

交易与品种优于下沉——2024 年中 期信用债展望

华泰研究

2024 年 6 月 03 日 | 中国内地

中期策略

核心观点

当下信用债的三个特征：(1) 资产荒持续与结构特征变化，(2) “割裂的城投”与信用“利率化”，(3) 产业债融资修复与地产债仍偏弱。往后看，实体融资需求修复仍是核心，下半年资产荒持续，但供需关系或不如上半年。需求端关注手工补息叫停的持续影响，谨防理财低波模式弱化的扰动；供给端除利率债外，金融或放量但扰动有限，重点关注城投监管动向。资产荒延续+利差低位+信用风险分化，信用债交易和品种优于下沉。交易以高等级二永债为主，关注利率波动；品种关注 TLAC、保险永续债扩容等；票息打底避免过度下沉，可关注高等级拉久期+私募永续挖掘+城农商行二永债配置。

城投债：关注政策演绎，择券侧重流动性

利差降至历史低位，而城投核心矛盾持续，短期风险虽可控，中长期需警惕政策变化和中小等级风险。经济波浪式修复、地方财力仍有压力背景下，一揽子化债持续，城投债短期打破刚兑风险不大，但严控增量下平台资金缺口仍存。择券更加注重流动性，以配置中高等级主流平台为主，可适当拉长久期。短期关注利率调整带来的估值波动，可适度挖掘城投转型过程中的地方新设主体一二级套息机会，并关注地方金控平台的利差压缩机会。考虑到当前化债思路与宏观经济需要存在一定差异，后续城投平台相关政策演绎或有不确定性，中长期警惕市场随政策变化出现调整，中低等级城投压力更大。

金融债：二永债票息与交易并重，券商债逢高配置

二永债方面，上半年供给同比增加，下半年考虑到到期量上行、资本补充需求、批文较充裕等，预计仍有放量。投资策略方面，避免过度下沉，以区域禀赋较好、内控良好、经营稳健的城农商行二永债作为底仓，逢高增配。高等级二永债继续做交易，关注利率波动，下行机会关注降准降息、经济走弱、非银欠配旺盛等，上行风险警惕刺激经济政策持续、央行卖债等。5月 TLAC 非资本工具正式落地，目前非银参与较少，后续关注与二级资本债比价机会，长期关注规模扩容和流动性提升等机会。券商次级债利差已创 21 年以来低点，建议逢调整增配。保险次级债今年发行放缓，后续关注供给能否放量。

产业债供给放量，关注品种及超长债机会，地产仍国企配置为主

随着利率走低，今年产业债供给明显修复，产业公募私募永续债、超长信用债均放量。基本面方面，修复中有分化，消费链改善，地产链仍偏弱。行业利差大多历史低位，要增厚收益重点关注稳健行业国企私募永续债品种机会+高景气行业如有色龙头民企。保险可关注超长债配置价值，并逢高增配。地产进入政策验证期，关注政策加码、销售数据、房企信用风险情况，下半年地产销售或边际修复，关键看政策配合。24 年 1-5 月地产债发行缩量、净融资回暖、国企民企分化持续。地产国企债对基本面和舆情相对钝化，利差尚可，可拉久期或挖掘品种机会。标杆民企可小仓位博弈交易性反弹。

品种选择：挖掘稳健主体永续、中高等级 ABS 等机会

私募、永续方面，24 年以来，城投私募债净融资收缩，产业、地产私募债放量，永续债供给增多。私募永续利差降至低位，但资产荒持续，继续优质国企与主流平台品种挖掘，如煤炭、电力、交运等相对稳健或景气上行行业的国央企永续债、较好区域主流平台城投、房地产优质国企私募、永续债机会等。ABS 方面，发行量与净融资额持续收缩，消金小微略有修复，供给短期难放量，利差或低位震荡，可挖掘中高等级企业 ABS、RMBS 等品种。公募 REITs 方面，经过价格的调整和基本面的修复，高分红特征凸显，REITs 配置性价比提升，新旧动能切换背景下，挖掘韧性、高分派板块。

风险提示：城投政策超预期，机构赎回扰动。

研究员	张继强
SAC No. S0570518110002	zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145	+(86) 21 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
联系人	王晓宇
SAC No. S0570122070156	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

三大特点与下半年展望	5
当下信用债市场的三个特点.....	5
资产荒持续与结构特征变化.....	5
“割裂的城投”与信用“利率化”.....	7
产业债融资修复与地产债仍偏弱.....	8
资产荒之下交易和品种重于下沉	9
城投：关注政策演绎，择券侧重流动性	11
城投核心矛盾演绎进入新阶段.....	11
基本面：土地财政端或难以反转.....	11
严控增量下的资金缺口如何弥补？	12
地方：投资端与化债端诉求冲突.....	13
城投策略：择券侧重流动性，细分领域挖掘阿尔法	13
一级供给端：全面进入存量时代.....	13
二级成交端：分化与一致	14
城投择券思路：差别对待，注重流动性与性价比	15
金融债：二永债票息与交易并重，券商债逢高配置	16
二永债：高等级交易+优质城农商行吃票息.....	16
TLAC 非资本工具：新品种上市，关注扩容、比价机会等	18
券商：利差空间已较窄，可待调整后增配.....	19
保险：关注保险永续债发行进展	19
产业债：配置高景气国企及民企龙头	20
地产债：政策效果待观察，国企债利差可挖掘	23
地产预期待验证，关键看政策配合.....	23
地产债：重点关注国企债久期/品种机会	26
品种选择：挖掘稳健主体永续、中高等级 ABS 等机会	28
私募、永续：优质国企与主流平台品种挖掘	28
ABS：中高等级 ABS 增厚品种利差补偿.....	29
公募 REITs：新旧动能切换，挖掘韧性、高分派板块.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图表 1： 利率与信用利差走势	5
图表 2： 信用债净融资额情况	6
图表 3： 理财规模变化	6
图表 4： 债基、货基规模变化	6
图表 5： 保费收入季节性比较	6



图表 6: 金融机构存贷款余额情况	6
图表 7: 信用债违约率	7
图表 8: 城投等级利差创 15 年以来新低	7
图表 9: 银行二永债利率波动放大器特征明显	7
图表 10: 23 年以来超长期信用债月度净融资情况 (分类型)	8
图表 11: 10 年及以上信用债发行利率	8
图表 12: 今年 1-4 月超长信用债换手率波动上行	9
图表 13: 超长信用债收益率走势滞后于中短久期信用债	9
图表 14: 保险配置变化	9
图表 15: 理财产品配置变化	9
图表 16: 2024 年 1-5 月土地出让金收入及同比	11
图表 17: 2023 年 1-5 月与 2024 年 1-5 月各省级城投拿地情况对比	11
图表 18: 2023 年各省级城投付息支出与 2023 年地方政府性基金收入对比	11
图表 19: 截至 2024 年 5 月 24 日, 2024 年 1-5 月各省级城投新增非标	12
图表 20: 城投美元债、点心债发行与净融资月度变化	12
图表 21: 2023-2024 年 5 月 26 日, 各省级城投非标逾期事件分布	12
图表 22: 2022-2024 年 5 月 26 日, 月度城投非标逾期事件变化	12
图表 23: 当下化债思路与核心矛盾总结	13
图表 24: 交易所终止审查城投债金额月度变化	14
图表 25: 城投债净融资额月度变化	14
图表 26: 各区域利差中位数变化	14
图表 27: 2024 年 1-5 月各省级城投二级成交金额及换手率	15
图表 28: 24 年二永债净融资额已达 3671 亿元	16
图表 29: 二级资本债分隐含评级换手率变化	16
图表 30: 2024 年下半年二永债到期量 7048 亿	16
图表 32: 银行二级资本债利差走势	17
图表 33: 银行永续债利差走势	17
图表 34: 银行二级资本债期限利差走势	17
图表 35: 银行永续债期限利差走势	17
图表 36: 银行二级资本债等级利差走势	17
图表 37: 银行永续债等级利差走势	17
图表 38: 工行 3+1 年期 TLAC 利差走势	18
图表 39: 工行 5+1 年期 TLAC 利差走势	18
图表 40: TLAC 非资本债务工具、永续债、二级资本债特征比较	18
图表 41: 券商次级债信用利差	19
图表 42: 券商永续债信用利差	19
图表 43: 保险次级债发行与净融资	19
图表 44: 保险次级债信用利差	19
图表 45: 24 年 Q1 发债主体净利润同比下滑, 收入同比增幅收窄	20
图表 46: 行业整体 21Q1-24Q1 现金流变化	20



图表 47: 24Q1 行业间盈利分化明显.....	20
图表 48: 产业债利差及景气变化一览.....	21
图表 51: 贝壳 50 城首套/二套房贷利率.....	23
图表 52: 部分重点城市房贷利率.....	23
图表 53: 房价走势与居民杠杆率变化.....	24
图表 54: 贝壳新房 KMI 指数.....	24
图表 55: 贝壳二手房 KMI 指数.....	24
图表 56: 30 城商品房成交面积.....	25
图表 57: 26 城二手房成交面积.....	25
图表 58: 房企销售有待改善.....	25
图表 59: 2023-2024 年 5 月地产债新增违约趋于下降.....	25
图表 60: 地产债发行与净融资.....	26
图表 61: 地产民企债净融资持续 17 个月为负.....	26
图表 62: 24 年 1-5 月新发地产债以 AAA 级国企为主.....	26
图表 63: 24 年 1-5 月净融资额大于 15 亿元的房企.....	26
图表 64: 2024 年 1-5 月主要房企债券收益率和利差多数下行.....	27
图表 65: 地产国企债利差走势.....	27
图表 66: 地产债行权到期分布.....	27
图表 67: 24 年以来城投私募净融资额大幅缩减.....	28
图表 68: 24 年以来永续净融资额增加.....	28
图表 69: 24 年以来私募永续债利差整体下行.....	28
图表 70: 各类 ABS 发行量及净融资额统计.....	29
图表 71: 银行自营、商业银行持有 ABS 占比提升.....	29
图表 72: ABS 品种利差.....	29
图表 73: 中证 REITs 指数走势及换手率.....	30
图表 74: REITs 与高股息股指股息率对比.....	30
图表 75: 公募 REITs23Q2-24Q1 可供分派比率情况.....	31

三大特点与下半年展望

当下信用债市场的三个特点

资产荒持续与结构特征变化

今年信用供求矛盾持续，信用债收益率进一步走低，不过结构特征较去年发生变化。

需求端：今年主要变化在于手工补息叫停后市场定价权向非银倾斜。

银行方面，一季度“大行信贷、小行买债”持续，不过由于今年信用债收益率低位，小行买债主力从信用债转向超长利率债。相较去年，一季度利率走强更明显，信用跟随为主。此外，由于机构欠配愈演愈烈，资本新规执行在3月末未见明显赎回扰动。

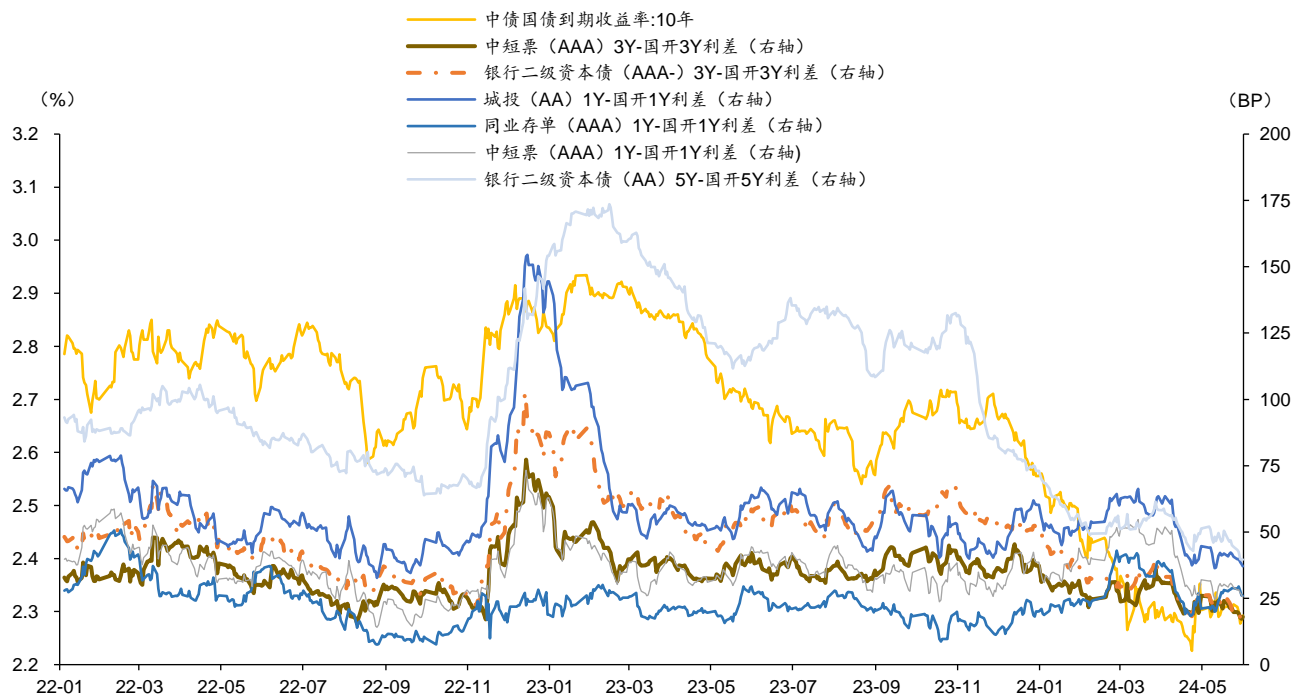
理财方面，协议存款、手工补息相继叫停，理财可投资资产收缩，信用债需求增强；此外，手工补息禁止后出现存款搬家，大行存款流失而理财规模快速增长，市场定价权一定程度向非银倾斜。5月以来市场开始呈现非银资金相对宽裕，非银主导定价的中短端信用债表现强于银行主导定价的存单、利率等。

其他机构来看，保险保费延续高增，非标收缩，债券配置持续提高，不过信用债收益率已较低，3月保险拉长久期配置信用债，近期更多增配地方债等；此外，理财规模膨胀带动货基、债基规模明显增长，信用债配置需求进一步上升。

供给端：信用债供给总量并不少，但结构分化、期限拉长，高息资产短缺。

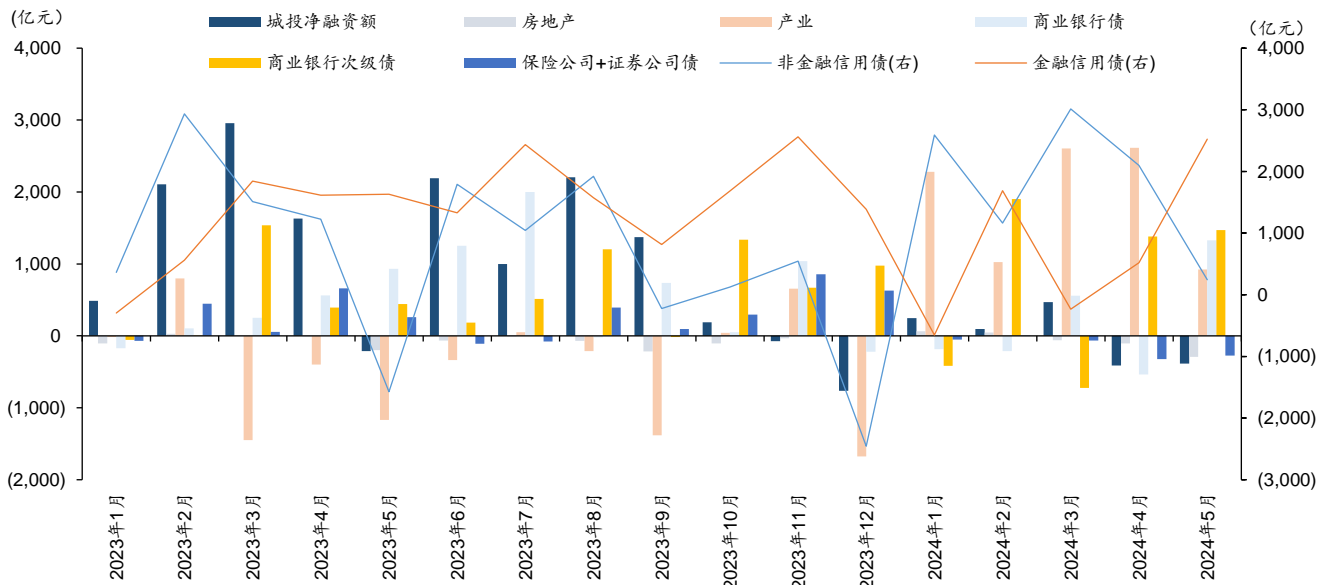
总量来看：今年信用债供给量高于去年同期，主要是收益率低位，产业债发行增加。此外，今年利率债供给节奏滞后也加大了年初资产荒。但信用债供给结构呈现以下特征：一是35号文后城投债滚续为主，净融资额持续低位徘徊；二是超长信用债供给增加，主要以高等级央国企产业城投主体为主；三是二永债受批文节奏等影响，一季度发行以国股行为主，5月以来城农商行逐渐新增供给。5月新增TLAC非资本债工具品类，但初期发行规模不大且非银参与度不高。

图表1：利率与信用利差走势



资料来源：Wind，华泰研究

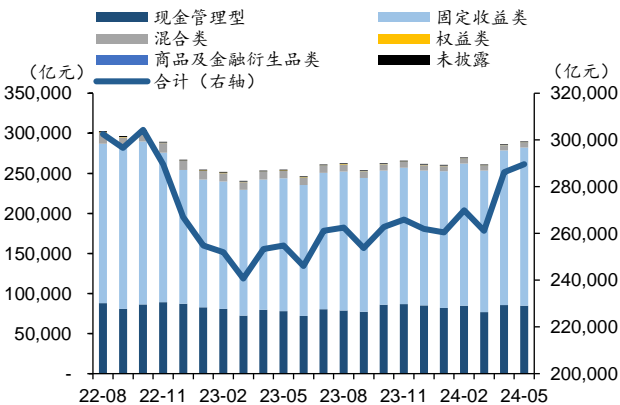
图表2：信用债净融资额情况



注：数据统计截止 2024 年 5 月 31 日

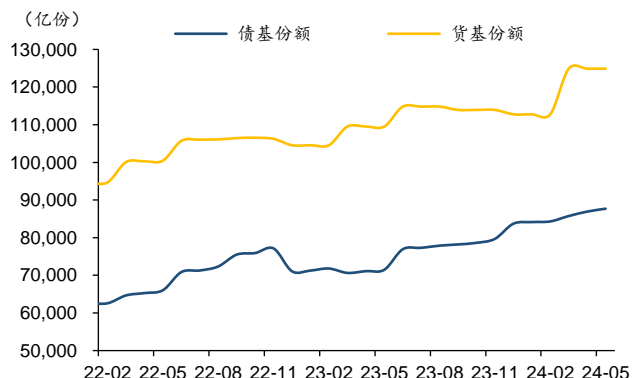
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：理财规模变化



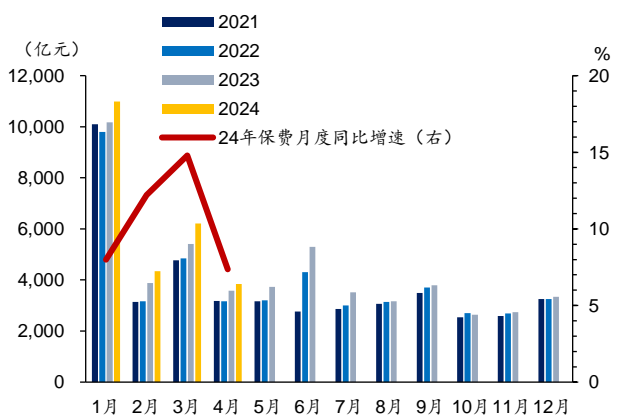
来源：普益，华泰研究

图表4：债基、货基规模变化



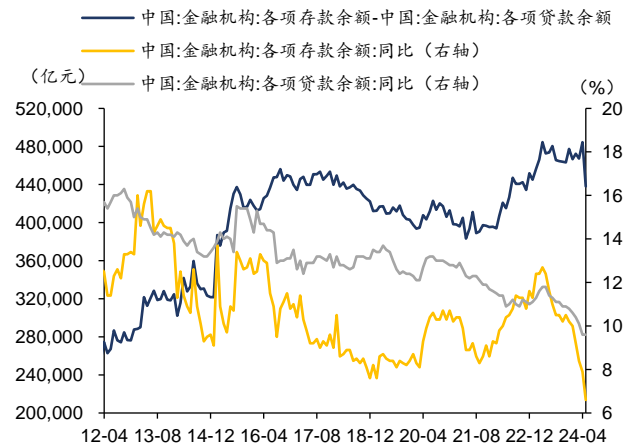
资料来源：Wind，华泰研究

图表5：保费收入季节性比较



来源：Wind，华泰研究

图表6：金融机构存款贷款余额情况



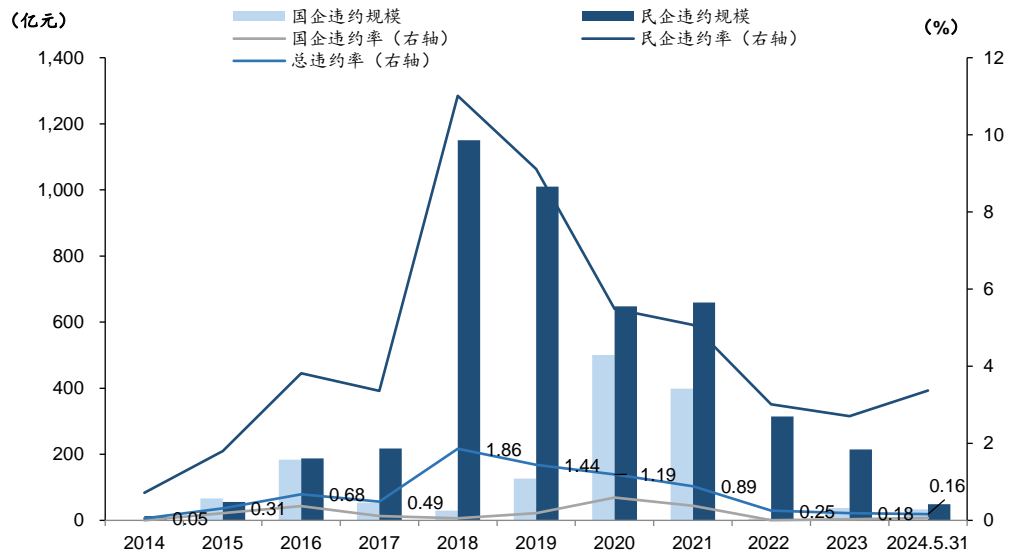
资料来源：Wind，华泰研究

“割裂的城投”与信用“利率化”

随着资产荒持续演绎，今年信用债利率化趋势加大，体现在以下三方面：

1、信用风险被“忽视”，大多信用债等级利差、期限利差创新低。这主要受到三方面因素影响：1) 近年来违约主体逐渐退出市场，市场违约率下降；2) 35号文支持化债，城投债券短期兑付“信仰”增强；3) 市场资产荒持续演绎，投资者“不得不”拉长久期、下沉挖掘收益，“选择性忽略”了中小银行、弱国企、城投等的长期信用风险。

图表7：信用债违约率

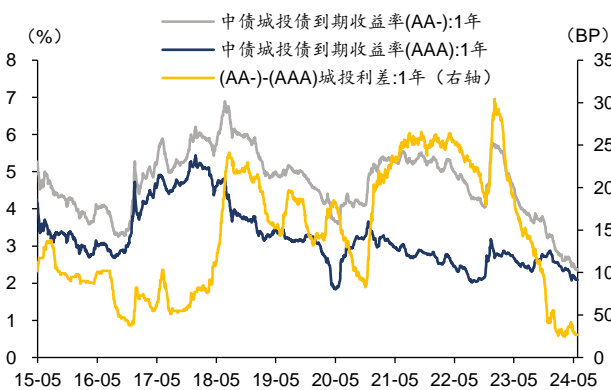


资料来源：Wind，华泰研究

2、信用发债主体愈发集中于央国企中高等级，且发行久期拉长。分等级来看，今年 AA+及以上外评发债占比进一步提高至 90%。30 年期信用债也开始发行。

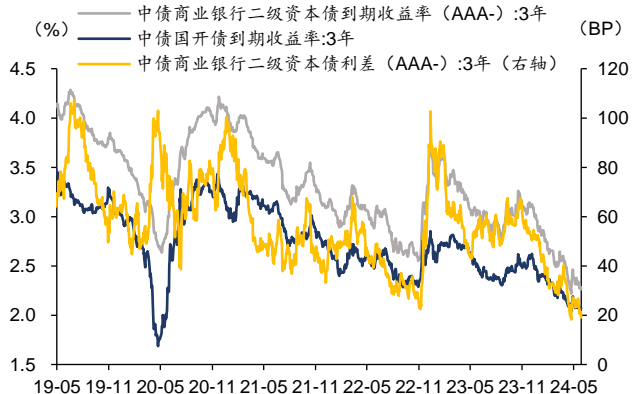
3、信用利差波动性也更利率化。信用利差受流动性溢价和信用风险溢价影响。分阶段来看，出现违约事件、融资环境收紧等，信用风险溢价往往明显上行；分等级来看，信用债等级越低，往往受信用风险溢价波动影响更大。但今年以来随着市场对信用风险钝化，等级利差降至低位、中低等级信用债跟随利率波动的特征也愈发明显。高等级信用债方面，二永债利率波动放大器特征愈发明显，资产荒主导下资本新规等扰动较小。

图表8：城投等级利差创 15 年以来新低



资料来源：Wind，华泰研究

图表9：银行二永债利率波动放大器特征明显



资料来源：Wind，华泰研究

整体而言，信用利率化趋势与资产荒演绎密不可分，其中城投的短期刚兑与融资严监管加大了这一趋势。信用定价能否回归信用风险溢价主导，需关注城投的割裂如何修复、城投债供给能否明显回升。

城投的割裂体现在标债和非标的风险割裂，短期“刚兑”与长期问题待解的割裂。如果城投债继续保刚兑、融资严监管，则“稀缺性”自然很难缓解，等级利差低位震荡，波动利率化持续。如果城投债融资小幅修复，信用债供不应求将有所缓解，但对定价冲击不大。如果城投债融资放松、标债“刚兑”预期取消、风险甄别交给市场，信用债供需将再平衡，区域、等级、主体分化将加大，重回信用风险溢价主导。不过最后一种可能与当前金融严监管取向不符，可能性不大。

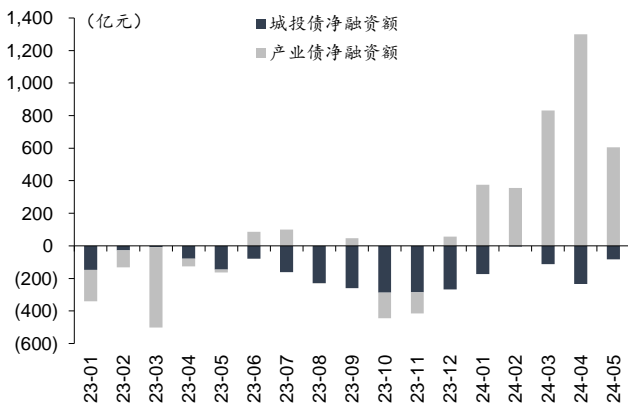
要实现城投债务长期风险的平稳化解，需要一揽子化债支持、债务理顺和监管、地方财力修复、城投转型推进等多维度配合发力。目前来看，经济波浪式修复，地产仍疲弱，短期债务平滑、展期降息、以时间换空间或仍是缓兵之计。**城投标债一旦出风险，外溢性更大，从这个角度来看，城投标债短期或仍以稳为主。非标出险持续增加反映出城投债务滚续的压力，债务严监管对地方投资增速也有一定影响，关注后续城投债再融资能否有所松动，信用资产荒或有所缓解。**

产业债融资修复与地产债仍偏弱

产业债呈现融资修复与基本面分化的特征，超长债供给明显增多。今年随着利率走低，产业债融资明显修复、超长信用债供给增加，主要以大型央国企为主。基本面方面延续修复中分化，消费链有所修复，地产链表现偏弱。周期品表现分化，上游石油、有色金属盈利较好，煤炭盈利下滑。钢铁、水泥最差。不过行业利差来看，由于整体发行以高等级央国企和龙头民企为主，行业利差整体延续修复，也呈现走势利率化的特征。

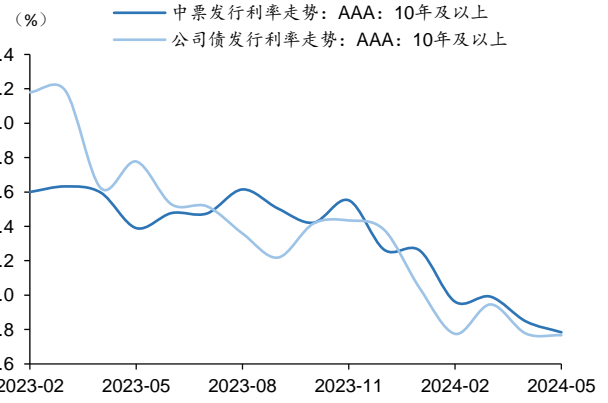
地产基本面偏弱、政策频出，利差分化。地产债方面，基本面仍偏弱，而地产政策频出。短期对利率带来一定扰动，中长期来看仍需观察政策实际效果。地产债融资整体仍弱，新增以国企为主。利差方面，国企和民企分化明显，国企利差跟随利率波动，民企利差年初受偿债高峰压力明显上行，近期受支持政策频出、资金支持落地等利差明显收缩。

图表10：23年以来超长期信用债月度净融资情况（分类型）



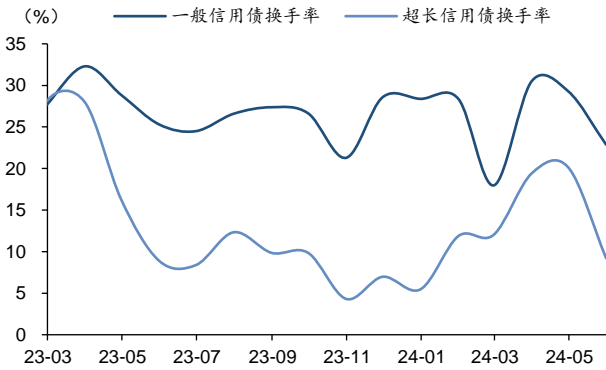
注：统计数据截至2024年5月29日，统计发行期限5年以上的信用债
资料来源：Wind，华泰研究

图表11：10年及以上信用债发行利率



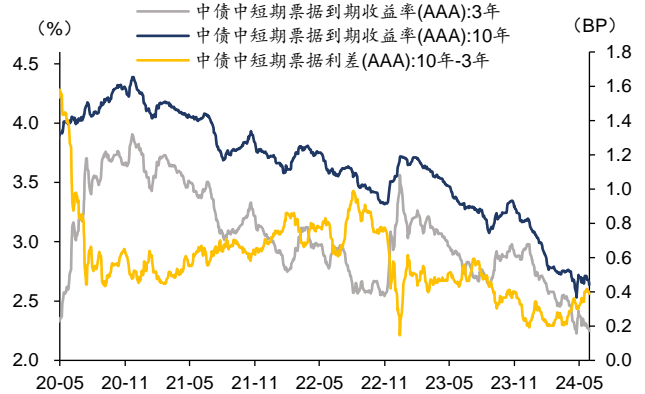
注：统计数据截至2024年5月29日
资料来源：Wind，华泰研究

图表12: 今年1-4月超长信用债换手率波动上行



注: 统计数据截至2024年5月29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
资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 超长信用债收益率走势滞后于中短久期信用债



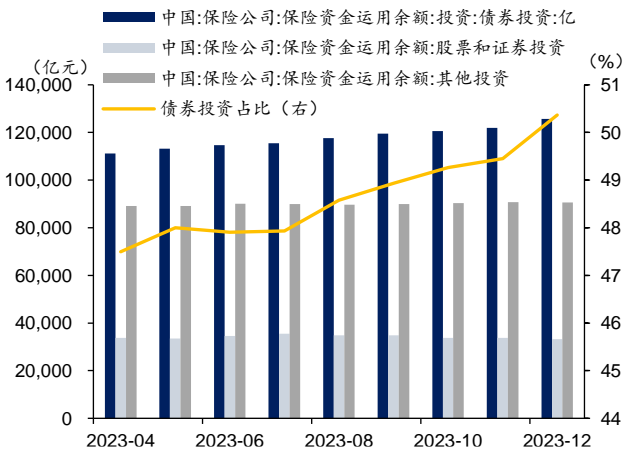
注: 统计数据截至2024年5月29日
资料来源: Wind, 华泰研究

资产荒之下交易和品种重于下沉

实体融资需求仍是核心, 往后看资产荒持续但下半年供需关系或不如上半年。

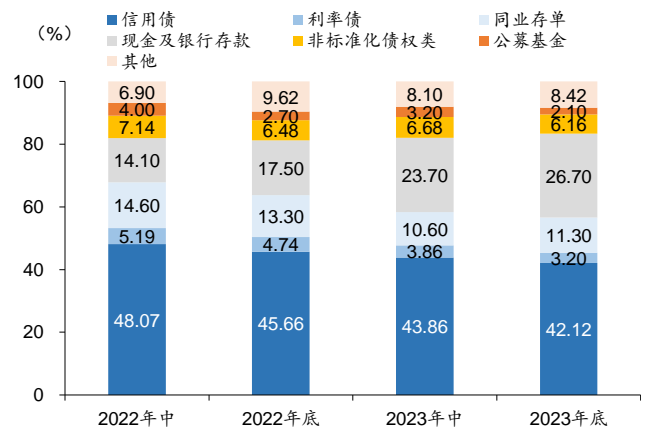
需求方面, 非银定价主导持续, 关注手工补息叫停的持续影响, 谨防理财规模膨胀与低波模式弱化加剧理财不稳定性和赎回扰动。随着存款类资产收缩, 信用债收益率低位波动, 理财、债基收益受利率波动影响将加大, 谨防利率债供给、刺激经济政策超预期、地产修复超预期等带来的扰动。理财方面, 监管对净值平滑监管趋严也是风险点, 此外, 手工补息叫停会影响存续产品预期收益率, 关注6月底理财如何处理存款收益下行及潜在的影响。银行方面, 关注针对存款流失进一步的动作, 是否会新增模式吸储实现资金回流, 进而可引发非银阶段性赎回扰动。

图表14: 保险配置变化



资料来源: wind, 华泰研究

图表15: 理财产品配置变化



资料来源: 《中国银行业理财市场年度报告》, 华泰研究

供给方面，除利率债之外，金融债或有放量但扰动有限，重点关注城投监管动向。高息资产能否增加是市场配置信用债关注焦点，根源在于实体融资需求何时明显改善。城投方面，一揽子化债政策持续，债务严监管与经济拉动需平衡，后续关注城投再融资动向和供给变化。下半年，二永债到期量增多叠加资本补充需求，下半年供给或有所增加；此外五大行TLAC补充需求也带来非资本工具供给，不过今年总申报额度4400亿，预计供给压力可控。长期来看，信用债市场要高质量发展扩容，可能还需待“新经济”融资需求上行、科创类品种发行提速、城投成功转型、产业融资扩容、高收益债市场培育发展、信用衍生品市场发展等。

资产荒延续+利差低位+信用风险分化，下半年信用债可操作空间缩窄，交易和品种重于下沉。城投长期风险待解、中小银行分化加大、产业基本面修复分化，叠加目前等级利差、期限利差大多处于历史低位，目前位置不建议过度下沉。信用配置继续“票息打底+品种挖掘+交易增强”，交易和品种重于下沉。

票息打底方面，选择安全性较高、绝对价格尚可的债券，包括3-5年好区域主流城投，优质地产国企私募永续，高景气产业国企和龙头民企、经济发达区域城农商行二永债等。超长债方面，利率震荡阶段久期暴露长、调整慢，更适合负债端稳定、久期暴露意愿高的机构如保险，建议逢高增配。

品种方面，除非金融私募永续外，可关注券商永续、保险永续债下半年能否放量，震荡市可逢高增配，TLAC非资本工具关注与二级资本债比价情况，未来扩容及流动性改善等。

交易方面，以流动较好的二永债为主，下行机会关注降准降息、经济走弱、非银欠配旺盛、央行买债等，上行风险警惕刺激经济政策持续、经济走强、需求赎回扰动、央行卖债等。

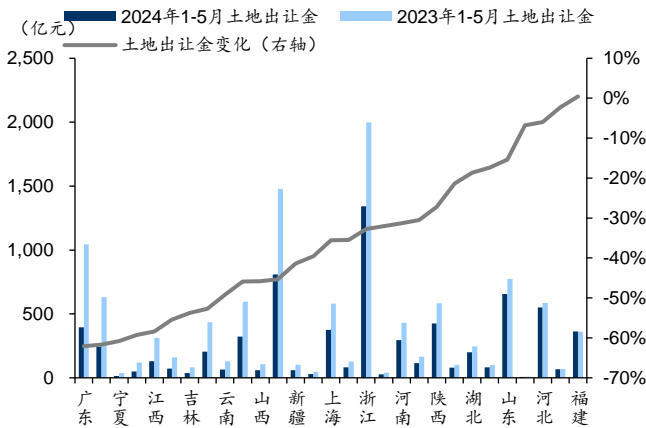
城投：关注政策演绎，择券侧重流动性

城投核心矛盾演绎进入新阶段

基本面：土地财政端或难以反转

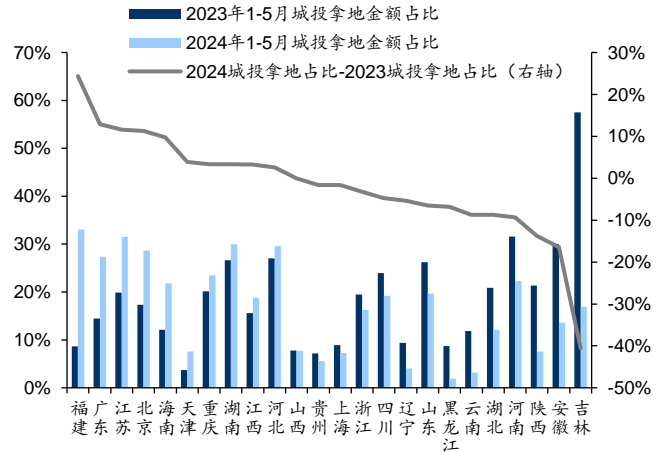
地方土地财政端收入短期内或持续承压。2024年1-5月，中指口径全国土地出让金7513亿元，相较于2023年同期下行37%。分省份来看，广东、安徽、宁夏、贵州等区域土地出让收入下滑幅度较大。城投拿地方面，2024年1-5月，中指口径城投拿地金额1784亿元，同比下行16%，拿地放缓或主要因为平台现金流压力增大，托底能力下滑。

图表16：2024年1-5月土地出让金收入及同比



资料来源：中指数据库，华泰研究

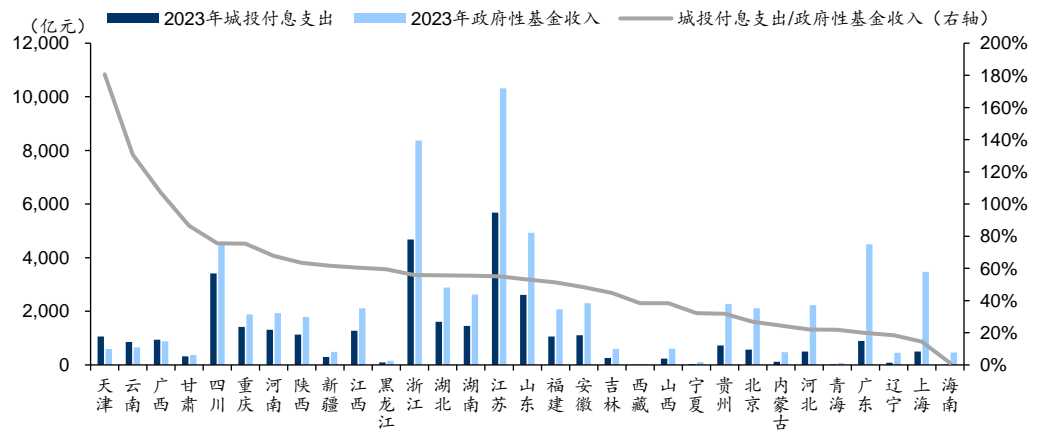
图表17：2023年1-5月与2024年1-5月各省级城投拿地情况对比



资料来源：中指数据库，华泰研究

考虑到城投债务本金多以借新还旧方式滚续，但债务利息部分则需偿付，我们以各省级城投付息支出/政府性基金收入指标，衡量各省级城投付息压力。2023年，全国城投付息支出3.43万亿元，而2023年全国政府性基金收入为6.62万亿元。由于政府性基金收入存在城投托底拿地部分，且仍需扣除征地、拆迁、补偿、基础市政建设等费用，预计仍有较大偿付缺口。

图表18：2023年各省级城投付息支出与2023年地方政府性基金收入对比



注：城投平台付息支出算法：现金流量表中“分配股利、利润和偿付利息所支付的现金”科目
资料来源：Wind，华泰研究

中期关注地产政策端变化、传导至土地市场的实际效果。近期房地产利好政策陆续出台，市场需求存在释放可能，土地出让收入或有望好转。但地产政策细节待明确、政策效果待观察，后续关注需求端数据、政策落实与操作细节、能否有更多财政/准财政工具出台、政策传导至土地出让市场的实际效果等。

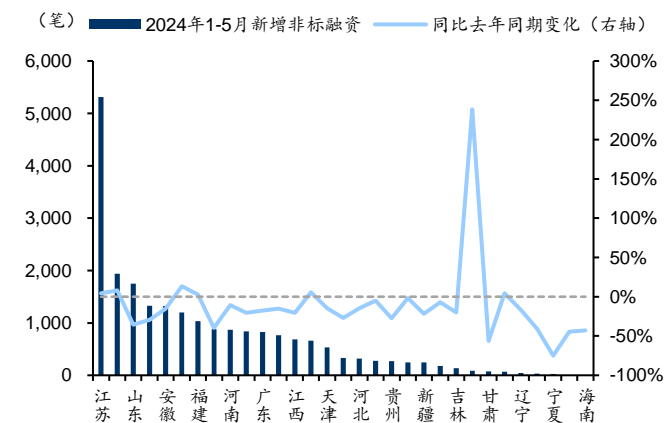
严控增量下的资金缺口如何弥补？

在借新还旧滚续顺畅的同时，多数城投平台债券付息端、债券以外类型债务的偿还压力仍存。面对资金缺口，城投平台或是寻求转型，从而实现名单外新增；或是通过其余渠道融资，如非标与境外债渠道。

一方面，转型平台在短期内受整体化债利好难见分化，长期来看，回归基本面定价、资质分化或成趋势。伴随着城投转型进行时，地方部分新主体、壳公司等不断成立，标准城投债供给持续减少，而地方财政基本面或维持较弱局面，中期的资质分化或成趋势。

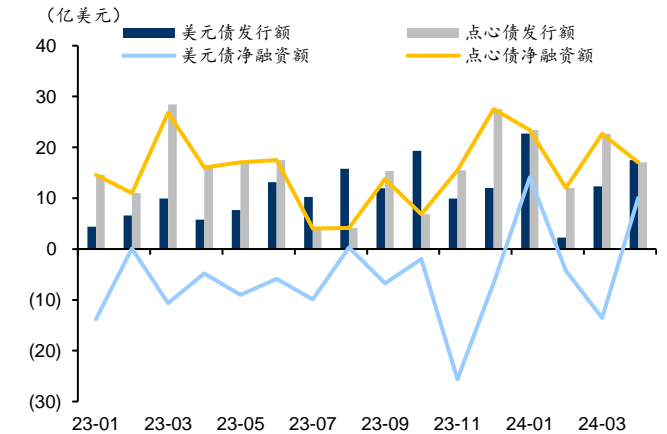
另一方面，当前多数城投以非标、境外债等渠道弥补资金缺口，警惕债务负担抬升、非标事件暴露的风险。截至2024年5月24日，2024年1-5月各省级城投平台新增非标融资共计2.23万笔，同比去年下降13%，但仍保持较高水平。此外，部分平台利用境外融资渠道补充资金，2023年7月后，美元债、点心债发行额均存在波动增长趋势。

图表19：截至2024年5月24日，2024年1-5月各省级城投新增非标



资料来源：企业预警通，华泰研究

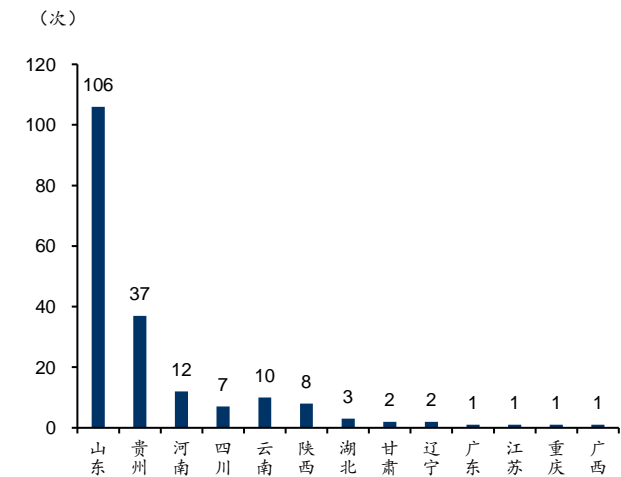
图表20：城投美元债、点心债发行与净融资月度变化



资料来源：DM，华泰研究

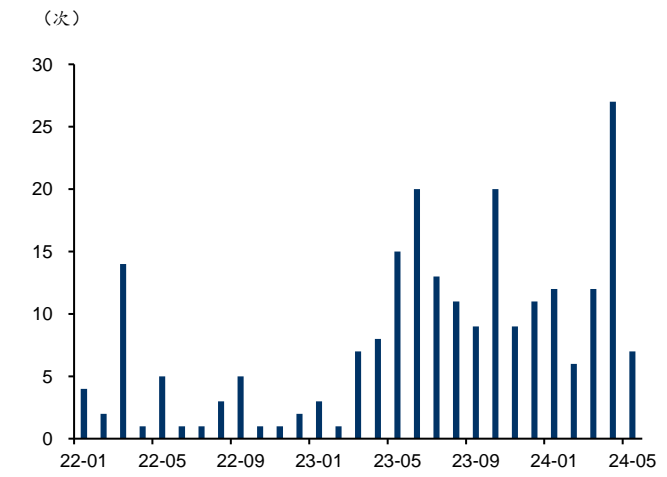
当前监管端针对非标、境外债渠道持续收紧，关注平台接续压力。非标融资领域严监管政策频出；境外债方面，窗口指导陆续出台，预计境外债监管政策逐步向境内靠拢。考虑到非标与境外债渠道融资成本均偏高，该类弥补资金缺口的方式易抬升综合融资成本，增加潜在付息压力。2023年至2024年5月26日，涉及城投平台非标逾期事件共191起，主要集中在山东、贵州、河南等区域。

图表21：2023-2024年5月26日，各省级城投非标逾期事件分布



资料来源：DM，华泰研究

图表22：2022-2024年5月26日，月度城投非标逾期事件变化



资料来源：DM，华泰研究

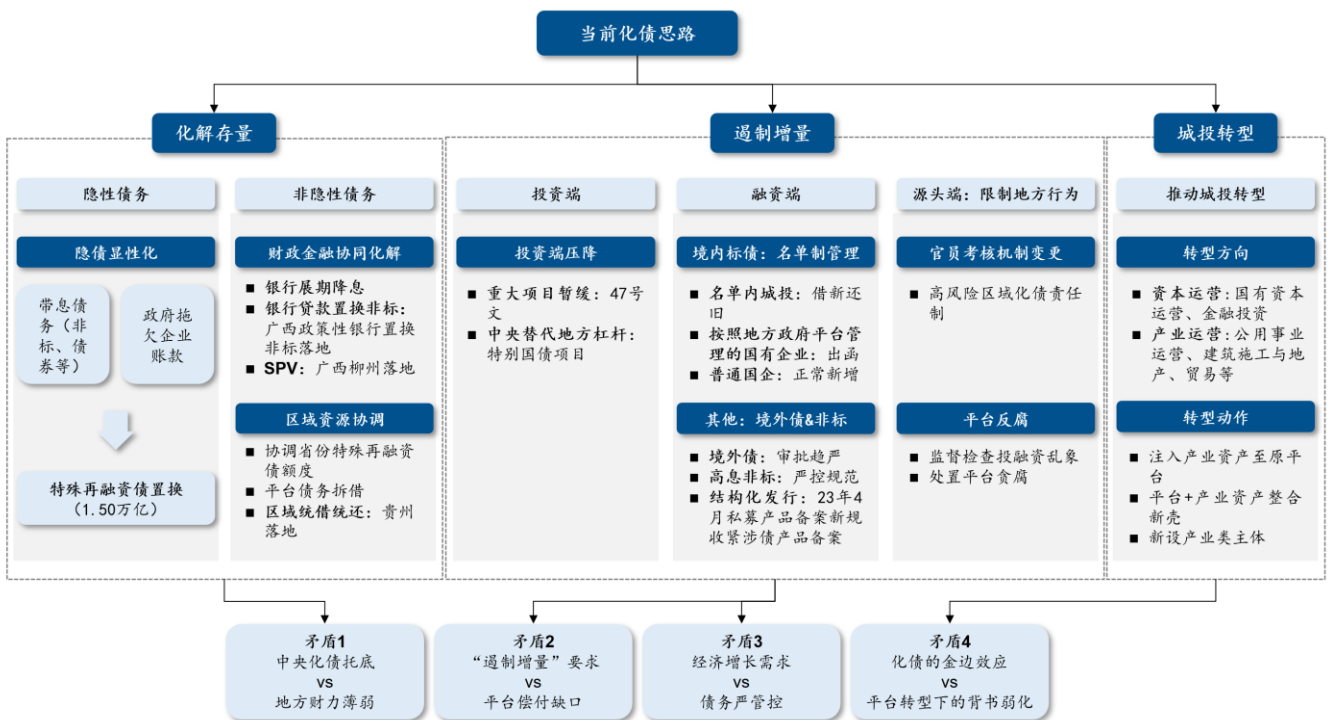
地方：投资端与化债端诉求冲突

统筹化债与发展的提法逐渐增加，体现中央化债的新思路。2024年4月30日，中共中央政治局会议提出“确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展”。在经济波浪式修复的大背景下，地方政府仍有发展指标与相关诉求。

近期“以旧换新”等政策陆续出台，部分地方核心平台或背负新任务。从近期开启“以旧换新”试点的城市实操来看，地方核心城投平台仍是主要承接主体。此外，5月17日保交楼会议明确支持存量房收储，地方城投平台或将负责承担相应职责。

考虑到当前化债思路与宏观政策需要存在一定差异，后续城投平台相关政策演绎或有不确定性。城投平台作为托底经济的重要手段之一，在部分政策落实的过程中，或仍将承担相关作用。关注后续政策试点区域、承接主体、配套资金来源情况。

图表23：当下化债思路与核心矛盾总结



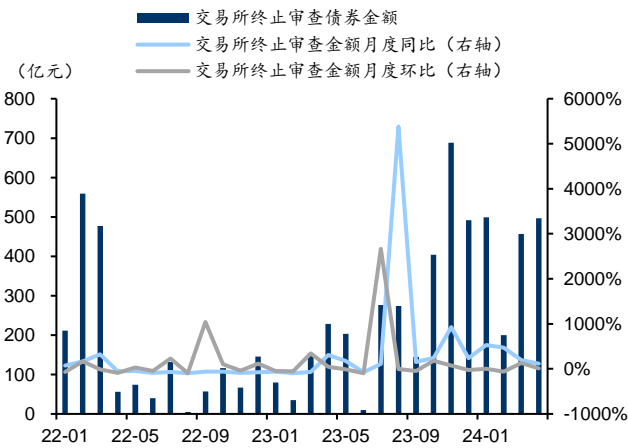
注：特殊再融资债统计时间区间为2023年10月-2024年5月28日
资料来源：Wind，企业预警通，华泰研究

城投策略：择券侧重流动性，细分领域挖掘阿尔法

一级供给端：全面进入存量时代

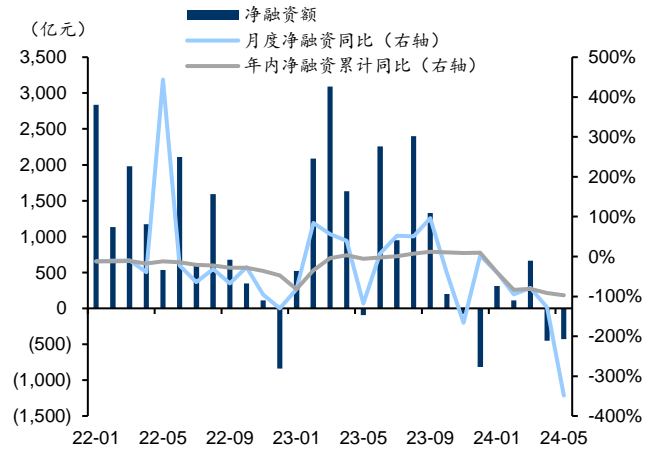
名单制下，协会与交易所审批趋严，城投新发受到限制，导致城投债供给端持续缩量。协会与交易所对于城投债产品审核端均实行较严格的审批要求，其余融资渠道同样受到进一步监管。伴随着发行端的全面收紧，城投债逐渐进入存量时代。2024年，月度净融资额同比变化及年内累计净融资额同比变化均下跌超40%。2024年1-5月，城投债净融资仅202亿元，相比2023年同期大幅下降97%。

图表24：交易所终止审查城投债金额月度变化



资料来源：交易所，Wind，华泰研究

图表25：城投债净融资额月度变化



资料来源：Wind，华泰研究

二级成交端：分化与一致

一方面，各省级城投债在二级利差压降层面表现出高度一致性。受供需错配与化债政策利好影响，各区域城投债利差持续压缩，目前已降至历史低位。分区域来看，截至2024年5月30日，相较于2023年初，10个省份信用利差收窄幅度超过200BP。其中，青海、贵州、云南等债务负担较重的省份信用利差降幅居前，均超过500BP。相较于2024年初，青海、贵州两省信用利差下行幅度超200BP。

图表26：各区域利差中位数变化

省份	20240530 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	164	-53	-263	-601	20%
辽宁	102	-5	-40	-355	7%
青海	83	-9	-283	-924	6%
黑龙江	71	-9	-87	-340	0%
云南	68	-20	-75	-543	0%
宁夏	55	-12	-39	-93	3%
天津	54	-17	-28	-379	2%
吉林	52	-17	-50	-364	0%
广西	51	-15	-53	-210	0%
陕西	49	-11	-39	-210	0%
海南	46	-15	-86	-195	0%
内蒙古	46	-10	-24	-178	0%
河南	46	-12	-31	-197	0%
重庆	45	-9	-27	-169	0%
新疆	44	-8	-23	-165	0%
甘肃	44	-7	-33	-273	2%
山东	44	-12	-28	-124	0%
湖南	41	-11	-31	-163	0%
山西	41	-9	-25	-147	0%
江西	41	-11	-27	-136	0%
湖北	40	-11	-28	-128	0%
安徽	40	-10	-23	-133	0%
河北	39	-9	-28	-135	0%
江苏	38	-10	-22	-109	0%
西藏	37	-10	-25	-133	1%
福建	35	-9	-17	-76	0%
四川	35	-9	-22	-104	0%
浙江	35	-9	-21	-96	0%
北京	32	-8	-12	-38	0%
广东	29	-9	-12	-33	0%
上海	29	-9	-13	-37	1%

资料来源：Wind，华泰研究

另一方面，根据区域、评级不同，城投债流动性已出现分化。城投债活跃成交主体主要分为两类：一类为江苏、浙江、广东等强经济财政省份主流高等级平台，另一类为中部、西部相对高利差区域（如山东、四川）的地市级核心平台。

2024年1-5月，传统强区域中，江苏、浙江城投债二级成交金额最高，换手率在10%左右；山东、四川、重庆、河南等中西部相对存在一定利差的区域成交也相对活跃，换手率多在10-20%区间。此外，化债力度相对较大的区域也成为成交热点，典型如天津区域。而部分区域城投债成交金额则偏低，如青海、宁夏等基本面较弱区域，机构下沉有限，该类区域城投债流动性相对受限。

图表27：2024年1-5月各省城投二级成交金额及换手率

省份	1-5月二级成交金额(亿元)	1月换手率	2月换手率	3月换手率	4月换手率	5月换手率
江苏	17,932	14%	8%	13%	12%	10%
山东	11,348	19%	11%	20%	18%	15%
浙江	9,661	10%	6%	10%	10%	9%
四川	5,735	12%	8%	13%	11%	11%
河南	4,736	13%	10%	13%	14%	13%
重庆	4,603	15%	8%	15%	13%	12%
湖南	4,333	13%	8%	14%	11%	12%
江西	4,320	15%	9%	15%	15%	14%
湖北	4,015	12%	7%	12%	12%	11%
天津	3,731	24%	16%	24%	21%	15%
广东	3,683	13%	10%	16%	18%	14%
安徽	3,332	12%	8%	14%	12%	10%
福建	2,707	11%	6%	13%	11%	10%
陕西	2,103	13%	9%	17%	12%	11%
云南	2,113	25%	14%	26%	23%	20%
广西	1,604	19%	9%	14%	10%	9%
上海	1,731	14%	8%	14%	18%	14%
北京	1,656	17%	9%	14%	12%	15%
贵州	1,416	16%	11%	18%	11%	13%
河北	1,320	14%	6%	13%	13%	12%
山西	1,061	17%	8%	17%	18%	11%
新疆	905	12%	10%	14%	12%	7%
吉林	312	17%	6%	10%	10%	6%
宁夏	277	28%	33%	29%	13%	10%
甘肃	235	14%	9%	13%	11%	10%
西藏	179	25%	6%	14%	14%	10%
青海	143	58%	29%	57%	51%	25%
辽宁	101	5%	6%	12%	15%	3%
海南	50	9%	34%	20%	21%	9%
内蒙古	50	0%	19%	4%	10%	7%
黑龙江	28	2%	2%	3%	4%	2%

资料来源：Wind，华泰研究

城投择券思路：差别对待，注重流动性与性价比

考虑到当前历史利差低位下，城投核心矛盾凸显，继续下沉性价比有限，在确保是主流平台的前提下适度拉久期可能是更好的选择，江浙等发达地区主流平台或名单内平台可适度拉长到3-5年，建议注重流动性及性价比。另需关注区域化债推进落地的预期差带来的潜在估值波动，部分弱区域非标舆情情绪扩散至标债的可能性。对于部分区域绝对高票息核心主体，可适度参与中短端机会（西北省级和核心地市级、天津区县级），但需保持对期限的管理。

短期风险可控，中长期警惕政策变化和中低等级城投风险。经济波浪式修复、地方财力仍有压力背景下，一揽子化债持续，城投债短期打破刚兑风险不大。利率低位，短期更关注利率调整带来的估值波动。中长期来看，若经济明显修复、债券行情反转，或化债政策变化，弱主体出现“债务重组、打折、债务减记”等，则市场将会明显调整、甚至踩踏，其中中低等级城投债压力更大。

挖掘城投转型过程中的地方新设主体一二级套息机会。我们在2024年4月18日发布的《城投转型：方向、模式与机会》报告中建议，新设小型产业类平台，由于母子公司间的关联确定性往往较高，该类主体作为地方新增融资窗口，信用背书仍有保障，叠加市场整体关注度较低，或存在资质分化、认可度差异带来的阿尔法机会。

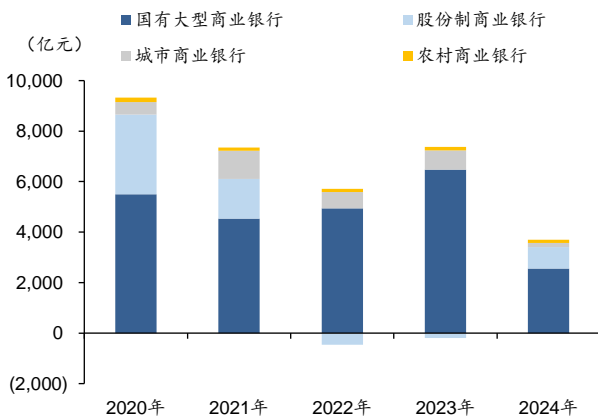
关注地方金控平台的利差压缩机会。我们在2024年4月1日发布的《化债行情下的地方金控平台》报告中建议，适当下沉至强区域的非核心金控平台及弱区域的核心金控平台，针对强区域（如广东、浙江、江苏等地），可下沉至地市级与区县级金控平台、类金控平台，如苏北地区部分地市级平台、浙江省区县级平台；针对弱区域（如吉林、云南、陕西等地），可选取区域省级或核心地市级平台，考虑到平台业务存在区域垄断性与系统重要性，信用资质相对有所保证，可一定程度下沉。

金融债：二永债票息与交易并重，券商债逢高配置

二永债：高等级交易+优质城农商行吃票息

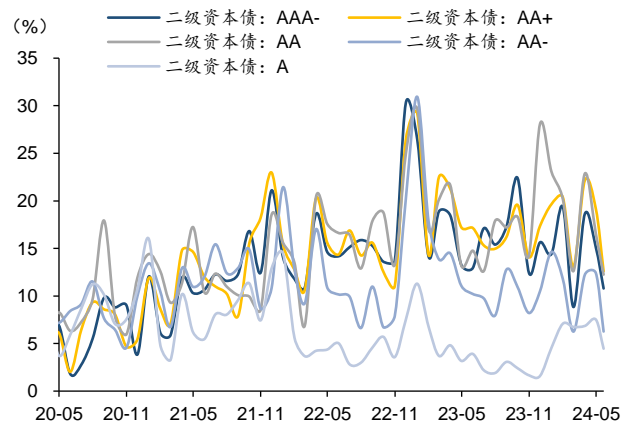
下半年二永债或继续放量，仍是信用债配置重点。去年城投融资收紧后二永债成为市场挖掘重点，中低等级换手率进一步提升，品种、等级、期限利差均压至历史低位。供给来看二永债今年发行提速，今年1-5月二永债发行合计6852亿，同比去年多增3810亿，净融资额合计3671亿，同比去年多增1354亿，与监管批文加快、市场低利率环境等有关。往后看，下半年二永债迎来到期高峰，叠加年末银行资本补充需求，二永债发行量或进一步上行。不过城投严监管若持续，二永债净融资额少量增量不会带来太大的供给冲击，如优质城农商行明显放量，或可一定程度缓解资产荒。

图表28：24年二永债净融资额已达3671亿元



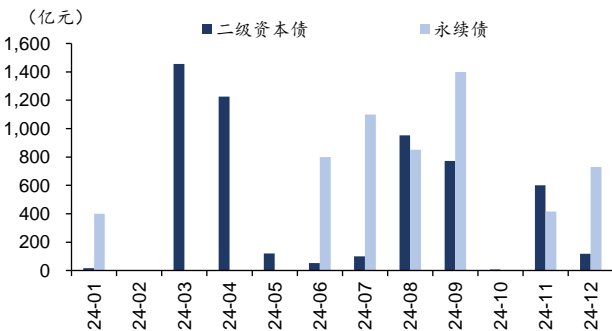
注：24年数据截止5月29日
资料来源：Wind，华泰研究

图表29：二级资本债分隐含评级换手率变化



注：为避免包销等影响，债券上市前三个月剔除样本统计，统计数据截至2024年5月31日
资料来源：Wind，华泰研究

图表30：2024年下半年二永债到期量7048亿



注：统计数据截至2024年5月29日
资料来源：Wind，华泰研究

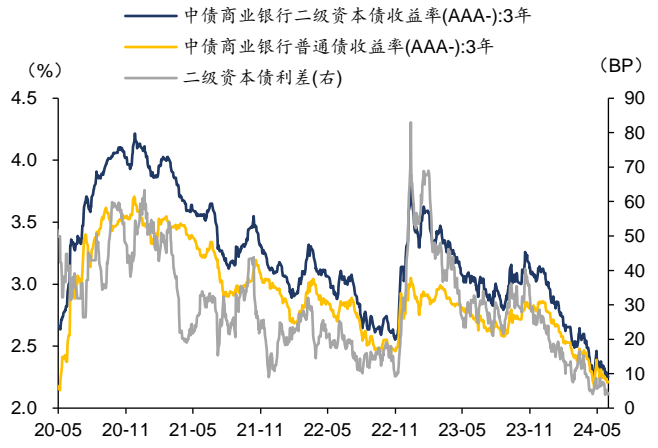
图表31：银行二永债批文额度及到期情况一览

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	315	206
	批文有效期	-	-	24年5月-26年5月	24年6月-26年1月
	24年6月1日-24年6月30日到期量 (亿元)	0	0	0	55
	24年7月1日-24年12月31日到期量 (亿元)	1100	500	878	74
永续债	剩余额度 (亿元)	0	800	66	80
	批文有效期	-	26年5月	24年9月	24年6月-25年6月
	24年6月1日-24年6月30日到期量 (亿元)	0	800	0	0
	24年7月1日-24年12月31日到期量 (亿元)	2800	1550	146	0
资本工具	剩余额度 (亿元)	8240	2890	968	234
	批文有效期	24年12月-26年4月	24年12月-26年3月	24年10月-26年5月	25年2月-26年5月
非资本工具	剩余额度 (亿元)	1300			
	批文有效期	26年4月			
合计到期	24年5月27日-24年12月31日到期量 (亿元)	3900	2850	1024	129
合计额度	剩余额度 (亿元)	9540	3690	1349	520

注：统计数据截至2024年5月31日
资料来源：Wind，华泰研究

国股行二永债做波段+优质城农商行票息打底、逢高配置。投资策略方面，考虑到等级利差已降至历史低位，而中小银行经营分化加剧、中小银行不赎回持续，目前位置避免进一步下沉。可以选择区域资源禀赋较好、银行内控良好、经营稳健的城农商行二永债作为底仓，在利率震荡过程中，可逢高增配。高等级二永债利率波动放大器特征仍明显，今年由于资产荒愈演愈烈、资本新规提高次级债权重在季末影响有限，短期出现超预期不赎回事件、永续股债认定等扰动概率较小。后续高等级二永债交易重点关注利率波动、机构行为等，下行机会关注降准降息、经济走弱、非银欠配旺盛等，上行风险警惕刺激经济政策持续、经济走强、需求赎回扰动等。整体来看，经济波浪式修复持续，利率或震荡为主，反转仍需等待，震荡波动过程中可逢高增配。

图表32: 银行二级资本债利差走势



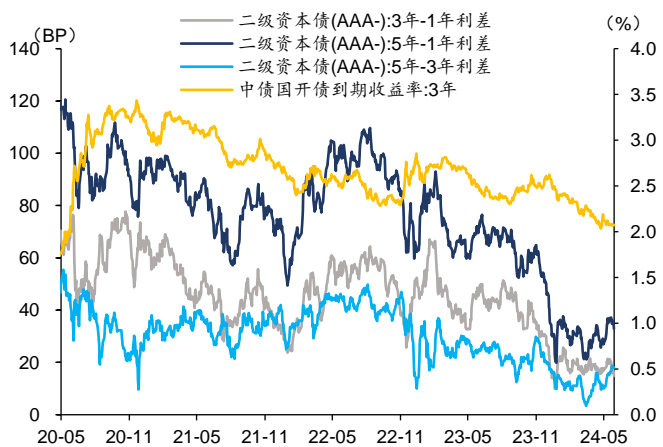
资料来源: Wind, 华泰研究

图表33: 银行永续债利差走势



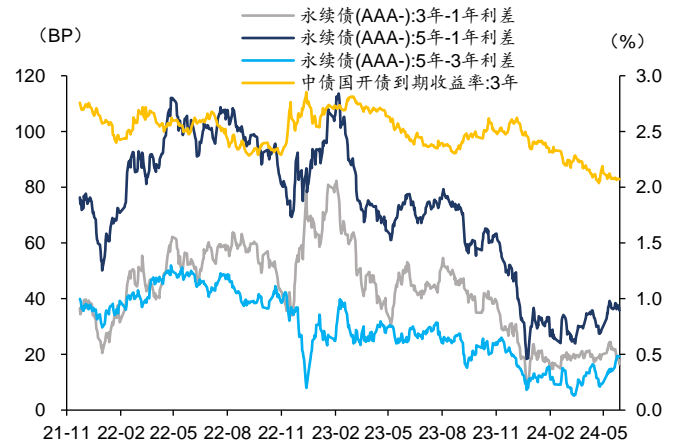
资料来源: Wind, 华泰研究

图表34: 银行二级资本债期限利差走势



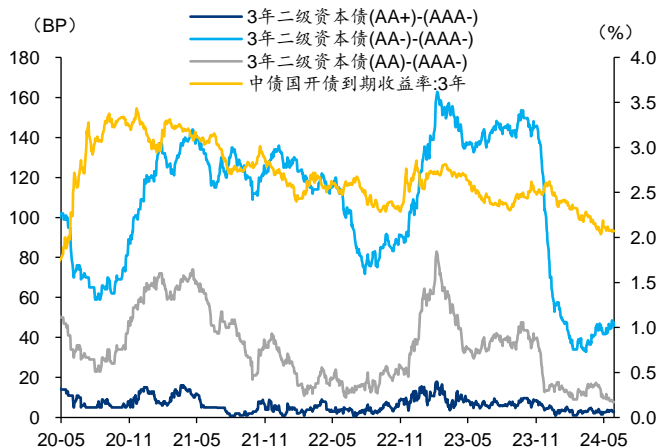
资料来源: Wind, 华泰研究

图表35: 银行永续债期限利差走势



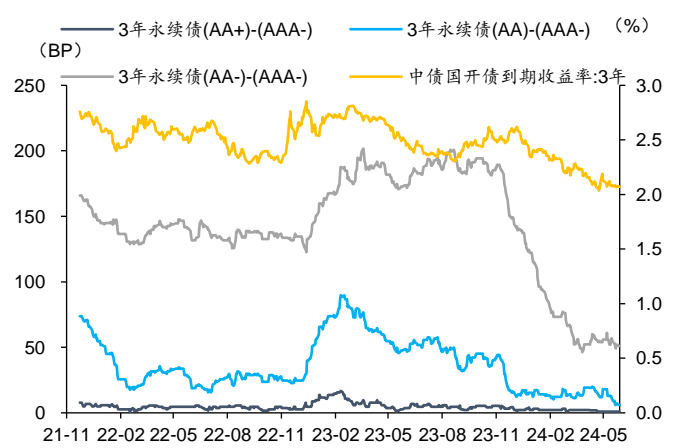
资料来源: Wind, 华泰研究

图表36: 银行二级资本债等级利差走势



资料来源: Wind, 华泰研究

图表37: 银行永续债等级利差走势



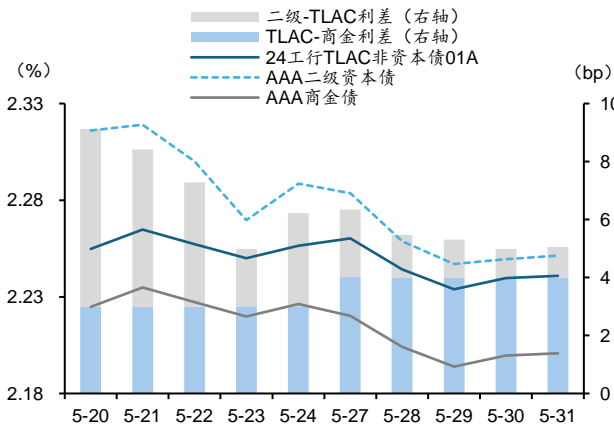
资料来源: Wind, 华泰研究

TLAC 非资本工具：新品种上市，关注扩容、比价机会等

首批 TLAC 非资本工具已发售，风险、价格介于商金和二级资本债之间。TLAC 非资本工具是全球系统重要性银行为满足总损失吸收能力要求而发行的债券，偿付顺序优于二级资本债，次于普通银行债。2024 年一季度，五大国有行先后公布 TLAC 非资本工具额度，合计不超过 4400 亿元。5 月 15、16 日工行、中行分别发售 300 亿 TLAC 非资本工具，其中 3+1 年期各发售 200 亿、票面 2.25%，5+1 年期各发售 100 亿、票面 2.35%。定价来看，介于当日同期限商金债和二级资本债之间。

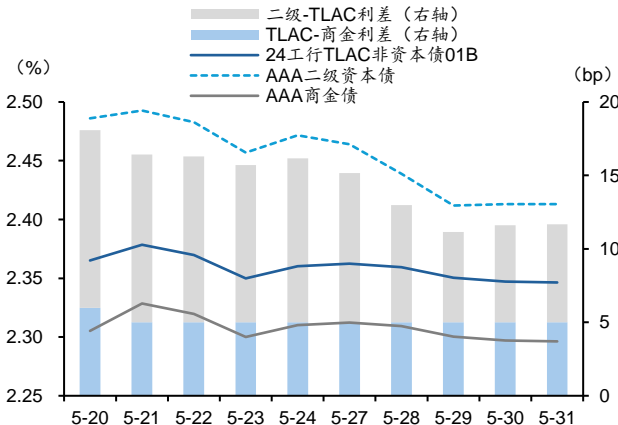
短期或银行配置为主，关注与二级资本债比价机会，未来关注扩容与流动性改善带来的机会。投资者来看，首批参与者以银行为主，主要是由于 TLAC 非资本工具票面吸引力一般，大行互持在 2030 年之前也可豁免扣除。另外，TLAC 非资本工具可以通过合同现金流量测试，银行购买可以摊余成本法计价，不过同二级资本债一样也有 150% 的风险资产权重。TLAC、商金债银行持有为主波动性小于二级资本债，近期二级资本债快速下行，两者利差大幅收敛，TLAC 比价优势凸显。此外，TLAC 在震荡市、调整时抗跌性可能较好。供给方面，年内有 4400 亿额度限制，短期供给压力不大。长期来看，四大行 2028 年、交行 2030 年都面临更高的 TLAC 风险加权比率要求，随着 TLAC 非资本工具发行常态化和扩容，其信用风险更小，或流动性明显提升，成为类似二永债的交易品种，吸引更多的非银机构参与。此外，若 TLAC 工具发行期限进一步拉长或也更能吸引保险投资。

图表38：工行 3+1 年期 TLAC 利差走势



资料来源：wind，华泰研究

图表39：工行 5+1 年期 TLAC 利差走势



资料来源：wind，华泰研究

图表40：TLAC 非资本债务工具、永续债、二级资本债特征比较

	TLAC 非资本债务工具	二级资本债	永续债
期限	剩余期限 1 年以上或无到期日；已发行 3+1 年、5+1 年	有到期日，以 5+5 为主	无到期日，以 3+N、5+N 为主
资本补充	非资本，TLAC	二级资本，TLAC	其他一级资本，TLAC
股债属性	负债	负债	发行端多认定为股权，投资端多认定为债权
吸收损失方式	减记或转股	减记或转股	减记或转股
减记条件	进入处置阶段，当二级资本工具全部减记或者转为普通股后，再启动对 TLAC 非资本债务工具的减记或者转为普通股。	须设定无法生存触发事件	权益类银行永续债：须设定无法生存触发事件。负债类银行永续债：须同时设定无法生存触发事件和持续经营触发事件。
受偿顺序	TLAC 非资本债务工具-二级资本债-永续债		
损失吸收顺序	永续债-二级资本债-TLAC 非资本债务工具		

注：“持续经营触发事件”指商业银行核心一级资本充足率降至 5.125%（或以下）。“无法生存触发事件”指以下两种情形中的较早发生者：1.银保监会认定若不进行减记或转股，该商业银行将无法生存。2.相关部门认定若不进行公共部门注资或提供同等效力的支持，该商业银行将无法生存。

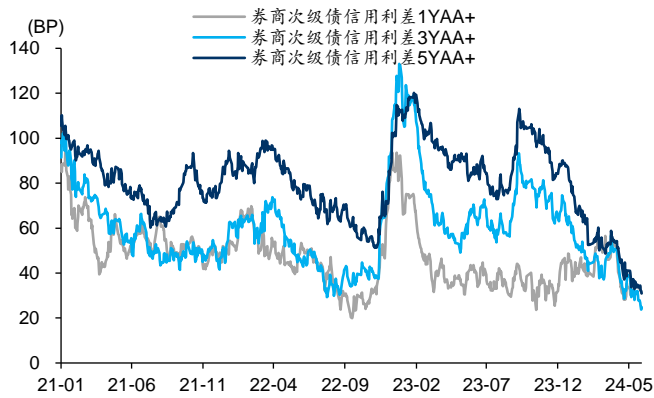
资料来源：Wind，华泰研究

券商：利差空间已较窄，可待调整后增配

2024年1-5月，信用资产荒推动券商次级债利差下行至2021年以来低点。截至5月31日，中债证券公司次级债AA级及以上、1-3年期的收益率均低于2.45%，信用利差在20-35BP。除了短端以外，券商次级债2年期以上利差大多压至2021年以来5%分位数以内，券商永续债收益率和信用利差同样大幅压缩至2021年以来最低点附近。截至5月31日，与证券公司普通债相比，3YAA+券商次级债的溢价仅为5.1、7.3BP。

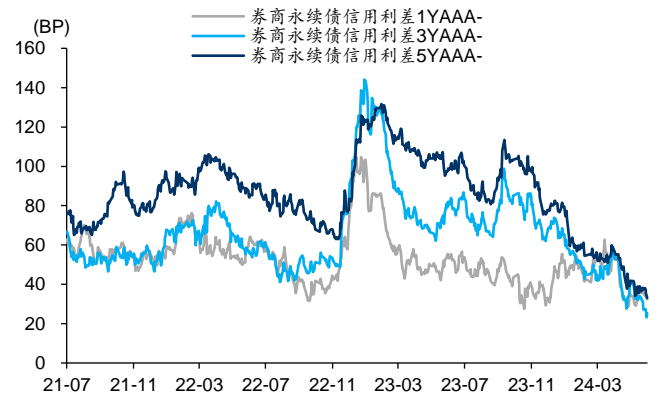
券商次级债可逢调整增配，关注券商永续债新增供给。券商次级债条款优于银行次级债，但流动性偏弱。当前券商次级债信用利差已处于历史低位，期限利差、等级利差均较窄，挖掘空间有限，可等待利率调整后增配。此外，2024年1-5月证券公司债供给缩量，发行额同比下滑34.11%，净融资额转负至-862.1亿元。券商短融、普通公司债、非永续次级债净融资均为负，仅券商永续债1-5月净新增175亿元。券商永续债发行人绝大多数为AAA级券商，信用风险较低，可关注新增供给下的票息机会。

图表41：券商次级债信用利差



资料来源：Wind，华泰研究

图表42：券商永续债信用利差



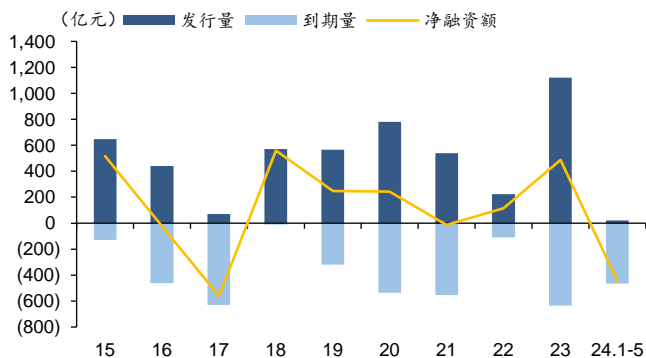
资料来源：Wind，华泰研究

保险：关注保险永续债发行进展

2024年1-5月保险次级债发行放缓。2023年11-12月保险永续债落地后发行一度较快，累计发行7只，发行额达到357.70亿元，推动2023年保险次级债年度发行额首次突破千亿，净融资额486.70亿元，同比增长325%。但是进入2024年后，保险次级债发行有所放缓，1-5月发行额仅20亿元，净融资额为-445亿元，且保险永续债暂未有新增落地。

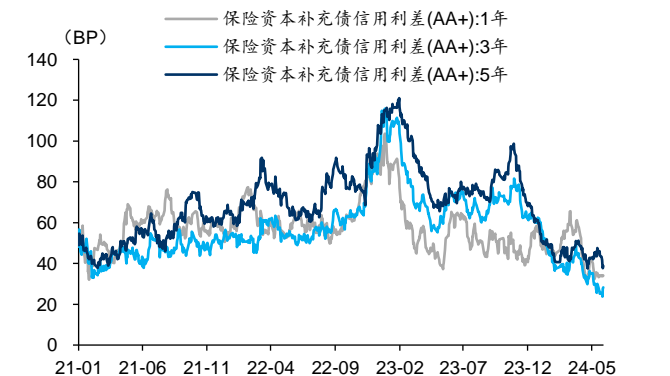
资产荒短期难逆转，关注保险永续债扩容可能。截至5月31日，中债保险资本补充债AA+级各期限信用利差已处于2021年以来最低值附近，利差下行空间较窄。保险次级债流动性较弱，但票息较银行二级资本债有相对优势，关注保险永续债和中高等级资本补充债后续发行进展，新增供给可能带来配置机会。

图表43：保险次级债发行与净融资



资料来源：Wind，华泰研究

图表44：保险次级债信用利差

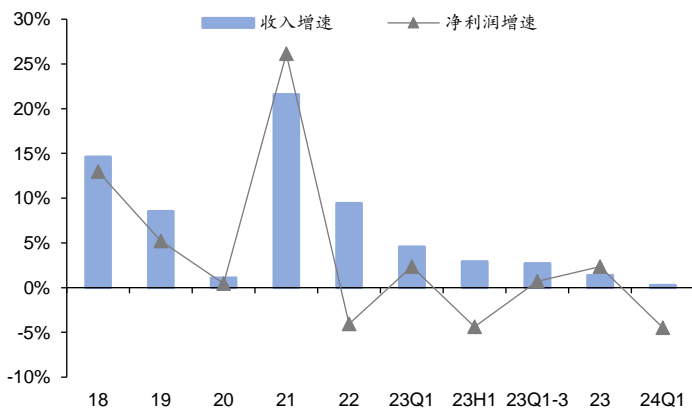


资料来源：Wind，华泰研究

产业债：配置高景气国企及民企龙头

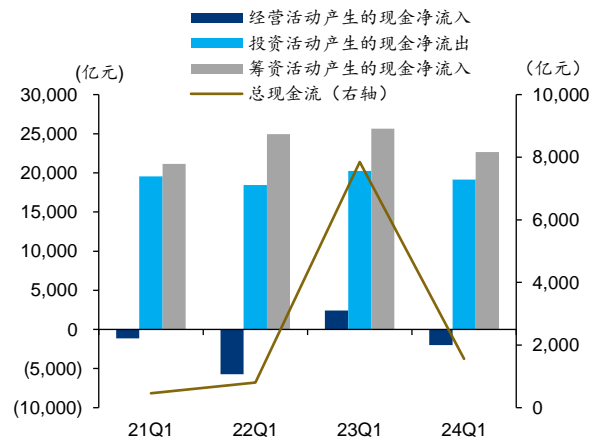
一季度产业债盈利同比下滑。23年产业债盈利修复，产业债收入、净利润、净利率同比小幅上行。24Q1受需求恢复不及预期影响，叠加房地产投资销售下滑对相关行业的系列负面冲击，产业债整体表现偏弱，产业债24Q1收入同比增速为0.28%，净利润同比增速为-4.48%，净利率水平为4.67%（22Q1、23Q1分别为5.01%及4.91%），环比改善0.45个百分点。从现金流来看，一季度经营性现金由流入转为流出，同比下行182.1%，净流出0.2万亿元；投资性现金净流出同比下降5.5%至1.91万亿元；筹资活动现金净流入同比下行11.6%达到2.27万亿元。在经营性现金流大幅下行的情况下，24Q1的总现金流表现不佳，同比下行80.2%达到0.16万亿元，企业经营状况偏弱。

图表45：24年Q1发债主体净利润同比下滑，收入同比增幅收窄



资料来源：Wind，华泰研究

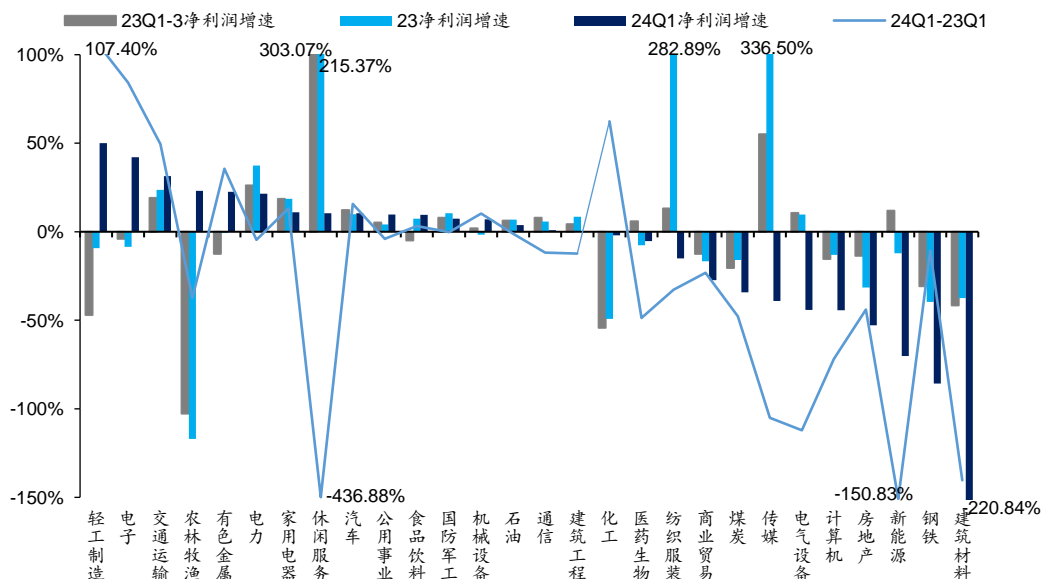
图表46：行业整体21Q1-24Q1现金流变化



资料来源：Wind，华泰研究

行业间盈利分化明显。24年一季度28个行业中有15个行业净利润同比上行，通信、汽车、家用电器受益于外需较好盈利改善，交通运输、休闲服务、电子、食品饮料受益于国内需求改善盈利好转。地产链景气下行，上游钢铁、建筑材料、化工终端需求偏弱，盈利承压。周期品表现分化，上游石油、有色金属盈利较好，煤炭盈利下滑。新能源、电气设备受新能源车价格下降以及产能过剩等因素影响盈利下滑，农林牧渔减亏，计算机、医药表现偏弱，国防军工相对韧性。

图表47：24Q1行业间盈利分化明显



资料来源：Wind，华泰研究

利率低位，24年产业债供给有所修复。2020年以来受利率波动、信用风险、实体融资需求偏弱等影响，产业债融资低迷。今年以来随着债券收益率走低，直接融资成本优势凸显，产业债融资开始修复，主要包括国央企超长债供给增加、民企产业债融资小幅增长。

资产荒持续，关注景气修复行业国企债、优质央企超长债、龙头民企等机会。24年国内新旧动能转换+实体融资需求一般，资产荒逻辑短期难逆转，产业利差普遍较低，国内经济波浪式运行，不建议过度下沉，关注景气修复行业国企债品种机会。如交运、汽车、电力、公用、通讯等，可挖掘私募永续债等适当增厚收益。超长债方面，主要以大型央企发行为主，利差大多在40-80BP，绝对价格仍有一定吸引力。不过久期暴露较长，利率低位波动阶段交易型机构不建议过度参与，保险等配置型机构可关注票息机会。民企方面，仍建议以行业龙头配置为主，特别是高景气或景气修复行业，如有色民企。下半年随着地产政策放松地产链或有回暖可能，视地产链修复情况可持续关注煤钢等下沉机会。

图表48：产业债利差及景气变化一览

行业大类	行业	AAA利差 (BP)				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	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	38.53	-0.76	-6.40	0.70	环游海动力煤价格	元/吨	716	-1.38	0.28	0.56	50.6		2024/5/29	
						焦煤价格	元/吨	1,920	32.41	0.00	1.05	53.8		2024/5/31	
	石油	25.87	-1.85	-6.64	10.10	原煤产量当月同比	%	-2.9	-2.90		1.30			2024/4/30	
						原煤产量累计同比	%	-3.5	-3.50		0.60			2024/4/30	
中游周期	钢铁	44.41	0.34	-4.34	1.50	原油(布伦特)价格	美元/桶	82	10.99	-0.61	-2.45	61.50		2024/5/31	
						螺纹钢价格	元/吨	3,519	4.73	-2.36	-1.43	62.00		2024/5/31	
	建筑材料	34.11	-0.01	-5.65	3.50	铁矿石价格	元/吨	884	13.55	-3.07	-3.12	52.90		2024/5/31	
						焦炭价格	元/吨	2,232	18.32	-1.33	0.54	35.00		2024/5/31	
						粗钢产量当月同比	%	-7.2	-7.20		0.60			2024/4/30	
						粗钢产量累计同比	%	-3.0	-3.00		-1.10			2024/4/30	
	有色金属	33.39	-1.86	-6.58	0.30	水泥价格	点	114	-9.83	2.47	5.62	18.00		2024/5/31	
						水泥产量当月同比	%	-8.6	-8.60		13.40			2024/4/30	
	中游制造	机械装备	29.21	0.64	-4.77	3.90	有色金属产量当月同比	%	-10.3	-10.30		1.50			2024/4/30
							铜价	元/吨	82,280	26.39	-1.77	2.91	98.90		2024/5/31
化工		35.39	-0.02	-6.81	0.70	铝价	元/吨	21,465	17.52	3.12	4.91	92.60		2024/5/31	
						有色金属产量累计同比	%	7.3	7.30		0.20			2023/12/31	
下游消费	汽车	43.58	0.69	-3.43	1.10	有色金属产量当月同比	%	7.1	7.10		0.10			2024/4/30	
						挖掘机销量当月同比	%	0.3	0.27		2.61			2024/4/30	
	交通运输	29.34	-1.68	-6.97	0.30	甲醇价格	元/吨	2,575	18.94	0.00	-3.01	71.30		2024/5/31	
						尿素价格	元/吨	2,300	10.58	0.00	5.99	42.5		2024/5/31	
						中国PX-石脑油价差	元/吨	706	57.00	-142.00	-43.00	23.40		2024/5/31	
						中国PTA-PX价差	元/吨	329	78.20	-57.13	105.00	45.50		2024/5/31	
公用事业	电力	23.26	-0.95	-4.20	3.50	涤纶POY150D原料价差	元/吨	1,121	-145.10	55.70	156.50	38.10		2024/5/31	
		34.69	-0.69	-7.12	0.30	汽车产量当月同比	%	15.4	15.40		8.90			2024/4/30	
地产	房地产	62.06	-3.28	-14.19	4.70	汽车销量当月同比	%	9.3	9.27		-0.66			2024/4/30	
						新能源汽车销量当月同比	%	33.5	33.54		-1.73			2024/4/30	
						上海出口集装箱运价指数(SCFI)	点	3,045	213.10	12.63	56.90	72.50		2024/5/31	
						客运量当月同比	%	6.1	6.14		-0.31			2024/4/30	
	建筑工程	34.51	-0.23	-5.78	7.40	货运量当月同比	%	3.8	3.78		2.62			2024/4/30	
						民航周转量当月同比	%	21.6	21.60		-13.00			2024/4/30	
						社零当月同比	%	2.3	2.30		-0.80			2024/4/30	
						商品零售当月同比	%	2.0	2.00		-0.70			2024/4/30	
地产下游	家用电器	39.17	-1.42	-8.53	0.30	社零当月同比(除汽车)	%	3.2	3.20		-0.70			2024/4/30	
						发电量当月同比	%	3.1	3.10		0.30			2024/4/30	
	公用事业	34.69	-0.69	-7.12	0.30	用电量当月同比	%	7.0	6.96		-0.40			2024/4/30	
						天然气价格	元/吨	4,301	-0.16	-0.03	7.66	50.50		2024/5/20	
地产	房地产	62.06	-3.28	-14.19	4.70	商品房成交面积(30城)(近一个月移动加总)	万平方米	806	-42.17	-0.72	1.63	7.20		2024/6/1	
						一线成交面积(近一个月移动加总)	万平方米	198	-35.56	-7.03	-11.35	10.30		2024/6/1	
						二线成交面积(近一个月移动加总)	万平方米	445	-45.97	5.47	9.96	7.90		2024/6/1	
						三线成交面积(近一个月移动加总)	万平方米	174	-34.26	-2.25	4.76	7.90		2024/6/1	
	建筑工程	34.51	-0.23	-5.78	7.40	商品房库存(10城)	万平方米	8,609	2.75	-0.43	0.01	77.10		2024/5/31	
						土地成交面积(百城)	万平方米	1,115	-48.41	-3.75	-16.54	13.60		2024/5/26	
						新房开工面积累计同比	%	-24.6	-24.60		3.20			2024/4/30	
						地产投资累计同比	%	-9.8	-9.80		-0.30			2024/4/30	
地产下游	家用电器	39.17	-1.42	-8.53	0.30	基础设施投资累计同比	%	6.0	6.00		-0.50			2024/4/30	
						冰箱产量当月同比	%	15.4	15.40		2.20			2024/4/30	
	公用事业	34.69	-0.69	-7.12	0.30	洗衣机产量当月同比	%	2.3	2.30		-3.60			2024/4/30	
						空调产量当月同比	%	20.0	20.00		6.80			2024/4/30	

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6月2日
资料来源：Wind，华泰研究



图表49：煤炭主体利差一览

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	3-5Y	5Y以上
国家能源集团	北京	央企	700	21.87	-13.54	0.45	26.06																	21.87	-13.54
中煤集团	北京	央企	80	30.75	-7.13	0.18		35.36	27.40	27.00	36.58													30.75	-7.13
中煤能源股份	北京	央企	130	32.48	-4.43	0.02	36.71	29.16	27.34															32.48	-4.43
山东能源集团	山东省	国企	497	32.66	-8.42	0.02	37.02	32.47	27.98	27.03	35.15			37.00	45.03	38.57	31.94	31.67					33.71	-8.70	
兖矿能源	山东省	国企	365	33.44	-6.44	0.02	37.61	35.68	28.87	28.48	35.36			38.56	43.84	39.18	32.36						35.68	-8.71	
新矿集团	山东省	国企	91	37.96	-12.52	0.11	43.15		32.30	38.89				42.26		46.43	38.09						39.19	-12.27	
临矿集团	山东省	国企	50	47.58	-5.79	0.04	47.58																47.58	-5.79	
淄矿集团	山东省	国企	35	33.84	-14.83	0.08	37.25				27.01												33.84	-14.83	
陕煤集团	陕西省	国企	1275	32.63	-8.31	0.02	38.33	31.96	27.28	27.14	40.48				40.10	42.65	36.61	31.80	35.04	85.49		36.57	-8.93		
晋能煤业	山西省	国企	773	36.94	-9.44	0.02	36.28	35.28	33.35	50.06		44.04	44.04	48.96	68.34	46.35	48.58					40.86	-9.58		
晋控煤业	山西省	国企	10	43.62	0.53	0.02	43.62																43.62	0.53	
山西焦煤集团	山西省	国企	466	35.66	-6.72	0.06	38.26	35.40	27.09	28.15	41.51			39.28	42.26	37.82	31.08					37.47	-8.93		
山西焦煤股份公司	山西省	国企	20	44.45	-1.54	0.06	44.45																44.45	-1.54	
晋能控股电力集团	山西省	国企	526	38.82	-8.65	0.02	43.09	36.76	32.12	39.06			52.57	51.96	52.84	40.84		44.67	37.96			42.71	-7.62		
华阳新材料集团	山西省	国企	141	43.67	-4.12	0.02	42.95	45.35						110.11		61.43	207.46					59.00	-5.38		
华阳股份	山西省	国企	45	43.46	-17.95	0.13	43.46							49.40									47.42	-14.37	
潞安集团	山西省	国企	232	41.33	-8.99	0.04	41.50	40.94		40.28				56.46		56.46						42.34	-8.70		
晋能控股装备制造集团	山西省	国企	290	40.00	-2.97	0.02	41.23	39.48	32.28					40.95		45.35	38.02					40.41	-7.65		
兰花集团	山西省	国企	10	55.29	-6.61	0.03	53.28			57.30													55.29	-6.61	
兰花科创	山西省	国企	20	80.05	-3.04	0.02	82.47	77.62															80.05	-3.04	
淮南矿业	安徽省	国企	135	41.21	-15.80	0.49	41.21						53.20	53.20									43.21	-14.57	
皖北煤电	安徽省	国企	13	197.71	-53.75	0.02	197.71						253.22	239.62	280.41								239.34	-55.99	
中国平煤神马集团	河南省	国企	26											61.55	61.55								61.55	-4.76	
平煤股份	河南省	国企	85	52.71	-2.84	0.02	52.86	52.83						87.14	88.38	83.44						72.39	-2.28		
冀中能源	河北省	国企	253	83.58	-9.56	0.02	54.44	75.84	89.48	169.69				75.61	59.57	75.18	92.91					81.98	-1.37		
冀中能源峰峰集团	河北省	国企	21	78.38	-5.00	0.03	70.16	96.58															78.38	-5.00	
开滦集团	河北省	国企	60	51.45	-6.55	0.02		50.63	52.27					72.54	71.58	70.01	78.56					65.51	-8.69		
开滦股份	河北省	国企	13	89.65	-19.71	0.21	89.65																89.65	-19.71	
徐矿集团	江苏省	国企	20	41.66	-10.65	0.13	47.48	35.83															41.66	-10.65	
淮河能源	安徽省	国企	65	34.79	-5.56	0.13	40.32	34.03	30.02					37.86	43.12		35.40						36.38	-9.22	
榆林能源	陕西省	国企	30	41.04	-5.76	0.13	41.40			39.25													41.04	-5.76	
甘肃能化	甘肃省	国企	15	67.05	-14.09	0.11	51.94			82.17													67.05	-14.09	

注：数据更新至2024年5月30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50：钢铁主体利差一览

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	18.22	-8.75	0.39				18.22													18.22	-8.75
宝钢股份	上海	央企	155	32.99	-6.52	0.85	32.99																32.99	-6.52
武钢集团	湖北省	央企	16	29.53	-19.63	0.71	29.53																29.53	-19.63
新钢集团	江西省	国企	15	47.80	1.86	0.17		47.80															47.80	1.86
首钢集团	北京市	国企	740	33.53	-6.83	0.60	38.41	34.98	27.78	31.03				37.60	41.32	35.39	31.53	35.78				35.11	-7.96	
河钢集团	河北省	国企	830	43.96	-7.03	0.19	40.91	45.09	44.68	58.24				43.71		44.40	43.02					43.93	-7.36	
河钢股份	河北省	国企	163	40.97	-5.78	0.15	39.17	41.19	43.43					41.73	42.96	39.28						41.19	-6.63	
山东钢铁集团	山东省	国企	534	45.02	-7.14	0.31	42.36	45.91	42.32	74.52	51.34	51.34		51.27	51.88	51.17						47.70	-8.05	
鞍钢集团	辽宁省	央企	55	40.80	-11.83	0.49	40.80																40.80	-11.83
鞍山钢铁	辽宁省	央企	131	38.21	0.49	0.42	38.21							33.07		33.96	32.47					33.92	-11.66	
鞍钢股份	辽宁省	央企	3	34.76	-0.16	0.80		34.76															34.76	-0.16
本钢集团	辽宁省	央企	20	61.43	0.08	0.06	61.43							79.63		79.63						70.53	-2.42	
攀钢集团	四川省	央企	52	37.97	-11.42	0.12	42.55		32.38	44.57				51.24		52.21	48.31					44.60	-11.78	
江苏沙钢集团	江苏省	民企	94	41.07	-14.19	0.17	41.07																41.07	-14.19
包钢集团	内蒙古自治区	国企	35	61.74	-6.71	0.03	61.74																61.74	-6.71
包钢股份	内蒙古自治区	国企	17	136.04	-12.05	0.02	108.22	165.41	162.32														136.04	-12.05
酒钢集团	甘肃省	国企	15	97.32	-0.48	0.05			97.32														97.32	-0.48
湖南钢铁集团	湖南省	国企	40	34.58	-6.62	0.33	37.09			27.06													34.58	-6.62
柳钢集团	广西壮族自治区	国企	63	63.00	0.74	0.23	51.91	60.94	97.31														63.00	0.74
柳钢股份	广西壮族自治区	国企	10	83.12	-15.45	0.48	76.49	89.75															83.12	-15.45
福建冶控	福建省	国企	50	33.29	-5.53	0.46	39.11	34.93	27.39	26.84												33.29	-5.53	
杭州钢铁集团公司	浙江省	国企	60	36.20	-17.38	0.68	36.20																36.20	-17.38
永钢集团	江苏省	民企	16	187.77	-8.54	0.10	188.33	186.12															187.77	-8.54

注：数据更新至2024年5月30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

地产债：政策效果待观察，国企债利差可挖掘

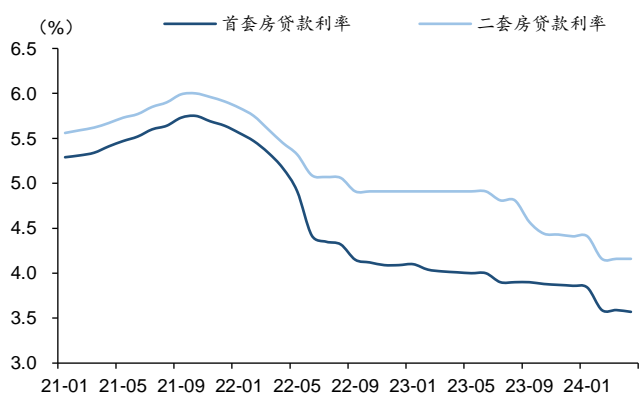
地产预期待验证，关键看政策配合

4月30日政治局会议定调房地产“消化存量、优化增量”，5月17日地产政策推出“收储+房贷利率+首付比例+公积金”组合拳，去库存思路凸显。往后看，地产基本面进入政策验证期，至少有以下三方面关注点：

其一，关注地产政策加码空间。本轮地产下行以来，地产政策放松经历了“市场化纾困+微调为主→保交楼+支持合理融资+保需求→推进供需平衡+三大工程→去库存”的转变，政策逐步加码。在去库存思路下，当前政策工具主要有降房贷、降首付、松限购、以旧换新和收储政策，此外还有税费减免、购房补贴、公积金等手段，政策加码仍有空间：

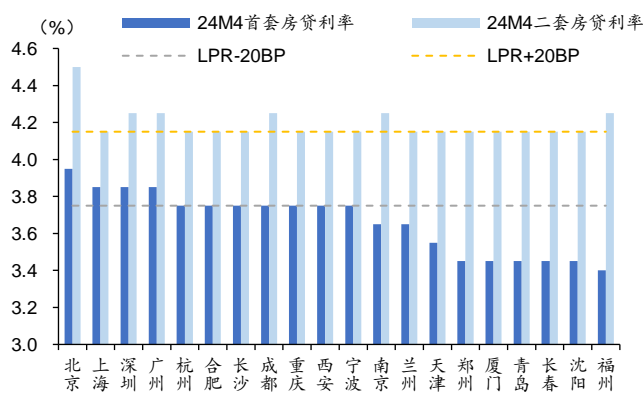
1) 房贷利率市场化直接降低购房成本，降幅空间上二套>首套，一线>二三线，关注LPR、加点压缩、存量房贷调整可能性。截至2024年4月末，贝壳50城首套房贷利率为3.57%，二套房贷利率为4.16%。其中，35个城市首套房贷利率已突破原下限，最低达到LPR-70BP。50城中仅有8个城市二套房贷利率高于LPR+20BP的原下限。517新政以来，上海、深圳先后将首套/二套房贷利率下限降为LPR-45BP/LPR-5BP，上海非核心区二套房贷下限降幅更大，降至LPR-25BP。广州则直接取消了房贷利率下限。除一线外，517新政后已有超10个省份、超30个城市发文取消房贷利率下限。房贷利率市场化允许商业银行自主决定房贷利率，二套房贷利率降幅空间比首套房更大，利好改善性需求。后续关注核心城市落地、LPR走势、加点压缩，以及存量房贷加点是否会调整，银行净息差压力可能是制约因素。

图表51：贝壳50城首套/二套房贷利率



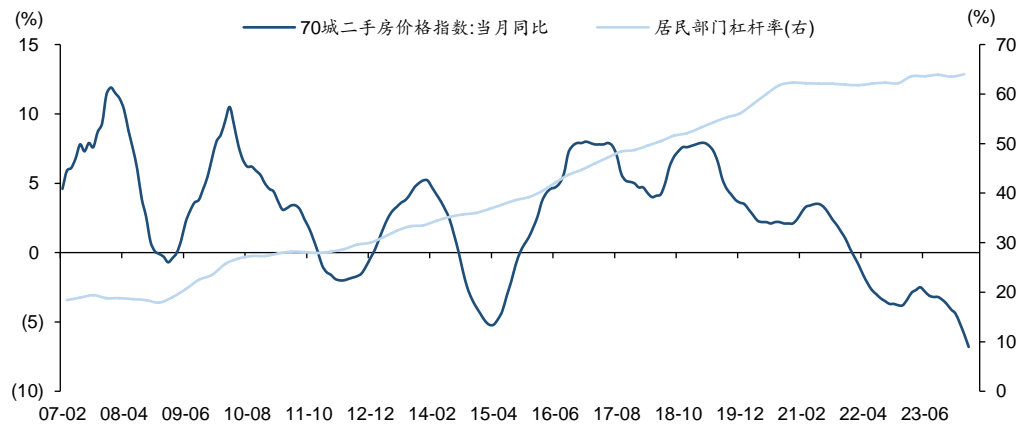
资料来源：贝壳研究院，华泰研究

图表52：部分重点城市房贷利率



资料来源：贝壳研究院，华泰研究

2) 首付下限已降至历史低点，但居民加杠杆能力是关键，主要关注一线购房杠杆放松。517新政将全国性首套/二套房首付下限降至15%/25%，首套房首付下限为历史最低水平。在地产下行周期中，首付比例下调都对释放购房需求起到了积极作用，但考虑到当前收入预期和房价预期的变化，居民加杠杆能力受限，购房需求对杠杆放松的敏感度有所下降，降首付更多是起到传递积极信号、稳定预期的作用，尤其是北京上海的示范效应较强。5月27日上海已将首套/二套房首付下限降至20%/35%（非核心区30%），距全国下限的差距缩小，5月28日广州、深圳也降低了首付下限，关注北京首付下限调整进展。

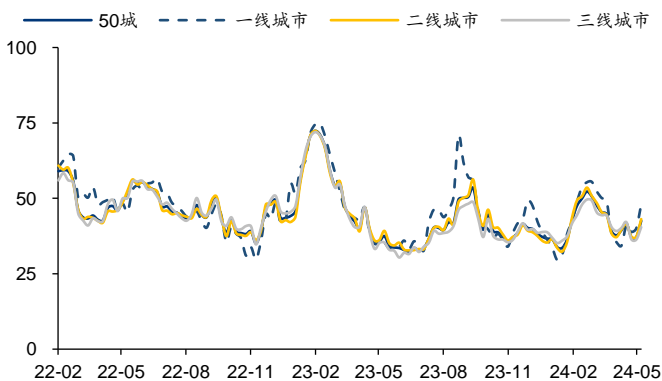
图表53：房价走势与居民杠杆率变化


资料来源:Wind, 华泰研究

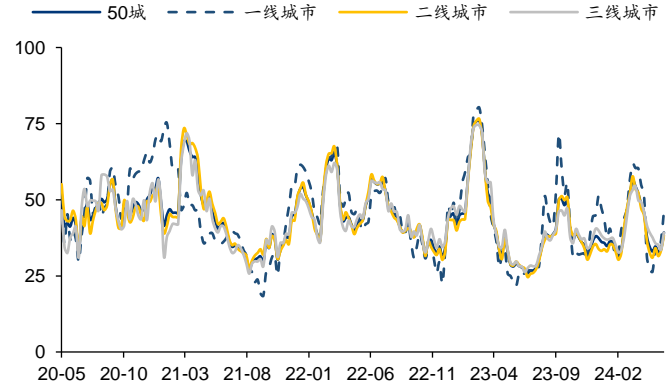
3) 一线限购优化、二三线限购取消已成趋势，房票增加有利于推动潜在购房者入市。截至5月末，重点城市中尚未取消限购的仅有北上广深、天津和海南省，在房地产供求待平衡情况下，一线限购可能继续渐进放松，例如限购区域缩小、二手房限购先放松、社保个税年限进一步降低等。

4) 以旧换新和收储还处于试点阶段，关注规模扩容和资金安排。5月以来，各地推进以旧换新和存量房收储的节奏加快，新增超过40个城市发文支持以旧换新或者收储。无论是面向开发商还是购房者，存量房回购都存在房源筹集→房屋勘验评估→交易对价商定→签约成交的流程，政策出台到转化为实际成交需要时间。目前试点城市实际落地数量在几十套左右，去库存效果还不明显。以旧换新和收储的核心问题都是“钱从哪来”，足量的低成本资金是扩大收购规模、降低议价难度、实现收益平衡的关键，已知工具有3000亿元保障房再贷款，关注财政补贴和其他结构性货币政策工具的可能性。

其二，关注地产政策对需求端拉动效果。地产修复的核心还是需求端企稳回暖。近期地产政策利好对购房情绪有所提振，截至5月26日，地产销售领先指标贝壳新房/二手房KMI指数环比前一周回升15%/16%，但仍低于荣枯线。成交数据层面，5月18日-5月31日，30城新房日均成交面积较4月日均+18.4%，同比去年-36.5%，26城二手房日均成交面积较4月日均-3.9%，同比去年-1.3%，政策利好在成交层面反映尚不明显。当前新房市场仍在筑底，二手房成交存在以价换量现象，政策放松效果还需要观察。

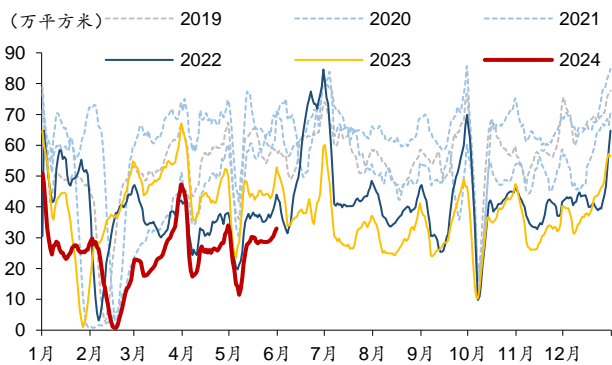
图表54：贝壳新房 KMI 指数


资料来源:贝壳研究院, 华泰研究

图表55：贝壳二手房 KMI 指数


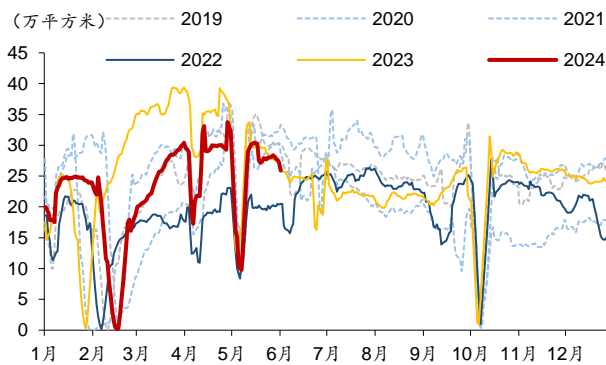
资料来源:贝壳研究院, 华泰研究

图表56：30城商品房成交面积



资料来源：Wind，华泰研究

图表57：26城二手房成交面积



资料来源：Wind，华泰研究

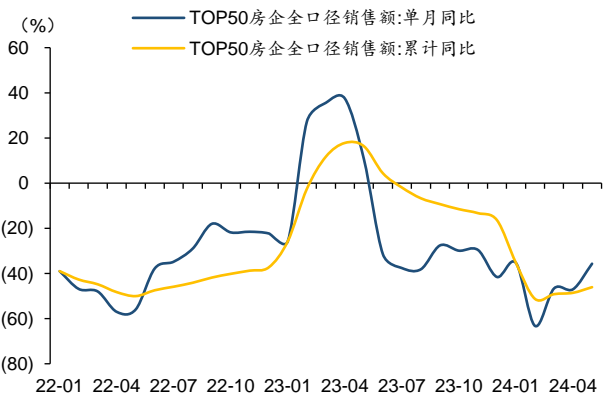
其三，关注房企现金流边际改善和信用风险缓释。政策对企业端的传导难以一蹴而就，房企销售-融资-投资的经营链条尚待畅通。

1) 销售端：2024年1-5月，克而瑞TOP50房企累计销售额同比-46.08%，销售有待改善，且销售回款仍受预售资金监管约束。当前收购存量房主要面向城投平台和地方国企开发项目，短期内房企受益规模有限。

2) 融资端：地产债经历前期风险集中释放后，2024年内新增违约额减少，出险房企债务重组也有新进展，但国企民企地产债融资延续分化。截至5月末，年内地产债违约额同比下降51.42%。在销售企稳前，市场对地产债的风险偏好难有实质回升。

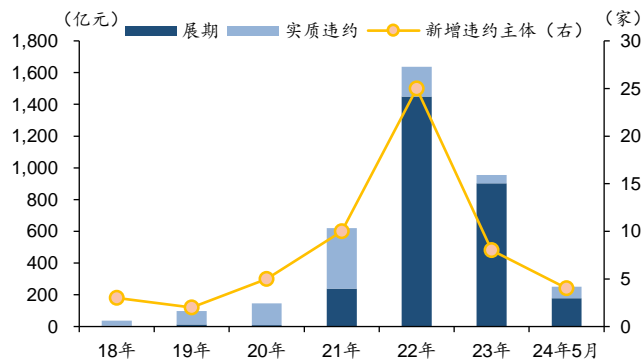
3) 投资端：一方面地方政府供地减少，另一方面房企拿地优先级下降、拿地聚焦核心区域，导致土地市场供求双低。2024年1-4月，中指300城住宅用地推出建面同比-37.16%，成交建面同比-25.96%。库存消化慢+新增拿地少，若行业修复低于预期，房企仍将面临去化和补货的双重压力。

图表58：房企销售有待改善



资料来源：克而瑞，华泰研究

图表59：2023-2024年5月地产债新增违约趋于下降



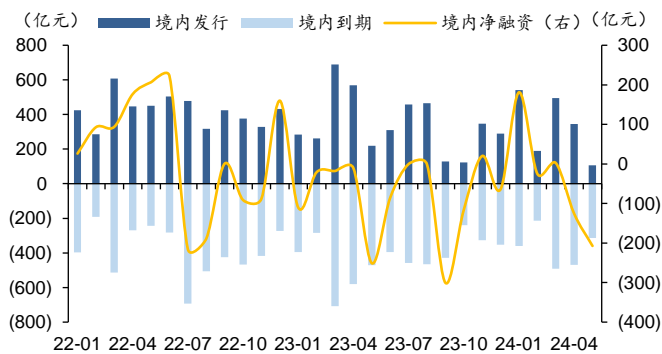
资料来源：Wind，华泰研究

结合政策、销售、企业表现，我们认为，随着政策加码+基数下降，下半年地产销售有望边际修复，但弹性或有限，取决于政策配合情况。地产需求端的背后是收入预期和房价预期，短期较难扭转，但政策合力有望使预期企稳，守住不发生系统性风险的底线。后续关注政策加码、核心城市楼市企稳及带动作用、标杆房企偿债动向等。

地产债：重点关注国企债久期/品种机会

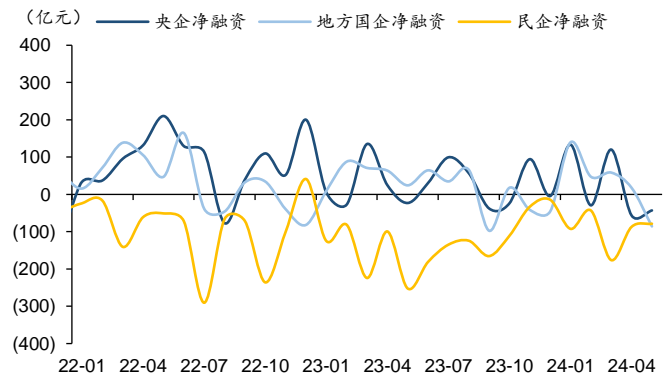
2024年1-5月地产债发行缩量，但净融资同比回暖，净新增来自央国企。2024年1-5月，地产债累计发行额1674.65亿元，同比去年下降-17.31%，累计净融资额-174.47亿元，较去年同期增加236.19亿元。其中，地产央企、地方国企、民企净融资额分别为+125.03、+177.74、-477.25亿元，同比分别+10.01、-78.54、+304.72亿元，地产央企债净融资同比小幅回暖，地方国企债净融资同比下滑但绝对量较大，民企地产债受益于到期量下降，1-5月净融资负值同比收窄，但已持续17个月净流出。

图表60：地产债发行与净融资



资料来源：Wind，华泰研究

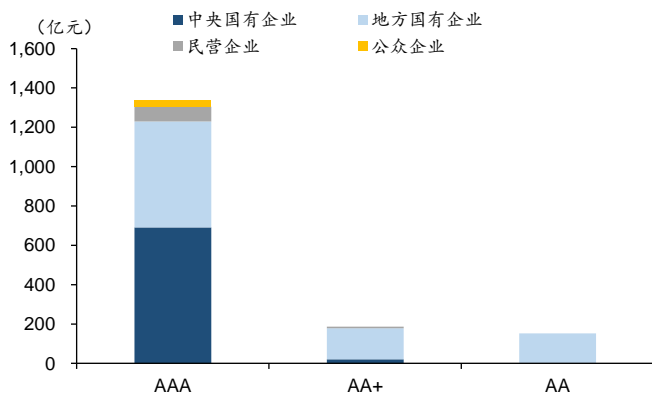
图表61：地产民企债净融资持续17个月为负



资料来源：Wind，华泰研究

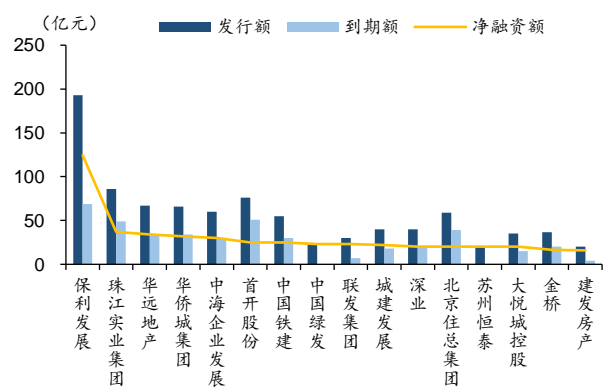
地产债发行向高等级国企集中。2024年1-5月，新发行地产债中，AAA级国企发行额占到73.42%，高于去年同期的67.76%。发行量前三的房企为保利发展、珠江实业、首开股份，净融资额前三的房企为保利发展、珠江实业、华远地产，均为国有房企。混改和民营房企仅有5家新增发债，分别为滨江集团、绿城集团、美的置业、新城控股、新希望地产。

图表62：24年1-5月新发地产债以AAA级国企为主



资料来源：Wind，华泰研究

图表63：24年1-5月净融资额大于15亿元的房企



资料来源：Wind，华泰研究

地产民企债对政策和偿债舆情更敏感，而地产国企债估值反应相对钝化。2024年以来地产政策加码+销售弱修复+信用资产荒，截至5月31日，与年初相比，主要房企地产债收益率和利差多数下行，但是对于出现风险舆情的民企，一般公募债平均信用利差较年初明显上行，幅度超过500BP。反观地产国企债，债券平均信用利差较年初降幅多在85BP以内，华侨城集团利差小幅上行26BP，估值波动相对稳定。4月末政治局会议后地产迎来新一轮放松潮，截至5月31日主要房企地产债收益率和利差较上月多数下行，万科、金地、龙湖利差降幅居前，而地产国企债平均利差降幅多在40BP以内。

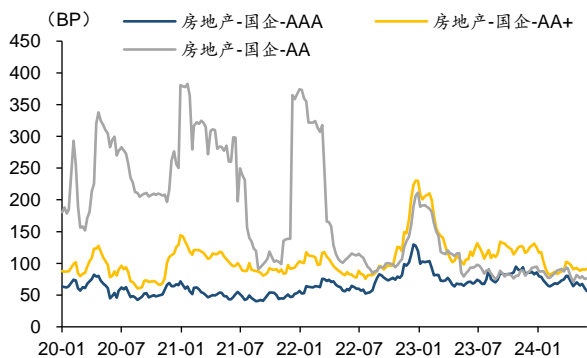
图表64：2024年1-5月主要房企债券收益率和利差多数下行

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	较年初变动 (BP)	近1M变动 (BP)	0.25-1年	1-2年	2-3年	3-5年	最新值	较年初变动	近1M变动	0.25-1年	1-2年	2-3年	3-5年
招商蛇口	央企	550	2.29	-60	-24	2.17	2.26	2.35	2.47	37	-18	-17	42	40	35	35
广州城建	地方国企	260	2.31	-56	-14	2.13	2.25	2.37	2.44	37	-12	-8	41	41	35	34
保利发展	央企	664	2.34	-53	-26	2.15	2.31	2.42	2.65	46	-13	-18	39	45	39	57
城建发展	地方国企	252	2.39	-65	-17	-	2.29	2.43	-	43	-26	-7	-	46	42	-
华润置地	央企	582	2.39	-58	-15	2.20	2.36	2.47	2.55	46	-18	-11	44	49	45	45
中国铁建	央企	393	2.40	-59	-28	2.26	2.43	2.58	-	53	-23	-19	47	56	57	-
华发股份	地方国企	253	2.42	-115	-23	2.29	2.57	2.78	-	63	-67	-19	55	71	77	-
联发集团	地方国企	162	2.45	-87	-32	2.34	2.47	2.57	-	58	-45	-25	59	60	54	-
中海地产	央企	489	2.45	-52	-19	2.21	2.26	2.48	2.69	48	-17	-13	43	40	46	56
金融街	地方国企	350	2.47	-71	-19	2.24	2.48	2.54	2.80	56	-32	-15	49	56	54	67
大悦城控股	央企	125	2.49	-50	-17	2.23	2.51	2.63	-	60	-9	-10	52	65	58	-
首开集团	地方国企	55	2.50	-49	-17	-	2.47	2.75	-	64	-12	-11	-	60	70	-
电建地产	央企	255	2.56	-68	-21	2.34	2.43	2.83	-	64	-31	-12	58	58	80	-
中交房地产集团	央企	140	2.58	-60	-19	2.43	2.67	2.74	-	76	-14	-10	69	80	77	-
首开股份	地方国企	609	2.74	-71	-44	2.50	2.76	3.21	-	88	-29	-38	72	88	118	-
建发房产	地方国企	295	2.74	-75	-21	2.41	2.67	2.86	3.05	81	-32	-13	64	82	83	95
金茂集团	央企	21	2.74	-125	-10	-	2.74	-	-	90	-81	-1	-	90	-	-
上海金茂	央企	180	2.74	-98	-19	2.48	2.81	3.02	-	89	-59	-10	73	95	104	-
中交地产	央企	87	2.75	-107	-38	2.77	2.85	-	-	97	-60	-30	98	101	-	-
深圳华侨城	央企	37	2.85	-35	-19	-	2.85	-	-	94	-27	-8	-	94	-	-
首创城发集团	地方国企	275	2.96	-62	-34	2.77	2.97	3.09	-	111	-26	-24	97	112	111	-
金辉股份	民企	28	3.03	-84	-27	-	2.91	3.12	-	109	-45	-18	-	104	111	-
滨江集团	民企	78	3.23	-129	-2	3.58	3.69	-	-	150	-85	-0	180	176	-	-
新希望地产	民企	51	3.29	-70	-28	3.79	3.10	3.01	3.36	154	-25	-21	205	132	98	122
华侨城集团	央企	424	3.32	-13	2	2.28	3.07	4.09	4.21	141	26	6	67	119	203	213
卓越商业	民企	25	3.56	-102	-17	-	3.51	3.59	-	161	-108	-8	-	164	159	-
新城控股	民企	72	3.62	-183	-89	-	3.97	3.21	3.36	182	-196	-96	-	283	122	122
绿城集团	混合	263	3.73	-30	8	3.52	3.84	4.08	-	186	5	7	176	178	208	-
美的置业	民企	129	3.91	-44	-6	4.22	3.84	2.93	-	220	-3	4	237	219	94	-
龙湖	民企	258	7.40	-1,684	-294	7.86	7.99	6.74	-	634	-1,607	-282	636	759	525	-
万科	混合	516	13.85	728	-1,798	13.84	14.58	13.88	13.53	1,189	761	-1,690	1,160	1,266	1,195	1,146
金地集团	混合	73	22.63	-6,405	-1,082	23.87	16.61	-	-	1,852	-5,770	-987	2,212	1,481	-	-
万达商业	民企	61	23.63	-1,420	-74	23.36	13.87	-	-	2,138	-1,674	-70	2,185	1,204	-	-
雅居乐	民企	19	35.87	2,841	3,098	93.22	3.37	-	-	4,238	3,747	3,901	6,283	148	-	-
中核	央企	33	254.01	18,340	10,643	298.60	3.87	3.92	-	39,772	29,338	17,071	29,689	198	194	-
碧桂园地产	民企	146	590.75	26,110	31,826	3.23	69.98	169.08	-	61,896	37,578	34,900	146	5,142	16,474	-

注：数据截至2024年5月31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。
资料来源：Wind，华泰研究

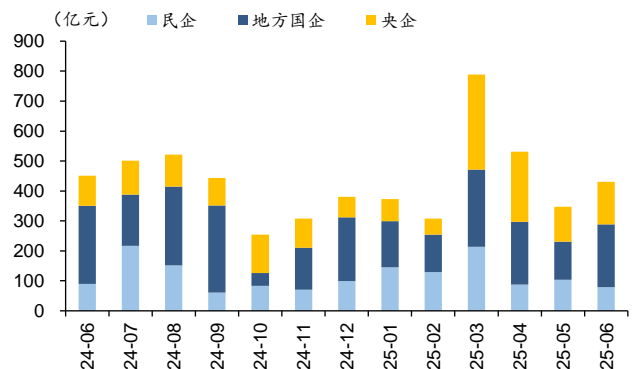
策略上，地产国企债拉久期/品种挖掘重于下沉。标杆民企可小仓位博弈交易性反弹。当前信用债2.5%以上合意资产难寻，与其他行业相比，地产AAA级国企债利差空间相对较大，估值有一定性价比。截至5月31日，地产国企债AAA、AA+利差中位数处于2020年以来32%、35%分位数水平。对于主体资质有瑕疵、资产质量尚可、融资畅通的地产央企，关注1-2年债券配置机会，合适个券拉长到2-3年，或挖掘国企私募债、ABS、REITs品种机会增厚收益，下沉性价比不高。民企地产债对政策和舆情敏感度高于基本面修复进展，可选择成交相对活跃的标杆性民企小仓位博弈，关注下半年债务到期兑付、政策加码和大股东支持情况。

图表65：地产国企债利差走势



注：数据统计截至2024年5月31日。
资料来源：Wind，华泰研究

图表66：地产债行权到期分布



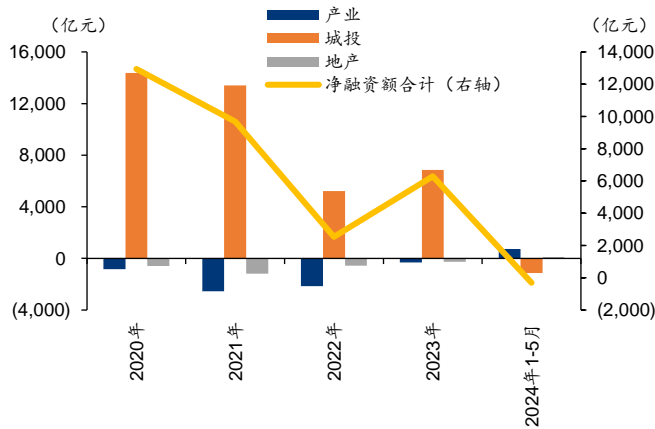
注：数据统计截至2024年5月31日。
资料来源：Wind，华泰研究

品种选择：挖掘稳健主体永续、中高等级 ABS 等机会

私募、永续：优质国企与主流平台品种挖掘

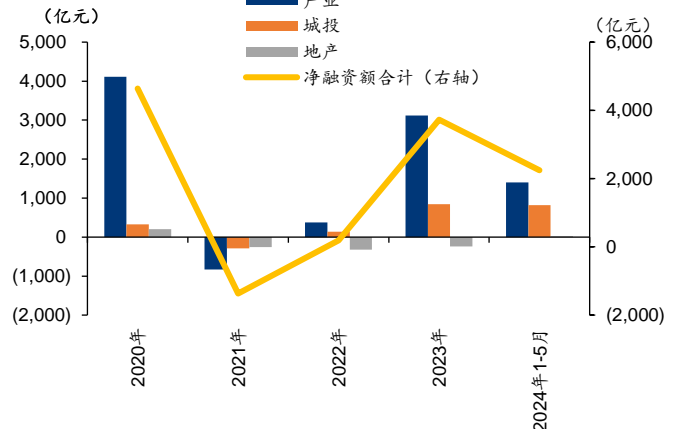
24 年以来，城投私募债净融资收缩，产业、地产私募债放量，永续债供给增多。私募债方面，24 年 1-5 月私募债净融资额收缩至-308.62 亿元，同比下行 110.60%，其中城投净融资额大幅缩减，产业和地产债净融资额由负转正，产业私募债发行主体以综合、非银金融、建筑装饰等行业央国企为主。永续债方面，24 年 1-5 月供给大幅提升，净融资额同比增 104.83%至 2245.69 亿元，产业永续发行以电力、交通运输、建筑工程、煤炭等大型央国企为主。

图表 67：24 年以来城投私募净融资额大幅缩减



注：统计数据截至 2024 年 5 月 31 日
资料来源：Wind，华泰研究

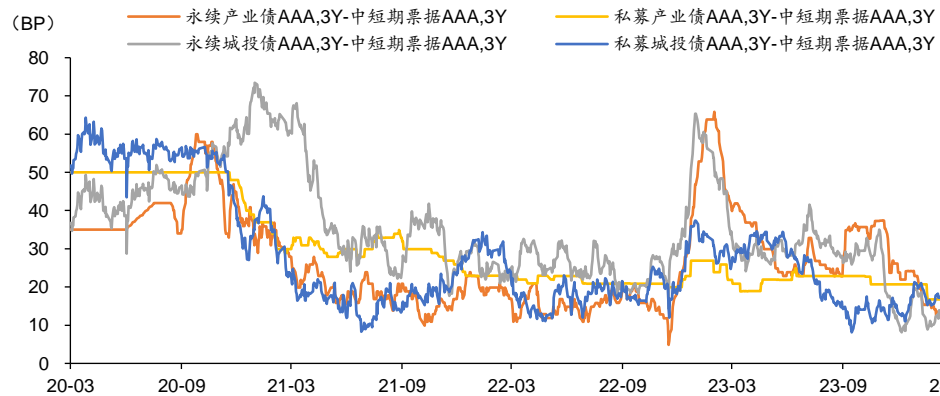
图表 68：24 年以来永续净融资额增加



注：统计数据截至 2024 年 5 月 31 日
资料来源：Wind，华泰研究

私募永续利差降至低位，但资产荒持续，继续中高等级品种挖掘。从利差走势来看，23 年中开始随着城投化债预期上行，私募城投债利差率先压缩，随着私募城投债利差压降至历史低位，叠加 10 月开始城投债融资收紧，市场品种挖掘转向产业永续、城投永续等。24 年初各类私募永续利差基本降至历史低位，债券收益率跟随利率波动，利差低位震荡。4 月以来随着理财规模大幅增长叠加理财对私募债的偏好，城投私募利差进一步压缩。往后看，资产荒短期难缓解，继续品种挖掘。城投方面，重点关注较好区域主流平台品种机会。产业方面，今年供给增多，可挖掘煤炭、电力、交运等相对稳健或景气上行行业的国央企永续债。此外，近期房地产以旧换新、存量房收储等政策利好频出，国企融资较为顺畅，可关注房地产优质国企私募、永续债机会。

图表 69：24 年以来私募永续债利差整体下行

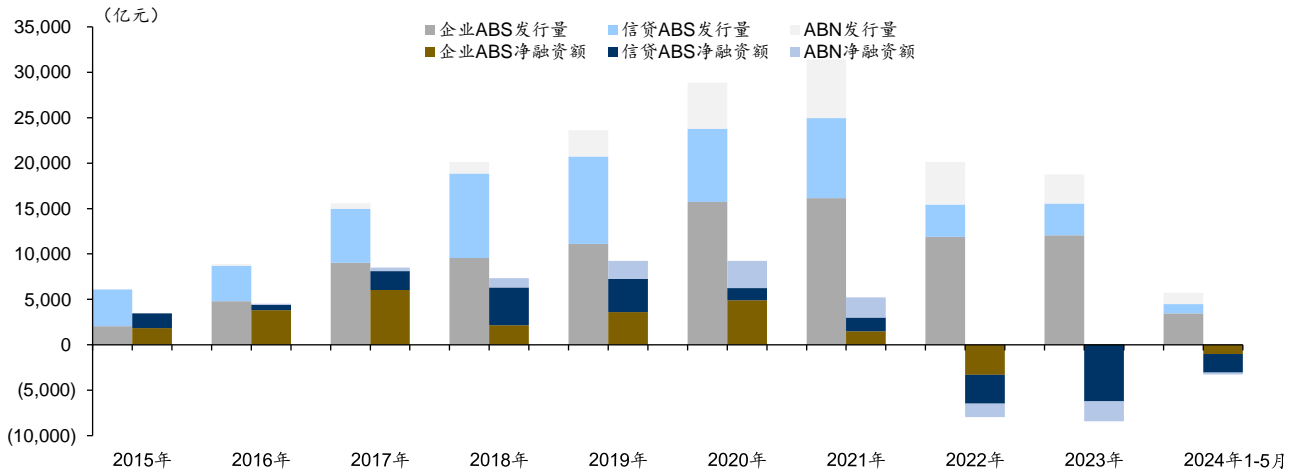


注：统计数据截至 2024 年 5 月 31 日
资料来源：Wind，华泰研究

ABS：中高等级 ABS 增厚品种利差补偿

ABS 发行量与净融资额持续收缩，今年消金小微略有修复。截至 2024 年 5 月 31 日，年内 ABS 总发行量 5708.20 亿元，同比下降 12.88%，ABS 年内累计净融资-3268.68 亿元。分底层资产来看，受地产偏弱拖累，RMBS 及购房尾款类 ABS 无发行，后续地产销售或继续处于磨底状态，企业应收账款、供应链应付账款、融资租赁类 ABS 发行量小幅下跌。受市场环境和监管政策变化的影响，消金类 ABS 发行量有所回暖，小额贷款 ABS 及微小企业贷款信贷 ABS 略有放量。

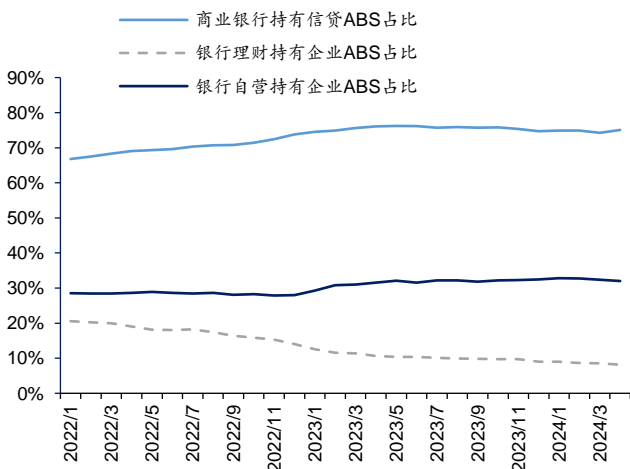
图表70：各类 ABS 发行量及净融资额统计



注：统计数据截至 2024 年 5 月 31 日
资料来源：Wind，华泰研究

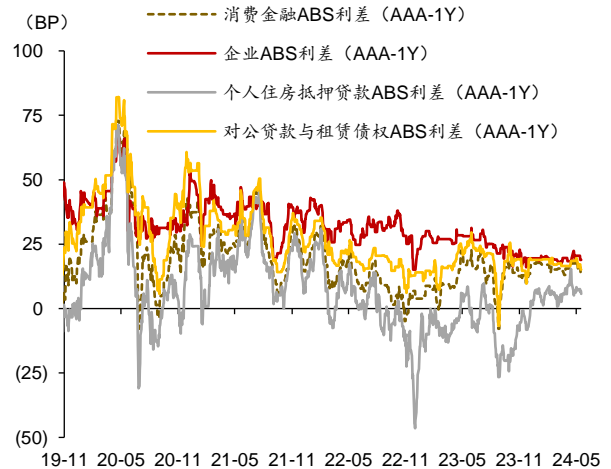
ABS 供给短期难放量，供不应求持续，利差或低位震荡，可中高等级品种挖掘。供给端虽然有结构调整，但总量短期难明显修复，非银等欠配持续、银行资本新规利好中高等级 ABS 配置，ABS 品种溢价或持续低位震荡。目前来看，企业 ABS、对公贷款与租赁债权 ABS 利差仍相对较高，估值稳定性较好，可以一定程度用于抵御行业性、板块性估值冲击，可筛选底层现金流稳定、主体资质较优、风险隔离清晰、增信较好的企业类 ABS 进行投资；个人住房抵押贷款 ABS 是相对来说安全性最高的资产，目前利差已转正，可适当增配。

图表71：银行自营、商业银行持有 ABS 占比提升



资料来源：Wind，华泰研究

图表72：ABS 品种利差



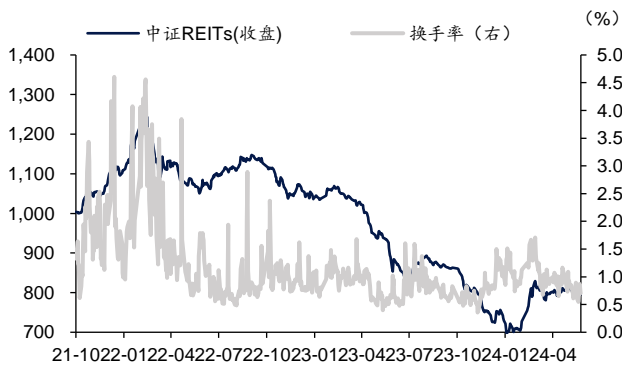
资料来源：Wind，华泰研究

公募 REITs：新旧动能切换，挖掘韧性、高分派板块

“资产荒”持续演绎，公募 REITs 配置性价比提升。2024 年，REITs 市场先下跌后反弹。存款利率下调、LPR 降息、广谱利率下行，REITs 等高分红属性的资产具备长期投资价值。相较于主流股指和其他固收类产品，REITs 具备稳定且持续的高分红特性，在高息资产欠配背景下，具备明显配置优势。往后看，社保基金和养老金 FOF 等资金入市，会继续为市场带来稳定的增量资金，配套制度、会计处理的不断完善、以 REITs 为标的的 ETF 产品的不断探索、REITs 纳入沪深港通也有助于流动性的改善，在险资资产欠配的背景下，REITs 或成为以险资为主的长期资金的重要配置方向。

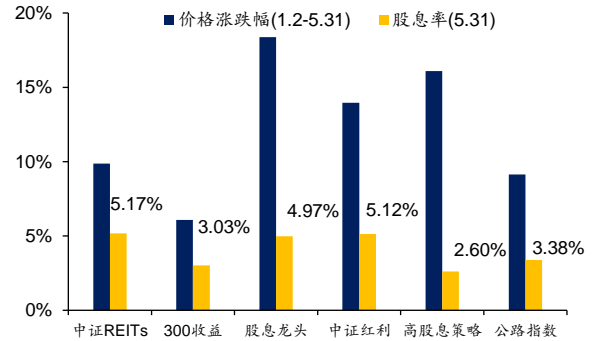
REITs 经营情况与宏观基本面关联密切。结合 2024 年第一季度报告来看，高速业绩同比下滑，多数项目与预期值存在一定差距，保租房、消费较为稳定，产业园表现分化，物流园存在租金下滑、出租率下降的现象，我们建议关注经营稳定性较强、具备一定韧性的资产，如保租房、消费、电价和电量较稳定的能源基础设施、车流稳定和分派较高的高速等。

图表73：中证 REITs 指数走势及换手率



资料来源：Wind，华泰研究

图表74：REITs 与高股息股指股息率对比



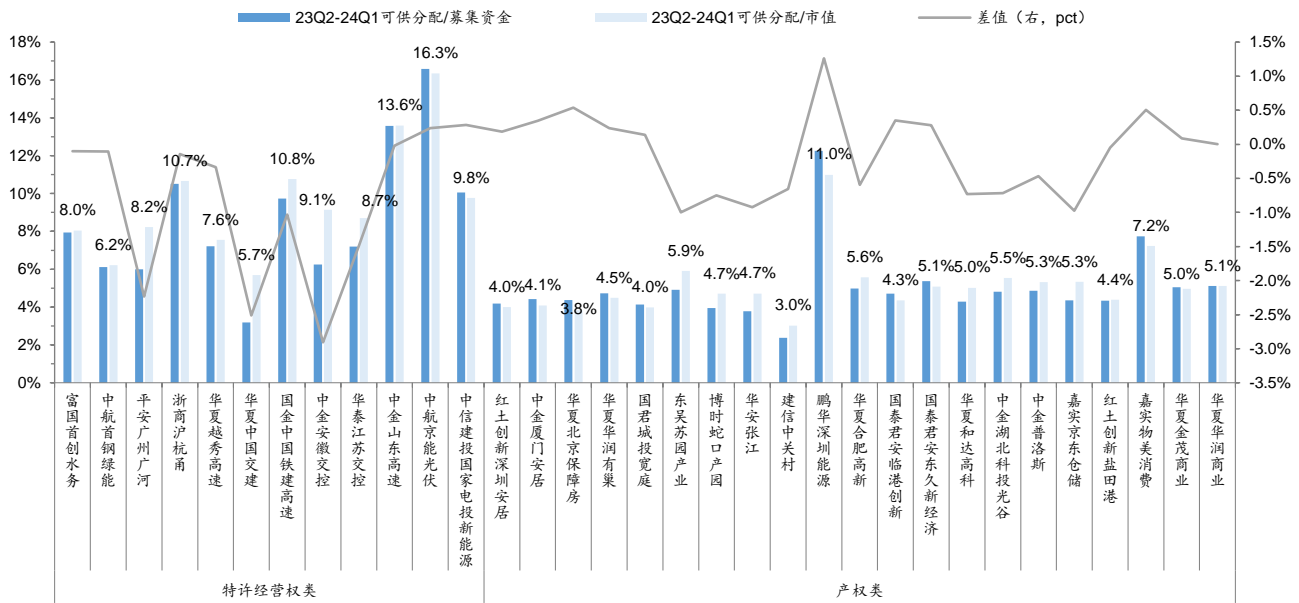
注 1：价格涨跌幅计算区间为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 5 月 31 日。

注 2：股息率计算基准为 2024 年 5 月 31 日数据。中证 REITs 股息率为除国君城投宽庭 REIT、中金湖北科投 REIT、易方达深高速 REIT 和嘉实中国电建清洁能源 REIT 外已上市满一年 28 只 REITs 的股息率均值。

注 3：中证 REITs 收盘全收益指数 932006CNY01.CSI、沪深 300 全收益指数 H00300.CSI、中证股息龙头全收益指数 921373.CSI、中证红利全收益指数 H00922.CSI、高股息策略全收益指数 H21053.CSI、公路指数 886030.WI。

资料来源：Wind，华泰研究

图表75：公募 REITs 23Q2-24Q1 可供分派比率情况



注1：中金普洛斯、华安张江光大、博时蛇口产业园、红土盐田港募集资金使用扩募后募集资金金额值。
 注2：五只REITs的23Q2-24Q1可供分配金额为可供分配金额累计值进行年化后的数据。其中中金湖北科技光谷累计区间为2023年6月9日至2024年3月31日，嘉实物美消费累计区间为2024年1月31日至2024年3月31日，华夏金茂商业累计区间为2024年1月31日至2024年3月31日，华夏华润商业累计区间为2024年2月27日至2024年3月31日，国君城投宽庭累计区间为2023年12月27日至2024年3月31日。
 注3：市值数据为2024年5月31日收盘数据。
 资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 城投政策超预期：若城投化债政策出现变化，会影响信用债供给、信用风险。
- 2) 机构赎回扰动：若理财净值平滑监管趋严、手工补息带来收益下行、市场调整等谨防理财等机构赎回扰动。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、文晨昕、仇文竹、朱沁宜，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2024年华泰证券股份有限公司