

目 录

一、长久期信用债发展背景及现状	6
(一) 如何定义信用债“长久期”？	6
(二) 长久期信用债扩容背景及主要买盘力量	6
(三) 一级市场：首发主体数量创新高，出现申购热潮、评级下沉趋势.....	7
(四) 二级市场：存量主体增多，10年期及以上品种流动性大幅增加.....	10
二、海外长久期信用债市场情况与国内外评级比较	12
(一) 美国债券市场格局：信用债占比23%，以工商企业为主	13
(二) 低利率环境下，信用债发行久期显著拉长	13
(三) 保险公司是长期信用债的重要买方力量	14
(四) 国内外评级比较：国内针对同主体长债普遍未有调低，美国部分主体有调降	15
三、长久期信用债投资价值分析：配置与交易	17
(一) 票息价值：长久期信用债仍有较高溢价	17
(二) 交易价值：长久期信用债“相对波动率”增加，交易价值提高.....	19
(三) 长久期信用债的历史表现	20
1、到期收益率变化：长久期信用债呈现出更强的“稳健性”	20
2、区间综合收益率表现：牛市可赚取更多资本利得，熊市票息支撑下表现亦不弱	21
3、区间波动率：整体小于国债，稳定性较强	22
四、长久期信用债投资的三个策略思考	23
(一) 策略一：挖掘尚有期限利差的主体	23
1、筛选5-1y利差在25BP及以上的主体	24
2、筛选7-1y利差在35BP及以上的主体	24
3、筛选10-1y利差在48BP及以上的主体	25
(二) 策略二：关注交易活跃的长久期信用债波段交易机会	25
1、筛选行权剩余期限在5-7y的主体	26
2、筛选行权剩余期限在7-10y的主体	26
3、筛选行权剩余期限在10y以上的主体	27
(三) 策略三：关注超长期信用债新发主体的溢价机会	27
(四) 策略总结	29
五、风险提示	29

图表目录

图表 1	2024 年以来 5 年期信用债发行规模占比大幅增加	6
图表 2	存量信用债收益率分布情况	7
图表 3	2022-2024 年上半年各类机构长久期信用债(中票和企业债)年度净买入情况(单位: 亿元)	7
图表 4	2018-2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比	8
图表 5	2018-2024 年上半年长久期信用债发行主体数量变化	8
图表 6	长久期信用债发行票面利率降到 3% 以下	9
图表 7	2024 年上半年超长期信用债申购倍数明显增加	9
图表 8	长期信用债发行主体评级占比变化	9
图表 9	超长期信用债主体发行评级占比变化	9
图表 10	2018-2024 年上半年长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级	9
图表 11	2018-2024 年上半年超长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级	10
图表 12	2024 年上半年各行业发行规模	10
图表 13	2024 年上半年各省份发行规模	10
图表 14	长久期信用债存量规模及占比变化	11
图表 15	长久期信用债存量主体数量变化	11
图表 16	2018-2024 年 6 月底长期信用债存量主体性质、债券类型	11
图表 17	2018-2024 年 6 月底超长期信用债存量主体性质、债券类型	11
图表 18	截至 2024 年 6 月底, 存量长久期信用债规模在 80 亿元以上的发行主体共 30 家	12
图表 19	近一年长期信用债成交只数及换手率	12
图表 20	近一年超长期信用债成交只数及换手率	12
图表 21	截至 2024.7.16 美国债券市场存量规模分布	13
图表 22	截至 2024 年 6 月底美国存量信用债行业分布(单位: 亿美元)	13
图表 23	2002-2024 年上半年美国信用债分期限发行规模(亿美元)	14
图表 24	2008-2024 年上半年美国长久期信用债发行规模占比及美债收益率变化	14
图表 25	美国 5-10 年长期信用债持有人分布	15
图表 26	美国 10 年及以上超长期信用债持有人分布	15
图表 27	美国信用债债项评级分布(只)	15
图表 28	标普中长期债项评级逻辑框架	16
图表 29	长久期信用债发行人长、短久期债券评级对比	16
图表 30	中诚信中长期债项评级逻辑框架	17
图表 31	长久期信用债发行人长短久期债券评级对比	17

图表 32	存量信用债收益率与期限分布情况	18
图表 33	2014 年以来信用债期限利差情况 (BP)	18
图表 34	中票与银行二永债收益率 (%)	19
图表 35	同期限中票与银行二永债收益率对比 (BP)	19
图表 36	中票收益率波动率	19
图表 37	中票相对波动率情况	19
图表 38	高流动性个券存量结构分布 (亿元)	20
图表 39	各阶段市场不同品种市场表现	20
图表 40	2019 年以来 10 年期国债收益率表现 (%)	20
图表 41	各阶段不同品种收益率变化情况 (BP)	21
图表 42	2021 年以来三个调整阶段同主体长短端收益率变化情况	21
图表 43	各阶段不同品种财富指数收益率表现	22
图表 44	各阶段不同品种财富指数波动率表现	22
图表 45	筛选后的 184 家主体企业性质分布	23
图表 46	筛选后的 184 家主体省份分布	24
图表 47	筛选后的 184 家主体行业分布	24
图表 48	截至 2024 年 6 月底, 5-1y 利差在 25BP 及以上、剩余行权期限在 5-7y 之间的主体 (部分)	24
图表 49	截至 2024 年 6 月底, 7-1y 利差在 35BP 及以上、剩余行权期限在 7-10y 之间的主体 (部分)	25
图表 50	截至 2024 年 6 月底, 10-1y 利差在 48BP 及以上、剩余行权期限在 10y 以上的主体 (全量)	25
图表 51	截至 2024 年 6 月底, 行权剩余期限在 5-7y 的存量债主体按换手率降序 (部分)	26
图表 52	截至 2024 年 6 月底, 行权剩余期限在 7-10y 的存量债主体按换手率降序 (部分)	27
图表 53	截至 2024 年 6 月底, 行权剩余期限在 10y 以上的存量债主体按换手率降序 (部分)	27
图表 54	样本券 10-5y 期限利差变化及与中债中短票 AAA 等级 10-5y 期限利差对比	28
图表 55	2024 年新发超长期信用债主体省份变化	28
图表 56	2024 年新发超长期信用债主体行业变化	28
图表 57	策略总结	29

今年以来信用债市场格局发生了显著的变化，城投债供给受限、“资产荒”持续演绎、信用利差极致压缩，在此背景下长久期信用债发行规模大幅增加。一方面，低利率环境下部分发行人为锁定较低的长期融资成本，选择发行长期信用债；另一方面，投资者也诉求对一般信用品种增加交易或拉长久期获取高票息，综合使得目前市场对长期信用债的关注度显著提升。此前长期信用债以保险机构配置为主，随着今年以来广义基金、其他产品等买盘力量的加入，其定价逻辑亦产生一定的变化。本文分析长久期信用债发展背景及现状，结合海外长久期信用债情况，探讨当前长久期信用债的投资价值，建议重点关注三条主线，挖掘尚有期限利差主体、关注波段交易机会、寻找新发主体溢价机会。

一、长久期信用债发展背景及现状

（一）如何定义信用债“长久期”？

本文将长久期信用债定义为期限在 5 年及以上的非金融信用债，包括“长期信用债”和“超长期信用债”，其中“长期信用债”指 5-10 年（包含 5 年，不包含 10 年）的信用债，“超长期信用债”指 10 年及以上的信用债。目前市场对长久期信用债的定义存在分歧，分歧点主要在于：一是长久期信用债的年限划分是单一的（例如 5 年或 7 年）还是分阶段的（是否区分长期和超长期）；二是是否要包含 5 年期品种。考虑到 2024 年以来 5 年期信用债品种发行占比大幅增加，因此本文将 5 年期纳入长期信用债范围。

图表 1 2024 年以来 5 年期信用债发行规模占比大幅增加

期限	发行规模占比						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024年上半年
5年期以下	89.6%	87.2%	91.0%	92.3%	89.7%	93.6%	73.7%
5年期	7.6%	9.9%	7.0%	6.0%	8.4%	4.7%	18.7%
5-7年期	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%		
7年期	2.3%	1.9%	1.5%	1.1%	1.0%	0.5%	0.3%
7-10年期	0.1%	0.1%	0.0%				
10年期	0.4%	0.8%	0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	5.1%
10年期以上	0.0%	0.1%	0.1%		0.0%	0.2%	2.1%

资料来源：Wind，华创证券

（二）长久期信用债扩容背景及主要买盘力量

2024 年以来“资产荒”行情极致演绎，信用利差大幅压缩，债市整体进入低利率时代。对于债券发行人而言，发行长久期信用债可锁定利率低位，降低债务成本，同时拉长发行期限，优化债务期限结构。此外，现阶段在资产荒行情推动下，发行长久期信用债的难度下降，5-7 年长期信用债发行主体存在评级下沉的趋势。对于投资人而言，高收益资产大幅减少，票息策略择券空间非常有限，向久期要收益成为必然选择。截至 2024 年 6 月底，行权收益率在 3% 以上的存量信用债和金融债合计余额仅为 1.6 万亿元，较 2023 年底大幅减少 13.6 万亿元，高息资产选择空间压缩明显。

图表 2 存量信用债收益率分布情况 (单位: 亿元)

分类	子类	2024/6/28							2023/12/31							2023/6/30						
		<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	>6%	合计	<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	>6%	合计	<2.5%	2.5-3%	3-4%	4-5%	5-6%	>6%	合计
城投债	重点省份-省级	4,318	443	30				4,791	-	2,062	2,846	73	8	62	5,052	30	1,147	1,677	689	427	1,080	5,051
	重点省份-地市级	1,171	1,182	1,037	460	51	55	3,956	-	167	775	940	675	1,414	3,971	-	23	164	368	679	3,105	4,439
	重点省份-区县级	5,521	1,845	1,301	372	44	92	9,175	-	1,373	4,428	1,751	808	970	9,331	88	511	1,770	1,513	1,359	4,073	9,313
	非重点省份-省级	10,199	837	10	5			11,052	509	7,578	2,180	68	7	-	10,342	1,649	4,643	3,486	137	18	146	10,079
	非重点省份-地市级	43,078	3,927	701	44			47,750	469	22,494	21,792	1,959	416	146	47,277	2,575	12,289	20,464	6,092	2,213	1,240	44,873
	非重点省份-区县级	60,320	8,886	4,023	445	10	12	73,696	81	26,665	37,060	6,350	2,675	1,100	73,930	862	15,314	32,774	11,422	6,043	5,915	72,330
	城投债合计	124,608	17,120	7,102	1,324	104	160	150,419	1,059	60,339	69,082	11,141	4,590	3,692	149,903	5,204	33,928	60,334	20,221	10,739	15,559	145,986
产业债	地产债-国企	10,437	2,117	481	117	4		13,156	129	5,659	6,161	671	49	277	12,946	254	4,551	4,981	592	92	307	10,777
	地产债-混合				23			573	-	-	-	-	-	759	759	-	173	353	-	-	223	749
	地产债-民企		294	154	133	31		729	1,340	-	203	314	17	1,073	1,608	-	3	256	175	11	1,305	1,750
	地产债-其他	17		26		2		188	234	-	8	16	14	5	505	548	-	4	23	2	-	870
	公用事业	19,946	531	30	24			20,531	3,115	13,418	1,534	65	26	12	18,169	5,155	10,438	2,662	91	44	10	18,399
	非银金融	18,133	1,540	289	49	4	120	20,134	1,693	10,446	5,228	599	149	324	18,439	3,483	6,328	6,022	789	295	354	17,272
	交通运输	10,893	1,114	53	5	22	33	12,120	2,040	6,822	1,839	48	28	141	10,918	3,899	5,444	2,432	98	76	200	12,149
	建筑装饰	8,650	853	294	42	11	17	9,867	233	5,264	2,358	303	69	125	8,352	1,388	3,692	2,535	350	149	175	8,289
	综合	6,394	1,291	63	28			7,775	355	4,991	1,739	89	69	48	6,891	1,041	3,019	1,586	345	162	682	6,834
	煤炭	6,378	543	132	17		15	7,085	255	4,206	1,864	109	85	57	6,576	1,026	3,037	2,365	90	147	242	6,908
	钢铁	3,426	142	49		50		3,668	150	1,966	1,051	53	16	20	3,256	711	1,192	1,152	105	23	6	3,188
	有色金属	2,688	184	52	5		3	2,932	263	1,747	562	79	47	62	2,761	518	1,436	785	94	59	61	2,953
	石油石化	3,671	163					3,834	1,444	2,109	293	-	-	-	3,846	1,808	2,084	347	-	-	5	4,245
	商贸零售	2,218	274	82	21	7	14	2,616	123	1,090	652	162	94	52	2,174	275	958	597	238	107	109	2,284
	其他产业债	14,996	1,282	908	267	196	130	17,779	952	10,168	3,488	629	311	647	16,194	3,808	6,963	4,476	672	550	850	17,318
	产业债合计	107,847	10,329	2,611	731	328	1,798	123,644	10,752	67,493	26,988	3,136	967	4,102	113,437	24,124	50,205	30,764	3,800	1,778	5,634	116,303
	金融债	银行普通债	34,213	10	1			34,223	11,931	21,172	205	-	-	-	33,308	10,059	19,397	271	1	-	-	29,727
银行永续债		24,414	437	493	127		25,471	-	15,597	6,684	828	397	66	23,571	-	10,420	8,073	1,640	815	376	21,324	
银行二级资本债		37,642	834	671	198	52	79	39,475	-	24,980	10,630	608	351	243	36,811	3,030	10,977	17,949	1,328	562	525	34,370
券商普通债		19,508	87	39			19,633	5,940	12,838	1,769	49	-	-	20,596	8,250	7,857	2,745	94	30	-	18,976	
券商次级债		5,812	69	4	8	1		5,894	508	3,456	2,088	7	5	1	6,065	936	1,829	2,951	117	8	-	5,841
保险次级债		2,504	299	111	8	9	228	3,158	-	1,498	1,534	130	101	121	3,383	90	790	1,513	223	153	91	2,860
其他金融债		4,574	325	7			30	4,936	20	2,285	2,083	57	100	50	4,595	1,057	1,380	1,505	482	215	80	4,719
金融债合计	128,666	2,059	1,326	341	62	337	132,790	18,399	81,826	24,992	1,678	953	480	128,328	23,422	52,649	35,006	3,885	1,783	1,072	117,817	
合计	361,121	29,509	11,038	2,397	494	2,295	406,853	30,211	209,658	121,062	15,954	6,509	8,274	391,668	52,750	136,782	126,104	27,906	14,299	22,266	380,106	

资料来源: Wind, 华创证券

从 2024 年上半年长久期信用债 (中票和企业债) 净买入情况看, 其他产品、保险资金、基金为最主要买盘。其中, 其他产品类包括证券公司的资产管理业务、信托公司的金融产品、企业年金、期货公司的资产管理产品、其他投资产品、社保基金、养老基金等, 2024 年上半年净买入 275 亿元, 较 2022、2023 年均有所增加; 买入期限上, 倾向 7-10 年期以及 5-7 年期品种。保险资金 2024 年上半年净买入 222 亿元; 在买入期限上, 更青睐长周期品种, 能与负债端久期相匹配, 缓解资产负债久期缺口压力。基金 2024 年上半年净买入 152 亿元, 较 2022 年的 101 亿元、2023 年的 227 亿元变化不大, 买入久期 5-7 年期为主。

图表 3 2022-2024 年上半年各类机构长久期信用债 (中票和企业债) 年度净买入情况 (单位: 亿元)

企业债和中期票净买入数据	2022 年						2023 年						2024/1/1-2024/6/30					
	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	合计	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	合计	5-7Y	7-10Y	10-15Y	15-20Y	20-30Y	合计
其他产品类	117.40	24.79	(75.01)	(240.15)	0.00	(172.97)	60.65	37.21	6.52	(151.68)	0.00	(47.30)	111.41	121.98	25.74	14.77	0.99	274.89
保险公司	87.16	76.86	(20.77)	(4.33)	0.00	138.92	77.52	47.03	(0.48)	56.51	0.00	180.58	(6.48)	160.57	31.97	35.13	1.27	222.46
基金公司及产品	116.60	36.30	14.38	(66.50)	0.00	100.78	147.62	22.09	1.45	55.56	0.00	226.72	100.17	48.13	2.17	1.50	0.43	152.40
理财子公司及理财类产品	(15.99)	(10.12)	0.05	(8.57)	0.00	(34.63)	(12.14)	(12.35)	(4.76)	(13.26)	0.00	(42.51)	21.95	10.63	1.66	(0.72)	0.00	33.52
货币市场基金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
外资银行	(0.41)	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.41)	(0.31)	0.00	0.00	1.64	0.00	1.33	0.00	(0.40)	0.00	0.00	0.00	(0.40)
其他机构	(8.56)	(13.13)	(10.19)	(18.51)	0.00	(50.39)	(2.37)	(3.11)	(1.53)	6.78	0.00	(0.23)	(4.36)	4.39	(1.21)	(3.24)	0.00	(4.42)
大型商业银行/政策性银行	(7.94)	(13.12)	(0.42)	(5.01)	0.00	(26.49)	(4.99)	(10.47)	(0.08)	0.00	0.00	(15.54)	(16.88)	(14.07)	0.00	0.00	(0.20)	(31.15)
农村金融机构	10.57	19.78	(0.64)	6.66	0.00	36.37	1.87	3.36	(6.14)	1.14	0.00	0.23	(55.30)	2.40	1.50	(6.39)	0.00	(57.79)
股份制商业银行	(68.81)	(37.25)	(3.86)	0.61	0.00	(109.31)	(39.77)	(19.37)	(3.87)	(0.18)	0.00	(63.19)	(42.06)	(52.61)	(2.37)	0.70	0.20	(96.14)
城市商业银行	(93.15)	(13.99)	(2.10)	(5.97)	0.00	(115.21)	(121.40)	(17.27)	0.00	(2.30)	0.00	(140.97)	(64.36)	(54.41)	(10.69)	(11.40)	(0.20)	(141.06)
证券公司	(137.21)	(70.36)	102.24	365.41	0.00	260.08	(106.44)	(47.29)	8.92	45.76	0.00	(99.05)	(44.02)	(226.59)	(48.81)	(30.33)	(2.48)	(352.23)

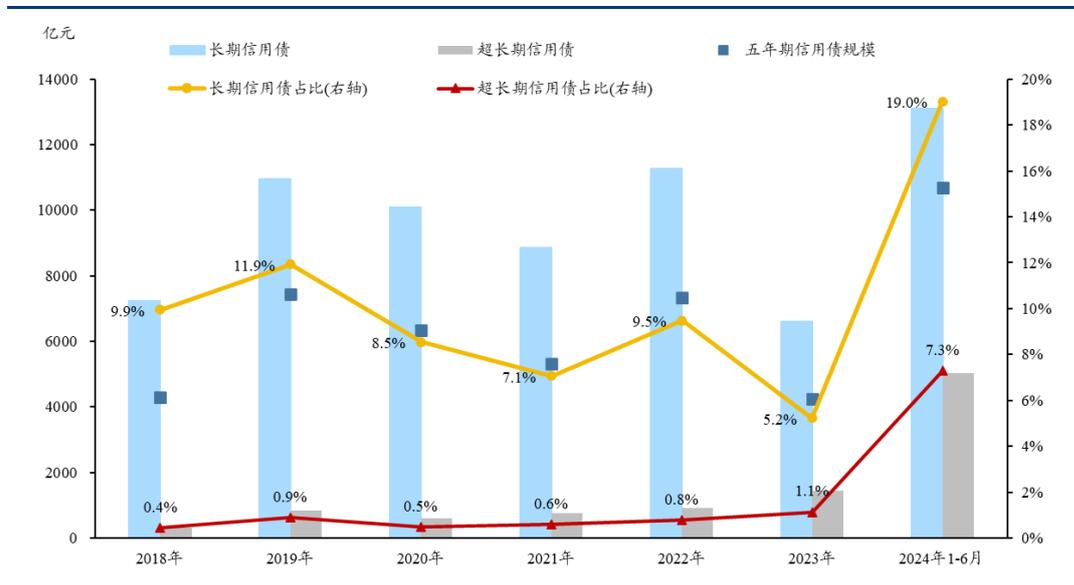
资料来源: Wind, 华创证券

(三) 一级市场: 首发主体数量创新高, 出现申购热潮、评级下沉趋势

2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比达历史新高。5 年 (含) 以上且 10 年 (不含) 以下的长期信用债在经历了 2023 年阶段性发行低点后, 2024 年上半年迎来峰

值，发行占比达 19%，其中五年期品种在 2018-2023 年间占比 60%，2024 年上半年达到 80%；10 年及以上超长期信用债在 2024 年上半年发行占比达 7.3%，均为 2018 年以来历史新高。

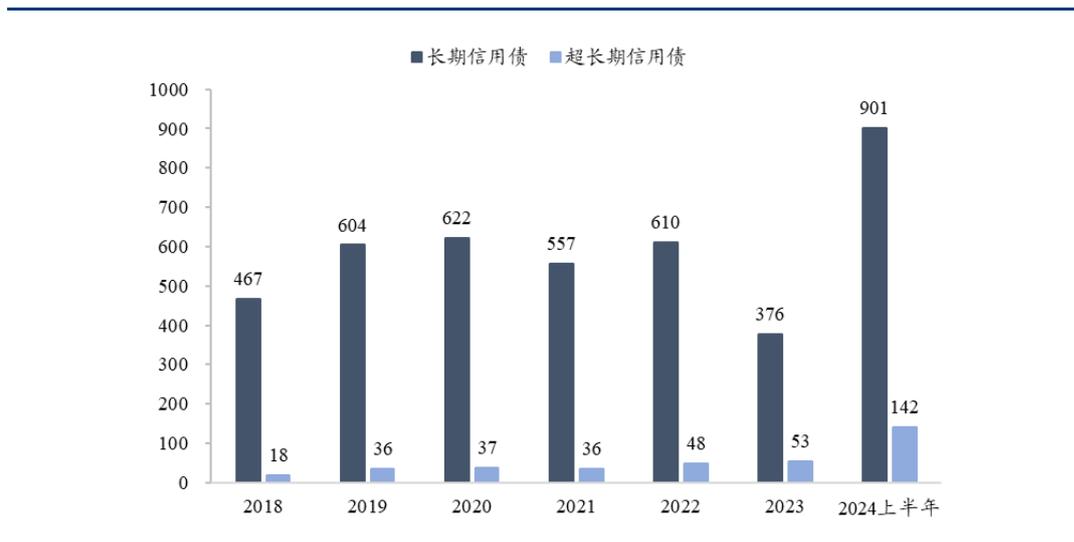
图表 4 2018-2024 年上半年长久期信用债发行规模及占比



资料来源: Wind, 华创证券

2024 年上半年首次发行长久期信用债主体共计 512 家。2024 年上半年共有 901 家主体发行长期信用债, 142 家主体发行超长期信用债, 较 2023 年全年分别增长 140%、168%。其中首次发行长期信用债主体共计 426 家, 首次发行超长期信用债主体共计 86 家 (统计自 2018 年以来未发行长久期信用债的主体)。

图表 5 2018-2024 年上半年长久期信用债发行主体数量变化



资料来源: Wind, 华创证券

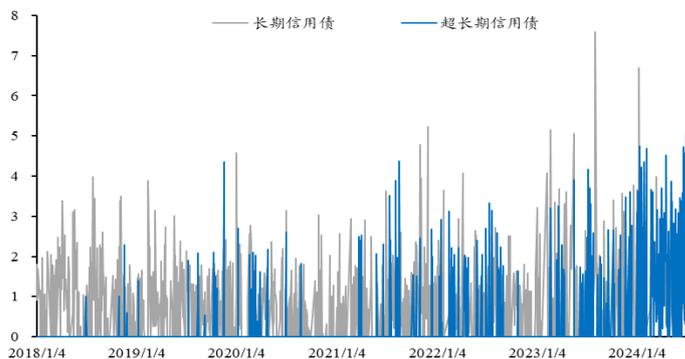
发行票面方面，长期信用债按发行规模加权平均票面利率从 2018 年的 5.75% 下降至 2024 年上半年的 2.93%，超长期信用债从 5.48% 下降至 2.85%，均降至 3% 以下。申购热度方面，长期信用债在 2023 年 8 月、2024 年 2 月迎来阶段性申购倍数高点，达 6 倍以上，超长期信用债自 2024 年以来申购热度明显增加，甚至超过长期信用债。

图表 6 长久期信用债发行票面利率降到 3% 以下



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 2024 年上半年超长期信用债申购倍数明显增加



资料来源: Wind, 华创证券

2024 年长期信用债发行主体出现评级下沉, 但超长期信用债信用下沉并不显著。2024 年上半年, 外部评级为 AA+ 的长期信用债主体发行占比大幅增加至 39%, AAA 等级主体发行占比从 2023 年的 47% 下降至 38%, 出现主体评级下沉趋势。而超长期信用债发行主体外部评级仍以 AAA 为主, 且 2021 年以来基本均只有 AAA 主体发行, 可见 10 年及以上超长期信用债对发行主体资质要求较高。

图表 8 长期信用债发行主体评级占比变化

年份	AAA	AA+	AA	AA-
2018	38%	23%	29%	9%
2019	38%	24%	31%	6%
2020	40%	25%	32%	3%
2021	38%	22%	37%	3%
2022	40%	28%	30%	2%
2023	47%	20%	30%	2%
2024	38%	39%	23%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 超长期信用债主体发行评级占比变化

年份	AAA	AA+	AA	AA-
2018	63%	6%	25%	6%
2019	86%	6%	6%	3%
2020	97%	3%		
2021	100%			
2022	100%			
2023	100%			
2024	99%	1%		

资料来源: Wind, 华创证券

从发行主体性质、债券类型、债项隐含评级看, 长期信用债和超长期信用债存在明显差异。对于长期信用债而言, 2024 年上半年, 城投平台发行占比 59%, 债券类型主要为中票 (48%) 和公司债 (46%), 债项隐含评级中 AA 占比增加至 42%, 有明显的下沉趋势。对于超长期信用债而言, 2024 年上半年, 央企是发行超长期信用债的主力, 发行占比 52%, 债券类型以中票为主 (74%), 债项隐含评级以 AAA 级为主。

图表 10 2018-2024 年上半年长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级

年份	发行规模 (亿元)	发行主体性质				债券类型				债项隐含评级				
		城投平台	中央国有企业	产业类国企	民营企业	定向工具	公司债	企业债	中期票据	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2018年	7231.7	57.4%	16.3%	24.7%	1.6%	2.5%	17.4%	29.4%	50.6%	29.8%	22.4%	31.1%	10.8%	2.3%
2019年	10950.8	49.0%	30.7%	20.0%	0.4%	2.3%	19.7%	23.1%	54.9%	41.2%	21.4%	25.3%	10.1%	1.1%
2020年	10098.2	58.9%	15.2%	23.2%	2.8%	2.5%	25.2%	27.9%	44.4%	28.3%	28.3%	33.7%	7.5%	0.7%
2021年	8849.6	65.2%	17.7%	16.7%	0.4%	0.6%	35.3%	32.2%	31.9%	34.5%	29.2%	30.6%	5.2%	0.2%
2022年	11274.6	54.1%	29.8%	15.8%	0.3%	1.3%	32.0%	22.5%	44.2%	40.9%	27.3%	28.9%	2.6%	0.2%
2023年	6592.3	54.4%	19.4%	24.4%	1.8%	1.1%	40.7%	20.1%	38.2%	37.2%	33.6%	25.2%	2.4%	0.1%
2024年1-6月	13105.2	59.0%	18.4%	22.2%	0.3%	4.7%	46.1%	1.6%	47.6%	19.5%	25.8%	41.5%	6.7%	0.0%

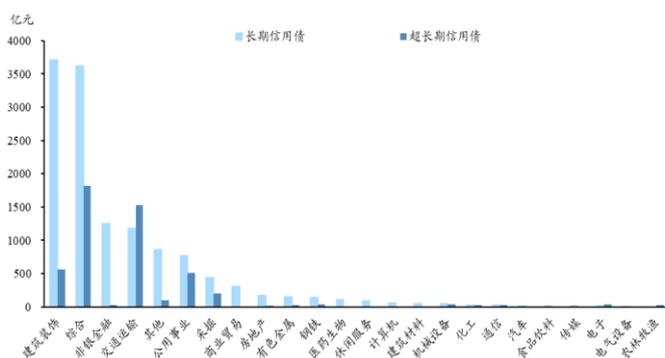
资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 2018-2024 年上半年超长期信用债发行主体性质、债券类型、债项隐含评级

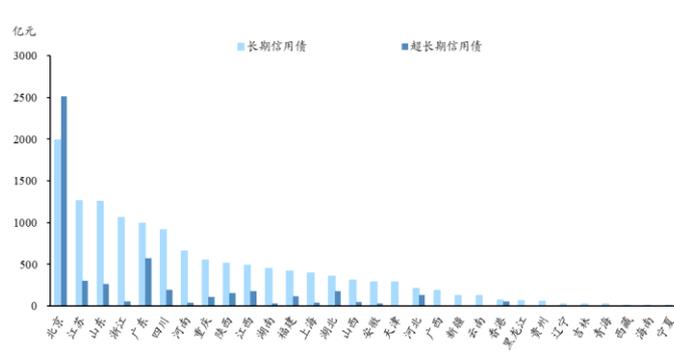
年份	发行规模 (亿元)	发行主体性质			债券类型			债项隐含评级		
		城投平台	中央国有企业	产业类国企	公司债	企业债	中期票据	AAA	AA+	AA
2018年	314.0	48.1%	40.4%	11.5%	54.8%	29.6%	15.6%	69.1%	6.4%	12.7%
2019年	825.7	34.2%	49.4%	16.3%	62.4%	19.4%	18.2%	84.5%	6.7%	5.1%
2020年	592.0	41.4%	38.2%	20.4%	54.9%	12.5%	32.6%	74.8%	14.2%	11.0%
2021年	755.6	48.1%	31.8%	20.1%	60.5%	13.2%	26.3%	75.7%	24.3%	0.0%
2022年	917.5	47.4%	28.4%	24.2%	47.2%	9.2%	43.6%	63.4%	36.6%	0.0%
2023年	1437.0	25.7%	37.3%	37.0%	54.6%	4.7%	40.7%	74.9%	25.1%	0.0%
2024年1-6月	5026.8	22.1%	51.6%	26.4%	23.9%	1.9%	74.2%	62.4%	36.0%	1.2%

资料来源: Wind, 华创证券

从发行行业分布看,2024 年上半年长期信用债发行主体主要分布在建筑装饰、综合、非银金融、交通运输、公用事业等行业,超长期信用债则主要集中在综合、交通运输行业。从发行省份分布看,2024 年上半年长期信用债主要分布在北京、江苏、山东、浙江、广东、四川等经济大省;超长期信用债在北京的集中度高,主因其发行主体多为央企,其次分布在广东、江苏、山东等省份。整体看,2024 年以来交运类主体在 10 年以上超长期信用债的发行上具有优势,可重点关注。

图表 12 2024 年上半年各行业发行规模


资料来源: Wind, 华创证券

图表 13 2024 年上半年各省份发行规模


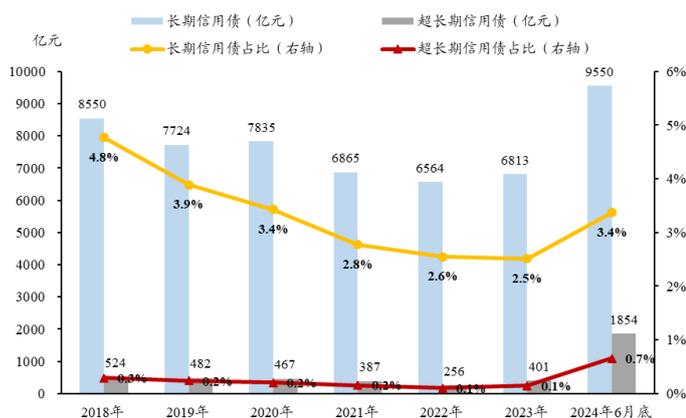
资料来源: Wind, 华创证券

(四) 二级市场: 存量主体增多, 10 年期及以上品种流动性大幅增加

从存量规模看,5-10 年信用债规模占比回升,10 年以上信用债规模占比创历史新高。长期信用债存量规模占比从 2018 年的 4.8%,逐年下降至 2023 年的 2.5%,2024 年 6 月底占比回升至 3.4%;超长期信用债存量规模占比在 2024 年 6 月底达到新高 0.7%,而 2018-2023 年占比仅为 0.1-0.3%。

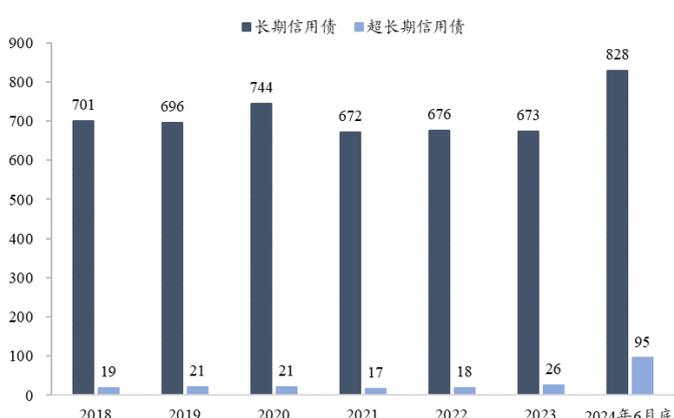
从长久期信用债存量主体数量看,2024 年存量主体大幅增加。2018-2023 年长期信用债存量主体在 700 个左右,超长期信用债主体在 20 个左右,而 2024 年上半年分别增加至 828 个、95 个。

图表 14 长久期信用债存量规模及占比变化



资料来源: Wind, 华创证券

图表 15 长久期信用债存量主体数量变化



资料来源: Wind, 华创证券

从存量长久期信用债的主体性质和债券类型看,对于长期信用债,2018年-2024年上半年城投平台存量占比从69%降至40%,产业类国企存量占比从6%增加至25%;中票、公司债占比从11%、12%分别增加至43%、37%,企业债占比从78%大幅减少至18%。对于超长期信用债,央企始终是最主要的存量主体,2018年-2024年上半年占比在60%-70%左右,2024年上半年城投占比增加至16%;中票存量占比大幅增加至77%,企业债占比降低至3%,公司债占比也有所下降。

图表 16 2018-2024年6月底长期信用债存量主体性质、债券类型

年份	存量规模(亿元)	发行主体性质				债券类型			
		央企	城投平台	产业类国企	民企	公司债	企业债	中期票据	定向工具
2018年	8550	24.8%	68.7%	6.1%	0.4%	11.6%	77.5%	10.9%	-
2019年	7724	29.9%	61.2%	7.0%	1.2%	19.0%	69.2%	11.9%	-
2020年	7835	25.3%	60.9%	8.8%	2.3%	25.0%	61.9%	13.0%	-
2021年	6865	24.1%	62.5%	10.6%	2.1%	27.9%	57.7%	14.4%	-
2022年	6564	25.9%	61.2%	12.5%	0.3%	30.9%	46.6%	20.3%	2.3%
2023年	6813	25.1%	52.5%	19.0%	3.2%	39.4%	34.4%	24.0%	2.2%
2024年6月	9550	33.3%	40.1%	24.9%	1.7%	37.3%	18.1%	43.0%	1.6%

资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 2018-2024年6月底超长期信用债存量主体性质、债券类型

年份	存量规模(亿元)	发行主体性质				债券类型			
		央企	城投平台	产业类国企	民企	公司债	企业债	中期票据	定向工具
2018年	524	60.9%	7.6%	31.5%	-	21.9%	34.4%	15.3%	28.4%
2019年	482	50.2%	3.1%	38.4%	8.3%	43.2%	20.7%	5.2%	30.9%
2020年	467	61.5%	3.2%	35.3%	-	45.6%	17.1%	5.4%	31.9%
2021年	387	74.2%	3.9%	22.0%	-	34.4%	20.7%	6.5%	38.5%
2022年	256	57.8%	9.0%	33.2%	-	59.0%	31.3%	9.8%	-
2023年	401	69.6%	5.7%	24.7%	-	53.6%	15.2%	31.2%	-
2024年6月	1854	66.4%	16.3%	17.3%	-	20.2%	2.8%	77.1%	-

资料来源: Wind, 华创证券

截至2024年6月底,行权剩余期限在5年及以上的存量信用债规模超80亿元的主体共30家。长久期信用债存量具有头部集中效应,诚通控股和国家铁路集团长期信用债存量规模最高,分别为810亿元和700亿元。发行人性质上以央企和产业类国企为主,包括央企13家、产业类国企10家、城投平台7家。行业分布上综合和交运行业占比较高,综合类主体为12家、交运类主体9家,其他包括公用事业、建筑装饰等行业。20年期以上信用债主要分布在国铁集团、诚通控股、长江三峡集团、中化股份和无锡产发。截至2024年6月底,各主体5年期以上信用债加权收益率均在3%以下,其中诚通控股、

中化股份、江苏交控、江西交投等换手率较高。

图表 18 截至 2024 年 6 月底，存量长久期信用债规模在 80 亿元以上的发行主体共 30 家

发行人	发行人性质	行业	主体外部评级	YY 评级	2024/6/30 存量债 (亿元)										2024/6/30 加权收益率				2024 年以来换手率		
					全量信用债	5 年以上全量	长期信用债占比	超长期信用债占比	5-7 年	7-10 年	10-15 年	15-20 年	20-30 年	5-7 年	7-10 年	10-15 年	15-20 年	20-30 年	全部信用债	5-10 年	10 年以上
中国诚通控股集团有限公司	央企	综合	AAA	4+	1853	810	23%	21%	0	420	150	140	100	-	2.54	2.65	2.73	2.89	227%	151%	188%
中国国家铁路集团有限公司	央企	交通运输	AAA	1	1200	700	29%	29%	0	350	0	0	350	-	2.39	-	-	2.51	22%	7%	53%
深圳市地铁集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	3	946	358	28%	10%	17	249	92	0	0	2.33	2.49	2.53	-	80%	57%	84%	
中国国新控股有限责任公司	央企	综合	AAA	3	1547	265	14%	3%	72	148	10	35	0	2.32	2.46	2.61	2.65	-	29%	29%	62%
北京国有资本运营管理有限公司	产业类国企	综合	AAA	2	563	235	34%	8%	40	150	35	10	0	2.33	2.47	2.53	2.58	-	60%	54%	92%
中国中信集团有限公司	央企	综合	AAA	2	300	218	48%	25%	0	143	25	50	0	-	2.39	2.52	2.57	-	26%	19%	31%
山东高速集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	4+	1412	210	11%	4%	55	105	15	35	0	2.34	2.50	2.62	2.67	-	65%	28%	84%
国家开发投资集团有限公司	央企	综合	AAA	2	443	200	43%	2%	85	105	10	0	0	2.28	2.40	2.52	-	33%	23%	40%	
中国长江三峡集团有限公司	央企	公用事业	AAA	1	830	200	9%	15%	40	37	0	83	40	2.22	2.37	-	2.48	2.54	49%	23%	53%
中国华能集团有限公司	央企	公用事业	AAA	2	918	176	17%	2%	82	74	20	0	0	2.30	2.47	2.52	-	67%	36%	57%	
中国中信有限公司	央企	综合	AAA	2	290	168	25%	33%	52	20	18	78	0	2.28	2.36	2.48	2.53	-	13%	14%	7%
福建省投资开发集团有限责任公司	产业类国企	公用事业	AAA	3	410	166	37%	4%	55	96	15	0	0	2.27	2.41	2.49	-	38%	14%	8%	
福建省高速公路集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	3	283	163	58%	0%	93	70	0	0	0	2.30	2.38	-	-	14%	4%	0%	
中国中化股份有限公司	央企	综合	AAA	4+	1360	160	8%	4%	0	110	20	0	30	-	2.52	2.64	-	2.88	210%	185%	103%
广州越秀集团股份有限公司	产业类国企	综合	AAA	3	592	156	21%	5%	0	126	5	25	0	-	2.54	2.69	2.81	-	88%	74%	42%
中国铝业集团有限公司	央企	有色金属	AAA	4	364	154	42%	0%	5	149	0	0	0	2.39	2.38	-	-	74%	-	-	
陕西交通控股集团有限公司	城投平台	交通运输	AAA	4+	408	140	21%	13%	15	70	40	15	0	2.35	2.52	2.65	2.71	-	48%	12%	137%
华能国际电力股份有限公司	央企	公用事业	AAA	2	903	138	14%	1%	68	60	0	10	0	2.34	2.42	-	2.56	-	59%	37%	131%
江苏交通控股有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	2	784	135	12%	5%	0	95	20	20	0	-	2.50	2.53	2.58	-	158%	90%	99%
四川发展(控股)有限责任公司	城投平台	综合	AAA	3	484	123	25%	0%	90	33	0	0	0	2.35	2.55	-	-	39%	40%	-	
河南交通投资集团有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	3	900	123	14%	0%	0	123	0	0	0	-	2.54	-	-	-	51%	39%	-
江西省交通投资集团有限责任公司	城投平台	交通运输	AAA	3	781	111	9%	5%	0	71	20	20	0	-	2.50	2.53	2.59	-	90%	110%	88%
中国光大集团股份公司	央企	综合	AAA	2	595	100	17%	0%	0	100	0	0	0	-	2.48	-	-	-	101%	58%	-
广东省高速公路有限公司	产业类国企	建筑装饰	AAA	3	155	95	48%	13%	45	30	20	0	0	2.36	2.45	2.53	-	-	13%	3%	15%
广东省路桥建设发展有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	4	120	90	75%	0%	20	70	0	0	0	2.33	2.43	-	-	-	7%	4%	-
兖矿能源集团股份有限公司	产业类国企	采掘	AAA	4+	362	90	25%	0%	20	70	0	0	0	2.39	2.56	-	-	-	45%	42%	-
无锡市交通产业集团有限公司	城投平台	综合	AAA	4+	178	88	50%	0%	22	67	0	0	0	2.43	2.53	-	-	-	66%	44%	-
安徽省交通控股集团有限公司	产业类国企	交通运输	AAA	3	330	80	21%	3%	38	32	10	0	0	2.29	2.50	2.57	-	-	97%	52%	156%
无锡产业发展集团有限公司	产业类国企	综合	AAA	4-	267	80	19%	11%	0	50	10	10	10	-	2.55	2.71	2.91	2.99	68%	119%	80%
中国电力建设股份有限公司	央企	建筑装饰	AAA	3	382	80	21%	0%	0	80	0	0	0	-	2.47	-	-	-	56%	75%	0%

资料来源: Wind, 华创证券

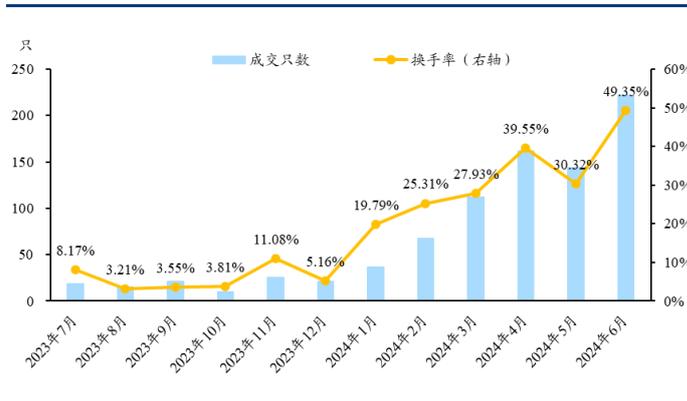
2024 年以来超长期信用债流动性大幅增加。对比长期信用债和超长期信用债换手率情况，长期信用债在 2024 年以来平均换手率呈上升趋势，2024 年 6 月达到近一年高点 21%，单月成交笔数约 1400 笔。超长期信用债在 2024 年各月份平均换手率均高于长期信用债，2024 年 6 月平均换手率达 49%，单月成交笔数超 200 笔。交易属性凸显。

图表 19 近一年长期信用债成交只数及换手率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 20 近一年超长期信用债成交只数及换手率



资料来源: Wind, 华创证券

二、海外长久期信用债市场情况与国内外评级比较

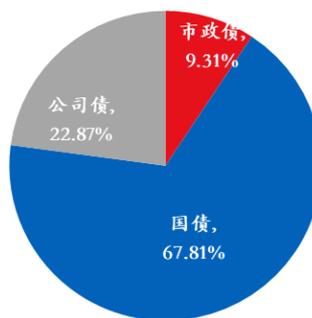
美国债券市场格局在过去十几年经历了低利率、老龄化等因素影响逐渐趋于成熟，对当下我国的债市发展具有借鉴意义，本节从美国信用债市场格局变迁、长久期信用债评级比较等方面展开分析。

（一）美国债券市场格局：信用债占比 23%，以工商企业为主

美国债券市场主要包括国债、市政债、公司债三大品种，其中公司债可以类比为国内的信用债。截至 2024 年 7 月 16 日，美国存量债券市场合计 44 万亿美元，其中国债占比 68%（约 30 万亿美元）、信用债占比 23%、市政债占比 9%。

图表 21 截至 2024.7.16 美国债券市场存量规模分布

美国存量债券占比情况



资料来源：彭博，华创证券

从存量信用债行业分布看，美国信用债约 50% 为工商主体发行，约 30% 为非银金融和银行等金融主体发行，其次为公用事业-供电、特殊目的等行业，占比在 7-8% 左右。

图表 22 截至 2024 年 6 月底美国存量信用债行业分布（单位：亿美元）

到期时间	合计	公用事业-供气	公用事业-供电	运输-铁路	运输-非铁路	通信	特殊目的	工商业	天然气运输	非银金融	银行
2024年底	2993.39	15.69	141.85	12.50	14.50	11.80	209.58	1072.68	16.08	1049.68	449.02
2025-2029年	42923.76	304.29	2252.98	156.45	265.49	531.67	3398.71	21211.02	381.51	10654.33	3767.30
2030-2033年	19506.08	221.32	1406.26	107.78	12.11	361.17	1133.96	10020.33	224.50	4622.17	1396.47
2034年及以后	33569.14	454.64	4205.94	667.66	8.42	1214.47	1781.68	16784.45	549.94	5780.79	2121.15
合计	98992.37	995.95	8007.03	944.40	300.52	2119.11	6523.94	49088.48	1172.03	22106.97	7733.95
到期时间	合计	公用事业-供气	公用事业-供电	运输-铁路	运输-非铁路	通信	特殊目的	工商业	天然气运输	非银金融	银行
2024年底	3.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.1%	0.0%	1.1%	0.5%
2025-2029年	43.4%	0.3%	2.3%	0.2%	0.3%	0.5%	3.4%	21.4%	0.4%	10.8%	3.8%
2030-2033年	19.7%	0.2%	1.4%	0.1%	0.0%	0.4%	1.1%	10.1%	0.2%	4.7%	1.4%
2034年及以后	33.9%	0.5%	4.2%	0.7%	0.0%	1.2%	1.8%	17.0%	0.6%	5.8%	2.1%
合计	100.0%	1.0%	8.1%	1.0%	0.3%	2.1%	6.6%	49.6%	1.2%	22.3%	7.8%

资料来源：彭博，华创证券

（二）低利率环境下，信用债发行久期显著拉长

从美国历年信用债分期限发行规模看，2020 年为阶段性发行规模高点且 2008 年以来发行期限有所拉长。2008 年之前美国信用债发行以 3 年期以内为主，2008 年之后新发债期限逐步拉长至 7-10 年期，同时 25-30、30-50 年期品种发行规模也明显增加。

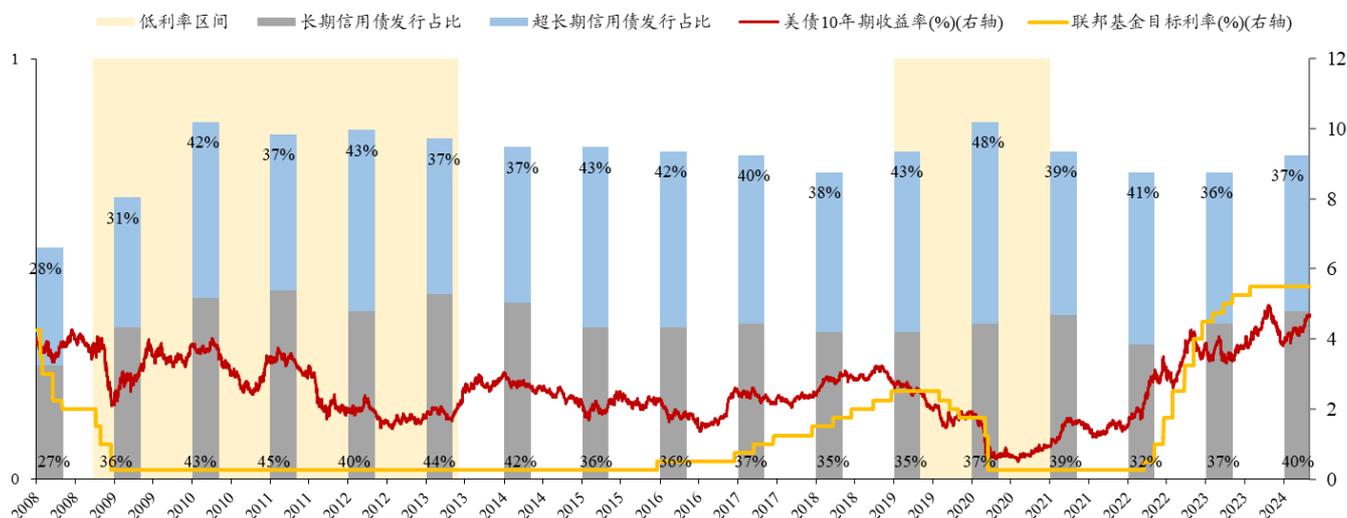
图表 23 2002-2024 年上半年美国信用债分期限发行规模 (亿美元)

发行年份	发行总额	0-3.33	3.33-5.33	5.33-7.33	7.33-10.33	10.33-15.33	15.33-20.33	20.33-25.33	25.33-30.33	30.33-50.33	50.33以上
2024	8894	1552	2093	1321	2150	552	28	4	829	279	0
2023	13360	2977	2891	2020	2612	994	164	35	1124	449	0
2022	12275	2560	2264	1623	2496	1045	135	64	1300	683	12
2021	19410	3314	3081	2630	5063	1460	560	223	1409	1299	18
2020	22869	2543	4242	2813	6003	1861	713	361	2459	1600	3
2019	14686	2701	2140	1851	4245	781	550	150	1669	427	45
2018	13653	3167	2087	1814	3354	575	455	59	1706	338	21
2017	15303	2896	2671	1875	4299	689	318	147	1549	674	35
2016	14180	2580	2659	1492	4585	393	347	74	1545	362	12
2015	14755	2628	2753	1356	4636	371	412	92	1559	663	0
2014	13031	2326	2632	1502	4061	458	258	24	1253	290	10
2013	13019	1942	2585	1516	4675	433	190	25	1364	186	12
2012	11460	1476	1999	1234	4651	536	98	14	1222	153	7
2011	9631	1400	1836	1239	3880	274	48	12	861	47	19
2010	9063	990	1750	980	3957	430	50	16	789	68	8
2009	10543	2725	2336	1412	2761	283	74	27	832	80	3
2008	11047	4146	2092	824	2357	217	75	67	843	103	4
2007	14432	5559	1833	850	3449	371	325	48	1488	332	80
2006	13812	6197	2027	901	2770	219	272	73	1052	147	55
2005	11268	4915	1923	705	2371	332	226	57	565	119	44
2004	12072	4735	2219	916	2834	288	443	46	490	38	1
2003	12117	5536	1695	942	2399	511	305	49	532	58	9
2002	10101	4077	1817	586	2417	264	222	47	598	44	5

资料来源: 彭博, 华创证券

利率中枢下行阶段信用债发行多有放量, 且长久期信用债发行规模占比与收益率走势相关度较高。2008 年以来美联储进行了两轮大幅降息, 第一轮为 2007 年 9 月至 2008 年末美联储累计降息 525BP, 第二轮为 2019 年 8 月-2020 年 3 月美联储累计降息 225BP。在低利率环境下, 企业发行债券融资的积极性明显提高, 且有拉长发债期限以锁定较低利率成本的倾向。

图表 24 2008-2024 年上半年美国长久期信用债发行规模占比及美债收益率变化

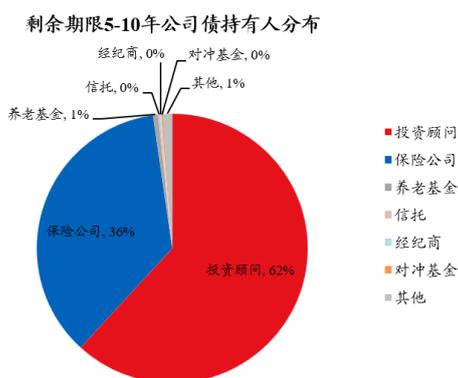


资料来源: Wind, 彭博, 华创证券

(三) 保险公司是长期信用债的重要买方力量

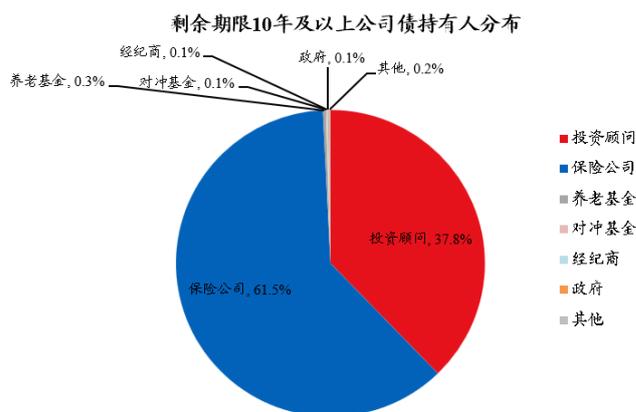
从美国长久期信用债持有人分布看, 保险公司和投资顾问为主要买盘。具体看, 5-10 年期信用债中投资顾问持有占比 62%, 保险公司持有占比 36%, 另有养老基金、信托、经纪商、对冲基金等少量持有; 10 年及以上信用债中保险公司持有占比 62%, 投资顾问持有占比 38%, 另有养老基金、对冲基金、经纪商、政府等少量持有。

图表 25 美国 5-10 年长期信用债持有人分布



资料来源：彭博，华创证券
注：截至 2024 年 7 月 17 日

图表 26 美国 10 年及以上超长期信用债持有人分布

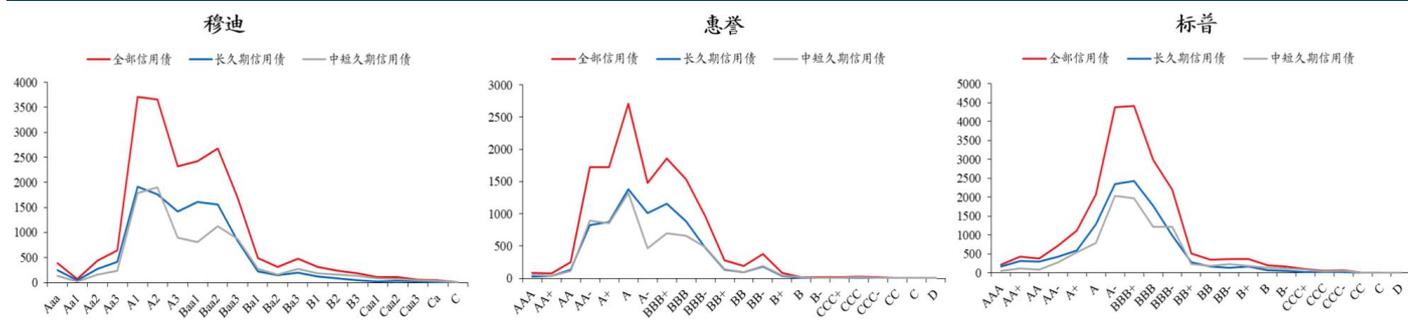


资料来源：彭博，华创证券
注：截至 2024 年 7 月 17 日

(四) 国内外评级比较：国内针对同主体长债普遍未有调低，美国部分主体有调降

美国长久期信用债中低评级占比相较于中短久期债券更高。从美国存量信用债的债项评级分布来看，长久期信用债评级分布结构中，中低等级债券（穆迪 A3 及以下、惠誉 A- 及以下、标普 A- 及以下）占比相较于中短久期信用债更高。反应出对于美国长久期信用债，其债项评级或因期限因素有所下调。

图表 27 美国信用债债项评级分布（只）



资料来源：彭博，华创证券

注：数据截至 2024 年 7 月 17 日，仅统计有对应机构评级的债券。

国外评级机构在设计债项评级时对期限有一定的考虑。以标普评级框架为例，在确定主体评级后，同主体的债项评级会考虑债券的期限、担保条款、偿还次序等因素进行调整。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/057046146115006143>