

银行永续债发行放量，城投永续长端挖掘力度增大

2024年3月小品种月报

报告发布日期

2024年04月01日

证券分析师

齐晟

qisheng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521120001

联系人

徐沛翔

xupeixiang@orientsec.com.cn

相关报告

二级资本债发行放量，城农商行利差压缩幅度领先：2024年2月小品种月报 2024-03-03
一级融资放缓，收益率加速单边下行：1月小品种月报 2024-02-05
保险永续债发行放量，收益率快速下行：12月小品种月报 2024-01-02

研究结论

- 企业永续债：一级市场方面**，3月永续债发行活跃度显著提升，春节假期后债券发行恢复，3月共发行企业永续债94只，合计融资1176亿元，环比增长2.35倍；偿还规模亦增加至516亿元，最终净融入660亿元，创自2021年以来单月最大值。行业方面，3月发行量位居前三的行业为城投、综合和公用事业，城投融资额大幅领先。次级属性方面，3月新发的94只企业永续债中属次级债的有60只、规模799亿元，只数、规模占比升至64%和68%。**二级市场方面**，3月收益率单边下行行情终结，特别是上旬回调速度偏快，而下旬维持震荡，利差也逐渐走阔，城投债走势出现分化，中短久期上行幅度相对产业更小且各等级5Y收益率出现大幅下行。3月企业永续债成交额和换手率大幅提升，综合、公用事业和城投成交额依然位居前三。3月末新增企业永续债未被赎回事件。
- 金融永续及次级债：一级市场方面**，3月银行永续债融资规模冲高，国有行贡献主要额度，但缺席二级资本债，次级债发行人均为券商。**二级市场方面**，3月各机构利差出现回调但幅度有限，高等级调整幅度稍大。成交方面，3月各类永续债总成交规模和换手率环比均不同程度提升。3月无新增银行二级资本债未赎回事件，我们继续提示警惕弱城农商行不赎回风险、控制下沉区域。
- ABS：一级市场方面**，3月共发行153单ABS项目，合计融资1549亿元，环比2月单数和总融资额均明显回升。基础资产方面，个人消费贷款ABS发行规模居首，融资租赁和个人汽车贷款次之。**二级市场方面**，ABS到期收益率低位震荡，短端小幅上行，信用利差多数走阔3~4bp。二级成交热度迎来回升，类Reits和融资租赁成交量环比提高较多，折价成交幅度较大的地产主体主要涉及阳光城、雅居乐。
- 信用债周度跟踪**：3月25日至3月31日信用债一级发行3588亿元，环比缩减768亿元；总偿还量持续增加至3599亿元，为今年以来单周到期峰值，导致最终净融出10亿元，融入融出基本平衡。上周取消/推迟发行债券数量及额度未见明显下降。融资成本方面低等级新债票息小幅上行，中高等级持平。上周各等级、各期限信用债收益率小幅波动，信用利差则是均被动走阔。各等级3Y-1Y期限利差小幅走阔1bp以内，各期限等级利差基本持平。城投债信用利差方面，上周各省利差全面走阔，中枢在7bp左右，个别省份如云南、宁夏走阔超10bp；产业债信用利差方面，上周各行业利差平均数、中位数同样全面走阔且幅度非常一致，基本集中在6bp左右，与城投相当。二级成交方面，交易热度稍有回落，换手率前十均为央企，个别剩余期限偏长。上周高折价债券数量较此前也有所回落，多为房企债，折价频率高且幅度居前的地产主体包括金科、中骏和万科，利差走阔幅度居前的是珠江投资、中骏和旭辉。

风险提示

政策变化超预期；信用风险暴露超预期；ABS发行及投资热度不及预期；数据统计可能存在误差

目录

1 小品种月报：银行永续债发行放量，长期限城投永续挖掘力度增大	5
1.1 企业永续债	5
1.1.1 一级市场：月净融资额创近 3 年新高，融资成本继续下行	5
1.1.2 二级市场：城投永续债长端收益率大幅下行	7
1.2 金融永续及次级债	9
1.2.1 一级市场：银行永续债发行放量但缺席二级资本债	9
1.2.2 二级市场：国股行利差调整压力偏大，成交活跃度显著提升	11
1.3 ABS	14
1.3.1 一级市场：发行活跃度提升，个人消费金融 ABS 发行规模领先	14
1.3.2 二级市场：ABS 到期收益率曲线低位震荡，成交热度回升	15
2 信用债回顾：到期量迎来高峰，信用利差被动走阔	16
2.1 负面信息监测	16
2.2 一级发行：单周期规模较大，净融资持平，取消发行仍较多	17
2.3 二级成交：信用债收益率小幅波动，利差被动走阔.....	18
风险提示	21

图表目录

图 1: 3 月企业永续债净融资额创 2021 年以来新高	5
图 2: 3 月 AAA 主体永续债发行占比降至 93%	5
图 3: 3 月城投永续债新发显著偏多	6
图 4: 3 月江苏、四川、山东三省城投新发永续债规模靠前	6
图 5: 3 月新发永续债中次级数量占比升至 64%	6
图 6: 3 月新发永续债中次级规模占比升至 68%	6
图 7: 3 月央企新发 23 只永续债中仅有 2 只为非次级永续债	6
图 8: 3 月地方国企新发永续债中次级数量占比升至 56%	6
图 9: 3 月产业和城投各等级 3Y 永续债收益率触底小幅反弹	7
图 10: 3 月产业和城投各等级 3Y 永续债信用利差逐渐走阔	7
图 11: 3 月各等级中短端城投永续品种利差±2bp 内窄幅波动	7
图 12: 3 月各等级各期限产业永续品种利差±4bp 内波动	7
图 13: 3 月各行业永续债信用利差水平及变动情况	8
图 14: 3 月各省份城投永续债信用利差水平及变动情况	8
图 15: 3 月企业永续债成交热度和换手率大幅提升	9
图 16: 3 月中化股份、国家电投和中国中铁成交额排名前三	9
图 17: 企业永续债未行使赎回权历史统计	9
图 18: 3 月银行永续债新发放量	10
图 19: 3 月国有行贡献主要融资额度	10
图 20: 3 月新发金融永续债评级主要为 AAA 级	10
图 21: 3 月券商次级债新发 115 亿元，银行缺席	10
图 22: 3 月无新发银行二级资本债	10
图 23: 3 月新发金融次级债 AAA 级占比降至 75%	11
图 24: 3 月高等级银行和券商永续债利差走阔幅度偏大	11
图 25: 3 月城农商行利差走阔幅度小于国股行	11
图 26: 分期限看，3 月长期限银行永续债利差走阔压力更大	11
图 27: 3 月 AAA 级中保险资本补充债利差最多走阔 11bp	12
图 28: 3 月 AA+级中保险资本补充债利差最多走阔 14bp	12
图 29: 3 月农商行二级资本债利差收窄 4bp	12
图 30: 3 月各等级 AAA-级银行二级资本债利差走阔 2~6bp	12
图 31: 3 月银行永续债成交量和换手率环比均有提升	13
图 32: 3 月国股大行永续债成交规模较高	13
图 33: 3 月银行二级资本债成交规模和换手率同样提升	13
图 34: 3 月工行、中行和建行二级资本债成交规模居前	13

图 35: 2022 年以来银行次级债未行使赎回选择权统计	14
图 36: 3 月 ABS 发行规模回升	14
图 37: 3 月消费金融、融资租赁和汽车贷款 ABS 发行量领先	14
图 38: 3 月地产 ABS 发行明细 (亿元)	14
图 39: 3 月各等级债项发行规模及成本详情	15
图 40: 3 月 ABS 到期收益率低位波动	15
图 41: 3 月 ABS 信用利差多数走阔 3~4bp	15
图 42: 3 月 ABS 二级成交规模环比提高	16
图 43: 3 月各基础资产类型二级成交规模和笔数	16
图 44: 债券违约与逾期	16
图 45: 主体评级或展望下调	16
图 46: 债项评级调低的债券	16
图 47: 海外评级或展望下调	16
图 48: 重大负面事件	17
图 49: 信用债到期量增大, 融入融出基本平衡	17
图 50: 低等级新债票息上行, 中高等级持平	17
图 51: 取消或推迟发行债券列表	18
图 52: 各等级各期限信用债收益率 ± 2 bp 内小幅波动	18
图 53: 各等级各期限信用利差均有走阔, 中枢约 5bp	18
图 54: 各等级 3Y-1Y 期限利差小幅走阔 1bp 以内	19
图 55: 长期限等级利差略有走阔	19
图 56: 各省级城投信用利差水平及变动情况	19
图 57: 各行业信用利差水平及变动情况	20
图 58: 周换手率前十的债券列表	20
图 59: 成交价差超过 15% 债券	20
图 60: 城投和产业利差变化前五大主体 (bp)	21

1 小品种月报：银行永续债发行放量，城投永续长端挖掘力度增大

本文将重点关注 3 月份企业永续债（包括带有延期条款的一般企业债、公司债、中期票据、定向工具）、金融永续债、金融次级债和 ABS 的债券市场动态，以供投资者参考。

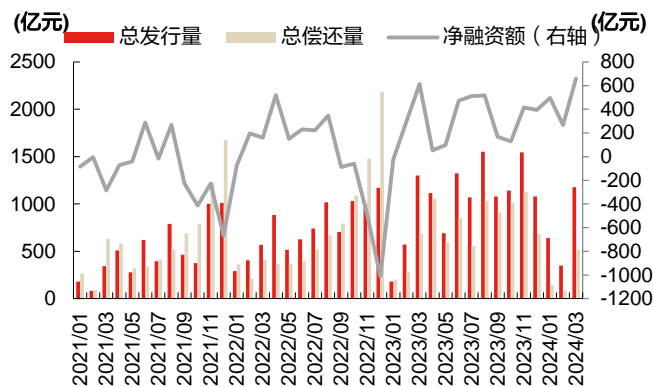
1.1 企业永续债

1.1.1 一级市场：月净融资额创近 3 年新高，融资成本继续下行

3 月永续债发行活跃度显著提升，虽到期额同步放量，但净融资额仍创历史新高。春节假期后债券发行恢复，3 月共发行企业永续债 94 只，合计融资 1176 亿元，环比增长 2.35 倍；偿还规模亦增加至 516 亿元，最终净融入 660 亿元，创自 2021 年以来单月最大值。

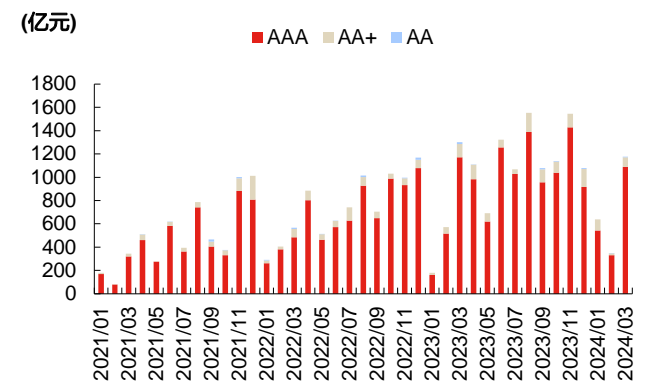
评级方面，3 月 AAA 高等级主体发行规模占比降至 93%，发行成本方面，AAA 和 AA+ 的发行利率分别为 2.94% 和 3.09%，环比分别持平和下行 8bp，AA 级融资成本大幅降低 35bp 至 2.95%，高息资产难觅。**3 月新债票息在 3.5% 及以上的仅有 9 只，占比仍处于偏低水平**，融资成本偏高的主体包括山西建投、云南能投、临沂城投等，城投和产业主体均有，其中除山西建投 5+N 中票票息最高为 4.3% 外其余均在 4% 以内；低成本发债主体票息多为建筑、电力等行业央企，中国建材 2+N 一般公司债融资成本最低低至 2.50%，环比 2 月继续下行。

图 1：3 月企业永续债净融资额创 2021 年以来新高



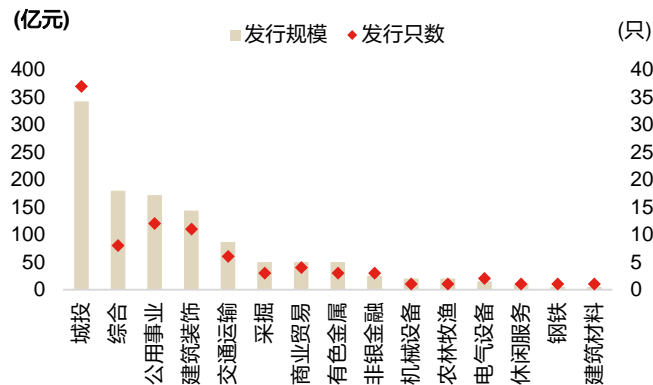
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：3 月 AAA 主体永续债发行占比降至 93%

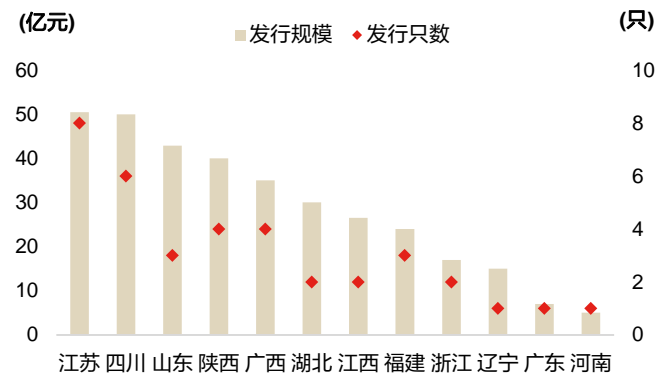


数据来源：Wind，东方证券研究所

行业方面，3 月发行量位居前三的行业为城投、综合和公用事业，城投融资额大幅领先。城投永续共有 12 省新发，属偏高水平，合计融资 343 亿元创自自去年来单月新高，其中江苏和四川均募集 50 亿元左右，山东、陕西和广西次之，临沂城投融资成本最高为 3.8%，南昌建投低至 2.7%，受发行放量影响新债票息分化程度较 2 月有所增大。截至 3 月末江苏城投存续规模达 1211 亿元居首，山东位居第二，四川、湖北分别以 955 亿元和 641 亿元次之。综合行业融资 180 亿元，同样为单月高峰，中化股份发行规模较大；公用事业行业融资恢复，除央企外北京等地地方国企发行同样活跃，但总融资额度不及去年下半年水平；建筑装饰行业情况类似，央企发行占比偏大，山西建投另一只 3+N 中票票息为 3.6%，较 5+N 品种降幅明显；其他行业新发较少。

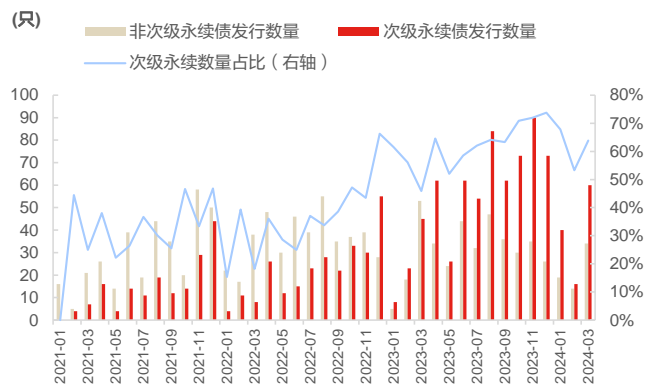
图 3：3 月城投永续债新发显著偏多


数据来源：Wind，东方证券研究所

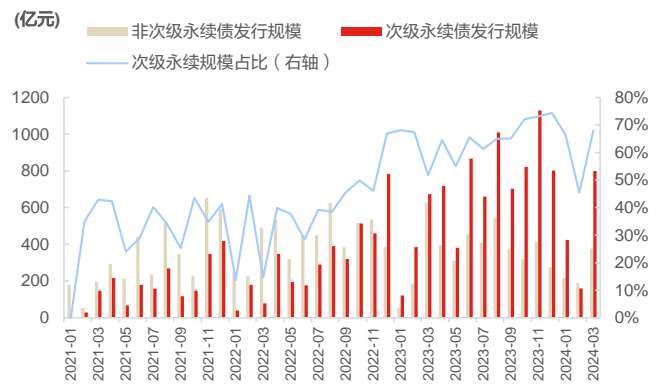
图 4：3 月江苏、四川、山东三省城投新发永续债规模靠前


数据来源：Wind，东方证券研究所

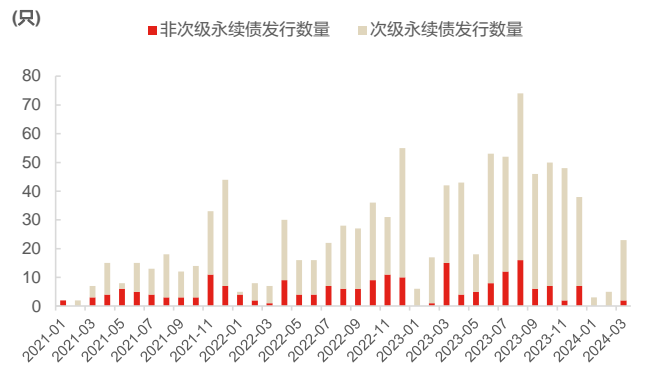
从企业永续债的次级属性来看，3 月新发的 94 只企业永续债中属次级债的有 60 只、规模 799 亿元，只数、规模占比升至 64%和 68%。分企业性质来看，3 月央企永续债新发 23 只永续债中仅 2 只为非次级永续债；地方国企新发次级、非次级分别为 38 只和 30 只，次级占比升至 56%。

图 5：3 月新发永续债中次级数量占比升至 64%


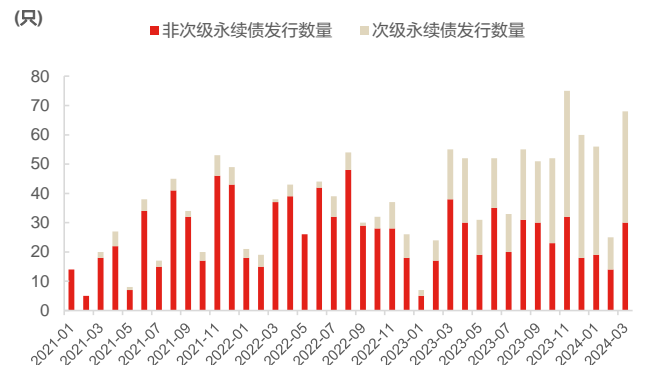
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：3 月新发永续债中次级规模占比升至 68%


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 7：3 月央企新发 23 只永续债中仅有 2 只为非次级永续债


数据来源：Wind，东方证券研究所

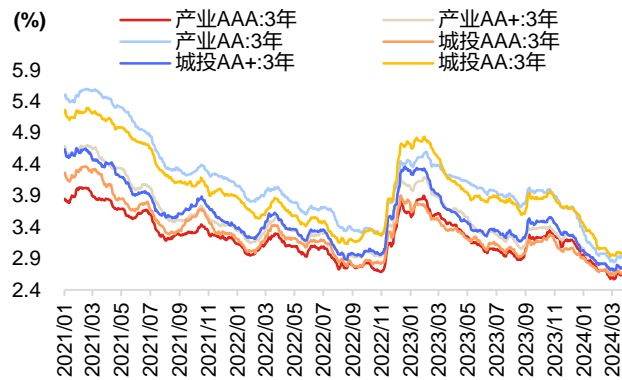
图 8：3 月地方国企新发永续债中次级数量占比升至 56%


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.1.2 二级市场：城投永续债长端收益率大幅下行

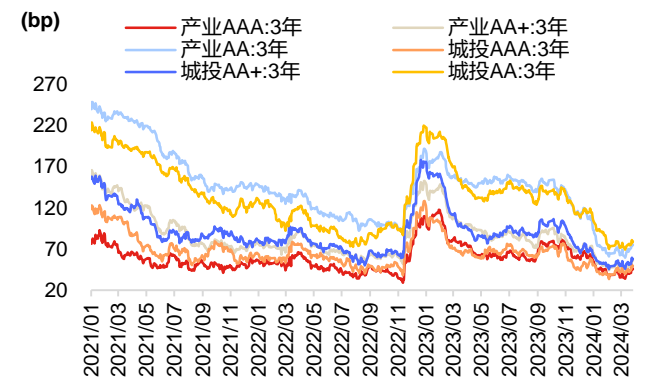
3月收益率单边下行行情终结，特别是上旬回调速度偏快，而下旬维持震荡，利差也逐渐走阔。3月各等级、各期限产业永续债收益率均出现回调，相比2月末上行幅度在4-8bp之间，但相比之下城投债走势出现分化，中短久期上行幅度相对产业更小且各等级5Y收益率出现大幅下行，主因市场对超长信用债关注度提升，其中AA+级5Y收益率最多下行19bp。无风险收益率曲线整体呈牛平态势，导致产业永续债信用利差全面走阔6-10bp，城投则是中短端小幅走阔、长端显著压缩。

图 9：3月产业和城投各等级3Y永续债收益率触底小幅反弹



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 10：3月产业和城投各等级3Y永续债信用利差逐渐走阔



数据来源：Wind，东方证券研究所

品种利差方面，3月产业及中短期城投永续品种利差以小幅波动为主，幅度基本控制在±4bp以内，城投长端则是同样显著压缩。城投AA+级5Y永续品种利差最多压缩幅度达22bp，同期AAA级和AA级也分别有14bp和15bp，中短端在±2bp内窄幅波动；产业债各等级、各期限永续品种利差波动幅度均较小，基本在±4bp以内。

图 11：3月各等级中短端城投永续品种利差±2bp内窄幅波动



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：3月各等级各期限产业永续品种利差±4bp内波动



数据来源：Wind，东方证券研究所

分行业看，3月多数行业产业永续信用利差全面走阔，除电气设备外走阔幅度基本控制在10bp以内。利差走阔幅度偏大的行业为电气设备，平均数和中位数分别走阔23bp和30bp；其余估值相对稳定的行业主要包括非银金融、综合和机械设备。

图 13：3 月各行业永续债信用利差水平及变动情况

(单位:bp)	全部产业债				AAA				AA+			
	2024/3/29 利差平均数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差中位数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差平均数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差中位数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差平均数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差中位数	较上月末 利差变化
电气设备	119	23	105	30								
非银金融	93	2	85	7	91	2	85	3				
综合	86	5	68	7	84	7	68	8	142	-29	147	-29
机械设备	86	5	69	4	67	6	68	4				
采掘	85	9	67	6	70	9	67	6				
商业贸易	82	10	82	12	80	11	82	12				
交通运输	80	9	71	6	76	10	68	7	101	7	79	7
公用事业	77	10	62	11	61	10	61	12	114	3	101	15
钢铁	75	10	73	7	75	10	73	7				
休闲服务	72	6	73	8	72	8	73	8				
建筑装饰	72	9	65	9	65	10	61	10	99	3	89	2
有色金属	70	9	68	12	70	9	68	12				
化工	68	8	70	8	68	8	70	8				
建筑材料	67	9	65	11	67	9	65	11				
农林牧渔	61	11	61	14	61	11	61	14				

注：1) 筛选出企业永续债券，剔除有担保债券，选择剩余期限0.5-10年的债券作为样本，将样本券中债估值到期收益率减去当天相同剩余期限的国开债到期收益率，得到样本券每天的信用利差；2)以样本券信用利差的中位数和平均数来代表产业债各行业的信用利差整体水平；3) 剔除了总样本量小于5只的情况；4) AA等级样本券较少未在表中列示

数据来源：Wind，东方证券研究所

城投永续债方面，3 月以广西为代表的中高估值省份永续利差继续收窄，其余以小幅走阔为主，幅度整体小于产业永续债。其中，广西城投永续利差平均数继续收窄 15bp，同时中位数也收窄 30bp，其余省份均走阔但幅度中枢在 5bp 左右，稍小于产业永续债。

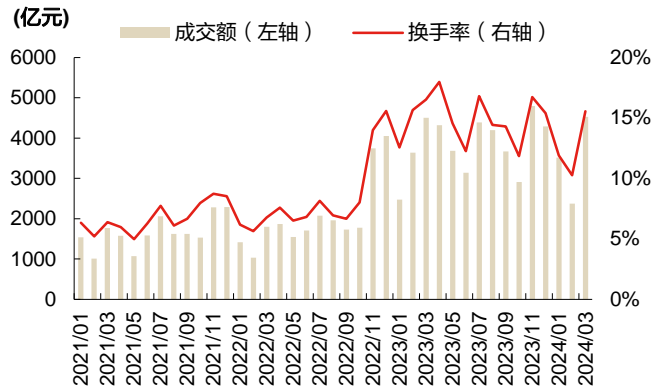
图 14：3 月各省份城投永续债信用利差水平及变动情况

(单位:bp)	全部城投债				AAA				AA+			
	2024/3/29 利差平均数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差中位数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差平均数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差中位数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差平均数	较上月末 利差变化	2024/3/29 利差中位数	较上月末 利差变化
广西	115	-15	102	-30	95	-34	99	-29				
重庆	99	1	95	-2					112	0	95	-2
福建	79	4	81	4	79	5	83	4	79	3	77	1
江苏	78	4	73	3	70	4	69	3	87	4	86	7
陕西	78	9	65	11	78	9	65	11				
山东	76	7	70	5	72	7	68	3	109	-1	105	4
广东	73	6	73	7	72	6	75	7	74	5	73	8
浙江	73	4	71	4	68	6	68	6	80	0	81	4
湖北	72	6	73	7	68	7	70	10	84	1	83	4
山西	72	9	72	10	72	9	72	10				
湖南	71	4	65	5	61	3	62	2				
江西	67	6	66	7	67	6	66	7				
四川	65	4	63	7	63	4	62	6	94	6	100	8
北京	53	5	50	8	53	5	50	8				

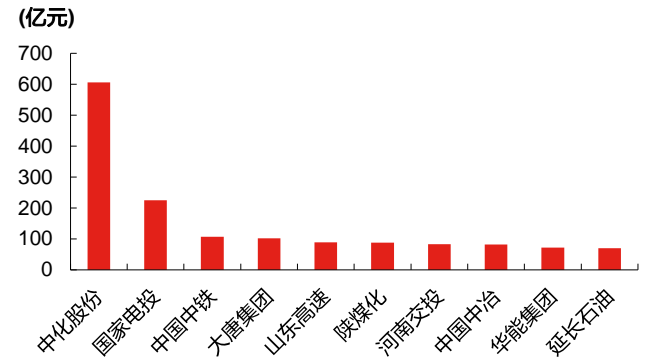
注：1) 筛选出城投永续债券，剔除有担保债券，选择剩余期限0.5-10年的债券作为样本，将样本券中债估值到期收益率减去当天相同剩余期限的国开债到期收益率，得到样本券每天的信用利差；2)以样本券信用利差的中位数和平均数来代表城投债的信用利差整体水平；3) 剔除了总样本量小于5只的省份；4) AA等级样本券较少未在表中列示。

数据来源：Wind，东方证券研究所

3 月企业永续债成交额和换手率大幅提升。3 月企业永续债全月共成交 4524 亿元，环比大增 91%，剔除交易天数差异修正后的换手率为 15.56%，环比提高 5.3pct，交易热度已恢复至去年高位水平。分行业看，综合、公用事业和城投成交额依然位居前三，特别是公用事业交易活跃度提升显著。从主体层面看，中化股份、国家电投和中国中铁成交额排名前三，中化股份仍居首位。

图 15：3 月企业永续债成交热度和换手率大幅提升


数据来源：Wind，东方证券研究所；注：月换手率=本月交易额/（上月末存续规模+本月末存续规模）*2/本月实际交易天数*21*100%，以此避免不同月份交易天数差异对换手率计算带来的干扰。

图 16：3 月中化股份、国家电投和中国中铁成交额排名前三


数据来源：Wind，东方证券研究所

3 月末新增企业永续债未被赎回事件。截至目前，未被赎回的企业永续债主要发行于 2018 年以前，且发行人多已发生实质性违约，如海航集团、美兰机场等；发行人多为产业主体，去年 5 月新增房地产行业宝龙地产；涉及的城投平台仅 2 家，分别为青海国资和吉林交投。

图 17：企业永续债未行使赎回权历史统计

债券代码	债券简称	发行人简称	起息日	原定赎回日	期限	发行时票息(%)	最新票息(%)	是否为违约主体	行业	初始评级	最新评级
101900860.IB	19宝龙MTN002	宝龙地产	2019-6-26	2022-06-26	3+N	7.6	10.1	—	房地产	AA+	AA+
101769001.IB	17桑德MTN001	启迪环境	2017-11-11	2022-01-11	5+N	5.7	8.4	—	公用事业	AA+	BB+
101669034.IB	16桑德MTN003	启迪环境	2016-11-14	2021-11-15	5+N	4.2	4.2	—	公用事业	AA+	BB+
101660037.IB	16青国投MTN001	青海国资	2016-9-2	2021-09-02	5+N	5.0	5.0	—	综合	AAA	AAA
101761049.IB	17凤凰MTN002	三亚凤凰国际机场	2017-12-20	2020-12-21	3+N	8.0	10.2	是	交通运输	AA+	C
101578004.IB	15中城建MTN002	中国城建	2015-11-23	2020-11-23	5+N	5.4	8.5	是	建筑装饰	AA+	C
101560067.IB	15青国投MTN002	青海国资	2015-11-5	2020-11-05	5+N	4.6	7.7	—	综合	AAA	AAA
101761024.IB	17美兰机场MTN001	美兰机场	2017-10-23	2020-10-23	3+N	7.2	9.6	是	交通运输	AA+	AA+
101779001.IB	17鲁晨鸣MTN001	晨鸣纸业	2017-7-12	2020-07-13	3+N	6.8	9.0	—	轻工制造	AA+	AA+
101761022.IB	17凤凰MTN001	三亚凤凰国际机场	2017-6-22	2020-06-22	3+N	8.0	9.8	是	交通运输	AA+	C
101564020.IB	15郑煤MTN001	郑煤集团	2015-6-11	2020-06-11	5+N	7.5	9.8	—	采掘	AA+	BBB-
101769005.IB	17津航空MTN001	天津航空	2017-4-14	2020-04-14	3+N	7.0	8.7	是	交通运输	AA+	C
101767003.IB	17新华联控MTN001	新华联控	2017-4-11	2020-04-13	3+N	6.0	9.7	是	综合	AA+	C
101661036.IB	16美兰机场MTN001	美兰机场	2016-12-29	2019-12-30	3+N	6.5	9.3	是	交通运输	AA+	AA+
101651054.IB	16天津航空MTN004	天津航空	2016-11-4	2019-11-04	3+N	5.3	8.8	是	交通运输	AA+	C
101660073.IB	16中四仪MTN001	中国四仪	2016-11-4	2019-11-04	3+N	6.0	9.5	—	机械设备	AA	A+
101664057.IB	16吉林交投MTN001	吉林交投	2016-9-28	2019-09-29	3+N	4.6	8.0	—	综合	AA+	A+
139205.SH	16海集02	海航集团	2016-8-23	2019-08-23	3+N	6.2	8.7	是	交通运输	AAA	C
101758019.IB	17祥鹏MTN001	祥鹏集团	2017-5-5	2019-05-05	2+N	7.2	9.9	是	交通运输	AA	C
139082.SH	16海集01	海航集团	2016-4-14	2019-04-15	3+N	7.0	9.2	是	交通运输	AA+	C
101651019.IB	16天津航空MTN001	天津航空	2016-3-31	2019-04-01	3+N	6.5	9.9	是	交通运输	AA+	C
101664005.IB	16海南航空MTN001	海航控股	2016-3-9	2019-03-11	3+N	5.2	8.5	是	交通运输	AAA	C
101564049.IB	15海南航空MTN001	海航控股	2015-10-21	2018-10-22	3+N	5.4	8.8	是	交通运输	AAA	C
101560002.IB	15森工集MTN001	森工集团	2015-2-4	2018-02-05	3+N	7.1	10.6	是	农林牧渔	AA	C

数据来源：Wind，东方证券研究所；注：数据截至 2024 年 3 月 29 日。

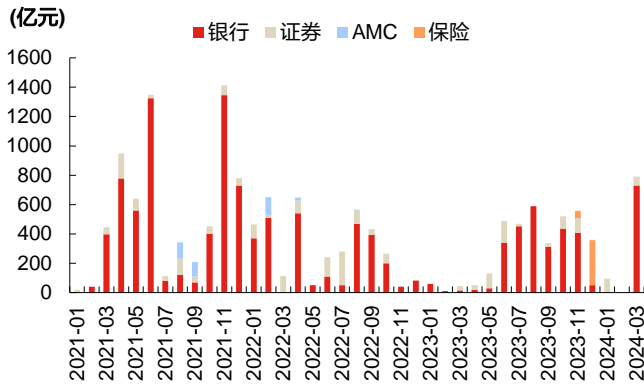
1.2 金融永续及次级债

1.2.1 一级市场：银行永续债发行放量但缺席二级资本债

金融永续债方面，3 月银行永续债融资规模冲高，国有行贡献主要额度。3 月新发 5 只金融永续债，共计融资 790 亿元，其中银行永续债高达 730 亿元。具体而言，银行中农业银行和邮储银行分别新发 400 亿元和 300 亿元，融资成本均为 2.73%，另有桂林银行融资 30 亿元，票息稍高为 3.2%；中信证券和长江证券各发行 1 只券商永续债，票息分别为 2.84%和 3.1%；保险和 AMC 均无新发；同期亦无到期，最终净融入 790 亿元。债项评级方面，本月长江证券和桂林银行新发永续债债项评级为 AA+级，其余均为 AAA 级。

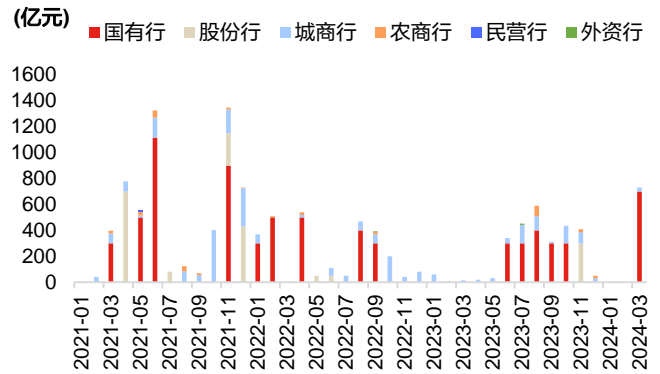
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 18：3 月银行永续债新发放量



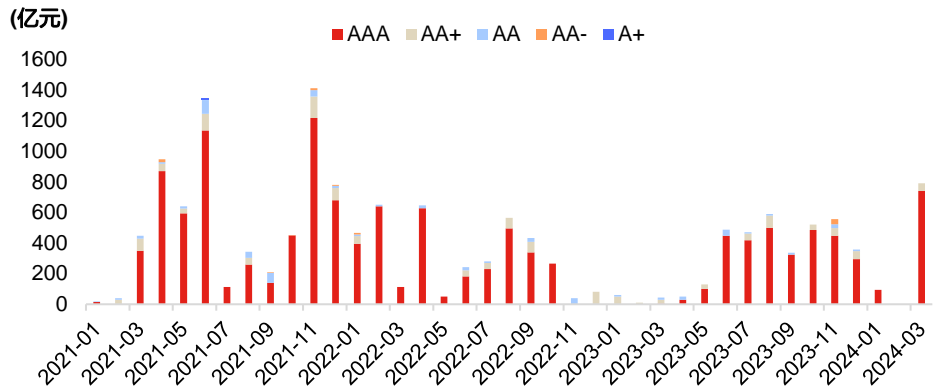
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：3 月国有行贡献主要融资额度



数据来源：Wind，东方证券研究所

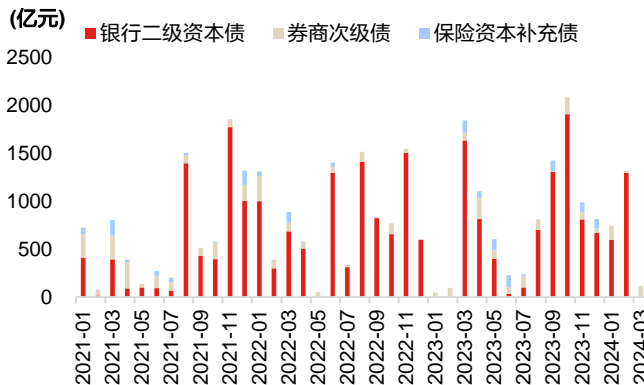
图 20：3 月新发金融永续债评级主要为 AAA 级



数据来源：Wind，东方证券研究所

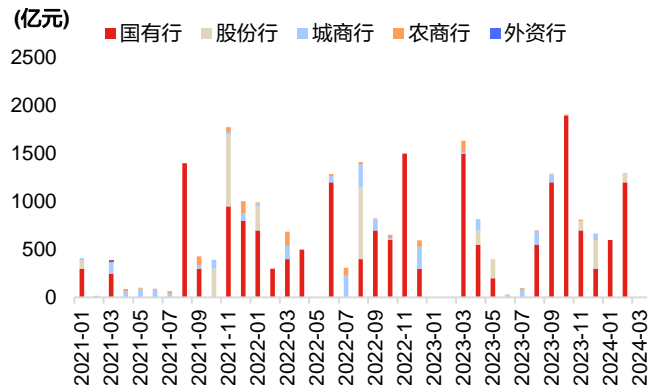
金融次级债发行人均为券商，银行缺席，融资规模仅 115 亿元。3 月金融次级债发行 115 亿元，环比缩减约九成，主因银行、保险均未有新发，发行人全部为券商，共有 5 家发行 7 只。具体来看，票息集中在 2.6%~3% 之间，东北证券融资成本稍高，银河证券募集规模较大。

图 21：3 月券商次级债新发 115 亿元，银行缺席



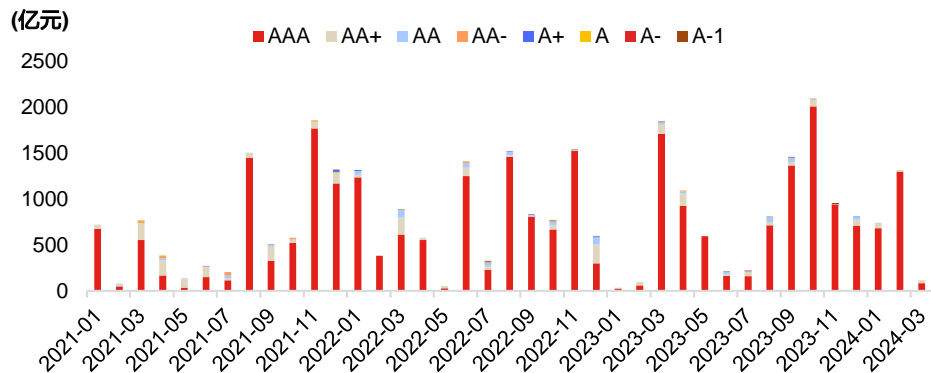
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：3 月无新发银行二级资本债



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：3 月新发金融次级债 AAA 级占比降至 75%

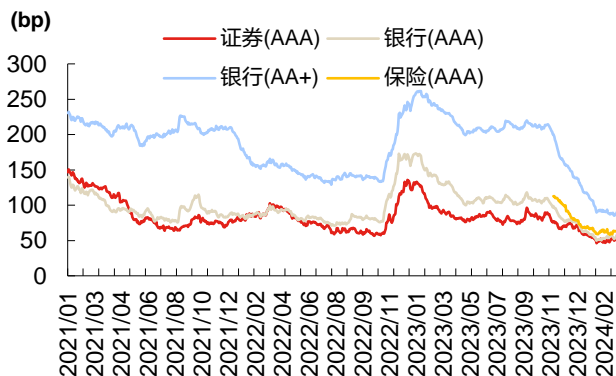


数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2.2 二级市场：国股行利差调整压力偏大，成交活跃度显著提升

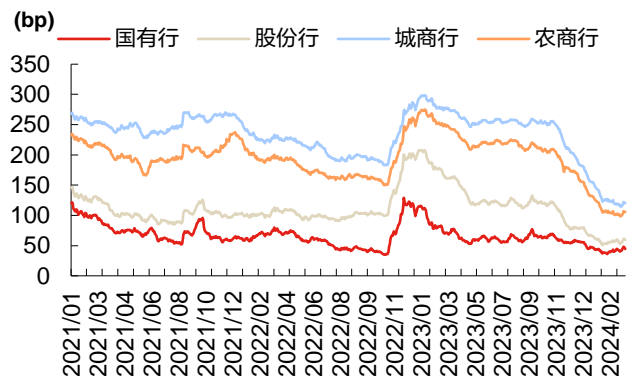
永续债方面，3 月各机构利差出现回调但幅度有限，高等级调整幅度稍大。具体而言，AAA 级券商永续债利差最多走阔 9bp，银行、保险分别以 6bp 和 5bp 次之，但 AA+ 级银行走阔幅度稍小仅 2bp；分银行类型看走阔幅度国有行>股份行>农商行>城商行，其中城商行收窄 3bp。分期限看，各期限 AAA-级银行永续债利差均走阔但长期限走阔压力偏大，5Y 最多走阔 7bp。

图 24：3 月高等级银行和券商永续债利差走阔幅度偏大



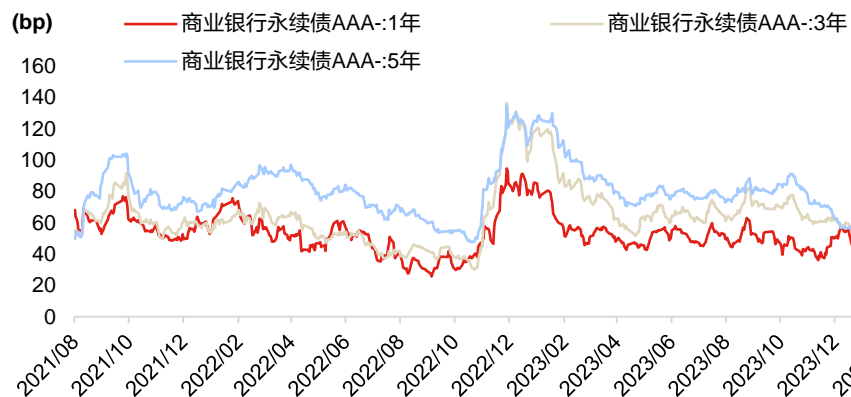
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：3 月城农商行利差走阔幅度小于国股行



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 26：分期限看，3 月长期限银行永续债利差走阔压力更大

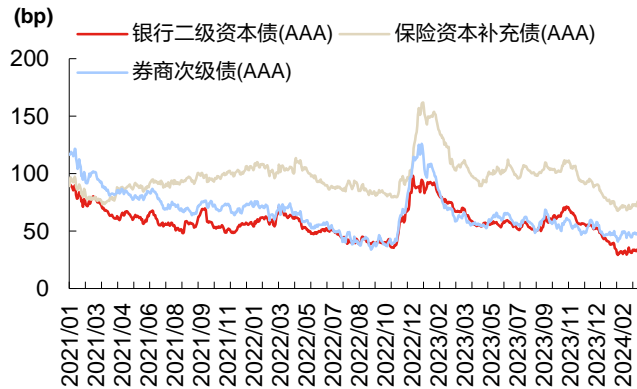


数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

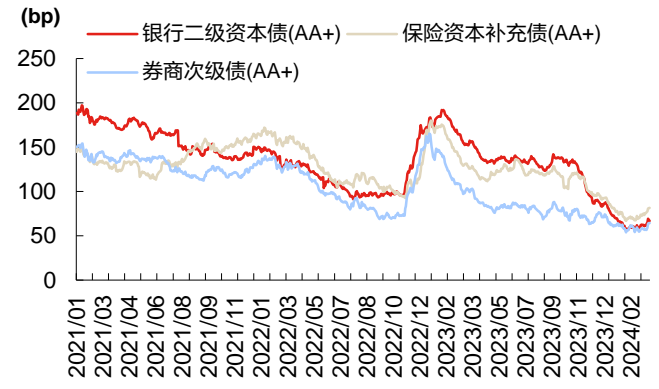
次级债方面，3月各类机构利差普遍走阔但幅度稍有分化。3月AAA级银行二级资本债、保险资本补充债和券商次级债利差分别走阔5bp、11bp和7bp；AA+级则分别走阔7bp、14bp和7bp，均是保险资本补充债走阔压力较大；分银行类型看，股份行和国有行利差走阔6bp和5bp幅度较大，城商行仅走阔3bp，农商行则是收窄4bp；分期限看，AAA级1、3、5年期银行永续债利差分别走阔3bp、6bp和2bp。

图 27: 3月AAA级中保险资本补充债利差最多走阔11bp



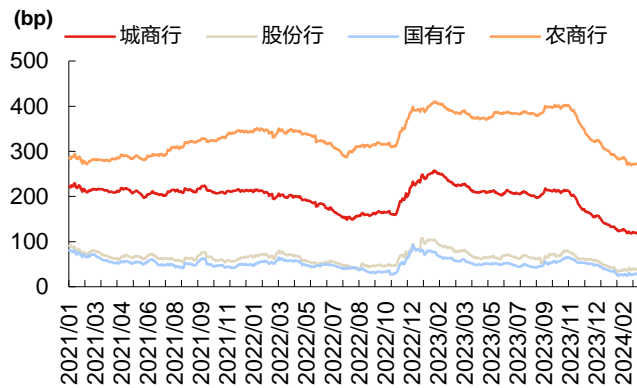
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 28: 3月AA+级中保险资本补充债利差最多走阔14bp



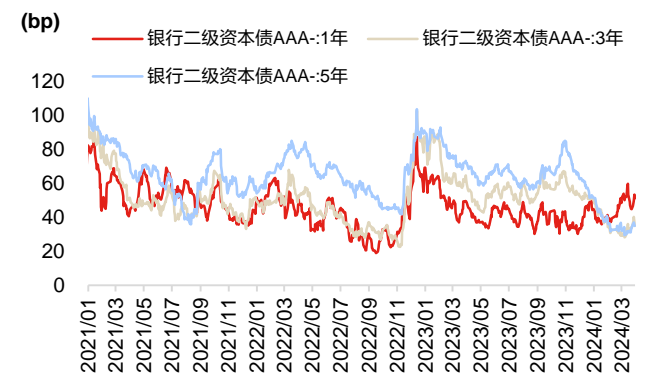
数据来源: Wind, 东方证券研究所

图 29: 3月农商行二级资本债利差收窄4bp



数据来源: Wind, 东方证券研究所

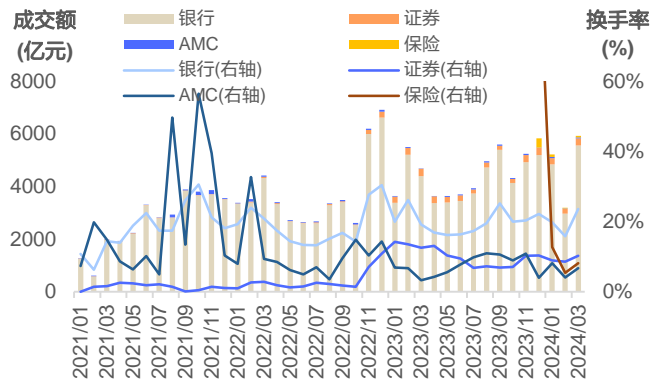
图 30: 3月各等级AAA级银行二级资本债利差走阔2-6bp



数据来源: Wind, 东方证券研究所

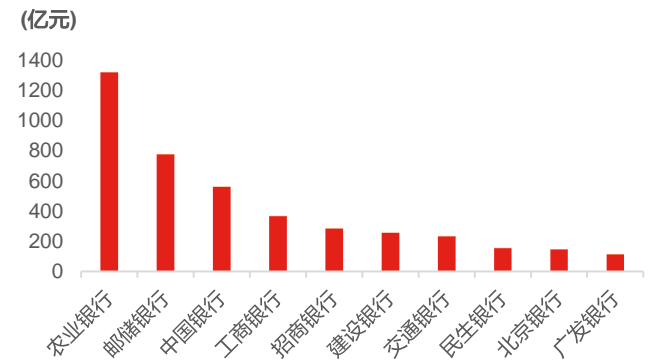
二级成交方面，3月各类永续债总成交规模和换手率环比均不同程度提升。银行、证券、AMC和保险永续债成交规模分别为5559亿元、276亿元、30亿元和58亿元，经修正后的月换手率分别为23.62%、10.28%、6.74%和8.14%。3月农行永续债最多成交1321亿元，邮储、中行和工行等成交规模依旧居于前列，北京银行和广发银行跻身前十。

图 31：3 月银行永续债成交量和换手率环比均有提升



数据来源：Wind，东方证券研究所；注：月换手率=本月交易额/（上月末存续规模+本月末存续规模）*2/本月实际交易天数*21*100%，以此避免不同月份交易天数差异对换手率计算带来的干扰。

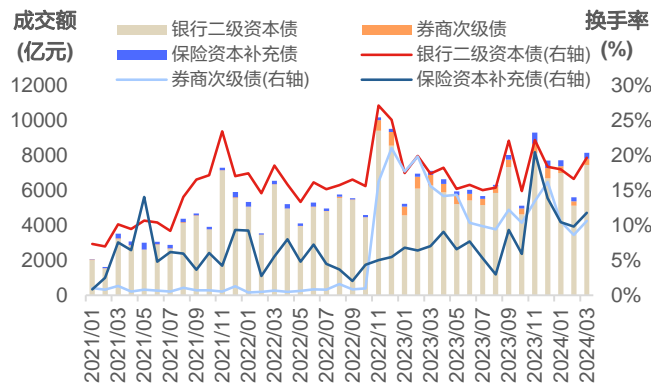
图 32：3 月国股大行永续债成交规模较高



数据来源：Wind，东方证券研究所

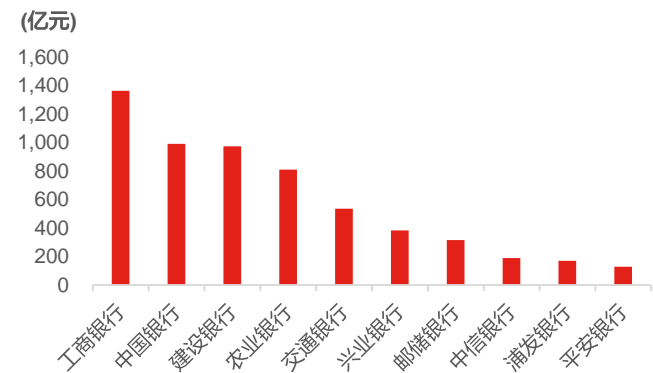
次级债方面，3 月金融次级债成交规模和换手率环比同样提升。银行二级资本债、券商次级债和保险资本补充债成交规模分别为 7440 亿元、355 亿元和 339 亿元，修正后的月换手率分别为 19.61%、10.62%和 11.76%。工行、中行和建行二级资本债成交规模位列前三。

图 33：3 月银行二级资本债成交规模和换手率同样提升



数据来源：Wind，东方证券研究所；注：月换手率=本月交易额/（上月末存续规模+本月末存续规模）*2/本月实际交易天数*21*100%，以此避免不同月份交易天数差异对换手率计算带来的干扰。

图 34：3 月工行、中行和建行二级资本债成交规模居前



数据来源：Wind，东方证券研究所

3 月无新增银行二级资本债未赎回事件。今年一季度以来仅统计到河南新郑农商行一起银行二级资本债不赎回事件，我们继续提示警惕弱城农商行不赎回风险、建议控制下沉区域。

图 35：2022 年以来银行次级债未行使赎回选择权统计

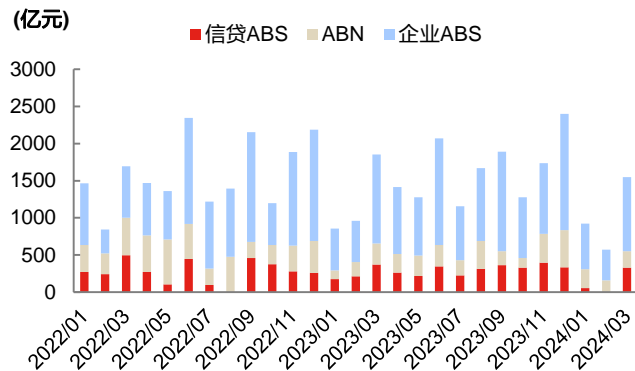
债券代码	债券简称	发行人简称	起息日	原定赎回日	期限(年)	发行时票息(%)	最新票息(%)
1921009.IB	19新郑农商二级01	河南新郑农商行	2019/3/25	2024/3/25	5+5	5.70	5.70
1821051.IB	18长治黎都农商二级	山西长治黎都农商行	2018/12/27	2023/12/27	5+5	5.90	5.90
1821050.IB	18伊川农商二级01	河南伊川农商行	2018/12/26	2023/12/26	5+5	6.20	6.20
1820084.IB	18阜新农商二级01	阜新银行	2018/12/13	2023/12/13	5+5	5.85	5.85
1821044.IB	18大兴安岭农商二级	大兴安岭农商行	2018/12/7	2023/12/7	5+5	6.10	6.10
1820078.IB	18葫芦岛银行二级02	葫芦岛银行	2018/12/4	2023/12/4	5+5	6.20	6.20
1820047.IB	18营口银行二级02	营口银行	2018/9/6	2023/9/6	5+5	5.00	5.00
1820048.IB	18葫芦岛银行二级01	葫芦岛银行	2018/8/28	2023/8/28	5+5	6.20	6.20
1821025.IB	18平遥农商二级01	山西平遥农商行	2018/6/29	2023/6/29	5+5	5.80	5.80
1821026.IB	18榆次农商二级01	山西榆次农商行	2018/6/29	2023/6/29	5+5	5.70	5.70
1821020.IB	18十堰农商二级01	湖北十堰农商行	2018/6/21	2023/6/21	5+5	5.50	5.50
1821009.IB	18荆门农商二级	湖北荆门农商行	2018/4/26	2023/4/26	5+5	5.30	5.30
1821012.IB	18孝感农商二级01	湖北孝感农商行	2018/4/16	2023/4/17	5+5	5.60	5.60
1821011.IB	18烟台农商二级01	烟台农商行	2018/4/13	2023/4/13	5+5	5.80	5.80
1820005.IB	18营口银行二级01	营口银行	2018/3/22	2023/3/22	5+5	5.00	5.00

数据来源：Wind，东方证券研究所；注：数据截至 2024 年 3 月 29 日。

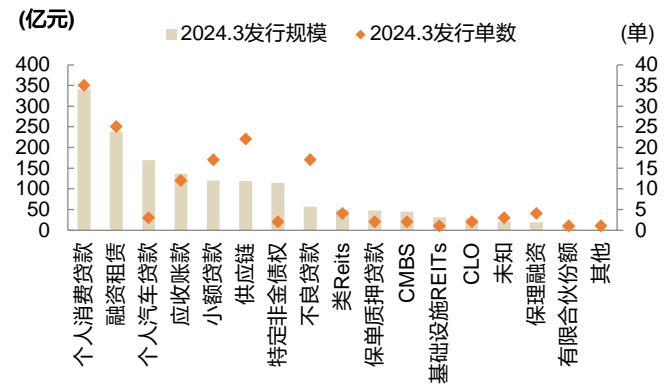
1.3 ABS

1.3.1 一级市场：发行活跃度提升，个人消费金融 ABS 发行规模领先

资产证券化市场 3 月共发行 153 单 ABS 项目，合计融资 1549 亿元，环比 2 月单数和总融资额均明显回升。基础资产方面，个人消费贷款 ABS 发行规模居首，融资租赁和个人汽车贷款次之。具体而言，3 月个人消费贷款 ABS 发行规模最多为 340 亿元，京东发行量领先；融资租赁 ABS 共融资 238 亿元，平安、远东、徐工等发行规模均在 20 亿元左右；个人汽车贷款 ABS 发行主体包括奔驰、比亚迪和广汽，合计融资 169 亿元；其余发行规模较大的类型还包括应收账款和小额贷款。城投 ABS 方面，3 月城投关联 ABS 融资规模仅 35 亿元，类型涉及供应链等。

图 36：3 月 ABS 发行规模回升


数据来源：CNABS，Wind，东方证券研究所

图 37：3 月消费金融、融资租赁和汽车贷款 ABS 发行量领先


数据来源：CNABS，Wind，东方证券研究所

地产 ABS 方面，3 月相关 ABS 发行量同样回升，共发行 67 亿元，类型仅涉及供应链和类 REITs。其中，金茂发行 38 亿元、中电建地产发行 11 亿元。从融资成本看，发行利率集中在 3% 左右。

图 38：3 月地产 ABS 发行明细（亿元）

简称	CMBS/类REITs	供应链	总计	平均融资成本(%)	平均融资期限(年)
金茂	35	3	38	3.05	7.98
中电建地产	6	5	11	3.03	6.49
绿城		5	5	3.60	0.85
保利		5	5	2.50	1.00
珠海华发		4	4	2.90	0.95
美的置业		4	4	4.56	0.96

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

债项评级方面，3月ABS项目高等级仍占主体，AAAsf级债券发行规模占比95%，发行成本明显下行，AAAsf级2年期以内融资成本降低幅度在30bp左右。

图 39：3月各等级债项发行规模及成本详情

等级	发行规模		平均发行利率			
	规模（亿元）	占比	(0-0.5]	(0.5-1]	(1-2]	(2-3]
AAAsf	1323	95%	2.51%	2.66%	2.80%	3.09%
AA+sf	55	4%	3.20%	2.82%	3.04%	4.04%
AAsf	2	0%	-	11.50%	-	6.20%
AA-sf及以下	12	1%	-	3.70%	3.44%	-

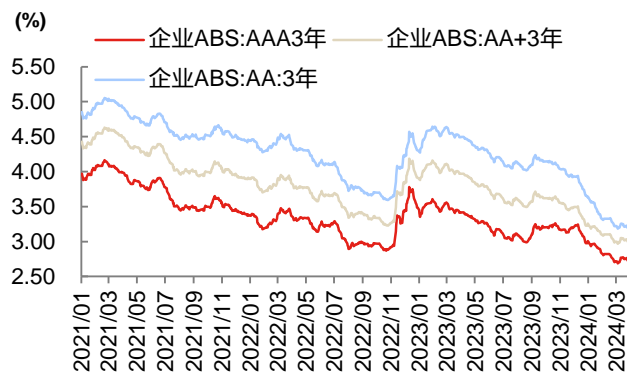
注：上述统计剔除了尚未披露发行评级或发行利率的债项；计算各发行期限平均发行利率时，将CMBS/类REITs项目按照行权期限3年进行统计。

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.3.2 二级市场：ABS到期收益率曲线低位震荡，成交热度回升

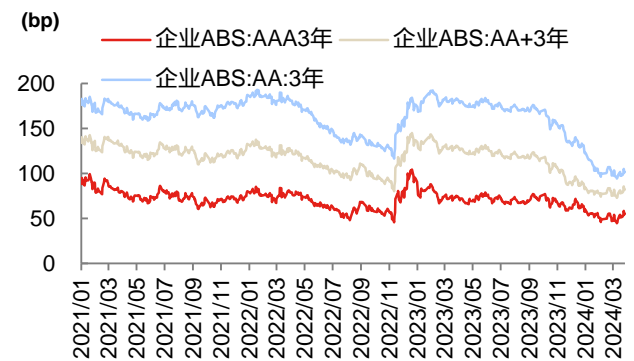
3月ABS到期收益率低位震荡，短端小幅上行，信用利差多数走阔3~4bp。对比2月末，各等级1Y收益率上行幅度在4bp左右，高等级中长期上行幅度稍小在2bp以内，AA级3Y和5Y均下行3bp。信用利差方面，无风险利率曲线走平，最终中高等级各期限信用利差普遍走阔3~4bp，AA级3Y和5Y收窄1bp。

图 40：3月ABS到期收益率低位波动



数据来源：Wind，东方证券研究所

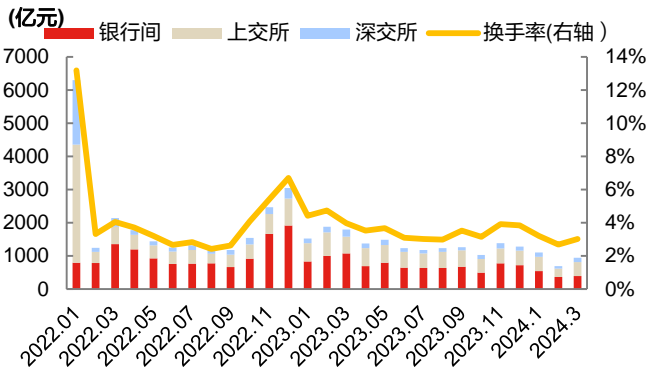
图 41：3月ABS信用利差多数走阔3~4bp



数据来源：Wind，东方证券研究所

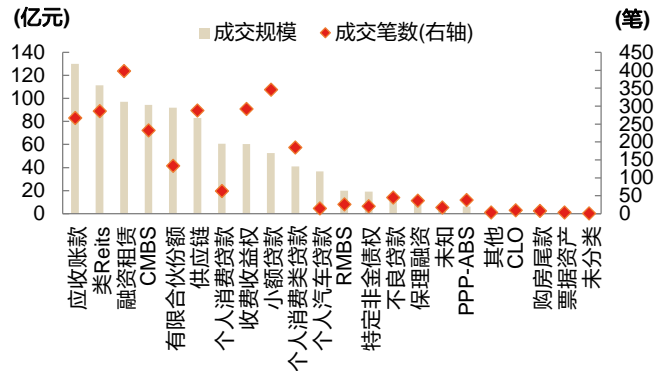
3月ABS二级成交热度迎来回升，类Reits和融资租赁成交量环比提高较多。3月二级成交规模共计939亿元，环比提升36%但同比缩减48%，换手率环比提高0.33pct至3.01%，交易热度弱于去年同期。分基础资产看，成交额在百亿以上仅有应收账款ABS和类Reits，提升幅度较大的包括类Reits和融资租赁ABS等。折价成交方面，以成交净价/全价偏离中债估价净价/全价来计算折价幅度，本月折价成交幅度较大的地产主体主要涉及阳光城、雅居乐。

图 42：3 月 ABS 二级成交规模环比提高



数据来源：Wind，东方证券研究所；注：月换手率=本月交易额/（上月末存续规模+本月末存续规模）*2/本月实际交易天数*21*100%，以此避免不同月份交易天数差异对换手率计算带来的干扰。

图 43：3 月各基础资产类型二级成交规模和笔数



数据来源：Wind，东方证券研究所

2 信用债回顾：到期量迎来高峰，信用利差被动走阔

2.1 负面信息监测

图 44：债券违约与逾期

2024.3.25-3.31 债券违约与逾期				
发生日期	债务主体	债券名称	事件摘要	最新债项/主体评级
2024/3/25	荣盛房地产发展股份有限公司	20荣盛地产MTN001	因宏观经济环境，行业环境及融资环境叠加影响，公司流动性出现阶段性紧张。截至本公告日，仍未能按期足额兑付本期中期票据应付利息。	AAA/AAA
2024/3/26	新力地产集团有限公司	H21新力1	因销售金额及回款情况不及预期，公司2023年半年度合并报表中归属于母公司股东的净亏损合计达0.98亿元。因金融机构加强项目资金监管，大量货币资金被纳入严格管理，仅能用于相关项目建设及还本付息安排，对公司的资金安排造成不利影响。受到整体经营及融资情况等因素的综合影响，公司流动性仍面临较大困境，存在较大刚性兑付压力。截至本公告披露日，公司未足额兑付本期公司债应付本金及利息。	B/B

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 45：主体评级或展望下调

2024.3.25-3.31 主体评级或展望下调的企业						
发生日期	债务主体	评级机构	最新主体评级	最新评级展望	上次主体评级	上次评级展望
无						

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 46：债项评级调低的债券

2024.3.25-3.31 债项评级下调的债券						
发生日期	相关债项	债务主体	评级机构	最新债项评级	上次债项评级	最新主体评级
无						

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 47：海外评级或展望下调

2024.3.25-3.31 海外评级或展望下调统计					
发生日期	企业名称	所属行业	评级机构	下调内容	
2024/3/25	雅居乐集团控股有限公司	房地产	穆迪	穆迪将雅居乐集团控股有限公司各类评级全面下调，其中企业家族评级从“Caa1”下调至“Caa2”，2025年到期的长期无抵押票据评级从“Caa2”下调至“Caa3”，此外长期无抵押永续票据评级从“Caa2”下调至“Ca”	
2024/3/26	彰化商业银行股份有限公司	银行	穆迪	穆迪确认彰化商业银行的长期和短期外币和本币存款评级为 A2/P-1。同时，穆迪确认彰化商业银行的基准信用评估（BCA）和调整后的基准信用评估（BCA）为 baa2，长期和短期外币及本币交易对手风险评级（CRRs）为 A1/P-1，长期和短期交易对手风险评估（CR）为 A1(cr)/P-1(cr)。	
2024/3/26	中国信托商业银行股份有限公司	银行	穆迪	穆迪确认中国信托商业银行的基准信用评估（BCA）和调整后的基准信用评估（BCA）为 baa1，该行的外币和本币长期和短期对手方风险评级（CRR）为 Aa3/P-1，该行的长期和短期对手方风险评估（CR）为 Aa3(cr)/P-1(cr)。	
2024/3/28	龙湖集团控股有限公司	房地产	惠誉	惠誉将龙湖集团控股有限公司的长期外币发行人违约评级(IDR)、高级无抵押评级及其未偿高级票据评级从“BBB-”下调至“BB+”。长期外币发行人违约评级(IDR)的展望为负面。	

数据来源：DM，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 48：重大负面事件

发生日期	债务主体	相关债项	事件摘要
2024.3.25-3.31 信用债重大负面事件			
2024/3/25	马鞍山市宁博投资发展有限公司	21宁博01	公司公告，收到安徽证监局出具警示函措施。公司在收到本次警示函后，集团各级人员高度重视，深刻反省“21宁博01”现场检查中发现的问题和不足，认真吸取教训，针对存在的问题及时完善公司关于债券募集资金使用、信息披露、公司治理等内控制度、制定相应募集资金管理办法、优化募集资金使用和信息披露的内部监管等。
2024/3/25	新疆中泰(集团)有限责任公司	23新中泰集MTN001	公司公告，收到中国证监会立案告知书、集团和重要子公司中泰化学及相关责任人收到监管措施决定。因涉嫌组织、指使上市公司从事信息披露违法行为，中国证监会决定对公司立案调查。
2024/3/25	山东如意科技集团有限公司	17如意科技CP001	近日如意科技收到山东证监局下发的《关于对山东如意科技集团有限公司采取出具警示函措施的决定》，如意集团收到山东证监局下发的《关于对山东如意毛纺服装集团股份有限公司采取责令改正、出具警示函措施的决定》、《关于对邱亚夫等七名人员采取出具警示函措施的决定》。
2024/3/26	金科地产集团股份有限公司	H0金科04	公司公告，累计诉讼及仲裁事项。截至目前，除已披露过的诉讼、仲裁案件外，公司及控股子公司收到的新增诉讼、仲裁案件金额合计13.43亿元，占公司最近一期经审计净资产的10.79%。
2024/3/26	柳州东通投资发展有限公司	20柳投05	公司公告，公司及有关负责人收到上海证券交易所通报批评。陈海燕作为发行人时任董事长、总经理、信息披露事务负责人，未勤勉尽责，未能保证发行人按照相关规定和约定使用债券募集资金，对任期内发行人上述违规行为负有主要责任。
2024/3/26	桐庐县国有资本投资运营控股集团	23桐庐国运PPN001	集团公告称，公司及时任董事长梅澐被上交所予以通报批评，因存在募集资金转借他人等违规行为。
2024/3/26	江苏南通三建集团股份有限公司	19南通三建MTN001	公司公告称，近期因经营纠纷，存在失信行为。公司正在积极协调处理各方关系，消除该事项带来的负面影响。公司将尽快妥善处理上述事宜，并根据相关事项的进展情况及时履行信息披露义务。
2024/3/27	三明市投资发展集团有限公司	24三明投资MTN001	公司公告，2024年3月25日，三明市投资发展集团有限公司党委委员、副总经理邱辉忠涉嫌严重违纪违法，目前正接受三明市纪委监委纪律审查和监察调查。
2024/3/27	柳州市城市投资建设发展有限公司	23柳债06	公司公告，收到上海证券交易所纪律处分决定书。曾东斌作为发行人时任董事长、总经理，张浪涛作为发行人时任董事长，罗霖作为发行人时任董事长、总经理，姚亮作为发行人时任总经理，未能保证发行人按照相关规定和约定使用债券募集资金并准确披露募集资金使用情况，对任期内发行人上述违规行为负有主要责任。
2024/3/28	新疆中泰化学股份有限公司	23新化K1	公司公告称，3月27日收到新疆证监局出具的《关于对张玲、于雅静采取出具警示函措施的决定》。
2024/3/28	泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	23成兴02	公司公告，公司董事王晓书涉嫌严重职务违法，目前正接受泰兴市纪委监委调查。
2024/3/29	佳源创盛控股集团有限公司	20佳源创盛MTN002	公司公告，新增重大诉讼、重大诉讼进展及子公司被申请破产事项。湖南省邵阳市大祥区人民法院受理申请人邵阳市南方建设工程有限公司对被申请人邵阳市恒昇城建开发有限公司提出的重整申请。
2024/3/29	四川蓝光发展股份有限公司	20蓝光04	公司公告，涉及重大诉讼。近期，公司新增诉讼/仲裁涉案金额累计约11.88亿元。
2024/3/29	武汉天盈投资集团有限公司	H20天盈3	公司公告，公司债券担保人新增被执行标的，执行标的超1亿元。

数据来源：Wind，东方证券研究所

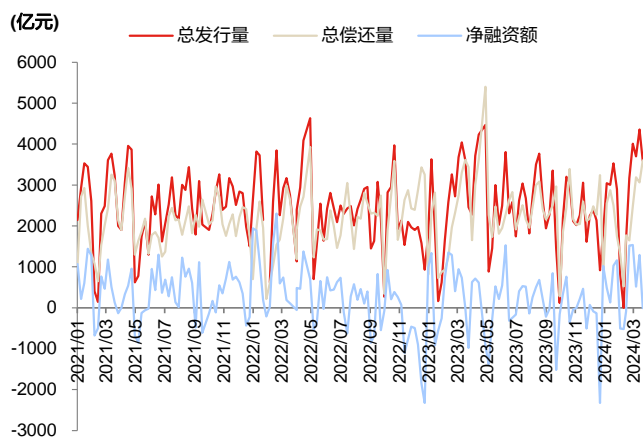
2.2 一级发行：单周到期规模较大，净融资持平，取消发行仍较多

一级信用债发行量和净融资大幅回落。3月25日至3月31日信用债一级发行3588亿元，环比缩减768亿元；总偿还量持续增加至3599亿元，为今年以来单周到期峰值，导致最终净融出10亿元，融入融出基本平衡。

取消/推迟发行数量及额度继续保持高位。上周选择暂缓发行的主体数量及发行额度未见明显下降，仍统计到有28只信用债取消发行，规模合计为172.36亿元，取消发行主体中以城投公司居多。

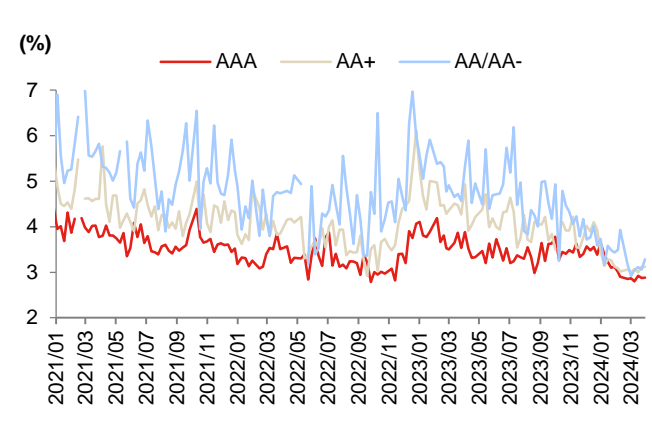
一级发行成本方面，低等级新债票息上行，中高等级持平。上周AAA、AA+和AA/AA-级平均票息分别约为2.88%、3.12%和3.29%，其中中高等级基本持平，低等级上行幅度达22bp。

图 49：信用债到期量增大，融入融出基本平衡



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 50：低等级新债票息上行，中高等级持平



数据来源：iFinD，东方证券研究所

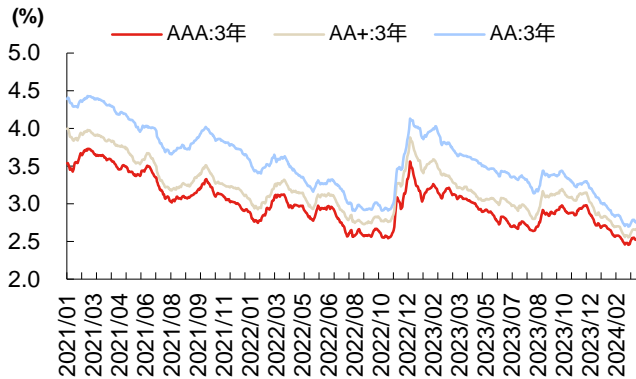
图 51：取消或推迟发行债券列表

发生日期	债务主体	相关债项	计划发行规模（亿元）	事件摘要	最新债项/主体评级
2024/3/25	重庆城市交通开发投资(集团)有限公司	24重庆交投MTN001A	5.00	取消发行	AAA/AAA
2024/3/25	株洲金城投资控股集团有限公司	24株洲金城PPN001	5.45	取消发行	—/AA
2024/3/25	中国盐业集团有限公司	24中盐MTN001B	5.00	取消发行	—/AAA
2024/3/26	天津市地下铁道集团有限公司	24津地铁SCP004	3.00	取消发行	—/AAA
2024/3/26	山东高速集团有限公司	24鲁高速MTN003B	5.00	取消发行	AAA/AAA
2024/3/26	淮安开发控股有限公司	24淮安开发MTN007A	4.00	取消发行	—/AA+
2024/3/26	重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	24涪陵国资MTN002B	5.00	取消发行	—/AA+
2024/3/26	青岛昌阳投资开发有限公司	24昌阳投资PPN002B	3.30	取消发行	—/AA+
2024/3/27	保利发展控股集团股份有限公司	24保利发展MTN003B	5.00	取消发行	—/AAA
2024/3/27	中德联合集团有限公司	24中德联合MTN001A	1.32	取消发行	—/AA
2024/3/27	三门峡市投资集团有限公司	24三门峡PPN001B	1.50	取消发行	—/AA+
2024/3/27	中国中车集团有限公司	24中车集MTN002	20.00	取消发行	—/AAA
2024/3/27	湖南省高速公路集团有限公司	24湘高速MTN003	20.00	取消发行	—/AAA
2024/3/27	重庆市涪陵国有资产投资经营集团有限公司	24涪陵国资MTN001B	5.00	取消发行	—/AA+
2024/3/27	湖北省联合发展投资集团有限公司	24鄂联投MTN002B	5.00	取消发行	AAA/AAA
2024/3/27	深圳市中集产城发展集团有限公司	24产城01	10.00	取消发行	—/AA+
2024/3/28	天津轨道交通集团有限公司	24天津轨交MTN003B	2.50	取消发行	—/AAA
2024/3/28	昆山创业控股集团有限公司	24昆山创业MTN001B	2.50	取消发行	—/AAA
2024/3/28	大悦城控股集团股份有限公司	24大悦城MTN001B	10.00	取消发行	AAA/AAA
2024/3/28	南京未来科技城经济发展有限公司	24未来科技SCP001	5.00	取消发行	—/AA
2024/3/28	华电国际电力股份有限公司	24华电股MTN001A	10.00	取消发行	—/AAA
2024/3/28	泸州市城市建设投资集团有限公司	24泸州城投PPN001A	3.50	取消发行	AAA/AA
2024/3/28	邵阳市城市建设投资经营集团有限公司	24邵阳城投PPN001	10.00	取消发行	—/AA+
2024/3/28	冀中能源峰峰集团有限公司	24冀中峰峰MTN002	5.00	取消发行	—/AA+
2024/3/29	常熟市城市经营投资有限公司	24常熟城投MTN002B	2.00	取消发行	—/AA+
2024/3/29	河南航空港投资集团有限公司	24豫航空港MTN003	10.00	取消发行	—/AAA
2024/3/29	泰兴市成兴国有资产经营投资有限公司	24成兴国资SCP001	5.29	取消发行	—/AA
2024/3/29	中荆投资控股集团有限公司	24中荆投资PPN001	3.00	取消发行	—/AA

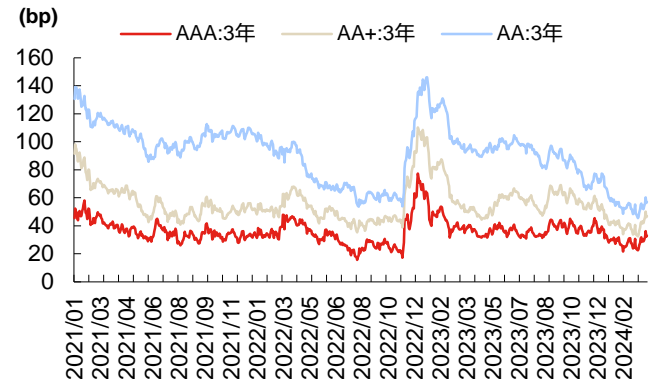
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.3 二级成交：信用债收益率小幅波动，利差被动走阔

上周各等级、各期限信用债收益率小幅波动，信用利差则是均被动走阔。上周信用债收益率仅±2bp 内小幅波动，其中 1Y、3Y 下行而中低等级 5Y 上行约 2bp；信用利差方面，无风险利率曲线陡峭化下行，导致各等级、各期限信用利差全面被动走阔，走阔幅度中枢约为 5bp。

图 52：各等级各期限信用债收益率±2bp 内小幅波动


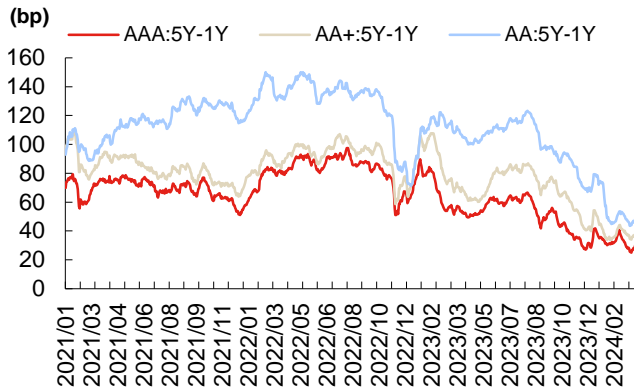
数据来源：iFinD，东方证券研究所

图 53：各等级各期限信用利差均有走阔，中枢约 5bp


数据来源：iFinD，东方证券研究所

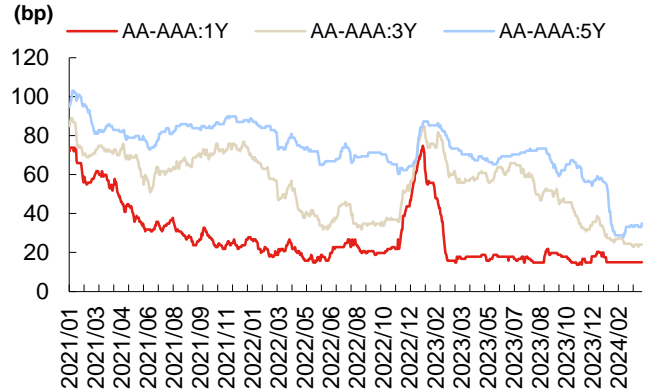
期限利差方面，各等级 3Y-1Y 期限利差小幅走阔 1bp 以内，AA+级和 AA 级 5Y-1Y 期限利差最多走阔 4bp；**等级利差方面**，各期限等级利差基本持平，5Y AA-AAA 等级利差最多走阔 2bp。

图 54: 各等级 3Y-1Y 期限利差小幅走阔 1bp 以内



数据来源: iFinD, 东方证券研究所

图 55: 长期限等级利差略有走阔



数据来源: iFinD, 东方证券研究所

城投债信用利差方面，上周各省利差全面走阔，中枢在 7bp 左右，个别省份如云南、宁夏走阔超 10bp。其中，云南利差平均数、中位数分别最多走阔 12bp 和 25bp，宁夏、青海和河北次之；贵州水城开发、昆明高新等主体利差继续大幅压缩。

图 56: 各省级城投信用利差水平及变动情况

(单位:bp)	全省城投				AAA城投				AA+城投				AA城投			
	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化
贵州	283	2	290	2	98	2	87	2	257	8	273	1	378	1	365	0
辽宁	228	2	173	2					202	6	140	5	355	6	291	4
云南	171	2	143	2	103	4	94	2	159	3	143	28	263	0	271	4
青海	167	1	128	5												
广西	137	1	148	1	71	2	70	2	154	1	163	6	167	4	173	8
黑龙江	136	2	147	4					130	9	144	1				
陕西	106	2	91	2	66	2	68	2	127	1	126	6	162	0	159	9
山东	106	4	82	2	64	2	63	2	111	5	90	7	229	0	219	19
甘肃	100	2	67	2	69	2	65	2								
宁夏	99	2	98	4					117	5	103	6				
天津	98	2	91	3	86	2	83	0	118	0	103	6	167	0	127	5
四川	98	2	73	2	49	2	47	2	74	6	71	6	167	0	152	6
重庆	95	2	83	2	52	2	50	2	83	7	81	7	142	0	124	8
河南	85	2	79	2	69	2	67	2	84	6	79	6	145	0	119	2
吉林	84	2	80	2	80	2	77	2	92	9	87	6				
湖南	82	2	74	2	50	2	50	2	75	6	73	6	133	8	117	4
新疆	77	2	72	2	61	2	59	2	70	6	70	8	113	8	100	9
河北	77	0	73	2	53	2	53	2	84	1	75	6	82	7	77	9
江西	76	2	72	2	56	2	55	2	79	7	77	7	111	8	84	0
湖北	74	2	70	2	58	2	60	2	70	7	70	7	96	8	84	6
内蒙古	73	2	71	2												
西藏	73	2	66	2					68	7	66	0				
安徽	71	2	69	2	55	2	56	2	67	7	67	6	96	6	87	6
山西	71	2	66	2	62	2	63	2	74	7	71	6				
海南	70	2	66	2	63	2	64	2								
江苏	70	2	68	2	54	2	54	2	69	7	68	6	88	7	82	6
浙江	65	2	64	2	53	2	54	2	65	6	64	6	83	7	79	7
福建	62	2	63	2	48	2	48	2	66	7	66	6	85	7	77	7
广东	60	2	60	2	48	2	44	2	65	6	64	6	87	7	79	7
北京	57	2	56	2	51	2	52	2	63	6	63	7	72	7	71	6
上海	56	2	56	2	55	2	53	2	57	6	58	7				

注: 1) 筛选出企业债、公司债、中票、短融超短融、定向工具五类信用债, 剔除永续债和有担保债券, 选择剩余期限0.5-10年的债券作为样本, 将样本中债估值日收益率减去当天相同剩余期限(考虑行权)的国开债到期收益率, 得到样本每天的信用利差; 2) 以样本信用利差的中位数代表城投债各区域和产业债各行业的信用利差整体水平; 3) 剔除了样本量小于10的情况; 4) 为避免极端异常估值对平均值计算的干扰, 对最高5%估值进行缩尾处理; 5) 为避免样本变动干扰, 仅选取计算区间内一直存续且有估值的债券计算。

数据来源: Wind, 东方证券研究所

产业债信用利差方面，上周各行业利差平均数、中位数同样全面走阔且幅度较为一致，基本集中在 6bp 左右，与城投相当。

图 57：各行业信用利差水平及变动情况

(单位:bp)	全部产业债				AAA				AA+				AA			
	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差平均数	较前一周期 变化	2024/3/29 利差中位数	较前一周期 变化
房地产	252	2	86	9	244	-3	85	6	1226	28	107	6	265	5	270	2
农林牧渔	158	8	112	5	77	12	67	9								
电子	101	5	65	4	62	6	63	5								
医药生物	100	5	80	8	57	7	57	8	120	6	90	9				
化工	98	6	62	6	56	6	56	6	141	5	89	8				
建筑装饰	90	5	69	7	66	7	57	6	105	6	86	8	175	5	172	6
商业贸易	86	6	64	7	62	6	61	6	108	6	74	2				
通信	74	6	52	5	51	5	50	4								
传媒	74	6	60	5	56	6	60	9	105	6	84	6				
食品饮料	72	6	61	6	52	7	51	8	86	7	74	6				
非银金融	72	6	61	7	60	6	58	6	117	5	93	8				
有色金属	71	6	60	6	61	6	59	7	102	6	95	6				
建筑材料	69	6	57	6	55	6	56	7								
电气设备	67	6	65	6	53	6	55	8	78	7	69	8				
汽车	67	6	65	5	67	6	65	6								
综合	66	6	60	6	56	6	54	5	101	7	89	6	129	6	84	7
采掘	64	6	61	5	60	6	60	6	92	0	82	7				
钢铁	63	6	64	6	62	6	64	7								
机械设备	63	6	57	5	51	6	51	9								
休闲服务	61	6	59	7	53	6	53	5	72	6	67	7				
交通运输	56	6	53	7	51	6	50	6	73	6	68	7				
公用事业	47	5	47	6	44	5	45	5	75	6	71	8				

注：1) 筛选出企业债、公司债、中票、短融超短融、定向工具五类信用债，剔除永续债券和有担保债券，选择剩余期限0.5-10年的债券作为样本，将样本中债估值收益率减去当天相同剩余期限（考虑行权）的国开债到期收益率，得到样本每天的信用利差；2) 以样本债券信用利差的中位数来代表城投债各区域和产业债各行业的信用利差整体水平；3) 剔除了样本量小于10只的情况；4) 为避免极端异常估值对平均值计算的干扰，对最高5%估值进行缩尾处理；5) 为避免样本变动干扰，仅选取计算区间内一直存续且有估值的债券计算。

数据来源：Wind，东方证券研究所

二级成交方面，交易热度稍有回落，换手率前十均为央国企，个别剩余期限偏长。上周高折价债券数量较此前也有所回落，多为房企债，折价频率高且幅度居前的地产主体包括金科、中骏和万科。

图 58：周换手率前十的债券列表

高换手率债券前10	周换手率	周成交量(亿元)	债券余额(亿元)	债项评级	主体评级	剩余期限(年)
24鄂长投SCP001	257%	25.70	10.00	—	AAA	0.72
23双桥经开PPN003	239%	8.60	3.60	—	AA	2.21
21昆山高新MTN001(权益出资)	219%	1.97	0.90	AA+	AA+	1.99
20临淄公资PPN002	200%	0.20	0.10	—	AA	1.49
18荆东宝债	180%	1.80	1.00	AAA	AA-	0.98
24京国资MTN003A	179%	26.80	15.00	AAA	AAA	9.98
24常德城投PPN003	178%	11.20	6.30	—	AA+	4.98
24杭州钢铁SCP003	166%	16.60	10.00	—	AAA	0.40
24河南发电SCP001	156%	7.80	5.00	—	AAA	0.46
24合川投资PPN002	156%	2.80	1.80	—	AA	4.97

数据来源：iFinD，东方证券研究所

图 59：成交价差超过 15%债券

成交日期	债券名称	发行人	净价价差幅度(%)	主体评级	剩余期限(年)
2024/3/28	H0金科03	金科地产集团股份有限公司	-49	AAA	1.84
2024/3/27	20中骏02	厦门中骏集团有限公司	-34	AA+	0.25
2024/3/27	20万科04	万科企业股份有限公司	-23	AAA	3.14
2024/3/27	20万科08	万科企业股份有限公司	-18	AAA	3.62
2024/3/25	PR黔铁投	贵州铁路投资集团有限责任公司	-16	AA+	0.07
2024/3/25	PR旅投01	遵义交旅投资(集团)有限公司	-16	AA	3.49
2024/3/26	21万科02	万科企业股份有限公司	-16	AAA	3.81
2024/3/28	20旭辉02	旭辉集团股份有限公司	-15	AAA	1.16

数据来源：Wind，东方证券研究所

从单个主体估值变化看，利差收窄幅度居前的城投主体区域多分布在贵州省；产业方面，利差走阔幅度前五多为房企，受行权等因素短期估值波动较大，部分房企利差有所收窄，走阔幅度居前的是珠江投资、中骏和旭辉。

图 60：城投和产业利差变化前五大主体（bp）

城投			产业		
主体名称	省份	利差收窄幅度	主体名称	行业	利差收窄幅度
贵州水城经济开发区高科开发投资有限公司	贵州	-160	重庆龙湖企业拓展有限公司	房地产	-321
昆明国家高新技术产业开发区国有资产经营有限公司	云南	-127	普洛斯中国控股有限公司	交通运输	-251
兴义市信恒城市建设投资有限公司	贵州	-114	大连万达商业管理集团股份有限公司	房地产	-92
黔西南州兴安开发投资股份有限公司	贵州	-110	金地(集团)股份有限公司	房地产	-80
西宁经济技术开发区投资控股集团有限公司	青海	-107	联想控股股份有限公司	计算机	-46
主体名称	省份	利差走阔幅度	主体名称	行业	利差走阔幅度
怀化市交通建设投资有限公司	湖南	25	亿利资源集团有限公司	综合	>1000
青岛金水控股集团有限公司	山东	23	广东珠江投资股份有限公司	房地产	851
青岛世园(集团)有限公司	山东	20	厦门中骏集团有限公司	房地产	654
重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司	重庆	18	旭辉集团股份有限公司	房地产	409
新沂市城市投资发展集团有限公司	江苏	14	碧桂园地产集团有限公司	房地产	230

注：1）筛选出企业债、公司债、中票、短融超短融、定向工具五类信用债，剔除永续债券和有担保债券，将样本券中债估值行权收益率减去当天相同剩余期限（考虑行权）的国开债到期收益率，得到样本券每天的信用利差；2）筛选出本周末和上周末均有估值数据的债券；3）计算各主体所有存续债券利差的平均值及其变化。

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

政策变化超预期：本文假设行业发展导向、信用债发行融资等方面的政策保持相对平稳，如政策出现超预期转向，可能导致信用债发行与成交状况产生明显波动；

信用风险暴露超预期：本文假设信用债风险整体稳定，个别主体信用风险事件不会对整体信用环境产生影响，而一旦出现超预期违约主体（如城投平台等）将给市场带来较大影响；

ABS 发行及投资热度不及预期：本文假设 ABS 市场发行及信用风险整体稳定，个别主体或债项风险事件不会对整体信用环境产生影响；若后续一旦融资政策收紧，发行体量下滑，或出现超预期违约主体，将会对投资者偏好及市场带来较大影响。

数据统计可能存在误差：由于信用债及 ABS 发行及成交数据涉及人工筛选，存在遗漏的可能性；样本券选择及利差测算同实际情况或存偏差。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。