

震荡市信用债坚持票息策略

华泰研究

2025年1月16日 | 中国内地

固定收益月报

核心观点

近日利率债走势转为震荡状态，信用债收益率仍处低位，息差保护不足，机构有配置需求但负债端不稳等对信用债进一步强势上行形成了制约。综合来看，预计后续信用债仍将以震荡态势为主，节后重点关注稳增长、宽财政等政策是否超预期。震荡市信用交易难做，以票息打底为主，挖掘具有绝对价值的板块和品种。城投债化债利好持续，27年6月之前到期的城投债可以进行下沉，流动性较好的城投债可适度拉长久期到3-5年。近期品种利差大多被动走阔，关注优质国企私募永续、中高等级ABS配置机会。负债端稳定的机构，可逢调整增配中高等级长久期信用债。

城投债：政策文件加码，震荡市两条线挖掘

2024年底出台多个化债政策文件，对于非标置换、退出重点省份、地方专项债自审自发等事务部署，体现了政策寻求债务化解、经济发展二者平衡的意图。复盘2024年12月以来走势，城投债收益率整体跟随利率下行，低等级2-5Y品种与中高等级4、10年表现较好。节前利率或延续窄幅震荡，需选择票息相对较厚的打底仓，低评级短久期品种安全垫仍然较高，流动性偏弱，震荡市中波动较小，此外经济强省长久期品种亦体现出一定抗跌性，建议可配置低等级3Y内、或高等级区域核心主体的长久期城投债作为底仓。

二永债：城农商行吃票息，高等级逢调整增配

跨年高二级二永债有所下行，但近期资金面收紧、监管对长债关注度提高，利率持续震荡，高等级二永债也陷入震荡阶段。历史经验来看，在利率持续窄幅震荡时，二永债往往表现不如利率，调整时波动较大，修复速度不及利率，交易难度较大。且目前二级资本债收益率大多低于同期同评级普通信用债，配置性价比一般，更建议负债端稳定机构逢调整适当增配。春节后继续关注宽财政政策落地情况、利率供给节奏、资金面变化等，再决定下一步操作。等级利差仍有一定空间，可继续挖掘优质城农商行机会。3年期TLAC非资本工具收益率高于二级资本债，具有一定比价优势。

产业债：以国企债品种挖掘为主，优质主体适当拉久期

近一个月产业债利差大多下行，目前产业债利差大多仍处于近五年历史30%以内低位水平，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，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，高景气龙头民企也可中短久期挖掘。对于负债端稳定的机构，可配置中高等级优质央企长久期债券。地产方面，当前处于传统淡季+政策真空期，地产基本面修复有待进一步数据验证。近期个别民企舆情较多，建议以1-3年高等级地产国企债配置为主，关注房企偿债进展和潜在风险溢出。

策略建议：降杠杆+拉久期，继续品种挖掘

债市收益率较低，中短久期信用债息差大多为负。目前资金面较紧，后续即使有降准呵护等，但央行稳汇率+遏制长端利率快速下行+后续利率债逐渐放量背景下，预计资金面以紧平衡为主，建议降低杠杆。春节前利率可能以低位震荡为主，信用继续票息策略，中高等级可适当拉长久期配置，负债端稳定机构可关注高等级10年长债机会。品种方面，12月以来ABS、产业私募永续等品种利差被动略有走阔，城投私募债利差先走阔后修复但仍有一定利差，可挖掘主流城投、中短久期地产国企及优质电力、交运等私募永续债机会。ABS可关注中高等级企业ABS、RMBS等机会。

风险提示：宽财政超预期、机构赎回扰动、退平台超预期。

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	仇文竹
SAC No. S0570521050002	qiuwenzhu@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
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：震荡市信用债坚持票息策略.....	4
城投债：政策文件加码，震荡市两条线挖掘机会.....	9
二永债：城农商行吃票息，高等级逢调整增配.....	14
其他板块：挖掘国企品种机会.....	17
地产债：政策真空+舆情扰动，关注偿债与数据验证.....	17
产业债：国企债品种挖掘为主，负债稳定机构适度拉久期.....	21
品种挖掘：继续中高等级产业、城投、ABS 吃票息.....	24
信用风险及一二级跟踪.....	25
机构行为跟踪.....	27
风险提示.....	28

图表目录

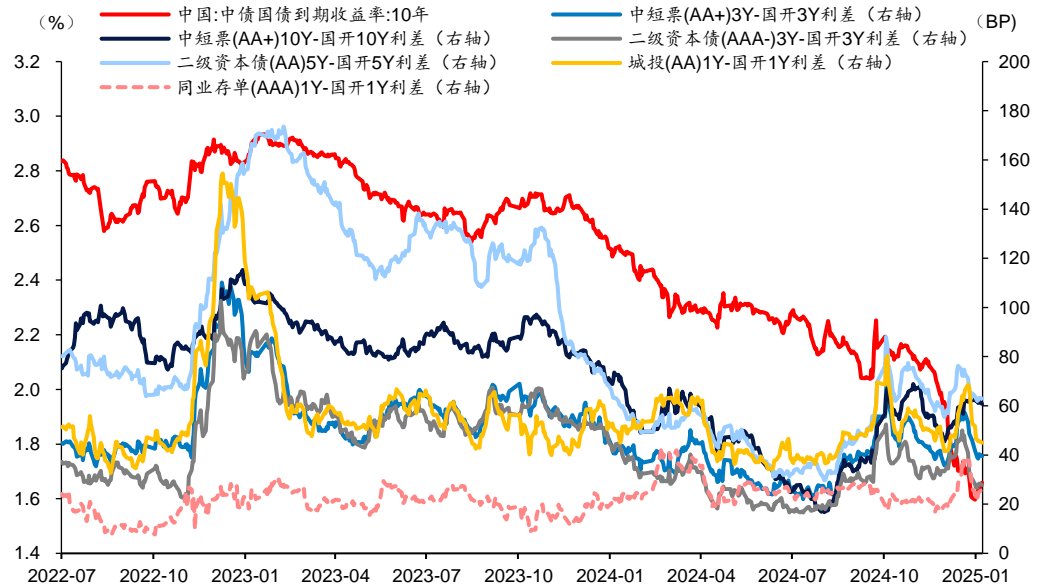
图表 1： 利率与信用利差走势.....	4
图表 2： 中债收益率曲线分评级历史分位情况（2015 年以来）.....	5
图表 3： 中债收益率利差分评级历史分位情况（2015 年以来）.....	5
图表 4： 信用债中债收益率及月环比变化.....	5
图表 5： 信用债中债利差及月环比变化.....	5
图表 6： 信用债净融资额情况.....	6
图表 9： 23 年以来信用债月度发行情况（分期限）.....	7
图表 10： 23 年以来信用债月度净融资情况（分期限）.....	7
图表 11： 23 年以来超长期信用债月度净融资情况（分类型）.....	8
图表 12： 10 年及以上信用债发行利率.....	8
图表 13： 超长信用债换手率变化.....	8
图表 14： 超长信用债换手率波动（分隐含评级）.....	8
图表 15： AAA 中短票期限利差.....	8
图表 16： 交易所终止审查城投债额度变化.....	9
图表 17： 2010-2024 年城投债净融资变化.....	9
图表 18： 城投平台有息债务的分类.....	10
图表 19： 各区域 2023 年隐债率、平台有息债务/GDP 测算.....	11
图表 20： 1 月 10 日各等级各期限城投债收益率（%）.....	12
图表 21： 各等级各期限城投债近一月收益率变化（bp）（12.10-1.10）.....	12
图表 22： 各等级各期限城投债近一月利差变化（bp）（12.10-1.10）.....	13
图表 23： 各区域近一月城投利差变化（bp）.....	13
图表 24： 银行二级资本债利差走势.....	14
图表 25： 银行永续债利差走势.....	14
图表 26： 银行二级资本债期限利差走势.....	14
图表 27： 银行永续债期限利差走势.....	14

图表 28: 投资者购买二永债情况	15
图表 29: 银行二级资本债等级利差走势	15
图表 30: 银行永续债等级利差走势	15
图表 31: 银行二永债到期数据	16
图表 37: 工行 3+1 年期 TLAC 利差走势	17
图表 38: 工行 5+1 年期 TLAC 利差走势	17
图表 39: 24 年 10 月以来部分城市土地储备工作会议内容	18
图表 40: 贝壳 50 城首套/二套房贷利率	18
图表 41: 部分重点城市房贷利率	18
图表 42: 30 城商品房成交面积 (7DMA)	19
图表 43: 26 城二手房成交面积 (7DMA)	19
图表 44: 2024 年 12 月 TOP50 房企销售额环比增长	19
图表 45: 2024 年 1-12 月 TOP50 房企销售累计降幅收窄	19
图表 46: 2024 年 12 月地产债净融资环比同比增长	20
图表 47: 2024 年 12 月地产债净融资以国企为主, 民企负值走扩	20
图表 48: 主要地产发债主体收益率与利差情况	20
图表 49: 万科境内债收益率	21
图表 50: 万科美元债价格走势	21
图表 51: 地产国企债利差中位数走势	21
图表 52: 2025 年 3 月为地产债近期到期高峰	21
图表 58: 近期违约信用债明细	25
图表 59: 国企、民企违约规模及违约率变化	25
图表 60: 国企、民企信用债发行额月度变化	25
图表 61: 国企、民企信用债净融资额月度变化	25
图表 62: 产业、城投未来月度到期规模 (含行权)	26
图表 63: 全市场理财最新存续规模统计	27
图表 64: 保险各类债券配置	27
图表 65: 22 年 11 月以来理财信用债净增持情况 (分期限)	27
图表 66: 22 年 11 月以来基金信用债净增持情况 (分期限)	27
图表 67: 保费收入季节性比较	27
图表 68: 金融机构存贷款余额情况	27
图表 69: 24 年中报理财配置信用债比例环比下降	28
图表 70: 24 年三季报债券基金配置信用债比例环比下降	28

信用策略：震荡市信用债坚持票息策略

近日，信用债的补涨行情落下帷幕，重新步入震荡走势。回顾去年12月，货币政策再次提及“适度宽松”，这使得市场降息预期持续攀升。在这样的背景下，利率债收益率大幅下降，信用利差也因此被动走扩。12月下旬，信用债开启补涨行情，其中二永债因流动性最佳，其收益率率先下行。然而，自上周起，一方面央行针对长端利率发声并约谈相关机构，另一方面，稳汇率需求、春节前取现潮以及税期的到来，多重因素交织，致使资金面趋于紧张。受此影响，利率走势转为震荡，信用债也随之进入震荡行情。

图表1：利率与信用利差走势



注：统计数据截至2025年1月13日

资料来源：Wind，华泰研究

利率债走势转为震荡状态，信用债收益率仍处低位，息差保护不足，这对信用债进一步强势上行形成了制约。综合来看，预计后续信用债仍将以震荡态势为主。具体来看：

第一，节前利率债处于低位震荡状态，既没有足够动力向下突破关键点位，也很难出现大幅波动。一方面，利率下行面临着不少制约因素。近期，货币政策预期发生重估，主要是因为央行再度提及“资金空转”情况，并且坚定地维持汇率稳定，同时美联储降息预期降低。不仅如此，央行在近期公布了首批债市违规处罚名单，还暂停了公开市场国债买入操作，这些动作都表明央行不希望长端利率下降速度过快。

然而，从另一方面，春节之前，债市仍处于基本面与国内政策的真空期，关税政策尚未确定，这导致利率也不太可能出现大幅度的波动。综合考虑这些因素，预计在短期内，利率债会继续保持当前的低位震荡格局。

第二，当前资金面呈现偏紧格局，在低票息环境下，中短久期信用债普遍出现“负carry”。

近日，受税期以及春节前取现需求增加，同时央行防控资金空转、稳定汇率等意图的多重影响，资金面明显趋紧。虽然随着税期结束，后续资金面可能会稍有缓解，但大概率仍将维持紧平衡状态，资金利率中枢也会高于政策利率。

目前，信用债利差处于2024年以来的中等水平，然而其收益率大多已创下2024年以来的新低。因为绝对价格过低，再加上资金成本较高，中短久期信用债大多陷入了“负carry”的困境。在carry收益不足的情况下，只能尝试通过资本利得增厚收益。不过，随着利率债持续震荡，信用债抗跌性不足、流动性偏弱的缺点逐渐暴露，这在一定程度上抑制了机构投资者投资者的买入积极性。

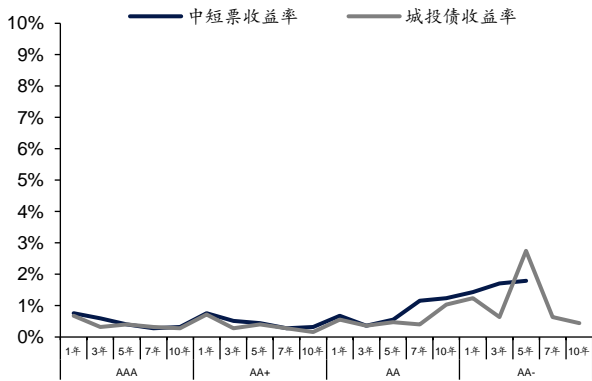
第三，就机构行为而言，尽管机构对信用债存在配置需求，但由于机构负债端的不稳定以及对负 carry 的顾虑，短期内信用债配置增量较为有限。具体如下：

1) 理财方面：春节期间居民存在一定的取现需求，致使 12 月跨年后理财规模未能明显修复。并且，理财预期收益率依旧较高，这使得其对信用债配置的绝对收益率水平存在要求，进而影响了对信用债的配置规模。

2) 基金方面：基金的负债端仍不稳定，尤其是利率长债在受到监管扰动时，会面临一定的赎回压力，因此对流动性管理的要求较高。不过，信用债 ETF 是一个增量，但目前规模较小。2025 年 1 月 3 日，8 家公募机构先后发布公告，自 2025 年 1 月 7 日起，旗下的信用债 ETF 基金将开始发行，计划募集上限均为 30 亿元人民币。预计募集完成后，8 只信用类 ETF 总计将带来约 240 亿元的增量资金，且募集完成后最快可能在 10 个交易日后上市。

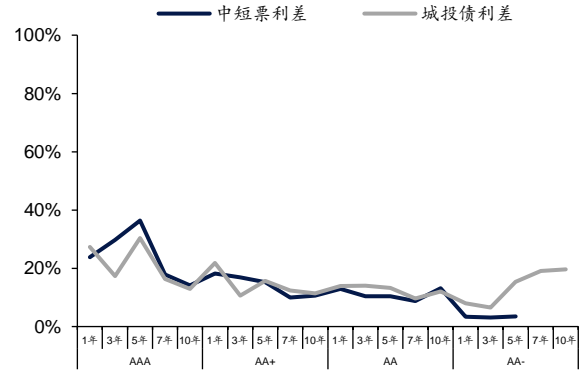
3) 保险方面：债券收益率的持续下行，加大了保险利差损的压力，因此保险调低负债端成本已是必然趋势。在保险费率下调尚未落地之前，保费可能会再次出现高增长，从而带来配置需求。而且，保险费率下调将在一定程度上提升信用债的配置性价比。特别是对于那些免所得税考核的部分保险而言，其中高等级长久期信用债仍有配置需求。

图表2：中债收益率曲线分评级历史分位情况（2015 年以来）



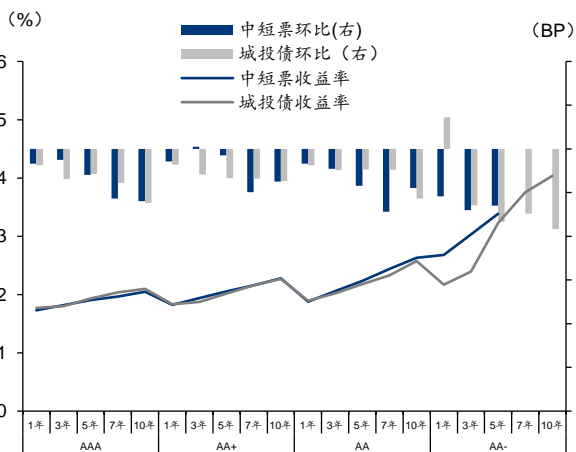
注：数据截止日期 2025 年 1 月 13 日，右同
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：中债收益率利差分评级历史分位情况（2015 年以来）



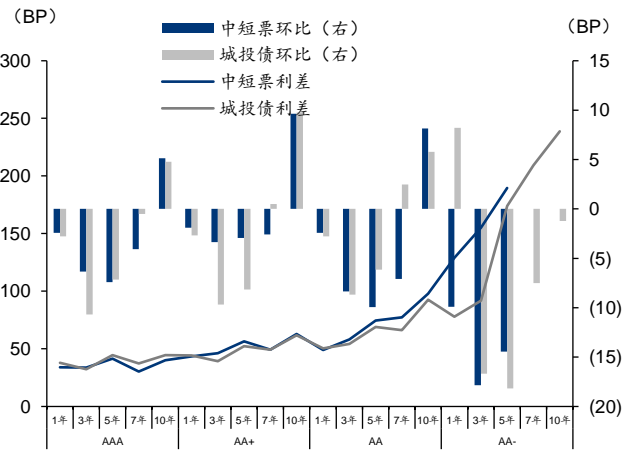
资料来源：Wind，华泰研究

图表4：信用债中债收益率及月环比变化



注：数据截止日期 2025 年 1 月 13 日，环比对比 2024 年 12 月 13 日，右同
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：信用债中债利差及月环比变化



资料来源：Wind，华泰研究

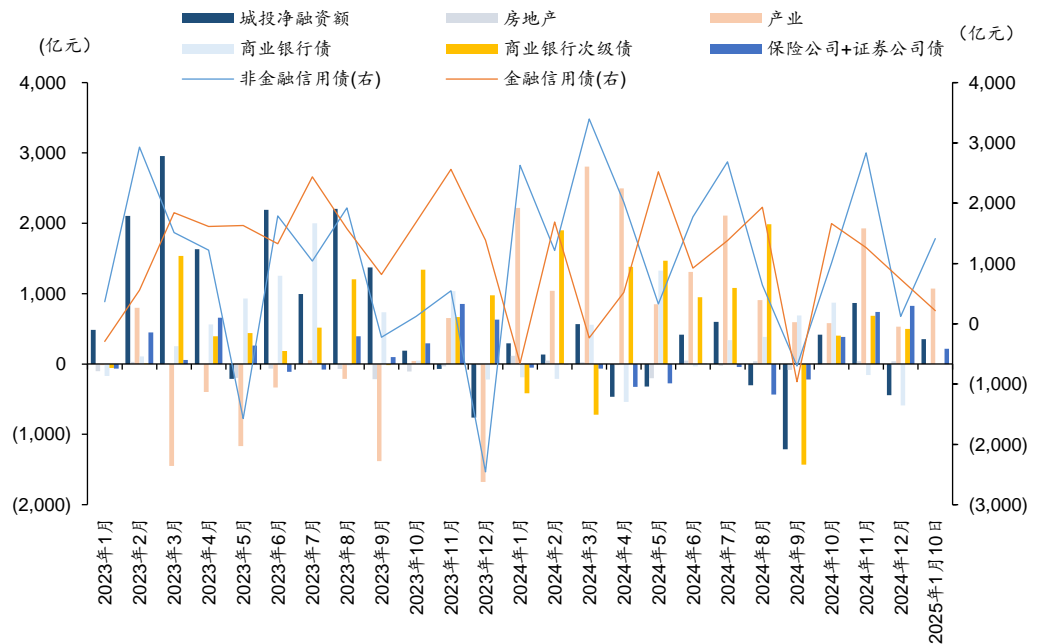
那么，何时需要关注信用债的调整呢？我们认为，真正的市场波动预计要等到节后。接下来重点关注几个可能引发债市波动的关键时间点：

其一，1月20日特朗普上任后，将进入政策发布的敏感期。倘若美国对华关税能够迅速落地，我国为应对这一情况而采取稳增长政策，这有可能对债市造成冲击。此外，特朗普上任或许会使国内稳汇率压力增大，进而影响资金面以及央行的货币宽松进程。

其二，2月将发布信贷开门红数据。当前市场对这一数据的期待并不高，然而一旦数据超预期，可能引发一定程度的市场扰动。

其三，3月两会期间的财政政策也备受瞩目。若财政政策的规模超出市场预期，有可能导致债市出现较大幅度的调整，甚至引发机构赎回和信用抛售的情况。

图表6：信用债净融资额情况



注：数据统计截止 2025 年 1 月 10 日

资料来源：Wind，华泰研究

综上，利率震荡市+信用配置力量不稳，信用交易难做，震荡市以票息打底为主，挖掘具有绝对价值的板块和品种。

信用继续票息打底，低等级中短久期+高等级中长久期两条线挖掘。绝对价格来看，目前较多信用债收益率已经低于2%，要寻求2%以上且信用风险相对可控的信用债可挖掘27年6月之前到期的中低等级城投债。AA+及以上隐含评级10年期、AA隐含评级5年期信用债收益率在2.1-2.3%附近，可选择流动性较好的城投和基本面稳健的产业国企拉久期。发达区域城农商行、中短久期央国企地产债也可适度配置。

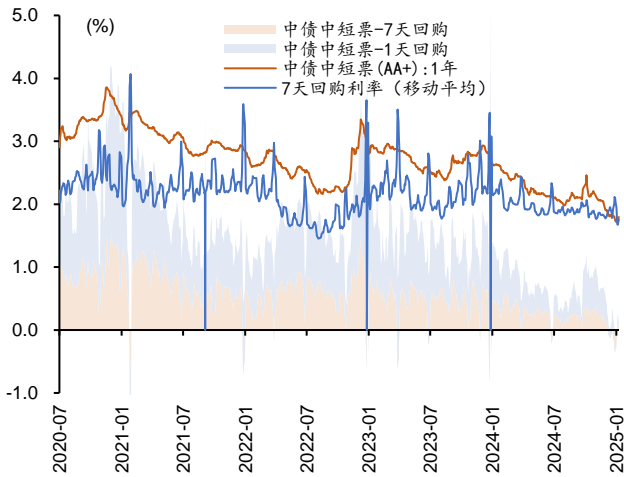
品种选择：12月以来ABS、产业私募永续等品种利差被动略有走阔，城投私募债利差先走阔后修复但仍有一定利差，可挖掘主流城投、中短久期地产国企及优质电力、交运等私募永续债机会。ABS可关注中高等级企业ABS、RMBS等机会。高等级二永债利率波动放大器特征持续，在利率窄幅震荡时，表现往往不如利率债、且交易难度较大，负债端稳定机构可逢调整及时增配。

杠杆：债市收益率较低，中短久期信用债息差大多为负。目前资金面较紧，后续即使有降准呵护等，但央行稳汇率+遏制长端利率快速下行+后续利率债逐渐放量背景下，预计资金面以紧平衡为主，建议降低杠杆。

久期：近期受利率调整，信用债期限利差略有上行。春节前利率可能以低位震荡为主，信用债虽然也有流动性扰动但大幅调整概率目前看较低，中高等级可适当拉长久期配置。中低等级期限利差留有更多的安全垫。

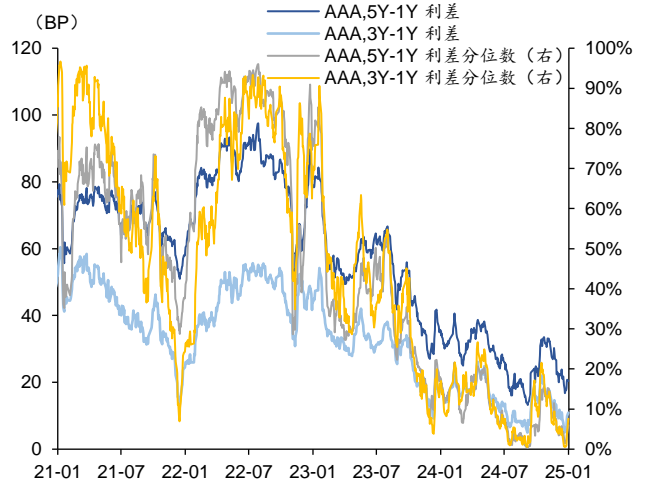
关于关注度较高的超长久期信用债，负债端稳定机构可逢调整增配高等级长债，低等级仍需谨慎。目前长久期信用债收益率已处于低位，即使是AA+隐含评级10年的信用债收益率大多也仅有2.2-2.3%，抗跌安全垫较薄，虽然短期大幅调整概率不大，但也需要注意收益率低位下机构不稳定性增加，更建议负债端稳定机构逢调整及时增配中高等级超长债。低等级仍谨慎，一方面是收益率较低安全垫薄，市场调整时估值波动压力较大、修复较慢，另一方面信用风险也较大。

图表7：近一个月息差较窄，甚至为负



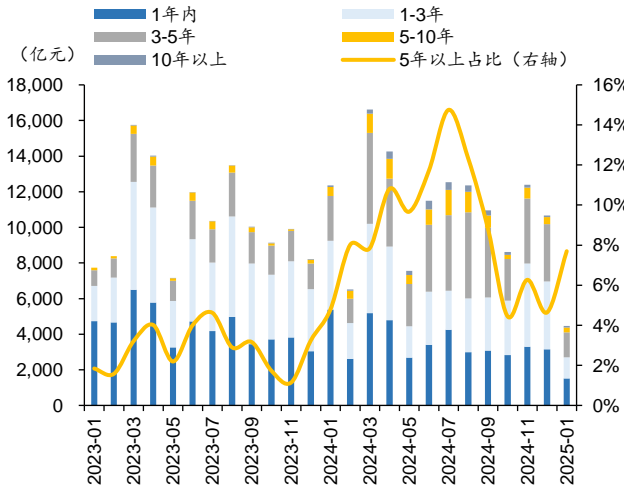
注：统计数据截至2025年1月13日
资料来源：Wind，华泰研究

图表8：1月以来期限利差逐步走阔



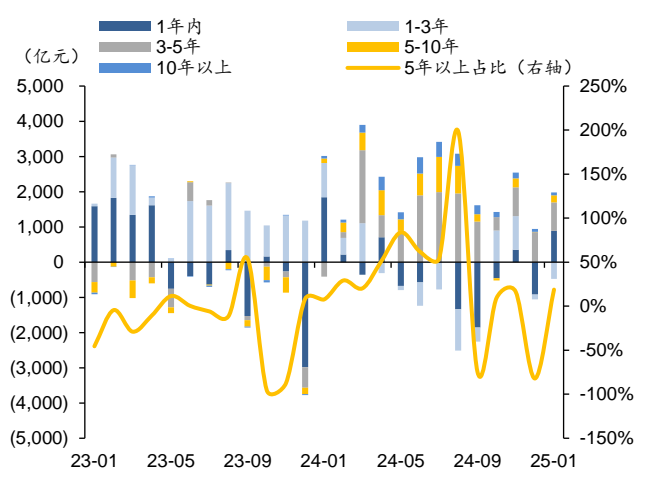
注：统计数据截至2025年1月13日
资料来源：Wind，华泰研究

图表9：23年以来信用债月度发行情况（分期限）



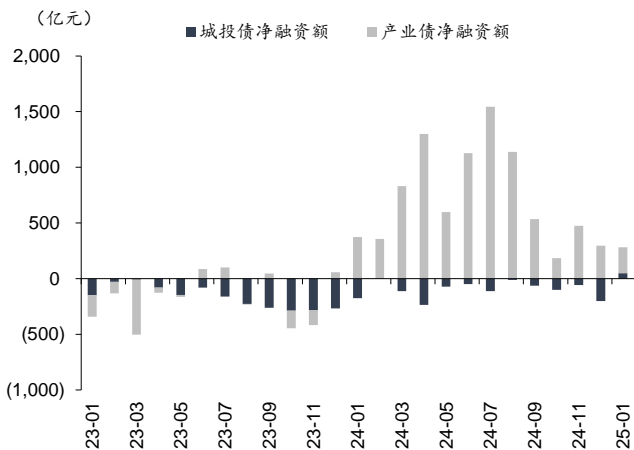
注：统计数据截至2025年1月13日
资料来源：Wind，华泰研究

图表10：23年以来信用债月度净融资情况（分期限）



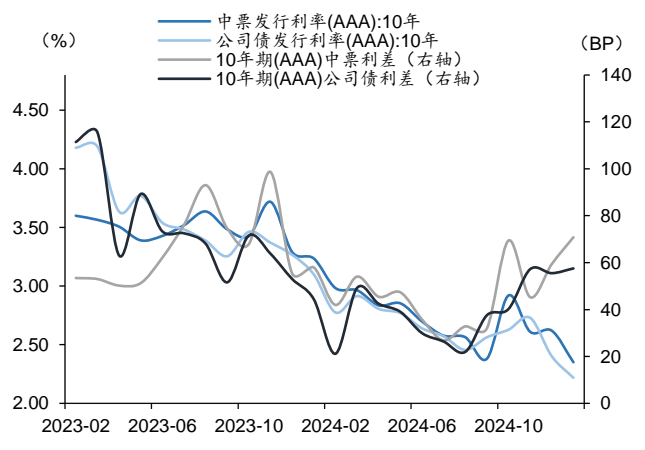
注：统计数据截至2025年1月13日
资料来源：Wind，华泰研究

图表11: 23年以来超长期信用债月度净融资情况(分类型)



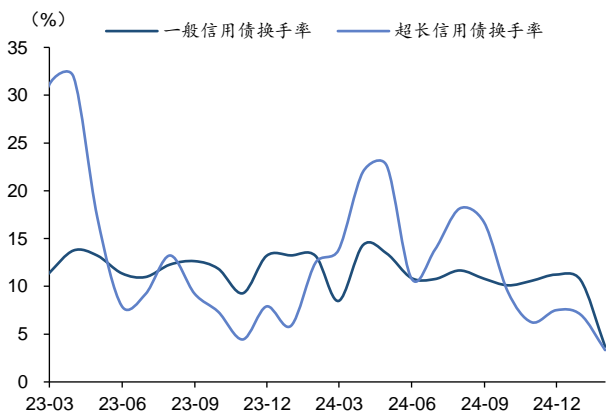
注: 统计数据截至2025年1月13日, 统计发行期限5年以上的信用债
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 10年及以上信用债发行利率



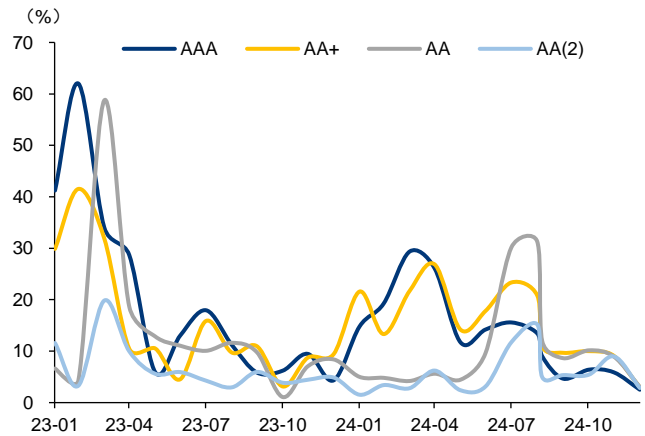
注: 统计数据截至2025年1月13日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 超长信用债换手率变化



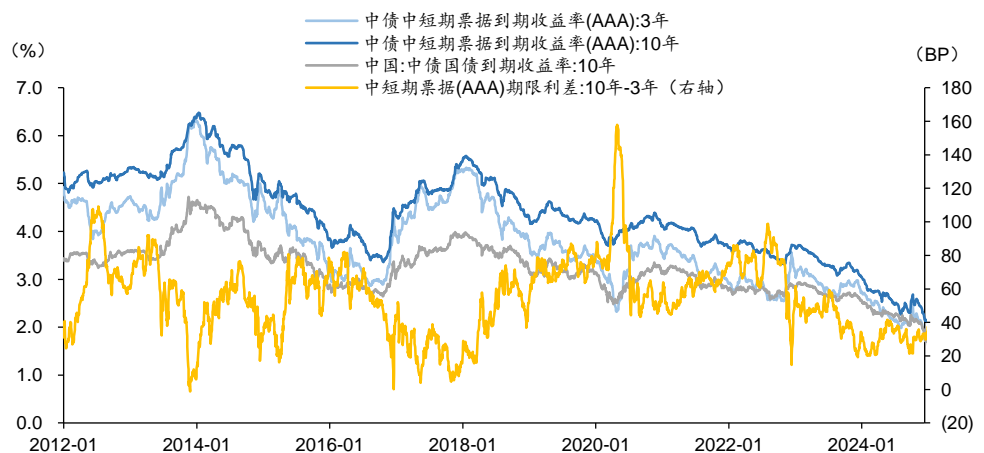
注: 统计数据截至2025年1月13日, 其中超长信用债统计口径为23年以来发行的期限为5年以上信用债, 剔除私募债和定向工具
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 超长信用债换手率波动(分隐含评级)



注: 统计数据截至2025年1月13日, 其中AAA等级包括AAA+, AAA, AAA-, 剔除私募债和定向工具
资料来源: Wind, 华泰研究

图表15: AAA中短票期限利差

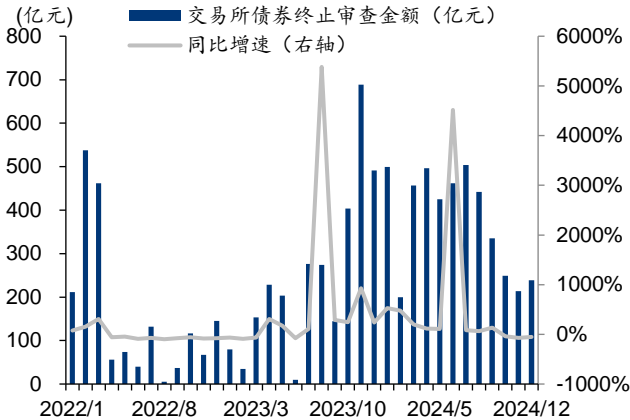


注: 统计数据截至2025年1月13日
资料来源: Wind, 华泰研究

城投债：政策文件加码，震荡市两条线挖掘机会

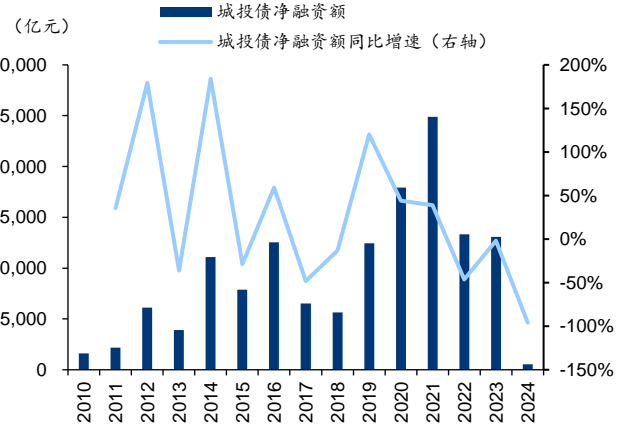
2024 年全年城投债净融资仅 542 亿元，同比大幅下降 96%，化债周期下城投债处于存量时代。2024 年 12 月，监管端对于城投债产品依然保持严格的审批要求，交易所终止审查城投债额度环比持续上升。2024 年 12 月，城投债共计发行 4619 亿元，净偿还 445 亿元，净融资相比上月由正转负。2024 年全年，城投债共计发行 5.95 万亿元，净融资仅 542 亿元，同比大幅下降 96%。

图表16：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17：2010-2024 年城投债净融资变化



资料来源：Wind，华泰研究

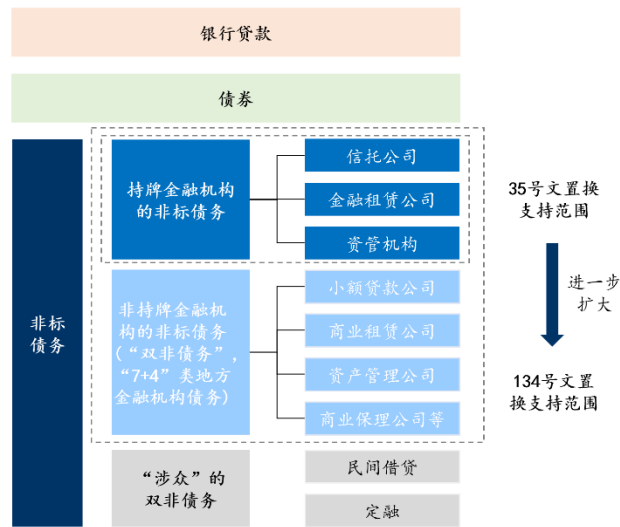
政策面：兼顾地方化债与发展，化债相关政策文件再加码

2024 年底出台加码多个化债政策文件，对于非标置换、退出重点省份、地方专项债自审自发等事务进行相关部署，体现了政策寻求债务化解、经济发展二者平衡的意图。

(1) 2024 年 12 月，银发〔2024〕226 号文出台（即《中国人民银行金融监管总局中关于严肃化债纪律做好金融支持融资平台债务风险化解的通知》），内容主要强调：1) 持牌非标、双非类（即非持牌机构发行的非标产品）债务的置换，2) 整治化债风险、严肃化债纪律，3) 退平台等相关事宜，整体延续了 35 号文、134 号文的精神。

此前，35 号文、134 号文分别强调了对于持牌非标债务、双非债务的置换，但在实际落地中，金融机构通常会对地区信用资质是否良好、抵押物是否充足等进行评估，并由此决定是否进行置换。因此，目前持牌非标与双非债务的置换在地区间有所分化，与地区金融资源丰富度、地方政府支持与协调力度有较大关系。

226 号文的下发或有望加速非标债务的置换，但文件对金融机构置换时的评估体系与严格程度并无明显放开，因此具体落地情况仍待观察。如果置换进度有所加速，目前债务压力较大的平台融资结构将有所优化，融资成本有望进一步压降，地区资金压力得到缓释，城投债安全垫更强。但同时，高收益城投债资产预计进一步收缩，信用债高收益资产荒加剧。

图表18：城投平台有息债务的分类


资料来源：华泰研究

(2) 2024年12月，国办99号文出台，对于区域退出化债重点省份的标准进行明确，具体包括：

- 1) 隐性债务率（地方政府隐性债务余额/地方综合财力）应不高于除北京、上海、广东外16个非重点省份中隐性债务率较高的8个省份的平均值；
- 2) 本地区金融债务/GDP 低于10%；
- 3) 退平台进度：如区域于2025年1季度申请退出时，则最近一个月底融资平台数量较2023年3月底累计压降不低于40%；2025年底、2026年底融资平台数量分别较2023年3月底累计压降不低于75%、90%；2027年6月底前实现融资平台全部退出。
- 4) 评估具备化债能力，不再适用重点省份相关化债政策支持后，确保有能力防范化解地方债务风险。

在区域退出重点省份后，区域不再受47号文对重点省份的项目投资约束，名单外平台亦不再适用35、47、14、134号文相关政策，但名单内的平台债务仍可按规定适用政策支持。金融机构可向融资平台提供新增融资，不再适用融资平台融资审批权限上收至总行等政策要求。

我们根据2万亿置换隐债专项债*3+8000亿特殊新增专项债*5的分配比例测算出2023年底各省的隐性债务余额，计算全国各区域的2023年末隐债规模/综合财力、平台有息债务/GDP两大指标：

(1) 隐债率方面：我们测算得到，除北京、上海、广东外16个非重点省份中隐性债务率较高的8个省份隐债率（包含棚改）平均值为62%，而重点省份中天津、贵州、甘肃、云南高于该值，重庆、辽宁、黑龙江等省符合该指标。

(2) 平台有息债务/GDP：99号文提到的“平台金融债务”大概率为35号文融资平台名单内的部分有息债务，由于该数据涉密、可得性较差，故我们用平台有息债务进行替代，重点省份中仅辽宁、青海、内蒙古、宁夏四省达到标准。但该列数据仅能提供部分参考价值，我们认为该项指标应随着区域退出融资平台名单的进展动态变化，退出名单后大概率其金融债务将不被算入分子，故该指标的完成度与退平台进度基本一致。

图19：各区域 2023 年隐债率、平台有息债务/GDP 测算

地区	省份类型	隐债测算					指标①：隐性债务率测算			指标②：平台金融债务/GDP测算		
		置换专项债 (亿元)	特殊新增专项债 (亿元)	2024年用于化解隐债的规模 (亿元)	去除棚改的隐债规模测算 (亿元)	包含棚改的隐债测算 (亿元)	综合财力 (2023, 亿元)	去除棚改的隐债率	包含棚改的隐债率	2023年末发债城投平台有息债务 (亿元)	GDP (2023, 亿元)	有息债务/GDP
广东	非重点省份	-	-	-	-	-	24,645	-	-	18,363	135,673	14%
上海	非重点省份	-	-	-	-	-	14,735	-	-	9,451	47,219	20%
天津	重点省份	771	188	3,253	3,851	4,478	4,465	86%	100%	12,271	16,737	73%
贵州	重点省份	1,176	403	5,543	6,563	7,630	8,904	74%	86%	14,193	20,913	68%
西藏	非重点省份	137	351	2,166	2,564	2,981	3,868	66%	77%	665	2,393	28%
新疆	非重点省份	216	669	3,994	4,728	5,497	7,728	61%	71%	6,186	19,126	32%
甘肃	重点省份	443	183	2,244	2,657	3,089	4,515	59%	68%	6,163	11,864	52%
湖南	非重点省份	1,288	463	6,179	7,316	8,505	13,078	56%	65%	24,062	50,013	48%
云南	重点省份	878	234	3,804	4,504	5,236	8,245	55%	64%	15,670	30,021	52%
湖北	非重点省份	982	502	6,460	7,510	8,510	12,256	53%	61%	26,343	55,804	47%
江苏	非重点省份	2,511	800	11,533	13,655	15,875	27,473	50%	58%	90,492	128,222	71%
陕西	非重点省份	564	501	4,197	4,969	5,777	10,200	49%	57%	17,176	33,786	51%
河南	非重点省份	1,227	520	6,281	7,436	8,646	15,485	48%	56%	22,616	59,132	38%
重庆	重点省份	754	209	3,307	3,915	4,552	8,285	47%	55%	19,012	30,146	63%
辽宁	重点省份	771	223	3,428	4,059	4,719	8,613	47%	55%	1,451	30,209	5%
安徽	非重点省份	980	391	4,895	5,795	6,738	12,332	47%	55%	19,649	47,051	42%
黑龙江	重点省份	484	126	2,082	2,465	2,866	5,559	44%	52%	1,814	15,884	11%
江西	非重点省份	551	337	3,338	3,952	4,595	9,376	42%	49%	18,062	32,200	56%
山西	非重点省份	385	215	2,230	2,640	3,070	6,692	39%	46%	3,804	25,698	15%
四川	非重点省份	1,148	615	6,519	7,718	8,973	19,581	39%	46%	53,236	60,133	89%
山东	非重点省份	1,255	486	6,195	7,335	8,527	20,109	36%	42%	45,998	92,069	50%
福建	非重点省份	502	262	2,816	3,334	3,876	9,893	34%	39%	16,693	54,355	31%
广西	重点省份	515	137	2,230	2,640	3,070	7,862	34%	39%	24,140	27,202	89%
宁夏	重点省份	138	30	564	668	776	2,054	33%	38%	532	5,315	10%
吉林	重点省份	385	108	1,695	2,007	2,333	6,369	32%	37%	2,502	13,531	18%
内蒙古	重点省份	572	127	2,349	2,781	3,234	9,168	30%	35%	2,541	24,627	10%
浙江	非重点省份	814	378	4,332	5,129	5,963	22,701	23%	26%	73,139	82,553	89%
河北	非重点省份	281	209	1,888	2,235	2,599	10,097	22%	26%	9,165	43,944	21%
青海	重点省份	73	32	379	449	522	2,686	17%	19%	299	3,799	8%
海南	非重点省份	152	79	851	1,008	1,171	6,301	16%	19%	162	7,551	2%
北京	非重点省份	47	-	141	167	194	10,580	2%	2%	11,840	43,761	27%
总计		20,000	8,778	103,889	123,000	143,000	333,854	37%	43%	567,689	1,250,932	45%

注：综合财力的算法：综合财力=一般公共预算财力+政府性基金财力，其中一般公共预算财力=全省一般公共预算收入+中央预算补助收入（包括返还、转型支付、上级补助等）+上年结余+调入资金+调入预算稳定调节基金-上解中央支出-调出资金，政府性基金财力=全省政府性基金收入+中央预算补助收入+上年结余+调入资金-上解中央支出-调出资金

资料来源：Wind，华泰研究测算

综合来看，99号文与150号文均对于本轮化债的退出路径进行了细化，150号文针对退出融资平台名单给出了详细的退出机制，而99号文针对退出重点省份提供了明确的退出标准。从出台动机来看，一方面，两份文件体现了政策制度在平衡地区债务化债与经济发展方面的意图，另一方面，也为地方政府提供了清晰的操作路径。

退出重点省份对于区域有何影响？我们认为利弊兼具：

好处是：（1）投资端政策放宽，为区域经济增长注入活力。以重庆为例，作为西部大开发的重要战略支点，重庆一直积极筹备并持续申请退出重点省份，如能申请成功，则其在基础设施建设、产业投资等领域的项目开展将更为顺利，对拉动区域经济、以及带动全国增长具有积极意义。

（2）过往受限于重点化债省份的金融机构可对区域平台新增融资，审批权限有所放宽，在流贷端预计会有一定放松，有助于缓解区域平台的资金压力。

弊端是：（1）退出重点省份可能会在一定程度上削弱区域的信用背书，从而影响融资通畅度。例如，在银行、保险等融资方面，或也有部分机构出于信用风险角度，考虑减少对该区域的融资支持。

（2）退出重点省份后，区域信用或被重新评估，可能引发区域城投债在市场上的走势分化。如果出现资质较弱的省份退出重点化债省份，市场可能会重新评估其信用情况。考虑到区域退出重点省份涉及债券范围较广，或引发区域城投债受到影响，在债市出现调整时可能分化更加明显。

综合来看，退重点省份有利于释放化债取得重大进展区域的活力，但考虑到退出重点省份标准较高、可能有损融资通畅度，大部分债务压力仍较大的省份退出重点省份意愿一般，该政策短期对经济、债市影响有限，长期关注退重点省份进展。

(3) 2024年12月25日，国务院办公厅发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，提出选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的十一个地区开展专项债券项目“自审自发”试点，对专项债资金投向领域实行“正面清单”、“负面清单”管理，地区包含11个地区：北京、上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东、湖南、广东、四川、河北雄安新区。

本次审核权下放是专项债监管领域里较为罕见的调整，释放出鲜明的政策信号，即激发地方政府投资建设项目的积极性、带动区域经济发展、承担经济增长重任。本次专项债审核权下放有利于提升专项债项目推进速度、压缩项目审批流转时间，从而促进项目更快落地见效。

但同时，从地方政府层面进行考量，由于此次首次下放专项债审核权力，地方政府“责任更大”，亦有可能对项目审核采取更为审慎的态度。地方政府的担当意识、投资意愿等对区域自审自发进度有较大影响，不同区域间预计存在一定分化。部分债务率偏高、财力增长压力较大、相对保守的地区可能对项目审核更加谨慎，而部分投资意愿较强的地区或积极适应新的审核机制，充分利用自审自发权力，拉动经济增长。

二级市场：收益率大多下行，信用利差分化

近一个月城投债收益率整体呈下行趋势，但由于长端利率债走势更强，长端城投债利差被动上行。截至2025年1月10日，从近一月收益率及利差变化来看，置换专项债全面落地的背景下，城投债风险进一步缓释，叠加12月利率“抢跑”降息预期，城投债收益率呈下行趋势，其中低等级和高等级、长久期表现最好。AA-等级2-10Y品种收益率下行均超20BP；AAA等级10Y品种收益率下行19BP。不过由于长端利率下行较多，长久期利差有所走阔。近一周利率扰动增加，高等级城投债跟随调整，低等级流动性较弱、利差有所压降。

图表20：1月10日各等级各期限城投债收益率(%)

隐含评级	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	1.69	1.71	1.76	1.78	1.84	1.91	2.02	2.09
AA+	1.76	1.77	1.82	1.85	1.91	1.98	2.13	2.27
AA	1.82	1.84	1.91	1.99	2.07	2.14	2.31	2.57
AA(2)	1.89	1.93	2.02	2.14	2.26	2.31	2.86	3.11
AA-	2.04	2.15	2.24	2.38	2.82	3.21	3.76	4.05

资料来源：Wind，华泰研究

图表21：各等级各期限城投债近一月收益率变化(bp)(12.10-1.10)

隐含评级	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	-9	-10	-11	-13	-15	-13	-14	-19
AA+	-9	-10	-11	-12	-14	-13	-12	-11
AA	-9	-10	-10	-10	-11	-10	-9	-15
AA(2)	-9	-9	-7	-7	-10	-12	-8	-17
AA-	-4	3	-22	-23	-26	-22	-20	-25

资料来源：Wind，华泰研究

图表22：各等级各期限城投债近一月利差变化（bp）（12.10-1.10）

隐含评级	6M	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	3	4	-1	-4	-5	-2	5	7
AA+	3	4	-1	-3	-4	-2	7	15
AA	3	4	0	-1	-1	1	10	11
AA（2）	3	5	3	2	0	-1	11	9
AA-	8	17	-12	-14	-16	-11	-1	1

资料来源：Wind，华泰研究

区域方面，各省份主体信用利差多数被动小幅抬升，部分流动性较差的弱省份利差依然下行。截至2025年1月10日，近一月多数省份城投债信用利差中位数被动抬升，其中贵州、辽宁利差回调超10BP，部分流动性较差的弱省份（如青海、云南）利差出现下行。经济基本面较好的省份利差上行幅度相对较小，如北京、上海、广东、福建、浙江城投债利差中位数上行幅度均在3BP以内。

图表23：各区域近一月城投利差变化（bp）

省份	20250110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
青海	193	-29	-173	-814	67%
贵州	182	23	-245	-583	28%
云南	110	-3	-33	-501	22%
陕西	94	3	6	-165	14%
辽宁	92	13	-50	-364	5%
天津	76	6	-6	-357	16%
广西	72	4	-32	-189	8%
吉林	68	6	-35	-348	5%
西藏	66	6	3	-105	42%
河南	66	7	-11	-177	7%
宁夏	65	8	-30	-84	11%
黑龙江	64	1	-94	-347	1%
新疆	61	6	-6	-148	6%
山西	61	4	-5	-127	7%
河北	60	5	-7	-115	7%
重庆	59	5	-14	-155	6%
山东	58	5	-15	-111	6%
海南	57	3	-75	-184	6%
甘肃	57	5	-20	-260	9%
湖南	56	7	-16	-148	5%
内蒙古	54	5	-16	-169	4%
湖北	54	4	-14	-114	7%
江西	54	6	-13	-123	5%
安徽	53	5	-10	-120	5%
江苏	49	5	-11	-98	5%
四川	45	4	-11	-94	4%
浙江	45	3	-11	-85	5%
福建	43	3	-9	-68	5%
北京	39	2	-5	-31	8%
广东	38	3	-3	-24	9%
上海	37	2	-6	-29	7%

注：利差分位数为2015年至今

资料来源：Wind，华泰研究

投资策略：震荡市更需“高”票息打底

短期内，债市面临监管态度、资金面等多方面因素扰动，利率低位震荡，建议可配置低等级3Y内、或高等级区域核心主体的长久期城投债作为底仓。

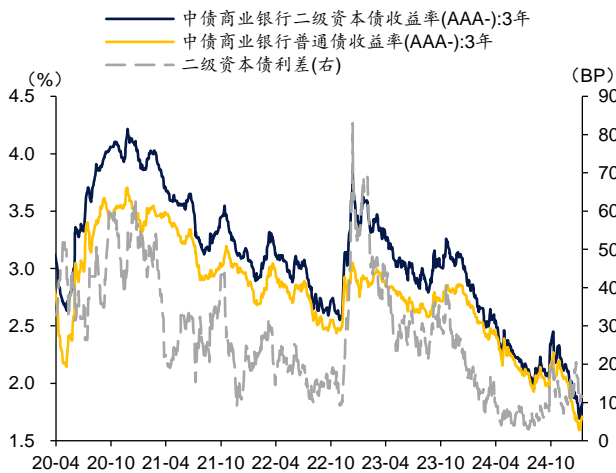
226号文加码持续支持化债，中短久期城投债安全垫依然较高，结合机构负债端及风控端针对低评级短久期品种下沉。化债政策推进，低评级短久期品种安全垫依然较高，在震荡市中受流动性偏弱影响，亦体现出一定抗跌性。对于部分区域绝对高票息核心主体，建议参与中短端机会。

针对部分经济大省核心平台，适度拉长久期，兼顾基本面资质审慎配置。结合退名单时间节点，区域内尚未退名单主体久期可拉至 27 年 6 月，如考虑到 134 号文提到的“设置 1 年观察期”，则可继续拉长 1 年久期。此外，对于转型后资源禀赋占优区域如江浙省份，区域市场化资源充足、个券流动性较好，亦可适当拉长久期。但对于弱资质地区、计划退平台的主体尤需谨慎，后续或面临一定分化可能。

二永债：城农商行吃票息，高等级逢调整增配

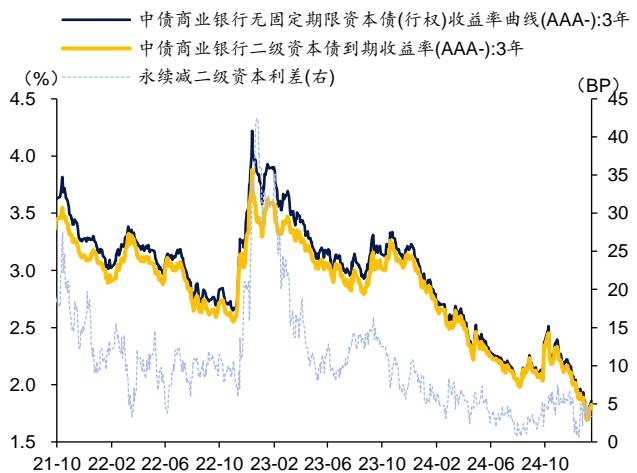
高等级二永债利率波动放大器特征持续，利率震荡期间逢调整增配。跨年高等级二永债有所下行，但近期资金面收紧、监管对长债关注度提高，利率持续震荡，高等级二永债也陷入震荡阶段。历史经验来看，在利率持续窄幅震荡时，二永债往往表现不如利率，调整时波动较大，修复速度不及利率，交易难度较大，不过一旦利率震荡后再次进入下行通道，高等级二永债补涨领先、幅度更大。往后看，基本面趋势仍未逆转，但监管扰动+资金面扰动仍存，且目前二级资本债收益率大多低于同期限同评级普通信用债，配置性价比一般，更建议负债端稳定机构逢调整适当增配。春节后继续关注宽财政政策落地情况、利率供给节奏、资金面变化等，可结合利率变动方向及扰动因素再决定下一步操作。

图表24：银行二级资本债利差走势



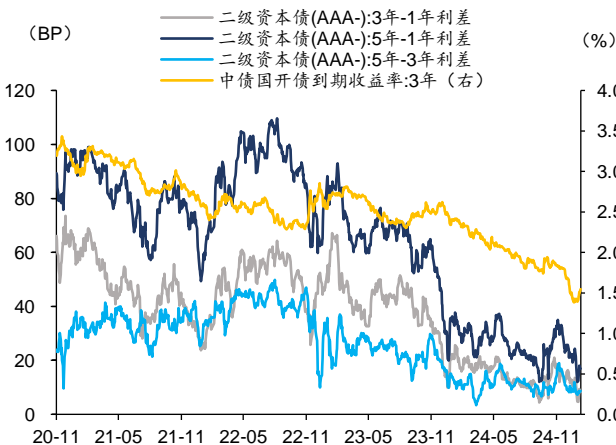
注：统计数据截至 2025 年 1 月 13 日
资料来源：Wind，华泰研究

图表25：银行永续债利差走势



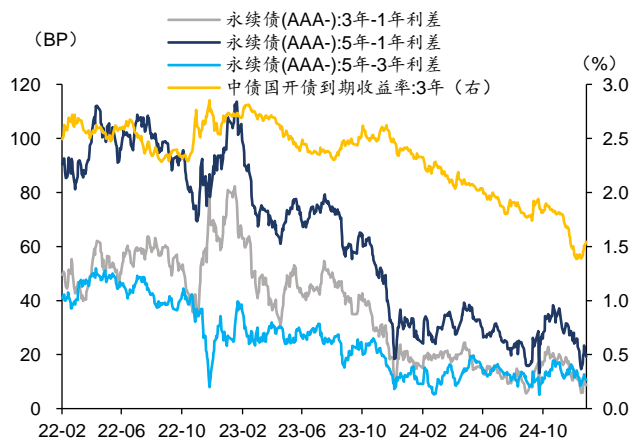
注：统计数据截至 2025 年 1 月 13 日
资料来源：Wind，华泰研究

图表26：银行二级资本债期限利差走势



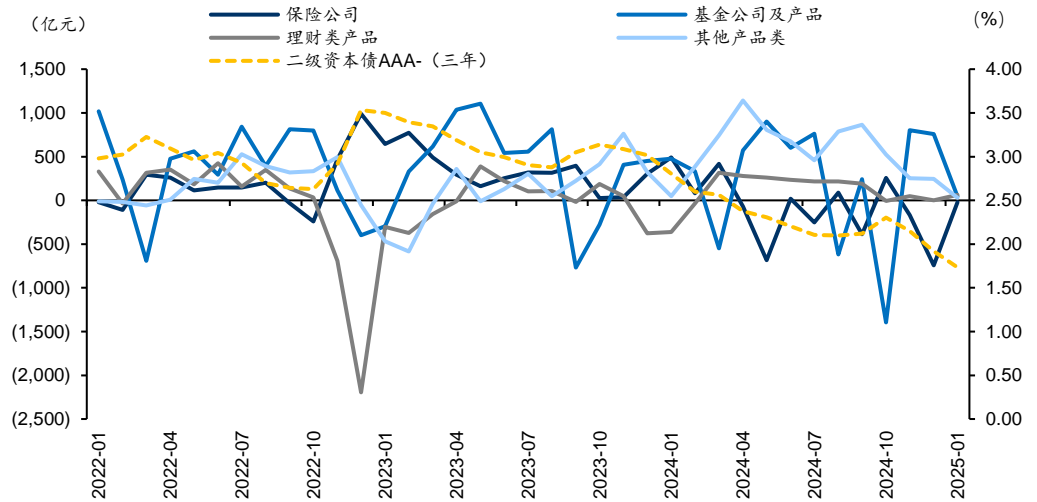
注：统计数据截至 2025 年 1 月 13 日
资料来源：Wind，华泰研究

图表27：银行永续债期限利差走势



注：统计数据截至 2025 年 1 月 13 日
资料来源：Wind，华泰研究

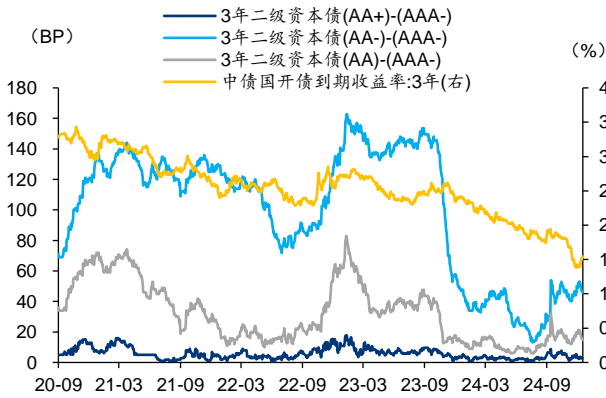
图表28：投资者购买二永债情况



注：数据截至2025年1月10日
资料来源：Wind，华泰研究

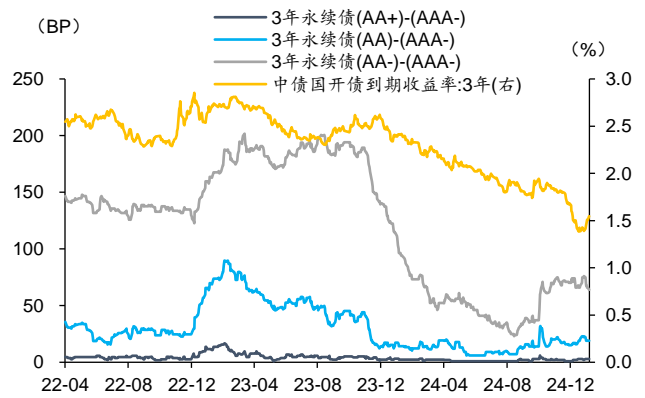
等级利差仍有一定空间，挖掘优质城农商行机会。去年四季度以来受金融政策变化、利率调整、年末利率抢跑等影响，中低等级二永债收益率先走阔后下行，等级利差走阔后持续震荡，目前处于2024年以来中高水平，等级利差仍有一定挖掘空间。近期利率持续震荡，信用票息策略持续，建议继续挖掘经济发达地区、经营稳健的大中型城农商行，逢调整增配。但考虑到银行净息差持续下行，经营分化加大，叠加今年是城农商行永续债到期的第一个高峰，不建议过度下沉。

图表29：银行二级资本债等级利差走势



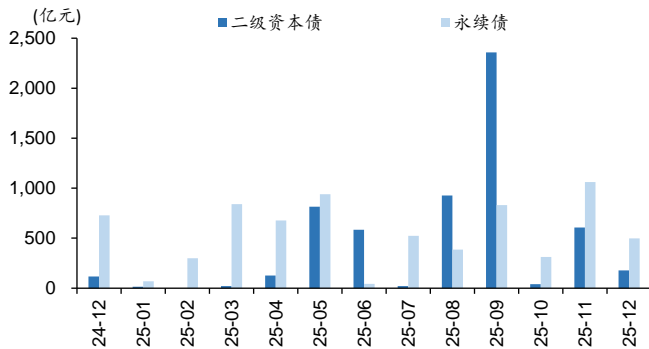
注：统计数据截至2025年1月13日
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：银行永续债等级利差走势



注：统计数据截至2025年1月13日
资料来源：Wind，华泰研究

图表31: 银行二永债到期数据



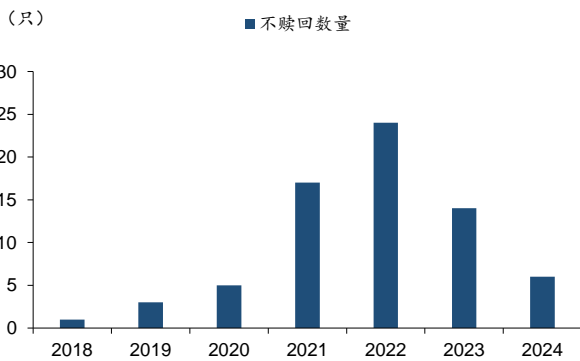
注: 统计数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表32: 银行二永债批文额度及到期情况一览

债券类型	批文有效期	批文额度 (亿元)			
		国有行	股份行	城商行	农商行
二级资本债	剩余额度	0	0	318	181
	25年11月11日-25年12月31日到期量	2950	1820	694	184
永续债	剩余额度	0	0	416	180
	25年11月11日-25年12月31日到期量	3200	2150	1008	101
资本工具	剩余额度	5450	3080	1498	225
	25年6月-26年10月到期量	6150	3970	1702	285
非资本工具	剩余额度	1100	2664		
	26年4月到期量	6550	3080	2232	586
合计剩余额度		6550	3080	2232	586

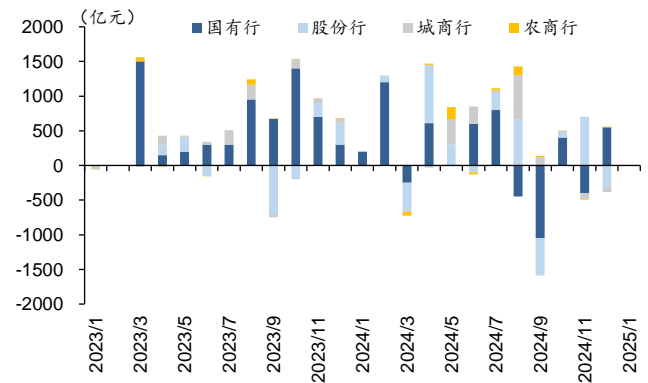
注: 统计数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表33: 历年二级资本债不赎回数量



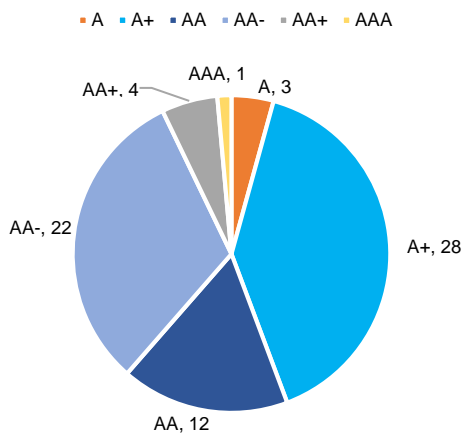
注: 统计数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表34: 二永债月度净融资情况



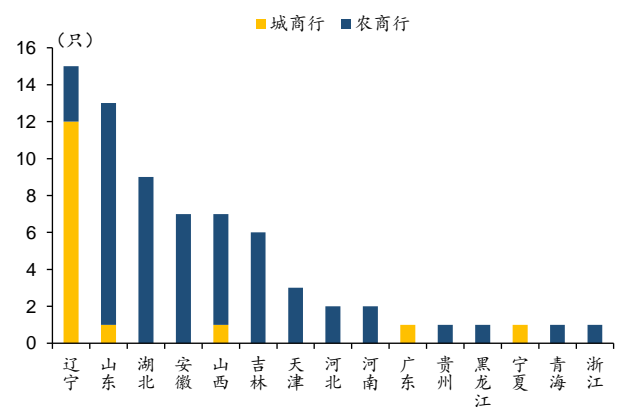
注: 统计数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表35: 不赎回银行发行时主体评级分布 (单位: 只)



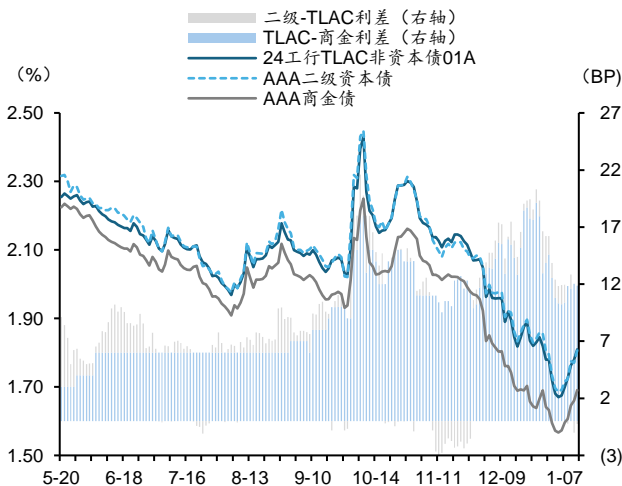
注: 统计数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源: Wind, 华泰研究

图表36: 不赎回银行区域分布

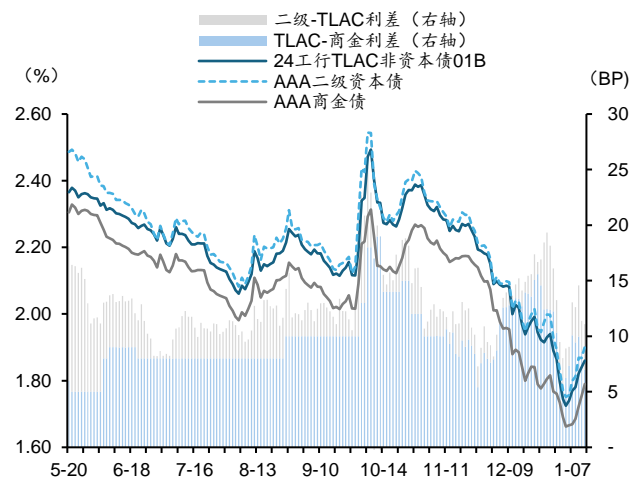


注: 统计数据截至 2025 年 1 月 10 日
资料来源: Wind, 华泰研究

3年期TLAC非资本工具收益率高于二级资本债。TLAC非资本工具偿付顺序在二级资本债之前，从条款来看TLAC非资本工具收益率应低于二级资本债。不过从市场表现来看，有时TLAC非资本工具收益率会高于二级资本债，主要是两者流动性、体量有差异。如去年11月3年期二级资本债和TLAC非资本工具收益率持续倒挂，TLAC非资本工具性价比更优。随着利率持续下行，机构挖掘机会，倒挂现象结束。近期利率波动加大，3年期TLAC非资本工具调整幅度较大，目前收益率已超过同期限二级资本债收益率，具有一定比价优势，可逢调整配置。

图表37：工行3+1年期TLAC利差走势


资料来源：Wind，华泰研究

图表38：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：政策真空+舆情扰动，关注偿债与数据验证

2024年12月中以来地产政策增量信息不多，土储专项债尚未发行，但地方已在储备申报项目。2024年10月以来各地陆续召开土地储备工作会议，讨论土地储备专项债的地块摸排和项目申报安排。据我们不完全统计，黄冈市、温州市龙湾区、亳州市、惠州市惠阳区披露了土储专项债储备项目情况，总资金需求达到840亿元，而今年落地规模还取决于各地25年度土地储备计划和土储专项债的额度。在回购对象上，预计以托底拿地的城投为主，以亳州市为例，2025年拟申报回购土地项目63个，其中国企、平台公司、民企项目数分别为23、36、4个，资金需求分别为29.17、75.99、2.98亿元，城投平台项目数最多、资金需求最大，拟分配资金占比达到70%。

土地收储进行时，城投、房企均有新增案例，后续有望使用专项债资金。一是12月23日寿光市城市建设投资开发有限公司（下称“寿光城投”）公告将其所持6宗土地资产转让给寿光市土储中心，转让标的资产拿地金额约3.32亿元，收购价格约3.52亿元，预计对寿光城投产生交易收益2059万元，属于溢价收储。二是1月13日中国金茂公告称，子公司湖州东茂与湖州南太湖管委会订立土地收储协议，4幅涉宅地块的收储价格为7.81亿元，以现金补偿，预计产生约83万元的估计除税前亏损净额。根据公告，收储现金补偿最晚在两年内分期支付，若该等地块纳入专项债资金处置闲置土地清单，并具备实施条件，双方最晚应于土地收储协议签订后180天内，就使用专项债政策资金支付补偿的分期期限等安排进一步协商，如达成一致可另行签订协议。继续关注收储扩容进展和补偿形式，现金补偿将有利于缓解城投和房企的资金压力。

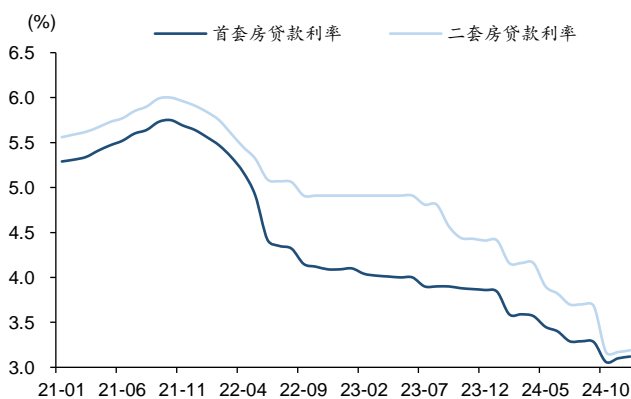
图表39：24年10月以来部分城市土地储备工作会议内容

时间	城市	内容
2024/11/1	株洲市	调研组听取了株洲市城区土地资源“一地一策”调查及利用工作以及土地储备专项债项目初步摸底情况汇报，表示要把握核心要求、紧密结合地方实际情况，进一步做好存量闲置土地摸排，厘清宗地情况，及时梳理项目清单，按照先易后难原则，严格筛选审核项目。
2024/11/4	安庆市	市财政局、市土储中心联合召开城区土地储备专项债工作碰头会。会议强调，各单位要统筹储备一批结构合理、收益平衡的专项债券项目。要科学制订年度土地储备计划，为债券申报打好基础；要摸清现状，明确土地空间位置、四至范围、权属、性质等；要做好资金平衡方案。重点选择市场条件成熟、社会重点关注的民生项目等。
2024/11/6	湘西州	对新增闲置土地、存量闲置土地及新增建设用地进行摸排，重点瞄准入库存量土地、房地产用地、新业态用地等领域。结合湘西州实际，掌握底数，建立项目库，为专项债券申报提供数据支撑。认真思考项目地块怎么收、怎么供，确保收得回、供得出。
2024/11/18	宜春市	严格筛选审核地块，建立符合本地实际需求的土地专项债储备项目台账，确定优先申报排序。
2024/11/19	襄阳市襄州区	求各镇街区、各职能部门抓住国家政策机遇，对存量闲置土地、低效用地及棚户区改造地块进行逐一排查研究，积极申报土储专项债券。
2024/11/28	长春市	要抓住时机，确保项目质量。深挖符合条件地块，对全区土地资源进行全面梳理，筛选出符合土储专项债申报条件的地块。
2024/11/29	黄冈市	根据省自然资源厅《关于开展土地储备专项债券项目申报工作的通知》，我市共填报项目地块753个、土地面积4780公顷、收储成本约343亿元，其中：市本级项目地块79个、土地面积646公顷、收储成本约61亿元。根据省自然资源厅《关于开展2025年土地储备计划及资金需求情况统计工作的通知》，初步拟定市区2025年土地储备计划，共填报项目地块41宗、面积192.04公顷，资金总需求16.27亿元，其中：拟用土地储备政府专项债券回购并收储的存量闲置土地12宗、面积55.53公顷，资金需求12.02亿元。
2024/12/17	苏州市	土地储备工作会议在昆山召开。市级与各板块就运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地进行交流，探讨专项债券最新的政策要求，汇报闲置地块摸排核量和收回收购模拟推演工作情况。
2024/12/18	张家界	召开专题会议审议市本级土地储备专项债券项目。
2024/12/18	南昌市	提前储备土储专项债项目，做好土储专项债申报发行前的准备工作，待土储专项债限额下达后即有项目可匹配发行。
2024/12/26	温州市龙湾区	我区土储债项目以收储发债、片区综合开发、回购存量闲置土地等方面为重点，积极谋划项目地块144宗10103亩，土地储备资金需求约243.15亿元。
2024/12/31	南阳市	市自然资源和规划局召开中心城区2025年土地储备计划编制工作座谈会。会议重点对各区目标任务的制定、各类用地的收储规模结构、土地储备资金需求及筹措安排等做了详细的介绍和分析。会议强调，积极配合申请发行土地储备专项债券，助推土地市场平稳有序、趋暖向好。
2025/1/2	惠州市惠阳区	截至目前，上报2025年一般债券项目13宗，总投资19.15亿元，资金需求8亿元；区发改部门已储备2025年专项债券项目56宗，总投资444.2亿元，资金需求约107.25亿元；区土地储备部门已储备土储专项债项目165宗，资金需求145.83亿元，为争取2025年债券资金额度做好充分准备。
2025/1/3	亳州市	拟申报2025年度收回收购存量闲置土地项目63个，申请土地储备专项债券108.14亿元。按地块来源分，国有企业项目数23个、资金需求规模29.17亿元，平台公司项目数36个、资金需求规模75.99亿元，民营企业项目数4个、资金需求规模2.98亿元。
2025/1/5	恩施州建始县	拟采购一家技术服务单位完成土地储备专项债券项目申报工作。工作任务为土地储备专项债券全过程咨询，充分利用地方政府专项债券资金支持政策，对满足条件的地块进行全面摸排，编制2025年土地储备计划、土地供应计划和土地储备三年滚动计划等。
2025/1/6	德阳市罗江区	全力推进各项工作，积极与区自然资源局沟通，加快完成土地储备情况摸底，为下一步发行土地储备专项债券项目做好准备工作。
2025/1/6	遂宁市蓬溪县	结合重大政策，积极申报土地储备专项债，更好发挥土地储备“蓄水池”作用，盘活存量国有建设用地。要加快执行、多方协调。

资料来源：地方政府官网，华泰研究

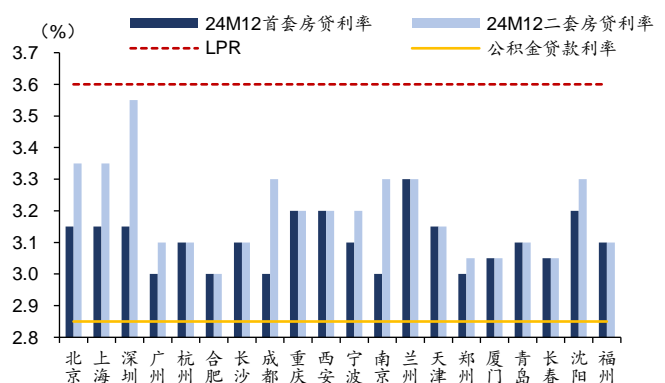
LPR未动+银行息差压力+维持商贷公积金合理利差，2024年12月房贷利率环比上行。截至12月末，贝壳50城平均首套房贷利率3.12%、二套房贷利率3.19%，环比均上行2BP。50城中，13城首套房贷利率环比上行，幅度以10BP居多，天津上行幅度达到15BP。二套房方面，12城二套房贷利率环比上行，温州、无锡上行幅度达到20、25BP，仅苏州二套房贷利率环比下行20BP。房贷利率在2024年10月明显下降后，11-12月持续回升，关注后续降息节奏，房贷利率或仍有下行空间。

图表40：贝壳50城首套/二套房贷利率



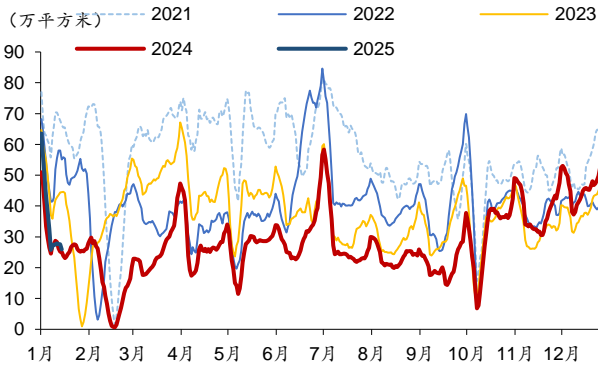
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表41：部分重点城市房贷利率

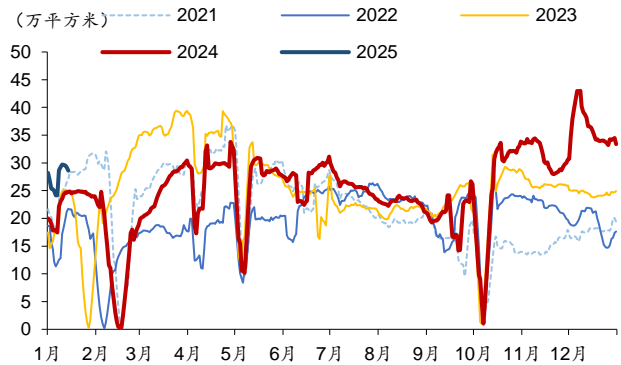


资料来源：贝壳研究院，华泰研究

地产高频成交年初热度回落，新房二手分化，后续关注春节返乡和小阳春销售。12月地产销售持续修复，30城商品房成交面积环比+31.89%，同比+19.76%，26城商品房成交面积环比+22.83%，同比+54.36%。跨年过后新房成交进入淡季，截至1月13日，30城商品房成交面积周均环比-15.8%（前一周-51.1%），同比去年+9.3%（前一周+23.1%），二线城市新房成交环比回落较多。二手房表现好于新房，截至1月13日，26城二手房成交面积周均环比+21.1%（前一周-29.9%），同比去年+18.8%（前一周+36.1%），三线环比表现较好，一线同比表现较好。当前地产销售进入传统淡季，春节假期后预计市场活跃度回升，关注返乡置业和小阳春销售情况。

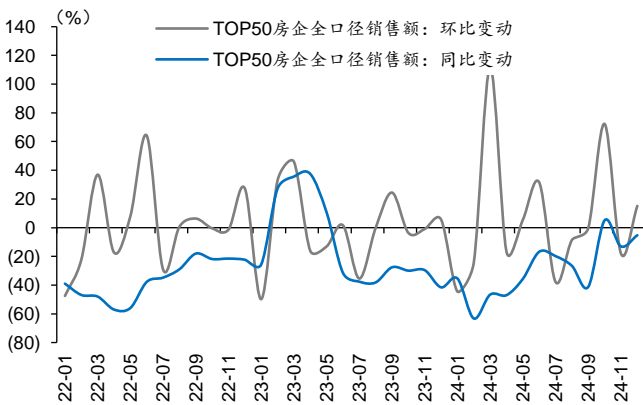
图表42：30城商品房成交面积（7DMA）


资料来源：Wind，华泰研究

图表43：26城二手房成交面积（7DMA）


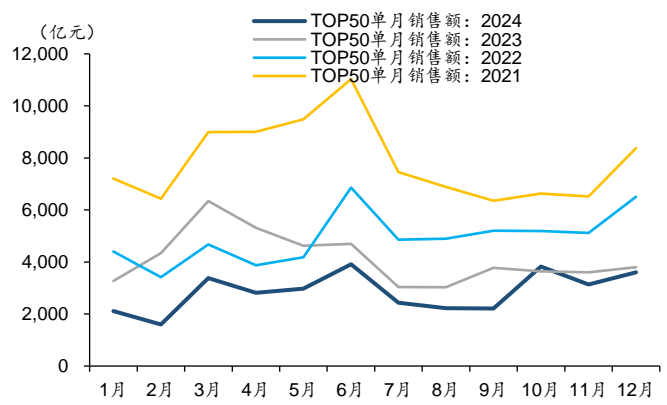
资料来源：Wind，华泰研究

房企年末冲业绩，2024年12月TOP50房企销售环比增长，同比降幅收窄。以2023年克而瑞全口径销售额TOP50房企为统计口径，12月TOP50房企销售额合计3605亿元，环比+15.14%，同比-5.26%，同比降幅较11月收窄7.8pct。1-12月TOP50房企累计销售额同比降幅30.81%，较1-11月收窄2.13pct。受地产放松潮推动，2024年四季度房企销售边际回暖，但全年降幅仍达到30%，销售修复仍需时间。

图表44：2024年12月TOP50房企销售额环比增长


注：统计口径为2023年全口径销售额前50房企，右同。

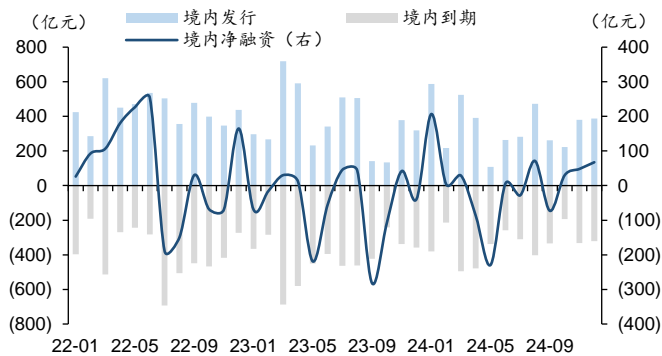
资料来源：克而瑞，华泰研究

图表45：2024年1-12月TOP50房企销售累计降幅收窄


资料来源：克而瑞，华泰研究

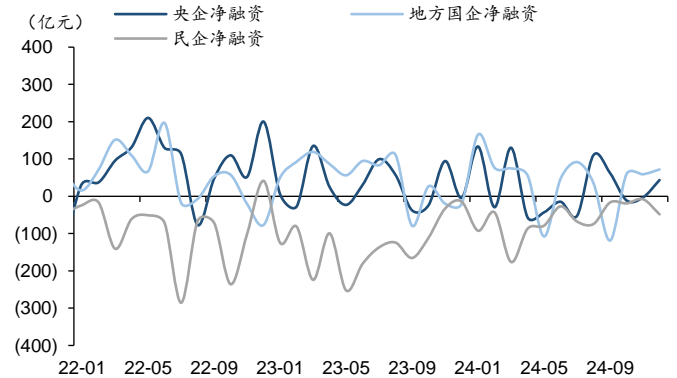
2024年12月地产债发行与净融资环比同比均增长，地产债净融资持续3个月回升。12月地产债发行额387.67亿元，环比略升2.02%，同比增长21.57%。地产债净融资额67.33亿元，环比增长39.94%，同比上年回升106.69亿元。其中，地产央企、地方国企、民企净融资额分别为+43.60、+72、-48.27亿元，环比分别+46.60、+12.91、-40.29亿元，12月地产债新增发行均为央国企，民企净融资负值环比走扩，信用分化持续。

图表46：2024年12月地产债净融资环比同比增长



资料来源：Wind，华泰研究

图表47：2024年12月地产债净融资以国企为主，民企负值走扩



资料来源：Wind，华泰研究

截至1月13日，主要房企债券收益率和利差环比上月多数下行，但近一周估值普遍回调，利差被动收窄，个别房企受舆情影响债券价格明显下跌。33家样本发债主体中，24家主体一般公募债平均收益率环比12月下行，26家主体债券信用利差环比12月下行，其中金地集团完成年末债券兑付，平均利差下行超过160BP。万科受舆情影响收益率和利差大幅上行。近一周来看，由于债市整体回调，地产债收益率普遍上行，幅度多在5-15BP，信用利差大多被动收窄3-10BP，但中交房地产、华侨城近一周收益率上行超过20BP，信用利差走扩。此外，万科境内外债券显著下跌，25年3月到期债券“20万科02”成交价已跌至90元以下，成交收益率超过80%。

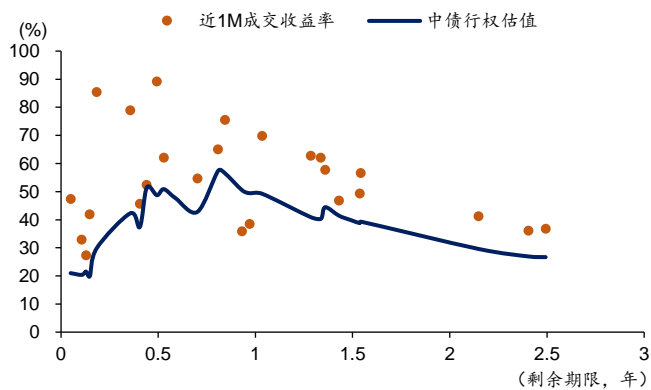
图表48：主要地产发债主体收益率与利差情况

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	255	1.92	8	-5	1.78	1.84	1.88	1.97	39	-5	-5	35	36	34	43
招商蛇口	央企	572	1.98	11	-5	1.79	1.94	2.04	2.21	48	-4	-7	35	45	50	67
中国铁建	央企	398	2.00	6	-5	1.97	2.08	2.18	-	56	-12	-7	53	65	65	-
华润置地	央企	557	2.02	12	-3	1.86	2.01	2.08	2.25	53	-4	-6	42	56	53	70
城建发展	地方国企	268	2.03	7	-5	1.93	2.03	2.06	2.26	54	-7	-8	50	55	52	72
保利发展	央企	695	2.04	11	-0	1.86	1.99	2.15	2.35	56	-3	-4	43	55	60	80
金茂集团	央企	21	2.06	9	-2	2.05	2.07	-	-	64	-7	-3	63	66	-	-
中海地产	央企	431	2.09	11	-2	1.90	2.02	2.07	2.25	56	-6	-6	48	53	53	71
大悦城控股	央企	120	2.16	8	-5	2.00	2.02	2.39	-	70	-6	-7	56	61	86	-
电建地产	央企	258	2.18	7	0	1.95	2.17	2.59	-	68	-10	-2	52	66	102	-
金融街	地方国企	359	2.23	8	-4	1.89	2.05	2.38	2.56	74	-7	-7	47	58	83	101
首开集团	地方国企	55	2.23	7	7	2.13	2.27	2.31	-	78	-7	6	68	83	77	-
联发集团	地方国企	158	2.24	7	-5	2.03	2.18	2.49	-	75	-9	-8	59	71	96	-
首开股份	地方国企	616	2.36	7	-4	2.19	2.41	2.62	3.11	93	-9	-4	78	95	115	157
华发股份	地方国企	259	2.37	5	-4	2.19	2.57	2.70	-	90	-12	-6	75	109	115	-
金辉股份	民企	34	2.42	5	-5	2.20	2.44	-	2.81	98	-8	-7	78	94	-	127
首创城发集团	地方国企	314	2.42	7	-4	2.23	2.59	2.42	-	96	-7	-5	78	115	92	-
建发房产	地方国企	300	2.42	9	-0	2.24	2.40	2.54	2.62	94	-7	-3	80	93	101	110
中交房地产集团	央企	171	2.50	24	13	2.25	2.34	3.17	-	101	2	7	82	89	160	-
上海金茂	央企	210	2.54	9	1	2.34	2.37	3.10	-	107	-9	-0	89	94	156	-
中交地产	央企	133	2.66	7	5	2.53	2.81	3.40	-	124	-13	1	110	145	185	-
卓越商业	民企	30	2.66	5	-5	2.50	2.66	-	2.86	118	-9	-7	105	118	-	132
新希望地产	民企	47	2.88	5	-5	3.66	2.77	-	2.80	157	-8	-9	222	151	-	126
新城控股	民企	87	2.93	5	-5	3.26	2.43	2.53	3.01	157	-9	-7	252	94	99	140
深圳华侨城	央企	37	3.18	34	39	3.17	3.18	-	-	176	23	40	176	176	-	-
华侨城集团	央企	429	3.23	26	12	2.79	3.43	3.64	-	174	7	12	134	193	211	-
美的置业	民企	151	3.29	5	-3	3.06	3.40	3.85	3.12	194	-9	-4	196	192	230	157
绿城集团	央企	248	3.55	15	16	3.16	3.74	3.99	-	211	-9	10	170	226	245	-
滨江集团	民企	60	3.87	6	-3	3.50	4.45	-	-	244	-12	-4	206	299	-	-
龙湖	民企	213	6.47	-10	-35	5.49	6.15	9.48	-	552	-32	-49	481	511	805	-
金地集团	民企	28	10.59	29	-153	8.62	8.92	-	-	812	-8	-167	717	748	-	-
万达商业	民企	23	11.55	7	-6	11.56	-	-	-	1,012	-17	-10	1,011	-	-	-
万科	民企	473	45.01	975	2,556	54.00	48.15	32.11	-	4,307	977	2,521	5,265	4,740	3,004	-

注：数据截至2025年1月13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债；不含永续债。

资料来源：Wind，华泰研究

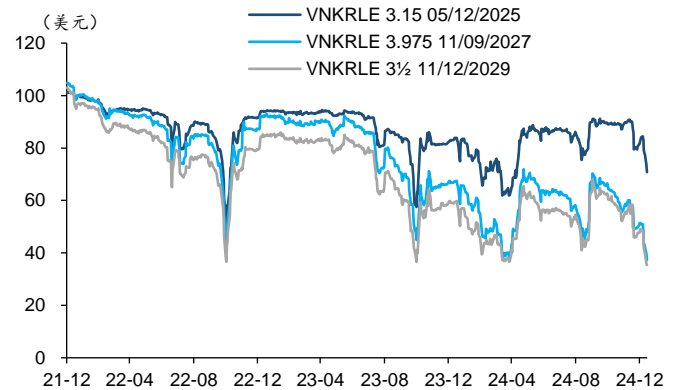
图表49：万科境内债收益率



注：数据统计截至2025年1月14日，右同。

资料来源：Wind，华泰研究

图表50：万科美元债价格走势

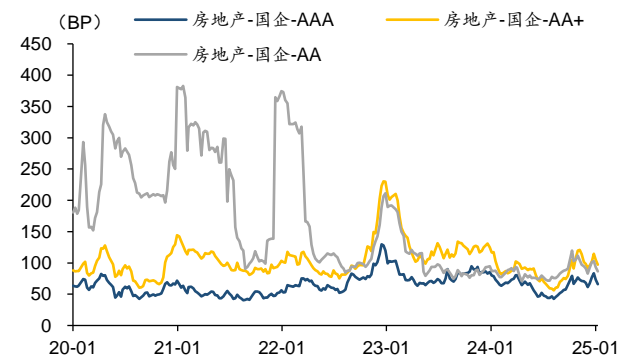


资料来源：Bloomberg，华泰研究

当前处于传统淡季+政策真空期，地产基本面修复有待进一步数据验证。近期标杆房企舆情较多，建议以1-3年高等级地产国企债配置为主，关注房企偿债进展和潜在风险溢出。

截至1月10日，地产国企债AAA、AA+、AA级利差中位数为66、97、86BP，环比上月分别-1、+1、-6BP，位于2020年以来55%、47%、18%分位数。一方面，地产销售跨年热度回落，新房弱于二手房，销售修复持续性有待小阳春进一步观察。另一方面，专项债支持收储等政策尚在落实初期，近期地产政策以地方公积金贷款放松、购房补贴等微调为主，关注后续政策执行和增量政策可能性。地产修复不确定性+近期标杆房企舆情发酵+债市回调，中低资质地产国企债估值风险或上升。建议以1-3年高等级国企债调整配置机会为主，关注政策执行、销售走势、房企偿债和外部支持情况。

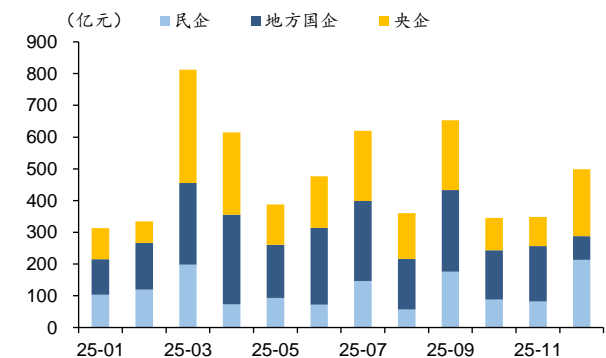
图表51：地产国企债利差中位数走势



注：数据统计截至2025年1月10日。

资料来源：Wind，华泰研究

图表52：2025年3月为地产债近期到期高峰



注：按行权到期统计，数据统计截至2025年1月13日。

资料来源：Wind，华泰研究

产业债：国企债品种挖掘为主，负债稳定机构适度拉久期

国企债品种挖掘为主，关注有一定利差、景气度较高的稳健行业，优质主体适当拉久期。近一月，各行业利差大多下行，其中家用电器行业利差下行幅度最大，为5.67BP。截至1月10日，房地产行业利差最大，为72.58BP。目前行业利差大多仍处于近五年历史30%以内低位水平，产业基本面偏弱运行且分化持续，目前点位不建议弱国企过度下沉。可关注高景气行业中高等级主体的挖掘空间，可以适当配置有一定利差、景气上行行业的永续债，如电力、交运、有色、公用事业等，电力需求较稳定，煤价下行有利于盈利改善；有色或受益于美联储降息等，价格或高位震荡；交运、公用事业等景气较稳定，盈利小幅增长，对钢铁、地产等景气持续承压的行业保持谨慎，避免过度下沉。利率债节前预计低位震荡，偏长期信用债相对性价比略高，负债端稳定的机构可适度拉长优质主体久期。

图表53：产业债利差及景气变化一览

行业大类	行业	AAA利差 (BP)			近5年以来最新历史分位数 (%)	指标简称	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												
上游周期	煤炭	49.50	-4.99	0.67	12.90	环渤海动力煤价格	元/吨	701	-4.10	-0.28	-0.85	33.1		2025/1/8		
						焦煤价格	元/吨	1,380	-41.28	0.00	-8.00	21.8		2025/1/10		
	石油	34.07	-3.25	-3.80	53.30	原煤产量当月同比	%	1.8	1.80		-2.80			2024/11/30		
						原油产量累计同比	%	1.2	1.20		0.00				2024/11/30	
中游周期	钢铁					螺纹钢价格	元/吨	3,128	-20.24	-4.11	-5.78			2025/1/10		
						铁矿石价格	元/吨	767	-28.05	-0.65	-6.46				2025/1/10	
	建筑材料	41.48	-4.83	-4.99	23.10	焦炭价格	元/吨	1,738	-17.43	2.78	-4.92	1.50		2025/1/10		
						粗钢产量当月同比	%	2.5	2.50		-0.40				2024/11/30	
	有色金属	40.37	-5.85	-1.21	11.70	粗钢产量累计同比	%	-2.7	-2.70		0.30				2024/11/30	
						水泥价格	点	128	13.65	-1.56			28.50		2025/1/10	
	机械装备	32.32	-6.73	-4.92	13.30	水泥产量当月同比	%	-10.7	-10.70		-2.80				2024/11/30	
						水泥产量累计同比	%	-10.1	-10.10		0.20				2024/11/30	
	中游制造	化工	43.72	-3.52	-1.87	17.60	铜价	元/吨	75,240	10.57	3.14	0.66	90.30		2025/1/10	
							铝价	元/吨	20,110	5.43	1.13	-1.11	77.80		2025/1/10	
下游消费	汽车					有色金属产量当月同比	%	1.5	1.50		0.90			2024/11/30		
						有色金属产量累计同比	%	4.4	4.40		-0.30				2024/11/30	
	交通运输	36.34	-6.40	-5.04	13.30	挖掘机销量当月同比	%	16.0	16.00		-1.90				2024/12/31	
						甲醇价格	元/吨	2,485	1.43	-2.36	-1.00	53.60		2025/1/10		
公用事业	公用事业	39.57	-5.87	-3.12	9.80	尿素价格	元/吨	1,610	-31.49	-3.01	-8.52	0.3		2025/1/10		
						中国PX-石脑油价差	元/吨	-698	-1610.00	-421.00	-314.00	0.30		2025/1/10		
地产	房地产	72.58	-7.97	-1.39	27.80	中国PTA-PX价差	元/吨	314	239.50	80.00	267.65	53.10		2025/1/10		
						涤纶POY150D原料价差	元/吨	1,275	149.20	-0.60	204.70	64.90		2025/1/10		
	建筑工程	40.14	-7.82	-3.68	34.10	汽车产量当月同比	%	15.2	15.20		10.40				2024/11/30	
						汽车销量当月同比	%	11.7	11.65		4.63				2024/11/30	
	家用电器	50.07	-7.17	-5.67	10.50	新能源汽车销量当月同比	%	47.4	47.36		-2.25				2024/11/30	
						上海出口集装箱运价指数 (SCFI)	点	2,291	30.18	-8.56	-3.93	53.30		2025/1/10		
	公用事业	公用事业					客运量当月同比	%	2.6	2.58		-0.53				2024/11/30
							货运量当月同比	%	3.7	3.72		-0.52				2024/11/30
	公用事业	公用事业					民航周转量当月同比	%	20.5	20.50		0.80				2024/11/30
							社零当月同比	%	3.0	3.00		-1.80				2024/11/30
公用事业	公用事业					商品零售当月同比	%	2.8	2.80		-2.20				2024/11/30	
						社零当月同比 (除汽车)	%	2.5	2.50		-2.40				2024/11/30	
公用事业	公用事业					发电量当月同比	%	0.9	0.90		-1.20				2024/11/30	
						用电量当月同比	%	2.8	2.79		-1.54				2024/11/30	
公用事业	公用事业					天然气价格	元/吨	4,414	-19.88	0.41	0.54	47.20		2024/12/31		
						商品房成交面积 (30城) (近一个月移动加总)	万平方米	1,401	15.25	-6.32	10.09	59.20		2025/1/11		
公用事业	公用事业					一线成交面积 (近一个月移动加总)	万平方米	370	42.93	-3.02	4.04	76.50		2025/1/11		
						二线成交面积 (近一个月移动加总)	万平方米	774	7.39	-7.88	12.91	59.20		2025/1/11		
公用事业	公用事业					三线成交面积 (近一个月移动加总)	万平方米	257	8.85	-6.14	11.01	41.30		2025/1/11		
						商品房库存 (10城)	万平方米	7,997	-6.80	-0.23	-2.24	17.40		2025/1/11		
公用事业	公用事业					土地成交面积 (百城)	万平方米	1,553	63.85	-64.17	-48.27	36.50		2025/1/5		
						新房开工面积累计同比	%	-23.0	-23.00		-0.40				2024/11/30	
公用事业	公用事业					地产投资累计同比	%	-10.4	-10.40		-0.10				2024/11/30	
						基础设施投资累计同比	%	4.2	4.20		-0.10				2024/11/30	
公用事业	公用事业					冰箱产量当月同比	%	2.6	2.60		-4.20				2024/11/30	
						洗衣机产量当月同比	%	4.2	4.20		-2.10				2024/11/30	
公用事业	公用事业					空调产量当月同比	%	27.0	27.00		13.00				2024/11/30	

注：化工价差取数均取绝对值，单位统一为元/吨

资料来源：Wind，华泰研究

图表54：煤炭主体利差一览

【华泰固收】煤炭主体利差跟踪一览 (2025/1/13)																							
发行人简称	省份	公司属性	债券余额 (亿元)	一般公募利差 (BP, 最新交易日)						私募利差 (BP, 最新交易日)						永续债利差 (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		
国家能源集团	北京	央企	525	23.24	-9.12	0.13				23.24											23.24	-9.12	
中煤集团	北京	央企	110	36.36	-0.38	0.22	29.09	30.08	29.81												36.36	-0.38	
中煤能源股份	北京	央企	100	31.11	-5.67	0.03		33.09	26.69												31.11	-5.67	
山东能源集团	山东省	国企	537	42.48	-2.81	0.10	36.69	37.35	36.77	44.41	51.32				47.64	46.56	47.25	48.45			43.80	-3.19	
兖矿能源	山东省	国企	502	40.74	-3.25	0.10	34.14	38.05	38.80	41.58	48.79				48.16	47.72	48.30	48.51			44.29	-4.48	
新矿集团	山东省	国企	81	45.30	-7.33	0.13	35.10	42.38	42.18	64.85					46.61	41.38	51.84				45.67	-7.16	
淄矿集团	山东省	国企	25	40.75	-5.48	0.08		39.84	41.66													40.75	-5.48
陕煤集团	陕西省	国企	1120	38.27	-3.92	0.06	35.31	35.97	35.21	41.63	48.70				52.50	45.92	47.99	46.76	57.01	65.29	46.87	-3.95	
晋能煤业	山西省	国企	795	49.81	-3.51	0.10	37.06	46.66	50.30	65.65	93.03				60.95	51.38	62.04	68.44	96.89		53.18	-4.82	
山西焦煤集团	山西省	国企	441	40.68	-1.91	0.11	34.82	34.91		43.16	51.12				56.13	49.14	47.32	51.19	61.50	65.83	49.37	-1.46	
山西焦煤股份公司	山西省	国企	20	41.58				41.58														41.58	
晋能控股电力集团	山西省	国企	587	56.65	-5.41	0.16	42.87	43.04		67.07	88.96	50.13	50.13		51.77	50.93	52.51	52.08			54.37	-5.16	
华阳新材料集团	山西省	国企	106	46.08	-3.15	0.05	42.63	49.54							73.89	54.48			112.69		58.00	-5.40	
华阳股份	山西省	国企	60												67.49		57.75	82.11				67.49	-9.25
潞安集团	山西省	国企	160	47.68	-5.43	0.06	42.54		44.66	66.11					51.96	51.96					48.39	-5.30	
晋能控股装备制造集团	山西省	国企	305	48.38	-0.90	0.10	42.30	43.44							53.47	50.48	51.81	56.58				51.62	-4.24
兰花集团	山西省	国企	15	58.34	-18.08	0.06	59.48		57.20													58.34	-18.08
兰花科创	山西省	国企	20	50.31	-1.93	0.02	50.13	50.48														50.31	-1.93
淮南矿业	安徽省	国企	70	47.50	-6.95	0.24	43.24		48.57													47.50	-6.95
皖北煤电	安徽省	国企	7	171.16	-3.01	0.05	171.16					208.22	208.22									189.69	-7.88
中国平煤神马集团	河南省	国企	21												89.45	58.24	120.67				89.45	28.70	
平煤股份	河南省	国企	67	43.03	-4.54	0.03	43.03	43.03							80.57	80.57					61.80	-0.90	
冀中能源	河北省	国企	299	102.35	-9.96	0.11	67.85	87.18	107.52	176.38		112.89	112.89		115.28	113.90	112.69	121.13			105.01	-9.11	
冀中能源峰峰集团	河北省	国企	42	112.71	-9.01	0.18	97.23	109.19	117.25	157.10					126.73		126.73				115.51	-14.13	
开滦集团	河北省	国企	55	53.47	-4.95	0.06	45.01		61.93						76.66	59.51	79.26	78.04	106.96		70.03	-3.78	
开滦股份	河北省	国企	6	49.64	-6.26	0.02	49.64															49.64	-6.26
徐矿集团	江苏省	国企	20	46.02	-6.41	0.06		44.69	47.34													46.02	-6.41
淮河能源	安徽省	国企	115	38.21	-4.27	0.12	36.77	38.93							54.64	51.89	51.71	57.49				47.60	-4.36
榆林能源	陕西省	国企	55	48.77	-4.52	0.28	42.54			61.22												48.77	-4.52
甘肃能化	甘肃省	国企	20	54.38	-5.39	0.05	41.62	67.14														54.38	-5.39
华电煤业	北京	央企	25	27.88	-7.91	0.22			27.88													27.88	
河南能源	河南省	国企	40									197.54	133.05	131.92								197.54	14.08
济宁能源	山东省	国企	25	194.99	0.05	0.63			179.65	202.66												194.99	0.05

注：数据更新至2025年1月13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55：钢铁主体利差一览

【华泰固收】钢铁主体利差跟踪一览 (2025/1/13)																							
发行人简称	省份	公司属性	债券余额 (亿元)	一般公募利差 (BP, 最新交易日)						私募利差 (BP, 最新交易日)						永续债利差 (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			
中国宝武	上海	央企	100	20.93	-10.62	0.11				20.93											20.93	-10.62	
宝钢股份	上海	央企	105	24.62	-11.85	0.02	28.60	22.62														24.62	-11.86
新钢集团	江西省	国企	15	48.25	-3.28	0.12	48.25															48.25	-3.28
太钢集团	山西省	央企	30	43.12	0.51	0.23				43.12												43.12	0.51
首钢集团	北京	国企	720	39.09	-2.81	0.11	32.77	34.57	32.69	41.35					49.62	47.51	48.16			54.64	41.64	-3.41	
河钢集团	河北省	国企	800	62.93	-3.81	0.24	50.04	61.13	67.03	79.71					73.45	56.06	64.72	88.02	113.97		64.52	-3.90	
河钢股份	河北省	国企	127	42.60	-4.92	0.05	36.47	47.89	44.27						68.37	45.64		71.17	88.30		56.66	-5.18	
山东钢铁集团	山东省	国企	518	46.51	-4.28	0.05	42.39	45.55	52.48	85.39					84.69	84.96	83.72				64.13	4.78	
鞍钢集团	辽宁省	央企	60	53.61	-4.29	0.34			47.94	56.45												53.61	-4.29
鞍山钢铁	辽宁省	央企	131												50.21		50.21					50.21	-4.42
鞍钢股份	辽宁省	央企	3	43.44	-6.64	0.30	43.44															43.44	-6.64
本钢集团	辽宁省	央企	20												83.21	83.21					83.21	-4.49	
攀钢集团	四川省	央企	52	55.29	-8.50	0.15		42.66	47.77	75.44					56.70	55.71	58.50	56.88				56.10	-6.85
包钢集团	内蒙古自治区	国企	55	60.59	-1.65	0.07	60.59								92.56	92.56						71.24	-1.63
包钢股份	内蒙古自治区	国企	16	111.29	2.89	0.05	96.82	119.61	117.44													111.29	2.89
酒钢集团	甘肃省	国企	10	122.32	-9.28	0.31			122.32													122.32	-9.28
湖南钢铁集团	湖南省	国企	40	36.24	-2.64	0.06	27.58		27.80	40.24												36.24	-2.64
柳钢集团	广西壮族自治区	国企	58	92.63	-8.67	0.48	61.84		94.05	117.74												92.63	-8.67
柳钢股份	广西壮族自治区	国企	20	90.19	-8.97	0.19	64.49			103.05												90.19	-8.97
福建冶控	福建省	国企	40	36.36	-5.31	0.05	34.16	37.22		41.21												36.36	-5.31
杭州钢铁集团公司	浙江省	国企	60	42.59	-2.26	0.28	42.59															42.59	-2.26
新兴铸管	河北省	央企	10	39.65	-1.55	0.17		39.65														39.65	-1.55
永钢集团	江苏省	民企	11	197.47	-4.25	0.10	194.42	194.96	206.08													197.47	-4.25
安钢集团	河南省	国企	21	112.90	-6.83	0.27		104.30	121.51													112.90	-6.83

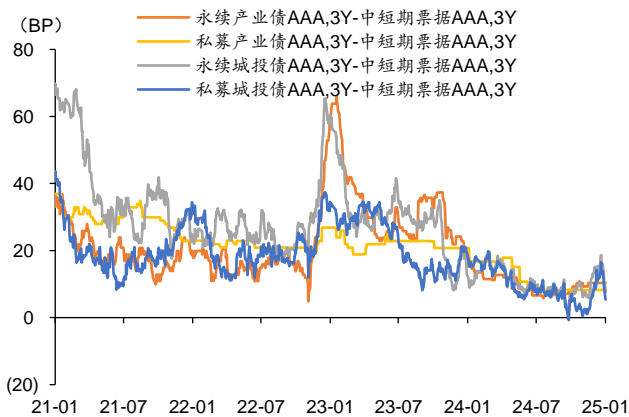
注：数据更新至2025年1月13日，最新分位数指的是2020年以来的历史分位数
资料来源：Wind，华泰研究

品种挖掘：继续中高等级产业、城投、ABS 吃票息

产业私募、永续利差波动幅度不大，城投私募、永续先走阔后收窄，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，在市场快速变化时往往滞后反应，近一个月 10 年国债在下探至 1.6% 点位后出现小幅回升，产业永续、私募利差波动幅度不大，城投永续、私募利差先走阔后收窄，化债利好城投仍是市场挖掘重点。截至 2025 年 1 月 13 日，以 3 年期 AAA 等级为例，产业永续利差补偿为 10.32BP，处于 2020 年以来 10.20% 分位数水平；产业私募利差补偿为 8.25BP，处于 2020 年以来 1.90% 分位数水平；城投永续、私募利差补偿分别为 9.10BP、5.92BP，处于 2020 年来 8.40%、3.90% 分位数水平。展望后续，信用资产荒仍存，品种利差或低位震荡，继续主流城投、中短久期地产国企及优质电力、交运等私募永续债配置。

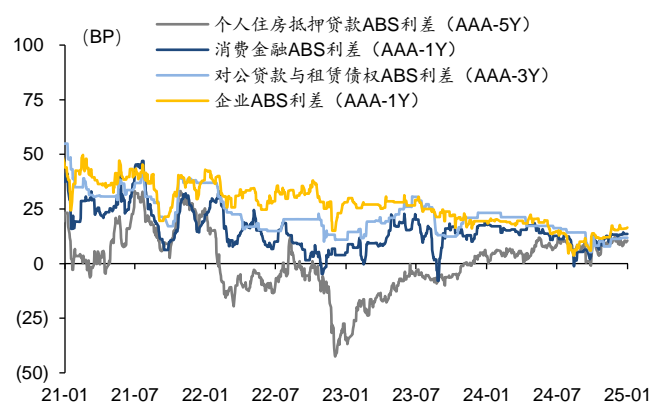
ABS 品种利差有所走阔，资产荒背景下，继续中高等级 ABS 吃票息。实体融资需求弱修复，ABS 供给除小微消金类外仍收缩，而保险认定为标债、资本新规降低高等级 ABS 风险权重等支撑中高等级品种 ABS 需求，城投收缩背景下资产荒逻辑持续，ABS 品种溢价或持续低位震荡。在利率债调整时，ABS 由于流动性弱，往往也滞后调整，估值稳定性较好。目前来看，企业 ABS、消费金融 ABS 和对公贷款与租赁债权 ABS 利差仍相对较高，可筛选底层现金流稳定、主体资质较优、风险隔离清晰、增信较好的企业类 ABS 进行投资。

图表56：城投私募永续利差近一个月利差先走阔后收窄



注：统计数据截至 2025 年 1 月 13 日
资料来源：Wind，华泰研究

图表57：ABS 品种利差



注：统计数据截至 2025 年 1 月 13 日
资料来源：Wind，华泰研究

信用风险及一二级跟踪

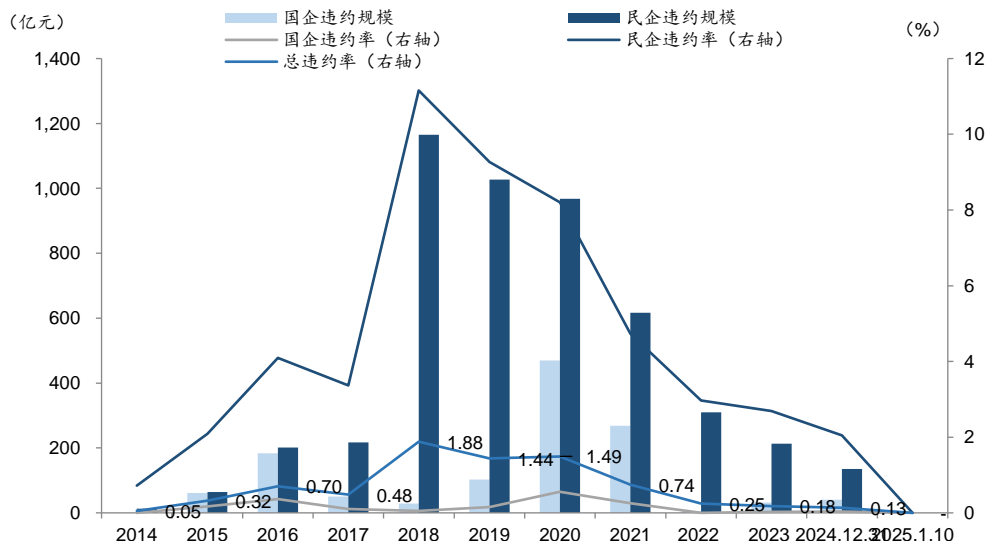
图表58：近期违约信用债明细

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
2024-10-29	169780.SH	HPR 宝厦优	14.06	民营企业

注：数据统计截至 2025 年 1 月 10 日

资料来源：Wind, 华泰研究

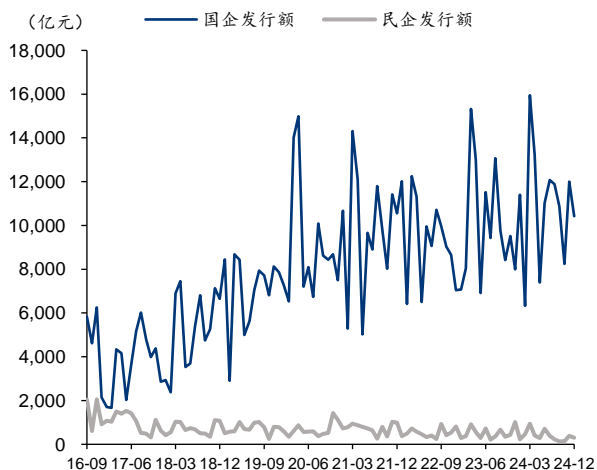
图表59：国企、民企违约规模及违约率变化



注：数据统计截至 2025 年 1 月 10 日

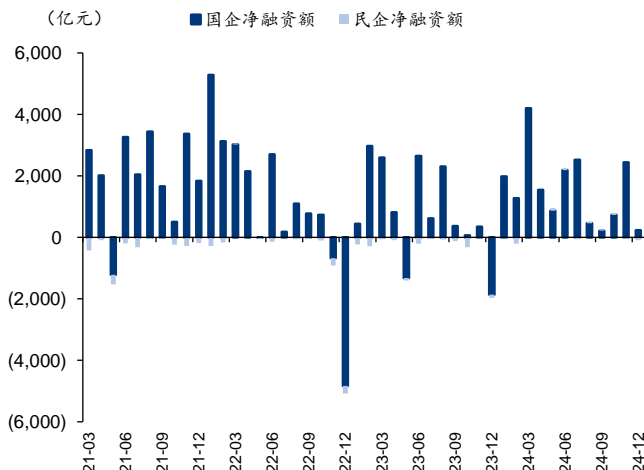
资料来源：Wind, 华泰研究

图表60：国企、民企信用债发行额月度变化

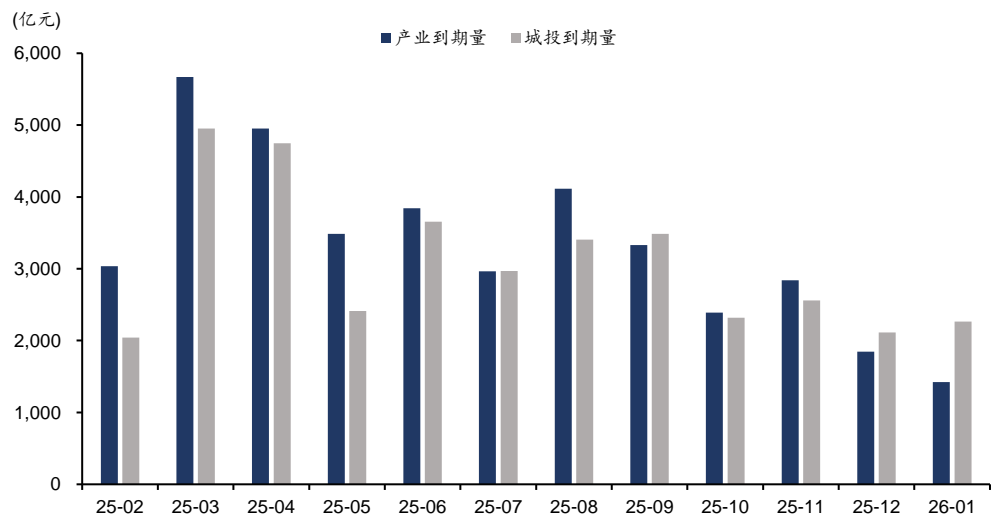


注：统计数据包括短期融资券、中期票据、公司债、企业债、定向工具，下同
资料来源：Wind, 华泰研究

图表61：国企、民企信用债净融资额月度变化



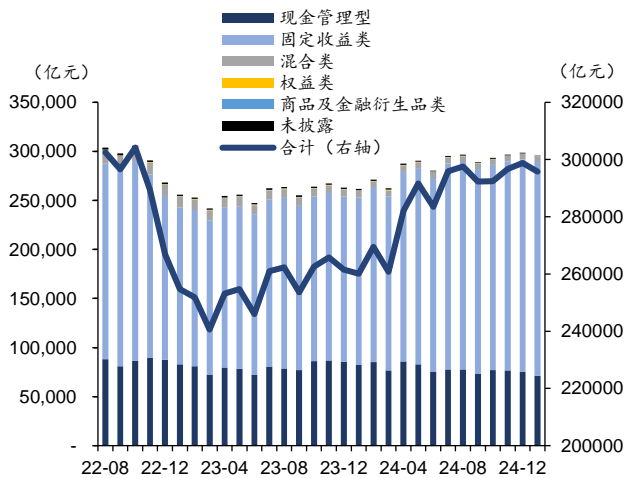
资料来源：Wind, 华泰研究

图表62： 产业、城投未来月度到期规模（含行权）


注：数据统计截至 2025 年 1 月 10 日
 资料来源：Wind，华泰研究

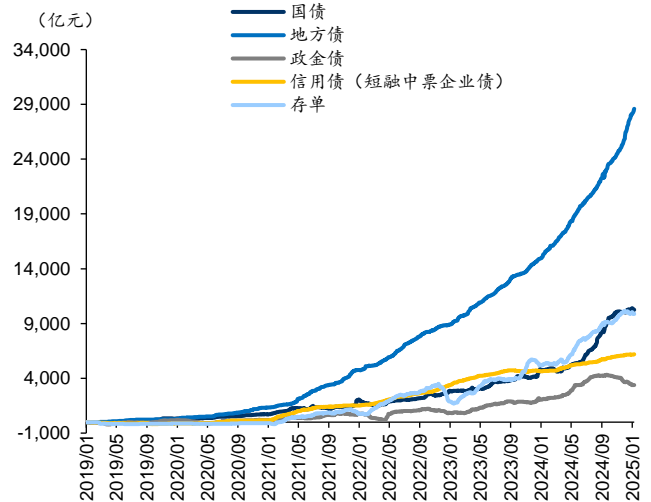
机构行为跟踪

图表63：全市场理财最新存续规模统计



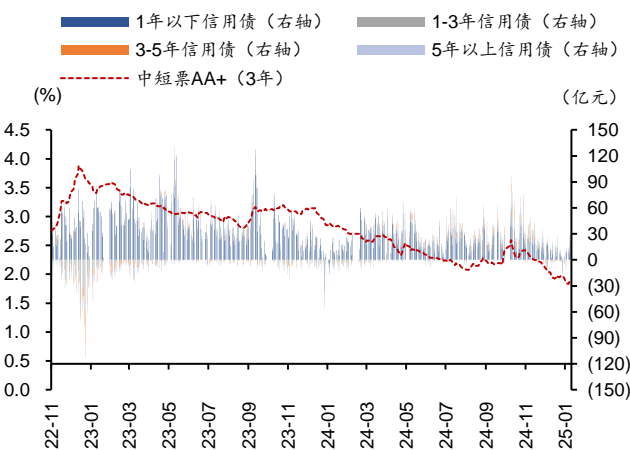
资料来源：Wind，华泰研究

图表64：保险各类债券配置



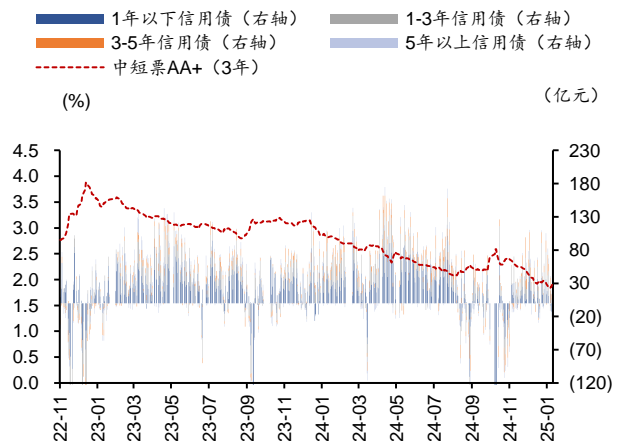
资料来源：Wind，CFETS，华泰研究

图表65：22年11月以来理财信用债净增持情况（分期限）



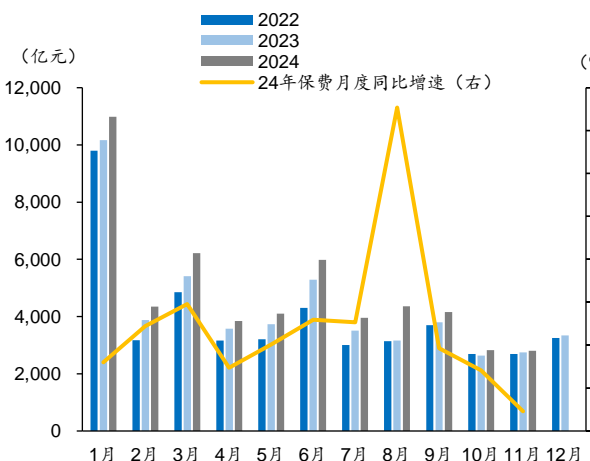
资料来源：Wind，CFETS，华泰研究

图表66：22年11月以来基金信用债净增持情况（分期限）



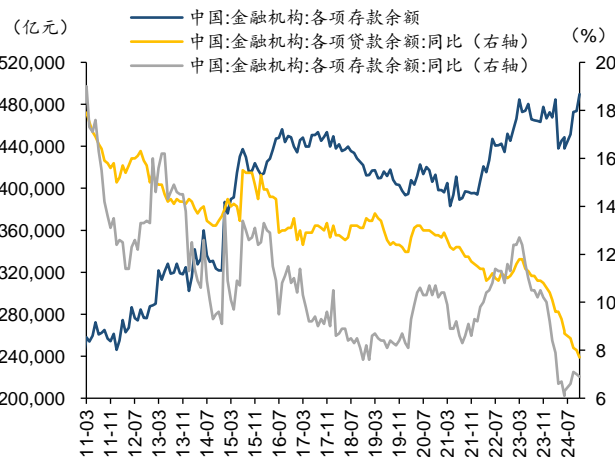
资料来源：Wind，CFETS，华泰研究

图表67：保费收入季节性比较



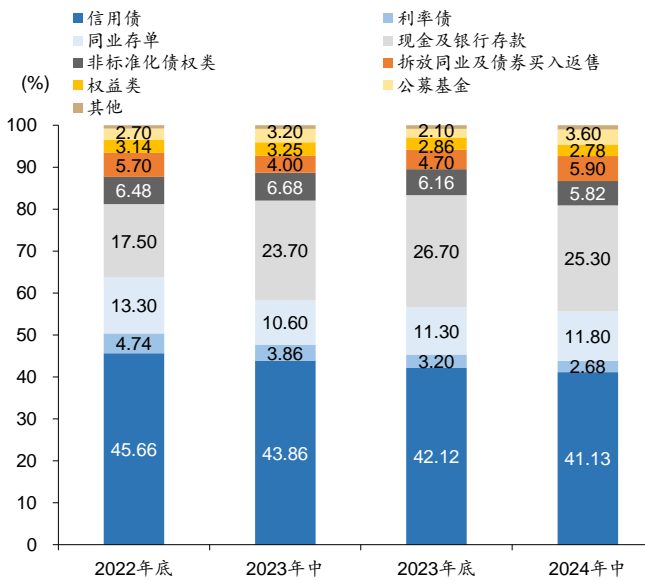
来源：Wind，华泰研究

图表68：金融机构存贷款余额情况



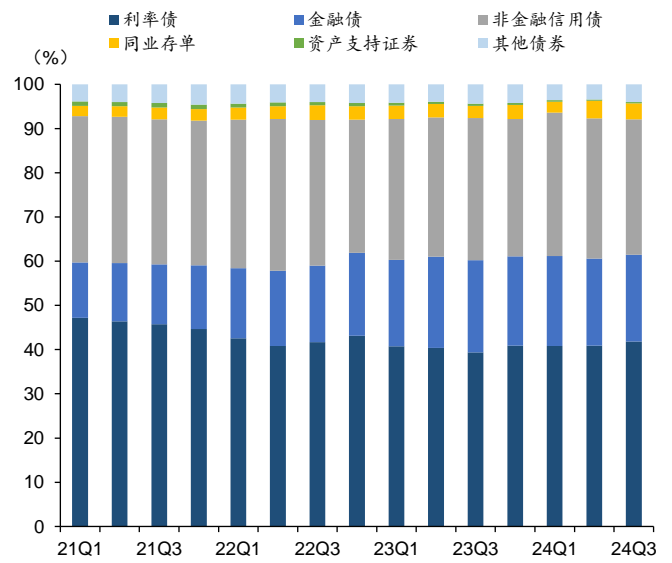
资料来源：Wind，华泰研究

图表69：24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70：24年三季度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

风险提示

- 1) 宽财政超预期：**宽财政政策落地若超预期，可能带来利率调整，引发信用赎回和调整。
- 2) 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。
- 3) 退平台超预期：**若退平台加快且退平台后出现超预期信用风险事件，可能带来信用利差大幅走阔。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、文晨昕、仇文竹、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、仇文竹、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有价证券指数），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2025年华泰证券股份有限公司