

# 笼中起舞，波段取胜

## ——信用债中期策略

2025年5月19日

分析师	杜渐
邮箱	dujian@stocke.com.cn
电话	18511764250
证书编号	S1230523120005

# 目录

CONTENTS

- 01 中期策略核心观点
- 02 中长期视角市场判断
- 03 中长期因子探讨
- 04 信用策略复盘与展望
- 05 信用债波段如何操作？
- 06 科创&绿色债的特殊视角
- 07 中资美元债怎么看？
- 08 金融债：兼具波段交易性和防御配置性
- 09 城投债：短端下沉+波段增收
- 10 产业债：景气为纲择券，利差为刃增盈
- 11 风险提示

# 01

## 中期策略核心观点

## 中期策略观点：笼中起舞，波段取胜

■ 当前的信用债市场，票息保护不足，配置者少，择时者众。“笼中起舞”隐喻着如下三种牢笼困境：

- 1、**低收益环境的牢笼之中**：机构从赚实体企业的钱，愈发转向赚交易对手的钱，势必难度加大。传统来讲，市场更多关注利率债的波段，但由于信用品种的票息优势，公募、保险等机构也愈发倾向于找寻信用债自身的中线波段交易策略（季度维度），在更大的波幅策略中获取优势。
- 2、**信用风险已被关入牢笼之中**：政策和基本面的博弈，是当前固收研究的核心问题，而政策面影响 > 基本面影响，对于信用研究则更为现实。23年9月的一纸35号文，让信用风险被关入政策面的牢笼之中，至今未出。这一环境之下，信用债市场从去年630开始，对于违约因子的定价愈发弱化，违约风险更多被流动性风险、估值波动风险因子替代。
- 3、**波段交易的牢笼之中**：在一系列多空因素交织之下，未来的信用债市场，更像在牢笼困境之中，有波段，但相较于历史的波段注定更窄幅，也更需精细化的技巧抓住波段。

■ 票息这么低，信用债的价值在哪里？

- 1、现在其实广谱票息都很低，信用债相对其他品种负Carry的问题更小一点。但有其独特的波段交易思路。
- 2、纯粹博弈久期容易出错，特定时点一定要有回归票息策略的准备。
- 3、未来仍然处于短期政策面对冲与长期基本面弱化的博弈进程之中，年内波段交易机会仍存，近期仍需高度关注。

■ 综上，未来在低利率环境之下，更需要重视窄幅空间内的波段，“笼中起舞，波段取胜”。

■ 风险提示：数据统计口径存在差异，历史数据无法代表未来，政策发生重大变化可能导致策略失效。

# 下半年投资收益源自哪里？

## ■ 二八定律下的债券市场：

- ✓ 20%的时间决定了80%的收益；20%的时间大幅调整，剩下80%的时间都在等待。
- ✓ 投资如人生，很多时候20%的十字路口的选择，决定了绝大部分的走向，而性格决定选择；
- ✓ 投资的性格其实就是投资框架，框架是否好用，决定后续走向是否与市场一致。

## ■ 那么问题的关键来了：

- 1、能否在收益率偏低时止盈；
- 2、能否在收益率高的时候抄底别抄在半山腰；

## ■ 那么什么样的研究对于市场是有效的？政策研究、技术分析、机构行为

- 未来久期策略很需择时，加杠杆多数情形合适、信用做波段性价比很高，而赚交易对手的钱在所难免。

盈利来源	盈利解释	对应策略	25年思考
赚经济周期的钱	把握利率波动带来的资本利得	久期策略	不同于此前，受政策影响大于基本面的影响
赚央行的钱	运用杠杆放大收益	杠杆策略	78%的交易日是划算的，全年贡献20BP
赚发行人的钱	获取票息与信用溢价	信用下沉	远不及之前，但票息肯定略有一些
赚交易对手的钱	利用市场情绪和流动性差价	做波段	每年抓好大概2-3个波段，则可以显著跑赢

## 票息观点：短久期信用债或为债市避风港

过去一周总结：中美关税摩擦缓和，信用涨，利率跌，5年国债国开跌幅居前；短久期普信债表现好于二永。

市场交易逻辑：1、中美关税摩擦缓和；2、资金面宽裕+未来担忧预期

策略建议：

关税谈判落地，长债或有止盈压力，建议继续关注短久期信用债。5月12日中美关税谈判落地提振经济增长预期及风险偏好，同时后续关税政策不确定性导致债市方向性交易动能不足，整体走势呈现纠结态势。长端品种受制于经济预期边际改善存在一定调整压力，但好在央行近期降准降息操作打开了短端收益率的下行空间，叠加资金面维持宽松，短久期信用债持有感受相对较好。

信用未必跟随利率调整：复盘2024年8月和2025年1月信用债两轮较大的调整来看，中短期信用债收益率走势主要受：1、资金紧、负carry；2、止盈空间，这两因素影响。目前这两方面信号暂不显著，信用债仍具投资性价比。

超长期信用债性价比较低。近期超长债换手率持续走低，若市场调整，流动性溢价较高，赔率较低。

机构行为&异常成交：信用债买入主力机构为基金，净买入1015亿元；配置盘买债力度缩减，理财与保险信用债净买入仅为109亿元和9亿元。在成交偏离方面，整体以低估值成交为主。

各版块建议：

1、低风险偏好：短信用防守。关注短久期普信债与国股行二永债等品种，3年AAA城投债与7天OMO利差接近30bp，向下压缩空间仍存。

2、中等风险偏好：关注骑乘机会。（1）择机增持3Y二永品种；4.5Y渤海银行、民生银行永续近期ofr收益率在2.4%-2.6%左右，具备很高骑乘价值。（2）对于有一定收益率曲线斜率的城投如津城建、河南航空港等，3年期债券在骑乘效应和利差保护下持有1年收益率显著高于1年期，可重点关注。（3）目前地方债相对国债利差仍处于去年0630至今的高位，建议投资者关注流动性较优、骑乘收益可观的5-7年地方债。

3、高风险偏好：地产挖掘。可考虑介入短久期国企地产债，后续关注土储专项债发行、房企风险化解情况和销售走势。主体方面建议关注华发、建发等国企地产机会，此类主体能贡献1年期2.3%-2.5%的票息收益率。

# 债市多空影响因素概览

利多债市

- 降准降息
- 权益市场上涨预期钝化
- 市场避险情绪
- 资金价格较低
- 短期信用风险难成扰动
- 央行净投放

- 收入预期↓、就业↓、房价↓、地价↓
- 居民企业加杠杆意愿↓
- 中长期资产荒难解
- 适度宽松货币政策定调
- 人口↓、人口老龄化
- 广义地方政府债务增速↓
- 经济发展模式：放弃债务驱动

长期  
(年度视角)

短期  
(周度视角)

- 中美谈判提升风险偏好
- 关注抢出口的经济数据影响
- 4月降息幅度偏低
- 超长期特别国债发行
- 近期核心经济数据表现好于预期
- 新增专项债发行尚待提速，后续供给↑

- 2月调整的学习效应
- 央行的长债风险提示、融出指导
- 926新政后政策转向持续？
- 债券净供给高于季节性
- 美联储降息预期弱，中美利差高

利空债市

# 各券种广谱利率图

日期	政策利率			定期存款			国债			存单		商业银行普通债			商业银行二级资本债				商业银行永续债(含权)			城投债					
	OMO	MLF	LPR	1Y	3Y	5Y	1Y	10Y	30Y	AAA	AA-	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	7-10Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
	7D	1Y	5Y																								
2023/12/29							2.08	2.56	2.83	2.40	2.91	2.42	2.64	2.78	2.65	2.85	3.00	3.17	2.75	2.94	3.05	2.80	3.03	3.26	3.14	4.81	5.94
2024/1/31							1.88	2.43	2.65	2.33	2.74	2.37	2.51	2.64	2.50	2.66	2.77	2.88	2.58	2.72	2.66	2.52	2.64	2.80	2.78	4.21	5.50
2024/2/29							1.79	2.34	2.46	2.23	2.61	2.23	2.37	2.47	2.32	2.49	2.61	2.68	2.38	2.56	2.50	2.32	2.53	2.67	2.60	3.68	4.98
2024/3/29	1.8	2.5	4.2	1.45	1.95	2.00	1.72	2.29	2.46	2.23	2.49	2.23	2.40	2.49	2.35	2.52	2.62	2.71	2.40	2.58	2.51	2.35	2.58	2.67	2.71	3.40	4.31
2024/4/30							1.69	2.30	2.54	2.10	2.39	2.15	2.31	2.34	2.22	2.39	2.49	2.62	2.24	2.44	2.37	2.21	2.40	2.57	2.52	3.19	3.98
2024/5/31							1.64	2.29	2.56	2.07	2.35	2.06	2.20	2.30	2.12	2.25	2.42	2.61	2.14	2.29	2.31	2.06	2.25	2.40	2.31	2.81	3.66
2024/6/28							1.54	2.21	2.43	1.96	2.27	1.97	2.06	2.15	2.01	2.13	2.23	2.33	2.01	2.16	2.16	2.03	2.19	2.28	2.26	2.61	3.24
2024/7/31							1.42	2.15	2.38	1.88	2.12	1.88	1.95	2.03	1.92	2.02	2.15	2.25	1.92	2.04	2.06	1.94	2.06	2.13	2.13	2.41	2.84
2024/8/5							1.39	2.14	2.34	1.84	2.10	1.82	1.92	1.98	1.87	1.98	2.09	2.18	1.88	2.00	2.01	1.91	2.01	2.08	2.10	2.35	2.75
2024/8/30	1.7	2.3	3.95	1.35	1.75	1.80	1.49	2.17	2.37	1.97	2.26	1.99	2.07	2.14	2.05	2.17	2.26	2.4	2.06	2.20	2.17	2.08	2.19	2.28	2.40	2.60	2.94
2024/9/24							1.42	2.07	2.19	1.91	2.21	1.91	1.98	2.07	2.01	2.09	2.18	2.29	2.05	2.14	2.10	2.05	2.14	2.20	2.39	2.72	3.17
2024/9/30							1.37	2.15	2.36	1.91	2.25	2.05	2.13	2.22	2.21	2.33	2.43	2.53	2.25	2.38	2.25	2.18	2.32	2.38	2.61	2.96	3.38
2024/10/31							1.43	2.15	2.34	1.93	2.27	1.94	2.15	2.27	2.09	2.26	2.37	2.51	2.13	2.33	2.45	2.11	2.30	2.44	2.77	3.01	3.74
2024/11/18							1.37	2.11	2.32	1.87	2.24	1.87	2.03	2.22	2.00	2.17	2.33	2.43	2.03	2.22	2.39	2.00	2.16	2.30	2.50	3.02	3.77
2024/11/29							1.37	2.02	2.20	1.80	1.99	1.82	1.94	2.12	1.95	2.08	2.19	2.32	1.97	2.13	2.24	1.98	2.05	2.23	2.35	2.81	3.67
2024/12/31							1.08	1.68	1.91	1.58	2.00	1.53	1.60	1.77	1.65	1.76	1.83	2.05	1.70	1.79	1.90	1.71	1.81	1.91	2.20	2.46	3.30
2025/1/2							1.07	1.61	1.84	1.57	1.98	1.53	1.58	1.71	1.64	1.71	1.78	1.96	1.69	1.76	1.84	1.68	1.78	1.88	2.16	2.42	3.27
2025/1/24							1.34	1.66	1.89	1.74	2.07	1.81	1.75	1.82	1.84	1.85	1.88	1.99	1.86	1.90	1.93	1.87	1.88	1.95	2.33	2.45	3.17
2025/2/7							1.22	1.60	1.80	1.67	2.01	1.68	1.68	1.75	1.72	1.75	1.79	1.93	1.76	1.80	1.85	1.80	1.82	1.89	2.24	2.40	3.11
2025/2/14							1.38	1.65	1.82	1.81	2.11	1.80	1.77	1.79	1.86	1.84	1.88	1.98	1.89	1.89	1.95	1.85	1.89	1.94	2.25	2.44	3.06
2025/2/21							1.48	1.72	1.91	1.96	2.27	1.94	1.90	1.87	2.03	2.00	2.00	2.12	2.05	2.05	2.10	1.96	2.00	2.04	2.39	2.53	3.12
2025/2/28	1.5						1.46	1.72	1.91	1.99	2.32	2.00	1.96	1.92	2.08	2.06	2.08	2.23	2.10	2.12	2.17	2.04	2.09	2.16	2.48	2.60	3.15
2025/3/7		2.0	3.6	1.10	1.50	1.55	1.55	1.80	1.98	2.03	2.33	2.00	1.98	1.97	2.10	2.14	2.19	2.33	2.12	2.20	2.27	2.07	2.13	2.20	2.49	2.68	3.20
2025/3/14							1.56	1.83	2.04	1.96	2.25	1.95	1.97	1.99	2.04	2.12	2.19	2.33	2.08	2.17	2.27	2.05	2.14	2.25	2.46	2.68	3.26
2025/3/21							1.56	1.85	2.07	1.93	2.22	1.91	1.93	1.95	2.00	2.05	2.11	2.28	2.02	2.11	2.22	1.98	2.08	2.21	2.36	2.61	3.22
2025/3/28							1.53	1.81	2.03	1.90	2.19	1.84	1.93	1.95	1.98	2.04	2.09	2.25	2.00	2.08	2.16	1.95	2.02	2.13	2.26	2.51	3.17
2025/4/3							1.48	1.72	1.91	1.80	2.09	1.77	1.84	1.90	1.86	1.93	1.99	2.15	1.88	1.98	2.05	1.89	1.97	2.05	2.16	2.45	3.12
2025/4/11							1.40	1.66	1.86	1.74	2.04	1.73	1.81	1.88	1.83	1.90	1.97	2.12	1.85	1.95	2.02	1.82	1.90	2.00	2.09	2.42	3.11
2025/4/18							1.43	1.65	1.90	1.76	2.04	1.74	1.81	1.88	1.83	1.89	1.97	2.14	1.84	1.96	2.03	1.83	1.91	2.02	2.11	2.43	3.14
2025/4/25							1.45	1.66	1.93	1.76	2.02	1.75	1.84	1.88	1.83	1.93	2.02	2.18	1.84	2.00	2.08	1.85	1.98	2.06	2.11	2.45	3.10
2025/4/30							1.46	1.62	1.82	1.74	1.99	1.74	1.80	1.85	1.79	1.88	1.95	2.11	1.80	1.94	2.01	1.83	1.93	2.03	2.10	2.45	3.06
2025/5/9							1.42	1.64	1.84	1.66	1.94	1.66	1.74	1.82	1.71	1.82	1.94	2.08	1.71	1.84	1.97	1.77	1.86	2.00	2.05	2.45	3.03
2025/5/16	1.4						1.45	1.68	1.88	1.68	1.96	1.68	1.76	1.82	1.74	1.84	1.98	2.16	1.74	1.90	2.02	1.72	1.86	2.00	2.00	2.44	3.04
2025/5/20				3.5	0.95	1.25	1.30	1.44	1.69	1.86	1.67	1.76	1.82	1.74	1.84	1.96	2.14	2.14	1.74	1.89	1.99	1.72	1.85	1.99	1.99	2.44	3.04
2024年初至今(bp)	-40	-50	-70	-50	-70	-70	-64	-87	-97	-73	-96	-75	-88	-96	-91	-101	-104	-103	-101	-105	-106	-108	-117	-127	-115	-237	-290
Ave-OMO利差(bp)	-	-	-	-	-	-	-10	35	55	31	62	31	39	46	40	50	59	72	43	55	60	42	53	64	76	118	187
OMO利差(bp)	0	60	210	-45	-15	-10	4	29	46	27	55	27	36	42	34	44	56	74	34	49	59	32	45	59	59	104	164

# 国开&地方债&信用利差情况

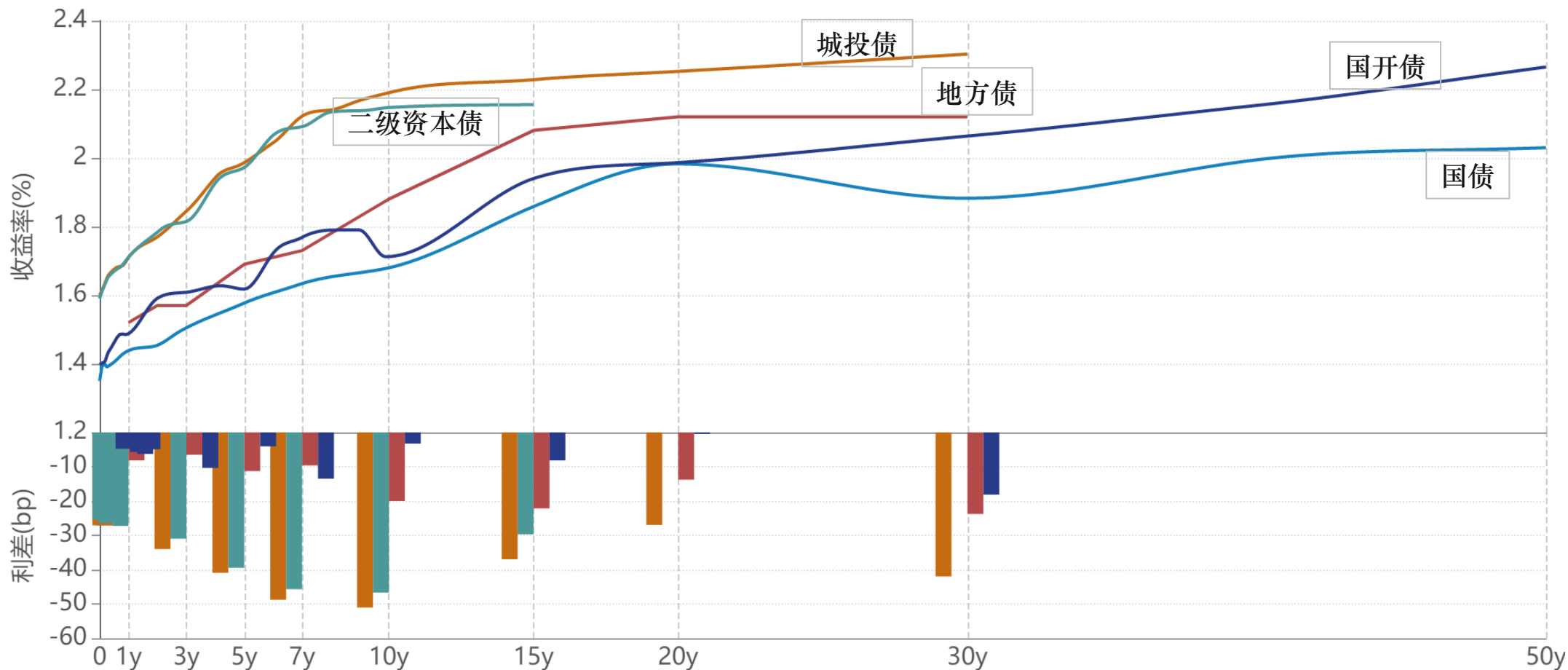
日期	政策利率 (%)	国开债 (%)						地方政府债 (%)						AAA+超长债 (%)				银行普通债利差			二级资本债利差			永续债利差			城投债利差					
	OMO 7D	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	10Y	15Y	20Y	30Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
2023/12/29		2.2	2.34	2.49	2.49	2.68	2.68	2.29	2.57	2.64	2.64	2.74	2.85	2.97	3.05	3.09	3.15	23	30	30	30	45	51	52	56	60	39	43	44	94	246	346
2024/1/31		2.1	2.32	2.41	2.41	2.58	2.59	2.19	2.41	2.51	2.51	2.61	2.66	2.74	2.80	2.87	2.91	26	19	24	24	40	34	36	48	40	42	32	39	68	189	309
2024/2/29		1.84	2.2	2.29	2.29	2.47	2.45	2.07	2.28	2.43	2.43	2.51	2.6	2.67	2.71	2.74	2.79	39	18	19	19	48	29	33	54	37	48	33	39	76	149	269
2024/3/29	1.8	1.84	2.17	2.27	2.27	2.44	2.41	1.98	2.21	2.34	2.34	2.5	2.56	2.68	2.74	2.82	2.83	39	23	22	22	51	35	35	56	41	51	41	40	87	122	204
2024/4/30		1.89	2.13	2.19	2.19	2.4	2.4	1.93	2.16	2.26	2.26	2.42	2.52	2.62	2.65	2.73	2.76	26	18	15	15	33	26	30	35	31	32	27	38	63	107	179
2024/5/31		1.81	2.06	2.14	2.14	2.33	2.39	1.75	2.06	2.25	2.25	2.37	2.50	2.58	2.65	2.70	2.73	25	14	16	16	31	19	28	33	22	25	19	27	50	75	152
2024/6/28		1.69	1.94	2.03	2.03	2.2	2.29	1.66	1.95	2.15	2.15	2.25	2.36	2.43	2.48	2.53	2.57	27	12	12	12	32	19	20	32	22	34	25	25	56	67	122
2024/7/31		1.65	1.84	1.9	1.9	2.08	2.22	1.56	1.82	2.01	2.01	2.13	2.27	2.29	2.32	2.38	2.41	23	11	13	13	27	18	25	27	21	29	23	23	48	57	95
2024/8/5		1.59	1.8	1.89	1.89	2.05	2.19	1.53	1.81	1.94	1.94	2.1	2.24	2.25	2.28	2.34	2.37	23	12	10	10	28	18	21	29	20	32	20	19	51	55	87
2024/8/30	1.7	1.71	1.87	1.97	1.97	2.12	2.26	1.61	1.85	2.01	2.01	2.16	2.27	2.43	2.48	2.52	2.53	28	20	18	18	34	30	29	35	33	37	32	31	69	73	97
2024/9/24		1.66	1.79	1.86	1.86	2.04	2.15	1.59	1.79	1.89	1.89	2.03	2.16	2.31	2.35	2.42	2.45	25	19	21	21	35	30	32	38	34	38	34	34	72	93	131
2024/9/30		1.65	1.88	1.95	1.95	2.16	2.25	1.56	1.8	1.96	1.96	2.2	2.32	2.50	2.53	2.61	2.63	40	25	27	27	56	45	48	60	50	53	45	43	96	108	143
2024/10/31		1.71	1.86	1.88	1.88	2.16	2.22	1.56	1.82	2.02	2.02	2.22	2.32	2.51	2.57	2.60	2.60	23	28	39	39	38	39	49	42	46	40	44	55	106	114	186
2024/11/18		1.65	1.82	1.87	2.11	2.17	2.38	1.54	1.72	1.93	2.14	2.27	2.40	2.38	2.43	2.47	2.50	22	22	36	35	35	47	38	40	53	35	34	43	85	120	191
2024/11/29		1.60	1.73	1.77	1.77	2.01	2.10	1.51	1.66	1.87	1.87	2.04	2.20	2.31	2.34	2.41	2.46	22	21	35	35	35	35	42	36	40	38	32	45	75	108	190
2024/12/31		1.20	1.43	1.46	1.69	1.73	2.00	1.21	1.40	1.62	1.72	1.85	2.16	2.07	2.15	2.19	2.27	33	17	31	45	33	37	50	36	43	51	39	45	100	103	183
2025/1/2		1.26	1.41	1.44	1.63	1.66	1.95	1.24	1.39	1.58	1.70	1.82	2.11	2.01	2.11	2.15	2.25	27	17	27	37	30	34	42	35	40	42	37	44	90	102	183
2025/1/24		1.48	1.54	1.53	1.69	1.69	1.97	1.37	1.47	1.58	1.73	1.83	2.06	2.01	2.04	2.08	2.19	33	21	29	35	30	35	38	35	40	39	34	42	85	91	164
2025/2/7		1.43	1.47	1.46	1.62	1.60	1.90	1.27	1.38	1.59	1.71	1.78	2.02	1.97	2.01	2.03	2.15	25	21	29	29	28	34	33	33	39	36	35	43	80	92	165
2025/2/14		1.52	1.59	1.54	1.69	1.65	1.93	1.42	1.47	1.59	1.69	1.79	2.03	1.98	1.98	2.01	2.14	28	18	25	34	25	33	37	30	40	32	30	40	72	85	152
2025/2/21		1.63	1.69	1.63	1.78	1.73	2.02	1.52	1.55	1.70	1.76	1.87	2.09	2.08	2.09	2.09	2.19	31	21	23	40	31	37	42	36	46	33	31	41	76	84	149
2025/2/28		1.68	1.72	1.72	1.85	1.74	2.04	1.50	1.61	1.76	1.86	1.98	2.18	2.20	2.20	2.21	2.26	32	23	21	39	34	37	42	39	45	35	36	44	79	88	144
2025/3/7		1.68	1.76	1.74	1.92	1.80	2.09	1.60	1.70	1.76	1.90	2.00	2.21	2.27	2.27	2.27	2.30	32	22	23	42	38	45	44	44	53	38	37	46	80	92	146
2025/3/14		1.68	1.71	1.72	1.96	1.85	2.17	1.62	1.76	1.89	1.98	2.08	2.29	2.32	2.32	2.32	2.35	27	25	28	36	41	47	40	46	56	37	43	54	78	97	154
2025/3/21		1.65	1.74	1.74	1.97	1.88	2.21	1.67	1.80	1.92	2.01	2.11	2.29	2.30	2.32	2.35	2.38	26	19	21	35	31	37	37	37	48	33	34	47	71	87	148
2025/3/28		1.65	1.74	1.72	1.92	1.86	2.15	1.67	1.77	1.87	1.98	2.05	2.27	2.24	2.24	2.29	2.33	19	19	23	33	30	37	35	34	44	30	28	41	61	77	145
2025/4/3		1.59	1.67	1.62	1.81	1.74	2.03	1.59	1.69	1.84	1.92	1.97	2.17	2.16	2.16	2.24	2.28	18	17	28	27	26	38	29	31	44	30	30	44	56	79	150
2025/4/11		1.56	1.62	1.58	1.79	1.70	1.99	1.55	1.65	1.72	1.86	1.96	2.11	2.13	2.13	2.19	2.22	18	19	30	27	28	40	30	34	44	27	28	42	53	81	154
2025/4/18		1.57	1.65	1.60	1.78	1.68	2.03	1.55	1.64	1.68	1.84	1.92	2.14	2.15	2.15	2.19	2.24	17	16	28	26	24	38	27	31	44	26	26	42	54	78	155
2025/4/25		1.57	1.66	1.62	1.79	1.70	2.06	1.57	1.68	1.71	1.80	1.92	2.14	2.18	2.20	2.22	2.24	18	18	26	26	27	40	27	33	46	28	31	44	54	78	147
2025/4/30		1.57	1.63	1.58	1.75	1.66	2.00	1.58	1.62	1.66	1.77	1.88	2.09	2.15	2.18	2.20	2.22	18	17	27	23	25	38	23	30	43	27	30	46	54	82	148
2025/5/9		1.47	1.58	1.56	1.72	1.66	2.02	1.54	1.62	1.65	1.73	1.86	2.08	2.13	2.13	2.18	2.19	18	16	27	24	24	38	24	26	41	29	28	44	58	86	147
2025/5/16	1.4	1.51	1.61	1.62	1.78	1.71	2.06	1.50	1.58	1.68	1.76	1.90	2.13	2.18	2.18	2.19	2.23	18	15	20	24	23	36	24	28	40	21	25	38	50	83	142
2024年初至今变化 (bp)	-40	-69	-73	-87	-71	-97	-62	-79	-99	-96	-88	-84	-72	-79	-87	-91	-92	-5	-15	-10	-6	-22	-15	-28	-28	-20	-18	-18	-6	-44	-163	-204
过去一周变化 (bp)	-	3	3	6	6	5	4	-4	-4	3	3	4	5	5	5	1	3	-1	-1	-6	0	-1	-2	0	2	-1	-8	-3	-6	-8	-3	-5
Ave-OMO利差(bp)	-	37	52	54	65	70	90	34	51	64	71	83	100	104	107	111	116	31	39	46	41	50	59	43	55	65	41	52	62	77	119	189
OMO利差(bp)	-	11	21	22	38	31	66	10	18	28	36	50	73	78	78	79	83	28	36	42	34	44	58	34	50	62	32	46	60	60	104	164
Min(24年6月至今)OMO利差(bp)	-	-30	-9	-6	12	10	40	-29	-12	8	19	28	52	47	48	51	64	3	8	21	14	21	28	18	26	34	18	28	38	40	65	105
当前相较于历史低点(bp)	-	40	31	28	26	21	26	39	30	20	17	22	21	31	30	27	18	25	28	21	21	24	30	17	24	28	14	18	22	20	39	58

资料来源: Wind, 浙商证券研究所; 单位: %, bp

# 利差分位数情况

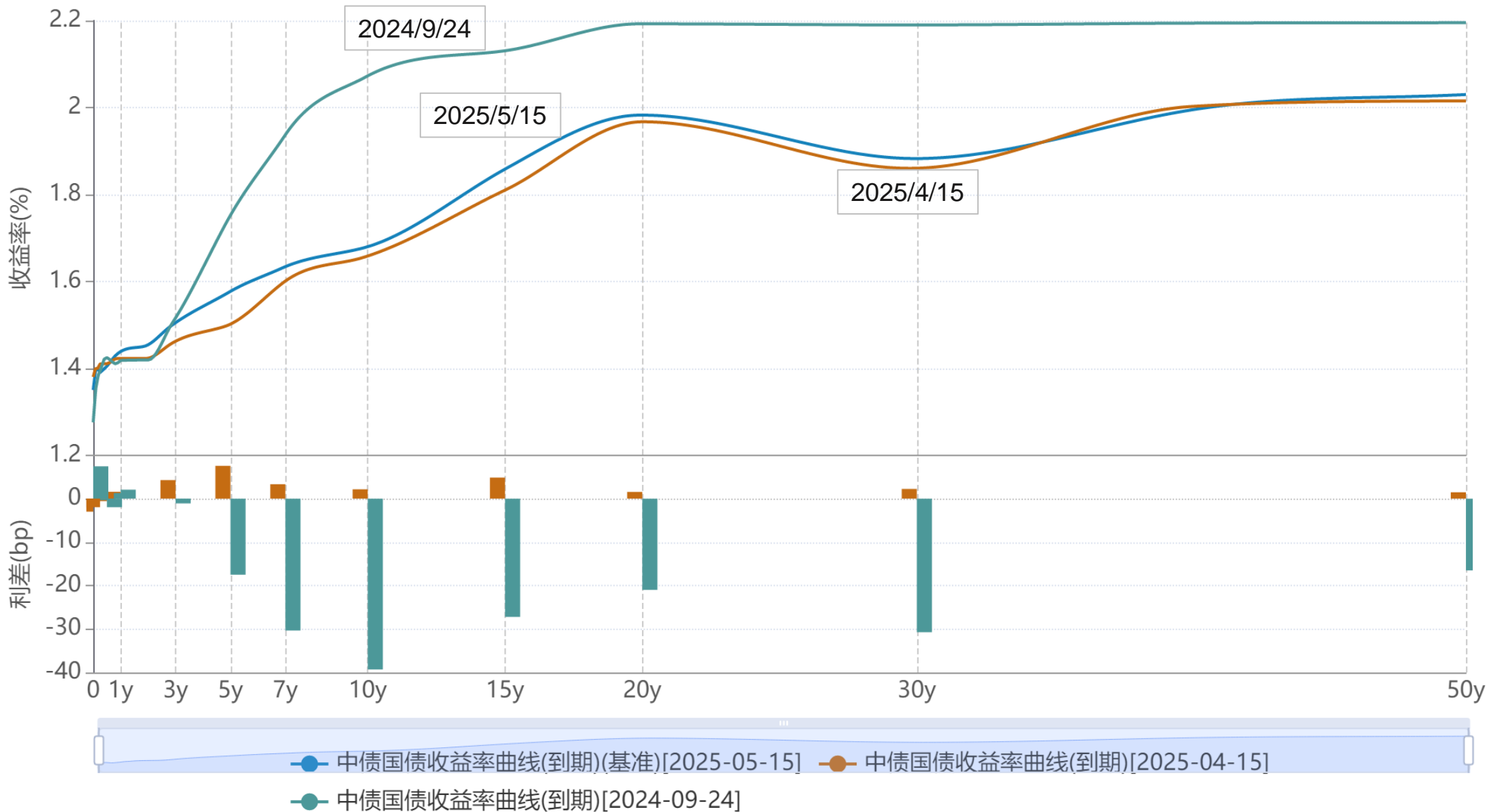
日期	银行普通债利差分位数(%)			二级资本债利差分位数(%)			永续债利差分位数(%)			城投债利差分位数(%)					
	AAA			AAA-			AAA-			AAA			AA-		
	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y
2024/6/28	94	50	56	67	17	0	33	28	0	89	94	72	89	44	0
2024/7/31	51	51	80	20	41	88	15	24	29	71	83	46	15	32	0
2024/8/5	52	52	7	43	34	14	32	11	0	77	61	0	59	9	0
2024/8/30	87	94	98	89	95	95	90	95	97	100	97	98	100	97	37
2024/9/24	52	75	100	82	82	95	90	95	90	95	100	100	99	100	87
2024/9/30	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	95
2024/10/31	21	95	100	87	87	93	90	91	94	91	96	98	95	95	100
2024/11/29	27	65	85	70	75	73	60	75	71	77	56	84	67	77	85
2024/12/31	97	41	67	92	62	56	92	59	57	97	85	77	88	69	78
2025/1/24	98	62	62	69	47	53	75	56	52	83	65	60	74	52	56
2025/2/7	52	60	61	13	36	48	32	44	50	62	71	67	65	54	58
2025/2/14	86	40	48	56	33	47	60	35	53	35	41	52	55	42	49
2025/2/21	95	64	48	93	59	61	89	62	68	42	47	54	61	40	47
2025/2/28	95	82	45	89	72	59	89	73	67	58	77	73	67	47	45
2025/3/7	92	68	48	93	85	80	93	89	84	80	83	87	68	57	44
2025/3/14	67	88	62	71	89	84	79	89	92	69	91	98	62	66	55
2025/3/21	58	41	43	60	55	58	53	62	69	38	59	83	46	42	47
2025/3/28	4	38	46	44	46	57	42	46	56	24	32	48	31	34	41
2025/4/3	4	32	65	4	30	60	7	32	55	19	41	65	25	36	52
2025/4/11	7	46	71	8	37	67	10	47	56	6	33	55	22	38	58
2025/4/18	3	29	65	3	28	61	2	32	56	6	29	55	26	35	59
2025/4/25	11	33	51	7	31	66	7	41	63	9	45	65	22	33	40
2025/4/30	11	29	58	0	21	56	0	23	47	5	36	79	21	36	42
2025/5/9	14	21	53	1	18	56	1	18	37	21	23	64	29	43	35
2025/5/16	11	26	35	3	25	46	2	28	38	0	24	37	7	42	35
2024年6月至今 变化 (pct)	-80	-30	-3	-65	1	56	-32	-10	37	-68	-71	-8	-60	-1	35
过去一周变化	-4	5	-18	2	8	-10	1	10	1	-20	1	-27	-22	-2	0

# 各版块期限利差比较



- 中债国债收益率曲线(到期)(基准)[2025-05-15]
- 中债城投债收益率曲线(AAA)(到期)[2025-05-15]
- 中债商业银行二级资本债收益率曲线(AAA-)(到期)[2025-05-15]
- 财政部-中国地方政府债券收益率曲线(到期)[2025-05-15]
- 中债国开债收益率曲线(到期)[2025-05-15]

# 国债收益率期限结构



# 30年期国债期货K线图



# 02

## 中长期视角市场判断

# 未来中长期资产荒格局基本明确

- 未来一年，供需问题仍可能是影响信用债市场的主要矛盾。当前来看，考虑到地产周期停滞、城投融资限制、民企风险尚未修复、国企债务率限制仍高，我们判断未来中长期资产荒格局仍然确定。宏观杠杆率不断走高的背景下，资产荒的主题作为重要的宏观背景，可能会影响未来10年的信用债市场。
- 今年1-2月信用债负carry等问题或会短暂带来市场调整，但仍难改资产荒的根本格局。这一判断下，我们相信未来“每调买机”的逻辑仍是非常可行的。

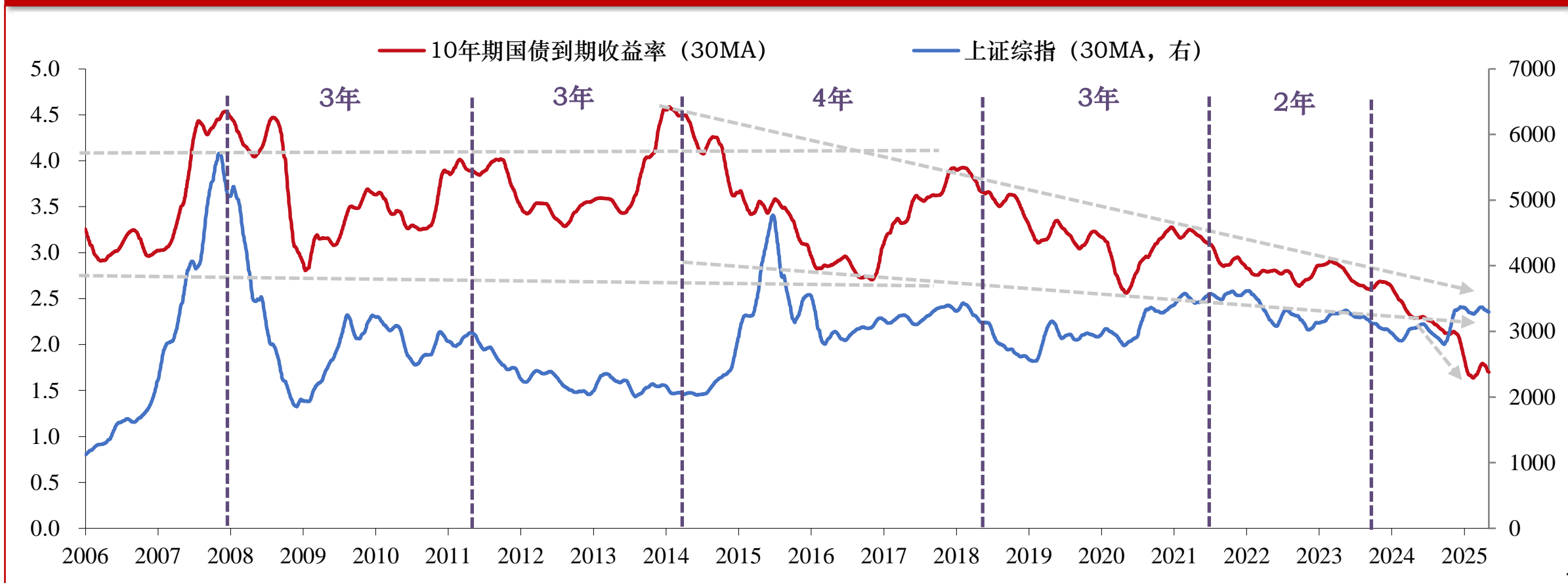
## 各版块融资问题判断

问题	表现	影响
地产周期停滞	过去都是3年一个周期，现在连续下行3年	难有地产融资起色
城投融资限制	过去大致3年为周期，未来可能无周期	难有城投融资起色
民企违约深化	向纵深的转债领域演进，机构开始对民企转债谨慎	难有制造业融资起色
国企债务率限制	煤炭、钢铁领域基本处于降杠杆状态	难有上游融资起色

## 未来市场或难出现较大周期反转

- 长周期视角下，国债利率仍处于长周期下行通道，整体利率环境较为友好。自2017年央行开始强调“以稳为主”的货币政策之后，市场就较少出现大起大落的大周期走势行情，股市和债市的走势都更为稳定平缓，因此我们判断未来市场走势将延续稳定走势，较难出现大的周期反转。

利率长周期走势图（单位：%、点）



# 未来市场或难出现较大周期反转

- 此外，从经济数据来看，当前国内各维度经济都处于从2006年-2024年的长周期视角的较低点，同样难以支持债市的周期性反转。

### 反转缺乏基本面支撑（单位：%）

10年期国债到期收益率	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
年初值	3.07	3.02	4.44	2.71	3.66	3.86	3.44	3.61	4.60	3.63	2.87	3.11	3.90	3.17	3.15	3.18	2.79	2.82	2.56	1.61
年末值	3.03	4.43	2.75	3.64	3.88	3.42	3.57	4.55	3.62	2.82	3.01	3.88	3.23	3.14	3.14	2.78	2.84	2.56	1.68	1.63
年内高点	3.28	4.60	4.56	3.73	4.01	4.13	3.61	4.72	4.66	3.70	3.37	3.99	3.98	3.43	3.35	3.28	2.92	2.93	2.56	1.90
年内低点	2.85	3.00	2.69	2.67	3.17	3.42	3.24	3.40	3.48	2.80	2.64	3.11	3.23	3.00	2.48	2.77	2.58	2.54	1.68	1.60
高低价差	0.43	1.59	1.87	1.06	0.84	0.71	0.37	1.32	1.18	0.91	0.73	0.88	0.75	0.43	0.87	0.52	0.34	0.39	0.88	0.30
主要经济指标同比增速	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
GDP	12.72	14.23	9.65	9.40	10.64	9.55	7.86	7.77	7.43	7.04	6.85	6.95	6.75	6.00	2.20	8.40	3.00	5.20	5.00	5.40
CPI	1.50	4.80	5.90	-0.70	3.30	5.40	2.60	2.62	1.99	1.44	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00	0.20	0.20	-0.10
PPI	3.00	3.10	6.90	-5.40	5.54	6.03	-1.72	-1.91	-1.89	-5.20	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10	-3.00	-2.20	-2.30
固定资产投资	24.30	25.80	26.60	30.40	24.50	23.80	20.60	19.60	15.70	10.00	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	5.10	3.00	3.20	4.20
社会消费品零售总额	13.74	16.75	21.60	15.90	18.80	18.50	14.50	13.10	12.00	10.70	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	-0.20	7.20	3.50	4.60
工业增加值	16.60	18.50	12.90	11.00	15.70	13.90	10.00	9.70	8.30	6.10	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	3.60	4.60	5.80	6.50
出口	27.20	25.90	17.30	-16.00	31.30	20.30	7.90	7.80	6.00	-2.90	-7.70	7.90	9.90	0.50	3.60	28.00	6.90	-4.60	5.85	5.80
制造业PMI	54.48	55.03	50.16	52.93	53.76	51.40	50.75	50.76	50.69	49.91	50.32	51.61	50.90	49.73	49.92	50.54	49.14	49.89	49.78	49.93
社会融资规模存量	18.10	21.50	20.50	34.80	27.00	18.20	19.10	17.50	14.30	12.40	12.80	14.08	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60	9.50	8.00	8.40
M2	16.94	16.72	17.82	27.68	19.72	13.60	13.80	13.60	12.20	13.30	11.30	8.10	8.10	8.70	10.10	9.00	11.80	9.70	7.30	7.00
经济潜在增长率相关指标	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
15-64岁人口占比	72.30	72.50	72.70	73.00	74.50	74.40	74.10	73.90	73.40	73.00	72.50	71.80	71.20	70.60	68.60	68.30	68.20	68.26		
城镇化率环比增速	1.35	1.55	1.10	1.35	1.61	1.88	1.27	1.39	1.26	1.58	1.51	1.40	1.26	1.21	1.18	0.83	0.50	0.94	0.84	
劳动生产率同比增速	12.14	13.65	9.21	8.85	10.24	9.06	7.33	7.30	6.89	6.60	6.40	6.70	6.60	6.20	2.50	8.70	4.20	5.70	4.90	
经济潜在增长率测算	12.31	11.76	10.86	10.64	9.44	8.41	7.89	7.48	7.14	6.86	6.61	6.39	6.18	6.00	5.83	5.75	5.55	5.37	5.26	

# 未来市场或难出现较大周期反转

■ 2024年9月前，各项经济数据普遍低于预期；后续在逆周期政策发力下经济数据表现稍有改善。

## 2024年以来经济数据预测值与实际值对比

指标	预测/实际	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	2024-11	2024-10	2024-09	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01
PMI	预测	51.70	48.40	--	--	--	49.50	--	49.50	49.25	49.55	50.10	--	49.85	49.20	--
	实际	50.50	50.20	49.10	50.10	50.30	50.10	49.80	49.10	49.40	49.50	49.50	50.40	50.80	49.10	49.20
	实际-预测	-1.20	1.80				0.60		-0.40	0.15	-0.05	-0.60		0.95	-0.10	
社零同比 (%)	预测	4.36	4.50	--	3.49	5.30	3.93	2.27	2.68	3.03	3.99	4.51	4.54	4.83	5.41	--
	实际	5.90	4.00	--	3.70	3.00	4.80	3.20	2.10	2.70	2.00	3.70	2.30	3.10	5.50	--
	实际-预测	1.54	-0.50		0.21	-2.30	0.87	0.93	-0.58	-0.33	-1.99	-0.81	-2.24	-1.73	0.09	
社融同比 (%)	预测	8.15	8.30	7.90	7.97	7.93	7.23	7.95	8.11	8.31	8.13	8.43	8.68	8.53	9.14	9.35
	实际	8.40	8.20	8.00	8.00	7.80	7.80	8.00	8.10	8.20	8.10	8.40	8.30	8.70	9.00	9.50
	实际-预测	0.25	-0.10	0.10	0.03	-0.13	0.57	0.05	-0.01	-0.11	-0.03	-0.03	-0.38	0.17	-0.14	0.15
GDP当季同比 (%)	预测	--	--	--	5.07	--	--	4.58	--	--	5.08	--	--	4.91	--	--
	实际	5.40	--	--	5.40	--	--	4.60	--	--	4.70	--	--	5.30	--	--
	实际-预测				0.33			0.02			-0.38			0.39		
CPI当月同比 (%)	预测	-0.12	-0.37	0.50	0.10	0.48	0.42	0.71	0.71	0.32	0.40	0.38	0.20	0.33	0.37	-0.64
	实际	-0.10	-0.70	0.50	0.10	0.20	0.30	0.40	0.60	0.50	0.20	0.30	0.30	0.10	0.70	-0.80
	实际-预测	0.02	-0.33	0.00	0.00	-0.28	-0.12	-0.31	-0.11	0.18	-0.20	-0.08	0.10	-0.23	0.33	-0.16

# 银行视角：每调买机的逻辑仍然成立，低位配置意愿低

- 我们选取了58家2024年年报披露较为完整的上市银行作为研究对象，从规模扩张、信贷、自营投资、负债、营收、盈利能力、风险抵御能力、表外理财等8个维度对银行业2024年年报进行全面研究分析：
- **债市投资视角**
  - 1、**银行自营是债市重要的资金来源。**银行业2024年总资产增速明显下滑，处于近年来低点，股份行、农商行信贷投放承压，“以投资补信贷”主动调整策略凸显，国有行、股份行、城商行的金市投资占比均有所提升，未来各类银行的金市投资占比或将持续提升，银行自营是债市重要的资金来源，2025年3月末，中债登托管的债券中有63%为银行自营持有。
  - 2、**银行投资交易择时诉求提升，每调买机的逻辑仍然成立。**由于银行业商业银行资产收益率下滑速度远超成本改善速度，面临资负两端定价失衡风险，多数上市银行的生息资产收益率降幅比计息负债成本率高出10bp-30bp；导致银行业净息差全面下滑至历史低位，城商行率先跌破1.4%，银行未来一年业绩考核压力大，低利率环境，银行投资交易择时诉求或将持续提升，每调买机的逻辑仍然成立。
  - 3、**负债端成本刚性或将制约银行债券配置意愿。**存款定期化、长期化趋势延续，但存款利率调降空间有限，导致银行息差压力较难缓解；负债端成本刚性或将制约银行在利率低位的债券配置意愿，债市突破前低的难度仍较高。
- **信用债投资视角**
  - 2024年非持牌理财已开始大幅压降，按照政策要求，预计2025年也将是非持牌理财压降大年，对于债市而言，或有两方面的影响值得关注：
  - 1、城农商行的非持牌理财户逐步压降退出市场，或使得后续中小银行互持二永债难度加大，需关注后续有无相关政策指引。
  - 2、对于部分没有理财子牌照，同时区域偏弱，省内信用债主要依靠省内非持牌理财投资上量的省份，压降过程中或带来弱资质信用债买盘弱化，但非持牌理财占整个理财市场不足10%，对债市冲击不大。
- **银行信用资质视角**
  - 1、**关注城商行逆势扩张的下沉风险。**城商行逆势扩张，存贷增速双高，但扩表资产质量或有所下沉，2024年不良率有所走高。
  - 2、**零售、普惠小微贷款质量有所承压。**部分上市银行的个人零售贷款资产质量存在明显边际走弱，诸如渤海银行、贵州银行、哈尔滨银行、江西银行、泸州银行个人贷款不良率2024年均提升了超1个百分点；全国性普惠小微贷款支持工具已于2024年底到期，央行不再通过该渠道提供定向资金支持，标志着阶段性政策工具的退出，对于部分较为依赖普惠小微贷款来展业的银行，仍有一定负面冲击。
  - 3、**债市波动影响银行营收的潜在风险上升。**银行主业收入持续下滑，债券、基金相关的投资收入占比显著提升，银行对债市依赖度加深。展望后市，尽管2024年债市表现强劲，但2025年市场波动明显加大，且利率下行空间已较窄，叠加监管政策收紧，银行兑现债券、基金相关投资的浮盈的难度增加，投资收益对营收的贡献存在不确定性。
  - 4、**净息差或已从盈利指标演变为风险指标。**银行业净息差全面下滑至历史低位，城商行率先跌破1.4%。未来银行业或将进入“低息差常态化”时代，净息差或已从盈利指标演变为风险指标。

## 保险视角：行业预定利率或将下调25bp，利好超长债

- 保险机构负债成本刚性、高息非标资产缺位，“每调买机”策略对于险资也适用，在债券市场调整时增加配置，保险机构可以降低配置成本，获取稳定的收益，有效应对利差损风险。
- 2025年1月，中国保险行业协会明确要求，**动态调整普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值**：1、预定利率最高值取0.25%的整倍数；2、当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续2个季度比预定利率研究值高25BP及以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在2个月内平稳做好新老产品切换工作。
- 2025年的4月份，中国保险行业协会公布的“预定利率研究值”已降至2.13%，相比2.5%下降了37bp，降幅已超过25bp，预示着保险行业预定利率调整即将再次开始，按照要求本轮或将至少下调25bp，则普通人身险、分红险、万能险的预定利率上限将分别调降为2.25%、1.75%、1.25%。
- 一方面，保险产品与部分城农商行的定存产品间利差几乎完全消失，对投资者吸引力下降，下半年行业保费收入增速或有所下滑，入市配债资金规模或受影响。
- 另一方面，由于超长国债利率快速下行以及地方债大规模供给，险资已于去年11月开始，从配置20-30Y国债转为增配20-30Y地方债、10-20Y地方债；随着保险行业预定利率更频繁的被下调，负债端成本压降，保险对于超长债的合意点位将跟随下降，未来长债的回调空间或更为有限，“每调买机”策略依然有效。

# 理财视角：平滑机制整改，2026年后理财净值压力或将加大

- 协会发布的《银行间债券市场债券估值业务自律指引（试行）》目前作用可能有限。
  - 监管要求理财机构压降收盘价、浮盈计提和自建估值等平滑产品；
- 信托平滑的规模较大，其他平滑方式无法完全替代；其他平滑方式的规模较小，其他平滑方式主要包括存款、协回。
  - 信托平滑的规模约3~4万亿（开放式理财产品约14~15万亿，剔除现金类后剩余7~8万亿，按其中半数做信托平滑测算），虽然在压降，但占比和作用均超过模型估值。
  - 实践中，自建估值的平滑效果<收盘价、浮盈计提，理财倾向于优先做后两类。
- 理财仍缺资产，但较去年减少了长信用买入。
  - 理财整改过程中不太会净卖出信用债，大概率是产品间互倒，当前收益曲线很平，理财不会再大力追高信用，尤其不会像2024年7月一样买超长，后续如果没有新的平滑工具出来，理财可能会减少5年信用的买入。
  - 采用哑铃型策略，短端信用下沉，长端配置7~10年利率，可通过隐含AA(2)评级债券表现来观察理财的机构行为。
- 展望后市，目前我国呈现银行存款持续流失与理财规模快速扩容的深度联动，这一现象的核心驱动逻辑在于存款利率下行与理财收益优势形成的资金迁徙现象，且这一现象在未来一段时间内仍可能持续出现。随着监管层全面禁止摊余成本法、自建模型等平滑估值手段，理财产品净值波动率或将显著上升，或将倒逼理财公司调整资产配置策略：例如，降低利率敏感性较高的二永债的配置，减少长久期信用债的配置等；理财资金对债市定价的主导权将持续提升。

# 03

## 中长期因子探讨

# 中长期利多一：收入预期未见明显改善

- 从央行调查统计司公布的城镇储户问卷调查指数表来看，2022年以来收入感受指数、收入信心指数均有明显下降，收入预期下滑会影响居民消费能力以及消费意愿，不利于走出基本面筑底的局面。

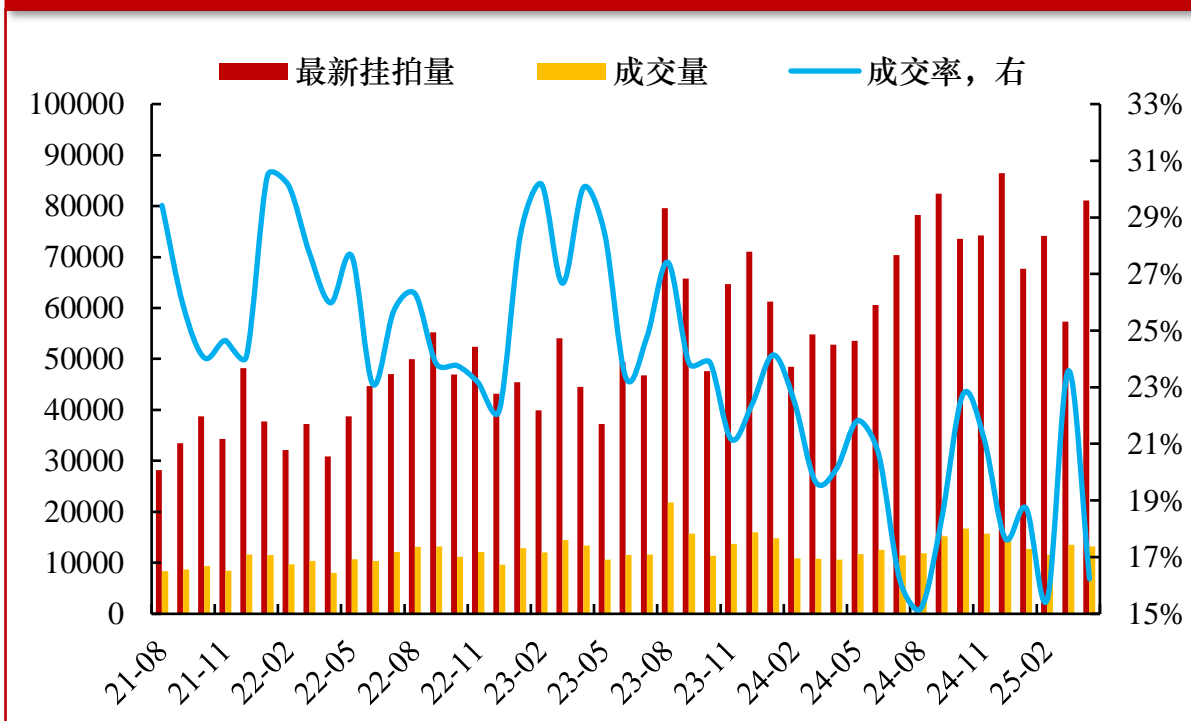
### 城镇储户问卷调查指数表

日期	物价预期指数	收入感受指数	收入信心指数	就业感受指数	就业预期指数
2021.Q4	63.8	49.9	50	41.4	49.3
2022.Q1	58.7	50.2	50	42.4	50.5
2022.Q2	60.4	44.5	45.7	35.6	44.5
2022.Q3	61	47	46.5	35.4	45.3
2022.Q4	62.8	43.8	44.4	33.1	43
2023.Q1	58.6	50.7	49.9	39.9	52.3
2023.Q2	57.7	49.7	48.5	37.6	48.7
2023.Q3	59.1	47.4	47.4	35.3	46.1
2023.Q4	59.2	47.1	47	34.1	45.1
2024.Q1	56.1	48	47	35.1	45.2
2024.Q2	58.1	46.6	45.6	33.8	43.4
2024.Q3	60.9	45.7	45.2	30.2	41.3
2024.Q4	59.8	46	45.1	30	41.5

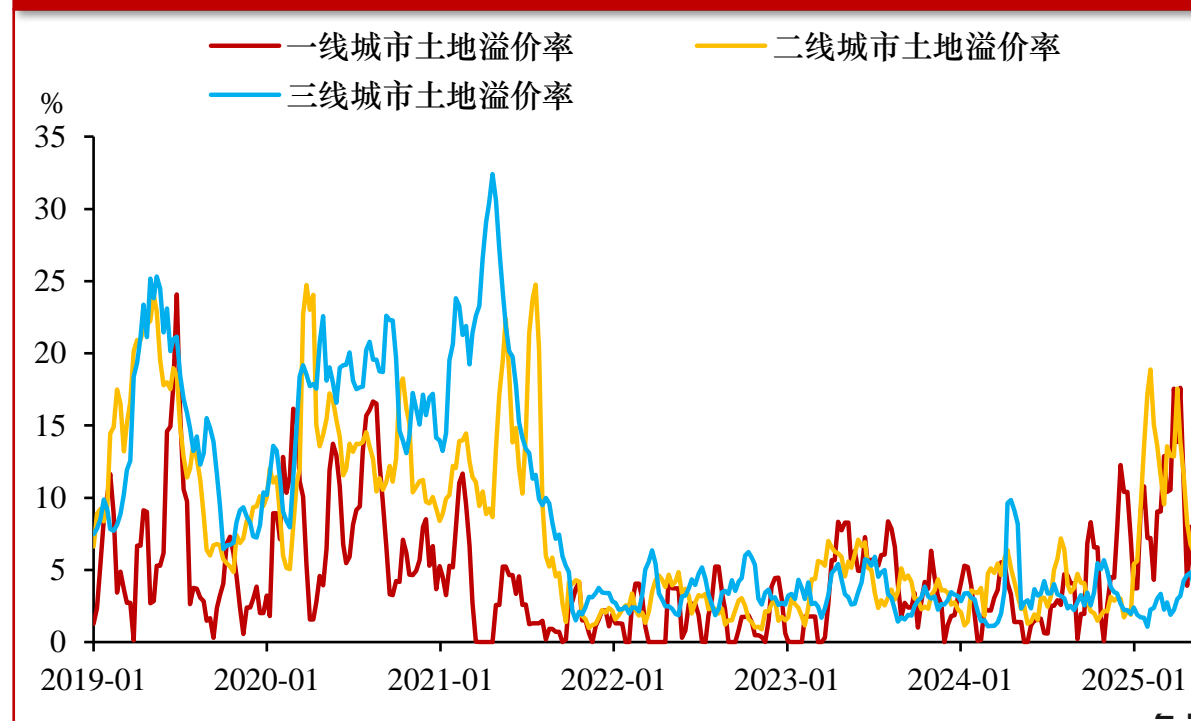
## 中长期利多二：房地产与土地市场景气度处于低位

- 法拍房成交率震荡下行。
- 土地成交溢价率很低：2022年以来100大中城市土地溢价率长期低于10%。即使近期“地王频出”，但其中多数地块属于一线或发达省会城市的核心地块。例如根据中国房地产报，今年3月杭州上城区四堡七堡单元、上城区城东新城单元、滨江区西兴单元、萧山区蜀山单元四宗地块单价再次创下“地王”纪录，这主要得益于其稀缺的区位价值和完善的配套设施，符合核心区域土地的市场价值定位。
- 相比之下，非核心城市及非核心区域的土地市场表现相对平淡，溢价率普遍维持在较低水平。

### 2021年以来法拍房挂牌量及成交量情况



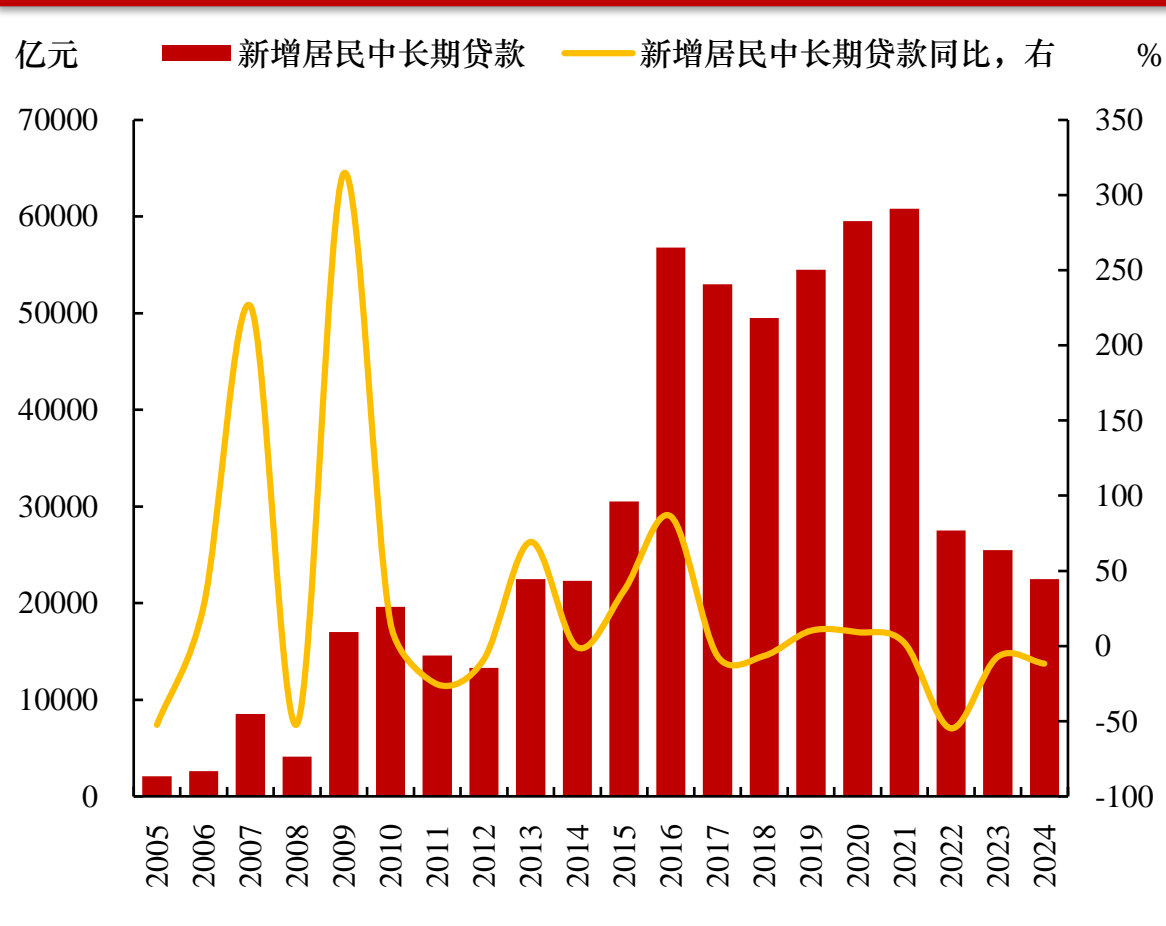
### 100大中城市土地溢价率



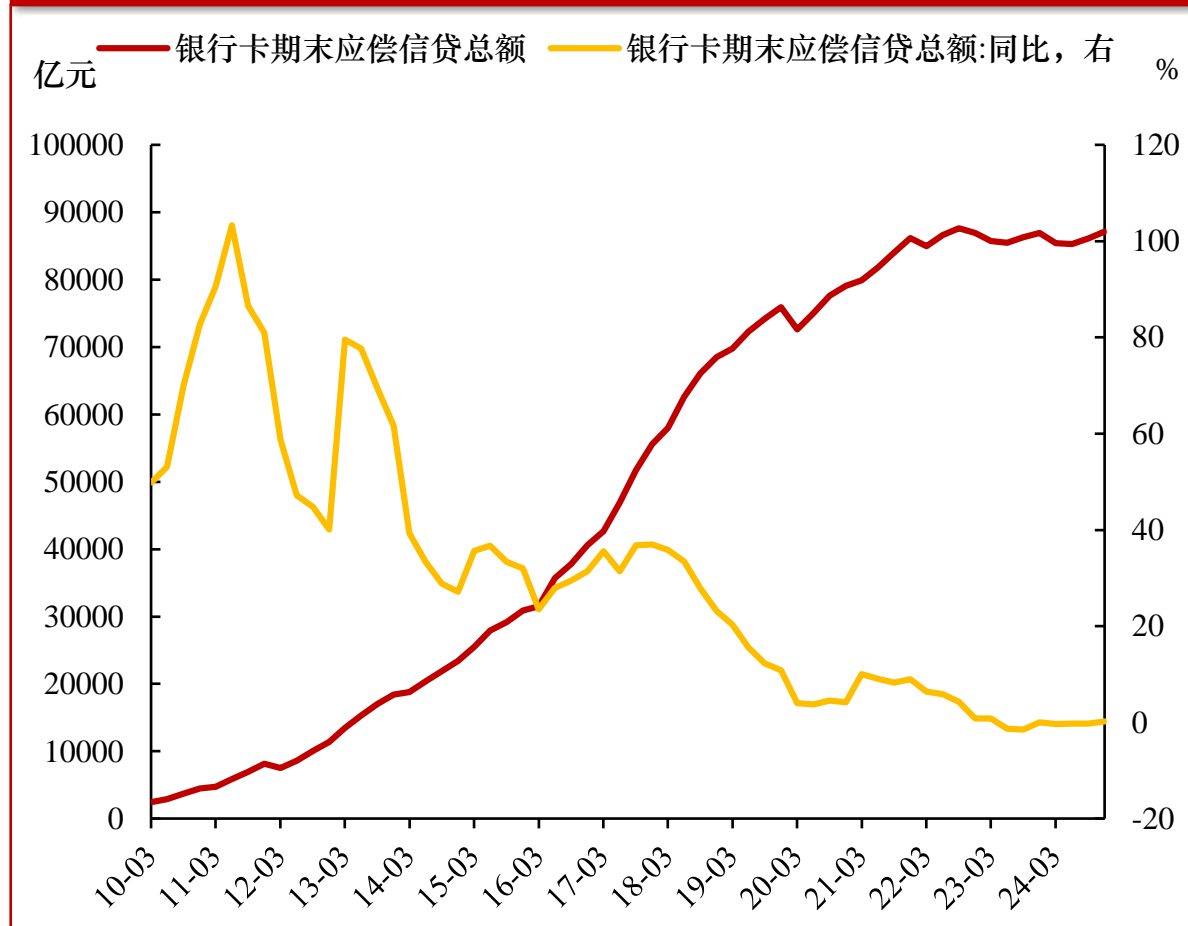
## 中长期利多三：居民加杠杆动力不足

- 从居民部门信贷结构的数据来看，加杠杆动能呈现弱化特征。新增居民中长期贷款增速持续低迷，2022年以来保持负增长，反映出居民购房加杠杆意愿显著降温；银行卡应偿信贷总额同比增速延续下行趋势，表明居民消费信贷需求的持续走弱。

### 2022年新增居民中长期贷款中枢下降



### 银行卡应偿信贷总额同比持续走低



# 中长期利多四：资产荒格局长期存在

- 2014年以来，M2存量已经从112.35万亿元增长到326.06万亿元，增幅达190%，而信用债市场增量从2015年的3.03万亿元下降至2024年的2.42万亿元，资产荒态势非常确定。分品种来看，未来城投存量控制将成为主要矛盾，而民企板块的逐渐萎缩、地方国企的负债率管控，都决定了债券供给难以放量。

### 2014年末至今信用债存量金额变化情况（单位：万亿元）

时间	央企	央企子公司	城投	地方国企	民营地产	其他民营	银行二永债	信用债合计	信用债增量	信用债同比增长	信用债增量/当年M2余额	信用债增量/当年理财余额
2014年末	2.19	1.49	3.32	3.46	0.04	0.87	1.18	12.55	-	-	-	-
2015年末	2.37	1.78	4.32	4.25	0.34	1.14	1.39	15.58	3.03	24.13%	2.18%	20.17%
2016年末	2.39	1.98	5.92	4.5	0.83	1.52	1.59	18.73	3.15	20.18%	2.03%	13.38%
2017年末	2.06	1.66	6.56	4.27	0.91	1.58	2.03	19.07	0.35	1.84%	0.20%	1.19%
2018年末	2.18	2.05	7.27	4.4	0.97	1.44	2.42	20.74	1.67	8.73%	0.91%	5.64%
2019年末	2.23	2.46	8.71	4.7	0.92	1.22	3.12	23.36	2.62	12.64%	1.32%	11.89%
2020年末	2.46	2.72	11.15	4.85	0.85	1.16	4.05	27.24	3.88	16.63%	1.78%	16.60%
2021年末	2.49	2.64	13.59	4.91	0.71	0.96	4.79	30.09	2.85	10.46%	1.20%	11.02%
2022年末	2.42	2.69	14.65	5.28	0.42	1.09	5.32	31.87	1.77	5.90%	0.67%	6.12%
2023年末	1.94	2.73	15.46	6.16	0.36	1.01	6.04	33.70	1.83	5.75%	0.63%	6.63%
2024年末	2.07	3.43	14.52	6.01	0.15	0.46	6.82	33.45	-0.26	-0.76%	-0.08%	-0.95%
2025年4月	2.36	3.79	15.24	6.72	0.13	0.65	6.98	35.86	2.42	7.23%	0.74%	8.08%
24年较14年累计增速	-5.91%	56.56%	77.13%	42.45%	72.45%	-91.55%	82.69%	62.47%	-	-	-	-
24年较14年复合增速	-0.57%	8.69%	15.90%	5.68%	13.76%	-6.29%	19.17%	10.30%	-	-	-	-
24年较上年末增速	6.58%	25.63%	-6.11%	-2.40%	-59.67%	-54.82%	12.87%	-0.76%	-	-	-	-

## 中长期利多四：资产荒格局长期存在

- 供不应求格局确定，信用利差难以走扩。我们按照近年来机构管理规模增速线性外推整体未来三年认购债券的资金需求，并结合其对信用品种的整体偏好进行信用债投资的比例判断，整体发现未来几年市场增量认购体量仍属很大。未来几年增量认购信用债的资金体量可能达到5.18万亿体量，而信用债市场供给或仅维持2-3万亿，未来仍会有较大体量资金需求难以于合意收益率区间买到债券，进而中长期信用债整体利差难以走扩。

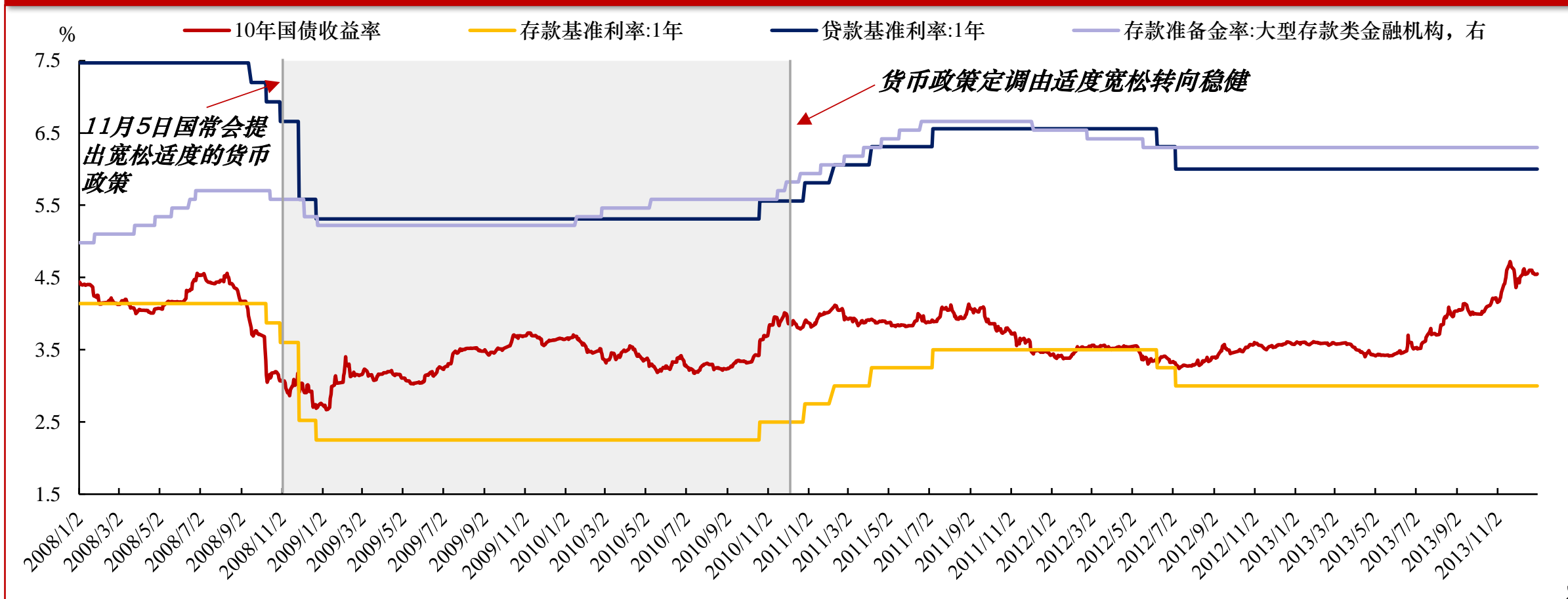
机构投债测算（单位：万亿元）

机构类型		增量资金投资债券			增量资金投资信用债		
		2024年	2025年	2026年	2024年	2025年	2026年
保险		1.76	1.86	2.08	0.88	0.93	1.04
基金		1.36	1.66	2.05	0.68	0.83	1.02
理财		2.34	2.38	2.45	1.87	1.91	1.96
银行	中资全国性大型银行	4.50	4.77	5.10	0.45	0.48	0.51
	中资全国性中小型银行	5.59	5.93	6.34	0.56	0.59	0.63
	银行合计	10.09	10.70	11.45	1.01	1.07	1.14
合计		15.54	16.60	18.03	4.44	4.74	5.18

# 中长期利多五：“适度宽松”定调下资金面对债市整体友好

- 在当前货币政策延续“适度宽松”基调的背景下，资金面宽松状态有望持续，这将对债券市场形成有力支撑。回顾历史上的适度宽松阶段，债市收益率首先受益于资金宽松下行，而当经济基本面见底后收益率转而回升。

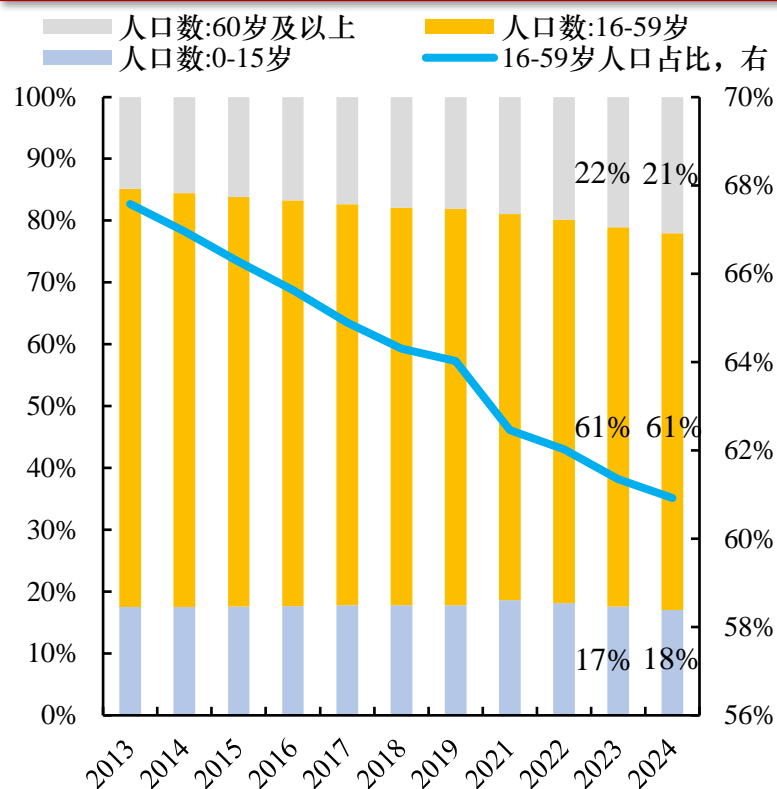
## 货币政策适度宽松期间国债收益率走势



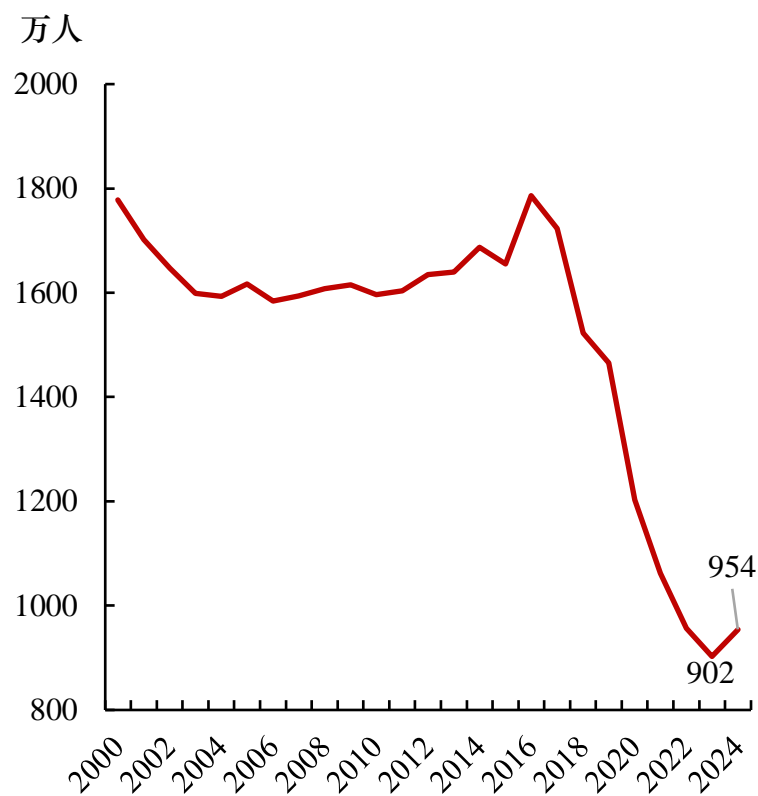
# 中长期利多六：长期来看人口老龄化驱动利率中枢下移

■ 龙年新生儿数量历史上平均比前年多生6.4%，而2024年多生5.8%，虽然新生人口增长52万人，但实际仍弱于预期。估计2025年新生儿可能到800-850万的水平，中国未来长期新生儿均衡低点大概在700万人。预计未来中国总和生育率低点大概为0.9，如果生育政策有效可能会到1.3，2050年中国人口保守预测在12亿。若未来每年减少400万人，粗略估算每年对GDP的影响是-0.3%。

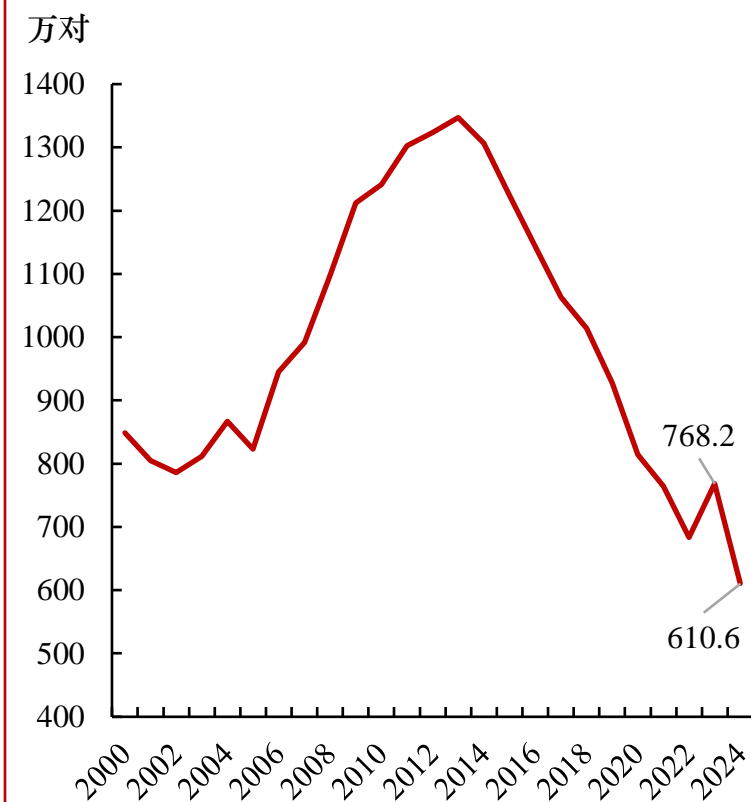
### 我国人口年龄结构



### 我国出生人口数



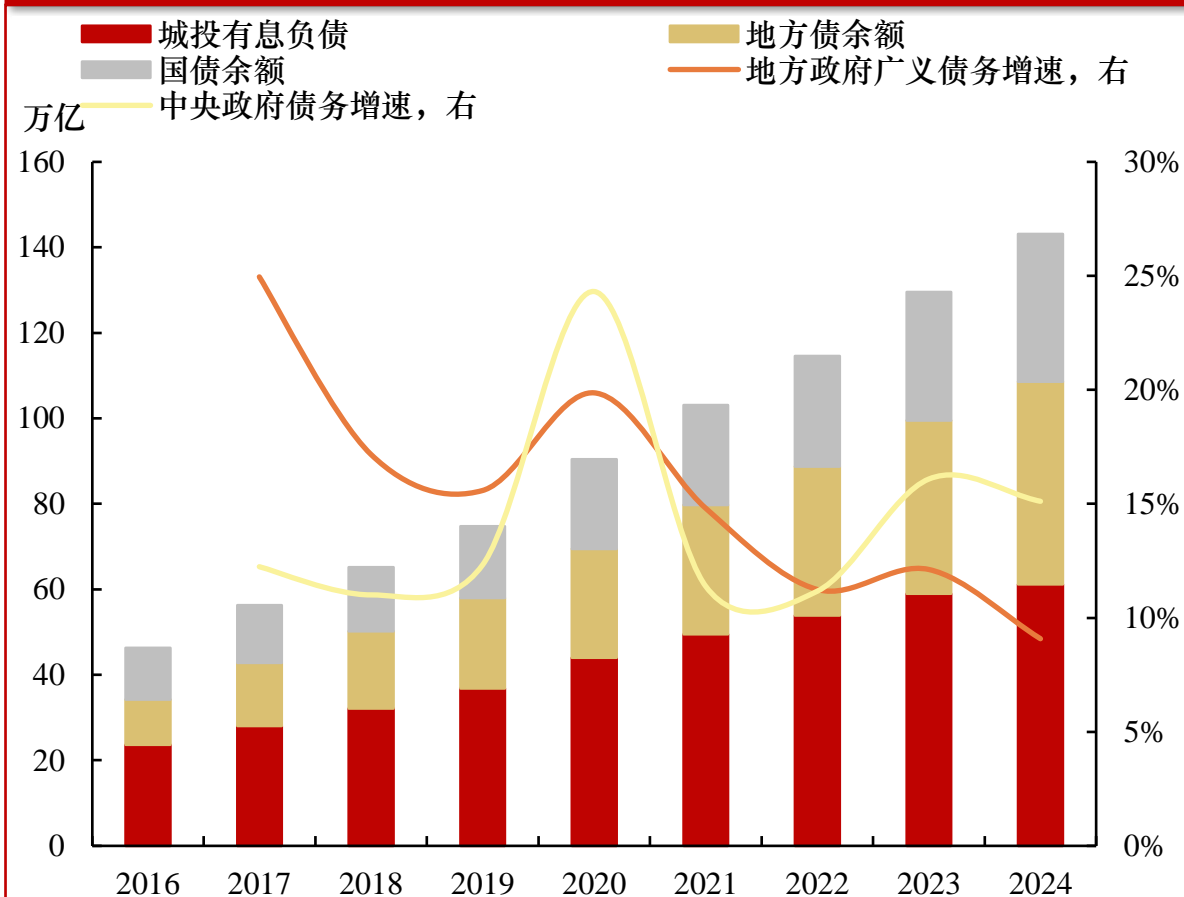
### 我国婚姻登记对数



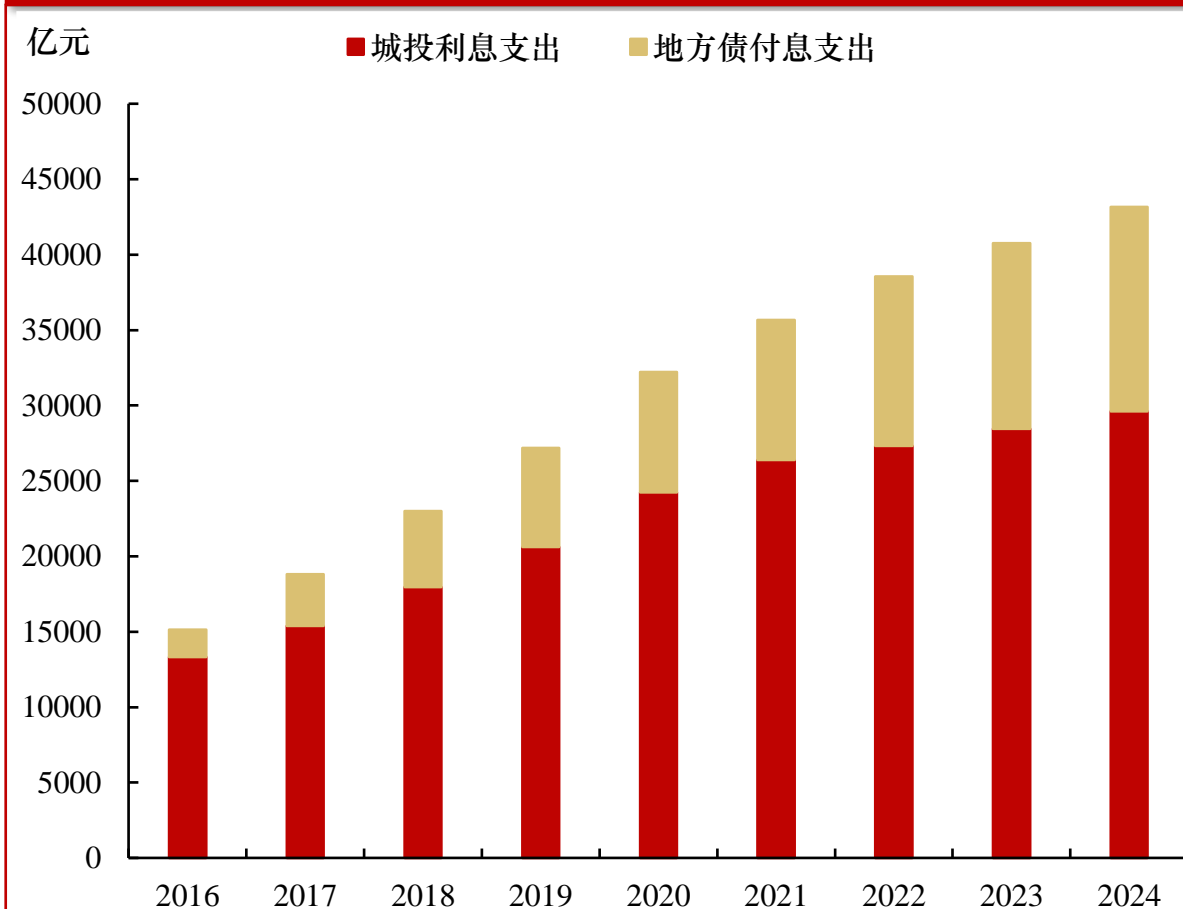
# 中长期利多七：地方政府加杠杆放缓

- 近年来地方政府加杠杆增速放缓，财政支出对于经济刺激作用减弱；同时利息支出压力居高不下，需要偏低的利率水平缓解财政压力。

## 地方政府广义债务增速下降



## 每年地方政府利息支出较高



# 中长期利多七：地方政府加杠杆放缓

- 2021年开始，城投债务总额增速逐年放缓，财政赤字则趋势性增加，地方债务有回归表内的趋势。从全口径发力视角，2020年地方债务增量（城投债务增量+地方专项债增量）为10.68万亿元，但其后至今，两者合计增量均未能突破10万亿元，反映财政发力一直较为克制，导致无法填补城投扩表趋缓带来的缺口。

## 财政发力一直较为克制

时间	城投债存续金额	发债城投有息债务总额	城投债务增量	地方一般债务余额(1)	地方专项债务余额(2)	地方专项债增量	地方政府债务余额(1)+(2)	地方政府债务限额空间	地方债务限额	财政赤字(中央+地方)	赤字率	全国GDP	(显性+城投债务)/GDP
2015年	4.32	18.06	-	9.26	5.49	-	14.76	1.25	16.01	5.25	2.30%	70.25	46.71%
2016年	5.92	21.99	3.93	9.83	5.52	0.03	15.36	1.83	17.19	2.18	3.00%	76.12	49.06%
2017年	6.56	27.04	5.05	10.36	6.15	0.62	16.51	2.31	18.82	2.38	3.00%	84.74	51.39%
2018年	7.27	31.15	4.11	11.05	7.41	1.27	18.46	2.54	21.00	2.38	2.60%	93.60	53.00%
2019年	8.71	36.36	5.21	11.87	9.44	2.03	21.31	2.77	24.08	2.76	2.80%	100.59	57.33%
2020年	11.15	43.56	7.20	12.74	12.92	3.48	25.66	3.15	28.81	3.76	3.70%	103.49	66.89%
2021年	13.59	49.34	5.78	13.77	16.70	3.78	30.47	2.81	33.28	3.57	3.20%	117.38	67.99%
2022年	14.65	54.65	5.31	14.39	20.67	3.97	35.06	2.59	37.65	3.37	2.80%	123.40	72.70%
2023年	15.46	58.64	3.99	15.70	24.87	4.20	40.57	1.60	42.17	4.88	3.87%	129.43	76.65%
2024年	15.70	62.29	3.65	16.70	30.84	5.97	47.54	5.25	52.79	4.06	3.00%	134.91	81.41%
2025E	15.31	66.02	3.74	17.79	37.36	6.52	55.14	2.85	57.99	5.66	4.00%	141.66	85.54%
24年增长	1.55%	6.22%	-8.59%	6.37%	24.01%	-	17.18%	228.34%	25.19%	-16.80%	-	4.23%	4.76%
25E增长	-2.50%	6.00%	-	6.50%	21.13%	-	15.99%	-45.75%	10.00%	39.41%	-	5.00%	4.13%
24年相较15年增长	263.43%	244.89%	-	80.31%	461.25%	-	222.16%	319.80%	229.78%	-22.67%	-	92.04%	74.27%
24年相较15年的年均复合增速	15.42%	14.75%	-	6.77%	21.13%	-	13.88%	17.28%	14.18%	-2.82%	-	7.52%	6.37%
未来年均增速假设	-2.50%	6.25%	-	6.77%	21.13%	-	13.88%	17.28%	14.18%	-2.82%	-	4.80%	6.37%
2028年预测	14.19	79.38	-	21.70	66.39	-	88.09	1.63	89.72	3.62	-	162.74	102.91%

# 04

## 信用策略复盘与展望

# 历年热点及市场走势复盘

- 多年的信用策略经验告诉我们，泛国企板块始终都是信用债市场的中流砥柱。每次非民企板块的信用利差走阔或存机会，未来利差的收窄可期，但民企板块，利差一旦发生大幅走阔，市场的惯性维持较长，短期内难以收窄回到走阔前的水平。
- 2025年信用债的波幅或会显著大于利率，更具备波段交易属性。开年至3月中旬，信用债由于存在负carry与流动性不佳等问题持续调整，4月后中美关税摩擦持续升级下信用债收益率跟随利率债迅速下探，其中也受到信用风险发酵扰动，整体波动率高于利率债，其中不乏波段交易机会。

## 历年热点及市场走势复盘

时间	当年热点	对当年的展望要点	市场走势	超预期情况
2020	永煤及华晨为代表的国企违约超预期，违约风险演化为流动性风险	地产：以稳为主，融资政策继续维持偏紧； 城投：由于基建重要性提升，城投风险总体下降； 民企：短期内信用风险可控，民企债信心待修复；	地产：4月复工复产后+8月三道红线出台，利差整体下行；11月大幅走阔；城投：永煤事件后（11-12月）利差快速上行；	永煤比预期悲观
2021	大型房企违约为主基调；公共卫生事件催化多家航空公司违约	产业：永煤事件将延缓钢铁和煤炭利差修复进程； 地产：头部房企的现金流或改善； 民企：违约仍将持续，但预计难以更超预期；	民企：受永煤事件影响，利差走阔； 煤炭、钢铁：利差整体走阔； 地产：利差整体走阔，等级分化明显；	地产比预期悲观 国企比预期乐观
2022	民营房企违约趋势持续	地产：优质企业风险不大，弱资质主体继续出清； 城投：“15号文”影响下，警惕城投再融资风险； 民企：净融资为负的格局或将延续；	地产：利差走阔，年末“三支箭”致收窄； 城投：利差整体上升，区域分化明显； 民企：利差整体收窄；	地产比预期悲观 国企比预期乐观
2023	城投政策大超预期	地产：“三支箭”导致风险收敛，违约概率下降； 城投：警惕土地出让收入下行+财政重整风险；	地产：碧桂园、远洋展期，利差走阔超预期； 城投：“一揽子化债”利好超预期；	地产比预期悲观 城投比预期乐观
2024	严重资产荒 收益率触底反弹	城投：35号文预期会兑现； 地产：对万科等主体风险担忧	上半年利差全面压缩 8月后利差震荡走弱	城投比预期乐观
2025	负carry下信用债1-3月持续调整 中航产融债券摘牌遭否决	城投：化债按部就班推进，“退省份”与《3号指引》 下城投债信用风险依旧无虞 产业：央企子公司违约风险仍可控，信用风险集中于尾部民企发行人	3月上旬前受负carry影响，信用利差震荡走阔；随后向下修复	未明显超预期

# 今年违约风险整体预期偏低

- 信用债市场经历了此前2014-2024近10年的违约周期，如今已经进入了全新的市场格局。早年14-16年落后产能、18-19年民企、20年地方国企、21-23年的民营地产违约均已接近尾声。当前已经处于整体信用出清的状态，展望未来，在维稳力度和领导力不断强化的背景之下，泛国企板块如城投、银行、国企，违约率大概率保持较低水平。
- 对未来的违约展望主要需要看民企板块。历史上违约主体中82.9%是民营企业，违约总金额民企占了82.1%。民企板块，目前存量债券总额为1.21万亿元，当前共有247家存量发行人，债券总额占信用债市场比例分别为3.43%。考虑到目前市场存量民企很少，未来违约风险大概率难以超预期。

## 2025年年度违约风险展望

年份	经济运行情况总结	利率债行情	首次违约主体数	违约金额(亿元)	违约总结
2012	先下行后回升	震荡	0	0	信用债市场无违约记录。
2013	下行	熊	0	0	
2014	下行	牛	5	14.64	超日债开启债券违约序幕，违约主要由盈利能力下降因素导致。
2015	下行	牛	24	212.84	民营企业违约数增加，盈利能力下降继续为主导因素，天威、二重等央企子公司开始违约。
2016	先下行后回升	牛 (年末转熊)	28	549.16	再融资困难及公司治理、信息披露问题开始涌现，东特钢、贵有色等事件使得信用周期及产能周期受到关注。
2017	先上行后回落	熊	11	170.69	去产能近尾声，信用周期仍处于高位+十九大前后维稳的影响下，进入违约低发年。
2018	下行	牛	43	1405.16	违约主体类型多样，小型民企占比高，对外投资激进、股权质押、公司治理等问题涌现。
2019	下行	震荡	37	1709.60	大型企业违约占比上升，有3家历史最高信用等级为AAA，以北大方正、青海盐湖和中民投为代表。
2020	先下行后回升	牛转熊	26	1420.50	以永煤及华晨为代表的国企违约超预期，违约风险演化为流动性风险，信用债市场环境恶化。
2021	先上行后回落	牛	16	807.19	大型房企违约为主基调，同时公共卫生事件催化下以海航为代表的多家航空公司违约。
2022	先下行后回升	震荡	28	628.38	民营房企违约趋势持续，无国企违约。中小型民营房企陆续违约，同时其发行的中资美元债违约增加。
2023	先下行后回升	震荡	16	789.33	违约仍主要为民营房企，混合所有制的远洋违约超预期，同时当代系大规模债务违约持续。
2024	下行	牛	4	119.12	违约主体整体少于此前三年，违约高峰已过，新周期即将开启。
2025	回升	震荡	3	68.91	违约主体数量低于往年同期均值。

# 今年大概率信用债波幅加大

- 对于年内的信用债收益率走势，我们判断在整体“强政策、弱融资”，“强预期、弱现实”等因素的交织之下，大概率会呈现出波幅加大、整体震荡的趋势。正面影响因素包括(1)基本面复苏仍需时间；(2)资产荒格局已定；(3)预期偏弱；(4)央国企占主导的市场中信用风险扰动不高。负面影响因素包括(1)中美关税摩擦缓和造成风险偏好回升；(2)股债跷跷板下资金流出债市；(3)市场持续调整的赎回担忧等。
- 综上，未来大概率会进入信用债市场波幅加大的时期。建议未来收益率逢高加仓，每逢收益率低位可适度提升高流动性短久期资产的占比，在波动中灵活配置，宠辱不惊，以应对可能的市场波动。

### 近三个月各板块收益率变化及年度策略观点汇总（单位：bp）

板块	2月	3月	4月	当前利差	策略观点	期限建议	逻辑
信用债	0.26	-12.22	1.63	26.30	震荡偏多	-	4月信用债表现明显不如利率债，后续有望迎来补涨行情
风险偏好预期	偏强	偏强	偏弱	-	偏弱	-	关税政策不确定性较大，增量政策推动经济作用有限
城投债	-2.57	-13.79	1.30	59.96	分化	缩短	退重点省份与“335指标”政策压制3年以上低等级城投利差
银行二级资本债	-0.07	-5.41	-5.05	89.15	偏多	拉长	信用利差震荡中二永债攻守兼备，流动性较好，适合逢高加仓
银行永续债	0.43	-9.95	-3.84	65.45			
央国企产业债	1.92	-10.89	2.78	46.63	中性	拉长	目前整体利差空间有限，可作为底仓配置并拉久期
国企地产债	1.97	-10.21	2.92	75.26	偏多	1-2年	重要会议持续强调稳楼市，可增配短久期、高票息品种
煤炭债	1.09	-12.14	3.48	54.09	分化	缩短	2025年煤炭市场延续供过于求格局，价格中枢继续下移，建议关注高资质主体中等久期品种
钢铁债	3.01	-11.66	2.94	63.71	分化	缩短	钢价承压，下游尚未实质改善，板块性价比一般
其他民企债	-2.41	-13.57	-4.62	94.69	偏空	缩短	需要结合主体基本面具体判断
超长期信用债	-3.02	-6.92	6.80	56.95	看空	缩短	长端收益率缺乏明确向下趋势，超长信用债利差压缩空间有限

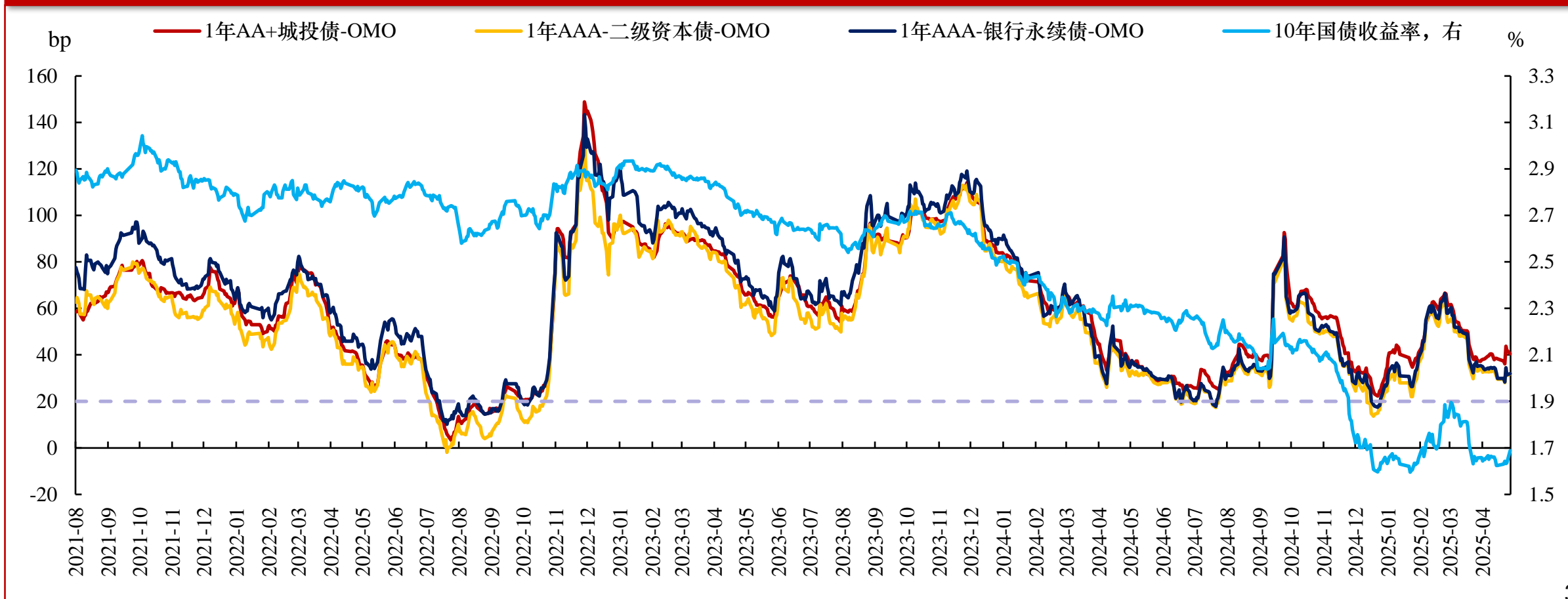
# 05

## 信用债波段如何操作？

# 一、止盈信号：1年信用债与OMO利差可作为择时指标

- 我们使用1年期信用债与OMO利差作为信用债波段择时指标，历史经验表明利差低于20bp时债市可能出现调整，因此20bp可作为止盈点位。

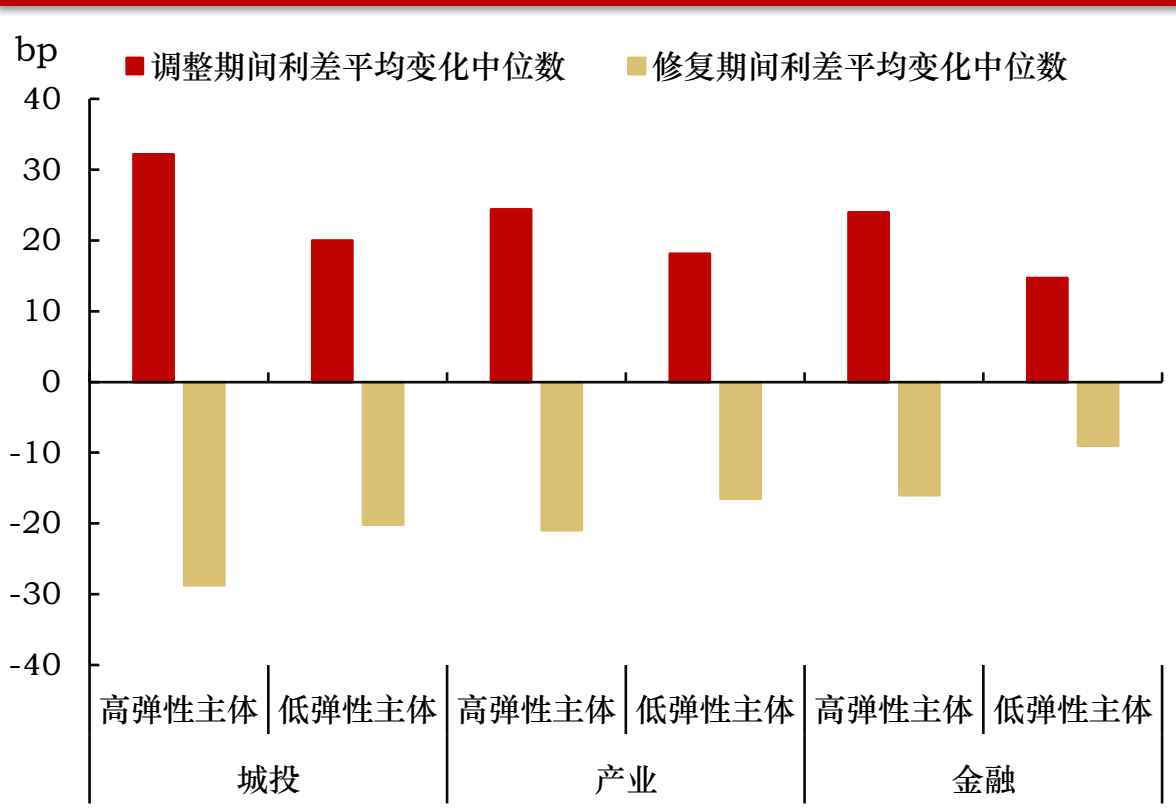
## 1年期信用债与7天逆回购利差



## 二、高低弹性策略：如何衡量核心主体估值弹性？

- 本文根据主体利差在债市调整与修复期间变化幅度的绝对值衡量主体估值弹性。具体来看，本文梳理了目前公募债余额高于100亿的信用债发行主体在2024年9-10月、2025年1-3月的利差调整及后续修复幅度，调整及修复期间利差变化绝对值高于同类型发行人中位数的主体被归类为高弹性主体，低于同类型发行人中位数的主体被归类为低弹性主体。按此分类标准，高弹性城投、产业和金融主体存量债分别为7305、28202、13022亿元，低弹性产业和金融主体存量债分别为7372、47611、47807亿元。

高低弹性发行人调整和修复期间利差变化中位数



典型高低弹性主体

主体类型	高弹性主体	低弹性主体
典型城投发行人	津城建 昆明交投 河南航空港	武汉地铁 北京保障房 南昌建投
典型产业发行人	平煤集团 山西建投 绿城集团	首创集团 中国石油 国家电网
典型金融发行人	天津银行 北湖湾银行 湖北银行	中信银行 光大银行 江苏银行
调整期间利差平均变化中位数	城投：32bp 产业：24bp 金融：24bp	城投：20bp 产业：18bp 金融：15bp
修复期间利差平均变化中位数	城投：-29bp 产业：-21bp 金融：-16bp	城投：-20bp 产业：-16bp 金融：-9bp

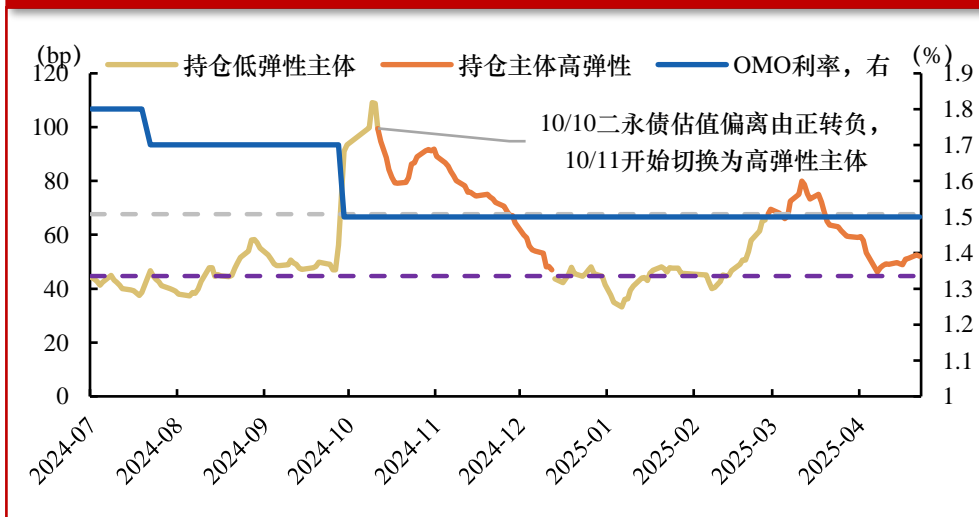
## 二、高低弹性策略：如何衡量核心主体估值弹性？

- 收益率高位时配置高弹性主体债券博弈利差压缩的资本利得，收益率偏低时配置低弹性主体债券予以防守，可能取得超额收益。以3年AA+中票与OMO利率作为衡量指标，若利差向上突破中票与OMO利差自2024年7月1日以来75%分位数阈值，组合持仓高弹性主体债券；若利差向下突破25%分位数阈值，组合持仓低弹性主体债券。
- 此外，我们对该择时体系做出两点修正：第一，在极端赎回行情中，多数时间内组合应保持低弹性主体仓位，不轻易切换为高弹性主体；第二，使用二永债成交偏离度辅助判断高低弹性主体切换时点。我们在前期报告《攻守兼备，兵家必争——金融债2025年年度策略报告》中提到，二永债偏离估值成交情况能够明显反映市场转向走势，若二永债偏离估值成交幅度发生明显变化或能说明债市情绪出现拐点。
- 例如2024年10月10日二永债偏离估值成交幅度在赎回潮发生以来首次由正转负，表明债市情绪得到显著修复，下一交易日应将持仓低弹性主体切换为高弹性主体。基于这一投资思路，该组合2024年7月1日以来的累计回报为3.57%。

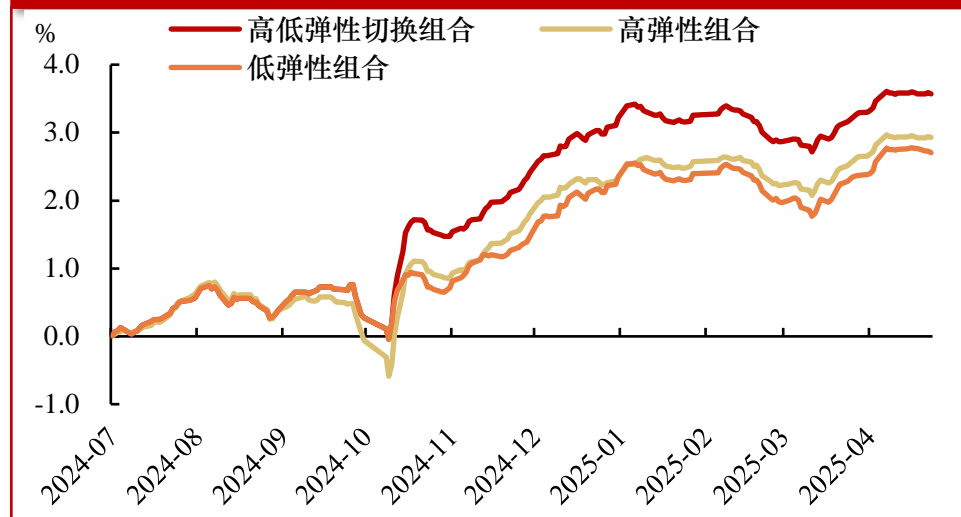
### 高/低弹性主体组合具体配置

组合	券种	剩余期限	发行日期	隐含评级
高弹性主体组合	24津城建MTN024A	2.96	2024/6/18	AA
	24黔高02	2.91	2024/5/29	AA
	22湖北银行二级	2.99	2022/6/29	AA
低弹性主体组合	22蓉高G2	3.11	2022/8/9	AA+
	22川发展MTN002A	3.04	2022/7/14	AAA
	22华夏银行二级资本债01	3.15	2022/8/25	AA+

### 由3年中票与OMO利率判断持仓高/低弹性时机



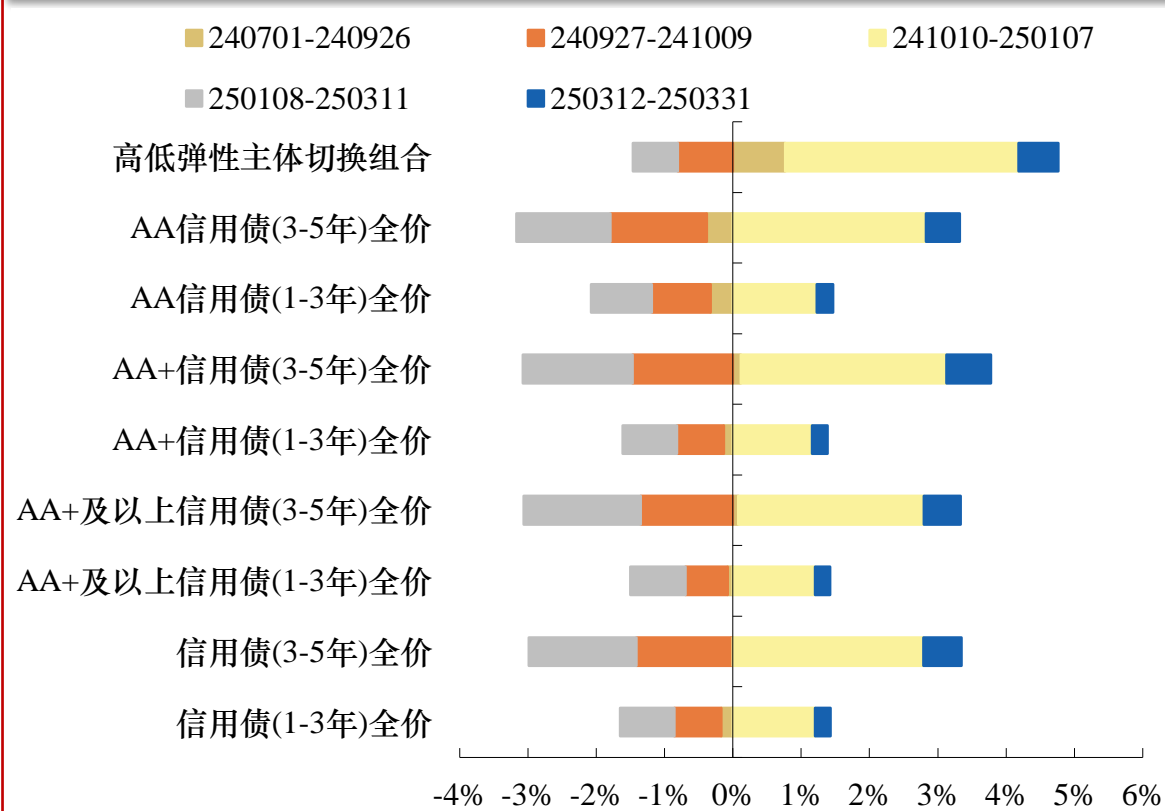
### 2024年7月1日以来三类组合累计收益



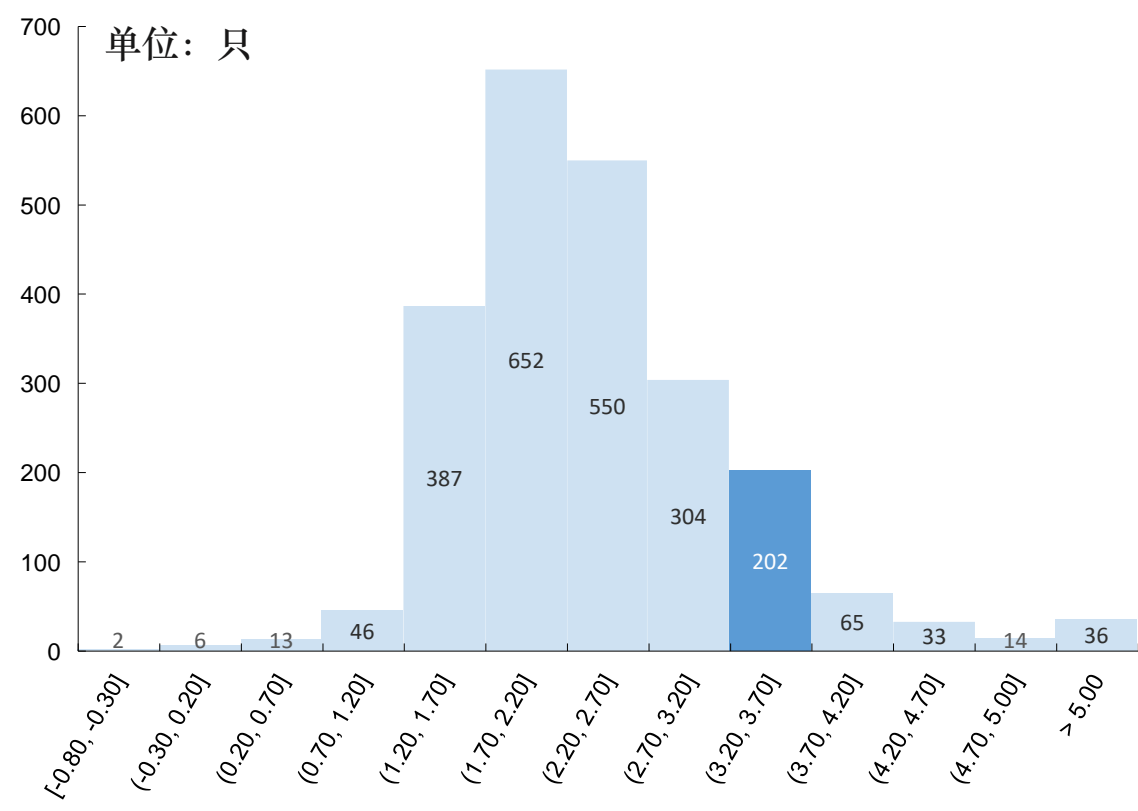
## 二、高低弹性策略：如何衡量核心主体估值弹性？

- 与相近久期与评级指数对比来看，高低弹性主体切换组合表现较优，2024/10/10-2025/1/7的牛市中进攻性较强，累计收益明显跑赢指数；2025/1/8-2025/3/11的连续阴跌中也表现出较强的扛跌性，回撤幅度相对可控。
- 高低弹性主体切换组合的回报能跑赢多数纯债基金。目前存续纯债基金2024年7月1日至今累计回报率的中位数为2.23%，接近70%纯债基金回报率分布于1.2%-2.7%区间内，高低弹性主体切换组合的回报率在全部纯债基金中排名前8%。

2024年7月1日以来高低弹性主体切换组合与信用债指数累计收益对比



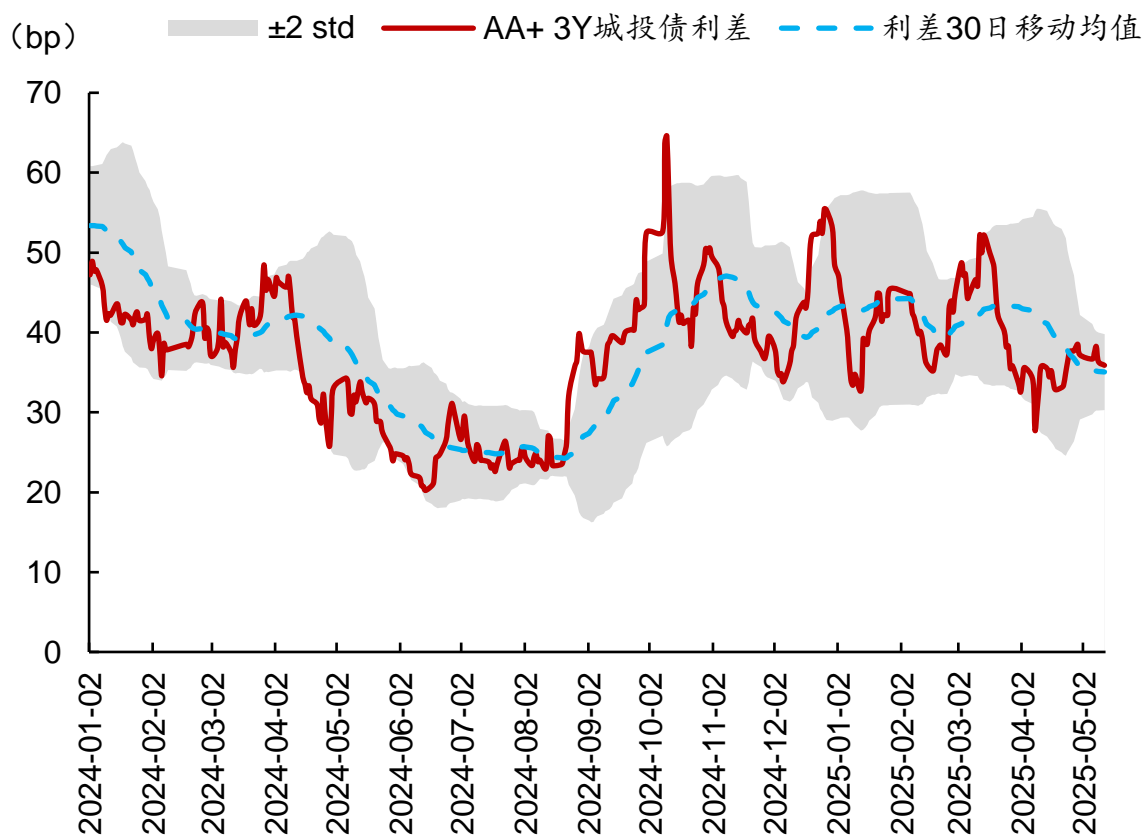
2024年7月1日至今纯债基金回报率分布



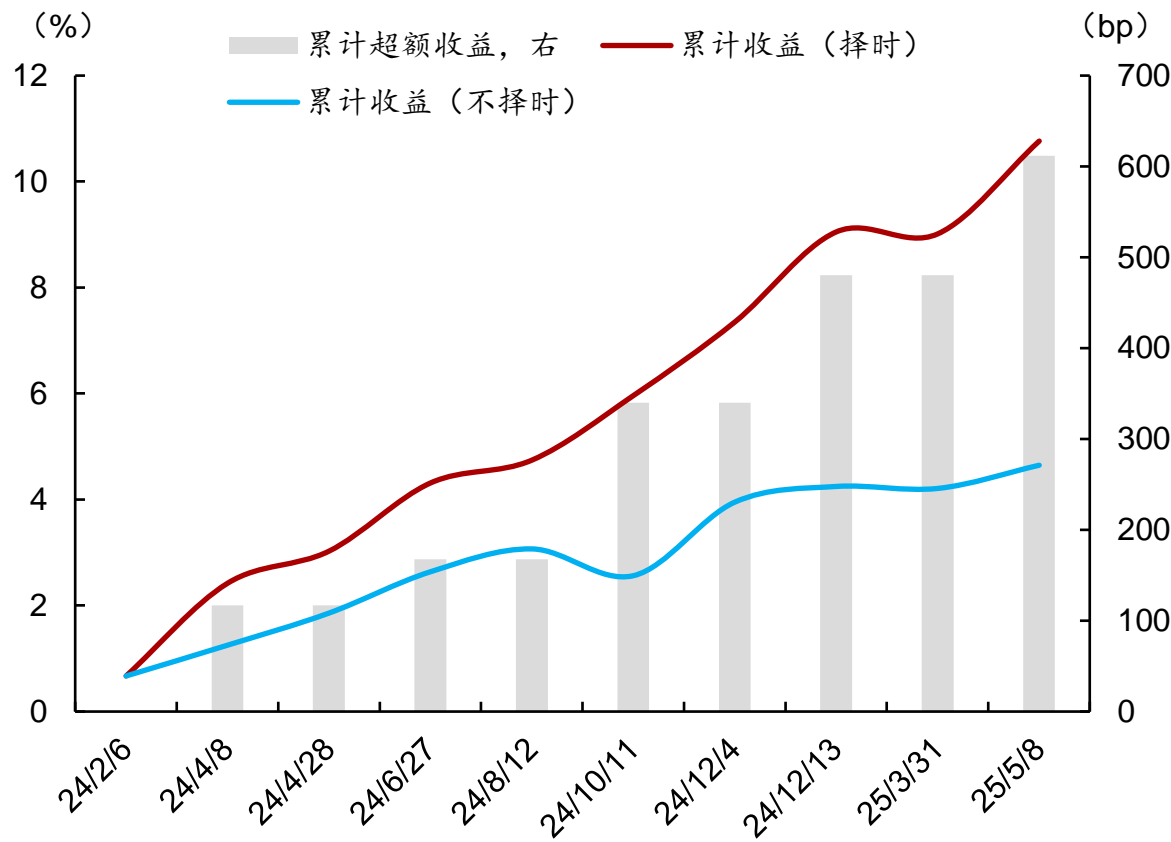
### 三、Double布林带：根据均值加减标准差判断信用债买/卖点

- 我们根据城投债利差均值加减两倍标准差作为上界和下界，利差接近上下界时分别作为买入和卖出的信号。若利差接近上界表明信用债性价比较高，组合全仓AA+ 3Y城投债，利差接近下界时说明信用债性价比不如利率债，此时组合全仓10Y国债，该择时策略相较于全仓AA+ 3Y城投债保持不变取得了接近6.1%的超额收益。

城投债利差均值加减两倍标准差可作为择时信号

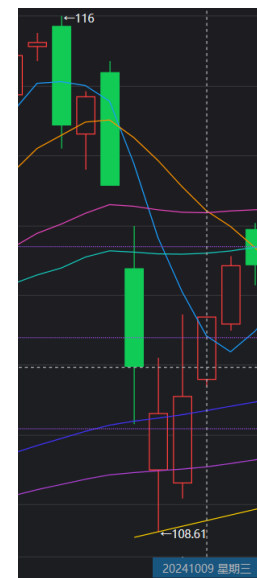


信用债择时可取得超额收益

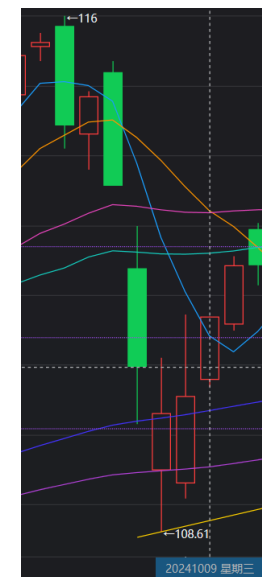


# 四、反转策略：2.7-3.17调整——0.382黄金分割加仓

- 大波动行情看什么做债？
- 1、流动性与顺序：国债期货→国债→信用债；本身可以作为信用品种的领先指标
- 2、10月8日市场稳住，10月10日市场就已经反转；信用债滞后利率3天。
- 国债期货看盘更方便，有一定领先意义：采用集中竞价方式，价格信息透明且公开；国债期货的技术指标（如MACD、KDJ等）比国债现券更容易观察和使用。



# 四、反转策略：9.24调整——0.382黄金分割加仓



# 06

## 科创&绿色债的特殊视角

# 科创债政策变迁

- 2025年，以DeepSeek为代表的AI技术突破引发市场对科技创新的高度关注，而债券市场对科技企业的支持亦在持续深化。**2017年起沪深交易所便积极开展双创债试点，2021年沪深交易所引导优质企业在双创债框架下发行了科创用途公司债券；2022年5月20日，交易商协会和上海证券交易所分别发布《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》和《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券》，标志着科创债的正式推出；2025年3月6日，潘行长指出创新推出债券市场“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券；4月25日召开的政治局会议指出，持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”；5月7日国新办新闻发布会上吴清主席和潘功胜行长相继指出发展科技创新债券，在政策持续优化的背景下，科创债有望迎来扩容。

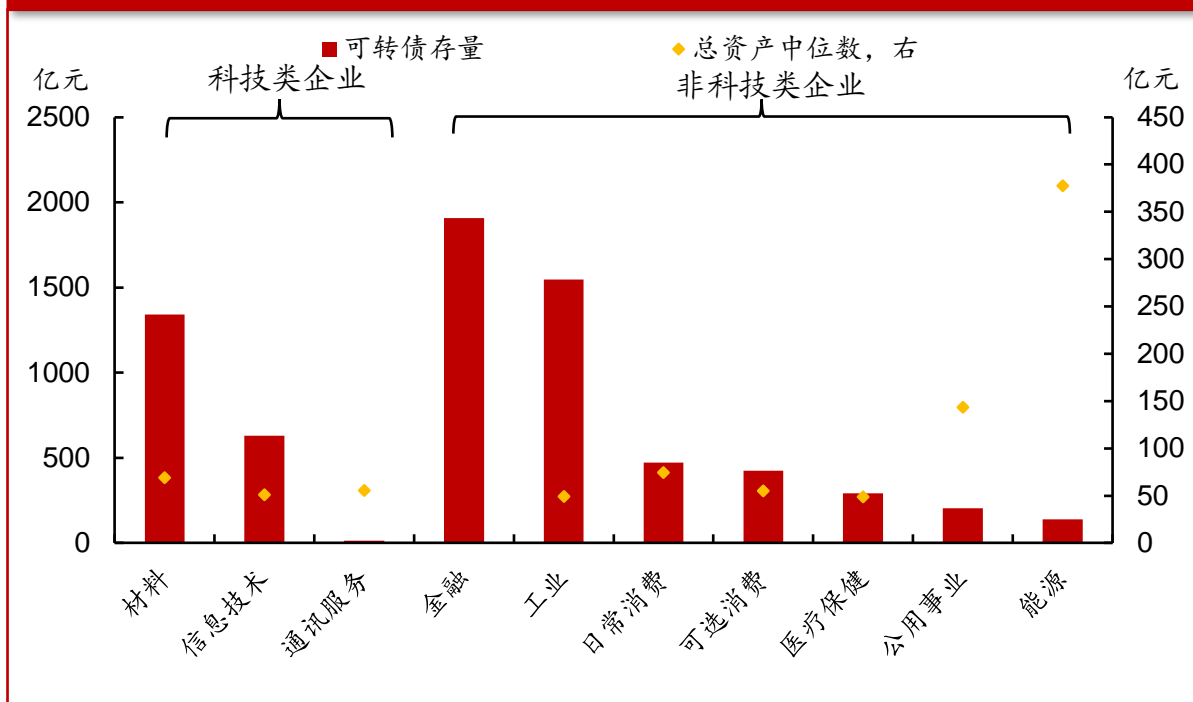
## 科创债相关政策梳理

日期	来源	内容
2022/5/20	关于升级推出科创票据相关事宜的通知	交易商协会现将科创类融资产品工具箱升级为科创票据，提升资本市场对科技创新领域全生命周期的融资服务功能，加强对科创企业或科创用途的服务与支持。
2022/5/20	上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券	进一步发挥公司债券服务国家创新驱动发展战略和产业转型升级功能，规范科技创新公司债券发行上市申请及挂牌转让相关业务行为。
2025/3/6	十四届全国人大三次会议记者会	为进一步加大对科技创新的金融支持力度，中国人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场的“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券的产品体系。
2025/4/25	中共中央政治局会议	持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。
2025/5/7	“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况举行新闻发布会	创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。
2025/5/7	关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知	新增支持金融机构发行科技创新债券，简化科技创新债券信息披露安排，进一步完善配套支持机制，打造一二级联动、投融资协同的良好市场生态。
2025/5/7	中央国债登记结算有限责任公司关于减免科技创新专项金融债券服务费用的通知	中央结算公司决定自2025年1月1日至2027年12月31日，全额减免科技创新专项金融债券发行登记服务费。
2025/5/7	关于支持发行科技创新债券有关事宜	丰富科技创新债券产品体系，加快构建多层次债券市场；完善科技创新债券配套支持机制，为科技创新债券融资提供便利。

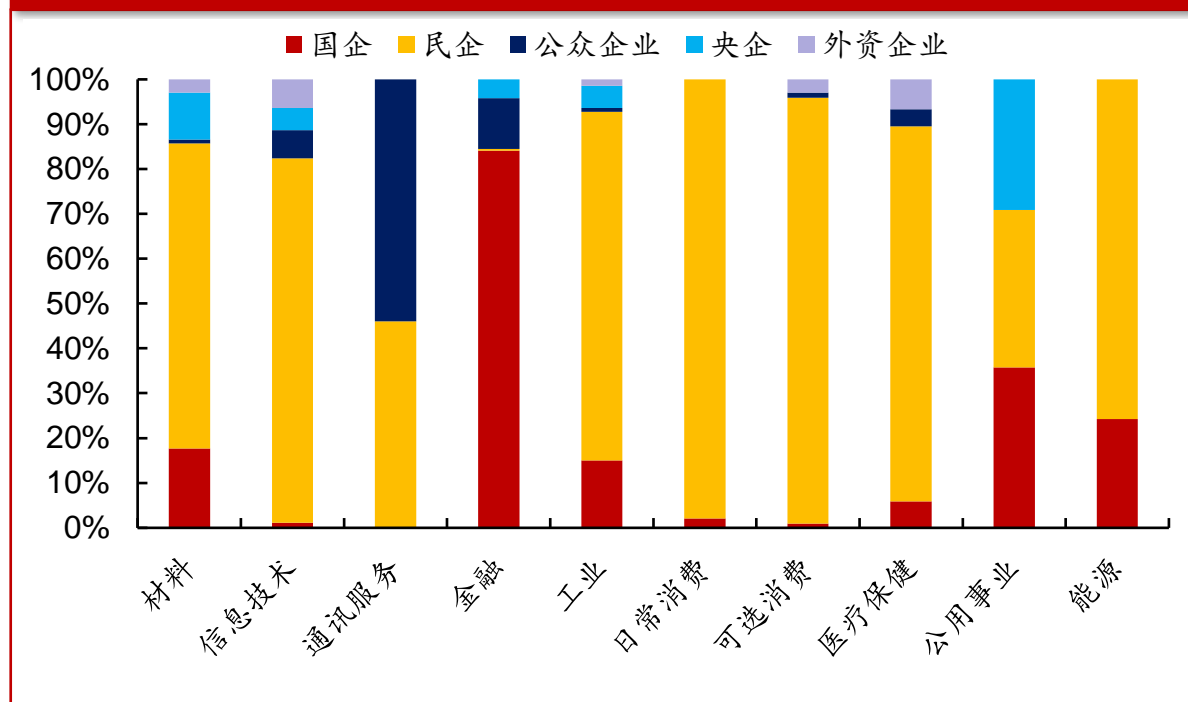
# 科创债未来存量规模预期

- 科创债的推出旨在引导资金流向科技创新领域，改变当前以大型国有企业和上游行业企业为主的发行格局，有助于民营企业 and 中小型科技创新企业通过债券市场融资。我们认为未来科创债的存量市场结构将类似于科技类转债的市场结构，即发行人类型向体量较小的科技类企业倾斜，发行人企业性质以民企为主。
- 科创债未来最新看点在于私募股权投资机构的发债，但此类机构由于一般资本金规模小，预计供给量也有限。
- 年内预计科创债可能有3000亿元规模涌现，是新看点，但是相较于信用债市场30万亿规模，暂无法缓解资产荒。
- 科创债未来市场容量可以初步类比转债市场的科技类企业。

### 各行业可转债存量规模与发行人总资产中位数



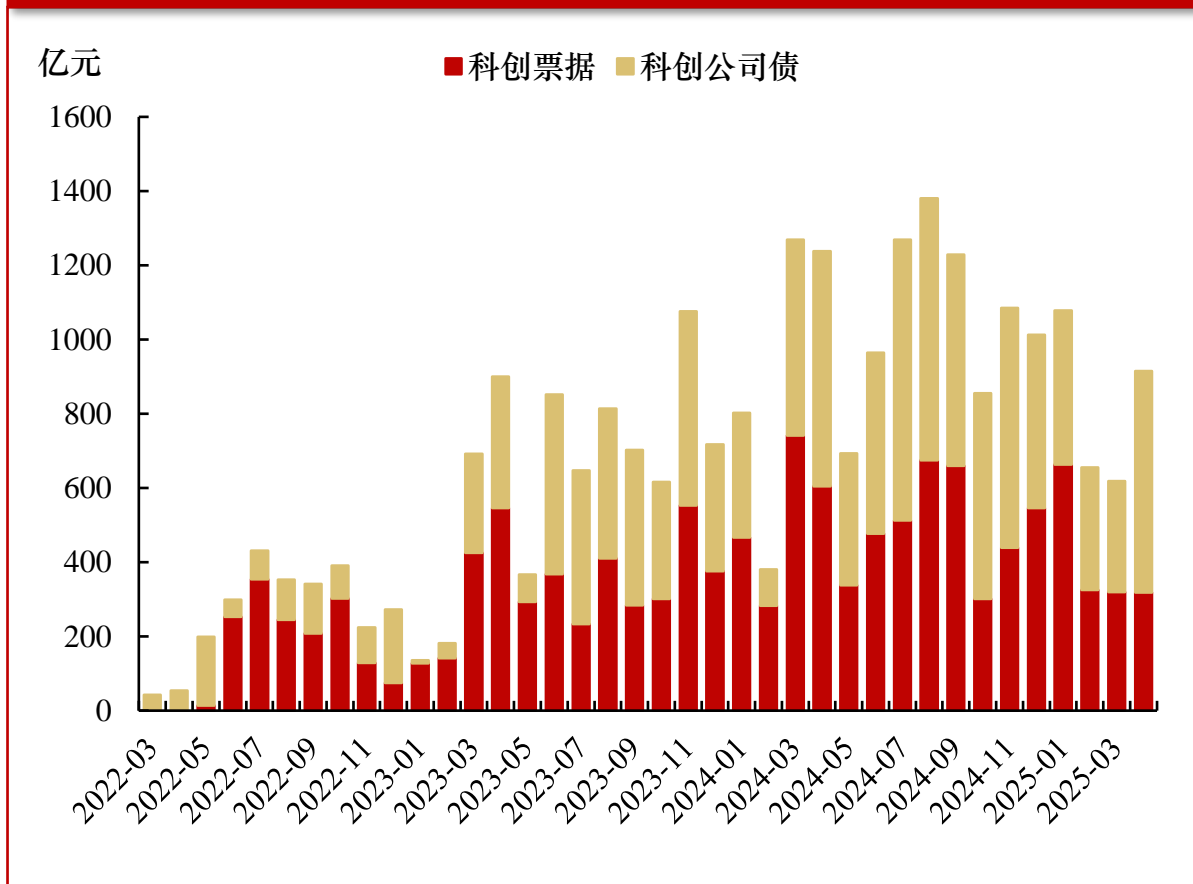
### 可转债发行人以民企为主



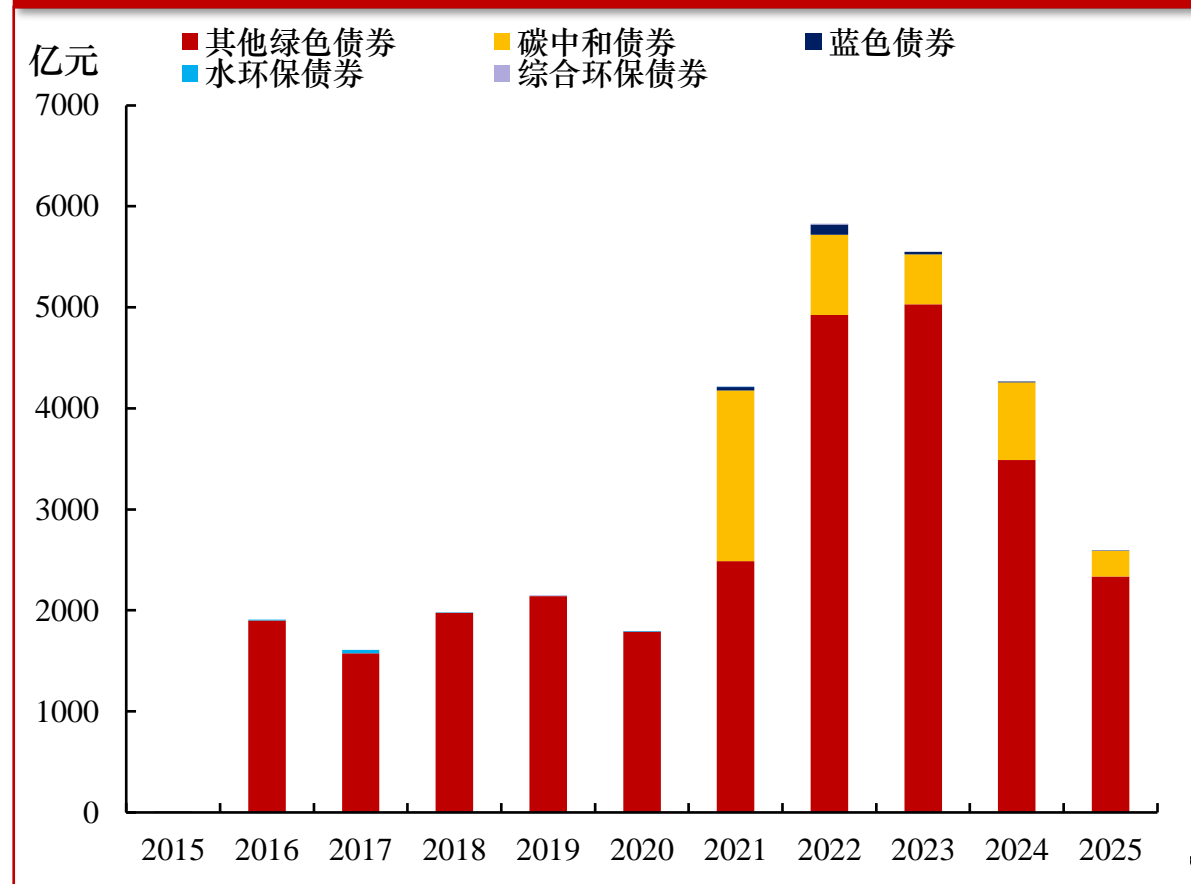
# 一级供给明显扩容

■ 近几年来科创债和绿色债券一级供给明显提升。2022-2024年，科创债发行规模分别为2605亿元、7700亿元和12179亿元，年均复合增速达116%。截至目前，科创债发行规模共计25750亿元，科创票据和科创公司债规模相近。绿色债券的供给高峰主要集中于2022年和2023年，两年间绿色债券发行规模均超5500亿元，占全部发行量的36%。

### 科创债一级发行规模不断扩容



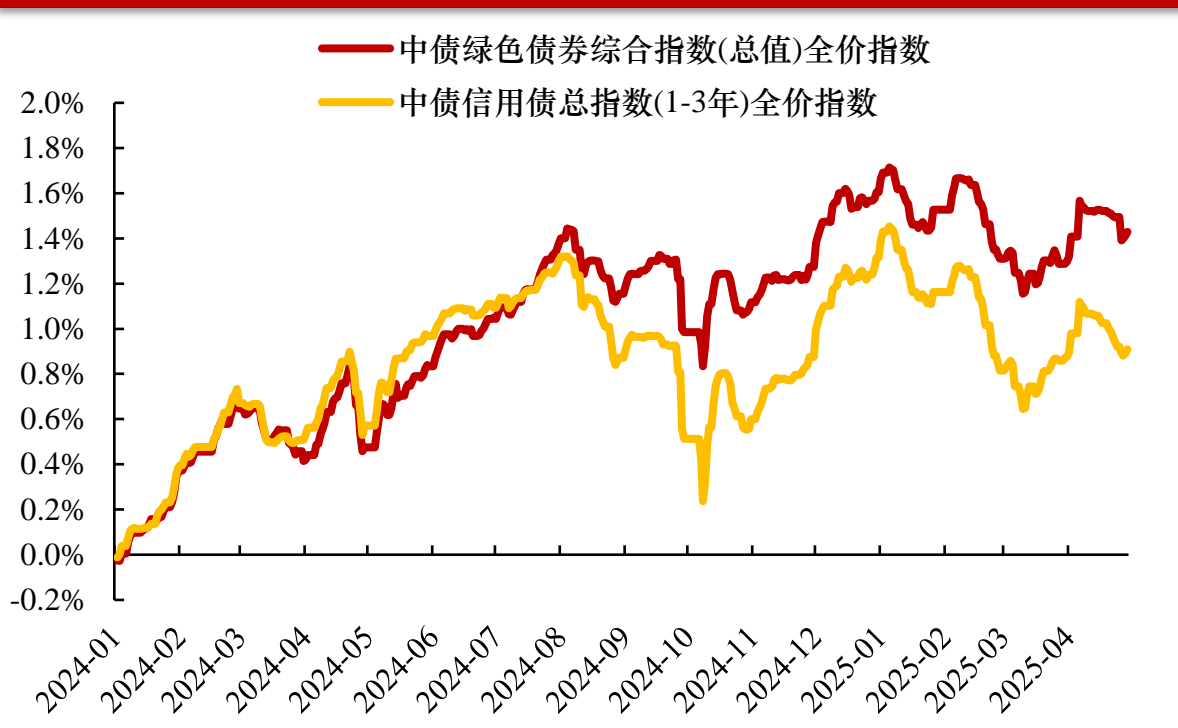
### 2022-2023年绿色债券迎来发行高峰



# 绿色债券：可以视为一种抗跌方案

- 机构二级市场买入科创债的动机或可分为三点：第一，部分科创债和绿色债券较同行业或同区域普通信用债有一定溢价，迎合了机构对高票息的诉求；第二，买入科创债和绿色债券是为了应对投资端考核激励机制；第三，科创债和绿色债券得益于特殊的政策导向与属性，其违约风险可能低于普通企业信用债。
- 从市场表现来看，近年来绿色债券指数及主体基金回报可观。2024年至今，绿色债券全价指数（久期1.83年）累计回报率为1.43%，高于信用债1-3年全价指数；目前存续的20只绿色债券基金普遍能跑赢基准，2024年和2025年超越基准回报率中位数均接近0.5%。

### 相近久期绿色债券指数与信用债指数累计回报率



### 绿色债券纯债基金业绩表现

代码	名称	2024年超越基准回报率	2025年超越基准回报率
005383.OF	富国绿色纯债A	0.06%	0.63%
009237.OF	兴业绿色纯债一年定开A	1.83%	1.71%
013654.OF	永赢信利碳中和主题一年定开	2.71%	0.23%
014552.OF	中航瑞华ESG一年定开A	2.13%	0.52%
014721.OF	富国碳中和一年定开	3.01%	0.22%
015445.OF	申万菱信绿色纯债A	-3.31%	0.07%
015771.OF	银华绿色低碳	2.01%	0.09%
016031.OF	民生加银瑞华绿债一年定开	-0.17%	0.84%
016506.OF	太平绿色纯债一年定开	-2.03%	0.26%
016512.OF	嘉实长三角ESG纯债	-0.02%	-0.21%
016965.OF	中银乐享	0.23%	1.13%
017053.OF	南方ESG纯债A	1.80%	0.73%
017581.OF	中航瑞融ESG一年定开债A	0.49%	0.53%
019520.OF	路博迈中国绿色债券	1.35%	-0.13%
021782.OF	路博迈中高等级信用债A		0.78%
022479.OF	汇丰晋信绿色A		0.45%
022615.OF	路博迈悦航30天持有A		1.11%
022617.OF	摩根共同分类目录绿色A		0.47%
022761.OF	鹏华绿色		0.66%
019885.OF	南方恩元A	0.04%	0.44%

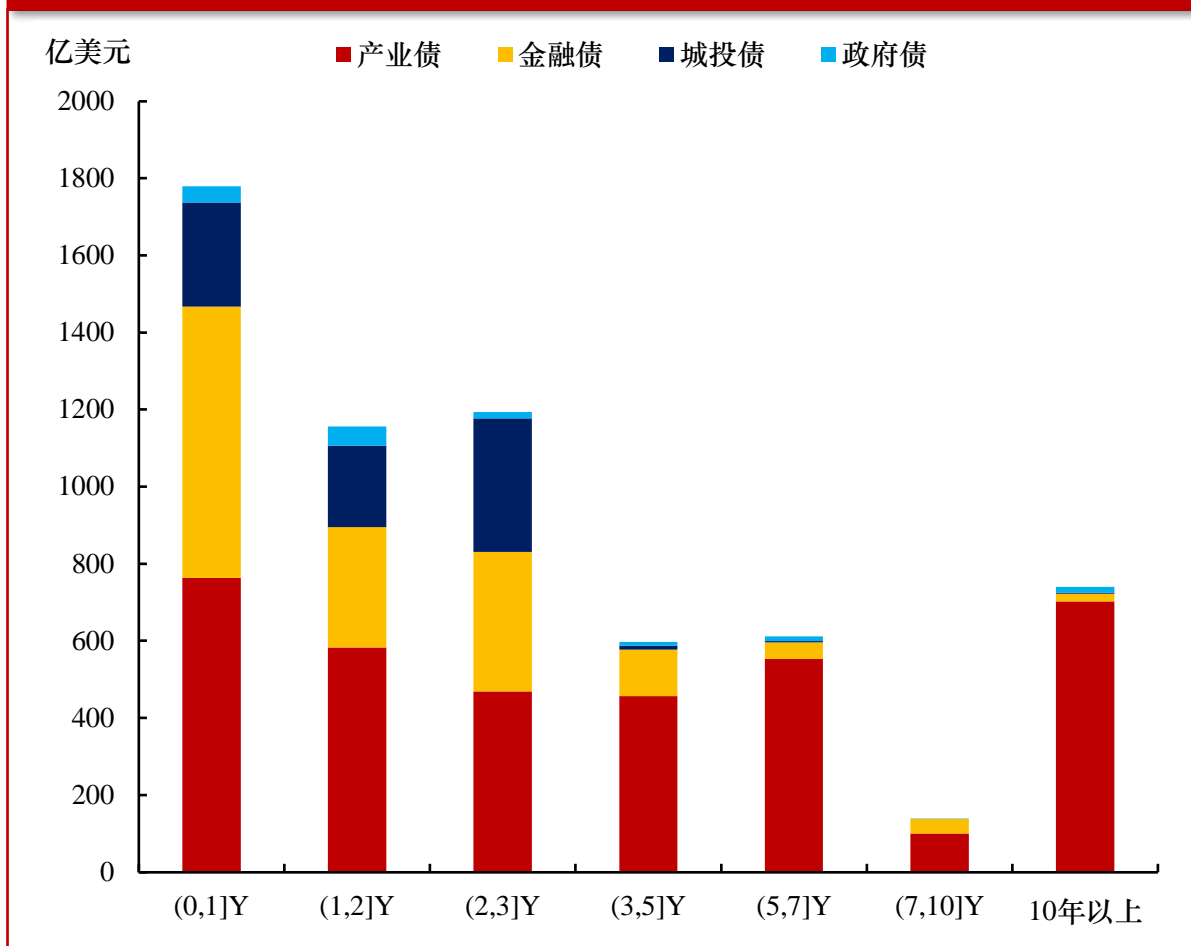
# 07

## 中资美元债怎么看？

# 中资美元债存量分布几何？

- 截至5月14日，存量中资美元债主要可划分为产业债、金融债与城投债，剩余期限主要分布在3年以内。从估值来看，高票息中资美元债主要分布于中短久期的金融债与城投债。

### 各类型中资美元债存量余额



### 各期限中资美元债估值 (%)

分类	产业债	金融债	城投债	政府债
(0,1]Y	5.07	4.56	5.86	4.44
(1,2]Y	4.94	4.62	5.82	4.22
(2,3]Y	4.87	5.50	5.84	4.18
(3,5]Y	4.94	5.12	8.42	4.41
(5,7]Y	4.84	4.80	5.10	4.51
(7,10]Y	5.26	4.93		4.90
10年以上	5.59	5.79	8.31	4.97
平均估值	5.10	4.77	5.88	4.42

# 城投美元债配置正当时

- 截至5月14日，多数城投美元债收益率高于5%，同时在化债政策加持下信用风险可控，建议投资者优先关注山东、浙江、四川等地2年以内到期品种。

### 估值高于5%的城投美元债余额分布（亿元）

省份	(0,1]Y	(1,2]Y	(2,3]Y	3Y以上	合计
山东	33.12	37.66	65.18		135.96
浙江	25.27	41.83	47.84		114.93
四川	24.15	16.99	30.84		71.97
江苏	28.36	11.22	19.11		58.69
广东	15.50	13.90	9.50	3.30	42.20
福建	13.22	7.65	15.86		36.73
江西	10.05	9.71	10.74		30.50
安徽	12.50	1.10	10.85		24.45
湖北	3.71	2.73	16.52		22.96
河南	12.09	5.32	5.20		22.61
重庆	0.84	5.80	12.46		19.09
湖南	3.45	7.14	3.95	2.20	16.74
陕西	5.54	4.51	2.19		12.24
天津	3.55	0.37		7.61	11.54
广西	7.43	3.00			10.43
吉林	1.90	2.00	4.80		8.70
云南	2.53	5.90			8.43
山西	4.40		2.00		6.40
贵州	5.12	1.07			6.19
河北			5.26		5.26
海南		3.00			3.00
北京	3.00				3.00
新疆	0.60	0.75	1.00		2.35
黑龙江	1.00				1.00
辽宁	0.30				0.30

# 挖掘央企产业美元债境内外利差

■ 资质较好的央企产业债可重点挖掘，民企债信用下沉需谨慎，建议关注境内外利差较高的央企个券。

## 央企产业美元债境内外利差（部分）

美元债ISIN码	相似境内债代码	信用主体	主体性质	美元债期限, 年	境内债期限, 年	美元债估值, %	境内债估值, %	境内外利差, bp
XS2665861246	115430.SH	黑牡丹(集团)股份有限公司	国企	1.32	1.25	6.01	2.12	388.65
XS2665861246	132380056.IB	黑牡丹(集团)股份有限公司	国企	1.32	1.27	6.01	2.13	388.35
XS2314498333	188476.SH	北京首都开发控股(集团)有限公司	国企	1.18	1.22	5.93	2.25	368.31
XS2314498333	188476.SH	北京首都开发控股(集团)有限公司	国企	1.18	1.22	5.93	2.25	368.31
XS2328261420	102381011.IB	无锡产业发展集团有限公司	国企	0.92	0.95	5.30	1.81	348.70
XS2328261420	102381010.IB	无锡产业发展集团有限公司	国企	0.92	0.95	5.30	1.81	348.70
XS2328261420	102381009.IB	无锡产业发展集团有限公司	国企	0.92	0.95	5.30	1.81	348.70
XS2616460056	102381202.IB	山东高速集团有限公司	国企	1.03	1.04	5.20	1.79	341.62
XS2616460056	2180193.IB	山东高速集团有限公司	国企	1.03	0.99	5.20	1.80	340.64
XS2378344456	102381933.IB	山东黄金集团有限公司	国企	1.30	1.24	5.36	1.95	340.57
XS2328261420	102380904.IB	无锡产业发展集团有限公司	国企	0.92	0.94	5.30	1.91	339.32
XS2616460056	102381231.IB	山东高速集团有限公司	国企	1.03	1.05	5.20	1.91	329.63
XS2244843210	102282518.IB	中国华能集团有限公司	央企	0.59	0.52	5.09	1.82	326.59
XS2244843210	138677.SH	中国华能集团有限公司	央企	0.59	0.56	5.09	1.83	326.13
XS2244843210	138721.SH	中国华能集团有限公司	央企	0.59	0.60	5.09	1.83	325.77
XS2244843210	138782.SH	中国华能集团有限公司	央企	0.59	0.64	5.09	1.83	325.46
XS2244843210	102282788.IB	中国华能集团有限公司	央企	0.59	0.64	5.09	1.83	325.46
XS2357032460	188451.SH	深圳高速公路集团股份有限公司	国企	1.16	1.22	4.84	1.76	307.56
XS2356271168	115525.SH	北京建工集团有限责任公司	国企	1.15	1.10	4.99	1.93	305.63
XS2356271168	115663.SH	北京建工集团有限责任公司	国企	1.15	1.19	4.99	1.94	304.24
XS2413634572	185191.SH	中国诚通控股集团有限公司	央企	1.70	1.64	4.76	1.82	293.38
XS2413634572	185234.SH	中国诚通控股集团有限公司	央企	1.70	1.68	4.76	1.83	293.07
XS2102905168	242063.SH	中国交通建设股份有限公司	央企	1.54	1.56	4.85	1.94	291.40
XS2102905168	240378.SH	中国交通建设股份有限公司	央企	1.54	1.58	4.85	1.94	290.95
XS2102905168	185156.SH	中国交通建设股份有限公司	央企	1.54	1.62	4.85	1.95	290.35
XS2824215425	240913.SH	山东高速集团有限公司	国企	1.98	1.96	4.94	2.06	288.42

# 把握租赁、证券、AMC与保险美元债票息价值

- 租赁、证券、AMC与保险美元债票息较高，但不宜过度下沉。

### 金融美元债估值与余额分布（分发行人类型）

美元债估值 (%)	(0,1]Y	(1,2]Y	(2,3]Y	(3,5]Y	(5,7]Y	(7,10]Y	10年以上
国有行	4.38	4.33	4.31	5.19			
租赁	4.68	4.56	6.91	4.62	4.67		
证券	4.83	4.80	5.47			4.58	
AMC	5.32	5.10	5.07	5.31	5.33		6.07
股份行	4.55	4.50	4.45	4.58	5.01	5.30	5.64
其他	4.85	4.58	4.89	4.49	4.57		
保险	5.53	5.80	4.77	5.18		4.76	
其他银行						5.98	

美元债余额 (亿美元)	(0,1]Y	(1,2]Y	(2,3]Y	(3,5]Y	(5,7]Y	(7,10]Y	10年以上
国有行	317	61	15	32			
租赁	41	50	40	3	16		
证券	75	36	7			0	
AMC	12	25	30	35	7		7
股份行	38	27	7	7	5	3	13
其他	37	25	7	5	13		
保险	13	6	20	3		20	
其他银行						2	

# 08

## 金融债：兼具波段交易性和防御配置性

# 金融债余额分布：多分布在1.5%-2.25%区间

- 截止2025年5月9日，全市场存量金融债收益率多分布在1.5%-2.25%区间，仅保险资本补充债、租赁等其他金融机构次级/永续债中有较高比例债券收益率在2.25%-2.5%区间，这三类品种信用资质相对较为下沉。目前2%-2.25%的收益率区间为金融债主流可做收益挖掘的品种。

### 金融债余额分布统计

品种	(0, 1.5]	(1.5, 1.75]	(1.75, 2]	(2, 2.25]	(2.25, 2.5]	(2.5, 2.75]	(2.75, 3]	(3, +∞)
银行普通债	0.7%	73.0%	26.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
TLAC债	0.0%	0.0%	97.8%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
银行二级资本债	0.0%	17.9%	51.7%	23.1%	4.0%	1.0%	0.6%	1.8%
银行永续债	0.0%	26.5%	45.5%	18.8%	4.4%	0.9%	1.4%	2.5%
券商普通债	0.0%	58.0%	34.6%	7.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
券商一般次级债	0.0%	31.4%	42.7%	20.9%	3.7%	0.3%	0.1%	0.9%
券商永续次级债	0.0%	0.0%	53.6%	43.6%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
保险资本补充债	0.0%	0.0%	0.0%	44.6%	49.4%	1.7%	4.3%	0.0%
保险永续债	0.0%	3.4%	26.9%	45.5%	5.4%	3.9%	4.4%	10.4%
租赁等其它金融机构普通债	0.0%	8.9%	63.9%	16.7%	7.7%	1.6%	0.0%	1.2%
租赁等其它金融机构次级债	0.0%	0.0%	60.3%	23.8%	11.9%	2.0%	0.0%	2.1%
租赁等其它金融机构永续债	0.0%	0.0%	23.8%	52.4%	23.8%	0.0%	0.0%	0.0%

### ■ 配置价值：

- 1、低风险偏好：国股行1-3年利差已修复至近三年10%以内低历史分位数，性价比不高；而3-5年国股行二级资本债与7天OMO利差在40bp-60bp，永续债与7天OMO利差则在45bp-65bp，向下压缩空间依旧充足，同时满足机构对于扛跌性的诉求；但不宜大幅牺牲组合流动性。
  - 2、中等风险偏好：(1) “股份&省级城商银行+信用瑕疵+中等久期”机会，兼具系统重要性和相对高收益性，且这类大体量银行的二永债通常还兼具一定的流动性。例如4Y渤海银行二级资本债2.45%、4Y民生银行二级资本债2.25%、天津银行3Y二级资本债2.46%、中原银行3Y永续债2.31%、北部湾3Y永续债2.45%、长安银行1Y永续债2.15%。
  - 3、高风险偏好：“优质区域下沉中小银行+1Y短久期”机会，中小银行业短期内仍有较高安全垫，但此类通常流动性较弱，推荐持有到期为主。例如，浙江区域内诸如宁波北仑农商行、嘉善农商行、上虞农商行、湖州吴兴农商行、德清农商行等均有1Y左右二级资本债，收益率在2.3%-2.4%左右，浙江省行全局一盘棋管理，不赎回风险相对可控。
- 不赎回风险/尾部减记风险仍存，不建议过度下沉：2025年4月，20南昌农商二级01公告不行使赎回选择权，南昌农商行作为省会城市农商行，具备一定市场“信仰”，此次不赎回操作对于江西区域还是有一定负面冲击。

# 银行：“股份&省级城商银行+信用瑕疵+中等久期” 机会性价比高

表：部分重点银行主体收益率情况（亿、%、bp）

主体	银行类型	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			二级资本债						永续债					
					24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
工商银行	国有行	11180	AAA-	1	148	192	44	1.71	-34	-9	1.82	-34	-4	1.71	-39	-11	-	-	-
建设银行	国有行	8560	AAA-	1	169	191	22	1.71	-34	-9	1.82	-34	-4	-	-	-	1.84	-37	-5
农业银行	国有行	10050	AAA-	1	136	187	51	-	-	-	1.82	-34	-4	1.71	-39	-11	1.84	-37	-5
中国银行	国有行	10200	AAA-	1	124	173	49	1.71	-34	-9	1.82	-34	-4	1.71	-39	-11	1.84	-37	-5
交通银行	国有行	7155	AAA-	1	84	103	19	1.71	-35	-9	1.82	-34	-4	1.71	-39	-11	-	-	-
浦发银行	股份行	3600	AA+	2	93	101	8	-	-	-	-	-	-	1.73	-38	-10	-	-	-
兴业银行	股份行	3800	AA+	2	90	85	-5	1.72	-35	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信银行	股份行	3450	AA+	2	59	72	13	-	-	-	-	-	-	1.74	-38	-10	-	-	-
民生银行	股份行	2450	AA+	4+	56	67	11	-	-	-	-	-	-	1.81	-50	-12	-	-	-
邮储银行	国有行	2800	AAA-	1	64	66	2	1.71	-34	-9	-	-	-	1.71	-39	-11	1.84	-	-
光大银行	股份行	3460	AA+	2	37	52	15	-	-	-	1.86	-38	-4	-	-	-	-	-	-
宁波银行	城商行	1294	AA+	3	31	48	17	1.75	-36	-9	-	-	-	-	-	-	1.92	-35	-2
浙商银行	股份行	2430	AA+	4+	25	36	11	-	-	-	1.89	-38	-4	1.76	-38	-10	-	-	-
平安银行	股份行	2100	AA+	2	34	35	1	1.75	-36	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
招商银行	股份行	1980	AA+	1	26	30	4	-	-	-	-	-	-	1.73	-38	-10	-	-	-
恒丰银行	股份行	775	AA	4-	15	23	8	-	-	-	-	-	-	1.93	-41	-8	-	-	-
广州农商行	农商行	270	AA	4-	17	21	4	-	-	-	2.06	-40	-1	-	-	-	-	-	-
成都银行	城商行	352	AA	4	18	19	1	-	-	-	2.01	-35	1	1.83	-36	-8	-	-	-
徽商银行	城商行	890	AA+	4-	16	16	0	1.76	-36	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
广州银行	城商行	440	AA	4	15	15	0	1.78	-38	-8	2.01	-35	1	1.83	-36	-8	-	-	-
重庆银行	城商行	415	AA	4	6	11	5	1.78	-38	-8	-	-	-	-	-	-	2.06	-32	2
北京银行	城商行	2330	AA+	3	7	10	3	-	-	-	-	-	-	1.76	-38	-10	-	-	-
成都农商行	农商行	220	AA	4-	5	10	5	1.78	-39	-8	-	-	-	-	-	-	2.06	-32	2
渤海银行	股份行	890	AA	5-	9	9	0	1.88	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
苏州银行	城商行	318	AA	4	6	8	2	-	-	-	-	-	-	1.83	-36	-8	2.06	-32	2
厦门国际银行	城商行	500	AA	4-	3	7	4	-	-	-	2.16	-35	1	1.98	-32	-3	-	-	-
北京农商行	农商行	400	AA	4+	6	7	1	1.77	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
长沙银行	城商行	600	AA	4	4	6	2	1.78	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
东莞银行	城商行	342	AA	4-	4	6	2	1.78	-39	-8	2.01	-35	1	-	-	-	-	-	-
齐鲁银行	城商行	245	AA	4-	5	5	0	1.78	-38	-8	-	-	-	1.89	-36	-8	-	-	-
青岛银行	城商行	224	AA	4-	3	5	2	1.78	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
桂林银行	城商行	208	AA-	5-	4	5	1	1.95	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
天津银行	城商行	370	AA	5	3	3	0	-	-	-	2.46	-45	-1	-	-	-	-	-	-
中原银行	城商行	290	AA	4-	2	3	1	-	-	-	-	-	-	2.08	-41	-8	2.31	-37	2

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# 银行：“股份&省级城商银行+信用瑕疵+中等久期” 机会性价比高

表：部分重点银行主体收益率情况（亿、%、bp）

主体	银行类型	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			二级资本债						永续债					
					24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
浙江稠州商行	城商行	115	AA-	6+	2	3	1	-	-	-	2.58	-33	-4	2.44	-31	-2	-	-	-
湖北银行	城商行	105	AA	5	4	3	-1	1.83	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	
浙江泰隆商行	城商行	104	AA	5	3	3	0	1.87	-39	-8	2.11	-35	1	-	-	-	-	-	
上海农商行	农商行	280	AA+	4+	0	2	2	1.74	-36	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	
威海银行	城商行	237	AA-	5-	0	2	2	-	-	-	-	-	-	2.15	-31	-2	-	-	
珠海华润银行	城商行	200	AA	5	1	2	1	1.77	-39	-8	-	-	-	1.83	-36	-8	-	-	
东莞农商行	农商行	170	AA	4-	1	2	1	-	-	-	2.01	-35	1	-	-	-	-	-	
宁波通商银行	城商行	119	AA-	6+	1	2	1	-	-	-	-	-	-	2.19	-31	-2	-	-	
泉州银行	城商行	65	AA-	5-	2	2	0	-	-	-	-	-	-	2.24	-31	-2	-	-	
厦门银行	城商行	325	AA	5+	1	1	0	-	-	-	-	-	-	1.83	-36	-8	2.06	-32	2
杭州联合农商行	农商行	300	AA	4	0	1	1	1.78	-38	-8	-	-	-	1.84	-36	-8	-	-	-
北部湾银行	城商行	255	AA-	5-	0	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.46	-45	-14
郑州银行	城商行	250	AA	4-	0	1	1	-	-	-	-	-	-	2.13	-32	-3	-	-	-
温州银行	城商行	225	AA-	6+	1	1	0	1.95	-38	-8	-	-	-	-	-	-	2.41	-30	1
青农商行	农商行	170	AA	5+	1	1	0	-	-	-	-	-	-	1.83	-36	-8	-	-	-
江苏江南农商行	农商行	140	AA	5	1	1	0	-	-	-	-	-	-	1.88	-36	-8	-	-	-
日照银行	城商行	140	AA-	6+	0	1	1	-	-	-	2.33	-38	-4	-	-	-	-	-	-
绍兴银行	城商行	133	AA-	6	1	1	0	1.95	-38	-8	-	-	-	2.15	-31	-2	-	-	-
长安银行	城商行	120	AA-	5-	0	1	1	-	-	-	-	-	-	2.15	-31	-2	-	-	-
吉林银行	城商行	100	AA-	7	1	1	0	2.10	-49	-13	-	-	-	-	-	-	-	-	-
西安银行	城商行	100	AA	5+	2	1	-1	1.88	-28	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
台州银行	城商行	66	AA	5	0	1	1	1.82	-39	-8	-	-	-	1.89	-36	-8	-	-	-
合肥科技农商行	农商行	65	AA-	6	0	1	1	-	-	-	2.48	-38	-9	-	-	-	-	-	-
潍坊银行	城商行	60	AA-	6-	1	1	0	-	-	-	3.03	-33	-4	-	-	-	-	-	-
唐山银行	城商行	55	AA-	5-	0	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.41	-30	1
绵阳市商业银行	城商行	45	AA-	6	0	1	1	-	-	-	-	-	-	3.14	-41	-12	-	-	-
宁波鄞州农商行	农商行	44	AA-	6+	0	1	1	-	-	-	-	-	-	2.19	-31	-2	-	-	-
昆山银行	农商行	40	AA-	6+	1	1	0	1.95	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
浙江网商银行	民营银行	40	AA-	5	1	1	0	-	-	-	-	-	-	3.00	-31	-2	-	-	-
萧山农商行	农商行	38	AA-	6+	0	1	1	1.95	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
厦门农商行	农商行	35	AA-	5-	1	1	0	1.94	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
沧州银行	城商行	30	AA-	7+	1	1	0	-	-	-	2.48	-33	-4	-	-	-	-	-	-
承德银行	城商行	25	AA-	6-	1	1	0	2.15	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
温州龙湾农商行	农商行	8	AA-	6	1	1	0	-	-	-	2.28	-33	-4	-	-	-	-	-	-
宁波北仑农商行	农商行	5	A+	7	0	1	1	2.32	-38	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# 银行：“股份&省级城商银行+信用瑕疵+中等久期” 机会性价比高

表：部分重点银行主体收益率情况（亿、%、bp）

主体	银行类型	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			二级资本债						永续债						
					24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	
顺德银行	农商行	215	AA	5+	-	-	-	1.78	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
渝农商行	农商行	200	AA	4+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.83	-36	-8	-	-	-	-
汉口银行	城商行	189	AA-	5-	-	-	-	-	-	-	2.28	-33	-4	2.14	-31	-2	-	-	-	-
河北银行	城商行	180	AA	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.03	-36	-8	-	-	-	-
贵州银行	城商行	165	AA-	5-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.51	-25	1	-
福建海峡银行	城商行	160	AA-	5-	-	-	-	1.95	-38	-8	-	-	-	2.30	-31	-2	2.56	-30	1	-
江西银行	城商行	140	AA	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.93	-31	-8	2.16	-27	2	-
广东华兴银行	城商行	137	AA-	6	-	-	-	-	-	-	3.03	-73	-44	-	-	-	-	-	-	-
哈尔滨银行	城商行	117	A+	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.02	-36	-1	3.42	-35	1	-
盛京银行	城商行	110	A+	7	-	-	-	-	-	-	3.36	23	26	-	-	-	-	-	-	-
民泰商业银行	城商行	105	AA-	6+	-	-	-	-	-	-	2.48	-28	1	2.39	-31	-2	2.66	-30	1	-
湖州银行	城商行	102	AA-	6+	-	-	-	1.95	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
富滇银行	城商行	100	AA-	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.14	-	-	-	-	-	-
上饶银行	城商行	90	AA-	6-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.14	-31	-2	-	-	-	-
陕西秦农农商行	农商行	85	AA-	6	-	-	-	2.05	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
赣州银行	城商行	80	AA-	6+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.20	-31	-2	-	-	-	-
兰州银行	城商行	80	AA-	5-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.39	-26	-2	-	-	-	-
张家港行	农商行	75	AA-	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.14	-31	-2	-	-	-	-
九江银行	城商行	70	AA-	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.15	-31	-2	-	-	-	-
张家口银行	城商行	60	AA-	6	-	-	-	-	-	-	2.88	-33	-4	2.94	-31	-2	-	-	-	-
泸州银行	城商行	54	AA-	6-	-	-	-	2.19	-39	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
杭州余杭农商行	农商行	51	AA-	6+	-	-	-	-	-	-	2.28	-33	-4	2.14	-31	-2	-	-	-	-
廊坊银行	城商行	50	A+	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	4.92	24	4	-	-	-	-
齐商银行	城商行	50	AA-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.84	-31	-2	-	-	-	-
大连银行	城商行	50	AA-	6-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.16	-35	-4	-
富邦华一银行	外资银行	48	AA-	6+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.36	-5	21	-
嘉兴银行	城商行	45	AA-	5-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.14	-31	-2	-	-	-	-
济宁银行	城商行	43	AA-	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.59	-31	-2	-	-	-	-
邢台银行	城商行	40	A+	6-	-	-	-	2.47	-43	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
晋商银行	城商行	40	AA-	6+	-	-	-	1.95	-38	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
莱商银行	城商行	40	A+	7+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.32	-26	4	-	-	-	-
海南银行	城商行	40	A+	6	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.33	-30	0	-
长城华西银行	城商行	35	A+	6-	-	-	-	3.07	12	42	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
烟台银行	城商行	30	A+	7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.17	-31	-1	-	-	-	-
邯郸银行	城商行	30	AA-	7+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.84	-31	-2	3.11	-30	1	-

## 券商：业绩显著回升，行业基本面改善

- **行业资产体量和资本实力继续增长，增速相比2023年低点有所回升。**截止2024年底，150家券商总资产规模12.93万亿元，同比增长9.30%，增速相比2023年小幅提升2.3个百分点，但与2021年近20%的高增速仍有一定差距；净资本规模合计2.31万亿元，同比增长5.96%，增速相比2023年回升1.7个百分点。
- **业务收入显著增长，盈利能力显著改善，净利润逆转下滑趋势大幅增长21.35%，投资收益爆发增长支撑起证券业2024年收入增长。**2024年，证券行业营业总收入4512亿元，同比增长11.15%，与2021年的营收高点仍有一定差距；净利润1673亿元，同比21.35%，证券业净利润规模逆转下滑趋势。
- **行业整体杠杆率已小幅高于21年高点。**2024年末，证券行业平均资产负债率为75.79%，相比2023年小幅增长0.73个百分点，已2021年的高点，这一趋势或与券商扩大重资本业务、优化债务结构的需求相关，但也需关注高杠杆可能带来的财务风险。

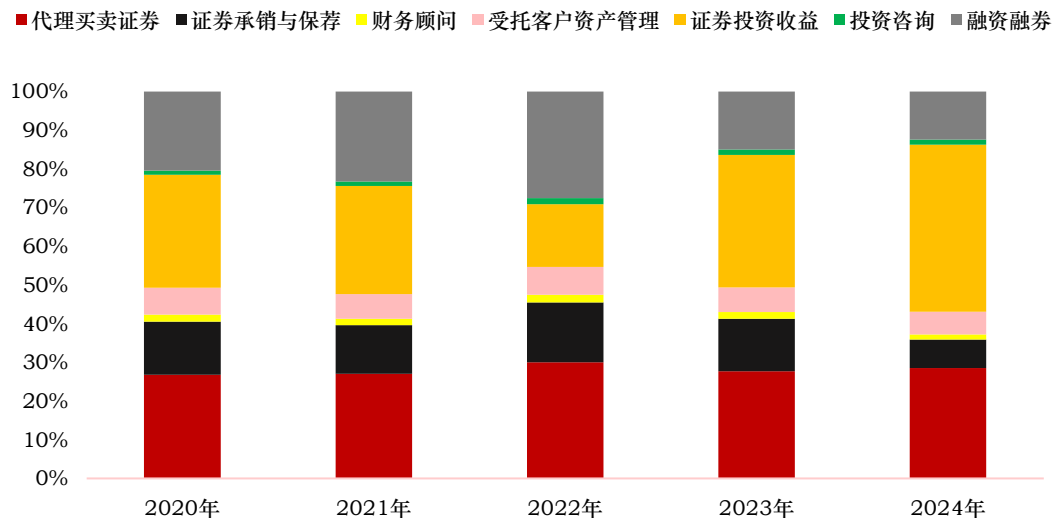
### 2020~2024年证券行业经营情况统计（亿元）

指标名称	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年同比
家数	138	140	140	145	150	3.45%
总资产	89,000	105,900	110,600	118,300	129,300	9.30%
净资产	23,100	25,700	27,900	29,500	31,300	6.10%
净资本	18,200	20,000	20,900	21,800	23,100	5.96%
营业收入	4,485	5,024	3,950	4,059	4,512	11.15%
净利润	1,575	1,911	1,423	1,378	1,673	21.35%
资产负债率	74.04%	75.73%	74.77%	75.06%	75.79%	0.73%

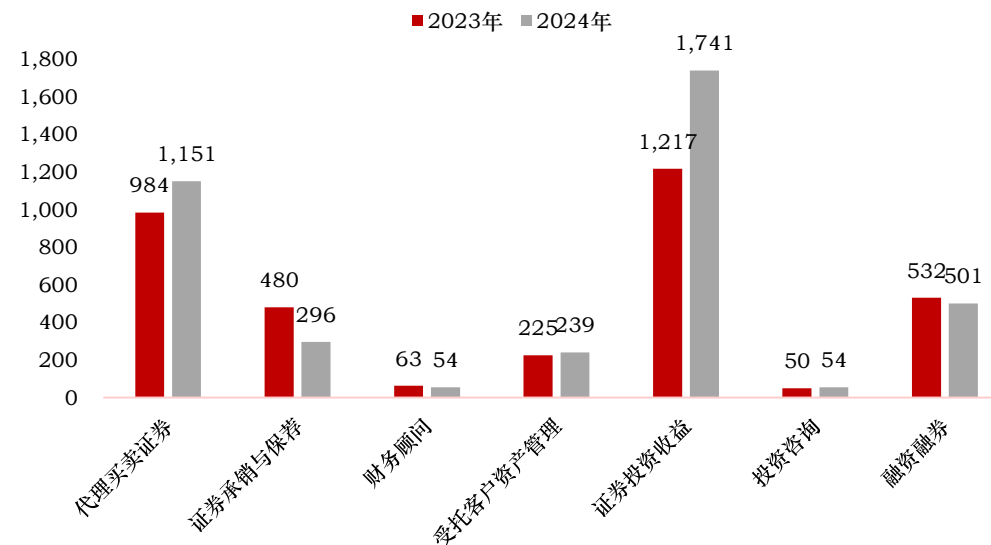
# 券商：自营业务支撑业绩，投行与信用业务成主要拖累

- 分业务，自营板块占比显著提升，投行、经纪业务承压。近年来证券行业的收入结构会跟随市场行情、监管政策等方面有所调整，2024年证券投资收益业务收入大幅增长43.02%，支撑起了证券行业2024年43.11%的业务收入；而投行业务收入继续大幅下滑38.26%，主要受IPO、再融资严监管影响；财务顾问、融资融券业务收入分别下滑14.19%和5.70%，主要是由于股市行情波动，市场交易情绪偏低，佣金率下降等原因。

### 证券行业收入结构统计



### 2023年和2024年证券行业各类收入规模（亿元）



# 券商：2-3Y券商次级债具有较高品种溢价

- 券商次级债的流动性明显弱于银行二永债，面临较大的流动性风险；但条款明显更优，不赎回风险明显更低，该品种更适合负债端稳定的机构长期配置持有。
- **1Y券商次级债性价比偏低，增配意义不大。**1Y品种的券商一般次级债跟银行二级资本债的利差多在2bp以内，券商永续债与银行永续债的利差多在5bp以内，流动性溢价过低。
- **2-3Y券商次级债具有较高品种溢价，可挖掘。**券商一般次级债跟银行二级资本债的品种利差，2Y品种在9bp-12bp，3Y在11bp-13bp；券商永续债与银行永续债的品种利差，2Y品种在13bp左右，3Y在19bp左右，溢价较高。
- **关注部分（3Y-1Y）期限利差显著偏高的主体，**例如东北证券、华安证券、首创证券、华创证券的3Y一般次级债收益率分别为2.26%、2.11%、2.18%和2.50%，相比1Y品种分别高出44bp、31bp、31bp、51bp，此类主体信用资质较弱，但利差补偿充分，且3年期的久期风险相对也较为可控。

### 2025年5月9日券商次级债收益率及品种利差情况（%、bp）

2025年5月9日券商次级债收益率及品种利差情况（%、bp）													
证券普通债收益率	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	(券商普通债-银行普通债) 利差	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA	1.66	1.73	1.82	1.86	2.06	2.26	AAA	1.3	3.4	7.6	6.3	7.5	17.3
AAA-	1.70	1.79	1.88	1.94	2.14	2.34	AAA-	4.3	8.4	12.6	13.3	14.5	24.3
AA+	1.74	1.85	1.94	2.02	2.22	2.42	AA+	3.3	8.4	12.6	15.3	16.5	26.3
AA	1.79	1.94	2.12	2.29	2.49	2.69	AA	-0.7	5.4	18.6	26.3	27.5	37.3
证券一般次级债收益率	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	(券商一般次级债-银行二债) 利差	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA-	1.70	1.87	1.92	2.04	2.22	2.43	AAA-	0.3	9.6	11.6	8.1	14.9	28.8
AA+	1.72	1.91	1.97	2.13	2.31	2.52	AA+	1.9	11.5	12.2	10.3	21.3	35.7
AA	1.76	1.99	2.11	2.29	2.47	2.68	AA	-0.1	10.5	11.2	-0.7	10.3	24.7
证券永续债收益率	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	(券商永续债-银行永续债) 利差	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA-	1.75	1.93	2.05	2.16	2.34	2.55	AAA-	4.1	13.2	18.6	18	19	32.3
AA+	1.77	1.96	2.10	2.23	2.43	2.64	AA+	5.1	13.2	18.6	16	19	32.3

# 券商：2-3Y券商次级债具有较高品种溢价

表：部分重点券商主体收益率情况（亿、%、bp）

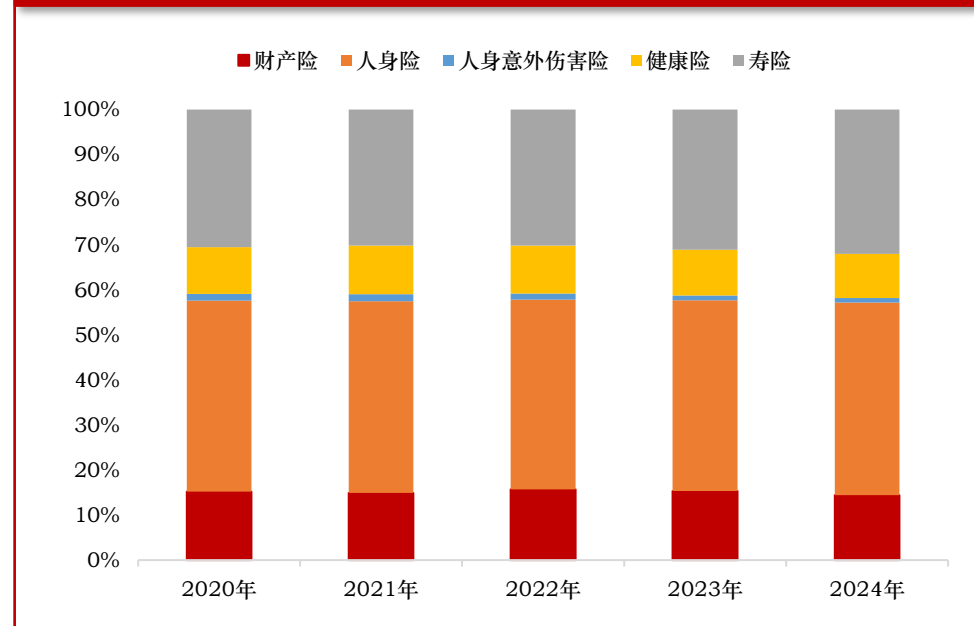
主体	企业性质	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			一般次级债						次级永续债					
					24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
招商证券	央企	1459	AAA-	2	3	9	6	1.74	-5	-6	1.92	-25	-6	1.78	-34	-14	-	-	-
华泰证券	地方国企	1449	AAA-	2	6	8	2	1.74	-6	-6	-	-	-	1.78	-34	-14	2.05	-23	2
中信建投	地方国企	1611	AAA-	3	4	6	2	1.74	-5	-6	-	-	-	1.78	-34	-14	-	-	-
东北证券	公众企业	211	AA	5-	2	5	3	1.82	-6	-7	2.26	-10	-8	-	-	-	-	-	-
中国银河	央企	1658	AAA-	3	6	4	-2	1.74	-5	-6	1.92	-25	-6	1.78	-34	-14	2.05	-23	2
广发证券	公众企业	1584	AAA-	3	2	4	2	1.74	-5	-6	1.92	-28	-6	1.83	-37	-14	2.09	-26	2
申万宏源	央企	1100	AAA-	3	2	4	2	1.74	-6	-6	1.92	-25	-6	1.78	-34	-14	2.05	-23	2
中金公司	央企	834	AAA-	2	0	3	3	1.74	-6	-6	-	-	-	1.78	-34	-14	-	-	-
国投证券	央企	573	AA+	3	1	3	2	1.76	-4	-6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国泰海通	地方国企	2399	AAA-	2	3	2	-1	1.74	-6	-6	1.92	-25	-6	-	-	-	2.05	-23	2
中信证券	央企	1598	AAA-	2	0	2	2	1.74	-7	-6	1.92	-25	-6	1.78	-34	-14	-	-	-
国信证券	地方国企	1416	AAA-	3	1	2	1	-	-	-	-	-	-	1.79	-37	-17	-	-	-
财通证券	地方国企	366	AA+	4-	1	2	1	1.76	-6	-6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
兴业证券	地方国企	725	AA+	3	1	1	0	1.76	-4	-6	1.97	-26	-7	-	-	-	-	-	-
光大证券	央企	580	AA+	3	1	1	0	1.76	-6	-6	-	-	-	1.80	-35	-15	-	-	-
国联民生	地方国企	239	AA	5	0	1	1	1.80	-6	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
南京证券	地方国企	224	AA	5-	1	1	0	1.80	-5	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
华安证券	地方国企	185	AA	5	0	1	1	1.80	-5	-7	2.11	-23	-3	-	-	-	-	-	-
山西证券	地方国企	142	AA	5-	0	1	1	1.87	-1	-3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
平安证券	公众企业	659	AA+	4+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.80	-35	-15	-	-	-
东方证券	地方国企	646	AA+	3	-	-	-	1.76	-5	-6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中泰证券	地方国企	501	AA+	4	-	-	-	1.76	-5	-6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
方正证券	公众企业	465	AA	5	-	-	-	1.87	-4	-5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中金财富	央企	454	AA+	5	-	-	-	1.76	-5	-6	1.97	-26	-7	-	-	-	-	-	-
长江证券	公众企业	369	AA+	4-	-	-	-	-	-	-	1.97	-26	-7	-	-	-	2.21	-26	2
长城证券	央企	328	AA+	5+	-	-	-	-	-	-	2.02	-26	-7	-	-	-	-	-	-
浙商证券	地方国企	305	AA	5+	-	-	-	1.81	-3	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
华福证券	地方国企	216	AA	5-	-	-	-	1.80	-6	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
东莞证券	地方国企	123	AA	6	-	-	-	-	-	-	2.26	-23	-3	-	-	-	-	-	-
财达证券	地方国企	105	AA	6	-	-	-	1.81	-40	-8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
东海证券	地方国企	97	AA-	6	-	-	-	2.00	-2	-5	2.51	-38	-5	-	-	-	-	-	-
首创证券	地方国企	95	AA	6+	-	-	-	1.87	-9	-10	2.18	-26	-6	-	-	-	-	-	-
华创证券	公众企业	80	AA-	6+	-	-	-	1.98	-1	-3	2.50	-18	9	-	-	-	-	-	-
西南证券	地方国企	80	AA+	5	-	-	-	1.86	-4	-6	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中原证券	地方国企	77	AA	6+	-	-	-	1.89	-7	-9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
民生证券	地方国企	52	AA-	6	-	-	-	1.99	-1	-2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
华金证券	地方国企	35	AA-	6-	-	-	-	2.00	-3	-3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
恒泰证券	地方国企	35	AA	6-	-	-	-	2.44	-1	-3	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国都证券	公众企业	31	AA	6	-	-	-	2.05	-6	-7	-	-	-	-	-	-	-	-	-
德邦证券	地方国企	30	AA-	7+	-	-	-	-	-	-	2.90	-22	-3	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

## 保险：业绩显著增长

- 行业资产规模大幅增长，杠杆率小幅修复。截止2024年末，保险行业总资产规模35.91万亿元，同比增长19.86%，增速大幅提升，为近年来的高点；净资产规模3.32万亿元，同比大幅增长21.57%；行业平均资产负债率为90.74%，相比2023年末小幅下降了0.13个百分点，行业杠杆率小幅修复。
- 保费收入增速明显提升，寿险和人身险增长较多。2024年，保险行业实现保费收入5.70万亿元。同比增长11.15%，增速相比2023年进一步提升，保费收入规模增速较高；分险种来看，保险行业的收入结构整体较为稳定，2023年主要是寿险和人身险保费收入增长较多，分别同比增长15.45%和13.26%，而人身意外伤害险的收入继续呈现下滑趋势。

### 保险行业收入结构统计



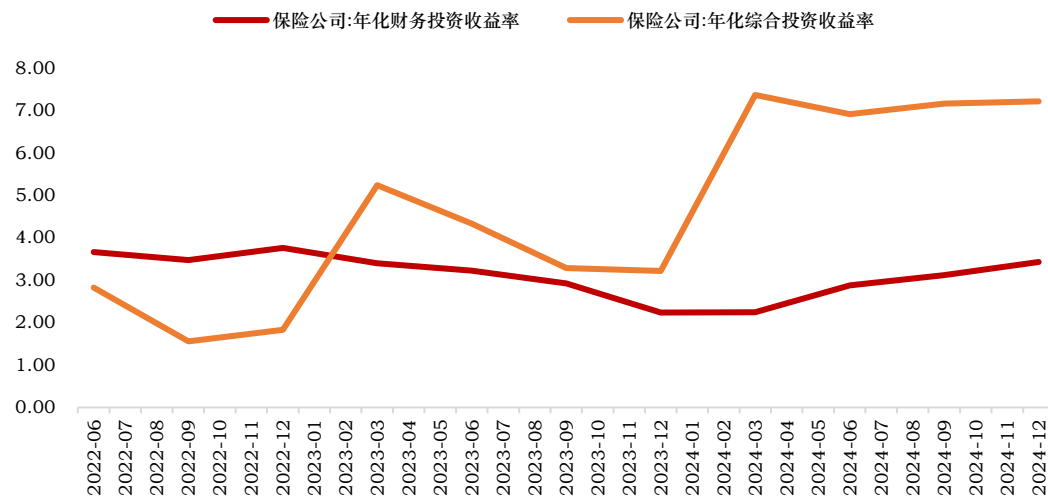
### 2020~2024年保险行业经营情况统计 (亿元)

指标名称	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年同比
总资产	232,984	248,874	271,467	299,573	359,058	19.86%
净资产	27,525	29,306	27,011	27,348	33,247	21.57%
资产负债率 (%)	88.19%	88.22%	90.05%	90.87%	90.74%	-0.13%
保费收入	45,257	44,900	46,957	51,247	56,963	11.15%
核心偿付能力充足率 (%)	234.30%	219.70%	128.40%	128.20%	139.10%	10.90%
综合偿付能力充足率 (%)	246.30%	232.10%	196.00%	197.10%	199.40%	2.30%

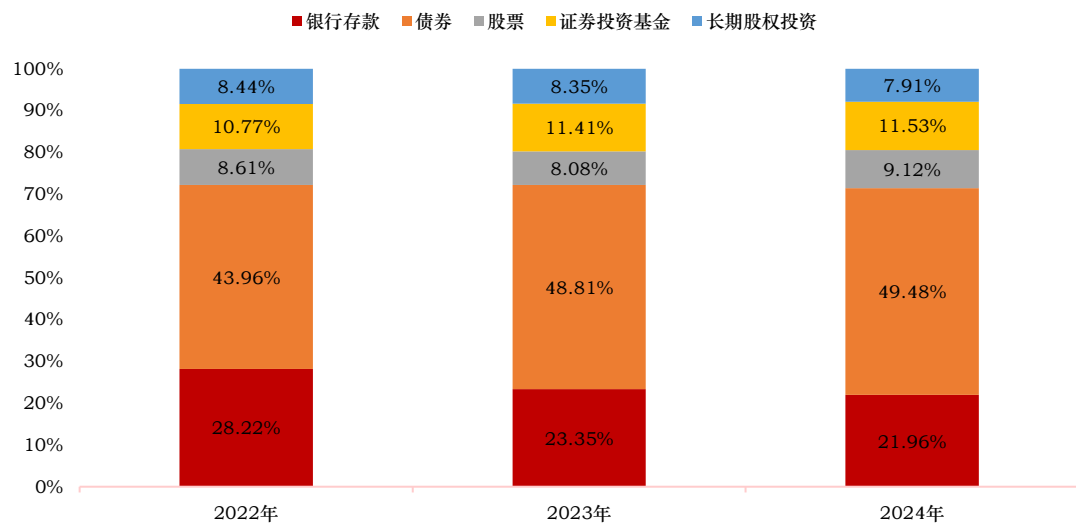
# 保险：投资端受益于权益市场回暖，财务/综合投资收益率普遍提升

- 保险行业财务投资收益率连续五个季度回升，2024年Q3和Q4两个季度升至3%以上，分别为3.12%和3.43%，或主要受益于2024年三季度以来的股市回暖，是带动险公司投资收益显著提升。
- 综合投资收益率由于包括投资浮盈浮亏部分，该指标波动一直较大，2024年保险行业的综合投资收益率明显上了一个台阶，达到7%左右的高位，得益于债券牛市以及高股息股票行情。

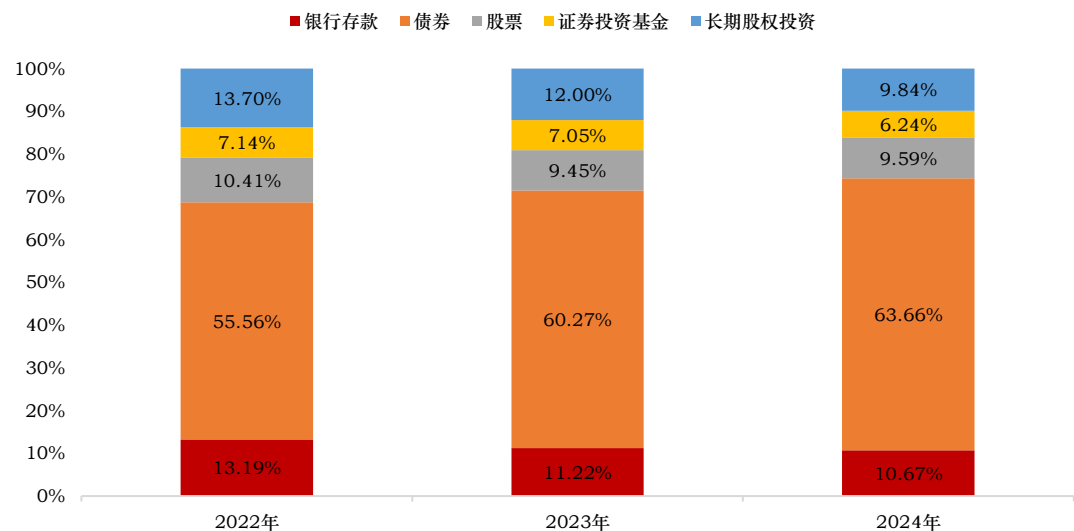
保险公司：财务/综合投资收益率（%）



财产险公司：资金运用结构



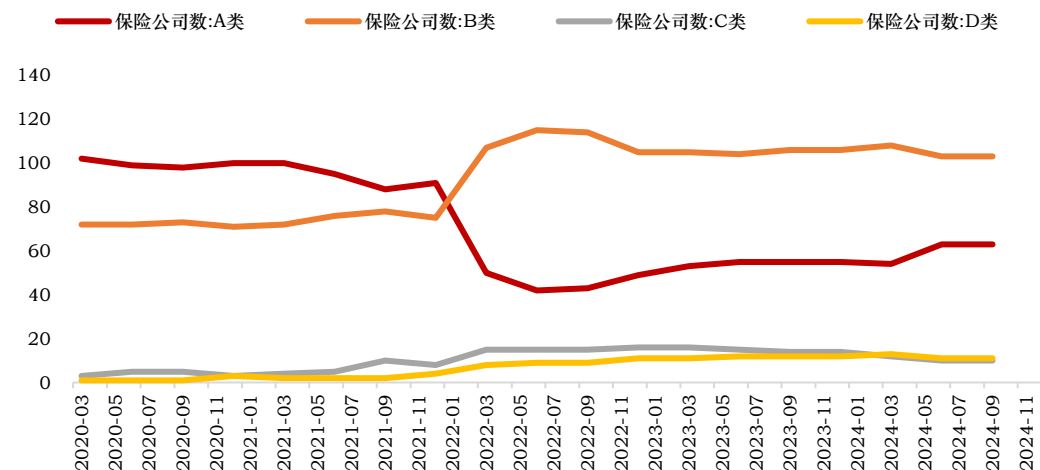
人身险公司：资金运用结构



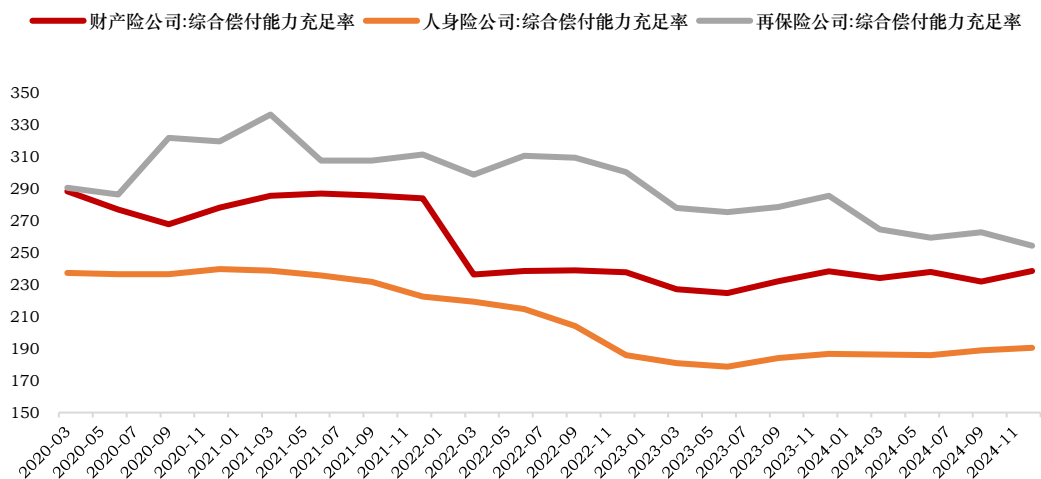
# 保险：行业偿付能力充足率趋于稳定，安全垫仍较高

- 行业偿付能力充足率趋于稳定，安全垫仍较高。截至2024年末，保险行业的核心偿付能力充足率、综合偿付能力充足率分别为139.1%和199.4%，相比2022年末小幅变动+10.9%、+2.3%，经过“偿二代”二期工程正式落地带来的行业偿付能力波动之后，2024年保险业的偿付能力充足率整体趋于平稳状态。相应的，风险综合评级为A类数量也提升至63家。
- 分保险公司类别来看，人身险公司整体的偿付能力较低，再保险公司的整体偿债能力较强。

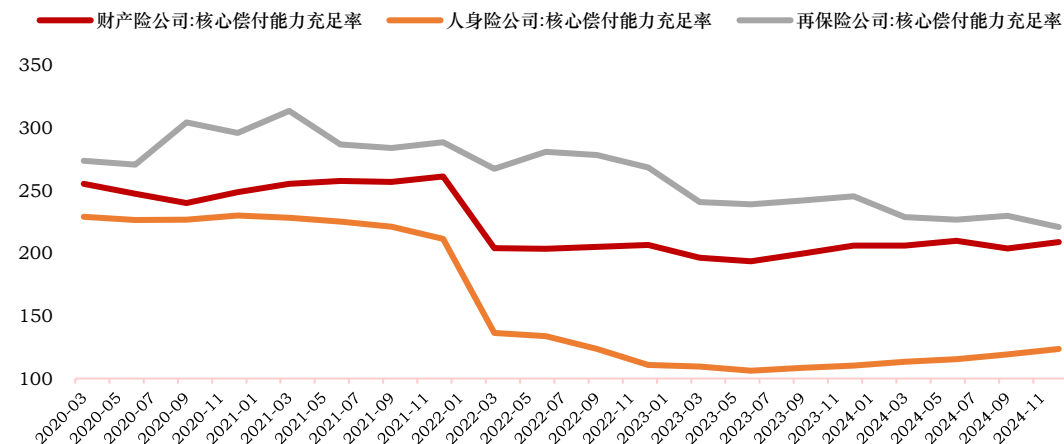
## 保险行业各类风险综合评级公司数量（家）



## 综合偿付能力充足率分保险公司类型统计（%）



## 核心偿付能力充足率分保险公司类型统计（%）



# 保险：关注带强担保的弱资质险企债券，但仍需警惕不赎回风险

- 推荐关注带强担保的弱资质险企发行的次级债，核心逻辑在于：通过强外部增信弥补主体信用不足，兼顾高收益与风险缓释。一方面，弱资质险企发行的次级债通常因信用风险较高会提供较高票面利率；另一方面，强担保方提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可保10年到期后兑付。
- 但需要提示的是，强担保方提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保仅针对违约的情况，对于展期情况不具有担保效率，因此带担保保险次级债也不能完全排除其不赎回风险。

债券简称	发行人	债券余额(亿元)	票面利率(%)	债项外评	隐含评级	剩余期限(年)	中债估值(%)	信用利差(BP)	担保人
23联合人寿资本补充债01	中华联合人寿保险股份有限公司	6.00	4.70	AAA	A+	3.1397+5	3.49	191.17	中华联合保险集团股份有限公司
24中华财险资本补充债15幸福人寿	中华联合财产保险股份有限公司	60.00	2.47	AA+	AA-	4.5863+5	2.76	119.35	-
21泰康养老	幸福人寿保险股份有限公司	30.00	5.00	AAA	AA	0.6411	3.40	193.30	中国信达资产管理股份有限公司
25泰康养老永续债01	泰康养老保险股份有限公司	20.00	4.24	AAA	AA	0.8411+5	1.80	32.88	泰康保险集团股份有限公司
23泰康养老资本补充债01	泰康养老保险股份有限公司	20.00	2.48	AAA	AA-	4.8027+5+N	2.52	96.12	-
23利安人寿资本补充债01	利安人寿保险股份有限公司	10.00	4.60	AAA	AA-	2.8466+5	2.27	68.74	中证信用融资担保有限公司
24利安人寿资本补充债02	利安人寿保险股份有限公司	10.00	2.78	AAA	AA-	4.0575+5	2.47	89.95	中债信用增进投资股份有限公司
24利安人寿资本补充债01	利安人寿保险股份有限公司	10.00	2.75	AAA	AA-	3.9644+5	2.56	98.43	中国投融资担保股份有限公司
24利安人寿资本补充债03	利安人寿保险股份有限公司	10.00	2.59	AAA	AA-	4.0986+5	2.48	90.54	江苏省信用再担保集团有限公司
22利安人寿资本补充债01	利安人寿保险股份有限公司	10.00	4.80	AA	A+	2.211+5	2.78	119.31	-
24华泰人寿资本补充债01	华泰人寿保险股份有限公司	8.00	2.90	AAA	AA-	4.5479+5	3.05	149.18	华泰保险集团股份有限公司
22国联人寿	国联人寿保险股份有限公司	10.00	4.69	AAA	AA-	1.874+5	2.20	63.00	无锡市国联发展(集团)有限公司
25中韩人寿资本补充债01	东方嘉富人寿保险有限公司	14.00	2.80	AAA	AA-	4.8548+5	2.79	123.30	浙江东方金融控股集团股份有限公司
20吉祥人寿	财信吉祥人寿保险股份有限公司	15.00	5.18	AAA	AA-	0.3781+5	2.10	66.19	湖南财信投资控股有限责任公司
25财信人寿资本补充债01	财信吉祥人寿保险股份有限公司	10.00	2.55	AAA	AA-	4.6822+5	2.71	114.70	湖南财信投资控股有限责任公司
22北部湾保险01	北部湾财产保险股份有限公司	5.50	6.25	AAA	A-	1.926+5	4.15	257.36	广西金融投资集团有限公司
20北部湾保险01	北部湾财产保险股份有限公司	2.50	5.50	AAA	A-	0.6466+5	3.86	239.24	广西金融投资集团有限公司

# 保险：关注带强担保的弱资质险企债券，但仍需警惕不赎回风险

表：部分重点保险主体收益率情况（亿、%、bp）

主体	企业属性	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			保险资本补充债					
					24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
新华人寿保险股份有限公司	央企	200	AA+	2	8	12	4	-	-	-	2.01	-	-
建信人寿保险股份有限公司	央企	140	AA	4-	6	6	0	1.82	-36	-10	2.07	-30	3
中邮人寿保险股份有限公司	央企	109	AA	4-	13	5	-8	1.82	-36	-10	-	-	-
太平人寿保险有限公司	央企	350	AA+	3	3	3	0	1.77	-36	-10	-	-	-
阳光人寿保险股份有限公司	公众企业	170	AA-	4	1	3	2	2.20	-37	-9	-	-	-
中国财产再保险有限责任公司	央企	80	AA	4+	1	3	2	1.82	-36	-10	2.07	-30	4
阳光财产保险股份有限公司	公众企业	50	AA-	5	2	3	1	2.35	-33	-10	-	-	-
交银人寿保险有限公司	央企	75	AA	5	2	2	0	1.82	-36	-10	-	-	-
农银人寿保险股份有限公司	央企	55	AA+	5	0	2	2	-	-	-	2.06	-28	2
中国人民健康保险股份有限公司	中外合资	55	AA+	5	1	2	1	1.77	-36	-10	-	-	-
中国人寿再保险有限责任公司	央企	50	AA	4+	2	2	0	-	-	-	2.07	-30	4
工银安盛人寿保险有限公司	央企	120	AA	4	1	1	0	1.82	-36	-10	-	-	-
中国太平洋财产保险股份有限公司	公众企业	100	AA+	3	1	1	0	-	-	-	2.01	-28	2
招商局仁和人寿保险股份有限公司	央企	39	AA-	6	0	1	1	1.95	-36	-10	-	-	-
人保再保险股份有限公司	央企	20	AA	4+	2	1	-1	1.82	-36	-10	-	-	-
长城人寿保险股份有限公司	地方国企	10	A+	5-	1	1	0	2.39	-36	-11	-	-	-
中国人民保险集团股份有限公司	央企	120	AA+	2	-	-	-	-	-	-	2.01	-28	2
中国人民人寿保险股份有限公司	央企	120	AA+	3	-	-	-	-	-	-	2.01	-28	2
中华联合财产保险股份有限公司	央企	80	AA-	5	-	-	-	2.15	-36	-10	-	-	-
泰康养老保险股份有限公司	民营企业	60	AA	5	-	-	-	1.82	-36	-10	2.29	-32	1
利安人寿保险股份有限公司	地方国企	50	AA-	6	-	-	-	-	-	-	2.29	-32	0
中信保诚人寿保险有限公司	公众企业	40	AA	4-	-	-	-	1.87	-36	-10	-	-	-
中银三星人寿保险有限公司	央企	28	AA	6+	-	-	-	1.94	-29	-5	-	-	-
合众人寿保险股份有限公司	中外合资	20	A	8+	-	-	-	3.76	23	23	-	-	-
英大泰和财产保险股份有限公司	央企	15	AA-	5	-	-	-	-	-	-	2.29	-32	1
北京人寿保险股份有限公司	公众企业	14	A	7	-	-	-	3.18	-43	-21	-	-	-
太平再保险(中国)有限公司	央企	13	AA	4	-	-	-	-	-	-	2.17	-30	3
横琴人寿保险有限公司	民营企业	11	A	6-	-	-	-	3.14	-20	-1	-	-	-
国联人寿保险股份有限公司	地方国企	10	AA-	7+	-	-	-	2.02	-28	-10	-	-	-
中华联合人寿保险股份有限公司	央企	6	A+	6-	-	-	-	-	-	-	3.47	-33	2
同方全球人寿保险有限公司	中外合资	5	A	6	-	-	-	2.67	-42	-19	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# AMC：民营AMC或逐步退出市场，未来展业仍较为困难

- **严监管态势明显，行业存在一定整改压力，行业营收和资产规模仍未恢复到2021年高点。**以31家财务披露较为完整的AMC平台的财务数据来观测整个行业的基本面情况，2024年AMC行业总资产规模5.38万亿元，同比小幅增长3.25%，增速较23年有所提升；行业营业收入规模3399亿元，同比24.76%，有明显改善，银行业正在加快出清个人不良贷款，通过银登中心转让的不良贷款规模显著增长，为AMC提供了新的业务机会。
- **民营AMC或逐步退出市场，行业内部的牌照整合和转让仍将继续。**在行业新增牌照收紧和内部深化转型的背景下，随着吉林省金融资产管理有限公司被法院裁定解散、黑龙江省嘉实龙昇金融资产管理有限公司主动注销，以及近年行业内股权转让事件频发、民营地方AMC风险加速暴露、市场化资金加速退出、政策性资金支持增强等趋势，预计行业内部的牌照整合和转让仍将继续。
- **未来展业仍较为困难：**银行端，多数银行开始加大了自主清收力度，为减少损失，银行出包的不良债权明显更差，且处置难度大；信托端，由于目前已暴露风险的信托机构绝大多数控股股东为民营企业，整体资质较弱且底层资产质量相对较差；城投端，城投平台的不良债权大多分布于经济落后区域，该区域政府平台主体信用资质较弱，在财政收入有限的背景下，不良债权质量处置难度较高；地产端，房地产领域为地方AMC提供业务来源的同时，由于行业风险不断释放且波及范围广，风险化解难度大，地方AMC整体资产质量和处置效率也将受到影响。
- **若AMC监管细则落地，可能引发估值调整。**例如，若监管要求AMC提高资本充足率，次级债发行可能放量，导致存量债利差走阔。

2021~2024年AMC行业经营情况统计（亿元）

指标名称	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年同比
总资产	57,231	51,783	52,082	53776	3.25%
资产负债率	68.83%	66.88%	67.74%	70.39%	2.65%
营业收入	3,628	2,730	2,724	3399	24.76%
净利润	302	-478	260	261	0.50%
净资产收益率	7.81%	7.88%	6.96%	4.57%	-2.39%
经营活动现金流净额	1,190	516	894	1593	78.22%

# AMC：安全性高于商租主体，兼具安全性与收益性

- AMC主体安全性高于商租主体，兼具安全性与收益性。AMC行业具有牌照稀缺性，且在当前银行风险化解工作中承担了重要角色，具有区域重要性，
- 低风险偏好：关注全国性AMC和发达区域AMC，1Y收益率多在1.8%-1.9%，3Y收益率在2%-2.1%，整体比股份行二级资本债高出15-20bp；中等风险偏好：适当下沉至部分中西部，例如3Y河南资产2.17%、3Y益航资产2.31%，超额溢价在20-30bp，且久期风险相对可控。

表：部分重点AMC主体收益率情况（亿、%、bp）

AMC主体	母公司	企业性质	存续信用债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
						24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
东方资产	中央汇金投资有限责任公司	央企	570	AAA-	3	29	31	2	-	-	-	2.02	-25	-3
信达资产	中央汇金投资有限责任公司	央企	1250	AAA-	3	15	14	-1	-	-	-	2.03	-27	-3
浙商资产	浙江省国际贸易集团有限公司	地方国企	180	AA+	5+	2	5	3	1.88	-	-	2.12	-26	-1
兴业资管	兴业国信资产管理有限公司	地方国企	104	AA+	5	0	4	-	1.88	-	-	2.07	-26	-1
广州资产	广州越秀资本控股集团股份有限公司	地方国企	116	AA+	5+	2	2	0	1.86	-27	-5	2.06	-20	2
招商平安资产	招商局金融控股有限公司	央企	47	AA+	5-	0	2	2	1.93	-30	-4	-	-	-
上海国资	上海国际集团有限公司	地方国企	143	AAA-	3	4	1	-3	1.78	-30	-6	1.91	-26	1
河南资产	河南投资集团有限公司	地方国企	35	AA+	5	1	1	0	1.99	-24	-4	2.17	-25	0
川发资管	四川金融控股集团有限公司	地方国企	30	AA	5-	1	1	0	1.90	-30	-8	-	-	-
山东金融	山东省鲁信投资控股集团有限公司	地方国企	135	AA+	4-	1	0	-1	1.83	-29	-7	-	-	-
陕西金资	陕西财金投资管理有限责任公司	地方国企	101	AA	5	1	0	-1	1.90	-29	-8	-	-	-
江苏资产	无锡市国联发展(集团)有限公司	地方国企	90	AA+	5	0	0	0	1.88	-35	-8	2.07	-31	-1
苏州资管	苏州资产投资管理集团有限公司	地方国企	80	AA+	5-	2	0	-2	1.83	-30	-9	2.02	-26	-1
中原资产	河南投资集团有限公司	地方国企	70	AA	6+	-	-	-	-	-	-	2.31	-25	2
深圳资产	深圳市投资控股有限公司	地方国企	49	AA+	5	-	-	-	1.88	-28	-7	-	-	-
益航资产	成都交子金融控股集团有限公司	地方国企	39	AA	5-	-	-	-	-	-	-	2.31	-24	2
江西金资	萍乡市国投产业投资集团有限公司	地方国企	35	AA	6	-	-	-	2.05	-29	-9	-	-	-
中安资产	安徽省投资集团控股有限公司	地方国企	25	AA	5-	-	-	-	-	-	-	2.17	-24	2
内蒙古金资	内蒙古自治区财政厅	地方国企	20	AA	6	-	-	-	2.10	-29	-9	-	-	-
厦门资管	厦门金圆金控股份有限公司	地方国企	19	AA	6+	-	-	-	1.93	-30	-8	-	-	-
津融资管	天津津融投资服务集团有限公司	地方国企	14	AA-	7	-	-	-	2.58	-	-	-	-	-
新疆资管	新疆金融投资(集团)有限责任公司	地方国企	14	AA-	7+	-	-	-	-	-	-	3.24	-17	6
宁波资产	宁波市金融控股有限公司	地方国企	10	AA	6+	-	-	-	-	-	-	2.16	-24	2

## 租赁：金租行业的市场需求相对稳固，商租行业竞争激烈

- 租赁行业仍在稳步扩张中，金租整体表现更好。以财务披露较为完整的36家金租平台和101家商租平台的财务数据来观测租赁行业的基本面情况，截至2024年末金租和商租行业总资产规模分别4.02万亿元和3.21万亿元，同比增长10.29%和4.71%，租赁行业仍在稳步扩张中；2024年，金租和商租行业营业收入规模分别为1955亿元和2149亿元，同比增长18.47%和2.99%；净利润规模分别为494亿元和492亿元，分别同比变动12.79%、-4.77%，金租行业整体表现更好。
- 金租行业的市场需求相对稳固，主要是受到对大型设备、工业制造等核心领域租赁需求稳定的支撑，此外金租市场面临的竞争相对较少，行业集中度较高，头部企业的市场份额较大，因此在经济放缓和政策调整背景下，其表现相对更为稳定；而商租市场的企业数量较多，竞争激烈，且行业集中度相对较低，这可能导致商租公司在市场竞争中面临更大的压力。

### 2021~2024年租赁行业经营情况统计（亿元）

金租	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年同比
总资产	30,413	32,447	36,449	40,201	10.29%
资产负债率	87.43%	87.18%	87.42%	87.18%	-0.24%
营业收入	1,330	1,477	1,650	1,955	18.47%
净利润	372	380	438	494	12.79%
净资产收益率	11.24%	11.43%	10.70%	10.60%	-0.10%
经营活动现金流净额	1,596	1,558	2,506	1,985	-20.80%
商租	2021年	2022年	2023年	2024年	2024年同比
总资产	26,556	28,427	30,651	32,096	4.71%
资产负债率	80.55%	79.83%	79.03%	77.41%	-1.62%
营业收入	1,875	2,038	2,087	2,149	2.99%
净利润	474	500	517	492	-4.77%
净资产收益率	8.12%	8.28%	7.45%	7.25%	-0.20%
经营活动现金流净额	-773	371	-32	678.72	2205.21%

# 租赁：市场主流机构多参与强股东下的厂商系和第三方系商租

- **金租：**多数金租平台收益率与银行母公司二永债收益率利差多在5bp以内，差距较小，且流动性水平会明显弱于银行母公司二永债，整体性价比低于银行母公司二永债；1Y民生金租1.95%、3Y海晟金租2.17%利差较足。
- **商租：**市场主流机构多参与强股东下的厂商系和第三方系商租，1Y收益率多在1.8%-2%，且入库机构相对较多，市场流动性相对更强；1Y品种中，1Y平安租赁2.05%、1Y中飞租赁2.03%收益略高；3Y品种中例如3Y华电租赁2.20%、3Y环球租赁2.30%、3Y中交租赁2.19%，收益率相对较高，可参与。

表：部分重点金租主体收益率情况（亿、%、bp）

金租	母公司	企业性质	存续信用债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
						24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
招银租赁	招商银行	央企	140	AAA-	3	5	6	1	1.79	-27	-1	-	-	-
工银金融租赁	工商银行	央企	110	AAA-	3	6	6	0	1.80	-27	-2	-	-	-
苏银金融租赁	江苏银行	地方国企	155	AAA-	4	4	5	1	1.81	-28	-1	1.94	-26	-2
国银金租	国家开发银行	央企	110	AAA-	4+	4	4	0	1.80	-	-	1.92	-27	-3
永赢金融租赁	宁波银行	公众企业	170	AAA-	5+	2	3	1	1.84	-27	-2	1.97	-27	-3
江苏金租	江苏交通控股	地方国企	140	AAA-	4	4	3	-1	1.84	-28	-1	1.97	-27	-2
民生租赁	民生银行	公众企业	100	AA+	5-	3	3	0	1.95	-30	0	-	-	-
建信租赁	建设银行	央企	90	AAA-	3	3	3	0	1.80	-	-	1.92	-27	-2
兴业金融租赁	兴业银行	公众企业	30	AAA-	3	2	3	1	1.80	-26	-2	-	-	-
光大金融租赁	光大银行	央企	146	AAA-	4+	3	2	-1	1.79	-28	-2	1.93	-26	-2
交银金融租赁	交通银行	央企	140	AAA-	3	4	2	-2	1.79	-28	-2	-	-	-
华夏金租	华夏银行	地方国企	40	AAA-	4+	2	2	0	1.80	-26	-2	-	-	-
农银金融租赁	农业银行	央企	80	AAA-	3	2	1	-1	1.79	-28	-1	-	-	-
浦银租赁	浦发银行	地方国企	41	AAA-	4	2	1	-1	-	-	-	1.93	-26	-1
山东汇通金融租赁	浪潮集团	地方国企	25	AA	7+	1	1	0	2.20	-	-	-	-	-
徽银金融租赁	徽商银行	公众企业	35	AA+	5-	-	-	-	-	-	-	2.02	-26	-1
昆仑租赁	中国石油资本	央企	30	AA+	4+	-	-	-	1.85	-28	-4	-	-	-
江南金融租赁	江苏江南农商行	民营企业	18	AA+	6	1	-	-1	1.85	-28	-4	2.02	-	-
海晟金融租赁	广东南海农商行	地方国企	10	AA	6-	-	-	-	-	-	-	2.17	-24	2

# 租赁：市场主流机构多参与强股东下的厂商系和第三方系商租

表：部分重点商租主体收益率情况（亿、%、bp）

商租	母公司	企业性质	存续信用债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
						24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
平安租赁	中国平安保险(集团)股份有限公司	公众企业	705	AA	4-	4	13	9	2.05	21	52	2.68	-22	-7
招商租赁	招商局金融控股有限公司	央企	121	AA+	5-	2	8	6	1.83	-30	-8	2.08	-19	7
远东租赁	远东宏信有限公司	公众企业	329	AA	5	3	7	4	2.32	-48	-1	-	-	-
华能天成租赁	华能资本服务有限公司	央企	243	AA+	5-	4	6	2	1.85	-31	-13	2.11	-21	5
国新租赁	国新资本有限公司	央企	181	AA+	5	2	6	4	1.85	-28	-9	-	-	-
华电租赁	华电资产管理(天津)有限公司	央企	175	AA	5-	1	6	5	1.90	-29	-10	2.20	-21	9
中电投融和租赁	电投融和新能源发展有限公司	央企	220	AA+	5	3	5	2	1.90	-28	-9	2.13	-	-
一汽租赁	一汽资本控股有限公司	央企	170	AA+	5-	4	5	1	1.83	-32	-18	-	-	-
越秀租赁	广州越秀资本控股集团有限公司	地方国企	128	AA+	5-	3	4	1	1.91	-26	-7	-	-	-
环球租赁	通用环球医疗集团有限公司	央企	188	AA	5-	2	3	1	1.93	-29	-9	2.30	-	-
中交租赁	中交资本控股有限公司	央企	90	AA+	5-	1	3	2	1.95	-28	-9	2.19	-	-
中航租赁	中航工业产融控股股份有限公司	央企	255	AA	4-	-	2	2	2.76	63	57	3.05	-	-
中核租赁	中国核工业集团资本控股有限公司	央企	61	AA+	6	-	2	2	1.83	-29	-8	2.08	-	-
国耀融汇	国药控股股份有限公司	公众企业	127	AA	6	-	1	2	1.93	-31	-11	-	-	-
海发宝诚	中远海运发展股份有限公司	央企	111	AA	6	-	1	1	1.96	-28	-10	-	-	-
中飞租赁	中国飞机租赁有限公司	央企	65	AA	5	1	1	0	2.03	-28	-9	-	-	-
南航租赁	北京诚通金控投资有限公司	央企	50	AA+	5-	1	1	0	1.91	-29	-10	-	-	-
康富租赁	电投融和新能源发展有限公司	央企	42	AA	6	1	1	0	2.16	-23	-4	-	-	-
海通恒信	海通恒信金融集团有限公司	地方国企	308	AA+	5+	-	-	-	1.88	-30	-8	2.26	-12	9
国网租赁	国网英大国际控股集团有限公司	央企	142	AA+	4-	1	-	-	1.83	-29	-8	-	-	-
财通租赁	无锡市建融实业有限公司	地方国企	120	AA	6-	1	-	-1	1.92	-31	-11	2.25	-21	7
大唐租赁	中国大唐集团资本控股有限公司	央企	107	AA-	6+	1	-	-1	1.93	-30	-12	2.20	-21	8
华润租赁	华润租赁(香港)有限公司	央企	82	AA+	5-	-	-	-	1.88	-30	-12	2.14	-20	5
芯鑫租赁	浙江鸿鹄半导体产业集团有限责任公司	公众企业	67	AA+	4-	-	-	-	1.95	-27	-9	2.18	-19	7
中建投租赁	中国建银投资有限责任公司	央企	63	AA	6	-	-	-	1.92	-27	-7	2.25	-	-
华宝租赁	华宝投资有限公司	央企	61	AA	5-	-	-	-	1.87	-31	-9	2.20	-22	9
青岛城乡租赁	华青发展(控股)集团有限公司	地方国企	55	AA	7-	1	-	-1	2.19	-44	-16	2.65	-42	4
中广核	中广核资本控股有限公司	央企	37	AA	6+	1	-	-	1.87	-34	-10	-	-	-
平安点创租赁	-	外商独资	27	AA	7+	-	-	-	2.52	-43	-19	-	-	-
狮桥租赁	狮桥资本有限公司	央企	25	AA-	6-	-	-	-	2.57	-34	-18	-	-	-
国泰租赁	山东国惠投资控股集团有限公司	地方国企	20	AA	6-	-	-	-	2.18	-31	-11	-	-	-
诚泰租赁	阳光人寿保险股份有限公司	公众企业	18	AA	7+	-	-	-	2.90	-39	-14	-	-	-
国投租赁	融實國際控股有限公司	央企	15	AA+	6	-	-	-	1.93	-	-	-	-	-
上海越秀	广州越秀融资租赁有限公司	地方国企	12	AA	6+	-	-	-	1.98	-32	-9	2.30	-16	6
银海融资租赁	重庆渝富控股集团有限公司	地方国企	12	AA	6-	-	-	-	-	-	-	3.25	-	-
农发租赁	苏州市农业发展集团有限公司	地方国企	11	AA	7+	-	-	-	-	-	-	2.70	-51	-22
畅途集团	鑫车投资(上海)有限公司	公众企业	10	AA-	7+	-	-	-	2.53	-47	-22	-	-	-
东航租赁	东航金控有限责任公司	央企	10	AA+	5-	-	-	-	-	-	-	2.09	-	-
电建租赁	中国电力建设股份有限公司	央企	9	AA-	6	-	-	-	2.46	-33	-8	2.90	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# 09

## 城投债策略：短端下沉+波段增收

## 城投策略：短端下沉配置，波段增厚收益

- 收益率和利差趋势性压缩，期间伴随较大级别震荡。中长期收益走势趋势向下，因此部分仓位进行配置，另一部分仓位可通过波段操作的方式增厚收益。
- 信用风险预计仍不构成定价扰动，短端下沉挖掘存在一定超额空间。截至2025年5月14日，重点省份下沉仍有超额利差，重点省份相对非重点省份的超额利差为36.45bp，对比2024年8月的低点，仍有12.71bp空间；此外，重点省份公募债收益明显超过非重点省份，1年内品种值得重点配置，以2027年6月为限，重点省份1~2年品种同样可以增配。
- 2025年信用债或更多由流动性定价，外部扰动因子较多的背景下，可通过波段操作适当增厚收益。以5年周期维度观察城投债收益率和利差走势，可以发现其基本围绕上下轨波动，待收益率和利差运行至趋势线上轨后积极布局买入，当前来看，5年期城投债的性价比相对高于1年期和3年期。
- 波段操作品种选择3~5年城投债。1、1年内流动性未出现趋势性下降，换手率较高，但从交易角度看，久期太短资本利得不够丰厚；2、1年以上品种月度换手率出现一定下滑，但整体仍保持在15%以上水平，观察近一年的趋势，3~5Y品种换手率在924行情前明显高于其他品种，尽管目前已不存在明显差异，但仍是比较合意的做波段品种：①3~5Y的久期使得资本利得相对可观；②过往换手率数据表明市场对3~5Y品种有一定需求，有比较充分的对手方。
- 主体打分角度，打分超过40分，且隐含评级不高于AA+的主体更具进攻性。以河南航空港、西安高新、济南城投和鄂联投为例，截至2025年5月14日收益较3月17日高点均压降超过40bp，其中西安高新较4月7日压降超过25bp，显著超过TOP30中其他主体，因此更适合用于波段交易。

# 政策基调：防风险+稳发展

- **24年以来政策兼顾化债和发展。**2024年初定调稳妥有序处置风险，统筹地方债务风险化解和稳定发展。进入下半年，财政和货币政策齐发力，924新政+10万亿化债，政策表态出现重大转向。2025年，政策推动重点省份退出，但仍然强调化解风险，城投平台债务大概率维持低增速。
- **城投债发行不会放开，存量债规模预计横盘。**政策具有强连续性，协会和交易所对于城投发债新增的审核仍然谨慎，2025年3月28日交易所发布的3号指引再次表明了监管对于城投严监管态度，只有产业化实质转型的主体才有望突破新增。

### 2008年以来各领域政策宽松度情况

时间	财政	城投	货币	信贷	地产	政策背景	总结
2008~2009年	中	高	高	高	高	次贷危机，四万亿刺激政策对冲	危机
2010~2011年	低	低	低	低	低	刺激政策开始退出	刺激退出
2012~2013年	低	中	低	中	低	十八大，13年“三期叠加论”提出	刺激退出
2014年	低	低	低	低	低转高	中国“金融危机论”出现，930房贷优惠；隐债排查	危机前兆
2015~2016年	中	高	中	中	高	资本流出、股市下跌、去产能深水区；地方债务管理	小危机
2017年	高	低	低	低	低	中国主权评级下调，十九大	主要矛盾变化，供给侧改革
2018~2019年	高	低转高	中	低	低	中美贸易战，“去杠杆”，资管新规、隐债排查	主要矛盾变化，供给侧改革
2020年	高	高	中	中	低	公共卫生事件，“六保六稳”	1~3月危机
2021年	低	低	中	中	低	刺激政策趋缓	刺激趋缓
2022年	中	低	高	中	中	“需求收缩、供给冲击、预期转弱”、地产风险暴露	增速不及预期
2023年	中	低	高	中	中	经济复苏，政府换届、债务排查、化债推进	刺激趋缓
2024年	高	低	高	高	中	10万亿化债、924新政、财政及货币政策力度加大	政策转向

# 财政接替城投发力，地方融资转向表内

- **2024年地方财力承压。**经济越好的区域一般预算收入和政府性基金收入反而较其他区域下降更多，中西部省份受到的影响相对更小。
- **全口径债务率较2023年上升。**综合财力下滑、地方全口径债务（城投平台债务+地方政府债务）上升，共同推升全口径债务率。
- **经济较发达省份基金收入普遍降幅较大，而GDP排名中下游省份涨跌互现，地产磨底对排名靠前省份的影响更大。**
- **地方政府债务结构调整，融资转向表内。**重点省份城投平台债务出现下降，地方政府融资转向表内，31个省市地方政府债务均较2023年增长。

## 各省份2024年财力及债务率情况（亿元、%）

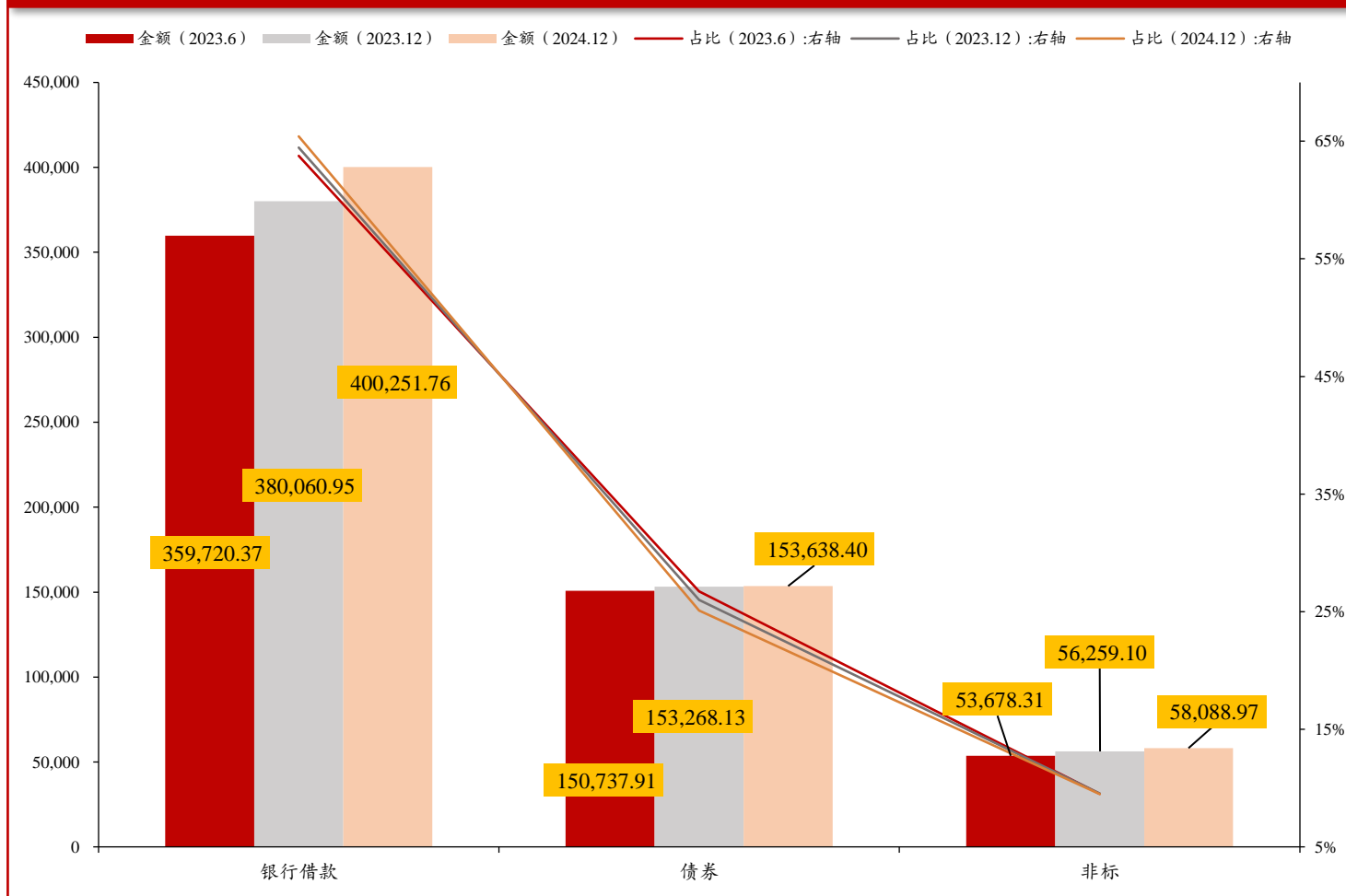
省份	GDP排名	一般公共预算收入	同比变化	政府性基金收入	同比变化	全口径债务率	同比变化	城投平台债务	同比变化	地方政府债务	同比变化
广东	1	13,533.27	-2.29%	3,451.88	-23.32%	263.29%	43.18	27520.93	6.67%	35261.37	18.01%
江苏	2	10,038.16	1.09%	8,097.43	-21.51%	464.77%	63.68	99953.21	3.93%	28227.61	24.17%
山东	3	7,711.50	3.31%	4,832.12	-1.89%	334.83%	68.16	40679.83	6.36%	32811.38	19.22%
浙江	4	8,705.61	1.22%	6,168.85	-26.24%	495.52%	99.54	84774.40	7.45%	27280.47	19.20%
四川	5	5,635.08	1.92%	3,760.97	-16.71%	397.69%	35.64	57078.75	6.54%	24028.90	18.55%
河南	6	4,398.90	-2.64%	1,856.90	-3.90%	391.89%	38.01	27075.24	3.89%	21306.08	19.08%
湖北	7	3,937.05	6.61%	2,879.82	-0.17%	419.62%	92.89	28164.96	4.27%	18586.27	18.95%
福建	8	3,614.64	0.63%	1,939.02	-6.36%	301.48%	34.19	14412.88	4.64%	16304.05	18.05%
上海	9	8,374.20	0.74%	3,202.80	-7.61%	141.34%	13.73	10439.73	5.47%	9090.90	2.93%
湖南	10	3,448.90	2.63%	1,777.70	-32.20%	327.41%	38.15	24873.32	-0.38%	21243.40	16.62%
安徽	11	4,041.21	2.59%	1,982.71	-13.99%	395.46%	42.59	22320.74	2.04%	18527.15	17.91%
北京	12	6,372.68	3.10%	2,094.85	-0.73%	241.47%	4.60	11832.94	4.08%	12579.81	10.58%
河北	13	4,310.05	0.55%	1,878.59	-15.77%	299.75%	34.30	13456.99	5.45%	20707.90	12.38%
陕西	14	3,393.08	-1.30%	1,671.60	-6.38%	355.83%	28.50	17474.46	0.92%	12576.60	15.86%
江西	15	3,066.60	0.23%	1,813.90	-14.22%	375.58%	36.69	22940.00	1.55%	15053.61	18.43%
辽宁	16	2,905.80	5.46%	501.20	11.72%	176.93%	9.53	1178.32	-16.87%	14016.20	8.90%
重庆	17	2,595.36	6.33%	1,722.60	-8.31%	306.25%	21.20	21716.41	-0.51%	14425.36	17.68%
云南	18	2,193.23	2.04%	742.71	13.73%	335.21%	-3.33	14045.62	4.25%	16319.18	13.01%
广西	19	1,837.32	3.00%	715.15	-18.79%	348.30%	-3.62	17401.66	2.43%	13146.56	13.81%
内蒙古	20	3,150.30	2.16%	520.70	8.86%	177.75%	12.93	466.97	-8.38%	12099.61	9.27%
山西	21	3,541.74	1.79%	520.51	-13.50%	253.09%	72.40	6920.21	-1.74%	8279.52	16.90%
贵州	22	2,169.62	4.39%	2,315.28	1.46%	364.87%	13.86	12779.48	-9.42%	17537.09	15.95%
新疆	23	2,408.92	23.85%	535.23	9.51%	277.99%	48.34	8208.61	22.26%	10890.85	21.58%
天津	24	2,133.68	5.24%	688.56	16.78%	685.56%	4.78	11469.71	-11.14%	13402.74	20.55%
黑龙江	25	1,452.05	4.00%	167.20	12.84%	166.04%	15.24	945.02	-12.19%	9627.55	13.30%
吉林	26	1,191.40	10.85%	494.90	-15.98%	239.29%	20.81	5989.69	11.16%	9993.40	12.65%
甘肃	27	1,051.40	4.76%	342.96	-7.76%	302.98%	26.19	6230.49	1.09%	8313.20	16.97%
海南	28	890.46	-1.14%	407.69	-12.11%	157.57%	25.96	158.98	16.01%	4988.30	21.48%
宁夏	29	516.53	2.83%	105.58	4.70%	164.32%	13.73	566.32	3.19%	2489.50	10.92%
青海	30	370.54	-2.83%	64.49	-8.30%	178.10%	11.17	276.46	-7.50%	3573.44	7.07%
西藏	31	277.20	17.15%	40.50	7.20%	69.73%	33.70	626.82	-5.80%	1226.12	79.85%

注：重点省份加粗列示；  
资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 债券严控新增，城投融资转向银行贷款

- 城投债发行难以突破新增，平台增量融资转向银行贷款和非标。观察2023年6月底以来城投平台债务结构变化可以发现，平台新增融资基本集中在银行端，债券规模横盘，非标实现小幅增长，城投平台新增融资边际转向间接渠道，债务结构的稳定性提升。
- 城投债成为存量市场，预计难有增量。截至2025年4月底，城投债规模15.4万亿元，与2024年底基本持平。2025年发行收紧，叠加提前兑付，导致城投债规模难以进一步增长。在信用风险不构成核心扰动的存量市场中，供需关系失衡将推动城投债表现走强，城投债的定价将更多锚定到流动性和机构行为。

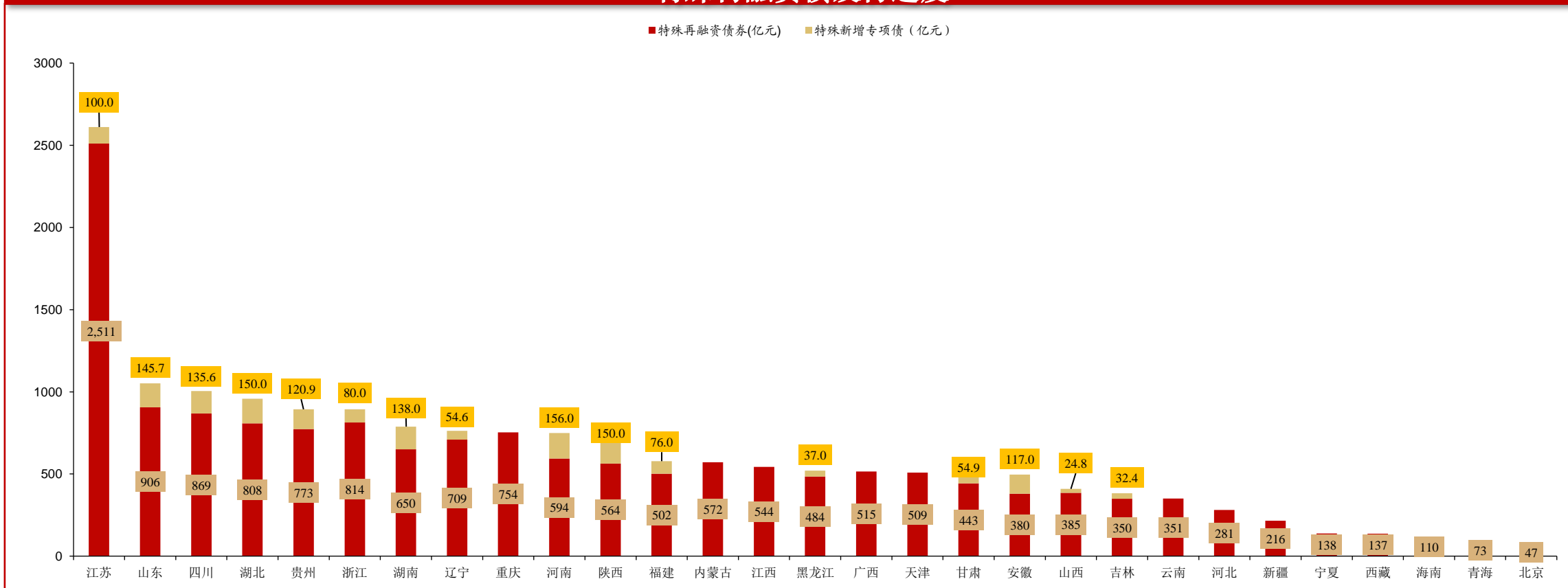
## 城投平台债务结构调整，新增债务以银行借款为主（亿元）



## 25年化债进度较快，风险底线仍不可破

- **特殊再融资债发行进度较快。**截至2025年4月底，特殊再融资债券已发行1.6万亿元，完成全年2万亿元进度的79.95%；特殊新增专项债已发行0.16万亿元，若按全年0.8万亿元的额度测算，则发行进度为19.66%。财政上半年优先通过结存限额化债，缓解地方到期债务压力，为专项债稳经济发力预留出空间。当前经济处于迈向高质量发展的过程中，防风险仍是地方层面的核心考虑因素之一，考虑到财政已为地方化债提供流动性，下半年地方债务风险仍然可控。

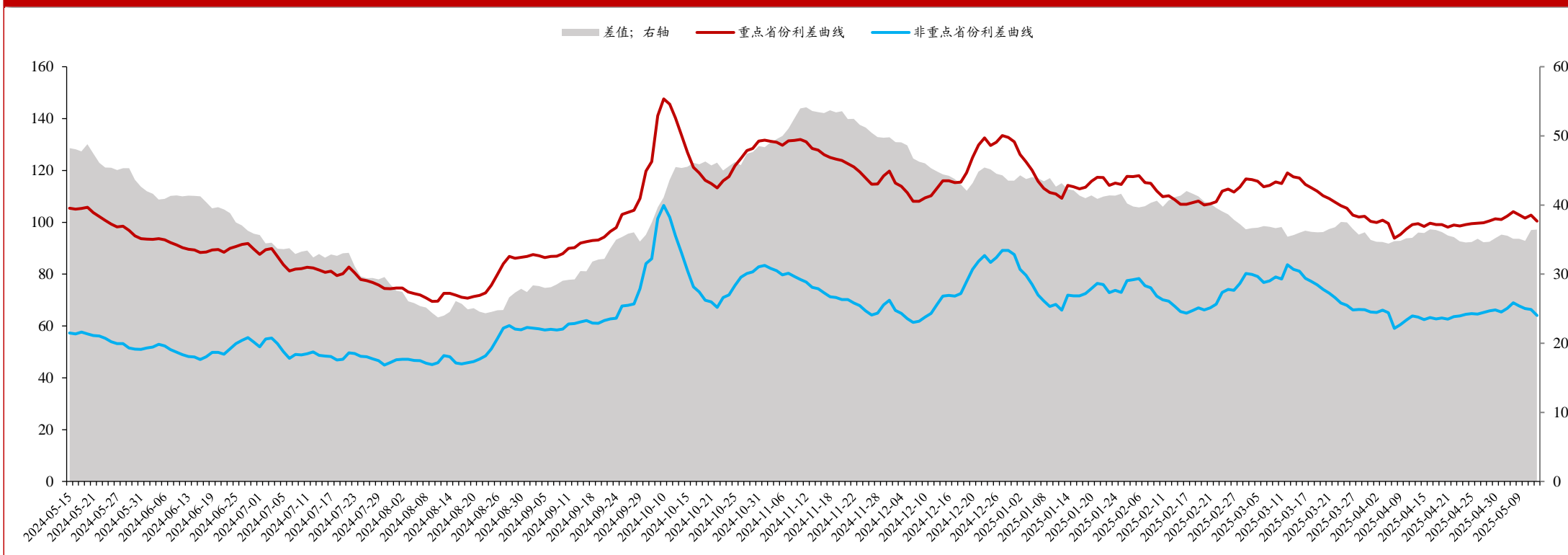
### 特殊再融资债发行进度



## 重点省份下沉仍有一定超额利差

- 2025年以来重点省份利差表现更好。9.24行情以来，重点省份和非重点省份利差保持震荡向下的趋势，当前已较年初分别压缩25.67bp和17.83bp，且两者差值已较2024年11月的高点54bp下降至当前的36bp，中长期多头行情下，下沉表现占优。
- 对标2024年8月初的极致行情，重点省份下沉仍有部分超额利差。截至2025年5月14日，重点省份相对非重点省份的超额利差为36.45bp，对比2024年8月的低点，仍有12.71bp空间，若市场再度演绎全面债牛，则该部分超额收益将大概率兑现。

重点省份与非重点省份信用利差低位盘整 (bp)



# 重点省份短端仍有超额收益：公募债

- **重点省份公募债收益明显超过非重点省份。**以1年期品种为例，重点省份中，贵州、辽宁、云南、内蒙古加权收益率均超过2%，明显高于非重点省份1.7~1.9%的收益区间。
- **重点省份1年内公募债值得重点配置。**尽管风险回报相较于化债前明显收窄，但从相对收益角度，重点省份1年内公募债仍是兼具收益和风险的最佳品种之一。
- **以2027年6月为限，重点省份1~2年品种同样可以增配。**在2027年6月地方融资平台全部实现退出前，防风险仍是地方债务的核心目标，天津、重庆、吉林、广西等省份公募债收益率在2~2.2%区间，可考虑配置。

## 各省份分期限城投债规模及收益率情况：公募债（亿元、%）

省份	1年内		1~2年		2~3年		3~4年		4~5年		5年以上	
	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率
青海	-	-	3.40	2.40	10.00	2.53	11.50	2.98	7.10	3.06	-	-
贵州	361.29	2.70	227.30	2.76	252.83	2.83	88.71	3.93	50.25	3.00	-	-
辽宁	40.00	2.21	45.00	2.35	16.20	2.29	0.20	2.27	56.50	2.64	20.00	3.18
云南	508.15	2.17	113.60	2.37	128.29	2.82	24.00	3.93	87.10	3.10	-	-
陕西	572.54	2.04	559.75	2.20	292.30	2.45	136.46	2.50	261.11	2.59	289.20	2.43
内蒙古	13.20	2.02	10.00	1.96	15.00	2.37	-	-	20.00	2.48	-	-
广西	559.25	1.99	365.82	2.14	271.37	2.36	84.89	2.61	178.89	2.69	15.00	2.67
吉林	204.65	1.98	322.75	2.07	246.84	2.25	10.00	2.41	70.33	2.48	-	-
重庆	906.34	1.91	744.26	2.04	475.67	2.26	419.95	2.31	452.32	2.54	257.40	2.47
山西	204.65	1.91	191.40	2.06	127.30	2.06	45.00	2.32	59.50	2.25	-	-
山东	2906.22	1.90	1627.42	2.02	1479.23	2.23	817.44	2.34	1231.73	2.50	507.00	2.44
宁夏	71.70	1.90	13.58	2.69	41.50	2.40	-	-	19.60	2.22	-	-
西藏	40.00	1.90	50.00	2.02	20.00	2.13	2.80	2.36	-	-	-	-
河南	815.47	1.89	737.58	2.06	485.90	2.32	154.20	2.30	454.87	2.54	48.60	2.77
湖南	1661.03	1.87	1281.82	2.00	861.40	2.11	420.59	2.28	484.08	2.46	126.00	2.22
四川	1942.48	1.87	1909.28	1.98	942.24	2.07	859.87	2.18	914.38	2.35	631.80	2.39
天津	831.68	1.86	628.20	2.08	343.20	2.31	125.20	2.55	272.67	2.74	51.00	3.24
海南	45.20	1.86	37.00	1.96	7.80	2.12	-	-	-	-	-	-
江西	1642.44	1.85	1040.19	1.98	836.49	2.14	333.50	2.14	651.36	2.26	326.00	2.26
新疆	312.77	1.84	277.80	1.97	183.74	2.21	34.76	2.17	192.69	2.36	32.40	2.85
湖北	1813.99	1.84	1108.29	1.97	1224.22	2.04	661.08	2.19	714.90	2.32	340.60	2.33
甘肃	122.40	1.83	15.80	2.17	90.00	2.41	-	-	11.50	2.65	-	-
河北	490.93	1.82	264.70	2.02	266.92	2.19	26.90	2.48	197.87	2.54	149.80	2.45
黑龙江	11.00	1.81	7.00	2.10	-	-	-	-	-	-	-	-
安徽	846.98	1.81	689.01	1.96	576.26	2.11	270.72	2.20	435.23	2.25	215.90	2.29
江苏	4337.63	1.80	3891.92	1.94	2801.25	2.08	1012.61	2.09	1955.55	2.27	609.19	2.35
浙江	2679.84	1.79	2088.68	1.92	2451.70	2.01	818.76	2.11	1156.55	2.20	458.01	2.21
福建	935.38	1.78	583.20	1.92	512.66	2.01	245.88	2.01	366.36	2.16	346.80	2.21
广东	1504.70	1.75	988.49	1.86	543.52	2.04	378.60	1.93	260.20	2.11	615.20	2.28
上海	719.61	1.73	486.64	1.84	302.32	1.88	37.72	2.15	178.20	2.06	55.00	2.11
北京	1003.30	1.65	578.50	1.83	356.70	1.90	210.06	1.90	335.90	2.00	1310.00	2.07

# 重点省份短端仍有超额收益：私募债

- 私募债收益显著高于公募。流动性溢价导致同省份同期限私募债的估值明显更高，1年期的溢价在10~20bp区间，1~2年期的溢价在15~30bp区间。
- 流动性是私募债最大的制约项，适合流动性不敏感，或者负债端久期较长的资金参与。
- 重点省份存续私募债并不多，大部分均属于非重点省份。重点省份全部私募债规模5365.56亿元，占全部私募债的8.81%，因此私募债隐含的信用风险实际可能并不大。

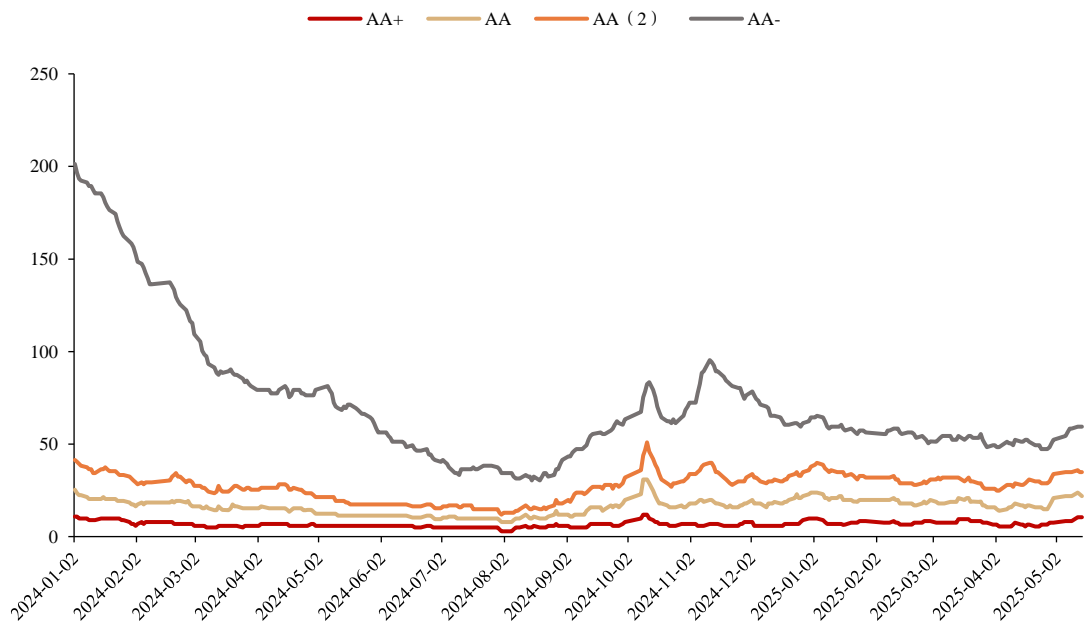
## 各省份分期限城投债规模及收益率情况：私募债（亿元、%）

省份	1年内		1~2年		2~3年		3~4年		4~5年		5年以上	
	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率	余额	收益率
贵州	419.94	3.28	149.76	3.57	60.30	4.32	0.00	-	24.33	4.95	0.00	-
辽宁	24.05	2.90	24.20	2.91	14.55	2.63	6.00	3.04	6.00	2.98	4.00	3.24
云南	204.06	2.70	33.93	2.94	12.26	3.03	0.00	-	9.50	3.67	0.00	-
宁夏	22.48	2.63	8.10	2.46	0.00	0.00	0.00	-	4.20	3.23	0.00	-
青海	4.75	2.61	0.00	0.00	8.90	2.64	0.00	-	0.00	-	0.00	-
广西	405.92	2.43	161.10	2.52	85.95	2.79	4.72	2.93	29.05	3.11	0.00	-
天津	182.61	2.36	102.55	2.50	116.73	2.63	0.00	-	5.00	3.12	0.00	-
内蒙古	15.00	2.31	0.00	0.00	2.20	3.46	0.00	-	4.00	2.78	0.00	-
黑龙江	55.90	2.23	8.81	2.32	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	-
陕西	613.35	2.23	271.17	2.42	152.98	2.74	15.00	2.51	51.88	2.93	0.00	-
甘肃	55.09	2.22	0.00	0.00	29.50	2.31	0.00	-	0.00	-	0.00	-
吉林	81.49	2.18	65.85	2.36	58.00	2.70	0.00	-	23.30	2.94	0.00	-
山东	2459.83	2.18	1398.47	2.28	849.03	2.48	226.49	2.59	514.68	2.86	3.00	3.44
四川	1433.98	2.13	1253.62	2.23	263.50	2.48	142.47	2.56	512.30	2.69	21.00	2.45
重庆	1242.19	2.13	780.71	2.27	386.66	2.41	137.61	2.72	259.91	2.83	24.40	3.04
河北	368.34	2.06	211.90	2.12	149.33	2.45	25.00	2.45	89.50	2.75	10.00	3.27
河南	1237.97	2.05	642.30	2.26	524.34	2.43	198.66	2.40	511.42	2.79	7.00	2.83
江西	971.37	2.03	561.65	2.19	383.77	2.37	112.47	2.61	185.60	2.71	-	-
湖南	1279.06	2.03	864.76	2.16	316.25	2.39	84.38	2.58	307.56	2.59	9.80	2.87
新疆	173.25	1.99	148.38	2.17	66.30	2.35	15.00	2.12	83.64	2.61	20.00	2.79
山西	218.90	1.99	113.00	2.07	144.95	2.36	-	-	64.90	2.40	-	-
湖北	1002.32	1.98	552.57	2.13	494.71	2.37	90.50	2.39	201.65	2.77	-	-
安徽	1023.27	1.96	742.15	2.10	442.13	2.28	5.00	2.38	88.01	2.64	4.80	3.49
江苏	5186.15	1.94	4409.11	2.08	1979.77	2.24	295.61	2.34	1293.43	2.54	41.40	2.49
广东	433.65	1.90	568.40	2.13	381.05	2.22	23.00	2.38	354.40	2.43	6.00	2.63
福建	736.60	1.90	497.39	2.04	332.06	2.23	23.00	2.29	220.70	2.42	10.00	2.67
浙江	4137.86	1.89	4178.24	2.04	1952.41	2.18	547.62	2.30	1342.95	2.45	-	-
北京	139.53	1.89	146.00	2.03	76.40	2.19	39.00	2.25	70.95	2.32	10.00	2.59
西藏	46.48	1.88	49.80	2.20	25.19	2.27	8.00	2.48	10.00	2.57	-	-
海南	31.00	1.87	23.00	2.13	45.00	2.22	4.00	2.33	30.00	2.45	-	-
上海	346.10	1.84	282.27	1.98	104.51	2.15	42.60	2.15	121.85	2.34	-	-

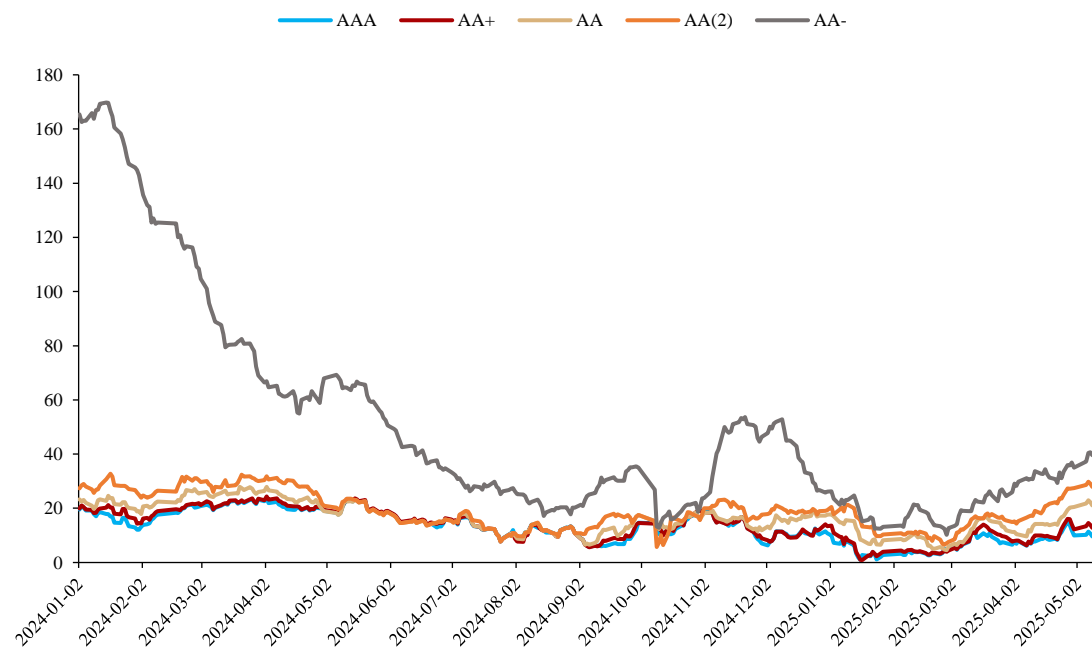
# 城投债等级利差、期限利差均回到年初水平

- 5月以来城投债等级利差出现边际抬升。AA-品种抬升幅度最为明显，不同于924行情债市调整背景下等级利差的主动走高，当前属于AAA城投收益率开启下行导致的利差被动走高，因此不具有可持续性，逢高配置或是合适的思路。
- 以3Y-1Y为例，城投期限利差从3月份低点持续走高，其中AA-品种走扩明显。背后可能反映的是1Y期城投债收益率快速走低，导致期限利差被动走扩。考虑到央行后续仍有降息可能，短债行情有较大概率向3Y扩散，因此可择机参与3Y期品种押注期限利差走平。

3年期城投债等级利差较2024年低点抬升 (bp)



城投债期限利差较低点小幅走扩 (bp)

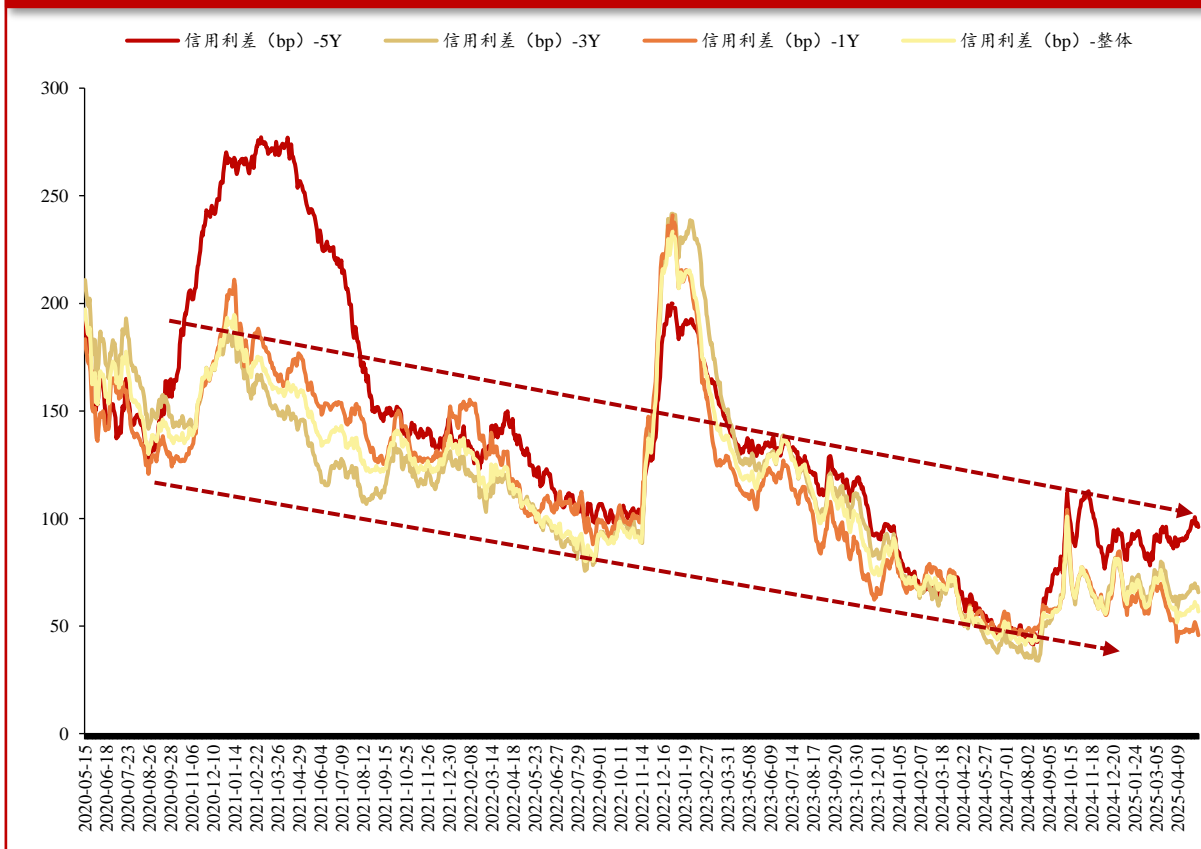


注：1、数据截至2025年5月14日；2、左图比较基准为中债AAA城投债收益率；3、右图为各等级城投债3Y-1Y期限利差  
资料来源：Wind，浙商证券研究所

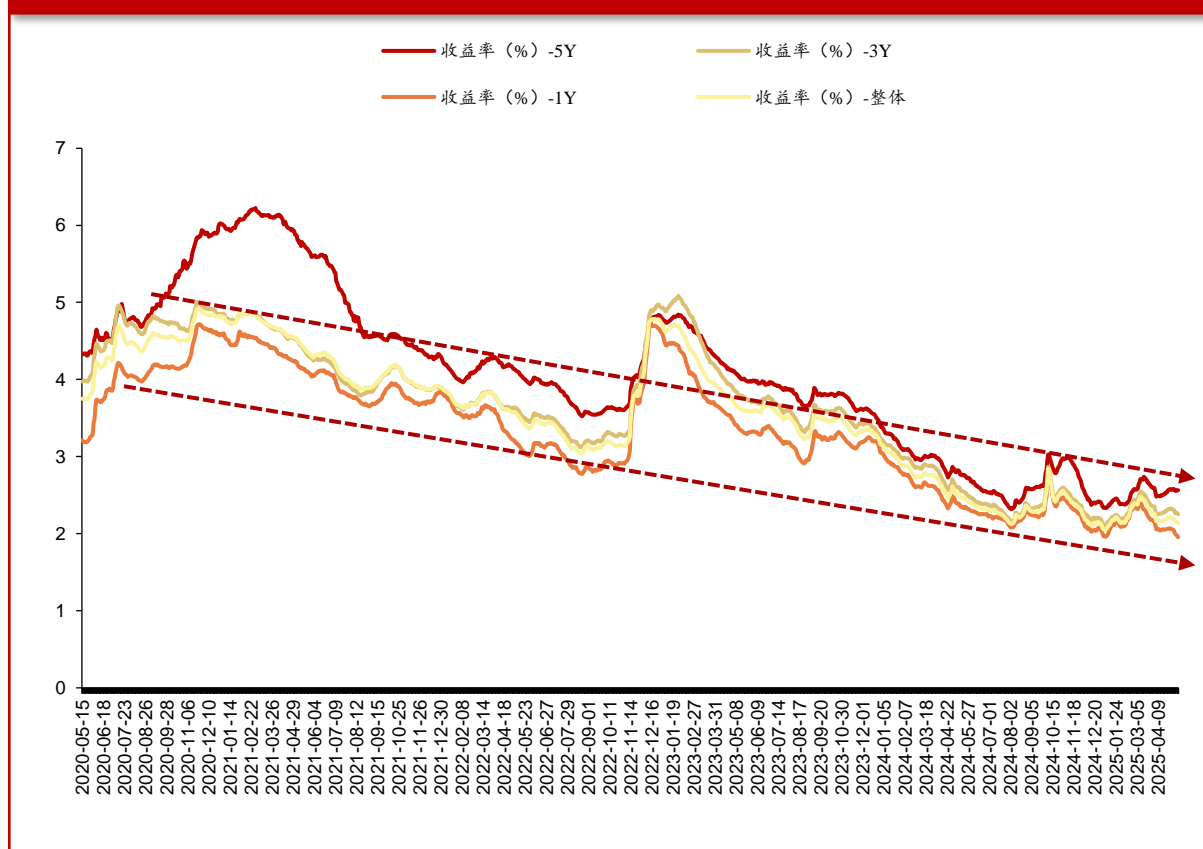
# 震荡市可通过波段操作增厚收益

- 收益率和利差趋势性压缩，期间伴随较大级别震荡。中长期趋势向下，因此部分仓位进行配置，同时考虑到行情波动相对较大，另一部分仓位可通过波段操作的方式增厚收益，待收益率和利差运行至趋势线上轨后积极布局买入，当前来看，5年期城投债的性价比相对高于1年期和3年期。

## 近5年城投债利差走势



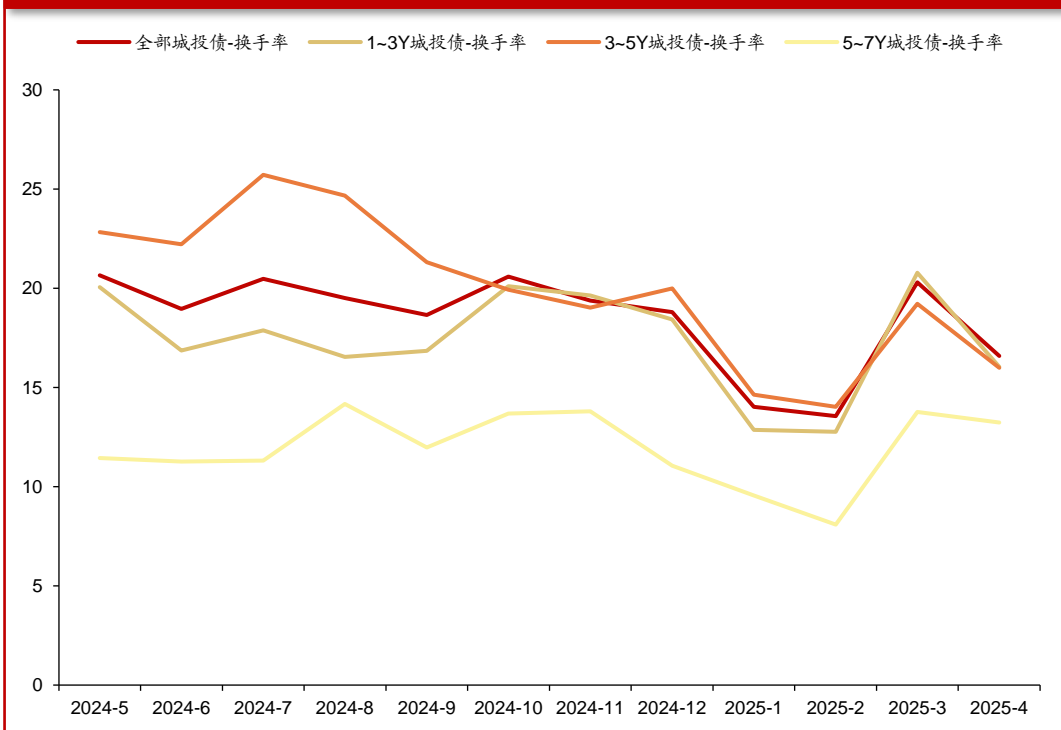
## 近5年城投债收益率走势



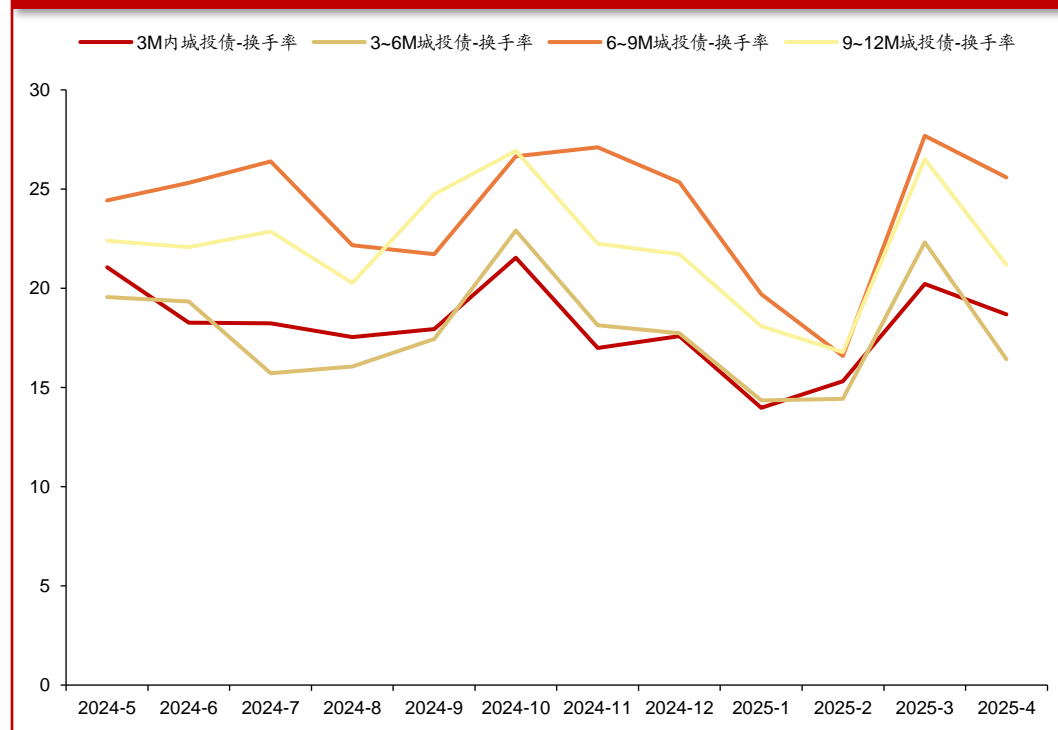
## 城投债做波段：3~5Y是合意选择

- 短端流动性更好，未出现趋势下行。1Y内城投债中，6~12M品种的月度换手率更高，基本保持在20%以上水平，6M以内品种由于即将到期，因此交易需求相对不足。
- 1年以上品种月度换手率出现一定下滑，但整体仍保持在15%以上水平。观察近一年的趋势，3~5Y品种换手率在924行情前明显高于其他品种，尽管目前已不存在明显差异，但仍是比较合意的做波段品种：1、3~5Y的久期使得资本利得相对可观；2、过往换手率数据表明市场对3~5Y品种有一定需求，有比较充分的对手方。

### 1年期以上品种月度换手率未见明显差异 (%)



### 1年内：6~12M品种月度换手率更高 (%)



# 城投存续债余额TOP30主体或适合波段交易

- **主体流动性打分**：基于存续债余额、非市场化发行指数、主体评级、债基持仓频次等因子对发行主体的流动性进行测算。打分结果共分4个区间，分别为：60分以上、40~60分、20~40分和0~20分，主体流动性依次递减，40分及以上代表主体流动性较好。
- **打分超过40分，且隐含评级不高于AA+的主体更具进攻性**。以河南航空港、西安高新、济南城投和鄂联投为例，截至2025年5月14日收益较3月17日高点均压降超过40bp，其中西安高新较4月7日压降超过25bp，显著超过TOP30中其他主体，因此更适合用于波段交易。

### 城投存续债余额TOP30主体流动性均较为突出（%、bp）

发行人	流动性打分	存量债余额(亿元)	主体非市场化发行指数	隐含评级	25Q1债基重仓频次	较上一季度频次变化	5.14收益率-1Y	较3.17	较4.7
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	59	1006.55	18.58	AA	27	10	1.89	-33	-8
湖南省高速公路集团有限公司	69	911.17	6.19	AA+	21	10	1.78	-35	-11
河南航空港投资集团有限公司	51	682.20	18.76	AA(2)	20	10	1.96	-49	-11
山东高速集团有限公司	68	1315.20	8.64	AAA	14	3	1.80	-34	-9
广西交通投资集团有限公司	62	572.96	6.29	AA+	14	7	1.95	-31	-11
浙江省交通投资集团有限公司	61	350.00	5.60	AAA	14	9	1.68	-33	-10
汉江国有资本投资集团有限公司	62	531.60	7.41	AA+	13	2	1.79	-34	-10
吉林省高速公路集团有限公司	41	394.73	10.27	AA(2)	13	2	1.94	-38	-8
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	63	831.28	10.01	AA+	12	6	1.80	-35	-10
湖州市城市投资发展集团有限公司	55	444.01	10.79	AA+	12	8	1.83	-35	-9
湖北省联合发展投资集团有限公司	53	549.00	16.42	AA	12	1	1.93	-41	-13
济南高新控股集团有限公司	53	398.00	12.30	AA+	12	10	1.91	-29	-6
江西省交通投资集团有限责任公司	69	833.00	6.23	AAA	11	3	1.74	-34	-12
湖北交通投资集团有限公司	68	713.50	8.55	AAA	11	3	1.82	-34	-9
深圳市地铁集团有限公司	70	1046.00	7.62	AAA	10	2	1.71	-35	-12
广州地铁集团有限公司	70	674.41	5.67	AAA	10	-1	1.71	-35	-12
蜀道投资集团有限责任公司	61	1237.30	1.61	AA+	10	5	1.77	-38	-13
西安高新控股有限公司	47	662.36	16.36	AA(2)	10	2	2.08	-46	-25
成都兴城投资集团有限公司	63	582.00	7.60	AA+	9	-1	1.79	-36	-11
北京市基础设施投资有限公司	70	525.33	14.24	AAA	8	-1	1.74	-33	-11
济南城市投资集团有限公司	57	372.80	9.00	AA+	6	-1	1.76	-42	-14
淄博市城市资产运营集团有限公司	47	495.40	13.41	AA(2)	6	2	1.99	-32	-6
常州市城市建设(集团)有限公司	55	453.65	13.70	AA+	5	1	1.86	-33	-7
北京市海淀区国有资本运营有限公司	59	368.00	11.15	AA+	4	-4	1.83	-34	-9
济南城市建设集团有限公司	58	493.40	10.66	AA+	4	2	1.83	-35	-10
成都高新投资集团有限公司	46	369.00	11.89	AA+	4	1	1.78	-36	-11
衡阳市城市建设投资有限公司	44	420.28	10.94	AA	4	1	1.95	-35	-9
陕西交通控股集团有限公司	43	502.70	4.52	AA+	3	3	1.91	-32	-6
四川发展(控股)有限责任公司	64	518.78	7.64	AAA	2	1	1.72	-34	-11
济南轨道交通集团有限公司	46	409.00	10.69	AA+	2	2	1.89	-24	-6

# 基金持仓：25Q1债基对城投持仓修复至24Q3水平

■ 25Q1债基重仓城投债规模明显回升，已基本回到24Q3水平。截至25Q1末，债基重仓城投债规模达882.23亿元，较上一季度增加196.51亿元，一方面债基对转债的配置规模下降，使得样本数据更具可比性（转债持仓市值超过5%即被剔除样本），另一方面3月中旬债市大幅回暖，机构对城投债的需求增加。

■ 浙江、山东、江苏等经济大省被大幅增配。以上省份25Q1环比变动均超过20亿，但值得注意的是，北京、新疆、西藏被机构减配。

### 2025Q1债基重仓各省份城投债规模分行政层级变动情况（亿元）

省份	省级	地市级	区县级	国家级新区	国家级园区	省级园区	普通园区	25Q1持仓市值	24Q4持仓市值	24Q3持仓市值	25Q1持仓环比变动
总计	60.34	55.39	32.98	11.35	34.20	4.55	-2.30	882.23	685.72	894.47	196.51
浙江	3.94	13.74	18.34	0.00	4.06	0.36	-0.16	140.85	100.58	112.13	40.28
山东	7.28	9.69	2.89	1.06	7.40	0.51	-0.51	98.12	69.79	109.27	28.32
江苏	5.50	2.03	7.47	0.20	6.38	3.95	-1.43	97.76	73.66	105.74	24.10
广东	0.36	-3.08	7.77	0.00	5.62	0.00	0.00	61.01	50.34	62.08	10.66
湖南	6.00	4.31	2.35	0.45	0.90	-0.53	0.81	57.77	43.48	56.38	14.29
四川	5.63	1.97	4.27	0.94	-1.78	0.00	0.00	54.48	43.46	64.92	11.02
江西	5.55	7.15	-1.33	0.00	1.19	0.00	0.61	46.86	33.68	53.64	13.18
湖北	3.73	6.95	1.42	0.00	-0.26	0.00	0.12	42.52	30.56	41.66	11.96
安徽	2.53	5.31	-2.94	0.00	0.72	0.31	0.31	38.91	32.67	37.00	6.24
吉林	2.52	2.60	0.00	-0.29	0.00	0.00	0.00	27.50	22.67	18.89	4.83
天津	4.55	0.00	1.32	3.84	1.47	0.32	0.00	23.63	12.13	16.55	11.49
河南	-2.01	2.69	0.31	0.00	4.27	-0.32	0.00	23.61	18.67	23.96	4.95
福建	1.94	-0.48	-0.76	0.19	-0.35	0.00	0.50	22.83	21.79	24.64	1.04
北京	-4.69	-1.04	-5.56	0.00	1.75	0.00	0.10	22.44	31.87	40.04	-9.43
重庆	2.61	0.00	-1.28	2.53	0.43	-0.14	-1.37	20.21	17.43	17.53	2.79
陕西	3.35	-0.39	-1.40	0.32	2.01	0.09	-1.29	17.23	14.55	19.01	2.68
广西	4.10	0.77	-0.21	0.00	0.00	0.00	0.00	16.34	11.66	10.10	4.67
云南	0.71	1.77	0.03	-0.10	0.00	0.00	0.00	15.36	12.95	16.24	2.40
上海	0.30	0.00	-0.56	2.21	1.33	0.00	0.00	15.12	11.84	26.28	3.28
河北	1.12	2.38	1.32	0.00	0.00	0.00	0.00	11.48	6.66	11.36	4.82
山西	0.01	3.19	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.78	6.58	7.85	3.19
新疆	0.00	-2.72	-0.46	0.00	-1.07	0.00	0.00	5.69	9.94	5.17	-4.25
甘肃	1.87	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.54	2.67	5.64	1.87
贵州	3.37	-0.31	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.12	1.07	2.63	3.05
西藏	0.00	-1.60	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2.10	3.70	3.44	-1.60
宁夏	0.41	-0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.14	0.79	0.53	0.36
辽宁	0.00	0.40	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.50	0.10	0.10	0.40
青海	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.11	0.11	0.37	0.00
海南	-0.31	0.00	0.00	0.00	0.11	0.00	0.00	0.11	0.31	1.32	-0.21
黑龙江	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.10

资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 基金持仓：明显增配中低等级

■ 截至2025Q1，债基金重仓债中，对AAA、AAA-、AA+、AA、AA(2)及以下城投债的持仓规模分别为135.44亿元、10.05亿元、239.72亿元、221.72亿元和275.31亿元。其中，对AA+、AA、AA(2)及以下的增配规模为67.6亿元、49.67亿元、63.9亿元，机构出现较为明显的下沉配置。

■ 经济大省中低等级获得更多增配。广东、江苏、山东、四川、浙江AA+及以下城投债持仓均有明显增加。

2025Q1各省份重仓城投债规模分隐含评级分布 (亿元)

省份	持仓总市值					持仓环比变动				
	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)及以下	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)及以下
总计	135.44	10.05	239.72	221.72	275.31	11.88	3.46	67.60	49.67	63.90
安徽	10.68	-	2.02	11.34	14.87	2.91	-	0.99	-0.96	3.30
北京	10.63	-	8.89	2.92	0.00	-5.20	-	-4.11	-0.12	-
福建	8.89	-	3.88	6.73	3.34	2.72	-	-2.77	1.57	-0.48
甘肃	-	-	-	1.72	2.82	-	-	-	1.12	0.75
广东	27.45	-	15.78	16.44	1.34	-1.44	-0.01	7.17	4.64	0.30
广西	-	-	8.41	1.75	6.17	-	-	3.58	1.39	-0.30
贵州	-	-	-	1.62	2.50	-	-	-	0.90	2.16
海南	-	-	-	-	0.11	-	-	-	-0.31	0.11
河北	-	1.34	1.86	1.53	6.76	-	0.52	0.30	0.70	3.30
河南	1.43	-	6.37	2.35	13.46	-	-	-1.34	1.39	4.90
黑龙江	-	-	-	-	0.10	-	-	-	-	0.10
湖北	7.88	1.19	14.33	10.42	8.69	4.25	0.88	2.10	2.54	2.19
湖南	2.06	-	21.68	15.17	18.87	-0.51	-	7.06	1.38	6.35
吉林	-	-	-	-	27.50	-	-	-	-	4.83
江苏	16.29	0.20	22.30	32.23	26.74	7.57	-0.62	4.89	6.38	5.87
江西	9.21	-	15.28	7.33	15.04	0.87	-	5.71	1.05	5.55
辽宁	-	-	-	-	0.50	-	-	-	-	0.40
宁夏	-	-	-	0.41	0.74	-	-	-	0.41	-0.05
青海	-	-	-	-	0.11	-	-	-	-	-
山东	16.66	5.00	42.20	16.08	18.18	-2.05	2.74	15.40	5.77	6.47
山西	-	-	-	5.65	4.12	-	-	-	3.00	0.19
陕西	-	-	4.99	-	12.24	-	-	4.17	-0.27	-1.22
上海	7.40	-	5.58	2.14	0.00	4.73	-0.73	-0.97	0.25	-
四川	0.65	-	25.39	9.36	19.09	-5.90	-	10.36	3.19	3.37
天津	-	-	-	11.78	11.85	-	-	-	4.53	6.96
西藏	-	-	-	2.10	0.00	-	-	-	-1.60	-
新疆	-	-	0.92	-	4.77	-	-	-2.08	-	-2.17
云南	-	-	-	2.26	13.09	-	-	-	1.33	1.07
浙江	13.43	1.70	30.29	58.43	37.01	3.37	0.07	12.51	9.85	14.48
重庆	2.77	0.62	9.57	1.94	5.31	0.55	0.62	4.62	1.53	-4.55

资料来源：Wind，浙商证券研究所

# 基金持仓：25Q1城投债收益率普遍上行

## 2025Q1各省份重仓城投债规模分收益率区间分布 (亿元、%)

省份	<2%	2-2.25%	2.25-2.5%	2.5-2.75%	2.75-3%	3-3.5%	3.5-4%	25Q1加权收益率	24Q4加权收益率	收益率变动
总计	116.44	572.94	138.77	33.40	9.17	9.31	2.20	2.17	1.99	0.18
安徽	4.95	28.15	5.29	0.53	-	-	-	2.13	1.99	0.14
北京	9.53	11.21	1.60	0.10	-	-	-	2.05	1.82	0.24
福建	3.89	13.89	4.35	0.71	-	-	-	2.11	1.92	0.19
甘肃	-	4.24	0.30	-	-	-	-	2.18	2.17	0.01
广东	20.38	32.04	6.35	1.24	-	1.00	-	2.11	1.88	0.22
广西	-	6.55	6.38	2.18	-	1.22	-	2.37	2.33	0.04
贵州	-	1.62	2.47	-	-	-	0.03	2.29	2.36	-0.07
海南	-	0.11	-	-	-	-	-	2.19	1.97	0.22
河北	1.64	4.01	5.29	0.54	-	-	-	2.23	2.03	0.20
河南	3.15	8.24	8.80	2.16	0.36	0.92	-	2.28	1.96	0.32
黑龙江	-	0.10	-	-	-	-	-	2.20	-	-
湖北	5.34	29.73	4.57	1.68	1.20	-	-	2.15	1.95	0.20
湖南	7.61	37.61	8.38	2.63	0.82	0.72	-	2.16	2.00	0.16
吉林	-	10.32	10.78	6.40	-	-	-	2.34	2.22	0.13
江苏	15.38	70.24	10.93	1.21	-	-	-	2.12	1.95	0.16
江西	7.02	30.53	7.70	0.68	0.93	-	-	2.15	1.96	0.18
辽宁	-	-	-	-	0.50	-	-	2.98	2.53	0.45
宁夏	-	0.93	0.21	-	-	-	-	2.17	2.17	0.00
青海	-	-	-	-	-	0.11	-	3.36	3.92	-0.55
山东	12.46	70.39	7.99	2.09	3.17	0.99	1.03	2.16	1.93	0.23
山西	-	5.63	3.62	-	0.53	-	-	2.25	2.10	0.14
陕西	-	5.98	2.05	7.34	0.41	0.31	1.13	2.52	2.37	0.15
上海	4.23	10.89	-	-	-	-	-	2.02	1.84	0.18
四川	2.46	44.38	5.29	1.05	0.05	1.26	-	2.15	2.01	0.14
天津	-	13.89	7.27	0.58	0.51	1.38	-	2.30	2.17	0.13
西藏	-	2.10	-	-	-	-	-	2.17	1.99	0.18
新疆	-	2.30	3.39	-	-	-	-	2.21	2.07	0.14
云南	-	5.19	6.88	1.48	0.41	1.40	-	2.40	2.42	-0.02
浙江	18.01	109.10	12.93	0.81	-	-	-	2.12	1.95	0.17
重庆	0.40	13.57	5.95	-	0.29	-	-	2.16	2.03	0.12

■ 25Q1债基重仓城投债收益率多数上行10~20bp。1季度长端利率经历了一轮快熊，信用债跟随下跌，城投债收益率因此环比走高，25Q1重仓城投债加权收益率2.17%，较24Q4上升18bp。

■ 云贵青收益率环比走低。3省均为化债重点省份，获得财政较多支持，因此收益率出现下降。

# 基金持仓：25Q1重仓债期限整体变动不大

### 2025Q1各省份重仓城投债规模分期限区间分布 (亿元、年)

省份	(0,1)	[1,2)	[2,3)	[3,4)	[4,5)	[5,∞)	25Q1平均期限	24Q4平均期限	期限变动
总计	338.72	263.04	162.57	46.99	57.34	13.57	1.65	1.64	0.01
安徽	14.78	9.54	10.38	1.61	2.59	-	1.60	2.00	-0.40
北京	10.87	3.16	7.79	-	0.62	-	1.35	1.25	0.10
福建	8.58	5.64	4.71	-	1.58	2.33	2.10	2.08	0.01
甘肃	4.24	-	0.30	-	-	-	0.77	0.27	0.50
广东	23.61	20.26	6.82	8.05	1.04	1.22	1.68	1.67	0.01
广西	5.58	3.03	5.09	1.83	0.81	-	1.88	2.02	-0.14
贵州	-	1.65	2.47	-	-	-	2.27	3.10	-0.83
海南	-	0.11	-	-	-	-	1.35	0.04	1.31
河北	6.24	2.60	2.65	-	-	-	0.98	1.41	-0.44
河南	9.31	5.36	7.67	0.21	1.07	-	1.52	1.02	0.50
黑龙江	0.10	-	-	-	-	-	0.49	-	0.49
湖北	17.78	10.03	5.97	2.55	6.18	-	1.73	1.54	0.19
湖南	23.78	18.32	5.26	5.38	5.03	-	1.54	1.72	-0.19
吉林	5.85	11.49	9.14	-	1.02	-	1.64	1.90	-0.27
江苏	36.88	25.86	22.84	4.05	7.23	0.89	1.60	1.54	0.05
江西	18.38	12.33	8.03	1.12	3.90	3.10	1.95	1.88	0.06
辽宁	-	-	-	-	0.50	-	4.39	2.18	2.21
宁夏	1.14	-	-	-	-	-	0.30	0.29	0.01
青海	-	-	-	-	0.11	-	4.03	4.27	-0.25
山东	41.18	33.09	9.88	3.01	10.75	0.21	1.49	1.47	0.02
山西	2.26	4.72	1.95	-	0.84	-	1.58	2.06	-0.48
陕西	5.54	5.31	1.57	0.85	1.95	2.01	3.04	1.92	1.12
上海	9.01	3.86	2.14	-	0.10	-	0.97	1.41	-0.44
四川	21.09	22.86	7.25	2.64	0.65	-	1.33	1.56	-0.23
天津	10.87	9.27	1.33	-	1.59	0.57	1.45	1.15	0.30
西藏	1.16	0.94	-	-	-	-	0.88	0.14	0.75
新疆	1.59	1.77	2.34	-	-	-	1.65	1.83	-0.18
云南	8.20	4.52	0.83	0.41	1.40	-	1.31	1.28	0.03
浙江	44.53	41.06	32.16	14.73	6.27	2.10	1.80	1.92	-0.12
重庆	6.15	6.29	4.00	0.53	2.09	1.15	2.12	1.19	0.93

■ 重仓债剩余期限环比变动不大。25Q1重仓债平均期限为1.65年，较24Q4的1.64小幅上升0.01年，变化幅度不大，机构对债市仍维持中性偏长的久期判断。

■ 机构对陕西、重庆的仓位更加积极，两者25Q1平均期限环比变动分别达到1.12年和0.93年，加久期或表明机构对区域的认可度上升。

# 基金持仓：25Q1债基对城投持仓频次增加

■ 债基对重仓债的持仓频次普遍增加。重仓规模TOP30主体中，机构对湖南高速、津城建、济南高新、河南航空港的持仓频次均增加10次，市场对存续债规模大、关注度高或现金流稳健的主体更加偏好。

■ 收益率高点后的修复情况如何？对比3月17日收益率高点，中低等级（AA+及以下）城投债1Y收益率压降更多，而高等级（AAA）城投债则在3Y收益率表现占优。

■ 自4月7日债市情绪高点以来的表现如何？债基重仓TOP30主体中，1年期城投债品种普遍进一步压降，但3年期城投债表现分化，部分主体如瓯海产投收益率走高。

### 2025Q1债基重仓城投债TOP30主体情况 (亿元、%、bp)

主体	存续债	隐含评级	YY评级	重仓金额	债基重仓频次			1年期			3年期		
					25Q1	24Q4	变动	收益率	较3.17	较4.7	收益率	较3.17	较4.7
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	1,006.55	AA	5-	11.47	27	17	10	1.89	-33	-8	2.32	-29	3
湖南省高速公路集团有限公司	911.17	AA+	3	17.08	21	11	10	1.78	-35	-11	1.94	-32	0
河南航空港投资集团有限公司	682.20	AA(2)	6+	7.66	20	10	10	1.96	-49	-11	2.50	-29	-1
广西交通投资集团有限公司	572.96	AA+	4-	8.41	14	7	7	1.95	-31	-11	2.22	-24	0
山东高速集团有限公司	1,315.20	AAA	4+	18.71	14	11	3	1.80	-34	-9	2.10	-18	4
浙江省交通投资集团有限公司	350.00	AAA	2	9.22	14	5	9	1.68	-33	-10	1.97	-24	-5
吉林省高速公路集团有限公司	394.73	AA(2)	5-	12.52	13	11	2	1.94	-38	-8	2.13	-31	-2
汉江国有资本投资集团有限公司	531.60	AA+	5	7.32	13	11	2	1.79	-34	-10	1.97	-34	-3
济南高新控股集团集团有限公司	398.00	AA+	5+	9.04	12	2	10	1.91	-29	-6	2.21	-30	-2
青岛国信发展(集团)有限责任公司	504.36	AA+	4-	6.24	12	13	-1	1.87	-38	-11	2.03	-27	3
潮州市城市投资发展集团有限公司	444.01	AA+	5+	7.88	12	4	8	1.83	-35	-9	1.95	-32	-1
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	831.28	AA+	4	8.97	12	6	6	1.80	-35	-10	2.04	-31	0
云南省建设投资控股集团有限公司	282.60	AA-	6-	5.35	11	7	4	2.01	-43	-8	2.72	-26	3
知识城(广州)投资集团有限公司	316.00	AA	5	6.92	11	5	6	1.95	-36	-9	2.30	-32	1
义乌市国有资本运营有限公司	311.50	AA+	5+	7.14	11	8	3	1.85	-34	-8	2.13	-18	-8
珠海大横琴集团有限公司	276.00	AA+	4-	7.69	11	3	8	1.85	-38	-13	2.12	-31	3
湖北交通投资集团有限公司	713.50	AAA-	3	6.07	11	8	3	1.82	-34	-9	1.95	-28	-4
江苏交通控股有限公司	924.00	AAA	2	10.69	11	7	4	1.75	-33	-9	1.84	-32	-5
江西省交通投资集团有限责任公司	833.00	AAA	3	8.04	11	8	3	1.74	-34	-12	1.85	-32	-4
蜀道投资集团有限责任公司	1,237.30	AA+	3	8.76	10	5	5	1.77	-38	-13	1.98	-32	0
深圳市地铁集团有限公司	1,046.00	AAA	3	6.80	10	8	2	1.71	-35	-12	1.84	-32	-5
广州地铁集团有限公司	674.41	AAA	3	10.18	10	11	-1	1.71	-35	-12	1.96	-41	-5
成都兴城投资集团有限公司	582.00	AA+	4+	5.99	9	10	-1	1.79	-36	-11	2.04	-30	1
江西省投资集团有限公司	269.34	AA+	4-	5.52	8	2	6	1.86	-36	-12	1.97	-29	-1
临沂城市建设投资集团有限公司	235.20	AA	5	6.38	8	3	5	1.82	-38	-13	2.38	-22	0
北京市基础设施投资有限公司	525.33	AAA	2	7.96	8	9	-1	1.74	-33	-11	1.84	-33	-5
武汉城市建设集团有限公司	269.30	AA+	4+	4.75	7	6	1	1.85	-39	-10	2.15	-22	1
浙江瓯海产业投资集团有限公司	16.00	AA(2)	6+	6.69	6	0	6	-	-	-	2.12	-22	8
诸暨市国有资产经营有限公司	171.03	AA	5	7.84	5	5	0	1.89	-36	-11	2.03	-31	1
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	216.80	AAA	4+	6.78	4	3	1	1.77	-34	-11	1.89	-32	-5

# 10 产业债掘金：景气为纲择券，利差为刃增盈

## 产业债掘金：聚焦煤炭、钢铁、地产优质主体

- **煤炭板块整体性价比一般，主体可关注冀中能源集团和晋能煤业集团。**从存续债规模较大的煤炭主体陕西煤业、晋能煤业来看，1年期估值收益率不足1.90%，主体收益率压缩至低位。从债基持仓频次看，债基主要增持晋能控股煤业、山东能源集团及冀中能源集团等主体，冀中能源集团3年期收益率3.10%，相关主体需要拉长久期至3年附近才能有超额收益。
- **钢铁债收益率挖掘空间不大，建议优选存量债券大、流动性较好的主体，诸如河钢集团。**从存续债规模较大的河钢集团、首钢集团等来看，一年期估值收益率不足2.1%，收益率整体处于较低水平。当前行业面临下行周期，利差走阔风险偏高。从债基持仓频次看，债基增持山钢集团、五矿集团和河钢股份等主体，河钢集团3年期收益率2.33%，可适度拉久期，具有一定票息优势。
- **央国企地产债的1年期收益率略低于其他民营及公众房企，部分央国企地产主体如信达地产、建发房地产等，1年期收益率在2.2~2.4%。**光大嘉宝作为央企地产，1年期收益率超过5%，可关注；首开股份、建发集团等地方国企地产，1年期收益率在2.2~2.5%。从债基持仓频次看，债基增持最多的主体为信达投资、首都开发和首创城市，减持最多的主体为金融街控股和珠江实业。绝大多数地产主体收益率较2025年3月17日下行30-40bp。可考虑介入短久期地产债，后续关注土储专项债发行、房企风险化解情况和销售走势。

# 产业主体收益率及持仓频次分析

表：存续债余额大于20亿的煤炭主体收益率及债基持仓频次情况

单位：亿元、%、bp

主体	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债						永续债					
				24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
贵州能源集团有限公司	30	AA	6-	-	-	-	2.42	-34	-35	2.70	-26	6	-	-	-	-	-	-
冀中能源集团有限责任公司	347	AA	7	5	7	2	2.22	-43	-44	3.10	-16	16	2.53	-36	-4	3.49	-10	15
平顶山天安煤业股份有限公司	89	AA	6	1	1	0	2.07	-13	-15	-	-	-	2.34	-38	-21	3.32	-	-
中国平煤神马控股集团有限公司	210.5	AA	7+	0	2	2	2.07	-38	-37	2.80	-32	6	2.45	-30	-5	3.17	-	-
冀中能源峰峰集团有限公司	43	AA	8+	-	-	-	2.07	-66	-61	3.10	-22	11	2.37	-47	-5	2.85	-29	6
开滦(集团)有限责任公司	75	AA	6-	-	-	-	1.97	-36	-31	2.35	-27	6	2.20	-30	-7	2.68	-	-
华阳新材料科技集团有限公司	321	AA	6-	6	8	2	1.92	-33	-33	2.25	-27	6	2.20	-30	-7	2.40	-27	4
淮河能源控股集团有限责任公司	90	AA+	5-	-	-	-	1.88	-30	-29	2.04	-	-	2.01	-24	-3	2.26	-27	3
陕西榆林能源集团有限公司	32	AA	5	0	1	1	1.87	-35	-31	2.15	-27	6	-	-	-	-	-	-
晋能控股电力集团有限公司	599	AA	5-	5	5	0	1.87	-33	-33	2.15	-27	6	2.00	-31	-7	2.27	-25	7
晋能控股装备制造集团有限公司	270	AA	5-	1	2	1	1.87	-33	-33	2.15	-26	6	1.99	-32	-7	2.28	-	-
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	180	AA	6-	4	5	1	1.87	-	-	2.15	-27	6	2.00	-34	-9	2.27	-25	3
淮南矿业(集团)有限责任公司	90	AA	5-	3	3	0	1.87	-35	-36	2.15	-27	6	-	-	-	-	-	-
晋能控股煤业集团有限公司	814	AA	6-	9	18	9	1.85	-34	-35	2.23	-25	7	2.13	-34	-16	2.32	-30	10
山东能源集团有限公司	550	AA+	4	3	7	4	1.83	-29	-30	1.98	-28	2	1.91	-27	-6	2.15	-	-
兖矿能源集团股份有限公司	505	AA+	4+	5	6	1	1.83	-29	-31	1.92	-26	2	1.98	-30	-4	2.17	-20	6
新汶矿业集团有限责任公司	100	AA	6	-	-	-	1.82	-33	-35	2.10	-32	1	1.99	-32	-6	2.27	-25	7
陕西煤业化工集团有限责任公司	1010	AA+	4	7	7	0	1.82	-30	-31	1.98	-27	2	1.91	-27	-6	2.06	-25	2
山西焦煤集团有限责任公司	325	AA+	4	-	-	-	1.82	-30	-33	1.98	-27	2	1.94	-28	-7	2.08	-27	0
国家能源投资集团有限责任公司	530	AAA	1	5	5	0	1.79	-28	-26	1.80	-	-2	-	-	-	-	-	-
华电煤业集团有限公司	25	AAA-	4	-	-	-	1.78	-30	-33	1.92	-26	2	1.90	-28	-7	2.07	-25	2
中国中煤能源集团有限公司	130	AAA-	3	-	-	-	1.78	-30	-31	1.92	-25	2	-	-	-	-	-	-
中国中煤能源股份有限公司	83	AAA-	3	-	-	-	1.78	-30	-30	1.92	-26	2	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# 产业主体收益率及持仓频次分析

表：存续债余额大于20亿的钢铁主体收益率及债基持仓频次情况

单位：亿元、%、bp

主体	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债						永续债					
				24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
安阳钢铁集团有限责任公司	36	AA-	7	-	-	-	3.02	23	50	4.60	108	121	3.75	2	29	4.60	108	121
广西柳州钢铁集团有限公司	53	AA	6	1	1	0	2.13	-34	-7	2.71	-36	-3	-	-	-	-	-	-
河钢集团有限公司	928	0	5-	24	23	-1	2.02	-35	-7	2.33	-27	2	2.12	-31	-11	-	-	-
河钢股份有限公司	127	AA+	5-	1	5	4	1.92	-29	-7	2.04	-31	-2	2.30	-13	8	2.46	11	-4
太原钢铁(集团)有限公司	15	AA+	4+	0	1	1	1.91	-26	-2	2.02	-28	1	-	-	-	-	-	-
山东钢铁集团有限公司	433	AA	6+	5	14	9	1.88	-45	-17	2.40	-27	11	2.31	-36	15	2.74	-19	11
金川集团股份有限公司	75	AA+	5+	-	-	-	1.87	-20	4	1.97	-23	6	-	-	-	-	-	-
中国五矿集团有限公司	289	AAA-	3	1	5	4	1.85	-29	-5	1.92	-26	2	1.93	-26	-20	2.22	-22	1
福建省冶金(控股)有限责任公司	77	AA+	4	0	1	1	1.84	-28	-5	1.98	-27	2	2.08	-32	-4	2.50	-27	7
攀钢集团有限公司	52	AA	5-	0	1	1	1.83	-31	-4	2.24	-26	7	2.03	-31	-1	2.62	-12	12
首钢集团有限公司	710	AA+	4	9	7	-2	1.81	-26	-4	1.97	-22	6	1.88	-27	6	2.16	-22	3
本钢集团有限公司	35	AA	6-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.44	-21	-4	3.04	-2	10
鞍山钢铁集团有限公司	111	AA	4	1	2	1	-	-	-	-	-	-	1.95	-25	-1	2.33	-22	7
宝山钢铁股份有限公司	125	AAA	3	3	2	-1	1.75	-28	-5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
湖南钢铁集团有限公司	45	AA+	5+	-	-	-	-	-	-	1.96	-23	3	-	-	-	-	-	-
中国宝武钢铁集团有限公司	150	AAA	3	2	1	-1	1.73	-28	-6	-	-	-	-	-	-	-	-	-

# 产业主体收益率及持仓频次分析

表：主要房企债券收益率及债基持仓频次情况

单位：亿元、%、bp

主体	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
				24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
万科企业股份有限公司	390	AA+	6	0	1	1	10.51	-495	-470	8.59	-472	-473
光大嘉宝股份有限公司	29	AA-	6	-	-	-	5.23	-37	0	-	-	-
重庆龙湖企业拓展有限公司	148	AA-	5-	-	-	-	5.01	-123	-96	6.49	-75	-55
深圳华侨城股份有限公司	38	AA	5-	-	-	-	3.96	50	12	4.13	62	21
绿城房地产集团有限公司	229	AA	4-	2	2	0	3.66	-30	-2	4.29	-18	14
杭州滨江房产集团股份有限公司	63	AA	6+	1	2	1	3.43	-30	-3	3.78	-	-
美的置业集团有限公司	194	AA	6+	-	-	-	3.23	-30	-3	3.58	-28	4
中冶置业集团有限公司	33	AA	5-	-	-	-	2.95	-42	3	3.13	-7	-8
中交地产股份有限公司	141	AA	5-	-	-	-	2.74	4	32	3.60	-46	-14
北京首创城市发展集团有限公司	358	AA	5+	3	6	3	2.62	-30	2	2.95	-36	-4
信达投资有限公司	185	AA	5+	2	6	4	2.53	-30	-3	2.99	-30	-3
北京首都开发股份有限公司	642	AA	5-	8	11	3	2.43	-35	-3	3.29	-13	10
珠海华发实业股份有限公司	377	AA	5-	2	4	2	2.43	-40	-14	3.05	-30	2
上海金茂投资管理集团有限公司	332	AA+	4-	-	-	-	2.37	-40	-11	2.88	-55	-3
信达地产股份有限公司	175	AA	5-	2	5	3	2.36	-51	-23	2.88	-	-
光明房地产集团股份有限公司	78	AA	5-	1	1	0	2.35	-45	-17	3.21	-43	0
建发房地产集团有限公司	308	AA+	5	2	3	1	2.27	-40	-11	2.87	-18	11
北京首都开发控股(集团)有限公司	67	AA+	5	-	-	-	2.21	-26	-7	2.37	-20	3
广州珠江实业集团有限公司	211	AA	5+	5	3	-2	2.20	-30	-2	3.29	-38	-5
中交房地产集团有限公司	155	AA+	4-	0	2	2	2.13	-39	-12	3.13	-27	2
联发集团有限公司	162	AA	5-	-	-	-	2.12	-31	-5	2.68	-10	23
北京电子城高科技集团股份有限公司	58	AA	5-	1	1	0	2.08	-30	-4	2.49	-	-
中铁置业集团有限公司	44	AA+	6	-	-	-	2.07	-40	-16	2.28	-25	-3
中国铁建房地产集团有限公司	405	AA+	5+	2	4	2	2.07	-30	-6	2.63	-27	2
大悦城控股集团股份有限公司	137	AA+	4-	-	-	-	2.03	-32	-6	2.18	-25	2
中国绿发投资集团有限公司	139	AA+	4-	1	2	1	2.03	-29	-7	2.39	-30	-3
金融街控股股份有限公司	514	AA+	4-	6	2	-4	2.03	-29	-7	2.48	-28	2
中海企业发展集团有限公司	431	AAA	3	3	4	1	2.02	-33	-5	2.11	-31	-3
保利发展控股集团股份有限公司	746	AAA	3	4	8	4	2.00	-30	-5	2.25	-27	-2

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

## 产业债配置：央企托底，民企掘金

- 央企高度重视风险管控，市场认可度高，延续作为底仓配置的核心品种。位列国务院国资委、财政部名录的央企背靠中央层面信用，央企信用保障基金为央企债券提供“安全垫”，因此获得市场的广泛认可。观察央企收益率情况，2024年央企与央企子公司存量规模有所上升，利率中枢分别为1.78%、2.09%。央企板块：华侨城和长城资管1Y债券收益率较高，在2%以上，其余top30央企主体收益率区间主要在1.70%-1.90%。央企子板块：大部分以央企地产债为主，中交房产1年期收益率2.72%、3年期收益率3.65%；信达地产1年期收益率2.37%、3年期收益率2.95%。
- 经历了超过十年的风险出清，其他类民企板块当前存续主体收益率分化仍然较大。板块内部择券难度较大，部分企业如辽宁方大、复星高科、浙江恒逸位于收益率偏高区间，而优质主体如伊利实业集团、华为投控的1年期估值收益率低于1.8%，两类企业差异仍然明显。整体民企板块存续债规模有所下降，3年期债券存量较少，选择空间有限。中间类型的民企方面，远东国际、通威股份和红豆集团1年期估值在2.5%以上，红狮控股、吉利控股和山东宏桥1年期收益率在2.2%-2.5%之间，在风险和收益均衡判断的情况下，具有一定挖掘和配置价值。考虑到部分主体出现过较为严重的估值波动和违约风险，板块内下沉仍需谨慎；在当前收益率水平下，可关注通威股份、山东宏桥等安全性尚可，同时有一定利差的主体。

# 央企主体收益率及持仓频次分析

表：国资委、财政部及部分中央部委名录下央企平台存量top30收益率

单位：亿元、%、bp

主体	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
				24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
华侨城集团有限公司	346	AA	5	2	3	1	3.82	15	24	4.71	61	35
中国长城资产管理股份有限公司	348	AA+	5+	-	-	-	2.24	-17	-6	2.40	-14	3
中国有色矿业集团有限公司	239	AA+	5+	1	3	2	1.90	-27	-5	2.08	-27	2
中国东方资产管理股份有限公司	913	AAA-	3	-	-	-	1.88	-28	-7	2.02	-25	-3
中国盐业集团有限公司	54	AA	4-	-	-	-	1.87	-33	-6	2.15	-27	6
中国人民保险集团股份有限公司	120	AA+	2	-	-	-	1.85	-33	-5	2.01	-29	3
中国信息通信科技集团有限公司	90	AAA-	3	-	-	-	1.84	-29	-5	1.98	-26	3
中国信达资产管理股份有限公司	1441	AAA-	3	-	-	-	1.84	-33	-9	2.03	-27	-3
中国航空器材集团有限公司	17	AAA-	4-	0	1	1	1.83	-30	-6	1.97	-26	2
中国节能环保集团有限公司	389	AA+	4-	3	2	-1	1.83	-29	-7	1.98	-28	1
中国机械科学研究总院集团有限公司	20	AA+	4	-	-	-	1.81	-27	-6	1.97	-24	3
中国航空集团有限公司	63	AAA	3	1	2	1	1.80	-28	-5	1.90	-27	-2
中国保利集团有限公司	10	AAA	2	0	1	1	1.78	-25	-2	1.90	-22	3
中国南方航空集团有限公司	84	AAA	3	2	2	0	1.78	-30	-7	1.90	-27	-2
中国机械工业集团有限公司	70	AAA-	3	1	2	1	1.78	-28	-4	1.92	-25	3
中国诚通控股集团有限公司	1571	AAA-	4+	14	16	2	1.78	-30	-6	1.91	-26	1
中国铝业集团有限公司	220	AAA-	4	-	-	-	1.78	-29	-6	1.92	-26	2
中国五矿集团有限公司	289	AAA-	3	1	5	4	1.78	-29	-6	1.92	-26	2
中国电子信息产业集团有限公司	146	AAA-	4	-	-	-	1.78	-29	-6	1.92	-26	2
中国黄金集团有限公司	115	AAA-	4+	0	2	2	1.78	-29	-6	1.92	-26	2
中国中煤能源集团有限公司	130	AAA-	3	-	-	-	1.78	-29	-6	1.92	-25	2
中国东方电气集团有限公司	20	AAA-	4+	0	1	1	1.78	-30	-6	1.92	-26	2
中国建材集团有限公司	119	AAA-	4+	-	-	-	1.78	-30	-6	1.92	-26	2
新兴际华集团有限公司	187	AAA-	4	2	1	-1	1.78	-29	-5	1.92	-26	2
中国电气装备集团有限公司	27	AAA-	3	0	1	1	1.78	-29	-5	1.92	-25	2
中国建银投资有限责任公司	130	AAA-	3	3	4	1	1.77	-31	-6	1.91	-26	1
中国国新控股有限责任公司	1727	AAA	3	6	7	1	1.76	-28	-5	1.87	-27	-2
国家开发投资集团有限公司	503	AAA	2	-	-	-	1.75	-29	-5	1.85	-27	-2
中国兵器工业集团有限公司	133	AAA	2	-	-	-	1.75	-28	-5	1.84	-28	-2
中国大唐集团有限公司	1007	AAA	4	3	4	1	1.75	-28	-5	1.85	-27	-2

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# 央企子公司主体收益率及持仓频次

表：部分重点央企子公司1年期和3年期收益率top30

单位：亿元、%、bp

主体	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
				24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
中航工业产融控股股份有限公司	273	AA	4+	1	1	0	5.97	385	384	4.50	220	219
康佳集团股份有限公司	47	AA	6-	-	-	-	3.29	-2	2	3.56	8	17
保利久联控股集团有限责任公司	30	AA-	7+	-	-	-	3.02	-100	-101	3.77	-25	-29
北京易华录信息技术股份有限公司	5	AA-	7+	1	1	0	2.74	-58	-57	3.30	6	2
中交地产股份有限公司	141	AA	5-	-	-	-	2.72	-63	-65	3.65	-7	-4
信达投资有限公司	185	AA	5+	2	6	4	2.52	-33	-34	3.00	-1	2
中国光大实业(集团)有限责任公司	25	AA	5-	3	5	2	2.47	-33	-34	2.75	-	-
信达地产股份有限公司	175	AA	5-	2	5	3	2.37	-53	-55	2.95	-	-
上海金茂投资管理集团有限公司	332	AA+	4-	-	-	-	2.37	-40	-41	2.88	-3	-3
中盐吉兰泰盐化集团有限公司	7	AA	5-	-	-	-	2.32	-34	-34	2.60	-1	5
中国康富国际租赁股份有限公司	1347	AA	6	-	-	-	2.16	-23	-24	2.75	-	-
东方资产管理(中国)有限公司	80	AA	5-	-	-	-	2.13	-20	-21	2.41	19	18
中交房地产集团有限公司	155	AA+	4-	0	2	2	2.13	-39	-40	3.13	2	2
华建国际实业(深圳)有限公司	49	AA	5-	-	-	-	2.12	-33	-34	2.50	4	5
中铁四局集团有限公司	121	AAA-	5	-	-	-	2.10	-22	-22	2.26	8	9
中铁置业集团有限公司	44	AA+	6	-	-	-	2.07	-40	-41	2.28	-5	-3
招商局漳州开发区有限公司	17	AA+	5	-	-	-	2.07	-30	-32	2.23	-1	2
中国铁建房地产集团有限公司	405	AA+	5+	2	4	2	2.07	-30	-31	2.63	2	2
中建科技集团有限公司	8	AA+	5-	-	-	-	2.04	-27	-28	2.21	-1	3
中国金茂(集团)有限公司	21	AA+	5+	-	-	-	2.03	-34	-34	2.19	-4	2
中国绿发投资集团有限公司	139	AA+	4-	1	2	1	2.03	-29	-31	2.39	-3	-3
中国电建地产集团有限公司	283	AA	5-	2	4	2	2.02	-33	-34	2.95	13	16
大唐华银电力股份有限公司	10	AA	6+	-	-	-	1.97	-33	-32	2.25	-2	6
海发宝诚融资租赁有限公司	210	AA	6	1	1	0	1.96	-28	-29	2.30	8	10
东航国际融资租赁有限公司	10	AA+	5-	-	-	-	1.92	-21	-26	2.09	9	9
中铁一局集团有限公司	88	AA+	5	-	-	-	1.92	-29	-32	2.09	-1	-1
中国城乡控股集团有限公司	45	AA+	5	-	-	-	1.92	-30	-31	2.08	2	2
新华水力发电有限公司	195	AA	5	-	-	-	1.92	-33	-30	2.20	-3	6
鞍钢股份有限公司	3	AA+	5	-	-	-	1.92	-30	-30	2.08	-3	2
大唐陕西发电有限公司	34	AA+	5-	0	1	1	1.92	-30	-35	2.08	2	2

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：最新收益率统计时间截至2025年5月9日

# 民企主体收益率及持仓频次

表：存续债规模靠前的其他民企发行主体

单位：亿元、%、bp

主体	存续债	隐含评级	YY评级	债基重仓频次			普通债					
				24Q4	25Q1	变动	1Y	较3.17	较4.7	3Y	较3.17	较4.7
辽宁方大集团实业有限公司	50	A+	6-	-	-	-	5.66	-41	-12	6.22	-23	1
上海复星高科技(集团)有限公司	69	AA-	6+	0	1	1	4.81	-61	-32	-	-	-
浙江恒逸集团有限公司	104	AA-	7+	4	5	1	3.46	-115	-87	4.77	-29	1
远东国际融资租赁有限公司	659	AA	5	4	7	3	2.67	-14	8	3.10	-23	2
通威股份有限公司	180	AA	6+	-	-	-	2.52	-33	-6	-	-	-
红豆集团有限公司	48	A+	7	0	2	2	2.52	-23	4	2.75	8	41
红狮控股集团有限公司	66	AA	5	-	-	-	2.47	-33	-7	3.40	-27	6
浙江吉利控股集团有限公司	287	AA+	4-	2	2	0	2.28	-49	2	-	-	-
山东宏桥新型材料有限公司	197	0	5-	3	3	0	2.27	-38	-11	2.60	-27	6
平安国际融资租赁有限公司	1100	0	4-	12	13	1	2.04	-39	-8	-	-	-
奇瑞徽银汽车金融股份有限公司	145	0	0	-	-	-	2.04	-29	-8	-	-	-
宁德时代新能源科技股份有限公司	50	AA+	4	3	4	1	2.02	-40	-16	2.18	-37	-8
浙江荣盛控股集团有限公司	90	AA	6+	0	5	5	1.97	-33	-5	2.60	-27	6
海尔集团(青岛)金盈控股有限公司	116	AA	5	0	1	1	1.97	-38	-11	2.45	-42	-9
中国燃气控股有限公司	80	AAA-	4+	-	-	-	1.93	-30	-6	2.07	-26	2
TCL科技集团股份有限公司	115	0	4	4	3	-1	1.92	-33	-6	2.20	-27	6
保定市长城控股集团有限公司	67	AA	5+	-	-	-	1.92	-33	-6	-	-	-
宝马中国资本有限责任公司	100	AA+	5-	1	1	0	1.87	-30	-6	2.08	-27	2
中燃投资有限公司	60	AAA-	4+	0	2	2	1.83	-29	-6	2.07	-21	7
梅赛德斯-奔驰国际财务有限公司	90	AA+	4-	3	3	0	1.82	-30	-6	2.03	-22	2
梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	353	AAA	4	-	-	-	1.81	-26	-6	1.86	-27	-4
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	400	AAA-	3	-	-	-	1.78	-29	-6	1.92	-26	2
华为投资控股有限公司	480	AAA	3	4	1	-3	1.73	-34	-7	1.90	-30	-2
特变电工股份有限公司	55	AA	5	-	-	-	-	-	-	2.54	-21	11
立讯精密工业股份有限公司	90	AA	5+	1	2	1	-	-	-	2.25	-22	6

100

# 煤炭行业财报分析：营利双降、现金流收缩、杠杆率小幅下降

- **下游行业需求支撑不足，行业整体营利双降。**煤炭行业下游需求依赖火电、钢铁和建材行业，其余主要为民用和煤化工等领域。最大两个下游端火电和钢铁行业均面临挑战，火电行业需要从依赖高碳排放的能源模式向低碳模式转变，火电长期需求偏弱；钢铁行业受到产量过剩和结构调整的双重压力。
- **盈利能力方面，营业收入和净利润双双下降。**2022年受疫后下游行业复苏以及俄乌局势影响，供应出现阶段性紧张，供需短期内失衡拉动煤价提升，煤企迎来周期性回暖，营业收入和净利润大幅增加。2024年以来市场需求整体疲软，情绪较为低迷，煤价上涨的动力不足。受煤价偏弱影响，煤炭业绩仍缺乏支撑，营收和净利双双同比下降。
- **现金流方面，经营净现金流小幅收缩。**2024年经营净现金流入同比减少9.54%，受盈利下降推动现金流弱化，但收缩幅度较前值收窄。盈利是现金流的基础，在煤企整体盈利能力承压的基础上，现金流持续收缩，影响后续业务拓展。
- **资本结构方面，煤炭企业资产负债率小幅下降。**虽然煤炭行业景气度有所回落，盈利能力呈现下降态势，但仍带动权益端持续累积，同时企业主动去杠杆，杠杆率整体呈现逐年小幅下降趋势。

煤炭行业主要财务数据指标（单位：亿元、%、pct）

财务指标	2021	2022	2023	2024	2024较2023 同比变化
营业收入	15,285.13	16,706.14	14,978.75	14,309.58	-4.47%
归母净利润	1,625.25	2,474.86	1,844.86	1,494.52	-18.99%
ROE	16.50	22.15	15.21	11.93	-3.28
资产负债率	49.38	45.79	45.26	45.15	-0.11
经营性净现金流	3,631.81	4,397.01	2,925.99	2,646.91	-9.54%

# 钢铁行业财报分析：净利大幅下降、现金流稳定、杠杆率稳定

- 下游行业景气度欠佳，整体呈现弱需求。钢铁行业下游需求依赖地产及基建用钢、集装箱、家电和船舶等制造业。地产行业深度调整及各项基建项目建设放缓，地产、基建用钢需求整体降低。钢铁行业面临“高成本、低需求”的结构性困境。
- 盈利能力方面，高库存、弱需求下钢企盈利能力大幅下滑。钢铁行业产量高位运行，产能偏高、供应过剩，叠加终端需求减少，市场供需结构持续难以优化，去库存压力较大。失衡的供求带动钢材价格持续波动下行。2024年归母净利润为-92.26亿元，ROE从2021年的14.01%大幅下降至2024年的-1.01%。净利跳水，ROE为负，行业仍处于深度调整期。
- 现金流方面，经营净现金流小幅改善。2024年以来钢铁企业经营压力普遍进一步加剧，亏损面有所扩大，但经营净现金流小幅改善，2024年经营活动净现金流同比增加17.25%。
- 资本结构方面，钢铁行业杠杆率基本稳定。近几年钢铁行业资产负债率在55%左右小幅波动，2021年以来虽现金流大幅收紧，但投资需求亦有所降低，行业整体杠杆率较为稳定。2024年资产负债率为56.77%，同比小幅抬升1.40pct。

钢铁行业主要财务数据指标（单位：亿元、%、pct）

财务指标	2021	2022	2023	2024	2024较2023 同比变化
营业收入	24,821.55	23,248.69	22,219.81	20,110.46	-9.49%
归母净利润	1,224.17	329.06	285.97	-92.26	-132.26%
ROE	14.01%	3.61%	3.11%	-1.01%	-4.12
资产负债率	54.84%	55.57%	55.37%	56.77%	1.40
经营性净现金流	2,419.05	1,513.68	946.44	977.29	3.26%

# 房地产行业财报分析：净利跳水、现金流下滑、杠杆率稳定

- **盈利能力方面，营业收入大幅下滑，净利跳水，ROE为负，行业仍处于深度调整期。**受结转成本、资产减值等多重因素影响，净利润惨遭重创，2024年同比减少1,653.96亿元。ROE角度亦反映房企盈利能力受挫，2024年ROE为-10.75%，首次由正转负，较2023年减少11.12pct。
- **现金流方面，经营净现金流严重下滑。**面临市场下行，企业主动或被动持续收缩经营规模，2024年经营活动净现金流同比减少52.14%，伴随销售下滑，企业现金流压力日益加重。
- **资本结构方面，近两年房地产行业杠杆率基本稳定。**由于业务收缩以及融资规模收缩，2024年房企仍延续降杠杆趋势，较2021年的78%小幅压降，近两年在75%左右小幅波动。2024年资产负债率为75.39%，同比小幅减少0.24pct。

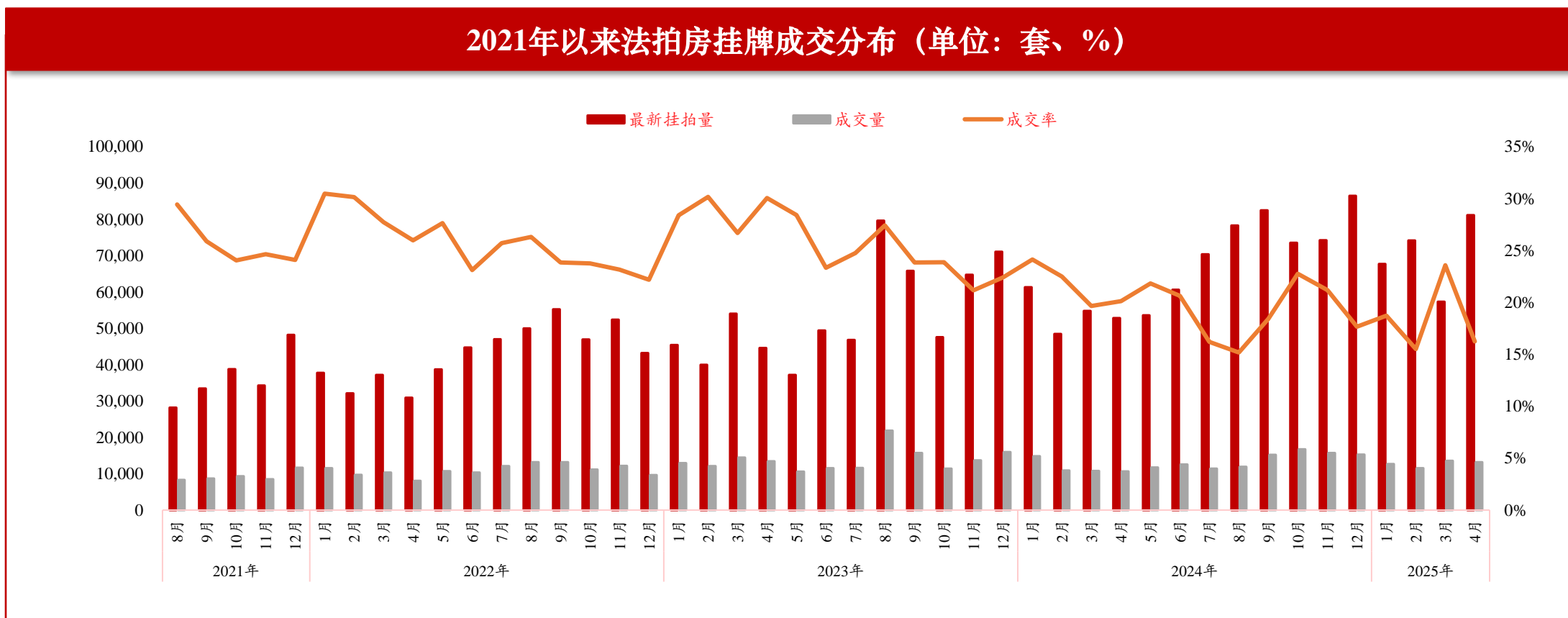
房地产行业主要财务数据指标（单位：亿元、%、pct）

财务指标	2021	2022	2023	2024	2024较2023 同比变化
营业收入	27,082.16	24,942.82	24,667.33	19,400.16	-21.35%
归母净利润	875.33	226.53	58.42	-1,595.54	-
ROE	5.39%	1.41%	0.37%	-10.75%	-11.12
资产负债率	78.32%	77.45%	75.63%	75.39%	-0.24
经营性净现金流	3,290.30	1,914.98	2,060.09	985.88	-52.14%

## 法拍房：挂牌攀升，成交率锐减

- 法拍房作为二手房市场小众价格锚，挂牌量持续攀升、成交率锐减。2025年4月法拍房规模激增，环比增长41.47%，2025年1-4月最新挂牌量为28.03万套，较去年同期增长29%。但面对不断上升的市场规模，成交面却呈现量价齐跌态势。2025年1-4月平均成交率18.51%，较去年同期下降3.09pct。

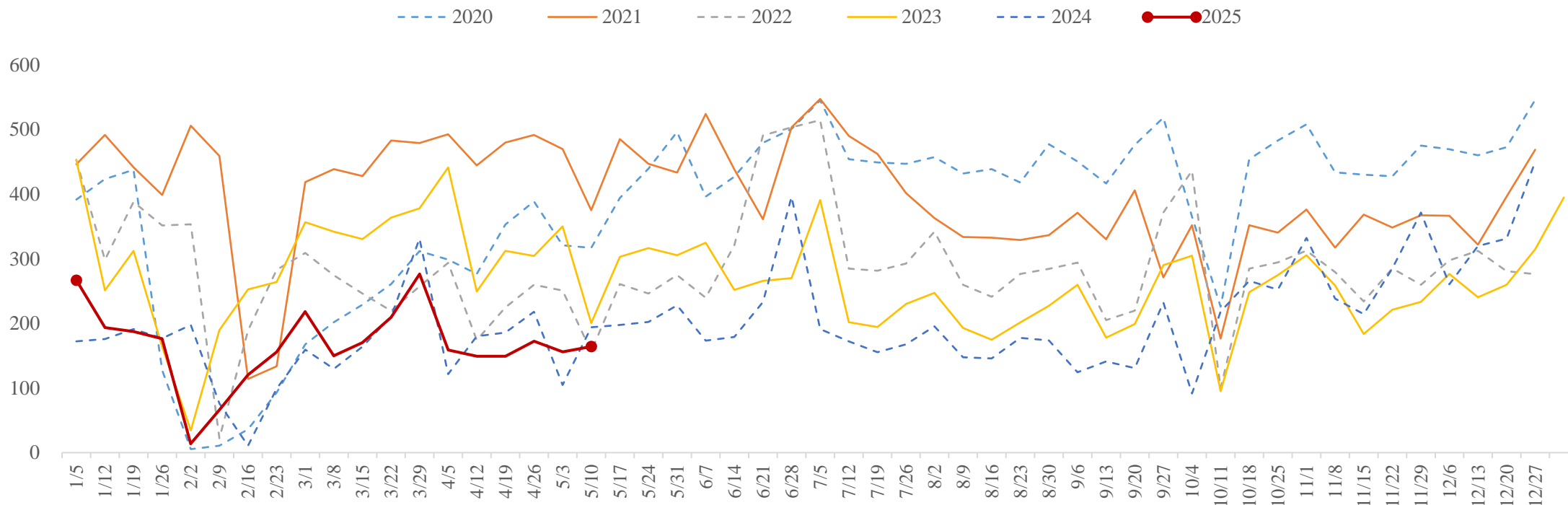
2021年以来法拍房挂牌成交分布（单位：套、%）



# 地产仍在筑底，成交面积下行

- 基本面来看，地产市场目前处于深度调整期、筑底进行时，30城商品房成交面积下行至近六年低位。2025年4月，30个大中城市商品房成交面积为629.29万平方米，同比降10.8%，环比降38.88%。

### 2020年以来30大中城市商品房成交面积周度数据（万平方米）



# 11

## 风险提示

- **数据统计口径存在差异：**城投板块主要采用企业预警通披露的城投口径，若采用其他口径可能导致数据结果出现一定程度的差异。
- **历史数据无法代表未来：**对历史收益率和利差的复盘与回顾更多是对过往的总结，考虑到当前宏观背景、政策环境以及债市供需结构出现较大变化，过往经验对未来的指示意义可能不大。
- **政策发生重大变化可能导致策略失效：**信用债利差低位，若化债或地产等政策出现重大变动，可能引导市场预期发生变化，最终导致各板块信用策略失效。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>