.17%	2.23%	-	-	2.63%	-217	4	-6	-	-	-26
贵州	4.57%	4.59%	4.12%	4.74%	-	4.54%	-53	-5	-30	-11	-	-25
宁夏	2.18%	2.69%	-	-	-	2.44%	-10	0	-	-	-	-23
广西	2.59%	3.02%	3.16%	3.19%	4.08%	2.98%	-40	-5	-24	-25	27	-19
山东	2.94%	3.03%	2.88%	3.40%	3.47%	3.09%	-24	-9	-19	-39	-38	-19
重庆	2.43%	2.58%	2.65%	3.20%	3.08%	2.72%	-18	-4	-22	-21	-37	-17
河北	2.25%	2.38%	2.66%	2.61%	3.36%	2.47%	-14	-12	-12	-25	-11	-17
甘肃	2.40%	3.21%	2.57%	4.20%	0.00%	3.07%	-27	-12	-93	-3	-	-15
湖南	2.43%	2.49%	2.66%	2.89%	3.52%	2.59%	-13	-3	-15	-17	-83	-11
四川	2.60%	2.80%	2.87%	3.22%	2.87%	2.90%	-18	-10	-11	-10	-84	-11
湖北	2.29%	2.46%	2.45%	2.82%	2.99%	2.48%	-12	-10	-10	-11	-11	-11
辽宁	3.22%	4.15%	3.60%	3.89%	2.95%	3.82%	-9	-17	51	-	-	-10
河南	2.51%	2.52%	2.58%	3.02%	3.42%	2.67%	-8	-12	-12	-20	-70	-10
福建	2.25%	2.27%	2.39%	2.43%	2.44%	2.32%	-3	-9	-18	-6	-15	-8
陕西	2.51%	2.96%	2.70%	3.36%	3.15%	2.89%	-24	3	-17	-18	-23	-8
山西	2.21%	2.39%	2.55%	2.51%	-	2.43%	2	-2	-22	-18	-	-7
浙江	2.12%	2.22%	2.32%	2.39%	2.61%	2.27%	-7	-10	-5	-10	-8	-7
上海	2.05%	2.15%	2.21%	2.33%	2.29%	2.15%	-7	-3	-9	-6	-12	-7
黑龙江	2.14%	2.45%	-	4.20%	-	3.58%	-19	-29	-	-26	-	-6
天津	2.48%	2.42%	2.59%	2.88%	3.09%	2.66%	4	-13	-9	-16	-29	-6
吉林	2.23%	2.34%	2.37%	2.97%	-	2.40%	1	2	-8	-75	-	-6
江苏	2.25%	2.37%	2.40%	2.54%	2.58%	2.37%	-5	-7	-5	-8	-12	-5
广东	2.19%	2.19%	2.28%	2.31%	2.52%	2.27%	1	-10	-5	-16	-11	-5
西藏	2.12%	2.19%	2.37%	2.63%	-	2.31%	-1	-16	-4	4	-	-5
安徽	2.32%	2.36%	2.44%	2.66%	2.67%	2.41%	1	-9	-4	-5	-6	-5
新疆	2.31%	2.38%	2.39%	2.49%	3.15%	2.39%	4	-5	-10	-11	-	-3
北京	2.15%	2.16%	2.21%	2.32%	2.49%	2.25%	1	-5	-4	-7	-6	-1
江西	2.33%	2.52%	2.90%	2.80%	2.64%	2.65%	-16	-5	16	-10	-11	-1
海南	2.19%	2.19%	2.33%	2.47%	-	2.25%	-1	-2	-6	-	-	-1
青海	2.78%	-	2.84%	3.67%	-	3.47%	13	-	-10	-41	-	4
全国	2.54%	2.66%	2.66%	3.05%	2.90%	2.71%	-13	-8	-8	-19	-32	-10

资料来源: Wind, 华创证券

注:1) 数据来自wind, 截至7月26日; 2) 成交收益率为当期交易金额大于100万, 行权剩余期限大于半年的所有成交的加权成交YTM平均数。

成交活跃度方面, 中长端品种成交活跃度环比上升, 短端活跃度下降。分区域来看, 城投债成交增量主要来自江西、湖南、云南、河南等区域, 缩量主要来自广东、四川、江苏、北京、山东等区域。

图表 9 7月各省级城投债日均成交笔数情况

省份	7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
江西	55	35	64	78	9	240	9	-26	2	33	5	22
湖南	66	42	47	55	1	211	22	-19	0	18	-2	19
云南	18	15	49	47	-	129	5	-11	-2	22	-	15
河南	48	48	39	75	6	216	-6	-9	3	22	2	11
天津	9	13	24	23	12	81	-8	3	5	3	6	9
青海	-	2	-	13	-	16	-1	2	0	6	-	8
安徽	36	21	39	13	2	112	12	-17	7	1	0	5
宁夏	2	1	-	-	-	4	1	0	-	0	-	2
河北	17	13	11	8	2	50	7	-2	1	-2	0	2
新疆	8	6	8	7	-	28	1	-1	1	1	-	2
内蒙古	-	-	-	-	-	1	0	-1	0	-	-	-1
山西	9	3	4	3	-	20	6	-6	-1	-1	-	-1
吉林	3	4	2	2	-	11	0	1	-2	0	-	-1
陕西	33	31	12	25	4	106	4	-11	-3	7	1	-2
海南	-	1	-	-	-	1	0	-1	-1	-	-	-2
黑龙江	-	-	-	1	-	1	-1	0	-	-1	-	-2
西藏	-	1	1	-	-	3	-2	0	-1	-1	-	-2
贵州	53	36	16	50	-	156	5	-20	-5	18	-	-2
甘肃	4	3	-	2	-	9	-2	1	-2	0	-	-3
上海	10	10	8	3	-	31	1	-3	2	-3	0	-3
广西	25	12	12	7	1	57	12	-13	-4	3	-1	-4
辽宁	5	1	5	2	1	14	5	-11	-1	2	1	-4
福建	17	14	21	6	2	61	-4	-13	2	1	-1	-14
浙江	80	39	70	40	3	232	33	-44	-10	2	-1	-20
湖北	42	41	27	27	4	140	-5	-8	-2	-5	0	-22
重庆	39	33	47	57	6	181	-1	-14	-8	-4	0	-28
山东	163	118	114	238	20	653	34	-80	-16	24	6	-31
北京	7	5	19	3	8	42	1	-3	-34	0	4	-32
江苏	116	92	123	38	10	379	8	-32	-22	7	4	-35
四川	59	31	72	82	9	253	23	-37	-23	-15	3	-48
广东	14	8	9	2	8	42	-1	-22	-337	-6	-3	-368
全国	940	679	844	909	107	3479	162	-397	-449	131	23	-530

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1) 数据来自wind, 截至2024年7月26日; 2) 日均成交笔数=(当期交易金额大于100万、行权剩余期限大于半年的城投债成交笔数之和)/区间内交易天数。

(二) 异常成交前十大活跃主体

7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要分布在山东、甘肃、湖北等区域; 低估值成交主要分布湖南、四川、山东等区域。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, 河钢集团低估值成交1.90亿元, 安阳钢铁集团低估值成交0.41亿元。煤炭债方面, 平顶山天安煤业股份有限公司高估值成交0.20亿元, 新汶矿业集团有限责任公司低估值成交1.32亿元。

图表 10 7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)
潍坊经济区城市建设投资发展集团有限公司	10.82	万科企业股份有限公司	8.37
黔西南州城市建设投资(集团)有限公司	7.40	金地(集团)股份有限公司	5.54
贵州贵安发展集团有限公司	6.16	重庆龙湖企业拓展有限公司	2.81
威海市文登区城市资产经营有限公司	5.22	重庆华宇集团有限公司	0.60
山东高创建设投资集团有限公司	4.95	新湖中宝股份有限公司	0.47

邹城市城资控股集团有限公司	4.83	碧桂园地产集团有限公司	0.30
湖北大冶湖高新技术产业投资有限公司	4.73	北京首创城市发展集团有限公司	0.30
定西国有投资(控股)集团有限公司	4.63	信达投资有限公司	0.30
威海蓝创建设投资有限公司	4.17	珠海华发实业股份有限公司	0.20
仁怀市水务投资开发有限责任公司	3.90	广州珠江实业集团有限公司	0.20
煤炭	成交金额(亿元)	钢铁	成交金额(亿元)
平顶山天安煤业股份有限公司	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 7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)
湖南邵东生态产业园开发建设投资有限责任公司	6.20	重庆龙湖企业拓展有限公司	11.61
济宁市兖州区惠民城建投资有限公司	6.48	万科企业股份有限公司	11.33
六盘水市民生产业投资集团有限责任公司	12.35	新湖中宝股份有限公司	3.00
遂宁市富源实业有限公司	7.64	厦门中骏集团有限公司	1.82
威海市文登区蓝海投资开发有限公司	14.68	金地(集团)股份有限公司	1.14
潍坊滨海投资发展有限公司	10.15	信达地产股份有限公司	1.02
潍坊经济区城市建设投资发展集团有限公司	11.49	中冶置业集团有限公司	0.61
潍坊市海洋投资集团有限公司	6.79	深圳市卓越商业管理有限公司	0.61
盐城市亭湖城市资产投资集团有限公司	6.25	北京首创城市发展集团有限公司	0.41
遵义交旅投资(集团)有限公司	13.48	新城控股集团股份有限公司	0.34
煤炭	成交金额(亿元)	钢铁	成交金额(亿元)
新汶矿业集团有限责任公司	1.32	河钢集团有限公司	1.90
-	-	安阳钢铁集团有限责任公司	0.41

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

7月折价成交城投主体共3家,较上月增加1家。城投债折价成交总额为0.34亿元,环比增加0.24亿元。资产荒行情叠加一揽子化债政策护航,城投债成交收益率不断走低,当前来看,折价成交规模较小。

图表 12 近两月折价成交城投平台区域分布

7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	2	8	0.14	1.60%	0.38%	0.07%
江西	1	6	0.20	0.67%	0.08%	0.03%
合计	3	14	0.34	-	-	-

6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	1	6	0.07	0.80%	0.31%	0.03%
山东	1	45	0.02	0.37%	0.29%	0.00%
合计	2	52	0.09	-	-	-

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 7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	0.13	36.86	40.0	贵州	六盘水市	水城县人民政府	175.96	11.43	4.00
宜春市大数据产业集团有限公司	0.20	21.80	60.0	江西	宜春市	宜春市文化艺术服务中心	-	-	6.00
遵义鸭溪大地投资开发有限责任公司	0.01	94.60	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7月26日数据。

四、评级调整及热点政策跟踪

评级调整方面, 7月跟踪季期间, 评级调整共发生22起主体评级下调事件, 64起主体评级上调事件; 6家企业债项隐含评级下调, 11家企业债项隐含评级上调。**热点政策方面**, 中央层面政策关注全会继续强调防风险, 提出进一步落实和完善房地产新政策, 月末政治局会议提出创造条件加快化解地方融资平台债务风险, 发改委发布通知积极支持优质企业借用外债、推动基础设施领域REITs项目常态化发行等。地方层面政策关注重庆市国企改革效果初现、柳州落地首笔非标本金打折置换、天津迎重磅政策支持等。

(一) 评级调整: 7月跟踪季期间22家主体下调, 64家主体上调

从主体评级来看, 下调企业以建筑类企业与湖南、河南等区域城投为主; 上调企业以交通运输类企业、公用事业企业以及广东、浙江、江苏、北京等区域城投为主。整体看, 在地产下行周期及土地财政难以为继的大背景下, 建筑行业受到一定冲击, 相关主体信用资质变化值得关注。

图表 14 7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
湖北省联合发展投资集团有限公司	23鄂联投 MTN003	2024-07-02	穆迪公司	Baa2	Baa3	地方国有企业	城投	湖北
中化岩土集团股份有限公司	23中化岩土 MTN001	2024-07-05	中诚信国际	AA	AA-	地方国有企业	建筑装饰	北京

郴州市百福投资集团有限公司	24 百福 01	2024-07-05	中债资信	BBB+r	BBB+	地方国有企业	城投	湖南
北新集团建材股份有限公司	21 北新 G1	2024-07-08	标准普尔	A-(稳定)	A-(负面)	中央国有企业	建筑材料	北京
洛阳城市发展投资集团有限公司	24 洛阳城投 PPN006	2024-07-09	中债资信	AA-r	A+r	地方国有企业	城投	河南
南京扬子国资投资集团有限责任公司	24 扬子国资 CP002	2024-07-10	标准普尔	BBB+(稳定)	BBB+(负面)	地方国有企业	城投	江苏
山东安丘农村商业银行股份有限公司	17 安丘农商二级	2024-07-15	大公国际	AA-	A+	公众企业	银行	山东
广汇汽车服务集团股份公司	21 广汇汽车 SCP001	2024-07-18	大公国际	AA+	AA	民营企业	汽车	辽宁
六盘水市水利开发投资有限责任公司	20 六盘水投 MTN001	2024-07-22	联合资信	AA (稳定)	AA (负面)	地方国有企业	城投	贵州
国银金融租赁股份有限公司	24 国银金租债 01	2024-07-23	标准普尔	A(稳定)	A (负面)	中央国有企业	非银金融	广东
杉杉集团有限公司	19 杉杉 01	2024-07-24	上海新世纪	AA (稳定)	AA (负面)	民营企业	电子	浙江
中交第三公路工程局有限公司	23 三局 Y2	2024-07-24	中债资信	A+r	Ar	中央国有企业	建筑装饰	北京
新疆中泰化学股份有限公司	23 新化 K1	2024-07-24	中债资信	A+r	Ar	地方国有企业	化工	新疆
郑州煤炭工业(集团)有限责任公司	15 郑煤 MTN001	2024-07-25	大公国际	BBB-	BB+	地方国有企业	采掘	河南
中铝国际工程股份有限公司	23 中铝国工 MTN002	2024-07-25	中债资信	A+r	Ar	中央国有企业	建筑装饰	北京
中国水电建设集团国际工程有限公司	23 中国水电 MTN002	2024-07-26	中债资信	AA-r	A+r	中央国有企业	建筑装饰	北京
郑州市建设投资集团有限公司	24 郑州建投 MTN002	2024-07-26	中债资信	AA-r	A+r	地方国有企业	城投	河南
新疆中泰(集团)有限责任公司	24 新中泰集 MTN001B	2024-07-29	联合资信	AA+(稳定)	AA+(负面)	地方国有企业	化工	新疆
新疆中泰化学股份有限公司	22 新中泰 MTN001(乡村振兴)	2024-07-29	联合资信	AA+(稳定)	AA+(负面)	地方国有企业	化工	新疆
北京建工集团有限责任公司	建工 KY03	2024-07-29	标准普尔	BBB (稳定)	BBB (负面)	地方国有企业	建筑装饰	北京
中国建筑第四工程局有限公司	23 中建四局 MTN003(科创票据)	2024-07-29	中债资信	AA-r	A+r	中央国有企业	建筑装饰	广东
兰州市轨道交通有限公司	20 兰州轨交 MTN001	2024-07-30	中证鹏元	AA (稳定)	A (负面)	地方国有企业	城投	甘肃

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 7 月 31 日

图表 15 7 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
华鲁控股集团有限公司	22 华鲁 K1	2024-07-01	惠誉国际	A-(负面)	A-(稳定)	地方国有企业	化工	山东
北京首钢基金有限公司	20 首基 01	2024-07-01	惠誉国际	A-	A	地方国有企业	非银金融	北京
嘉兴市城市投资发展集团有限公司	24 嘉兴城投 MTN001B	2024-07-01	中债资信	A+	AAr	地方国有企业	城投	浙江
成都轨道交通集团有限公司	24 蓉轨 02	2024-07-01	中债资信	AApi	AA+r	地方国有企业	城投	四川
福州市金融控股集团有限公司	24 福州金控 MTN001	2024-07-05	中债资信	Ar	A+r	地方国有企业	综合	福建

徐州工程机械集团有限公司	24 徐工集团 SCP012	2024-07-05	中债资信	AA-r	AAr	地方国有企业	电气设备	江苏
湖北楚天智能交通股份有限公司	24 楚天智能 SCP003	2024-07-05	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	交通运输	湖北
广州港集团有限公司	24 广州港 SCP006	2024-07-05	中债资信	AA+r	AAA-r	地方国有企业	交通运输	广东
漳州市交通发展集团有限公司	23 漳交 Y1	2024-07-10	联合国际	BBB+(稳定)	BBB+(正面)	地方国有企业	城投	福建
中国航空技术国际控股有限公司	22 中航 Y2	2024-07-11	标准普尔	BBB-	BBB	中央国有企业	商业贸易	北京
新余钢铁集团有限公司	22 新钢 01	2024-07-12	东方金诚	AA+	AAA	中央国有企业	采掘	江西
佛山市中策高速公路投资有限公司	22 中策高速 MTN001	2024-07-12	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	交通运输	广东
北京昌平科技园发展集团有限公司	24 昌平科技 SCP002	2024-07-12	中债资信	A-r	Ar	地方国有企业	城投	北京
温州市铁路与轨道交通投资集团有限公司	24 温州铁投 SCP004	2024-07-15	中债资信	AA-	AA	地方国有企业	城投	浙江
营口港务集团有限公司	22 营口港 MTN001	2024-07-16	中诚信国际	AA+	AAA	中央国有企业	交通运输	辽宁
嘉兴市高等级公路投资有限公司	24 嘉公路 PPN003	2024-07-16	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	城投	浙江
北方联合电力有限责任公司	23 北电 MTN002	2024-07-17	中债资信	A+r	AA-r	中央国有企业	公用事业	内蒙古
内蒙古交通集团有限公司	21 蒙高路 MTN001	2024-07-18	中证鹏元	AA+	AAA	地方国有企业	城投	内蒙古
上海电气控股集团有限公司	22 上海电气 MTN002	2024-07-18	标准普尔	BBB(负面)	BBB(稳定)	地方国有企业	机械设备	上海
镇江交通产业集团有限公司	23 镇交 D1	2024-07-19	中诚信亚太	BBB	BBB+	地方国有企业	城投	江苏
无锡市创新投资集团有限公司	24 无锡创新 MTN001	2024-07-19	中债资信	A-r	Ar	地方国有企业	非银金融	江苏
贵州乌江水电开发有限责任公司	24 乌江水电 GN001	2024-07-19	中诚信国际	AA+	AAA	中央国有企业	公用事业	贵州
苏州国发创业投资控股有限公司	23 国创 01	2024-07-19	中债资信	A-r	Ar	地方国有企业	非银金融	江苏
浙江禾城农村商业银行股份有限公司	19 禾城农商二级 01	2024-07-21	东方金诚	AA	AA+	公众企业	银行	浙江
武汉信用风险管理融资担保有限公司	暂未发行债券	2024-07-22	中证鹏元	AA+(负面)	AA+	地方国有企业	非银金融	湖北
济南能源集团有限公司	24 济南能源 SCP002	2024-07-22	中债资信	Ar	A+r	地方国有企业	城投	山东
江西省国有资本运营控股集团有限公司	24 赣国资 SCP004	2024-07-22	中债资信	AAr	AA+r	地方国有企业	综合	江西
成都高速公路股份有限公司	23 成高股份 MTN001	2024-07-23	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	交通运输	四川
华电云南发电有限公司	22 华电云南 SCP003	2024-07-23	中债资信	A+r	AA-r	中央国有企业	公用事业	云南
广东省港航集团有限公司	24 粤航 01	2024-07-23	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	交通运输	广东
宜兴市公用环保集团有限公司	24 宜公环	2024-07-23	中债资信	A-r	Ar	地方国有企业	城投	江苏
宁德市交通投资集团有限公司	24 宁交 01	2024-07-23	中债资信	Ar	A+r	地方国有企业	城投	福建

陕西榆林能源集团有限公司	20榆林能源MTN002	2024-07-24	上海新世纪	AA+	AAA	地方国有企业	采掘	陕西
温州银行股份有限公司	23温州银行小微债01	2024-07-24	联合资信	AA+	AAA	地方国有企业	银行	浙江
广东省路桥建设发展有限公司	22粤桥01	2024-07-24	中债资信	AAr	AA+r	地方国有企业	交通运输	广东
合肥高新建设投资集团有限公司	24合高建设MTN001	2024-07-24	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	城投	安徽
招金矿业股份有限公司	23招金MTN002(科创票据)	2024-07-25	中诚信亚太	BBB-	BBB	地方国有企业	有色金属	山东
中荆投资控股集团有限公司	22中荆02	2024-07-25	中诚信国际	AA	AA+	地方国有企业	综合	湖北
甘肃省电力投资集团有限责任公司	14甘电投债	2024-07-25	惠誉国际	BBB-	BBB	地方国有企业	公用事业	甘肃
武汉车谷城市发展集团有限公司	23武汉车都MTN002	2024-07-26	联合资信	AA+	AAA	地方国有企业	城投	湖北
中国十七冶集团有限公司	23中十七冶MTN001	2024-07-26	中诚信国际	AA+	AAA	中央国有企业	建筑装饰	安徽
蜀道投资集团有限责任公司	24蜀道投资MTN011	2024-07-26	中债资信	AAr	AA+r	地方国有企业	城投	四川
四川高速公路建设开发集团有限公司	24川高速MTN010	2024-07-26	中债资信	AA-r	AAr	地方国有企业	城投	四川
吉林电力股份有限公司	24吉林电力SCP003	2024-07-26	中债资信	Ar	A+r	中央国有企业	公用事业	吉林
广州越秀产业投资有限公司	24越秀产投MTN002(科创票据)	2024-07-26	中债资信	Ar	A+r	地方国有企业	综合	广东
成都高新投资集团有限公司	24成都高新MTN003	2024-07-26	中债资信	AAr	AA+r	地方国有企业	城投	四川
珠海港控股集团有限公司	21珠海港MTN003	2024-07-29	上海新世纪	AA+	AAA	地方国有企业	交通运输	广东
新疆能源(集团)有限责任公司	24新疆能源CP001	2024-07-29	联合资信	AA+	AAA	地方国有企业	综合	新疆
北京时尚控股有限责任公司	22北京时尚MTN002	2024-07-29	东方金诚	AA	AA+	地方国有企业	纺织服装	北京
广州高新区投资集团有限公司	23穗高Y2	2024-07-29	东方金诚	AA+	AAA	地方国有企业	城投	广东
广州环保投资集团有限公司	24广州环保SCP001	2024-07-29	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	综合	广东
浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	22沪杭优	2024-07-29	中债资信	AA+r	AAA-r	地方国有企业	交通运输	浙江
中国康富国际租赁股份有限公司	24康富租赁SCP001	2024-07-30	中诚信国际	AA+	AAA	公众企业	非银金融	北京
邢台银行股份有限公司	23邢台银行永续债01	2024-07-30	大公国际	AA	AA+	公众企业	银行	河北
四川产业振兴基金投资集团有限公司	22川振兴	2024-07-30	中证鹏元	AA+	AAA	地方国有企业	非银金融	四川
佛山市投资控股集团有限公司	24佛控MTN001	2024-07-30	中债资信	AA-r	AAr	地方国有企业	城投	广东
北控水务(中国)投资有限公司	23北控水务MTN002	2024-07-30	中债资信	AA-r	AAr	地方国有企业	公用事业	北京
盛京银行股份有限公司	22盛京银行二级资本债01	2024-07-31	联合资信	AA+(稳定)	AA+(正面)	公众企业	银行	辽宁
江苏苏州港集团有限公司	24苏州港SCP002	2024-07-31	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	交通运输	江苏
杭州市安居建设投资集团有限公司	23杭居投资MTN001	2024-07-31	中债资信	A+r	AA-r	地方国有企业	城投	浙江
南京公路发展(集团)有限公司	22南京公路SCP003	2024-07-31	中债资信	AA-r	AAr	地方国有企业	城投	江苏

中国铁路通信信号股份有限公司	21 中国通号 MTN001	2024-07-31	中债资信	AAr	AA+rr	中央国有企业	机械设备	北京
中核融资租赁有限公司	GC 核融 05	2024-07-31	中债资信	A+r	AA-r	中央国有企业	非银金融	上海
深圳市天健(集团)股份有限公司	24 天健集 SCP002	2024-07-31	中债资信	A-r	Ar	地方国有企业	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 7 月 31 日

从隐含评级来看, 7 月 6 家企业债项隐含评级下调, 11 家企业债项隐含评级上调, 其中调高企业中 5 家为城投。

图表 16 7 月债项隐含评级下调企业概览

企业名称	调整债券名称	评级调整日	调整前	调整后	企业性质	行业	地区
重庆水务环境控股集团有限公司	22 重庆水务 MTN001	2024-07-04	AAA	AAA-	地方国有企业	公用事业	重庆
红星美凯龙控股集团有限公司	H20 红星 5	2024-07-04	CC	C	民营企业	综合	上海
深圳市特发信息股份有限公司	21 特信 02	2024-07-04	AA+	AA	地方国有企业	通信	广东
亿利洁能股份有限公司	20 亿利 01	2024-07-04	BBB+	CC	民营企业	化工	内蒙古
正荣地产控股有限公司	H20 正荣 2	2024-07-22	CC	C	民营企业	房地产	福建
上实融资租赁有限公司	21 上实 01	2024-07-29	B	CC	中外合资企业	非银金融	上海

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 7 月 31 日, 同一企业调整债券有多只, 表中陈列为最新调整债券。

图表 17 7 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
湖北省路桥集团有限公司	23 湖北路桥 MTN001(科创票据)	2024-07-04	AA(2)	AA	地方国有企业	建筑装饰	湖北
浙江省建设投资集团股份有限公司	22 浙建投 MTN001	2024-07-04	AA(2)	AA	地方国有企业	建筑装饰	浙江
资阳市凯利建设投资有限责任公司	19 资凯利债	2024-07-05	A+	AA-	地方国有企业	城投	四川
中国诚通控股集团有限公司	20 中国诚通债转股 02	2024-07-12	AA+	AAA-	中央国有企业	综合	北京
遵义市投资(集团)有限责任公司	20 遵投 03	2024-07-15	A+	AA-	地方国有企业	城投	贵州
云南泰佳鑫投资有限公司	20 佳鑫 02	2024-07-15	A+	AA-	地方国有企业	城投	云南
六盘水市民生产业投资集团有限责任公司	21 六民 01	2024-07-18	A+	AA-	地方国有企业	城投	贵州
无锡惠玉投资控股有限公司	19 惠玉 01	2024-07-23	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏
江苏兴海控股集团有限公司	22 兴海债 02	2024-07-24	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏
沧州港务集团有限公司	21 沧州港务 MTN001	2024-07-26	AA(2)	AA	地方国有企业	城投	河北
江苏双溪实业有限公司	22 双溪 04	2024-07-31	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 7 月 31 日, 同一企业调整债券有多只, 表中陈列为最新调整债券。

(二) 政策跟踪：中央继续强调防风险，提出进一步落实和完善房地产新政策

从中央政策来看，主要有以下重大政策：

1、城投方面，1) 国开行已成立支持地方债务风险化解工作专班，下一步工作将更好统筹发展和安全，防范化解重点领域风险，关注后续有关举措出台情况。**2) 全会继续强调防风险，**合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型。**3) 国家金融监督管理总局召开会议强调指导金融机构积极配合化解地方政府债务风险。4) 月末政治局会议提出创造条件加快化解地方融资平台债务风险，**现有化债措施或将加大力度，化债工作重点转为聚焦融资平台债务，城投转型或将加速。

2、地产方面，1) 全会提出进一步落实和完善房地产新政策，切实做好保交房工作，盘活存量商品房和土地资源，下一步将加快构建房地产发展新模式。**2) 住建部召开会议传达学习党的二十届三中全会精神，**强调聚焦制约住房城乡建设事业高质量发展的突出矛盾和问题，推进住房城乡建设领域各项改革，加快构建房地产发展新模式，深入实施城市更新行动等内容。**3) 金管局会议提出推动城市房地产融资协调机制更好发挥作用。**

3、此外，1) 发改委发布通知积极支持优质企业借用外债，后续优质企业申请中长期外债难度或有降低。**2) 发改委发文推动基础设施领域 REITs 项目常态化发行，**文件进一步明确审核内容和把关标准、简化程序、压紧压实各方责任、优化政策空间，后续基础设施 REITs 有望加速发行。**3) 上交所发布公司债券发行承销规则适用指引，**加强对备案阶段更改公司债券期限的监管，后续已处于备案阶段的公司债发行期限修改难度有所提升。

图表 18 7 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
7 月 8 日	国家开发银行	国家开发银行委员会关于二十届中央第一轮巡视“回头看”整改进展情况的通报	巡视反馈重点问题整改落实情况中提到，积极配合推进地方债务风险防范化解， 成立开发银行支持地方债务风险化解工作专班，建立长效机制，有力有序推进化债工作。 下一步工作打算中提到， 更好统筹发展和安全，防范化解重点领域风险，全面提升化险挽损质效。 配合支持做好地方债务风险防范化解工作。持续防范化解境外业务风险，有力管控新增风险，稳妥有序处置存量风险。持续推进化险挽损， 优化“包干制”工作方案，分类推进风险项目化解处置。 完善全面风险管理体系，对风险早识别、早预警、早暴露、早处置，牢牢守住风险底线。
7 月 19 日	中国网	党的二十届三中全会精神介绍和解读新闻发布会	中央财办分管日常工作的副主任、中央农办主任韩文秀在 7 月 19 日举行的中共中央新闻发布会上表示： 1、强调要构建国家战略制定和实施机制，健全国家经济社会发展规划制度体系， 深化财税体制、金融体制改革， 增强宏观政策取向一致性。要构建跨行政区合作发展新机制。 针对地方政府和基层财政困难，提出要完善中央和地方财政关系，增加地方自主财力，拓展地方税源，提升市县财力同事权相匹配程度，适当加强中央事权，提高中央财政支出比例，不得违规要求地方安排配套资金。 要研究同新业态相适应的税收制度。 2、深化国资国企改革，推动国有资本和国有企业做强做优做大，开展国有经济增加值核算， 推进能源、铁路等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革。

			<p>3、要更加有力有效实施宏观调控政策。积极的财政政策要更好发力见效，加快专项债发行使用进度，确保基层“三保”按时足额支出，发挥好财政资金对经济增长和结构调整的杠杆撬动作用。要落实好“两新”、“两重”决策部署，实施好大规模设备更新和消费品以旧换新政策，投入更多真金白银，加大政策支持力度，让企业和消费者获得实实在在的好处。要把长远增后劲与短期稳增长结合起来，用好超长期特别国债资金，加强国家重大战略和重点领域安全能力项目建设。</p> <p>4、要促进房地产市场平稳健康发展。近期，房地产市场正在出现积极变化。我们要坚持消化存量和优化增量相结合，进一步落实和完善房地产新政策，切实做好保交房工作，盘活存量商品房和土地资源。下一步，加快构建房地产发展新模式，消除过去“高负债、高周转、高杠杆”的模式弊端，建设适应人民群众新期待的“好房子”，更好满足刚性和改善性住房需求，并建立与之相适应的融资、财税、土地、销售等基础性制度。需要指出，我国新型城镇化仍在持续推进，房地产高质量发展还有相当大的空间。</p>
7月21日	中共中央	中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定	<p>建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系。增加地方自主财力，拓展地方税源，适当扩大地方税收管理权限。完善财政转移支付体系，清理规范专项转移支付，增加一般性转移支付，提升市县财力同事权相匹配程度。建立促进高质量发展转移支付激励约束机制。推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例。研究把城市维护建设税、教育费附加、地方教育附加合并为地方附加税，授权地方在一定幅度内确定具体适用税率。合理扩大地方政府专项债券支持范围，适当扩大用作资本金的领域、规模、比例。完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，加快地方融资平台改革转型。规范非税收入管理，适当下沉部分非税收入管理权限由地方结合实际差别化管理。</p>
7月22日	中国建设报	住房城乡建设部党组召开会议 传达学习党的二十届三中全会精神	<p>要准确把握住房城乡建设事业发展的阶段性特征，聚焦制约住房城乡建设事业高质量发展的突出矛盾和问题，坚持把解决重大体制机制问题放在突出位置，以夯实基础、深化改革为主线，以完善机制、体制、法治为重点，以让人民群众住上绿色、低碳、智能、安全的好房子为基点，系统谋划、深入推进住房城乡建设领域各项改革，加快构建房地产发展新模式，深入实施城市更新行动。</p>
7月23日	发改委	支持优质企业借用中长期外债 促进实体经济高质量发展	<p>积极支持行业地位显著、信用优良、对促进实体经济高质量发展具有带动引领作用的优质企业借用外债。现阶段重点支持同时满足以下条件的企业：（一）符合《企业中长期外债审核登记管理办法》（国家发展改革委2023年第56号令）等有关规定要求；（二）生产经营符合国家宏观调控和产业政策；（三）近一年营业收入规模排名行业前五，资产负债率等指标优于行业平均水平；（四）企业国际信用评级为投资级（BBB-及以上）或国内信用评级为AAA；（五）最近三年，（1）未发生境内外债务违约且不存在处于持续状态的延迟支付本息事实；（2）无重大违法违规行为，未纳入严重失信主体名单；（3）财务报表未被注册会计师出具否定意见或无法表示意见，如被注册会计师出具保留意见的，保留意见所涉及事项的重大影响已经消除。房地产企业及承担地方政府融资职能的地方国有企业申请办理外债审核登记，仍按原有规定进行管理。</p>
7月26日	发改委	关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基	<p>全面推动基础设施 REITs 常态化发行。基础设施 REITs 试点以来，制度规则持续完善，发行规模稳步增长，资产类型不断丰富，市场表现总体稳</p>

		金（REITs）项目常态化发行的通知	健，各方参与积极性显著提升，基础设施 REITs 对促进投融资机制创新、深化资本市场改革、服务实体经济发展的作用日益显现，推动基础设施 REITs 常态化发行已具备良好条件。各参与方要严格落实市场化、法治化原则，各司其职、各负其责，依法依规推动基础设施 REITs 更好实现常态化发行。 市政基础设施等 13 个行业可发行 REITs；对于首次发行基础设施 REITs 项目，当期目标不动产评估净值原则上不低于 10 亿元（租赁住房项目和养老设施项目不低于 8 亿元）。
7 月 26 日	上交所	上海证券交易所公司债券发行承销规则适用指引第 1 号——发行备案（2024 年修订）	备案阶段原则上不得更改公司债券期限，确需更改的，发行人和主承销商应当在期后事项说明中说明变更后的债券期限、履行的内部程序及变更的合理性，补充提交相关决议文件，并修改相应的备案文件。 发行人应当结合自身经营情况、财务状况、偿债能力等审慎确定公司债券发行规模，科学设置各期公司债券的选择权、本息偿付等发行条款。
7 月 29 日	国家金融监督管理总局	国家金融监督管理总局召开学习贯彻党的二十届三中全会精神暨 2024 年年中工作会议	系统上下要坚决贯彻落实党中央、国务院关于下半年工作的决策部署，围绕年度目标任务，扎实推进防风险、强监管、促发展各项工作。 一是着力防控重点领域金融风险。 坚持稳字当头，把握好时度效， 稳妥有序防范化解中小金融机构风险。 引导金融机构完善定位和治理，努力实现高质量发展。 推动城市房地产融资协调机制更好发挥作用。指导金融机构积极配合化解地方政府债务风险。 二是坚决落实强监管严监管要求。三是全力支持经济社会发展。 进一步深化金融供给侧结构性改革，扎实做好“五篇大文章”。坚持和落实“两个毫不动摇”， 引导金融机构完善民营企业融资支持政策。
7 月 30 日	中共中央	中央政治局会议	会议强调，要持续防范化解重点领域风险。 要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策 ，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进一步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。 要完善和落实地方一揽子化债方案，创造条件加快化解地方融资平台债务风险。 要统筹防风险、强监管、促发展，提振投资者信心，提升资本市场内在稳定性。

资料来源：中国政府网，国资委，金融监管总局，上交所，国开行，中国网，中国建设报，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）重庆市将国资委持有的 295 亿元优质股权无偿划转至渝富集团，推动渝富集团牵头完成规模 2000 亿元的重庆产业投资母基金组建，“三攻坚一盘活”改革效果初现。2）山东省财金企业联盟正式成立，山东财金集团拟发起设立百亿元规模的互助增信基金，重点支持市县城投平台和国有企业化解流动性风险。3）柳州东城集团公告，公司与某租赁公司协商一致通过专项支持银团类贷款按照 8.5 折结清该笔非标债务存量本金，为广西首笔本金打折非标债务置换，节省成本近 4630 万元。4）《关于金融支持天津高质量发展的意见》发布，其中强调防控国有企业与融资平台债务风险，严格按照市场化、法治化原则，稳妥开展国有企业债务存量风险化解工作，健全债券风险监测预警机制，合理支持地方国有企业与融资平台公司债券接续发行。

2、地产方面，上海、北京地区部分银行首套房贷利率降至 3.4%，二套房贷利率低至 3.6%；广州地区部分银行首套房贷利率降至 3.1%，二套房贷利率低至 3.7%。此次房贷利率调整，呼应 7 月 22 日央行 5 年 LPR 调降政策。

3、金融方面，1）四川省地方金融管理局发布公告四川金融资产交易所有限公司主动申请退出交易场所行业，不再从事交易场所相关业务，自此四川省无合法金融资产类

交易场所存续。2) 北金所公告不再开展包括非上市国有产权转让、不良资产转让等在內的一般金交所业务。年初以来, 已有湖南、辽宁、西安、重庆等多个省市的地方金融监管部门发布公告, 取消辖內金交所业务资质, 金交所这一监管灰色地带将逐步出清。

图表 19 7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
7月2日	重庆市国资委	聚力产业升级 深化机制改革 重庆加快打造国企核心竞争优势	制定实施国企战略性重组专业化整合整体方案, 完成3户物流企业整合组建重庆物流集团, 完成重庆三峡银行股权重组、三峡人寿增资重组 , 推进实施全市铁路资产、旅游资产、文化资产等改革重组, 谋划推进自然资源、人才服务、农业产品、检验检测等资产重组。深化国有资本投资运营公司改革, 将国资委持有的295亿元优质股权无偿划转渝富集团, 推动渝富集团牵头完成规模2000亿元的重庆产业投资母基金组建, 投资三安意法、赛力斯三工厂、阿维塔等涉及集成电路、新能源汽车等战新领域产业的10个项目、75亿元, 带动项目总投资338亿元。 今年1-3月, 市属国企639户亏损企业完成阶段性减亏扭亏434户, 盘活企业国有资产448.7亿元、回收资金144.2亿元 , 压减非主业企业、“三无”企业法人98户, 新增综合融资成本压降至4%以内。
7月4日	山东财政	山东省财金企业联盟正式成立	联盟由山东财金集团牵头发起, 部分省属骨干金融企业引领示范, 驻鲁金融机构赋能助力, 市县(区)财金企业协同联动, 采用“1+N+M”的组织模式——“1”即山东财金集团, “N”为联盟战略合作伙伴, “M”为市县(区)财金企业。 目前, 首批联盟成员达到160家。 作为联盟发起单位, 山东财金集团拟发起设立百亿元规模的互助增信基金, 在前期对泰安市财金企业股权投资的基础上, 向更多具备条件的联盟企业直接注资, 以股权投资为纽带, 帮助联盟企业壮大资本实力, 降低负债规模, 为吸引银行贷款和资本市场融资提供增信加持。 聚焦更好发挥财政资金股权投资撬动作用, 山东财金集团将与联盟企业共建共享项目库, 对联盟企业推荐的项目, 同等条件下优先入库、优先尽调、优先支持。
7月5日	四川省地方金融管理局	关于四川金融资产交易所有限公司退出交易场所行业的公告	为落实国家金融监管要求, 四川金融资产交易所有限公司主动申请退出交易场所行业, 不再从事交易场所相关业务。 自本公告发布之日起, 四川省无合法金融资产类交易场所存续。
7月15日	柳州东城集团	广西首笔本金打折的非标债务置换成功落地	据柳州东城集团, 经东城集团与某租赁公司进行多次友好协商, 达成若能在6月30日前结清存量债务, 同意将本金8.5折结清。 6月25日, 在桂林银行的大力支持下, 完成了专项支持银团类贷款投放, 并结清打折后的存量本金。 经估算, 该笔债务置换后将减少已形成支出成本近4630万元 , 同时, 通过银行中长期贷款的置换, 有效优化了东城集团债务结构, 降低了融资成本, 并为后续非标债务置换起到积极示范作用。
7月22日	四川省国资委	四川省属监管企业债券发行管理暂行办法	办法共30条, 涉及债券发行计划管理、全流程管控、监督追责等内容。 办法提到加强对债券发行规模大、债券违约风险高的重点行业、重点企业监管。 省属监管企业应当高度重视债券违约风险防控, 严禁恶意逃废债行为, 维护投资者关系和市场形象。健全风险识别机制, 做到早识别、早预警、早处置。 稳妥处置违约风险, 对确有兑付困难的企业, 要提前与债券持有人沟通确定处置方案, 通过债券展期、置换、现金要约收购等方式主动化解风险。建立债券发行主体认定机制, 综合考虑子企业行业领域、财务指标、资产负债水平、信用评级、风险防控等基本条件, 由集团公司确

			<p>定可以发行债券的子企业标准或名单。严格限制信用评级低、产权层级低、债券发行利率明显偏高、债券违约风险尚未解决的子企业发行债券。</p>
7月30日	中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局、天津市人民政府	《关于金融支持天津高质量发展的意见》	<p>防控国有企业与融资平台债务风险。严格按照市场化、法治化原则，稳妥开展国有企业债务存量风险化解工作，健全债券风险监测预警机制，合理支持地方国有企业与融资平台公司债券接续发行。</p> <p>防控中小金融机构、私募基金风险。坚持市场化、法治化原则，采取加大不良资产清收处置力度、强化流动性风险管理、稳妥有序推动兼并重组、多措并举提升资产质量、加快战略投资者引进、持续深化改革等措施，稳妥化解天津中小金融机构、私募基金风险。加大风险处置力度，对高风险金融机构、私募基金分类施策处置风险，持续压降天津高风险金融机构数量，如期完成风险处置目标任务，有效阻断风险扩散和传染。</p>
7月31日	北京金融资产交易所	北京金融资产交易所关于终止地方金融资产交易业务的公告	<p>北金所不再开展包括非上市国有产权转让、不良资产转让等在内的一般金交所业务（以下简称“业务”），并限期完成存量业务收尾工作。</p> <p>自本公告发布之日起，北金所不再开展和受理新增的上述业务。对于上述业务在北金所场内的未完结存量项目，按照以下方式处理：对于已发布信息披露公告未产生受让方的项目，北金所将于2024年8月30日17时30分起终止该类项目的信息披露，该类项目同时终止交易；对于本公告发布前已产生受让方但未完成场内交易流程的项目，以及在本公告发布后产生受让方的项目，请于2024年8月30日17时30分前妥善完结或终止在北金所的场内交易流程，办理完成资金划转、交易凭证出具等交易手续，北金所将积极配合市场成员进行场内项目的终止及收尾工作。</p>

资料来源：央行，重庆市国资委，山东财政，四川省地方金融管理局，四川省国资委，柳州东城集团公告，北京金融资产交易所，华创证券整理

五、信用债策略：关注供需结构变化，调整可逢高配置

7月债市在基本面偏弱与降息落地走势偏强，信用债收益率大幅下行，多品种收益率再创年内新低。全会与月末政治局会议仍重点强调防范地方债务风险，化债政策或加码，城投债券安全性或进一步提升。展望8月，当前信用债收益率已压缩至极低水平，城投债与弱资质主体等高息主体供给虽仍受限，但需求端利多出尽后基金配债情绪弱化，警惕供需矛盾缓和可能带来的短期调整，但长期债牛尚未结束，可逢高配置。

策略方面可通过票息打底+品种轮动+一二级套息+条款挖掘+交易增强等方式综合增厚投资收益。其中品种方面，当前地产和钢铁行业具有相对收益；一二级套息方面建议积极关注一级市场的投标机会，在当前资产荒极致演绎的行情下，存在一定一二级套息机会，长久期信用债表现或更为明显；条款挖掘方面，建议关注担保债、次级债等溢价机会；交易增强策略则主要考虑到今年以来长久期信用债收益率波动率有所上升，通过布局长久期高流动性个券，可以增加交易获取更多资本利得。具体分版块看：

1、城投债方面，近期化债政策加码，叠加债牛行情下，城投下沉和拉久期更加极致，后续弱资质、3y以上长久期品种利差收窄幅度或较大。非重点省份的区域新增纳入重点地市的进展值得关注，随着重点地市名单的批复，相关区域信用利差或进一步收敛，可作为事件驱动型机会。此外，近期天津迎中央重磅政策支持，对天津国企债券有重大利好，建议对天津区域区县城投进一步下沉挖掘收益，同时对津城建等高流动性核心平台继续拉久期。

2、随着地产宽松政策力度持续加码，低等级地产债风险有望边际收敛，可结合基本

面情况关注 1-2 年期隐含评级 AA 及以上央企地产债收益挖掘机会。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，把握高流动性个券的波段交易机会。

3、煤炭债整体配置性价比较低，或可适当拉长久期增厚收益，同时关注其永续债品种溢价机会。把握部分隐含评级 AA、AA-主体短端下沉投资机会。

4、钢铁债建议重点关注 2yAA 品种的挖掘机会，同时 2-5yAA+品种当前具备相对配置性价比。多数钢企上半年经营业绩同比大幅下降，7 月钢铁债中长端低等级品种有所调整，当前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。

5、银行二永债方面可维持“1-2y 信用挖掘”、“4-5y 交易”的策略，当前国股行二永债整体配置性价比不高，行情调整下估值波动较大，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。

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 7 月信用债收益率全线下行，中长端尤为明显

7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	银行二級資本債	银行永续債	ABS	信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二級資本債	银行永续債	ABS
1Y	AAA	1.93	1.94	2.08	1.97	1.93	1.92	1.92	2.07	0%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	2.01	1.98	2.11	2.01	2.01	1.92	1.93	2.20	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	2.05	2.03	2.20	2.06	2.05	1.98	1.99	2.33	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
2Y	AAA	1.98	1.98	2.13	2.02	1.98	1.98	1.99	2.12	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	2.06	2.02	2.14	2.10	2.06	1.99	2.00	2.24	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	2.10	2.07	2.35	2.20	2.15	2.05	2.06	2.39	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3Y	AAA	2.00	2.06	2.15	2.05	2.00	2.02	2.04	2.17	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	2.09	2.09	2.14	2.16	2.09	2.04	2.05	2.29	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	2.14	2.14	2.49	2.33	2.24	2.11	2.12	2.45	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4Y	AAA	2.07	2.07	2.22	2.12	2.07	2.10	2.12	2.24	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	2.17	2.12	2.22	2.24	2.17	2.11	2.13	2.42	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	2.22	2.17	2.58	2.42	2.32	2.19	2.21	2.60	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5Y	AAA	2.11	2.13	2.27	2.15	2.11	2.15	2.17	2.31	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	2.19	2.17	2.24	2.26	2.19	2.16	2.18	2.51	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	2.24	2.21	2.61	2.44	2.34	2.26	2.30	2.68	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	银行二級資本債	银行永续債	ABS	信用债	城投债	地产债	钢铁债	煤炭债	银行二級資本債	银行永续債	ABS	
1Y	AAA	-8	-9	-9	-9	-8	-9	-9	-8	0%	-1%	-4%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	-10	-10	-10	-10	-10	-10	-9	-9	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	-11	-10	-11	-11	-11	-9	-9	-11	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
2Y	AAA	-9	-13	-9	-10	-9	-9	-11	-13	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	-11	-14	-13	-11	-11	-10	-11	-16	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	-12	-14	-12	-7	-11	-9	-13	-18	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
3Y	AAA	-14	-13	-14	-14	-14	-11	-12	-17	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	-15	-15	-19	-15	-15	-10	-12	-25	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	-15	-15	-15	-5	-12	-10	-13	-25	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
4Y	AAA	-13	-14	-14	-13	-13	-9	-11	-21	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	-13	-15	-18	-13	-13	-10	-11	-28	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	-13	-17	-13	-3	-11	-10	-12	-29	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
5Y	AAA	-15	-15	-16	-16	-15	-8	-12	-23	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA+	-17	-17	-22	-18	-17	-10	-12	-34	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
	AA	-17	-19	-18	-8	-15	-8	-15	-37	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

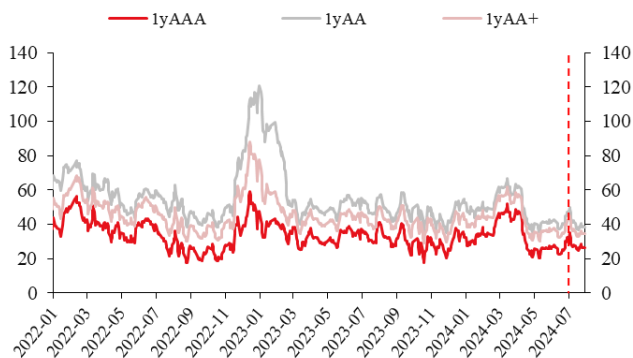
注: 1、钢铁债、银行二級資本債、银行永续債有关数据最高等级均为 AAA-; 2、历史分位数起始日期为 2021 年 8 月 16 日, 下同;

3、7 月数据截至 2024 年 7 月 31 日, 环比变化为相对 2024 年 6 月 28 日数据变化。

(一) 信用债收益率全线下行，中长端表现占优

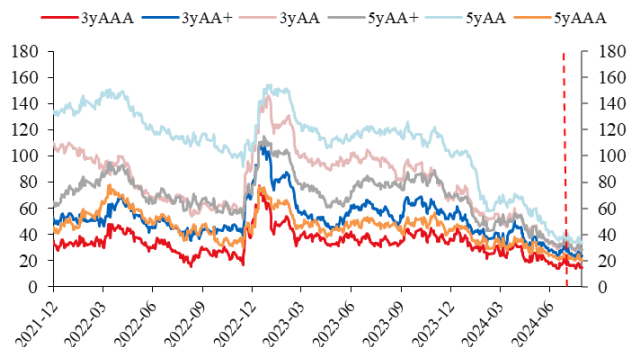
7 月信用债收益率全线下行，中长端 3-5y 各等级品种表现较优，对应下行 13-17BP，1-2y 品种下行 8-12BP。信用利差普遍收窄，1y 各等级品种收窄 4-7BP，2-5y 各品种收窄 1-4BP。

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

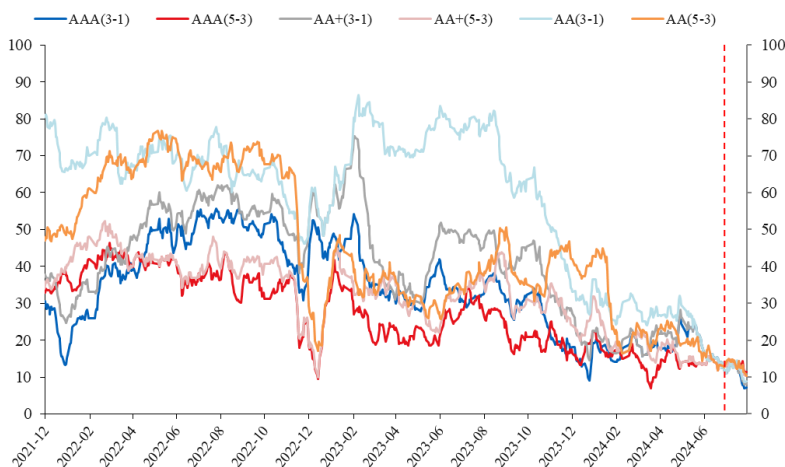
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	28	36	40	22	30	34	16	25	30	18	28	33	21	29	34
分位数	25%	14%	7%	15%	6%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	3%	2%	1%	1%
2024-06-28	32	42	47	22	32	37	20	30	35	20	30	35	24	34	39
分位数	41%	37%	28%	16%	10%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
利差中位数 (BP)	34	44	53	30	42	59	33	51	89	36	57	100	46	69	117
利差变动 (BP)	-4	-6	-7	-1	-3	-4	-3	-4	-4	-1	-1	-1	-2	-4	-4
分位数变化	-16%	-23%	-21%	-1%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	0%	1%	1%	0%	-1%	-1%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	1.93	2.01	2.05	1.98	2.06	2.10	2.00	2.09	2.14	2.07	2.17	2.22	2.11	2.19	2.24
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.02	2.12	2.17	2.07	2.17	2.22	2.14	2.24	2.29	2.20	2.30	2.35	2.26	2.36	2.41
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.52	2.63	2.71	2.72	2.86	3.02	2.88	3.07	3.36	3.00	3.22	3.63	3.12	3.40	3.78
收益率变动 (BP)	-8	-10	-11	-9	-11	-12	-14	-15	-15	-13	-13	-13	-15	-17	-17
分位数变化	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 期限利差普遍收窄, 市场拉久期增厚收益

7月期限利差普遍收窄, 除 4y-3y 各品种期限利差走阔 0-1BP 外, 其他期限收窄 1-5BP, 反应市场拉久期增厚收益。

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

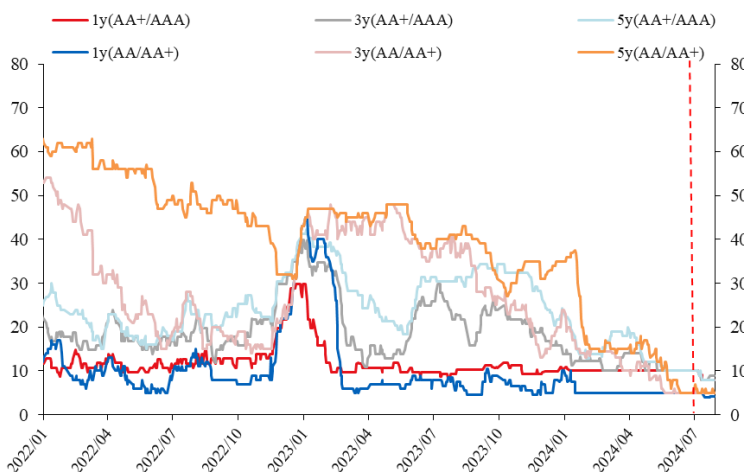
信用利差(BP)	5Y-4Y			4Y-3Y			3Y-2Y			2Y-1Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	4	2	2	7	8	8	2	3	4	5	5	5
分位数	3%	0%	0%	16%	14%	6%	0%	0%	0%	1%	1%	1%
2024-06-28	6	6	6	6	6	6	7	7	7	5	5	5
分位数	8%	4%	2%	14%	6%	2%	12%	4%	1%	0%	0%	0%
利差中位数(BP)	11	14	17	14	15	24	14	19	34	19	21	29
利差变动(BP)	-2	-4	-4	0	1	1	-5	-4	-3	0	0	-1
分位数变化	-5%	-4%	-2%	2%	9%	4%	-12%	-4%	0%	1%	1%	1%

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 等级利差普遍收窄, AA+/AAA 品种收窄明显

7月等级利差普遍收窄, AA+/AAA 等级利差除4y与上月持平,其余期限收窄1-2BP; AA/AA+等级利差1-2y 收窄1BP,其余品种基本与上月持平。当前 AA/AA+品种等级利差历史分位数已普遍低于2%。

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
2024-07-31	8	8	9	10	8	4	4	5	5	5
分位数	0%	0%	2%	1%	0%	2%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	10	10	10	10	10	5	5	5	5	5
分位数	27%	6%	1%	0%	1%	4%	0%	0%	1%	1%
利差中位数(BP)	11	13	17	20	22	8	14	27	41	41
利差变动(BP)	-2	-2	-1	0	-2	-1	-1	0	0	0
分位数变化	-27%	-6%	1%	1%	-1%	-3%	0%	0%	-1%	-1%

资料来源: Wind, 华创证券

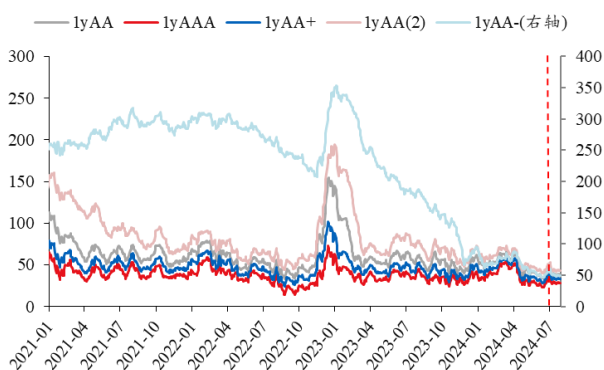
(四) 城投利差普遍收窄, 中长端低等级品种收窄幅度较大

近期地方化债出现新动向, 化债政策有望加码, 城投债安全性边际继续提升。柳州

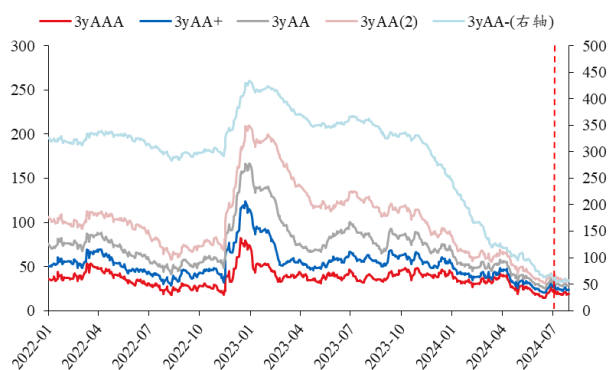
落地首笔非标本金打折置换，是在 35 号文精神指导下多方协商博弈的结果，对后续偏尾部区域非标处置有一定借鉴意义，后续可关注具体政策细节情况。三中全会指出完善政府债务管理制度，建立全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制等内容。月末政治局会议相较 4 月会议对化债的相关表述弱化“既要化债又要稳发展”的提法，重心更加侧重于化债，强调“创造条件”加快化解地方融资平台债务风险，化债新政值得期待，金融支持化债等现有措施或将加快推进，城投债安全性边际提升。

城投债各品种收益率全线下行，中长端低等级城投债品种表现更优。1-2y 各品种收益率下行 6-15BP，3-5yAA-品种表现较好，收益率对应下行 20-40BP，拉久期与下沉行情更加极致，3-5y 其余等级品种收益率普遍下行 13-21BP。信用利差方面，除 2yAA-信用利差走阔 2BP，其余品种信用利差均收窄，3-5yAA-品种利差收窄 10-27BP，其余各期限等级品种收窄 2-8BP。

图表 28 1 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)



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

资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 城投债利差变动情况

信用评级 (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-
2024-07-31	29	33	38	42	48	22	26	31	36	52	23	25	30	34	57	18	23	28	39	95	23	27	32	42	95
分位数	19%	10%	5%	1%	1%	8%	3%	1%	0%	2%	8%	4%	4%	2%	2%	3%	2%	1%	0%	0%	3%	1%	0%	0%	0%
2024-06-28	34	38	43	49	56	27	32	37	43	50	25	30	35	41	67	21	27	34	46	118	25	31	38	50	122
分位数	36%	25%	14%	8%	4%	24%	11%	7%	4%	1%	10%	5%	4%	3%	1%	4%	4%	3%	2%	0%	2%	2%	2%	1%	0%
利差中位数 (BP)	36	44	54	67	238	32	43	56	76	293	36	51	69	101	321	39	56	84	128	351	48	66	100	146	370
利差变动 (BP)	-5	-5	-5	-7	-8	-5	-6	-6	-7	2	-3	-5	-4	-6	-10	-2	-3	-5	-6	-22	-2	-4	-6	-8	-27
分位数变化	-17%	-15%	-10%	-7%	-3%	-17%	-8%	-6%	-4%	1%	-3%	-1%	0%	-2%	1%	-1%	-2%	-2%	-1%	0%	1%	-1%	-1%	-1%	0%
中债估值收益率 (%)	1年期					2年期					3年期					4年期					5年期				
2024-07-31	1.94	1.98	2.03	2.07	2.13	1.98	2.02	2.07	2.12	2.28	2.06	2.09	2.14	2.18	2.41	2.07	2.12	2.17	2.28	2.84	2.13	2.17	2.21	2.31	2.84
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.03	2.08	2.13	2.19	2.26	2.11	2.17	2.22	2.28	2.35	2.19	2.24	2.29	2.35	2.61	2.21	2.27	2.34	2.46	3.18	2.28	2.34	2.40	2.52	3.24
分位数	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.55	2.64	2.75	2.91	4.35	2.74	2.87	3.03	3.22	5.34	2.91	3.06	3.28	3.59	5.81	3.06	3.25	3.52	3.92	6.19	3.16	3.38	3.70	4.13	6.42
收益率变动 (BP)	-9	-10	-10	-12	-13	-13	-14	-14	-15	-6	-13	-15	-15	-17	-20	-14	-15	-17	-18	-34	-15	-17	-19	-21	-40
分位数变化	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

分区域来看，区域利差普遍收窄，偏尾部区域收窄明显，其中辽宁、云南、内蒙古、黑龙江、广西等区域利差收窄超 15BP，非重点省份中山东、陕西、四川、河南利差收窄超 10BP。

图表 31 城投区域利差及变化 (BP)

省份	2024/07/31	2024/06/28	2023/12/29	当前信用利差 历史分位数	近一月信用利 差变动	2024年以来信 用利差变动	2023年最低 点	当前信用利差较 2023年最低点变动
贵州	201	238	528	3%	-38	-327	528	-327
辽宁	133	165	279	0%	-32	-146	279	-146
云南	106	126	282	0%	-20	-176	282	-176
内蒙古	71	91	108	0%	-20	-37	90	-19
黑龙江	85	103	195	0%	-19	-110	194	-110
广西	81	97	264	0%	-16	-183	264	-183
山东	69	84	172	0%	-15	-103	172	-103
青海	95	109	630	4%	-14	-535	621	-527
陕西	73	86	183	0%	-13	-110	183	-110
天津	57	69	152	0%	-12	-95	145	-88
甘肃	77	89	178	0%	-12	-101	174	-97
四川	63	74	163	0%	-12	-101	161	-99
河南	53	64	129	0%	-10	-76	122	-68
重庆	59	69	148	0%	-10	-89	146	-87
吉林	53	63	152	0%	-10	-98	149	-96
湖北	46	56	116	0%	-10	-70	107	-60
湖南	54	63	134	0%	-10	-80	132	-78
新疆	46	55	101	0%	-10	-56	87	-42
江西	49	58	118	0%	-9	-69	109	-60
江苏	43	51	94	0%	-9	-51	81	-38
安徽	44	53	95	0%	-9	-51	82	-38
海南	41	49	87	0%	-8	-47	73	-32
山西	44	51	92	0%	-8	-49	85	-41
河北	45	52	102	0%	-8	-58	93	-48
福建	36	43	73	0%	-8	-37	62	-26
浙江	39	46	81	0%	-7	-42	68	-30
北京	33	40	66	0%	-7	-32	53	-20
西藏	42	49	91	0%	-7	-48	79	-37
上海	32	39	56	0%	-7	-24	42	-10
广东	34	41	69	0%	-7	-35	58	-24
宁夏	64	71	201	0%	-6	-136	201	-136

资料来源: Wind, 华创证券

注: 历史分位数起始于2014年1月2日。

(五) 地产债利差普遍收窄, 3-5y 隐含评级 AA+品种表现较优

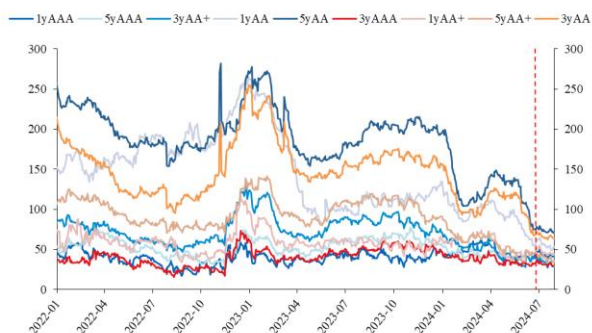
近期新房销售低位徘徊, 7月30大中城市新房成交面积796万平方米, 环比-21%, 较2019、2021、2023年同期分别下降56%、59%、17%。二手房市场成交动能韧性较强, 7月17城二手房成交面积环比增长7%, 较2019、2021、2023年同期分别增长14%、36%、40%。

从收益率表现看, 7月地产债收益率全线下行, 3-5y 隐含评级 AA+品种表现较优, 收益率下行18-22BP, 3-5y 其余品种普遍下行13-18BP。信用利差普遍收窄, 3y、5y AA+品种收窄明显。分企业性质来看, 央企、地方国企、混合所有制、民企地产债利差收窄13BP、11BP、321BP、7BP。

全会强调要坚持消化存量和优化增量相结合, 进一步落实和完善房地产新政策, 切实做好保交房工作, 盘活存量商品房和土地资源。月末政治局会议对地产的定调延续此前政策精神, 增量信息不多。考虑到“517”新政以来销售动能再度转弱, 短期紧盯总量和一线城市是否继续放松限制性政策, 以及消化存量、保交楼政策力度的追加情况。随

随着地产宽松政策力度持续加码，低等级地产债风险有望边际收敛。可结合基本面情况继续关注 1-2 年隐含评级 AA 及以上央国企地产债机会。考虑到当前行业景气度依然处于下行区间，且行业负面舆情频发，地产债估值波动风险仍存，可适当控制久期，并把握高流动性个券的波段交易机会。

图表 32 地产债利差走势 (BP)



图表 33 不同企业类型地产债利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

资料来源: Wind, 华创证券

注: 剔除违约或展期企业。

图表 34 地产债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	43	46	55	37	38	59	31	31	66	34	34	70	37	35	72
分位数	68%	15%	2%	53%	3%	1%	19%	2%	2%	14%	2%	2%	7%	1%	1%
2024-06-28	47	51	62	38	42	63	35	39	71	36	40	72	40	44	77
分位数	85%	25%	1%	59%	8%	0%	35%	4%	1%	20%	4%	1%	12%	2%	1%
利差中位数 (BP)	40	58	130	36	59	138	38	70	149	41	77	173	49	90	190
利差变动 (BP)	-4	-5	-7	-1	-4	-4	-4	-9	-5	-2	-6	-2	-3	-9	-5
分位数变化	-17%	-10%	0%	-5%	-5%	0%	-15%	-2%	1%	-6%	-2%	1%	-5%	-1%	0%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
2024-07-31	2.08	2.11	2.20	2.13	2.14	2.35	2.15	2.14	2.49	2.22	2.22	2.58	2.27	2.24	2.61
分位数	3%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.17	2.21	2.32	2.22	2.26	2.47	2.29	2.33	2.65	2.36	2.40	2.72	2.43	2.47	2.79
分位数	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.58	2.79	3.60	2.77	3.03	3.80	2.94	3.28	4.00	3.10	3.46	4.39	3.22	3.64	4.60
收益率变动 (BP)	-9	-10	-11	-9	-13	-12	-14	-19	-15	-14	-18	-13	-16	-22	-18
分位数变化	-4%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

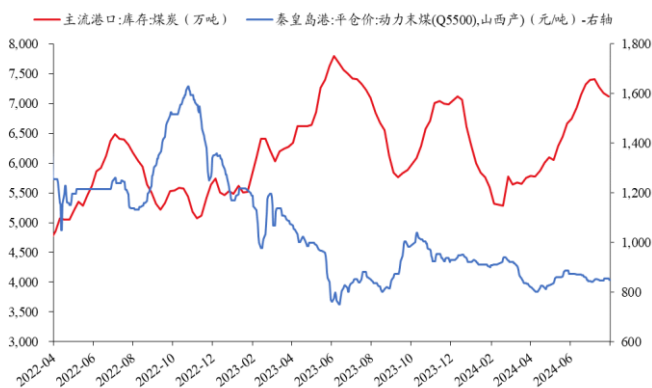
资料来源: Wind, 华创证券

(六) 煤炭债利差普遍收窄, 可适当拉长久期并关注永续债品种溢价机会

7月高温天气持续蔓延, 沿海电厂日耗高位运行, 终端消库速度加快, 不过汛期三峡水力发电强劲, 挤压火电份额, 煤炭需求增量受限。下游仍以刚需采购为主, 进口煤补充不断, 港口及电厂库存高位运行, 终端采购热情不足, 煤炭价格稳中偏弱。主流港口煤炭库存从6月末的7403万吨降至7月末的7123万吨, 山西产动力末煤(Q5500)价格由845元/吨小幅上升至849元/吨。

从收益率表现来看, 煤炭债 1-2y 品种收益率下行 8-11BP, 3-5y 品种下行 11-17BP, 其中各期限低等级品种表现占优。各品种利差普遍收窄, 其中 1y 品种利差收窄明显, 对应为 4-7BP, 其余期限普遍收窄 1-4BP。当前煤炭债整体配置性价比较低, 可适当拉长久期增厚收益, 把握部分隐含评级 AA、AA-主体短端下沉投资机会, 同时关注其永续债品种溢价机会。

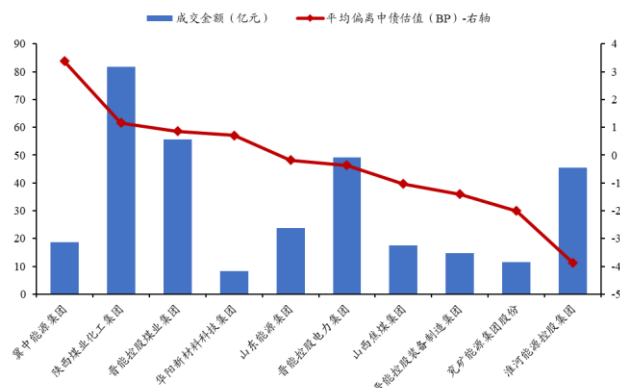
图表 35 煤炭库存与动力煤价格



资料来源: Wind, 华创证券

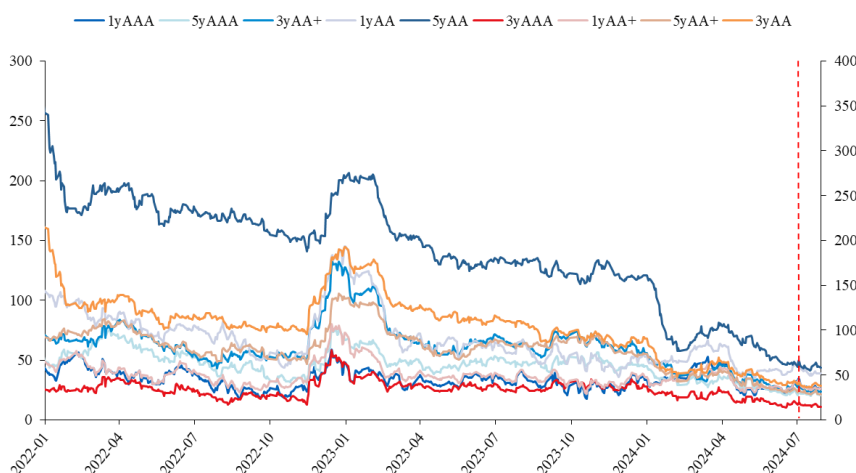
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权 YTM 与前一日中债估值差额平均。

图表 36 煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 37 煤炭债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 38 煤炭债信用利差变动情况

信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	28	36	40	22	30	39	16	25	40	18	28	43	21	29	45
分位数	24%	9%	5%	14%	4%	2%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	2%	1%	1%
2024-06-28	32	42	47	22	32	41	20	30	42	20	30	42	24	34	46
分位数	40%	24%	13%	15%	6%	4%	4%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	0%
利差中位数 (BP)	34	49	64	30	49	77	33	62	111	37	67	140	46	81	153
利差变动 (BP)	-4	-6	-7	-1	-3	-2	-3	-4	-2	-1	-1	1	-2	-4	-2
分位数变化	-16%	-14%	-8%	-1%	-3%	-2%	-2%	-1%	1%	0%	1%	3%	0%	-1%	1%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	1.93	2.01	2.05	1.98	2.06	2.15	2.00	2.09	2.24	2.07	2.17	2.32	2.11	2.19	2.34
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.02	2.12	2.17	2.07	2.17	2.26	2.14	2.24	2.36	2.20	2.30	2.43	2.26	2.36	2.49
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.52	2.68	2.83	2.72	2.93	3.17	2.88	3.15	3.58	3.00	3.30	3.99	3.13	3.48	4.20
收益率变动 (BP)	-8	-10	-11	-9	-11	-11	-14	-15	-12	-13	-13	-11	-15	-17	-15
分位数变化	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

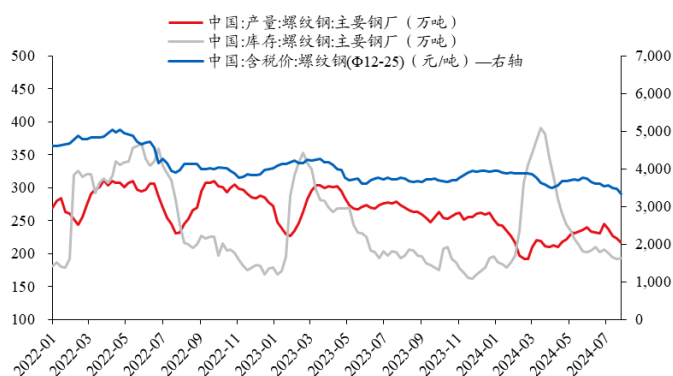
资料来源: Wind, 华创证券

(七) 钢铁债利差走势分化, 2yAA 及 2-5yAA+品种具备一定吸引力

7月螺纹钢产量下降, 同时需求亦有下滑, 供需双弱格局延续, 供给收缩推动名义库存加快去化, 实际需求弹性有待三季度财政资金发力后验证。主要钢厂库存由6月末的206万吨小幅下降至7月末的194万吨左右, 主要钢厂螺纹钢周产量上升28万吨至217万吨, Φ12-25螺纹钢价格由3529元/吨降至3342元/吨。

从收益率表现看, 钢铁债收益率普遍下行, 中长端低等级品种月内有所调整, 全月来看3-5y隐含评级AA品种收益率下行3-8BP, 3-5y其余品种普遍下行13-18BP, 1-2y各品种普遍下行7-11BP。2-5yAA品种利差走阔1-8BP, 2-5y其余品种利差收窄1-4BP, 1y各等级品种利差收窄5-7BP。当前钢铁债行业景气度处于较低水平, 3-5y隐含评级AA+钢铁债较煤炭债品种仍有7BP左右溢价。从信用各行业品种比价方面看, 当前2-5yAA及AA+钢铁债具有相对收益。综上, 建议重点关注2yAA钢铁债的挖掘机会, 同时2-5yAA+品种当前具备相对配置性价比。

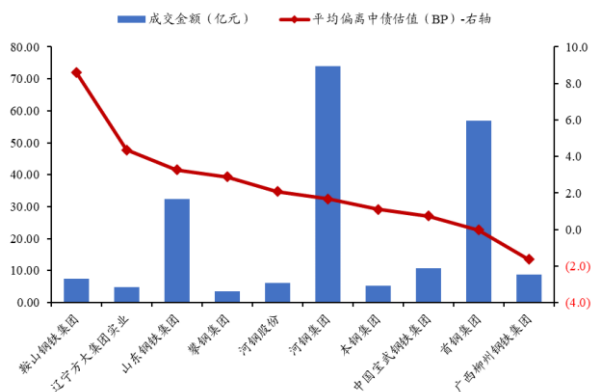
图表 39 螺纹钢量、价、库存走势



资料来源: Wind, 华创证券

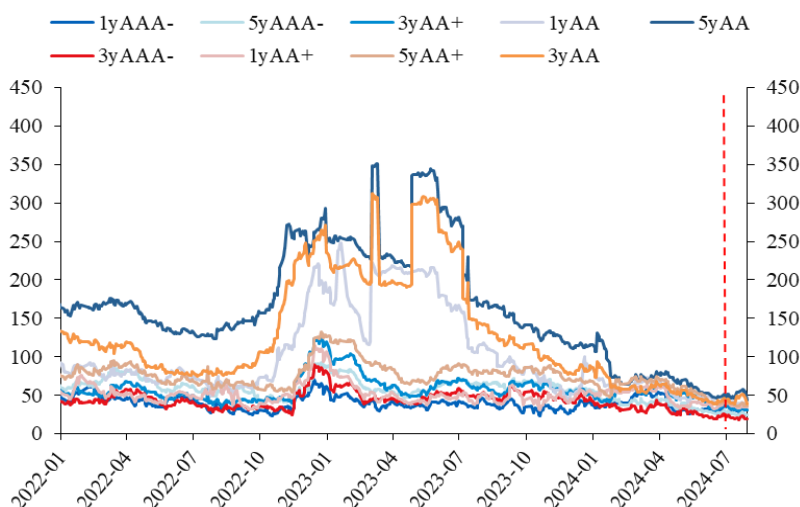
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项及期限小于0.5年债项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权YTM与前一日本中债估值差额平均。

图表 40 钢铁债成交额前10大主体二级成交情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 41 钢铁债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 42 钢铁债信用利差变动情况

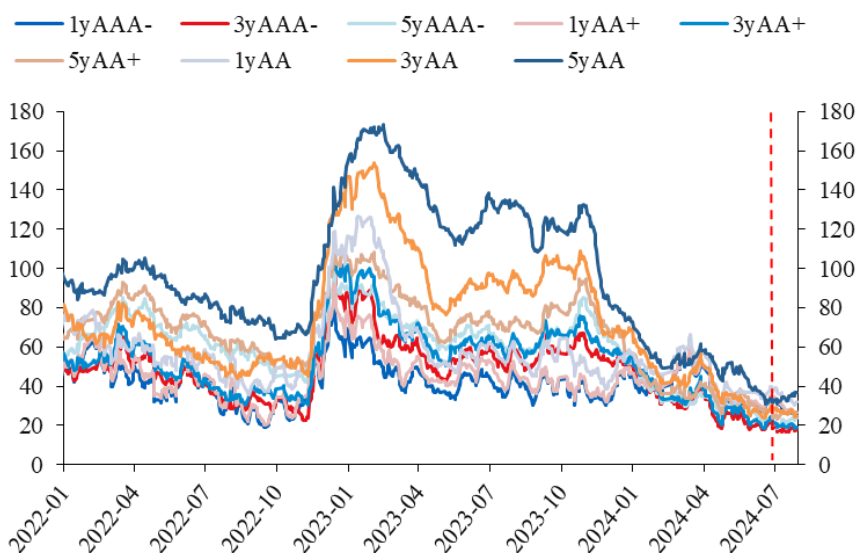
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-07-31	32	36	41	26	33	44	21	33	50	23	36	53	25	37	55
分位数	20%	6%	3%	9%	3%	5%	3%	2%	7%	4%	3%	6%	1%	1%	6%
2024-06-28	37	42	48	27	36	43	25	37	45	25	37	45	29	41	49
分位数	38%	19%	5%	12%	6%	2%	3%	2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%
利差中位数 (BP)	39	49	77	36	46	86	42	53	116	46	60	142	57	71	160
利差变动 (BP)	-5	-6	-7	-2	-3	1	-3	-4	5	-1	-1	8	-3	-4	5
分位数变化	-18%	-13%	-3%	-3%	-3%	3%	-1%	0%	4%	0%	1%	4%	-1%	-1%	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
2024-07-31	1.97	2.01	2.06	2.02	2.10	2.20	2.05	2.16	2.33	2.12	2.24	2.42	2.15	2.26	2.44
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.07	2.12	2.17	2.12	2.20	2.27	2.19	2.31	2.39	2.25	2.37	2.45	2.31	2.44	2.52
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.58	2.68	3.05	2.78	2.88	3.33	2.98	3.09	3.63	3.13	3.26	4.03	3.26	3.42	4.25
收益率变动 (BP)	-9	-10	-11	-10	-11	-7	-14	-15	-5	-13	-13	-3	-16	-18	-8
分位数变化	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

(八) 银行二级资本债利差走势分化, 1-2y 信用挖掘、4-5y 交易

7月银行二永债收益率全线下行, 银行二级资本债各等级品种收益率下行 8-10BP, 利差走势分化, 1-2y 各品种收窄 0-6BP, 3-5y 各品种走阔 0-5BP。银行二永债方面可维持“1-2y 信用挖掘”、“4-5y 交易”的策略, 当前国股行二永债整体配置性价比不高, 行情调整下估值波动较大, 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。

图表 43 银行二级资本债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 44 银行二级资本债信用利差变动情况

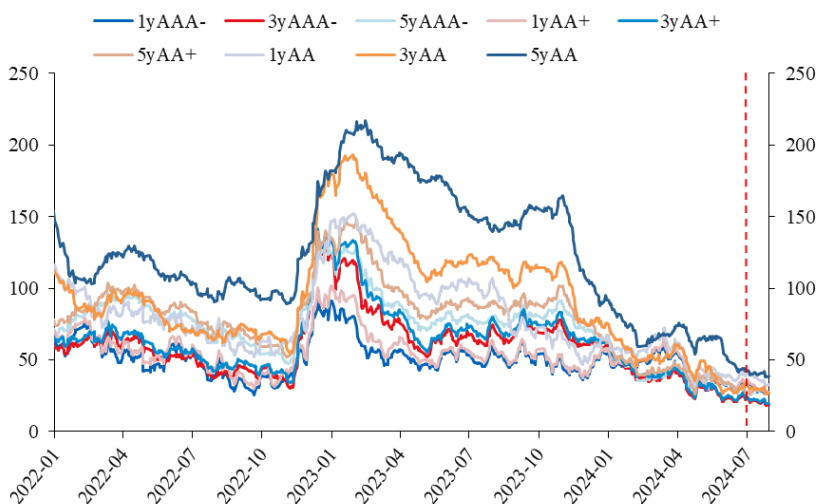
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-07-31	27	27	33	22	22	28	18	21	28	21	23	31	25	27	37
分位数	6%	4%	2%	12%	9%	3%	2%	3%	4%	5%	3%	4%	5%	3%	5%
2024-06-28	32	33	38	22	24	29	19	21	28	18	20	28	20	24	32
分位数	15%	14%	6%	11%	13%	3%	1%	1%	2%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
利差中位数 (BP)	41	44	56	37	40	58	48	53	73	55	62	83	62	70	97
利差变动 (BP)	-5	-6	-5	0	-2	-1	-1	0	0	3	2	2	5	3	5
分位数变化	-8%	-9%	-4%	0%	-4%	-1%	2%	2%	2%	5%	2%	3%	5%	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
2024-07-31	1.92	1.92	1.98	1.98	1.99	2.05	2.02	2.04	2.11	2.10	2.11	2.19	2.15	2.16	2.26
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.01	2.02	2.07	2.07	2.09	2.14	2.13	2.15	2.22	2.18	2.21	2.29	2.23	2.27	2.35
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.60	2.64	2.75	2.79	2.83	2.96	3.03	3.08	3.28	3.23	3.30	3.56	3.31	3.38	3.73
收益率变动 (BP)	-9	-10	-9	-9	-10	-9	-11	-10	-10	-9	-10	-10	-8	-10	-8
分位数变化	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

(九) 银行永续债利差走势分化, 溢价吸引力持续走低

7月银行永续债各期限等级品种收益率下行 9-15BP, 4-5y 中高等级利差小幅走阔 2BP, 其余期限等级品种利差普遍收窄。相对银行二级资本债, 当前银行永续债各品种相对二级资本债溢价大多处于 5BP 以内, 溢价吸引力较为一般。下半年银行永续债将迎来到期高峰, 存在一定到期压力, 关注部分弱资质主体赎回风险。

图表 45 银行永续债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 46 银行永续债信用利差变动情况

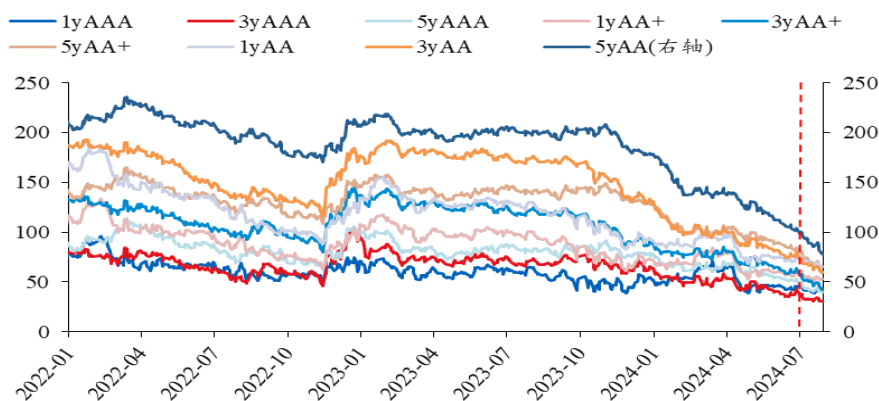
信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-07-31	27	28	34	22	23	29	21	22	29	23	24	32	27	28	40
分位数	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	1%
2024-06-28	32	33	39	25	26	34	22	23	31	23	24	33	26	27	42
分位数	5%	3%	3%	6%	2%	4%	1%	1%	3%	0%	0%	1%	0%	0%	0%
利差中位数(BP)	51	54	79	50	53	80	60	64	95	65	72	108	76	84	124
利差变动(BP)	-5	-5	-5	-3	-3	-5	-1	-1	-2	0	0	-1	2	2	-1
分位数变化	-4%	-2%	-2%	-4%	-2%	-3%	0%	0%	-1%	1%	1%	0%	2%	2%	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
2024-07-31	1.92	1.93	1.99	1.99	2.00	2.06	2.04	2.05	2.12	2.12	2.13	2.21	2.17	2.18	2.30
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.01	2.02	2.08	2.10	2.11	2.19	2.16	2.17	2.25	2.23	2.24	2.33	2.29	2.30	2.45
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数(%)	2.70	2.73	2.99	2.92	2.96	3.22	3.13	3.18	3.50	3.32	3.40	3.79	3.43	3.50	3.98
收益率变动(BP)	-9	-9	-9	-11	-11	-13	-12	-12	-13	-11	-11	-12	-12	-12	-15
分位数变化	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

(十) ABS 利差普遍收窄, 中长端品种收益率大幅下行

7月ABS利差普遍收窄, 中长期品种收益率大幅下行, 3-5y收益率下行17-37BP, 其中AA等级品种下行25-37BP, 1-2y各品种收益率下行8-18BP。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 47 ABS 信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 48 ABS 信用利差变动情况

信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	42	55	68	36	48	62	33	45	62	35	54	71	41	61	78
分位数	4%	2%	1%	1%	0%	0%	2%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	0%	0%
2024-06-28	46	60	74	41	56	72	40	60	76	44	70	88	51	83	102
分位数	8%	4%	3%	3%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
利差中位数(BP)	61	94	124	60	100	135	68	116	168	72	125	184	81	135	199
利差变动(BP)	-4	-5	-6	-5	-8	-10	-7	-15	-14	-9	-16	-17	-10	-21	-24
分位数变化	-3%	-2%	-2%	-3%	-1%	-1%	0%	-1%	-1%	0%	0%	0%	1%	0%	0%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-07-31	2.07	2.20	2.33	2.12	2.24	2.39	2.17	2.29	2.45	2.24	2.42	2.60	2.31	2.51	2.68
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2024-06-28	2.15	2.29	2.44	2.25	2.41	2.57	2.34	2.54	2.70	2.45	2.70	2.89	2.54	2.85	3.05
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数(%)	2.80	3.12	3.41	3.02	3.38	3.74	3.21	3.65	4.14	3.36	3.91	4.49	3.46	4.03	4.63
收益率变动(BP)	-8	-9	-11	-13	-16	-18	-17	-25	-25	-21	-28	-29	-23	-34	-37
分位数变化	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

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：宋琦

中央财经大学国际商务硕士。2021年加入华创证券研究所。

分析师：王紫宇

中央财经大学金融硕士，曾任职于泰康资产，2023年加入华创研究所。

分析师：张文星

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

研究员：郝少桦

中央财经大学会计硕士，2022年加入华创证券研究所。

助理研究员：李阳

中国人民大学金融硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：王少华

西南财经大学金融学硕士。2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：李宗阳

上海交通大学工学学士，中央财经大学金融硕士，2023年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄艳欣

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

助理研究员：张威

中央财经大学金融硕士，2024年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

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

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

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

公司投资评级说明:

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

行业投资评级说明:

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

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

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

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

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

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

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

华创证券研究所

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