

债券市场专题研究

报告日期：2024年09月30日

战略防御，静待时机

——信用策略月报

核心观点

9月中上旬信用债市场止跌修复，信用利差被动走扩，但随着下旬支持性政策的出台，市场风险偏好大幅反转，信用债市场或阶段性承压，考虑到基本面偏弱的底层逻辑未变，我们对后续市场维持“短空长多”判断。

□ 近期提振风险偏好的政策频出，且市场普遍预期后续仍会有增量政策出台，债市情绪转弱，9月下旬权益市场政策底充分显现后，机构风险偏好大幅反转，股债跷跷板效应明显，信用债市场或阶段性承压，但基本面偏弱的底层逻辑未变，我们判断信用债市场“短空长多”。

以下从影响信用债市场的多空因素两个方向来分析：

1、**短期利空因素较多**：（1）**债券市场前期涨幅过大，而权益市场处于相对低位**。考虑到居民资产短期难以更多流入房地产市场，在9月下旬宣布的政策利好之下，大量资金抢配权益的行情或加剧股债跷跷板效应。（2）**信用利差相对保护不足**。经历了8月份的调整，虽然信用利差已然走扩，但仍处于近几年低位，适度调整仍有空间。（3）**警惕机构行为可能产生的负反馈影响**。考虑到银行SPV政策仍有可能对市场产生扰动，在风险偏好大幅反转背景下，银行卖出易带来与2022年11月“理财赎回潮”相类似的负反馈冲击。

2、**长期利多因素仍存**：（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。

综上，站在当前时点，**近期建议策略上保持防守姿态，可适度提升高流动性短久期资产的占比，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，一旦调整相对到位，即做好及时加仓准备**。

□ **城投债：市场情绪转弱，强弱主体走势分化**

（1）**一级市场方面：发行及认购热度下降**。9月城投债净融资-782.06亿元，环比下降54.57%；超长期城投发行2186亿元，环比下降36%。（2）**二级市场方面：卖盘力量加强，弱省份城投继续回调**。9月份强省份回调幅度在5~10bp区间，弱省份普遍超过10bp。（3）**投资策略：当前信用利差保护相对不足，考虑到退平台政策压制低等级长久期城投债利差，且权益市场支持性政策出台后，市场风险偏好反转，短期来看城投债或仍面临调整，建议适度缩短久期**。

□ **产业债：聚焦超长信用债和央企主体**

（1）**超长期信用债**：7Y以上品种流动性收紧，短期或继续调整，但低利率+降息影响下，未来收益率中枢将进一步下行，长端利差有望压缩，**对于配置盘而言，超长期信用债择机拉久期或是可行思路**。（2）**央企债**：利差调整到位，久期适度拉长。央企主体在本轮回调中防御属性更加明显，9月份信用利差在连续回调后已处于今年2季度以来的高点，已较大概率调整到位，**建议久期适度拉长**。（3）**地产债**：新政支持下，短期具备配置价值，但房价仍在下行通道，板块长端利差保护不足，需谨防调整。**中冶置业、绿城地产1年期收益率在2.8~3.2%，光大嘉宝作为央企地产，1年期收益率超过5%，可关注**。

□ **金融债：9月利差全线走扩，分位数回调至今年60%-70%水平**

（1）**银行二永债**：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，选择国股大行、头部城农商行的二永债作为防御品种，可适当拉久期。（2）**券商次级债**：可关注AAA-和AA+头部券商的3Y次级债品种，与银行二永债的品种利差相对较厚，例如，长江证券3Y一般次级债2.23%、平安证券3Y一般次级债2.23%等。

□ **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。

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 《右侧信号出现，市场正在反转》 2024.09.29

2 《如何理解股债行情近期波动》 2024.09.29

3 《10月资金面和存单怎么看？》 2024.09.28

正文目录

1 信用债市场概览	4
1.1 利差变动情况	4
1.2 信用策略：战略防御，静待时机	7
2 城投债：市场情绪转弱，强弱主体走势分化	8
2.1 一级市场：发行及认购热度下降	8
2.1.1 净融资小幅下滑，超长城投债发行环比缩量	8
2.1.2 认购热度减弱，外评 AA、3Y 和 5Y 城投债更受追捧	9
2.2 二级市场：卖盘力量加强，弱省份城投继续回调	10
2.2.1 成交情况：TKN 占比下降，卖盘力量加强	10
2.2.2 信用利差保护相对不足，弱资质省份迎来大幅调整	11
2.2.3 大体量城投主体收益走势如何？	12
3 产业债：聚焦超长信用债和央国企主体	15
3.1 超长期信用债：低利率+降息影响下，关注长端利差压缩	16
3.2 央企债：利差调整到位，久期适度拉长	18
3.3 地产：新政落地效果待观察，长端谨防调整	20
3.4 煤炭、钢铁债：基本面未有明显变化，关注长端走势	22
4 金融债：9 月利差全线走扩，分位数回调至今年 60~70% 水平	24
4.1 银行二永债：选择中高等级二永债，可适当拉久期	25
4.2 券商次级债：关注 3Y AAA-和 AA+品种，品种利差相对较厚	27
4.3 保险次级债：配置盘可关注中高等级的逢高配置机会	29
5 风险提示	30

图表目录

图 1:	1 年期中短期票据信用利差走势 (bp)	5
图 2:	3 年期中短期票据信用利差走势 (bp)	5
图 3:	截至 2024 年 9 月 23 日中短期票据期限利差和等级利差情况	6
图 4:	各品种债券存续规模估值分布情况	7
图 5:	城投债净融资统计	9
图 6:	超长城投债发行统计	9
图 7:	重点省份城投债累计净融资规模 (亿元)	9
图 8:	非重点省份城投债累计净融资规模 (亿元)	9
图 9:	城投债 (投标上限-票面利率) 指标统计	10
图 10:	城投债 (上限-票面) 指标分评级统计 (bp)	10
图 11:	城投债 (上限-票面) 指标分发行期限统计 (bp)	10
图 12:	城投债 TKN 成交笔数占比	11
图 13:	城投债近期成交偏离情况	11
图 14:	各省城投债信用利差统计 (bp)	11
图 15:	各省城投债信用利差分隐含评级统计	12
图 16:	2024 年以来产业债净融资情况	15
图 17:	各行业产业债信用利差统计 (bp)	16
图 18:	2024 年以来超长信用债发行规模统计 (亿元)	16
图 19:	不同期限超长信用债发行占比 (%)	16
图 20:	8 月份以来不同期限中短票据利差走势对比 (bp)	18
图 21:	我国楼市量价情况统计	20
图 22:	2020 年以来全国房屋新开工面积统计	21
图 23:	2020 年以来全国房屋竣工面积统计	21
图 24:	2022 年以来各地因城施策频次	21
表 1:	各类信用债品种利差统计及 9 月市场利差变动统计	4
表 2:	近三个月各板块收益率及当前策略观点汇总	8
表 3:	YY 评级为 5 类大体量城投平台收益率 top30	13
表 4:	YY 评级为 6 类大体量城投平台收益率 top30	13
表 5:	YY 评级为 7 类大体量城投平台收益率 top30	14
表 6:	2022 年以来超长期信用债换手率变化情况	17
表 7:	截至 2024 年 9 月 23 日部分央企平台收益率情况 (亿元、%)	18
表 8:	截至 2024 年 9 月 23 日部分重点央企子公司收益率情况	19
表 9:	部分未出险房企债券收益率情况 (亿元、%)	22
表 10:	部分重点钢铁主体收益率情况 (亿元、%)	23
表 11:	部分重点煤炭主体收益率情况 (亿元、%)	23
表 12:	银行、券商、保险次级债收益率和信用利差变动统计	24
表 13:	2024 年 9 月 23 日二永债存续规模超 50 亿元的重点银行的收益率统计	26
表 14:	2024 年 9 月 23 日重点券商的次级债收益率统计	28
表 15:	2024 年 9 月 23 日重点保险的资本补充债的收益率统计	29

1 信用债市场概览

1.1 利差变动情况

9月中上旬,信用债市场止住8月跌势,信用债收益率小幅回落,但由于基准收益率持续下行,信用利差被动走扩,从利差变动幅度来看,城投>银行二永>产业永续>证券次级债。

利差变动方面,不同期限利差表现分化,中长端利差走扩更多,且低评级走扩幅度更大。中短期票据方面,高评级中短票短端利差走扩幅度较小,具体来看,AAA级别中1年、3年、5年信用利差分别走扩1bp、5bp和5bp;AA+级别中1年、3年、5年分别环比变化1bp、5bp、9bp。对比其他各等级中短票来看,AA和AA-品种利差走扩明显,具体来看,AA级别中1年、3年、5年信用利差分别环比变化2bp、9bp和19bp;AA-评级中1年、3年、5年信用利差分别走扩12bp、25bp、26bp。低等级、长久期信用债流动性更弱,在市场调整期的表现更差,因此正如我们在8月29日《信用债反弹还是反转》中提到的,在回调期间,建议信用策略保持相对谨慎,对尾部主体减少追涨,逢高加仓或仍是合理选择。

表1: 各类信用债品种利差统计及9月市场利差变动统计

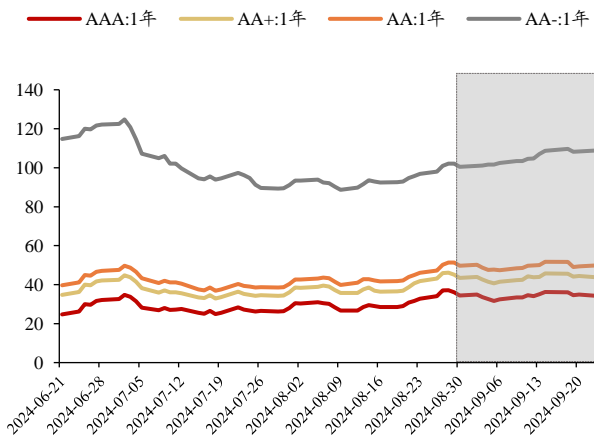
中短期票据-信用利差 (bp)							中短期票据-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA+	29	26	27	28	16	18	AAA+	3	7	3	4	2	1
AAA	34	30	30	31	19	19	AAA	1	6	5	5	4	-2
AAA-	39	35	36	37	26	29	AAA-	1	7	5	7	6	3
AA+	44	40	41	44	33	39	AA+	1	8	5	9	7	6
AA	50	47	49	61	50	61	AA	2	9	9	19	12	14
AA-	109	116	129	156			AA-	12	16	25	26	-	-
城投债-信用利差 (bp)							城投债-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA	38	34	33	33	24	25	AAA	3	8	6	9	5	2
AA+	42	39	40	42	37	41	AA+	2	8	6	10	8	6
AA	50	46	50	54	50	58	AA	4	10	11	13	13	15
AA(2)	56	54	61	79	75	83	AA(2)	4	13	16	21	19	21
AA-	72	74	91	130	164	187	AA-	6	15	25	40	-23	-17
永续产业债-信用利差 (bp)							永续产业债-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA	43	37	37	38	28	28	AAA	0	6	4	6	4	-2
AAA-	45	41	42	45	36	38	AAA-	1	7	5	7	6	3
AA+	50	46	47	52	44	50	AA+	2	9	3	12	7	6
AA	57	56	60	72	61	72	AA	1	11	13	19	12	13
银行普通债-信用利差 (bp)							银行普通债-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA	27	21	21	20	10	12	AAA	-3	3	0	6	0	2
AAA-	28	23	23	23	13	15	AAA-	-3	4	1	6	0	2
AA+	31	29	30	30	20	22	AA+	-2	5	3	8	2	4
AA	38	38	39	44	34	36	AA	1	7	4	10	4	6
AA-	51	52	54	59	49	51	AA-	1	7	4	10	4	6
银行二级资本债-信用利差 (bp)							银行二级资本债-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y

AAA-	36	32	31	32	25	17	AAA-	-1	4	0	5	0	3
AA+	38	34	34	37	29	24	AA+	-2	5	1	5	3	9
AA	43	42	42	52	44	39	AA	4	9	5	11	9	15
AA-	52	56	56	67	59	54	AA-	7	19	15	19	17	23
银行永续债-信用利差 (bp)							银行永续债-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA-	38	34	35	37	30	23	AAA-	1	3	2	4	0	2
AA+	39	35	36	41	34	27	AA+	0	2	1	4	0	2
AA	48	45	49	58	51	44	AA	8	9	8	12	8	10
AA-	59	66	71	94	87	80	AA-	9	14	12	22	18	20
证券次级债-信用利差 (bp)							证券次级债-利差变动 (bp)						
评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	评级	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y
AAA-	36	39	39	38	29	25	AAA-	0	11	7	9	5	5
AA+	37	40	40	41	32	28	AA+	-1	10	6	9	5	5
AA	40	43	43	44	35	31	AA	1	11	7	9	5	6

资料来源: Qeubee, 浙商证券研究所

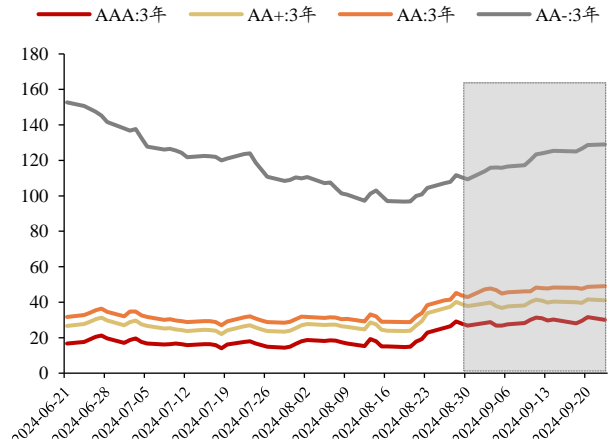
注: 数据截至 2024 年 9 月 23 日

图1: 1 年期中短期票据信用利差走势 (bp)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图2: 3 年期中短期票据信用利差走势 (bp)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

从期限利差来看, 中高等级期限利差小幅压缩, 而低等级期限利差继续走扩。9 月份信用债市场止跌, 随后开启小幅震荡, 在横盘期间, 市场情绪边际转紧, 低等级品种收益率小幅走高, 且长端幅度大于短端, 带动期限利差走扩。具体来看, AAA、AA+ 等级的 3Y-1Y、5Y-1Y 和 7Y-1Y 期限利差分别环比回落 1bp、2bp; 6bp、2bp; 5bp、2bp, AA 级的期限利差分别走扩 2bp、5bp 和 2bp。

从等级利差来看, AA 品种利差再度回调, 后续或仍面临调整压力。9 月各品种等级利差出现分化: 短端各品种等级利差横盘, 1 年期 (AA+) -AAA、AA- (AA+) 和 AA-AAA 的等级利差环比未发生变化; 长端相应走扩, 5 年期 AA- (AA+) 和 AA-AAA 的等级利差分别环比上升 9bp、12bp, 在当前市场调整时期, 下沉配置或仍需保持谨慎。

图3：截至2024年9月23日中短期票据期限利差和等级利差情况

期限利差 (bp)	3年-1年			5年-1年			7年-1年		
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA
9月23日期限利差	7	9	11	15	19	30	19	24	35
历史分位数	6.7%	6.5%	6.8%	4.2%	5.1%	7.9%	1.6%	0.8%	3.1%
较上月末变动	-1	-2	2	-6	-3	5	-5	-2	2
较年初变动	-12	-14	-26	-27	-35	-50	-29	-49	-64
等级利差 (bp)	(AA+)-AAA			AA-(AA+)			AA-AAA		
	1年	3年	5年	1年	3年	5年	1年	3年	5年
9月23日等级利差	10	11	14	6	8	17	16	19	31
历史分位数	3.2%	4.2%	4.5%	8.3%	3.1%	9.3%	8.0%	3.4%	4.6%
较上月末变动	0	0	3	0	3	9	0	3	12
较年初变动	-1	-3	-9	-3	-15	-18	-4	-18	-27

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：历史分位数数据为2014年1月以来的数值

各品种债券收益率分化，利率债较上月继续下行，而信用债和金融债小幅上移。截至2024年9月23日，非金信用债存量债券中，79.75%非永续城投债、79.64%非永续产业债、93.68%永续城投债、95.86%永续产业债的行权收益率在2~2.5%区间；金融债中，100%券商永续次级债、94.37%银行二级资本债、95.53%银行永续债的行权收益率在2~2.5%区间。9月信用债市场收益率中枢略有上移，非永续产业债、永续产业债在2.25~2.5%收益区间的占比上升，而除银行普通债之外的其他多数金融债收益率中枢同样抬升至2.25~2.5%区间，信用债整体小幅回调。

图4: 各品种债券存续规模估值分布情况

债券类型	收益率区间 (%)							
	(0, 1.5]	(1.5, 1.75]	(1.75, 2]	(2, 2.25]	(2.25, 2.5]	(2.5, 2.75]	(2.75, 3]	(3, ∞)
国债	41.90%	17.63%	18.07%	22.40%	-	-	-	-
0-5Y	72.82%	27.18%	-	-	-	-	-	-
5-10Y	-	7.52%	67.84%	24.64%	-	-	-	-
10-20Y	-	-	3.99%	96.01%	-	-	-	-
20Y以上	-	-	-	100.00%	-	-	-	-
地方政府债	1.18%	19.97%	27.74%	42.66%	8.44%	-	-	-
0-5Y	3.32%	56.07%	40.42%	0.20%	-	-	-	-
5-10Y	-	-	43.15%	56.85%	-	-	-	-
10-20Y	-	-	0.02%	96.45%	3.53%	-	-	-
20Y以上	-	-	-	36.74%	63.26%	-	-	-
政策银行债	2.00%	21.69%	49.32%	26.91%	0.04%	0.04%	-	-
0-5Y	3.16%	34.15%	61.05%	1.63%	-	-	-	-
5-10Y	-	-	31.26%	68.63%	0.11%	-	-	-
10-20Y	-	-	-	100.00%	-	-	-	-
20Y以上	-	-	-	78.26%	-	21.74%	-	-
同业存单	-	-	85.80%	13.67%	0.48%	0.02%	-	0.02%
信用债								
非永续城投债	-	0.01%	7.61%	58.59%	21.16%	5.87%	2.08%	4.67%
非永续产业债	-	-	0.48%	44.32%	35.32%	10.08%	4.61%	5.19%
永续城投债	-	-	-	72.14%	21.54%	4.13%	0.77%	1.43%
永续产业债	-	-	-	62.19%	33.67%	2.92%	0.53%	0.69%
金融债								
保险永续债	-	-	-	100.00%	-	-	-	-
保险资本补充债	-	-	-	33.54%	50.74%	2.36%	-	13.36%
其他金融机构次级债	-	-	-	63.30%	18.35%	-	-	18.35%
其他金融机构普通债	-	-	-	17.96%	77.85%	3.12%	-	1.08%
其他金融机构永续债	-	-	-	-	76.19%	23.81%	-	-
券商普通债	-	-	26.47%	5.27%	68.13%	0.13%	-	-
券商一般次级债	-	-	16.79%	4.75%	78.26%	0.11%	-	0.09%
券商永续次级债	-	-	-	-	100.00%	-	-	-
银行二级资本债	-	-	1.61%	4.32%	90.05%	1.68%	-	2.34%
银行普通债	-	12.13%	61.03%	0.31%	26.52%	0.02%	-	-
银行永续债	-	-	-	-	95.53%	1.13%	-	3.34%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 数据截至 2024 年 9 月 23 日

1.2 信用策略: 战略防御, 静待时机

近期提振风险偏好的政策频出, 且市场普遍预期后续仍会有增量政策出台, 债市情绪转紧, 9 月下旬权益市场政策底充分显现后, 机构风险偏好大幅反转, 股债跷跷板效应明显, 信用债市场或阶段性承压, 但基本面偏弱的底层逻辑未变, 我们对后续市场维持“短空长多”判断。债市多空交织, 我们从影响信用债市场的多空因素两个方向来分析:

1、短期利空因素较多

(1) 债券市场前期涨幅过大, 而权益市场处于相对低位。考虑到居民资产短期难以更多流入地产市场, 在 9 月下旬宣布的政策利好之下, 大量资金抢配权益的行情或加剧股债跷跷板效应。

(2) 信用利差相对保护不足。经历了 8 月份的调整, 虽然信用利差已然走扩, 但仍处于近几年低位, 适度调整仍有空间。

(3) 警惕机构行为可能产生的负反馈影响。考虑到银行 SPV 政策仍有可能对市场产生扰动, 在风险偏好大幅反转背景下, 银行卖出易带来与 2022 年 11 月“理财赎回潮”相类似的负反馈冲击。

2、长期利多因素仍存

(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。

综上,站在当前时点,近期建议策略上保持防守姿态,可适度提升高流动性短久期资产的占比,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,一旦调整相对到位,即做好及时加仓准备。

表2: 近三个月各板块收益率及当前策略观点汇总

板块	7月	8月	9月	当前利差	策略观点	期限建议	逻辑
信用债	-14	14	-8	32	震荡偏多	-	924 金融新政短期提振风险偏好引发市场震荡,中长期债牛格局未变
风险偏好预期	中性	偏弱	偏弱	-	偏弱	-	SPV 新政+取消免税+城投退平台新政等舆情扰动下,压制低等级风险偏好
城投债	-15	20	-1	63	看空	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	-20	0	1	82	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	-22	18	0	61			
央国企产业债	-13	16	-4	49	偏多	拉长	央国企产业债利差调整到位,建议拉久期
国企地产债	-15	15	0	67	偏空	缩短	房价仍在下行通道,板块利差保护不足,谨防调整
煤炭债	-13	17	-2	53	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
钢铁债	-12	14	-5	52	偏空	缩短	钢价承压,下游尚未实质改善,长端或仍面临调整,建议继续观察
制造业民企债	-29	-24	-30	106	偏空	缩短	风险偏好弱化,容易诱发弱主体利差走扩
超长期信用债	-15	13	-12	37	看多	拉长	低利率+降息影响下,未来长端信用利差有望压缩

数据来源: Wind, DM, 浙商证券研究所

注: 1、以3年期AAA中短期票据收益率代表信用债收益率及利差走势; 2、超长期信用债数基于5年期左右城投债和产业债拟合; 3、9月数据截至2024年9月23日

2 城投债: 市场情绪转弱, 强弱主体走势分化

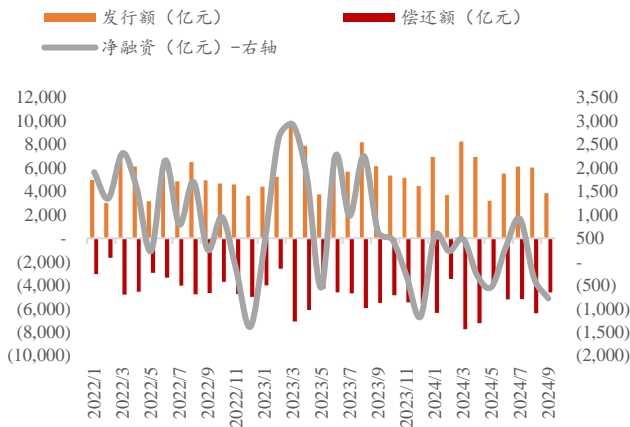
2.1 一级市场: 发行及认购热度下降

2.1.1 净融资小幅下滑, 超长城投债发行环比缩量

发行和偿还量双降, 城投净融资下滑。截至2024年9月23日, 城投债市场9月实现总发行量3838亿元, 总偿还量4619亿元, 净融资总额为-782.06亿元, 与8月同期环比-54.57%。

超长城投债发行规模维环比缩量, 发行占比小幅上升。具体来看, 9月(统计截至9月23日)行权发行期限在5年期及以上的超长城投债的发行规模为2187亿元, 较8月同期环比下降36%; 从发行规模占比情况来看, 8月份达到56.98%, 相较8月小幅上升0.24个百分点。

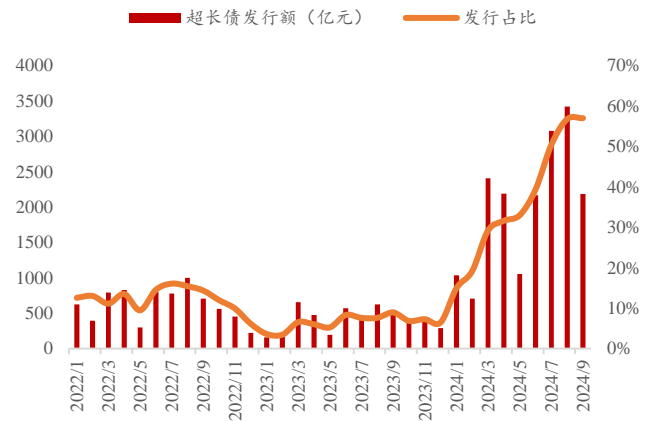
图5: 城投债净融资统计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 9月数据为截至9月23日数据, 下同。

图6: 超长城投债发行统计

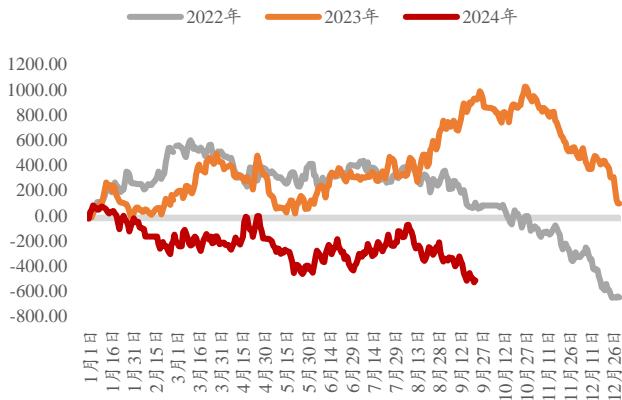


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 发行占比=超长城投债发行额/全部城投债发行额;

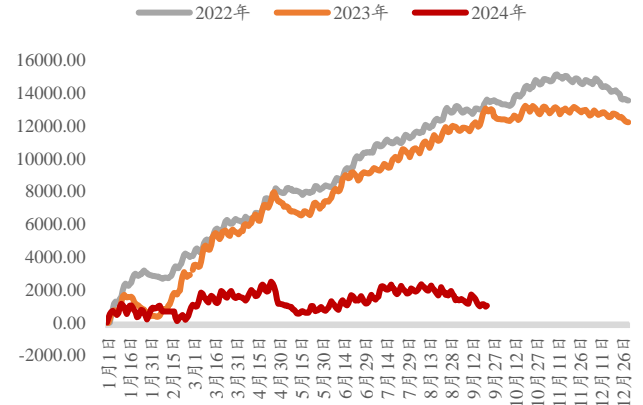
城投债净融资规模继续下降, 重点省份城投债融资收紧更为明显。细分来看, 截至9月23日, 重点省份城投债今年累计净融资规模为-513.46亿元, 相比2022年和2023年同期的103.91亿元和928.23亿元, 分别同比-594%、155%; 非重点省份城投债今年累计净融资规模为1017.64亿元, 相比2022年和2023年同期的13588.83亿元和12936.62亿元, 分别同比-93%、-92%。

图7: 重点省份城投债累计净融资规模(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图8: 非重点省份城投债累计净融资规模(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

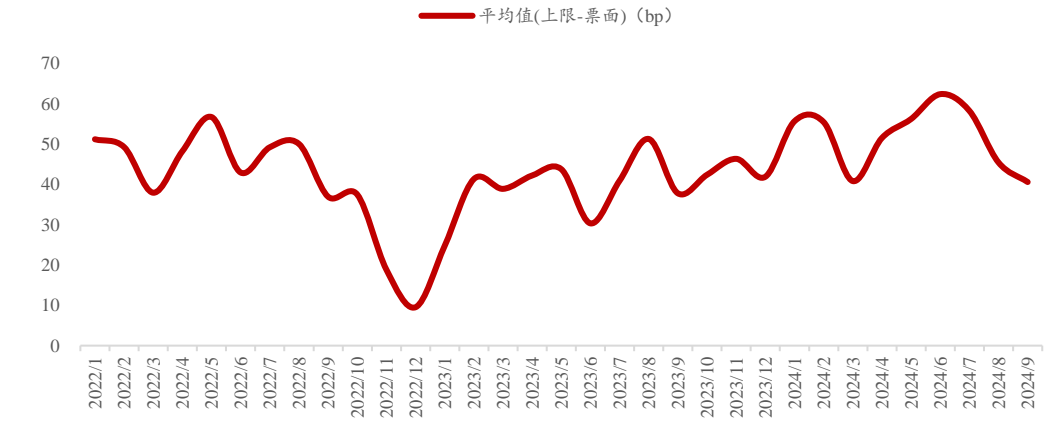
2.1.2 认购热度减弱, 外评AA、3Y和5Y城投债更受追捧

城投债一级市场整体的认购热情继续下降, 一级市场量价齐跌。2024年9月(统计截至9月23日, 下同), 城投债一级市场的(投标上限-票面利率)指标均值为40.57bp, 相比8月环比下降了4.86bp, 城投债一级市场整体的认购热情继续减弱。

走势分化明显, 长久期债券认购力度明显减弱。分发行期限观察, 2024年9月发行期限为0~1Y、2Y、3Y、5Y的(投标上限-票面利率)指标均值分别为29.84bp、44.56bp、43.51bp、44.97bp, 相比8月变动5.29bp、4.89bp、-8.72bp、-8.95bp, 9月市场久期偏好明显变化, 0-2Y期债券更受追捧, 3-5Y期认购热情明显减弱。

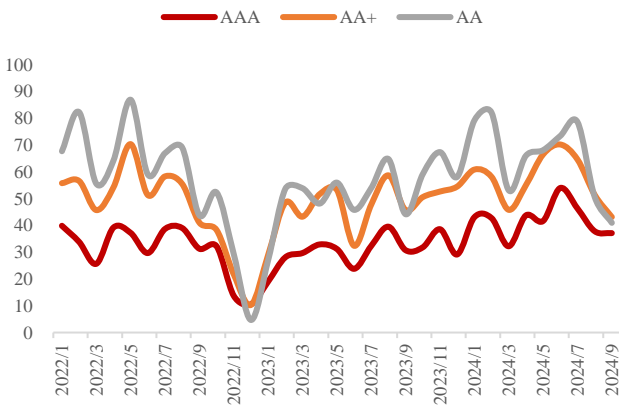
分债项外评观察，2024年9月债项外评为AAA、AA+、AA级别的（投标上限-票面利率）指标均值分别为37.11bp、43.12bp、40.95bp，相比8月分别变动-0.72bp、-8.3bp、-9.7bp，债项AAA以下认购力度明显不及之前。

图9：城投债（投标上限-票面利率）指标统计



资料来源：Wind，浙商证券研究所

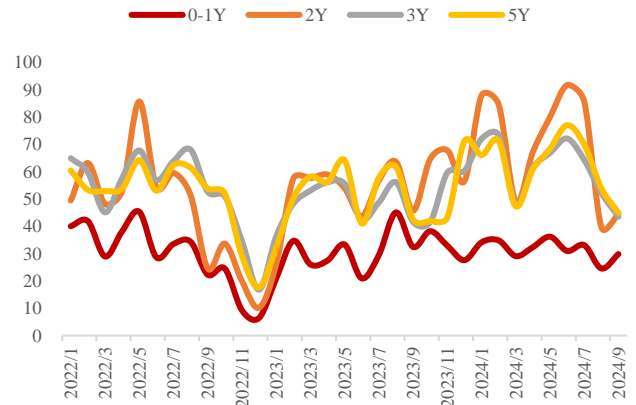
图10：城投债（上限-票面）指标分评级统计（bp）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：评级为新发城投债债项外部评级

图11：城投债（上限-票面）指标分发行期限统计（bp）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

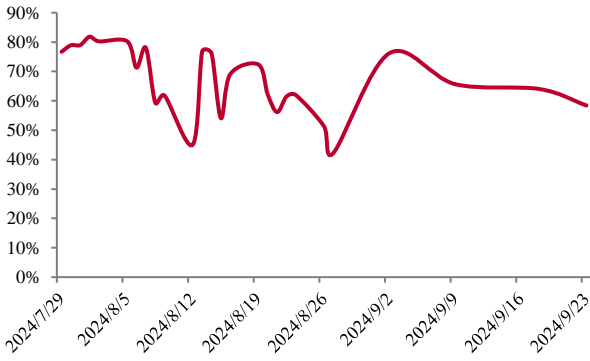
注：期限为新发城投债行权发行期限

2.2 二级市场：卖盘力量加强，弱省份城投继续回调

2.2.1 成交情况：TKN 占比下降，卖盘力量加强

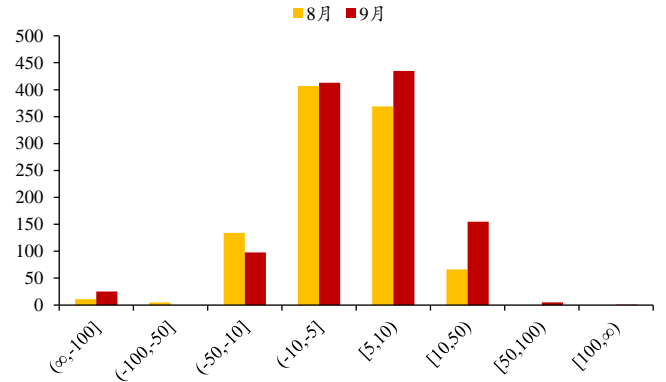
TKN 成交在月初反弹后快速下降，城投债卖盘力量加强。根据成交数据，2024年9月23日，城投债TKN成交笔数占比为58.42%，较9月初下降18个百分点，交易热度下降明显；高估值成交（偏离5-50bp）占比环上升8.27个百分点至52.12%，低估值成交（偏离5-50bp）占比环比下降9.39个百分点至45.14%，二级市场卖盘力量有所加强。

图12: 城投债 TKN 成交笔数占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图13: 城投债近期成交偏离情况



资料来源: Qeubeq, 浙商证券研究所

注: 仅统计偏离绝对值超过 5bp 的成交数据

2.2.2 信用利差保护相对不足, 弱资质省份迎来大幅调整

9月城投债继续回调, 但强弱省份利差走势有所分化: 强省份回调幅度普遍在 5-10bp 之间, 弱资质省份回调力度更大, 调整幅度普遍在 10bp 以上。青海、云南、天津 3 个重点省份城投利差环比走扩 25bp、20bp、18bp; 其余重点省份中, 辽宁、黑龙江、甘肃回调幅度相对较小, 分别为 4bp、6bp、6bp。

从投资策略角度来看, 尽管经历了 8 月份的调整, 但城投债利差仍处于近几年低位, 目前来看利差保护相对不足, 适度调整仍有空间。此外, 考虑到退平台政策压制低等级长久期城投债利差, 且 9 月下旬权益市场支持性政策出台后, 市场风险偏好反转, 短期来看城投债或仍面临调整, 适度缩短久期, 待市场调整到位后将更具备配置价值。

图14: 各省城投债信用利差统计 (bp)

信用利差 (bp)	9月变化	9/23	历史分位数	9/23	8/26	6/28	5/31	4/26	4/19	4/12	4/7	3/29	2/29	1/31	12/31	11/30	10/31	9/28	8/31	7/31
全国	8	65.98	11%	65.98	57.64	59.78	56.53	52.08	53.82	64.01	72.08	73.74	74.76	70.57	88.9	76.23	97.16	105.63	100	125.87
上海	5	45.47	7%	45.47	40.62	41.2	35.49	50.9	51.78	60.92	69.99	72.23	71.82	68.29	85.84	70.43	88.41	94.49	88.33	110.24
广东	7	48.77	9%	48.77	42.25	41.31	35.88	60.94	64.27	62.57	82.88	83.25	87.18	90.55	103.48	87.24	103.61	119.89	110.72	135.87
北京	5	48.13	7%	48.13	43.54	42.88	41.36	37.38	37.70	46.81	55.64	56.93	55.03	48.69	53.86	43.68	49.36	50.15	46.6	56.66
福建	6	50.8	9%	50.8	44.8	44.15	39.88	53.02	56.00	65.16	73.6	75.57	74.87	70.66	92.1	80.69	110.91	120.6	111.14	138.24
浙江	7	55.51	10%	55.51	48.71	47.72	43.04	52.19	52.26	62.50	70.99	73.30	79.71	67.85	76.4	60.46	74.13	100.53	93.62	105.7
江苏	7	58.75	10%	58.75	51.65	51.77	46.35	51.74	53.54	63.26	71.15	73.16	73.39	70.18	85.03	71.42	94.03	101.19	95.1	122.05
山西	9	61.74	12%	61.74	52.93	52.15	46.87	43.79	44.32	54.09	63.1	65.41	62.50	59.31	71.78	58.92	72.83	74.87	67.3	85.26
安徽	7	60.02	10%	60.02	53.01	52.25	47.88	51.67	53.30	62.94	72.02	74.04	72.99	70.13	86.34	73.56	97.83	104.35	95.84	122.91
湖北	7	59.71	10%	59.71	52.25	52.99	49.9	62.78	59.84	69.49	81.6	82.38	79.00	70.36	99.3	74.99	106.9	145.78	168.03	460.15
海南	4	61.03	8%	61.03	56.69	54.27	49.62	66.52	68.84	79.15	85.91	88.15	86.35	87.98	115.35	106.03	142.4	170.6	199.27	242.06
河南	9	63.7	12%	63.7	54.95	54.85	50.98	39.04	40.73	48.92	59.07	59.92	57.57	51.36	58.87	50.82	57.89	56.89	51.13	62.76
河北	8	57	11%	57	49.1	55.42	50	102.27	101.61	107.26	122.06	117.41	149.83	260.68	500.87	597.22	761.84	792.75	847.99	872.39
新疆	10	64.9	12%	64.9	55.06	56.46	51.06	275.81	275.05	291.15	291.13	296.92	321.78	367.09	462.69	541.64	628.52	647.62	636.74	643.37
江西	8	63.35	11%	63.35	54.93	57.06	54.83	53.34	53.67	63.91	77.31	78.14	77.35	75.1	106.69	118.75	163.2	181.74	186.54	200.4
吉林	11	68.15	14%	68.15	57.57	58.98	55.1	45.61	47.24	56.87	66.52	68.65	67.34	61.51	77.77	64.89	81.89	84.02	75.52	98.34
湖南	8	66.01	11%	66.01	58.04	60.22	57.51	53.7	58.17	69.97	80.41	82.54	75.78	80.59	127.72	125.40	215.46	236.92	236.77	298.73
云南	10	69.21	13%	69.21	59.56	62.32	59.07	56.4	58.94	68.82	77.75	79.55	78.57	76.84	99.65	90.54	122.93	133.47	128.12	162.7
四川	8	70.48	11%	70.48	62.26	65.84	64.72	68.71	71.85	82.74	91.94	92.23	96.36	99.84	127.01	122.23	154.85	168.61	168.41	196.14
重庆	10	73.77	13%	73.77	63.52	67.33	65.81	66.7	69.07	79.14	88.24	90.72	92.89	90.69	116.51	110.94	154.19	176.65	184.18	217.81
天津	18	83.25	21%	83.25	65.36	68.95	66.29	39.99	40.54	49.00	58.23	59.27	56.73	52.71	60.91	52.86	59.08	59.26	52.4	62.32
甘肃	6	73.01	8%	73.01	67.27	70.86	63.84	119.09	124.14	132.93	144.84	143.06	154.21	151.45	185.19	177.58	214.7	242.65	273.56	316.25
陕西	10	78.89	13%	78.89	68.9	73.68	71.87	129.93	124.38	126.12	129.89	131.24	132.08	151.9	264.22	319.56	468.57	508.57	497.16	529.58
宁夏	13	85.12	16%	85.12	72.19	76.72	73.84	128.44	131.20	142.72	146.81	149.24	149.03	162.66	219.4	263.19	302.49	318.64	340.53	372.67
山东	10	78.67	13%	78.67	68.8	76.92	75.82	55.92	58.71	66.92	77.02	78.77	79.79	75.55	99.39	87.12	119.45	134.48	128.55	165.46
内蒙古	7	80.13	10%	80.13	73.13	77.97	66.48	46.05	48.22	57.49	65.63	67.58	64.69	62.88	77.22	65.20	79.89	83.22	74.12	94.31
广西	13	96.13	16%	96.13	82.72	96.26	97.89	62.46	65.00	75.65	83.57	84.93	85.72	85.02	109.91	96.95	133.29	157.66	172.64	217.24
贵州	20	112.5	23%	112.5	92.22	106.77	109.94	80.07	80.92	91.90	102.77	102.17	86.96	87.64	182.02	257.00	335.38	391.81	383.56	396.11
黑龙江	6	110.44	9%	110.44	104.54	117.13	121.59	49.74	50.86	59.78	69.53	71.65	71.10	65.84	80.92	66.84	81.49	86.58	78.63	103.38
青海	25	126.93	28%	126.93	102.11	119.47	118.53	123.76	128.27	136.64	145.68	146.18	167.19	186.05	248.22	267.18	328.47	340.17	343.68	372.13
辽宁	4	120.15	6%	120.15	116.64	143.88	140.94	44.9	46.76	58.53	66.06	68.10	67.81	68.4	84.88	78.81	94.9	90.33	77.29	103.47
贵州	12	175.21	15%	175.21	162.74	193.99	202.85	76.54	78.81	88.40	95.77	98.28	99.69	95.76	140.95	127.18	196.79	210.36	205.08	240.53

注: 1、利差分位数取自近 1 年以来; 2、重点省份加粗列示

资料来源: 企业预警通, 浙商证券研究所

分隐含评级来看, 9月调整主要集中在 AA 及以下评级城投债, 尾部调整力度加大。全国范围来看, AAA、AA+、AA、AA(2)、AA- 评级利差分别环比走扩 5bp、6bp、7bp、8

bp 和 19bp，其中天津 AA 级城投债回调 21bp、云南 AA(2) 级城投债回调 16bp、内蒙 AA- 级城投债回调 46bp，弱省份低等级城投债估值加速调整。

图15： 各省城投债信用利差分隐含评级统计

省份	20240923信用利差 (bp)						近一月变动 (bp)						20240923历史分位数 (%)					
	全部	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	全部	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-	全部	AAA	AA+	AA	AA(2)	AA-
全国	66	37	46	56	70	116	8	5	6	7	8	19	11.21	6.66	8.05	10.04	11.21	22.53
上海市	45	41	46	51	61	-	5	5	5	5	9	-	7.3	7.63	7.13	8.16	13.93	-
广东省	49	35	50	61	67	-	7	4	7	9	7	-	8.98	6.12	8.88	11.81	10.18	-
北京市	48	41	47	59	-	-	5	3	6	5	-	-	7	4.84	8.12	8.02	-	-
福建省	51	33	46	54	63	132	6	5	5	6	7	5	8.7	6.95	7.57	9.57	10.19	8.84
浙江省	56	38	46	53	65	93	7	4	5	6	8	16	9.89	6.09	7.71	9.64	11.88	19.2
江苏省	59	40	46	54	65	87	7	6	6	6	7	16	10.09	7.18	8.22	9.59	10.65	19.38
山西省	62	-	43	55	65	91	9	-	4	7	9	21	11.87	-	7.48	9.37	12.22	25.06
安徽省	60	33	55	53	67	88	7	4	8	6	8	12	10.14	6.25	9.86	8.82	11.42	15.04
湖北省	60	38	47	57	70	93	7	6	6	7	8	16	10.16	7.68	8.12	10.34	11.15	17.6
海南省	61	-	-	-	61	-	4	-	-	-	4	-	8.42	-	-	-	8.42	-
河北省	64	33	43	58	70	94	9	5	4	3	8	23	11.67	7.21	5.99	6.33	11.52	27.02
西藏	57	-	75	55	74	-	8	-	6	8	9	-	11.11	-	8.89	11.22	14.07	-
新疆	65	-	53	70	66	92	10	-	8	6	10	19	12.48	-	9.66	8.39	12.45	22.91
江西省	63	35	44	52	71	99	8	4	6	6	8	20	11.11	4.27	8.26	9.44	11.29	22.69
吉林省	68	-	-	-	61	94	11	-	-	-	8	19	14.07	-	-	-	11.7	23.05
湖南省	66	35	45	55	68	102	8	2	6	7	7	17	10.71	5.38	7.91	9.64	10.27	19.96
河南省	69	40	46	58	74	107	10	4	7	8	10	22	12.7	5.26	8.48	10.61	12.72	25.61
四川省	70	39	43	54	76	117	8	6	6	6	7	18	11.2	8.28	8.07	8.95	10.29	21.74
重庆市	74	40	44	55	73	102	10	7	6	6	9	17	13.28	8.84	8.29	8.94	11.53	20.97
天津市	83	-	-	77	73	93	18	-	-	21	6	18	20.84	-	-	23.58	9.28	21.73
甘肃省	73	-	-	61	80	137	6	-	-	5	2	8	7.9	-	-	6.02	4.94	11.37
陕西省	79	-	46	59	76	132	10	-	10	9	8	22	12.89	-	11.47	11.83	10.74	25.04
宁夏	85	-	-	54	104	98	13	-	-	7	-21	17	16.23	-	-	10.4	-16.51	20.42
山东省	79	40	49	61	79	134	10	6	6	5	9	21	12.54	7.67	8.12	8.25	11.44	24.49
内蒙古	80	-	-	-	70	170	7	-	-	-	10	46	9.88	-	-	-	13.64	47.48
广西	96	-	56	54	108	123	13	-	5	4	4	22	16	-	6.77	6.98	6.68	24.06
云南省	113	-	-	65	77	126	20	-	-	7	16	22	23.47	-	-	9.59	19.6	25.5
黑龙江省	110	-	-	-	70	150	6	-	-	-	5	7	8.97	-	-	-	7.89	10.03
青海省	127	-	-	-	-	127	25	-	-	-	-	25	28.39	-	-	-	-	28.39
辽宁省	120	-	-	-	93	151	4	-	-	-	8	-8	6.46	-	-	-	11.12	-4.4
贵州省	175	-	-	58	89	179	12	-	-	6	9	16	15.15	-	-	8.42	12.73	18.72

资料来源：企业预警通，浙商证券研究所

2.2.3 大体量城投主体收益走势如何？

梳理截至 2024 年 9 月底的 YY 主体评级为 5、6、7 级别且存续债规模超 100 亿元的前 30 大体量城投平台可以发现：

YY 评级为 5 级别主体中：整体来看收益率较 8 月底小幅下降，但部分主体不同期限收益率出现分化，1 年期压缩而 3 年期走高：例如广州科投、津城建、西安高新 1 年期债券收益率分别压缩 11bp、5bp、5bp，而 3 年期债券收益率则分别上行 3bp、11bp、7bp；其余主体中：连云港城建、上饶投控、吉林高速 3 年期收益率同样有所调整，分别上行 2bp、3bp 和 2bp。

YY 评级为 6 级别主体中：主体分化开始显现。部分主体债券收益率继续下行至较低位置：例如鹰潭国控，1 年期债券收益率下行 7bp 至 2.26%、3 年期债券收益率下行 5bp 至 2.38%；而山西建投、渤海国资、济宁城投、云南投控、景德镇文旅长短端均有不同程度走扩，其中山西建投短端调整幅度达 12bp，渤海国资、济宁城投、云南投控长端调整幅度超过 10bp。

YY 评级为 7 级别主体中：主体分化加剧。其中株洲高科收益率下行幅度较大，1 年期收益率下行 9bp 至 2.36%，3 年期收益率下行 6bp 至 2.48%；而宛州惠民、昆明安居、天保

投、柳州投控收益率上行幅度较大，前三个主体 3 年期收益率分别上行 9bp、12bp、10bp，柳州投控 1 年期收益率上行 12bp。

随着债市整体进入战略防御阶段，目前不同主体分化是主流趋势，弱资质主体长端面临的调整压力较大，后续建议对低评级 3 年期债券保持谨慎态度，考虑到短端部分主体或仍面临阶段性调整，因此对 1 年期债券同样需要择优配置，注意尾部风险。

表3: YY 评级为 5 类大体量城投平台收益率 top30

主体名称	YY 评级	省份	存续债规模 (亿元)	1 年期收益率 (%、bp)			3 年期收益率 (%、bp)		
				2024/9/23	2024/8/30	变化	2024/9/23	2024/8/30	变化
洛阳城乡建设投资集团有限公司	5-	河南省	274.95	2.26	2.30	-4	2.39	2.39	0
连云港市城建控股集团有限公司	5-	江苏省	253.20	2.26	2.29	-3	2.39	2.37	2
淄博市城市资产运营集团有限公司	5-	山东省	479.50	2.24	2.29	-5	2.40	2.39	0
洛阳城市发展投资集团有限公司	5-	河南省	230.08	2.24	2.25	-1	2.40	2.40	0
上饶投资控股集团有限公司	5-	江西省	300.33	2.24	2.31	-7	2.39	2.37	3
北京天恒置业集团有限公司	5	北京	221.96	2.24	2.29	-5	2.34	2.36	-2
西安高新控股有限公司	5-	陕西省	637.99	2.24	2.28	-5	2.46	2.38	7
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	5-	天津	1096.75	2.23	2.27	-5	2.61	2.50	11
湖北省联合发展投资集团有限公司	5-	湖北省	531.55	2.23	2.27	-4	2.38	2.39	-1
吉林省高速公路集团有限公司	5-	吉林省	402.50	2.22	2.26	-4	2.38	2.36	2
株洲市国有资产投资控股集团有限公司	5-	湖南省	223.90	2.22	2.27	-5	2.36	2.37	-1
赣州城市开发投资集团有限责任公司	5	江西省	260.67	2.22	-	-	2.42	-	-
华远国际陆港集团有限公司	5-	山西省	209.00	2.22	2.24	-3	2.38	2.38	0
广西投资集团有限公司	5-	广西壮族自治区	211.20	2.21	2.21	1	2.35	2.35	0
滁州市城市投资控股集团有限公司	5	安徽省	230.06	2.21	2.25	-4	-	2.34	-
昆山国创投资集团有限公司	5	江苏省	330.00	2.21	2.26	-5	2.29	2.34	-5
淮安市国有联合投资发展集团有限公司	5-	江苏省	243.28	2.21	2.25	-4	-	-	-
绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司	5	浙江省	242.10	2.20	2.26	-6	2.28	2.32	-3
科学城(广州)投资集团有限公司	5	广东省	223.00	2.20	2.31	-11	2.37	2.33	3
盐城市城市资产投资集团有限公司	5	江苏省	255.70	2.20	2.26	-6	2.33	-	-
泰州市交通产业集团有限公司	5	江苏省	204.38	2.20	2.26	-6	2.27	2.30	-
常德市城市建设投资集团有限公司	5-	湖南省	357.35	2.20	2.21	-1	2.28	2.33	-4
江东控股集团有限责任公司	5	安徽省	209.88	2.19	2.23	-4	-	-	-
重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	5-	重庆	265.39	2.19	2.26	-6	2.28	2.32	-4
青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司	5+	山东省	294.41	2.19	2.23	-4	2.31	2.35	-4
岳阳市城市建设投资集团有限公司	5-	湖南省	250.73	2.19	2.26	-7	2.30	2.33	-3
临沂城市建设投资集团有限公司	5	山东省	196.20	2.19	2.24	-5	-	-	-
宜昌城市发展投资集团有限公司	5	湖北省	204.04	2.18	-	-	-	2.33	-
拉萨市城市建设投资经营有限公司	5+	西藏自治区	250.36	2.18	2.26	-8	2.30	2.35	-5
江苏武进经济发展集团有限公司	5+	江苏省	241.40	2.18	2.21	-3	2.28	2.31	-4

资料来源: WIND, 企业预警通, 浙商证券研究所

表4: YY 评级为 6 类大体量城投平台收益率 top30

主体名称	YY 评级	省份	存续债规模 (亿元)	1 年期收益率 (%、bp)			3 年期收益率 (%、bp)		
				2024/9/23	2024/8/30	变化	2024/9/23	2024/8/30	变化
陕西建工控股集团有限公司	6-	陕西省	174.00	2.67	-	-	2.81	2.79	2

景德镇陶文旅游控股集团有限公司	6-	江西省	189.07	2.51	2.45	6	2.74	2.69	5
山西建设投资集团有限公司	6	山西省	227.02	2.49	2.36	12	-	-	-
天津渤海国有资产经营管理集团有限公司	6	天津	230.70	2.40	2.32	9	2.67	2.56	11
景德镇市国资运营投资控股集团有限公司	6-	江西省	176.00	2.37	2.37	0	2.50	2.51	-1
云南省建设投资控股集团有限公司	6-	云南省	262.07	2.37	2.40	-3	2.63	2.59	5
潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	6	山东省	248.35	2.36	2.35	1	2.48	2.41	7
济宁城投控股集团有限公司	6+	山东省	184.60	2.35	2.29	6	2.54	2.44	11
河南航空港投资集团有限公司	6+	河南省	676.90	2.31	2.36	-5	2.47	2.42	6
云南省投资控股集团有限公司	6+	云南省	465.01	2.31	2.31	0	2.74	2.55	19
重庆市涪陵区新城区开发(集团)有限公司	6-	重庆	158.45	2.31	2.37	-6	2.41	2.41	0
重庆迈瑞城市建设投资有限责任公司	6-	重庆	168.32	2.30	2.33	-2	2.52	2.53	0
荆门市城市建设投资有限公司	6	湖北省	172.52	2.30	2.31	-1	2.41	2.36	5
商丘市发展投资集团有限公司	6	河南省	157.29	2.30	2.35	-5	2.45	2.46	-2
三门峡市投资集团有限公司	6-	河南省	173.90	2.30	2.32	-2	-	-	-
黄石市城市发展投资集团有限公司	6	湖北省	338.12	2.30	2.33	-4	2.51	2.52	-1
抚州市市属国有资产投资控股集团有限公司	6+	江西省	197.70	2.27	2.30	-4	2.37	2.36	1
镇江交通产业集团有限公司	6	江苏省	164.28	2.27	2.31	-5	2.41	2.42	-1
淮北市建投控股集团有限公司	6-	安徽省	299.18	2.27	2.31	-4	2.41	2.39	2
成都经开产业投资集团有限公司	6+	四川省	213.47	2.26	2.31	-5	2.39	2.41	-2
南京溧水经济技术开发区集团有限公司	6+	江苏省	287.78	2.26	2.30	-4	2.38	2.39	-1
鹰潭市国有控股集团有限公司	6	江西省	160.28	2.26	2.33	-7	2.38	2.43	-5
天津滨海新区建设投资集团有限公司	6-	天津	297.25	2.26	2.32	-6	2.59	2.57	2
陕西西咸新区发展集团有限公司	6-	陕西省	190.00	2.26	2.32	-6	-	-	-
江苏华靖资产经营有限公司	6	江苏省	176.60	2.26	2.31	-5	2.41	2.39	1
重庆市南部新城产业投资集团有限公司	6	重庆	294.07	2.26	2.31	-5	2.44	2.44	0
株洲市城市建设发展集团有限公司	6+	湖南省	326.00	2.25	2.30	-5	2.39	2.39	0
青岛胶州城市发展投资有限公司	6+	山东省	203.00	2.25	2.30	-5	2.45	2.45	0
常德市经济建设投资集团有限公司	6+	湖南省	286.18	2.25	2.28	-3	2.31	2.31	0
淮南建设发展控股(集团)有限公司	6	安徽省	209.35	2.25	2.30	-6	2.39	2.40	-1

资料来源: WIND, 企业预警通, 浙商证券研究所

表5: YY评级为7类大体量城投平台收益率 top30

主体名称	YY评级	省份	存续债规模(亿元)	1年期收益率(%, bp)			3年期收益率(%, bp)		
				2024/9/23	2024/8/30	变化	2024/9/23	2024/8/30	变化
贵州贵安发展集团有限公司	7-	贵州省	186.15	3.29	3.24	4	-	-	-
济宁市兖州区惠民城建投资有限公司	7-	山东省	174.53	2.84	2.82	3	3.08	2.99	9
昆明市安居集团有限公司	7	云南省	156.64	2.84	2.81	2	3.12	3.00	12
广西柳州市投资控股集团有限公司	7-	广西壮族自治区	170.01	2.76	2.65	12	-	-	-
邹城市城资控股集团有限公司	7	山东省	129.21	2.63	2.65	-2	-	-	-
天津保税区投资控股集团有限公司	7-	天津	273.80	2.48	2.42	6	2.66	2.56	10
重庆长寿投资发展集团有限公司	7	重庆	159.45	2.47	2.45	2	2.65	2.62	3
曹妃甸国控投资集团有限公司	7+	河北省	228.37	2.47	2.46	1	2.60	2.58	3
重庆市合川工业投资(集团)有限公司	7	重庆	168.62	2.42	2.43	-2	2.57	2.56	1
咸宁高新投资集团有限公司	7-	湖北省	103.02	2.41	2.37	5	2.54	2.50	4

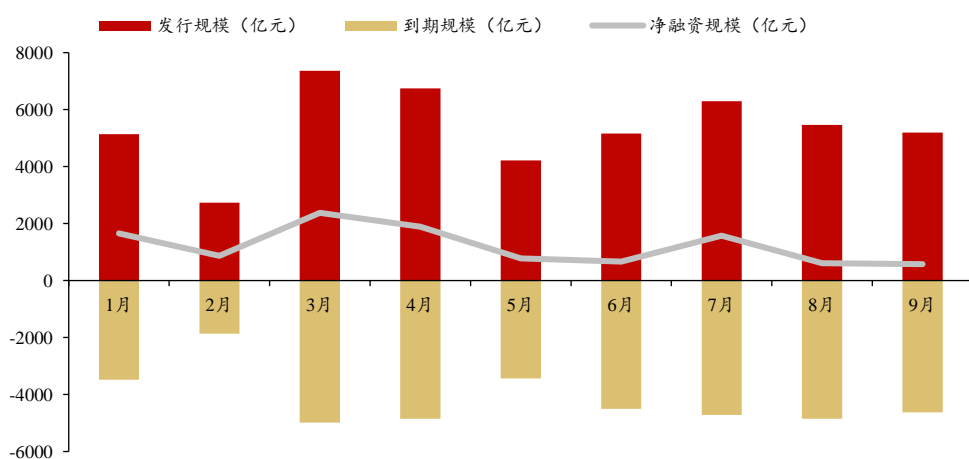
重庆长寿开发投资(集团)有限公司	7	重庆	272.80	2.40	2.44	-4	2.66	2.60	6
重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司	7+	重庆	222.45	2.39	2.33	6	2.66	2.57	9
萍乡创新发展投资集团有限公司	7-	江西省	107.21	2.37	2.39	-2	2.58	2.57	1
株洲高科集团有限公司	7	湖南省	253.20	2.36	2.45	-9	2.48	2.54	-6
盐城市国有资产投资集团有限公司	7+	江苏省	193.94	2.35	2.38	-3	2.50	2.51	-1
重庆万州经济技术开发区(集团)有限公司	7	重庆	230.32	2.34	2.39	-5	2.51	2.51	0
邵阳市城市建设投资经营集团有限公司	7+	湖南省	155.14	2.32	2.36	-4	-	-	-
江苏瀚瑞投资控股有限公司	7+	江苏省	207.17	2.31	2.36	-4	2.45	2.44	1
盐城高新区投资集团有限公司	7	江苏省	176.29	2.31	2.37	-6	2.43	2.43	0
泰州华信药业投资有限公司	7-	江苏省	173.73	2.30	2.30	0	2.49	2.51	-2
兴化市城市建设投资有限公司	7+	江苏省	110.22	2.26	2.31	-5	2.28	2.32	-4
江苏方洋集团有限公司	7	江苏省	118.50	2.26	2.32	-6	2.39	2.39	0
赣州建控投资控股集团集团有限公司	7+	江西省	169.07	2.26	2.31	-5	2.40	2.42	-2
淮安开发控股有限公司	7+	江苏省	227.25	2.26	2.31	-5	2.35	2.37	-2
盐城东方投资开发集团有限公司	7+	江苏省	133.90	2.25	2.30	-5	2.40	2.42	-2
江苏高淳经济开发区开发集团有限公司	7+	江苏省	132.10	2.25	2.30	-5	2.36	2.36	0
江苏新海连发展集团有限公司	7+	江苏省	158.19	2.23	2.28	-5	2.37	2.36	1
宁乡经济技术开发区建设投资有限公司	7+	湖南省	105.93	2.23	2.26	-2	2.37	2.37	0
浙江安吉国控建设发展集团有限公司	7+	浙江省	134.57	2.22	2.26	-4	2.31	2.32	-1
常德市德源投资集团有限公司	7+	湖南省	101.84	-	2.32	-	2.33	2.35	-3

资料来源: WIND, 企业预警通, 浙商证券研究所

3 产业债: 聚焦超长信用债和央国企主体

发行和到期规模环比略有下降, 继续保持低速净增态势。2024年5月以来, 产业债发行规模逐渐走高, 但受集中到期影响, 净融资规模相对不大, 9月以来发行规模环比回落, 净融资规模为576.49亿元。

图16: 2024年以来产业债净融资情况



资料来源: DM, 浙商证券研究所

注: 发行及到期规模包括银行业数据

产业债整体回调幅度加大，但不同行业走势分化明显。具体来看，房地产、医药生物、休闲服务行业本月回调幅度分别为 17bp、14bp、17bp，利差水平居于高位，房地产行业利差已突破 70bp；银行、高速公路行业仍受到青睐，信用利差水平最低，且回调幅度在 10bp 以内。

图17: 各行业产业债信用利差统计 (bp)

行业利差统计	9月变化	9/23	8/23	8/16	8/9	8/2	7/26	6/28	5/31	4/30	3/29	2/29	1/31	12/29	11/30	10/31	9/28	8/31	7/31
房地产	17	71	60	55	54	57	54	68	72	86	93	82	86	113	109	118	113	110	102
医药生物	14	63	55	44	45	49	49	55	57	62	74	67	57	66	54	65	65	62	81
城投	15	58	47	43	42	44	43	51	47	59	73	70	70	88	77	102	109	102	124
休闲服务	17	57	47	42	39	42	40	51	46	52	73	68	65	77	69	83	84	77	85
机械设备	12	53	44	40	41	45	41	50	44	49	64	61	56	61	50	57	63	58	66
化工	13	52	46	42	40	43	39	48	41	49	63	57	52	68	65	76	76	72	91
商业贸易	14	51	45	40	37	41	37	47	43	48	64	59	55	64	62	74	70	63	78
煤炭开采	13	50	44	39	37	40	37	44	40	46	64	57	51	65	56	72	72	66	75
钢铁	11	50	45	39	37	41	39	46	45	49	65	56	56	76	68	84	85	82	97
综合	14	49	42	38	35	39	35	45	42	47	65	59	58	69	63	78	77	71	77
建筑装饰	13	48	41	35	34	38	35	42	38	47	64	55	53	65	59	74	73	64	78
采掘	14	48	41	37	34	38	34	42	38	45	62	54	50	62	51	67	67	61	73
汽车	12	48	41	40	37	41	36	47	41	46	65	56	54	63	55	72	69	62	70
有色金属	11	45	40	35	32	36	34	42	38	44	62	55	50	59	51	61	61	59	65
非银金融	15	45	38	31	30	32	30	37	34	43	57	51	50	59	48	56	59	54	61
建筑材料	11	45	41	37	33	37	34	42	36	44	61	53	50	57	48	59	58	55	61
水泥制造	11	44	38	35	31	35	33	41	35	42	60	51	48	57	47	58	57	54	58
食品饮料	13	42	35	29	28	32	29	35	33	39	54	47	45	51	50	58	54	51	58
港口	11	41	37	30	29	32	30	36	33	39	57	51	49	51	46	51	50	49	61
交通运输	10	40	37	32	30	33	30	37	33	39	55	49	46	49	45	52	50	47	58
公用事业	11	40	35	30	27	32	29	36	30	39	55	45	45	54	41	51	50	47	52
电力	11	39	33	30	27	31	28	35	29	39	54	44	44	53	40	50	49	46	49
高速公路	9	38	36	30	29	32	29	36	31	38	52	40	42	47	42	47	45	42	53
银行	8	30	29	24	23	25	22	27	27	33	43	38	31	38	32	34	35	42	45

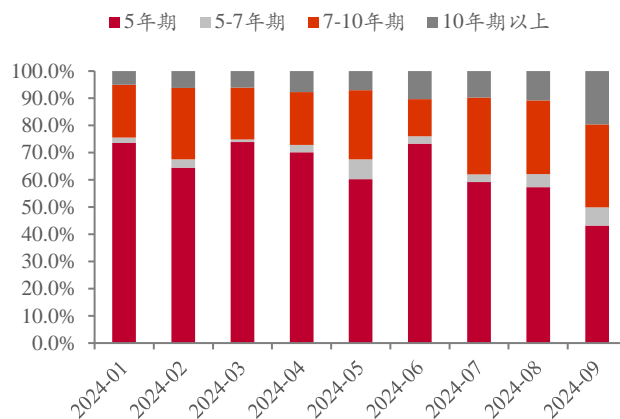
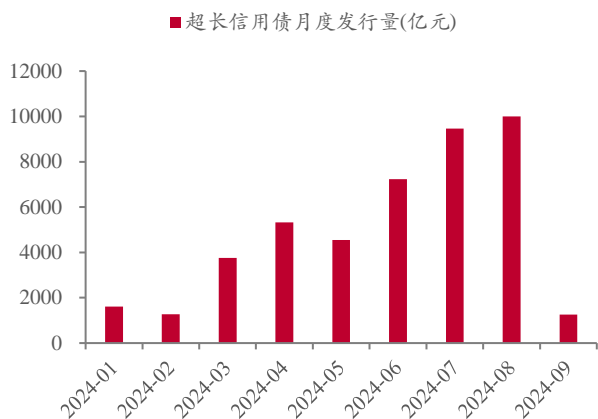
资料来源: DM, 浙商证券研究所

3.1 超长期信用债: 低利率+降息影响下, 关注长端利差压缩

一级发行方面, 截至 2024 年 9 月 23 日, 行权发行期限在 5 年及以上的超长期信用债发行规模仅为 1255.12 亿元, 发行量较 8 月大幅下降, 与今年 2 月水平类似。超长期信用债期限结构发生较大变化: 与今年前 8 个月相比, 9 月份发行的超长期信用债期限拉长, 5 年期债券发行占比为 43.2%, 10 年期以上债券发行占比上升 13.5%, 整体缩量态势下仅优质主体仍可成功发行, 而优质主体发行债项的期限普遍偏长, 故长债发行占比提升。

图18: 2024 年以来超长期信用债发行规模统计 (亿元)

图19: 不同期限超长期信用债发行占比 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

二级成交方面，换手率跌至2月份以来最低水平。受市场回调影响，自8月份开始，市场对于超长债不同期限的偏好出现分化，5~7Y品种换手率大幅提升，而7年以上品种换手率快速下降；9月以来流动性风险进一步暴露，7Y以上期限债券换手率较8月份普遍降低50个百分点左右，15-20Y期、20Y及以上换手率已分别降至3.63%、1.62%，回归至2023年1月水平，长端流动性风险加大。

表6: 2022年以来超长期信用债换手率变化情况

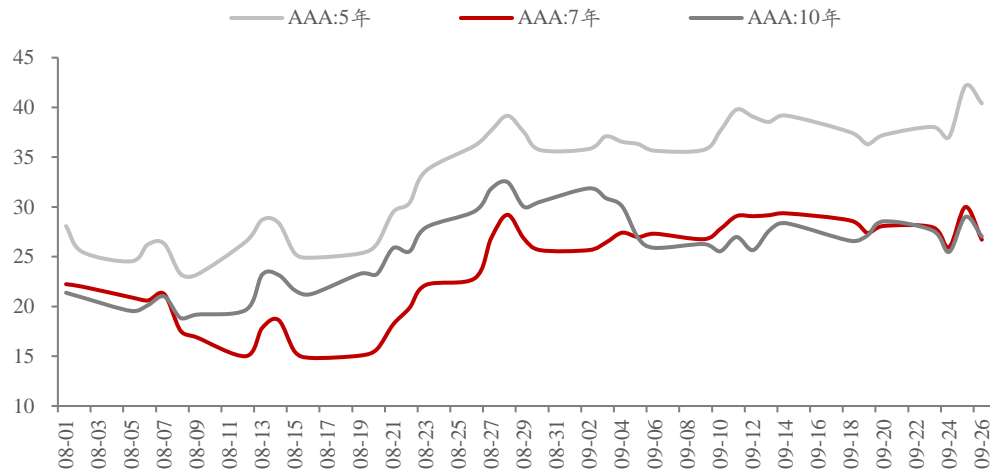
日期	合计	5Y-7Y	7Y-10Y	10Y-15Y	15Y-20Y	20Y及以上
2022/01	0.00%	-	0.00%	-	-	-
2022/02	0.15%	0.00%	0.20%	-	0.00%	0.00%
2022/03	0.00%	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/04	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/05	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/06	2.18%	0.00%	2.85%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/07	28.35%	16.99%	33.76%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/08	19.37%	25.59%	17.25%	17.20%	0.00%	0.00%
2022/09	13.14%	16.59%	12.09%	0.00%	0.00%	0.00%
2022/10	14.24%	8.67%	17.37%	0.00%	0.00%	14.10%
2022/11	18.57%	7.66%	22.49%	0.88%	21.10%	29.06%
2022/12	7.17%	9.82%	4.87%	0.00%	0.00%	13.87%
2023/01	3.71%	6.67%	3.11%	0.00%	4.65%	1.39%
2023/02	7.50%	3.38%	9.61%	0.00%	14.78%	0.53%
2023/03	7.67%	9.19%	4.44%	59.30%	5.56%	12.63%
2023/04	6.96%	5.99%	6.16%	3.42%	21.59%	3.29%
2023/05	5.01%	3.35%	3.77%	0.00%	1.50%	12.30%
2023/06	4.05%	3.55%	4.74%	0.00%	2.09%	3.90%
2023/07	7.46%	5.04%	9.37%	0.00%	1.19%	7.70%
2023/08	4.72%	4.28%	6.01%	3.57%	1.10%	2.70%
2023/09	4.55%	5.25%	4.37%	1.59%	2.50%	5.49%
2023/10	3.69%	3.59%	3.07%	0.00%	0.31%	6.95%
2023/11	3.93%	3.73%	4.64%	15.92%	1.79%	2.06%
2023/12	3.87%	3.56%	4.24%	5.29%	0.74%	4.17%
2024/01	6.86%	6.34%	5.85%	35.84%	13.65%	2.85%
2024/02	24.85%	17.93%	29.20%	45.20%	11.99%	1.09%
2024/03	18.15%	16.23%	23.04%	17.98%	11.24%	1.78%
2024/04	28.48%	20.95%	32.85%	31.45%	23.14%	10.99%
2024/05	47.77%	55.18%	56.28%	32.16%	36.61%	16.67%
2024/06	21.78%	33.38%	25.80%	13.07%	7.51%	6.56%
2024/07	27.34%	37.89%	31.89%	19.86%	12.93%	8.12%
2024/08	28.96%	45.26%	34.36%	21.02%	7.81%	3.46%
2024/09	16.79%	48.51%	16.76%	12.81%	3.63%	1.62%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

二级利差方面，截至2024年9月23日，5年期、7年期、10年期AAA级产业债收益率分别为2.23%、2.29%、2.39%；利差分别较上月变化2bp、2bp、-3bp；从当前时点来看，超长期信用债除5-7Y外的其他各期限品种均面临流动性收紧风险，短期或将继续调整，但

在低利率和 9 月底降息政策的影响下，未来收益率中枢将进一步下行，市场继续向长端要收益或是较大概率事件，因此长端信用利差有望再度压缩，对于配置盘而言，超长期信用债择机拉久期或是可行思路。

图20: 8 月份以来不同期限中短票据利差走势对比 (bp)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 央企债：利差调整到位，久期适度拉长

观察央企及其下辖子公司的收益率情况，2024 年 9 月收益率排名靠前的主体中，多数央企主体收益率小幅下行，且 3 年期收益率下行幅度相对更大，普遍在 5~8bp 区间。央企子公司资质相对更弱，1 年期和 3 年期收益率更高，在 9 月份的收益率修复行情中，部分主体出现分化，地产类主体的收益率普遍出现一定程度上行，行情转弱时期机构选择卖出，市场情绪转弱，后续可能仍面临一定调整。

整体来看，央企主体在本轮回调中防御属性更加明显，9 月份收益率小幅下行，信用利差则连续回调近一个月时间，当前处于今年 2 季度以来的高点，已较大概率调整到位，建议久期适度拉长，关注存在利差压缩空间的主体。主体层面，华侨城集团 1 年期收益率 2.63%、中国盐业 1 年期收益率 2.15%；3 年期债券中，华侨城集团、中国盐业、中国供销集团、中国有色收益率较高，收益率均在 2.15% 以上，可重点关注。

表7: 截至 2024 年 9 月 23 日部分央企平台收益率情况 (亿元、%)

央企名称	行业	存续债余额	YY 评级	1 年期收益率 (%、bp)			3 年期收益率 (%、bp)			总资产	资产负债率
				9/23	8/30	变化	9/23	8/30	变化		
华侨城集团有限公司	纺织服饰	414	4-	2.63	2.68	-5	3.47	3.55	-8	5338.7	77.2
中国盐业集团有限公司	基础化工	57	4-	2.15	2.21	-6	2.26	2.29	-3	552.1	56.6
中国供销集团有限公司	商贸零售	85	5-	2.12	2.15	-4	2.22	2.30	-7	2035.0	80.8
中国科学院控股有限公司	有色金属	46	4-	2.10	2.15	-4	-	-	-	886.7	35.0
中国有色矿业集团有限公司	有色金属	198	5+	2.09	2.13	-4	2.17	2.24	-6	1244.6	65.6
中国信息通信科技集团有限公司	通信	70	3	2.08	2.13	-5	-	-	-	1291.8	52.5
中国建材集团有限公司	建筑材料	170	4+	2.08	2.08	0	2.12	-	-	7120.6	66.6
中国机械工业集团有限公司	综合	100	3	2.07	2.09	-2	-	-	-	3293.4	68.4
中国航空器材集团有限公司	交通运输	17	4-	2.07	2.08	-2	-	-	-	184.0	55.2
中国诚通控股集团有限公司	综合	1683	4+	2.06	2.10	-5	2.13	2.22	-9	6506.7	59.6
中国铝业集团有限公司	有色金属	369	4	2.05	2.08	-3	2.12	2.19	-8	6167.3	61.3

中国新控股有限责任公司	非银金融	1532	3	2.05	2.09	-5	2.11	2.19	-8	9500.3	59.5
中国通用技术(集团)控股有限责任公司	商贸零售	177	4+	2.04	2.09	-5	2.12	2.19	-7	3182.5	69.0
中国旅游集团有限公司	社会服务	130	3	2.04	2.09	-5	-	-	-	2038.2	60.9
中国南方航空集团有限公司	交通运输	96	3	2.04	2.07	-3	2.12	2.19	-7	3474.6	77.2
中国五矿集团有限公司	钢铁	170	3	2.03	2.09	-6	-	-	-	12658.0	76.4
中国黄金集团有限公司	有色金属	120	4+	2.03	2.09	-6	2.13	2.19	-6	1123.4	55.7
中国中煤能源集团有限公司	煤炭	80	3	2.03	2.10	-7	2.12	2.20	-8	5459.3	55.1
中国东方航空集团有限公司	交通运输	82	3	2.03	2.04	-2	-	-	-	3783.4	75.3
首都机场集团有限公司	交通运输	135	3	2.02	2.04	-2	2.06	2.12	-5	1876.2	56.3
中国核工业集团有限公司	综合	240	2	2.02	2.04	-2	2.07	2.14	-7	14241.2	71.3
中国交通建设集团有限公司	建筑装饰	150	2	2.01	2.06	-5	-	-	-	27401.5	76.6
招商局集团有限公司	综合	353	2	2.00	2.04	-4	-	-	-	28207.5	61.0
国家开发投资集团有限公司	综合	488	2	2.00	2.05	-5	2.07	2.14	-7	8535.1	67.9
中国华能集团有限公司	公用事业	899	2	1.99	2.04	-4	2.07	2.14	-7	15971.0	70.0
国家电力投资集团有限公司	公用事业	2391	2	1.99	2.05	-6	2.07	2.14	-8	18253.9	69.0
中国大唐集团有限公司	公用事业	1035	4	1.99	2.03	-5	2.07	2.16	-8	8805.6	70.5
中国华电集团有限公司	公用事业	670	2	1.99	2.05	-7	2.08	2.15	-7	11255.6	68.2

资料来源: Wind, 企业预警通, 浙商证券研究所; 注: 财务指标采用 2024 年半年报数据

表8: 截至 2024 年 9 月 23 日部分重点央企子公司收益率情况

央企子公司	所属行业	存续债余额 (亿元)	YY 评级	1 年期收益率 (%、bp)			3 年期收益率 (%、bp)		
				9/23	8/30	变化	9/23	8/30	变化
光大嘉宝股份有限公司	房地产	31.44	6	5.27	4.95	32	-	-	-
五矿盛世产业(北京)有限公司	房地产	20.00	6-	3.04	3.11	-7	-	-	-
诚通建设有限公司	综合	5.00	6-	2.99	3.06	-7	3.11	3.15	-3
北京易华录信息技术股份有限公司	计算机	5.00	7+	2.94	2.91	2	-	-	-
保利久联控股集团有限责任公司	基础化工	27.00	7+	2.89	2.90	-1	3.51	3.55	-4
深圳华侨城股份有限公司	房地产	37.00	5+	2.78	2.82	-3	-	-	-
中国光大实业(集团)有限责任公司	房地产	25.00	5-	2.70	2.71	-1	-	-	-
康佳集团股份有限公司	家用电器	47.00	6	2.61	2.72	-11	-	-	-
信达地产股份有限公司	房地产	175.00	5-	2.57	2.53	4	-	-	-
狮桥融资租赁(中国)有限公司	非银金融	68.23	6-	2.55	2.58	-3	-	-	-
信达投资有限公司	房地产	176.42	5+	2.52	2.55	-3	2.85	2.90	-5
中海宏洋地产集团有限公司	房地产	50.00	6+	2.50	2.55	-4	-	-	-
上海金茂投资管理集团有限公司	房地产	457.33	4	2.48	2.33	15	2.97	2.80	18
中交房地产集团有限公司	房地产	153.90	4-	2.43	2.35	8	2.57	2.65	-8
华润渝康资产管理有限公司	综合	6.75	5-	2.41	2.40	1	-	-	-
中交地产股份有限公司	房地产	107.40	5-	2.39	2.40	-1	2.91	2.95	-4
中国金茂(集团)有限公司	社会服务	21.00	4-	2.38	2.43	-5	-	-	-
中铁置业集团有限公司	房地产	35.54	6	2.38	2.39	-1	1.74	1.87	-13
保利置业集团有限公司	房地产	200.85	4	2.34	2.28	6	2.43	2.42	1
中建科技集团有限公司	建筑装饰	8.00	5-	2.34	2.39	-5	-	-	-
东方资产管理(中国)有限公司	非银金融	89.80	5-	2.33	2.39	-6	-	-	-

北京碧水源科技股份有限公司	环保	39.00	6-	2.31	2.35	-4	2.86	2.90	-4
中科实业集团(控股)有限公司	综合	1.00	5	2.30	-	-	-	-	-
中青旅控股股份有限公司	社会服务	5.00	5-	2.30	2.36	-6	-	-	-
华建国际实业(深圳)有限公司	综合	36.60	5-	2.29	-	-	-	2.45	-
中国绿发投资集团有限公司	房地产	139.10	4-	2.28	2.32	-4	2.42	2.44	-1
宝湾物流控股有限公司	交通运输	15.62	5-	2.28	2.33	-6	-	-	-
凌云工业股份有限公司	汽车	5.00	5-	2.26	2.28	-2	-	-	-
海发宝诚融资租赁有限公司	非银金融	140.37	6	2.26	2.21	5	2.36	2.34	1

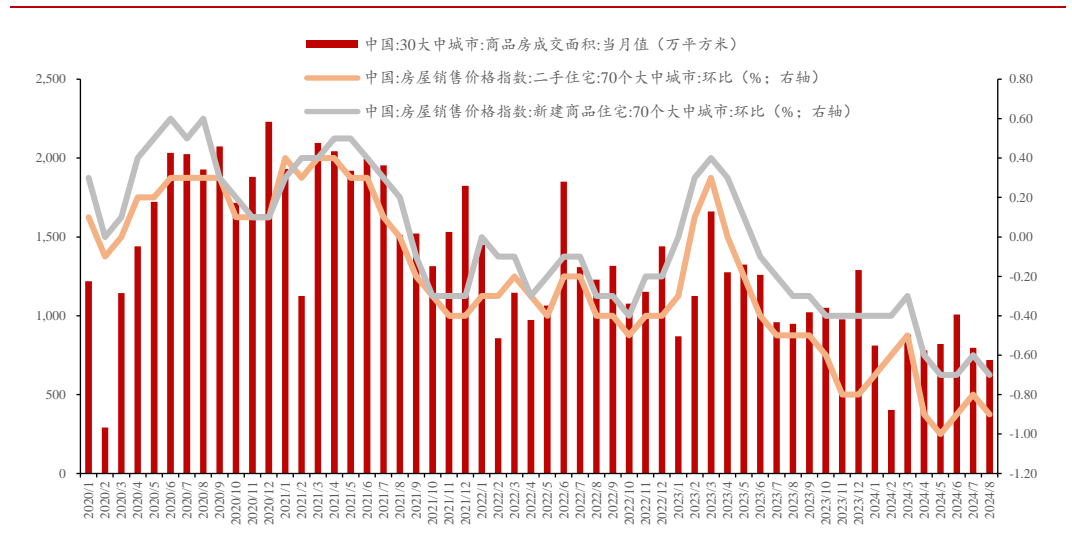
资料来源: Wind, 企业预警通, 浙商证券研究所

3.3 地产: 新政落地效果待观察, 长端谨防调整

基本面来看, 新政落地效果待观察, 房价仍在下行通道。地产成交环比持续降低, 8月份30大中城市商品房成交面积719.25万平方米, 环比降低9.74%, 较上月环比降幅收窄; 销售价格指数仍待改善, 前8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, 地产市场目前处于以价换量阶段, 企稳仍需更长时间。

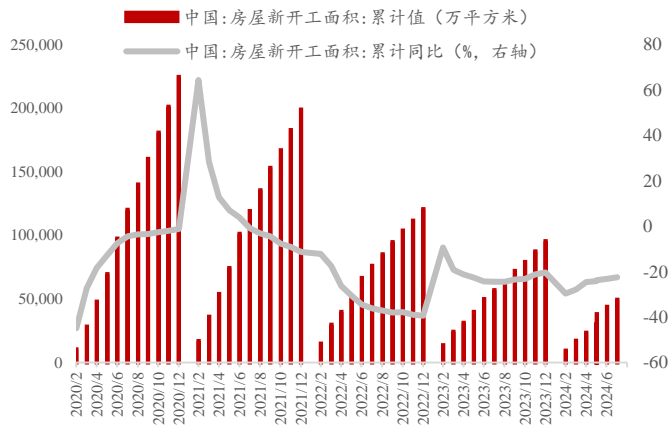
从房地产新开工情况来看, 2024年1~8月份的累计新开工面积为4.95亿平方米, 同比下降22.50%, 但自2024年2月以来该指标降幅持续收窄, 开工情况有所好转。房地产竣工情况方面, 2024年1~8月的累计房屋竣工面积为3.34亿平方米, 同比下降23.60%, 降幅高于累计新开工面积, 房屋竣工速度减缓。

图21: 我国楼市量价情况统计



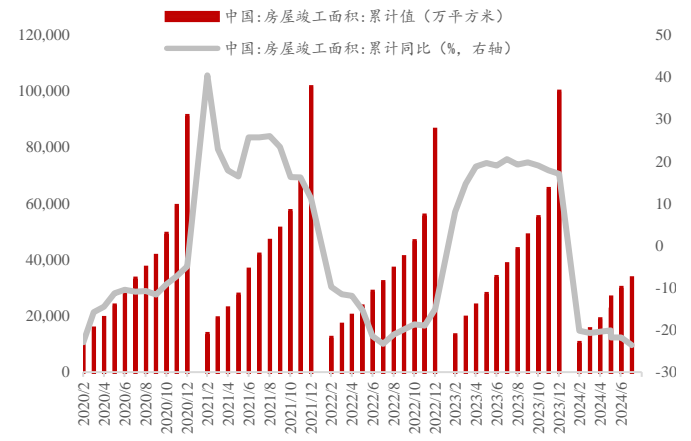
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 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

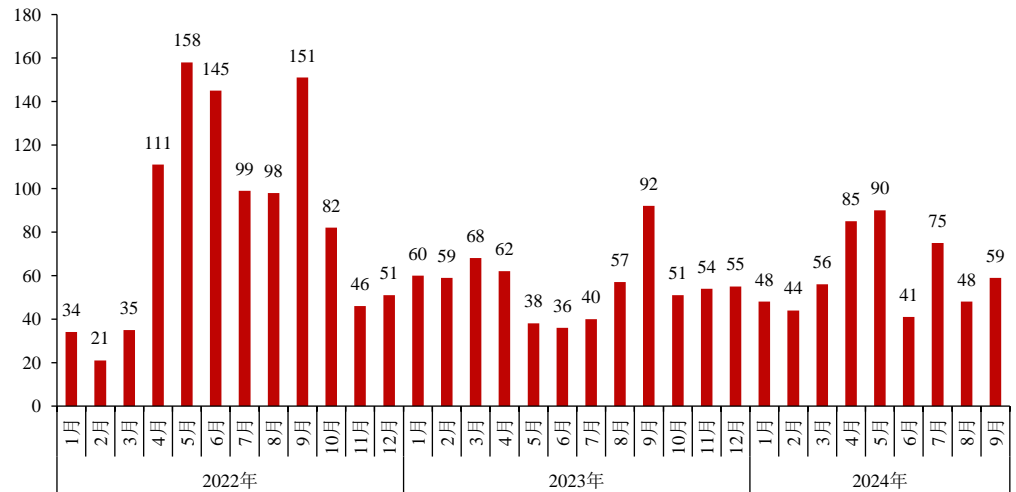
图23: 2020年以来全国房屋竣工面积统计



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

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”。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。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”。

图24: 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

注: 9月政策频次统计截至时间为9月23日

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，销售及房价跌幅有望边际收窄，房地产流动性风险得以缓释。政策支持下地产板块整体配置性价边际提升，央国企地产在信用资质、融资便利和销售层面占优，短期具备配置价值，但考虑到房价仍在下行通道，板块长端利差保护不足，需谨防调整。

从当前的收益率情况来看，9月地产债收益率均值较8月有所抬升。央国企地产债的1年期收益率略低于其他民营及公众房企，部分央国企地产主体如首开集团、珠海华发、铁建

地产及建发地产等,1年期收益率在2.2~2.4%;中冶置业、绿城地产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主体,1年期收益率超过5%,可关注。

表9: 部分未出险房企债券收益率情况(亿元、%)

发行人	企业性质	存续债规模	YY评级	1年期收益率(%,bp)			3年期收益率(%,bp)			总资产	资产负债率
				9/23	8/30	变化	9/23	8/30	变化		
万科企业股份有限公司	公众企业	488.44	6+	23.83	18.35	548	17.14	15.84	130	14,228.19	72.94
重庆龙湖企业拓展有限公司	民营企业	222.48	5-	10.54	9.59	95	12.72	11.21	151	6,206.94	65.07
光大嘉宝股份有限公司	中央国有企业	31.44	6	5.27	5.04	23	5.55	5.27	28	239.14	73.62
重庆华宇集团有限公司	民营企业	24.20	8+	4.29	4.24	5	4.75	4.61	14	697.99	54.85
华远地产股份有限公司	地方国有企业	84.26	7-	4.19	4.29	-9	4.48	4.52	-5	266.27	89.93
美的置业集团有限公司	民营企业	155.45	6+	4.12	4.18	-6	4.32	-	-	1,868.51	71.06
杭州滨江房产集团股份有限公司	民营企业	62.00	6+	3.95	3.99	-4	4.22	4.21	2	2,829.21	79.23
格力地产股份有限公司	地方国有企业	14.20	6-	3.46	3.41	5	3.92	3.78	14	246.68	80.65
绿城房地产集团有限公司	中央国有企业	284.00	4-	3.14	3.07	7	-	-	-	5,233.42	78.77
五矿盛世广业(北京)有限公司	中央国有企业	20.00	6-	3.05	3.11	-6	3.34	3.35	-1	318.04	43.64
中冶置业集团有限公司	中央国有企业	33.00	5-	2.85	2.83	2	3.14	3.07	7	902.40	93.41
深圳华侨城股份有限公司	中央国有企业	38.00	5+	2.81	2.88	-6	2.85	2.98	-13	3,531.21	76.09
北京首都开发股份有限公司	地方国有企业	650.19	5+	2.61	2.43	19	3.03	-	-	2,414.08	75.03
信达地产股份有限公司	中央国有企业	175.00	5-	2.56	2.51	5	2.82	2.87	-5	792.88	68.37
深圳市振业(集团)股份有限公司	地方国有企业	23.25	5	2.47	2.57	-10	2.76	2.81	-5	225.87	68.89
中交房地产集团有限公司	中央国有企业	153.90	4-	2.47	2.44	3	2.59	2.68	-9	6,791.98	81.22
信达投资有限公司	中央国有企业	176.42	5+	2.43	2.48	-5	2.88	2.94	-6	1,529.16	73.20
中交地产股份有限公司	中央国有企业	107.40	5-	2.42	2.45	-2	2.89	2.94	-5	1,159.11	85.33
建发房地产集团有限公司	地方国有企业	284.50	5	2.41	2.43	-2	2.60	-	-	4,825.80	76.18
联发集团有限公司	地方国有企业	138.20	5-	2.41	2.40	1	2.69	2.63	6	1,138.09	72.25
中铁置业集团有限公司	中央国有企业	35.54	6	2.40	2.43	-3	2.46	2.53	-8	1,733.79	75.24
北京电子城高科技集团股份有限公司	地方国有企业	48.00	5-	2.38	2.40	-2	2.67	2.64	3	187.93	59.25
光明房地产集团股份有限公司	地方国有企业	77.80	5-	2.37	2.46	-9	2.88	-	-	631.52	81.77
保利置业集团有限公司(上海)	中央国有企业	200.85	5	2.36	2.33	3	2.44	2.42	2	1,695.35	84.10
南京高科股份有限公司	地方国有企业	27.50	5	2.32	2.37	-5	2.44	2.48	-4	385.35	49.16
广州珠江实业集团有限公司	地方国有企业	193.50	5+	2.32	2.35	-3	3.07	-	-	1,281.62	73.86
中国绿发投资集团有限公司	中央国有企业	139.10	4-	2.31	2.37	-6	2.50	-	-	2,497.04	59.40
北京首都开发控股(集团)有限公司	地方国有企业	66.97	4-	2.30	2.34	-4	2.43	2.54	-11	2,954.80	77.89
珠海华发实业股份有限公司	地方国有企业	374.84	5-	2.28	2.33	-5	2.78	2.83	-5	4,442.34	69.77
中国铁建房地产集团有限公司	中央国有企业	397.90	5-	2.27	2.27	-1	2.34	2.38	-4	2,349.75	79.36

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 财务指标采用2024年半年报数据

3.4 煤炭、钢铁债: 基本面未有明显变化, 关注长端走势

9月以来, 煤炭和钢铁行业央企主体的收益率小幅下行, 估值有所修复, 但9月中旬国内开收益率快速下行导致行业利差被动走扩, 当前利差处于全年的相对高位。

钢铁行业存量债券规模较大的主体中: 山东钢铁、河钢集团、首钢集团1年期收益率分别下行9bp、5bp、9bp, 3年期收益率分别下行5bp、2bp、10bp, 修复力度相对较大, 可关注; 煤炭债方面: 晋控煤业、山东能源、陕煤化存量债规模较大, 且收益率普遍下行10bp左右, 建议关注。

当前来看，煤炭行业基本面未发生显著变化，待长端利差调整到位，可择机加仓；钢铁行业方面，考虑到当前钢价承压，下游尚未有实质改善，长端或仍面临调整，建议继续观察，并适度降低久期。此外值得注意的是，未来钢铁行业主体的短债存续规模将继续减少，因此从配置角度来看，短久期钢铁债可选范围将收窄，久期或被动拉长。

表10: 部分重点钢铁主体收益率情况 (亿元、%)

债务主体	存续债余额	企业性质	YY 评级	1年期收益率 (%、bp)			3年期收益率 (%、bp)			总资产	资产负债率
				9/23	8/30	变化	9/23	8/30	变化		
山东钢铁集团有限公司	462.71	地方国有企业	6+	2.15	2.24	-9	2.36	2.41	-5	1768.18	84.95
河钢集团有限公司	900.00	地方国有企业	5-	2.13	2.18	-5	2.40	2.42	-2	5493.19	74.92
河钢股份有限公司	168.00	地方国有企业	5-	2.09	2.18	-9	-	-	-	2692.42	74.53
福建省冶金(控股)有限责任公司	77.00	地方国有企业	4	2.09	2.18	-9	2.18	2.27	-9	1358.40	58.30
鞍钢股份有限公司	3.00	中央企业	5	2.08	2.18	-10	-	-	-	967.02	45.15
首钢集团有限公司	750.00	地方国有企业	4	2.06	2.15	-9	2.15	2.25	-10	5204.89	66.28
江苏永钢集团有限公司	13.50	私营	6	-	-	-	3.90	3.99	-9	719.52	57.10
内蒙古包钢钢联股份有限公司	15.60	地方国有企业	6-	-	-	-	3.01	3.06	-5	1549.38	60.23
广西柳州钢铁集团有限公司	73.00	地方国有企业	6	-	2.29	-	2.81	2.87	-6	1186.75	74.93
新余钢铁集团有限公司	15.00	中央企业	5-	-	2.29	-	-	-	-	609.10	47.46
攀钢集团有限公司	64.00	中央企业	5-	-	2.24	-	2.31	2.37	-6	1042.88	64.78
新兴际华集团有限公司	202.00	中央企业	4	-	-	-	2.14	-	-	1302.98	61.87
湖南钢铁集团有限公司	40.00	地方国有企业	5+	-	-	-	2.08	2.28	-20	1981.93	57.49
酒泉钢铁(集团)有限责任公司	10.00	地方国有企业	7+	-	-	-	-	2.96	-	1239.97	68.63

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 财务指标采用 2024 年半年报数据

表11: 部分重点煤炭主体收益率情况 (亿元、%)

债务主体	存续债余额	企业性质	YY 评级	1年收益率 (%、bp)			3年收益率 (%、bp)			总资产	资产负债率
				9/23	8/30	变化	9/23	8/30	变化		
冀中能源集团有限责任公司	285.20	地方国有企业	7	2.41	-	-	2.62	2.65	-3	2524.93	78.12
开滦(集团)有限责任公司	60.00	地方国有企业	6-	2.20	2.29	-9	-	2.51	-	929.19	69.18
晋能控股电力集团有限公司	561.00	地方国有企业	5-	2.15	-	-	-	-	-	3276.34	72.93
晋能控股煤业集团有限公司	808.13	地方国有企业	6-	2.11	2.21	-10	-	-	-	4843.68	77.85
山东能源集团有限公司	547.20	地方国有企业	4	2.09	2.17	-9	2.17	2.28	-11	9780.81	71.91
兖矿能源集团股份有限公司	362.00	地方国有企业	4+	2.09	2.17	-8	2.17	2.27	-10	3402.09	65.57
山西焦煤能源集团股份有限公司	20.00	地方国有企业	4	2.08	2.18	-10	-	-	-	936.55	45.38
陕西煤业化工集团有限责任公司	1285.00	地方国有企业	4	2.08	2.18	-10	2.17	2.27	-10	6844.71	64.34
中国中煤能源集团有限公司	85.00	中央企业	3	2.03	2.13	-10	2.12	2.23	-11	5439.32	55.05
冀中能源股份有限公司	25.00	地方国有企业	7+	-	-	-	-	2.71	-	527.05	53.11
山西兰花煤炭实业集团有限公司	10.00	地方国有企业	6-	-	-	-	-	2.51	-	483.41	60.84
晋能控股装备制造集团有限公司	280.00	地方国有企业	5-	-	2.24	-	-	-	-	3445.14	75.89
山西潞安矿业(集团)有限责任公司	257.25	地方国有企业	6-	-	2.24	-	-	-	-	2879.86	76.90
中国中煤能源股份有限公司	130.00	中央企业	3	-	-	-	2.18	2.26	-8	3613.79	47.97
国家能源投资集团有限责任公司	765.00	中央企业	1	-	-	-	2.05	2.11	-6	22055.15	59.35

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 财务指标采用 2024 年半年报数据

4 金融债：9月利差全线走扩，分位数回调至今年60~70%水平

2024年9月，各类别金融债收益率多下行，中高评级收益率下行更多，部分低等级品种收益率小幅走高；信用利差则全线走扩，中低等级明显走扩更多；分品种来看，银行二永债的利差走扩更多。

银行二永债方面，长久期&低评级利差走扩更为明显。例如，二级资本债的1YAA-、3YAA-、5YAA、5YAA-利差分别走扩5bp、10bp、7bp、13bp；永续债的1YAA-、3YAA-、5YAA、5YAA-利差分别走扩5bp、8bp、9bp、19bp；而中高等级利差多走扩5bp以内。

券商次级债方面，各品种利差走扩幅度较为平均，多走扩3-5bp，走扩幅度也较小。

保险资本补充债方面，长久期&低评级利差走扩更为明显，3YAA-、5YAA-信用利差分别走扩9bp、8bp；1Y品种信用利差走扩幅度最小，幅度在2bp范围。

观察各品种信用利差今年以来的历史分位数水平，银行二永债的AAA-、AA+、AA等中高评级利差已回调至今年60%-70%分位数水平，而AA-评级利差在今年30%-40%分位数水平；券商次级债3YAAA-、AA+品种历史分位数已经恢复到今年的60~70%水平；保险资本补充债3YAA+、AA品种历史分位数已经恢复到今年的73%水平。

表12：银行、券商、保险次级债收益率和信用利差变动统计

银行二级资本债		收益率(%, bp)				信用利差(bp)			
		2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数	2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数
1Y	AAA-	2.03	2.05	-2	26%	36.34	33.55	3	59%
	AA+	2.05	2.07	-2	28%	37.84	35.61	2	59%
	AA	2.10	2.11	-1	29%	42.85	39.62	3	59%
	AA-	2.19	2.18	1	23%	51.85	46.62	5	27%
3Y	AAA-	2.10	2.17	-7	12%	31.31	29.52	2	68%
	AA+	2.12	2.20	-7	14%	34.04	32.34	2	69%
	AA	2.20	2.27	-6	14%	42.04	39.35	3	65%
	AA-	2.34	2.34	1	21%	56.04	46.35	10	40%
5Y	AAA-	2.16	2.26	-10	8%	31.90	29.02	3	60%
	AA+	2.21	2.31	-9	9%	36.69	33.63	3	69%
	AA	2.36	2.42	-5	23%	51.69	44.63	7	68%
	AA-	2.51	2.51	1	23%	66.69	53.63	13	41%
银行永续债		收益率(%, bp)				信用利差(bp)			
		2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数	2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数
1Y	AAA-	2.05	2.06	-1	27%	38.30	35.14	3	58%
	AA+	2.06	2.08	-2	27%	39.30	37.14	2	58%
	AA	2.15	2.13	2	34%	48.30	42.14	6	63%
	AA-	2.26	2.25	1	24%	59.30	54.14	5	27%
3Y	AAA-	2.13	2.20	-7	16%	35.07	32.73	2	64%
	AA+	2.14	2.22	-8	15%	36.07	34.73	1	61%
	AA	2.27	2.32	-5	26%	49.07	44.73	4	63%
	AA-	2.49	2.50	-1	21%	71.07	62.73	8	41%
5Y	AAA-	2.22	2.31	-10	10%	37.15	34.41	3	61%

		2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数	2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数
	AA+	2.26	2.35	-10	13%	41.15	38.41	3	66%
	AA	2.43	2.46	-4	19%	58.15	49.41	9	46%
	AA-	2.79	2.72	6	26%	94.15	75.41	19	38%
券商次级债		收益率 (%、bp)				信用利差 (bp)			
		2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数	2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数
1Y	AAA-	2.03	2.05	-1	21%	36.45	33.36	3	59%
	AA+	2.04	2.07	-2	21%	37.45	35.36	2	55%
	AA	2.07	2.09	-1	25%	40.45	37.36	3	57%
3Y	AAA-	2.17	2.21	-4	23%	38.70	33.56	5	67%
	AA+	2.18	2.23	-5	20%	39.70	35.56	4	62%
	AA	2.21	2.26	-5	21%	42.70	38.56	4	47%
5Y	AAA-	2.23	2.31	-8	15%	38.33	33.85	4	58%
	AA+	2.26	2.34	-8	15%	41.33	36.85	4	58%
	AA	2.29	2.37	-8	15%	44.33	40.35	4	37%
保险资本补充债		收益率 (%、bp)				信用利差 (bp)			
		2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数	2024/9/23	2024/8/30	变动	历史分位数
1Y	AA+	2.08	2.11	-3	31%	41.66	40.07	2	58%
	AA	2.13	2.15	-3	31%	46.65	45.06	2	58%
	AA-	2.20	2.20	-3	27%	53.65	52.06	2	53%
3Y	AA+	2.18	2.25	-3	25%	39.31	33.28	6	73%
	AA	2.23	2.30	-3	25%	44.32	38.29	6	73%
	AA-	2.33	2.39	0	25%	54.32	45.29	9	54%
5Y	AA+	2.29	2.29	-9	12%	44.84	41.69	3	66%
	AA	2.34	2.44	-9	12%	49.85	46.71	3	62%
	AA-	2.48	2.58	-4	20%	63.85	55.71	8	42%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：历史分位数统计区间为 2024 年 1 月 2 日~2024 年 9 月 23 日

4.1 银行二永债：选择中高等级二永债，可适当拉久期

我们在前序报告《银行新政频出，影响几何？——金融债分析手册系列之八》中提到，2024 年三季度，银行业非持牌理财压降、基金纳入 SPV 范围并压降管理等新政频出，会导致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，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，建议关注。

截至 2024 年 9 月 23 日，国有行中，二级资本债 1 年期在 2.03% 左右，3 年期在 2.10% 左右；永续债 1 年期在 2.05% 左右，3 年期在 2.13% 左右。

股份行中，多数银行的二级资本债 1 年期收益率在 2.05% 左右，3 年期在 2.12% 左右，永续债 1 年期在 2.06% 左右，3 年期在 2.17% 以内，与国有行同品种的利差空间很小；仅渤海银行、恒丰银行、民生银行收益率相对更高，渤海银行 1Y 二级资本债 2.2%、恒丰银行 3Y 永续债 2.27%，民生银行 3Y 永续债 2.17%。

城农商行中，诸如杭州银行、北京银行、江苏银行等头部城农商行的二级资本债 1 年期收益率多在 2.10% 以内，3 年期收益率多在 2.14-2.20% 左右；永续债 1 年期收益率多在 2.08~2.15% 左右，3 年期收益率多在 2.2~2.3% 左右。

而中部和尾部城农商行的收益分化较大，例如浙江稠州银行 1Y 二级资本债 2.53%、浙江民泰银行 1Y 二级资本债 2.34%、天津银行 3Y 二级资本债 2.6%、温州银行 3Y 二级资本债 2.34%等。

投资策略方面，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，选择国股大行、头部城农商行的二永债作为防御品种，可适当拉久期。

表13：2024年9月23日二永债存续规模超50亿元的重点银行的收益率统计

银行主体	二级资本债 (%、bp)		永续债 (%、bp)		二永债余额 (亿元)	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	-	-	4.00	4.25	50.0	A+	河北	城商行
哈尔滨银行	-	-	3.25	3.50	117.0	A+	黑龙江	城商行
广东华兴银行	-	2.94	2.86	-	117.0	AA-	广东	城商行
盛京银行	-	2.76	-	-	110.0	A+	辽宁	城商行
大连银行	-	-	-	3.24	50.0	AA-	辽宁	城商行
潍坊银行	-	3.04	2.96	-	50.0	AA-	山东	城商行
齐商银行	-	-	-	3.19	50.0	AA-	山东	城商行
张家口银行	-	2.94	2.86	3.09	60.0	AA-	河北	城商行
浙江稠州银行	2.53	2.69	2.61	-	80.0	AA-	浙江	城商行
日照银行	-	2.54	2.36	-	60.0	AA-	山东	城商行
天津银行	-	2.60	-	-	170.0	AA	天津	城商行
浙江民泰银行	2.34	2.49	-	2.74	65.0	AA-	浙江	城商行
绍兴银行	2.19	-	2.26	-	58.0	AA-	浙江	城商行
汉口银行	-	2.34	2.26	-	129.0	AA-	湖北	城商行
广西北部湾银行	2.19	-	2.26	2.49	70.0	AA-	广西	城商行
宁波通商银行	-	2.34	2.26	-	54.0	AA-	浙江	城商行
温州银行	-	2.34	-	2.49	110.0	AA-	浙江	城商行
杭州余杭农商行	-	2.34	2.26	2.49	51.0	AA-	浙江	农商行
福建海峡银行	2.19	-	2.31	2.54	50.0	AA-	福建	城商行
唐山银行	-	-	-	2.49	55.0	AA-	河北	城商行
九江银行	-	-	2.26	-	70.0	AA-	江西	城商行
威海银行	2.18	2.34	-	2.49	98.0	AA-	山东	城商行
长安银行	-	-	2.26	-	60.0	AA-	陕西	城商行
桂林银行	2.18	-	2.26	-	110.0	AA-	广西	城商行
渤海银行	2.20	-	-	-	340.0	AA	天津	股份行
兰州银行	-	-	2.26	-	80.0	AA-	甘肃	城商行
江西银行	-	-	2.25	2.37	80.0	AA	江西	城商行
郑州银行	-	-	-	2.37	100.0	AA	河南	城商行
河北银行	-	-	2.20	2.32	130.0	AA	河北	城商行
浙江泰隆银行	-	2.30	2.25	-	124.0	AA	浙江	城商行
中原银行	-	-	2.20	2.32	220.0	AA	河南	城商行
珠海华润银行	-	2.20	2.15	-	50.0	AA	广东	城商行
厦门国际银行	-	2.25	-	2.32	170.0	AA	福建	城商行
广州农商银行	-	2.20	-	-	270.0	AA	广东	农商行
青岛银行	2.09	-	-	2.27	124.0	AA	山东	城商行
湖北银行	2.10	2.20	-	-	105.0	AA	湖北	城商行
台州银行	2.10	-	2.15	-	82.0	AA	浙江	城商行

青农商行	2.10	-	2.15	-	70.0	AA	山东	农商行
江苏江南农商行	-	-	2.15	-	120.0	AA	江苏	农商行
恒丰银行	-	-	2.15	2.27	430.0	AA	山东	股份行
渝农商行	-	-	2.15	2.27	60.0	AA	重庆	农商行
广州银行	2.09	2.20	-	2.27	200.0	AA	广东	城商行
厦门银行	-	2.20	2.15	2.27	105.0	AA	福建	城商行
杭州联合农商行	2.10	2.20	2.15	-	120.0	AA	浙江	农商行
齐鲁银行	2.09	-	2.15	-	135.0	AA	山东	城商行
顺德银行	-	2.20	-	-	55.0	AA	广东	农商行
湖南银行	2.10	2.20	2.15	-	98.0	AA	湖南	城商行
长沙银行	2.10	-	-	-	130.0	AA	湖南	城商行
北京农商银行	-	2.20	-	-	200.0	AA	北京	农商行
苏州银行	2.10	-	-	2.27	145.0	AA	江苏	城商行
东莞银行	2.10	2.20	2.15	2.27	192.0	AA	广东	城商行
重庆银行	-	2.20	-	2.27	180.0	AA	重庆	城商行
成都农商行	2.10	2.20	-	2.27	200.0	AA	四川	农商行
成都银行	-	2.20	2.15	-	322.0	AA	四川	城商行
深圳农商行	-	-	2.15	-	25.0	AA	广东	农商行
上海银行	2.08	2.14	-	-	625.0	AA+	上海	城商行
民生银行	2.08	-	2.11	2.19	1450.0	AA+	北京	股份行
浙商银行	-	2.15	-	2.17	650.0	AA+	浙江	股份行
杭州银行	-	2.14	-	-	370.0	AA+	浙江	城商行
平安银行	-	2.14	-	-	1100.0	AA+	广东	股份行
宁波银行	2.07	2.14	-	2.16	755.0	AA+	浙江	城商行
徽商银行	2.08	2.15	-	-	340.0	AA+	安徽	城商行
南京银行	2.07	-	-	2.16	495.0	AA+	江苏	城商行
北京银行	-	-	-	2.16	700.0	AA+	北京	城商行
江苏银行	-	-	2.08	-	700.0	AA+	江苏	城商行
上海农商行	-	2.14	-	-	100.0	AA+	上海	农商行
光大银行	-	2.12	2.06	-	1000.0	AA+	北京	股份行
华夏银行	-	2.12	-	-	700.0	AA+	北京	股份行
招商银行	-	-	2.06	2.14	1230.0	AA+	广东	股份行
中信银行	2.05	-	2.06	-	1800.0	AA+	北京	股份行
兴业银行	-	2.12	2.06	-	2100.0	AA+	福建	股份行
浦发银行	2.04	-	2.06	-	1700.0	AA+	上海	股份行
广发银行	2.07	-	-	-	1345.0	AA+	广东	股份行
交通银行	2.03	2.09	2.05	-	3575.0	AAA-	上海	国有行
农业银行	2.03	2.10	2.05	2.13	9500.0	AAA-	北京	国有行
邮储银行	2.03	2.10	2.05	2.13	3200.0	AAA-	北京	国有行
建设银行	2.03	2.09	-	2.13	7200.0	AAA-	北京	国有行
工商银行	2.03	2.10	2.05	2.13	8180.0	AAA-	北京	国有行
中国银行	2.03	2.09	2.05	2.13	9600.0	AAA-	北京	国有行

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 券商次级债: 关注 3Y AAA-和 AA+品种, 品种利差相对较厚

隐含 AAA-的头部券商，截至 2024 年 9 月 23 日，一般次级债的 1Y 收益率在 2.03-2.06% 左右，与股份行二级资本债 1Y 收益率基本持平；3Y 收益率在 2.17% 左右，略高于股份行的二级资本债的 3Y 收益率 5bp。

券商永续债的 1Y 收益率多在 2.05%-2.13% 左右，比股份行永续债 1Y 收益率高出 2-7bp 左右；3Y 收益率在 2.19%-2.24% 左右，比股份行永续债 1Y 收益率高出 5bp 左右，**3Y 一般次级债、永续债存在一定品种利差。**

隐含 AA+和 AA 的中部券商，一般次级债的 1 年期收益率多在 2.04~2.17% 左右，比股份行二级资本债收益率高出 5-10bp；3 年期收益率多在 2.18~2.26% 左右，比股份行的二级资本债收益率高出 5~15bp 左右。

投资策略上，可关注 AAA-和 AA+头部券商的 3Y 次级债品种，与银行二永债的品种利差相对较厚，例如，长江证券 3Y 一般次级债 2.23%、平安证券 3Y 一般次级债 2.23% 等。

表14：2024 年 9 月 23 日重点券商的次级债收益率统计

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	4.36	4.77	-	-	7.79	AA-	民企
恒泰证券	2.72	-	-	-	15.00	AA-	公众企业
东海证券	2.23	-	-	-	15.00	AA-	地方国企
华金证券	2.20	2.52	-	-	25.00	AA-	地方国企
华创证券	2.19	-	-	-	30.00	AA	公众企业
中原证券	2.17	2.36	-	-	31.00	AA	地方国企
方正证券	2.17	-	-	-	32.00	AA	公众企业
西南证券	2.14	-	-	-	20.00	AA+	地方国企
民生证券	-	2.39	-	-	20.00	AA-	地方国企
首创证券	2.12	2.26	-	-	50.00	AA	地方国企
东北证券	2.10	2.24	-	-	79.90	AA	公众企业
中金财富	2.04	2.18	-	-	150.00	AA+	央企
浙商证券	2.09	2.23	-	-	81.00	AA	地方国企
中泰证券	2.09	-	-	2.24	126.00	AA+	地方国企
长江证券	2.06	2.23	-	2.31	64.00	AA+	公众企业
国泰君安	-	2.17	-	2.19	235.00	AAA-	地方国企
广发证券	2.06	2.20	2.12	2.24	370.00	AAA-	公众企业
华福证券	2.07	-	-	-	60.00	AA	地方国企
财达证券	2.09	2.23	-	-	30.00	AA	地方国企
华安证券	2.07	2.21	-	-	30.00	AA	地方国企
山西证券	2.12	2.21	-	-	53.00	AA	地方国企
国联证券	2.07	2.26	-	-	60.00	AA	地方国企
国投证券	2.04	2.18	-	-	129.00	AA+	央企
东方证券	2.04	2.18	2.07	-	285.00	AA+	地方国企
兴业证券	-	2.18	-	-	123.00	AA+	地方国企
平安证券	2.04	2.23	-	2.26	80.00	AA+	公众企业
财通证券	2.04	2.18	-	-	112.50	AA+	地方国企
中金公司	2.03	2.17	2.05	2.19	309.00	AAA-	央企
华泰证券	2.03	-	2.05	2.19	397.00	AAA-	地方国企
中信建投证券	2.03	2.17	2.08	2.19	540.00	AAA-	地方国企

中信证券	-	2.17	2.05	2.19	278.00	AAA-	央企
申万宏源	2.03	-	2.05	2.19	375.00	AAA-	央企
中国银河	2.03	2.17	2.05	2.19	584.55	AAA-	央企
光大证券	-	2.18	2.07	2.21	115.00	AA+	央企
国信证券	-	-	2.08	2.19	300.00	AAA-	地方国企
招商证券	2.03	2.17	-	2.19	438.00	AAA-	央企

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.3 保险次级债: 配置盘可关注中高等级的逢高配置机会

隐含 AA+的头部险企, 保险资本补充债的 1 年期收益率在 2.08~2.11%左右, 3 年期在 2.17~2.22%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 2.13%~2.18%左右, 3 年期在 2.23%~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 10-20bp。

投资策略上, 配置盘可关注隐含 AA+和 AA 级别的央国企保险机构中的 3Y 保险资本补充债机会, 利差处今年较高分位数, 例如太平再保险 3 年期 2.33%、农银人寿 3 年期 2.22%、工银安盛人寿 3 年期收益率 2.23%、建信人寿 3 年期 2.23%。

表15: 2024 年 9 月 23 日重点保险的资本补充债的收益率统计

保险	资本补充债 (%)		次级债余额 (亿元)	隐含评级	省份	企业性质
	1Y 收益率	3Y 收益率				
国华人寿	6.85	-	60.0	A	湖北	民企
幸福人寿	3.53	-	60.0	A	北京	央企
北京人寿	-	3.81	14.0	A	北京	公众企业
合众人寿	3.35	-	20.0	A	湖北	中外合资
横琴人寿	3.05	-	11.0	A	广东	民企
同方全球人寿	3.02	-	5.0	A	广东	中外合资
利安人寿	-	2.99	50.0	A	江苏	地方国企
国任保险	-	2.88	30.0	AA-	广东	地方国企
阳光人寿	2.35	-	120.0	AA-	海南	公众企业
中华财险	2.35	-	20.0	AA-	北京	央企
长城人寿	2.45	-	20.0	A+	北京	地方国企
中银三星人寿	2.20	-	28.0	AA-	北京	央企
太平再保险(中国)	-	2.33	13.0	AA	北京	央企
泰康养老	2.13	2.32	60.0	AA-	北京	民企
英大财险	-	2.32	15.0	AA-	北京	央企
招商仁和人寿	2.20	2.33	39.0	AA-	广东	央企
英大人寿	2.20	-	29.0	AA-	北京	央企
中英人寿	2.15	-	40.0	AA-	北京	中外合资
中信保诚人寿	2.18	-	40.0	AA	北京	公众企业
人保再保险	2.13	-	20.0	AA	北京	央企
交银康联人寿	2.13	-	48.0	AA	上海	央企
中再寿险	-	2.23	50.0	AA	北京	央企
中再产险	2.13	2.22	80.0	AA	北京	央企

建信人寿	2.13	2.23	140.0	AA	上海	央企
中国人寿财险公司	2.13	-	45.0	AA	北京	央企
中邮保险	2.13	-	160.0	AA	北京	央企
平安寿险	2.11	-	200.0	AA+	广东	公众企业
光大永明人寿	2.13	-	42.7	AA	天津	央企
工银安盛人寿	-	2.23	50.0	AA	上海	央企
中国人保集团	-	2.17	120.0	AA+	北京	央企
人保寿险	-	2.18	120.0	AA+	北京	央企
太保产险	-	2.17	100.0	AA+	上海	公众企业
太平人寿	-	2.18	260.0	AA+	上海	央企
农银人寿	2.08	2.22	70.0	AA+	北京	央企
新华保险	2.08	-	300.0	AA+	北京	央企
人保健康	-	2.18	55.0	AA+	北京	中外合资

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 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>