

2024 年 12 月 20 日
2025，票息中枢 1.9%

SDIC

信用债年度策略

证券研究报告

尹睿哲 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120003

yinzr@essence.com.cn

李豫泽 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523120004

liy9@essence.com.cn

胡依林 分析师

SAC 执业证书编号：S1450524040005

huy16@essence.com.cn

目 信用环境的三段平衡：1) 地产弱修复与资本开支减缓的平衡，2) 土地财政寻支点，城投业务求平衡；3) 中小银行的难题，在于传统业务与投资业务的平衡。政策对冲，修复信用环境瑕疵，化债与地产双管齐下。

目 低利率挑战传统分析模式

信用环境边际转弱和政策纠偏的博弈，与 2023 年有着相似的特征，但利率过快下行，资产荒频繁上演，规模化债务置换，都昭示着债市行情同样难用经验框架来解释。并且，板块轮动速度加快，依靠单一策略赚钱的思路，正在失效。

- **城投债：新一轮置换的进与退。**2024 年城投债久期策略进一步突破，票息收益下行至低位后，资本利得转变为城投债的主要收益来源，变相加大了赚钱难度。2027 年之后城投债的定价逻辑，预计将重归基本面定价。
- **银行次级债：做多流动性，控回撤不易。**2024 年二永债，利率波动放大器效用强化，超长二级债出现涨得多、跌得快的双重特征。二级债成为波段交易的重要抓手，基金是参与二永债博弈的主力。然而，不可忽视的是，二永债定价缺锚的问题始终存在。此外，中小行次级债成为备受关注的下沉资产。
- **广义金融债：小众品种的策略表现。**2024 年，保险债供给节奏持续加快，成交期限整体较长，从配置价值的角度看，2024 年保险债策略跑赢二级债。对于证券公司债，受到资产端收益率制约，证券公司净融资规模连续三季度负增长，在交易策略上可基于银行债右侧适时防御。
- **产业债：超长信用债的“超额”属性。**超长信用债在 2024 年 3-7 月领涨市场，但其定价缺乏稳定规律，牛市中超长信用债成交量与行情不匹配，流动性瑕疵仍然存在。

目 2025 年四大猜想

- **猜想之一：供给维持紧平衡。**1) 城投债方面，预计 2025 年城投债供给将持续处于低位，发行量仍有 5.4 万亿左右，净融资缩减至 4000 亿。2) 超长产业债方面，预计 2025 年央企超长债供给量可达 3000 亿左右。3) TLAC 非资本债券方面，预计 2025 年 TLAC 债供给压力整体不大，约在 6000-7000 亿元的区间内。4) 二永债方面，预计 2025 年二永债供给小幅低于 2024 年的体量，或在 1.3-1.4 万亿元的区间内，净增量较 2024 年缩减较多，预计在 1000-2000 亿元附近。
- **猜想之二：资产荒常态化。**2024 年再次大规模采用地方债置换存量隐性债务，复刻的是 2016 年的逻辑——银行缺资产，特别是区域化布局的城农商行，可差异在于投资渠道、利率环境和实体融资需求。事实上，中小行已然难觅高息资产，每年数万亿的置换落地，进一步抬升债券配置诉求，而债券净增收缩格局，无疑会提升资产荒延续的概率。
- **猜想之三：资本利得为王，高波动常态化。**一样的资产荒，策略模式和收益来源发生根本性变化。然而信用债流动性有瑕疵，本就不是适合交易的资产，加之缺乏历史经验支撑择时，交易预期不稳定或是 2025 年的常态。此外，资本利得扛波动能力弱于票息，一是票息跟随现券调整偏慢，会提供天然的防

御盾，二是明年收益率下行幅度若难企及今年，信用债浮盈转浮亏速度可能较快。

- **猜想之四：地方债进一步主流化。**基于 2024 年五次典型调整区间来观察，信用债收益上行幅度普遍超过同期限地方政府债，地方债较二永更加扛跌，对于非金信用债也有相似结论，地方债防御属性强于多数超长债。

综上所述，信用环境曲折修复，票息资产供给收缩，理财扩规模的主线虽不明朗，但规模化债务置换重现，会再度致使银行缺失高息资产，资产荒剧本有延续的概率。相似的剧情，赚钱难度不可同日而语，票息资产或名不副实，因其收益来源骤然切换至资本利得，有利率化的趋势，却没有利率债的高流动性，注定了 2025 年要赚信用债的钱，底层思维要切换之外，更要用弹性眼光去看待，尤其是带久期的资产有趋势化发行的迹象时，交易信用债亦渐成一致预期。

基于以上，2025 年，大部分票息资产定价中枢有望落于 1.9% 上下（截至 12 月 13 日，估值样本 5% 以下的资产，平均收益约在 2.1%），单纯要依靠信用利差增厚收益的策略容量相当狭窄。城投债方面，严控债务新增、退平台进度推进及城投资质边际下沉的叠加，供给规模恐将延续收缩态势，3 年至 5 年 AA+ 优质城投债仍是关注重点，久期与流动性相对平衡，超过 5 年以上的城投债，尽可能关注单一主体存量券较大，换手率较高的标的，而过度下沉的容量已然有限。二永债方面，国股行次级债作为票息资产内流动性较佳的品种，适合在快牛行情中，作为进攻工具，不过失锚的问题持续存在，2025 年关注该品种的交易价值，胜过配置价值，大行二级资本债中枢有望落在 1.7% 至 1.9% 之间；城农商行二永债存在信用定价，且其存量有望扩容，这源于中小行资本补充需求，关注其主体挖掘价值。广义金融债方面，保险债收益中枢有望跟随主流品种再下一个台阶，且拉久期操作预计更为普遍，若二永债波动率持续加大，保险债与二永债利差空间有望拓展。不过，作为存量偏小的金融小众品种，保险债的流动性硬伤仍将是掣肘机构配置的主要因素，适宜负债端较为稳定的机构持有，可积极关注入场机会。另外，证券公司债跟随权益市场活跃度或存在阶段性放量，但持续性有待观察，当前二级资本债可作为 2-3 年品种定价锚，右侧判断其超额收益与防御信号。超长信用债方面，适合负债端稳定的账户做配置，负债端不稳定的账户，适合将其当作流动性一般的权益资产，赚资本利得是核心关注点。地方政府债的主流化有望推进，存量扩容确定性较高，但是否会带来流动性改善，需要谨慎看待。

目 风险提示：数据统计遗漏，风险事件超预期，监管趋严超预期。

目 录

一、信用环境的三段平衡.....	6
1、地产弱修复与资本开支减缓的平衡.....	6
2、土地财政寻支点，城投业务求平衡.....	9
3、中小银行：传统业务与投资业务的平衡.....	12
4、理解政策对冲点.....	15
二、低利率挑战传统分析模式.....	19
1、城投债：新一轮置换的进与退.....	21
2、银行次级债：做多流动性，控回撤不易.....	27
3、广义金融债：小众品种的策略表现.....	34
4、厘清超长信用债的“赚钱效应”.....	38
三、2025 年四大猜想.....	40
1、猜想之一：供给维持紧平衡.....	41
2、猜想之二：资产荒常态化.....	44
3、猜想之三：资本利得为王，高波动常态化.....	45
4、猜想之四：地方债进一步主流化.....	47

目 录

图 1. 房企资质下沉与净财务杠杆抬升.....	6
图 2. 上市房企投资性现金流净额同比继续回落.....	7
图 3. 房企回款节奏整体偏慢.....	7
图 4. 2024 年新房销售同比在负区间.....	8
图 5. 非地产非金融投资回报率仍在下行通道.....	8
图 6. 融资成本趋降，长期负债增速底部回升.....	9
图 7. 不过，长期负债增速与长期投资净额走势并不一致.....	9
图 8. 土地出让增速持续走低.....	9
图 9. 2024 年东部省份卖地收入降幅.....	10
图 10. 城投拿地占比维持平稳，房企拿地占比趋降.....	11
图 11. 东部省份城投拿地力度不如往年.....	11
图 12. 城投平台投资回报率维持低位.....	12
图 13. 发债城投应收账款等占比继续抬升.....	12
图 14. 各类银行总资产规模同比增速.....	13
图 15. 商业银行净息差维持在较低水平.....	13
图 16. 非利息收入出现底部中枢抬升.....	14
图 17. 上市银行投资收益占净利润变化.....	14
图 18. 债券投资占总资产比例维持在较高水平.....	15
图 19. 2024 年重点地产政策汇总.....	15
图 20. “926”地产销售改善力度好于“517”.....	16
图 21. 二手房成交表现好于新房.....	16
图 22. 70 大中城市房价走势.....	17
图 23. 去库存压力显著高于往年同期.....	17
图 24. 近年来化债政策一览.....	18
图 25. 财政部介绍相关化债举措.....	19
图 26. 本轮化债及历史化债规模对比.....	19
图 27. 信用风格中短端策略组合收益超越 2023 年高点.....	20

图 28. 超长债策略组合收益波幅走阔较为显著	20
图 29. 2023 年信用策略组合较 10 年国债胜率更高	21
图 30. 高波动+久期策略主线中，长期持有思路可能侵蚀浮盈	21
图 31. 4 月起炒作久期成为城投债的主题策略	22
图 32. 2024 年 1 月至 7 月各省份城投中长债利差有较大幅度的压缩	22
图 33. 5 月起城投债期限利差进入快速收窄阶段	23
图 34. 22 年城投债丰厚的票息贡献主要收益	23
图 35. 24 年资本利得成为城投债主要的收益来源	24
图 36. 近期城投债收益持续下行，高于负债端成本的城投债多分布在资质较为一般的省份	24
图 37. 2.4%以上城投债期限与等级分布	25
图 38. 24 年 10 月以来退平台进程有所加快	26
图 39. 近期城投债提前兑付规模有上升趋势	26
图 40. 江浙、山东等大省 2027 年后城投债到期规模分布较多	27
图 41. AA 及以下评级城投债规模占比接近 70%	27
图 42. 可参考的主体信用分析框架	27
图 43. 2024 年二永债行情走势	28
图 44. 长久期二级债波动明显大于短久期	28
图 45. 7-10 年二级资本债从 4 月起流动性明显变好	29
图 46. 2024 年二级资本债月度成交额多超过去年同期	29
图 47. 基金频繁参与二永波段交易	30
图 48. 2024 年公募基金重仓二永债季度规模均在 2000 亿元以上	30
图 49. 4 月中旬至 9 月底，4 年 AAA-二级债收益持续低于 10 年政金债	31
图 50. 二永债与一般商金债、同业存单之间的价差	31
图 51. 2024 年上半年，城农商行-国股行二永债抹平价差	32
图 52. 不同区域城农商行二级资本债成交情况	32
图 53. 不同区域城农商行永续债成交情况	32
图 54. 5-7 月，3-5 年城农商行永续债收益下行 40bp 以上	33
图 55. 二季度其他产品类大规模增持 3-5 年城农商行二永债	33
图 56. 2024 年 7 月，城农商行二级债弱区域下沉比例升至 40%左右	33
图 57. 城农商行永续债弱区域下沉比例升至 40%左右	34
图 58. 2023 年至 2024 年，保险债持续扩容	34
图 59. 7 月至 8 月，4-5 年保险债成交明显攀升	35
图 60. 10 月调整之前，保险债成交收益中枢整体下行	35
图 61. 2024 年保险资本补充债收益持续高于同期同等级二级资本债	36
图 62. 波动率方面，保险债表现更为稳定	36
图 63. 2024 年前三季度，证券公司债净融资负增长	37
图 64. 上半年 2-3 年证券公司债成交占比升高	37
图 65. 二级资本债或成为券商债新的定价锚	37
图 66. 多数区间内，证券公司普通债相较二级资本债更扛波动	38
图 67. 24 年上半年超长信用债主流化	38
图 68. 24 年 3-7 月超长信用债领涨市场	39
图 69. 8-10 月波动市中超长信用债阴跌不断	39
图 70. 流动性瑕疵是超长信用债不可避免的问题	40
图 71. 信用债收益中枢持续下移，当前存量信用债收益多集中于 2.2%以内	40

图 72. 当前有近 16 万亿元存量信用债处于 1.7%-2%的收益区间内	41
图 73. 2025 年信用债各品种供给预测	41
图 74. 2025 年城投债发行规模及净融资预测	41
图 75. 资产负债率在预警线以下的央企主体理论发行空间	42
图 76. 根据 2024 年三季报，五大 G-SIBs 静态资本缺口约 2.9 万亿元	43
图 77. TLAC 第一阶段考核时点在即，2024 年二永债发行规模攀升	43
图 78. 2025 年二永债行权规模达 1.21 万亿元，高峰期在 9 月	44
图 79. 本轮化债及历史化债规模对比	44
图 80. 财政部介绍相关化债举措	45
图 81. 2024 年，票息在个券中的贡献降至新低	45
图 82. 资本利得贡献在综合收益的比重普遍创历史高点	46
图 83. 除非再度出现 100bp 左右的下行，资本利得扛巨幅调整的能力才得以体现	46
图 84. 地方政府债比之超长信用债有一定进攻属性	47
图 85. 地方债防御属性强于多数超长债	47

颠覆债市经验主义。甲辰龙年，债券牛市可谓气势如虹，利率历史低位不断被刷新，在意料之中，节奏之快，却远超预期。罕见的行情下，债市投资需要的不仅是想象力，而且对适应能力提出了巨大的挑战，这是经验框架再度被颠覆使然。年初，久期策略的盛行，从利率债蔓延到信用品种，城投债配置演绎到极致后，超长期信用债趁势崛起，其净价涨势汹涌，有权益资产高弹性特征；下半年为防范债市泡沫，央行举措频出，负债端问题与政策信号陡然交织，一是二永债兼具的高流动性与收益增厚特征，给主线策略提供了基础，二是普通信用债票息可以扛住波动的刻板印象被击碎，低利率环境的担忧悄然形成。颇具压迫感的是，各种担忧尚未缓和，10月化债信息添增量，11月超长信用债再度走牛，随之10年国债利率下破2%的心理关口，探至1.7%，信用债久期行情再起，这无疑是刚“受伤”又要把资产给“抢回来”，本就失锚，持债心态难免反复摩擦。曲折的债牛，缺少经验的低利率，正是2025年债市的缩影。明年可能面临何种信用环境？资产布局是具有惯性，还是直面波动？

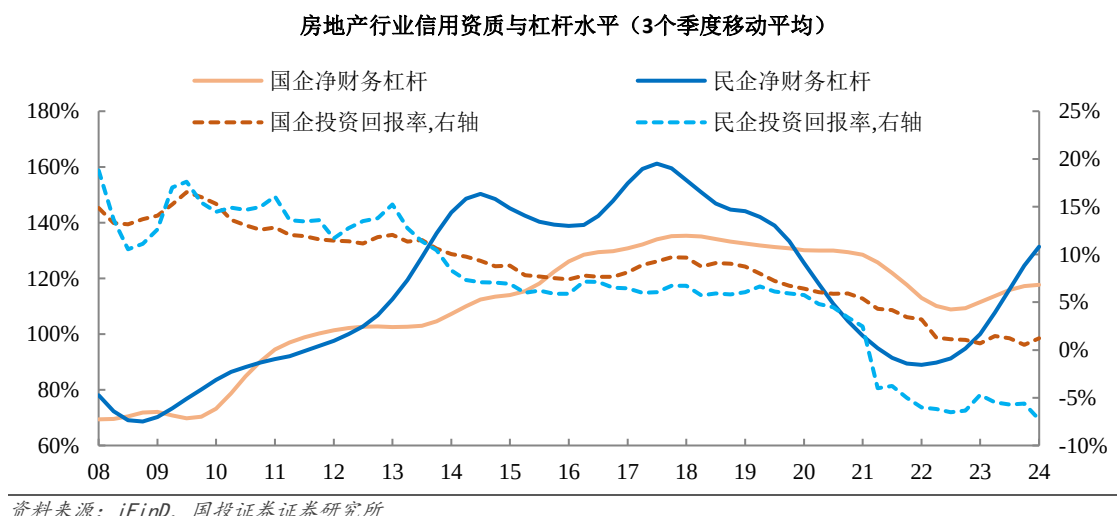
一、信用环境的三段平衡

2021年以来，地产行业资质走向持续牵动着信用环境，由此衍生至土地出让、银行资产质量等多方面，出于缓释风险的目的，政策托举亦向该路径倾斜，随之刻画出当下信用环境的三段平衡，这对于信用债，乃至整个债券市场有着更为深刻的含义。

1、地产弱修复与资本开支减缓的平衡

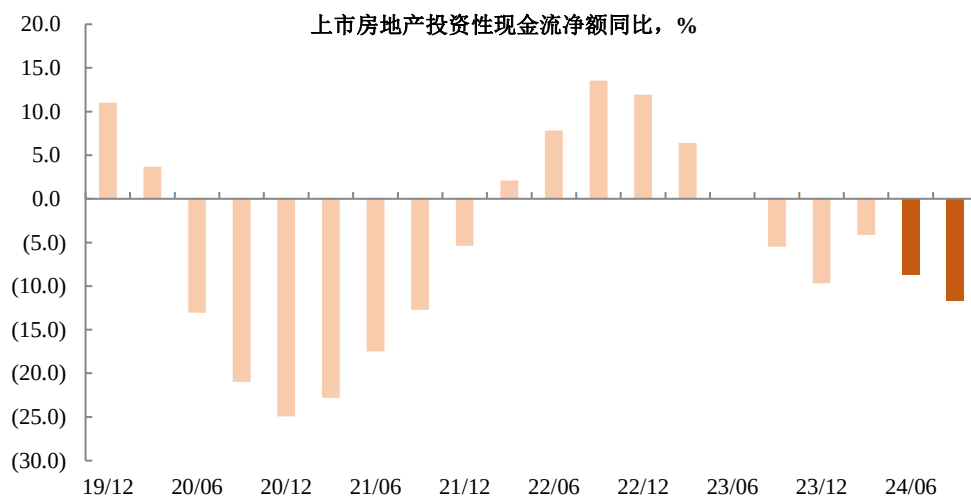
地产：杠杆与资质缘何背离？三道红线及预售资金监管收紧，严控开发商杠杆无序扩张蕴藏的风险，2021年下半年地产债风险陆续释放，民企开发商信用资质于次年探底；2022年末，纠偏政策的出台，彰显托举行业的意图；2024年9月，国新办邀请“一行一局一会”介绍金融支持经济高质量发展有关情况，提及“要促进房地产市场止跌回稳”，相比于“房住不炒”，突显稳定之意，而2024年3季度民企开发商投资回报率再度边际转弱，或是此轮政策加码的核心考虑。不过，面临行业投资回报收益普遍下行的影响，无论是国企，还是民企开发商，净财务杠杆（净金融负债/净资产）反而在2023年后持续攀升，这一现象与投资回报率走势看似相悖（利润增长放缓，杠杆水平反而抬升），实则为收缩投资的一体两面，即：分母收缩速度快于分子，导致杠杆水平被动增长。

图1. 房企资质下沉与净财务杠杆抬升



一方面，从上市房企投资性现金流净额同比增速来看，自2024年年中开始，房企投资步伐放缓，三季报同比读数进一步回落，创2022年一季报以来新低，扩表意愿偏弱，这对应影响上述净财务杠杆的分子端。

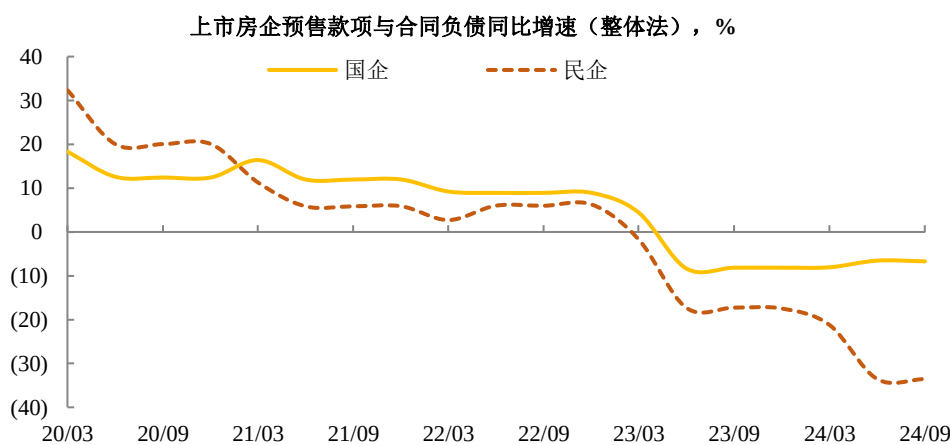
图2. 上市房企投资性现金流净额同比继续回落



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

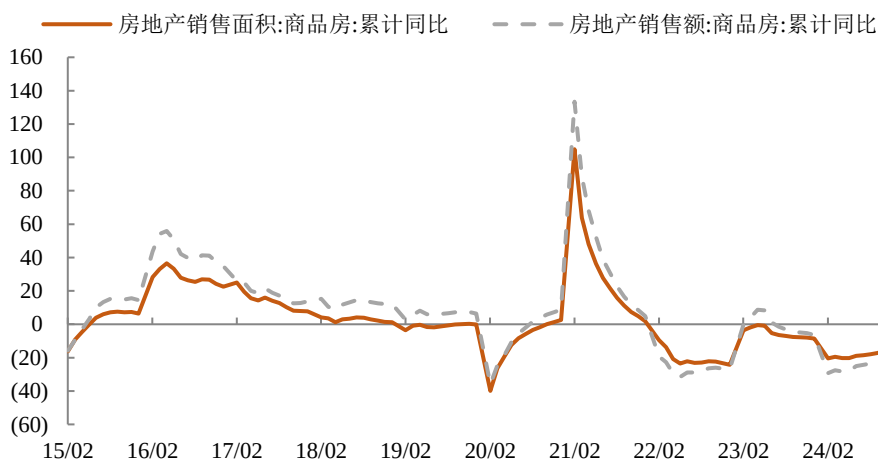
另一方面，以预收款项与合同负债同比增速拟合开发商现金回款节奏，国企和民企开发商于2023年中同时面临资金回流放缓，2024年民企开发商该指标同比降幅扩大。回款状态不佳，一方面会削弱开发商投资力度，另一方面，利润结转受到冲击，使以往高周转的业务模式遭到不小的考验。

图3. 房企回款节奏整体偏慢



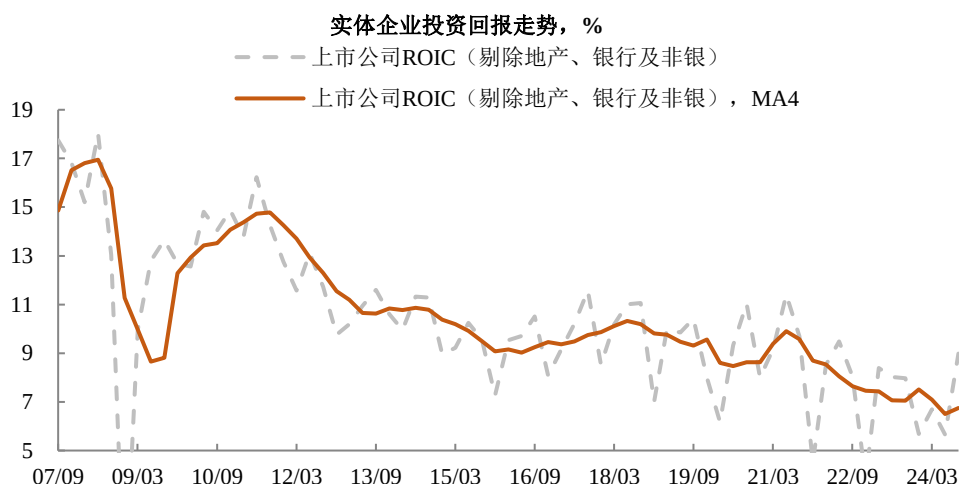
资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

2024年房地产销售同比增速整体位于负区间，库存去化压力的累积，亦是回款风险暴露的映射面。与此同时，保交楼稳民生的背景中，开发商集中一切资源保项目交付，也在制约投资扩张、回款和利润修复的循环，而这将反馈到开发商净资产增速。

图4. 2024 年新房销售同比在负区间


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

值得注意的是，非金融非地产企业投资回报率亦维持在下行通道中，有来自地产行业的影响，也与下游需求相关。事实上，与地产行业相似的是，非金融非地产企业部门呈现出类似的特征，内生盈利能力一般时，融资结构“非常规”调整。

图5. 非地产非金融投资回报率仍在下行通道


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

自2024年1季报以来，非金融非地产企业长期负债增速有较为显著的改善，区别于去年短期负债增速偏高，融资趋于维持存量经营的情况。不过，长期融资的走强，是否可以证明投融资诉求的回暖？从长期投资净额累计同比来看，截至2024年3季度报，依旧维持在下行通道，与长期负债增速及长期负债占比增速皆相悖，这种情况在历史上同样有发生，如2009年、2012年、2018年等，对应的是宽货币到宽信用实现的阶段。过往中，支撑此前信用扩张的载体——地产，于2021年之后进入收缩阶段，降低融资成本→刺激融资诉求→实体信用扩张的效果则要进一步观察。

图6. 融资成本趋降，长期负债增速底部回升

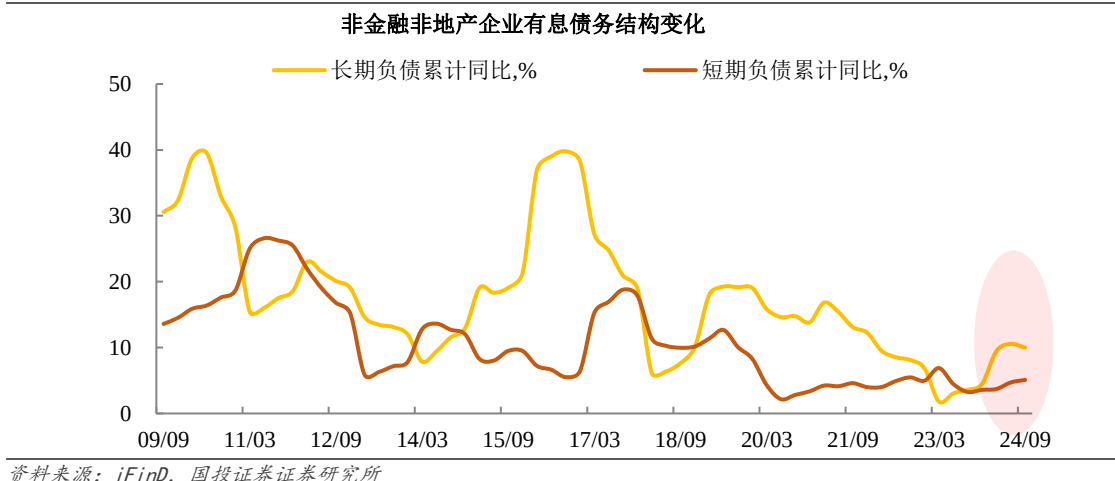
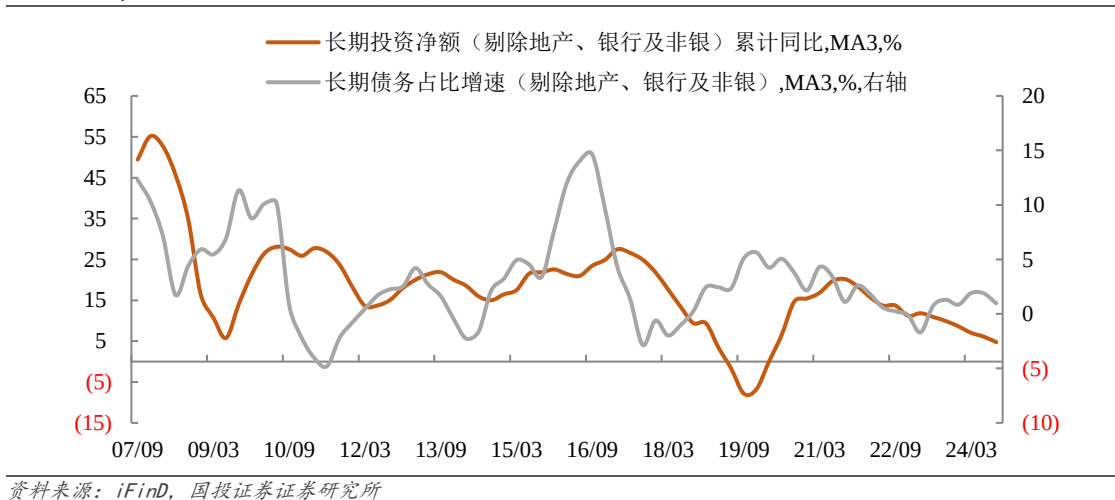


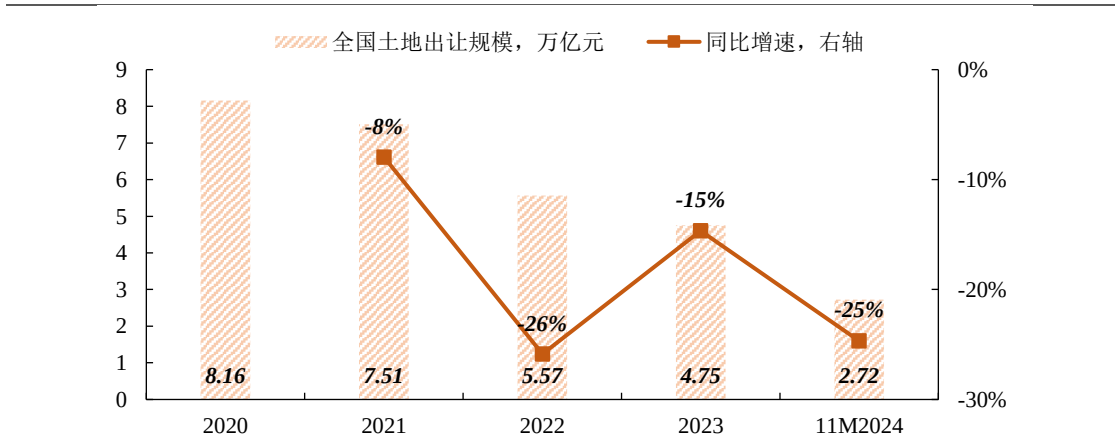
图7. 不过，长期负债增速与长期投资净额走势并不一致



2、土地财政寻支点，城投业务求平衡

土地财政未解除观察点。开发商缩减投资，力保交付，拿地端自然受到影响。截至2024年11月，全国土地出让规模继续下滑，较2023年同期回落25%（前11个月累计数），假定12月读数与去年一致，2024年全年土地出让增速降幅预计达到19%。

图8. 土地出让增速持续走低



其中,土地出让结构变化较往年不同,东部沿海出让规模较大的省份,2024 年面临同比收缩,诸如广东、浙江等地,而湖南、江西等区域卖地规模降幅不小。

图9. 2024 年东部省份卖地收入降幅

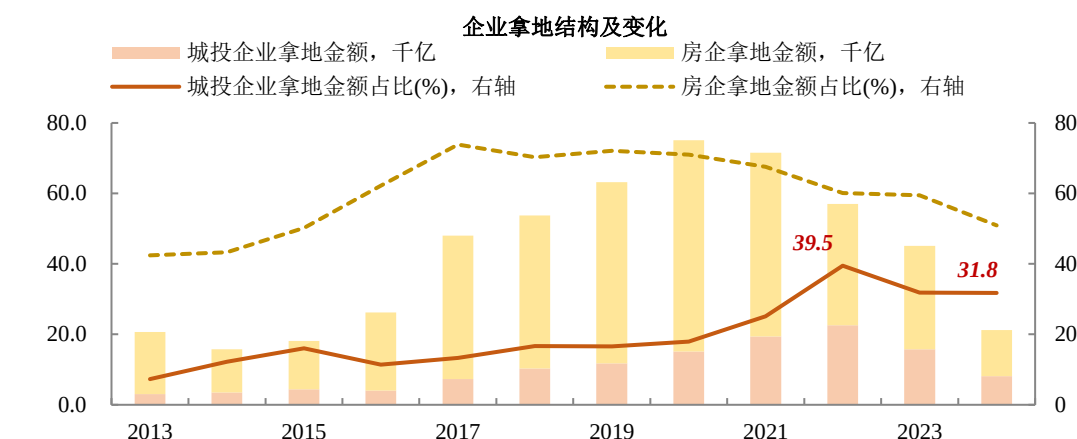
省份	各省土地出让规模 (亿元)					土地出让同比增速 (%)			
	2020	2021	2022	2023	2024/11	2021	2022	2023	2024/11
江苏	11019	11889	9342	9027	5034	8	-21	-3	-20
浙江	9892	9911	7164	5837	3310	0	-28	-19	-32
山东	6218	5993	4312	3234	2128	-4	-28	-25	-8
北京	1932	2345	1776	2032	1608	21	-24	14	-12
广东	8234	7054	4358	3430	1594	-14	-38	-21	-43
上海	2952	3313	3336	2424	1378	12	1	-27	-31
福建	3161	2604	2116	1604	1355	-18	-19	-24	3
河北	3011	2074	1718	1888	1249	-31	-17	10	-13
四川	3836	3521	3369	2660	1238	-8	-4	-21	-39
安徽	2813	2855	2555	1795	1159	1	-11	-30	-24
陕西	1665	1690	1580	1379	1015	2	-7	-13	-12
河南	3331	2888	1950	1500	869	-13	-32	-23	-23
湖北	3455	3060	2035	1931	862	-11	-34	-5	-19
江西	3117	2082	1804	1430	713	-33	-13	-21	-35
湖南	2828	2868	2177	1750	701	1	-24	-20	-38
重庆	1920	1843	934	735	316	-4	-49	-21	-36
山西	1109	742	515	477	298	-33	-31	-7	-10
贵州	1815	1921	1111	990	296	6	-42	-11	-47
新疆	715	487	311	253	287	-32	-36	-19	34
广西	1533	1014	680	477	273	-34	-33	-30	-29
海南	390	250	329	380	262	-36	32	16	-14
内蒙古	506	311	272	343	249	-38	-13	26	-10
天津	1017	1129	399	635	223	11	-65	59	-53
辽宁	1282	1035	457	314	220	-19	-56	-31	-21
云南	1384	456	392	354	204	-67	-14	-10	-29
吉林	1068	795	195	272	132	-26	-75	39	-32
甘肃	565	406	182	146	98	-28	-55	-20	-22
黑龙江	459	241	67	87	70	-48	-72	30	-16
宁夏	124	107	101	77	40	-13	-6	-24	-46
青海	142	146	71	8	8	3	-52	-89	16

资料来源:中指研究院,国投证券证券研究所

城投托底土地市场的隐忧。2021 年开始,出于缓释土地财政压力的考虑,城投角色悄然转变,积极参与拿地。根据企业预警通统计,至 2022 年,城投平台拿地金额占比接近 40%,一定程度上抵补了房企拿地缺位。然而,城投平台作为地方基建投融资主力,缺乏成熟的地产开发和运营经验,短时间参与拿地,若仅是托底,囤而不开发或掩盖真实土地市场风险。2022 年 9 月,财政部下发财预 126 号文(《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》),明确指出,“不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入,不得巧立名目虚增财政收入,弥补财政收入缺口”,意在杜绝上述风险。¹2023 年以来,城投拿地占比及金额未再突破 2022 年高点,截至 2024 年 11 月,城投拿地金额仍占当年 32%。

¹ 参考来源:财政部,《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》,地址:
https://yss.mof.gov.cn/zhengceguihang/202210/t20221008_3844654.htm。

图10. 城投拿地占比维持平稳，房企拿地占比趋降



资料来源：企业预警通，国投证券证券研究所

较过去几年，2024 年城投参与土地市场力度加大的省份分布在重庆、安徽、河北等地。沿海地区虽卖地金额降幅较大，城投拿地比例亦未突破 2022 年读数。

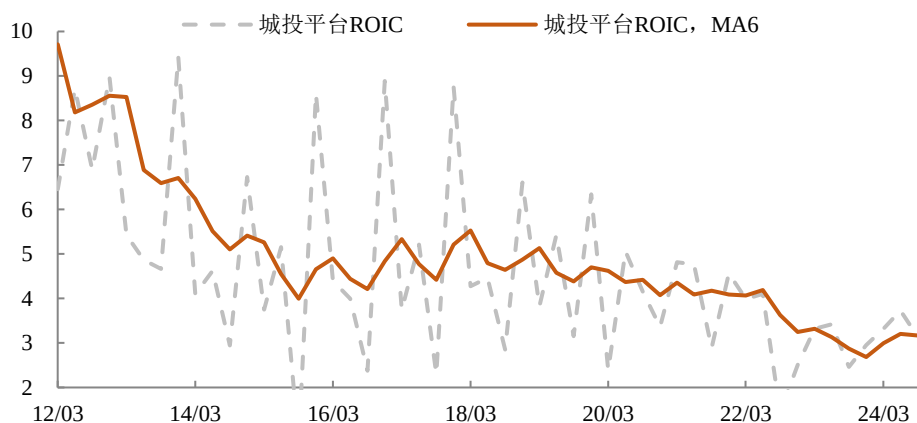
图11. 东部省份城投拿地力度不如往年

省份	城投企业拿地金额，亿元			城投企业拿地金额占比，%		
	2024年	2023年	2022年	2024年	2023年	2022年
江苏省	2499	4829	5612	57.4	53.2	59.3
重庆市	147	277	372	50.2	38.4	43.0
安徽省	493	567	866	43.0	29.2	32.0
湖北省	336	975	1094	41.2	46.4	52.2
江西省	254	551	772	38.4	38.6	41.9
湖南省	240	920	1129	36.1	51.6	48.1
浙江省	1060	1717	2829	32.9	29.0	39.6
福建省	243	433	767	32.2	27.5	34.4
四川省	370	1051	1701	30.9	28.7	48.2
上海市	261	601	1247	26.2	24.1	37.4
陕西省	245	311	596	25.4	21.6	36.1
河南省	203	402	682	24.6	26.1	33.7
山东省	521	997	1593	24.6	30.5	36.3
吉林省	32	93	18	24.5	34.8	9.0
河北省	301	359	238	24.4	18.6	13.2
天津市	53	115	121	23.9	18.0	30.7
广东省	387	563	1481	22.0	16.6	33.3
广西	55	225	291	21.9	43.7	41.2
北京市	311	316	301	20.9	14.8	15.4
云南省	35	62	59	17.0	17.2	14.0
贵州省	31	176	379	10.9	17.7	30.4
山西省	31	67	138	10.8	13.6	26.0
新疆	23	26	78	7.7	8.9	20.0
黑龙江省	5	4	8	6.7	4.3	11.4
甘肃省	4	6	7	4.5	3.8	4.1
辽宁省	10	54	157	4.3	16.3	33.3
宁夏	1	5	4	2.7	5.6	4.2
海南省	21	18	18	2.1	4.1	5.6
内蒙古	4	12	18	1.5	3.3	6.4
全国	8178	15731	22574	31.6	31.8	39.5

资料来源：企业预警通，国投证券证券研究所

实际上，城投盈利能力与地产一致，同样处于底部企稳区间，这是近年土地整理、基建等相关业务共振所致，而提前防范虚增土地财政，亦是阻断城投资质下沉压力向土地市场传染。

图12. 城投平台投资回报率维持低位

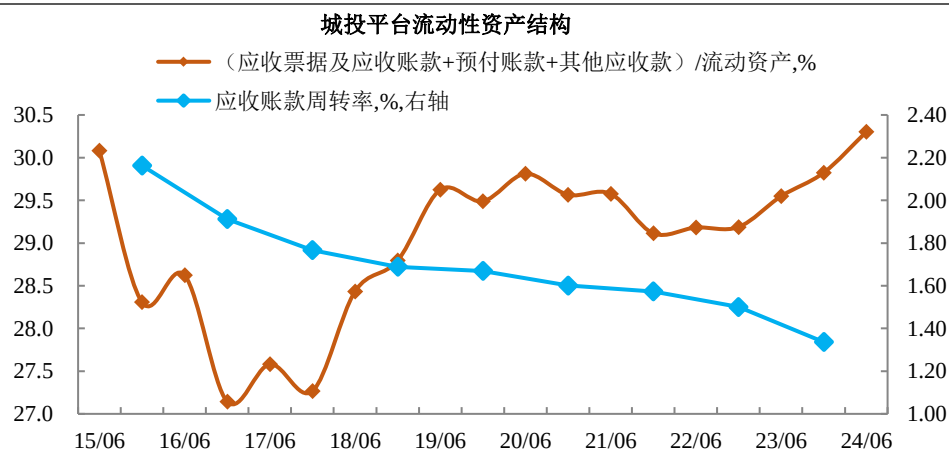


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

与此同时，随着土地财政承压，城投资产变现能力出现新的边际变化。自2023年开始，城投应收类资产占流动性资产比例持续走高，于2024年半年报创新高，同期资产周转率则缔造新的低点。

所以，过往城投依托土地财政，拉动其基础业务和地方投融资，如今需要面对创收减缓、投资回报率底部修复和资产质量等情况。

图13. 发债城投应收账款等占比继续抬升

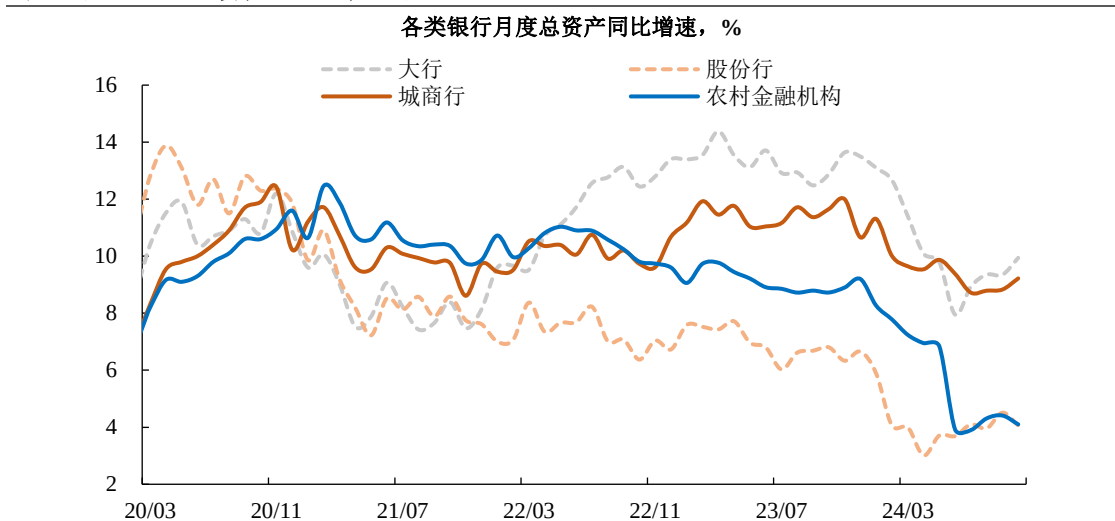


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

3、中小银行：传统业务与投资业务的平衡

银行资产端几乎延续了2023年的逻辑，地产与城投投资回报率表现不佳，融资需求同步放缓，但对应银行资产端的收缩，特别集中在农村金融机构，其6月总资产同比增速快速回落。

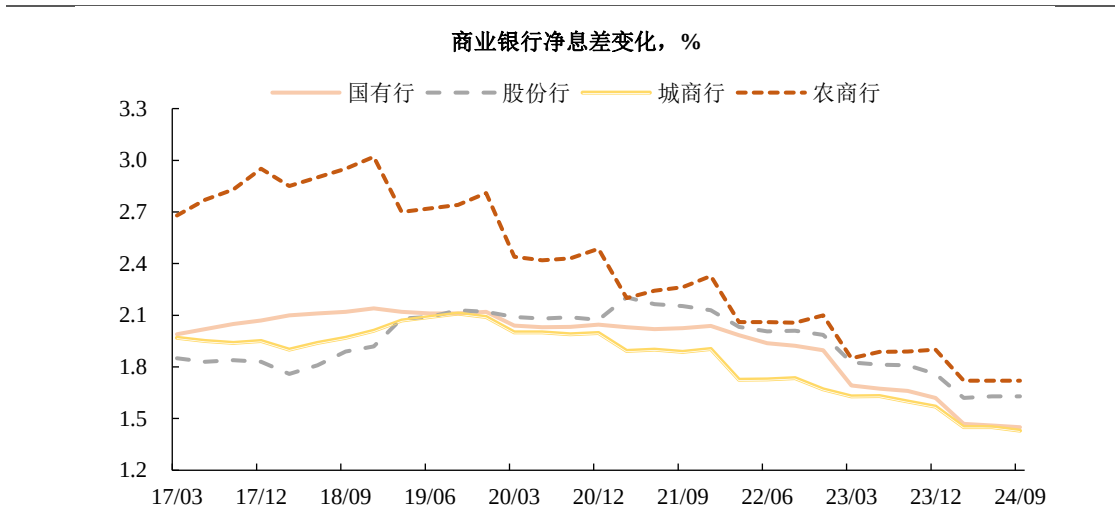
图14. 各类银行总资产规模同比增速



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

净息差变薄在所难免，截至 2024 年 9 月，国有行及城商行净息差分别为 1.45%和 1.43%，触及新低点，这是资产端扩张放缓，银行业竞争激烈（大行加大力度实现业务下沉，如投放普惠小微贷等）推动的结果（当然农商行总资产同比增速降低，但净息差偏高，可能与转移不良资产，减轻拨备计提有一定关系）。不同于国股大行拥有较强的硬件优势，中小行业务范围区域集中度高，且难以达到“以价补量”。当面临大行下沉步伐加快，挤占市场份额的压力时，中小行传统信贷业务创收可谓“夹缝生存”。

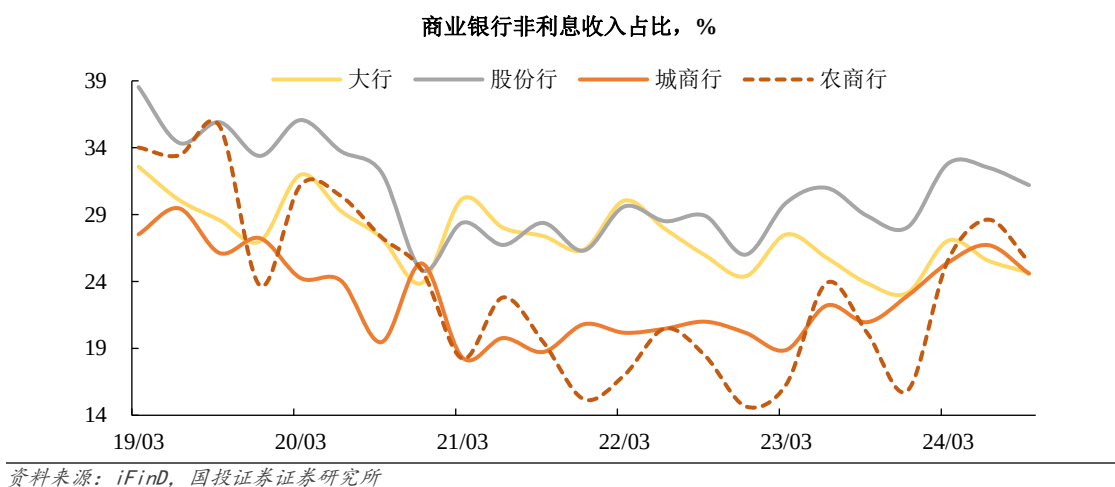
图15. 商业银行净息差维持在较低水平



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

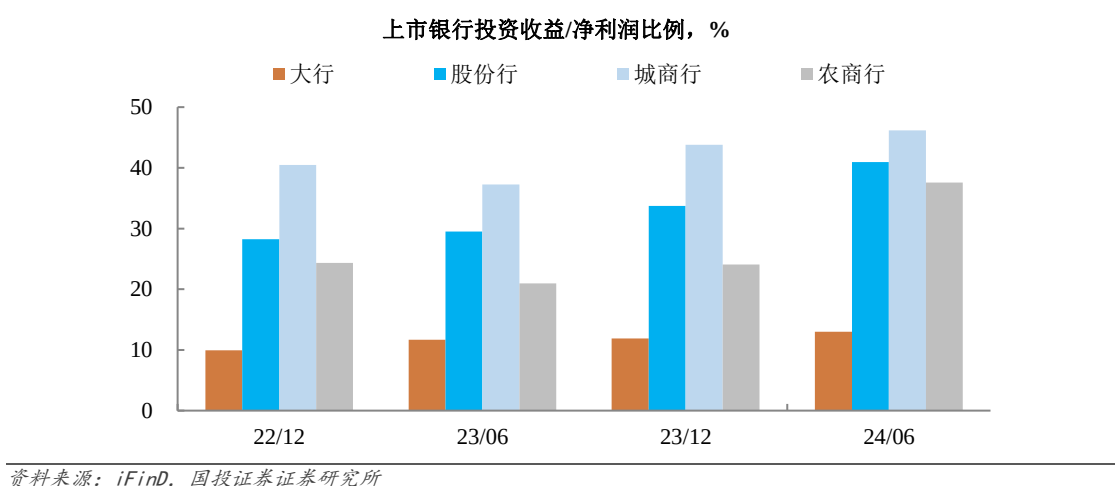
中小行非利息收入占比的抬升，正对冲传统业务的转变。2024 年前三季度，股份行、城商行及农商行非利息收入占比均值分别为 32%、26%和 27%，这一读数较去年均值增长 2.7%、4.3%和 7.5%，期间国有大行稳定在 25%左右，业务转向力度可见一斑。并且，机构的利润构成及投资结构方面，同样能够佐证中小行“另辟蹊径”。

图16. 非利息收入出现底部中枢抬升



第一，以上市银行为样本，观察投资收益占净利润比例，截至 2024 年半年报，股份行和农商行增长普遍较快，尤其后者读数升至 38%，较去年同期增长 17%。

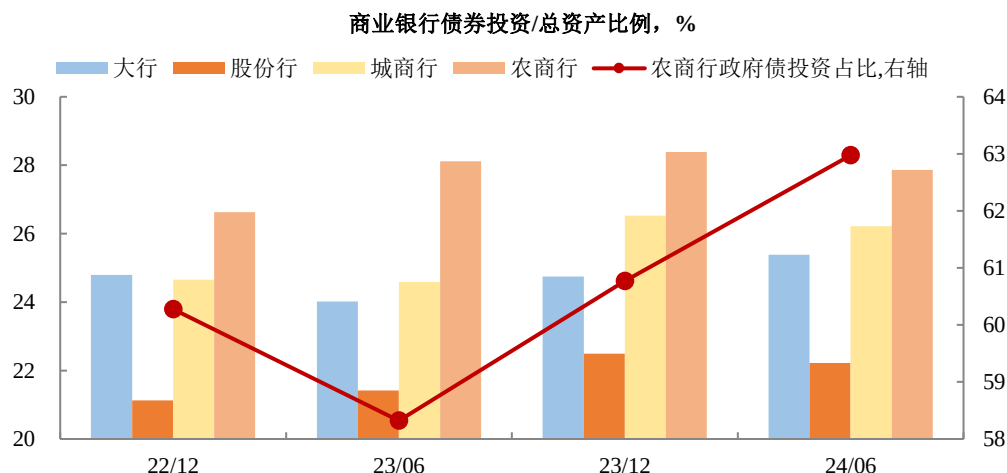
图17. 上市银行投资收益占净利润变化



第二，债券投资占总资产比例来看，较 2023 年年报，2024 年半年报显示，相比于其他三类银行政府债券投资比例边际下滑，唯有农商行持有比例推升至 63%。

银行业利润承压，中小银行寻求资产端结构调整，是传统业务遭遇新的挑战，也是实体内生融资需求变化的表现。

图18. 债券投资占总资产比例维持在较高水平



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

小结而言，当下信用环境有 2023 年的延续，亦蕴有新的变化——投资与融资，实体与金融，经验与变局产生交织。2024 年，9 月 19 日，发改委新闻发布会称将“加大宏观调控力度”，“加强政策预研储备，适时推出一批操作性强、效果好、让群众和企业可感可及的增量政策举措”。²9 月下旬开始，系列政策组合集中出台，涉及货币政策、防风险政策、稳定资本市场、地方债务置换等多方面；12 月 9 日，政治局会议召开，指出 2025 年，要“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节”，彰显阻断信用环境负向循环的意图。

4、理解政策对冲点

1) 地产政策持续加码，力促楼市止跌回稳

政策端超预期发力，多举措托举地产。2024 年，地产重磅政策相继出台，从 4 月底政治局会议统筹研究消化存量房产和优化增量住房措施，到 5 月中旬中国人民银行、国家金融监督管理总局联合发文，出台降首付比例、取消房贷利率下限、下调公积金贷款利率、设立 3000 亿元保障性住房再贷款等多项政策，再到 9 月底政治局会议大篇幅部署房地产相关工作，10 月国新办发布会预告一揽子财政增量政策，出台“四个取消”、“四个降低”、“两个增加”组合拳，直至 11 月 10 万亿化债方案落地、重启土储专项债、减免房地产相关税费。政策出台从单一部门到多部门联动，政策手段从金融为主到财政、金融、土地全方位发力，呵护力度持续强化。

图19. 2024 年重点地产政策汇总

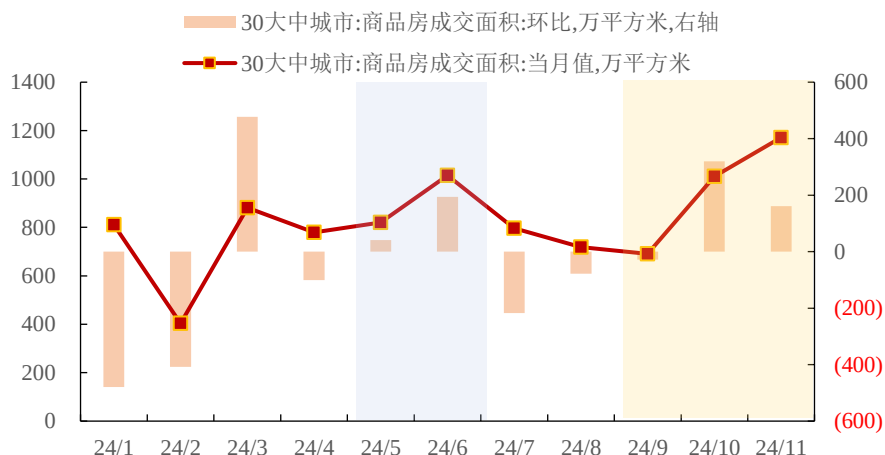


资料来源：财政部，央行，国新办，国投证券证券研究所

² 资料来源：国家发改委，《国家发展改革委 9 月份新闻发布会》，地址：https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/wszb/9_yxwfbh/。

政策暖风不断，市场反应如何？三个特征。第一，销售明显改善，10月至11月成交量反弹力度超6月。从30大中城市商品房成交面积来看，6月、10月、11月绝对读数均有回暖，10月成交面积环比增加幅度超6月，且11月30城月度成交面积继续攀升至1171万平，创年内新高。可见，无论是销售改善的绝对规模，还是改善趋势的持久性，9月底政策效果均更为明显。

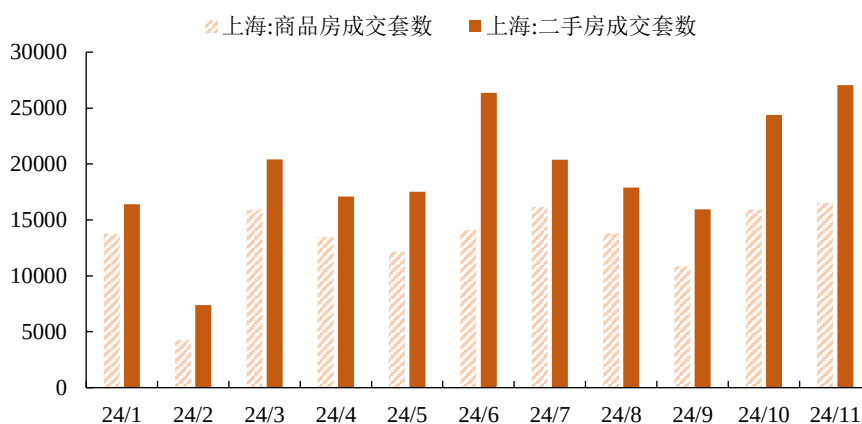
图20. “926”地产销售改善力度好于“517”



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

第二，二手房表现持续领先于新房。与此前政策放松后的市场表现相同，二手房成交活跃度显著高于新房，以上海为例，6月、10月新房成交套数环比分别增加1930套、5060套，而二手房成交套数环比增加均在8000套以上。这是房地产市场进入增量存量并重发展阶段的必然趋势，存在供需格局变化的原因，开发商新开工项目缩减，购房者对期房预期转换，从而导致二手房对新房形成一定的供应替代。

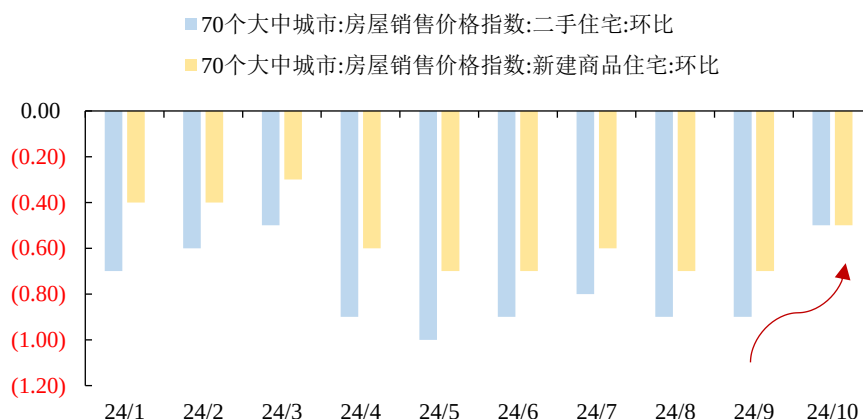
图21. 二手房成交表现好于新房



资料来源: 上海市房地产管理局, 上海网上房地产, 国投证券证券研究所

第三，不可忽略的是，成交活跃的背后是“以价换量”。虽然新政颁布推动销售活跃度的提升，但从70城房屋销售价格指数来看，不论是新建商品住宅还是二手住宅，其价格环比变化仍位于负区间，只是跌幅有所收窄，市场整体处于放量博弈的状态。

图22. 70 大中城市房价走势



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

2025 年房地产底部企稳概率增加。首先，当前去库存压力仍在高位，2025 年大概率将持续处于去库的关键阶段。从国内大型城市的商品住宅去化周期来看，2024 年 11 月北京去库周期攀升至 31.5 个月，创 2017 年以来最高值，一线城市中去库压力相对较小的上海市去化周期也仍有 13.2 个月，此外，珠海、长春、常州、无锡等城市面临较大的去库压力，平均去化周期均在 30 个月以上。其次，地方收储有助于加速商品房去库存，改善开发商现金流，以及扩大保障房供应。地方收储主要可分为“转化为保障性住房”、“市场化机构收购为租赁住房”以及“转化为安置房源”三种方式，其中以保障性住房为主，其可持续的关键在于资金平衡，如何持续稳定的获取较低成本资金来源、保证运营收益、平衡不同城市能级和区域的供需错配等问题，将是决定收储政策有效性的关键因素。因此，房地产市场止跌回稳接下来观察两个方面：量先于价和库存回归常态。

图23. 去库存压力显著高于往年同期

城市	商品住宅去化周期（月）							
	2017-11	2018-11	2019-11	2020-11	2021-11	2022-11	2023-11	2024-11
北京	22.3	18.6	22.4	18.4	17.2	19.4	22.7	31.5
上海	5.7	4.6	11.5	7.3	5.8	5.2	10.5	13.2
广州	10.0	12.6	12.4	9.8	15.0	26.4	18.5	24.1
深圳	15.6	17.1	14.4	10.1	8.6	16.0	26.8	21.3
武汉	1.8	2.8	5.8	7.8	15.6	31.7	25.1	26.2
成都	10.6	8.9	15.0	12.7	15.0	21.1	12.0	14.5
青岛	8.2	9.3	14.3	16.8	25.1	28.6	21.7	15.6
天津	15.2	-	-	32.8	17.1	21.3	15.4	19.3
西安	13.0	7.8	7.2	9.0	9.4	16.6	6.9	15.3
长春	11.6	11.1	16.4	14.0	30.1	26.8	25.5	35.1
佛山	10.5	7.3	17.4	11.1	21.5	21.3	25.0	22.0
重庆	2.6	2.9	6.2	4.8		24.7	17.2	17.2
郑州	7.9	8.1	11.1	12.2	18.3	57.1	20.9	20.8
苏州	9.0	12.6	9.1	15.9	16.2	10.3	20.4	18.9
南京	4.7	7.2	6.0	8.0	12.6	17.9	21.3	19.5
济南	15.4	13.2	2.2	3.8	10.4	7.8	19.7	13.7
杭州	2.9	5.7	6.4	6.5	5.1	6.8	8.1	8.8
珠海	-	-	-	-	-	-	36.6	41.9
南宁	6.1	7.4	4.4	9.4	21.2	22.1	22.2	25.4
东莞	9.4	15.5	9.2	5.1	15.1	25.5	33.7	-
昆明	5.3	4.7	6.6	9.6	21.6	23.6	22.9	17.5
长沙	8.6	9.4	14.7	10.8	12.7	18.7	11.9	17.7
常州	5.4	7.7	6.9	7.9	13.4	24.6	36.5	32.9
无锡	10.7	3.9	7.8	11.0	14.4	20.9	31.4	33.7
宁波	5.6	5.7	6.3	3.1	6.9	17.8	25.4	16.7
福州	8.4	5.8	14.0	14.4	15.1	24.9	30.6	23.5
徐州	-	9.8	8.6	7.0	11.2	27.3	20.9	19.5
厦门	12.1	45.9	38.1	16.4	21.5	25.8	28.0	16.7
合肥	20.1	6.9	20.6	6.1	6.3	8.4	9.3	11.9
嘉兴	-	-	-	-	-	-	25.4	22.3

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

2) 债务置换 2.0 面世，规模化兜底再现

11 月 8 日，全国人大常委会通过关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，并举行新闻发布会³，内容包括增加 6 万亿地方政府债务限额置换存量隐性债务、连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元用于化债。本轮债务置换有两点较为特殊：

一方面，兜底措辞强力。2023 年 7 月之前，地方债务管控强调严控增量，积极稳妥化解存量。同时，在提高隐性债务监测的基础上，敦促地方有效降低债务水平。伴随土地财政运转受阻，盘活资产及依托经营性收入偿债难度加剧。2023 年 7 月政治局会议提出“一揽子化债方案”，以此为标志，地方债务化解预期被强化，高负债省份城投债于当年年末迎来走牛行情。2024 年 10 月 12 日，国新办举行发布会，财政部介绍“加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展有关情况”，并提出“除每年继续在新增专项债限额中专门安排一定规模的债券用于支持化解存量政府投资项目债务外，拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”，“这项即将实施的政策，是近年来出台的支持化债力度最大的一项措施”，提振债务风险兜底信心。⁴

图24. 近年来化债政策一览

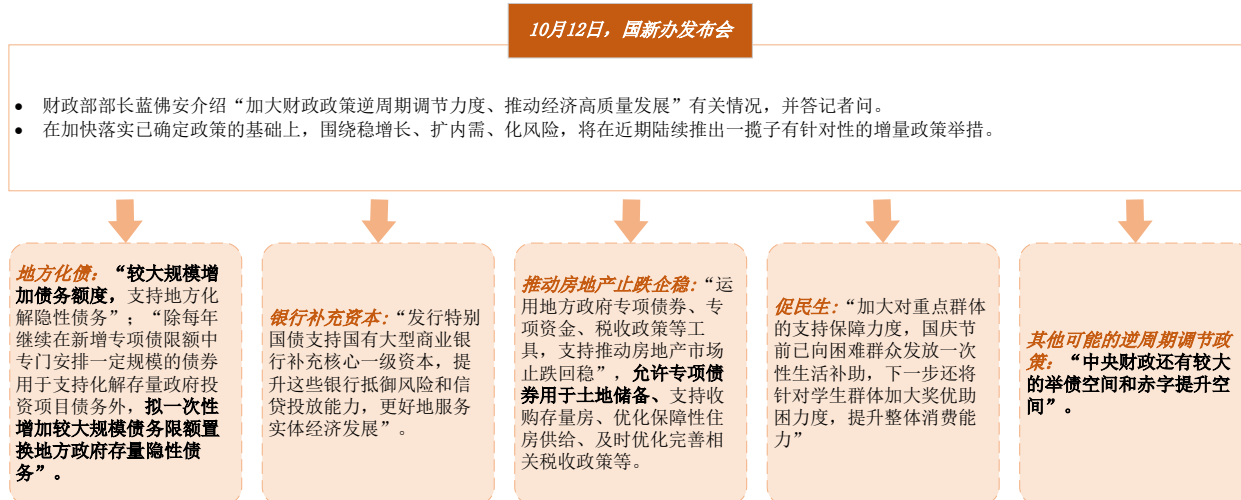


资料来源：财政部、国新办、政治局会议、国投证券证券研究所整理

³ 资料来源：财政部，《增加地方政府债务限额置换存量隐性债务有关政策情况 全国人大常委会办公厅新闻发布会文字实录》，地址：https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202411/t20241109_3947230.htm

⁴ 资料来源：国新办，《加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展》，地址：https://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202410/t20241012_3945410.htm

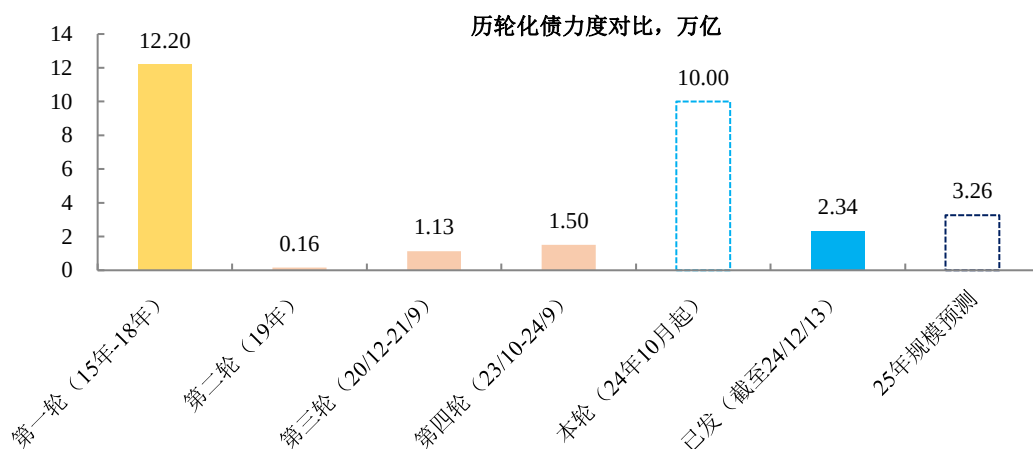
图25. 财政部介绍相关化债举措



资料来源：财政部、国新办、国投证券证券研究所整理

另一方面，置换债发行节奏较快。截至2024年12月13日，置换债累计发行规模达到2.3万亿，明显超过2018年之后，隐债化解所使用的地方债规模。考虑到2万亿置换额度、8000亿专项债额度及2024年末完全发行规模，2025年置换债发行额度将突破3万亿，地方债务风险将得到有效释放。

图26. 本轮化债及历史化债规模对比



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

总体而言，信用环境边际转弱和政策纠偏的博弈，与2023年有着相似的特征，但利率过快下行，资产荒频繁上演，规模化债务置换，都昭示着债市行情同样难用经验框架来解释。2024年不同信用品种定价如何？演绎过程中有何特点？以下进一步探讨。

二、低利率挑战传统分析模式

2024年以来，信用策略风格轮换，1月、11月及12月，城投子弹型组合（以3年AA+城投债作为重仓标的）收益均在1.1%以上，超越2023年高点；超长债波幅走阔更加显著，1月及8月，产业超长型组合（配置80%10年期AA+中票）最大收益与回撤分别达到2.47%、-1.37%。反观利率债处于长牛形态中，全年的回撤幅度也相对可控，即使在调整幅度最大的8月，单月收益也维持在-0.01%。

图27. 信用风格中短端策略组合收益超越 2023 年高点

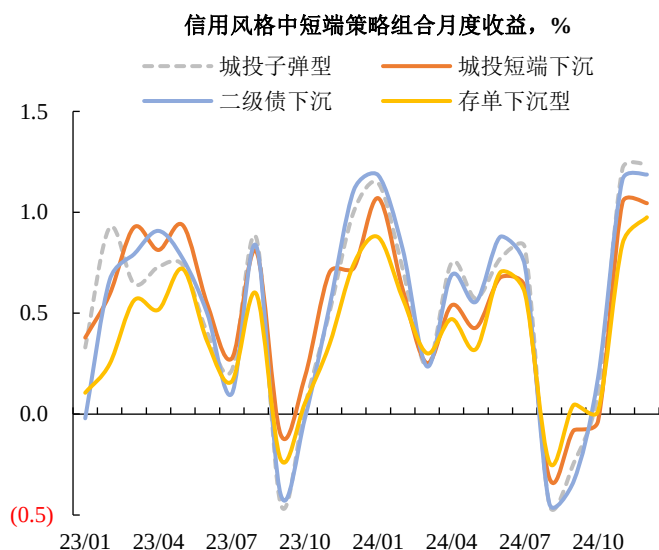
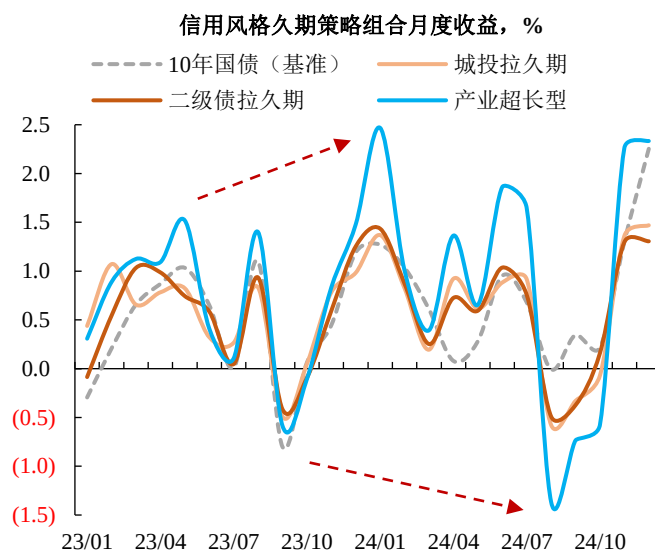


图28. 超长债策略组合收益波幅走阔较为显著



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：1) 按照 80%: 20% 的比例配置信用债与利率债，构建信用风格组合，其中，利率债部分采用 10 年期国债，信用债部分配置 20% 的超长债（产业超长型策略配置 100%），且选择 10 年期 AA+ 产业债品种。2) 子弹型配置选取 3 年期 AA+ 城投债；下沉策略配置选取 1 年期 AA- 城投债、3 年期 AA+ 二级资本债、1 年 AA+ 同业存单；久期策略配置选取 4 年期 AA+ 城投债、4 年期 AAA- 二级资本债。3) 计算不同券种/组合的月度投资收益（票息+资本利得，截至 12 月 13 日），票息收益按照期初估值收益×持有时长计算，下同。

资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

板块轮动速度加快，依靠单一策略赚钱的思路，正在失效。2023 年，多项主要信用策略跑赢 10 年国债的时长占比均在 50% 以上，除超长端策略外，城投短端下沉、二级债下沉及二级债久期策略的胜率（月度组合收益跑赢基准策略的区间比例，下同）分别达到 58.3%、58.3%、66.7%。上半年增量资金多配置短端普信债（与土地财政和城投资质风险联动有关），拉升城投短债表现，但三季度预期反复导致行情在不同品种间快速切换，9 月后，在品种稳定性、化债政策等因素合力下，短债行情走到极致。即使年内长期持有短债，相应策略组合累计收益也能达到 6.79% 左右的不错表现。

2024 年的情形则有所不同，一条重要的配置主线是，在低票息环境中，以久期策略增厚收益成为一致性操作，城投久期、二级债拉久期及产业超长型策略胜率在 40% 之上。但多数策略组合较 10 年国债的胜率在 25% 以下，这对投资者的交易能力提出了更高要求。年初的两个月中，市场博弈降准降息，长端利率债迎来强行情，信用风格组合中仅产业超长型策略在 1 月走出 1.2% 的超额收益。3 月，监管和供给的扰动触发调整，产业超长型策略表现却相对稳健，刻画缺乏超额收益环境中做票息增强的意图。4 月禁止手工贴息消息发布，同时央行多次提示长债风险，配置由利率切换到信用，资产荒和相对平稳的负债端支撑超长债持续四个月的较强行情，而拉久期方向在城投债与二永间切换，中短端策略空间不断收窄。

在轮动加快+久期策略的主线中，如果按照过往的配置思路，8-10 月的调整可能会侵蚀很大一部分此前的浮盈，特别是城投拉久期、产业超长型两类策略的累计损失分别达到 0.98%、2.68%，如果切至利率组合，10 年国债的累计收益可达 0.56%。年末市场的主导因素再次转向，化债叠加宽货币预期的组合使得超长债行情重又上演，而快速的轮动让踏空更加容易出现。

图29. 2023 年信用策略组合较 10 年国债胜率更高

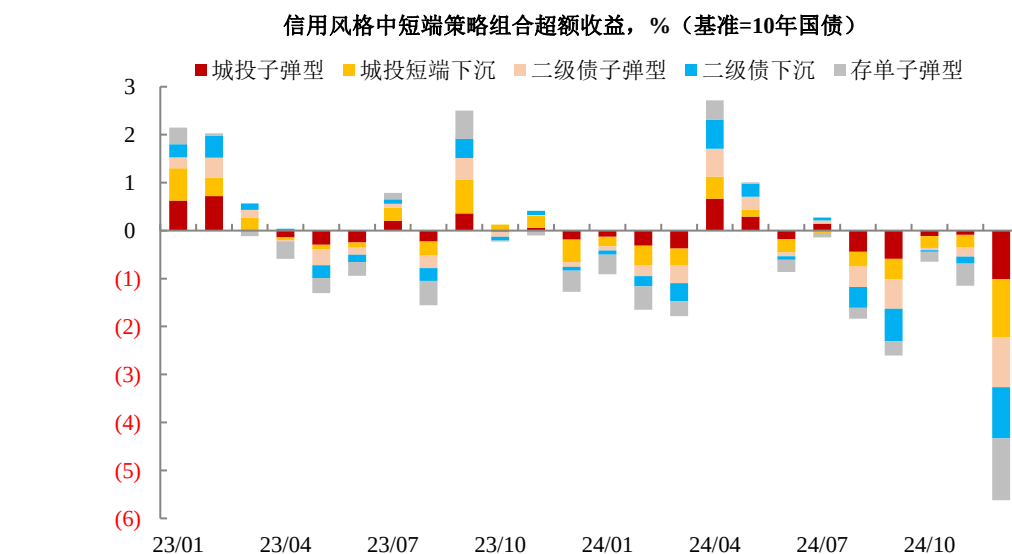
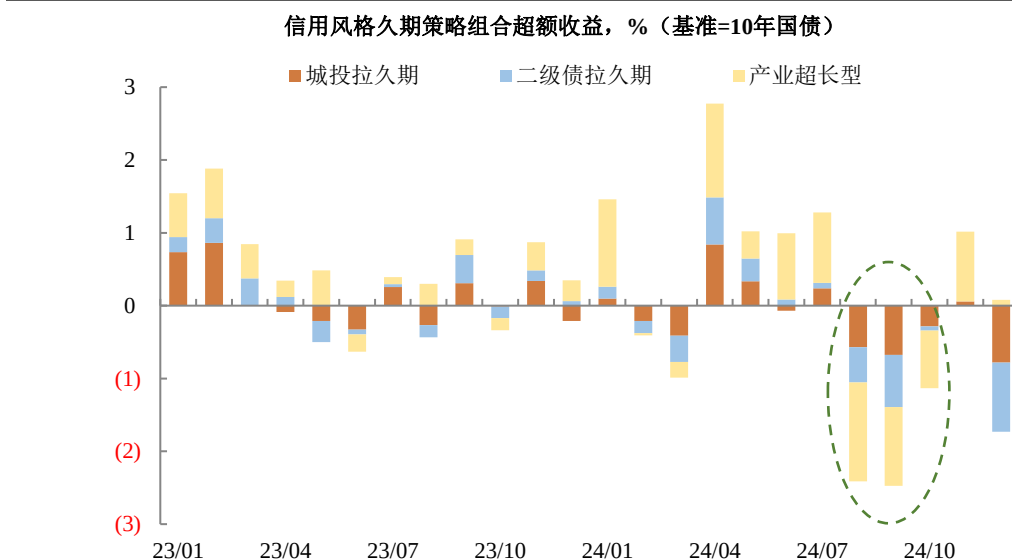


图30. 高波动+久期策略主线中，长期持有思路可能侵蚀净盈



1、城投债：新一轮置换的进与退

1) 城投债策略的更迭

久期策略的进一步突破。24 年起化债行情与“资产荒”格局交织，叠加城投债的稀缺性预期，长期支撑着品种做多情绪。24 年 1 月至 7 月期间，城投债行情率先从短债开始，随后因各区域收益率的全线走低而逐步轮动至 2-3 年，4 月起 3 年期以上中长债成交笔数明显增长，其中重点省份城投长债活跃度也改善不少。从收益率视角来看，随着 5 月份开始机构买债力量强化，各期限城投债平均成交收益快速下行，即便是重点省份 5 年以上长债收益也被买至 2.6% 以下。

图31. 4月起炒作久期成为城投债的主题策略

交易特征	日期	成交收益, %					成交笔数					3年以上成交占比, %
		1年内	1-2年	2-3年	3-5年	5年以上	1年内	1-2年	2-3年	3-5年	5年以上	
非重点省份	1月	2.72	2.91	2.99	3.03	3.29	5414	2725	1999	554	107	6.12
	2月	2.53	2.69	2.81	2.87	2.90	2996	1533	1220	352	110	7.44
	3月	2.47	2.64	2.76	2.87	2.92	5049	2810	2520	584	148	6.59
	4月	2.33	2.51	2.63	2.76	2.79	4214	2577	2180	1009	175	11.66
	5月	2.23	2.39	2.49	2.67	2.78	3952	2442	2383	1048	164	12.13
	6月	2.15	2.25	2.31	2.50	2.63	3813	2143	1839	881	234	12.51
	7月	2.11	2.19	2.26	2.45	2.53	4189	2634	2369	1616	731	20.34
	8月	2.12	2.19	2.26	2.37	2.47	4128	2326	2365	1617	511	19.44
重点省份	1月	2.87	3.07	3.24	3.01	3.74	966	365	201	39	17	3.53
	2月	2.60	2.82	3.02	2.92	3.30	498	219	155	21	1	2.46
	3月	2.56	2.80	2.93	3.01	3.04	837	285	177	73	13	6.21
	4月	2.48	2.78	2.87	2.99	3.01	660	331	231	128	30	11.45
	5月	2.37	2.58	2.75	3.03	3.27	586	214	233	93	24	10.17
	6月	2.23	2.36	2.53	2.83	2.86	530	228	134	109	44	14.64
	7月	2.21	2.32	2.44	2.64	2.79	564	298	283	205	104	21.25
	8月	2.20	2.30	2.40	2.51	2.57	614	295	293	198	126	21.23

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

此期间,重点与非重点省份城投债基于国债的信用利差均显著收窄:1)非重点省份中,江西、湖南、湖北、四川等地3-5年中长债的7月底利差读数较年前有高于50bp的压缩;2)重点省份中,2/3的区域2年以上平台债利差收窄幅度超过100bp,其中天津、云南等地区3-5年中长债利差分位降至10%以下,重庆市内长债利差更是缔造1月至7月利差低点。

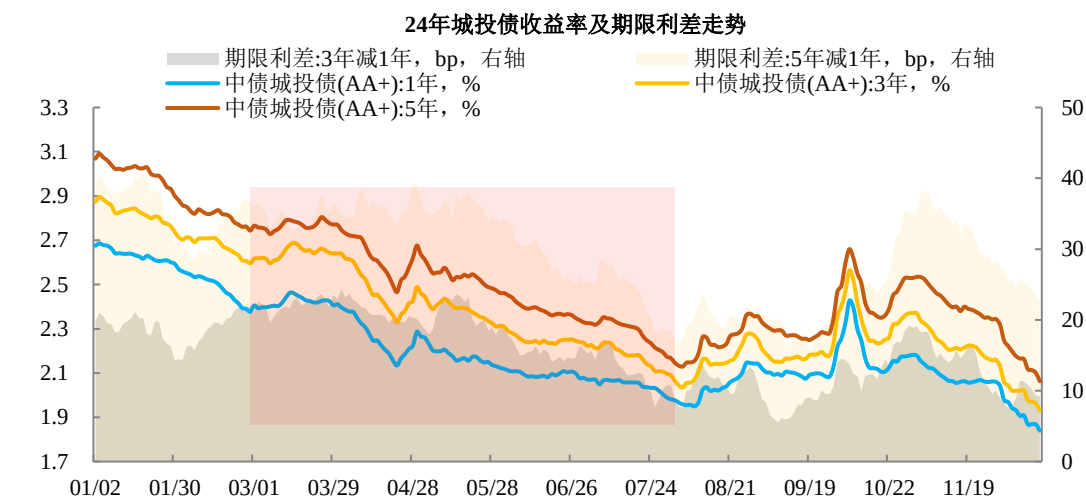
图32. 2024年1月至7月各省份城投中长债利差有较大幅度的压缩

省份		年初信用利差, bp				7月底信用利差, bp				7月底利差所处年内分位(截至12/13), %	7月底利差较年初变动, bp			
		总体	1-2Y	2-3Y	3-5Y	总体	1-2Y	2-3Y	3-5Y		总体	1-2Y	2-3Y	3-5Y
非重点省份	北京	58.6	62.9	57.7	59.7	36.9	39.1	30.1	30.2	9.2	-21.7	-23.9	-27.6	-29.5
	河北	92.3	103.5	82.7	92.9	47.4	42.1	44.5	52.5	8.4	-44.8	-61.4	-38.1	-40.4
	山西	79.4	87.5	79.2	91.8	45.0	44.5	40.0	36.6	3.7	-34.4	-43.0	-39.2	-55.2
	上海	49.6	51.5	54.3	48.2	34.1	34.0	28.7	27.5	13.8	-15.4	-17.5	-25.6	-20.8
	江苏	80.7	84.9	87.7	74.6	43.6	43.8	37.3	35.5	7.1	-37.0	-41.1	-50.4	-39.0
	浙江	73.4	72.4	76.6	75.0	40.8	41.2	35.8	33.4	9.2	-32.6	-31.2	-40.9	-41.6
	安徽	86.4	88.9	86.7	79.2	44.9	46.0	38.4	38.2	5.0	-41.6	-42.9	-48.3	-41.0
	福建	65.6	71.9	72.4	58.0	37.3	40.2	35.5	27.8	12.1	-28.3	-31.7	-36.9	-30.2
	江西	98.3	103.2	99.2	112.6	47.9	47.1	45.1	47.8	7.1	-50.5	-56.1	-54.0	-64.8
	山东	139.3	159.8	124.3	118.0	64.6	62.3	53.2	75.6	7.5	-74.7	-97.5	-71.1	-42.4
	河南	110.7	118.3	104.0	79.1	52.4	50.4	45.1	58.4	7.1	-58.3	-67.9	-58.8	-20.6
	湖北	92.3	101.5	84.7	91.5	44.4	45.2	39.4	37.7	9.6	-47.9	-56.4	-45.3	-53.8
	湖南	109.3	110.4	126.7	121.2	51.7	50.9	44.8	51.9	7.1	-57.6	-59.5	-81.8	-69.2
	广东	56.7	65.7	62.8	50.7	35.6	36.3	35.9	25.6	8.8	-21.0	-29.3	-26.9	-25.1
	海南	94.7	101.5	104.7	-	46.4	-	39.9	-	7.1	-48.3	-	-64.8	-
	四川	128.5	138.7	132.3	121.5	56.1	55.1	50.1	55.9	6.7	-72.3	-83.7	-82.2	-65.6
	西藏	81.2	69.6	82.8	107.1	40.6	39.3	36.5	49.0	10.9	-40.7	-30.3	-46.3	-58.1
	陕西	144.0	156.1	146.5	134.3	62.7	75.4	50.5	74.6	7.5	-81.3	-80.8	-96.0	-59.7
	新疆	86.7	88.7	86.7	75.6	46.8	46.1	41.0	37.2	6.7	-39.9	-42.6	-45.7	-38.5
重点省份	天津	123.1	175.5	173.2	447.4	58.7	55.6	50.3	64.4	6.7	-64.4	-119.9	-122.9	-383.0
	内蒙古	93.0	128.2	79.9	-	63.2	89.0	35.9	41.7	12.7	-29.8	-39.3	-44.0	-
	辽宁	220.8	231.1	265.1	409.1	119.0	122.2	87.7	184.6	18.4	-101.8	-108.9	-177.4	-224.5
	吉林	126.1	131.2	143.7	314.1	50.9	49.8	48.7	63.9	7.1	-75.2	-81.4	-95.0	-250.2
	黑龙江	201.4	175.4	174.7	362.3	98.3	67.3	50.3	175.1	8.8	-103.1	-108.1	-124.4	-187.1
	广西	237.2	247.3	281.6	290.5	79.8	79.9	90.1	84.1	7.5	-157.4	-167.4	-191.5	-206.3
	重庆	127.1	132.3	137.1	127.1	57.6	56.0	52.5	57.9	0.0	-69.5	-76.3	-84.6	-69.2
	贵州	407.3	392.5	361.3	607.6	165.9	146.5	154.0	212.7	15.1	-241.4	-246.1	-207.3	-394.9
	云南	229.2	212.1	409.5	320.8	89.8	91.6	129.8	109.3	8.8	-139.4	-120.6	-279.8	-211.4
	甘肃	138.0	139.1	167.1	320.6	63.7	68.4	66.3	104.6	15.9	-74.4	-70.7	-100.8	-216.0
	青海	536.9	688.2	-	-	101.1	-	82.1	134.5	12.9	-435.8	-	-	-
	宁夏	173.7	145.2	239.3	-	66.8	58.1	119.4	112.7	17.9	-106.9	-87.0	-120.0	-

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

从期限利差角度或能更直观地展现市场拉久期的火热程度。4月起城投债期限利差开始有收窄趋势,在短暂经历4月底急跌后期限利差压缩迅速,直至7月底3年减1年、5年减1年城投债利差分别最高压缩16.7bp和21.4bp。

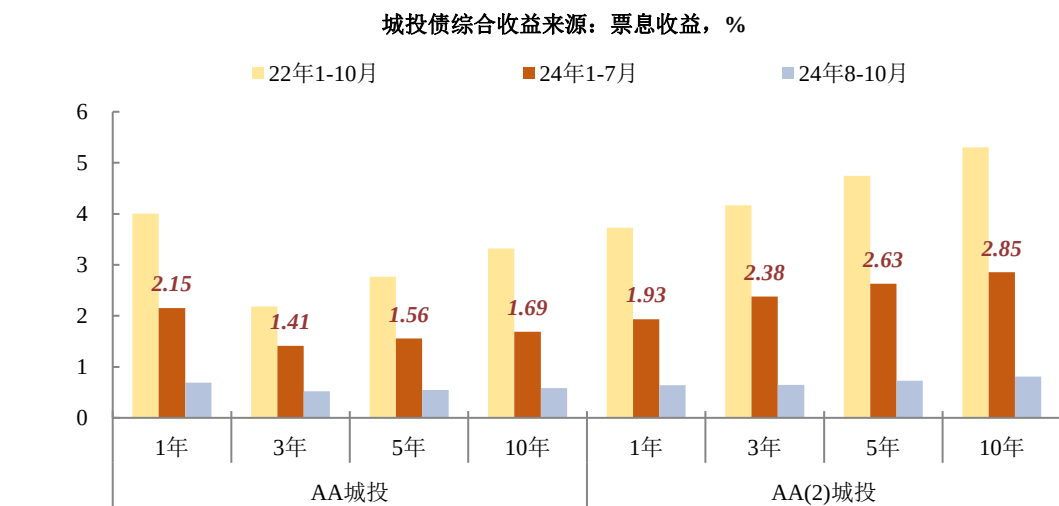
图33. 5月起城投债期限利差进入快速收窄阶段



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

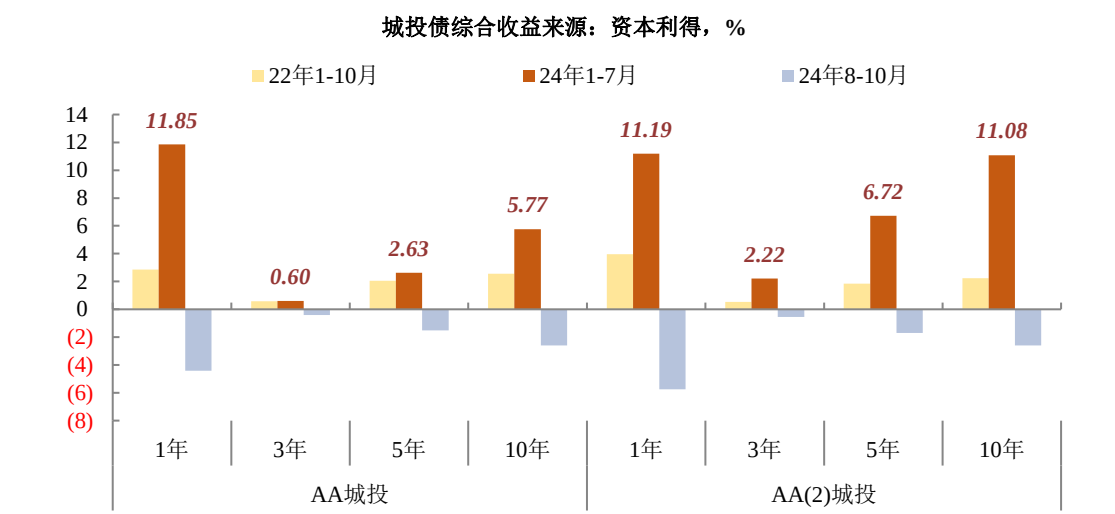
城投债收益来源生变。票息收益下行至低位后, 资本利得转变为城投债的主要收益来源, 变相加大了赚钱难度。过去城投债凭借较高的票息, 拿稳即可抓取稳定的收益, 例如在 22 年 1 至 10 月期间, 3 年以上 AA(2) 城投债票息贡献了七成以上的综合收益。然而今年 1 月至 7 月低等级城投债的收益构成中, 资本利得反而贡献了 70% 以上的平均收益, 这也意味着传统拿稳吃票息投资策略的失效。在今年 8 至 10 月的波动市中, 城投债票息已难以覆盖资本利得损失, 这对投资者交易择时和所持有品种的流动性提出了更高的要求。

图34. 22 年城投债丰厚的票息贡献主要收益



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

图35. 24 年资本利得成为城投债主要的收益来源



2) 高息城投债容量还剩多少？

随着 11 月化债政策落地，城投债重演化债行情，在年末机构抢跑的加持下，各省份城投债收益率总体再破新低。以 11 月新发的股份行理财产品业绩基准下限 2.4% 来估算负债端成本，从截止到 12 月 13 日各区域城投债的平均收益来看，高于负债端成本的城投债多分布在贵州、云南、辽宁等资质较为一般的省份，在化债政策的护航下虽然标债安全性有所提升，但苦于高收益债总量偏低，实际可拿的量仍是痛点。

图36. 近期城投债收益持续下行，高于负债端成本的城投债多分布在资质较为一般的省份

省份	成交笔数					低估值占比，%					平均成交收益，%				
	11/15	11/22	11/29	12/6	12/13	11/15	11/22	11/29	12/6	12/13	11/15	11/22	11/29	12/6	12/13
江苏	672	647	680	620	537	75.0	65.7	82.9	87.4	77.8	2.31	2.28	2.23	2.12	2.08
山东	425	398	388	328	324	71.8	64.6	75.3	83.8	77.5	2.62	2.57	2.46	2.44	2.36
浙江	296	356	368	311	269	79.7	64.9	72.6	90.7	71.7	2.29	2.25	2.20	2.15	2.07
湖南	270	251	272	208	211	78.1	77.7	87.1	73.6	70.1	2.48	2.47	2.36	2.19	2.21
江西	315	244	256	229	208	71.1	65.6	85.9	85.6	83.7	2.53	2.39	2.35	2.23	2.20
河南	322	265	243	239	206	68.6	72.5	81.9	86.2	75.2	2.70	2.46	2.46	2.41	2.30
四川	280	248	210	198	191	69.6	67.7	86.7	89.9	74.9	2.45	2.42	2.34	2.29	2.17
湖北	203	226	190	184	176	71.4	68.1	75.8	79.3	64.8	2.36	2.42	2.31	2.23	2.16
广东	176	129	198	160	159	73.3	52.7	78.8	82.5	75.5	2.32	2.23	2.28	2.19	2.06
天津	141	125	149	126	141	70.2	73.6	86.6	90.5	80.9	2.84	2.59	2.48	2.39	2.32
重庆	178	145	112	150	112	71.9	66.9	80.4	79.3	75.9	2.64	2.51	2.44	2.34	2.30
安徽	185	147	156	169	107	75.1	78.2	82.1	76.3	77.6	2.43	2.36	2.35	2.18	2.16
陕西	142	134	117	93	100	57.7	45.5	72.6	79.6	70.0	2.87	2.81	2.72	2.61	2.67
福建	133	132	137	120	95	63.2	57.6	67.9	77.5	75.8	2.27	2.27	2.20	2.09	2.03
上海	63	66	83	88	92	74.6	57.6	83.1	79.5	80.4	2.13	2.13	2.09	1.97	1.95
北京	70	88	68	60	58	62.9	56.8	77.9	76.7	77.6	2.16	2.17	2.14	2.04	2.01
河北	52	82	81	93	55	82.7	74.4	87.7	84.9	67.3	2.59	2.47	2.47	2.35	2.32
广西	59	63	66	61	53	52.5	66.7	92.4	95.1	81.1	2.71	2.61	2.45	2.25	2.33
云南	77	80	63	58	48	71.4	65.0	79.4	86.2	68.8	3.04	2.78	2.73	2.82	2.47
新疆	28	57	38	47	42	82.1	77.2	86.8	95.7	66.7	2.49	2.39	2.37	2.27	2.18
山西	45	53	29	49	34	64.4	77.4	58.6	89.8	76.5	2.52	2.41	2.36	2.28	2.21
吉林	40	23	14	55	26	62.5	47.8	100.0	98.2	76.9	2.50	2.49	2.42	2.33	2.26
贵州	16	36	38	31	20	75.0	77.8	52.6	74.2	45.0	2.73	2.76	2.86	2.64	2.53
甘肃	14	24	10	14	17	78.6	83.3	90.0	57.1	70.6	2.29	2.24	2.13	2.09	2.22
宁夏	11	2	2	5	11	81.8	50.0	100.0	100.0	45.5	2.44	2.31	2.24	2.01	2.06
辽宁	2	6	16	6	9	100.0	100.0	68.8	50.0	66.7	3.67	2.57	2.68	2.77	2.81
西藏	11	7	7	6	8	72.7	71.4	71.4	50.0	12.5	2.48	2.39	2.32	2.20	2.28
海南	6	4	9	4	5	83.3	75.0	44.4	75.0	40.0	2.27	2.15	2.24	2.09	2.17
黑龙江	1	5	-	-	2	100.0	100.0	-	-	100.0	2.35	3.11	-	-	3.23
青海	2	-	1	2	1	50.0	-	0.0	100.0	100.0	3.42	-	3.35	4.30	2.98

资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

截至 12 月 15 日，存量城投债估值收益在 2.4% 及以上规模较大的省份为山东、四川和重庆，均有 2000 亿以上的存续高息资产。期限结构方面，以 2027 年为时间节点，估值收益在 2.4%

以上、剩余期限在 2 年内的中短债仅剩 9211 亿元，占总体存量的 36.7%，而对于 2027 年以后到期的城投债资产，届时或将面临重定价的问题；隐含评级方面，AA+及以上等级的高息城投债尤为稀缺，存量规模占比仅有 2.5%，对于 AA 及以下中低评级的城投债，因票息难以扛住资本利得波动，在震荡市中更因注重流动性。

图37. 2.4%以上城投债期限与等级分布

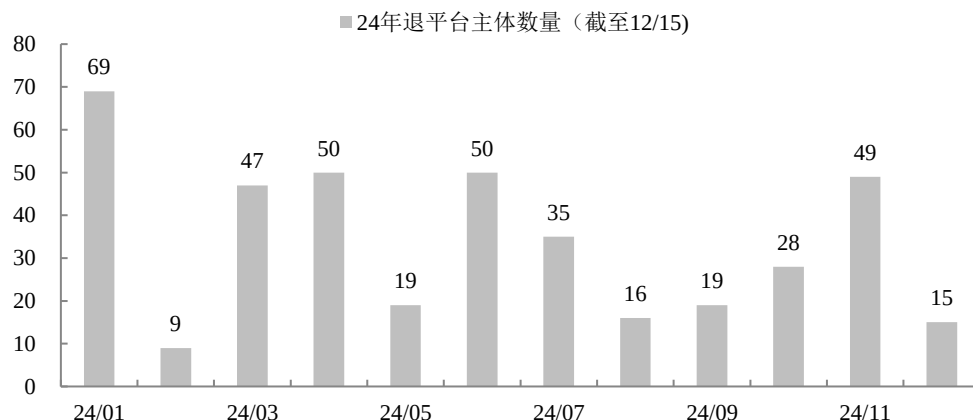
省份	2.4%以上存量总计, 亿	剩余期限, 年					隐含评级				
		1年内	1-2年	2-3年	3-5年	5年以上	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
山东	4548.2	1397.9	556.8	799.2	1599.0	195.3	45.0	50.0	219.9	1828.4	2285.1
四川	2445.6	474.7	595.0	374.1	871.1	130.6	-	90.0	-	989.2	1366.4
重庆	2004.4	370.6	268.5	482.1	802.5	80.6	26.0	-	54.2	597.8	1326.4
河南	1728.7	209.9	144.7	524.1	812.1	38.0	-	5.0	61.0	1245.1	417.6
陕西	1674.3	557.7	296.7	391.3	297.0	131.6	-	118.0	4.5	1085.7	466.1
江苏	1569.7	143.7	183.4	296.8	797.5	148.4	-	78.0	74.1	1107.8	309.8
贵州	1441.5	617.0	428.7	171.7	221.0	3.1	-	-	12.5	98.8	902.6
湖南	1294.5	116.6	176.5	415.6	578.8	7.0	-	-	125.8	509.9	643.6
云南	1225.9	462.4	200.3	272.4	262.9	28.0	-	-	54.0	153.0	1014.6
广西	1208.2	378.0	378.6	222.0	202.6	27.0	-	26.0	17.0	189.4	972.8
江西	1120.2	118.3	83.3	379.0	497.1	42.5	-	30.0	6.6	758.6	324.9
天津	980.5	140.7	81.1	270.4	389.4	99.0	-	-	315.2	130.4	534.9
浙江	757.2	32.0	62.9	58.2	591.6	12.5	-	-	13.6	740.1	3.6
湖北	716.2	94.9	47.3	149.2	344.5	80.4	-	8.0	156.8	416.3	135.2
安徽	455.7	85.3	51.9	84.2	193.1	41.2	-	-	6.7	387.4	61.6
河北	370.6	-	14.3	107.4	204.7	44.2	-	10.0	5.0	199.7	145.9
吉林	250.1	6.0	56.1	115.7	72.3	-	-	-	-	178.2	68.7
新疆	242.9	18.8	34.0	100.9	56.1	33.2	-	30.0	9.0	122.5	81.4
广东	218.9	-	21.5	116.9	38.5	42.0	5.0	37.0	98.5	78.4	-
辽宁	201.9	45.0	44.4	50.0	37.5	25.0	-	-	-	111.8	70.3
山西	106.1	5.0	15.2	73.0	12.9	-	-	-	41.4	25.0	39.7
黑龙江	106.0	45.8	29.3	-	30.9	-	-	-	-	1.8	84.2
福建	88.1	-	8.6	33.0	35.9	10.6	-	10.0	5.0	54.8	18.3
北京	79.0	6.0	-	15.0	28.0	30.0	25.0	5.0	49.0	-	-
青海	61.6	9.8	-	22.9	29.0	-	-	-	-	-	61.6
甘肃	59.4	19.2	15.2	6.0	19.0	-	-	-	14.4	10.5	34.5
宁夏	56.9	20.0	22.4	7.5	7.0	-	-	-	-	5.6	51.3
内蒙古	25.4	5.4	10.0	10.0	-	-	-	-	-	10.0	15.4
西藏	24.0	-	5.0	6.0	13.0	-	-	3.0	11.0	10.0	-
上海	10.0	-	-	-	-	10.0	-	10.0	-	-	-
海南	5.0	-	-	-	5.0	-	-	-	5.0	-	-

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

3) 2025 年城投债供给会放量吗？

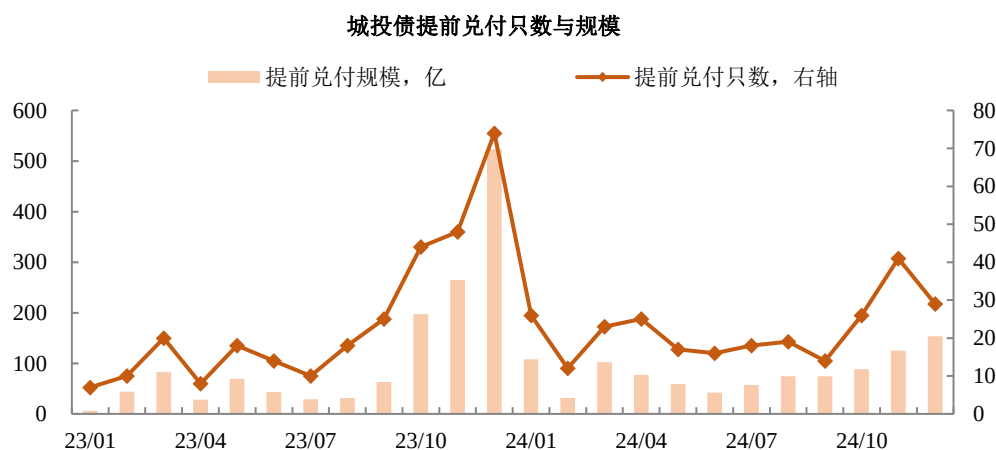
2025 年城投债净增规模仍将处于低位。一方面，化债主题将贯穿 2025 年始终，严监管下城投债供给仍旧偏紧，且化债资金到位后城投平台有提前兑付高成本债券的倾向，中短久期高收益城投债的稀缺性将进一步增强；另一方面，2025 年城投主体“退平台”进度或加快。据企业预警通统计，2024 年 11 月已有 49 家城投主体宣布退平台，对于被认定为产业类的主体，虽在退平台后可以实现新增融资，但目前相关主体发债政策仍未有放松迹象。

图38. 24 年 10 月以来退平台进程有所加快



资料来源：企业预警通，国投证券证券研究所

图39. 近期城投债提前兑付规模有上升趋势

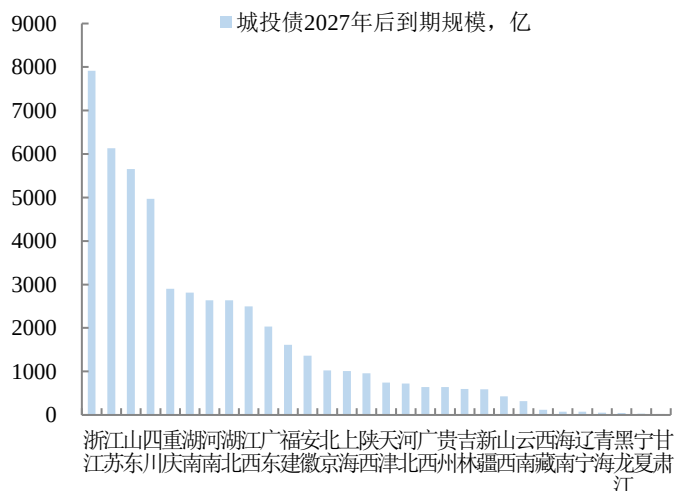


资料来源：企业预警通，国投证券证券研究所

4) 2027 年后城投债定价逻辑如何看待？

江浙地区、山东、四川、湖南等中部大省是 2027 年后城投债到期规模分布较多的地区，除重庆以外，27 年后其余重点化债省份的城投债到期规模总体较小。需要注意的是，隐含评级在 AA 及以下评级的城投债规模占比接近 70%，对中低评级的城投债品种仍需保持审慎，可从城投平台所处区域情况、与地方政府关联性、平台重要性、平台自身财务情况四个维度进行信用资质分析，重归基本面定价。

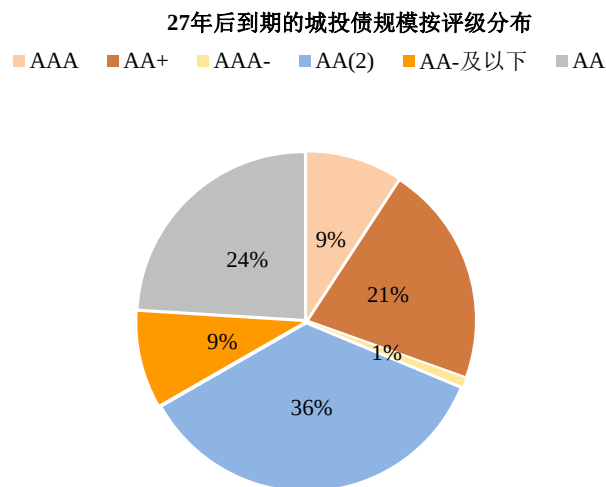
图40. 江浙、山东等大省 2027 年后城投债到期规模分布较多



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

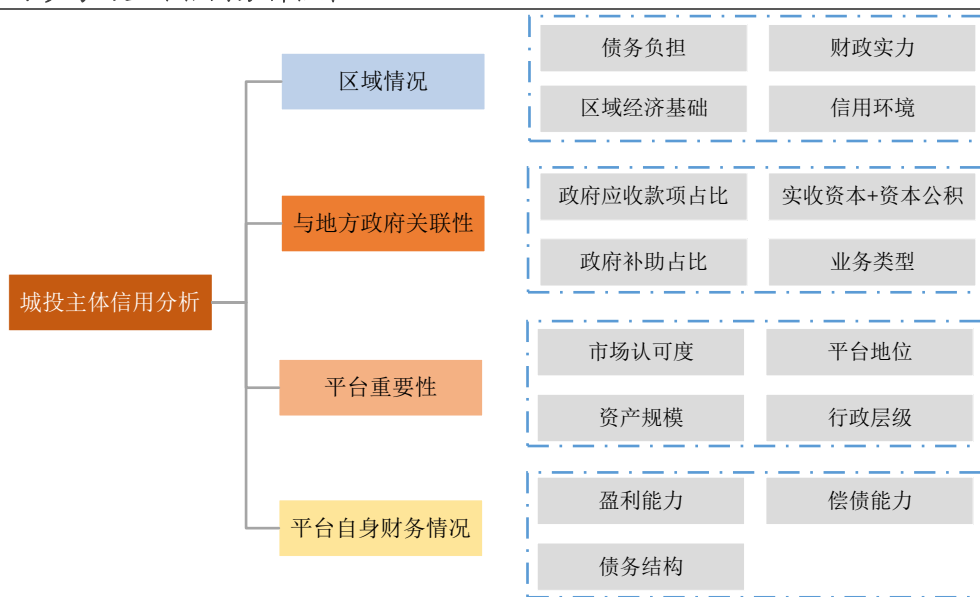
数据说明: 含权债假定行权日发行人执行赎回权, 以判断到期规模, 下同。

图41. AA 及以下评级城投债规模占比接近 70%



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

图42. 可参考的主体信用分析框架



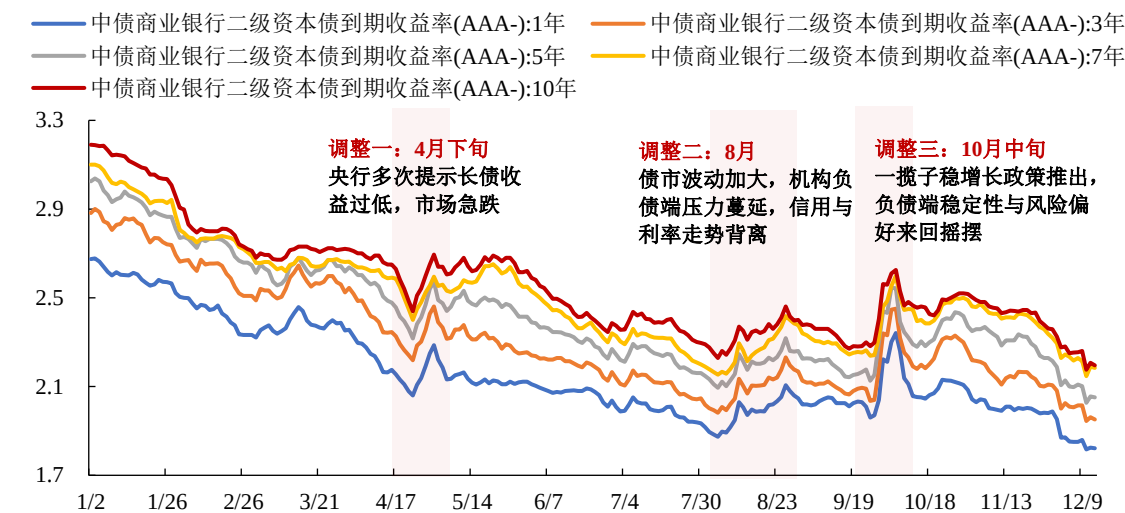
资料来源: 国投证券证券研究所整理

2、银行次级债：做多流动性，控回撤不易

2024 年二永债，利率波动放大器。2024 年以来，二永债行情主要可分为四个阶段：1) 年初至 4 月下旬, 机构配置力量推动银行次级债收益持续下行, 4 月央行反复提示长债收益过低, 市场急跌, 负债端不稳的预期发酵, 以基金投资者为代表的非银机构, 不得不主动防范赎回; 2) 5 月至 8 月中旬, “手工贴息”存款叫停, 再度推动存款理财化, 抢配行情再次演绎, 直到 8 月上旬央行买债及收紧流动性, 交易商协会公告对 4 家农村商业银行启动自律调查, 债市波动加大, 机构负债端压力蔓延; 3) 9 月至 10 月中旬, 市场情绪短暂修复, 二永债收益缓慢下行, 9 月下旬, 宏观政策持续推进, 10 月 12 日国新办举行发布会上财政部预告一系列财政政策, 涉及到隐性债务、专项债使用范围拓宽等话题, 成为信用市场热点, 机构负债端稳定性与风险偏好来回摇摆; 4) 10 月下旬, 政策信号密集度降低, 资本市场持续观望, 直至 11 月 8 日公布 10 万亿化债政策, 推动债市率先走出修复行情。从估值收益的变化来看,

截止12月12日，1年、3年、5年、7年、10年AAA-二级资本债估值较年初分别下行72bp、83bp、84bp、90bp、319bp，超长二级资本债收益下行幅度显著。

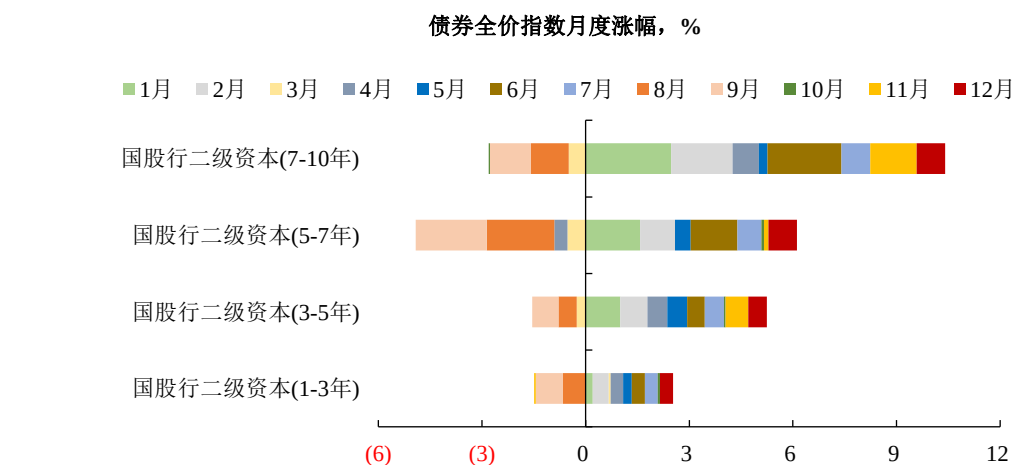
图43. 2024年二永债行情走势



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

作为2024年最受瞩目的品种之一，超长二级债出现涨得多、跌得快的双重特征。观察中债国股行二级资本债全价指数月度涨幅，7-10年是2024年涨幅最大的品种，其次是5-7年，尤其是1月、2月、6月涨幅领先。不过，5-7年、7-10年同时也是回撤最大的品种，5-7年国股二级资本债指数在8月至9月的累计跌幅约4%。

图44. 长久期二级债波动明显大于短久期

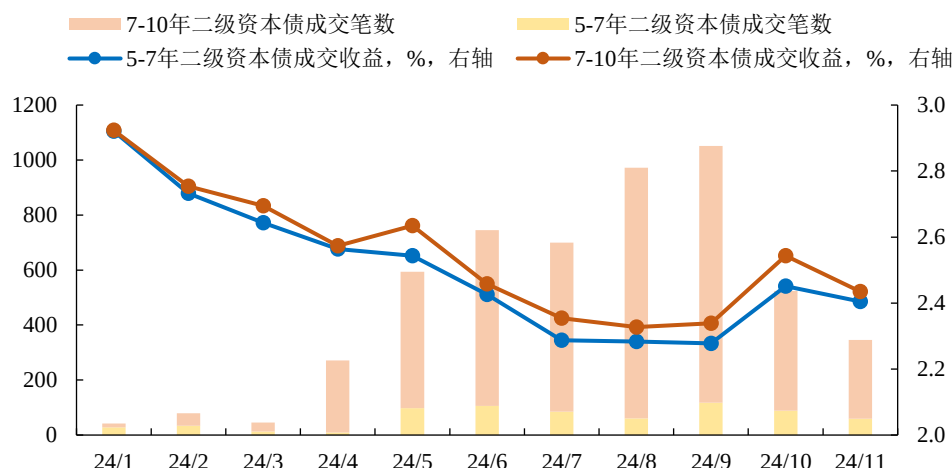


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：12月数据截止2024年12月12日

4月起，7-10年二级资本债成交笔数显著增加，8月、9月单月成交笔数甚至达到900笔以上，平均成交收益下行至2.3%附近，与10年政金债价差仅10bp左右，热度不减。

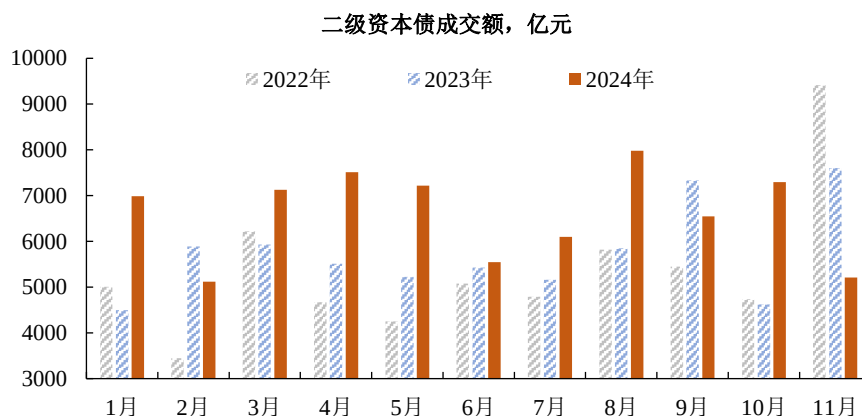
图45. 7-10年二级资本债从4月起流动性明显变好



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

二级债成为波段交易的重要抓手。2024年，二级资本债月度成交活跃度大多超过前两年同期，尤其是1月、4月、5月、8月、10月，其成交额远超季节性水平。实际上，在绝对票息中枢逐步下行的过程中，信用债的票息贡献较过往已显著下降，资本利得占据绝大部分收益来源的特征在今年更加显性化，而流动性较佳的二级资本债无疑成为机构做波段交易的主要标的。

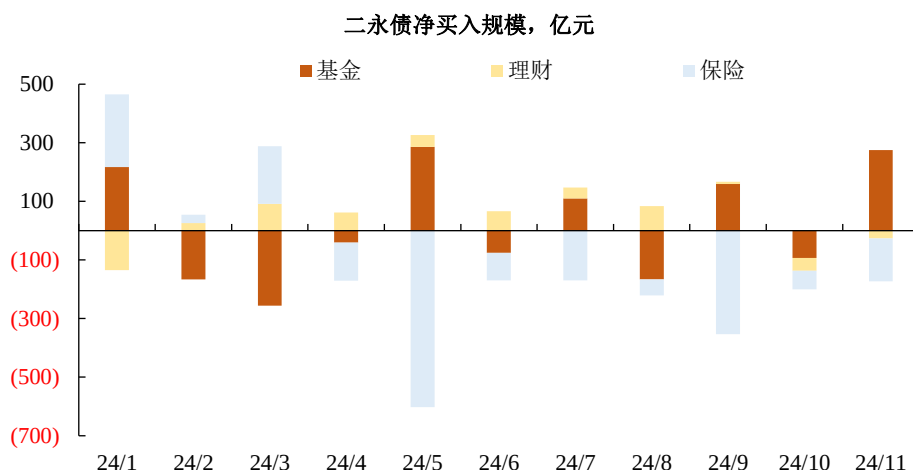
图46. 2024年二级资本债月度成交额多超过去年同期



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

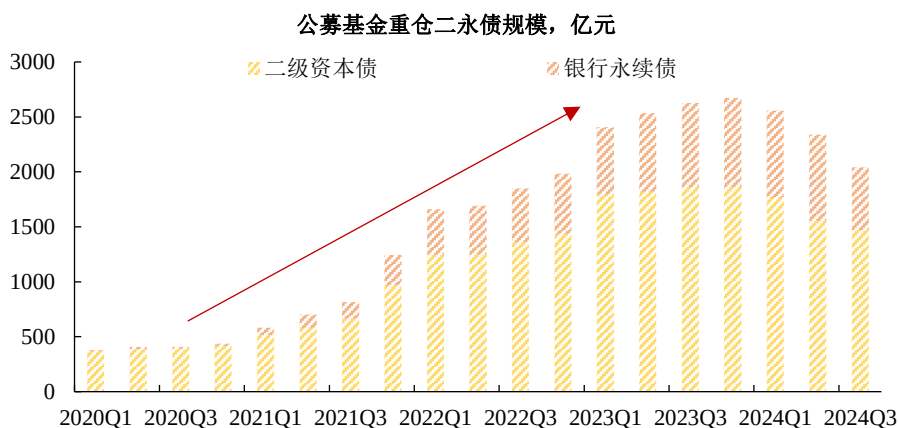
基金是参与二永债博弈的主力。从活跃二永债的交易结构来看，保险自4月起持续减持二永债，理财小仓位参与二永债交易，基金则成为频繁切换买卖方向的主流机构，并且，在5月、9月保险大幅抛售银行次级债时，基金成为接盘主力。除主动调整资产结构的需求之外，基金对二永债的配置行为还受到负债端不稳的扰动，如3月中旬、4月底、7月初、8月下以及国庆前后债市调整，理财预防性赎回基金产品，导致基金被动抛售二永债。另外，从公募基金披露的季报数据来看，2023年之前，公募基金对二永债重仓规模持续攀升，即便2024年这一读数出现边际下滑，但银行次级债季度重仓规模仍维持在2000亿元以上的高位。

图47. 基金频繁参与二永波段交易



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

图48. 2024 年公募基金重仓二永债季度规模均在 2000 亿元以上

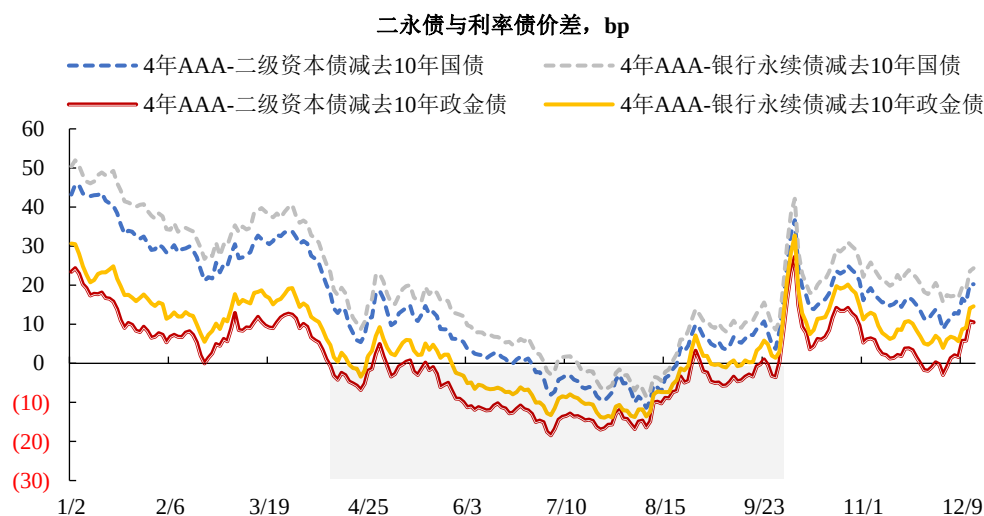


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

然而，不可忽视的是，二永债定价缺锚的问题始终存在。以安全性和流动性都最高的国股大行二永债为例，这一品种信用风险较低，从市场认可度、换手率、券种属性上来看，都更接近于利率债，而非用传统信用债的框架来寻找定价的“锚”。因此，大行次级债的对比品种更适宜选取国债、政金债以及同为商业银行所发行的一般商金债、同业存单。

观察 4 年 AAA-二级资本债与 10 年国债、政策性银行债的估值收益率之差，6 月底至 8 月下旬，4 年 AAA-二级债收益持续低于 10 年国债以及政金债，换言之，这一时段内，无论从流动性还是票面收益来看，利率债的性价比均高于二级资本债，并且，对于银行端而言，配置二级资本债需要承担更高的风险权重，进一步弱化其持有意愿。若以政金债作为对比标的，4 年 AAA-二级债收益持续低于该品种的时期长达 5 个月，为 4 月中旬至 9 月底，这也在一定程度上影响了保险机构的仓位转换。

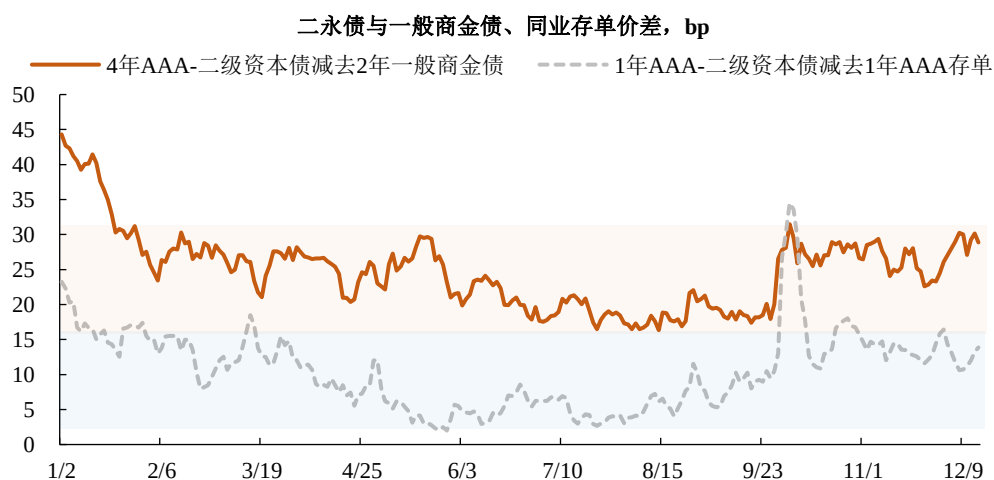
图49. 4月中旬至9月底，4年AAA-二级债收益持续低于10年政金债



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

二永债与一般商金债及同业存单价差中枢的稳定性同样较弱。以国庆前后市场调整期间的表现来看，4年AAA-二级资本债减去2年一般商金债之差、同期限二级资本债与同业存单之差攀升至30-35bp，前者中枢多在25bp附近，而后者中枢约在10bp附近。

图50. 二永债与一般商金债、同业存单之间的价差

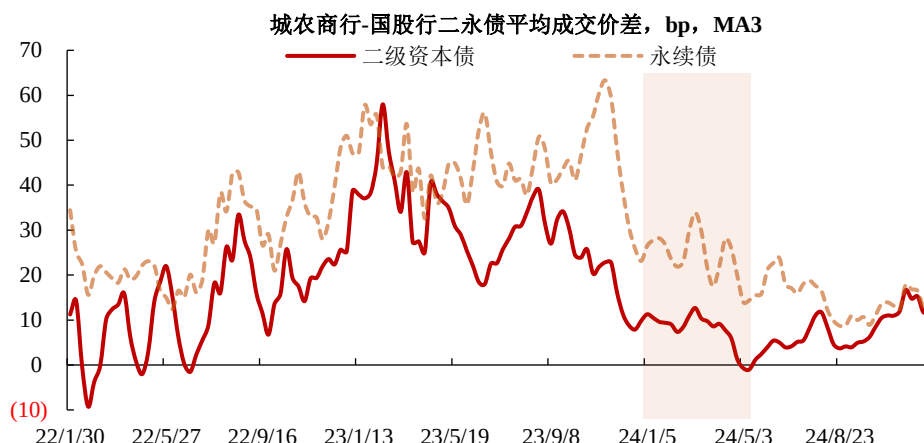


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

3) 中小银行次级债的下沉思路

中小行次级债成为备受关注的下沉资产。2023年临近年末，资本新规即将落地之际，出于对中小行资本充足问题的担忧，城农商行与国股行二永成交价差走阔至31bp、74.7bp，随后出台的正式稿，调降部分债权风险权重，短期利好银行次级债。不过，2024年上半年城农商行利差压缩，更多是信用资产荒环境下抹平各类资产超额收益所致，4月末城农商行-国股行二永价差一度降至-5.5bp、12.1bp的低点。

图51. 2024 年上半年，城农商行-国股行二永债抹平价差



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

中小行次级债行情的区域特征。1-2 月，中小行二永配置力度较强，特别是在重庆、黑龙江等化债重点省份，出现不少低估值成交。另一个增配区间出现在 5-7 月，禁止手工补息后，银行存款向理财转移，与此同时，二季度末超过半数公募普信债收益降至 2.3% 以下，导致不少资金通过其他产品类增持 3-5 年城农商行次级债增厚收益，7 月天津地区城农商行成交笔数甚至达到 60 笔以上。

图52. 不同区域城农商行二级资本债成交情况

省份	成交笔数												成交-估值, bp											
	24/1	24/2	24/3	24/4	24/5	24/6	24/7	24/8	24/9	24/10	24/11	24/12	24/1	24/2	24/3	24/4	24/5	24/6	24/7	24/8	24/9	24/10	24/11	24/12
浙江	226	156	258	240	170	180	138	244	349	342	221	170	-1.02	-0.85	0.35	-1.55	-0.23	0.53	-0.33	0.55	0.55	0.67	-0.84	-3.32
广东	127	105	208	107	152	94	101	209	125	161	152	65	-1.43	-0.21	0.25	-1.39	-1.79	-1.79	-0.74	0.36	1.18	-0.77	-1.17	-1.84
江苏	125	79	148	153	83	108	103	137	132	147	108	101	-1.38	-1.31	-0.40	-1.08	-1.02	-1.42	-1.45	0.29	0.69	-0.25	-0.95	-1.76
上海	79	63	98	81	111	47	50	113	189	189	74	40	-1.53	-1.56	-0.58	-0.81	-1.70	-1.20	-0.57	0.72	0.76	1.45	-0.50	-3.35
四川	102	82	124	76	64	44	60	104	130	112	73	67	-0.42	-1.24	0.55	0.07	-0.72	-1.37	-1.07	0.44	2.05	-0.13	-1.41	-1.69
福建	63	20	55	54	47	40	20	23	23	36	33	21	-1.84	-2.78	-0.10	-2.65	0.59	-0.46	-0.38	1.16	1.09	0.18	-0.68	-1.79
天津	4	5	21	13	30	27	64	42	28	22	24	15	-2.47	-2.39	-5.33	-0.02	-0.06	1.17	-0.56	0.55	4.85	6.39	-0.59	-5.47
安徽	15	11	47	17	16	16	27	16	24	34	35	22	0.19	-5.60	0.79	-1.86	-1.87	-1.82	-0.53	-1.91	-2.03	2.52	-0.89	-2.18
重庆	26	20	21	9	23	33	4	5	25	27	21	3	-1.57	-1.92	1.07	-1.38	0.15	-0.45	-1.49	0.30	-0.86	-1.09	-0.59	-0.82
湖南	36	23	28	17	22	10	12	19	7	30	16	21	-2.41	-1.53	-0.42	-2.31	-2.27	-1.64	-0.85	0.29	2.84	7.52	-1.56	-1.30
山东	25	12	27	8	14	5	34	35	17	15	20	16	-1.01	-2.08	-0.80	3.01	-0.32	-0.79	-0.76	-0.51	0.52	3.90	-0.03	-0.76
北京	12	14	12	14	6	15	6	14	30	7	7	16	-1.66	-1.19	2.02	-1.53	-3.54	-3.39	0.86	3.00	5.15	-3.75	-2.68	-3.42
湖北	5	3	10	12	8	10	13	8	8	2	13	9	-0.57	0.07	1.05	-0.44	-1.02	-0.59	-1.16	-3.39	1.39	9.07	0.78	0.17
黑龙江	1	14	6	2	1	0	0	3	0	0	0	0	-21.99	-15.85	-14.42	-5.59	-27.30			-6.67				
贵州	0	2	9	1	0	0	0	0	0	0	0	0		-5.16	0.80	-22.18								

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

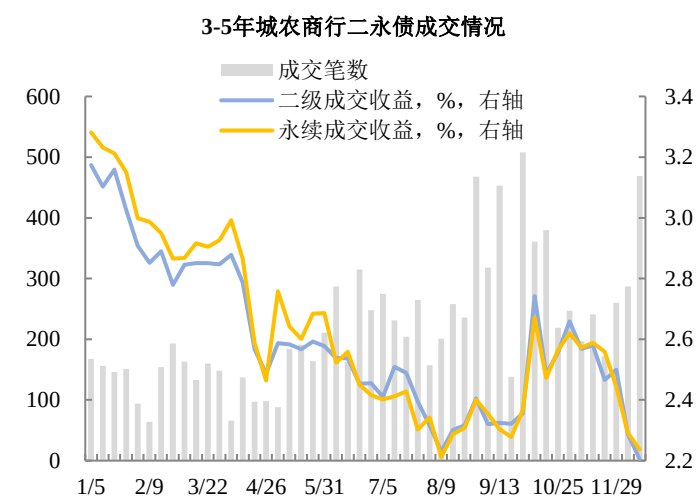
数据说明: 1) 选取发行一个月以上的城农商行二永债进行统计; 2) 截至 12 月 13 日, 下同。

图53. 不同区域城农商行永续债成交情况

省份	成交笔数												成交-估值, bp											
	24/1	24/2	24/3	24/4	24/5	24/6	24/7	24/8	24/9	24/10	24/11	24/12	24/1	24/2	24/3	24/4	24/5	24/6	24/7	24/8	24/9	24/10	24/11	24/12
江苏	183	60	116	97	108	68	173	258	232	315	173	130	-0.74	-0.82	-0.62	-0.70	-1.30	-1.62	-0.13	1.48	1.16	-0.04	-0.63	-0.12
北京	194	83	164	108	77	62	73	169	106	223	160	120	-0.73	-0.63	1.29	-1.01	-1.72	-0.45	-0.40	0.60	-0.55	0.33	-0.65	-0.39
浙江	38	32	61	52	55	43	82	158	124	138	88	79	-1.61	-2.26	-0.98	-0.76	-1.30	-2.40	-1.65	2.03	0.60	-0.04	-0.56	-0.99
广东	35	21	22	16	17	26	139	112	56	55	56	29	-1.02	-0.64	0.17	0.37	-1.49	-1.24	-0.90	1.00	0.80	0.69	-0.27	-2.63
安徽	78	33	42	42	17	23	24	25	30	61	48	18	0.08	-0.13	1.37	-1.49	0.17	-0.64	-0.76	1.69	1.74	1.07	-1.59	-4.52
四川	40	18	31	21	21	17	16	19	25	45	40	10	-0.40	-2.19	1.01	-2.34	-2.80	-1.87	-0.65	0.67	1.77	0.57	-1.28	0.46
河南	28	20	16	16	25	15	22	20	12	27	27	17	-4.86	-1.01	-0.21	-1.44	-3.34	-1.36	-1.32	1.02	4.31	0.16	0.26	-3.91
重庆	17	15	13	10	7	8	20	24	15	22	9	7	0.06	-1.67	0.89	-3.71	-3.86	-1.59	-0.96	2.40	1.48	-1.13	-1.99	-3.21
福建	28	18	16	10	21	15	13	13	4	9	7	5	-0.68	-3.05	-0.87	-0.17	-2.23	-0.67	0.31	1.81	1.42	-1.08	0.04	-0.40
山东	16	6	14	8	12	10	24	11	2	15	16	27	-6.34	1.44	2.25	-6.66	-3.82	-2.51	-0.74	0.00	1.27	0.47	1.31	1.67
河北	10	19	12	18	8	10	31	11	5	4	1	13	-10.66	-3.49	1.42	-0.89	-3.65	2.33	0.10	1.61	-1.36	0.93	-0.13	-0.64
江西	10	15	10	19	9	8	28	5	0	13	7	5	-8.44	-1.90	-3.27	-0.67	-2.28	-2.18	-1.07	-0.32		3.15	4.84	-0.72
湖北	14	5	2	4	2	6	7	7	22	4	17	8	-5.38	-1.93	0.03	-1.14	-1.42	-0.45	-1.02	0.02	1.21	8.71	1.54	-2.70
湖南	0	0	0	0	1	2	3	2	2	8	26	15					-3.23	0.45	1.20	2.84	5.34	-1.11	-1.31	-4.19
黑龙江	1	12	4	0	4	2	0	2	3	2	5	9	-10.69	-1.41	-0.07		-0.75	-0.76		-2.02	-10.65	-0.56	4.05	-3.79

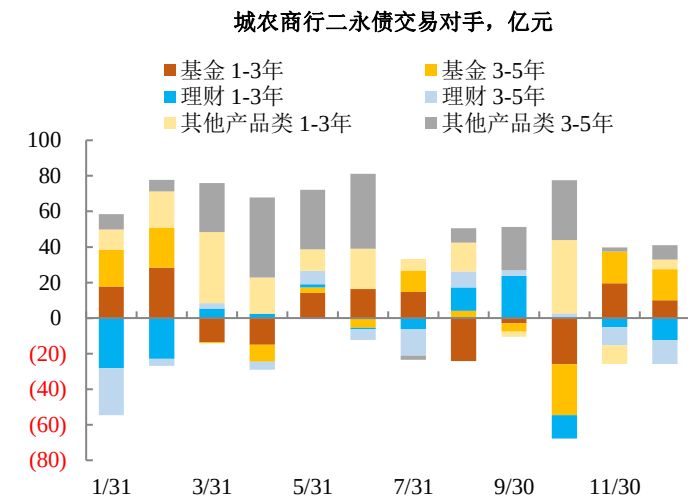
资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

图54. 5-7月，3-5年城农商行永续债收益下行40bp以上



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

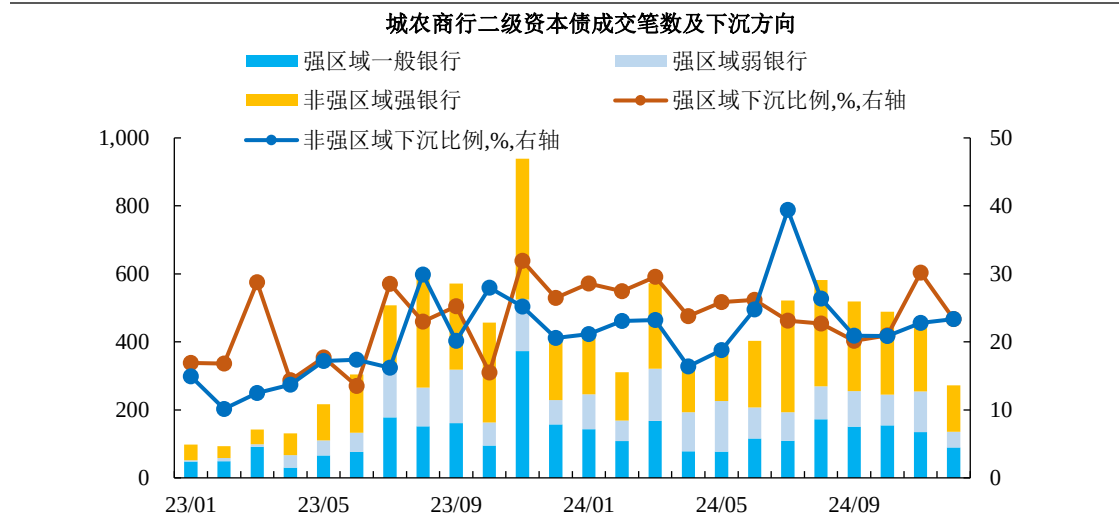
图55. 二季度其他产品类大规模增持3-5年城农商行二永债



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

二永债下沉延续底线思维。对于城农商行二级资本债，上半年强区域下沉比例基本在25%以上，整体高于非强区域下沉读数，然而伴随着7月二永债收益率趋近历史低位，4年期大行品种较10年进出口债利差甚至向下突破-10bp，下沉方向转移至非强资质区域，且成交比例达到40%附近，为近两年最大值。永续债也有类似特征，强区域下沉比例多数时间内高于弱区域，且这一比例在30%-40%左右波动，可见永续债下沉策略同样多以强区域为底线，不过值得注意的是，5-7月强区域弱银行成交比例升至20%左右（以往多在10%以内的低位）。

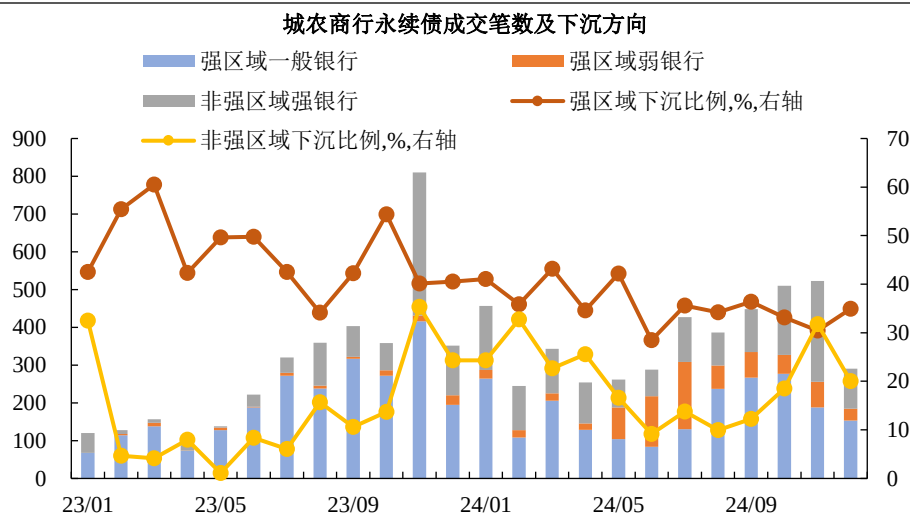
图56. 2024年7月，城农商行二级债弱区域下沉比例升至40%左右



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：1) 依据《城农商行次级债的底线选择》中构建的指标体系和分类方法，基于2023年经济数据、2023年末至今各主体最新报告期数据，将区域票赋得分前25%的省份作为强区域，其余作为非强区域，并根据资质得分给出强区域强资质银行、强区域一般资质银行、强区域弱资质银行、非强区域强资质银行、非强区域弱资质银行五个类型。其中，将强区域一般银行、强区域弱银行二永作为强区域下沉方向，将非强区域强资质银行作为非强区域下沉方向；2) 截至12月13日，下同。

图57. 城农商行永续债弱区域下沉比例升至 40%左右



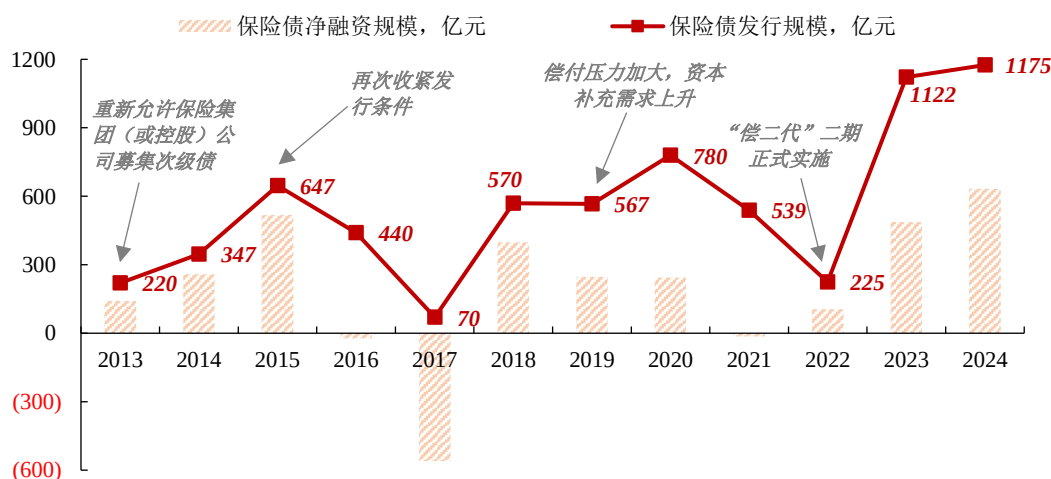
资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

3、广义金融债：小众品种的策略表现

1) 保险债

2024 年，保险债供给节奏持续加快。2022 年“偿二代”二期工程正式实施，监管对险企偿付能力充足率的要求持续加强，特别是在新会计准则下，险企偿付压力走高，保险公司对资本补充的需求显著提升。截止 12 月 17 日，2024 年保险债发行规模共计 1175 亿元，创 2023 年以来新高，对冲到期（行权）后，净融资规模为 632 亿元。实际上，从 2023 年起，作为金融债中的小众品种，保险债扩容趋势已有显现，那么这一品种性价比如何？

图58. 2023 年至 2024 年，保险债持续扩容

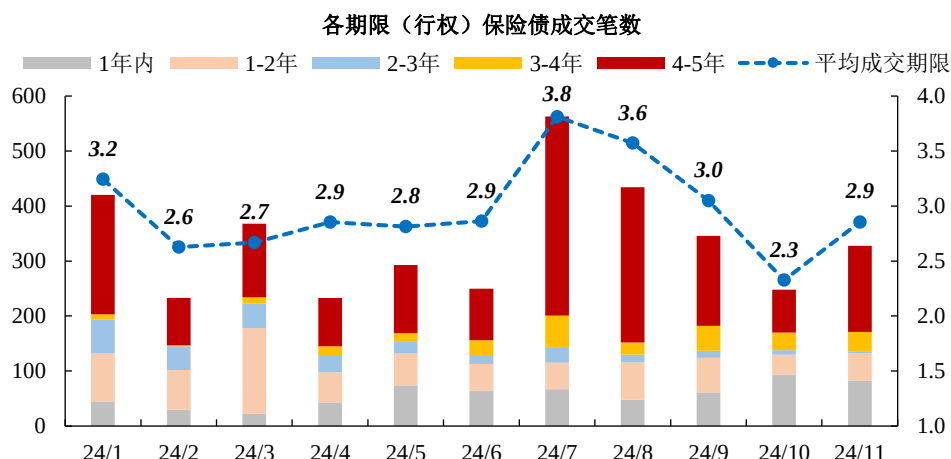


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：2024 年发行数据截止 2024 年 12 月 17 日

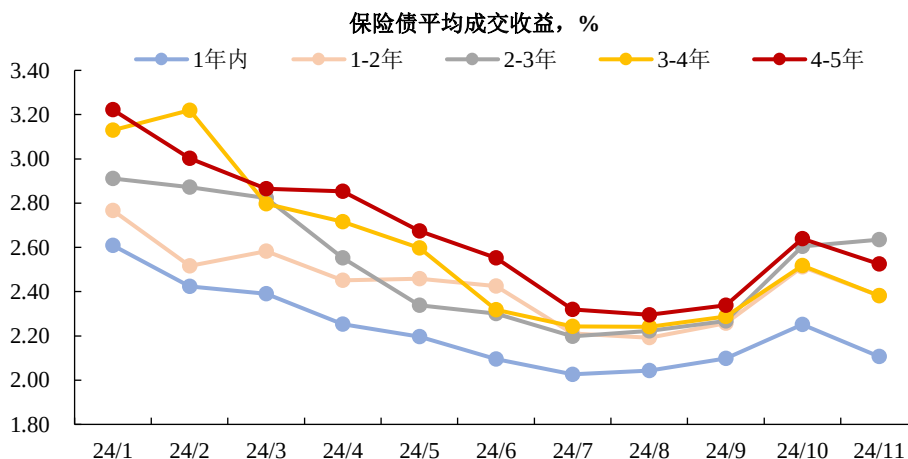
从成交细节来看，保险债成交期限整体较长，7 月至 8 月是做多长久期保险债的博弈窗口期，4-5 年保险债月度成交骤增至 280 笔以上，平均成交久期最高拉长至 3.8 年。10 月之前，保险债成交收益中枢整体下行，4-5 年保险债成交收益最低下行至 2.3%；11 月交投情绪修复，保险债再度被买下去。

图59. 7月至8月，4-5年保险债成交明显攀升



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

图60. 10月调整之前，保险债成交收益中枢整体下行



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

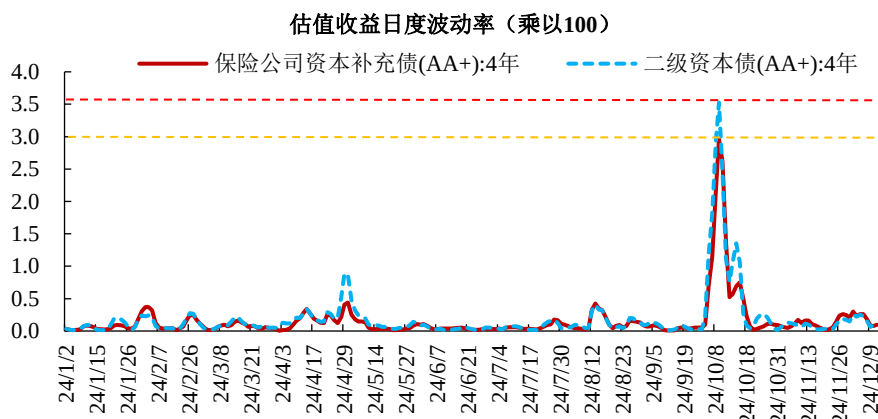
从配置价值的角度看，2024年保险债策略跑赢二级债。一方面，从绝对收益来看，保险债与商业银行二级资本债、永续债均以“5+5”的发行期限为主，以4年AA+品种为观察对象，10月保险资本补充债与二级资本债价差最高达16bp，全年价差中枢在5bp附近，票息优势略胜一筹。另一方面，从估值稳定性来看，保险资本补充债日度估值波动率整体低于二级资本债，尤其是在9月底至10月中旬的市场调整期间内，不过这与保险债流动性弱于二级资本债实则是一体两面，因此这类品种更适宜配置盘而非交易盘持有。

图61. 2024 年保险资本补充债收益持续高于同期限同等级二级资本债



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

图62. 波动率方面，保险债表现更为稳定



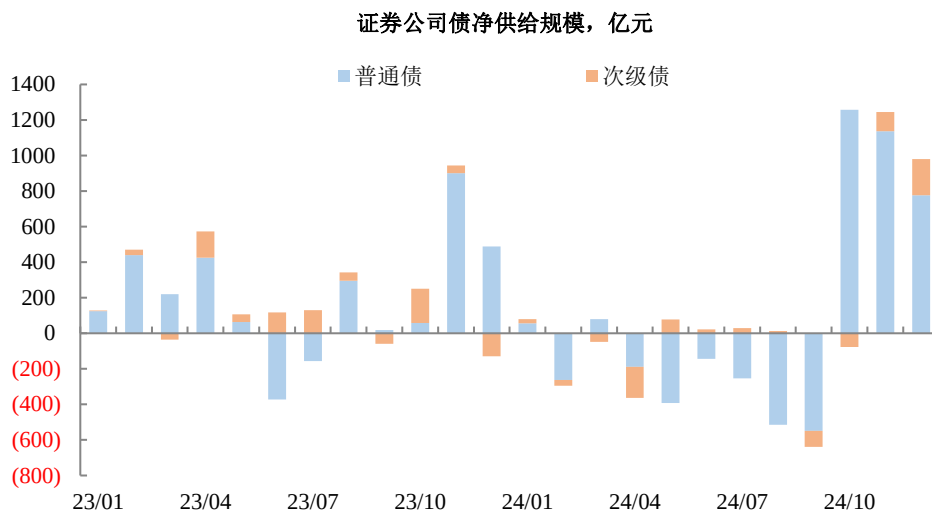
资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：根据日度中债估值7天移动平均，计算方差得到。

2) 券商债

受到资产端收益率制约，证券公司净融资规模连续三季度负增长。2024 年前三季度，证券公司债及其次级品种分别发行 2659 亿、2316 亿、1951 亿，发行量不断收缩的同时净供给持续为负，且负值扩大。2023 年 8 月底，上交所及深交所将融资保证金最低比例由 100%调降至 80%；同年 10 月，证监会出台逆周期调节细则，将融券保证金比例不低于 50%上调至 80%，对私募证券投资基金参与融券保证金比例上调至 100%。两融政策调整利好股市做多，刺激年末净融资冲高。在供给力量和久期策略的驱动下，2024 年上半年 2-3 年品种成交笔数占比升高至 32%。可随着债券收益率的不断下行，以及 5 月后权益的低迷表现，资产端收益降低制约公司杠杆操作，顺势削弱自营、两融等重资本部门规模增速。四季度，权益市场升温带动券商融资回归扩张。

图63. 2024 年前三季度，证券公司债净融资负增长



二级资本债能否成为券商债定价锚？随着二永收益率中枢的快速下移，证券公司债反而出现超额收益。2024 年以来，2-3 年 AAA-券商债与同品种二级资本债利差围绕 0 值上下波动，一旦观察到调整回复，交易超额收益的概率将有所上升，如 4 月中旬及 11 月中下旬两次行情中，3 年证券公司普通债单周综合收益一度升至 0.4% 以上。此外，在流动性差异影响下，证券公司债收益率变化往往滞后于银行次级债，但考虑到前者回撤时点收益降幅有时不亚于二永（多数区间证券公司普通债更扛波动），在交易策略上可基于银行债右侧适时防御。

图64. 上半年 2-3 年证券公司债成交占比升高

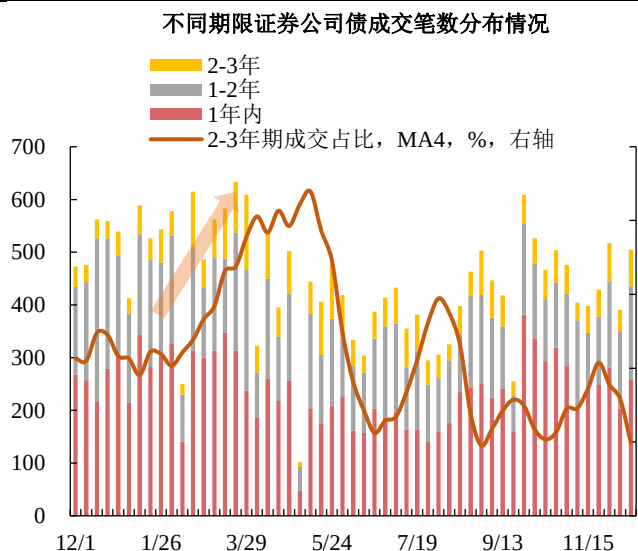


图65. 二级资本债或成为券商债新的定价锚

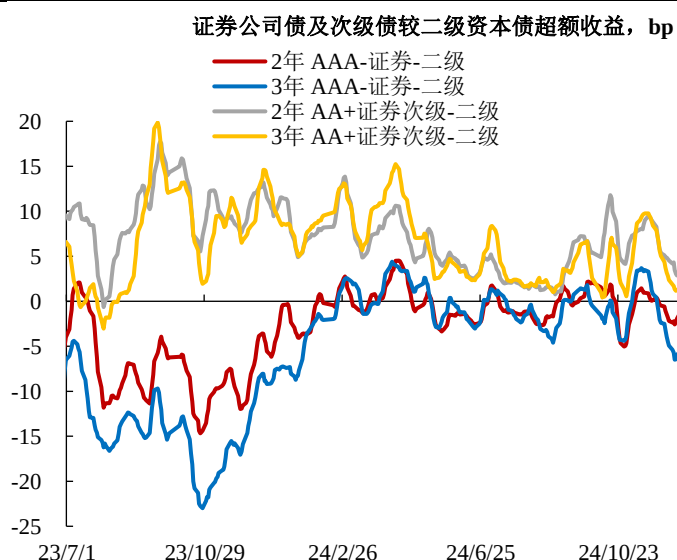
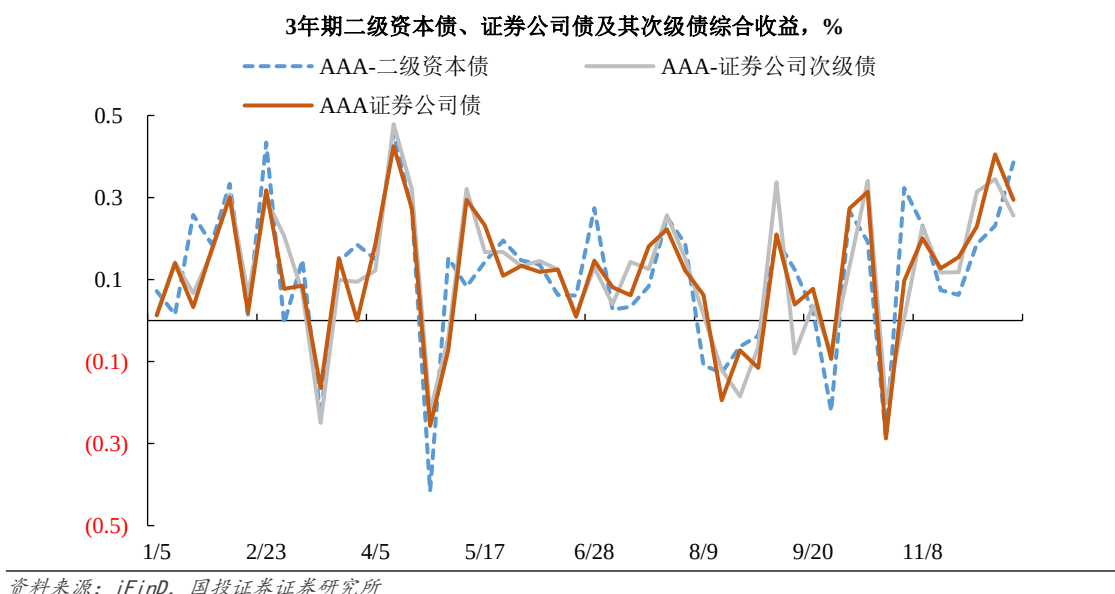


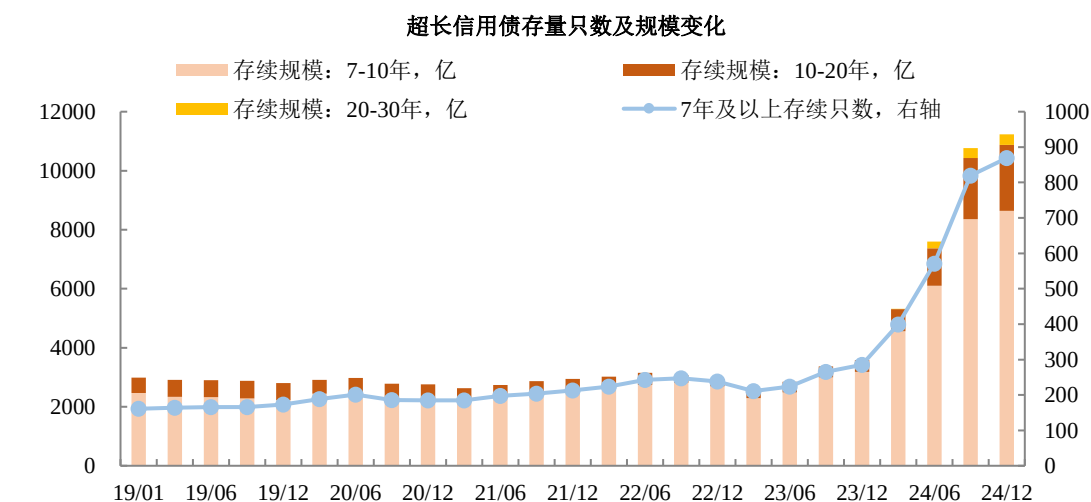
图66. 多数区间内，证券公司普通债相较二级资本债更扛波动



4、厘清超长信用债的“赚钱效应”

2023 年之前，超长信用债（本文将不含权或者含权债行权剩余期限在 7 年及以上的非金信用债定义为超长信用债）并不是市场主流品种，近五年发行相对低迷，存续的超长信用债余额长期维持在 3000 亿左右。今年一季度在利率持续下行的环境下，一是发行人倾向于募集长久期信用债以锁定长期较低的融资成本，二是“资产荒”格局愈演愈烈，当下沉策略运用到极致后，拉久期成为增厚资本利得的有效手段，超长信用债供给因此顺势放量，存续规模也显著回升，截至 12 月 13 日，市场上共存续 869 只超长信用债（剔除铁道债和汇金债），余额总计近 1.1 万亿元。

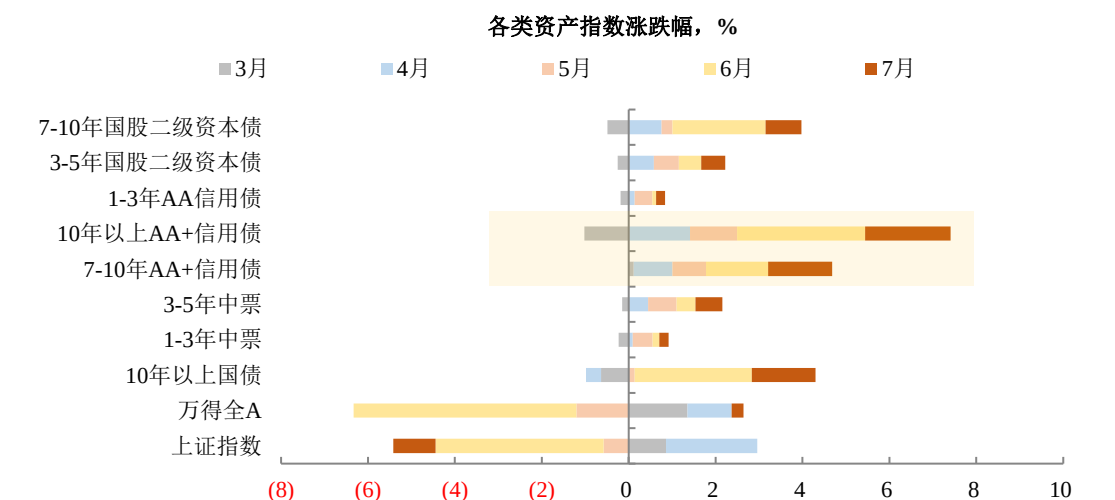
图67. 24 年上半年超长信用债主流化



数据说明：统计剩余期限（优先行权）大于等于 7 年的非金信用债，并剔除铁道债和汇金债，下同。

超长信用债定价缺乏稳定规律。超长信用债因其较高的票息，在绝对牛市环境中可助推账户实现超额收益。例如在 24 年 1 月至 7 月“长牛短熊”的债市环境中，7 年以上中债 AA+ 信用债指数累计涨幅领先于其余主流资产。

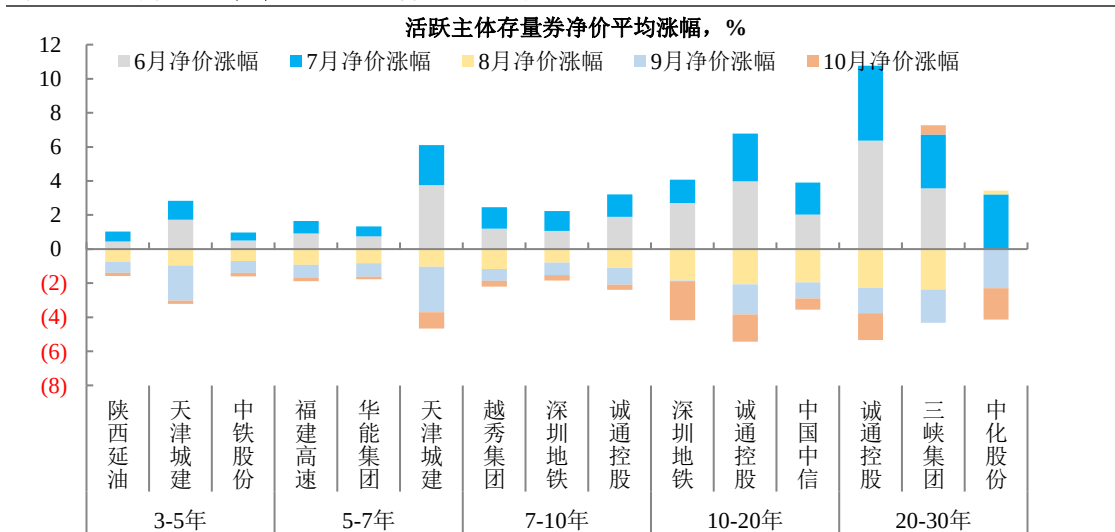
图68. 24 年 3-7 月超长信用债领涨市场



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

值得注意的是，24 年 8 月债市持续下跌，调整时长超过年内前三轮，投资者对超长信用债“急跌快涨”的惯性思维被打破，叠加该品种流动性偏弱的问题发酵，促成超长信用债收益大幅回撤。部分活跃交易主体存量长债在 8-10 月中的净价跌幅甚至超过了年内 6-7 月净价涨速较快阶段中的涨幅，只有前期稳定持有近 2 个月的账户才有一定浮盈可以扛住下跌。

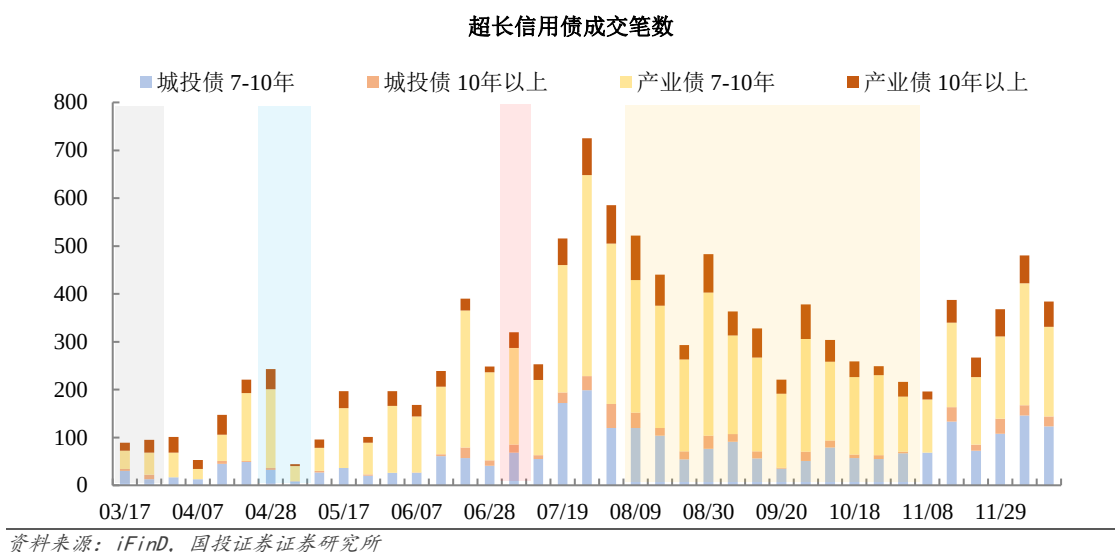
图69. 8-10 月波动市中超长信用债阴跌不断



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

牛市中超长信用债成交量与行情不匹配，流动性瑕疵仍然存在。24 年上半年上涨行情中，超长信用债成交笔数并未明显增长，8 月下旬该品种调整不断，久期长、难控回撤的弊病更是提升了交易难度。11 月中旬以来，受化债政策落地、资金面宽松预期以及机构提前布局等因素影响，债市收益率全线下行，前期调整后估值走高的超长信用债套息价值显现，市场参与配置超长信用债的力度也因此强化。可惜的是，久期行情火热演绎的同时，超长信用债成交增量不及预期，近五周成交笔数仍不及 7 月水平。

图70. 流动性瑕疵是超长信用债不可回避的问题

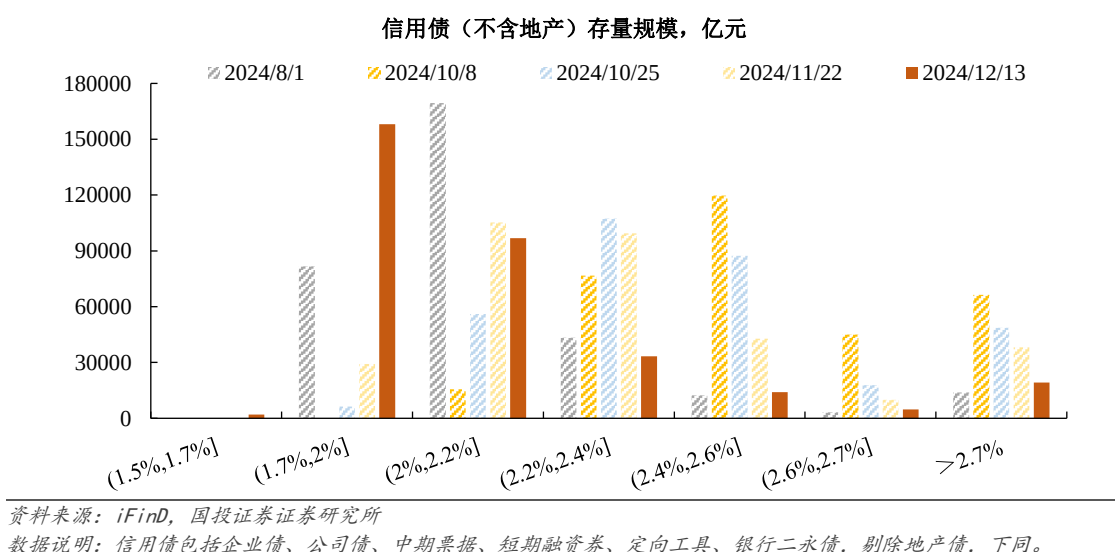


11月25日，中国诚通控股集团有限公司、中国国新控股有限责任公司分别发布“稳增长扩投资专项债”发行文件⁵。根据这两家央企分别披露的募集说明书显示，经国务院批准及国资委安排，由中国国新发行3000亿元稳增长扩投资专项债，中国诚通发行2000亿元稳增长扩投资专项债，均用于重点支持“两重”、“两新”项目投资，主要包括重大设备更新及技术改造投资、重大科技创新项目投资、重大战略性新兴产业投资等。其中，“24国新控股MTN003（稳增长扩投资专项债）”发行金额300亿元，发行期限5年；“24诚通控股MTN014（稳增长扩投资专项债）”发行金额200亿元，发行期限5年。两大央企获批发行5000亿专项债，表征央企发债主体有望成为未来加杠杆主力，以承担部分项目投融资功能。

三、2025 年四大猜想

经历信用环境的复杂性，增量资金的多变性，定价逻辑的失锚性，未来悄然已至。2025年，将迎来低利率环境深层次考验，不确定环境中，如何把握确定的线索？四条主线正拉开帷幕。

图71. 信用债收益中枢持续下移，当前存量信用债收益多集中于2.2%以内



⁵ 资料来源：《中国诚通控股集团有限公司2024年度第十四期中期票据（稳增长扩投资专项债）募集说明书》；《中国国新控股有限责任公司2024年度第三期中期票据（稳增长扩投资专项债）募集说明书》。

图72. 当前有近 16 万亿元存量信用债处于 1.7%-2% 的收益区间内

存量券规模 (亿元)	城投债					产业债 (不含地产)					银行次级债				
	2024/12/13	2024/11/22	2024/10/25	2024/10/8	2024/8/1	2024/12/13	2024/11/22	2024/10/25	2024/10/8	2024/8/1	2024/12/13	2024/11/22	2024/10/25	2024/10/8	2024/8/1
(1.5%,1.7%]	-	-	-	-	-	2060	-	-	-	-	-	-	-	-	-
(1.7%,2%]	49693	2804	578	0	16832	69367	17356	5147	0	37898	39069	9055	520	0	27013
(2%,2.2%]	51000	39674	14220	3094	89362	26311	43137	29714	11977	53282	19562	22499	12031	610	26709
(2.2%,2.4%]	19630	52691	45236	26522	21101	11144	27679	36346	36053	13778	2612	19012	25679	14144	8392
(2.4%,2.6%]	8694	19473	43985	49758	7857	3988	14056	23637	38574	3650	1390	9317	19721	31340	802
(2.6%,2.7%]	3038	5348	9201	22707	2207	1163	3544	6632	10525	857	563	972	1941	11718	228
>2.7%	11690	23786	30115	41444	8268	5371	10646	13953	18310	4006	2088	3768	4500	6568	1680

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

1、猜想之一：供给维持紧平衡。

图73. 2025 年信用债各品种供给预测

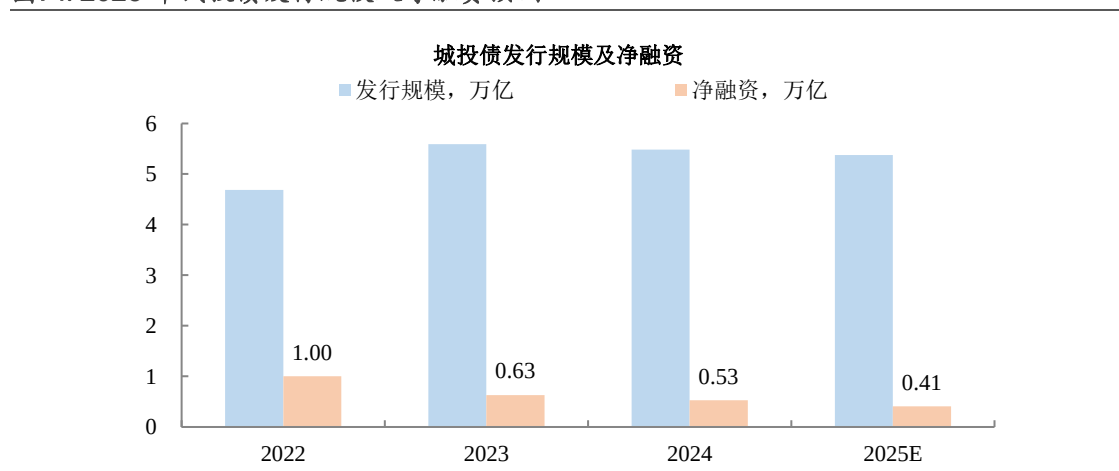
券种	发行 (千亿元)			净融资 (千亿元)		
	2023	2024	2025E	2023	2024	2025E
城投债	55.90	54.82	53.76	6.29	5.28	4.10
超长产业债	0.98	7.16	8.50	-	-	-
TLAC非资本债券	-	2.30	6.83	-	2.30	6.83
二级资本债	8.44	9.23	6.50	4.43	3.78	0.85
银行永续债	2.72	7.02	7.00	2.72	1.32	0.52

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

1) 城投债供给预测

2025 年城投融资监管仍将严格，叠加高息城投债存在提前兑付可能，预计 2025 年城投债供给将持续处于低位。截至 12 月 13 日，24 年用于债务置换的特殊再融资债共近 2.5 万亿，从发行节奏上看，2025 年置换债发行额度或突破 3 万亿，这将导致城投债净供给下降。2024 年 1 月至 12 月 13 日，城投债总计发行 5.5 万亿元，同比下滑 2%；净融资为 5000 亿，同比下滑 16%。单从近两年数据可以发现，化债资金额度的增长对城投债发行量影响相对较低，因此预计 2025 年城投债发行量仍有 5.4 万亿左右；净融资方面，由于 2025 年置换债额度的增加，净供给或有进一步的缩减，预计城投债净融资规模约 4000 亿。

图74. 2025 年城投债发行规模及净融资预测



资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

2) 超长产业债供给预测

如前文所述，央企或在未来成为加杠杆主力。根据国资委管控中央企业资产负债率的预警线为 65%⁶，以目前存续的 69 家超长信用债发行央企为样本，按照这些央企目前的资产负债率水平，来预测央企主体距离资产负债率预警线可发债的空间。结果显示，截至 2024 年三季报数据，共 28 家央企主体合计存在近 3 万亿的发债空间，剔除四季度以来这些主体已发行的新债，总计还剩 2.7 万亿的扩容空间，再乘以 2024 年央企发行的债券中超长产业债的规模占比，预计 2025 年央企超长债供给量可达 3000 亿左右。2025 年债市低利率环境与 2024 年相似，因此预计 2025 年其余性质主体长债发行规模与 2024 年相近，2025 年超长产业债总供给或在 8000 至 9000 亿元的区间内。

图75. 资产负债率在预警线以下的央企主体理论发行空间

发行人	总资产规模, 亿	资产负债率, %	距离预警线的可发行空间, 亿	发行人	总资产规模, 亿	资产负债率, %	距离预警线的可发行空间, 亿
中国石油天然气集团有限公司	45112.0	40.7	10958.4	中国长江电力股份有限公司	5693.5	61.0	225.5
中国石油天然气股份有限公司	27769.6	39.5	7071.0	中国中车集团有限公司	5747.6	61.6	193.7
中国石油化工股份有限公司	20976.3	53.5	2422.5	首都机场集团有限公司	1876.6	55.3	182.2
中国远洋海运集团有限公司	11342.8	51.1	1576.0	中国信息通信科技集团有限公司	1305.4	52.8	159.8
中国长江三峡集团有限公司	14562.8	55.7	1352.6	中国物流集团有限公司	1033.6	50.5	150.3
中国南水北调集团有限公司	1688.1	22.3	721.6	中国兵器装备集团有限公司	4521.3	61.9	141.0
中国中煤能源股份有限公司	3606.3	47.1	646.4	中粮集团有限公司	7167.2	63.6	100.4
招商局港口集团股份有限公司	1999.6	35.7	585.4	雅砻江流域水电开发有限公司	1814.5	60.4	82.7
中国中煤能源集团有限公司	5495.6	54.6	572.8	中国铁路通信信号股份有限公司	1178.8	58.1	81.6
中国国新控股有限责任公司	9319.6	58.9	568.6	中国铝业集团有限公司	6009.4	63.8	71.9
中国南方电网有限责任公司	13110.0	61.0	530.6	华能国际电力股份有限公司	5649.0	64.3	37.4
先正达集团股份有限公司	5872.1	57.0	471.4	中国航空器材集团有限公司	191.1	57.0	15.3
中国诚通控股集团有限公司	6248.3	58.0	438.5	华润电力投资有限公司	1291.2	64.6	5.1
中海企业发展集团有限公司	5996.4	58.8	372.1	龙源电力集团股份有限公司	2403.5	64.9	1.6

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

3) TLAC 非资本债券供给预测

11 月 26 日，金融稳定委员会（Financial Stability Board，简称“FSB”）发布了 2024 年全球系统重要性银行（G-SIBs）名单。五家国有大型商业银行继续入选全球系统重要性银行，农业银行、中国银行、建设银行、工商银行四家银行位于第二组，交通银行此次是第二年入选全球系统重要性银行，位于第一组，五家银行分组均与 2023 年保持一致。

假定资本缺口全部由 TLAC 债补充，按年均折算，2025 年预计发行 TLAC 债规模 1.02 万亿元，不过考虑到商业银行还可以通过二永债和内生资本补充、存款保险基金抵扣等渠道，且通常是越接近考核时点，资本补充债券发行节奏越快，我们预计 2025 年 TLAC 债供给压力整体不大，可能在资本缺口按年均折算值的 2/3，即 6000-7000 亿元的区间内。

⁶ 资料来源：人民网《国企资产负债率分三类管理 结构性去杠杆为基本思路》，<http://ccnews.people.com.cn/n1/2018/0404/c141677-29906859.html>

图76. 根据 2024 年三季报，五大 G-SIBs 静态资本缺口约 2.9 万亿元

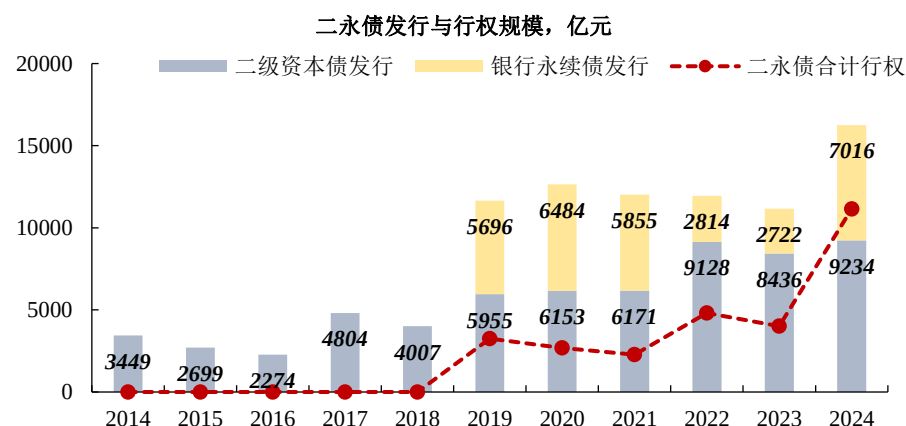
G-SIBs	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行
资本净额（亿元）	49166	42856	40105	35665	14938
风险加权资产（亿元）	255462	221506	222228	187563	92097
资本充足率	19.25%	19.35%	18.05%	19.01%	16.22%
储备资本比率	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
逆周期资本比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
系统重要性银行附加资本比率	1.5%	1.5%	1.0%	1.5%	1.0%
TLAC 风险加权比率	15.25%	15.35%	14.55%	15.01%	12.72%
2027 年/2028 年要求	18%	18%	18%	18%	16%
静态测算当前资本缺口（亿元）	7036	5876	7674	5599	3021
假定资本缺口均由 TLAC 债补充，按年均折算，2025 年预计发行 TLAC 债规模（亿元）	2345	1959	2558	1866	1510

资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

4) 二永债供给预测

2024 年，二永债发行规模创新高。2025 年 1 月 1 日是 TLAC 第一阶段考核时点，G-SIBs 通过发行银行次级债（二级资本债、永续债以及 TLAC 非资本债券）补充资本的需求强化，2024 年二永债合计发行规模达 1.62 万亿元，减去行权规模 1.12 万亿元，净增量达 5099 亿元。

图77. TLAC 第一阶段考核时点在即，2024 年二永债发行规模攀升

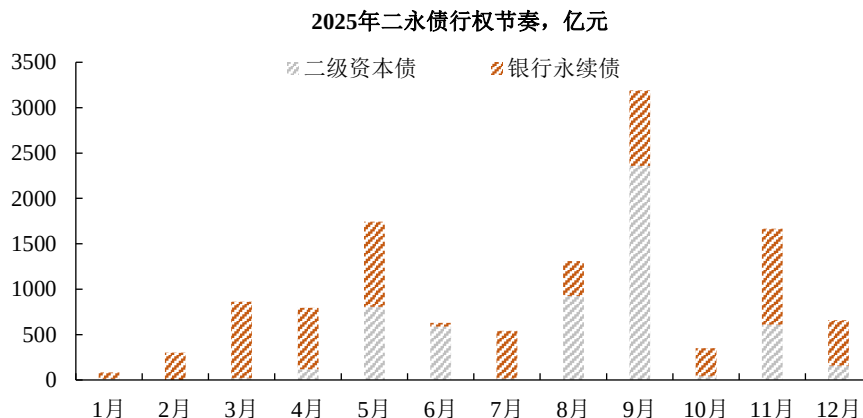


资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：2024 年发行数据截止 12 月 13 日

展望 2025 年，二级资本债、永续债进入行权期规模分别为 5648 亿元、6484 亿元，合计达 1.21 万亿元，较 2024 年增加 981 亿元。从月度到期节奏来看，9 月为高峰期，5 月、11 月行权规模同样较大。从供给逻辑考虑，由于 2024 年新增 TLAC 非资本债券这一新品种用于达成 TLAC 考核目标，2025 年二永债发行或主要以到期续作为主，大行二永债净增空间预计比较有限，但考虑到中小行仍有较大的资本补充压力，预计 2025 年二永债供给小幅低于 2024 年的体量（1.62 万亿元），或在 1.3-1.4 万亿元的区间内，净增量较 2024 年缩减较多，预计在 1000-2000 亿元附近，整体维持紧平衡。

图78. 2025 年二永债行权规模达 1.21 万亿元，高峰期在 9 月



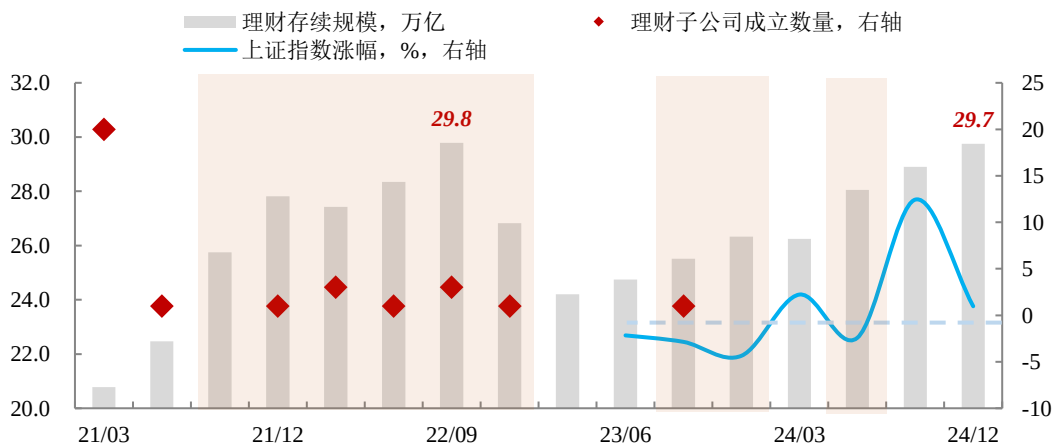
资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

2、猜想之二：资产荒常态化。

票息资产荒认知的曲折变迁。过去几年信用债持续上演资产荒，一是基准利率下行的联动，二是与理财扩规模有着较为直接的联系。自理财子公司陆续成立，存量规模快速攀升，至 2022 年 3 季度接近 30 万亿，彼时理财子公司成立→发产品→助推规模扩张的增量逻辑，一度成为判断接下来会否再度触发信用债抢配的核心因素。然而，经历 2022 年负债端冲击，理财规模阶段降低之后，增量主线逐步淡化，股债天平之间的来回切换，作为理财短期会否增长的变量；2024 年 8 月下旬至 10 月初，信用债从阴跌到剧烈调整，且接连三次罕见基金被赎回，资产荒逻辑被投资者质疑，当时理财规模亦面临不小的波动。

2025 年，理财增长仍有不确定性，一是居民股债切换是否再度呈现，取决于是否有新的脉冲政策影响，二是理财如何在高波动的债市中，实现负债端与资产端的平衡，依旧是核心问题，而 2024 年 11 月广泛受债市投资者讨论的自建估值，亦有理财平抑产品净值波动的考虑，但有悖于资管新规要求，未来落地难度较大。所以，资产荒逻辑在 2025 年是否还成立？债务置换逻辑提供新的线索。

图79. 本轮化债及历史化债规模对比



资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

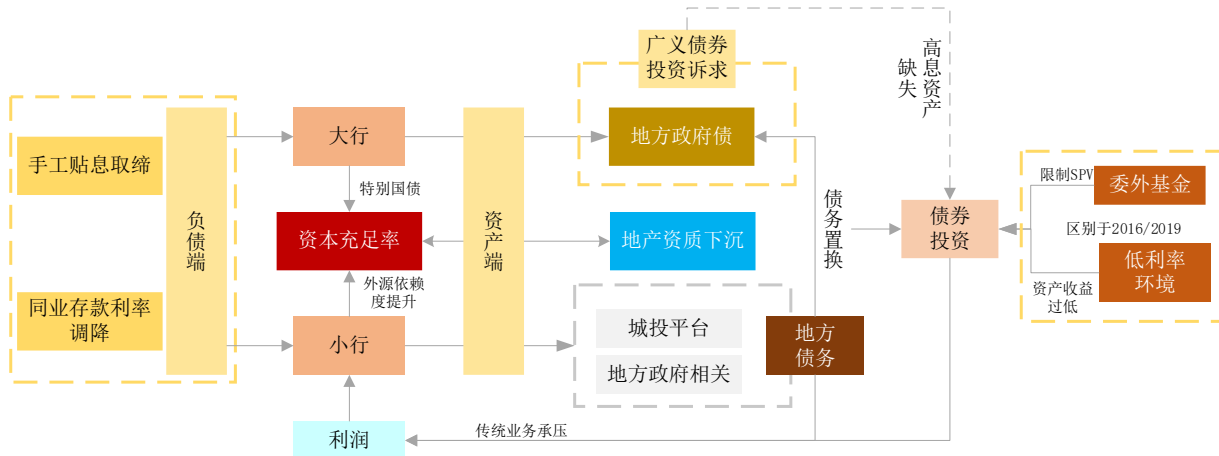
数据说明：理财子公司数量统计为，2021 年 3 月之前成立理财数据累加到 2021/3。

债务置换，资产荒的新瓶和老酒。尽管 2015 年和 2019 年债务置换背景、规模和方式不同，但无一例外都驱动了债市资产荒，原因有三：1) 将甄别的地方债务显性化，降低付息成本，能有效减轻地方政府偿债压力，2) 存量置换，势必严控新增，抑制融资需求亦有降低利率的

作用，3) 更为关键的是，原来存在银行体系内的高息债务被置换，缺失资产的银行只能寻求其他资产以替代，而 2016 年银行基于同业委外链条增持信用债，催化资产荒的强逻辑在于此。

2024 年再次大规模采用地方债置换存量隐性债务，复刻的是 2016 年的逻辑——银行缺资产，特别是区域化布局的城农商行，可差异在于投资渠道、利率环境和实体融资需求。事实上，基于以上的分析不难发现，中小行已然难觅高息资产，每年数万亿的置换落地，进一步抬升债券配置诉求，而债券净增收缩格局，无疑会提升资产荒延续的概率。

图80. 财政部介绍相关化债举措



资料来源：国投证券证券研究所整理

3、猜想之三：资本利得为王，高波动常态化。

收益来源反转的结果。相同的资产荒，是不是只要要在票息层面下沉和拉久期，就可以获得稳定的收益？若要规避久期风险，再度借助化债利好，利用城投短债下沉策略即可？事实上，过去十数年间形成的经验，在 2024 年已彻底反转。以不同期限和不同隐含评级城投债、中票和二级资本债作为样本，测算 2016 年至 2024 年票息和资本利得（持有期收益），2023 年之前，可以确定票息是各类信用债稳定收益来源，资本利得虽有加成（2018 年超长信用债并不主流，可能会影响资本利得均值读数），但普遍难以超过票息收益，且波动较大，这意味信用策略价值并不显著，即：信用主体基本面研究的价值，要高于市场策略研究。

图81. 2024 年，票息在个券中的贡献降至新低

年度持有票 息收益，%	城投债									中票									二级资本债			均值
	AAA			AA			AA(2)			AAA			AA			AA-			AAA-			
	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	1Y	3Y	3Y	5Y	10Y			
2016	3.18	3.39	3.79	3.22	3.51	3.83	3.36	3.68	4.07	3.15	3.36	3.73	3.79	4.11	4.93	5.47	-	-	-	3.79		
2017	4.64	4.74	4.92	4.81	5.00	5.24	4.98	5.23	5.55	4.54	4.62	4.79	5.01	5.16	5.42	6.14	-	-	-	5.05		
2018	4.68	4.87	5.19	4.92	5.22	5.54	5.29	5.85	6.26	4.57	4.75	5.02	5.26	5.54	6.28	6.77	-	-	-	5.38		
2019	3.69	4.04	4.47	3.54	3.98	4.45	3.80	4.33	5.07	3.63	3.95	4.34	4.12	4.81	5.61	6.14	3.95	4.24	4.66	4.36		
2020	3.32	3.68	4.15	3.08	3.62	4.05	3.25	3.84	4.41	3.28	3.63	4.09	3.73	4.29	5.29	5.84	3.51	3.87	4.36	3.96		
2021	3.38	3.66	4.03	3.22	3.76	4.29	3.55	4.21	4.92	3.37	3.63	3.96	4.07	4.47	5.58	6.30	3.56	3.89	4.16	4.11		
2022	2.85	3.24	3.69	2.63	3.19	3.70	2.77	3.44	4.13	2.84	3.20	3.60	3.31	3.94	5.02	5.69	2.94	3.34	3.57	3.53		
2023	2.99	3.23	3.46	2.94	3.49	3.86	3.18	3.91	4.36	2.96	3.20	3.40	3.54	3.91	5.28	5.95	3.16	3.41	3.49	3.67		
2024	2.26	2.37	2.55	2.10	2.26	2.37	2.10	2.26	2.37	2.22	2.35	2.51	2.22	2.35	2.07	2.22	2.25	2.36	2.49	2.30		
年度获得资 本利得，%	城投债									中票									二级资本债			均值
	AAA			AA			AA(2)			AAA			AA			AA-			AAA-			
	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	1Y	3Y	3Y	5Y	10Y			
2016	-2.41	-3.28	-4.13	-0.78	-2.20	-2.37	-0.82	-2.30	-2.23	-2.30	-2.93	-4.01	-1.19	-0.89	0.24	-0.32	-	-	-	-1.99		
2017	-3.58	-5.88	-8.87	-1.26	-3.49	-5.64	-1.22	-3.65	-6.00	-3.67	-6.21	-8.47	-3.29	-5.53	-1.29	-2.58	-	-	-	-4.41		
2018	3.99	6.21	8.62	1.56	4.17	5.40	1.46	3.89	2.74	3.94	5.85	8.59	3.43	3.51	0.25	0.79	-	-	-	4.03		
2019	1.15	1.04	0.71	0.52	1.34	2.25	0.72	1.99	4.62	1.03	1.50	0.97	1.75	2.62	0.59	1.66	1.64	2.01	2.67	1.62		
2020	-0.19	0.01	1.32	-0.29	-1.03	-1.25	-0.60	-1.77	-1.83	-0.30	-0.38	0.77	-1.62	-1.40	-0.38	-1.68	-1.02	-1.65	-1.09	-0.76		
2021	1.70	2.52	3.37	0.60	2.18	2.52	0.85	2.54	2.74	1.73	2.31	3.57	1.97	2.56	0.47	1.24	2.37	4.37	7.25	2.47		
2022	-0.94	-1.12	0.01	-0.59	-2.36	-2.53	-0.88	-2.67	-2.41	-0.72	-1.01	-0.32	-0.93	-0.83	-0.41	-0.99	-0.95	-1.81	-1.89	-1.23		
2023	1.39	2.63	5.19	0.78	3.19	5.17	1.11	3.90	5.28	1.26	2.52	5.31	2.47	3.60	0.65	2.47	1.55	3.24	5.62	3.02		
2024	2.51	4.32	7.94	0.73	2.51	4.32	0.73	2.51	4.32	2.46	4.45	7.63	2.46	4.45	0.72	2.46	2.67	4.58	8.89	3.72		

资料来源：iFinD，国投证券证券研究所

数据说明：2024 年测算截至 12 月 14 日。

2024 年，低利率环境的悄然形成，一是让传统短债下沉的性价比减弱，例如，1 年 AA-中票票息收益约在 2.07%，3 年 AAA 城投债和中票票息则可以达到 2.22%至 2.26%；二是让资本利得成为信用债主要收益来源，以资本利得为正收益的年份作为测算基准，2024 年，资本利得几乎构成了一半的收益来源，久期越长，资本利得贡献占比越高，10 年 AAA 普信债和 AAA-二级资本债资本利得占比甚至超过 70%。

因此，一样的资产荒，策略模式和收益来源发生根本性变化。然而信用债流动性有瑕疵，本就不是适合交易的资产，加之缺乏历史经验支撑择时，交易预期不稳定或是 2025 年的常态。此外，资本利得扛波动能力弱于票息，一是票息跟随现券调整偏慢，会提供天然的防御盾，二是明年收益率下行幅度若难企及今年，信用债浮盈转浮亏速度可能较快，如何理解这一点？

图82. 资本利得贡献在综合收益的比重普遍创历史新高

资本利得占综合收益比例, %	城投债										中票						二级资本债		
	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA	AA(2)	AA(2)	AA(2)	AAA	AAA	AAA	AA	AA	AA-	AA-	AAA-	AAA-	AAA-
	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	1Y	3Y	3Y	5Y	10Y
2018	46.0	56.0	62.4	24.1	44.4	49.4	21.6	40.0	30.5	46.3	55.2	63.1	39.5	38.8	3.8	10.5			
2019	23.7	20.4	13.7	12.9	25.2	33.6	15.9	31.5	47.7	22.2	27.5	18.3	29.8	35.2	9.5	21.3	29.3	32.2	36.4
2021	33.5	40.8	45.6	15.7	36.7	37.0	19.3	37.6	35.8	33.9	38.9	47.4	32.6	36.4	7.8	16.5	40.0	52.9	63.5
2023	31.8	44.9	60.0	20.9	47.8	57.3	26.0	50.0	54.7	29.9	44.0	61.0	41.2	48.0	11.0	29.3	32.9	48.7	61.7
2024	52.6	64.5	75.7	24.1	49.4	58.9	23.3	47.5	50.3	52.5	65.4	75.3	47.5	55.2	13.1	24.9	54.3	66.0	78.1

资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

数据说明: 2024 年测算截至 12 月 14 日。

假定以今年的资本利得收益，去衡量应对 2016 年底、2022 年底或者 2024 年 8 月至 11 月的亏损，可能会出现什么情况？同样基于上述测算资本利得的样本，今年 1 月至 7 月，各类资产收益下行幅度均值在 100bp 附近，11 月至 12 月收益下行幅度在 47bp，两段时期对应的资本利得收益均值在 5.3%和 2.6%，久期越长收益表现越强。2016 年和 2022 年债市剧烈调整阶段，资本利得亏损幅度分布在 3%至 5%，且持续的时间多在月余，2024 年 8 月至 10 月，资本利得亏损幅度在 2.5%。对比收益和亏损，有两点结论：1) 只有在较长时间维持债牛，信用债的浮盈才足够承受较大的亏损，否则若只是像 2024 年年末两个月左右累积浮盈，很难抵挡类似历史上较快速的亏损，2) 2025 年，除非信用债再次呈现出近 50bp 至 100bp 的收益下行幅度，否则低票息回报和高亏损概率将并存，这也决定了 2025 年信用债交易频率及节奏要异于过往。

图83. 除非再度出现 100bp 左右的下行，资本利得扛巨幅调整的能力才得以体现

月度收益表现	时间	中票						城投债						二级资本债						国债
		AA+			AA			AA+			AA			AA+			AA			
		3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	10Y	3Y	5Y	10Y	
收益变化幅度	今年1-7月	-76.1	-98.0	-103.6	-95.1	-128.0	-133.6	-79.0	-90.9	-102.2	-88.5	-104.9	-123.2	-84.5	-89.3	-92.7	-91.5	-95.4	-98.7	-40.6
	今年11-12月	-48.2	-52.2	-52.5	-49.2	-53.2	-50.0	-43.9	-47.2	-56.4	-40.9	-46.2	-49.4	-38.3	-39.9	-43.2	-41.3	-47.9	-50.2	-37.1
	16年11-12月	104.8	90.6	96.3	126.8	103.6	98.3	114.4	113.7	107.3	130.4	122.7	111.3	-	-	-	-	-	-	26.9
	22年11-12月	81.2	77.7	49.2	109.2	77.7	48.2	92.7	77.0	49.7	131.7	103.0	62.7	92.3	79.8	63.9	120.3	111.7	95.9	19.2
	今年8-10月	32.7	40.2	48.0	45.7	61.2	75.0	28.0	36.7	51.9	33.0	45.7	65.9	28.0	29.7	35.2	35.0	39.8	45.2	-0.2
票息收益	今年1-7月	1.49	1.60	1.75	1.56	1.69	1.93	1.49	1.58	1.73	1.54	1.65	1.89	1.46	1.54	1.62	1.51	1.62	1.70	1.37
	今年11-12月	0.28	0.30	0.33	0.30	0.33	0.37	0.27	0.29	0.33	0.28	0.31	0.37	0.27	0.28	0.31	0.28	0.31	0.33	0.25
	16年11-12月	0.57	0.60	0.64	0.59	0.63	0.68	0.56	0.58	0.63	0.57	0.61	0.66	-	-	-	-	-	-	0.47
	22年11-12月	0.51	0.56	0.63	0.54	0.62	0.69	0.51	0.57	0.64	0.54	0.61	0.70	0.50	0.56	0.59	0.54	0.60	0.63	0.46
	今年8-10月	0.56	0.59	0.65	0.58	0.62	0.68	0.56	0.58	0.65	0.58	0.60	0.68	0.55	0.58	0.62	0.57	0.61	0.64	0.54
资本利得	今年1-7月	2.11	4.44	8.77	2.63	5.77	11.19	2.19	4.13	8.66	2.45	4.75	10.32	2.35	4.06	7.89	2.54	4.32	8.34	3.54
	今年11-12月	1.36	2.40	4.52	1.38	2.43	4.24	1.24	2.18	4.85	1.15	2.12	4.19	1.08	1.84	3.75	1.16	2.20	4.32	3.31
	16年11-12月	-2.84	-3.99	-7.70	-3.43	-4.53	-7.75	-3.10	-5.00	-8.58	-3.52	-5.37	-8.81	-	-	-	-	-	-	-2.29
	22年11-12月	-2.22	-3.44	-3.98	-2.97	-3.40	-3.82	-2.53	-3.41	-4.01	-3.58	-4.51	-4.95	-2.53	-3.54	-5.22	-3.28	-4.92	-7.70	-1.65
	今年8-10月	-0.91	-1.84	-4.13	-1.27	-2.79	-6.40	-0.78	-1.68	-4.47	-0.92	-2.09	-5.62	-0.78	-1.37	-3.06	-0.98	-1.82	-3.89	0.02
综合收益	今年1-7月	3.60	6.04	10.51	4.19	7.46	13.12	3.68	5.71	10.39	3.99	6.39	12.21	3.81	5.59	9.51	4.05	5.94	10.05	4.91
	今年11-12月	1.63	2.70	4.86	1.68	2.76	4.61	1.51	2.47	5.19	1.43	2.43	4.56	1.34	2.12	4.06	1.44	2.50	4.65	3.56
	16年11-12月	-2.27	-3.39	-7.06	-2.84	-3.90	-7.07	-2.54	-4.41	-7.96	-2.95	-4.76	-8.15	-	-	-	-	-	-	-1.82
	22年11-12月	-1.71	-2.88	-3.36	-2.43	-2.78	-3.13	-2.02	-2.84	-3.37	-3.03	-3.90	-4.24	-2.03	-2.98	-4.62	-2.74	-4.32	-7.07	-1.19
	今年8-10月	-0.35	-1.25	-3.48	-0.69	-2.17	-5.72	-0.22	-1.10	-3.83	-0.34	-1.49	-4.95	-0.23	-0.78	-2.44	-0.40	-1.21	-3.25	0.56

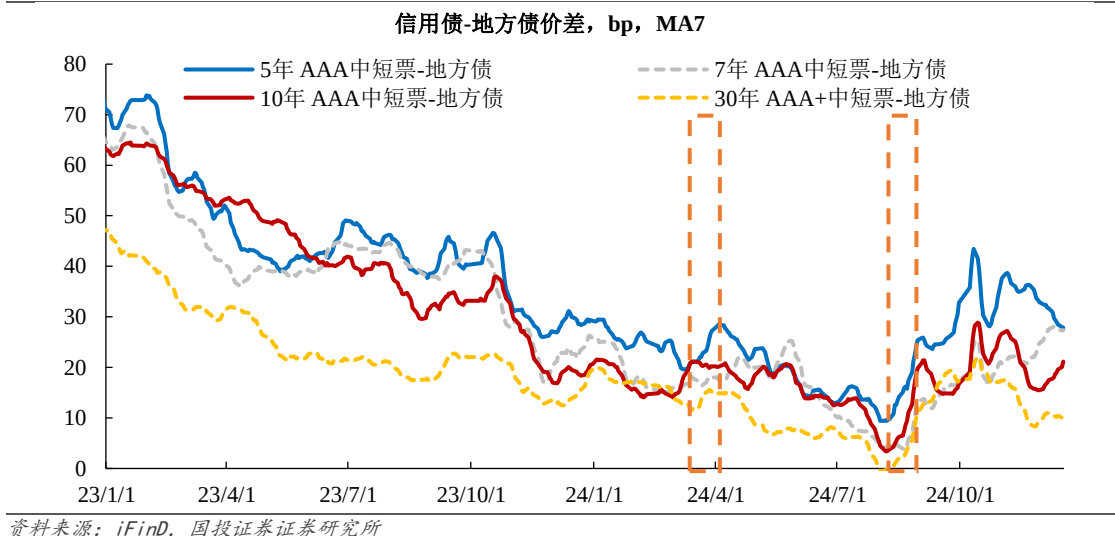
资料来源: iFinD, 国投证券证券研究所

数据说明: 2024 年测算截至 12 月 14 日。

4、猜想之四：地方债进一步主流化。

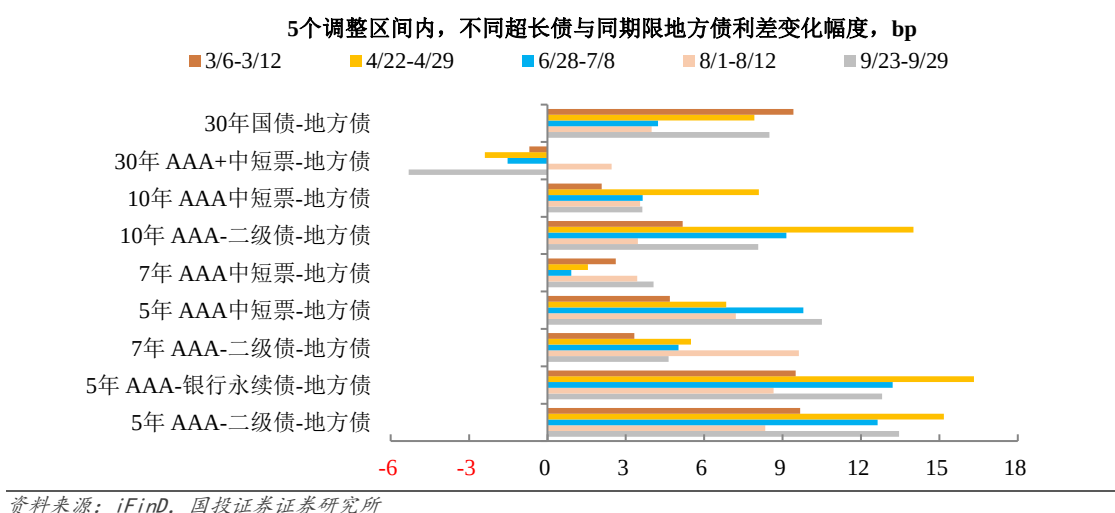
地方债作为久期策略执行标的的优势。2024 年，长久期信用债-地方债超额收益较以往处在偏低水平，票息增强收益路径难以实现，而地方政府债的久期进攻性逐渐展现。从期限来看，5 年期地方债较产业债的进攻性优势显著，3 月中旬高点至 4 月下旬低点，其收益下行幅度约 25bp，与同期限中短票相近。8 月中下旬，当信用债超额收益触底，而负债端不稳担忧仍在，流动性成为超长债配置顾虑因素，多个关键期限上地方债收益率逆势下行，而中短票反而有一定回调。

图84. 地方政府债比之超长信用债有一定进攻属性



地方债在波动市中的防御能力如何？优于多数超长债。基于 2024 年五次典型调整区间来观察，信用债收益上行幅度普遍超过同期限地方政府债，尤其是 5 年期二永-地方债价差回升均在 8bp 以上，可见地方债较二永更加扛跌。对于非金信用债也有相似结论，以 9/23-9/29 区间表现为例，5 年/7 年/10 年中短票-地方债价差调整在 3-11bp 附近，地方政府债整体防御属性强于超长产业债；30 年 AAA+中短票-地方债利差反而走阔 5bp 以上，结合 3 月、4 月及 7 月多次调整区间的走势，短期行情中 30 年信用债估值可能受到流动性影响，一方面指向变现难度，另一方面，多数超长信用债较地方债的票息优势，使其倾向于作为底仓资产来配置。此外，在超长端利率大幅回调的 4 月及 9 月下旬，30 年地方债收益上行幅度明显小于同期限国债，估值不乏稳定性。

图85. 地方债防御属性强于多数超长债



综上所述，信用环境修复，票息资产供给收缩，理财扩规模的主线虽不明朗，但规模化债务置换重现，会再度致使银行缺失高息资产，资产荒剧本有延续的概率。相似的剧情，赚钱难度不可同日而语，票息资产或名不副实，因其收益来源骤然切换至资本利得，有利率化的趋势，却没有利率债的高流动性，注定了 2025 年要赚信用债的钱，底层思维要切换之外，更要用弹性眼光去看待，尤其是带久期的资产有趋势化发行的迹象时，交易信用债亦渐成一致预期。

基于以上，2025 年，大部分票息资产定价中枢有望落于 1.9% 上下（截至 12 月 13 日，估值样本 5% 以下的资产，平均收益约在 2.1%），单纯要依靠信用利差增厚收益的策略容量相当狭窄。城投债方面，严控债务新增、退平台进度推进及城投融资边际下沉的叠加，供给规模恐将延续收缩态势，3 年至 5 年 AA+ 优质城投债仍是关注重点，久期与流动性相对平衡，超过 5 年以上的城投债，尽可能关注单一主体存量券较大，换手率较高的标的，而过度下沉的容量已然有限。二永债方面，国股行次级债作为票息资产内流动性较佳的品种，适合在快牛行情中，作为进攻工具，不过失锚的问题持续存在，2025 年关注该品种的交易价值，胜过配置价值，大行二级资本债中枢有望落在 1.7% 至 1.9% 之间；城农商行二永债存在信用定价，且其存量有望扩容，这源于中小行资本补充需求，关注其主体挖掘价值。广义金融债方面，保险债收益中枢有望跟随主流品种再下一个台阶，且拉久期操作预计更为普遍，若二永债波动率持续加大，保险债与二永债利差空间有望拓展。不过，作为存量偏小的金融小众品种，保险债的流动性硬伤仍将是掣肘机构配置的主要因素，适宜负债端较为稳定的机构持有，可积极关注入场机会。另外，证券公司债跟随权益市场活跃度或存在阶段性放量，但持续性有待观察，当前二级资本债可作为 2-3 年品种定价锚，右侧判断其超额收益与防御信号。超长信用债方面，适合负债端稳定的账户做配置，负债端不稳定的账户，适合将其当作流动性一般的权益资产，赚资本利得是核心关注点。地方政府债的主流化有望推进，存量扩容确定性较高，但是否会带来流动性改善，需要谨慎看待。

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券证券研究所

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034