

目录

1 超长信用债：长端配置品种新选择	5
1.1 一级发行	5
1.1.1 今年以来超长信用债发行量显著提升，但存量占比依然较低	5
1.1.2 近几个月超长信用债认购倍数稍有提升，新债票息紧贴曲线定价	7
1.1.3 低利率、资产荒环境下超长债供给大概率维持偏快节奏	8
1.2 二级估值及流动性	9
1.2.1 当前中高等级 10Y-3Y 期限利差处在历史牛市时期的最低水平	9
1.2.2 信用债超长端换手率快速提升，现与剩余期限 3Y 内基本相当	10
1.2.3 新债发行后二级流动性充裕，但难有一二级套利机会	11
1.3 投资策略	12
1.3.1 收益情景分析：进攻性强，在利率窄幅波动假设下也相对占优	12
1.3.2 流动性跨品种比较：仅明显弱于银行及中高等级短信用	14
1.3.3 高流动性超长信用债发行主体和个券梳理	15
2 信用债回顾：净融资额延续增长，估值持续下行	17
2.1 负面信息监测	17
2.2 一级发行：新发、净融资小幅增长，融资成本窄幅波动	18
2.3 二级成交：信用债收益率大幅下行，利差同步收窄	18
风险提示	21

图表目录

图 1: 今年以来超长信用债发行量及占比显著提升.....	5
图 2: 存续信用债中超长占比依然极低.....	5
图 3: 今年以来发行的超长信用债募集资金用途多为偿还有息负债/到期债券.....	6
图 4: 产业类主体发行超长信用债热度显著提高.....	6
图 5: 今年以来中国诚通超长信用债发行量大幅领先.....	6
图 6: 今年以来超长信用债认购热度稍有提升.....	7
图 7: 隐含 AAA 及 AA+ 超长信用债认购倍数多在 1 倍及以上.....	7
图 8: 2023 年以来新超长信用债发行票面利率基本紧贴 AAA 级中短票曲线定价.....	7
图 9: 近年来中高资质主体超长债一二级价差较小, 鲜有“发飞”情形.....	8
图 10: 在利率长期下行趋势中, 下滑至阶段性低位时往往伴随超长债发行放量.....	9
图 11: AAA 级和 AA+ 级中短票 10Y-3Y 期限利差历史走势回顾.....	10
图 12: 今年以来 7Y 以上信用债成交占比显著提升.....	10
图 13: 信用债超长端月换手率快速提升, 仅略低于 1Y 内品种.....	11
图 14: 其中公募债月换手率整体稍高, 但各期限排序相似.....	11
图 15: 进一步控制隐含评级 AA+、AAA 后, 换手率变化不大.....	11
图 16: 近 3 年来超长公募债发行后当月或次月均可实现成交.....	12
图 17: 超长公募债发行后月换手率集中在 50%~150%.....	12
图 18: 持有“24 诚通控股 MTN010B”累计收益率情景分析.....	12
图 19: 相比“24 青岛债 21”, “24 诚通控股 MTN010B”相对收益率情景分析.....	13
图 20: 相比“24 中行二级资本债 02A”, “24 诚通控股 MTN010B”相对收益率情景分析.....	13
图 21: 在考虑税收后的相对收益率情景分析.....	14
图 22: 信用债、金融债及地方政府债今年以来前 15 周周换手率分期限统计.....	15
图 23: 今年前 15 周高换手率超长信用债.....	16
图 24: 最近 4 周高换手率超长信用债.....	16
图 25: 债券违约与逾期.....	17
图 26: 主体评级或展望下调.....	17
图 27: 债项评级调低的债券.....	17
图 28: 海外评级下调.....	17
图 29: 重大负面事件.....	17
图 30: 一级发行量和净融资均持续增长.....	18
图 31: AAA 级新债票息小幅回落, 中低等级小幅上行.....	18
图 32: 取消或推迟发行债券列表.....	18
图 33: 各等级、各期限信用债收益率下行 6bp~10bp.....	19
图 34: 各等级 1 年期信用利差均收窄 9bp.....	19

图 35: AA 级 3Y-1Y、5Y-1Y 期限利差小幅收窄 3bp	19
图 36: 3Y、5Y AA-AAA 等级利差收窄 3~4bp	19
图 37: 各省级城投信用利差水平及变动情况.....	20
图 38: 各行业信用利差水平及变动情况.....	20
图 39: 周换手率前十的债券列表.....	21
图 40: 成交价差超过 15% 债券	21
图 41: 城投和产业利差变化前五大主体 (bp)	21

1 超长信用债：长端配置品种新选择

回顾近期债券市场，利率持续下行至低位且波段机会减少，城投短端下沉较为极致且中高等资质已普遍拉久期至 3 年左右，收益挖掘空间愈发逼仄。由于主流机构难以在弱资质主体暴露过多敞口，加之市场对利率走势的乐观预期，自今年年初以来优质主体超长期信用债逐渐被市场关注，成交活跃度出现显著提升。与需求同步提升的还有超长信用债供给，在利率不断低位震荡下行过程中，自今年 1 月起超长信用债发行也大幅放量，以中国诚通为代表的一批央企及少量城投高频发行期限 10 年、15 年不含权中票或一般公司债，为市场提供较多可选标的。

当前债市长期风险可控但短期不确定性有所增大，哑铃型组合性价比相对更高，在资产荒中后期资本利得难觅，资金逐渐流向流动性低但票息价值高的品种上。在此背景下我们考虑，在地方政府债、非活跃政金债之外，超长信用债是否有足够价值赢得部分长端配置仓位？近期流动性是否足够好以至于还存在一定交易价值？若要参与，有哪些核心主体能兼顾流动性和票息收益要求？本文聚焦超长期信用债，梳理历史一级发行、二级估值和流动性特征，并进行收益情景分析和跨品种比较，以供投资者参考。

1.1 一级发行

1.1.1 今年以来超长信用债发行量显著提升，但存量占比依然较低

今年以来超长信用债发行明显放量，但仍是小众品种。我们将行权后剩余期限在 7 年及以上的非金信用债界定为超长信用债。截止 2024 年 4 月 14 日，超长信用债合计存量规模为 5541 亿元，其中自 2024 年以来新发规模达 2232 亿元，已超过去年全年发行量。按发行占比来看，2017-2022 年超长信用债占同期信用债融资规模的比例均不足 1%，继 2023 年向上突破 1% 之后今年以来占比已达 5.63%，为近 10 年来历史新高。但倘若以存量视角来看超长信用债仍是小众品种，占比仅 2.05%，其中剩余期限在 7-10 年、10 年以上的分别占比 1.72% 和 0.33%。

图 1：今年以来超长信用债发行量及占比显著提升

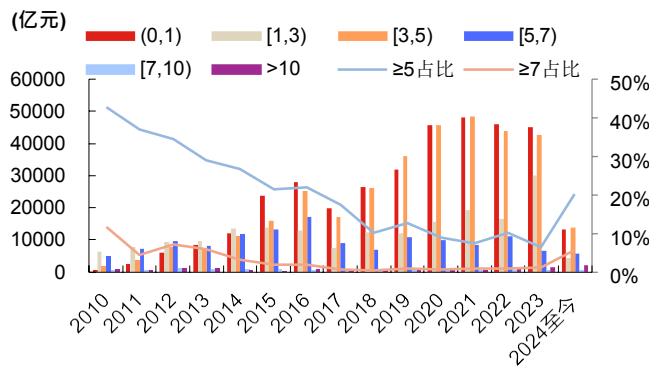
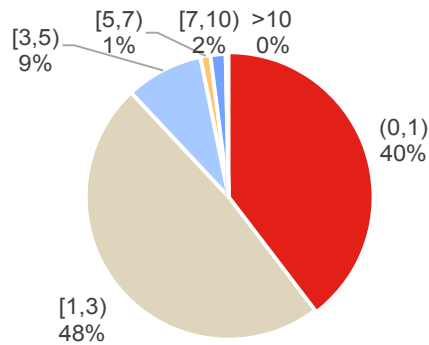


图 2：存续信用债中超长占比依然极低



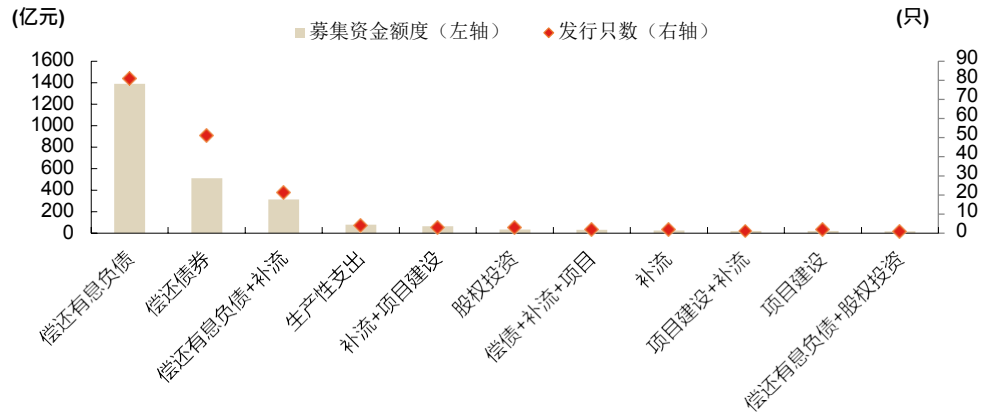
数据来源： ， ；注：数据截至 2024 年 4 月 14 日。数据来源： ， ；注：数据截至 2024 年 4 月 14 日。

今年以来发行的超长信用债募集资金用途多为偿还有息负债/到期债券，仅少数用于补流、项目建设和权益类投资等。统计今年以来发行的百余只超长信用债，募集资金用途分别描述为“偿还有息负债”和“偿还债券”的募集资金占比分别为 55% 和 20%，发行人主流动机是顺势锁定长期限低成本资金来源，毕竟从近期发行结果来看基本能将成本控制在 3% 左右，当然，倘若以 10

年维度来看在利率长期下行趋势中此类主体后续或有更低融资成本机会；募集资金用途提及“补充流

动资金”的比例为 17%（鉴于较多新债并未提及具体补流额度，17%为所有提及补流的新债融资额度占比，并非实际补流额度占比，以下同理）；涉及“项目建设”的比例为 6%，发行人包括中电建、深圳地铁、江西交投、厦门轨道等；涉及权益类投资的比例为 2%，相关融资主体仅有亦庄国际投资发展、福建能源石化、宁波通商。

图 3：今年以来发行的超长信用债募集资金用途多为偿还有息负债/到期债券

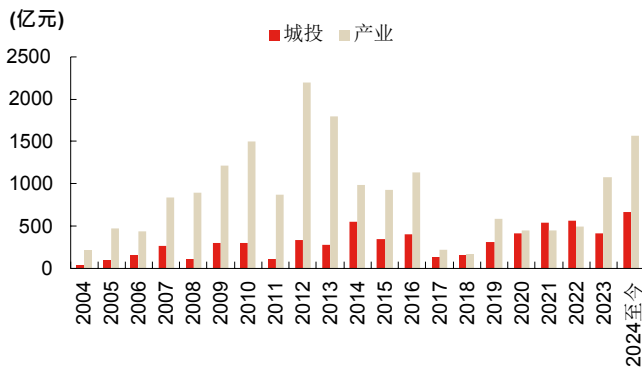


数据来源： ， ；注：数据截至 2024 年 4 月 14 日。

发行主体分类方面，产业类主体占比一贯较高，今年增量也主要来自产业主体而非城投。2009-2016 年为产业主体超长信用债发行高峰，以中石油、国家电网等为代表的众多央企在此期间密集、大额发行，此后缩量较为明显。城投则是自 2018 年以来融资规模稳步提升，今年以来发行量已超历史各年全年水平，杭州城投最长发行一只 20 年中票，从主体角度而言交建行业发行活跃，鉴于其资产端项目回报周期普遍偏长，发行超长信用债有助于缓解资产负债期限错配问题。年初以来主要增量依然是来自以中国诚通为代表的高资质央企，达 1567 亿元，而非城投。

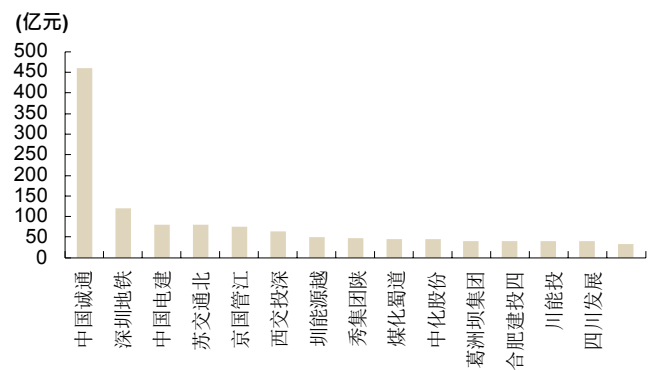
中国诚通领衔一众高资质央企贡献今年以来超长债主要融资额度。按照发行规模排序，今年以来前 15 名主体合计发行超长信用债规模为 1258 亿元，集中度 56%，其中中国诚通最多融资 460 亿元，远超第二名深圳地铁（120 亿元），其余主体则均在百亿以内，发行量偏大的包括中电建、苏交通和北京国资。中国诚通和三峡集团最长发行期限为 30 年的中票，在市场上较为罕见。

图 4：产业类主体发行超长信用债热度显著提高



数据来源： ， ；注：数据截至 2024 年 4 月 14 日。

图 5：今年以来中国诚通超长信用债发行量大幅领先

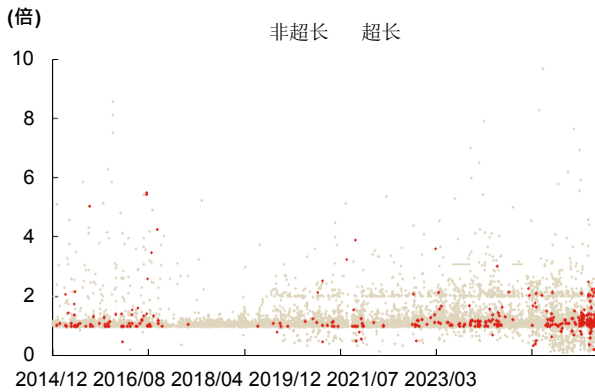


数据来源： ， ；注：数据截至 2024 年 4 月 14 日。

1.1.2 近几个月超长信用债认购倍数稍有提升，新债票息紧贴曲线定价

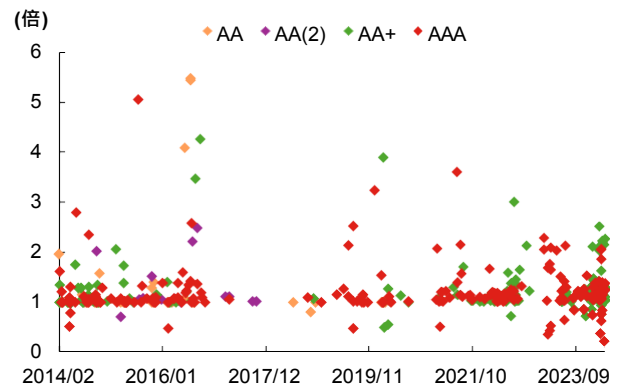
今年以来超长信用债认购热度稍有提升。伴随超长信用债二级成交活跃度增长的还有一级认购热情的提升，认购倍数集中分布在 1~1.3 倍之间，个别可达 2 倍以上，相比此前中位数稍有上移，认购热情稳中有增。分隐含评级来看，2024 年以来发行的超长债隐含评级均在 AA+ 级及以上，认购倍数方面只有少量低于 1 倍，隐含评级 AAA 级和 AA+ 级分布差异不大。弱资质主体受制于市场认可度参与依然不多。

图 6：今年以来超长信用债认购热度稍有提升



数据来源： ， ；注：统计样本券主体评级全部为 AAA 级，非超长债期限控制在 1Y~7Y 之间。

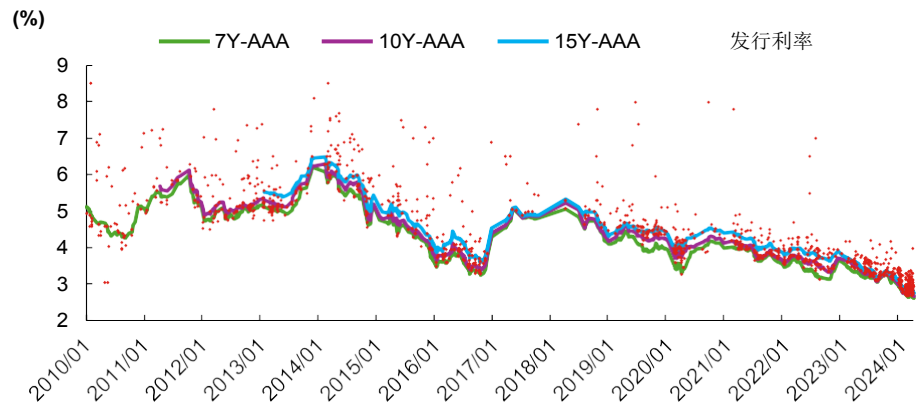
图 7：隐含 AAA 及 AA+ 超长信用债认购倍数多在 1 倍及以上



数据来源： ，

近期新发超长信用债票息定价在紧贴收益率曲线的同时还有所下探，高成本发行现象明显减少。近年来超长信用债平均融资成本逐年走低，今年以来更是压降至平均约 3%，票面利率紧贴 AAA 级中短票曲线定价甚至还有所下探，流动性溢价压缩或是主要原因。此前仍不乏中等资质城投发行超长信用债，融资成本高达 7% 以上，但自去年以来此类现象已逐渐消失。

图 8：2023 年以来新超长信用债发行票面利率基本紧贴 AAA 级中短票曲线定价



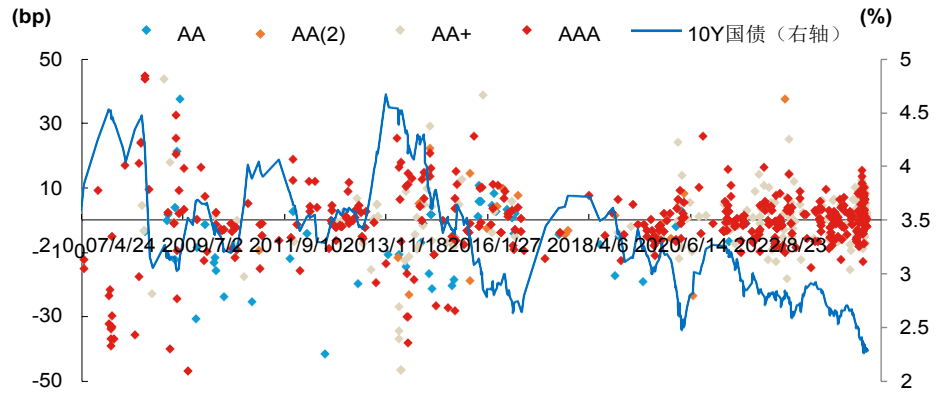
数据来源： ，

一级票面利率定价贴近市场真实价值，近 5 年基本不存在“发飞”现象，难有一二级套利机会。

进一步地，我们考察一级票面利率定价的合理性，方法是假定发行后一周的中债估值为市场真实价值，用此时中债估值减去估算的对应期限国开债估值得到二级信用利差，与用票面利率在发行起始日当天计算的一级票面利差相比，得到一二级价差。回顾历史表现不难发现，自**2018**年以来

超长信用债一级票面相比二级估值的偏离度已明显收敛，一二级价差总体均匀分布在±10bp 范围内，因此高等级超长债基本不存在“发飞”现象，一二级不存在明显套利空间。

图 9：近年来中高资质主体超长债一二级价差较小，鲜有“发飞”情形



数据来源：，；注：一二级价差定义为发行起始日 7 日后以中债估值计算的信用利差-发行起始日以票面利率计算的信用利差。

1.1.3 低利率、资产荒环境下超长债供给大概率维持偏快节奏

回顾超长信用债历史发行规模与利率走势，不难发现一级放量的时间段均为利率下行过程中的阶段性低位：

- **2011 年 10 月-2013 年 3 月**：国内稳增长压力偏大，叠加欧债危机的不利影响，2012 年央行分别做出 2 次降准和下调基准利率动作引导利率下行，后续因经济数据好转利率有所上行。在此阶段大型央企为超长信用债发行主力，其中中石油和国家电网融资规模分别为 900 亿元和 600 亿元，占同期全部超长信用债发行总额的 21%和 14%，其他发行量达百亿以上的主体还包括中国中信、长江三峡、中国船舶和国家能投。
- **2014 年 3 月-2014 年 11 月**：开年以来经济数据表现较为疲软，央行维持宽松货币，然而货币政策向实体传导并不通畅，推动委外链条并引发同业理财规模的爆发式增长，资产供给难与负债端相匹配，由此开启历史上第一轮资产荒。在此阶段除国家电网、国投外，城投公司也成为供给主力，例如津城建、甘肃公航旅、湖北交投等，虽单个主体发行规模不大但也积少成多，最终城投超长信用债融资占比升至 33%。
- **2015 年 11 月-2016 年 11 月**：2016 年初经济下行压力偏大，利率总体低位运行；年中基本面数据欠佳叠加资产荒，引发利率震荡下行，超长信用债月发行量维持高位；年末伴随资金面趋紧、利率抬升，超长信用债发行节奏戛然而止。该阶段超长信用债发行主体进一步丰富，中国华能最多发行 135 亿元。
- **2020 年 3 月-2020 年 4 月**：受新冠疫情冲击较大，央行加码逆周期调节政策，3 月、4 月信用债发行量激增，超长信用债发行同步放量。
- **2023 年 4 月至今**：2022 年末理财赎回潮后市场逐渐修复，但受制于房地产行业持续低迷，经济复苏斜率偏低，债市情绪整体偏积极，股市表现不尽人意也引导资金流向固定收益品种，利率走势不断下探；与此同时，化债预期下城投下沉较为极致，但发行端收紧导致信用债可配资产明显不足，地产风险演绎未见拐点，机构整体风险偏好也较低。年初以来，超长信用

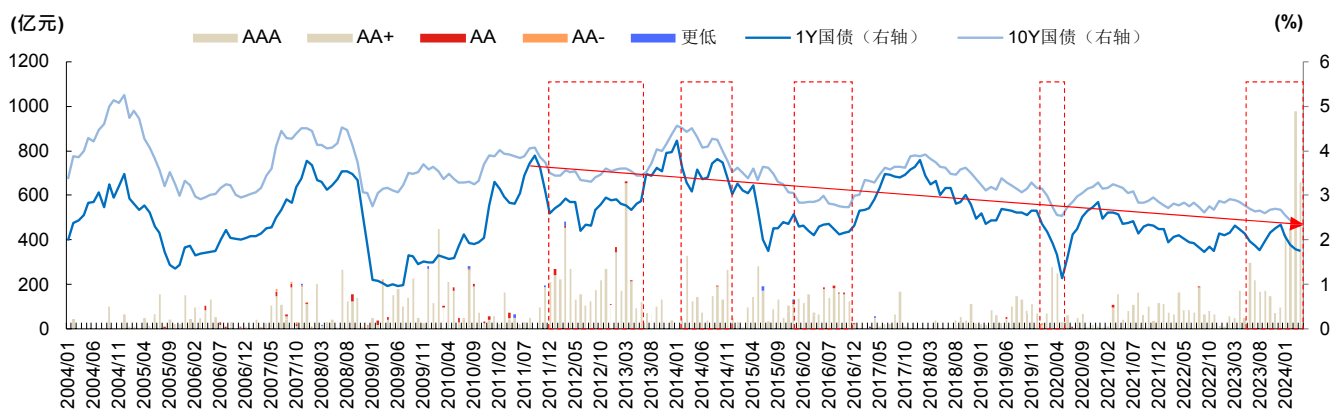
债因信用风险低暴露、票息较高、偏向进攻的独特定位而受到市场青睐，特别是伴随流动性的提升相应溢价还有所压缩。

总结历史经验，超长信用债发行的主要推动因素是利率持续下行至低位后发行人锁定长期低成本资金，发行节奏通常因利率转向上行而终止，本次发行高峰还恰逢资产荒中后期，供需两端共振使得发行规模已远超历史发行高峰。

展望后市，当前市场对后续降准、降息的预期尚不明朗，但债市快速回调的风险也不大，低利率环境依然有利于高资质主体发行更多超长信用债；需求侧超长品种可能面临供给放量、机构集中止盈、权益市场分流等风险，但大多数机构目前依然在采用哑铃型结构，同样我们也不建议放弃久期策略，特别是倘若存款利率下调触发保费增长，保险也会面临较大配置压力。

总体而言，尽管部分机构或许会纠结于超长信用债过长的久期，但市场对票息资产的追逐大概率不会中止，预计需求不会有明显减弱，供给大概率也能维持偏快节奏，但也难有再进一步放量的机会；如果市场出现超预期回调，参考历史案例经验，则可能导致供给快速收缩。

图 10：在利率长期下行趋势中，下滑至阶段性低位时往往伴随超长债发行放量



数据来源： ，

1.1 二级估值及流动性

1.1.1 当前中高等级 10Y-3Y 期限利差处在历史牛市时期的最低水平

截至 2024 年 4 月 19 日，隐含 AAA 级和 AA+级 10Y-3Y 信用期限利差分别为 34bp 和 41bp，再度下行至历史低位，那么当前是否存在较大回调风险？

历史上期限利差极致压缩均为“熊平”，是受短端主导的被动收窄，最终也是因市场修复、短端重归下行而触发走阔。回顾历史，我们发现 2010 年以来总共出现过 4 次期限利差极致压缩的行情，均是由于债市回调、短端收益率上行速度更快引发的被动压缩，具体情况如下：

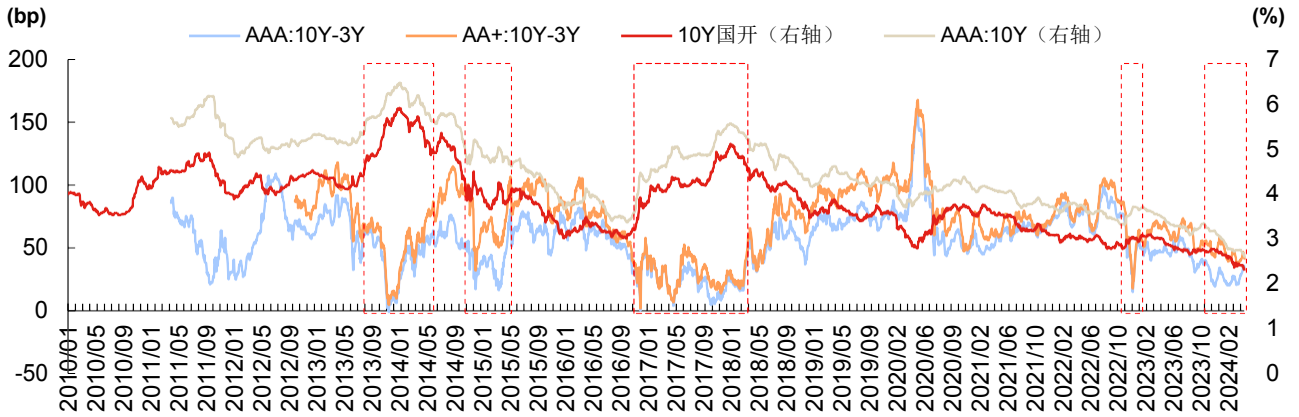
- **2013 年 8 月-2014 年 4 月**：经历年中“钱荒”冲击后流动性紧张、债市弥漫悲观情绪，特别是短端在资金面影响下收益率上行幅度尤其偏大，期限利差被动收窄。
- **2014 年 12 月-2015 年 4 月**：中证登收紧企业债回购资格，导致部分投资机构被强制去杠杆，叠加彼时两起城投撤函事件影响，2014 年 12 月起城投债收益率陡升，期限利差被动收窄。
- **2017 年**：受严监管、经济筑底回升等因素影响债市持续走熊，且回调过程中流动性保持平衡，短端回调幅度更大，期限利差被动收窄。

□ 2022 年末：理财赎回潮期间短端品种抛售压力更大，曲线熊平，期限利差被动收窄。

以上 4 次压缩均是在市场下跌过程中的“熊平”，虽超长收益率上行幅度更小，但因久期明显偏长，跌幅或许更大。最终期限利差重新走阔也是由短端主导，在市场修复过程中下行速度更快进而拉大期限利差。

本次期限利差极致压缩为“牛平”，与过往情形都有所不同，走阔风险主要来源于长端利率。一般而言 10Y-3Y 期限利差与利率水平反向变动，而本次信用 10Y-3Y 期限利差压缩发生在债牛中后期，两者同步下行，这在 2010 年以来尚属首次，与此前 4 次压缩的逻辑不同，且在过往资产荒中也并未压缩至当前如此低位，因此历史经验难以在此时提供参考。站在当前时点，鉴于发行主体信用资质都较高，信用风险对估值产生不利影响的概率很小，可能诱发 10Y 信用债估值调整的因素大概只有跟随长端利率一起调整，由此导致流动性回落并进一步增厚溢价。

图 11: AAA 级和 AA+级中短票 10Y-3Y 期限利差历史走势回顾

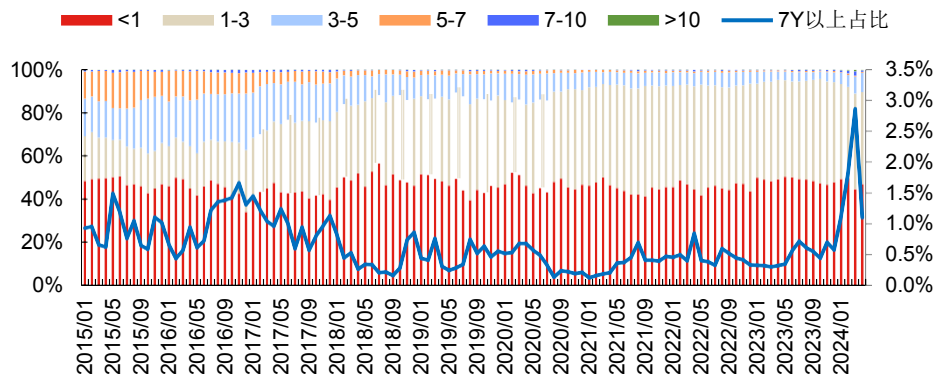


数据来源： ，

1.2.2 信用债超长端换手率快速提升，现与剩余期限 3Y 内基本相当

今年以来长期信用债成交占比快速提升。化债预期下城投短端下沉已非常极致、难做出差异，优质主体久期已普遍拉至 3 年甚至更长，弱主体拉久期可能还存在困难，资产荒格局延续。鉴于主流机构无法在信用资质上再继续过多下沉，便开始寻求拉久期机会且逐渐向更长端挖掘，剩余期限 3 年及以上信用债成交占比持续提升，已升至近 3 年来高位，特别是剩余期限 7 年及以上月成交占比已从过往的 0.5%左右升至 3 月的 2.86%，但 4 月前两周有所回落。

图 12: 今年以来 7Y 以上信用债成交占比显著提升



数据来源： ， ；注：数据截至 2024 年 4 月 14 日。

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。

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/276001131050010125>