

年度债券市场报告

报告日期：2024 年 11 月 20 日

物换星移，宠辱不惊

——信用债 2025 年年度策略报告

核心观点

政策利率调降+长周期资产荒逻辑打开信用债市场收益率整体向下空间；对于负债端不稳定的账户，我们建议大行二永债波段交易为主；对于负债端稳定的账户，推荐中型银行二永挖掘>低等级短久期城投挖掘>大型国企产业债>国企地产债挖掘，超长期信用债也具备择优低仓位介入的空间。

□ 调整发展不平衡与推进发展仍是中长期市场的主要矛盾。考虑到政策短期能够解决的问题较为容易，而中长期仍有诸多问题仍需攻坚克难，基本面和政策面的“拉锯战”或将较为持久。政策面的态度决定了未来市场收益率下行仍存阻力和波动，而中长期的问题也制约了收益率上行的空间。在政策转向的物换星移中，市场中的我们更需要灵活应对，宠辱不惊。

□ 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。而近期理财赎回、银行 SPV 等机构行为的扰动，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。

□ 对于板块配置策略而言，需要划分负债端是否稳定进行设计：

（1）对于负债端不稳定的账户：大行二永债流动性充裕且波段特征明显，也是比利率品种更能反映赎回问题的品种，未来每逢出现全行业转为高估值成交的时间点及时减仓，出现全行业转为低估值成交的时间点及时加仓，往往是最为合适的策略选择。

（2）对于负债端稳定的账户：首先当前中型银行二永债调整较为到位，具有一定配置性价比且实际风险相对可控；其次对于 1-2 年期中低等级城投债，明年政策确定性仍高，具备配置价值；对于国企地产债，当前收益率点位叠加地产维稳政策出台，1 年期仍有博弈空间。未来收益率压降顺序大概率是：大行二永>小行二永>高等级城投>煤炭钢铁债>低等级城投>国企地产，收益率压降顺序与主体信用资质和流动性情况高度正相关。

（3）超长期信用债品种：明年资产荒行情大概率继续演绎的背景之下，有很大概率会再度考验此前收益率新低的点位，但策略仅适合负债端稳定的账户，且此类资产仅在收益率偏高的点位具备性价比，不适合盲目追涨。

□ 对于明年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。主要多空因素如下：

□ 利多收益率下行的正面因素：

□ （1）政策底已现，基本面复苏仍需时间：考虑到当前地产端涉及房企和居民资产负债表，而城投端涉及长周期化债，地方财力难以在短期改善。

□ （2）债市调整的历史学习效应：近几年每逢调整均是加仓时机，信用利率都是如此。债券市场呈现出“熊短牛长”的特征，一旦调整到位，市场将会继续演绎抢筹行情。

□ （3）资产荒格局确定：在相当长一段时间内，信用债认购倍数均处于 2-3 倍以上，这反应了当前市场供需失衡的问题。近几年信用债供给量均在 2-3 万亿之间，而经过测算，近几年可投信用债的资金体量持续处于 4.5 万亿以上，供需缺口接近一半。未来城投发债严监管趋势确定，在此格局下，大概率市场仍是供不应求。因而调整一旦到位，仍会有巨量资金增配。

□ （4）预期偏弱：央行的城镇储户问卷调查显示最近几个季度的收入、就业预期仍在下降。虽然权益市场出现大涨，但基本面改善仍需时日。

□ （5）信用风险扰动不高：以岭南转债最终得到兑付为例，且考虑到近期城投政策文件表述较为积极。当前政策反馈对国企城投类风险协调力度很高，实质超预期风险不高。若持续不违约，则部分弱国企虽基本面差，但政策定价影响仍大于基本面因素。

□ （6）配置型机构增配诉求仍高：最近每轮调整中，险资的信用债增持仍然不少，负债端稳定的定开型产品仍在择机增配，此类机构的配置诉求平抑了市场调整的空间。

□ 信用债市场同样面临以下 5 个层面的风险：

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

1 《休整期间的选择》

2024.11.18

2 《时移势易，返本归源》

2024.11.18

3 《本轮化债对银行买债行为

的影响》 2024.11.18

- **(1) 城投 150 号文的影响:** 主要利空 27 年 6 月之后到期的城投, 存在政策不确定性, 导致长长期品种抱团可能解散;
- **(2) 银行 SPV 政策的持续推进:** 容易带来短期内卖盘增多+市场风险偏好下降; 近期关于银行对外投资 spv 相关监管趋严的担忧愈发增多。由于银行委外投资的信用债相较于自身表内往往更偏下沉, 因而若利空兑现, 容易导致低等级利差走阔。
- **(3) 股债跷跷板的影响:** 近期权益市场行情波动较大, 未来若权益市场持续成交量偏高, 信用债更容易受到扰动;
- **(4) 市场持续调整的赎回担忧:** 信用债因为交易不活跃, 整体调整历史趋势性非常强, 一旦有调整容易持续且惯性很大, 需要警惕赎回潮中负反馈的影响。
- **(5) 年底仍可能有调整:** 由于近几年 8 月以后在政府债发行等因素影响下, 往往容易出现资金面边际收紧, 叠加年度止盈盘诉求较高, 且债市历史上的大调整往往出现在年底(如永煤事件、理财赎回潮), 因而近期部分机构行为转向谨慎也非常合理。
- **综上, 年底之前大概率会进入信用债市场波幅加大的时期, 年内的市场我们整体判断震荡偏多, 而政策利率调降+长周期资产荒逻辑也为明年打开信用债市场收益率整体向下、挑战新低的空间。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。**
- **风险提示**
城投债统计口径差异可能导致结果出现偏差; 化债政策出现重大变动; 发行主体相关期限收益率数据采用插值法进行拟合, 与实际收益率水平可能存在一定偏差。

正文目录

1 长周期视角下的年度策略哲学	6
1.1 当下政策的问题解决	6
1.2 对未来市场供需格局的判断	6
1.3 历史信用策略复盘的启示	9
1.4 2025 年年度违约风险展望	11
2 对当前信用策略的全面判断	12
3 城投债策略：时移势易，返本归源	13
3.1 隐债化解加力提速	13
3.2 从长周期看政策宽松度变化	14
3.3 各省份债券规模及收益率分布	15
4 金融债策略：攻守兼备，兵家必争	16
5 煤炭债策略：需求疲弱，建议谨慎	22
5.1 行业基本面跟踪：稳产保供，兼具安全	22
5.2 煤炭行业历史周期复盘	23
5.3 行业三季报分析：盈利双降、现金流收缩、杠杆率小幅下降	24
5.4 行业主体收益率及持仓频次分析	25
6 钢铁债策略：累库风险较高，建议防守	25
6.1 行业基本面跟踪：去库阶段钢价弱势下行	25
6.2 行业三季报分析：净利大幅下降、现金流收紧、杠杆率稳定	26
6.3 行业主体收益率及持仓频次分析	27
7 地产债策略：政策脉冲发力，存在短期机会	28
7.1 地产行业基本面跟踪	28
7.2 政策跟踪：政策切换与发力	29
7.3 地产核心问题观察	30
7.4 投资策略	33
8 超长信用债策略：流动性风险凸显，7Y 及以上择券需谨慎	34
9 央企债策略：延续底仓配置	37
10 民企债策略：存量压缩，分化加剧	39
11 风险提示	41

图表目录

图 1: 2014 年末至今信用债存量金额变化情况 (单位: 万亿元)	7
图 2: 机构投债测算 (单位: 万亿元)	7
图 3: 利率长周期走势图 (单位: %、点)	8
图 4: 反转缺乏基本面支撑 (单位: %)	8
图 5: 未来利率下行空间进一步打开 (单位: bp、亿元)	9
图 6: M2、权益市场、债券市场存量情况统计 (单位: 万亿元)	9
图 7: 2024 年 Q3 债基重仓信用债分布一览	17
图 8: 煤炭产量及进口量变动趋势 (单位: 万吨)	23
图 9: 主流港口煤炭库存量变动趋势 (单位: 万吨)	23
图 10: 动力煤和炼焦煤消费量 (单位: 万吨)	23
图 11: 动力煤下游行业消费量分布 (单位: 万吨)	23
图 12: 典型煤企主体信用利差与动力煤价格走势 (单位: bp、元/吨)	24
图 13: 钢材、生铁、粗钢产量变动情况 (单位: 万吨)	26
图 14: 钢材库存变动情况 (单位: 万吨)	26
图 15: 典型钢企主体信用利差与螺纹钢价格走势 (单位: bp、元/吨)	26
图 16: 我国楼市量价情况统计	28
图 17: 2020 年以来全国房屋新开工面积统计	29
图 18: 2020 年以来全国房屋竣工面积统计	29
图 19: 2022 年以来各地因城施策频次	30
图 20: 2023 年中国人口金字塔	31
图 21: 法拍房挂牌成交数据 (单位: 亿元)	33
表 1: 政策能够解决哪些问题?	6
表 2: 各板块融资问题判断	6
表 3: 历年热点及市场走势复盘	10
表 4: 历年首次违约主体及违约金额情况总结 (单位: bp)	11
表 5: 近三个月各板块收益率变化及年度策略观点汇总 (单位: bp)	13
表 6: 2008 年以来各领域政策宽松度情况	14
表 7: 各省份分期限城投债规模及收益率情况 (单位: 亿元, %)	15
表 8: 金融债各板块年度策略观点汇总 (单位: bp)	17
表 9: 2024 年 10 月 31 日主要银行主体收益率和债基持仓频次统计 (单位: 次、bp)	18
表 10: 2024 年 10 月 31 日主要券商主体收益率和债基持仓频次统计 (单位: 次、bp)	20
表 11: 2024 年 10 月 31 日主要保险主体收益率和债基持仓频次统计 (单位: 次、bp)	21
表 12: 煤炭行业主要财务数据指标 (单位: 亿元、%)	24
表 13: 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)	25
表 14: 钢铁行业主要财务数据指标 (单位: 亿元、%)	27
表 15: 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)	27
表 16: 银行对公房地产贷款不良率 (单位: %)	31
表 17: 银行个人住房贷款不良率 (单位: %)	32
银行名称	32
表 18: 主要房企债券收益率及债基持仓频次情况 (亿元、%、bp)	33
表 19: 2023 年以来超长期信用债换手率变化	34

表 20: 主要超长债发行主体收益率及换手率一览 (亿元、%)	35
表 21: 中央企业融资有关政策.....	37
表 22: 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 (亿元、%)	38
表 23: 部分重点央企子公司 1 年期和 3 年期收益率 top30 (单位: 亿元、%)	39
表 24: 存续债规模靠前的其他民企发行主体 (单位: 亿元、%)	40

1 长周期视角下的年度策略哲学

1.1 当下政策的问题解决

调整发展不平衡与推进发展仍是中长期市场的主要矛盾。从长周期来看，2013年，十九大定调的社会主要矛盾的变化“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。2021年10月16日，习近平总书记在出版的第20期《求是》杂志发表《扎实推动共同富裕》，提出防止两极分化、消除分配不公、合理调节过高收入。从近期的短周期来看，9月底政策转向后，基本面的弱化与政策面的对冲成为了未来一年市场的主要矛盾。而当前政策选择面临着多元目标冲突的问题：

- 1、**收入端——调结构与促发展的矛盾**：调结构是解决社会主要矛盾的诉求，而调结构容易带来新旧动能转换中的发展接续问题，影响短期发展动能。
- 2、**房价端——防金融风险与居民资产基尼系数的矛盾**：目前全国房价均出现了较大幅度的同比调整，房价波动容易诱发金融风险；而房价若不降，确实难以让短期内居民资产端基尼系数降低，也会间接影响生育率问题。
- 3、**政府端——财政发力与隐债拖累的矛盾**：当前财政发力成为社会关注要点，但城投融资的严监管，一定程度上拉低了相关社融表现，对于财政发力效果有拖累作用。
- 4、**央地关系端——中央管控与地方自由性的矛盾**：当前政策转向和刺激经济的诉求理应将更多权力下放到地方，而中美博弈+化债背景又有将资源和权限向中央集中的诉求。

综上，考虑到政策短期能够解决的问题较为容易，而中长期仍有诸多问题仍需攻坚克难，基本面和政策面的“拉锯战”或将较为持久。政策面的态度决定了未来市场收益率下行仍存阻力和波动，而中长期的问题也制约了收益率上行的空间。

表1：政策能够解决哪些问题？

短期：容易解决的问题	中期：需要攻坚的问题	长期：较难攻克的问题
权益市场预期 短期风险偏好 地产成交量	失业率偏高 收入预期下降 房价、地价下降预期 “内卷式”竞争与增长瓶颈 企业、居民加杠杆意愿偏低	生育率低与人口老龄化问题 收入、财富基尼系数过大问题 “发展不平衡不充分”的问题 中美博弈-修昔底德陷阱问题 地方政府债务-塔西佗陷阱问题

资料来源：浙商证券研究所

1.2 对未来市场供需格局的判断

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。

而近期理财赎回、银行SPV等机构行为的扰动，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。

表2：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	地产融资待修复
城投融资限制	过去大致3年为周期，未来可能无周期	城投净融资难度加大

问题	表现	影响
民企风险尚未修复	向纵深的转债领域演进，机构开始对民企转债谨慎	制造业融资待观察
国企债务率限制	煤炭、钢铁领域基本处于降杠杆状态	上游净融资较难有起色

资料来源：浙商证券研究所

2014 年以来，M2 存量已经从 112.35 万亿元增长到 309.48 万亿元，增幅达 175.46%，而信用债市场增量从 2015 年的 3.03 万亿元，2023 年仅增长了不到 2 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。

图1： 2014 年末至今信用债存量金额变化情况（单位：万亿元）

时间	信用债存续金额（万亿元）								信用债合计较上年增长
	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	
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	24.13%
2016年末	2.39	1.98	5.92	4.5	0.83	1.52	1.59	18.73	20.18%
2017年末	2.06	1.66	6.56	4.27	0.91	1.58	2.03	19.07	1.84%
2018年末	2.18	2.05	7.27	4.4	0.97	1.44	2.42	20.74	8.73%
2019年末	2.23	2.46	8.71	4.7	0.92	1.22	3.12	23.36	12.64%
2020年末	2.46	2.72	11.15	4.85	0.85	1.16	4.05	27.24	16.63%
2021年末	2.49	2.64	13.59	4.91	0.71	0.96	4.79	30.09	10.46%
2022年末	2.42	2.69	14.65	5.28	0.42	1.09	5.32	31.87	5.90%
2023年末	1.94	2.73	15.46	6.16	0.36	1.01	6.04	33.70	5.75%
2024年10月	2.35	3.29	15.23	6.48	0.13	1.08	6.70	35.26	4.63%
24年较14年累计增速	6.81%	54.71%	78.20%	46.60%	69.23%	19.10%	82.39%	64.40%	-
24年较14年复合增速	0.71%	8.24%	16.46%	6.48%	12.51%	2.14%	18.97%	10.88%	-
24年10月较上年末增速	21.13%	20.51%	-1.50%	5.19%	-63.89%	6.98%	10.93%	4.63%	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

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。

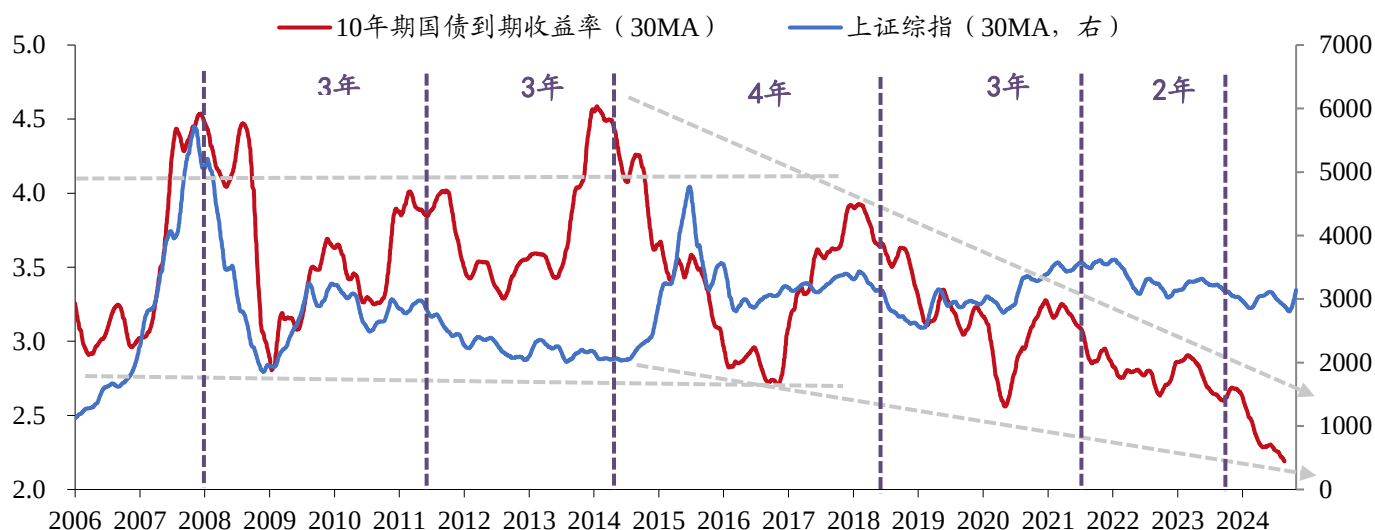
图2： 机构投债测算（单位：万亿元）

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

资料来源：Wind，浙商证券研究所

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。

图3: 利率长周期走势图(单位: %、点)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

此外,从经济数据来看,当前国内的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。

图4: 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	2024Q3
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
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	2.15
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
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	2.04
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	0.52
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	2024Q3
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	4.60
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	0.30
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	-2.00
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	3.40
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	3.30
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
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	29.60	5.60	-4.70	4.30
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	49.64
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
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	10.30	6.80
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	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	-
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	-
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	-
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

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从广谱利率情况来看,最新的降息和存款利率调降已经打开了未来利率下行的想象空间,目前二永与城投品种为代表的信用利差相较于银行存款较为充足,理财类资产相较于存款类资产吸引力再度提升。从当前的收益率水平来看,明年全年收益率中枢震荡下行仍有空间。

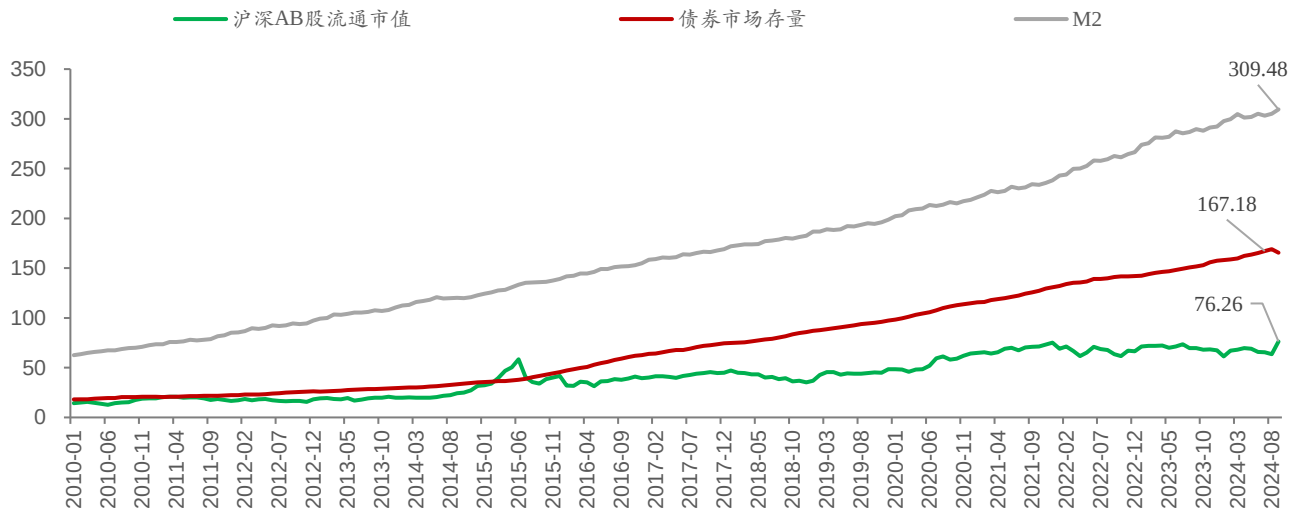
图5：未来利率下行空间进一步打开（单位：bp、亿元）

日期	政策利率			定期存款			国债			存单				商业银行普通债			二级资本债			永续债			城投债											
	OMO	MLF	LPR							AAA		AA-		AAA			AAA-			AAA-			AAA			AA-								
	7D	1Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	10Y	30Y	3M	1Y	3M	1Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y	1Y	3Y	5Y						
2023/12/31	1.8	2.5	4.2	1.45	1.95	2.00	2.08	2.56	2.83	2.14	2.40	2.60	2.91	2.42	2.64	2.78	2.65	2.85	3.00	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	2.33	2.54	2.74	2.37	2.51	2.64	2.50	2.66	2.77	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	2.14	2.23	2.33	2.61	2.23	2.37	2.47	2.32	2.49	2.61	2.38	2.56	2.50	2.32	2.53	2.67	2.60	3.68	4.98						
2024/3/7							1.76	2.28	2.43	2.13	2.22	2.36	2.58	2.24	2.35	2.45	2.34	2.50	2.56	2.38	2.57	2.49	2.35	2.55	2.64	2.61	3.52	4.80						
2024/3/31							1.72	2.29	2.46	2.07	2.23	2.27	2.49	2.23	2.40	2.49	2.35	2.52	2.62	2.40	2.58	2.51	2.35	2.58	2.67	2.71	3.40	4.31						
2024/4/23							1.66	2.23	2.42	1.87	2.01	2.13	2.35	1.99	2.14	2.20	2.06	2.22	2.32	2.08	2.26	2.22	2.08	2.27	2.41	2.44	3.04	4.00						
2024/4/30							1.69	2.30	2.54	1.99	2.10	2.23	2.39	2.15	2.31	2.34	2.22	2.39	2.49	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	1.90	2.07	2.11	2.35	2.06	2.20	2.30	2.12	2.25	2.42	2.14	2.29	2.31	2.06	2.25	2.40	2.31	2.81	3.66						
2024/6/30							1.54	2.21	2.43	1.79	1.96	1.99	2.27	1.97	2.06	2.15	2.01	2.13	2.23	2.01	2.16	2.16	2.03	2.19	2.28	2.26	2.61	3.24						
2024/7/31							1.7	2.3	3.95	1.35	1.75	1.80	1.42	2.15	2.38	1.79	1.88	1.96	2.12	1.88	1.95	2.03	1.92	2.02	2.15	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	1.76	1.84	1.91							2.10	1.82	1.92	1.98	1.87	1.98	2.09	1.88	2.00	2.01	1.91	2.01	2.08	2.10	2.35	2.75						
2024/8/31	1.49	2.17	2.37	1.86	1.97	2.03							2.26	1.99	2.07	2.14	2.05	2.17	2.26	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	1.85	1.91	2.03							2.21	1.91	1.98	2.07	2.01	2.09	2.18	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	1.87	1.91	2.15							2.25	2.05	2.13	2.22	2.21	2.33	2.43	2.25	2.38	2.25	2.18	2.32	2.38	2.61	2.96	3.38						
2024/10/31	1.50	2	3.60	1.10	1.50	1.55							1.43	2.15	2.34	1.90	1.93	2.11	2.27	1.94	2.15	2.27	2.09	2.26	2.37	2.13	2.33	2.45	2.11	2.30	2.44	2.77	3.01	3.74
2024/11/8													1.41	2.11	2.28	1.83	1.85	2.13	2.22	1.86	2.05	2.21	2.00	2.15	2.34	2.01	2.20	2.38	2.03	2.18	2.32	2.66	3.08	3.80
年初至今 变化幅度	-30	-50	-60	-35	-45	-45							-67	-45	-55	-31	-55	-47	-70	-56	-58	-57	-65	-70	-67	-75	-73	-67	-77	-84	-94	-48	-173	-214
利差（基准： 10Y期国债）	-61	-11	149	-101	-61	-56							-70	0	17	-27	-25	2	11	-24	-5	11	-11	5	23	-10	10	28	-8	8	21	55	97	170

资料来源：Wind，浙商证券研究所

从市场存量来看，截止 2024 年 9 月底，债券市场存量 167.18 万亿元，沪深 AB 股流通总市值 76.26 万亿元，M2 存量体量仍大，总量为 309.48 万亿元。

图6：M2、权益市场、债券市场存量情况统计（单位：万亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3 历史信用策略复盘的启示

对历年策略情况的复盘，使我们每年年度策略工作中的重要部分。我们不仅需要持续预测市场，也需要对历史预测的经验与教训进行反思分析。

首先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。

其次，去年底的策略时点，市场普遍预期城投收益率会创新低，而超预期的是 2023 年的收益率可以压到如此之低，确实也是令机构非常意外。一度低等级城投收益率相较于同业存单也并无性价比。这种环境之下，我们仍然判断明年的信用债也要以今年的环境为借鉴，但凡收益率开始收窄，大概率其压降程度也会很超预期。而未来一段时间在一系列因子扰动之下，信用债大概率也会波幅显著大于利率，更具备波段交易属性。

表3: 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
2014	超日债开启债券违约序幕	产业：强周期性行业风险仍未释放； 城投：随着地方债务负担加重，城投风险放大；	城投：受 2014 年“43 号文”影响，利差大幅走阔	未明显超预期
2015	民营企业违约数增加； 部分央企子公司开始违约	产业：煤炭、钢铁整体低位运行	煤炭、钢铁：受行业景气度下行影响，利差走阔	未明显超预期
2016	东特钢、贵有色等事件使；铁物资债券暂停事件	产业：（1）煤炭：景气度继续下滑，下游需求或将恶化；（2）钢铁：盈利有望企稳； 地产：经营性现金流继续好转，基本面持续改善；	煤炭、钢铁：上半年走阔，下半年随着供给侧改革推进，利差修复	年底比预期乐观
2017	信用周期仍处于高位，违约低发年	产业：钢铁、煤炭行业将回暖； 城投：零违约难以打破； 民企：民企和国企利差会重新拉开，民企风险仍较大；	城投：政策收紧，利差走阔	违约情况比预期乐观
2018	民企陷入“违约潮”，小型民企大量违约	地产：调控政策加强，房地产行业毛利可能仍将低迷； 城投：违约风险不大； 民企：现金流风险仍较大；	民企：2018 年陷入“违约潮”，利差大幅走阔； 城投：城投政策放松，利差收窄；	未明显超预期
2019	大型企业违约占比上升	地产：大型房企风险可控，中小房企面临波动； 城投：弱资质主体违约风险将抬升； 民企：违约风险将持续暴露；	民企：利差收缩； 地产：分化明显，AAA 级利差收窄，AA+、AA 级利差走阔；	民企比预期悲观
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

时间	当年热点	对当年的展望要点	市场走势	超预期情况
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

资料来源：iFind，浙商证券研究所

1.4 2025 年年度违约风险展望

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，我们对明年违约风险整体预期偏低，逻辑如下：

违约是一种市场化行为。历史上来看，越是赋予地方自主权、强调市场化作用的阶段，往往越容易诱发违约。而越是加强中央统筹管控，则越是不容易发生违约。如 14 年首单违约超日债，即是下放地方权力过程中发生的。而近年来在永煤事件之后，几乎没有大型国企的信用债违约，也反映了当前违约风险显著降低。

从近年来的《国务院机构改革方案》中可见，我们当前仍然处在不断强化中央集中统一领导的过程之中。习近平总书记在十九大报告中指出“党政军民学，东西南北中，党是领导一切的。”政治领域的集中统一领导，在经济领域就反映为维稳力度加强、国企风险方面协调能力提升。到目前为止，我国国企板块的违约率仍较低，信用修复较为容易。同时，政府召开债券投资人恳谈会，金融副省长在各省积极协调金融资源签署战略合作协议等活动均能起到一定的支持作用。

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。

表4：历年首次违约主体及违约金额情况总结（单位：bp）

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	以永煤及华展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	大型企业违约为主基调 ，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。

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：违约金额包含展期，选取违约时存量债券总额口径进行统计

2 对当前信用策略的全面判断

对于明年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。主要多空因素如下：

1、目前信用债市场有以下 5 个正面因素：

（1）政策底已现，基本面复苏仍需时间：考虑到当前地产端涉及房企和居民资产负债表，而城投端涉及长周期化债，地方财力难以在短期改善，故而从大的背景来看，市场或面临较长期的资产荒格局，若长期信用债调整到位，则仍会具备配置价值。

（2）债市调整的历史学习效应：近几年每逢调整均是加仓时机，信用利率都是如此。债券市场呈现出“熊短牛长”的特征，一旦调整到位，市场将会继续演绎抢筹行情。

（3）资产荒格局确定：在相当长一段时间内，信用债认购倍数均处于 2-3 倍以上，这反应了当前市场供需失衡的问题。近几年信用债供给量均在 2-3 万亿之间，而经过测算，近几年可投信用债的资金体量持续处于 4.5 万亿以上，供需缺口接近一半。未来城投发债严监管趋势确定，在此格局下，大概率市场仍是供不应求。因而调整一旦到位，仍会有巨量资金增配。

（4）预期偏弱：央行的城镇储户问卷调查显示最近几个季度的收入、就业预期仍在下降。虽然权益市场出现大涨，但基本面改善仍需时日。

（5）信用风险扰动不高：以岭南转债最终得到兑付为例，且考虑到近期城投政策文件表述较为积极。当前政策反馈对国企城投类风险协调力度很高，实质超预期风险不高。若持续不违约，则部分弱国企虽基本面差，但政策定价影响仍大于基本面因素。

（6）配置型机构增配诉求仍高：最近每轮调整中，险资的信用债增持仍然不少，负债端稳定的定开型产品仍在择机增配，此类机构的配置诉求平抑了市场调整的空间。

2、目前信用债市场同样面临以下 5 个层面的风险：

（1）城投 150 号文的影响：主要利空 27 年 6 月之后到期的城投，存在政策不确定性，导致超长期品种抱团可能解散；

（2）银行 SPV 政策的持续推进：容易带来短期内卖盘增多+市场风险偏好下降；近期关于银行对外投资 spv 相关监管趋严的担忧愈发增多，目前农商行委外超出 5% 的金额合计 997.51 亿元，占全部银行总委外比例为 0.85%，占农商行总委外比例为 14.67%。由于银行

委外投资的信用债相较于自身表内往往更偏下沉，因而若利空兑现，容易导致低等级利差走阔。

(3) 股债跷跷板的影响：近期权益市场行情波动较大，信用债容易出现持续扰动；

(4) 市场持续调整的赎回担忧：信用债因为交易不活跃，整体调整历史趋势性非常强，一旦有调整容易持续且惯性很大，需要警惕赎回潮中负反馈的影响。

(5) 年底仍可能有调整：由于近几年8月以后在政府债发行等因素影响下，往往容易出现资金面边际收紧，叠加年度止盈盘诉求较高，且债市历史上的大调整往往出现在年底（如永煤事件、理财赎回潮），因而近期部分机构行为转向谨慎也非常合理。

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。

此外，建议对市场保持高度关注，例如观察权益市场风险偏好、信用利差历史分位数、信用偏离估值成交情况等关键因子的变动情况，一旦每轮市场震荡调整相对到位，即做好及时加仓准备。

表5：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	8月	9月	10月	当前利差	策略观点	期限建议	逻辑
信用债	14	21	-2	41	震荡偏多	-	年底之前市场偏震荡，明年整体震荡偏多
风险偏好预期	偏弱	偏弱	偏弱	-	偏弱	-	SPV 新政+理财整改+城投退平台新政等舆情扰动下，压制低等级城投风险偏好
城投债	20	22	-8	77	分化	缩短	城投退平台新政压制3年以上低等级城投利差
银行二级资本债	0	25	0	104	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	18	26	-2	89	中性	拉长	目前整体利差空间有限，可作为底仓配置并拉长期
央企国企产业债	16	19	-8	60	偏多	1-2年	部分国企地产债已经调整到位，可考虑增配
国企地产债	15	27	-3	87	偏多	拉长	煤价平稳，行业基本面未变，待长端利差调整到位，可择机加仓
煤炭债	17	23	-6	69	偏空	缩短	钢价承压，下游尚未实质改善，板块性价比一般
钢铁债	14	20	-5	73	偏空	缩短	需要结合主体基本面具具体判断
其他民企债	-24	-49	-8	120	看空	缩短	短期承压，但低利率+降息影响下，明年长端利差有望压缩
超长期信用债	13	19	-2	71	看空	缩短	

数据来源：Wind，DM，浙商证券研究所

注：1、以3年期AAA中短票据收益率代表信用债收益率及利差走势；2、超长期信用债基于5年期左右城投债和产业债拟合；3、10月数据截止10月31号

3 城投债策略：时移势易，返本归源

3.1 隐性化解加力提速

伴随经济发展过程中主要矛盾的改变，城投政策呈明显的周期性变化。城投平台由于其较为特殊的定位，因此往往容易受到监管政策的影响，融资端具有很强的政策周期性。从历年政策文件来看，每逢经济增长迎来一定压力时，城投政策多呈放松状态，而当经济基本面较好时，主要矛盾调整为防风险，因此城投政策趋紧。

不同于以往年份政策层面的收紧与放松，本轮政策标志着隐性化解正式进入攻坚期。2023年开始，伴随基本面预期的转向以及地方债务压力逐步加大，政策层酝酿了新一轮债

务置换，本轮政策定调凸显“压实地方责任，中央和金融机构共同支持地方化债”的特征，且从政策出台力度、广度来看，均要超过以往：

1、力度方面，本轮政策不仅关注化解存量债务，更注重控制债务增量，在广谱利率下行的过程中，逐步减少存量债务利息负担。

2、广度方面，隐债和城投平台经营性债务化解双管齐下，监管层从全口径债务管控角度出发，真正实现按住地方债务持续增长的“牛头”。

化解隐债答案揭晓，地方重心从专注化债转向兼顾发展。11月8日下午，全国人大常委会表决通过了《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》，财政部长蓝佛安出席新闻发布会，并介绍了化债议案的具体细节：

1、安排6万亿元债务限额置换地方政府存量隐性债务，分三年安排，2024—2026年每年2万亿元，支持地方用于置换各类隐性债务。

2、从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。

3、2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。

上述三项政策协同发力，到2028年之前，地方需要消化的隐性债务总额将从14.3万亿元降至2.3万亿元，平均每年消化额从2.86万亿元减为4600亿元，化债压力大大减轻，地方债务风险将迎来集中释放，不再成为当前核心矛盾，后续各地预计将把更多精力转向中长期发展。

值得注意的是，尽管城投平台的隐性债务毋须再担忧，但其经营性债务的接续在短期来看仍没有比较完美的解决方案，从150号文的要求来看，后续地方将重点推进城投退平台，而退出平台后的主体将不再受到化债政策重点支持，因此我们认为，接下来需要重点关注的是城投退平台的节奏，以及后续可能产生的影响。

此外，伴随隐债化解的推进，**2025年城投退名单预计加速**。考虑到退名单后的主体不再受到35号文兜底政策支持，后续对于城投主体资质的判断需要逐渐返本归源，更多聚焦区域发展以及城投主体本身，化债政策利好的滤镜需要随着时间的推移慢慢淡化。

3.2 从长周期看政策宽松度变化

当前经济增长难度大，但并未依赖城投加杠杆。回顾2008~2020年，每次经济危机时期，城投的监管政策往往趋向于放松，通过城投加杠杆的方式托底经济，此阶段城投本身扮演了相当部分政府的角色，即本该政府加的杠杆转移到了城投端；2021年以后，考虑到城投主体杠杆率已然偏高，在经济结构转型并逐渐步入高质量发展时期，政策刺激方向发生转变，财政端开始持续发力，而此阶段城投的监管政策收紧。

在潜在风险未获得实质性改善前，城投风险预计不会大规模暴露。目前国内经济面临的潜在风险包括：国际环境风险、经济增速持续下行风险、债务违约引发的系统性金融风险。国内政策方针往往是沉稳内敛的，城投风险暴露的前提是不发生前述潜在风险，站在当前来看，政策重心仍在于稳定经济和缓释债务风险，此阶段城投债的刚性兑付无需担忧。

表6：2008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
2024 年	高	低	高	中	中	财政过紧日子、化债进入深水区	增速不及预期

资料来源：政府网站，人民网、新华社、经济日报等媒体，浙商证券研究所

3.3 各省份债券规模及收益率分布

城投债收益率快速下行，下沉策略或走向化债重点省份。自 2023 年 7 月以来，在不断出台的化债政策以及资产荒的共同推动下，城投债收益率不断走低。截至 2024 年 10 月底，1 年期城投债中，仅内蒙古、贵州和云南的收益率超过 3%，其他从规模角度具备配置意义的省份 1 年期收益率普遍低于 2.7%；1~3 年期城投债中，收益率超过 3.5% 的省份包括辽宁、云南和贵州，均为化债重点省份。因此从策略上来看，短久期下沉挖掘收益大概率走向高债务省份，下沉空间相比 1 年前更加受限。

对于多数机构投资者而言，可能更加追求资产可配置性和收益性的均衡。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，基于以上要素，山东、重庆、天津、河南和四川值得重点关注。

表7：各省份分期限城投债规模及收益率情况（单位：亿元，%）

省份	(0,1]		(1,2]		(2,3]		(3,4]		(4,5]		(5,∞)	
	债券余额	收益率	债券余额	收益率	债券余额	收益率	债券余额	收益率	债券余额	收益率	债券余额	收益率
内蒙古	5.40	3.93	13.90	3.07	10.00	3.20	-	-	-	-	-	-
贵州	689.33	3.92	651.31	3.89	302.41	3.96	65.59	5.51	198.88	4.52	16.00	4.48
云南	587.00	3.09	266.41	3.52	177.70	3.81	38.00	4.08	151.70	4.16	-	-
青海	23.35	2.91	-	-	12.90	3.36	-	-	28.95	4.20	-	-
辽宁	70.75	2.90	73.70	3.53	70.00	2.92	9.80	4.32	24.10	3.53	25.00	3.40
黑龙江	86.02	2.86	27.25	2.76	-	-	20.00	4.46	10.90	4.74	-	-
陕西	1393.54	2.70	503.77	3.01	514.21	2.82	112.72	3.05	315.71	3.32	70.53	2.89
广西	960.04	2.69	764.10	3.03	393.96	3.06	45.62	3.15	260.46	3.48	34.00	3.41
山东	5061.04	2.63	2738.36	2.69	2312.45	2.75	502.70	2.79	2094.98	3.33	280.20	3.08
宁夏	113.28	2.60	55.40	3.00	2.50	3.28	-	-	11.00	3.59	-	-
重庆	2693.40	2.59	1468.63	2.68	1071.88	2.79	323.81	2.84	933.65	3.24	240.10	2.98
天津	1258.79	2.56	437.15	2.73	658.83	2.93	59.00	3.01	359.37	3.38	114.00	3.47
吉林	448.60	2.53	297.75	2.74	193.15	2.61	3.68	3.80	30.00	3.27	-	-
河南	2827.87	2.50	813.31	2.60	1022.36	2.77	60.40	2.60	1019.79	3.25	72.01	2.97
四川	2947.91	2.50	3091.15	2.60	1666.89	2.70	692.79	2.67	1294.07	3.13	402.65	2.88
甘肃	213.57	2.49	61.80	2.58	43.20	2.92	9.00	3.41	10.00	3.18	-	-
江西	2611.91	2.43	1595.42	2.48	1401.63	2.68	389.80	2.76	943.53	2.90	322.15	2.76
湖南	3206.52	2.43	2124.40	2.55	1473.03	2.65	399.33	2.64	938.35	2.99	151.50	2.71
新疆	610.77	2.39	331.03	2.53	352.66	2.61	34.00	2.57	194.66	2.94	26.40	3.21

安徽	2265.51	2.39	1220.21	2.50	1098.33	2.52	207.56	2.60	565.85	2.79	286.63	2.64
河北	877.63	2.39	461.17	2.49	333.19	2.69	-	-	210.67	3.16	188.07	2.08
湖北	2933.88	2.37	1828.51	2.45	1380.69	2.57	595.48	2.54	852.80	2.81	477.55	2.71
江苏	10518.60	2.35	7157.44	2.47	6205.44	2.50	713.45	2.53	2786.27	2.74	779.75	2.63
山西	419.60	2.35	316.50	2.51	257.75	2.67	-	-	162.40	2.77	-	-
西藏	111.79	2.29	54.68	2.47	74.80	2.57	8.20	2.65	20.80	2.78	-	-
浙江	5401.42	2.25	6738.82	2.42	4498.68	2.47	1329.33	2.56	1963.31	2.68	353.44	2.60
海南	73.59	2.25	75.20	2.38	45.80	2.53	-	-	15.00	2.68	7.83	2.65
福建	1660.66	2.25	1308.15	2.40	756.14	2.49	140.60	2.42	457.23	2.58	370.75	2.49
广东	1429.96	2.22	1472.29	2.31	808.12	2.41	238.62	2.42	401.00	2.44	692.27	2.30
北京	752.25	2.16	617.60	2.29	475.90	2.33	85.50	2.40	264.61	2.54	147.86	2.48
上海	985.53	2.10	750.24	2.27	632.14	2.37	26.54	2.47	204.92	2.57	113.45	2.43

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：1、收益率根据截至 2024 年 10 月 31 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

总的来看，我们认为明年在化债推进、供给不足、基本面偏弱、权益波动加大等多空因素交织下，城投债收益率会呈现出波动加大、整体震荡向下的走势，策略上建议灵活调整仓位，逢高买入，波段交易，具体分析详见报告《时移势易，返本归源——城投债 2025 年年度策略报告》。

4 金融债策略：攻守兼备，兵家必争

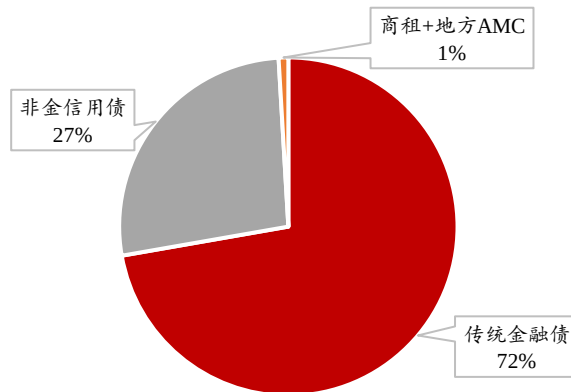
在近年来信用债结构性资产荒逐步加剧的市场环境下，挖掘金融债、做金融次级债品种下沉成为了市场核心策略之一，2024 年三季度债基重仓信用债规模 7809.37 亿元中，其中传统金融债就占了 72%，可谓“兵家必争之地”。

展望 2025 年，由于当下监管层对于城投新增发债的审核仍未放松，因此后续城投债“资产荒”问题可能更加突出，结合明年债市可能会进入新一轮上涨阶段，欠配资金对金融债的挖掘力度或只增不减。

分板块来看，银行二永债，攻守兼备，但不宜过度下沉；券商次级债，品种条款优势明显，且行业的基本面有望好转，短期安全垫较足；商租债、AMC 债中存在高收益挖掘机会，但内部资质分化较大，久期建议控制在 2 年以内；保险次级债、金租债的可挖掘空间不大，配置性价比一般。

总的来看，就各板块的挖掘价值而言：银行二永债>券商次级债>商租债、AMC 债>保险次级债、金租债，具体分析详见报告《攻守兼备，兵家必争——金融债 2025 年年度策略报告》。

图7：2024 年 Q3 债基重仓信用债分布一览



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：传统金融债包括：银行、券商、保险、四大 AMC、金融 AIC、金租、消金、汽车金融、期货等机构债券

表8：金融债各版块年度策略观点汇总（单位：bp）

板块	平均利差变动				2024H106 情况		策略观点	逻辑
	7月	8月	9月	10月	利差水平	分位数		
银行二级资本债	-7	4	29	2	73.93	21.7%	攻守兼备，不宜过度下沉	交易盘：明年上半年，择机提升大行二永债仓位；下半年待基本面出现企稳信号后，可适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。
银行永续债	-7	11	29	10	86.88	23.9%		配置盘：国有行二永债有望在利好推动下突破前低；隐含 AA+、AA 级别的股份行、大中型城农商行可挖掘。
券商一般次级债	-11	8	25	-6	46.84	24.5%	短久期下沉策略较优	品种条款优势明显，且行业的基本面有望好转，短期内券商次级债品种安全垫较足，可关注短久期下沉策略；有并购重组机会和预期的券商，也存在一定超额机会。
券商永续次级债	-6	13	22	-5	51.47	21.3%		品种条款优势明显，且行业的基本面有望好转，短期内券商次级债品种安全垫较足，可关注短久期下沉策略；有并购重组机会和预期的券商，也存在一定超额机会。
保险资本补充债	-9	10	27	-3	68.05	21.5%	配置性价比有限	品种久期多集中在 3-5 年，且收益率偏低，流动性弱，行业利差损问题未见明显改善迹象。
金租债	-3	11	21	-5	40.44	39.0%	可挖掘空间较小	金租平台母公司以银行为主，多数金租公司收益率与银行母公司二永债收益率利差 5bp 以内，且流动性明显更弱，性价比不如母公司二永债。
商租债	-8	7	23	-7	58.35	16.6%	内部资质分化大，存在高收益挖掘机会，久期控制在 2 年以内	化债政策有所利好；但已有 3 家商租平台实质违约，行业内部资质分化较大，建议优选央企国企平台。
AMC 债券	-7	7	21	-3	59.25	20.3%		AMC 债券兼具低风险与收益性，建议优选与母公司利差较高的平台，收益性价比更高。

资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

银行二永债方面，（1）对于交易盘，银行二永债作为“利率放大器”，流动性较强，在市场牛熊切换过程中容易成为投资者优先调仓的品种。我们在报告《“赎回潮”后的信用挖掘图谱》中复盘赎回潮期间各类信用资产收益率跟随利率债变动的时滞情况发现，无论是调整时期还是修复时期，银行二永债的反应速度通常最快，且调整/修复的幅度也往往较大。

结合利率方面的观点，我们认为，债市 2025 年或进入新一轮上涨阶段，在货币宽松配合下，2025 年 10 年国债活跃券收益率或下行至 1.8%。具体操作方面，明年上半年，可适

当提升二永债仓位，适当加久期，做好利率下行准备；下半年待基本面出现企稳信号后，可适当降低组合久期，应对可能的阶段性调整。

(2) 对于配置盘，首先可以关注国有大行二永债的参与机会，财政准备向六大行注资，国有行资本压力有望明显改善，利好推动，并且在明年利率整体下行且资产荒行情大概率延续的背景下，大行二永债的信用利差或有可能突破前期低点，截至 2024 年 10 月底，3Y 国有行二级资本债仍有超 20bp 的下行空间。

其次，可关注隐含 AA+、AA 级别的股份行、大中型城农商行的二永债挖掘机会，可拉久期至 3 年，尤其是一些债基持仓频次较高的主体，流动性会更强。例如郑州银行 1Y 永续债 2.53%、浙江泰隆银行 1Y 永续债 2.53%、渤海银行 1Y 二级资本债 2.45%、广州农商行 3Y 二级资本债 2.51% 等。

最后，二永债品种不建议过度下沉，谨防不赎回现象发生。在后续银行互持二永债相对受限、基金对于弱资质二永债的偏好下降的背景下，未来尾部小银行的二永债的新发或受影响，滚续承压，尾部小银行的不赎回风险或将走高。

表9：2024 年 10 月 31 日主要银行主体收益率和债基持仓频次统计（单位：次、bp）

银行主体	二永债 余额	隐含 评级	债基持仓频次				二级资本债（%、bp）				永续债（%、bp）				2023 版 信用总分	排名
			23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y 收 益率	变动	3Y 收 益率	变动	1Y 收 益率	变动	3Y 收 益率	变动		
中国银行	9300	AAA-	133	139	170	181	2.09	6	2.25	16	2.13	8	2.33	20	-	-
建设银行	7200	AAA-	102	137	155	163	2.09	6	2.26	17	-	-	2.33	20	-	-
工商银行	8580	AAA-	160	154	173	160	2.09	6	2.25	16	2.13	8	2.33	20	-	-
农业银行	9500	AAA-	159	140	157	146	2.09	6	2.26	16	2.13	8	2.33	20	-	-
兴业银行	2100	AA+	68	70	113	93	2.10	-	2.32	20	2.14	8	-	-	-	-
邮储银行	3200	AAA-	70	63	80	93	2.09	6	2.26	16	2.13	8	2.33	20	-	-
浦发银行	1700	AA+	72	94	100	91	2.10	6	-	-	2.14	8	-	-	-	-
交通银行	3575	AAA-	81	101	97	90	2.09	6	2.26	16	2.13	8	2.33	-	-	-
中信银行	1800	AA+	58	76	81	87	2.10	6	2.32	-	2.14	8	2.35	-	-	-
平安银行	1100	AA+	62	56	30	60	2.13	-	2.35	21	2.17	-	-	-	-	-
民生银行	1450	AA+	71	55	39	50	2.20	13	-	-	2.29	18	2.50	31	-	-
广发银行	895	AA+	44	54	59	48	2.13	7	-	-	-	-	-	-	-	-
上海银行	625	AA+	28	26	31	41	2.03	-6	2.35	-	-	-	-	-	-	-
光大银行	1000	AA+	29	26	37	33	-	-	2.32	20	2.14	8	-	-	-	-
招商银行	1230	AA+	30	26	33	33	-	-	-	-	2.14	8	2.35	21	-	-
宁波银行	755	AA+	25	46	46	32	2.13	7	2.35	21	-	-	2.38	22	-	-
浙商银行	650	AA+	14	18	29	30	-	-	2.35	20	2.17	-	2.38	21	84.90	11/210
南京银行	495	AA+	14	19	22	28	2.13	7	-	-	-	-	2.38	22	-	-
华夏银行	900	AA+	27	32	29	24	-	-	2.32	20	-	-	-	-	-	-
广州农商银行	270	AA	21	15	24	23	-	-	2.51	31	-	-	-	-	78.83	18/210
恒丰银行	430	AA	1	5	8	20	-	-	-	-	2.43	28	2.66	39	69.53	46/210
渤海银行	340	AA	4	3	9	19	2.45	-	2.71	51	-	-	-	-	34.02	169/210
成都银行	322	AA	23	27	23	19	-	-	2.46	-	2.28	13	-	-	107.03	4/210
徽商银行	340	AA+	19	16	18	18	2.15	8	2.37	22	-	-	2.55	-	102.29	5/210
江苏银行	500	AA+	35	33	35	16	-	-	-	-	2.17	9	-	-	-	-

广州银行	200	AA	11	12	9	15	2.20	-	2.46	26	2.28	13	2.51	24	71.96	34/210
北京银行	700	AA+	16	18	25	12	-	-	-	-	2.17	-	2.38	22	-	-
重庆银行	180	AA	7	1	7	11	-	-	2.46	26	-	-	2.51	24	51.05	134/210
长沙银行	130	AA	5	6	5	7	2.20	-	2.46	26	-	-	-	-	97.19	7/210
苏州银行	145	AA	10	12	9	7	2.20	11	2.46	26	-	-	2.51	24	80.86	16/210
天津银行	170	AA	2	4	3	6	-	-	3.11	51	-	-	-	-	63.32	85/210
杭州银行	370	AA+	18	19	7	6	-	-	2.35	21	2.17	-	-	-	115.31	2/210
中原银行	220	AA	2	1	1	5	-	-	-	-	2.58	33	2.81	-	64.74	74/210
厦门国际银行	170	AA	7	9	5	5	-	-	2.61	36	2.43	-	2.66	34	56.82	118/210
齐鲁银行	135	AA	5	4	5	5	2.20	-	2.46	26	2.28	-	2.51	-	66.47	63/210
成都农商行	200	AA	5	4	7	5	2.20	-	2.46	26	-	-	2.51	-	89.40	9/210
温州银行	110	AA-	3	3	3	4	-	-	2.72	38	-	-	3.00	51	63.75	83/210
桂林银行	100	AA-	3	3	4	4	2.38	20	2.72	-	2.70	44	-	-	61.38	95/210
青岛银行	124	AA	3	3	3	4	2.20	11	2.46	26	-	-	2.56	-	71.25	36/210
北京农商银行	200	AA	3	3	4	4	2.20	11	2.46	-	-	-	-	-	114.54	3/210
东莞银行	192	AA	5	4	5	4	2.20	-	2.46	26	2.28	-	2.51	24	85.05	10/210
浙江稠州银行	80	AA-	3	4	4	3	2.73	20	3.07	38	3.05	44	3.35	-	40.56	153/210
浙江泰隆银行	124	AA	2	2	4	3	-	-	2.56	-	2.53	33	-	-	82.34	12/210
珠海华润银行	50	AA	2	2	2	3	2.20	-	2.46	-	2.28	8	-	-	60.66	101/210
湖北银行	105	AA	4	2	4	3	2.20	11	2.46	-	-	-	2.51	-	71.19	37/210
上海农商行	100	AA+	2	2	3	3	-	-	2.35	21	-	-	-	-	123.96	1/210
广东华兴银行	117	AA-	1	1	1	2	-	-	3.37	43	3.35	49	-	-	51.75	131/210
宁波通商银行	54	AA-	2	2	1	2	-	-	2.72	38	2.70	44	3.00	-	62.12	93/210
福建海峡银行	50	AA-	2	1	3	2	2.38	20	2.72	-	2.75	44	3.05	51	66.45	64/210
江南农商行	120	AA	1	1	3	2	-	-	-	-	2.28	13	2.51	24	73.37	29/210
厦门银行	105	AA	2	2	3	2	2.20	11	2.46	26	2.28	13	2.51	-	66.26	68/210
杭州联合农	120	AA	1	1	1	2	2.20	11	2.46	-	2.28	13	2.51	-	75.90	21/210
湖南银行	98	AA	1	2	1	2	2.30	21	2.56	-	2.33	-	-	-	70.09	44/210
廊坊银行	50	A+	1	1	1	1	-	-	-	-	4.42	42	4.76	51	9.08	203/210
哈尔滨银行	117	A+	1	1	1	1	-	-	-	-	3.67	42	4.01	51	50.35	136/210
盛京银行	110	A+	1	1	1	1	-	-	3.19	43	-	-	-	-	36.33	166/210
大连银行	50	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	-	-	3.75	51	16.07	199/210
潍坊银行	50	AA-	1	1	1	1	-	-	3.42	38	3.40	44	-	-	31.33	177/210
齐商银行	50	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	3.40	-	3.70	51	25.31	187/210
张家口银行	60	AA-	1	1	1	1	-	-	3.32	38	3.40	54	3.70	61	38.27	160/210
日照银行	60	AA-	1	1	1	1	-	-	2.92	38	2.80	44	-	-	54.48	124/210
浙江民泰银行	65	AA-	1	1	1	1	2.53	20	2.87	38	-	-	3.25	51	38.69	158/210
绍兴银行	58	AA-	2	2	1	1	2.38	20	2.72	-	2.70	44	3.00	-	44.01	147/210
汉口银行	129	AA-	1	1	1	1	-	-	2.72	38	2.70	44	3.00	-	32.42	174/210
北部湾银行	70	AA-	1	1	1	1	2.38	20	-	-	2.80	54	3.10	61	62.83	89/210
杭州余杭农	51	AA-	1	1	1	1	-	-	2.72	38	2.70	44	3.00	51	74.98	24/210
唐山银行	55	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	-	-	3.00	51	75.74	22/210
九江银行	70	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	2.70	44	3.00	-	19.96	194/210
威海银行	98	AA-	1	1	1	1	2.38	20	2.72	38	2.70	-	3.00	51	42.22	150/210
长安银行	80	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	2.70	44	3.00	-	58.76	112/210
兰州银行	80	AA-	1	1	1	1	-	-	-	-	2.80	-	-	-	37.10	162/210

江西银行	80	AA	1	1	2	1	-	-	-	-	2.28	2	2.51	-	19.07	196/210
郑州银行	100	AA	1	1	1	1	-	-	-	-	2.53	28	2.76	39	32.79	173/210
河北银行	130	AA	1	2	1	1	-	-	-	-	2.33	-	2.56	19	59.61	110/210
台州银行	82	AA	1	1	3	1	2.25	16	2.51	-	2.38	23	2.61	-	81.40	15/210
青农商行	70	AA	1	2	1	1	2.20	-	-	-	2.28	13	2.51	-	33.56	171/210
渝农商行	60	AA	2	5	1	1	-	-	-	-	2.28	-	2.51	24	99.46	6/210
顺德银行	55	AA	1	1	1	1	2.20	11	2.46	26	-	-	2.51	-	76.57	20/210
深圳农商行	25	AA	3	2	3	1	-	-	-	-	2.28	-	-	-	73.81	27/210

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：“变动”为 20241031 收益率与 20240923 收益率数据差值；信用评分和排名为利用 2023 年报数据对 210 家中小银行评分的结果，系统重要性银行不参与评分

券商次级债方面，由于监管对券商次级债品种的发行久期没有强制要求，发行 3 年期品种较多，所以券商次级债品种整体久期短于银行二永债、保险次级债；此外，券商次级债通常有 300bp 的利率跳升机制、没有减记/转股条款、不赎回风险明显更低，因此券商次级债品种的条款对于投资者来说更为友好，值得进行收益挖掘。

从近 4 个季度的债基重仓频次来看，公募债基对银河证券、华泰证券、中信建投、广发证券、招商证券的次级债的持有频次相对较高。

首先，随着股市逐步回暖，交易量大增，证券行业的基本面有望好转，短期内券商次级债品种安全垫较足，可关注短久期下沉策略，例如一般次级债中，华创证券 1Y 收益率 2.24%、方正证券 1Y 收益率 2.3%、中原证券 1Y 收益率 2.3%、民生证券 1Y 收益率 2.34%。

其次，关注有并购重组机会和预期的券商，在政策支持的背景下，随着收并购事项继续推进，次级债利差有望进一步收窄，例如浙商+国都、国联+民生、国信+万和、国君+海通等主体。

表10：2024 年 10 月 31 日主要券商主体收益率和债基持仓频次统计（单位：次、bp）

证券主体	次级债 余额	隐含 评级	债基持仓频次				一般次级债（%）				永续债（%）				企业性质
			23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y 收 益率	变动	3Y 收 益率	变动	1Y 收 益率	变动	3Y 收 益率	变动	
华泰证券	397.00	AA+	8	6	10	11	2.06	3	2.34	-	2.11	7	2.42	-	地方国有企业
中国银河	584.55	AA+	7	9	12	8	2.07	3	2.34	17	2.11	7	2.42	25	中央企业
广发证券	370.00	AA+	1	4	3	5	2.07	1	2.37	17	2.16	5	2.47	27	其他
中信建投	540.00	AA+	5	6	3	5	2.07	3	2.34	17	2.12	-1	2.42	25	地方国有企业
招商证券	438.00	AA+	5	3	2	5	2.06	3	2.34	17	2.12	-	2.42	25	中央企业
东方证券	285.00	AA+	4	4	4	3	2.08	4	2.39	21	2.14	8	2.46	28	地方国有企业
兴业证券	123.00	AA+	1	1	3	3	2.09	-	2.39	21	2.14	-	2.46	28	地方国有企业
中金公司	309.00	AAA	3	1	3	3	2.07	3	2.34	17	2.11	7	2.42	25	中央企业
国联证券	60.00	AA	2	2	1	2	2.14	7	2.50	24	-	-	-	-	地方国有企业
国投证券	129.00	AA+	6	7	5	2	2.08	4	2.39	21	-	-	-	-	中央企业
国泰君安	235.00	AA+	2	2	3	2	2.07	-	2.34	17	2.11	-	2.42	25	地方国有企业
申万宏源	375.00	AA+	1	1	1	2	2.06	3	2.34	-	2.11	7	2.42	-	中央企业
光大证券	115.00	AA+	2	3	2	2	2.08	-	-	-	2.15	8	2.46	28	中央企业
大同证券	7.79	AA-	1	1	1	1	4.42	-	5.05	28	-	-	-	-	私营
恒泰证券	15.00	AA	1	1	1	1	2.78	-	2.75	-	-	-	-	-	其他
东海证券	15.00	AA-	1	1	1	1	2.33	-	2.67	-	-	-	-	-	地方国有企业

国都证券	20.00	AA	1	1	1	1	2.40	-	2.70	-	-	-	-	-	地方国有企业
民生证券	20.00	AA-	1	1	1	1	2.34	-	2.69	30	-	-	-	-	地方国有企业
中原证券	31.00	AA	1	1	1	1	2.30	13	2.60	24	-	-	-	-	地方国有企业
方正证券	32.00	AA	1	1	1	1	2.30	12	2.60	-	-	-	-	-	其他
华创证券	30.00	AA	1	1	1	1	2.24	6	2.67	-	-	-	-	-	私营
华金证券	25.00	AA	1	1	1	1	2.23	-	2.72	20	-	-	-	-	地方国有企业
西南证券	20.00	AA+	1	1	1	1	2.18	4	2.49	-	-	-	-	-	地方国有企业
首创证券	50.00	AA	1	1	1	1	2.20	-	2.50	24	-	-	-	-	地方国有企业
东北证券	79.90	AA	1	2	1	1	2.18	8	2.48	24	-	-	-	-	其他
浙商证券	81.00	AA	1	1	1	1	2.16	-	2.47	24	-	-	-	-	地方国有企业
华福证券	60.00	AA	1	1	1	1	2.15	7	2.45	-	-	-	-	-	地方国有企业
财达证券	30.00	AA	1	1	1	1	2.14	5	2.45	22	-	-	-	-	地方国有企业
华安证券	30.00	AA	1	1	1	1	2.15	7	2.45	24	-	-	-	-	地方国有企业
山西证券	53.00	AA	1	1	1	1	2.15	2	2.45	24	-	-	-	-	地方国有企业
中泰证券	126.00	AA+	1	1	1	1	2.11	2	2.44	-	2.17	-	2.49	-	地方国有企业
长江证券	64.00	AA+	1	1	2	1	2.11	5	2.44	21	-	-	2.61	38	其他
平安证券	80.00	AA+	2	2	1	1	2.09	5	2.44	21	2.24	-	2.56	33	地方国有企业
财通证券	112.50	AA+	1	2	3	1	2.09	4	2.39	21	-	-	-	-	地方国有企业
中金财富	150.00	AA+	1	1	1	1	2.08	4	2.39	21	-	-	-	-	地方国有企业
中信证券	278.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.34	17	2.11	7	2.42	25	地方国有企业
国信证券	300.00	AA+	1	1	1	1	-	-	-	-	2.11	4	2.42	-	地方国有企业

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

保险次级债方面,是金融次级债中体量最小的品种,且超 50%的存量债的行权剩余期限都在 3-5 年区间,保险次级债的整体久期明显长于券商次级债;品种整体流动性偏弱。

从近 4 个季度的债基重仓频次来看,受体量规模较小和久期偏长限制,公募债基对保险次级债的重仓频次明显低于银行二永债和券商次级债;其中,对平安寿险、新华保险、中国财险、中邮保险、太平财险、建信人寿持有频次相对较高。

随着近年来的资产荒行情演绎,保险次级债品种的收益率已经降至很低位置,隐含 AA+、AA 级别的收益率在 2.5%以上的保险资本补充债基本都在 3-5 年;保险永续债收益率目前在 2.6%-2.7%,但行权久期基本都在 4-5 年,意味着想要在保险次级债品种获得超过 2.5%的相对高收益,基本都需要拉长久期至 3 年以上,并承担估值波动放大的风险,配置性价比较为有限。

表11: 2024 年 10 月 31 日主要保险主体收益率和债基持仓频次统计(单位:次、bp)

保险	次级债余额	隐含评级	债基持仓频次				资本补充债(%)				企业性质
			23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	1Y 收益率	变动	3Y 收益率	变动	
平安寿险	200.00	AA+	23	24	21	26	2.26	15	-	-	公众企业
中邮保险	160.00	AA	9	7	11	17	2.25	12	2.49	-	央企
新华保险	300.00	AA+	2	5	9	8	2.18	10	2.43	-	央企
太平财险	30.00	AA	4	3	4	6	2.25	-	-	-	央企
中国财险	80.00	AA+	5	2	2	6	2.16	-	-	-	央企
建信人寿	140.00	AA	2	1	4	4	2.25	11	2.49	27	央企
太平人寿	260.00	AA+	1	1	1	4	2.18	-	2.43	26	央企
阳光财险	50.00	AA-	1	2	2	3	3.03	-	-	-	公众企业

太保产险	100.00	AA+	1	1	1	3	-	-	2.43	26	公众企业
英大人寿	29.00	AA-	2	1	1	2	2.33	12	-	-	央企
人保再保险	20.00	AA	1	1	1	2	2.24	11	2.49	-	央企
交银康联人寿	48.00	AA	3	2	2	2	2.24	11	2.49	-	央企
中再寿险	50.00	AA	1	1	1	2	-	-	2.49	27	央企
工银安盛人寿	50.00	AA	1	1	1	2	-	-	2.49	27	央企
农银人寿	70.00	AA+	1	1	2	2	2.16	8	2.48	26	央企
国华人寿	60.00	A	1	1	1	1	7.40	55	7.88	-	民企
幸福人寿	60.00	A	1	1	1	1	-	-	7.16	-	央企
北京人寿	14.00	A	1	1	1	1	3.63	-	4.12	31	公众企业
合众人寿	20.00	A	1	1	1	1	3.49	14	3.92	-	中外合资
横琴人寿	11.00	A	1	1	1	1	3.19	14	-	-	民企
同方全球人寿	5.00	A	1	1	1	1	3.11	9	3.54	-	中外合资
利安人寿	50.00	A+	1	1	1	1	-	-	3.30	31	地方国企
国任保险	30.00	AA-	1	1	1	1	-	-	3.19	32	地方国企
阳光人寿	120.00	AA-	1	1	1	1	2.64	28	2.94	-	公众企业
中华财险	20.00	AA-	1	1	1	1	2.49	13	2.79	-	央企
长城人寿	20.00	A+	1	1	1	1	2.61	16	3.02	-	地方国企
中银三星人寿	28.00	AA	1	2	1	1	2.25	5	-	-	央企
太平再保险(中国)	13.00	AA	1	1	1	1	-	-	2.59	27	央企
泰康养老	60.00	AA-	1	1	1	1	-	-	2.64	32	民企
英大财险	15.00	AA-	1	1	1	1	-	-	2.64	32	央企
紫金保险	25.00	AA-	1	1	1	1	-	-	2.64	-	地方国企
招商仁和人寿	39.00	AA-	1	1	1	1	2.33	13	2.64	32	央企
中英人寿	40.00	AA-	1	1	1	1	2.31	16	-	-	中外合资
中信保诚人寿	40.00	AA	1	1	1	1	2.29	11	2.54	-	公众企业
中再产险	80.00	AA	1	1	1	1	2.25	12	2.49	27	央企
中国人寿财险公司	45.00	AA	1	1	1	1	2.26	12	-	-	央企
光大永明人寿	42.70	AA	1	1	1	1	2.29	15	-	-	央企
中国人保集团	120.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.43	26	央企
人保寿险	120.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.43	26	央企
人保健康	55.00	AA+	1	1	1	1	-	-	2.43	26	中外合资

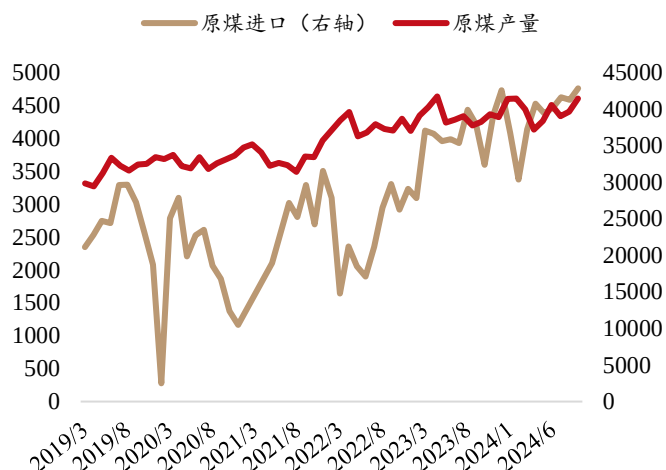
资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 煤炭债策略：需求疲弱，建议谨慎

5.1 行业基本面跟踪：稳产保供，兼具安全

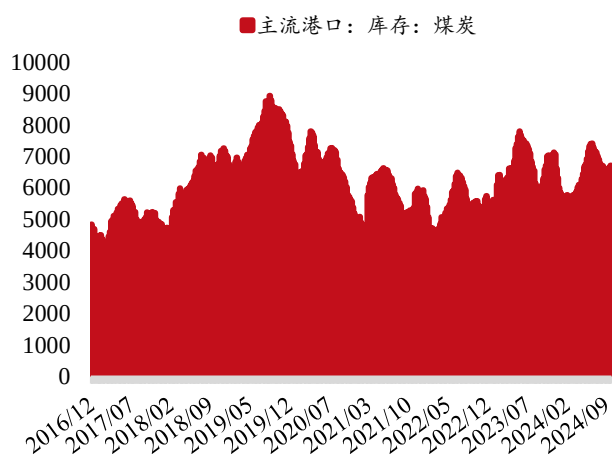
供给方面，2024 年煤炭保供生产等支持政策延续，且兼具安全生产原则，煤炭供应能力稳定增长。具体来看，今年以来延续较高供给态势，2024 年 9 月国内原煤产量创历史新高，1-9 月原煤累计产量同比增加 0.98%，同时进口量维持增长，前 9 个月原煤累计进口量同比增加 11.93%，主流港口煤炭库存同比小幅增长。

图8：煤炭产量及进口量变动趋势（单位：万吨）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

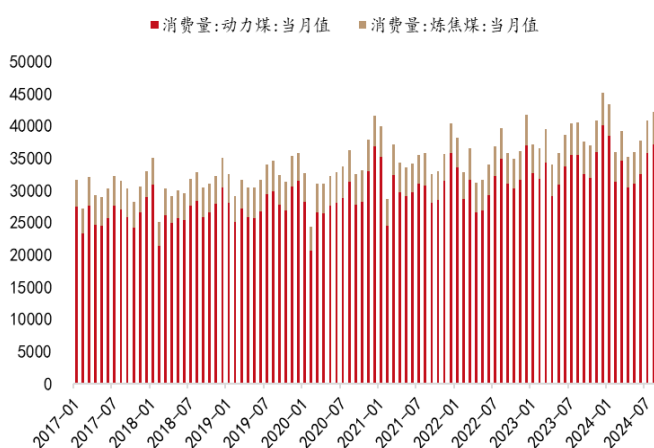
图9：主流港口煤炭库存量变动趋势（单位：万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

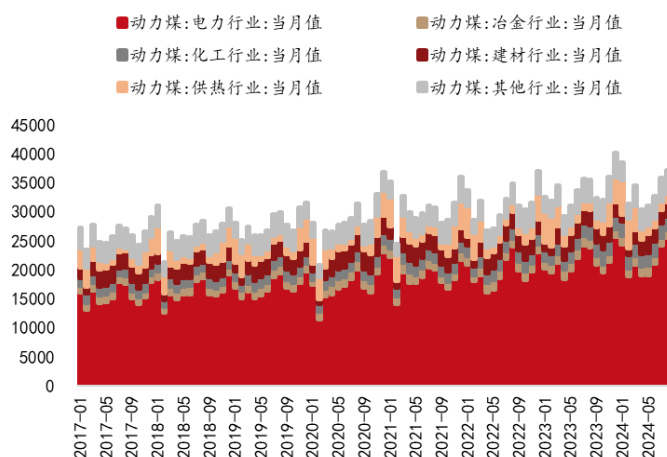
需求方面，煤炭需求弱抬升，但需求明显提升幅度不大，整体需求仍处于较为疲软状态。基本呈现较为稳定的季节性波动，冬夏两季需求较高。今年以来国内经济增速不及预期，电力、化工、建材等下游需求行业偏弱，预计短期内季节性需求或出现小幅提升。

图10：动力煤和炼焦煤消费量（单位：万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：动力煤下游行业消费量分布（单位：万吨）

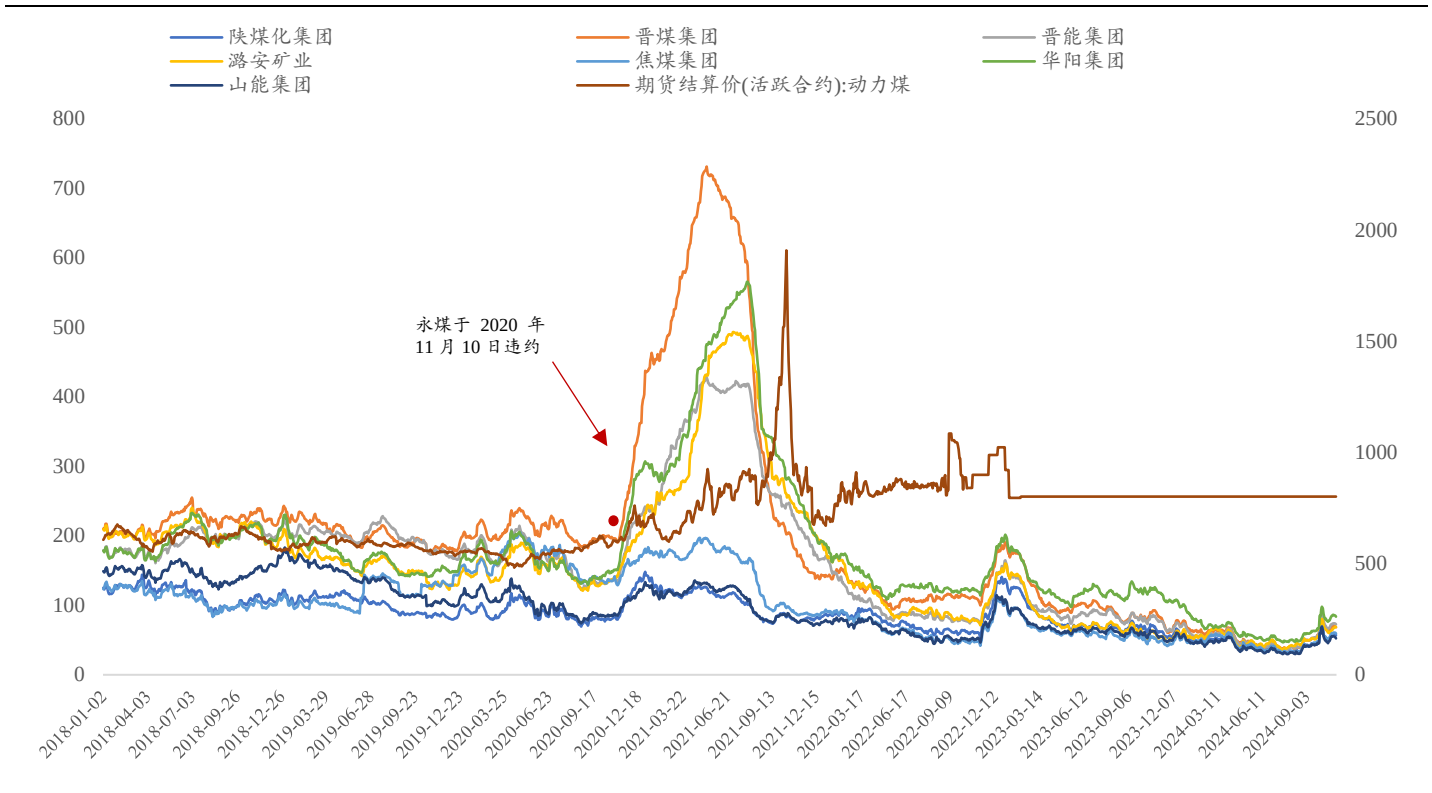


资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2 煤炭行业历史周期复盘

2022年煤炭行业运行至顶点，2023年以来高供给、稳需求引导煤价进入下行区间，煤炭行业的景气度略有转弱，当前煤价维持较为稳定的价格，受季节需求影响，短期内利差小幅走阔。2021年以来煤炭行业基本面逐渐改善，利差维持低位运行，2022年四季度受制于理财赎回潮影响，行业利差在1个月内快速拉升，2023年以来一直处于修复当中，煤炭债利差持续收窄，当前基本已回归至历史偏低水平。季节性供暖对煤炭需求的提升，行业景气度预计短期内小幅好转。分品种来看，各个品种间利差空间较小，煤炭永续债相较于公募煤炭债利差空间约6bp，但该部分利差或不足以补偿投资者承担的额外流动性风险。

图12: 典型煤企主体信用利差与动力煤价格走势 (单位: bp, 元/吨)



资料来源: Wind, 商证券研究所

5.3 行业三季报分析: 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 53%依赖火电行业, 17%依赖钢铁行业, 7%依赖建材行业, 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。2023 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, 煤炭企业三季度业绩仍缺乏支撑, 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。2024Q3 经营净现金流入同比减少 4.26%, 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。

表12: 煤炭行业主要财务数据指标 (单位: 亿元、%)

财务指标	2021	2022	2023	2024Q3	24Q3 较 23Q3 同比变化
营业收入	15,285.13	16,706.14	14,978.75	10,674.16	-7.22%
归母净利润	1,625.25	2,474.86	1,844.86	1,196.42	-21.76%
ROE	16.50	22.15	15.21	9.59	-3.17
资产负债率	49.38	45.79	45.26	44.70	-1.19

经营性净现金流	3,631.81	4,397.01	2,925.99	2,222.74	-4.26%
---------	----------	----------	----------	----------	--------

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

注：2024Q3 数据统计时间为 2024/11/01

5.4 行业主体收益率及持仓频次分析

板块整体性价比一般，主体可关注冀中能源集团。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 2.3%，主体收益率压缩至低位。从债基持仓频次看，以上收益率压缩幅度较大的陕西煤业、晋能煤业等主体也是主要减持对象；债基增持冀中能源集团、华阳新材料及山西潞安矿业集团等主体，冀中能源集团 3 年期收益率 3.40%，相关主体需要拉长久期至 3 年附近才能有超额收益。

表13： 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）

发行人	债基持仓频次										永续债						
	存续债规模	YY 评级	持仓频次			1Y 收		较上月末		3Y 收		较上月末		1Y 收		较上月末	
			24Q3	24Q2	变动	收益率	变动	收益率	末变动	收益率	末变动	收益率	末变动				
冀中能源峰峰集团有限公司	30.00	8+	-	1	-	3.10	28	3.34	43	-	-	-	-				
贵州能源集团有限公司	29.99	6-	-	-	-	2.97	52	3.20	68	-	-	-	-				
冀中能源集团有限责任公司	287.20	7	10	4	6	2.61	29	3.40	73	2.84	31	3.42	62				
开滦(集团)有限责任公司	55.00	6-	2	1	1	2.43	20	2.74	28	2.54	17	2.88	24				
华阳新材料科技集团有限公司	331.00	6-	11	10	1	2.41	20	2.70	33	2.52	21	3.51	-1				
临沂矿业集团有限责任公司	45.00	6	2	1	1	2.40	18	2.63	34	-	-	-	-				
陕西榆林能源集团有限公司	39.00	5	-	-	-	2.40	20	2.60	32	-	-	-	-				
淮南矿业(集团)有限责任公司	75.00	5-	2	2	0	2.40	20	2.60	33	-	-	-	-				
平顶山天安煤业股份有限公司	89.28	6	1	1	0	2.39	19	2.58	34	2.7	30	3.27	49				
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	200.30	6-	10	9	1	2.39	20	2.60	32	2.47	21	2.69	37				
晋能控股装备制造集团有限公司	295.00	5-	5	5	0	2.39	20	2.58	34	2.45	21	-	-				
晋能控股电力集团有限公司	591.00	5-	20	21	-1	2.35	19	2.59	34	2.45	21	2.7	34				
新汶矿业集团有限责任公司	81.15	6	1	2	-1	2.30	9	2.59	33	2.37	11	2.7	34				
晋能控股煤业集团有限公司	834.83	6-	17	19	-2	2.24	12	2.64	33	2.36	17	2.86	40				
山西焦煤集团有限责任公司	414.63	4	7	6	1	2.20	9	2.42	23	2.32	15	2.55	30				
山东能源集团有限公司	567.20	4	8	8	0	2.19	8	2.42	22	2.27	10	2.5	25				
中国中煤能源股份有限公司	100.00	3	1	1	0	2.19	9	2.42	23	-	-	-	-				
陕西煤业化工集团有限责任公司	1315.00	4	13	19	-6	2.19	9	2.42	23	2.27	10	2.5	25				
兖矿能源集团股份有限公司	467.00	4+	2	1	1	2.19	7	2.42	22	2.33	14	2.54	27				
华电煤业集团有限公司	30.00	4	-	-	-	2.12	7	2.33	19	2.25	9	2.47	22				
中国中煤能源集团有限公司	95.00	3	-	1	-	2.12	7	2.33	19	-	-	-	-				
国家能源投资集团有限责任公司	405.00	1	3	15	-12	2.08	8	2.28	22	-	-	-	-				

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：最新收益率统计截至时间为 2024 年 10 月 31 日，上月数据时间为 2024 年 9 月 23 日

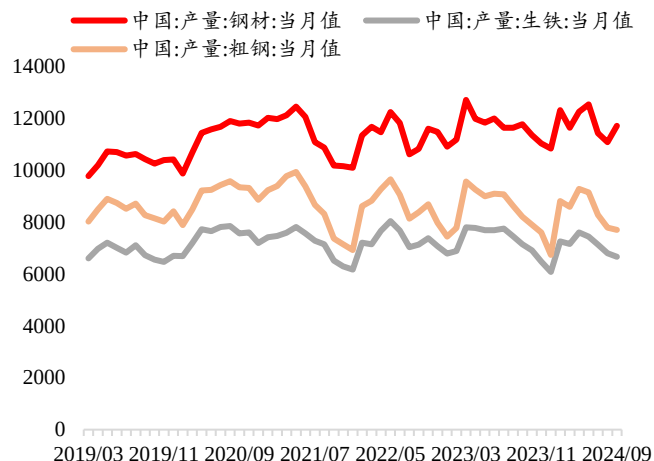
6 钢铁债策略：累库风险较高，建议防守

6.1 行业基本面跟踪：去库阶段钢价弱势下行

供给端，钢材、生铁和粗钢的产量变动走势基本一致，整体来看产量较为稳定，2024 年 3 月钢材库存水平达到 20 年以来历史最高位，累库风险较高，或对后续供应造成一定压力。

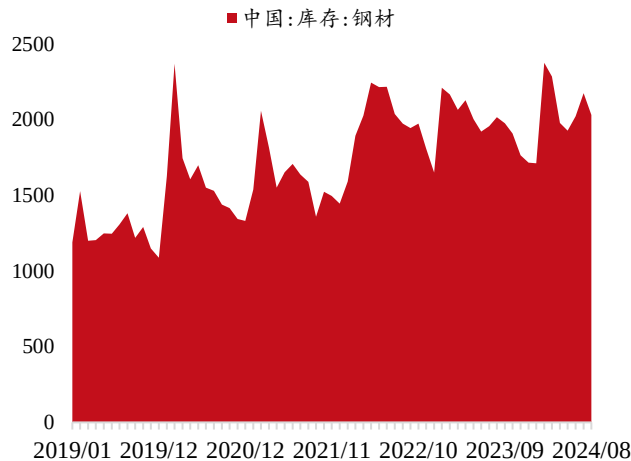
需求端，下游行业以房地产和基建为主，虽地产支持政策高密度发布，但政策传导具有时滞，新开工情况不及预期，短期需求提振不足；基建方面，本年度 1-9 月基础设施建设投资同比增速 9.30%，得益于政策发力，后续基建投资或将维持增长，对钢材需求有一定拉动作用。

图13： 钢材、生铁、粗钢产量变动情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

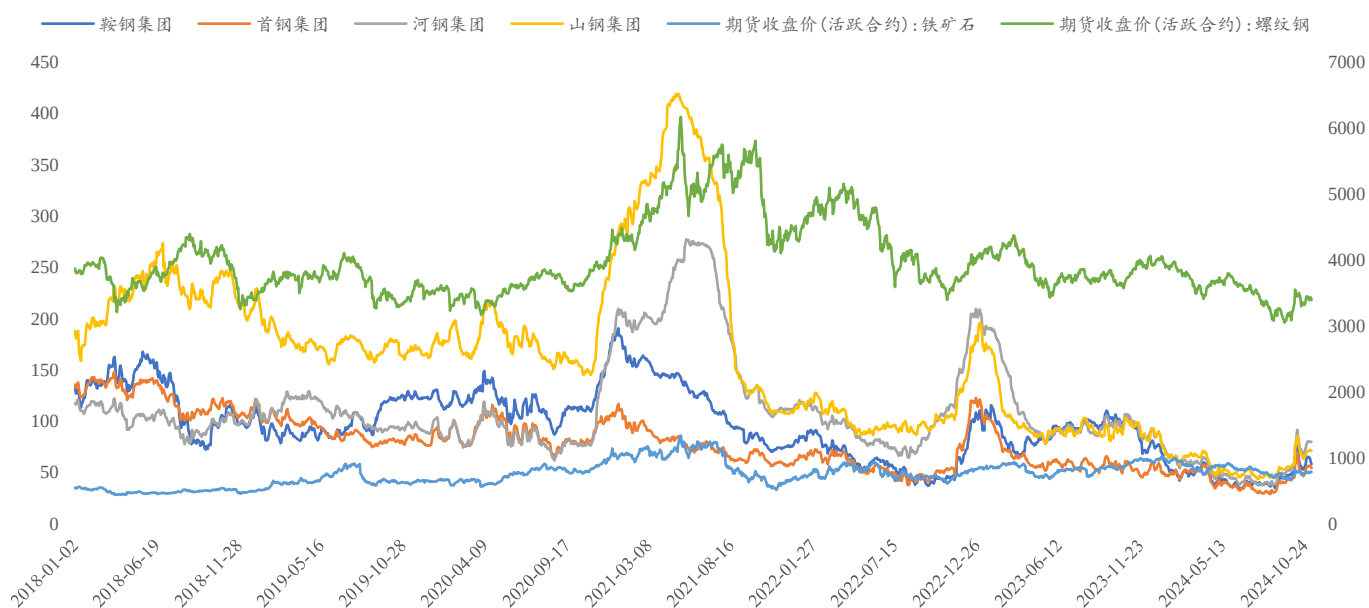
图14： 钢材库存变动情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

近年来受地产下行及基建投资放缓影响，国内钢材消费降低，库存维持高位，钢价波动下行，钢企利润明显受损。下游行业房地产和基建的恢复需求启动缓慢，短期内钢材去库存仍承压，利差调整风险较高，建议采取偏防守的策略。钢铁行业整体基本面较弱，但由于资产荒行情下，行业利差自理财赎回潮修复中不断压缩，2024年8月达到历史低位，整体票息优势较弱。8月后利差呈现走阔趋势，整体可挖掘价值不高。分品种来看，各品种利差空间较窄。

图15： 典型钢企主体信用利差与螺纹钢价格走势（单位：bp、元/吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.2 行业三季报分析：净利大幅下降、现金流收紧、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 30%依赖地产及基建用钢，50%依赖集装箱、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；制造业表现优于地产基建，形成一定用钢需求支撑。

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。2024Q3 归母净利润为-32.95 亿元，ROE 从 2021 年的 13.99% 大幅下降至 2024Q3 的-0.36%。净利跳水，ROE 为负，行业仍处于深度调整期。

现金流方面，行业盈利承压，经营净现金流同步收紧。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，同步带动经营净现金流收紧。2024Q3 年经营活动净现金流同比减少 17.25%，造血能力弱化。

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 Q3 资产负债率为 56.94%，同比小幅抬升 1.19pct。

表14： 钢铁行业主要财务数据指标 （单位：亿元、%）

财务指标	2021	2022	2023	2024Q3	24Q3 较 23Q3 同比变化
营业收入	24,848.92	23,282.36	22,257.70	15,251.78	-8.99%
归母净利润	1,225.93	330.09	287.06	-32.95	-114.79%
ROE	13.99%	3.61%	3.11%	-0.36%	-2.78
资产负债率	54.84%	55.61%	55.41%	56.94%	1.19
经营性净现金流	2,412.09	1,507.28	938.49	569.03	-17.25%

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

注：2024Q3 数据统计时间为 2024/11/01

6.3 行业主体收益率及持仓频次分析

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 2.4%，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。永续债票息优势不强，性价比尚缺。从债基持仓频次看，债基增持河钢集团、鞍钢集团等主体，河钢集团 3 年期收益率接近 2.9%，可适度拉久期，具有一定票息优势。

表15： 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）

发行人	存续债 规模	YY 评级	债基持仓频次			1Y		3Y		永续债			
			24Q3	24Q2	变动	收益 率	较上 月末 变动	收益 率	较上月 末变动	1Y 收益 率	较上 月末 变动	3Y 收益 率	较上 月末 变动
本钢集团有限公司	52.00	6-	-	-	-	2.56	19	2.85	48	2.83	24	3.23	35
鞍山钢铁集团有限公司	131.00	4	3	2	1	2.42	30	-	-	2.32	16	2.6	23
攀钢集团有限公司	64.00	5-	1	1	0	2.39	22	2.66	49	2.45	14	2.73	24
河钢集团有限公司	925.00	5-	32	28	4	2.38	23	2.87	71	2.49	32	2.88	38
太原钢铁(集团)有限公司	30.00	4+	-	-	-	2.38	29	-	-	-	-	-	-
山东钢铁集团有限公司	457.71	6+	10	11	-1	2.35	19	2.71	56	2.47	25	2.94	41
河钢股份有限公司	157.00	5-	8	4	4	2.29	17	-	-	2.31	14	-	-
福建省冶金(控股)有限责任公司	77.00	4	1	-	-	2.27	15	2.43	31	2.33	8	2.74	13
首钢集团有限公司	740.00	4	13	16	-3	2.16	7	2.39	29	2.32	16	2.50	28
宝山钢铁股份有限公司	155.00	3	7	8	-1	2.13	7	2.33	26	-	-	-	-
中国五矿集团有限公司	220.00	3	2	1	1	2.12	7	2.33	27	2.24	9	2.52	27

湖南钢铁集团有限公司	40.00	5+	-	1	-	-	-	2.32	30	-	-	-	-
金川集团股份有限公司	36.00	5+	-	-	-	-	-	2.32	15	-	-	-	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：最新收益率统计截至时间为 2024 年 10 月 31 日，上月数据时间为 2024 年 9 月 23 日

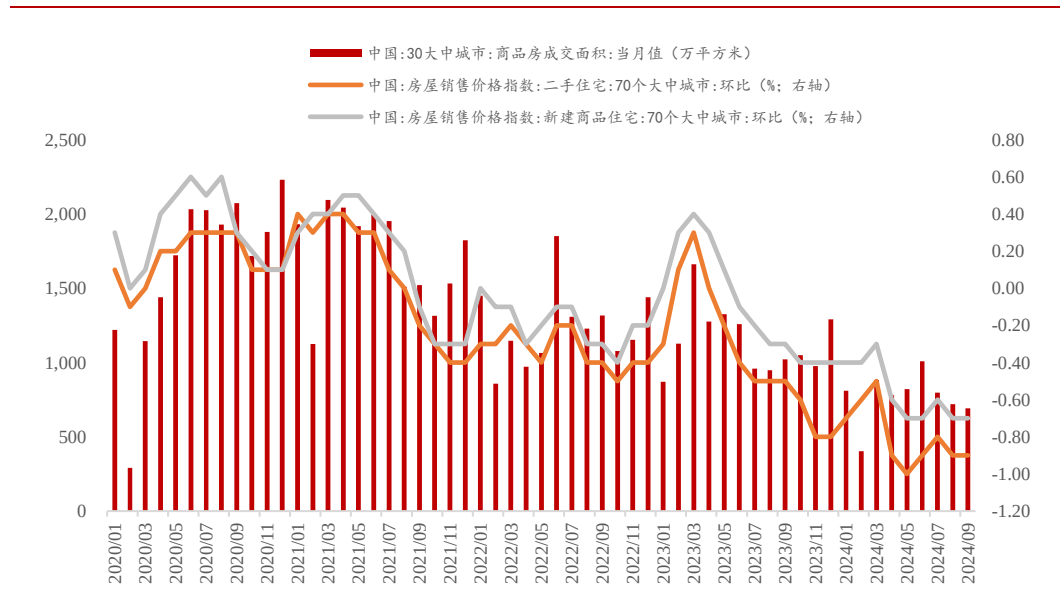
7 地产债策略：政策脉冲发力，存在短期机会

7.1 地产行业基本面跟踪

基本面来看，新政落地效果待持续观察，房价仍在下行通道。地产成交环比持续降低，9 月份 30 大中城市商品房成交面积 691.16 万平方米，环比降低 3.91%，较上月环比降幅收窄；销售价格指数仍待改善，前 9 个月 70 个大中城市新建商品住宅、二手住宅价格指数持续下跌。从数据来看，地产市场目前处于深度调整、以价换量阶段，短期政策脉冲刺激房价回稳企稳仍需更长时间。

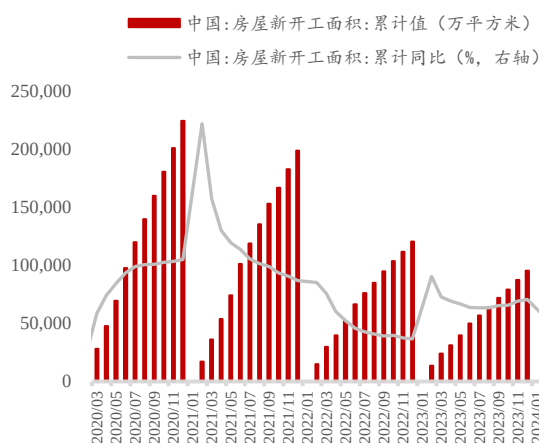
从房地产新开工情况来看，2024 年 1-9 月份的累计新开工面积为 5.61 亿平方米，同比下降 22.28%，但自 2024 年 2 月以来该指标降幅持续收窄。新开工意愿谨慎，但边际好转。房地产竣工情况方面，2024 年 1-9 月的累计房屋竣工面积为 3.68 亿平方米，同比下降 24.41%，降幅高于累计新开工面积，房屋竣工速度减缓。

图16：我国楼市量价情况统计



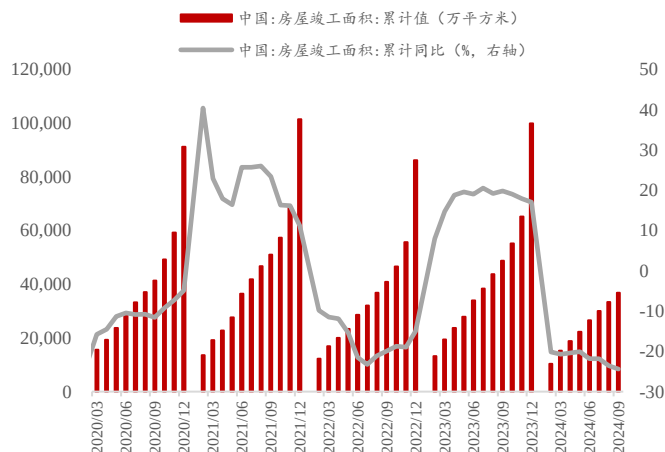
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图17: 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18: 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

7.2 政策跟踪: 政策切换与发力

支持政策方面, 稳地产新政频频发力, 中央重磅发声“要促进房地产市场止跌回稳”, 政策定调转向, 预期扭转, 短期脉冲, 长期持续性待观察。在 517 新政提振效应渐趋减弱的阶段, 房地产市场调控的重大举措 924 新政作为更强有力的支撑稳固市场信心。

一揽子增量政策密集发布, 扭转预期。2024 年 9 月 24 日国务院新闻办公室举行新闻发布会就房地产行业发布多项政策:

- (1) 降低存量房贷利率至新发水平, 预计平均降幅 50 个基点;
- (2) 全国首套房二套房最低首付比例统一为 15%, 各地在此基础上因城施策自主确定;
- (3) 优化保障性住房再贷款政策, 中央银行资金支持比例由 60% 提高至 100%;
- (4) 将年底前到期的经营性物业贷和“金融 16 条”等阶段性政策延期至 2026 年底;
- (5) 支持收购房企存量土地等。

9 月 26 日中央政治局会议明确房地产市场运行要求“要促进房地产市场止跌回稳”。

地方收储加速商品房去库存, 执行堵点有待打通。10 月 12 日国新办发布会上, 财政部明确地方政府专项债可用于收购存量商品房, 同时也指出保障性安居工程补助资金也将更加侧重支持消化存量房。收储房源以现房为主, 可直接消化商品房库存, 缓释房企现金流压力。作为保障房房源再投放, 减少居民部门购房需求。在各项资金落地执行过程中, 仍然存在打通收储各项堵点, 诸如地方收储意愿不强、供需错配、资金平衡及配套完善等问题。

增量政策空间:

(1) 北上限购空间: 北上当前限购政策放松仍相对克制, 上海后续仍有逐步从外环外放开限购, 再逐步过渡到内环的政策松绑空间; 北京未来仍有可能将 3 年的社保年限降为 1 年。

(2) 普宅非普债跟进调整: 取消普通住房标准和非普通住房标准, 增值税优惠政策实现对普宅和非普宅的增值税统一待遇, 即都按照普通住宅进行征税或享受相关免税优惠政策;

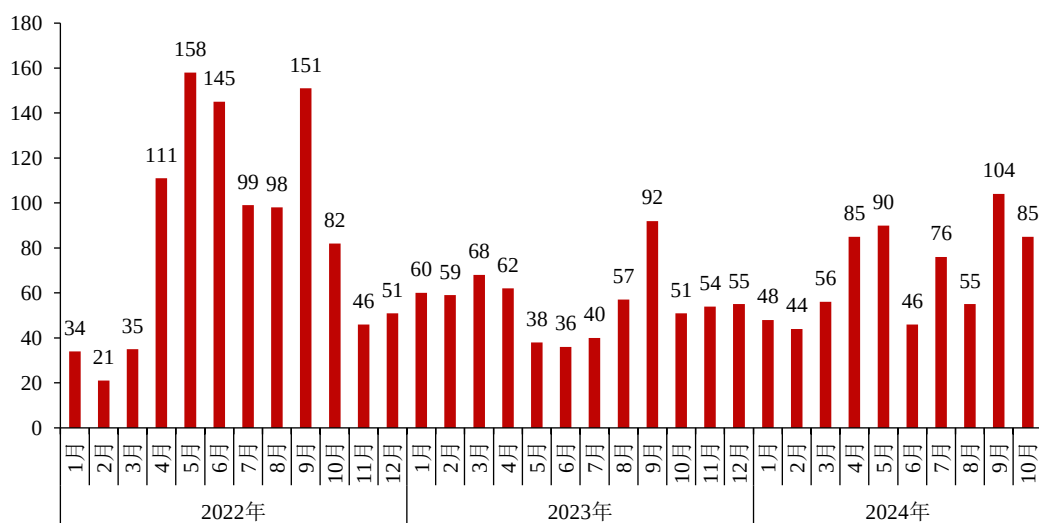
难以继续优化的政策空间:

(1) 首付比例：目前我国最低首付比例已经统一为不低于 15%，全球来看，美国、英国、德国、日本等国家首付比例一般不低于 20%。未来首付比例进一步调降空间已然有限。

(2) 房贷利率：考虑到我国当前多数城市房贷利率已经处于 LPR 下浮 45-70BP 的水平，即 2.90-3.15 之间，银行 5 年期定期存款利率在 1.55%；保持银行 1.5% 的净息差水平必要性很高，未来房贷利率进一步调降的空间不大。

地产政策力度虽然大，但重在托而不举。短期成交量扭转，销量提振有助于缓释房企流动性风险。但政策传导具有时滞，金融机构对涉房类信贷仍谨慎，房企融资需求落地有待进一步改善。中期效果有待观察，长期仍取决于居民收入及人口支撑。

图19： 2022 年以来各地因城施策频次



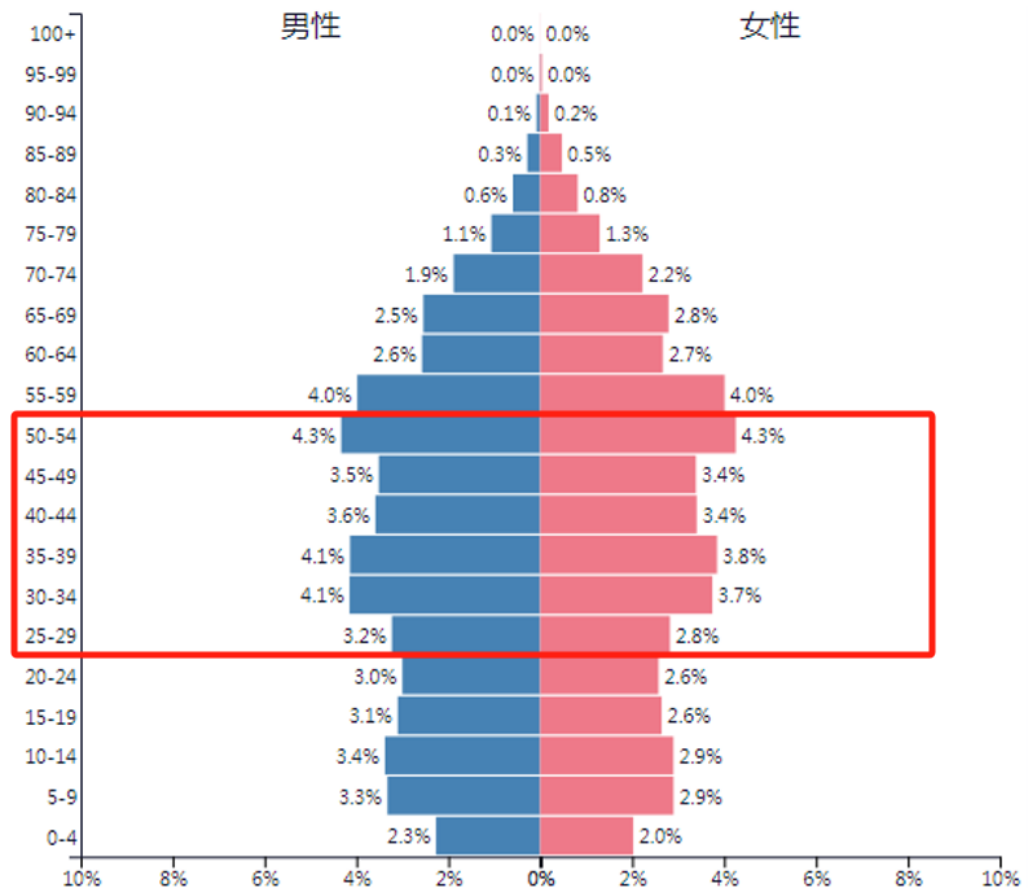
资料来源：中指研究院，浙商证券研究所

7.3 地产核心问题观察

地产风险易引发多米诺骨牌效应冲击波，法拍房激增、银行涉房风险敞口扩张等问题。地产风险和房企流动性风险，进一步传导至金融体系以及造成居民部门负向财富效应。政策托底核心在于阻断地产债务向金融体系链条的风险传递，维稳市场预期。短期维稳政策逐步落地，但决定地产长期走势的核心因素，收入及人口方面的影响仍需谨慎。

从人口年龄结构来看，我国适龄购房人口总数有下降趋势，长期商品房购房需求缩减。一般而言，25-54 岁年龄段的人口房产购置需求较高，2023 年该年龄段人口占比为 44.20%，适龄购房人口数为 6.23 亿人，较 2022 年末适龄购房人口数 6.27 亿人减少约 400 万人。

图20: 2023 年中国人口金字塔



资料来源：都会计，浙商证券研究所

银行涉房风险敞口逐步扩大，对公及个贷不良率双双攀升。A股、港股上市银行2022年末、2023年末及2024年半年度末对公房地产贷款不良率分别为4.02%、4.94%及4.46%，银行对公房地产信贷不良率有所抬升；A股、港股上市银行2022年末、2023年末及2024年半年度末个人住房贷款不良率分别为0.78%、0.86%及0.99%，个人按揭贷款风险逐步暴露。

表16: 银行对公房地产贷款不良率（单位：%）

银行对公房地产贷款不良率							
银行名称	2022H2	2023H2	2024H1	银行名称	2022H2	2023H2	2024H1
工商银行	-	-	-	重庆农商行	7.28	9.27	6.88
建设银行	3.78	4.96	4.61	成都银行	2.4	3.04	1.82
农业银行	5.16	5.07	5.08	中原银行	5.83	4.56	4.08
中国银行	-	-	-	盛京银行	1.7	2.2	2.36
邮储银行	1.45	2.45	2.25	天津银行	6	1.09	0.99
交通银行	2.8	4.99	4.97	重庆银行	5.88	6.48	5.78
招商银行	4.08	5.26	5.12	郑州银行	4.06	6.48	6.86
兴业银行	-	-	1.08	哈尔滨银行	1.12	1.62	1.94
中信银行	3.08	2.59	2.3	江西银行	3.29	3.29	16.61
民生银行	4.28	4.92	5.29	贵州银行	20.21	40.39	28.54
光大银行	3.89	5.33	4.51	齐鲁银行	2.51	1.37	1.38
华夏银行	2.82	4.21	2.56	苏州银行	4.55	2.6	1.64
江苏银行	1.92	-	-	青岛银行	-	2.3	2.17
浙商银行	1.66	2.48	1.26	九江银行	1.94	5.97	-

上海银行	2.56	2.11	1.39	青岛农商行	6.1	1.36	4.79
宁波银行	0.41	0.1	0.1	甘肃银行	1.46	4.46	0.82
徽商银行	4.01	7.33	3.56	威海银行	-	3.94	5.56
渤海银行	2.87	3.65	1.38	晋商银行	12.65	10.56	9.03
杭州银行	3.45	6.36	7.07	吉林九台农商行	1.24	1.77	1.82
广州农商行	2.83	5.94	5.59	泸州银行	4.18	4.84	6.71
上海农商行	1.39	2.18	1.73				

资料来源：Wind，浙商证券研究所

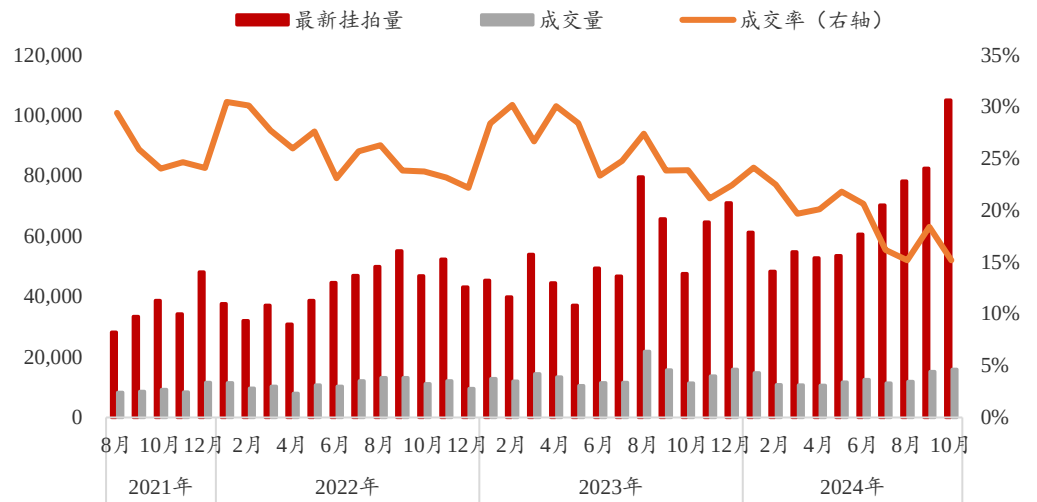
表17： 银行个人住房贷款不良率（单位： %）

银行个人住房贷款不良率							
银行名称	2022H2	2023H2	2024H1	银行名称	2022H2	2023H2	2024H1
工商银行	0.39	0.44	0.6	中原银行	1.27	1.42	1.73
建设银行	0.36	0.42	0.54	盛京银行	1.29	2.73	3.03
农业银行	0.51	0.55	0.58	天津银行	0.58	0.93	1.27
中国银行	-	-	-	重庆银行	0.52	0.77	1.08
邮储银行	0.57	0.55	0.5	东莞农商行	1.33	1.26	1.47
交通银行	0.45	0.37	0.48	郑州银行	1.65	1.17	1.12
招商银行	0.35	0.37	0.4	贵州银行	1.53	1.4	1.63
浦发银行	0.52	0.62	0.75	苏州银行	0.24	0.17	0.27
民生银行	-	0.67	0.83	九江银行	0.8	0.88	-
上海银行	0.16	0.26	0.35	青岛农商银行	0.75	1.15	1.33
宁波银行	-	-	0.6	甘肃银行	1.53	1.96	1.96
渤海银行	0.77	0.97	1.31	威海商行	0.81	-	-
杭州银行	0.11	0.13	0.16	晋商银行	0.72	0.91	0.79
广州农商行	0.8	-	-	吉林九台农商行	0.83	-	1.07
重庆农商行	0.77	-	1.05	泸州银行	1.68	-	1.32
成都银行	0.41	0.45	0.63				

资料来源：Wind，浙商证券研究所

法拍房作为二手房市场小众价格锚，挂牌激增、成交锐减。2024 年法拍房规模激增，为楼市和经济调整侧影。2024 年 1-10 月法拍房累计新挂牌量为 66.77 万套，较去年同期 51.04 万套增幅为 30.83%。但面对不断上升的市场规模，成交面却呈现量价齐跌态势。2024 年法拍房成交率总体呈现逐月走低态势，2024 年 10 月成交率 15.18%，跌至近三年最低位。

图21: 法拍房挂牌成交数据 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

决定楼市走向的根本力量未发生变化: 收入预期及人口支撑。从人口年龄结构来看, 我国适龄购房人口总数有下降趋势, 长期商品房购房需求缩减。从全年出生人口数来看, 2023年全年出生人口仅902万, 自2016年以来, 出生人口连续7年减少, 全国人口连续两年负增长。全国出生人口数骤减, 对于房地产市场长期利空。

7.4 投资策略

投资策略上, 中央“止跌回稳”的重磅发声彰显维稳地产市场决心, 销售及房价跌幅边际收窄, 有望降低房企信用进一步恶化的风险。今年以来, 每次地产政策改善且以万科为代表的核心主体风险系数下降, 均是地产债收益率收窄的好时机。近期万科估值改善+地产政策出台, 理应利好地产债, 叠加近期受到赎回扰动导致收益率走高, 未来地产债配置价值愈发凸显。

从当前的收益率情况来看, 10月地产债收益率均值较9月有所抬升。央企地产债的1年期收益率略低于其他民营及公众房企, 部分央企地产主体如铁建房地产及建发房地产等, 1年期收益率在2.4~2.5%。首开股份、联发集团等作为地方国企地产, 1年期收益率在2.8~3.2%, 性价比较高; 光大嘉宝作为央企地产, 1年期收益率超过5%, 可关注。

表18: 主要房企债券收益率及债基持仓频次情况 (亿元、%、bp)

发行人	存续债规模	YY 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	3年期估 值收益 率	收益率 较上月 末变动
			24Q3	24Q2	变动				
万科企业股份有限公司	488.43	6+	-	-	-	20.66	-317	17.27	12
重庆龙湖企业拓展有限公司	222.48	5-	-	1	-	10.11	-43	12.51	-21
光大嘉宝股份有限公司	28.94	6	-	-	-	5.28	2	5.44	-11
华远地产股份有限公司	78.26	7-	1	-	-	4.38	19	4.54	7
美的置业集团有限公司	155.45	6+	2	4	-2	4.31	18	4.38	6
杭州滨江房产集团股份有限公司	62.00	6+	1	1	0	4.17	22	4.37	14
绿城房地产集团有限公司	280.00	4-	1	-	-	3.52	37	4.24	38
中冶置业集团有限公司	33.00	5-	-	-	-	3.33	48	3.49	36
联发集团有限公司	148.20	5-	-	2	-	3.21	80	3.59	90
信达地产股份有限公司	175.00	5-	4	5	-1	3.20	64	-	-

中交地产股份有限公司	106.00	5-	3	2	1	3.08	66	3.24	35
光明房地产集团股份有限公司	83.80	5-	2	4	-2	2.90	52	3.24	36
北京电子城高科技集团股份有限公司	48.00	5-	-	-	-	2.87	49	3.03	36
中铁置业集团有限公司	35.52	6	-	-	-	2.87	47	3.44	98
北京首都开发股份有限公司	638.69	5+	12	10	2	2.86	24	3.10	7
广州珠江实业集团有限公司	210.50	5+	6	7	-1	2.83	51	3.29	22
中国绿发投资集团有限公司	139.10	4-	3	2	1	2.81	49	3.09	59
深圳华侨城股份有限公司	38.00	5+	-	2	-	2.77	-4	2.93	8
信达投资有限公司	176.42	5+	3	5	-2	2.69	25	3.17	29
珠海华发实业股份有限公司	375.18	5-	7	9	-2	2.52	24	2.87	9
建发房地产集团有限公司	284.50	5	3	6	-3	2.50	9	2.87	27
南京高科股份有限公司	27.50	5	-	-	-	2.49	16	2.71	28
中交房地产集团有限公司	153.90	4-	1	-	-	2.47	0	2.77	18
中国铁建房地产集团有限公司	397.90	5-	11	11	0	2.41	15	2.62	28
北京首都开发控股(集团)有限公司	66.97	4-	-	-	-	2.40	10	2.62	19
保利置业集团有限公司(上海)	215.85	5	-	-	-	2.36	0	2.77	32

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 最新收益率统计截至时间为 2024 年 10 月 31 日, 上月数据时间为 2024 年 9 月 23 日

8 超长信用债策略: 流动性风险凸显, 7Y 及以上择券需谨慎

从整体换手率情况来看: 自今年 8 月份回调开始市场对于超长债不同期限偏好的分界线较为明显: 15 年期以上信用债换手率已有所下降; 9 月以来流动性风险进一步暴露。截止 10 月末: 7Y 以上期限债券换手率较 7 月底普遍大幅下降, 10-15Y 期、15-20Y 期、20Y 以上换手率已分别降至 7.10%、3.38%和 1.14%。7-10Y 期换手率由 31.89%下降至 18.95%。5-7Y 期换手率有所抬升, 从 28.84%上升至 56.71%。

表19: 2023 年以来超长期信用债换手率变化

日期	合计	5Y-7Y	7Y-10Y	10Y-15Y	15-20Y	20Y 以上
2023-01	3.60%	6.45%	2.99%	0.00%	4.65%	1.39%
2023-02	7.33%	3.03%	9.51%	0.00%	14.78%	0.53%
2023-03	7.65%	9.09%	4.44%	59.30%	5.56%	12.63%
2023-04	6.83%	5.58%	6.16%	3.42%	21.59%	3.29%
2023-05	4.95%	3.18%	3.77%	0.00%	1.50%	12.30%
2023-06	3.86%	2.92%	4.74%	0.00%	2.09%	3.90%
2023-07	7.46%	5.04%	9.37%	0.00%	1.19%	7.70%
2023-08	4.69%	4.19%	6.01%	3.57%	1.10%	2.70%
2023-09	4.53%	5.14%	4.37%	1.59%	2.50%	5.49%
2023-10	3.69%	3.59%	3.07%	0.00%	0.31%	6.95%
2023-11	3.91%	3.66%	4.64%	15.92%	1.79%	2.06%
2023-12	3.86%	3.49%	4.24%	5.29%	0.74%	4.17%
2024-01	6.73%	5.80%	5.85%	35.84%	13.65%	2.85%
2024-02	24.68%	17.20%	29.20%	45.20%	11.99%	1.09%
2024-03	17.86%	14.78%	23.04%	17.98%	11.24%	1.78%
2024-04	28.18%	19.02%	32.85%	31.45%	23.14%	10.99%
2024-05	25.73%	37.49%	31.06%	10.56%	16.39%	6.33%

2024-06	21.71%	29.39%	26.08%	13.07%	9.16%	6.56%
2024-07	26.61%	28.84%	31.89%	19.86%	12.93%	8.12%
2024-08	28.71%	41.45%	34.36%	21.02%	7.81%	3.46%
2024-09	20.76%	56.88%	21.02%	16.34%	4.07%	1.81%
2024-10	18.00%	56.71%	18.95%	7.10%	3.38%	1.14%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

分主体来看: 不同主体交易热度分化较为明显: 5-10 年期建议关注华润股份、四川能投、渝富控股、江苏国信; 10 年期以上主体中: 蜀道投资、四川能投、山东能源换手率较高, 收益率尚可, 但后续震荡市背景下波动性可能加大, 建议配置盘可择机逢高买入。

投资策略上: 流动性风险凸显较为明显, 回调后部分主体性价比较高, 配置盘可逢高加仓, 交易盘拉长久期需谨慎, 建议聚焦 5-7Y 期品种。

表20: 主要超长债发行主体收益率及换手率一览 (亿元、%)

发行人情况		5 年期-10 年期		10 年期-15 年期		15 年期以上	
主体简称	超长信用债规模	收益率	换手率	收益率	换手率	收益率	换手率
中国诚通控股集团有限公司	835	2.66	4.86	2.86	4.11	2.93	3.06
深圳市地铁集团有限公司	468	2.55	7.60	2.76	7.48	2.80	4.00
中国国家铁路集团有限公司	300	2.32	0.40	-	-	2.41	6.05
中国中化股份有限公司	290	2.68	0.00	2.80	0.00	2.92	7.00
国家开发投资集团有限公司	265	2.47	1.01	2.63	0.00	2.64	0.00
中国铝业集团有限公司	239	2.47	-	-	-	2.82	58.00
中信证券股份有限公司	238	2.41	-	-	-	-	-
中国中信有限公司	228	2.45	0.13	2.61	5.00	2.66	0.00
华能国际电力股份有限公司	226	2.49	2.88	2.63	5.83	2.69	0.00
中国国新控股有限责任公司	225	2.53	-	2.67	0.00	2.73	0.00
中国中信集团有限公司	218	2.47	0.56	2.62	0.00	2.68	0.00
北京国有资本运营管理有限公司	215	2.52	-	2.70	4.86	2.72	0.00
中国信达资产管理股份有限公司	200	2.58	-	-	-	-	-
蜀道投资集团有限责任公司	195	2.87	-	2.93	46.00	2.98	20.00
中国长江三峡集团有限公司	176	2.41	0.89	-	-	2.56	0.08
广州越秀集团股份有限公司	176	2.65	-	2.76	0.00	2.84	1.33
江苏交通控股有限公司	175	2.60	-	2.70	0.00	2.72	0.00
陕西交通控股集团有限公司	165	2.67	0.04	2.97	7.00	2.99	8.27
国泰君安证券股份有限公司	161	2.41	-	-	-	-	-
山东高速集团有限公司	155	2.58	1.43	2.75	3.20	2.81	1.60
中国华能集团有限公司	140	2.53	2.08	2.63	0.00	-	-
河南交通投资集团有限公司	138	2.75	-	-	-	-	-
深圳市投资控股有限公司	136	2.56	3.64	2.71	21.23	2.73	16.50
福建省投资开发集团有限责任公司	136	2.47	-	2.59	0.00	-	-
中国光大集团股份公司	133	2.56	-	-	-	-	-
申万宏源证券有限公司	129	2.39	-	-	-	-	-
江西省交通投资集团有限责任公司	121	2.60	2.72	2.70	0.00	2.72	0.00
中信建投证券股份有限公司	120	2.47	-	-	-	-	-
四川发展(控股)有限责任公司	118	2.53	-	-	-	-	-
华泰证券股份有限公司	113	2.43	-	-	-	-	-

陕西煤业化工集团有限责任公司	110	2.85	-	-	-	-	-
华润股份有限公司	110	2.58	14.00	2.63	4.00	-	-
四川省能源投资集团有限责任公司	100	2.84	20.20	2.99	17.95	3.23	38.00
安徽省交通控股集团有限公司	100	2.48	1.43	2.66	0.00	2.66	0.00
中国中铁股份有限公司	95	2.60	-	-	-	-	-
福建省高速公路集团有限公司	93	2.46	-	-	-	-	-
广发证券股份有限公司	92	2.46	-	-	-	-	-
北京市基础设施投资有限公司	90	2.62	4.00	2.70	0.00	2.74	0.00
中国电力建设股份有限公司	90	2.58	1.00	-	-	2.68	0.00
无锡产业发展集团有限公司	90	2.76	6.33	2.95	0.00	3.01	0.00
充矿能源集团股份有限公司	90	2.72	-	-	-	-	-
四川高速公路建设开发集团有限公司	89	2.88	8.98	2.97	5.00	2.99	4.00
无锡市交通产业集团有限公司	88	2.69	-	-	-	-	-
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	88	3.48	-	-	-	-	-
山东能源集团有限公司	88	2.76	6.03	2.95	18.67	-	-
北京亦庄国际投资发展有限公司	87	2.83	-	2.93	0.00	-	-
中国国际金融股份有限公司	85	2.41	-	-	-	-	-
北京控股集团有限公司	82	2.57	-	2.68	0.00	-	-
山西焦煤集团有限责任公司	80	2.87	-	-	-	-	-
中国节能环保集团有限公司	77	2.84	-	-	-	-	-
申万宏源集团股份有限公司	76	2.60	-	-	-	-	-
中国葛洲坝集团有限公司	75	2.61	-	-	-	2.75	4.00
深圳能源集团股份有限公司	70	2.59	-	-	-	-	-
中国铁建股份有限公司	70	2.63	6.00	-	-	2.74	0.00
中国石油化工股份有限公司	70	2.51	-	-	-	-	-
广东省路桥建设发展有限公司	70	2.56	-	-	-	-	-
河南投资集团有限公司	67	2.64	-	-	-	-	-
重庆渝富控股集团有限公司	66	2.71	18.25	2.84	0.00	3.01	0.00
重庆发展投资有限公司	65	2.89	-	-	-	-	-
北京市国有资产经营有限责任公司	65	2.52	2.60	2.62	0.00	-	-
无锡市建设发展投资有限公司	65	2.74	-	-	-	-	-
江苏省国信集团有限公司	64	2.59	22.50	2.64	0.00	2.70	3.85
烟台国丰投资控股集团有限公司	63	2.87	-	-	-	-	-
河北建投交通投资有限责任公司	60	2.80	-	-	-	-	-
合肥市建设投资控股(集团)有限公司	60	2.49	-	-	-	-	-
中国石油天然气集团有限公司	60	2.51	-	-	-	-	-
中国建筑股份有限公司	60	2.63	-	-	-	-	-
首钢集团有限公司	60	2.85	-	-	-	-	-
湖北交通投资集团有限公司	59	2.65	-	-	-	-	-
福州城市建设投资集团有限公司	58	2.78	-	-	-	-	-
南昌市政公用集团有限公司	55	2.85	2.22	2.96	8.00	-	-
中国华电集团有限公司	53	2.61	-	-	-	-	-
成都兴城投资集团有限公司	53	2.89	-	-	-	-	-
中国信息通信科技集团有限公司	50	2.72	10.40	2.79	0.00	2.89	0.00
江西省投资集团有限公司	50	2.90	-	-	-	-	-
北京控股有限公司	50	2.68	-	-	-	-	-

中国中车集团有限公司

50

2.58

-

-

-

-

-

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：换手率统计时间为 2024 年 10 月 1 日至 31 日

9 央企债策略：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21：中央企业融资有关政策

时间	部门	政策文件	主要内容
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》	提出完善绿色债券融资支持机制，鼓励央企发行投向绿色领域科技创新项目的债券，发挥央企在绿色低碳发展中的示范作用。此外，鼓励央企设立绿色发展基金或低碳基金，通过发行绿色债券支持绿色项目建设和运营。强调央企应加强债券发行的全流程管理，包括制度建设、发行计划制定、事前审核、存量债券动态监测和兑付安排等， 切实提高管控水平，防范债券违约风险。
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 7 月 16 日	国务院国资委	央企经济运行情况新闻发布会	在防范债券风险方面， 国务院国资委也建立了一套中央企业的债券风险防范机制。 一是严格债券发行的比例限制，严控高风险企业债券占带息负债比例和短期债券占债券的比例，防止出现集中兑付的风险。二是严格债券资金用途，聚焦主业实业，严禁资金空转、脱实向虚，严禁挪用资金违规套利。发债券是投向主业、实业，严禁用到别的地方去。三是加强债券风险监测，重点关注经营严重亏损、现金流紧张企业的债券违约风险，提前做好兑付资金安排。四是要建立信用保障基金，推动企业按照市场化、法治化、国际化的原则，稳妥化解债券违约风险。
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，探索建立地方国有企业债务风险量化评估机制；2、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。
2020 年 7 月 23 日	国务院国资委	-	为主动防范化解中央企业债券风险，提升央企整体信用，保障金融市场稳定运行，由中国国新控股有限责任公司联合 31 家中央企业共同出资发起设立的 央企信用保障基金 正式成立。 央企信用保障基金是按照互助、互利和自愿原则共同筹集，专项用于化解和处置央企债券风险

的备用资金。基金按照“有限救助、应急保障、风险可控、市场运作”原则运作管理，**总规模 1000 亿元，首期规模 100 亿元。**

2008 年 4 月 3 日	国资委	《中央企业债券发行管理暂行办法》	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，浙商证券研究所整理

观察位列国务院国资委及财政部名录的央企收益率情况，2024 年央企与央企子公司债券存量规模有所上升，利率中枢为 2.12%、2.40%，作为底仓配置收益尚可。

投资策略上，截止 10 月底大部分央企债长短端收益率均有一定调整，震荡走势期间，建议聚焦配置价值较高的央企债券，加大对地产类央企子债券发掘力度，央企板块：华侨城、长城资管、东方资管收益率较高，中国节能、中国有色、新兴际华 1Y 债券值得关注。央企子板块：大部分以央企地产债为主，绿城房产 1 年期收益率 3.41%、3 年期收益率 4.31%，中交房产 1 年期收益率 2.56%、3 年期收益率 3.23%，经营现金流较稳健。

表22： 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（亿元、%）

央企发行人	债券 余额	债基持仓频次				1 年期估值 收益率	3 年期估值 收益率	YY 评级	主体 评级	行业
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3					
华侨城集团有限公司	389	1	5	1	4	3.29	3.81	4-	AAA	房地产
中国长城资产管理股份有限公司	405	2	7	5	6	2.59	2.89	5+	AAA	非银金融
中国东方资产管理股份有限公司	1037	11	20	25	30	2.42	2.39	3	AAA	非银金融
中国节能环保集团有限公司	334	4	3	3	3	2.33	2.40	4-	AAA	综合
中国有色矿业集团有限公司	208	2	3	1	1	2.26	2.54	5+	AAA	有色金属
新兴际华集团有限公司	202	5	2	4	3	2.25	2.43	4	AAA	机械设备
中国五矿集团有限公司	220	6	6	1	2	2.21	2.52	3	AAA	钢铁
中国交通建设集团有限公司	150	-	1	3	3	2.19	2.21	2	AAA	建筑装饰
中国信达资产管理股份有限公司	1483	6	6	10	16	2.17	2.48	3	AAA	非银金融
中国核工业集团有限公司	240	1	-	-	4	2.17	2.42	2	AAA	综合
国家能源投资集团有限责任公司	405	3	4	15	3	2.17	2.26	1	AAA	煤炭
中国华电集团有限公司	664	9	6	7	12	2.16	2.36	2	AAA	公用事业
中国大唐集团有限公司	1060	5	2	7	6	2.16	2.40	4	AAA	公用事业
中国华能集团有限公司	934	7	5	10	9	2.16	2.35	2	AAA	公用事业
中国诚通控股集团有限公司	1607	24	32	32	35	2.12	2.22	4+	AAA	综合
中国铝业集团有限公司	205	8	10	6	3	2.12	2.32	4	AAA	有色金属
招商局集团有限公司	353	8	3	3	4	2.11	2.36	2	AAA	综合
中国国新控股有限责任公司	1532	6	4	9	11	2.11	2.33	3	AAA	非银金融
国家电力投资集团有限公司	2455	30	32	24	29	2.10	2.30	2	AAA	公用事业
中国旅游集团有限公司	172	4	2	3	5	2.09	-	3	AAA	社会服务
中国邮政集团有限公司	556	4	3	9	11	2.08	2.26	2	AAA	交通运输
国家开发投资集团有限公司	478	1	-	3	1	2.07	2.27	2	AAA	综合
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	177	4	3	2	2	2.06	2.32	4+	AAA	商贸零售
中国长江三峡集团有限公司	807	1	-	1	2	2.03	2.22	1	AAA	公用事业
中国石油化工集团有限公司	197	-	1	3	4	2.01	2.36	1	AAA	石油石化
中国南方电网有限责任公司	1046	8	5	15	20	2.00	2.24	1	AAA	公用事业

中国石油天然气集团有限公司	610	7	5	9	4	1.99	2.30	1	AAA	石油石化
国家电网有限公司	2735	2	13	24	22	1.99	2.23	1	AAA	公用事业
中国中信集团有限公司	300	1	-	1	1	1.97	2.31	2	AAA	综合
中国广核集团有限公司	282	-	-	-	2	1.89	2.27	2	AAA	公用事业

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表23: 部分重点央企子公司 1 年期和 3 年期收益率 top30 (单位: 亿元、%)

央企子公司发行人	债券余额	1 年期估值 收益率	3 年期估值 收益率	YY 评级	主体 评级	行业	总资产	资产负债率	营业 总收入	经营活动 现金流
光大嘉宝股份有限公司	28.94	5.13	-	6	AA+	房地产	239.14	73.62	7.20	5.59
保利久联控股集团有限责任公司	27.10	3.89	4.27	7+	AA+	基础化工	198.60	81.60	31.11	-2.15
绿城房地产集团有限公司	279.00	3.41	4.31	4-	AAA	房地产	5233.42	78.77	766.05	437.80
中交地产股份有限公司	106.00	2.99	3.76	5-	AA+	房地产	1159.11	85.33	89.80	36.08
中国光大实业(集团)有限责任公司	25.00	2.91	-	5-	AA	房地产	89.41	70.37	5.17	0.97
信达地产股份有限公司	175.00	2.89	-	5-	AA+	房地产	792.88	68.37	25.32	-30.15
信达投资有限公司	176.42	2.86	3.16	5+	AAA	房地产	1529.16	73.20	45.60	-53.23
深圳华侨城股份有限公司	37.00	2.81	-	5+	AAA	房地产	3531.21	76.09	230.11	27.25
狮桥融资租赁(中国)有限公司	69.76	2.76	-	6-	AA+	非银金融	224.69	82.45	11.30	4.59
上海金茂投资管理集团有限公司	437.13	2.66	3.46	4	AAA	房地产	3572.12	73.98	184.84	-36.21
中交房地产集团有限公司	153.90	2.56	3.23	4-	AAA	房地产	6791.98	81.22	815.49	468.39
北京碧水源科技股份有限公司	45.00	2.54	3.12	6-	AA+	环保	780.00	61.64	34.48	1.91
中科实业集团(控股)有限公司	1.00	2.46	-	5	AA+	综合	187.31	34.27	41.36	17.43
华润渝康资产管理有限公司	6.73	2.44	-	5-	AAA	综合	186.81	73.75	3.29	-1.04
中青旅控股股份有限公司	5.00	2.43	-	5-	AA+	社会服务	169.55	50.53	43.51	6.16
中铁置业集团有限公司	35.52	2.41	-	6	AAA	房地产	1733.79	75.24	69.87	25.32
中建科技集团有限公司	8.00	2.41	-	5-	AA+	建筑装饰	134.31	74.66	52.33	-5.48
大唐华银电力股份有限公司	10.00	2.41	-	6+	AA+	公用事业	244.98	92.30	35.46	23.26
中国金茂(集团)有限公司	21.00	2.40	-	4-	AA+	社会服务	279.72	69.89	9.00	6.78
广晟有色金属股份有限公司	10.00	2.40	2.62	6+	AA+	有色金属	79.88	54.36	51.31	4.27
中国电建地产集团有限公司	284.10	2.39	2.92	5-	AAA	房地产	1509.83	74.55	44.55	13.59
大悦城控股集团股份有限公司	120.00	2.36	2.82	4	AAA	房地产	1928.16	76.66	160.82	65.41
中国建筑第六工程局有限公司	59.84	2.36	-	5	AAA	建筑装饰	814.51	81.84	375.63	-3.86
保利置业集团有限公司	215.85	2.36	2.83	4	-	房地产	-	-	-	-
中国铁建房地产集团有限公司	397.90	2.35	2.56	5+	AAA	房地产	2349.75	79.36	181.11	-20.29
新华水力发电有限公司	89.40	2.32	-	5	AA+	公用事业	1521.38	85.23	51.10	48.78
新余钢铁集团有限公司	15.00	2.32	-	5-	AAA	钢铁	609.10	47.46	211.92	-4.49
中国绿发投资集团有限公司	139.10	2.31	2.66	4-	AAA	房地产	2497.04	59.40	105.41	46.12
中电金投控股有限公司	6.90	2.31	-	4	AAA	非银金融	217.86	9.13	0.01	-0.62
中建西部建设股份有限公司	16.00	2.31	-	5	AA+	建筑材料	363.76	69.88	98.97	9.80

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

10 民企债策略: 存量压缩, 分化加剧

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, 部分企业如平安不动产、红豆集团、复星高科、浙江恒逸位于收益率偏高区间, 而优质主体如吉利控股、华为投控的 1 年期估值收益率低于 2.3%, 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，远东国际和山东宏桥 1 年期估值在 2.8% 以上，通威股份、金盈控股、平安国际、红狮控股 1 年期收益率在 2.5% 及以上，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。

表24： 存续债规模靠前的其他民企发行主体（单位：亿元，%）

民企发行人	债券余额	债基持仓频次				1 年期估值 收益率	3 年期估值 收益率	YY 评级	主体 评级	行业
		23Q4	24Q1	24Q2	24Q3					
平安不动产有限公司	96.90	-	-	-	-	6.23	6.17	6	AAA	房地产
红豆集团有限公司	60.00	-	-	1	-	5.97	-	7	AA+	纺织服饰
上海复星高科技(集团)有限公司	51.35	1	-	-	-	4.95	-	6+	AAA	综合
浙江恒逸集团有限公司	96.50	1	2	3	3	4.70	-	7+	AA+	非银金融
远东国际融资租赁有限公司	328.37	10	3	5	5	3.13	3.94	5	AAA	非银金融
山东宏桥新型材料有限公司	194.40	3	6	5	6	2.87	3.04	5-	AA+	有色金属
通威股份有限公司	50.00	-	-	-	-	2.58	3.07	6+	AAA	电力设备
海尔集团(青岛)金盈控股有限公司	123.00	-	1	2	2	2.56	2.66	5	AAA	非银金融
平安国际融资租赁有限公司	647.65	8	15	12	13	2.51	2.54	4-	AAA	非银金融
红狮控股集团有限公司	65.70	1	1	1	2	2.50	3.50	5	AAA	建筑材料
特变电工股份有限公司	50.00	1	1	-	-	2.44	3.16	5	AAA	电力设备
奇瑞徽银汽车金融股份有限公司	60.00	-	-	1	1	2.41	2.63	7	AA+	非银金融
浙江龙盛集团股份有限公司	61.00	-	-	-	1	2.41	-	5+	AAA	基础化工
保定市长城控股集团有限公司	47.00	-	1	-	-	2.38	2.64	5+	AAA	汽车
立讯精密工业股份有限公司	50.00	-	-	-	1	2.36	-	5+	AAA	电子
TCL 科技集团股份有限公司	120.00	2	2	2	-	2.35	-	4	AAA	电子
浙江荣盛控股集团有限公司	80.00	4	2	1	1	2.32	2.64	6+	AAA	石油石化
国药控股(中国)融资租赁有限公司	133.20	2	1	4	1	2.29	2.54	6	AAA	非银金融
宝马中国资本有限责任公司	100.00	1	-	1	2	2.22	2.41	5-	AAA	综合
梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	98.00	-	-	1	1	2.14	2.39	4	AAA	非银金融
华为投资控股有限公司	510.00	9	7	5	6	2.13	2.36	3	AAA	通信
梅赛德斯-奔驰国际财务有限公司	75.00	4	4	3	2	2.13	2.46	4-	AAA	非银金融
浙江吉利控股集团有限公司	205.00	6	2	4	4	2.12	2.64	4-	AAA	汽车
中国国际海运集装箱(集团)股份有限公司	65.00	1	2	1	1	2.12	-	3	AAA	机械设备
深圳顺丰泰森控股(集团)有限公司	48.00	-	-	1	-	2.09	2.31	4+	AAA	交通运输
内蒙古伊利实业集团股份有限公司	160.00	-	-	-	-	-	-	3	AAA	食品饮料
中国燃气控股有限公司	70.00	2	-	-	-	-	-	4+	AAA	公用事业
中燃投资有限公司	52.20	-	-	-	1	-	2.17	4+	AAA	公用事业
宁德时代新能源科技股份有限公司	50.00	4	4	3	4	-	2.27	4	AAA	电力设备
辽宁方大集团实业有限公司	50.00	-	-	-	-	-	-	6+	AA+	钢铁

资料来源：Wind、浙商证券研究所

注：数据统计截至 2024 年 10 月 31 日，财务数据为 2024 年半年报数据，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

11 风险提示

城投债统计口径差异可能导致结果出现偏差；化债政策出现重大变动；发行主体相关期限收益率数据采用插值法进行拟合，与实际收益率水平可能存在一定偏差；样本数据无法代表整体。

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>