

# 光明晦暗，一念之间

## ——信用债市场中期策略报告

### 核心观点

各板块利差均处于历史低位，当前基本面改善预期较弱，短期来看，在政策面维稳影响下，信用风险仍然难以构成重要扰动因素，资产荒格局大概率延续，在强预期和弱现实交织时期，比较可行的思路是跟随市场下沉，同时在各板块间寻找收益空间。

最近一年信用债市场属于资本利得的高光时刻，而当下配置又属于票息空间极窄的晦暗时间。既处于信用风险得到良好管控的“高胜率”状态，也属于多数板块收益率偏低的“低赔率”状态。

利空因素仍在预期之外。在信用风险难以构成扰动、政策禁止手工补息、中小行及险资欠配、利率突破空间受限、信用下沉成为主流的环境之下，信用利差预计难以反弹，市场利空因素仍在预期之外，历史上的利空因素在当下很难复现，具体分析见正文。

就各板块的挖掘价值而言：国企地产>金融债>尾部城投>煤炭、钢铁>央企。

城投债：聚焦收益挖掘，构建小哑铃。化债叠加资产荒演绎，上半年城投债利差压缩到历史分位数低点，信用风险在政策支持下得到明显缓释，供需结构成为目前城投债市场的核心矛盾，从收益挖掘的角度，聚焦重点省份做短久期下沉挖掘，其他省份建议保持3年左右久期，整体策略中性偏积极。

国企地产债：政策加码+万科修复=估值改善

2024年政策端持续加码，虽然未必能带来基本面的大幅反弹，但至少有利于降低国企地产的报表弱化风险；且考虑到过往以万科为代表的热点主体估值修复曾带动其他地产国企利差压缩，因而近期国企地产债交易价值凸显。考虑到债基增持与近期市场趋势，建议关注：1、3年期的招商、保利、中海、华润；2、1-2年期的建发、华发、首开与华侨城。

煤炭钢铁债：性价比偏低，关注核心主体。煤炭、钢铁行业基本面与利差走势出现背离，核心问题在于永煤事件后连续3年均未再度出现信用风险扰动。当前该品种胜率较高、赔率偏低，挖掘空间有限，建议关注河钢、山钢、山西煤企的3年期品种。

金融债：关注品种机会挖掘

2022年，由于城投利差走扩，AMC、租赁债一度被认为是城投的劣后级而受到市场担忧。但伴随一揽子化债工作推进和国企风险协调力度加强，这部分品种受到更多青睐。伴随银行二永债利差大幅度压缩，其他金融债品种受更多关注。

1) 银行债：银行业虽息差收窄但资产荒环境下，再融资顺畅使得二永债不赎回风险很低，建议关注部分经济发达区域的城农商行的拉久期机会+化债热点地区银行下沉机会。2) 券商次级债：当前板块仍可继续挖掘，1年、3年期品种收益率均比股份行二级资本债收益率高出10-30bp，可做收益挖掘。3) 保险次级债：资产端收益边际下降或导致部分保险公司面临利差损问题，板块挖掘宜适度谨慎，建议重点关注隐含AA+和AA级别的央国企保险机构的机会。4) 租赁债：金租债可拉久期获取超额收益，商租债建议以央国企背景、股东实力较强的平台为主。5) AMC债：建议关注部分国资背景、资本体量偏大的地方AMC，此类主体仍具有一定安全垫。

品种策略：关注银行二级债和重点省份私募城投债

截至2024年6月4日，重点省份私募债、永续债与公募品种存在约50bp的空间，银行二级资本债与银行普通债的差值超过80bp，建议关注品种利差机会。

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。

分析师：杜渐  
执业证书号：S1230523120005  
dujian@stocke.com.cn

分析师：唐嵩  
执业证书号：S1230524020003  
tangsong@stocke.com.cn

研究助理：李艳  
liyan03@stocke.com.cn

### 相关报告

- 《如何理解50年特别国债发行上市》 2024.06.12
- 《低评级转债超跌，静待后续反弹》 2024.06.10
- 《关注阶梯曲线形态下的流星型策略》 2024.06.10

## 正文目录

<b>1 信用债市场核心趋势的全面思考</b>	<b>6</b>
1.1 站在“高胜率、低赔率”的十字路口	6
1.2 利多收益挖掘的六条因素	8
1.3 利空因素的冷静反思	9
1.3.1 “理财赎回潮”再现的担忧	9
1.3.2 基本面与市场的背离	9
1.3.3 利率调整与信用策略的选择	11
<b>2 城投债策略：聚焦收益挖掘</b>	<b>11</b>
2.1 基本面：地方财政压力仍存	12
2.2 政策面：化债攻坚延续	13
2.2.1 政策有何边际变化？	13
2.2.2 特殊再融资债发行情况	14
2.3 策略选择：构建小哑铃	15
2.3.1 重点省份仍可下沉	15
2.3.2 非重点省份考虑拉久期	16
2.4 基金持仓：向低层级信用下沉	17
2.4.1 重仓城投债区域分析	17
2.4.2 重仓城投收益率水平分析	19
2.4.3 重仓城投前 20 大主体分析	20
<b>3 地产债策略：关注央国企地产债</b>	<b>21</b>
3.1 地产主体存量情况	22
3.2 行业政策面跟踪	22
3.3 行业基本面跟踪	23
3.4 行业与主体利差分析	24
<b>4 煤炭债策略：久期中性，等待回调机会</b>	<b>26</b>
4.1 行业基本面跟踪：煤价保持稳定	26
4.2 煤炭行业近年走势复盘	27
4.3 行业一季报：指标边际弱化，杠杆持续压降	28
4.4 行业主体收益率及持仓频次分析	29
<b>5 钢铁债策略：短期偏向防守</b>	<b>29</b>
5.1 行业基本面跟踪：供需偏弱	29
5.2 行业一季报：利润下滑、现金流趋紧、杠杆稳定	30
5.3 行业主体收益率及持仓频次分析	31
<b>6 地方国企策略：适度关注久期机会</b>	<b>32</b>
<b>7 金融债策略：关注品种机会挖掘</b>	<b>32</b>
7.1 金融债利差走势复盘	32
7.2 银行二永债：关注强省份城农商行的拉久期机会	34
7.2.1 银行业基本面跟踪：资产质量稳中向好，资本承压，净息差收窄	34
7.2.2 银行主要主体利差分析	37
7.3 券商次级债：中部券商次级债仍有收益可挖	40
7.3.1 证券业基本面跟踪：净利润连续两年下滑，投资收益支撑起行业 2023 年收入增长	40
7.3.2 券商主要主体利差分析	41

7.4 保险次级债：关注隐含 AA+、AA 级央企保险机构的绝对高收益机会 .....	42
7.4.1 保险业基本面跟踪：资产规模和收入稳步增长，偿付能力处于稳定 .....	42
7.4.2 保险主要主体利差分析 .....	44
7.5 租赁债：金租债可拉久期，商租债挖掘央企平台债 .....	45
7.5.1 租赁业基本面跟踪：仍在稳步扩张中，未来行业政策方向或存不确定性 .....	45
7.5.2 租赁主要主体利差分析 .....	46
7.6 AMC 债：经营承压背景下重点关注国资背景平台 .....	48
7.6.1 AMC 行业基本面跟踪：行业严监管，处置速度放缓，难度加大，经营有所承压 .....	48
7.6.2 AMC 主要主体利差分析 .....	49
<b>8 央企板块策略：延续底仓配置 .....</b>	<b>50</b>
<b>9 制造业民企策略：分化仍然较大，需精细化挖掘 .....</b>	<b>51</b>
<b>10 品种策略：关注银行二级债和重点省份私募城投债 .....</b>	<b>52</b>
<b>11 风险提示 .....</b>	<b>53</b>

## 图表目录

图 1: 信用债存续规模与宏观杠杆率情况	7
图 2: 2014 年以来城投利差走扩的扰动因子 (%)	10
图 3: 2014 年至今 3 年期城投债的等级利差 (%)	12
图 4: 2014 年至今城投债期限利差 (%)	12
图 5: 各省份 2023 年财力及债务率情况 (亿元, %)	13
图 6: 本轮特殊再融资债发行规模达到 1.5 万亿元 (亿元)	15
图 7: 近 1 年重点省份 1 年期利差走势向非重点省份靠拢	16
图 8: 2024Q1 各省份重仓城投债规模分收益率区间分布 (家)	19
图 9: 2024Q1 各省份重仓城投债规模分剩余期限区间分布 (家)	20
图 10: 2008 年以来房地产行业周期性变动 (%)	21
图 11: 2022 年以来各地因城施策频次	23
图 12: 我国楼市量价情况统计	24
图 13: 2020 年以来全国房屋新开工面积统计	24
图 14: 2020 年以来全国房屋竣工面积统计	24
图 15: 2024 年 2 月以来地产国企、民企利差再度收敛	25
图 16: 部分百强房企收益率及债基重仓频次情况	26
图 17: 2024 年 1 季度原煤产量小幅下降	27
图 18: 主流港口煤炭库存变动及煤价走势	27
图 19: 动力煤和炼焦煤消费量 (万吨)	27
图 20: 动力煤下游行业消费量分布 (万吨)	27
图 21: 煤炭行业信用利差与煤价变动情况	28
图 22: 存续债余额大于 20 亿元的煤炭主体收益率及债基持仓频次情况	29
图 23: 粗钢及钢筋产量变动情况 (万吨)	30
图 24: 钢材库存变动情况 (万吨)	30
图 25: 钢铁债信用利差与螺纹钢价格走势 (bp, 元/吨)	30
图 26: 存续债余额大于 10 亿元的钢铁行业主体收益率及债基持仓频次情况	31
图 27: 其他行业存量债余额超过 150 亿的地方国企	32
图 28: 2024 年各类金融次级债信用利差走势 (bp、%)	33
图 29: 商业银行资本充足率统计 (%)	35
图 30: 商业银行资本充足率分机构类型统计 (%)	35
图 31: 商业银行净利润及净息差	36
图 32: 商业银行盈利水平分机构类别统计 (%)	36
图 33: 商业银行资产质量统计	37
图 34: 商业银行拨备覆盖率统计 (%)	37
图 35: 商业银行不良贷款比例分机构类型统计 (%)	37
图 36: 商业银行拨备覆盖率分机构类型统计 (%)	37
图 37: 证券行业收入结构统计	41
图 38: 2022 年和 2023 年证券行业各类收入规模 (亿元)	41
图 39: 保险行业收入结构统计	43
图 40: 保险行业各类风险综合评级公司数量 (家)	43
图 41: 综合偿付能力充足率分保险公司类型统计 (%)	44
图 42: 核心偿付能力充足率分保险公司类型统计 (%)	44

图 43: 城投债品种利差压缩至低位.....	53
图 44: 重点省份私募城投债存在挖掘空间.....	53
图 45: 私募产业债后续可压缩幅度并不大.....	53
图 46: 银行二级资本债更具性价比.....	53
表 1: 历年信用债违约情况总结.....	8
表 2: 当前和“理财赎回潮”时期的对比分析.....	9
表 3: 各板块基本面和市场面对比.....	11
表 4: 当前环境下利率和信用策略的对比.....	11
表 5: 2008 年以来各领域政策宽松度情况.....	13
表 6: 2024 年以来银行债务置换持续推进.....	14
表 7: 各省份分期限城投债规模及收益率情况 (亿元, %).....	16
表 8: 2024Q1 债基重仓各省份城投债规模分行政层级变动情况 (亿元).....	17
表 9: 2024Q1 各省份重仓城投债规模分中债隐含评级分布.....	18
表 10: 债基重仓规模 Top 20 城投债主体.....	20
表 11: 不同信用状态的民企地产主体对比 (亿元).....	22
表 12: 2024 年以来地产支持政策加码.....	22
表 13: 煤炭行业主要财务指标数据 (亿元).....	28
表 14: 钢铁行业主要财务指标数据 (亿元).....	31
表 15: 2024 年金融次级债利差走势统计.....	33
表 16: 2024 年 5 月 27 日部分重点银行二永债收益率情况.....	38
表 17: 2020 年-2023 年证券行业经营情况统计 (家、亿元).....	40
表 18: 2024 年 5 月 27 日部分重点券商次级债收益率情况.....	41
表 19: 2020~2023 年保险行业经营情况统计 (亿元).....	42
表 20: 2024 年 5 月 27 日部分重点保险资本补充债收益率情况.....	44
表 21: 2021~2023 年金租行业经营情况统计 (亿元).....	46
表 22: 2021~2023 年商租行业经营情况统计 (亿元).....	46
表 23: 2024 年 5 月 27 日部分重点金租主体收益率情况.....	46
表 24: 2024 年 5 月 27 日部分重点商租主体收益率情况.....	47
表 25: 2021~2023 年 AMC 行业经营情况统计 (亿元).....	49
表 26: 2024 年 5 月 27 日部分重点 AMC 主体收益率情况.....	49
表 27: 中央企业融资有关政策.....	50
表 28: 央企核心发债主体情况.....	51
表 29: 存续债规模靠前的制造业民企发行主体.....	52

## 1 信用债市场核心趋势的全面思考

阳光投射的背面即是阴影，信用利差极度压缩的十字路口，光明与晦暗交织。

从**资本利得（交易盘）**角度来看，当前是信用债市场的高光时刻。2023年3季度以来，以尾部城投为代表的城投债利差开启了一轮快速压缩行情，对于重仓信用债的机构而言，本轮城投债快牛行情使得账户积累了大量资本利得，收获颇丰。

从**票息（配置盘）与风险**角度来看，当前则是信用债市场的晦暗时点。伴随信用利差已然压缩到极低区间，曾经8%以上的票息视为高收益债市场，当前最新定位已然要改为4%。以城投和产业国企为代表的发行主体，其信用风险不再受到担忧，也让传统的信用研究框架重新受到审视。

**无风险利率+信用利差全线压缩的“新时代”**，让市场呈现出了全新的现象：在基本面和市场面出现一定背离的环境下，信用下沉或久期策略仍相对占优，对信用风险更偏审慎的投资者可能阶段性面临收益压力，而策略更加积极的投资者更易把握行情机会。

**资产端收益率下行速度显著超过负债端成本，是当前市场的核心矛盾。**这一矛盾的背后，反映的是社会资本实际回报率下降速度，快于了投资者的接受程度。站在投资的角度来看，债券市场向来不惧下跌，波动意味着更多的配置机会和价值，且票息资产的付息特征使其天然具备一定安全垫属性；与之相反的，投资人在长期大涨行情下往往难以抉择，配置型机构后续配置的资产难以满足负债成本，而广义基金同样难以贡献如此前一样高的业绩基准。

### 1.1 站在“高胜率、低赔率”的十字路口

当前信用债市场整体处于**胜率较高而赔率较低**的时期。在信用风险难以构成扰动、政策禁止手工补息、中小行及险资欠配、利率突破空间受限、信用下沉成为主流的环境之下，信用债市场利空的因素仍然较为难寻。

从历史分位数来看，极低的历史分位数水平、逼仄的信用利差空间确实已经成为了继续挖掘的阻碍，但历史分位数是一种均值回归式的研究思路，而投资总是要面向未来，信用债市场已然迎来新时代，站在当前“高胜率、低赔率”的十字路口，我们提出“未来分位数”的概念，即在供需格局未发生显著变化之前，历史分位数的指示意义或已边际下降，信用债的收益率和利差或难以回到从前水平。

从**首单违约超日债至今，业已渡过十年时间**。从全市场信用扩张的角度来看，信用债市场经历了快速甚至过度金融化的十年。总结过去十年信用债市场的违约因子，我们认为背后深刻的反映了经济与政策生态的全盘演变：

- 1、2014~2016年：从粗放式发展到高质量发展，淘汰落后产能，导致诸多行业尾部企业违约。
- 2、2017~2018年：“潮水褪去，才知道谁在裸泳”。伴随宽松之后的流动性收紧，部分主体再融资难度加大，缺乏基本面支撑的发行主体风险逐步开始暴露。
- 3、2018年之后：伴随监管环境趋严，经济生态也随之演变。违约的背后是融资激进，融资激进的背后是投资激进，而投资激进的背后是发展理念的偏离，这其中既包括部分民企举债扩张、过度承担风险的发展理念，也包括部分地方阶段性高杠杆投资的发展理念。

过去十年，国内经历了居民和政府部门的快速加杠杆，而非金融企业在高基数下增量表现相对克制。具体来看，经历了地产行业的快速扩张，居民部门通过房贷的方式快速增加杠杆，到2023年底杠杆率达到63.5%，略低于美国约10个百分点，与日本接近，后续加杠杆空间或已不大；政府部门通过发行一般和专项债的方式增加杠杆，2023年底达到56.1%，仍显著低于美国和日本的杠杆率水平，但考虑到城投隐债以及泛城投所对应的政府信用，国内政府部门杠杆率存在一定程度的低估；过去十年，非金融企业部门主要由城投和国央企加杠杆，民企因举债扩张难度较大，因此债务规模增长反而不大，到2023年底，非金融企业部门杠杆率168.4%，显著低于美国和日本同期水平，后续国央企和民企存在一定加杠杆空间。

图1：信用债存续规模与宏观杠杆率情况

时间	信用债存续金额 (万亿元)									中国宏观杠杆率 (%)			美国宏观杠杆率 (%)			日本宏观杠杆率 (%)		
	央企	央企子公司	城投	地方国企	民营地产	民营制造业	银行二永	信用债合计	信用债同比增速	居民部门	非金融企业	政府部门	居民部门	非金融企业	政府部门	居民部门	非金融企业	政府部门
2014年末	2.19	1.49	4.46	3.46	0.04	1.09	1.18	13.89	-	36.00	142.40	38.80	79.00	251.00	96.00	60.80	366.50	208.70
2015年末	2.37	1.78	5.52	4.25	0.34	1.47	1.39	17.12	23.22%	39.20	151.50	36.90	77.20	250.10	96.40	59.50	359.40	205.60
2016年末	2.39	1.98	7.26	4.50	0.83	1.97	1.59	20.53	19.89%	44.70	157.30	36.60	77.40	252.60	98.10	59.80	367.10	211.50
2017年末	2.06	1.66	7.82	4.27	0.91	2.10	2.03	20.85	1.56%	48.70	156.50	36.00	77.00	252.40	96.20	60.30	367.20	211.20
2018年末	2.18	2.05	8.21	4.40	0.97	2.17	2.42	22.39	7.42%	52.10	150.50	36.30	75.40	252.10	98.10	61.40	372.00	212.50
2019年末	2.23	2.46	9.05	4.70	0.92	2.19	3.12	24.66	10.14%	56.10	151.90	38.60	75.10	256.20	99.20	62.60	381.40	217.00
2020年末	2.46	2.72	10.66	4.85	0.83	2.02	4.05	27.59	11.85%	62.30	162.70	45.90	78.30	293.50	120.60	67.50	420.90	237.60
2021年末	2.49	2.64	12.87	4.91	0.61	1.84	4.79	30.15	9.31%	61.90	154.10	46.80	77.60	279.60	115.00	67.70	414.20	230.50
2022年末	2.42	2.69	14.38	5.28	0.31	1.58	5.32	31.99	6.10%	62.20	161.50	50.60	75.30	257.90	110.70	68.10	413.00	226.90
2023年末	1.94	2.73	15.93	6.16	0.23	1.48	6.04	34.50	7.85%	63.50	168.40	56.10	73.10	253.30	112.20	66.20	399.80	218.60
2024年5月	1.95	3.02	15.35	6.13	0.18	1.48	6.42	34.53	0.08%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
23年较14年累计	-11%	83%	258%	78%	700%	36%	413%	149%	-	76%	18%	45%	-7%	1%	17%	9%	9%	5%
23年较14年复合	-1%	7%	15%	7%	26%	3%	20%	11%	-	7%	2%	4%	-1%	0%	2%	1%	1%	1%
23年较22年	-20%	1%	11%	17%	-26%	-6%	14%	8%	-	2%	4%	11%	-3%	-2%	1%	-3%	-3%	-4%
24年5月较上年末	1%	11%	-4%	-1%	-22%	0%	6%	0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：美国、日本2023年杠杆率为2023年3季度数据

以史为鉴，可以知兴替，对过往的复盘往往会有启发。总结信用债市场过往多年的违约现象，有以下触发因素值得深思：

**1、经济转型发展，投资回报率下降：**伴随经济步入高质量发展阶段，落后产能逐步淘汰，在此过程中，经济活动带来的投资回报率环比有所下滑，而发行主体通常面临投资和偿债周期的错配，经济周期波动时期举债投资所蕴藏的风险很高。

**2、金融监管持续加强：**2018年资管新规出台、信托规模压降、明股实债风险暴露，在一系列监管政策的约束下，部分发行主体的融资渠道受到影响，再融资难度加大。

**3、流动性变化带来的扰动：**2014~2015年，央行释放流动性促进经济回暖，但在此期间，股权质押热度快速提升以及债市大扩容带来一系列问题，在后续流动性收紧后，风险逐步暴露。

**4、债券市场快速扩容后面临兑付压力：**2018~2019年是债市扩容后第一批债券到期的高峰，在集中偿付压力和去杠杆政策导向的共同作用下，部分主体资产和负债的错配带来债务接续问题，以及由此导致的债务兑付负反馈。

**5、债券市场对预期形成共识：**债券市场从业人员在面对增量信息时往往容易形成一致预期，因此在单边市场行情下，易进一步形成负反馈效应，最终导致市场自我修复功能的弱化。

经历了十年维度的信用风险出清，当前信用债市场存量民企数量下降较多，且主体资质普遍好于以往，考虑到民企存量债券规模自2018年以来持续压缩，在债券到期偿付高峰已过的前提下，后续违约主体和债券规模大概率进一步减少。

表1：历年信用债违约情况总结

时间	违约主体数(家)	违约金额(亿元)	产业债违约率	违约总结
2014年	6	2.81	0.00%	受盈利能力下降及内外部因素影响，“11超日债”宣告违约，开启信用债市场违约序幕。
2015年	29	83.45	0.08%	<b>民企违约主体数量增加</b> ，去产能背景下的盈利能力下降继续成为主导因素，天威集团、中国二重等央企子公司开始违约。
2016年	31	338.50	0.28%	再融资困难及公司治理、信息披露问题开始涌现， <b>东特钢、贵有色等事件使得信用周期及产能周期受到关注</b> 。
2017年	21	210.48	0.18%	去产能接近尾声，信用周期仍处于高位，债券尚未面临集中兑付，同时在十九大前后维稳的影响下， <b>信用债进入违约低发年</b> 。
2018年	60	1,045.37	0.82%	<b>信用债步入到期高峰，违约主体呈现类型多样化、小型民企占比高的特征</b> 。集中度压力下，发行主体对外投资激进、公司内部治理、大股东股权质押等问题涌现。
2019年	87	1,478.20	1.06%	<b>大型企业违约占比上升</b> ，以北大方正、青海盐湖和中民投为例，其历史评级最高均为AAA，违约风险向大型企业传导。
2020年	87	1,802.67	1.19%	以 <b>永煤、华晨为代表的国企违约超预期</b> ，投资人风险偏好快速收缩，违约风险演化为流动性风险，信用债市场环境恶化。
2021年	87	2,359.20	1.54%	<b>监管收紧导致大型房企违约案例增加</b> ，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年	83	2,747.16	1.76%	<b>民营房企违约趋势延续，国企违约数量减少</b> 。中小型民营房企境内债陆续违约，同时发行的中资美元债违约增加， <b>全年违约债券规模达到近年峰值</b> 。
2023年	76	2,271.82	1.46%	<b>民营房企违约占据主导</b> ，下半年混合所有制的远洋集团宣告债券违约，同时湖北当代系继续大规模债务违约。

资料来源：Wind, iFinD, 浙商证券研究所

注：违约金额包含展期；产业债违约率=总违约金额/产业债总存量规模

## 1.2 利多收益挖掘的六条因素

当前信用债市场各版块利差均处于历史低位水平，但低等级利差仍有可能继续向下压缩，主要有以下六条因素：

- 1、信用风险仍难以成为扰动因素：**民企方面，当前市场民企债存量占信用债市场的4.81%，历史上民企违约案例较多，而现今非银机构对民企持仓较少，民企违约大概率难以超预期。国企方面，当前风险协调机制到位：如金融副省长陆续就任、中央国资委下发《中央企业债券发行管理办法》、一揽子化债推进如火如荼，未来以“永煤事件”为代表的信用风险因子大概率难以扰动市场。
- 2、禁止手工补息使得更多存款流向广义基金：**考虑到多数机构对于绝对收益率的诉求，禁止手工补息使得更多资金从银行存款端转向理财、基金等渠道，这部分资金有更强的信用债配置需求，或将推动各版块信用利差继续压缩。
- 3、中小行信贷投放困难、险资仍然欠配：**当前国股行信贷投放方面的下沉使得中小行信贷投放难度加大，因此边际上将更多资金用于金市投资；而险资当前面临资产端收益率快速下行，难以匹配负债成本的局面。因此当前欠配环境之下，若市场出现调整，较大概率幅度相对有限。

- 4、**资产荒格局大概率延续**:根据我们的测算,未来几年信用债供给大概率维持在2.5~3万亿之间的水平,而目前市场可用于认购信用债的资金体量,每年或在4.5~5.4万亿的水平,供需错配格局下,市场欠配环境大概率难解。
- 5、**利率突破空间受限,票息策略回归**:2024年4月以来,央行针对长端利率债持续发声,市场做多空间受到一定影响。5月,伴随长端利率债的震荡调整,更多交易盘转向配置信用债,使得信用利差进一步压缩。
- 6、**信用下沉已经成为公募主流趋势**:从最近两个季度的公募基金前五大持仓情况来看,整体信用下沉的特征愈发明显,在信用债收益率不断下探的行情中,以公募基金为代表的机构投资者更多采用信用下沉的策略以挖掘更多收益。

### 1.3 利空因素的冷静反思

#### 1.3.1 “理财赎回潮”再现的担忧

当前市场风格偏向信用下沉,但“理财赎回潮”较大概率不会再现。我们从触发“理财赎回潮”的三个因素角度,对当前和“理财赎回潮”时期进行对比分析。

- 1) **信用风险认知方面**:“理财赎回潮”时期,市场面临更多的负面信息扰动,例如遵义道桥展期、土地出让收入下滑等,市场对于信用风险的担忧情绪较重;而当前时期城投化债政策加码,城投债收益率大幅下行,叠加供给端收紧带来的资产荒格局,市场对于风险的担忧不再构成扰动。
- 2) **基本面改善预期方面**:“理财赎回潮”时期,卫生防控放开情况下,市场对于经济基本面的改善预期强烈,部分资金流向股市,债券市场偏向于防守;而当前时期,暂无公共事件扰动。
- 3) **地产政策预期方面**:“理财赎回潮”时期,政策层面释放支持信号,地产“三支箭”齐发,市场对于地产行业存在一定的改善预期;当前时期来看,地产政策再度发力,但市场对基本面的预期相对偏弱,需更长周期进行观察。

表2:当前和“理财赎回潮”时期的对比分析

对比项	“理财赎回潮”时期	当前时期
信用风险认知	遵义道桥展期+土地出让收入大幅下滑;市场非常担忧城投风险;弱资质城投债无人接盘	一揽子化债+城投收益率大幅下行+资产荒;市场对于城投风险的担忧程度不高;信用债形成多头市场
基本面改善预期	卫生防控放开,基本面改善预期强烈	暂无公共事件扰动
地产政策预期	地产三支箭齐发,有一定改善预期	地产政策再度发力,但基本面预期偏弱,需更长周期维度观察

资料来源:浙商证券研究所

注:“理财赎回潮”时期指2022年11月至2023年1月

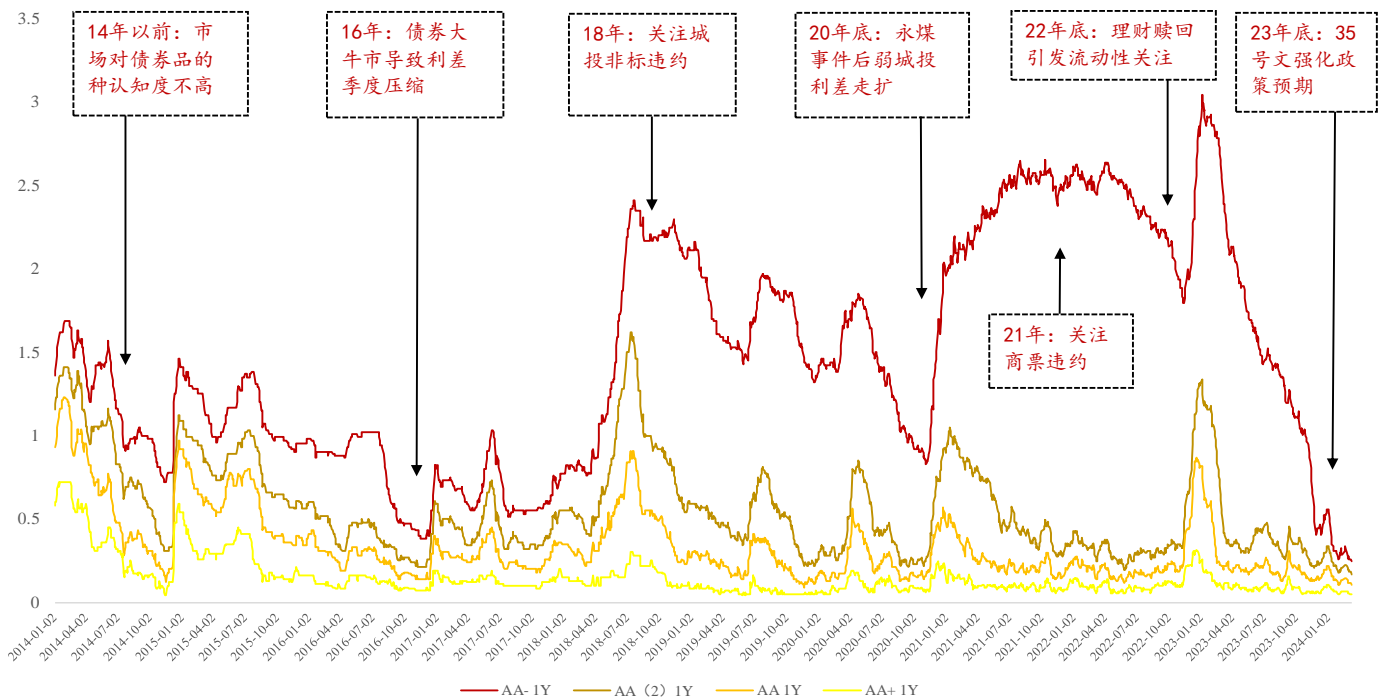
综合来看,我们认为当前市场对于信用风险的认知状态出现了较为明显的变化,考虑到房地产行业正在步入新质发展时期,基本面或在中长期迎来改善,因此短期来看,信用风险仍然难以构成重要扰动因素,在强预期和弱现实交织时期,比较可行的思路是跟随市场,对于“理财赎回潮”的再现不必过度担忧。

#### 1.3.2 基本面与市场的背离

历史上来看,每次以尾部城投为代表的弱资质主体利差真正大幅走扩,其中往往内含信用风险的扰动。具体来看,2018年开始的城投非标违约以及“农六师事件”,使得机构对于城投标债风险的担忧情绪加重;2020年的“永煤事件”,进一步加大了机构对于弱资质大型

国企与城投平台的担忧；2022年11月的“理财赎回潮”，背后反映了投资人对基于遵义道桥贷款展期+土地出让收入大幅下滑的基本面的担忧。

图2：2014年以来城投利差走扩的扰动因子（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

当前来看，政策协调之下带来的多头效应要明显强于市场对于基本面的担忧。**政策方面的维稳诉求高，标债不违约已经成为主流预期。**

具体来看，2023年11月8日，央行行长潘功胜在金融街论坛年会上再度提出“必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持”，政策释放明显的兜底信号。此外，《中央企业债券发行管理办法》也提到：“央企应重点管控信用评级低、集中到期债券规模大、现金流紧张、经营指标显著恶化的子企业债券发行。”**伴随着中林集团被三峡集团托管，央企加强债务管控的政策变得更加有例可循。**

**从基本面来看：**城投在一揽子化债政策背景下，平台债务增速下行，债务短期化趋势边际改善，化债效果显现，市场担忧情绪明显缓和；地产政策端持续加码，地产开启宽松周期，但基本面表现仍偏弱，地产行业处于持续出清过程中，民营地产企业违约规模仍大；煤炭、钢铁均处于营收和盈利回落时期，指标边际弱化，但杠杆率并未恶化。**从市场面来看：**各板块收益率和利差均已压缩至历史低位区间，从定价因素上看，更多反映了市场对于政策的强预期，以及资产荒格局下的机构被动配置行为。

综上，我们认为当前基本面与市场面并不完全同步，虽然基本面的利空因素在累积，但政策面维稳影响仍然占据主导因素，未来类似“永煤事件”的信用风险扰动仍是小概率事件。

**表3：各板块基本面和市场面对比**

板块	基本面	市场面
城投	化债政策背景下，平台债务增速下行，债务短期化趋势边际改善，化债效果显现。	利差全线下行至历史低位，机构围绕不同省份开展收益挖掘。
地产	政策端持续加码，地产开启宽松周期，但基本面表现仍偏弱。	过去一年的收益率波动过高，机构对于民房地产参与仍不多，关注央企地产债。
煤炭	营收和盈利同步回落，杠杆率下行。	经营下滑，行业整体认可度有所下行，利差在资产荒行情下震荡下行至低位。
钢铁	盈利弱、现金流震荡收缩、稳杠杆。	行业担忧情绪渐退，利差已下行至低位。
央企	历史上央企本部未涉及违约，国务院国资委表态加强央企债券管控	央企在信用债市场的认可度高，当前收益率和利差水平双低，可作为底仓配置的核心品种。
制造业民企	板块持续出清，主体资质分化较大，需要精细化研究。	关注部分风险和收益均衡的主体，但板块内下沉仍谨慎。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 1.3.3 利率调整与信用策略的选择

后续债市看震荡，短期信用策略或占优。从利率角度来看，在央行连续发声的背景下，利率面临向下有底，但向上短期同样难以突破的局面，后续大概率维持箱体震荡。在震荡市行情下，机构对于利率方向的把握难度加大，适度缩短久期或是更好选择；此外，考虑到信用债具备天然的票息优势，配置信用债可减少对于资本利得的担忧，因此我们认为信用策略将阶段性占优。

**表4：当前环境下利率和信用策略的对比**

市场情况	利率策略	信用策略
牛市	<b>占优：</b> 宽松流动性率先反映在利率债层面，超长端利率债收益可观。	牛市环境下，适合配置弱资质信用债或考虑拉久期。
震荡	<b>防守：</b> 对于利率方向的把握难度加大，适度缩短久期或是更好选择。	<b>占优：</b> 票息资产具备天然优势，震荡市配置信用债可以减少对于资本利得的担忧。
熊市	<b>防守：</b> 熊市环境下，利率债仍然具备较好的流动性，资金倾向于减少长端、增配短端以减少亏损。	<b>占优：</b> 对于负债端相对稳定的机构，可以进行短久期信用下沉，通过高票息来抵御估值波动。

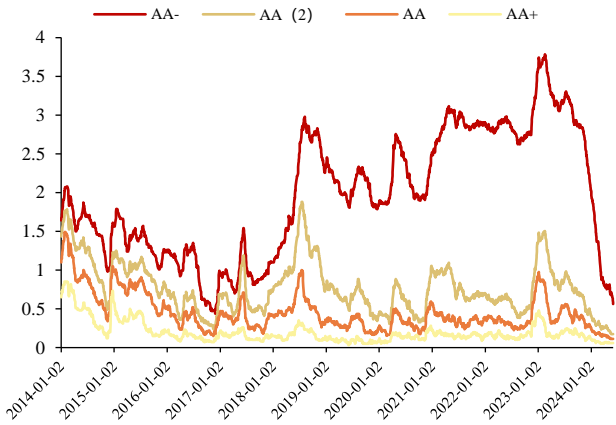
资料来源：浙商证券研究所

## 2 城投债策略：聚焦收益挖掘

化债叠加资产荒演绎，上半年城投债利差压缩到历史分位数低点。自2023年7月政治局会议提出“一揽子化债”以来，在一系列政策推动下，城投利差快速下行。当前来看，各等级城投债利差已运行至近十年的低位，以3年期城投债的等级利差为例，历史分位数水平均低于5%；而对比来看，期限利差虽然同处于低位，但以3Y-1Y计算的期限利差为例，AAA和AA-城投债利差历史分位数分别为25%和23.5%，相较于其他等级而言，仍有压缩空间。

若按照过往利差均值回归逻辑，利差走势将出现一定程度回调，但我们认为，目前信用债市场的底层逻辑或已经发生改变，信用风险在政策支持下得到明显缓释，供需结构成为目前市场的核心矛盾，在政策层面强调控制增量且待配置资金充裕的情况下，城投利差或维持低位，因此从收益挖掘的角度，当前聚焦尾部城投做适当下沉或为较好选择。

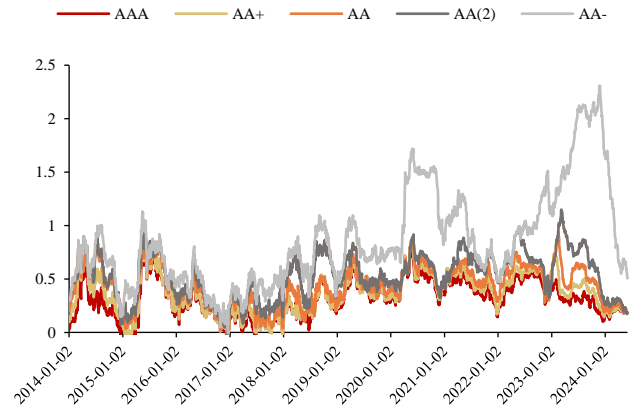
图3：2014年至今3年期城投债的等级利差（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1、数据截至2024年5月31日；2、比较基准为中债AAA城投债收益率

图4：2014年至今城投债期限利差（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1、数据截至2024年5月31日；2、以上为各等级城投债3-1Y期限利差

## 2.1 基本面：地方财政压力仍存

地方综合财力同比大体持平，但结构上出现调整，部分中上游省份财力下降，而尾部省份财力普遍增长。具体来看：**一般公共预算收入方面**，2023年全国31个省市均同比增长，且从幅度上看，尾部省份的增速普遍超过中上游省份，反映出低基数下的增量效应更加明显；**政府性基金收入方面**，全国范围来看，中上游省份中，仅湖北和河北2个省份正增长，其他省份均出现一定程度的下滑，而尾部省份中，政府性基金收入有增有减，表明土地出让收入下滑对财力靠前省份的冲击或更为明显；**转移性收入方面**，尾部省份中，仅云南、广西、山西、宁夏同比下滑，其他省市获得的转移支付力度同比增加，背后或体现出中央层面在一盘棋思路下的统筹考虑，加大对尾部省份的支持力度有助于地方政府更好的平衡化债和区域发展。

**多数尾部省份总财力增长的情况下，区域全口径债务率出现压降。**梳理来看，2023年全口径债务率出现下降的省市中，除北京外，其他均为尾部省份，在当前的政策路径下，地方政府明显更加重视债务化解，我们判断，在2028年之前，地方政府着力于债务化解的总体思路预计不会有大的改变，因此中长期来看，后续尾部省份全口径债务率将进一步压降。

图5：各省份2023年财力及债务率情况（亿元，%）

省份	2023年 GDP排名	总财力	同比变化	一般公共预算收入	同比变化	政府性基金收入	同比变化	转移性收入	同比变化	全口径债务率	同比变化
广东	1	25983.89	↓-4.69	13851.30	4.30	4501.52	↓-13.37	7631.07	↓-13.16	210.82	↑36.04
江苏	2	29276.36	↓-2.66	9930.18	7.25	10316.13	↓-10.13	9030.05	↓-3.31	389.38	↑40.74
山东	3	24712.29	↓-0.89	7464.72	5.08	4925.37	↓-19.00	12322.20	↑4.87	267.66	↑28.91
浙江	4	25268.27	↓-1.72	8600.02	6.97	8363.13	↓-16.94	8305.12	↑9.24	368.60	↑56.14
四川	5	20229.36	↑4.64	5529.10	13.25	4515.60	↓-5.54	10184.66	↑5.32	368.46	↑25.17
河南	6	12455.38	↑2.38	4512.05	5.88	1935.90	↓-12.53	6007.43	↑5.55	338.57	↑17.86
湖北	7	13048.96	↑1.39	3692.26	12.54	2884.80	↑0.49	6471.90	↓-3.67	323.13	↑26.62
福建	8	7576.98	↓-5.83	3591.87	7.57	2070.68	↓-21.31	1914.43	↓-7.78	414.30	↑63.72
湖南	9	13564.20	↓-1.84	3360.50	8.34	2621.90	↓-17.84	7581.80	↑0.75	320.08	↑32.67
上海	10	15091.70	↓-3.02	8312.50	9.26	3466.70	↓-14.22	3312.50	↓-15.33	123.09	↑11.15
安徽	11	12919.34	↓-11.01	3938.96	9.75	2305.25	↓-25.42	6675.13	↓-14.83	272.42	↑58.13
河北	12	10321.30	↑9.96	4286.15	4.95	2230.17	↑10.62	3804.98	↑15.79	287.95	↑6.45
北京	13	9921.51	↑3.67	6181.10	8.17	2110.31	↓-5.26	1630.10	↑0.09	233.07	↓-1.48
陕西	14	8630.32	↑1.00	3437.36	3.80	1785.54	↓-9.02	3407.42	↑4.18	283.54	↑19.30
江西	15	8490.55	↓-13.75	3059.60	3.78	2114.60	↓-6.10	3316.35	↓-28.59	396.23	↑88.27
辽宁	16	8837.90	↑4.27	2754.00	9.10	448.60	↓-14.45	5635.30	↑3.83	171.12	↓-0.30
重庆	17	10945.67	↑15.14	2440.70	16.04	1878.62	↑7.11	6626.35	↑17.30	304.32	↓-4.50
云南	18	8245.41	↓-1.40	2149.44	10.27	653.10	↑5.20	5442.87	↓-6.03	360.70	↑25.37
广西	19	8109.94	↓-16.21	1783.80	5.69	880.66	↓-20.75	5445.48	↓-20.85	361.79	↑89.92
山西	20	6691.62	↓-12.36	3479.15	0.73	601.77	↓-4.32	2610.70	↓-26.52	145.83	↑31.42
内蒙古	21	7213.40	↑10.77	3083.40	9.17	478.30	↑17.32	3651.70	↑11.34	187.73	↑3.39
贵州	22	9850.07	↑8.45	2078.25	10.17	2282.04	↑11.80	5489.78	↑6.49	307.00	↑5.98
新疆	23	7068.72	↑11.35	2179.69	15.38	488.73	↓-7.59	4400.30	↑11.96	196.45	↓-14.75
天津	24	4464.51	↑14.45	2027.34	9.79	589.61	↑39.17	1847.56	↑13.31	547.06	↓-5.20
黑龙江	25	6326.45	↑12.10	1395.97	8.16	148.18	↓-3.09	4782.30	↑13.87	164.07	↓-1.00
吉林	26	6463.50	↑10.67	1074.80	26.30	589.00	↑61.06	4799.70	↑3.80	219.69	↑9.34
甘肃	27	4790.80	↑31.38	1003.50	10.57	368.50	↑0.11	3418.80	↑44.20	283.30	↓-49.67
海南	28	3183.56	↑3.68	900.69	8.20	463.89	↓-1.06	1818.98	↑2.80	153.92	↑16.27
宁夏	29	1619.91	↓-8.75	502.26	9.15	100.85	↓-21.97	1016.80	↓-14.25	178.91	↑4.47
青海	30	2178.26	↑25.84	381.31	15.86	70.33	↓-24.03	1726.62	↑31.87	166.99	↓-26.96
西藏	31	3881.80	↑8.86	236.60	31.74	37.80	↑8.62	3607.40	↑7.64	30.50	↑1.44

资料来源：Wind，企业预警通，浙商证券研究所

注：1、省份按照2023年GDP顺位排序，排名在江西及之前的为中上游省份，排名在辽宁及之后的为尾部省份；2、总财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移性收入；3、全口径债务率=（城投平台有息债务+地方政府债务余额）/总财力

## 2.2 政策面：化债攻坚延续

### 2.2.1 政策有何边际变化？

近期关于部分省市退出重点名单，城投债发行放开的预期升温。我们判断，从政策连贯性角度来看，预计不会大幅度放开城投平台新增融资，但对于部分转型产业相对成功的主体，或迎来边际上的发行利好，基于当前市场整体供给情况来看，一定程度上的融资放开，大概率不会导致城投利差走扩。

历史上来看，每次城投利差走扩均会伴随如非标违约、农六师事件、永煤事件等外部扰动，若仅是发行量放开，在当下环境下较大概率会催生供需两旺的市场格局，而不会对市场利差构成过大影响。当前城投利差低位，严格来说同时反映了政策预期下市场对于违约风险的判断以及缺资产背景下机构行为的趋同，因此当前市场定价内含了信用风险和资产荒两项要素，供给边际放量或将缓和资产荒矛盾，但不改核心定价中枢。

从化债进展来看，近期各大银行债务置换落地情况从去年底的相对不及预期，已经变成了当下有一定实质进展。而无论如何，当前融资成本的大幅度下降是一个不争的事实。化债工作确实如决策层判断已经取得了一定阶段性的成效。

表5：2008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	

时间	财政	城投	货币	信贷	地产	政策背景	总结
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
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	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	高	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	高	低	高	中	中	经济复苏，政府换届、债务排查、化债推进	刺激趋缓

数据来源：政府网站，人民网、新华社、经济日报等媒体，浙商证券研究所

**地方化债持续进行，政策强调标本兼治。**从国务院披露的2024年政府工作报告来看，中央层面提出要标本兼治化解地方债务风险，并且强调要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案。从“治标”的角度看，控增化存措施预计持续，地方债务的监管政策或延续2023年思路，严监管的大方向不会改变。从“治本”的角度看，一方面需要进一步深化财税体制改革，健全中央对地方的转移支付制度；另一方面需要促进地方融资平台转型，实现债务的自我消化。

**地方层面着力资产盘活，金融机构接力防风化险。**从基本面来看，重点省份仍处于化债攻坚阶段，部分区域债务压力仍然存在，但在政策聚焦之下，城投出现实质债务风险的概率不大。此外，当前部分区域银行置换已有突破性进展，部分大型国有银行在支持地方化债方面实现资金投放，化债预期得到验证。

表6：2024年以来银行债务置换持续推进

时间	区域/主体	主要内容
2024/5/21	广元投资发展集团	作为市级重要平台公司，广元投资把握政策“红利”，采取展期、降息、置换债务等方式，2024年1月至4月化解债务近58亿元。截至2024年4月底，广元投资现非标融资债务占比已下降0.2%，并已与国有政策性银行达成非标融资置换合作意向，实现逐步清退。
2024/5/7	柳州市投控集团	投控集团下属子公司获批国家开发银行广西分行置换非标债务专项贷款2.3亿元授信额度，期限10年，利率为5年期LPR-20bp。
2024/4/19	平凉市	按既定计划全力推进市属国有企业与各大银行、金融机构化债对接，有效化解平台企业到期债务69.08亿元。
2024/3/20	银川市	3月15日，中国银行宁夏分行、农业银行宁夏分行组成银团，用低息长期贷款置换银川公交公司1支3.68亿元非标债务；3月20日，国开行宁夏分行置换的银川城发集团2支债券和4支非标债务合计22.46亿元贷款，也完成了各类合同文本的签署，正式落地发放贷款，本批次累计用贷款置换债券、非标债务合计为26.14亿元。

资料来源：DM，浙商证券研究所

## 2.2.2 特殊再融资债发行情况

**特殊再融资债券的密集发行已告一段落，重点省份短期流动性得到较好缓释。**2023年9月，内蒙古发行了全年首支特殊再融资债券，宣告了本轮化债的正式开始。截至2024年5月底，全国共有27个省市参与了本轮再融资债券的发行，累计发行规模达到14972.8亿元，对比2015年以来的历次债务置换来看，本轮化债无论从置换的范围还是规模来看，均仅次于2015~2018年的首轮置换，反映出中央层面对于地方债务压力的重视。

**今年较大概率仍会有特殊再融资债券发行，但力度或弱于2023年4季度。**从已披露的数据来看，当前地方债务可用空间约2.08万亿元，考虑到其中包括了较大规模的新增债务额度，实际上可用来发行特殊再融资债券的空间并不太大。同时，考虑到2024年政府工作目标更加强调统筹化债和区域发展，地方层面较大概率会倾斜部分资源用于稳增长，因此，2024年再度大规模发行特殊再融资债券的可能性相对不高。

图6：本轮特殊再融资债发行规模达到1.5万亿元（亿元）

省份	本轮特殊再融资债发行规模	最新已披露的债务可用空间：限额-余额 A-B	一般债空间 A1-B1	专项债空间 A2-B2	2024年政府债务限额 A	一般债务限额 A1	专项债务限额 A2	2024年最新政府债务余额 B	一般债余额 B1	专项债余额 B2
贵州	2888.80	610.90	238.56	372.34	16404.55	8928.17	7476.38	15793.65	8689.61	7104.04
天津	1749.00	64.06	31.83	32.23	11979.13	3229.83	8749.30	11915.07	3198.00	8717.07
云南	1256.00	868.75	419.39	449.36	15386.35	7568.96	7817.39	14517.60	7149.57	7368.03
湖南	1122.00	849.35	33.55	815.80	19674.31	8402.02	11272.29	18824.96	8368.47	10456.49
内蒙古	1067.00	124.14	82.02	42.12	11376.78	7888.85	3487.93	11252.65	7806.84	3445.81
辽宁	1006.00	207.16	-28.67	235.83	13278.50	7992.10	5286.40	13071.34	8020.77	5050.57
吉林	892.00	1321.19	203.04	1118.15	10271.70	4622.60	5649.10	8950.51	4419.56	4530.95
重庆	726.00	-71.91	99.60	-171.51	12737.00	3805.00	8932.00	12808.91	3705.40	9103.51
广西	623.00	1021.42	302.20	719.22	12970.35	5700.45	7269.90	11948.93	5398.25	6550.68
安徽	620.00	952.12	165.31	786.82	17328.59	4772.88	12555.71	16376.47	4607.57	11768.89
河南	348.00	1179.11	39.50	1139.60	19691.69	6510.33	13181.36	18512.58	6470.83	12041.76
黑龙江	303.00	369.42	227.70	141.72	8840.41	5532.43	3307.98	8470.98	5304.74	3166.26
山东	282.00	1164.26	233.41	930.85	30279.60	8063.85	22215.75	29115.34	7830.44	21284.90
福建	282.00	1348.05	495.78	852.27	15924.20	4346.68	11577.52	14576.15	3850.90	10725.25
四川	280.00	1356.25	122.51	1233.74	22674.70	8131.40	14543.30	21318.45	8008.89	13309.56
河北	277.00	1200.87	240.87	960.00	20629.60	7602.44	13027.16	19428.73	7361.57	12067.16
江苏	261.00	1485.34	406.35	1078.99	25242.24	8317.28	16924.96	23756.90	7910.93	15845.97
甘肃	220.00	271.32	117.55	153.77	7571.30	2943.20	4628.10	7299.98	2825.65	4474.33
江西	156.00	733.66	132.29	601.41	14031.70	4627.45	9404.29	13298.04	4495.16	8802.88
宁夏	141.00	215.09	135.30	79.79	2432.10	1817.20	614.90	2217.01	1681.90	535.11
陕西	100.00	1027.36	419.75	607.61	12027.21	5342.71	6684.50	10999.85	4922.96	6076.89
青海	96.00	308.25	252.75	55.50	3493.90	2649.50	844.40	3185.65	2396.75	788.90
湖北	92.00	1511.43	308.31	1203.12	17870.40	6282.00	11588.40	16358.97	5973.69	10385.28
浙江	77.00	1314.82	259.14	1055.69	25436.75	8058.07	17378.68	24121.93	7798.93	16322.99
新疆	56.00	972.65	694.25	278.40	10032.14	4768.61	5263.53	9059.49	4074.36	4985.13
山西	28.00	218.37	124.82	93.55	7539.44	3441.35	4098.09	7321.07	3316.53	4004.54
海南	24.00	152.12	51.62	100.50	4591.70	1926.91	2664.79	4439.58	1875.29	2564.29

数据来源：中国债券信息网，各省份财政厅/局官网，企业预警通，浙商证券研究所

注：1、重庆市尚未披露最新的债务限额数据，因此债务可用空间为负；2、计划单列市的债务限额加总至对应省份当中，债务余额截至2024年5月31日；3、部分省份未及时披露新增债务限额，存在数据收集不完整导致偏误的可能

## 2.3 策略选择：构建小哑铃

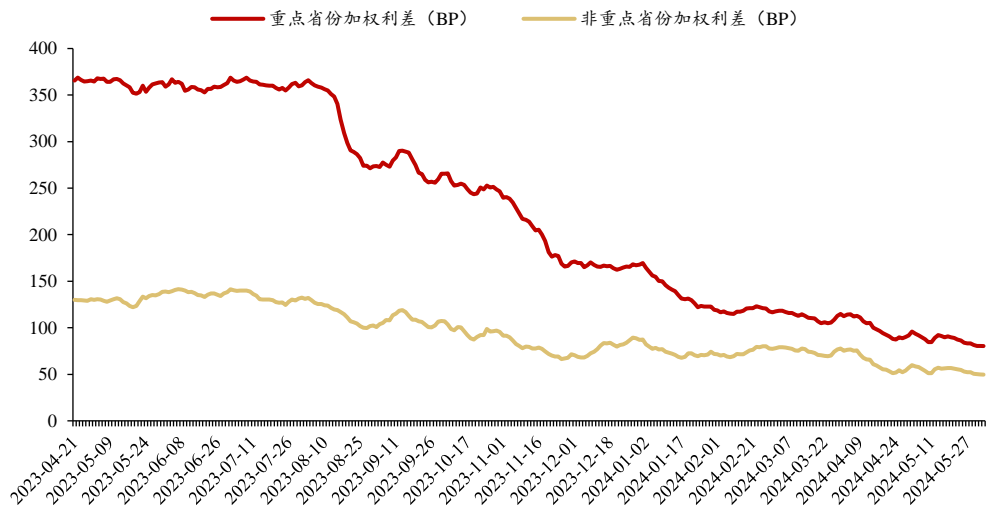
**重点省份做短久期下沉挖掘，其他省份建议保持3年左右久期，整体策略中性偏积极。**

从基本面的逻辑来看，地方政府基本面情况未见明显改善，从信用的角度我们认为久期不宜过长；同时，本轮化债行情更多由资金和政策推动，而资金的变化属于短周期变量，可能随着货币政策、债券供给、股债资金变动等因素变化，地方财力承压阶段，保持中等久期或较为合适，可以在兼顾收益需求的同时，使组合保持一定的灵活性。

### 2.3.1 重点省份仍可下沉

**重点省份强调防范风险，短久期品种下沉仍有空间。**2023年7月以来，重点省市城投利差快速下行，当前已运行至近年来低位，但横向对比来看，相比非重点省份仍有一定空间。截至2024年6月4日，重点省份1年期加权利差为80.32BP，同期非重点省份的加权利差为49.64BP。2024年各省份普遍压降支出，同时强调防范地方债务风险，在地方统筹资源聚焦化债时期，我们认为出现实质性债务风险的概率较低，向重点省份进行边际挖掘仍有一定安全性，信用安全垫较高，其短久期品种下沉或不失为可选策略。

图7：近1年重点省份1年期利差走势向非重点省份靠拢



资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

注：重点省份和非重点省份均根据截至2024年6月4日城投债余额进行加权

### 2.3.2 非重点省份考虑拉久期

城投债供给收紧，在市场流动性宽裕的情况下，供需关系的调整或导致城投债收益率中枢不断下行，机构为博取更高收益需要通过拉久期和加杠杆实现，操作难度上升。从各省份不同期限城投债的收益率情况来看，3年左右的城投债规模和收益相对可观，以3年作为久期阈值来筛选标的，在可选资产范围和收益率两个角度来看均有一定空间。

表7：各省份分期限城投债规模及收益率情况（亿元，%）

省份	1年内		1-2年		2-3年		3-4年		4-5年		5年以上	
	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率	规模	收益率
贵州	522.34	4.10	576.48	4.15	386.04	4.15	247.83	4.98	228.80	4.28	129.91	5.63
辽宁	55.90	3.19	91.59	3.63	78.48	3.49	6.40	3.19	19.60	5.12	15.00	3.70
云南	638.29	3.06	294.46	3.39	163.68	4.18	15.40	3.57	38.59	5.17	11.00	4.18
青海	36.95	2.89	4.75	3.44	3.40	3.62	7.50	2.83	11.50	4.77	-	-
黑龙江	45.56	2.81	83.07	2.93	16.60	3.03	18.60	3.59	41.55	4.49	-	-
广西	533.05	2.76	564.92	3.17	640.09	3.05	342.77	3.23	282.35	3.48	7.60	4.19
重庆	1577.79	2.56	986.09	2.84	1685.26	2.69	1014.29	2.75	1411.05	2.95	272.41	3.18
吉林	92.60	2.46	186.72	2.66	216.68	2.67	111.84	2.60	272.00	2.70	95.00	2.37
甘肃	233.80	2.39	93.47	2.76	56.60	2.69	8.00	3.77	2.50	3.75	9.00	3.96
天津	1804.47	2.35	575.92	2.77	646.26	2.95	114.01	3.41	217.97	3.47	54.90	3.45
宁夏	43.60	2.33	87.00	2.77	36.40	2.86	-	-	14.60	3.47	20.00	2.99
内蒙古	68.40	2.31	20.40	3.38	10.00	2.62	5.00	2.56	-	-	1.95	2.58
山东	3315.02	2.56	3031.36	2.88	3487.45	2.80	1452.61	2.83	2396.89	3.10	896.28	2.92
陕西	895.13	2.56	763.36	2.94	774.61	2.78	301.53	2.82	312.23	3.22	234.90	2.97
四川	1729.48	2.53	1748.39	2.82	2380.35	2.74	1466.56	2.81	2031.70	2.95	958.72	2.79
河南	1857.27	2.49	1022.36	2.65	1446.19	2.68	609.70	2.66	902.47	2.91	329.19	2.84
湖南	1913.58	2.46	1318.70	2.68	1844.41	2.69	1332.05	2.61	1234.84	2.80	434.72	2.86
河北	543.55	2.43	413.60	2.56	515.97	2.57	183.20	2.64	272.66	2.86	104.11	3.00
新疆	468.92	2.39	275.53	2.62	357.53	2.54	119.82	2.55	174.91	2.73	107.93	2.77
江西	1650.85	2.38	1438.95	2.61	1527.40	2.61	748.99	2.65	970.39	2.84	510.93	2.87

安徽	1403.11	2.37	1212.44	2.59	1672.45	2.57	557.13	2.58	480.55	2.74	342.70	2.77
湖北	1607.58	2.34	1208.88	2.62	1286.59	2.55	1264.22	2.60	1027.23	2.73	956.45	2.73
江苏	9728.50	2.32	6311.99	2.56	8641.33	2.59	2026.01	2.56	2246.78	2.67	1098.08	2.76
西藏	51.28	2.32	35.20	2.48	60.00	2.36	59.48	2.56	55.60	2.74	-	-
浙江	3880.17	2.32	3623.99	2.54	5439.32	2.49	3108.02	2.54	3497.70	2.63	1410.47	2.61
福建	1160.69	2.31	832.00	2.50	902.85	2.56	514.34	2.49	576.87	2.62	418.70	2.59
山西	300.75	2.30	198.40	2.52	374.20	2.51	129.70	2.54	207.60	2.75	4.90	2.87
海南	47.99	2.28	22.00	2.55	52.20	2.41	35.00	2.50	27.00	2.70	7.83	2.90
广东	1297.30	2.20	1037.35	2.43	1002.64	2.46	511.66	2.49	699.30	2.58	572.69	2.69
上海	563.06	2.19	470.91	2.39	785.00	2.40	448.98	2.43	389.63	2.56	218.86	2.49
北京	727.05	2.17	450.33	2.42	576.16	2.42	299.60	2.52	433.73	2.60	238.06	2.49

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1、收益率根据截至2024年4月30日的债券余额进行加权；2、省份按照1年内加权收益率自上而下排序

## 2.4 基金持仓：向低层级信用下沉

2024Q1 公募债基前五大重仓城投债总市值为 922.35 亿元，较 2023Q4 增持 43.71 亿元，共涉及 1361 只债券，较 2023Q4 增加 96 只。

### 2.4.1 重仓城投债区域分析

沿海强省和中部地区信用下沉，区县级和国家级园区平台为主要增持对象。在债券基金重仓的城投债投资中，江苏和浙江仍然是重仓的主要地区，资金流向显示机构对中部地区的偏好增强，同时沿海经济强省下沉力度加大。

具体来看，沿海强省区县级和国家级园区平台增持较多，其中广东、江苏、浙江区县级平台分别增持了 3.70 亿、3.35 亿和 4.73 亿；另外，陕西、湖南省级以下平台受增持较多，持仓市值显著增长；广西、上海的省级平台遭遇较大规模减持，分别为 10.09 亿元和 8.33 亿元；江西的地市级平台减持较多，为 11.18 亿元。

表8：2024Q1 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	2024Q1 持仓总市值	2023Q4 持仓总市值	持仓变动
总计	5.34	7.39	11.33	3.51	16.02	-3.39	3.52	922.35	878.63	43.71
安徽	0.98	1.40	0.14	-	0.93	0.13	-	41.89	38.31	3.58
北京	-1.02	-	-6.21	-	1.17	-	0.52	46.27	51.81	-5.54
福建	0.78	2.28	0.24	-	-0.43	-	-	29.60	26.73	2.87
甘肃	1.17	-	-	-	-	-	-	3.49	2.32	1.17
广东	2.95	8.12	3.70	-	5.88	-	0.72	71.58	50.21	21.37
广西	-10.09	-0.35	-	-	0.05	-	-	8.85	19.24	-10.39
贵州	0.24	0.13	0.56	-	-	-	-	3.70	2.77	0.93
海南	-0.06	-	-	-	0.11	-	-	0.11	0.06	0.06
河北	-1.59	0.11	0.00	-	-	-	-	8.48	9.95	-1.47
河南	0.80	0.78	-0.37	-	4.21	-	-0.04	26.23	20.87	5.36
湖北	2.17	0.69	-0.46	-	-3.75	-	-	34.67	36.02	-1.35
湖南	2.24	4.09	1.65	4.82	2.41	0.41	-	72.07	56.44	15.63
吉林	-2.16	1.08	-	0.04	-	-	-	9.62	10.66	-1.04
江苏	5.01	-4.74	3.35	0.78	-3.58	-2.81	1.77	119.86	120.09	-0.22
江西	0.95	-11.18	0.42	-	-0.21	-	-	45.16	55.18	-10.02

辽宁	-	-0.22	-	-	-	-	-	-	0.22	-
青海	-	0.05	-	-	-	-	-	0.11	0.05	0.05
山东	6.25	3.12	-0.87	0.58	1.85	-0.15	-	88.76	78.00	10.77
山西	-1.40	-0.01	-	-	-	-	-	6.54	7.95	-1.41
陕西	-0.31	2.12	4.45	-0.06	2.44	1.02	-	17.75	8.09	9.66
上海	-8.33	-	-0.84	-2.88	0.16	-	-	22.51	34.40	-11.89
四川	2.99	-5.94	0.56	0.56	-0.22	-	-	69.09	71.14	-2.05
天津	1.16	-	0.04	-0.85	4.40	-	-	24.96	20.21	4.75
西藏	-	1.14	-	-	-	-	-	5.01	3.87	1.14
新疆	-	-2.38	-0.21	-	0.47	-	-	8.83	10.95	-2.12
云南	-0.47	0.84	0.26	-	-	-	-	5.47	4.84	0.63
浙江	1.82	4.94	4.73	-	-0.38	-0.97	0.55	123.77	113.06	10.71
重庆	0.96	-	0.18	0.52	0.51	-1.02	-	26.36	25.20	1.16
内蒙古	0.30	-	-	-	-	-	-	0.30	-	-
宁夏	-	1.32	-	-	-	-	-	1.32	-	-

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

**机构风险偏好显著上升，大幅增持低评级城投债。**相较 2023Q4 而言，2024Q1 重仓 AA、AA(2)及以下等级城投债规模均有所增加，尤其后者仓位大幅上升 24.63 亿，AA+及以上重仓城投债则减少，机构风险偏好显著提升。具体来看，经济强省为机构信用下沉的主要选择，本季度广东、浙江的 AA 等级城投债被较多增持；此外，河南、湖南、陕西、天津的 AA(2)及以下城投债被较多增持，机构对于信用挖掘的诉求增强。

表9：2024Q1 各省份重仓城投债规模分中债隐含评级分布

省份	持仓总市值 (亿元)					持仓环比变动 (bp)				
	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)及以下	AAA	AAA-	AA+	AA	AA(2)及以下
合计	169.14	7.08	282.76	224.28	239.08	2.78	-3.43	12.67	3.29	24.63
安徽	5.00	-	3.03	16.75	17.11	0.78	-	0.68	2.51	-0.39
北京	16.87	-	23.46	5.94	-	-2.50	-	-3.72	0.68	-
福建	7.41	-	12.61	5.44	4.13	1.87	-	0.59	0.37	0.04
甘肃	-	-	-	1.47	2.02	-	-	-	-0.85	-
广东	38.38	0.41	12.67	17.52	2.59	4.84	-	6.43	7.62	2.08
广西	-	-	6.72	0.86	1.28	-	-	-8.25	-2.47	0.33
贵州	-	-	-	0.93	2.77	-	-	-	-0.51	1.44
海南	-	-	-	-	0.11	-	-	-	-	-
河北	-	0.21	5.97	0.88	1.42	-	-1.52	0.05	0.22	-0.22
河南	0.21	-	14.33	1.60	10.10	-1.04	-	0.51	1.24	4.66
湖北	9.84	1.24	12.19	7.31	4.08	2.97	0.09	-0.48	-2.19	-1.74
湖南	0.10	-	29.32	19.83	22.82	-0.01	-	8.21	2.40	5.02
吉林	-	-	-	-	9.62	-	-	-	-	-1.04
江苏	21.48	-	23.82	37.46	37.10	5.17	-	-3.34	-1.23	-0.72
江西	13.80	-	10.91	7.48	12.96	0.83	-	-1.95	-8.57	-0.33
青海	-	-	-	-	0.11	-	-	-	-	0.05
山东	26.03	0.61	40.36	11.76	10.00	3.15	-0.30	8.66	-2.06	1.32
山西	-	-	-	4.02	2.52	-	-	-	1.54	-2.95
陕西	-	-	1.24	1.62	14.89	-	-	-0.10	0.78	8.97
上海	9.87	1.75	7.93	2.96	-	-5.46	-2.93	-2.79	-0.71	-

四川	9.95	-	36.80	10.86	11.48	-4.75	-	2.19	-2.70	3.21
天津	-	-	-	7.18	17.77	-	-	-	-0.44	5.19
西藏	-	-	-	5.01	-	-	-	-	1.14	-
新疆	-	-	2.73	-	6.10	-	-	-0.90	-	-1.22
云南	-	-	-	0.71	4.76	-	-	-	-1.78	2.41
浙江	4.80	2.86	28.11	54.09	33.92	-2.16	1.23	5.22	7.82	-1.41
重庆	5.40	-	10.57	2.60	7.79	-0.91	-	1.67	0.48	-0.08
内蒙古	-	-	-	-	0.30	-	-	-	-	-
宁夏	-	-	-	-	1.32	-	-	-	-	-

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

### 2.4.2 重仓城投收益率水平分析

从重仓券收益率来看，2024Q1 末重仓城投债平均收益率为 2.59%，较上季末下行 33bp。具体来看，多数省份的平均收益率在 2.5%左右，北京、福建、广东等较为优质区域的重仓城投债中超过半数均为收益率 2.5%以内的债券；贵州、宁夏、云南等弱省份平均收益率在 3%左右，相较其他省份而言收益率偏高；青海、陕西、天津重仓债券收益率明显下行，其中青海重仓债券收益率大幅下降 355bp，区域化债利好推动效果显著。

图8：2024Q1 各省份重仓城投债规模分收益率区间分布（家）

省份	24Q1重仓债主体数	<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	24Q1平均中债估值 收益率(%)	23Q4平均中债估值 收益率(%)	估值收益率变动 (bp)
总计	712	41.56%	53.07%	4.54%	0.67%	0.17%	2.59	2.92	-33
安徽	40	30%	60%	9%	0%	0%	2.65	3.03	-37
北京	19	54%	42%	3%	0%	0%	2.51	2.82	-31
福建	32	49%	51%	0%	0%	0%	2.51	2.82	-30
甘肃	3	36%	64%	0%	0%	0%	2.51	3.01	-50
广东	31	60%	40%	0%	0%	0%	2.46	2.76	-30
广西	6	53%	35%	12%	0%	0%	2.61	2.96	-35
贵州	5	25%	56%	4%	1%	14%	3.17	3.12	5
海南	1	0%	100%	0%	0%	0%	2.78	2.78	0
河北	8	33%	67%	0%	0%	0%	2.56	2.83	-26
河南	24	42%	55%	3%	0%	0%	2.55	2.90	-35
湖北	28	45%	49%	5%	1%	0%	2.60	2.96	-36
湖南	44	34%	58%	4%	3%	0%	2.67	2.95	-28
吉林	6	0%	81%	19%	0%	0%	2.85	3.37	-52
江苏	125	52%	48%	0%	0%	0%	2.50	2.82	-32
江西	37	50%	39%	11%	0%	0%	2.60	2.92	-33
辽宁	-	-	-	-	-	-	-	2.88	-
内蒙古	1	100%	0%	0%	0%	0%	2.46	-	-
宁夏	1	0%	37%	63%	0%	0%	3.08	-	-
青海	1	0%	100%	0%	0%	0%	2.61	6.16	-355
山东	43	44%	51%	4%	0%	0%	2.56	2.89	-34
山西	6	49%	51%	0%	0%	0%	2.52	3.03	-51
陕西	17	23%	62%	15%	0%	0%	2.74	3.41	-67
上海	20	62%	38%	0%	0%	0%	2.45	2.66	-21
四川	43	39%	52%	8%	1%	0%	2.61	2.93	-32
天津	13	12%	68%	12%	4%	4%	2.86	3.46	-60
西藏	1	100%	0%	0%	0%	0%	2.47	2.91	-44
新疆	9	34%	66%	0%	0%	0%	2.59	2.96	-37
云南	7	7%	49%	44%	0%	0%	2.99	3.23	-23
浙江	113	23%	74%	3%	0%	0%	2.65	2.96	-31
重庆	28	53%	38%	3%	6%	0%	2.63	3.09	-46

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

从剩余期限来看，截至 2024Q1 末全部重仓城投债平均剩余期限为 1.61 年，较上季度末小幅下降 0.12 年，安徽、海南、吉林、浙江等区域城投债久期相对较长。2 年以内到期重仓城投债占比达到 66%，其中部分债务压力偏高的区域，例如青海、天津、甘肃、内蒙古等地，其重仓城投债平均剩余期限均小于 1 年，反映出市场对这类区域投资谨慎、主要在短端博弈。

收益率持续下行，机构向部分重点省市拉久期。重点省份中，云南、广西、天津、贵州重仓券平均剩余期限环比拉长，2024Q1 分别为 1.41 年、1.18 年、0.87 年和 1.46 年；此

外，河南、重庆等区域的重仓平均剩余期限环比下降较多，我们认为可能是机构主动缩减期限，降低风险敞口；海南、上海等区域久期拉长，主要系新增较长久期债券配置；其余省份持仓债券期限结构变化不大。

图9：2024Q1 各省份重仓城投债规模分剩余期限区间分布（家）

省份	23Q4重仓债主体数	(0,1)	[1,2)	[2,3)	[3,5)	[5,10)	24Q1平均剩余期限 (年)	23Q4平均剩余期限 (年)	剩余期限变动 (年)
总计	712	39%	27%	23%	9%	2%	1.61	1.73	-0.12
安徽	40	26%	33%	19%	18%	4%	1.98	1.95	0.03
北京	19	48%	28%	20%	4%	0%	1.27	1.53	-0.26
福建	32	37%	25%	30%	3%	5%	1.76	1.88	-0.11
甘肃	3	94%	6%	0%	0%	0%	0.70	0.91	-0.21
广东	31	51%	26%	12%	11%	0%	1.37	1.82	-0.45
广西	6	55%	20%	25%	0%	0%	1.18	0.98	0.20
贵州	5	55%	8%	22%	14%	0%	1.46	1.32	0.14
海南	1	0%	0%	100%	0%	0%	2.34	0.81	1.54
河北	8	6%	83%	10%	0%	0%	1.58	1.70	-0.12
河南	24	46%	33%	17%	4%	0%	1.21	2.00	-0.79
湖北	28	40%	24%	24%	10%	1%	1.64	1.84	-0.20
湖南	44	27%	38%	23%	9%	3%	1.79	1.56	0.23
吉林	6	4%	38%	58%	0%	0%	2.04	2.14	-0.10
江苏	125	46%	27%	21%	5%	1%	1.32	1.38	-0.06
江西	37	43%	20%	30%	4%	2%	1.47	1.55	-0.08
辽宁	-	-	-	-	-	-	-	0.72	-
内蒙古	1	100%	0%	0%	0%	0%	0.34	-	-
宁夏	1	0%	37%	63%	0%	0%	1.75	-	-
青海	1	100%	0%	0%	0%	0%	0.06	0.51	-0.45
山东	43	38%	30%	26%	6%	0%	1.60	1.80	-0.20
山西	6	46%	32%	22%	0%	0%	0.98	1.60	-0.62
陕西	17	48%	9%	38%	5%	0%	1.63	1.38	0.25
上海	20	43%	36%	10%	0%	11%	1.62	1.14	0.48
四川	43	34%	27%	26%	12%	1%	1.66	1.96	-0.30
天津	13	72%	19%	5%	4%	0%	0.87	0.78	0.09
西藏	1	100%	0%	0%	0%	0%	0.78	1.29	-0.51
新疆	9	56%	18%	22%	4%	0%	1.31	1.60	-0.29
云南	7	46%	33%	16%	5%	0%	1.41	1.11	0.30
浙江	113	22%	21%	27%	24%	4%	2.32	2.37	-0.05
重庆	28	50%	21%	20%	8%	2%	1.36	2.32	-0.96

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

### 2.4.3 重仓城投前 20 大主体分析

从重仓城投债的前 20 大主体来看，2024Q1 重仓城投债的主体主要为山东高速、蜀道集团、湖南高速等，主要为经济较强省份的省级平台，其中多个省份的交运主体被大规模持仓，背后原因或在于此类主体业务常产生较为稳定的现金流，市场认可度整体较高。

各主体被重仓的城投债平均估值收益率全线下行，其中泰达控股、瓯海城建、天津城投等主体收益率下行超 40bp，下行幅度大，反映市场在一揽子化债政策下对天津和发达省份区县平台的偏好增加。

表10：债基重仓规模 Top 20 城投债主体

发行主体	持仓总市值（亿元）			平均收益率（%）			平均剩余期限（年）			中债隐 含评级	省份	行政级别
	24Q1	23Q4	变动	24Q1	23Q4	变动	24Q1	23Q4	变动			
山东高速集团有限公司	26.03	23.19	2.84	2.44	2.70	-26	1.18	1.78	-0.60	AAA	山东	省级
蜀道投资集团有限责任公司	17.31	9.75	7.56	2.47	2.85	-38	1.39	2.61	-1.21	AA+	四川	省级
湖南省高速公路集团有限公司	16.28	15.96	0.32	2.45	2.64	-19	1.25	0.97	0.28	AA+	湖南	省级
北京市海淀区国有资本运营有限公司	15.91	17.26	-1.35	2.60	2.98	-38	1.49	2.05	-0.56	AA+	北京	区县级
江苏交通控股有限公司	14.37	8.26	6.11	2.30	2.55	-25	0.53	0.98	-0.45	AAA	江苏	省级
江西省交通投资集团有限责任公司	14.10	12.56	1.54	2.38	2.55	-17	0.97	0.86	0.12	AAA	江西	省级
广州地铁集团有限公司	11.31	13.05	-1.74	2.47	2.73	-26	2.37	2.75	-0.38	AAA	广东	地市级
湖北交通投资集团有限公司	9.42	7.03	2.39	2.48	2.79	-30	1.65	1.41	0.24	AAA	湖北	省级
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	9.17	8.14	1.03	2.63	2.97	-35	2.18	2.04	0.14	AA+	山东	地市级

河南交通投资集团有限公司	9.14	9.59	-0.45	2.53	2.79	-26	1.69	2.27	-0.58	AA+	河南	省级
湖南湘江新区发展集团有限公司	8.64	3.82	4.82	2.50	2.84	-34	1.88	2.79	-0.91	AA+	湖南	国家级新区
广州市城市建设投资集团有限公司	8.19	3.96	4.23	2.39	2.64	-25	1.48	0.30	1.18	AAA	广东	地市级
深圳市地铁集团有限公司	7.34	5.05	2.30	2.33	2.56	-22	0.98	1.07	-0.09	AAA	广东	地市级
天津泰达投资控股有限公司	7.29	5.08	2.21	2.79	3.43	-63	0.93	1.04	-0.11	AA-	天津	国家级园区
浙江瓯海城市建设投资集团有限公司	7.24	7.11	0.12	2.76	3.28	-53	4.42	4.93	-0.51	AA(2)	浙江	区县级
科学城(广州)投资集团有限公司	7.03	4.15	2.89	2.55	2.94	-39	0.74	1.28	-0.54	AA	广东	国家级园区
广西交通投资集团有限公司	6.72	14.97	-8.25	2.52	2.77	-26	0.88	0.88	-0.01	AA+	广西	省级
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	6.46	7.22	-0.76	2.67	3.11	-43	0.99	0.84	0.15	AA	天津	省级
青岛地铁集团有限公司	6.21	1.43	4.78	2.36	2.72	-36	0.57	0.85	-0.28	AA+	山东	地市级
四川发展(控股)有限责任公司	6.16	6.23	-0.07	2.52	2.73	-20	2.13	2.29	-0.17	AAA	四川	省级

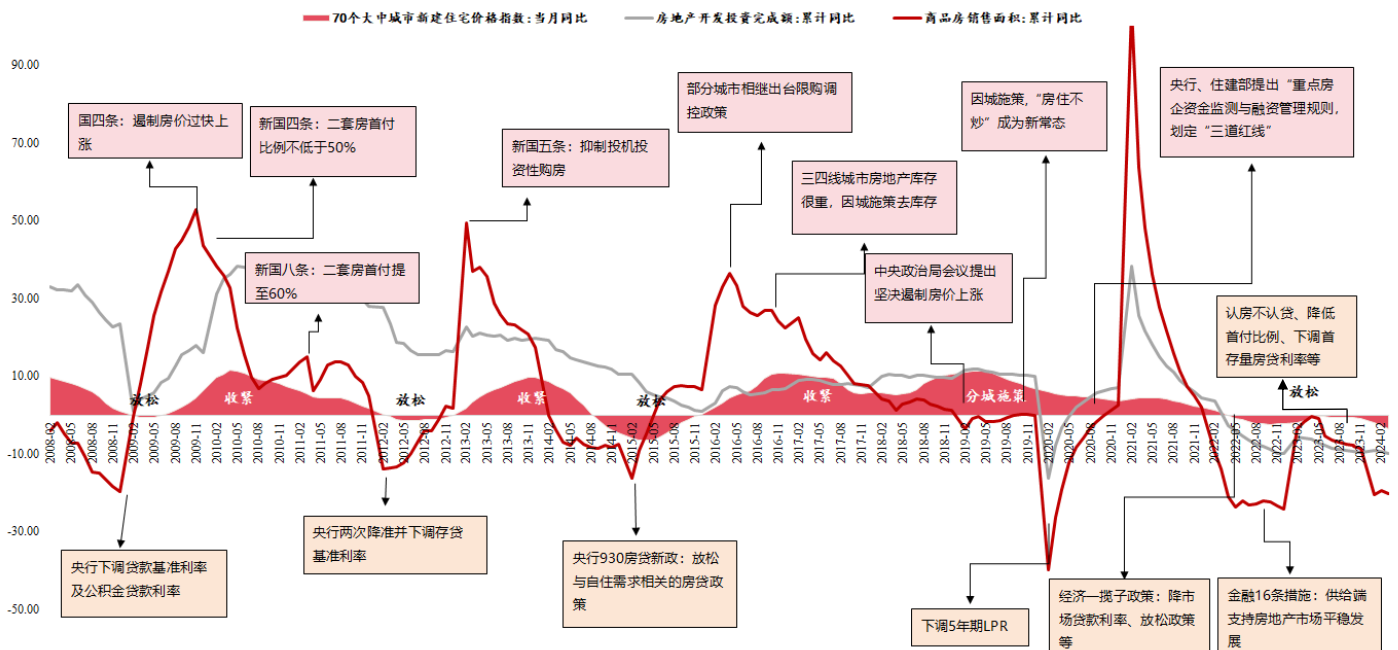
资料来源：iFinD，浙商证券研究所

注：平均收益率和剩余期限计算以持仓市值为权重

### 3 地产债策略：关注央企地产债

2022年初开始，政策端持续加码，地产开启宽松周期。总结2008年以来的政策周期可以发现，2015年以前，每当商品房销售面积增速趋近0或同比负增的时候，政策端倾向于放松；但随后在大规模棚改的刺激下，商品房价格快速上涨，同时带动商品房销售面积回正，政策再度开启一轮长达6年的收紧周期。2022年初开始，在市场持续低迷、出险房企数量增加的情况下，政策开始转向放松，整体基调由“限制”转为“松绑”，但从需求端来看，消费者购房意愿尚未看到明显改观，2023年下半年70大中城市房价指数再度转跌，同时房地产开发投资完成额仍然同比负增，政策端的积极信号向市场的传导仍需要更长时间，但后续伴随更多支持政策的出台，地产行业下行空间或已有限，在政策底向市场底切换的过程中，或仍伴随一些摩擦成本，因此我们认为对于传统投资者而言，央企地产债更加值得关注。

图10：2008年以来房地产行业周期性变动(%)



数据来源：Wind，政府网站，人民网、央广网、新华社、新京报等媒体，浙商证券研究所

### 3.1 地产主体存量情况

地产行业处于持续出清过程中，**民营地产企业违约规模仍大**。根据 DM 统计口径，2023 年共有 38 家房地产企业违约，涉及金额 1387.21 亿元，同比下降 6.08%；从风险角度来看，**民营地产债板块仍将面临出清扰动**，对于风险偏好不高的投资者而言仍需谨慎。

**当前来看，房企融资和拿地情况仍需更长时间修复**。从存量债券余额、资产总额和净利润总额 3 个指标来看，违约主体数据占比均超过 60%。民营地产企业作为房地产行业的重要组成部分，在超过半数主体均面临信用问题的情况下，难以避免的对地产行业融资和拿地数据形成拖累；考虑到目前地产行业新开工和销售端均承压，后续央国企类地产主体加杠杆空间有限，地产行业数据短期内或难以改善。

表11：不同信用状态的民企地产主体对比（亿元）

	已违约或展期主体	未违约主体	总计	违约或展期民企数据占比
存量债券余额	3940	2148	6088	64.72%
净资产总额	9627	14897	24524	39.26%
总资产总额	119272	51812	171085	69.72%
营业收入总额	18792	13815	32607	57.63%
净利润总额	-5449	-148	-5597	97.35%

数据来源：iFinD，浙商证券研究所

注：财务数据主要为 2023 年年报

### 3.2 行业政策面跟踪

2024 年初以来，政策主旨继续强调防风险、促融资，同时在因城施策背景下推动贷款利率调降，刺激需求端企稳回暖。2024 年 1 月，住建部和金融监管总局下发通知，指导地方建立融资协调机制，房地产项目公司根据项目情况自愿申报融资支持“白名单”，经所在城市协调机制汇总审核后，将对应项目纳入“白名单”，并向本行政区域内金融机构推送。根据 2024 年 3 月 5 日披露的《政府工作报告》，2024 年政府工作任务仍然强调防范化解包括房地产在内的重点领域风险，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持，同时适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化，加快构建房地产发展新模式。5 月 17 日，国务院召开政策例行吹风会，保交楼、去库存力度再加码，央行出台多项配套措施，设立 3000 亿元再贷款，同时房贷利率、首付比例和公积金贷款齐调整，需求端释放利好信号。

表12：2024 年以来地产支持政策加码

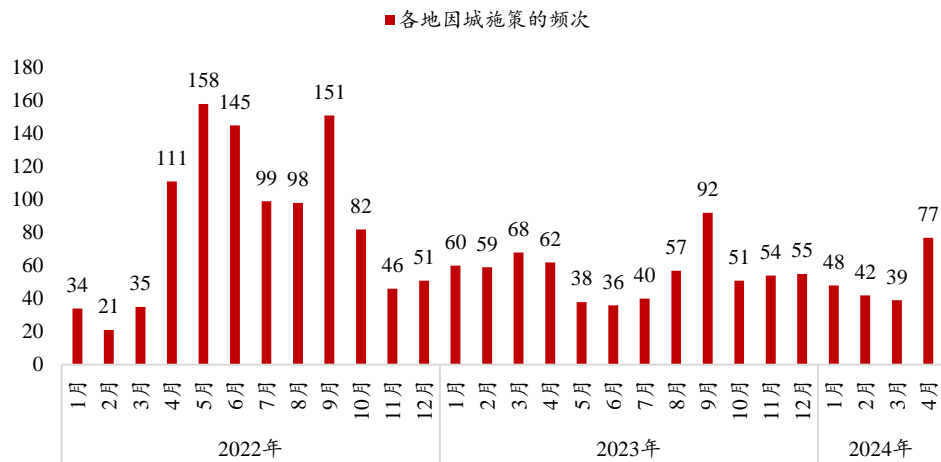
时间	部门	政策文件/会议	核心内容
2024/1/9	住房城乡建设部、金融监管总局	关于建立城市房地产融资协调机制的通知	·指导各地级以上城市建立房地产融资协调机制。协调机制按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。
2024/1/11	央行	支持试点城市购买商品房作为长期租房用途	· <b>批复 1000 亿元的住房租赁团体购房贷款</b> ，支持 8 个试点城市购买商品房用作长租房。
2024/1/24	央行、金融监管总局	关于做好经营性物业贷款管理的通知	·经营性物业贷款可用于承贷物业的经营性资金需求，以及置换借款人为建设或购置该物业形成的贷款、股东借款等。 <b>2024 年底前</b> ，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行可 <b>发放经营性物业贷款用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券</b> 。
2024/5/10	央行	2024 年第一季度中国货币政策执行报告	·因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求， <b>一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求</b> ，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展。
2024/5/17	央行	关于调整个人住房贷款最低首付比例政策的通知	·对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例调整为不低于 25%。

2024/5/17	央行	关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知	·取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。
2024/5/17	央行	国务院政策例行吹风会	·将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。 ·利率 1.75%，期限 1 年，可展期 4 次，发放对象包括政策性银行、国有商业银行、股份制商业银行等 21 家全国性银行。人民银行按照贷款本金的 60% 发放再贷款，可带动银行贷款 5000 亿元。
2024/5/17	国务院	全国切实做好保交房工作视频会议	·着力分类推进在建已售难交付商品房项目处置，全力支持应续建项目融资和竣工交付。相关地方政府应酌情以收回、收购等方式妥善处置已出让的闲置存量住宅用地，以帮助资金困难房企解困。商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。 ·要继续做好房地产企业债务风险防范处置，扎实推进保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设“三大工程”。

资料来源：政府网站，新华社、财联社、钱江晚报等媒体，浙商证券研究所

地方层面地产限制政策不断优化。具体来看，2024 年 1~3 月各地因城施策频次普遍在 40 次以上，而 4 月全国地方出台地方支持政策 77 次，政策频次环比大幅增长。此外，多个主要城市推广“以旧换新”模式、取消住房限购，着力刺激潜在购房需求，地产政策持续优化。展望来看，基于当前政策定调，下半年地产政策将维持宽松，盘活和消化存量房产或是政策重要发力方向，在增加保障房供给的同时，促进形成“商品+保障”的住房体系，助力构建房地产发展新模式。

图11：2022 年以来各地因城施策频次



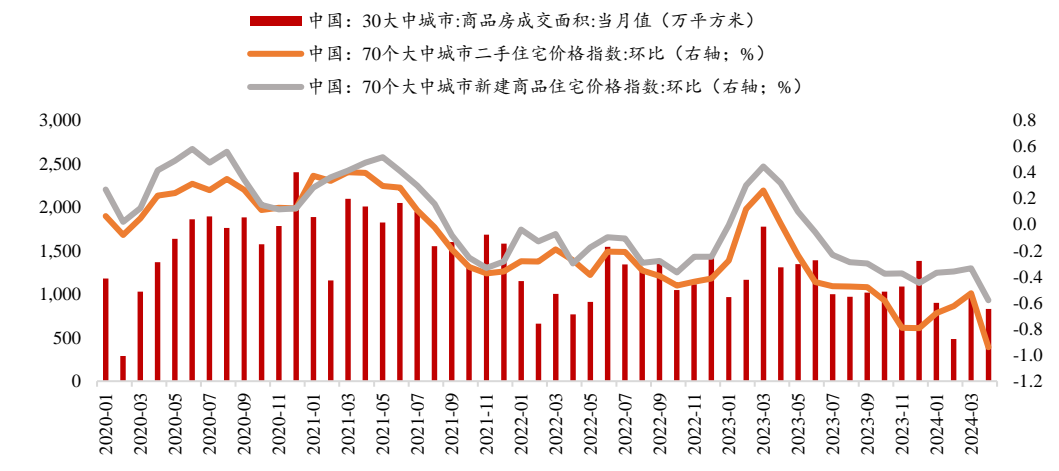
资料来源：中指研究院，浙商证券研究所

### 3.3 行业基本面跟踪

2024 年前 4 个月需求端延续下滑趋势，地产基本面仍然偏弱。2024 年开年至今，商品房成交面积及价格指数持续负增。4 月，30 大中城市商品房成交面积为 829.83 万平方米，同比下滑 36.66%；价格方面，同期 70 个大中城市新建商品住宅、二手住宅价格指数分别环比下降 0.58%、0.94%；从量价层面来看，地产需求端仍相对不足。

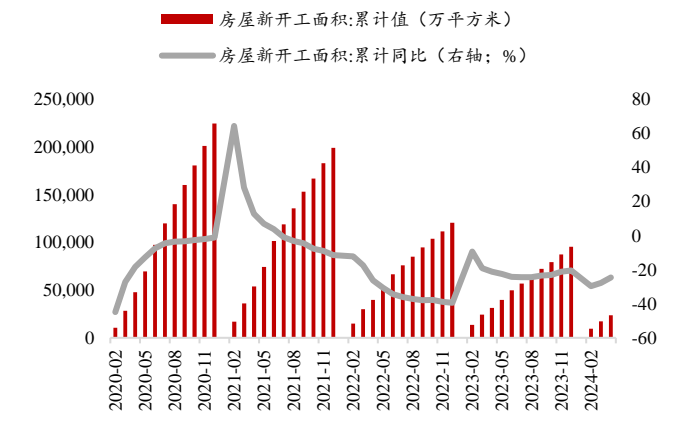
需求偏弱环境下，开发商项目投资趋缓。从房地产新开工情况来看，2024 年 1~4 月新开工面积为 2.35 亿平方米，相较于 2023 年下降约 25%，新开工情况继续低迷；房地产竣工情况来看，2024 年 1~4 月房屋竣工面积为 18860 万平平方米，相较于去年同时期下降约 20%。

图12：我国楼市量价情况统计



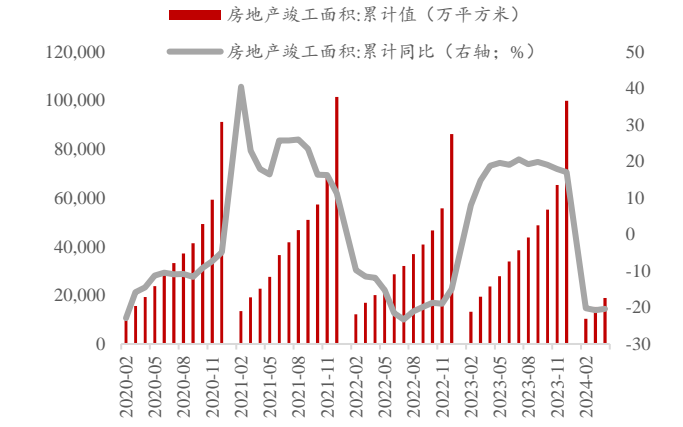
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13：2020年以来全国房屋新开工面积统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：2020年以来全国房屋竣工面积统计



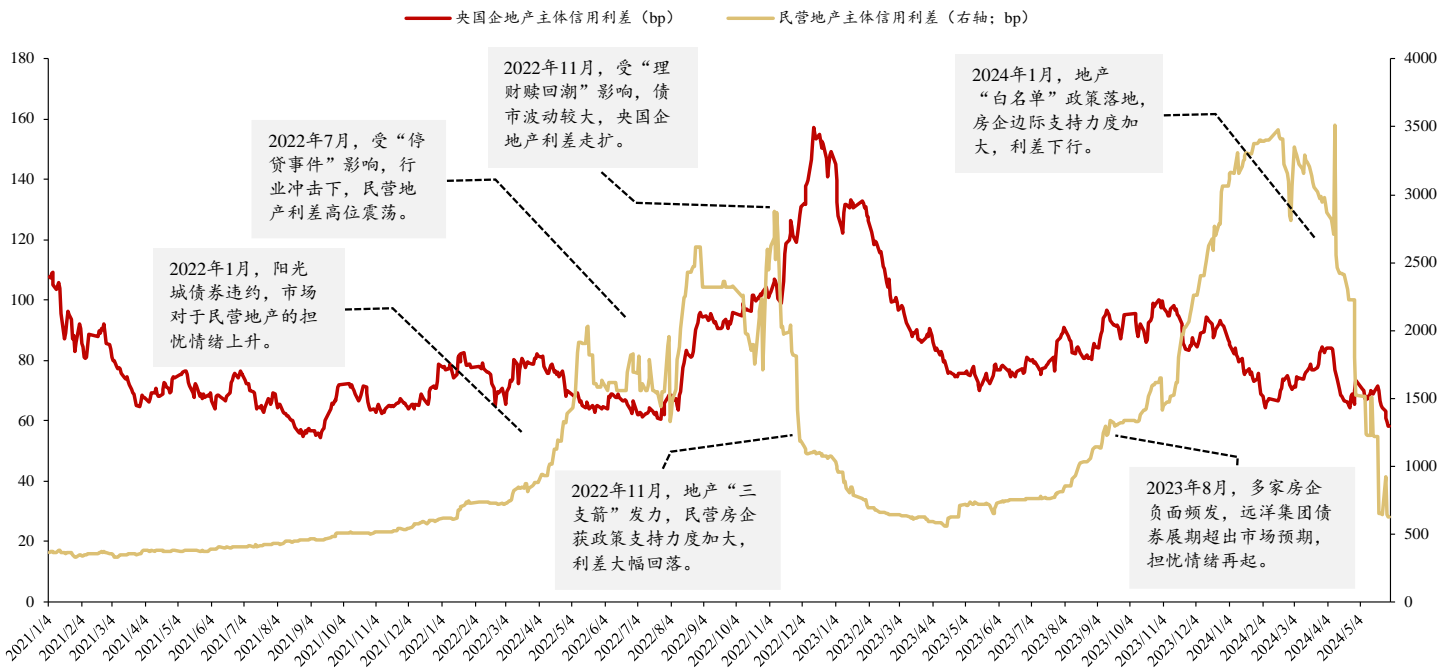
资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3.4 行业与主体利差分析

伴随供给出清和支持政策持续落地，国有、民营房企利差趋势性收敛。地产企业的股东背景、企业性质对其信用资质构成重要影响，因此反映在利差上，国有和民营房企在收益率以及利差表现上呈现出较大差异。观察2020年以来的利差走势可以发现，央国企地产主体信用利差在100bp左右的箱体范围内窄幅震荡，而同期民营地产企业利差绝对值一直偏高，并且自2021年开始，在行业景气度下行以及行业内频发的风险舆情影响下，民营地产主体信用利差开始迅速走扩，并且在2022年11月利差水平触达阶段性高点2878.39bp，随后在地产“三支箭”等政策支持下，民营房企利差快速回落。

2023年8月开始，在楼盘去化和销售回款持续承压的情况下，多家房企出现负面舆情，带动民营房企利差再度上行，市场情绪偏向谨慎。进入2024年，政策层面再度发力，地产“白名单”、地方因城施策放松限购等政策支持下，两类房企利差收窄，截至2024年5月底，央国企、民营地产主体利差分别处于近三年2.5%、32.9%的历史分位数水平，而从利差绝对值水平上看，两者差值为10.72倍，较2023年底的33.61倍大幅收敛，市场情绪趋向缓和。

图15：2024年2月以来地产国企、民企利差再度收敛



数据来源：DM，政府网站，新华财经、经济日报、中国新闻网等媒体，浙商证券研究所

**未出险房企估值存在差异，收益存在挖掘空间。**民企地产方面，截至2024年5月底，金地集团、万科地产、万达集团和重庆龙湖1年期估值收益率均超过10%，其中金地集团估值收益率最高，超过20%，对于上述主体，市场担忧情绪仍旧存在；美的置业、滨江集团舆情风险相对可控，1年期收益率超过3.5%，存在一定挖掘价值。**央国企地产方面**，首开股份、华侨城等主体1年期收益率超过2.5%，3年期收益率超过3%，中短期品种具备性价比，建议重点关注；招商蛇口、保利发展、中海集团、华润置地3年期收益率在2.4-2.5%左右，地产头部主体风险可控，仍可适当关注。

**在政策加码的背景下，关注万科估值修复带来的国企地产债交易机会。**根据DM数据，从过往来看，2021年以来万科曾出现2次利差趋势性走扩：

1) **2022下半年**，在外部舆情扰动及经营承压的情况下，市场对万科的担忧情绪发酵，万科地产债券利差开始走扩，并于2022年12月底触达阶段性高点（超过160bp），随后在基本面改善预期下利差回落。在本轮利差变动过程中，以华发股份和电建地产为例，其利差修复滞后于万科0.5~1个月时间，此后同步开启利差压缩，因此若将万科地产作为观察锚点，则在其估值修复初期，其他国企地产债具备交易价值。

2) **2023下半年开始**，市场对地产修复预期逐步弱化，叠加远洋集团的负面舆情扰动，万科地产债再度开启走扩，2023年11月6日，深圳市国资委和大股东深圳地铁表态支持万科，万科地产债随后横盘，但在销售端未恢复、资金面趋紧的情况下，利差快速走扩至2024年5月初的高点3276.53bp，此后受地产支持政策密集出台利好带动，万科地产债券利差迅速回落至5月底的1210.82bp。万科地产债波动幅度较上一轮明显扩大，参考上一轮利差变动经验，当前万科地产债券估值已经开始修复，建议关注其他具备利差空间的央国企地产债交易机会。

**从基金持仓来看，债基对民企地产的持仓频次出现分化，而央国企地产被明显增持。**民企地产方面，相比2023年末，2024年1季度债基减持万科地产，增持重庆龙湖、新城控股，美的置业，反映机构对于收益挖掘的诉求仍然存在，但倾向于避免持仓存在舆情风险的主体。

央国企地产方面，债基对华侨城、华润置地、金融街、电建地产、华发股份的持仓频次明显增加，增持最多的地产债主体是华侨城，增持频次达5次，机构对于央国企地产债的配置热度明显提升。

图16：部分百强房企收益率及债基重仓频次情况

地产主体	存续债规模 (亿元)	YY评级	主体评级	债基持仓频次			1年期估值收 益率(%)	收益率较上 月变动 (bp)	3年期估值 收益率 (%)	收益率较上 月变动 (bp)
				24Q1	23Q4	变动				
金地(集团)股份有限公司	72.61	6-	AAA	-	-	-	24.06	-1532	16.67	-560
大连万达商业管理集团股份有限公司	61.42	7	AAA	-	-	-	19.36	-62	14.38	-42
万科企业股份有限公司	530.44	5	AAA	-	1	-1	13.89	-1926	3.57	-2250
重庆龙湖企业拓展有限公司	257.84	5-	AAA	1	-	1	10.61	-438	11.52	-462
新城控股集团股份有限公司	94.13	6	AAA	1	-	1	7.87	-50	3.24	-576
美的置业集团有限公司	128.90	6+	AAA	3	2	1	4.43	3	2.99	-184
杭州滨江房产集团股份有限公司	78.40	6+	AAA	-	-	-	3.62	5	3.79	-14
深圳市卓越商业管理有限公司	56.19	7+	AAA	-	-	-	3.47	4	4.36	48
中文房地产集团有限公司	140.20	4-	AAA	1	-	1	2.63	-11	3.08	6
华侨城集团有限公司	424.00	4	AAA	5	-	5	2.63	-5	4.19	33
光明房地产集团股份有限公司	77.50	5-	AA+	4	5	-1	2.62	2	3.29	-20
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	602.66	3	AAA	2	4	-2	2.54	20	2.39	-31
北京首都开发股份有限公司	634.14	4-	AAA	6	7	-1	2.53	-48	3.29	-31
大悦城控股集团股份有限公司	125.20	4	AAA	-	-	-	2.48	-8	2.64	-32
中国电建地产集团有限公司	266.13	5-	AAA	5	3	2	2.46	-8	3.19	-35
联发集团有限公司	162.00	5-	AA+	2	1	1	2.43	-36	2.59	-70
建发房地产集团有限公司	295.45	5	AAA	2	2	-	2.42	-33	2.89	-28
珠海华发实业股份有限公司	369.50	6+	AAA	7	5	2	2.38	-17	2.99	-40
金融街控股股份有限公司	465.90	4	AAA	11	8	3	2.28	-12	2.59	-28
华润置地控股有限公司	690.96	4+	AAA	7	3	4	2.28	-15	2.49	-21
中海企业发展集团有限公司	459.00	3	AAA	4	2	2	2.23	-7	2.40	-7
保利发展控股集团股份有限公司	715.75	3	AAA	4	3	1	2.22	-12	2.44	-35

数据来源：Wind，浙商证券研究所

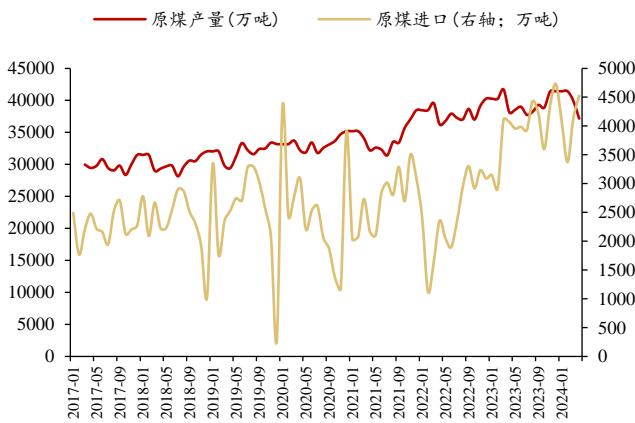
注：1年期和3年期收益率数据统计时间为2024年5月31日

## 4 煤炭债策略：久期中性，等待回调机会

### 4.1 行业基本面跟踪：煤价保持稳定

供给同比小幅下滑，原煤进口比重提升。2022年以来，政策强调增产保供稳价，煤炭供应能力稳步提升，供需结构改善，动力煤、炼焦煤价格逐步企稳，以环渤海动力煤(Q5500K)为例，其综合平均价格指数基本在700~750元/吨区间波动。供给端来看，2024年1~4月，全国原煤累计产量同比下降3.34%，同期原煤累计进口量同比增长13.83%，煤炭总体供给保持稳定，主流港口煤炭库存低于去年同期，但整体仍处于相对高位水平。

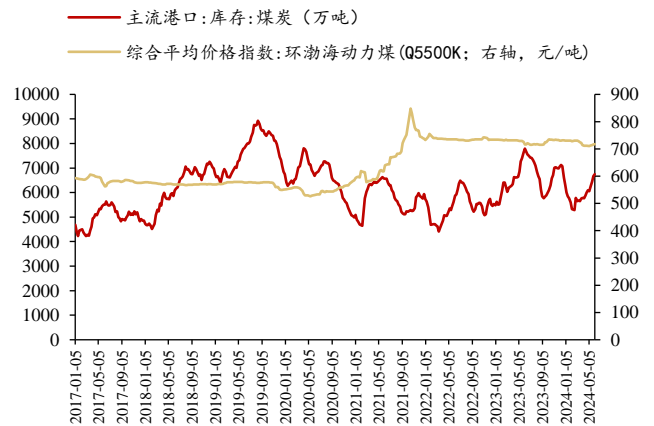
图17：2024年1季度原煤产量小幅下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：每年原煤产量1、2月份数据未披露，故采用平滑的方式进行处理，使1、2月份产量等于上年末月度产量

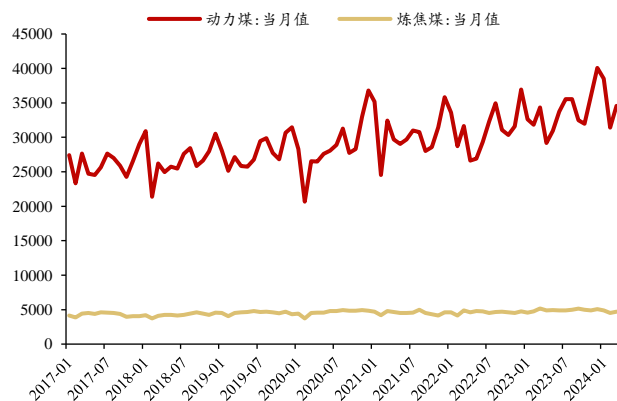
图18：主流港口煤炭库存变动及煤价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

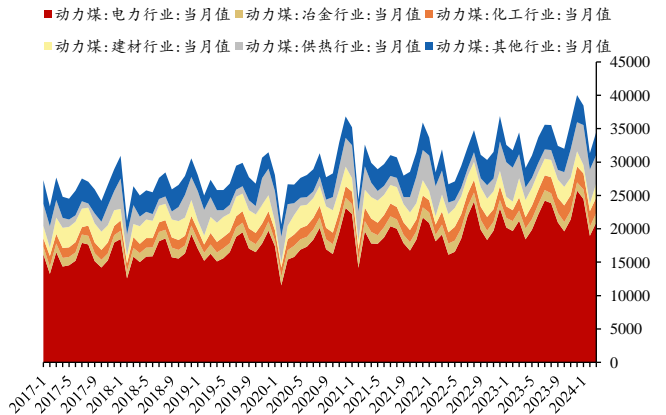
**动力煤需求趋势增长，焦煤维持存量格局。**近几年来看，自2020年2月见底以来，动力煤基本保持向上的增长趋势，阶梯底部不断抬升；细分来看，煤炭需求端的增量主要由动力煤贡献，电力、供热等下游行业仍构成绝对支撑，需求端预计仍然稳健。

图19：动力煤和炼焦煤消费量（万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图20：动力煤下游行业消费量分布（万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 4.2 煤炭行业近年走势复盘

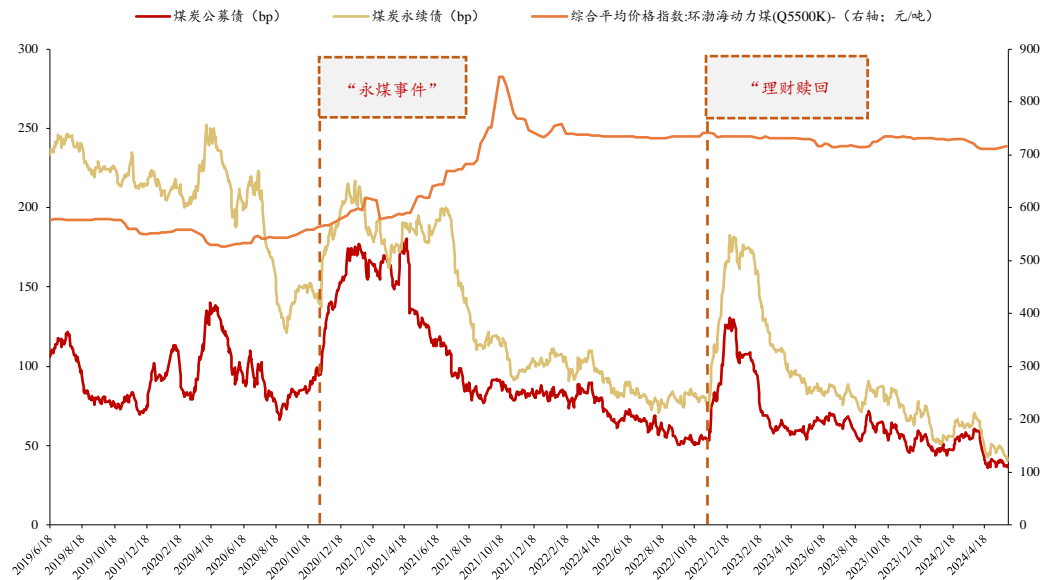
**煤价前期先涨后跌，当前仍保持在相对高位。**2020年以前，动力煤价格相对稳定，基本在500-600元/吨运行，2021年初开始，受供给端安监环保检查、下游电厂集中增加库存、进口煤缩量等供需因素影响，动力煤价格快速提升，但四季度在保供稳价政策带动下，煤价出现一定程度下跌；进入2022年，欧洲等外部需求放量，煤炭价格再次迎来大涨，以秦皇岛港Q5500动力煤平仓价为例，最高一度超过1700元/吨，但四季度开始，在国际能源价格下跌、国内需求趋缓、保供长协占比提升等因素影响下，动力煤价格快速下行，并在2023年中跌至800元/吨左右，随后开启震荡，目前仍维持在800~850元/吨的相对高位。

**伴随煤炭价格中枢提升，煤炭债利差收敛下行。**2021年以来的行业高景气度带动煤炭主体基本面改善，在信用债缺资产的行情演绎之下，煤炭行业信用利差快速下行，期间经历“理财赎回潮”带来的利差冲击，但随后在情绪面修复以及理财资金恢复增长的带动下再度下行，当前来看，煤炭行业利差已经运行至2019年6月以来的最低位，永续债和公募债之

间的利差同样压缩至极低点，当前空间不足 10bp，该部分利差或不足以补偿投资者承担的额外流动性风险，永续债性价比不高。

**煤炭行业利差低位，进一步压缩空间不大。**目前从历史分位数、品种利差维度来看，参与煤炭债券投资的性价比或已不高，在当前“资产荒”格局下煤炭债利差大幅走扩的概率不大，后续或可等待短期利差调整带来的配置机会。

图21：煤炭行业信用利差与煤价变动情况



资料来源：Wind，DM，浙商证券研究所

### 4.3 行业一季报：指标边际弱化，杠杆持续压降

**一季度财务指标同比下滑，但杠杆率仍在压降。**1) **营收和利润下滑**：2024Q1 煤价低于 23 年同期水平，导致煤炭企业营收和净利润均同比下降，分别为-15.89%和-34.05%；2) **资产负债率继续压降**：2020 年以来得益于煤价抬升，煤企营利双升、经营活动现金流充裕，煤炭企业杠杆率逐年下降，2024Q1 煤企财务指标虽然有所弱化，但资产负债率仍下降 1.11 个百分点，行业资本结构持续优化；3) **经营净现金流大幅收缩**：与盈利能力减弱同步，2024Q1 经营净现金流入同比减少 32.41%，在压降杠杆的同时，企业对于自由现金流的需求压力或加大。

表13：煤炭行业主要财务指标数据（亿元）

财务指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	24Q1 同比变化
营业收入	32685.78	26959.58	26735.18	32607.02	37353.94	39833.78	44237.57	51771.70	55929.72	50303.26	11063.88	-15.89%
净利润	387.19	-218.62	295.87	1214.89	1470.37	1680.40	1493.82	2845.16	4401.22	3958.91	787.44	-34.05%
ROE (%)	-2.98	-9.06	-4.72	5.76	4.77	2.89	1.04	9.23	14.75	13.97	1.75	-2.18pp
资产负债率 (%)	65.77	67.68	68.43	66.31	65.46	64.06	65.54	64.57	63.25	61.93	59.89	-1.11pp
经营性净现金流	1814.59	1187.44	2847.03	4021.09	5383.94	5098.55	5229.92	8667.90	9864.98	6864.13	1140.46	-32.41%

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

注：pp=percent point，即同比变化的百分点

#### 4.4 行业主体收益率及持仓频次分析

煤炭行业发行主体收益率压缩至低位,当前山西煤企的1年期估值收益率多低于2.4%,3年期估值收益率多数在2.3~2.6%区间。在无外部风险扰动的情况下,短期博弈利差进一步下行或存在一定胜率,但赔率预计不高,若从收益挖掘的角度,山西煤企3年期品种仍具备一定空间,可保持相对关注。

债基持仓频次方面,相比于2023年底,2024年1季度债基增持晋控煤业、徐州矿务、华阳新材等具有一定利差且风险可控的煤炭主体,与此同时,机构减持陕煤化、中煤能源、山东能源、淮河能源、淮南矿业、晋控装备和潞安矿业,从趋势上看,在当前低利差环境下,机构对于煤炭债整体趋向于谨慎。

图22: 存续债余额大于20亿元的煤炭主体收益率及债基持仓频次情况

煤炭主体	存续债规模 (亿元)	YY主体 最新评级	债基持仓频次			1年期估 值收益率 (%)	收益率较 上月末变 动(bp)	3年期估 值收益率 (%)	收益率较 上月末变 动(bp)	永续债			
			24Q1	23Q4	变动					1年期估值 收益率(%)	收益率较上 月末变动 (bp)	3年期估值收 益率(%)	收益率较上 月末变动 (bp)
韩城市城市投资(集团)有限公司	23	9	-	-	-	3.95	-15	4.61	-128	-	-	-	-
山西兰花科技创业股份有限公司	20	5-	-	-	-	2.63	-27	2.87	-33	-	-	-	-
冀中能源股份有限公司	30	7+	2	2	-	2.43	-	2.80	-34	-	-	-	-
冀中能源集团有限责任公司	282	7-	3	3	-	2.38	-	3.00	-	2.41	-30	2.98	-54
平顶山天安煤业股份有限公司	99	6-	-	1	-1	2.33	-28	2.60	-36	-	-	-	-
开滦(集团)有限责任公司	60	6-	1	2	-1	2.32	-30	2.60	-39	-	-	-	-
华阳新材料科技集团有限公司	331	6-	10	8	2	2.28	-25	2.50	-	2.43	-39	2.69	-43
徐州矿务集团有限公司	20	5-	2	-	2	2.27	-26	2.46	-34	-	-	-	-
山西华阳集团新能股份有限公司	45	5	-	1	-1	2.26	-31	2.52	-40	2.26	-33	2.45	-36
山西焦煤能源集团股份有限公司	20	4	-	-	-	2.24	-28	2.50	-38	-	-	-	-
神木市国有资本投资运营集团有限公司	45	6+	-	-	-	2.24	-	2.46	-	2.53	-39	2.86	-
晋能控股电力集团有限公司	546	5-	15	14	1	2.23	-25	2.42	-34	2.27	-33	2.47	-46
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	272	6-	7	12	-5	2.23	-25	2.49	-34	2.38	-34	2.64	-44
晋能控股装备制造集团有限公司	290	5-	5	8	-3	2.23	-25	2.43	-34	2.28	-34	2.46	-46
陕西榆林能源集团有限公司	30	5	-	-	-	2.23	-25	2.39	-35	-	-	-	-
淮南矿业(集团)有限责任公司	135	5-	4	6	-2	2.22	-25	2.49	-35	-	-	-	-
淮河能源控股集团有限责任公司	65	5-	-	2	-2	2.20	-27	2.37	-32	2.29	-30	2.55	-40
宜兴市交通能源集团有限公司	23	6-	-	-	-	2.20	-35	-	-	-	-	-	-
兖矿能源集团股份有限公司	365	4+	1	-	1	2.18	-27	2.34	-30	2.23	-31	2.39	-35
山东能源集团有限公司	522	4	3	5	-2	2.18	-27	2.34	-30	2.24	-29	2.39	-35
中国中煤能源股份有限公司	130	3	1	3	-2	2.18	-25	2.34	-30	-	-	-	-
陕西煤化工产业集团有限责任公司	1,275	4-	17	20	-3	2.17	-25	2.34	-27	2.23	-31	2.39	-35
山西焦煤集团有限责任公司	490	4-	6	7	-1	2.17	-25	2.34	-30	2.23	-31	2.39	-35
中国中煤能源集团有限公司	80	3	2	1	1	2.17	-25	2.34	-30	2.71	-27	3.13	-27
晋能控股煤业集团有限公司	806	6-	23	20	3	2.17	-31	2.41	-42	2.27	-36	2.51	-48

资料来源: iFinD, DM, 浙商证券研究所

注: 1、数据统计时间 2024/5/31; 2、1年/3年估值收益率通过期限利差插值法合成

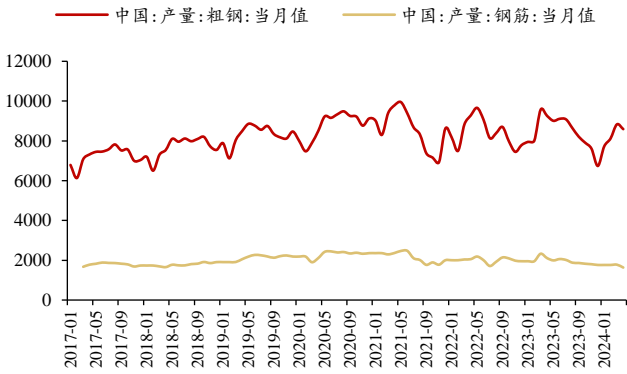
### 5 钢铁债策略: 短期偏向防守

#### 5.1 行业基本面跟踪: 供需偏弱

供给端方面, 粗钢和钢筋的产量变动走势基本一致, 自2021年5月见顶后开始边际回落, 截至2024年4月底, 两者产量较峰值下降17.66%; 库存方面, 2024年以来钢材库存水平季节性攀升, 3月后伴随项目开工库存出现阶段性回落, 主要钢材品种存在补库需求, 但基建放缓背景下螺纹钢和线材库存规模弱于去年同期, 或对后续供给端造成一定压力。

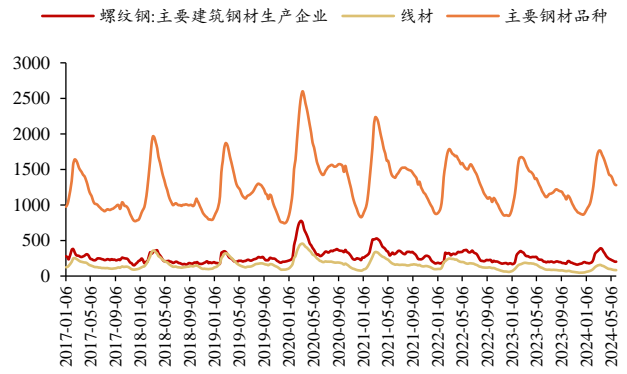
需求端来看, 钢材的下游行业主要为房地产和基建, 地产方面, 虽有“认房不认贷”等政策支持, 但需求提振仍然不足; 基建方面, 1~4月基础设施建设投资同比增速7.78%, 得益于重大项目开工及超长期特别国债发行等政策, 后续基建投资或将维持增长, 对钢材需求有一定拉动作用。

图23： 粗钢及钢筋产量变动情况（万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

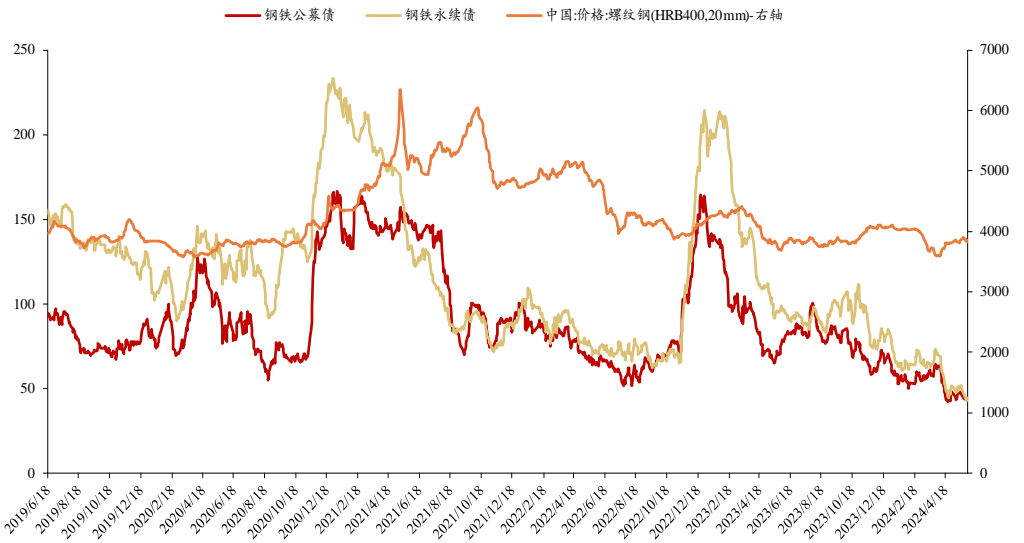
图24： 钢材库存变动情况（万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

年初以来国内钢材消费下降，钢价波动下行，钢企利润明显压缩。以房地产和基建为代表的下游行业需求尚未完全恢复，短期内钢材去库存仍承压，钢企报表端的修复或需更长时间。在资产荒行情下，钢企基本面和利差走势出现一定背离，当前钢铁债整体票息优势较弱，利差进一步压缩的空间或已不大，从胜率和赔率的角度来看，短期建议采取偏防守的策略，关注后续利差调整后带来的配置机会。

图25： 钢铁债信用利差与螺纹钢价格走势（bp，元/吨）



资料来源：Wind，DM，浙商证券研究所

## 5.2 行业一季报：利润下滑、现金流趋紧、杠杆稳定

营收下降对净利润造成显著影响，2024年1季度净利润同比骤降，高库存、弱需求下钢企盈利能力明显趋弱。2024年以来钢价进入下行区间，钢企营收、净利开始走弱，ROE从2023Q1的0.65%下降至2024Q1的0.1%，利润空间被进一步摊薄。

此外，在盈利不景气的情况下，经营回款效率变低，经营净现金流随之收紧。2024Q1经营活动净现金流-124.29亿元，净流出规模同比扩大68.41%。杠杆方面，钢铁行业负债率变动不大，伴随去产能步入尾声，2019年开始，钢铁行业发债主体资产负债率稳定在56%左右。经营现金流方面，2022年以来，在外部经营承压的情况下，现金流大幅收缩，2024年一季度经营现金流缺口有所扩大。

表14：钢铁行业主要财务指标数据（亿元）

财务指标	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1	24Q1 同 比变化
营业收入	12723.35	9480.70	10266.94	13745.68	15515.15	16656.83	17735.65	24834.60	23235.56	22267.04	5123.05	-5.45%
归母净利润	47.94	-584.20	147.87	762.52	1016.45	579.92	623.07	1155.80	330.19	285.12	8.76	-85.13%
ROE (%)	0.96	-11.69	2.94	13.71	15.38	7.94	7.90	13.49	3.68	3.13	0.10	-0.55pp
资产负债率 (%)	65.88	67.25	66.26	61.29	57.06	56.08	56.21	55.31	56.14	55.98	56.20	-0.68pp
经营性净现 金流	1155.21	670.08	933.87	1419.10	1830.65	1338.08	1403.46	2284.13	1482.25	931.90	-124.29	68.41%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：pp=percent point，即同比变化的百分点

### 5.3 行业主体收益率及持仓频次分析

钢铁债收益率水平普遍不高，部分主体存在挖掘空间。当前多数主体一年期估值收益率不足2.4%，难以满足信用下沉的收益要求。相较而言，个别主体如山东钢铁、柳钢集团3年期估值收益率接近3%，有一定票息优势，可适度拉长久期；河钢集团3年期估值收益率2.55%，考虑其存续债规模大、流动性较好，建议适当关注。永续债方面，钢铁永续债收益率较4月大幅下行，后续进一步压缩带来的资本利得空间有限，且当前与非永续债之间的品种利差同样位于低位，永续债品种性价比相对不高。

从债基持仓频次来看，债基持仓的钢铁债的主体中仅有一家民营企业江苏沙钢，持仓频次仅为1，其余主体均为地方国企与央企。相比于2023年底，2024年1季度债基仍然偏好持有头部钢铁主体，但边际上看，机构减持首钢集团、河钢集团、鞍钢集团，同时增持山东钢铁、河钢股份、宝钢股份等主体，债基持仓结构有所变化。

图26：存续债余额大于10亿元的钢铁行业主体收益率及债基持仓频次情况

钢铁主体	存续债规模 (亿元)	YY评 级	主体评 级	债基持仓频次			1年期估值 收益率(%)	收益率较 上月变动 (bp)	3年期估值 收益率 (%)	收益率较 上月变动 (bp)	钢铁永续债			
				24Q1	23Q4	变动					1年期估值 收益率(%)	收益率较 上月变动 (bp)	3年期估值 收益率 (%)	收益率较 上月变动 (bp)
辽宁方大集团实业有限公司	74.00	6+	AA+	-	-	-	4.93	-35	5.69	-5	-	-	-	
柳州钢铁股份有限公司	10.00	6	AA+	-	-	-	2.60	-21	2.81	-34	-	-	-	
本钢集团有限公司	25.00	6	AAA	-	-	-	2.45	-6	2.98	-14	2.38	-30	2.98	-14
包头钢铁(集团)有限责任公司	17.48	6-	AAA	-	-	-	2.44	-6	2.65	-	-	-	-	
鞍钢集团有限公司	64.00	4-	AAA	3	5	-2	2.36	-18	2.52	-53	2.44	-17	2.52	-25
新余钢铁集团有限公司	15.00	5-	AA+	-	-	-	2.28	-6	2.49	-19	-	-	-	
江苏沙钢集团有限公司	94.00	5-	AAA	1	-	1	2.27	-8	2.48	-21	-	-	-	
山东钢铁集团有限公司	428.71	6+	AAA	10	7	3	2.26	-6	2.74	-20	2.10	-33	2.70	-17
攀钢集团有限公司	40.00	5-	AAA	-	-	-	2.22	-6	2.44	-20	2.11	-36	2.54	-27
河钢集团有限公司	865.00	5-	AAA	24	25	-1	2.22	-7	2.55	-9	2.27	-11	2.58	-24
太原钢铁(集团)有限公司	10.00	4+	AAA	-	-	-	2.21	-7	2.52	-17	-	-	-	
北京首钢股份有限公司	10.00	4	AAA	-	-	-	2.18	-7	2.50	-16	-	-	-	
鞍山钢铁集团有限公司	131.00	4	AAA	2	1	1	2.18	-7	2.41	-29	2.21	-9	2.41	-20
湖南钢铁集团有限公司	19.40	5+	AAA	-	-	-	2.17	-7	2.33	-17	-	-	-	
福建省冶金(控股)有限责任公司	87.00	4	AAA	-	1	-1	2.17	-7	2.34	-17	2.35	-10	2.56	-23
首钢集团有限公司	710.00	4	AAA	13	18	-5	2.17	-7	2.35	-18	2.23	-11	2.46	-19
河钢股份有限公司	163.00	5-	AAA	2	-	2	2.17	-7	2.53	-15	2.23	-11	2.53	-20
宝山钢铁股份有限公司	155.00	3	AAA	7	4	3	2.13	-7	2.29	-	-	-	-	
中国五矿集团有限公司	144.00	3	AAA	-	-	-	2.12	-7	2.39	-20	2.18	-10	2.39	-20
武钢集团有限公司	16.00	4	AAA	2	3	-1	2.12	-9	2.29	-18	-	-	-	
中国宝武钢铁集团有限公司	100.00	3	AAA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
本钢板材股份有限公司	54.00	6-	AA+	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
中信泰富特钢集团股份有限公司	40.00	5	AAA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	

数据来源：iFinD，DM，浙商证券研究所

注：数据统计时间2024/5/31；1年/3年估值收益率通过期限利差插值法合成

## 6 地方国企策略：适度关注久期机会

从各行业存续债规模较大的主体来看，目前大多数产业债主体 1 年期估值收益率下行至 2.5% 以下，3 年期估值收益率下行至 3% 以下，资产荒的主线延续，收益挖掘空间较小。永续债方面，多数主体的永续债利差历史分位数低于 5%，利差压缩空间有限，性价比相对不高。

从持仓频次来看，相比 2023 年底，2024 年 1 季度债基增持云南能投、甘肃国投、广开控股、广新控股、杭州金投和陕投集团等主体，反映市场对于有收益的弱省份头部国企以及强省份国资运营类主体的关注度提升。

目前产业债收益率大多运行至历史低位，市场对央国企违约的预期偏低，可适度关注产业类地方国企长期限的配置机会。部分国企如云南能投、山西文旅 3 年期估值收益率在 2.6% 以上，相对 1 年期品种存在票息优势，且主体资质尚可，可适当拉长久期增厚收益。

图27：其他行业存量债余额超过 150 亿的地方国企

其他行业主体	行业	存续债规模 (亿元)	YY评级	主体评级	债基持仓频次			1年期估 值收益 率(%)	收益率 较上月 变动 (bp)	3年期估 值收益 率(%)	收益率 较上月 变动 (bp)	永续债			
					24Q1	23Q4	变动					1年期估 值收益 率(%)	收益率 较上月 变动 (bp)	3年期估 值收益 率(%)	收益率 较上月 变动 (bp)
淄博市财金控股集团有限公司	综合	114.00	6-	AA+	-	-	-	2.80	-26	2.96	-26	-	-	-	-
陕西建工控股集团有限公司	建筑装饰	148.00	6	AAA	2	4	-2	2.66	-15	3.80	-24	2.67	-27	2.82	-27
陕西建工集团股份有限公司	建筑装饰	105.41	6-	AAA	-	2	-2	2.64	-15	3.39	-39	4.53	94	4.95	-
陕西金融资产管理有限公司	综合	109.80	5	AAA	1	-	1	2.40	-10	2.57	-21	-	-	-	-
厦门象屿集团有限公司	商贸零售	243.40	5	AAA	6	5	1	2.39	-16	2.55	-27	2.49	-36	2.91	-45
山西省文化旅游投资控股集团有限公司	综合	115.00	6-	AA+	2	-	2	2.37	-8	2.99	-19	2.82	-11	3.25	-
山西建设投资集团有限公司	建筑装饰	305.00	6	AA+	3	3	-	2.35	-18	2.61	-23	2.50	-25	3.07	-20
云南省能源投资集团有限公司	商贸零售	529.68	6+	AAA	8	3	5	2.34	-5	3.25	-35	2.36	-39	3.25	-35
厦门国贸控股集团有限公司	综合	326.90	5	AAA	2	2	-	2.29	-6	2.49	-21	2.32	-13	2.77	-14
厦门建发集团有限公司	商贸零售	223.00	5+	AAA	3	2	1	2.28	-19	2.55	-23	2.48	-11	2.64	-21
广西投资集团有限公司	有色金属	256.60	5-	AAA	2	4	-2	2.28	-16	2.50	-24	1.87	-20	2.54	-20
北京首都创业集团有限公司	综合	380.00	4	AAA	7	6	1	2.27	-7	2.45	-10	2.33	-16	2.54	-16
北汽汽车集团有限公司	汽车	202.00	5-	AAA	-	2	-2	2.25	-5	2.40	-19	-	-	-	-
湖北文化旅游集团有限公司	社会服务	113.10	5-	AAA	3	1	2	2.24	-6	2.49	-19	2.27	-16	2.43	-20
甘肃省国有资产投资集团有限公司	综合	145.00	4-	AAA	4	1	3	2.24	-5	2.54	-19	-	-	-	-
武汉金融控股(集团)有限公司	综合	155.00	6+	AAA	2	2	-	2.24	-12	2.43	-23	2.27	-17	2.65	-16
深业集团有限公司	综合	174.00	4+	AAA	4	4	-	2.24	-5	2.49	-17	-	-	-	-
湖北宏泰集团有限公司	商贸零售	139.00	5	AA+	3	6	-3	2.23	-8	2.40	-19	-	-	-	-
北控水务集团有限公司	环保	135.00	3	AAA	3	4	-1	2.21	-5	2.34	-15	2.25	-15	2.40	-21
广州开发区控股集团有限公司	综合	289.51	5+	AAA	9	2	7	2.19	-6	2.37	-15	2.29	-11	2.43	-19
广东省广晟控股集团有限公司	综合	312.89	4	AAA	1	3	-2	2.19	-7	2.35	-17	2.23	-16	2.41	-19
广东省广新控股集团有限公司	有色金属	148.00	5+	AAA	7	3	4	2.19	-11	2.39	-17	2.27	-13	2.42	-13
北京亦庄国际投资发展有限公司	电子	293.00	4+	AAA	6	4	2	2.19	-6	2.36	-16	-	-	-	-
山东省国有资产投资控股有限公司	计算机	170.00	4	AAA	5	7	-2	2.19	-6	2.34	-18	2.23	-11	2.37	-20
广州越秀集团股份有限公司	社会服务	491.50	3	AAA	13	15	-2	2.19	-5	2.33	-14	2.24	-17	2.43	-20
杭州市金融投资集团有限公司	商贸零售	184.00	4	AAA	7	3	4	2.19	-6	2.34	-18	-	-	-	-
北京首都旅游集团有限责任公司	社会服务	510.80	5-	AAA	5	3	2	2.19	-6	2.34	-16	2.28	-11	2.45	-21
陕西投资集团有限公司	综合	446.59	4	AAA	10	6	4	2.19	-6	2.35	-18	2.33	-11	2.49	-
成都交子金融控股集团有限公司	综合	158.50	4-	AAA	1	-	1	2.19	-6	2.33	-17	2.22	-14	2.39	-21

资料来源：iFinD，DM，浙商证券研究所

注：数据统计时间 2024/5/31；1 年/3 年估值收益率通过期限利差插值法合成

## 7 金融债策略：关注品种机会挖掘

### 7.1 金融债利差走势复盘

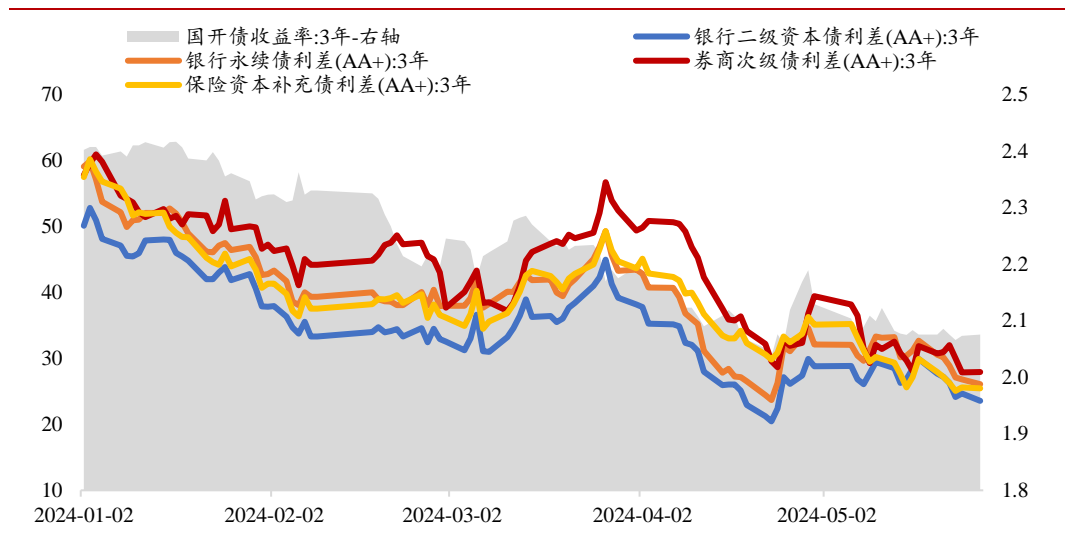
今年以来截至 2024 年 5 月 27 日，随着资产荒行情加剧，市场挖掘力度加大，各类金融次级债的信用利差整体呈现下行态势，且银行、券商、保险三类次级债走势较为一致。以 3 年 AA+ 级品种为例，其下行幅度：银行永续债 > 保险资本补充债 > 券商次级债 > 银行二级资本债，今年以来利差下行幅度分别为 -33bp、-32bp、-30bp、-27bp。

在今年的下行趋势中，金融次级债信用利差有两轮明显回调：

**第一轮：3月5日-3月27日**，央行OMO“地量”投放引发市场对于货币政策操作转向及资金面收紧的担忧，叠加出口数据回暖，特别国债发行预期等，机构止盈情绪升温，无风险利率小幅回调，信用债跟随调整；尽管此后利率债行情有所修复，但信用调整时间略长于利率，信用债利差显著走阔。以3YAA+为例，银行二级资本债、银行永续债、券商次级债、保险资本补充债，利差分别走阔+14bp、+11bp、+17bp、+14bp。

**第二轮：4月24日-4月29日**，由于央行再度提示长债过低风险，权益市场强势，稳地产信息扰动，加上前期获利盘了结，债市大幅反弹，信用债收益率跟随上行，带动利差大幅反弹。以3YAA+为例，银行二级资本债、银行永续债、券商次级债、保险资本补充债，利差分别走阔+9bp、+11bp、+7bp、+6bp。

图28：2024年各类金融次级债信用利差走势（bp、%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表15：2024年金融次级债利差走势统计

债券类型	隐含评级	久期	信用利差 (bp)						
			1月变动	2月变动	3月变动	4月变动	5月变动	5/27数值	5/27分位数
银行二级资本债	AAA-	1Y	-4.74	8.43	2.79	-18.05	-2.19	31.02	16.50%
		3Y	-16.72	-5.02	5.67	-8.80	-5.11	21.01	0.90%
		5Y	-15.47	-3.49	2.31	-4.74	0.92	31.21	5.30%
	AA+	1Y	-5.57	7.87	3.11	-17.50	-3.05	31.53	12.50%
		3Y	-16.70	-4.95	6.28	-10.38	-5.24	23.56	0.70%
		5Y	-18.14	-0.79	2.30	-6.88	0.91	34.23	4.30%
	AA	1Y	-10.57	9.87	1.12	-17.86	-3.06	36.53	2.70%
		3Y	-21.71	-4.95	9.28	-15.40	-7.24	28.56	0.00%
		5Y	-19.14	-1.79	6.30	-7.02	-8.09	43.23	0.10%
AA-	1Y	-23.57	6.87	-1.88	-7.86	-5.06	65.53	1.90%	
	3Y	-34.71	-4.95	7.28	-8.40	0.76	68.56	6.70%	
	5Y	-35.14	-7.79	5.30	-1.02	-12.09	90.23	0.00%	
银行永续债	AAA-	1Y	-7.91	6.82	1.22	-20.64	-1.66	33.34	7.90%
		3Y	-19.33	-3.71	4.34	-9.90	-6.03	25.07	0.50%

		5Y	-13.11	-6.92	7.06	-8.71	1.45	36.59	5.50%
	AA+	1Y	-8.91	6.82	1.22	-21.06	-1.66	34.34	5.70%
		3Y	-19.33	-4.70	5.34	-11.16	-6.03	26.07	0.30%
		5Y	-15.11	-5.92	5.06	-8.79	0.45	37.59	3.50%
	AA	1Y	-9.91	7.82	-2.78	-18.06	-4.66	39.34	1.70%
		3Y	-21.33	-2.70	9.34	-11.16	-18.03	31.07	0.00%
		5Y	-18.11	-9.92	10.06	-9.79	1.45	65.59	7.70%
	AA-	1Y	-48.91	-1.18	-12.78	-13.06	-3.66	72.34	2.70%
		3Y	-61.33	-16.70	-10.66	-6.16	-11.03	76.07	0.00%
		5Y	-48.11	-20.92	-10.94	-6.79	0.45	118.59	4.30%
券商次级债	AAA-	1Y	-0.11	10.04	2.03	-19.38	-1.30	31.90	29.00%
		3Y	-10.85	-3.58	8.41	-10.02	-12.47	24.93	0.60%
		5Y	-15.35	-3.64	0.54	-13.11	-5.89	31.26	5.10%
	AA+	1Y	-4.11	10.04	3.03	-20.38	-1.30	32.90	22.00%
		3Y	-15.85	-3.58	9.41	-13.02	-11.47	27.94	0.20%
		5Y	-17.35	-6.64	-0.46	-15.11	-6.89	34.26	1.00%
	AA	1Y	-5.11	5.04	5.03	-21.38	-2.30	34.88	3.00%
		3Y	-22.85	-7.58	6.41	-11.02	-11.47	39.97	0.20%
		5Y	-15.35	-8.64	-3.46	-17.11	-7.89	53.26	0.40%
保险资本补充债	AA+	1Y	-11.60	5.62	9.13	-18.28	-9.17	33.80	1.70%
		3Y	-21.24	-4.12	8.12	-9.56	-9.67	25.46	0.10%
		5Y	-14.12	-1.33	5.68	-7.24	0.92	43.36	5.90%
	AA	1Y	-11.60	5.62	9.13	-18.28	-9.17	38.79	1.70%
		3Y	-21.24	-4.12	9.12	-10.56	-9.67	30.47	0.10%
		5Y	-15.11	-0.33	6.68	-7.24	-0.08	49.38	4.50%
	AA-	1Y	-13.60	4.62	6.13	-19.28	-12.17	49.79	0.70%
		3Y	-26.24	-6.12	10.12	-14.56	-10.67	45.47	0.10%
		5Y	-19.11	0.67	12.68	-4.24	-1.08	80.38	8.10%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1、5月变动为截至5月27日数据；2、分位数取自2021年初至2024年5月27日

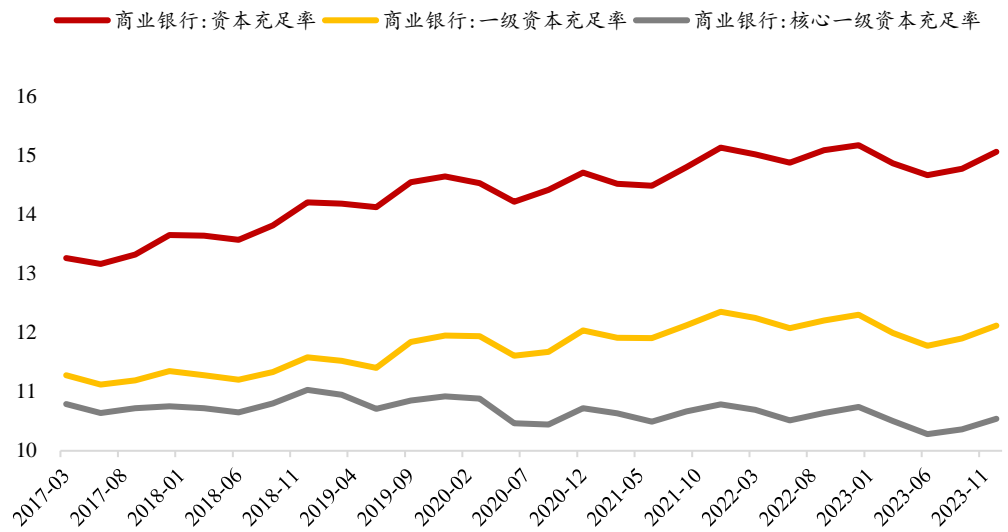
## 7.2 银行二永债：关注强省份城农商行的拉久期机会

### 7.2.1 银行业基本面跟踪：资产质量稳中向好，资本承压，净息差收窄

资本充足率方面，波动下行，中小银行资本承压。

2023年银行业资本充足率波动下行，截止2023年末，商业银行的资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为15.06%、12.12%和10.54%，相比2022年末分别下滑了0.11个、0.18个和0.20个百分点。

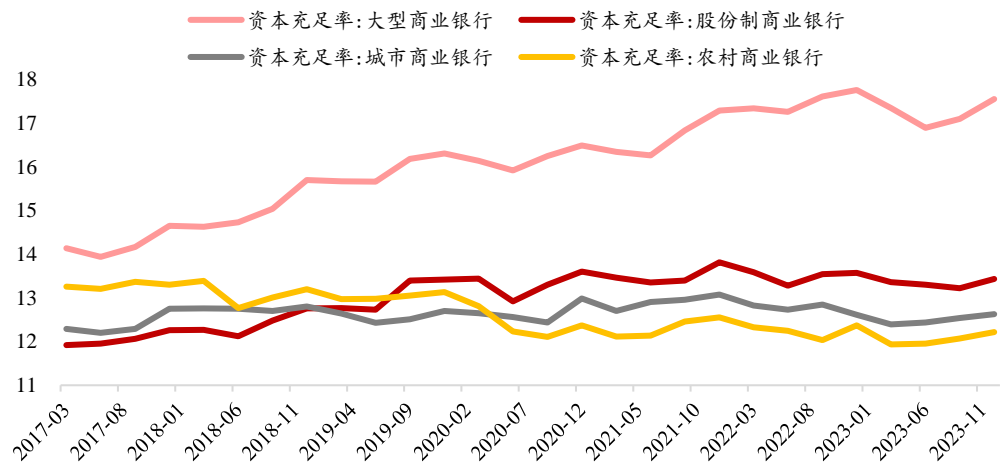
图29： 商业银行资本充足率统计 (%)



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

分机构类别观察，2023 年各类型银行的资本充足率水平多数有不同程度的降低，大型商业银行、股份行和农商行较 2022 年末分别下行 0.20 个、0.14 个和 0.16 个百分点，至 17.56%、13.43%和 12.22%，仅城商行上行 0.01 个百分点至 12.63%。相对于国有大行、股份行而言，城农商行这类中小银行的资本承压明显，补充资本金的需求也会更为强烈。

图30： 商业银行资本充足率分机构类型统计 (%)

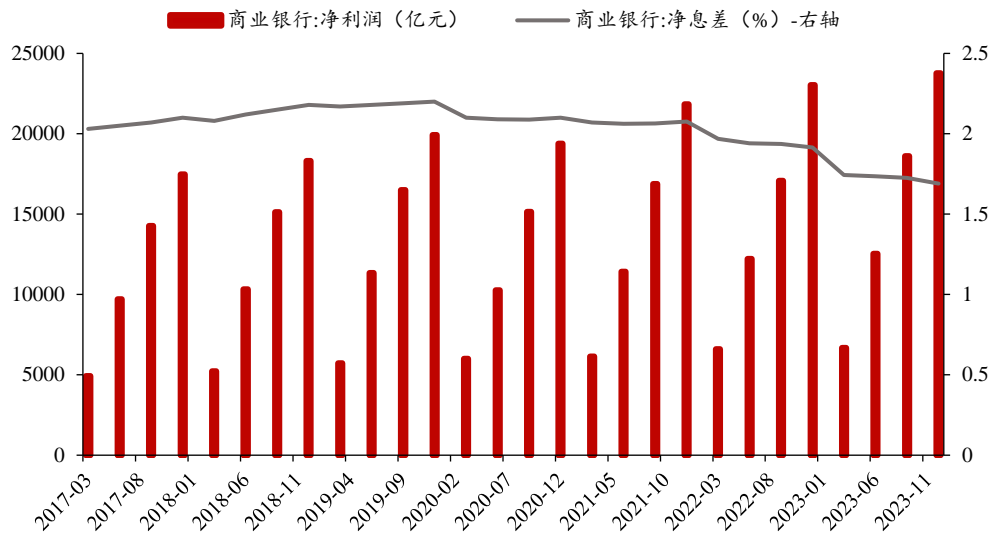


资料来源：iFinD，浙商证券研究所

盈利能力方面，净息差进一步收窄，净利润增速放缓。

2023 年全年，我国商业银行累计实现净利润 2.4 万亿元，同比增长 3.2%，增速较 2022 年的 5.44% 的增速下滑了 2.2 个百分点；净息差持续收窄，一方面央行年内多次降准、公开市场操作等，释放流动性，使市场利率整体下行；另一方面，中央两度下调 LPR，调整实施存量首套住房贷款利率，拉低银行业资产收益率；下半年，城投化债过程中，银行体系或面临集中的“降息展期”安排，或对贷款收益产生了一定负面影响。截止 2023 年四季度末，商业银行净息差 1.69%，相比 2022 年末下行了 22bp，创历史新低。

图31： 商业银行净利润及净息差

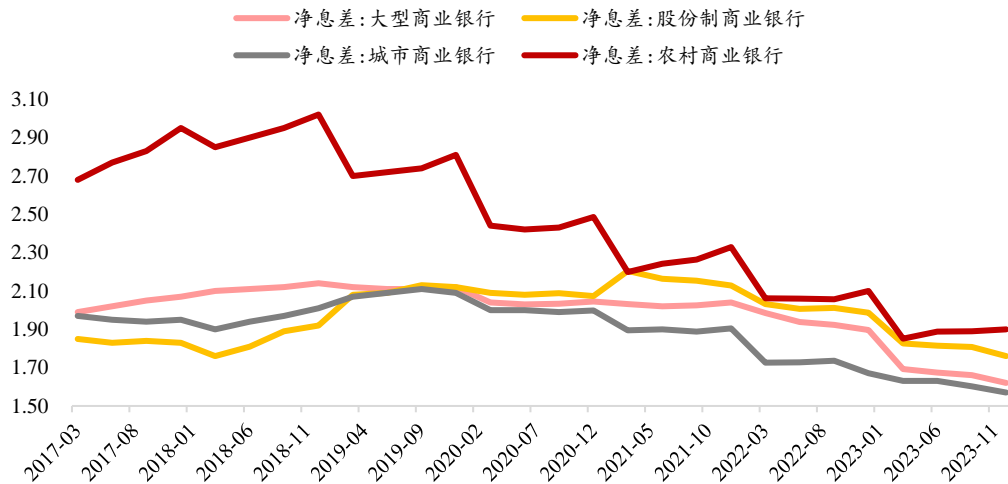


资料来源：iFinD，浙商证券研究所

分银行类型来看，各类银行 2023 年净息差普遍下跌，截止 2023 年四季度末大型商业银、股份行、城商行和农商行较 2022 年末分别下行 28bp、23bp、10bp 和 20bp 至 1.62%、1.76%、1.57%和 1.90%，国有行和股份行收窄幅度更大。

随着净息差持续收窄，净利润增速下滑，商业银行难以通过“利润转增”等内源性补充渠道来补充净资产。尤其是城农商行这类中小银行盈利以利息净收入为主，在当前利差收窄的背景下，盈利能力承压制约其内生资本的积累速度。

图32： 商业银行盈利水平分机构类别统计 (%)



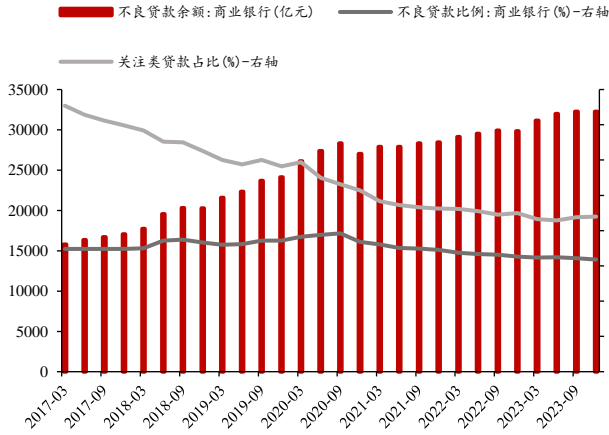
资料来源：iFinD，浙商证券研究所

资产质量方面，不良率略有下降，拨备覆盖率维持高位。

2023 年以来，防范化解风险各项工作有序推进，在存量房地产融资展期和“一揽子化债”的政策背景下，银行业资产质量整体平稳，不良率略有下降。截止 2023 年四季度末，商业银行不良贷款余额 3.22 万亿元，相比 2022 年末增长了 8.14%；不良贷款率稳中有降，相比 2022 年末下降了 4bp 至 1.59%；关注类贷款占比 2.19%，下降了 5bp，相比 2022 年的降幅有所收窄。

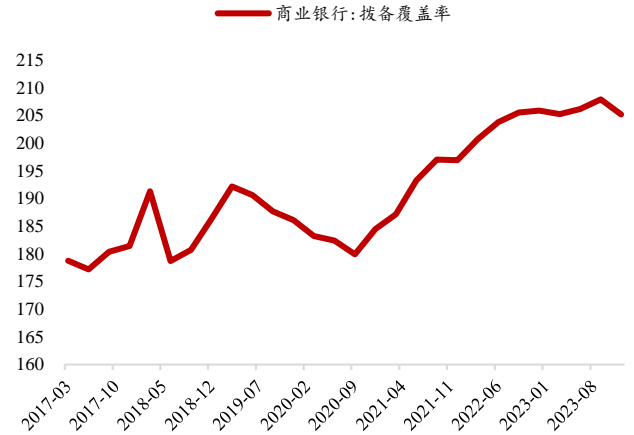
近年来商业银行保持较大的拨备计提力度，商业银行拨备覆盖率呈上升趋势，2023年增速放缓稍有回落，但仍维持历史高位。截止2023年四季度末，银行业拨备覆盖率为205.14%，相比2022年末降低了0.71个百分点。

图33：商业银行资产质量统计



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图34：商业银行拨备覆盖率统计（%）



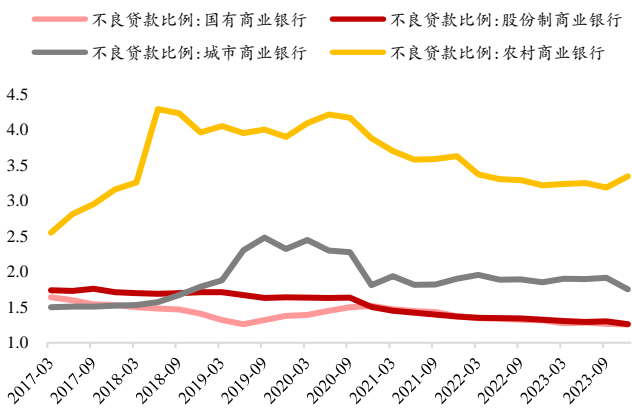
资料来源：iFinD，浙商证券研究所

分银行类型来看，国有行和股份行2023年不良贷款率和拨备覆盖率指标进一步明显改善，不良贷款率较2022年末均下行6bp分别至1.28%和1.26%，拨备覆盖率较2022年末分别上行3.44个和4.89个百分点至248.48%和219.07%。

中小银行大多地方区域性经营，贷款质量与所处地区密切相关。城商行的不良贷款率和拨备覆盖率指标在2023年前三季度有所弱化，但在四季度有所好转，不良贷款率同比下降10bp至1.75%，拨备覆盖率同比上升3.32个百分点至194.94%。农商行不良贷款率和拨备覆盖率指标弱化明显，不良贷款率同比上行12bp至3.34%，仍处于行业高位；拨备覆盖率同比下降8.86个百分点至134.37%。

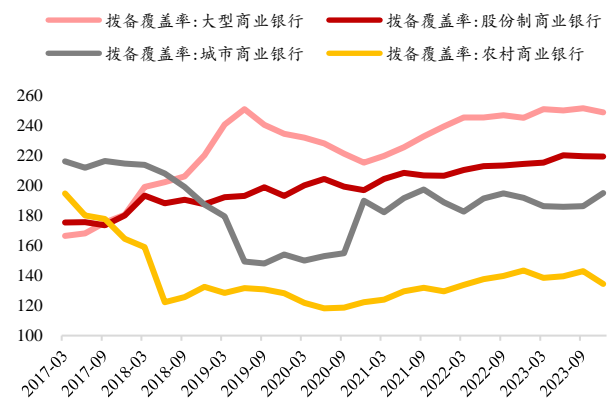
不良资产增加会使风险加权资产规模进一步扩大，会引起资本充足率下降，同时核销规模和风险拨备计提的增加侵蚀了利润，从而降低了留存收益对资本金的补充作用，加剧银行资本金不足。在此背景下，商业银行尤其是中小银行需要补充资本金以加快不良资产的处置，从而增强风险抵御能力。

图35：商业银行不良贷款比例分机构类型统计（%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

图36：商业银行拨备覆盖率分机构类型统计（%）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

### 7.2.2 银行主要主体利差分析

截至2024年5月27日，**国有行中**，二级资本债1年期在2.12%左右，3年期在2.29%左右；永续债1年期在2.15%左右，3年期在2.33%左右。

**股份行中**，多数银行的二级资本债1年期收益率在2.13%左右，3年期在2.31%左右，永续债1年期在2.16%以内，3年期在2.34%左右，与国有行同品种的利差空间不足5bp；仅**渤海银行、恒丰银行、民生银行**收益率相对更高，二级资本债1年期在2.18~2.28%左右，永续债1年期在2.25~2.31%左右。

**城农商行中**，诸如杭州银行、北京银行、江苏银行等偏头部城农商行的二级资本债1年期收益率多在2.15~2.3%左右，3年期收益率多在2.35~2.5%左右；永续债1年期收益率多在2.20%~2.35%左右，3年期收益率多在2.40%~2.55%左右；而偏弱资质城农商行的收益分化较大。

**投资策略上**，可关注部分诸如浙江、广东、福建、安徽、川渝等相对经济发达区域的**城农商行的拉久期投资机会**，例如稠州农商行二级资本债3年期收益率2.91%、余杭农商行二级资本债3年期收益率2.76%、福建海峡银行永续债3年期收益率2.84%等。

表16：2024年5月27日部分重点银行二永债收益率情况

银行主体	二级资本债 (%、bp)		永续债 (%、bp)		二永债余额	隐含评级	省份	企业性质
	1Y 收益率	3Y 收益率	1Y 收益率	3Y 收益率				
廊坊银行	-	-	4.41	4.81	20.00	A+	河北	城商行
哈尔滨银行	-	-	3.86	4.26	117.00	A+	黑龙江	城商行
广东华兴银行	3.57	-	3.64	-	87.00	AA-	广东	城商行
盛京银行	-	3.70	-	-	0.00	A+	辽宁	城商行
潍坊银行	-	-	3.24	-	50.00	AA-	山东	城商行
兰州银行	-	-	3.04	-	0.00	AA-	甘肃	城商行
齐商银行	-	-	-	3.39	50.00	AA-	山东	城商行
张家口银行	-	3.21	2.99	3.29	60.00	AA-	河北	城商行
大连银行	-	-	-	3.14	0.00	AA-	辽宁	城商行
民泰商业银行	2.62	-	-	3.09	60.00	AA-	浙江	城商行
日照银行	-	-	2.54	-	60.00	AA-	山东	城商行
稠州商业银行	2.62	2.91	2.69	2.99	100.00	AA-	浙江	城商行
唐山银行	-	-	-	2.83	55.00	AA-	河北	城商行
郑州银行	-	-	-	2.74	100.00	AA	河南	城商行
汉口银行	-	2.76	2.54	2.84	129.00	AA-	湖北	城商行
杭州余杭农商行	-	2.76	2.54	2.84	51.00	AA-	浙江	农商行
威海银行	2.47	2.76	2.53	2.84	98.00	AA-	山东	城商行
桂林银行	2.47	2.76	2.54	-	100.00	AA-	广西	城商行
渤海银行	2.28	-	-	-	430.00	AA	天津	股份行
北部湾银行	2.47	-	2.54	2.84	70.00	AA-	广西	城商行
绍兴银行	2.47	-	2.54	2.84	58.00	AA-	浙江	城商行
温州银行	-	2.76	-	2.84	110.00	AA-	浙江	城商行
九江银行	-	-	2.54	2.84	70.00	AA-	江西	城商行
天津银行	-	2.61	-	-	170.00	AA	天津	城商行
福建海峡银行	2.47	-	2.54	2.84	50.00	AA-	福建	城商行
江西银行	-	-	-	2.68	80.00	AA	江西	城商行
河北银行	-	-	2.46	2.64	130.00	AA	河北	城商行

泰隆商业银行	2.33	2.51	2.36	-	99.00	AA	浙江	城商行
恒丰银行	-	-	2.31	2.54	380.00	AA	山东	股份行
青农商行	2.28	-	2.31	2.49	70.00	AA	山东	农商行
湖南银行	2.33	2.51	2.36	-	98.00	AA	湖南	城商行
江南农商行	-	-	2.36	2.54	90.00	AA	江苏	农商行
广州农商银行	-	2.46	-	-	270.00	AA	广东	农商行
厦门国际银行	-	-	-	2.44	170.00	AA	福建	城商行
苏州银行	2.18	-	-	2.39	145.00	AA	江苏	城商行
珠海华润银行	-	2.46	2.36	-	50.00	AA	广东	城商行
中国民生银行	2.18	-	2.26	2.49	1550.00	AA+	北京	股份行
东莞银行	2.18	2.36	2.21	2.39	172.00	AA	广东	城商行
湖北银行	2.23	2.41	-	-	75.00	AA	湖北	城商行
成都银行	-	2.36	2.21	-	278.00	AA	四川	城商行
青岛银行	2.28	2.46	-	2.54	124.00	AA	山东	城商行
广州银行	2.18	2.36	-	2.39	200.00	AA	广东	城商行
齐鲁银行	2.23	2.41	2.32	2.50	135.00	AA	山东	城商行
杭州联合农商行	2.18	2.36	2.21	2.39	120.00	AA	浙江	农商行
台州银行	2.23	2.41	2.26	2.44	52.00	AA	浙江	城商行
徽商银行	2.18	2.36	2.20	-	340.00	AA+	安徽	城商行
重庆银行	-	2.36	-	2.44	120.00	AA	重庆	城商行
成都农商行	-	2.36	-	-	180.00	AA	四川	农商行
渝农商行	-	-	-	2.39	110.00	AA	重庆	农商行
厦门银行	-	2.36	2.21	2.39	105.00	AA	福建	城商行
长沙银行	2.18	2.36	-	-	80.00	AA	湖南	城商行
北京农商银行	-	2.36	-	-	100.00	AA	北京	农商行
顺德银行	-	2.36	-	-	55.00	AA	广东	农商行
深圳农商行	-	-	2.21	-	50.00	AA	广东	农商行
江苏银行	-	-	2.21	-	400.00	AA+	江苏	城商行
浙商银行	-	2.36	-	2.39	650.00	AA+	浙江	股份行
平安银行	-	2.34	2.21	-	800.00	AA+	广东	股份行
杭州银行	-	2.34	2.21	-	270.00	AA+	浙江	城商行
南京银行	2.16	-	-	2.39	345.00	AA+	江苏	城商行
宁波银行	2.16	2.34	-	-	755.00	AA+	浙江	城商行
上海银行	2.16	2.34	-	-	400.00	AA+	上海	城商行
浦发银行	2.13	-	2.16	-	1600.00	AA+	上海	股份行
中信银行	2.13	-	2.15	2.34	1800.00	AA+	北京	股份行
上海农商银行	-	2.34	-	-	100.00	AA+	上海	农商行
光大银行	-	2.31	2.16	-	1000.00	AA+	北京	股份行
华夏银行	-	2.31	-	-	700.00	AA+	北京	股份行
兴业银行	-	2.31	2.16	-	2400.00	AA+	福建	股份行
广发银行	2.13	-	-	-	785.00	AA+	广东	股份行
交通银行	2.12	2.29	2.15	2.33	3575.00	AAA-	上海	国有行
农业银行	2.12	2.29	2.15	2.33	9600.00	AAA-	北京	国有行
建设银行	2.12	2.29	2.14	2.33	6400.00	AAA-	北京	国有行
中国银行	2.12	2.29	2.15	2.33	8900.00	AAA-	北京	国有行
工商银行	2.12	2.29	2.15	2.33	7200.00	AAA-	北京	国有行

邮政储蓄银行	-	2.29	2.15	2.33	3200.00	AAA-	北京	国有行
中原银行	-	-	-	-	160.00	AA	河南	城商行
北京银行	-	-	-	2.39	600.00	AA+	北京	城商行
招商银行	-	-	2.16	2.34	1230.00	AA+	广东	股份行

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 7.3 券商次级债：中部券商次级债仍有收益可挖

#### 7.3.1 证券业基本面跟踪：净利润连续两年下滑，投资收益支撑起行业 2023 年收入增长

证券行业新增 5 家券商，资产体量和资本实力继续增长，但增速处于低位。2023 年，证券业新增 5 家券商平台，截止 2023 年底，145 家券商总资产规模 11.83 万亿元，同比增长 6.96%，增速相比 2022 年小幅提升 2.5 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 2.18 万亿元，同比增长 4.31%，增速相比 2022 年进一步下滑 2.8 个百分点。

业务收入小幅增长，净利润连续两年下滑，投资收益爆发增长支撑起证券业 2023 年收入增长。2023 年，证券行业营业总收入 4059 亿元，同比增长 2.77%，与 2021 年的营收高点仍有一定差距；净利润 1378 亿元，同比-3.14%，证券业净利润规模连续两年下滑。

分业务收入类型来看，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，2023 年证券投资收益业务收入大幅增长 100.06%，支撑起了证券行业 2023 年 34.28% 的业务收入；而其他类型业务收入在 2023 年均有所下滑，其中投行业务收入下滑 17.83%，主要受 IPO、再融资严监管影响；代理买卖证券业务、融资融券业务收入分别下滑 12.95% 和 48.81%，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。

行业整体杠杆率维持在 75% 左右，小幅波动。2023 年末，证券行业平均资产负债率为 75.06%，相比 2022 年小幅增长 0.29 个百分点，但仍低于 2021 年的高点，行业杠杆率水平趋于稳定。

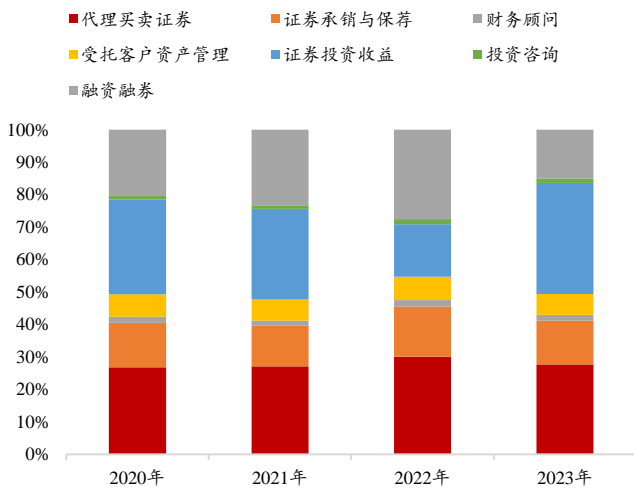
表 17：2020 年-2023 年证券行业经营情况统计（家、亿元）

指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年同比变化
家数	138	140	140	145	3.57%
总资产	89,000.00	105,900.00	110,600.00	118,300.00	6.96%
净资产	23,100.00	25,700.00	27,900.00	29,500.00	5.73%
净资本	18,200.00	20,000.00	20,900.00	21,800.00	4.31%
营业收入	4,484.79	5,024.10	3,949.73	4,059.02	2.77%
净利润	1,575.34	1,911.19	1,423.01	1,378.33	-3.14%
资产负债率（%）	74.04	75.73	74.77	75.06	0.29pp

资料来源：Wind，浙商证券研究所

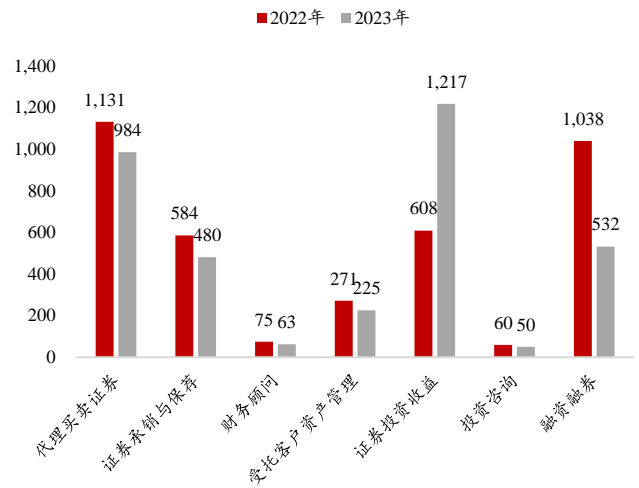
注：pp=percent point，即同比变化的百分点

图37： 证券行业收入结构统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图38： 2022年和2023年证券行业各类收入规模（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 7.3.2 券商主要主体利差分析

**隐含 AAA-的头部券商**，截至 2024 年 4 月末，一般次级债的 1 年期收益率在 2.10~2.20% 左右，接近于国有行二级资本债的 1 年期收益率水平，并且流动性还偏弱，性价比较低；3 年期收益率在 2.30~2.40% 左右，与股份行的二级资本债的 3 年期收益率接近。

**隐含 AA+和 AA 的中部券商**，一般次级债的 1 年期收益率多在 2.15~2.40% 左右，比股份行二级资本债收益率高出 10~25bp；3 年期收益率多在 2.4~2.65% 左右，比股份行的二级资本债收益率高出 10~35bp 左右。

**投资策略上**，对流动性要求较低的配置型机构可关注隐含 AA+和 AA 的中部券商次级债机会，1 年、3 年期品种收益率均比股份行二级资本债收益率高出 10~30bp，可做收益挖掘，例如长江证券次级债 3 年期 2.42%、华福证券次级债 3 年期 2.40%、西南证券次级债 3 年期 2.47%。

表18： 2024 年 5 月 27 日部分重点券商次级债收益率情况

证券主体	一般次级债 (%)		永续债 (%)		次级债余额 (亿元)	隐含评级	企业性质
	1Y 收益率	3Y 收益率	1Y 收益率	3Y 收益率			
大同证券	4.52	5.20	-	-	9.19	AA-	民企
恒泰证券	2.98	3.28	-	-	15.00	AA-	公众企业
天风证券	2.63	-	-	-	50.80	AA-	地方国企
民生证券	2.37	2.78	-	-	20.00	AA-	地方国企
华金证券	2.47	2.92	-	-	17.40	AA-	地方国企
东海证券	2.38	2.68	-	-	15.00	AA-	地方国企
第一创业	2.37	-	-	-	5.00	AA	公众企业
国都证券	2.37	2.64	-	-	19.50	AA	公众企业
中原证券	2.32	2.56	-	-	21.00	AA	地方国企
首创证券	2.32	2.58	-	-	40.00	AA	地方国企
方正证券	2.31	2.54	-	-	32.00	AA	公众企业
东北证券	2.31	2.61	-	-	79.90	AA	公众企业
西南证券	-	2.47	-	-	20.00	AA+	地方国企
华安证券	2.21	2.42	-	-	30.00	AA	地方国企

平安证券	2.19	2.41	-	2.47	80.00	AA+	公众企业
长江证券	2.19	2.42	-	2.51	114.00	AA+	公众企业
华创证券	2.21	2.78	-	-	30.00	AA	公众企业
中金财富	2.19	2.36	-	-	150.00	AA+	央企
广发证券	2.18	2.37	-	2.40	370.00	AAA-	公众企业
兴业证券	-	2.37	-	-	123.00	AA+	地方国企
中泰证券	2.17	2.46	-	2.41	126.00	AA+	地方国企
国联证券	2.16	2.50	-	-	60.00	AA	地方国企
山西证券	2.17	2.43	-	-	60.00	AA	地方国企
长城证券	2.17	-	-	-	10.00	AA+	央企
浙商证券	2.13	2.44	-	-	46.00	AA	地方国企
财达证券	2.16	2.46	-	-	30.00	AA	地方国企
华福证券	2.16	2.40	-	-	70.00	AA	地方国企
中金公司	2.14	2.32	2.17	2.34	279.00	AAA-	央企
华泰证券	2.13	-	-	2.35	397.00	AAA-	地方国企
东方证券	2.14	2.37	2.19	-	240.00	AA+	地方国企
国信证券	-	-	2.21	2.35	300.00	AAA-	地方国企
光大证券	-	-	2.19	2.37	95.00	AA+	央企
财通证券	2.15	2.36	-	-	87.50	AA+	地方国企
海通证券	2.14	-	-	-	94.80	AAA-	地方国企
招商证券	2.14	2.32	-	2.34	388.00	AAA-	央企
国投证券	2.14	2.37	-	-	249.00	AA+	央企
国泰君安	2.13	-	2.14	2.35	255.00	AAA-	地方国企
中国银河	2.14	2.32	2.18	2.35	575.55	AAA-	央企
申万宏源	2.14	2.32	2.16	2.35	375.00	AAA-	央企
中信建投证券	2.13	2.32	2.18	2.34	605.00	AAA-	地方国企
中信证券	2.11	2.33	-	2.34	22.00	AAA-	央企

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 7.4 保险次级债: 关注隐含 AA+、AA 级央企国企保险机构的绝对高收益机会

### 7.4.1 保险业基本面跟踪: 资产规模和收入稳步增长, 偿付能力处于稳定

**行业资产规模稳步增长, 杠杆率进一步提升。**截止 2023 年末, 保险行业总资产规模 29.96 万亿元, 同比增长 10.35%, 增速已经连续 3 年提升; 净资产规模 2.73 万亿元, 仅小幅增长 1.25%; 行业平均资产负债率为 90.87%, 相比 2022 年末提升了 0.82 个百分点, 行业杠杆率已连续 4 年提升。

**保费收入增速明显提升, 寿险和人身险增长较多。**2023 年, 保险行业实现保费收入 5.12 万亿元。同比增长 9.13%, 增速相比 2022 年提升了 4.6 个百分点, 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 12.76% 和 9.91%, 而人身意外伤害险的收入下滑较多。

表19: 2020~2023 年保险行业经营情况统计 (亿元)

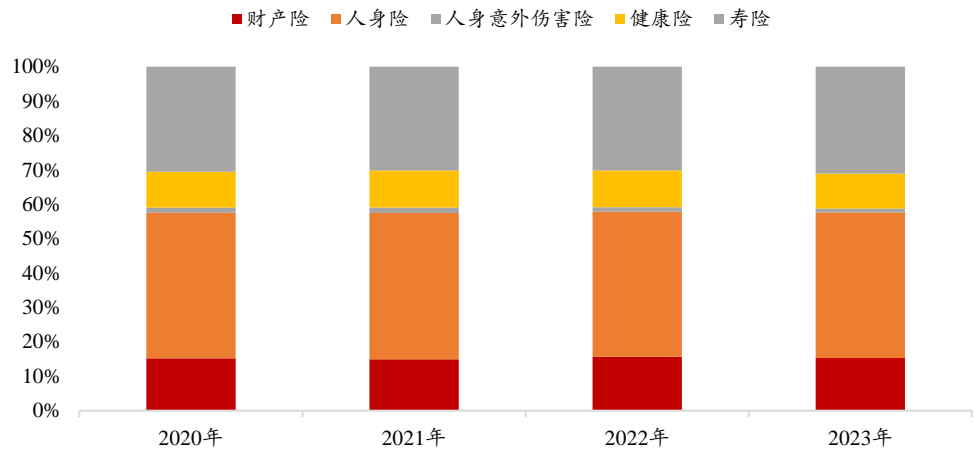
指标名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年同比变化
总资产	232,984.30	248,874.05	271,467.47	299,573.16	10.35%
净资产	27,525.13	29,305.64	27,011.20	27,348.14	1.25%
资产负债率 (%)	88.19	88.22	90.05	90.87	0.82pp

保费收入	45,257.34	44,900.17	46,957.18	51,246.71	9.13%
核心偿付能力充足率(%)	234.30	219.70	128.40	128.20	-0.20pp
综合偿付能力充足率(%)	246.30	232.10	196.00	197.10	1.10pp

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：pp=percent point，即同比变化的百分点

图39：保险行业收入结构统计

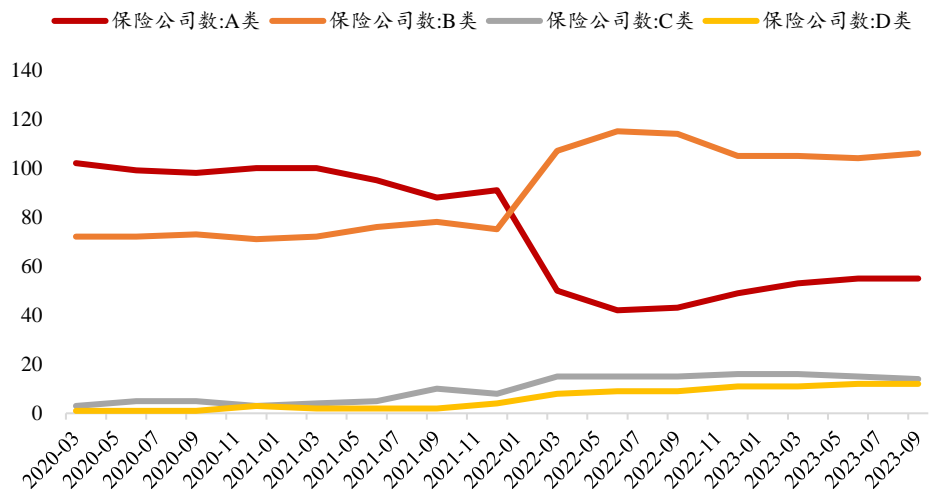


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**行业偿付能力充足率趋于稳定，安全垫仍较高。**截至2023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128.20%和197.10%，相比2022年末小幅变动-0.2%、+1.10%，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，2023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、B类、C类和D类的数量也分别稳定在55家、106家、14家和12家。

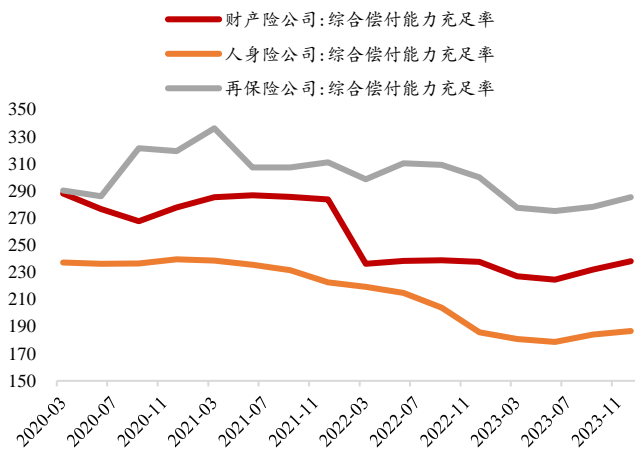
分保险公司类别来看，人身险公司整体的偿付能力较低，再保险公司的整体偿债能力较强。

图40：保险行业各类风险综合评级公司数量（家）



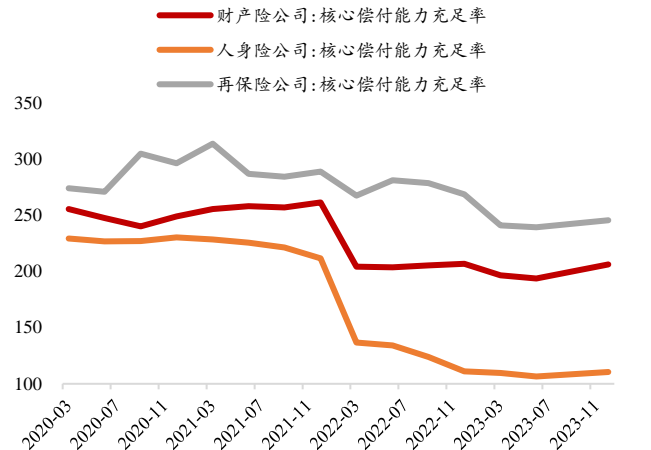
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图41：综合偿付能力充足率分保险公司类型统计（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图42：核心偿付能力充足率分保险公司类型统计（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 7.4.2 保险主要主体利差分析

**隐含 AA+ 的头部险企**，保险资本补充债的 1 年期收益率在 2.15~2.21% 左右，3 年期在 2.33% 左右，比股份行的二级资本债的 1 年和 3 年期收益率高出 5~10bp 左右，可关注其中配置机会。

**隐含 AA 的中部险企**，资本补充债的 1 年期收益率在 2.15~2.25% 左右，3 年期在 2.35~2.55% 左右，比股份行的二级资本债的 1 年和 3 年期收益率高出 10~20bp。

以债券为代表的资产端收益边际下降或导致部分保险公司资金投资运用收益率低于保险合同平均预定利率，保险业面临利差损问题，板块挖掘宜适度谨慎。**投资策略上，建议重点关注隐含 AA+ 和 AA 级别的央国企保险机构中的绝对高收益机会**，例如太平再保险资本补充债 3 年期 2.56%、中信保诚人寿资本补充债 3 年期收益率 2.42%、人保再保险资本补充债 3 年期 2.37%。

表20：2024年5月27日部分重点保险资本补充债收益率情况

保险	资本补充债（%）		次级债余额（亿元）	隐含评级	企业性质
	1Y 收益率	3Y 收益率			
天安财险	11.49	-	66.00	BBB	中外合资
天安人寿	10.82	-	27.50	BBB	公众企业
珠江人寿	6.09	-	35.00	A-	民企
长安保险公司	-	7.82	5.00	BBB	民企
国华人寿	6.62	-	60.00	A	民企
北部湾保险	4.07	-	8.00	A-	地方国企
合众人寿	3.56	4.07	20.00	A	中外合资
北京人寿	-	4.07	14.00	A	公众企业
横琴人寿	3.26	-	11.00	A	民企
民生保险	3.29	-	45.00	A-	民企
同方全球人寿	-	3.67	5.00	A	中外合资
中华人寿	3.16	-	12.00	A+	央企
国任保险	-	3.17	30.00	AA-	地方国企
利安人寿	-	3.23	30.00	A	地方国企
财信人寿	2.85	-	15.00	A+	公众企业

长城人寿	2.56	-	20.00	A+	地方国企
阳光财险	-	3.02	60.00	AA-	公众企业
阳光人寿	2.55	2.84	120.00	AA-	公众企业
中华财险	2.45	2.74	20.00	AA-	央企
中银三星人寿	2.40	-	10.00	AA-	央企
国联人寿	-	2.54	10.00	AA-	地方国企
太平再保险	-	2.56	13.00	AA	央企
招商仁和人寿	2.30	-	39.00	AA-	央企
英大人寿	2.29	-	29.00	AA-	央企
中英人寿	2.31	-	25.00	AA-	中外合资
中信保诚人寿	2.24	2.42	40.00	AA	公众企业
中国人寿财险公司	2.18	-	45.00	AA	央企
中再产险	2.18	-	80.00	AA	央企
建信人寿	2.19	-	140.00	AA	央企
人保再保险	-	2.37	20.00	AA	央企
交银康联人寿	2.19	-	48.00	AA	央企
光大永明人寿	2.21	-	42.70	AA	央企
平安寿险	2.21	-	200.00	AA+	公众企业
中邮保险	2.22	-	160.00	AA	央企
太平财险	2.20	-	30.00	AA	央企
泰康养老	2.20	-	60.00	AA	民企
新华保险	2.15	-	200.00	AA+	央企
工银安盛人寿	-	2.38	50.00	AA	央企
农银人寿	2.16	-	70.00	AA+	央企
中国财险	2.17	-	160.00	AA+	央企
太平人寿	-	2.33	260.00	AA+	央企
人保健康	-	2.33	55.00	AA+	中外合资
太保产险	-	2.33	100.00	AA+	公众企业
人保寿险	-	2.33	120.00	AA+	央企
中国人保集团	-	2.33	120.00	AA+	央企

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 7.5 租赁债：金租债可拉久期，商租债挖掘央国企平台债

### 7.5.1 租赁业基本面跟踪：仍在稳步扩张中，未来行业政策方向或存不确定性

**租赁行业仍在稳步扩张中。**以财务披露较为完整的 48 家金租平台和 147 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 2023 年末金租和商租行业总资产规模分别 4.01 万亿元和 3.56 万亿元，同比增长 11.58%和 6.66%，租赁行业仍在稳步扩张中。

**营收和盈利有所提升，金租整体表现更好。**2023 年，金租和商租行业营业收入规模分别为 1768 亿元和 2453 亿元，同比增长 11.94%和 0.54%；净利润规模分别为 483 亿元和 615 亿元，分别同比变动 21.31%、2.07%，金租行业整体表现更好。

**商租行业杠杆率连续两年走低。**截至 2023 年末，金租和商租行业的平均资产负债率分别为 87.06%和 76.19%，相比 2022 年分别变动+20%、-1.14%，商租行业杠杆率近两年已下行 2.6 个百分点。

金租行业的经营收现能力较强，且有明显改善。2023年，金租和商租行业经营活动现金流净流入2548亿元和255亿元，同比变动+62.40%、-21.27%。

租赁行业三年过渡期已过，未来行业政策方向或存不确定性。2020年5月银保监会下发《融资租赁公司监督管理暂行办法》，其中制定了融资租赁公司的业务范围、监管指标和监督管理等要求，并设置3年过渡期。

截至2023年年中，3年过渡期已到，但仍有部分租赁公司部分监管指标无法满足《管理办法》的要求，因此天津、上海等租赁公司数量较多的省市均出台了延长融资租赁公司监管过渡期的通知，我们认为未来租赁行业的政策方向或存不确定性。

表21：2021~2023年金租行业经营情况统计（亿元）

指标名称	2021年	2022年	2023年	2023年同比变化
总资产	33,675.43	35,907.38	40,065.66	11.58%
资产负债率（%）	87.30	86.86	87.06	0.20pp
营业收入	1,440.22	1,579.29	1,767.88	11.94%
净利润	412.92	398.13	482.98	21.31%
净资产收益率（%）	11.19	11.43	10.45	-0.98pp
经营活动现金流净额	1,584.84	1,569.13	2,548.29	62.40%

资料来源：Wind，企业预警通，浙商证券研究所

注：pp=percent point，即同比变化的百分点

表22：2021~2023年商租行业经营情况统计（亿元）

指标名称	2021年	2022年	2023年	2023年同比变化
总资产	31,426.56	33,343.49	35,565.46	6.66%
资产负债率（%）	78.76	77.60	76.19	-1.41pp
营业收入	2,252.56	2,439.75	2,452.85	0.54%
净利润	576.76	602.09	614.54	2.07%
净资产收益率（%）	7.45	7.64	7.09	-0.56pp
经营活动现金流净额	-766.14	324.14	255.18	-21.27%

资料来源：Wind，企业预警通，浙商证券研究所

注：pp=percent point，即同比变化的百分点

### 7.5.2 租赁主要主体利差分析

金租公司的股东以国有行、股份行和中小城农商行等银行为主，银行股东能为金租公司提供更顺畅的融资途径、更优质的业务资源、更多的资本补充渠道；因此金租公司通常资本金体量更大，综合实力更强。投资策略上，建议可拉久期获取超额收益，例如民生金租3年期收益率2.69%，江苏金租3年期收益率2.33%、永赢金租3年期收益率2.34%、苏银金租3年期收益率2.35%。

表23：2024年5月27日部分重点金租主体收益率情况

公司简称	公司属性	大股东	2023 资产规模 (亿元)	存续债规模 (亿元)	隐含评级	YY 评级	1 年期收益率 (%)	3 年期收益率 (%)
民生金租	民营企业	民生银行	1,913.22	100.00	AA+	5-	2.48	2.69
信达金租	央企	信达资产	833.09	26.00	AA+	5	2.26	-
浙银金租	地方国企	浙商银行	683.81	29.00	AA+	5-	2.22	-
江苏金租	地方国企	江苏交通控股	1,199.20	123.43	AA+	4	2.18	2.33

徽银金租	公众企业	徽商银行	659.67	10.00	AA+	5-	2.17	-
永赢金租	公众企业	宁波银行	1,178.78	75.00	AAA-	5+	-	2.34
苏银金租	地方国企	江苏银行	1,038.18	70.00	AAA-	4	2.16	2.35
华夏金租	地方国企	华夏银行	1,698.36	40.00	AAA-	4+	-	2.28
兴业金租	公众企业	兴业银行	1,370.92	80.00	AAA-	3	-	2.28
工银金租	央企	工商银行	2,779.09	120.00	AAA-	3	-	2.28
交银金租	央企	交通银行	4,046.64	110.00	AAA-	3	-	2.29
招银金租	央企	招商银行	2,907.94	140.00	AAA-	3	2.09	2.29
光大金租	央企	光大银行	1,375.58	91.00	AAA-	4+	2.09	2.30
浦银金租	地方国企	浦发银行	1,306.86	76.00	AAA-	4	2.03	-
农银金租	央企	农业银行	1,037.05	105.00	AAA-	4	2.00	2.30

资料来源：Wind，浙商证券研究所

商租公司内部资质分化较大，目前，租赁行业仅西藏金租、渤海商租出现了债券展期的情况，两家都为民营类租赁公司，且两家大股东——东旭集团和海航集团均已违约，因此我们认为股东影响较大。

投资策略上，我们建议关注一些央国企背景、股东实力较强的商租公司，大股东在资本补充、业务资源、客户资源等方面都能大力支持，央国企背景的商租公司出现极端风险的情况较低，例如天合租赁 1 年期收益率 2.52%、中集租赁 1 年期收益率 2.34%、中飞租赁 3 年期收益率 2.70%等。

表24：2024年5月27日部分重点商租主体收益率情况

公司简称	企业属性	大股东	2023 资产规模 (亿元)	存续信用债规模 (亿元)	隐含 评级	YY 评级	1 年期收 益率 (%)	3 年期 收益率 (%)
狮桥租赁	央企	狮桥资本有限公司	235.13	66.29	AA-	6-	3.57	4.29
诚泰租赁	中外合资	阳光人寿保险股份有限公司	253.03	39.61	AA	7	3.54	-
国泰租赁	地方国企	山东国惠投资控股集团有限公司	424.84	120.28	AA	6-	3.22	-
平安点创租赁	民营企业	外资	205.97	61.38	AA	7+	3.17	-
中国康富租赁	公众企业	电投融和新能源发展有限公司	395.92	807.45	AA	7	2.80	-
青岛城乡租赁	地方国企	华青发展(控股)集团有限公司	218.00	135.37	AA	7-	2.65	2.86
天合租赁	地方国企	广东恒健投资控股有限公司	106.30	3.50	AA	6-	2.52	-
无锡财通租赁	地方国企	无锡市建融实业有限公司	434.63	123.83	AA	7+	2.42	2.48
中集租赁	地方国企	深圳市资本运营集团有限公司	306.81	15.41	AA	6	2.34	-
远东租赁	公众企业	远东宏信有限公司	2,964.81	631.34	AA	5	2.34	3.56
东航租赁	央企	中国东方航空集团有限公司	300.72	5.00	AA+	5-	2.34	-
中飞租赁	央企	中国飞机租赁有限公司	407.54	47.10	AA	5	-	2.70
国控租赁	央企	国药控股股份有限公司	463.53	169.45	AA	6	2.32	2.57
中联租赁	地方国企	湖南兴湘投资控股集团有限公司	91.72	10.00	AA	6-	2.30	-
海发宝诚租赁	央企	中远海运发展股份有限公司	644.69	136.89	AA	6	2.30	-
国能租赁	央企	国家能源集团资本控股有限公司	525.54	10.00	AA	5	2.27	-
国投租赁	央企	融实国际控股有限公司	137.83	5.00	AA+	6	2.26	-
南航租赁	央企	北京诚通金控投资有限公司	272.22	33.50	AA+	6+	2.26	-
芯鑫租赁	地方国企	浙江鸿鹄半导体产业集团有限公司	650.56	76.98	AA+	4-	2.24	2.58
华润租赁	央企	华润租赁(香港)有限公司	404.49	80.77	AA+	5-	2.24	2.49
安吉租赁	地方国企	上海汽车集团金融控股有限公司	142.46	45.46	AA	5-	2.24	-
中广核租赁	央企	中广核资本控股有限公司	262.74	31.64	AA	6+	2.23	-

华宝租赁	央企	华宝投资有限公司	290.42	102.05	AA	5-	2.21	-
中建投租赁	央企	中国建银投资有限责任公司	460.01	85.07	AA	6	2.21	2.47
环球租赁	央企	通用环球医疗集团有限公司	801.40	265.00	AA	5-	2.21	2.56
大唐租赁	央企	中国大唐集团资本控股有限公司	335.08	103.48	AA	6	2.20	-
华电租赁	央企	华电资产管理(天津)有限公司	501.18	168.00	AA	5-	2.20	2.45
平安租赁	公众企业	中国平安保险(集团)股份有限公司	2,400.24	836.77	AA+	4-	2.20	2.66
越秀租赁	地方国企	广州越秀资本控股集团有限公司	800.74	215.79	AA+	5-	2.20	2.43
天成租赁	央企	华能资本服务有限公司	607.76	205.95	AA+	5-	2.19	2.41
海通恒信租赁	地方国企	海通恒信金融集团有限公司	1,233.51	429.67	AA+	5+	2.19	2.40
融和租赁	央企	电投融和新能源发展有限公司	1,001.16	341.70	AA+	5-	2.18	2.42
一汽租赁	央企	一汽资本控股有限公司	805.22	236.21	AA+	5	2.18	-
中核租赁	央企	中国核工业集团资本控股有限公司	350.73	59.00	AA+	6-	2.16	-
三峡租赁	央企	三峡资本控股有限责任公司	250.67	35.00	AAA-	5-	2.15	-
中交租赁	央企	中交资本控股有限公司	586.14	79.45	AA+	5-	2.15	2.49
招商局租赁	央企	招商局金融控股有限公司	507.50	116.74	AA+	5-	2.14	2.35
国网租赁	央企	国网英大国际控股集团有限公司	2,012.12	126.60	AA+	5	2.14	-
中航租赁	央企	中航工业产融控股股份有限公司	1,635.92	379.85	AA+	4-	2.13	2.37
国新租赁	央企	国新资本有限公司	689.80	179.22	AA+	5-	2.10	2.63

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 7.6 AMC 债：经营承压背景下重点关注国资背景平台

### 7.6.1 AMC 行业基本面跟踪：行业严监管，处置速度放缓，难度加大，经营有所承压

**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 34 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，2023 年 AMC 行业总资产规模 5.24 万亿元，同比小幅增长 0.60%；行业营业收入规模 2731 亿元，同比-0.19%；净利润规模由负转正，主要是受到长城资产 2022 年巨额亏损 454 亿元影响。

**不良资产处置速度放缓，难度加大，营收和资产规模均与 2021 年的高点仍有一定差距，**主要是由于从 2021 年 AMC 行业迎来两份重磅监管文件《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》以及《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》，AMC 行业进入监管期，要求回归主业，行业存在一定整改压力。此外，由于 2023 年资产价格处于下行通道，导致不良资产的处置速度放缓，处置难度加大，AMC 行业经营相对承压。

**经营收现能力有所改善，行业杠杆率连续两年走高。**截至 2023 年末，AMC 行业平均资产负债率为 66.44%，相比 2022 年增长了 0.7 个百分点，杠杆率连续两年走高；2023 年 AMC 行业经营活动现金流净流入 911 亿元，相比 2022 年大幅增长 76%，行业经营收现能力有所改善。

**“金融化债”背景下，或存机会。**AMC 平台深耕不良资产行业，在不良化解、存量盘活方面有着较多经验和资源优势，在当前多地陆续敲定金融化债框架的背景下，AMC 平台或将迎来业务拓展机会，后续可关注相关具体案例的落地情况。

**存在一定舆情扰动。**2024 年初，国厚资产公告披露，公司到期违约债务约 2.98 亿元，公司名下部分资产被冻结、查封、扣押，其在公司公告中披露了两条违约原因：“一是受宏观经济下行影响，公司部分资产包处置不达预期，导致公司资金回收不达预期；同时公司投资的部分股权也未能按照计划退出，导致流动性紧张；二是由于融资环境近几年发生较大变

化，公司有息负债不断被压缩，宏观去杠杆导致公司再融资面临一定挑战”，国厚资产违约市场也引起了市场对 AMC 行业的担忧。

表25：2021~2023 年 AMC 行业经营情况统计（亿元）

指标名称	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年同比变化
总资产	57,488.76	52,036.30	52,349.63	0.60%
资产负债率 (%)	65.04	65.74	66.44	0.70pp
营业收入	3,639.80	2,736.67	2,731.49	-0.19%
净利润	308.44	-473.02	264.62	155.94%
净资产收益率 (%)	7.50	5.07	6.61	1.54pp
经营活动现金流净额	1,163.00	517.33	910.71	76.04%

资料来源：Wind，企业预警通，浙商证券研究所

注：pp=percent point，即同比变化的百分点

### 7.6.2 AMC 主要主体利差分析

四大 AMC 均为财政部名录下的一级央企平台，重要性较高，虽然过去几年曾发生过舆情扰动，市场有一定担忧，但我们认为整体安全性较高。投资策略上，建议可拉久期获取超额收益，例如信达资产 3 年期收益率 2.45%，东方资产 3 年期收益率 2.46%。

地方 AMC 资质分化，股东多为当地金控平台，牌照具有稀缺性，重要性较强。投资策略上，建议关注部分国资背景，资本体量偏大的地方 AMC，仍具有一定安全垫，例如陕西金资 1 年期收益率 2.36%，招商平安资产 3 年期收益率 2.54%，兴业资产 3 年期收益率 2.52% 等。

表26：2024 年 5 月 27 日部分重点 AMC 主体收益率情况

类型	公司简称	企业属性	第一大股东	2023 资产规模 (亿元)	存续债规模 (亿元)	隐含评级	YY 评级	1 年期收益率 (%)	3 年期收益率 (%)
全国 AMC	华融资产	央企	中华人民共和国财政部	9,681.03	63.01	AA	5-	2.38	-
	信达资产	央企	中华人民共和国财政部	15,943.57	1472.23	AAA-	3	2.26	2.45
	长城资产	央企	中华人民共和国财政部	5,539.27	320.00	AA+	4+	2.30	-
	东方资产	央企	中华人民共和国财政部	12,720.56	963.57	AAA-	3	2.18	2.46
地方 AMC	江西金资	地方国企	萍乡市国有资本投资集团有限公司	195.92	40.40	AA	6	2.73	-
	厦门资产	地方国企	厦门金圆金控股份有限公司	59.99	16.00	AA	6+	2.46	-
	华润渝康资产	央企	华润金控投资有限公司	165.50	17.64	AA	5-	2.44	-
	中原资产	地方国企	河南投资集团有限公司	725.44	50.40	AA	6+	2.43	-
	陕西金资	地方国企	西安经开金融控股有限公司	626.40	109.80	AA	5	2.36	2.61
	招商平安资产	央企	招商局金融控股有限公司	196.04	37.00	AA+	5	2.34	2.54
	兴业资产	地方国企	兴业国信资产管理有限公司	237.78	90.00	AA+	5	2.29	2.52
	河南资产	地方国企	河南投资集团有限公司	355.04	25.00	AA	5	2.24	2.45
	内蒙古金资	地方国企	内蒙古自治区财政厅	146.39	20.00	AA	6	-	2.46
	江苏资产	地方国企	无锡市国联发展(集团)有限公司	322.73	88.00	AA+	5-	2.19	2.42
	山东金资	地方国企	山东省鲁信投资控股集团有限公司	1,281.93	120.00	AA+	4-	2.23	2.48
	广州资产	地方国企	广州越秀资本控股集团股份有限公司	446.71	110.00	AA+	5+	2.13	2.42
	成都益航资产	地方国企	成都交子金融控股集团有限公司	164.93	25.00	AA	5-	2.19	-
	苏州资产	地方国企	苏州市财政局	316.41	85.00	AA+	5-	2.15	2.39
	浙商资产	地方国企	浙江省国际贸易集团有限公司	672.87	173.00	AA+	5+	2.18	2.47

湖南财信资产	地方国企	湖南财信投资控股有限责任公司	150.77	32.00	AA	5	2.15	-
川发资产	地方国企	四川金融控股集团有限公司	214.18	26.00	AA	6	2.15	-
上海国有资产	地方国企	上海国际集团有限公司	800.35	121.00	AAA-	3	2.14	2.32

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 8 央企板块策略：延续底仓配置

央企在信用债市场的认可度高，可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，因此获得市场的广泛认可，从过往来看，央企本部未曾发生过实质性违约，面临舆情扰动的中林集团在托管至三峡集团后提前兑付境内债券，再度增强投资人对央企债券的信心。考虑到2020年4季度永煤事件之后，国务院国资委表态整体积极，因此央企债券的信用风险不高，可挖掘具备一定票息优势的央企债券作为底仓配置。

表27：中央企业融资有关政策

时间	部门	政策文件及会议	核心内容
2023年12月8日	中国证监会、国务院国资委	关于支持中央企业发行绿色债券的通知	一是完善绿色债券融资支持机制，发展节能降碳、环境保护、资源循环利用、清洁能源等各个产业；二是助力中央企业绿色低碳转型和高质量发展，合理安排债券融资，加快形成绿色低碳生产方式，强化绿色科技创新，发挥中央企业绿色低碳发展示范作用；三是发挥中央企业绿色投资引领作用，引领绿色发展重点领域资金供给，支持中央企业开展基础设施REITs试点；四是加强组织实施保障，证监会与国务院国资委合力推动中央企业更好运用绿色债券融资，优化资本市场服务绿色领域融资。
2023年4月26日	国资委	关于印发《中央企业债券发行管理办法》的通知	央企集团公司年度债券发行计划由国资委审核批准。央企应严格限制信用评级低、产权层级低、债券发行利率明显偏高、债券违约风险尚未解决的子企业发行债券；央企应重点管控信用评级低、集中到期债券规模大、现金流紧张、经营指标显著恶化的子企业债券发行。
2022年11月11日	中国证监会、国务院国资委	关于支持中央企业发行科技创新公司债券的通知	明确通过优化市场服务运行机制、监管考核标准、融资决策程序等方式多措并举支持中央企业发行科技创新公司债券募集资金，并积极支持中央企业开展数据中心、工业互联网等新型基础设施领域REITs试点。
2021年2月28日	国务院国资委	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	1、完善债务风险监测预警机制，精准识别高风险企业。可参照中央企业债务风险量化评估体系，结合地方实际情况，3、开展债券全生命周期管理，重点防控债券违约。可参照中央企业债券发行管理有关规定，对纳入债务风险重点管控范围的企业实行比例限制。对于按期兑付确有困难的，各地方国资委要指导企业提前与债券持有人沟通确定处置方案，通过债券展期、置换等方式主动化解风险，也可借鉴央企信用保障基金模式，按照市场化、法治化方式妥善化解风险。
2020年12月24日至25日	国务院国资委	中央企业负责人会议	国资委在京召开中央企业负责人会议，会议提出，要切实有效防范化解各类风险，加强金融业务管理，严禁脱离主业、脱实向虚，确保不发生债券违约，严禁逃废债，加大对参股投资和参股企业管理，坚决守住不发生重大风险底线。
2008年4月3日	国资委	《中央企业债券发行管理办法》	为加强对中央企业的监督管理，规范中央企业债券发行行为，明确中央企业公开发行企业债券、公司债券等中长期债券基本程序规定。

资料来源：国务院国资委官网、中央人民政府官网，浙商证券研究所

截至2024年5月底，iFinD口径下企业性质为“中央企业”的存量债发行主体共410家，存续债规模合计55330.18亿元。从央企核心发债主体来看，发行人主要集中在公用事业和金融等行业，各主体1年期估值收益率主要在2.0~2.2%，3年期估值收益率在2.2~2.4%之间，考虑到风险和收益率水平均不高，因此可作为稳健投资标的。

表28：央企核心发债主体情况

央企发行人	债券余额 (亿元)	1年期估值		3年期估值		行业	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总 收入 (亿元)	经营活 动 现金流 (亿元)
		收益率 (%)	收益率 (%)	YY 评级	主体评级					
华侨城集团有限公司	424.00	2.97	3.14	4	AAA	纺织服饰	5508.93	77.23	119.92	-66.67
中国华融资产管理股份有限公司	63.01	2.38	2.55	5-	AAA	非银金融	9681.03	95.04	348.36	192.46
中国长城资产管理股份有限公司	320.00	2.30	2.46	4+	AAA	非银金融	5539.27	96.48	37.38	408.09
中国信达资产管理股份有限公司	1472.23	2.26	2.45	3	AAA	非银金融	15943.57	86.38	829.94	157.24
中海企业发展集团有限公司	489.00	2.23	2.40	3	AAA	房地产	6193.01	61.19	313.25	-271.78
招商局蛇口工业区控股股份有限公司	602.66	2.23	2.39	3	AAA	房地产	9197.79	67.71	237.47	-106.11
保利发展控股集团股份有限公司	715.75	2.22	2.39	3	AAA	房地产	14243.56	75.88	497.48	-333.06
中国冶金科工股份有限公司	412.00	2.20	2.37	4+	AAA	建筑装饰	7030.95	75.10	1499.49	-307.47
中国东方资产管理股份有限公司	963.57	2.18	2.46	3	AAA	非银金融	12720.56	87.41	239.70	-73.21
中国诚通控股集团有限公司	1884.46	2.18	2.35	4+	AAA	综合	6341.67	57.83	99.35	10.23
中国国新控股有限责任公司	1517.00	2.15	2.31	3	AAA	非银金融	9119.68	59.09	18.00	65.58
中国电力建设股份有限公司	382.00	2.15	2.31	3	AAA	建筑装饰	12151.84	78.22	1403.32	-388.03
中国中化股份有限公司	1340.00	2.12	2.29	4+	AAA	综合	8431.56	67.36	1223.55	-39.63
中国建材股份有限公司	409.00	2.12	2.29	3	AAA	建筑材料	5032.40	61.54	370.21	-59.90
中国中铁股份有限公司	861.45	2.08	2.24	2	AAA	建筑装饰	18573.90	74.64	2650.11	-680.65
华电国际电力股份有限公司	531.00	2.08	2.24	3	AAA	公用事业	2214.85	60.38	309.52	43.69
招商局集团有限公司	515.00	2.08	2.24	2	AAA	综合	27992.97	60.88	790.32	73.76
中国华电集团有限公司	692.80	2.08	2.24	2	AAA	公用事业	11126.32	68.40	823.38	180.56
中国大唐集团有限公司	1022.60	2.08	2.24	4	AAA	公用事业	8763.88	70.40	665.68	138.75
中国光大集团公司	598.00	2.07	2.24	2	AAA	非银金融	75940.75	89.84	565.07	-1492.35
华能国际电力股份有限公司	891.00	2.07	2.24	2	AAA	公用事业	5454.24	67.58	653.67	121.43
国家能源投资集团有限责任公司	700.00	2.07	2.24	1	AAA	煤炭	21853.49	59.46	2004.27	461.29
中国华能集团有限公司	929.04	2.07	2.24	2	AAA	公用事业	15811.92	70.04	991.31	207.54
中国交通建设股份有限公司	490.00	2.07	2.24	2	AAA	建筑装饰	18183.55	74.15	1769.04	-396.35
国家电力投资集团有限公司	2460.40	2.07	2.24	2	AAA	公用事业	18023.70	68.75	950.47	204.25
国家电网有限公司	2125.00	2.01	2.24	1	AAA	公用事业	55143.93	53.76	9387.14	1007.14
中国石油天然气集团有限公司	780.00	2.01	2.24	1	AAA	石油石化	44423.87	40.74	8355.25	693.14
中国南方电网有限责任公司	1132.00	2.01	2.24	1	AAA	公用事业	12458.33	60.60	1833.74	114.35
中央汇金投资有限责任公司	3945.00	2.01	2.24	1	AAA	非银金融	67621.51	6.82	4787.31	-53.96
中国长江三峡集团有限公司	930.00	1.98	2.21	1	AAA	公用事业	14137.57	55.93	349.88	136.57

资料来源：iFind，浙商证券研究所

注：数据统计时间为2024年5月31日，财务数据为2024年一季报数据，其中中央汇金投资有限责任公司财务数据为2023年三季报数据

## 9 制造业民企策略：分化仍然较大，需精细化挖掘

经历了超过十年的风险出清，制造业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，部分企业如浙江恒逸、普洛斯位于收益率偏高区间，而优质主体如蒙牛乳业、中兴通讯的1年期估值收益率低于2.2%，两类企业差异仍然明显。中间类型的民企方面，海尔金控和山东宏桥1年期估值在2.6~2.7%区间，恒力集团、华友钴业1年期收益率在3.0%左右，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，可关注海尔金控、山东宏桥等安全性尚可，同时有一定利差的主体。

表29：存续债规模靠前的制造业民企发行主体

民企发行人	债券余额 (亿元)	1年期估值 3年期估值		YY 评 级	主体评 级	行业	总资产 (亿元)	资产负债 率(%)	营业总收入 (亿元)	经营活动现
		收益率 (%)	收益率 (%)							金流 (亿元)
普洛斯中国控股有限公司	106.96	5.65	7.72	5+	AAA	综合	331.15	41.62	13.60	5.77
浙江恒逸集团有限公司	91.51	5.09	6.19	7+	AA+	基础化工	1336.29	74.27	1532.54	48.87
南山集团有限公司	65.50	3.53	3.70	6-	AAA	综合	2250.26	52.11	422.13	67.76
金光纸业(中国)投资有限公司	158.11	3.23	3.93	7	AAA	轻工制造	2427.47	63.81	925.91	118.07
新希望集团有限公司	85.00	3.18	3.89	6-	AAA	农林牧渔	2029.99	67.94	1671.15	150.27
恒力集团有限公司	109.22	3.08	3.24	6+	AAA	商贸零售	3495.00	73.48	2363.13	273.71
浙江华友钴业股份有限公司	94.99	2.98	3.14	6-	AA+	有色金属	1255.20	64.36	663.04	34.86
山东宏桥新型材料有限公司	193.40	2.72	2.89	5-	AA+	有色金属	1983.10	45.75	1311.91	246.86
海尔集团(青岛)金盈控股有限公司	129.00	2.63	2.79	5	AAA	非银金融	1639.19	74.99	81.00	56.26
红狮控股集团有限公司	65.97	2.37	3.09	5	AAA	建筑材料	899.96	53.47	395.76	68.00
通威股份有限公司	144.84	2.27	2.44	5-	AAA	电力设备	1643.63	55.08	1391.04	306.79
浙江龙盛集团股份有限公司	70.50	2.23	2.39	5+	AAA	基础化工	678.06	47.33	153.03	27.51
浙江吉利控股集团有限公司	289.93	2.23	2.64	4-	AAA	汽车	6680.47	67.61	4980.72	596.36
三一集团有限公司	96.42	2.23	2.39	5+	AAA	机械设备	2394.46	64.27	1020.44	140.62
TCL 科技集团股份有限公司	144.40	2.23	2.45	4	AAA	电子	3828.59	62.06	1744.46	253.15
浙江荣盛控股集团有限公司	70.00	2.22	2.49	6+	AAA	基础化工	4104.72	71.16	3282.91	248.28
特变电工股份有限公司	45.00	2.22	2.39	5	AAA	电力设备	1918.98	54.28	982.06	258.12
立讯精密工业股份有限公司	50.99	2.22	2.39	5+	AAA	电子	1619.92	56.61	2319.05	276.05
平安国际融资租赁有限公司	871.35	2.22	2.56	4-	AAA	非银金融	2400.24	82.59	191.64	28.63
梅赛德斯-奔驰国际财务有限公司	115.00	2.17	2.34	4-	AAA	非银金融	268.12	97.76	16.45	2.68
华为投资控股有限公司	460.00	2.17	2.34	3	AAA	通信	12636.05	59.83	6975.47	697.18
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	400.00	2.13	2.29	3	AAA	食品饮料	1516.20	62.19	1261.79	182.90
宝马金融股份有限公司	80.00	2.12	2.29	4-	AAA	非银金融	422.80	99.25	19.65	9.53
中兴通讯股份有限公司	249.00	2.12	2.29	4+	AAA	通信	2009.58	66.00	1242.51	174.06
中国蒙牛乳业有限公司	261.00	2.12	2.29	4+	AAA	食品饮料	1152.20	56.05	986.24	83.49

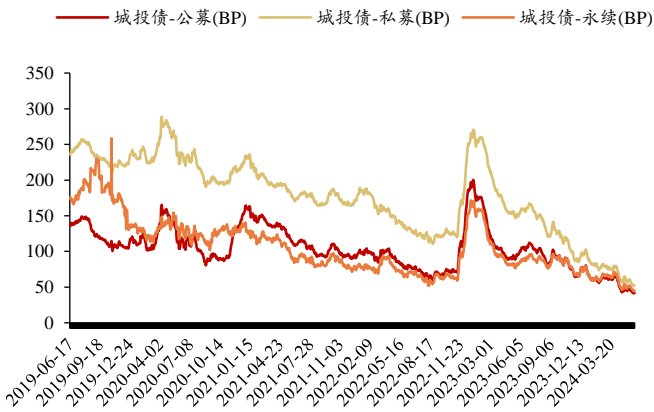
数据来源：iFinD，浙商证券研究所

注：数据统计截至 2024 年 5 月 31 日，财务数据为 2023 年年报数据，此处民企包含 iFinD 分类下的私营、集体、中外合资、外商独资等类型

## 10 品种策略：关注银行二级债和重点省份私募城投债

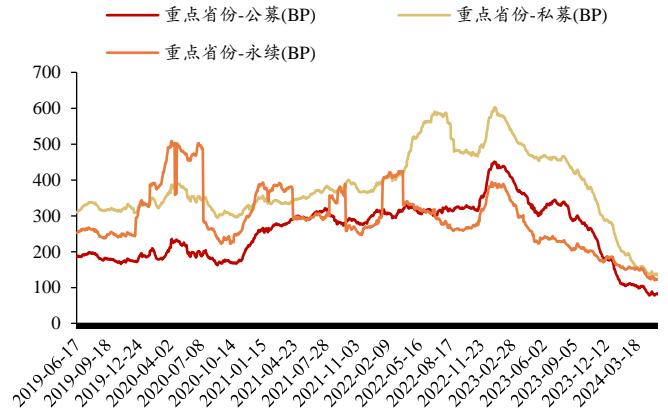
城投债品种利差压缩至低位，但重点省份仍然存在挖掘空间。具体来看，截至 2024 年 6 月 4 日，重点省份私募债、永续债与公募品种仍然存在约 50bp 的空间，然而考虑到重点省份发行的永续债规模并不大，因此从可配置的角度来看，重点省份私募债品种更值得关注。与之相对的，非重点省份品种利差空间不足，性价比相对不高。

图43：城投债品种利差压缩至低位



资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

图44：重点省份私募城投债存在挖掘空间

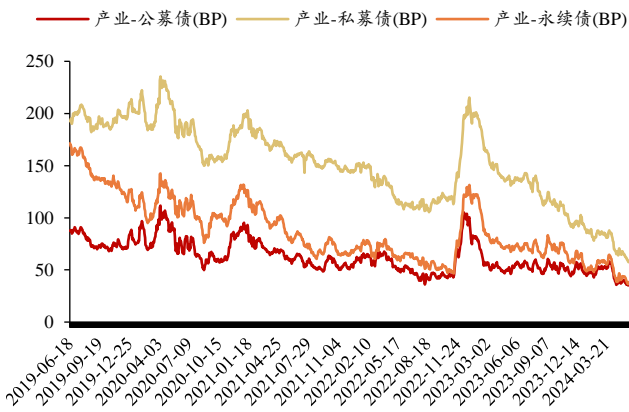


资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

注：利差数据为各重点省份存续债券利差的算术平均值

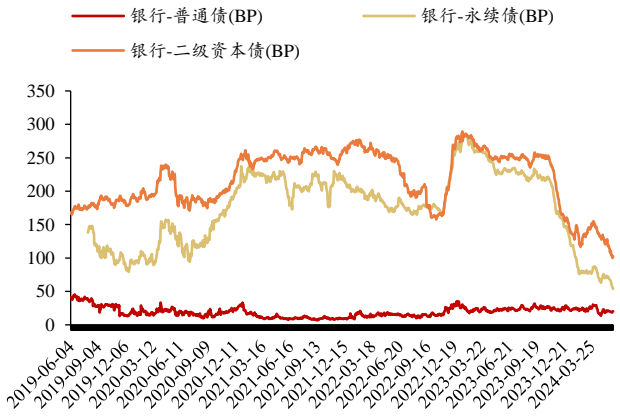
私募产业债利差仍可压缩，但绝对幅度不大，银行二级资本债更具性价比。截至 2024 年 6 月 4 日，私募产业债与公募品种的差值仅 20bp 左右，后续可压缩的幅度并不大。相比之下，同期银行二级资本债与银行普通债的差值超过 80bp，因此从潜在空间的角度，后者配置的性价比明显更高，值得关注。

图45：私募产业债后续可压缩幅度并不大



资料来源：DM，浙商证券研究所

图46：银行二级资本债更具性价比



资料来源：DM，浙商证券研究所

## 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。

## 债券投资评级说明

**利率债：**以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：利率风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：利率风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：利率风险上升，净价存在下跌空间。

**信用债：**以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：信用风险下降，净价存在上涨空间；
- 2.中 性：信用风险平稳，净价存在小幅波动；
- 3.减 持：信用风险上升，净价存在下跌空间。

**可转债：**以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债指数涨跌幅为评级标准，定义如下：

- 1.增 持：转债表现强于中证转债指数；
- 2.中 性：转债表现与中证转债指数持平；
- 3.减 持：转债表现弱于中证转债指数。

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。建议：投资者买入或卖出相关债券取决于机构/个人的实际情况及相应策略需求，如当前持仓结构、资金流动性需求等其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级进行单一决策。

## 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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>