

固定收益定期

信用行情逐步打开——4月信用策略

3月，债市核心影响因素为政策预期，同时受资金面、股债跷跷板、海外因素影响，10债先上后下，信用表现优于利率。3月初，政府工作报告出炉，主要内容基本符合市场预期，经济主题会议后市场对于货币政策预期有所调整，10年期国债收益率大幅调整。月中，OMO持续放量投放或净回笼，大规模MLF到期，资金转紧；金融时报发文表示“结构性降息也是降息”使得降息预期降温；《提振消费专项行动方案》发布助推权益市场上涨，股债跷跷板效应明显。此后，央行持续三日千亿级净投放释放暖意，财报季成长公司业绩承压导致权益市场下调，叠加美联储议息会议宣布放缓缩表速度利好债市，债市小幅上涨。月末，央行公布MLF超量续作，MLF调整为美式招标，相当于对银行定向降息。全月看，利率先上后下，信用债普遍下行。

4月，外部冲击下资金面将边际宽松，且债市各种制约因素预计都将缓解。首先，此前债市的核心掣肘也在于对货币政策的担忧，美国“对等关税”冲击下，需要低利率环境助推实体经济，降准降息有望加快落地，4月7日人民日报发文称，“降准、降息等货币工具已经留有充分调整余地，随时可以出台”，4月跨季后银行负债端已边际缓解，如果近期降准降息落地，资金面将进一步转松。其次，3月股债跷跷板效应也对利率走势造成扰动，4月7日，上证指数下跌7.34%，权益市场的情绪受到较大影响。另外，预计4月政府债供给冲击有限，目前Q2已披露计划发行新增专项债约9000亿元，2季度一般国债和注资特别国债发行配合，超长期特别国债发行预计在5月及以后，总体看4月政府债供给有限。

季节性因素看，供需错配下4月信用利差通常收窄。需求端，季末后理财规模呈现季节性回升，带动信用配置需求增加。供给端，4月信用债发行往往季节性回落。430为上年年报发布截止日，4月较3月信用债发行规模往往季节性回落，且由于年报公布后需更新发行材料，5月信用债发行进一步回落。因此整体看，3月以后信用利差多呈收窄趋势。而今年由于交易盘抢跑，3月底信用利差已开启下行通道。

3月以来信用曲线走平，3Y以内信用债收益率已明显下行，行情或逐步向中长期传导。2月底，由于资金面持续偏紧，短信用收益率较高、信用曲线极度平坦，随着资金面压力缓解，机构普遍做多短信用，2月底以来，1Y及以内AA+中短票下行累计下行均超过20bp，2Y、3Y、5Y分别累计下行15、16、9bp。当前3Y以上信用曲线仍相对较平，随着短端信用大幅下行，行情或逐步向中长端传导。

信用利差或向前低靠近，中短期下沉和长期仍有利差压缩空间。美国“对等关税”冲击下，降准降息有望在近期落地，资金面将边际转松。叠加跨季后，理财为代表的配置力量回归，预计信用利差将继续下行。当前10债再次接近前低1.6%，信用债也将逐步跟随，因此以前低信用利差为参考，当前中长期信用利差还有较大压缩空间。其中1Y信用利差贴近前低，短端2-3Y下沉尚有一定空间，2Y AA(2)、AA-城投利差距前低分别14bp、22bp，3Y AA及以上城投利差距前低10-14bp，3Y AA(2)城投利差距前低21bp，5Y AA及以上城投利差距前低22-66bp，10Y AAA、AA+分别距前低32bp、44bp。

择券上由短及长，建议城投2-3Y适度下沉，长期和超长期信用债逐步配置。结合信用利差前低和当前信用利差水平看，目前1Y期短端信用利差下行空间有限，2-3Y城投债AA(2)利差压缩空间尚可。随着短端下行到位后，机构将逐步拉长久期，如果短期内财政政策未明显超预期，长期和超长期信用债可逐步增配，目前AA及以上5Y、AA+及以上7-10Y都有较高的配置价值。

风险提示：政策变化超预期、数据统计口径存在误差、赎回负反馈超预期、测算假设可能产生的风险。

作者

分析师 杨业伟

执业证书编号：S0680520050001

邮箱：yangyewei@gszq.com

分析师 王春屹

执业证书编号：S0680524110001

邮箱：wangchunyi@gszq.com

相关研究

- 《固定收益定期：同业存款自律倡议——或驱动新的利率下行》 2024-12-01
- 《固定收益定期：同业存款自律倡议落地，存单利率大幅下行——流动性和机构行为跟踪》 2024-11-30
- 《固定收益专题：从债券供需看资产荒——2025机构行为与供需展望》 2024-11-28

内容目录

1、3 月债市回顾和 4 月信用策略.....	3
2、3 月信用债市场观察.....	8
2.1 一级市场:.....	8
2.2 二级成交.....	9
2.2.1 产业债.....	9
2.2.2 城投债.....	11
2.2.3 二永债.....	12
2.3 存量信用债估值一览.....	14
风险提示.....	16

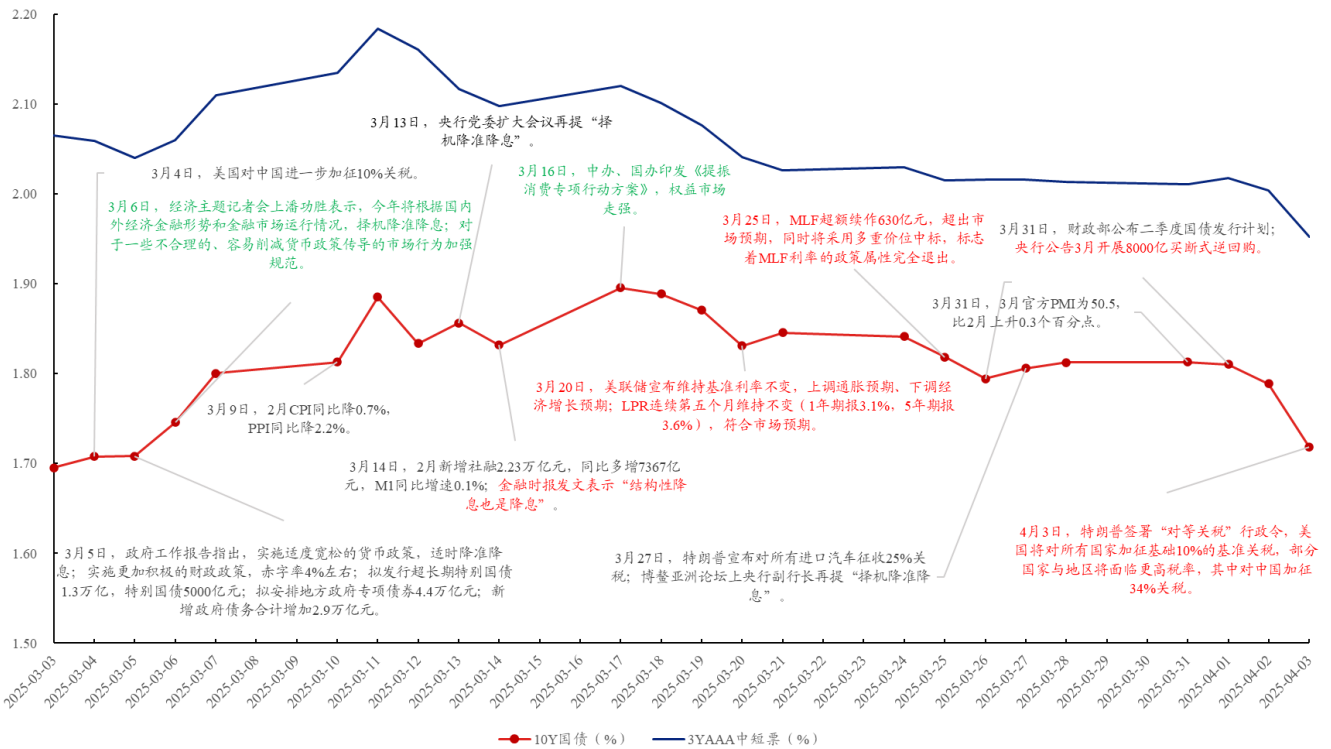
图表目录

图表 1: 3 月债市回顾 (%).....	3
图表 2: 截止 4 月 7 日披露 Q2 新增专项债发行计划 (亿元).....	4
图表 3: 4 月信用债发行季节性回落 (亿元).....	5
图表 4: 4 月信用债净融资往往处于低位 (亿元).....	5
图表 5: 3 月以来信用利差往往收窄 (bp).....	5
图表 6: 3 月以来信用债收益率曲线走平 (%).....	6
图表 7: 2/28-4/3 不同期限 AA+ 中短票估值变化 (bp).....	6
图表 8: 3 月中旬之后信用利差压缩 (bp, %).....	6
图表 9: 当前信用利差及所处历史较低分位数 (bp).....	7
图表 10: 非金信用债净融资 (月度, 亿元).....	8
图表 11: 城投债净融资 (月度, 亿元).....	8
图表 12: 银行债净融资 (月度, 亿元).....	9
图表 13: 产业债周度成交规模和加权平均期限 (亿元, 年).....	9
图表 14: 产业债周度成交期限分布.....	10
图表 15: 3 月产业债日度成交期限分布.....	10
图表 16: 城投债周度成交规模和加权平均期限 (亿元, 年).....	11
图表 17: 城投债周度成交期限分布.....	11
图表 18: 3 月城投债日度成交期限分布.....	12
图表 19: 二永债周度成交规模和加权平均期限 (亿元, 年).....	12
图表 20: 二永债周度成交期限分布.....	13
图表 21: 3 月二永债日度成交期限分布.....	13
图表 22: 2025/4/1 存量城投债估值 (%).....	14
图表 23: 2025/4/1 存量产业债估值 (%).....	14
图表 24: 2025/4/1 存量国有行二永债估值 (%).....	14
图表 25: 2025/4/1 存量股份行二永债估值 (%).....	15
图表 26: 存量二永债规模在 80 亿以上的城商行 2025/4/1 估值 (%).....	15
图表 27: 存量二永债规模在 20 亿及以上的农商行 2025/4/1 估值 (%).....	16

1、3月债市回顾和4月信用策略

3月，债市核心影响因素为政策预期，同时受资金面、股债跷跷板、海外因素影响，10债整体先上后下，信用表现优于利率。3月初，政府工作报告出炉，主要内容基本符合市场预期，经济主题会议后市场对于货币政策预期有所调整，10年期国债收益率大幅调整，3月11日上行至1.88%。月中，OMO持续放量投放或净回笼，大规模MLF到期，资金转紧；金融时报发文表示“结构性降息也是降息”使得降息预期降温；《提振消费专项行动方案》发布助推权益市场上涨，股债跷跷板效应明显，市场情绪脆弱对社融数据转弱相对忽视，3月17日10年期国债上行至1.90%。此后，央行持续三日千亿级净投放释放暖意，财报季成长公司业绩承压导致权益市场下调，叠加美联储议息会议宣布放缓缩表速度利好债市，债市小幅上涨，10年期国债收益率下行。月末，央行公布MLF超量续作，MLF调整为美式招标，相当于对银行定向降息，10年期国债收益率在1.80%附近震荡。全月看，利率先上后下，信用债普遍下行。

图表1: 3月债市回顾 (%)



资料来源：财政部，中国政府网，国家统计局，中国人民银行，证券日报网，金融时报，中国新闻网，财联社，新华网，iFinD，国盛证券研究所
注：绿色为利空因素，红色为利多因素

4月，外部冲击下资金面将边际宽松，且债市各种制约因素预计都将缓解。首先，此前债市的核心掣肘也在于对货币政策的担忧，美国“对等关税”冲击下，需要低利率环境助推实体经济，降准降息有望加快落地，4月7日人民日报发文称，“降准、降息等货币工具已经留有充分调整余地，随时可以出台”，4月跨季后银行负债端已边际缓解，如果近期降准降息落地，资金面将进一步转松。其次，3月股债跷跷板效应也对利率走势造成扰动，4月7日，上证指数下跌7.34%，权益市场的情绪受到较大影响。另外，预计4月政府债供给冲击有限，目前Q2已披露计划发行新增专项债约9000亿元，2季度一般国债和注资特别国

债发行配合。而二季度国债发行公告称，超长期特别国债发行安排另行公布，超长期特别国债发行预计在 5 月及以后，总体看 4 月政府债供给有限。

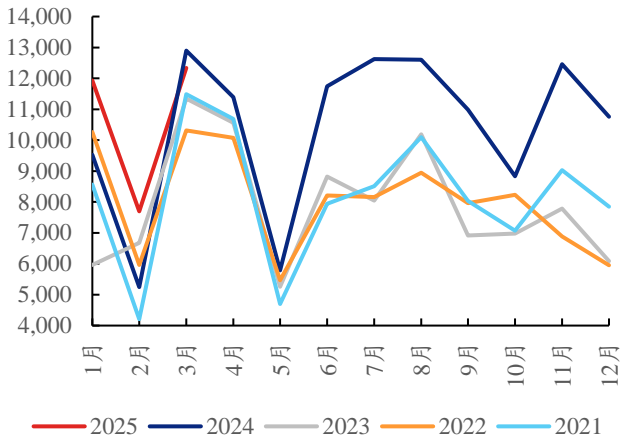
图表2: 截止 4 月 7 日披露 Q2 新增专项债发行计划 (亿元)

月度合计	计划发行新增专项债		实际发行新增专项债		2024 发行新增专项债	预计 Q2 发行进度
	Q1	Q2	Q1	Q2	全年	Q1-Q2
江苏	954	0	954	0	2365	40%
四川	700	350	800	0	2157	53%
福建	292	556	292	0	1421	60%
江西	401	500	0	0	1551	32%
北京	533	81	531	0	1048	58%
浙江	408	1530	288	0	2810	65%
重庆	228	360	254	0	1205	51%
山东	1026	935	1048	0	3322	60%
陕西	250	304	206	0	854	60%
广西	442	768	32	0	801	100%
河北	645	90	544	0	1549	41%
内蒙古	0	87	59	0	245	60%
辽宁	121	104	99	0	203	100%
湖南	200	1400	0	0	1424	98%
甘肃	90	220	118	0	606	56%
山西	0	200	164	0	609	60%
安徽	409	583	428	0	1694	60%
上海	227	0	227	0	380	60%
贵州	678	121	121	0	554	44%
深圳	0	166	77	0	690	35%
海南	100	117	205	0	609	53%
宁波	0	130	150	0	469	60%
新疆	0	170	0	0	1620	10%
宁夏	18	18	0	0	34	53%
云南	0	0	63	0	831	8%
广东	1608	0	1618	0	4259	38%
湖北	0	0	446	0	1661	27%
天津	0	0	58	0	683	9%
河南	0	0	364	0	1907	19%
青岛	0	0	160	0	581	28%
厦门	0	99	166	0	444	60%
西藏	0	12	0	0	353	3%
大连	0	0	10	0	167	6%
青海	0	0	0	0	44	0%
吉林	445	199	121	0	537	60%
兵团	20	66	0	0	0	0%
黑龙江	0	37	0	0	345	11%
合计	9795	9204	9602	0	40032	47%

资料来源: Wind, iFinD, 中国债券信息网, 国盛证券研究所

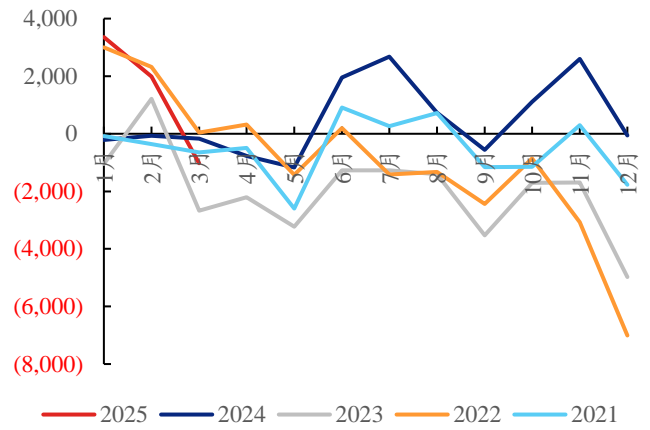
季节性因素看，供需错配下 4 月信用利差通常收窄。需求端，季末后理财规模呈现季节性回升，带动信用配置需求增加。供给端，4 月信用债发行往往季节性回落。430 为上年年报发布截止日，4 月较 3 月信用债发行规模往往季节性回落，且由于年报公布后需更新发行材料，5 月信用债发行进一步回落。因此整体看，3 月以后信用利差多呈收窄趋势。而今年由于交易盘抢跑，3 月底信用利差已开启下行通道。

图表3: 4月信用债发行季节性回落(亿元)



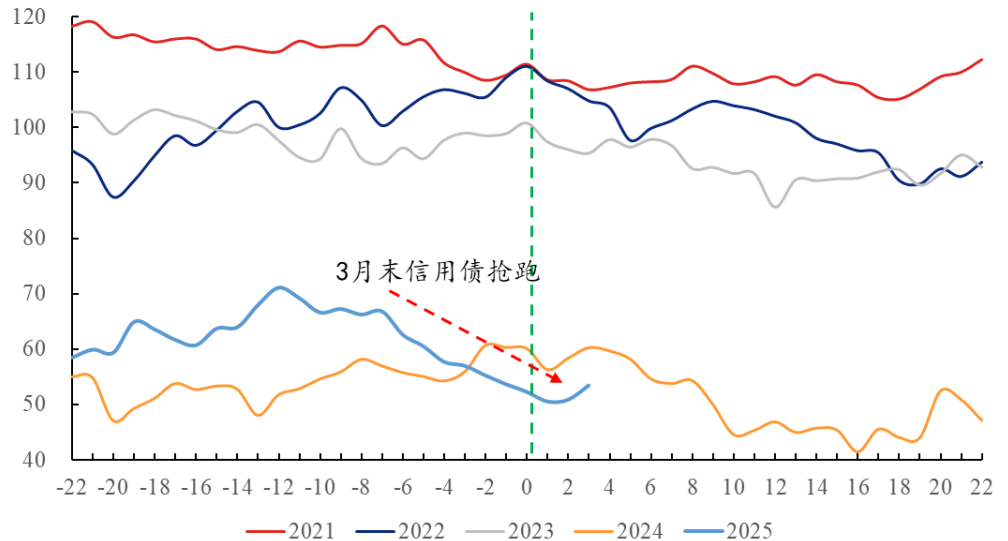
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 4月信用债净融资往往处于低位(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

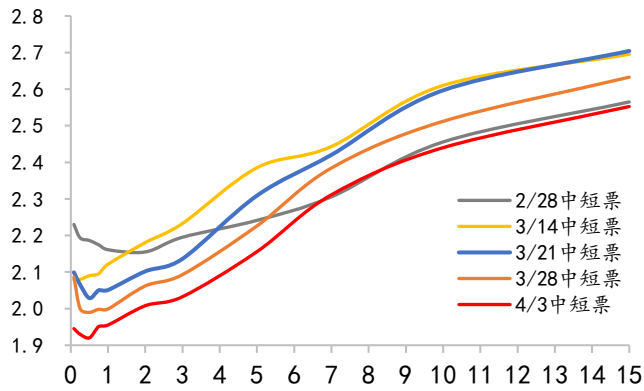
图表5: 3月以来信用利差往往收窄(bp)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所
注: 0为3月最后一个交易日

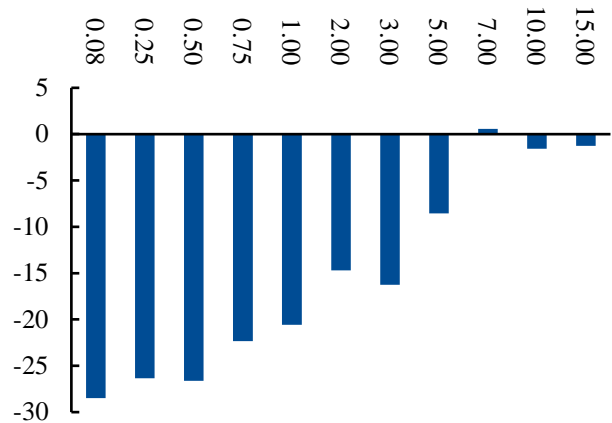
3月以来信用曲线走平, 3Y以内信用债收益率已明显下行, 行情或逐步向中长期传导。2月底, 由于资金面持续偏紧, 短信用收益率较高、信用曲线极度平坦, 随着资金面压力缓解, 机构普遍做多短信用, 2月底以来, 1Y及以内AA+中短票下行累计下行均超过20bp, 2Y、3Y、5Y分别累计下行15、16、9bp。当前3Y以上信用曲线仍相对较平, 随着短端信用大幅下行, 行情或逐步向中长端传导。

图表6: 3月以来信用债收益率曲线走平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 2/28-4/3 不同期限AA+中短票估值变化 (bp)

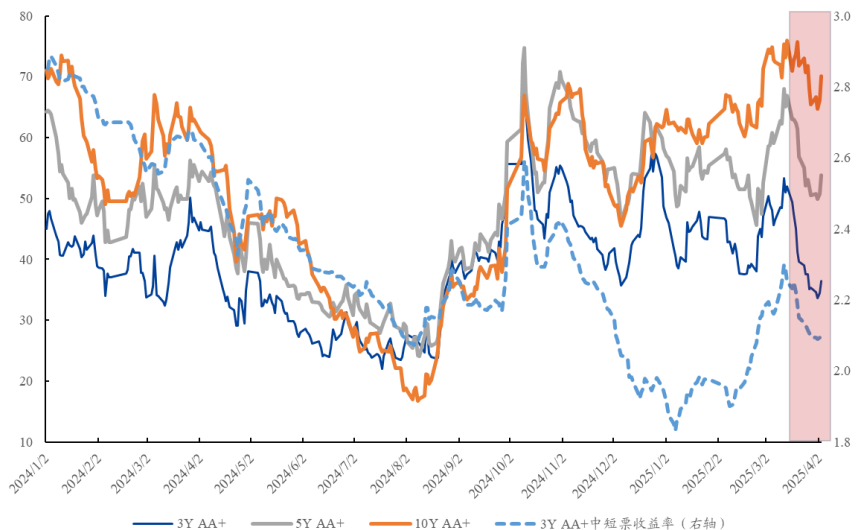


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

信用利差或向前低靠近，中短期下沉和长长期仍有利差压缩空间。美国“对等关税”冲击下，降准降息有望在近期落地，4月7日人民日报发文称，“降准、降息等货币工具已经留有充分调整余地，随时可以出台”，资金面将边际转松。叠加跨季后，理财为代表的配置力量回归，预计信用利差将继续下行。当前10债再次接近前低1.6%，信用债也将逐步跟随，因此以前低信用利差为参考，当前中长期信用利差还有较大压缩空间。其中1Y信用利差贴近前低，短端2-3Y下沉尚有一定空间，2Y AA(2)、AA-城投利差距前低分别14bp、22bp，3Y AA及以上城投利差距前低10-14bp，3Y AA(2)城投利差距前低21bp，5Y AA及以上城投利差距前低22-66bp，10Y AAA、AA+分别距前低32bp、44bp。

择券上由短及长，建议城投2-3Y适度下沉，长期和超长期信用债逐步配置。结合信用利差前低和当前信用利差水平看，目前1Y期短端信用利差下行空间有限，2-3Y城投债AA(2)利差压缩空间尚可。随着短端下行到位后，机构将逐步拉长久期，如果短期内财政政策未明显超预期，长期和超长期信用债可逐步增配，目前AA及以上5Y、AA+及以上7-10Y都有较高的配置价值。

图表8: 3月中旬之后信用利差压缩 (bp, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 当前信用利差及所处历史较低分位数 (bp)

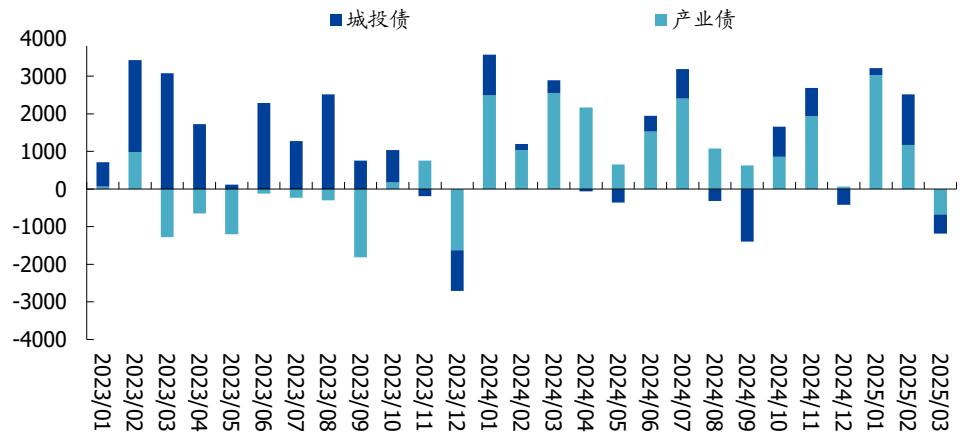
2025/4/3城投 债利差	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	2024/8/7- 2025/4/3利差变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	2025/4/3利 差分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	30	28	30	40	44	37	44	-1	4	10	22	22	23	32	AAA	20%	32%	27%	54%	37%	37%	35%	
AA+	35	33	36	46	54	49	61	-1	5	11	23	27	30	44	AA+	15%	18%	16%	30%	31%	33%	29%	
AA	41	41	44	59	66			1	9	14	30	66			AA	12%	16%	13%	27%	27%			
AA(2)	47	51	55	79	88				3	14	21	43	88		AA(2)	9%	17%	13%	25%	26%			
AA-	56	72	79	122	150				6	22	27	42	150		AA-	8%	10%	9%	9%	13%			
2025/4/3产业 债利差	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	2024/8/7- 2025/4/3利差变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	2025/4/3利 差分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA	29	28	28	40	42	36	44	-2	7	10	23	23	25	35	AAA	27%	39%	29%	68%	43%	56%	42%	
AA+	36	35	36	50	54	50	70	-3	6	9	23	27	29	51	AA+	14%	24%	13%	30%	26%	31%	35%	
AA	40	41	49	70	74			-3	8	17	38	74			AA	6%	13%	15%	27%	25%			
AA-	112	114	148	186	193				20	8	43	64	193		AA-	7%	4%	10%	20%	17%			
2025/4/3二 级资本债利差	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	2024/8/7- 2025/4/3利差变化	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y	2025/4/3利 差分位数	1Y	2Y	3Y	4Y	5Y	7Y	10Y
AAA-	27	25	26	37	38	33	43	-3	4	8	18	16	21	36	AAA-	6%	21%	13%	27%	26%	33%	35%	
AA+	28	26	31	42	44	35	45	-3	4	11	22	22	22	37	AA+	5%	20%	13%	26%	26%	27%	33%	
AA	34	35	41	54	66	57	67	-2	7	14	26	66			AA	2%	19%	14%	24%				
AA-	51	59	73	92	104				5	21	35	49	104		AA-	6%	13%	19%	28%				

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、3月信用债市场观察

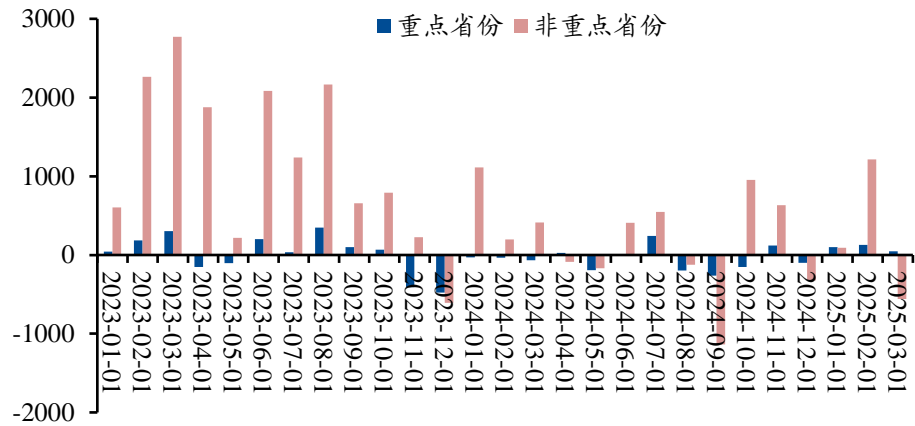
2.1 一级市场:

图表10: 非金信用债净融资(月度, 亿元)



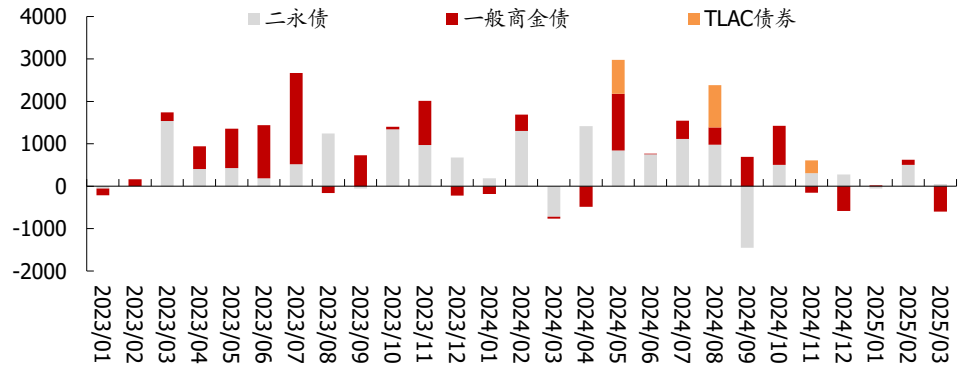
资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表11: 城投债净融资(月度, 亿元)



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表12: 银行债净融资(月度, 亿元)

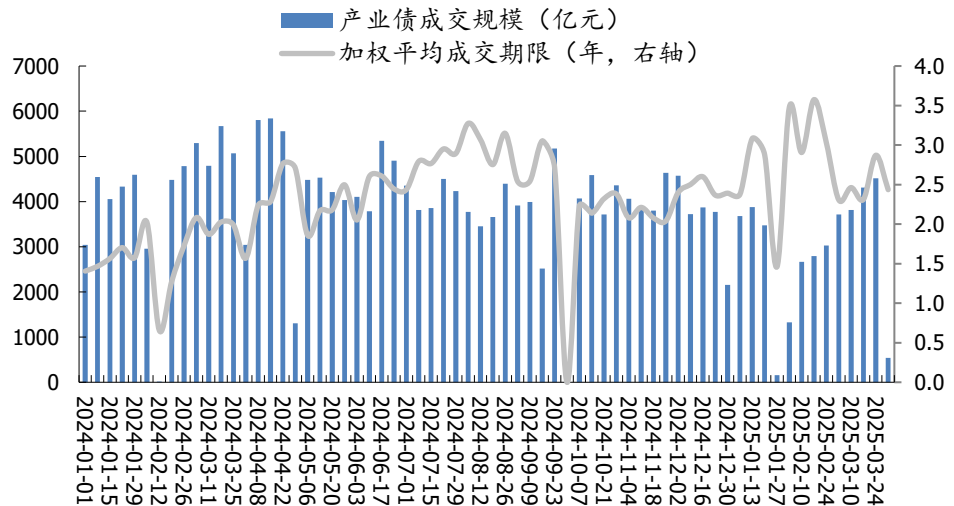


资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

2.2 二级成交

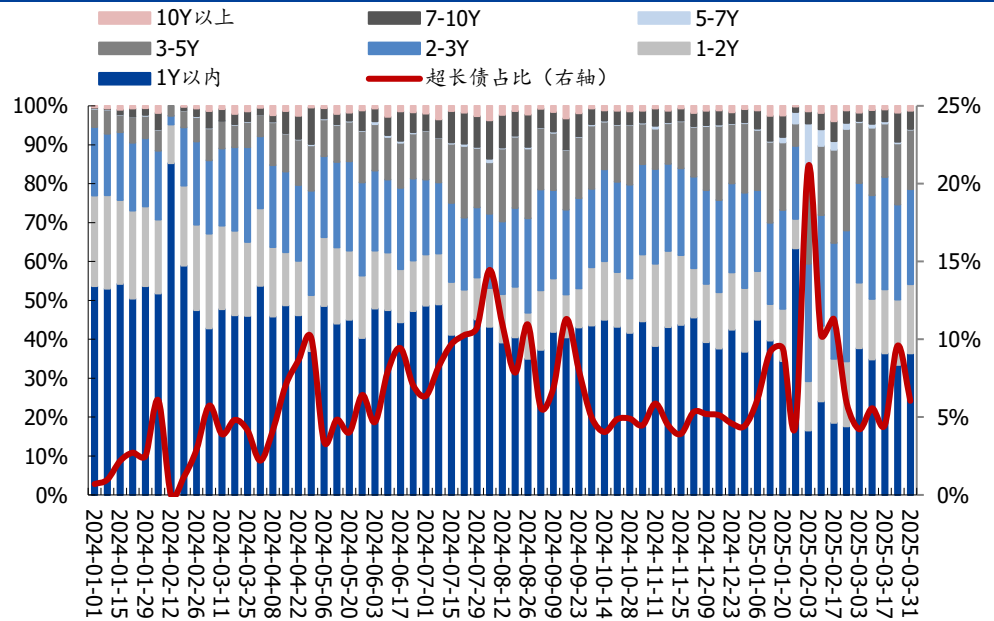
2.2.1 产业债

图表13: 产业债周度成交规模和加权平均期限(亿元, 年)



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表14: 产业债周度成交期限分布



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

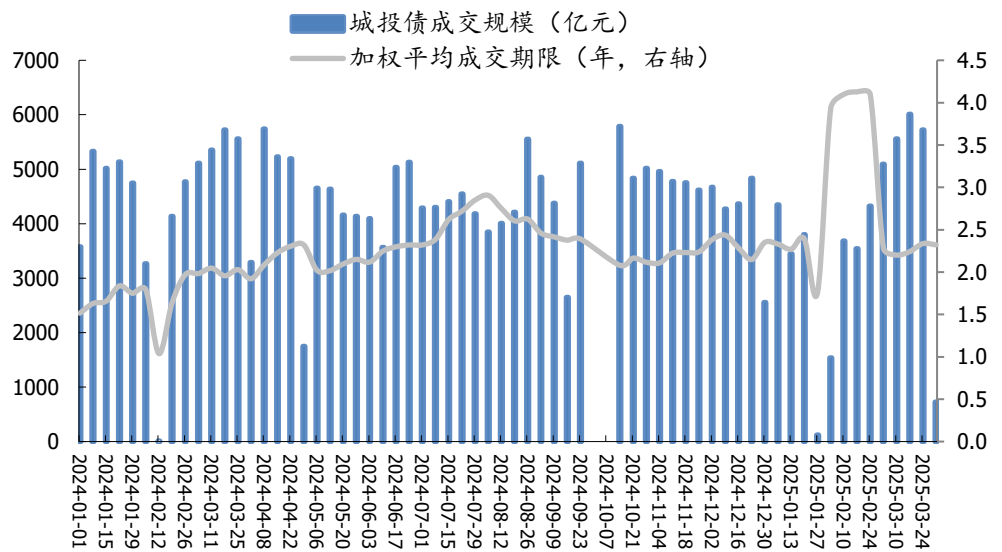
图表15: 3月产业债日度成交期限分布

日期	产业债成交笔数	低估值成交-剩余期限							总体
		1Y以内	1-2Y	2-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10Y以上	
2025-03-03	4241	42%	57%	50%	67%	43%	64%	87%	51%
2025-03-04	4202	39%	44%	46%	51%	25%	27%	44%	44%
2025-03-05	3747	29%	50%	44%	40%	0%	29%	46%	39%
2025-03-06	3879	32%	42%	35%	54%	0%	47%	46%	38%
2025-03-07	2964	30%	42%	40%	29%	29%	25%	86%	36%
2025-03-10	3396	39%	60%	51%	50%	11%	26%	36%	47%
2025-03-11	3651	38%	42%	46%	36%	20%	32%	46%	40%
2025-03-12	3527	39%	47%	51%	61%	0%	21%	38%	46%
2025-03-13	4116	38%	44%	41%	50%	14%	35%	63%	42%
2025-03-14	3423	35%	46%	36%	38%	0%	46%	50%	38%
2025-03-17	4053	32%	40%	40%	40%	20%	39%	78%	38%
2025-03-18	3265	39%	50%	49%	56%	0%	44%	33%	44%
2025-03-19	4018	38%	40%	43%	46%	25%	44%	55%	40%
2025-03-20	4064	37%	46%	37%	49%	25%	49%	60%	41%
2025-03-21	3501	37%	38%	34%	37%	25%	50%	20%	37%
2025-03-24	4081	36%	34%	36%	32%	0%	30%	20%	35%
2025-03-25	3059	32%	28%	33%	33%	20%	36%	54%	32%
2025-03-26	3921	37%	46%	36%	45%	0%	49%	40%	40%
2025-03-27	4981	39%	44%	35%	48%	29%	32%	41%	40%
2025-03-28	3068	42%	47%	29%	43%	22%	36%	55%	40%
2025-03-31	3484	43%	49%	38%	50%	0%	48%	27%	44%

资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

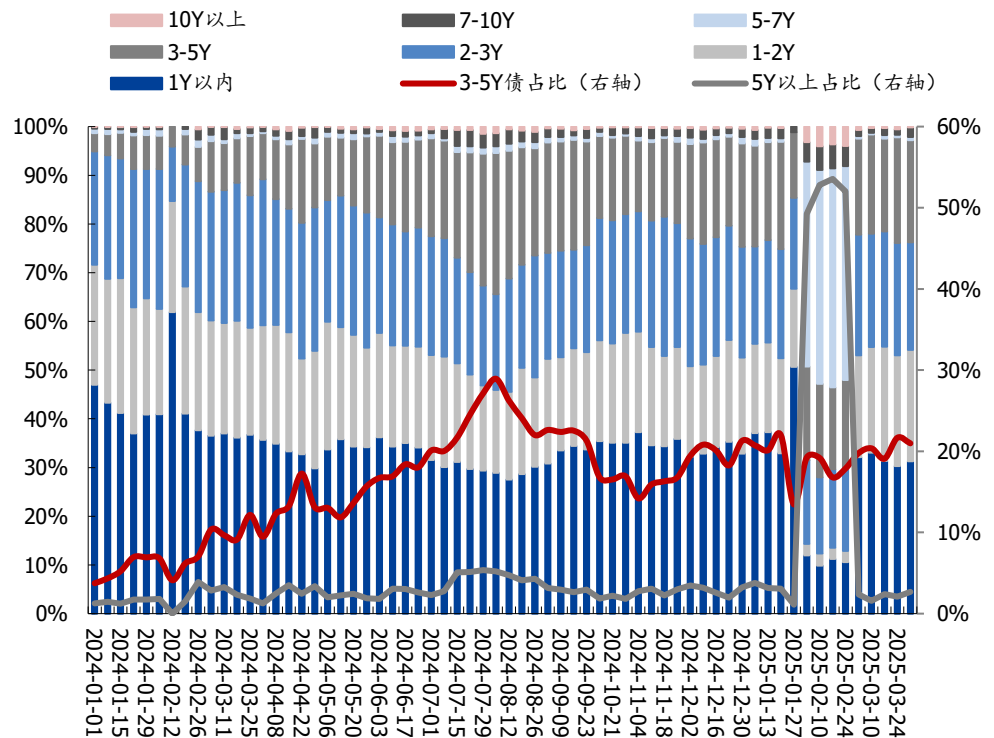
2.2.2 城投债

图表16: 城投债周度成交规模和加权平均期限 (亿元, 年)



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表17: 城投债周度成交期限分布



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

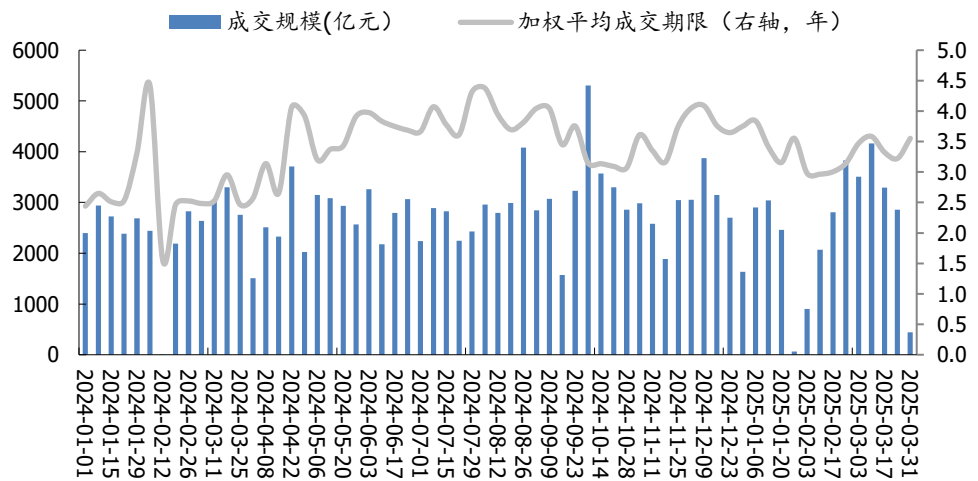
图表18: 3月城投债日度成交期限分布

日期	城投债成交笔数	低估值成交-剩余期限							总体
		1Y以内	1-2Y	2-3Y	3-5Y	5-7Y	7-10Y	10Y以上	
2025-03-03	4720	47%	43%	48%	56%	36%	50%	33%	48%
2025-03-04	5141	35%	34%	45%	47%	35%	64%	67%	40%
2025-03-05	5466	33%	46%	45%	47%	50%	67%	80%	42%
2025-03-06	6212	33%	38%	46%	54%	33%	12%	25%	41%
2025-03-07	4517	33%	44%	43%	51%	70%	45%	50%	42%
2025-03-10	5013	41%	50%	55%	57%	67%	58%	43%	50%
2025-03-11	5341	40%	39%	51%	54%	33%	68%	0%	45%
2025-03-12	5894	37%	36%	48%	55%	60%	52%	33%	43%
2025-03-13	6291	31%	40%	53%	48%	40%	50%	100%	41%
2025-03-14	5268	33%	40%	45%	50%	38%	56%	20%	41%
2025-03-17	6095	33%	33%	42%	46%	42%	67%	20%	38%
2025-03-18	5478	32%	42%	45%	51%	22%	41%	0%	41%
2025-03-19	6187	36%	41%	41%	54%	31%	67%	0%	42%
2025-03-20	6962	37%	40%	39%	40%	43%	62%	50%	39%
2025-03-21	5659	39%	36%	36%	50%	50%	52%	71%	40%
2025-03-24	6210	36%	38%	37%	35%	31%	18%	40%	36%
2025-03-25	5678	34%	36%	33%	42%	25%	33%	33%	35%
2025-03-26	6095	36%	35%	36%	42%	61%	56%	50%	37%
2025-03-27	6371	35%	38%	35%	40%	41%	43%	75%	37%
2025-03-28	4833	36%	33%	32%	39%	9%	57%	25%	35%
2025-03-31	4322	42%	40%	38%	38%	29%	52%	0%	40%

资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

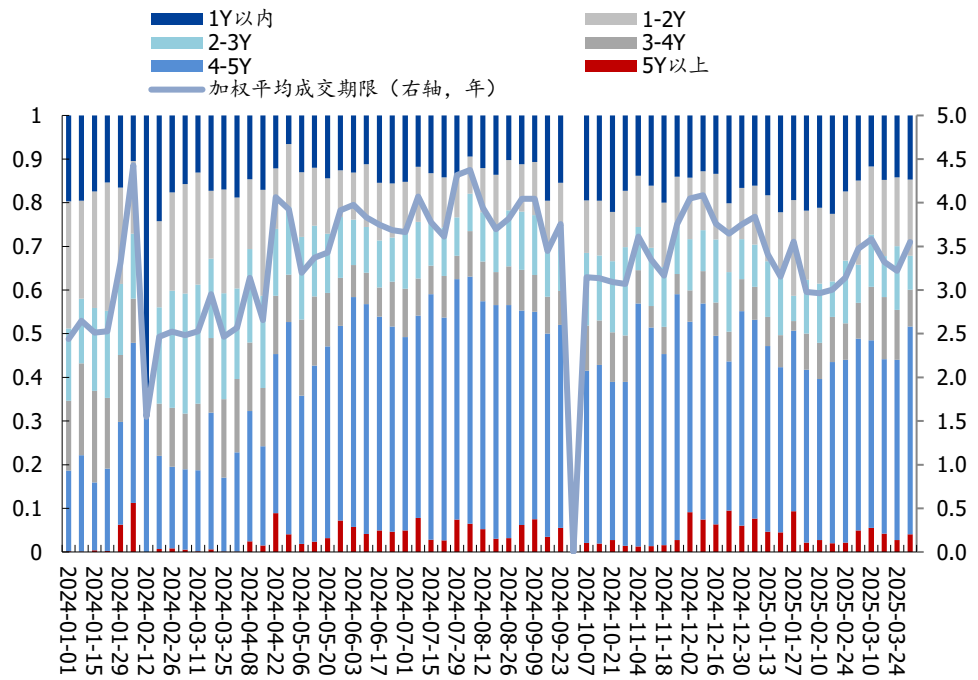
2.2.3 二永债

图表19: 二永债周度成交规模和加权平均期限(亿元, 年)



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表20: 二永债周度成交期限分布



资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表21: 3月二永债日度成交期限分布

日期	二永债成交笔数	低估值成交-剩余期限						总体
		1Y以内	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	5Y以上	
2025-03-03	1963	64%	57%	60%	58%	44%	38%	53%
2025-03-04	2067	56%	52%	40%	44%	46%	35%	46%
2025-03-05	1719	52%	58%	64%	59%	55%	68%	59%
2025-03-06	1740	77%	52%	57%	68%	60%	60%	62%
2025-03-07	1837	68%	58%	70%	66%	39%	72%	59%
2025-03-10	2213	72%	54%	61%	88%	47%	65%	61%
2025-03-11	2311	48%	57%	42%	59%	39%	47%	48%
2025-03-12	2917	74%	71%	86%	83%	58%	79%	72%
2025-03-13	3013	79%	37%	45%	23%	18%	17%	34%
2025-03-14	2196	41%	44%	69%	61%	59%	55%	54%
2025-03-17	2083	60%	52%	48%	66%	47%	33%	52%
2025-03-18	1960	53%	83%	83%	72%	58%	59%	68%
2025-03-19	2195	59%	44%	56%	63%	48%	67%	54%
2025-03-20	2181	73%	79%	76%	68%	55%	67%	68%
2025-03-21	2127	48%	46%	41%	43%	35%	50%	42%
2025-03-24	1777	74%	65%	69%	47%	44%	55%	58%
2025-03-25	1989	50%	62%	54%	47%	54%	65%	55%
2025-03-26	1830	49%	57%	58%	61%	58%	57%	57%
2025-03-27	1831	54%	48%	41%	33%	32%	23%	40%
2025-03-28	1719	56%	60%	53%	59%	47%	52%	54%
2025-03-31	1334	58%	69%	55%	58%	47%	47%	56%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.3 存量信用债估值一览

图表22: 2025/4/1 存量城投债估值(%)

省	1Y以内				1-2Y				2-3Y				3-4Y				4-5Y				5Y以上				所有存量债									
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-					
贵州省	---	---	2.04	---	---	2.07	---	---	---	2.17	---	---	---	2.18	---	---	---	---	---	---	2.34	---	---	---	---	---	---	---	3.15	3.34				
云南省	---	---	2.25	---	---	2.33	---	---	---	2.58	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.93	3.45				
辽宁省	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.96	2.71				
陕西省	---	---	2.06	2.76	---	2.66	2.03	2.08	2.37	---	2.77	2.05	2.08	2.65	---	3.15	---	2.28	2.89	---	3.09	---	2.24	2.60	---	3.28	---	2.42	---	2.82	2.57			
青海省	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.73	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	3.21	---	2.47			
广西壮族自治区	---	---	2.09	2.12	---	2.53	---	2.21	2.20	---	2.70	---	2.27	2.26	---	2.96	---	2.28	2.26	---	2.77	---	2.52	2.57	---	3.28	---	2.75	2.85	---	2.44			
内蒙古自治区	---	---	---	2.12	---	3.39	---	---	2.15	---	---	---	2.48	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.41			
天津市	2.00	2.06	2.15	---	2.57	2.07	2.08	2.17	---	2.72	2.12	2.16	2.31	---	2.88	2.00	2.13	2.35	---	3.13	2.15	2.30	2.57	---	2.99	---	3.19	3.24	---	2.39				
安徽省	---	---	2.06	2.12	---	2.42	2.01	2.03	2.11	---	2.74	2.04	2.06	2.17	---	2.64	---	2.11	2.23	---	2.74	2.20	2.18	2.34	---	2.97	2.48	3.33	2.69	3.04	3.43	2.99		
河南省	---	---	2.01	2.13	---	2.74	---	2.07	2.15	---	2.39	---	2.07	2.41	---	2.41	---	2.10	2.19	---	2.87	---	2.24	2.53	---	2.67	---	2.46	2.59	2.58	2.33	2.38		
吉林省	---	---	---	2.11	---	2.89	---	---	2.15	---	2.94	---	---	2.13	---	2.90	---	---	2.17	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.35	---	2.13	2.33	---	2.36
河北省	1.93	2.01	2.15	---	2.21	---	2.04	2.18	---	2.27	---	2.15	2.50	---	2.51	---	2.31	---	---	---	---	2.26	2.53	---	2.78	---	2.44	---	3.42	---	2.34			
宁夏回族自治区	---	---	---	2.06	---	2.24	---	---	---	---	2.52	---	2.16	---	2.65	---	---	---	---	---	---	---	2.32	---	2.49	---	---	---	---	---	2.33			
四川省	1.99	2.03	2.09	---	2.64	2.01	2.07	2.11	---	2.93	2.00	2.12	2.09	---	2.67	2.07	2.10	2.18	---	3.02	2.16	2.22	2.49	---	3.08	2.27	2.28	2.24	2.79	3.09	2.31			
新疆维吾尔自治区	---	---	2.00	2.16	---	2.40	---	2.08	2.24	---	2.53	---	2.11	2.41	---	2.70	---	2.18	2.27	---	---	2.22	2.52	---	2.99	---	2.65	---	2.73	2.22	2.30			
湖北省	1.96	2.00	2.09	---	2.53	---	2.03	2.13	---	2.57	2.03	2.04	2.15	---	2.48	1.95	2.06	2.16	---	2.58	2.07	2.18	2.43	---	3.07	2.27	2.27	2.52	2.37	2.68	2.29			
湖南省	---	---	---	2.05	---	3.37	---	---	2.41	---	---	---	2.27	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.95	---	2.28		
江西省	1.94	2.02	2.08	---	2.50	2.00	2.03	2.25	---	2.56	2.02	2.09	2.11	---	2.51	2.06	2.13	2.19	---	2.48	2.15	2.20	2.37	---	2.81	2.23	2.34	2.36	2.37	2.28	2.27			
山西省	---	---	---	2.13	---	2.17	---	---	2.15	---	2.98	---	2.16	2.15	---	2.32	---	---	2.16	---	2.42	---	2.33	---	2.47	---	---	---	---	---	2.26			
黑龙江省	---	---	---	2.22	---	---	---	2.23	---	---	---	2.47	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.25			
福建省	2.01	2.00	2.13	---	2.30	2.10	2.03	2.17	---	2.41	2.12	2.09	2.20	---	2.52	2.09	2.11	2.26	---	2.71	2.23	2.28	2.49	---	2.66	2.16	2.27	2.26	2.55	2.54	2.24			
浙江省	1.99	2.03	2.08	---	2.28	1.99	2.02	2.10	---	2.35	2.06	2.08	2.18	---	2.73	---	2.12	2.14	---	2.49	2.15	2.17	2.34	---	2.22	2.39	2.38	2.41	---	2.22				
河北省	---	---	---	2.18	---	---	---	2.15	---	---	---	2.11	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.20			
河南省	1.95	2.01	2.09	---	2.34	1.98	2.06	2.13	---	2.35	2.01	2.13	2.19	---	2.47	2.03	2.13	2.20	---	2.15	2.23	2.36	---	3.04	2.32	2.37	2.55	2.47	---	2.19				
海南省	---	---	---	2.28	---	---	---	---	---	---	---	---	2.21	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.17			
福建省	1.93	2.01	2.10	---	---	1.97	2.03	2.12	---	---	2.02	2.09	2.18	---	3.26	2.06	2.11	2.16	---	---	2.11	2.20	2.34	---	---	2.25	2.27	2.39	2.23	---	2.16			
浙江省	1.94	2.03	2.07	---	2.23	1.98	2.06	2.10	---	2.32	2.04	2.08	2.12	---	---	2.10	2.07	2.13	---	---	2.16	2.21	2.25	---	---	2.26	2.21	2.28	2.34	---	2.15			
北京市	1.96	2.00	2.08	---	---	1.99	2.04	2.15	---	---	2.00	2.05	2.27	---	---	2.03	2.09	2.18	---	---	2.11	2.18	2.34	---	---	2.11	2.40	2.62	---	2.14				
广东省	1.97	2.06	2.17	---	---	1.97	2.10	2.16	---	---	2.03	2.13	2.21	---	---	2.06	2.11	2.18	---	---	2.14	2.23	2.32	---	---	2.30	2.48	2.10	2.57	---	2.14			
上海市	1.97	2.02	2.08	---	---	2.01	2.05	2.10	---	---	1.97	2.06	2.15	---	---	2.00	2.03	2.18	---	---	2.08	2.21	---	---	---	2.11	2.21	---	---	2.04				

资料来源: 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表23: 2025/4/1 存量产业债估值(%)

行业	1Y以内				1-2Y				2-3Y				3-4Y				4-5Y				5Y以上				所有存量债					
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-	
纺织服装(2021)	2.04	---	2.46	---	---	2.07	---	2.42	---	---	---	2.36	---	3.80	---	---	---	---	---	---	---	3.32	---	---	---	---	---	---	---	3.48
轻工制造(2021)	---	1.99	2.29	---	---	---	2.04	---	---	---	---	2.07	2.78	---	---	---	---	---	---	---	---	2.20	---	---	4.14	---	---	---	---	2.87
基础化工(2021)	2.05	2.05	2.40	---	4.08	2.10	2.09	2.68	---	3.62	2.15	2.04	2.70	---	3.47	2.11	---	---	---	---	3.93	2.18	2.25	2.80	---	2.42	2.62	---	2.64	
电力设备(2021)	---	2.14	2.41	---	3.81	2.01	2.07	2.55	---	---	2.04	2.08	2.65	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.47
社会服务(2021)	2.73	2.09	2.13	---	---	2.92	2.12	2.42	---	---	2.09	2.17	2.63	---	---	2.06	2.26	---	---	---	2.15	2.40	---	---	---	2.31	2.51	---	2.46	
房地产(2021)	2.08	4.42	2.54	---	3.81	2.15	3.57	2.69	---	4.88	2.22	2.88	2.79	---	4.75	2.29	2.72	3.07	---	---	2.31	2.53	3.03	---	---	2.44	---	---	2.42	
医药生物(2021)	1.95	2.04	2.51	---	3.75	2.01	2.07	2.27	---	---	2.04	2.28	2.73	---	---	2.08	2.13	2.42	---	---	2.12	2.46	2.63	---	---	2.35	2.58	---	2.37	
汽车(2021)	---	1.98	2.21	---	2.62	1.96	2.08	2.09	---	3.05	2.00	2.35	2.19	---	---	---	---	---	---	---	2.10	2.61	2.49	---	4.11	2.29	---	---	2.37	
家用电器(2021)	---	2.23	2.65	---	---	---	---	2.09	---	---	---	1.95	2.20	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.32
食品饮料(2021)	---	2.00	2.41	---	2.61	---	2.05	2.29	---	---	2.09	2.04	2.57	---	2.88	---	---	2.30	---	---	---	2.22	2.41	---	---	---	---	---	2.32	
钢铁(2021)	1.94	2.01	2.26	---	---	2.01	2.09	2.41	---	5.99	2.14	2.19	2.48	---	4.86	---	2.12	---	---	---	2.18	2.31	2.76	---	---	2.24	2.40	---	2.31	
煤炭(2021)	1.93	2.05	2.17	---	3.03	1.98	2.08	2.33	---	---	1.99	2.14	2.54	---	2.92	---	2.14	2.53	---	---	2.14	2.26	2.76	---	---	2.34	2.45	2.84	---	2.30
有色金属(2021)	2.01	2.03	2.44	---	3.98	2.13	2.08	2.30	---	---	2.09	2.12	2.47	---	---	2.10	2.11	2.57	---	---	2.15	2.25	2.65	---	---	2.36	2.40	3.36	---	2.30
商贸零售(2021)	1.98	2.04	2.23	---	4.16	2.05	2.06	2.32	---	---	2.03	2.13	2.51	---	---	---	---	2.47	---	---	2.17	2.27	2.80	---	---	2.28	2.49	3.77	---	2.29
建筑装饰(2021)	2.02	2.07	2.33	---	2.90	2.05	2.14	2.42	---	3.28	2.13	2.21	2.65	---	3.36	2.20	2.24	2.93	---	---	2.19	2.28	2.85	---	3.35	2.32	2.55	2.90	---	2.28
医药(2021)	2.04	2.03	2.62	---	---	2.16	2.09	---	---	---	---	2.48	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.15	2.28	---	---	---	2.44	---	---	2.27
食品饮料(2021)	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.27	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.27
综合(2021)	1.97	2.05	2.11	---	4.88	1.99	2.05	2.26	---	---	2.05	2.12	2.45	---	4.67	2.16	2.16	2.20	---	---	2.15	2.25	2.78	---	---	2.32	2.47	3.47	---	2.27
机械(2021)	2.00	2.04	2.14	---	---	2.05	2.10	2.57	---	---	2.12	2.07	2.25	---	2.91	---	2.18	2.71	---	---	2.21	2.25	2.73	---	---	2.33	---	---	2.24	
建筑材料(2021)	2.03	2.00	2.36	---	---	2.06	2.05	2.55	---	---	2.10	2.11	2.99	---	---	---	---	---	---	---	2.18	2.26	2.40	---	---	2.43	2.41	---	2.19	
电子(2021)	1.92	2.06	2.16	---	---	1.98	2.06	2.20</																						

图表25: 2025/4/1 存量股份行二永债估值(%)

平均利差 (BP)	隐含评级	二级资本债						永续债						二永存量 (亿)
		1Y以下	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	所有二级资本债	1Y以下	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	所有永续债	
兴业银行	AA+	---	2.00	---	---	2.15	2.10	2.00	---	---	---	2.19	2.09	2100
浦发银行	AA+	1.95	---	---	---	2.16	2.15	2.00	---	---	---	---	2.00	2100
民生银行	AA+	2.03	---	---	---	2.45	2.24	---	2.10	2.26	---	2.56	2.37	1550
招商银行	AA+	---	---	---	---	---	---	1.95	2.03	---	2.15	2.21	2.09	1530
中信银行	AA+	1.94	---	---	2.12	---	2.11	---	2.00	---	---	2.19	2.09	1400
平安银行	AA+	---	2.03	---	---	2.19	2.17	---	---	---	---	2.32	2.32	1100
广发银行	AA+	2.00	---	---	---	2.19	2.19	---	---	---	---	2.23	2.23	1095
光大银行	AA+	---	---	2.03	2.08	---	2.16	2.00	---	---	---	---	2.00	1000
华夏银行	AA+	---	---	2.03	---	---	2.03	---	---	---	---	2.23	2.23	900
浙商银行	AA+	---	---	---	2.13	2.18	2.15	---	2.06	---	---	---	2.06	650
恒丰银行	AA	---	---	---	2.39	2.43	2.41	2.15	2.19	2.27	---	---	2.20	430
渤海银行	AA	2.12	---	---	---	2.61	2.37	---	---	---	---	2.80	2.80	340

资料来源: Wind, 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表26: 存量二永债规模在 80 亿以上的城商行 2025/4/1 估值 (%)

平均估值 (%)	隐含评级	二级资本债						永续债						二永存量 (亿)
		1Y以下	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	所有二级资本债	1Y以下	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	所有永续债	
宁波银行	AA+	1.97	2.02	2.06	---	2.19	2.09	---	---	---	2.15	---	2.15	844
北京银行	AA+	---	---	---	---	---	---	---	2.06	---	---	2.23	2.12	700
江苏银行	AA+	---	---	---	---	---	---	---	---	---	---	2.23	2.23	500
南京银行	AA+	---	---	---	---	2.19	2.19	---	---	2.11	---	---	2.11	445
上海银行	AA+	---	---	2.06	---	2.19	2.12	---	---	---	---	---	---	400
杭州银行	AA+	---	---	2.07	---	2.19	2.13	---	---	---	---	2.24	2.24	400
徽商银行	AA+	2.01	2.05	---	---	---	2.03	---	---	---	2.30	2.36	2.33	340
成都银行	AA	---	---	2.14	2.20	2.28	2.23	2.05	---	---	---	---	2.05	322
中原银行	AA	---	---	---	---	2.53	2.53	2.30	2.34	---	2.49	---	2.37	220
广州银行	AA	---	2.04	2.15	---	---	2.09	---	2.13	---	---	---	2.13	200
重庆银行	AA	---	2.09	---	---	2.30	2.19	---	---	2.19	2.27	---	2.23	180
苏州银行	AA	1.99	---	---	2.23	---	2.11	---	2.14	---	2.22	2.41	2.26	175
厦门国际银行	AA	---	---	---	2.34	---	2.34	---	2.24	---	---	---	2.24	170
天津银行	AA	---	---	---	2.64	2.74	2.69	---	---	---	---	---	---	170
东莞银行	AA	2.03	2.03	---	2.21	2.28	2.17	2.03	---	2.18	---	---	2.10	152
青岛银行	AA	2.03	2.04	---	---	2.33	2.13	---	---	2.23	---	---	2.23	144
河北银行	AA-	---	---	---	---	---	---	2.26	---	2.38	---	---	2.32	130
长沙银行	AA	2.02	2.04	---	---	---	2.03	---	---	---	---	2.40	2.40	130
汉口银行	AA-	---	---	2.36	2.53	2.64	2.52	2.30	2.37	---	---	---	2.35	129
哈尔滨银行	A+	---	---	---	---	---	---	---	3.36	3.61	---	---	3.44	117
齐鲁银行	AA	---	2.05	---	---	---	2.05	2.11	---	---	2.34	---	2.19	115
温州银行	AA-	---	2.32	---	---	---	2.32	---	---	2.55	2.61	---	2.59	110
盛京银行	A+	---	---	3.01	---	3.27	3.14	---	---	---	---	---	---	110
厦门银行	AA	---	2.06	---	---	---	2.06	2.06	---	---	2.23	---	2.12	105
湖北银行	AA	---	2.09	2.16	---	---	2.12	---	---	---	2.48	2.57	2.53	105
江泰隆商业银	AA	---	2.19	---	2.29	---	2.25	2.22	---	---	---	2.64	2.43	104
广西北部湾银行	AA-	2.13	---	---	---	---	2.13	2.47	---	2.75	2.89	3.22	2.91	100
郑州银行	AA	---	---	---	---	---	---	---	2.37	---	---	---	2.37	100
湖南银行	AA	2.11	---	2.21	---	---	2.16	---	---	---	---	---	---	98
桂林银行	AA-	---	2.21	---	---	---	2.21	---	---	2.87	2.99	2.95	2.95	98
广东华兴银行	AA-	---	---	---	3.67	---	3.67	3.85	---	---	---	4.44	4.24	97
江西银行	AA	---	---	---	---	---	---	---	2.20	2.29	---	---	2.26	80
湖州银行	AA-	2.42	---	2.70	2.77	---	2.63	2.61	2.65	---	---	---	2.63	80
日照银行	AA-	---	---	---	2.58	---	2.58	2.32	---	---	---	3.03	2.56	80
兰州银行	AA-	---	---	---	---	2.91	2.91	2.55	---	---	---	---	2.55	80
长安银行	AA-	---	---	---	---	2.64	2.64	---	2.38	---	---	2.94	2.66	80

资料来源: Wind, 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

图表27: 存量二永债规模在 20 亿及以上的农商行 2025/4/1 估值 (%)

平均估值 (%)	发行人	隐合评级	二级资本债					有二级资本	永续债					二永存量 (亿)	
			1Y以下	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y		1Y以下	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y		所有永续债
	广州农村商业银行	AA	--	--	2.26	--	--	2.26	--	--	--	--	2.51	2.51	270
	成都农商银行	AA	--	2.07	--	--	--	2.07	--	--	--	2.24	2.39	2.32	200
	北京农商银行	AA	--	2.07	--	--	--	2.07	--	--	--	--	2.39	2.39	200
	杭州联合银行	AA	2.02	2.06	2.11	--	--	2.07	--	2.09	--	2.28	--	2.19	120
	江南农村商业银行	AA	--	--	--	--	2.33	2.33	2.10	2.13	--	--	--	2.11	120
	上海农商银行	AA+	--	2.04	2.06	--	--	2.05	--	--	--	--	--	--	100
	青农商行	AA	1.98	--	--	--	--	1.98	2.06	2.09	--	--	--	2.07	70
	天津农商银行	AA-	2.32	--	--	--	3.01	2.67	--	--	--	--	--	--	60
	重庆农村商业银行	AA	--	--	--	--	--	--	2.10	2.16	--	--	--	2.13	60
	顺德农商银行	AA	--	2.07	--	--	--	2.07	--	--	--	2.35	--	2.35	55
	余杭农村商业银行	AA-	--	--	2.37	2.52	--	2.42	2.30	2.49	--	--	--	2.40	51
	鄞州银行	AA-	--	--	--	--	2.68	2.68	--	2.45	2.59	--	--	2.52	44
	天津滨海农商银行	A+	--	3.22	3.27	--	--	3.25	--	--	--	--	--	--	40
	泰农农商银行	AA-	2.26	2.35	--	--	--	2.32	--	--	--	--	--	--	40
	东莞农商银行	AA	--	--	2.15	--	--	2.15	--	--	--	--	--	--	40
	南海农商银行	AA-	--	--	--	--	2.65	2.65	--	--	--	--	--	--	30
	九台农商银行	A+	--	3.07	--	--	--	3.07	--	--	--	--	--	--	28
	萧山农商银行	AA-	2.16	--	--	--	2.67	2.42	--	--	--	--	--	--	28
	贵阳农商银行	A	3.29	3.47	3.54	--	--	3.43	--	--	--	--	--	--	25
	深圳农商银行	AA	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	25
	大连农商银行	A	7.28	--	--	--	--	7.28	--	--	--	--	--	--	20
	无锡银行	AA-	--	--	--	--	--	--	2.30	2.35	--	--	--	2.32	20
	张家港行	AA-	--	--	--	--	--	--	--	2.35	--	--	--	2.35	20

资料来源: Wind, 同花顺 ifind, 国盛证券研究所

风险提示

政策变化超预期、数据统计口径存在误差、赎回负反馈超预期、测算假设可能产生的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com