

震荡中兼顾票息、防御与挖掘——四季度信用债市场展望

华泰研究

2024年9月11日 | 中国内地

固定收益月报

核心观点

8月下旬信用债经历了理财预防式赎回引发的调整，核心仍是信用利差过薄，信用长债、低等级城投受伤较多。展望四季度资产荒逻辑未逆转，但财政发力、利率供给等扰动增加，叠加利差低位下机构止盈心理增加，赎回反馈仍是担忧因素。震荡中信用品种挖掘+右侧逢高配置优于下沉+拉久期。近期建议以中短久期配置为主，震荡市防御性更强，也关注资金面好转、存单利率下行或带来收益率下行机会。长久期信用债方面，负债端稳定机构可关注优质主体大幅调整后配置机会。品种来看，推荐商金债、ABS、产业私募永续等。二永债在震荡中修复不如利率债，建议逢高配置为主。

城投债：关注政策与机构行为变数，保持一定流动性

关注四季度特殊新增专项债落地情况、地方债放量节奏。从2024年半年报来看，当前城投债务结构改善明显，但由于融资收紧等偿债指标有所恶化，而化债周期下信用风险未能完全反映在估值上。上月信用债出现回调，亦反映城投债整体拥挤度偏高，中低等级长端品种流动性弱，建议四季度避免过度下沉+拉长久期。对于高等级主流平台来说，调整仍是入场机会，关注江浙、山东、四川、河南、湖南等大省中高等级中短期品种。

二永债：震荡市交易难度提升，以逢高配置为主

8月初以来大行卖债、理财防御式赎回，债市整体回调，二永债收益率快速上行且幅度大于利率债，高等级二永债“利率波动放大器”特征持续。震荡中上行阶段二永债往往调整幅度大于利率债，下行滞后且修复幅度或不及利率债，做波段效果不如利率债，因而更建议逢调整右侧配置为主。四季度待利率扰动因素结束再更积极参与二永债交易，关注机构欠配持续、降息降准等带来的下行机会。城农商行二永债继续放量，以大中城农商行二永债吃票息为主、逢高增配。TLAC非资本工具波动性介于商金债和二级资本债之间，3年期交易活跃度好于5年，也可逢调整配置。

产业债：以国企债品种挖掘为主，优质主体逢调整增配

产业债中报显示盈利整体下行，行业景气分化明显。上行行业主要受益于外需上行、行业供需关系改善等，如家电、机械设备、有色、石油、农林牧渔、造纸等。承压明显的主要是地产链、可选消费及新能源原料端。利差低位+四季度扰动增加，产业债建议以高景气、稳健行业国企品种挖掘为主，关注龙头民企机会，超长债在震荡市表现不佳，负债端稳定机构可逢明显调整配置。地产债继续关注政策加码及基本面变化，地产国企融资顺畅，若出现调整，中高等级中短端国企债性价比将提升，可关注配置机会，谨慎信用下沉。

策略建议：降低杠杆和久期，以品种挖掘为主

央行短端维护资金面合理充裕的取向没有变化，但息差空间降至历史低位，杠杆可贡献收益不大，且监管对利率债扰动仍存、跨季资金面往往也有扰动，建议降低杠杆。8月信用债小赎回潮中，长久期信用债跌幅较大，主因流动性较弱，需要加点很多才能卖出，而在修复时也滞后中短久期信用债，且以高等级修复为主。震荡市持续，建议降低久期暴露，优质主体长债明显调整后仍有配置价值。品种方面，震荡中ABS、私募、永续债等由于流动性偏弱，估值有一定抗跌性，特别是产业类，叠加资产荒持续，建议仍以中高等级品种配置为主。商金债也较抗跌，修复较快，可适度增配。

风险提示：利率债供给超预期，监管调控超预期，机构赎回扰动。

研究员	张继强
SAC No. S0570518110002	zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145	+(86) 10 6321 1166
研究员	文晨昕
SAC No. S0570520110003	wenchexin@htsc.com
SFC No. BSF414	+(86) 21 2897 2068
研究员	朱沁宜
SAC No. S0570523080005	zhuqinyi@htsc.com
SFC No. BTF199	+(86) 10 6321 1166
研究员	王晓宇
SAC No. S0570524070005	wangxiaoyu@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	向怡乔
SAC No. S0570124020005	xiangyiqiao@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228

正文目录

信用策略：震荡中兼顾票息、防御和挖掘	4
城投债：关注政策与机构行为变数，保持一定流动性	9
二永债：震荡市交易难度提升，以逢高配置为主	14
其他板块：挖掘国企品种机会	17
地产债：关注国企债调整后配置机会	17
产业债：国企债品种挖掘为主	22
品种挖掘：震荡市继续中高等级产业、城投、ABS 挖掘	24
杠杆&久期：降低杠杆和久期	25
信用风险及一二级跟踪	27
机构行为跟踪	29
风险提示	30

图表目录

图表 1：本轮调整中各品种收益率变化（单位 BP）	4
图表 2：利率与信用利差走势	4
图表 3：24 年中报理财配置信用债比例环比下降	6
图表 4：24 年中报债券基金配置信用债比例环比下降	6
图表 5：保险各类债券配置	6
图表 6：2024 年 8 月以来国债成交量明显下行	6
图表 7：信用债净融资额情况	7
图表 8：8 月底以来超长信用债换手率明显下降	7
图表 9：超长信用债换手率波动（分隐含评级）	7
图表 10：23 年以来信用债月度发行情况（分期限）	8
图表 11：23 年以来信用债月度净融资情况（分期限）	8
图表 12：23 年以来超长期信用债月度净融资情况（分类型）	8
图表 13：10 年及以上信用债发行利率	8
图表 14：AAA 中短票期限利差	8
图表 15：信用债中债收益率及月环比变化	9
图表 16：信用债中债利差及月环比变化	9
图表 17：中债收益率曲线分评级历史分位情况（2015 年以来）	9
图表 18：中债收益率利差分评级历史分位情况（2015 年以来）	9
图表 19：交易所终止审查城投债额度变化	10
图表 20：协会完成注册城投债额度变化	10
图表 21：特殊新增专项债月度发行量、占比月度新增专项债比例	10
图表 22：2023-2024 年 9 月 6 日特殊新增专项债按省份分布	10
图表 23：各省 2024 年上半年城投平台融资结构变化	11
图表 24：2016 年-2024 年 6 月末城投平台短期债务占比变化	12
图表 25：2016 年-2024 年 6 月末城投平台利息保障倍数变化	12

图表 26: 2016 年-2024 年 6 月末城投平台现金短债比变化.....	12
图表 27: 各等级各期限城投债近一月利差变化 (bp) (8.6-9.6)	12
图表 28: 9 月 6 日各等级各期限城投债近 7 年利差分位数 (%)	13
图表 29: 不同时间区间内, 各区域城投利差变化及当前历史分位数 (bp, %)	13
图表 30: 2024 年 8 月 1 日-8 月 31 日各省城投债成交笔数与分期限结构成交结构.....	14
图表 31: 银行二级资本债利差走势	15
图表 32: 银行永续债利差走势	15
图表 33: 银行二级资本债期限利差走势	15
图表 34: 银行永续债期限利差走势	15
图表 35: 二永债税后收益率 vs 国债、地方债收益率	15
图表 36: 投资者购买二永债情况.....	15
图表 37: 银行二级资本债等级利差走势	16
图表 38: 银行永续债等级利差走势	16
图表 39: 2024 年下半年银行永续债到期量明显增加	16
图表 45: 工行 3+1 年期 TLAC 利差走势	17
图表 46: 工行 5+1 年期 TLAC 利差走势	17
图表 47: 30 城商品房成交面积 (7DMA)	18
图表 48: 26 城二手房成交面积 (7DMA)	18
图表 49: 8 月新房案场指数延续回落	18
图表 50: 8 月二手房带看指数延续回落.....	18
图表 51: 二手房折价率指数连续 5 个月下行.....	18
图表 52: 贝壳 KMI 指数 (成交量)	18
图表 53: 21 城商品住宅去化周期偏长	19
图表 54: 租金回报率较低, 制约收储资金平衡.....	19
图表 55: 贝壳 50 城房贷利率.....	19
图表 56: 部分重点城市房贷利率.....	19
图表 57: 8 月 TOP50 房企销售环比降幅收窄、同比降幅走扩	20
图表 58: 地产债分属性净融资	20
图表 59: 主要地产发债主体收益率与利差情况	21
图表 60: 地产国企债利差中位数走势.....	21
图表 61: 地产债到期分布	21
图表 70: 2024 年 4-8 月违约债券明细	27
图表 71: 2024 年, 债券总违约率为 0.17%	27
图表 72: 8 月国企发行额环比下降、民企发行额环比上升.....	27
图表 73: 8 月国企净融资额环比下降、民企净融资额环比上升	27
图表 74: 按行权期限计算, 25 年 3 月、4 月债券到期量较大.....	28
图表 75: 全市场理财最新存续规模统计	29
图表 76: 22 年 11 月以来理财信用债净增持情况 (分期限)	29
图表 77: 22 年 11 月以来基金信用债净增持情况 (分期限)	29
图表 78: 保费收入季节性比较	29
图表 79: 金融机构存贷款余额情况	29

信用策略：震荡中兼顾票息、防御和挖掘

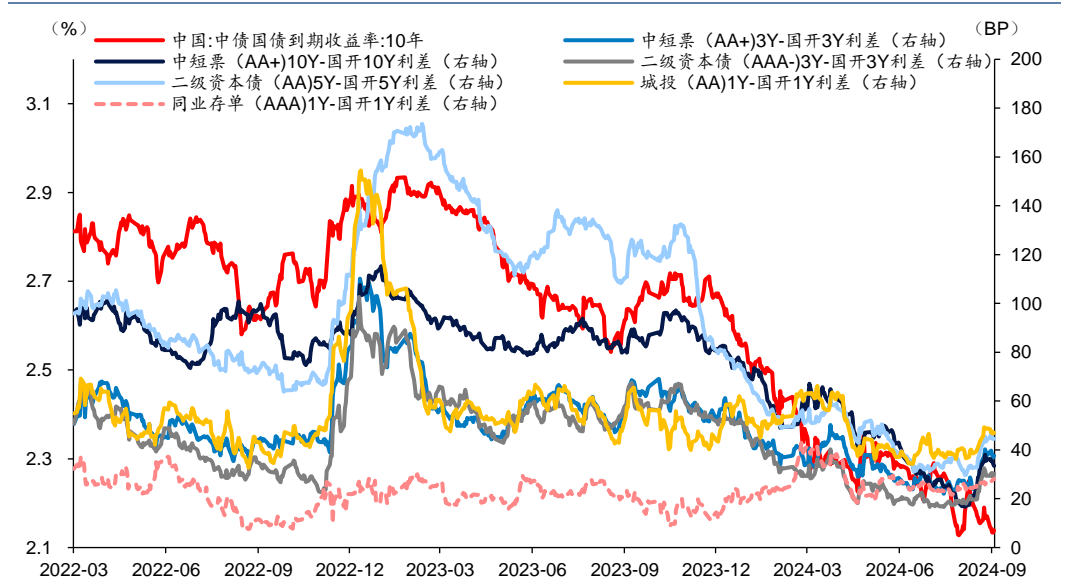
8月信用债明显调整，理财防御式赎回是直接原因，核心仍是利差过低。8月上旬利率受大行卖债、监管扰动等明显调整，信用债跟随有所上行。8月19日到8月23日受转债违约影响，“固收+”产品、二级债基赎回等引发信用债抛售、调整，期间利率持续下行。8月26日到8月27日信用债大幅调整，直接原因是债基卖出信用债，背后主要是理财防御式赎回。核心在于信用债利差保护太低，考虑到利率下行空间短期受制于监管，后续政策扰动增加，机构持盈保泰心态明显进而提前赎回。此外，市场本身流动性、活跃度降低，导致债基容易被当做流动性工具。不过理财规模实际尚未明显下行，叠加央行放开做市市场情绪好转，8月28日以来信用有所修复。

图表1：本轮调整中各品种收益率变化（单位BP）

	12.87	8.5-8.9	8.12-8.16	8.19-8.23	8.26-8.27	8.28-8.30	9.2-9.6
利率债	1年国债	6.6	7.8	-3.7	1.0	-1.7	-5.5
	10年国债	7.1	-0.1	-4.3	3.6	-2.0	-3.2
	30年国债	3.4	1.0	-5.0	4.2	-1.7	-5.6
短端	1年AAA短融	4.5	4.2	2.6	3.3	-2.0	-0.5
	1年AAA存单	0.8	5.1	5.3	6.9	-3.5	-4.6
中长端公司类信用债	3年AAA中票	4.5	2.5	4.9	6.5	-3.1	-5.5
	5年AAA中票	4.0	4.8	6.3	7.7	-3.4	-7.6
	10年AAA中票	4.6	2.7	7.6	8.1	-2.6	-7.8
	3年AA+中票	5.0	1.9	6.9	6.5	-3.1	-6.5
	5年AA+中票	4.0	4.8	7.8	7.7	-2.9	-6.6
	10年AA+中票	4.1	3.7	10.1	7.1	-0.6	-5.8
	3年AAA城投债	4.2	2.4	5.7	6.4	-1.3	-8.7
	5年AAA城投债	2.6	3.8	6.3	6.1	-0.5	-6.3
	10年AAA城投债	2.1	4.4	4.6	5.3	1.0	-7.0
	3年AA城投债	6.2	3.4	5.7	9.4	-3.3	-8.7
中长端金融类信用债	5年AA城投债	7.6	2.8	6.3	9.1	-0.5	-4.3
	10年AA城投债	1.1	3.5	10.6	6.3	1.0	-2.0
	3年AAA-二债	5.1	5.8	3.6	9.2	-6.4	-5.5
	5年AAA-二债	4.6	4.6	2.9	8.7	-5.9	-4.0
	10年AAA-二债	5.7	4.4	2.7	8.1	-6.0	-4.0
	3年AAA-银行永续	4.9	6.3	5.0	8.6	-5.9	-5.9
	5年AAA-银行永续	4.5	4.9	4.5	8.3	-4.9	-4.0
	10年AAA-银行永续	5.7	3.8	3.3	8.2	-4.3	-3.9
	3年AAA商金债	5.2	3.9	4.1	6.5	-5.7	-4.2
	5年AAA商金债	4.9	3.2	4.3	4.7	-1.8	-4.9
10年AAA商金债	4.8	3.1	6.2	6.5	-6.8	-5.4	

资料来源：Wind，华泰研究

图表2：利率与信用利差走势



注：统计数据截至2024年9月6日

资料来源：Wind，华泰研究

本轮调整呈现以下几方面特征：

- (1) 品种：银行二永债调整较快、幅度较大，但同时修复幅度阶段也更快；商金债在调整期波动幅度较低，修复速度与幅度亦较好，相对抗跌。产业私募永续、ABS 也较抗跌。
- (2) 板块：城投下跌幅度大于产业和金融。主要是前期化债利好下市场大量挖掘，交易拥挤，利差更低，一旦调整，抛售压力更大。
- (3) 等级：中低等级调整幅度更大，不过 AA-等级 7-10 年城投未明显调整，或与流动极弱有关。
- (4) 期限：长端调整高于中短端，流动性偏弱，在调整时要大幅加点才能卖出，修复也比较滞后，目前仍主要集中在高等级修复。

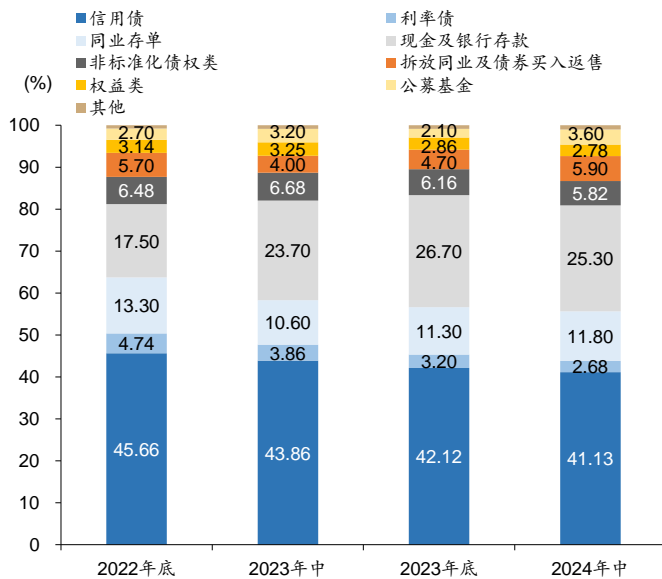
对比过往赎回潮，本轮信用债调整中的赎回潮有以下几个方面存在差异：

- (1) 历史上的赎回风波均有明确“触发剂”，往往是利率债先调整、信用债后续调整，而本轮是信用债先下跌→债基赎回→利率债调整。
- (2) 历史上较大规模赎回反馈发生时，往往有基本面因素配合，而当前基本面偏弱状态并未见到明显改变。
- (3) 理财低波模式虽有弱化，但较 2022 年底依然能抵御更大市场波动。相反公募缺乏业绩平滑机制，净值波动更大，又是理财的流动性工具，更易受冲击。因此，本轮信用债调整更多是过去过热行情的均值回归，属于阶段性调整，对市场影响相对有限，未形成大规模负反馈。

展望四季度，资产荒逻辑未逆转，但存在新变化：

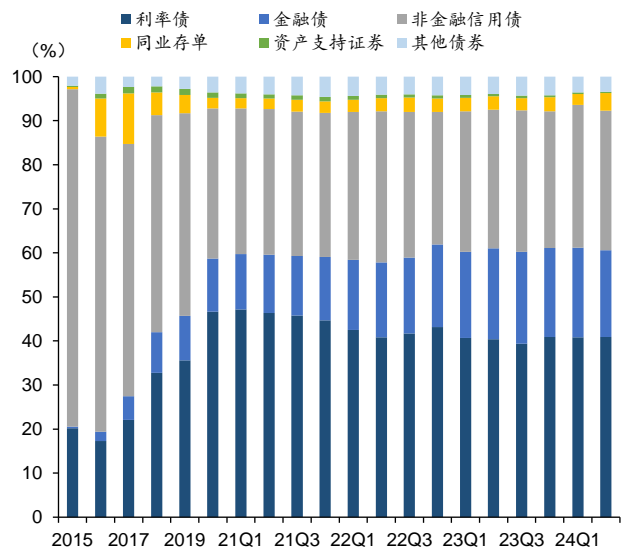
- (1) **基本面趋势未改，但政策不确定性大，利率扰动因素增加。**展望四季度，基本面对债市依旧“顺势”，但财政发力窗口期到来，关注是否有增量财政刺激、规模、方式及投向变化。此外，央行态度与货币政策仍是变数，“多重目标”影响债市短期节奏。供给来看，四季度政府债或有一定供给压力，特别国债会否加码有悬念，可能带来资金面扰动。
- (2) **信用利差保护仍较薄，年底券商自营等机构“落袋为安”心理较强。**经过 8 月两次小调整，信用利差小幅上行但仍处于历史低位，信用利差较薄。考虑税收、流动性，信用债性价比仍不如利率债，保险、中小银行今年很少参与信用债。
- (3) **理财及债基赎回风险仍存。**理财新增资金稳定性不足，后续若理财持有体验下降，不排除企业赎回理财、归还贷款。债基为理财下游，“工具”特征凸显，规模易受理财行为和政策扰动，也存在不稳定性。
- (4) **资产荒未逆转，调整仍是买入机会。**经济波浪式修复，实体融资需求偏弱，叠加城投严监管，资产荒中短期难逆转。四季度若有调整中期来看仍是买入机会，特别是跨年后，保险银行等开门红后往往带来集中配置力量。

图表3：24年中报理财配置信用债比例环比下降



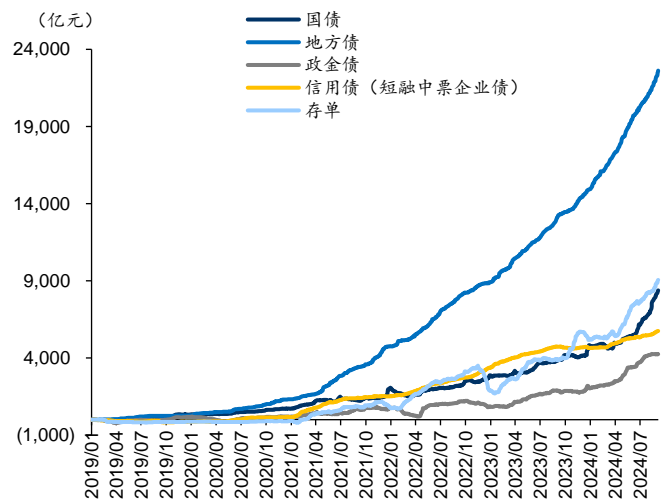
资料来源：中国理财网《中国银行业理财市场年度报告》，华泰研究

图表4：24年中报债券基金配置信用债比例环比下降



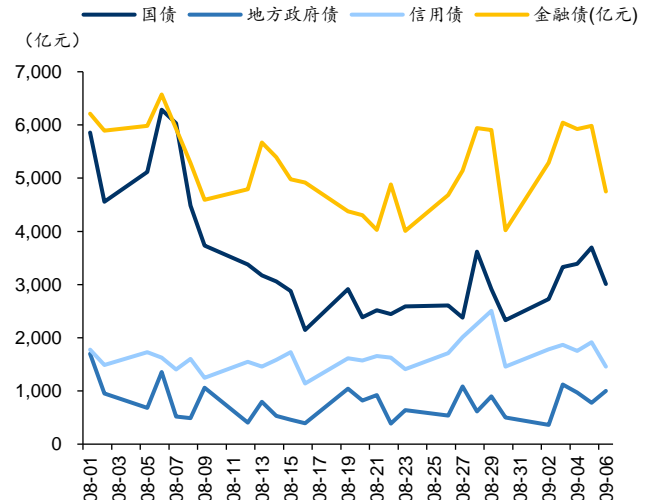
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：保险各类债券配置



资料来源：Wind, CFETS, 华泰研究

图表6：2024年8月以来国债成交量明显下行

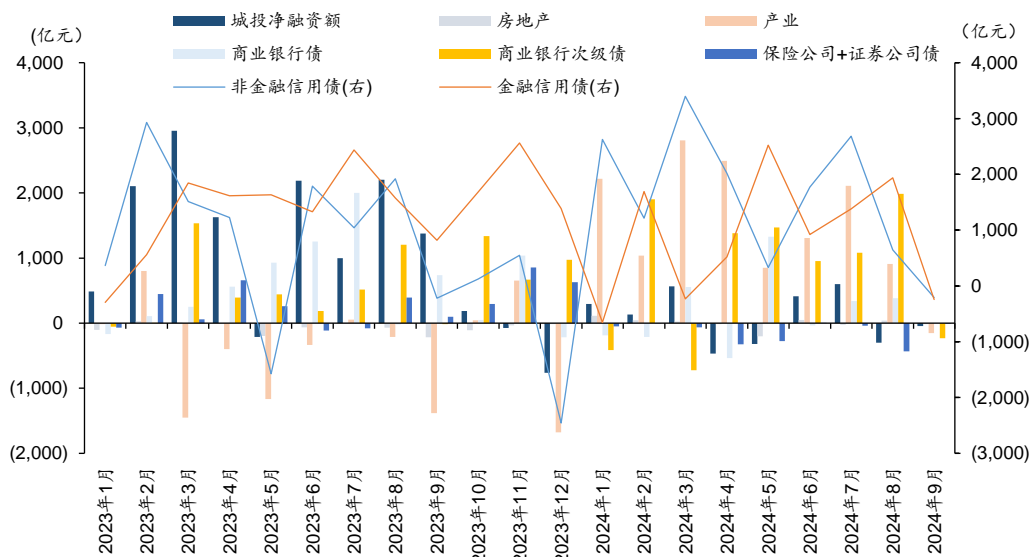


资料来源：Wind，华泰研究

震荡中吃票息中兼备防御+挖掘，品种+右侧逢高配置优于下沉+拉久期。四季度整体判断为资产荒延续+阶段性扰动增加，8月信用债调整具有参考意义。关注利率上行扰动因素落地、提前防御，一旦落地往往呈现利率先调整→信用调整，其中高流动性的二永债、高等级信用债往往率先调整，长久期、低等级、弱城投滞后但整体调整幅度更大。修复信号一般关注央行流动性呵护、利率债供给高峰期度过、刺激经济政策落地不及预期等，也往往是利率下行→信用修复。整体来看信用波动滞后于利率，震荡中做波段不如利率灵活，建议以右侧逢高配置为主。

投资建议：中短久期配置为主，配置抗跌品种，优质主体逢调整增配。信用债近期整体以中短久期配置为主，利差相对较高、震荡市防御性更强，也关注资金面好转、存单利率下行或带来收益率下行机会。长久期信用债方面，主流城投、优质产业国企大幅调整后仍可以配置，特别是负债端稳定的机构。品种来看，推荐商金债、ABS、产业私募永续等较抗跌品种。二永债在震荡中修复不如利率债，建议逢高配置为主，待扰动因素结束、下行趋势较明确时更积极参与。信用整体避免过度下沉+拉久期，一方面长期信用风险在增加，另一方面短期震荡市估值扰动也明显增加，特别是城投债。

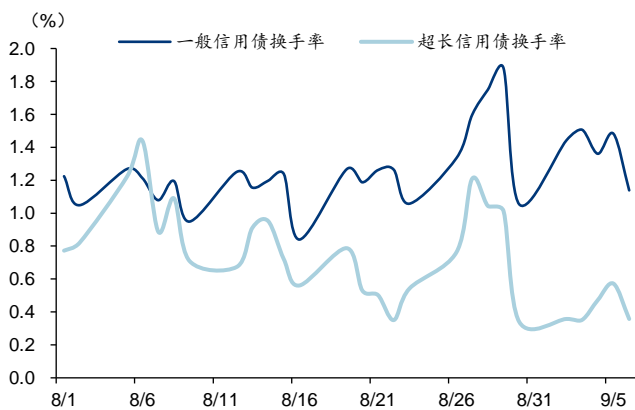
图表7：信用债净融资额情况



注：数据统计截止 2024 年 9 月 6 日
资料来源：Wind，华泰研究

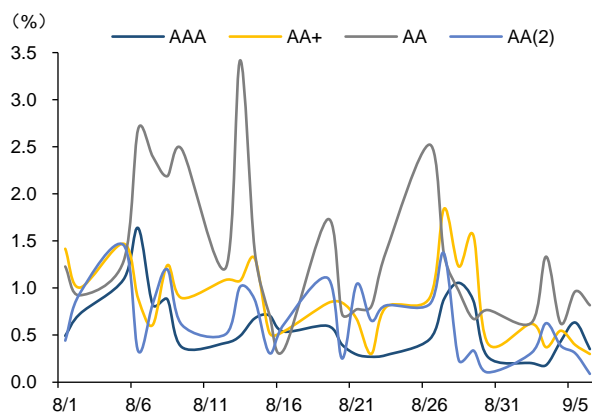
震荡中谨慎配置长久期信用债，负债端稳定机构逢明显调整可增配。8 月信用债调整过程中，长久期信用债调整幅度更大，主要是流动性仍偏弱，在调整时要加点较多才能卖出，叠加久期暴露长，资本损失较大。此次调整是长久期信用债放量以来第一次明显调整，吸取本轮经验，市场对信用长债交易热情下降，8 月底以来长久期信用债换手率明显下降。往后看，资产荒未逆转，但扰动增加，市场或仍面临小幅调整，建议适度降低信用债久期暴露。若后续再次因为赎回扰动，长久期信用债大幅调整，负债端较稳定的机构可逢明显调整配置一些优质产业主体、主流城投公司长久期信用债。

图表8：8 月底以来超长信用债换手率明显下降



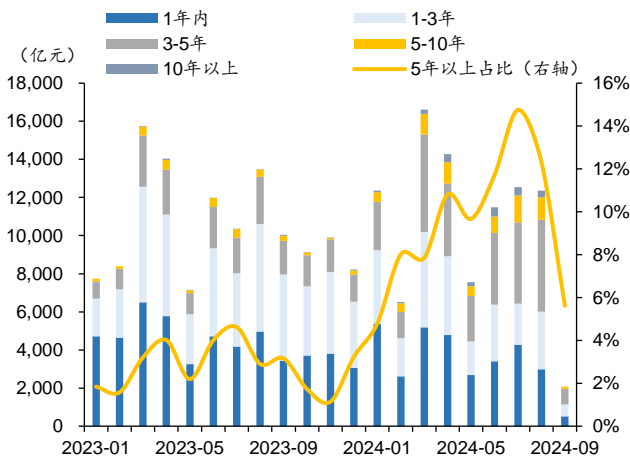
注：统计数据截至 2024 年 9 月 6 日，其中超长信用债统计口径为 24 年 8 月以来发行的期限为 5 年以上信用债
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：超长信用债换手率波动（分隐含评级）



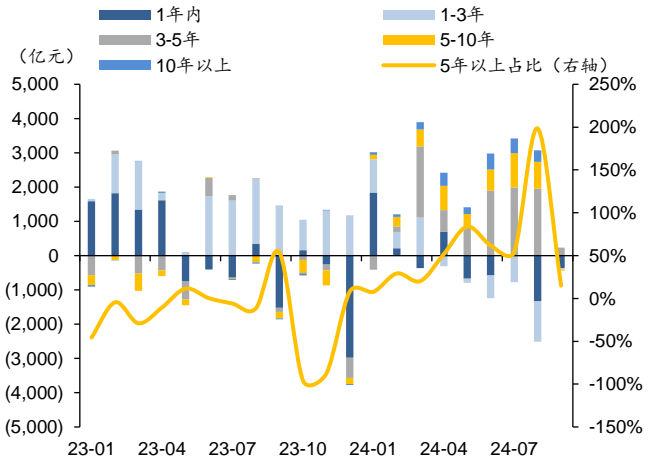
注：统计数据截至 2024 年 9 月 6 日，其中 AAA 等级包括 AAA+、AAA、AAA-
资料来源：Wind，华泰研究

图表10: 23年以来信用债月度发行情况(分期限)



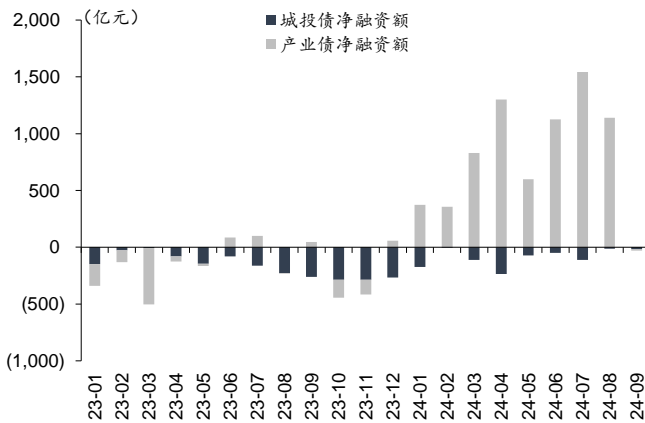
注: 统计数据截至2024年9月6日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表11: 23年以来信用债月度净融资情况(分期限)



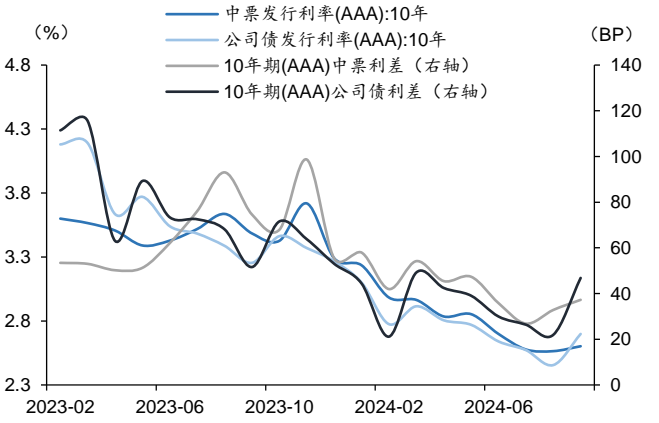
注: 统计数据截至2024年9月6日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 23年以来超长期信用债月度净融资情况(分类型)



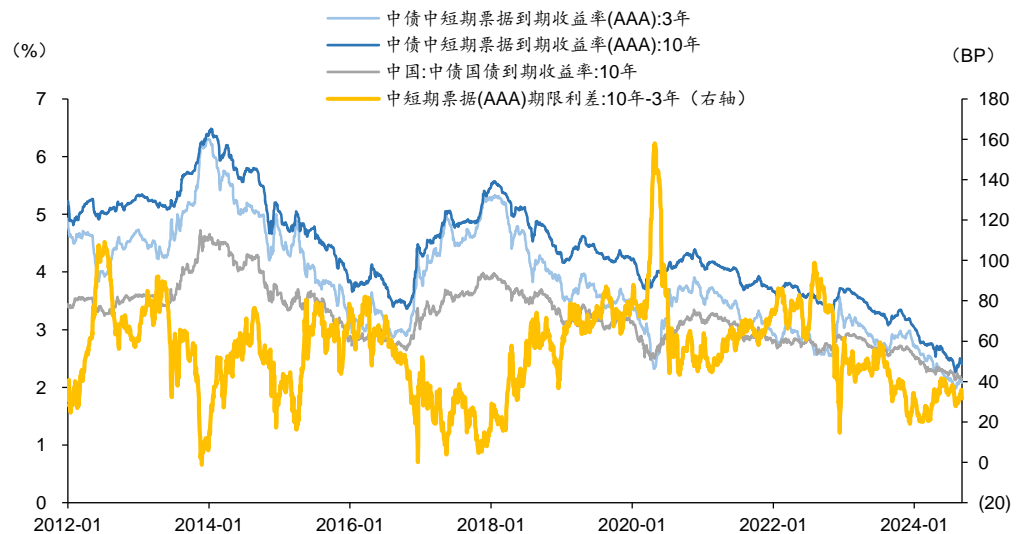
注: 统计数据截至2024年9月6日, 统计发行期限5年以上的信用债
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 10年及以上信用债发行利率



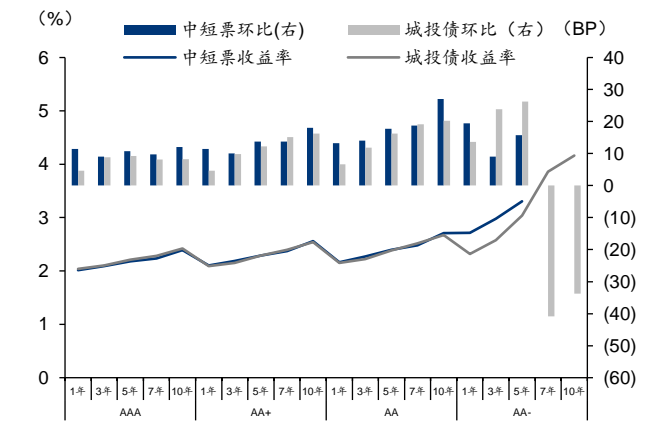
注: 统计数据截至2024年9月6日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: AAA中短票期限利差



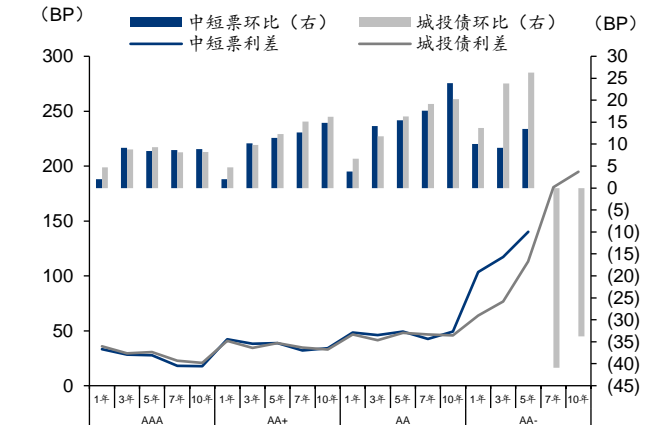
资料来源: Wind, 华泰研究

图表15：信用债中债收益率及月环比变化



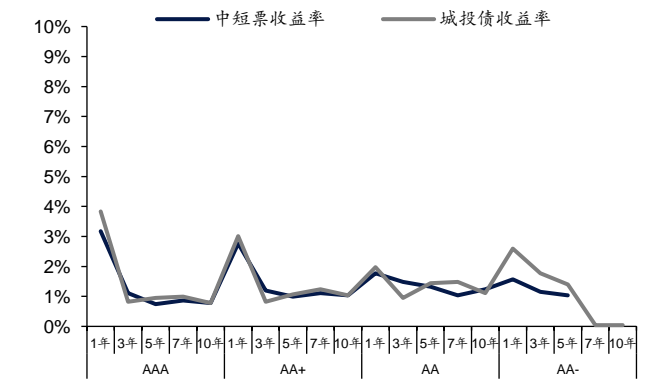
注：数据截止日期 2024 年 9 月 6 日，环比对比 2024 年 8 月 6 日，右同
资料来源：Wind，华泰研究

图表16：信用债中债利差及月环比变化



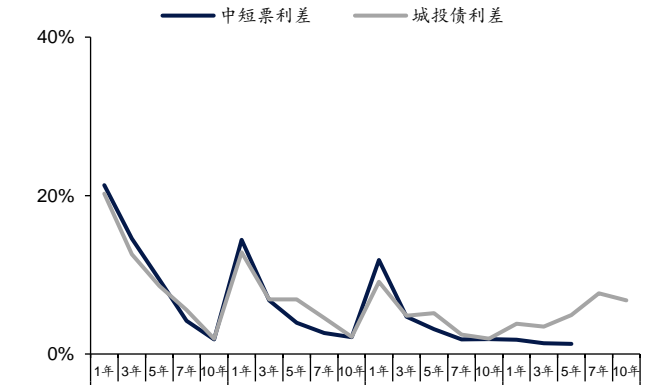
资料来源：Wind，华泰研究

图表17：中债收益率曲线分评级历史分位情况（2015年以来）



注：数据截止日期 2024 年 9 月 6 日，右同
资料来源：Wind，华泰研究

图表18：中债收益率利差分评级历史分位情况（2015年以来）



资料来源：Wind，华泰研究

城投债：关注政策与机构行为变数，保持一定流动性

基本面：关注四季度政策发力空间

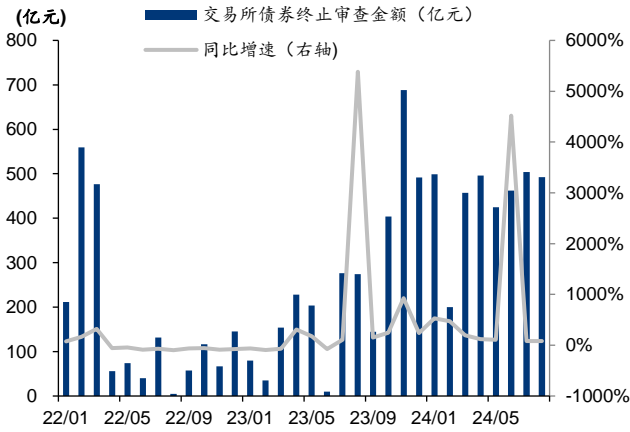
城投债审核端仍未现放松，净融资在 7 月有所回暖，但 8 月再度回落。2024 年 8 月，协会和交易所对于城投债产品审核端仍维持较严格的审批要求，交易所终止审查城投债额度同比增幅为 80%，增幅较 7 月有所下降；协会完成注册城投债额度较 7 月小幅回落，同比下降 70%。2024 年 8 月，城投债发行 5,209 亿元，净偿还 303 亿元，净融资环比下降 150%。

考虑到国内在 9-10 月或进入重要政策窗口期，关注四季度逆周期政策发力空间。进入四季度后，财政和货币政策有望加大宽松力度：为了完成全年目标，预计需要更多财政刺激在年内落地；考虑到美联储开启降息概率较大，国内货币政策宽松空间亦有望打开。关注政策超预期的边际变化以及对债市的扰动作用，重点关注央行操作、机构行为等方面。

关注四季度特殊新增专项债（即未披露“一案两书”的新增专项债）落地情况、地方债放量节奏。截至 2024 年 9 月 5 日，2024 年已披露 48 只特殊新增专项债（含拟发行），发行规模合计 6296 亿元。若包含去年四季度的发行规模，则两年内合计发行 87 只，总规模达 9397 亿元。今年 6 月以来，特殊新增专项债明显放量，关注后续落地地区与发行节奏。

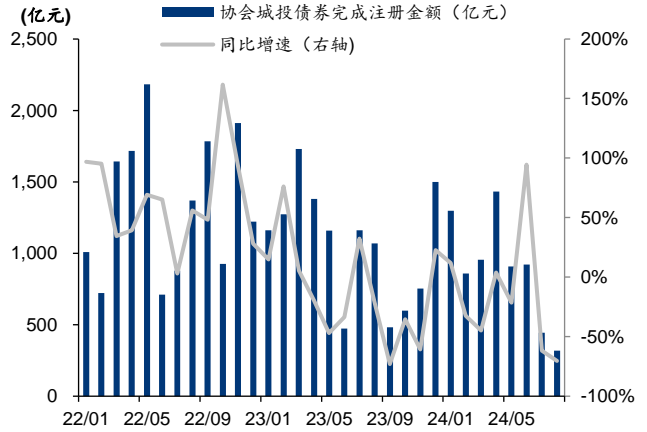
此外，随着地方预算调整方案逐渐披露，部分地区预算调整方案亦涉及“特殊新增专项债”额度，或反映“特殊新增专项债”常态化的可能性。如云南省在2024年预算草案中披露：“2024年，财政部下达我省新增债务额度1029亿元，其中，一般债务额度198亿元（含外贷额度12.6亿元），专项债务额度831亿元（含用于补充政府性基金财力的234亿元）。”

图表19：交易所终止审查城投债额度变化



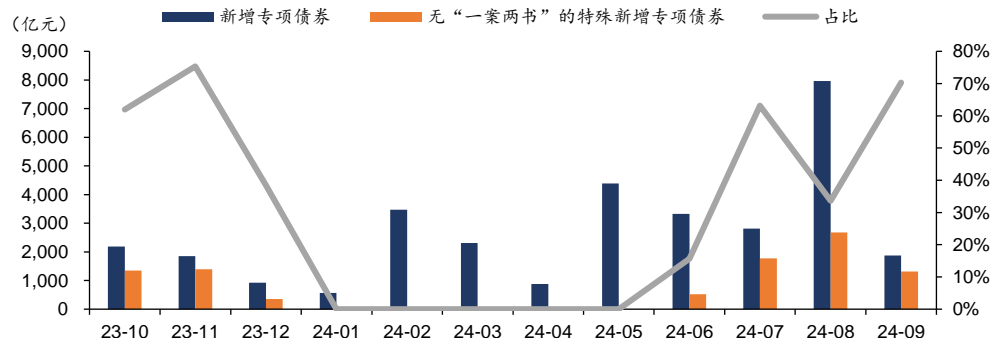
资料来源：Wind，华泰研究

图表20：协会完成注册城投债额度变化



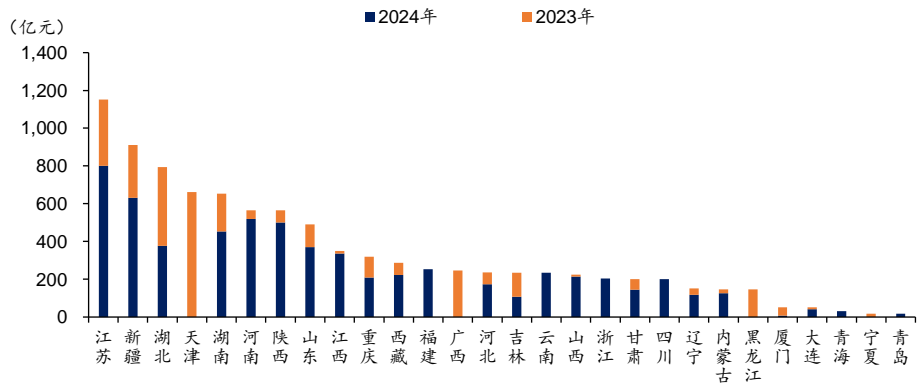
资料来源：Wind，华泰研究

图表21：特殊新增专项债月度发行量、占比月度新增专项债比例



注：数据截止2024年9月6日
资料来源：企业预警通，华泰研究

图表22：2023-2024年9月6日特殊新增专项债按省份分布



注：数据截止2024年9月6日
资料来源：企业预警通，华泰研究

平台经营：融资品种与期限结构改善，但偿债指标弱化，尾部平台承压明显

化债以来，城投平台融资品种结构有所改善。自 35 号文实行以来，监管端持续遏制非标、境外债等高息渠道，支持以银行贷款置换非标的方式优化债务结构。通过比较半年报与年报数据，我们对比了全国各省城投平台 2024 年 6 月末与 2023 年末的融资结构，2024 年 6 月末全国整体非标占比下降约 1.6 个百分点至 17%，银行贷款占比上升了 2.3 个百分点至 61%，融资结构有所改善。

图表23：各省 2024 年上半年城投平台融资结构变化

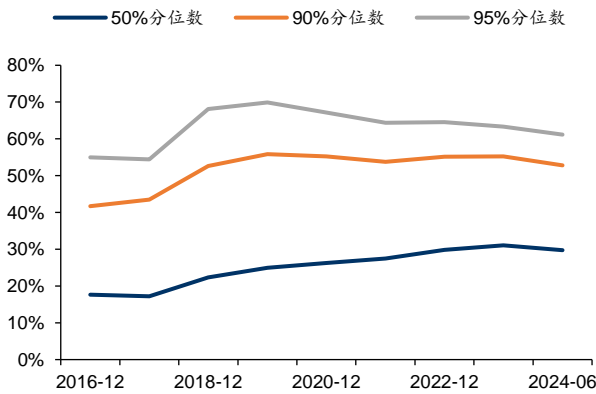
省份	银行借款占比变化	债券占比变化	非标占比变化
海南省	7%	0%	-7%
辽宁省	4%	2%	-6%
青海省	2%	4%	-6%
西藏自治区	-11%	16%	-5%
甘肃省	3%	1%	-3%
新疆维吾尔自治区	3%	1%	-3%
天津市	2%	1%	-3%
陕西省	3%	0%	-3%
浙江省	4%	-2%	-3%
云南省	2%	1%	-2%
黑龙江省	2%	0%	-2%
重庆市	3%	-1%	-2%
江苏省	3%	-1%	-2%
江西省	2%	0%	-2%
湖北省	3%	-1%	-2%
湖南省	3%	-2%	-2%
山西省	2%	0%	-2%
上海市	2%	0%	-1%
四川省	1%	0%	-1%
贵州省	2%	-1%	-1%
安徽省	3%	-2%	-1%
河北省	2%	-1%	-1%
内蒙古自治区	2%	-2%	-1%
广西壮族自治区	1%	0%	-1%
山东省	1%	0%	-1%
宁夏回族自治区	3%	-3%	-1%
河南省	1%	0%	-1%
吉林省	1%	0%	0%
福建省	1%	-1%	0%
广东省	-1%	0%	0%
北京	-1%	0%	1%
总计	2%	-1%	-2%

资料来源：华泰研究

从期限结构来看，短期债务占比亦有压降。2016 年以来，全国城投平台短期债务占比整体呈上升态势，2024 年 6 月末相比 2023 年末出现压降，50%分位数压降 1.3 个百分点，尾部平台期限改善更为明显，其中 90%分位数、95%分位数分别下降 2.4 和 2.2 个百分点，反映化债周期里期限改善。

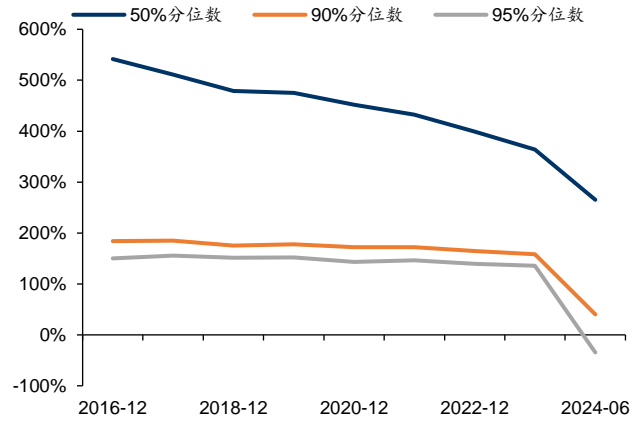
但从偿债指标来看，由于经营承压、融资收紧，平台偿债指标同比恶化，尾部尤其承压。从长期偿债能力指标来看，与 2023 年末相比，2024 年上半年全国城投平台整体 EBITDA 利息保障倍数大幅下降，与盈利承压有关，尾部平台尤其偏弱。从短期偿债能力指标来看，近年来全国城投平台现金短债比整体呈大幅下滑趋势，指标长期低于 1。2024 年 6 月末 50%分位数现金短债比相比 2023 年 6 月末下降 14.7 个百分点，反映平台短期内流动性更加紧张。

图表24：2016年-2024年6月末城投平台短期债务占比变化



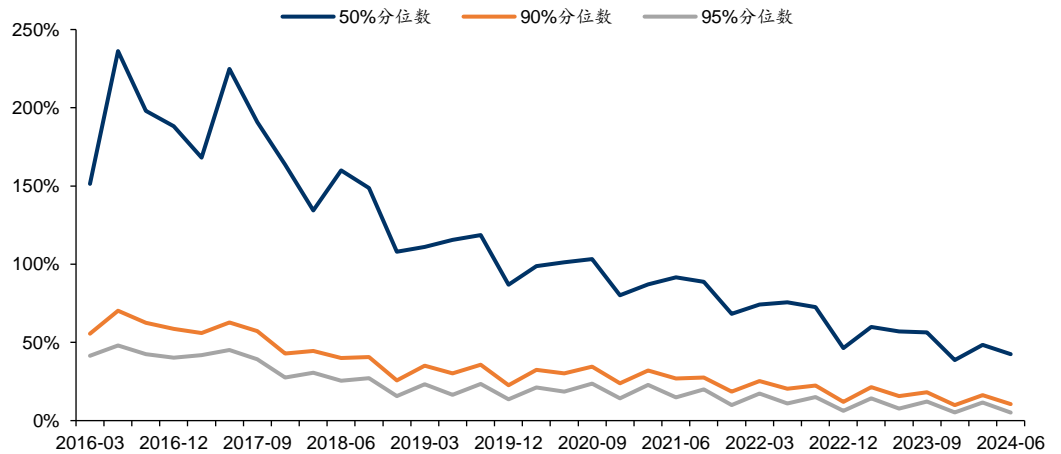
资料来源：Wind，华泰研究

图表25：2016年-2024年6月末城投平台利息保障倍数变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表26：2016年-2024年6月末城投平台现金短债比变化



资料来源：Wind，华泰研究

二级市场：8月调整中高等级中短期城投债相对抗跌

2024年8月机构预防性赎回带来信用债调整，中低层级中长久期城投债利差走阔较明显，长端7-10Y隐含评级AA-城投债由于流动性严重不足，未随市场出现调整。整体来看，高等级中短期城投债在震荡中表现较好，调整幅度整体较小，且修复时速度较快，而长久期品种调整幅度高于中短久期，中低评级回调幅度相对较大，AA(2)、AA-评级5Y品种本月上行最为明显，利差分别上行28.3、26.3BP。

图表27：各等级各期限城投债近一月利差变化 (bp) (8.6-9.6)

隐含评级	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	7.6	4.7	8.2	8.8	10.6	9.3	8.1	8.2
AA+	7.7	4.7	9.2	9.8	12.6	12.3	15.1	16.2
AA	9.7	6.7	11.2	11.8	13.6	16.3	19.1	20.2
AA(2)	11.7	8.7	13.2	19.8	19.6	28.3	19.1	18.2
AA-	16.7	13.7	19.2	23.8	15.6	26.3	-40.9	-33.8

资料来源：Wind，华泰研究

图表28：9月6日各等级各期限城投债近7年利差分位数（%）

隐含评级	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	19.7	24.3	31.2	21.0	21.8	18.3	17.8	10.3
AA+	17.1	16.1	23.0	13.5	16.5	15.0	18.9	13.7
AA	13.0	9.1	13.0	11.0	10.7	12.3	14.9	12.1
AA (2)	8.6	5.9	7.1	9.6	9.6	13.5	11.3	9.3
AA-	6.9	5.8	6.5	7.2	6.7	9.4	0.0	0.0

资料来源：Wind，华泰研究

区域方面，弱资质化债重点省份调整幅度明显。截至2024年9月6日，近一月云南、天津、青海、宁夏等重点化债省份利差上行幅度较大，回调均超过20BP。流动性相对较好的城投债中，北京、上海、广东、四川省份回调幅度较小，变动幅度在10BP左右。去年四季度以来，城投债受化债利好影响，机构参与度高、下沉明显，拥挤度偏高，叠加前期信用风险未完全反映在估值上，因而本轮调整中波动尤其明显。

图表29：不同时间区间内，各区域城投利差变化及当前历史分位数（bp，%）

省份	20240906 信用利差	近一月利 差变动	2024年初至今 利差变动	2023年初至今 利差变动	当前历史 分位数
贵州	140	3	-288	-625	15%
青海	118	22	-249	-890	42%
云南	90	39	-53	-521	12%
辽宁	80	18	-62	-376	2%
黑龙江	73	13	-85	-337	3%
天津	65	22	-17	-367	9%
宁夏	64	21	-31	-85	10%
陕西	57	14	-31	-201	3%
海南	57	16	-75	-184	6%
广西	57	14	-47	-203	3%
吉林	55	9	-48	-361	3%
新疆	54	14	-13	-155	4%
内蒙古	54	14	-16	-170	4%
甘肃	53	12	-24	-264	8%
河南	53	11	-24	-189	3%
重庆	53	13	-20	-161	3%
山东	53	14	-20	-116	3%
河北	51	13	-16	-123	4%
湖南	50	13	-22	-154	4%
山西	50	12	-16	-138	4%
安徽	50	13	-13	-123	4%
江西	49	12	-18	-128	4%
湖北	48	12	-20	-120	3%
江苏	47	13	-12	-100	4%
西藏	47	12	-16	-124	11%
浙江	43	12	-12	-87	4%
四川	43	10	-14	-97	4%
福建	42	9	-11	-70	4%
上海	38	10	-4	-27	9%
北京	38	10	-5	-32	5%
广东	38	10	-4	-24	8%

注：利差分位数为2015年至今

资料来源：Wind，华泰研究

从二级市场交易数据来看，江苏、山东、河南、浙江、四川等非重点化债省份经济大省仍是成交活跃度较高的区域，期限上整体仍以1-3Y与3-5Y中短期限交易为主。梳理2024年8月1日-8月31日的Wind口径城投债二级成交数据，非重点化债省份经济大省成交笔数位于前列，重点化债省份中重庆流动性相对较好。分期限结构看成交笔数占比，主要交易期限仍为1-3Y与3-5Y，但部分重点化债省份（如甘肃、天津）5Y及以上品种交易占比超过10%。

图表30：2024年8月1日-8月31日各省份城投债成交笔数与分期限结构成交结构

省份	成交笔数	分期限结构成交笔数占比						
		<3M	3M-6M	6M-9M	9M-1Y	1Y-3Y	3Y-5Y	>5Y
江苏	14,573	9%	8%	8%	7%	48%	17%	2%
山东	13,548	3%	3%	4%	7%	28%	52%	4%
河南	6,543	6%	4%	8%	5%	28%	44%	5%
浙江	6,281	6%	5%	5%	3%	38%	37%	6%
四川	5,754	2%	4%	4%	4%	34%	49%	3%
重庆	5,619	4%	4%	5%	2%	27%	57%	1%
湖南	5,591	4%	4%	6%	5%	37%	43%	1%
江西	5,406	4%	4%	4%	8%	36%	38%	6%
贵州	5,226	4%	8%	3%	4%	39%	31%	10%
湖北	4,047	5%	6%	7%	6%	41%	30%	6%
安徽	3,774	3%	7%	6%	6%	48%	22%	7%
天津	3,273	10%	4%	8%	4%	30%	30%	13%
陕西	2,930	4%	4%	11%	7%	42%	25%	7%
云南	2,375	4%	3%	9%	8%	42%	33%	1%
福建	1,675	5%	6%	10%	2%	33%	33%	12%
河北	1,652	6%	4%	7%	5%	23%	44%	11%
广西	1,436	1%	6%	3%	3%	44%	41%	2%
广东	731	6%	8%	16%	4%	42%	23%	1%
新疆	674	3%	1%	8%	5%	38%	43%	3%
山西	625	4%	6%	9%	6%	26%	48%	1%
北京	516	10%	6%	0%	3%	31%	41%	9%
吉林	487	0%	1%	7%	4%	26%	53%	8%
上海	325	0%	1%	10%	10%	47%	23%	8%
青海	234	11%	3%	3%	1%	14%	69%	0%
辽宁	222	4%	0%	0%	2%	82%	12%	0%
西藏	150	0%	7%	0%	7%	26%	59%	0%
甘肃	113	8%	5%	11%	15%	29%	16%	16%
宁夏	92	4%	0%	14%	13%	48%	16%	4%
黑龙江	35	20%	0%	0%	14%	51%	14%	0%
内蒙古	6	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
海南	6	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%

注：城投债采用 Wind 口径

资料来源：Wind，华泰研究

投资策略：中高等级中短久期配置为主，逢调整增配

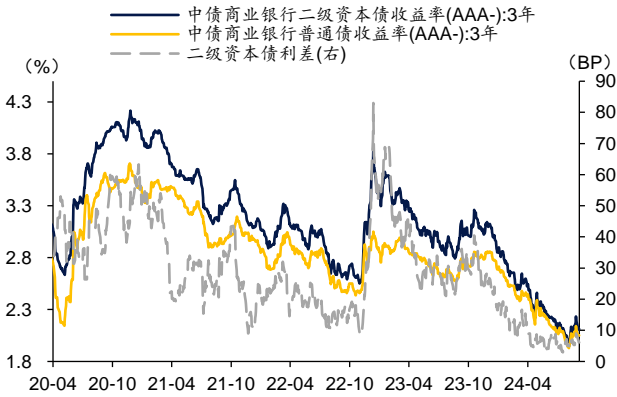
震荡市中，中低等级、长久期城投表现较差，避免过度下沉+拉久期。从本轮信用债调整中，城投债整体拥挤度偏高，一旦面临调整压力高于产业类信用债，其中中低等级流动性弱，或是调整波动剧烈、或是受流动性制约难以出手。叠加城投半年报显示偿债指标略有恶化，利差仍处低位，仍建议避免过度下沉+拉长久期。

展望四季度，债市趋势未改，但阶段扰动增加，建议保持一定流动性，中高等级中短久期逢调整可配置。债市基本面仍偏正面，但考虑到四季度存在政策扰动因素，叠加理财赎回风险还未完全解除，机构配置压力相比上半年有所缓解，止盈心态或更明显，需警惕机构行为和基本面、政策等共振的风险。预计四季度债市维持震荡，建议以交易活跃度相对较高的地区中短端配置为主，如江浙、山东、四川、河南、湖南等大省中高等级中短久期城投债。对于高等级主流平台来说，调整仍是配置机会。

二永债：震荡市交易难度提升，以逢高配置为主

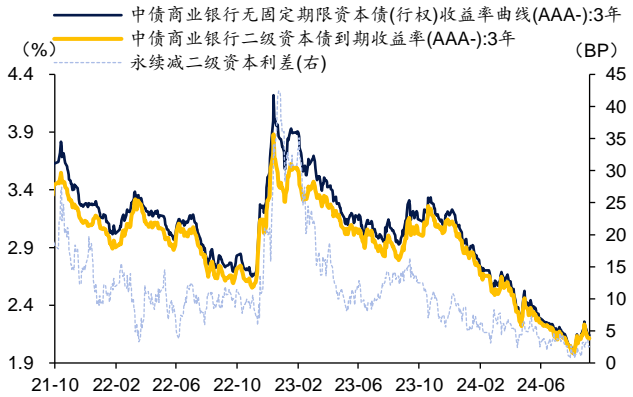
震荡中二永债交易难度提升，建议右侧逢高配置为主。8月初以来大行卖债、理财防御式赎回，债市整体回调，二永债收益率快速上行且幅度大于利率债，高等级二永债“利率波动放大器”特征持续。期限利差整体变动不大，3、5年交易均活跃且利差明显上调。往后看，利率供给、财政发力、刺激经济政策等扰动因素增多，市场短期或维持震荡。震荡中上行阶段二永债往往调整幅度大于利率债，下行滞后且修复幅度或不及利率债，做波段效果不如利率债，因而更建议逢调整右侧配置为主。待上述扰动因素结束再更积极参与二永债交易，关注机构欠配持续、降息降准等带来的下行机会。

图表31：银行二级资本债利差走势



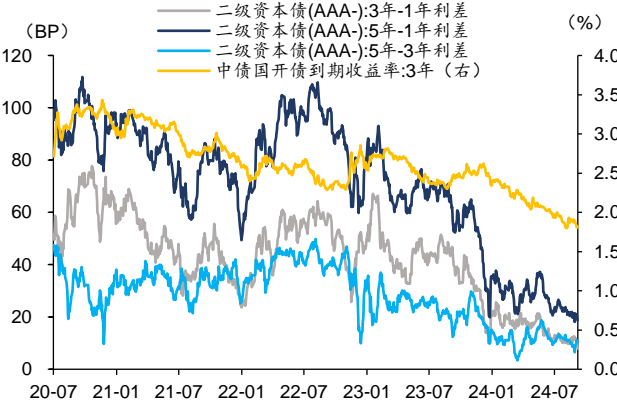
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表32：银行永续债利差走势



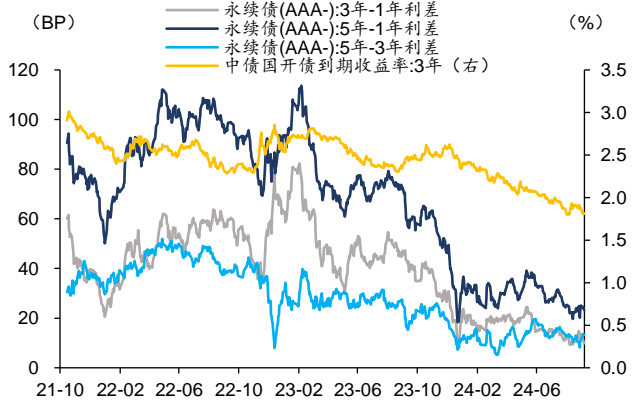
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表33：银行二级资本债期限利差走势



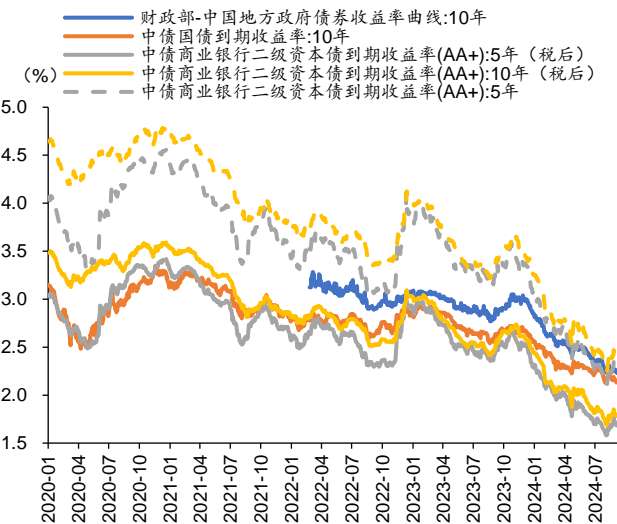
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表34：银行永续债期限利差走势



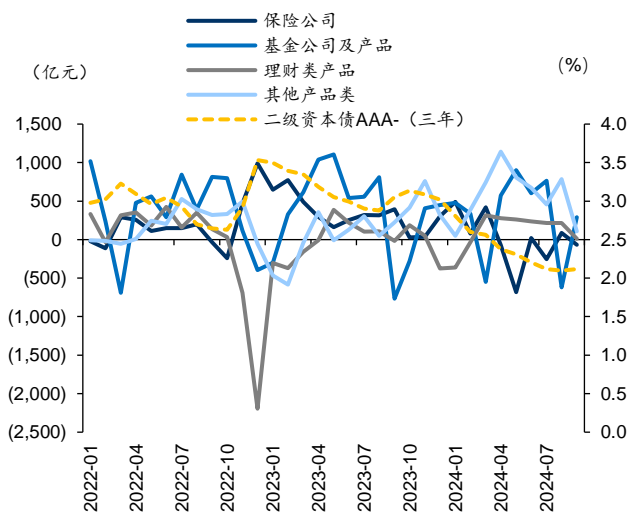
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表35：二永债税后收益率 vs 国债、地方债收益率



资料来源：Wind，华泰研究

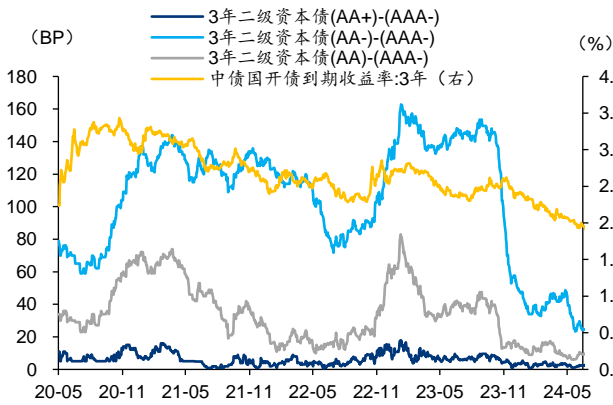
图表36：投资者购买二永债情况



资料来源：Wind，华泰研究

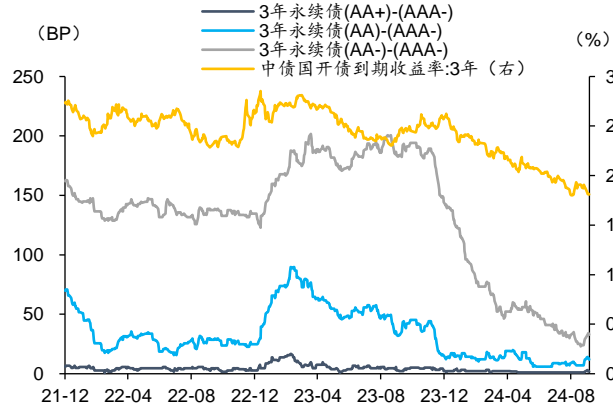
城农商行二永债继续放量，以大中城农商行二永债吃票息为主、逢高增配。今年由于监管批文节奏较快，叠加利率下行较多，年初以来二永债同比去年明显放量，截至2024年9月6日，今年以来国有、股份、城商、农商行净融资额分别为3360、1650、1289、302亿，合计同比增加2419亿。城农商行的放量增加了机构下沉挖掘的空间，但考虑到银行净息差持续下行，经营分化加大，不建议过度下沉。建议适度挖掘经济发达地区、经营稳健的大中型城农商行，以持有吃票息为主，四季度市场扰动增加，建议逢调整增配。

图表37：银行二级资本债等级利差走势



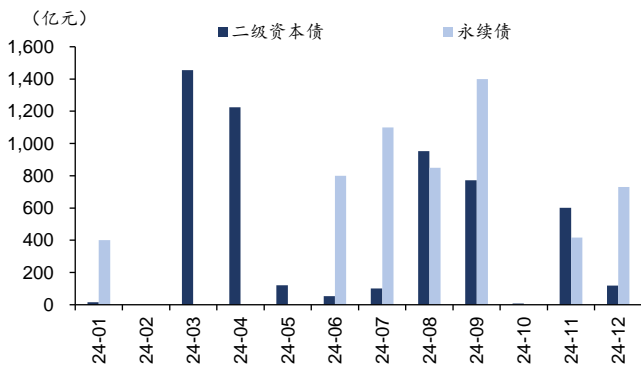
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表38：银行永续债等级利差走势



注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表39：2024年下半年银行永续债到期量明显增加



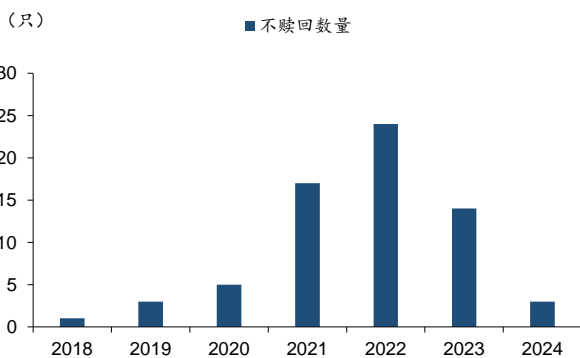
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表40：银行二永债批文额度及到期情况一览

银行二永债批文额度及到期情况一览					
	国有行	股份行	城商行	农商行	
二级资本债	剩余额度(亿元)	0	0	203	188
	批文有效期	-	-	24年9月-26年7月	24年9月-26年7月
	24年9月7日-24年12月31日到期量(亿元)	300	200	543	52
永续债	剩余额度(亿元)	0	0	366	185
	批文有效期	-	-	24年9月-26年5月	24年9月-26年7月
	24年9月7日-24年12月31日到期量(亿元)	1600	950	146	0
资本工具	剩余额度(亿元)	5140	4080	1552	228
	批文有效期	24年12月-26年4月	24年12月-26年7月	24年10月-26年8月	25年2月-26年6月
非资本工具	剩余额度(亿元)	2000	-	-	-
	批文有效期	26年4月	-	-	-
合计到期	24年9月7日-24年12月31日到期量(亿元)	1900	1150	689	52
合计剩余额度	剩余额度(亿元)	7140	4080	2121	601

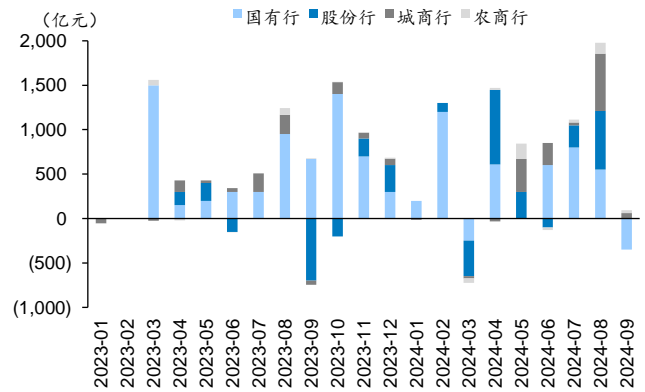
注：统计数据截至2024年9月7日
资料来源：Wind，华泰研究

图表41：二级资本债不赎回数量今年下降



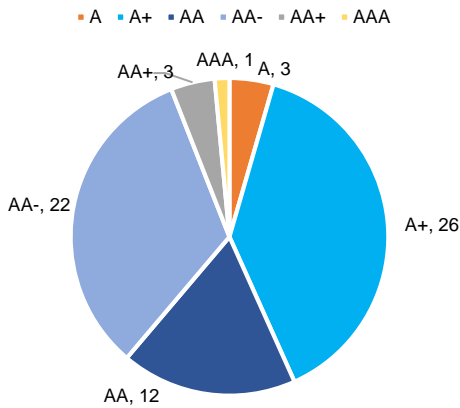
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表42：2024年二永债月度净融资情况



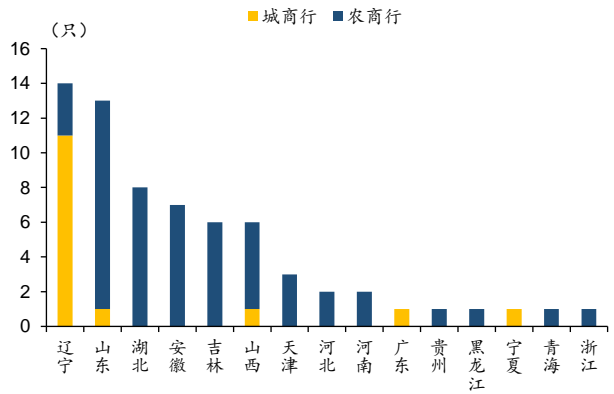
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表43：不赎回银行发行时主体评级分布（单位：只）



注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

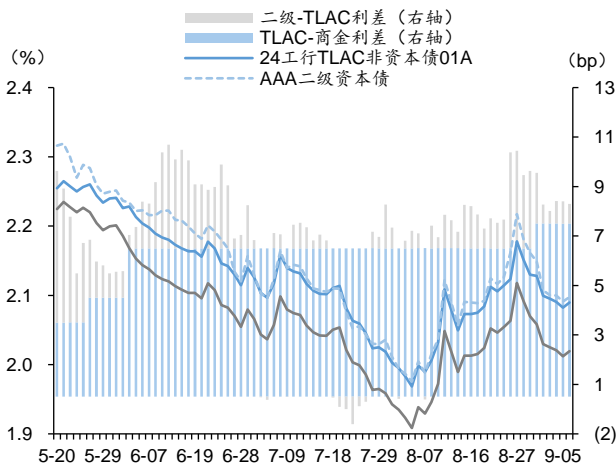
图表44：不赎回银行区域分布



注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

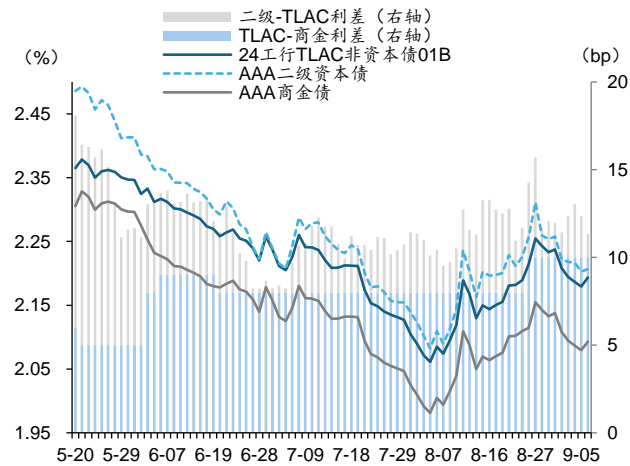
TLAC 非资本工具波动性介于商金债和二级资本债之间，3 年期交易活跃度好于 5 年。5 月首批 TLAC 非资本工具上市后，经过市场的熟悉和交易，其投资者从主要大行持有转为非银参与为主。从 8 月调整来看，TLAC 非资本工具波动性介于商金债和二级资本债之间，或与其持有者非银占比、流动性也介于两者之间有关。不同期限产品对比来看，3 年期交易活跃度好于 5 年，在市场修复时修复速度也快于 5 年。往后看，利率扰动增加，三类金融债对比来看，商金债仍是最优配置，TLAC 非资本工具次之，二永债波动最大。另外，市场调整后都可适度增配。

图表45：工行 3+1 年期 TLAC 利差走势



资料来源：wind，华泰研究

图表46：工行 5+1 年期 TLAC 利差走势



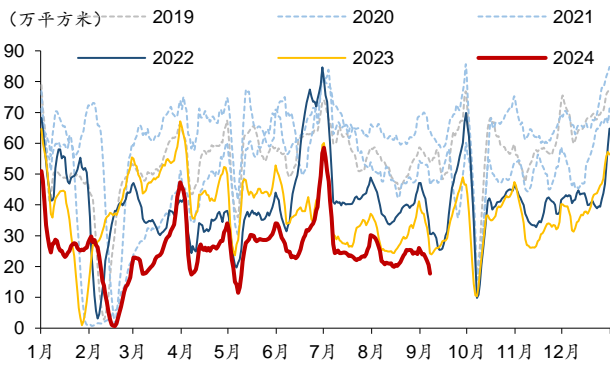
资料来源：wind，华泰研究

其他板块：挖掘国企品种机会

地产债：关注国企债调整后配置机会

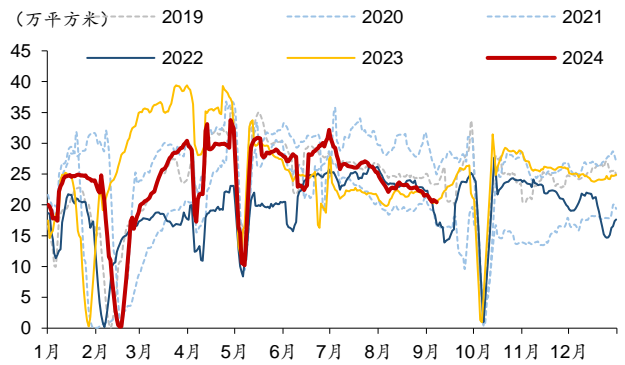
2024 年 1-8 月，地产政策加码，但地产基本面仍偏弱。4 月政治局会议后，地产政策重心转向去库存，517 新政推出“收储+取消房贷下限+降低首付下限+公积金贷款”的组合拳，地方普遍快速落实，一线城市以新“沪九条”为代表，需求端进一步放松。在供给侧，1 月住建部和金管局发文建立房地产融资协调机制，根据住建部 8 月 23 日披露，商业银行已审批通过“白名单”项目 5300 多个，审批贷款金额近 1.4 万亿元。尽管政策加码，但今年以来地产销售仍处低位。3 月小阳春成色偏弱，6 月销售一度升温但持续性不足，进入 7-8 月淡季后销售再度下滑。8 月 30 城商品房成交面积环比-9.74%、同比-24.31%，26 城二手房成交面积环比-16.03%，同比+1.71%，新房继续筑底，二手房成交热度下降，反映地产基本面尚未扭转。

图表47：30城商品房成交面积（7DMA）



资料来源：Wind，华泰研究

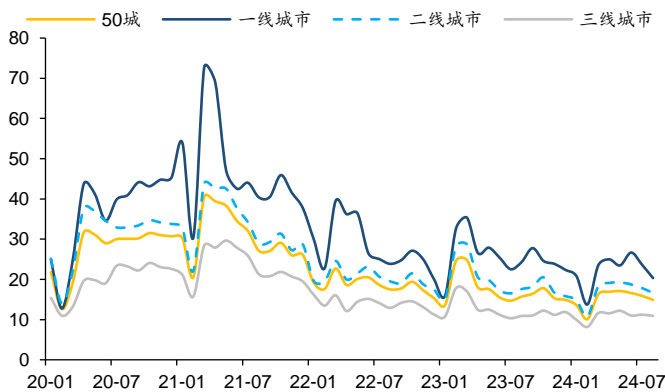
图表48：26城二手房成交面积（7DMA）



资料来源：Wind，华泰研究

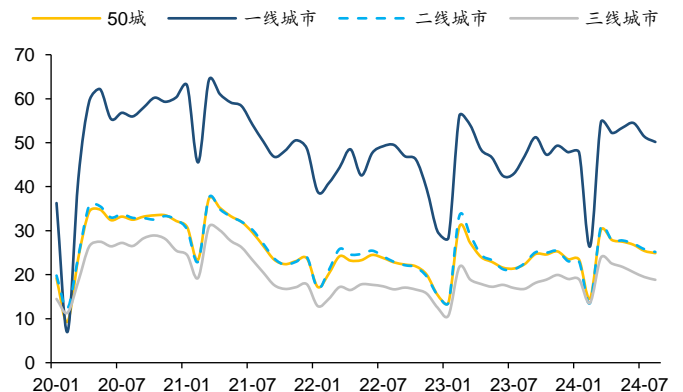
往后看，“金九银十”销售数据较关键，前端指标显示楼市低位运行，地产销售企稳仍有难度。9月第一周，新房和二手房高频成交环比下滑、同比略有改善。从贝壳领先指标看，8月一二手带看偏弱，新房带看尤为冷清。8月新房案场指数环比-6%，环比降幅走扩，处于2020年以来11%分位数。二手房带看指数环比-2%，环比降幅收窄，处于2020年以来56%分位数。二手房以价换量较突出，8月二手房折价率指数83.9%，已连续5个月下行。截至9月1日，新房、二手房成交量KMI指数环比前一周上行，但仍处低位，经纪人对短期楼市成交预期偏弱，“金九银十”成色有待观察。

图表49：8月新房案场指数延续回落



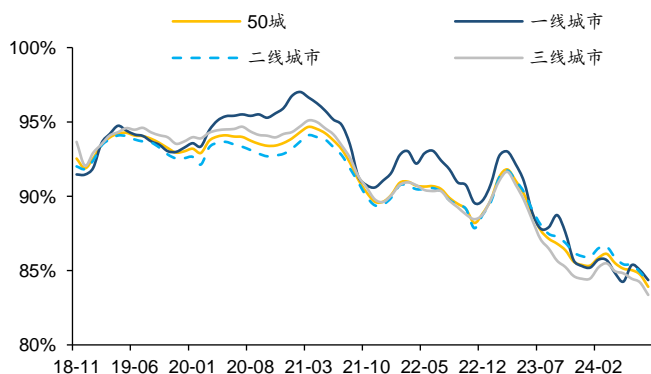
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表50：8月二手房带看指数延续回落



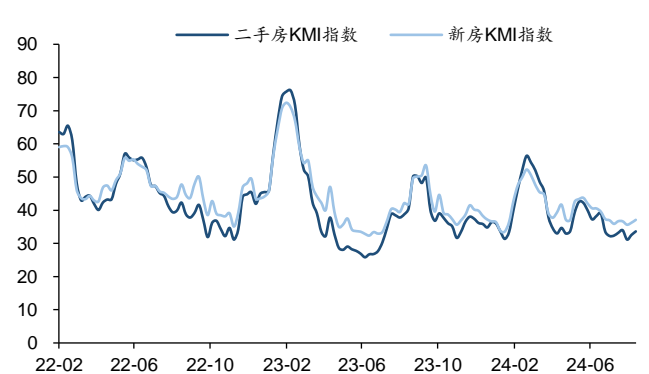
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表51：二手房折价率指数连续5个月下行



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表52：贝壳KMI指数（成交量）

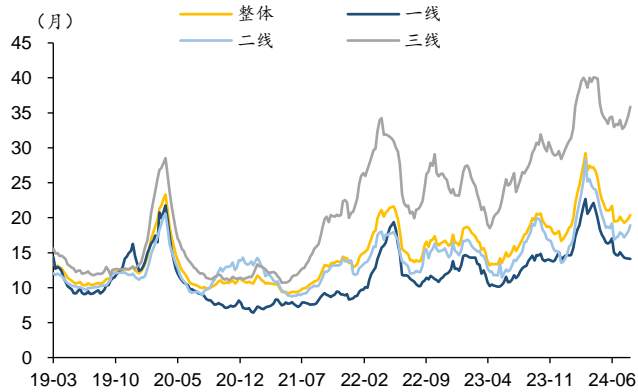


资料来源：贝壳研究院，华泰研究

地产销售企稳关键看收入预期和房价预期，收入预期短期内难以显著改善，而房价预期扭转有待更大力度的去库存。9-10月地产政策窗口期到来，关注销售数据是否会推动政策进一步放松，包括收储、房贷、限购等：

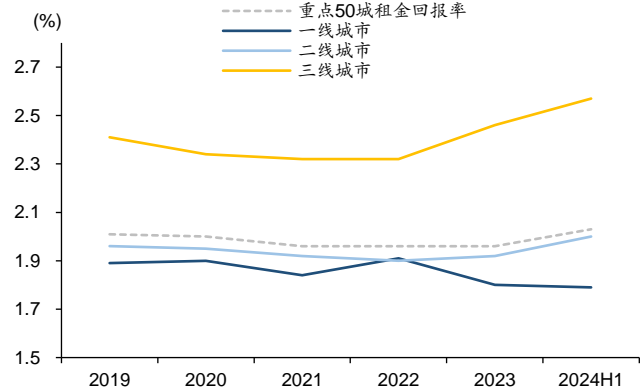
1) 收储方面，关注保障房再贷款投放进度、增量资金安排、地方细则出台等。存量房收储是推动去库存的重要手段。517 新政以来各地频频发文支持国企开展收储工作，重庆、深圳、长沙等城市已发布房源征集公告，但目前来看，收储对房源要求较高、实际落地规模尚小，以商办、小户型居多，去库存效果尚不明显。我们认为收储扩围仍面临资金平衡和供需错配的约束，保障房保本微利原则和重点城市租售比普遍较低的现实，决定了收储对低成本资金的依赖，有待中央+地方进一步引导支持，关注三季度末和四季度保障房再贷款投放进度，以及可能的增量资金来源（PSL、专项债、特别国债等）。许多城市已发布征集公告或者摸排配售型保障房需求，若收储政策加码，地方有望加速跟进。

图表53：21 城商品住宅去化周期偏长



资料来源：中指研究院，华泰研究

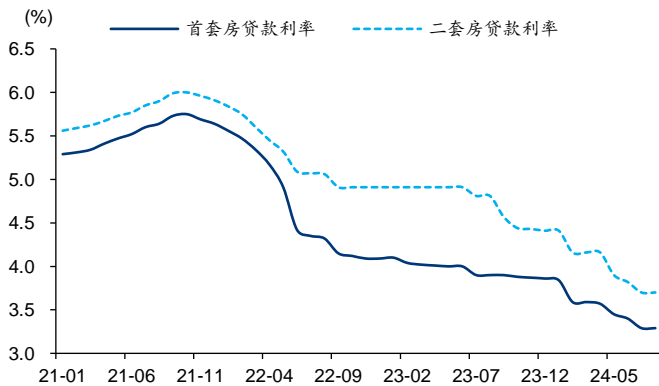
图表54：租金回报率较低，制约收储资金平衡



资料来源：诸葛数据研究中心，华泰研究

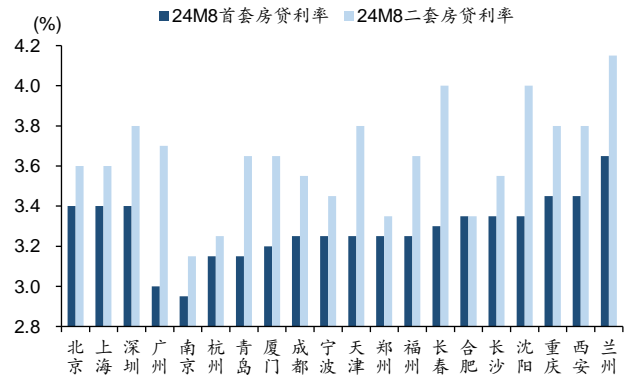
2) 关注新增房贷、存量房贷下调的可能性。517 新政取消房贷利率下限，赋予地方房贷利率调整更大的自主权。截至 8 月末，贝壳 50 城首套房贷平均利率为 3.29%，二套房贷平均利率为 3.70%，个别城市首套房贷利率最低已破“3”进“2”。往后看，基本面趋势尚未扭转+美联储降息在即，若 8-9 月数据仍不及预期，四季度降息概率不小，新增房贷利率有望进一步下降。另一方面，固定重定价日+政策下限约束导致存量房贷偏高。上一轮存量房贷调整后，根据央行 23 年 Q4 货币政策执行报告，调整后平均加权利率 4.27%，而截至 24 年 6 月末，新发放个人住房贷款加权平均利率为 3.45%，两者差异达 82BP，加上 7 月 LPR 下调、7-8 月各地房贷加点压缩，当前存量房贷和新发房贷的差异或进一步拉大。关注后续存量房贷调整的可能性，若调整有望提振市场预期、部分缓解二手房挂牌量上升压力，但对新增购房需求影响可能有限，需观察调整力度和方式。

图表55：贝壳 50 城房贷利率



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表56：部分重点城市房贷利率

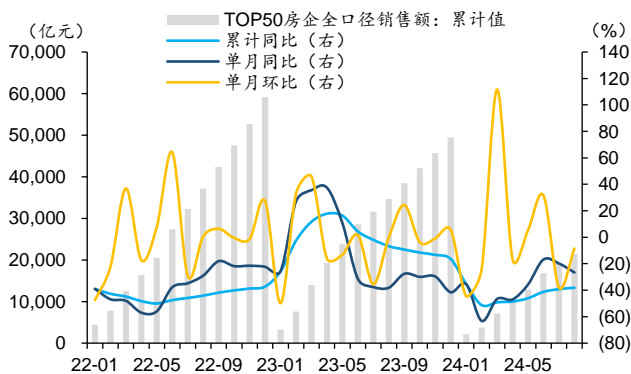


资料来源：贝壳研究院，华泰研究

3) 一线城市限购放松仍有空间，若地产销售持续偏弱，现有约束可能进一步松绑，促进购房需求入市。

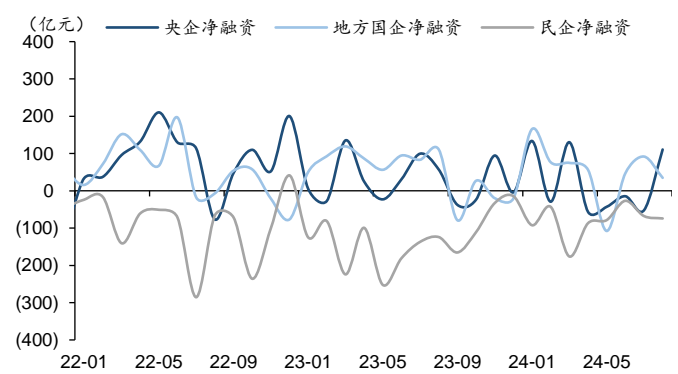
行业底到信用底存在滞后，房企销售融资仍分化，短期内政策加码对信用资质改善或有限。以 2023 年克而瑞全口径销售额 TOP50 房企为统计口径，8 月 TOP50 房企销售额环比 -8.59%，同比-26.58%，同比跌幅较 7 月走扩 6.8pct。1-8 月 TOP50 房企累计销售额同比 -38.10%，其中央企、地方国企、民企累计同比降幅分别为-27%、-39%、-49%。融资方面，8 月地产债融资边际回暖，发行额 473.13 亿元，环比增长 68.25%，同比下降 6.44%，同比降幅收窄。8 月地产债净融资额转正至 71.25 亿元，地产央企、地方国企、民企净融资额分别为+110.68、+34.77、-74.20 亿元，民企净融资额仍为负，信用分化持续。

图表57：8月TOP50房企销售环比降幅收窄、同比降幅走扩



资料来源：克而瑞，华泰研究

图表58：地产债分属性净融资



资料来源：Wind，华泰研究

受信用债调整影响，截至 9 月 6 日，主要房企债券收益率和利差环比上月多数上行，地产债由于流动性较弱+信用风险仍存+市场风险偏好低，估值修复较滞后。截至 9 月 6 日，33 家样本发债主体中，30 家主体一般公募债平均收益率环比 8 月上行，27 家主体债券信用利差环比 8 月上行，万科、龙湖债券利差上行较多，其余主体债券利差上行 3-15BP。8 月末至 9 月初信用债逐渐止跌，但地产债估值修复滞后，近一周主要房企债券收益率多数下行，主要是跟随利率债回暖，而信用利差多数小幅上行 0-8BP，万科、龙湖债券利差上行仍较多。

图表59：主要地产发债主体收益率与利差情况

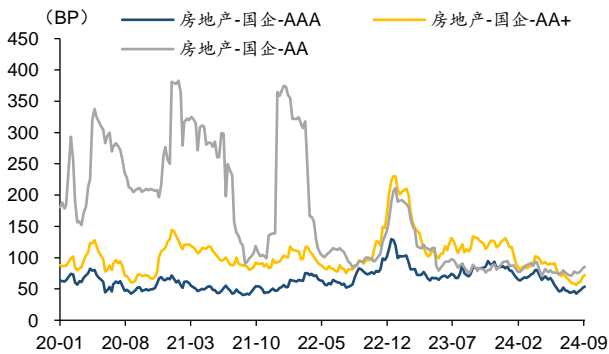
发行人简称	公司性质	债券余额 (亿元)	一般公募债加权平均收益率 (%)							一般公募债利差 (BP)						
			最新值	近1W变动 (BP)	近1M变动 (BP)	0.25-1年	1-2年	2-3年	3-5年	最新值	近1W变动	近1M变动	0.25-1年	1-2年	2-3年	3-5年
广州城建	地方国企	260	2.18	-4	9	2.08	2.15	2.19	2.25	43	1	7	41	42	40	40
保利发展	央企	665	2.19	-5	8	2.14	2.18	2.27	2.36	48	0	5	48	45	47	48
招商蛇口	央企	569	2.21	-5	10	2.15	2.18	2.22	2.29	45	1	6	52	45	42	43
华润置地	央企	562	2.21	-5	11	2.15	2.18	2.22	2.34	51	1	9	51	46	42	52
大悦城控股	央企	113	2.22	-5	1	2.20	2.22	2.26	-	52	0	-3	52	51	46	-
中国铁建	央企	398	2.23	-0	15	2.16	2.27	2.30	-	53	4	9	51	54	51	-
城建发展	地方国企	261	2.23	-6	12	2.17	2.24	2.25	2.39	47	-1	9	50	49	46	48
中海地产	央企	449	2.25	-5	10	2.08	2.20	2.27	2.39	49	1	8	47	46	47	52
联发集团	地方国企	143	2.30	-3	11	2.26	2.30	2.34	-	59	1	4	62	58	55	-
华发股份	地方国企	269	2.32	-3	18	2.20	2.32	2.64	-	66	1	13	56	60	82	-
首开集团	地方国企	55	2.34	-6	7	-	2.32	2.40	-	60	-0	3	-	60	60	-
电建地产	央企	273	2.35	-4	16	2.20	2.33	2.57	-	62	1	9	55	58	77	-
金融街	地方国企	368	2.35	-4	13	2.17	2.28	2.42	2.59	61	1	9	56	53	62	72
金茂集团	央企	21	2.40	-3	11	2.39	2.42	-	-	71	-0	4	72	69	-	-
中交房地产集团	央企	154	2.40	3	22	2.33	2.47	2.58	-	74	8	15	71	74	77	-
建发房产	地方国企	285	2.41	-4	12	2.25	2.37	2.43	2.74	65	-0	6	59	63	62	88
首开股份	地方国企	613	2.42	-4	14	2.19	2.48	2.72	2.99	72	1	8	54	73	92	108
中交地产	央企	107	2.43	-3	20	2.35	2.48	2.86	-	74	1	11	70	74	105	-
首创城发集团	地方国企	314	2.43	-3	13	2.27	2.49	2.48	-	71	1	7	61	76	70	-
上海金茂	央企	230	2.44	1	20	2.34	2.37	2.78	-	74	6	15	70	64	97	-
金辉股份	民企	34	2.68	-8	9	-	2.57	2.77	2.93	93	-2	6	-	85	98	103
华侨城集团	央企	419	2.78	-7	3	2.16	2.75	3.22	3.50	107	-1	-2	61	102	142	168
深圳华侨城	央企	37	2.82	-5	10	-	2.82	-	-	110	0	4	-	110	-	-
卓越商业	民企	30	2.94	-5	-38	-	2.86	2.96	3.04	116	-0	-48	-	116	118	113
绿城集团	央企	283	2.97	-4	10	2.55	3.38	3.73	-	136	2	5	94	164	193	-
新希望地产	民企	51	3.12	-5	13	3.71	2.98	2.82	2.98	160	0	9	219	138	103	108
新城控股	民企	72	3.17	-5	13	7.32	2.68	2.73	2.98	156	0	10	565	96	94	108
滨江集团	民企	57	3.53	-7	20	3.51	3.99	-	-	190	-2	10	186	224	-	-
美的置业	民企	155	3.66	-8	3	3.98	3.59	-	3.29	205	-3	-6	232	194	-	138
龙湖	民企	222	8.39	71	217	9.10	7.57	6.36	-	722	64	206	746	740	548	-
万达商业	民企	54	12.59	-57	-331	11.74	11.87	-	-	1,084	-41	-321	1,010	1,018	-	-
金地集团	民企	58	16.59	-2	-222	16.94	13.42	-	-	1,351	2	-227	1,536	1,165	-	-
万科	民企	473	17.82	78	326	18.52	17.39	15.86	-	1,583	84	321	1,629	1,587	1,398	-

注：数据截至2024年9月6日。收益率计算采用个券中债债权估值收益率的加权平均，权重为个券余额；信用利差计算基准为同期限国开债；不含永续债。

资料来源：Wind，华泰研究

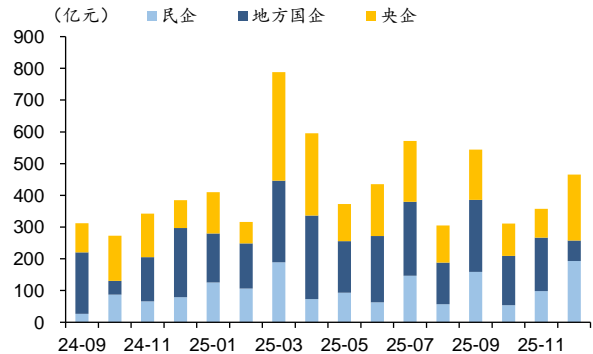
展望四季度，数据波动和政策变数之下，地产债估值弹性或上升，重点关注中高等级中短端国企债调整后配置机会。后续地产政策是关键变量，一方面政策加码或能缓解房企流动性压力，降低地产债信用风险，另一方面，若增量政策力度超预期，可能引发赎回反馈和债市调整，带动地产债估值回调。对于地产国企债，国资房企融资通畅，信用风险可控，当前信用利差较低，截至9月6日，地产国企债AAA、AA+、AA级利差中位数分别为54、72、85BP，若出现调整，中高等级中短端国企债性价比将提升，可关注配置机会，谨慎信用下沉。地产民企债流动性弱、信用风险偏高、对舆情敏感，建议谨慎，关注政策、房企偿债、股东支持等，或带来交易性机会。

图表60：地产国企债利差中位数走势



注：数据统计截至2024年9月6日。
资料来源：Wind，华泰研究

图表61：地产债到期分布



注：按行权到期统计，数据统计截至2024年9月6日。
资料来源：Wind，华泰研究

产业债：国企债品种挖掘为主

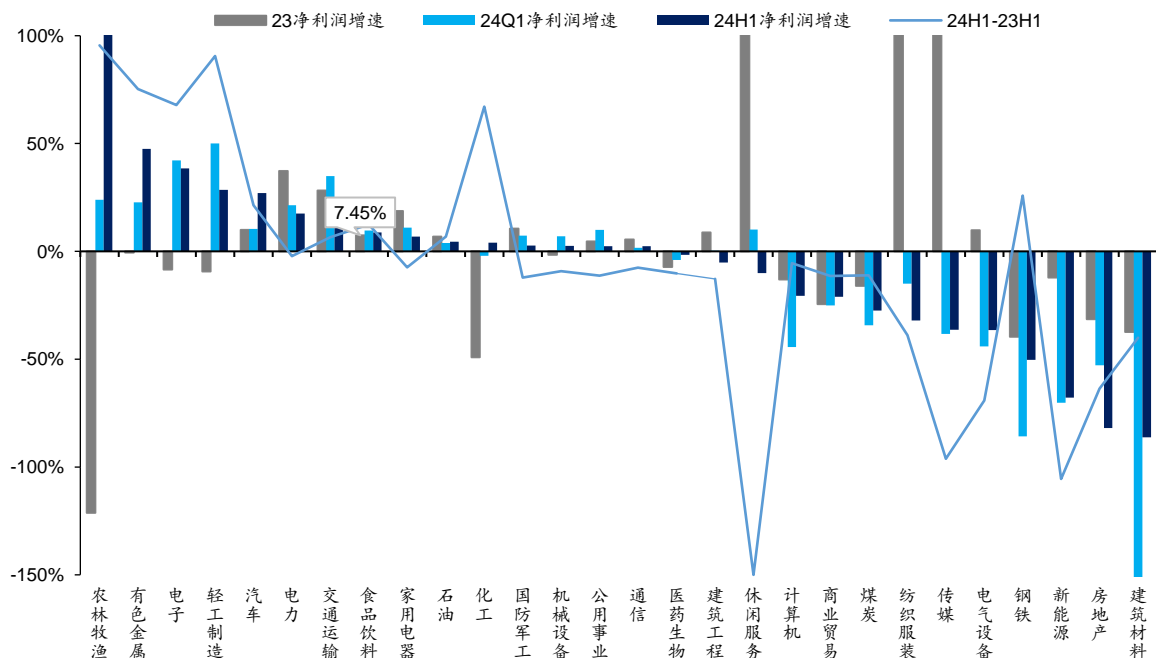
24H1 产业债收入、净利润、净利率同比下滑，行业分化加大。产业债 24H1 收入同比增速降至-1.04%，净利润同比增速为-5.38%，净利率同比小幅下降至 4.75%。

行业间盈利分化明显，共有 15 个行业净利润同比上行，其中农林牧渔、有色金属、电子增速较大。景气上行的行业主要有四类：1) 受益于出口需求上行的，如家电、新能源车、机械设备。2) 有色、石油受制造业修复、美国降息预期等影响明显，铜铝二季度价格先上后下，三季度以来高位震荡；黄金价格持续走高。3) 农林牧渔由于猪价上涨，盈利明显上行。4) 其他需求好转：造纸、电子（半导体、面板等）需求好转，景气上行；化工下游分化，汽车家电需求较好、化纤行业逐步改善。电力需求较稳定，盈利受益于煤价下行有所上行。此外，交运、公用事业、通信、食品饮料、国防军工等景气较稳定，盈利小幅增长。

地产链、可选消费等行业盈利明显下行。景气承压的行业主要有 4 类：1) 地产链：地产、钢铁、建材继续承压，盈利下滑；建工受拖累略小一些，但随着基建增速放缓也有所承压。2) 由于硅料、锂价格大幅下跌，电气设备、新能源等盈利出现下滑。3) 周期品：焦煤受炼钢需求下行价格承压，动力煤长协价稳定，但市场价有所下降，煤炭行业盈利略有下行。4) 部分可选消费受行业监管、大宗价格波动等影响，盈利明显承压，如医药、传媒、纺织、计算机、休闲服务、商贸等。

现金流整体弱化，偿债指标同比下降，杠杆率同比微降。由于经营承压、融资需求下滑，24 年上半年经营现金流、筹资净流入、投资净流出均同比下降，现金净流入同比大幅下降。24H1 全部发债主体负债率（整体法计算）为 67.10%，较 23H1 下降 0.18 个百分点。24H1 货币资金对短期有息负债的保障程度为 0.82，较 23H1 相比，下降 0.13。具体行业方面，通信、农林牧渔、家用电器上行幅度较大。24H1 行业整体 EBITDA/利息费用同比 23H1 下降 1.1 至 10.13。

图表62：24H1 净利润同比增速及净利润变化



资料来源：Wind，华泰研究

国企债品种挖掘为主，优质主体长债逢调整增配，中短久期挖掘龙头民企机会。近一月，受信用赎回扰动影响，各行业利差大多上行，其中食品饮料行业利差上行幅度最大，为11.52BP。截至9月6日，房地产行业利差最大，为57.45BP。调整后，目前行业利差大多仍处于近五年历史20%以内低位水平，展望四季度利率扰动增加，产业基本面分化持续，品种挖掘优于弱国企过度下沉。可以关注私募永续债投资机会，产业类私募永续债在震荡市里抗跌能力较强，并且还有一定品种溢价增厚。结合产业中报及后续景气展望，重点关注电力、交运、有色、家电、公用事业等行业中高等级主体机会，这类行业里的龙头民企也可中短久期挖掘。此外，资产荒逻辑未逆转，对于负债端稳定的机构，中高等级优质央企国企长债可逢明显调整增配。

图表63：产业债利差及景气变化一览

行业大类	行业	AAA利差 (BP)				指标名称	单位	最新值	同比(%)	一周环比(%)	一月环比(%)	近五年历史分位数(%)	近一年走势图	数据日期		
		最新	一周变动	一月变动	近5年以来最新历史分位数(%)											
上游周期	煤炭	45.14	-0.89	11.32	环渤海动力煤价格	元/吨	712	-0.42	-0.14	-0.28	40.4	2024/9/4				
					焦煤价格	元/吨	1,560	-13.33	0.00	-8.24	36.5	2024/9/6				
	石油	32.57	1.16	11.04	原煤产量当月同比	%	2.8	2.77		-0.84		2024/7/31				
					原煤产量累计同比	%	-0.8	-0.80		0.92		2024/7/31				
中游制造	钢铁	45.31	0.99	9.72	原油(布伦特)价格	美元/桶	71	-21.08	-9.82	-10.23	35.90	2024/9/6				
					螺纹钢价格	元/吨	2,937	-18.84	-5.74	-1.61	0.40	2024/9/6				
					铁矿石价格	元/吨	715	-21.90	-7.86	-9.32	17.00	2024/9/6				
					焦炭价格	元/吨	1,640	-28.29	-12.95	-18.59	0.00	2024/9/6				
	建筑材料	40.90	2.20	11.75	粗钢产量当月同比	%	-9.0	-9.00		-9.20		2024/7/31				
					粗钢产量累计同比	%	-2.2	-2.20		-1.10		2024/7/31				
					水泥价格	点	115	8.84	1.96		19.60	2024/9/6				
					水泥产量当月同比	%	-12.4	-12.40		-1.70		2024/7/31				
	有色金属	37.30	-0.47	8.11	水泥产量累计同比	%	-10.5	-10.50		-0.50		2024/7/31				
					铜价	元/吨	73,020	5.05	-1.52	3.19	88.00	2024/9/6				
					铝价	元/吨	19,295	-0.85	-2.70	2.91	72.30	2024/9/6				
					有色金属产量当月同比	%	8.2	8.20		0.70		2024/7/31				
中游消费	化工	31.65	-0.67	9.91	有色金属产量累计同比	%	7.3	7.30		0.20		2024/7/31				
					挖掘机销量当月同比	%	8.6	8.60		3.29		2024/7/31				
					甲醇价格	元/吨	2,410	-3.21	-1.83	-0.41	37.40	2024/9/6				
					尿素价格	元/吨	1,920	-25.29	-3.03	-9.00	0.3	2024/9/6				
下游消费	汽车	38.07	-1.50	11.44	中国PX-石脑油价差	元/吨	437	-833.00	49.00	-52.00	14.10	2024/9/6				
					中国PTA-PX价差	元/吨	-153	-411.10	-196.75	-182.90	2.70	2024/9/6				
					涤纶POY150D原料价差	元/吨	1,510	385.70	348.00	269.10	85.70	2024/9/6				
					汽车产量当月同比	%	-2.4	-2.40		-4.20		2024/7/31				
公用事业	交通运输	47.36	1.57	9.24	汽车销量当月同比	%	-5.2	-5.24		-2.54		2024/7/31				
					新能源汽车销量当月同比	%	27.0	26.96		-3.11		2024/7/31				
					上海出口集装箱运价指数(SCFI)	点	2,727	168.95	-7.99	-16.21	62.30	2024/9/6				
					客运量当月同比	%	4.0	4.03		-1.47		2024/7/31				
地产	食品饮料	36.50	-0.14	10.27	货运量当月同比	%	1.3	1.26		-0.94		2024/7/31				
					民航周转量当月同比	%	19.9	19.90		0.70		2024/7/31				
					社零当月同比	%	2.7	2.70		0.70		2024/7/31				
					社零当月同比(除汽车)	%	3.6	3.60		0.60		2024/7/31				
地产下游	电力	28.69	0.43	7.83	发电量当月同比	%	2.5	2.52		0.26		2024/7/31				
					用电量当月同比	%	5.7	5.69		-0.14		2024/7/31				
					公用事业	39.38	0.17	10.28	天然气价格	元/吨	4,920	30.56	2.08	6.20	62.70	2024/8/31
					商品房成交面积(30城)(近一个月移动加总)				万平方米	691	-26.44	-3.92	-9.26	4.10	2024/9/7	
一线成交面积(近一个月移动加总)	万平方米	221	3.45	-5.00	-6.94				16.30	2024/9/7						
二线成交面积(近一个月移动加总)	万平方米	322	-42.03	-1.97	-11.73				3.30	2024/9/7						
地产下游	建筑工程	38.03	-0.12	10.87	三线成交面积(近一个月移动加总)	万平方米	148	-12.97	-6.36	-7.07	3.60	2024/9/7				
					商品房库存(10城)	万平方米	8,468	0.13	0.21	-0.15	50.90	2024/9/7				
					土地成交面积(百城)	万平方米	1,615	72.35	14.05	27.32	37.60	2024/9/1				
					新开工面积累计同比	%	-23.2	-23.20		0.50		2024/7/31				
公用事业	家用电器	40.38	-2.32	7.12	地产投资累计同比	%	-10.2	-10.20		-0.50		2024/7/31				
					基础设施投资累计同比	%	4.9	4.90		-3.10		2024/7/31				
					冰箱产量当月同比	%	-3.0	-3.00		-17.40		2024/7/31				
					洗衣机产量当月同比	%	13.8	13.80		-12.90		2024/7/31				

注：化工价差取数均取绝对值，单位统一为元/吨

注：数据更新至2024年9月6日

资料来源：Wind，华泰研究

图表64：煤炭主体利差一览

发行人简称	省份	公司性质	债券余额(亿元)	一般公募利率 (BP, 最新交易日)						私募利率 (BP, 最新交易日)					永续债利率 (BP, 最新交易日)					平均利差 (BP, 最新交易日)	平均利差一月变动 (BP)					
				平均	一月变动	最新分位数	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	5Y以上	平均	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	5Y以上	平均	0.25-1Y			1-2Y	2-3Y	3-5Y	5Y以上	
国家能源集团	北京	央企	355	23.69	1.31	0.02	27.06			22.57														23.69	1.31	
中煤集团	北京	央企	80	29.50	6.82	0.12	36.65	32.36	31.58		24.51													29.50	6.82	
中煤能源股份	北京	央企	100	38.41	9.02	0.07	44.74	38.17	36.26		28.13													38.41	9.02	
山东能源集团	山东省	国企	552	38.00	8.41	0.07	45.21	39.15	36.30	38.09	33.37				48.53	54.79	46.01	45.64	46.00					40.70	8.67	
兖矿能源	山东省	国企	432	37.80	9.23	0.07	49.03	38.83	36.68	37.92	31.67				47.01	48.89	48.13	45.51						41.88	8.05	
新矿集团	山东省	国企	81	46.17	11.72	0.11	49.92			43.48	47.82				53.66	56.08		51.23						48.67	10.62	
临矿集团	山东省	国企	50	54.79	9.41	0.05	54.79																	54.79	9.41	
淄矿集团	山东省	国企	35	37.50	10.16	0.07				37.50														37.50	10.16	
陕煤集团	陕西省	国企	1280	39.30	7.26	0.07	48.76	38.01	35.89	38.05	32.04				45.71	52.51	45.95	44.17	41.13	34.45			43.03	7.51		
晋能煤业	山西省	国企	803	45.39	9.77	0.07	45.85	43.60	40.92	51.02	53.54	57.04	57.04		56.70	57.86	54.68	54.45	61.84				49.86	9.51		
晋控煤业	山西省	国企	10	56.41	11.85	0.08	56.41																	56.41	11.85	
山西焦煤集团	山西省	国企	441	40.11	8.15	0.09	45.27	41.09	35.77	38.38	32.35				43.74	51.92	47.10	41.80	43.71	35.75			42.02	7.13		
山西焦煤煤业分公司	山西省	国企	20	57.79	10.93	0.28	57.79																	57.79	10.93	
晋能控股电力集团	山西省	国企	566	46.83	10.47	0.07	49.73	45.52	42.76	47.75	46.12	56.55	56.58	56.25	52.96		54.22	51.28					50.42	9.32		
华阳新材料集团	山西省	国企	131	55.13	9.05	0.09	55.12								98.69	61.40			173.26					66.02	7.02	
华阳股份	山西省	国企	45												61.23		61.23							61.23	7.95	
潞安集团	山西省	国企	186	50.15	7.44	0.07	50.54				47.80				56.25	56.25								50.91	7.39	
晋能控股装备制造集团	山西省	国企	260	49.45	9.30	0.11	50.26	44.17			51.94				52.91	55.76	55.09	51.24						50.96	8.95	
兰花集团	山西省	国企	10	62.30	11.83	0.07	61.11			63.48														62.30	11.83	
兰花科创	山西省	国企	20	69.05	7.39	0.04	69.96			68.15														69.05	7.39	
淮南矿业	安徽省	国企	120	50.99	3.38	0.32	53.82			45.34														50.99	-1.78	
皖北煤电	安徽省	国企	13	166.35	10.07	0.04	166.35						194.04		194.04									180.20	-6.57	
中国平煤神马集团	河南省	国企	6												62.05	62.05								62.05	6.72	
平煤股份	河南省	国企	75	50.31	9.72	0.04	51.49	46.76							78.43	80.24	72.99							64.37	6.21	
冀中能源	河北省	国企	286	80.27	9.97	0.05	57.95	70.25	76.06	117.74					75.20		72.45	80.70						79.26	10.30	
冀中能源峰峰集团	河北省	国企	30	88.41	11.01	0.12		75.06	89.62	112.70															88.41	11.01
开滦集团	河北省	国企	60	57.92	7.83	0.09	52.55			63.30					76.24	70.81	70.41	75.69	93.86					71.00	8.14	
开滦股份	河北省	国企	12	57.55		0.02	57.55																		57.55	
徐矿集团	江苏省	国企	20	45.53	5.71	0.11		45.53																	45.53	5.71
淮河能源	安徽省	国企	95	44.31	7.79	0.26	46.95	42.30	38.41						47.77	49.28	46.47	47.55						45.61	8.16	
榆林能源	陕西省	国企	35	49.40	9.10	0.32	50.24			47.72															49.40	9.10
甘肃能化	甘肃省	国企	15	92.99	10.18	0.38		92.99																	92.99	10.18
华电煤业	北京	央企	30	31.55	7.99	0.67			31.55						47.54	56.87	42.88							43.54	6.86	
河南能源	河南省	国企	20									149.04			149.04									149.04	7.85	
济宁能源	山东省	国企	5	92.66		1.00				92.66															92.66	

注：数据更新至2024年9月6日，最新分位数指的是2020年以来的历史分位数
资料来源：Wind，华泰研究

图表65：钢铁主体利差一览

发行人简称	省份	公司性质	债券余额(亿元)	一般公募利率 (BP, 最新交易日)						私募利率 (BP, 最新交易日)					永续债利率 (BP, 最新交易日)					平均利差 (BP, 最新交易日)	平均利差一月变动 (BP)						
				平均	一月变动	最新分位数	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	平均	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y	3-5Y	平均	0.25-1Y	1-2Y	2-3Y			3-5Y	5Y以上				
中国宝武	上海	央企	100	27.07	7.65	0.20				27.07														27.07	7.65		
宝钢股份	上海	央企	155	42.56	5.09	0.46	45.20	32.02																	42.56	5.09	
新钢集团	江西省	国企	15	53.51	5.02	0.18	53.51																		53.51	5.02	
首钢集团	北京	国企	750	37.41	9.58	0.09	44.62	36.73	34.79	36.32					46.52	50.67	42.51		42.12					40.22	9.09		
首钢股份	北京	国企	10	48.80		0.29	48.80																		48.80		
河钢集团	河北省	国企	860	46.60	6.93	0.07	45.97	42.76	49.42	53.32					55.70	47.96	47.39	62.10	68.57					47.86	7.88		
河钢股份	河北省	国企	168	46.54	5.79	0.05	46.50	48.22	45.75						60.96	49.84	47.80	59.70	73.72					53.09	10.07		
山东钢铁集团	山东省	国企	523	51.23	7.57	0.09	50.21	48.60	53.66	67.83	60.70	60.70			55.78	66.12	54.56							53.31	4.42		
鞍山钢铁	辽宁省	央企	131	50.06	11.01	0.14	50.06								45.54		45.54								46.29	9.81	
鞍钢股份	辽宁省	央企	3	41.27	1.75	0.36		41.27																	41.27	1.75	
本钢集团	辽宁省	央企	25	64.95	10.69	0.04	64.95								88.78		88.78								72.89	8.64	
攀钢集团	四川省	央企	62	51.17	10.18	0.09	55.38	43.42	48.85	52.82					61.93		62.51	60.17							55.95	9.64	
江苏沙钢集团	江苏省	民企	56	56.99	11.21	0.16	56.99																		56.99	11.21	
包钢集团	内蒙古自治区	国企	35	51.73	4.64	0.05	51.73																		51.73	4.64	
包钢股份	内蒙古自治区	国企	16	112.10	2.64	0.04	104.71	120.34	118.65																112.10	2.64	
酒钢集团	甘肃省	国企	10	108.57	12.08	0.25				108.57																108.57	12.08
湖南钢铁集团	湖南省	国企	40	39.70	9.19	0.09	44.30			37.43															39.70	9.19	
柳钢集团	广西壮族自治区	国企	63	76.23	14.10	0.26	57.64			99.47															76.23	14.10	
柳钢股份	广西壮族自治区	国企	10	84.93	4.50	0.18	77.59	92.26																	84.93	4.50	
福建冶控	福建省	国企	50	39.88	4.90	0.16	41.93	37.67		38.15															39.88	4.90	
杭州钢铁集团公司	浙江省	国企	40	47.41		0.27	47.41																		47.41		
新兴铸管	河北省	央企	10	37.90	6.34	0.13		37.90																	37.90	6.34	
永钢集团	江苏省	民企	14	201.62	11.73	0.12	199.44	197.74	209.87																201.62	11.73	
安钢集团	河南省	国企	12	105.14	-2.51	0.17		104.83	105.44																105.14	-2.51	

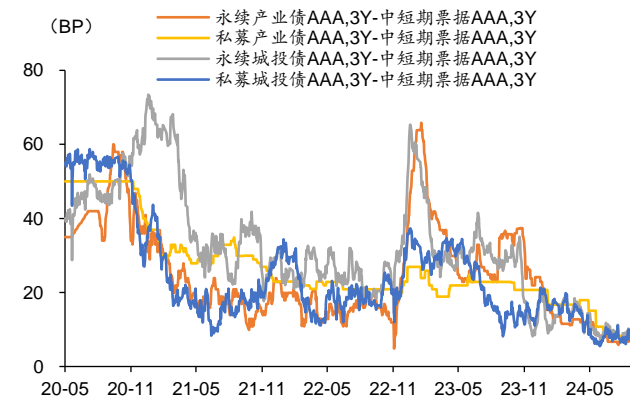
注：数据更新至2024年9月6日，最新分位数指的是2020年以来的历史分位数
资料来源：Wind，华泰研究

品种挖掘：震荡市继续中高等级产业、城投、ABS挖掘

震荡市产业私募永续较抗跌，城投私募永续先上后下，继续中高等级信用债品种挖掘增厚收益。永续、私募等品种由于流动性较弱，在市场快速调整时往往滞后反应，震荡中利率债反复窄幅波动，永续私募债往往波动幅度不大。近一个月“小赎回潮”，信用债收益率普遍上行，产业永续、私募利差略有上行波动幅度不大，城投永续、私募利差先上后下。截至2024年9月6日，以3年期AAA等级为例，产业永续利差补偿为7.91BP，处于2020年以来11.5%分位数水平；产业私募利差补偿为8.25BP，处于2020年以来8.3%分位数水平；城投永续、私募利差补偿分别收窄至6.92BP、6.70BP，处于2020年来7.8%、8.9%分位数水平。展望后续，资产荒短期难逆转，震荡中品种利差大幅上行风险可控，品种挖掘优于弱国企过度下沉，可以关注私募永续债投资机会。重点关注电力、交运、有色、家电、公用事业等相对稳健或景气上行行业的国企债及主流城投品种机会。

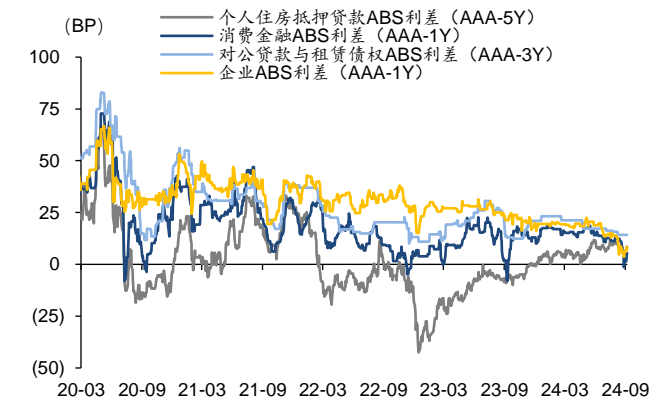
8月企业ABS品种利差先下后上，资产荒背景下，继续中高等级ABS吃票息。8月信用债估值回调，震荡中ABS由于流动性偏弱，估值有一定抗跌性，利差有所压降，而后利差有所回升。实体融资需求弱修复，ABS供给除小微消费金融外仍收缩，而保险认定为标债、资本新规降低高等级ABS风险权重等支撑中高等级品种ABS需求，城投收缩背景下资产荒逻辑持续，ABS品种溢价或持续低位震荡，可筛选底层现金流稳定、主体资质较优、风险隔离清晰、增信较好的企业类ABS进行投资；个人住房抵押贷款ABS是相对来说安全性较高的资产，目前利差已转正，可适当增配。

图表66：城投私募永续利差近一个月利差先上后下



注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

图表67：ABS品种利差



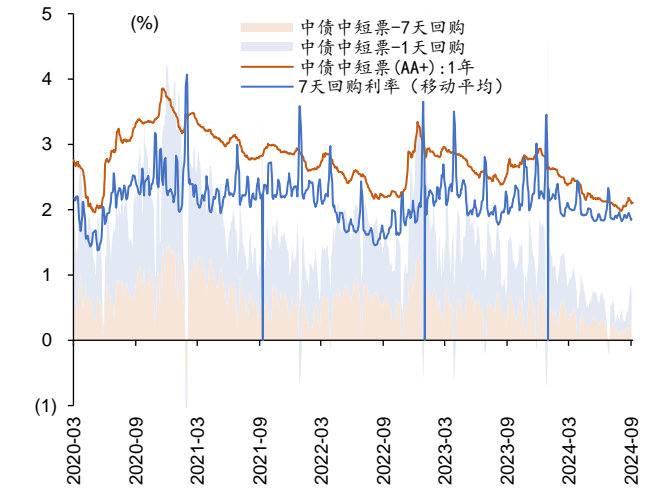
注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

杠杆&久期：降低杠杆和久期

8月以来资金面有所收紧，合理充裕是核心要求，但管控长债利率决定了资金成本也不宜太低。8月以来资金面有所收紧，DR001中枢一度在1.8%以上，主要源于两大因素，一是政府债发行有所提速，二是公开市场操作“缩长放短”。2024年8月30日，央行发布《国债买卖业务公告[2024]第1号》，8月人民银行开展了公开市场国债买卖操作，向部分公开市场业务一级交易商买入短期限国债并卖出长期限国债，全月净买入债券面值为1000亿元。不过从大方向看，资金利率最终还是要回归和基本面相匹配水平，央行的利率调控框架也是关键，虽然8月以来监管对长端利率债调控增加，但短端维护资金面合理充裕的取向没有变化。我们预计四季度资金利率不会与政策利率偏离太远，DR007会维持在1.7%附近波动，保持偏上区域运行的概率较大，直到新的降息落地。息差空间来看，截至24年9月4日，AA+中短票-7天回购利差为25BP，处于2015年以来14%的分位数水平。往后看，负债端成本及息差水平决定杠杆空间有限，可贡献收益不大，且监管对利率债扰动仍存，建议降低杠杆。

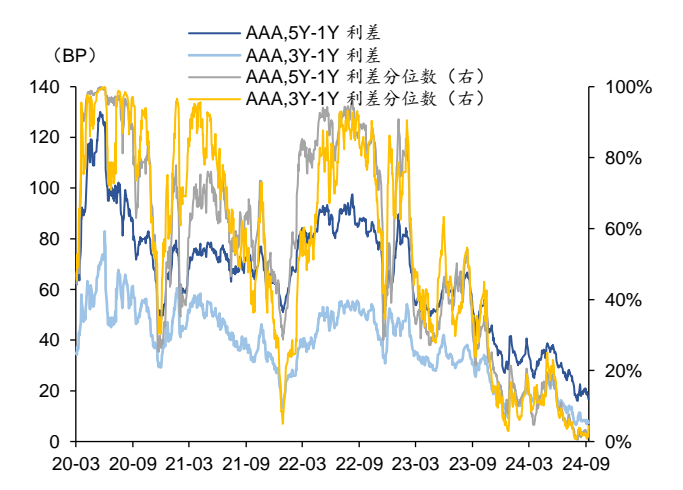
震荡市降低信用久期暴露，负债稳定机构在长久期信用债在明显调整后适当增配。近一月高等级期限利差小幅震荡，截至24年9月6日，AAA5-1年、3-1年期限利差分别为18BP、8BP，较上月分别下行1BP、2BP，处于2015年以来1%、1%历史分位数。往后看，基本面走势、欠配压力、货币政策呵护、美联储降息等决定了债市仍顺势，调整仍是机会。但四季度政策变数、债券供给、赎回风险都容易引发扰动，且8月信用调整经验来看，超长债在震荡中表现不佳，调整时幅度很大，带来较大的资本损失，修复较慢且以高等级修复为主，因而仅建议负债端较稳定的机构逢明显调整时适当增配。

图表68：近一个月资金面有所收紧



注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind, 华泰研究

图表69：近一月高等级信用债期限利差小幅震荡



注：统计数据截至2024年9月6日
资料来源：Wind, 华泰研究

信用风险及一二级跟踪

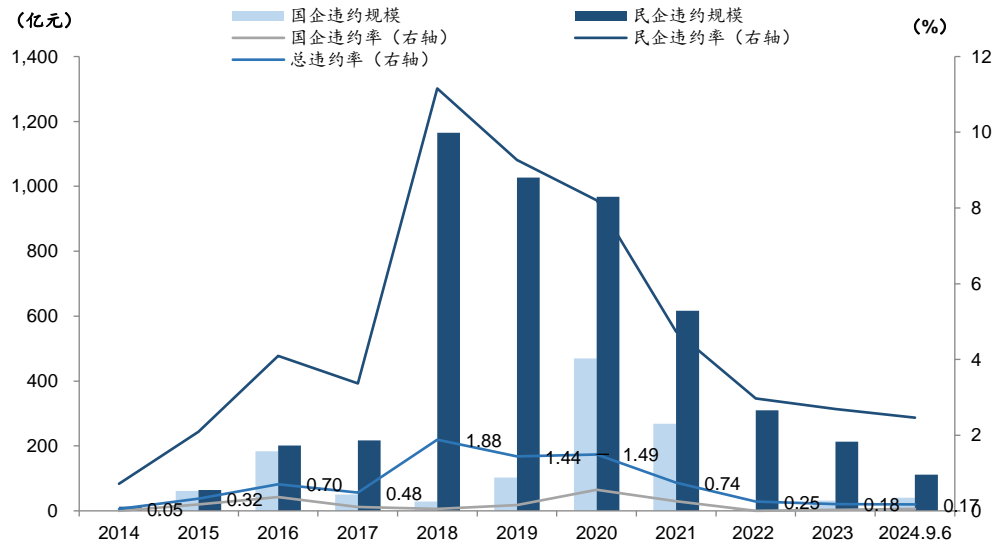
图表70：2024年4-8月违约债券明细

日期	违约债券代码	违约债券名称	违约日余额(亿元)	企业性质
2024-04-22	012103505.IB	21 金科地产 SCP003	10.00	民营企业
2024-04-22	102100601.IB	21 金科地产 MTN001	5.00	民营企业
2024-04-30	178578.SH	21 迪马 01	3.26	民营企业
2024-05-06	143101.SH	H17 当代 1	5.00	民营企业
2024-06-17	163492.SH	20 国美 01	2.00	民营企业
2024-06-20	143692.SH	H18 当代 2	10.00	民营企业
2024-07-01	112468.SZ	16 景峰 01	2.95	民营企业
2024-08-01	196755.SH	21 上实 01	4.00	中外合资企业
2024-08-14	128044.SZ	岭南转债	4.56	地方国有企业
2024-08-13	404001.NQ	蓝盾转债	1.00	民营企业
2024-08-19	102101587.IB	21 西安建工 MTN001	2.49	地方国有企业

注：数据统计截至2024年9月6日

资料来源：Wind, 华泰研究

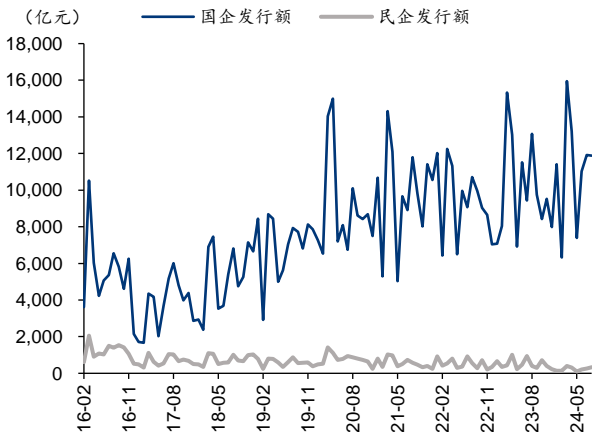
图表71：2024年，债券总违约率为0.17%



注：数据统计截至2024年9月6日

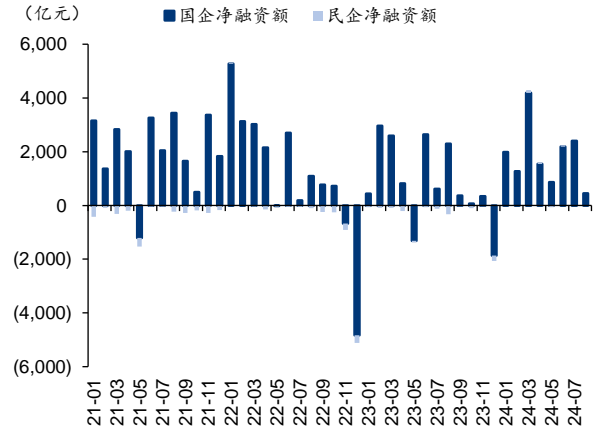
资料来源：Wind, 华泰研究

图表72：8月国企发行额环比下降、民企发行额环比上升



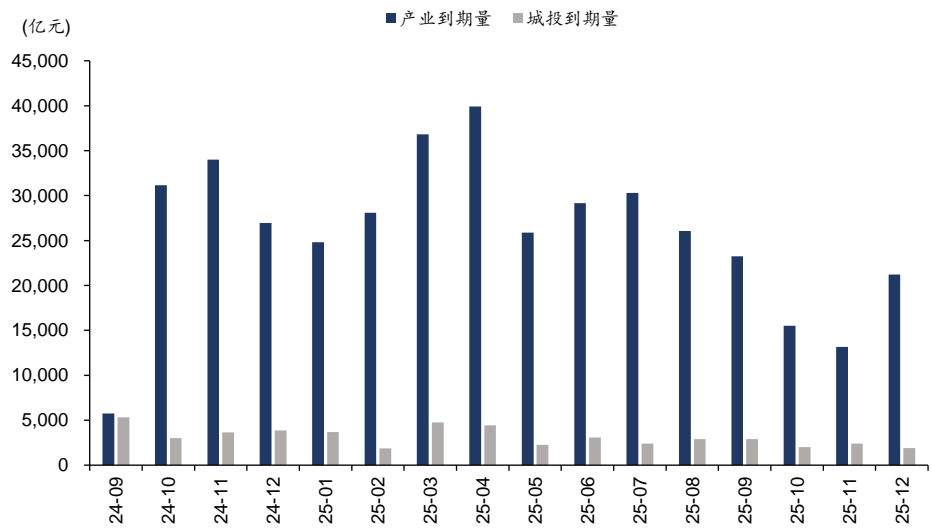
注：统计数据包括短期融资券、中期票据、公司债、企业债、定向工具，下同
资料来源：Wind, 华泰研究

图表73：8月国企净融资额环比下降、民企净融资额环比上升



资料来源：Wind, 华泰研究

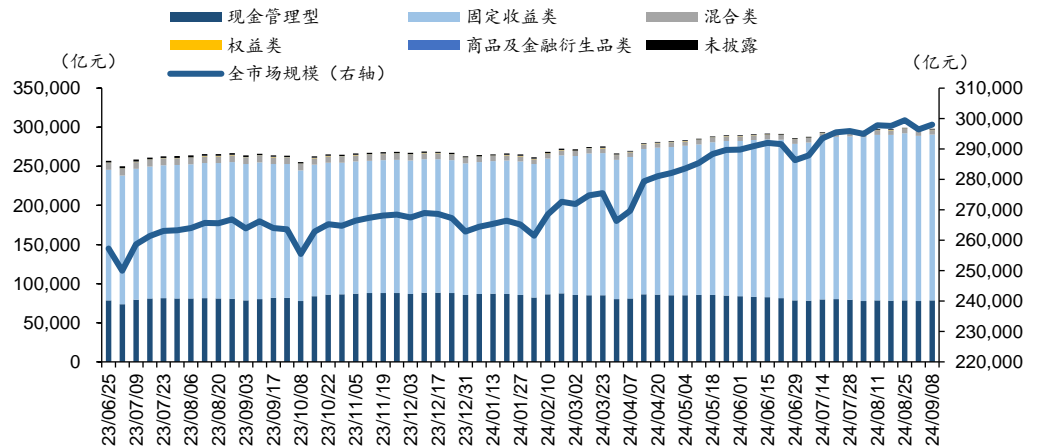
图表74：按行权期限计算，25年3月、4月债券到期量较大



注：数据统计截至2024年9月6日
资料来源：Wind，华泰研究

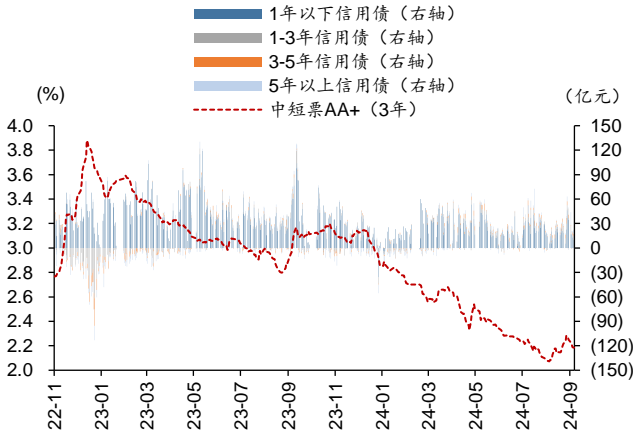
机构行为跟踪

图表75：全市场理财最新存续规模统计



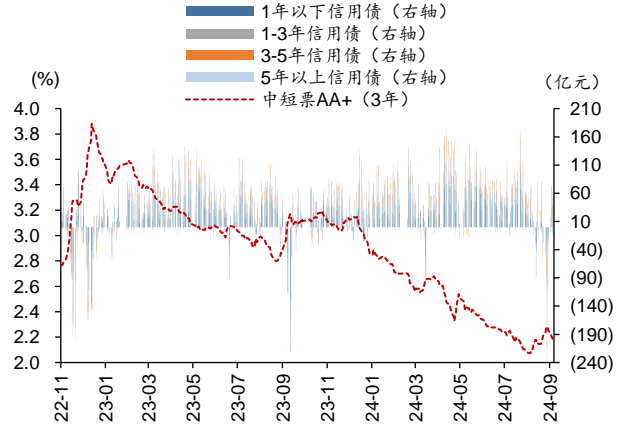
资料来源：Wind，华泰研究

图表76：22年11月以来理财信用债净增持情况（分期限）



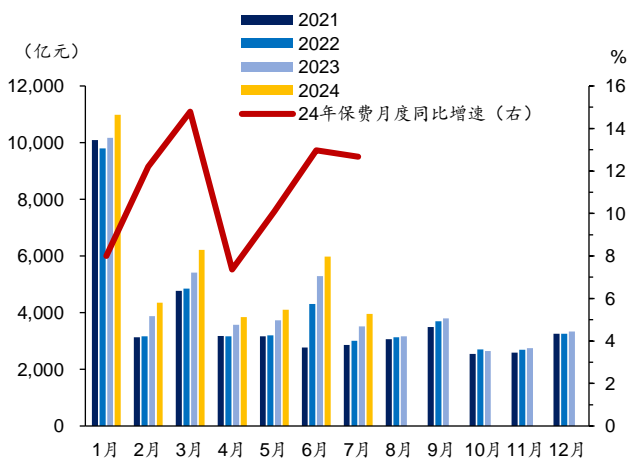
资料来源：Wind，CFETS，华泰研究

图表77：22年11月以来基金信用债净增持情况（分期限）



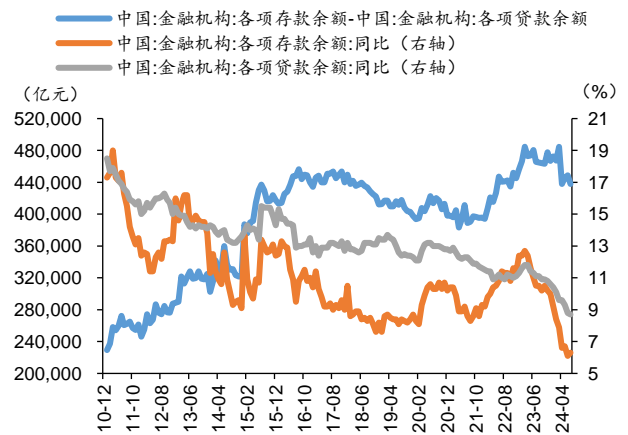
资料来源：Wind，CFETS，华泰研究

图表78：保费收入季节性比较



来源：Wind，华泰研究

图表79：金融机构存贷款余额情况



资料来源：Wind，华泰研究



风险提示

- 1) **利率债供给超预期**: 利率债供给时间、数量若超预期, 可能带来市场承接压力, 带来债市整体调整等。
- 2) **监管调控超预期**: 若监管调控力度超预期, 可能引发利率债调整, 带来信用债波动。
- 3) **机构赎回扰动**: 若利率扰动增加, 理财基金等防御式赎回或增加, 可能带来赎回负反馈加大信用债调整。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、文晨昕、朱沁宜、王晓宇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、文晨昕、朱沁宜、王晓宇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国国价证券指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司