

翻开信用债投资新篇章

——2024年信用债中期投资策略

作者

分析师：李清荷

执业证书编号：S0590524060002

邮箱：liqh@glsc.com.cn

► 2024年上半年信用债市场回顾

利差全面下行，城投压缩幅度最大。年初至今，信用债各品种利差全面下行，城投债压缩幅度最大。超长信用债自4月中下旬以来受到热捧，利差出现快速压缩，但相对其他品种仍有参与空间。**供给端**，压力略有缓解，品种分化较大。城投债控增化存，新增融资受到较大阻力；产业债发行高增；金融债净融资缩量。**需求端**，3月“发飞”后情绪有所好转；1-3年期二永债成交最为活跃；债基发行高增，理财产品小幅扩容。

► 城投债：现结构牛行情，向下沉及久期要收益

城投债走出结构牛行情，各等级品种利差均已压缩至历史低位。在境内融资受限的情况下，为缓解现金流压力及拓宽融资渠道，境外债发行受到城投平台青睐。化债行情叠加“资产荒”背景下，机构持续向下沉及久期要收益，带动各品种利差全线收窄。化债进展受关注，重点省份与非重点省份化债双线推进，强调差异化管理。

► 金融债：机构配置呈下沉倾向，久期可拉至3-5年

TLAC非资本债作为新型品种，发行期限符合基金/理财的久期偏好，估值抗波动能力理论上好于二永债；信用资质和清偿顺序有优势。**银行二永债**机构下沉和拉久期特征明显；预计下半年二永债总发行量约1.1万亿。**券商次级债**流动性弱于二永债，牛市行情持续时有更好的挖掘空间，适合负债端稳定的投资机构关注。**保险次级债**成交活跃度有望持续提升，关注保险永续债的后续发行。

► 地产债：强预期驱动交易行情，期待政策持续发力

政策达到阶段性顶峰，地产债迎来交易行情，中高评级收益率普遍下行。房企销售持续低位调整，销额集中于头部房企；拿地积极性整体一般，部分民企逆势发力；债务压力未明显改善，财务状况承压。政策上，我们认为中央层面可以合理预期财税优惠政策；地方“因城施策”仍有空间，限购在需求较强的城市仍有放松空间。

► 国企产业债：关注收益率较高、行业基本面改善的主体

各行业国企产业债利差全面收窄，仅纺织服饰、家用电器、石油石化还处于10%分位以上位置。企业现金流净额同比改善明显的行业主要包括建筑材料、机械设备、家用电器、汽车、医药生物、石油石化等。以上行业中，2023年经营性净现金流出现改善的企业占比均在65%以上。

► 投资建议

城投债：关注化债、“退平台”、转型、收储等投资主线。**金融债**：久期可拉至3-5年，关注TLAC非资本债、城农商行次级债等资产补充机会；券商、保险次级债与负债端稳定机构适配，关注成交活跃度的提升。**地产债**：强预期背景下仍应保持谨慎，以优质央国房企为主；8月偿债高峰后或可更积极。**国企产业债**：建议关注行业基本面改善、收益率在3%以上、剩余期限在1-3Y的高评级国企产业债，收益和安全性均较好。

风险提示：市场风险超预期，政策边际变化，房地产政策不及预期，经济不及预期。

相关报告

- 1、《精耕细作，静水流深：——2024年利率债中期投资策略》2024.06.14
- 2、《中国经济与利率债2024年投资策略：收益率呈现“V”型趋势，经济反转仍需等待》2023.12.20

正文目录

1.	2024 年上半年信用债市场回顾	4
1.1	利差全面下行，城投压缩幅度最大	4
1.2	供需错配尚未明显改善，资产荒格局进一步深化	5
2.	信用债全品种基本面一览	9
2.1	城投债现结构牛行情，向下沉及久期要收益	9
2.2	金融债各品种收益率显著下行，机构配置呈下沉倾向	13
2.3	地产债：政策放松预期驱动交易行情	23
2.4	国企产业债：各行业利差收窄，经营性净现金流结构性改善	28
3.	投资建议：关注“资产荒”下的资产补充机会	32
3.1	城投债：关注化债、“退平台”、转型、收储等主线	32
3.2	金融债：久期可拉至 3-5 年	37
3.3	地产债：把握政策发力空间，仍以优质央国企为主	39
3.4	国企产业债：关注收益率较高、行业基本面改善的主体	41
4.	风险提示	42

图表目录

图表 1:	城投债、产业债、金融债（不含政金债）整体信用利差走势（BP）	4
图表 2:	1/3/5/7/10 年期中债 AA 中短票信用利差走势（BP）	4
图表 3:	城投、产业、金融债发行与净融资情况（亿元）	5
图表 4:	城投、产业、金融债加权发行期限统计（年）	6
图表 5:	城投、产业、金融债加权票面利率统计（%）	6
图表 6:	2024 年 1-5 月信用债违约统计（亿元，只，%）	6
图表 7:	2024 年 1-5 月信用债违约行业分布（亿元）	6
图表 8:	城投、产业和金融债的票面下限统计（BP）	7
图表 9:	信用债各品种成交金额与换手率统计（亿元，%）	7
图表 10:	基金和理财仍为信用债的主要净买入力量（亿元）	8
图表 11:	2024 年 1-5 月债券型基金发行情况（亿元）	9
图表 12:	2024 年 1-5 月理财产品发行与到期（只）	9
图表 13:	上半年各评级公募城投债利差持续压缩（BP）	9
图表 14:	上半年各评级私募城投债利差持续压缩（BP）	9
图表 15:	城投债 5 月成交规模及换手率情况（亿元，%）	10
图表 16:	上半年利差压缩幅度较大的区域多为化债重点省市（BP）	11
图表 17:	上半年境内债净融资规模中枢有所下行（亿元）	12
图表 18:	上半年美元债发行规模迅速提升（亿美元）	12
图表 19:	公募基金 2024Q1 分区域持仓总市值环比变动（亿元，BP）	12
图表 20:	公募基金 2024Q1 分期限持仓总市值环比变动（亿元，BP）	12
图表 21:	部分省市化债举措梳理	13
图表 22:	各类金融债品种的存续情况（2024/5/28 和 2024/1/1）（亿元）	14
图表 23:	截至 2024/5/28 各类金融债品种平均收益率及估值变动（%，BP）	15
图表 24:	近年关于 AMC 和金融租赁公司的政策文件及主要舆情	16
图表 25:	2024 年年初五大行披露的 TLAC 非资本债发行计划	16
图表 26:	首批 TLAC 非资本债发行明细	17
图表 27:	TLAC 非资本债、二级资本债、永续债核心条款对比	17
图表 28:	3/5Y 银行二级资本债与普通债利差（BP）	18
图表 29:	1-3Y 银行二级资本债收益率走势（%）	19
图表 30:	3-5Y 银行二级资本债收益率走势（%）	19
图表 31:	1-3Y 永续债收益率走势（%）	19
图表 32:	3-5Y 永续债收益率走势（%）	19

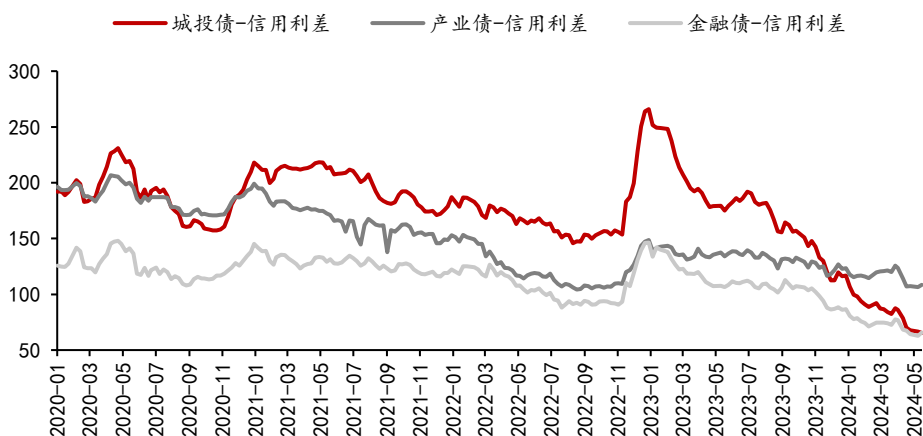
图表 33: 银行二永债分隐含评级/期限的收益率和信用利差表现(截至 2024/5/24)	20
图表 34: 五大行 TLAC 缺口测算与二永债供给压力	20
图表 35: 2023-2024 年银行资本工具批复与剩余额度情况 (截至 2024/5/28)	21
图表 36: 3/5Y 银行二级资本债与普通债利差 (BP)	22
图表 37: AA+级券商普通债和次级债收益率走势 (%)	23
图表 38: AA 级券商普通债和次级债收益率走势 (%)	23
图表 39: 保险次级债 (分隐含评级) 收益率走势 (%)	23
图表 40: 2024 年年初以来中央主要地产政策梳理	24
图表 41: 地产债收益率及信用利差统计 (% , bp)	24
图表 42: 房企当月及累计销售数据 (亿元, %) (列举前 15 家)	25
图表 43: 百强房企每月拿地金额合计与同环比变化 (亿元, %)	26
图表 44: 拿地前 30 强房企当月与累计拿地数据 (亿元, %)	26
图表 45: 各所有制重点房企净负债率 (% , pcts)	27
图表 46: 各所有制重点房企现金短债比 (倍, %)	27
图表 47: 各所有制、各规模重点房企毛利率水平变化 (%)	28
图表 48: 2024 年上半年以来产业债市场情况分析 (亿元)	29
图表 49: 煤炭价格有所回升 (元/吨)	30
图表 50: 港口库存仍在相对高位 (万吨)	30
图表 51: 截至 2024/5/31 国企煤炭债收益率与存续债规模统计 (% , 亿元)	30
图表 52: 钢材价格持续低位徘徊	30
图表 53: 钢厂盈利情况有所好转 (家)	30
图表 54: 截至 2024/5/31 国企钢铁债收益率与存续债规模统计 (% , 亿元)	31
图表 55: 2024 年铜铝价格震荡走强 (美元/吨)	31
图表 56: 黄金价格表现坚挺 (美元/盎司)	31
图表 57: 截至 2024/5/31 国企有色债收益率与存续债规模统计 (% , 亿元)	31
图表 58: 化工行业 2024 年以来利润累计同比有上升趋势 (%)	32
图表 59: 截至 2024/5/31 国企化工债收益率与存续债规模统计 (% , 亿元)	32
图表 60: 各省份 2023 年政府工作报告对化债工作自评及债务压力的表述	33
图表 61: 重点省份获得相对更多特殊再融资债支持 (亿元)	34
图表 62: 重庆市退平台主体公告	34
图表 63: 首发城投平台区域分布 (亿元)	35
图表 64: 首发城投平台募资用途统计	35
图表 65: 募资用途相对宽松的首发城投债	35
图表 66: 产投整合的三种方式及各优缺点	36
图表 67: 人口流入的高能级城市 (亿元、%)	37
图表 68: 银行二级资本债分隐含评级/期限的收益率和信用利差表现 (截至 2025/5/24)	38
图表 69: 银行永续债分隐含评级/期限的收益率和信用利差表现(截至 2025/5/24)	38
图表 70: 截至 2024/5/28 券商次级债收益率与存续债规模统计 (% , 亿元)	39
图表 71: 截至 2024/5/28 保险次级债收益率与存续债规模统计 (% , 亿元)	39
图表 72: 截至 2024/5/28 保险永续债存续情况 (亿元, %, 年)	39
图表 73: 年初至今一二线城市因城施策调整次数 (次)	40
图表 74: 2024 年 8 月偿债高峰后, 地产债到期压力显著下降 (亿元)	41
图表 75: 主体评级 AA+级及以上、估值 3%以上、现金流改善企业占比大于 65%的存续国企产业债 (亿元, 年, %)	41

1. 2024 年上半年信用债市场回顾

1.1 利差全面下行，城投压缩幅度最大

2024 年初至今，在资产荒的影响下，信用债表现强势，各品种信用利差全面下行，城投债、产业债和金融债的信用利差分别压缩 41.23BP、9.20BP 和 14.88BP。其中，城投债在化债行情的助推下，利差压缩幅度最大，持续创下新低；在高息资产缺位逻辑下，以银行二永债为代表的金融债的关注度出现进一步上升。总体来看，除了 3 月受债市止盈情绪等影响收益率短暂小幅上行外，信用债收益率总体呈现下行态势，利差极致压缩下高息资产难寻，下沉挖掘收益的空间愈发有限。

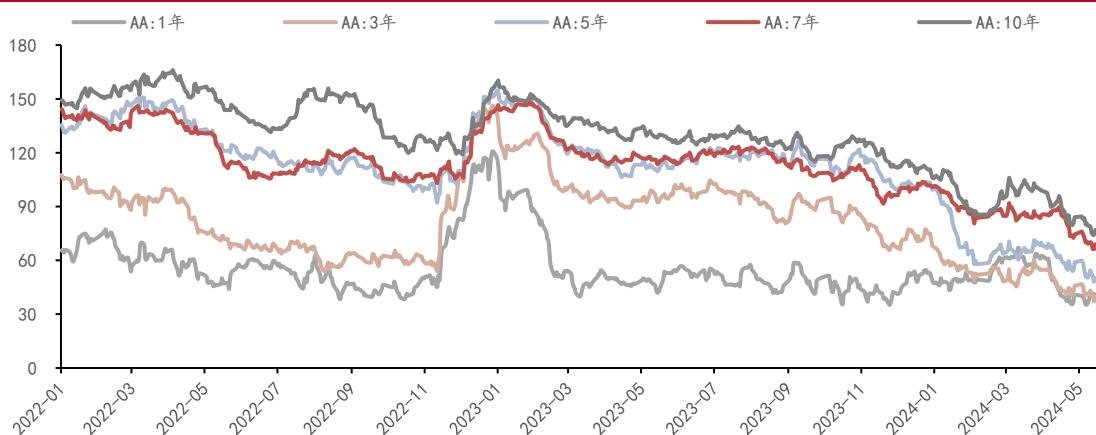
图表1：城投债、产业债、金融债（不含政金债）整体信用利差走势（BP）



资料来源：Wind，国联证券研究所

分期限来看，2024 年初至 5 月 22 日，1/3/5/7/10 年期中债 AA 中短票信用利差已分别下行 6.91bps、31.87bps、50.42bps、31.00bps 和 30.62bps。短端利差下行空间变窄后，市场开始向久期要收益，5 年期信用债表现最为亮眼。值得注意的是，7 年期以上的超长信用债自 4 月中下旬以来受到热捧，其利差进行了一轮快速压缩，5 月中下旬出现小幅回调后，相对其他期限品种仍有一定的参与空间。

图表2：1/3/5/7/10 年期中债 AA 中短票信用利差走势（BP）



资料来源：iFind，国联证券研究所

1.2 供需错配尚未明显改善，资产荒格局进一步深化

1.2.1 供给端：净融资出现分化，融资成本全面下行

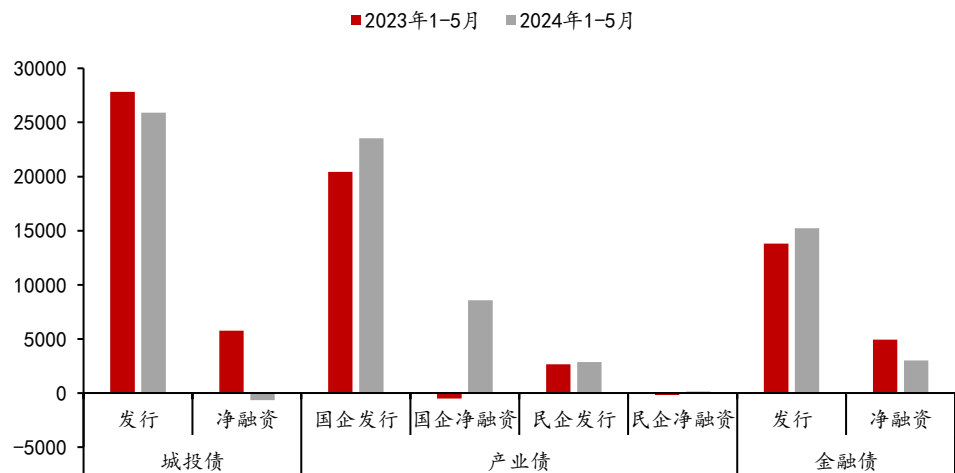
截至 2024 年 5 月 22 日，信用债共发行 6.75 万亿，净融资 1.11 万亿，从整体来看供给压力略有缓解，但不同品种间存在较大分化。

城投债方面，在控增化存的基调下，发审端持续从严，新增融资受到较大阻力，借新还旧依然是募资主流。截至 2024 年 5 月 22 日，城投债累计发行 2.59 万亿，净融资为-661 亿，较去年同期减少 8258 亿，进一步加剧了资产荒的现象。

产业债方面，收益率持续走低后债券融资成本优势凸显，叠加政策端对民企多渠道融资的鼓励，产业债发行出现高增。截至 2024 年 5 月 22 日，产业债累计发行 2.64 万亿，同比增加 3302.75 亿（国企增加 3102.38 亿，民企增加 200.27 亿）；净融资 8718.10 亿，同比增加 9405.62 亿（国企增加 9071.67 亿，民企增加 333.95 亿），国企和民企均扭转了去年同期净融资为负的局面。

金融债方面，到期压力较大，净融资出现缩量。截至 2024 年 5 月 22 日，金融债累计发行 1.52 万亿，同比增加 1432 亿，但净融资 3010 亿，同比减少 1919 亿，或为到期压力较大所致。

图表3：城投、产业、金融债发行与净融资情况（亿元）



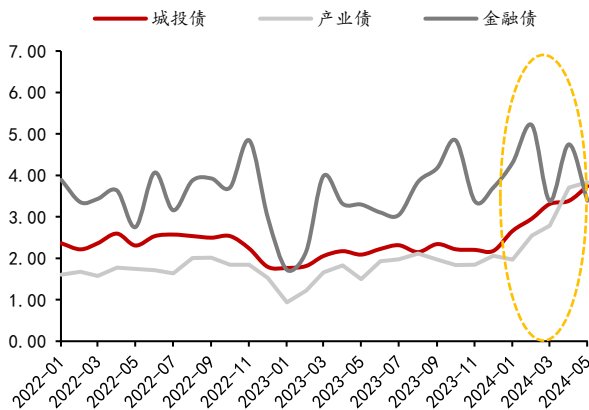
资料来源：iFind，国联证券研究所

在资产荒的大背景下，城投债和产业债的发行期限持续拉长，其加权平均发行期限至 5 月下旬已分别上升至 3.74 年和 3.84 年，并且有一些优质城投主体或高评级央企开始陆续发行 10 年期以上的超长信用债。

发行成本方面，2024 年以来城投债、产业债、金融债的发行利率全面走低，去年年末至今已分别下降 79.34bps、100.97bps 和 78.95bps，其中不少城投债选择下调票面利率，更加速了这一趋势。发行利率持续走低的背后，一是基础利率年初以来持续走低，进而对信用债收益率造成影响；二是供需不平衡进一步加剧，对票息形成

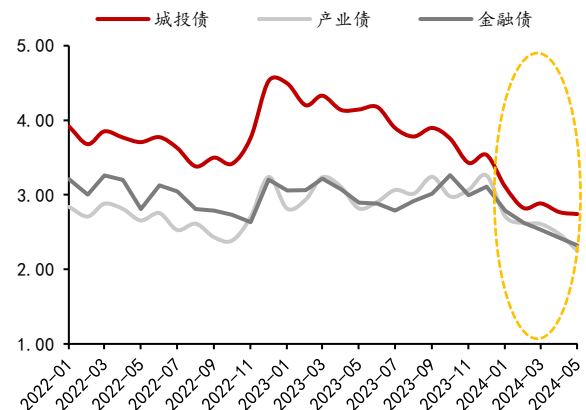
压降。

图表4：城投、产业、金融债加权发行期限统计（年）



资料来源：ifind，国联证券研究所

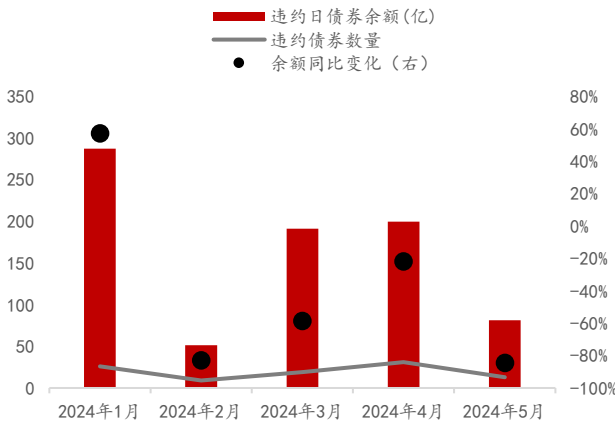
图表5：城投、产业、金融债加权票面利率统计（%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

此外，2024年以来我国债券的市场风险也处于持续化解中，重点行业违约情况较去年有所收敛。截至2024年5月31日，今年债券市场已有98家发行人出现违约（含展期和海外债），违约数量同比减少47.3%；违约规模810.82亿元，较去年同期下降53.07%。从行业分布来看，2024年信用债风险暴露仍以房地产企业为主。在房地产政策持续优化的背景下，地产行业违约情况与去年相比已出现明显收缩，但销售低迷之下风险尚未出清。

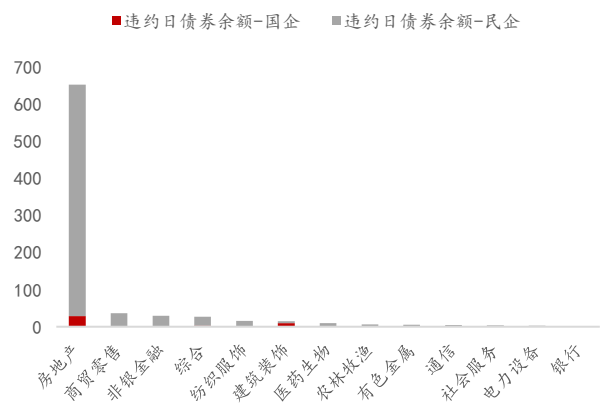
图表6：2024年1-5月信用债违约统计（亿元，只，%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

注：违约包含展期和海外债，使用违约日债券余额作为对规模的衡量

图表7：2024年1-5月信用债违约行业分布（亿元）



资料来源：ifind，国联证券研究所

注：违约包含展期和海外债，使用违约日债券余额作为对规模的衡量

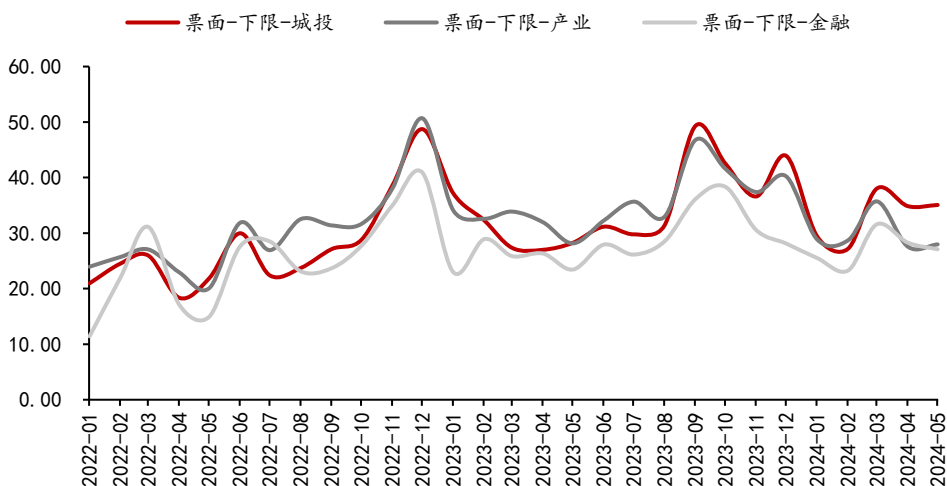
1.2.2 需求端：金融债成交热度上升，保险增加超长债配置

（1）一级观察：3月“发飞”后认购情绪有所好转

2024年以来信用债的认购情绪出现一定波动。开年以来，资金面转松，机构抢券热度上升，1-2月城投和产业债的票面下限较上年末均出现明显下降。进入3月发行高峰，受供给压力、跨季资金面收紧等因素影响，不少城投债出现“发飞”现象，

市场认购情绪出现下滑，不过这种现象并未持续太久，4月认购情绪再度好转。

图表8：城投、产业和金融债的票面下限统计（BP）



资料来源：iFind，国联证券研究所

(2) 二级观察：1-3Y 二永债成交活跃度最高

从信用债成交规模来看，国企产业债是总成交规模最大的券种，今年以来（截至5月19日）成交总金额达到了6.66万亿元，其中1-3年期品种的成交量最大；银行二永债次之，成交总金额为4.39万亿。从变化来看，银行普通债的成交总额较去年同期增长2007亿，券商普通债和保险次级债也有不同程度的增长。

从信用债成交换手率来看，成交活跃度最高的是1-3年期的商业银行二永债，今年以来的总换手率达到了105%；活跃度上升幅度最为明显的则是0-1年期银行普通债和5-7年期银行二永债，总换手率同比分别上升39个百分点和33个百分点。1-3年期二永债兼具相对的流动性与安全性，对机构负债端稳定性的要求也不会过高，或为其成交热度高居首位的主要原因。

图表9：信用债各品种成交金额与换手率统计（亿元，%）

成交金额 (亿元)	0-1Y		1-3Y		3-5Y		5-7Y		7Y 以上	
	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5
城投债	21834	18779	27421	26294	1734	2037	106	117	71	360
国企产业债	45564	19702	39258	37752	17565	7507	491	608	1114	1078
民企产业债	6138	3279	6483	4990	2484	425	4	3	40	6
银行二永债	3229	5828	21448	24963	18958	12548	19	363	261	215
银行普通债	1269	4201	13356	12410	20	40	-	-	-	-
券商次级债	130	50	279	243	261	188	-	-	-	-
券商普通债	1115	1196	928	1218	207	145	-	0	24	14
保险次级债	58	32	701	769	196	482	-	-	-	-
换手率 (%)	0-1Y		1-3Y		3-5Y		5-7Y		7Y 以上	
	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5	2023.1-5	2024.1-5
城投债	86%	63%	57%	45%	27%	22%	13%	10%	10%	18%

国企产业债	61%	43%	43%	48%	56%	41%	11%	16%	7%	9%
民企产业债	36%	42%	39%	41%	65%	29%	2%	2%	7%	1%
银行二永债	65%	64%	93%	105%	90%	78%	3%	36%	8%	4%
银行普通债	24%	63%	69%	58%	3%	14%	-	-	-	-
券商次级债	12%	5%	10%	8%	17%	13%	-	-	-	-
券商普通债	21%	20%	11%	14%	13%	10%	-	0%	3%	2%
保险次级债	11%	8%	52%	61%	27%	41%	-	-	-	-

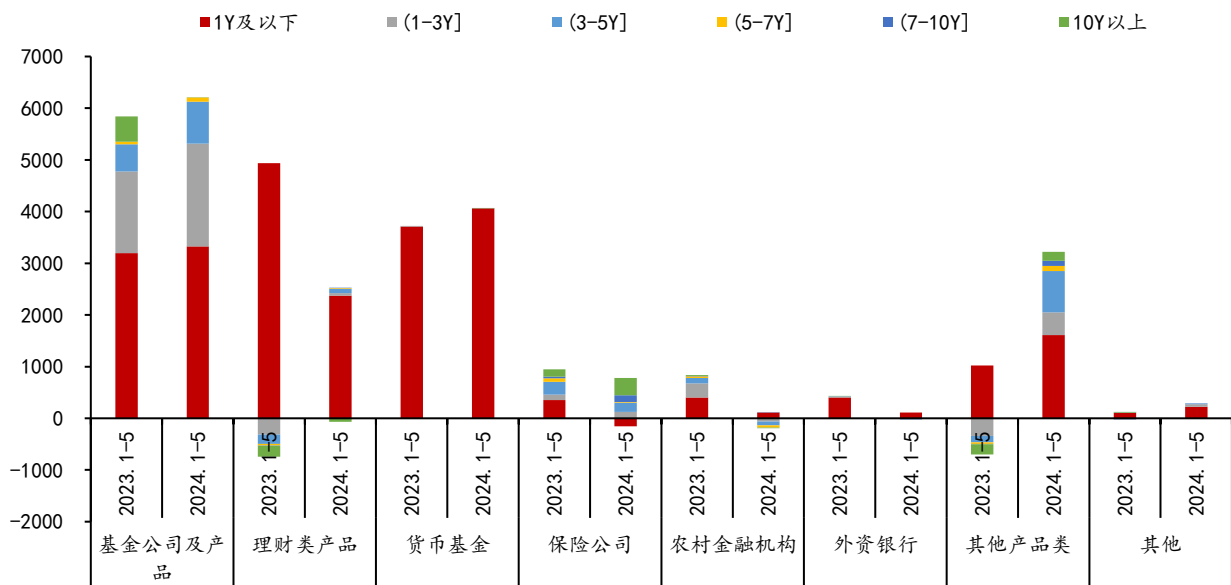
资料来源：iFind，国联证券研究所

注：2023.01-2023.5.21 和 2024.01-2024.5.19 数据；0-1Y 不包括 0.25 年以内的债券

(3) 机构配置视角：基金和理财仍为主要净买入力量

2024 年初至 5 月 19 日，基金的信用债净买入规模同比增加 373 亿，其中 1-3 年期和 3-5 年期的占比出现上升。保险受益于负债端的稳定，今年以来明显加大对超长信用债的配置，7 年期及以上信用债的净买入规模占比过半。理财仍以短端配置为主，今年少量增加了 3-5 年期的品种，但整体净买入规模较去年同期显著下滑。农商行的净买入力量也出现明显减弱，基本以 1 年期以下的品种为主，同时净卖出其他期限。

图表10：基金和理财仍为信用债的主要净买入力量（亿元）

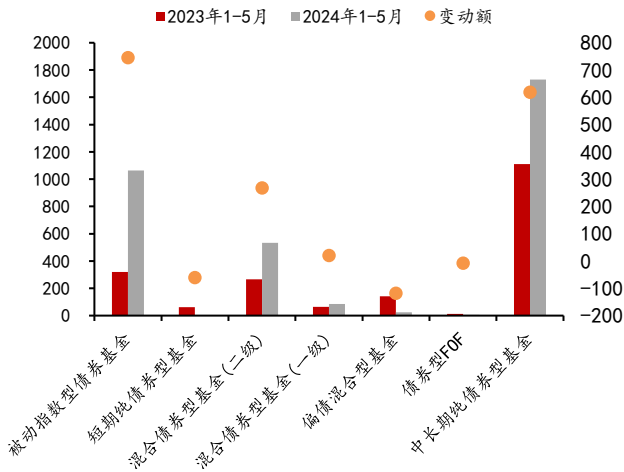


资料来源：Wind，国联证券研究所

注：2023.01-2023.5.21 和 2024.01-2024.5.19 数据

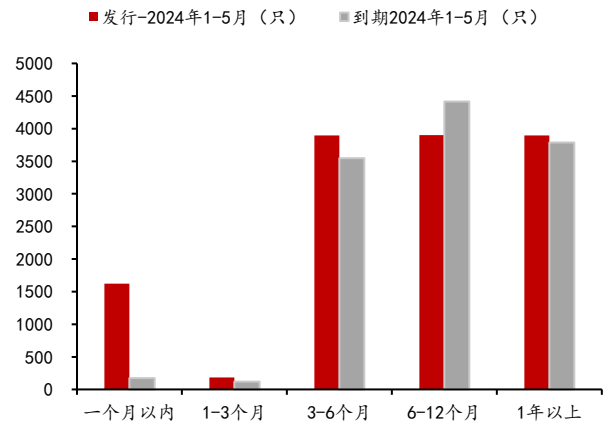
2024 年 1-5 月，债券型基金累计发行 297 只产品，发行份额达 3440.81 亿元，同比增加 74.09%。债券型基金发行高增主要得益于债券牛市行情下机构和个人投资者踊跃的配置需求，其中被动指数型债券基金同比增幅最大，为 233.39%；中长期纯债基金依然占比最大，为 50.29%。理财产品同样实现小幅扩容，2024 年 1-5 月，银行理财产品新发行 1.35 万只，截至 5 月末存续规模达 21.12 万亿，较去年年末增加 0.38%。

图表11：2024年1-5月债券型基金发行情况（亿元）



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表12：2024年1-5月理财产品发行与到期（只）



资料来源：Wind，国联证券研究所

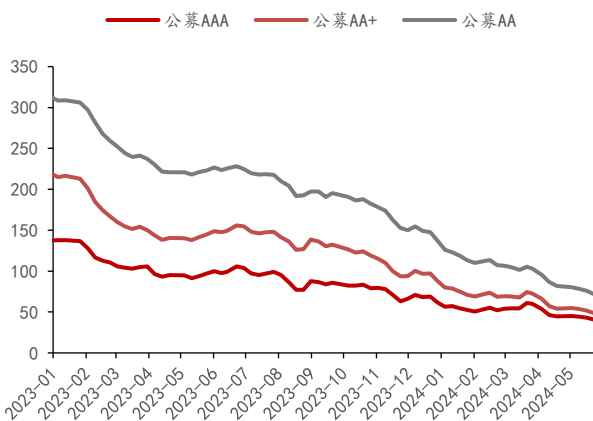
2. 信用债全品种基本面一览

2.1 城投债现结构牛行情，向下沉及久期要收益

2.1.1 上半年“资产荒”推动城投结构牛行情

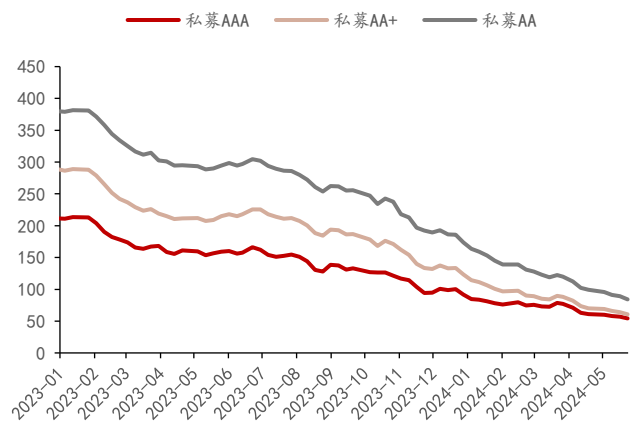
2024年上半年，融资收紧叠加“资产荒”背景下城投债走出结构牛行情，各等级品种利差均已压缩至历史低位。从主体评级来看，AAA、AA+、AA公募城投债利差分别下行21、39、65bps；AAA、AA+、AA私募城投债利差分别下行38、63、90bps，中低评级利差压缩幅度更大，机构上半年下沉情绪仍浓。

图表13：上半年各评级公募城投债利差持续压缩（BP）



资料来源：wind，国联证券研究所

图表14：上半年各评级私募城投债利差持续压缩（BP）



资料来源：wind，国联证券研究所

从城投债二级交易指标来看，5月城投债成交热度主要集中在强资质省份，如江苏、浙江、山东、广东、福建、四川等地，但成交规模整体缩量，期限方面以0-3Y中短期限为主。换手率方面，0-1Y流动性最优；部分弱资质区域1-3Y品种的流动性增强，如青海、宁夏、西藏、海南等；3-5Y品种中云南、海南、山西等地的流动性相

对更高。

图表15：城投债5月成交规模及换手率情况（亿元，%）

地区	5月成交量				成交量变动				5月换手率			
	0-1Y	1-3Y	3-5Y	>5Y	0-1Y	1-3Y	3-5Y	>5Y	0-1Y	1-3Y	3-5Y	>5Y
江苏	600	713	141	53	-436	-530	-168	-70	11%	6%	4%	7%
浙江	255	261	123	41	-78	-148	-125	-13	15%	5%	3%	5%
山东	116	360	212	11	-179	-145	-160	-25	7%	8%	8%	3%
广东	251	322	125	33	-338	-135	-29	-82	17%	13%	8%	4%
福建	102	108	69	24	-34	-68	-48	-5	14%	6%	6%	5%
四川	72	220	225	26	-43	62	-74	-26	9%	8%	8%	5%
北京	175	151	136	19	-81	-30	-76	11	18%	6%	9%	4%
湖南	129	143	137	10	-110	-56	-26	-6	14%	7%	8%	4%
安徽	88	119	23	17	-30	-100	-46	-21	10%	6%	3%	9%
重庆	57	145	121	12	-40	-5	-111	-53	9%	10%	6%	5%
天津	97	101	37	1	-121	-133	-71	-1	8%	9%	12%	2%
湖北	131	129	78	19	-119	-76	-84	-7	16%	8%	5%	4%
山西	67	135	95	1	-44	-22	-57	-	11%	8%	18%	1%
江西	82	176	110	6	-171	-45	-19	-42	9%	11%	11%	3%
河南	64	137	73	2	-30	-61	-53	-5	8%	7%	7%	1%
广西	38	86	13	-	-21	-4	-22	-	9%	8%	3%	-
云南	80	119	20	-	-30	-175	11	-	9%	15%	51%	-
上海	84	114	41	12	-131	-14	-97	1	13%	10%	4%	7%
陕西	84	76	20	2	-12	-38	-48	-21	13%	6%	5%	2%
河北	31	79	35	2	7	-64	-30	-8	9%	8%	10%	4%
新疆	26	20	3	0	-38	-54	-6	-2	8%	3%	2%	2%
贵州	25	11	4	-	15	-9	3	-	20%	4%	2%	-
辽宁	-	1	-	1	-4	-11	-	-11	-	1%	-	8%
甘肃	14	14	-	-	-23	-33	-	-	6%	6%	-	-
吉林	2	16	2	1	-1	-1	-5	-3	4%	5%	1%	2%
黑龙江	0	1	-	-	0	-4	-	-	1%	1%	-	-
青海	0	4	1	-	-1	1	-13	-	2%	21%	3%	-
内蒙古	-	-	-	-	-1	-	-	-	-	-	-	-
宁夏	3	7	-	-	2	4	-	-	27%	37%	-	-
西藏	1	6	3	-	0	3	-2	-	5%	14%	3%	-
香港	-	7	15	0	-	-1	1	-3	-	17%	17%	1%
海南	-	8	14	-	-1	-7	-5	-	-	32%	20%	-

资料来源：ifind，国联证券研究所

从区域利差表现来看，利差压缩幅度较大的区域多为化债重点省份，其中排在前列的省份包括青海、黑龙江、内蒙古、广西、辽宁、重庆、贵州等。经济实力较强的省市利差压缩空间有限，因此今年以来压缩幅度整体较小，如上海、北京、广东、福建、江苏等地。

图表16: 上半年利差压缩幅度较大的区域多为化债重点省市 (BP)

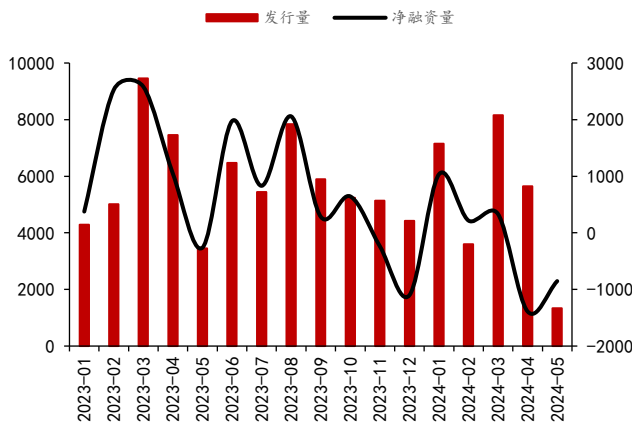
日期	01/26	02/23	03/29	04/26	05/31	较年初 变化	日期	01/26	02/23	03/29	04/26	05/31	较年初 变化
青海省	640.3	395.4	270.5	179.0	126.3	-514.0	甘肃省	87.7	77.0	80.0	56.2	57.2	-30.6
黑龙江省	182.7	174.0	148.8	107.1	93.2	-89.5	河北省	78.3	76.6	79.2	58.8	49.7	-28.7
内蒙古自治区	84.2	100.4				-84.2	湖北省	77.1	73.6	73.8	53.8	49.1	-28.0
广西壮族自治区	119.0	105.0	96.3	75.7	65.2	-53.8	天津	91.3	89.9	95.7	72.8	65.2	-26.1
辽宁省	126.8	122.7	111.6	83.1	76.9	-49.9	江西省	70.5	70.4	72.5	53.3	47.4	-23.1
重庆	103.5	94.3	89.6	69.2	58.7	-44.7	新疆维吾尔自治区	73.6	75.7	75.4	56.1	51.2	-22.4
贵州省	160.5	167.1	153.1	132.8	117.0	-43.5	安徽省	63.0	64.4	66.6	47.5	43.8	-19.2
山东省	103.4	96.4	89.9	71.4	61.3	-42.1	浙江省	56.2	56.6	60.1	41.5	37.7	-18.5
四川省	97.7	90.0	85.2	65.8	55.7	-41.9	山西省	58.5	61.3	65.8	44.7	40.8	-17.7
吉林省	103.9	96.1	94.2	69.8	63.6	-40.3	江苏省	59.1	62.1	65.9	46.2	43.2	-15.9
云南省	107.0	100.8	100.3	83.0	72.3	-34.7	宁夏回族自治区	62.0	69.5	79.9	54.1	47.1	-14.9
湖南省	87.0	80.4	80.2	59.6	52.9	-34.1	福建省	51.9	52.2	57.7	42.8	39.5	-12.3
海南省	77.6	70.0	73.5	53.7	44.1	-33.5	香港	41.6	41.2	44.3	34.6	29.9	-11.6
陕西省	102.9	97.9	97.8	79.2	69.4	-33.5	广东省	48.9	49.7	55.7	40.2	37.9	-11.0
西藏自治区	106.8	109.2	108.1	79.9	74.0	-32.8	北京	56.3	56.2	65.4	51.8	46.3	-10.0
河南省	78.8	75.0	75.9	52.8	48.0	-30.9	上海	45.2	46.9	55.6	41.5	37.9	-7.3

资料来源: wind, 国联证券研究所

2.1.2 境内融资受限, 境外融资渠道受追捧

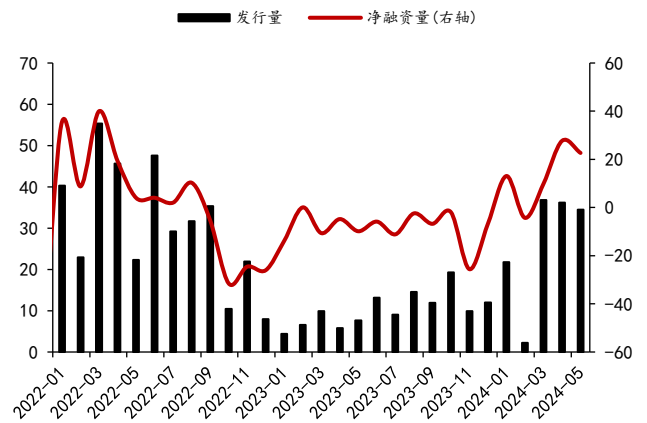
在境内融资受限的情况下, 为缓解现金流压力及拓宽融资渠道, 境外债发行受到城投平台青睐。上半年城投融资政策未见放松, 当前仍处于融资紧周期。截至2024/5/22, 境内城投债发行2.59万亿、净融资-661亿元, 较去年同期缩量明显。此外, 上半年公募城投债发行用途为借新还旧占比达96%左右。与此同时, 境外债因可突破新增、发行流程简单受到平台青睐, 去年四季度开始美元债发行规模迅速走高, 上半年共发行美元债131.46亿美元, 净融资69.01亿美元, 其中4月发行36.21亿美元, 净融资27.69亿美元, 为2022年3月以来的高点。

图表17：上半年境内债净融资规模中枢有所下行（亿元）



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表18：上半年美元债发行规模迅速提升（亿美元）

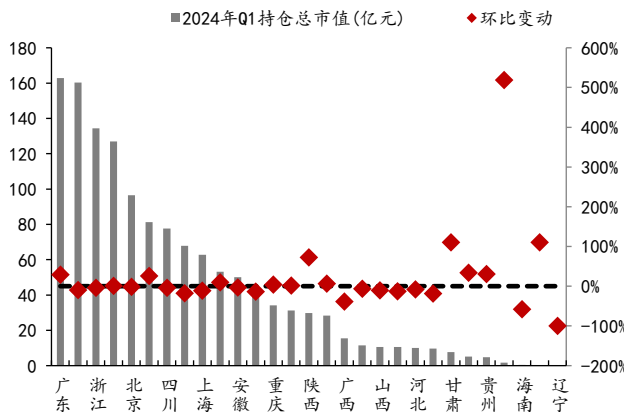


资料来源：DM，国联证券研究所

2.1.3 机构继续向下沉及久期要收益

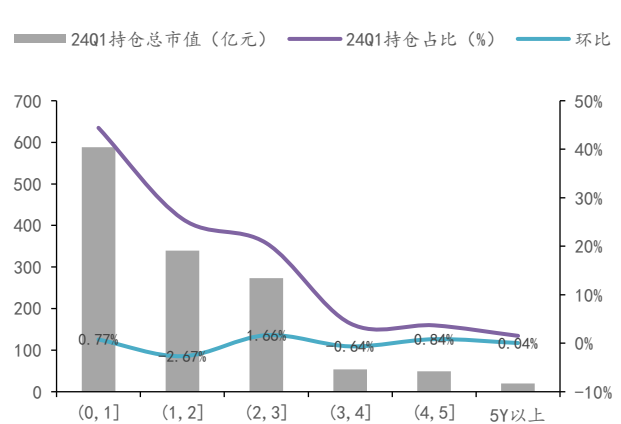
上半年机构继续向下沉和久期要收益。从公募基金 2024 年 Q1 分区域持仓总市值来看，环比增幅靠前省份包括宁夏、甘肃、青海、陕西、西藏、贵州等相对较弱资质省份，机构下沉情绪浓厚。从其持仓的期限分布来看，1-2Y 环比降幅较大，2-3Y 环比增幅最高。整体来看，机构普遍采用下沉、拉久期等策略增厚收益。

图表19：公募基金 2024Q1 分区域持仓总市值环比变动（亿元，BP）



资料来源：wind，国联证券研究所

图表20：公募基金 2024Q1 分期限持仓总市值环比变动（亿元，BP）



资料来源：wind，国联证券研究所

2.1.4 各省份化债进展持续受到市场关注

化债行情催化下，省份化债进程成为市场关注热点。上半年重点省份与非重点省份化债双线推进，强调差异化管理。重点省份主要依靠上级政策支持，其他省份则因地制宜进行组合拳式化债。

具体来看，对于重点省份，部分地区明确提出争取上级支持。贵州、云南、甘肃等西部地区明确提出“争取上级支持/中央支持”、“以转移支付资金为重点”等方式，并多次强调协调金融机构进行债务展期、降息、重组，以达到时间换空间的目的。宁夏、天津、吉林、贵州等地较为重视区域内国有企业/城投平台的转型发展，如宁夏

支持国企通过市场化手段多渠道争取融资支持；天津以“一企一策”为方向明确将扭亏无望的企业纳入出清范围；吉林提出分类加快融资平台改革转型；贵州提出加快“去平台、市场化”进程，提升国有企业造血能力。此外，争取特殊再融资债置换、设立化债基金、做好债务摸排监控等方式也多次被各重点省份提及。

对于其他省份，则因地制宜进行组合拳式化债。江苏和浙江更加重视从当地城投平台入手，通过平台整合、市场化转型、存量资产盘活等方式增强其造血功能，防范化解债务风险。中部省份如安徽、湖北、湖南、江西，在省级层面主要强调通过特殊再融资债偿还存量债务，具体到各地市和区县则更加强“一县一策”、“一债一策”的精准式化债以及“1+N+X”、“1+N”的组合拳式化债。陕西、山东、河南、河北、四川的化债手段较为多元，再融资债、平台市场化转型、存量资产盘活、建制县试点、金融机构协调化债等均有提及。

图表21：部分省市化债举措梳理

日期	区域(省)	区域(市/区)	化债政策
2024/5/29	内蒙古自治区	呼伦贝尔市	鄂伦春自治旗：积极争取上级财力性转移支付，提高年初预算安排化债资金能力
2024/5/28	重庆市	黔江区	重庆市黔江区：大力置换高息债务，通过争取国市化债政策支持等筹集资金，2022年区属国企未增加政府隐性债务
2024/5/21	河北省	承德市	承德市国资委：实行企业发债预算管理，认真研究公募REITs等股权类融资方式，合理优化债务结构
	江苏省	镇江市	镇江市句容市：成功申报财政部化债建制县试点，顺利完成15家融资平台公司压降转型工作
2024/5/10	安徽省	淮南市	淮南市：优化政府举债融资机制，加强债务动态监管，稳妥有序化解隐性债务风险
		铜陵市	铜陵市财政局：合理编制化债方案，多渠道筹措化债资金，及时足额偿还到期债券本金7.5亿元
2024/5/8	湖北省	荆门市	荆门市：以化债为切入点统筹化债和发展，把清理盘活国有“三资”作为大财政体系建设的基础
		孝感市	孝感市：以化债为切入点全面盘活国有“三资”，推进大财政体系建设
2024/5/7	湖南省	株洲市	株洲市市长：加大化债、保交楼工作力度，全力争取专项债、超长期特别国债支持
	山西省	临汾市	山西省临汾市：严格控制一般性支出，腾出更多资金用于化债
2024/4/28	重庆市	/	重庆发展投资公司：统筹推进区县政府化债和国企改革重组工作，加强公司流动性管理和久期管理
	青海省	海东市	青海省海东市：一季度以砸锅卖铁的決心化解债务6.33亿元，化债率达10.4%
	内蒙古自治区	/	内蒙古自治区政府常务会议：审议通过“四个一批”化债、建立政府债务管理机制等方案
2024/4/26	湖南省	长沙市	长沙市：制定《庆城县债务优化方案》，2024年一季度化解隐性债务620万元
		湘西土家族苗族自治州	湖南省永顺县：严格落实“六个一批”化债措施，累计完成隐性债务化解24.752亿元，无新增隐性债务
2024/4/25	江西省	抚州市	抚州市：全面落实好防范化解地方债务风险“1+9”方案等工作举措，稳妥处置化解各类重点领域金融风险
		赣州市	龙南市：加强财政承受能力和融资债务偿还、管理、决策评估论证，有序化解存量隐性债务
2024/4/24	湖南省	湘潭市	湘潭市委书记：稳妥处置地方政府债务风险，确保债务不返红，形成全市合力抓化债
	宁夏回族自治区	银川市	银川市：严格落实“一揽子”债务化解工作任务，一季度市属国企到期债务本息合计12.25亿元，已全部按时兑付
2024/4/23	湖南省	常德市	常德市：切实强化防化债主体责任，坚持“一债一策”“一企一策”，积极落实到期偿债资金来源
	山东省	滨州市	滨州市地方金融监管局：密切关注涉地炼、钢铁、焦化产能转移退出企业的金融债务风险化解
	云南省	楚雄彝族自治州	楚雄州：加强法定债务和隐性债务风险监督，抓实债务化解，坚决守牢风险底线

资料来源：各地政府官网，DM，国联证券研究所

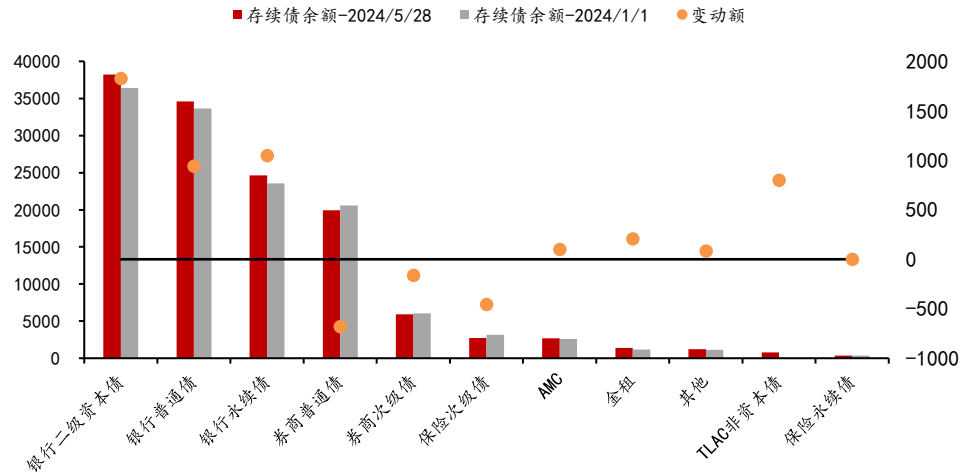
2.2 金融债各品种收益率显著下行，机构配置呈下沉倾向

2.2.1 金融债全品种概览

我们统计了截至2024/5/28各类型金融债（不含政金债，下同）的存续情况，商业银行债共计97460.57亿元（其中普通债34604.22亿元、永续债24621.00亿元、二级资本债38235.35亿元）、证券公司债25819.26亿元（其中普通债19917.12亿元、次级债5902.14亿元）、保险公司债3070.20亿元（其中次级债2712.50亿元，

永续债 357.70 亿元)、AMC 和金融租赁债分别 2700.00 亿元和 1378.80 亿元。相较于今年年初, 以上统计口径金融债品种的存量债余额由 128717.78 亿元上升到了 132433.08 亿元, 增长 3715.30 亿元; 其中增长规模最大的为银行二级资本债 (增长 1829.50 亿元), 增长幅度最大的为金融租赁债, 同比变化 17.82%。

图表22: 各类金融债品种的存续情况 (2024/5/28 和 2024/1/1) (亿元)



资料来源: iFind, 国联证券研究所
注: 券商普通债包含公司债与短融

同时, 我们还统计了截至 2024/5/28 各类金融债品种的平均估值收益率和变动情况: 自今年年初以来, 各品种的收益率都出现了显著的下行变化, 大部分下行超过 50BP。其中下行幅度较大的主要集中于在 AA-级和 AA 级品种, 反映出机构的下沉方向, 包括 AA-级银行永续债、AA-级银行二级资本债、AA 级券商普通债、AA-级券商次级债、AA 级 1-3 年期 AMC 金融债等。截至 2024/5/28, 平均收益率在 2.8%以上的品种已经较少, 主要分布于 AA-级 3-5 年期。

图表23：截至 2024/5/28 各类金融债品种平均收益率及估值变动（%，BP）

品种	隐含评级	平均估值收益率（%）				估值较年初变动（BP）			
		0-1Y	1-3Y	3-5Y	>5Y	0-1Y	1-3Y	3-5Y	>5Y
银行二级资本债	AAA-	2.07	2.20	2.37	2.62	-61	-63	-63	-51
	AA+	2.08	2.20	2.41	2.63	-63	-67	-64	-55
	AA	2.19	2.29	2.58	2.88	-73	-75	-73	-59
	AA-	2.60	2.66	3.01	-	-75	-84	-93	-
银行永续债	AAA-	2.08	2.23	2.43	-	-65	-65	-62	-
	AA+	2.12	2.25	2.50	-	-65	-72	-81	-
	AA	2.24	2.38	2.63	-	-89	-89	-94	-
	AA-	2.65	2.88	3.13	-	-143	-122	-132	-
银行普通债	AAA	1.95	2.12	2.25	-	-57	-47	-44	-
	AAA-	2.02	2.17	2.29	-	-55	-48	-47	-
	AA+	2.05	2.22	-	-	-57	-49	-	-
	AA	2.11	2.30	2.45	-	-62	-51	-62	-
券商普通债	AAA	2.03	2.16	2.34	2.60	-54	-57	-56	-44
	AAA-	2.04	2.20	2.35	-	-57	-61	-57	-
	AA+	2.10	2.27	2.43	-	-63	-67	-62	-
	AA	2.38	2.59	2.69	-	-89	-84	-	-
券商次级债	AAA-	2.07	2.26	2.43	-	-56	-64	-75	-
	AA+	2.09	2.28	2.50	-	-60	-71	-81	-
	AA	2.18	2.37	-	-	-70	-82	-	-
	AA-	2.36	3.35	5.45	-	-83	-86	-110	-
保险次级债	AA+	2.15	2.52	2.44	-	-67	-63	-62	-
	AA	2.15	2.27	2.54	-	-69	-66	-61	-
	AA-	-	2.49	2.88	-	-	-82	-71	-
保险永续债	AA+	-	-	2.66	-	-	-	-59	-
	AA	-	-	2.71	-	-	-	-58	-
AMC	AAA-	2.11	2.36	2.52	2.68	-69	-66	-71	-70
	AA+	2.25	2.51	2.88	-	-86	-98	-82	-
	AA	2.30	3.07	-	-	-68	-197	-	-
金租	AAA-	1.93	2.24	-	-	-65	-55	-	-
	AA+	2.18	2.33	-	-	-65	-64	-	-
	AA	-	2.76	-	-	-	-	-	-

资料来源：iFind，国联证券研究所
 注：0-1Y 不包括 0.25 年以下的债券

除了传统的银行、券商、保险债外，今年以来 AMC、金租等小品种债券也表现出了一定热度优势。AMC 平台以不良资产收购与处置为核心业务，在存量资产盘活、不良资产化解等方面具有重要地位和广泛经验，在化债的大背景下或存在业务开拓机会，其 AA 级 1-3 年期债券今年以来已下行 197BP，近期虽然存在一定舆情扰动，但总体来看 AMC 平台牌照具有一定稀缺性，仍有一定的安全垫。金租公司以银行系背景为主，注册资本较高，实力也相对雄厚。强监管环境下，金融租赁行业也越来越强调回归主业、加强内控管理等。从估值水平来看，金租公司债当前收益率普遍偏低，1-3 年期收益率在 2.2%-2.8% 附近。

图表24：近年关于 AMC 和金融租赁公司的政策文件及主要舆情

机构类型	政策文件/舆情	内容
AMC	《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》	对地方 AMC 的设立流程、业务范围、区域限制、融资限制等方面作出要求，初步形成了全国统一的监管框架
	《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》	健全监管体系，明确地方金融组织定义和持牌经营，限制展业区域
	舆情-国厚资产债务逾期持续发酵	截至 2024 年 1 月 2 日，国厚资产到期未偿债务金额共计 2.98 亿元，涉及应还款机构共 9 个，对其业务经营和偿债能力造成严重影响
金租	《国家金融监督管理总局关于促进金融租赁公司规范经营和合规管理的通知》	完善金融租赁公司监管制度，深化对行业发展的规律性认识，推动金融租赁行业从服务经济社会高质量发展大局出发，找准功能定位，聚焦主责主业，为实体经济提供特色化金融服务，纠正部分金融租赁公司存在的大股东不当干预、公司治理和内控机制缺陷、租赁物管理不到位等问题
	《中国银保监会办公厅关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》	解决前期部分金融租赁公司开展融资租赁业务过程中，存在以融物为名变相开展“类信贷”业务、虚构或低值高买租赁物、变相新增地方政府隐性债务等问题
	《金融租赁公司项目公司管理办法》	(1) 明确《办法》的法律依据、项目公司定义及通过项目公司开展融资租赁交易的租赁物范围。(2) 明确项目公司设立地点、设立资格条件、设立原则及业务范围。(3) 要求金融租赁公司、专业子公司遵循并表、穿透管理原则管理项目公司等

资料来源：普益标准、中国经营网、金融监管总局、银保监会，国联证券研究所

2.2.2 TLAC 非资本债：期限灵活、安全性较高的新型品种

TLAC 非资本债券是指全球系统重要性银行 (G-SIBs) 为满足总损失吸收能力 (Total Loss-Absorbing Capacity, TLAC) 要求而发行的、具有吸收损失功能、不属于商业银行资本的金融债券。为达到监管要求的 TLAC 比率，我国五大行在 2024 年年初相继披露 TLAC 非资本债券的拟发行计划，其中工、农、中、建、交分别计划发行不超过 600 亿、500 亿、1500 亿、500 亿和 1300 亿的 TLAC 非资本债，发行总规模不超过 4400 亿元，基本拟于 2 年内完成发行。

图表25：2024 年年初五大行披露的 TLAC 非资本债发行计划

	工商银行	农业银行	中国银行	建设银行	交通银行
工具类型	总损失吸收能力非资本债务工具	减记型总损失吸收能力非资本债券	总损失吸收能力非资本债务工具	总损失吸收能力非资本债券	总损失吸收能力非资本债券
发行市场	境内市场	境内外市场	境内外市场	境内外市场	境内外市场
发行期限	-	不少于 1 年期	不少于 1 年期	不少于 1 年期	不少于 1 年期
计划发行规模	600 亿	500 亿	1500 亿元	500 亿元	1300 亿元
决议有效期	金管局批准后 24 个月	截至 2024/12/31	截至 2025/8/29	截至 2025/6/30	截至 2024/12/31

资料来源：iFind 公司公告，国联证券研究所

截至目前，首批 TLAC 非资本债已经落地，发行规模合计 800 亿。5 月 15 日，工商银行发行全国首只 TLAC 非资本债，其中品种一发行规模 300 亿，为 3+1 年期，票面利率 2.25%；品种二发行规模 100 亿，为 5+1 年期，票面利率 2.35%。随后中国银

行在5月16日也发行了规模合计达400亿的TLAC资本债券，其中品种一发行规模250亿，为3+1年期，票面利率2.25%；品种二发行规模150亿，为5+1年期，票面利率2.35%。

图表26：首批TLAC非资本债发行明细

发行要素	工商银行		中国银行	
	品种一	品种二	品种一	品种二
债券简称	24工行TLAC非资本债01A	24工行TLAC非资本债01B	24中行TLAC非资本债01A	总损失吸收能力非资本债券
发行期限	3+1年	5+1年	3+1年	5+1年
发行规模	300亿	100亿	250亿	150亿
票面利率	2.25%	2.35%	2.25%	2.35%
特殊条款	有条件赎回条款、超额增发权、损失吸收条款（减记）			

资料来源：iFind公司公告，国联证券研究所

结合TLAC非资本债的发行计划与监管印发的相关文件，可以发现TLAC非资本债和银行二永债在期限、清偿顺序、募资用途等方面都有一定差异：

发行期限方面，五大行的TLAC非资本债的后续发行计划中大多都要求“1年期以上”，与监管“在满足剩余期限一年以上(或无到期日)的情况下，才可全额计入TLAC”的要求相匹配。TLAC非资本债相较于银行二永债发行期限更为灵活，目前主要类型为“3+1”和“5+1”。

清偿顺序方面，TLAC非资本债劣后于《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》规定的除外负债，优先于各级别合格资本工具，即清偿顺序可以理解为：TLAC非资本债>二级资本债>永续债。

募集资金用途方面，TLAC非资本债可补充TLAC，但不能补充资本；银行二永债均可同时补充TLAC和银行资本。TLAC非资本债募集资金在扣除发行费用后，将依据适用法律和主管部门的批准用于提升发行人总损失吸收能力。

赎回条款方面，监管要求TLAC非资本债到期前，投资者无权要求提前赎回；如果发行银行赎回将导致其不满足TLAC要求，则未经人民银行批准不得赎回。而银行二永债自发行之日起，至少5年后方可由发行银行赎回。

减记/转股条款方面，与银行二永债类似，TLAC非资本债必须含有减记或转股条款。

图表27：TLAC非资本债、二级资本债、永续债核心条款对比

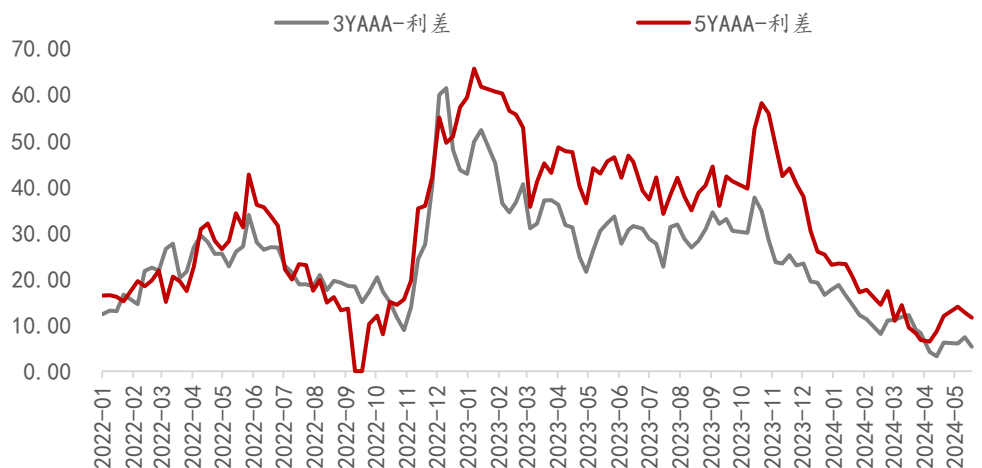
	TLAC非资本债	二级资本债	永续债
发行期限	1年期以上，主要为“3+1”和“5+1”。监管要求在满足剩余	主要为5+5	主要为5+N

	期限一年以上（或无到期日）的情况下，才可全额计入 TLAC		
清偿顺序	劣后于《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》规定的除外负债，优先于各级别合格资本工具	在存款人和一般债权人之后，股权资本、其他一级资本工具和混合资本债券之前	在存款人、一般债权人和次级债务之后，股东持有的股份之前
资本补充	补充 TLAC	补充二级资本、TLAC	补充其他一级资本、TLAC
赎回条款	工具到期前，投资者无权要求提前赎回。工具到期前，如果发行银行赎回将导致其不满足外部总损失吸收能力要求，则未经人民银行批准，发行银行不得赎回该工具	自发行之日起，至少 5 年后方可由发行银行赎回，但发行银行不得形成赎回权将被行使的预期，且行使赎回权前应经国家金融监督管理总局或其派出机构认可	-
减记/转股条款	必须含有	必须含有	必须含有
利率跳升机制	暂无规定	不得含有利率跳升机制及其他赎回激励	不得含有利率跳升机制及其他赎回激励

资料来源：中国人民银行、中国银保监会、国家金融监督管理总局、中国工商银行，国联证券研究所

TLAC 非资本债券的定价主要来源于其包含的信用风险、条款风险和流动性风险等。考虑到 TLAC 非资本债的条款与二级资本债类似，同时清偿顺序位于二永债之前，因此推测 TLAC 非资本债的定价也会略低于可比二级资本债。发行利率方面，以中国银行为例，中行 5+1 年期 TLAC 非资本债的票面利率比今年 4 月发行的二级资本债低 27BP。估值收益率方面，鉴于国有大行二永债的隐含评级为 AAA-级别，我们认为 TLAC 非资本债的估值也可以参考 AAA-二级资本债收益率。截至 5 月 24 日，3 年期和 5 年期 AAA-二级资本债的平均估值分别为 2.29% 和 2.47%，和银行普通债的利差分别为 5.32BP 和 11.60BP，在此利差基础上稍作下调，我们推测 3 年期 TLAC 非资本债收益率或在 2.24%-2.28% 附近，5 年期 TLAC 非资本债收益率或在 2.37%-2.46% 附近。

图表 28：3/5Y 银行二级资本债与普通债利差（BP）



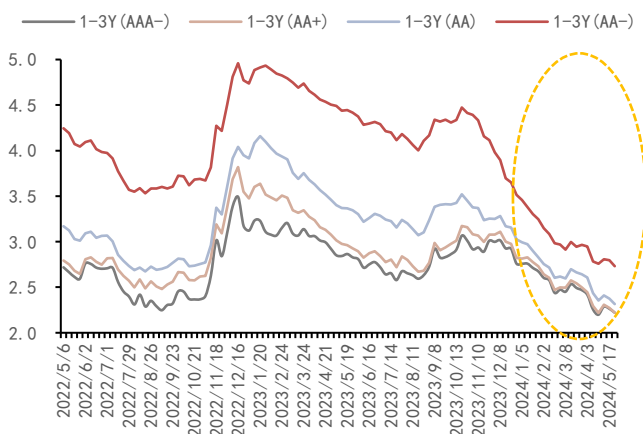
资料来源：iFind，国联证券研究所

2.2.3 银行二永债：资金面与配债需求驱动行情，供给面临一定压力

(1) 2024 年上半年二永债收益率呈下行趋势

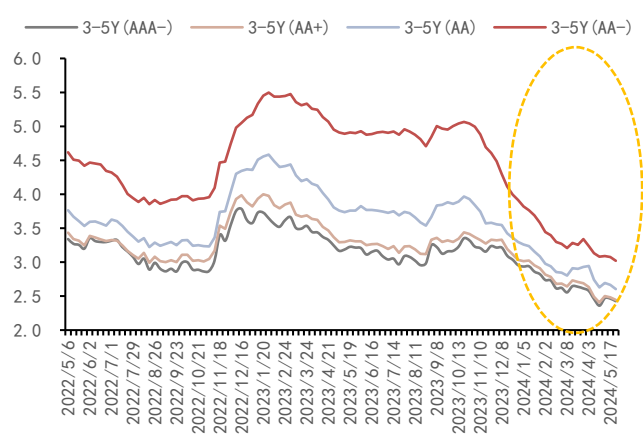
2024 年上半年，二永债收益率跟随无风险利率呈震荡下行趋势，利差也出现明显收窄，具体可划分为三个阶段：1) 2024 年 1 月-4 月中旬，收益率下行至历史低位。开年以来全面降准和定向降息后，资金面均衡偏松，叠加“资产荒”行情下机构较强的配债需求，二永债收益率出现明显下行。2) 2024 年 4 月下旬出现短暂回调。受监管方面多次提示长端利率风险、超长特别国债发行落地预期、地产政策加码预期等因素影响，债市出现阶段性回调，二永债收益率也随之出现上行。3) 2024 年 5 月以来，收益率再度下行。4 月社融数据不及预期，禁止手工补息推动资金从存款流向债市，诸多因素催化下二永债收益率再度全线下行。当然，近期多空因素交织，后续地产的持续优化政策、特别国债发行等事件或会给二永债收益率带来一定扰动。

图表29：1-3Y 银行二级资本债收益率走势 (%)



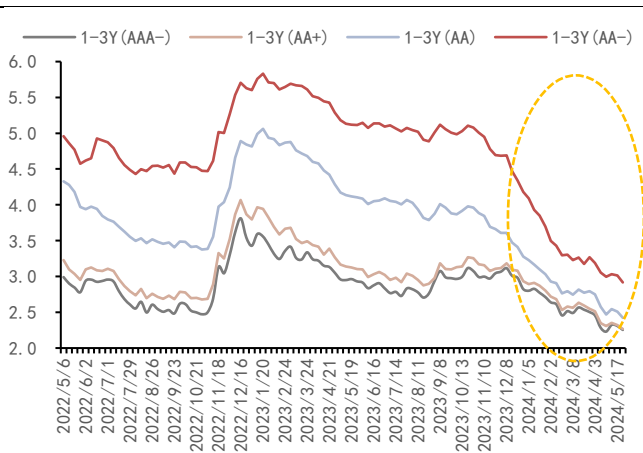
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表30：3-5Y 银行二级资本债收益率走势 (%)



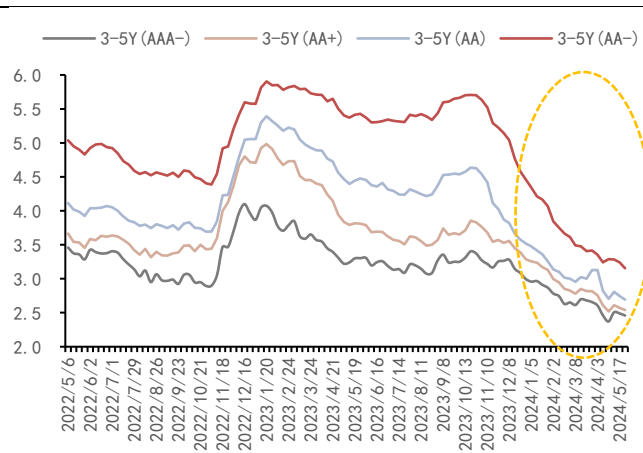
资料来源：iFind，国联证券研究所

图表31：1-3Y 永续债收益率走势 (%)



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表32：3-5Y 永续债收益率走势 (%)



资料来源：iFind，国联证券研究所

具体到不同等级和期限品种：年初至今，二永债整体呈现出等级越低/期限越长，利差下行幅度越大的特点，机构下沉和拉久期特征明显，截至 2024/5/24，仅有 AA- 级 3-5 年期品种的平均估值在 3% 以上。从换手率来看，年初以来 AA 级 1-3 年期二永

债的成交活跃度最高，AA-级 3-5 年期、AAA-级 1-3 年期的活跃度也较高。

图表33：银行二永债分隐含评级/期限的收益率和信用利差表现（截至 2024/5/24）

银行二级资本债								银行永续债									
隐含评级	剩余期限	收益率当前值 (%)	利差当前值 (BP)	利差变动 (BP)	近1月	年初至今	换手率 (%)	近1月	年初至今	隐含评级	剩余期限	收益率当前值 (%)	利差当前值 (BP)	利差变动 (BP)	近1月	年初至今	换手率 (%)
AAA-	<1Y	2.06	31	-50.9	-10.0	20%	76%	AAA-	<1Y	2.09	35.0	3.6	-10.1	13%	32%		
	1-3Y	2.22	24	-2.4	-15.5	18%	135%	AAA-	1-3Y	2.25	28.0	4.3	-16.9	16%	108%		
	3-5Y	2.43	29	0.6	-18.6	26%	96%	AAA-	3-5Y	2.46	32.8	6.0	-19.2	33%	85%		
	>5Y	2.65	26	7.5	-15.6	3%	18%	AAA-	>5Y	2.13	38.7	1.3	-14.9	9%	92%		
AA+	<1Y	2.05	34	-26.2	-10.9	16%	83%	AA+	<1Y	2.27	32.4	5.5	-22.6	11%	64%		
	1-3Y	2.22	28	-3.3	-18.2	15%	85%	AA+	1-3Y	2.54	41.2	-	-36.8	24%	72%		
	3-5Y	2.44	33	-	23.5	15%	67%	AA	<1Y	2.24	48.7	3.7	-61.6	12%	54%		
	>5Y	2.65	30	7.0	-15.7	2%	8%	AA	1-3Y	2.42	46.9	6.3	-39.6	16%	121%		
AA	<1Y	2.17	47	3.0	-15.9	7%	53%	AA	3-5Y	2.69	57.0	17.9	-45.2	33%	39%		
	1-3Y	2.32	35	-4.7	-27.2	15%	163%	AA-	<1Y	2.71	94.0	-13.5	-44.3	23%	60%		
	3-5Y	2.60	48	-	-32.5	33%	62%	AA-	1-3Y	2.92	98.2	-0.1	-74.7	7%	90%		
	>5Y	2.59	87	-4.6	-14.3	1%	7%	AA-	3-5Y	3.15	102.9	-	-85.1	47%	113%		
AA-	<1Y	2.59	87	-4.6	-14.3	1%	7%										
	1-3Y	2.73	79	-5.8	-31.7	14%	87%										
	3-5Y	3.02	91	-14.0	-46.5	29%	82%										

资料来源：iFind，国联证券研究所
注：<1Y 不包括 0.25 年以内的债券

(2) 2024 年下半年二永债存在一定供给压力

据我们测算，截至 2024 年一季度末，工商银行、建设银行、农业银行、中国银行和交通银行距离达到 16% 的 TLAC 风险加权比率分别还有 2002 亿、1425 亿、3464 亿、2754 亿和 3018 亿的静态资本缺口。考虑到交通银行第一阶段考核时点为 2027 年初，其资本补充压力的迫切性较低，因此后续分析以四大行为主，即工农中建四大行合计还有 9645 亿的 TLAC 缺口。

我们作出以下假设：不考虑存款保险基金的影响（2023 年余额为 810 亿，相对银行风险加权资产规模较小）；四大行的 TLAC 非资本债发行计划将在 2024 年全部落地。经我们测算，截至 2024 年一季度末，为填补 TLAC 缺口，四大行需要合计 6545 亿元的二永债净增量规模。

图表34：五大行 TLAC 缺口测算与二永债供给压力

指标	工商银行	建设银行	农业银行	中国银行	交通银行
2024 年一季度末资本充足率	19.21%	19.34%	18.40%	18.52%	16.09%
储备资本要求	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
逆周期资本要求	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
系统重要性银行附加资本要求	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1%
2024 年一季度末 TLAC 风险加权比率	15.21%	15.34%	14.40%	14.52%	12.59%
2025 年初 TLAC 风险加权比率要求（交行为 2027 年以前）	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
比率缺口	0.79%	0.66%	1.60%	1.48%	3.41%
2024 年一季度末风险加权资产（亿元）	253480	215862	216519	186072	88508
静态测算资本缺口（亿元）	2002	1425	3464	2754	3018
TLAC 非资本债拟发行规模（亿元）	600	500	500	1500	1300
弥补缺口所需的二永债净增量规模（亿元）	1402	925	2964	1254	1718
截至 2024/5/28 资本工具剩余额度（亿元）	3700	500	1200	1700	840

资料来源：iFind、中国人民银行、银保监会、财政部、国联证券研究所

从资本工具的剩余额度来看，国有大行批文剩余额度较为充足。2023年1月1日至2024年5月28日，全国二永债的批复额度合计达2.57万亿元，其中国有大行批复额度总计1.70万亿元，剩余额度8240亿元，工商银行剩余额度最高（3700亿元）；股份制银行批复额度总计5830亿元，剩余额度3690亿元，华夏银行剩余额度最高（800亿元）；其余城农商行批复额度总计2910亿元，剩余额度1677亿元，中原银行剩余额度最高（120亿元）。

图表35：2023-2024年银行资本工具批复与剩余额度情况（截至2024/5/28）

资本工具				二级资本债			
批复有效起始日	银行	批复额度	剩余额度	批复有效起始日	银行	批复额度	剩余额度
2024-04-28	工商银行	3700	3700	2023-08-31	建设银行	2000	500
2023-08-29	中国银行	4500	1700	2024-03-29	渤海银行	150	10
2023-09-01	交通银行	1400	840	2024-03-05	龙江银行	50	50
2023-07-28	农业银行	4500	1200	2024-03-04	兰州银行	50	50
2024-03-29	广发银行	760	760	2024-01-30	普陀农商银行	5	1
2023-11-10	恒丰银行	150	50	2024-01-23	江南农村商业银行	60	30
2023-11-21	兴业银行	1300	700	2024-01-19	天津农商行	50	50
2023-11-21	中信银行	1200	600	2024-01-10	苏州农商银行	10	0
2023-11-03	招商银行	1070	770	2023-12-29	东台农商银行	8	3
2023-04-24	浙商银行	400	0	2023-12-18	荆州农商银行	2	0.5
2024-05-14	南海农商银行	30	30	2023-11-27	苏州银行	40	0
2024-05-15	广州农村商业银行	120	0	2023-09-21	兰溪农商银行	6	3
2024-03-28	广州银行	40	40	2023-09-18	湘江新区农商银行	6	4
2024-01-02	桂林银行	90	60	2023-09-01	常山农商银行	4	0
2023-12-29	保定银行	20	20	2023-09-01	瓯海农商银行	15	9
2023-12-13	柳州银行	20	20	2023-07-26	芜湖扬子农村商业银行	3	0
2023-11-24	肥东农商银行	2	1	2023-07-06	湖南岳阳农商银行	3	2
2023-12-14	长安银行	50	20	2023-07-03	遂昌农商银行	3	0
2023-12-04	顺德农商银行	80	60	2023-05-18	吴兴农商银行	8	0
2023-11-24	齐鲁银行	20	0	2023-04-26	开化农商银行	4	2
2023-10-30	烟台银行	15	0	2023-03-13	嘉善农商银行	8	0
2023-10-27	绵阳市商业银行	10	0	2023-02-21	安徽郎溪农商银行	1	0
2023-10-30	淮北农商银行	2	0.5	2023-01-16	富阳农商银行	15	8
2023-10-08	徽商银行	200	100	2023-01-04	长兴农商银行	5	0
2023-09-25	齐商银行	20	10	永续债			
2023-09-20	药都农商行	5	2	批复有效起始日	银行	批复额度	剩余额度
2023-07-28	东莞银行	60	20	2024-05-10	华夏银行	800	800
2023-09-14	利辛农商行	4	4	2024-05-14	江苏银行	600	600
2023-08-22	绍兴银行	13	0	2023-11-02	金华成泰农商银行	4	0
2023-08-22	浙江民泰商业银行	20	5	2023-07-19	中国邮政储蓄银行	900	300
2023-08-22	浙江泰隆商业银行	75	56	2023-09-21	杭州联合银行	20	0
2023-08-16	晋商银行	40	40	2023-06-13	陕西秦农农商行	20	20
2023-07-27	邢台银行	15	0				
2023-07-21	成都银行	50	2				

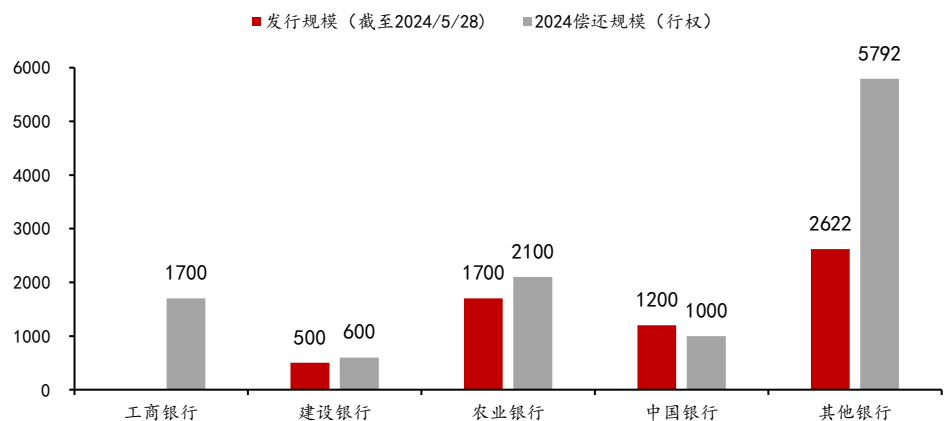
2023-07-21	湖北银行	90	60
2023-07-15	广东华兴银行	130	100
2023-06-15	宁波银行	270	30
2023-06-09	厦门银行	40	5
2023-05-16	福建海峡银行	20	0
2023-04-18	中原银行	220	120
2023-03-10	成都农商银行	100	20
2023-01-17	潍坊银行	40	20

资料来源：iFind，企业预警通，国联证券研究所

从行权情况来看，二永债在 2024 年下半年仍存在一定的供给压力。截至 2024/5/28，中国银行已实现二永债净融资，而工商银行、农业银行和建设银行则还需分别发行 1700 亿元、400 亿元和 100 亿元的二永债才能覆盖 2024 年余下的行权规模，同时其余银行还需发行 3170 亿元的二永债才能覆盖 2024 年余下的行权规模，供给压力不可忽视。

综合 TLAC 缺口测算、资本工具剩余额度、2024 年行权规模等因素考虑，我们认为假设到期等额续作，2024 年下半年二永债的总发行量将在 1.1 万亿元附近。

图表36：3/5Y 银行二级资本债与普通债利差（BP）

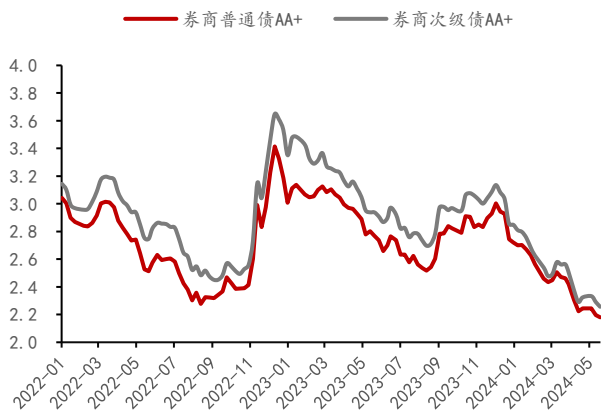


资料来源：iFind，企业预警通，国联证券研究所

2.2.4 券商次级债：牛市行情挖掘空间佳，适合负债端稳定机构关注

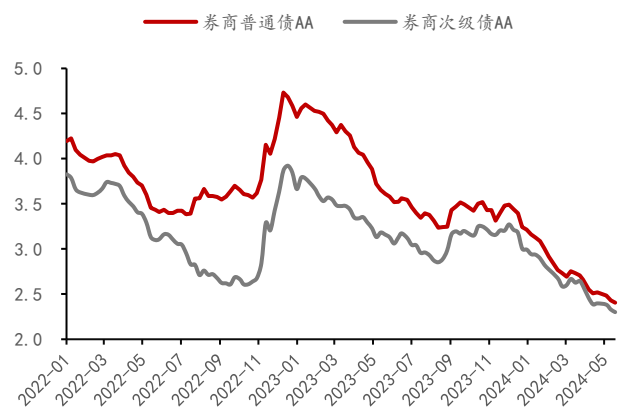
从前文测算的换手率来看，券商次级债的流动性弱于二永债，这也意味着在牛市行情持续演绎时，会有更好的挖掘空间和流动性溢价补偿，适合负债端稳定的投资机构关注。2024 年券商普通债和次级债整体呈现下行态势，截至 2024/5/24，AA+ 级和 AA 级券商次级债已分别下行 59.27BP 和 69.31BP 至 2.26% 和 2.30%。

图表37: AA+级券商普通债和次级债收益率走势 (%)



资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表38: AA级券商普通债和次级债收益率走势 (%)

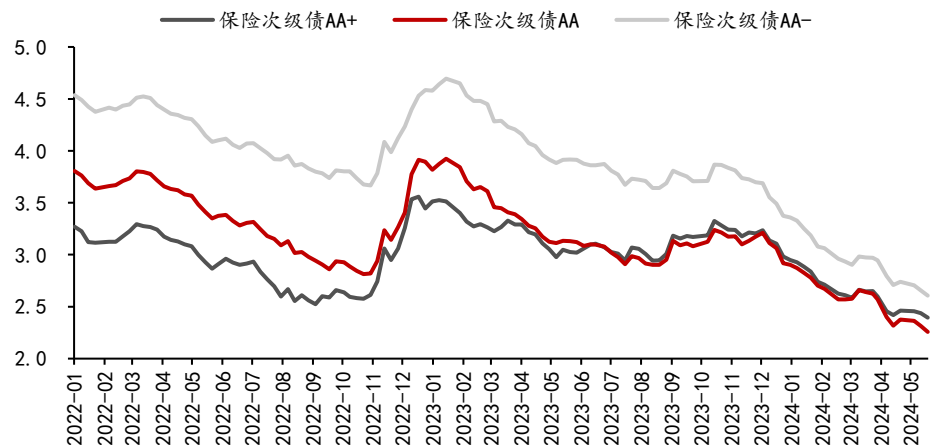


资料来源: iFind, 国联证券研究所

2.2.5 保险次级债: 收益率行至历史低位, 成交活跃度上升较快

截至 2024/5/24, AA+、AA、AA-级保险次级债的平均收益率已分别下行至 2.39%、2.26%和 2.61%, 均处于历史低位。前文提到, 年初以来, 1-3Y 和 3-5Y 的保险次级债的换手率分别达到 61%和 41%, 较去年同期分别增长 9 个和 14 个百分点。在资产荒的作用下, 保险次级债的成交活跃度上升较快, 预计今年仍会继续提升。

图表39: 保险次级债 (分隐含评级) 收益率走势 (%)



资料来源: iFind, 国联证券研究所

2.3 地产债: 政策放松预期驱动交易行情

2.3.1 政策持续放松, 地产债迎来交易行情

2024 年以来地产政策持续放松, 继 1 月建立房地产融资协调机制后, 中央层面陆续出台了各项优化政策, 在 5 月更是集中颁布了一系列支持房地产的金融举措, 包括调降首付款比例、下调房贷利率、拟设立再贷款等, 政策力度达到阶段性顶峰。

图表40：2024 年年初以来中央主要地产政策梳理

时间	部门/会议	要点
2024/1/5	住建部 金监局	建立房地产融资协调机制白名单
2024/1/5	央行 金监局	支持发放住房租赁经营性贷款满足团体批量购买租赁住房的合理融资需求
2024/1/24	央行 金监局	经营性物业贷款可用于偿还优质房企存量债务
2024/2/20	央行	5 年期 LPR 下调 25 个基点
2024/3/5	政府 工作报告	“房住不炒”，构建房地产发展新模式、规划建设保障性住房。
2024/3/22	国常会	系统谋划相关支持政策，有效激发潜在需求
2024/4/30	政治局 会议	继续坚持因城施策，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施
2024/5/17	央行	取消全国层面商业性个人住房贷款利率政策下限
2024/5/17	央行	下调个人住房公积金贷款利率 25 个基点
2024/5/17	央行 金监局	调整个人住房贷款最低首付款比例首套不低于 15%，二套不低于 25%
2024/5/17	央行	拟设立 3000 亿元保障性住房再贷款

资料来源：新华社、中国政府网、中国人民银行，国联证券研究所

在政策催化下，地产债也迎来了一波交易行情，中高评级地产债收益率普遍下行，绝对收益率已多数处于 10% 以下的历史低位。收益率方面，1/3 年期 AA- 级收益率自年初以来已下行超 200bps，AAA 和 AAA- 级下行幅度相对较小，但也在 40bps 以上。当前，各期限中高评级地产债的收益率/利差分位数普遍处于历史低位，仅 1 年期 AAA 级处于相对较高位置。

图表41：地产债收益率及信用利差统计（%，bp）

类别	期限	隐含评级	收益率			信用利差		
			2024/5/21	较年初	三年分位	2024/5/21	较年初	三年分位
房地产	1 年	AAA	2.22	-45	10.7%	40.28	-7	47%
		AAA-	2.21	-46	6.6%	39.69	-8	25%
		AA+	2.28	-55	7.4%	46.12	-16	12%
		AA	2.72	-83	0.3%	90.44	-45	7%
		AA-	4.92	-254	0.0%	310.58	-216	2%
	3 年	AAA	2.41	-41	1.5%	32.14	-15	13%
		AAA-	2.45	-39	0.4%	36.90	-14	10%
		AA+	2.42	-63	0.0%	33.64	-38	0%
		AA	3.26	-64	2.1%	117.07	-39	23%
		AA-	5.86	-213	2.0%	377.12	-187	6%
	5 年	AAA	2.55	-50	0.4%	38.00	-18	5%
		AAA-	2.60	-54	0.1%	42.74	-22	3%
AA+		2.56	-83	0.0%	39.00	-52	0%	

AA	3.53	-91	3.6%	136.04	-59	13%
AA-	6.36	-225	2.4%	419.49	-193	6%

资料来源：iFind，国联证券研究所

2.3.2 房企基本面：销售维持低位，财务状况承压

(1) 销售：持续低位调整，业绩分化明显

从销售业绩来看，2024年1-5月房地产市场继续低位调整：百强房企销售总额16185亿元，同比降幅45.5%；5月百强房企销售额均值为37亿元，同比下降38%，弱于季节性，不及去年同期“小阳春”销售恢复情况。

同时，房企销额依然聚集在头部企业，业绩分化较为明显。1-5月，百强房企中前十强房企销售额7819亿元，同比下降39%，为各统计梯队中最小。在头部效应持续显现的同时，后部梯队房企受城市布局、销售力度等影响，竞争力偏弱。

图表42：房企当月及累计销售数据（亿元，%）（列举前15家）

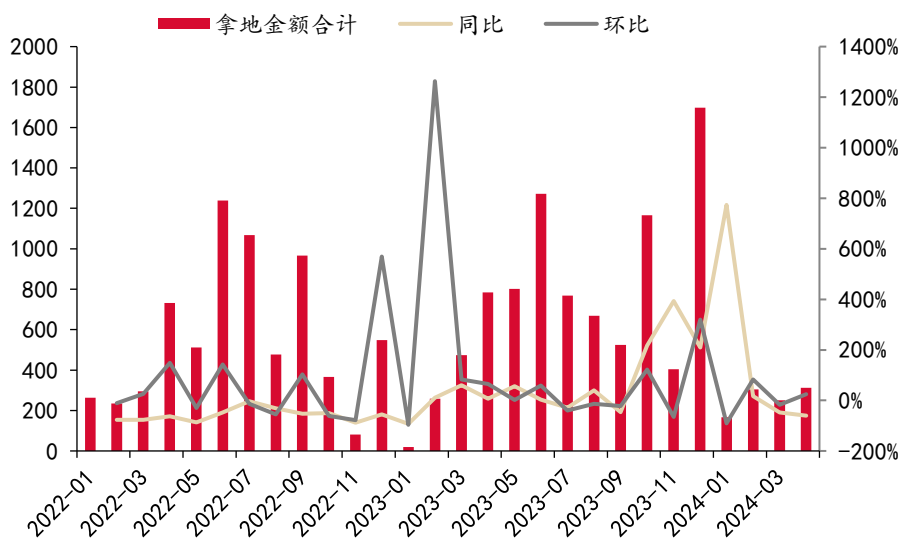
公司	销售额(亿元)					销售面积(万平方米)				
	1-5月累计	累计同比	5月	单月同比	单月环比	1-5月累计	累计同比	5月	单月同比	单月环比
保利发展	1313	-33	353	-14	7	768	-33	214	-18	15
中海地产	1017	-31	197	-33	-10	367	-45	71	-38	-24
万科	1014	-40	225	-32	8	735	-30	180	-16	10
绿城中国	987	-9	232	15	4	450	-4	109	8	8
华润置地	920	-36	200	-36	-6	398	-30	89	-15	4
招商蛇口	778	-43	190	-29	2	342	-38	84	-25	-7
建发房产	547	-30	136	-21	43	252	-30	63	-15	43
滨江集团	433	-46	77	-60	-17	113	-37	22	-37	5
龙湖集团	410	-50	86	-41	-3	283	-40	59	-29	0
越秀地产	400	-42	100	-19	20	118	-43	15	-61	-52
华发股份	359	-45	115	54	184	126	-42	43	84	199
中国金茂	313	-57	73	-49	12	164	-60	35	-52	5
金地集团	295	-59	65	-51	4	173	-57	27	-66	-44
碧桂园	278	-80	52	-77	11	290	-83	59	-79	14
中国铁建	278	-38	79	-8	23	213	-24	52	-42	-4

资料来源：中指数据，国联证券研究所

(2) 拿地：供需边际转弱，房企整体拿地积极性一般

从拿地强度看，1-4月百强房企拿地总额1034亿元，同比下降32.71%，供需边际转弱导致房企整体拿地积极性一般。国央企仍是今年以来土拍的主要力量，在拿地金额前30名中占据24席，中建壹品、华润置地和建发房产新增货值位列前三；部分民营房企逆势发力，绿城、滨江、龙湖、大华拿地金额靠前，分别排名第3、4、18、19位，在民企中表现突出。

图表43：百强房企每月拿地金额合计与同环比变化（亿元，%）



资料来源：中指数据，国联证券研究所

图表44：拿地前30强房企当月与累计拿地数据（亿元，%）

排名	企业名称	2024年1-	2024年4	2024年3	2024年2	2024年1	企业性质
		4月	月	月	月	月	
1	中建壹品	212.76	39	0	152	22	中央企业
2	建发房产	183.14	140	43	0	0	地方国有企业
3	绿城中国	150	29	69	20	32	其他
4	滨江集团	144.32	48	29	44	23	私营
5	华润置地	143.45	7	0	117	19	中央企业
6	中国铁建	94.64	3	43	29	20	中央企业
7	石家庄城投集团	84.34	6	19	6	53	地方国有企业
8	招商蛇口	74.37	9	0	13	53	中央企业
9	国贸地产	67.62	0	57	0	11	地方国有企业
10	中国雄安集团	56.89	2	23	1	31	地方国有企业
11	北京住总集团	53.8	0	6	48	0	地方国有企业
12	保利发展	53.53	6	16	32	0	中央企业
13	中旅投资	43.76	44	0	0	0	中央企业
14	钱江新城	41.36	18	23	0	0	地方国有企业
15	中建信和	38.84	0	0	0	39	中央企业
16	京能置业	38.41	0	0	0	38	地方国有企业
17	越秀地产	37.88	17	7	14	0	地方国有企业
18	龙湖集团	37.64	26	6	6	0	私营
19	大华集团	37.06	26	0	12	0	私营
20	中国中铁	34.72	0	18	8	8	中央企业
21	福州城投集团	32.92	33	0	0	0	地方国有企业
22	西房集团	31.51	0	0	32	0	地方国有企业
23	石家庄创世纪房地产开发	30.94	0	31	0	0	私营
24	湖南运达房地产	29.81	0	0	30	0	私营
25	济南高新	29.67	30	0	0	0	地方国有企业
26	中粮大悦城	28.56	2	26	0	0	中央企业

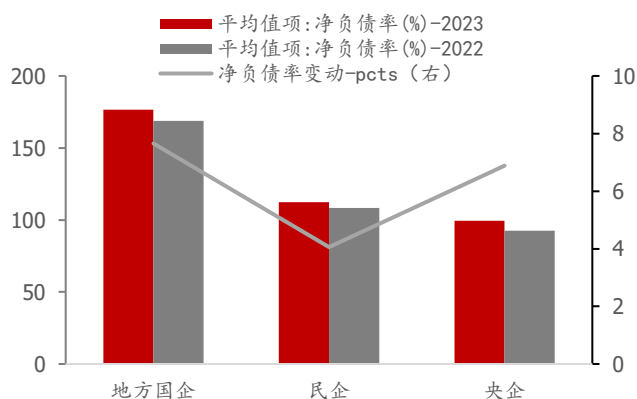
27	泉州城建集团	28.48	7	0	21	0	地方国有企业
28	象屿地产	27.34	12	16	0	0	地方国有企业
29	中建东孚	26.57	0	27	0	0	中央企业
30	上海中环集团	26.5	27	0	0	0	地方国有企业

资料来源：中指数据，国联证券研究所

(3) 负债率高居不下，财务状况承压

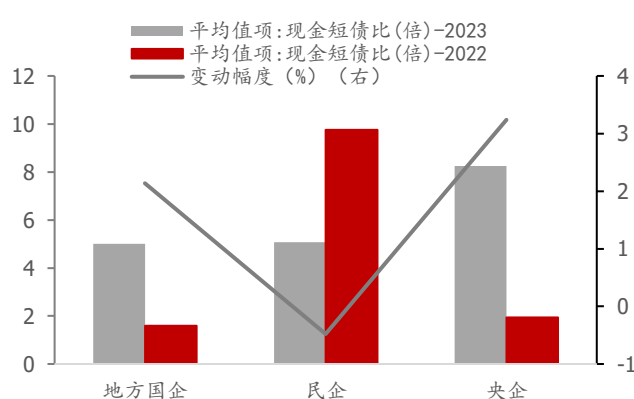
在销售低迷、拿地谨慎的背景下，房企原有的高周转高负债模式难以为继，负债率及流动性压力难以压降。从各重点房企年报披露的数据来看，各所有制房企净负债率普遍上升，其中地方国企净负债率均值居于各类所有制房企最高位，化解债务压力的迫切性较为突出；短期偿债能力各类房企分化明显，民企相对央企现金短债比下降幅度更为明显，短期在手资金覆盖到期债务的能力有所下滑，反映了民企融资能力持续承压。

图表45：各所有制重点房企净负债率（%，pcts）



资料来源：ifind，国联证券研究所

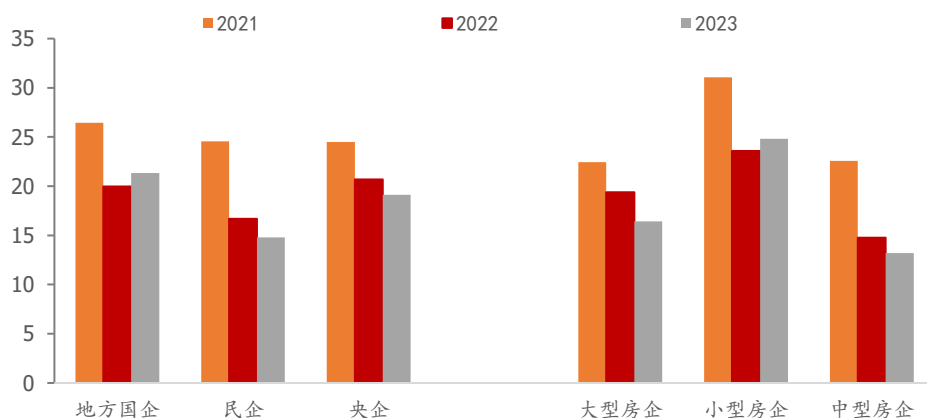
图表46：各所有制重点房企现金短债比（倍，%）



资料来源：ifind，国联证券研究所

毛利率视角下，房企盈利能力整体下滑。分企业性质看，2021-2023 年房企毛利率水平整体下移，仅地方国企有小幅回升；分规模看，中大型房企毛利连续下滑；小型房企或由于差异化经营带来的附加值回归，2023 年毛利率出现小幅回升。

图表47：各所有制、各规模重点房企毛利率水平变化（%）



资料来源：中指数据，国联证券研究所

2.4 国企产业债：各行业利差收窄，经营性净现金流结构性改善

2024 年以来，各行业国企产业债利差全面收窄。年初至今，利差压缩幅度较大的包括计算机（80bps）、农林牧渔（63bps）、建筑装饰（38bps）等。对比过往，绝大部分行业的近三年历史分位数已处于 5% 以下，仅纺织服饰（20.5%）、家用电器（19.8%）、石油石化（15.2%）还处于相对较高位置。

同时，我们以尚有存续债的产业类国企作为统计样本，以 2023 年经营活动产生的现金流净额作为行业基本面的观测指标，发现企业现金流净额同比改善明显的行业主要包括建筑材料、机械设备、家用电器、汽车、医药生物、石油石化等。以上行业中，2023 年经营性净现金流出现改善的企业占比均在 65% 以上，且企业数量均大于 10。

图表48：2024年上半年以来产业债市场情况分析（亿元）

行业分类	行业	存续债规模	加权平均期限(年)	利差(2024/5/31)	年初至今变动	近三年历史分位数	经营性净现金流改善企业数	经营性净现金流改善企业占比	经营性净现金流恶化企业数	经营性净现金流改善恶化占比
上游	建筑材料	1074	1.52	35	-17	1.3%	11	65%	6	35%
	有色金属	2036	2.12	38	-26	1.3%	13	46%	15	54%
	煤炭	5648	1.97	57	-31	0.6%	6	17%	28	80%
中游材料	钢铁	2803	1.63	45	-22	1.9%	5	24%	16	76%
	建筑装饰	8904	2.06	69	-35	0.0%	158	50%	143	46%
	房地产	9619	1.75	75	-31	0.0%	81	61%	48	36%
	基础化工	1057	1.98	69	-16	1.3%	4	21%	15	79%
	机械设备	655	2.23	55	-28	0.0%	13	65%	7	35%
	轻工制造	5	0.33	-	-	0.4%	0	0%	1	100%
	电力设备	72	1.34	40	-25	0.0%	1	20%	4	80%
下游可选消费	纺织服饰	419	1.61	98	4	20.5%	3	60%	1	20%
	食品饮料	601	1.71	46	-13	0.0%	10	59%	6	35%
下游可选消费	家用电器	304	1.51	68	-11	19.8%	5	83%	1	17%
	汽车	391	1.32	54	-31	0.0%	9	69%	4	31%
	商贸零售	2616	1.51	53	-17	2.6%	40	56%	31	43%
其他	环保	898	2.33	56	-32	0.0%	6	27%	15	68%
	医药生物	773	1.48	58	-26	1.9%	15	68%	7	32%
	电子	334	2.98	39	-16	0.6%	4	50%	4	50%
	传媒	321	1.38	63	-24	0.0%	9	43%	12	57%
	国防军工	189	2.44	37	-10	0.6%	5	71%	2	29%
	计算机	137	1.40	90	-80	1.9%	3	43%	3	43%
	农林牧渔	95	1.77	130	-63	0.0%	5	63%	3	38%
	通信	85	6.52	36	-23	2.6%	3	75%	0	0%
	美容护理	6	2.90	48	48	-	1	100%	0	0%
	社会服务	1463	2.34	72	-25	1.9%	17	55%	9	29%
	交通运输	4595	3.06	37	-12	1.3%	39	45%	45	52%
	石油石化	2379	1.66	27	-6	15.2%	10	83%	2	17%
	非银金融	15146	2.15	55	-23	0.0%	130	46%	136	49%
	公用事业	13380	2.11	43	-8	2.6%	42	49%	43	51%
综合	12809	3.21	52	-21	0.6%	91	52%	75	43%	

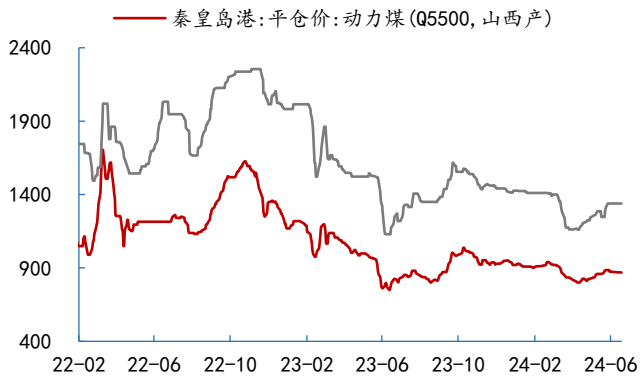
资料来源：iFind，国联证券研究所

注：剔除剩余期限在0.25年以内的国企产业债

2.4.1 煤炭行业

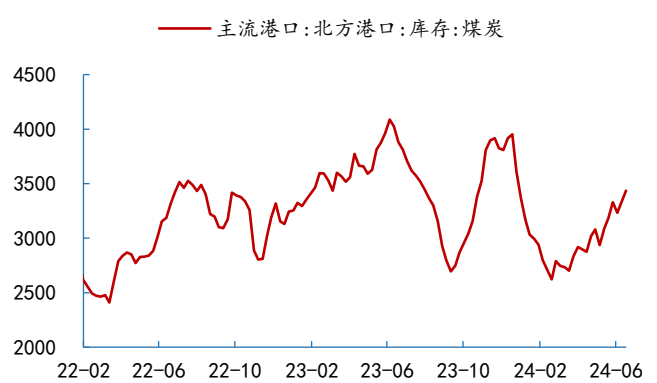
2024年以来，煤炭价格整体较为平稳，近期有企稳回升趋势，但在库存处于相对高位的背景下，预计短期煤价或将维持震荡走势，上涨动力有限。截至2024年5月31日，煤炭债（国企）的估值收益率大多分布于2.2%-3.5%之间，建议关注AA级3-5年期、AA-级1-3年期国企煤炭债的投资机会，配置型机构可适度拉久期。

图表49: 煤炭价格有所回升 (元/吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表50: 港口库存仍在相对高位 (万吨)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表51: 截至 2024/5/31 国企煤炭债收益率与存续债规模统计 (%，亿元)

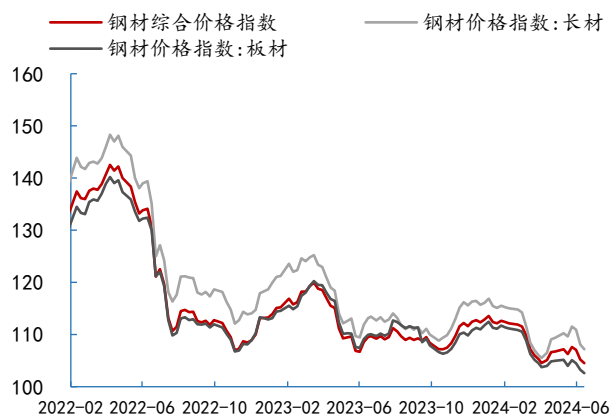
期限/隐含评级	平均估值 (%)				存续债规模 (亿元)			
	AAA	AA+	AA	AA-	AAA	AA+	AA	AA-
0-1Y	2.07	2.17	2.22	3.34	25	944	945	43
1-3Y	2.24	2.27	2.44	3.11	40	864	1592	196
3-5Y		2.41	2.85	4.22		422	230	3
>5Y		2.78				223		

资料来源: iFind, 国联证券研究所

2.4.2 钢铁行业

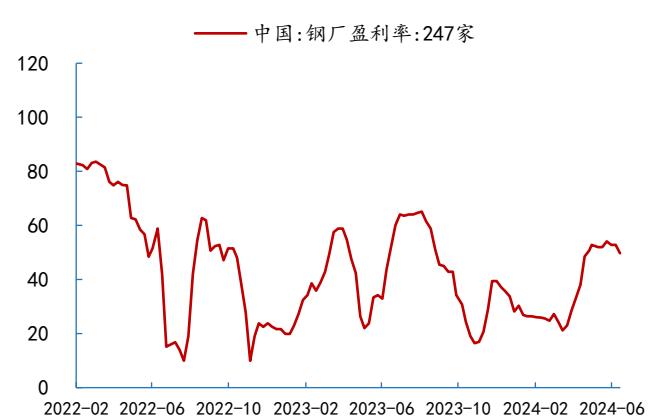
受下游地产行业拖累，2024 年以来钢材价格持续在低位徘徊。今年一季度，被“弱现实”笼罩，247 家钢厂中仅有不到 30 家实现盈利。不过 4 月下旬以来，在需求端地产政策利好的催化下，钢厂盈利指标有所好转，盈利厂家上升至 50 家附近。截至 5 月 31 日，钢铁行业信用利差处于历史相对低位，国企钢铁债的估值收益率大多分布在 2.1%到 2.5%之间，加之当前行业基本面复苏尚待观察，因此信用下沉难度总体较大，整体配置性价比或不高。

图表52: 钢材价格持续低位徘徊



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表53: 钢厂盈利情况有所好转 (家)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表54：截至 2024/5/31 国企钢铁债收益率与存续债规模统计（%，亿元）

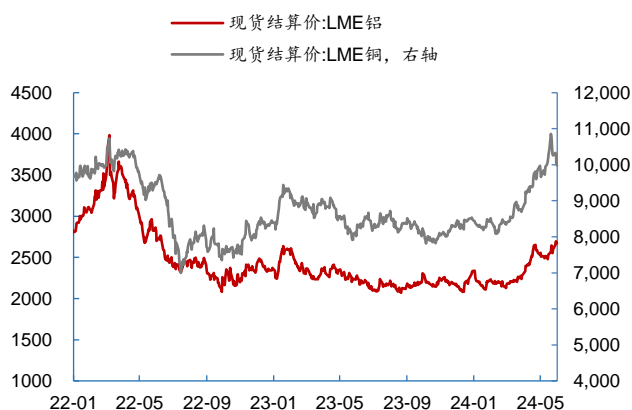
期限/ 隐含评 级	中债平均估值（%）					存续债规模（亿元）				
	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA	AAA-	AA+	AA	AA-
0-1Y		2.06	2.17	2.29			191	532	269	
1-3Y	2.23	2.15	2.36	2.44	2.46	100	20	951	345	181
3-5Y			2.47	2.75				176	8	
>5Y			2.81					10		

资料来源：iFind，国联证券研究所

2.4.3 有色金属行业

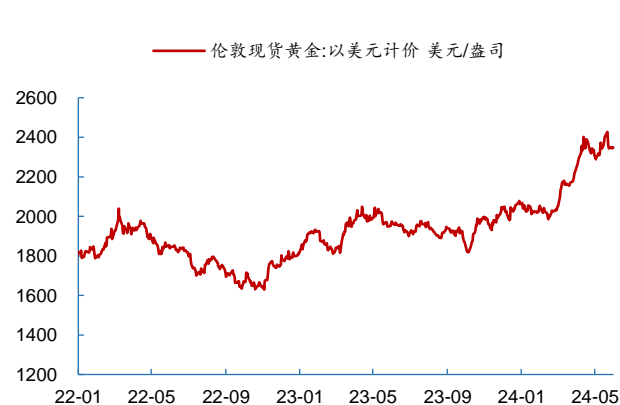
受国际供应紧张等影响，2024 年以来铜、铝等主要有色金属价格整体呈震荡走强趋势，黄金价格同样表现坚挺。从债券表现来看，截至 5 月 31 日，有色行业国企债券的估值收益率大多在 2.1%到 2.5%之间，仅少量存续债估值收益率在 2.5%以上，信用下沉或拉久期的性价比都比较有限，建议谨慎配置。

图表55：2024 年铜铝价格震荡走强（美元/吨）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表56：黄金价格表现坚挺（美元/盎司）



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表57：截至 2024/5/31 国企有色债收益率与存续债规模统计（%，亿元）

期限/隐 含评级	中债平均估值（%）				存续债规模（亿元）			
	AAA-	AA+	AA	AA(2)	AAA-	AA+	AA	AA(2)
0-1Y	2.13	2.14	2.29	2.59	132	513	90	5
1-3Y	2.21	2.28	2.46	2.62	194	654	117	4
3-5Y	2.45	2.40	2.70		60	40	5	
>5Y	2.69	2.59			10	40		

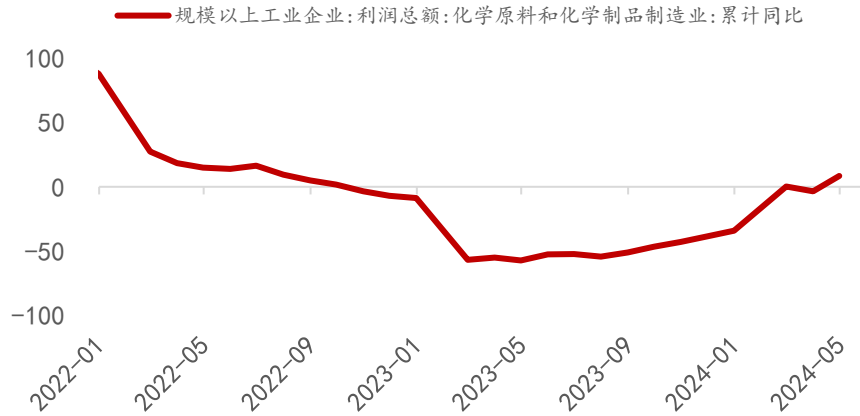
资料来源：iFind，国联证券研究所

2.4.4 化工行业

经历了 2023 年的盈利筑底后，化工行业的企业盈利水平在 2024 年得到部分修复，行业景气得到小幅提振。相较于钢铁、有色等行业，化工行业的国企产业债相对来说有一定估值优势：截至 5 月 31 日，国企化工债的估值收益率大多在 2.1%到 3.0%

之间，其中可关注 AA 级 1-3 年期品种，收益率在 2.97%附近，同时也具备一定规模体量。

图表58：化工行业 2024 年以来利润累计同比有上升趋势 (%)



资料来源：iFind，国联证券研究所

图表59：截至 2024/5/31 国企化工债收益率与存续债规模统计 (%，亿元)

期限/隐含评级	中债平均估值 (%)				存续债规模 (亿元)			
	AAA-	AA+	AA	AA-	AAA-	AA+	AA	AA-
0-1Y	2.09	2.16	2.70	2.23	55	175	90	10
1-3Y	2.21	2.31	2.97	2.24	20	228	274	60
3-5Y	2.49	2.46	2.84		20	87	18	
>5Y	2.87	2.86	2.71		10	23	3	

资料来源：iFind，国联证券研究所

3. 投资建议：关注“资产荒”下的资产补充机会

3.1 城投债：关注化债、“退平台”、转型、收储等主线

3.1.1 区域视角：化债政策下，关注政策倾斜区域

化债政策倾斜下，重点省份化债进度较快。从 2023 年各省政府工作报告来看，重点省份在化债政策倾斜之下，对 2023 年化债工作普遍给出较为积极的表述，如重庆市提到“区县政府债务和平台公司风险治理取得积极进展”，天津、内蒙古、湖南、吉林、宁夏、青海则提到“圆满完成”或“超额完成”年度化债任务。

图表60：各省份 2023 年政府工作报告对化债工作自评及债务压力的表述

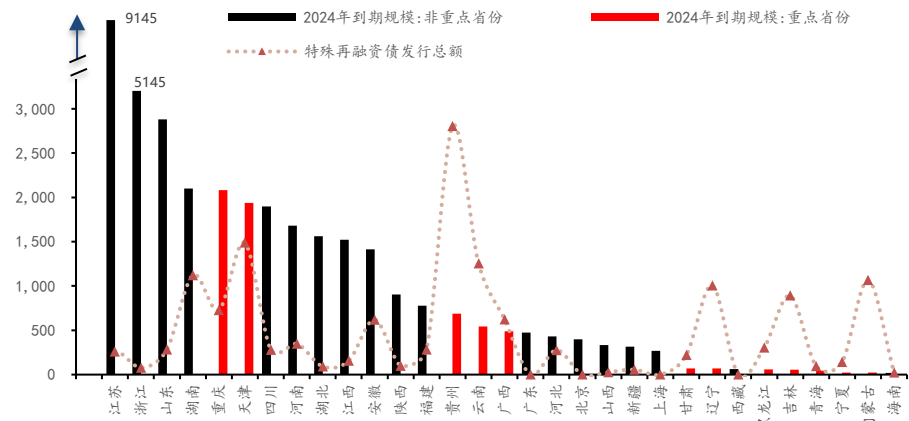
省份	对2023化债工作的自评	对化债压力及风险的表述
天津	积极争取国家一揽子政策资源支持，制定实施“1+10”全口径债务化解工作方案， 全面完成年度化债任务	重点领域风险隐患不容忽视
内蒙古	坚持砸锅卖铁还债，制定落实“1+8”化债方案，……， 超额完成年度化债任务	地方化债任务还很艰巨
吉林	坚持省负总责，逐级压实责任，制定一揽子化债方案，“一市一案”化解地方债务， 超额完成年度任务	国企改革、金融化险、债务化解任务艰巨
湖南	超额完成化债任务	政府债务还本付息、非法集资防范处置、“三保”支出、“保交楼”等压力较大
重庆	经济金融风险总体可控，……， 区县政府债务和平台公司风险治理取得积极进展	统筹化险与促发展、保民生压力较大
青海	制定实施一揽子化解地方债务举措， 年度化债任务圆满完成 ，全省债务和金融风险总体可控	
宁夏	圆满完成年度政府化债任务 ，实现债务规模、债务率、债务风险等级“三个下降”，化债力度和额度为历年最大	安全生产形势依然严峻，基础工作、责任落实、隐患排查等亟待加强
河北	稳妥化解地方债务、金融、房地产等风险	
黑龙江	稳妥处置化解地方政府债务、房地产等领域风险	高质量产业项目接续不足，风险隐患仍然较多
安徽	有效防范化解风险，地方债务风险总体可控	
山东	地方债务风险防范稳妥有效	
湖北	积极防范化解重点领域风险，……，地方债务总体可控	部分领域风险隐患不容忽视，确保各方面安全还需进一步努力
海南	稳妥做好“保交楼”和地方政府债务化解工作	一些市县财力比较紧张
四川	制定综合化债方案，扎实推进各类债务风险防范化解，全省债务风险总体可控	一些重点领域风险隐患不容忽视
贵州	千方百计防范化解债务金融风险。制定实施一揽子化债方案，……，积极争取国家财政、金融支持缓释债务风险，……，全省债务、金融风险得到有效管控	财政收支矛盾较大，解决安全生产、债务、金融等领域风险隐患还需持续用力
云南	地方债务风险有序化解，守住了不发生区域性系统性风险的底线	地方债务、房地产、中小金融机构风险交织，统筹化险与促发展、保民生的压力较大
陕西	全力防范、精准化解房地产、政府债务、金融等领域风险隐患	重点领域风险隐患依然严峻，守牢安全底线的任务艰巨繁重
福建	聚焦财经领域，制定一揽子化债方案，“一地一策”化解个别重点区域地方债务风险。	房地产、地方债务、中小金融机构等风险不容忽视
甘肃	制定实施防范化解地方债务风险“1+10”方案，疏解融资平台债务1048.4亿元	债务化解和风险处置任务艰巨
广东	政府债务风险总体安全可控	部分市县财政收支矛盾突出
河南		地方债务、房地产、中小金融机构风险交织
江西	出台防范化解经济和金融领域重大风险“1+7”工作方案和防范化解地方债务风险“1+9”方案，保持全国唯一债券零违约省份	部分领域风险隐患不容忽视
新疆	强化财政金融风险防范化解，守住了不发生区域性、系统性金融风险底线	
广西	制定实施地方债务风险一揽子化解方案，稳妥推进地方融资平台转型，政府法定债务风险总体可控，政府隐性债务显著下降	一些领域风险防范化解面临新挑战
江苏		一些领域风险隐患有待进一步化解
辽宁	制定实施地方债务风险化解方案	地方债务、房地产领域、中小金融机构风险交织，安全生产形势依然严峻

资料来源：ifind，国联证券研究所

2024 年化债基调依旧为严守底线，资源倾斜重点区域或预示着不低的化债速度。

2024 年依然为化债之年，牢牢守住不发生系统性风险的底线依然坚韧。多数重点省份在 2023 年政府工作报告中提示 2024 年“化债任务艰巨”，同时各省在 2024 年财政预算报告中也提到，2024 年的化债工作基本仍是围绕 2023 年提出的一揽子政策继续落实，部分重点省份亦提出等待及积极争取中央政策机遇。因此，重点省份继续获得资源倾斜的可能性较大，可以继续跟踪重大化债利好政策实质落地区域。

图表61：重点省份获得相对更多特殊再融资债支持（亿元）



资料来源：wind，国联证券研究所

3.1.2 主体视角：“名单内外”与首发债城投平台

名单之内，政策支持力度大，债务风险边际降低。自一揽子化债以来，市场对于“名单内”城投平台多有关关注。名单内意味着新增融资受限，但对于资质相对较弱、化债资源来源难以落实的区域，名单内意味着化债政策的倾斜。此外，名单内主体一方面平台属性更为浓厚，政策支持力度相应可能更大，另一方面融资监管力度更严，因债务无序扩张带来的债务风险较低，安全边际或更为可控。

名单之外，关注“退名单”可能性。随着重点省份化债进程持续推进，部分化债成效突出省份的债务压力及风险可能逐渐回归安全可控范围，可关注此类省份债务风险边际降低带来的投资机会。此外，随着近期重庆多家平台公告退出名单，满足隐债清零等要求的平台可能会陆续退出名单，平台利差或因此出现波动。可以关注符合“隐债压降清零、收入等指标增强”等特点的平台，追踪政策变化，寻找“退名单”带来的投资机会。

图表62：重庆市退平台主体公告

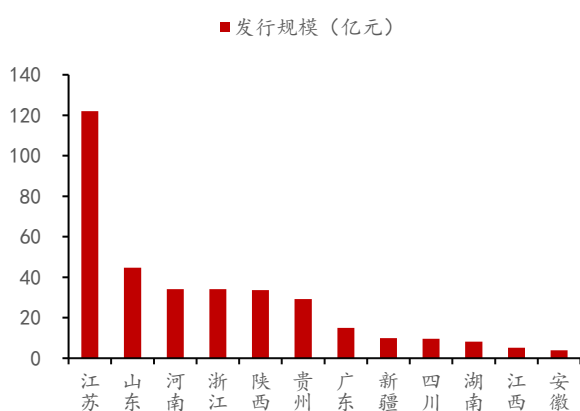
退平台主体	公告内容
重庆迎龙环湖实业有限公司	为深入贯彻落实党中央、国务院、市委、市政府关于加强地方债务风险防范化解和加快推动融资平台公司退出平台名单及市场化转型，切实厘清政府与企业的权责边界，持续巩固发展政资分开、政企分开改革成果，进一步推进国有企业参与市场竞争，经南岸区人民政府研究决定，重庆迎龙环湖实业有限公司自本声明公告之日起，不再承担政府融资职能。企业依照市场法则自主经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任。
重庆渝中城市更新建设有限公司	为深入贯彻落实党中央、国务院和市委、市政府关于加强地方债务风险防范化解和加快推动融资平台公司退出平台名单及市场化转型的要求，……，渝中区人民政府决定，重庆渝中城市更新建设有限公司，自本声明公告之日起，不再承担政府融资职能。企业依照市场法则自主经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任。
重庆市江北区国有资本投资运营管理集团有限公司 重庆市江北区城市建设发展集团有限公司 重庆洋河房地产开发有限责任公司	为深入贯彻落实党中央、国务院、市委、市政府关于加强地方债务风险防范化解和加快推动融资平台公司退出平台名单及市场化转型，……，经江北区人民政府研究决定，重庆市江北区国有资本投资运营管理集团有限公司、重庆市江北区城市建设发展集团有限公司、重庆洋河房地产开发有限责任公司等3户企业，自本声明公告之日起，不再承担政府融资职能。企业依照市场法则自主经营，自负盈亏，政府在出资范围内承担有限责任。

资料来源：各区域政府官网，国联证券研究所

另一角度，在当前城投债发行持续收紧的背景下，仍能够实现首次发行债券的城投主体，或属于偏优质的投资标的，在下沉时或者予以更多关注。据我们统计，

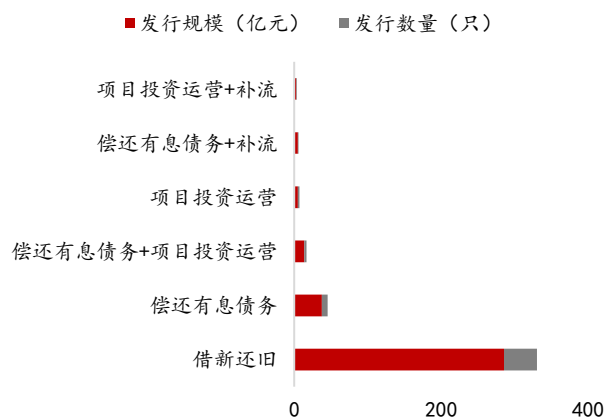
2024 年以来, 全国市场实现首次发行城投债的平台公司共计 39 家, 发行债券 60 只, 发行规模合计 349.77 亿元。分省份看, 实现首发城投债的平台公司主要位于江苏省、山东省、河南省、浙江省、陕西省和贵州省等省份, 发行规模分别为 122.05 亿元、44.65 亿元、34.11 亿元、34.06 亿元、33.65 亿元和 29.30 亿元。从发行方式来看, 首发城投以私募发行为主, 占比 84.33%。从募资用途来看, 在 60 只城投债中, 其中有 53 只仅能用于借新还旧或仅能用于偿还有息债务, 另外 7 只债券可用于项目投资运营或补流, 在当前较为严苛的发行条件下, 此类债券资质或相对较好, 在下沉时可进行重点关注。

图表63: 首发城投平台区域分布 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表64: 首发城投平台募资用途统计



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表65: 募资用途相对宽松的首发城投债

代码	发行人全称	地区	主体评级	中债估值	剩余年限	募集资金用途
2480009.IB	瑞金市国控建设投资有限公司	江西省	AA	2.52	2.88	项目投资运营
2480010.IB	瑞金市国控建设投资有限公司	江西省	AA	2.52	2.88	项目投资运营
253863.SH	西安未来产业城投资发展集团有限公司	陕西省	AA+	2.47	2.80	偿还有息债务+项目投资运营
253865.SH	西安未来产业城投资发展集团有限公司	陕西省	AA+	2.52	2.80	偿还有息债务+项目投资运营
253864.SH	西安未来产业城投资发展集团有限公司	陕西省	AA+	2.72	2.80	偿还有息债务+项目投资运营
133758.SZ	珠海联港投资控股集团有限公司	广东省	AA+	2.41	2.66	偿还有息债务+补流
2480020.IB	平邑财金投资集团有限公司	山东省	AA	3.72	4.63	项目投资运营+补流

资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 中债估值和剩余期限均按 2024/5/31 统计

3.1.3 产投平台的机会

产投平台由地方政府成立, 通过整合区域内优质国有资产资源, 以实现市场化经营、获得经营性现金流, 在提升企业资质的同时助力区域产业发展。产投平台的整合方式主要有三种, 包括通过区域核心平台基础上设立新主体; 牵头整合尚未进入资本市场的平台资产; 整合区域内优质产业资产至新产投平台。三种方法各有优劣, 如在区域核心平台基础上设立新主体, 一方面可在集团内部统一整合、提高资源整合效率, 但另一方面与旧主体资质绑定较深, 可能被认定为名单内主体面临融资受限; 整

合未进入资本市场的产投平台资产或整合区域内优质产业资产至新产投平台受到名单管控的影响较小，但后者可能对划出资产平台的资质造成不利影响。

产投平台具有“强产业”和“弱城投”的双重属性。一方面其多来源于区域内主要城投平台优质经营性资产的同业整合注入，优势产业投资集中度及市场化经营能力皆占优。另一方面，新设立的产投平台虽在部分业务或管理等方面可能仍被认定与城投平台有所关联，但整体平台属性已有所削弱，新增融资目前受限风险较低，可能成为地方新增融资窗口，可以关注各区域此类新设产投主体的后续进展。

图表66：产投整合的三种方式及各优缺点

产投整合的三种方式	优点	缺点
区域核心平台基础上设立新主体	可在集团内部统一整合、提高资源整合效率	与旧主体资质绑定较深，可能被认定为名单内主体面临融资受限
牵头整合尚未进入资本市场的平台资产	受到名单管控的影响较小	需要良好的资源储备优势
整合区域内优质产业资产至新产投平台	受到名单管控的影响较小	可能对划出资产平台的资质造成不利影响

资料来源：各区域官网整理，国联证券研究所

3.1.4 参与收储的机会

5月17日国务院政策例行吹风会上提出通过政府收购模式助力去库存的详细方案，即设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款5000亿元。方案细则显示，由城市政府选定地方国有企业作为收购主体，该国有企业及所属集团不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台，收购后迅速配售或租赁。

对于城投平台来说，参与收储有助于改善现金流、盘活资产、加速转型。一方面，当前存量商品房相当一部分由地产业务占比较高的城投持有，参与收储有助于改善现金流、减轻债务压力。另一方面，保障房相较于传统公益性资产能产生稳定的现金流收益，有利于资产盘活、优化经营性资产占比从而加速城投转型。因此，可关注高能级人口流入区域中保障房城投主体参与收储所带来的投资机会。

图表67：人口流入的高能级城市（亿元、%）

地区名称	GDP(亿元) 频度：年度 年份：2023	GDP增速(%) 频度：年度 年份：2023	财政自给率(%) 频度：年度 年份：2023	负债率(%) 频度：年度 年份：2023	债务率(%) 频度：年度 年份：2023	常住人口增长率(%) 频度：年度 年份：2023
三亚市	971.34	12.00	63.40	61.25	197.67	3.76
儋州市	1,002.84	11.90	40.32	32.60	144.76	3.47
贵阳市	5,154.75	6.00	57.30	66.65	311.65	2.93
合肥市	12,673.78	5.80	65.87	17.83	137.93	2.27
海口市	2,358.44	9.30	70.61	37.71	216.23	2.11
西双版纳傣族自治州	778.27	5.00	24.34	33.45	130.08	1.91
呼和浩特市	3,801.55	10.00	40.00	37.58	443.09	1.49
郑州市	13,617.80	7.40	76.72	24.64	215.96	1.40
德宏傣族景颇族自治州	595.28	2.10	23.78	70.95	127.27	1.21
杭州市	20,059.00	5.60	100.79	19.28	62.19	1.18
克孜勒苏柯尔克孜自治州	232.52	6.20	11.09	111.65	835.48	1.18
大理白族自治州	1,731.10	2.00	27.73	41.28	585.89	1.12
迪庆藏族自治州	303.74	0.60	12.40	56.37	80.89	1.02
丽江市	671.73	7.50	26.68	62.43	212.45	0.97
昆明市	7,864.76	3.30	66.60	32.63	159.44	0.93
果洛藏族自治州	67.20	3.80	3.01	55.06	1,035.49	0.91
鄂尔多斯市	5,849.86	7.00	81.29	31.97	184.90	0.89
长沙市	14,331.98	4.80	75.43	21.28	142.30	0.89
温州市	8,730.60	6.90	52.95	35.22	105.79	0.85
宁波市	16,452.80	5.50	79.90	19.75	87.34	0.82
包头市	4,263.87	10.20	42.23	16.30	270.41	0.78
绍兴市	7,791.14	7.80	74.33	24.18	119.46	0.77
潮州市	4,015.10	5.80	67.63	33.96	98.58	0.76
深圳市	34,606.40	6.00	82.06	7.78	39.48	0.73

资料来源：企业预警通，国联证券研究所

3.2 金融债：久期可拉至 3-5 年

3.2.1 TLAC 非资本债：新型品种，市场接受度有望提高

总体来看，TLAC 非资本债券推出后市场接受度有望逐步提高，或成为资产荒下的新型品种机会：1) TLAC 非资本债券的发行期限或短于二永债，且更加灵活，因此其期限更加符合基金/理财的久期偏好，同时其估值抗波动能力理论上也好于二永债。2) 发行主体为我国五大行，在信用资质和清偿顺序方面都有较高的安全性。3) 在城投债供给收缩、信用债资产荒的趋势下，TLAC 非资本债的推出为投资者提供了一种补充新型资产的机会。

3.2.2 银行二永债：关注城农商行次级债品种

本阶段银行二永债的收益率持续走低，城农商行二永债或依然是未来一段时间下沉或拉久期的主要方向。综合各地区 AA+/AA/AA-级城农商行二永债的估值收益率和存续规模来看，截至 2024/5/28，大部分地区 AA+/AA 级二永债的收益率已在 2.5% 以下的水平，挖掘性价比相对不高；隐含评级 AA-及以上、平均估值在 3% 以上的债券共有 695 亿元，主要分布在浙江、山东、广东、四川、福建、河北等地，隐含评级均为 AA-级，剩余期限在 3-5Y 之间，建议以上品种可以重点关注。

图表68：银行二级资本债分隐含评级/期限的收益率和信用利差表现（截至 2025/5/24）

地区	平均估值收益率(%)									债券余额(亿元)								
	AA+			AA			AA-			AA+			AA			AA-		
	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y
浙江	2.15	2.23	2.45	2.19	2.33	2.60	2.51	2.68	3.00	70	195	560	36	156	79	66	223	237
江苏	2.12		2.44		2.35	2.63	2.33	2.64	2.91	545		200		135	100	5	55	10
广东				2.14	2.32	2.55	2.95	3.18	4.11				112	235	370	45	37	30
北京		2.34			2.32						600			100				
山东				2.13	2.36	2.65	2.46	2.93	3.32				20	225	84	40	151	102
上海	2.06	2.31	2.36							200	70	230						
四川					2.29	2.54	3.11	3.33	3.44					160	193	20	42	18
福建					2.32	2.60		2.62	3.05					120	155		67	33
安徽	2.10	2.26	2.66							100	140	100						
河北					2.52	2.67		3.09	3.30					50	80		80	60
河南				2.21	2.50	2.80							20	140	100			
江西					2.62	2.76		2.68						40	40		130	
重庆					2.35	2.64		2.78						110	70		27	
湖北					2.32	2.59		2.68	2.96					20	55		50	79
天津						2.79		2.55							170		30	
广西							2.46	2.54	3.13							72	48	50
陕西					2.26			2.70	2.90					40			70	30
湖南					2.25				2.80					80				15
甘肃								3.13									50	
辽宁									3.27									50

资料来源：iFind，国联证券研究所
注：<1Y 不包括 0.25 年以内的债券

图表69：银行永续债分隐含评级/期限的收益率和信用利差表现（截至 2025/5/24）

地区	平均估值收益率(%)									债券余额(亿元)								
	AA+			AA			AA-			AA+			AA			AA-		
	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y	<1Y	1-3Y	3-5Y
北京		2.34									600							
江苏	2.20		2.44		2.39	2.60		2.67		200		200		90	30		40	
浙江	2.15		2.54	2.15	2.34	2.70	2.69	2.76	3.09	70		100	16	56	20	12	116	103
山东					2.37	2.65	2.39	2.99	3.75					105	84	30	121	10
河南					2.50	2.80								140	100			
江西					2.62	2.76		2.68						40	40		130	
安徽	2.10		2.66							100		100						
河北					2.52	2.67		3.24	3.64					50	80		55	15
广东				2.20	2.37	2.57		3.70					47	70	40		27	
四川					2.25	2.64	3.20	3.64						60	80	10	27	
福建					2.33	2.62		2.65	3.13					75	35		32	20
重庆					2.35	2.64		2.78						60	70		27	
广西							2.52		3.13							62		50
湖北						2.75		2.68						30			50	
甘肃								3.13									50	
辽宁									3.27									50

资料来源：iFind，国联证券研究所
注：<1Y 不包括 0.25 年以内的债券

3.2.3 券商次级债：AA+级 3-5 年期品种有一定估值优势

就当前的估值来看，AA+级 3-5Y 券商次级债相对银行二级资本债（当前在 2.41% 附近）有一定估值优势，可予以关注；AA-级 1-3Y 品种存续债规模不大，但估值较高，对收益有一定要求或风险偏好较高的投资机构可以关注其配置机会。

图表70：截至 2024/5/28 券商次级债收益率与存续债规模统计（%，亿元）

隐含评级/期限	平均收益率（%）					存续债规模（亿元）				
	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y
AAA-	2.07	2.22	2.30	2.40	2.47	656	941	843	683	617
AA+	2.09	2.23	2.32	2.48	2.51	270	344	350	65	111
AA	2.18	2.33	2.41			162	171	185		
AA-	2.36	3.17	3.53		5.45	61	38	35		1

资料来源：iFind，国联证券研究所
 注：0-1Y 不包括 0.25 年以内的债券

3.2.1 保险次级债：成交活跃度有望提升，关注永续债后续情况

就当前的估值来看，AA+级 1-3Y 保险次级债相对银行二级资本债（当前在 2.20% 附近）有一定估值优势，可予以关注；对收益有一定要求或风险偏好较高的投资机构也可以关注 AA-级 3-5Y 品种的配置机会。

图表71：截至 2024/5/28 保险次级债收益率与存续债规模统计（%，亿元）

隐含评级/期限	平均收益率（%）					存续债规模（亿元）				
	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y	0-1Y	1-2Y	2-3Y	3-4Y	4-5Y
AA+	2.15	3.22	2.29	2.43	2.46	395	30	180	255	220
AA	2.15	2.23	2.31	2.57	2.52	140	295	148	53	90
AA-	-	2.43	2.58	2.93	2.84	-	127	80	51	140

资料来源：iFind，国联证券研究所
 注：<1Y 不包括 0.25 年以内的债券

此外，保险永续债落地后一直受到市场广泛关注，当前全市场共存续 7 只永续债，规模达 357.7 亿元，发行主体多为资质较好的头部险企，受不赎回事件影响较小，可持续关注。

图表72：截至 2024/5/28 保险永续债存续情况（亿元，%，年）

债券代码	发行人	剩余余额(亿)	估值	隐含评级	剩余期限
282380001.IB	泰康人寿保险有限责任公司	50.00	2.79	AA+	4.45
282380002.IB	中国太平洋人寿保险股份有限公司	120.00	2.65	AA+	4.52
282380003.IB	中国人民健康保险股份有限公司	25.00	2.65	AA+	4.54
282380004.IB	农银人寿保险股份有限公司	20.00	2.65	AA+	4.55
282380005.IB	太平人寿保险有限公司	110.00	2.55	AA+	4.57
282380006.IB	建信人寿保险股份有限公司	20.00	2.66	AA	4.58
282380007.IB	光大永明人寿保险有限公司	12.70	2.76	AA	4.59

资料来源：iFind，国联证券研究所

3.3 地产债：把握政策发力空间，仍以优质央国企为主

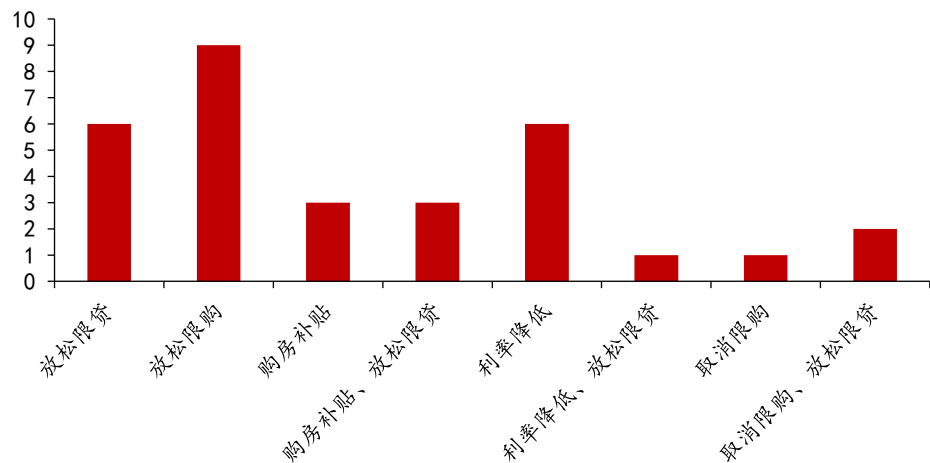
3.3.1 政策展望：地产政策有望持续发力

中央层面：合理预期财政税收相关优惠政策。在此次地产政策组合拳集中发力之际，税收领域未有较强信号，仍停留于去年 8 月换购住房退税优惠等政策，这为财政税收政策的后续发力预留了空间。从历次地产支持政策来看，从房产交易契税、印花税到税收优惠补贴，财政政策一直是助力地产企稳回升不可或缺的力量。因此，在央

行端货币金融政策较为充分地得到释放后，财政政策或将跟进，在促进房产流动、降低交易持有成本方面增加支持。

地方层面：“因城施策”仍有较大空间。主要城市延续去年以来的宽松主基调，在降低房贷利率、购房补贴、放松限购限贷等方面进行了积极尝试，具体体现为放宽二套房认定范围、降低首套/二套房商贷/公积金贷利率、发放政府补贴、推动旧房置换等举措。今年4-5月，部分一二线城市对限制性购房政策进行调整，如北京4月30日放宽五环外限购；4月18日长沙、4月28日成都、5月9日杭州分别全面放开限购等。限购作为地方政府裁量权相对较大的一项政策，在需求支撑较强的高线城市仍有较大的放松空间。

图表73：年初至今一二线城市因城施策调整次数（次）



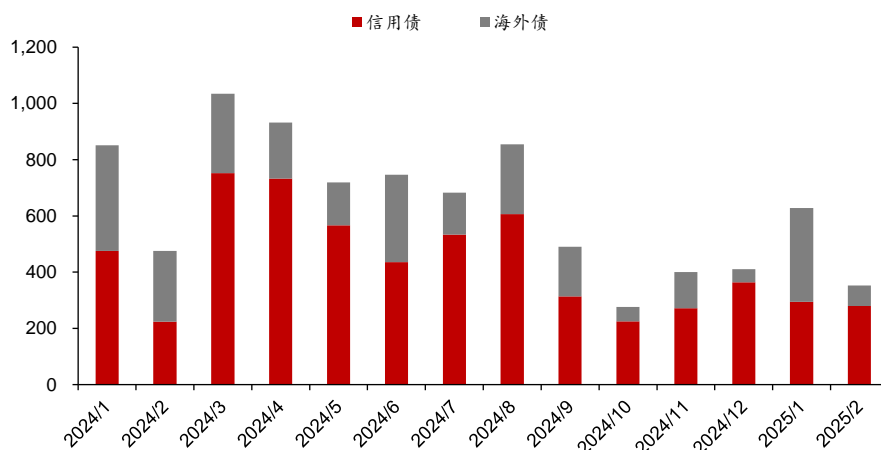
资料来源：各地方人民政府、住建委网站，国联证券研究所
注：统计样本为23个一二线城市

3.3.2 投资展望：保持谨慎，仍以优质央国企为主

本轮地产债行情或是一年多前“弱现实”与“强预期”对比的再现，建议保持谨慎。政策利好带动地产债显著修复，但在商品房库存高企、销售去化仍较为困难的当下，政策尚未传导至地产基本面，市场压力犹存。就未来政策而言，预期应以“房地产供求关系发生重大变化”为基础，化解存量将成为阶段性重点。结合当前政策空间的分析，从政策工具箱的使用情况来看，短期内关注房地产融资增量政策、财政税收政策的落实情况；中长期关注政策实效，从投资端的改善到居民消费的提振，或是助推地产债市场的信号所在。

展望下半年，以央国企为融资主力的格局料将持续。在地产债交易活跃度明显提升的当下，央国企地产债的优势地位并未发生变化，因此建议关注具备持续融资能力且背景实力较强的央国企的新发债券；8月偿债高峰后，地产债到期压力显著下降，或可随信用风险的降低拓展安全边际，结合久期策略、信用下沉策略等关注配置机会。

图表74：2024年8月偿债高峰后，地产债到期压力显著下降（亿元）



资料来源：中指数据，国联证券研究所

3.4 国企产业债：关注收益率较高、行业基本面改善的主体

综合前文分析，除上述重点分析的四个行业外，我们还梳理了满足以下条件的国企产业债：1) 主体评级AA+级及以上；2) 中债估值3%以上；3) 所处行业基本面有所改善，即2023年现金流改善企业占比超65%且企业总数大于10；4) 剩余期限为1-3年。符合以上标准的国企产业债，兼具收益和边际改善特征，或可进行重点关注。

图表75：主体评级AA+级及以上、估值3%以上、现金流改善企业占比大于65%的存续国企产业债（亿元，年，%）

代码	简称	发行人	主体评级	债券余额 (亿元)	行业	剩余期限 (年)	估值 (%)
254164.SH	24 陕建 Y1	陕建股份	AAA	7.00	建筑装饰	2.90	4.95
114484.SH	22 陕建 Y1	陕建股份	AAA	13.91	建筑装饰	1.54	4.81
253275.SH	太重 YK01	太重集团	AA+	20.00	机械设备	1.51	4.31
240752.SH	24 成大 01	辽宁成大	AA+	16.00	医药生物	2.86	4.29
254543.SH	24 济工 01	济南建工集团	AA+	5.50	建筑装饰	2.94	4.02
253129.SH	23 毕节 01	毕节国投	AA+	1.66	建筑装饰	2.48	3.70
102383396.IB	23 陕建集团 MTN002	陕建股份	AAA	7.00	建筑装饰	1.56	3.57
253646.SH	24 兴岚 01	日照兴岚控股集团	AA+	4.00	建筑装饰	1.63	3.52
032480250.IB	24 昆明安居 PPN002	昆明安居集团	AA+	10.00	建筑装饰	1.54	3.49
032480482.IB	24 昆明安居 PPN003	昆明安居集团	AA+	10.00	建筑装饰	1.53	3.49
252735.SH	23 兴岚 01	日照兴岚控股集团	AA+	5.00	建筑装饰	1.39	3.48
252024.SH	23 济工 01	济南建工集团	AA+	4.00	建筑装饰	2.27	3.44
102281306.IB	22 吉林国资 MTN002	吉林资本集团	AA+	10.00	汽车	1.05	3.42
102481682.IB	24 陕建集团 MTN001A(科创票据)	陕建股份	AAA	7.00	建筑装饰	2.89	3.38
032381260.IB	23 辽成大 PPN002	辽宁成大	AA+	2.50	医药生物	2.58	3.37
032380606.IB	23 辽成大 PPN001	辽宁成大	AA+	2.50	医药生物	2.08	3.32
252395.SH	23 济旅 02	济南文旅	AA+	4.00	建筑装饰	2.31	3.31
251253.SH	23 济旅 01	济南文旅	AA+	4.95	建筑装饰	2.02	3.28
253397.SH	24 铁投 V1	菏泽铁投	AA+	10.00	建筑装饰	2.93	3.28

102480471. IB	24 济南建工 MTN001	济南建工集团	AA+	2.00	建筑装饰	1.69	3.28
254782. SH	24 大港 01	天府大港	AA+	2.10	建筑装饰	2.97	3.27
253585. SH	24 济运 01	济宁城运	AA+	7.50	建筑装饰	2.63	3.27
102481235. IB	24 川华西 MTN001	华西集团公司	AA+	10.00	建筑装饰	2.82	3.18
138562. SH	22 成大 01	辽宁成大	AA+	6.00	医药生物	1.45	3.17
102281503. IB	22 辽成大 MTN001	辽宁成大	AA+	10.00	医药生物	1.11	3.13
252269. SH	23 铁投 04	菏泽铁投	AA+	6.00	建筑装饰	1.28	3.12
252617. SH	23 都投 04	都投集团	AA+	3.50	建筑装饰	2.40	3.06
251837. SH	23 都投 03	都投集团	AA+	3.50	建筑装饰	2.31	3.06
254820. SH	24 青平 01	青岛平度控股集团	AA+	10.00	建筑装饰	2.99	3.03
254005. SH	24 菏工 01	菏泽城建工程发展集团	AA+	5.00	建筑装饰	2.75	3.02
102381708. IB	23 广西柳工 MTN001 (科创票据)	广西柳工	AA+	7.00	机械设备	2.13	3.02
253308. SH	23 娄发 04	娄底城投	AA+	5.00	建筑装饰	2.54	3.02
252731. SH	23 城北 02	盐城城北开发建设投资	AA+	6.08	建筑装饰	2.40	3.01
102381423. IB	23 陕建集团 MTN001	陕建股份	AAA	4.50	建筑装饰	2.04	3.01

资料来源：iFind，国联证券研究所

4. 风险提示

市场风险超预期。市场出现超预期风险事件，易引发系统性风险，影响债券市场整体走势。

政策边际变化。市场政策不确定性较大，将影响市场整体情况，进而带来投资风险。

房地产政策不及预期。房地产政策不确定较大，不及预期或影响债券市场整体走势。

经济不及预期。国内经济增长不及预期，或影响债券市场整体走势。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼