

# 债牛行情下的信用市场轮动图谱

分析师

浙商固收 杜渐, CFA

dujian@stocke.com.cn

S1230523120005

# 目录

CONTENTS

- 周观点：顺势而为，继续看多
- 静态票息与综合策略
- 市场调整与板块轮动观察
- 信用债板块与择券观察
- 信用债市场热度观测
- 超长期信用债品种观察

# 周观点：顺势而为，继续看多

**研究前提：**当前信用债票息保护不足，择时重于择券，对止盈点位的判断非常重要。

**综合观点：**债市环境仍然顺风，本周经历周三央行指导因素扰动后，国债利率快速下行，做多情绪仍在；短期来看，信用债调整不必担忧，权益大涨、政策再度发力预期引发风险偏好反转、理财赎回行为扰动等发生的概率仍然不大，信用债距离止盈点或仍有10BP空间，考虑到适度宽松的货币定调，尚无需止盈。

**1、利差保护充足：**本周利率品种再度打开了收益率下行空间，未来信用债整体跟随趋势确定；从年内各品种减OMO的利差来看，当前1-5年的银行二永、城投品种向极限点位看基本都有10-30BP的空间，尚未出现止盈信号。

**2、降息预期叠加：**在“适度宽松”的货币政策定调下，未来降息随时可能触发，中长期看，到明年年中若触发30BP的降息，则信用债各品种收益率下行空间可算至40-50BP，仍有很大做多空间。

**3、权益扰动有限：**9月底的二永债大跌行情是权益大涨所致，我们至明年3月维持权益箱体震荡观点，政策超预期→短期权益大涨→理财赎回→基金抛售→信用大跌的链条暂不必担忧。

## 信用各版块建议：

**1、低风险偏好：**大行二永距离止盈位还有10bp左右，建议优选3-5年；股份行如民生、恒丰、渤海利差压缩空间更足。

**2、中等风险偏好：**中小行二永如天津银行、湖南银行、泸州银行等仍有较好性价比；国企地产债如华发、首开等也具备利差压缩空间。

**3、高风险偏好：**低等级弱城投拉久期到5年，票息保护足，且大概率能获得一定资本利得；超长期信用债挖掘，关注央企5~10年品种。

**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。

# 静态票息与综合策略

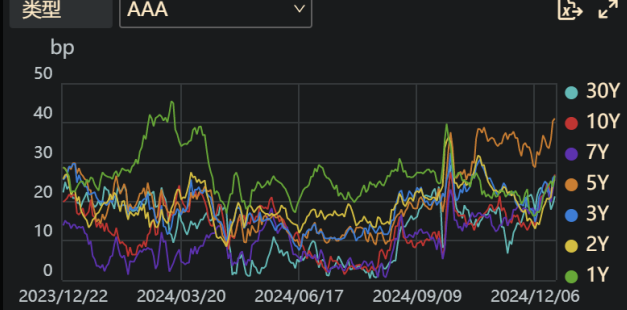
# 各券种广谱利率图月度变化一览

| 日期         | 政策利率 |     |      | 定期存款 |      |      | 回购利率 |       | 国债   |      |      |      |      |      | 美债   |      | 存单   |      | 商业银行普通债 |      |      | 商业银行二级资本债 |      |      | 商业银行永续债(含权) |      |      | 城投债  |      |      |      |      |      |
|------------|------|-----|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|---------|------|------|-----------|------|------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|            | OMO  | MLF | LPR  | 1Y   | 3Y   | 5Y   | R007 | DR007 | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 7Y   | 10Y  | 30Y  | 1Y   | 10Y  | AAA  | AA-  | AAA     |      |      | AAA-      |      |      | AAA-        |      |      | AAA  |      |      | AA-  |      |      |
|            | 7D   | 1Y  | 5Y   |      |      |      |      |       |      |      |      |      |      |      |      |      | 1Y   | 1Y   | 1Y      | 3Y   | 5Y   | 1Y        | 3Y   | 5Y   | 1Y          | 3Y   | 5Y   | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 1Y   | 3Y   | 5Y   |
| 2023/12/29 |      |     |      |      |      |      | 2.02 | 3.07  | 2.08 | 2.29 | 2.40 | 2.53 | 2.56 | 2.83 | 4.79 | 3.88 | 2.40 | 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  |      |     |      |      |      |      | 1.87 | 2.34  | 1.88 | 2.19 | 2.29 | 2.42 | 2.43 | 2.65 | 4.73 | 3.99 | 2.33 | 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  |      |     |      |      |      |      | 1.77 | 2.07  | 1.79 | 2.10 | 2.22 | 2.34 | 2.34 | 2.46 | 5.01 | 4.25 | 2.23 | 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   |      |     |      |      |      |      | 1.84 | 2.02  | 1.76 | 2.09 | 2.20 | 2.30 | 2.28 | 2.43 | 4.93 | 4.09 | 2.22 | 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 |
| 2024/3/29  | 1.8  | 2.5 | 4.2  | 1.45 | 1.95 | 2.00 | 2.01 | 2.34  | 1.72 | 2.03 | 2.20 | 2.32 | 2.29 | 2.46 | 5.03 | 4.20 | 2.23 | 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  |      |     |      |      |      |      | 1.83 | 1.92  | 1.66 | 1.95 | 2.06 | 2.20 | 2.23 | 2.42 | 5.14 | 4.61 | 2.01 | 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  |      |     |      |      |      |      | 2.11 | 2.00  | 1.69 | 1.98 | 2.15 | 2.28 | 2.30 | 2.54 | 5.25 | 4.69 | 2.10 | 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  |      |     |      |      |      |      | 1.87 | 1.90  | 1.64 | 1.94 | 2.09 | 2.25 | 2.29 | 2.56 | 5.18 | 4.51 | 2.07 | 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 |
| 2024/6/28  |      |     |      |      |      |      | 2.17 | 2.23  | 1.54 | 1.80 | 1.98 | 2.10 | 2.21 | 2.43 | 5.09 | 4.36 | 1.96 | 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  |      |     | 3.95 |      |      |      | 1.80 | 1.93  | 1.42 | 1.71 | 1.85 | 1.99 | 2.15 | 2.38 | 4.73 | 4.09 | 1.88 | 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   |      | 2.3 |      |      |      |      | 1.69 | 1.89  | 1.39 | 1.67 | 1.81 | 1.97 | 2.14 | 2.34 | 4.34 | 3.78 | 1.84 | 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 |
| 2024/8/30  | 1.7  |     |      | 1.35 | 1.75 | 1.80 | 1.70 | 1.91  | 1.49 | 1.67 | 1.85 | 2.08 | 2.17 | 2.37 | 4.38 | 3.91 | 1.97 | 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  |      |     | 3.85 |      |      |      | 1.87 | 1.96  | 1.42 | 1.52 | 1.75 | 1.94 | 2.07 | 2.19 | 3.88 | 3.74 | 1.91 | 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  |      |     |      |      |      |      | 1.56 | 1.98  | 1.37 | 1.56 | 1.84 | 2.07 | 2.15 | 2.36 | 3.98 | 3.81 | 1.91 | 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 |      |     |      |      |      |      | 1.70 | 1.89  | 1.43 | 1.58 | 1.79 | 2.03 | 2.15 | 2.34 | 4.27 | 4.28 | 1.93 | 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 |
| 2024/11/29 | 1.50 | 2.0 | 3.60 | 1.10 | 1.50 | 1.55 | 1.64 | 1.82  | 1.37 | 1.41 | 1.66 | 1.88 | 2.02 | 2.20 | 4.30 | 4.18 | 1.80 | 1.99 | 1.82    | 1.94 | 2.12 | 1.95      | 2.08 | 2.19 | 1.97        | 2.13 | 2.24 | 1.98 | 2.05 | 2.23 | 2.35 | 2.81 | 3.67 |
| 2024/12/13 |      |     |      |      |      |      | 1.69 | 1.87  | 1.16 | 1.25 | 1.44 | 1.66 | 1.78 | 2.00 | 4.24 | 4.40 | 1.64 | 2.00 | 1.64    | 1.76 | 1.89 | 1.78      | 1.89 | 2.00 | 1.79        | 1.91 | 2.07 | 1.78 | 1.87 | 1.98 | 2.08 | 2.53 | 3.38 |
| 2024/12/20 |      |     |      |      |      |      | 1.73 | 1.91  | 0.98 | 1.11 | 1.37 | 1.61 | 1.70 | 1.93 | 4.27 | 4.52 | 1.63 | 2.01 | 1.61    | 1.69 | 1.85 | 1.77      | 1.88 | 1.96 | 1.80        | 1.93 | 2.04 | 1.77 | 1.87 | 1.96 | 2.15 | 2.48 | 3.33 |
| 年初至今       | -30  | -50 | -60  | -35  | -45  | -45  | -29  | -116  | -110 | -117 | -103 | -93  | -85  | -90  | -52  | 64   | -78  | -90  | -82     | -95  | -93  | -88       | -98  | -104 | -95         | -101 | -101 | -103 | -115 | -130 | -100 | -233 | -261 |
| 周度变化       | -    | -   | -    | -    | -    | -    | 4    | 4     | -18  | -14  | -6   | -6   | -8   | -7   | 3    | 12   | -1   | 1    | -4      | -7   | -3   | -1        | -2   | -4   | 1           | 2    | -3   | -1   | 0    | -2   | 7    | -5   | -5   |
| OMO利差①     | 0    | 50  | 210  | -40  | 0    | 5    | 23   | 41    | -52  | -39  | -13  | 11   | 20   | 43   | -    | -    | 13   | 51   | 11      | 19   | 35   | 27        | 38   | 46   | 30          | 43   | 54   | 27   | 37   | 46   | 65   | 98   | 183  |
| Min-OMO利差② | -    | -   | -    | -    | -    | -    | -7   | 3     | -37  | -26  | 0    | 20   | 34   | 44   | -    | -    | 13   | 39   | 12      | 22   | 28   | 17        | 28   | 39   | 18          | 30   | 43   | 20   | 31   | 38   | 39   | 64   | 101  |
| 剩余空间①-②    | -    | -   | -    | -    | -    | -    | 30   | 38    | -15  | -13  | -13  | -9   | -14  | -1   | -    | -    | 0    | 12   | -1      | -3   | 7    | 10        | 9    | 7    | 12          | 13   | 11   | 7    | 7    | 8    | 25   | 34   | 82   |

数据来源: Wind、DM, 浙商证券研究所; 注: 统计时间截至2024年12月20日

银行普通债-国开

|      | 1Y    | 2Y    | 3Y    | 5Y      | 7Y    | 10Y   | 30Y   |
|------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| AAA  | 26.51 | 25.55 | 26.42 | 41.02   | 26.15 | 26.79 | 21.24 |
| AAA- | 27.51 | 26.55 | 27.43 | 44.02   | 29.15 | 29.79 |       |
| AA + | 35.51 | 34.55 | 37.42 | 54.02   | 39.15 | 39.79 |       |
| AA   | 45.51 | 51.55 | 54.42 | 79.02   | 64.15 | 64.79 |       |
| AA-  | 58.51 | 71.55 | 77.42 | 104.... | 89.15 | 89.79 |       |



一年历史分位(%)

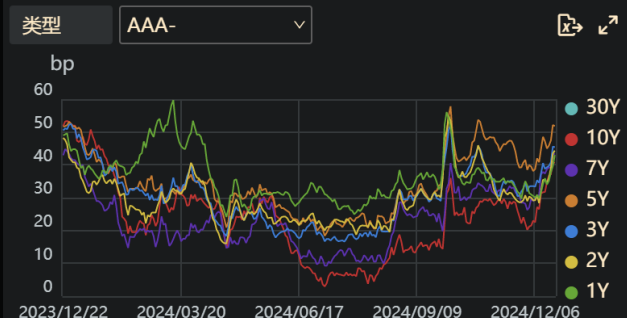
|      | 1Y | 2Y  | 3Y  | 5Y  | 7Y  | 10Y | 30Y |
|------|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| AAA  | 63 | 92  | 94  | 100 | 100 | 100 | 84  |
| AAA- | 58 | 90  | 90  | 100 | 100 | 100 |     |
| AA + | 81 | 94  | 96  | 100 | 100 | 100 |     |
| AA   | 82 | 98  | 98  | 100 | 100 | 100 |     |
| AA-  | 67 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |     |

一月变动(bp)

|      | 1Y | 2Y | 3Y | 5Y | 7Y  | 10Y | 30Y |
|------|----|----|----|----|-----|-----|-----|
| AAA  | +4 | +4 | +5 | +4 | +11 | +12 | +12 |
| AAA- | +4 | +3 | +4 | +4 | +11 | +12 |     |
| AA + | +7 | +6 | +8 | +5 | +12 | +13 |     |
| AA   | +7 | +9 | +5 | +5 | +12 | +13 |     |
| AA-  | +7 | +9 | +6 | +5 | +12 | +13 |     |

银行二级资本债-国开

|      | 1Y    | 2Y    | 3Y    | 5Y      | 7Y    | 10Y   | 30Y |
|------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-----|
| AAA- | 42.99 | 44.33 | 45.36 | 51.80   | 43.46 | 40.54 |     |
| AA + | 44.40 | 47.16 | 50.10 | 61.26   | 48.39 | 43.87 |     |
| AA   | 49.40 | 55.16 | 63.10 | 76.26   | 63.39 | 58.87 |     |
| AA-  | 75.40 | 84.16 | 92.10 | 106.... | 94.39 | 89.87 |     |



一年历史分位(%)

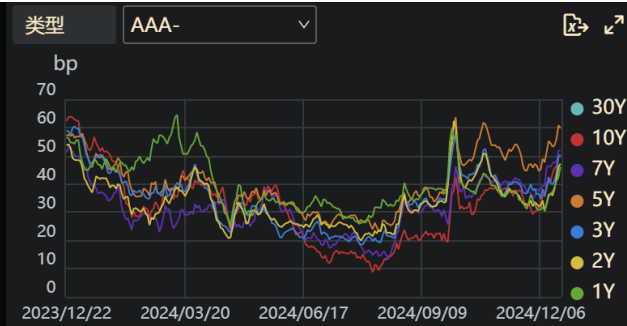
|      | 1Y | 2Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 30Y |
|------|----|----|----|----|----|-----|-----|
| AAA- | 81 | 96 | 94 | 97 | 99 | 90  |     |
| AA + | 82 | 96 | 94 | 98 | 98 | 87  |     |
| AA   | 75 | 92 | 94 | 98 | 95 | 83  |     |
| AA-  | 78 | 93 | 94 | 88 | 82 | 57  |     |

一月变动(bp)

|      | 1Y | 2Y  | 3Y  | 5Y  | 7Y  | 10Y | 30Y |
|------|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| AAA- | +8 | +13 | +10 | +5  | +11 | +13 |     |
| AA + | +9 | +13 | +10 | +9  | +5  | +3  |     |
| AA   | +6 | +10 | +12 | +10 | +6  | +4  |     |
| AA-  | +8 | +13 | +11 | +8  | +5  | +3  |     |

银行永续债-国开

|      | 1Y      | 2Y      | 3Y      | 5Y      | 7Y      | 10Y     | 30Y |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|
| AAA- | 45.99   | 47.17   | 50.39   | 59.69   | 52.09   | 49.58   |     |
| AA + | 46.99   | 49.16   | 52.39   | 63.69   | 56.09   | 56.58   |     |
| AA   | 56.99   | 62.16   | 66.39   | 79.69   | 72.09   | 72.58   |     |
| AA-  | 100.... | 106.... | 116.... | 135.... | 130.... | 130.... |     |



一年历史分位(%)

|      | 1Y | 2Y | 3Y | 5Y | 7Y | 10Y | 30Y |
|------|----|----|----|----|----|-----|-----|
| AAA- | 74 | 93 | 93 | 98 | 99 | 90  |     |
| AA + | 72 | 94 | 93 | 96 | 98 | 93  |     |
| AA   | 74 | 93 | 92 | 88 | 94 | 87  |     |
| AA-  | 85 | 88 | 87 | 77 | 82 | 79  |     |

一月变动(bp)

|      | 1Y | 2Y  | 3Y  | 5Y | 7Y  | 10Y | 30Y |
|------|----|-----|-----|----|-----|-----|-----|
| AAA- | +9 | +11 | +10 | +6 | +11 | +13 |     |
| AA + | +9 | +12 | +10 | +8 | +13 | +13 |     |
| AA   | +8 | +12 | +9  | +8 | +13 | +13 |     |
| AA-  | +5 | +9  | +8  | +6 | +13 | +13 |     |

城投债-国开

|       | 1Y    | 2Y    | 3Y      | 5Y      | 7Y      | 10Y     | 30Y    |
|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|--------|
| AAA   | 42.61 | 43.13 | 45.23   | 51.89   | 42.31   | 43.18   | 34.90  |
| AA +  | 48.80 | 50.59 | 52.12   | 61.84   | 53.17   | 59.24   | 53.90  |
| AA    | 56.60 | 58.59 | 65.12   | 75.34   | 67.17   | 87.24   | 83.90  |
| AA(2) | 67.90 | 69.59 | 78.12   | 95.34   | 119.... | 140.... | 136.90 |
| AA-   | 80.60 | 92.59 | 105.... | 188.... | 218.... | 240.... | 237.90 |



一年历史分位(%)

|       | 1Y | 2Y | 3Y | 5Y | 7Y  | 10Y | 30Y |
|-------|----|----|----|----|-----|-----|-----|
| AAA   | 83 | 98 | 99 | 97 | 100 | 96  | 60  |
| AA +  | 81 | 95 | 95 | 94 | 94  | 76  | 52  |
| AA    | 78 | 93 | 95 | 94 | 68  | 72  | 55  |
| AA(2) | 81 | 90 | 94 | 78 | 78  | 86  | 68  |
| AA-   | 78 | 70 | 54 | 59 | 37  | 39  | 26  |

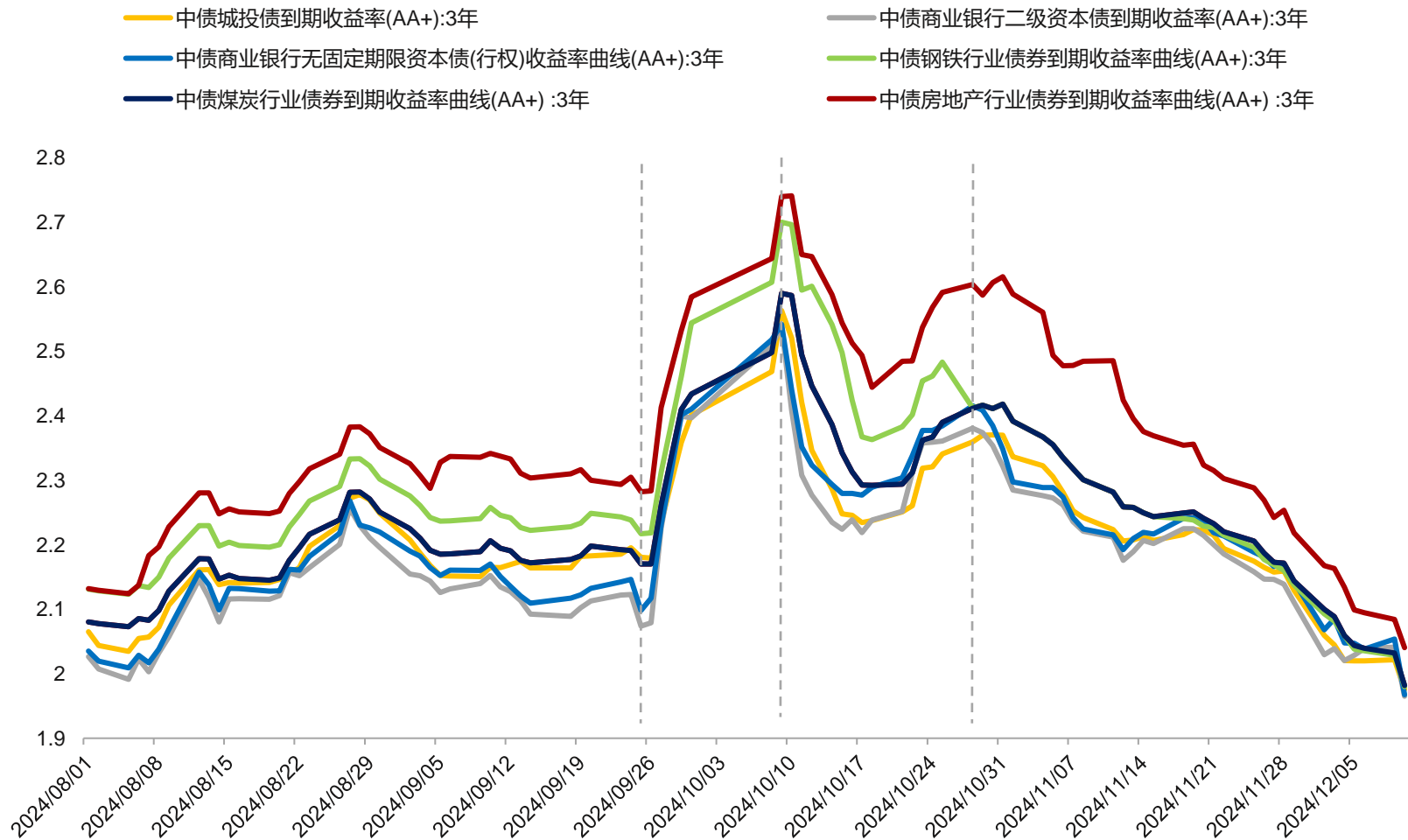
一月变动(bp)

|       | 1Y | 2Y  | 3Y  | 5Y | 7Y  | 10Y | 30Y |
|-------|----|-----|-----|----|-----|-----|-----|
| AAA   | +8 | +12 | +10 | +6 | +14 | +7  | +3  |
| AA +  | +8 | +13 | +11 | +8 | +13 | +3  | -5  |
| AA    | +6 | +11 | +14 | +5 | +10 | -3  | -9  |
| AA(2) | +7 | +12 | +13 | -7 | +13 | -1  | -7  |
| AA-   | -1 | -17 | -13 | -6 | +21 | +6  | -8  |

# 市场调整与板块轮动观察

# 债牛行情下的票息资产轮动图谱

图：各券种收益率变动情况（%）



自11月初以来，各券种收益率下行的顺序分别为：**银行二永、城投、煤炭钢铁、地产。**

**在收益率全盘压降的低利率环境下，根据板块轮动顺序买债。策略上优先关注二永、其次是城投、煤炭钢铁、央国企地产。**

| 品种/评级/久期 |      | 240925-1009调整幅度 (bp) |       |       |
|----------|------|----------------------|-------|-------|
|          |      | 1Y                   | 3Y    | 5Y    |
| 中短票      | AAA  | 32.40                | 40.80 | 37.65 |
|          | AA+  | 38.40                | 42.00 | 40.65 |
| 城投       | AAA  | 29.26                | 32.40 | 34.92 |
|          | AA+  | 34.26                | 38.40 | 37.93 |
| 二级资本债    | AAA- | 38.08                | 41.60 | 41.80 |
|          | AA+  | 38.00                | 46.62 | 45.97 |
| 永续债      | AAA- | 40.79                | 42.48 | 43.29 |
|          | AA+  | 40.79                | 44.39 | 47.29 |
| 钢铁       | AAA- | 32.40                | 38.80 | 39.15 |
|          | AA+  | 38.41                | 48.32 | 47.14 |
| 煤炭       | AAA  | 32.40                | 40.80 | 37.65 |
|          | AA+  | 38.40                | 42.00 | 40.65 |
| 房地产      | AAA  | 32.54                | 41.96 | 37.94 |
|          | AA+  | 38.31                | 45.79 | 44.41 |

数据来源：Wind，浙商证券研究所

# 债牛行情下的票息资产轮动图谱

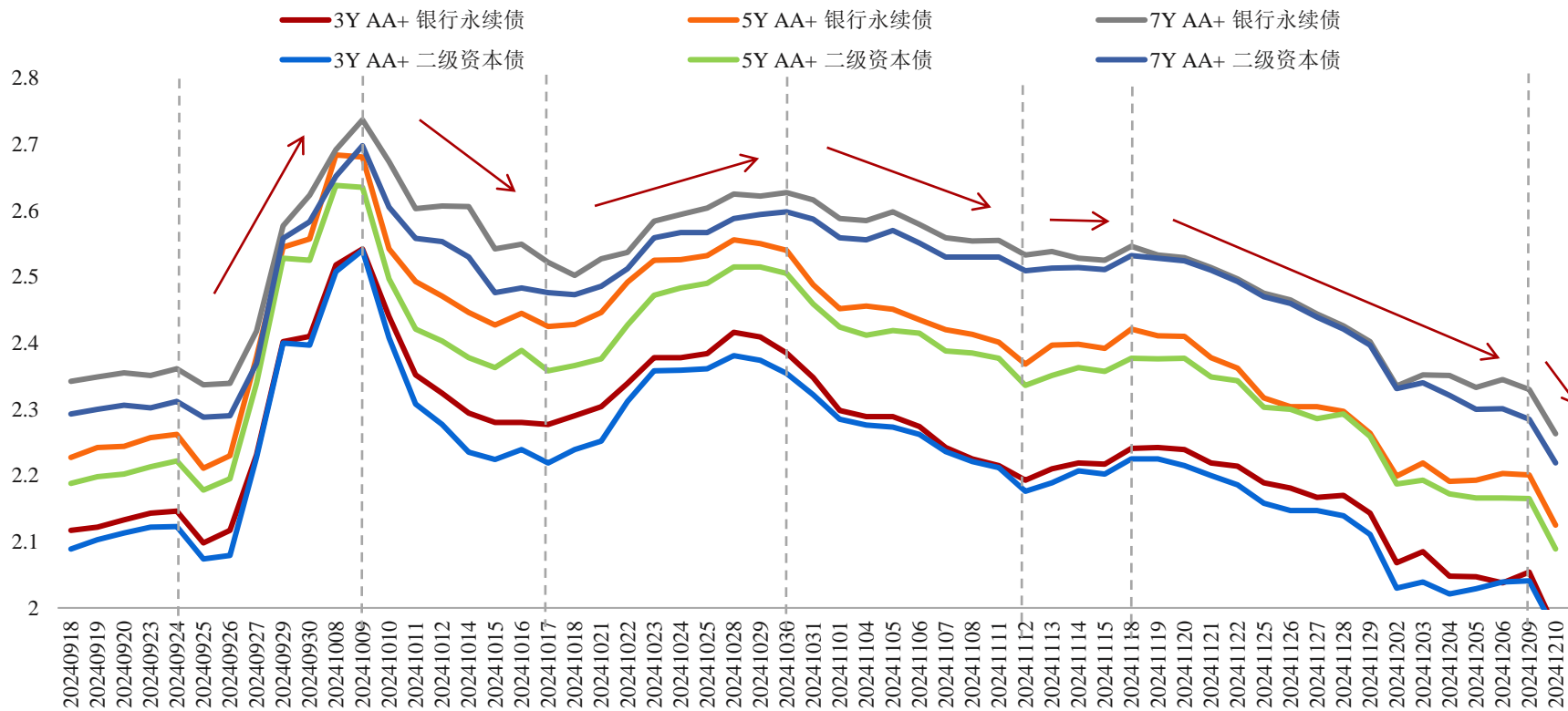
| 品种/评级/<br>期限 | 中短票  |      |      |      |      |      | 城投债  |      |      |      |      |      | 二级资本债       |             |             |             |             |             | 银行永续债       |             |             |             |             |             |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|              | AAA  |      |      | AA+  |      |      | AAA  |      |      | AA+  |      |      | AAA-        |             |             | AA+         |             |             | AAA-        |             |             | AA+         |             |             |
|              | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 1Y   | 3Y   | 5Y   | 1Y          | 3Y          | 5Y          | 1Y          | 3Y          | 5Y          | 1Y          | 3Y          | 5Y          | 1Y          | 3Y          | 5Y          |
| 2024/09/24   | 2.00 | 2.08 | 2.16 | 2.10 | 2.19 | 2.30 | 2.05 | 2.14 | 2.20 | 2.10 | 2.20 | 2.28 | 2.01        | 2.09        | 2.18        | 2.03        | 2.12        | 2.22        | 2.05        | 2.14        | 2.22        | 2.06        | 2.15        | 2.26        |
| 2024/09/25   | 1.99 | 2.06 | 2.14 | 2.08 | 2.17 | 2.28 | 2.04 | 2.12 | 2.19 | 2.09 | 2.18 | 2.28 | <u>1.96</u> | <u>2.04</u> | <u>2.13</u> | <u>1.97</u> | <u>2.07</u> | <u>2.18</u> | <u>2.00</u> | <u>2.09</u> | <u>2.17</u> | <u>2.01</u> | <u>2.10</u> | <u>2.21</u> |
| 2024/09/26   | 1.98 | 2.06 | 2.15 | 2.08 | 2.17 | 2.30 | 2.03 | 2.12 | 2.18 | 2.08 | 2.18 | 2.28 | <u>1.97</u> | <u>2.04</u> | <u>2.15</u> | <u>1.98</u> | <u>2.08</u> | <u>2.20</u> | <u>2.01</u> | <u>2.09</u> | <u>2.19</u> | <u>2.02</u> | <u>2.12</u> | <u>2.23</u> |
| 2024/09/27   | 2.04 | 2.15 | 2.27 | 2.12 | 2.26 | 2.39 | 2.08 | 2.18 | 2.25 | 2.13 | 2.23 | 2.35 | 2.04        | 2.18        | 2.30        | 2.05        | 2.23        | 2.34        | 2.08        | 2.20        | 2.34        | 2.09        | 2.23        | 2.38        |
| 2024/09/29   | 2.17 | 2.30 | 2.40 | 2.24 | 2.41 | 2.52 | 2.17 | 2.29 | 2.35 | 2.22 | 2.36 | 2.47 | 2.22        | 2.34        | 2.44        | 2.23        | 2.40        | 2.53        | 2.25        | 2.37        | 2.49        | 2.26        | 2.40        | 2.55        |
| 2024/09/30   | 2.17 | 2.32 | 2.40 | 2.25 | 2.43 | 2.54 | 2.18 | 2.32 | 2.38 | 2.26 | 2.40 | 2.49 | 2.21        | 2.33        | 2.43        | 2.22        | 2.40        | 2.52        | 2.25        | 2.38        | 2.48        | 2.26        | 2.41        | 2.56        |
| 2024/10/08   | 2.23 | 2.42 | 2.47 | 2.33 | 2.50 | 2.61 | 2.23 | 2.37 | 2.48 | 2.33 | 2.47 | 2.59 | 2.30        | 2.45        | 2.55        | 2.31        | 2.51        | 2.64        | 2.32        | 2.49        | 2.60        | 2.33        | 2.52        | 2.68        |
| 2024/10/09   | 2.30 | 2.47 | 2.52 | 2.46 | 2.59 | 2.69 | 2.33 | 2.44 | 2.53 | 2.43 | 2.56 | 2.66 | 2.34        | 2.45        | 2.54        | 2.35        | 2.54        | 2.64        | 2.41        | 2.51        | 2.60        | 2.42        | 2.54        | 2.68        |

数据来源：Wind，浙商证券研究所

**二永债流动性较好，当市场调整时，释放先导信号，提前一天调整1-2bp。**

# 超预期政策带来的调整 (以二永为代表)

图：9月底至今银行二永债收益率 (%)



表：9月底至今银行二永债收益率调整幅度 (bp)

| 项目          | AA+ 银行永续债 |       |       |       | AA+ 二级资本债 |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
|             | 1Y        | 3Y    | 5Y    | 7Y    | 1Y        | 3Y    | 5Y    | 7Y    |
| 240924-1009 | 40.7      | 44.4  | 47.3  | 40.0  | 38.0      | 46.6  | 46.0  | 41.0  |
| 241009-1017 | -32.6     | -26.5 | -25.6 | -21.5 | -29.6     | -32.1 | -27.7 | -22.2 |
| 241017-1030 | 7.9       | 12.6  | 12.8  | 12.3  | 8.3       | 14.2  | 14.9  | 12.1  |
| 241030-1112 | -15.6     | -19.2 | -17.2 | -9.4  | -12.4     | -17.8 | -16.9 | -8.9  |
| 241112-1118 | 2.1       | 4.8   | 5.3   | 2.1   | 1.9       | 4.9   | 4.1   | 2.3   |
| 241118-1209 | -17.7     | -20.4 | -23.0 | -21.6 | -16.2     | -20.4 | -21.2 | -24.7 |
| 241209-1210 | -4.7      | -8.6  | -7.6  | -6.7  | -3.0      | -7.6  | -7.6  | -6.6  |

九月底系列政策释放，以924政策公布时间点为节点，权益大涨、债市大跌。

历史总结：权益市场疯牛容易带来理财赎回→信用债市场调整，未来信用研究需要参考权益市场是否有特别超预期的行情导致股涨债跌。

未来看到什么样的政策，会比较超预期？

12月9日中共中央召开政治局会议，货币宽松定调驱动当日收益率进一步下行，幅度在4-8bp左右。

近期的宽松政策市场已经有一定预期，未带来权益市场大涨，进而信用债未进入调整阶段。至明年3月份权益市场大概率维持箱体震荡，信用债大概率无虞，将会跟随利率债同步收益率下探。

数据来源：Qeube, 浙商证券研究所；数据统计截止日为2024-12-10

# 信用债板块与择券观察

# 样本个券收益率图谱

| 板块             | 主体名称               | 主体评级         | 隐含评级  | 存续债券余额(亿元) | 1Y期收益率1220 | 1Y期收益率变化(bp) | 3Y期收益率1220 | 3Y期收益率变化(bp) | 5Y期收益率1220 | 5Y期收益率变化(bp)   | 板块               | 主体名称           | 主体评级             | 隐含评级         | 存续债券余额(亿元) | 1Y期收益率1220 | 1Y期收益率变化(bp) | 3Y期收益率1220 | 3Y期收益率变化(bp) |      |
|----------------|--------------------|--------------|-------|------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|----------------|------------------|----------------|------------------|--------------|------------|------------|--------------|------------|--------------|------|
| 城投             | 西安高新控股有限公司         | AAA          | AA(2) | 627        | 2.30       | -6           | 2.98       | -7           | 3.13       | -21            | 地产               | 广州珠江实业集团有限公司   | AAA              | AA           | 221        | 2.09       | -2           | 2.96       | 0            |      |
|                | 云南省投资控股集团有限公司      | AAA          | AA(2) | 460        | 2.16       | 2            | 2.76       | 1            | 2.98       | -1             |                  | 珠海华发实业股份有限公司   | AAA              | AA           | 376        | 2.28       | -2           | 2.52       | -1           |      |
|                | 河南航空港投资集团有限公司      | AAA          | AA(2) | 703        | 2.11       | 1            | 2.47       | 1            | 2.80       | -1             |                  | 北京首都开发股份有限公司   | AAA              | AA           | 641        | 2.37       | -2           | 2.51       | -2           |      |
|                | 天津城市基础设施建设投资集团有限公司 | AAA          | AA    | 1066       | 2.02       | 2            | 2.36       | 3            | 2.75       | 2              |                  | 建发房地产集团有限公司    | AAA              | AA+          | 300        | 2.30       | -1           | 2.48       | 0            |      |
|                | 湖北省联合发展投资集团有限公司    | AAA          | AA    | 540        | 2.03       | 0            | 2.30       | 1            | 2.52       | -1             |                  | 保利置业集团有限公司     | AAA              | AA+          | 216        | 2.07       | -1           | 2.47       | 1            |      |
|                | 吉林省高速公路集团有限公司      | AAA          | AA(2) | 411        | 2.02       | 2            | 2.13       | 1            | 2.44       | -1             | 中国铁建房地产集团有限公司    | AAA            | AA+              | 398          | 2.05       | -1         | 2.06         | -2         |              |      |
|                | 青岛城市建设投资(集团)有限责任公司 | AAA          | AA+   | 776        | 1.91       | -2           | 2.04       | 0            | 2.20       | 0              | 中国节能环保集团有限公司     | AAA            | AA+              | 314          | 1.97       | 0          | 1.95         | 3          |              |      |
| 银行             | 渤海银行股份有限公司         | AAA          | AA+   | 2841       | 2.09       | -4           | -          | -            | 2.69       | -1             | 央企               | 中国东方资产管理股份有限公司 | AAA              | AAA-         | 974        | 1.99       | 0            | -          | -            |      |
|                | 中国民生银行股份有限公司       | AAA          | AAA-  | 9561       | 1.98       | 1            | -          | -            | 2.39       | -1             |                  | 民企             | 远东国际融资租赁有限公司     | AAA          | AA         | 690        | 2.48         | -9         | 3.25         | -12  |
|                | 成都农村商业银行股份有限公司     | AAA          | AA+   | 986        | -          | -            | -          | -            | 2.24       | -1             |                  |                | 山东宏桥新型材料有限公司     | AA+          | AA         | 184        | 2.34         | -2         | 2.75         | 0    |
|                | 中国工商银行股份有限公司       | AAA          | AAA   | 19579      | 1.78       | -1           | 1.88       | -2           | 1.99       | -3             |                  |                | 平安国际融资租赁有限公司     | AAA          | AA+        | 1016       | 2.10         | 3          | 2.75         | -6   |
|                | 天津银行股份有限公司         | AAA          | AA+   | 1120       | -          | -            | 2.68       | 6            | -          | -              |                  |                | 海尔集团(青岛)金盈控股有限公司 | AAA          | AA         | 113        | 2.08         | -2         | 2.07         | -2   |
|                | 煤炭                 | 渤海银行股份有限公司   | AAA   | AA+        | 2841       | 2.09         | -4         | -            | -          | 2.69           |                  | -1             | 钢铁               | 冀中能源集团有限责任公司 | AAA        | AA         | 294          | 2.37       | -2           | 2.90 |
|                |                    | 中国民生银行股份有限公司 | AAA   | AAA-       | 9561       | 1.98         | 1          | -            | -          | 2.39           | -1               | 晋能控股煤业集团有限公司   |                  | AAA          | AA         | 850        | 1.90         | 0          | 2.19         | 0    |
| 成都农村商业银行股份有限公司 |                    | AAA          | AA+   | 986        | -          | -            | -          | -            | 2.24       | -1             | 华阳新材料科技集团有限公司    | AAA            |                  | AA           | 316        | 1.97       | -2           | 2.18       | 0            |      |
| 中国工商银行股份有限公司   | AAA                | AAA          | 19579 | 1.78       | -1         | 1.88         | -2         | 1.99         | -3         | 陕西煤业化工集团有限责任公司 | AAA              | AA+            |                  | 1220         | 1.89       | -2         | 2.03         | 2          |              |      |
| 天津银行股份有限公司     | AAA                | AA+          | 1120  | -          | -          | 2.68         | 6          | -            | -          | 兖矿能源集团股份有限公司   | AAA              | AA+            |                  | 512          | 1.88       | -1         | 1.98         | 1          |              |      |
|                |                    |              |       |            |            |              |            |              |            |                | 山西潞安矿业(集团)有限责任公司 | AAA            |                  | AA           | 180        | 1.96       | -1           | -          | -            |      |
|                |                    |              |       |            |            |              |            |              |            |                | 晋能控股电力集团有限公司     | AAA            | AA               | 597          | 1.91       | -2         | -            | -          |              |      |
|                |                    |              |       |            |            |              |            |              |            |                | 河钢集团有限公司         | AAA            | AA+              | 913          | 2.02       | -1         | 2.31         | 2          |              |      |
|                |                    |              |       |            |            |              |            |              |            |                | 首钢集团有限公司         | AAA            | AA+              | 740          | 1.87       | -1         | 1.92         | 2          |              |      |
|                |                    |              |       |            |            |              |            |              |            |                | 山东钢铁集团有限公司       | AAA            | AA               | 448          | 2.07       | 2          | -            | -          |              |      |

# 1、隐含评级AAA-, 3-5Y二永债 bid/ofr 情况

| 剩余期限      | 简称/标签            | Bid     | ↓Ofr   | 昨日中债估值       | 主体评级 | 债项评级 | 中债隐含 | 债券流动性评分  | 主体流动性评分  |
|-----------|------------------|---------|--------|--------------|------|------|------|----------|----------|
| 4.97Y+N   | 24中行永续债02BC      | 2.04*   | 2.04*  | 2.1039/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.61  | S 98.63  |
| 4.94Y+N   | 24农行永续债03BC      | 2.045*  | 2.035* | 2.1033/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.88  | S 99.54  |
| 4.56Y+N   | 24工行永续债01        | 2.035*  | 2.03*  | 2.0982/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.98  | S 96.80  |
| 4.61Y+N   | 24中行永续债01        | 2.035*  | 2.03*  | 2.0989/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.98  | S 98.63  |
| 4.23Y+N   | 24农行永续债01        | 2.025*  | 2.025* | 2.0893/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.95  | S 99.54  |
| 4.45Y+N   | 24农行永续债02        | 2.03*   | 2.02*  | 2.0965/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.99  | S 99.54  |
| 4.68Y+N   | 24交行永续债01BC      | 2.04*   | 2.01*  | 2.0998/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.99  | S 100.00 |
| 4.24Y+N   | 24邮储永续债01        | 2.025*  | 2.00*  | 2.0897/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.84  | A 85.84  |
| 4.69Y+5Y  | 24工行二级资本债01A(BC) | 1.955*  | 1.955* | 2.0150/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.98  | S 96.80  |
| 4.85Y+... | 24工行二级资本债02BC    | 1.96*   | 1.955* | 2.0150/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 100.00 | S 96.80  |
| 4.30Y+... | 24中行二级资本债02A     | 1.965*  | 1.955* | 2.0143/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.95  | S 98.63  |
| 4.34Y+5Y  | 24农行二级资本债02A     | 1.96*   | 1.95*  | 2.0144/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.97  | S 99.54  |
| 4.13Y+... | 24建行二级资本债01A     | 1.95*   | 1.95*  | 2.0135/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.40  | S 95.89  |
| 4.55Y+... | 24建行二级资本债02A     | 1.955*  | 1.95*  | 2.0148/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.99  | S 95.89  |
| 4.30Y+5Y  | 19农业银行二级03       | 1.95*   | 1.95*  | 2.0143/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.66  | S 99.54  |
| 4.13Y+5Y  | 24农行二级资本债01A     | 1.96*   | 1.945* | 2.0135/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.79  | S 99.54  |
| 4.12Y+5Y  | 24中行二级资本债01A     | 1.95*   | 1.945* | 2.0134/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.77  | S 98.63  |
| 4.41Y+1Y  | 24中行TLAC非资本债01B  | 1.9425* | 1.93*  | 1.9917/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.65  | S 98.63  |
| 3.68Y+N   | 23农行永续债01        | 1.99*   | 1.91*  | 2.0398/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.73  | S 99.54  |
| 3.84Y+... | 23中行二级资本债03A     | 1.95*   | 1.885* | 2.0069/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.58  | S 98.63  |
| 3.27Y+5Y  | 23建行二级资本债01A     | 1.90*   | 1.88*  | 1.9472/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | A 94.53  | S 95.89  |
| 3.25Y+5Y  | 23农行二级资本债01A     | 1.90*   | 1.86*  | 1.9457/2.... | AAA  | AAA  | AAA- | S 99.53  | S 99.54  |

数据来源: Qeubee, 浙商证券研究所

## 2、隐含评级AA+, 3-5Y二永 bid/ofr 情况

| 剩余期限        | 简称/标签          | Bid     | ↓Ofr    | 昨日中债估值       | 主体评级 | 债项评级 | 中债隐含 | 债券流动性评分  | 主体流动性评分 |
|-------------|----------------|---------|---------|--------------|------|------|------|----------|---------|
| ☆ 4.86Y+N   | 24民生银行永续债02    | 2.44*   | 2.43*   | 2.4822/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.82  | A 94.98 |
| ☆ 4.66Y+N   | 24民生银行永续债01    | 2.41*   | 2.41*   | 2.4298/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.76  | A 94.98 |
| ☆ 4.35Y+... | 24民生银行二级资本债01  | 2.325*  | 2.3205* | 2.3225/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.87  | A 94.98 |
| ☆ 4.90Y+N   | 24徽商银行永续债01    | 2.25*   | 2.24*   | 2.2927/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.91  | A 91.32 |
| ☆ 3.86Y+N   | 23徽商银行永续债01    | 2.20*   | 2.18*   | 2.2397/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.38  | A 91.32 |
| ☆ 4.88Y+N   | 24平安银行永续债01    | 2.17*   | 2.165*  | 2.2224/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.97  | S 96.35 |
| ☆ 4.93Y+N   | 24广发银行永续债02    | 2.11*   | 2.11*   | 2.1632/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.89  | A 94.06 |
| ☆ 4.68Y+N   | 24江苏银行永续债02    | 2.11*   | 2.11*   | 2.1600/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.64  | A 94.52 |
| ☆ 4.73Y+N   | 24北京银行永续债01    | 2.115*  | 2.10*   | 2.1605/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.70  | A 94.06 |
| ☆ 4.45Y+N   | 24江苏银行永续债01    | 2.105*  | 2.10*   | 2.1566/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.67  | A 94.52 |
| ☆ 4.47Y+N   | 24华夏银行永续债01    | 2.10*   | 2.10*   | 2.1571/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.93  | S 95.43 |
| ☆ 4.50Y+N   | 24杭州银行永续债01    | 2.115*  | 2.10*   | 2.1575/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.60  | A 91.78 |
| ☆ 4.77Y+N   | 24华夏银行永续债02    | 2.105*  | 2.10*   | 2.1610/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.85  | S 95.43 |
| ☆ 4.50Y+N   | 24广发银行永续债01    | 2.12*   | 2.09*   | 2.1576/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.92  | A 94.06 |
| ☆ 4.67Y+5Y  | 24南京银行二级资本债02  | 2.08*   | 2.07*   | 2.1217/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.54  | A 92.69 |
| ☆ 4.55Y+5Y  | 24平安银行二级资本债01A | 2.0675* | 2.06*   | 2.1148/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.94  | S 96.35 |
| ☆ 4.76Y+... | 24宁波银行二级资本债02  | 2.08*   | 2.06*   | 2.1268/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.51  | A 90.41 |
| ☆ 4.87Y+N   | 24招行永续债01BC    | 2.07*   | 2.06*   | 2.1323/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 100.00 | B 84.47 |
| ☆ 4.33Y+5Y  | 24浙商银行二级资本债01  | 2.06*   | 2.05*   | 2.1008/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.50  | A 93.15 |
| ☆ 4.67Y+5Y  | 24南京银行二级资本债01  | 2.075*  | 2.05*   | 2.1217/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.40  | A 92.69 |
| ☆ 4.62Y+... | 24广发银行二级资本债01A | 2.06*   | 2.05*   | 2.1188/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.84  | A 94.06 |
| ☆ 4.64Y+... | 24杭州银行二级资本债01  | 2.07*   | 2.05*   | 2.1200/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.53  | A 91.78 |

数据来源: Qeubee, 浙商证券研究所

### 3、隐含评级AA， 3-5Y二永Bid/ofr情况

| 剩余期限                           | 简称/标签 ⓘ                           | Bid   | ↓Ofr  | 昨日中债估值       | 主体评级 | 债项评级 | 中债隐含 | 债券流动性评分                 | 主体流动性评分                 |
|--------------------------------|-----------------------------------|-------|-------|--------------|------|------|------|-------------------------|-------------------------|
| ☆ 4.42Y+5Y                     | 24天津银行二级资本债01 <a href="#">次</a>   | 2.86* | 2.80* | 2.7994/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 99.25</a> | <a href="#">B 79.91</a> |
| ☆ 4.47Y+... <a href="#">休1</a> | 24创兴银行二级资本债01BC <a href="#">次</a> | 2.77* | 2.80* | 2.8034/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 97.88</a> | <a href="#">B 81.02</a> |
| ☆ 3.77Y+5Y                     | 23创兴银行二级资本债01BC <a href="#">次</a> | --    | 2.70* | 2.7495/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">B 84.12</a> | <a href="#">B 81.02</a> |
| ☆ 4.75Y+N                      | 24渤海银行永续债01 <a href="#">次</a>     | 2.74* | 2.69* | 2.7207/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 99.76</a> | <a href="#">A 89.50</a> |
| ☆ 3.31Y+5Y                     | 23天津银行二级资本债01 <a href="#">次</a>   | 2.71* | 2.68* | 2.7143/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 97.93</a> | <a href="#">B 79.91</a> |
| ☆ 4.33Y+... <a href="#">休2</a> | 24渤海银行二级资本债01 <a href="#">次</a>   | 2.55* | 2.54* | 2.5433/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 99.66</a> | <a href="#">A 89.50</a> |
| ☆ 4.69Y+N                      | 24泰隆商行永续债01 <a href="#">次</a>     | 2.55* | 2.52* | 2.5702/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 98.89</a> | <a href="#">C 55.71</a> |
| ☆ 3.65Y+N                      | 23中原银行永续债01 <a href="#">次</a>     | Bid   | 2.48* | 2.5050/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 99.14</a> | <a href="#">A 85.39</a> |
| ☆ 4.56Y+5Y                     | 24中原银行二级资本债01 <a href="#">次</a>   | 2.48* | 2.48* | 2.5096/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 99.41</a> | <a href="#">A 85.39</a> |
| ☆ 4.52Y+N                      | 24湖北银行永续债01 <a href="#">次</a>     | 2.42* | 2.43* | 2.4679/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 98.61</a> | <a href="#">B 78.54</a> |
| ☆ 3.92Y+N                      | 23湖北银行永续债01 <a href="#">次</a>     | 2.40* | 2.40* | 2.4362/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 97.62</a> | <a href="#">B 78.54</a> |
| ☆ 4.59Y+N                      | 24台州银行永续债01 <a href="#">次</a>     | 2.34* | 2.36* | 2.3690/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 95.22</a> | <a href="#">C 64.84</a> |
| ☆ 4.43Y+N                      | 24广州农商行永续债01 <a href="#">次</a>    | 2.38* | 2.36* | 2.4163/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 99.58</a> | <a href="#">A 86.30</a> |
| ☆ 4.68Y+N                      | 24台州银行永续债02 <a href="#">次</a>     | 2.37* | 2.32* | 2.3701/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">A 85.26</a> | <a href="#">C 64.84</a> |
| ☆ 4.55Y+... <a href="#">休1</a> | 24恒丰银行二级资本债02 <a href="#">次</a>   | 2.38* | 2.32* | 2.4090/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 99.37</a> | <a href="#">A 90.87</a> |
| ☆ 4.98Y+5Y                     | 24四川银行二级资本债 <a href="#">次</a>     | --    | 2.30* | 2.2901/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 95.09</a> | <a href="#">B 82.65</a> |
| ☆ 3.70Y+5Y                     | 23厦门国际二级资本债02 <a href="#">次</a>   | 2.35* | 2.26* | 2.2940/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 95.91</a> | <a href="#">A 89.04</a> |
| ☆ 3.55Y+5Y                     | 23厦门国际二级资本债01 <a href="#">次</a>   | Bid   | 2.26* | 2.2835/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 98.32</a> | <a href="#">A 89.04</a> |
| ☆ 3.97Y+N                      | 23齐鲁银行永续债01 <a href="#">次</a>     | Bid   | 2.26* | 2.2919/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">B 72.80</a> | <a href="#">B 75.34</a> |
| ☆ 4.63Y+5Y                     | 24江南农商行二级资本债02 <a href="#">次</a>  | 2.25* | 2.24* | 2.2647/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">S 99.19</a> | <a href="#">C 63.01</a> |
| ☆ 4.99Y+... <a href="#">休2</a> | 24青岛银行二级资本债01 <a href="#">次</a>   | 2.27* | 2.22* | 2.2409/2.... | AAA  | AA+  | AA   | <a href="#">A 91.93</a> | <a href="#">B 81.28</a> |
| ☆ 4.71Y+N                      | 24成都农商行永续债01 <a href="#">次</a>    | 2.27* | 2.21* | 2.2703/2.... | AAA  | AAA  | AA   | <a href="#">S 97.98</a> | <a href="#">B 83.56</a> |

数据来源: Qeubee, 浙商证券研究所

## 4、隐含评级AA-, 3-5Y二永 bid/ofr 情况

| 剩余期限             | 简称/标签          | Bid | ↓Ofr  | 昨日中债估值       | 主体评级 | 债项评级 | 中债隐含 | 债券流动性评分 | 主体流动性评分 |
|------------------|----------------|-----|-------|--------------|------|------|------|---------|---------|
| ☆ 4.61Y+N        | 24华兴银行永续债01    | --  | 4.10* | 3.7525/4.... | AA+  | AA   | AA-  | C 51.31 | B 84.02 |
| ☆ 3.67Y+5Y       | 23华兴银行二级资本债01  | --  | 3.60* | 3.1899/3.... | AA+  | AA   | AA-  | C 53.68 | B 84.02 |
| ☆ 4.50Y+N        | 24齐商银行永续债01    | Bid | 3.46* | 3.4931/3.... | AA+  | AA   | AA-  | C 50.59 | C 51.60 |
| ☆ 3.98Y+N        | 23齐商银行永续债01    | --  | 3.41* | 3.4416/3.... | AA+  | AA   | AA-  | D 45.39 | C 51.60 |
| ☆ 3.08Y+N        | 23大连银行永续债01    | --  | 3.33* | 3.3849/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | D 49.04 | C 63.93 |
| ☆ 3.60Y+N        | 23富邦华一永续债01    | --  | 3.20* | 3.2484/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | D 0.00  | C 63.01 |
| ☆ 3.69Y+5Y       | 23潍坊银行二级资本债01  | --  | 3.19* | 3.1912/3.... | AA+  | AA   | AA-  | B 78.68 | C 66.67 |
| ☆ 4.89Y+... (休1) | 24富邦华一二级资本债01  | --  | 3.18* | 3.1841/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | C 55.07 | C 63.01 |
| ☆ 3.27Y+5Y       | 23张家口银行二级资本债01 | --  | 3.05  | 3.0053/3.... | AA+  | AA   | AA-  | D 14.80 | D 11.87 |
| ☆ 4.56Y+... (休2) | 24济宁银行二级资本债01  | --  | 2.86* | 2.8612/3.... | AA+  | AA   | AA-  | C 52.16 | D 39.27 |
| ☆ 3.86Y+N        | 23北部湾银行永续债01   | --  | 2.84* | 2.8778/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | D 48.30 | B 74.43 |
| ☆ 4.91Y+... (休2) | 24富滇银行二级资本债01  | --  | 2.81* | 2.6853/2.... | AA+  | AA   | AA-  | C 55.69 | B 71.23 |
| ☆ 4.52Y+N        | 24桂林银行永续债02    | --  | 2.81* | 2.8447/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | C 66.66 | C 69.41 |
| ☆ 4.95Y+N        | 24日照银行永续债01    | --  | 2.81* | 2.8306/3.... | AA+  | AA   | AA-  | C 53.69 | D 43.84 |
| ☆ 4.92Y+N        | 24威海商行永续债01    | --  | 2.80* | 2.8280/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | A 85.07 | C 66.21 |
| ☆ 4.27Y+N        | 24桂林银行永续债01    | --  | 2.79* | 2.8228/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | C 53.86 | C 69.41 |
| ☆ 3.76Y+N        | 23海峡银行永续债02    | --  | 2.76* | 2.7669/3.... | AA+  | AA   | AA-  | B 70.92 | C 68.95 |
| ☆ 4.76Y+N (休2)   | 24晋商银行永续债01    | --  | 2.76* | 2.8142/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | D 41.18 | C 65.75 |
| ☆ 3.35Y+5Y       | 23稠州商行二级资本债01  | Bid | 2.71* | 2.7624/3.... | AA+  | AA   | AA-  | B 80.40 | C 57.53 |
| ☆ 4.56Y+5Y       | 24天津农商行二级资本债01 | --  | 2.71* | 2.7107/2.... | AAA  | AA+  | AA-  | B 72.80 | C 61.19 |
| ☆ 3.37Y+N (休1)   | 23唐山银行永续债02    | Bid | 2.67* | 2.6719/3.... | AAA  | AA+  | AA-  | A 92.72 | C 53.88 |
| ☆ 4.92Y+5Y       | 24沧州银行二级资本债01  | --  | 2.65* | 2.6859/2.... | AA+  | AA   | AA-  | C 51.02 | D 14.16 |

数据来源: Qeubee, 浙商证券研究所

## 5、AA及以上主体，1年期不含权公募普信债 bid/ofr 情况（流动性评分A以上）

| 剩余期限     | 简称/标签①           | Bid   | ↓Ofr  | 昨日中债估值 | 主体评级 | 债项评级 | 中债隐含  | 债券流动性评分 | 主体流动性评分 |
|----------|------------------|-------|-------|--------|------|------|-------|---------|---------|
| ☆ 311D   | 22绿城地产MTN006     | 3.60* | 3.50* | 3.3721 | AAA  | AAA  | AA    | S 97.01 | S 95.37 |
| ☆ 150D   | 24曲文投SCP002      | 3.21* | 2.85* | 3.2143 | AA+  |      | AA-   | A 85.73 | A 88.25 |
| ☆ 310D   | 22乳山国运MTN002     | 4.00* | 2.75* | 2.8336 | AA   |      | AA-   | A 89.03 | A 89.53 |
| ☆ 246D ① | 24昆明安居MTN002     | 2.95* | 2.74* | 2.7597 | AA+  |      | AA-   | A 85.02 | A 89.58 |
| ☆ 244D   | 24华侨城SCP005      | --    | 2.71* | 2.7247 | AAA  |      | AA+   | S 95.29 | S 96.33 |
| ☆ 356D   | 24昆明城建MTN001     | 2.70* | 2.70* | 2.9852 | AA+  |      | AA-   | A 86.38 | A 85.05 |
| ☆ 179D   | 24昆明土地SCP002     | Bid   | 2.65* | 2.7103 | AA+  |      | AA-   | S 95.81 | A 88.48 |
| ☆ 171D   | 24陕西建工SCP009     | --    | 2.60* | 2.6164 | AAA  |      | AA    | S 98.81 | S 96.31 |
| ☆ 248D   | 22龙湖拓展MTN001     | 2.40* | 2.40* | 2.4747 | AAA  | AAA  | AA+   | A 87.18 | A 86.43 |
| ☆ 136D   | 20西咸03 ② 质押 担保交收 | 2.28* | 2.23* | 2.3032 | AAA  | AAA  | AA(2) | A 90.42 | S 97.19 |
| ☆ 240D   | 23萍乡创新MTN001     | 2.25* | 2.20* | 2.2461 | AA+  | AA+  | AA(2) | A 92.54 | A 93.13 |
| ☆ 315D ② | 23东楚投资MTN003     | 2.20* | 2.17* | 2.1687 | AA+  |      | AA(2) | A 94.72 | A 90.08 |
| ☆ 115D   | 24昆明交通SCP004     | Bid   | 2.15* | 2.1812 | AAA  |      | AA-   | A 85.85 | S 95.50 |
| ☆ 146D   | 18唐山金控债 ② 担保交收   | --    | 2.14* | 2.1656 | AA+  | AA+  | AA-   | A 86.55 | S 95.23 |
| ☆ 185D   | 24象屿SCP005       | 2.17* | 2.14* | 2.2227 | AAA  |      | AA+   | S 95.62 | S 97.58 |
| ☆ 237D   | 24象屿SCP007       | --    | 2.13* | 2.2246 | AAA  |      | AA+   | S 96.87 | S 97.58 |
| ☆ 234D   | 22荆门高新MTN002     | Bid   | 2.12* | 2.1901 | AA   |      | AA(2) | A 85.92 | A 94.24 |
| ☆ 234D   | 24华发实业SCP002     | Bid   | 2.11* | 2.1196 | AAA  |      | AA    | A 88.28 | S 97.51 |
| ☆ 258D   | 22西安高新MTN003     | --    | 2.11* | 2.1608 | AAA  |      | AA(2) | S 95.91 | S 99.46 |
| ☆ 140D ② | 24津渤海SCP010      | Bid   | 2.10* | 2.1049 | AAA  |      | AA-   | A 92.12 | S 97.47 |
| ☆ 342D   | 23漯河投资MTN003     | --    | 2.10* | 2.2191 | AA+  |      | AA(2) | A 88.57 | A 90.96 |
| ☆ 351D ① | 23水发集团MTN001     | 2.15* | 2.10* | 2.1691 | AAA  |      | AA(2) | S 97.57 | S 98.48 |

数据来源：Qeubee，浙商证券研究所

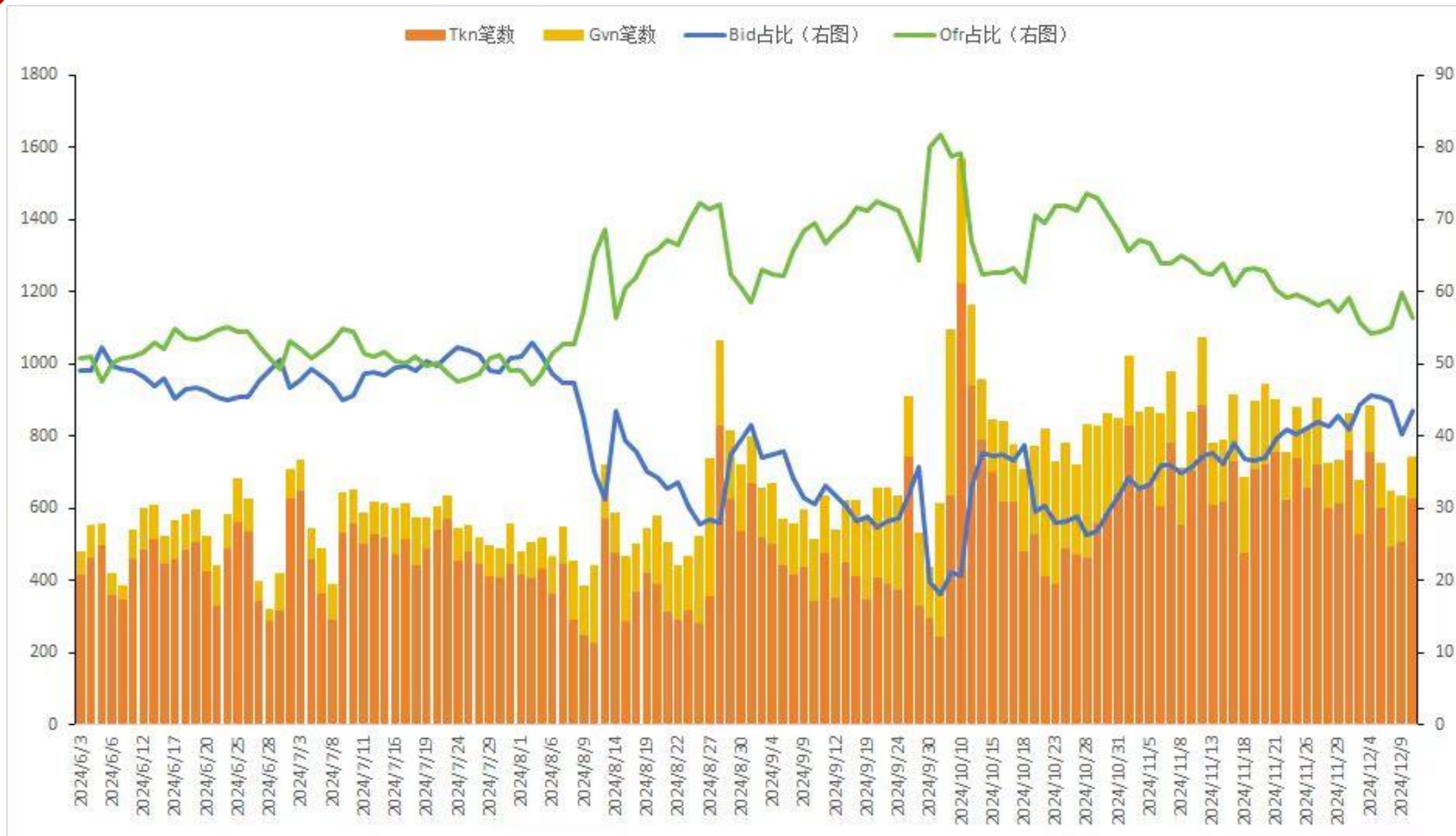
## 6、高流动性主体（流动性打分A&S）3-5Y期二永债 bid/ofr 情况

| 剩余期限        | 简称/标签          | Bid    | Ofr     | 昨日中债估值       | 主体评级 | 债项评级 | 中债隐含 | 债券流动性评分 | 主体流动性评分 |
|-------------|----------------|--------|---------|--------------|------|------|------|---------|---------|
| ☆ 4.75Y+N   | 24渤海银行永续债01    | 2.74*  | 2.69*   | 2.7207/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.76 | A 89.50 |
| ☆ 4.33Y+... | 24渤海银行二级资本债01  | 2.55*  | 2.54*   | 2.5433/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.66 | A 89.50 |
| ☆ 4.56Y+5Y  | 24中原银行二级资本债01  | 2.48*  | 2.48*   | 2.5096/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.41 | A 85.39 |
| ☆ 3.65Y+N   | 23中原银行永续债01    | Bid    | 2.48*   | 2.5050/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.14 | A 85.39 |
| ☆ 4.86Y+N   | 24民生银行永续债02    | 2.44*  | 2.43*   | 2.4822/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.82 | A 94.98 |
| ☆ 4.66Y+N   | 24民生银行永续债01    | 2.41*  | 2.41*   | 2.4298/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.76 | A 94.98 |
| ☆ 4.43Y+N   | 24广州农商行永续债01   | 2.38*  | 2.36*   | 2.4163/2.... | AAA  | AA+  | AA   | S 99.58 | A 86.30 |
| ☆ 4.35Y+... | 24民生银行二级资本债01  | 2.325* | 2.3205* | 2.3225/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.87 | A 94.98 |
| ☆ 4.55Y+... | 24恒丰银行二级资本债02  | 2.38*  | 2.32*   | 2.4090/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.37 | A 90.87 |
| ☆ 3.70Y+5Y  | 23厦门国际二级资本债02  | 2.35*  | 2.26*   | 2.2940/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 95.91 | A 89.04 |
| ☆ 3.55Y+5Y  | 23厦门国际二级资本债01  | Bid    | 2.26*   | 2.2835/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 98.32 | A 89.04 |
| ☆ 4.90Y+N   | 24徽商银行永续债01    | 2.25*  | 2.24*   | 2.2927/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.91 | A 91.32 |
| ☆ 4.66Y+N   | 24北京农商行永续债01   | 2.26*  | 2.20*   | 2.2699/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.28 | A 87.21 |
| ☆ 3.86Y+N   | 23徽商银行永续债01    | 2.20*  | 2.18*   | 2.2397/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.38 | A 91.32 |
| ☆ 4.67Y+5Y  | 24重庆银行二级资本债01  | 2.19*  | 2.18*   | 2.2177/2.... | AAA  | AA+  | AA   | S 98.97 | A 88.13 |
| ☆ 3.27Y+5Y  | 23广州农商行二级资本债01 | 2.18*  | 2.17*   | 2.2115/2.... | AAA  | AA+  | AA   | S 99.39 | A 86.30 |
| ☆ 4.62Y+... | 24成都银行二级资本债02  | 2.17*  | 2.17*   | 2.2143/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 99.69 | A 89.95 |
| ☆ 4.88Y+N   | 24平安银行永续债01    | 2.17*  | 2.165*  | 2.2224/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.97 | S 96.35 |
| ☆ 4.49Y+... | 24成都银行二级资本债01  | 2.17*  | 2.16*   | 2.2046/2.... | AAA  | AAA  | AA   | S 98.94 | A 89.95 |
| ☆ 4.93Y+N   | 24广发银行永续债02    | 2.11*  | 2.11*   | 2.1632/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.89 | A 94.06 |
| ☆ 4.68Y+N   | 24江苏银行永续债02    | 2.11*  | 2.11*   | 2.1600/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.64 | A 94.52 |
| ☆ 4.47Y+N   | 24华夏银行永续债01    | 2.10*  | 2.10*   | 2.1571/2.... | AAA  | AAA  | AA+  | S 99.93 | S 95.43 |

数据来源: Qeubee, 浙商证券研究所

# 信用债市场热度&异常成交

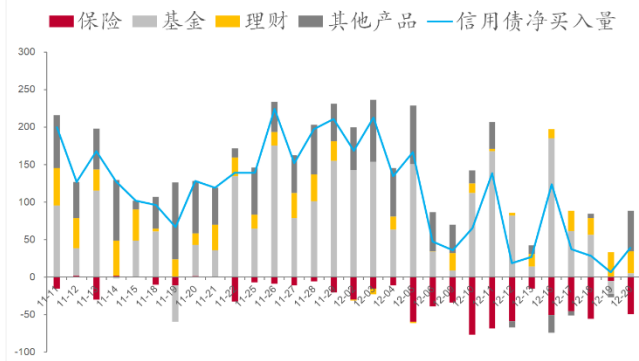
# TKN/GVN成交笔数&Bid/Ofr占比变化一览



数据来源: Qeube, 浙商证券研究所; 数据统计截止日为2024-12-10

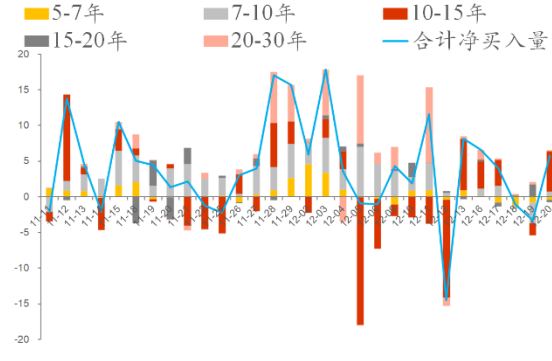
信用债整体概览

信用债分机构净买入情况



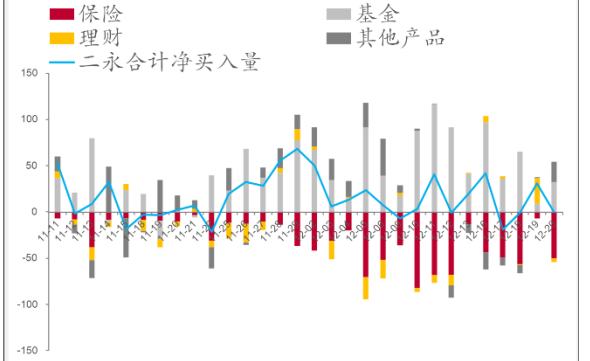
分期限统计 (不含金融二永)

超长期信用债: 分期限净买入情况

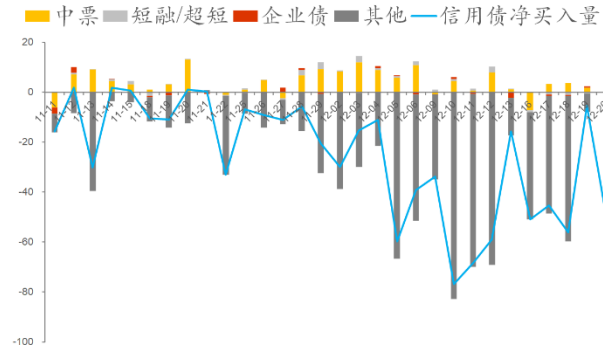


二永债部分

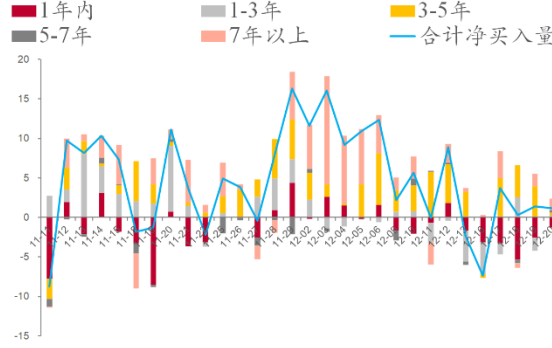
二级资本债+商业银行永续债: 分机构净买入量



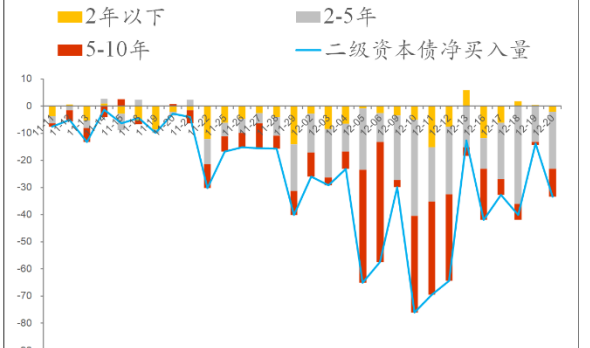
分券种净买入情况: 保险



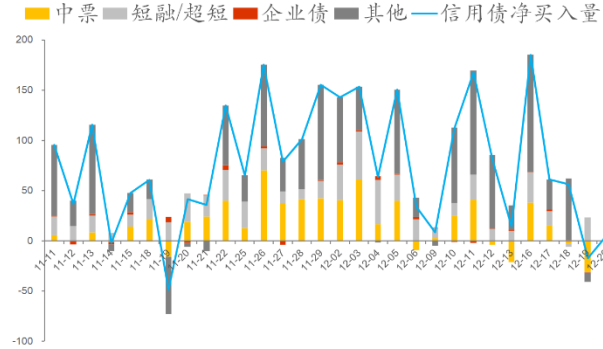
信用债分期限净买入情况: 保险



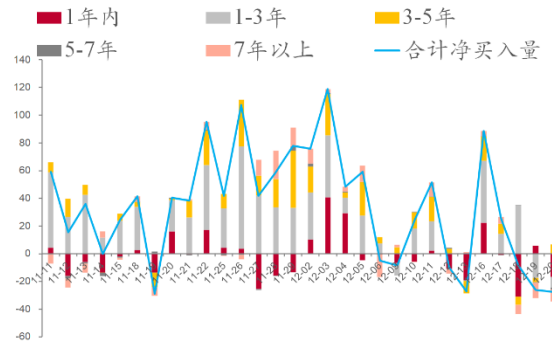
二级资本债: 保险净买入情况



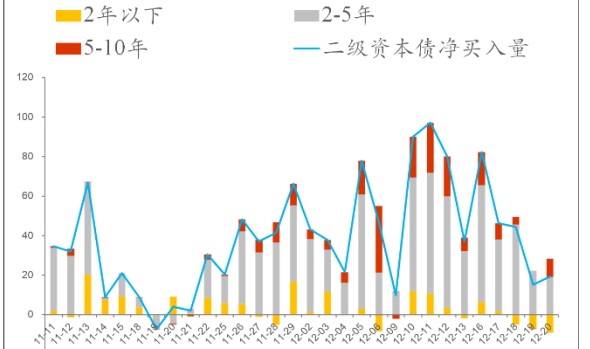
分券种净买入情况: 基金



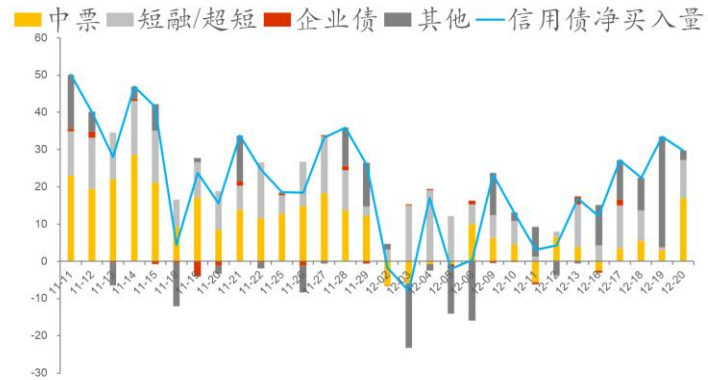
信用债分期限净买入情况: 基金



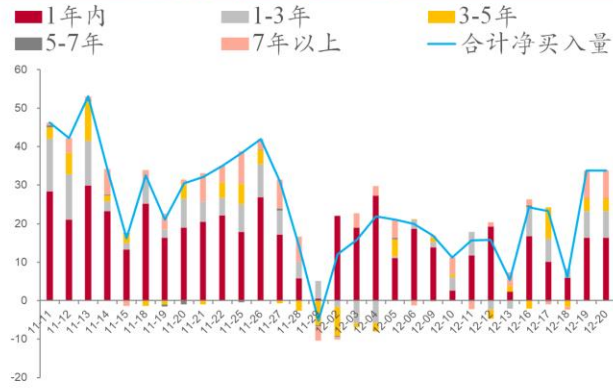
二级资本债: 基金净买入情况



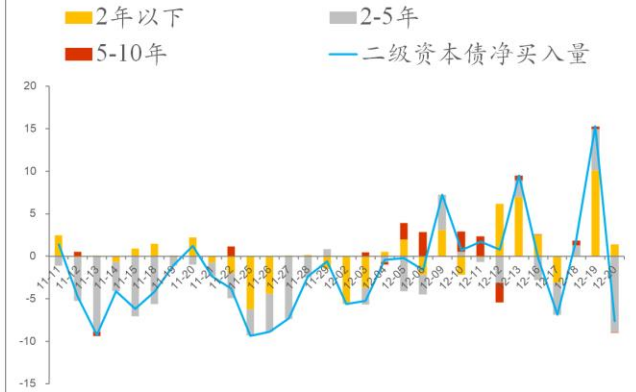
分券种净买入情况：理财



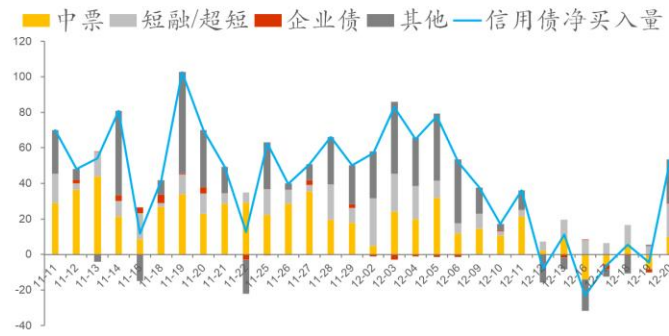
信用债分期限净买入情况：理财



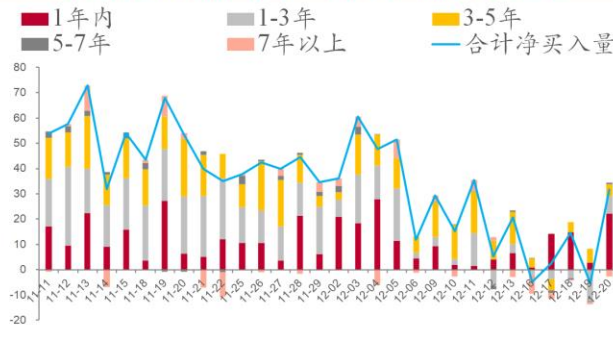
二级资本债：理财净买入情况



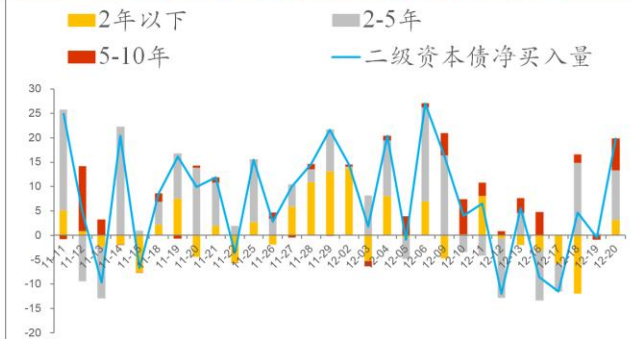
分券种净买入情况：其他产品类



信用债分期限净买入情况：其他产品类



二级资本债：其他产品类净买入情况



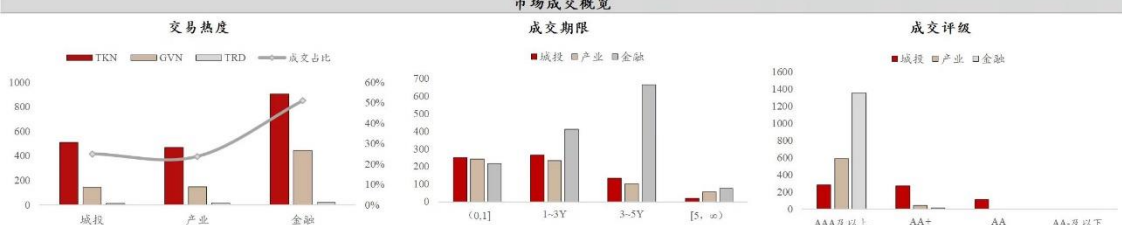
数据来源：CFETS

注：1、债券分类中，其他类包括银行次级债、永续债；根据CFETS口径，采用其他类中5-15Y期债券近似替代不同期限二级资本债，采用30Y以上债券近似替代商业银行永续债，可能存在一定误差；2、期限分类中：由于统计口径问题，非金永续债统一归类于7年以上期限，统计量中不包括大部分金融二永债；3、机构分类中，其他产品类包括社保/养老/企业年金、券商资管、期货资管、信托产品等；4、超长期信用债统计机构包括保险、基金（排除货基）、理财、其他产品类；超长期信用债统计券种包括中票、企业债及其他类债券中的部分期限段债券，7年期以上期限段包括非金永续中票和永续美企业债。

| 证券简称         | 发行人                | 成交偏离(bp) | 剩余期限(年)  | 收益率(%) | 中债估值(%)   | 成交方向 | 隐含评级  |
|--------------|--------------------|----------|----------|--------|-----------|------|-------|
| 偏离成交情况       |                    |          |          |        |           |      |       |
| 24咸阳城发MTN001 | 咸阳市城市发展集团有限公司      | -14      | 4.56Y    | 2.90   | 3.04      | G    | AA(2) |
| 24浙新01       | 湖州新城区国有资本运营管理有限公司  | -10      | 2.45Y    | 3      | 3.10      | T    | AA-   |
| 24乌发Y1       | 乌鲁木齐交通旅游投资(集团)有限公司 | -10      | 2.93Y+NY | 2.59   | 2.69/3.22 | T    | AA(2) |
| 24津保投MTN003  | 天津保税区投资控股集团有限公司    | -10      | 4.68Y    | 2.89   | 2.99      | T    | AA(2) |
| 24湘文01       | 邵阳市文化旅游发展集团有限公司    | -10      | 4.51Y    | 3.49   | 3.59      | T    | AA-   |
| 22芜湖建设MTN003 | 芜湖市建设投资有限公司        | -11      | 204D     | 1.8    | 1.91/1.88 | T    | AA    |
| 24西宁城投MTN002 | 西宁市投资管理集团有限公司      | -12      | 4.32Y    | 4      | 4.12      | T    | AA-   |
| 23桂新03       | 桂林新城投资开发集团有限公司     | -13      | 2.03Y    | 2.9    | 3.03      | T    | AA-   |
| 21永发集团债01    | 永发集团有限公司           | -14      | 1.60Y    | 2.2    | 2.31      | T    | AA(2) |
| 21高控01       | 西安高新控股有限公司         | -15      | 1.53Y    | 2.40   | 2.55      | T    | AA(2) |
| 24菏泽城投MTN001 | 菏泽城投控股集团有限公司       | -16      | 2.74Y+2Y | 2.5    | 2.66/2.89 | G    | AA(2) |
| 24古镇02       | 景德镇市古镇投资管理有限公司     | -20      | 2.22Y    | 2.77   | 2.97      | T    | AA(2) |
| 24津旅03       | 延安旅游(集团)有限公司       | -21      | 2.97Y    | 3.20   | 3.41      | T    | AA-   |
| 24津渤海MTN005  | 天津渤海国有资产管理集团有限公司   | -22      | 252D     | 2.3    | 2.52      | G    | AA-   |
| 24长开G2       | 重庆长寿开发投资(集团)有限公司   | -29      | 4.72Y    | 3      | 3.29      | T    | AA-   |
| 24济源投资MTN002 | 济源投资集团有限公司         | -32      | 4.49Y    | 3      | 3.32      | T    | AA-   |
| 24长开Q2       | 重庆长寿开发投资(集团)有限公司   | -34      | 4.33Y    | 3      | 3.34      | T    | AA-   |
| 24西安高新MTN015 | 西安高新控股有限公司         | -34      | 4.67Y    | 3.00   | 3.34      | T    | AA(2) |
| 24西宁城投MTN003 | 西宁市投资管理集团有限公司      | -35      | 4.58Y    | 3.85   | 4.20      | T    | AA-   |
| 24延平01       | 南平市延平区国有资产运营有限责任公司 | -40      | 4.74Y    | 3.16   | 3.56      | T    | AA-   |

| 证券简称         | 发行人            | 成交偏离(bp) | 剩余期限(年) | 收益率(%) | 中债估值(%)   | 成交方向 | 隐含评级 |
|--------------|----------------|----------|---------|--------|-----------|------|------|
| 22万科GN001    | 万科企业股份有限公司     | 1223     | 217D    | 32.64  | 20.41     | D    | AA+  |
| 蓝星YK01       | 中国蓝星(集团)股份有限公司 | 12       | 194D+NY | 2.00   | 1.88/2.10 | T    | AA-  |
| 24远东租赁MTN001 | 远东国际融资租赁有限公司   | -14      | 1.27Y   | 2.50   | 2.64      | T    | AA   |
| 24远东租赁MTN005 | 远东国际融资租赁有限公司   | -30      | 2.61Y   | 3.05   | 3.35      | G    | AA   |

| 证券简称           | 发行人            | 成交偏离(bp) | 剩余期限(年)  | 收益率(%) | 中债估值(%)   | 成交方向 | 隐含评级 |
|----------------|----------------|----------|----------|--------|-----------|------|------|
| 22北部湾保险01      | 北部湾财产保险股份有限公司  | 91       | 2.32Y+5Y | 5.00   | 4.09/4.82 | G    | A-   |
| 23潍坊银行二级资本债01  | 潍坊银行股份有限公司     | 28       | 3.70Y+5Y | 3.45   | 3.17/3.45 | G    | AA-  |
| 22山证01         | 山西证券股份有限公司     | 6        | 194D     | 1.79   | 1.73      | G    | AA+  |
| 24建行二级资本债01A   | 中国建设银行股份有限公司   | -5       | 4.14Y+5Y | 1.92   | 1.97/2.16 | T    | AAA- |
| 24中行永续债02BC    | 中国银行股份有限公司     | -5       | 4.98Y+NY | 2.02   | 2.07/2.25 | T    | AAA- |
| 19农业银行二级01     | 中国农业银行股份有限公司   | -5       | 4.25Y+5Y | 1.93   | 1.98/2.16 | G    | AAA- |
| 24农行二级资本债01A   | 中国农业银行股份有限公司   | -5       | 4.14Y+5Y | 1.92   | 1.97/2.16 | T    | AAA- |
| 24广州农商行永续债01   | 广州农村商业银行股份有限公司 | -5       | 4.45Y+NY | 2.33   | 2.38/2.61 | G    | AA+  |
| 24招行永续债01BC    | 招商银行股份有限公司     | -6       | 4.89Y+NY | 2.04   | 2.10/2.32 | T    | AA+  |
| 24中行永续债01      | 中国银行股份有限公司     | -6       | 4.62Y+NY | 2.00   | 2.06/2.25 | T    | AAA- |
| 24广发银行二级资本债01B | 广发银行股份有限公司     | -6       | 9.64Y+5Y | 2.21   | 2.27/2.39 | T    | AA+  |
| 22中证Y1         | 中万宏源证券有限公司     | -6       | 2.61Y+NY | 1.98   | 2.04/2.35 | T    | AAA- |
| 24邮储永续债01      | 中国邮政储蓄银行股份有限公司 | -6       | 4.25Y+NY | 1.98   | 2.04/2.25 | T    | AAA- |
| 21中国银行二级01     | 中国银行股份有限公司     | -6       | 1.25Y+5Y | 1.73   | 1.79/2.09 | G    | AAA- |
| 24桂林银行三农债01    | 桂林银行股份有限公司     | -7       | 2.78Y    | 1.95   | 2.02      | G    | AA   |
| 24嘉兴银行二级资本债01  | 嘉兴银行股份有限公司     | -7       | 4.98Y+5Y | 2.46   | 2.53/2.74 | T    | AA-  |
| 22华融湘江二级资本债01  | 湖南银行股份有限公司     | -8       | 2.57Y+5Y | 2.03   | 2.11/2.42 | T    | AA   |
| 24北部湾银行绿色债     | 广西北部湾银行股份有限公司  | -9       | 2.50Y    | 1.90   | 1.99      | T    | AA   |
| 24渤海银行永续债01    | 渤海银行股份有限公司     | -9       | 4.76Y+NY | 2.61   | 2.70/2.92 | T    | AA   |
| 24湘财证券CP002    | 湘财证券股份有限公司     | -22      | 319D     | 2.10   | 2.32      | T    | AA   |



| 证券简称             | 发行人                     | 成交偏离(bp) | 剩余期限(年)  | 收益率(%) | 中债估值(%)   | 成交方向 | 隐含评级  |
|------------------|-------------------------|----------|----------|--------|-----------|------|-------|
| 偏离成交情况           |                         |          |          |        |           |      |       |
| 24鄂新01           | 鄂东新区开发建设投资有限责任公司        | 19       | 2.12Y    | 2.80   | 2.61      | T    | AA-   |
| 24濮阳01           | 濮阳投资集团有限公司              | 18       | 2.27Y+2Y | 2.6    | 2.42/2.67 | T    | AA(2) |
| 20延安01           | 延安旅游(集团)有限公司            | 18       | 259D     | 2.10   | 1.92      | G    | AA    |
| 22张家界专项债01       | 张家界市经济发展投资集团有限公司        | 17       | 4.36Y    | 2.7    | 2.53      | T    | AA(2) |
| 22中新F4           | 泰州市中天新能源产业发展有限公司        | 15       | 329D     | 2.40   | 2.25      | T    | AA-   |
| 21长湖04           | 浙江长兴太湖经济投资开发有限公司        | 14       | 1.86Y    | 2.27   | 2.13      | T    | AA(2) |
| 22长寿投资MTN002(绿色) | 重庆长寿投资发展集团有限公司          | 14       | 251D+2Y  | 2.1    | 1.96/2.36 | G    | AA-   |
| 23铜梁金龙MTN002     | 重庆市铜梁区金龙城市建设发展(集团)有限公司  | 13       | 1.87Y    | 2.45   | 2.32      | T    | AA(2) |
| 22大江03           | 铜陵大江投资控股有限公司            | 12       | 353D     | 2.62   | 2.50      | T    | AA(2) |
| 24上合04           | 浙江长兴太湖经济投资开发有限公司        | 12       | 4.52Y    | 2.5    | 2.38      | T    | AA(2) |
| 24长春公交MTN001     | 长春城市轨道交通发展集团有限公司        | -10      | 2.05Y+2Y | 2.38   | 2.49/2.72 | T    | AA(2) |
| 23蓝创03           | 威海蓝创建设投资有限公司            | -13      | 221D     | 3.4    | 3.53      | T    | AA-   |
| 24泾河01           | 陕西省西咸新区泾河新城开发建设(集团)有限公司 | -15      | 4.51Y    | 3.36   | 3.51      | G    | AA-   |
| 24津渤海MTN005      | 天津渤海国有资产管理集团有限公司        | -20      | 4.69Y    | 3.05   | 3.25      | T    | AA-   |
| 24宝城投MTN001      | 宝鸡市投资(集团)有限公司           | -20      | 4.69Y    | 4      | 4.20      | T    | AA-   |
| 24北辰科技MTN004     | 天津北辰科技园园区管理有限公司         | -23      | 4.64Y    | 3.1    | 3.33      | T    | AA-   |
| 24西安高新MTN014     | 西安高新控股有限公司              | -24      | 4.62Y    | 3.02   | 3.26      | T    | AA(2) |
| 24济源投资MTN002     | 济源投资集团有限公司              | -24      | 4.48Y    | 3.00   | 3.24      | T    | AA-   |
| 24任兴03           | 任兴集团有限公司                | -43      | 2.95Y+2Y | 3.5    | 3.93/4.72 | T    | AA-   |
| 20齐河02           | 齐河县城市经营建设投资有限公司         | -110     | 341D     | 3.15   | 4.25      | T    | AA-   |

| 证券简称         | 发行人         | 成交偏离(bp) | 剩余期限(年)  | 收益率(%) | 中债估值(%)   | 成交方向 | 隐含评级 |
|--------------|-------------|----------|----------|--------|-----------|------|------|
| 22绿城地产MTN006 | 绿城房地产集团有限公司 | -10      | 315D     | 3.35   | 3.45      | T    | AA   |
| 24特YK01      | 特变电工股份有限公司  | -10      | 2.74Y+NY | 2.56   | 2.66/3.03 | T    | AA-  |

| 证券简称          | 发行人            | 成交偏离(bp) | 剩余期限(年)  | 收益率(%) | 中债估值(%)   | 成交方向 | 隐含评级 |
|---------------|----------------|----------|----------|--------|-----------|------|------|
| 20东方资本债01     | 中国东方资产管理股份有限公司 | 7        | 363D+NY  | 2.03   | 1.96/2.36 | G    | AA+  |
| 24东财证券11      | 东方财富证券股份有限公司   | 7        | 1.98Y    | 1.93   | 1.86      | T    | AAA- |
| 20齐鲁银行永续债     | 齐鲁银行股份有限公司     | 6        | 271D+NY  | 2.00   | 1.94/2.34 | T    | AA   |
| 15中信02        | 中信证券股份有限公司     | 6        | 190D     | 1.73   | 1.67      | G    | AAA  |
| 24天津银行二级资本债01 | 天津银行股份有限公司     | 6        | 4.43Y+5Y | 2.74   | 2.68/2.89 | G    | AA   |
| 20吉祥人寿        | 财信吉祥人寿保险股份有限公司 | 6        | 281D+5Y  | 2.30   | 2.24/3.43 | G    | A+   |
| 24平安人寿永续债01   | 中国平安人寿保险股份有限公司 | 5        | 4.97Y+NY | 2.21   | 2.16/2.41 | G    | AA+  |

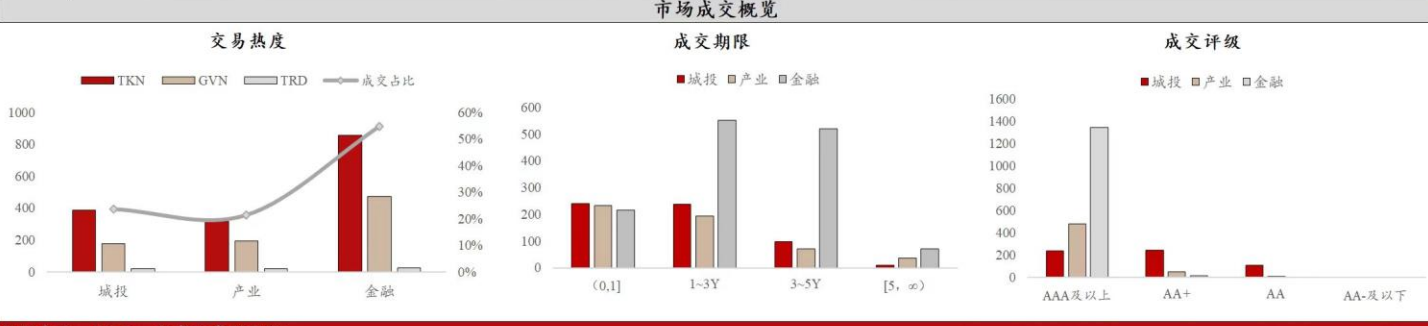
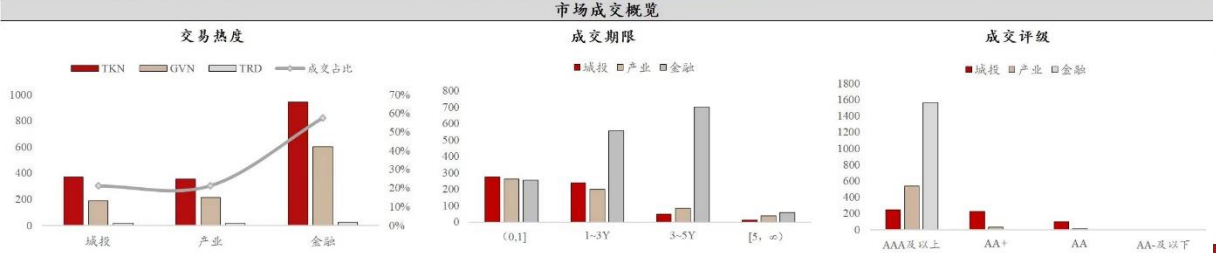




Table with columns: 证券简称, 发行人, 成交偏离(bp), 剩余期限(年), 收益率(%), 中债估值(%), 成交方向, 隐含评级. Section: 城投

Table with columns: 证券简称, 发行人, 成交偏离(bp), 剩余期限(年), 收益率(%), 中债估值(%), 成交方向, 隐含评级. Section: 产业

Table with columns: 证券简称, 发行人, 成交偏离(bp), 剩余期限(年), 收益率(%), 中债估值(%), 成交方向, 隐含评级. Section: 金融

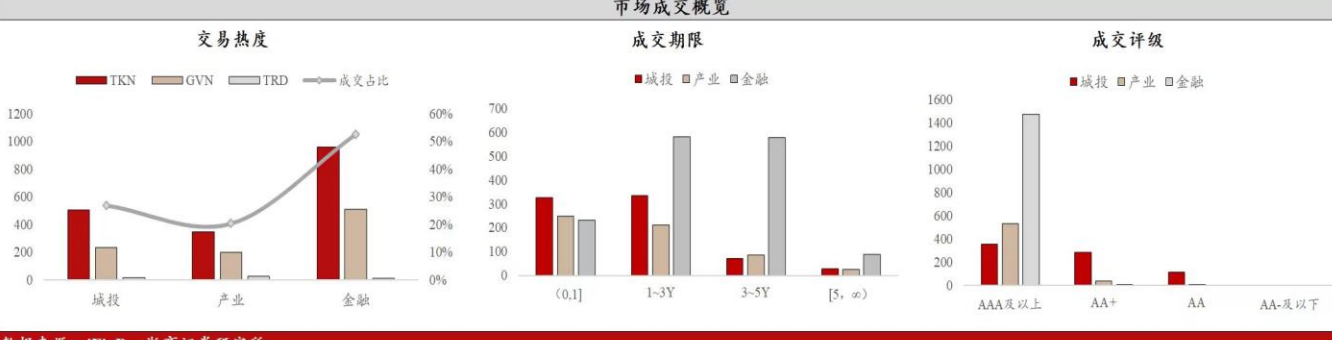


数据来源: iFinD, 浙商证券研究所. 注: 统计期限上, 为避免异常值影响, 异常成交仅选取存续期限(行权)在180天以上的交易数据...

Table with columns: 证券简称, 发行人, 成交偏离(bp), 剩余期限(年), 收益率(%), 中债估值(%), 成交方向, 隐含评级. Section: 城投

Table with columns: 证券简称, 发行人, 成交偏离(bp), 剩余期限(年), 收益率(%), 中债估值(%), 成交方向, 隐含评级. Section: 产业

Table with columns: 证券简称, 发行人, 成交偏离(bp), 剩余期限(年), 收益率(%), 中债估值(%), 成交方向, 隐含评级. Section: 金融



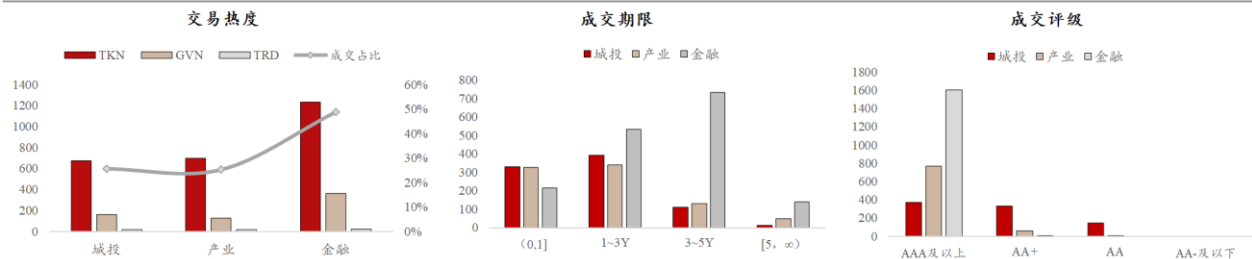
数据来源: iFinD, 浙商证券研究所. 注: 统计期限上, 为避免异常值影响, 异常成交仅选取存续期限(行权)在180天以上的交易数据...



证券简称 发行人 成交偏离(bp) 剩余期限(年) 收益率(%) 中债估值(%) 成交方向 隐含评级

| 偏离成交情况 |                    |                    |       |          |      |           |         |
|--------|--------------------|--------------------|-------|----------|------|-----------|---------|
| 城投     | 23共享01             | 重庆共享工业投资有限公司       | ↑ 20  | 1.08Y    | 2.60 | 2.40      | T AA(2) |
|        | 21自投01             | 自贡市城市建设投资开发集团有限公司  | ↑ 19  | 1.14Y+2Y | 2.4  | 2.21/2.31 | T AA(2) |
|        | 23南康03             | 赣州市南康区城市建设发展集团有限公司 | ↑ 17  | 1.93Y    | 2.43 | 2.26      | G AA(2) |
|        | 23大足01             | 重庆大足实业发展集团有限公司     | ↑ 14  | 213D     | 2.40 | 2.26      | T AA-   |
|        | 21渝城投01            | 重庆市城市建设投资(集团)有限公司  | ↑ 14  | 2.03Y+5Y | 2.05 | 1.91/2.22 | G AA+   |
|        | 24动投07             | 青岛动车小镇投资集团有限公司     | ↑ 13  | 4.95Y    | 3.05 | 2.92      | T AA(2) |
|        | 20林园04             | 株洲市国有资产投资控股集团有限公司  | ↑ 12  | 195D     | 2.00 | 1.88      | T AA    |
|        | 24云铁投MTN003        | 云南省铁路投资有限公司        | ↓ -10 | 4.59Y    | 3.30 | 3.40      | T AA-   |
|        | 19杨凌城投债01          | 杨凌城乡投资建设开发有限公司     | ↓ -20 | 1.17Y    | 3.00 | 3.20      | T AA-   |
|        | 24青岛金水MTN003B      | 青岛金水控股集团有限公司       | ↓ -21 | 2.75Y+2Y | 3.05 | 3.26/4.04 | T AA-   |
|        | 23桐城03             | 桐乡市国有资本投资运营有限公司    | ↓ -23 | 1.72Y    | 1.81 | 2.04      | T AA    |
|        | 24昆明城建MTN001       | 昆明市城建投资开发有限责任公司    | ↓ -29 | 357D     | 2.7  | 2.99      | T AA-   |
| 产业     | 23曲江金融MTN001       | 西安曲江文化金融控股(集团)有限公司 | ↑ 21  | 358D+1Y  | 3.58 | 3.37/3.60 | D AA-   |
|        | 24厦国贸控MTN009       | 厦门国贸控股集团集团有限公司     | ↑ 14  | 2.53Y+NY | 2.60 | 2.46/2.64 | G AA+   |
|        | 23鲁钢铁MTN007        | 山东钢铁集团有限公司         | ↑ 11  | 300D+NY  | 2.25 | 2.14/2.40 | T AA-   |
| 金融     | 24中华财险资本补充债        | 中华联合财产保险股份有限公司     | ↑ 13  | 4.97Y+5Y | 2.65 | 2.52/2.80 | G AA-   |
|        | 24东财证券12           | 东方财富证券股份有限公司       | ↑ 7   | 4.97Y    | 2.18 | 2.10      | G AAA-  |
|        | 21北京农商二级           | 北京农村商业银行股份有限公司     | ↓ -6  | 2.02Y+5Y | 1.92 | 1.98/2.36 | T AA    |
|        | 24中行TLAC非资本债01A    | 中国银行股份有限公司         | ↓ -6  | 2.41Y+1Y | 1.83 | 1.89/1.94 | T AAA-  |
|        | 23邮储永续债01          | 中国邮政储蓄银行股份有限公司     | ↓ -6  | 3.82Y+NY | 2.00 | 2.06/2.30 | T AAA-  |
|        | 24农行永续债03BC        | 中国农业银行股份有限公司       | ↓ -6  | 4.94Y+NY | 2.04 | 2.10/2.31 | T AAA-  |
|        | 24建行二级资本债01A       | 中国建设银行股份有限公司       | ↓ -6  | 4.13Y+5Y | 1.95 | 2.01/2.22 | T AAA-  |
|        | 24中行永续债02BC        | 中国银行股份有限公司         | ↓ -6  | 4.97Y+NY | 2.04 | 2.10/2.31 | T AAA-  |
|        | 19农业银行二级03         | 中国农业银行股份有限公司       | ↓ -6  | 4.31Y+5Y | 1.95 | 2.01/2.22 | T AAA-  |
|        | 22交通银行二级01         | 交通银行股份有限公司         | ↓ -6  | 2.18Y+5Y | 1.82 | 1.88/2.18 | T AAA-  |
|        | 24工行二级资本债01A(BC)   | 中国工商银行股份有限公司       | ↓ -7  | 4.69Y+5Y | 1.95 | 2.02/2.22 | T AAA-  |
|        | 24交行TLAC非资本债01(BC) | 交通银行股份有限公司         | ↓ -7  | 2.94Y+1Y | 1.85 | 1.92/1.97 | G AAA-  |
|        | 22工行二级资本债04A       | 中国工商银行股份有限公司       | ↓ -7  | 2.89Y+5Y | 1.85 | 1.92/2.20 | T AAA-  |
|        | 24中行二级资本债01A       | 中国银行股份有限公司         | ↓ -7  | 4.12Y+5Y | 1.95 | 2.01/2.22 | T AAA-  |
|        | 24中行永续债01          | 中国银行股份有限公司         | ↓ -7  | 4.61Y+NY | 2.03 | 2.10/2.31 | T AAA-  |
|        | 24农行永续债01          | 中国农业银行股份有限公司       | ↓ -7  | 4.23Y+NY | 2.02 | 2.09/2.30 | T AAA-  |
|        | 23中行二级资本债02A       | 中国银行股份有限公司         | ↓ -7  | 3.75Y+5Y | 1.93 | 2.00/2.21 | T AAA-  |

市场成交概览

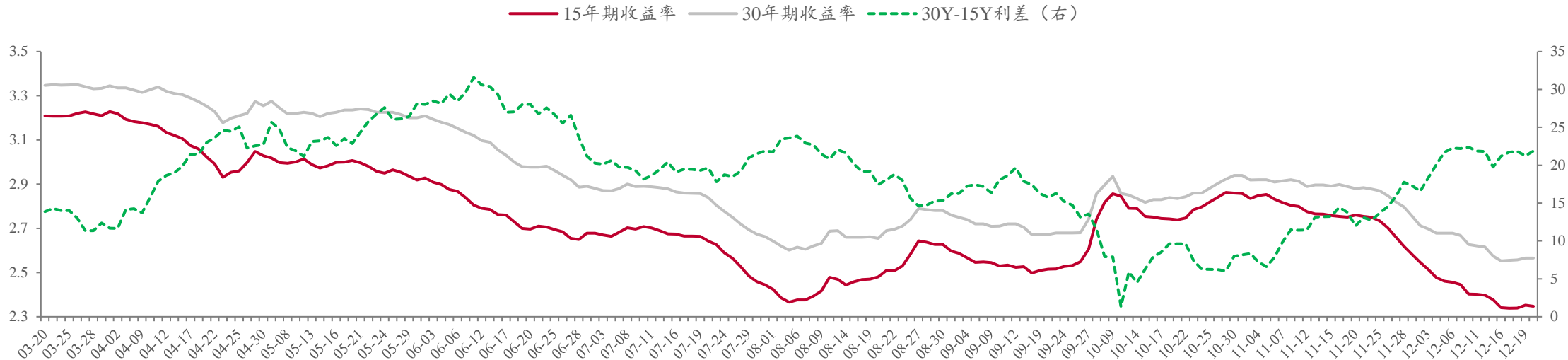


数据来源: iFinD, 浙商证券研究所  
注: 统计期限上, 为避免异常值影响, 异常成交仅选取存续期限(行权)在180天以上的交易数据; 城投债、产业债统计偏离超过10bp的债券, 金融债统计偏离超过5bp的债券, 不足20只则全部展示, 超过20只则展示偏离度绝对值最大的TOP20只债券

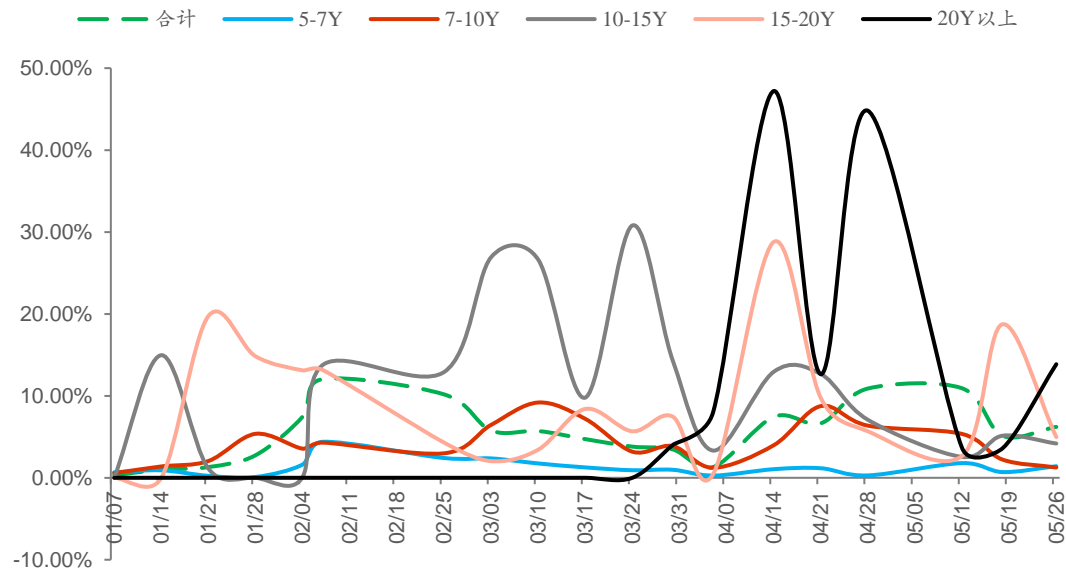
# 超长期信用债品种观察

# 超长期信用债流动性变化

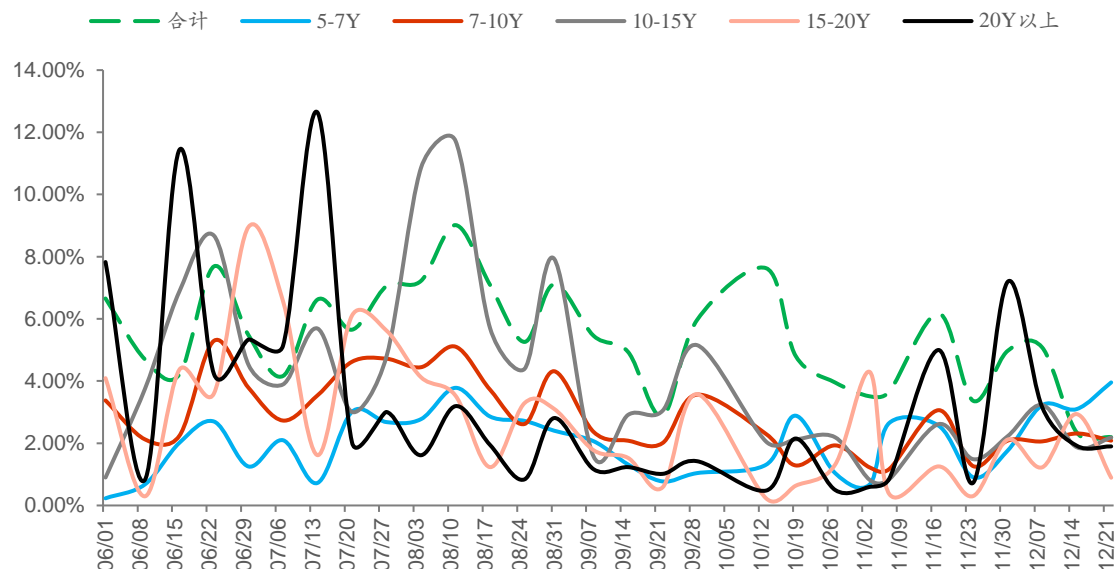
诚通15Y、30Y债券收益率及期限利差变化 (%、bp)



上半年超长期信用债分期限换手率变化 (周度)



下半年超长期信用债分期限换手率变化 (周度)



# 不同期限超长期信用债主体收益率存续金额一览

| 5-7Y期              |          |           |            |            |          |
|--------------------|----------|-----------|------------|------------|----------|
| 主体名称               | 剩余余额(亿元) | 平均剩余期限(年) | 收益率1220(%) | 收益率1216(%) | 周度变化(bp) |
| 中国国新控股有限责任公司       | 102.00   | 6.24      | 2.04       | 2.03       | 1        |
| 广东省路桥建设发展有限公司      | 70.00    | 6.29      | 2.09       | 2.07       | 2        |
| 华能国际电力股份有限公司       | 68.00    | 6.46      | 2.04       | 2.02       | 1        |
| 天津城市基础设施建设投资集团有限公司 | 68.00    | 6.15      | 3.01       | 2.97       | 4        |
| 福建省高速公路集团有限公司      | 68.00    | 6.30      | 2.05       | 2.04       | 1        |
| 合肥市建设投资控股(集团)有限公司  | 60.00    | 6.37      | 2.13       | 2.12       | 1        |
| 中国中信有限公司           | 60.00    | 5.78      | 1.98       | 1.97       | 1        |
| 国家开发投资集团有限公司       | 55.00    | 6.07      | 2.01       | 1.99       | 1        |
| 山东高速集团有限公司         | 50.00    | 6.29      | 2.07       | 2.06       | 1        |
| 中国华能集团有限公司         | 45.00    | 5.87      | 2.02       | 2.00       | 2        |
| 7-10Y期             |          |           |            |            |          |
| 主体名称               | 剩余余额(亿元) | 平均剩余期限(年) | 收益率1220(%) | 收益率1216(%) | 周度变化(bp) |
| 中国诚通控股集团有限公司       | 420.00   | 8.98      | 2.18       | 2.17       | 1        |
| 深圳市地铁集团有限公司        | 264.00   | 8.91      | 2.18       | 2.18       | 0        |
| 中国中化股份有限公司         | 240.00   | 9.53      | 2.24       | 2.23       | 1        |
| 中国铝业集团有限公司         | 209.00   | 8.31      | 2.33       | 2.33       | 0        |
| 蜀道投资集团有限责任公司       | 155.00   | 9.58      | 2.33       | 2.31       | 2        |
| 中国中信集团有限公司         | 143.00   | 7.62      | 2.08       | 2.08       | 0        |
| 江苏交通控股有限公司         | 135.00   | 9.28      | 2.19       | 2.19       | 0        |
| 北京国有资本运营管理有限公司     | 130.00   | 8.55      | 2.17       | 2.16       | 1        |
| 广州越秀集团股份有限公司       | 128.00   | 8.83      | 2.24       | 2.23       | 1        |
| 河南交通投资集团有限公司       | 121.50   | 8.70      | 2.30       | 2.29       | 1        |

# 不同期限超长期信用债主体收益率存续金额一览

| 10-15Y期         |          |           |            |            |          |  |
|-----------------|----------|-----------|------------|------------|----------|--|
| 主体名称            | 剩余余额(亿元) | 平均剩余期限(年) | 收益率1220(%) | 收益率1216(%) | 周度变化(bp) |  |
| 中国诚通控股集团有限公司    | 175.00   | 14.28     | 2.34       | 2.34       | 1        |  |
| 深圳市地铁集团有限公司     | 172.00   | 14.44     | 2.32       | 2.35       | -2       |  |
| 深圳市投资控股有限公司     | 101.00   | 14.75     | 2.27       | 2.29       | -2       |  |
| 国家开发投资集团有限公司    | 80.00    | 14.68     | 2.17       | 2.19       | -2       |  |
| 华润股份有限公司        | 70.00    | 14.54     | 2.17       | 2.19       | -2       |  |
| 华能国际电力股份有限公司    | 60.00    | 14.57     | 2.17       | 2.19       | -2       |  |
| 陕西交通控股集团有限公司    | 60.00    | 14.48     | 2.55       | 2.51       | 4        |  |
| 中国电力建设股份有限公司    | 50.00    | 14.87     | 2.24       | 2.26       | -2       |  |
| 北京国有资本运营管理有限公司  | 35.00    | 14.11     | 2.28       | 2.30       | -3       |  |
| 广东电力发展股份有限公司    | 31.00    | 14.83     | 2.32       | 2.31       | 1        |  |
| 15-20Y期         |          |           |            |            |          |  |
| 主体名称            | 剩余余额(亿元) | 平均剩余期限(年) | 收益率1220(%) | 收益率1216(%) | 周度变化(bp) |  |
| 中国诚通控股集团有限公司    | 140.00   | 19.18     | 2.44       | 2.44       | -1       |  |
| 中国长江三峡集团有限公司    | 104.00   | 18.30     | 2.14       | 2.15       | -2       |  |
| 中国中信有限公司        | 100.00   | 17.89     | 2.23       | 2.24       | -2       |  |
| 中国中信集团有限公司      | 50.00    | 18.30     | 2.24       | 2.25       | -1       |  |
| 山东高速集团有限公司      | 45.00    | 18.30     | 2.24       | 2.25       | -1       |  |
| 陕西交通控股集团有限公司    | 35.00    | 19.54     | 2.42       | 2.43       | -1       |  |
| 中国国新控股有限责任公司    | 35.00    | 19.50     | 2.59       | 2.54       | 5        |  |
| 广州越秀集团股份有限公司    | 30.00    | 18.97     | 2.28       | 2.29       | -1       |  |
| 中国铝业集团有限公司      | 25.00    | 19.53     | 2.43       | 2.44       | -1       |  |
| 四川省能源投资集团有限责任公司 | 20.00    | 19.77     | 2.39       | 2.40       | -1       |  |

# 不同期限超长期信用债主体收益率存续金额一览

| 主体名称           | 20Y期及以上  |           |            |            |          |
|----------------|----------|-----------|------------|------------|----------|
|                | 剩余余额(亿元) | 平均剩余期限(年) | 收益率1220(%) | 收益率1216(%) | 周度变化(bp) |
| 中国诚通控股集团有限公司   | 100.00   | 29.34     | 2.57       | 2.55       | 1        |
| 中国中化股份有限公司     | 60.00    | 29.55     | 2.57       | 2.55       | 1        |
| 安徽省交通控股集团有限公司  | 40.00    | 29.81     | 2.35       | 2.34       | 1        |
| 中国长江三峡集团有限公司   | 40.00    | 29.34     | 2.25       | 2.24       | 1        |
| 北京市基础设施投资有限公司  | 25.00    | 29.65     | 2.38       | 2.39       | -1       |
| 中国铁建股份有限公司     | 17.00    | 29.60     | 2.40       | 2.39       | 1        |
| 重庆渝富控股集团有限公司   | 15.00    | 29.46     | 2.63       | 2.64       | -1       |
| 中国葛洲坝集团有限公司    | 10.00    | 29.52     | 2.41       | 2.39       | 1        |
| 中国信息通信科技集团有限公司 | 10.00    | 29.68     | 2.56       | 2.55       | 1        |
| 江苏省国信集团有限公司    | 10.00    | 29.58     | 2.35       | 2.34       | 1        |

# 风险提示

## 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。

# 行业评级与免责声明

## 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。

## 债券评级说明

| 利率债   | 信用债   | 转债   |
|---|---|--|
| 以报告日后的3个月内利率债净价涨跌幅为评级标准。  | 以报告日后的3个月内信用债净价涨跌幅为评级标准。  | 以报告日后的3个月内转债价格相对于中证转债涨跌幅为评级标准。   |
| 增持：利率风险下降，净价存在上涨空间<br>中性：利率风险平稳，净价存在小幅波动<br>减持：利率风险上升，净价存在下跌空间                    | 增持：信用风险下降，净价存在上涨空间<br>中性：信用风险平稳，净价存在小幅波动<br>减持：信用风险上升，净价存在下跌空间                    | 增持：转债表现强于中证转债指数<br>中性：转债表现与中证转债指数持平<br>减持：转债表现弱于中证转债指数                           |
| 建议：投资者买入或卖出利率债取决于机构/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。 | 建议：投资者买入或卖出信用债取决于机构/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。 | 建议：投资者买入或卖出转债取决于机构/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。 |

## 浙商研究所

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>