

【债券月报】

赎回仍需观察，可从短端着手逐步配置

——9月信用债策略月报

- ❖ 8月央行提示长端利率风险，货政报告表示开展压力测试，债市大幅调整，信用债在整体溢价低、市场流动性诉求高、非银负债端存在赎回压力的背景下调整尤为明显，但月末行情呈现出企稳态势。
- ❖ 展望后市，当前仍是信用债调整导致赎回的重要观察期，需进一步确认赎回压力是否缓解。可重点从两个维度进一步观察市场：（1）2y以内信用债是否持续企稳，是否形成了由短及长、由高等级向低等级的明确修复趋势。当前2y以内品种信用利差保护已有一定吸引力，但2y以上品种利差绝对水平仍普遍较低，或仍有上调空间。考虑到本轮调整银行理财净值和规模整体稳定，若赎回基金直接配置债券，则更偏好短端品种，因此短端或率先企稳。（2）机构行为指标，8月最后一周银行理财规模下降3050亿，略超季节性（2023年同期下降1600亿），反应银行理财收益率表现弱化后，投资者赎回行为略有滞后，后续出于提前防范、净值管理、止盈等目的或仍有赎回行为，赚钱效应下降后线上平台渠道销售的基金也面临个人投资者的小额赎回，需高频关注信用债卖盘力量变化。
- ❖ 9月信用债如何选择：从短端着手逐步进行配置
 - 1、城投债：建议结合流动性情况关注1y以内品种及2yAAA品种配置机会。当前1y品种信用利差分位数已达2023年4月以来31%-67%的偏高水平，2yAAA品种达到39%，流动性较强的同时具备一定配置性价比，可关注相关配置机会，中长久期品种仍需等待观察后再行操作。
 - 2、地产债：结合基本面情况关注1-2年期隐含评级AA及以上央国企机会。
 - 3、周期债：可关注1y隐含评级AA、AA-煤炭债下沉机会，钢铁行业当前景气度较低，中高品种较煤炭债溢价普遍在5BP以内，配置性价比不高。
 - 4、银行二永债：建议适当降低仓位，短端可继续持有，3y以上待行情稳定后再参与波段博弈。若机构赎回情绪暂未稳定，二永债调整风险将客观存在，但持有短端低等级品种的也不必急于止盈抛售，历史经验抗跌性较强，3y以上高等级二永债可先换作利率品种持有，待行情稳定后，再博弈波段操作机会。
 - 5、ABS：近期呈现出一定抗跌性，关注1-2yAAA、AA+品种收益挖掘机会。
- ❖ 一级市场回顾：净融资同比、环比下降，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、环比均下降，其中产业债净融资同比上升、环比下降，城投债净融资同比、环比均下降。
 - 2、发行特征：产业债申购热度环比持平，城投债有所下降，5年期发行占比达46%，环比增长1.79个百分点，取消发行规模445亿元，环比上升375亿元。
- ❖ 二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，成交活跃度上升
 - 1、成交跟踪：偏尾部区域拉久期增厚收益特征明显，多区域1年期以上品种收益率大幅下行。1年以内短债成交活跃度环比下降，其余期限普遍上升。
 - 2、异常成交：8月城投债高估值成交主要分布在河南、湖南、山东、四川等区域，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10家企业下调，15家企业上调。债项隐含评级方面，4家企业下调，6家企业上调。
 - 2、政策跟踪：中央层面政策关注六部门联合印发文件约束市政基础设施资产违法违规举债、金管总局加强保险资产风险分类监管与金租公司业务引导等。地方层面政策关注多省市审计报告披露、常州加强事业单位债务管理、潍坊对重组后市属企业开展清产核资等。
- ❖ 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】政策扰动增加，交易审慎、配置积极——9月债券月报》

2024-09-02

《【华创固收】存单周报（0826-0901）：9月存单定价怎么看？》

2024-09-01

《【华创固收】信用债抛压缓解，积极关注短端配置机会——信用周报20240901》

2024-09-01

《【华创固收】投资需求加快回补——每周高频跟踪20240831》

2024-09-01

《【华创固收】机构踩踏之下的特征与修复机遇——可转债周报20240826》

2024-08-26

目 录

一、 赎回压力仍需进一步观察，把握短端配置机会	5
(一) 8月信用债市场回顾	5
(二) 后续展望：两个维度进一步观察，关注短端配置机会	6
二、 一级市场回顾：净融资同比、环比下降，5年期及以上发行占比再创新高	7
(一) 信用债：净融资同比、环比均下降，城投债申购热度有所下降	7
(二) 城投债：净融资由正转负，1-8月合计同比减少近1.2万亿	7
(三) 融资期限：5年期发行占比上升至35%	8
(四) 取消发行情况：8月取消发行规模环比大幅上升	8
三、 二级成交复盘：城投债成交收益率普遍下行，成交活跃度上升	9
(一) 城投债成交跟踪：偏尾部区域拉久期增厚收益特征明显，整体成交活跃度上升	9
(二) 异常成交前十大活跃主体	11
四、 评级调整及热点政策跟踪	12
(一) 评级调整：10家主体下调，15家主体上调	13
(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 ..	15
五、 信用债策略：从短端着手逐步进行配置	17
(一) 信用债收益率全线上行，中长端尤为明显	19
(二) 期限利差普遍走阔，4y-3y品种处于较高历史分位数水平	20
(三) 等级利差普遍走阔，3-5yAA+/AAA与1-2yAA/AA+幅度较大	21
(四) 城投利差普遍走阔，中短端低等级品种调整明显	21
(五) 地产债利差普遍走阔，关注1-2年AA及以上央国企机会	23
(六) 煤炭债利差普遍走阔，把握短端下沉投资机会	24
(七) 钢铁债利差普遍走阔，谨慎信用下沉	26
(八) 银行二级债利差普遍走阔，短端继续持有、3y以上待稳定后再参与博弈 ..	27
(九) 银行永续债利差普遍走阔，溢价吸引力较低	28
(十) ABS利差走势分化，呈现出一定抗跌性	29
六、 风险提示	30

图表目录

图表 1	8月债市调整，信用利差大幅走阔	5
图表 2	债券市场各品种收益率变动情况	6
图表 3	银行理财规模变化情况	7
图表 4	8月以来机构信用债现券净买入情况	7
图表 5	8月信用债净融资同比、环比均下降	7
图表 6	8月产业债净融资同比上升、环比下降	7
图表 7	8月城投债净融资同比下降、环比下降	8
图表 8	8月鲁闽皖桂京城投净融资位居前五(亿元)	8
图表 9	各期限信用债发行规模	8
图表 10	各月信用债取消发行规模情况	9
图表 11	8月各省城投债成交 YTM 情况	10
图表 12	8月各省城投债日均成交笔数情况	11
图表 13	8月城投、房地产、煤炭、钢铁行业高估值成交前十大活跃主体	11
图表 14	8月城投、房地产、煤炭、钢铁行业低估值成交前十大活跃主体	12
图表 15	8月主体评级下调企业概览	13
图表 16	8月主体评级上调企业概览	13
图表 17	8月债项隐含评级下调企业概览	14
图表 18	8月债项隐含评级上调企业概览	14
图表 19	8月信用债市场相关政策跟踪——中央政策	15
图表 20	8月信用债市场相关政策跟踪——地方政策	17
图表 21	8月信用债收益率全线上行，中长端尤为明显	19
图表 22	1y 不同品种信用利差走势 (BP)	19
图表 23	3y、5y 不同品种信用利差走势 (BP)	19
图表 24	整体信用利差变动情况	20
图表 25	各隐含评级信用债的期限利差走势 (BP)	20
图表 26	期限利差变动情况	20
图表 27	各剩余期限品种的等级利差走势 (BP)	21
图表 28	信用债等级利差变动情况	21
图表 29	1 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)	22
图表 30	3 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)	22
图表 31	城投债利差变动情况	22
图表 32	城投区域利差及变化 (BP)	23
图表 33	地产债利差走势 (BP)	24

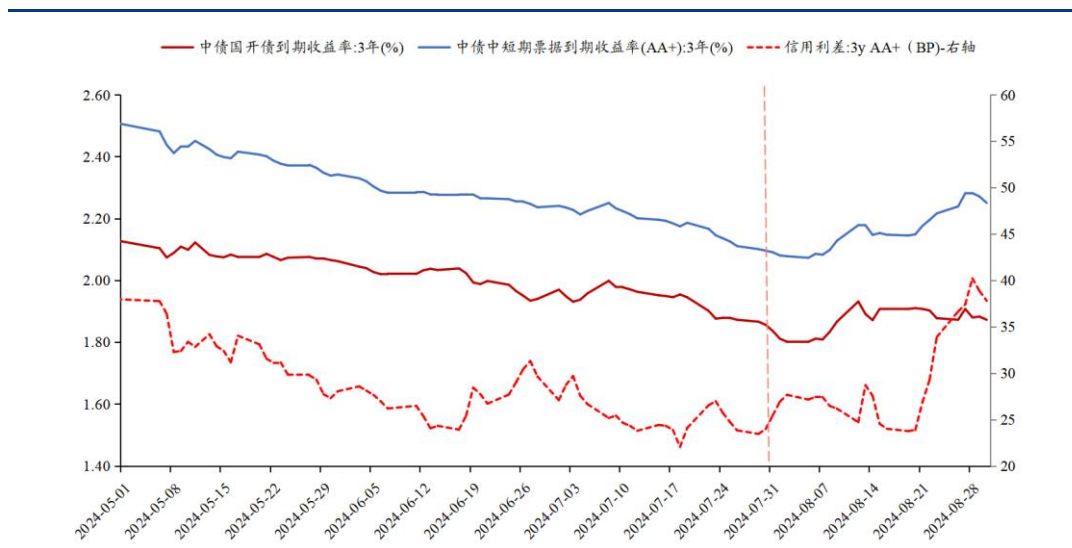
图表 34	不同企业类型地产债利差走势 (BP)	24
图表 35	地产债信用利差变动情况	24
图表 36	煤炭库存与动力煤价格	25
图表 37	煤炭债成交额前 10 大主体二级成交情况	25
图表 38	煤炭债信用利差走势 (BP)	25
图表 39	煤炭债信用利差变动情况	25
图表 40	螺纹钢量、价、库存走势	26
图表 41	钢铁债成交额前 10 大主体二级成交情况	26
图表 42	钢铁债信用利差走势 (BP)	26
图表 43	钢铁债信用利差变动情况	27
图表 44	银行二级资本债信用利差走势 (BP)	27
图表 45	银行二级资本债信用利差变动情况	28
图表 46	银行永续债信用利差走势 (BP)	28
图表 47	银行永续债信用利差变动情况	29
图表 48	ABS 信用利差走势 (BP)	29
图表 49	ABS 信用利差变动情况	29

一、赎回压力仍需进一步观察，把握短端配置机会

(一) 8月信用债市场回顾

8月央行提示长端利率风险，货政报告表示开展压力测试，债市大幅调整，信用债在整体溢价低、市场流动性诉求高、非银负债端存在赎回压力的背景下调整尤为明显，但月末行情呈现出企稳态势。具体来看，月初资金面均衡宽松，债市延续偏强趋势，但随后监管消息传递出央行对长端利率风险持续关注的信号，对市场起到一定的预期管理作用，止盈盘推动下债市收益率出现明显回调，信用债收益率跟随利率债普遍上行。中旬央行货政报告再提及长债利率风险并称开展压力测试，大行抛压不时涌出，长端收益率大幅上行，但非银“钱多”仍有保护，且金融、经济数据表现弱于预期，债市阶段性高点后迎来修复。下旬以来，在信用债整体溢价低、市场流动性诉求高、非银负债端存在赎回压力的背景下，利率债收益率窄幅震荡，但信用债延续调整趋势，长端品种调整尤为明显，信用利差大幅走阔。月末，市场情绪有所修复，基金赎回缓和，信用债收益率再次下行。

图表 1 8月债市调整，信用利差大幅走阔



资料来源: Wind, 华创证券

月末本轮信用调整有明显企稳态势: 8月28日信用债基本出现止跌迹象, 8月29日-8月30日, 信用债收益率普遍下行1-2BP, 信用利差普遍收窄1-2BP。

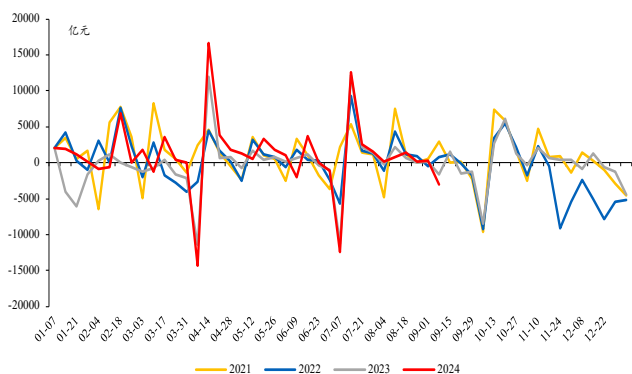
信用债走势企稳或主要有以下五点原因:

1、信用债短端品种已调整出一定性价比, 信用债各品种在本轮调整的阶段性高点时相比调整前收益率已普遍上行15-30BP, 而利率债本轮调整最多累计上行约8-18BP, 尤其短端品种的配置机会愈加凸显。

2、赎回压力或有缓解, 基金在连续7个交易日净卖出信用债后, 8月30日转为净买入信用债, 而银行理财8月以来持续净买入信用债, 表现相对稳健, 信用债调整的“负反馈”当前传导至理财端的压力有限, 风险仍可控。

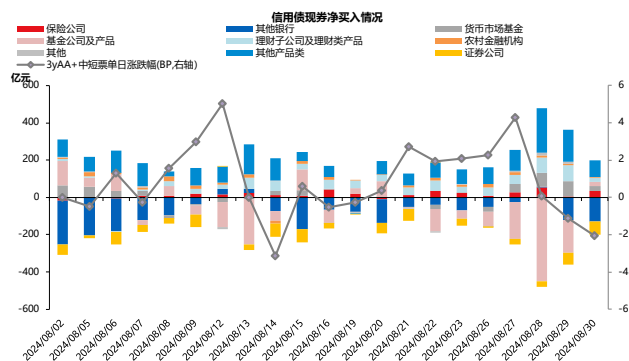
3、债市流动性有望改善, 月末市场消息称“做市商可以正常做市”, 债市做多情绪转强。

图表 3 银行理财规模变化情况



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 8月以来机构信用债现券净买入情况



资料来源: Wind, 华创证券

二、一级市场回顾：净融资同比、环比下降，5年期及以上发行占比再创新高

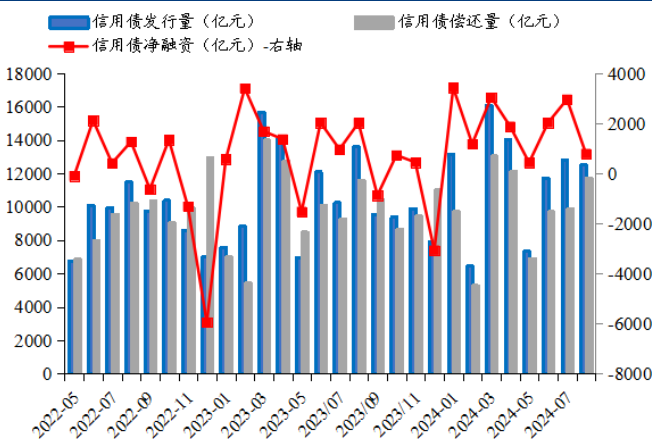
8月信用债一级市场中购热度有所上升，5年期及以上信用债发行占比明显增加，为2015年以来各月份最高水平。信用债净融资同比、环比均下降，其中产业债净融资同比上升、环比下降，城投债净融资同比、环比均下降。

（一）信用债：净融资同比、环比均下降，城投债申购热度有所下降

8月信用债整体净融资规模同比、环比均下降。具体看，8月信用债净融资789亿元，同比下降1230亿元，环比下降2169亿元。其中，产业债净融资1183亿元，同比上升1565亿元，环比下降1172亿元，发行占比由7月的62%下降至59%。

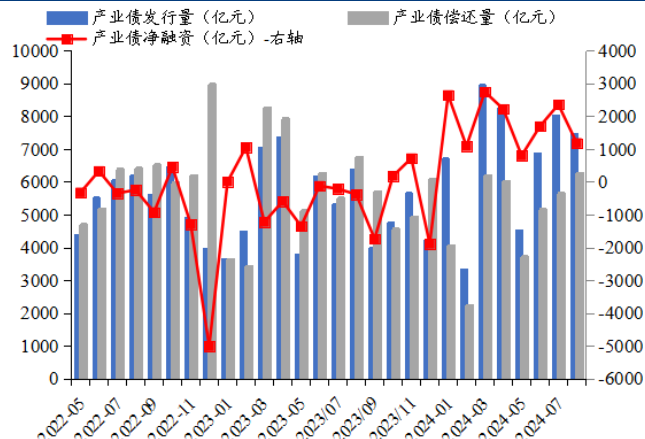
产业债申购热度环比持平，城投债有所下降。8月信用债共发行1430只，投标（申购）数据可得的债券有866只。其中，产业债505只，发行火热（申购倍数大于等于2，下同）的共244只，所占比例为48%，与上月持平；城投债361只，发行火热的共264只，所占比例为73%，较上月的82%有所下降。

图表 5 8月信用债净融资同比、环比均下降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 6 8月产业债净融资同比上升、环比下降



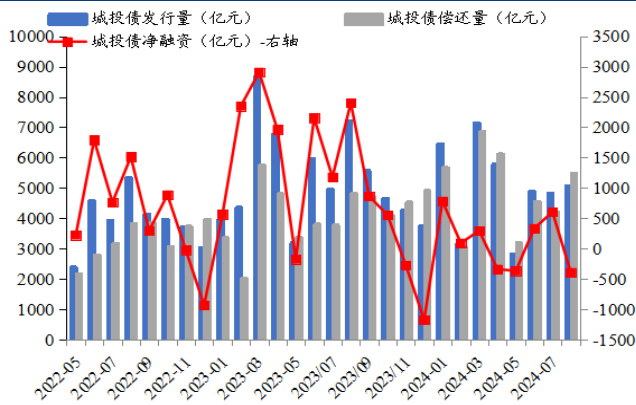
资料来源: Wind, 华创证券

（二）城投债：净融资由正转负，1-8月合计同比减少近1.2万亿

8月城投债净融资为-393亿元，同比减少2795亿元，超过半数省份同比下降，整体

缩量较为明显,年初以来城投债净融资合计 996 亿元,同比减少 1.23 万亿元。其中江苏、山东、重庆等区域 8 月城投债净融资同比下降超 200 亿元。从环比变化来看,2024 年以来城投净融资维持低位,6-7 月城投债净融资有所回暖,但仅小幅为正,8 月城投债净融资再度转负。

图表 7 8 月城投债净融资同比下降、环比下降



资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 8 月鲁闽皖桂京城投净融资位居前五(亿元)

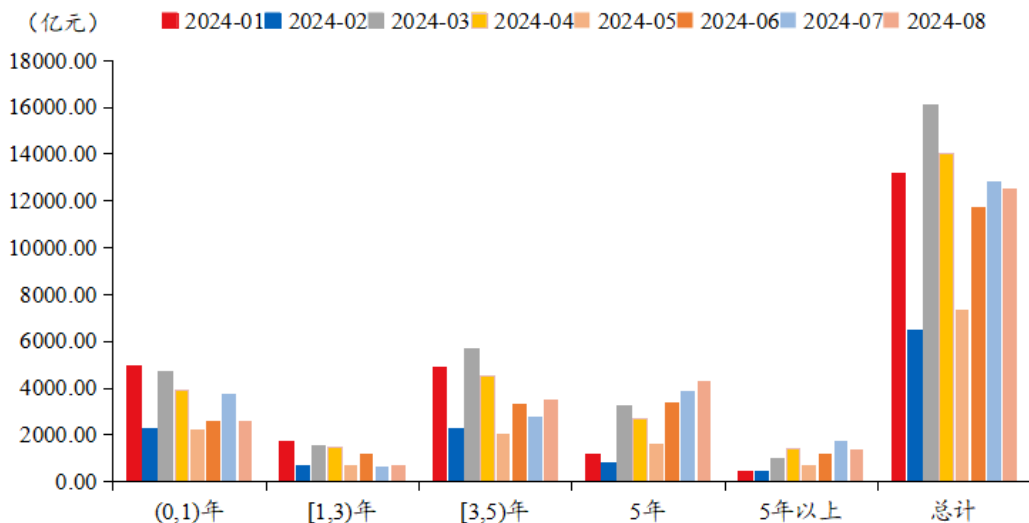
省份	7月	8月	1-8月	8月同比变动	1-8月同比变动	省份	7月	8月	1-8月	8月同比变动	1-8月同比变动
山东	65	128	1074	-256	-504	宁夏	-14	-2	-26	1	-32
福建	-13	98	229	30	-310	内蒙古	5	-10	-44	-15	-36
安徽	-41	76	-45	-9	-669	江西	28	-13	196	-186	-464
广西	-31	39	47	7	-10	吉林	70	-15	105	-50	66
北京	61	29	165	46	40	陕西	27	-18	163	-56	12
上海	24	22	225	23	56	甘肃	-7	-21	-88	-26	81
四川	-18	20	163	-194	-705	新疆	39	-22	86	-69	-9
河南	34	15	185	-167	-970	广东	12	-28	151	-127	-131
辽宁	1	14	45	11	83	湖南	-100	-38	-361	-227	-979
山西	8	12	46	22	-64	贵州	30	-44	-230	2	-82
河北	96	10	244	-36	7	浙江	40	-46	-266	-142	-2432
云南	62	9	159	-16	233	天津	-25	-133	-551	-198	-1003
海南	-1	0	23	-3	10	湖北	85	-88	-238	-199	-1154
黑龙江	0	0	-12	-4	6	江苏	49	-357	-603	-739	-2848
青海	5	0	15	0	23	全国总和	604	-393	996	-2795	-12336

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 融资期限: 5 年期发行占比上升至 35%

8 月 5 年期发行占比由 7 月的 30% 上升至 35%, 5 年以上发行占比由 13% 下降至 11%, 5 年期及以上发行占比达 46%, 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 9 各期限信用债发行规模

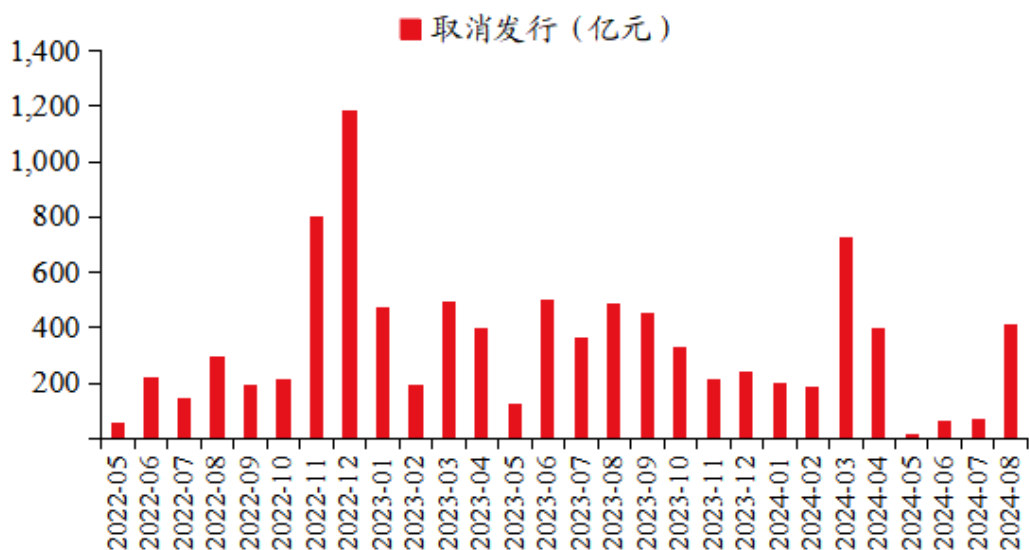


资料来源: Wind, 华创证券

(四) 取消发行情况: 8 月取消发行规模环比大幅上升

8 月信用债取消发行规模为 445 亿元, 较上月大幅上升 375 亿元。主要系近期债市调整, 发行成本大幅上升。

图表 10 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，成交活跃度上升

化债政策推进下，城投债依然是挖收益的重要板块，8月各期限平均成交收益率环比普遍下行，中长端尤为明显，成交活跃度环比上升。城投债高估值成交主要分布在河南、湖南、山东、四川等区域；城投低估值成交主要分布山东、河南等区域。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，整体成交活跃度上升

成交收益率方面，偏尾部区域中辽宁、甘肃、云南等区域1年期以上成交收益率大多环比下行约20-90BP，天津、吉林、重庆3年期以上成交收益率环比下行约20-40BP。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、江西、四川区域1年期以上成交收益率下行约10-40BP，多区域3-5年期成交收益率下行约20-40BP，中间梯队存量城投债规模较大，是拉久期的重要选择。

图表 11 8月各省级城投债成交 YTM 情况

省份	8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
黑龙江	2.12%	2.57%	2.30%	4.13%	-	2.56%	-1	12	-	-7	-	-102
辽宁	3.00%	3.87%	3.00%	3.09%	2.95%	3.24%	-22	-28	-60	-80	0	-58
贵州	4.05%	4.02%	3.62%	4.02%	-	3.98%	-52	-57	-51	-72	-	-56
甘肃	2.63%	2.31%	2.61%	2.81%	-	2.56%	23	-90	4	-139	-	-51
青海	2.43%	-	2.71%	3.20%	-	2.97%	-34	-	-13	-47	-	-49
内蒙古	2.11%	2.49%	-	2.27%	-	2.31%	-	-68	-	-	-	-33
云南	3.17%	3.26%	3.41%	3.52%	4.60%	3.36%	2	-34	-31	-66	-	-32
山东	2.77%	2.80%	2.64%	3.04%	3.05%	2.84%	-18	-23	-24	-36	-42	-25
四川	2.53%	2.60%	2.69%	2.90%	2.62%	2.69%	-7	-20	-17	-33	-25	-22
江西	2.26%	2.38%	2.50%	2.61%	2.51%	2.45%	-7	-13	-40	-19	-13	-20
广西	2.38%	2.79%	2.93%	2.89%	3.43%	2.78%	-21	-23	-24	-29	-66	-20
陕西	2.48%	2.73%	2.63%	3.09%	2.98%	2.73%	-2	-23	-7	-27	-17	-16
宁夏	2.09%	2.44%	-	2.22%	-	2.30%	-9	-25	-	-	-	-15
天津	2.36%	2.41%	2.49%	2.63%	2.67%	2.52%	-12	-1	-10	-25	-41	-14
河南	2.36%	2.48%	2.48%	2.77%	3.16%	2.55%	-15	-3	-10	-25	-26	-12
吉林	2.16%	2.29%	2.28%	2.58%	-	2.30%	-7	-5	-9	-38	-	-10
重庆	2.43%	2.49%	2.56%	2.91%	2.70%	2.62%	0	-9	-9	-29	-38	-9
湖南	2.33%	2.47%	2.56%	2.69%	3.46%	2.50%	-10	-2	-10	-20	-6	-9
山西	2.16%	2.34%	2.44%	2.40%	-	2.34%	-4	-5	-10	-11	-	-8
安徽	2.26%	2.31%	2.33%	2.46%	2.68%	2.34%	-5	-5	-11	-19	1	-7
海南	2.12%	2.19%	2.29%	-	-	2.18%	-7	0	-4	-	-	-7
湖北	2.20%	2.34%	2.43%	2.69%	2.84%	2.41%	-9	-12	-3	-13	-15	-7
北京	2.06%	2.12%	2.18%	2.26%	2.42%	2.19%	-10	-4	-3	-7	-7	-7
西藏	2.09%	2.21%	2.26%	2.41%	-	2.25%	-3	2	-11	-22	-	-6
新疆	2.18%	2.28%	2.34%	2.50%	-	2.33%	-13	-10	-5	2	-	-6
广东	2.09%	2.19%	2.23%	2.25%	2.43%	2.22%	-10	0	-5	-6	-9	-5
江苏	2.24%	2.35%	2.31%	2.43%	2.48%	2.32%	-1	-2	-9	-11	-10	-5
浙江	2.13%	2.21%	2.25%	2.33%	2.49%	2.24%	0	-1	-8	-5	-12	-3
河北	2.21%	2.37%	2.48%	2.53%	2.93%	2.44%	-5	0	-17	-7	-43	-3
福建	2.18%	2.32%	2.28%	2.36%	2.46%	2.29%	-7	5	-11	-7	1	-3
上海	2.02%	2.11%	2.19%	2.22%	2.19%	2.13%	-3	-4	-2	-11	-11	-2
全国	2.44%	2.54%	2.49%	2.79%	2.73%	2.56%	-10	-13	-17	-27	-17	-15

资料来源: Wind, 华创证券

注:1) 数据来自wind, 截至8月30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, 1年以内短债环比下降。分区域来看, 城投债成交缩量主要来自云南、北京、江西等区域, 增量主要来自湖北、广东、江苏、河南等区域。

图表 12 8月各省城投债日均成交笔数情况

省份	8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
湖北	42	37	142	40	5	266	0	-3	115	13	1	125
广东	17	24	24	9	20	94	3	16	15	7	12	52
江苏	94	114	154	61	9	431	-22	21	31	23	-1	52
河南	57	42	42	101	10	253	8	-5	3	26	4	37
贵州	37	55	30	70	0	191	-16	19	14	20	-	36
重庆	29	40	40	89	12	209	-10	7	-7	32	6	28
福建	14	22	21	19	5	81	-3	8	0	12	3	20
安徽	26	36	37	17	11	128	-9	14	-1	4	8	16
河北	12	13	12	20	9	66	-5	0	2	12	7	16
天津	14	11	27	26	15	93	4	-2	3	3	3	12
广西	11	21	23	12	1	69	-14	9	11	5	1	11
山东	118	142	106	276	22	663	-45	24	-8	38	2	10
四川	33	70	58	80	17	259	-26	39	-14	-2	9	6
浙江	33	78	67	54	6	238	-47	39	-3	14	3	6
吉林	3	4	7	2	0	16	0	0	5	1	-	6
新疆	6	7	9	10	0	32	-1	1	1	3	0	4
山西	4	6	6	7	0	24	-5	3	1	4	-	4
西藏	1	1	2	1	0	4	0	0	0	1	-	1
海南	1	1	1	0	0	2	0	0	0	-	-	1
内蒙古	0	1	0	0	0	1	0	1	0	0	-	1
黑龙江	0	0	0	0	0	1	0	0	0	-1	-	0
宁夏	1	1	0	0	0	3	-1	0	-	0	-	-1
陕西	28	29	18	23	7	104	-5	-2	6	-3	2	-1
辽宁	1	4	4	3	1	13	-4	3	-1	1	0	-2
湖南	48	57	50	54	1	209	-19	15	3	-1	0	-2
甘肃	2	2	0	1	0	5	-2	-1	0	-1	-	-4
上海	7	6	10	3	0	26	-2	-4	2	0	0	-5
青海	1	0	2	6	0	9	1	-2	1	-7	-	-7
江西	41	60	55	64	11	231	-14	26	-8	-14	2	-9
北京	5	7	12	4	4	32	-2	2	-7	1	-4	-10
云南	15	17	28	38	1	99	-3	2	-21	-10	1	-31
全国	701	908	987	1090	166	3851	-238	229	142	180	59	372

资料来源: Wind, 华创证券

注: 1) 数据来自wind, 截至2024年8月30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

8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河南、湖南、山东、四川等区域; 低估值成交主要分布山东、河南等区域。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、重庆龙湖等。钢铁债方面, 河钢集团高估值成交0.20亿元和低估值成交1.36亿元, 安阳钢铁集团低估值成交0.41亿元。煤炭债方面, 新汶矿业集团有限责任公司高估值成交1.22亿元和低估值成交2.75亿元, 其余低估值成交企业主要位于山东、山西、河北等区域。

图表 13 8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)
遵义交旅投资(集团)有限公司	8.41	万科企业股份有限公司	7.26
兰考县兴工财政投资有限公司	7.52	重庆龙湖企业拓展有限公司	4.43
株洲高科集团有限公司	5.01	衢州信安发展股份有限公司	0.31
巴中市国有资本运营集团有限公司	4.73	北京首创城市发展集团有限公司	0.25
淄博市临淄区九合财金控股有限公司	4.68	湖北清能投资发展集团有限公司	0.20

湖北大冶湖高新技术产业投资有限公司	4.56	格力地产股份有限公司	0.13
河南航空港投资集团有限公司	4.34	-	-
陕西省西咸新区空港新城开发建设集团有限公司	4.30	-	-
邹城市城资控股集团有限公司	4.18	-	-
成都市瀚宇投资有限公司	4.17	-	-
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	1.22	河钢集团有限公司	0.20
晋能控股煤业集团有限公司	0.10	-	-

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 14 8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)
安顺市城市建设投资有限责任公司	10.54	重庆龙湖企业拓展有限公司	6.64
河南航空港投资集团有限公司	13.48	万科企业股份有限公司	4.30
六盘水市民生产业投资集团有限责任公司	12.46	信达投资有限公司	3.40
青岛昌阳投资开发有限公司	10.37	金地(集团)股份有限公司	2.77
仁怀市水务投资开发有限责任公司	8.64	西安高新技术产业开发区房地产开发有限公司	0.92
潍坊滨城投资开发有限公司	9.60	广州番禺雅居乐房地产开发有限公司	0.62
潍坊滨海投资发展有限公司	9.57	北京首创城市发展集团有限公司	0.41
淄博市临淄区九合财金控股有限公司	8.58	成都兴城人居地产投资集团股份有限公司	0.31
邹城市城资控股集团有限公司	7.13	衢州信安发展股份有限公司	0.30
遵义道桥建设(集团)有限公司	6.75	广州珠江实业集团有限公司	0.21
煤炭	成交金额(亿元)	钢铁	成交金额(亿元)
淮河能源控股集团有限责任公司	5.11	河钢集团有限公司	1.36
新汶矿业集团有限责任公司	2.75	安阳钢铁集团有限责任公司	0.41
兖矿能源集团股份有限公司	1.87	-	-
晋能控股装备制造集团有限公司	0.94	-	-
开滦(集团)有限责任公司	0.60	-	-
冀中能源集团有限责任公司	0.21	-	-
平顶山天安煤业股份有限公司	0.21	-	-
泽州县国有资本投资运营有限公司	0.14	-	-
陕西煤业化工集团有限责任公司	0.04	-	-

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。

四、评级调整及热点政策跟踪

评级调整方面, 8月评级调整共发生 10 起主体评级下调事件, 15 起主体评级上调事件; 4 家企业债项隐含评级下调, 6 家企业债项隐含评级上调。**热点政策方面**, 中央层面

政策关注六部门联合印发文件严禁为收益不足的市政基础设施资产违法违规举债、金管总局加强保险资产风险分类监管与金租公司业务引导等。地方层面政策关注多省市审计报告披露、常州加强事业单位债务管理、潍坊对重组后市属企业开展清产核资等。

(一) 评级调整：10 家主体下调，15 家主体上调

从主体评级来看，下调企业以产业类主体为主，分布于有色金属、房地产、建筑装饰等行业；城投主体仅 2 家，位于江苏和重庆。上调企业以城投为主，主要分布于江苏、浙江等经济偏强区域。

图表 15 8 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
红狮控股集团有限公司	24 红狮 MTN001(碳中和债)	2024/08/01	中债资信	AA-r	A+r	民营企业	有色金属	浙江
广汇汽车服务集团股份公司	21 广汇汽车 SCP001	2024/08/05	大公国际	AA	AA-	民营企业	汽车	辽宁
重庆大足永晟实业发展有限公司	24 永晟 01	2024/08/06	中债资信	BBB+r	BBBr	地方国有企业	城投	重庆
万华化学集团股份有限公司	24 万华化学 MTN001	2024/08/06	惠誉国际	BBB+	BBB	地方国有企业	化工	山东
扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司	24 扬州经开 MTN002	2024/08/08	中债资信	A+r	Ar	地方国有企业	城投	江苏
万科企业股份有限公司	21 万科 04	2024/08/13	穆迪	Ba3	B1	公众企业	房地产	广东
杉杉集团有限公司	19 杉杉 02	2024/08/16	上海新世纪	AA	AA-	民营企业	电子	浙江
西安建工集团有限公司	21 西安建工 MTN001	2024/08/20	大公国际	CC	C	地方国有企业	建筑装饰	陕西
湖北省广播电视信息网络股份有限公司	24 湖北广电 SCP001	2024/08/20	中债资信	A+r	Ar	地方国有企业	传媒	湖北
山东国惠投资控股集团有限公司	21 山东国惠 MTN002A	2024/08/21	穆迪公司	Baa2	Baa2(负面)	地方国有企业	综合	山东

资料来源：Wind，华创证券

注：评级调整数据截至 2024 年 8 月 31 日

图表 16 8 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
淮安经济技术开发区经济发展集团有限公司	21 淮经 01	2024/08/01	东方金诚	AA	AA+	地方国有企业	城投	江苏
中国电建集团中南勘测设计研究院有限公司	24 中南勘测 MTN001(科创票据)	2024/08/01	中债资信	Ar	A+r	中央国有企业	建筑装饰	湖南
中电海康集团有限公司	24 海康 01	2024/08/01	中债资信	AAr	AA+r	中央国有企业	通信	浙江
立讯精密工业股份有限公司	24 立讯精工 SCP005(科创票据)	2024/08/01	中债资信	Ar	A+r	民营企业	电子	广东
甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司	23 甘公投 MTN005	2024/08/01	标准普尔	BBB+(负面)	BBB+(稳定)	地方国有企业	城投	甘肃
漳州市交通发展集团有限公司	24 漳交 01	2024/08/05	惠誉国际	BB+	BBB-	地方国有企业	城投	福建
湖州莫干山高新集团有限公司	21 莫干高新 PPN002	2024/08/06	中诚信亚太	BBB	BBB+	地方国有企业	城投	浙江

芜湖新马投资有限公司	23 芜湖新马 MTN002	2024/08/06	中债资信	A-r	Ar	地方国有企业	城投	安徽
江苏方洋集团有限公司	23 方洋 D1	2024/08/16	联合评级	BBB+(稳定)	BBB+(正面)	地方国有企业	城投	江苏
宁波市海曙开发建设投资集团有限公司	21 海曙 01	2024/08/19	穆迪	Baa3 (负面)	Baa3 (稳定)	地方国有企业	城投	浙江
杭州上城区国有资本运营集团有限公司	23 上资 01	2024/08/19	穆迪	Baa2 (负面)	Baa2 (稳定)	地方国有企业	城投	浙江
苏州创元投资发展(集团)有限公司	24 创元投资 SCP006	2024/08/20	联合资信	AA+	AAA	地方国有企业	综合	江苏
福建漳州发展股份有限公司	16 漳州发展 CP001	2024/08/21	东方金诚	AA-	AA+	地方国有企业	汽车	福建
扬州龙川控股集团有限责任公司	21 龙川 G4	2024/08/27	中证鹏元	AA	AA+	地方国有企业	城投	江苏
安徽省农垦集团有限公司	24 皖农垦 MTN002(乡村振兴)	2024/08/27	中债资信	Ar	A+r	地方国有企业	农林牧渔	安徽

资料来源: Wind, 华创证券 注: 评级调整数据截至 2024 年 8 月 31 日

从隐含评级来看, 8 月 4 家企业债项隐含评级下调, 6 家企业债项隐含评级上调, 其中调高企业中 4 家为城投。

图表 17 8 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
杉杉集团有限公司	H20 杉杉 1	2024-08-21	AA-	A+	民营企业	电子	福建
台州市黄岩经济开发集团有限公司	23 黄经 02	2024-08-28	AA	AA(2)	地方国有企业	城投	上海
上实融资租赁有限公司	21 上实 01	2024-08-02	CC	C	中外合资企业	非银金融	福建
西安建工集团有限公司	21 西安建工 MTN001	2024-08-20	CCC	C	地方国有企业	建筑装饰	上海

资料来源: Wind, 华创证券

注: 评级调整数据截至 2024 年 8 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 18 8 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
邵阳市宝庆工业新城建设投资开发有限公司	16 邵阳湘商项目债	2024-08-19	A+	AA-	地方国有企业	城投	湖南
遵义道桥建设(集团)有限公司	19 遵桥 03	2024-08-12	A	A+	地方国有企业	城投	贵州
如东县通泰投资集团有限公司	20 通投 01	2024-08-14	AA-	AA(2)	地方国有企业	城投	江苏
河北省国有资产控股运营有限公司	23 河北国控 MTN001	2024-08-19	AA-	AA	地方国有企业	综合	河北
中国铝业集团有限公司	22 中铝集 MTN001	2024-08-08	AA+	AAA-	中央国有企业	有色金属	北京
扬中市城市建设投资发展集团有限公司	21 扬中城投 PPN001	2024-08-12	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 8 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）央行行长采访提到化解融资平台债务风险方面目前已取得重要阶段性进展，大部分融资平台到期债务实现了接续、重组和置换，融资成本负担较之前显著下降。**2）财政部等六部门联合印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》**，强调严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，不得增加隐性债务。

2、地产方面，住建部公布地产融资协调机制最新成果，商业银行已通过“白名单”项目 5300 多个，审批贷款金额近 1.4 万亿元。

3、金融方面，1）金管总局就《保险资产风险分类办法（征求意见稿）》公开征求意见，要求按照真实性、及时性、审慎性、独立性原则进行风险分类。**2）金管总局发布《关于印发金融租赁公司业务发展鼓励清单、负面清单和项目公司业务正面清单的通知》**，明确金融租赁公司业务发展鼓励清单、负面清单和项目公司业务正面清单，引导金融租赁公司支持国家战略重点产业发展。**3）李强总理主持召开国务院常务会议研究推动保险业高质量发展的若干意见**，强调要培育壮大保险资金等耐心资本，打通制度障碍，完善考核评估机制，为资本市场和科技创新提供稳定的长期投资。

图表 19 8 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
8 月 2 日	国家金融监督管理总局	国家金融监督管理总局就《保险资产风险分类办法（征求意见稿）》公开征求意见	保险公司应按照以下原则进行风险分类： （一）真实性原则 。风险分类应真实、准确地反映投资资产风险水平。 （二）及时性原则 。按照债务人、担保人等相关方履约能力以及投资资产风险变化情况，及时、动态地调整分类结果。 （三）审慎性原则 。风险分类应穿透识别投资资产，分类不确定的，应从低确定分类等级。 （四）独立性原则 。风险分类结果取决于在依法依规前提下的独立判断。
8 月 14 日	财联社	三部门联合通知数万家地方金融组织将进入三年“最严监管期”	金融监管总局、证监会、市场监管总局等三部门近日联合下发了《关于进一步加强地方金融组织监管的通知》，监管部门正着手未来三年对地方金融组织进一步清理和强化监管，相关要求已下发到省级机构。知情人士透露，此次清理整顿政策较以往更为彻底和严格。 核心进一步明确了对商业保理、融资租赁、小额贷款公司、典当、担保等地方金融组织的监管。同时，对前期的金交所、伪金交所等的处置清理也有具体要求。未来三年时间，总体要求地方金融组织总量不得新增、严格跨省经营，并以加强监管存量组织、坚决清退不合规机构为主。 知情人士指，政策一旦落地，将会减少相当数量的地方金融机构。
8 月 17 日	中国人民银行	专访中国人民银行党委书记、行长潘功胜	在化解融资平台债务风险方面，目前已取得重要阶段性进展， 融资平台数量和存量债务水平不断下降，大部分融资平台到期债务实现了接续、重组和置换，融资成本负担较之前显著下降。 在金融支持房地产风险化解方面，从供需两端综合施策，多次调降按揭贷款首付比例和按揭贷款利率，设立保障性住房再贷款支持收购存量商品房，加快构建房地产发展新模式。在化解中小金融机构风险方面， 当前高风险中小银行数量较峰值已压降近半。
8 月 23 日	住房和城乡建设部部长	国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会	充分发挥城市房地产融资协调机制作用。 建立了国家、省、城市三级协调机制，推动符合条件的项目“应进必进”白名单，商业银行落实尽职免责要求，“应贷必贷”给予融资支持。 目前，商业银行已经按照审批程序通

			过了“白名单”项目 5300 多个，审批贷款金额近 1.4 万亿元，这些资金正在按照项目的工程进度陆续发放到位，有力支持了项目建设交付。
8 月 23 日	国家金融监督管理总局	国家金融监督管理总局发布《关于印发金融租赁公司业务发展鼓励清单、负面清单和项目公司业务正面清单的通知》	《通知》主要包括正文及金融租赁公司业务发展鼓励清单、负面清单和项目公司业务正面清单三项附件，自印发之日起施行。《通知》正文明确了相关清单的上位法依据和与时俱进更新调整机制，同时要求金融租赁公司应当根据清单完善内部准入要求，调整业务规划，跟踪研判行业发展趋势并定期报送清单落实情况等。 鼓励清单 以国家战略需求为导向，将农林牧渔、新能源、医药、船舶和海洋工程等 27 个产业中的农业机械、风电光伏、光热发电、医药研发、船舶等重要设备和重大技术装备纳入鼓励清单范围。 负面清单 重申了 8 号文中的禁止性业务领域要求，并明确新老划断原则，妥善处置存量业务。 正面清单 则是在《金融租赁公司项目公司管理办法》（银保监办发〔2021〕143 号）第三条规定的租赁物范围基础上，结合前期部分金融租赁公司试点开展项目公司集成电路融资租赁业务经验成效，增加了集成电路和算力中心设备，以更好支持集成电路产业和算力基础设施发展。
8 月 26 日	财政部	关于印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》的通知	财政部等六部门联合印发《市政基础设施资产管理办法（试行）》， 办法自 2024 年 9 月 1 日起施行 。其中提到，政府投资建设的市政基础设施资产应当依法严格履行基本建设审批程序，落实资金来源，加强预算约束，防范政府债务风险。 严禁为没有收益或收益不足的市政基础设施资产违法违规举债，不得增加隐性债务。通过发行地方政府专项债券建设的市政基础设施管护期间产生的有偿使用收入，按规定优先用于偿还对应项目的地方政府专项债券本息，不得挪作他用 。财政部门、主管部门、管护单位应当按照政府债务管理的相关规定，完善市政基础设施对应的债务金额、形式等信息，加强对政府债务形成的市政基础设施资产管理。 市政基础设施资产管理情况是国有资产报告的组成部分，应当纳入行政事业性国有资产年度报告 。
8 月 30 日	新华社	李强主持召开国务院常务会议研究推动保险业高质量发展的若干意见	会议指出，保险业在保障和改善民生、防灾减灾、服务实体经济等方面具有重要作用。要夯实保险业高质量发展制度基础，牢固树立服务优先理念，充分发挥商业保险等市场机制作用，大力提升保险业保障能力和服务水平。要紧盯关键领域和薄弱环节加强监管，保障消费者合法权益，健全风险防范制度体系。 要培育壮大保险资金等耐心资本，打通制度障碍，完善考核评估机制，为资本市场和科技创新提供稳定的长期投资 。

资料来源：国家金融监督管理总局，央行，住建部，财政部，新华社，财联社，华创证券整理

从地方政策来看，化债政策有序推进，地产政策持续放松，其中可重点关注以下化债相关信息：1) 近期多省市审计报告披露，内容包括重要政策落实、债务风险化解、专项债的管理等，并根据审计问题给出相关审计意见。2) 央行天津市分行召开会议强调扎实推进重点领域金融风险防范化解，稳妥有序化解融资平台债务风险，有序推进高风险中小金融机构改革化险等。3) 常州市财政局发布通知加强市属事业单位债务管理，是落实完善全口径地方债务监测监管体系的重要实践。4) 媒体报道当前潍坊市国资委已开始对重组后的市属企业开展全面清产核资。

图表 20 8 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
8 月 6 日	企业预警通	多省市审计报告披露地方化债信息，违规举债屡禁不止	近期，多省市公布了 2023 年财政审计报告，披露财政预算管理、重要政策落实、债务风险管控等情况的审计，并根据审计问题给出相关审计意见。2023 年地方审计报告重点关注地方隐性化解、专项债管理、拖欠民营企业款项等问题。 例如，宁夏提及坚决杜绝拖欠企业账款，切实防范债务风险；海南省提及债务风险管控有待加强；青海省提及成功争取化债额度 96 亿元，2023 年全省化债任务如期完成；江苏省提及存在 21 家企业违规开展融资性贸易，69.22 亿元应收款逾期；云南省提及聚焦重点强化监督提升资金使用质效；四川省提及存在 19 个市县国库库款保障水平全年半数以上月份处于预警状态；湖北省提及按时足额兑付到期债券，主动偿还比例和规模均居全国前列、中部第一；吉林省提及加快推动资产盘活和平台类企业转型发展，超额完成年度化债任务。
8 月 7 日	中国人民银行天津市分行	2024 年下半年工作会议暨天津市外汇管理工作会议	会议强调 进一步落实金融稳定工作转型要求，扎实推进重点领域金融风险防范化解。稳妥有序化解融资平台债务风险。落实好保障性住房再贷款政策，加大对住房租赁市场发展的金融支持。有序推进高风险中小金融机构改革化险 ，健全具有硬约束的风险早期纠正机制。
8 月 21 日	常州市财政局	常州市防范化解地方债务风险领导小组办公室关于加强市属事业单位债务管理的通知	全面加强事业单位债务管理，建立健全规范有序的事业单位债务管理长效管理机制。 明确管理对象及范围，市属事业单位为市直属或市级机关所属事业单位 ，包括按财政拨款管理方式划分的全额拨款事业单位、差额（定额）拨款事业单位、自收自支事业单位，不含纯市场化经营的事业单位。 严格规范举债行为，明确单位举债流程，严格债务资金使用和偿还管理。强化举债融资监管，加强统计监测 ，事业单位债务纳入全市债务管理监测体系，各债务单位按要求于每月 5 日前完整准确更新上报财政部债务监测平台数据，及时向市债务办上报债务月报。 强化多方监管 ，主管部门要切实履行监管职责，加强对下属事业单位债务管理的监督指导， 严防事业单位“平台化” 。
8 月 22 日	泰山财经	大规模优化重组后，潍坊国资欲摸清企业“家底”	今年以来潍坊将 17 家市属国企整合组建为 6 大集团，分别对应城投、产投、金融、产业运营、资产管理、化债纾困 6 大领域。 当前潍坊市国资委已开始对重组后的市属企业开展全面清产核资，欲摸清企业“家底”，助力企业发展。而在此番清产核资过程中，由于各潍坊市属企业生产经营发展情况各不相同，涉及控股、参股企业数量多，历史遗留问题多，清产核资工作开展过程中也发现了诸多问题。 对此，潍坊市国资委、财政局与四家事务所多次对接，听取清产核资进展和相关问题的汇报， 针对清产核资过程中发现的问题逐项进行讨论研究，指导事务所有序开展清产核资工作。

资料来源：中国人民银行天津市分行，常州市财政局，泰山财经，企业预警通，华创证券整理

五、信用债策略：从短端着手逐步进行配置

近期信用债调整有企稳态势，2y 以内品种信用利差保护已有一定吸引力，但 2y 以上品种利差绝对水平仍普遍较低。负债稳定的机构，可以从短端着手逐步进行配置，中长端保持观察，根据市场变化情况稍缓介入。

分期限来看：

1) 2y 以内品种: 1y 品种利差约 34-50BP, 高于 2023 年 4 月以来的中枢水平 2-4BP, 处于 65%-73% 的历史分位数, 2yAAA 品种利差历史分位数达 45%, 配置性价比较高。

2) 3-5y 品种: 3-4y 中高等级品种离中枢水平仍有约 5-10BP 的差距, 5y 中高等级品种仍有约 10-25BP 的差距, 当前来看胜率低于短端, 若后续机构赎回缓和的信号明确, 可逐渐入场。

3) 5y 以上品种: 一方面, 5y 以上的中高等级长久期信用债利差大多处于 20-35BP 附近, 比中短端中高等级品种的 25-40BP 略低, 而长久期信用债本身流动性差, 同评级下隐含的风险可能也略高, 后续利差或仍有回升空间。另一方面, 此前投资者在利率下行预期下拉久期增厚收益, 对低利差容忍度较高, 隐含评级 AA+ 的长久期信用债今年以来利差压缩尤为明显。但现阶段市场偏震荡, 央行管控长端利率下, 短期内收益率难以快速大幅下行, 利差保护性不足的问题凸显。当前机构赎回情况仍需要观察, 长久期信用债或仍是止盈的重点关注品种。

具体分版块看:

1) 城投债方面, 建议结合流动性情况关注 1y 以内品种及 2yAAA 品种配置机会。 化债政策持续护航, 城投债安全性相对较高, 当前 1y 品种信用利差分位数已达 2023 年 4 月以来 31%-67% 的偏高水平, 2yAAA 品种达到 39%, 流动性较强的同时具备一定配置性价比, 可关注相关配置机会, 中长久期品种仍需等待观察后再行操作。

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 及以上央国企地产债收益挖掘机会。

3) 周期债可关注 1y 隐含评级 AA、AA-煤炭债下沉机会, 钢铁行业当前景气度较低, 中高等级品种较煤炭债溢价普遍在 5BP 以内, 配置性价比不高。

4) 银行二永债建议适当降低仓位, 短端可继续持有, 3y 以上待行情稳定后再参与波段博弈。 二永债在机构赎回、信用调整阶段往往是优先被抛售的一类品种, 若机构赎回情绪暂未稳定, 二永债调整风险将客观存在。建议适当降低仓位, 但持有短端低等级品种的也不必急于止盈抛售, 历史经验抗跌性较强, 3y 以上高等级二永债可先换作利率品种持有, 待行情稳定后, 再博弈波段操作机会。

5) ABS 近期呈现出一定抗跌性, 比价之下仍具有一定吸引力, 可关注 1-2yAAA、AA+品种收益挖掘机会。

图表 21 8 月信用债收益率全线上行，中长端尤为明显

8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	2.08	2.20	2.10	2.06	2.05	2.06	2.12	17%	18%	17%	16%	17%	11%	12%	7%
	AA+	2.15	2.14	2.25	2.15	2.15	2.07	2.08	2.21	16%	18%	19%	15%	16%	12%	12%	6%
	AA	2.21	2.20	2.37	2.21	2.22	2.11	2.13	2.34	17%	18%	14%	14%	20%	12%	12%	6%
2Y	AAA	2.12	2.13	2.26	2.16	2.12	2.10	2.14	2.23	16%	14%	15%	15%	16%	11%	11%	10%
	AA+	2.20	2.20	2.30	2.22	2.20	2.13	2.16	2.32	14%	15%	14%	11%	14%	12%	12%	8%
	AA	2.26	2.26	2.49	2.35	2.27	2.20	2.25	2.46	15%	15%	12%	16%	11%	13%	16%	8%
3Y	AAA	2.14	2.19	2.28	2.20	2.14	2.17	2.20	2.29	11%	14%	10%	11%	11%	11%	11%	9%
	AA+	2.25	2.25	2.35	2.30	2.25	2.20	2.22	2.39	12%	15%	13%	10%	12%	12%	12%	7%
	AA	2.30	2.31	2.61	2.49	2.31	2.27	2.32	2.52	12%	16%	9%	17%	6%	13%	16%	6%
4Y	AAA	2.22	2.24	2.37	2.29	2.22	2.24	2.28	2.37	13%	16%	11%	15%	13%	11%	11%	9%
	AA+	2.34	2.29	2.44	2.39	2.34	2.28	2.32	2.54	15%	16%	16%	13%	15%	14%	14%	6%
	AA	2.39	2.35	2.71	2.59	2.40	2.37	2.43	2.67	15%	13%	9%	17%	7%	15%	15%	6%
5Y	AAA	2.27	2.28	2.42	2.32	2.27	2.26	2.31	2.46	10%	10%	9%	10%	10%	10%	11%	9%
	AA+	2.37	2.36	2.47	2.42	2.37	2.31	2.35	2.64	10%	12%	11%	9%	10%	11%	12%	7%
	AA	2.45	2.43	2.78	2.65	2.46	2.42	2.46	2.77	14%	12%	10%	17%	8%	14%	11%	6%
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	13	14	12	13	13	13	14	5	17%	18%	17%	16%	17%	11%	12%	7%
	AA+	14	16	14	14	14	15	15	1	16%	18%	19%	15%	16%	12%	12%	6%
	AA	16	17	16	15	17	13	14	1	17%	18%	13%	14%	20%	12%	12%	6%
2Y	AAA	13	15	13	13	13	13	15	10	16%	14%	15%	15%	16%	11%	11%	10%
	AA+	13	17	16	12	13	14	16	8	14%	15%	14%	11%	14%	12%	12%	8%
	AA	15	18	13	15	12	15	19	7	15%	15%	12%	15%	11%	13%	16%	8%
3Y	AAA	14	13	13	14	14	15	16	12	11%	13%	10%	11%	11%	11%	11%	9%
	AA+	16	16	21	14	16	15	17	10	12%	15%	13%	10%	12%	12%	12%	7%
	AA	16	17	11	16	7	15	20	7	12%	16%	9%	16%	6%	13%	15%	6%
4Y	AAA	15	17	15	17	15	14	16	14	13%	16%	11%	15%	13%	11%	11%	9%
	AA+	17	18	22	15	17	17	19	12	15%	16%	16%	13%	15%	14%	14%	6%
	AA	17	19	12	17	8	18	22	8	15%	13%	9%	17%	7%	15%	15%	6%
5Y	AAA	16	15	15	17	16	11	14	16	10%	10%	9%	10%	10%	10%	11%	9%
	AA+	18	19	23	16	18	14	17	14	10%	12%	11%	9%	10%	11%	12%	7%
	AA	21	22	17	21	12	16	16	10	14%	12%	10%	17%	8%	14%	11%	6%

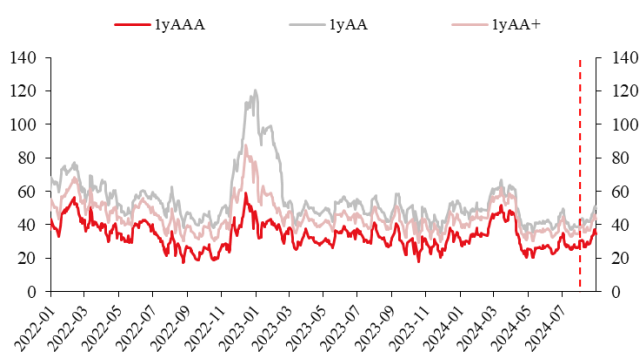
资料来源: Wind, 华创证券

注: 1、钢铁债、银行二级资本债、银行永续债有关数据最高等级均为 AAA-; 2、历史分位数起始日期为 2023 年 4 月 1 日, 下同; 3、8 月数据截至 2024 年 8 月 30 日, 环比变化为相对 2024 年 7 月 31 日数据变化。

(一) 信用债收益率全线上行，中长端尤为明显

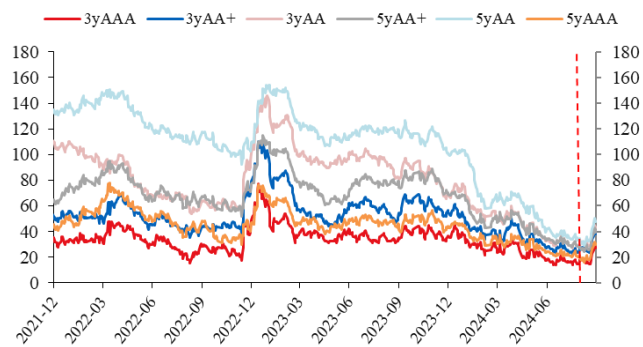
8 月信用债收益率全线上行，中长端各等级品种调整明显，7-15y 品种对应上行 12-30BP，3-5y 品种对应上行 14-21BP，1-2y 品种上行 13-16BP。信用利差普遍走阔，1-2y 各等级品种走阔 6-9BP，3-5y 各品种走阔 8-14BP，7-15y 各品种走阔 7-26BP。

图表 22 1y 不同品种信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 23 3y、5y 不同品种信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 24 整体信用利差变动情况

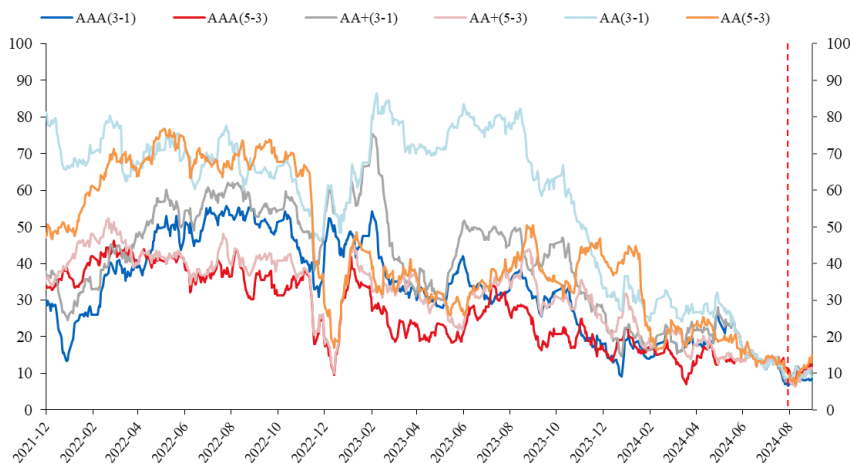
信用债	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期			7年期			10年期			15年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
信用利差 (BP)	28	36	40	22	30	34	16	25	30	18	28	33	21	29	34	10	20	25	8	18	23	6	20	-
分位数	32%	21%	13%	13%	8%	4%	6%	6%	6%	8%	8%	7%	4%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-
2024-07-31	34	43	50	28	36	42	27	38	43	29	41	46	30	40	48	17	28	41	22	36	49	22	36	-
分位数	73%	67%	65%	45%	33%	27%	33%	31%	23%	37%	34%	22%	26%	22%	20%	17%	14%	10%	19%	16%	12%	37%	16%	-
2024-08-30	31	41	47	29	41	51	32	47	69	33	51	90	41	64	102	29	65	100	39	78	112	28	66	-
分位数	4	3	2	-1	-5	-9	-6	-9	-26	-4	-10	-44	-12	-24	-54	-12	-37	-59	-17	-42	-63	-5	-30	-
与中位数差 (BP)	6	7	9	6	6	8	10	12	12	10	12	12	8	10	14	7	8	16	14	18	26	16	16	-
分位数变化	41%	46%	52%	31%	25%	24%	27%	25%	18%	28%	26%	16%	21%	20%	18%	17%	14%	10%	19%	16%	12%	37%	16%	-

资料来源: Wind, 华创证券

(二) 期限利差普遍走阔, 4y-3y 品种处于较高历史分位数水平

8月期限利差普遍走阔, 5y-4yAA、3y-2yAA+等级品种期限利差走阔4BP、3BP, 其余期限等级品种走阔0-1BP, 长周期低评级品种受市场影响回调幅度明显。当前4y-3y各品种期限利差处于较高历史分位数水平, 高于其他期限。

图表 25 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 26 期限利差变动情况

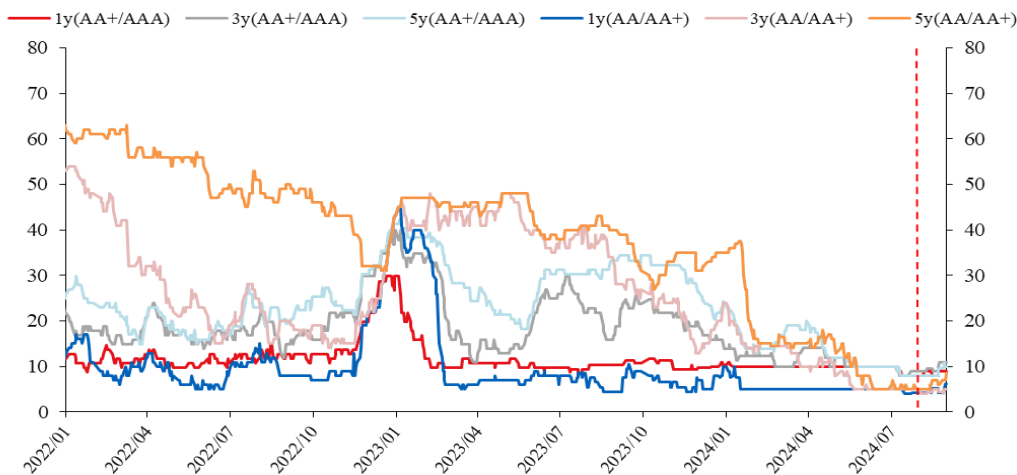
信用利差 (BP)	5Y-4Y			4Y-3Y			3Y-2Y			2Y-1Y		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-08-30	5	3	6	8	9	9	2	5	4	6	5	5
分位数	10%	4%	12%	53%	39%	24%	3%	9%	3%	8%	5%	5%
2024-07-31	4	2	2	7	8	8	2	3	4	5	5	5
分位数	5%	1%	1%	33%	28%	12%	0%	0%	1%	2%	2%	2%
利差中位数 (BP)	9	13	14	8	10	16	8	10	16	13	15	18
利差变动 (BP)	0	0	4	1	1	1	1	3	1	1	0	0
分位数变化	5%	4%	11%	20%	12%	12%	3%	8%	2%	6%	4%	3%

资料来源: Wind, 华创证券

(三) 等级利差普遍走阔, 3-5yAA+/AAA 与 1-2yAA/AA+幅度较大

8月等级利差普遍走阔, AA+/AAA等级利差除2y与上月持平, 其余期限走阔1-2BP; AA/AA+等级利差1-2y走阔2BP, 其余期限基本与上月持平。

图表 27 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 28 信用债等级利差变动情况

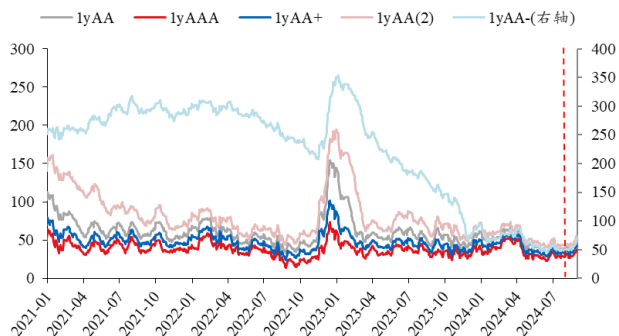
信用利差 (BP)	AA+/AAA					AA/AA+				
	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y
2024-08-30	9	8	11	12	10	6	6	5	5	5
分位数	10%	2%	28%	27%	12%	59%	24%	4%	0%	0%
2024-07-31	8	8	9	10	8	4	4	5	5	5
分位数	0%	1%	4%	3%	0%	4%	1%	0%	0%	0%
利差中位数 (BP)	10	11	14	16	20	5	10	18	32	32
利差变动 (BP)	1	0	2	2	2	2	2	0	0	0
分位数变化	10%	1%	24%	25%	12%	56%	23%	4%	0%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

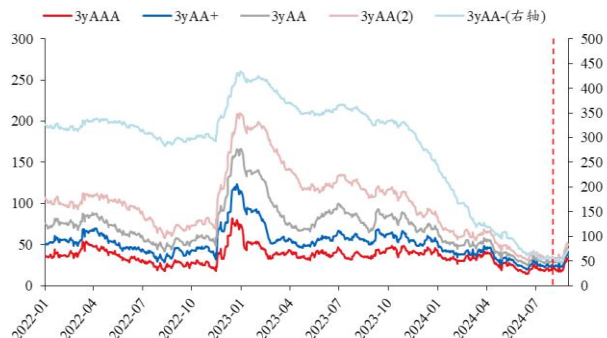
(四) 城投利差普遍走阔, 中短端低等级品种调整明显

城投债各品种收益率全线上升, 除 4y 隐含评级 AA-品种收益率上行 2BP 外, 其余期限品种收益率上行 10-29BP, 中短端低等级品种调整幅度更大。信用利差方面, 除 4y 隐含评级 AA-收窄 3BP, 其余期限等级品种普遍走阔。

图表 29 1 年期各隐含评级城投债信用利差走势 (BP)



图表 30 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 31 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-
2024-08-30	37	43	49	55	69	30	36	42	48	67	32	38	44	50	73	30	36	42	57	92	31	39	46	63	97
分位数	67%	57%	41%	34%	31%	39%	31%	27%	25%	18%	31%	28%	27%	24%	17%	32%	29%	25%	25%	6%	23%	24%	21%	18%	6%
分位数	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%	7%	2%	2%	2%	0%	0%	0%	4%	12%	9%	9%	4%	4%	7%	4%	2%	1%	0%	6%	2%	1%	0%	0%
利差中位数 (BP)	34	42	52	63	85	31	42	53	65	198	35	49	67	87	269	36	49	74	115	338	44	59	82	124	350
利差变动 (BP)	8	10	11	13	21	8	10	11	12	15	9	12	13	15	16	12	13	14	18	-3	7	11	14	21	2
分位数变化	48%	47%	34%	32%	30%	37%	31%	27%	25%	14%	19%	19%	18%	20%	13%	26%	25%	23%	25%	6%	17%	22%	20%	18%	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	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-
2024-08-30	2.08	2.14	2.20	2.26	2.40	2.13	2.20	2.26	2.32	2.51	2.19	2.25	2.31	2.37	2.60	2.24	2.29	2.35	2.50	2.85	2.28	2.36	2.43	2.60	2.94
分位数	18%	18%	18%	18%	21%	14%	15%	15%	15%	16%	14%	15%	16%	16%	12%	16%	16%	13%	15%	6%	10%	12%	12%	15%	7%
分位数	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%
收益率中位数 (%)	2.45	2.53	2.63	2.78	3.25	2.61	2.76	2.87	3.10	4.42	2.72	2.88	3.04	3.40	5.16	2.86	3.07	3.31	3.74	5.97	3.01	3.20	3.42	3.88	6.13
收益率变动 (BP)	14	16	17	19	27	15	17	18	19	22	13	16	17	19	20	17	18	19	23	2	15	19	22	29	10
分位数变化	18%	18%	18%	18%	21%	14%	15%	15%	15%	16%	13%	15%	16%	16%	12%	16%	16%	13%	15%	6%	10%	12%	12%	15%	7%

资料来源: Wind, 华创证券

分区域来看,重点化债区域中天津、内蒙古、吉林、黑龙江等区域利差走阔超 10BP,非重点化债区域中新疆、山西、海南、河北等区域利差走阔超 10BP。绝大多数省份利差已回升至 10%以上(2023 年 4 月以来),部分省份回升至 20%以上。

图表 32 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
新疆	60	46	101	18%	14	-41	87	-27
天津	71	57	152	15%	14	-81	145	-73
内蒙古	86	71	108	9%	14	-22	90	-5
吉林	67	53	152	17%	14	-84	149	-82
山西	56	44	92	22%	13	-36	85	-28
海南	53	41	87	22%	13	-34	73	-20
河北	58	45	102	18%	13	-45	93	-35
黑龙江	97	85	195	9%	13	-98	194	-97
江西	61	49	118	17%	13	-56	109	-48
江苏	55	43	94	19%	12	-39	81	-26
湖北	59	46	116	17%	12	-57	107	-48
安徽	57	44	95	18%	12	-38	82	-25
浙江	51	39	81	21%	12	-30	68	-18
宁夏	76	64	201	16%	12	-124	201	-124
西藏	54	42	91	21%	12	-37	79	-25
河南	65	53	129	16%	12	-64	122	-57
重庆	70	59	148	14%	11	-78	146	-76
福建	47	36	73	21%	11	-26	62	-15
广西	93	81	264	10%	11	-172	264	-172
四川	73	63	163	12%	11	-90	161	-88
广东	45	34	69	21%	11	-24	58	-13
湖南	64	54	134	14%	10	-70	132	-68
北京	44	33	66	20%	10	-22	53	-9
陕西	82	73	183	11%	10	-100	183	-100
上海	41	32	56	22%	10	-14	42	-1
青海	104	95	630	10%	9	-526	621	-517
云南	115	106	282	8%	9	-167	282	-167
山东	77	69	172	9%	8	-94	172	-94
甘肃	83	77	178	8%	6	-95	174	-91
辽宁	134	133	279	5%	1	-145	279	-145
贵州	199	201	528	4%	-2	-330	528	-330

资料来源: Wind, 华创证券

注: 历史分位数起始于 2023 年 4 月 1 日。

(五) 地产债利差普遍走阔, 关注 1-2 年 AA 及以上央企国企

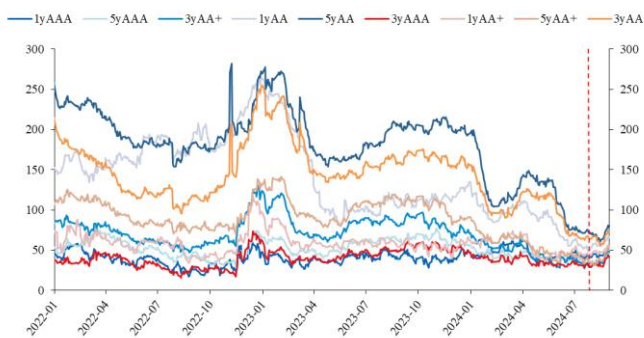
近期新房销售低位徘徊, 8 月 30 大中城市新房成交面积 698 万平方米, 环比-12%, 较 2019、2021、2023 年同期分别下降 57%、54%、27%。二手房市场成交动能有所减弱, 8 月 17 城二手房成交面积环比-14%, 较 2019、2021、2023 年同期分别增长 2%、37%、9%。

从收益率表现看, 8 月地产债收益率全线上行 12-23BP, 信用利差普遍走阔, 中长端品种走阔更明显。1-2y 品种利差走阔 6-10BP, 3-5y 品种利差走阔 8-18BP。分企业性质来看, 央企、地方国企、混合所有制、民企地产债利差走阔 7BP、14BP、157BP、16BP。

展望后续, “517” 新政以来地产调控的定力较强, 政策空窗期已超 3 个月, 而往年 8 月下旬至 9 月上旬是地产政策推出的窗口以配合 “金九银十”, 9 月房地产政策或有较大概率加码, 可能的方向包括: 财政对地方 “收储” 的支持继续加力、加大存量房贷利率的调降幅度、一线城市限购放松可能加码等。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 及以上央企

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 33 地产债利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 34 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 35 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
2024-08-30	49	53	65	42	46	65	41	48	73	44	51	78	45	50	81
分位数	85%	38%	15%	67%	27%	15%	46%	27%	15%	54%	28%	15%	34%	24%	15%
2024-07-31	43	46	55	37	38	59	31	31	66	34	34	70	37	35	72
分位数	58%	17%	4%	30%	6%	2%	7%	4%	4%	13%	5%	4%	4%	2%	2%
利差中位数 (BP)	42	56	100	39	59	108	42	66	141	43	70	148	49	82	163
利差变动 (BP)	6	7	10	6	8	6	10	17	8	10	18	8	8	15	9
分位数变化	27%	20%	12%	37%	21%	13%	39%	24%	10%	40%	23%	11%	31%	22%	13%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-08-30	2.20	2.25	2.37	2.26	2.30	2.49	2.28	2.35	2.61	2.37	2.44	2.71	2.42	2.47	2.78
分位数	17%	19%	14%	15%	14%	12%	10%	13%	9%	11%	16%	9%	9%	11%	10%
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	0%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
收益率中位数 (%)	2.51	2.67	3.09	2.69	2.92	3.43	2.81	3.16	3.89	2.95	3.32	4.10	3.10	3.47	4.26
收益率变动 (BP)	12	14	16	13	16	13	13	21	11	15	22	12	15	23	17
分位数变化	17%	19%	13%	15%	14%	12%	10%	13%	9%	11%	16%	9%	9%	11%	10%

资料来源: Wind, 华创证券

(六) 煤炭债利差普遍走阔，把握短端下沉投资机会

需求方面,8月南方多地持续降雨,沿海电煤负荷高位回落,电力终端消库进程缓慢,煤炭需求增量受限,下游普遍以长协采购为主。价格方面,安全检查及降雨等因素影响减弱,产地煤矿产量及铁路发运状态不佳,但长协煤、进口煤及时补充,煤炭整体供给量仍充裕,煤炭旺季预期落空,价格偏弱运行。主流港口煤炭库存从7月末的7123万吨降至8月末的6687万吨,山西产动力末煤(Q5500)价格由849元/吨下降至839元/吨。

从收益率表现来看,煤炭债收益率整体上行,中高等级品种调整明显。各期限隐含评级AAA、AA+品种收益率上行13-18BP,AA等级品种上行7-17BP。当前煤炭债可把握部分隐含评级AA、AA-主体1y品种短端下沉投资机会。

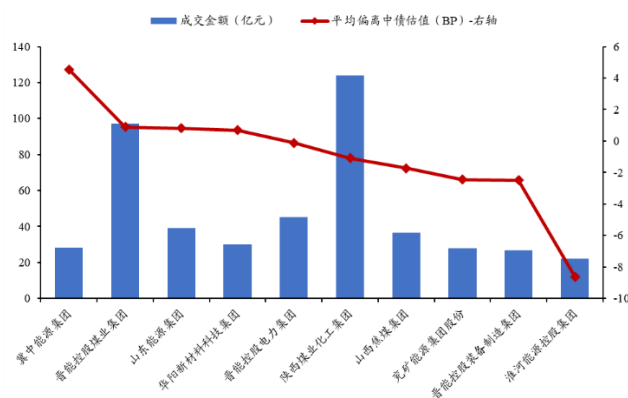
图表 36 煤炭库存与动力煤价格



资料来源: Wind, 华创证券

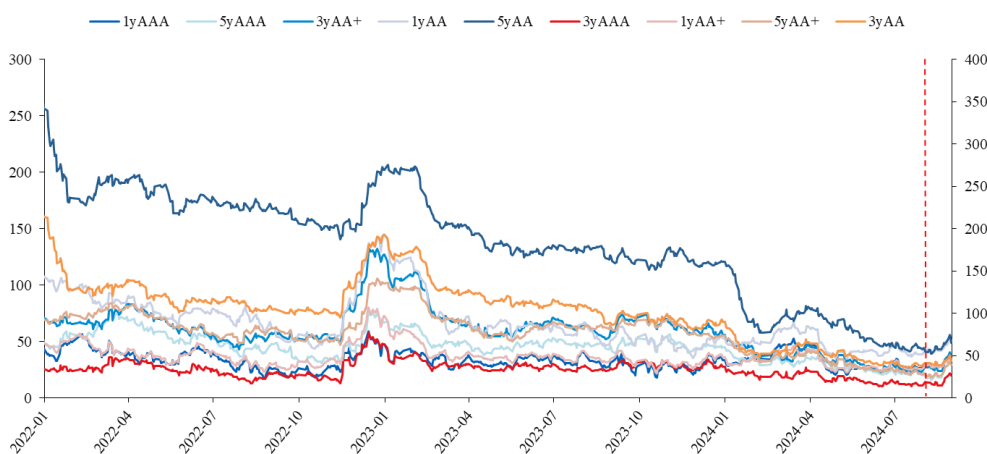
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权 YTM 与前一日中债估值差额平均。

图表 37 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 38 煤炭债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 39 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
2024-08-30	34	43	51	28	36	43	27	38	44	29	41	47	30	40	49
分位数	72%	46%	51%	44%	31%	25%	33%	31%	17%	37%	33%	17%	26%	22%	15%
2024-07-31	28	36	40	22	30	39	16	25	40	18	28	43	21	29	45
分位数	32%	16%	11%	13%	8%	4%	6%	6%	6%	8%	8%	10%	4%	3%	3%
利差中位数 (BP)	31	44	51	29	45	62	32	55	85	33	59	101	41	71	117
利差变动 (BP)	6	7	11	6	6	4	10	12	4	10	12	3	8	10	4
分位数变化	40%	31%	40%	31%	23%	20%	27%	25%	11%	28%	26%	8%	21%	20%	12%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
2024-08-30	2.06	2.15	2.22	2.12	2.20	2.27	2.14	2.25	2.31	2.22	2.34	2.40	2.27	2.37	2.46
分位数	17%	16%	20%	16%	14%	11%	11%	12%	6%	13%	15%	7%	10%	10%	8%
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%
收益率中位数 (%)	2.42	2.55	2.65	2.59	2.76	2.96	2.70	2.92	3.27	2.80	3.09	3.53	2.94	3.29	3.74
收益率变动 (BP)	13	14	17	13	13	12	14	16	7	15	17	8	16	18	12
分位数变化	17%	16%	20%	16%	14%	11%	11%	12%	6%	13%	15%	7%	10%	10%	8%

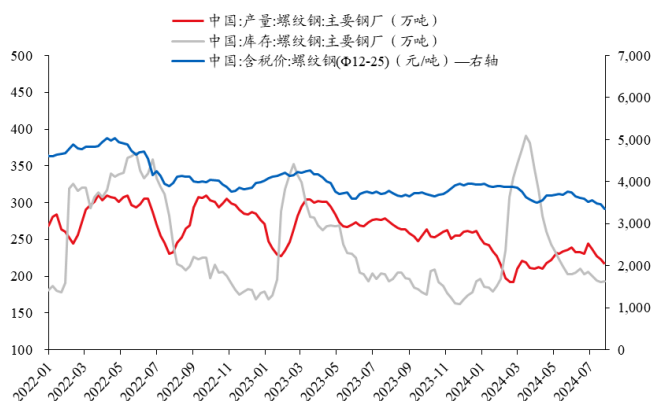
资料来源: Wind, 华创证券

(七) 钢铁债利差普遍走阔，谨慎信用下沉

8月钢厂停工检修增多，受止亏心态影响普遍减产，去库斜率偏高。但淡季钢材需求表现疲弱、原燃料价格持续下跌，建筑施工发力受限，短期钢价回落压力仍大。主要钢厂库存由7月末的194万吨下降至8月末的153万吨左右，主要钢厂螺纹钢周产量下降54万吨至162万吨左右，Φ12-25螺纹钢价格由3342元/吨降至3237元/吨。

从收益率表现看，钢铁债收益率普遍上行，各期限品种收益率调整幅度均在13BP以上，长端品种调整幅度略高于短端，低等级品种调整幅度略高于高等级品种。其中隐含评级AAA-、AA+品种上行12-17BP，AA品种上行15-21BP。当前钢铁债配置性价比较低，中高等级品种较煤炭债溢价普遍在5BP以内，需谨慎信用下沉以规避尾部主体信用风险，近期工信部叫停国内钢铁产能置换方案公示，进一步限制钢铁产能扩张，可关注行业景气度回升情况。

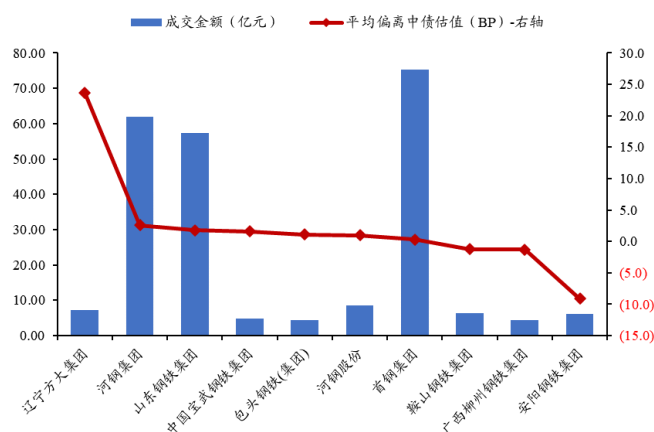
图表 40 螺纹钢量、价、库存走势



资料来源: Wind, 华创证券

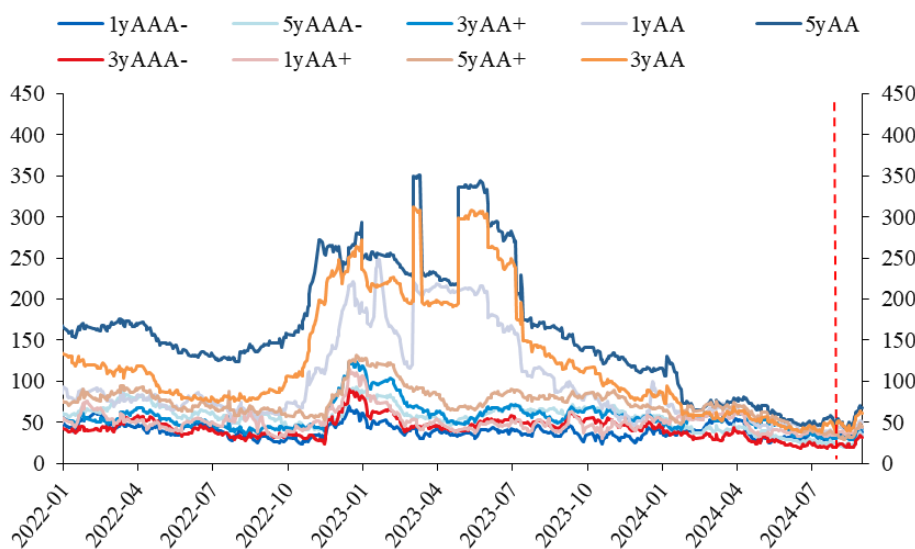
注: 1) 样本在全市场数据的基础上, 经过对成交价、中债估值等空值项及期限小于0.5年债项的剔除; 2) 平均偏离估值取加权行权YTM与前一日本中债估值差额平均。

图表 41 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 42 钢铁债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 43 钢铁债信用利差变动情况

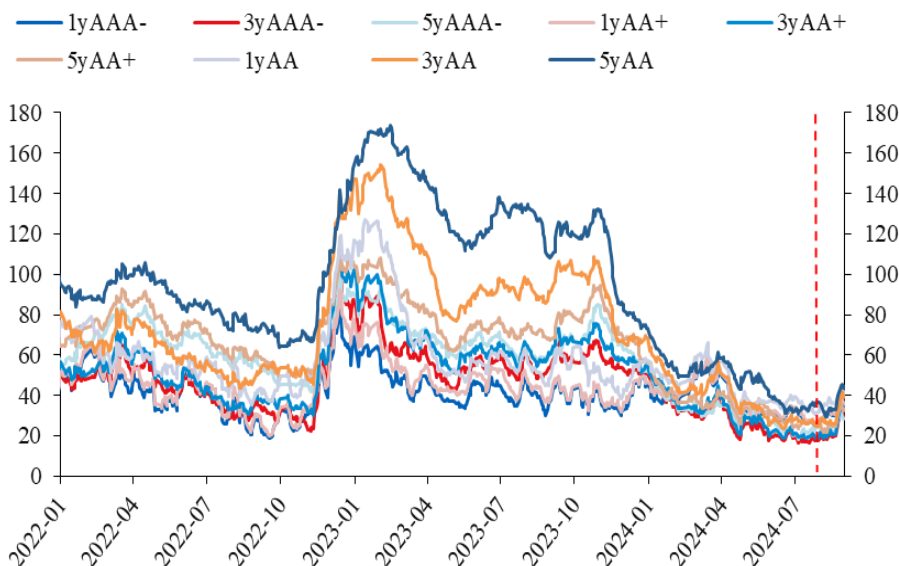
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	
2024-08-30	38	43	50	32	38	51	32	43	62	36
分位数	64%	42%	27%	36%	22%	31%	31%	19%	37%	36%
2024-07-31	32	36	41	26	33	44	21	33	50	23
分位数	27%	10%	6%	10%	4%	12%	6%	5%	15%	8%
利差中位数 (BP)	36	45	67	34	46	71	40	54	82	43
利差变动 (BP)	6	7	9	6	5	7	11	10	12	12
分位数变化	37%	32%	21%	26%	18%	20%	25%	14%	22%	28%
中债估值收益率 (%)	1年期			2年期			3年期			4年期
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	
2024-08-30	2.10	2.15	2.21	2.16	2.22	2.35	2.20	2.30	2.49	2.29
分位数	16%	15%	14%	15%	11%	16%	11%	10%	17%	15%
2024-07-31	1.97	2.01	2.06	2.02	2.10	2.20	2.05	2.16	2.33	2.12
分位数	0%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	0%
收益率中位数 (%)	2.46	2.56	2.98	2.64	2.77	3.20	2.80	2.91	3.34	2.94
收益率变动 (BP)	13	14	15	13	12	15	14	14	16	17
分位数变化	16%	15%	14%	15%	11%	15%	11%	10%	16%	15%

资料来源: Wind, 华创证券

(八) 银行二级债利差普遍走阔, 短端继续持有、3y 以上待稳定后再参与博弈

8 月银行二级资本债各等级品种收益率普遍上行 11-18BP。参考历史, 二永债在机构赎回、信用调整阶段往往是优先被抛售的一类品种, 若机构赎回情绪暂未稳定, 二永债调整风险将客观存在。建议适当降低仓位, 但持有短端低等级品种的可不急于止盈抛售, 历史经验抗跌性较强, 3y 以上高等级二永债可先换作利率品种持有, 待行情稳定后, 再博弈波段操作机会。

图表 44 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 45 银行二级资本债信用利差变动情况

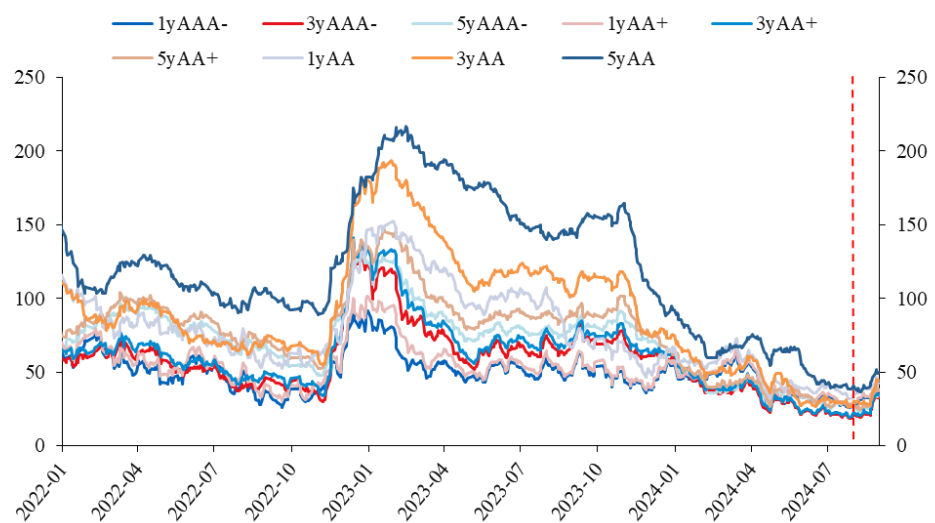
信用利差(BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-08-30	34	36	40	27	29	36	30	32	39	30	35	44	29	34	45
分位数	29%	29%	25%	28%	30%	30%	29%	28%	27%	30%	32%	27%	20%	23%	20%
2024-07-31	27	27	33	22	22	28	18	21	28	21	23	31	25	27	37
分位数	4%	2%	5%	5%	3%	4%	5%	7%	10%	11%	6%	9%	12%	6%	10%
利差中位数(BP)	38	41	51	36	40	54	48	54	67	52	59	74	57	62	77
利差变动(BP)	7	9	7	5	7	8	11	12	12	9	12	13	4	7	8
分位数变化	25%	27%	21%	23%	27%	26%	24%	20%	17%	19%	25%	17%	9%	16%	10%
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
2024-08-30	2.05	2.07	2.11	2.10	2.13	2.20	2.17	2.20	2.27	2.24	2.28	2.37	2.26	2.31	2.42
分位数	11%	12%	12%	11%	12%	13%	11%	12%	13%	11%	14%	15%	10%	11%	14%
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%
收益率中位数(%)	2.47	2.52	2.61	2.68	2.71	2.86	2.86	2.90	3.15	3.00	3.09	3.28	3.04	3.15	3.36
收益率变动(BP)	13	15	13	13	14	15	15	15	15	14	17	18	11	14	16
分位数变化	11%	12%	12%	11%	12%	13%	11%	12%	13%	11%	14%	15%	10%	11%	14%

资料来源: Wind, 华创证券

(九) 银行永续债利差普遍走阔, 溢价吸引力较低

8月银行永续债整体调整幅度略大于银行二级资本债, 各期限等级品种收益率上行14-20BP。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 46 银行永续债信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 47 银行永续债信用利差变动情况

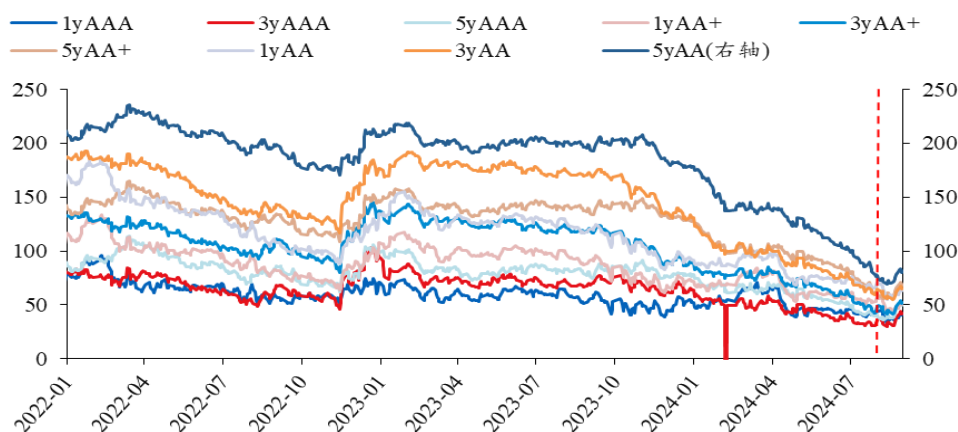
信用利差 (BP)	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-08-30	35	37	42	30	32	41	33	35	45	35	39	50	34	38	49
分位数	24%	25%	24%	26%	28%	27%	26%	27%	25%	27%	30%	20%	21%	25%	16%
2024-07-31	27	28	34	22	23	29	21	22	29	23	24	32	27	28	40
分位数	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	2%	4%	4%	3%
利差中位数 (BP)	47	49	62	48	50	63	57	62	76	60	66	81	63	68	96
利差变动 (BP)	8	9	8	8	9	12	12	13	16	11	14	17	7	10	9
分位数变化	22%	23%	22%	24%	26%	25%	23%	24%	21%	23%	26%	18%	17%	21%	13%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA
2024-08-30	2.06	2.08	2.13	2.14	2.16	2.25	2.20	2.22	2.32	2.28	2.32	2.43	2.31	2.35	2.46
分位数	12%	12%	12%	11%	12%	16%	11%	12%	16%	11%	14%	15%	11%	12%	11%
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%
收益率中位数 (%)	2.57	2.60	2.84	2.78	2.81	3.09	2.96	3.00	3.26	3.11	3.21	3.36	3.19	3.27	3.54
收益率变动 (BP)	14	15	14	15	16	19	16	17	20	16	19	22	14	17	16
分位数变化	12%	12%	12%	11%	12%	16%	11%	12%	15%	11%	14%	15%	11%	12%	11%

资料来源: Wind, 华创证券

(十) ABS 利差走势分化, 呈现出一定抗跌性

8月ABS利差走势分化, 1y各等级品种收窄1-5BP, 2y中高等级品种利差走阔1-3BP, 3-5y品种利差走阔2-9BP, 相比其他品种跌幅较小。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 48 ABS 信用利差走势 (BP)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 49 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
2024-08-30	41	50	63	39	49	62	41	51	65	44	61	74	49	67	80
分位数	7%	3%	3%	16%	6%	6%	18%	9%	7%	12%	8%	6%	11%	7%	6%
2024-07-31	42	55	68	36	48	62	33	45	62	35	54	71	41	61	78
分位数	10%	4%	3%	2%	1%	1%	5%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
利差中位数 (BP)	53	75	95	54	80	103	61	89	133	67	116	167	75	130	180
利差变动 (BP)	-1	-5	-5	3	1	0	8	6	3	9	7	3	8	6	2
分位数变化	-3%	-1%	0%	14%	5%	5%	13%	8%	6%	11%	7%	6%	10%	6%	5%
中债估值收益率	1年期			2年期			3年期			4年期			5年期		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
2024-08-30	2.12	2.21	2.34	2.23	2.32	2.46	2.29	2.39	2.52	2.37	2.54	2.67	2.46	2.64	2.77
分位数	7%	6%	6%	10%	8%	8%	9%	7%	6%	9%	6%	6%	9%	7%	6%
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%
收益率中位数 (%)	2.67	2.93	3.20	2.87	3.20	3.49	3.02	3.40	3.84	3.14	3.70	4.24	3.28	3.86	4.39
收益率变动 (BP)	5	1	1	10	8	7	12	10	7	14	12	8	16	14	10
分位数变化	7%	6%	6%	10%	8%	8%	9%	7%	6%	9%	6%	6%	9%	7%	6%

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